



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年第三季度

Quarter Three, 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年第三季度

Quarter Three, 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3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,2014.10

ISBN 978-7-208-12595-7

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 233966 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 年第三季度

《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.co)

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 7.25 插页 2 字数 62,000

2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-12595-7/F·2258

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 年下半年,中国居民的实际收入增速仍然较慢,消费者对未来经济增长的信心仍然不足,是近期制约整体消费增长的主要因素。网络消费依然以较快速度增长,消费方式的改变预示未来中国传统的消费渠道、消费模式、支付模式将发生较大变化。从统计数据上看,中国整体消费增速显著放缓。由于未来一段时间中国经济走势仍不乐观,虽然近期来自于消费价格方面的压力不大,但是消费者对经济增长及收入增长信心不足,未来消费增速有进一步下滑的风险。2014 年第三季度消费品零售增长率风险值为 49,维持在“风险关注”区间。预计 2014 年第四季度风险值为 60,2015 年第一季度风险值为 65,进入“有风险”区间。

进入 2014 年,中国进出口贸易的波动幅度明显增加,尤其进入第三季度以来,出口继续保持较大幅度波动,而进口同比则明显下降。从前 8 个月进出口走势来看,出口呈现波动式恢复性增长的态势,而进口增幅则一路走低。影响出口增长的主要是美国的经济小幅复苏,欧盟和日本也实行了一系列的刺激政策。另外,2014 年上半年密集出台的扶持外贸增长的政策开始逐渐发挥作用。但是由于中国自身宏观经济走势趋弱,而同期能源类大宗进口商品价格下跌,造成进口增速明显下降。由于美联储筹划退出 QE,而欧盟和日本经济起色并不明显,另外,发达国家需求上

升对中国外贸出口的带动作用将越来越低,而中国经济是否已经止跌回升仍不明朗,因此影响进出口增长的不确定性因素仍然很多,未来进出口风险将继续上升。2014 年第三季度进出口增长风险值为 55,重新进入“有风险”区间;预计第四季度风险值为 65,保持在“有风险”区间;2015 年第一季度风险值为 75,进入“较高风险”区间。

进入 2014 年以来,物价指数一路走低。主要原因是中国宏观经济趋弱,原材料及动力价格下行,对物价上涨没有压力。央行对信贷仍然不松口,而 M1 口径的货币供给增速保持在历史较低水平。另外,进口原材料等大宗商品价格下跌,美国在酝酿退出 QE,欧盟和日本虽然在计划实行刺激政策,但对中国产生的影响不大。因此,输入型通货膨胀压力也较小。预计未来一段时间,来自于通货膨胀方面的经济风险不会太高。2014 年第三季度居民消费价格指数风险值为 20,回落至“无风险”区间。预计第四季度风险值为 25,2015 年第一季度风险值为 30,进入“风险关注”区间。

随着中国经济体制改革的进一步深入,影响中国就业形势的因素也日益凸显,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。目前,中国进入经济结构转换期、增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期多期叠加阶段,工业产出增速下滑,多项相关指标并不乐观,就业压力持续增加。不容忽视的是,目前中国占工商企业数量比例较大的小企业生存环境恶化,其对就业增长的作用也会受到显著影响;不仅如此,中国国内投资增速下滑意味着企业对未

来前景不乐观,因而,未来一段时间就业风险将有可能继续上升。2014年第三季度就业风险值为68,维持在“有风险”等级。预计2014年第四季度就业风险值为69,2015年第一季度风险值为65,保持在“有风险”区间。

2014年第二季度,中国外汇储备增速开始下降。进入第三季度以来,这一下降趋势得以继续。一方面是由于中国经济趋弱,对外资的吸引力下降;从外部因素来看,主要是由于美国小幅复苏对外资吸引力增强。由于未来中国外贸出口增长压力较大,来自于贸易顺差的外汇储备增长速度将有明显下降。因此,未来一段时间总体外汇储备增速有可能进一步放缓。但是考虑到中国仍然缺乏对国际化货币的管理经验,金融体系对国际资本流动风险的防控能力仍然不强。因此,保持外汇储备适度增长是合适的策略。未来一段时间,中国外汇储备面临的风险主要是巨额资金的保值增值难题。另外,结售汇制度制约了中国货币政策的主动性,而当前经济发展态势需要货币政策的有效调控,这也是摆在货币当局面前的一个难题。2014年第三季度外汇储备风险值为58,进入“有风险”区间。预计第四季度外汇储备风险值为65,2015年第一季度风险值为68,保持在“有风险”区间。

进入2014年下半年,由于中国房地产市场进一步走弱,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还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,因此整体财政风险也将有所增加。2014 年第三季度财政赤字风险为 65,维持在“有风险”区间。预计 2014 年第四季度财政赤字风险值为 68,2015 年第一季度风险值为 68,保持在“有风险”区间。

