

陷入困局： 天朝的大困境



我们相信中国的债务负担，不可避免的经济再平衡，不利的人口趋势，结构弱点以及沉重历史都会拖累它的增长率。

译者不是业内人士，翻译此文谨为随想博客的读者及关心中国经济和自身命运的国人参考，并不求完全正确。错漏之处必多，专业人士建议阅读英文原版较佳。

当下适逢危急存亡的大时代，中共如果背离邓的改良路线，坚持以洗脑代替改革，用“爱国主义”宣传和民族主义狂热取代政经制度的理性分析和有力变革，即便达成延续政权的目的，中国国运恐有衰落之虞。为避免此最坏情形的发生，向国人普及经济、社会与政治常识以跳出党国教育的窠臼便是知识分子的基本任务。

依照投行与中共的一向关系，高盛这篇报告未免让人意外。个人揣度国企上市热潮退去之际，它们的海外收购规模和国际投行参与相比前者小得多。少了利益羁绊，投行便少了些遮遮掩掩，开始说出真话。

即便如此，如高盛自己所说，这篇报告的态度也相对温和，所引用的也多为公开来源，对于习惯暗箱操作的党国政治而言，实际情形恐糟糕得多。欺上瞒下，缺乏制约的专制官场风气自然会造就“官出数字，数字出官”的漂亮数据，而天朝上国也有民主国家难以想象的政治权力来集中经济资源，最大程度榨取国民以维持政权。不论土地出让、社保使用、财政支出、税收管理、户口壁垒、行政摊派，还是金融、交通、电信、教育、医疗等垄断行业的瞠目价格等，这些并未全盘纳入高盛的投资考量中，作为一介投行，它也没有义务想得如此深远，只需为客户趋利避害即可。

本译文尽力保持与原文一致，只有China一词，高盛的使用频率似乎过高。这样混淆国家与政权，对于有民意基础的民主国家或无不妥，但对于极权统治的天朝显然值得商榷。如果因利益原因作出妥协，对高盛有益，对读者却是莫大损失。经再三考量，若涉及政策的制定与执行等政府行为，以政府翻译；若包含行政以外的立法、司法等政权行为，以掌握实际决策权的中共翻译；若涵盖更广泛的中共统治下的整个社会，以天朝翻译；若涉及GDP、环境等宏观概念，以中国翻译。以上译法，力求最大程度厘清党、国、政府、政权不分的“中国特色”，还原本来面目，还望读者知悉。有兴趣的读者还可参阅“The Party:the secret world of china’s communist rulers”一书，了解中国的政治生态。

Steven Ho



Sharmin Mossavar-Rahmani
Chief Investment Officer
Investment Strategy Group
Goldman Sachs



Jiming Ha Managing
Director Investment
Strategy Group Goldman
Sachs



Maziar Minovi Managing
Director Investment
Strategy Group Goldman
Sachs



Matheus Dibo
Vice President
Investment Strategy Group
Goldman Sachs

Additional Contributors
from the Investment
Strategy Group:

Gregory Mariasch
Vice President

Robin Xing
Vice President

Harm Zebregs
Vice President

Amneh AlQasimi
Associate

This material represents the views of the Investment Strategy Group in the Investment Management Division of Goldman Sachs. It is not a product of Goldman Sachs Global Investment Research. The views and opinions expressed herein may differ from those expressed by other groups of Goldman Sachs.

概要

对中国经济放缓的担忧和中国政府牵强及不透明的应对政策成为这两次全球股市大幅下挫的主要动力。从2015年8月10日至27日，中国内地股市21.5%的降幅

(以CSI 300 指数计)引发美国股市标普500指数下挫5.5%，非美国发达国家股市下挫8.1%(MSCI EAFE 指数)以及MSCI新兴市场(EM)指数8.4%的降幅。类似的，2016年头两周，中国股市以16.4%的降幅震动了金融市场，引发标普500指数下挫8.0%，MSCI EAFE 8.8%和MSCI EM为10.7%。这2个案例中，人民币汇率设定机制的变化引入了更多中国政府政策目标的不确定性，因为2015.8.11刚开始声称的“一次性”变化已经演变为相对美元的一系列“一次性”贬值措施。我们相信投资者需作好更多类似情形的准备。

我们相信中国在未来几年将继续成为金融市场和大宗商品驱动型经济体波动性的主要来源。中国政府面临一场巨大困境和有限选择。它得在经济向消费型转变的再平衡同时避免混乱和不稳定，这无疑是个艰巨挑战。为此，它至少需要成功执行2013 三中全会制定的改革日程。

天朝已被逼入墙脚(wall in)。如果改革执行太快，它会面临尖锐放缓；如果改革太慢或完全没有，它的债务对GDP之比将攀升至不可持续的程度，最终达到经济和政治不稳定的临界点(tripping point)。

天朝同样困顿于深层结构软肋，如疲软的人口结构，低下的人力资本如高等教育，落后的商业环境(可参考传统基金会的经济自由指数Index of Economic Freedom，世行的经商便利指数Ease of Doing Business Index和世界治理指数Worldwide Governance Indicators)。

天朝面临这些挑战的同时，伴随着全球增长放缓和各国货币相对美元贬值的大背景。同时，它的领导层面对的，是在抵御天朝网络攻击、帮助公司在中营商与遏制天朝对南海军事企图方面更加警觉的美国。

这篇洞察报告检视了中国经济现状，研究中国对世界其它经济体与金融市场的影响程度。我们表明金融市场尤其是美国市场的震荡是对中国放缓直接与间接影响的过度反应。我们审视迄今为止2013改革日程的进展，展示对中国的短期、中期和长期经济展望并总结它对投资组合的影响。我们的2013年洞察报告，“新兴市场：当潮落时”，包含一份推荐客户减少新兴市场资产的战略配置建议，这份2016年报告建议进一步减少新兴市场资产。

目录



陷入困局: 天朝的大困境

- 4 陷入困局: 天朝的大困境
- 7 中国经济: 缓慢并不断放缓的再平衡
- 7 GDP数据的质量
- 10 中国对世界其它地区有多重要
- 16 中国的增长率是3%，7%或是两者之间的某个位置?
- 18 再平衡中国经济
- 21 识别中国债务的临界点
- 24 困局: 保持经济稳定的再平衡改革**
- 24 改革日程的简要总结
- 26 改革进展盘点
- 26 国企改革



- 30 金融市场自由化
- 33 农地改革与户口改革
- 35 一孩政策
- 36 环保监管
- 38 财政改革
- 40 总结
- 40 经济展望:短期、中期与长期**
- 41 2016 展望
- 44 2016–20 展望
 - 46 基本方案
 - 47 替代方案
- 47 长期展望
- 48 巨大且不断增长债务负担的含义
- 51 减弱的出口竞争力
- 51 历史重担
- 53 由始至终的结构弱点
- 55 日本式下滑
- 58 新举动，小影响
- 59 投资蕴意**
- 62 2016 回报率期望
- 62 2016–20 回报率期望
- 63 长期影响
- 65 结论**

陷入困局： 中国的大困境

关于中国，几乎每天都有吸引眼球的文章，如果不是几天的话。其中有些耸人听闻，如“修西得底斯陷阱：中美会否一战”中，哈佛的Graham Allison这样描述，一个新兴权力挑战统治权力的案例过去500年间发生过16次，其中12次导致了战争，他警告中美有类似结果¹。在“即将到来的中国崩溃”中，布鲁金斯学会的David Shambaugh认为中国正在接近大衰落的转折点(breaking point)²。经济学人认为投资者有理由紧张，因为放缓中的中国正在拖累新兴市场、大宗商品，以及德国这样对其有大量出口的国家³。在“中国多米诺效应仍在威胁世界市场”中，*华尔街日报*报道了中国发生的问题如何扩展到世界并影响全球增长愿景⁴。在“中国的最大出口商品可能是通货紧缩”中，*金融时报*警告各市场参与者中国正在向全球输出通货紧缩压力⁵。

当然，也能看到一些肤浅的正面评论。并不惊讶，其中很多来源于天朝官方的人民日报，中国日报以及新华社，但这些正面报道也对外输出到西方。



在“中国危机的错误警报”中，长期中国观察家彼得森国际经济研究所的Nicholas Lardy认为，对中国的负面描述缺乏足够的事实支持，它正以7%的速度增长⁶。在“中国问题被过分夸大了-它是个机会”中，*金融时报*主张一个向上的大转折点正在到来⁷。似乎还嫌不够，伦敦于2015年10月安排持续数天的盛大仪式欢迎习近平（译注：高盛原文有President称谓，但天朝一把手的权力远大于受到议会、政府、法院、民众及媒体重重制约的白宫总统，单用书记和主席等都不合适，思量后决定省去，以下皆同），以庆祝首相卡梅伦称为黄金时代的中英关系⁸。

中国的最新经济新闻-2015GDP成长率为6.9%-更支撑了这种正面看法。然而对经济学家和投资者而言，这样一篇新闻与其说给出答案，不如说抛出了更多问题。

基本经济数据有多可靠？中国外汇储备的准确规模是多少？中国人民银行 (PBOC) 将让人民币逐步贬值还是一夜之间下调15-20%，即使后者将不可避免地震动发达和新兴金融市场？中共于2013年11月18届三中全会上设定的改革议程是在快速推进，还是因为中国的结构软肋如此根深蒂固以致其缓慢程度超乎人们想象？中共领导层在从出口导向和投资驱动的经济体转向更平衡和聚焦消费的经济体过程中打算付出多少代价？债务对GDP之比增长至多高将引发信贷危机？

“一加一等于二。但它并不总是如此，特别当你提到的是… 中国地方和全国GDP数据”

—新华社

这一长串问题实质只有一个，并指向同一个困境：天朝已走入墙角。如果经济再平衡太快，它会面临硬着陆。如果它过快开放资本账户，天朝将面临显著资本外流而削弱货币并动摇经济。如果它过快推行改革，中共领导层可能失去对经济的控制。如果中央政府为地方政府和国企债务过分站台，将加固所有债务都有中央政府隐形担保的观点⁹。如果它对这样的担保不予接纳，将向金融系统和经济导入更多的不确定性。如果天朝向外企完全开放市场，国企将承受痛苦。如果合并太多国企，缺乏国内竞争-更不用说外资竞争-将牺牲质量并降低已经有限的效率。如果天朝过于注重反腐，将面临政府官僚与国企经理延迟决策、放缓审批以避免犯错或它日因受贿被捕的风险。类似的，这些话可以很长。更进一步，过去数月对股市和汇市采取的措施表明，政策犯错的风险愈发凸显。天朝在面临这些挑战的同时，正值全球经济放缓与其它国家货币相对美元贬值之时。它的领导层也面对一个对于天朝网络攻击和保护在华企业经营、遏制天朝南海军事企图更加警觉的美国。

这篇洞察报告将处理这些议题以便评估它们对我们客户投资组合的影响。我们承认其中一些答案几乎是不可知的：数据有限，质量糟糕，中央与地方政府的政策目标和决策过程不够透明。

尽管如此，我们依然相信能够得出一些关于中国短期、中期与长期前景的重要结论并用于投资。

我们以对中国经济的审视开始，尤其是中国对世界其它经济体和金融市场的影 响。然后再谈中国的结构软肋，尽管之前的2013洞察报告“新兴市场：当潮退时”中已经谈过，以便检查2013三中全会的改革进展。之后呈上我们对于中国的短期、中期和长期经济展望。最后，我们总结其对于客户投资组合的相关影响。

中国经济：缓慢并不断放缓的再平衡

投资者担心中国经济，源自中国经济对他们持有的中国资产，或者与中国有销售和利润关系的非中国资产产生的直接影响，以及中国经济对于发达和新兴市场增长的间接影响。这种对中国放缓的担忧在2015夏天扩散至金融市场，当时中国股市暴跌，同时人民银行改变了人民币汇率设定机制。美国股市一周内下跌13%。类似地，2016头两周，中国再一次搅动全球金融市场，引发美国股市下跌8%。我们从影响客户投资组合的三个关键问题入手：

- 第一，检视中国影响全球经济和金融市场的直接与间接渠道。
- 第二，评估中国的放缓程度。
- 第三，衡量为了可持续增长，中国从投资拉动和出口驱动经济体向聚焦消费经济体的再平衡转变业已达到的程度。

在此之前，我们先提供一些有关中国数据质量的背景内容。

GDP数据质量

质疑中国经济数据的质量并非新事。自从1990年代中期，现任日本一桥大学教授的伍晓鹰就认为中国的官方GDP数据不可靠¹⁰。

2007年，总理李克强，时任中共河北省委书记，据报道说中国的GDP数据是人为加工¹¹。这导致李克强指数的产生，包括电力消费，铁路货运量和银行贷款，这被李认为是更好的经济活动衡量尺度。2014年，中国政府的官方新闻机构新华社，出版一篇名为“中国数据统计之谜”的新华观察，其中写道，“一加一等于二，但它并不总是如此，特别当你提到的是..中国地方和全国GDP数据”¹²。

美中经济安全审查委员会(USCC),于2000年由美国国会成立，它在2013年出版的一份报告中全面探讨了中国官方数据的不可靠性¹³，并将其归结于以下几点：数据采集的分权化，各地采集方法和数据质量的不一致，私营部门逃税(包括家庭和私企)，以及中央、地方政府和国企的数据操纵。

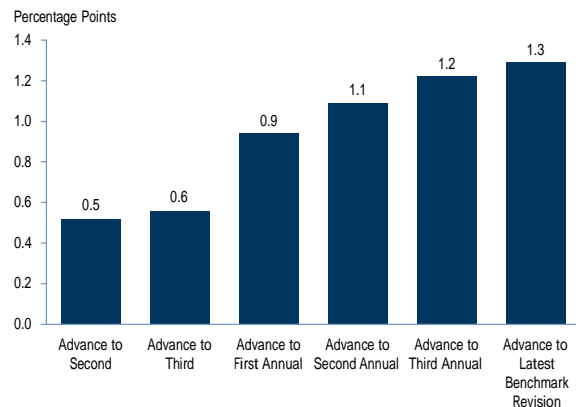
中国数据的糟糕质量体现在几方面，例如GDP数据的发布之快和随后的修订，个体数据之和与整体数据的偏差，以及中国GDP数据非常低的波动性。我们简要阐述这3个示例。

中国是最早报告GDP的国家之一，通常在每季度结束2周之后，而数据采集规模更小、更有效率的发达国家通常需4至6周。数据修订也同样不够清晰，根据USCC,这种修订“频繁、大量，并缺乏清晰解释”¹⁴。中国国家统计局(NBS)曾将2004GDP数据向上调整高达16.8%，原因是服务部门的更高产出¹⁵。2007的实际(译注：这里的实际/real为经济术语，是相对名义GDP而言，即去除通胀后GDP，并非真实之意)GDP增长也从初始估计的11.9%向上调整为14.2%。天朝的这种修改是系统性地上调，有部分非常明显。

这与美国GDP数据发布形成明显对比。经济分析局(BEA)在每季度结束后的一个月(译注：如4月vs一季度)月终发布提前(advance)评估。

Exhibit 1: Mean Absolute Revisions to US Real GDP Growth

Revisions to GDP growth are much smaller in the US than in China.



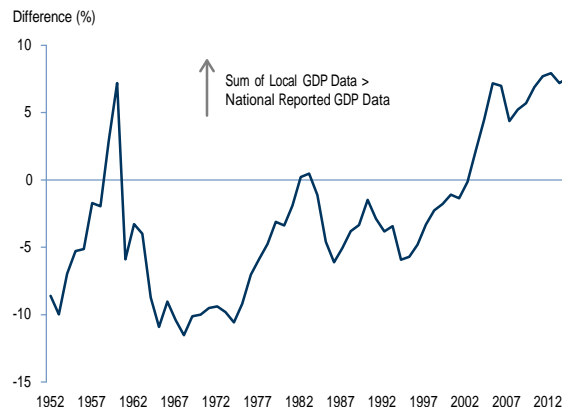
Note: Based on data between 1992 and 2013.
Source: Investment Strategy Group, BEA.

收到更多数据后，第2次和3次评估分别在随后的第2月和3月发布。然后，包含年度和全面修订的各季度评估在每年7月发布。调整方法论以更好反映美国经济进展的最终评估于5年后发布。如Exhibit1所示，将第3次与提前评估统一用绝对标准衡量的话，这2次美国GDP季度数据评估的偏差值平均为0.9%(译注：此处对照图形似应为0.6%)，与最终评估的偏差均值为1.3%。最大偏差值为4.5%。最重要的是，这些偏差有正有负，平均起来其影响不到美GDP增长率的0.1%。

许多中国观察家相信地方各省官员系统性地夸大增长以确保擢升

Exhibit 2: Difference Between Provincial and National GDP Levels

The sum of local GDP levels does not match the national reported data.



Data through 2014.
Source: Investment Strategy Group, CEIC, NBS.

在总体数据与支撑它的个体数据间同样存在大量出入。被广泛引用的案例之一是中国GDP与31省的地方GDP间的差异。2003年，各省GDP之和平均超过国家GDP6.1%；2012年，超出近8%。许多中国观察家相信，地方各省官员系统性地夸大增长以确保擢升。事实上，一份国家经济研究局(NBER)报告中发现，各市GDP增长与其市委书记和市长晋升高度相关¹⁶。Tom Orlik, 布隆伯格首席亚洲经济学家和《理解中国经济指标》的作者相信，这种夸大是1958-61大跃进的残余，当时地方官员夸大粮食产量以迎合毛泽东利用农业盈余为工业化融资的目标¹⁷。

USCC提到中国流行的一句习语，*官出数字，数字出官*，意为“官员篡改经济统计因它决定其仕途，表明操纵统计是可追溯至清代官场的习俗”¹⁸。

Exhibit 2 展示各省GDP之和与全国数据的差异。回顾这类数据的既往历史，各省之和更多时候低于而非高于全国GDP，大跃进和2003年后是个例外。

这表明当官员被其激励时很可能操控统计。如果这样，考虑中国国家人均GDP翻番的目标，这样的激励已存在超过10年。

这目标由胡锦涛于2012首次提出¹⁹，最近习近平²⁰和李克强²¹多次重复。尽管从2011年起，所有企业须通过在线系统直接向NBS报告数据以降低地方政府夸大增长带来的影响。然而，这种政策措施没有减少地方和国家数据差异，如Exhibit 2所示。

质疑天朝数据质量的第3个原因是其GDP数据相对于其它发达和新兴市场国的GDP，相对于中国自身其它经济活动指标更低的波动性。中国实际GDP的波动性较美国低25%，较日本低56%，只有亚洲经济体如南韩和印尼的1/3到一半。我们也可比较中国GDP与其经济活动指数的波动性。我们检验了2个指标：新兴市场顾问公司（EAG）中国活动指数与高盛全球投资研究（GIR）中国当前活动指标。前者是近50种不同数据集的汇编，包含家庭、企业与政府的收入与支出以及物品生产数字²²。尽管数据开始于1992，但EAG认为2000年之后更为可靠。过去16年间，这个活动指标始终超过和滞后于天朝报道的GDP，如Exhibit 3所示。总的来看，基于此指数的经济活动其波动性较报道的实际GDP增长率高出50%以上。与其它国家和不同经济活动指标相比，如此低的波动性让大多数中国观察家相信，NBS有意平滑了报道出的GDP数据。

Exhibit 3: Measures of Economic Activity in China
Alternative measures of economic activity exhibit more volatility than China's reported GDP.



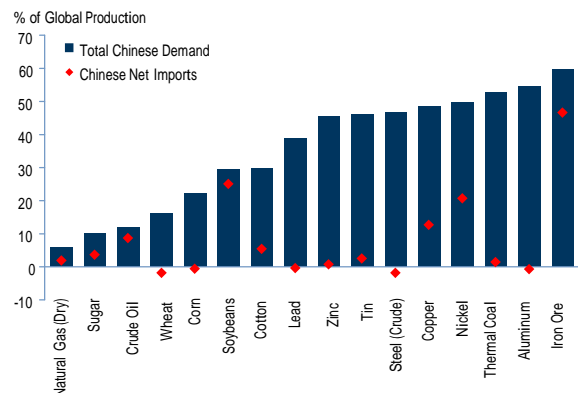
Data through Q4 2015.
Source: Investment Strategy Group, Emerging Advisors Group, Goldman Sachs Global Investment Research, NBS.

数据的不可靠性同样适用于GDP以外的其它数据。例如，传统基金会的Derek Scissors认为，零售增长率由始至终被高估了。因为个人储蓄增加的同时，零售增长超过了个人收入增长速度²³。更高的消费意味其资金要么源于更高的收入，要么源于更低的储蓄。USCC同样指出零售额可能较真实销售夸大了，因其基于生产商出货而非销售者实际购买商品统计，也没有考虑库存积压而调整²⁴。

总的来说，中国的大部分数据都基于生产，如农业、工业和服务业的净产出。而大多数发达经济体的数据更依赖支出（译注：如实际购买量而非工厂出货量）。在中国，这2种方法得出的数据差异之大使其可靠性很难保障。天朝最近对2000年以来煤炭消费量的一次向上调整达到了年均17%之多，向人展示了单一商品生产数据可以怎样不经解释地大规模调整²⁵。对比而言，仅其2012年的增量就相当于美国全年70%的煤消费量。

Exhibit 4: Chinese Share of Global Demand for Commodities

China accounts for a significant share of demand for many commodities.



Note: 2015 estimates except for natural gas (2014) and steel (2013).
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, British Petroleum, US Energy Information Administration, Goldman Sachs Global Investment Research, US Department of Agriculture, World Bureau of Metals Statistics.

然而，关于中国2015实际GDP增长率是6.5%，5.5%或者更少，我们信心有限。截止2016年底，人民币将贬值5%、10%或15%，我们信心更少。

这样的不确定性已纳入我们的投资建议中。我们将带着警觉继续讨论。

中国如何影响世界其它地区

2013年中，我们在股市研究部的同事写道，“中国已向世界带来数次冲击：廉价劳力带来廉价商品，廉价资本输出过剩储蓄，最后，是对商品的大规模需求冲击，尤其是大宗(basic)商品”²⁸。

潮起潮落如此之快。今天，政策制定者、经济学家和投资者担心的是，中国正处于带给世界其他地区大规模通缩冲击的边缘。在2015年9月的记者招待会上，美联储主席耶伦将“对中国增长不断加剧的担心”作为不提升利率的原因之一²⁹。

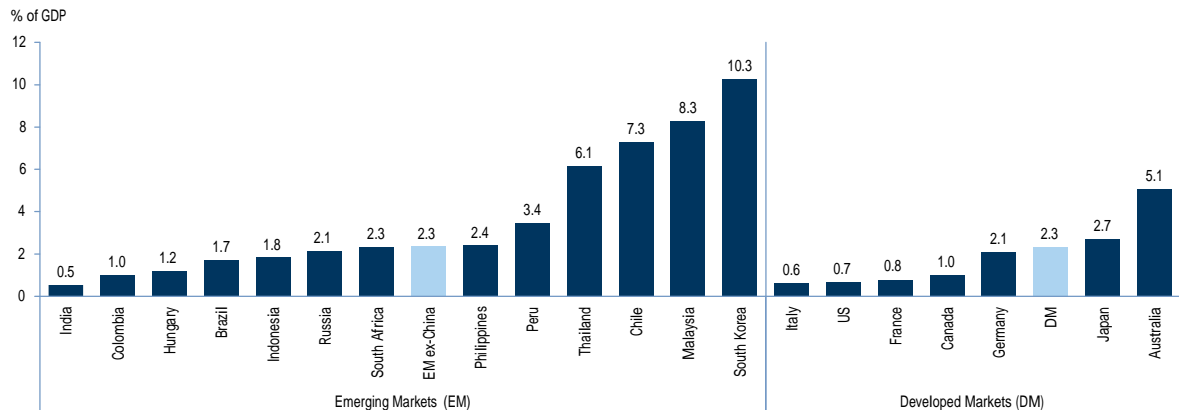
有理由相信中国数据的质量会逐渐改善。在国际货币基金（IMF）于2015年10月在秘鲁利马召开的会议上，中国宣布它会采纳IMF数据公布特殊标准²⁶。然而，我们需要对当局报告的质量保持谨慎。

考虑到有关政策目标和决策过程的数据不可靠性及有限透明程度，有人会问投资战略部如何给出有信心的投资建议。关于这点，我们想起了与Pieter Bottelier的讨论，他是约翰霍普金斯大学高等国际研究院高级兼职教授。他警告道，“任何谈起中国确凿无疑的人都需要先检查他们的头脑”²⁷，我们深以为然。我们对自身各种观点的信心有高低之分。例如，我们对明年中国保持合理增长有很大信心。我们也同样相信，如果天朝不降低长期增长目标，它向消费型经济转变的再平衡不会成功。同样，我们相信中国不会挑战美国本世纪的超然地位，也不太可能在未来十年跳出中等收入陷阱（中等收入定义于以Geary-Khamis美元计，美国人均GDP的10-40%）。



Exhibit 5: Exports to China as a Share of GDP

The impact of a China slowdown on developed and emerging markets has been overstated.



Data from Q3 2014 through Q2 2015.
Note: Based on merchandise exports.
Source: Investment Strategy Group, IMF.

她担忧中国的增长放缓将外溢到新兴市场，以及作为美国重要贸易伙伴的加拿大，还有美国自身。

为此我们检验中国经济的重要事项以便了解其放缓如何影响其它经济体和金融市场。我们留意到，由于各国各部门数据采集的困难，这种影响无法精确测量。最重要的，无法了解放缓对市场情绪和风险厌恶施加的影响。

毫无疑问中国影响了世界其他地区。问题是影响程度以及全球金融市场的波动是否与中国放缓带来的直接和间接影响相称。中国是世界第2大经济体，GDP11.4万亿美元。它是世界人口最多的国家，约13.75亿人。最重要的，中国占全球出口13%，进口10%。它的需求占全球铁矿石、镍、热煤和铝产量的50-60%，铜、锡、锌、钢材、棉花和大豆的份额也很大(Exhibit 4)。尽管它的进口占全球产量比重相对较小，但我们相信需求更加重要，因为超出其国内需求的过剩产能将抑制相关商品的全球价格，特别当这些产能出口时。

一个例证是被钢铁产业称为“不合法与不公平行为”³⁰的中国钢材出口，美商务部初步决定向进口的中国耐腐蚀钢收取236%关税。米塔尔的2015第3季度盈利报告也提及，低落的国际钢材价格“由不可持续的廉价中国出口驱动”³¹。

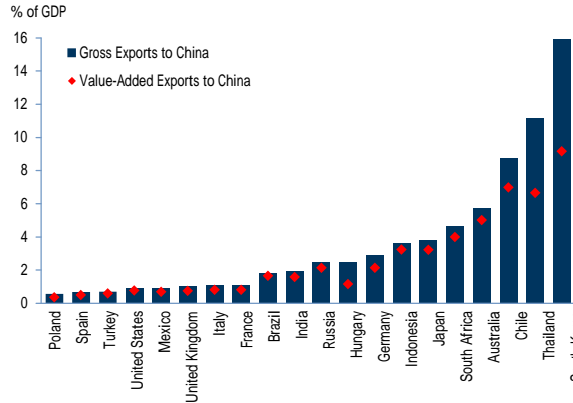
中国同样是很多发达和新兴市场国家的出口市场。如Exhibit5所示，对中国出口占发达国家GDP的2.3%；在澳大利亚，这达到了5.1%。澳洲的总商品出口中，超过1/3流向中国。对于美国，对中国出口仅占0.7%GDP。

“任何谈起中国确凿无疑的人都需要先检查他们的头脑”

—Pieter Bottelier, Senior Adjunct Professor
at Johns Hopkins University

Exhibit 6: Exports to China

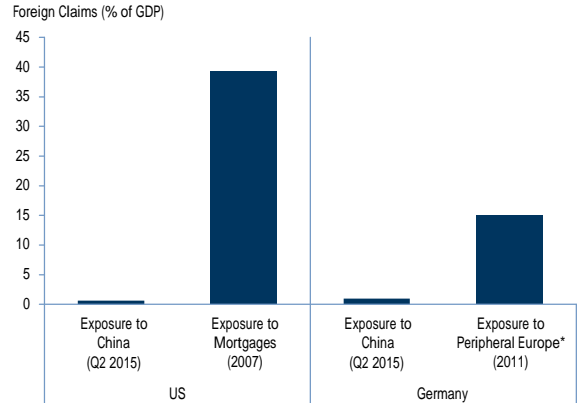
Exposure based on value-added exports is lower than gross exports imply.



Data as of 2011 (latest available).
Source: Investment Strategy Group, OECD.

