

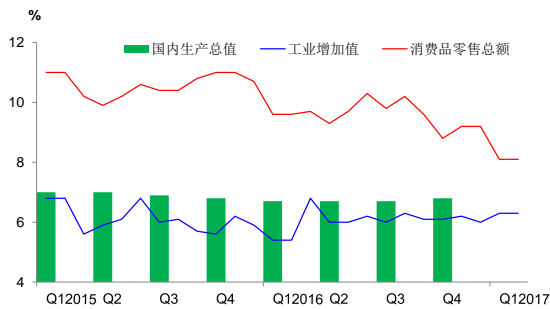
中华人民共和国¹

2016年，正在经历结构调整的中国经济增速继续放缓，但政府通过导向明确的财政和货币政策支持以确保经济增长稳定。通货膨胀水平开始上升；经常账户顺差有所收窄，但仍在可观水平。这些趋势将持续到2017年和2018年。为了实现“十三五”规划中提出的促进生产率提高和保持经济可持续增长，需要进一步加大结构性改革力度。

经济发展评价

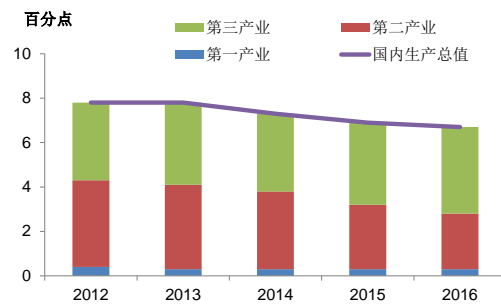
经济增速从2015年的6.9%下降到2016年的6.7%，进一步延续了自2010年以来中国经济增长模式转变的趋势。在新模式下，国内消费和服务业将成为经济增长的主要引擎（图3.9.1）。中国政府继续提供强劲的货币和财政政策支持，以促使结构顺利转型和确保经济、金融和社会的稳定。这就促进了基础设施和房地产投资，并通过溢出效应激活其他经济部门，从而确保经济增长率高于“十三五（2016-2020年）”规划中要求的年均增长6.5%的水平。

3.9.1 经济增长率



资料来源：国家统计局。

3.9.2 三次产业对经济增长的贡献



资料来源：国家统计局。

从供给方面看，由于房地产服务业蓬勃发展和其他相关服务业增长强劲，尽管整个服务业增长从2015年的8.2%放缓到7.8%，服务业仍成为经济增长的主要引擎。服务业在名义GDP中的占比从2015年的50.2%进一步提高到51.6%，该比重高出第二产业占比11.8个百分点。2016年，在活跃房地产活动溢出效应的影响下，制造业增长有所好转；受车辆购置税下调的刺激，汽车生产呈现跳跃式增长；因稳健建筑活动促进对重工业和能源需求增加，第二产业同比增长6.1%，该增长率接近2015年的水平。单位GDP能源消耗量（或称能源强度）同比下降了5.0%，比2005年峰值水平累计下降了37%以上。

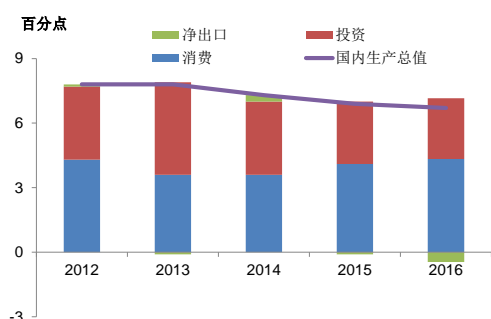
¹ 本章由亚洲开发银行驻中国代表处的康友德（Jurgen Conrad）和庄健撰写。

尽管农业投资增长较快，但受不利气候条件的影响，农业生产增长从 2015 年的 3.9% 回落到 3.3%。服务业对 GDP 增长的贡献提高到 3.9 个百分点，而第二产业的贡献则回落到 2.5 个百分点，农业的贡献依旧保持在 0.3 个百分点（图 3.9.2）。

重工业的工作岗位继续流失，但全国范围内的劳动力市场依然稳定。2016 年城镇新增 1,310 万个工作岗位，远大于钢铁和煤炭行业流失的 80 万个工作岗位。在 2016 年第四季度，城镇求职比（工作岗位数与求职人数之比）创下 2014 年以来的最高水平。这对工资上涨形成一定压力，但农民工作为劳动力中极其脆弱的群体，其工资增长率却从 2015 年的 9.5% 回落到 2016 年的 6.4%。