进入 2014 年以来,中国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,即 2014 年货币政策基调确定为保持适度流动性,实现货币信贷及社会融资规模合理增长,改善和优化融资结构和信贷结构。至少到目前,央行仍在严格执行年初设定的政策目标。但是,就目前工业生产及宏观经济走势来看,中国经济趋弱迹象已经比较明显。如果信贷政策没有放松,则完成 2014 年经济增长目标可能会有困难。因此,并不排除未来几个季度央行放松银根的可能性。2014 年第三季度金融机构贷款余额风险值为 20,维持在“无风险”区间。预计 2014 年第四季度风险值为 46,进入“风险关注”区间;2015 年第一季度风险值为 51,进入“有风险”区间。

2014 年第二季度,证券市场利空因素较多。宏观经济数据下滑,企业经营效益不佳,4 月份新股恢复发行,创业板整体业绩低于预期,这些都制约了股票市场的上升动力。由于监管层对货币发行和借贷控制较为

严格,流动性不强,市场资金面继续吃紧。从企业层面来看,国内利率不断上行,资金紧张造成各金融机构发行的各类理财产品收益不断上升。一些周期性行业陷入经营困境,房地产交易呈下滑趋势,企业和地方政府偿债能力下降。但进入下半年,中国证券市场交易活跃程度有所回升。但是,整体来看中国股票市场目前仍处于弱势整理区间,短期内上升依然乏力,以股票市值/GDP 衡量的股票市场风险值并不高。2014 年第三季度证券市场风险值为 48,位于“风险关注”区间。预计 2014 年第四季度证券市场风险值为 49,维持在“风险关注”区间;2015 年第一季度风险值为 55,进入“有风险”区间。

进入 2014 年以来,影响中国宏观经济运行的主要风险因素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。自 2014 年以来,房地产投资降幅明显,同时引发了对上下游产业的显著负面影响,增大了中国经济的下滑风险。虽然近期政府在基建投资领域加大了支持力度,但是仍然无法弥补房地产投资下降带来的需求缺口。进入 2014 年第三季度以来,虽然 CPI 数据一路走低,来自于通货膨胀方面的压力较小,但是 PPI 和 PMI 指标走势都不容乐观。PPI 一直维持在负增长区间,PMI 也呈现下降趋势。企业层面的信心不足,信贷增速未见明显加快,未来经济回调的压力进一步增大。中国人民银行发布的中国 5 000 户工业企业景气调查数据中,预示宏观经济热度的景气扩散指数持续下降。在外贸进出口方面,近期中国出口呈现大幅波动态势,而进口增幅则持续下降。发达国家经济运行对

中国外贸出口的拉动作用减弱,中国自身经济趋弱也制约了进口需求的上升,未来外贸进出口风险将明显增加。

在外部经济方面,美国近期有小幅复苏迹象,但是其复苏基础仍不稳固。加之各国预期美联储退出 QE 的步伐可能会加快,因此对未来经济增长信心不足。欧盟和日本虽然也有经济刺激政策,但是经济增长仍显弱势,因而近期外部需求对中国经济增长的拉动作用也不会很明显。综合上述分析可以看出,中国经济将在 2014 年下半年延续弱势表现,经济运行的总体风险有可能呈上升趋势。

根据各分项指标计算,2014 年第三季度中国宏观经济运行风险值为 50.39,处于“有风险”区间。预计 2014 年第四季度宏观经济运行风险值为 50.13; 2015 年第一季度经济运行风险值为 55.44,经济运行进入“有风险”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 年第四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 年第二季度报告的判断,即 2014 年第四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 年第二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 年第四季度及之后,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 年第二季度的 GDP 增速为 7.4%,与政府年初所定目标 7.5%相差不大;目前通货膨胀水平处在低位运行阶段,总体物价水平的上涨压力较小,并且就业市场也没有随 GDP 增速下降而出现明显下滑;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. 全球经济不均衡复苏 / 3
2. 美国经济恢复增强 / 7
3. 欧洲经济复苏令人担忧 / 13
4. 日本经济大幅下跌 / 16
5. 大宗商品的价格继续攀升 / 18

(二) 国内经济运行态势及特点 / 20

1. 中国经济继续出清 / 20
2. 通货膨胀略微上涨 / 22
3. 固定资产投资增速放缓 / 23
4. 社会消费持续平稳 / 24
5. 贸易顺差创新高 / 26
6. 央行货币政策保持稳健 / 28

二、经济运行风险指数 / 31

(一) 经济运行风险指数(RIEO)走势 / 33

(二) 2014 年第三季度、第四季度,2015 年第一季度经济运行 风险评级 / 35

(三) 经济运行分项风险指数走势 / 37

1. 消费品零售增长率 / 37

2. 进出口增长率 / 39

3. 居民消费价格指数 / 40

4. 就业增长 / 42

5. 外汇储备风险 / 43

6. 财政赤字 / 45

7. 金融机构贷款余额及贷款增长 / 46

8. 证券市场 / 47

三、经济运行态势预测及宏观调控政策前瞻 / 51

(一) 经济运行态势预测 / 53

(二) 宏观调控政策前瞻 / 58

专题 1 2014 年中国楼市限购松绑 / 63

一、引言 / 65

二、2014 年松绑概况 / 65

三、楼市松绑背后的经济逻辑 / 70

四、楼市限购松绑与房价未来波动风险 / 74

五、结语 / 78

专题 2 国外研究机构的经济预测 / 81

特别声明 / 85