



## 中国经济展望

2012年2月6日

基金组织驻华代表处撰写

中国经济增长在减缓。但是，在变化莫测的全球经济中，中国经济仍是一个亮点。

- 2012-2013年，中国经济增长预计将保持在8%以上。
- 通货膨胀正降到更适当的水平。
- 房地产市场正在回落。

来自欧洲的风暴可能会对中国造成严重冲击。

- 如果欧元区陷入严重衰退，中国的增长率可能将急剧下滑。
- 但中国具备财政应对空间，应利用好这一空间。
- 与2009-2010年不同，任何刺激措施都应通过预算而非银行体系来实施。

全球前景疲软使得中国经济再平衡的重要性更加突显。

- 这意味着，需要增加私人消费，减少对投资的依赖。
- 金融和企业部门改革对于实现经济转型至关重要。

### 基线前景

#### 1. 欧元区压力的加剧和其他地区经济的脆弱正在威胁全球复苏。《世界经济展望》

(WEO)最新预测显示，全球经济2012年将减速至3.25%，比2011年9月《世界经济展望》的预测下调了约0.75个百分点，主要原因是欧元区陷入轻度衰退，它们在2012年将收缩0.5%。新兴和发展中经济体的增长今年预计将达到5.5%，比2011年9月《世界经济展望》的预测下降了0.75个百分点。

2. 由于全球经济疲软，基金组织工作人员下调了对中国的增长预测。在困难的外部环境下，中国经济再次显示出了抗冲击能力，企业盈利能力强劲，居民收入不断提高(图1)。然而，今后两年里，净出口对经济增长的贡献将

大幅减小，经常账户顺差将保持在GDP的3-4%。结果是，预计今年的经济增长率将降至8.25% (2011年是9.2%)，今年后期的经济增速将开始加快，2013年将升至8.75% (表1和图2)。

3. 通货膨胀已触顶回落，但依然容易受到供给因素驱动的食品价格上涨的影响。通货膨胀在2011年底降至4.1%，今年头几个月将继续稳步下降。然而，由于国内生产的食品的供需状况紧张，即使供给受到轻微冲击(恶劣天气或病害)也会对价格造成很大的严重影响。为了持久解决这一问题，必须实施广泛的改革，提高农业生产率，改善供销网络，促进食品进口，并普遍提高食品供给对价格上涨的反应灵敏度。

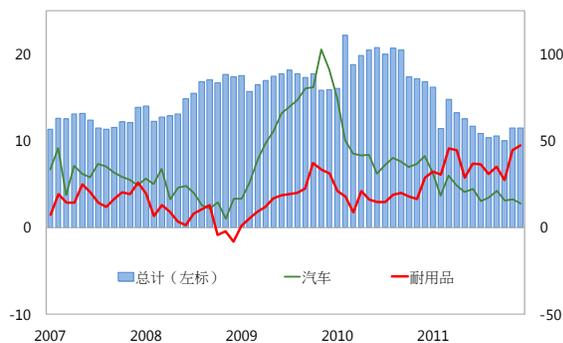
图 1. 近期情况

随着刺激措施被取消，国内需求依然保持强劲。居民支出增长下降到危机前水平...

...私人投资取代了公共刺激...

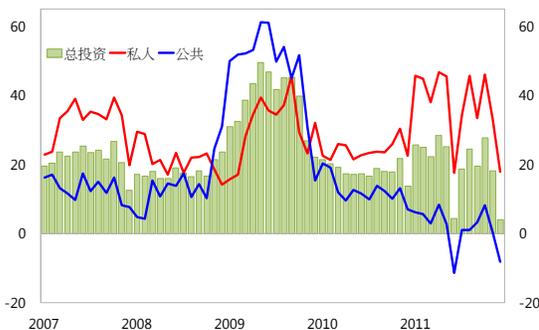
零售额

(百分比, 年同比增长)



固定资产投资

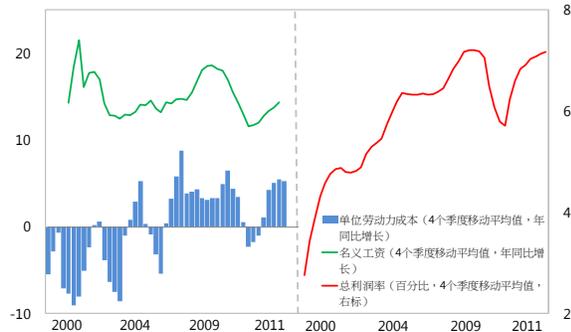
(百分比, 年同比增长)



