



2014 中国宏观经济 分析与展望

China Macroeconomic Outlook 2014

中国宏观经济分析与展望

(2014.1)





公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是一家专业从事债券评级、企业资信评估、信用管理咨询等信用服务业务的全国性信用评级机构，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。经过二十多年的发展，新世纪公司已经成长为中国信用评级行业内资质齐全、规模较大、声誉良好的资信评级机构之一。

总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分 析 师：郭继丰
马岫辰

公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

联系人：马岫辰
电话：021-63501349
邮箱：mxc@shxsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

摘要

2014 年，美国逐步退出量化宽松货币政策的节奏可能有所加快，但是，美、日仍将继续实施低利率的宽松货币政策刺激经济增长；欧洲为了继续减缓主权债务和银行业的结构性危机，量化宽松的货币政策继续实施的可能性较大；而大部分发展中国家也将维持相对低利率的宽松货币政策。2014 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。中国金融市场货币供求紧平衡和金融监管标准趋紧的状态不会有明显的改善，贷款利率市场化将进一步的完善和深化，债券的发行利率在 2014 年上半年不会有显著的下降。此外，地方政府的债务水平随着简政放权和民营资本的介入而放慢增长速度，地方政府的债务结构也会随着改革的深入逐渐优化。从中长期看，中国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大而保持稳定的增长。但是，在国际经济、金融尚没有完全稳定的条件下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，中国国内的经济增长和发展依旧会伴随着诸多结构性风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险及国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

关键词：经济增长、产业结构升级、城镇化、结构性风险

目 录

一、中国经济增长的外部环境.....	1
(一) 美欧日主要经济体经济运行状态和宏观经济政策倾向.....	1
1. 美国经济状态和宏观政策倾向.....	1
2. 欧盟或欧元区经济状态与宏观政策倾向.....	4
3. 日本经济状态与宏观政策倾向.....	7
(二) “金砖”国家经济运行状态和宏观经济政策倾向.....	9
二、中国经济增长的中长期因素.....	11
(一) 三大需求对于经济增长的贡献.....	11
(二) 产业结构调整、转移与升级.....	13
(三) 消费拉动与分配制度.....	15
(四) 进出口数量与结构演变.....	17
三、中国经济增长的短期因素.....	18
(一) 通货膨胀预期.....	19
(二) 失业率水平与就业形势.....	20
(三) 人民币升值及外汇占款.....	21
四、中国经济增长的宏观经济政策取向.....	23
(一) 中国的财政运行状态及财政政策取向.....	23
(二) 中国的货币供给状态及货币政策取向.....	25
五、中国宏观经济的展望.....	27

图 表 目 录

图 1: 美国 GDP 当季同比增长趋势.....	2
图 2: 美国非农就业人数及失业率数据	2
图 3: 美国 CPI 和 PPI 当月同比趋势.....	3
图 4: 美元指数及美国 10 年期国债收益率变化趋势.....	4
图 5: 欧盟 27 国 GDP 当季同比增长趋势	5
图 6: 欧盟 27 国 HCPI 及 PPI 当月同比变化趋势.....	6
图 7: 欧元区基准利率调整情况.....	6
图 8: 欧盟 27 国财政收支和政府债务变化趋势.....	7
图 9: 日本 GDP 当季同比增长趋势.....	7
图 10: 日本消费物价指数(CPI).....	8
图 11: 日本即期外汇汇率(美元兑日元).....	9
图 12: 日本外贸进出口金额同比变化趋势.....	9
图 13: 巴西 GDP 当季同比增长趋势.....	10
图 14: 俄罗斯 GDP 当季同比增长趋势.....	10
图 15: 南非 GDP 当季同比增长趋势.....	10
图 16: 印度 GDP 当季同比增长趋势.....	10
图 17: 中国 GDP 当季同比增长趋势.....	11
图 18: 中国三大需求对经济增长的贡献.....	12
图 19: 中国规模以上工业增长值同比增长趋势.....	12
图 20: 中国制造业 PMI 月同比变化趋势.....	13
图 21: 中国三次产业构成对于 GDP 增长的贡献率.....	13
图 22: 中国全社会固定资产投资完成额.....	14
图 23: 中国分地区固定资产投资完成额同比增速.....	15
图 24: 中国社会消费品零售总额.....	15
图 25: 中国社会消费品零售总额分项当月同比趋势.....	16
图 26: 中国就业人员平均工资概况.....	16
图 27: 中国进出口金额当月同比增速.....	17
图 28: 中国对外贸易出口金额(分企业类型)当月值同比增速.....	18
图 29: 中国对外贸易进出口金额(分地区)累积同比变化趋势.....	18
图 30: 中国 CPI、核心 CPI 月同比变化趋势.....	19
图 31: 中国 CPI(食品、非食品)月同比变化.....	20
图 32: 中国 PPI、CPI 及 RPI 当月同比变化趋势.....	20

图 33: 中国就业人数与城镇领取失业保险金人数.....	21
图 34: 中国就业人员工资总额与农村外出务工劳动力月均收入变化趋势.....	21
图 35: 人民币指数与美元指数对比情况.....	22
图 36: 中国贸易差额当月值变化趋势.....	23
图 37: 中国经常项目、资本和金融项目差额.....	23
图 38: 中国国家财政收支差额及公共财政收入同比增长趋势.....	24
图 39: 中国财政收入(分类)当月同比变化趋势.....	25
图 40: 中国财政支出(分类)当月同比变化趋势.....	25
图 41: 中国社会融资总规模及其分类月增长趋势.....	25
图 42: 中国货币供应量(M1、M2)月同比增速.....	26
图 43: 中国金融机构各项贷款余额同比变化情况.....	26

中国宏观经济分析与展望

(2014.01)

文/ 郭继丰 马岫辰

2013年，中国经济增长所面临的外部环境相对复杂，美国经济在量化宽松政策带动下继续缓慢回升，欧洲经济增长整体乏力、复苏前景仍不明朗，日本经济受益于宽松的货币政策而有所回升；金砖国家经济增长呈现整体回落态势。2014年，美国逐步退出量化宽松货币政策的节奏可能有所加快，但是，美、日仍将继续实施低利率的宽松货币政策刺激经济增长；欧洲为了继续减缓主权债务和银行业的结构性危机，量化宽松的货币政策继续实施的可能性较大；而大部分发展中国家也将维持低利率的宽松货币政策。

一、中国经济增长的外部环境

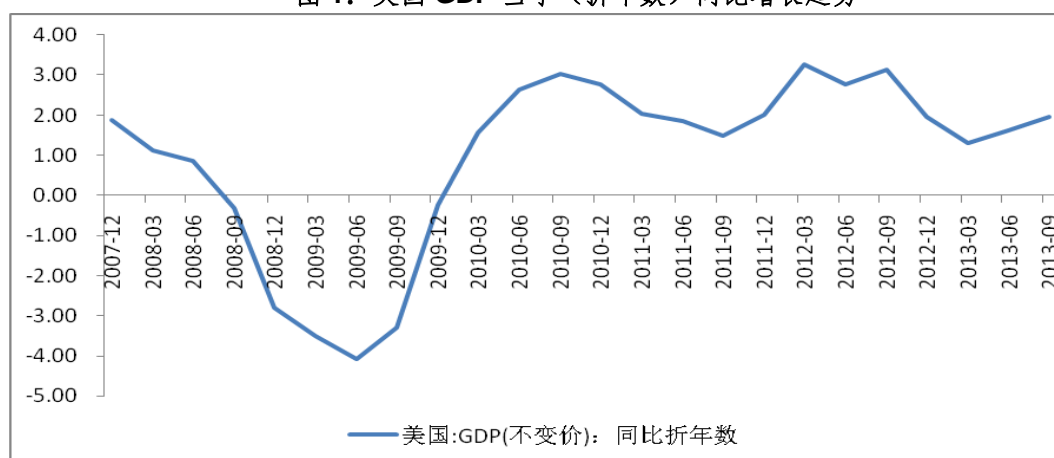
(一) 美欧日主要经济体经济运行状态和宏观经济政策倾向

2013年，美欧日等主要经济体的经济增长仍处于弱势复苏状态，美国的经济状况相对较好，但欧盟、日本仍挣扎在经济衰退的边缘。2014年，美欧日等经济体在这样的宏观环境下，采用相对紧缩的财政政策和相对宽松的货币政策仍是这些发达经济体的主要宏观经济政策取向。

1. 美国经济状态和宏观政策倾向

2013年，美国的经济增长在发达经济体中表现最为抢眼，出现了不断加速复苏的状态。2013年第三季度的GDP增长率（环比折年数）达到了4.1%，高于市场的普遍预期。2013年第三季度美国GDP的同比增速达1.97%（详见图1），显示出宏观经济面的不断向好。2014年，美国经济将呈现继续复苏的状态，预计全年GDP的增长率，可能维持在2.3%-2.5%之间的水平。

图 1: 美国 GDP 当季 (折年数) 同比增长趋势



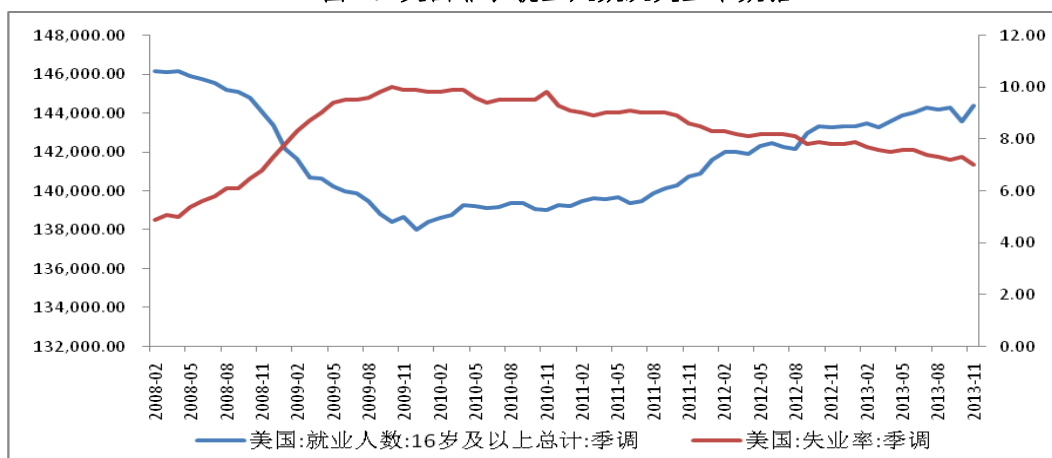
数据来源: Wind 资讯

美联储在 2013 年 12 月 18 日举行的年度最后一次货币政策例会上宣布, 将从 2014 年 1 月起将长期国债和抵押贷款支持证券的购买规模各缩减 50 亿美元, 每月债券购买的总规模从现在的 850 亿美元缩减至 750 亿美元。至此, 美联储从 2013 年中一再推迟的量化宽松政策退出预期终于落地, 各方反应整体较为平淡。

从政策预期看, 美联储对于缩减 QE 较为谨慎, 除了小幅缩减债券购买规模外; 同时还在货币政策例会上强调, 尽管美联储在 2014 年会继续以有节制的步伐削减债券购买的计划, 但时间和过程并不会预先确定。美国经济继续复苏并非板上钉钉, 美联储将根据数据表现采取行动, QE3 的削减不会一蹴而就, 量化宽松政策的退出时间表并无定论。货币政策例会期间, 伯南克进一步解释说, “如果经济因某种原因而增长放缓, 或者我们对数据感到失望, 我们可能会在未来的一次或两次会议上不缩减。当然, 另一方面如果情况加速好转, 我们可能会缩减得快一点, 但我们预计在 2014 年多数时段内, 将维持与今天类似的温和举措。”

2013 年下半年, 美国经济在量化宽松政策的刺激下持续向好, 美国就业市场持续改善, 美国 11 月非农就业人数增加 20.3 万人, 市场预期增加 18.5 万人; 11 月份失业率为 7.0%, 市场的预期值为 7.2%, 上述两项数据的表现均好于市场预期。2013 年以来, 美国非农就业人口持续增长, 失业率不断下降 (详见图 2), 总体上看, 失业率虽然依旧高企, 离 6.5% 的政策目标仍有一定的距离。美国经济在 2014 年仍将呈现继续复苏的状态。

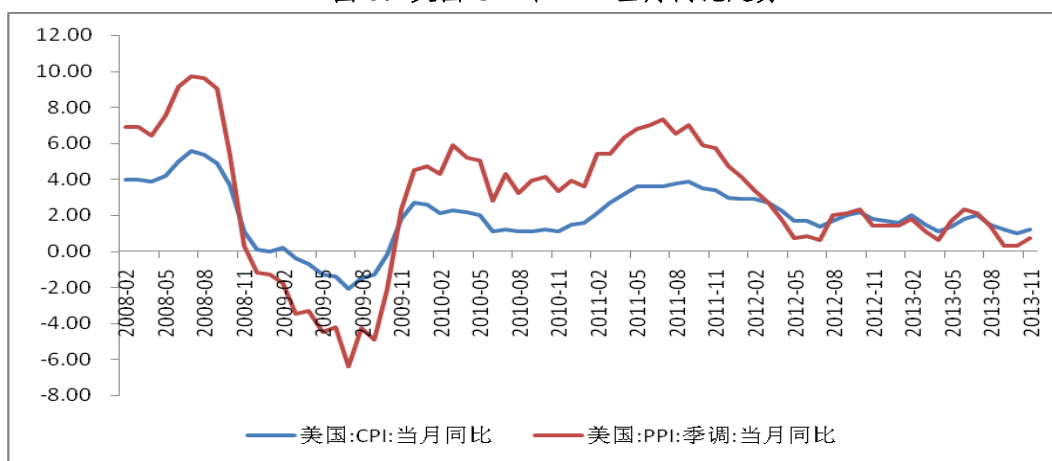
图 2：美国非农就业人数及失业率数据



数据来源：Wind 资讯

美国的量化宽松政策虽然实行了多年，但美国的生产者物价指数（PPI）和消费者物价指数（CPI）却未出现明显的上升，11月数据显示PPI和CPI分别为0.7%和1.2%（详见图3）。美国经济在能源成本大幅下降的同时不断复苏，因此PPI、CPI均未伴随着量化宽松政策而大幅抬头，美元作为全球储备货币的优势并没有因金融危机而削弱。短期内可以预见的是美联储并没有面对通货膨胀的压力，2%的通货膨胀率目标短期内也难以达到，所以货币政策转向的可能性较小，2014年宽松的货币政策仍将会延续。

