

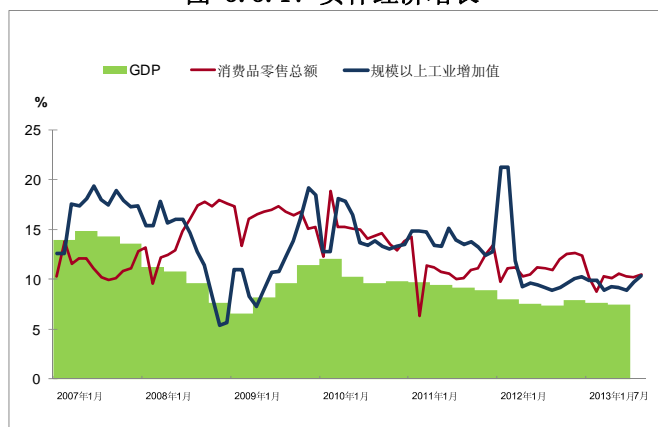
中华人民共和国

国内需求疲软导致 2013 年上半年中国经济增长出现下滑，这促使中国政府采取有限的财政刺激政策。由于 GDP 增长预期低于潜在水平，通货膨胀率也将低于目标值。经济增长放缓是长期性结构性改革的结果，标志着中国经济正朝向一个更具挑战性的可持续增长路径转变。

经济运行评价

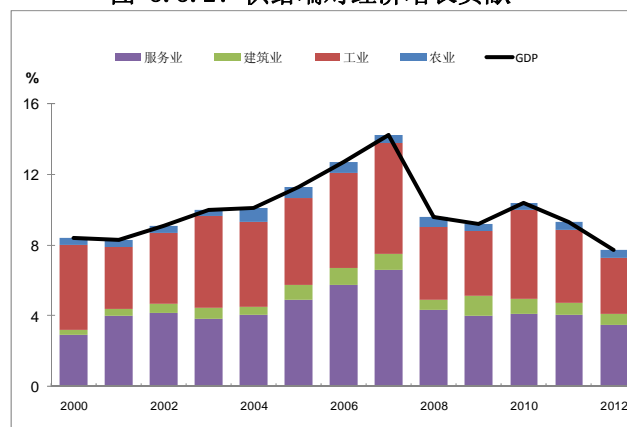
GDP 增长率在 2013 年第一季度录得较低的 7.7%后，第二季度进一步放缓至 7.5%，上半年达 7.6%。主要受国内需求疲软的影响，从 2012 年第二季度年化经济增长率低于 8%（图 3.3.1）到 2013 年年初，中国经济似乎一直处在一个比普遍预期水平更低的增长轨迹中。

