

目 录

2011年秋季（总第 27 期）

2011年 10月29日

平新乔:中国保障性住房建设的目标模式探讨.....	2
任兴洲:对保障性住房建设及相关制度与政策问题的认识.....	11
胡晓明:珠三角小企业经营与融资现状调研报告.....	18
会议上半场问答.....	29
彭文生:政策引导通胀回落.....	33
诸建芳:出口负贡献时代来临.....	43
宋国青:通货膨胀:货币决定与国际传导.....	52
会议下半场问答.....	60
2011年第4季度:第26次“朗润预测”.....	63
“朗润预测”特约机构名单.....	64

中国保障性住房建设的目标模式探讨

平新乔

北京大学经济学院教授

在房价高企的时代背景下，保障房问题一直以来便是人民群众议论的热点、媒体关注的焦点、学者研究的重点。中国保障房建设是否可以缓解房价的上涨？中国保障房建设是否越多越好？其适度规模应该如何衡量？中国保障房建设的影响因素又有哪些呢？我们这个研究团队从暑假开始进行这项研究，其目的便在于回答以上的问题，并就中国保障型住房建设的目标模式提出自己的见解。

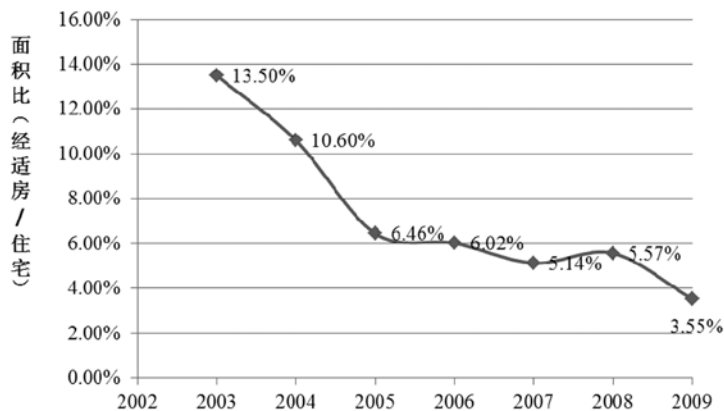
一、保障房的需求和供给因素

最近，关于保障房的问题有很多讨论，我们这个研究团队从暑假开始便开始研究保障房的目标模式，我们发现当前中国保障性住房建设缺少一个顶层设计，比如，中国保障房到底应该怎么做、做到怎样的程度。按照经济学的概念，保障房属于带有公共品属性的私人品，商品房属于完全的私人品，当供地给定时，保障房的最优比率问题其实就是公共品与私人品的最优比率问题，这便是“Groves—Clarke”机制问题。现实中，保障房在我国城市住宅里应当占有多大比率，取决于需求方面的因素，比如，老百姓的消费偏好、居民收入周期变化、居民工作岗位的稳定程度、城市化的进程、居民的财富水平和房贷中首付比率的高低等。供给方面的因素也不容忽视，保障房能够提供多少，取决于地方政府有多大的财力，虽然地方政府可以通过银行对保障房进行融资，但是最后的财力保障，必定还是取决于地方政府的财力，尤其是土地财政的规模。

二、我国保障性住房建设的概况

2009年国土资源部和住房和城乡建设部统计定义的保障房就是经济适用房，当时，公租房和廉租房很少。2003—2009年间，全国保障房的销售面积变化不大，始终围绕着3300万平方米，上下窄幅波动，反映出该阶段我国保障房建设的相对稳定，如果1套住房为60平米，那么全国每年新增保障房也就是50—60万套，保障房的发展很缓慢。图1清楚表明保障房销售面积占住宅销售面积的比重在不断下降，从2003年的13.5%下降到2009年的3.5%，这说明在住房增量变化中，商品房发展较快，保障房发展较慢。然而，我们要强调现在保障房缺少的问题是夸大的，因为中国1998年实行住房改革之前，居民住房基本都是福利分房，福利分房就是保障房，所以1998年以前盖的房子都是保障房，保障房的问题在于增量，这是一个非常重要的判断，我们原来的住房存量都是保障房，这是一个需要澄清的关键事实。

图1 2003—2009年间全国经济适用房占住宅的销售面积



住房增量中的保障房出现了下降，2009年国家对此给予了重视，也就此提出了比较完备的保障房体系，包括公租房、廉租房、经济适用房、限价房以及棚户区改造这五类。自2009年以来的这3年间，保障房比例出现下降这一情况发生了改变。2010年保障房Ⅰ和保障房Ⅱ占住宅供地面积的比重分别上升为19.83%和21.07%，其中保障房Ⅱ跟保障房Ⅰ的区别在于保障房Ⅱ包括了限价房，以上比例在2011年进一步上升为26.67%和31.26%。保障房供地面积占比的激增，反映出该阶段我国保障房建设的持续高涨。

2011年国务院办公厅发布文件，提出今年给全国人民建1000万套保障房，其中，

棚户区改造占一半，即便如此，真正建设的保障房也有500万套，是2003—2009年每年50万套的10倍，相当于十一五期间保障房建设的总量。这么巨大的任务怎么分配各个省份呢？从总体来看，各省保障房建设的任务量分布相对均匀，全国半数左右省份的保障房任务量在20—40万套之间。与此同时，部分省份的任务量差距仍然较大，我们发现任务房量占全国任务量比例最高的是黑龙江省8%，部分内陆省份保障房任务量占比较高，而北京市、上海市、天津市、广东省等部分发达地区的保障房任务量占比则比较低，其中，有9个省份的保障房任务高于40万套，分别为东北地区的黑龙江省、吉林省和辽宁省，西北地区的陕西省，中部地区的湖南省、内蒙古自治区和河南省，以及西南地区的重庆市和云南省。任务量不足20万套的省份有5个，分别为贵州省、青海省、浙江省、海南省和宁夏回族自治区。

从全国范围来看，相对于2010年保障性住房开工量的580万套，2011年保障性住房的建设任务为1000万套，是2010年的1.72倍，可见，任务量出现了较大的跃升。随着保障房建设任务的层层分解，各省均面临着较大的任务量跃升带来的压力。表1所列的20个省份中，大多数省份2011年的任务量均为2010年开工量的1.6倍到3倍之间。其中，2011年任务量为2010年开工量3倍以上的省份有8个，它们分别为东部地区的广东省、福建省、天津市和山东省，西北地区的陕西省、宁夏回族自治区和青海省，以及西南地区的云南省。

表1 2011年部分省份保障房建设任务与2010年的对比情况

行政区	2010开工量 (万套)	2011任务量 (万套)	跃升倍数	行政区域	2010开工量 (万套)	2011任务量 (万套)	跃升倍数
北京	22.50	20.00	0.89	湖南	26.91	44.72	1.66
天津	8.50	23.00	2.71	广东	7.75	31.00	4.00
河北	23.20	38.00	1.64	广西	17.80	29.00	1.63
西省	24.00	30.04	1.25	海南	11.43	9.16	0.80
内蒙古	39.00	44.64	1.14	四川	19.89	35.78	1.80
吉林	26.12	49.45	1.89	云南	15.00	40.00	2.67
黑龙江	70.52	83.00	1.18	陕西	12.48	47.43	3.80
上海	20.00	22.00	1.10	甘肃	11.87	21.27	1.79
福建	6.38	25.01	3.92	青海	8.70	18.82	2.16
山东	11.30	23.11	2.05	宁夏	3.53	9.00	2.55
全国	580.00	1000.00	1.72				

三、对我国保障性住房的实证研究

我们将利用中国31个省市1999—2009年的面板数据，并使用系统广义矩估计来研究我国保障性住房的三个问题。第一个问题是保障房作为一种公共品属性很强的私人品，它是否适合作为调控房地产市场的工具来平抑房价？第二个问题是在土地财政的制度背景下，保障房建设将给地方政府财政带来怎样的冲击？第三个问题是我国的保障房建设，受哪些因素的影响？怎样合理地设计我国的保障房体系，规划我国的保障房建设？

当前有一种观点，保障房建设可以起到缓解房价高涨的作用。我们认为住房需求与买房需求是两件事情，想租房的人、想住保障房的人不会加入到买房的行列之中，除非是投机的人，他们既要抢商品房又要抢保障房，这意味着大多数住保障房的普通老百姓并不是商品房的需求者，保障房的定位在于，在房价高涨的情况下，使得这部分人有地方居住，因此，保障房建设多，房价也不一定会下降。

研究中，我们将住宅销售价格的对数作为被解释变量，将经济适用房销售面积的对数值作为关键解释变量，并控制收入、实际货币供给、城市化进程的影响，我们在表2中报告了实证结果，从中可以看到，一阶序列自相关和二阶序列自相关检验，以及过度识别检验Sargan Test均满足模型设定要求，并且模型（1）显示保障房销售面积与住宅销售价格是一个正相关的关系，保障房销售面积越大，住宅销售价格反而会越高，可见，保障房只能解决在房价上升的背景下，穷人住得起房子的问题，它并不能够对当前房地产市场的繁荣进行调控。政府也不能将保障房列入当前的房地产调控政策之中，毕竟房地产调控政策只是短期的，而保障房建设则是一项长远的福利事业。

表2 保障房建设与房价的关系

	(1)		(2)	
	系数估计值	t值	系数估计值	t值
上期住宅销售价格	0.89	53.4	0.81	53.53
经济适用房销售面积	0.008	2.97	0.000	0.04
实际人均可支配收入	0.061	2.63	0.054	2.29
实际货币供给	0.121	15.84	0.151	14.14
城镇人口比重			0.413	10.22
截距项	-0.336	-8.31	-0.07	-0.83
检验结果	检验值	p值	检验值	p值
AR (1)	-3.734	0.000	-3.808	0.000
AR (2)	0.316	0.752	0.184	0.854
Sargan	29.539	1.000	29.577	1.000

另外，政府应当怎样确定保障房建设的适度规模？是不是保障房建设越多越好呢？今年保障房建设的预算为1.3万亿元，其中，中央财政1500亿，地方财政2000亿，总共才3500亿，离1.3万亿还有近1万亿的缺口。7月份中央允许各个地方银行资金进入，这个缺口在短期内得到缓和，但是长远来看，银行的钱是要财政归还，利差还是要财政支付。如果保障房占整个供房比例太高，比如，土地增量一半以上给了保障房，那么土地出让金就会下降，政府收入就会减少，建设保障房的资金链就会断裂。这种以政府收入作为投入的保障房建设将会变得不可持续。为了研究保障房建设对土地财政的影响，我们将当期土地出让金作为被解释变量，将前期经济适用房与住宅销售面积之比作为关键解释变量，并控制当期政府预算内收入的影响，从表3的实证结果中，可以看出，模型设定的检验都得以通过，并且前期经济适用房与住宅销售面积之比与当期土地出让金之间是显著的负相关，保障房建设的确减少了政府的土地财政收入。

表3 保障房建设对土地财政的影响

	系数估计值	t值
上期土地出让金	0.4	80.91
经济适用房与住宅销售 面积之比	-98.108	-6.79
政府预算内收入	-0.0469	-13.84
截距项	142.007	23.64
检验结果	检验值	p值
AR (1)	-2.129	0.033
AR (2)	1.057	0.291
Sargan	23.635	1.000

那么在我国保障房体系的设计和建设过程中，应考虑哪些因素呢？怎样才能使我国的保障房建设健康、可持续地发展？我们在此主要考虑市场的因素和政府的因素，在此，我们将经济适用房销售面积的对数值作为被解释变量，政府预算内收入的对数作为衡量政府因素的变量，将经济开放度指数的对数、经济发展指标作为衡量市场因素的变量，并控制城市化进程、经济适用房与住宅销售价格之比、建筑安装工程价格指数对数的影响，表4的实证结果表明，模型设定的检验全部通过，并且保障房建设与政府财政预算正相关，这说明政府财政有越多的盈余，那么保障房建设就会发展越顺利，相反，保障房建设与经济开放程度、经济发展指标负相关，这说明保障房建设并不是市场化的问题，保障房建设不能仅仅依靠市场力量，它更需要政府的调控。

表4 保障房建设的影响因素

	系数估计值	t值
上期经济适用房销售面积的对数值	0.506	25.96
经济适用房与住宅销售面积之比	-0.004	-4.82
政府预算内收入的对数值	0.458	12.13
人均可支配收入的对数值	-0.496	-1.69
城镇人口占该省总人口的比重	0.196	0.36
“经济开放度指数”的对数值	-0.178	-2.52
建筑安装工程价格指数的对数值	-1.844	-4.69
截距项	10.316	12.73
检验结果	检验值	p值
AR (1)	-2.617	0.009
AR (2)	0.871	0.384
Sargan	23.047	1.000

四、关于保障性住房建设目标模式的几点建议

综合以上的分析，我们提出关于保障性住房建设目标模式的三点建议，第一，保障房不能作为房地产调控政策，它只能解决“保民生”的问题，不能解决“调房价”的问题，让保障房“身兼二任”，反而可能引发“保民生”和“调房价”两大政策目标的相互掣肘，甚至导致其双双落空。

第二，在土地财政的制度背景下，保障房建设与地方政府的土地出让金规模存在着此消彼长的关系。如果保障房占住房比率上升太快，就会使土地财政萎缩，反过来会产生“保障房财力无保障”的局面。换言之，不能因为保障房的建设而使政府“破产”，那样就没有资金来建设保障房，因为任何向银行进行的借贷，将来都要用土地出让金来还本付息，所以保障房建设多少取决于商品房建设多少，应该用商品房来养保障房。如果政府一定要追求保障房和商品房之间的比例，那也不应该追求二者总量的比例而应该追求二者增量的比例，保证增量中，保障房占有一定比例。

第三，保障房建设不能实行“一刀切”，保障房建设解决的是大城市、特大城市平民、低层次老百姓和新来农民工的住房问题，而现在连青海、甘肃这些经济欠发达地区也开始从乡县市开始一层层的摊派保障房建设的任务，事实上这与保障房的需求

并不一致。我国保障房体系的设计和建设的重点应当在大城市和特大城市，也应当与各地区财政实力，尤其是土地财政规模相协调，与其城镇化程度相匹配，与其经济开放程度相适应。

Discussion on the Target Model of Indemnificatory Apartment Building in China

Xinqiao PING

Professor of School of Economics, Peking University

Professor Ping delivers a speech related to the topic of target model of indemnificatory housing building in China. First of all, he mentions the demand elements and supply elements of indemnificatory housing. According to the definition in economics, the indemnificatory housing is a kind of public goods. The efficient allocation between indemnificatory housing and commodity housing is a problem of “Groves-Clarke” mechanism. In fact, the allocation depends on the demand side, such as consumption preference, periodic variation of GDP per capita, urbanization process, wealth level and so forth, as well as supply side. Furthermore, the government finances also matters. The supply of indemnificatory housing depends on the government budget.

Secondly, Professor Ping describes the overview of indemnificatory housing building in China. From 2003 to 2009, the indemnificatory housing sale area remains stable, about 33 million square meters per year. However, the ratio of indemnificatory housing sale area to commodity housing sale area drops from 13.5% in 2003 to 3.5% in 2009, which implies that there is little progress of indemnificatory housing building compared with the progress of commodity housing building. After 2009, this situation makes a big change. Supply area of Indemnificatory housing I and II increases 19.83% and 21.07% in 2010 respectively and furthermore 26.67% and 31.26% in 2011 respectively. In addition, the distribution of the indemnificatory housing task is generally uneven in each province. Summarily, the indemnificatory housing task in Heilongjiang province is the largest, which is 8% over the total tasks. The interior provinces undertake a heavy task. On the contrary, the developed regions, such as Beijing, Tianjin, Shanghai and Guangdong undertake a task below the average.