Exhibit 8: Banking Sector Exposures

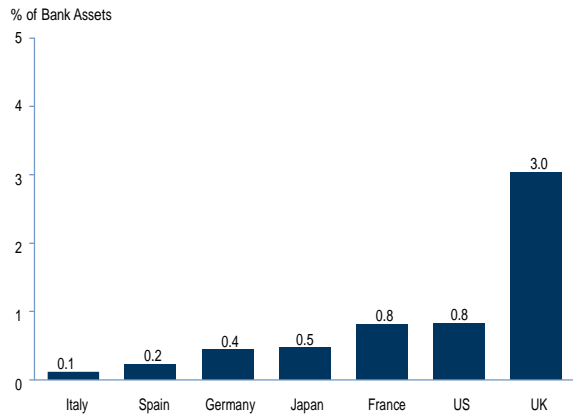
US and German banks are not meaningfully exposed to China.



Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, Federal Reserve.
* Claims on Greece, Ireland, Italy, Portugal and Spain.

Exhibit 7: Banking Sector Exposure to China

Loans to China are only a relatively small share of developed market banks' assets.



Data as of Q2 2015.
Note: Based on consolidated claims on China on an ultimate risk basis as a share of total assets.
Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements.

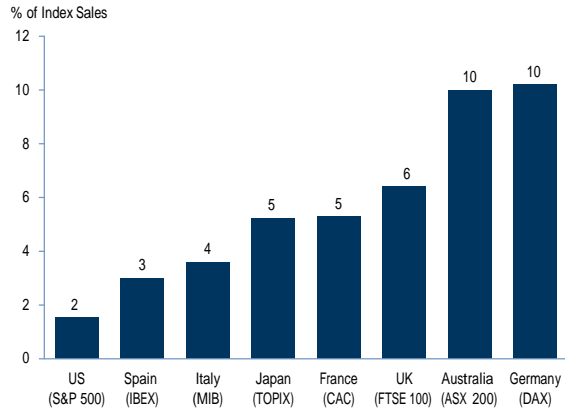
对中出口占新兴市场国GDP的2.3%,南韩达10.3%。南韩总出口中,对中出口占1/4。我们注意到有些国家的此数值更高,如阿曼和安哥拉,但它们的合计GDP不到世界的0.3%。

因此,受中国放缓影响的GDP份额无论对发达或是新兴经济体都不大,分别约为2.3%。此外,这些贸易联系夸大了真实经济曝险,因许多对中出口经过再加工离开中国。在“中国变化中的增长率:向亚洲其它地区的贸易溢出”报告中,我们GIR的同事利用对中国的增值出口作为衡量真实经济曝险的更有效方法³²。例如,尽管对中出口占了澳洲5.1%GDP,但有1/3用于满足中国以外需求。比如,再加工这些澳洲商品并出口至其它国家。如Exhibit6所示,增值法得出的曝险往往低于总贸易曝险。

除通过出口和商品价格曝露的直接风险,全球经济体亦通过银行部门贷款承受着中国放缓的间接风险。这种曝险相对有限,如Exhibit7所示,发达经济体的曝险以银行资产比例计,低至意大利的0.1%,高到英国的3%(主要源于汇丰和渣打银行),美国是温和的0.8%。相形之下,美国银行的房屋贷款(次贷危机),德国银行的欧洲主权国债务(2011)要明显高得多,如Exhibit8所示。

Exhibit 9: Sales Exposure to China

US companies are less reliant on China than their developed market peers.



Data as of 2014.

Source: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research.

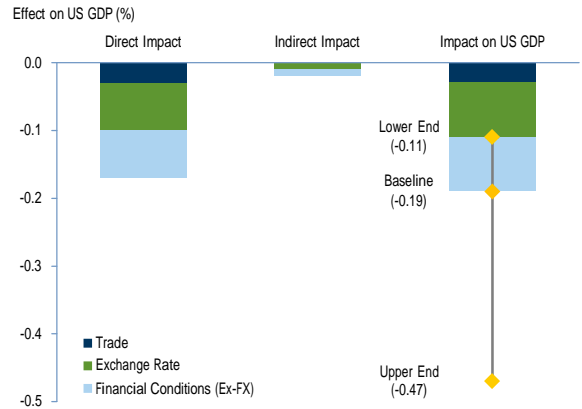
此外各国还有企业领域中对放缓的曝险(exposure)。大型跨国公司从商品的制造与在华销售获取销售额与利润；这种企业利润并没有反应在出口上。由中国放缓造成的低利润对于全球经济体产生二级效应，表现为股市更加脆弱，从而不利于企业融资。

我们GIR的同事利用主要股市指数评估公司的销售曝险。如Exhibit9所示，从美国的2%到德国与澳大利亚的10%不等。我们必须留意，大型企业的曝险很难精确量化，因为跨国公司往往将亚太区销售合并列出，很少单列中国，所以中国区销售常常低估。同样，盈利也没按区域给出，我们只能转向国民收入账户作为利润曝险的衡量尺度。这样的结果相比更小，美国为0.7%，日本3%。

我们认为，银行部门和经济领域对中国的直接与间接曝险没有大到明显影响主要经济体和金融市场的程度。

Exhibit 10: Impact of a 1% Reduction in Chinese GDP on US Real GDP at End-2016

Financial conditions will ultimately determine the drag on the US economy.



Data as of 2015.

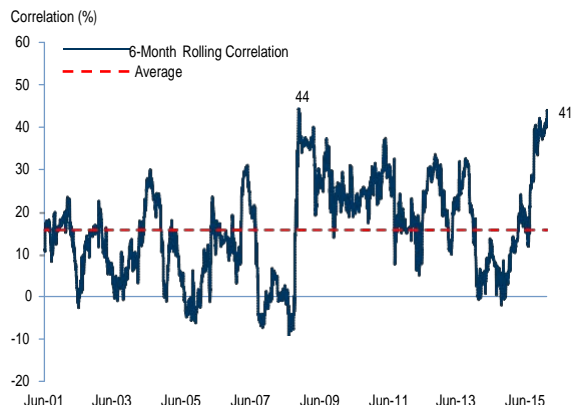
Source: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research.

中国放缓的更大风险源于它对融资市场和投资者风险厌恶的影响。在报告“来自中国的阻力：渠道众多，影响有限”中，我们GIR的同事将中国放缓的对美影响分解成贸易、汇率与融资条件3部分³³。有些是直接的，例如对中出口；有些是间接的，例如对跟中国有生意往来的发达和新兴市场国家出口。如Exhibit10所示，直接影响接近间接影响的8倍。最重要的，对融资条件的影响几乎与直接影响一样大。对融资条件影响的置信区间也很宽泛：影响微小的话，到年终中国GDP降低1%只会拉低美国GDP0.11%，影响较大的话，拉低0.47%。这种情形下，对融资条件的影响将会让银行部门和经济领域受中国的影响相形见绌。

经合组织的最近半年展望也认为，融资市场所受影响可能大于经济领域³⁴。它评估中国国内需求增长降低2%将拖累全球增长降低0.33%达2年左右。

Exhibit 11: Correlation Between US and Chinese Equities

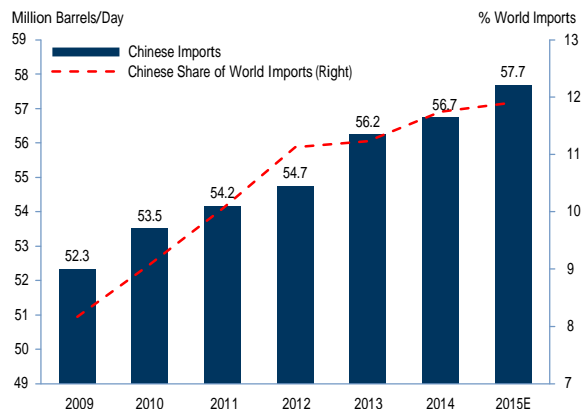
The correlation has risen to levels last seen during the financial crisis.



Data through January 2016.
Source: Investment Strategy Group, Datastream.

Exhibit 12: Chinese Imports of Crude Oil

Imports have increased steadily over the last several years.



Data through 2015.
Note: ISG estimate for 2015.
Source: Investment Strategy Group, US Department of Energy.

然而换成对融资市场类似影响的话，全球增长将降低0.75-1%。IMF在2015“全球金融稳定报告”中也强调“中国影响世界其它地区的主要渠道包括经济增长与贸易，但信心和直接金融联系方面从2010年以来也在不断加强”³⁵。

我们相信发达国家金融市场很可能对中国不断恶化的状态反应过度了。这种过度部分源于新兴市场进一步恶化的预期，尤其中国放缓与人民币进一步贬值的关联。然而，也有一部分源于市场参与者对新闻头条的更大关注。正如诺奖经济学得主Daniel Kahneman所说，信息的可得性影响着个体形成投资观念的过程³⁶。

2015第二季度，高盛“标普500黄皮书”报告强调的主题是“冒着中国放缓的风险盈利”³⁷。报告关注了通用电气，福特，卡特彼勒，联合技术，强生，以及其它工商业的相关公司。

第三季度“标普500黄皮书”报告关注了IT和非必需消费品业（consumer discretionary）有中国曝险的公司，例如苹果、麦当劳和星巴克，包含对其在华销售非常有利的积极评价。因为想到中国时这些名字耳熟能详，因此涉及中国放缓新闻时，美国股市便可能过度反应。即使对华销售仅占标普500公司的2%（或略高一点），对华利润仅占美国经济的0.7%。

中美股市近年提升的相关性加强了这种看法。如Exhibit 11所示。这种关系最近提升到全球金融危机时的水平，其增长幅度超过经济领域的直接和间接影响。

我们同样相信，将各种商品的价格下跌都归因于中国放缓也有夸大之嫌。某些商品，例如我们GIR的同事称为“capex”的类型³⁸（用于重工业修建基础设施，如铁矿石，钢材，水泥与铜），受到了中国放缓影响。

其它类型，例如他们称为“opex”的商品 (用于经济运行，例如油和天然气), 并非因中国放缓而下降。

对原油供给的仔细审视很好反映了这种对价格下跌的错误归因。原油是世界生产与消费的最大大宗商品；它占去世界商品生产的半数。

像其它很多商品一样，它的价格在过去数年大幅下跌:以布伦特原油计算，比危机后的2011年高点低63%，比最近的高点2014年7月低59%。

然而如Exhibit 12所示，中国需求自从2011年以来稳步增长。Exhibit 13也证明，中国不是这种世界最重要商品价格的主要推手。（译注：高盛此处似未考虑涉及原油需求的关联产品如塑胶、化纤等，仅考虑原油自身有待商榷）。

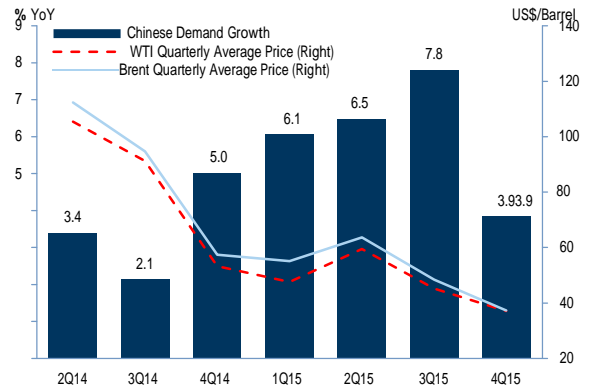
自从2014第2季度，原油价格触顶以后，中国需求需长了8.2%，或者90万加仑/天(IEA数据)。这段时间，油价已下跌65%。显然，作为原油的边缘消费者，中国并没有定价权；事实上，这2年中国需求与油价的相关性只有-0.82并处在1999以来的最低点。

正如迈克尔佩蒂斯，北大外籍教授，“巨大的再平衡”一书作者所说，“中国，类似1980年代的日本，从数字看贡献了增长的最大部分，然而考虑它巨大的经常账户盈余，它创造了负需求。美国因其正需求成为全球增长引擎”³⁹。

迈克尔佩蒂斯同意，市场参与者夸大了中国放缓对世界的影响。在它的最新国家报告中，IMF也指出，中国的近期放缓对其它经济体的影响“相对较小”⁴⁰。

我们认为中国经济放缓影响了世界其它地区，但金融市场过度夸大了影响程度。因此，发达国家金融市场对于未预料到的中国经济和政治措施可能会继续过度反应。

Exhibit 13: Chinese Demand Growth vs. Oil Prices
Oil prices have fallen despite healthy demand from China.



Data through Q4 2015.
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, IEA

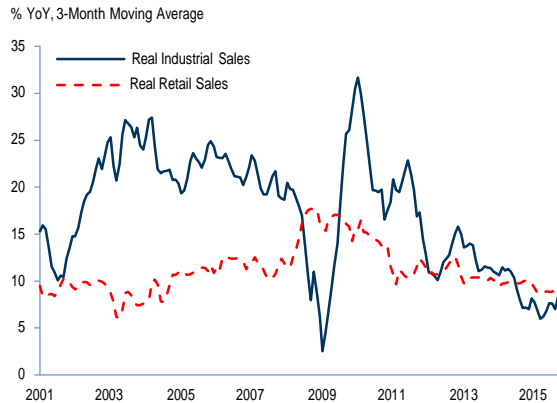
最终，这种市场反应会和真实经济影响趋近，但在那之前，任何未曾预料的放缓都会负面影响金融市场。并且，决策过程和有关政策理论根据的不够透明加剧了投资者的迷茫。这不可避免造成了更高的市场波动。当然，在硬着陆的极端情况下（低于3%增长率），伴随超过15%的突然货币贬值（依然比巴西雷亚尔和俄罗斯卢布60%贬值少），全球经济和金融市场都会深受影响。

“中国，类似1980年代的日本，从数字看贡献了增长的最大部分，然而考虑它巨大的经常账户盈余，它创造了负需求。美国因其正需求成为全球增长引擎”

—迈克尔 佩蒂斯，北大教授

Exhibit 14: Industrial and Retail Sales in China

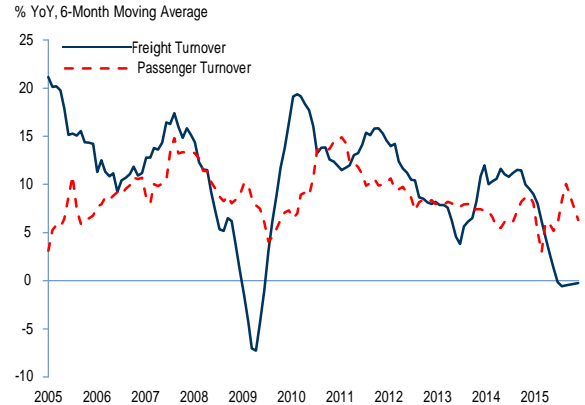
Growth in industrial sales has slowed sharply in recent years.



Data through November 2015.
Source: Investment Strategy Group, CEIC.

Exhibit 15: Passenger and Freight Turnover in China

Freight traffic is declining while passenger traffic is still growing at healthy rates.



Data through November 2015.
Source: Investment Strategy Group, CEIC.

中国增长幅度是3%，7%还是两者之间的某个点？

对中国GDP数据的兴趣无处不在。如我们GIR的同事在2015年9月报告中写道：“说白了，中国至关重要”⁴¹。谷歌搜索趋势显示，2015年对中国放缓兴趣的增长超过了美联储加息。

对中国当前增长率的评估存在广泛分歧。在光谱的上端，IMF，世行与国际金融协会分别估计2015增长率为6.8%，7.1% and 6.8%。彼得森研究所的Nicholas Lardy也相信接近稍低于7%的官方数字⁴²。在光谱的下端，Marc Faber，香港“Gloom, Boom&Doom Report”的出版者与编辑，认为增长率是3-4%⁴³，布隆伯格计算的李克强指数是2.8%。The EAG中国活动指数和The GIR当前活动指标为5.5%和5.6%。我们认为后两者更能代表中国基层（underlying）的真实增长率。

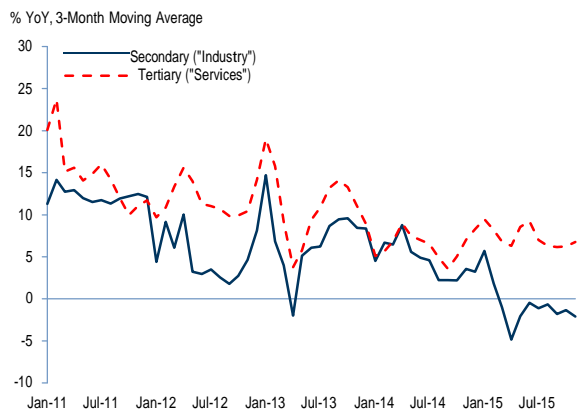
中国增长是两个不同经济的故事：老旧的投资导向与出口驱动经济，它正在迅速放缓；面向消费的经济，它正在稳步增长，尽管比之前更慢。

这种差异可从几方面观察。例如Exhibit 14所示，以工业销售衡量的旧经济从2000年代20-30%的同比增长率跌至温和的7%，同时用零售额衡量的面向消费经济跌幅更温和一些，从高点跌至9%。类似地，如Exhibit 15所示，以货运额衡量的旧经济已从15-20%的增长高点大幅下挫，实际进入萎缩状态，同时客运额从15%高峰减速到7%。这两种经济的差异同样能从电力消费-李克强指数之一中观察到。如Exhibit 16所示，第二产业（包括采矿、制造、建筑与公共事业）电力消费已从3年前的两位数增长转为实际下降，然而第三产业（包括服务业如宾馆、房地产、金融服务、交通、仓储、邮政和其它服务）电力消费在2015增7.5%。

原油与提炼产品的消费数据最能说明这种分歧。如Exhibit 17所示，2015年汽油与煤油消费分别增长19%与17%，然而石脑油与柴油消费仅增长4%，再一次反映中国消费相对工业的高增长率。

Exhibit 16: Electricity Consumption by Industry

Electricity consumption is contracting in the industrial sector, but rising in the service sector.



Data through November 2015.
Source: Investment Strategy Group, CEIC.

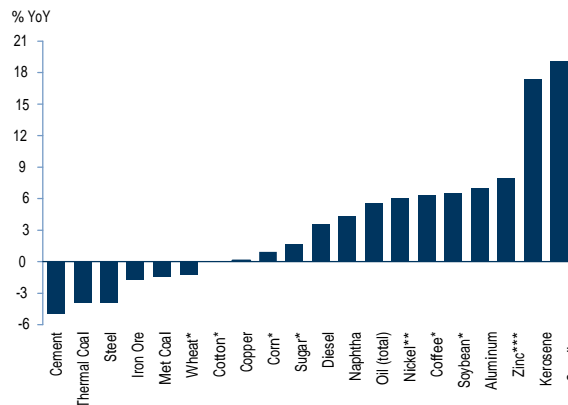
这种双经济（The tale of two economies）也能从第三产业占GDP份额的增长中看出。第二产业份额从2006高峰的47.4%平稳下降到2015的40.5%。与此同时第三产业稳步上升至50.4%。

因此当服务业增长与工业下降时，认为工业导向数据无法完全反映整个经济增长的假设是合理的。如更早之前的讨论，要找出中国经济增长的全貌，我们需要考虑多重数据，尤其是消费与服务部门数据比传统工业数据更不健全时。

明显且不可避免的，中国增长正在放缓。早在2003，我们GIR的同事就预测中国2010-20的增长将会下降至个位数（mid-single digits）⁴⁴。在“亚洲斜视者遇上回归平均值”中，Lant Pritchett与Larry Summers,

Exhibit 17: 2015 Growth in Chinese Demand for Commodities

Demand for industrial commodities is weak.



Data as of 2015.
Note: Goldman Sachs Global Investment Research estimates.
Source: Investment Strategy Group, CRU, Goldman Sachs Global Investment Research, International Energy Agency, US Department of Agriculture, Wood Mackenzie.
* Estimated 2015 annual consumption growth rate (monthly data not available).
** Calculated from apparent stainless steel demand.
*** Zinc galvanizing production.

均来自哈佛，警告道“异常高增长很难持久”⁴⁵。按照条件收敛增长理论⁴⁶，当国家变得更富，他们的人均收入增长放慢。这可由Exhibit 18观察，它显示利用廉价货币和廉价劳力驱动出口导向成长模式的亚洲国家在发展早期多数经历了高增长，然后不可避免地下降。按我们的观点，中国不会成为例外。

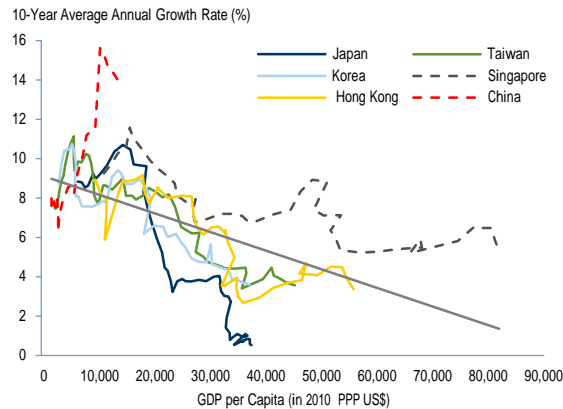
关键问题是，中国能否在避免大幅放缓，其可能导致不稳定的情形下施加足够的再平衡，使经济向消费方向转变。为了回答，我们先检验中国已经再平衡其经济的程度。

“说白了，中国至关重要”

—高盛全球投资研究部

Exhibit 18: Selected Countries—Average Growth vs. GDP per Capita

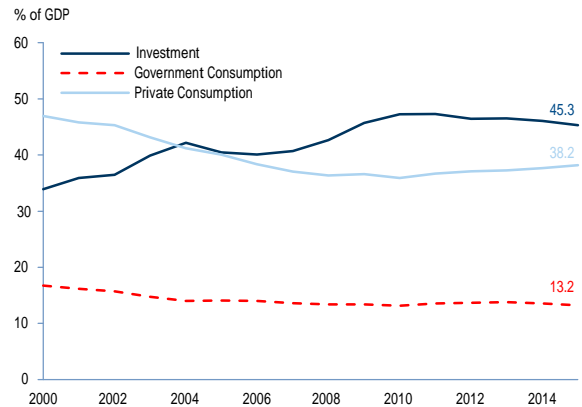
Growth in other Asian countries decelerated after a period of rapid growth.



Data through 2015.
Source: Investment Strategy Group, Conference Board, IMF.

Exhibit 19: Breakdown of Chinese GDP by Expenditures

China's economy remains "imbalanced."



Data through 2015.
Note: ISG estimates for 2015.
Source: Investment Strategy Group, Datastream, NBS.

再平衡中国经济

早至2007年3月，时任总理温家宝强调了中国经济从投资带动、出口驱动模式向消费导向经济再平衡的必要性。他在全国人大上告诉记者“中国经济的最大问题是增长不稳定，不平衡，不协调，不可持续... 这些都是需要尽快处理的紧迫问题，不然会威胁中国经济增长... 政府必须推动国内需求，开放市场并促进技术创新⁴⁷。

2006年，温家宝评论的最近一年，投资占GDP的40%，总消费约52.3%，其中政府消费14%，私人消费38.3%。我们估计2015年年末，投资约为GDP的45.3%，私人消费38.2%（见Exhibit 19）。尽管有温家宝的指令，经济并没有再平衡：投资占GDP之比在增长，私人消费轻微下降。就45.3%的比例来说，投资份额在中国历史上也算高的。它也超过了其它国家到过的高度，包括执行投资拉动与出口驱动增长策略的“亚洲虎”（见Exhibit 20）。相似的，家庭消费占GDP比重仅为38.2%，与其它发达和主要新兴市场国家相比异常低（见Exhibit 21）。

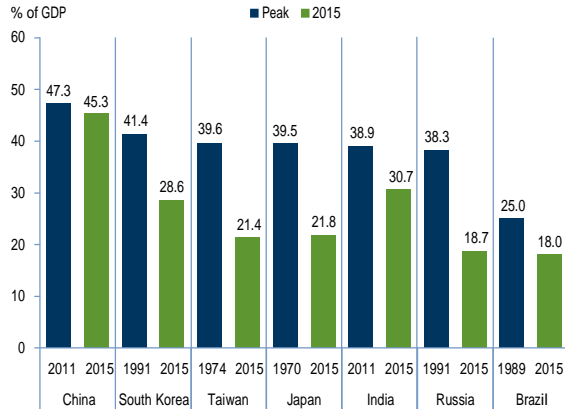
看下最新数据，长期趋势可能逆转。投资占GDP之比已从2011巅峰的47.3%下跌，消费从2010的低谷35.9%上升。更进一步，净出口从2007的8.7%下降到2015的3.3%。当然，考虑数据的总体质量，因为2个百分点的变化而预测投资和消费趋势的反转可能是错误的。

“中国经济的最大问题是增长不稳定，不平衡，不协调，不可持续。”

—温家宝, 3月 2007

Exhibit 20: Investment as a Share of GDP

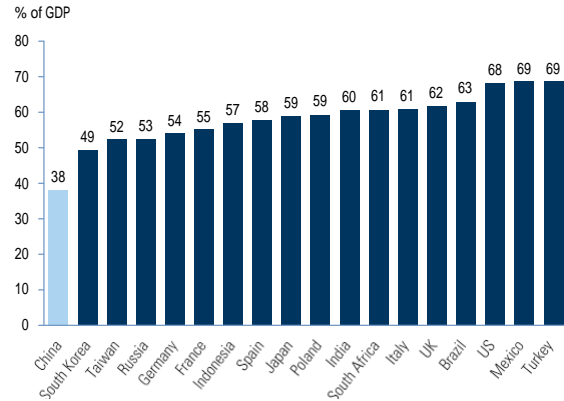
China's investment ratio is higher than the peak reached in other export-driven countries.



Note: Based on data since 1960. ISG estimate for China in 2015, IMF estimates for all other countries. Source: Investment Strategy Group, Datastream, IMF, OECD, national statistical agencies.

Exhibit 21: Private Consumption as a Share of GDP

Chinese household spending is low by international standards.



Data as of 2015. Note: ISG estimate for China, IMF estimates for all other countries. Source: Investment Strategy Group, Datastream.

即便如此，我们相信其它数据表明了消费上升。例如，消费导向的跨国公司已经报告中国销售的强劲。在美国，苹果，耐克，星巴克，Under Armour都在2015第3季度盈利报告中强调了中国的强劲销售。如苹果CEO，Tim Cook在2015第3季度与分析家的盈利电话会议中所说，“坦白讲，如果我停掉网络，关上电视...我都不知道中国发生了任何经济问题”⁴⁸（译注：2016年他该知道了）。类似的，在德国，戴姆勒AG在推出重新设计的A型车与GLC、GLE款SUV后，于2015年9月报告了53%的销售增长，阿迪达斯也报告48%增长。在日本，本田汽车截止2015年10月增长33%，迅销公司（旗下有优衣库）报告大中华区收入46%的增长。

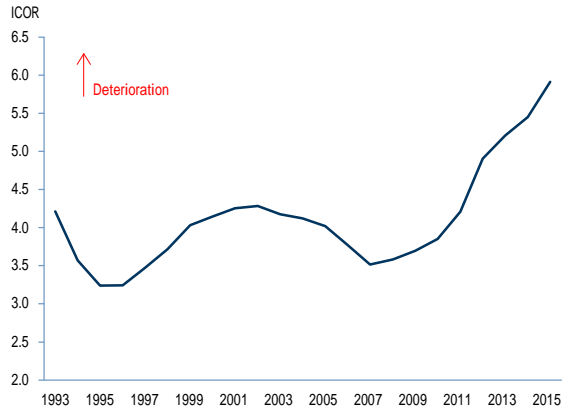
中国2015黄金周的销售也有明显增长。根据商务部数据，零售餐饮较2014提高11%，票房收入提高70%，大家电销售提高53%⁴⁹。

这种双经记或许表明了平稳-但非常缓慢-的再平衡。

最重要的问题是，中国经济能否在中共领导层设定的增长目标前提下实现向可持续的消费投资混合模式的再平衡转变。在2015年10月的中共十八届五中全会上，习近平为2016-20的十三五计划设定了6.5%的增长目标⁵⁰。他也确认中国需要“解决不平衡，不协调和不可持续发展的的问题”⁵¹。

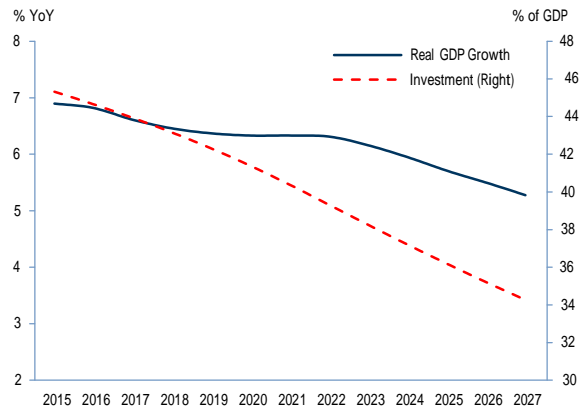
我们模拟了一系列方案，以探讨中国能否既避免增长减速又能再平衡经济。这有多个变量需要考虑。例如，投资占GDP比重多少应为合理目标？考虑到温家宝评论不平衡经济时的投资比重为40%，我们相信40%是个合理目标-尽管这相对全球标准依然很高，如Exhibit20所示。设定更低值无疑太艰巨而不现实。类似的，这个目标何时达到？2022，在习近平任期期末？

Exhibit 22: China's Incremental Capital-Output Ratio
China needs an increasing amount of investment to generate the same rate of GDP growth.



