



中国金融四十人论坛宏观经济分析小组  
孙明春执笔

## 与时间赛跑！中国经济的风险与对策

### 要点：

#### 中国经济短期无虞

三季度实际 GDP 增长率回升至 7.8%，显示宏观经济已经企稳。这既得益于新政府出台的一系列将“稳增长”与“调结构”相结合的政策措施，也得益于国务院明确了稳增长的“底线”后出现的市场预期改善和信心修复。只要宏观经济政策在今后两个季度不出现大幅摇摆，这一轮经济增长的反弹应该可以持续到 2014 年年中。预计 2013 年全年 GDP 增长率将达到 7.7% 左右，2014 年则略升至 7.8% 左右。

#### 但 3-5 年之内面临严峻挑战

然而，我们认为，今后几个季度 GDP 增长率的回升可能只是中国经济自 2008 年开始的长达 10 年之久的下降周期中的昙花一现。以下三大挑战可能令中国经济在 3-5 年之内发生剧烈调整。一是劳动力成本的迅速上升正在快速侵蚀中国在劳动密集型制造业的国际竞争力，导致国内相关产业在五年内急剧衰落，造成大规模的失业问题；二是固定资产投资在巨额基数之上的两位数增长几乎到了无以为继的地步，它不但将很快超出现有金融体系的融资能力，而且也很难寻找到足够数量的、具有盈利能力的投资项目和标的，导致投资增长在今后五年内出现急剧下滑；三是由于中国工业企业（尤其是国有企业）的盈利能力对经济增长率高度敏感，今后 3-5 年投资和经济增长率的进一步下滑有可能导致工业企业（尤其是国企）出现大规模的亏损、倒闭与破产，并对就业、税收、银行资产的质量、资本市场、金融体系的稳定、甚至社会安定等多方面产生负面影响。

#### 2018 年之前可能出现一次大幅度的经济波动

我们的担忧是，不管采取什么样的措施，中国经济都可能无法避免在 2016-18 年间出现一次大幅度的调整和波动（或曰经济危机），因为我们已经没有足够的时间和空间来兼顾经济中的多重目标。对此，我们决不能讳疾忌医。我们所能做的，只能是在经济大波动到来之前，尽快推动一系列“稳增长”与“调结构”相结合的改革与政策组合，一方面通过“稳增长”来为“调结构”买时间，



另一方面通过大力“调结构”来尽可能地减轻经济大波动对金融体系及社会稳定的冲击。具体来讲，我们建议采取以下措施：（1）抓紧实施促进结构调整与转型的改革与开放措施，尽可能地培育和发展“新经济”部门，以便在传统经济部门不得不调整之时，使“新经济”部门能够对宏观经济的稳定起到更大的承接和维稳作用；（2）尽可能拖延经济大波动到来的时点，为经济结构调整和“新经济”的发展壮大“买更多时间”，这其中最关键的是通过金融业放松管制等改革举措为今后几年的巨额投资提供足够的融资、以及通过提升对外开放的层次来消化吸收国内传统行业存在的巨大过剩产能；（3）立即着手研究和建立一系列应对措施与制度建设，以便降低经济大波动对金融体系与社会稳定的冲击。

### 着手危机应对预案

如果经济大波动不可避免，有关部门应该立即着手一系列应对改革措施与制度建设，这包括（1）积极拓展银行贷款之外的融资渠道，尽快降低经济发展对银行贷款的过度依赖，将银行体系所承担的过多风险通过金融自由化的改革分散到各种其他类别的更适合承担更大风险的融资模式中去；（2）抓紧清除经济与金融体系中的高风险因素，或将高风险因素通过制度安排分散在更久远的未来（如将部分为纯公益项目融资的地方政府融资平台贷款国债化），避免各种危机因素集中在今后3-5年爆发；（3）建立危机缓冲或止损机制（如成立存款保险公司等）；（4）完善社会保障体系，尤其是建立涵盖所有类别就业人口的失业救济金制度，以便使经济大波动控制在经济层面，减轻其社会冲击。

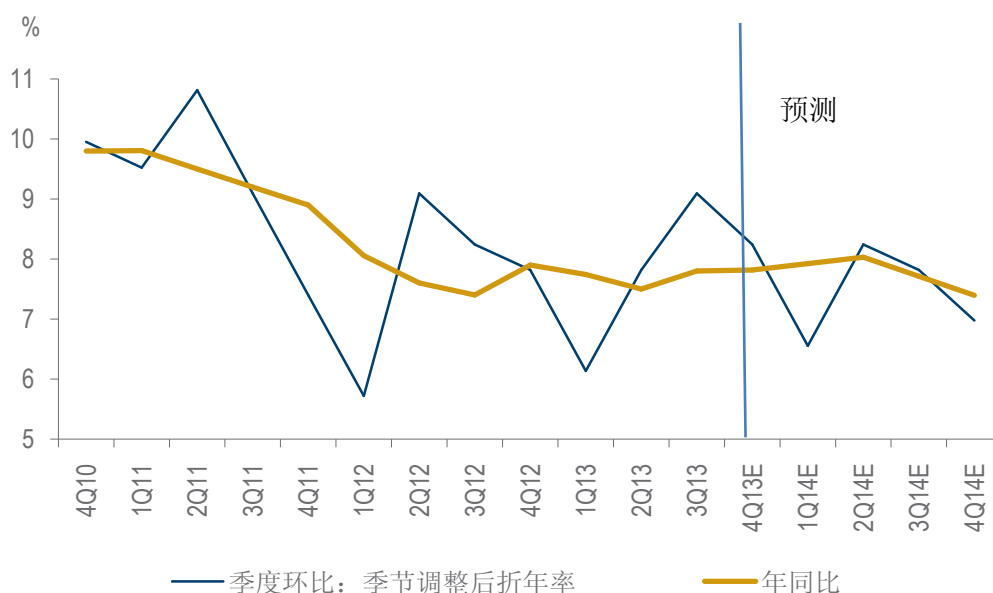
### 防止公众将来把新一轮改革视为经济波动的“替罪羊”

我们还建议，应该在舆论层面上调整决策者、学术研究人员及公众对改革的预期，防止将来危机爆发时大家把改革作为经济大波动的“替罪羊”。我们要强调，改革不能避免经济大波动，而只是有可能推迟或者减轻它对金融体系和社会的冲击。毋庸置疑，改革是有风险的，尤其是放松管制、金融自由化和加大对外开放肯定会增大经济发展的波动性和不确定性。但是我们应该扪心自问，如果不改革，我们是否就能避免这场大波动？我们认为，不管改革与否，这场长期被拖延的周期性与结构性并存的经济大波动与大调整的到来都是不可避免的；它不是新一轮经济与金融改革的产物，因此将来千万不能把改革当作“替罪羊”。我们之所以强调这个问题，主要是因为我们担心，如果届时大家视改革为“替罪羊”的话，那么我们这么多年所做的各项改革与开放措施届时就非常有可能被全盘否定，进而出现体制倒退的现象。果真如此，这对中国经济的中长期发展和中华民族的复兴都可能是难以估量的损失。

## 短期宏观经济形势分析

2013 年上半年，中国宏观经济表现差强人意。但三季度经济增长出现明显反弹，实际 GDP 增长率从二季度的年同比 7.5% 回升到 7.8%，其他宏观经济数据也明显转强。我们认为，只要宏观经济政策在今后两个季度不出现大幅摇摆，这一轮经济增长的反弹应该可以持续到 2014 年年中。需求回暖和补库存这两大因素估计会把实际 GDP 增长率从今年上半年的 7.6% 拉升到下半年的 7.8%，令全年增长达到 7.7% 左右。而明年上半年的增长率则有可能达到 8%，下半年则有所回落，呈现前高后低的态势。2014 年全年可实现 7.8% 左右的增长率，比今年略有提升。

图 1：中国的实际 GDP 增长率（%）：年同比与季度环比增长率



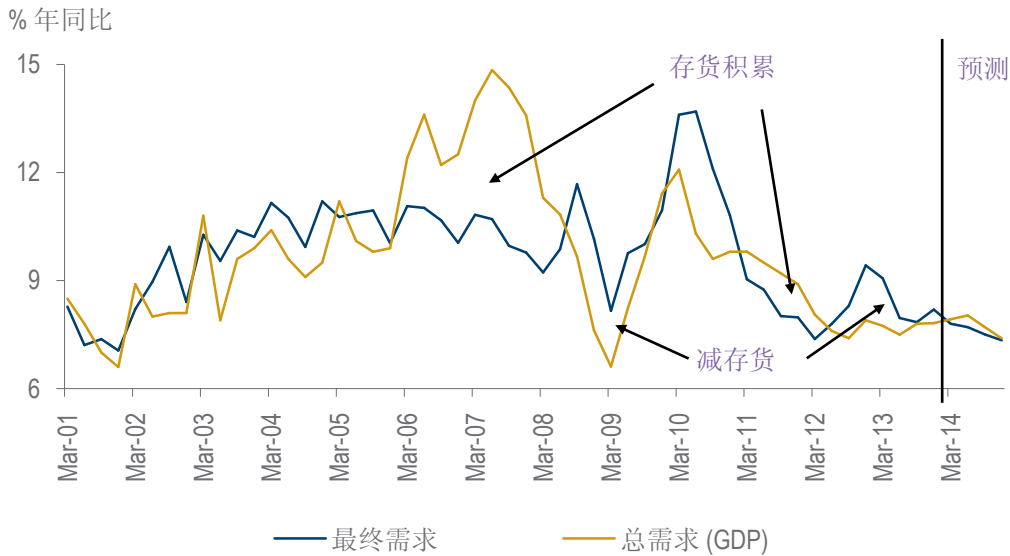
资料来源：国家统计局，博道投资。

今年上半年经济增长差于预期可能有两个主要原因。一是新政府上台后，微观经济主体（企业、家庭、金融机构、投资者等）对新政府的宏观经济政策取向缺乏认识，甚至理解混乱，导致信心不足，影响了投资、消费、借贷及存货等决策。尤其是市场有关新政府会主动刺破泡沫之类的分析或传言，使得很多企业家、金融机构和投资者都望而却步，极大地影响了微观主体的信心和决策行为。受此影响，2012 年三、四季度出现的一轮最终需求的反弹（受上一届政府在去年二季度推出的一个“小型投资刺激”政策的推动而产生）到今年一季度便嘎然而止，并在二季度彻底消失。

