

World Bank Office, Beijing

世界银行驻中国代表处

中国经济季报

2006年5月



世界银行《中国经济季报》旨在提供中国近期经济社会发展的最新报告和世界银行中国研究工作的成果。季报由世界银行驻中国代表处经济部编写。问题和反馈可发至以下地址：
lli2@worldbank.org

概 览

2006年第一季度的经济增长率和信贷扩张速度超过预期。2006年一季度GDP年同比增长10.2%。经济增长超出预期主要是因为出口走强，同时内需增长与预期一致。然而投资继续保持强劲增长，这在一定程度上是因为信贷增长的上升，更多的新增贷款流入房地产开发。

持续强劲的外汇流入继续加大货币政策的难度。由于贸易盈余、FDI的增长和非FDI外资流入增长，外汇储备大幅增加了560亿美元，达到8750亿美元。中国人民银行维持了较高的银行的流动性和较低的银行间利率这一政策，到目前为止成功地应对了汇率方面的挑战。但是，宽松的货币政策同对信贷和投资（包括流向房地产的）增长过快的担心相悖，而且其他控制信贷和投资的政策似乎已经不起什么作用。尽管通货膨胀风险还是比较有限，但这种情况可能会导致今后产能过剩和不良贷款的增多。

持续快速的经济增长预计将会持续。国际经济环境和经济增长前景良好。虽然国际商品价格还处于高水平，但上涨的速度正在下降，不过商品价格上涨幅度超过预测的风险仍然存在。鉴于第一季度强劲的经济增长，我们把2006年的GDP增长率预测值修改为9.5%。这仍然意味着今年余下的时间里经济会减速，并持续到2007年，其假设前提是适度的紧缩政策可以控制投资增长。总的来看，通货膨胀应该还会受到抑制，同时今年的经常账户盈余可能会上升。

需要采取更多的政策措施，以控制信贷和投资增长，减轻对外经济失衡，以及推进经济增长方式的转变。在4月27日提高银行贷款基准利率之后，进一步的货币紧缩政策可以包括减少银行间市场的流动性，并可以用限制向高风险行业（如房地产）贷款的措施来予以配套支持。为了限制国内利率上升所引发的外资流入导致流动性的进一步增加，政府可以加速推进所规划的货币的逐步升值，并采取进一步的措施以限制外资流入，和增加资本的流出。加速值也有助于降低经常账户盈余，以及使经济增长更加倚重于消费。这种措施对弱势行业的负面影响可以通过财政政策来予以缓解，而通货紧缩的风险可以通过加速行政价格改革（包括能源和公用事业）来应对。

从中期来看，转变经济增长方式需要采取结构性措施。要增加国内消费和降低储蓄—投资盈余，可以通过把政府支出从投资转向医疗、教育和社会保障，加大金融业改革力度，以及改善公司治理和分红政策。可以通过消除对制造业的补贴（源于对土地、能源、水、公用事业和环境等投入的政府定价）和税收体系，使投资转向非贸易（服务）部门。

近期经济发展状况

2006年一季度的经济增长高于预期。继2005年四季度及全年实现9.9%的增长率之后，今年一季度的年同比GDP增长率为10.2%。这一增长速度高于早先公布的2006年经济增长率为9.1%的一致预测值¹。经济增长高于预期主要是因为出口的走强：净出口对GDP增长的贡献度高于2005年第四季度，同时内需增长与预期基本一致，总体情况与去年第四季度没有什么变化。就内需而言，固定资产投资再次出现高于预期的情况，同时尽管消费增长比较强劲，但还是继续落后于固定资产投资的增长²。

投资增长保持强劲，尤其是在贸易部门。继2005年增长26%之后，名义固定资产投资在2006年头三个月年同比增长了28%，其中三月份增长率为32%（图2）³。农业投资的快速增长（一季度年同比增长47%）符合政府关注农业和农村的战略。但是，农业只占固定资产投资的1%，而且一季度农村地区的总投资增长了18%，相比之下城镇地区为30%。贸易部门（制造业）的固定资产投资增长尤为强劲，一季度的增长率为36%，而2005年增长率为39%。在非贸易部门，固定资产投资的年同比增长率没有这么强劲，比如服务业为28%，包括房地产业（20%）和公用事业（头两个月为12%）。1—2月份，私有企业的固定资产投资占比为68%，而2005年和2004年这一比重分别为62%和59%。在2006年的头两个月，企业留利还是固定资产投资的主要资金来源，占到总固定资产投资资金的一半（占明确资金来源的60%）。但是，国内的信贷变得更加重要，提供了固定资产投资27%的资金，而2005年这一比重只有19%。银行信贷资金在房地产业所起的作用比其他很多行业要大。

消费稳步增长，但还是落后于投资。尽管消费信贷比较疲软，但是城镇地区工资水平的持续强劲增长和住房投资的下降使得居民消费持续增长。2006年第一季度的名义零售额增长了13%左右，与2004年中期以来的增长情况相同，而且低通胀率使得实际零售额的增长也处于较高的水平。城镇地区的实际人均生活支出（一个更好的消费指标）在2006年的头两个月年同比上升了10%。

净出口的走强推动经济增长率上升。受三月份出口反弹的推动，按美元计算，一季度出口年同比增长27%（图4）。在高收入国家的进口出现意外增长有助于中国出口增长的同时（参见下文），中国在海外市场的市场份额继续扩大。美国和欧洲对纺织品的限制（纺织品只占总出口的一小部分），到目前为止对中国出口的影响还是有限的。

¹ 4月份的“亚太地区一致预测”（Asia Pacific Consensus Forecast）。

² 关于国内经济方面的月度和季度数据（包括固定资产投资和零售额）不能轻易地与国民收入账户中的对应项（固定资本形成总额和消费）做比较，关于这一点可参见2005年8月及11月的《中国经济季报》。此外，目前没有关于政府消费和存货投资的月度及季度数据。

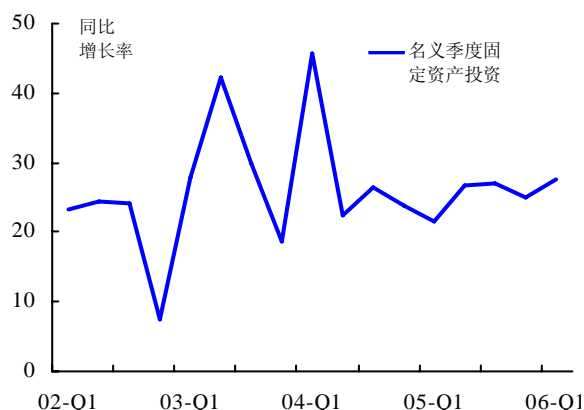
³ 目前没有第一季度固定资产投资平减指数的数据。根据生产者价格指数以及进口和房地产价格的发展变化来看，投资品的平均价格已有所上升，但比较温和（从年同比增长来看）。

