

非正式译文

2015 年 7 月 3 日更新版

中国经济简报

2015 年 6 月



宏观经济和财政管理全球实践

致谢

世界银行《中国经济简报》对近期中国经济和社会发展形势及政策进行报告和分析，并介绍世界银行关于中国的研究工作成果。本期简报的主要作者是司克礼（高级经济学家），另外以下人员也贡献于此报告：吴卓瑾（首席经济学家）、赵峦（经济学家）、Ekaterine Vashakmadze（高级经济学家）、Justin Hill（高级私营部门发展专家）、Smita Kuriakose（高级经济学家）和 Samuel Freije-Rodriguez（首席经济学家）。该研究团队衷心感谢中方合作团队的支持，也感谢世行以下人员的指导：郝福满（中蒙韩国局局长）、Sudhir Shetty（东亚及太平洋地区首席经济学家）和 Mathew Verghis（宏观经济和财政管理全球实践主管）。本报告编写团队感谢刘楠楠和李雯睿提供的出色研究帮助。感谢 Nikola Spatafora（首席经济学家）、James Seward（金融与市场全球实践主管）、Marius Vismantas（首席金融专家）和任浩聪（金融专家）提供的有益评论意见。还要感谢陈天舒、李莉、娄琰、余英、李晓婷和杨林对简报制作和发布所提供的支持。本报告的发现、解读和结论未必反映世界银行执行董事或其代表的政府的观点。本期简报的分析基于截至 2015 年 6 月 20 日的信息。若对简报有任何问题或建议，请与李莉联系（lli2@worldbank.org）

目录*

概要 0

第一章 近期经济形势 2

经济继续向更温和——也更平衡——的增长路径过渡.....2

虽然出台了降低融资成本的多项政策，但总体信贷刺激减弱.....5

财政政策保持宽松，但准财政支出收紧7

城镇劳动力市场上，经济增长放缓对工资的影响大于对就业的影响.....9

资本外流大幅增加，出口下滑，实际有效汇率上升.....10

第二章 经济展望 13

随着中国经济稳步走向更可持续的增长方式，增长速度将继续放缓.....13

平衡兼顾改革和短期需求管理仍是 2015 年的工作重点14

向“新常态”过渡需要更好的的信贷资源配置和提高自主创新能力.....18

参考文献..... 24

*本报告第三章关于金融部门改革的内容，由于未经世界银行常规内部审核，特此删除。

概要

中国经济增速继续放缓。2014 年 GDP 增长 7.4%，基本上达到政府确定的 7.5%左右的指导性目标，但大大低于过去 30 年 10%的年均增速。房地产业有序调整，反映了政府减少供给错配、收紧非银行信贷的政策努力。这种调整继续对经济活动有所抑制。房地产业的调整、过剩产能的累积和出口增长放缓导致工业生产乏力。不过服务业仍旧保持了有力增长，经济增长结构继续改善。

人们对增长放缓早有预见，而且这种放缓从短期和中期视角来看都是一件好事。短期来说，它反映出政府降低信贷增长、控制影子银行、限制地方政府债务和降低工业过剩产能的政策已经取得一定成效，从而有助于解决 2008 年全球金融危机后不断累积的脆弱性。从中期来看，增长放缓符合中国经济增长模式的逐渐转型，有助于促使增长引擎从制造业转向服务业，从投资转向消费，从出口转向内需。

全面衡量信贷规模的指标——社会总融资（存量）——的增长继续下降。这一趋势反映了政府加强对信托产品和银行间资产的监管、限制企业和政府贷款需求的举措，也反映出投资者对非银行金融产品的风险意识增强。由于中央发布了地方政府债务管理的指南，为建设新项目而发行的新债下降。不过，信贷收缩政策的影响在一定程度上被为防止经济增长降幅过大而采取的一系列有限定向刺激所抵消。

平衡兼顾改革措施和短期需求管理仍是 2015 年的工作重点，因为用来支撑短期增长的大规模的、广泛的刺激措施可能与旨在增强中期增长可持续性的措施相矛盾。减少重工业的过剩产能，控制影子银行领域的无益冒险，硬化对地方政府的预算约束——这些都有助于改善投资效率，更好地促进中期经济增长。但从短期来说，这些改革措施将抑制经济活动。2015 年的官方增长目标表明了经济的下滑轨迹：GDP 增长目标为 7%左右，比 2014 年低 0.5 个百分点。

针对性强、涉及面窄的刺激措施可能有助于减轻这两方面的矛盾，但实施起来更加困难。我们的预测是经济将逐渐减速，其假定是政府下定决心完成结构性改革、降低经济的脆弱性；与此同时，如果有迹象表明增长率将大大低于 7%的指导性指标，就会通过定向刺激来缓和改革对短期增长的影响。

2015 年的增长速度预计将降至 7.1%，2017 年降至 6.9%。在通过内需拉动增长、实现经济再平衡方面的进展仍将是渐进式的。提高劳动收入占 GDP 比重对需求方面的再平衡（从投资转向消费）至关重要。年度数据显示居民收入和工资占 GDP 的比重已开始提高，扭转了 20 多年以来的下降趋势；但实现更公平的增长将是一个逐渐改进的过程。

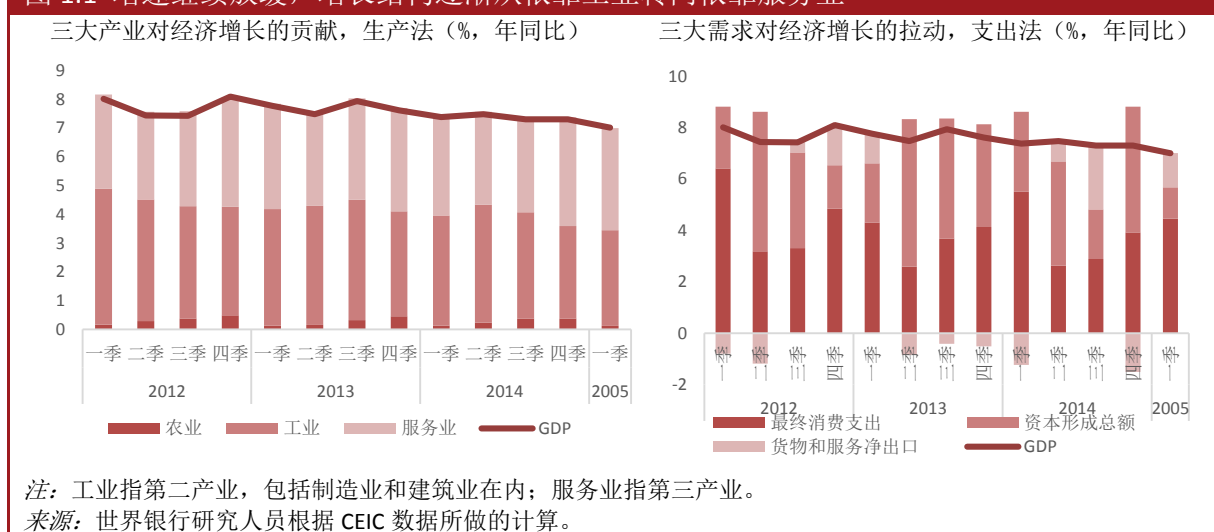
在保持合理增长的同时实现去杠杆化需要优化信贷分配，从而需要实施金融改革。尽管信贷增长放缓，但中国的杠杆率在上升。中国金融体系原本是服务于旧的投资驱动型增长模式，以前可能较为有效，但已不能适应当前的需要。因此，应通过改革改善信贷分配，向那些有助于保持中期经济合理增长的经济部门提供资金。

第一章 近期经济形势

经济继续向更温和——也更平衡——的增长路径过渡

中国经济增速继续放缓，标志着进入了习主席所称的“新常态”——一种增长放慢但更具持续性的增长路径。2014 年中国 GDP 增长 7.4%，基本上达到了政府确定的增长 7.5% 左右的指导性目标，但大大低于过去 30 年每年增长 10% 的平均增速。为收紧信贷过度增长和地方政府负债上升所采取的政策导致投资增长放缓，从而也降低了房地产业的供给错配。信贷收缩政策的影响在一定程度上被一系列有限的定向刺激所抵消，这些刺激措施的目的是防止经济增长降幅过大。2015 年一季度经济增长继续放缓：根据初步估算，GDP 同比增长 7%；而增长的构成则持续改善——因为当前的调整主要是工业和建筑业，所以 2014 年近一半的 GDP 增长来自服务业。2015 年一季度服务业依然保持强劲增长（图 1.1）。在近年来的大多数年份，消费增长都略快于投资增长。

图 1.1 增速继续放缓，增长结构逐渐从依靠工业转向依靠服务业



人们对增长放缓早有预见，而且这种放缓从短期和中期视角来看都是一件好事。短期来说，它反映出政府降低信贷增长、控制影子银行、限制地方政府债务和降低工业过剩产能的政策已经取得一定成效，从而有助于解决 2008 年全球金融危机后不断累积的脆弱性。从中期来看，增长放缓符合中国经济增长模式的逐渐转型，即拉动增长的引擎从制造业转向服务业，从投资转向消费，从出口转向内需。

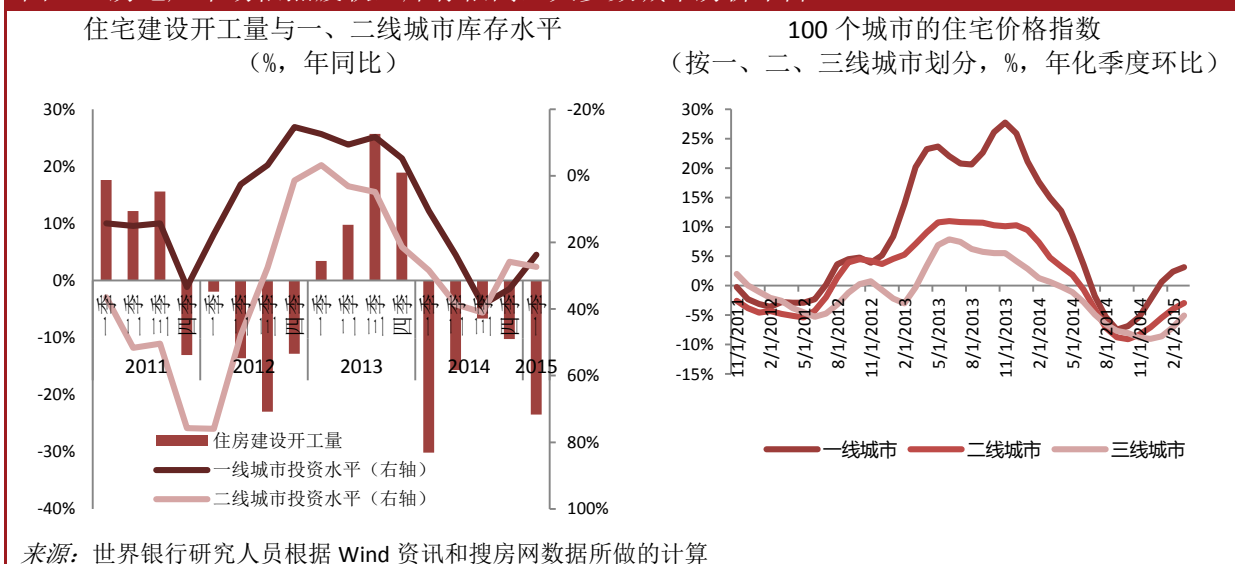
房地产业的有序调整继续对经济活动有所抑制——这种调整反映了政府减少房地产供需错配、收紧非银行信贷的政策努力。高频数据显示，一线¹、二线²和三线城市的房地产价格调整已经企稳（图 1.2），但库存过大抑制着二、三线城市新住宅项目的开工和投资。一线城市房价月度环比年化增长率已经由负转正，但中小城市房价仍较疲软。4 月住宅销售额同比增长 7.7%，5 月则升至 16.4%，表明房地产市场企稳。房地产市场的恢复因城市规模和所处地区而有所不同，反映了房地产业调整的结构性特点（参见 2014 年 10 月《中国经济简报》）。³

¹ 北京、上海、广州和深圳的平均值。

² 包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌和福州。

³ http://www.shihang.org/content/dam/Worldbank/document/EAP/China/CEU_Oct29_cn.pdf