Thirdly, Professor Ping reports the result of empirical study. In the research, Professor Ping proposes three questions. The first one refers to the intervening function of indemnificatory

housing. The second one is what the proper ratio of indemnificatory housing to commodity housing is. The third one is what the influencing factors of indemnificatory housing are. The system GMM will be used in this context to analyze the panel data of 31 provinces in China from 1999 to 2009 with the aims to answer the above questions. The empirical results reveal that there is not a clear relation between indemnificatory housing building and housing price, which means that indemnificatory housing building cannot be used as a proper policy instrument to mitigate the real estate boom in China. Moreover, the indemnificatory housing building will reduce the land grant fee of the government. This result implies that the commodity housing plays a very important role the process of indemnificatory housing building. Too much effort paid to indemnificatory while ignoring significance of commodity housing building is not suggested to be adopted by local government. Finally, the governmental factor is more important for the progress of indemnificatory housing than marketable factor.

对保障性住房建设及相关制度与政策问题的认识

任兴洲

国务院发展研究中心市场经济研究所所长

任兴洲所长从相关制度与政策的角度分析保障性住房建设问题，首先讲述了住房保障制度的改革历程，然后分析了当前保障性住房建设的基本情况，最后提出亟需研究和突破的政策性问题。

一、中国住房保障制度的改革、变化历程

1980年，邓小平同志提出住房商品化的基本构想，在实践中，从“提租补贴”开始拉开了改革序幕，此后住房制度改革不断展开。1998年，《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》[国发(1998)23号]出台，提出停止住房实物福利分配，逐步实行住房的货币化分配，“建立和完善以经济适用住房为主的多层次住房供应体系”，即对中低收入家庭提供经济适用住房，高收入者则在市场上购买商品住房。当时，各地陆续建设了一批安居住房和经济适用房。

2002年，在经历了四年左右的亚洲金融危机以后，我国经济明显恢复，并进入新一轮高速增长期。地方政府对财力的需求的增加。特别是随着土地市场实行“招拍挂”以后，土地交易规模迅速扩大，地价上升，房价也开始不断上涨。特别是国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国发18号文)发布后，经济适用房由“住房供应主体”变为“具有保障性质的政策性商品住房”，同时，提出“多数家庭购买或承租普通商品住房”。这时的制度设计与1998年相比已经发生了变化，中低收入家庭要通过购买和租住普通商品住房，而经济适用住房成为只对低收入家庭提供的保障性质的住房。在此政策下同，加上城市化推进，城市人口快速增加的背景，我国商品房价格不断大幅度上升、供需矛盾不断加大，住房保障规模减少。很多地方的保障

面不足5%，群众反映强烈。在这种情况下，2007年，国务院出台了《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（国发〔2007〕24号），提出要着力解决城镇低收入家庭的住房困难，深化住房制度改革。从那时开始，城镇住房保障力度有所加大，廉租住房和经济适用房成为主要的保障形式。在2008年全球金融危机暴发后，为遏制经济下滑和经济衰退，国家实施了总量为四万亿元的刺激计划，前所未有的宽松的财政、货币和信贷政策陆续出台，支撑了房地产业的高速增长。房地产市场发展在对保增长做出贡献的同时，房价、地价大幅轮番上涨也带来了一系列新的矛盾和问题。在这种情况下，2010年，国务院发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发〔2010〕10号），实施了严厉的房地产宏观调控政策，提出“要切实增加住房有效供给，全力加快保障性安居工程建设”。

2011—2015年，我国的住房保障建设将进入一个集中快速发展阶段。“十二五”规划中提出5年内建设3600万套保障性住房的目标，将保障面扩大到城镇家庭的20%左右。

通过以上回顾，我们大体上勾勒出从1998年到现在的十几年间我国住房保障体系发生的变化。

到目前为止，我们已形成了多样化的住房保障的供应体系。一类是租赁型保障性住房，包括廉租房、公租房。还有一类是产权型的保障性住房，包括经济适用房、限价商品房、棚户区改造房。限价商品房并未在全国实施，只在北京等少数城市实行，主要是解决夹心层的住房问题。还有住房公积金和公职人员住房补贴，这些都可以纳入到住房保障体系中。

二、当前保障性住房建设的基本情况

目前我国保障性住房建设总规模很大。来自住建部的数据是，“十一五”期间，全国开工建设各类保障性安居工程共1630万套（包括棚户区改造），已基本建成1100万套，投入使用800—900万套。2011年，全国保障性安居工程建设目标任务是1000万套。总体来看，过去五年建成了1100万套保障房，而2010年一年就要建设1000万套，可见今年的保障房建设任务相当繁重。2011年建设量是整个“十二五”期间的27.8%。

从区域结构来看，2010年西部地区建设任务约占1000万套的44%，东部地区占30%，中部占25.7%。西部地区保障面大、保障任务重，但是其财力支撑能力较弱，这就出现了较大的矛盾。即便是中央政府下拨给西部的保障资金相对较多，但仍远远不够。房价上涨相对较快的东部保障房建设任务也相对集中。

目前，保障性住房的供应结构也发生了新的变化，除廉租住房外，公租房的比重明显加大。今年1000万套保障房建设任务中，公租房220万套，占22%。而公租房的投资建设中的矛盾也最为突出。因为公租房到目前为止还缺乏非常明确的资金来源和渠道。而且这类保障房从资金筹集到分配直到运营后的管理都存在不少困难与问题。

“十二五”规划纲要中提出重点要发展公共租赁房，逐步使它成为保障性住房的主体，这就给住房保障体系带来了一些新变化。

在新的形势下，要进一步强化保障房的建设，并保证一部分能够在今年投入分配和使用。现在各地在确保开工，要求11月底前基本开工，主体结构完工要占到1/3以上，并由住建部和监察部来监督和检查。年内住建部要求300万套可投入使用。今年，我们调研了大量省、市，发现各地政府确实在积极抓落实，态度是积极的，想方设法、因地制宜地进行了大量探索。从项目的选择、确定、供地、融资、建设到管理等诸多环节，地方政府都加大力度来确保开工建设。譬如我们走访了重庆的一个公租房项目，叫民心佳园小区，房租大概是当地房租的60%，每平方米大概9—10元。各地千方百计完成今年的保障房建设任务。在资金筹措方面有很多做法，比如通过搭建政府融资平台来吸收社会资金；另外，多方筹集房源，盘活存量住房纳入到保障房体系，比如贵州的“住房银行”等探索。

在制度创新方面，重庆市和湖北黄石等地通过建立融资平台和责权相对清晰的保障房建设的主体，加上市场化运作方式实现保障房可持续运转，把政府支持和市场化运作有机结合，激活存量，拓宽保障房渠道，还有一些城市在探索“共有产权”模式。

我们认为，目前各地探索大多数是积极的、必要的。我国国土有960万平方公里，从南到北、从东到西、大中小城市、发达和欠发达地区的情况并不一致，因此不能一刀切，要因地制宜，各地在进行有益的探索。

尽管保障房建设取得了较多成效，但当前也面临三大突出问题：

一是资金缺口明显，地方财政压力加大。据初步匡算，今年1000万套保障房需要资金1.3万亿，即使一部分可通过中央财政拨款、地方预算安排、土地出让金净收益的10%以及公积金的增值收益部分等来筹集，大体上也只能解决5000亿左右。尚有8000多亿要在社会上筹集，难度较大。虽然有可能通过出售部分保障房回收资金，但由于公租房所占比例较大，资金缺口仍是较大的问题，尤其是长期持有所需资金如何解决仍是面临的最大问题。由于公租房特点是投资规模大、投资回报期长、收益率低、租金受限制、不确定因素很多，而且考虑到投资回报的问题，这种情况下社会资金（包括银行、社保基金、企业年金、商业保险金）参与愿意不高。粗略计算，今年220万套公租房建设大体需要2860亿元资金，除了财政投资以外，还需从社会筹集资金较多资金。

二是保障性住房建设中土地供应问题，土地缺口比较大。一方面是由于土地指标的限制，特别是东部地区。另一方面是目前土地收储和拆迁成本不断加大，特别是拆迁法出来以后，拆迁成本上涨很厉害。另外，公租房土地供应办法目前并不明确，土地到底如何供应，有的地方是划拨，有的地方采取低价拍卖的方式。加上保障房前期审批时间长，落地很难，而且要求四证齐全才能建保障房。在程序上还有一些问题，导致土地使用证很难在短期内能办下来。以上因素导致土地的真正落地有一定难度。

三是保障房运营管理和可持续发展机制尚未完善。现在我们比较关心建设问题、资金、土地怎么办，怎么建，怎么分，而随着公租房等规模加大，在机构、人员和资金保障等方面问题会进一步凸显出来。

三、亟需研究、探索、寻求突破的制度和政策问题

目前住房保障有一些亟需要研究探索和突破的制度性和政策性的问题。

第一、住房保障体系整体思路目标整体设计需要进一步的清晰和完善。不能头痛医头脚痛医脚。要有一个总体思路。特别是在城镇化工业化快速推进的背景下，如何把握保障体系的规律、确定总体规模以及区域分布和不同群体的需要，并根据这些特点来确定保障目标、方式、对象、以及如何形成和完善建设、管理和退出机制，形成一个可操作的、可持续的系统工程。这样的总体设计非常必要。

第二、住房保障需要通过一定法律法规形式予以保障落实和实施。

第三、要明确中央和地方在住房保障上财权和事权关系。

第四、保障房（尤其是公租房）的社会资金参政策需要突破，加快投融资模式创新。

第五、通过财政税收鼓励因地制宜探索多种保障方式。比如北京、江西一些地方采取PPP方式，把政府资源和民间私人资本资源结合，利益共享风险分担，政府在其中给予很多的支持，把它和商品房捆绑开发发展。

另外，特别需要完善信用体系建设，提高保障过程中的公平和效率。建成保障房要提供给谁，要有科学的依据，避免寻租行为，要真正地让需要保障的人住进保障房。过了几年以后，如果他的资产和收入变化了，他能不能退出保障房，从而让更需要的人能住上保障房。所以，整个信用体系和分配过程中的公平、公正是非常重要的。

当然，更重要的是要加快建立和完善为住房保障科学决策、公平合理分配、科学有效管理依据的信息系统。有了这样的系统才能保证我们住房决策科学性、政策针对性和实施的有效性。

Understanding Indemnificatory Apartment Building from the Perspective of Relevant Regulations and Policies

Xingzhou REN

Director of the Institute of Market Economy,
Development Research Center of the State Council

In her speech, Prof. Ren analyzed the issue of constructing indemnificatory apartment from the perspective of relevant regulations and policies. She first stated the path of reform and changes of housing security regulations. Then she analyzed the basic situation of current indemnificatory apartment construction based on the survey results of relevant research groups in development research center of the state council's market economy research institute. Last, she proposed questions about regulations and policies that needed immediate research and solutions.

Firstly, Prof. Ren summarized the stages of the process of the Housing Social Security System. Housing System Revolution entered into the trial period ever since Xiaoping Deng raised the idea of Housing Commercialization. The comprehensive Housing System Revolution starts from 1998. The 18th document issued by the State Council of the People's Republic of China in 2003 was a turning point of the system. It narrowed the range of targets who can enjoy the housing welfare. With the high-speed economic growth, massive housing price increase and the acute imbalance between supply and demand in 2007 and 2008, the State Council issued 24th and 131st documents. In China's 12th Five-Year Plan, it proposed the construction of 36 million units of indemnificatory apartment goal of the project, which marks the construction of housing security to enter a stage of rapid development phase.

Next, Prof. Ren analyzed current situation of indemnificatory apartment construction. First, its total size is very large. Data from Ministry of Housing and Urban-Rural Development of China, various types of indemnificatory apartments which began to construct during 2006 to 2010 are 16.3 million units, including the rebuild shanty areas, 11 million units are generally completed, 800-900 million of them can be set in use.

Second, regarding to regional structure, the west takes 44% of the total construction load, the east takes 30% and the middle area takes 25.7%. The west is covered with the largest percentage. But its financial ability to pay back is weak, which results a conflict. It's not

enough even the central government invests relatively heavily in the west.

Third, the supply structure of the indemnificatory apartments has also changed. Except for the low-rent housing, there is a declining trend for the supply proportion of the affordable housing.

Without sufficient funding, local governments are all busy with exploring effective ways to finish this year's task. In the case of financing, there are several feasible means, such as establishing a government financing platform to accumulate social capital.

Based on the investigations, Prof. Ren summarized the outstanding problems faced with the current establishment of this system. They includes: the lack of funding and the high financial pressure of the local governments, the tense supply of land due to the limited land index, the increasing cost of demolition; the ambiguous usage of the land for the public rental housing, the long time of the approval procedures. Moreover, the management of established public rental housing is quite weak, since institutional arrangement is not prepared. There is a lack of laws and regulations towards procedures, funding and the responsibilities of relevant bodies.

Finally, Prof. Ren gave her suggestions on the future research into the establishment of the Housing Social Security System.

珠三角小企业经营与融资现状调研报告

胡晓明

阿里巴巴集团副总裁、阿里金融总经理

虽然中小企业融资困难是社会的共识，但到目前为止，我国对中小企业问题的研究仍然缺乏客观和全面的事实作为理论的依据及支撑。2010年阿里巴巴借助其中小企业信息系统，和北京大学国家发展研究院合作组织了关于珠三角小微企业生存现状和融资状况的调研，为中小企业问题研究提供了丰富的数据和大量的经验事实。阿里巴巴集团副总裁、阿里巴巴金融公司总经理胡晓明介绍了此次调研的成果。

一、调研背景与调研方法

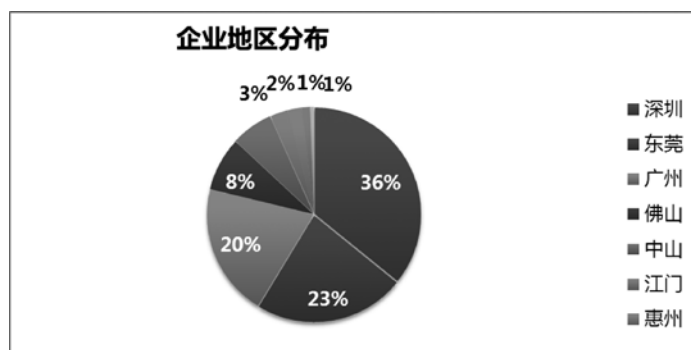
首先向大家介绍本次调研的背景。中小企业是中国经济最活跃的群体，是中国经济发展的重要引擎。根据《中国中小企业蓝皮书——现状与政策（2007—2008）》的数据，中小企业占中国企业总数90%，其产值占全国GDP的65%，贡献了50%的税收，80%的就业机会。中小企业的竞争力在一定程度上代表了中国企业未来的竞争力。但中小企业也是一个脆弱的群体，其经营状况易受宏观因素的影响。2011年我国宏观经济发生了重大变化。2011年年初，国家宏观政策开始转向，实施了适度从紧货币政策。信贷收紧的同时，CPI指数居高不下，原材料、人工成本快速上升。另外，据阿里巴巴的信息平台数据显示，受外部经济环境影响，中小企业的外贸订单有所下滑。这些宏观环境的变化是否恶化了我国中小企业的生存环境？我国小企业生存现状和融资状况究竟如何？这些问题都成为本次调研的出发点。

此次调研涵盖阿里巴巴金融公司对小微企业贷款问题的研究。阿里巴巴金融公司的主要业务是为小微企业提供100万元以下的信用贷款，而非抵押贷款。作为目标客户群的小微企业有两个主要特征：年销售额在3000万（含）人民币以下，企业员工总数平均在32人左右——此类小微企业正是本次调研的对象。小微企业处于发展阶段前

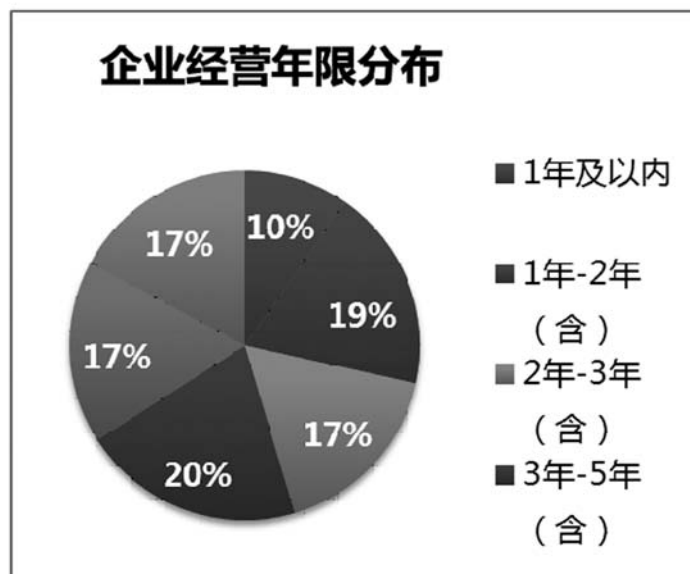
期，规模小但具有高速增长和良好的市场前景。未来这些小微企业可能成长为具有国际竞争力的大企业，和欧美大企业一起参与世界竞争。阿里巴巴曾经也是这样的小微企业，最早的时候向银行提出5万元贷款申请都没有得到批准。