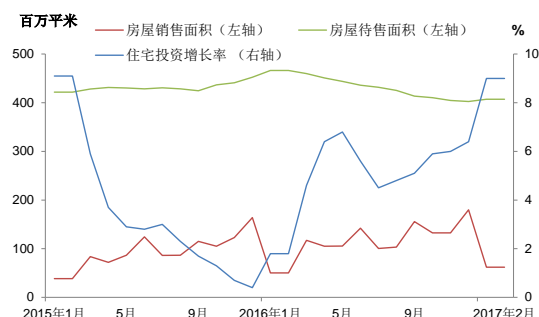
从需求方面看，消费对经济增长的贡献上升到 4.3 个百分点。按照政府的调控目标，经济对投资驱动依赖逐步减弱，投资对经济增长的贡献回落到 2.8 个百分点；而净出口对经济增长的贡献进一步下滑，达到 -0.5 个百分点（图 3.9.3）。可以预期的是，在一个正在经历城镇化的国家，随着收入不断上升，社会保险不断强化，人口老龄化不断加快，其住户储蓄率将继续下降。因此，尽管全国居民人均可支配收入实际增长从 2015 年的 7.4% 下滑到 6.3%，低于 GDP 增长。但消费增长仍快于 GDP 增长。

3.9.3 三大需求对经济增长的贡献



资料来源：国家统计局。

3.9.4 房地产市场



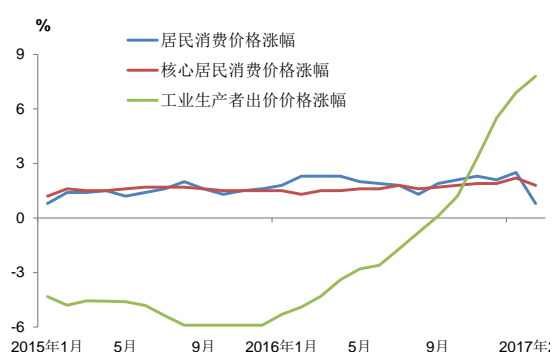
资料来源：国家统计局，亚行估计。

相比之下，受重工业和采矿业产能过剩、企业债务高企和经营前景不明朗的影响，整个工业投资增长急剧回落。工业投资低迷导致的整个投资增长回落，几乎全部被不断上升的基础设施和房地产投资以及新兴高附加值科技企业的大量资本支出所抵消。基础设施投资的资金主要来源于通过政策性银行和公私合作渠道获得的预算外资金，后者进一步增大了地方政府或有负债水平。房地产投资因上年基数较低得以强劲扩张，主要原因是抵押贷款利率下调和首付比例降低，诱发房屋销售增加，并通过减少房屋待售面积刺激房地产开发投资增加，这种现象在大城市表现更为突出（图 3.9.4）。但自 2016

年9月以来，由于部分地方房地产市场出现过热，许多大城市重新采取限购措施，并通过道义劝告的形式督促商业银行收紧房贷。这些限制措施初步遏制了住房销售快速增长势头，但对房地产开发投资增长势头的遏制效果还不明显。

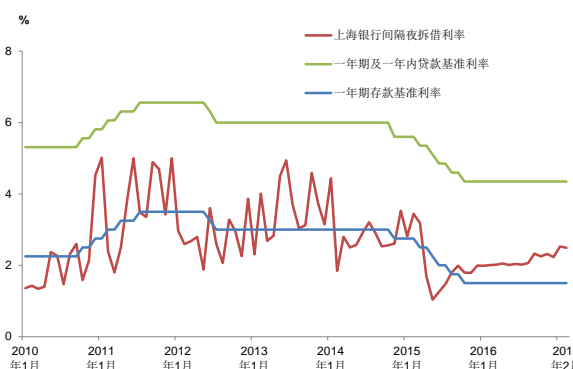
2016年，居民消费价格涨幅从2015年的1.4%上升到2.0%，但依然低于中国政府年初设定的3.0%的通胀上限（图3.9.5）。通胀水平的上升主要源于食品、服务和公用事业品价格的上涨。不包括食品和能源在内的核心通货膨胀率继续稳定在1.6%。虽然自2016年9月引入的限购措施有助于遏制房价上升势头，甚至在部分城市使房价上升势头逆转，但70个大中城市房价的平均涨幅仍达到6.4%。由于工业投入成本在中国工业生产者出厂价格指数中占有较大权重，受全球大宗商品价格持续上升和国内部分上游行业去产能导致中国工业投入成本上升的影响，工业生产者出厂价格通缩水平从2015年的5.2%收窄到2016年的1.3%。这促进了企业利润的增加，并提高了企业的偿债能力。2017年初，工业生产者出厂价格指数继续呈现上涨趋势，但居民消费价格涨幅仍然保持稳定。

