



中国金融四十人论坛宏观经济分析小组  
诸建芳 中信证券首席经济学家

## 重塑活力:新一轮改革与 2014 年中国经济展望

### 要点:

#### 中国经济仍处于蓄势阶段、短期经济尚存在回落压力

2014 年全球经济温和改善, 欧美复苏, 新兴市场分化。2013 年中国 GDP 同比增长 7.7%, 四个季度依次为 7.7%、7.4%、7.8%和 7.7%, 基本呈现前低后高的趋势。最终消费对 GDP 增长的贡献率是 50%, 资本形成总额的贡献率是 54.4%, 货物和服务净出口贡献率是-4.4%。2013 年物价平稳, CPI 上升 2.6%。2013 年中国经济总体平稳, 通胀压力不大。2014 年中国经济仍处蓄势阶段, 增速存在回落压力, 预计 GDP 增长 7.5%, 略低于 2013 年。出口温和改善; 受到地产和基建投资影响, 投资略有放缓; 消费平稳, 服务消费是亮点。金融、医疗、住宿餐饮等服务业增速加快, 而工业、房地产、批发零售、农业增速放缓。预期上半年经济受到流动性紧张等因素的影响, 增速较低, 下半年随着改革措施的到位, 经济有所回升。通胀前高后低, 预计 2014 年 CPI 为 2.5-3%, PPI 为 0.2%。

#### 目前中国经济面临的三大主要问题

2014 年中国经济存在三大突出问题: 内需动能不足、债务风险扩大、产业结构调整滞后。2014 年内需动能不足主要表现在投资和消费, 尤其是投资存在一定下行风险。房地产投资减速和基建投资面临下行压力是投资增长下降的主要原因。消费增长缺乏动力, 存在减缓的压力, 随着 2013 年底《党政机关厉行节约反对浪费条例》的发布, 规范“三公”消费的影响还将持续一段时间; 而住房销售增速下滑将对相关商品的消费带来负面影响。

2014 年存在局部金融风险暴露的风险。次贷危机后, 宽松货币政策背景下中国整体负债率有所提升, 金融风险不断积聚; 2014 年经济回落将影响借债主体的偿债能力, 而 2014 年将迎来信用产品的偿债高峰, 偿付能力的下降叠加偿债高峰的来临, 局部风险暴露的可能性大增; 局部风险暴露可能引发信贷紧缩。

产业结构调整滞后。2014 年中国经济仍处于蓄势阶段, 在这一阶段需要调

<sup>1</sup> 本期 CF40 季度宏观政策报告执笔人包括: 诸建芳、孙稳存、董利、吴玉立、刘霖林、郭廓、笪笑竹。



整产业结构，然而实际情况并非如此。例如 2013 年 4 季度钢铁、化学原料中电石、原油等高耗能行业生产增速提高。当前部分银行为避免不良贷款率飙升，依旧采用借新还旧的方式为煤炭、钢企、有色等资源类行业输血，导致这些行业资产负债率进一步上升，延缓了产业结构调整速度。

### 应对当前问题的政策建议

对于以上三大问题，我们建议采取相应的对策。对于内需动能不足的问题，我们建议：首先，稳基建，稳投资，政府投资的着力点还是集中在基建领域；其次，政策支持服务业发展，加快服务业投资。第三，政府减少“自身消费”的同时，增加民生支出及采购相应服务。第四，采取措施促进居民消费，如制定细则，引入民营资本进入医疗机构，促进新型购物业态的繁荣。

对于金融风险的问题，我们建议：首先，分类施治，疏堵结合，化解存量债务；其次规范新增债务，实现适度增长；第三，深化改革，遏制融资冲动。

对于产业结构调整滞后的问题，我们建议：首先，加快金融市场化改革，对于产能过剩行业，坚持疏堵并重的原则，制定严格的分类实施信贷政策，第二，促进资源品价格合理定价，理顺资源品价格形成机制。（3）加大财政税收改革力度，推动环境税收体系的建立。

### 改革重塑活力

增长回落和面临一系列问题的最终解决在于改革，通过改革重塑经济活力，最终摆脱目前经济所面临的困局。本次改革的核心是发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过这一系列改革，这将提高要素的使用效率，激发社会的创新。这些途径包括：放开进入壁垒，促使资本和劳动力进入生产效率高的行业；无效率的行业通过改革将提高效率；简政放权提升创新效率；释放潜在增长空间。从结果上来看，改革将提高 TFP，从而提高 GDP 增速。我们认为改革将提高 TFP 增速 1-2 个百分点，潜在增速回升至 8% 左右。改革将优化经济结构，提高服务业比重 7 个百分点，提高消费率 6 个百分点。通过改革，中国将有一批产业将得到快速的发展，这些产业包括：信息产业、高端装备、环保产业、健康产业、文化产业、新能源行业、新业态金融。



## 一、全球经济开始脱离底部

### (一) 全球经济温和改善，欧美复苏，新兴市场分化

全球经济总体温和改善，预计 2014 年全球 GDP 将增长 3.4%，较 2013 年有所提高。2014 年，美国经济将是“投资+消费”双轮驱动，预计 GDP 增速由 1.9% 升至 2.7%。德国对重债国经济带动作用的恢复将使欧元区经济改善具有持续性，预计欧元区 GDP 增长由 -0.4% 升至 1.1%。日本量化宽松对私人投资和经常账户的改善较为有限；开征消费税将抑制消费需求，预计 GDP 增速由 1.8% 降至 1.6%。新兴市场分化，对于基本面较好、外债低、储备高的国家，欧美复苏的利好将弥补 QE 退出的负面影响，而印度、印尼和泰国可能再次受到冲击。

表 1: G3 国家 GDP 和 CPI 预测 (%)

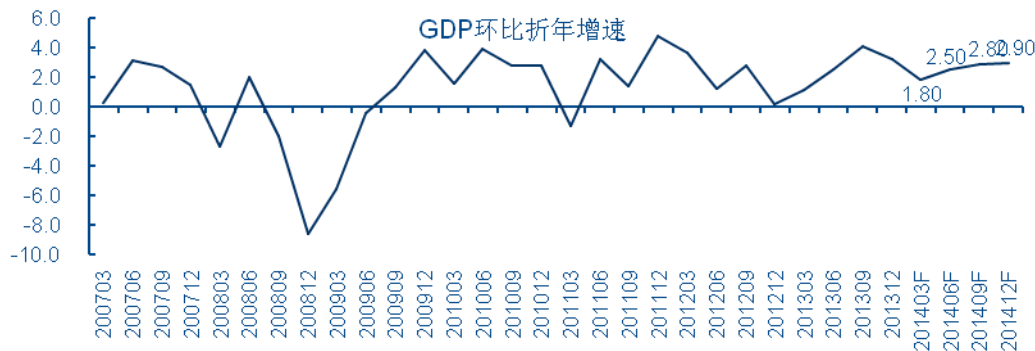
	GDP			CPI		
	2013		2014F	2013F		2014F
美国	1.9	↗	2.7	1.5	↗	1.7
欧元区	-0.4	↗	1.1	1.4	↗	1.6
日本	1.8	↘	1.6	0.4	↗	1.9
全球	2.9	↗	3.4			

资料来源：中信证券研究部预测

### (二) 美国经济提速

2014 年美国将由投资拉动变为“投资+消费”双轮驱动。一方面，地产相关的住宅、建筑投资对 GDP 的拉动具有持续性，另一方面，家庭部门储蓄率见顶回落，就业、收入状况的好转将带动消费回暖，预计 2014 年美国 GDP 增长 2.7%。

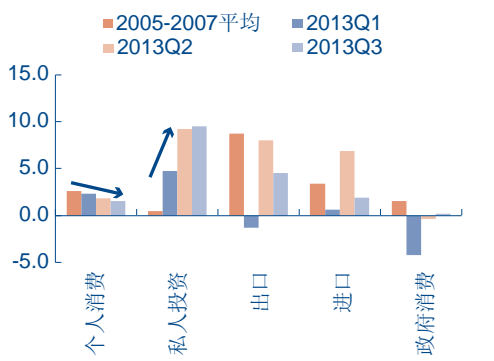
图 1: 美国经济加快复苏 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测

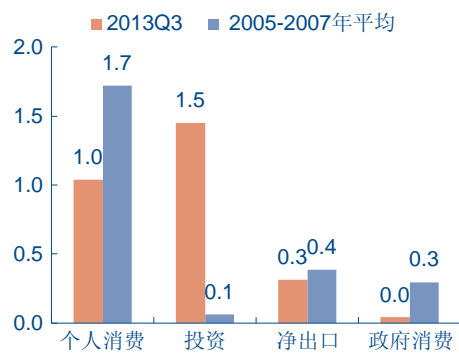


图 2：美国 GDP 分项环比折年率（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

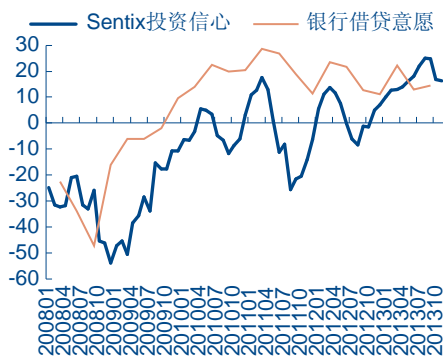
图 3：投资对 GDP 拉动强而消费拉动偏弱（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

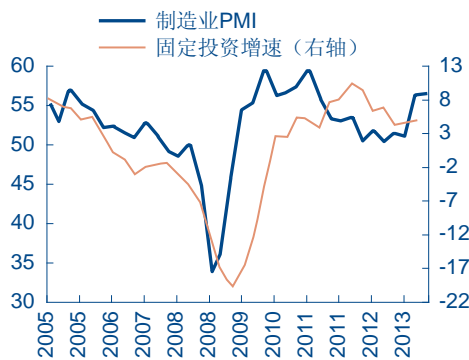
**住宅、建筑投资可持续，固定投资将会改善。**一方面，美国劳动力市场的改善意味着居民收入状况的改善，这将增加居民购房的意愿和能力，房地产市场复苏的可持续性使得住宅和建筑投资对经济的拉动作用亦将具有持续性。另一方面，美国银行借贷意愿较为平稳，且宽松货币政策的延续有助于稳定投资信心，根据领先指标，美国制造业复苏将带动固定投资增速企稳回升。

图 4：美国银行借贷意愿和投资信心（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

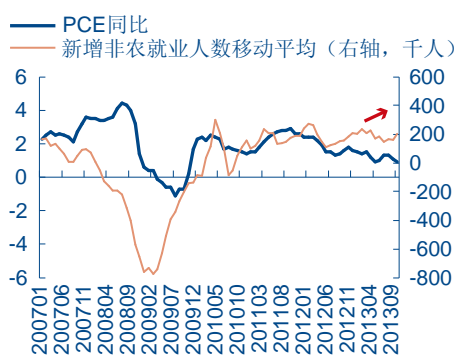
图 5：美国固定投资将企稳回升（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

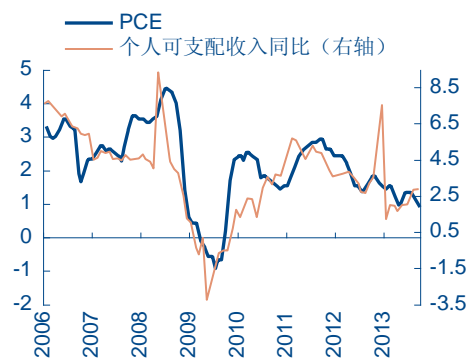
**就业和收入的提升助力个人消费回暖。**首先，2013 年初增税的负面影响已经消退；其次，美联储鸽派立场延续，有助于弱化货币政策转向对消费信心的影响；再次，劳动力市场复苏将为消费回暖提供动力；最后，美国家庭部门储蓄率进入下行周期。综上所述，消费-收入比率的提升，以及就业、收入状况的改善将带动消费需求回暖。

图 6：美国就业改善为消费回暖提供动力（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

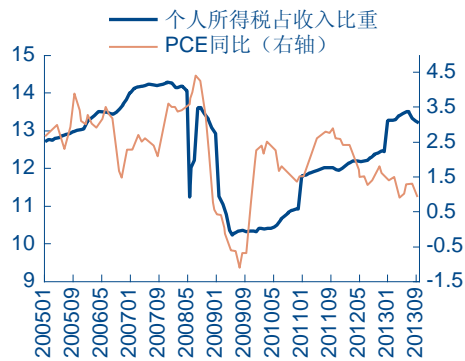
图 7：收入回升将带动美国消费需求改善（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

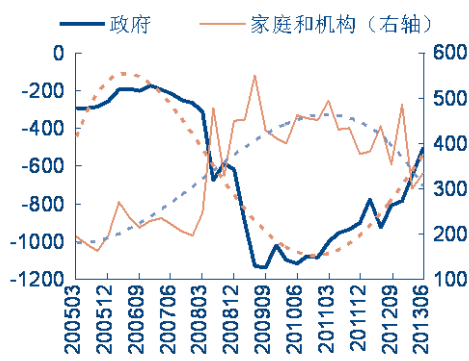


图 8：2013 年初美国增税的负面影响消退（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 9：美国家庭储蓄占 GNI 比重回落（%）

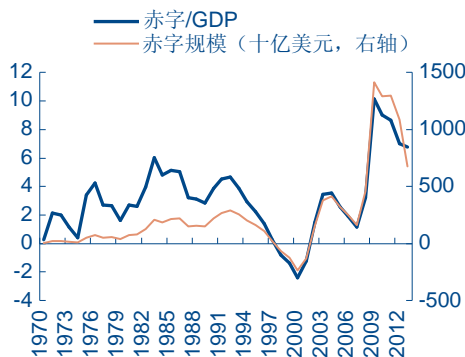


资料来源：CEIC，中信证券研究部

**预计 2014 年初美国财政冲击影响不大。**一方面，两党有关医改法案和债务上限的争论缘于意识形态的分歧和 2014 年秋季国会竞选的临近，但是财政谈判是手段而非目的，迫使民主党政府关门已被证明并非是对共和党有利的竞选策略。另一方面，美国 2013 财年赤字状况进一步改善，有助于弱化财政争端和财政紧缩对于经济的约束。2013 财年，美国财政赤字规模为 6800 亿美元，低于市场预期，亦低于 2012 财年 1.09 万亿亿美元的赤字规模；赤字占 GDP 的比重由 2012 年的 7% 降至 6.8%，为连续 4 个财年下降。

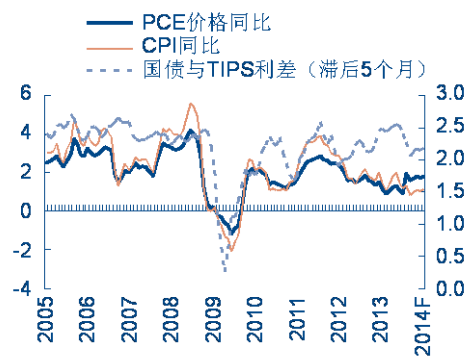
**美国通胀压力不大。**美国“10 年期国债收益率”与“防通胀债券（TIPS）收益率”之差可以反映美国中期通胀趋势。预计 2014 年通胀将保持温和抬升态势，CPI 由 2013 年的 1.5% 上升至 1.7%，PCE 价格指数在未来 5-6 个月将逐步回升至 1.8% 左右，均显著低于 2% 的通胀目标。由于通胀不会对货币政策形成约束，QE 退出进程主要取决于劳动力市场状况。

图 10：赤字降低有助于缓和美国财政争端（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 11：美国 2014 年 CPI 料为 1.7%（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

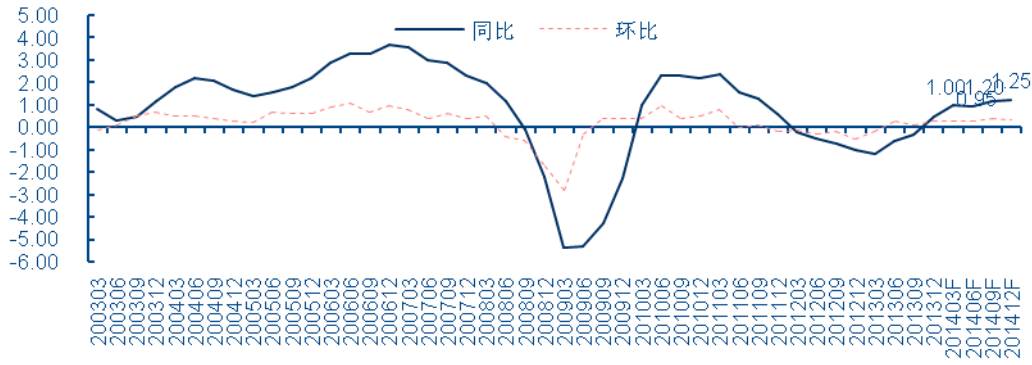
**美联储在 2013 年底开始退出 QE，预计 2014 年下半年结束 QE，2016 年中考虑加息。**此外，美联储极有可能配合其他政策工具以便缓和 QE 退出对于市场的冲击，包括降低“联储对银行业超额准备金支付的利息（IOER）”，以及修改“货币政策前瞻性指引”，例如：将首次加息的失业率门槛由 6.5% 下调至 5.5%；或者将加息的时间门槛明确推至 2016 年中期以后；或者上调加息的通胀门槛，等等。