为了深入了解小微企业的生存状况及其融资状况，本次调研通过网络平台，调查了珠三角地区2889家企业。同时派出7支团队，在广州、深圳、东莞、佛山、中山、江门6地实地走访了95家小企业、11个专业市场和15家金融机构。如图一所示，样本的地理分布和各地区小企业分布一致。其中深圳占36%，东莞23%，广州20%，佛山8%，其余占13%。图二反映了样本企业经营年限分布也比较平均。经营时间为1年及1年以内的企业占样本10%，1-2年的占19%，2-3年的占17%，3-5年的占20%，5-8年的占17%，8年以上的占17%。总体而言样本选择比较合理。

图一、样本企业地区分布



图二、样本企业经营年限分布



二、小微企业经营现状

2010年以来，小微企业经营状况可分以下两个方面概括。其一是小微企业生产成本上升，盈利能力减弱。小微企业利润比2010年前平均减少30%—40%，如表一所示，原材料价格上涨、人力成本上升、订单减少是导致小微企业利润下降的三个主要原因。其中，72.48%的小微企业将原材料成本上涨列为困难之首，大部分行业的原材料成本比2010年前上涨了20%—50%，而在2010年前只有60%的企业认为原材料涨价是经营困难重要因素。人力成本上升是第二大原因。小微企业工人工资比2010年前上涨了20%—30%。在此次调查中，52.44%的企业认为劳动力成本上涨导致利润下滑，比2010年前增加6.7%，除人工成本上升外，工人的流动性不断上升，不少工人随着产业转移回流到中西部地区，又进一步增加了珠三角小微企业工资上涨的压力。

表一、2010年样本企业经营的主要困难

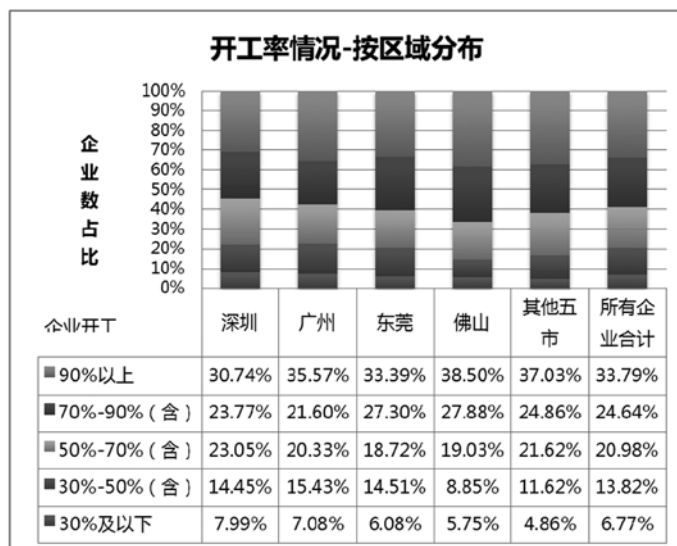
企业面临的前三位困境	2010年至今 企业数占比	2010年以前 企业数占比	对比增长
· 原材料成本上涨?	72.48%	60.68%	↑ 11.80%
· 劳动力成本上涨?	52.44%	45.66%	↑ 6.78%
· 接不到订单或者订单量很少?	45.14%	45.03%	↑ 0.10%

然而，小微企业难以通过提高产品价格来消除生产成本上升的影响。小微企业所处的市场是充分竞争的市场，产品高度同质化，缺少通过品牌建设、核心技术等手段提升利润能力，缺乏盈利增长点。中山市具有一定规模的灯具生产企业有2500家，绝大部分是同质商品的价格竞争。珠三角的很多欧美代工厂其实只是来料加工车间，低廉的生产成本是其生存之本。生产成本上升没有改变产品的国际价格，却挤压了小微企业的利润，缩小了小微企业的生存空间。

小微企业经营状况第二方面可以概括为：订单量逐步萎缩，开工率下滑。与2010年相比，2011年珠三角地区小微企业订单量有所下滑，并且出现一个不利的现象——订单开始分散。受原材料价格波动及人民币升值等不稳定因素的影响，来自欧洲、北美的采购商谨慎下单，小微企业谨慎接单，成交的订单以额度小及结算周期短的订单为主。小额的短周期订单不利于我国小微企业规模化生产降低成本，且减少了企业开

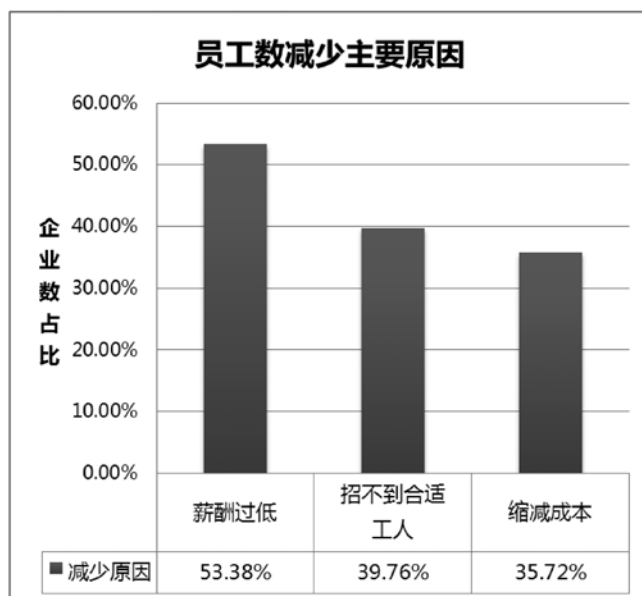
工率。图三展示了样本企业开工率的地区分布。被调查企业平均开工率为70.92%，其中58%左右的企业保持70%以上的开工率，20%左右的企业开工率在50%以下。而5年前中国作为世界的制造工厂，基本上小企业开工率都维持在70%以上，极少数在30%左右。

图三、2010年样本企业开工率地区分布



开工率减少随之而来的是企业员工人数减少。34%的被访企业2010年以来减少了员工人数。图四解释了企业员工人数减少的原因。有大约53%的样本企业认为薪酬过低是员工离职的主要原因，40%左右的样本企业员工人数减少的主要原因是没有找到合适的工人，36%左右的样本企业为缩减生产成本而辞退员工。样本企业调研数据反映了小微企业“两头难”的生存状况：国内工资、原材料等生产要素价格不断上涨导致生产成本上升，但产品定价是完全竞争市场条件下的国际价格，小微企业难以提高市场定价来消化生产成本上涨。

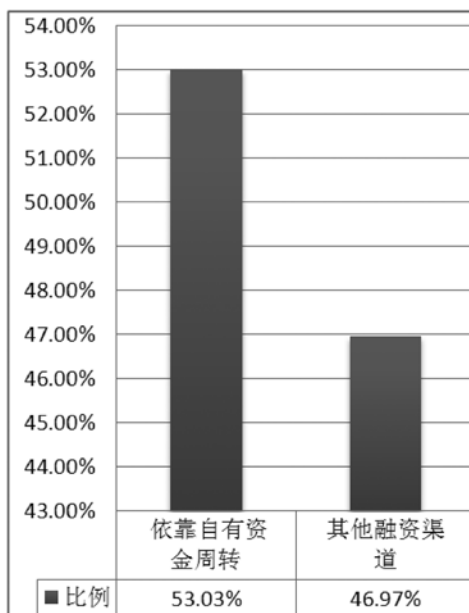
图四、2010年样本企业员工数减少的原因



三、小微企业融资现状

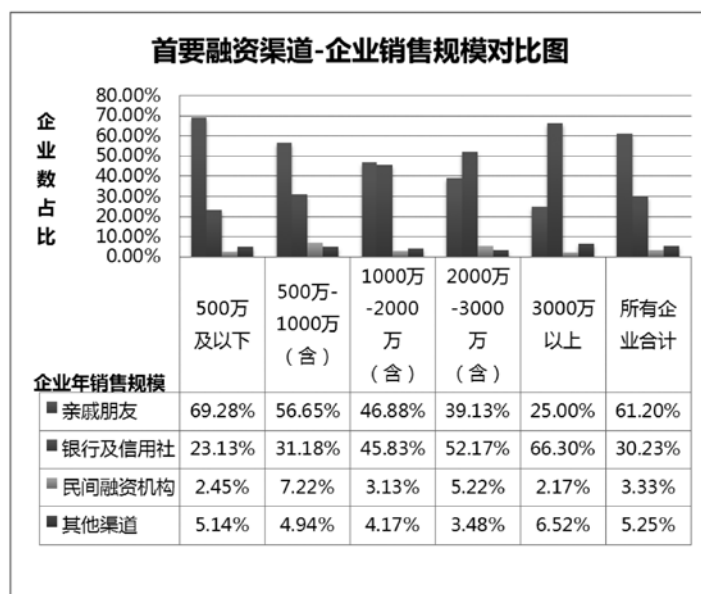
小微企业融资状况可分三个方面来概括。其一是小微企业融资渠道狭窄。如图五所示，53%的被调查小企业完全依靠自有资金发展，没有外部融资。只有46.97%的企业曾有过借贷历史，其中包括房地产和信用卡。在有外部融资记录的企业中，其中30.23%的企业获得过银行贷款，也就是只有13%的小微企业曾向银行融资。一部分原因是小微企业缺少健全的财务报表、优质的抵押物；另一部分原因是信贷资金紧张，银行业务缺乏开拓中小企业融资业务的动力。

图五、2010年样本企业融资渠道



小微企业融资状况第二个方面是，随着企业经营规模的扩大，亲戚朋友借款作为借款首要渠道的比例不断下降，银行及信用社贷款的比例不断上升。图六显示，小微企业资金来源主要依赖自身资金的积累、亲戚朋友借款，还有供应链融资，其中61%的企业把亲戚朋友借款列为借款的首要渠道。但亲戚朋友借款渠道的重要性随着企业规模扩大而逐渐下降。近70%的年销售规模500万以下的企业把亲戚朋友借款列为借款的首要渠道，而在年销售规模3000万以上的企业组中这一比例仅为25%。在年销售规模500万以下的企业组中，银行及信用社贷款作为借款的首要渠道的企业比例为23%，而在年销售规模3000万以上的企业组中这一比例为66%。银行贷款和企业规模密切相关。

图六、2010年样本企业首要融资渠道——企业销售规模对比图



小微企业融资状况第三个方面是，企业融资供需缺口变大，具体表现为企业信贷额度下降、借款利率水平上升，贷款期限变短。28%的被调查企业2011年的信贷额度下降，仅16%的企业贷款额度有所增长。从表二列举的样本企业借款利率数据来看，2010年后小微企业借款利率有所上升。2010年以来借款年利率12%以上的企业占被调查总数的40%左右，2008年—2010年这一比例是35%。

表二、样本企业借款利率变化情况

年利率	2010年至今	2008-2010	对比增长
6%及以下	18.41%	20.38%	-1.97%
6%-12% (含)	42.47%	45.52%	-3.06%
12%-18% (含)	22.70%	18.86%	↑ 3.84%
18%以上	16.42%	15.24%	↑ 1.18%

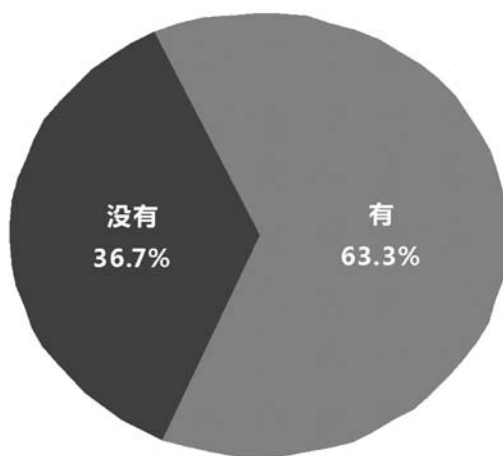
表三列举的样本企业调查数据反映了小微企业借款期限相比2010年前有所缩短。2010年以来借款期限在12个月以内的企业占被调查总数的60%左右，2008年—2010年这一比例是57%。

表三、样本企业借款期限变化情况

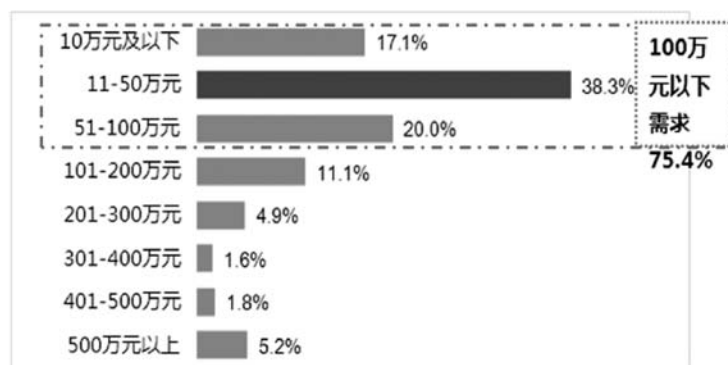
期限情况	2010年至今	2008-2010	对比增长
1个月-3个月(含)	12.35%	10.56%	↑ 1.79%
3个月-6个月(含)	15.77%	15.39%	↑ 0.37%
6个月-12个月(含)	31.64%	31.39%	↑ 0.25%
1年-2年(含)	27.56%	29.38%	-1.81%
2年以上	12.68%	13.28%	-0.60%

另外，图七和图八显示了部分阿里巴巴集团2010年10月对小企业融资需求的调研数据。有融资需求的企业占被调查总数的63%左右，且被调查总数的75.4%的小微企业贷款需求在100万以内。这也是阿里巴巴金融公司主要做100万元以下信用贷款的主要原因。

图七、样本企业融资需求程度

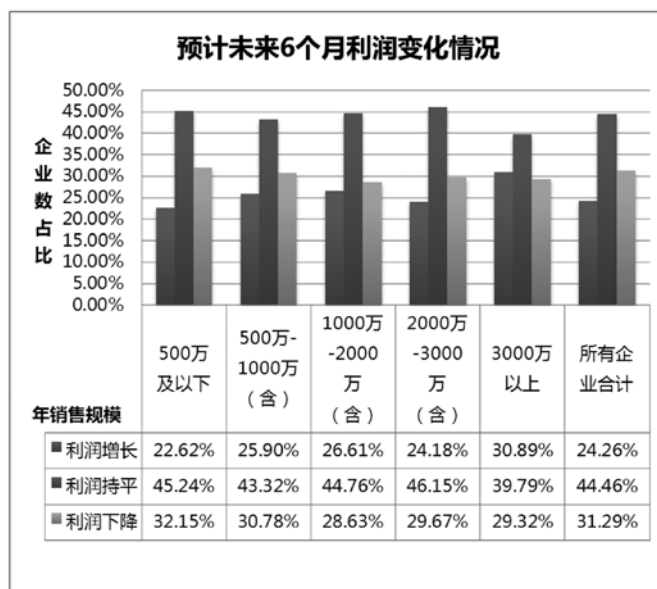


图八、样本企业期望的贷款额度



此次调研还询问了小微企业主对未来6个月经营状况的预测。整体而言，小微企业主对未来6个月利润预期不高，有悲观的市场气氛。如图九所示，有31%左右的小微企业预计未来利润下滑，仅24%左右的小微企业预计未来利润上升。且随着经营规模扩大，预计未来利润上升的企业比例增加，预计未来利润下滑的企业比例下降，企业盈利状况随着企业经营规模变大而好转。