第二个原因是过度的减库存行为。这实际上也是第一个原因的衍生品。尽管去年下半年最终需求出现了明显反弹，但由于企业家对经济前景缺乏信心，生产者纷纷利用这一机会降低库存，而不是增加生产，导致产出的增速（即 GDP 的增速）大大落后于最终需求的增速。减库存的行为自 2012 年二季度就已经开始，至今已进入第 6 个季度。我们测算，这一轮减库存的总量应该已经超过了上一轮（2011 年一季度至 2012 年一季度）加库存的总量，属于过度减库存，这加剧了今年上半年经济增长的下滑。



图 2：总需求(GDP)与最终需求的增长率



资料来源：国家统计局，博道投资。

我们认为，三季度经济增长的反弹既得益于新政府出台的一系列将“稳增长”与“调结构”相结合的政策（如棚户区改造、铁路投融资体制改革、促进船舶业转型升级、加快发展节能环保产业、实施“宽带中国”战略、促进信息消费等），也得益于国务院明确了稳增长的“底线”后出现的市场预期改善和微观经济主体信心的修复。

在6月底“钱荒”发生后，中央政府相继通过出台“稳增长”政策、相关主管部门领导讲话、媒体宣传等渠道极力稳定市场信心，政策导向非常清晰，迅速澄清了宏观政策的立场，扭转和稳定了市场预期。与此同时，大量酝酿已久的结构性改革与放松管制的政策也在接下来的两个月里陆续推出，呈现出改革开放加速的势头。我们认为，这一系列的举措大大改善了微观主体的信心，是三季度经济走势突然转强的主要原因。

一些行业数据表明，政策的推出和信心的修复不但改善了最终需求，而且开始改变了企业的存货行为，对产出的增长产生了正向叠加的效应。不过，我们估测，今年第四季度，我国经济整体上可能还会处于小幅度减存货的状态，到明年一季度才会进入加存货的状态。但是，如果宏观经济政策出现大幅度摇摆，微观主体的信心再次受到打击，届时存货行为也会迅速转向，导致经济复苏功亏一篑。从这个意义上讲，保持宏观经济政策的稳定，在今后两三个季度里至关重要。

我们判断，国内经济增长与通胀的组合在今后两个季度内应该继续保持在中央政府的“稳增长”区域。同时，从国外经济环境来看，虽然欧美日等主要发达经济体已经出现了比较明显的企稳复苏的迹象，但新兴市场经济体受美国数量宽松政策退出的影响，有可能面临较大的资本外流压力，给全球或区域性的经济稳定带来一些意想不到的挑战和变数。这种不确定性也需要中国政府在国内经济政策上留有余地，以备不测。

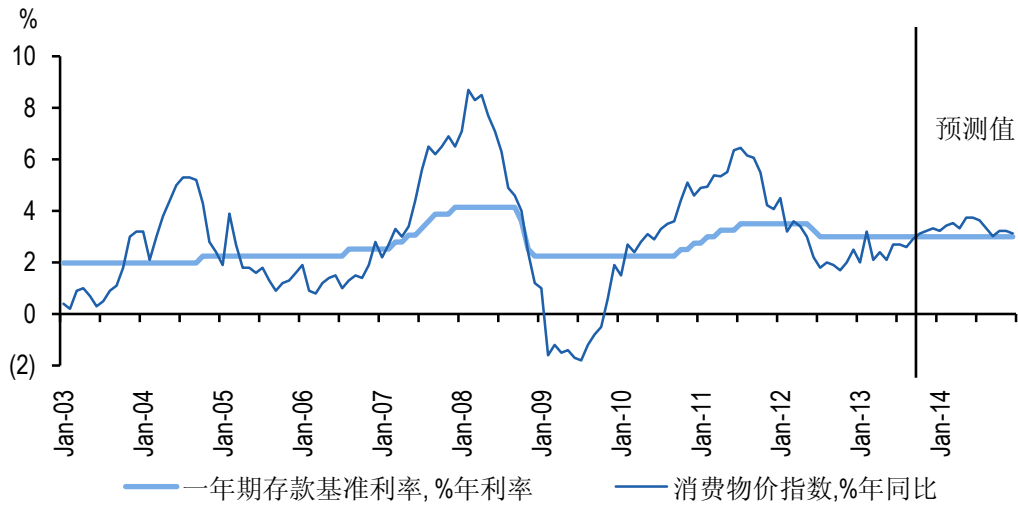
当然，我们也指出有可能影响未来宏观经济政策走向的两大风险。

一是**通货膨胀**。虽然今年三季度的消费价格指数(CPI)整体保持在年同比3%以下，但四季度由于基数低和食品价格季节性回升等原因而超过3%应该是大概率事件，到明年年中则有可能超过3.5%，这意味着实际存款利率有可能在短短数月内就由正变负。



虽然我们认为 CPI 通胀在 4% 以下都不必采取激进的紧缩政策，但这一风险值得关注。

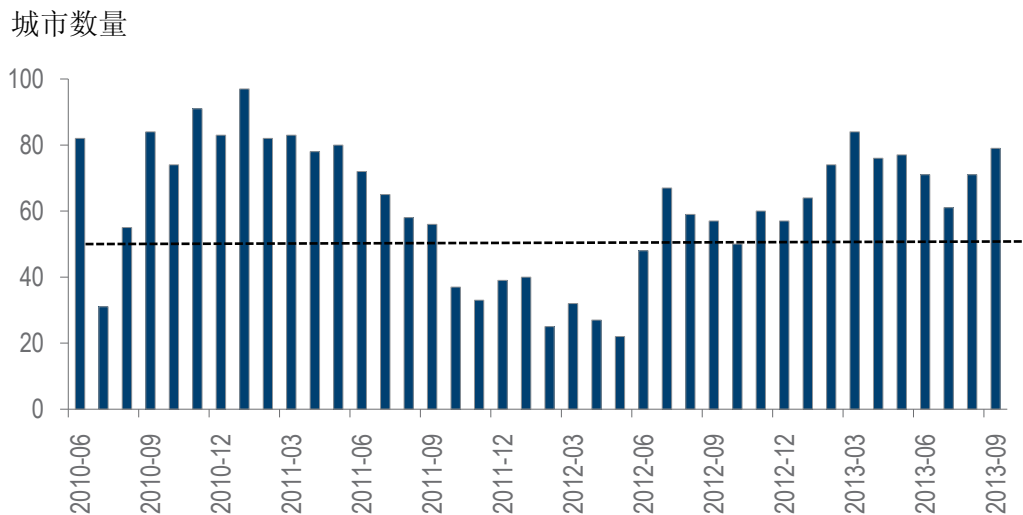
图 3：消费物价指数（CPI）与一年期银行存款基准利率



资料来源：国家统计局，中国人民银行，博道投资。

二是房价加速上升。国内房地产市场今年以来出现了明显复苏，房价上涨近期有加速的迹象。今年 9 月份，中国百城住宅价格指数中环比上升的城市数量已经上升到 79 个城市，房价上涨的势头在全国各地区有明显扩散。如果房价上涨幅度过高、速度过快，政策当局也许有必要采取一些稳定房价预期的调控措施，虽然调控的手段和模式也许与以往有所不同。