### （三）欧洲步入复苏

**预计 2014 年欧元区 GDP 增速由 2013 年的 -0.4% 回升至 1.1%。**本轮复苏，欧元区“依靠德国、借力外需”，首先，德国为欧元区复苏输出动力；其次，德国与边缘国经济协同性初现修复迹象：德国与边缘国家制造业 PMI 的联动性正在增强；边缘国家出口有所恢复，例如西班牙 3 季度出口需求强劲增长。



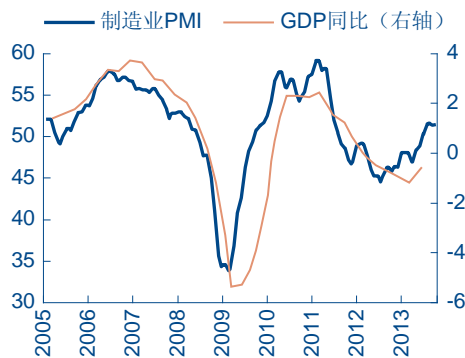
图 13: 欧元区经济改善可持续 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部预测

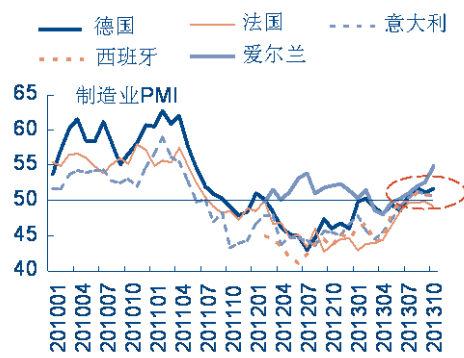
核心国政策立场预计将会转变, 边缘国经济改革取得初步进展、欧元区外部环境较为稳定, 预计德国对重债国经济的带动作用将会进一步增强。首先, 德国主流政党上台, 降低了边缘政策发生的可能性, 而且“精英政治”有望推动“放宽重债国财政约束”的减压措施以及“进一步整合欧元区”的结构性改革。其次, 边缘国工资、汇率调整取得阶段性进展。除意大利之外, 重债国工资指数已经低于欧元区平均水平。汇率方面, 2008 年以来, 欧元区国家实际有效汇率实现了不同程度地贬值, 未来联储逐步退出 QE, 欧元预计将较 2013 年走弱。最后, 欧元区外部环境相对平稳, 美国复苏提速带动全球经济实现边际改善。

图 14: 欧元区复苏依靠外需 (%)



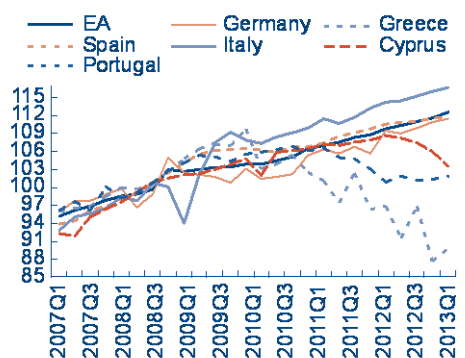
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 15: 德国与边缘国家经济联动性增强 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 16: 欧元区边缘国工资调整进展 (2008=100)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 17: 欧元区各国实际有效汇率的调整 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部



表 3: 2014 年欧元区复苏逻辑将发生变化

	2013 年	2014 年展望
复苏逻辑	依靠德国、借力外需	德国对区内经济带动作用正在增强,有助于区内需求回暖
经济	德国“一枝独秀”,欧元区复苏动力由德国输出,但欧元区各国复苏步调分化。德国与欧元区外经济体贸易联系的紧密程度在上升,挤压了与区内经济联系的空间,因此德国复苏对于欧元区整体的带动作用较弱。2013 年 GDP 增长-0.4%。	经济恢复性增长。边缘国家经济企稳,欧元区各国复苏更加平衡。预计 2014 年 GDP 增长 1.1%。
就业	总体上看,“借力外需”导致就业低迷。外需与制造业相联系,就业占比 22%;内需与服务业相联系,就业占比 75%,且欧元区出口以资本技术密集型产品为主,制造业就业创造能力相对较弱,以危机前(2007Q1)为基期,2013Q1 欧元区就业增速由 1.8%降至-1%,下降了 2.8 个百分点,其中 1 个百分点的降幅由制造业解释,而 1.7 个百分点的降幅则由服务业解释。分国别看,“依靠德国”导致各国就业分化。经济的分化,导致就业分化,德国失业率处于历史低位,而边缘国家失业率、尤其是青年人失业率居高不下。	失业率见顶。如果结构性改革在 2014 年得以推进,德国与边缘国经济联系持续增强,加之目前边缘国家工资调整取得进展,则欧元区失业率在 2014 年将会见顶。
通胀	由于“借力外需”而内需偏弱,因而欧元区通胀低迷。10 月通胀率仅为 0.7%,尤其是金融服务和商务服务等高端服务价格相对偏弱,抑制了居民收入和总体价格水平的修复。2013 年全年通胀为 1.4%。	通胀略有回升。随着就业和内需的回暖,预计通胀率较 2013 年略有抬升,但通胀水平总体将保持温和,且显著低于 2%的目标水平。原因有三:未来欧洲央行进一步降息的空间不大,货币政策主要是结构性而非总量性的,对物价的刺激作用不强;德国央行反通胀的政策立场将牵制欧央行宽松政策;中长期看,欧元区产出缺口均为负值,制约物价上行动力。预计 2014 年全年通胀为 1.6%。
财政约束	2013 年中,由于赤字超标问题无法避免,欧盟同意放宽多个国家达到赤字目标的期限,法国、西班牙、波兰、斯洛文尼亚将获得额外两年时间实现预算赤字目标;荷兰和葡萄牙将获得额外一年时间实现预算赤字目标。	“紧缩-增长”再平衡有望得到推进,财政约束对经济的拖累将有所缓和。
货币政策	总量政策(利率政策)对刺激经济的作用不显著。一方面,欧元区金融市场分割,货政传导机制不畅,私人部门信贷增速同、环比持续负增长;另一方面,各国复苏分化,对货币政策诉求不同,常规货币政策(降息)对德国“松”有余,而对边缘国家“宽”不足。	欧央行将专注于非常规政策工具。2014 年,预计欧央行将会调降基准利率至零,由于欧央行将审慎使用负利率政策,因而降息空间不大,难以连续操作,利率政策对经济的刺激作用有限。欧央行主要通过“前瞻性指引”维持宽松预期,并将政策重心放在结构性、非常规政策刺激方面(例如:新一轮的长期再融资操作,LTRO),同时通过推进银行联盟改善货币政策传导机制。而欧央行在 2014 年使用负利率或欧洲版 QE 的可能性并不大(详见:2013 年 11 月 28 日发布的《国际宏观周报》)。
汇率调整	欧元坚挺,出口竞争力被削弱。在 11 月议息会议前,欧元兑美元汇率由 2012 年底的 1.3186 上升至 1.3810(10 月 24 日),升值幅度达到 4.7%。欧元区各国实际有效汇率也出现升值。欧元“坚挺”的负面影响:(1)抑制复苏动能,欧元区复苏的逻辑是“依靠德国、借力外需”,欧元汇率处于高位将降低区内国家出口竞争力;(2)增大就业市场调整的难度,如果欧元汇率持续坚挺,则边缘国家就业市场的调整和竞争力的改善需要更大幅度的工资调降,这无疑将增大就业市场调整的“痛苦程度”和政治层面的阻力。	欧元汇率将弱化,预计欧元兑美元将降至 1.32-1.33 之间。2014 年,美联储 QE 逐步退出,欧央行强化前瞻性指引、维持宽松预期,欧元兑美元汇率料将较 2013 年走弱,实际有效汇率的回调将有助于边缘国家出口竞争力的恢复。
政治风险	经济分化导致政治离心力增加,极端政党影响力上升(例如:希腊的“五星运动”党,德国的“德国新选择”党)、边缘政策风险上升。2013 年之前,市场担忧欧元区“分裂”。2013 年,边缘国家“退欧”风险缓和、信心改善,但德国大选和意大利等国政局动荡脉冲式影响经济信心。	“换届”政治周期告一段落,主流政党上台,降低了边缘政策发生的可能性,因政局动荡触发系统性风险的概率下降。

资料来源:CEIC, 中信证券研究部预判



(四) 日本增长放慢

预计日本 2014 年 GDP 增速将由 2013 年的 1.8% 回落至 1.6%。日本消费复苏势头将有望延续至 2014 年 1 季度，一方面，在 2013 年末，企业年终奖预计有较大增幅，从而推动今年底、明年初的消费需求；另一方面，明年 2 季度开征的消费税将促使部分需求前置到 1 季度，预计 2014 年 1 季度 GDP 增速为 4.3%。2014 年 2 季度，受到增税影响，GDP 增速将出现较大幅度的回落，预计为 -4.7%。2014 年下半年，日本经济复苏动力可能进一步减弱，预计 3、4 季度 GDP 增速在 1.5% 左右。日本中长期经济前景堪忧，理由在于：量化宽松、弱势日元的政策对于私人部门投资和经济账户的改善有限，消费刺激效果随货币幻觉的消逝而递减；开征消费税对消费需求持续形成抑制；结构性改革（安倍“第三支箭”）引而不发；债务不可持续。

图 18：日本经济长期堪忧（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测

日本 QE 的财富效应仅能短暂地提振私人部门的消费需求。2013 年 1、2 季度，日本 GDP 环比增长了 1.1% 和 0.9%，其中私人消费拉动了 0.5 和 0.4 个百分点，成为推动经济的主要驱动力。而 2013 年 3 季度，日本私人消费增速出现大幅回落，拉动 GDP 仅 0.1 个百分点。而随着货币幻觉的消退，QE 对于消费的支撑将进一步衰减。

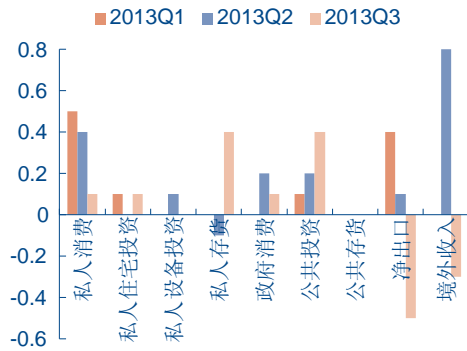
由于日本的企业部门并不缺乏流动性，导致日本量宽政策对于企业投资需求的刺激作用较为有限。一方面，泡沫经济过后，日本的长期贷款以及合同利率一直下滑，显示企业部门对流动性的需求并不高；另一方面，从日本非金融企业的融资结构来看，资产价格泡沫破裂之后企业的银行融资规模大致呈现下滑态势，也显示了日本企业部门的流动性并不稀缺。这也是为何日本会长年深陷流动性陷阱的原因。

QE 对于日本经常账户和外贸部门的改善也较为有限。首先，日本出口的产品主要是高端制造业产品，以技术和资本密集类型的产品为主，因而汇率弹性相对较低；其次，东亚各国的制造业紧密联系，其出口的产品乃是一个上下游链条，终端需求指向欧美等发达经济体，日本制造的产品与东亚其他国家之间的互补性大于竞争性，因而日本出口需求与日元汇率的联系并不紧密；最后，日元贬值一定程度地刺激了进口需求，近期日本经常账户缩小，贸易出现逆差，就是源于进口需求的汇率弹性要高于出口需求的汇率弹性，弱势日元刺激进口而对于出口的提振作用较为有限。



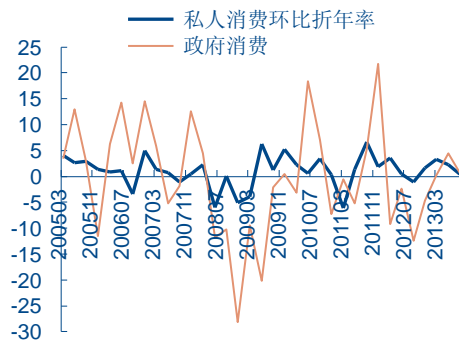


图 19: 私人消费对于日本 GDP 贡献突出 (%)



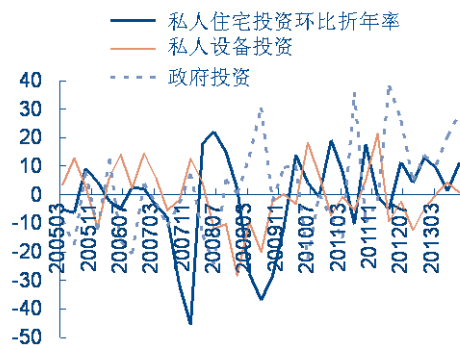
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 20: 日本私人消费与政府消费 (%)



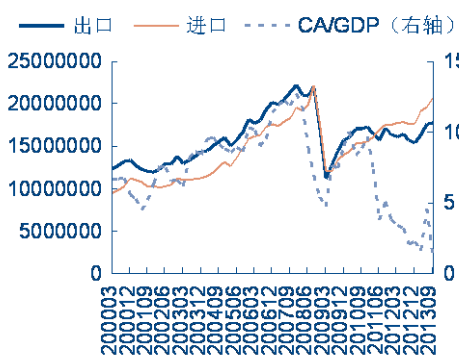
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 21: 日本政府投资强于私人投资 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 22: 日本经常账赤字占比 (单位: 十亿日圆)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

“安倍经济学”已经推高了日本债务风险。在私人部门需求长期不足、供给过剩的情况下，属于“需求管理”的财政政策相比于 QE 可能更为有效，但带来的负面问题是推高了公共债务水平。同时，由于政府债务与支出并不能提高生产率，只有私人投资才能提高生产率，公共债务水平的上升就将意味着更多社会资源长期被用于偿还债务，从而进一步推高实际利率并挤出生产性私人资本，不利于经济增长。我们测算，如果安倍政府不推进结构性改革，即假定老龄化对居民储蓄的影响延续过去 10 年的趋势，居民部门资金盈余占 GDP 比重将能按每年约 1% 的速度递增；企业资金盈余占 GDP 比重以每年 2% 至 4% 的速度递减；政府赤字占 GDP 比重按照过去 10 年的平均速度递增（隐含假定国债收益率没有出现大幅度提高），那么，日本国债市场将在 2014 年底出现资金缺口。而一旦美国货币政策转向导致资金大规模流出日本，则国债收益率飙升，将加速资金缺口的形成，从而压缩安倍政府施行结构性改革的时间窗口，日本债务危机的时点可能会提前到来。

### (五) 新兴市场分化

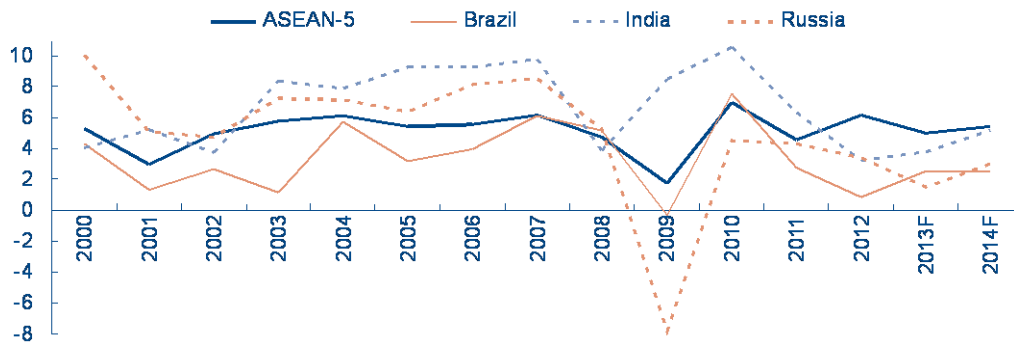
**2014 年，新兴经济体将呈现分化格局。**对于新兴市场国家而言，2014 年最为主要的风险点在于美国货币政策的转向，政策在“落地”时可能扰动国际资本流向；而 2014 年的机遇在于，欧美复苏对贸易需求拉动作用的增强，有助于改善新兴经济体的外部需求状况。在两个方向的作用之下，新兴经济体将发生分化。总体而言，由于东盟国家为小型开放经济体，欧美需求和全球贸易的回暖将利好其经济复苏；而巴西、俄罗斯等资源性国家，美元走强导致大宗商品价格走弱，影响其收入和经济复苏。**横向比较，东盟复苏前景好于金砖国家。**