图 3.3.1: 实体经济增长



资料来源：国家统计局。

图 3.3.2: 供给端对经济增长贡献



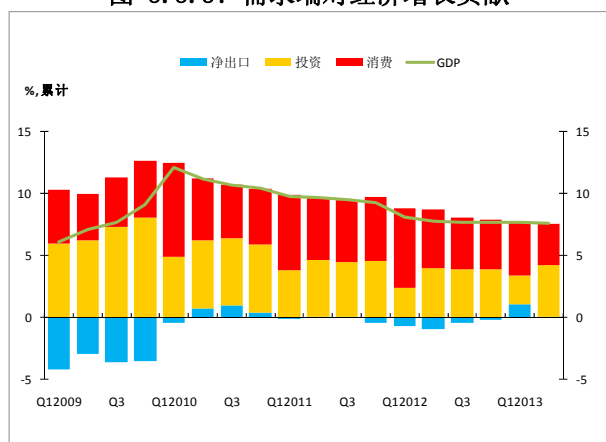
资料来源：国家统计局。

从供给角度看，2013 年上半年，第二产业（包括制造业、采矿业、建筑业）同比增长 7.6%，该增速比 2013 年第一季度 7.8% 和 2012 年全年 8.1% 的增长率略低。受信贷强劲增长的推动，工业生产从 2012 年 9 月开始反弹，但该反弹势头并没有得到维持。月度数据显示，随着 2013 年 6 月产出和新订单的采购经理人指数跌至 8 个月来的新低，该反弹趋势在今年第二季度进一步消退。然而，2013 年 7 月和 8 月的数据显示，工业生产形势开始趋于稳定。今年上半年，服务业增长达到 8.3%，与今年第一季度的速度持平，因此服务业继续成为经济增长的主要动力（图 3.3.2）。今年上半年，受恶劣天气和对畜牧业和家禽产品需求疲软的影响，农业在今年一季度录得 3.4% 的增长率后，上半年仅录得令人失望的 3.0% 的增长率，这两个增速均远低于 2008 至 2012 年期间 4.5% 的平均水平。

从需求角度看，2013 年上半年，消费对 GDP 增长的贡献是 3.4 个百分点，投资贡献了 4.1 个百分点（图 3.3.3）。2012 年消费对 GDP 增长的贡献超过投资，但今年上半年数据表明，在经济增长由投资驱动转向消费驱动方面所取得的进展非常有限。自 2013 年初以来，由于政府把工作重点放在

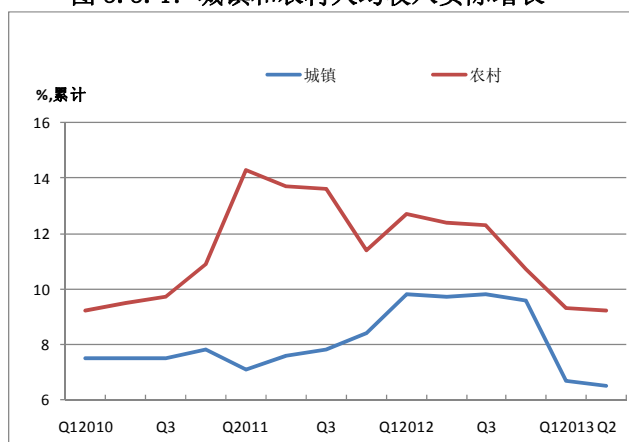
提高经济增长质量上，投资增长有所放缓。主要受“十二五”规划中规定的大项目建设和房地产投资持续强劲增长的带动，基础设施建设投资增长有所回升，但仍不能完全抵消因外部需求疲软和部分行业产能过剩所引发的制造业投资增长放缓。2013年上半年，随着农民外出务工收入同比实际增长12.6%，农村家庭人均收入实际增长9.2%，城镇居民家庭人均收入实际增长6.5%（图3.3.4），居民收入不断增长也促进了消费增加。由于劳动密集型服务业的扩张和建筑业持续增长，因此经济增长放缓并没有以牺牲就业为代价，这对维持社会稳定是非常重要的。今年上半年，净出口对GDP增长的贡献仅为0.1个百分点。

图 3.3.3: 需求端对经济增长贡献



资料来源: 国家统计局。

图 3.3.4: 城镇和农村人均收入实际增长



资料来源: 中国统计摘要 2013。

2013年第二季度，主要受全球需求持续疲软、与主要贸易伙伴摩擦加剧以及出口价格不断上涨等的影响，外贸增长显著放缓。2013年上半年，中国与日本和欧盟的贸易额下降，但与美国和东盟的贸易额保持温和增长。随着政府加强对香港贸易“虚报”数据的管理，出口增长从第一季度的18.3%快速回落至第二季度的3.7%，2013年上半年出口同比增长10.3%。

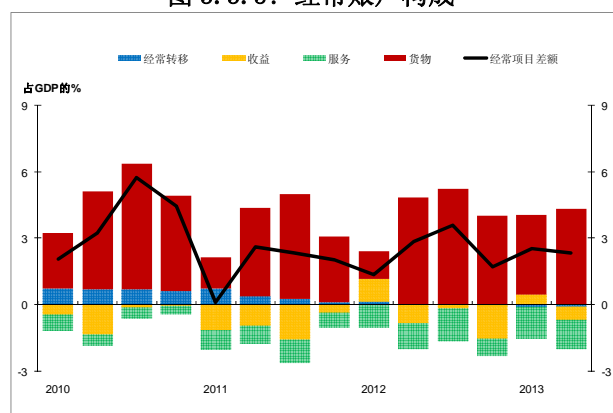
受中国的全球主要贸易伙伴需求改善的影响，加上国内经济增长势头强劲，导致2013年7月和8月出口增长有所加快，这预示2013年第三季度对外贸易增长将有所反弹。

