



中国立信风险管理研究院

China Lixin Risk Management Research Institute Shanghai Lixin University of Commerce



经济运行风险预警与管理研究中心(筹)

Research Institute of Economic Risk Early Warning and Management

中国经济运行风险指数

China's Risk Index of Economic Operation

2014年第二季度

Quarter Two, 2014

《中国经济运行风险指数》课题组 著

上海人民出版社



中国立信风险管理研究院

China Lixin Risk Management Research Institute Shanghai Lixin University of Commerce



经济运行风险预警与管理研究中心（筹）

Research Institute of Economic Risk Early Warning and Management

中国经济运行风险指数

China's Risk Index of Economic Operation

2014年第二季度

Quarter Two, 2014

《中国经济运行风险指数》课题组 著

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国经济运行风险指数. 2014 年. 第 2 季度/《中国经济运行风险指数》课题组著. —上海: 上海人民出版社, 2014

ISBN 978 - 7 - 208 - 12456 - 1

I. ①中… II. ①中… III. ①中国经济—经济运行—风险管理—研究报告—2014 IV. ①F123

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 156266 号

责任编辑 曹怡波

封面设计 张志全

中国经济运行风险指数 2014 年第二季度

《中国经济运行风险指数》课题组 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720 × 1000 1/16 印张 7.5 插页 2 字数 65,000

2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 208 - 12456 - 1/F · 2248

定价 28.00 元

《中国经济运行风险指数》课题组

课题组组长:贾德奎

课题组副组长:卞世博

课题组成员(以姓氏笔画排序):

王淑贞 卞世博 毕玉江 李瑞海

张利兵 贾德奎 唐海燕

课题组秘书:冯晓楠

前言

《中国经济运行风险指数》季报由上海立信会计学院中国立信风险管理研究院组织研究和撰写,于2010年4月首次出版发行,并在此后按季度连续出版。季报旨在通过构建经济运行风险的衡量指数,以直观地反映宏观经济运行中的不确定性状况;除此之外,报告还尝试预测未来两个季度内中国经济的总体运行态势,并对宏观调控政策的可能取向进行前瞻性判断,从而为各级政府及企业界的风险管理提供参考或帮助。

特别感谢上海市教委领导和相关部门对本研究的资助和支持,同时也对学校及相关部门的关心支持及为季报研究工作所创造的良好环境表示诚挚的谢意。同时,感谢上海人民出版社对本季报出版的大力支持,为本报告的顺利出版、发行付出了大量卓有成效的劳动,他们的工作态度和敬业精神尤其值得尊敬,在此一并表示最诚挚的谢意。

本季报的出版,是我们在中国经济运行风险研究领域的进一步探索,非常欢迎各界同仁批评指正,也希望风险管理研究领域的专家学者们提出宝贵建议和提供无私帮助。我们希望季报的出版,能为有志于风险管理研究和实践的同行们提供一个新的交流平台,也非常愿意看

到我们的工作能够使得越来越多的人关注中国宏观经济运行中的风险问题,关心风险管理相关领域的学术研究工作,虽然本报告有可能在诸多方面仍存瑕疵,但我们会尽力在今后的研究中继续探索、完善和解决。

内容提要

进入 2014 年第二季度以后,中国社会消费品的增长仍然较为疲弱。从消费品结构变化来看,一个显著的特征是奢侈品消费增速大幅下挫,其主要原因可能是中央反腐败力度不断增强的抑制效应。另外,中央出台的“八项规定”和与此相关的一系列文件,都对政府消费有着明显的控制作用。近期通货膨胀风险对消费的影响不大,消费增长的负面影响因素主要还是收入增速较慢及居民对未来经济增长的信心不足,而消费结构转变也不是短期能够实现的进程。因此,预计未来一段时间消费下滑风险将继续有所加大。2014 年第二季度消费品零售增长率风险值为 55,进入“有风险”区间。预计 2014 年第三季度风险值为 58,保持在“有风险”区间;第四季度风险值为 65,进入“较高风险”区间。

进入 2014 年第二季度,受人民币贬值、外部需求转暖、中国单边贸易自由化进程加速等因素影响,第二季度外贸进出口将比第一季度有明显好转。但是众多不确定性因素依然存在:人民币贬值加上美国逐步退出量化宽松政策将吸引资金流出,新兴经济体将受到较为明显的冲击,其对中国外贸出口竞争将加剧;发达经济体复苏进程仍不顺利,对出口需求的带动作用仍然有限。从外部环境来看,欧美日经济小幅复苏,外部需求环境有所改善;但是美联储释放出逐步退出 QE 的信号,使得美国经济是否