3.9.5 同比通胀率



资料来源：国家统计局。

3.9.6 基准利率和银行间拆借利率



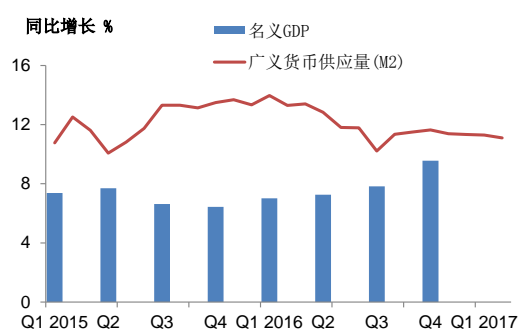
资料来源：中国人民银行。

财政预算刺激经济增长主要通过减税来实现。2016年，中央和地方政府合并后的财政收入增长较慢，其从2015年的8.5%回落到4.8%，比名义GDP增长低3.4个百分点。然而，由于财政支出增长从2015年的15.9%大幅回落到2016年的6.9%，因此财政赤字占国内生产总值的比重达到3.8%，比2015年的3.4%略有上升。财政支出数据中没有包括预算外支出，预算外支出数据很难及时得到，但其规模往往比较可观。

主要为了应对因资本外流所引发的流动性损失，政府于2016年3月下调了存款准备金率，并通过公开市场操作和对特定商业银行提供再贷款向银行系统注入流动性。在2016年的大部分时间里，银行间拆借利率都保持在低位水平（图3.9.6）。广义货币供

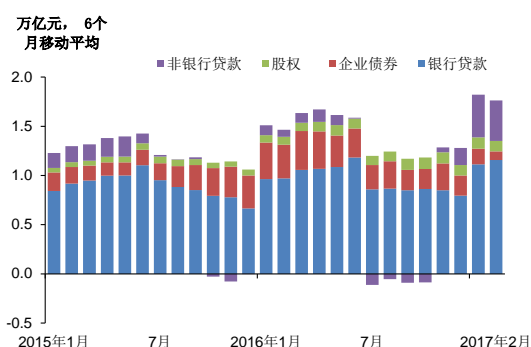
供应量 (M2) 增速在 2016 年平均为 12.0%，较 2015 年的 12.3%略有回落。2016 年，信贷增长明显高于名义 GDP 增速 (图 3.9.7)，因此银行债务及其相关风险继续上升。2016 年社会融资规模 (该指标是对银行、非银行金融机构和资本市场提供给非金融企业和住户融资的广义测度) 余额同比增长了 13.4%，快于同期广义货币供应量增长，但比 2015 年的 14.3%有所回落。2016 年，资本市场通过债券和股票发行筹资额占社会融资规模比重有所上升，而银行和非银行金融机构提供的贷款占社会融资规模比重则有所下降。在 2017 年初，伴随政府努力控制银行信贷扩张，非银行提供的融资额占社会融资规模比重又有所反弹 (图 3.9.8)。2016 年，作为地方政府融资平台债务的置换，地方政府债券 (于 2015 年引入，旨在降低融资成本和展期) 发行量增长强劲。目前社会融资规模包括地方政府融资平台债务，但不包括地方政府债券发行量。如将后者计入社会融资规模中，则整体融资额增长快于社会融资规模所显示的增长。