图九、样本企业对未来十月利润变化的预期



四、破解小微企业经营及融资困境的建议

调研报告针对如何破解小微企业经营及融资困境的问题提出了若干建议。首先是降低小微企业税负，且扶持小企业各种政策不能只停留在社会舆论上，而是要强化落地。国家出台的许多扶持小微企业发展的政策和指导意见，但现实中不少小微企业对此知之甚少，也未切实享受到政策眷顾。2011年10月11号国务院发布了国九条，其中一条是提高小型微型企业增值税和营业税起征点，且关于小企业税收政策可以延续到2015年。但符合条件，能真正享受到优惠政策的小微企业很少。扶持小微企业的优惠政策没有落到实处，导致了一些社会矛盾。前段时间，在我家乡浙江湖州的某个童装市场发生了社会稳定问题。当地税务机关根据机器台数对童装市场征税，每台机器征收343元。部分行业的小微企业平均利润在2.45%，对税费政策的变化非常敏感。由加

税而至亏的企业聚众闹事，影响了社会稳定。这也从一个侧面反映了优惠政策对小微企业生存的重要性。

破解小微企业经营及融资困境的第二个建议是小微企业需要强化品牌拓展和销售渠道。小微企业要强化品牌建设，在同质化程度较高的市场竞争中，富余产品品牌价值，提高产品议价能力。同时强化渠道建设，缩短流通环节，降低成本，提高盈利能力。珠三角、长三角的小微企业发展的历程表明，企业只有注册自己的品牌和专利，其未来五到十年的发展才有坚实的基础。

破解小微企业经营及融资困境的第三个建议是鼓励服务微型企业的金融机构发展，如小额贷款公司，鼓励其经营模式创新，产品创新，信贷技术和经营理念创新。拥有完善的营销网络和雄厚的资金实力的大型商业银行，如工农中建四大国有商业银行，都倾向于给大企业发放贷款。在缺乏专门服务微型企业的金融机构的情况下，信贷资金最终还是流向大型企业、政府平台。即使市场上流动性充裕，小微企业还是难以获得银行贷款。因此我们支持国家宏观调控政策，控制通胀以减少原材料、工资上涨给小微企业带来的经营压力。在对服务微型企业的金融机构监管要求上，兼顾风险控制和业务发展的平衡，缓解小微企业融资难的问题仍然难以解决。

破解小微企业经营及融资困境的第四个建议是加快社会信用体系建设，降低信息收集成本。相关部门要引导小微企业规范财务，且针对小企业财务数据不规范的缺陷，采用综合的评价体系，将更多的非财务信息纳入考核范围，综合反映小企业的经营状况。此外，还应整合征信、工商、税务、水电等信息，统一向微型企业信贷服务提供商开放，降低社会收集小微企业信息的成本。

最后，我要指出，尽管小微企业目前面临很多困难，包括对未来发展方向的迷茫，但是他们也坚持、思变和等待时机。他们需要的仅仅是一缕阳光，哪怕仅仅是一缕。

The Survey of Survival Status and Financial Situation of Small Business in Pear River Delta

Xiaoming HU

Vice President of Alibaba Group
& General Manager of Alibaba Financial Company

To inspect the survival status and financial situation of small business, Alibaba Group, cooperated with National School of Development of Peking University, surveyed the small businesses of Pear River Delta in July 2010. Xiaoming Hu, the general manager of Alibaba Financial Company and the vice president of Alibaba Group, presented the result.

The object of this survey is the small business with annual sales equaled or below 30 million RMB. 2889 small businesses were surveyed by internet, and 95 of which were interviewed. In addition, 11 specific markets and 15 financial institutions were included in this survey.

The rising production cost, sluggish order and falling capacity utilization reduced the profitability of small businesses from 2010. Meanwhile, the declined bank credit line, the rising interest rate and shorten loan term indicated the financial situation of small businesses deteriorated. The financial channel of small business is narrow still. Raising fund from relatives and friends was the primary channel, but it became less important and the credit cooperatives loan and bank loan increase as the scale of business get larger.

Mr Hu also advised on the issues about how to improve the profitability and ease financial situation of small business. Firstly, the tax load on small business might be reduce and the preference policies would carry out; secondly, small business would develop markets by brand and lead industry fashion by the innovation; thirdly, support the development of the financial institutions served for small business, such as small-load company, to broaden the financial channel of small business; finally, accelerate development of a credit system for the general public to reduce the cost of information collecting.

会议上半场问答

问题1：请问平教授，您刚才演讲提到保障房是一个公共品，而公共品是要具有非排它性和非竞争性的，保障房满足这两个要求吗？或者从经济学角度来考虑，保障房的理论基础到底是什么？

平新乔：我刚才所提到的，保障房是公共品这个表述不太严格。事实上，保障房是具有公共品性质的私人品。其私人品的性质在于，你住了保障房，那么其他人就不能住这个保障房了，这是保障房的排他性。保障房也具有消费上的竞争性。但是，保障房有很强的公共品属性，它针对的是低收入人群，发挥收入再分配的功能，其目的是维持社会的长久稳定。

问题2：我想问任所长的是，3600万套保障性住房这么大的建设量会存在问题，刚才平老师说这是一个大本科生也能想到的，那当时起草文件的时候政府怎么会想不到这样的问题呢？

任兴洲：我国商品住房市场已发展多年，但是可以看到完全用市场的办法不能解决所有家庭的住房问题。在任何一个国家，在快速工业化、城市化过程中都曾经有过住房保障问题，也有过实物住房保障的时期。当然，由于各国国情不同，采取的保障措施并不一定完全一致。例如，二战后日本就曾通过住房计划来解决居民住房问题，而且制度设计的很详细。

我们知道市场机制在配置资源中能够发挥重要作用，但市场不是万能的，是有缺陷的，也会有失灵的部分。因此，政府要通过符合具体国情的保障方式来使低收入家庭能够“住有所居”。当然，在我国目前的情况下，在我们的财政能力和实际需求之间要找到一个平衡点也是非常必要的。

到底需要多少保障房，这是个需要科学测算的问题。针对这个问题我们也力图进行测算。这一次人大询问中提出3600万套是否能够调整？住建部的回答我认为还是很客观的，他们说会认真测算，并根据实际需求进行相应的调整。这是实事求是的做法。

问题3：前一段时间有记者在宁夏自治区临夏市做了采访，了解到一个情况，现在各地为了完成保障房任务，采取各种各样的办法来解决资金问题。临夏那个地方非常穷，政府配套资金也没有，他们采取了廉租房共有产权，你符合廉租房的分配条件，而你如果能首批拿出七万块钱，房子70%产权属于你，未来五年余下30%付清那么廉租房的百分之百产权就完全属于你，像这样一种廉租房共有产权模式在各地资金非常缺乏的情况下成为一种解决资金所谓的探索方式，那么廉租房的目的是为了解决最需要住房的那批人，还是保障现在可以为政府负分担资金困难的那批人？

任兴洲：到目前为止我们了解到的“共有产权”方式多数是在公租房或经济适用房这种形式上使用的。但是，我个人认为廉租房实行共有产权不一定合适。因为，能够适合廉租住房保障条件的是收入少、非常困难的家庭，这些家庭很难拿出七万块钱来购买廉租房。所以在这方面应当慎重考虑。

但是我们在上海调研时，发现有些人廉租家庭确实愿意逐步购买廉租房。然而我觉得廉租房还应该是政府建设、配租和管理的方式。不过，不一定只是采取实物配租的方式，也可以采取租金补贴和其他方式。譬如一些人不一定愿意住到五环、六环去，因为生活、就业、就学不方便。政府可以根据政策给予他们一些补贴，他们可在近一些的地方租个非常小的房子，可以解决他们的生存问题和就学就业问题。这也是廉租房的一种保障方式。所以，总体上我觉得廉租房应是政策性更强的一种保障方式。

问题4：云南保障房政策除了保低收入家庭，还有农垦矿区低收入职工住房问题。刚才两位老师提出保障重点应在大中城市，那么农垦区、矿区的低收入家庭住房怎么保障，以及接下来政策制订应该有一个什么样的发展方式？

任兴洲：现在一些棚户区改造就是专门针对独立矿区、垦区和林区的政策。由于原来这些地方留下了大量棚户区，所以针对他们也有相应的政策。中央、地方政府对此都有资金、土地投入。

问题5：刚才平老师讲保障房建设不应与平抑房价挂钩，不知道任老师和平老师之间有没有什么分歧？另外，是不是说现在保障房建设到年底了还差8000亿？

任兴洲：我非常同意平教授的观点。目前加大住房保障力度并不是为了平抑房价，这一点是清楚的。保障房政策设计不是为了平抑房价而设计的，主要还是要解决在快速城市化过程中（特别是大中城市、特大城市中）一些家庭的住房问题。因为他们没有办法完全通过市场来解决自己的住房问题，需要有相应的保障政策。当然，住房保障也是有层次的，有救济型的（如廉租房）、有救助型的（如经济适用住房），也有援助型的（如公租房和限价房等）。公租房一般比市场租金低15—30%，自己要出一部分租金，政府优惠一部分，这就是援助型的保障。实现城镇中低收入居民“住有所居”是目的，而不是为了平抑房价。当然，由于保障力度加大、保障性住房增多，对市场供求格局带来一些变化，进而使市场房价出现变化，那是客观形成的，而不是保障目标设计要重点考虑的。

问题6：中小企业民间借贷有多大比例，这一块风险是怎么样的？地下融资对中小企业影响怎么样，地下融资都不能公开的话，你们这个平台融资怎么能够顺利操作和进行？

胡晓明：在国家政策层面，判断高利贷的标准是贷款利率是否超过央行贷款基准利率4倍以上。就目前我们了解的情况，高利贷现象普遍存在，特别是在浙江省。我身边很多人向我借高利贷，而且是帮别人借的。我自己估算目前国内高利贷的规模不亚于一个工商银行的信贷规模总额。大规模高利贷的出现不是因为宏观经济调控，宏观调控只是加大了高利贷的规模而已。

目前国家鼓励民间资金进入金融市场的渠道有两个，一个是贷款人条例，目前处于政策调研期，近期出台可能性不大。第二个小额贷款公司或者是政策性银行——这是人民银行和银监会政策上有分歧的地方。人民银行鼓励小额贷款公司，银监会鼓励政策性银行，双方各执一词。目前通过小额贷款公司解决了一部分中小企业的贷款问题。

目前中国大概有将2300—2500家左右小额贷款公司在运转。按注册资本金1亿计算，大概有2300—2500亿左右的资金在运营。阿里巴巴金融公司通过两个渠道运作。第一个渠道针对有抵押物或者贷款金额比较大的客户，我们和中国银行、工商银行合作，把企业在阿里巴巴信息平台上的数据提供给商业银行，帮助企业增信，搭建商业

银行和企业之间的桥梁。第二个渠道是针对没有抵押物或者贷款金额小的客户，我们为小微企业提供100万元以下的信用贷款。这部分客户占中小企业的75%左右，数量巨大且行业分散。大型商业银行给这些小微企业贷款成本巨大但收益很小，因此这部分客户的融资需求必须通过技术创新来解决。

我们把资金比作水，银行比作农夫，企业比成树。传统的银行授信模式是一个农夫挑一担水给树浇水。小微企业是草原，每颗草很小，但总体面积巨大。草原靠农夫浇水一定越浇越死，草原需要的是一个灌溉系统。这个灌溉体系的基础就是小微企业的信用体系。如何建立小微企业信用体系是个难点。对此我们三个建议。第一是建立各部门之间的信息督导。目前中国不缺乏数据，中国缺乏的是有效的信息督导。各个行政部门，如工商、税务、海关等都有大量的企业数据，如何协调、整合各个部门的企业信息，建立企业征信平台，这是值得研究的问题。

第二是把新型技术应用到微贷体系，如欧美通过评分卡制度，降低银行金融成本。第三是规范小微企业财务制度，把小企业的税务报表，财务报表和自用的账本合并，增加小微企业财务的透明度和可信度。总的来说，我们正在尽力尝试化解小微企业融资难的问题，如果能解决中国1%的小微企业贷款问题，我们也感到欣慰了。

政策引导通胀回落

彭文生

中金公司首席经济学家

一、国内流动性是否偏紧？

关于目前国内流动性是否过紧，学界和业界都还颇有争论。我们认为判断国内流动性是否过紧要从货币增长速度和货币存量两个方面共同加以考察。

从货币增长速度看，数据显示当前M1和M2增速明显下降，尤其是M1增速基本上到了8.9%（见图1）。判断货币增速是否下降太快取决于两点：一是对货币的定义能否准确反映流动性指标，这涉及到银行表外业务发展对M2能否准确反映社会广义流动性产生的影响。今年银行表外业务发展，在一定程度上影响了M2对社会广义流动性的准确衡量。但因为最近监管机构加强了监管，银行业务由表外向表内转化非常明显，最近三个月人民银行公布贷款增长速度可能有一些高估金融部门对非金融部门贷款支持。因此用M2衡量社会流动性所存在的失真在减少。另一方面，判断M2增长快慢与否还取决于潜在经济增长率。由于人口结构的变化，潜在经济增长率放缓，合意M2增长水平也要相应下调。

图1、M1和M2同比增长率



从货币存量角度看，由于2008年和2009年信贷大幅度扩张，M2存量已是GDP的1.8倍。但事实上M2存量流动性也是变化的，这取决于利率水平和投资者风险偏好水平。如果将现金视为一种资产，根据经典资产组合理论，同样M2存量，利率水平越高，人们更愿意以活期和定期存款持有货币，从而使M2流动性降低，这也解释了图1中M1增速下降快于M2增速。

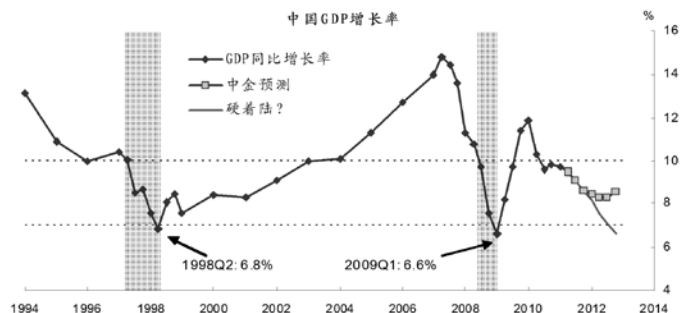
投资者风险偏好水平同样可以影响存量M2流动性。同样M2存量，当投资者风险偏好水平比较大时，理性投资者愿意配置更多风险资产，减少对货币资产的需求，从而使M2流动性降低。目前国际形势、国内紧缩、经济放缓以及最近民间借贷发生的风险事件都有可能降低投资者风险偏好有所降低，从而增加流动性需求，增加目前存量M2流动性。

总言之，从货币供给看目前流动性整体紧缩，增速有明显下降，但同时潜在经济增长水平也可能由于人口结构原因而下降，这使得合意流动性增速下降，从而在一定程度上缓解目前整体流动性过紧态势。从货币需求角度看，投资者风险偏好变化还取决于未来经济走势。整体来看，我们认为目前国内货币条件还是存在明显紧缩趋势，国内货币政策基调不变但会有一些微调，以防止流动性过紧，或者狭义广义货币增量增速下降过大。

二、中国经济硬着陆风险

从历史角度看，我们认为过去十几年中国经济硬着陆大概有两次，一次是1998年，一次是2008年底。如图2所示，这两次都是GDP增长在短期内从10%以上大幅下滑至7%以下。这两次经济硬着陆均和国际形势有关，第一次是亚洲金融危机，第二次是全球金融危机造成外部需求大幅紧缩，国内消费信心、投资信心均受挫。

图2、近两次中国经济硬着陆经历



从外部需求看，如图3所示，目前外贸顺差占GDP的比例只有3%—4%，比高位时期7%—8%有明显降低，中国经济对出口的依赖有明显降低，即使再发生类似2008年底出口幅度大幅下降的情况，其对中国经济影响也会有明显减弱。