...这得益于企业盈利能力强劲。到目前为止，劳动力成本的上升看来在很大程度上与生产率的提高相匹配。

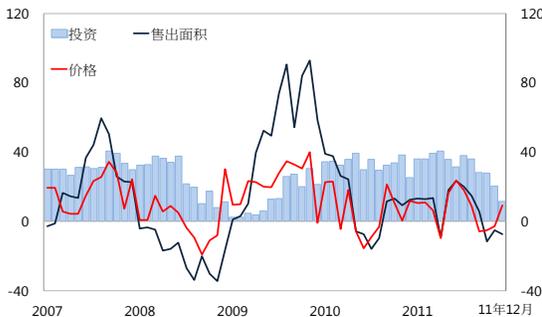
政府成功地实现了房地产市场的降温，但基本建设活动依然强劲。

中国单位劳动力成本和工业利润率



住房价格和市场表现, 全国

(百分比, 年同比, 经季节调整)

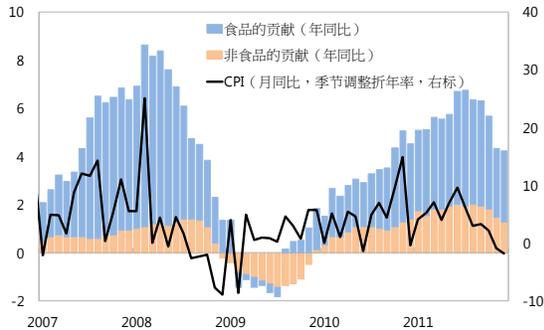


通货膨胀已触顶回落...

...而贸易顺差在全球危机期间持续下降。

通货膨胀

(百分比)



经常账户及其组成部分

(占GDP的百分比)



表 1: 主要经济指标

	2011	2012	2013
(百分比变化, 除非另有注明)			
实际 GDP	9.2	8.2	8.8
国内需求	10.3	9.5	9.3
消费	10.0	9.6	9.6
投资	10.6	9.4	8.9
净出口 (对增长的贡献)	-0.5	-0.9	-0.2
通货膨胀 (平均)	5.4	3.3	3.0
经常账户 (占 GDP 百分比) <sup>1</sup>	3.3	3.2	3.8
广义政府余额 (占 GDP 百分比) <sup>1</sup>	-2.0	-2.0	-1.4

<sup>1</sup> 工作人员对 2011 年的预测。

#### 4. 政府为房地产部门降温的措施卓有成效。

市场已开始回落, 价格上涨减缓, 成交量在下降。令人鼓舞的是, 基本投资依然保持适当规模, 这在一定程度上是由于政府扩大保障性住房供应的努力。目前, 几乎没有理由撤销正在实行的市场回调措施。的确, 房价适度回落应被视作可喜的发展情况, 这使居民收入有机会赶上住房成本。不过, 依赖行政措施控制贷款比例和限制购房有其自身的风险, 并且随时间推移其有效性会下降。为了更持久地解决中国的房地产泡沫倾向问题, 根本办法在于采取有关政策提高资本成本, 为储蓄者提供更多可供选择的投资工具, 以及全面开征物业税。

5. 最近, 货币升值压力有所缓解。2011 年, 人民币实际有效汇率升值约 6%。同时, 受贸易顺差缩小、全球避险情绪增强以及与美元升值有关的定值效应等多种因素影响, 储备积累速

度放慢。然而, 鉴于中国仍有庞大的经常账户美元顺差以及外国直接投资依然强劲, 储备积累今年将再度加快。

#### 6. 货币状况应加以微调, 以便能够向经济

**适度增发信贷。**由于货币状况在去年第三季度收紧以及外资流入减缓, M2 增长率在年底为 13.6%。过去几个月里, 当局适度增加了流动性, 包括在 12 月将存款准备金率下调了 50 个基点。今年, 14% 的 M2 增长目标是审慎的, 将实现适当的平衡——一方面能够为增长放慢的经济提供适度支持, 另一方面能够对危机后信贷刺激导致的信贷过剩和银行面临的风险保持警觉。特别是, 根据麦卡勒姆 (McCallum) 规则, 约 14% 的 M2 增长目标符合工作人员对经济增长和通货膨胀的预测。今年几个月里, 应通过公开市场操作对流动性状况进行微调。然而, 如果外资流入依然疲软, 也可下调存款准备金率。同时, 应当利用目前通胀下降的机会, 提高存贷款实际利率, 使资金成本更接近均衡水平, 并提高居民的金融收入。应当允许价格在资本市场出清中发挥更大作用, 这将使中央银行在实现货币目标的过程中减少对行政性信贷限制措施的依赖。