3.9.7 货币供应量和名义 GDP



资料来源：国家统计局，中国人民银行，亚行估计。

3.9.8 社会融资规模



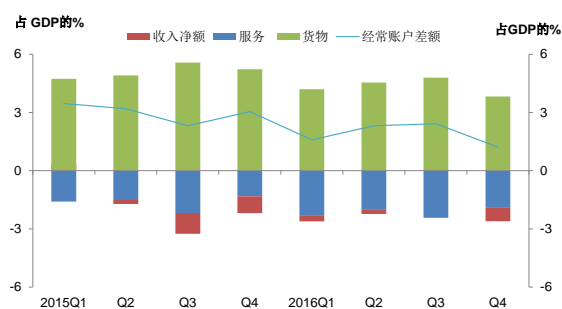
资料来源：中国人民银行，亚行估计。

为了降低因信贷高增长带来的金融脆弱性，中国人民银行 (央行) 于 2016 年 9 月通过公开市场操作、提高银行间拆借利率和压低信贷增长，减少银行系统流动性的净注入量。需要采取行动的其他原因包括：不断上升的房地产价格压力和资本流出，以及到 2016 年 9 月完成 2016 年经济增长目标已成定局的信心。2017 年 1 月、2 月和 3 月，两项中期和数个短期贷款工具利率的上升说明，中国利率宽松周期已经到头，同时意味着只要经济增长保持足够强劲，政府就准备上调利率以遏制信贷过快增长和支持人民币币值稳定。

初步的国际收支数据表明，2016 年经常账户表现不佳。货物出口同比下降 7.2%，但鉴于其他计价货币表现疲软，实际出口增速要强于按美元计价数据所显示的增速。即使大宗商品进口价格保持稳定或有所上涨，但进口同比仍下降 4.6%。因此，货物贸易顺

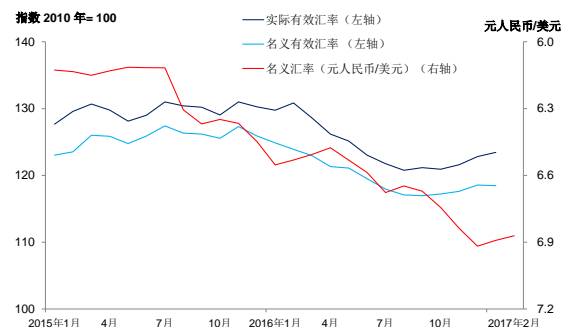
差从 2015 年的 5,670 亿美元（占 GDP 的 5.1%）回落到 2016 年的 4,852 亿美元（占 GDP 的 4.3%）。主要受出境游客花费 3,412 亿美元的影响，服务贸易逆差进一步扩大，导致经常账户顺差占 GDP 比重由 2015 年的 3.0% 收窄到 2016 年的 1.9%（图 3.9.9）。2016 年资本和金融账户下逆差仍然相当可观。导致资本流出的主要因素，包括人民币贬值、信贷宽松、居民在国际层面多元配置资产的欲望和境外直接投资的持续高涨。

3.9.9 经常账户差额



资料来源：国家外汇管理局，亚行估计。

3.9.10 汇率



资料来源：国际清算银行，国家外汇管理局。

实际上，2016 年中国外商直接投资净额为负，这在中国近期历史上还是第一次。在扩大开放政策下，政府放宽了对境外投资的限制并提供信贷支持，对境外直接投资额从 2012 年的 650 亿美元快速上升到 2016 年的 2,112 亿美元，后者相当于前者的 3 倍多。相比之下，由于在华外资企业经营环境恶化，来自外商直接投资额则从 2012 年的 2,412 亿美元大幅回落到 2016 年的 1,527 亿美元。

2016 年，经常账户顺差收窄和可观的资本净流出，导致官方国际储备减少了 4,436 亿美元（不包括估价变化），但在年底仍保持在 3.1 万亿美元的水平。由于对外国其他债权增加量远大于国际储备减少量，国外资产总量从 2015 年的 6.2 万亿美元增加到 2016 年 9 月的 6.5 万亿美元。扣除负债后，同期中国的国外净资产从 1.6 万亿美元增加到 1.8 万亿美元。总之，中国仍是世界上最大的债权国。