图 4：中国百城住宅价格指数中价格环比上升的城市数量



资料来源：WIND 资讯。



## 中国经济面临的中长期挑战

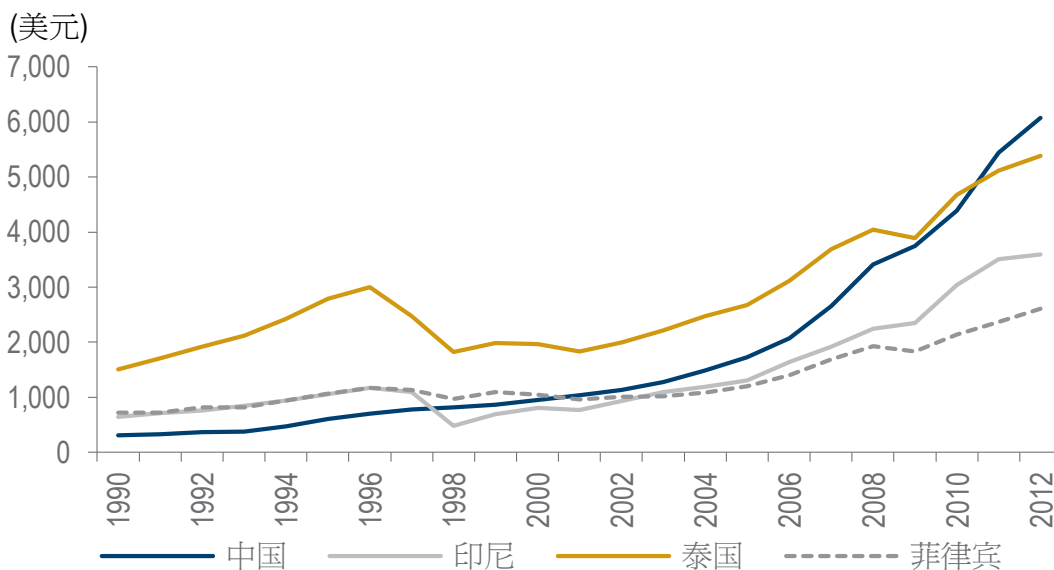
虽然我们对短期的经济走势并不担忧，但我们对中长期经济增长的可持续性心存疑虑。具体来讲，以下三方面的挑战可能在今后 3-5 年内对中国经济产生巨大冲击，导致中国经济出现大幅度调整与波动（或曰“危机”），对此我们必须及早做好政策准备。

### 一、 劳动密集型制造业迅速衰落

自 1978 年中国实行改革开放以来，低劳动力成本一直是中国在全球竞争中的主要优势。然而，随着经济的快速成长和收入水平的快速提高，中国在劳动力成本上的优势已经明显缩小，而且正在从优势变为劣势。我们估计，如果中国经济继续保持 7% 以上的实际增长率，我国的劳动密集型制造业将在今后 5 年内急剧衰落。如果我们不能提前做好应对措施的话，这一衰落将在 2016-18 年对就业、银行资产质量、金融体系的安全、甚至社会稳定造成巨大冲击。

1990 年，中国的名义人均 GDP 仅为 314 美元，远远低于菲律宾、印度尼西亚和泰国等东盟国家。而到 2012 年，中国的人均 GDP 已接近 6100 美元，不但远远超过了印度尼西亚和菲律宾，而且也超过了泰国。这意味着，相对于这些东盟国家而言，中国在 20 年前的劳动力成本优势，已经变为劣势。

图 5：名义人均国内生产总值（GDP per capita）

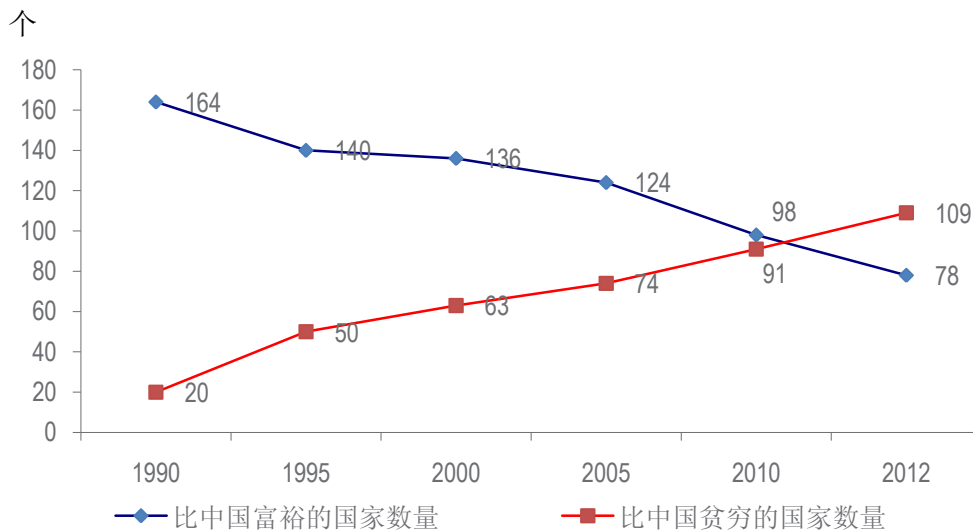


资料来源：世界银行。

目前，中国已步入中等偏高收入国家，在全球收入水平的排名相比二十年前大幅提高。1990 年，全世界比中国贫穷的经济体只有 20 个；而到去年，这一数字已经上升到 109 个。这意味着，如今世界上已有 109 个经济体比中国更具劳动力成本优势。如果中国经济继续保持 7% 以上的年均实际增长率，中国的人均 GDP 估计在 3 年内就会达到 8000 美元，5 年内则会接近 10000 美元，届时我们在劳动力成本上的劣势会更加明显。



图 6：中国名义人均 GDP 的世界排名

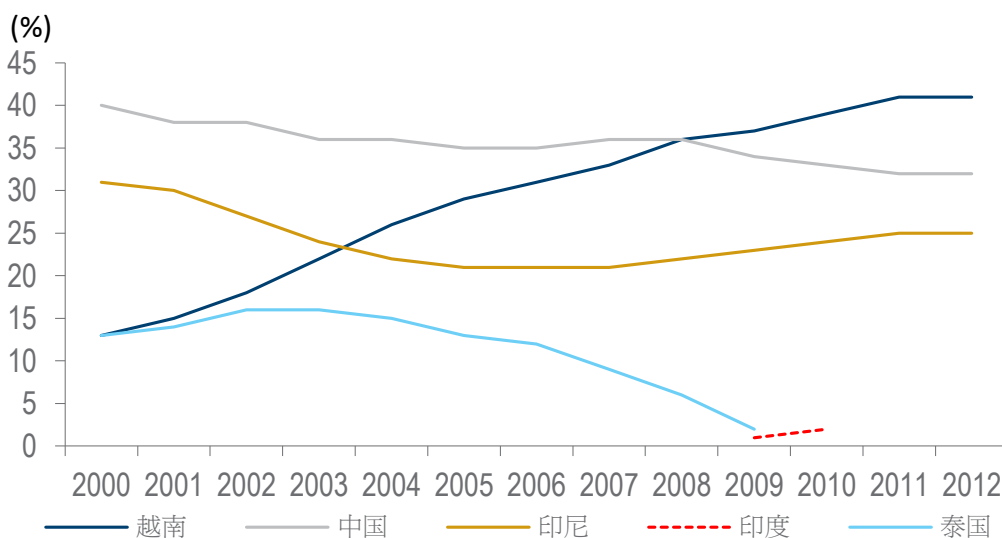


资料来源：世界银行。

劳动力成本的劣势已经在很大程度上抵消了中国在基础设施、劳动力素质、经济政策与税收优惠、国内市场潜力等方面的优势。在这种情况下，劳动密集型制造业从中国向更低收入的发展中国家（如越南、柬埔寨、菲律宾、印度尼西亚、印度、孟加拉国、斯里兰卡等）转移就变得水到渠成。这从近年来一些跨国公司全球生产基地布局的变化中可窥一斑。

例如，世界知名的运动鞋品牌耐克就已经开始将其全球生产基地的重心从中国逐步转移到更低收入的经济体，尤其是越南。在 2000 年，耐克在全球生产的运动鞋中，有 40% 产于中国，只有 13% 产于越南；而到 2012 年，耐克的全球产量中，中国的比例下降到 32%，而越南的比例则上升至 41%。这表明，跨国公司出于追求利润最大化的目标，对劳动力成本的敏感性是非常高的。

图 7：耐克鞋的全球生产份额



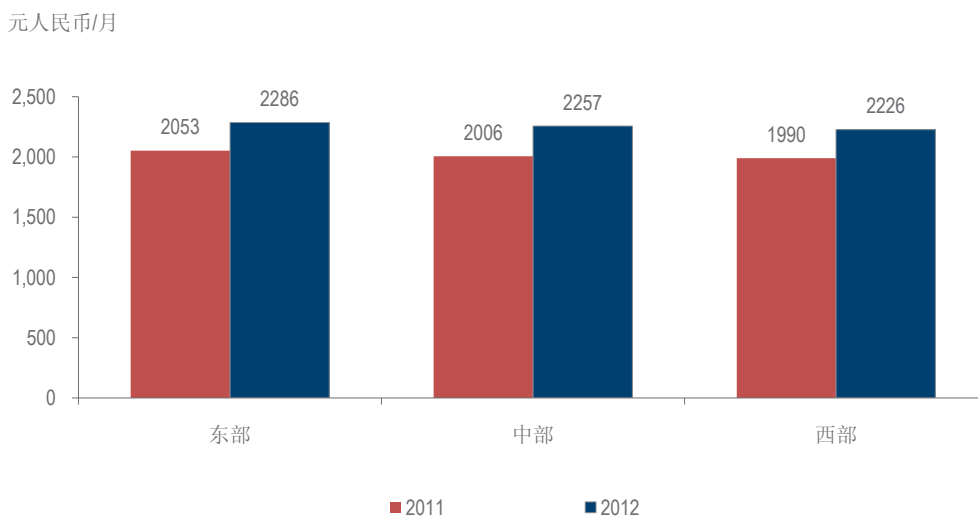
资料来源：耐克公司历年年报。



很多人认为，由于中国沿海与内陆省份之间存在较大的收入差距，劳动密集型制造业企业可以从东部沿海地区向中西部内陆省份转移，而不必迁移到国外，因此中国在劳动密集型制造业所拥有的“世界工厂”的地位应该还可以延续很长时间。