#### 7. 鉴于全球前景不明朗, 有必要为经济提

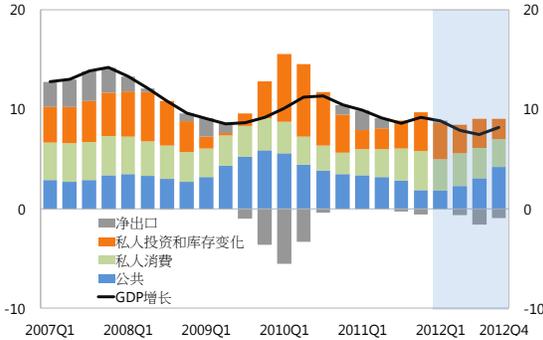
**供适度的财政支持。**特别是, 2012 年应推迟财政整顿计划, 广义政府赤字对 GDP 比率的目标应定在 2% 左右。由于税收收入高涨, 即使降低社保缴款和消费税、增加社会转移 (特别是对贫困户和失业者的转移) 并加快目前的对保障性住房的公共投资, 也能实现上述目标。

## 图 2. 前景和风险

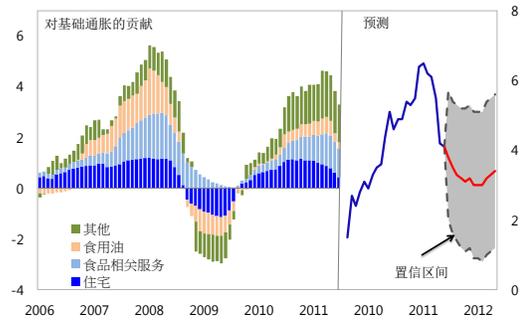
经济增长速度可能会放慢，但仍将处于健康水平。

通货膨胀将下降，但波动不定的食品价格仍是一个显著的脆弱性因素。

**对GDP增长的贡献**  
(百分比, 年均)



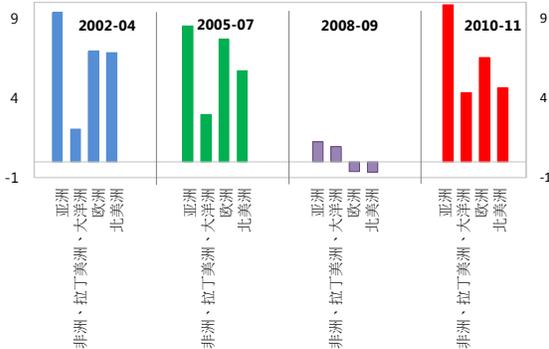
**消费者价格通胀**  
(百分比)



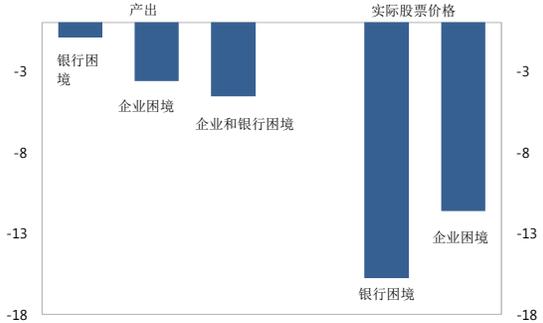
与 2008-2009 年的情况一样，先进经济体的严重衰退将导致中国出口下降，从而对中国造成较大冲击。

房地产市场构成最大的国内风险。<sup>1</sup>

**对出口增长的贡献**  
(占总额的百分比)



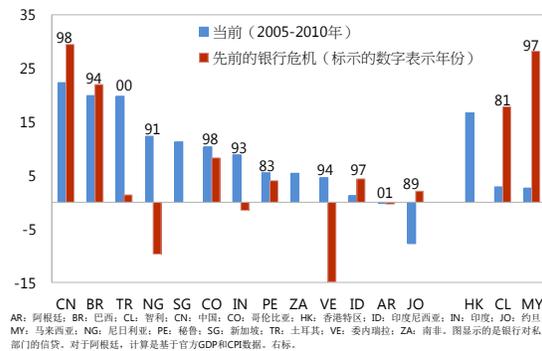
**中国：房地产下滑的潜在影响**  
(百分比)