自 2015 年下半年以来，政府参照包括前日收盘的人民币兑美元汇率在内的一系列指标和人民币实际有效汇率的变化，管理人民币汇率波动。由于波动性增大，2016 年人民币对美元汇率平均贬值 6.8%，人民币的名义有效汇率（按贸易额加权的一篮子货币）和实际有效汇率（考虑到通货膨胀因素）均贬值 4% 以上（图 3.9.10）。自 2016 年 10 月起，美元再次走强和由此造成的人民币持续走弱引发了资本外流，进而导致人民币进一步贬值预期增大。政府通过加强资本控制、加大公开市场操作力度和取缔通过各种贷

款工具获得的人民币，很快就稳定了人民币形势。受此影响，在 2017 年初人民币又重新走上升值轨道。

经济发展前景

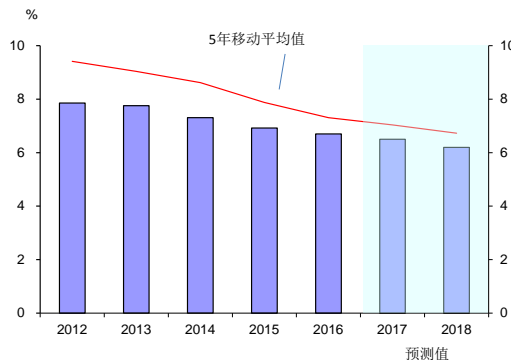
按照近几年减速幅度趋缓判断，预计 2017 年 GDP 增长率将放缓到 6.5%，2018 年进一步放缓至 6.2%（图 3.9.11）。官方对 2017 年经济增长目标确定为“6.5%左右”，并且中国政府明确表示，如果实现此目标可能引发经济或金融部门的过多风险，则可适当调低经济增长目标。然而，很有可能的是，中国政府将提供足够的货币和财政政策支持，确保在 2017 年秋计划召开中国共产党的“十九大”之前经济增长保持在或甚至高于 6.5% 的水平。

3.9.1 部分经济指标 (%)		
	2017	2018
GDP 增长	6.5	6.2
通胀水平	2.4	2.8
经常账户差额占 GDP 比重	1.8	1.7

资料来源：亚行估计值。

上述预测假定中国政府可能允许 2018 年经济增长低于 6.5%，这将为它控制信贷过快增长和加快结构性改革，特别是对债台高筑企业加快改革和进一步削减过剩产能，提供更多的余地。然而，中国政府肯定继续提供选择性政策支持，以确保结构调整仍在社会可接受范围内。财政对基础设施投资的支持将发挥关键作用，支持的途径主要是通过政策性银行和公私合作。

3.9.11 GDP 增长率



资料来源：《亚洲发展展望》数据库。

从需求方面看，消费仍将是预测期内经济增长的主要引擎。促进消费的主要因素是工资的持续增长，而工资持续增长又源于经济的稳健增长，以及因劳动力增长停滞或萎

缩导致劳动力市场供给趋紧，尽管在部分产能过剩行业失业增多。随着中国政府逐步缩小收入差距和在全国范围内改进公共服务，财政用于健康、教育和养老的支出将增多，从而进一步支撑消费增长。按照近几年变化趋势，居民人均可支配收入增长将继续略有放缓，由此导致居民人均支出增长放缓，但这将被不断降低的储蓄率所抵消，因为居民消费信心仍然强劲。按照中国人民银行的调查，居民消费倾向继续提高。

多个因素表明，在预测期内投资增长的稳健性将不如 2016 年，投资占 GDP 比重也将继续下滑。住房投资的强劲反弹已于 2016 年 5 月达到顶峰，在许多小城市未销售住房存量依然高企，住房抵押贷款发放条件更加苛刻，在大城市重新引入限购措施。因此，2017 年房地产投资对经济增长贡献不大可能像 2016 年那么大。制造业和服务业投资增长在 2016 年中期趋于稳定但仍很疲软。总之，由于出口导向型行业的经营前景仍不明朗和信贷增长正在减速，没有任何理由可以相信 2017 年整体投资表现有重大改善。此外，具有增长潜力的新兴行业总体上资本密集程度低于旧的夕阳产业，而后者的投资增长仍受持续产能过剩的制约，尽管 2016 年钢铁和煤炭去产能已取得一些进展。

政府通过增加对基础设施投资，将继续缓解经济结构调整对经济增长的下行压力，而基础设施建设无论在何种情况下都是支持快速城镇化所必需的。然而，基础设施投资只占总投资的五分之一，并不能完全抵消其他投资减少的增量。因此，在预期期内总投资增长将慢于 GDP 增长，这符合中国经济增长模式转换的目标，并且可以降低金融脆弱性和确保经济长期可持续增长。