Data through 2015.
Source: Investment Strategy Group, IMF.

Exhibit 23: Scenario 1—GDP Growth and Investment Share of GDP
Faster TFP growth would support a more gradual decline in GDP growth rates.



Forecast through 2027.
Source: Investment Strategy Group, NBS.

全要素生产率 (TFP)——一种衡量人力与资本投入如何有效转化为产出的方法——应设为多少:是过去5年的历史均值, 还是基于结构性改革稳步进行前提下的更高数值? 或者, 我们可以假设改革进程很难达到, 因此降低TFP增长率。我们注意到, TFP增长的下降意味着增量资本-产出比率 (ICOR)的持续恶化——从2008年就已开始, 如Exhibit 22所示。

我们为此准备了2种方案, 如下所示:

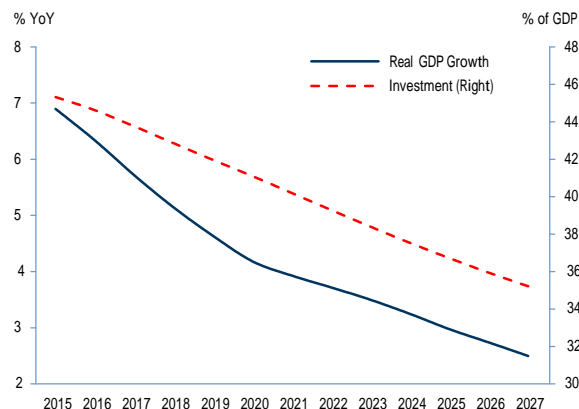
中国领导层为了满足中共领袖“改善百姓生活, 让他们能从小康社会中获益”⁵²的目标, 既要保持高增长率, 又要驱动中国经济向消费模式再平衡, 无疑将面临诸多困难。



Services are a growing share of the Chinese economy, while the industrial sector's share is steadily declining.

Exhibit 24: Scenario 2—GDP Growth and Investment Share of GDP

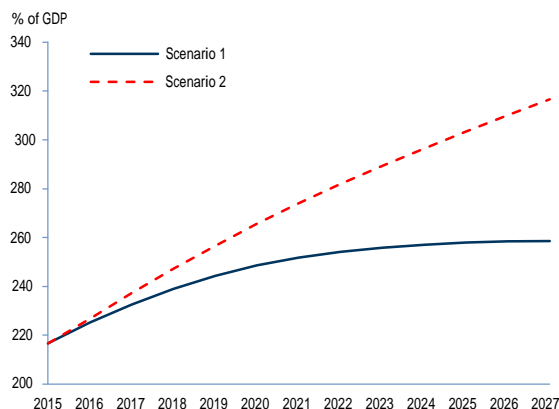
Slow progress on reforms would lead to a sharper deceleration in GDP growth.



Forecast through 2027.
Source: Investment Strategy Group, NBS.

Exhibit 25: Two Scenarios for China's Debt-to-GDP Ratio

Debt will continue to increase from already high levels in both scenarios.



Forecast through 2027.
Source: Investment Strategy Group, NBS.

- **方案 1:** 投资占GDP比重到2022下降至40%，2016至2020的真实GDP增长平均为6.5% (见 Exhibit 23), 参考十三五计划设定的目标。消费增长8.5%，TFP从2015估计的1.6%增长至2022的2.5%。最重要的，债务（以总的非金融债务计算）从GDP的218%增长至2022的257%。
- **方案 2:** 投资占GDP比重到2022下降至40%，但由于改革进展的缓慢，TFP也下降。真实GDP增长放慢至平均4.8% (见Exhibit24)。消费仍以健康的6.7%幅度增长。最重要的，债务至2022攀升至GDP的285%并于2024超过300%。

在我们检验过的绝大多数方案里，总债务都继续增长，如Exhibit 25所示。这样的增长是未来巨大风险的源头之一。事实上，IMF曾描述中国当前的债务水平过高，并是脆弱源头之一，它可能导致“一场无序纠正，使缓慢增长长期拉长”⁵³。

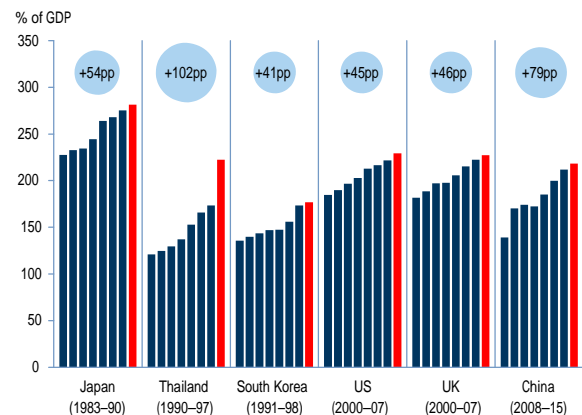
识别中国债务的临界点（Tipping Point）

要找到使中国经济陷入金融危机的特定债务水平或者时间段实际上是不可能的。经济在不断发展，影响临界点的要素也在持续变化。例如，当中国再平衡其经济并执行一些改革时，它面临巨大的不确定性：增长率可能比设定的6.5%更低，国企改革可能更难执行，TFP增长可能更慢，这些会导致债务水平更快上升。考虑之前的数据质量问题，我们对债务的确切水平也保持警觉。最终，我们同意这个流行观点-国企和地方政府融资平台(LGFVs)有中央政府的隐性担保；中央政府很可能不会让大型国企的债务违约。

要找到使中国经济陷入金融危机的特定债务水平或者时间段实际上是不可能的。

Exhibit 29: Total Gross Debt and Cumulative 8-Year Increase

China's increase in debt relative to GDP is among the highest in recent history.



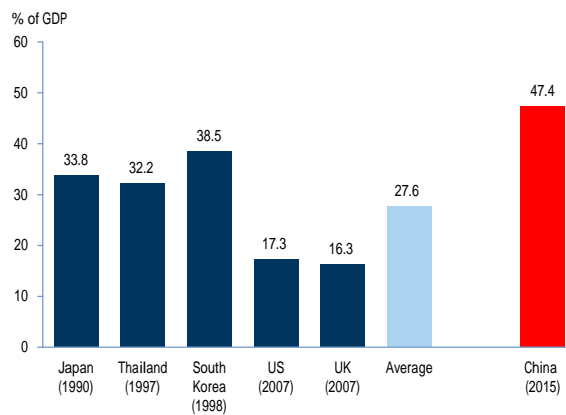
Data through 2015.

Note: Includes gross government, household and nonfinancial corporate debt.

Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, IMF.

Exhibit 30: Comparison of Gross National Savings at Crisis

China's high savings rate stands out.



Data through 2015.

Source: Investment Strategy Group, IMF.

历史表明天朝会面临同样命运。

我们将中国与曾经历金融危机的其它3个亚洲国家，以及美国和英国比较。如Exhibit29所示，这些国家，除泰国外，债务与GDP比率增长更慢，危机时也远比中国富裕。然而，中国有相对这些国家非常高的储蓄率，2015约为GDP47.4%(见Exhibit30)。事实上，中国有着世界所有大国中最高的储蓄率。

(译注：这种储蓄率也反映中国民生福利制度的扭曲，例如住房、教育、医疗及养老合计不到财政支出的2成，比例不到欧美等国一半，可谓逼出来的高储蓄率)发达国家平均储蓄率约为GDP的21.5%，新兴市场国约为25.4%。然而，高储蓄率并没帮助南韩躲过1998金融危机，而它危机时也相对中国富裕，当时的人均GDP高出现在中国45%。在我们看来，关键的不同是，中国对外部融资的依赖较少，因此他国资本外逃的风险较为有限。中国更可能遵循日本而非南韩路径：债务将依赖国内高储蓄继续增长数年。但是，像日本一样，我们相信中国最终将面临一段更慢增长时期，尤其当它推迟2013三中全会勾勒的结构改革时，我们随后加以讨论。

中国的问题是，日本进入低增长期时已是远为富裕的国家，人均GDP是今日中国的2.5倍。

中国的确在接近债务水平的临界点(译注：很可能是债务过高，高至不断展期也无法偿还利息时)，但未来几年没人知道它在哪。尽管我们相信，临界点并非迫在眉睫，我们依然认识到，中国依赖投资，依赖债务融资的增长模式不能持续。中国面临极有挑战性的平衡方案：它必须放缓债务和投资增长步伐，但又不能太大导致经济过快减速。这种平衡方案依赖于结构改革的进一步推进以加速TFP增长，后者能使中国在不提高投资和债务对GDP增长的情形下提升GDP增长率。

让我们由此转向中国的改革议程，看看关于TFP和未来增长能否保持乐观。

困局：保持经济稳定的再平衡改革

天朝面临将经济向消费型和可持续增长路径转变的同时，还要避免无序和不稳定调整的艰巨挑战。要完成这个挑战，需要成功执行2013三中全会提出的改革议程。如果改革执行太快，中国将面临急剧放缓。如果改革执行太慢或不执行，中国将面临债务相对GDP不可持续增长的风险，它将推动经济滑向临界点，并且很可能导致政治动荡。

天朝要成功执行改革牵涉的利益广泛。在“如果习拖延改革中国将会跌倒”一文中，Robert Zoellick, 前世行行长和高盛国际咨询部主席，在金融时报上警告退回到改革前增长模型的风险。彼得森研究所的Nicholas Lardy相信“不进行提升国有资产回报率的改革,从而以更低贷款增幅来保持6-7%增速,车轮终将脱落”⁵⁵。IMF已经“催促坚定和及时地执行改革设想”以避免“财政、房地产、金融和企业部门风险”的扩大并降低“剧烈和无序纠正”的风险⁵⁶。IMF估计改革将使中国的TFP到2020年提升1-1.5个百分点。

简单地说，如果TFP不明显提升，中国不能保持足够强劲的增长，而TFP的快速提升依赖于2013三中全会改革的成功执行。那么改革的内容有哪些，它们的进展有多少呢？

改革议程的简要回顾

2013年11月，中共18届三中全会发布一份名为“关于全面深化改革主要问题的决定”报告，或者简称“决定”⁵⁷。这份报告阐述了改革的60点计划，如果得以落实，它将更好地配置资源，提升公共部门效率，增强私有部门角色，转向市场驱动定价，降低污染，改变一胎政策以转变人口统计形势，加强法治（其中包括反腐运动）。此外还包括这篇高盛报告没有涉及的社会、文化、军事和政治改革内容。

美中经济安全审查委员会将这次提出的经济改革内容归纳为6大类⁵⁸：

- 国有企业与私营部门改革: 尽管公有制是中国经济体系的支柱，但私营部门必须得到发展，国企必须改革。建议包括修改所有制结构;增加红利上缴;除公共事业外要信赖市场定价;降低私营部门进入国企垄断的特定公共部门的门槛。
- 金融系统: 增加市场角色，包含利率、人民币汇率和资本账户的自由化;允许私有资本建立中小型金融机构;建立存款保险系统和基于市场的金融机构推出机制。
- 财政政策:改善税务系统，以便从个体收入，房地产和资源税中获取更多税收;提升预算过程透明度，更好分配中央和地方政府的收入和责任。
- 农地和户口改革:保持当前农地集体所有制的同时，承包土地30年的农民应获得更多产权以避免强征;农民可向第三方出租和抵押土地。户口改革建议改变户口居住许可系统以允许移民获得城市居住许可和有关的社会福利，包括医疗、教育和住房。最初的焦点是中小型城市，并对大型和巨型城市施加严格控制。

Exhibit 31: Pillars of the ISG's Investment Philosophy



- 市场准入和外国投资: 中国应允许更多外国投资流入与流出, 放松市场准入需求。例如开放服务业, 如金融、教育、文化、医疗、建筑设计、会计、审计, 甚至“传统制造业”⁵⁹。类似上海自贸区的自由贸易区域需要增加数量。
- 环境治理: “需要建立一个完善体系, 包括最严厉的法规来保护生态系统”⁶⁰。建议包括对污染的更严厉惩罚; 加强自然资源产权体系; 地方官员评价从GDP导向转为包括自然资源审计和环境破坏责任在内的方式。

尽管这份决定没有提供执行其提出改革的具体时间表（除了国企红利上缴, 2020年达到30%），它明确表述了“关键领域在2020年需要得到决定性成果”⁶¹。

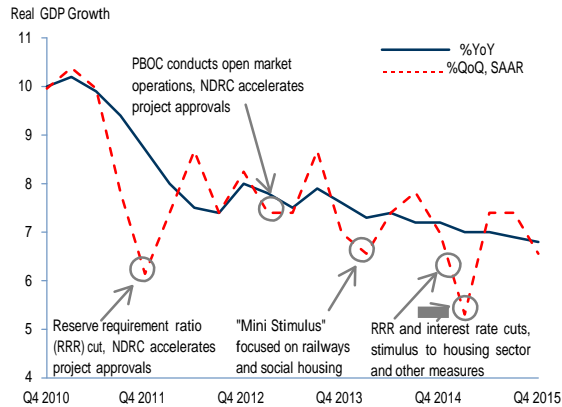
现在, 2年多已过去, 中国观察家和市场参与者担忧增长的放缓, 国内股市和汇市的脆弱, 明显的资本外流会拖慢改革步伐, 并进一步拖累从投资驱动增长转向消费驱动的经济再平衡。

根据《华尔街日报》关于2015年9月发改委和商务部会议的评论, 政府内部对于改革和增长的优先顺序存在大量争议-是牺牲增长率进行改革, 还是牺牲改革而以传统货币和财政刺激保增长⁶²。

如果历史是有用向导—它是我们投资哲学的支柱之一, 如Exhibit 31所示—改革很可能退居增长之后。如Exhibit 32所示, 每次当增长低于设定目标, 政策制定者都会祭出货币和财政刺激。过去数年常用的方法包括提高基础设施投资, 降

Exhibit 32: China Real GDP Growth vs. Stimulus Measures

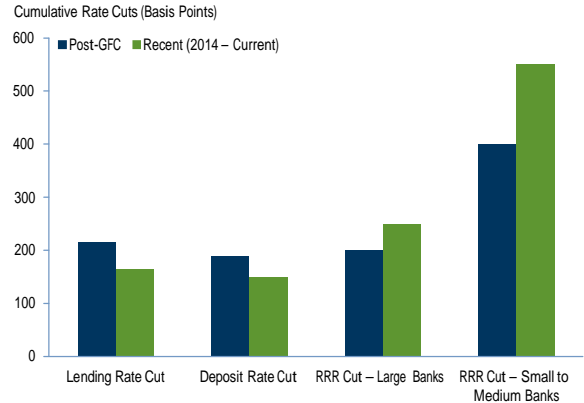
We expect Chinese authorities to continue to provide stimulus to prevent rapid deceleration.



Data through Q4 2015.
Source: Investment Strategy Group, Datastream, Bloomberg.

Exhibit 33: Recent Policy Stimulus vs. Post-Global Financial Crisis (GFC) Stimulus

Measures adopted over the last several months are in line with the post-GFC stimulus.



Data through November 2015.
Source: Investment Strategy Group, Datastream, CEIC.

低贷款利率，降低银行准备金需求比率(RRRs)。同样的政策措施在2015年显露出来：人民银行6次下调基准利率，4次下调RRR。如Exhibit33所示，这些措施基本与全球金融危机后采取的一致。贷款被鼓励，新增贷款对GDP之比上涨了3.1%。(译注：一个关键不同是，过去资金投放的一个主要渠道是通过强制结汇授予出口企业。在出口不振的当下，人民银行转而向体制内的国企或政府直接投放大量贷款，这样的方式很可能高估了这些组织的资金管理与使用能力，进一步推升房地产或基建等领域泡沫，因此异常危险)

评估改革进程

当我们评估中国三中全会报告提出的全面改革进程时，我们想起了德国诗人与剧作家Bertolt Brecht “The Measures Taken”中的话：

*And yet your report shows us what is
Needed to change the world:
Anger and tenacity, knowledge and indignation
Swift action, utmost deliberation
Cold endurance, unending perseverance
Comprehension of the individual and
comprehension of the whole:
Taught only by reality can
Reality be changed.⁶³*

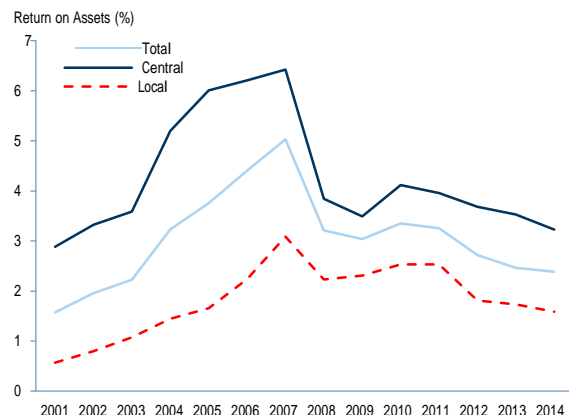
执行这些改革在任何环境下都会是艰巨挑战。面对各种保守(entrenched)势力时就更难，比如国企，地方政府，或者在现有体制中有既得利益的其他人。我们会检查6方面来衡量改革进展：国企改革，金融市场自由化，农地与户口改革，一胎政策，环境治理与财政改革。我们认为，迄今为止的进展充其量说喜忧参半。

国企改革

达成广泛共识的是，尽管天朝国企控制了大量资产，考虑其补贴规模，回报率却低至不可接受。补贴包括低息贷款，廉价土地，低税率以及资源的优先权。大约15万家国企控制着100万亿人民币资产，其中不包括金融机构，2014回报率为2.4%。中国上市公司（排除金融机构）回报率为3.1%，美国为6.4%（排除金融机构）。

Exhibit 34: Return on Assets of Nonfinancial State-Owned Enterprises

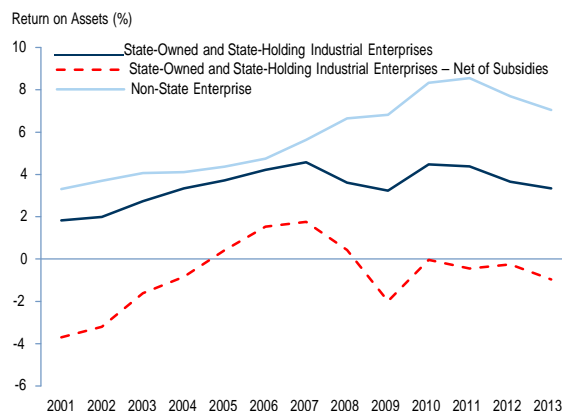
SOE profitability is very low, especially at the local level.



Data through 2014.
Note: Based on all ~150,000 SOEs in China, regardless of size.
Source: Investment Strategy Group, Ministry of Finance, Gavekal Dragonomics estimates.

Exhibit 35: Return on Assets of Industrial Enterprises

Excluding government subsidies, the profitability of China's SOEs is negative.



Data through 2013.
Note: Based on 18,197 SOEs and 334,349 non-SOEs with revenue from principal business greater than RMB 20 million (\$3 million).
Source: Investment Strategy Group, NBS, Unirule Institute of Economics.

地方国企占约半数资产，回报率甚至更低，如 Exhibit 34所示。

根据北京天则经济研究所，2001至2013大型工业国企的总利润合计12万亿人民币⁶⁴，这些利润包括直接和间接补贴合计12.9万亿人民币，意味着实际9000亿人民币的亏损。如Exhibit 35所示，去补贴之后，过去14年里，大型非金融国企只有4年利润为正值。重要的是，补贴前收入从2010年开始稳步下降。

(译注：相对照的是，党媒正开足马力宣传国企贡献，闭口不谈国企消耗的资源或成本，只谈其成就作为“正能量”)

因此国企改革迫在眉睫。

三中全会后，对国企改革感到乐观，认为它可以提升经济效率的中国观察家们，恐怕对改革的步伐与方向要失望了。

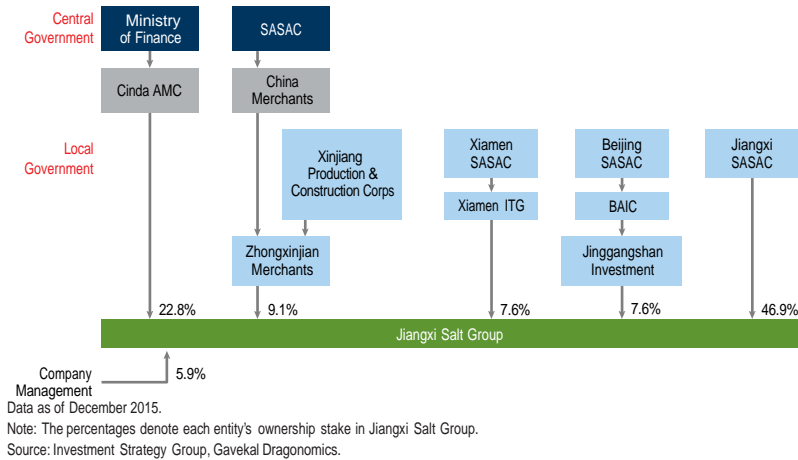
在2015年9月，中共中央委员会和国务院发布国企改革指南⁶⁵。改革的主要支柱转变为国企管理与监督，包括“混合所有制”，期望私人投资者成为国企股东。

新的国有资产管理公司掌控国企集团的架构有些类似新加坡淡马锡管理新加坡国企和其它资产的方法。

Gavekal Dragonomics, 一家专注中国经济的研究公司，主张四家政府机构的卷入将会妨碍改革进程，导致互相矛盾的目标：国有资产监督与管理委员会(国资委SASAC's)的焦点是合并国企以创造国家冠军来与国际竞争；发改委的焦点是驱动“混合所有制”；财政部的目标是增加红利上缴，依赖国有资产管理公司来拥有和运营国企；人力资源和社会保障部的功能是监管代表国家的国企经理薪酬⁶⁶。

尽管中国国企控制了大量资产，考虑其补贴规模，回报率却低至不可接受

Exhibit 36: Shareholding of Jiangxi Salt After Mixed-Ownership Reform
 Jiangxi's mixed ownership does not include any private capital – only more state entities.



允许国有股权降至45%。江西国资委称这笔交易 将为未来的国企改革提供指引。

如Exhibit 36所示,江西省国有股权已降至46.9%。

四个新投资者持有部分江西盐业。其中三个属于省或中央国资委,第4个,持有最大股份的信达资产管理公司, 83%股权属于财政部。

Gavekal Dragonomics 认为“江西盐业的所有权已被几个不同的国有实体‘混合’, 没有任何

私人资本参与”⁶⁸。尽管2015年9月发布的国务院指南中强调“混合所有制改革将会是提升国企效率的最显著方法”⁶⁹。但我们相信, 将一个国有所有者替换为3个国资委及财政部管理者不太可能提升效率。

另一个最近国企改革的实例是中国2家最大铁路装备制造商的合并。2015年6月, 中国南车与中国北车合并为中国中车(CRRC),成为世界最大的铁装制造商。这次合并列明的目标之一是制造能在全球范围与其它铁路制造商竞争的公司, 并避免两家公司间被政府称为的“恶性竞争”⁷⁰。这家新公司的董事长是中国北车的董事长, 两位副董事长之一是中国南车的董事长。足够有趣的是, 这2位都是1999年10月至2000年9月被分拆成中国南车与北车的中国国家铁路机车车辆工业公司的副总经理。看上去这次改革推动的唯一变化就是

这些目标有些并不一致。例如, 尽管鼓励混合所有制, 对私营投资者的股份销售却不能造成“国有资产流失”。这看上去很矛盾, 并会阻止很多资产的销售, 因为15万家国企中, 有部分无疑低于帐面价值。类似的, 管理国企会有互相冲突的2个目标。企业雇员需要专注于最大化盈利并增加国有资产价值, 然后以市场水平获得报酬; 然而, 国企高层例如一把手必须代表共产党, 其报酬须与同级政府雇员一致。

我们提供国企改革的3个实例以呈现迄今为止改革采用的方法范畴。

在“混合所有制改革的混乱案例”中, Gavekal Dragonomics采用东南部江西省的江西盐业集团来展现2013中全会后的国企改革进展⁶⁷。江西盐业是由江西省国资委拥有的中型国企。2015年4月, 江西国资委通告称它会邀请战略投资者并

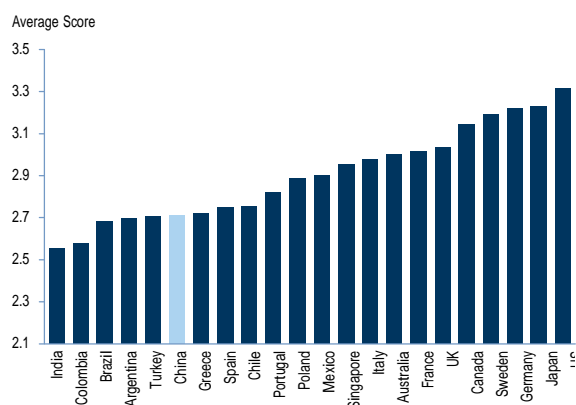
将2家实体合二为一，采用的仍是15年前就已存在的合并实体的相同管理层。

中国领导层已经表明，未来在核工业、电信、石油、船运与航空领域可能有大型国企的进一步合并。在核工业，国有核电技术公司与中国电力投资集团，2家最大核能源公司据报道考虑合并⁷¹。中国社科院(CASS)的张明认为“合并国有企业将与北京拓宽私营参与经济力度的承诺背道而驰”⁷²。

第三个实例是国企资产向社保基金的转移。2015年5月，山东国资委将3家大型和15家小型国企的30%资产转移给一家管理山东社保基金的新委员会，包括退休金、医疗和失业福利⁷³。这家委员会负责任命国企董事并有权分享利润。因此，该委员会有动力挑选能够最大化社保基金价值并确保2020年红利上缴升至30%的董事。更进一步，改善该省养老金处境被期望提升家庭消费，如果因此工人和退休人员对社保福利有更大信心的话。

中国在通过国企改革增强私营部门地位上正陷入困境。根据1997年国务院发布的一份通告，国有资产不能低于账面价值出售⁷⁴。然而很多能从私营部门投资和更好企业管理中获益的国企不太可能找到愿意以账面价值购入的投资者。经营回报率约为3%的私营企业家以账面价值购买回报率更低的资产看上去并不理性。更进一步，当国企的改革目标之一是“加强和改善”共产党对国企的领导时⁷⁵，私营投资者就更不可能投资国企了。

Exhibit 37: Average Management Scores by Country
China ranks low in corporate management practices.



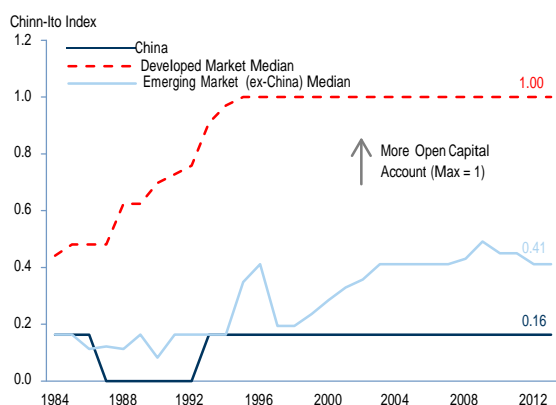
Data through 2014.
Source: Investment Strategy Group, World Management Survey.

在未来数年推动国企转变得更高效，更能盈利，对增长贡献更大对中国的繁荣很关键。根据斯坦福大学Nicholas Bloom的研究(见Exhibit 37)，中国企业管理实务排名较低，在希腊之下，与阿根廷相近，比印度佳。该研究还显示，政府所有企业的管理与股权分散企业相比明显更差⁷⁶。任何改革措施，若能推动国企向混合所有制转变，增加管理问责，提升私有部门地位，减少政府参与，都能明显提升中国的长期愿景。然而，2013三中全会后的进展很有限。基于目前为止采取的措施，我们相信直到2020才能明显影响增长的国企改革前景黯淡。

在未来数年推动国企转变得更高效，更能盈利，对增长贡献更大对中国的繁荣很关键

Exhibit 38: Capital Account Openness Index

China has among the strictest capital controls in the world.



Data through 2013.

Source: Investment Strategy Group, Menzie D. Chinn and Hiro Ito, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, Issue 1, October 2006.