正式进入增长轨道变得非常难以判断。从中国自身经济变动状况来看,经济增速明显放缓,结构调整压力逐渐增大,解决产能过剩仍需时日。因而整体来看,未来外贸下行压力依然较大,外贸进出口风险将继续有所上升。2014 年第二季度进出口增长风险值为 65,进入“有风险”区间。预计 2014 年第三季度风险值为 75,第四季度风险值为 78,进入“较高风险”区间。

进入 2014 年第二季度,影响价格上涨的因素仍不显著。2014 年影响价格波动的主要因素将来自特定行业的食品供给以及服务商品。由于国家对于类似“猪周期”的价格波动已经有了较好的调控机制,而服务商品价格的波动可预期性较强,通常发生在节假日期间,而且大多与居民旅游等特定服务行业价格有关,其对整体价格的冲击效应并不强烈。从目前的价格变动趋势来看,2014 年中国整体通货膨胀压力并不大,预计未来一段时间 CPI 风险整体平稳,可能在年底略有上升。2014 年第二季度居民消费价格指数风险值为 45,维持在“风险关注”区间。预计 2014 年第三季度风险值为 55,第四季度风险值为 58,进入“有风险”区间。

进入 2014 年第二季度,影响中国就业市场的因素与前一季度仍基本相同,即就业供求及其与经济发展要求的结构性错配一直是中国就业风险的主要原因。虽然整体来看中国就业率一直保持平稳,但是在结构调整的过程中,这种摩擦性失业的风险将一直处于较高水平。另外,实体经济发展状况也是影响就业的主要因素。自 2013 年以来,中国季度经济增长水平持续走低,在一定程度上加大了就业增长的风险。而不断创新高

的高校毕业生人数,则从供给方面对就业市场造成了巨大压力。每年的第二季度通常是高校毕业生进入劳动力市场找工作的高峰时段,对就业增长风险将产生进一步的压力。2014 年第二季度就业风险值为 65,维持在“有风险”等级。预计 2014 年第三季度就业风险值为 68,维持在“有风险”等级;第四季度风险值为 75,进入“较高风险”区间。

进入 2014 年第二季度,中国外贸出口面临其他发展中经济体的竞争,因此来自贸易顺差增长的外汇储备增长动力并不大。但目前接近 4 万亿美元的外汇储备绝对规模已经非常庞大,总体的收益风险将持续增加。但是,中国目前正在推动开放型经济体系建设进程,随着经济金融变量逐渐与国际接轨,来自外部市场的风险因素将持续增加。人民币汇率波动幅度进一步放开将使得市场交易主体更多地持有外汇资产,而资本项目可兑换已经提上政府议事日程,居民和企业也会增加对外汇资产的持有额度。因而,未来外汇储备继续高速增长的压力并不大。外汇储备的风险将主要来自于收益波动的风险。2014 年第二季度外汇储备风险值为 55,进入“有风险”区间。预计 2014 年第三季度外汇储备风险值为 45,回落至“风险关注”区间;第四季度风险值为 51,重新进入“有风险”区间。

进入 2014 年第二季度,财政收入有小幅回升趋势。近期中国房地产市场有走弱迹象,因而与房地产交易直接相关的房地产营业税和企业所得税、契税等收入构成对地方财政增收的贡献有明显回落。总体来看,中国财政收入增长的影响因素主要来源于经济整体的增长情况,与此同时,

财政支出的刚性特征决定了保障民生方面的支出将继续增长,而且增幅还会不断加大,因此财政支出的压力会不断加大。此外,中国地方政府的债务风险始终未得到有效的评估和清理,这部分债务也将成为财政风险的重要影响因素。基于此,就 2014 年的经济运行发展态势来看,宏观经济走势趋弱将削弱财政收入增长的基础,而未来利用财政政策调控宏观经济稳定增长的压力将持续上升,整体财政风险也将有所增加。2014 年第二季度财政赤字风险值为 58,评级为“有风险”。预计 2014 年第三季度财政赤字风险值为 65,维持在“有风险”区间;第四季度风险值为 72,进入“较高风险”区间。