**QE 退出对于印度、印尼和泰国的影响将高于其他亚洲新兴经济体。**对于经济基本面较好（经济增速快、经常账户盈余、通胀压力可控）、政策空间大（财政、货币）、面对资本流动经济韧性强（外债低、储备高）的国家，美国经济复苏的利好作用将弥补 QE 退出的负面影响。而印度、印尼和泰国可能再次受到冲击。从绝对规模上看，印度的外汇储备较少，截至 11 月初，中国、俄罗斯和巴西的外汇储备分别为 3.66 万亿、5140 亿和 3760 亿美元，印度的外汇储备规模为 2810 亿美元，为金砖四国中最少。此外，我们倾向认为，在金融危机后，那些利用发达国家宽松政策加杠杆的国家更易受到货币和债务危机的威



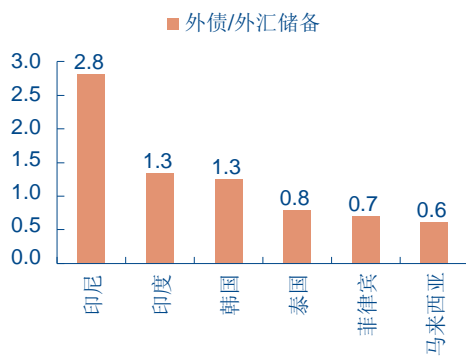
助，在指标上，这些国家表现为，外债占 GDP 的比重持续上升，可以看到，印尼和泰国的外债占比在 2008 年金融危机后出现显著上升。

图 23: 东盟国家增长前景好于除中国外的金砖国家 (%)



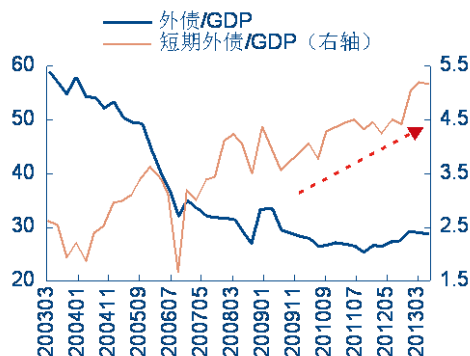
资料来源: IMF, 中信证券研究部 (注: 2013 和 2014 年为 IMF 的预测值)

图 24: 外债-国际储备倍数



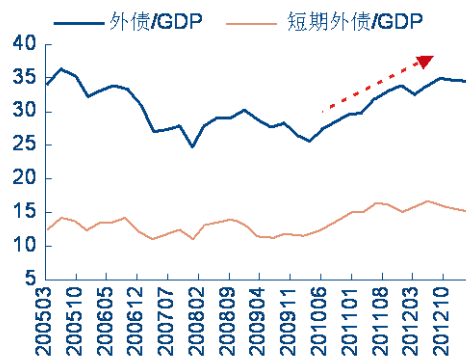
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 25: 印尼短期外债快速上升 (%)



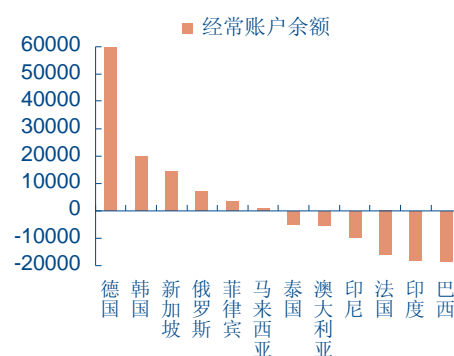
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 26: 泰国外债快速上升 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 27: 金砖国家经常账户恶化 (百万美元)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

**提示 2014 年风险事件。**2014 年，风险事件包括：美国货币政策转向、美国年初财政冲击、日本提高消费税、日本结构性改革（安倍“第三支箭”）失败、德国加码“鹰派”政策，欧元区边缘国家政治动荡、新型经济体因 QE 退出而遭遇资本抽逃。与 2013 年相比，美国财政冲击将减弱；欧元区各国“换届”政治周期告一段落，主流政党上台，降低了边缘政策发生的可能性，因边缘国政局动荡触发系统性风险的概率下降；新型经济体在 2013 年已经历了一轮“压力测试”，由于 QE 退出预期已经使资产价格发生了调整，预计 2014 年美国货币政策转向对新兴经济体的整体冲击小于 2013 年。而日本经济复苏和债务增长的不可持续则给 2014 年全球经济增添了新的下行风险。

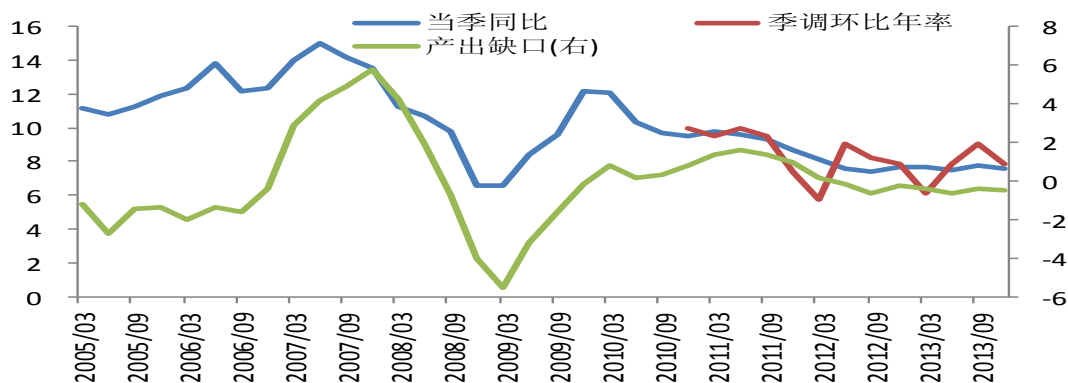


## 二、2013 年中国经济回顾及 2014 年展望

### (一) 中国经济仍处蓄势阶段

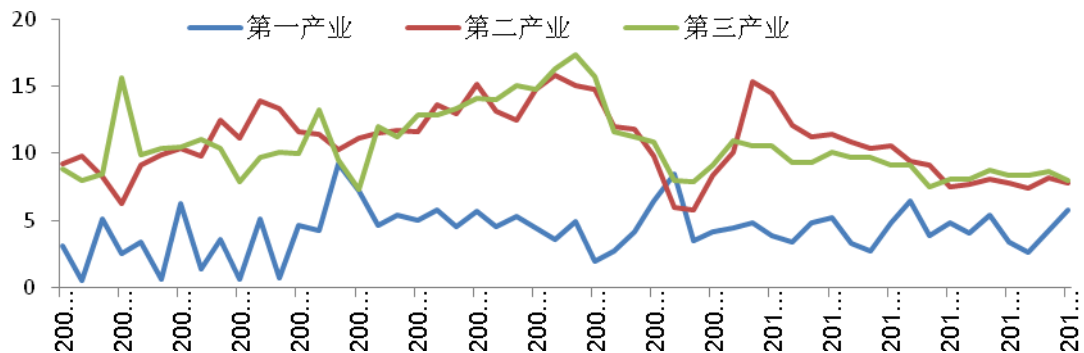
2013 年中国 GDP 同比增长 7.7%，四个季度依次为 7.7%、7.5%、7.8%和 7.7%，基本呈现前低后高的趋势。分产业看，第一产业增加值 56957 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 249684 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 262204 亿元，增长 8.3%。最终消费对 GDP 增长的贡献率是 50%，资本形成总额的贡献率是 54.4%，货物和服务净出口贡献率是-4.4%。

图 28：2013 年经济增速 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

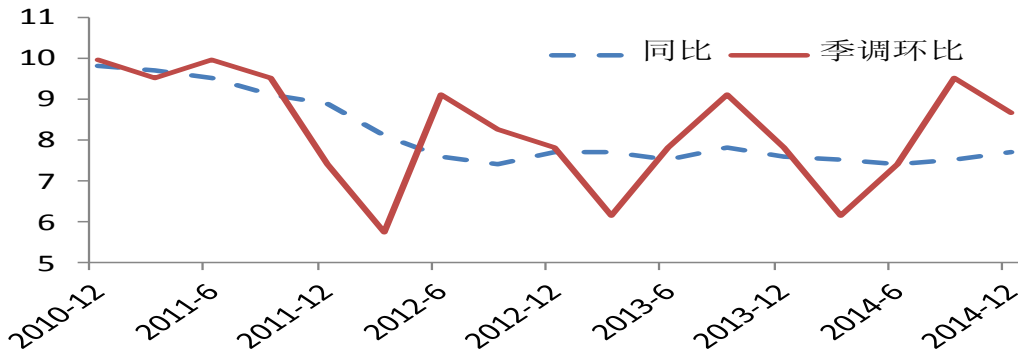
图 29：服务业增长持续快于制造业 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

中国经济仍处蓄势阶段，预计 2014 年 GDP 增长 7.5%，略低于 2013 年。出口温和改善；受到地产和基建投资影响，投资略有放缓；消费平稳，服务消费是亮点。金融、医疗、住宿餐饮等服务业增速加快，而工业、房地产、批发零售、农业增速放缓。预期上半年经济受到流动性紧张等因素的影响，增速较低，下半年随着改革措施的到位，经济有所回升。通胀前高后低，预计 2014 年 CPI 为 2.5-3.0%，PPI 为 0.2%。

图 30：各季度 GDP 增速 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测（2014 年数据为预测值）

表 4：中信证券研究部宏观经济预测（%）

	2010	2011	2012	2013F	2014F
GDP	10.4	9.3	7.7	7.7	7.5
CPI	3.3	5.4	2.6	2.6	2.5-3
PPI	5.5	6.0	-1.7	-1.9	0.2
全社会固定资产投资	23.8	23.8	20.3	19.6	19.0
社会消费品零售	18.3	17.1	14.3	13.1	13.5
出口	31.3	20.3	7.9	7.9	9.0
进口	38.8	24.9	5.3	7.3	8.5
利率（1 年期存款）	2.75	3.50	3.00	3.00	3.00
汇率（RMB/USD）	6.62	6.30	6.28	6.09	6.00

资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

## （二）投资略有放缓

从统计局刚刚公布的数据看，2013 年投资增长整体呈现“前平后低”的走势，前三季度的投资增长都在 20.2%左右波动，四季度回落至 20%以下，全年增长 19.6%。单月数据反映的前平后低的投资走势更加明显，12 月单月投资增速已经回落至 17.1%，是近几年的最低水平。四季度投资的低位运行有三方面原因，一是去年四季度投资基数较高；二是四季度经济小幅回落，反映整体需求依旧较为疲弱；三是债务审计和高利率环境制约投资增长。

图 31：2013 年投资“前平后低”（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

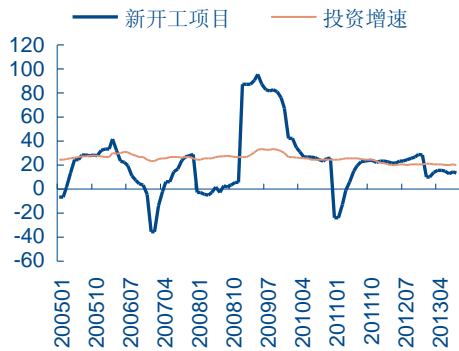
展望 2014 年，我们认为“稳中有变，服务业崛起”将成为 2014 年投资增长的主基调，即投资增速整体平稳，预计全年增长 19%左右。结构上，基建与地产投资有所回落，服务业投资快速崛起。

**总量上，2014 年投资难以大幅扩张。**一是新开工项目和企业新订单情况并未全面向好。目前新开工项目增速仅 14.2%，低于同期投资增速 5.4 个百分点。未来投资增长将向新开工逐步收敛，短期投资增长承压。二是偏紧的货币格局对投资增长产生负面影响。针对未来的财政、货币政策，新政府已经多次强调“要创新调控方式，坚持不扩大赤字，不放松也不收紧银根”。这意味着明年的资金市场将呈现紧平衡的格局，2014 年 M2 增长将控制在 13%左右，相比今年实际水平下降约 1 个百分点。这将对投资增



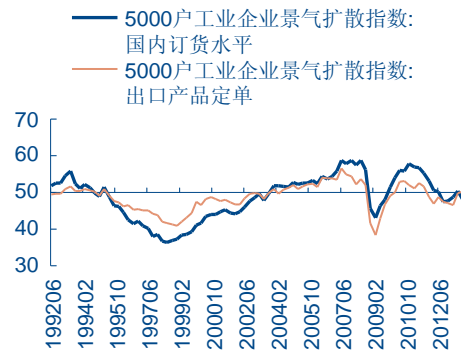
长产生负面影响。此外，货币的收紧也会导致市场利率的上行，在企业利润率没有出现大幅改善的背景下，利率的上行也会影响企业的融资扩张。

图 32: 新开工项目低位运行 (%)



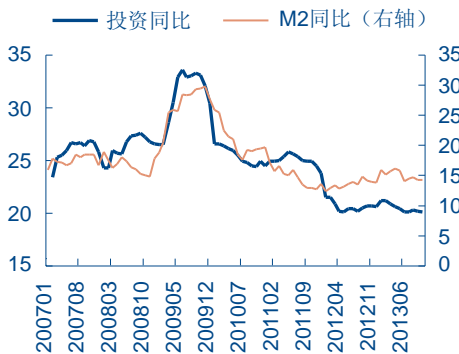
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 33: 企业内外订单并未全面恢复 (%)



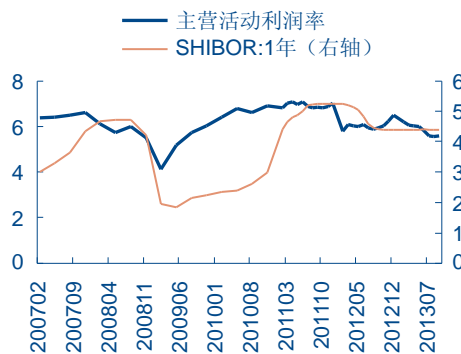
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 34: 2014 年货币增长有限 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

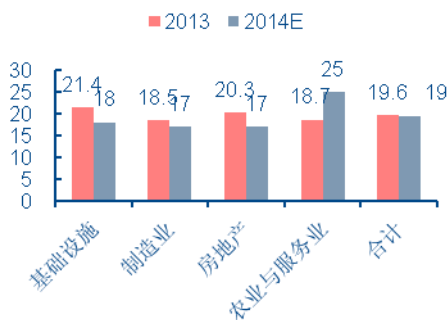
图 35: 市场利率高位运行 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

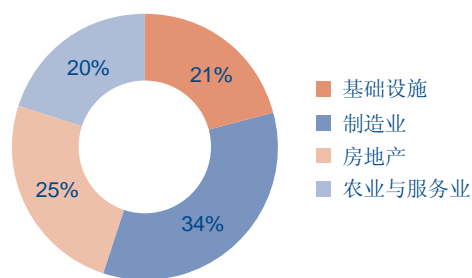
结构上，投资格局将发生变化，服务业投资崛起对冲基建与地产投资回落影响。预计 2014 年投资增长 19%，结构上基础设施、房地产、制造业、农业和服务业投资分别增长 18%、17%、17%和 25%，较 2013 年呈现“三降一增”格局，农业与服务业引领投资增长。

图 36: 四部分投资增速情况 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 37: 四部分投资占比情况 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

### (三) 服务消费是亮点

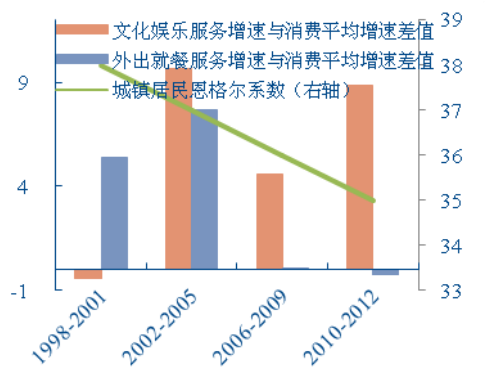
2013 社会消费品零售总额同比增长 13.1%，维持了前低后高的趋势，其中上半年增长 12.7%，三四季度依次增长 13.3%和 13.6%。零售端分产品看，与 2012 年相比，家电、家具等住房相关产品以及汽车



增速有所上升，其他产品则有所下降，尤其是餐饮类消费下降显著。整体看，2013 年国内消费市场的特点表现为：

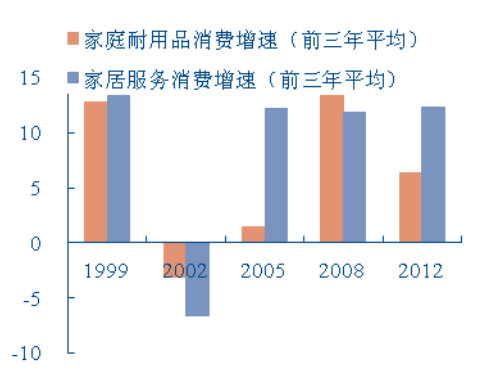
首先，服务性消费已经成为拉动消费的主要力量。恩格尔系数从 36% 下降至 31% 的过程中，我国的整体服务消费增速将进入相对增速最高的阶段。从我国居民消费的升级历史看，当恩格尔系数下降至 38% 时，2001 年开始，居民大量增加外出就餐消费；2002 年后，文化娱乐服务消费增速逐步上升，尤其是在 2010 年恩格尔系数下降至 35% 后，2010 至 2012 年间，城镇居民的文化娱乐支出增速达到 20%，超出同期平均支出 9 个百分点。同期，2010 年至今，家居服务类消费增速已经超越同期家庭耐用品消费，这都表明，服务性消费已经成为拉动消费的力量。以北京居民为例，前 11 月人均消费性支出增长 9.1%，其中服务消费增长 17.9%。根据电影局最新公布的数据，2013 年全国电影总票房达 217.69 亿元，同比增长 27.51%。此外，国庆黄金周各地旅游景区的拥堵场面，再一次显示出居民文娱等服务消费的潜力和热情。