图 1. 经济增长超出预期



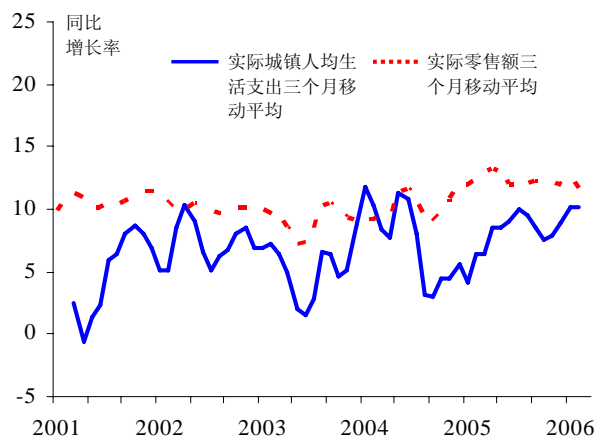
资料来源：国家统计局，世界银行研究人员的计算。

图 2. 投资仍是推动经济增长的重要动力



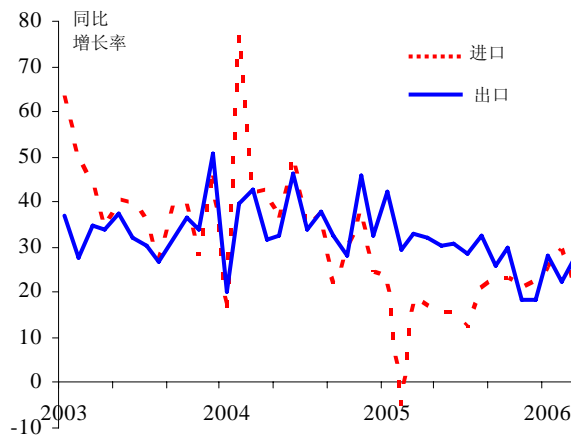
资料来源：国家统计局，世界银行研究人员的计算。

图 3. 居民消费稳步增长



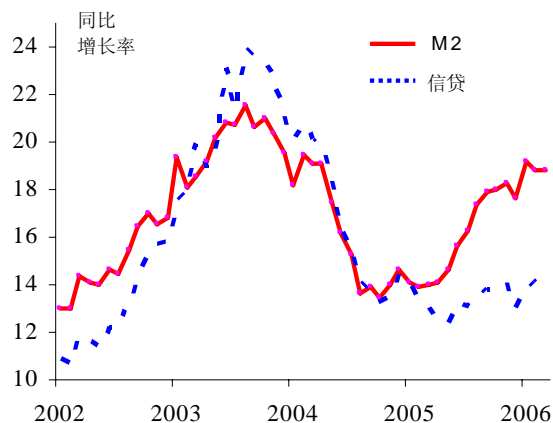
资料来源：国家统计局，世界银行研究人员的计算。

图 4. 出口增长反弹



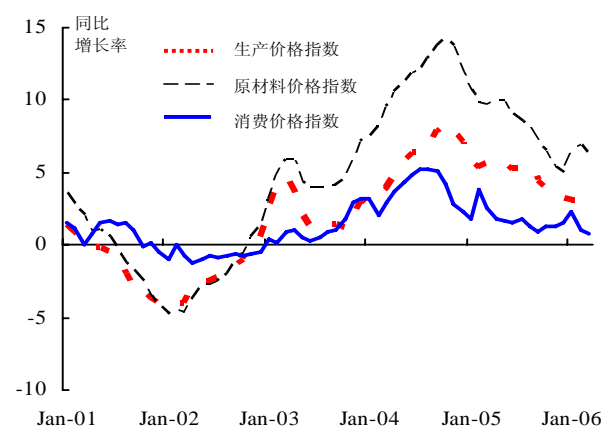
资料来源：国家统计局，世界银行研究人员的计算。

图 5. 货币快速扩张



资料来源：国家统计局，环亚经济数据。

图 6. 通货膨胀保持较低水平



资料来源：国家统计局，环亚经济数据，世界银行研究人员的计算。

以美元计算，中国一季度的进口与去年同期相比有强劲的增长，为 25%，但是月度数据显示近期进口增长在逐月放缓。目前还不清楚从 2005 年下半年开始的进口增长势头加大的趋势能够持续多久。就行业而言，金属和化工产品的进口增长尤为疲软，这是因为国内生产能力的迅速提高。总的来看，一季度的贸易余额上升至 233 亿美元，而去年同期为 165 亿美元（相应的经常帐户余额为 1610 亿美元，占 GDP 的 7.2%）。由于出口价格的年同比上升，以及进口价格增长的放缓，一季度净出口对实际 GDP 增长的贡献度为 1 个百分点，这大致可以解释经济增长率超出预期的幅度。

除了短期的因素，出口能力的结构性增长也推动了出口的上升。中国的出口正在迅速的多元化和结构升级。相对于其他具有相似要素禀赋的国家而言，中国出口的增长更多地来源于新的产品种类，而不是现有的产品种类。这使得中国在保持出口的高速增长的情况下贸易条件不出现恶化，即使是面对近期国际商品价格的上涨也是如此（专题框 1）。在进口方面，进口替代和供应链拓宽的趋势继续保持以前的发展势头。事实上，与其他新兴市场相比，中国这方面的情况更为突出，即外国公司在华销售的很大比重是在国内生产的，而且这一比重不断上升。这些结构性变化与上面分析的贸易部门强劲的投资增长结合在一起（也就是说，这些变化既是投资增长的原因，也是投资增长产生的后果）。一季度中国的外商直接投资（FDI）流入年同比增长 6.4%，达到 140 亿美元。贸易品生产的趋势性增长是推动贸易盈余的结构性因素。其对贸易盈余的影响可以通过促进内需和消费的政策，以及调整贸易品相对价格的政策来加以抵消。

高额的贸易盈余以及持续的 FDI 和非 FDI 外资流入使得总的国际收支出现很大盈余。非 FDI 外资流入在 2005 年四季度已经下降，但到今年一季度似乎又开始反弹，达到 150 亿美元，与去年同期的水平相同。由于贸易盈余和 FDI 流入也在上升（见上文），第一季度外汇储备增长了 560 亿美元，达到 8750 亿美元。外汇储备的增长进一步加大了货币政策的难度。

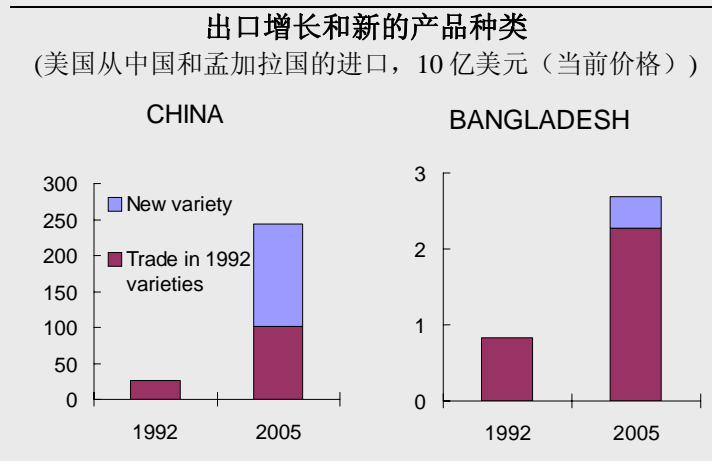
汇率方面的考虑继续对货币政策形成制约。由于持续大量流入的外汇只是部分被冲销掉，M2 的增长率还是保持较高的水平，2006 年三月份的年同比增长率将近 19%，而到年底的目标是 16%（图 5）。2006 年上半年放松的货币政策姿态使得银行间利率保持在较低的水平，其目的显然是减少非 FDI 的外资流入以及减轻升值压力。尽管在 11 月份和 2 月份冲销力度有所加大，而且银行间利率有所上升，但是货币政策姿态还是比较宽松的。到目前为止中国应对汇率方面的挑战总的来看是成功的，其中这一政策起了重要的作用。然而，银行的高流动性水平最终会导致银行贷款的增长。此外，银行间市场的低利率水平已经导致短期票据发行的迅速扩大。