进入 2014 年以来,政策层明显加强了对银行信贷增速的控制力度,实行偏紧的货币政策,这也是导致目前经济运行明显趋弱的一个重要原因。由于流动性投放较弱,固定资产投资到位资金增速已经连续低于同期投资增速,资金瓶颈已经成为投资不振的主要原因。出现这一结果的部分原因显然在于宏观政策当局对金融体系整体风险的关注,以及对于资金脱离实体经济进行体外循环所造成不良后果的预防。但是,就目前金融体系整体风险来看,似乎还没有明确的治理方向。预计未来一段时间,尤其是 2014 年第二季度宏观经济数据发布之后,如果经济增长速度进一步下滑,那么未来适度宽松或定向宽松的货币信贷政策有望接连出台。2014 年第二季度金融机构贷款余额风险值为 65,维持在“有风险”区间。预计 2014 年第三季度风险值为 60,保持在“有风险”区间;第四季度风险值为 75,进入“较高风险”区间。

2014 年以来,影响证券市场的最重要因素莫过于停摆一年多的 A 股 IPO 正式重启,首批 48 家企业密集上市。同时,共有超过 600 家 IPO 候审企业正在等待通过审查。然而,虽然管理层近期在 2 000 点附近多次护盘,政策维稳意图非常明显,但是市场运行依然较弱。由于增量资金缺乏,重启 IPO 对市场的抽血预期未减,股票市场资金面仍未现宽松迹象。虽然从市价总值占 GDP 比重所反映的证券市场风险程度并不高,但是股票市场未来走弱的趋势已经非常明显。股票市场弱势整理的原因主要有两个:第一是近期中国宏观经济趋弱的迹象明显;第二个是资金面持续吃紧,重启 IPO 无异于雪上加霜。2014 年第二季度证券市场风险值为 40,位于“风险关注”区间。预计 2014 年第三季度证券市场风险值为 38,第四季度风险值为 35,继续维持在“风险关注”区间。

进入 2014 年第二季度以后,中国宏观经济中的风险因素主要表现为投资增长尤其是房地产投资疲弱、消费下行、出口波动幅度增加以及由此而体现的经济结构调整压力。而来自就业和财政收支的风险也是有增无减。虽然未来一段时间价格上行压力并不大,但是整体宏观经济下行风险仍将持续上升。未来一段时间,稳增长的“微刺激”政策与经济增长下行的压力将共同作用于中国的宏观经济运行趋势。以前学术界和政策研究部门都经常提到的所谓结构调整过程中的深层次问题,似乎已经开始影响中国宏观经济运行的方方面面。产能过剩依然没有良好的解决途径,中国东、中、西部之间较大的经济发展水平差异已经表明,只依靠单一结构的经济政策对于缓解目前的经济增速下滑是远远不够的。

从宏观经济运行走势来看,虽然政府推行的“微刺激”政策确实显现了一定的功效,比如第二季度宏观经济没有显著的下滑迹象,但是经济走势明显趋弱已经是不争的事实。从外部影响因素来看,虽然欧美都持续出现小幅经济复苏迹象,但是美联储计划退出 QE 政策将深刻影响包括中国在内的新兴经济体资本流向,对未来中国宏观经济运行并非利好;来自其他经济体的出口竞争将继续影响中国整体外贸发展,虽然近期人民币汇率贬值将对出口产生一定的正向影响作用,但是其效力如何仍有待检验。

根据各分指标计算,2014 年第二季度中国宏观经济运行风险值为 55.36,处于“有风险”区间。预计 2014 年第三季度宏观经济运行风险值为 59.34;第四季度经济运行风险值为 64.89,中国宏观经济运行进入“较高风险”区间,且风险值持续上升。

基于前面对国内外经济形势的判断,在未来宏观经济政策的变化方面,本报告仍基本延续上一季度报告的判断,即 2014 年第三季度及之后的宏观调控政策仍将保持连续性和稳定性,政策着力点将主要集中于保持经济持续增长和稳定物价水平,并在此基础上努力改善和优化消费环境、促进投资合理增长和结构优化。与此同时,宏观调控政策也会在保持连续性的基础上,将会针对经济运行中出现的新情况和新问题而进行适度预调微调。

具体而言,在财政政策方面,报告仍将基本维持 2014 年第一季度报告的判断,即 2014 年第三季度及之后一段时期内的财政政策将保持积极稳健态势,继续以提高经济增长质量和效益为中心,并且财政政策仍将围