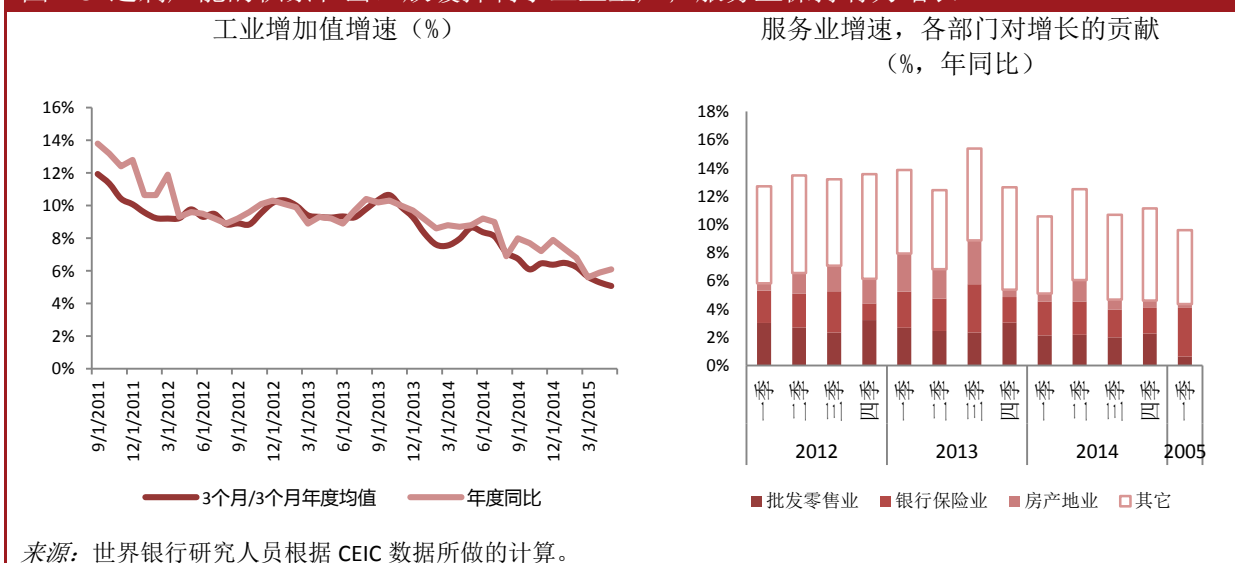
图 1.2 房地产市场依然疲软，库存很高，大多数城市房价下降



房地产业的调整、过剩产能的累积和出口增长放缓都对工业生产活动有所影响。工业产出增速从 2014 年四季度的 7.6%（年同比）下降至 2015 年一季度的 6.4%。工业生产的放缓发生于所有三个主要工业部门增加值都出现增长下滑：制造业从 8.5%降至 7.2%，公用事业从 3.3%降至 2.3%，采矿业从 3.7%降至 3.3%。高频数据显示 2015 年 5 月工业生产仍较疲软但渐趋稳定。4 月工业产出比去年同期增长 5.9%，5 月则加快至 6.1%。

相比于工业生产增速放缓，服务业保持了有力增长。由于经济增长结构的持续演变，增长动力继续从工业转向服务业，2015 年一季度服务业增加值增长 7.9%，略低于上个季度 8.4%的增幅。银行、金融等高端服务业的增速高于服务业的整体增速（图 1.3）。近来修订的国民经济核算统计也反映出更为平衡的经济结构（参见专栏 1.1）。

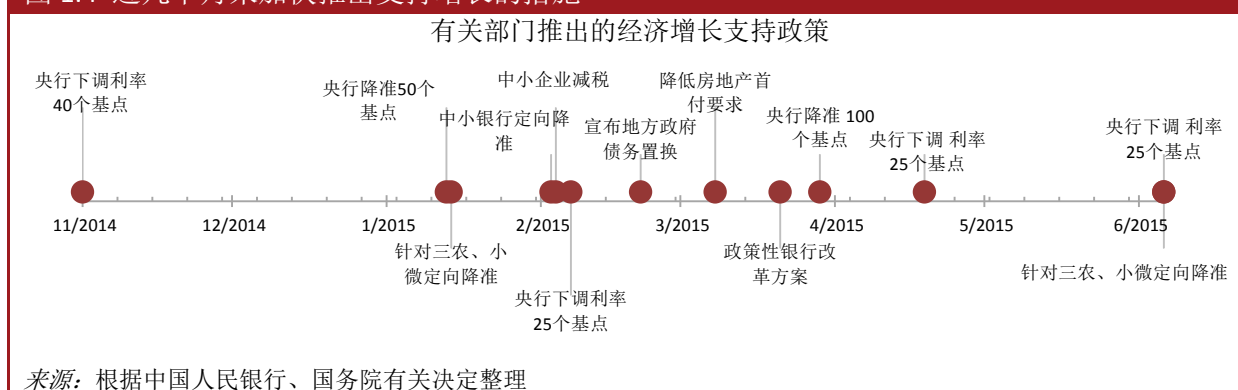
图 1.3 过剩产能的积累和出口放缓抑制了工业生产；服务业保持有力增长



针对性的刺激措施仍以短期需求管理为重点，同时允许经济结构性调整，以便形成更具可持续性的经济结构。对经济增长的政策支持力度有所强化，而且越来越多地通过传统政策工具来实施，

包括放松货币政策、向基础设施项目提供财政支持等。在加强对信托业和银行间借贷监管的同时，中国人民银行（中央银行）继续放宽货币政策，降低存贷款基准利率，下调存款准备金率（图 1.4）。政府还在继续采取措施减轻企业的行政负担。

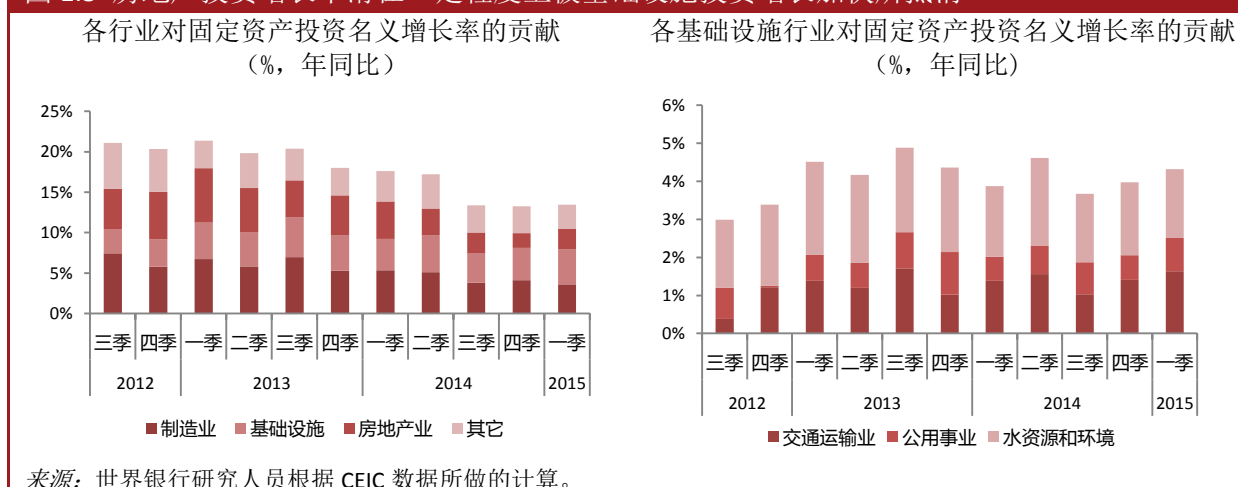
图 1.4 近几个月来加快推出支持增长的措施



由于政府投资是稳增长的一个调节器，扭转过度依赖投资、实现国内再平衡的工作目前是在谨慎推进。2014 年，固定资产投资（包括土地出让和二手资本购买在内的全面投资指标）增长下降到 15.2%，而 2013 年为 19.4%（图 1.5）。2015 年一季度则进一步下降到 13.5%。上面提到的一些因素——如主要重工业行业产能过剩、对高耗能行业的政策收紧、房地产销售和建筑业下滑、对影子银行监管加强等——都遏制了私人投资的增长。与此同时，政府投资增长强劲。2015 年一季度，对固定资产投资增长贡献最大的是基础设施投资，超过了制造业投资。5 月，一定程度上由于资金限制，基础设施投资同比增长下降至 15%。

政府政策越来越重视释放新的资金来源。政府除了鼓励采用政府与社会资本合作（PPP）作为基础设施投资的新型筹资模式以外，同时鼓励政策性银行发挥更大作用。4 月，国务院又决定扩大社保基金的投资范围，允许社保基金购买地方政府债券和其他金融工具。新规定允许社保基金将最高 20% 的资金用来购买地方政府债券和企业债券（以前只允许它将 10% 的资金购买企业债券，不允许购买地方政府债券），对信托贷款的投资比例上限也从原来的 5% 提高到 10%。5 月，国务院发布计划，将继续就在建项目向地方政府融资平台提供资金支持。

图 1.5 房地产投资增长下滑在一定程度上被基础设施投资增长加快所抵消



消费虽然仍快于 GDP 的增长速度，但近几个季度来增速有所放缓。2015 年一季度零售业增长 10.5%，低于 2014 年四季度的 11.7%。零售业增长的减弱涉及包括食品、服装、鞋类和家用电器在

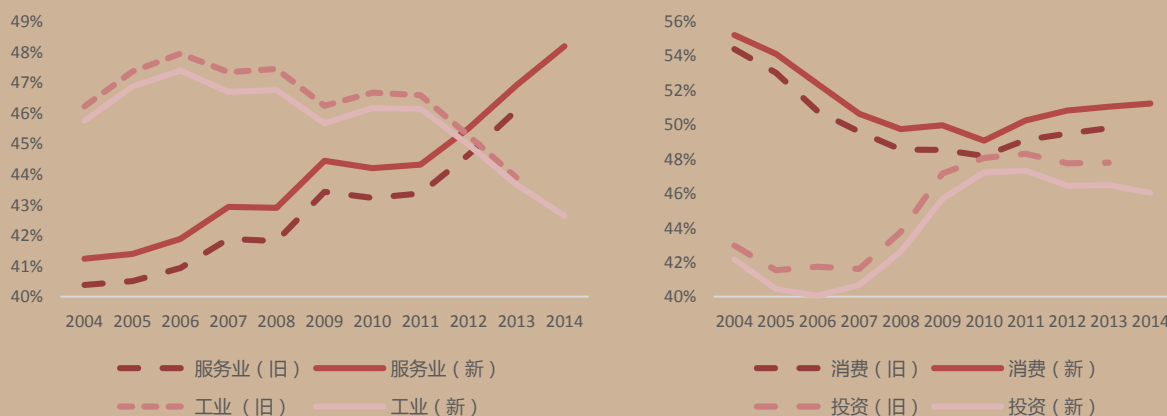
内的各类消费品。但耐用消费品的销售仍保持稳步增长。高频数据显示消费继续保持强劲增长——5 月零售业销售额增长 10.2%。

专栏 1.1 根据第三次经济普查对国民账户数据进行修订

国家统计局第三次全国经济普查的主要目的是对中国第二、三产业的情况进行全面调查。这次经济普查包含了中国境内从事第二产业和第三产业的全部法人单位、产业活动单位和个体经营户。普查的标准时点为 2013 年 12 月 31 日，收集的数据则覆盖 2013 年全年。

对 GDP 的修订包括了三项调整。首先，通过这次普查，对中国 2013 年 GDP 上调了 3.4%。其次，三大产业的结构有所调整，反映出服务业产出提高。第三，对构成 GDP 的各个项目进行了调整，以反映 GDP 的增高、经济普查所反映的库存变化以及根据《联合国国民账户体系》（SNA）对投资和消费统计方法进行的调整。根据修订后的 2013 年数据，又利用趋势偏离法对此前的历史数据也进行了修订。

专栏图 1 GDP 的产业构成和支出项目构成（2004-2014）



来源：世界银行研究人员根据 CEIC 数据所做的计算。

第三次经济普查显示中国经济结构比老数据所反映的更为均衡（专栏图 1）。据估算，服务业占 GDP 比重略有提高——2014 年为 48.3%。私人 and 公共最终消费占 GDP 的比重为 51.2%，而投资占 46%。