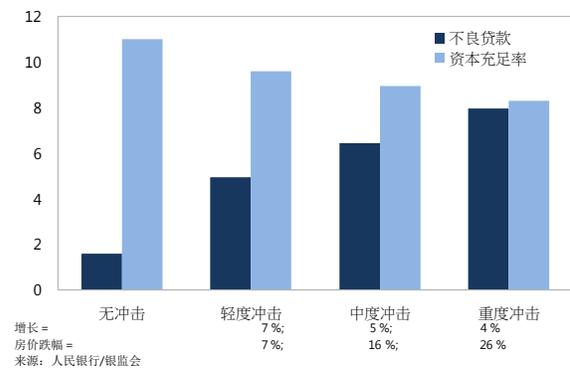
历史和国际经验表明，中国 2009-2010 年的大规模信贷刺激使银行体系的风险增加...

...在经济增长和房地产市场出现严重下滑的情况下，可能对银行资产负债表造成严重打击。

**信贷/GDP**  
(百分点, 五年变化)



**中国：宏观情景结果**  
(百分比, 2009年底)



<sup>1</sup> 在这一情景下，房地产市场下滑导致银行对地方政府融资平台、房地产部门和中小企业的大量贷款受损。

## 来自欧洲的明确的、现实存在的危险

8. 如[《世界经济展望》](#)和[《全球金融稳定报告》](#)最近更新中所指出的，**全球经济正处于危险的阶段，下行风险急剧增大**。最突出的风险来自于欧元区主权与银行融资压力之间循环反馈效应的加强，这导致欧洲和其他地区的银行去杠杆化过程持续更久，信贷和产出大幅收缩。

9. **如果这种来自欧洲的金融动荡尾部风险变为现实，中国的经济增长将受到拖累**。主要的影响渠道是贸易，继而对国内需求带来连锁反应。在《世界经济展望》最新预测提出的下行情景中（全球增长比基线预测下降 1.75 个百分点），中国的增长将下降约 4 个百分点（专栏 1）。因此，中国面临着来自欧洲的实实在在的巨大风险。

10. **如果这种下行情景不幸变为现实，中国应通过中央和地方政府预算实施大规模财政措施予以应对**（图 3）。在全球多数国家可能陷入衰退的情况下，中国应做好准备承受近期内经济增长的小幅下滑，同时通过有针对性的政府转移和失业救济来减轻最脆弱人群受到的影响。一揽子财政措施（约相当于 GDP 的 3%）应是主要防线。刺激措施可包括：进一步降低社保缴款和消费税，对购买耐用消费品提供直接补贴，激励企业扩大低污染、低能耗项目的投资，为小企业提供财政支持，推进保障性住房计划，以及增加对社会保障体系的投资。与 2008 年不同，上述一揽子刺激措施（包括向地方政府的转移支付，目的是为地方政府的支出提供支持）应通过预算实施，而不是依赖通过银行体系、国有企业和地方政府融资平台实施的公共基础设施计划。2009-2010 年的刺激措施引发了对信

贷质量和银行资产负债表的担心，这种担忧依然存在。这意味着，随着欧洲危机不断发展，中国所采取的任何货币回应都应当是有限的。

11. **由于外部前景疲软，中国必须加快经济转型，以降低全球需求波动不定对其造成的不利影响**。中国已采取了一些令人鼓舞的步骤，包括让人民币升值，大力投资于社会保障体系，扩大养老金和医疗福利覆盖面，提高最低工资水平，以及开始提高生产投入（特别是能源）的成本。目前需要加大努力提高居民收入，并实现经济增长结构从出口和投资型向消费型的转变。如[2011 年基金组织关于中国的工作人员报告](#)所指出的，需要在若干领域采取措施，包括实施金融和企业部门改革，这将为中国的国民更充分地享受经济持续高速增长的好处创造条件。