绕“十二五”期间加快经济发展方式转变这一重要战略部署,适当扩大财政赤字和国债规模以支持民生工程及重大项目的建设,进一步完善结构性减税政策和调整财政支出结构以着力保障和改善民生,同时通过进一步深化财税改革以促进经济转型升级和增强经济内生增长动力。

在货币政策方面,本报告也将继续维持 2014 年第一季度报告的基本判断,即在国内经济增长维持调整态势和通货膨胀没有大的上涨压力的情况下,再考虑到西方主要发达经济体能够继续保持复苏势头的潜在影响等因素,2014 年第三季度及之后,中国人民银行仍将坚持政策的稳定性和连续性,实施稳健的货币政策,并将主要利用公开市场操作及短期流动性调节工具来管理市场上的流动性和提高金融资源配置效率。

考虑到 2014 年第一季度的 GDP 增速 7.4%,与政府目标 7.5%相差不大;除大学毕业生就业难这个老问题之外,就业市场并没有随 GDP 增速下降而出现下滑;另外从银行间同业拆借利率的走势看,银行间资金面较宽裕,并不存在明显的流动性短缺;再考虑到外汇占款仍持续增加,而且降低法定存款准备金率所导致的市场预期变化,不利于房地产风险的缓释与化解,基于此,本报告认为近期内中国没有全面调整法定存款准备金率的必要。除此之外,目前实体经济融资难、融资利率高并不是由于全局性的流动性短缺问题所致,而是金融机构防范信贷风险的结果,因此调整利率水平也解决不了上述问题。综合上述分析,本报告认为,近期内法定存款准备金率和人民币存贷款基准利率全面调整的可能性都仍然较小,但定向调整的可能性较大。

目 录

前言 / 1

内容提要 / 1

一、 国内外经济运行态势及主要热点 / 1

（一）国外经济环境变化 / 3

1. 全球经济复苏但不均衡 / 3
2. 美国经济回暖有所波动 / 7
3. 欧洲经济低于预期但高位运行 / 13
4. 日本经济稳步增长 / 16
5. 大宗商品的价格出现上涨 / 18

（二）国内经济运行态势及特点 / 20

1. 中国经济有下行压力 / 20
2. 通货膨胀低位运行 / 22
3. 固定资产投资平稳运行 / 24
4. 社会消费持续平稳 / 25
5. 外贸出口保持平稳 / 27
6. 央行货币政策保持稳健 / 29

二、经济运行风险指数 / 33

(一) 经济运行风险指数 (RIEO) 走势 / 35

(二) 2014 年第二、第三、第四季度经济运行风险评级 / 37

(三) 经济运行分项风险指数走势 / 39

1. 消费品零售增长率 / 39
2. 进出口增长率 / 41
3. 居民消费价格指数 / 43
4. 就业增长 / 44
5. 外汇储备风险 / 46
6. 财政赤字 / 48
7. 金融机构贷款余额及贷款增长 / 49
8. 证券市场 / 51

三、经济运行态势预测及宏观调控政策前瞻 / 53

(一) 经济运行态势预测 / 55

(二) 宏观调控政策前瞻 / 60

专题 1 欧洲央行刺激政策 / 65

一、引言 / 67

二、欧洲央行降息的原因 / 67

三、欧洲央行降息的影响 / 71

四、欧洲央行可能的后续政策 / 77

五、欧洲央行货币政策调整对中国经济的影响 / 80

六、结语 / 84

专题 2 国外研究机构的经济预测 / 85

特别声明 / 90

图表目录

图表 1	OECD 综合领先指数	6
图表 2	全球贸易情况	7
图表 3	美国 GDP 和消费信贷	8
图表 4	美国失业率情况	8
图表 5	美国 CPI/M1/M2 变动情况	9
图表 6	美国贸易变动情况	10
图表 7	美国 TED 利差	10
图表 8	美国采购经理人指数	11
图表 9	美国消费者信心指数	12
图表 10	美国国债持有情况	12
图表 11	欧元区经济景气指数	13
图表 12	欧元区 CPI	14
图表 13	欧元区失业率	14
图表 14	欧元区采购经理人指数	15
图表 15	欧元区消费者信心指数	16
图表 16	日本 GDP 增长	17
图表 17	日本采购经理人指数	17
图表 18	日本消费者物价指数	18
图表 19	IMF 初级产品价格指数	19
图表 20	美元指数和原油价格	19