图 3：美国 CPI 和 PPI 当月同比趋势

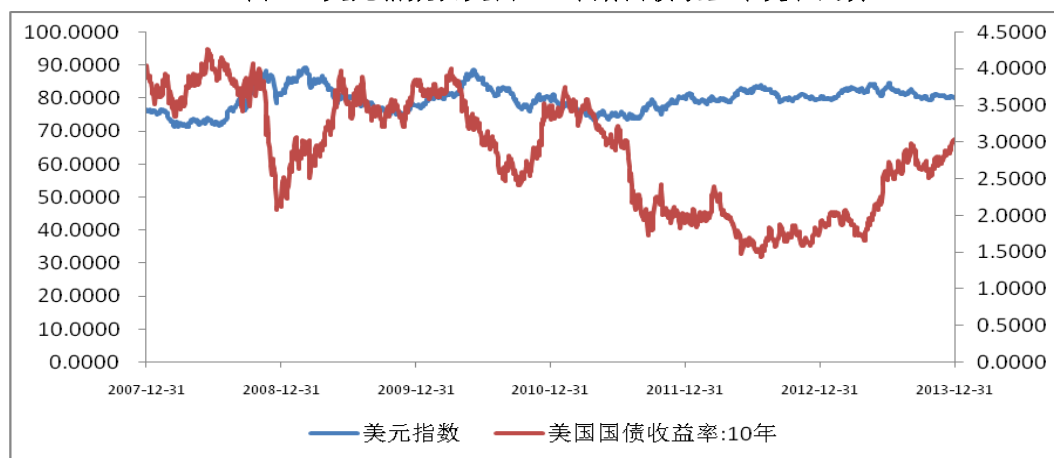


数据来源：Wind 资讯

2013年12月10日美国国会中的共和党和民主党达成两年期协议，确定了至2015年10月1日的联邦政府支出规模。最新的美国预算协议将在两年内把自动减支规模削减630亿美元，并额外提供230亿美元用于未来10年的赤字削减。新预算案协议的达成意味着美国债务之争的暂时搁置，紧缩的财政计划将继续在2014年实行，短期内不会发生重大变化。

2013 年底美联储缩减 QE 规模 100 亿元对于市场预期的引导性要强于政策的实际效用，市场对于美联储的政策预期和经济前景已在债市上有所反应，美国 10 年期国债收益率不断攀升（详见图 4）。在美国经济前景向好的预期下，美元资产回报率有所提高的同时，美元指数可能平缓上升但大宗商品价格可能会进一步受到承压而下行。美联储此次缩减 QE 的举动，进一步强化了美联储低利率承诺，并对美国股市构成了提振作用。总体来看，美国经济的快速复苏得益于其劳动力市场的灵活性、产业的创新能力及美元的国际化程度，未来美国经济在全球经济中的强势地位仍会继续保持。

图 4：美元指数及美国 10 年期国债收益率变化趋势



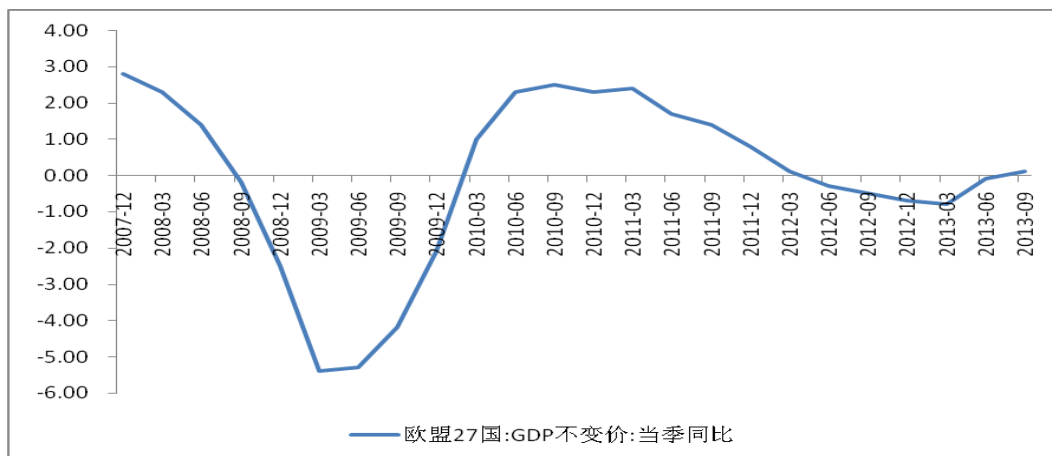
数据来源：Wind 资讯

2. 欧盟或欧元区经济状态与宏观政策倾向

2013 年欧盟或欧元区的整体经济状况有所好转，欧债危机有所减缓得益于巩固财政和金融监管的努力，市场信心重新恢复，大量资金返回欧洲。在德国、英国等核心国家经济复苏的拉动下，欧盟经济从第二季度开始复苏，直至第三季度恢复为正增长状态，实际 GDP 增长率为 0.1%（详见图 5）。但是由于此前欧元区经历了持续 6 个季度的历史最长时期的衰退，加之欧元区内部国家经济增长状况的分化仍在延续，整体增长恢复至正常状态仍需时日，预计 2014 年欧盟或欧元区的实际 GDP 增长率为 0.5%-0.8% 左右。

欧盟发布的经济发展报告中指出，近两年来随着国际竞争力增强和出口部门恢复活力，欧盟成员国经常项目收支持续改善，净出口增长对欧盟经济复苏做出了重大贡献。但与此同时，随着全球经济增长结构发生变化，外部环境变得更具挑战，净出口增长难以持续成为拉动欧盟经济增长的主要动力。在此情况下，欧盟必须更多地依靠内需拉动经济增长，不过欧盟内需将会受到失业状况恶化以及财政整顿等因素的制约。所以从欧盟主要成员国的财政状况来看，预计各成员国在 2014 年的财政赤字将进一步降低，但紧缩的财政政策仍将会延续。

图 5：欧盟 27 国 GDP 当季同比增长趋势

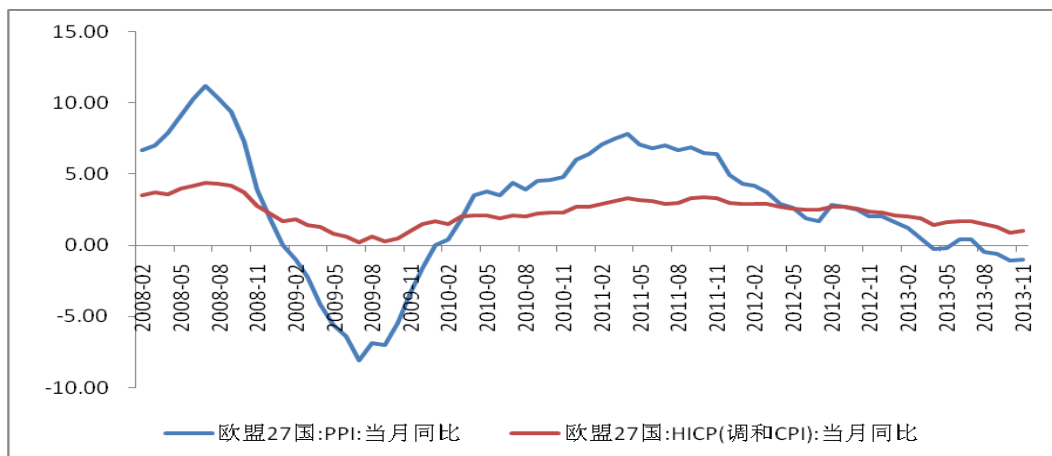


数据来源：Wind 资讯

2013 年欧盟 27 国失业率数据依然表现不佳，与此同时欧盟 27 国的调和 CPI (HCPI) 及 PPI 数值自 2013 年以来便持续下滑（详见图 6）。HCPI 在 2013 年 1 月时同比增速还保持在 2% 的水平，但 11 月时该增速已经降至 1%。同时，核心通胀水平在 2013 年从 1.5% 一度降至 0.8%。从消费者物价指数的各分项来看，2013 年几乎所有的分项指标均出现了不同程度的下滑，而食品及能源的下滑尤为明显，对欧洲通胀水平的下降起到了推波助澜的作用。从 PPI 来看，欧元区的 PPI 在今年始终保持较低增速，2013 年 11 月份为 -1.0%。此外，10 月同比增速更是降至 -1.1%，创 2009 年 12 月以来的最低水平。

虽然通货水平持续下降，但是出现通货紧缩的可能性较小，欧盟 27 国 2013 年通胀水平下降与食品和能源价格降低、欧洲其他各国的紧缩政策不无关系，但是随着 2014 年欧元区各成员国的经济触底回升以及内需的缓慢恢复，此前导致通胀水平下降的因素会被各成员国物价的走强而抵消，使得整个欧元区的通胀水平保持在相对稳定的区间内。欧元区的通胀水平在 2014 年上半年仍将维持在 1% 以下的较低水平，而在下半年可能随着需求的回暖及 HCPI 的增速出现回升。总体上看，在中长期内欧盟 27 国的通胀水平预计都将低于欧洲央行设定 2% 的目标水平。

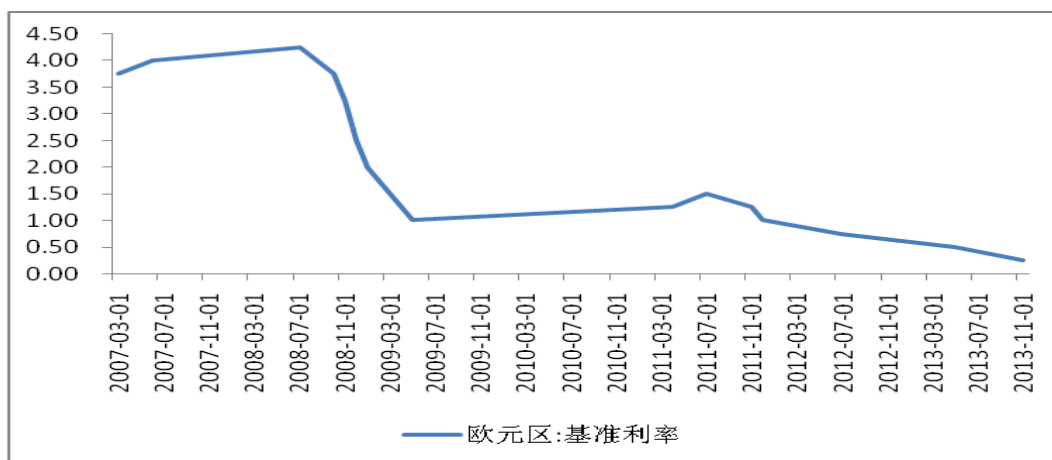
图 6：欧盟 27 国 HCPI 及 PPI 当月同比变化趋势



数据来源：Wind 资讯

从 2013 年的情况看，欧洲央行的货币政策较为宽松，但是欧洲央行始终没有跟随美联储和日本央行进行大规模的量化宽松政策，而是采用调低基准利率的手段实现投放流动性的目的，2013 年 11 月 13 日，欧洲央行把基准利率从之前的 0.5% 调低到 0.25% 的历史最低点(详见图 7)，如果进一步降低基准利率，那么会出现零利率或是负利率的状态，但是这种可能性较小。在欧洲央行 5 月份降息至 0.5% 后，欧元并没有停止升值；而 11 月欧洲央行再度出手降息后，欧元兑美元同样不降反升，甚至开始再度逼近年内最高点。欧洲央行的货币政策传导机制有部分出现失灵的现象，欧洲央行的货币政策无法产生理论上的政策效果。因此未来，欧洲央行可能动用其他货币政策工具，如超长期贷款操作 (LTRO)、直接货币交易计划 (OMT) 等；预计 2014 年的货币政策的基调仍会以宽松为主。

图 7：欧元区基准利率调整情况

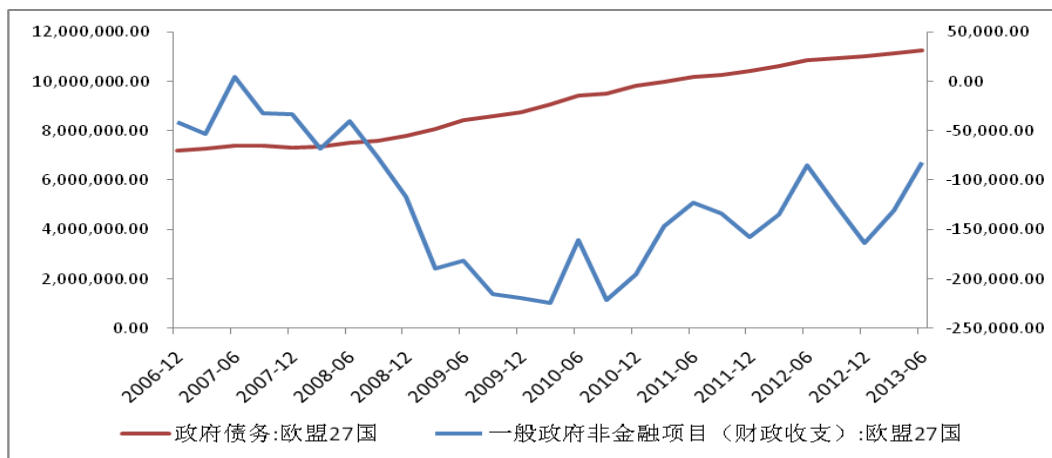


数据来源：Wind 资讯

欧洲债务危机爆发以来，欧洲各国都将紧缩作为财政政策方面的首要选项。从欧盟主要成员国的财政状况来看，2013 年欧盟主要国家的一般政府非金融项目的财政收支有所上升、政府债