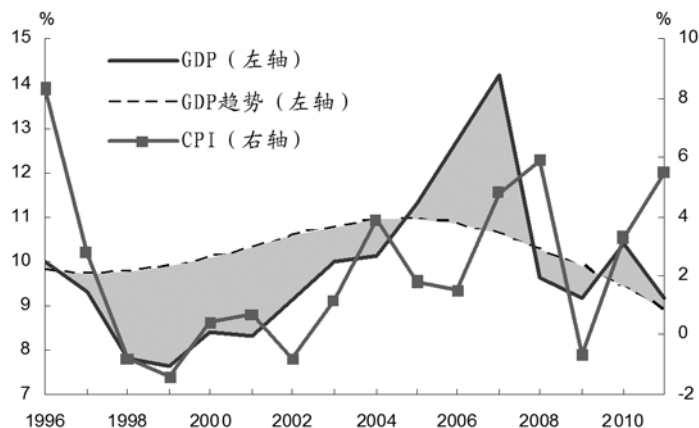
图3、中国贸易顺差和全球GDP



另外，一系列数据显示美国经济好于预期，全球经济二次衰退可能性在降低，但欧洲经济仍较复杂。欧洲一揽子计划对金融市场有所安慰，但在短期内难以根本性地解决问题。从实体经济来讲，欧洲经济还在恶化而且会继续恶化，因此欧洲明年进入衰退的风险很大。总体来讲，外部需求导致中国经济硬着陆可能性比较小。

分析中国八九十年代中国经济波动，通货膨胀失控进而导致政策急剧紧缩是一个重要原因。从目前经济形势看，此轮通货膨胀更多是由货币和总需求拉动。如图4所示，经济增长放缓，通货膨胀也就回落，从而减轻了滞胀可能性。因此，为应对通货膨胀而实施大幅紧缩政策从而导致经济硬着陆的可能性降低。

图4、通货膨胀风险

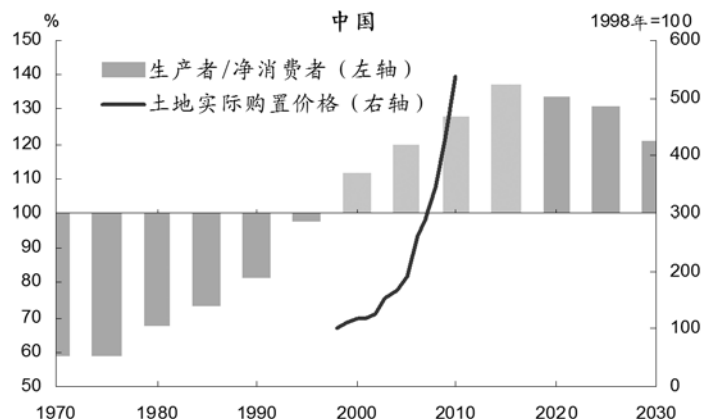


三、房地产市场与宏观经济

在政府垄断土地供给前提下，房地产市场并非一个真正的市场。房价地价大幅攀升的一个重要原因就是政府垄断土地供给，并靠出卖土地获得收入。因此，政府必须强对房地产干预，以解决中低收入家庭的合理住房需求。香港房地产市场例子更说明了住房市场复杂性，不能只靠房地产市场解决住房问题。香港是全球公认最自由的市场，但一半左右的香港人住在政府提供的廉租房、公租房和限价房中。

如果只靠市场力量驱动，房地产市场泡沫风险非常大。这是由中国人口年龄结构变化决定的。我们将年龄在25—64岁的人口定义为生产者，将25岁以下和64岁以上的人口定义为净消费者。按照这样定义，如图5所示，中国从九十年代初期的短缺型经济变成过剩型经济的一个重要因素是人口年龄结构的变化。生产者相对于净消费者比例大幅上升，这一人口年龄结构导致中国储蓄率大幅度提升，从而投资需求强劲拉动中国经济快速增长，而房地产投资则是投资需求中重要组成部分。

图5、中国房地产泡沫风险



给定过去十年中国平均2%的温和通货膨胀背景下，货币政策相对于资产价格过于宽松。短期内，为刺激经济增长而放松货币政策并未导致恶性通货膨胀，货币政策回旋余地比较大。但长期累积风险非常大。这主要体现在房地产上。中国土地购置价格随着人口结构变化有大幅度上升，从国际比较看，如图6所示，美国生产者超过净消费者在时间上比中国早十年左右，随后美国房价也伴随着人口年龄结构变化出现了大幅上涨，一定阶段后美国房价的大幅下跌是有目共睹的。图7显示日本情况也是类似。因此影响中国经济未来几年的最大宏观风险还是房地产泡沫。

图6、美国房价走势与生产者/净消费者变动

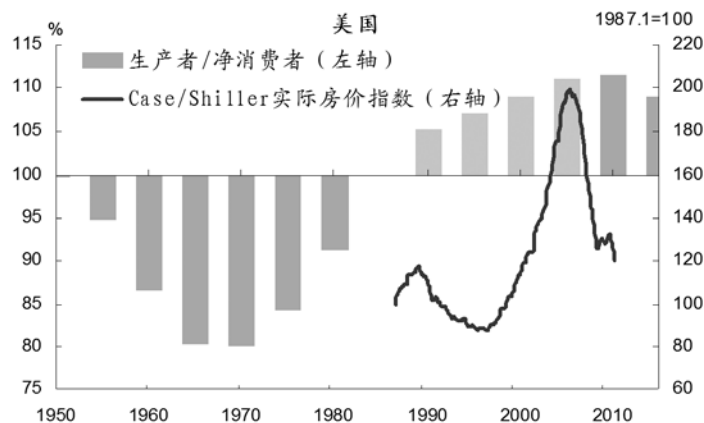
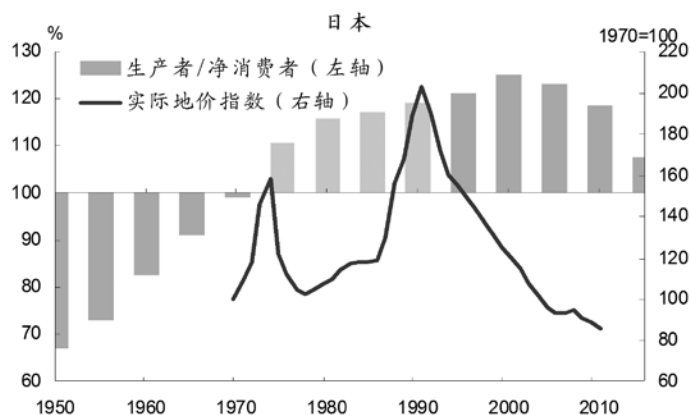


图7、日本房价走势与生产者/净消费者变动



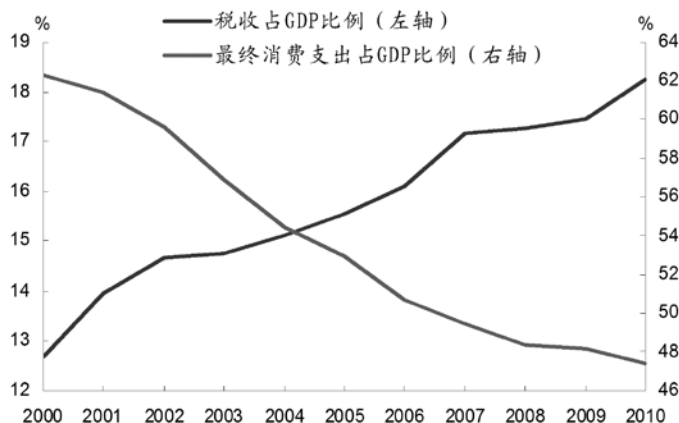
我们认为房地产和宏观经济关系要从短期和长期两个角度分析。从短期看，房地产价格波动主要通过影响房地产投资需求，进而影响到总投资需求和GDP增长，这是短期经济周期影响。另外，由于中国城乡二元经济结构，农村居民无法从城镇房价上升中获得利益，从而加剧中国贫富分化和城乡差距，而在已经完成城镇化的国家，如美国和日本，房价上升能使大部分人受益，社会分化不是那么厉害。从长期看，房价过快上升不利于未来城镇化并改变了代际之间财富分配。再过十几年，也许中国经济面临的问题就是社会财富过多集中在老年人手里，不利于社会资源分配和创新精神。因此一个比较理性房地产干预政策应该平衡房地产调整对经济的短期影响和对中国长期经济增长潜力影响。由于房地产投资下降导致的短期经济波动可以通过政策支持其他方面投资而加以弥补。

四、硬着陆后的政策应对手段

上述的外部需求、通胀失控和房地产市场风险是导致中国硬着陆的重要风险因素，其中以房地产市场风险为最重要宏观风险因素。但我们认为即使经济增速下降较快，宏观政策干预仍有空间。我们从财政政策和货币政策两方面加以说明。

图8显示过去十年政府税收占GDP比重不断上升，而最终消费支出占GDP比例则逐年下降。如果中国经济发生硬着陆，政府则可以通过放松财政政策，通过减税来帮助消费者和民营企业。

图8、税收和最终消费支出占GDP比例



货币政策也有空间，但面临货币总量规模过大限制。图9显示目前银行存款准备金率处在历史高位，因此有很大的下调空间以应对可能的经济硬着陆。

图9、存款准备金处于历史高位

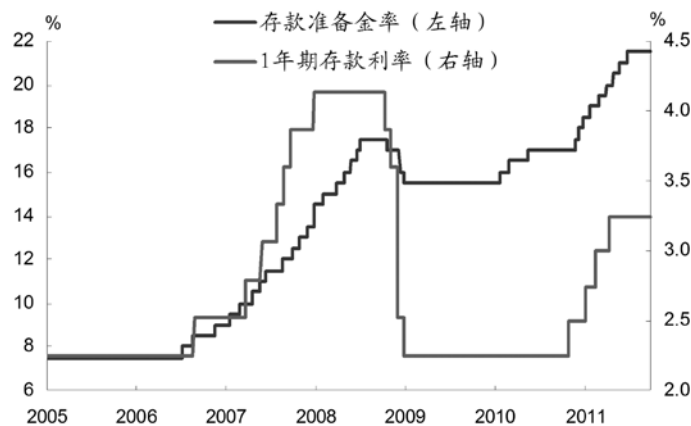
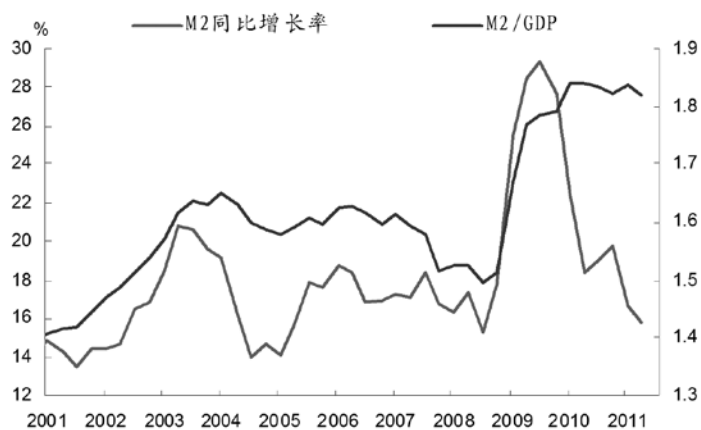


图10、M2同比增长率和M2/GDP变动趋势



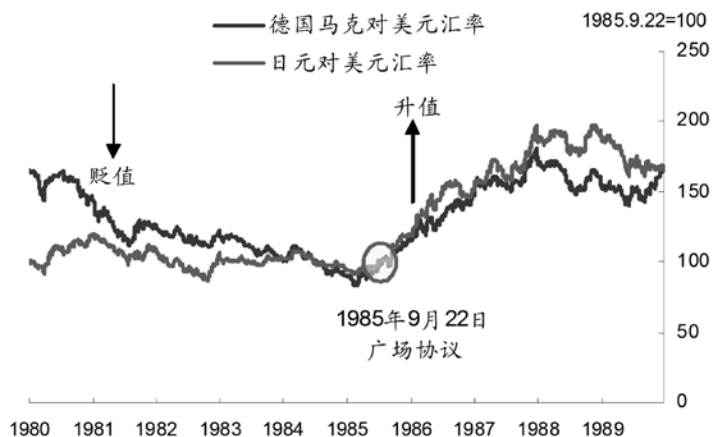
同时，图10显示尽管货币增速大幅放缓，货币存量相对于GDP仍然很大。在经济好转和风险偏好增加情况下，投资者流动性货币需求减少，即使给定货币供给，整个经济的流动性也会放松。从这个意义上讲，货币政策要平稳一点，不应该再出现2008和2009两年那么大刺激力度。

五、慎防人民币短期大幅升值

我们认为人民币汇率短期内不宜大幅升值。因为多大幅度的升值才能消除进一步升值的预期有很大的不确定性。更重要的是，汇率变化牵动国内货币政策，可能加剧国内信用扩张，资产泡沫的风险。

这方面日本和德国过去的经验，教训值得借鉴。图11显示广场协议后，日元和德国马克在其后五年对美元大幅升值，幅度差不多，都超过40%。但日本和德国的经济表现却截然不同：德国温和增长，日本经济热度高于德国，最终在上世纪九十年代初泡沫破灭。

图11、日元和德国马克对美元汇率



有效汇率在两国内部货币政策制定进而在两国经济表现中发挥重要作用。欧洲货币体系1979年正式启动，加强了联合浮动汇率机制，德国马克成为欧洲货币锚，也就是德国在欧洲的主要贸易伙伴货币汇率盯住马克。而日本在亚洲的贸易伙伴货币汇率则盯住美元，所以，对美元同等幅度的升值给德国出口造成的影响比日本小，相应的对国内货币政策支持增长的压力也较小。这一点体现在名义有效汇率的变动上。图12显示广场

协议后到1989 年底，马克的名义有效汇率升值17%，而日元的有效汇率上升35%。

图12、日元和德国马克名义有效汇率



如果看实际有效汇率，衡量贸易竞争力的一个更准确的指标，则德日两国差别更大。图13显示德国马克的实际有效汇率在70—80 年代二十年间没有明显的上升趋势，比较稳定，而日元实际有效汇率上升超过100%，且伴随大幅波动。

图13、日元和德国马克实际有效汇率



所以，我们认为不能仅仅依据德国马克和日元在广场协议后对美元升值幅度相同而低估汇率快速升值的负面影响，尤其要关注国内货币政策由于出口疲弱而过度宽松的风险。汇率升值有利于控制通胀，不利于出口，两者都为内部宽货币制造了环境，在一段时间，似乎通胀温和，增长受出口放缓影响不大，但往往增加了国内信用过度扩张，资产泡沫的风险。因此，国内宏观经济政策仍需谨慎，既要增加人民币汇率灵活性，也要防止人民币实际有效汇率大幅升值。

Macroeconomic Policy Guides the Inflation Down

Wensheng PENG

Chief Economist of CICC

In his speech, Dr. Peng establishes that the inflation goes downward due to China's tight macro-adjustment policy, while the Chinese economy also slows down and will become slower before rebounding. The topics covered are whether the domestic liquidity is too tight, the risk of hard-landing of Chinese economy, the relationship between real estate market and macro-economy, and the RMB exchange rate.

Dr. Peng proposes that whether the liquidity is too tight depends on both the growth rate of money supply and the money stock. The data reveals that the growth rate of M1 and M2 reduce significantly. However, Dr. Peng argues that the decline of potential growth rate could ease the tightness of liquidity to some extent. Meanwhile, Dr. Peng documents that higher interest rate and investor's risk-loving preference could reduce the liquidity of money stock. Due to the slowdown of global and domestic economy, the investors become less risk-preferred, which also ease the tightness of liquidity.

As for the hard-landing risk of Chinese economy, Dr. Peng proposes that the significantly decreasing trade surplus to GDP ratio tells that external-demand-led hard-landing of China's economy less likely happens. Meanwhile, more and more evidence shows that the inflation is money supply pulled and demand pulled, which reduces the possibility of stagflation and the possibility of hard-landing resulted from the intense tightening policy to curb the inflation.

Dr. Peng analyzes the relationship between real estate market and macro-economy from both short-run and long-run horizon. In short run, due to the dual economic structure, the soaring housing price in urban areas couldn't benefit the rural residents, which tends to enlarge the gap between urban and rural areas. In the long run, fast rising housing price changes the intertemporal distribution of wealth, which is not conducive to the efficient resource allocation and creative spirit.