## 专栏 1. 经受风暴：欧元区的震荡对中国有何影响？

《世界经济展望》更新提出了一种全球下行情景。在这种情景下，欧元区主权与银行融资压力之间的恶性循环反馈导致信贷和产出大幅收缩。《世界经济展望》更新假设，主权利差暂时扩大，对财政可持续性的担心加剧，迫使各国实施更为前倾的财政整顿，从而抑制近期需求和增长。银行资产质量的恶化将比《世界经济展望》的基线预测更为严重，原因是银行所持的主权债务和对私人部门的贷款将遭受更大损失。相对于《世界经济展望》基线预测，私人投资对 GDP 比率将下降 1.75 个百分点，欧元区经济活动将收缩约 4%。假设对世界其他地方的金融蔓延效应比基线预测更强（但弱于 2008 年雷曼兄弟倒闭之后的情况），全球产出将下降约 2%。

**中国封闭的资本账户将提供一些保护，减轻中国受到的金融溢出影响。** 外国银行对中国国内银行的债权不到国内银行负债的 1%，而国内银行的国外资产（包括主权债务）仅占其总资产的 2%。此外，鉴于存款基础庞大，中国的银行不依赖批发融资，中国的非金融企业对外部融资的依赖性也很低。不过，欧洲和其他先进经济体股票市场的急剧下跌会影响市场情绪，影响中国的股票市场，另外还可能导致贸易信贷中断。

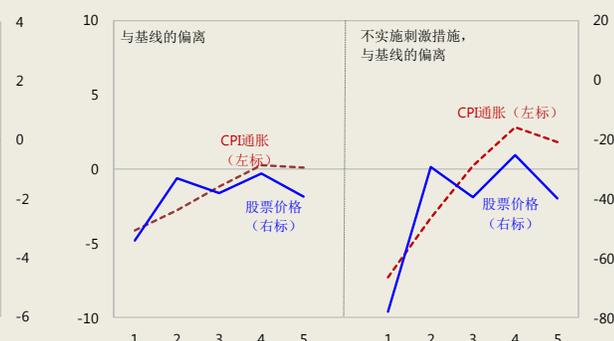
**中国将因贸易联系面临高度风险。** 欧洲和美国合起来占中国总出口的近一半。因此，全球需求下滑将对企业和金融部门的资产负债表产生不利影响——外需下降影响贸易部门企业的表现（该部门已存在过剩产能），导致不良贷款比率上升，并可能促使银行启动去杠杆化过程。这会进一步降低投资、就业和经济增长，并可能引发中国房地产市场下跌。如果不采取国内政策加以应对，中国的经济增长可能比基线预测下降多达 4 个百分点，从而引起广泛的消费者价格和资产价格收缩。在全球金融危机中，全球增长下降了约 6.5%，中国对外部冲击的脆弱性也清楚地显现出来。中国虽然实施了大规模信贷和财政刺激，为经济增长提供了至少 6 个百分点的支持，但增长率仍下降了 5 个百分点。

**然而，中国历来保持了良好的财政纪律，这使中国有足够的空间应对这种外部冲击。** 大规模财政刺激可以减轻、但不能充分抵消产出的下滑。具体而言，在 2012-2013 年实施约相当于 GDP3% 的前倾式财政刺激，将使经济增长的下滑幅度限制在 1% 左右，从而将减轻对就业和人民生活水平的不利影响。

对中国产出的影响



对中国资产和消费者价格的影响



（这两个图描述的是，相对于《世界经济展望》基线预测，《世界经济展望》更新中的下行情景对中国产出、消费者价格和资产价格的影响。）

## 持续存在的国内风险

12. **中国仍需付出很大努力来消化全球危机后信贷激增的副作用。**特别是，房地产和出口部门的增长减速带来了资产负债表风险；地方政府融资平台的贷款可能遭受损失。这些问题的潜在成本就其本身而言似乎是可控的，可以在不严重影响经济增长的情况下被吸收。但为做到这点，必须调整银行监管，使其能积极主动地识别和管理这些风险。

13. **重大的外部冲击将使许多国内风险更突出地暴露出来。**最大的担忧在于，贸易和房地产部门同时出现自我强化的大幅下滑。这可能导致价格、成交量以及与房地产相关的投资的下降幅度超过预期。适当的应对措施是，政府直接购买房产用于保障性住房，并针对首次购房者、低收入群体和保障性住房购买者有选择性地放松一些行政性购房限制。然而，应维持对房地产贷款的限制（如贷款价值比），以保护金融体系免受房地产下滑影响。

14. **目前，资金在向非银行金融中介形式转移，给货币控制和金融稳定带来了更大的隐忧。**过去一年里，政府通过行政手段限制银行贷款，导致资金转向透明度较差的、受监管程度可能