专题框 1. 中国的出口高速增长

自 1978 年以来，中国的出口高速增长，同时贸易条件基本保持不变。1978 到 2005 年，中国的商品出口量以年均 17% 的速度持续增长。中国的商品出口占其他国家及地区进口的比重，已经从 1978 年的不到 1% 增长到 2005 年的 7.3%（估计值）。虽然中国的出口当中进口的成分比较高，但是净出口也增长迅速。由于进口商品被作为加工装配的投入，净出口占总出口的比重略有下降，从 1993 年的 76% 下降到 2005 年的 71%。重要的是，迅速扩张的出口供给没有导致贸易条件（出口对进口的相对价格）的大幅下降。贸易条件自 20 世纪 90 年代早期以来就大致保持不变。我们如何能够解释中国出口的迅猛增长同其相对稳定的（或者有所改善的）贸易条件及出口价格之间的关系呢？

这看似非同寻常，但是中国的经验不是唯一的。哥斯达黎加、以色列、日本、韩国和台湾（中国）也经历过长期的出口高速增长，往往每隔 10 年或者更少的时间，他们的出口就会翻两番。在大多数情况下，贸易条件也相对稳定。也许使中国显得最突出的是它的规模。

长期的出口高速增长需要出口商品结构的持续升级。在供给方面，劳动力供给的稳定增长（往往和城市化有关）、迅速的资本积累（基于国内高储蓄率或 FDI 流入）和技术变迁这些综合因素可以解释出口的高速增长。然而，使成功的出口国显得突出的一点是，随着时间的推移它们生产和出口的产品质量会不断提高，或者它们会生产和出口全新类型的产品。研究过去的 14 年中，中国和孟加拉国出口到美国的 23,981 十位数 HS 产品种类，可以发现从 1992 年到 2005 年，中国和孟加拉国的出口产品种类都翻了一番（孟加拉国从 1992 年的 581 种增加到 2005 年的 1,058 种，中国则从 6,602 种增加到 12,698 种）。然而孟加拉国的“新”种类当中有不少和原有种类相似，并且几乎所有新增品种都属于大的纺织品门类。与之相反，中国的新品种则属于新的门类和分支。这样，中国就得以进入全新的市场¹。因此，从 1992 年到 2005 年中国出口金额增长的一半以上是因为新产品的出口（见下图）。



这对未来的意义是什么？ 这些出口高速增长的经验并未告诉我们这种高速增长会持续多久，也无法告诉我们哪些政策会有助于这种情况的出现（除了有助于贸易和投资的政策）。但是这些经验显示出口高速增长可以持续很长的时期，而且除了劳动力供给增加和资本迅速积累之外，出口高速增长可能伴随着显著的出口商品结构的多样化和升级。作为一个大国，中国的出口不可能以现在的速度无限地增长下去。但是，中国进入新的市场的能力将会使其在一段时间内可以继续扩大在世界进口总额中所占的比重。作为对照，在 20 世纪 90 年代早期，美国占世界出口的比重达到了最高点 14%，两倍于中国现有的份额。

1/为了准确定义出口高速增长，一份关于这一问题的工作论文正在撰写之中。

这些票据基本上是根据银行间利率定价，由于银行间利率和现有的贷款利率下限之间有很大的差距⁴而广泛使用的。使用短期票据使得很多企业，包括房地产企业的借款成本下降。从理论上讲，这些短期票据有利于金融工具的多元化，而这种多元化是人们希望看到的。但是由于目前的利率格局，短期票据的采用降低了贷款的总体盈利水平。此外，越来越多的企业采用短期票据增加了银行传统贷款的信贷风险，原因在于短期票据相对比较优惠，而且大多数资信高的企业都可以发行票据。

货币供给的快速增长已经开始推动信贷的增长。受到强势的经济增长及信心，以及低利率的推动，潜在的信贷需求旺盛。不过在2005年信贷增长是滞后的，部分原因在于窗口指导，以及银行为了寻求上市及外资的参与而导致的审慎做法。但是今年第一季度的贷款已经是中国人民银行全年信贷目标的一半，而2005年第一季度的贷款只是全年信贷目标及实际贷款额的三分之一。尽管这在一定程度上反映出2006年的信贷增长目标比较保守（相当于12%），但3月份的年同比信贷增长速度上升到14.7%，而2005年12月为12.8%。2月份贷给居民的中长期贷款有所下降，企业贷款急剧增加，特别是通过短期票据；2005年底，短期票据占银行对私人部门贷款存量的8.3%，但占到2006年头两个月新增贷款的23%。

2006年头几个月新增贷款的相当大比例流向房地产开发商。自2005年3月采取措施收紧住房抵押贷款之后，居民购买住房减少，这一点也体现为按揭贷款的下降。因此，“定金”和“预付款”为房地产开发提供的资金减少很多：2006年头两个月这类资金与去年同期相比减少了25%。与此形成对比的是，用于房地产开发的银行信贷大幅增长，这类贷款占2006年头两个月整个贷款增长的一半左右。对于大的国有商业银行来说，与房地产相关的贷款占贷款总额的20—30%⁵。这没有美国和欧洲银行的平均敞口水平那么高（大约60%），也没有大多数亚洲经济体在1997年金融危机之前的水平那么高（从韩国的15—25%，到香港的40—45%）。但是，在一些专门化的金融工具（如抵押支持贷款）和再融资市场限制了银行体系中房地产贷款的风险。而在中国，与短期存款（占银行负债的大部分）的期限错配以及不发达的再融资市场加大了房地产贷款的金融风险。城镇化和城镇收入的快速增长意味着房地产有强劲的基本面支撑，但是近年来新的住宅建设可能已经超过了需求的增长。也有迹象显示房地产市场运作得不好（见下文政策部分）。同时，随着居民购房的减弱，从2005年到2006年早期，房地产的（工程性）投资也有所放慢。2006年一季度房地产的名义固定资产投资增长了20%，与2005年的平均增长速度相似。