进口增长从第一季度的8.5%放缓至第二季度的5.0%，上半年录得6.7%。然而，在2013年在7月和8月，随着国内需求的好转和出口增长，进口增长有所加快，达到9%。2013年上半年，贸易顺差达到1574亿美元，较去年同期扩大39.5%。考虑到服务和收入账户逆差的持续扩大，经常项目顺差达到958亿美元，同比增长23.9%，其相当于国内生产总值的2.4%（图3.3.5）。在资本账户方面，上半年外国直接投资增长4.9%，扭转了2012年同期下降3%的趋势。

自2012年6月以来，居民消费价格指数（CPI）涨幅一直围绕2.0%上下波动，2013年6月和7月，随着蔬菜和猪肉价格的上升，CPI涨幅上升到2.7%，8月份达到2.6%（图3.3.6）。然而，受国内需求疲软和大宗商品价格持续下降的影响，非食品价格涨幅同比回落到1.5%，核心通胀率（不包括

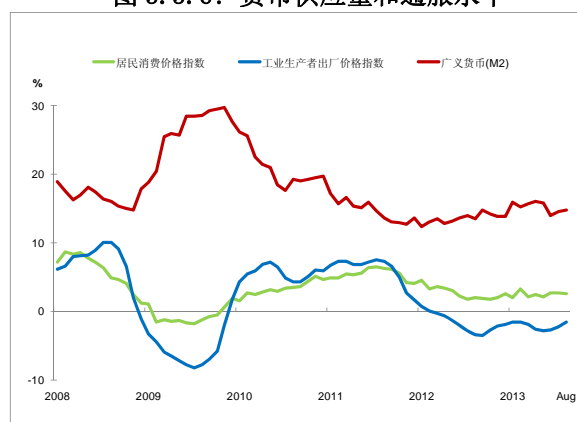
能源和食品的价格) 走势也是如此。受全球燃料和原材料价格全面走低和国内需求疲软的影响, 工业生产者出厂价格指数涨幅仍然是负的。

图 3.3.5: 经常账户构成



资料来源: 国家外汇管理局, 亚行计算。

图 3.3.6: 货币供应量和通胀水平



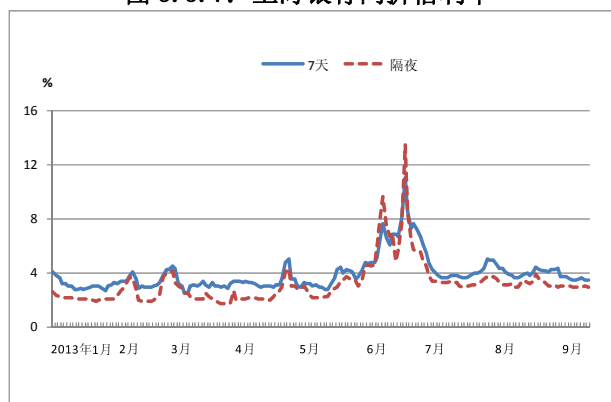
资料来源: 国家统计局, 中国人民银行。

在经历了2011年货币政策紧缩以及2012年货币政策宽松的时期后, 2013年5月货币政策又回到紧缩模式。这是应对广义货币供应量M2快速增长的结果, M2从2012年12月末的13.8%上升到2013年4月末的16.1%。2013年, 中国人民银行(中央银行)的货币增长目标是13.0%。货币增长的主要驱动力是与难以监管的影子银行有关的金融交易, 如委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票等。到今年8月底, 货币增长已经回落至14.7%, 这主要得益于加强对金融业监管和减少对银行间市场的流动性注入。