虽然出台了降低融资成本的多项政策，但总体信贷刺激减弱

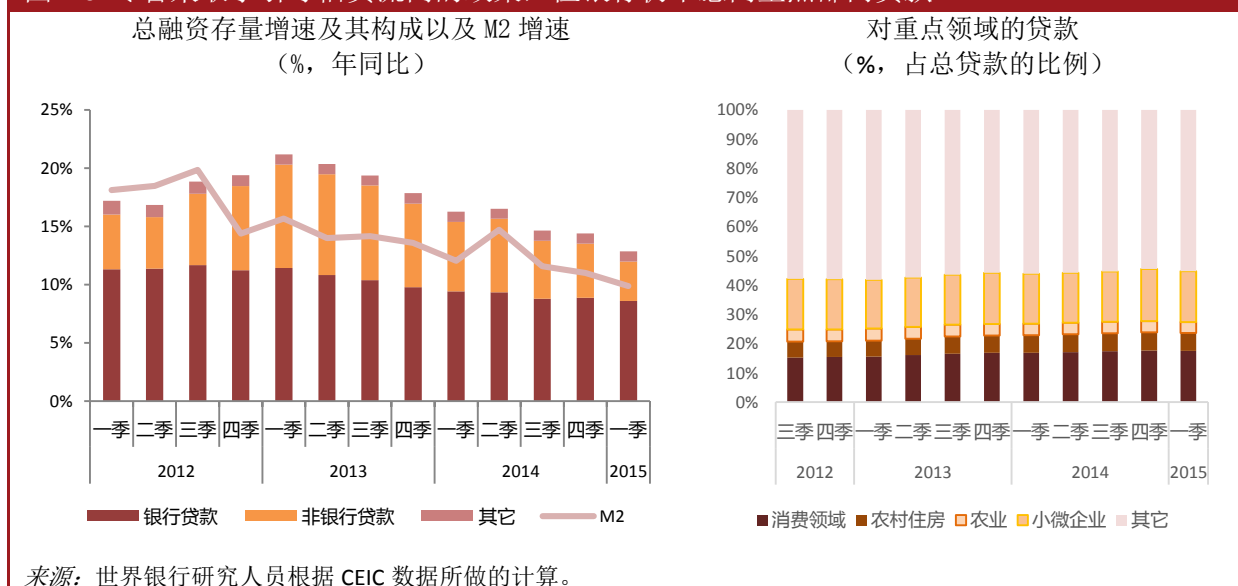
由于限制非银行信贷的政策措施的影响，广义货币（M2）增速下降。社会总融资（存量）是一个信贷规模的全面衡量指标。由于与影子银行有关的信贷产品增长放缓，社会总融资增速（年同比）从 2014 年第三季度的 19.4% 降至四季度的 14.3%，2015 年一季度为 16.8%。这一趋势反映了政府加强对信托产品和银行间资产的监管、限制企业和政府贷款需求的举措，也反映出投资者对非银行金融产品的风险意识增强。2015 年一季度，非银行信贷（存量）年同比增幅从 2014 年同期的 21.3% 下降至 15.3%。

尽管信贷增长放缓，但中国的杠杆率在上升。信贷存量的 GDP 占比仍在上升，但信贷刺激的减弱使经济对投资增长的依赖降低（图 1.6）。尽管债务扩张速度放缓已经抑制了对一些大规模资本密集型产业的低效投资，但总体债务的上升迫使中国将大量资源用于债务的偿还和展期。

虽然采取了一些引导信贷资金流向的政策，但银行仍不愿向重点领域贷款。尽管政府要求银行调整贷款业务，向居民家庭、中小企业、劳动密集型产业和首次购房者提供更多支持，但这方面的进展较为缓慢。近年来向小微企业和居民家庭等重点领域的贷款并没有很大变化。根据最近一份

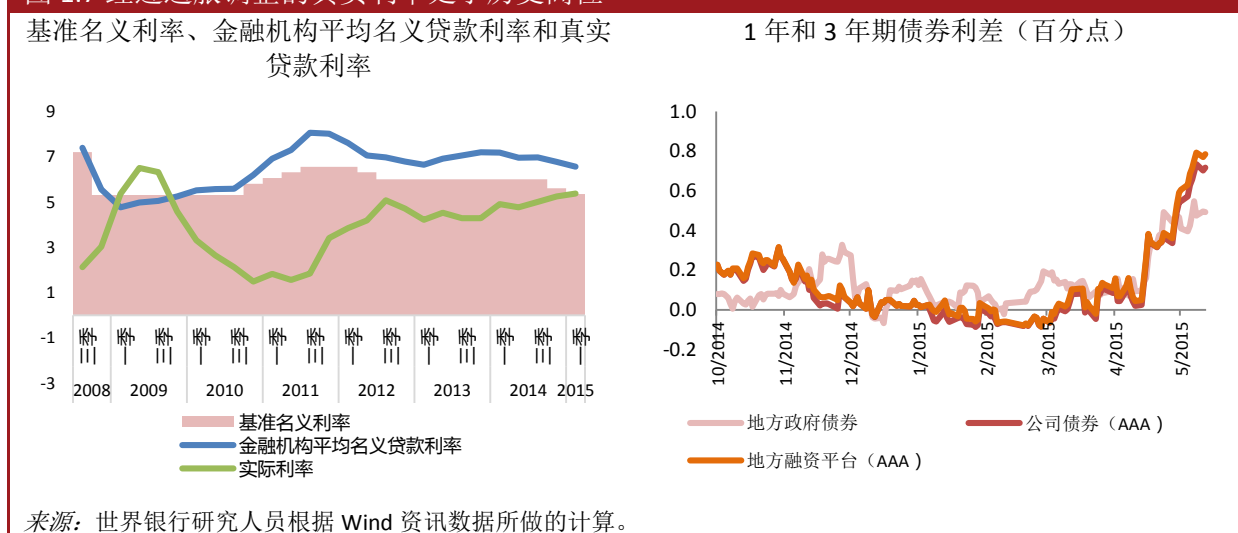
世界银行全球金融包容性指数调查（Findex），2014 年全国居民家庭中有 36.1% 有举债行为，但只有 9.6% 是通过金融机构获得正规贷款，而 26.2% 是依靠亲朋好友或非正规贷款机构。

图 1.6 尽管采取了引导信贷流向的政策，但银行仍不愿向重点部门贷款



虽然采取了降低融资成本的一些政策措施，但真实利率仍保持高位。根据央行的季度调查，2015 年一季度平均名义贷款利率为 6.78%，只比前一季度下降 0.15 个百分点。价格调整后的实际利率仍居历史高位。由于央行提供了充足的流动性，银行间同业拆借利率保持稳定，但 1 年和 3 年期债券利差在近几个月来趋于陡峭（图 1.7），说明短期市场利率下降，而中长期利率很高。

图 1.7 经过通胀调整的真实利率处于历史高位



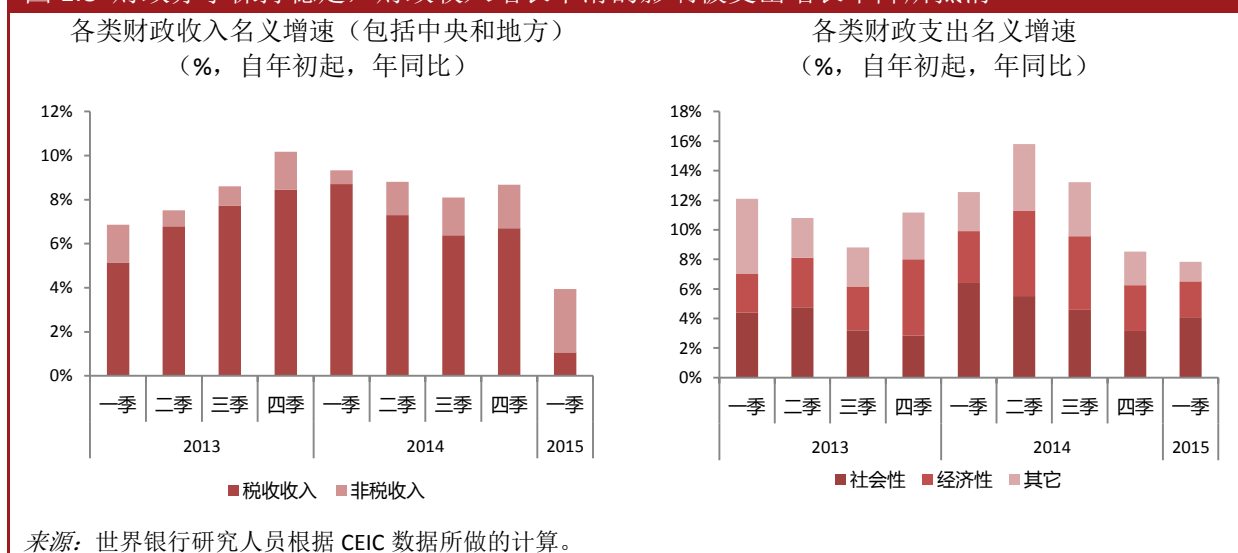
油价下跌使总体通胀降低，但由于旺盛的私人消费和政策放松，2015 年一季度的核心通胀基本保持不变。2015 年一季度，按消费价格指数（CPI）计算，通胀率从前一季度的 1.5% 下降至 1.2%；食品价格通胀从前一季度的 2.57% 降至 1.93%。由于食品价格增长放缓，5 月份通胀率继续下降至 1.2%。生产价格指数（PPI）已经连续 39 个月下降，2015 年 1 季度降幅扩大为 4.6%，表明需求减弱和供给过度给工业造成通缩压力。通缩压力实际上可能比原来人们意识到的更为广泛：53 个工

业子部门中，1 季度有 43 个出现 PPI 下降。同样是今年 1 季度，GDP 平减指数自 2009 年以来首次出现负值，为-1.2%。高频数据表明通缩压力依然很大——5 月 PPI 下降 4.2%。

财政政策保持宽松，但准财政支出收紧

尽管经济增长下滑，但中国总体财政形势仍保持良好，财政赤字略低于预算安排。2014 年全年财政赤字占 GDP 的比重为 1.8%，略低于 2013 年。四季度财政支出增长下降，抵消了财政收入下滑的影响（图 1.8）。

图 1.8 财政赤字保持稳定，财政收入增长下滑的影响被支出增长下降所抵消



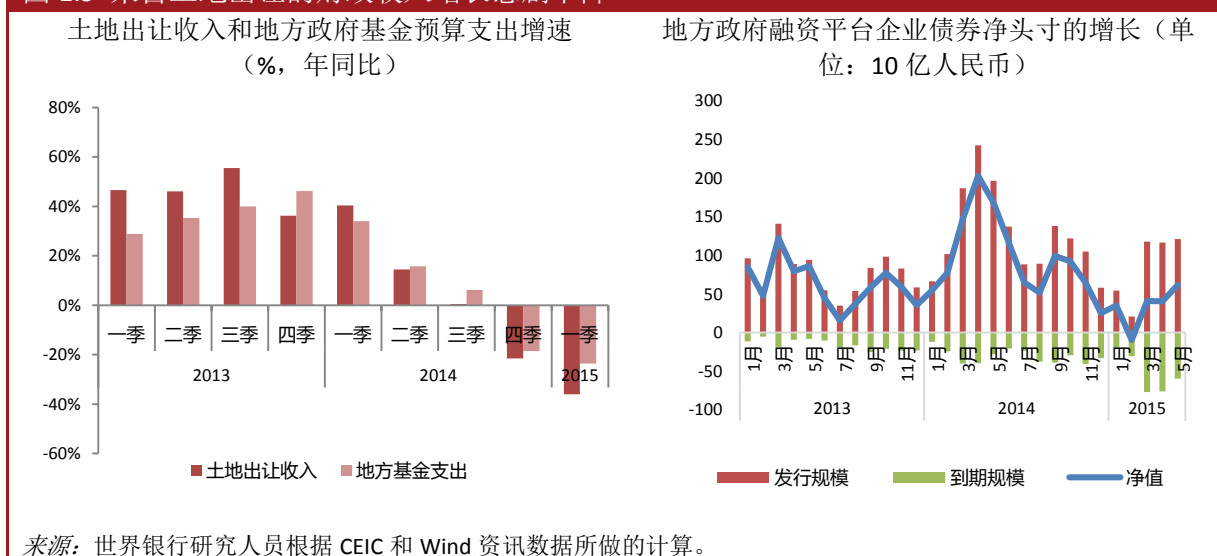
经济活动下滑导致税收收入增长放缓。2014 年，全国公共财政收入比上年增长 8.6%，略高于 2014 年公共财政收入预算增长率 7.9%。然而，经济增长放缓导致增值税（VAT）和企业所得税增幅下滑。2014 年增值税收入低于预算 3%。而且，由于大宗产品价格下降造成的 PPI 降低和 CPI 涨幅下降也给名义财政收入的增长带来了更多压力。房地产交易也有所下降，导致房地产营业税、契税和房地产企业的所得税等税收增速大幅下降。用增值税取代营业税的试点范围扩大，也导致税收增长下滑。2015 年一季度，税收总收入年化增长率下降到只有 1.2%，4 月和 5 月也只有小幅改善。工业生产疲软、通胀降低、进口额下降以及近期用来支持小企业发展的税费减免措施都会继续拉低 2015 年财政收入的增长。