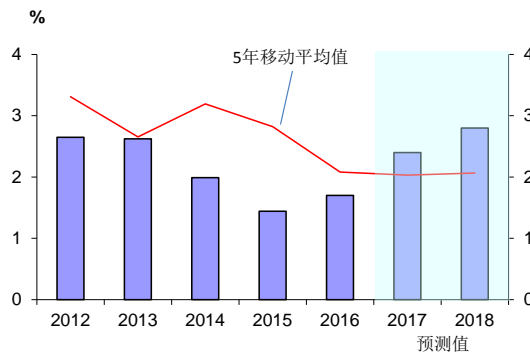
对于 2017 年和 2018 年的预测值必须考虑国际贸易关系的可能变化趋势，而这些趋势目前很难准确预测。全球经济增长有望强劲，这对中国出口商是一个重大利好，但不能由此就盲目乐观，因为贸易保护主义活动日益猖獗，其对这个世界最大货物出口国只会带来更多麻烦。总的来说，在预测期内净出口有望稍微向下拉低经济增长，出口占 GDP 比重将继续呈下滑趋势，该比重在 2006 年达到峰值（32%以上），但到 2016 年迅速下滑到 18%。

从供给方面看，尽管房地产业对经济增长贡献相对疲软，但服务业仍将是经济增长的主要动力。该经济体的服务业发展总体上呈多元化趋势，服务业中诸如卫生、教育、娱乐、旅游和工业支持服务之类的子行业增长潜力巨大，并且随着中国政府向私营和外商投资进一步放松管制和开放更多的服务领域，这种增长潜力将被慢慢释放出来。因受产能过剩、不断放缓的房地产投资和企业债台高筑的影响，第二产业增长将慢于 2016 年。其实，这种趋势自 2010 年以来就已形成，尽管以消费为导向的制造业将表现

得更好些。

预计 2017 年居民消费价格上涨率为 2.4%，2018 年进一步达到 2.8%，该涨幅已接近政府 2017 年初再次确认的 3% 上限目标（图 3.9.12）。造成居民消费价格上涨的主要因素，包括居民消费需求强劲、工资上涨、价格管制的持续放松、人民币贬值形成的溢出效应和全球大宗商品价格上涨。在通胀水平不断上升的环境下，为了保持融资成本的稳定，在预测期内政府不得不进一步上调政策利率。这种利率上调也是必需的，旨在保持国内人民币利率与美元利率之差不被扩大太多（利差扩大可能引发更多资本外流），降低信贷扩张速度，从而遏制金融风险。

3.9.12 通货膨胀率



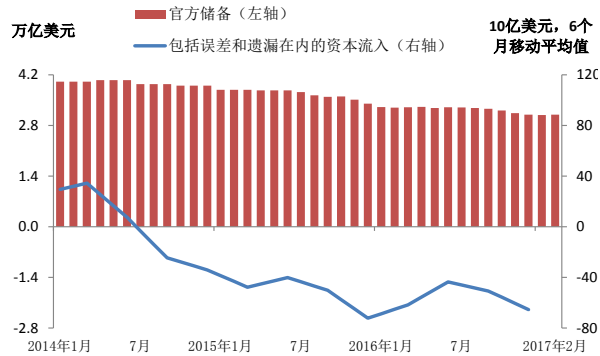
资料来源：《亚洲发展展望》数据库。

如果隐现的贸易关系紧张能得到有效控制，则随着高附加值出口所占份额持续上升，中国贸易顺差规模应大体上能保持稳定。经常账户顺差规模仍将可观，但因服务贸易逆差进一步扩大而低于 2016 年的顺差水平。2017 年，由于资本净流出，整个国际收支仍将为逆差，拖累官方储备在 3 万亿美元以下。官方储备这个水平对于一个汇率制度灵活性不断增强和资本持续管制的经济体而言是适宜的。