自2013年5月中旬以来, 由于流动资金紧张, 银行间同业拆借利率显著上升。为期7天的上海银行间同业拆借利率从5月初的约3%飙升至6月20日的11%(图3.3.7), 创十年来新高; 隔夜拆借利率平均为13.4%。导致股票价格下跌, 6月份上海股票交易综合指数下降15%。流动性紧张, 在一定程度上受季节性因素的影响, 比如长假前对现金需求上升, 银行为满足季末监管考核要求形成的流动性积累等。造成流动资金紧张的因素还包括外汇对冲资金减少和影子银行的爆炸性增长。此外, 部分影子银行将短期资金转换为长期投资也是原因之一, 它们只有通过银行同业拆借市场才能进行有效运作。在6月底, 央行的政策声明和有针对性的流动性注入, 促使银行间拆借利率开始回落, 但该利率仍高于动荡之前的水平。如果央行这种类型的干预是可持续的, 则表明货币政策实施在从数量型工具向价格型工具转变方面取得了进展。

2013年第二季度, 人民币对美元汇率持续攀升, 但在二季度末由于外汇流入减少人民币升值幅度有所放缓。2013年前8个月, 人民币对美元升值了1.9%。如按名义有效汇率衡量, 则人民币升值幅度更大, 截止到2013年7月它升值了6.5%, 这主要是因为自2013年初以来日元持续贬值。如按照实际有效汇率计算, 则人民币对其贸易伙伴国货币升值了6.8%(图3.3.8), 这可能是导致出口增长低于预期的原因之一。

图 3.3.7: 上海银行间拆借利率



资料来源: 香港环亚经济数据有限公司, 2013年9月12日下载。

图 3.3.8: 汇率



资料来源: 国际清算银行、国家外汇管理局和亚行估计。

在财政方面, 中央财政盈余和地方财政赤字是中国现有财政体制的一个特征, 在2013年上半年按照财政改革目标, 两者都有所收窄。中央财政收入同比仅增长了1.5%, 反映经济活动在减速, 该增速远低于其支出8.1%的增长率。相比之下, 地方财政收入同比上升了13.5%, 超过了其支出11.3%的增长率。2013年前6个月, 全国预算收入增长从去年同期的12.2%放缓至7.5%。上半年全国预算支出同比增长10.8%, 该增速低于2012年同期的21.3%, 但继续快于财政收入增长, 尽管财政支出通常集中在年底。2013年上半年, 全国财政结余仍然可观, 其占GDP比重为3.6%, 低于上年同期的4.3%。

与GDP增速相比, 中央财政收入增速放缓更为明显, 这主要是因为它严重依赖间接税, 而这些间接税中只有房地产销售有关税收增长强劲。占各项税收60%以上的流转税(包括增值税、营业税和消费税)表现低于预期水平, 这主要是因为成品油、酒类和烟草的需求疲软以及因进口增长放缓抑制关税和进口税的增长。

在财政改革方面, 2013年8月在全国范围内部分行业中开始推行“营改增”改革试点, 该改革将影响部分运输服务业、广播、电影、电视行业和部分高科技服务业等, 随后铁路运输、邮政和电信也可能被包括进来。正在上海和重庆开展的房产税试点方案, 今年晚些时候可能会推广到其他地方, 以提高当地的税收水平。

在政府一揽子经济刺激计划下, 地方政府依靠大量举债进行投资, 到2010年年底(能获得数据的最近年份), 包括或有负债在内的地方政府债务已占GDP的26.7%, 其中许多项目建设是通过预算外资金完成的。自那时起, 较高的名义GDP增长率可能降低了债务占GDP或财政收入的比重, 提高了债务偿还能力, 但现有债务的期限相对较短, 迫使许多地方政府必须获得新的贷款以偿还到期负债, 据报道部分地方政府已出现还不上银行贷款的情况。2013年8月, 中央政府已责成审计署在全国范围内开展地方政府债务审计, 以促使地方政府债务更加透明。与此同时, 山东省和江苏省政府已获准直接发行国债以满足它们的融资需求, 这就使得有发债资质的地方政府数量从2011年批准的4个(广东、上海、深圳和浙江)增加到6个。这种国债发行将为那些财力雄厚的地方政府为弥补赤字进行预算内融资开辟了一条透明的通道。