税收收入增长的放缓被非税收入的有力增长所抵消。非税收入高出预算 19.3%，主要来自金融机构向中央上缴利润的增加。2015 年一季度，非税收入同比增长 20.8%。

过去两个季度财政支出增长急剧收缩。这主要反映在经济事务支出增长放慢（图 1.8）。社会性支出有所增加，这与政府调整预算支出结构的努力相一致。支出增长的下降在很大程度上是由于地方政府的财政空间有限——土地出让收入增长放缓，而预算管理体制改革也导致准财政活动下滑（图 1.9）。

由于中央就加强地方政府债务管理做出了各种指示，为建设新项目而发行的债务增长放缓。地方政府融资平台为市政投资项目发行的企业债券一季度同比增速大幅下滑，只有 1940 亿元，比去年同期下降 45%（图 1.9）。近几个月来，由于中央对融资平台发行企业债券的限制有所放宽，这方面的活动渐趋活跃——仅 5 月一个月就发行了 1210 亿元。与此同时，中央继续推动将地方政府债的使用与公共基础设施建设相脱离，因此基础设施的固定资产投资不再与地方政府融资平台的净债务头寸有紧密相关性。

图 1.9 来自土地出让的财政收入增长急剧下降



然而地方政府债务管理仍是一大挑战，中国政府已采取了一些政策措施来缓解迫切的资金压力。财政部对地方政府债务规模和地方政府债务预算管理采取了控制措施。有关部门表示，将为现有项目设立合理的缓冲期，以防止财政和金融风险。财政部在向全国人大提交的报告中表示，将允许在建项目通过银行贷款进行再融资。而在国务院于 2014 年 10 月发布关于地方政府债管理的指导意见之后，人们立即对是否可以进行这种再融资产生了怀疑。地方政府债务“1+1”万亿置换计划（见专栏 2.1）旨在处理短期内面临的一项关键的脆弱性——如果不能有序地对债务进行展期，地方政府自身的资源不足以偿还到期的债务。债务置换计划只覆盖地方政府债务存量和或有负债的一部分，而根据有关估算，这些债务的总额在 2013 年底已达 18 万亿元人民币。尽管如此，债务置换计划解决了 2015 年到期债务的迫切问题，也对近期的相关规定做出了澄清。该计划可将地方政府每年的利息支出减少 1000 亿元左右，相当于平均利率降低 500 个基点。同样，用地方政府债券而不是企业债券来为新项目筹资也可以降低利息支出。例如，2015 年前 5 个月，地方政府融资平台发行的 7 年期债券（AA-级）与同期地方政府债券的平均利差约为 320 个基点。

对到期期限较长的存量债务进行再融资的工作正在进行中。3 月初公布的最初计划规定，省市级政府将使用市场机制（如债券拍卖）对新债的发行和偿还负主要责任。5 月，有关部门对债务置换的细节进行了澄清，表示地方政府可以就可置换债务直接与债权人进行协调谈判。置换债券的利息由负债人和债权人协调决定，但不应低于同期限国债收益率，也不能超过同期限国债收益率 30% 以上。从 2015 年五月中旬到 6 月 23 日短短一月之间，地方融资再融资的债务额已经超过了 7000 亿元。大多数债券通过拍卖发行，发行利率从 3 年期债券的 2.89%，到 5 年期债券的 3.56%。只有少数省份执行了负债人与债权人直接的债券置换模式。根据计划，这些置换债券可被用作与央行回购交易和其他流动性操作的抵押。

专栏 2.1 地方政府债务置换

3月14日，全国人大批准了2015年财政预算，其中包括了关于地方政府债务的一系列重要措施。首先，预算设定了2015年6000亿元债券发行限额，比2014年增加50%。这个数额中包括了5000亿一般债券和1000亿元用于特定项目的专项债券。其次，财政部将允许地方政府将1万亿通过第三方筹集的高利息、即将到期债务转化为低利息、期限更长的债券。财政部表示，债务置换只是“债务形式的变化”，而不是“未偿债务的增加”。

最初1万亿元的债务置换计划是根据2013年国家审计署进行的地方债审计而设计的。债务置换计划未考虑2013年6月30日以后产生的地方债。所有31个省（自治区、直辖市）和5个中央计划单列市都可以发行相当于其截至2013年6月30日的债务中于2015年到期的债务总额53.8%的新债券。使用2013年6月30日作为截止日期说明财政部尚未完成对各地于2015年1月5日前上报的最新地方债情况的分析归类——有可能是担心1月份提交的数据会夸大实际负债水平。最初的置换计划只涵盖了地方政府存量债务和或有债务的一小部分——据估计，到2013年底，这些债务的总额约为18万亿人民币。而且，相对于2015年政府承担支付责任的贷款担保和或有负债来说，该计划了也只涵盖了一小部分。

为解决这些问题，6月初有关部门宣布了第二批1万亿地方债务置换计划。这将为地方政府对即将到期的债务进行有序展期提供进一步缓冲。

城镇劳动力市场上，经济增长放缓对工资的影响大于对就业的影响

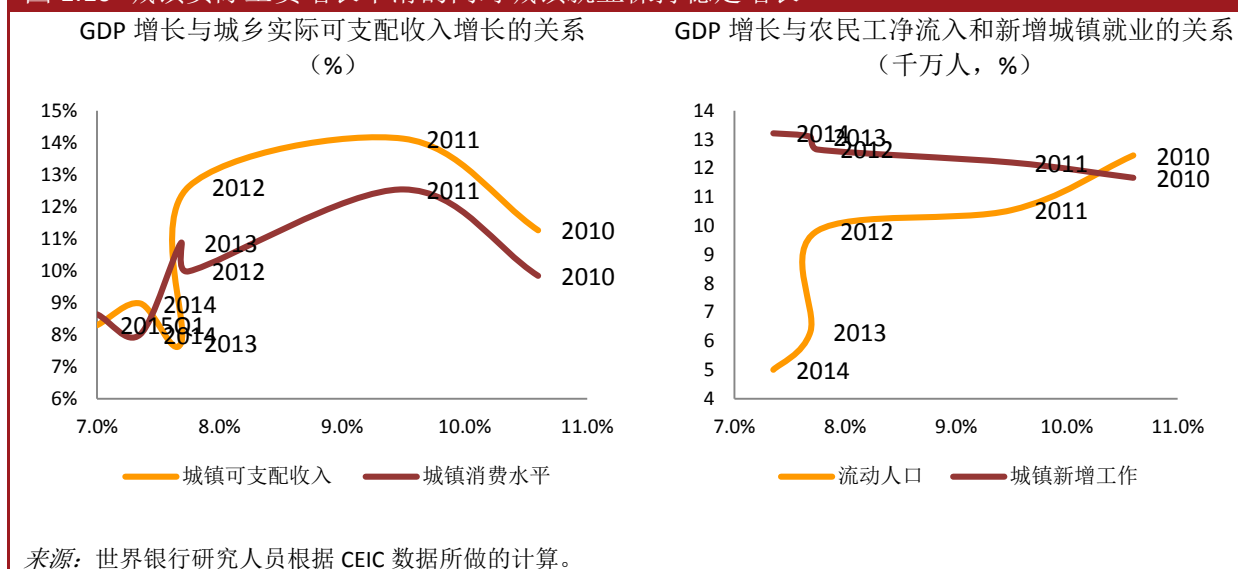
家庭收入增长放缓。近来居民收入增长速度较前 10 年有所下降。2010-12 年，城镇家庭可支配收入平均每年增长 8%，但 2014 年只增长 6.9%。同样，农村人均净收入的实际增长率由 2011 年的 12.1%下降至 2014 年的 9.4%（图 1.10）。农民工人均收入实际增长率下降幅度更大，从 2010/11 年的 16%降至 2014 年的 7.7%。不过，农村收入增速仍高于城镇地区，有助于城乡差距的缩小。农村工资水平的上升速度并未减缓，而且工资收入在农村人均收入中所占的份额日益增大，促进了农村贫困的持续下降。但城镇工资增速回落，这可能就是城镇家庭收入增长放缓的原因。

城镇实际工资增长放缓的同时，城镇就业增长保持稳定，但新进入城市的农民工人数下降。2014 年城镇新增就业岗位超过 1300 万，超出了 1000 万的指导性目标。对 31 个城市的调查显示失业率稳定保持在 5.1%。不过，2014 年进入城镇地区的农民工净流入人数下降到 500 万人，而 2012 年这个数字是 1000 万。

上述情况（城镇实际工资增长下滑、失业率稳定、农村向城市的人口流动下降）综合起来，意味着经济减速在城镇劳动力市场的反应是价格（工资）调整而不是数量（就业岗位）调整。这些趋势标志着中国正在形成一个以城镇为中心、日益成熟、以服务业为导向的动态劳动力市场。这种转型给中国的城镇劳动力市场带来了一个重要的长期挑战，即如何创造具有高生产率的城镇就业——尤其是服务业就业，以及如何促进日渐壮大的农民工群体融入城市。自 2013 年以来，服务业的劳动生产率增长已经从 2010-2012 年的 6%下降至不到 2%。

国务院出台了一系列刺激就业的措施，包括扩大对个体工商户的税收减免。政府推出了积极就业政策来支持大众创业和创新，同时也认识到就业增长往往滞后于经济增长。企业吸纳失业半年以上的人员就业就可享受税收优惠。原来针对高校毕业生、登记失业人员创办个体工商户的税收减免政策将扩展到个人独资企业。对新成立企业的地点限制也有所放松，鼓励农民工返乡创业，包括开展网上创业。

图 1.10 城镇实际工资增长下滑的同时城镇就业保持稳定增长



资本外流大幅增加，出口下滑，实际有效汇率上升

资本外流是由内部和外部条件的变化所推动的。这包括：人民币汇率走向双向波动，对人民币持续升值的预期减弱；⁴ 由于中国国内货币政策放松和对美联储政策收紧的预期，中国利率与美国政策利率的差别缩小；跨境资本流动的波动性增大；全球增长前景改善，与中国经济增长的减弱和房价的调整形成对比。

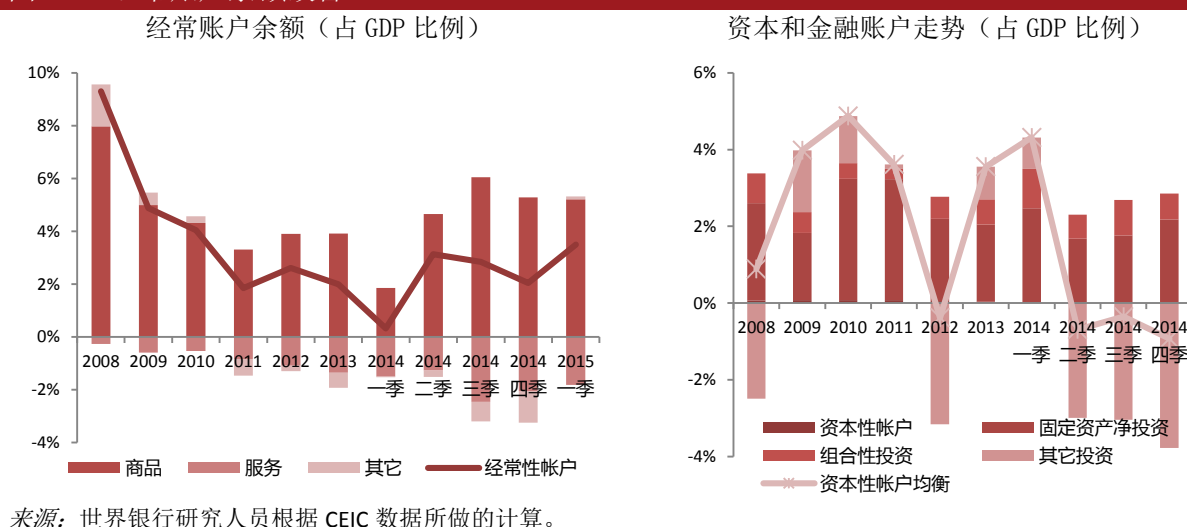
自 2014 年二季度以来，组合投资和其他资本的外流加快；进入服务业的外商直接投资（FDI）创历史最高水平，但也只能部分弥补资本外流。尽管 2014 年中国经常账户有 2140 亿美元盈余，FDI 净流入达到 1990 亿美元（图 1.11），但中国外汇储备只增长了 220 亿美元；扣除汇率对估值的影响，则增长了 1180 亿美元。据估算，2014 年非 FDI 净资本外流达到 2950 亿美元。2015 年保持了这种趋势，继 2014 年四季度资本外流 1680 亿美元之后，一季度外流约 2090 亿美元。从 2014 年 6 月至 2015 年 3 月，外汇储备大约下降了 2630 亿美元（7%），其中三分之二是由于估值的影响。