为预测值带来下行风险的国际因素主要来自于贸易保护主义抬头和资本流出的持续增加。虽然中国拥有足够多的国际储备，后者可以减轻在预测期内发生的任何风险的冲击，但政府仍可以考虑遏制资本外流以保护国际储备，特别是如果出现每月储备流失规模接近 1,000 亿美元时，这种现象曾在 2015 年后期和 2016 年早期出现过（图 3.9.13）。在这种情形下，中国当局可在考虑上调利率或浮动汇率之前，采取必要措施进一步加紧资本控制。上调利率将实质性遏制经济增长，但如证明资本管制不如以往有效，或美国利率上调快于预期，则这种选项就不能被排除。选择浮动汇率的风险在于它造成了进一

步贬值预期和更多资本外流的恶性循环，另外它也与中国政府宣称的 2017 年保持人民币相对于一篮子货币基本稳定的目标是背道而驰的。

3.9.13 官方储备和资本流动量



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局。

建立一个完全灵活的汇率制度是中国政府多年追求的一个战略目标，该制度与其扩大开放和推进人民币国际化进程的初衷是一致的，但这些努力自 2015 年中期以来出现了倒退。按人民币计价的外贸结算份额在 2015 年 9 月达到 30% 多的峰值水平，但从那以后因担心汇率前景和收紧资本管制腰斩至 15% 以下。出于相同原因，在国外的人民币存款及其在外汇交易中的作用也逐渐被蚕食。要想逆转这些趋势，在预测期内一个可行的选项是进一步放宽汇率管制，前提是外汇市场和国际收支更趋稳定。

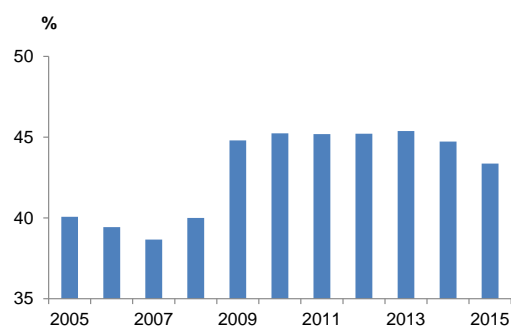
为预测值带来下行风险的国内因素主要是银行和非银行金融机构资产的质量问题，该风险来自在经济增长不断减速环境下信贷的持续扩张，后者包括给效率低下企业发放信贷。被划为不良贷款或利息支付逾期贷款范畴的问题贷款量已占银行贷款总额的近 7%。另外，信贷强劲扩张可能掩盖了更为严重的偿付问题，从而潜在地损害金融稳定和投资者信心。因此，有效应对信贷扩张至关重要，但它本身就会产生风险，因为单个金融机构倒闭可能迅速传染到整个金融系统，特别是当在银行和非银行金融机构之间媒介渠道不透明和不被了解以及流动性短缺没有被迅速解决时更是如此。中国政府的金融工作会议，每 5 年举行一次，本次将于 2017 年召开，该会议将通过决定如何加强监管部门之间合作防患于未然和控制恶性事件的影响，以有效降低金融风险。

政策挑战——提高投资生产率

中国的投资率或固定资本形成总额占 GDP 比重，从 2008 年的 40% 跃升到 2009 年的 45%，此后维持在此高位水平上直到 2013 年（图 3.9.14）。在全球金融危机期间，这是

为了支持经济增长通过债务融资和投资导向刺激的结果。直到 2008 年，中国投资率符合东亚和西方的标准，并不算异常的高。然而，此后投资率 5 个百分点的跃升造成了资源配置低效和扭曲，并导致金融系统的脆弱。在此背景下，政府开始调整经济增长模式，并试图向消费驱动经济增长转型。其结果是，随着消费对经济增长贡献回归到其约三分之二的长期水平，投资对经济增长的贡献逐步降低。

3.9.14 固定资本形成总额占支出法 GDP 比重



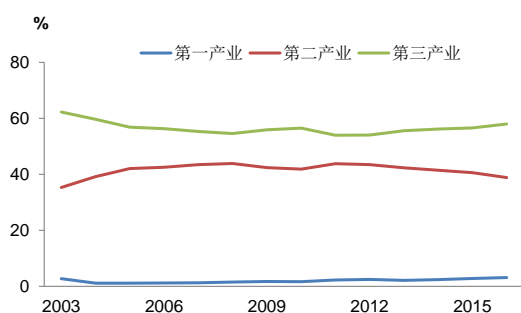
资料来源：国家统计局。

从供给方面看，只有通过提高投资生产率才能应对投资对经济增长贡献的不断下降。目前隶属于中央政府部委（局）或公司的企业或行政事业单位的投资仅占全社会投资总额的 5%，而地方政府投资额约占剩余 95% 的全社会投资总额的三分之一不到。提高投资生产率面临以下三个挑战。