图 38：服务类消费增速超过平均消费增速 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 39：家居服务类消费增速已经超越同期家庭耐用品消费 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

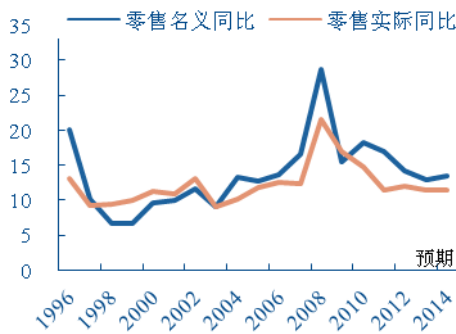
其次，规范“三公”消费主要影响到部分可选品以及餐饮消费。靠“三公消费”所拉动的消费和内需，本身就是畸形和不可持续的增长模式，规范“三公消费”可能会暂时影响社会消费和总需求，但这是未来经济社会健康预期发展的必由之路。从 2013 年看，规范“三公”消费主要影响的是部分可选品以及餐饮类消费，尤其是限额以上餐饮类消费呈现负增长。

第三，网络购物等新型消费业态依然保持高增长。商务部监测的 3000 家重点零售企业中，网络购物销售增长 31.9%，增速分别比百货店、超市和专业店高出 21.6、23.6 和 24.4 个百分点。有关统计数据显示，预计 2013 年全年，网购交易额占社会消费品零售总额的比重达到 7.8%，较去年提高 1.6 个百分点。

我们预期 2014 年国内消费增速将略好于 2013 年，最终消费率继续回升至 50% 以上，社会消费品零售总额增长 13.5%，服务消费将是增长较快的部分。服务消费由文娱消费快速拓展至家居汽车居住相关及医疗保健等服务品。随着经济结构调整，自 2010 年后国内消费率步入回升通道，由 2010 年最低的 48.19% 逐步回升至 49.47%，我们预期这种趋势还将持续，2014 年后的最终消费率将逐步回升至 50% 以上，新政策下出生率的小幅回升将有望加强这一趋势。分结构看，必需品、石油等其他非必需品增速将加快，住房相关产品以及汽车零售略有放缓。

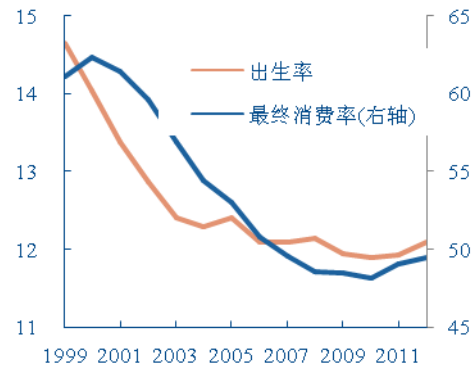


图 40: 预期 2014 年零售全年增长 13.5% (%)



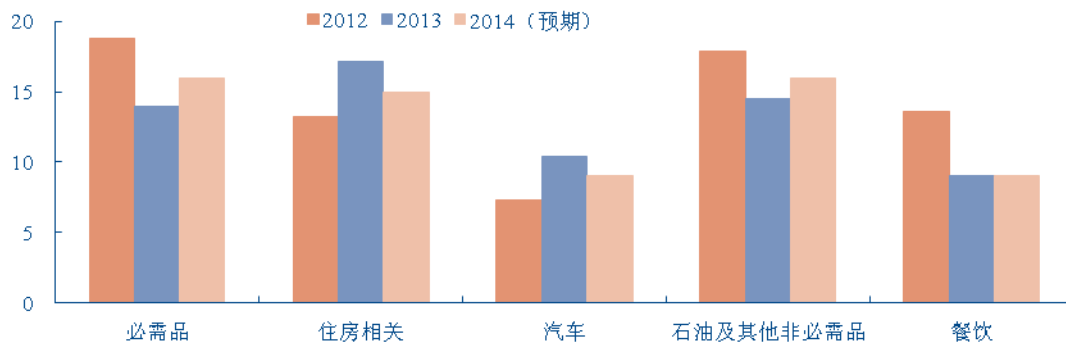
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 41: 最终消费率自 2010 年步入回升通道 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

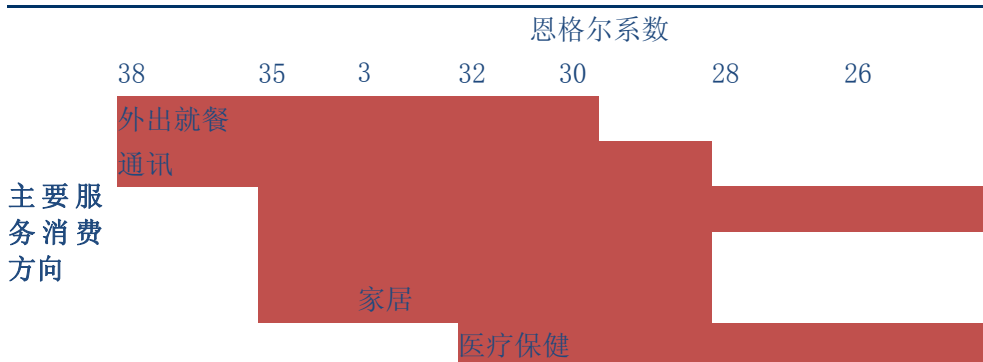
图 42: 2014 年消费分结构预期 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

高收入居民将逐步提升家居汽车住房相关服务以及医疗保健的需求。从日本居民服务消费的升级顺序看，黑圈标准的是某项服务消费的加速增长期，明显体现出外出就餐（恩格尔系数 38%-32%）——娱乐（恩格尔系数 35%-26%）——家庭住房相关（家居服务、汽车、住房类等相关服务，恩格尔系数 34%-28%）——医疗保健（恩格尔系数 32%-26%）的升级顺序。我国当期现状是，城镇居民的恩格尔系数在 35%左右，而前 20%的高收入居民恩格尔系数已经下降至 32%，因此预期 2014 年，服务消费将持续推进并推进升级，文娱消费将持续全国性普及，高收入地区居民将逐步提升对家居汽车服务以及医疗保健的需求，而当前开放市场促进供给的改革措施将助推这一过程。

表 5: 日本各类服务消费随恩格尔系数的变化趋势（阴影表示高速增长阶段）



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

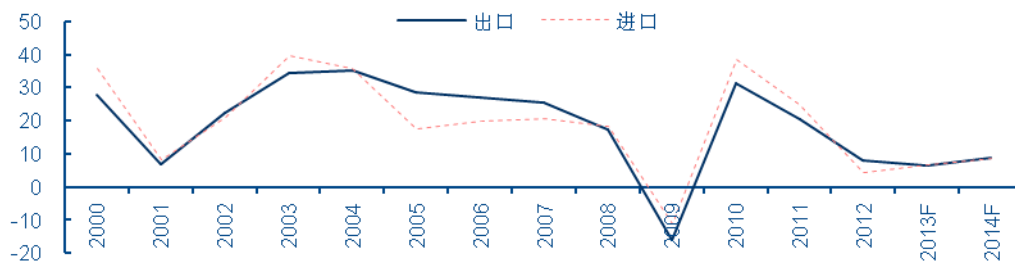
(四) 外贸将实现恢复性增长



2013 年，监管“挤水分”，出口“露真容”。2013 年 1 季度，中国外贸实现强势开局，进出口分别增长了 8.6% 和 18.3%；2 季度，在“高基数、高成本、弱需求、多摩擦、严监管”五方面因素的作用下，外贸增速出现大幅回落，进出口增速分别降至 4.9% 和 3.8%。进入 3 季度，在欧美需求的带动之下，中国对 G3 出口结束了连续 4 个月的负增长（2013 年 3 月至 6 月），而受到 QE 退出预期升温的影响，新兴市场对中国出口的支撑力度在持续减弱。进口方面，在进口价格（CRB 价格指数和 Brent 油价）同比负增长的情形下，进口金额增速持续回升，表明我国内需有显著改善。3 季度，出口增速为 3.9%，大致与 2 季度持平；进口增速则反弹至 8.5%，进口回升力度强于出口，贸易顺差较 2 季度有所收窄。4 季度，G3 复苏持续提振中国出口，新兴经济体的支撑力度有所恢复，月度出口金额频创历史新高；由于经济和内需总体平稳，进口延续了 3 季度的增长态势。4 季度，出口增速为 7.5%，进口增长 7.1%，贸易顺差扩大至 905 亿美元。2013 全年，中国进出口增长 7.9%，进口增长 7.3%，进出口总额超越美国，成为第一大货物贸易国，实现贸易顺差 2597.5 亿美元。

2014 年，外贸将实现恢复性增长。预计出口增长 9%，进口增长 8.5%，贸易顺差较 2013 年略有扩大，为 2931 亿美元。展望 2014 年，欧美复苏动力的切换、外部需求改善、亚洲贸易链条的修复、以及稳定外贸的政策，四方面因素将促使外贸状况较 2013 年实现改善。

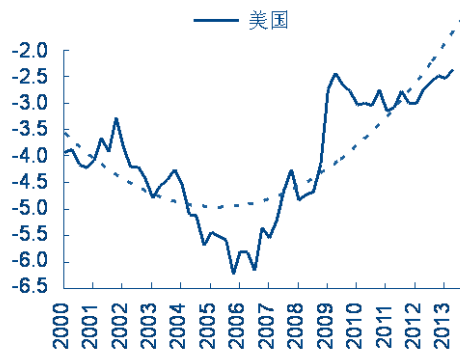
图 43：2014 年中国进出口增速预测（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

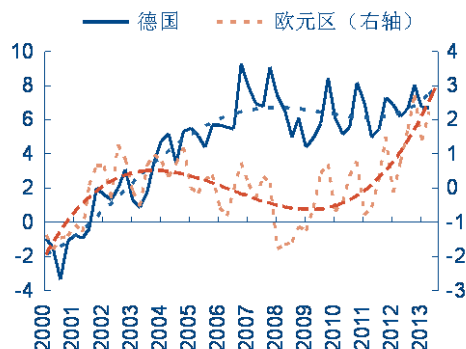
在上述四方面因素中，最为核心和显著的改变是欧美复苏动力的切换。欧美依靠投资和出口驱动经济复苏，使得经常账户余额的改善速度超越了经济改善的速度。伴随着各国经常账户的再平衡，发达国家复苏对全球贸易的拉动在减弱。观察全球出口增速与发达经济体 GDP 增速的滚动相关系数，可以看到，2011-2013 年，二者相关性显著降低，表明本轮发达经济体复苏与全球贸易的协同性下降。2014 年，欧美经济驱动因素将发生切换：美国将由投资拉动变为“投资+消费”双轮驱动；欧元区方面，德国对区内经济带动作用将会增强，区内需求企稳回升。与投资 and 出口需求不同，消费需求在推动欧美经济改善的同时，也将提振全球贸易，从而拉动中国出口增长。

图 44：美国经常账户占 GDP 的比重（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 45：欧元区和德国经常账户占 GDP 比重（%）

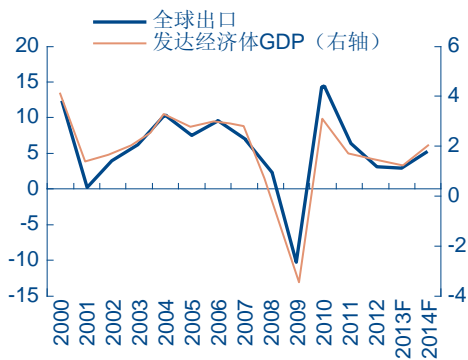


资料来源：CEIC，中信证券研究部



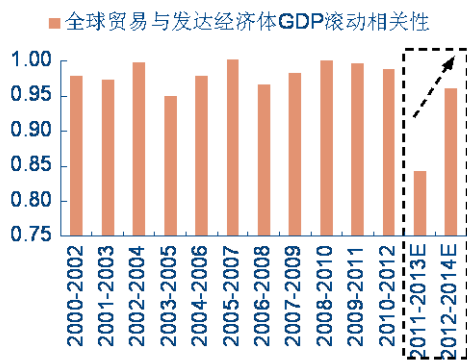


图 46: 全球贸易与发达经济体 GDP 走势一致(%)



资料来源: IMF, 中信证券研究部

图 47: 本轮发达经济体复苏与全球贸易协同性下降

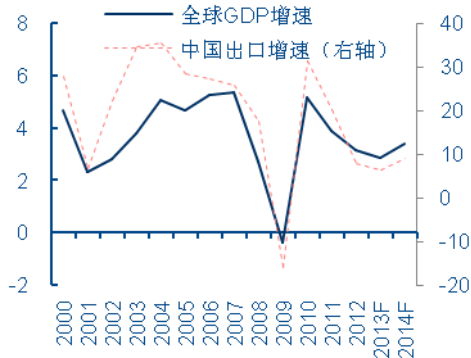


资料来源: IMF, 中信证券研究部

而除了欧美复苏逻辑切换之外, 欧美复苏加快将会带动亚洲贸易链条恢复, 稳定外贸的措施有助于延缓出口竞争力的下滑。美国经济提速, 欧洲 GDP 实现正增长, 根据我们的判断, 2014 年, 美国 GDP 增速由今年的 1.7% 回升至 2.7%, 欧元区由 -0.4% 回升至 1%, 欧美复苏有助于全球经济和贸易需求的温和改善。而且, 欧美终端需求的恢复将激活亚洲贸易链条, 进而改善东盟等外向型经济体的需求状况, 增强新兴经济体对中国出口的支撑力。此外, 我国正积极推动自贸区建设, 政策红利将率先在商品贸易领域释放, “贸易便利”、“创新监管服务模式” 等措施将直接有利于推动商品贸易, 而 “深化国际贸易结算中心试点”、“人民币跨境使用” 等措施将通过减少贸易支付结算的摩擦、提供贸易融资、平抑汇率波动等功能间接地推动商品贸易。

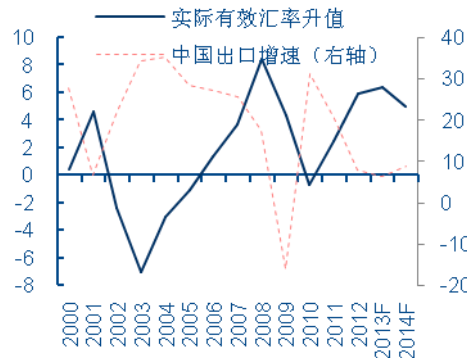
进口方面, 价格和需求两方面的因素将限制进口增速的反弹高度。一方面, 全球经济仍处于由底部缓慢回升的阶段, 加之美元因货币政策转向而走强, 大宗商品价格的上行动力将持续受到压制; 另一方面, 中国经济正处于调整结构的关键阶段, 经济和投资增长较前期更为温和。预计 2014 年, 进口回升的幅度小于出口, 贸易顺差较 2013 年扩大。

图 48: 全球 GDP 回升带动外需回暖 (%)



资料来源: IMF, CEIC, 中信证券研究部

图 49: 汇率升值压力缓和有助于出口增长 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

### (五) 2013-2014 年通胀压力不大

2013 年的整体价格水平相对平稳, 全年 CPI 上升 2.6%, 尤其是核心 CPI 上升 1.8%, 波动不超过 0.4 个百分点。三季度由于经济回升和食品价格上涨, CPI 和 PPI 均出现了一定上行, 四季度由于气候因素降低了 CPI 中食品和衣着季节性涨幅, 使得 CPI 涨幅明显趋缓, 而 PPI 环比也结束了第三季度的上行趋势, 环比为零。

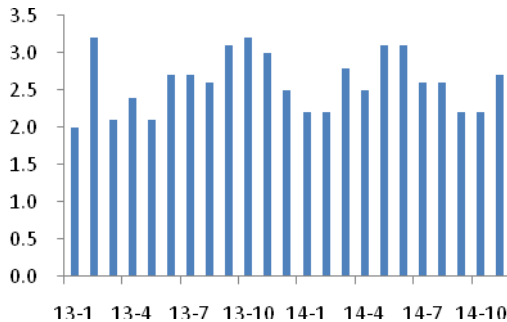
展望未来一段时期的 CPI 趋势, 我们预期上半年的通胀将维持一定趋势性上升, 下半年则有所回落, 全年的通胀压力不大。从影响因素看, 由于暖冬的影响, 整体食品价格的季节性上涨远低于历史同期, 这大大降低了 2014 年的通胀压力。其他影响通胀的因素看, 国内外总需求对通胀的拉动有限, 服务价格因供求关系格局的变化维持上涨趋势, 房价的攀升将在一定程度上抬升诸多商品的供给成本, 一系列公共产