务增长速度却有所放缓（详见图 8），预计各成员国在 2014 年的财政赤字将进一步降低，主要成员国的债务危机在 2014 年将进一步减缓。总体上看，欧盟各国的财政政策在 2014 年将出现政策“松动”，但是这种松动并不意味着放松财政政策，紧缩的财政政策仍将持续；只是将有限的、甚至是更少的财政收入进行更有效率的支出，通过各成员国内部以及成员国之间的结构性调整，使平衡性政策向着刺激经济复苏的方面倾斜。

图 8：欧盟 27 国财政收支和政府债务变化趋势

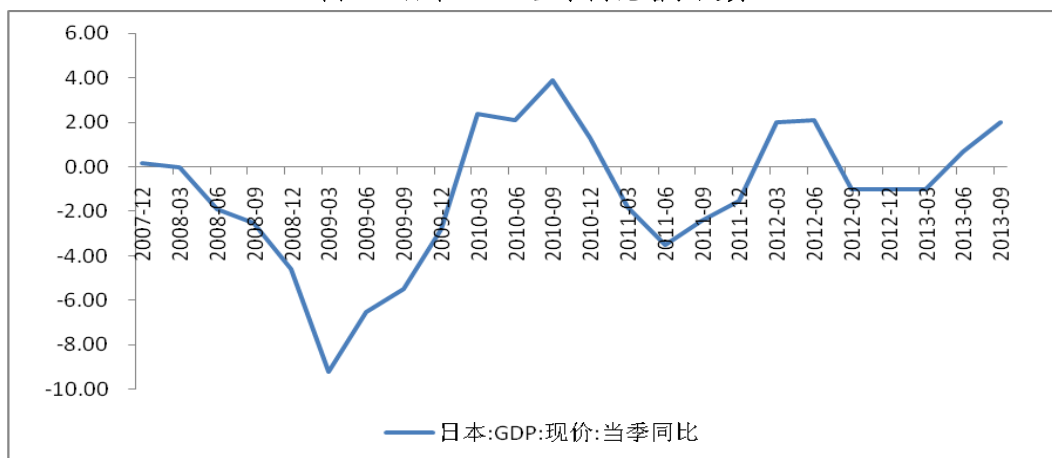


数据来源：Wind 资讯

3. 日本经济状态与宏观政策倾向

2013 年，日本经济在“安倍经济政策”的指引下，以极度宽松的货币政策、大规模的财政刺激计划与结构性改革计划为手段的政策推行后，日本经济长期低迷的局面有所改善。2013 年日本的季度 GDP 增长率同比持续回升，第三季度的增长率已经回升至 2%，但是 GDP 实际增长率仍然低于市场预期，预计 2014 年日本经济增长率可能处于 1.3%-1.6% 之间。

图 9：日本 GDP 当季同比增长趋势

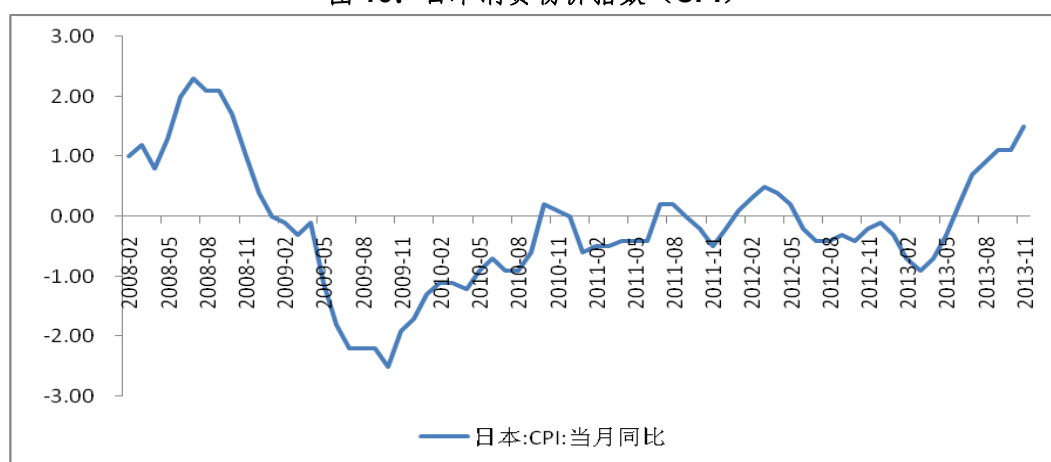


数据来源：Wind 资讯

日本当局推行的一系列大规模经济刺激计划的实施，内容包括积极扩张的财政政策和提高税收为目标的结构性改革政策、宽松的货币政策及日元汇率大幅贬值政策。日本政府在 2013 年 1 月 11 日通过了 1170 亿美元、总数为 2267.6 亿美元的政府投资计划，此举使得日本政府财政收支在小幅回升后再度呈现下降趋势。2013 年初日本央行又引入“开放式资产购买措施”，日本银行宣布在现有资产购买计划完成的基础上，从 2014 年 1 月开始，不设置具体终止期限，每个月将会购买一定数量的金融资产（主要以日本政府债券或国库券为主），同时辅以零利率政策一同实现上述价格稳定的目标。

日本经济在极度宽松货币政策的带动下，基础货币投放量激增、消费者物价指数连续 6 个月回升，11 月已经达到 1.5%（详见图 10）。日本央行的大规模量化宽松政策不仅提振了日本国内的内需，而且促进了日本国内资本市场的快速回稳，日本股市涨幅位列全球主要股市中的首位。2013 年 11 月，日本央行发布了题为《经济物价形势展望》报告，认为当前经济形势仍处于缓慢恢复阶段，日本央行的金融政策已经推动企业积极投资，促进了生产和出口。而且，这一金融政策还活跃了股市交易，令地价止跌回升，资产收益增加刺激了消费，民间消费日趋活跃。报告同时还指出，影响日本经济的不利因素是国际经济形势不明朗，美国的公共债务危机和非常规货币政策退出将冲击全球经济，阻碍日本经济的正常复苏。因此，日本应该坚持既定的量化宽松政策，同时密切关注国际经济形势的发展变化，必要时调整金融政策。

图 10：日本消费物价指数（CPI）



数据来源：Wind 资讯

2013 年，在美联储退出 QE 的前景逐步明朗之际，日本央行仍然维持宽松的货币政策，不过由于日本央行设定的通货膨胀目标 2% 仍没有达到，因此日本央行不会追随美联储的步伐缓慢调整货币政策。从 2013 年的外汇市场走势看（详见图 11），日本即期外汇汇率（美元兑日元）整体走势强劲，日元不断大幅贬值。目前日本国债主要由本国投资者持有，为提高收益率目标，市场普遍预期日本国内投资会转向收益率高更的外汇资产，所以预计 2014 年日元汇率的弱势贬值表现仍会持续。

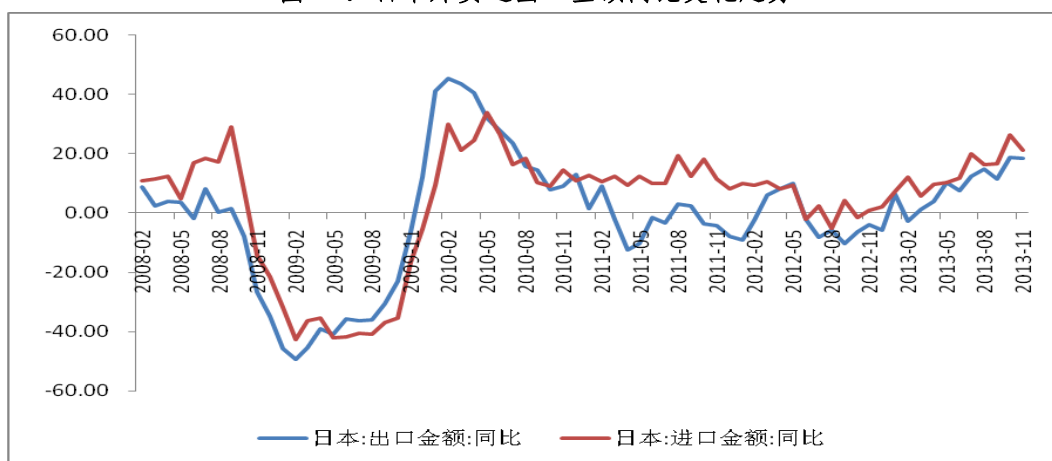
图 11: 日本即期外汇汇率 (美元兑日元)



数据来源: Wind 资讯

日本当局经济政策中的重要组成部分便是通过外汇干预,使日元不断贬值的同时最终体现在促进出口方面。从图 12 可以看出,日本的进、出口额均大幅回升,日本 11 月出口增长率为 18.41%连续第 9 个月上升,显示了日元的疲弱以及全球需求复苏支撑着出口的增长。此外,11 月进口额较上年同期增长 21.12%,是由于日元疲弱以及对石化燃料的需求,同时日本将于明年 4 月上调消费税,消费者提前购物,也导致了进口额的上升。而日本 11 月贸易逆差为 1.29 万亿日元(约合 125.6 亿美元),再创历史新高,连续 17 个月出现贸易逆差。

图 12: 日本外贸进出口金额同比变化趋势



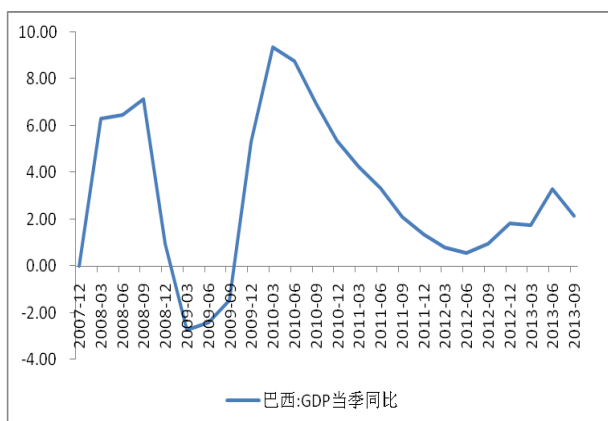
数据来源: Wind 资讯

(二) “金砖”国家经济运行状态和宏观经济政策倾向

2013 年全球经济的复苏整体呈现疲软状态,金砖四国的表现也差强人意,除印度以外的三个国家,巴西、俄罗斯和南非的实际 GDP 增长率均表现不佳。全球经济复苏的再平衡,特别是新兴市场对全球经济增长贡献度的下降是 2013 年的主要特点。

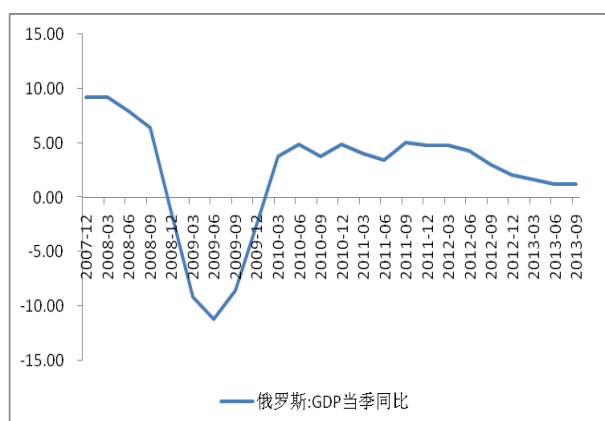
2013年第三季度巴西实际GDP增长率为2.15%，自2012年中开始逐步回升（见图13），但第三季度有所下滑。2013年第三季度俄罗斯实际GDP增长率为1.2%，连续9个季度下滑，企稳回升的过程可能会比较漫长（见图14）。此外，南非经济形势类似于俄罗斯，2013年第三季度实际GDP增长率为1.8%，但从整体趋势看，从2011年底后便开始不断下滑（见图15）。最后，印度经济增长有所回升，2013年第三季度实际GDP增长率为5.65%（见图16），复苏势头渐有起色，GDP增长率连续两个季度回升。