⁵ 不过中国的外汇储备规模仍然很大（相当于 38% 的 GDP、月度进口额的 24 倍）。

⁴ 公司越来越多地保留其外币收入（不管是本地还是境外）并对其外汇风险进行对冲。

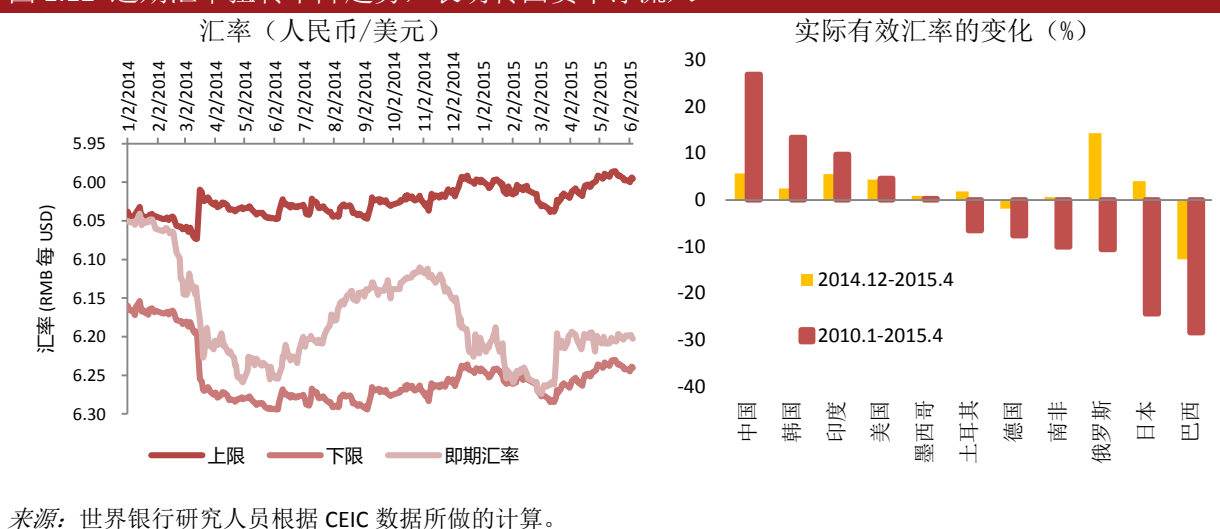
⁵ 与非美元货币（包括欧元和日元，二者约占中国外汇储备的 40%）的贬值有关（Miner 2015）。

图 1.11 经常账户余额改善



在过去的一年中，人民币对美元的汇率波动幅度增大。这表明央行意在遏制那些寄望人民币单向升值的投机者。不过，按实际有效汇率计算，从 2014 年底以来，人民币升值约 6%；而自 2010 年以来的升值幅度达到 27.4%（图 1.12）。欧洲中央银行 1 月份公布的量化宽松计划、日本持续的宽松政策以及美国的加息预期等因素促成了美元对其他多种货币的有力升值以及中国其他贸易伙伴的货币贬值。

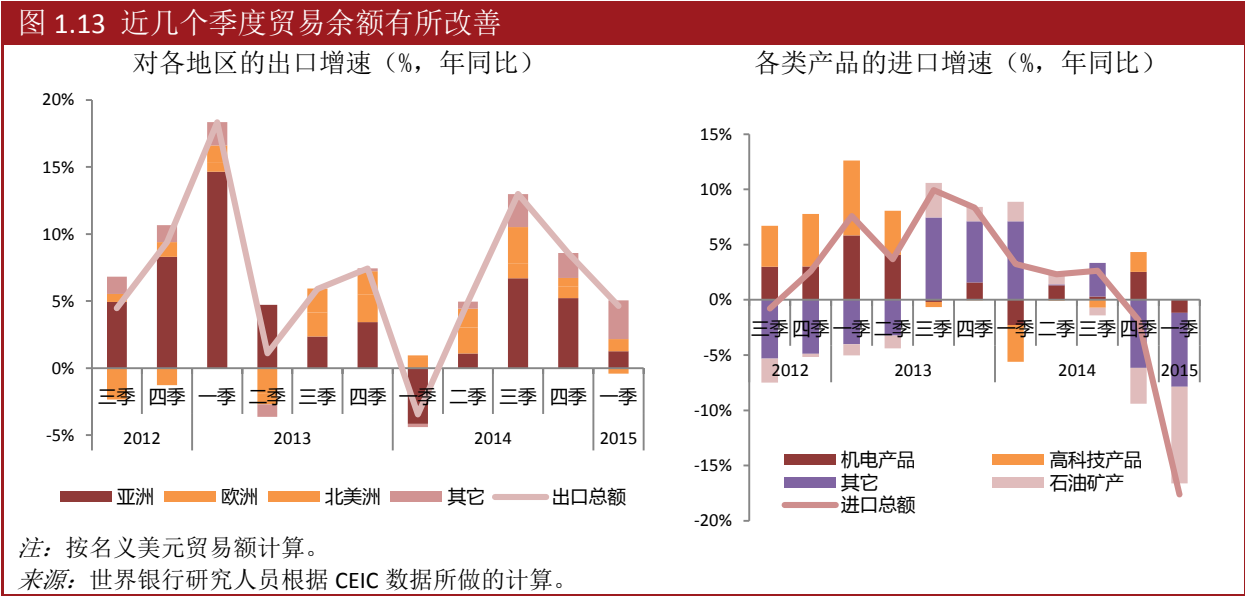
图 1.12 近期汇率扭转下降趋势，表明转回资本净流入



一季度进口放缓，净出口对经济增长的贡献为正；但高频数据显示出口增长势头减弱。今年一季度出口增长从上个季度的 8.6% 降至 4.6%。随着近期美元升值，中国商品出口实际增速略有下降，从去年四季度的 8.0% 降至今年一季度的 5.5%。中国的月度名义商品贸易数据（来自海关统计）经常出现较大波动，这在一定程度上是季节性因素的影响。但 3 月份出口额（以名义美元计）下滑 15%，下滑的范围非常广泛：对所有出口目的地的出口和所有商品类别的出口都有所减弱。中国对欧盟的出口下降 19%，对日本下降 24%，对俄罗斯下降 50%，对美国下降 8%。高频数据显示来自美国的需求正在恢复，5 月中国对美出口上升 7.8%，但按名义美元计算，中国对欧洲和日本的出口仍处于收缩状态。

尽管有证据表明中国正在提升其在商品价值链上的位置，但出口仍以劳动密集型产品和低国内附加值产品为主。在东亚和太平洋地区的发展中国家中，中国在高科技产品的生产和出口中处于领先地位，特别是计算机、电讯设备和电机产品及零部件等领域尤为明显。在电机产品领域，中国面临的主要竞争来自该地区的新兴工业化经济体（韩国、新加坡和中国台湾）。最近一份关于中国的全球制造业价值链的研究指出，中国制造业价值链的长度有所增加，尤其是进口已经向上游发展，但出口总体来说尚未进入下游（世界银行 2015a）。这说明中国可能已经在价值链下游开展一些新的高附加值活动，但还没有摆脱（上游或下游的）低附加值活动。

进口有所放缓。2015 年一季度进口下降 17.6%，降幅大于前一季度的 1.8%（图 1.13）。低油价是名义进口下降的重要因素：单是原油进口一项就为 3 月份的进口下降幅度贡献了 3.1 个百分点。另外，内需疲软也导致进口乏力。



第二章 经济展望

随着中国经济稳步走向更可持续的增长方式，增长速度将继续放缓

由于中国将继续进行结构性调整并采取措施解决金融领域的脆弱性，2015 年的增长速度预计将降至 7.1%，2017 年降至 6.9%（表 2.1）。在通过内需拉动增长、实现经济再平衡方面的进展仍将是渐进式的。由于信贷收紧和房地产业的继续调整，投资增长将继续放缓。2017 年资本形成总额预计将为 GDP 贡献 44.4%，总消费将贡献 52.7%。经济增长将继续从工业主导转向服务业主导。政府放松服务业管制、控制工业过剩产能的一系列政策将推动从资源密集型工业向服务业的迅速转变。预计服务业增速将超过制造业，到 2017 年对 GDP 增长的贡献率将可能超过 50%。

表 2.1 中国主要经济指标

	2013	2014e	2015f	2016f	2017f
产出、就业和价格					
实际 GDP（%，年同比）	7.7	7.4	7.1	7.0	6.9
国内需求（%，年同比）	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2
失业率（%） ^a	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2
消费价格指数（%，年同比）	2.6	2.0	1.5	1.8	2.0
公共部门					
财政收入（占 GDP 百分比）	22.9	21.8	21.7	21.9	22.2
财政支出（占 GDP 百分比）	25.0	24.0	24.1	24.0	24.2
财政收支差额（占 GDP 百分比）	-2.1	-1.8	-2.4	-2.1	-2.0
公共部门国内债务（占 GDP 百分比） ^b	15.3	15.8	16.4	16.8	17.1
外贸、国际收支和外债					
贸易余额（10 亿美元）	259.0	382.9	468.9	491.5	518.9
商品出口（10 亿美元）	2,209.0	2342.3	2379.1	2472.7	2578.8
商品进口（10 亿美元）	1,950.0	1959.4	1910.2	1981.2	2059.9
经常账户余额（10 亿美元）	188.6	218.2	278.3	253.9	262.1
（占 GDP 百分比）	2.0	2.1	2.5	2.1	2.0
外汇储备总额（10 亿美元）	3,866.6	3813.4	3841.5	3891.6	3937.8
e 表示计算值；f 表示预测值。					
a. 官方城镇失业率，不包括暂时下岗工人。					
b. 包括国债、政策性金融债和其他金融债（期末余额）。					
来源：世界银行研究人员的估算和预测。					

外部环境较为有利，但人民币实际有效汇率的上升可能会给出口增长带来压力。现在看来，2015 年全球经济仍有望实现 2.8% 的增长，2016-17 年将提高至 3.2%（参见世界银行 2015 年《全球经济展望》）。某些高收入国家的复苏势头强于预期，而发展中国家似乎出现了大范围下滑。今后三年里，尽管美国货币政策预计将会收紧，但较低的大宗产品价格和总体良好的金融条件将继续为全球经济活动提供支持。各主要经济体中，欧元区和日本的增长已开始提速，美国经济则继续以超出潜在增速的水平扩张。2015 年高收入国家有望增长 2.0%，2016-17 年增长 2.3%。虽然美国今年很可能将逐步收紧货币政策，但迄今为至总体金融条件仍较为有利；中国对外部资金的依赖程度虽然较低，但美元利率上升可能会提高某些企业的偿债付息成本。中国的外债不到债务总额的 6%，但按美元绝对值来看规模还是很大的：到 2014 年年中中国外债已达约 1 万亿美元。

经济增长放缓将导致家庭收入增长放缓，农村减贫速度也将受到影响。按照世界银行每天 1.25 美元的贫困线来测算，从 2014 至 2017 年，中国农村贫困率将下降一半以上，从 6.4% 下降到 2.8%。缩小城乡收入差距将有助于降低总体的不平等程度。