品将在 2014 年陆续推行价改。对于生产资料价格而言，预期 2014 年大宗商品价格将继续震荡下行，国内部分行业的产能过剩使工业品价格持续低迷，因此整体 PPI 压力不大，主要受基数效应的影响。

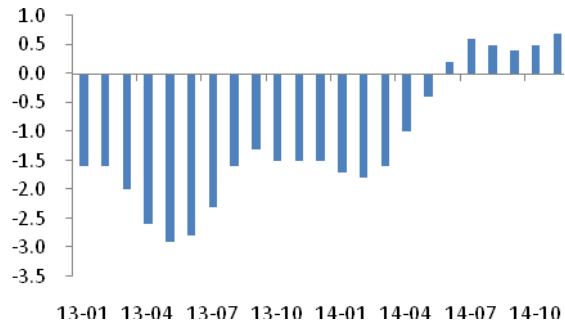
**预期 2014 年 CPI 为 2.5-3.0%，PPI 为 0.2%，CPI 上半年略高。**最终计算表明，2014 年 CPI 的平均翘尾影响为 1%，与 2013 年基本一致，其中二季度的翘尾影响较高。与 2013 年相比，社会总需求和输入性通胀对 CPI 影响相当，暖冬大幅降低了食品的季节性上涨压力，服务价格维持着上涨趋势，公共品价改对 CPI 略有一定影响。

图 50: 2013-2014 年 CPI 预期 (%)



资料来源：中信证券研究部预测

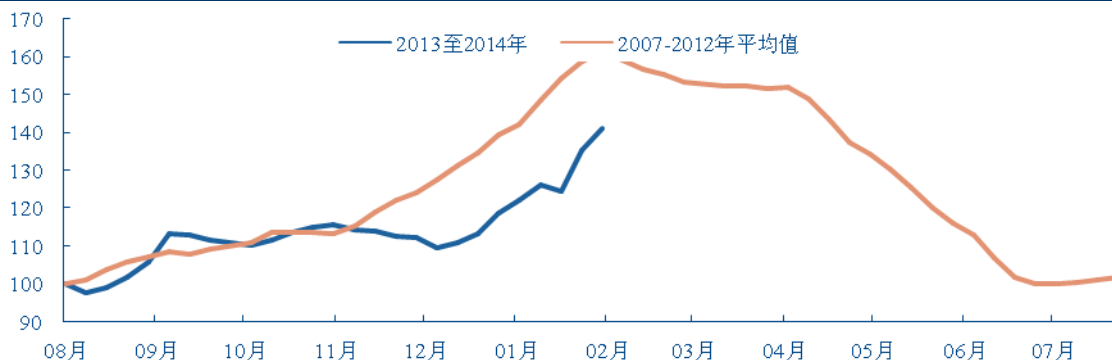
图 51: 2013-2014 年 PPI 预期 (%)



资料来源：中信证券研究部预测

暖冬使部分商品价格涨幅低于历史同期，尤其体现在食品价格、衣着价格及运输成本上，拉低了当月 CPI 约 0.6-0.8 个百分点，降低了 2014 年的通胀的翘尾因素。从全国气象局的数据看，2013 年 11 月至 2014 年 1 月份的暖冬现象明显，尤其是主要粮食蔬菜产区。11 月，12 月及 1 月，全国平均气温分别较往年偏高 0.7℃至 1.2℃，尤其体现在华北等主要粮食蔬菜产区省。菜价是主要受影响的品种，从历史数据看，历年菜价的上涨均有明显规律，基本上 8 月为最低点，2 月春节左右为最高点，从 13 年看，由于气候原因，11 月之后的冬季季节性上涨明显弱于历史平均水平。相对历史同期，菜价上涨要少 13%左右，相当月 CPI 的月 0.5%；此外，暖冬还使得衣着类价格上涨低于历史同期水平，整体交通运输情况较好，因此很多商品的供给成本也相对往年降低。综合测算，暖冬拉低了 11 月至 1 月 CPI 约 0.6-0.8 个百分点。

图 52: 暖冬使菜价涨幅明显低于历史同期 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测

从其他影响通胀的因素看，国内外总需求对通胀的拉动有限，服务价格维持趋势性上涨。预期 2014 年的国内经济增速略低于 2013 年，货币政策导向下的流动性相对趋紧，国内总需求对通胀的拉动有限，尤其是产能过剩导致工业品价格相对低迷。全球经济增速将有所上升，但 QE 退出将促使全球流动性由宽松逐步回归中性，美元指数将可能逐步震荡上行，因此我们预期大宗商品依然以震荡下行的趋势为主，输入性通胀影响较小。近年来，服务价格超越工业消费品价格的趋势愈发显著，这主要是因为劳动力成本不断上升所造成的，例如最低工资标准的上涨直接提升了服务价格，近年来北京上海等大城市最低工资标准的上涨幅度与当年服务价格的上涨幅度紧密相关。另外，服务消费的爆发也拉动了服务价格的持续上升，我国居民恩格尔系数正在由 37%逐步下降到 30%，国际比较发现，这段时间服务消费将处于爆发期，我国当前各大旅游景区的火爆和文化传媒的发达已经充分验证了这一点。

公共产品价格调整和油品升级对 2014 年 CPI 的影响在 0.2% 左右，主要在下半年有所体现，对全年 PPI 影响较小。2014 年部分公共产品将迎来新一轮价改。可能包括以下几个方面：阶梯水价的全国陆续推广，居民用气试行阶梯价格调整继续在各地推进，药品价格的改革，煤电联动下电价可能调整，铁路运价的调整，煤炭资源税的改革，此外国四汽油全面置换的一次性涨价也相当于公共产品的价改。测算发现，居民的平均水费支出大致上涨 3% 左右，平均燃气价格的预期上涨 2%-3%，水价和燃气价格调整对 2014 年 CPI 影响约在 0.1%-0.2%。药改推进下，中成药等药品价格预期下调 10% 左右，对 CPI 影响在 -0.1% 左右。预期铁路货运提价幅度 10% 左右，从去年以及以往历史经验看，这种涨幅大约对煤价总体影响不大（幅度占售价 3% 以内）。油品质量升级一次性抬升油价 3% 左右，影响 CPI 在 0.1% 左右。煤炭资源税由“从量”改为“从价”将提升煤价 3%-5%，但“可持续发展基金”等其他费用的降低可能平抑煤价。电价调整对 CPI 和 PPI 影响较大，但 2014 年煤电联动调整电价的可能性较低。

### 三、2014 年中国经济存在的问题及对策

2014 年中国经济依然存在诸多问题，主要表现为几个方面：一是内需动能的不足，二是债务风险的扩大，三是产业结构调整低于预期。我们对此进行了总结，并针对这些风险提出了相应的政策建议。

#### （一）问题一：内需动能不足

2014 年内需动能不足主要表现在投资和消费，尤其是投资存在一定下行风险。

从目前的经济运行格局上看，保持经济的平稳运行依然存在压力，其中投资下行的风险依然存在，具体体现在以下两个领域：

一是 2014 年房地产投资将持续下行。从统计局公布的 2013 年 12 月数据看，前 12 个月房地产开发投资还较为平稳，增长 19.8%，新开工面积增速反弹至 13.5%。但领先指标显示，1-12 月商品房销售面积增长 17.3%，增速比 1-11 月份回落 3.5 个百分点；房地产开发企业土地购置面积增长 8.8%，增速比 1-11 月份回落 1.1 个百分点。这表明地产的销售和拿地情况并不乐观，在 2013 年的高基数背景下，2014 年地产投资增速将继续下行。此外，从政策因素上看，房产税的试点扩大，房贷利率优惠的收紧以及一线城市限购的维持都将影响居民的购房行为和购房预期，从而对地产销售乃至投资产生负面影响。

图 53：地产领先指标低位徘徊（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 54：地产领先指标低位徘徊（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

二是基建投资面临下行压力。2013 年基建投资同比增长 21.4%，高出整体投资增速 1.8 个百分点，依然维持着较快的增长速度。展望 2014 年，基建投资的高增长难以持续。首先，地方政府举债投资行为将受到抑制。根据审计署公报，截止 2013 年 6 月，地方总体债务余额达到 17.8 万亿，其中实有债务 10.9 万亿，相比 2010 年审计的 10.7 万亿地方债规模，债务余额增长 7.1 万亿，年均复合增长 20% 左右，高于同期财政收入增速 8~10 个百分点。2014 年是短期偿债的高峰期，占比达到 20%，因此地方政府的举债投资行为将受到明显抑制。此外，从地方两会的 GDP 和投资目标看，大部分省份都下调了经济增长目标，地方政府投资扩张的热情有所减弱。最后，在 2014 年紧货币的背景下，融资利率还将处于高位，这也会制约基建领域的投资增长。



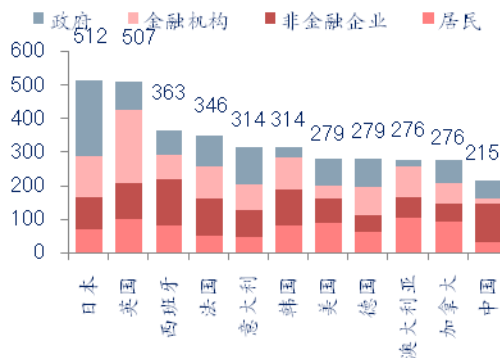
同样的，2014 年消费增长也面临一定压力：**首先，随着 2013 年底《党政机关厉行节约反对浪费条例》的发布，规范“三公”消费的影响还将持续。**自 2013 年初，习近平总书记指出“要坚持勤俭办一切事业，坚决反对讲排场比阔气，坚决抵制享乐主义和奢靡之风”后，规范“三公”消费对整体社会消费的影响贯穿了 2013 年，2013 年底，中央进一步发布《党政机关厉行节约反对浪费条例》，对于公务差旅、接待、用车及会议费用等均进行了严格的规定，我们预期这将对 2014 年的政府消费乃至整体消费持续产生影响，主要影响可能在于餐饮、部分可选消费品以及车辆购置方面。

**其次，住房销售增速逐步下滑，对住房相关商品的拉动也将有所减弱。**随着政策调控和基数影响，商品房销售面积增速由 2013 年中的 30% 左右逐步回落至年底的 17% 左右，而住房相关产品增速直接受到商品房销售的影响，2014 年的商品房销售增速预期将进一步降低，因此家具、家电及建材等相关产品增速将有所回落。

## （二）问题二：债务问题可能引发金融风险

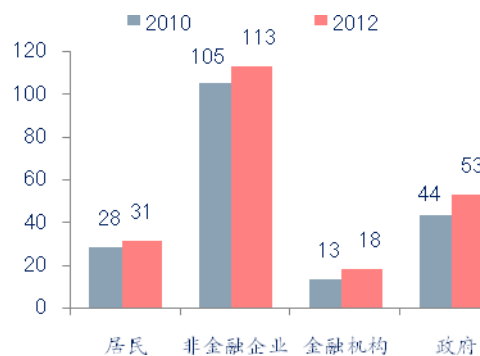
**金融风险不断积聚，三大领域需关注。**次贷危机后，宽松货币政策背景下中国整体负债率有所提升，金融风险不断积聚。截至 2012 年底，中国全社会杠杆率为 215%，低于发达国家的水平，但在发展中国家中处于高位；其中居民部门杠杆率仅为 31%，处于较低水平；政府部门杠杆率为 53%（包含或有负债），低于 60% 的安全线；非金融企业的杠杆率相对较高、达 113%。纵向比较来看，2010 年至 2012 年间，非金融企业和政府部门的杠杆率提升最为明显，尤其是地方政府债务，2010 年至 2013 年 6 月年均复合增速达 22.7%。考虑到中国的资产负债表情况，目前整体风险尚可控，风险主要集中于企业和地方政府，尤其是产能过剩行业、房地产和地方政府融资平台。

图 55：各国杠杆率对比（占 GDP%）



资料来源：中国社科院，李扬等《中国国家资产负债表 2013》，中国为 2012 年末数据，其它国家为 2011 年末至 2012 年 Q2 数据；中信证券研究部

图 56：中国各部门杠杆率情况（占 GDP%）

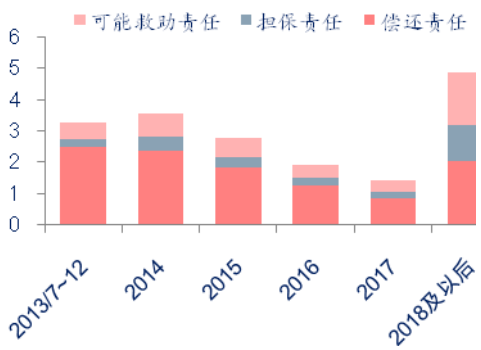


资料来源：中国社科院，李扬等，《中国国家资产负债表 2013》，《中国主权资产负债表及其风险评估》；其中“政府”杠杆率根据审计报告结果调整，包括所有或有负债；中信证券研究部

**偿付能力下降、偿债高峰来临，局部风险可能暴露。**2014 年，投资放缓可能带动经济景气的小幅下行，将削弱企业盈利能力和偿付能力。同时利率市场化以及央行中性偏紧的货币政策将导致利率高位徘徊，企业的债务负担加重，“借新还旧”难以进行，影响债务的可持续性。而且，2014 年将迎来信用产品的偿债高峰。根据审计署的报告，2014 年地方政府债务到期规模达到 3.56 万亿，之后逐年下降；根据中信证券金融产品组的统计，2014 年集合信托类产品 2014 年到期规模也达到 9072 亿。偿付能力的下降叠加偿债高峰的来临，局部风险暴露的可能性大增。

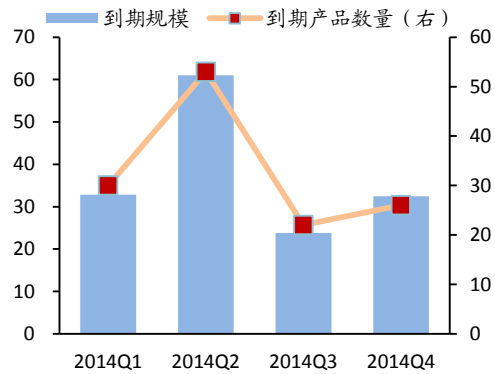


图 57: 地方政府债务到期情况 (单位: 万亿)



资料来源: Wind, 国家审计署; 中信证券研究部

图 58: 能源、矿产、煤炭类信托到期规模 (亿元, %)



资料来源: 用益信托网; 中信证券研究部金融产品组测算

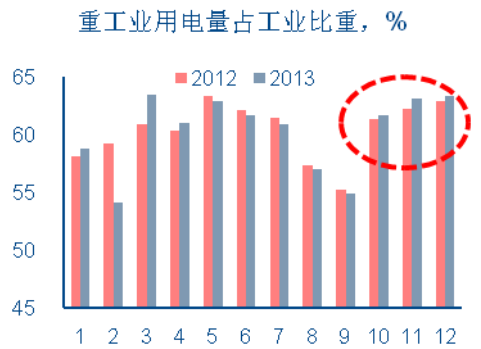
**局部风险暴露可能引发信贷紧缩。**综合以上的分析, 2014 年存在局部地区爆发信用风险的可能, 尤其是产能过剩行业、房地产和地方政府融资平台这三大领域。信用风险的暴露可能带来银行体系坏账率的上升, 其所需计提的坏账拨备及占用的资本金增加, 削弱其发放贷款进行货币创造的能力, 进而影响到实体经济的流动性; 同时也可能带来信托等影子银行系统的无序违约, 影响企业的表外融资。因此, 信用事件的爆发可能引发信贷紧缩, 成为制约经济增长的负面因素。

### (三) 问题三: 产业结构调整低于预期

从 GDP 的三次产业增加值构成看, 2013 年三次产业占比分别为 10%、43.9%、46.1%, 第三产业增加值占比首次超过第二产业, 占居主导地位。但从微观用电量情况看, 4 季度以来轻工业和服务业用电量环比增幅显著低于历史同期均值水平; 而重工业由于钢铁、化学原料中电石、原油等高耗能行业生产增速提高, 其用电量环比变化涨幅偏高, 这同国家治理产能过剩和大气污染政策思路不符。预计未来这些行业增长将会面临较大的下行压力。