金融市场自由化

在金融市场开放方面，中国已经明显落后于发达和新兴市场国家。直至最近的改革措施，人民银行依然固定着存贷款利率，让汇率钉住美元，紧紧控制着资本账户，用配额和审批控制着资本市场。

Chinn-Ito资本账户开放指数表明了中国的这种控制相对于世界其它地区的紧密程度(见Exhibit 38)。

因此金融市场的自由化尤其紧迫。

在金融市场自由化方面已有了大量进展——其中一些在三中全会之前并可能归功于人民银行行长周小川，其被经济学家誉为“深思熟虑并有改革头脑”⁷⁷。这种进展体现在以下几方面。

利率自由化: 人民银行采取了以下步骤。贷款利率上限于2013年7月取消。关于存款利率，初次自由化措施始于2012年6月，当时被允许浮动至基准利率1.1倍。到2015年10月，存款利率上限经历了多次向上调整终于完全自由化。人民银行也为最高50万人民币的存款引入了存款保险，这个金额涵盖了半数存款与99%的账户。

我们需要注意，尽管存贷款利率实现了官方意义的自由化，2015年10月，人民银行副行长，易纲说明“基于市场的利率改革并不是把所有事都交给市场”⁷⁸。这样的陈述与IMF全面自由化的建议相抵触，后者意味着“终结对窗口指导和道德说教的过度依赖”⁷⁹。

汇率自由化: 从2004年开始，时任总理温家宝首次提到向更有弹性的汇率管理方式转变，中国开始逐步放开汇率，逐渐放宽汇率相对于固定比率的调整区间，该比率由央行设定。最新变化发生于2014年3月，这区间扩展到 $\pm 2\%$ 。

中国一直渴望将人民币纳入IMF的特别提款权(SDR)篮子,此前只包括四种国际主要货币: 美元、欧元、英镑与日元。2015年8月3日, IMF出版一份报告, 回顾了一些有关加入SDR的操作议题。这篇报告表示, 人民币汇率需要基于市场, 而不是由人民银行指定一个比率⁸⁰。紧接着的8月11日, 人民银行将固定比率调低1.9%, 接近2%的下限, 从而更靠近市场水平。它声明这是“一次性”调整, 并且汇率固定机制将更加市场导向⁸¹。第2天, 人民银行再次将人民币贬值。考虑其前一天声明的“一次性”调整, 这个举动震惊了市场。在香港的离岸人民币市场, 到8月25日人民币汇率相比央行第一次贬值声明时已下跌4.8%。

人民银行和中国其它银行据报道在干预国内市场以减小现价和固定汇率间的差距, 也减小国内和海外香港汇率的差距, 试图使人民币稳定⁸²。然而, 2015年12月11日, 市场被再次震惊, 当时人民银行的下属机构发布了一个参考一篮子货币的人民币汇率指数, 并且其催促市场参与者将焦点从人民币相对于美元的双边汇率(译注: 即人民币钉住美元)转向这个贸易加权指数。

人民银行也加速了参考此指数进行固定汇率贬值的步伐，提升了对于汇率自由化路径与步伐的不确定性，并引发了新一轮资本外流、贬值压力与政府干预。

又一次，汇率自由化的进展喜忧参半。一方面，人民银行拓宽了交易区间并尝试更加市场导向的汇率固定机制。它的效果成功说服了IMF的执行董事会于2015年11月将人民币纳入2016年10月生效的SDR篮子⁸³。

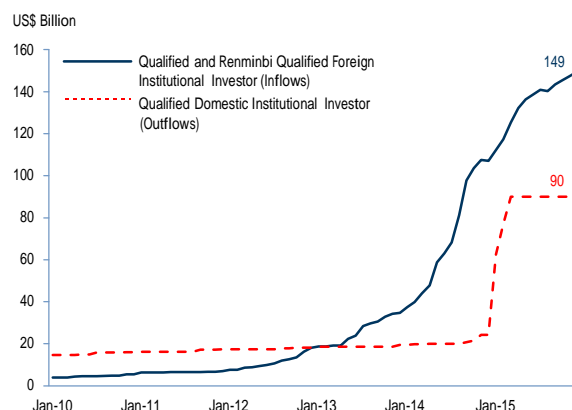
另一方面，从2015年8月起，它严重干预市场以减小围绕固定汇率的波动。它也施加了各种限制，比如20%的准备金需求以降低国内远期货币交易的能力。

开放资本账户：中国是世界控制资本最严格的国家之一。例如流入与流出的投资组合都受配额控制：合格外国机构投资者(QFII)与人民币合格外国机构投资者(RQFII)都有锁定期与上限，投资海外的合格国内机构投资者(QDII)有上限。所有的跨国证券发行与海外借款都需要审批。如Exhibit 38所示，中国的资本账户开放指数是0.16，新兴市场（中国除外）是0.41，发达市场是1。

这样的紧密控制没能阻止违法外流。公安部于2015年11月宣布，警察已经关掉浙江省一家执行违法交易，包括外汇交易的“地下银行”，过去数年合计人民币4100亿（620亿美元）⁸⁴。广东另外10家未经审批的银行被关闭，合计交易金额人民币516亿（79亿美元）。

Exhibit 39: Approved Quotas for Offshore Investment Programs

China has loosened capital account controls since 2013.



Data through December 2015.
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, State Administration of Foreign Exchange.

中国从2013年起放松资本账户管制。如Exhibit 39所示，QFII和RQFII的流入配额已大幅提升。上海自贸区（SFTZ）作为一个试点项目于2013年9月正式启动，它允许更多的外国资本进入中国以及中国公司获得更多外国资本。例如，中国公司和银行可分别向国外募集最多2倍和5倍资本金。尽管活动有限，中国已启动另外3个自贸区（天津，广东和福建）。上海-香港股市互连（沪港通）于2014年晚期启动，允许上海与香港股票的双向流动。最终，于2015年第3季度，中国向外国机构投资者如央行、主权财富基金和国际金融组织如IMF和世行开放了银行间债券市场及国内外汇市场。

“基于市场的利率改革并不是把所有事都交给市场”

—易纲，人行副行长

“中国正在寻求实现的资本账户可兑换不再是基于完全或可自由兑换的传统概念... 中国会采取的是有管理的可兑换概念”

—周小川，人民银行行长

尽管过去2年取得了大量进展，汇率和股市的波动已经明显减缓了改革步伐。随着2015年8月外汇市场的波动以及紧接的外汇储备减少，后者由价值3140亿美元的人民币兑换为美元的资本外流驱动（包括现货与远期交易），人民银行决定加强已有控制，并施加额外的控制措施。例如，它要求更严格地监视外汇兑换，不能超过每人50000美元的上限。它也禁止公司在合同到期前提前偿还海外借款。海外ATM设置了年度提取15200美元(100000人民币)的上限。此外，原定的深港通被推迟至今年晚期。

如果增长继续放缓，对人民币稳定的信心削弱，为避免进一步资本外流，资本账户不太可能在明年或后年在当前水平上进一步开放。我们GIR的同事估计，如果资本账户开放至新兴市场的中位数水平，流入与流出投资资金将分别增长至GDP的4-5%左右，而2015年第3季度仅为0.5%⁸⁵。

更进一步，正如行长周小川指出，中国的目标不是完全开放资本账户，以便自由地将人民币转换为其它货币或者海外投资，“中国正在寻求的资本账户可兑换并非基于完全或可自由兑换的传统概念... 中国会采取的是有管理的可兑换概念”⁸⁶。

放松对资本市场的控制:

与开放资本账户一道，中国也放松了一些资本市场控制。例如，沪港通允许两地股票的双向流动并增加了中国投资者的投资选项。

向外国机构投资者开放银行间债券市场是发展债券市场和拓宽资本市场参与的进一步举动。中国金融期货交易所(CFFEX)推出了基于2个指数的新期货产品，CSI 500指数与上海股票交易50指数，它会让投资者关注中小型企业资本化市场。CFFEX引入这些期货合同的目标是“加强风险管理”⁸⁷。

一个更重要的改革是受人期待的当前IPO审批体系的变革。目前公司向中国证监会(CSRC)提交申请通过审批。该体系有望向类似发达证券市场的注册制转变，其目标是让“市场在资源配置中起决定性作用”并消除当前体制导致的扭曲，包括拖延上市，IPO数量受限，以及监管者决定定价等⁸⁸。

不可否认，由于2015年6至9月中国股市的明显下滑，一些改革已经逆转或者推迟。该年早期，上海A股，深圳A股和恒生中国企业指数分别上升68%，122% and 30%，然后从顶点下跌43%，50% and 39%。在上升过程中，政府透过公共评论和诸如允许投资者开设多达20个交易账户等措施直接或间接推动股市。在下滑过程中，政府使用一系列措施加以干预。它

- 放松融资融券要求以减少融资平仓和强迫抛售
- 降低上海和深圳股市印花税30%
- 增加CFEEX短期出售的融资要求并限制未平仓合同的数量
- 推迟28家IPO并宣布暂停IPO
- 鼓励不同的市场参与者，包括经济公司和中央汇金投资有限公司（一家政府所有的投资公司）投资股市
- 允许地方政府养老金通过社保部投资股市
- 禁止国企和持股超过5%的投资者出售

我们需要留意，许多国家在2008-09全球金融危机期间都曾采取紧急措施。但2015年夏中国采取的行动，无论广度和深度都超过它们采取的任何措施。这是允许市场在资源配置上发挥决定作用路径上的明显后退。

总的来说，过去几年金融市场自由化有显著进展。然而，如上所述，从2015年夏以来，政府已经放慢其中部分进程：

副行长易纲关于中国长期利率政策的评论，对股市和汇市的干预，以及为减少资本外流而收紧资本账户都体现出明显倒退。金融市场自由化常常导致金融市场和实体（real）经济的更大波动。不可避免的，中国政府会调整政策和干预市场来金融市场波动对经济和政治稳定的影响。

农地改革与户口改革

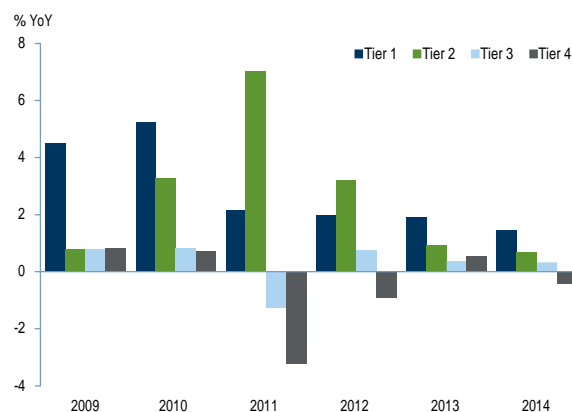
农地改革与户口改革互相交织。有效的农地改革可促进土地资源在经济中的更好配置，向过去20年里一直以低于市价被征用土地的农民提供更多财富，使更多农民移居城市。同时，户口改革为移居工人（译注：应指衔接上文的农民工）及其家庭提供社会服务通道，包括住房、教育和医疗；它也为安顿于城市的移居工作者提供更持久的基础。这两项改革加起来能为中国产生可观收益：更多农民工可迁往较大城市寻找更好工作，抵消劳动年龄人口下降的影响；更富裕的移居工人能促进总消费；父母进城打工时放在乡村的留守儿童可以得到更好的教育，从而为更高的长期生产率增长作出贡献。

农地改革也事关中国的粮食安全和农业领域的社会稳定。土地征用已成为“中国农村动荡的头号原因”⁸⁹，因为政府每年要拿走农村地区大约400万人的土地⁸⁹。有时，这种社会动荡会导致人身伤亡。三中全会后不到一年，云南省富有村的农民与地产商间的争议演变成致命冲突，农民烧死了4名袭击他们的地产商保安人员；另有4人被发现死在附近的土地中⁹¹。



Farmers protest in Fuyou village in Yunnan province.

Exhibit 40: Chinese Urban Population Growth
China's biggest cities continue to have the fastest-growing populations, driven largely by migrant workers.



Data through 2014.
Source: Investment Strategy Group, CEIC, NBS.

然而，土地改革与户口改革极其复杂。许多既得利益者受益于现状。工业与地产开发商从获取廉价土地中受益；让人想起讨论国企回报率时补贴的影响。农村官员受益于土地销售，它是财政收入的主要来源。城市官员受益于避免为农民工提供社会服务，从而省下短期增加的开支，即便它有长期好处，例如教育更佳更健康的劳动力会花更多钱交更多税。因中央政府的这些长期收益并不容易与地方官员一致，进展将不可避免地放缓。

从1970年代末起，土地改革就是中国经济发展政策的一部分。2015年，中共中央委员会和国务院联合发布的一号文件连续12年聚焦农业问题，包括拓展的土地改革⁹²。

中国从2000年代晚期开始一系列试点项目以测试不同的农地改革和城市化策略。四川成都和重庆直辖市经中央政府选出，作为“农村-城市整合改革试验”区⁹³。

两个城市在这方面都有所成就。在2015年8月出版的一篇政策研究工作文章中，世行的农业与农村发展团队研究了成都并认为改革在“推动土地更有效率的使用”上是成功的并促进了“新企业创立”⁹⁴。类似的，在重庆，土地与户口改革受到部分好评，因其带来了高于全国平均水平4个百分点的生产增长率⁹⁵。该市也是全国首个采取“地票”的城市-只要官方同意，当地农民可出售农地的使用权。这向移居工人提供了一些收入并允许闲置土地更具生产力地配置。

该市也向移居工人提供了户口福利。据重庆市长所说，400万移居工人得到了城市户口，创造了更多消费并支持了工商业开发⁹⁶。

这些试点项目的成功推动中央政府铺开更多试点项目。2015年2月，人大常委会选择了33个区域进行土地使用改革⁹⁷。然而，这些项目并没表现出成都或者重庆那样的广度与深度。

尽管土地改革已超过35年，步伐却相当缓慢，部分归因于既得利益的阻力。世行与中国国务院发展研究中心的联合研究估计从1990到2010年，地方政府“以低于市价征用了约合20000亿人民币的农地，假设...其回报率接近经济总体增长率，那些农民到今天应拥有超过50000亿人民币的家庭财富”⁹⁸。显然，农地改革会增加家庭财富，从而支持消费增长。同样明显的是，那些从廉价征用土地中获益的人将会lose。

并非人人都相信中国的农地与户口改革政策是正确的。在2015年8月出版的保尔森研究院政策备忘录“中国城市化的神话与现实”中，Lu Ming认为中国的政策是误入歧途⁹⁹。例如，他正确地指出户口改革不应聚焦于三四线城市，因为这些城市远离

区域经济中心，对移居工人缺乏吸引力。相反，户口改革应聚焦大型与超大型城市，它们吸引了大部分移居工人（见 Exhibit 40）。然而这些正是三中全会施加最严格管制的城市。

2015年12月12日，国务院批准了一项临时规定，要求中国的每个城市向“已在城市生活超过6个月...有稳定工作，有居住场所的移居工人或正在学习者”提供基本公共服务¹⁰⁰。尽管涵盖全国，该政策允许各市自行决定提供的福利，以及获取永久居留权的要求。举例来说，北京，在考虑一个积分系统，其给有学士学位并连续3年支付超过年均100000元人民币税收的申请者以优先权¹⁰¹。考虑中国的移居工人仅有34000人民币的年收入，其中7%有学士或更高学位，显然合格者寥寥。

Lu Ming也指出，地方政府拒绝户口改革的理由不足，它为移居工人提供社会服务的预期成本估计错误。像中国的其它数据一样，该成本的估计偏差广泛，以移居工人人均终生计，低至100000人民币，高至140000。CASS估计成本约130,000¹⁰²。世行与发展研究中心的联合研究估计，费用约为每年GDP的1.22%至4.53%，取决于农村的留守儿童是否加入城市与父母同住¹⁰³。不管实际估计为何，Lu Ming认为地方政府不会考虑释放2.74亿移居工人消费潜力的好处与他们对城市经济发展作出的贡献，因此，地方政府将拒绝户口改革¹⁰⁴。

总体而言，中国要想实现经济转向消费的再平衡、提升生产率、维持经济增长率以提升人均GDP直到2020年等目标，成功地执行户口与农地改革很关键。

尽管如此，三中全会后的进展可说微不足道。这种停滞不前并不出乎意料，只要考虑到任务的规模，问题的复杂性，中央与地方政府利益的不一致，相对无形的长期改革福利对比执行它所需的即时成本。

中国正陷入困局，一面是农地与户口改革的紧迫需求，一面是只要维持现状就能从中获利的牢固的既得利益者。

One-Child Policy 一胎政策

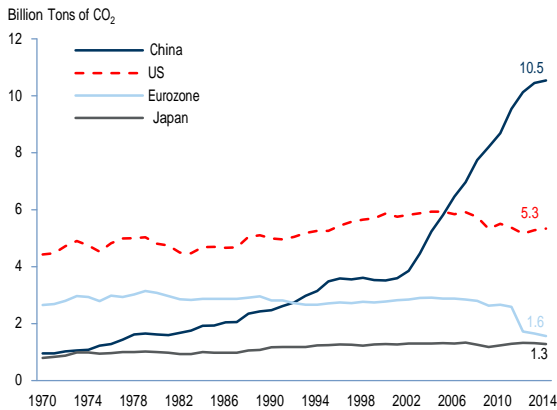
中国改革最大的进步之一是废除1979年引入的一胎政策。此前，少数民族和一些农村居民已经不受此限制的影响，但三中全会更进一步，允许其中一方是独生子女的夫妇养育2个小孩。在2015年10月晚期，国家健康与家庭计划委员会宣布十八届五中全会决定改变政策，所有家庭都可有2个小孩。

尽管进步很大，但它可能是对未来二十年经济影响最小的领域。首先，中国生育率的下降是否完全归功于一胎政策并不清晰。中国生育率从1970年的5.5至1979年已下降至2.7，当年这政策才正式采用。那次下降是限制最低结婚年龄，生育代际（spacing of births）和经济改善的结果。导入一胎政策后，生育率进一步下降，2015年约为1.55。

中国正陷入困局。一方面是农地与户口改革的紧迫需求，另一方面是只要维持现状就能从中获利的牢固的既得利益者。

Exhibit 41: Carbon Dioxide Emissions

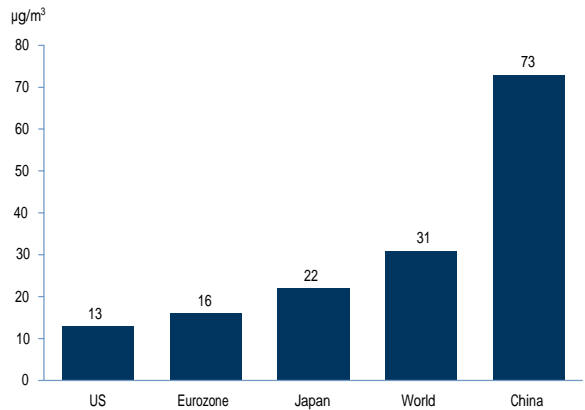
China's carbon dioxide emissions are double those of the US.



Data through 2014.
Source: Investment Strategy Group, Emission Database for Global Atmospheric Research.

Exhibit 42: Mean Annual Exposure to PM_{2.5} Pollution

China's air quality is among the worst in the world.



Data as of 2015.
Note: PM_{2.5} are fine particles that pose health risks as they can accumulate in the respiratory system.
Source: Investment Strategy Group, World Bank.

其它没有如此严格政策的亚洲国家，如日本，南韩和新加坡，生育率甚至更低。

其次，政策的转变逐步铺开需要时间。正如政治经济学家和人口学家Nicholas Eberstadt指出，这有一只“控制人口的庞大官僚军队”，如果一胎政策完全取消，他们将失去工作¹⁰⁵。Mei Fong，一胎：中国最激进的实验故事的作者，同样相信取消所有管制将“抹杀这头现金牛”，因为该政策为地方政府通过罚款带来了大量收入¹⁰⁶。

又一次，中国陷入困局。这次政策转变有可能被顽固的人口控制官僚抵制。尽管年轻夫妇未必愿意承担养育二孩的成本。事实上，Feng Wang,上海复旦大学的人口统计学家，相信“在未来两三年里额外出生一到两百万儿童是最可能的结果”¹⁰⁷。即使生育率上升，受惠于政策转变而最早出生的婴儿要成为工作人口至少得在16年以后，因此这个措施不能逆转工作年龄人口下降的趋势。

环保监管

在我们2013年的洞察报告（新兴市场：当潮退时）中，我们强调了污染是中国的一个主要结构性软肋。



Protester in Beijing asks "where have the blue skies gone?"

2013年三中全会特别提到为生态保护划一条红线¹⁰⁸，迄今为止，统计显示污染仍在让中国社会蒙受损失，影响空气、水和土壤。根据CASS，环境污染已成为中国大规模抗议的主要因素，占去2013年群体性事件（mass disturbances）的50%¹⁰⁹。

中国的资源和能源密集型增长模式已造就了世界的“最大污染源”，因为相对于对全球产出的贡献，它产生了多过其它任何国家的污染¹¹⁰。如Exhibit 41所示，中国的二氧化碳排放是美国的2倍。空气质量的恶化如此糟糕，以致中国的农村与城市人口遭受PM2.5污染的程度属世界最高之列（见Exhibit 42）。这些微粒如果深度沉淀于呼吸道将导致严重健康危害。根据Richard Muller, Berkeley Earth的理科主任（scientific director），呼吸北京的空气相当于每天抽40支烟；他估计空气污染每年导致160万人死亡¹¹¹。

水污染也是重要议题。水质由于工业废水，家庭污水和农业排放受到严重污染。

2014年，环保部检测的4896处地下水中有61.5%不适合人类使用，相比之下2011年是55%¹¹²。中国近30%的主要河流与40%的湖泊也被污染。

土地污染甚至更让人担心。灌溉污水与工业废料是土地污染的主要来源。2014年4月，中国执行了第一次土地污染调查，它发现16%的中国土地污染程度已超过可接受标准，19.4%的中国总耕地已被重金属严重污染¹¹³。环保部估计重金属污染每年影响超过1200万吨粮食¹¹⁴。想想2013年广东与湖南大米中发现镉时购买外国大米的恐慌潮。

中国污染成本高昂。世行估计每年污染造成的损失约9.7% GDP，包括对人力资本、自然资源和建筑物的破坏¹¹⁵。减少污染同样代价不菲。人民银行估计，要达到环保部设定的空气与水质目标需要在未来5年花费2万亿人民币，相当于年GDP的2%¹¹⁶。



Man takes water from a polluted pond in Xiangyang, Hubei province.



Polluted corn farm near a power plant in Shanxi province.

地处北京的人民大学环境与自然资源学院的Lan Hong估计，清除土地污染需要投资7万亿人民币，中国“无法承担”¹¹⁷。

中国透过一系列措施应对逐渐增长的污染问题，例如三中全会发布的广泛政策指示。它们包括：

1. 一个针对空气污染的行动计划，以控制特定城市在特定时间的PM2.5和PM10浓度
2. 修改1989年首次发布的环保法以加强环境治理，包括更严厉的财政处罚，更强更严格地执行与透过非政府组织的更多公众参与
3. 一个国家气候改变计划以减少二氧化碳排放
4. 一个能源行动计划以促进可再生能源、天然气和核能源的使用
5. 一个水污染控制行动计划以提高水质，包括提升标准，要求废水和污水处理，增加水费和相关税收

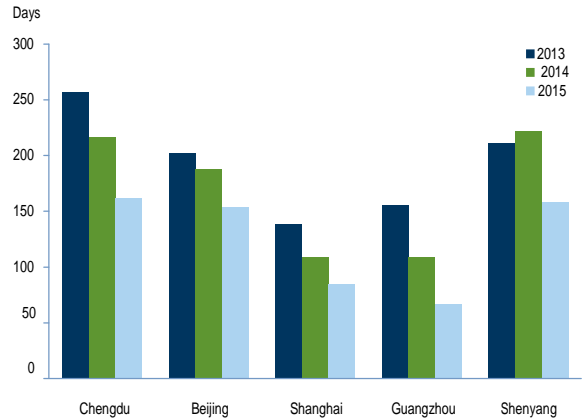
中国领导层有可能在未来几年采取进一步行动，包括在地方政府官员的绩效评估中加入环境标准。

某些方面已取得进展。例如，大城市PM2.5排放达致不健康程度的天数从2013年起开始下降，如Exhibit 43所示。类似的，在2011年，政府通报有43%的受监控河流不适合人类接触，到2014年，该数字已降至29%¹¹⁸。

然而，真正的环境改革需要多年的时间进行政府监管、严格执行与有效的资源配置。现在就判断中国能否在可见的将来取得成功还言之尚早。

Exhibit 43: Number of Bad Air Days in Key Chinese Cities

Unhealthy levels of emissions are becoming less frequent.



Data through December 31, 2015.

Note: Bad air days defined as those with PM_{2.5} concentration above 55.4 µg/m³.

Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, StateAir, Mission China.

财政改革

财政政策改革不仅是三中全会决定的目标之一，也是IMF强调的天朝一个关键弱点。我们在洞察中已经围绕天朝不断上升的债务与GDP之比讨论了这种担忧，然而，其中一块改革仍值得我们简要审视，IMF称其为“财管理”，它意味着中央政府需要“为地方政府的借款开发框架，增强透明度，加强中期财政规划”¹¹⁹。根据IMF，所有的财政支出必须纳进预算，将中央政府项目与地方政府没有显性或隐性政府担保的商业投资项目分开。

这里，又一次，改革进展缓慢。2014年2月，国务院发布43号文件，提供地方政府管理预算的政策指南¹²⁰。省级政府被允许代表更低级别的地方政府发行债券，以消除地方政府利用融资平台向银行借款的局面。地方政府被要求公布包含所有债务在内的全面资产负债表，并寻求处理已有债务风险的政策。当年10月，相关政策的更多细节被公布¹²¹。



然而，2015年5月，当经济开始放缓时，财政部，人民银行和中国银监会发布了新指南，放松43号文的限制¹²²。又一次，经济放缓促使中央政府逆转进程，改革退至经济增长之后。

总结

三中全会对于中国实现高速可持续增长的目标很关键，中国领导层也清楚地了解改革需要的广度和深度。然而，理解改革与发布政策指南不等于成功地执行改革。

在这样一个幅员辽阔，人口众多的国家，各级地方政府与私营部门（译注：应指国企）遍布的既得利益者使这样大规模的改革几近不可能。当政府忙于处理不断上升的债务与GDP之比时，执行改革的成本也非常高。与此同时，从经济与地缘政治角度，天朝面临的全球背景也不若以往友好。

迄今为止，天朝的改革记录好坏参半，这也代表了它在前进路上遭遇的挑战。如我们将要讨论的，如果改革没有巨大进展的话，中国的中期和远期经济前景难称光明。

经济展望:短期，中期与长期

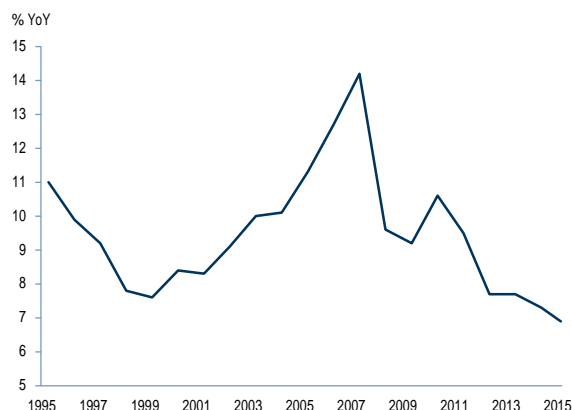
中国过去35年的增长令人印象深刻。从1980年开始，GDP年均增长10%，实际人均收入翻了4番，另跟据IMF，“大约6亿人”摆脱了贫困¹²³。

以名义计算，中国是美国之后的世界第二大经济体，以平价购买力(PPP)计算,它是世界最大经济体。

尽管经历了如此增长，中国依然贫穷。它的人均GDP大约\$8,300（名义）或\$14200(PPP)。

Exhibit 44: Real GDP Growth

Chinese growth has been on a downward trend since 2007.



Data through 2015.

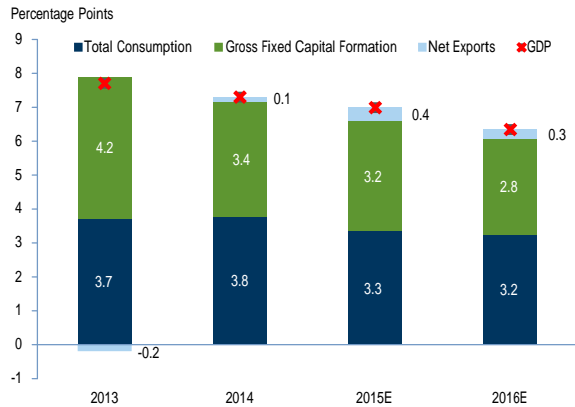
Source: Investment Strategy Group, Datastream, NBS.