增长前景中也存在一些不利因素。虽然出现这种情况的可能性不大，但中国增长引擎再平衡的努力有可能导致投资崩溃。虽然改革措施的实施非常谨慎，但仍可能出人意料地通过以下两种途径干扰经济增长。首先，可能出现资产价格调整、政府投资和建设收缩、金融脆弱性迅速发展的情况。第二，根据政府当局的改革计划，目前一些部门是在产能利用率很低的水平上生产，有可能陷入财务困境，导致金融中介机构和其他投资者手中的坏账增加。贷款机构的资本基础削弱，可能会导致更广泛的信贷收紧。还有一个风险就是，由于中国增长前景减弱而高收入国家前景看好，尽管中国对资本流动加以控制，但私人资本外流仍可能加速，进而导致当局收紧国内融资条件。

全球经济风险依然主要是下行风险。欧元区仍然存在通缩风险，但由于近来通胀预期有所抬头，再加上低商品价格对经济活动的积极作用可能超过预期，通缩风险大大降低。不过，新的风险现在已经出现。随着美国在危机后对政策利率的首次提高日趋临近，发展中国家出现干扰性汇率调整的可能性增加。另外，美国的增长势头可能弱于预期，美元广泛升值造成的增长放缓可能比从们预想的更为严重。

虽然中国有充足的缓冲来应对这些风险，避免蒙受损失或被迫进行资本结构调整，但金融中介机构可能会倾向对困难企业的不良贷款进行展期。这样做的结果是限制对高生产率企业的贷款（即资本错配），同时导致经济长期停滞。在这种形势下，经济资源的各种错配——尤其是金融资源的错配——将继续降低企业生产率，损害金融机构的健康和消费者信心。如果出现这种情况，货币政策将失去效力，因为即使降低利率也不能使高度负债的企业增加投资。企业负债达到一定水平时，可能触发“资产负债表导致的下滑”——由于企业部门整体上着力偿债而不是投资而导致的经济下滑，就象 90 年代中期日本所出现的那种情况。⁶ 要想降低这种风险，在短期需要在结构性改革与需求管理措施之间谨慎地寻求平衡，长期则需要采取系统化的方法增强金融部门的纪律。

平衡兼顾改革和短期需求管理仍是 2015 年的工作重点

由于实体经济存在的弱点以及金融体系的脆弱性，决策者们在逐步实现向更可持续的增长道路过渡的过程中面临诸多挑战。减少重工业的过剩产能，减少住房市场的供给错配，控制影子银行领域的无益冒险，硬化对地方政府的预算约束——这些措施都有助于改善投资效率，促进中期经济增长。但从短期来说，这些改革措施将抑制经济活动。2015 年的官方增长目标表明了经济的下滑轨迹：预计 GDP 增长 7% 左右，比 2014 年低 0.5 个百分点（表 2.2）。

表 2.2 主要经济指标

	2014 年指标	2014 年实际	2015 年指标	指标变动方向
GDP 增长 (%)	7.5 左右	7.4	7.0 左右	↓
消费价格指数变动 (%)	3.5	2.0	3.0	↓
M2 增长 (%)	13.0	12.2	12.0	↓
财政赤字 (占 GDP 百分比)	2.1	1.8	2.3	↑
固定资产投资增长 (%)	17.5	15.3	15.0	↓
外贸增长 (%)	7.5	3.4	6.0	↓
零售增长 (%)	14.5	12.0	13.0	↓
新增城镇就业 (百万人)	10.0	13.2	10.0	=

来源：世界银行研究人员根据官方文件所做的计算。

另一方面，用来支撑短期增长的刺激措施可能与旨在增强中期增长可持续性的措施相矛盾。针对性强、涉及面窄的刺激措施可能有助于减轻这种矛盾，但实施起来非常困难，因为使用行政手段

⁶ 日本于 1989-91 年出现的资产价格下跌严重削弱了高负债家庭、贷款机构和非金融企业的资产负债表（Koo 2011）。银行坏账越来越多，却对业绩不良的企业进行贷款展期，导致对好企业的贷款收缩（Caballero, Hoshi, and Kashyap 2006）。投资和消费增长随之出现了大幅的长期下滑。

促进向重点领域的信贷配置不如市场化机制有效。我们预测经济增长将逐渐减速，这种预测的假定是政府下定决心完成结构性改革、降低经济中的脆弱性；但与此同时，如果有迹象表明增长率将大大低于 7% 的指导性指标，就会通过定向刺激来缓和改革对短期增长的影响。从今年一季度的放缓的 GDP 增速来看，要实现 2015 年的增长目标将需要宽松的政策立场。预计有关部门将更多地使用需求管理（超出近期已经出台的措施）来促进增长。而且，4 月底的政治局会议表明，保增长日益成为政府工作重点，而最近采取的政策措施也显示中央将对实施新的地方政府债务管理改革采取较为温和的做法：将为在建基础设施项目和即将到期债务的再融资提供充分的过渡性安排。最近的政策声明也指出政策性银行将为地方政府融资发挥更积极的作用，而近来降低铁矿石资源税的决定也表明，政府将对减少过剩产能采取更为渐进的方式。

3 月通过的 2015 年预算提出了更为宽松的财政政策，财政赤字扩增至 GDP 的 2.3%（表 2.3）。这比去年增加 0.2 个百分点。赤字的扩大是由新税率造成的，包括对所有行业用增值税取代营业税以及减少各种收费，以增强对实体经济的支持。政府还将采取措施降低对小微企业的行政收费，降低其行政和监管负担。

需要为解决地方政府的融资缺口提供政策支持。虽然第一章讨论的地方债转换方案意在解决眼下最为迫切的问题，但对很多省份来说，不包括在置换计划之内的债务和或有负债规模也很大。预计中国人民银行将在购买这些置换债券方面间接发挥作用，使用如国家开发银行等代理机构通过抵押补充贷款（PSL）窗口进行操作。过去这个窗口曾被用来为棚户区改造项目融资。

政府投资将被用作增长稳定器。近期出台的一系列政策文件显示，政府投资将越来越多地针对具有很强正外部性的大型全国性和跨区域投资项目。同样，旧城区改造工作也将继续进行。

表 2.3 2011–15 年公共预算主要财政指标

	单位：10 亿人民币				占 GDP 百分比			
	2012	2013	2014	2015 (预算)	2012	2013	2014	2015 (预算)
收入	11,995	13,029	14,134	15,530	23.1	22.9	22.2	22.8
中央政府	5,617	6,017	6,439	6,923	10.8	10.6	10.1	10.2
对预算稳定调节基金的缴款	270	100	100	100	0.5	0.2	0.16	0.15
地方政府（不包括来自中央的转移支付）	6,107	6,911	7,585	8,507	11.8	12.2	11.9	12.5
支出	12,620	14,229	15,248	17,150	24.3	25.0	24	25.1
中央政府支出（不包括对地方政府的转移支付）	1,876	2,047	2,257	2,501	3.6	3.6	3.5	3.7
补充预算稳定调节基金	24	116	81	50	0.0	0.2	0.1	0.1
地方政府支出（包括来自中央的转移支付）	10,718	12,065	12,909	14,598	20.6	21.2	20.7	21.4
财政余额	-624	-1,200	-1,113	-1,620	-1.2	-2.1	-1.8	-2.4
中央向地方政府的转移支付	4,536	4,804	5,160	5,592	8.7	8.4	8.1	8.2
土地出让收入（总额）	2,852	4,125	4,261	--	5.5	7.3	6.7	--
...：无数据。								
来源：世界银行研究人员根据 CEIC 数据和 2015 年 3 月财政部向全国人大所做报告进行的估算。								

货币政策将保持宽松，同时努力控制影子银行的信贷增长。信贷总量的增长看来仍将高于名义 GDP 增幅。不过，尽管近期采取了降准降息的措施，但由于资本外流加剧、存款增长放缓和非银行借贷大幅下降，流动性条件仍较紧张。有关部门已表示将扩大人民币的交易区间，但何时实施还不清楚。

资本流向的扭转（第一章）加剧了国内流动性的紧张，央行需要采取积极的临时流动性管理措施来避免出现流动性危机。但央行也担心，通过降息降准来放宽货币政策会进一步恶化杠杆率问题，加剧金融行业的信贷失衡。

中国的结构性改革正取得进展。2013 年 11 月举行的中国共产党十八届三中全会上，政府提出了涵盖 15 个关键领域的雄心勃勃的改革计划，包括了 60 项经济和社会改革，而改革的总体目标是“使市场在资源配置中起决定性作用”和更好发挥政府作用。政府当局正在努力推动这些改革的实施，但那些旨在改善资本改革的改革比针对劳动力和土地市场摩擦的改革进展得更快（表 2.4）。

表 2.4 为“使市场在资源配置中起决定性作用”而进行的关键改革

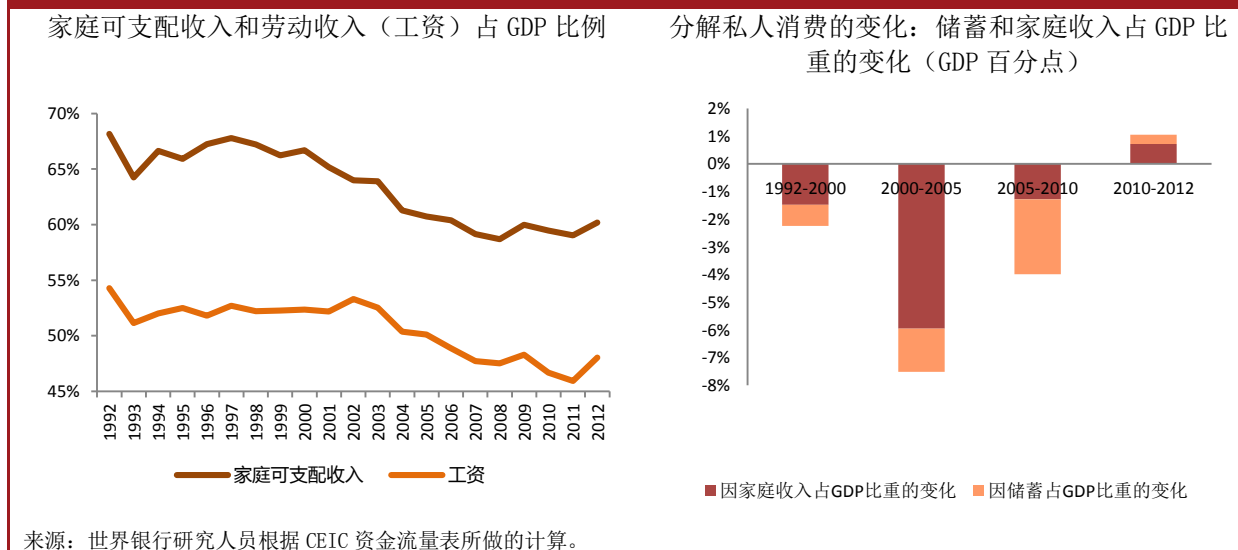
改革领域	时间	改革措施简述
改善资本配置	2014 年 1 季度	中国人民银行将美元对人民币交易区间扩大为围绕它设定的汇率上下浮动 2%。
	2 季度	- 贷款利率全面放开。 - 国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，从 9 个主要方面为资本市场的发展提出了路线图。 - 人民银行、外汇管理局、银监会、保监会和证监会联合发布 127 号通知，规范金融机构的同业投融资业务。这项措施的目的是减少从商业银行流向影子银行系统的资金。 - 中央政治局通过了《深化财税体制改革总体方案》
	3 季度	- 人民银行和银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，鼓励银行为棚户区改造和保障房建设提供贷款，将贷款期限延长至不超过 25 年。 - 银监会批准上海和浙江成立两家民营银行，并要求它们在 6 个月内建成开业。 - 国务院宣布改善预算管理的行动计划，这是为在 2020 年以前实现全面财税改革所迈出的第一步。 - 国资委启动中央国有企业改革，在 6 家央企进行四个领域的试点；混合所有制试点将在中国医药集团总公司和中国建筑材料集团公司举行。 - 通过了新修订的《预算法》，这是该法自 1995 年生效以来的第一次修订。
	4 季度	- 国务院加强对地方政府债务的监管，要求地方政府自行承担偿债责任，中央实行“不救助”原则。 “沪港通”（两地股票市场互联互通机制）实施。 - 放宽外资银行的市场准入条件。
	2015 年 1 季度	将存款利率上限上调为基准利率的 1.3 倍。
	2 季度	- 开始实施存款保险制度。 - 国务院发布法规，扩大银行卡清算市场，进一步开放金融业。 《证券法》修订草案中提出将股票发行的审批制改为注册制。 - 允许金融机构提供固定利率或浮动利率存款，进一步推动利率市场化 - 放宽外资对国内债券市场的准入 - 国务院发布银行法修正案草案，取消商业银行 75% 的存贷比红线，给予银行更大信贷自由度。
土地改革	2014 年 3 季度	- 发布了“关于引导农村土地流转的意见”。这项改革将推动农田的规模化使用，培养农业多元化经营，提高农业生产率。 - 宣布了 62 个“新型城市化”试点县/市，它们是从 169 个提出申请的县市中选择。
	4 季度	土地承包确权试点项目扩大到更多省份
	2015 年 1 季度	宣布建立新型农业管理体系、加快农村集体产权制度改革、稳定推进农村土地改革试点和农村金融体系改革的计划
劳动力市场改革	2014 年 1 季度	国务院宣布建立统一的城乡居民基本养老保险制度的计划
	2 季度	国务院正式发布《关于进一步推进户籍制度改革的意见》。
	2015 年 1 季度	中央政府公布机关事业单位养老保险制度改革计划
来源：世界银行研究人员根据官方文件整理		