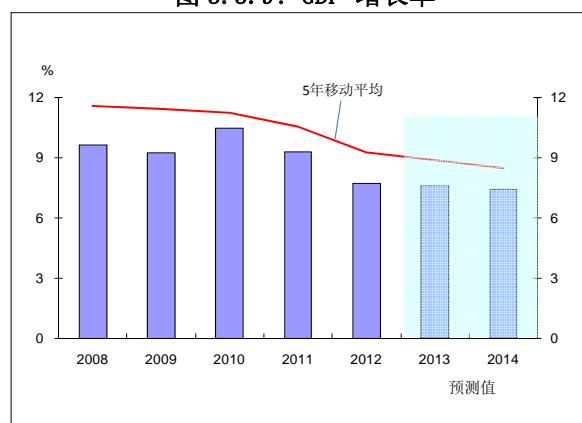
发展展望

鉴于投资增长低于预期和外部需求持续疲软，我们将2013年经增长的预测值下调至7.6%，明显低于《2013年亚洲发展展望》中预测的8.2%，但仍高于政府设定7.5%的目标。由于正在进行的结构性改革取得成效需要一定的时间，地方政府和部分金融机构改善其在国际金融危机期间遭受重创的资产负债表也需要一定的时间，预计2014年经济增长将进一步放缓至7.4%（图3.3.9），低于《2013年亚洲发展展望》中的预测值8.0%。

2013年7月，政府宣布采取有限的刺激政策以防止经济增速滑落至7.5%以下。该刺激政策主要包括从2013年8月1日起对小微企业暂免征收营业税和增值税，简化出口手续，加快铁路投资建设等。这些政策预期将足以减轻因今年6月下旬银行同业市场动荡所造成的影响，该动荡增大了融资成本，强化了金融机构的风险厌恶倾向，主要表现为银行背书标准的提高。信贷紧缩可能会阻碍投资增加，特别是对中小型企业和民营部门投资的影响更为显著。尽管目前由中央政府融资的一些投资项目可以发挥投资稳定器的作用，但对地方政府的表外融资和影子银行相关的一些活动实施更为严格的监管，可能还是会影响到投资增长。预计消费将继续以目前的速度增长。外贸能否延续对经济增长的正贡献尚不确定。预计外部需求仍然疲弱，强势人民币可能会打压出口。另一方面，进口资本品和高端消费品的需求减弱，可能会打压进口。

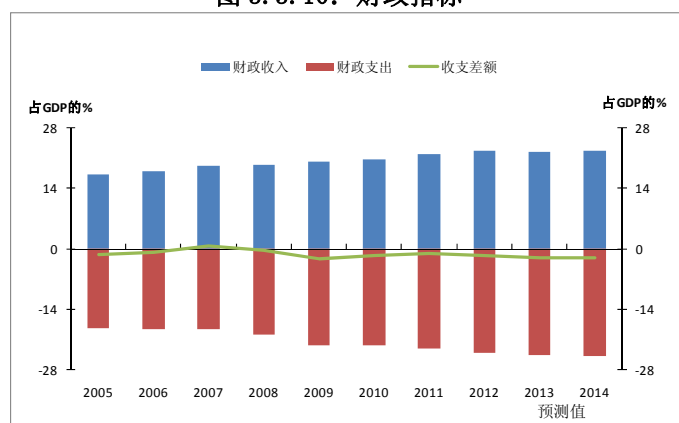
2013年第四季度及以后的GDP增长前景，在很大程度上取决于政府支持经济增长的意愿和实施结构性改革的步伐。最近的政策声明表明，中国领导层对经济增长放缓已经变得更加宽容。然而，2013年7月刺激政策的宣布表明，如果经济增长下滑的趋势超过预期或者开始破坏社会稳定，政府将会采取应对措施。