然而，根据国家统计局公布的《2012年全国农民工监测调查报告》，2012年，我国东部地区与西部地区的农民工平均月工资相差仅仅 2.7%，而各地区农民工平均工资的年增长率都超过了 11%。按照这个数据，一个劳动密集型制造业企业将工厂从东部城市迁移到西部城市所节省的劳动力成本在短短的一年后就会消失殆尽。显然，将工厂内迁并不能解决企业所面临的劳动力成本快速上升的问题。

图 8：分地区农民工平均月工资



资料来源：国家统计局《2012年全国农民工监测调查报告》。

实际上，自 2004 年以来，我国东部地区人均 GDP 的增长率就已经年年落后于中西部地区，而且这一趋势在今后数年内估计会继续存在。这意味着沿海与内陆地区的收入差距在今后几年还会进一步缩小。

图 9：分地区人均 GDP 增长率



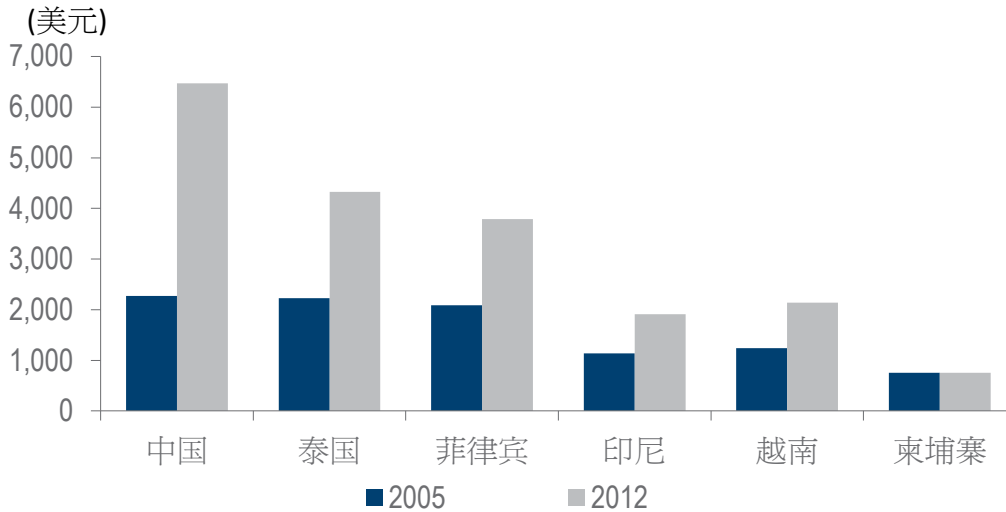
资料来源：国家统计局。





相比之下，中国与一些东盟经济体的劳动力成本差距则远远超过了中国沿海与内陆省份之间的工资差距。例如，2005 年时，中国与泰国、菲律宾的人均年工资水平基本一致，比印度尼西亚、越南稍高，但差距不超过 1000 美元。但到 2012 年，中国的人均年工资已经超过泰国与菲律宾 2000 美元，超过印尼和越南 3000 美元，更是超过柬埔寨 5000 美元。在巨大的劳动力成本差距下，跨国公司（以及国内企业家）当然会选择把工厂从中国沿海地区迁往这些东盟国家，而不是迁往中国内陆省份。

图 10：中国与东盟经济体的人均年工资



资料来源：CEIC，博道投资。

我们认为，跨国公司和国内企业把生产基地从中国向东盟及其他低收入国家转移的进程才刚刚开始，在未来 3-5 年将进入加速阶段。伴随这一过程，中国在劳动密集型制造业的快速衰落几乎是无法避免的。果真如此，中国经济将面临一系列冲击。

首先，我们担心 3-5 年内会出现大规模的失业问题。我们估算，我国在制造业的就业人数大约在 1.5 亿人左右，其中在劳动密集型制造业的就业人数估计在 1 亿人左右。如果这些行业出现急剧衰落，我们估计至少 5000 万就业机会将在今后 5 年内丧失。对于我们这样一个尚处在城镇化中期、每年有大约 900 万农村劳动力转移到城市、650 万大学毕业生的国家来说，这意味着今后 5 年内我们必须要在其他行业创造约 1.2 亿个就业机会才能实现充分就业。这显然是难以完成的使命。

其次，如果大批从事劳动密集型制造业的企业陷入亏损、甚至破产与倒闭的困境，这不但会增加商业银行相关贷款的坏账率，还有可能通过民间债务链或担保链的断裂殃及更多的企业。另外，鉴于许多劳动密集型制造业企业都是民营小企业，它们的融资中有很多来自小额贷款公司、租赁公司、担保公司、典当行、甚至民间借贷，因此它们的集中倒闭可能也会给影子银行体系带来巨大的冲击，进而影响整个金融体系的稳定。

一定意义上讲，过去这几年温州（乃至东莞）所面临的经济和金融困境就是上述判断的一个最好例证。如果温州不能解决产业升级的问题，所有融资方面的改革与创新可能都是徒劳的。更重要的是，我们担心，温州的困境在今后 5 年内就会迅速扩展为江浙闽粤、乃至全国的全局性问题。如果我们不能以足够快的速度发展中高端的制造业与服务业、尽快培养新的经济增长极和就业机会，中国经济将在 2016-18 年间面临一场严峻的考验。



## 二、 投资泡沫难以维系

众所周知，中国经济在过去二十年里高度依赖投资的高增长，以至于投资在 GDP 中的比例已经从 1990 年的 35% 上升到 2012 年的 48%，使得中国经济越发地依赖于投资。显然，这种模式是无法长期维持的，这是许多对中国经济增长的长期可持续性心存疑虑的观察家很久以来就非常担心的。

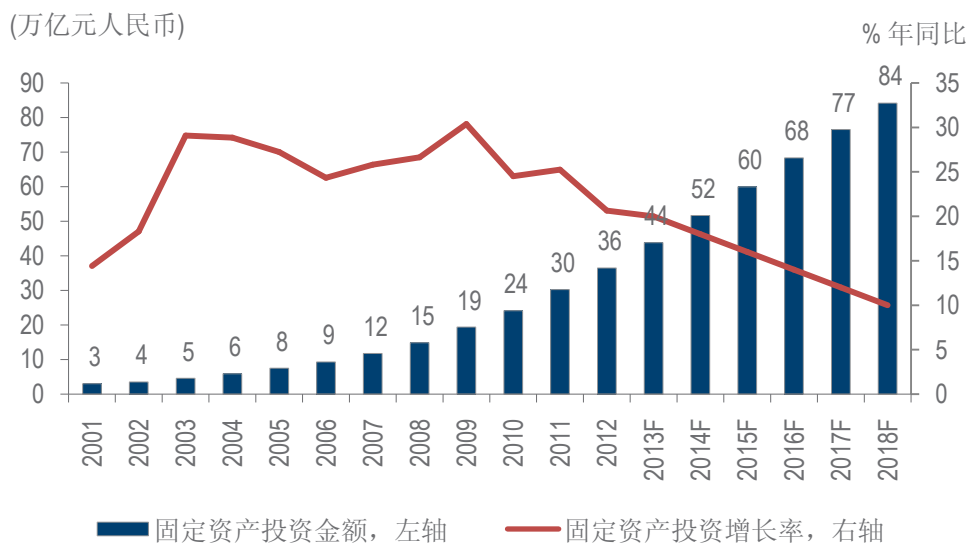
然而，不管这种担心的声音多么强烈、理由多么充分，中国的投资在过去十年依然维持了高增长。这令很多对中国经济增长前景乐观的观察家以为，中国投资的高增长有它的内在逻辑和需要（如城镇化、中西部开发、基础设施建设等等），因此投资的相对高增长（虽然比前些年要低）还可以延续多年，进而支持整个经济在今后 10 年（甚至更长时间）维持相对较高的增长。

我们也认为，中国投资的高增长在过去 20-30 年确实有其特殊的原因和需要，有一定的合理性。但是，过去的成功不能预测未来的成功！我们担心，中国的投资高增长在今后 5 年内就将成为强弩之末，并对中国经济和金融体系带来巨大的冲击。

首先，由于过去多年的大量（过度）投资，中国在大多数传统制造业（如钢铁、水泥、纺织、服装、机械、玻璃等）都已形成了严重的产能过剩，近年来甚至在一些新兴制造业（如光伏多晶硅、风电设备等等）也出现了类似问题。虽然有些过剩产能也许会随着国内外需求的复苏和对新市场的开拓而被逐步消化，但肯定有一大批产能会因技术落后、成本过高、污染严重等原因而被淘汰，带来失业增加、银行坏账上升、财政状况恶化等一系列连锁反应。