较低的非银行金融体系。这种不断加快的金融创新进而使宏观经济政策复杂化，并损害了使用货币总量作为政策目标的有效性。小银行的流动性压力由此也增加了。虽然这在短期内不太可能构成系统性风险，但如果不加以解决，脆弱性将随时间推移不断积累。因此，迫切需要根据 [2011年基金组织关于中国的工作人员报告](#) 所提建议，对货币政策框架进行全面的反思，加强对非银行中介形式的监管，并加快金融放开进程。

15. **最后，当前非常高水平的投资如果持续下去，最终可能损害银行和企业的资产负债表。**至少到目前为止，外部顺差的下降在很大程度上是由非常强劲的投资增长来实现的，但更可取的途径是提高消费占产出的比例。通过增加投资降低外部顺差的做法是不可取的，它使问题转向了更严重的内部失衡。这种失衡会加剧产能过剩、降低生产率并导致不良贷款，从而最终损害中国经济增长的可持续性。为了解决这些问题，并转向在更大程度上由消费拉动的经济，一个关键措施是提高中国目前被人为压低的资本成本（专栏2）。

### 图 3. 政策重点

财政整顿应推迟，以便为增长放慢的经济提供支持。如果下行风险变为现实，财政刺激也应是主要防线。

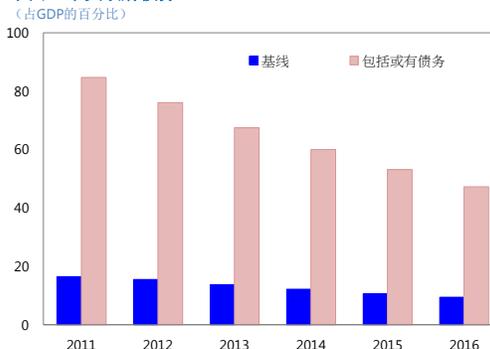
即使在极端情况下，政府债务预计仍将是可持续的。

中国：广义政府



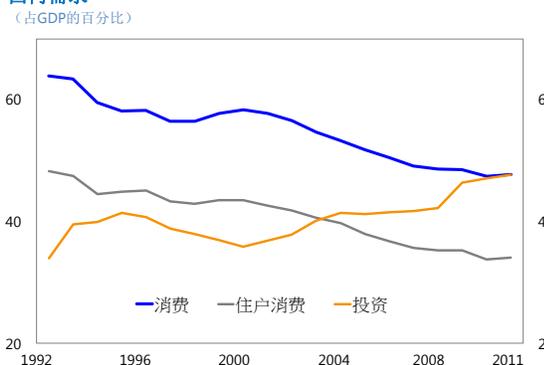
与 2008-2010 年不同，刺激措施的重点不应是投资，而是消费和居民收入...

中国：中央政府债务



...应继续恢复货币政策的正常化，控制 2009-2010 年信贷高涨带来的资产负债表风险。

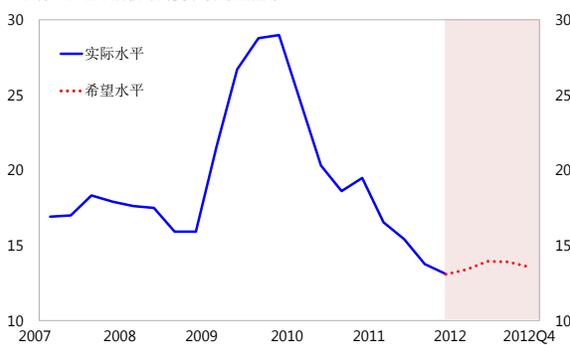
国内需求



针对首次购房者、低收入群体和保障性住房购买者有选择地放松购房限制，并加快保障性住房建设，可以控制房地产下滑风险...