图 3.3.9: GDP 增长率



资料来源：亚洲发展展望数据库。

图 3.3.10: 财政指标



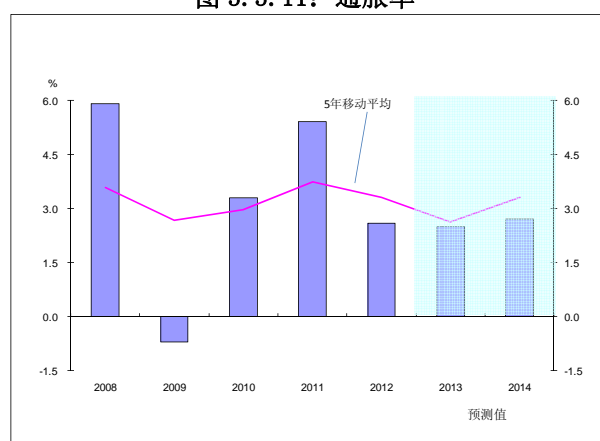
资料来源：亚洲发展展望数据库。

财政预算赤字预计不会超过政府制定财政赤字占GDP2%的目标（图3.3.10）。鉴于社会发展和基础设施建设的迫切需要，社会支出和投资项目不太可能被削减，但2013年中央财政收入到达6万亿元、同比增长7%的目标仍然可以达到。尽管因宣布减税政策和推出增值税转型改革会减轻企业

税负1200亿元，但由于2012年下半年税收基数相对较低，在2013年剩余时间内税收收入可能会增长加快。要实现财政收入目标，就必须加大税收征管力度。2013下半年，房产税有望扩大试点范围，资源税和收入再分配改革的细节也有望明确。

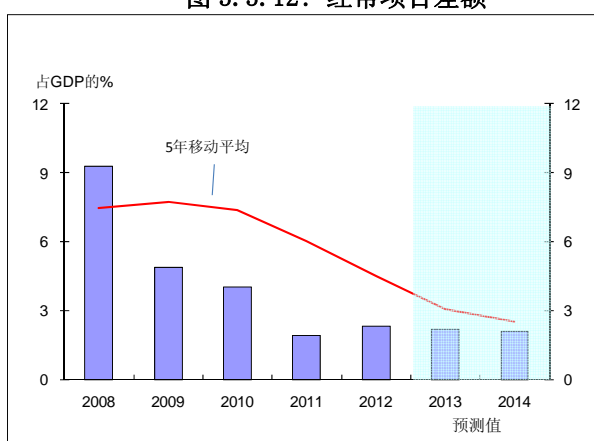
鉴于当前物价走势和国内需求意外疲软，我们将2013年的通胀率预测从3.2%下调至2.5%，将2014年的通胀率从3.5%下调至2.7%（图3.3.11）。由于信贷增长在上半年强劲表现后，从2013年第二季度开始减速，工资增长仍然温和，工业生产者出厂价格指数涨幅为负，因此通胀压力是有限的。2014年的通胀率预期略高，说明货币升值的通缩效应开始不断减弱。食品价格的剧烈波动和管制价格的可能上调，增大了通胀率预测上行风险。由于GDP增长低于其潜在水平和通胀率低于政府制定3.5%的目标，因此如果需要的话政府仍有实施货币刺激的空间。

图 3.3.11: 通胀率



资料来源：亚洲发展展望数据库。

图 3.3.12: 经常项目差额



资料来源：亚洲发展展望数据库。

货币政策需要达到一种均衡，即通过满足金融机构及其客户的资金需求，在支持经济增长的同时减少金融业和房地产行业的风险。只要劳动力市场和其他敏感指标不急剧恶化，货币政策就应该保持紧缩以进一步减缓货币供应增长。如果经济增长骤降，则中央政府应该优先考虑使用财政刺激政策，就像在2013年7月所做的那样，尽管诸如降低存款准备金率之类的货币刺激政策仍有一定余地。此外，还可以采取放开利率管制措施，因为它与政府宣布的政策目标是一致的，同时能够减少对影子银行产品的需求。2013年7月，货币当局通过宣布取消银行贷款利率上限的限制，在这领域发出了一个积极信号。然而，更实质性的一步是取消存款利率上限或至少提高存款利率上限。货币当局已经证实，存款利率自由化将配合存款保险制度一起推出，推出的时间计划定在2013年底。