消费价格指数下降提供了解决产品和要素市场价格扭曲的机会。作为价格改革的一部分，政府应当继续调整交通、能源、公用事业价格以及对资源、能源和环境的征税。这些举措不仅可以减少甚至消除政府的价格管制，而且也有助于减轻价格扭曲，改善资源配置，（在一定程度上）抵消日益上升的通缩压力。

向“新常态”过渡需要更好的的信贷资源配置和提高自主创新能力

中国主要的中期政策挑战是如何实现向高效、公平和可持续的增长路径的有序过渡。要实现经济再平衡，从供给方面来说，要从由资本和资源密集型产业拉动增长转向由服务业拉动，生产率的提高至关重要；从需求方面来说，要从投资拉动转为消费拉动，提高劳动收入占GDP份额则十分关键。虽然年度数据显示居民收入和工资占GDP比重已开始提高（部分是由于人口结构的变化），扭转了20多年以来的下降趋势（图2.1），但实现更公平的增长将是一个渐进的过程。储蓄率的降低和家庭收入占GDP比重的上升会继续提高总消费在GDP当中所占的份额（专栏2.1）。

图 2.1 更公平的增长意味着要继续提高家庭可支配收入占 GDP 比例



2014 年 5 月，习近平主席使用“新常态”一词来描述中国经济状况：增长放缓，面临各种新风险，需要更高效和有效的政府管理、加强法治和其他改革。这种说法的思路是，经济结构升级和创新将成为未来 20 年增速放缓但更具持续性的增长战略的核心。中国最高领导层已明确表示，市场应当在这种新型增长中发挥更大作用。中国为适应新常态而采取的主要政策包括财政和金融领域的结构性改革、推动治理现代化、精简政府机构、加强法治、升级经济结构和鼓励创新。意识到新范式面临的各种风险和挑战，中国政府多次重申通过“全面深化改革”从“新常态”中受益。

专栏 2.1 中国中期增长路线

未来二十年里中国是否能保持中速到高速增长？这在很大程度上取决于全球环境以及中国国内各种结构性力量的演变。但出现以下这种情况的可能性很大：今后十年内，中国经济将从快速增长转向温和增长，平均每年增长5%左右。首先，因为外需减弱，中国的出口增长将放缓。其次，随着资本—劳动比率的上升，资本积累对增长的促进作用将会降低。而且，中国人口结构的变化还将导致劳动参与率下降。预计中国的劳动年龄人口将下降，劳动力对经济增长的贡献将转为负值。此外，劳动力市场的空间转化对经济增长的推动作用也会减弱。最后，全要素生产率（TFP）的增长（衡量经济效率改进和技术进步的指标）也有所下降，其中部分原因是第一代政策改革和引进国外技术所产生的收益现在已基本耗尽。

虽然人们对中国经济增长将会放缓已有广泛共识，但对这种调整的速度有不同看法。基准情景假设增长放缓将是有序和渐进的。迄今为止中国成功地避免了重大经济危机：三十年来不仅保持了近10%的年均增长率，而且只有一年增长低于7%。但另一方面，国际和国内的各种趋势也可能引发多种风险，从而拉低经济增长，扰乱中国成为高收入的和谐创新社会的进程。管理从中等收入向高收入国家的过渡本身已经极富挑战性；而在可预见的将来，全球环境可能仍将充满不确定性和波动性，使上述任务变得更加艰巨。

经济增长出现的任何突然下滑都可能暴露银行、企业和各级政府存在的效率低下问题以及或有负债——这些问题在经济快速增长时期往往被隐藏起来。问题暴露之后，进而可能引发财政和金融危机。中国收入和资产的高度不平等、低消费、优质公共服务获取不平等等因素都加剧了经济增长迅速降低的风险。

专栏图 2 中期增长来源，5 年平均：基线场景与改革场景

基线场景	2015-20	2020-25	2025-30	改革场景	2015-20	2020-25	2025-30
GDP 年均增长	7.0	6.0	4.9	GDP 年均增长	7.2	6.1	5.2
增长来源：				增长来源：			
劳动力	-0.2	-0.2	-0.4	劳动力	-0.2	-0.2	-0.4
资本	8.3	6.6	5.1	资本	8.1	6.3	4.7
全要素生产率 (TFP)	2.1	2.1	2.1	全要素生产率 (TFP)	2.4	2.5	2.5

来源：国务院发展研究中心“中国城镇化”CGE 模型的估算

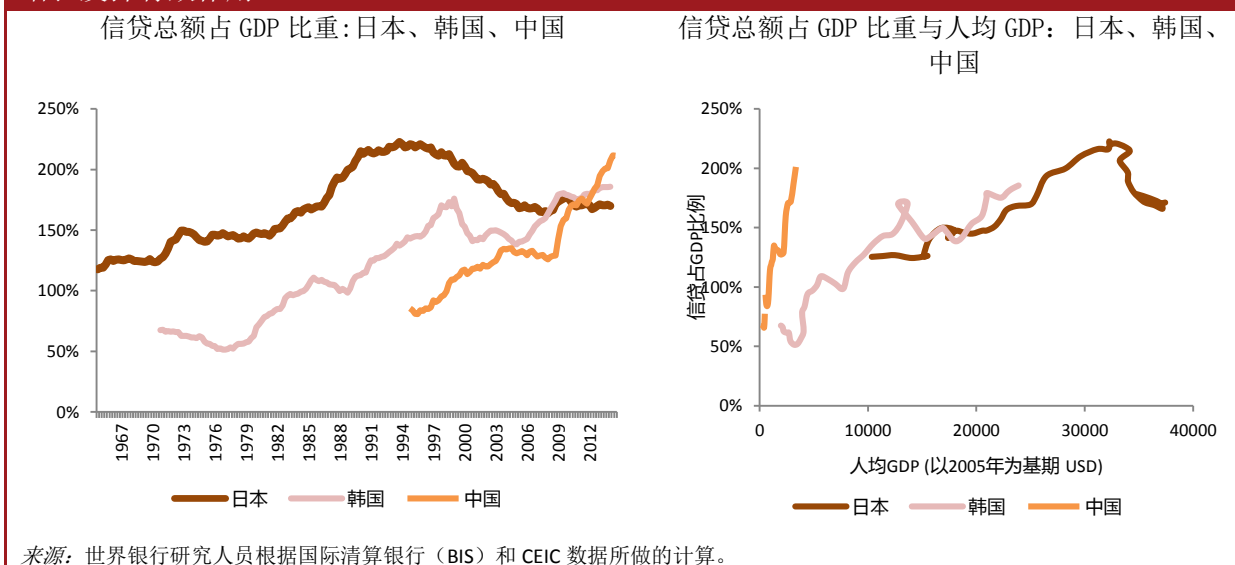
实施急需的结构性改革并不会扭转未来几十年增长放缓的趋势。另外很明显的一点是，很多二代改革措施对增长的影响可能要大大小于一代改革——后者给制造业带来了迅速的技术改进。但如果不进行结构性改革，增长的下滑将会更加严重。要分析一揽子改革措施的效果，需要从供给和需求两个方面对经济增长要素及其相互关系进行量化。为了预测改革对经济增长的影响，“中国城镇化”课题研究小组采用了国务院发展研究中心的可计算一般均衡（CGE）模型。与基于生产总量函数的简单宏观模型不同的是，这种模型可以更好地模拟各种结构性变化所产生的影响。中国仍有潜力通过改革来提高劳动参与率，重新配置农村富余劳动力，提高全要素生产率，从而获得增长红利。在改革场景下，以下三项政策将有助于提高经济增长：

- 推动富余劳动力从农业转入其他产业的土地和劳动力市场改革可推动经济年增长率提高0.2个百分点。
- 实施财政改革，通过保证公共服务的公平可得性加快人力资本的积累。
- 实施改革，通过促进集聚经济、关联度和专业化，提升城市化的效率。

来源：《中国：推进高效、包容、可持续的城镇化》（世界银行和国务院发展研究中心，2014 年）

首先，向“新常态”过渡需要更好的的信贷资源配置，在降杠杆的同时保持经济增长。全球金融危机后中国的企业和地方政府杠杆迅速增加，导致偿债能力下降（专栏 2.1）和中国一样，全球其他国家在信贷总额占 GDP 比重迅速上升之后通常会出现经济增长放缓。智利、爱尔兰、马来西亚、美国——这些情况迥异的经济体都是如此。来自多个国家的证据显示，信贷繁荣可以刺激经济活动（图 2.2），但杠杆率的迅速升高对公司和居民行为会产生长期影响，导致随后的经济增长低于长期增长趋势——信贷繁荣结束后平均会降低 2.2 个百分点。虽然只有少数信贷繁荣以金融系统的崩溃而告终，但这种崩溃可能造成重大冲击。储蓄率高的国家似乎经济放缓的幅度相对较小。

图 2.2 信贷配置通常被视为决定经济增速的一个重要因素，但当前的中国金融体系不再对促进增长发挥有效作用



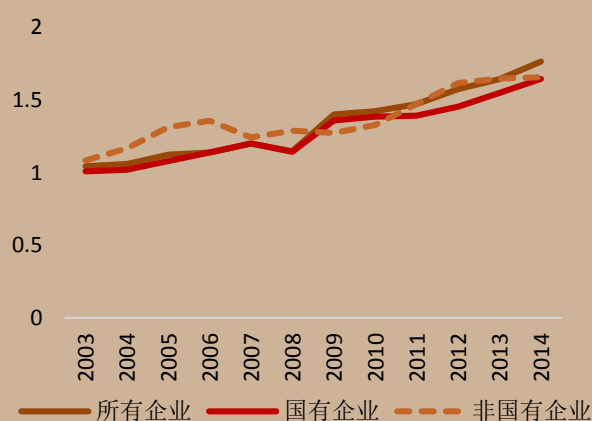
中国的信贷增长速度有所放缓，但除非政府采取系统性方法来加强金融纪律，现有措施将不足以减轻信贷错配和风险累积。中国金融体系原本是服务于旧的投资驱动型增长模式，以前可能较为有效，但已不能适应当前的需要。因此，如果没有有效的政策干预，金融体系将无法在信贷分配上做出大的转变，向那些有助于保持经济合理增长的经济部门提供资金。