以名义计算，中国的人均GDP较美国的贫困线低30%；以PPP计算，也只比贫困线高20%。

中国申明的经济目标是截止2020年将2010GDP和人均GDP翻一番，这需要2016-20年的实际GDP增长率达到6.5%。事实上，2015年10月召开的中共十八届五中全会，习近平说这是经济必须达到的最低增长率。天朝想在达成这样强劲增长的同时，让经济向消费与服务方向再平衡，成功执行一系列艰巨改革并避免严重金融危机或经济下滑。我们考虑当前中国与世界的经济形势，讨论该目标能否实现的关键问题。

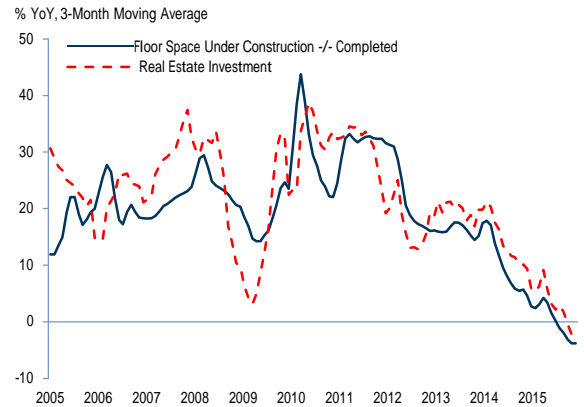
我们提供投资战略部关于三个时期的展望。我们以对2016的展望开始，其中我们预测中国增长将介于5.8%和6.8%之间并避免一场硬着陆。然后提供我们关于2016-20年的展望，其中涵盖了中国的十三五规划。我们呈现2套方案来展示为何中国在经济再平衡与可持续增长的同时实现6.5%增长率的可能性很低。最后，我们审视中国的长期愿景，并解释为何天朝无法在未来几十年中挑战美国的超然地位。

Exhibit 45: Contributions to Annual Real GDP Growth
Investment has been the main driver of the slowdown in China.



Note: ISG forecasts for 2015 and 2016.
Source: Investment Strategy Group, Datastream, NBS.

Exhibit 46: Chinese Real Estate Indicators
A greater slowdown in real estate is the main downside risk to our growth view.



Data through November 2015.
Source: Investment Strategy Group, CEIC, NBS.

事实上，它更可能步日本后尘，后者的不利人口趋势与过量债务通向慢增长与通缩之路。

2016 展望

中国增长正日趋减速。如Exhibit 44所示，GDP增长从2007年开始下降，从最高点的14.2%跌至2015年的6.9%。我们预测这股放缓将延续至2016年。我们预测中国的经济增长将介于5.8%与6.8%之间，它比2015年低0.6%。考虑之前关于中国数据质量的讨论，我们2016的增长目标范畴也意味着GIR和EAG经济活动活动指数同样程度的放缓。

我们预测的更慢增长率源于固定资产投资的减速，净出口相对于2015年更疲软的贡献以及消费增长步伐的轻微减速。如Exhibit 45所示，投资减速是2013年来放缓的主要原因，放缓源于将经济从投资转向消费再平衡的努力。

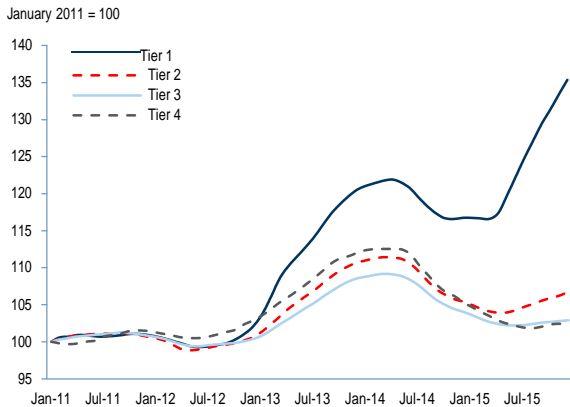
投资占GDP的比例已从2011年47.3%的高点降至2015年的45.3%。

中国投资主要包括制造业(含采矿业)约33%，基础设施约24%及房地产投资约22%。制造业及房地产增长率已经下滑，我们预测该趋势将继续。基础设施投资相对稳健并将保持稳定，因政府利用基础设施项目稳增长，包括公共交通，能源，环境，水与污染治理。



Exhibit 47: Housing Prices in China

Prices have moderated lately.

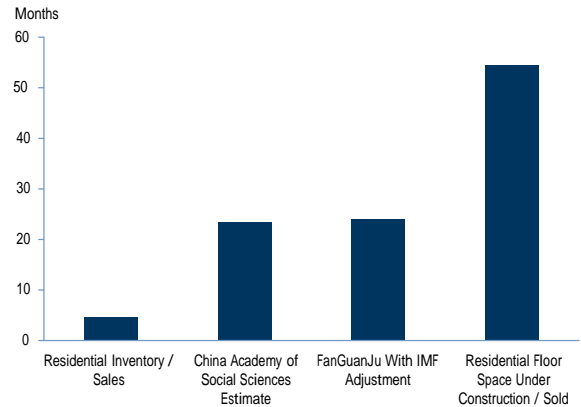


Data through December 2015.

Source: Investment Strategy Group, China Index Academy, Datastream, NBS.

Exhibit 48: Measures of Real Estate Inventory in China

There is a wide range of estimates for residential inventories.



Data as of Q4 2015.

Source: Investment Strategy Group, CEIC, IMF, NBS.

我们观点最大的风险是房地产投资放缓超过预期。过去5年中它已经显著放缓，从2010与2011年的年增长率30–40%降至2015年9到10月的4%负增长，如Exhibit46所示。即使一线城市的房价快速上涨，中型城市特别是小型城市的房价则缓和得多。如Exhibit47所示。尽管监管者放松了房屋购买限制与按揭贷款要求，我们预期放缓将持续至2017年。

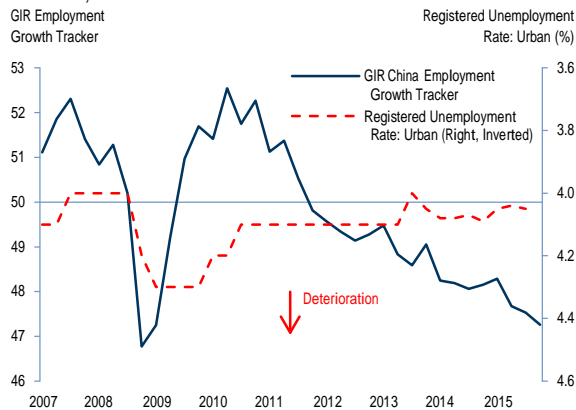
房地产的关键未知数是过量库存的规模。如我们之前讨论的，天朝数据不太可靠，房地产数据也不例外。对于住宅领域的库存规模估计分布广泛。根据NBS，库存与销售比率是4.7月，相比2011年晚期的3.1上升。IMF相信NBS数据低估了库存的真实规模，因此依赖于开发者的报告，后者可能低报了未售出数量并高报了销售数据¹²⁴。在它作了调整后，IMF估计库存与销售比率约合24个月，如Exhibit 48所示。其它一些方法显示出更多库存。例如，在建房屋与销售比率约合4.5年。这个比率可能包含了已被放弃或者刚刚开始的项目，它们在未来几年里都不会完工-如果能够的话。

我们预计随着地产开发商放慢处理大量不确定库存的脚步，房地产投资将继续减速。

另一方面，考虑它是中央政府稳增长的政策工具之一，基础设施投资将相对稳健。在李克强于2015年9月的国务院会议谈话后，该领域将引起更多关注。据报道，李训示地方政府官员对执行基础设施投资项目“玩忽职守”¹²⁵，尤其在农业，水资源保护与电动车充电设施方面¹²⁶。根据新华社，“中国已处罚249位惰政官员，作为使用开发预算失败、推迟项目与拖延土地开发的典型... 受惊于国家的大规模反腐，许多官员选择推迟重大项目审批，以避免反腐官员的审查”¹²⁷。新华社列举的一个例子是华北shanxi省的一个食品回收利用项目被推迟动工。

我们增长预期的另一个风险是消费。如果失业人数增加或者工资增长减少，消费增长可能

Exhibit 49: Measures of Unemployment in China
Alternative estimates show a weakening in Chinese labor markets, in contrast to official data.



Data through Q4 2015.
Note: The GIR China Employment Growth Tracker is based on a series of high-frequency labor market indicators in China. It is presented as a diffusion index, where lower readings point to deteriorating labor market dynamics.
Source: Investment Strategy Group, Goldman Sachs Global Investment Research, NBS.

低于我们预期的6.4%。高盛GIR中国就业增长追踪器，它包含了源于采购人经理指数和人力资源部的就业调查数据，显示就业增长从2010年第二季度起稳步下降(见 Exhibit 49)。这种恶化与NBS形成鲜明对比，后者显示同一时期失业率从4.20%降至4.05%。NBS新发布的基于31城调查数据同样显示2014年以来的失业率相对平缓。

我们相信GIR就业增长追踪器是中国劳力市场现状的更好指标。根据最近一份NBER的工作文件，“中国的官方失业率数据不合情理”并且“有强烈证据表明这是官方比率错误测量的结果”¹²⁸。这次研究的作者认为，这种低估源于几个因素：移居工人（译注：农民工）因缺乏户口登记不计入失业数据；失业福利很低，因此工人没有动力登记；中国的数据采集通常质量糟糕并人为调整。

作者建议了一种替代方法。从历史看，实际数据比官方失业率高5至6个百分点。

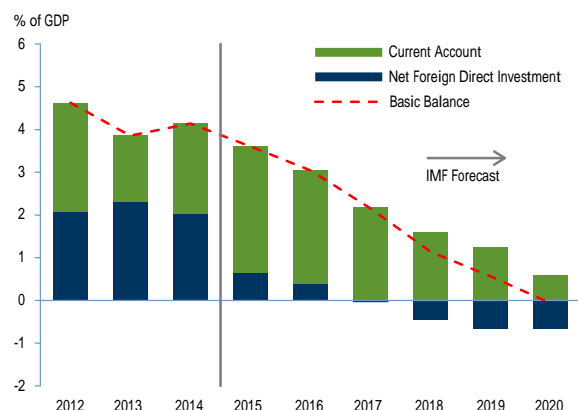
尽管就业势头减弱，我们预计不会有严重恶化。首先，服务业较制造业更劳力密集，因此服务业的较高增长会带来更多工作。其次，根据IMF，绝大多数国企会保证工人就业。IMF估计，如果执行国企改革，失业率会上升0.5–0.75个百分点¹²⁹。因我们不认为2016年会发生导致裁员的国企改革，所以就业不会明显恶化以致拖累消费增长。

我们也预期政府会推出更多货币与财政刺激措施以保证增长接近6.5%，比如再削减基准利率，降低准备金需求比率和加深公私合营（PPP）来促进投资。李克强和其他重要经济官员在2015年3月的全国人大确认，中国会使用“政策工具来保持增长在可接受区间并保证就业”¹³⁰—不像欧洲央行行长Mario Draghi承诺的“不惜任何行动”¹³¹，但确实是达成6.5%实际GDP增长目标的强力保证。这个目标自从被习近平称为“底线”之后就变得更加重要¹³²。

即使我们2016核心方案的中值低于这个6.5%的最低目标，我们有一定信心中国的GDP增长会处于5.8%与6.8%之间。

即使我们2016核心方案的中值低于这个6.5%的最低目标，我们有一定信心中国的GDP增长会处于5.8%与6.8%之间

Exhibit 50: China's Basic Balance of Payments
China's current account surplus is expected to persist over the next several years.



Data as of October 2015.
Source: Investment Strategy Group, IMF.

我们为核心方案分配75%概率，增长将超出或低于我们预测区间的概率也一样（译注：原文如此，似乎说反了）。2016年出现硬着陆的概率非常低——如果定义硬着陆为GDP增长低于5%，或者相关的活动指标增长低于3.5%。

尽管无人怀疑中国的领导层有避免硬着陆的意愿，一些人质疑它是否有对应方法。我们相信对于未来几年，答案是毫不含糊的yes。中国有非常高的储蓄率（译注：别忘了其中很多已通过党掌控的金融系统被挪用）——是世界主要国家中最高的，如之前讨论。公共与私营部门没有因资本外流而变得脆弱的大额对外借款。这个国家有紧密的资本控制，并且现在进一步收紧。最重要的是，中国有大量外汇(FX)储备（译注：但政府在强制结汇时已透支过一次，且一年多时间已从3.99万亿降至3.23万亿），官方外汇储备在2015年年底有3.33万亿美元，以及额外的储备资产包括SDR和黄金，合计3.40万亿。

我们GIR的同事估计总的官方储备中，至少有2万亿是高质量，有相对流动性的资产¹³³。瑞银汪涛也估计此类资产有2万亿¹³⁴。除这些资产外，政府也拥有由中投公司（主权财富基金）和外管局（储备管理者）子公司持有的长期外国资产。

此外，IMF考虑中国的紧密资本控制，认为政府的外汇储备是“合适”数量的2.4倍¹³⁵。

中国领导层可在必要时使用这些巨额资产。我们需要留意，中国政府拥有经常账户盈余和持续的外国直接投资，这使它直到2019年都可以补充高质量外国资产，如Exhibit50所示。例如，政府的2015年经常账户盈余估计有3370亿美元，它的净外国直接投资约740亿美元，约合GDP的3.6%。2016年的预估数值会略低，分别约为3240亿美元，480亿美元，以及3%GDP。

显然，中国政府不太可能在2016年用完避免硬着陆的资源。

尽管多数投资者关注负面，我们的展望依然有一些正面风险，例如中国外贸伙伴的增长率出乎意料地提升。美国、欧盟和日本约占40%中国的直接和间接贸易出口。我们相信2016年这3个经济体不大可能带给中国明显的增长提振。

2016–20 展望

虽然我们对自己的2016方案有合理信心，但2016–20年展望则要面对不确定性和风险。尽管有习近平要求GDP增长率“在未来5年不能低于6.5%”¹³⁶的评论，但要在再平衡经济、执行一些改革和控制债务对GDP比率以可持续增长的同时达到这样高的增长率是很不可能的。

天朝陷入巨大困境：要么它选择财政与货币刺激来保持增长，这将推高债务对GDP比率至不可持续的程度，进而面临信贷危机的风险，要么它在未来5年执行重要改革，接受更低增长来交换更好的长期愿景。更具体点，中共可选择2条路之一：

最可能的路径: 中国6.5%的最低增长目标可以在几年里保持—也许2到3年—通过快速投资和债务攀升。在那以后，GDP增长率将稳步下降。我们称它为基本方案因我们相信这是政策制定者最可能选择的路径。我们因5个因素给这个方案分配了较高概率:

- 中国领导层关于6.5%是“底线”的声明
- 对于中国股市与汇市波动性的强烈政策反应
- 已经有限的改革措施的倒退
- 2020年是中国共产党100年生日的事实，所以在那之前人均GDP翻番的目标更为重要
- 天朝只有面对危机时才会执行改革有迹可寻。例如，1970年代末，由于担忧农业产出跟不上人口增长，政府在农业领域开始了重要的“市场导向改革”¹³⁷。改革之后，年度农业增长从1952到1978年缓慢的2.9%提升到7.7%。类似的，天朝只有在1990年代中期明确意识到“国企部门处于危机 ... 国企作为整体正处于亏损边缘”时才开始严肃的国企改革¹³⁸。上千万员工最终下岗。

替代路径: 中国领导层放弃6.5%目标。取而代之，专注于执行改革并放慢信贷增长。

尽管在我们看来它是更好的长期路径，它也意味着更慢GDP增长，更高市场波动和更多资本外流的风险。当然，更慢增长可能导致一些社会和政治不稳定。由于这种威胁，我们相信中国领导层更少可能选择这条路。如哈佛教授Roderick MacFarquhar

(译注: 此君作为费正清的弟子，在中国研究界比较有名) 在我们GIR同事的报告“顶级智慧: 中国将要发生什么?”里与他们分享的: “最终，中国的高层领导准备牺牲任何事来确保中共继续执政，其中包括紧迫的经济改革”¹³⁹。类似观点在这篇报告里也能见到，李稻葵，清华大学教授和人民银行货币政策委员会前成员，他当时说“中共统治的可持续性为首要问题”¹⁴⁰。

这种经济改革与政治稳定的妥协并不新鲜。澳大利亚财政部的Dong Zhang和Owen Freestone在他们的2013年报告“中国未完成的国企改革”中指出这种内在矛盾: “中国自从1970年代末的经济改革政策一直在提升经济效率和加强执政共产党的地位间平衡。开始于30年前的国企改革是恰当的案例。尽管这些改革被用于解决国企固有的明显低效率，它们需要缓慢执行以保持中国的政治和社会稳定性”¹⁴¹。

我们接下来展现2套方案。尤其需要注意这样的分析需要很多假设，没有一个能采用完全的科学方法。

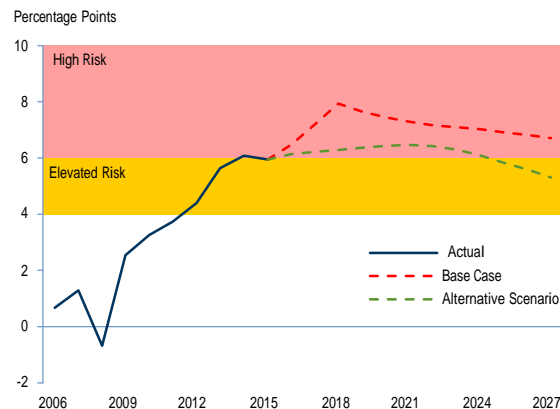
例如，即使有后见之明，对于中国TFP也有不同的估计。麦肯锡全球研究院估计2010至2014的TFP增长为2.4%，IMF估计为2.3%，世界大型企业联合会数据为2.0%。类似的，结构性改革的影响也评估不一。麦肯锡估计TFP增长2%到3%，IMF估计平均1.9%。

“最终，中国的高层领导准备牺牲任何事来确保中共继续执政，其中包括紧迫的经济改革”

—Roderick MacFarquhar
哈佛教授

Exhibit 51: Deviation of Debt Service Ratio from Its Long-Run Average

We expect China to breach the high-risk threshold this year.



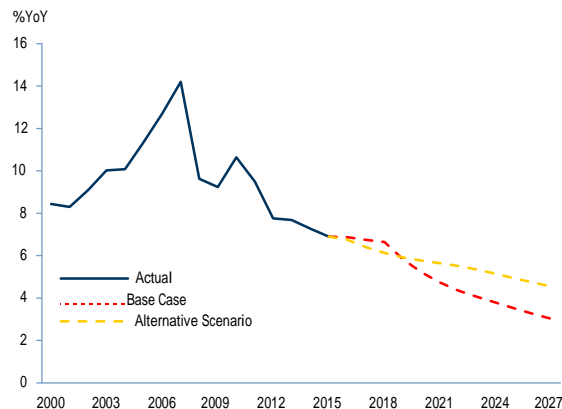
Data as of 2015.

Note: ISG forecast through 2027.

Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, IMF.

Exhibit 52: ISG Scenarios for Real GDP Growth

Implementing reforms would allow for a smoother slowdown in Chinese growth.



Data as of 2015.

Note: ISG forecast through 2027.

Source: Investment Strategy Group, CEIC.

在改革缺位的情形下，众人都同意TFP会下降，虽然没人知道下降多少。这种措施（译注：应指TFP）非常重要，因其数值越高，中国同样规模劳力与资本的潜在增长率越高；改革带来的GDP额外提升3个百分点（麦肯锡估计的较高点）非常重要。

另一个假设是中国削减投资占GDP比例的步伐大小。之前洞察报告里讨论再平衡时，我们相信到2022年将投资从目前的45.3%降至40%是合理假设。然而，如果历史有用的话，上一次中国削减投资时，从1993到2000下降接近10个百分点(从43.6%到33.9%)，实际GDP增长从13.9%跌至8.4%—5.5个百分点的降幅。

从2011年开始，投资占GDP之比下降2个百分点，然而增长放缓了2.5个点。所以天朝可能决定减少放缓，在更晚时间达到40%水平。

因此，我们方案的目的不是呈现对未来5年中国经济的精确预测，而是让我们的客户了解中国可能的结果，驱动这些结果的因素及相关风险。这样的了解能让他们更好应对未来几年从中国扩散出去的波动性风险，并对中国和其它新兴市场的战略资产配置做出明智决策。

让我们审视这2个方案。

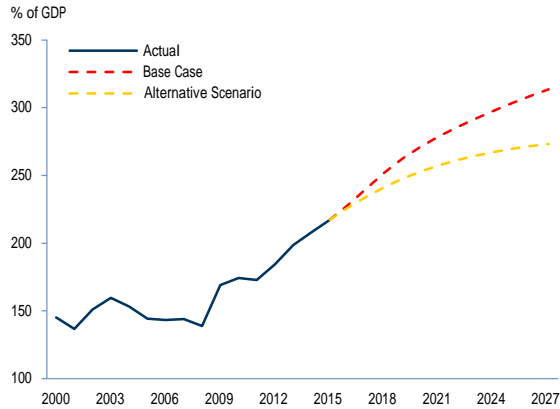
基本方案

在基本方案中，我们假设中国在前三年里保持至少6.5%增长并推迟重要改革。结果，TFP从当前的1.6%降至1.0%。为推动增长，政府着手进一步的货币与财政刺激，包括提升投资占GDP比重-至2018年

长期来说，我们相信中国政府不会有足够资源能不经历金融危机而完成所有必需改革

Exhibit 53: ISG Scenarios for Debt-to-GDP

We expect debt to continue to rise faster than GDP under both scenarios.



Data as of 2015.

Note: ISG forecast through 2027.

Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, IMF.

升至近50%，债务攀升至250% GDP以给增加的投资融资。如之前提到的，中国为增加每单位GDP需要投入的投资不断增加-换句话说，在制造业、房地产和基础设施投入的人民币较之前而言，在拉动GDP增长上越发吃力。

在这点上，我们相信政策制定者会改弦更张，要么因为他们意识到保持6%的增长是不可持续的，要么因为市场参与者失去信心，资本市场会扭住中国领导层的手。进一步说，到2020年习近平会进入第2任期，5个常委会被替换为，很有可能，更有改革意识的决策者。

如果政策制定者改变主意，投资步伐将放缓，GDP增长到2020将降至5.2% —十三五计划的最后一年。同时，债务与GDP之比将随着投资需求增长。到2020年，债务将增至270% GDP，直到2024年的300%。这么高的债务规模将毫无疑问地引发中国信贷危机，如我们以下讨论的。国际清算银行的早期警示指数（early warning indicators）显示债务已处于过量规模：

中国的债务与GDP比率已于2013年突破高风险关口，债务服务比率(debt service ratio)很可能今年突破，如Exhibit 51所示。通常，当一国跨过关口时，一场银行危机会在三年内发生¹⁴²。

替代方案

在替代方案中，中国政府听取了IMF的警告“保持现在的增长模式不可行”，中国需要放慢GDP增长步伐和控制信贷增长来处理软肋¹⁴³。该方案中，中国政以缓慢可衡量的步伐执行了一些改革，TFP增长在10年里从1.6%增长至2.0%。投资增长放慢，其与GDP之比降至40%。实际GDP增长立即下降，到2020跌至5.8%。在这点上，GDP增长较基本方案高，并一直保持到2020年的下一个五年计划结束。

债务占GDP比重继续增长但速度更慢，2020年为250%。尽管如此，债务规模仍然过量。

2个方案的实际GDP增长和债务占GDP比例如Exhibit 52和53所示。

长期展望

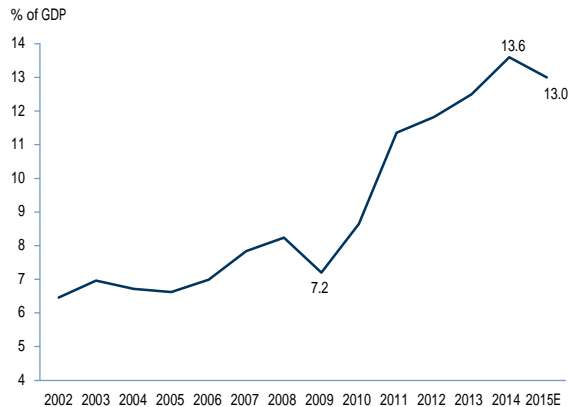
在之前讨论的2016展望里，我们假定中国政府有意愿也有资源来避免硬着陆。然而，在长期来看，我们相信中国政府不会有足够资源不经历金融危机而完成所有必须改革；因试图管理经济并缩小任何可能导致危机的风险，中国很可能面对被拉长的缓慢增长和通缩期，类似于1990年以来的日本。结果，中国不太可能成为我们客户投资范畴内的高收入国家。在我们看来，它不会挑战美国的超然地位。我们的卓越美国7年投资主题（seven-year investment theme of US preeminence）完好无缺。

4个因素可能不利于天朝的长期愿景：

- 庞大并不断增长的债务负担
- 不断减弱的出口竞争力
- 沉重历史
- 由始至终的结构性软肋

Exhibit 54: Implied Interest Burden

Interest payments as a share of GDP have jumped in China.



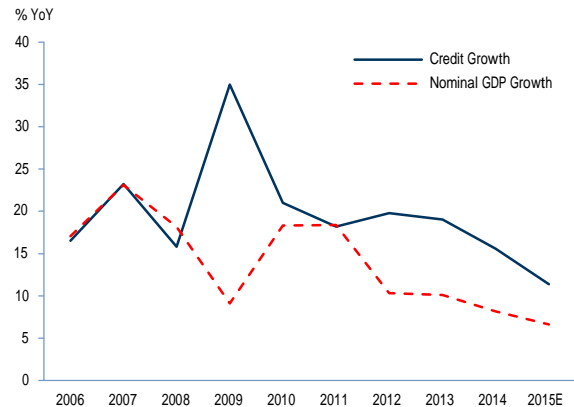
Data through 2015.

Note: ISG estimate for 2015. Includes financing costs of bank loans, medium-term notes, short-term financing bills, corporate bonds, trust assets and commercial bills.

Source: Investment Strategy Group, CEIC, Datastream, UBS.

Exhibit 55: Credit Growth vs. Nominal GDP

Debt is growing twice as fast as GDP in China.



Data through 2015.

Note: ISG estimate for 2015.

Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, Datastream.

我们简要审视这些因素。

庞大且不断增长债务负担的含义

我们之前已经讨论过天朝庞大且增长中的债务规模和达致临界点的相关风险。尽管IMF已将这种弱点提交给天朝“官方/当局”（authorities），官方对于不断增长的债务负担依然很乐观，如这些IMF报告里提到的：

- “当局对于财政风险将逐渐解决抱有信心”
- “关于信贷，他们承认快速增长，但认为有部分增长代表了金融市场的深化以及向更市场导向的金融媒介受欢迎的转移“
- “[当局]不认为[确保地方政府项目得到融资的计划]是银行的过度融资，因为很多地方政府项目有商业可行性，不会引起严重的信贷风险”¹⁴⁴

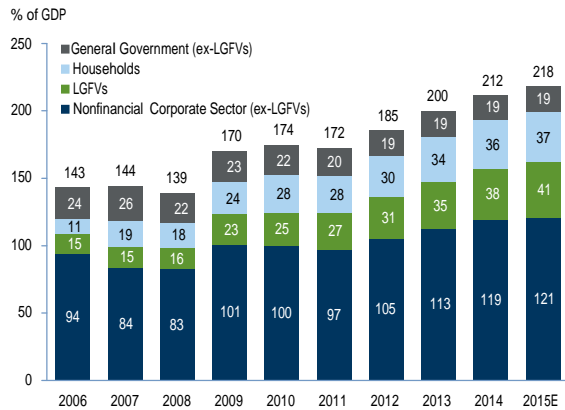
我们远没有这么乐观。首先，越来越多比重的GDP被用来支付利息。如Exhibit54所示，这个比例已从2009年的7.2%升至2015年估计的13.0%。没有显著的利率下降和放缓的信贷增长步伐，这一趋势将会继续。

类似的,如Exhibit55所示,债务正以比GDP更高的比率增长。债务存量不仅2倍于GDP，并且增速也是它的2倍。显然，这些趋势不能永远持续，因为利息与本金的债务负担将挤出其它有效活动。（译注：例如投资与消费的钱被用于偿还债务）



Abandoned construction site of a bridge in Subfeidian eco-city.

Exhibit 56: Breakdown of Total Chinese Debt
Most of the debt is owed by the corporate sector and LGFVs.



Data through 2015.
Note: ISG estimate for 2015.
Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, IMF.