M2增长

(百分比：基于所估计的麦卡勒姆型规则)

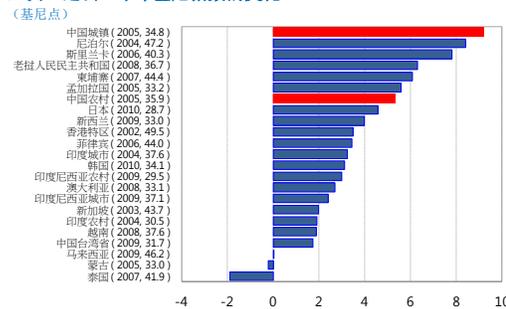


...同时加大力度实现经济再平衡，使中国经济能够持续增长，并提高经济增长的包容性。

#### 部分限购措施

- 90 平方米以上住房的最低首付比例提高到 30%
- 第二套住房的最低首付比例提高到 60%
- 在全国范围内禁止对第三套或三套以上住房提供抵押贷款
- 不能提供至少一年的当地纳税证明或社保缴纳证明的购房者被视为第二套房购房者

亚洲：过去二十年基尼指数的变化<sup>1</sup>



来源：CEIC 数据有限公司；世界银行，PovcalNet 数据库；WIDER 收入不平等数据库；Milanovic (2010 年)；各国当局和基金组织工作人员的计算。

<sup>1</sup> 括号中是具备数据的最近年份和相应的基尼系数。

## 专栏 2. 为什么过犹不及：中国的金融改革与居民储蓄<sup>1</sup>

在上世纪 90 年代中期，中国的城镇居民平均将可支配收入的 19% 储蓄起来。到 2009 年，他们的储蓄率上升到 30%。储蓄率的这种上升令人费解，因为它发生在经济快速增长、城市化进程相对较快、居民收入前景改善的时期。这些发展趋势本应降低储蓄动机，而不是导致更多储蓄。尽管在其他经济体的发展过程中，消费对 GDP 比率也出现了类似的下降，但中国的消费始于相对较低的水平，在过去二十年里却进一步下降。为了促使中国经济朝着扩大消费方向进行再平衡调整，必须采取有关政策，包括提高居民收入，引导人们减少储蓄，增加消费。

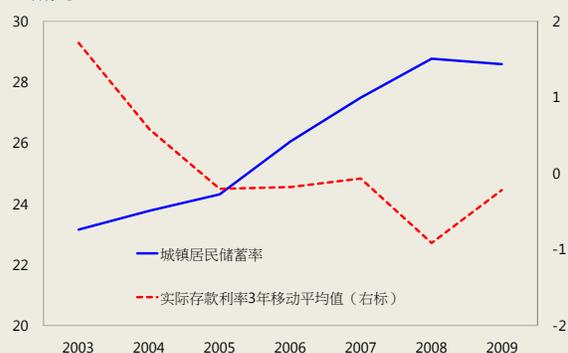
有关证据显示，金融改革（特别是放开利率和提高实际存款利率）有助于促进消费。由于很大一部分居民储蓄是存在银行的，银行存款回报率有可能对储蓄行为产生很大影响。近年来，存款利率大大低于通货膨胀率，银行存款的实际回报持续下降。但随着实际利率下降，城市储蓄率却朝着相反方向变动。

分析中国 31 个省份的数据，可以明显看出，居民储蓄的目的是满足多种需要，包括自我保险、退休、支付购房首付款等。从他们的行为看，他们似乎设定了一个目标储蓄水平。数据显示，当储蓄回报下降时，居民就难以达到储蓄目标。为此，他们将更大比例的可支配收入储蓄起来。利率提高有相反作用，促使居民减少储蓄。因此，实际利率的提高很有可能促进私人消费。

在加快中国向消费拉动型经济增长模式转型的过程中，金融改革和利率放开是一个关键部分。近年来，中国为加强金融体系采取了若干步骤。在此基础上，需要适当地安排下一阶段金融改革的顺序，以尽量减小无序放开的风险。<sup>2</sup> 改革的基本内容包括：采用新的货币政策框架；提高实际利率；加强和扩大金融体系的监管覆盖面；建立各种危机管理工具；发展金融市场以及其他中介形式和新储蓄工具；最终，开放资本账户。其中许多领域已经取得进展，在第十二个五年规划期间应加速推进这些改革。

随着实际利率上升以及资本价格在更大程度上由市场决定，居民储蓄将获得更高回报。实证研究表明，在银行存款利率持续提高且有更多投资机会的情况下，居民将增加支出，这将加快中国向消费拉动型经济增长转型的过程。

城镇居民储蓄率和实际存款利率  
(百分比)



<sup>1</sup> 见 Nabar, M. (2011 年), 《中国城市居民的储蓄目标、利率与储蓄状况》, 基金组织工作文章, 11/223。

<sup>2</sup> 关于改革顺序的详细讨论, 见《中华人民共和国: 2011 年第四条磋商工作人员报告》。