通货膨胀压力还是比较有限。这在很大程度上是因为中国较高的投资增长率使得生产能力随着需求的增长而扩大，以及进口的通货膨胀已经趋于稳定。3月份燃料

⁴ 短期票据的利率原则上是根据中国人民银行再贴现利率定价的，而实际的利率有时甚至更低。

⁵ 通过给房地产开发商的贷款以及按揭贷款，2005年银行部门对房地产市场的平均敞口为贷款总额的15%左右。国有大银行的敞口更高一些，从17%到22%不等。此外，银行通过对建筑业的贷款会有额外的敞口。最后，相当大比例（准确数字还无法确定）的短期票据（这占2005年底贷款总额的8.3%）也是贷给房地产业的。总的来看，对于大银行来说，20—30%的贷款是和房地产多少有些联系的。

价格上涨了 5—7%，而且城镇工资快速上涨导致的服务业的通货膨胀率上升，但这些并没有完全抵消粮食价格涨幅下降。3 月份消费者价格的通胀率降至 0.8%（年同比数据），生产价格指数的通胀率降至 2.5%（图 6）。但是，原材料价格指数的通胀率（年同比）从 2000 年 12 月的 5% 上升至 2006 年 3 月份的 6.2%，这主要是受石油和能源价格上涨的推动。由于国内生产能力的大幅提高，钢材和化工产品价格开始回调。3 月份，钢材的原材料价格指数比去年同期下降了 3%，而同期化工产品价格则上涨了 0.8%。

在今后几周内，人民币汇率问题可能会再度成为关注的焦点。根据 1988 年综合贸易法案，美国财政部即将发布汇率操纵半年报。如果中国被认定为操纵汇率，尽管法律只要求与该国进行对话，而美国实际上已经这么做了，但是该报告可能会再度启动对舒默—格雷厄姆（舒格）或格拉斯利—鲍克斯（格鲍）提案的投票。舒格提案要求，如果美国财政部发现中国正操纵汇率，则应向所有美国从中国的进口商品征收 27.5% 的惩罚性关税。惩罚性关税很可能被认定是违背了世界贸易组织的精神，但在作出这样的结论之前，就已经造成了重大损害。格鲍提案的门槛比“汇率操纵”更低：该提案要求对汇率偏离基本面的国家实施（非贸易）制裁。制裁手段包括中止国际组织贷款和赠款、反对其提高在国际组织中的投票权，保留其非市场经济地位以及拒绝为其提供政府背景的贸易和投资担保。美国副财长亚当斯曾说，“一个新颖的方法将更有利于我们”，这意味着即将发布的财政部报告可能会认定“失调”而不是“操纵”。除了上述的综合贸易法案和未决的提案外，美国也有可能向世界贸易组织提出申诉，指控中国货币低估构成了对出口部门的补贴⁶。

经济展望及政策

国际经济前景良好。

从经济增长、价格和利率等方面来看，总体的国际经济环境还是有利的（表 1）。石油和其他初级产品的价格已有强劲的上升。但这主要是因为世界经济走强，而不是供给方面的问题。展望未来，尽管美国的政策基准利率走高

表 1. 有利的国际经济环境

	2003	2004	2005	2006 上半年
	（除特别说明外均为增长率）			
世界国内生产总值（市场汇率）	2.8	4.1	3.6	3.7
高收入国家	2.1	3.3	2.8	3.0
发展中国家	5.6	7.1	6.4	6.2
世界贸易总额	7.7	12.0	8.7	9.0
7 国集团消费价格指数	1.5	1.7	2.2	2.0
非石油日用品价格指数(美元)	10.2	17.3	13.4	5.4
石油价格(美元/桶)	28.9	37.7	53.4	59.0
利率				
美元，6 个月(%)	1.2	1.7	3.6	5.2
英镑，6 个月(%)	2.3	2.1	2.3	2.5

资料来源：世界银行经济发展展望小组(2006 年 4 月)

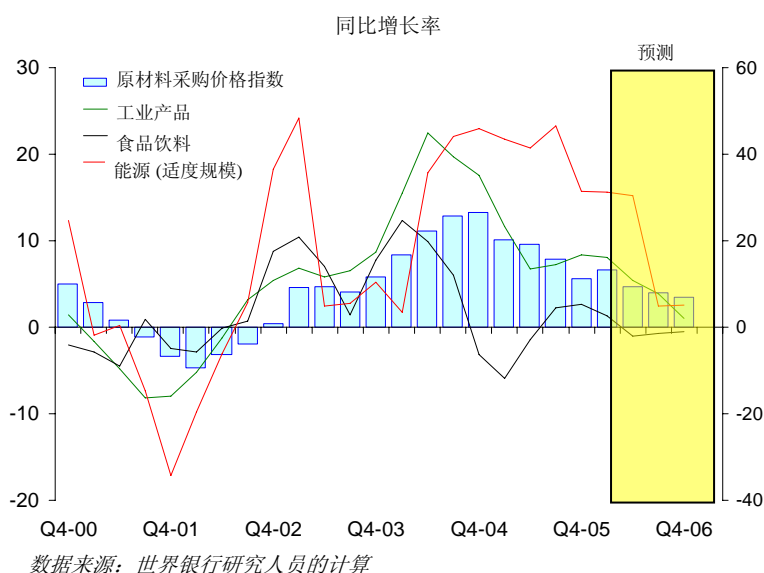
⁶ Congressional Research Service (2006), “China, The United States and the IMF: Negotiating Exchange Rate Adjustment,” Washington DC, March 13. 世界贸易组织和国际货币基金组织达成协议，在世贸协商中产生的汇率问题应由国际货币基金组织裁决。后者的管理层和世贸组织各成员国就货币操控问题的特别磋商迄今为止已有两次，分别发生在美国和韩国，以及德国和瑞典之间。

以及长期债券的收益率有小幅的上升，但经济增长前景继续保持良好的。目前，经济增长更为分散化，扩大到日本和美国之外的国家和地区，欧洲对全球经济增长的贡献度已经开始上升。一致预测显示高收入国家的经济增长率将从2005年的2.8%上升到2006年的3%，而且经合组织(OECD)的领先指标也显示同样的经济走向⁷。2006年一季度，国际商品价格再度反弹，商品价格的反弹由主要金属价格的大幅上涨引领，这在一定程度上是因为全球经济和中国经济的走强。就2006全年来看，我们预计中国的进口加权能源和工业商品价格（以美元计算）将分别上升17%和9%，在2005年它们分别上升40%和17%（图7）。另一方面，进口的食品和饮料价格预计会略有下降。

国际方面的风险仍然存在。一些国家（包括中国）巨大的经常账户盈余体现为其他国家（包括美国）的巨大赤字。这些“全球性失衡”的无序调整可能导致美元的大幅贬值，或者国际利率水平的上升。不管是什么原因造成的，国际利率水平的上升会减缓全球的经济增长，而且过去往往会使金融资本回流到高收入国家。由于市场还是比较紧张，存货较低，而且供给的问题仍然存在，商品价格的预测还存在向上突破的风险。

中国快速的经济增长预计将会持续。鉴于一季度GDP增长率高出预期，而且一季度信贷扩张的影响将会显现，我们把对2006年GDP增长率的预测从9.2%上调至9.5%（表2）。这一调整还意味着今后的经济增长会放慢并持续到2007年，其假设前提是政府将采取温和的紧缩政策控制投资的增长，而且出口增长将会在今年晚些时候放慢。总的来看，通货膨胀仍然会受到抑制。尽管预计在今年剩下的时间里，实际进口增长会超过出口，但2006年经常账户余额的绝对值可能会上升（虽然说占GDP的比重会下降）。