图 13: 巴西 GDP 当季同比增长趋势



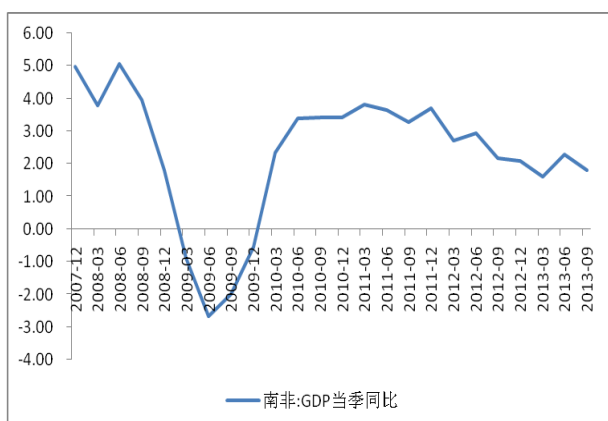
数据来源: Wind 资讯

图 14: 俄罗斯 GDP 当季同比增长趋势



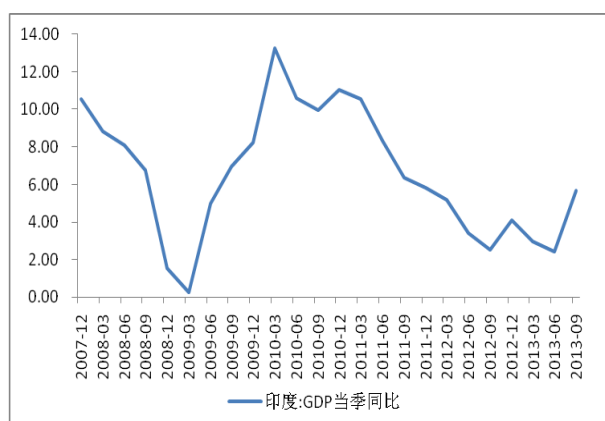
数据来源: Wind 资讯

图 15: 南非 GDP 当季同比增长趋势



数据来源: Wind 资讯

图 16: 印度 GDP 当季同比增长趋势



数据来源: Wind 资讯

2013年金砖四国经济的整体增长幅度低于去年，预计2014年整体情况也不容乐观，在世界主要经济体整体增长乏力、经济状况反复不定的情况下，金砖四国也很难独善其身。

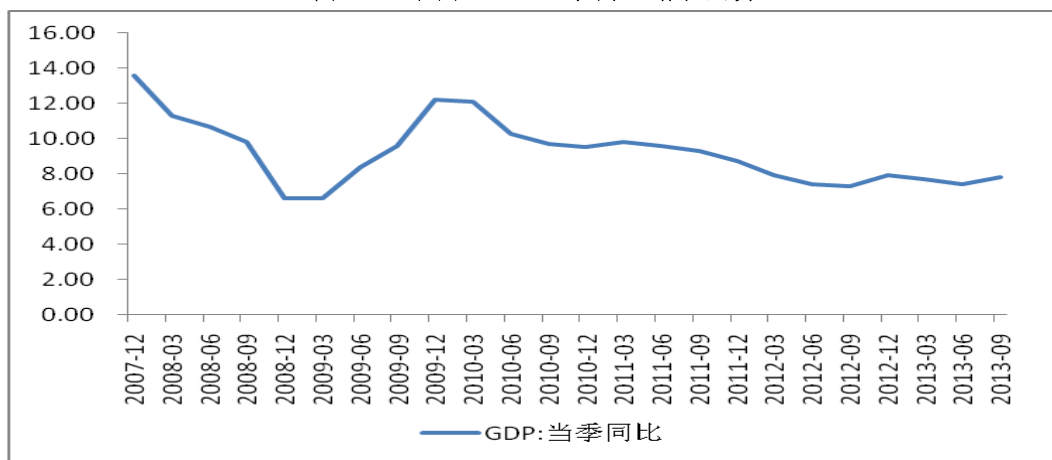
首先，2014年巴西国内面临既要控制通胀、同时又要刺激工业生产的严峻挑战，财政政策可能部分放松，货币政策主要以提高基准利率为主。其次，俄罗斯国内经济增长前景受困于国

内需求不振及对能源经济的依赖，普京政府的财政支出额可能会有所下降，转而注重提振内需的发展方式，预计俄罗斯 2014 年的经济状况也很难有大的亮点，但总体可能保持相对平稳。此外，南非失业率长期居高不下，国内制造业和农业的下滑趋势短期内难以扭转，财政政策转向中性、货币政策也趋于稳健，2014 年的宏观经济政策空间均不大，经济增长的前景并不乐观。最后，印度经济受制于其巨大的财政赤字规模以及通货膨胀压力，因此 2014 其财政政策和货币政策仍会维持紧缩状态。

二、中国经济增长的中长期因素

2013 年中国经济增速继续回落，第三季度的实际 GDP 增长率为 7.8%。自 2009 年四万亿经济刺激计划带动的快速反弹后，中国经济增速便持续下滑（详见图 17），目前虽然中国经济处于阶段性反复状态，经济形式整体偏弱，下降趋势得到了一定的遏制。未来中国经济继续保持 8% 的高速增长趋势会较为困难，但经济企稳复苏后的长期稳定增长态势不减，预计 2014 年全年，中国实际 GDP 增速为 7.2%-7.5% 左右的水平。

图 17：中国 GDP 当季同比增长趋势

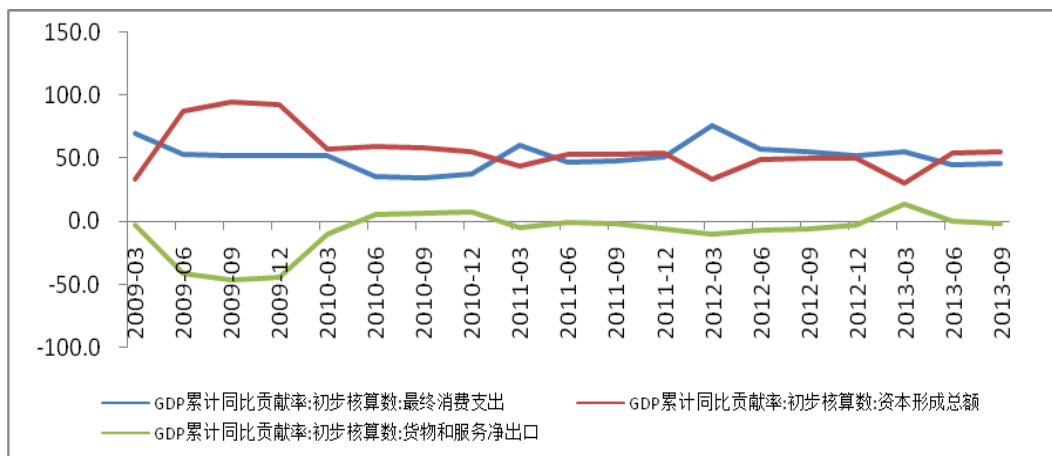


数据来源：Wind 资讯

（一）三大需求对于经济增长的贡献

2013 年，随着中国经济的有所企稳，三大需求对于经济增长的贡献率出现了不同程度的变化（详见图 18），通过初步核算数观察，货物和服务净出口占比有所下降，资本形成总额有所上升而最终消费支出保持了相对的平稳。结合中国 GDP 增长的实际情况看，内部的消费需求不振仍然是困扰中国经济增长的重大影响因素，外贸净出口额将随着 2013 年人民币的大幅升值而有所下降，政府主导型投资仍是拉动经济增长的重要手段，所以投资驱动型的增长模式在“十二五”期间也难有很大的改变。

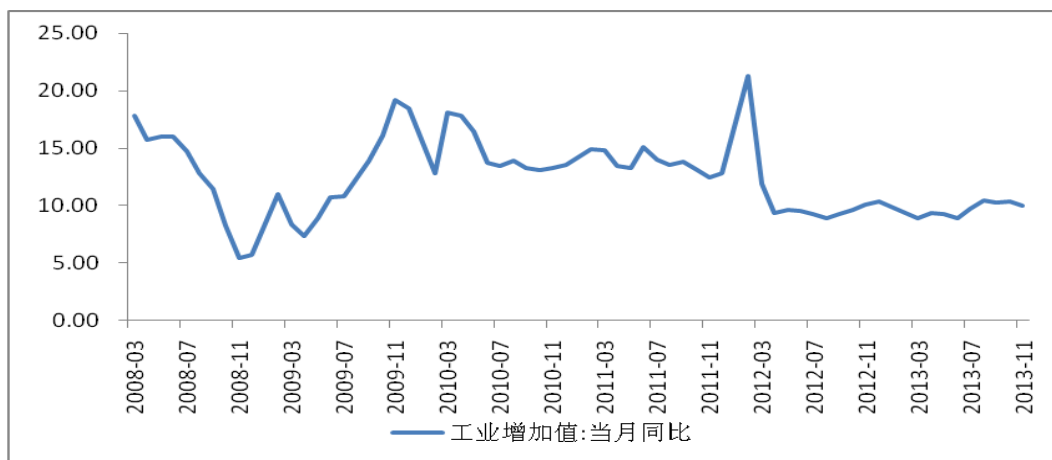
图 18：中国三大需求对经济增长的贡献



数据来源：Wind 资讯

2013 年，中国规模以上工业增长值小幅回升（详见图 19），11 月工业增加值为 9.7%，比 2012 年下降 0.3 个百分点。2012 年 3 月至今工业增加值增速整体较为平稳，与 GDP 的增速基本吻合，由于我国工业用电量的回升较快，经济企稳的态势有所显现。2013 年，中国工业的整体形势相对偏弱，短期的库存需求影响不足以改变工业部门整体的弱势状态。由于中国工业生产中的几大重要行业，如钢铁、有色金属、水泥等均出现了大规模的产能过剩问题，去产能的压力可能会在一定时期内抑制国有企业及私营企业的产能投放及固定资产投资的意愿。由此推测 2014 年我国投资增速回升、过剩产能逐步化解的过程中，工业增长值的平稳运行态势不变。

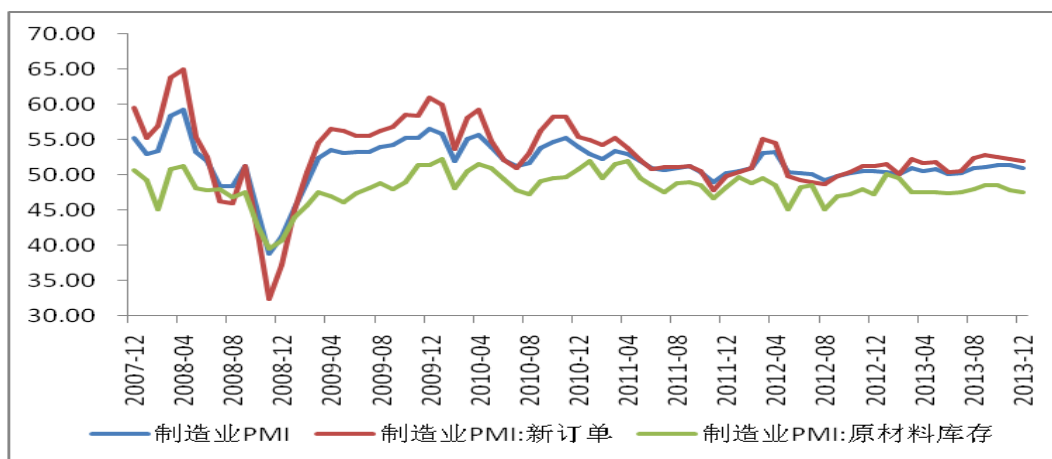
图 19：中国规模以上工业增加值同比增长趋势



数据来源：Wind 资讯

2013 年，从中国国家统计局发布的制造业 PMI 数据看，年初经济景气度处于相对偏弱的状态，经济复苏的实际情况普遍不如市场预期；但第二季度之后，中国经济出现了弱势回升，作为先行指标的 PMI 持续回升，10、11 月的 PMI 均为 51.4，为近一年半以来的最高值；12 月 PMI 为 51%，虽有一定波动，但制造业景气度持续回暖的态势不变。从制造业 PMI 指数中的新订单量（需求）及原材料库存（供给）两个维度看，需求端的回暖较快而供给端的产能库存压力仍未完全释放、仍旧处于收缩期，由此表明企业生产节奏快于客户需求，库存的补充还有一段时间，但短期内的经济状况仍将保持相对的稳定，但整体回升可能还需 3 至 4 个季度。

图 20：中国制造业 PMI 月同比变化趋势

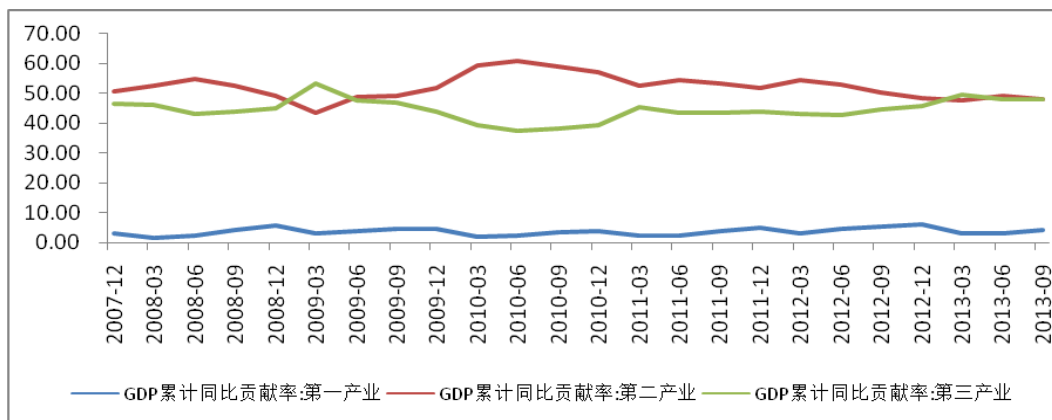


数据来源：Wind 资讯

（二）产业结构调整、转移与升级

2010 以来，中国的三次产业结构发生了较大的变化，第一产业占比基本保持稳定且呈现出大约一年期左右的波动特点，而第二产业在 2010 后便急剧下滑，第三产业在 2012 年中见低后缓慢回升（详见图 21）。2013 年，从中国三次产业结构的调整看，中国整体性的产业结构调整与升级仍然任重而道远。