关于中央政府承担多少地方政府融资平台（LGFVs）和大型国企的债务还有很多不确定性。乍看之下，中央政府的债务很低，如Exhibit 56所示。风险源于LGFVs与非金融企业部门，它们占的份额最大，为GDP的121%，超过一半未偿债务存量。很有可能这些债务不会由原始发行者全部偿还，所以有部分债务会由中央政府承担。

我们需要注意这里所有218%GDP的债务没完全包括所有表外债务，例如由信托公司发出的特定类型贷款。

绝大多数LGFVs被用于基础设施投资、房地产开发、新城市与工业园项目融资。许多这样的项目无法提供足够的回报以支付利息与本金。

正如我们的许多读者所知，一幅好图胜过千言万语-这里或许是2幅。第1幅是一座废弃开发的桥，位于离北京140英里的曹妃甸国际经济城。

整个城区未偿债务的确切规模并不确定：估计从500亿人民币至600亿不等。这座桥的建筑点于2012年被废弃。大部分投资者会同意，即便这座桥最终修建完成，眼下也不会有任何回报，这些资产将被折旧为零-让整个投资一文不值。

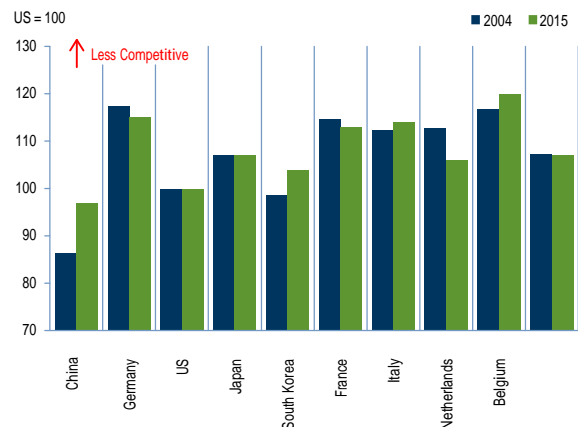
第2幅图是滁州市的大雄华东食品与农产品市场。又一次，这个2009年启动的项目被废弃，并确定不会产生任何回报。Lu Ming，在之前提到的保尔森研究院报告中估计，新城市与新市区的过度修建已经达到人口增速的3倍¹⁴⁵。用于类似项目的贷款显然危险-借入者会丧失他们的权益而借出者会丧失他们的资本。



The 133-hectare Daxiong Huadong Food and Farm Product Market was launched in 2009, but now lies abandoned in Chuzhou City.

Exhibit 57: Manufacturing Cost-Competitiveness Index

Higher costs are causing China to lose competitiveness among major exporters.



Data as of 2015.

Note: The BCG Manufacturing Cost-Competitiveness Index measures changes in direct manufacturing costs based on manufacturing wages, productivity, energy costs and exchange rates.

Source: Investment Strategy Group, BCG.

中央政府试图处理无效LGFVs资产带来的财政负担，方法是允许地方政府发行可用来偿还更高昂银行贷款的债券（译注：借新债还旧债）。这种债券置换项目通过称为43号文的指令导入。尽管这种措施支持了地方政府，但银行实际上将高利率高风险的贷款换为了低利率但有更多中央政府隐性担保的债券。事实上，天朝正以牺牲银行部门利益为代价减少地方政府的债务负担。

当局也明显削减利率来降低有关各方的债务负担，包括企业领域。人民银行从2014年11月以来已经降低贷款利率1.65个点，存款利率1.5个点。我们预测会减更多¹⁴⁶。任职于Autonomous Research，一家全球金融研究公司的Charlene Chu认为，只有2016年底前利率再降4个点，中国企业才能继续周转债务¹⁴⁶。她估计中国所有债务包括企业债券在内的利率约6.4%。

但天朝已陷入困局。如果它进一步降低利率，人民币将面临沉重压力（译注：贬值），资本外流复燃，尤其是2015年11月IMF将人民币纳入SDR篮子后，如果它自由化利率与资本账户的情况下。降低利率也会给银行的利息差收益施压，挤压正在降低的利润增长率。

最终，降低利率与增加消费的目标背道而驰。削减利率来减轻企业的债务负担减少了中国家庭

的储蓄收入-IMF认为这是把家庭资源有效转向企业部门的政策，每年合4%GDP，因此正损害中国消费¹⁴⁷。（译注：这种劫贫济富优先权贵的事天朝67年来一直没消停）

减少债务负担的另一条路同样艰难：政府可鼓励银行注销无法收回的债务。Charlene Chu估计中国有73万亿“没有经济收益的过量信贷”¹⁴⁸。她认为这样的无效投资在最好情形下也将导致20%的不良贷款(NPL)率，（译注：也就是 $73 \times 0.2 = 14.6$ 万亿不良贷款），而官方基于192万亿（30万亿美元）银行资产给出的不良贷款率是1.92%。她也估计不良贷款率的增长将使中国大型银行的利润率下降35%。

作为比较，美国不良贷款率的巅峰是2008-09金融危机后的5.64%，欧盟是2010-13主权债务危机后的6.45%。银行资产的高点是12.4万亿美元。

又一次，天朝陷入困局：除非经历银行业危机，它不会乐意承认损失。

天朝也可让公司对其债务违约并通过破产过程重组。然而，在拒绝支付、违约和破产背后究竟发生了什么并不透明。有些放贷者得到了全部利息与本金，而其它人只得到一小部分。我们假设未来数年的大多数破产会依照具体情况分别解决。

2014年，大约67亿人民币的在岸(onsshore)和离岸(offshore)中国企业债券违约。上海超日太阳能被认为是第1家违约的在岸企业债券，约合人民币10亿。该公司的一名债权人于2014年4月发信要求超日破产并于6月被接受，但到了12月所有债权人都收到该公司新买家的全额偿付。这起案例中，破产没有成为天朝用来减少债务的手段。

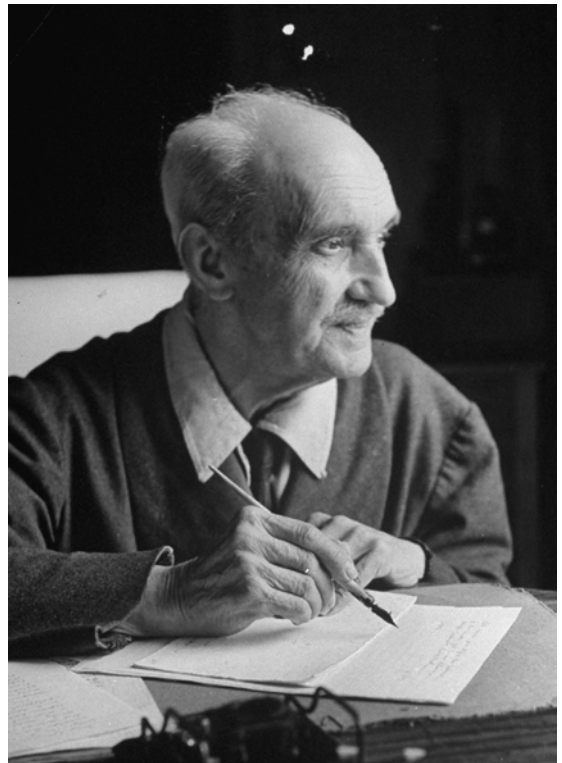
企业违约的步伐正在加速。2015年，违约金额达到280亿人民币。我们相信未来的某个时间点中国领导层会意识到私营部门的许多债权人无法得到全额偿还，中国的一些债务负担将通过违约方式减少。

不断减弱的出口竞争力

随着制造成本上升，中国的全球竞争力在过去十年间下降。在一份2014年8月的研究“变化中的全球制造业经济:世界各地的成本竞争力如何变化”中，波士顿咨询集团(BCG)写道“剧增的人力与能源成本已经侵蚀了中国竞争力”¹⁴⁹。如Exhibit57所示,中国制造业的平均成本在2004年比美国低13.5%，但到了2015年，优势已缩窄至3%。尽管中国依然是世界前10出口国中最有竞争力的，但它的衰退幅度也是前10中最大的。

根据BCG,中国的制造成本已超过印尼，泰国，墨西哥与印度¹⁵⁰。墨西哥有与美国的接壤优势，这不仅意味着更低的交通成本，也意味着更短的运输时间，从而公司可以更及时地调整订单。贴近最终消费者已变得愈发重要。案例之一是李维斯，它是最早向中国转移制造的公司之一;它于1966开始在香港生产，然后于1986年迁往大陆。根据Liz O'Neill,该公司的产品开发副总裁，“我们的目标是机动性。真正的money是把合适的产品在合适的时间呈现给顾客。”¹⁵¹

Gary Hufbauer, 彼得森国际经济研究所的贸易专家，也指出中国不断下降的竞争力，“相比人力成本，物流、税收与营销变得更加昂贵，这让中国吸引力下降”¹⁵²。中国的竞争力也被2005年以来人民币相对于主要贸易伙伴货币53%的升值幅度侵蚀。



Spanish philosopher George Santayana in 1944.

因此削弱的出口竞争力是中国长期经济愿景的另一个阻碍。

历史重担

西班牙哲学家George Santayana曾经说过：“不能忆起过去的人注定重蹈覆辙”。历史告诉我们中国不太可能避免增长率的稳步放缓。

“不能忆起过去的人注定重蹈覆辙”

—George Santayana, 西班牙哲学家

在《Foreign Affairs》题为“亚洲奇迹的神话：一则警世寓言”的文章中，诺奖得主Paul Krugman写道：

曾经，西方的意见领袖们震惊甚至害怕于一些东方经济体达到的超常增长率。尽管相较于西方，这些经济体依然更贫穷，更弱小。但它们将自身从农业社会转变为工业机器的速度，几倍于先进国家增长率的持续能力，在某些领域挑战甚至超越美欧的技术能力，都让人不仅质疑西方的实力，也质疑他们的意识形态（ideology）。那些国家的领袖不愿分享我们关于自由市场或不受限制的公民自由信念。他们以不断增长的自信声称他们的体制更优秀：一个接受强有力甚至独裁政府的社会，一个愿意限制个体自由、牺牲公众利益的社会，一个由强权掌管国民经济、牺牲短期消费者利益来换取长期增长的社会将最终超越愈来愈混乱的西方社会¹⁵³。

乍看之下，克鲁格曼似乎在写今天的中国甚至日本。他在1994年写下的这段话是在描述1960年代早期的苏联。克鲁格曼相信苏联时期达成的产出快速增长源于“投入的高速增长：就业的普及，教育程度的提升，以及最重要的，对物质资本的大规模投资”。然后他总结认为这些“亚洲新兴工业化国家”被观察到的快速增长是由同样高速增长投入所驱动并难以再增加。“如果有亚洲

增长的秘方，它只是被推迟的满足，牺牲当下的满意以换取未来收益的意愿”。他明确警告观察家不要将日本的高增长率推算至未来。

克鲁格曼关于日本的话也适用于中国。从1990到2014年，中国动员了2.33亿城市工人，投入史无前例的212万亿人民币固定资产，TFP增长了86%。按克鲁格曼的观点，中国将消费推迟到了未来。这种规模的投入动员无法重复。中国的劳动年龄人口正在下降，它在数个领域有过量的固定资本，TFP不会再增长相同幅度—事实上，在改革缺位的情形下，它的增长很可能下降。因此，天朝增长在下一个十年将不可避免地放缓。

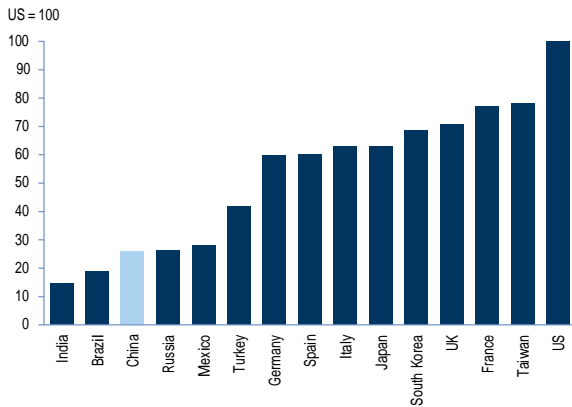
哈佛教授Lant Pritchett和Lawrence Summers也认为历史将证明中国的增长率。在“亚洲斜视症遇上回归平均值”（Asiaphoria Meets Regression to the Mean），一篇2014年的NBER预备论文（working paper）中，他们认为“向平均值回归也许是各国增长率历史中最坚定也最为经验实证的事实”¹⁵⁴。各国的历史平均值为2%伴随2%的标准差。他们对中国未来二十年增长率的回归预测是3.9%伴随1.6%的标准差。（译注：正态分布在2.3%和5.5%之间）



Henry Kissinger greets Premier Zhou Enlai during a trip to China in 1971.

Exhibit 58: Labor Productivity

Low productivity will hamper China's longer-term prospects.



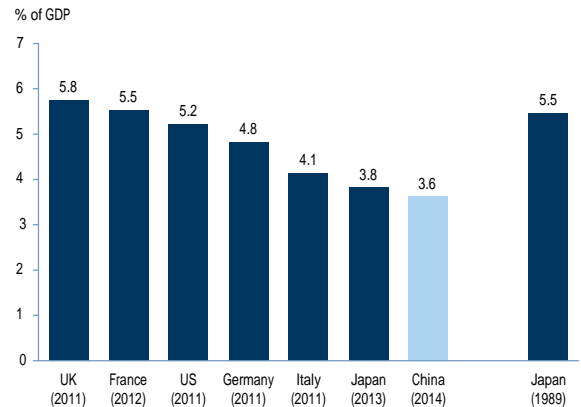
Data as of 2015.

Note: Based on 2015 GDP per person employed (using Geary-Khamis PPPs).

Source: Investment Strategy Group, Conference Board.

Exhibit 59: Government Spending on Education

China spends relatively little on education.



Data as of 2014.

Source: Investment Strategy Group, IMF, World Bank.

Pritchett和Summers的分析也指出在“超高速增长”之后，增长率通常会很快减速。而且，“增长下降可能很突然并且幅度较大”。所以要达到6.5%的“底线”很不可能。（译注：虽然仅考虑时间序列的分析不够严谨，但考虑中共过去的执政史，其向自由与民主改革转型的可能性很小，因此像台韩一样继续中速增长的概率很低）

我们相信不仅历史不利于中国增长率，而且中国领导层也过于轻视其它亚洲国家的增长经验。亨利基辛格曾说：“向过去学习的国家不多，能从中得出正确结论的就更少”¹¹⁵。

由始至终的结构软肋

我们的许多客户知道，美国的卓尔不群一直是过去7年贯穿我们战术与策略资产配置建议的投资主题。

那段时间，我们对比了美国的结构优势与其它发达与新兴市场国家的结构软肋，包括巴西、俄罗斯、印度与中国。我们关注了人力资本与经济指标，其中中国的排名始终很低。

我们将简要回顾中国排名，因我们相信它在这些指标上的持续疲软表现将损害该国的长期愿景。

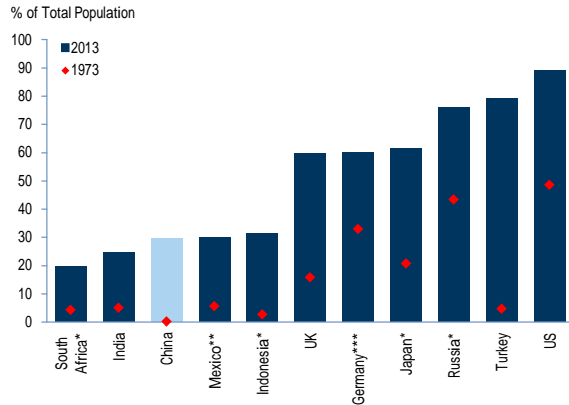
我们以最重要的人力资本指标开始：人力生产率与教育。如Exhibit 58所示，中国的劳动力拥有相对较低的生产率水平，与俄罗斯持平，低于墨西哥和土耳其，大幅低于发达国家。尽管这样低的生产率排名对于新兴市场国家并不意外，但天朝没有支出足够的教育经费来提升生产率以满足增长目标。如Exhibit 59所示，天朝花费3.6% GDP用于教育，低于发达国家。尽管在中等教育入学率上有长足进步，但高等教育入学率依然很低（见Exhibit 60）

“向过去学习的国家不多，能从中得出正确结论的就更少”

—亨利 基辛格

15岁以上人口的平均教育年龄为7.5年，大幅低于美国的13.1年。

Exhibit 60: Enrollment in Tertiary Education Relatively few Chinese pursue higher education.



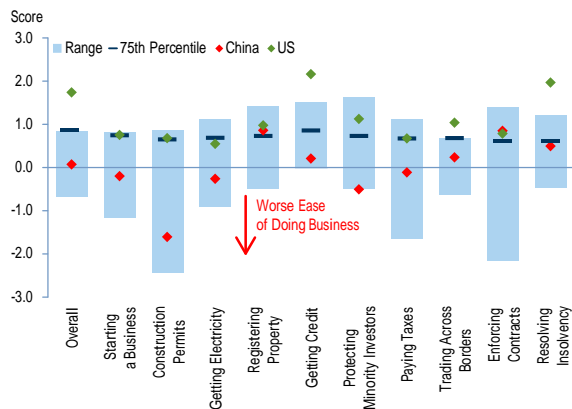
Data as of 2013.
 Note: The total enrollment in tertiary education, regardless of age, is expressed as a percentage of the total population of the 5-year age group following the end of secondary school.
 Source: Investment Strategy Group, World Bank.
 * Data as of 2012.
 ** Data as of 1972.
 *** Data as of 1991 instead of 1973.

天朝的商业环境指标排名同样糟糕。这些指标衡量私营领域企业家在一国建立成功企业的 ability，这样的成功帮助生产率和GDP增长，通过真实透明的利润率驱动股市。具体说，我们观察3个指标:世行的经商便利指数 (Ease of Doing Business Index), 世行的世界治理指数 (Worldwide Governance Index), 传统基金会的经济自由指数 (Economic Freedom Index)。

在Exhibit 61和Exhibit 62中,我们比较了中国与美国及其它重要新兴市场国家, 如巴西、印度、俄罗斯、印尼、土耳其、南非与墨西哥。作为背景, 我们提供了新兴市场国家的数值范畴 (range), 所有国家的75%刻度 (译注: 代表75%所在的位置, 类似中位数排在50%), 以及美国排名。

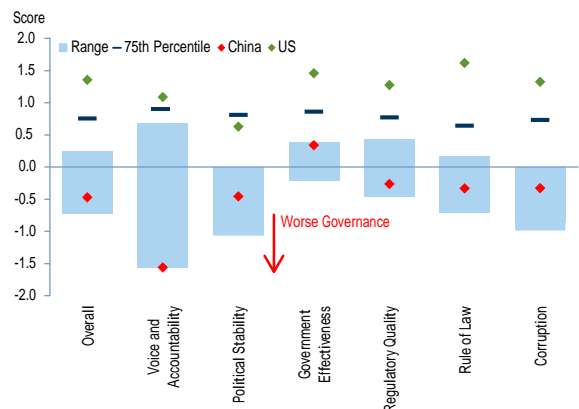
如Exhibit 61所示,中国在经商便利指数的排名仅处在189个国家的平均值水平。天朝在世界治理指数的215个国家里排名非常糟糕, 在“发声与问责” (voice and accountability) 类里排名最末 (见Exhibit 62)。

Exhibit 61: Ease of Doing Business Indicators China ranks just above average among 189 countries.



Data as of 2015.
 Note: Range includes Brazil, China, India, Indonesia, Mexico, Russia, South Africa and Turkey. The 75th percentile includes all the data (189 countries).
 Source: Investment Strategy Group, World Bank.

Exhibit 62: Worldwide Governance Indicators China scores very poorly in terms of governance.



Data as of 2014.
 Note: The range includes Brazil, China, India, Indonesia, Mexico, Russia, South Africa and Turkey. The 75th percentile includes all the data (215 countries).
 Source: Investment Strategy Group, World Bank.

在传统基金会指数里，天朝依然排名很差，只比俄罗斯好点。在投资与金融自由类中，它排在新兴市场国家的最末位。

这样的排名将妨碍中国利用国内外私营部门的能力—这可以帮助更优化地配置资源。因为历史上这些标准的高排名与更高人均GDP有相关性，任何改善将有助于中国达成2020年人均GDP翻番的目标。然而，我们相信在可预见的未来天朝要改善这些方面难度巨大。

日本式放缓

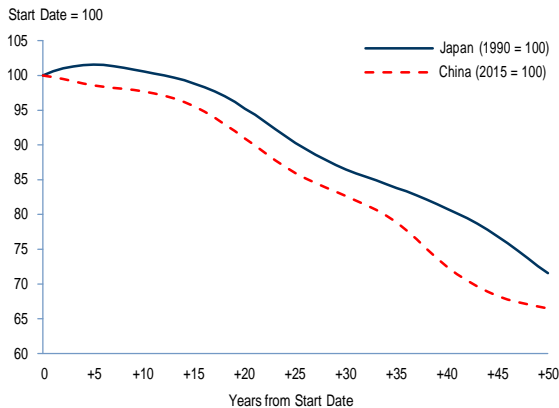
庞大并不断增长的债务负担，减弱的出口竞争力，历史重担与始终如一的结构软肋，这些很可能使天朝滑向日本1990年以来的轨道。关键的不同是中国放缓时的起点比日本进入失落十年时更低。天朝更贫穷，有更不利的人口形势，更弱的人力资本，更依赖于投资，商业环境排名更低。

首先也是最重要的，今天中国的人均GDP大幅低于1990年的日本。当时日本的人均GDP在名义上是美国的105%，人均购买力折算是美国的80%。当下中国的人均GDP名义上是美国的15%，PPP折算是25%。

其次，中国今天的人口形势比1990的日本更不利。如Exhibit 63所示，中国的劳动年龄人口预期在未来25年将以每年0.47%的速度衰减，日本1990至2015是0.41%。中国人口的老龄化速率与1990以来的日本差不多(见Exhibit 64)。正如我们GIR的同事在2006年早期所写，“很多观察家因此担忧‘中国可能会未富先老’”¹⁵⁶。

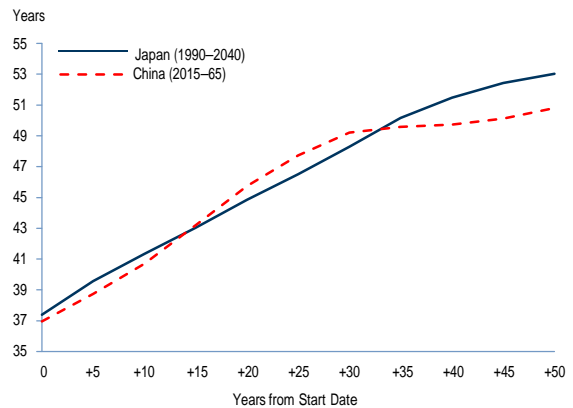
这些联合国人口部的预测没有纳入2015年10月公布的一胎政策相关变化。然而，我们认为中国未来二十年的人口不会因二胎政策而有多大改变。人口学家和政治经济学家Nicholas Eberstadt也相信中国人口很像日本：“唯一相近的参照物是

Exhibit 63: Working-Age Population Projections
China's demographics today are even less favorable than Japan's in 1990.



Data as of 2015.
Source: Investment Strategy Group, United Nations Population Division.

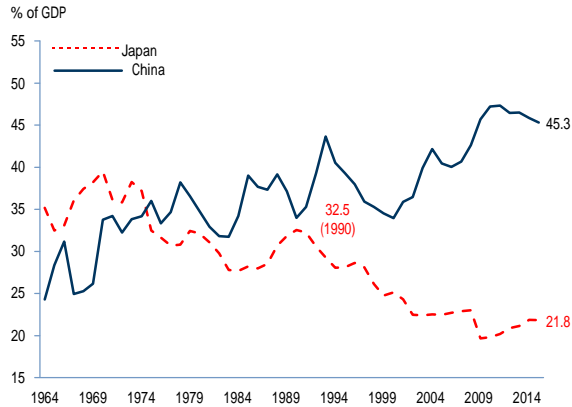
Exhibit 64: Median Age of the Population
The Chinese population is expected to age at a rate similar to that of Japan since 1990.



Data as of 2015.
Source: Investment Strategy Group, United Nations Population Division.

Exhibit 65: Investment as a Share of GDP

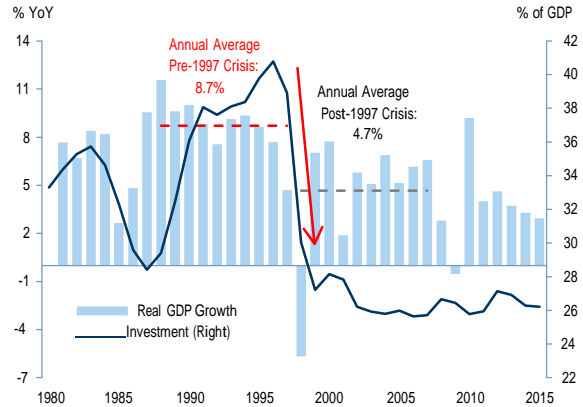
China has a big rebalancing task ahead.



Data through 2015.
Note: ISG estimate for China in 2015, IMF estimate for Japan.
Source: Investment Strategy Group, Datastream, IMF.

Exhibit 66: GDP Growth vs. Investment in Key Asian Countries

Growth slowed markedly after a sharp decline in investment relative to GDP.



Data through 2015.
Note: Based on data for Malaysia, Singapore, South Korea and Thailand.
Source: Investment Strategy Group, Datastream, IMF.

泡沫破裂后的日本:保持贫穷的社会并不值得庆祝**157。

第三, 中国的劳动力储备没有日本的教育程度, 这将限制它的生产率收益。中国的15岁以上人口平均接受7.5年的学校教育, 1990年的日本是9.8年。日本在1960年达到了7.5年——在开始放缓的30年前。考虑天朝在教育上的花费比例, 中国会有一段艰难的追赶时光。天朝政府目前投入3.6%的GDP用于教育, 1989(可获得数据年份中的最接近一年)的日本是5.5%。受教育的劳动人口与高劳力生产率密不可分。中国目前的劳力生产率约合美国的26%, 1990的日本是同期美国的76%。

第四, 天朝面临更大的再平衡任务。中国的投资占GDP比例是45.3%, 1990的日本是32.5%, 如Exhibit 65所示。如之前讨论的, 当投资占GDP比例降低, 增长将不可避免地下滑——没有亚洲经济体避免了更慢增长, 如Exhibit 66所示。当然, 中国有更高储蓄率, 估计2015年为GDP的47.4%; 1990的日本为33.8%。天朝也许能用它的更高储蓄率来减慢投资降低的步伐, 但它大幅降低的事实不可避免。

第五, 天朝当下的商业环境排名大幅低于1990年的日本。天朝的经济自由排在22%, 腐败排在55%, 治理排在39%。在1990年代中期, 可得数据的最早年份, 日本分别对应95%, 90%, 84%。

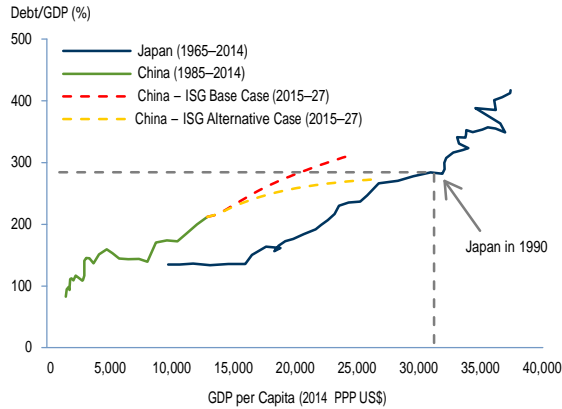
我们相信中国的债务负担, 不可避免的经济再平衡, 不利的人口形势, 结构软肋及历史重担将拖累它的增长率

经商便利指数无法追溯到1990年代中期。

中国有3个要素可以减轻步日本后尘的程度。尽管它的债务对GDP之比很高,

Exhibit 67: GDP per Capita and Debt-to-GDP

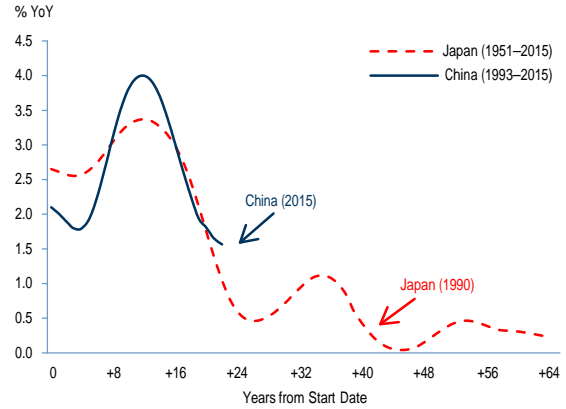
In our base case scenario, China would reach Japan's 1990 debt-to-GDP level in 2021.



Data through 2015.
Source: Investment Strategy Group, Bank for International Settlements, Datastream, European Commission, IMF.

Exhibit 68: Total Factor Productivity Growth

One positive for China is that its current TFP growth rate is higher than Japan's in 1990.



Data through 2015.
Note: Smoothed using an HP filter.
Source: Investment Strategy Group, Conference Board, Penn World Tables.