图7. 商品价格居高但增长放缓



⁷ 与去年同期相比，2006年头两个月日本的进口增长了14.7%，而在2005年最后两个月的增长率为7.3%。欧元区的年同比进口增长率从2005年最后两个月的1.7%，上升到今年1月份的16.4%。美国的年同比进口增长率也有所上升，从15.7%上升到18%。

表 2. 中国主要经济指标

	2003	2004	2005	2006 1/	2007 1/
实际增长率 2/					
国内生产总值(生产)	10.0	10.1	9.9	9.5	8.5
货物和服务的出口 3/	26.8	28.4	27.6	20.3	15.1
货物和服务的进口 3/	24.9	22.7	17.4	22.9	17.6
消费价格指数(各时期平均值)	1.2	3.9	1.8	2.0	1.8
GDP 平减指数	2.6	6.9	3.8	3.3	3.0
财政(占国内生产总值的比重%) 4/					
收支差额	-2.2	-1.3	-1.2	-1.1	-0.8
财政收入	16.2	16.6	17.5	17.8	18.7
财政支出	18.3	18.0	18.7	18.9	19.5
国际收支帐户(十亿美元)					
经常帐户余额	46	69	161	175	153
占 GDP 比例	2.8	3.6	7.2	6.6	5.1
资本帐户余额(包括误差与遗漏)	71	138	46	43	29
其中: 外商直接投资(净值)	47	53	68	63	58
储备资产变动(增加为正值)	117	206	207	218	182
外汇储备	403	610	819	1037	1219
其它					
广义货币增长率(M2, %)	19.6	14.6	17.6	17.0	15.0

资料来源: 国家统计局, 人民银行和世界银行的估算。

1/ 预测值

2/ 修改后的国内生产总值各支出项尚无法获得。对各项的估算是建立在诸多假设的基础上, 包括对于物价指数变化趋势的估计。

3/ 根据海关总署公布的贸易价格指数估算

4/ 国际货币基金组织的口径; 包括中央和地方政府以及外债支出。该数据未计入 2000-2002 年累计拖欠的出口退税, 以及 2004 和 2005 年的偿还支付。这一调整将使 2000-2002 年的财政赤字加大, 2004-2005 年的减小。

要实现政府所确定的目标, 包括控制信贷和投资增长, 减轻对外经济失衡以及转变经济增长模式, 需要采取更多的政策措施⁸。一季度信贷的快速增长加大了中国人民银行实现 2006 年货币政策目标的难度, 加剧了人们对于投资增长过快, 可能出现产能过剩, 以及金融风险(包括房地产领域的金融风险)等问题的担心。同

⁸在这个背景下, 国务院于 4 月 14 日得出一季度固定资产投资和 M2 增长过快的结论, 认为“对外贸易结构性矛盾依然突出”。国务院宣布了一些措施, 包括“控制新增产能”, “控制高能耗、高污染和资源性产品出口”, 以及“加快农村地区、国有企业、金融和财税方面的改革, 同时鼓励社会福利体系的建立和发展”。

时，出口走强导致贸易盈余和外汇储备的增加，从而使得货币政策和国际经济关系问题复杂化。从中期来看，所期望的经济增长模式的转变（较少地依靠出口和投资，更大地发挥消费的作用）显然还没有开始。

一个协调一致的政策立场包括几个方面的内容。这可以包括减少银行间市场的流动性，并用限制向高风险行业（如房地产）贷款的措施进行配套支持。为限制国内利率上升所引发的外资流入导致流动性的进一步增加，政府可以加速推进所规划的货币的逐步升值，并采取进一步的措施以限制外资流入，和增加资本的流出。加速贬值也有助于降低经常账户盈余，以及使经济增长更加倚重于消费。这种措施对弱势行业的负面影响可以通过财政政策来予以缓解。随着时间的推移，财政政策也应该在转变经济增长模式（降低经常账户盈余和刺激国内消费）方面发挥重要作用。

不同政策的组合和力度需要审慎地权衡。有几个方面需要仔细考虑。首先，产能过剩和生产过剩的问题可能并没有通常所认为那么严重（专题框 2），同时信贷和投资增长的速度低于 2004 年（当时采取了一系列的宏观调控措施）。这意味着没有必要采取激烈的紧缩措施。其次，和 2004 年早期相比，现在更多的投资是投向制造业，而且更多的是私人部门的投资。这可能意味着需要不同的政策，更加重视间接调控手段（货币政策），以及少一些行政手段。第三，目前经常账户盈余比 2004 年高很多，而且正引发更多的国际紧张关系；在不改变经济增长模式的情况下实行大幅紧缩会恶化对外经济失衡。

宏观经济管理——货币和汇率政策的重要作用

紧缩货币政策将减少银行的流动性，有助于抑制信贷和投资的增长。有几种不同的政策工具可以用于紧缩，不同政策工具的影响会有一些不同：(i)通过上调贷款和存款的基准利率来提高借款成本和储蓄的收益率；(ii)通过加大公开市场操作或者提高准备金率，以减少银行的流动性和提高银行间利率；(iii)汇率升值；(iv)通过窗口指导影响信贷。4月27日，中国人民银行将贷款利率上调27个基点，并就它召集银行召开的一次“窗口指导”会议发布了一条新闻简报⁹。这次升息是央行决心控制信贷增长的一个重要信号；由于很多银行贷款的利率低于或等于基准利率，升息应该会对信贷需求产生一定的影响。但是，银行流动性以及银行间利率和存款利率都没有变化。存款利率不变意味着银行贷款的利差扩大，使得贷款对于银行来说更有吸引力。

⁹ 这条新闻简报提到，央行要求银行注意把握信贷增长，特别是对“过度投资行业”的贷款，但也要为中小企业提供信贷支持。

专题框 2. 如何看待中国产能过剩和生产过剩的问题？

关于中国的产能过剩和生产过剩的问题，已经有很多的争论，可是数据却很匮乏。这个问题会经常性地出现，并推动一些政策对策的出台，这些政策要么是涉及整个经济的，要么是针对特定行业的。最近，对于钢铁、化学和水泥这些行业产能过剩的担心是最为显著的，而且对这些行业的投资进行限制的呼声已经出现。媒体经常会提到产能和产能利用率的问题，这样看起来政府似乎可以获得产能和产能利用率的数据，但是目前还没有公布正式的数据。因此，对于许多经济学家，这个重要的宏观经济变量还只能凭借猜测。

猜测的一个办法是从宏观经济层面入手。要估计经济整体的产能和产能利用率，可以估算出潜在 GDP，并将它与实际 GDP 做比较。估算潜在 GDP 可以采用生产方程的办法，其中劳动力投入从劳动力市场的统计数字得出，资本投入从投资的统计数据得出，生产率增长则根据过去的变化趋势。根据这种方法，目前潜在 GDP 的增长率为 10% 左右，非常符合实际 GDP 增长，因而从总体情况来看似乎中国并没有形成过剩的产能。总体的生产过剩会体现为存货的增加和利润的减少。但是，尽管目前关于存货的权威数据还付诸阙如，但工业利润平均还在以大约 20% 的速度增长，而且中国平均的股本回报率比较可观（参见正文的图 9）。