专栏 2.2 偿债能力逐渐下降

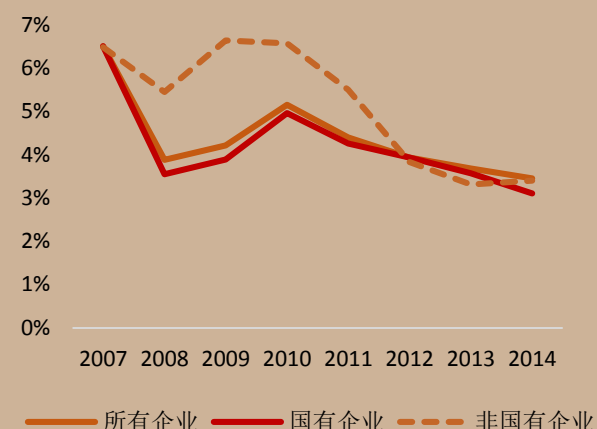
全球金融危机后中国的企业和地方政府杠杆率激增是一个值得关注的问题。中国一些研究已经得出结论认为，过去十年的大部分时间中国经济“动态效率低下”：资本部门（企业和地方政府）系统性地过度投资，经济未能实现长期人均消费增长的最大化。⁷ 偿债能力的下降在上市公司的绩效指标中反映得尤为明显：自 2009 年以来，债务股本比升高，盈利下降，亏损企业增多，收入/利息支出比下降，很多企业的利润（EBIT）低于利息支出（专栏图 3）。

专栏图 3 偿债能力的下降在上市公司的绩效指标中体现出来

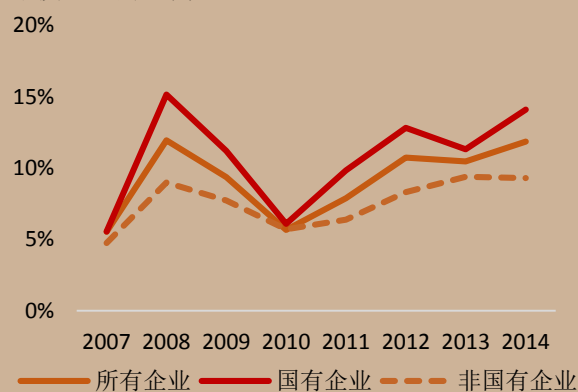
债务股本比中位数（根据资产规模加权）



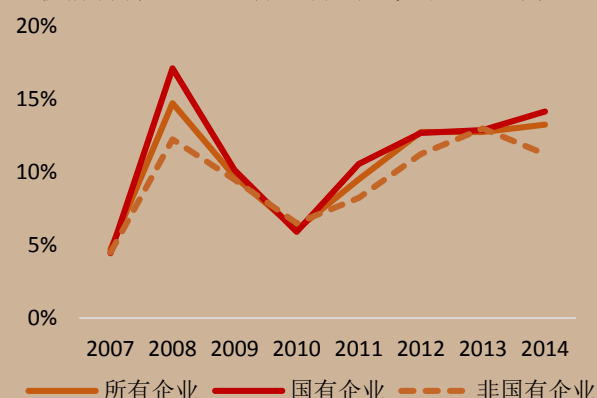
资产收益率中位数（根据资产规模加权，百分比）



亏损企业的比例



息税前利润（EBIT）低于利息成本的企业比例



来源：世界银行研究人员根据 WIND 数据所做的计算。

从供给方面控制不合理举债对推动信贷领域去杠杆化十分重要。事实上，国际经验显示，只靠“市场纪律”往往不能限制不负责任的借贷行为；人们日益清楚地看到，通过改革解决结构性的缺陷、建立信贷供给的纪律，对限制不良借贷行为及过度负债发挥着重要作用。可控制浪费性信贷需求的政策包括：确保地方政府贷款理性增长，硬化对国有企业和产能过剩产业的预算约束，

⁷ Abel et al. (1989) 通过分析总投资是否系统性地高出资本收入，来评价经济体是否属于“动态效率低下”或资本积累水平超出了“黄金法则”。Yongdong and Yingfei (2002)、Zhigang and Zhangyong (2003)、Benwu (2008)、Feiming (2010)和 Liangxin (2011)使用这种分析方法，得出结论认为 2000 年代的中国经济动态效率低下。

限制对那些导致资产泡沫的经济部门和活动的信贷增长。例如，最近的股市大涨就是在融资融券交易为股市提供大量资金的背景下出现的（图 2.3）。

图 2.3 通过供给方管制控制不当举债行为，限制对导致资产泡沫的经济部门和活动的信贷增长



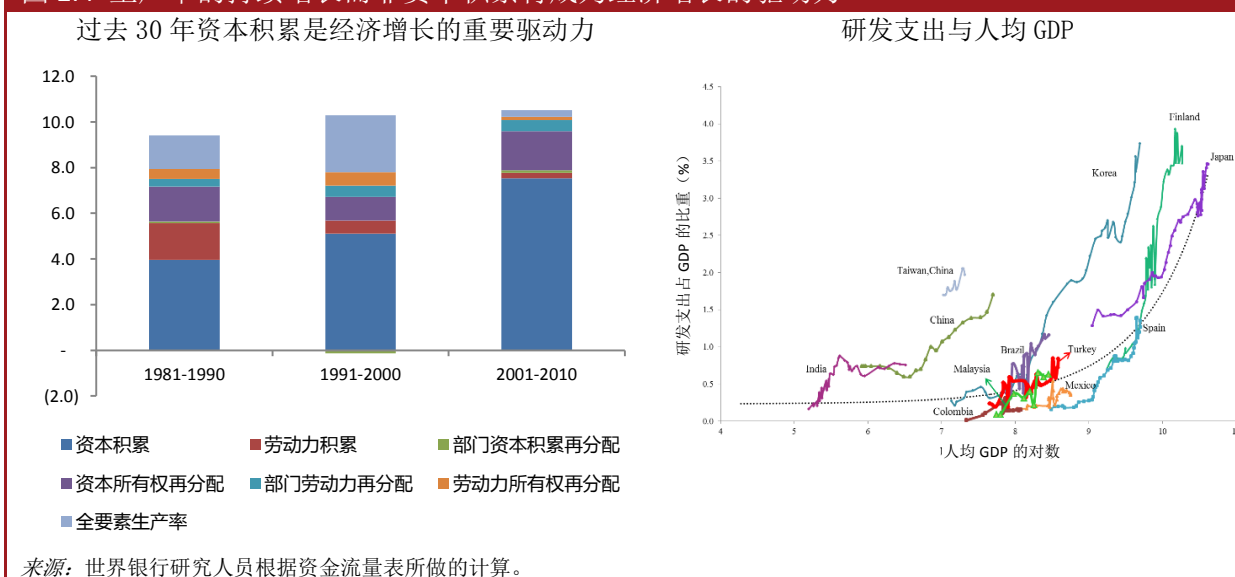
金融部门改革应当支持信贷资源的合理配置，以促进生产率水平的提高。如果采取措施增强市场的竞争性，改善投资环境，并减少官僚程序，将有助于把信贷资源分配给具有较高增长潜力的部门。实现这种合理配置，需要改善金融部门的激励机制，调整政府在金融体系中的作用。

其次，向“新常态”过渡要保持生产率的持续增长，需要培养自主创新能力。中国和其他很多国家一样，很长时间以来的经济增长是利用了将世界先进技术与本国廉价劳动力相结合而产生的租金。但是，要想在未来继续保持快速增长，就需要依靠在多个部门的创新准租金，培养自我发展的能力。

这个过程不会自动出现，而是需要采取必要的政策来推动产业升级，而不能依靠各产业部门的内在发展特点。中国已经认识到这一点——官方已经提出了从“中国制造”转向“中国创造”的目标。虽然过去15年里中国的工业研发活动突飞猛进，并且预计将在未来10年超过美国和欧洲，但这方面的挑战仍十分艰巨。此外，虽然中国也是跨国研发投入最欢迎的目的地之一，但这些投资大多数是为跨国企业开发在中国市场销售的产品。中国对尖端技术全球供应链的融入程度仍然很低。

过去十年里，中国在创新领域的投入和产出都有所增加——如研发支出和专利申请数量等，但它们尚未转化为生产率的提高。专利申请增长很快，但中国在创新的绩效方面尚未赶上先进国家。要从对研发活动大量的硬件和软件投入中收获成果，中国的创新生态系统就需要提高创新质量，增加由市场驱动的创新，从而创造价值，提高生产力。目前来看，专利并没有转化为经济价值，因为绝大多数创新要么是与跨国公司联合开发、专利权归跨国公司，要么是由中国人开发、但专利权仍由跨国公司获得。中国自行开发并拥有的专利所占比例虽然有所上升，但仍然较低（图 2.4）。如果产生这些专利的大多数研发活动是在台湾或美国公司里进行，那么它们在知识、产品和企业管理等方面对中国经济产生的溢出效应可能会很小。

图 2.4 生产率的持续增长而非资本积累将成为经济增长的驱动力



现在，由于中国的传统增长模式已显疲态，发展创新能力变得格外重要。原来主要靠低附加值、劳动密集型制造业产品的出口来拉动经济增长。由于因大量劳动力从农业转入工业带来的人口红利即将消失，这种模式以后会难以为继。另外，现有增长模式还消耗了大量自然资源，对环境造成了大范围损坏。而且，经过了2008年开始的大衰退之后，全球经济环境发生了变化，不可能再依靠出口来拉动经济增长。现在国内投资是增长的主要引擎，而今后必须大大提高在产品 and 生产流程方面的自主创新，使之成为提高生产力的新动力。中国已经认识到，实现这一目标的主要途径将是本土高科技产业对本土知识产权进行商业化开发，利用自主创新成果对中低技术产业进行升级。

推动自主创新的工作只有与更广泛的改革同步开展才能取得成功。目前的创新政策在很大程度上是由供给驱动，以研发为重点。只是把1%的GDP投入到研发上并不能将其转化为经济增长。要想刺激市场对创新提供回报，需要开展以下几方面工作：进一步促进私营部门发展和加强竞争，改革要素市场，制订绿色增长战略，深化人力资本，利用集聚经济效应推动观念和技术进步。例如，对知识产权缺乏保护（这是跨国公司经常抱怨的一点）也使中国企业难以从自己对品牌和技术投入中获取租金，从而形成了阻碍他们进行这种投入的负激励。（另外，当前的创新政策也不利于提高中国企业的创新质量：很多专利活动似乎是由政府对专利注册的补贴所驱动，因为很多专利在第一年后就不再重新注册。）

当前的创新体系特别强调研发密集的高科技产业，但这些产业仍只占中国经济的一小部分。随着国内市场变得更加精细，同时在出口市场上的一些成本优势正在消失，中国的创新体系需要通过组织和流程创新，为中低技术产业的不断升级提供支持，而除了研发、信息通讯技术、设计、品牌、教育和培训之外，所需要开展的一项基础创新是如何提高管理质量。

但中国没有几十年的时间来全面培养这些技能。要从大量研发支出中充分获益，整个创新生态系统（包括制度在内）必须以高效地将创新成果付诸应用为方向。中国有大量制度支撑着这个生态系统，但它们的整体衔接尚待完成。

参考文献

- Abel, Andrew B. N. Gregory Mankiw, Lawrence H. Summers and Richard Zeckhauser, 1989, "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence", *Review of Economic Studies*, 56: 1-201
- Feiming Huang, 2010, "Assessing Chinese Economy's Dynamic Efficiency Based on the Perspective of Consumption- Income", *The Journal of Quantitative & Technical Economics*, 2010(4), pages 3-19
- He, Dong, Wenlang Zhang, and Jimmy Shek, 2007, "How Efficient Has Been China's Investment? Empirical Evidence From National And Provincial Data," *Pacific Economic Review* 12: 597-617.
- Goñi, Edwin and Maloney, William F. 2014. "Why don't poor countries do R&D?" Policy Research Working Paper Series 6811, Washington, DC: World Bank.
- Qian, Liangxin, 2011, "Empirical Study on China's Dynamic Efficiency in Capital Formation", *Productivity Research*, 2011 No.2, pages 82-85
- Richard C. Koo, "The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics", *real-world economics review*, issue no. 58
- World Bank. 2014b. *China Economic Update*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2015a. *East Asia Economic Update*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2015b. *Global Economic Prospects*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank and DRC (Development Research Center of the State Council, People's Republic of China). 2014. *Urban China: Toward Efficient, Inclusive, and Sustainable Urbanization*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2012. *Golden Growth: Restoring the lustre of the European economic model*. Washington, DC: World Bank.
- Xiang, Benwu, 2008, "Assessing Dynamic Efficiency in China's Economy: 1992~ 2003", *The Journal of Quantitative & Technical Economics*, 2008(3), pages 79-88
- Yuan, Zhigang and Zhangyong He, 2003, "Dynamic Inefficiency in China's Economy since 1990s", *Economic Research Journal*, 2003(7), pages 18-26