依然低于1990年的日本。如Exhibit 67所示，在我们的基本方案中，中国将于2021年达到日本1990年284% GDP的程度。当然，如前所述，日本1990年的人均GDP要高于今天的中国(高至1.8倍)。我们需要注意Charlene Chu曾估计天朝的表外资产可能高过广泛接受的218% GDP 25个百分点;这样的话，天朝将在2018年达到日本1990年的债务水平。

中国也有相比1990日本更高的TFP增长率，如Exhibit 68所示。日本的TFP增长已下降近半个世纪。尽管中国的TFP增长率也从顶点的4%下降,它依然是1990年日本的2倍有多。中国可从执行改革中获取可观的TFP增长:IMF估计中国的TFP增长率可高出1.0-1.5个百分点。

中国将不得不更多依赖本土创新，尤其是美国对经济网络安全和知识产权保护变得更加敏感。根据麦肯锡全球研究院，中国在品牌药物的全球收入占比小于1%，在生物技术，半导体设计和特殊化学品的份额仅为3%。相比之下，太阳能面板占到51%¹⁵⁸。

最后，在逐渐明朗的危机面前，天朝有执行重要改革的记录。如前所述，当局在1970年代末执行了农业改革，在1990年代中期执行了国企改革。这些改革都推动了增长。日本执行的改革有限，即使首相安倍晋三的“三支箭”也没有深远影响。

总的来说，尽管我们对中国的短期展望相对温和，长期展望却远不乐观。我们相信中国的债务负担，不可避免的经济再平衡，不利的人口形势，结构软肋及历史重担将拖累它的增长率。结果，中国将跟随日本步上缓慢增长的轨道。

当然，这一方案有很多变数，有正面也有负面。正面而言，天朝可在未来几年执行更有力的改革并接受相关的短期经济和金融市场波动性带来的风险，以换取长期更平衡可持续的增长。天朝可将国家财富转移到民间家庭部门以促进消费；例如快速建立社会安全网（教育、医疗与社会保障）以减少防范型储蓄和增加消费。

负面来说，中国可能面临主要出口对象-美国或欧洲衰退带来的外部冲击。它们的负增长可能较我们的预期更加拖累中国经济增速。债务占GDP比例可能上升更快，令天朝面对信贷危机，从而导致经济滑坡。我们相信在未来几年中，美国和欧盟更可能带来负面而非正面冲击。

新举动的有限影响

过去2年半中导入的几项新举动因其可能改善中国的长期愿景而受到了关注。它们包括：

- 丝绸之路经济带和21世纪海上之路战略（简称为“一带一路”计划）：这项战略的申明目标是“促进一带一路周边国家的经济繁荣和区域内经济合作”¹⁵⁹。
- 亚洲基础设施投资银行 (AIIB)：该银行打算“关注亚洲基础设施和其它生产领域的开发”¹⁶⁰
- 金砖国家新开发银行(NDB BRICS)：该行“被设计为促进5个新兴市场间的更大金融与开发合作”，包括巴西、俄罗斯、印度、中国与南非¹⁶¹
- 丝绸之路基金：基金目的是投资一带一路的基础设施项目
- 纳入特别提款权篮子：IMF的执行董事会决定将人民币纳入2016年10月生效的SDR篮子。

天朝可能提供了一个经济发展与股市回报缺乏相关的最佳案例

如果成功，这些举动可以为中国的建筑企业和装备设备(capital goods)制造商创造新市场；支持过剩产能行业，例如水泥、钢铁和铝；促进人民币的更广泛使用；增加天朝的政治影响力，尤其在亚洲。它也可以为一带一路沿线的新兴市场国带来更好的基础设施。

然而，我们相信这些举动不会大幅改变中国的长期愿景。最重要的，投入这3家银行的实际资本少于报道的标题数字。这3家新基金—亚投行，金砖银行与丝路基金—合计会得到2400亿美元的资本承诺，但未来5年给付的初始运营资本只有400亿美元¹⁶²。结果，受支持项目的初步范围有限。更进一步，Gavekal Dragonomics相信有些要素将“拖慢银行的发展脚步”，例如银行治理，公共债券市场的融资通道，管理项目组合的能力，目标国家吸收贷款的能力¹⁶³。

其他人甚至更悲观。北大教授Michael Pettis认为AIIB只有在“极不可能的条件”下才能成为重要机构并且“不会在中国上升中扮演角色”¹⁶⁴。布鲁金斯学会的David Dollar认为“认为AIIB项目能帮助吸收中国过剩产能的观点行不通...这些银行如此之小，对过剩产能问题无足轻重”¹⁶⁵。

尽管这些举动经济利润有限，但它们有象征

意义。Pettis相信亚投行的“主要效果...是象征性的”¹⁶⁶。Dollar指出“亚投行的成功是天朝的外交胜利”¹⁶⁷。

前美联储主席Bernanke相信将人民币纳入SDR篮子是“完全象征性的”

且“没有赋予额外的权力或者特权”¹⁶⁸。我们需要指出，尽管纳入SDR没有赋予额外权力，IMF的期望天朝有更多储备透明度，继续金融市场自由化，更多由市场决定汇率¹⁶⁹。

如果纳入SDR篮子能达成IMF的一些目标，中国的长期愿景会略有改善。

如前所述，中国的长期经济愿景存有很大的不确定性。正如Morris Goldstein和Nicholas Lardy在2004年11月所说，“对中国经济的展望很少如此有争议”¹⁷⁰。

我们相信一场放缓不可避免且路径不会平顺。我们也相信当领导层穿越激流时，天朝的金融与货币市场会高度波动。这种波动可能被政策制定者的失误放大并扩散至其它市场——对新兴市场的影响最大。

现在，我们转向讨论我们的这些观点对客户投资组合的影响。

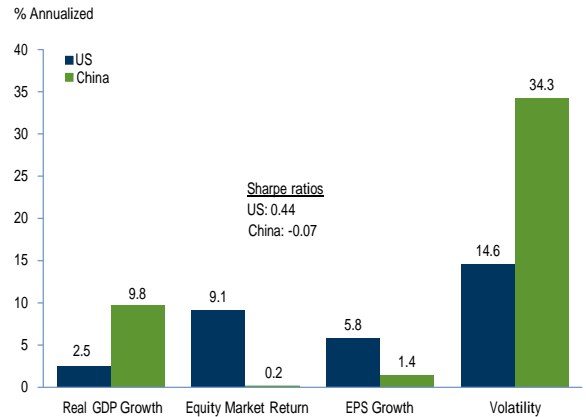
投资蕴意

在总结我们观点的投资含义前，有2点值得提出。首先，我们的观点并非基于对中国2016或未来5年增长的精确预测。事实上，正如2010年展望里首次讨论的，在经济成长与股市回报间没有稳定关系；这些数据实际指向负相关。来自伦敦商业学院的Elroy Dimson, Paul Marsh和Mike Staunton检验了1900年以来的数据证明这点¹⁷¹。佛罗里达大学的Jay Ritter不仅提供了有力的经济增长与股市回报无关的经验证据，也呈现了为何经济增长未必有利于股民的理论根据¹⁷²。

天朝可能提供了一个经济发展与股市回报缺乏相关的最佳案例。

Exhibit 69: Real GDP Growth and Equity Market Characteristics

China's faster GDP growth hasn't produced higher returns than the US.



Data through Q4 2015.

Note: Based on MSCI China and S&P 500 total returns and using data since the inception of the MSCI China Index on December 31, 1992.

Source: Investment Strategy Group, Datastream, MSCI.

这种断裂在将天朝与美国比较时尤为鲜明。在Exhibit 69中，我们通过1993年开始的MSCI中国指数比较中美数据。这段时期，中国经济以年化率9.8%增长，接近美国4倍，但中国每股收益只有美国的1/4，天朝股市的回报率基本为0。此外，天朝股市的波动性是美国同期的2倍有多。

（译注：由于天朝股市在80年代末设计之初就考虑了为中共权贵服务，因此制度设计做了关键更改，以保证只有经过筛选的国企与权贵企业可以进入并且无退出之虞。这些天朝特色使中国股市迥异于发达市场，无法有效反映真实经济，蜕变为中共榨取社会财富的输血机。这本质上与天朝管制下有银行之名，无银行之实，实际只作为国企与党政系统吸纳社会存款的输血机构的“银行”一致，可谓真正意义的“非法集资”）

这里选择的是中国股市的最长期数据，我们投资战略部也优先考虑了可得的最长期数据。然而，我们意识到回报率数据有严重的路径依赖：选择时期涵盖的起点与终点可以很大程度影响结论。

例如，如果我们将起点设在1996年9月，当时中国股市刚加入MSCI新兴市场指数，数据只有轻微不同。从那时开始，中国增长约为美国4倍，但股票回报率只有美国股票的1/3。然而，当我们从2002年2月开始，当时中国刚加入WTO不久，数据则完全不同。从那时起，中国GDP增长约美国5倍

Exhibit 70: Overview of Key Chinese Equity Indexes

Index	Description	Start Date	Stock Exchange	Trading Currency	Number of Stocks	Market Cap (US\$ Billion)	PE Ratio
Shanghai A Shares Index	Composed primarily of stocks from the financial (33%) and industrial (20%) sectors. Includes several SOEs and government-linked companies.	12/19/1990	Shanghai	RMB	1,061	3,670	15.2
Shenzhen A Shares Index	Includes stocks with typically lower government ownership than the Shanghai A Shares Index. It also offers greater exposure to "New China" sectors such as consumer discretionary (17%) and IT (21%).	4/3/1991	Shenzhen	RMB	1,717	2,808	42.0
ChiNext Index	Commonly known as "China's NASDAQ," it is primarily composed of growth and technology stocks that trade on the ChiNext Board of the Shenzhen Stock Exchange.	6/1/2010	Shenzhen	RMB	100	293	61.4
Hang Seng China Enterprises Index (HSCEI)	Includes the 40 largest and most liquid H shares, primarily from the financial (73%) and energy sectors (11%).	8/8/1994	Hong Kong	HKD	40	463	6.1
MSCI China	Composed primarily of mid- and large-cap H shares. In December 2015, 14 Chinese American Depository Receipts (ADRs) from the IT and consumer discretionary sectors were added to the index.	12/31/1992	Hong Kong and New York (ADRs)	HKD and USD	157	1,712	9.3

Data as of January 15, 2016.

Source: Investment Strategy Group, Bloomberg.

股市回报每年超过美国约7%，波动性接近美国2倍。重要的是后一种分析给了2003–07时期更大的权重，那段时期我们称为新兴市场的“Goldilocks era”(我们2013洞察报告中有过讨论)。

因此，我们观点对长期投资的影响并非源于中国2016以6.5%或5.5%增长，或者2016-20以6.5%，6.0%甚至更低增长。投资含义源于我们的以下观点：

1. 天朝在未来十年的增长将放缓至低得多的速率
2. 当增长放缓时天朝将走的路高度不确定
3. 天朝执行改革的同时要维持对金融市场和经济的控制将面临更高风险
4. 天朝债务将持续攀升，致使任何去杠杆过程都会和美国和欧元区曾经经历的一样疼痛

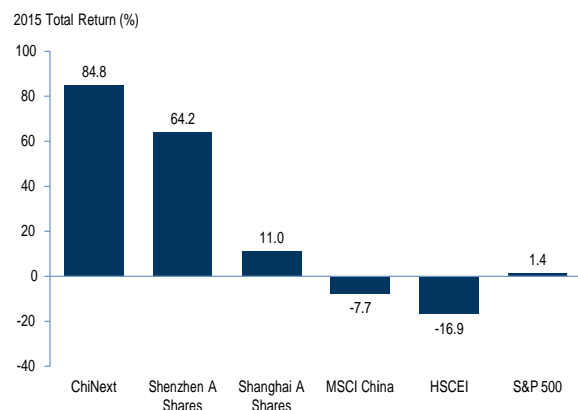
5. 天朝金融市场在预期回报不增长的情形下会有更大波动性

6. 中国的处境在很多方面类似1990年的日本

第2点值得强调的是我们讨论股市回报时关注MSCI中国指数。我们依赖这个基础广泛的指数，因为他给非中国投资者提供了稳定进入通道并较少受制于政府控制市场波动性的限制措施。Exhibit 70提供了一系列其它指数。上海A股，深圳A股，创业板指数对非中国投资者不能稳定进入，HSCEI是MSCI中国指数的子集。这些指数也有非常不同的历史回报率。如Exhibit 71所示，MSCI中国指数2015年下跌7.7%，然而深圳A股收益64.2%，成长与技术取向的创业板回报84.8%。这些指数也显著偏离了长期轨迹。观察2005年来的3指数，当时本地小投资者开始更多参与A股市场，MSCI中国的平均年度回报率为

Exhibit 71: Equity Returns in 2015

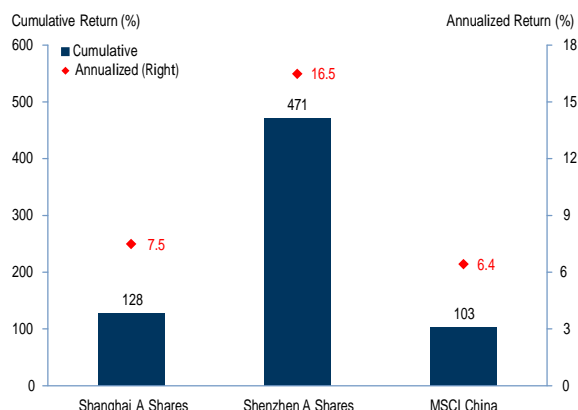
There was wide dispersion of returns among key Chinese indexes.



Data as of December 31, 2015.
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Exhibit 72: Price Returns Since 2005

Shenzhen A Shares have significantly outperformed their counterparts.



Data as of January 15, 2016.
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg.

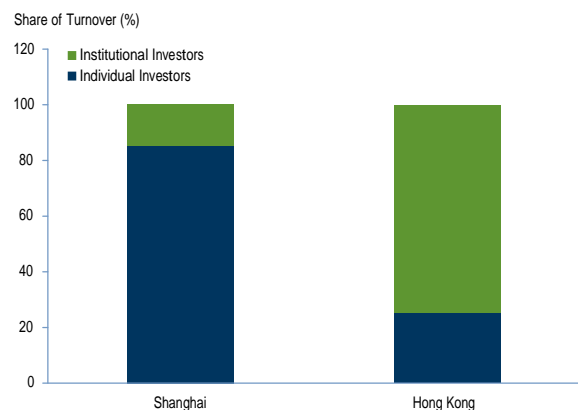
7.5%，深圳A股为16.5%，上海A股为6.4%，如Exhibit72所示。在这11年间，深圳A股指数合计超越了MSCI中国指数368个百分点。

如Exhibit 73所示，职业投资经理承担了H股市场的大多数交易，它主要由在香港交易的中国股票组成。另一方面，中国本地市场，主要由散户（retail investors）组成，他们往往不够老练，资本市场的投资机会也更少。散户也更倾向于交易导向，选择低市值公司，追寻有关这些公司的本地新闻¹⁷³。两个A股市场的交易估值都高于MSCI中国指数的H股（译注：由于天朝股市设计的畸形，即使将散户都换为专业人士，恐怕巴菲特驾临也无计可施。因为牌没有变，规则也没有变）

最后，我们注意到近来MSCI中国指数的性质已经改变，它于2015年12月1日纳入了14家美国上市的中国公司。信息科技类股票,包括阿里巴巴，占去这些公司的80%市值，剩下的为非必需消费类公司。到2016年6月1日，这14家公司的第二批股票纳入时，MSCI中国指数中的国企权重将从74%降至60%，我们GIR的同事称为

Exhibit 73: Chinese Equity Turnover by Type of Investor

Retail investors account for the bulk of domestic equity trading.



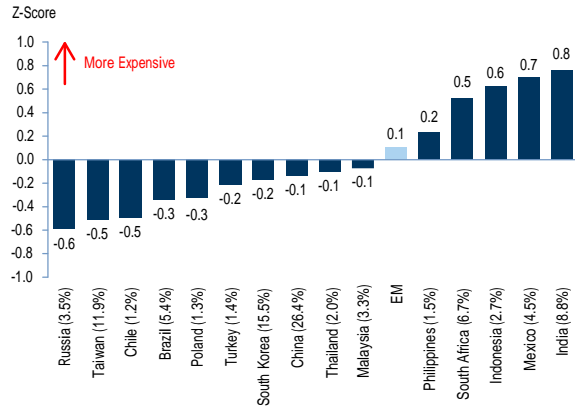
Data as of 2014.
Source: Investment Strategy Group, Hong Kong Stock Exchange, Shanghai Stock Exchange.

“新中国”类（例如消费和服务导向公司以及信息技术类股票）股票的权重将从26%升至40%¹⁷⁴。

记住这些背景，让我们首先检视中国股市和人民币的回报预期。然后我们检视客户投资组合受到的投资影响。

Exhibit 74: Normalized Emerging Market (EM) Equity Valuations

EM equities are still not cheap enough.



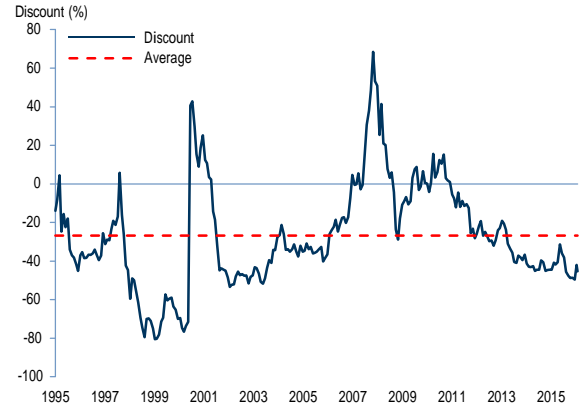
Data as of January 15, 2016.

Note: Based on data since 1994 for price/forward earnings, price/book value, price/cash flow, price/earnings-growth ratio, dividend yield and return on equity. Numbers in parentheses denote the country's weight in MSCI EM.

Source: Investment Strategy Group, Datastream, I/B/E/S, MSCI.

Exhibit 75: Discount of Chinese Equities to US Equities

Chinese valuations could deteriorate further relative to the US.



Data through January 15, 2016.

Note: Based on MSCI indexes and price/earnings, price/book value and price/cash flow data.

Source: Investment Strategy Group, Datastream, MSCI.

2016 回报率预期

与我们对中国2016年的乐观观点一致，我们预期受每股收益增长2.6%驱动，中国股市今年的总回报率为5.6%，分红区间维持3%，估值相对稳定。我们预期波动性约30%，这意味结果的分布广泛，低回报率的概率更大。如Exhibit74所示，由MSCI中国指数衡量的中国股票，就历史而言不够便宜，当前不值得增加权重。类似的，如Exhibit75所示，它们与美国股票相比也不够便宜。如果我们面临1990年代中期进行的那种国企改革，或者更慢增长导致违约和企业重组增加，我们可能见到中国股票相对于美股估值进一步恶化。

关于汇率，我们预期2016年人民银行进一步削减利率将给人民币带来下行压力。并且，如Exhibit76所示，人民币不再如2006年那样被低估；2015年10月，美国财政部修改了人民币被“大幅”低估的措辞，这标志着2000年代中期以来宏观不平衡发展导致的政治压力与双边紧张时期的结束。

事实上，考虑美元(以美国美元指数衡量)从2011年5月以来升值了38%，天朝钉住美元的做法也意味人民币相对于中国许多贸易伙伴国货币的大幅升值。

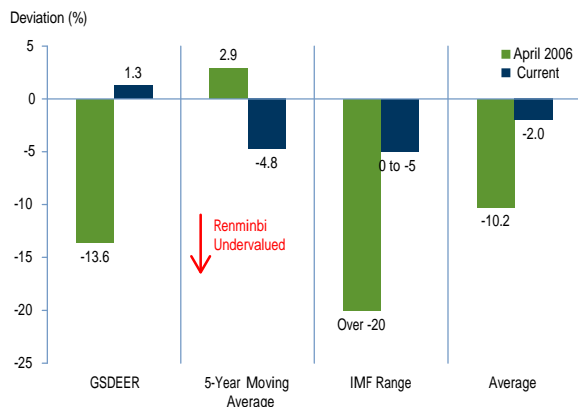
因此，我们相信人民银行会尝试逐步将人民币贬值，今年相对于美元贬值5%至10%。然而，它是否能逐步下调很不确定，因为2015年12月11日以来超出预期的快速贬值以及2015年5月来的资本外流引入了更大幅贬值的风险。

2016-20 回报率预期

与我们关于中国2016-20不同可能路径的观点一致，我们相信未来5年的中国股市回报将进一步走弱，原因如前所述：更大的经济不确定性；考虑升高的杠杆规模(见Exhibit77)，债息支付成本将会阻碍公司的成长机会；企业违约增加将损害股东权益。投资者将关注不断下降的资产回报率，它已从巅峰时期的8%下降至2%(见Exhibit 78)。

Exhibit 76: Renminbi Deviation from Fair Value

The renminbi is no longer undervalued.



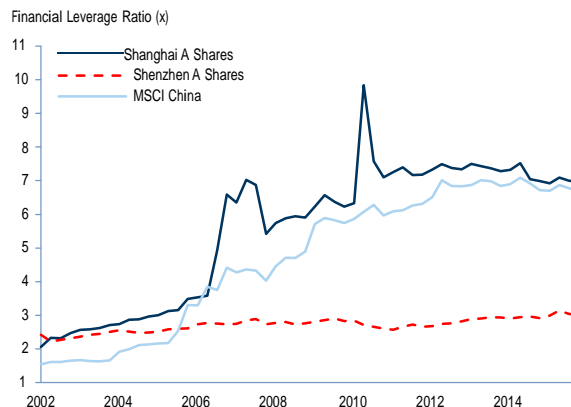
Data as of January 15, 2016.

Note: Based on the onshore renminbi exchange rate.

Source: Investment Strategy Group, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, IMF.

Exhibit 77: Financial Leverage Ratio of Chinese Equity Indexes

The ratio of debt to equity has risen across all indexes.



Data through Q4 2015.

Source: Investment Strategy Group, Bloomberg.

在基本方案中，我们预期中国股票的年化回报率约4%。如果信心消失或者银行业危机爆发，我们相信中国股市将经历日本1990年后的那种下滑。在这种方案里，股市将每年下降7-8%。

我们也担忧，当经济在未来几年放缓时，我们将见到更多类似汉能薄膜和佳兆业的案例。这2家公司都有可疑的企业治理与有限的会计透明度，监管者已暂停它们的股票交易。它们都是知名的高调公司：汉能薄膜位列MSCI中国指数，其创始人在2015年5月股票暴跌之前是中国最富有的人之一。类似的，佳兆业的创始家族被认为是大中华区排名第3的富豪家族。这样的案例完全无法预测，并导致纽约大学斯特恩商学院Aswath Damodaran教授所说的“截断风险”（truncation risk）—未来现金流被突然截断¹⁷⁵。投资于截断风险高的市场，其回报率需要相应调整以反映这种风险。

我们也相信天朝会尝试在未来几年稳定贬值货币。我们估计未来2年会贬值10-20%。当然，人民币到2020年可能进一步走弱，特别当贬值陷入无序，或者当资本账户打开时发生了显著资本外流。

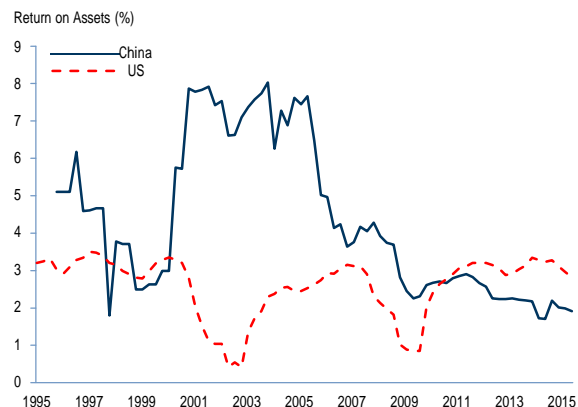
长期影响

人民币贬值的更大影响将反映在其它新兴市场国的货币上。考虑它们已从2011年的高点下滑43%，我们在未来12个月不太担忧这些货币。然而，我们相信人民币的稳定贬值将拉低它们并抵消新兴市场当地债务的增量收益。因此我们将新兴市场的当地债务从我们战略模型投资组合中移除，早在2013年我们已经削减过一次。

我们也建议在分布良好，中等风险的投资组合中将新兴市场股票的策略资产配置减少1%。注意2013年我们已经削减了1%。

Exhibit 78: Return on Assets

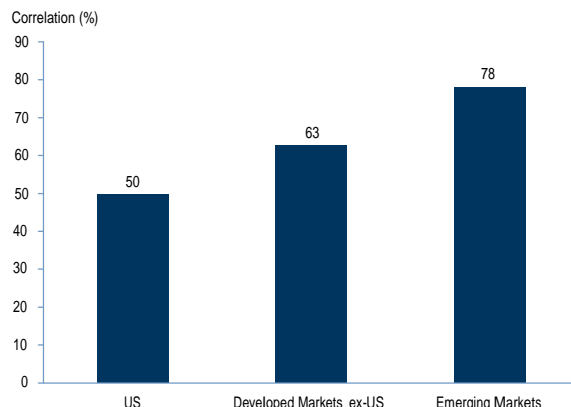
China's ROA has declined dramatically since the Goldilocks era of emerging markets.



Data through Q4 2015.
Note: Based on MSCI indexes.
Source: Investment Strategy Group, Bloomberg.

Exhibit 79: Correlation With Chinese Equities

Emerging markets' high correlation makes them vulnerable to elevated volatility in China.



Data through January 15, 2016.
Note: Based on MSCI indexes since 2001. Source: Investment Strategy Group, Datastream.