另外一个办法是通过行业层面的调查。美国联邦储备局会公布一个非常全面的产能利用率的数据。他们利用一个由美国统计调查局（US Census Bureau）所做的关于产能和产能利用率的详细的行业调查，这个行业调查涵盖 50 个 SITC 门类，包括 17,000 家企业。这些企业每年都被要求评估它们目前的生产状况，以及在正常情况和“国家紧急”状况下最大的产能（在“国家紧急”状况下的最大产能被认为是绝对的最大产能）。美联储把基于这个年度调查的产能数据和发布频率更高的工业生产数据结合起来，来估算产能利用率。其工业总体的产能利用率经过一段时间的快速增长，从 2001—2002 年 74% 的低点上升到 2005 年 3 月的 81%。

2005 年世界银行所做的一项调查可以为这个问题提供一些借鉴。中国还没有公布任何关于产能和产能过剩的行业调查数据。但是，世界银行的投资环境调查（覆盖 120 个城市的 12,000 多家企业）包括一些关于产能利用率的问题。总的来看，至少一直到 2004 年，产能利用率是在上升的，包括钢铁行业（有些人认为钢铁行业的产能过剩）。而且尽管采用的方法不同，但这样所得出的中国的产能利用率和美国的相差不大。当然，中国经济每年增长 10% 而美国只增长 3%，中国 20% 的过剩产能就比美国 20% 的过剩产能相对少一些。各个子产业之间的变化也不大：2004 年产能利用率高的是纺织、服装和皮革等等，为 87%，而产能利用率最低的是食品加工、饮料和烟草，为 78%。如果用销售额来加权，这些数字会更高一些。值得注意的是，钢铁行业的情况和总体的产能利用率的变化情况非常相似，而且至少在 2004 年没有产能过剩的迹象。但是让人惊讶的是，即使是在 2004 年这样高速增长的时期，一些钢铁企业以 15% 的产能利用率在运转。在其他国家，这样的企业是无法盈利的，会退出市场或者被债权人迫使退出市场。

中国制造业的产能利用率 (%)

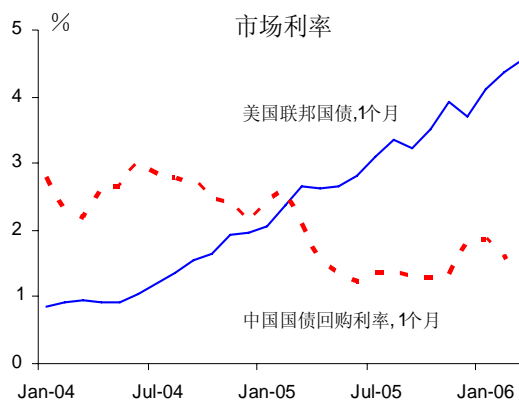
	2002	2003	2004
制造业 (12,360 家企业)	77	80	83
其中钢铁行业 (486 家企业)	75	79	82

就整体经济而言，甚至就大多数行业来说，似乎目前不太可能存在产能过剩的问题。当然，2004 年以来情况发生了变化，而且之后有大量的投资。然而，需求也有了快速的增长。尽管某些行业曾经出现过价格下降的现象，但是判断产能过剩和生产过剩的关键是中期的盈利情况。对于钢铁行业来说，产能的扩张可能比需要的增长要快。但是，目前价格正在回升。此外，惠誉评级公司最近把两家钢铁公司评为投资级，而且中国的第二大钢铁企业唐钢集团正计划扩大生产能力，到 2010 年从 1800 万吨扩大到 3000 万吨。可能它们看待产能过剩和生产过剩的问题不同于某些行业单位。但是，在当局编制和公布经常性的产能利用率调查数据之前，我们无法确知。这样的调查将不仅可以满足经济学家的好奇，而且可以引导产业的投资决策；这本身就会减少产能过剩的出现。

在目前情况下，有效的货币紧缩政策应该包括降低流动性的措施。由此引起的银行间利率的上升将对贷款产生影响。

此外，短期票据市场的重要性不断上升很可能使得银行间市场利率上升带来的直接的影响加大¹⁰。而且美国利率的上升在不对非FDI资本流动产生很大影响的情况下为进一步上调利率提供了一定的空间（图8）。将目前（存款）4%以上的超额准备金降低一个百分点可对冲2800亿元人民币，相当于2005年央行在公开市场上4个月的净回笼资金。至于具体采用什么政策工具，对于人民银行来说，提高准备金率将比公开市场操作的成本低一些。这是因为存款准备金利率大大低于央行票据的收益率。然而，迫使更多的银行资产变成低收益率的存款准备金，似乎和要求大型国有银行更加商业化的战略相悖——这实际上是对银行体系的税收。因此，公开市场不失为一种更顺理成章的调节手段。

图 8. 中国银行间市场利率仍然偏低



数据来源：环亚经济数据

政府目前正在讨论采用行政手段来控制投资增长的问题，尽管从长期来看这些措施可能不怎么有效。考虑这些措施部分是因为大部分投资不是依靠信贷提供的资金。正在考虑的具体措施是，收紧对投资审批和土地供应的控制。鉴于中国目前所处的改革阶段，这些措施还会产生一些作用，特别是在短期内。即使土地供应的紧缩并不总是得到严格的执行，或者只有一些滞后的影响（由于存在大量已经得到审批的土地“存量”），这些措施在短期内还是会产生影响的。然而，一般来说，如果推动投资的根本原因没有得到解决的话，随着时间的推移行政措施的效果会减弱。这些因素包括：(i) 地方政府的投资冲动，这源于政府间财政体系和政府官员评价标准方面的缺陷；(ii) 相对低的利率水平；(iii) 对制造业投资的补贴，这源于价格和税收体系等方面的原因（参见下文）。解决这些问题对于保证长期内宏观经济的稳定非常重要。国家发展和改革委员会最近宣布的对几个行业进行重组的措施（见下文）也会对这些行业产生一些影响。但这对整个经济的影响将会是有限的。

加速对汇率的逐步升值将减轻货币政策的压力，并有助于经济的调整。当局已经宣布继续使人民币升值和逐步加大汇率弹性的意图。以贸易权重为基础，人民币汇率在4月份之前的一年时间里已经升值了约9%，这在一定程度上是因为美元的走强。但是，由于最近美元的走弱，以及人民币和美元之间还是比较紧密的挂钩，这样近期贸易加权的人民币汇率实际上在贬值，这似乎与政府所表示的政策方向相悖。加速实施人民币升值的政策将降低国际收支对货币政策的压力。而且，实际汇