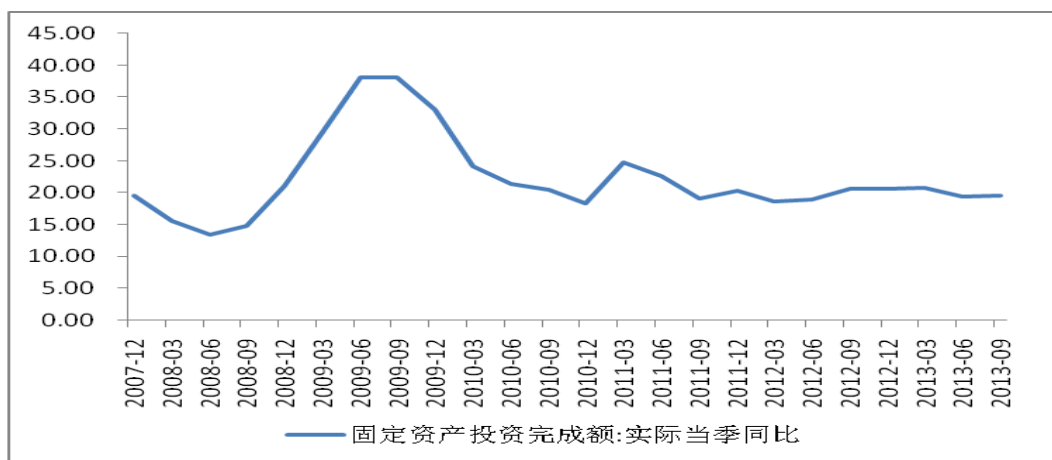
图 21：中国三次产业构成对于 GDP 增长的贡献率



数据来源：Wind 资讯

2013 年前三季度，第二产业和第三产业对 GDP 的贡献率相当，特别是第三产业对 GDP 的拉动作用逐步显现，其中房地产行业、金融业对 GDP 的贡献率总体有所回升，但第三季度有一定的下降，而交通运输、仓储和邮政业贡献率占比较为平稳，由此可见在第三产业中，土地增值和信贷增长对于 GDP 的拉动仍是主要手段，而第一和第二产业中，农林牧渔业、建筑业对 GDP 的累积同比贡献率显示出非常强的周期性特征，未来的逐步回升、调整也是周期性特征的必然结果，而工业对 GDP 贡献率的快速下降后的回升显示出实体经济虽有所企稳，但仍处于疲弱状态。因此，中国产业结构调整的功效很难在短期内现显，经济增长的回升仍旧会依赖于传统工业的产出和增加值。

图 22：中国全社会固定资产投资完成额

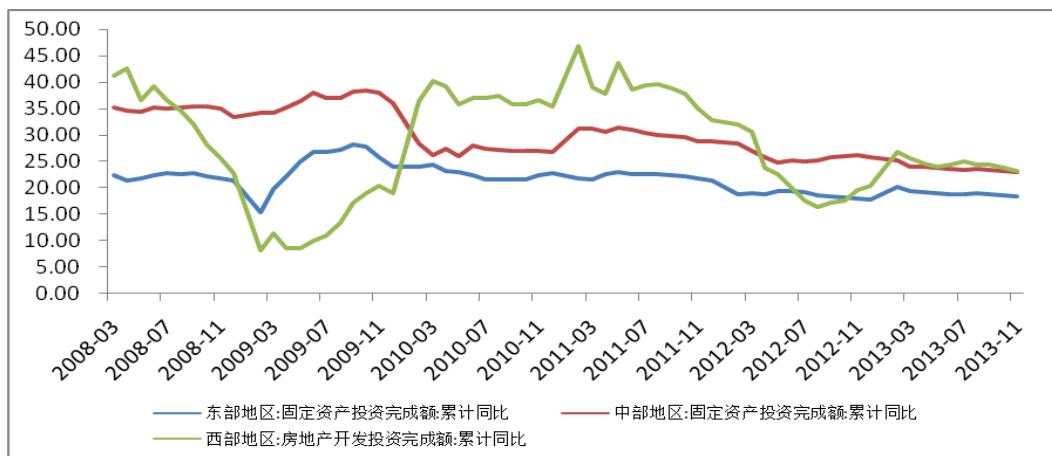


数据来源：Wind 资讯

2013 年，中国宏观经济中的全社会固定资产投资完成额呈现平稳态势（详见图 22），预计 2014 年其趋势可能出现一定的回升，但总体的数额相较之前可能保持平稳。由于中国 2009 年的四万亿财政刺激计划的后续影响，中央政府为了平抑过快增长的固定资产投资规模，大幅降低了对于固定资产投资的财政支出，直至 2012 年初后才开始回升，而地方政府的投资却未出现剧烈的大幅削减，而是逐步降低，目前已回复至 2008 年金融危机前的水平。

2013 年 1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 19.9%，比 2012 年回落 0.7 个百分点。其中，基础设施建设增速继续回升至 23.24%，比 2012 年上升 9.5 个百分点；第二产业投资增速 17.3，这主要是由于制造业投资增速下降而形成的；更进一步看，制造业投资增速回落至 18.6%，比 2012 年回落 3.4 个百分点。总体上看，在房地产调控、地方政府债务紧缩的大背景下，预计 2014 年的总体固定资产投资增速不会有更大幅度的上升。

图 23：中国分地区固定投资完成额同比增速



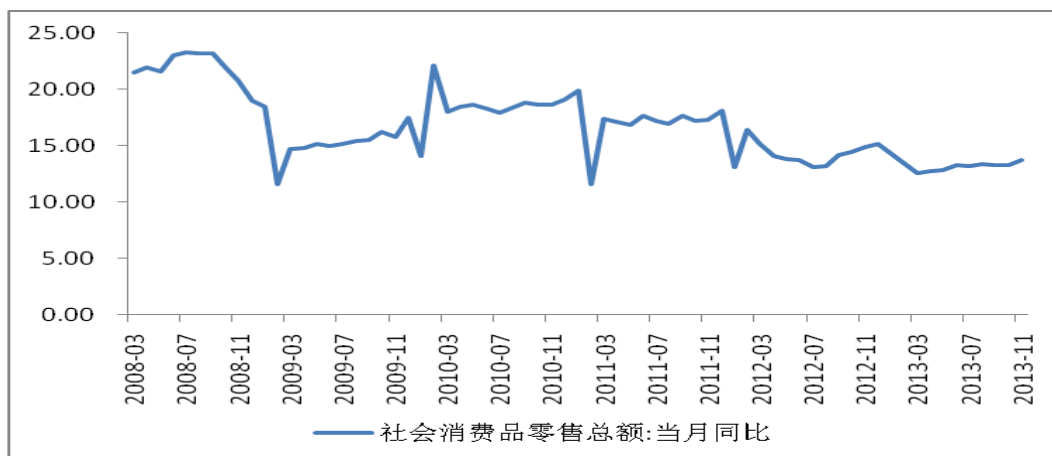
数据来源：Wind 资讯

中国的产业结构调整、转移是为了给予各地区经济增长注入新的活力，广东省提出的“腾笼换鸟”政策即是给产业转移提供了良好的发展路径。但是由于中国地方政府的投资偏好，四万亿财政刺激政策投放时，中、西部地区固定资产投资过快（详见图 23）；而 2010 年之后，中、西部地区的投资规模大幅下降，2013 年以来更是逐步收缩，主要是由于这些地区一些省份的固定资产投资规模已经接近、甚至达到 GDP 的总体规模，如果增速继续保持在每年 20% 以上，很有可能使投资规模超过 GDP，造成经济过热从而无法实现产业结构调整、转移的目标，可以预计未来理想的固定资产投资增速可保持在 15% 左右。

（三）消费拉动与分配制度

中国经济转型的重要方向是提高消费对于 GDP 的拉动作用，从现阶段的 GDP 增长构成中分析，消费和投资对 GDP 增长的贡献率基本相当，在外贸进出口的贡献作用无法继续提升，投资驱动作用不断弱化的同时，消费对于中国经济增长的拉动作用或将成为关键。

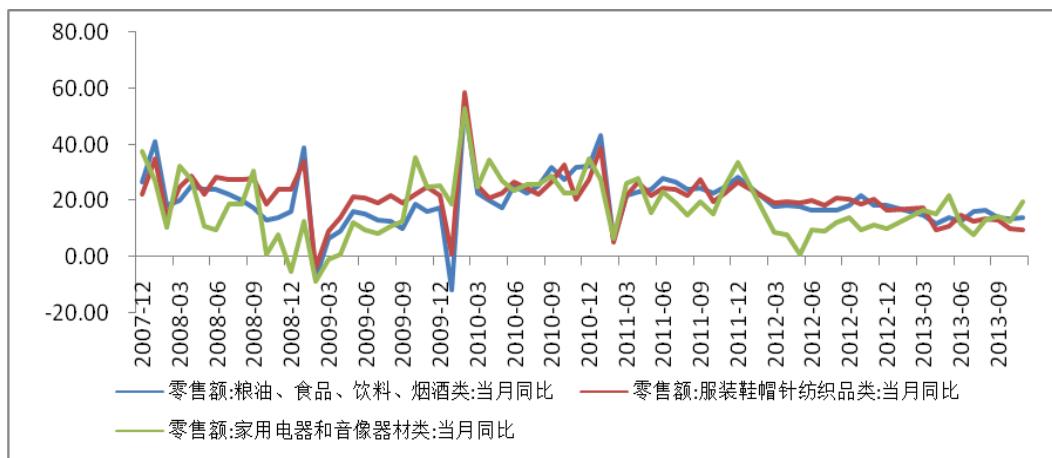
图 24：中国社会消费品零售总额



数据来源：Wind 资讯

2013 年上半年，中国社会消费品零售总额总体上保持平稳（详见图 24），消费拉动经济增长的作用并未显现。在最终消费支出构成中，政府最终消费呈现上升趋势，居民消费支出有所下降，政府消费的上升趋势表明了政府对于民生、公共产品的投入在逐年增加。预计为扩大内需，实施城镇化发展战略，保障民生、改善供给，在财政支出中对公共产品的支出比例会有进一步的提升。

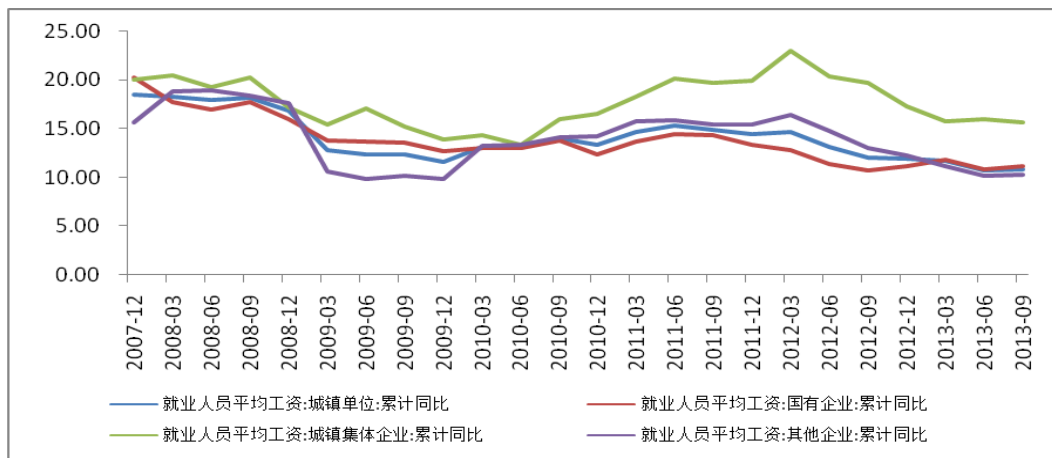
图 25：中国社会消费品零售总额分项当月同比趋势



数据来源：Wind 资讯

城镇化是以改变中国城乡二元结构为目标的国家整体战略，是消除中国城乡壁垒、释放供给的通盘计划。只有改变中国城乡二元结构，才能有效的提升整体的消费支出，降低贫富差距。2011 年，中国的城镇人口第一次超过乡村人口，制度改革的迫切性也与日俱增，主要表现为户籍制度、城乡公共服务的差别等。同时，自 2008 年以来，中国居民收入基尼系数有所下降，收入分配的差距虽然得到了一定程度的遏制，但整体收入差异依然显著。

图 26：中国就业人员平均工资概况



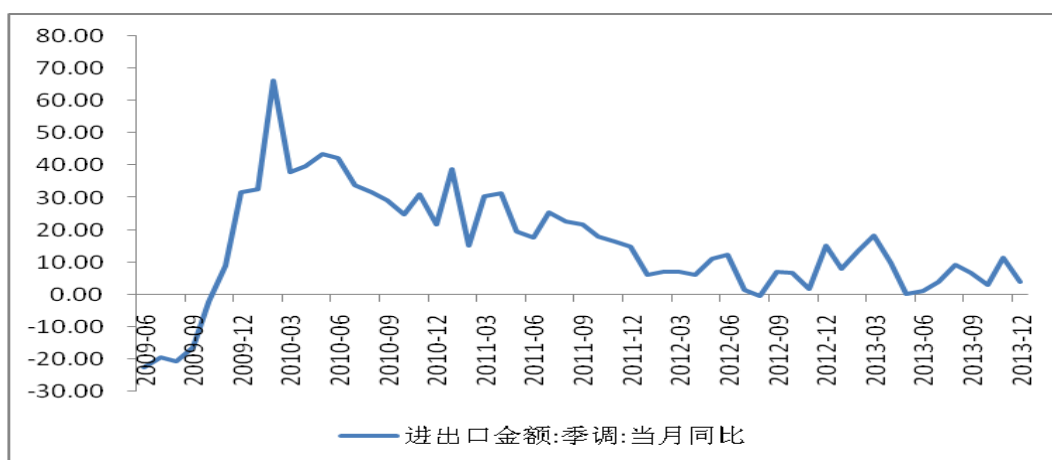
数据来源：Wind 资讯

从就业人员平均工资看（详见图 26），2012 年中期以来，我国就业人员平均工资均大幅下降，2013 年后才逐步企稳。其中，城镇集体企业累计同比增速较高，2013 年第三季度为 15.6%，其他类型企业的工资累计同比数吻合度较高，整体收入增长也保持了一定的均衡。由于政府对教育、医疗卫生和社会保障的支出仍然还不够，特别是对广大农村地区的投入相对偏少而导致居民消费倾向的不断下降。此外，从消费支出看，目前中国城镇居民的消费支出远大于农村居民的消费支出，一方面是由于城镇居民的平均工资高于农村居民；另一方面，也因为福利制度障碍所导致的城乡发展不平衡。未来中国经济增长的动力在于居民消费需求和意愿的提升，分配制度改革中的提升各地区的最低工资，可以有效的解决城乡间、地区间的收入差距问题。