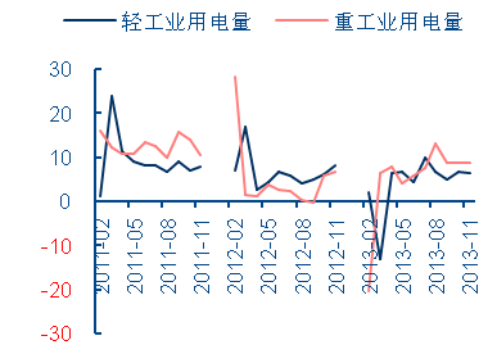
**资源配置扭曲是导致我国产业结构调整滞后的主要原因。**这是因为在我国现有的金融体制下, 当经济放缓和流动性趋紧时, 资金会较多地流向规模较大的企业。部分银行为避免不良贷款率飙升, 依旧采用借新还旧的方式为煤炭、钢企、有色等资源类行业输血, 导致金融资产的错配。这一点我们可以从行业资产负债率变化来加以证实。2014 年 1-11 月数据显示, 相比去年同期大部分行业资产负债率均呈不同程度下降, 而上升的行业主要集中在煤炭、钢铁、有色、化学原料、化纤以及燃气和水等原材料和公用事业部门。由于这些行业负债水平较高, 资产负债率进一步上升势必加剧信用风险。

图 59: 重工业增长相对提升%



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 60: 轻重工业增速之差变化

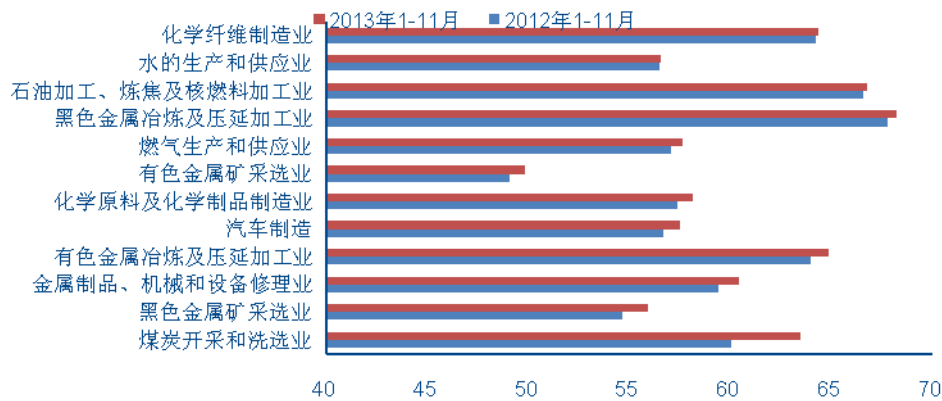


资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 61: 金融资产错配导致产能过剩行业资产负债率上升 (%)



行业资产负债率变化，%



资料来源：Wind，中信证券研究部

#### (四) 对于内需动能不足的对策：政策对冲创造新的内需增长点

针对内需动能不足，投资和消费下滑的风险，我们认为政策需要从以下几个方面入手：

**首先，稳基建，稳投资。**从投资与增长的关系上看，要想维持 GDP 平稳运行在 7.5% 左右，投资增长需保持在 18% 左右，而制造业和房地产投资相对偏市场化，政府投资的着力点还是集中在基建领域。为了避免基建投资带来资源浪费、债务陡升等问题，我们认为政府可以延续增加城市基础设施相关投资。事实上，去年 6 月以来的城市轨道交通建设与管网投资对三季度经济增长的企稳回升起到了相当正面的作用，并且显著改善了民生。今年此类投资还需进一步加强，并且可以创新投融资方式，采用 BOT、PPP 等方式引入民间资本参与，降低政府的当期债务负担。

从国际经验上看，在发达国家，BOT 和 PPP 的运用相当广泛。预计 2014 年以 BOT 为代表的政企合作模式将逐步从公路、路桥领域扩展至供水、供电等公用事业领域，稳投资的同时也能实现这些领域的市场化改革。

表 6: 海外成功 BOT 项目一览

国家	澳大利亚	英国	英国	泰国	巴基斯坦
特许期限	30 年 (1992-2022)	20 年 (1988-2008)	55 年 (1987-2042)	30 年 (1988-2018)	23 年 (1990-2013)
募集金额	5.5 亿美元	3.1 亿美元	103 亿美元	8.8 亿美元	13 亿美元
融资结构	1100 万股票, 2.79 亿债券, 2.23 亿无息贷款	1.2 亿可转债, 1.9 亿贷款	85 亿贷款, 18 亿股票	8 亿贷款, 8000 万股票	1.4 亿股票, 6.5 亿担保, 4.1 亿贷款
建设方式	交钥匙承包	分包	固定总价	交钥匙承包	固定总价
履行保证	5000 万美元保证金	3600 万保证金	18 亿备用贷款	协议保证	5% 保证金
收益	通行费	通行费	通行费	按比例分成	制定价格购电

资料来源：资料来源：《BOT 的理论、实践及其在西部大开发中的前景》(陈垂兴，2003)，中信证券研究部整理

**其次，政策支持服务业发展，加快服务业投资。**整体上看，教育、医疗等服务业还处于供给不足的状态，加快此类行业的投资一方面有利于民生，另一方面也能起到稳增长的效果。从产业空间上看，目前中国医疗护理、文化娱乐和商务服务增加值分别为 7785 亿、3114 亿和 19203 亿元，占 GDP 的比重为 1.5%、0.6% 和 3.7%。无论是规模还是占比，相比美国都存在较大的发展空间。根据“十二五”规划和相关部委报告，未来 5 年这三个行业占 GDP 比重均将有明显的提升。以此计算，未来 5 年，医疗、文化和商务服务行业增加值有 3~5 倍的发展空间，再考虑到 1.5 倍的投资乘数，三行业的年均投资增速将达到 22.6%、26.6% 和 16.6%。

从当前服务业现状看，民生投入依然不足，这也阻碍了投资的增长。以教育支出为例，1-12 月教育财政相关支出仅增长 3%，低于整体支出 7.9 个百分点，也低于年初预算 5.8 个百分点，教育方面欠账依然较多。因此对于当前供给不足且有利于民生的教育医疗领域，相关政策应当更为细化落地。因此具体措施应更加细化落地。如借鉴保障房的经验，将新建医院、学校土地列入专项供地规划，对于民间资本兴办医院与学校，实施“两免三减半”的税收优惠等。预计 2014 年服务业整体投资增速将达到 25%，成为稳投资的重要因素。



表 7：服务业发展空间比较

	GDP (2012)	医疗护理	文化娱乐	商务服务
中国	51.9 万亿人民币	7785	3114	19203
	占 GDP 比重 (%)	1.5	0.6	3.7
美国	16.2 万亿美元	75330	30132	125550
	占 GDP 比重 (%)	7.5	3.0	12.5
中国未来 5 年目标	83.6 万亿人民币	33434	16717	58510
	占 GDP 比重 (%)	4.0	2.0	7.0
产业增长空间 (倍)		4.3	5.4	3.0
年均投资增速 (%)		22.6%	26.6%	16.6%

资料来源：CEIC，“十二五”行业规划，中信证券研究部，行业产值单位为亿人民币

**第三，政府减少“自身消费”的同时，增加民生支出及采购相应服务。**政府优化财政支出结构，加强教育、医疗、社会保障、住房等方面承担更多的责任，例如减少公车采购的同时，增加公交车采购和公交系统的投入。这将有助于构建社会安全网，降低居民对未来大额刚性支出的预期，刺激居民即期消费，鉴于我国当前的现状，要特别向农村居民倾斜。此外，我国当前的公共服务购买以养老、社会服务以及承接政府部门部分职能为主，在公共卫生、教育、文化等主导性公共服务领域尚不多见，未来政府加大服务消费的采购力度，将有助于对冲规范“三公”消费对整体消费的负面影响。

**第四，采取措施促进居民消费。**制定细则，引入民营资本进入医疗机构；制定相应法规推动带薪休假落实完善，减轻交通、景区的负担，切实满足国民的旅游需求，制定政策落实带薪休假，通过制度设计将居民的“假日爆发需求”转化为“细水长流”，既减轻景区负担提升旅游质量，更加有助于促进当前居民服务消费的增长；进一步加大对消费者权益的保护力度，加强对网络购物等新的消费方式的规范，促进新型购物业态的繁荣。

#### (五) 对于防范金融风险的对策：化解存量规范增量，抑制金融风险蔓延

局部风险暴露有望打破刚性兑付的预期，有助于建立更加完善的风险定价体系，解决信贷资源配置的结构性问题，降低地产、城投等低利率敏感性的领域对中小企业的挤出效应，但需防范局部风险向系统性、区域性风险蔓延。针对债务问题可能引发的金融风险，应当着力建立化解债务风险的长效机制，包括健全的风险预警体系、完善的债务管理机制和针对性的风险应急预案等，以化解存量债务、规范增量债务。

**分类施治，疏堵结合，化解存量债务。**化解存量债务的首要任务在于对当前的债务情况进行系统性的摸底核查，初步判断整体的债务风险；划分债务结构，区别对待，针对性地制订化解措施；区分偿债主体，落实偿还责任，保障还款来源。

其次，应当建立完善的风险预警机制，加强日常的风险监控以及跨区域、跨行业的风险监控，制定完善的风险应急预案。

出现局部风险暴露的情况时，应根据风险类型采取不同的应对措施。若仅是因期限错配等原因带来的短期流动性风险，如项目建设过程中资金存在缺口导致无法完工实现预期收益的情况下，可以允许债务展期、“借新换旧”或通过资产证券化等金融创新手段来缓解流动性压力；对于预期收益无法覆盖债务本息的情况，则应尽快落实相关各方的责任，可以通过债务重组、债务资本化等方式，防止局部风险的蔓延。

**规范新增债务，实现适度增长。**目前地方政府融资主要通过融资平台进行，银行贷款为主要的资金来源，但因地方政府信息透明度不高、监管不严格，银行很难全面评估整体债务水平和项目风险。因此规范新增债务首先要推进投融资体系的创新，探索发行市政债等更加市场化的融资方式，将隐性债务显性化，增强信息透明度的同时也可更好匹配资金和现金流。

其次，应当科学的制定适宜的债务规模，一般可通过建立风险预警指标体系来控制债务规模，风险预警指标体系可选取负债率、债务率、偿债率和偿债准备金率等。负债率为地方政府债务余额占地方 GDP 的比重，国际经验来看应当控制在 45% 以内；债务率为地方政府债务余额占财政收入的比重，标准为 100% 以内；偿债率为当年还本付息额占财政收入的比重，标准为 20% 以内；偿债准备金应当达到在当年还本付息额的 80%-100%。



在此基础上，应当进一步加强债务管理，规范债务审批流程、明确管理机构、强化风险预警、健全管理体系。

**深化改革，遏制融资冲动。**从根本上来说，目前地方政府债务快速增长主要源于分税制改革后地方政府“事权”与“财权”不匹配、经济绩效目标考核带来的投资冲动以及缺乏统一的债务管理机构等。因此遏制地方政府融资冲动需要进一步深化财税体制改革，合理划分中央与地方的财权与事权；同时加快政府职能转变，准备把握政府与市场的边界，规范政府的投资和担保行为；改革考核目标，强化审计问责机制。

#### (六) 对于产业结构调整低于预期的对策：加快推进产业结构调整

制度因素是导致我国资源配置扭曲，阻碍产业结构调整的主要因素。推进市场化改革是有效解决资源错配的有效途径，从优化产业结构调整角度看，主要涉及金融、资源品价格以及财政等领域市场化改革。

**(1) 加快金融市场化改革。**针对当前产业结构调整中的表现突出资金错配问题，重点就是着力推进金融市场化改革，综合运用利率、税率倒逼市场自主优化产业配置结构，通过资金价格杠杆，引导货币向符合优势产业发展方向的行业配置；以及加强政府对一些薄弱环节的金融扶持政策。通过制定差别化金融信贷政策。

**对于产能过剩行业，坚持疏堵并重的原则，制定严格的分类实施信贷政策。**具体包括：基于盈利状况、环保、用地用电用水等资源消耗、以及行业技术等指标制定科学的、可标准化的、操作性强的信贷政策；对于存量违规的产能严重过剩行业建设项目，要严格禁止对其放贷；对于存量可置换产能，鼓励银行支持产能严重过剩行业企业兼并重组整合过剩产能、技术改造和向境外转移产能、开拓市场的信贷支持。同时，要发挥资本市场在过剩行业治理中资源配置功能，严格发债、资本市场融资审核程序等措施。**对于新兴产业、科技创新型企业，要大力推进金融体制创新，促进产融结合。**除了鼓励支持金融机构加大对科技企业融资支持外，还要放松管制，完善投资政策环境和政策机制，鼓励更多社会资本进入相关领域。

**(2) 促进资源品价格合理定价。**能源价格机制是市场配置资源品机制系统中最灵敏、最有效的杠杆。价格机制作用一旦发挥，直接影响着生产者、供给者和消费者的利润最大化目标。资源品价格市场化改革不仅有助于推动资源的安全、有序利用，促进整个社会节能减排，而且有助于优化中国的经济结构，推动中国企业转变粗放的经济增长方式，实现可持续发展。

国家已经制定了一些政策来理顺资源品价格，比如阶梯电价、差别性气价政策等。目前资源品价格改革进入到深水区，从我国“十二五”规划看下一阶段改革重点是推进石油、天然气、电力和水等资源品价格改革。重点改革包括打破垂直垄断、放松管制，放开竞争性环节价格；让资源价格体现环境成本，用价格杠杆激励企业节能环保，继续深化差别电价政策化解产能过剩的矛盾。针对不同行业制定有差别的、有针对性的电价政策，比如对能耗超过合理标准的落后产能可以使用加收电价的惩罚性电价，来促使这些落后工艺、落后产能加速淘汰；尤其是严禁地方政府对高耗能行业的电价优惠等。

**(3) 加大财政税收改革力度。**由于我国财税支出透明度比较低，加之运作不规范，目前大量财政补贴可能直接或间接地流向了产能过剩行业，这不仅加剧了行业产能过剩问题，而且导致市场竞争的不公平性。背离国家产业结构调整的方向。鉴于此，国家应加大财税体制方面改革力度，调整优化财政支出结构，关注投资效果；要健全财政补贴的监督问责机制，对违法行为加大查处的力度；另一方面，要改变政府职能，完善主要由市场决定价格的机制，将政府定价范围严格控制在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节，除此以外的行业，政府没有必要对其进行财政补贴，而应该让它们在市场竞争中优胜劣汰。

## 四、改革重塑活力

尽管存在以上问题，仍可以通过短期政策得到缓解，但是这些政策并不能解决中国经济增长的持续动力，也难以恢复经济活力，因此，重塑中国经济的活力必须通过改革。十八届三中全会提出的改革将重塑经济活力，最终摆脱目前经济所面临的困局。





(一) 重塑活力的途径

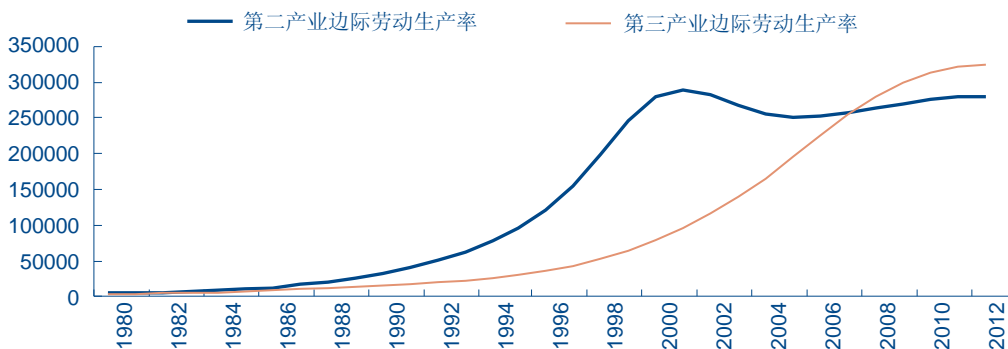
**改革主要通过四种途径提高 GDP 增速。**本次改革的核心是发挥市场在资源配置中的决定性作用，降低政府和垄断管制对经济的影响，通过这一系列改革，这将提高要素的使用效率，激发社会的创新，从结果上来看，改革将提高 TFP，从而提高 GDP 增速。本次改革涉及多个领域，这些改革具体而言，可以从以下几个途径提高经济效率，从而达到提升经济增长的目的：

- 放开进入壁垒，促使资本和劳动力进入生产效率高的行业
- 无效率的行业通过改革将提高效率
- 简政放权提升创新效率
- 释放潜在增长空间

**放开进入壁垒，提高要素使用效率。**十八届三中全会提出，消除市场壁垒，提高资源配置的效率和公平性，这意味着资源将进入边际效率更高的行业。从三次产业的角度来看，第三产业的垄断管程度明显高于第一、二产业，这造成要素进入这些行业存在明显的壁垒，而政策放开则有利于要素进入。从劳动生产率上来看，第三产业的边际劳动生产率已经明显高于二产业，而从资本的边际产出水平上看，大部分服务业明显高于制造业，不同行业的资本边际效率差距明显。如果资源按边际产出进行调整，那么，未来资源（特别是资本）将更多进入教育、采矿、租赁和商务服务、卫生保健、居民服务和金融等行业。由于资本、劳动等资源进入边际产出高的行业，那么全社会的要素使用效率也将得到提高，从而提高潜在生产水平。