¹⁰ 银行间利率上升将会减少票据贴现，而且只有在银行间利率非常接近贷款利率下限的时候，贷款利率下限才会重新变得具有约束力。

率升值将鼓励非贸易部门（如服务业）的投资，而不是贸易部门（制造业）的投资。这进而有助于实现所期望的经济调整和降低经常账户盈余的目标。

其他措施将减少外汇的流入和推动资本流出，从而减少官方外汇储备的增长。中国人民银行最近出台促进资本流出的措施，包括提高个人为经常项目的交易而购买外汇的限额，服务贸易支付的便利化，提高企业外汇账户的限额，允许符合条件的金融机构投资于海外，以及允许个人通过指定的金融机构投资于海外。这些资本流动的自由化措施可能会加大宏观经济风险和金融风险，特别是在汇率不具有完全弹性的情况下。但是，鉴于对这些可能的资本流出的限制和限额，风险应该是可控的，但应该予以密切地监控。其他鼓励流出和减少流入的措施包括，提前偿还外债，允许资信好的外国金融机构在国内市场融资，降低 FDI 的缴款要求，以及允许外国企业进入国内金融市场。

房地产业可能需要特别的关注和措施。短期票据在房地产融资中特别常见。对于房地产业贷款过多的担心这一点本身就是调高银行间利率的一个理由。此外，价格的大幅上涨似乎伴随着居高不下并不断上升的空置率以及供给的显著增长。如果确实如此，那么这种情况意味着市场运转不正常。遗憾的是，有关房地产市场的数据质量非常不好¹¹。为了保持金融稳定和宏观经济稳定，政府应该关注对住宅融资在金融市场方面问题的监控及监管——包括开发诸如按揭支持贷款之类的金融工具和再融资市场——以及关注如何让房地产市场更好地运转的问题。让房地产市场更好运转的主要措施是，提高有关住房价格和空置率的数据的质量和一致性，以及更加清晰地界定产权。就产权界定问题而言，不清晰的产权会阻碍租赁市场和二手房市场的发展。另一方面，政府不应该专注于，或者试图影响住房价格。对于中低收入者住房支付能力的担忧可以通过可预见的、以规则为基础的政府支持（比如通过补贴）来加以解决，而不是通过对市场的干预。

调整经济增长模式的结构性措施

3 月份经全国人大批准的第十一个五年计划（2006—2010 年）和建议是一致的。主要的目标包括转变经济增长方式，使得经济增长更加清洁，更加依靠技术推动，较少地依靠资源驱动，而且更加公平¹²。在宏观经济方面，政府将调整需求的构成，更多地倚重国内需求，减轻对出口和投资的依赖。这需要采取两个方面的措施。

首先，需要采取一些措施来刺激国内消费和降低储蓄与投资的差额。目前，这些措施已经被很多人所了解和接受，包括：(i) 政府支出从投资向医疗卫生、教育和

¹¹ 住房支付能力（Affordability，住房价格与家庭收入的比）是一个常用的显示价格出现逆向修正可能性的指标。这个指标的变化看起来并不是让人特别担心，20 世纪 90 年代末以来大多数城市的工资增长率没有明显低于平均的住房价格增长率。但是要判断这个比例的水平是否合适却很难，原因在于数据方面的问题以及中国的收入差距问题。

¹² 2005 年 11 月和 2006 年 2 月的《中国经济季报》分析了 this 五年计划以及相关的政策。

社会保障等方面转移；(ii) 加速金融市场开放和改革；(iii) 强化公司治理和改善分红政策（详见上一期的《中国经济季报》）

其次，需要采取一些措施来重新调整制造业生产（贸易品）相对于服务业生产（非贸易品）更具吸引力的状况。这些措施不那么为人们所了解和接受，却是同样重要的。受到廉价劳动力和良好的基础设施的吸引从而投资于中国的制造业是受欢迎的。但是，如果投资是受到对投入的补贴的吸引，那么这些投资就不符合中国的利益。除了名义汇率升值的影响之外，政府还可以通过提高这些投入的价格，从而改变贸易品（制造业产品）于非贸易品（服务）的相对价格，进而调整这些部门生产对于投资者的吸引力。这意味着：

- **提高制造业投入的价格，使之符合相对稀缺性和社会偏好的要求。**这些投入包括土地、能源、水、公用事业和环境。
- **消除对制造业形成补贴的税收体系的扭曲。**这包括对 FDI 的优惠待遇（包括企业所得税和增值税方面）。
- **消除现存的对服务业发展的限制。**

国家发展和改革委员会在4月底宣布了加快水泥、铝和煤炭行业结构调整的措施。其目的是进行产业结构调整和优化生产结构。就水泥和煤炭行业而言，目的是把生产集中到数量更少的、规模更大的、效率更高的企业，并控制总的产能。就铝行业来说，目的是到2010年将产能降低25%。国家发展和改革委员会指出，将会限制新的项目，并淘汰生产能力低的、亏损的企业。

财政政策

在 2006 年头两个月，政府收入和支出都超过了预算增长目标。财政部在 2006 年的预算中计划收入增长 12%，支出增长 13.8%，财政赤字为 2950 亿元人民币，占 GDP 的 1.2%。然而，在今年头两个月，收入和支出的年同比增长分别为 22% 和 25%。一季度的税收收入年同比增长 18.9%。原则上，政府财政将有能力为减轻其他政策和变化对特定群体所产生的影响提供财政支持，或者帮助促进国内消费。但是这样的支出应该受到很好的（行政的）控制和监督，并在一个长期的框架下进行，而不是临时性的措施。

最近已经出台了几项税收措施。为了鼓励节约资源和能源，财政部开征了几项消费税，并调整了对机动车的消费税率。中国也对国内原油的生产征收国际上常见的暴利税。这种税和石油价格挂钩，油价超过每桶40美元时开始征收，最高税率为40%。政府将把这些收入用于补助特定群体，使之免于高油价的影响。

金融部门的政策和发展状况

中国人民银行正率先研究制定战略，以将住房金融扩大到中低收入家庭。一般认为大多数的城镇中低收入家庭是买不起住房的。人民银行正在考虑初级按揭市场的标准化，以及按揭的保险和担保。从宏观经济和金融稳定的角度来看，这也是很重要的改革。要真正地、可持续地为中低收入家庭的住房提供支持，建立一个政府支持的框架是很有必要。像其他金融市场一样，住房金融的政策协调将是一个主要的挑战，因为这至少会涉及4个政府部门。

目前，金融市场发展的不足导致了大部分房地产风险集中在银行。贷款业务是由国内商业银行占主导，这些银行的资金主要是短期存款，这就带来了今后潜在的流动性风险。按揭产品的多元化程度很低。银行主要还是按照相同的利率提供浮动利率按揭贷款。2005年末，已有几家银行开始提供固定利率按揭。

2005年进行试点的个人信用信息基础数据库到2006年1月已经开始在全国运行。这是金融基础设施的一个重要部分，将有助于银行更好地进行风险定价。这个体系预计将在2006年中联通所有主要的商业银行和农村信用社。截至2005年底，信用该信息体系主要包括452万家企业信息（2005年这些企业从金融机构的借款为17.36亿元人民币）