（四）进出口数量与结构演变

2011 年至今，中国进出口数量和金额整体上均表现为不断下滑，特别是进出口金额呈现出了较强的周期性波动特点（详见图 27），中国的外贸顺差也随着国际主要贸易对手的需求而减少及国际贸易保护主义和人民币不断升值而逐步受到挤压，整体表现相对之前要更为弱势。

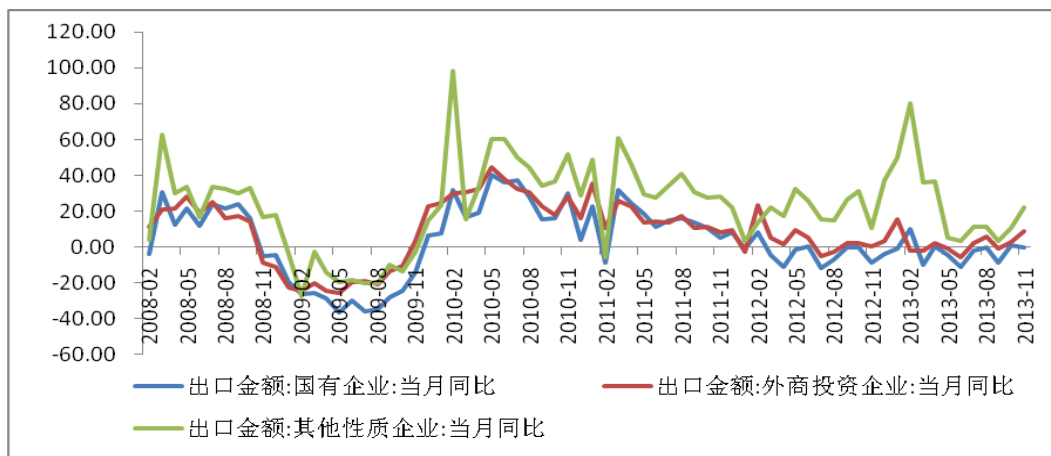
图 27：中国进出口金额当月同比增速



数据来源：Wind 资讯

过去十年，中国外贸的增长主要依赖于加入 WTO 后的贸易全球化，中国充分发挥了自身的比较优势，通过廉价的劳动力和低廉的生产成本，实现了中国经济跨越式的发展。2010 年之后整体进出口金额出现了大幅下滑，其中国有企业的降幅最大。2012 年，随着国家出口退税等一系列外贸政策的推进，中国私营企业的进出口额有了较大的回升；但是 2013 年，中国外贸的整体形势又重新回到了下降的边缘。未来，随着劳动力成本、原材料价格及环保要求的日益提升，中国将无法继续复制前十年的老路；同时随着人民币国际化的推进，经常项目顺差会进一步缩小。

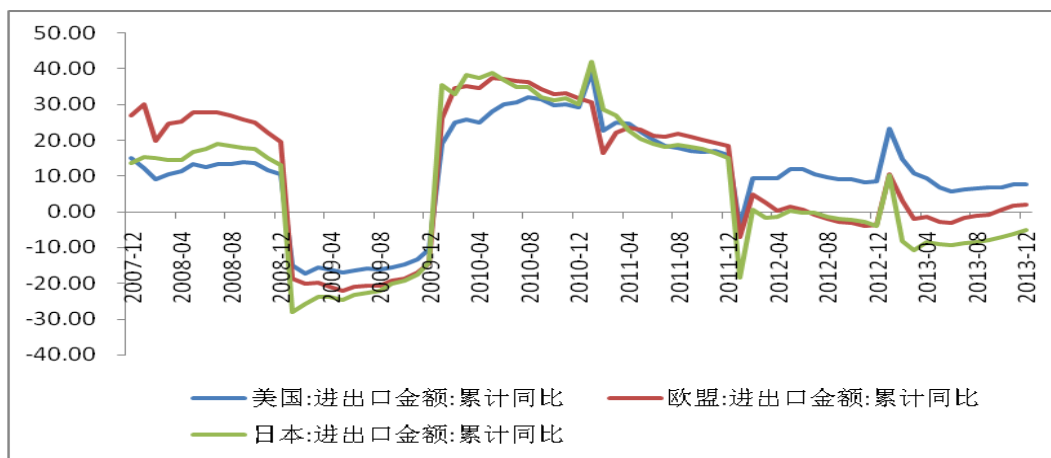
图 28：中国对外贸易出口金额（分企业类型）当月同比增速



数据来源：Wind 资讯

2013 年，中国出口金额处于周期性反复状态、总体较为弱势，11 月国有企业的出口额当月同比下降 0.4%；外商投资企业的出口额当月同比增长幅度为 8.6%；其他性质主要是民营企业的出口额当月同比增长幅度为 22.3%，表现最为强劲。此外，从中国对外贸易进出口金额分地区看（详见图 29），经历了第一季度的低谷后均有所回升，其中对外美国的进出口额累积同比增长为 7.5%，而对日本的进出口额虽有所回升但仍为负增长。整体看，2014 年我国外贸出口情况会逐步回暖，相比 2013 年将有所企稳。

图 29：中国对外贸易进出口金额（分地区）累积同比变化趋势



数据来源：Wind 资讯

三、中国经济增长的短期因素

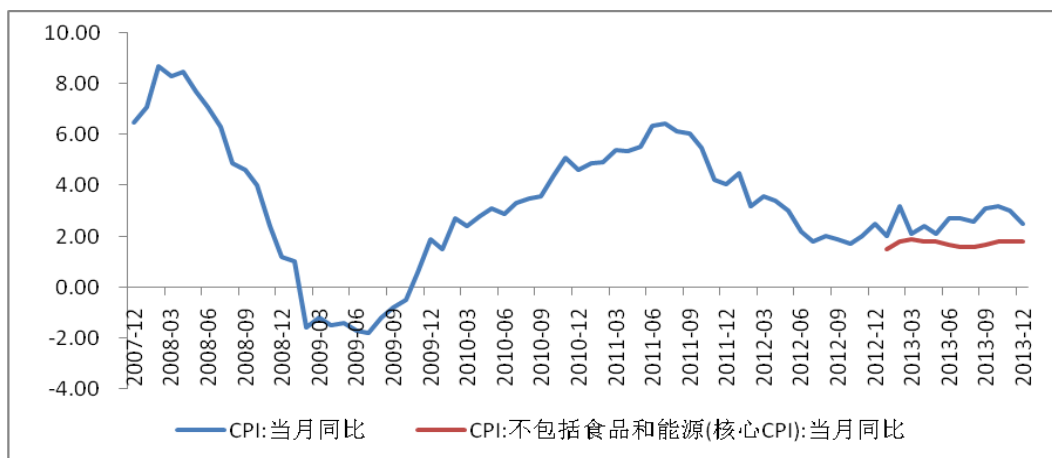
2013 年 4 月新一届国务院第一次全体会议上，提出了重点概括为“稳增长、防通胀、控风险、促转型”的政策导向。2013 年 11 月的十八届三中全会上，发布了举世瞩目的《中共中央关于

全面深化改革若干重大问题的决定》，公报中指出“要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，坚持和完善基本经济制度，加快完善现代市场体系、宏观调控体系、开放型经济体系，加快转变经济发展方式，加快建设创新型国家，推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展”。因此，未来随着政府逐渐远离市场，审批项目将逐渐减少、对公务员的监管更加严厉；所以鼓励创业与创新，是未来经济发展的主基调。

（一）通货膨胀预期

2013 年上半年，中国消费者物价指数（CPI）呈现区域波动形态并且表现出不断反复的状态，核心 CPI 指数的运行相比于 CPI 较为平稳（详见图 30），从中可以发现消费者价格指数中上涨的源头为食品和能源。预计 2014 年我国 CPI 整体的运行区间会保持在 2.5%-3% 内波动，并且仍然会面临通胀抬头的压力，但短期内大幅上扬或下滑的可能性较小。

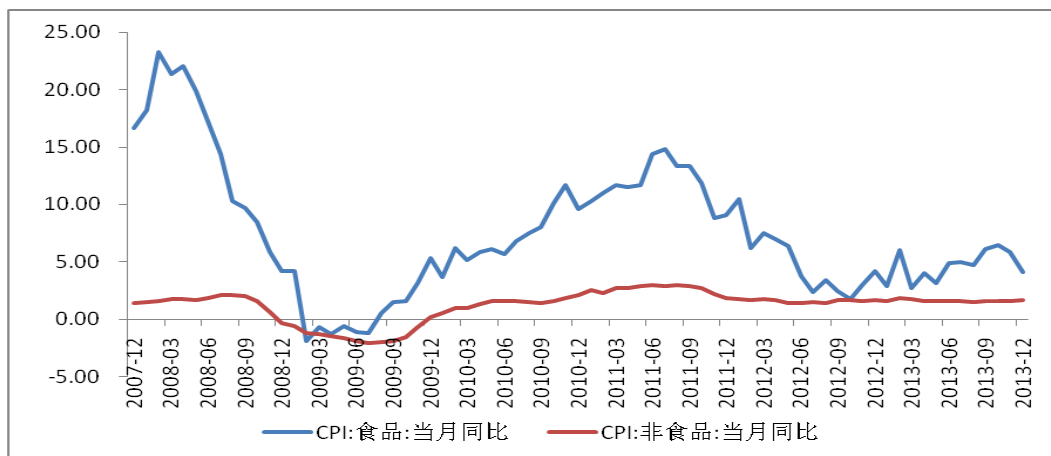
图 30：中国 CPI、核心 CPI 月同比变化趋势



数据来源：Wind 资讯

从 CPI 的构成中可以明显看出，中国 CPI 大幅波动的主要原因是食品价格的波动（详见图 31），2013 年前三季度食品价格持续上升，也带动了 CPI 的整体大幅攀升，而第四季度食品价格的下跌促使 CPI 也有所下降。截至 2013 年 12 月底，食品价格上涨 4.1%，非食品价格上涨 1.7%。从细分各项看，原材料和燃料等成本上涨并不是 CPI 上涨的原因。今年截至 11 月底，燃料、动力购进价格下跌 3.5%，工业品出厂价格下跌 2.0%，CPI 上涨 2.7%。与此相对 2011 年燃料动力购进价格上涨 10.8%，工业品出厂价格上涨 6%，CPI 上涨 5.4%。此外，人力成本上升对物价的推动高于往年，预计 2014 年初我国的 CPI 仍会处于高位，食品价格和人力成本的影响将继续显现。

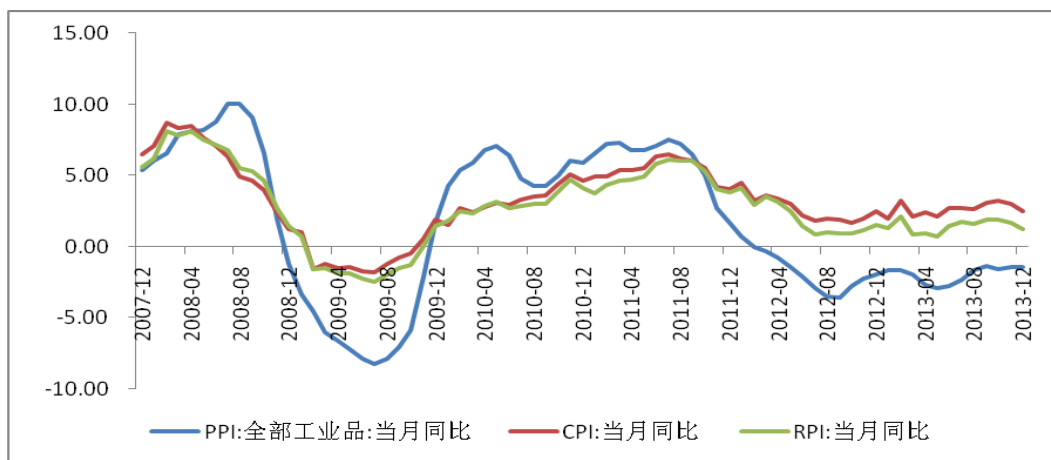
图 31：中国 CPI（食品、非食品）月同比变化



数据来源：Wind 资讯

2013 年，CPI 作为反映居民消费需求的指标与反映企业消费需求的 PPI 存在着大体相同的趋势，商品零售价格指数（RPI）也与上述两者的走势相似。但自 2011 年底以来，中国的 CPI 和 PPI 出现了持续的背离局面（详见图 31），期间的差距始终没有缩小。由于 CPI 和 PPI 出现了较大差异，加剧了实体经济上游通缩，下游通胀的局面，使企业的债务负担加重，企业经营压力加大，也加剧了经济企稳回升的复杂性，但是未来随着企业需求的回暖，CPI 与 PPI 持续背离的局面将有所减缓。