这次削减反映中国已经纳入新兴市场股市的影响，并且MSCI中国占据MSCI新兴市场指数的26%。进一步说，MSCI新兴市场指数与MSCI中国的相关性最高，如Exhibit 79所示。因此，更高的中国股市波动性与下滑程度对我们客户在新兴市场的投资资产会有最大影响。新兴市场国也更依赖中国有关制造业、房地产的大宗商品需求，因为我们预期这两个领域的增长将持续放缓，所以我们预期这些国家的回报率将降低。

我们减少新兴市场资产，转向投资评级与高收益的固定收入和发达市场股票。

我们没有改变新兴市场的私募股权配置。我们相信私募经理有能力从中国转向消费与服务导向的再平衡中获利。在我们看来，诸如医疗和废弃物管理服务行业的机会仍很客观，尤其是对有专业技术和资本的公司。

总结

天朝正在习近平的领导下经历一场重要转变。这个国家正试图使其经济摆脱出口驱动与投资拉动模式，转向更平衡的消费导向经济。它渴望到2020年使其总GDP和人均GDP相对2010年翻番。要达到这些目标，中国领导层需要设定一个全面改革日程，包括进一步金融市场自由化，国企改革，财政改革，农地改革与户口改革。习近平已指出“市场”需要扮演更“决定性的角色”以便达成这些目标¹⁷⁶。

这样重大的转变包含同样重大的风险并引入同样明显的不确定性。就规模而言，这样复杂和互相联系的改革日程还从未实现过。这样的转变如能达成，也不会一帆风顺。此外，天朝执行这样的转变适逢美国对其政策可能转变时。根据地缘政治专家，美国的政策是“重视天朝在经济与政治层面融入自由国际秩序的重要性”¹⁷⁷。然而这些专家现在建议美国转变战略，“更有力地平衡，更聪明地参与”¹⁷⁸。

作为结果，我们相信中国不仅在2016，也在未来5年都会是市场波动性的源头之一，其中对新兴市场经济体的影响最大。因此我们建议客户调整对新兴市场资产的曝险。发达经济体不会免疫来自中国的波动性，但直接和间接经济影响更小；我们也预期发达国家金融市场会继续过度反应，如2015年8月和2016年早期一样。

Abbreviations Glossary

ADR: American Depositary Receipt

AIIB: Asian Infrastructure Investment Bank

ARRA: American Recovery and Reinvestment Act

BCG: Boston Consulting Group

BEA: Bureau of Economic Analysis

BIS: Bank for International Settlements

bps: basis points

BRICS: Brazil, Russia, India, China and South Africa

CASS: Chinese Academy of Social Sciences

CFFEX: China Financial Futures Exchange

CPC: Communist Party of China

CSRC: China Securities Regulatory Commission

DM: developed market

EAG: Emerging Advisors Group

EM: emerging market

EPS: earnings per share

FX: foreign exchange

GDP: gross domestic product

GIR: [Goldman Sachs] Global Investment Research

GSDEER: Goldman Sachs Dynamic Equilibrium Exchange Rate

HKD: Hong Kong dollar

HSCEI: Hang Seng China Enterprises Index

ICOR: incremental capital-output ratio

IEA: International Energy Agency

IMF: International Monetary Fund

IPO: initial public offering

LGFV: local government financing vehicle(s)

MEP: Ministry of Environmental Protection

MSCI EAFE: MSCI Europe, Australasia and the Far East [Index]

MSCI EM: MSCI Emerging Markets [Index]

NBER: National Bureau of Economic Research

NBS: National Bureau of Statistics of China

NDRC: National Development and Reform Commission

NPL: nonperforming loan

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

PBOC: People's Bank of China

PM: particulate matter

pp: percentage points

PPP: purchasing power parity

QDII: Qualified Domestic Institutional Investors

QFII: Qualified Foreign Institutional Investors

RMB: renminbi

ROA: return on assets

RQFII: Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors

RRR: reserve requirement ratio

SAAR: seasonally adjusted annualized rate

SASAC: State-Owned Assets Supervision
and Administration Commission

SDR: Special Drawing Rights

SFTZ: Shanghai Free Trade Zone

SOE: state-owned enterprise

TARP: Troubled Asset Relief Program

TFP: total factor productivity

USCC: US-China Economic and Security Review Commission

WTI: West Texas Intermediate

Endnotes

1. Graham Allison, "The Thucydides Trap: Are the U.S. and China Headed for War?" *Atlantic*, September 24, 2015.
2. David Shambaugh, "The Coming Chinese Crackup," *Wall Street Journal*, March 6, 2015.
3. "The Great Fall of China," *Economist*, August 27, 2015.
4. Carolyn Cui, "Chinese Domino Effect Still Threatens World Markets," *Wall Street Journal*, September 30, 2015.
5. Jamie Chisholm, "China's Biggest Export Could Be Deflation," *Financial Times*, October 13, 2015.
6. Nicholas R. Lardy, "False Alarm on a Crisis in China," *New York Times*, August 26, 2015.
7. David Stevenson, "China's Woes Are Overplayed—It's an Opportunity," *Financial Times*, August 21, 2015.
8. "China, Britain to Benefit from 'Golden Era' in Ties—Cameron," Reuters, October 17, 2015.
9. Daniel Law and Shaun K. Roache, "Assessing Default Risks for Chinese Firms: A Lost Cause?" International Monetary Fund, June 2015.
10. Gabriel Wildau, "China Data: Making the Numbers Add Up," *Financial Times*, September 28, 2015.
11. "China's GDP is 'Man-Made,' Unreliable: Top Leader," Reuters, December 6, 2010.
12. Shen Qing, "Xinhua Insight: The Enigma of China's GDP Statistics," Xinhua, January 23, 2014.
13. Jacob N. Koch-Weser, "The Reliability of China's Economic Data: An Analysis of National Output," US-China Economic and Security Review Commission Staff Research Project, January 28, 2013.
14. *Ibid.*
15. Tom Orlik, *Understanding China's Economic Indicators: Translating the Data into Investment Opportunities*, FT Press, 2001.
16. Jing Wu, Yongheng Deng, Jun Huang, Randall Morck and Bernard Yeung, "Incentives and Outcomes: China's Environmental Policy," National Bureau of Economic Research, February 2013.
17. Tom Orlik, "Lies, Damned Lies, and Chinese Statistics," *Foreign Policy*, March 20, 2013.
18. Jacob N. Koch-Weser, "The Reliability of China's Economic Data: An Analysis of National Output," US-China Economic and Security Review Commission Staff Research Project, January 28, 2013.
19. Dexter Roberts, "Hu's Goal for China: Double Incomes by 2020," Bloomberg, November 8, 2012.
20. "6.5 pct Annual Growth China's Bottom Line for 2016-2020: Xi," Xinhua, November 3, 2015.
21. "Premier Li Stresses Quality Growth," Xinhua, October 31, 2015.
22. Jonathan Anderson, "China Activity Index and the Indomitable Consumer Charts," Emerging Advisors Group, September 30, 2015.
23. Derek Scissors, "How the Party Says China's Economy is Doing," Heritage Foundation, July 13, 2012.
24. Jacob N. Koch-Weser, "The Reliability of China's Economic Data: An Analysis of National Output," US-China Economic and Security Review Commission Staff Research Project, January 28, 2013.
25. Chris Buckley, "China Burns Much More Coal Than Reported, Complicating Climate Talks," *New York Times*, November 3, 2015.
26. International Monetary Fund, "The People's Republic of China Subscribes to the IMF's Special Data Dissemination Standard," October 7, 2015.
27. Pieter Bottelier (Senior Adjunct Professor at Johns Hopkins University School of Advanced International Studies and China scholar), in a conference call with the Investment Strategy Group, September 23, 2015.
28. Hugo-Scott Gall and Sumara Manohar, "Fortnightly Thoughts: The Consequences of China's Price Discovery," Goldman Sachs Global Investment Research, June 13, 2013.
29. Federal Reserve, "Transcript of Chair Yellen's Press Conference," September 17, 2015.
30. John W. Miller, "U.S. Sets New Duties on Chinese Steel," *Wall Street Journal*, November 3, 2015.
31. John W. Miller and Alex MacDonald, "ArcelorMittal Loss Worse Than Expected," *Wall Street Journal*, November 6, 2015.
32. Andrew Tilton and Jonathan Sequeira, "China's Changing Growth: Trade Spillovers to the Rest of Asia," Goldman Sachs Global Investment Research, May 8, 2014.
33. Sven Jari Stehn and Jan Hatzius, "The Drag from China: Many Channels, Limited Impact," Goldman Sachs Global Investment Research, September 4, 2015.
34. OECD, "OECD Economic Outlook," Volume 2015, Issue 2, OECD Publishing, November 2015.
35. International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report—Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets," October 2015.
36. Daniel Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux, October 2011.
37. David J. Kostin, Amanda Snider, Ben Snider, Elad Pashtan, Brett Sanchez and Arjun Menon, "S&P 500 Beige Book: Four Key Themes from 2Q 2015 Conference Calls," Goldman Sachs Global Investment Research, August 5, 2015.
38. Goldman Sachs Global Investment Research, "What China's Rebalancing Means for Commodities," October 12, 2015.
39. Michael Pettis (professor at Peking University), in a conference call with the Investment Strategy Group, October 13, 2015.
40. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
41. Goldman Sachs Global Investment Research, "Top of Mind: What's Going on in China," September 24, 2015.
42. Nicholas R. Lardy, "Skeptics of China's GDP Growth Have Not Made Their Case," Peterson Institute for International Economics, August 14, 2015.
43. Anna-Louise Jackson, "China's 6.9% Economic Growth 'Doesn't Rhyme,' Marc Faber Says," Bloomberg, October 26, 2015.
44. Dominic Wilson and Roopa Purushothaman, "Dreaming with BRICs: The Path to 2050," Goldman Sachs Global Investment Research, October 1, 2003.
45. Lant Pritchett and Lawrence H. Summers, "Asiaphoria Meets Regression to the Mean," National Bureau of Economic Research, October 2014.
46. Conditional convergence growth theory predicts that countries with low per capita income will grow faster than richer countries, taking into account such factors as savings rates, human capital, infrastructure and the quality of institutions.
47. Josephine Lau and Yanping Li, "China's Growth Is Unstable, Unsustainable, Wen Says," Bloomberg, March 16, 2007.
48. Tim Bradshaw, "Apple's Tim Cook Sets Out His Case to Beat Back the Doubters," *Financial Times*, October 28, 2015.
49. "China's 'Golden Week' Sales Shows Consumer Spending Strength," Bloomberg, October 11, 2015.
50. "6.5 pct Annual Growth China's Bottom Line for 2016-2020: Xi," Xinhua, November 3, 2015.
51. "Full Text of Xi Jinping's Speech on China-U.S. Relations in Seattle," Xinhua, September 24, 2015.
52. "6.5 pct Annual Growth China's Bottom Line for 2016-2020: Xi," Xinhua, November 3, 2015.
53. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
54. Robert Zoellick, "China Will Stumble If Xi Stalls on Reform," *Financial Times*, September 7, 2015.
55. Nicholas Lardy (senior fellow at the Peterson Institute for International Economics), in a conference call with the Investment Strategy Group, August 19, 2015.
56. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
57. 18th Communist Party of China Central Committee, "The Decision on Major Issues Concerning Comprehensively Deepening Reforms," November 15, 2013.
58. Nargiza Salidjanova and Jacob Koch-Weser, "Third Plenum Economic Reform Proposals: A Scorecard," US-China Economic and Security Review Commission, November 19, 2013.
59. *Ibid.*
60. "Party Sets Course for Next Decade," *China Daily*, November 16, 2013.
61. "The Decision on Major Issues Concerning Comprehensively Deepening Reforms in Brief," *China Daily*, November 16, 2013.
62. Lingling Wei, "China Delays Economic Liberalization," *Wall Street Journal*, November 6, 2015.
63. Bertolt Brecht, *Measures Taken and Other Lehrstucke*, Bloomsbury Methuen Drama, 2010.

64. Unirule Institute of Economics, "The Nature, Performance, and Reform of the State-Owned Enterprises," September 14, 2015.
65. "China Issues Guideline to Deepen SOE Reforms," Xinhua, September 13, 2015.
66. Andrew Batson, "The Flailing State of Enterprise Reform," Gavekal Dragonomics, September 15, 2015.
67. Chen Long, "The Mixed-Up Case of Mixed Ownership Reform," Gavekal Dragonomics, September 25, 2015.
68. Ibid.
69. "China Issues Guideline to Deepen SOE Reforms," Xinhua, September 13, 2015.
70. Gabriel Wildau, "China Stocks Bolt Higher on SOE Reform Speculation," *Financial Times*, August 10, 2015.
71. "China Nuclear Power Firms Merge to Fuel Global Clout," Reuters, May 30, 2015.
72. Lingling Wei, "China Prepares Mergers for Big State-Owned Enterprises," *Wall Street Journal*, March 11, 2015.
73. Gabriel Wildau, "China Tests New Model for State-Owned Enterprise Reform," *Financial Times*, May 19, 2015.
74. "Circular on Issuing the Suggestions on the Norms of Conduct for Holders of State-Owned Shares in Limited Liability Companies in Exercising Their Stock Rights," Gazette of the State Council of the People's Republic of China, September 29, 1997.
75. 18th Central Committee of the Communist Party of China, "The Decision on Major Issues Concerning Comprehensively Deepening Reforms," November 15, 2013.
76. Nicholas Bloom, Renata Lemos, Raffaella Sadun, Daniela Scur and John Van Reenen, "The New Empirical Economics of Management," National Bureau of Economic Research, May 2014.
77. "Don't Go Zhou," *Economist*, March 2, 2013.
78. People's Bank of China, "On Removal of the Deposit Interest Rate Ceiling—Dr. Yi Gang, Deputy Governor," October 27, 2015.
79. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
80. International Monetary Fund, "Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations," August 3, 2015.
81. Lingling Wei, "China Moves to Devalue Yuan," *Wall Street Journal*, August 11, 2015.
82. Josh Noble, "China's Offshore Currency Rate Jumps in Late Trade," *Financial Times*, September 10, 2015.
83. International Monetary Fund, "IMF's Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi," November 30, 2015.
84. "China Busts Largest Underground Banking Case," Xinhua, November 19, 2015.
85. Li Cui, "China's Capital Account Liberalization: Game Plan, Road Map & Implications," Goldman Sachs Global Investment Research, September 12, 2014.
86. International Monetary and Finance Committee, "IMFC Statement by Zhou Xiaochuan, Governor, People's Bank of China," April 18, 2015.
87. Weiqun Xie, "The Introduction of Index Futures May Help Better Manage Risks of the Capital Market (Economic Focus)," *People's Daily*, April 14, 2015.
88. China Securities Regulatory Commission, "Press Conference on April 11, 2014," April 11, 2014.
89. Lucy Hornby, "China Migration: Dying for Land," *Financial Times*, August 6, 2015.
90. World Bank and the Development Research Center of the State Council, People's Republic of China, "Urban China: Toward Efficient, Inclusive, and Sustainable Urbanization," World Bank, March 2014.
91. Lucy Hornby, "China Migration: Dying for Land," *Financial Times*, August 6, 2015.
92. Ministry of Agriculture of the People's Republic of China, "China's No.1 Central Document Focuses on Agriculture for 12th Consecutive Year," February 3, 2015.
93. Klaus Deininger, Songqing Jin, Shouying Liu, Ting Shao and Fang Xia, "Impact of Property Rights Reform to Support China's Rural-Urban Integration: Village-Level Evidence from the Chengdu National Experiment," World Bank, August 2015.
94. Ibid.
95. Jia Huajie, "Chongqing Mayor Says Rural Land Reform Pilot Has Been Just the Ticket," Caixin Online, September 17, 2015.
96. Ibid.
97. "Lawmakers Mull China's Pilot Rural Land Use Reform," Xinhua, February 25, 2015.
98. Klaus Deininger, Songqing Jin, Shouying Liu, Ting Shao and Fang Xia, "Impact of Property Rights Reform to Support China's Rural-Urban Integration: Village-Level Evidence from the Chengdu National Experiment," World Bank, August 2015.
99. Lu Ming, "Myths and Realities of China's Urbanization," Paulson Institute, August 18, 2015.
100. "Xinhua Insight: New Benefits Mean Clearer Future for China's Migrant Workers," Xinhua, October 15, 2015.
101. Shi Rui, Sheng Menglu and Luo Ruiyao, "Capital's Plan for Hukou Revamp 'Will Raise Cost of Living,'" Caixin Online, October 14, 2015.
102. Zheng Yangpeng, "Drive to Urbanize Requires Change in Financing," *China Daily*, March 20, 2014.
103. Klaus Deininger, Songqing Jin, Shouying Liu, Ting Shao, and Fang Xia, "Impact of Property Rights Reform to Support China's Rural-Urban Integration: Village-Level Evidence from the Chengdu National Experiment," World Bank, August 2015.
104. Lu Ming, "Myths and Realities of China's Urbanization," Paulson Institute, August 18, 2015.
105. Nicholas Eberstadt, "China's New Two-Child Policy and the Fatal Conceit," *Wall Street Journal*, October 29, 2015.
106. Barbara Demick, "How Did the One-Child Policy Change China? An Interview with Mei Fong," *New Yorker*, November 2, 2015.
107. Laurie Burkitt, "China Abandons One-Child Policy," *Wall Street Journal*, October 30, 2015.
108. 18th Central Committee of the Communist Party of China, "The Decision on Major Issues Concerning Comprehensively Deepening Reforms," November 15, 2013.
109. Hou Liqiang, "Report Identifies Sources of Mass Protests," *China Daily*, September 4, 2014.
110. Julian Zhu, Yan Yan, Christina He and Claire Wang, "China's Environment: Big Issues, Accelerating Effort, Ample Opportunities," Goldman Sachs Global Investment Research, July 13, 2015.
111. "Mapping the Invisible Scourge," *Economist*, August 15, 2015.
112. Ministry of Environmental Protection of the People's Republic of China, "MEP Releases the 2014 Report on the State of Environment in China," June 4, 2015.
113. "China Government Survey Shows 16 Percent of Its Soil is Polluted," Reuters, April 17, 2015.
114. He Guangwei, "The Human Cost of China's Untold Soil Pollution Problem," *Guardian*, June 30, 2014.
115. World Bank and the Development Research Center of the State Council, People's Republic of China, *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society*, World Bank, March 2013.
116. People's Bank of China and United Nations Environment Programme, "Establishing China's Green Financial System," April 2015.
117. Lucy Hornby, "Chinese Environment: Ground Operation," *Financial Times*, September 1, 2015.
118. Ministry of Environmental Protection of the People's Republic of China, "MEP Releases the 2014 Report on the State of Environment in China," June 4, 2015.
119. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
120. Shen Hong, "Beijing Directive Cuts Into Debt Issuance," *Wall Street Journal*, February 11, 2015.
121. "China Focus: China Targets Local Government Debt Risks with New Rules," Xinhua, October 2, 2014.
122. Zhang Yuzhe, Huo Kan and Xing Yun, "China Unleashes Bonds to Tackle Local Debt," Caixin Online, May 21, 2015.
123. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
124. Ibid.
125. "Local Officials Neglect Duties, Premier Says," *China Daily*, February 10, 2015.
126. State Council of the People's Republic of China, "Full Transcript of the State Council Policy Briefing on Sept 25, 2015," September 25, 2015.
127. "249 Officials Punished for Indolence," Xinhua, September 30, 2015.

128. Shuaizhang Feng, Yingyao Hu and Robert Moffitt, "Long Run Trends in Unemployment and Labor Force Participation in China," National Bureau of Economic Research, August 2015.
129. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
130. "Leaders Promise Stable Economy, Continued Reforms at 2015 National People's Congress," US-China Business Council, March 16, 2015.
131. "Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi," European Central Bank, July 26, 2012.
132. "6.5 pct Annual Growth China's Bottom Line for 2016-2020: Xi," Xinhua, November 3, 2015.
133. Goldman Sachs Global Investment Research, "China: Q&A on the Ongoing RMB Developments," September 3, 2015.
134. Tao Wang, "Does China Have Enough FX Reserves?" UBS Global Research, September 29, 2015.
135. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
136. "6.5 pct Annual Growth China's Bottom Line for 2016-2020: Xi," Xinhua, November 3, 2015.
137. Justin Yigu Lin, "Rural Reforms and Agricultural Growth in China," *American Economic Review*, Volume 82, Issue 1, March 1992.
138. Dong Zhang and Owen Freestone, "China's Unfinished State-Owned Enterprise Reforms," Treasury Department of the Australian Government, 2013.
139. Goldman Sachs Global Investment Research, "Top of Mind: What Is Going on in China?" September 24, 2015.
140. Ibid.
141. Dong Zhang and Owen Freestone, "China's Unfinished State-Owned Enterprise Reforms," Treasury Department of the Australian Government, 2013.
142. Bank for International Settlements, "BIS Quarterly Review," September 2015.
143. International Monetary Fund, "People's Republic of China: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation," July 7, 2015.
144. Ibid.
145. Lu Ming, "Myths and Realities of China's Urbanization," Paulson Institute, August 18, 2015.
146. Charlene Chu, "China Roadmap: Suspension of Disbelief Receding," Autonomous Research, July 28, 2015.
147. Il Hwang Lee, Murtaza Syed and Liu Xueyan, "Is China Over-Investing and Does it Matter?" International Monetary Fund, November 2012.
148. Charlene Chu, "China Roadmap: Suspension of Disbelief Receding," Autonomous Research, July 28, 2015.
149. Harold L. Sirkin, Michael Zinser and Justin R. Rose, "The Shifting Economics of Global Manufacturing: How Cost Competitiveness Is Changing Worldwide," Boston Consulting Group, August 2014.
150. Kathy Chu and Bob Davis, "As China's Workforce Dwindles, the World Scrambles for Alternatives," *Wall Street Journal*, November 24, 2015.
151. Ibid.
152. Ibid.
153. Paul Krugman, "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, November/December 1994.
154. Lant Pritchett and Lawrence H. Summers, "Asiaphoria Meets Regression to the Mean," National Bureau of Economic Research, October 2014.
155. Henry Kissinger, *A World Restored: Metternich, Castlereagh and the Problems of Peace, 1812-1822*, Mariner Books, 1973.
156. Helen Qiao, "Will China Grow Old Before Getting Rich?" Goldman Sachs Global Investment Research, February 14, 2006.
157. Nicholas Eberstadt, "China's New Two-Child Policy and the Fatal Conceit," *Financial Times*, October 30, 2015.
158. Jonathan Woetzel, Yougang Chen, James Manyika, Erik Roth, Jeongmin Seong and Jason Lee, "The China Effect on Global Innovation," McKinsey Global Institute, October 2015.
159. National Development and Reform Commission, Ministry of Foreign Affairs and Ministry of Commerce of the People's Republic of China, "Vision and Actions on Jointly Building Silk Road Economic Belt and 21st-Century Maritime Silk Road," March 2015.
160. Asian Infrastructure Investment Bank, "What Is the Asian Infrastructure Investment Bank?" December 2015.
161. New Development Bank, "About the NDB," July 2015.
162. Arthur Kroeber, "Financing China's Global Dreams," Gavekal Dragonomics, November 2015.
163. Ibid.
164. Michael Pettis, "The Absurd Theater of the AIIB," Global Source Partners, April 6, 2015.
165. David Dollar, "Lessons for the AIIB from the Experience of the World Bank," Brookings Institution, April 27, 2015.
166. Michael Pettis, "The Absurd Theater of the AIIB," Global Source Partners, April 6, 2015.
167. David Dollar, "Lessons for the AIIB from the Experience of the World Bank," Brookings Institution, April 27, 2015.
168. Ben Bernanke, "China's Gold Star," Brookings Institution, December 1, 2015.
169. International Monetary Fund, "Review of the Method of Valuation of the SDR," November 2015.
170. Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, "What Kind of Landing for the Chinese Economy?" Peterson Institute for International Economics, November 2004.
171. Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, "Global Investment Returns Yearbook 2005," ABN AMRO, February 2005.
172. Jay Ritter, "Is Economic Growth Good for Investors?" *Journal of Applied Corporate Finance*, August 2012.
173. Jason Hsu, "The Culprits in China's Stock Market Meltdown," Barron's, September 18, 2015.
174. Kinger Lau, Timothy Moe, Chenjie Liu and Jack Wang, "Portfolio Strategy Commentary: China Musings: 14 ADRs Added to the MSCI Universe; A 'New' Chapter for Chinese Equity Indexes," Goldman Sachs Global Investment Research, November 13, 2015.
175. Aswath Damodaran, "The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation," Stern School of Business, January 2006.
176. "CPC Acknowledges Market's 'Decisive' Role," Xinhua, November 12, 2013.
177. Robert D. Blackwill and Ashley J. Tellis, "Revising U.S. Grand Strategy Toward China," Council on Foreign Relations, March 2015.
178. Aaron L. Friedberg, "How Should the US Respond to China's Rise?" Gavekal Dragonomics, November 2015.

Thank you for reviewing this publication which is intended to discuss general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions. It should not be construed as research. Any reference to a specific company or security is for illustrative purposes and does not constitute a recommendation to buy, sell, hold or directly invest in the company or its securities.

Investment Strategy Group. The Investment Strategy Group (ISG) is focused on asset allocation strategy formation and market analysis for Private Wealth Management. Any information that references ISG, including their model portfolios, represents the views of ISG, is not research and is not a product of Global Investment Research or Goldman Sachs Asset Management, LP (GSAM). The views and opinions expressed may differ from those expressed by other groups of Goldman Sachs. If shown, ISG Model Portfolios are provided for illustrative purposes only. Your asset allocation, tactical tilts and portfolio performance may look significantly different based on your particular circumstances and risk tolerance.

Not a Municipal Advisor. Except in circumstances where Goldman Sachs expressly agrees otherwise, Goldman Sachs is not acting as a municipal advisor and the opinions or views contained in this presentation are not intended to be, and do not constitute, advice, including within the meaning of Section 15B of the Securities Exchange Act of 1934.

Forecasts. Economic and market forecasts presented herein reflect our judgment as of the date of this material and are subject to change without notice. These forecasts are estimated, based on assumptions, and are subject to significant revision and may change materially as economic and market conditions change. Goldman Sachs has no obligation to provide updates or changes to these forecasts. If shown, case studies and examples are for illustrative purposes only.

Indices. Any references to indices, benchmarks or other measure of relative market performance over a specified period of time are provided for your information only. Indices are unmanaged. Investors cannot invest directly in indices. The figures for the index reflect the reinvestment of dividends and other earnings but do not reflect the deduction of advisory fees, transaction costs and other expenses a client would have paid, which would reduce returns. Past performance is not indicative of future results.

JPMorgan Indices. Information has been obtained from sources believed to be reliable but JPMorgan does not warrant its completeness or accuracy. The JPMorgan GBI Broad, JPMorgan EMBI Global Diversified and JPMorgan GBI-EM Global Diversified are used with permission and

may not be copied, used, or distributed without JPMorgan's prior written approval. Copyright 2016, JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

S&P Indices. "Standard & Poor's" and "S&P" are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") and Dow Jones is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones") and have been licensed for use by S&P Dow Jones Indices LLC and sublicensed for certain purposes by The Goldman Sachs Group, Inc. The "S&P 500 Index" is a product of S&P Dow Jones Indices LLC, and has been licensed for use by The Goldman Sachs Group, Inc. The Goldman Sachs Group, Inc. is not sponsored, endorsed, sold or promoted by S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, their respective affiliates, and neither S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, or their respective affiliates make any representation regarding the advisability of investing in such product(s).

EURO Stoxx 50. The EURO STOXX 50® is the intellectual property (including registered trademarks) of STOXX Limited, Zurich, Switzerland and/or its licensors ("Licensors"), which is used under license.

MSCI Indices. The MSCI indices are the exclusive property of MSCI Inc. ("MSCI"). MSCI and the MSCI index names are service mark(s) of MSCI or its affiliates and are licensed for use for certain purposes by The Goldman Sachs Group, Inc.

Barclays Capital Indices. © 2016 Barclays Capital Inc. Used with permission.

Tokyo Stock Exchange Indices. Indices including TOPIX (Tokyo Stock Price Index), calculated and published by Tokyo Stock Exchange, Inc. (TSE), are intellectual properties that belong to TSE. All rights to calculate, publicize, disseminate, and use the indices are reserved by TSE. © Tokyo Stock Exchange, Inc. 2016. All rights reserved.

Investment Risks. Risks vary by the type of investment. For example, investments that involve futures, equity swaps, and other derivatives, as well as non-investment grade securities, give rise to substantial risk and are not available to or suitable for all investors. We have described some of the risks associated with certain investments below. Additional information regarding risks may be available in the materials provided in connection with specific investments. You should not enter into a transaction or make an investment unless you understand the terms of the transaction or investment and the nature and extent of the associated risks. You should also be satisfied that the investment is appropriate for you in light of your circumstances and financial condition.

Alternative Investments. Alternative investments may involve a substantial degree of risk, including the risk of total loss of an investor's capital and the use of leverage, and therefore may not be appropriate for all investors. Private equity, private real estate, hedge funds and other alternative investments structured as private investment funds are subject to less regulation than other types of pooled vehicles and liquidity may be limited. Investors in private investment funds should review the Offering Memorandum, the Subscription Agreement and any other applicable disclosures for risks and potential conflicts of interest. Terms and conditions governing private investments are contained in the applicable offering documents, which also include information regarding the liquidity of such investments, which may be limited.

Commodities. Commodity investments may be less liquid and more volatile than other investments. The risk of loss in trading commodities can be substantial due, but not limited to, volatile political, market and economic conditions. An investor's returns may change radically at any time since commodities are subject, by nature, to abrupt changes in price. Commodity prices are volatile because they respond to many unpredictable factors including weather, labor strikes, inflation, foreign exchange rates, etc. In an individual account, because your position is leveraged, a small move against your position may result in a large loss. Losses may be larger than your initial deposit. Investors should carefully consider the inherent risk of such an investment in light of their experience, objectives, financial resources and other circumstances. No representation is made regarding the suitability of commodity investments.

Emerging Markets and Growth Markets. Investing in the securities of issuers in emerging markets and growth markets involves certain considerations, including: political and economic conditions, the potential difficulty of repatriating funds or enforcing contractual or other legal rights, and the small size of the securities markets in such countries coupled with a low volume of trading, resulting in potential lack of liquidity and in price volatility.

Tactical Tilts. Tactical tilts may involve a high degree of risk. No assurance can be made that profits will be achieved or that substantial losses will not be incurred.

Equity Investments. Equity investments are subject to market risk, which means that the value of the securities may go up or down in respect to the prospects of individual companies, particular industry sectors and/or general economic conditions. The securities of small and mid-capitalization companies involve greater risks than those associated with larger, more established companies and may be subject to more abrupt or erratic price movements.

Fixed Income. Investments in fixed income securities are subject to the risks associated with debt securities generally, including credit/default, liquidity and interest rate risk. Any guarantee on an investment grade bond of a given country applies only if held to maturity.

Non-US Securities. Investing in non-US securities involves the risk of loss as a result of more or less non-US government regulation, less public information, less liquidity and greater volatility in the countries of domicile of the issuers of the securities and/or the jurisdiction in which these securities are traded. In addition, investors in securities such as ADRs/GDRs, whose values are influenced by foreign currencies, effectively assume currency risk.

Tax Information. Goldman Sachs does not provide legal, tax or accounting advice. You should obtain your own independent tax advice based on your particular circumstances.

Distributing Entities. This material has been approved for use in the United Kingdom solely for the purposes of Section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 by GSI, Peterborough Court, 133 Fleet Street, London EC4A 2BB; by Goldman Sachs Canada, in connection with its distribution in Canada; in the United States by Goldman, Sachs & Co. Member FINRA/SIPC; in Hong Kong by Goldman Sachs (Asia) L.L.C.; in Korea by Goldman Sachs (Asia) L.L.C., Seoul Branch; in Japan by Goldman Sachs (Japan) Ltd; in Australia by Goldman Sachs Australia Pty Limited (ACN 092 589 770); and in Singapore by Goldman Sachs (Singapore) Pte. (Company Number: 198502165W); and in Brazil by Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.

No Distribution; No Offer or Solicitation. This material may not, without Goldman Sachs' prior written consent, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an employee, officer, director, or authorized agent of the recipient. This material is not an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of a security in any jurisdiction in which such offer or solicitation is not authorized or to any person to whom it would be unlawful to make such offer or solicitation. This material is a solicitation of derivatives business generally, only for the purposes of, and to the extent it would otherwise be subject to, §§ 1.71 and 23.605 of the U.S. Commodity Exchange Act.

Goldman Sachs

Atlanta
Beijing
Boston
Chicago
Dallas
Dubai
Dublin
Frankfurt

Geneva
Hong Kong
Houston
London
Los Angeles
Madrid
Melbourne
Miami

Milan
Monaco
New York
Philadelphia
San Francisco
Sao Paulo
Seattle
Shanghai

Singapore
Sydney Tel Aviv
Washington, DC
West Palm Beach
Zurich

www.gs.com