图 62：第三产业边际劳动生产率已经超越第二产业

(单位：万元/人)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 8：各行业的增量产出与投资之比

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
水利、环境和公共设施管理业	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01
房地产业	0.09	0.11	0.16	0.03	0.11	0.10	0.07
电力、燃气及水的生产和供应业	0.18	0.17	0.19	-0.17	0.03	0.08	0.08
交通运输、仓储及邮电通信业	0.20	0.17	0.22	0.14	0.02	0.10	0.12
文化、体育和娱乐业	0.30	0.23	0.31	0.26	0.21	0.12	0.20
制造业	0.57	0.54	0.62	0.42	0.16	0.34	0.27
住宿和餐饮业	1.20	0.88	0.80	0.80	0.29	0.41	0.37
信息传输、计算机服务和软件业	0.42	0.50	0.58	0.63	0.14	0.28	0.38
公共管理和社会组织	0.60	0.61	0.75	1.07	0.43	0.26	0.38
教育	0.48	0.33	0.60	0.54	0.68	0.48	0.64
采矿业	1.26	0.55	0.33	1.17	-0.42	0.52	0.65
租赁和商务服务业	1.35	1.36	1.36	1.06	0.46	0.85	0.65
卫生、社会保障和社会福利业	0.84	0.57	0.97	0.76	0.43	0.53	0.77
科学研究、技术服务和地质勘查业	1.21	1.23	1.63	1.06	1.02	0.84	1.05
批发和零售业	1.37	1.67	2.32	2.14	0.88	1.51	1.47
居民服务和其他服务业	5.95	3.05	2.48	2.68	2.06	1.60	1.56
建筑业	2.26	3.07	3.63	3.47	3.06	2.72	2.36



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融业	7.75	19.05	35.70	16.62	11.49	9.22	8.33

资料来源：CEIC，中信证券研究部

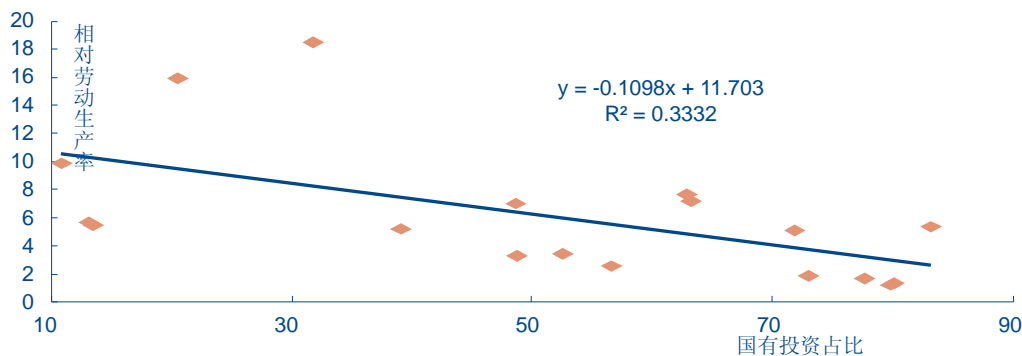
**改革无效率行业，释放沉淀资源。**由于部分行业高度垄断，竞争不充分，这导致要素配置扭曲，部分行业劳动力占用过多，生产效率过低。在垄断程度高或较高的行业中，除了金融和信息传输、计算机服务和软件业劳动生产率尚可以外（这两个行业是资金密集和知识密集行业，劳动生产率高是必然的），其他行业相对劳动生产率都是低的，这说明，劳动力资源在这些行业的配置严重扭曲。处于这些低劳动生产率和高垄断行业的就业人数大约为 8400 万，占城市单位就业人数 15200 万人的 50%以上。通过改革，特别是某些事业单位的企业化改革以后，生产效率有望得到显著提高。

表 9：中国行业劳动效率与垄断程度

	各行业相对劳动生产率	劳动生产率水平高低	国有投资占比 (%)	垄断高低	总体状况
批发和零售业	9.9	高	10.7	低	高水平、低垄断
制造业	5.7	低	13.0	低	低水平、低垄断
住宿和餐饮业	5.5	低	13.3	低	低水平、低垄断
房地产业	16.0	高	20.4	低	高水平、低垄断
居民服务和其他服务业	18.5	高	31.7	低	高水平、低垄断
租赁和商务服务业	5.2	低	39.0	低	低水平、低垄断
采矿业	7.1	中	48.5	中	中水平、中垄断
文化、体育和娱乐业	3.3	低	48.6	中	低水平、中垄断
科学研究、技术服务和地质勘查业	3.5	低	52.4	中	低水平、中垄断
建筑业	2.6	低	56.5	中	低水平、中垄断
金融业	7.7	高	62.8	高	高水平、高垄断
信息传输、计算机服务和软件业	7.2	中	63.1	高	中水平、高垄断
电力、燃气及水的生产和供应业	5.1	低	71.7	高	低水平、高垄断
公共管理和社会组织	1.9	低	72.9	高	低水平、高垄断
卫生、社会保障和社会福利业	1.7	低	77.6	高	低水平、高垄断
水利、环境和公共设施管理业	1.3	低	79.7	高	低水平、高垄断
教育	1.4	低	80.0	高	低水平、高垄断
交通运输、仓储及邮电通信业	5.4	低	83.1	高	低水平、高垄断

资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 63：垄断管制造成劳动生产率低下

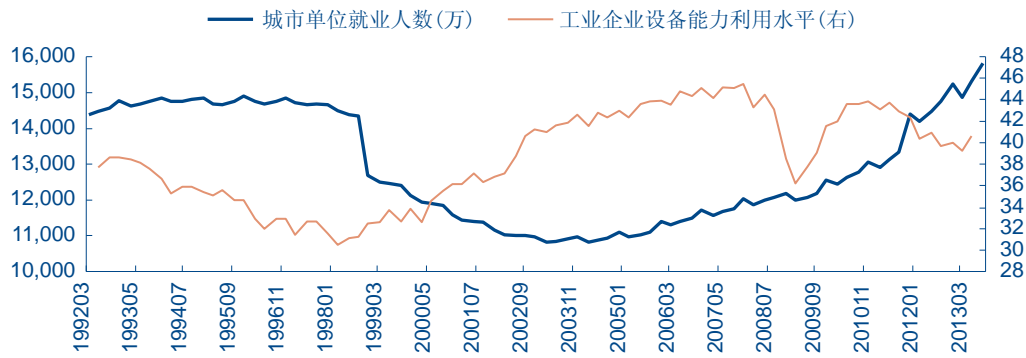


资料来源：CEIC，中信证券研究部

**释放沉淀劳动力对于提升效率的效果是明显的。**始于 1998 年的国有企业改革，这导致城市单位就业人数减少 3000 多万，占 1997 年城镇单位就业人数的 20%以上。经过人员裁减，企业的产能利用率上升，从而经济效率得到提升。2007 年以后，我国企业产能利用率趋势上是回落的，而就业人数的增加却是加快的，这显然又到了需要通过改革释放沉淀冗员的阶段了。如果本轮改革也能使相应单位人员减少 20%，即 3000 万，那么，这将极大地提高生产率，同时，沉淀在相关垄断行业的劳动力将释放出来，从而为经济增长提供更多的潜力。



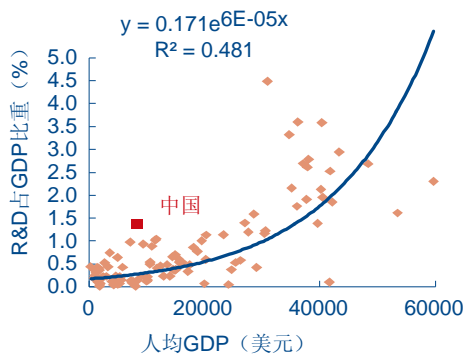
图 64: 减少垄断行业人员提高劳动使用效率



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

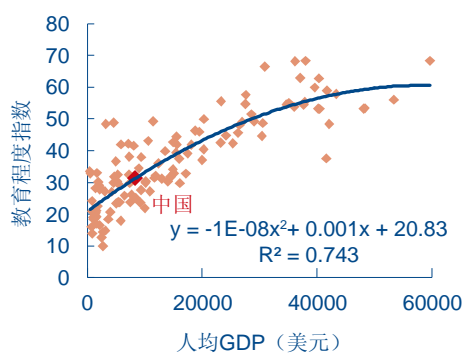
**简政放权将会提高创新效率。**中国在创新投入方面并不逊色于其他国家。教育程度和研发支出是最为重要的创新投入，以经济发展水平作为参照系，可以看到，我国的 R&D 支出占 GDP 的比重显著高于同类发展阶段的可比国家；而教育发展程度亦与我国所处的经济发展阶段相匹配。但是，政府对经济的干预，降低了创新的效率。利用 Heritage Foundation 数据库所测算的经济自由度指数和财政干预度指标，我们可以将各国划分为两类：经济自由度高、财政干预度低的国家以及经济自由度低而财政干预度高的国家。利用世界知识产权组织（WIPO）所测算的人力资本投入和创新产出指数，我们拟合得到了上述两类国家创新投入-产出转化效率的规律：对于政府干预度低的国家，1 单位人力资本投入对应 0.56 单位的创新产出；而对于政府干预度高的国家，1 单位人力资本投入仅转化为 0.28 单位的创新产出。上述跨国经验的一个推论是，通过提升经济的市场化程度、减少政府对经济的干预，有助于提升创新效率。中国政府要减政放权，这样将提高经济的市场化程度，随着市场化程度的提高，创新的效率将提高，创新的能力将进一步增强，从而最终促进潜在经济增长的提高。

图 65: 各国 R&D 投入占比与经济发展水平 (%)



资料来源: HeritageFoundation, CEIC, 中信证券研究部

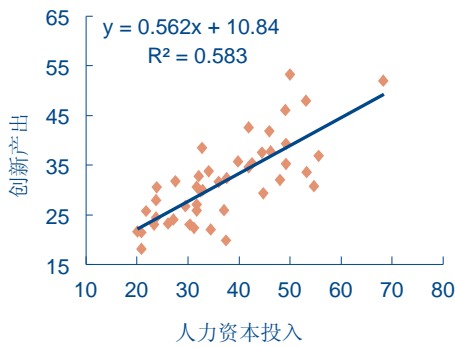
图 66: 各国教育水平与经济发展水平 (%)



资料来源: WIPO, CEIC, 中信证券研究部

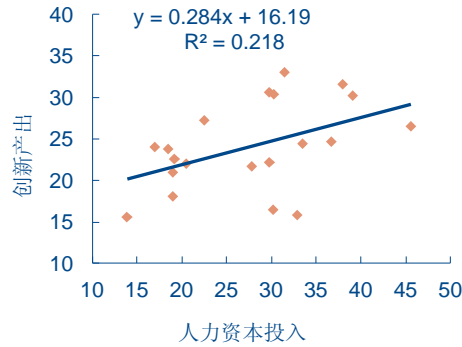


图 67: 政府干预度低的国家创新效率高



资料来源: HeritageFoundation, WIPO, 中信证券研究部

图 68: 政府干预度高的国家创新效率低



资料来源: HeritageFoundation, WIPO, 中信证券研究部

**释放潜在增长空间。改革将催生新的行业，从而释放潜在的增长空间。**历史经验表明，政府的改革措施可以帮助市场发现新的经济价值，催生新的行业，从而带动经济释放潜在活力。例如，1998 年国家提出“住房实现市场化”，推行住房体制改革，中国被压制多年的商品住房需求得到释放，房地产行业从无到有、从小到大，从“新的经济增长点”成长为“支柱产业”，进而带动建筑、建材、家装、家电等上下游多个行业的发展。展望未来，新一轮的改革势必在新的领域培育出新的行业。在新一轮改革措施的催化之下，可期的新领域包括“环保领域”和“低空飞行领域”等。**环境公害频发倒逼环保从注重政府事前审批走向完善法制建设，在环保设备和服务领域，相关企业将“从无到有”进入爆发式增长期。放开低空空域管理使通用航空产业迎来新的增长机遇。**近期，多年难以推进的低空空域开放问题出现松动，低空空域管理改革有望在全国范围内推开，目标是形成“政府监管、行业指导、市场化运作、全国一体化的管理运行和服务保障体系”，通用航空产业有望借势发力。根据中航工业集团预测，到 2020 年，中国通用航空飞机的数量将从现在的 1000 多架次增加到 9000 多架次，新增市场价值接近 600 亿美元。与汽车等其他交运设备相比，通用航空业的产业链条更长，对其他行业的带动效应更为显著，辐射从前端制造到中后端的运营、服务、维修、培训等多个领域。

## (二) 重塑活力的总量与结构效果

**改革将提高 TFP 增速 1-2 个百分点，潜在增速回升至 8%左右。**当前中国经济增速下滑主要是 TFP 增速下滑，而要素增长则保持较高水平。从增长因素的分解来看，造成当前经济回落的主要原因是全要素生产率 (TFP) 增速的下降 (全要素生产率的增速接近历届政府的最低水平)，而要素对增长的贡献达到最高水平。从历史上来看，三中全会之后，全要素生产率的增长都出现了明显的回升，会后 5 年比之前 5 年全要素生产率的增速提高 2-3 个百分点。预计十八届三中全会后，我国全要素生产率增速有可能提高 1-2 个百分点。

表 10: 各届政府的经济增长因素分解 (%)

	GDP 增速	TFP 对增长的贡献	要素对增长的贡献
1983-1987	12.0	5.9	6.1
1988-1992	8.5	2.0	6.5
1993-1997	11.5	5.1	6.4
1998-2002	8.2	2.9	5.3
2003-2007	11.0	4.9	6.1
2008-2012	9.1	2.1	7.0
2013-2018E	8.0	3.5	4.5

资料来源: CEIC, 中信证券研究部预测

**改革将优化经济结构。**改革不但能够提升总体增速，还能够改善中国经济结构，一方面优化产业结构，即提升服务业比重；另一方面改善需求结构，提升消费比重。

**提高服务业比重 7 个百分点。**由于放开垄断管制的领域主要在于服务业领域，因此服务业的增长将成为引领下一轮经济周期的主要产业。从历史来看，放开垄断管制能够吸引民间资本进入相关行业，考虑到当前制造业相对过剩，房地产供求格局在逐步变化，未来放开垄断管制的结果将导致投资结构发生变化，将从制造业和房地产投资转向服务业投资。**三次产业结构预计将从目前的 10:45:45 转变为 8:40:52，服务业比重将超过 50%。**当前第三产业的边际劳动生产率已经明显高于第二产业，这表明新增



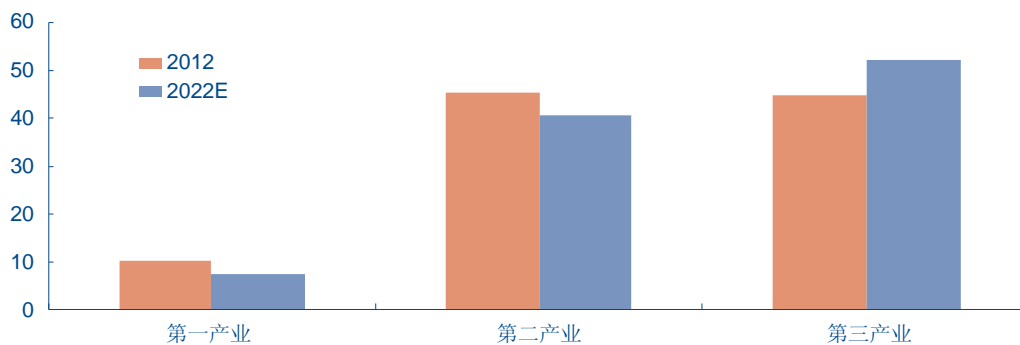
劳动力在第三产业所创造产出比第二产业高，这表明第三产业对劳动力以及其他生产要素的吸引力将上升，由此第三产业的增长将有望超越第二产业。预计未来一二产业增速将略有下降，将从目前的 3.5% 和 8% 下降至 3% 和 7%，而第三产业保持当前的增速，即 8.5% 左右。如果未来通胀水平大约为 2.5-2.6%，按各自行业的价格上升速度分别为 4%、2% 和 2.5% 测算，那么，到 2023 年产业结构将发生明显变化，即三次产业分别为 8%、40% 和 52%，服务业成为第一大产业。

表 11：未来产业增长及结构变化预测（亿元，%）

	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	第一产业占比	第二产业占比	第三产业占比
名义增速	10	7	9	12.0			
平均真实增长	7.4	3	7	8.5			
平均价格上升	2.6	4	2	3.5			
2012	518,942	52,374	235,162	231,407	10.1	45.3	44.6
2022E	1,378,454	103,027	556,714	718,713	7.5	40.4	52.1