图 32：中国 PPI、CPI 及 RPI 月同比变化

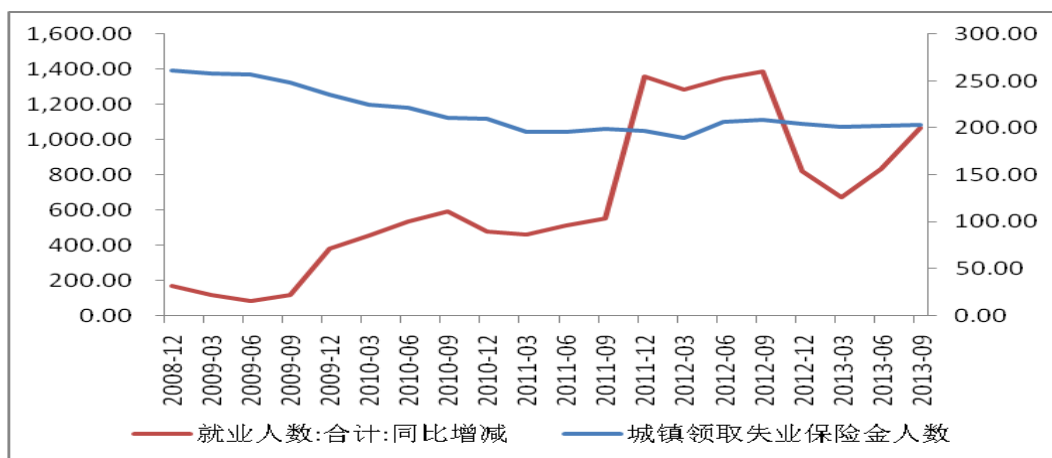


数据来源：Wind 资讯

（二）失业率水平与就业形势

2013 年，中国的城镇就业人数持续回升，与此同时，城镇领取失业保险金人数保持了相对的平稳（详见图 32），从侧面显示出我国经济增长的持续回暖。从农村情况看，2012 年外出务工的劳动力人数同比呈现一定的下滑趋势，但 2013 年以来相对平稳；与此同时，农村外出务工的劳动力月均收入却出现了同比的下降，也表明未来农村外出务工人数会继续下降。

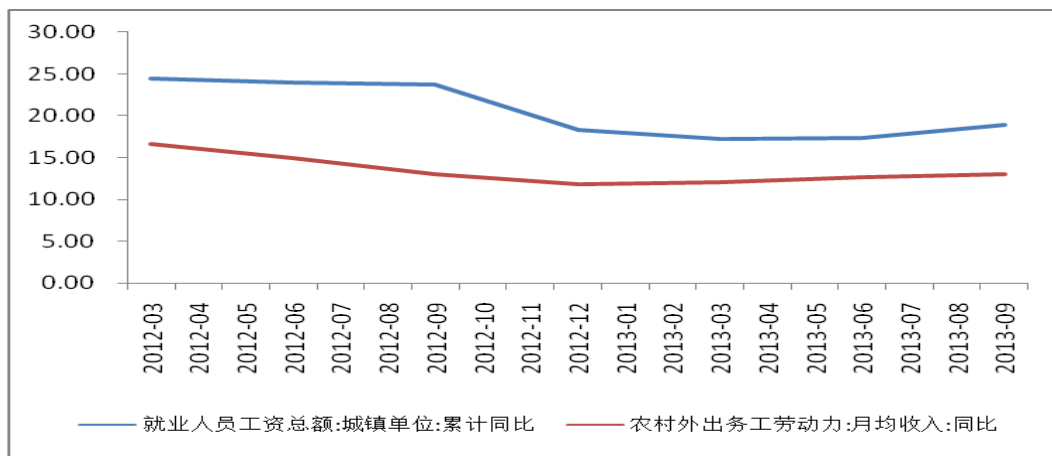
图 33：中国就业人数与城镇领取失业保险金人数



数据来源：Wind 资讯

中国的城乡二元经济结构长期存在使城镇人员与农村人员的工资解构存在着一定的差距，从中国就业人员工资总额看，城镇人员的累积同比收入 2013 年以来回升较快，而农村就业人员的月均收入同比则无明显上升（详见图 34）。此外 2013 年，中国高校毕业生为 699 万，整体就业压力较大，并且就业情况整体不佳。综合来看，此现象在短期内无法缓解，可以预见未来 2-3 年内中国高校毕业生就业压力依然巨大。

图 34：中国就业人员工资总额与农村外出务工劳动力变化趋势



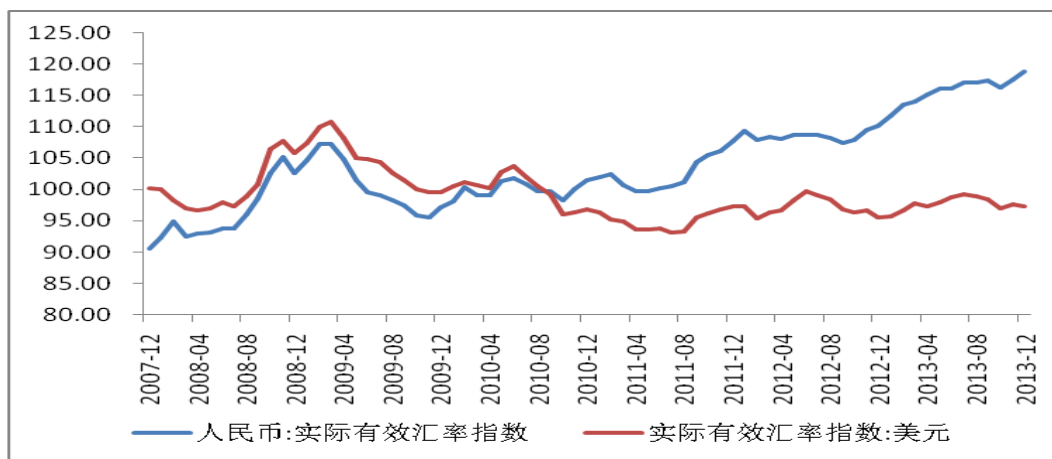
数据来源：Wind 资讯

（三）人民币升值及外汇占款

2013 年以来，人民币兑美元中间价持续上升并屡创新高，2013 年人民币汇率中间价已经累计 41 次创新高，而根据国际清算银行（BIS）最新数据，人民币实际有效汇率和名义有效汇率分别升值 7.9%和 7.2%，升值幅度较 2012 年的 2.2%和 1.7%有明显上升，考虑到国内外因素的共同作用，2014 年人民币汇率“破六进五”的概率逐步增加。此外 2013 年，人民币汇率强势程度超过了美元指数（详见图 35），同一时间，中国金融机构的外汇占款大幅增加，显示央行面临的

流动性对冲压力较大，在人民币快速升值的同时，跨境套利资金也大幅流入。随着 2013 年 5 月央行加大打击跨境套利资金的流入和下半年人民币升值幅度预期的减弱，预计金融机构外汇占款会有明显的下降，央行对冲流动性的压力将有所减小。

图 35：人民币指数与美元指数对比情况

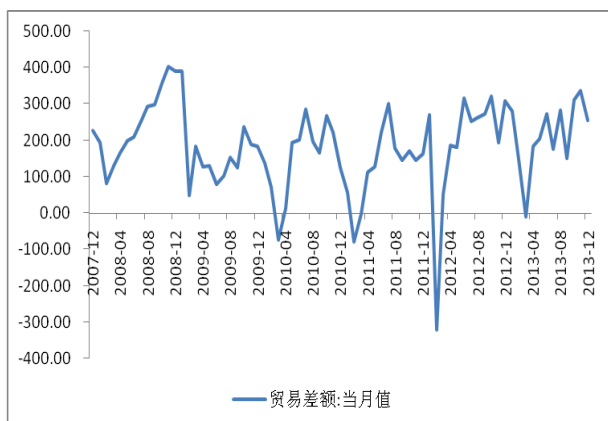


数据来源：Wind 资讯

从中国的贸易差额看，强周期性波动的特征十分明显，2013 年 4 月贸易差额大幅降低后又随即反弹，贸易差额整体又回复到之前的水平(详见图 36)，而实际使用外资的金额也较为平稳，并未出现大规模的外资投入。中国的贸易顺差中，经常项目的差额变化较大，而 2013 年中期以来的资本和金融项目差额有一定幅度的下降(详见图 37)，说明外汇的流入金额有所下降，而贸易差额回升的主要原因为经常项目差额的回升。

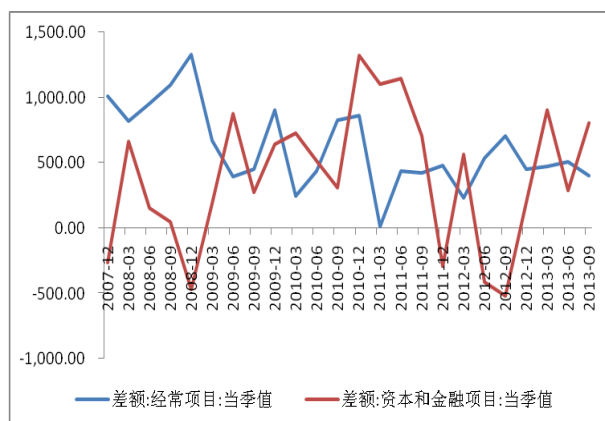
未来，随着人民币国际化的推进、升值预期不减的情况下，整体资本流入并不会大幅减少，预计中国国家外汇管理局可能会对资本项目逐步放开。因为如果导致资本流出或流入的因素是短期的、周期性的，资本账户管制和由此导致的外汇储备升降，可以起到减震器的作用；但如果因为经济的基本面因素导致持续的净流出(经常项目逆差)或净流入(经常项目顺差)，那么限制私人部门资本的流动就会带来较大的扭曲。长期来看，反而可能加大宏观经济和金融环境大幅波动的风险。所以开放资本项目所带来的资本双向流动不但可以在一定程度上推进人民币的自由兑换，也可以起到对冲外汇占款，调整外贸收支结构的作用。

图 36: 中国贸易差额当月值变化趋势



数据来源: Wind 资讯

图 37: 中国经常项目、资本和金融项目差额



数据来源: Wind 资讯

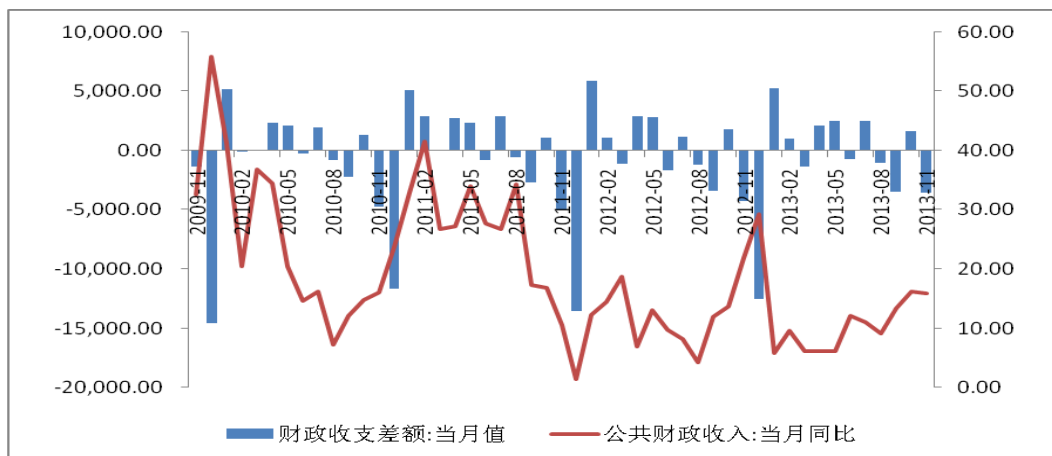
四、中国经济增长的宏观经济政策取向

2014 年, 中国的经济增长将继续保持低增速, 宏观经济所面临的环境也更为复杂, 中国为实现统筹推动经济稳定增长、积极调整产业结构及促进行政体制改革等目标, 将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

(一) 中国的财政运行状态及财政政策取向

2012 年至今, 中国的财政政策保持了较为积极的态势, 财政支出伴随着城镇化投资提速、保障房建设动工和公共开支的增加而上升。而随着 2013 年 8 月, 实行的营业税改征增值税的全国推广, 将进一步深化中国税收体系的改革。十八届三中全会提出“财政是国家治理的基础和重要支柱”, 并从改进预算管理制度、完善税收制度、建立事权和支持责任相适应的制度三个方面提出了财税体制改革的具体路径。因此在 2014 年, 我国可能对现有财政税收分配体系进行一定的改革, 重新划分中央财政与地方财政的税收比例, 建立起符合当前经济环境的税收体系。

图 38：中国国家财政收支差额及公共财政收入同比增长趋势



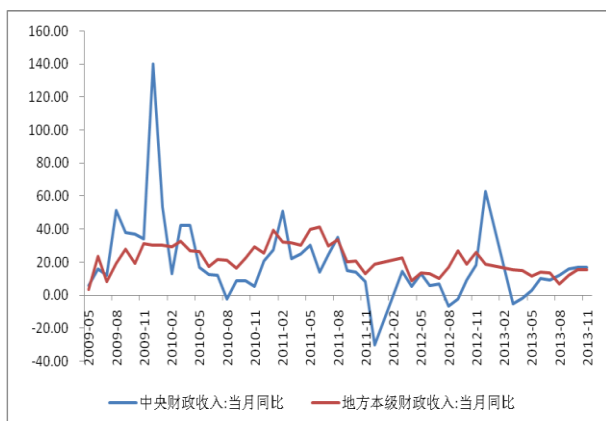
数据来源：Wind 资讯

2013 年，中国国家财政收支差额相对 2012 年保持了稳定，但整体上财政状况呈现了一定的疲弱状态(详见图 38)；公共财政收入逐步回升，截至 2013 年 11 月公共财政收入同比增长 15.6%，财政支出的压力有所减少。从中国的财政收入分类看，2013 年公共财政收入保持了相对的稳定，而地方政府的财政收入在年初有所下降后、逐步回升，中央政府的财政收入在 2012 年大幅上升后目前也趋于平稳（详见图 39）。从中国的财政支出分类看，2013 年地方政府的财政支出虽有所下降，但同比幅度较小，而中央政府的财政支出在年初的大幅增长后有所回落（详见图 40）。

综合而言，中国地方政府因 2009 年四万亿刺激效应而带动的财政支出大幅上升之后，随着地方政府的债务到期以及中央政府的行政限制，地方政府的财政支出将趋于平稳，大幅扩张的可能较小。而中央政府为拉动需求，实施城镇化战略，预计未来的财政支出将稳步上升，且以加大财政转移支付、投入公共服务领域等方式不断推进经济的增长。