其次，在产能过剩的背景下，固定资产投资在高基数之上的高增长自然是强弩之末。我们估计，今年全社会固定资产投资的增长率将达到 20%，这虽然远低于过去十年 25% 的年均增长率，但其绝对金额仍将达到 44 万亿元人民币，接近十年前（2003 年，4.6 万亿元）的 10 倍。即便今后三年（2014-16 年）固定资产投资的年增长率分别降到 18%、16% 和 14%（注：14% 将是十六年来的最低增速），这三年的投资总额也将达到 180 万亿元，超过以往 16 年（1997-2012 年）的总和。

图 11：固定资产投资年度投资额与增长率



资料来源：国家统计局，博道投资。

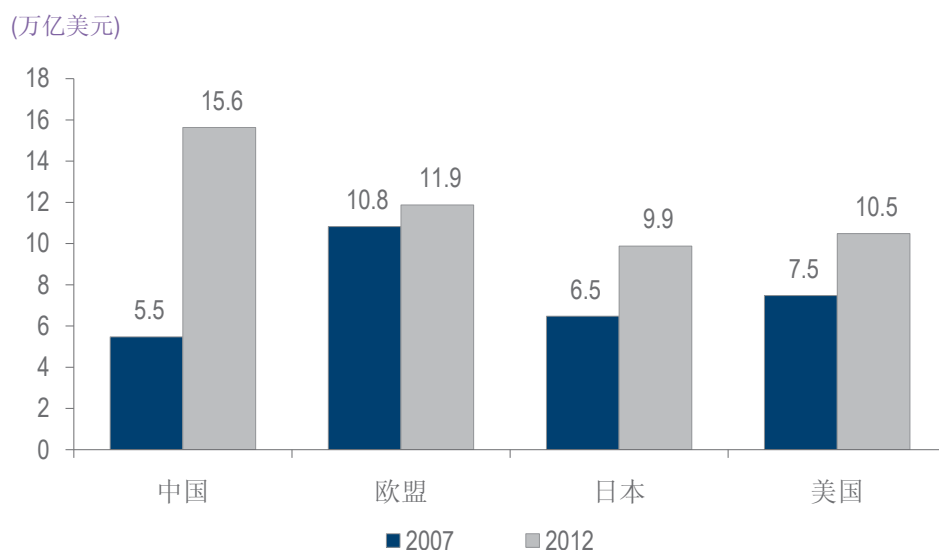
如此庞大的投资规模将对中国金融体系的融资能力产生巨大挑战。鉴于商业银行的新增贷款规模在今后三年估计每年只有 10 万亿元左右，仅仅依靠银行贷款显然无法满足所需的融资。那么剩下的 150 万亿元的融资需求将如何解决呢？如果无法解决，中国的投资和经济增长在今后三年内必将“硬着陆”。

即便我们能够寻找到足够的融资手段满足 3 年 180 万亿元的投资需求，我们还将面临如何为 2017-18 年融资的问题。即便假定 2017 和 2018 年的固定资产投资增速分别下降到 12% 和 10%，这两年的投资总规模也将达到 160 万亿元。也就是说，我们的金融体系必须在那两年里再想方设法满足这 160 万亿元的新的融资需求。显然，这种几何式的投资增长是不可能无限延续的。

第三，即便我们可以满足巨额投资的融资需求，我们能否寻找到足够多的高质量的投资项目、获取足够高的投资回报来偿还其所融资金？一方面，今后五年的巨额融资需求必然会抬高融资成本；另一方面，由于投资的边际收益递减，在传统行业已经出现大规模产能过剩的情况下，如果继续在原有领域做如此大规模的投资，其回报率必然会急剧下滑，使得投资项目无法盈利，导致银行坏账的大幅度增加和整个融资体系的瓦解。因此，除非出现新的经济增长点和新的产业投资标的，否则中国投资和经济的可持续增长将是天方夜谭。

第四，如果我们能够成功地实现对今后 3 年 180 万亿元、5 年 340 万亿元的固定资产投资的融资，我们不得不思考这对货币供应量将产生何种影响。为了满足过去 5 年的投资高增长，中国的广义货币供应量（M2）已经从 2007 年底的 40 万亿元上升到去年底的 97 万亿元（增长了 140%）。若按美元计算，中国的 M2 目前已经达到 16 万亿美元，成为名副其实的世界第一大货币。如果今后 5 年固定资产投资的增长速度达到我们的假设（即 2014-18 年从 18% 逐渐降至 10%），估计 M2 的年均增长率不会低于 10%，届时，M2 的存量会从今年年底的 110 万亿元（估测值）上升到 2018 年底的 200 万亿元左右。果真如此，中国的通货膨胀（尤其是资产价格）将会如何发展是难以想象的，而它们对通胀（与房价）预期、公众情绪和社会稳定所产生的压力是最令我们担忧的。

图 12：世界主要经济体的广义货币供应量（M2）



资料来源：CEIC，博道投资。

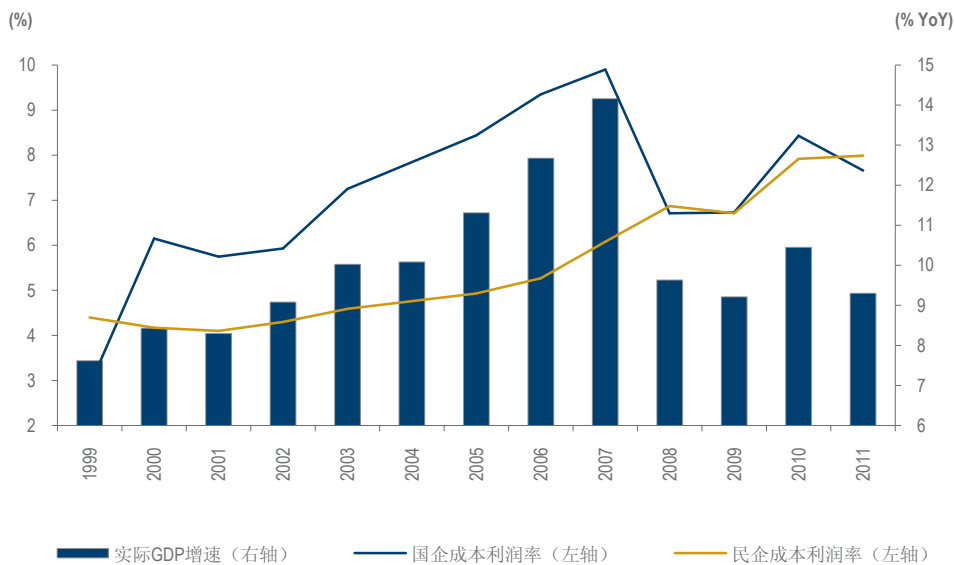


### 三、 工业企业利润前景堪忧

随着劳动密集型制造业的迅速衰落和投资增速的急剧放缓，中国经济的增长率在今后 3-5 年必将出现大幅度下滑（值得提醒的是，即便今后五年我们实现了 340 万亿元的固定资产投资规模，2018 年的固定资产投资的名义增长率也只不过 10%。考虑到目前投资（资本形成）已占到 GDP 的一半，10% 的固定资产投资的名义增长率估计只能支持 5-6% 的实际 GDP 增长率）。一旦经济增长率下滑到这样一个水平，中国经济中隐藏的各种问题与风险将会暴露无遗。其中最令我们担忧的是企业的盈利能力问题。

众所周知，企业盈利与经济增长率存在正相关的关系。经济增长快的时候，企业更容易赚钱；而经济增长慢的时候，企业盈利增长也会比较困难。这是一个全球都存在的现象。然而，我们发现，中国的工业企业（尤其是国有企业）的盈利能力对经济增长率过度敏感。根据国家统计局公布的数据，1999-2011 年，中国国有工业企业的成本利润率（总利润/总成本）与 GDP 增速的相关系数高达 89%，而民营企业的相关系数则为 23%。

图 13：中国实际 GDP 增长率与工业企业成本利润率



资料来源：国家统计局，博道投资。

我们认为，这种高度敏感性源于大多数中国工业企业（尤其是国企）以不断扩大产能、追求市场份额为目标的“以量取胜”的商业模式。由于大部分企业集中在传统的低端行业中，其主营产品同质化，因此只能把竞争集中在价格上，导致毛利率（gross margin）偏低。在毛利偏低的情况下，为扩大利润，企业就只能通过产能扩张和营销活动来增加产量和销量。而产能扩张导致固定成本增长迅速。当经济高速增长时，企业的销售收入增长很快，足以覆盖其固定成本的快速增加。然而，一旦经济增速放缓，销售收入增速随之降低，但企业固定成本的扩张却无法立即停止，难以完全摊销，这必然对利润率产生压力。与此同时，由于大部分企业缺乏差异性产品和核心技术，在经济增速放缓时，为实现销售总额的成长目标，企业只能通过进一步降价来扩大或维持市场份额，这对于本已经偏低的毛利率来说无疑是雪上加霜。