As for the exchange rate, Dr. Peng argues that RMB should not appreciate too fast in short period. Based on close examination of different economic consequences of the appreciation of JPY and DEM relative to USD in 1980s, Dr. Peng points out that China should enhance the flexibility of RMB exchange rate. Meanwhile, China should avoid sharp appreciation of RMB real effective exchange rate (REER) in a short period, which asks us to take into consideration that whether trade-partners would raise exchange rate relative USD accompanied with RMB.

出口负贡献时代来临

诸建芳

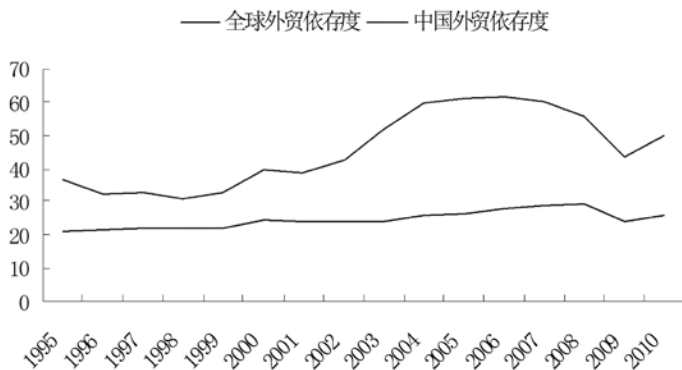
中信证券首席经济学家

诸建芳博士首先对中国的出口形势与宏观经济的关系进行了客观判断，认为出口负贡献时代来临；然后，诸博士结合经验数据进行分析，给出这一判断的依据，提出出口转型势在必行；最后，他建议政策应该根据出口变化这一趋势进行调整。

一、出口正进入负贡献时代

过去10年中进出口贸易是经济增长的重要一环，2010年我国外贸依存度超过50%，而全球平均水平为25%左右。比较全球与中国的外贸依存度数据发现：中国经济对出口的依存仍然保持在较高的状态，这与中国经济全球化对出口方面的鼓励调整政策有很大关系。

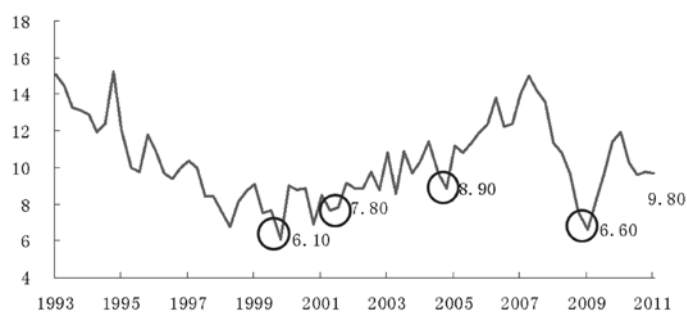
图一 1995—2010全球与中国外贸依存度



然而，出口拉动是一把双刃剑：一方面使得中国在整个全球化过程当中能够分享很多好处；另一方面，出口拉动使得经济受到国际影响的程度增加从而使得经济的脆弱性加强。中国经济的几次硬着陆几乎都是因为外需迅速下降导致的。最近的一次是

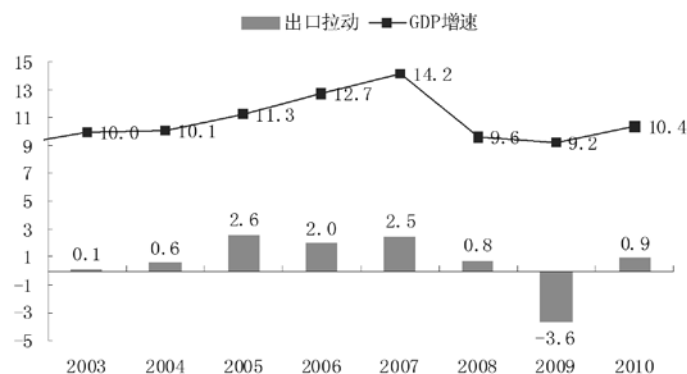
2008年全球金融危机带来的影响，GDP掉到6.6%，出口最大幅度跌至-23%。2001年有短暂全球经济衰退，单季度GDP也在8%以下，对中国来说8%以下是比较差的水平。2001年网络经济破灭以后，中国出口下滑幅度很大，最低增速3%左右。而1998年亚洲金融危机，GDP增速下降到6%左右，出口增长为-8%。当时由于国内的宏观调控，没有发生比较明显的硬着陆。国内的宏观调控一般不是经济硬着陆的原因，比较典型的例子是2004年中国国内在进行严厉的宏观调控，但是当年GDP并没有很低。因此，如果中国的经济出现硬着陆，大体都是外部冲击带来的影响。

图二 1993—2011名义GDP增长率



另外，出口对于经济增长的拉动效应在减弱。从图三以及表一中可以看出，出口对经济增长的拉动效应最近发生了比较明显的变化。2003年—2007年出口对经济增长贡献比较大，2007年以后出口的贡献开始有所减弱，从趋势来看现在要进入出口负贡献的时代。从政策调整来看，政府不应该阻挡这种趋势，应该顺应这个趋势做一些调整以逐步平衡国际收支。

图三 2003—2010年出口拉动与GDP增速



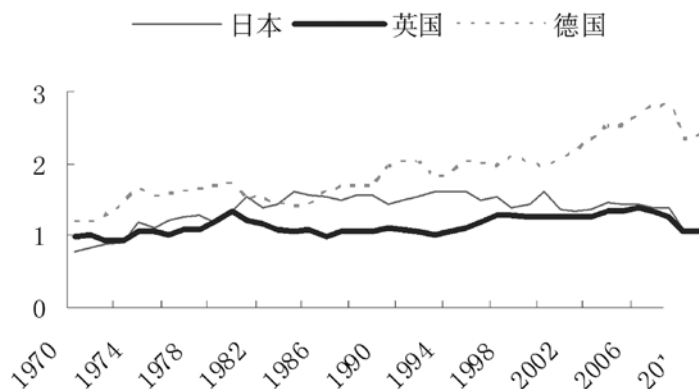
表一 消费、资本形成与净出口对GDP拉动与贡献

	消费		资本形成		净出口		GDP
	拉动 GDP	贡献	拉动 GDP	贡献	拉动 GDP	贡献	
2008	4.2	43.3	4.6	47.7	0.8	9.0	9.6
2009	4.4	47.6	8.4	91.3	-3.6	-38.9	9.2
2010	3.8	37.9	5.6	54.0	0.9	8.0	10.3
2011F	4.4	47.0	5.1	55.2	-0.2	-2.2	9.3
2012F	4.2	48.8	4.7	54.7	-0.3	-3.5	8.6

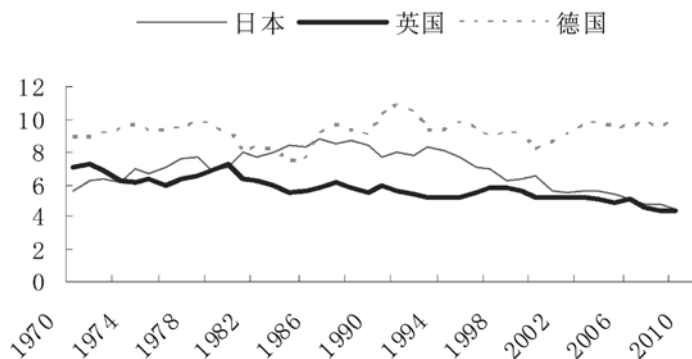
二、出口负贡献常态化的原因

以上趋势表明中国经济正进入出口负贡献时代。出口负贡献在未来一段时间将会常态化，这一判断主要有三方面依据。首先，长期的出口可能已经达到天花板的状态。从日本、英国、德国这些国家的历史数据分析，大体上可以发现的特点是一国出口占全球GDP的比重很难超过3%，出口占全球贸易比重也很难超过10%。关于这个规律从理论上还没有发现很好的解释，但是从直观上可以做一些说明。因为当出口达到了相当高的程度以后还要保持高速增长不仅会给出口国带来很大的国际压力，同时出口国国内也会面临结构调整的压力。

图四 日、英、德三国出口占全球GDP比重

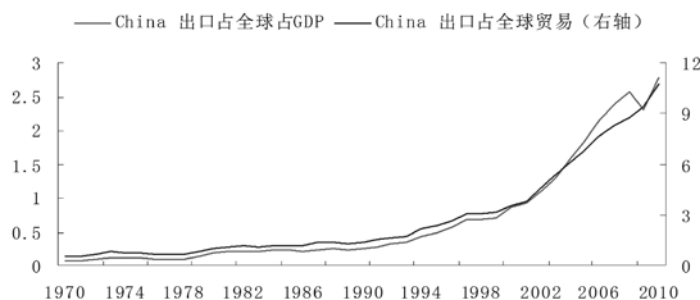


图五 日、英、德三国出口占全球贸易比重



中国现在基本接近上述状态，目前出口占GDP比重达到2.8%左右，占全球出口比重大致10%左右。从今年数据分析可以看出出口已经大体上达到天花板的状态，再继续大幅增长难度比较大，会引起贸易摩擦和汇率方面的压力。所以从总体趋势分析，中国现在的状况需要改变。

图六 中国出口占全球GDP、全球贸易比重



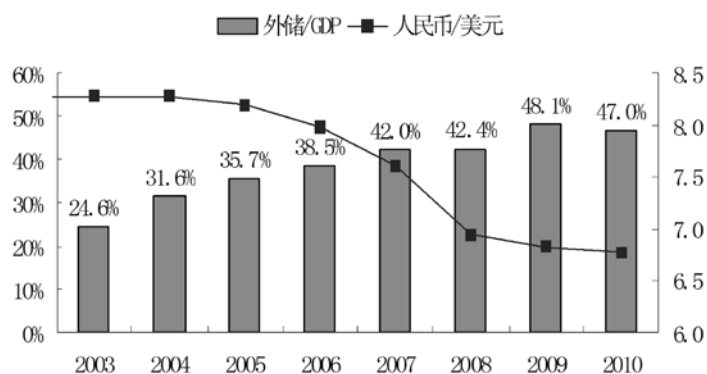
第二，中国的出口行业特别是一些利润比较低的劳动密集型行业盈利严重依赖财政退税补贴，这是不科学的。中国出口行业中几大重要出口行业的盈利水平低于平均水平，如果把出口退税剔除，这些行业的盈利水平会更低。中国的几个重要出口领域比较低端，从经济结构合理性上分析保留这些产业并不是好事情，因此需要淘汰。用政策来扶持这些行业虽然可以勉强维持，但是对整体经济会有不利影响。

表二 主要出口行业利润率情况

	2009	2010	2011	出口退税率
纺织业	11.4	12.1	10.9	16
服装、鞋、帽	14.8	14.9	14.7	16
化学纤维	8.7	11.7	8.1	16
交通运输设备	15.6	16.5	15.5	13
仪器仪表及文化、办公用机械	17.5	18.6	15.9	13
工业企业平均	17.7	18.6	17.8	

第三，中国逐步积累的巨额外汇储备带来的经济政治风险也在增大。2010年我国外汇储备占GDP比重达47%（见图七），投资品种非常集中，这容易被其他经济体绑架。如果中国外汇储备规模越来越大，被绑架的程度也会越来越高，调整起来也会非常困难。

图七 中国外汇储备占GDP比重与人民币对美元汇率



三、出口转型势在必行

十二五时期是一个转型的阶段，出口部门的转变是一个很重要的环节。经济转型大体在三个方面展开：第一是需求层面，如表三所示，从需求层面看外贸顺差占GDP比重目前是4%，与之前8%~9%相比有所下降。因此目前出口进行转型调整是必须的。第二是产业层面，大量的出口会产生环境污染和资源消耗，在经济结构相对合理的条件下这个状况也有其相对合理性。但是如果从目前情况看，出口产生的环境污染和资源消耗问题都非常严重。例如，冰箱里包含很多钢铁和有色金属的部件，这些部件在加工提炼过程中会消耗很多能源需要大量进口铁矿石同时造成很大污染。

第三是区域层面，相关的因素是劳动力。过去中西部经济还未崛起时，劳动力很富裕，中西部劳动力转移到东部就业。但是现在格局发生了变化，最近几年政府政策的扶持使得中西部经济开始崛起，对于低端劳动力的需求构成了对东部地区低端劳动力的竞争。在这种情况下，如果不做调整对整个经济不是很有利，从大格局来看应该鼓励劳动力在中西部就业。这些劳动力如果在当地经济快速增长时就地就业对经济结构调整有一定的合理性，所以东部出口部门做调整是必要的。

表三 十二五规划经济转型目标

		目前	十年后	依据
需求层面	最终消费率	47%	55%	依据同等国家平均水平，结合日韩转型过程中的消费率提升速度估算。
	政府最终消费率	13%	14%	
	居民最终消费率	34%	41%	
	劳动报酬占GDP比重	45%	50%	假设2020年达到中等收入国家平均水平。
	公共医疗支出占GDP比重	2%	4%	假设2020年达到中等收入国家平均水平。
	净出口占GDP比重	4%	0%	内需增长，净出口占GDP比重逐步下降。
	城镇人均可支配收入（元）	19,100	38,000	依据《十二五规划》城镇人均可支配收入年增速超过7%
产业层面	服务产业占GDP比重	43.10%	50%	依据《十二五规划》及国务院关于《加快发展服务业的若干意见》
	单位GDP能耗	0.65	0.45	依据《十二五规划》单位GDP降低16%
	单位GDP（2000年不变价美元）碳排放	2.5	1.8	依据《十二五规划》单位GDP的CO ₂ 排放降低17%
区域层面	城镇化率	49.95%	58%	依据《十二五规划》城镇化率提高4个百分点

以上分析表明，出口负贡献时代已经来临并且难以逆转，中国要顺应形势推出进出口转型的政策。这些政策主要有以下六个方面：第一是出口退税，过分支持出口刺激政策不利于出口转型。现在的条件很适合出口退税政策调整，即使从就业方面来看也需要做这些调整。第二是推进要素价格重估。目前出口竞争力实际上是刺激因素作用的结果，要素价格低估使得出口竞争力很强。因此应该鼓励要素价格重估，放开要素市场。第三，应注意发挥人民币汇率在出口调整中的作用。保持汇率的弹性，在结构调整中发挥合理的作用，而不是把汇率看做一种刺激出口的手段。第四，调整产业鼓励目录，要对资源能耗多、污染大的企业做一些限制。

第五，应加强金融服务，降低内销企业资金链风险。出口部门现在确实出现比较大的困难，主要表现在三个方面：成本、订单和资金，其中最大的问题还是融资方面。金融方面从目前的状态还有改进的余地，从中长期来看也需要做新的制度安排。现在对中小企业的支持措施是动员大银行的分支机构，但是大金融机构的结构功能特点决定了它们很难承担对微小企业的金融服务。因此，应该建立一些微型银行或者社区银行，这些小机构跟大机构分支功能的本质不同在于他们能更好的为中小企业服务。

第六，应加强税收财政补贴在劳动力转岗培训中的作用。财政补贴的功能不应该用于出口退税，而应该用于转岗培训。如果压缩低端出口对于就业方面会造成压力，财政可以把从出口退税当中节省下来的钱用到动力转岗培训或者对企业的扶持上，让企业进行经营领域的转换或者鼓励出口产业升级。财政应该主要在以上方面发挥作用，而不是补贴出口以减轻目前暂时发生的困难。暂时的困难出现以后不应该维持现有的格局，而应该推进结构的变化，有利于中长期的经济的发展。

四、出口转型不会对经济与就业造成巨大冲击

对于出口调整会对经济发展和就业会产生冲击的担心，我们认为虽然冲击是有的，但是还处在可以接受的程度。图八中对于2011—2012年度的预测表明，内需增长能够维持一定水平的GDP增长。短期来看，具有可以维持GDP增长率8—9%的能力。现在中国经济的问题不在于GDP增长高一点还是低一点，而在于经济结构不合理，如果保证结构合理增长水平放缓一点是可以接受的。

图八 2008—2010预计内需拉动GDP比例



另外，出口调整对就业也不一定有很大的冲击。出口转型并不见得相关企业全部倒闭，这些企业会有一个转变的过程，所以它们对就业的吸纳不会有太大的减少。在调整过程中服务行业也会吸纳一部分就业，城市化推进也能吸纳一部分就业。虽然出口部门就业人数有一亿多，但是实际调整过程当中可以通过政府培训转到其他领域，出口部门做一些调整并不会带来对经济很大的冲击。

综上所述，现在出口到了做贡献的阶段，以后每年都会是这样。尽管现在全球经

济放缓复苏并不强劲带来对出口的短期压力，还是应该对出口领域进行调整。这样的调整具有正向的意义：第一，能够促进国际收支平衡；第二，使资源消耗环境污染状况得到改善；第三，低端劳动力紧张状况可以得到一定程度的缓解。近几年来低端劳动力工资大幅度增长具有一定的合理性，但是如果按照目前的结构不进行调整，低端劳动力工资会继续大幅度上升。这种不是基于效率方面提升带来的工资上升会给经济带来负面影响。因此，从整个宏观战略格局方面进行一定的调整会使得中长期的经济走得更好，增长带来的福利也会更多。

The era of negative contribution of exports is coming

Jianfang ZHU

Chief Economist of CITICS

Firstly, Dr. Zhu gave his view of China's export situation and the relationship macro-economic, he thought that exports began to give negative contribution to GDP, and then he gives the empirical evidence to support his view, and finally he suggested the government's policy should be based on this trend.