资料来源：CEIC，中信证券研究部预测

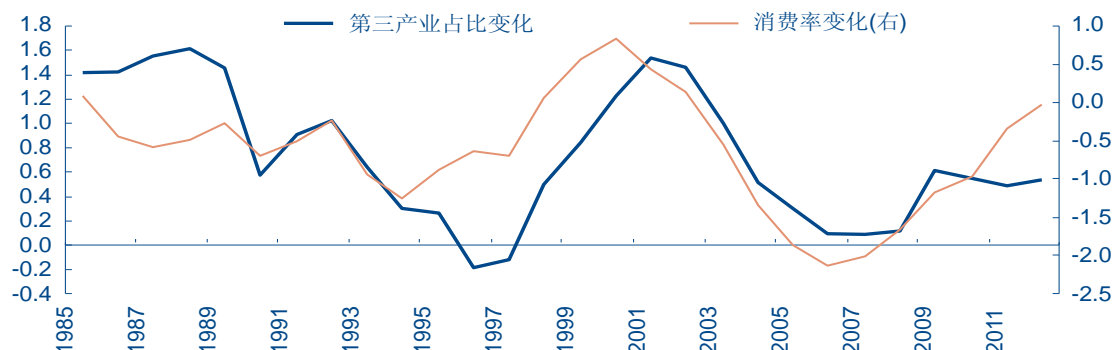
图 69：未来 10 年产业结构变化（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部预测

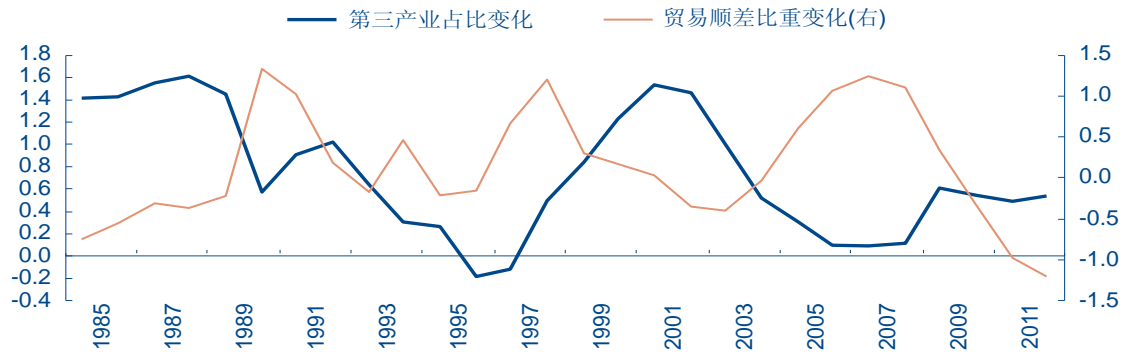
**提高消费率 6 个百分点。**中国消费率低最主要的原因是供给不足。当前中国需求结构出现了一定的不合理，比如投资利率和顺差比重较高，而消费率较低，服务业发展滞后是造成这一比例失衡的重要原因，中国消费中，服务消费比重尤其低。以教育领域为例，由于幼儿园不是义务教育阶段教育，民间资本进入障碍比较小，这个领域的发展相对较快，民办幼儿园成为最主要的形式。而大学教育进入管制严重，因此，供给跟不上，学生大量出国留学，2012 年出国留学人数是 2006 年的 3 倍。**通过改革，消费率将有望上升至 55% 左右。**随着供给的改善，特别是服务领域垄断管制的放开和民间资本的进入，相应领域供给不足的状况将得到缓解。由于第三产业供给的增强，服务消费将快速增长，消费率也将相应提高。考虑到第三产业占比有望上升至 52%，这将推动消费率上升 5-6 个百分点，即上升至 55% 左右。

图 70：服务业占比变化与消费率变化（5YMA；%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 71：服务业占比变化与贸易顺差比重变化（5YMA；%）

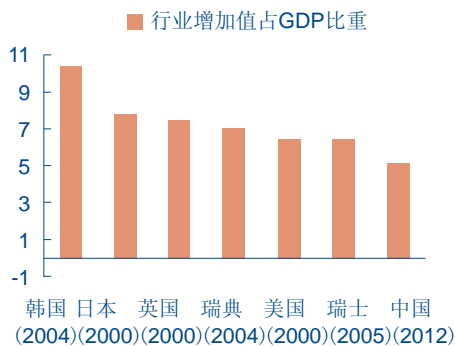


资料来源：CEIC，中信证券研究部

### （三）最具活力的产业

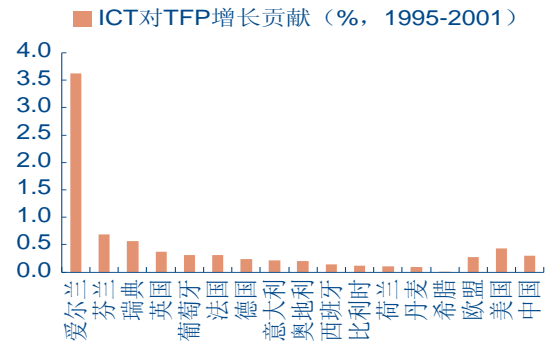
**信息产业将迅速发展。**未来信息技术普及率提升、商业运营模式创新是推动我国信息产业快速发展的主要动因。预计未来 5 年在我国信息化战略推进下，我国信息技术产业中电子信息制造业销售收入年均增速保持在 10% 左右，电子信息制造业中的战略性新兴产业销售收入年均增长 25%，软件和信息技术服务业收入年均增长 24.5% 以上。据此估算，2015 年我国信息产业增加值占 GDP 比重将可能从目前 5.5% 提升到 7%，2020 年超过 10%。

图 72：主要国家信息产业增加值占 GDP 比重（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部整理

图 73：主要国家 ICT 对 TFP 增长的贡献（1995-2001）

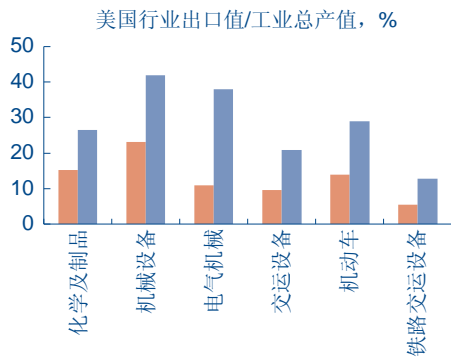


资料来源：OECD，中信证券研究部整理

**高端装备业得到振兴。**振兴装备业是强国的战略选择。装备制造是不仅发达国家制造业重要部分，也是其对外出口的重要内容。美日韩、瑞典等发达国家装备制造增加值占整个制造业的比重高达 50%。相比较我国 2010 年仅占 33%。其中，以高端装备制造业增加值占 GDP 比看，目前我国仅约 0.5%。而美国仅航空航天产品及零部件制造业占比就达到 0.5%。此外，从装备制造从业人员构成看，发达国家装备制造制造业正在由生产型制造业转向服务型制造。发达国家装备制造服务人员占比超过 50%，而我国低于 10%。受益于我国国家安全战略、航空管制放松、对外投资与合作增加等政策，我国高端装备制造业将会进入快速发展阶段，实现从“中国制造时代”走向“中国装备时代”。预计我国装备制造业年均 25% 的较高增速可延续，2020 年高端装备制造业销售产值占装备制造业销售产值的比值可达 30% 以上，高端装备制造业占 GDP 比重将由 2010 年 0.5% 上升至 7%。

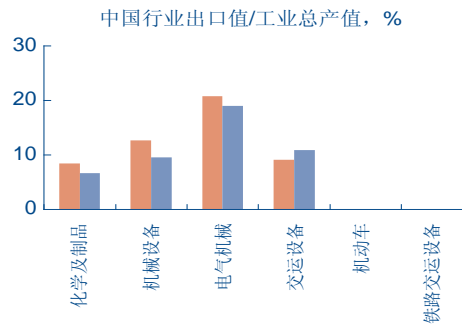


图 74: 美国装备制造业出口/总产值比重 (%)



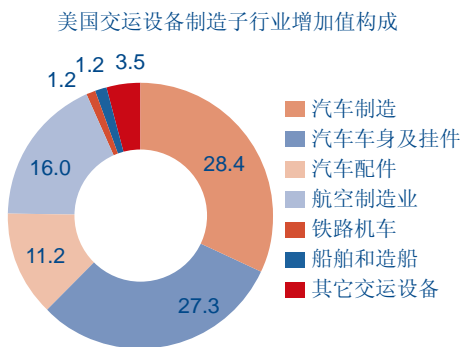
资料来源: OECD, 中信证券研究部整理

图 75: 中国装备制造业出口/总产值比重 (%)



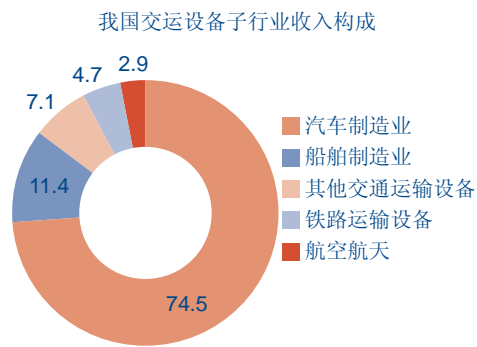
资料来源: OECD, 中信证券研究部整理

图 76: 美国交通运输设备制造业内部结构 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部整理

图 77: 我国交通运输设备制造业内部结构 (%)

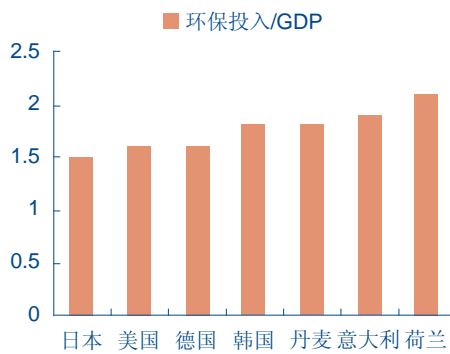


资料来源: OECD, 中信证券研究部整理

**环保产业。**国际经验显示, 人均 GDP 在 8000-10000 美元 (2000 年不变价), 工业化率达到 40-45% 左右, 将进入环境公害的集中爆发期。目前我国工业化率 45% 左右, 未来 5 年我国将进入环保公害高发期。虽然过去十年我国环保投入快速增加, 但目前我国环保产业仍存在投入偏低, 内部结构失衡等问题。2010 年我国环保投入占 GDP 比重为 1.67%, 投入水平刚刚达到控制污染所需投入的低限; 要达到有效控制污染目标, 尚需提升至 2.0%-3.0%。且我国环保装备制造、环保服务的收入之比为 75:25, 美国约为 52:48。十八届三中全会报告将“生态文明”作为“五位一体”战略部署重要内容之一, 并提出推进环保税、消费税、资源税、资源品价格等改革, 以及放松公用事业领域垄断管制, 发展成果考核评价体系的完善等, 这些改革势必会加速环保产业发展。未来 10 年预计环保投入约 10 万亿元。节能环保行业增加值占 GDP 比重有望由 2010 年 0.3% 升到 1%, 2020 年至 2% 左右。预计环保装备、服务年均分别增长 25%、40%, 软硬结构更趋合理; 2015 年环保服务业产值占环保产业的比重将由 2010 年 15% 提升至 30% 以上。

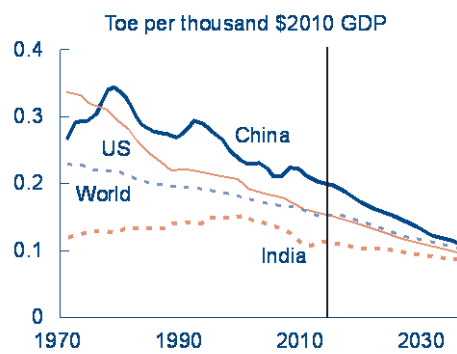


图 78: OECD 国家环保投入占 GDP 比重 (%)



资料来源: OECD, 中信证券研究部整理

图 79: 我国单位 GDP 能源消耗强度偏高



资料来源: BP, 中信证券研究部整理

表 12: 美国环境服务业发展规模及结构 (亿美元, %)

	2000		2005		2008		2000-2008 年 均复合增速
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
废水处理工程	287	27.2	356	28	408	27.8	4.5
环境测试与分析服务	18	1.7	18	1.4	19	1.3	0.7
固体废物处理	394	37.3	478	37.5	553	37.6	4.3
危险废物管理	82	7.8	87	6.8	92	6.3	1.4
修复废物	101	9.6	110	8.6	127	8.6	2.9
咨询与设计	174	16.5	224	17.6	271	18.4	5.7

资料来源: Environment Business International, Inc, San Diego, CA, Environment Business Journal. 中信证券研究部

**“双重需求”驱动健康产业繁荣。**健康产业包含广义的医药器械制造、生产流通、医疗健康护理服务以及老龄相关等产业,《决定》中所推动的供给端的改革重点在于放开市场,引入民间资本,这将有助于平衡健康产业市场化与公益性,打破供给瓶颈。供给端的改革顺应了当前健康市场的“双重需求”:一方面,未来五年,老龄化是必须面对的大趋势,这将为老年日常用品和特殊用品、老人护理业、养老机构业和医疗疗养业等提供广阔发展空间;另一方面,我国居民消费升级正在全面转向服务消费,其中医疗保健消费的提升空间最大,这将全面拉动包括医药医疗器械制造业——医药批发零售流通——健康医疗护理服务业在内的整体产业链。同美国相比,我国健康产业整体链条均有较大差距,尤其体现在医疗护理服务业和医疗器械制造业上,占 GDP 的比重有望上升三倍以上。

**“松绑”的文化市场更具效率。**文化产业对于我国现阶段经济转型和社会和谐都具有重要作用。在文化产业发展方面,政府实际上充当了号召者和领路人的角色。在产业发展初期,政府领路,扶企业上马;但是企业一旦上路,就应该让市场来解决问题了。立足于现阶段展望未来,我国的文化产业将从以往由政府规制和行政干预,转向松绑和营造有效率的文化市场环境。2012 年,我国文化产业增加值 1.8 万亿元,在经济低迷的大背景下快速增长 16.5%,占 GDP 比重提升到 3.48%。预计到 2015 年,我国的文化产业增加值规模将超过 3 万亿元,占 GDP 比重达到 4%以上,未来三年文化产业增加值年复合增速在 20%以上。从各子行业来说,预计未来产业规模年复合增速最快的仍将是互联网行业(30%),尤其是移动互联网相关的移动应用广告、移动搜索、移动游戏(增速将在 40%以上),网游和动漫也将有 25%的复合增速,旅游和教育培训的复合增速在 10%以上。

**新能源行业迎来大发展。**目前中国 GDP 总量已经超过 60 万亿,并且继续维持着年均 9%左右的速度扩张,传统能源已经越来越难以承载如此巨大的经济体量。结构上,能源的利用以煤炭为主,占比达到 75%,煤炭的大量使用对环境产生较大的负面影响。综合考虑发达国家的能源结构和国内能源行业“十二五”规划以及国家能源局 1 月 24 日发布的《2014 年能源行业十大重点任务》。我们认为,新能源行业将迎来快速发展的契机,核能、风能、太阳能和生物质能等子领域都将快速成长。预计 2010 年-2015 年我国非化石能源消费年均复合增速将达到 12.9%,其中,风能、太阳能和生物质能的增速接近 29%,天然气年均增长约 20%。

表 13: 能源结构的国际比较 (%)

国家	煤炭	石油	天然气	核电	水电、风电	非煤能源占比
美国	25	38	27	7	3	75





英国	18	38	35	8	1	82
法国	6	34	15	40	5	94
德国	28	36	22	10	4	72
日本	25	42	16	13	4	75
中国	71.9	20	4.6	0.3	2.9	29.7

资料来源：CEIC、国际能源统计年鉴、中信证券研究部

**新的金融业态从出现走向成熟。**首先，利率市场化改革将会提升直接融资的比重，从而为证券行业的发展创造新的机遇；其次，金融服务日趋专业化，有利于保险、金融租赁、消费金融公司等金融子行业的发展；最后，建立多层次的金融市场将会催生新的金融业态，社交网络、搜索引擎等互联网应用正在对金融模式产生深刻的影响，并催生出诸如 P2P 借贷、移动支付、智能理财、众筹平台等新的金融业态。例如 P2P 微金融平台正在爆发式增长，根据《2013 中国 P2P 借贷服务行业白皮书》，截止 2012 年末，P2P 贷款服务平台超过 200 家，可统计的 16 家 P2P 平台线上业务借款余额将近 100 亿，投资人超过 5 万人，年增长速度超过了 300%。**而新型金融业态有助于提升金融市场化程度、完善价格发现机制，从而提高金融对于资源的配置效率。**



### 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。