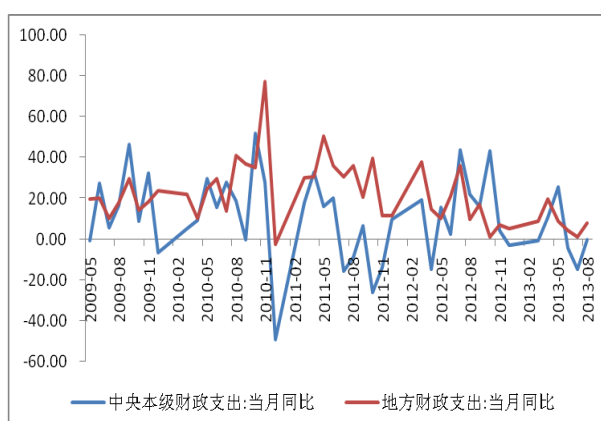
2013 年，中央经济工作会议中地方政府债务问题被高等重视，进而进行了全国范围内的地方政府债务审计；结果显示截至 2013 年 6 月底，全国各级政府负有偿还责任的债务 20.70 万亿元，负有担保责任的债务 2.93 万亿元，可能承担一定救助责任的债务 6.65 万亿元。其中，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务 10.89 万亿元，负有担保责任的债务 2.67 万亿元，可能承担一定救助责任的债务 4.34 亿元。债务规模虽然较大，但整体依旧可控，符合市场预期，但是未来通过“土地财政”加“融资平台”的举债模式将有可能被发行的“市政债”这一符合十八届三中全会改革目标的方式所取代，政府的举债形式将趋于多元化。

图 39: 中国财政收入（分类）当月同比变化



数据来源: Wind 资讯

图 40: 中国财政支出（分类）当月同比变化

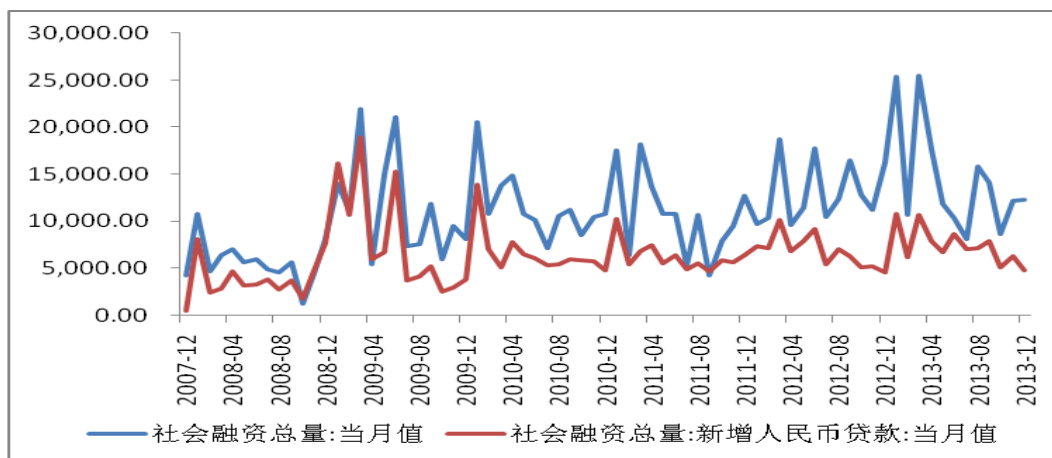


数据来源: Wind 资讯

（二）中国的货币供给状态及货币政策取向

2013 年，中国经济在“总量调控、盘活存量”的政策基调下，社会融资总规模整体上呈现了较强的波动性趋势，在社会融资总额总体下降的状况下，其中的新增人民币贷款的月同比增长趋势却不断下降，表明银行信贷已非是企业融资的首选，包括债券融资、股权融资在内的融资规模呈现不断攀升趋势，表明直接融资规模比例愈发提高。与此同时，我国银行间市场的非标融资，包括委托贷款、信托贷款等融资方式也导致了银行信贷规模的下降。

图 41: 中国社会融资总规模及其分类月增长趋势

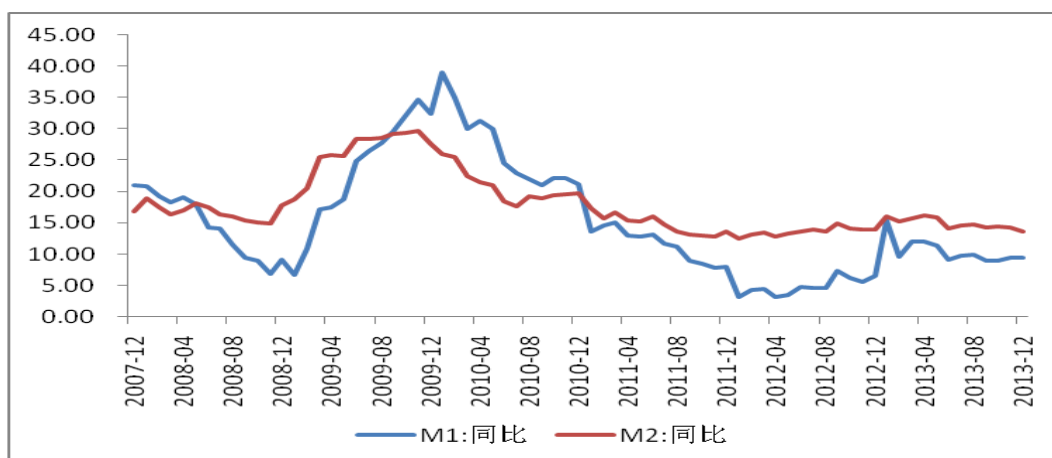


数据来源: Wind 资讯

2012 年以来，中国的狭义货币供应量（M1）在经历了一定的下降后、有所回升，目前总体上保持了平稳；广义货币供应量（M2）则较为平稳，呈现了稳重有降、逐步收紧的态势（详见图 41）。整体来看，虽然中国的货币政策延续了去年以来的稳健基调，实际投放量自第二季度后明显收缩，2013 年第二季度后基本保持在 15% 以下的月度增长投放量，因此也在一定程度上造成了银行间市场的流动性危机。此次银行间市场利率大幅波动的总体原因主要为，第一是 2013 年

中的贷款利率市场化，第二主要是央行为了抑制银行同业业务的快速扩张而调整了货币政策使得市场短期内无法适应。在宏观流动性去杠杆的过程中，主要是纠正金融资源的错配问题，抑制某些行业信贷增长过快的问题、及时调整银行资产负债表，因此 2014 年上半年银行间市场流动性偏紧的压力依旧存在。

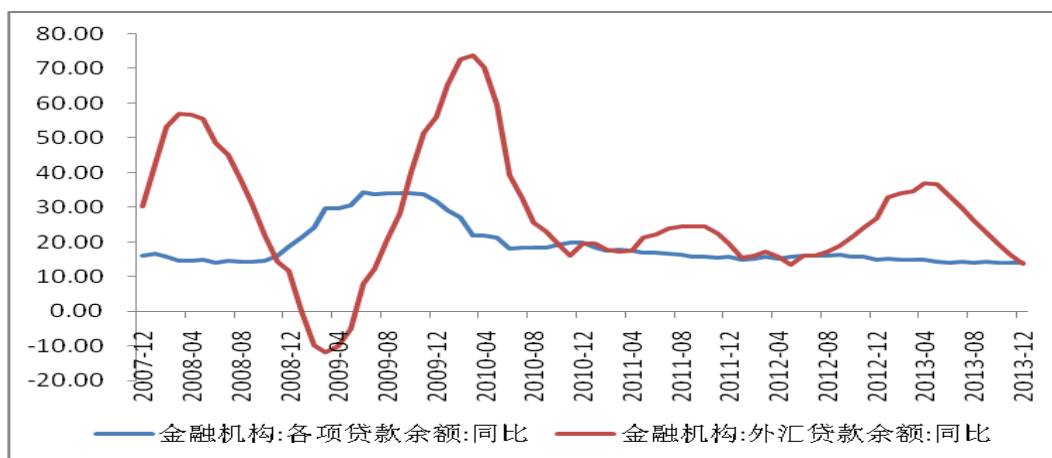
图 42：中国货币供应量（M1、M2）月同比增速



数据来源：Wind 资讯

2012 年以来，中国金融机构的各项贷款余额同比不断下降，但外汇贷款余额却不断攀升，至 2013 年中后才逐步下降，显示出整个信贷政策的不断收紧（详见图 43），而外汇贷款的投放说明金融机构为应对外汇占款的流动性而进行的对冲操作仍在不断延续，年中的整体下降可视为流动性压力下的收缩。总体上看，2013 年的信贷政策仍然会延续之前的限制性导向，整体上并不会有很大的放松；由此可见，2014 年中国央行降低存款准备金率及短期内降低基准利率的货币政策空间均较小，货币政策仍然会延续稳健的态势、以局部调整为主，基本上通过公开市场操作来调控中短期内的宏观流动性。

图 43：中国金融机构各项贷款余额同比变化情况



数据来源：Wind 资讯

五、中国宏观经济的展望

在中国经济面临的复杂外部经济环境、中长期增长态势和短期因素的共同作用下，以及 2014 年经济形势不断反复的现实条件下，未来中国宏观经济将呈现以下特征：

第一，从中长期经济长期看，由于国际经济复苏进程的不断反复，除美国经济复苏相对明朗外，其他发达经济体以及发展中国家的经济增长仍较为弱势，全球经济的再平衡过程仍需要一定的时间。长期来看，中国经济在投资驱动减缓，外贸出口形式严峻的情况下，扩大内需成为了中国经济增长的重要选择。目前中国经济处于阶段性反复状态，经济增长下限的确立、长期经济结构调整目标的制定都将使中国经济长期增长的弹性有所提升。预计 2014 年全年中国实际 GDP 增速基本在 7.5% 左右的水平。

第二，从短期经济周期看，目前中国经济处于短期内的修正状态，在 2013 年第二季度的去产能、去库存的短期政策作用下，经济形势企稳回升，短期经济指标 PMI 持续向好预示着中国经济短期内仍将保持相对的稳定。然而，在需求端不振及短期 PPI 和 CPI 持续背离局面下，中国宏观经济形式整体依旧偏弱势。在 2013 年中“稳增长、防通胀、控风险、促转型”的政策基调下，保持稳定的经济增长、维持就业水平的稳定及收入结构的调整等一些列因素仍然会支撑中国经济未来的持续增长。

第三，从货币政策看，为了应对 2014 可能出现的通货膨胀预期及保持经济的合理增速，中国的货币政策总体上保持稳健，货币投放量仍将偏紧、公开市场操作的频率和数量将会愈发谨慎。此外，“放短锁长”的流动性调控思路将会依旧得到延续。随着利率市场的不断推进，货币市场资金价格扭曲情况会逐步得到改善；央行规范银行同业业务、挤压非标资产的同时，金融机构的杠杆水平也将进一步降低。目前整个宏观体系包括银行间市场、交易所市场等的流动性压力依然偏大，在市场习惯了长期、大量的货币投放之后，稳健的货币政策并不代表央行的政策取向出现巨大转变。

第四，从财政政策看，积极扩张的财政政策仍然会得到延续，财政支出将伴随着城镇化投资提速、保障房建设动工和公共开支的增加而上升，但是 2013 年整体财政收入增速下降的情况将在一定程度上制约 2014 年度的财政支出；此外，跨年度的预算平衡机制也将逐步建立。伴随着 2013 年 8 月，实行的营业税改征增值税的全国推广，结构性减税的政策目标将不断推进，对于需求端的提振作用将逐步显现。2014 年扩张的财政政策将体现为财政支出结构性的变化，基础设施建设的投入将不会有明显的下降，与此同时，在养老、医疗等公共服务领域的投入会不断增长。未来，在中央政府和地方政府财权与事权相匹配的过程中，地方政府的支出责任可能有所减少，中央财政的作用将进一步显现。

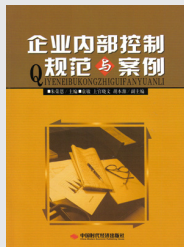
第五，从全局性的制度改革看，十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，全会公报中指出，“要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，坚持和完善基本经济制度，加快完善现代市场体系、宏观调控体系、开放型经济体系，其中经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系。目前提出的简政放权等一系列改革措施，将不断释放供给，增加效率并提升竞争。由于过去数年间，中国宏观经济环境因受到内外部环境等的影响被供给端的低效率所扭曲，未来随着市场化步伐的再次提速，中国经济的结构性调整将逐步启动。人民币汇率自由化、利率市场化及混合所有制经济的发展等政策的改革将于“十二五”期间分批启动，此举将对整个中国经济的改革开放起到升华的效果，将是中国未来经济增长的核心内容。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立于1992年7月，是一家专业从事债券评级、企业资信评估等信用服务业务的全国性信用评级机构，是我国信用评级行业第一家取得包括人民银行、证监会、发改委、保监会等全部评级资质的评级机构。



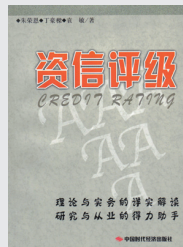
新世纪信用评级研究与探索



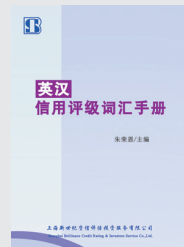
企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

书籍系列



新世纪评级（季刊）

新世纪评级（年刊）

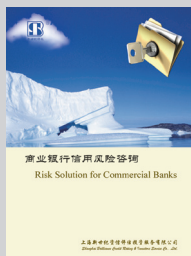
期刊系列



主体评级概览



债项评级概览



商业银行信用风险咨询



投资者服务和教育概览

产品系列



中国宏观经济分析与展望



行业信用分析报告

研究系列

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>