Dr. Zhu thought there are three evidence of judging that export began to contribute negative effect to the economy. The first is the country's dependence on foreign trade is very high, which is the result of globalization and government policies to stimulate the export. High dependence on trade makes our economy vulnerable to external demand change, and all times of hard landing were caused by external demand impact. In general, a country's exports can hardly constitute more than 3% of global GDP, it is also difficult to account for the proportion of world trade more than 10%. China has now reached the two boundaries, making the growth of exports not sustainable. The second is based on our previous high export growth depends on the stimulation of china's government. If the government abolished export subsidies, the profitability of many export industries will not continue. The third is that the huge trade surplus lead to huge foreign exchange reserves and investment of the reserve came to be more risky. Dr. Zhu pointed that China's must adjust the export structure if she would to adjust the economy structure.

Dr Zhu believed that the government should introduce measures to promote the transformation due to the situation, there are six policy suggestions. Firstly, government should adjust export tax rebate rate, and adopt different policies to support the different export sector. Secondly, they should advance revaluation of the price of factors. Thirdly, the control over the RMB exchange rate should be lifted to promote adjustment of export. The fourth is adjusting the industrial encouraging directory and the fifth is strengthening the financial services, reduce the financial risk of domestic business. Last but not the least, it is necessary to strengthen tax subsidies in the labor force training and retraining.

These six measures conducive to the implementation of China economy restructuring, and we should not worry about the negative effects of the policies. Our economy will not have a big recession and the employment will not face a big challenge.

通货膨胀：货币决定与国际传导

宋国青

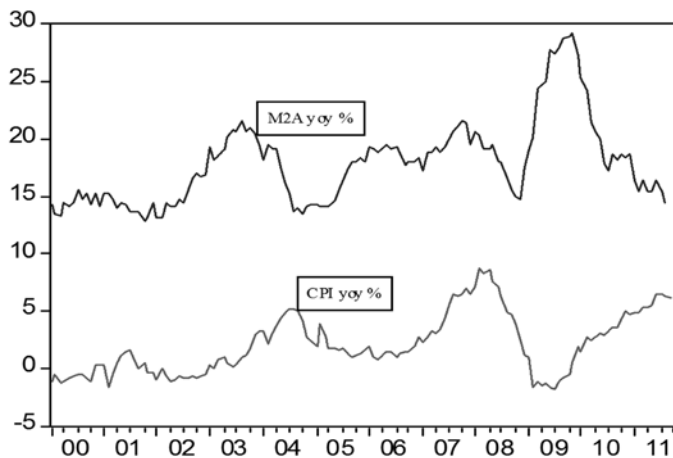
北京大学国家发展研究院教授

宋国青教授从货币供应和国际传导两个角度解释本轮通胀。主要结论是货币供应不仅影响国内需求，同时也通过国际传导影响国内供给，从而使得近年来通货膨胀对货币供给量的弹性远小于1。政策含义是接下去的货币政策制定需要预期国外的经济形势，并重新估计货币政策对通胀的调控作用。

一、货币供应量对通胀解释力的变化

首先，货币供应量对通货膨胀率直接影响近期变弱。图1给出2000年以来的货币供应量（M2A）^①和通货膨胀率变化情况，蓝线表示货币供应量月同比增长率，红线表示CPI的月同比增长率。2008年6月以前，货币供应量同比增长率对通货膨胀率影响显著，2000年1月到2008年6月，按交叉相关系数的最大值算，货币同比领先通胀7个月，解释力达到70%—80%。然而，2009年货币同比增长率最高水平发生在一季度，到2010年四季度的高通胀有7个季度的时间差，关系显著异于前期。

图1、货币供应量与通货膨胀率



① M2A=M2+其他存款性公司对其他金融性公司负债未计入M2部分+存款型公司债券

其次，总需求和通货膨胀率对货币弹性近年显著减小。在1990年代，名义总需求对M2的弹性估计为1.7，特别在1994年的高通胀转变为1999年的通缩过程中，甚至通货膨胀率对M2增长率的弹性也大于1。总需求和通货膨胀对以货币数量变化为结果的宏观调控非常敏感，可谓宏观调控“四两拨千斤”。今年以来宏观调控似乎变成了“千斤拨四两”。货币猛烈紧缩，总需求和通胀率变化相对比较小。1996年以来M2同比增长率最大值为2009年11月份的29.6%，2008年下半年以来CPI同比增长率最大值为2011年7月份的6.5%，即使认为这两者之间有因果关系，通货膨胀率对货币增长率的弹性也显著小于历史水平。

货币供应量统计口径的调整也无助于提高货币供应量对本轮通胀的解释力。2007年由于部分进入了股市的资金没有计入M2统计范围，所以直接用M2解释通胀效果不佳，但调整之后的货币供应量对通货膨胀率解释力有显著提升。而今年以来，其他存款性公司负债未计入M2部分其实增长率更高，导致经调整的M2增长率甚至略高于M2，所以调整货币供应量口径对于解释本轮通胀率作用微弱。

二、通货膨胀率表现出国际传导

国内通货膨胀率和进口价格涨幅存在很强的相关性。图2给出了2000年以来的工业品生产价格和进口价格月度同比增长率变化情况，蓝色表示进口价格同比增长率，红色表示工业品生产价格同比增长率。图中可以看出两者存在很强的相关性，变化趋势一致。举例来说，国际原油价格上涨，国内的成品油价格也上涨，铁矿石价格也如是。图3将消费者、生产者价格取均值，与进口价格同比增长率情况比较，结论和图2无区别。这两个物价指数与GDP平减指数的区别在于服务的计算，而服务在进口中占的比例很小，所以此处没有用GDP平减指数。

图2、工业品生产者价格和进口价格

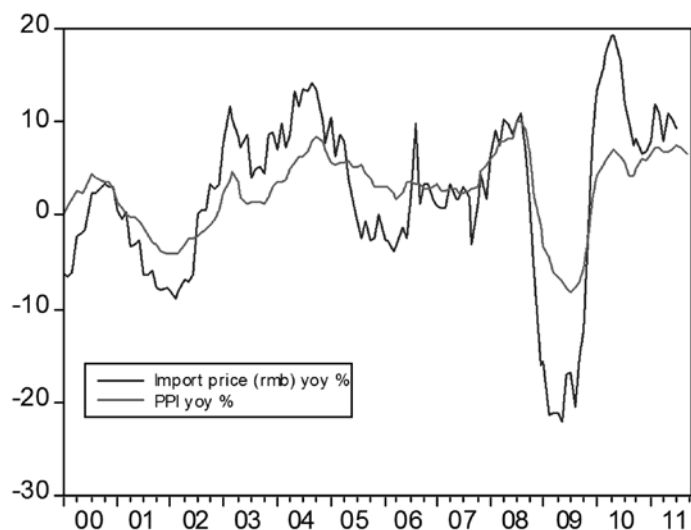
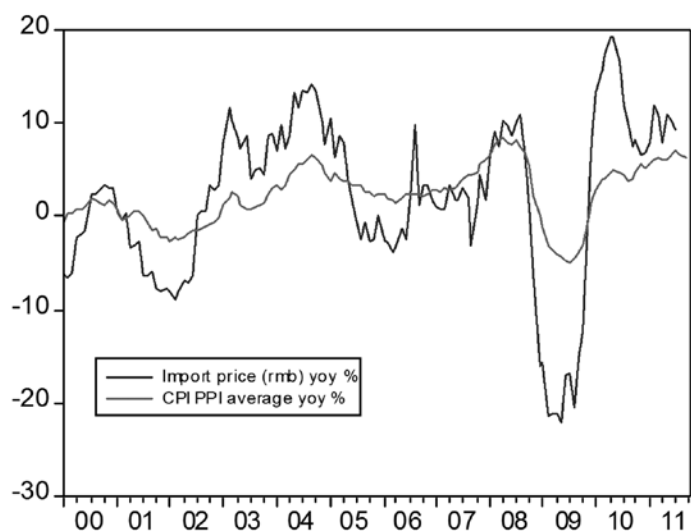


图3、消费者、生产者平均价格和进口价格



对这个相关性可能的一个解释是大国效应，即国内货币供给和名义投资增加，引起国内价格上升，同时导致进口需求和进口量增加，再引起进口价格上升。如果这个逻辑成立，那么国内通胀和进口价格通胀都是由国内货币供给决定的。但这不能说明国内通胀和国际通胀之间有因果关系或者传导关系。甚至于即使进口价格变化领先于国内价格变化，也不能说明两者的传导或因果关系，只能说明“出口转内销”比“国内直销”的速度快。

从更多的数据分析来看，中国货币供给是决定大宗商品国际价格的一个重要因素

甚至主要因素。但世界其他经济的影响也很重要，不能说国内通胀与进口价格通胀的关系完全是通胀的出口转内销，即现象上的通胀国际传导是存在的。国际传导会使本国央行货币政策失去很大的独立性。

通胀国际传导的一个简单逻辑是，按一价定律，可贸易商品的国内外价格变化是接近一致的。在固定汇率情况下，国内外通货膨胀应当接近一致。而在浮动汇率情况下，有部分研究证实，大的通胀传导可以被屏蔽掉。如80年代，美国通胀率较低，而拉美国家由于发行了过量货币承受恶性通货膨胀，但拉美通胀不会传导到美国去。这是因为拉美通胀厉害后货币就贬值了。不过，对于比较小的通胀，浮动汇率也还是难以完全屏蔽的。

三、通货膨胀同时受货币供应量和国际传导影响

通货膨胀国际传导受本国货币供给影响。假设货币决定总需求，那么给定总供给和货币，即给定总供给和总需求，进口价格的相对上升必然导致不可贸易商品和服务价格的相对下降。就是说给定企业和家庭的总支出，一部分商品的价格上升了，在价格弹性小的情况下，这部分支出增加了，购买其他商品的支出必然减小，导致其他商品的价格下降，即国际传导对通胀无影响，通胀由当前货币量决定。例外的是，对家庭而言，如果进口商品的价格弹性很小，可能导致支出的变化，但这是由储蓄率变化实现的。在这个意义上，即使给定总供给，当前的货币不能决定当前的通胀。但在较长时期，储蓄相对变化的空间小，平均而言通货膨胀率还是由货币决定或者在很大程度上由货币决定。

通胀由货币供给和国际传导同时决定。考虑一个小国开放经济，有两种产品，一是国际交易成本为零的可贸易品，二是国际交易成本为无穷大的不可贸易商品。该国汇率固定在低估本币的水平上，同时关闭民间资本市场，政府无限量收购外汇。假如国外通货膨胀率上升，国内货币供给不变甚至减小，由于国外的商品价高，于是国内可贸易产品全部出口，没有进口，净出口增加，国内产品供给减小。在这种情况下，虽然政府实行紧缩政策，但由于国内供给减小，仍然可能产生通胀，至少通胀对货币供给增长率的弹性小于1。通过这个渠道，产生了通胀的国际传导，但这传导是通过固定汇率和供给量的变化实现的。反之，货币供给较大幅度增加，伴随国外通货膨胀率

降低，也可以通过净出口减小带来国内供给量上升，从而只导致较小幅度的通胀。

以我国为例来看货币供给和国际传导对通货膨胀的作用。我国汇率固定，可以预期在国内通胀低于国际时，顺差增大，国内供给减少；国内通胀高于国际时，顺差减小，甚至产生逆差，国内供给增加。图4给出了2000年以来货币供应量M3与国内供给量同比增长率的变化情况^②。其中国内供给等于GDP减去货物出口加上货物进口，三者都按不变价计算，货物进出口为海关口径贸易量。其中，2000—2005年按2000年价格计算，2006—2011年按2005年价格计算。

图4、货币供应量和国内供给

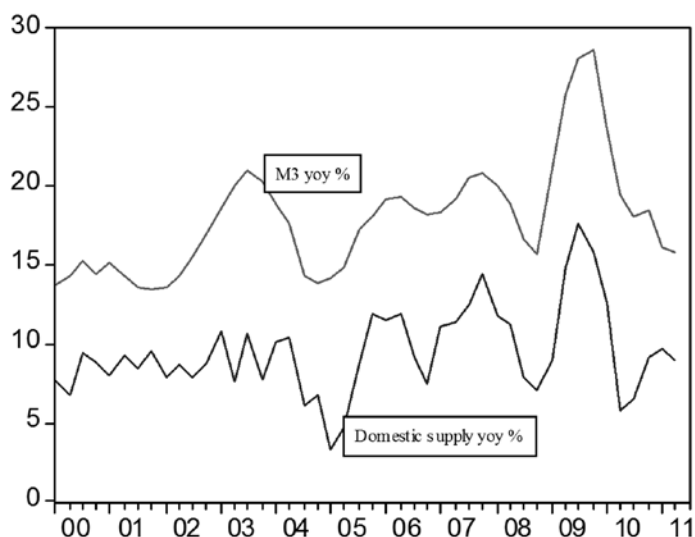
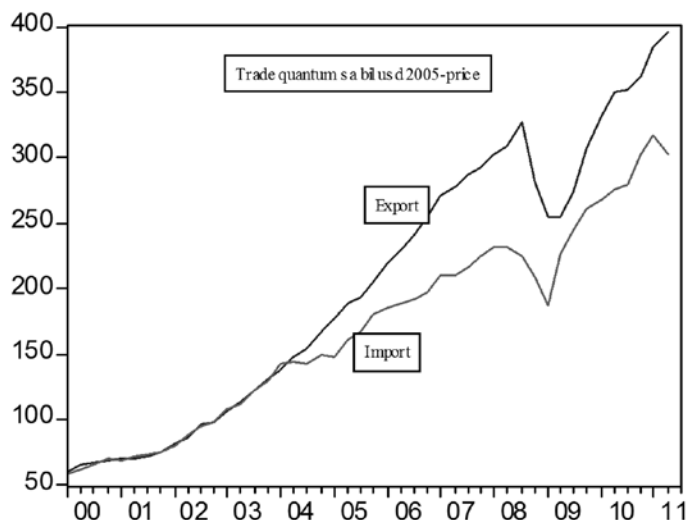


图4显示，2004年下半年以前货币供应量对国内供给影响不大，但之后的影响越来越强。可能是因为中国进出口占世界其他经济GDP 比例近年来持续大幅度上升，因此国际传导作用越来越强。具体来看，2009年国内货币供给增加，但由于外需严重下滑，企业出口转内销，增加了国内供给，所以即使2009年货币量大幅增加，也没有通胀显现。2011年，国内货币政策紧缩，即内需减少，但外需走强，贸易顺差导致国内商品供给大幅减少。图5中，2011年2季度出口正常，进口减小，这个缺口就形成了国内供给的减少。因而虽然国内货币紧缩，但依然出现了通货膨胀。