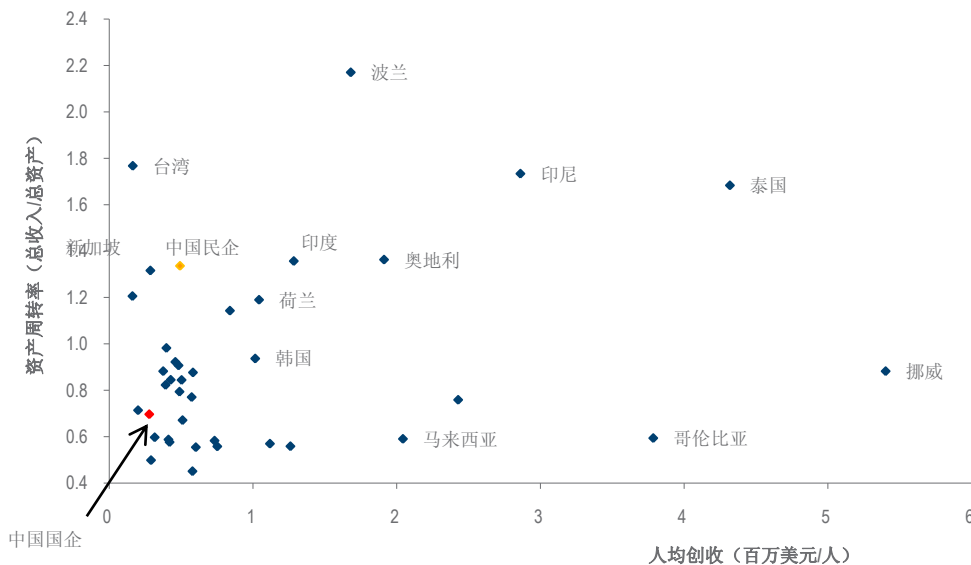
企业盈利对经济增长率的高度敏感性是一把“双刃剑”。在经济快速成长期，它可以带来企业利润的高速成长；但是在经济放缓期，企业利润增速（甚至利润绝对额）的



下滑也会相当剧烈。在 1999-2007 的那段经济上升期，中国企业已经充分享受了经济快速增长的红利。然而，自 2008 年开始，中国经济已步入一个长达十年左右的下行期，预计实际 GDP 增速将从 2012 年的 7.7% 逐步降低至 2018 年的 6% 以下。由于国企利润率与 GDP 增速间的高度相关性，这意味着它们在未来几年中的盈利能力将面临巨大考验。一旦 GDP 增速低于 6%，中国企业（尤其是国有企业）过去多年被经济高增长所掩盖的经营效率低、盈利能力差、和缺乏核心竞争力等问题将逐渐浮出水面，相当一批企业（尤其是国企）将会出现亏损、破产或倒闭，并对就业、税收、银行资产的质量、以及资本市场等多方面产生负面影响，引发一系列连锁反应。在我们看来，这也是为什么新政府依然要强调“稳增长”的重要性、防止系统性风险提前爆发的最主要原因。相比企业利润，就业是个滞后指标，其滞后期可以长达 6-12 个月。因此，如果按照就业指标来判断经济增长的底线的话，宏观经济政策必然会反应过慢。

令人欣慰的是，民营企业的成本利润率虽然也与 GDP 增速正相关，但其相关系数仅为 23%。显然，民营企业更加注重盈利，而非单纯地追求市场份额，这使得它们在经济下行时有更大的灵活性和成本优势。国企与民企在经营与管理效率上的差别，也可从上榜 2013 年《财富》“全球 500 强”的中国企业的经营指标上反映出来。中国上榜的 71 家非金融企业的人均创收（即总收入/雇员数）为 28.5 万美元/人，在 38 个上榜经济体中排名 35 位（即倒数第 4 位）。其中，64 家国企的人均创收仅有 27.8 万美元/人，但 7 家民企的人均创收却高达 49.2 万美元/人，整整高出 77%，而且高于“全球 500 强”企业的平均值。这说明，如果中国政府及时推动新一轮的国企改革和国有资产管理体制的改革、或者加速私有化的进程，的确有可能降低未来国企破产或亏损的风险。

图 14: 《财富》“全球 500 强”上榜非金融企业平均资产周转率与人均创收（2012-13 财年）



资料来源:《财富》杂志, CEIC, 博道投资。

当然，我们也必须指出，国企和民企利润率与实际 GDP 增长率的相关性的差别，在一定程度上也可能来源于样本自然选择的偏差。由于亏损的民企相对于亏损的国企更容易被市场淘汰，民企的破产与倒闭使得存留在样本中的民企往往是盈利能力相对较强的，



因此其利润率与经济增长率的关系相对较低。相比之下，由于体制方面的原因，亏损的国企往往不会很快破产或倒闭，因此在经济增长放缓时，有更多的亏损国企依然留在国企样本中。这种僵化的体制拉低了整个国企样本的平均利润率，使得国企利润与实际GDP增长率呈现出比民企更大的相关性。

不过，对于一个经济体而言，能够利用市场机制及时地淘汰竞争力较差的企业、将更多的资源分配给更具竞争力的其他企业，是其保持活力和竞争力的重要微观基础。因此，中国工业企业在经济下行时盈利迅速恶化、亏损的国企缺乏及时有效的退出机制，恰恰是中国企业和经济制度依旧缺乏弹性和竞争力的表现之一。

## 应对措施与政策建议

前文我们所探讨的只是中国经济在今后 3-5 年所面临的诸多挑战中的三个主要挑战。我们的担心是，不管采取什么样的措施，中国经济都可能无法避免在 2016-18 年间出现一次大幅度的调整和波动（或曰经济危机），因为我们已经没有足够的时间和空间来兼顾经济中的多重目标（如投资增长与货币增长、资产价格的平衡；收入增长与劳动力成本及中低端就业的平衡；经济增长与企业利润、就业及金融体系稳定的平衡；等等）。我们所能做的，只能是在这场大波动到来之前，尽快推动一系列“稳增长”与“调结构”相结合的改革与政策组合，以尽可能地减轻它对金融体系乃至社会稳定的冲击。

具体来讲，我们建议采取以下措施：

- (1) 抓紧实施促进结构调整与转型的改革与开放措施，在经济大波动到来之前尽可能地培育和发展“新经济”部门，以便在传统经济部门不得不调整之时，使“新经济”部门能够对宏观经济的稳定起到更大的承接和维稳作用；
- (2) 尽可能拖延经济大波动到来的时点，为经济结构调整和“新经济”的发展壮大“买更多时间”；
- (3) 立即着手研究和建立一系列应对措施与制度建设，以便在经济大波动到来之时降低其对整个金融体系与社会稳定的冲击。

### 一、 抓紧结构转型，培育新经济增长极

第二部分的论述表明，劳动密集型制造业的急剧衰落，不仅要求我们尽快通过产业升级来提升中国在中高端制造业的国际竞争力，而且要求我们尽快发展服务业来创造更多就业机会。与此同时，为了防止投资增长的急剧下滑，我们依然需要维持今后 3 年 180 万亿元、5 年 340 万亿元的固定资产投资需求；为了不让这些投资成为饮鸩止渴的“大白象工程”，我们必须抓紧培育和发展新技术、新产业、新商业模式和生活方式，为巨额投资寻找新的具有必要回报率的产业投资标的。

关于经济结构转型的必要性、紧迫性以及相关的改革及政策建议，在学术界与政策制定者之间已经形成了很多共识，在此我们不再赘述。我们只想强调，**各行各业的政府各级主管部门，必须深切认识到问题的紧迫性，尽快转变政府职能与行政管理体制，抓紧放松存在于各行各业的各类不必要的管制，充分发挥国内金融机构、企业（尤其是民企）、个人、以及非居民（如外资）的主动性和创造性，为中国新经济部门的发展壮大最大程度地开放空间。时不我待！我们必须抓紧推动这些改革举措，与时间赛跑！**



令我们欣慰的是，越来越多的迹象表明，中国经济已经开始了向新经济的转型。一批**新技术**（如 3D 打印、纳米材料、云计算、生物芯片、量子通讯、大数据、页岩气开发、智能电视、煤制天然气、分布式发电、4G 网络、智能电网、直流电技术等等）已开始在国内进入产业开发、应用或推广阶段；一批**新商业模式**（如电子商务、互联网金融、手机银行、零售业的 O-2-O 模式等等）也在从新兴变为主流；而自驾游、出境游、网络购物、网络订票、手机支付、手机炒股、手机导航、手机视频阅读及通话、微信聊天、微信研讨等**新生活方式**乃至工作方式也开始成为国人的习惯……

新商业模式与新生活方式的出现催生了**新行业**（其中很多是传统行业的升级或延伸）。例如，近几年乘用车的迅速普及催生了中国的汽车销售与维护行业（即 4S 店）；轿车的普及和自驾游的兴起，又催生了中国的汽车旅馆及廉价连锁酒店产业；网络购物的兴起带来了物流、快递、仓储、及相关设备制造等一系列行业的巨大变化；近年来国产影视剧的热播也带来了投资者对影视制作等传媒娱乐行业的热忱；而前几年倍受争议的高铁在中国的迅速开通和普及已大大改变了人们的出行方式（甚至工作和生活方式），并带动了一系列产业链，包括前期的设备制造、工程建设、系统设计，以及后期的系统管理与维护、城市基础设施配套、相关服务产业等。