第一个挑战是如何提高目前仍由政府机构操控的约占全社会投资总额三分之一的投资效率。这包括公用事业品、建筑、运输、信息技术、金融、环境设施、教育、卫生和文化中的大部分投资。为达到此目的，有关公私合作和混合所有制改革现已展开，但也应考虑对某些企业实施彻底私有化，特别是对那些从事商业活动的地方政府企业更应如此。目前世界上没有任何一个现代市场经济体尤其是高收入经济体，像中国这样有占主导地位的国有企业。

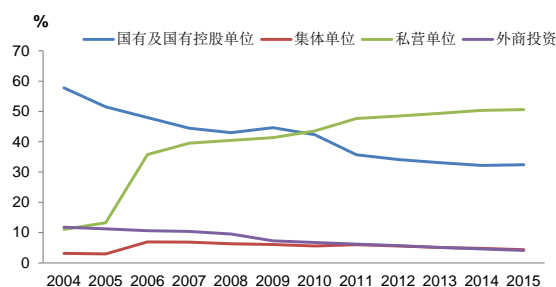
中国政府的政策目标包括：调整投资结构，鼓励民营投资者参与提供服务；依靠服务业取代工业成为经济增长的主要引擎。投资中服务业占比从 2003 年的 64.2% 下降到 2008 年的 54.6%，随后又逐步回升到 2006 年的 58.0%（图 3.9.15）。正如中国政府宣称的那样，在国有企业占主导的诸如运输、电信和金融之类领域向民营投资者的进一步开放，将在预测期内支持这种趋势和降低全社会投资中的国有份额。

3.9.15 固定资产投资中三次产业份额



资料来源：国家统计局。

3.9.16 固定资产投资中不同所有制占比



资料来源：国家统计局。

第二个挑战是中国政府必须进一步改善占全社会投资总额三分之二的投资环境，这部分投资并不直接隶属于政府机构，而是由民营企业（法人公司和个体企业）、混合所有制企业和外商独资企业操控（图 3.9.16）。为了确保这些企业完全由市场驱动，就格外需要进行持续的金融改革以吸引储蓄资金投向最有效益的投资项目，鼓励创新投资和投向生产链高技术终端倾斜，消除熟练劳动力供给方面的障碍。正如“十三五”规划和其他战略中指出的那样，通过向特定高技术行业提供财政金融支持和监管激励使中国成为一个“制造业强国”，中国政府的确一直在努力促使投资重点投向创新和技术驱动的生产。

跨领域分析证实，赢利能力和市场需求是投资的决定因素，但其他因素在某些单个产业中能起阻碍作用。这些因素包括正式和非正式的特定产业政策和/或地方政府加强的各种规制，其目的是通过歧视性非关税障碍和定价，禁止非本地货物和服务的销售，有利于本地企业的政府采购和强制性交易，以及强制性兼并和串通式企业联合，保护其辖区内优势企业。通过强有力的制度安排强化竞争政策及其实施是克服此类障碍的关键举措。同样，产业政策必须是市场友好和无差别执行，并允许经营不善的企业破产。

虽然民营投资在全社会投资中份额在上升，已从2008年的40%上升到2016年的51%，但同期外商投资（包括来自中国台北和中国香港的投资）在全社会投资中所占份额却从11%下降到不足4%，且外商投资集中在少数几个领域。这种现象表明，一方面内资企业在所有领域的投资 and 创新能力在增强，但另一方面当前外商投资体制已阻碍创新和经济增长。为了解决此问题，中国政府已于2017年1月宣布，改进和优化外商投资环境，外商投资企业与内资企业享受同等国民待遇。

第三个挑战是如何确保为稳定经济增长所采取的投资刺激政策不伤害投资效率。因此需要采取有效措施，把重点放在那些需要支持的地区和成为经济增长新动力的领域。

此外,民营企业更多参与投资活动将激活市场力量,从而为稳定经济增长做出更多贡献。