^② M3与前文M2A内涵一样，只是表达不一样。

图5、货物进出口数量指数（2005年不变价）



四、对经济形势分析和宏观政策的含义

通货膨胀受到货币供给和国际传导双重影响这一事实对我国当前经济分析和政策制定有重要意义。如果接下来外部经济相当疲软但不发生短期的猛烈衰退，那么目前情况对中国非常有利，甚至可能出现一波持续时间比较长的高增长。

外部经济的疲软首先有利于抑制商品价格，改善或相对改善中国的贸易条件，增加国内供给，为内需的较快增长提供资源条件。2010年3季度从实行紧缩转向实行较为宽松的货币和财政政策，很快就引起了通胀上升，被迫再次紧缩。其中的一个重要原因是那时的外部经济还比较强，美国还寄希望利用财政赤字迅速改变内需疲软的困难。而在全球经济较高增长的同时，商品价格也随之迅速上升。当前情况和那时不同，眼下外部经济比较弱，如果中国实行和2010年3季度相当的政策，并根据外部经济情况适时调整，结果会大有不同。另外也由于农产品价格上升，农业生产投入有所增加，目前农产品价格已经开始趋于平稳。

如果外部经济发生了近似2008年那样的猛烈衰退，中国可能出现一段时间的通货紧缩。这主要是由于现在对2009年的扩张政策有很多负面评价，因此难以再像之前那样在短期内猛烈扩张银行信贷。对2009年政策比较负面的评价主要来自对地方政府融资平台大量贷款可能产生较多坏账的担心，另外也有观点认为目前的通货膨胀在相当

大程度上与当时的信贷扩张有关。不过后一点相对并不重要。因为，如果出现了通货紧缩，对通胀的担心很快就会减弱。

即使发生了一段时间的低增长和通货紧缩，在总体上和从稍长时间来看对中国其实是好事情。2008年以来进口额与GDP的比例平均为23.3%，进口价格跌10%意味着相当于GDP 2.3个百分点的净财富收入。2009年2季度的进口价格同比下跌了18.7%，3季度出口价格同比下跌8.5%，净得益是贸易条件改善约10%，财富增加了相当于2.3个百分点的GDP。2009年GDP同比增长率最低为1季度的6.5%，相对潜在增长损失约为2.5个百分点。但因为之前两年经济显著过热，本就该减慢增长速度。按年度数据算，2009年比上年贸易条件改善近10%，由此带来的国民收入增加超过GDP2个百分点，而GDP增长率减慢最多1个百分点。出现这个结果的原因是，GDP增长速度很快恢复而贸易条件恢复慢。从财富的角度看，全球经济衰退对中国的好处更大。不过这是就社会总体而论的，不同社会群体的得益损失并不一样，而利润工资受到的影响差别就更大。

Inflation: money supply and international transmission

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking University

Professor Song interprets current inflation from two perspectives, money supply and international transmission. Current inflation cannot be explained as much as in the past. From 2000.1-2008.6, the elasticity coefficient of inflation of money supply is more than 1, while it decreases much lower than 1 recently.

Inflation is influenced through international transmission. On the condition of fixed exchange rate, monetary policy not only contribute to the domestic demand, but also, have effect on the domestic supply through the variation of international trade. Since both the domestic demand and supply change, the effect of money supply on inflation is varying.

In 2009 when expansionary economic policy was implemented, domestic demand increases. Also, domestic supply increases since net export decreases. Therefore, inflation did not emerge. In 2011 when credit policy was tightened, domestic demand decreases. Inflation emerges because domestic supply decreases more since net export increases.

For our government to make the macroeconomic policy in future, economic situation abroad should be taken into consideration more and the effect of monetary policy on inflation should be reevaluated. If international demand keeps weak, it will improve China's trade condition and increase domestic supply. Our economy will face a good opportunity of rapid growth without high inflation.

会议下半场问答

问题1：中国为什么一直强调要经济保持8%的增长？这个8%的数字是怎么来的？

彭文生：我也不知为何是8%，但回头看，过去十年中国经济增长大概10%左右，任何事情持续十年必然有它的道理，这意味着可持续增长肯定离10%不远。如果比可持续增长小两个百分点甚至更多，也即8%以下，按照其他国家经验，政府就会比较关注了。但是如果往前看，情况就发生了很大变化。目前中国劳动力供需情况已经很不一样，潜在经济增长能否维持在8%是一个需要仔细验证的命题。现在情况是，经济增长在9%左右，劳动力供需还很紧张，中小企业依然出现招工难问题。

问题2：硬着陆跟一般的衰退是什么关系？硬着陆比衰退所表达的经济下滑更严重还是说衰退就是硬着陆？

彭文生：硬着陆主要体现两点，第一个是最终经济增长效应，另一个是就业情况。从治理目标来讲，就业情况是更为关注的指标。如果经济增长从10%降到8%，但没有造成很大失业问题，那么就不能定义为硬着陆。在西方国家，衰退是负增长，中国的衰退是指经济增长比潜在增长要低一些。

诸建芳：如果经济在较高水平上，比如在10%上，突然掉到只有8%或者6%，应该就是硬着陆。因为，经济在一个水平上突然收缩，会对就业、企业盈利、税收等产生很大冲击，会导致失业加重、企业盈利恶化、税收大幅减少。这个状态无论从政府宏观管理的角度或者老百姓的感受来看，都是一种不利的状态。

过去几年来，我国的潜在增长水平大概在9%—10%之间，如果实际经济增长突然掉到8%以下或者不到7%，那就是硬着陆。8%以上对中国大体合适主要有两方面原因：一是就业，二是税收。就业之前已经讲过，下面主要解释税收。如果经济从10%的水平突然掉到只有8%或者更低，税收会有明显的恶化，这一点对政府是非常不利的。如果经济过热一点通胀高一点，国家在财政税收方面还不错的话，老百姓不一定难以忍受，因为政府有很大回旋余地，可以通过财政补贴等缓解老百姓的生活成本压力。但是如

果经济突然硬着陆，税收总量下降，政策就没有回旋余地，因此，经济硬着陆带来的影响通常比通胀的影响更难以接受。

问题3：美国推出QE3的可能性有多大？

彭文生：目前美国有2.5%的经济增长，好于预期。现在关键是要看美国失业率能否在未来随着经济温和复苏有所下降或者明显下降，如果失业率还是维持高位，那么即使美联储不推出QE3，也会有其他形式的宽松货币政策或者其他一些措施推出。最近美联储强调货币政策要更多与市场沟通，让市场知道未来货币政策大方向。我认为对美国经济不应该过于悲观，其中长期基本面还是不错的。有人指出美国未来十年会成为下一个日本。我的分析是即使假设美国人均工作年龄人口产出下降到日本九十年代的水平，美国的经济增长依然有2.5%。因为日本在九十年代劳动年龄人口是下降的，而美国未来十年劳动年龄人口还是上升的，因此从总量看，美国未来经济还是上升趋势。

问题4：房地产市场是中国未来经济最大的风险源，其根本原因还是在于土地所有制和政体体制。当前情况下是否有办法在不改变土地所有制前提下将把房地产风险逐步降低？

彭文生：房价的问题非常复杂。从住房需求看，中国政府目前的保障房项目本身就是降低政府垄断土地供应对商品房市影响的一个手段。在整个社会中低收入阶层住房有保障情况下，商品房市场需求就会相应降低，土地垄断供给也就不能将土地价格无限推高。从对房地产投资需求看，房地产价格和货币环境有一定关系，所以控制投机性需求非常重要，政府要强调民生，为中低收入家庭满足住房需求。

问题5：出口对经济的间接影响到底有多大？

诸建芳：出口对整个经济的间接影响很难量化。但顺差部分应尽可能逐步缩小，进出口更多应该重视对经济结构的调整，以增进结构的合理性，这样进出口对经济增长的影响会更正面一些。

问题6： 您对未来大宗商品价格有什么看法？

宋国青： 大宗商品价格是国际社会关注的焦点问题之一。大宗商品的供给量短期里是固定的，价格波动主要取决于美国、欧洲、中国的需求变化。任何一国（或地区）采取刺激政策，需求扩大，将提高大宗商品价格，进而影响各国或地区的国内通货膨胀。如果大宗商品价格过高，将对各国国内经济产生负作用。主观上来看，除石油外的金属、农产品等大宗商品价格与CPI的比例已将触顶。

问题7： 铁矿石价格大跌，是否意味着总需求已经走低？

宋国青： 大宗商品期货的短期价格包含库存因素以及对其他国家中短期经济政策的预期，并不是单由短期的生产、需求来决定。国庆前两三周铜和石油价格跌的很厉害，但近来又出现回涨，可能的原因是中美两国的刺激政策以及国际传导效应。从政策和预测的角度来看大宗商品价格，需要密切关注国外经济政策变化。

问题8： 货币增加量除投放商品市场外，也投放资本市场。是否在假定资本市场跟商品市场吸收资金比例不变的情况下，M2的降低或者增加才会跟通货膨胀有直接的关系？未来我国货币政策是国际影响更大还是国内考虑更多？

宋国青： 股市是否吸收货币或者更进一步说虚拟经济是否扩大了货币需求，取决于进入股市的资金本身是属于净储蓄户的储蓄还是净借贷者的贷款。如果是前者，不会对货币总供给量产生影响，因为这只是净储蓄户不同的资产配置方案，虽然存在某些风险和流动性差异，但都是通过财富效应来起作用。而且储蓄放在银行是通过银行给借贷者间接融资，进入股市是通过股市给借贷者直接融资，在不考虑两种融资方式的效率前提下，两者的作用是等价的。如果是后者，即净借贷者将借来的资金放入股市，将会增加总的货币供应量。

货币政策受国内还是国际影响更大是不确定的。现在的货币政策需要考虑的重点是通货膨胀对货币供给的弹性是多少。在过去的时间内，这个弹性大于1，但近来发生了显著变化，弹性显著地小于1，其中有样本量较小的因素，也因为情况在不断地发生变化，需要持续关注。

如引用本表数据，敬请注明资料来源为“朗润预测”

2011年第4季度：第26次“朗润预测”

预测机构\指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
北大CMRC	8.7	4.9	13.2	21.0	17.0	10.0	12.0	3.50	6.25
工商银行	9.0	5.3	13.6	24.7	17.8	14.8	18.6	3.50	6.30
光大证券	8.5	5.2	12.5	23.0	16.0	15.0	15.0	3.50	6.30
国家信息中心	8.8	5.0	13.4	22.5	17.5	14.0	19.0	3.50	6.30
国泰君安	8.0	4.7	11.9	21.1	15.7	14.8	18.6	3.50	6.30
国投瑞银基金	8.7	4.8	13.0	24.6	17.0	10.4	6.6	3.50	6.30
花旗银行	8.4	5.0	13.0	NA	NA	16.0	19.0	3.50	6.30
汇丰银行	8.6	4.8	13.3	14.0	16.5	15.0	18.0	3.50	6.35
交通银行	9.0	4.8	13.8	24.8	17.5	19.5	23.4	3.50	6.30
美银美林	8.7	5.1	12.8	21.9	16.8	13.5	17.5	3.50	6.30
农业银行	8.9	4.9	12.6	25.2	17.5	6.5	9.3	3.50	6.30
瑞银证券	8.4	4.5	12.0	20.0	16.0	1.1	10.0	3.50	6.20
社科院数量所	8.9	4.5	13.6	24.0	16.7	17.0	22.0	3.50	6.34
申银万国	8.9	5.0	13.2	22.9	16.5	15.1	14.9	3.50	6.30
天则所	8.8	5.6	14.2	24.5	17.2	18.0	22.0	3.50	6.29
湘财证券	8.7	4.8	13.2	22.0	17.5	17.0	22.0	3.50	6.30
野村证券	8.6	5.4	13.3	23.8	16.8	8.0	15.0	3.50	6.33
银河证券	9.2	5.1	14.2	25.0	17.3	15.7	19.1	3.50	6.30
渣打银行	8.3	5.0	NA	NA	NA	NA	NA	3.50	6.31
招商证券	8.8	4.8	13.2	22.6	17.1	20.0	21.6	3.50	6.30
中金公司	8.6	5.0	12.6	23.6	17.0	18.2	19.0	3.50	6.23
中信建投	9.2	4.9	13.5	24.6	17.5	18.0	20.5	3.50	6.30
中信证券	8.8	4.8	13.2	22.0	16.7	14.1	17.5	3.50	6.29
简单平均	8.7	5.0	13.2	22.8	16.9	14.2	17.3	3.50	6.30
加权平均	8.8	5.0	12.9	23.4	16.7	13.9	16.2	3.50	6.30

朗润预测点评：

“经济扩张减速，通胀压力趋缓，外贸增势走弱，利率汇率企稳！”

2011年第3季度：第25次“朗润预测”

预测指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
简单平均	9.3	5.7	14.1	24.7	17.2	18.4	22.2	3.60	6.39
加权平均	9.3	5.9	14.1	24.7	17.0	20.9	22.6	3.58	6.40
实际值	9.1	6.3	13.8	23.9	17.4	20.5	24.8	3.50	6.35

* 预测机构和指标说明：

1. 预测机构按机构全称拼音字母排序，机构全称见“朗润预测”特约机构名单”。
2. 除利率和汇率外，各指标为今年3季度比上年3季度同比增长率。其中GDP和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
3. “工业”指规模以上工业增加值，“投资”指城镇固定资产投资，“零售”指社会消费品零售总额。
4. “利率”和“汇率”分别指季末最后一天1年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。
5. 加权平均是基于预测机构历史预测误差调整的计算结果。平均绝对预测误差越小，加权系数越大。

“朗润预测”特约机构名单*

机构全称	预测人员	职务
安信证券	高善文	首席经济学家
北大中国宏观经济研究中心	宋国青	经济学教授
法国巴黎银行	陈兴动	首席经济学家
工商银行	莫扶民	公司业务总监
	张都兴	投资银行部副总经理
	陈耀刚	投资银行部研发处处长
光大证券	徐高	首席宏观分析师
国家信息中心经济预测部	范剑平	主任
	祝宝良	首席经济学家
国泰君安证券	李迅雷	首席经济学家
	姜超	高级研究员
	王虎	高级研究员
国投瑞银基金	吴土金	宏观分析师
花旗银行	丁爽	高级经济学家
汇丰银行	屈宏斌	中国区首席经济学家
交通银行	连平	首席经济学家
	唐建伟	高级宏观分析师
	仇高擎	高级分析师
美银美林证券	陆挺	经济学家
摩根士丹利	王庆	大中华区首席经济学家
	章俊	经济学家
瑞银证券	汪涛	中国首席经济学家
	胡志鹏	经济学家
社科院数量经济与技术经济研究所	汪同三	所长
	李雪松	副所长
	沈利生	副主任
	张涛	副主任
申银万国证券研究所	杨成长	首席经济学家
	李慧勇	首席宏观分析师
天则经济研究所	张曙光	学术委员会主席
湘财证券研究所	李康	首席经济学家
	罗文波	宏观研究员
	牛鹏云	策略研究员
野村证券	张智威	中国区首席经济学家
	孙驰	中国区经济学家
银河证券研究所	王国平	证券研究部总经理
	张新法	宏观研究主管
渣打银行	王志浩	中国研究部主管
招商证券	丁安华	首席经济学家
中国国际金融有限公司	彭文生	首席经济学家
	赵扬	经济学家
	孙森玲	经济学家
	刘瑾	宏观分析师
中国农业银行战略规划部	胡新智	总经理
	付兵涛	宏观经济研究处副处长
	范俊林	宏观经济研究处高级分析师
中信建投证券研究所	魏凤春	首席宏观分析师
	胡艳妮	宏观分析师
中信证券	诸建芳	首席经济学家
	孙稳存	宏观分析师
中银国际证券	曹远征	首席经济学家
	程漫江	研究部主管

* 注：1. 按机构全称拼音字母排序；2. 各机构排在第一位的预测人员为预测负责人；

3. 今后可能有新的特约机构参与“朗润预测”项目。