新技术的成熟、应用和推广也加速了新产业的形成。比如，智能手机技术的成熟和在全球的热销给中国的电子零部件生产商和智能手机生产商带来了巨大机遇；而智能手机在中国的广泛普及则给基于智能手机的软件开发（包括游戏开发）商以无限的商机；前几年我们过度投资的太阳能多晶硅产业虽然出现了严重的产能过剩，但其产品价格的大幅度下跌却使得下游的光伏发电（即光伏电厂）的大规模推广和普及（并盈利）成为可能；举国上下对环保的关注和节能环保技术的完善也使得相关的一些行业（如污水处理、垃圾处理、环保设备制造等）在近年来突飞猛进；随着政策的支持、技术的成熟和相关基础设施的完善，新能源汽车也不再只是一个概念，而是得到逐步应用和推广……

当然，这些新经济元素在体量上尚无法与传统部门相提并论，因此在今后几年，我们仍然需要传统行业（如房地产、城市基础设施、铁路、公路、水利、棚户区改造等）保持相对较高的投资增速，防止总投资增长出现急剧下滑。但是，由于这些新经济元素类别多、分布广、市场需求巨大、成长速度惊人，因此它们确实有可能在几年后成为替代传统行业的新的投资标的和经济增长点。如果我们能够把今后三年 180 万亿元、5 年 340 万亿元的固定资产投资中的一大部分投入这些行业的话，不但能弥补传统行业投资的边际收益快速下滑的问题，也许还会催生出更多的新兴产业，进一步拉动科学技术与商业模式的创新，进一步改变人们的生活方式，从而形成一个正反馈。

可以想象，只要宏观经济与社会环境稳定、市场准入与竞争机制不被扭曲，这些新经济元素在今后数年有可能加速成长。虽然这些新行业的兴起在短期内尚无法消除传统行业去产能所带来的剧痛，却有可能大大减轻后者给经济与社会带来的冲击。

## 二、 加快金融业放松管制，为结构转型“买时间”

为拖延经济大波动的到来、为结构转型“买时间”，关键要防止投资增长的急剧下滑。这是因为，投资占到中国经济的一半，而且是就业与收入增长的重要源泉，因此也是消费增长的重要驱动力。如果投资增长出现急剧下滑，经济增长必然急剧下滑，并引发企业亏损、银行坏账上升、失业增加等一系列连锁反应，这对于新经济的发展也会非常不利。



为防止投资增长的急剧下滑，就必须保证今后3年180万亿元、5年340万亿元的巨额固定资产投资的融资需求。从这个意义上讲，通过金融放松管制来拓展融资渠道、为巨额投资筹措足够资金也就成为当前的燃眉之急。

有关金融改革的呼声已经有相当长时间。关于金融改革的经济学原理、理念及逻辑的论述已经相当丰富，我们也非常赞同。关于改革的内容与方向也形成了很多共识，在此我们也不再重复。我们只是从中国经济的现实需求出发，换一个角度来说明为什么金融改革已到了迫在眉睫之时。

令人振奋的是，在新政府上台之后（尤其是6月底“钱荒”发生以后），一系列以“放松管制”（deregulation）为核心的经济与金融改革被陆续实施，尤其在金融自由化方面步伐迅速。这些措施将拓宽微观经济主体的融资渠道，缓解今后三年可能发生的融资难题。例如，争议已久、试点多年的银行贷款**资产证券化**近期终于被国务院首肯，并将发行规模从去年试点的500亿元扩大到今年的3000亿元。通过资产证券化，商业银行可以把资产负债表上的一些高质量的长期贷款资产（如住房按揭贷款、地方政府融资平台贷款、房地产开发贷款、汽车贷款、以及一些中长期的固定资产投资贷款等）转让给保险公司（或养老金），后者亟需此类长期资产来匹配其长期负债（或或有负债）。如果这个工具得以常规化和市场化，未来数年可以被证券化的贷款资产将在10万亿元以上。这将给银行释放出大量资产空间来从事收益更高的中小企业流动资金贷款。

除此之外，允许企业和金融机构发行**优先股**、允许非金融企业开办**消费金融公司**、放宽**资产管理**的准入门槛和行业限制、降低**民营银行**的准入门槛、允许基于互联网的**P2P贷款**、扩大**QFII**、**RQFII**和**QFLP**的额度、鼓励**融资租赁**、**小额贷款公司**和**担保公司**的成立等等，都是开拓新的社会融资渠道的努力。而**上海自由贸易区**的设立更是高瞻远瞩，通过在自贸区内推动更加激进的金融自由化和对外开放，为将来进一步创新和开拓融资渠道（包括利用国外资金）埋下伏笔。另外，**利率市场化**的加速、**同业可转让定期存单**的推出、以及**国债期货**的重启等等则标志着国内货币市场和债券市场在广度和深度上的延伸。

随着对地方政府债务状况的审计结束，我们认为，**地方政府融资体制改革**也可以走上前台。我们应该正视地方政府的长期性融资需求，允许**市政债**（或地方政府债）的常规发行，而不是“掩耳盗铃”，无视地方政府的正当融资需求，逼迫地方政府“走后门”、“走歪门”。

另外，要抓紧推动**新股发行（IPO）制度的改革**，推动“**新三板**”的扩容，建立多层次的资本市场，使资本市场为企业融资的功能尽快恢复起来。

最后，放宽民间资本进入基础设施、相关服务业或其他垄断行业（如铁路、机场、电信、油气开采、医疗、教育、军工等）的准入门槛、推动新一轮**国有资产、项目或企业的私有化**，则是动员高达45万亿元人民币的居民储蓄存款和50万亿元的企业存款的更直接手段。

虽然上述的一些改革举措尚在酝酿和准备之中，但如果能够顺利推进的话，我们将看到融资渠道的全方位拓展，这有可能成为中国金融领域的一场“**大爆炸**”（Big Bang）式的变革。只要宏观经济保持基本稳定，企业盈利不出现急剧恶化，那么通过融资渠道的拓宽和企业自身的利润留成，在今后三年为180万亿元的投资找到足够的融资也许不是不可能的（虽然我们对今后五年340万亿元的融资仍然缺乏信心）。





表 1：已经进行和将要进行的经济与金融改革

股票市场	债券/货币市场	金融机构	更广泛的经济改革
IPO 改革	允许更多的地方政府发行债券	银行贷存比上限的调整	服务业放松管制
允许保险公司和养老金更多投资股市	推出高收益债券市场	允许银行、证券公司、保险公司开办资产管理	扩大增值税转型、推广资源税改革
鼓励上市公司派发红利	重新推出国债期货市场	建立存款保险公司	完善社会保障体系
增加 QFII, RQFII 和 QDII 的额度	推出利率衍生产品	鼓励证券公司的金融创新	人民币国际化
推出双向的跨境 ETF	整合债券市场	清理地方政府融资平台贷款存量	汇率形成机制改革
进一步开放国内证券市场给外资券商	利率进一步市场化	发展影子银行体系，并加强监管	资本帐户自由化
新三板扩容、推出国际板	银行贷款资产的证券化	允许个人或民企开办私营银行	深化价格改革
允许企业发行优先股	推出同业可转让存单	允许企业开办消费金融公司	推动新一轮的私有化改革

资料来源：博道投资。

### 三、 提升对外开放的层次，为结构转型“买时间”

在金融改革为“稳增长”提供必需的融资、防止投资增长急剧下滑的同时，我们还需要为经济中现存的巨大（过剩）产能最大限度地开拓新的市场需求，尽可能地平滑传统产业去产能的过程，减轻这一过程给经济带来的冲击和痛苦。为达到这一目的，我们不但需要在国内寻找新的经济增长极和投资标的来消化吸收这些产能，还需要通过提升对外开放的层次、充分利用我国目前具有的各种有利条件和国际经济出现的新趋势和新机遇，更加积极主动地“走出去”，更加深入和广泛地开拓海外市场，通过输出资本帮助中国输出产能。

对于深化对外开放的策略与方式，也有很多全面详尽的文献论述，在此我们也不重复。我们只就如何把劳动密集型制造业从中国向东盟国家的产业转移这一重大挑战转变成我们的历史机遇提出一些想法。



近年来，东盟经济整体竞争力的改善已经在低端劳动密集型制造业对中国形成了巨大挑战。我们必须意识到，随着中国收入水平的快速上升，劳动力成本的快速上涨是无法避免的。因此，中国在这些产业的衰落是必然的。即便东盟经济体无法从中国承接这些产业，也会有别经济体（如斯里兰卡、孟加拉国、印度、巴基斯坦等发展中国家）从中国手中将接力棒拿过去。因此，东盟经济体不是从中国“抢走”这些产业，而是从其他经济体手中“抢下”中国不得不放手的这个接力棒。

在这样的一个背景下，我们必须正视所面临的挑战，**不要把东盟国家看成我们的竞争对手，采取保护主义的态度和政策，而是要采取积极合作与参与的态度，充分利用东盟经济的快速发展和起飞给中国带来的难得历史机遇。**