企业方面的政策及发展状况

近期企业方面值得注意的发展变化包括政府新公布的推动创新的规划，以及对国有企业有关安排的持续调整。

企业（包括中小型企业在内）预计将在创新过程中发挥关键性的作用。“十一五”计划的主要目标之一是“通过自我创新，实现经济的结构升级”（参看2月份的《中国经济季报》）。优先发展的领域包括能源、自然资源、环境保护、农业和信息技术。政府提出企业的创新要以市场为导向，并通过产学研的协作来予以支持。已经颁布了各种支持性政策，包括增加科研预算，税收激励，改善对高新技术部门的金融服务，以创新为导向的政府采购，完善知识产权保护，教育改革和激励、对创新基地的投资，以及国际合作。

调整政府职能和合理安排激励机制将是关键性的。中国能否有效地把自己转变为一个“创新型国家”，在一定程度上将依赖于政府职能的合理调整，也依赖于能否在产业、研究机构和政府之间建立一套好的激励机制，能有利于具有商业价值的创新成果的产生。经合组织(OECD)国家关于政府推动创新的经验既有比较成功的例子，也有不那么成功的例子，值得仔细借鉴。

作为大型国有企业的主要管理者，国有资产监督管理委员会继续探索改善国有企业治理和“所有制转型”的形式。世界银行的政策关于红利政策的一份政策研究报告¹³引起了媒体的激烈讨论，并形成了一个基本共识，即国有企业的利润应该作为公共财政收入对待，纳入政府总的预算管理。国资委最近宣布将一些国有企业纳入2006年“国有资产管理预算”的试点。但是，国有资产管理预算的性质以及财政部的观点都还没有公开。

建立“第二级”的“国有资产管理公司”的好处还不清楚。据报道，在现有的中国诚通集团和国家开发投资公司之外，国资委可能会成立一家新的国有资产管理公司。国有资产管理公司预计会代表国资委参与诸如并购和上市发行等交易，以实现更大程度的所有权分散。由于中央国资委已经将其资产组合理顺为数量上相对可以管理的约170家国有企业集团，因此，建立这种二级的国有资产管理公司的好处尚不清楚。可能出现这样情况：好则这种国有资产管理仅仅是增加一层多余的官僚机构，坏则有财务危机的风险（如果实行国有资产管理预算允许对并购进行债务融资的话）。尽管在二级国有持股基金方面有成功的例子（比如新加坡的淡马锡），但OECD国家和其他中等收入国家出现问题的例子应该引起国资委的警惕。

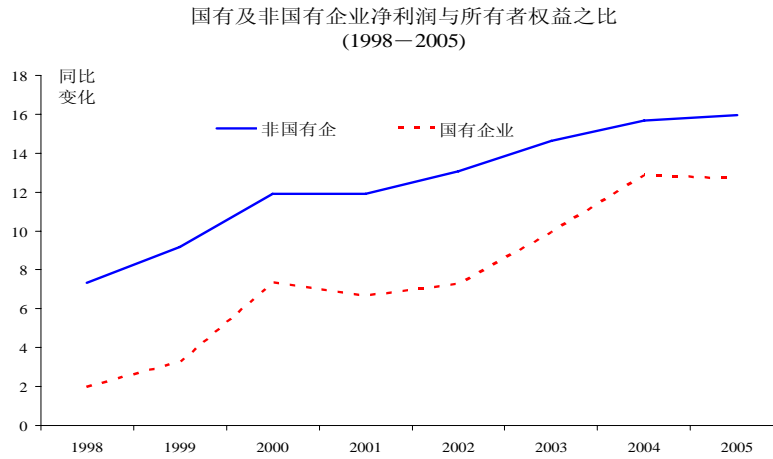
关于国有企业的“所有制转型”（私有化），国资委正试图在没有必要予以禁止的情况下调整对经理层收购的控制。在某种程度上，国资委遇到了一个两难问题：一方面是公众对于国有资产流失的担忧，另一方面想保持中小国有企业所有制转型的改革力度。

从20世纪90年代末以来，企业的盈利能力显著提升。可能衡量盈利能力的最好指标是资本回报率。国有企业和非国有企业的这一指标都有稳步的上升。非国有企业的回报率更高一些。从股本回报率（净利润与所有者权益的比）来看，增长非常显著，国有企业从1998年的2%上升到2005年的12.7%，非国有企业同期从7.4%上升到16%（图9）。总资产回报率（用净利润和利息支出之和对总资产的比来估算）要低一些，但显示出类似的增长趋势。关于国有企业相对绩效的研究结果并没有对以下因素做调整，即不同行业的资本密集度有差别，而国有企业传统上在资本更加密集的行业发挥更大的作用。尽管如此，张春霖（Zhang, 2004）¹⁴的研究结果意味着对行业因素做调整之后这一点也是成立的。2005年盈利状况改善的速度有所放慢。

¹³ 请参见 <http://www.worldbank.org/china>, “研究报告和出版物” 栏目下

¹⁴ Chunlin Zhang (2004), “Restructuring the State-Owned Enterprise Sector in China: Efforts, Effects and Remaining Challenges, Journal of Restructuring Finance, Vol. 1, No. 2 (2004).

图9. 企业的盈利能力在上升



资料来源: 国家统计局, 世界银行研究人员的估算。

世界银行最新中文出版物和研究报告

《2006 全球经济展望》

报告的主题是国际汇款、移民与相关经济后果，以及如何通过政策措施加强国际汇款和移民在减少贫困方面的作用。中国财政经济出版社出版发行，电话：88190918。

《2006 年世界发展报告：公平与发展》

报告对公平的内在价值、以及公平对社会长期发展的重要性作了全面的论述，重点放在探讨公平在发展过程中的作用。清华大学出版社出版，电话：62776969。

概要下载：<http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/wdr06.pdf>

《全球范围内的减贫：针对发展的学习和创新》

报告介绍了为 2004 年在上海召开的全球扶贫大会准备的 100 多个世界各国的扶贫案例，认为大规模减贫的成功与否取决于多方面的因素，包括领导能力和领导层的承诺、制度创新、学习和实践以及援助机构的援助等外部推动力量。

《中国水果和蔬菜产业遵循食品安全要求的研究》

报告主题是提高食品安全水平，增强竞争力，促进减贫。中国农业出版社出版，电话：64194940。

全文下载：http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/Food_Safety_Publication_cn.pdf

《中国：全国产品和要素市场的分割：经济成本和政策建议》

报告认为中国需要采取果断措施来加快市场一体化建设，从而提高效率和加快经济增长，并保证各地区能够更加均衡地分享到增长的收益。

全文下载：http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/NMI_chn.pdf

《振兴东北发展战略》、《促进投资和创新：振兴东北的市场化途径》

东北振兴需要从政府直接干预转向更多地依赖私营部门投资，例如通过国家从中小企业退出和改善当地的投资环境。

全文下载：http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/NE_China_ICA_Feb2006_cn.pdf

《国有企业分红：分多少？分给谁？》

大型国有企业应该向政府支付红利，作为正常的公共开支来源并按照正规的预算程序管理。

全文下载：http://www.worldbank.org.cn/Chinese/content/SOE_cn_bill.pdf