人民币升值的趋势有望延续，但升值幅度将更为温和。由于人民币已接近均衡状态，加上外贸和资本流动的波动均比过去要剧烈，因此不能排除人民币贬值的可能性。货币当局可能会利用这个形势扩大人民币浮动汇率区间。中央政府已批准上海到2020年转型成为国际金融中心，旨在进一步推动以人民币计价的贸易融资和债券发行。这些措施是人民币走向完全可兑换的重要中间步骤，这也是中国政府的一个政策目标。

预计2013年的出口和进口增长率将保持在个位数。来自欧洲的需求可能会继续减弱，除日本外来自亚洲的其他贸易伙伴的需求可能会恶化。由于国内需求疲软，预计进口增长的下降将比出口下降更快。因此，2013年商品贸易顺差可能会扩大，但仍不足以抵消服务和收入账户的较大逆差。这一趋势很可能会持续到2014年，经常项目顺差占GDP比重可能从2012年经修正的2.3%，收窄到2013年的2.2%和在2014年的2.1%（图3.3.12）。

3.3.1 部分经济指标 (%)

	2013			2014		
	ADO	2013	更新值	ADO	2013	更新值
GDP增长率		8.2	7.6		8.0	7.4
通胀率		3.2	2.5		3.5	2.7
经常项目差额占GDP比重		2.5	2.2		2.1	2.1

资料来源：亚行估计值。

对本预测构成的国内主要风险来自于货币和金融发展趋势。早期银行间市场的动荡留下了一些不确定性，即政府能否减缓信贷增长，而不会造成重大经济混乱。这种不确定性可能会影响贷款和投资行为，进而造成投资增长放缓。遏制影子银行和地方政府的预算外借款的严格措施，可能使得那些潜在不活跃的投资更是雪上加霜。

地方政府、房地产领域以及部分国有企业的债务已在近几年大幅上升，这些债务风险最终很可能在经济增长减速环境下得以暴露。影子金融也在迅速上升，可能掩盖了不良贷款已经开始扩散的现象。虽然大部分债务是由地方政府和国有企业持有的公共债务，但如何应对这种形势是一个挑战，因为资金流动并不总是透明的，当贷款期限出现错配时，可能会损害必要的流动性审慎管理。脆弱的管理可能会引发金融领域的危机，从而将严重影响经济增长。银子金融的强劲增长、房产价格的急速下降或不能偿还债务地方政府数量的增加，都将会继续发出警示性信号。

鉴于开征房产税的重要影响，房地产市场可能陷入低迷，进而导致财政收入增长进一步放缓。较低的房价促使长期土地出让价格的走低，也可能危及地方政府的融资能力，因为土地出让金长期以来对地方政府融资极为重要。如果财政收入低于预期，地方政府很可能会接受更高的预算赤字，并通过向中央政府借款予以弥补。由于中央政府在筹措借款方面有足够的财政空间，因此增加税收或减少开支都是不必要的。

对本预测构成的主要国际风险来自美联储可能减少量化宽松规模对新兴经济体的金融造成的意外严重动荡。一些经济体可能遭遇较大的困难，因为国际资本流动会突然干涸。如果这种情况果真发生，则中国经济因过度风险厌恶和商业信心受挫也可能遭受相当大的影响。另外，日本新的量化宽松政策可能给本预测带来风险，可能是上行风险，也可能是下行风险。一方面，日本的货币宽松政策的积极影响是，该政策可能会在一定程度上提升日本经济。如果日本经济持续表现良好，将促进中国经济发展。另一方面，如果日本当前的量化宽松政策未能重振本国经济，中国

经济也将受到牵连。对本预测构成的类似风险也可能来自欧盟，其经济增长有可能低于预期。然而，在任何经济下行风险出现的情况下，中国都有足够的财政和货币空间减轻其不利影响。