具体来讲，有以下四个方面。

**第一，积极投入东盟的基础设施建设。**由于大部分东盟经济体基础设施欠发达，其投资需求非常大。而中国在基础设施建设方面有大量的经验，而且国内在钢铁、水泥、工程机械、电气设备、铁路机车及设备等领域都存在巨大的产能过剩，亟需开拓海外市场以消化过剩产能。因此，如果中国能够把握东盟国家大力建设基础设施的这一历史机遇，积极参与这一建设，不但有利于中国消化过剩产能、给中国经济的转型升级“买来”更多的时间，而且会极大地帮助东盟经济体的经济腾飞，是一个“双赢”的策略。应该说，中国政府最近所提出的建立“亚洲基础设施投资银行”正是基于这些考虑。

**第二，大力开拓东盟消费市场。**随着东盟经济的腾飞和居民收入水平的提高，东盟经济的消费能力会迅速提高，其内部消费市场的增长潜力巨大。中国企业应该抓住这一机遇，积极致力于开拓东盟的消费品市场。虽然东盟国家在劳动密集型的消费品会逐渐实现国产化，但对那些有一定技术含量或资本密集型的消费品（如汽车、冰箱、空调、彩电等等），东盟低收入国家估计在相当长的一段时间内还不会有比较强的生产能力，可能还会非常依赖进口。由于中国在这些领域有强大（甚至过剩）的生产能力，我们的产品相对于发达国家的具有价廉物美、性价比更高的优势，因此非常有潜力在东盟国家受到欢迎。关键是我们的生产企业能够更早地重视这一地区的市场增长潜力，积极拓展在东盟区内的营销渠道，提高品牌形象，努力开发更适合这一地区消费者习惯和文化的产品，为这一地区的消费腾飞提前布局。这对于中国在今后 5-10 年内消化国内过剩产能、为国内经济转型升级“买时间”也是非常有帮助的。

**第三，中国企业（尤其是在劳动密集型制造业的企业）应该顺应国际产业转移的潮流，把一些产能从中国转移到东盟低收入国家，**以享受这一地区的低劳动力成本和正在释放的人口红利。虽然这对国内的生产和就业在短期内会产生负面影响，但我们的企业家绝不应该“掩耳盗铃”，而是应该顺应世界潮流，否则这些机会会被其他国家的企业抢先获得。

**第四，扩大海外投资、推动人民币国际化。**由于东盟经济的起飞（尤其是在基础设施投资方面）需要大量的资金，而欠发达经济体往往存在储蓄缺口与外汇缺口并存的“两缺口”难题，因此他们的成功将极大的依赖于国外长期资金的供应。相比之下，中国外汇储备高达 3.6 万亿美元，完全有能力、也有需要向海外输出资本。在这一背景下，东盟对资本的巨额需求也为我们提供了海外投资的标的。尤其是这一地区有大量的能源与矿产资源储备，这恰恰是中国海外投资的战略目标。与此同时，鉴于中国的经济规模和外贸规模已经位居世界前两位，很多东盟国家不但愿意在国际贸易（主要是对华贸易）中使用人民币，而且愿意在投资、信贷等资本项目下的活动中接受人民币，这对于人民币在这一地区的国际化而言是一个绝佳的机会。如果中国向东盟国家提供的信贷与投资



等都使用人民币的话，这不但有助于推动人民币国际化，而且有助于中国与东盟之间贸易与投资的拓展，因为可想而知，东盟经济体最有可能使用这些人民币用来购买中国的产品或进行与中国企业的交易。

#### 四、着手危机应对预案

我们担心，即便我们采取上述这些措施，我们也只能拖延经济大波动的到来或减小其规模，而不能完全避免这场波动。在这一判断下，我们认为，有关部门应该立即着手一系列应对措施与制度建设，以降低其对金融体系和社会稳定所产生的冲击。

具体来讲，我们建议在以下几个方面采取行动。

第一，抓紧推动金融业放松管制的改革措施，积极拓展银行贷款之外的融资渠道，以尽快降低经济发展对银行贷款的过度依赖，**将银行体系所承担的过多风险分散到各种其他类别的更适合承担更大风险的融资模式中去（如风险投资、私募股权投资、股票、债券、融资租赁、小额贷款公司、典当行等等）**。形象地来讲，这相当于把一个大炸弹（银行体系）尽早地拆解为多个小炸弹，并且采取措施争取这些小炸弹不同时爆炸、或者爆炸时不产生大规模的连锁反应。

第二，**抓紧清除经济与金融体系中的高风险因素，或将高风险因素通过制度安排分散在更久远的未来，避免各种危机因素集中在今后 3-5 年爆发**。例如，高达 10 万亿元人民币的地方政府融资平台贷款一直被各界视为中国金融体系中的一颗“定时炸弹”，很有可能在今后 3-5 年内引爆，这也是当前影响银行股股价和整体股票市场表现的一个重要不利因素。我们认为，对于集中在银行资产负债表上的地方政府融资平台贷款，应该考虑将其中用于纯公益项目（主要是那些无现金流或现金流覆盖率严重不足的项目）的平台贷款国债化，由中央政府或地方政府发行同等规模的中长期（10-20 年期）国债或市政债券来置换这些银行贷款。这背后的逻辑很简单：这些项目在最初就不应该通过银行贷款来融资，而是应该由财政资金或发行市政债融资来支持，因此将其国债化只不过是纠正以前的错误，将其还原到它们本来应该依赖的融资渠道。采取**地方融资平台贷款国债化**的措施，可以通过债务期限的延长和举债主体的改变而必将大大降低商业银行的坏账风险，这不但会解除掉这一“定时炸弹”在今后 3-5 年引爆的风险，还会增强商业银行进一步放贷的能力。坏账风险的下降也会大大降低资本市场对银行股的忧虑，改变目前银行股估值过低的现状。鉴于银行股在中国股票市场市值中所占的举足轻重的地位，银行股股价的回升对于提振整个股票市场人气、尽快恢复股票市场的融资功能肯定是意义非凡。

第三，**抓紧建立危机缓冲或止损机制，以尽可能降低经济大波动的杀伤力**。例如，我们要抓紧建立**存款保险公司**。这样做的好处在于，一旦出现银行破产倒闭的情况，存款保险公司的存在一方面应该有助于防止出现大规模的银行挤兑行为，另一方面也会给政府的救助成本封顶（因为在中国的现实情况下，没有存款保险公司意味着政府对银行所有的存款提供隐性担保）。

第四，**抓紧推动国有资本的运营和私有化**。建议国有资产管理当局尽快将国有企业的股权通过有关渠道（比如通过全国社保基金）出售和转让，以便在上述国企尚存在较高市场价值时变现。股权转让的收入可以用来弥补财政赤字或充实社保基金账户。如果行动迟缓，一旦经济增速出现持续大幅度的下滑，不但这些国企的市场价值会出现大幅度下降，而且很多国企很有可能从政府的“资产”变成“负债”。实际上，过去五年来，



随着经济增长率的急剧下滑，大部分国企的盈利增长都出现了明显下降，其股票市值也出现了大幅度的缩水。假如五年前转让股权，政府可以获得的转让收入会比今天丰厚许多。另外，由于民企在经营效率上有可能好于国企，将这些企业私有化也有助于改善其盈利能力，增强这些企业抵御经济下滑的能力。

第五，**抓紧建立涵盖所有类别就业人口的失业救济金制度（及其它覆盖全民的社会保障体制）**，以便在出现大规模失业之时，失去工作的劳动力有稳定的收入预期和维持基本生活水平的能力。这样的话，一场经济波动就有可能仅仅停留在经济层面，而不会一定向社会与政治层面蔓延。

第六，应该在舆论层面上调整决策者、学术研究人员及公众对改革的预期，**防止将来危机爆发时公众把新一轮改革作为经济大波动的“替罪羊”**。我们要强调，改革不能避免这场经济大波动，而只是有可能推迟或者减轻它对金融体系和社会的冲击。毋庸置疑，改革是有风险的，尤其是放松管制、金融自由化和加大对外开放肯定会增大经济发展的波动性和不确定性。但是我们应该扪心自问，如果不改革，我们的经济和金融风险是否就可控了？如果不改革，中国经济是否就能平稳增长了？如果不放松管制，金融机构和地方政府债务所隐藏的风险是否就不会暴露了？我们还要问，是一个微观经济主体受到大量管制、经济结构极度不平衡的经济体更有能力承受经济危机的冲击、还是一个微观经济主体具有更大自由度和弹性、经济结构相对比较平衡的经济体更能经受危机的考验呢？我们认为，对这些问题的回答是显而易见的。我们将要面临的这场经济大波动是过去多年周期性经济不平衡的过度累积造成的，而不是新一轮经济与金融改革的产物。因此我们将来千万不能把改革当作“替罪羊”。我们之所以强调这个问题，主要是因为我们担心，如果大家届时视改革为“替罪羊”的话，那么我们这么多年来所做的各项改革届时就非常有可能被全盘否定，进而出现体制倒退的现象。果真如此，这对中国经济的中长期发展和中华民族的伟大复兴来讲都可能是一个难以估量的损失。



### 免 责 声 明

本报告中的观点仅代表作者个人观点，不代表其所在单位或机构意见。论坛对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本研究周报的版权为北京四十人论坛顾问有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、上网或引用。