

分化、震荡与复苏中的中国宏观经济

——2009年第2季度中国宏观分析与预测报告

□中国人民大学经济研究所——东海证券研究所 刘元春 朱戎 阎衍

经济总体判断：

止跌触底 结构分化 底部震荡

在宏观经济政策的强力刺激下,中国宏观经济成功终止了2008年第3季度以来加速下滑的态势,并开始步入“止跌触底→结构分化→底部震荡→前期复苏”的进程。与其他年份相比,2009年中国宏观经济运行将呈现以下几大特征：

一、总体上,GDP增速触底回升、固定资产投资井喷式的增长、工业增加值小幅波动中的企稳、PMI指数超临界值的回升、消费增速的稳定以及财政收入的回升等6方面的指标说明,中国宏观经济终止了下滑的局面,实现触底,开始步入宏观经济复苏的前期阶段——“政策性反弹阶段”。

二、在结构上,中国经济呈现“政策反弹”与“市场下滑”两种力量相互分化的运行模式——一方面是以政府强力刺激为主体的政策性反弹,;另一方面是以出口下滑和支柱产业低迷为诱因的市场层面的下滑,前者主要体现为靠近政策层面、靠近基础产业和大型投资项目的行业出现了强力的回调,后者主要体现为靠近出口、一般消费和市场性行业依然处于下行通道。

三、这种结构的分化导致宏观经济呈现出“两面性”,并体现为10个方面宏观指标的分化和5个方面宏观指标的冲突。

其中,10大“分化”主要体

现为：

1.传统的“出口-投资联动机制”被打破,在出口持续下滑的同时,固定资产投资却大幅度上扬,投资驱动模式步入以信贷和财政政策主导为主的萧条期驱动模式。

2.传统的工业增加值与用电量同步变化的规律被打破,在工业增加值反弹的同时,发电量却持续下滑,二者之间的缺口不断扩大,中国工业化增长模式步入萧条期。

3.传统的内陆运输和海运运输同步变化的规律被打破,在货物运输和PMI值反弹的同时,港口运输同比依然是负增长。

4.在货币供应量快速井喷与实体经济增长缓慢的同时,物价水平却持续负增长。其增速的反差不仅意味着未来通货膨胀压力明显存在,而且意味着货币在金融领域“空转”,对实体经济的渗透存在明显时滞。

5.在总体工业产量上扬的同时,工业利润同比增速持续下挫,部分行业甚至出现“越亏损、越生产”的局面。在一定程度上讲,政策性反弹缺少市场效率基础。

6.在消费实际增速同比大幅度提高的同时,名义消费增速却出现明显的下滑回落,经济持续的底部运行将最终引起实际消费增速的下滑,消费增速持续高

中国宏观经济的两面性	
反弹面	下滑面
1、固定资产投资：1-5月同比增速为32.9%,与去年同期提高了4.8个百分点。	1、进出口贸易：1-5月进出口同比增速分别为-20.5%和-28.7%;4月贸易顺差比去年同期少增35.8亿美元。
2、工业增加值：5月同比增速8.9%，止住2008年6月以来加速下滑的局面。	2、A、发电量：5月发电量同比下降3.0%; B、财政收入：1-5月同比增速为-6.7%,4月同比增速为-13.6%。
3、A、货物运输：1-4月同比增长4.4%,改变2008年底接近0增长的低迷局面。 B、PMI指数：5月达到53.1%，连续6个月反弹。	3、港口运输：1-4月，沿海港口货物量同比下降1.8%，其中港口外贸货物吞吐量同比下降4.6%。
4、货币供应：5月M2同比增速达到25.7%，创1996年10月份以来近13年的新高；1-5月新增信贷规模达到5.84万亿。	4、CPI和PPI：1-5月两指标持续为负,5月分别为-1.4%和-7.2%。
5、重要工业产品产量：1-4月水泥同比增加13%，原煤6.8%，汽车17.9%；钢铁2%	5、工业利润：1-4月，工业利润同比下降27.9%，而钢铁行业利润同比下降97.5%。主营业务收入同比增幅为-0.8%。
6、实际消费增速：1-5月全社会零售销售总额增长15.0%，实际增速比去年提高3个百分点。	6、A、名义消费：1-5月同比增速15.0%，与去年同期下降了6.1个百分点。 B、消费信心指数：从2008年7月开始，消费信心直线下滑了9.4个点。
7、股票指数：上证综合指数从1849点上升到2879点。	7、上市公司利润：上市公司第一季度净利润同比下降21.57%，扣除计提转回和投资性收益，利润同比下滑超过30%。
8、房地产交易量：1-5月，全国商品房销售面积24644万平方米，同比增长25.5%，增幅比去年提高32.7个百分点。	8、房地产投资量：1-5月，全国完成房地产开发投资同比增长6.8%，增幅比去年同期回落25.1个百分点。

位增长可能面临下滑的压力。

7.在股票市场日益高涨的同时,上市公司和工业企业的利润同比大幅度下降,资本市场的资金性推动的特点十分明显。

8.在房地产销售出现大幅度复苏的同时,而房地产投资的增速却依然在低水平徘徊,同比增速大幅度下降,房地产市场全面复苏存在不确定性。

9.在靠近国有层面、政策刺激层面和中央大型项目等领域的政策性投资大幅度提升,而靠近一般市场、出口等领域的市场性投资却持续疲软,说明政府在启动市场上效果并没有显现。

10. 两种制造业PMI指数存在冲突,说明在政策强力刺激下制造业在接近政策层面与出口

型市场层面出现了明显的分化。而5大“冲突”和“背离”主要体现在：

1.工业增加值增速首次低于GDP增速,中国宏观经济开始步入增长源变异的萧条期。这说明经济下滑中中国工业受到巨大的重创,而不是中国增长结构产生了稳定性的变化和调整。

2.固定资产投资增速与GDP增长速度、工业增加值增速之间的差距大幅度扩大,一方面说明中国的“去存货投资”较为严重,另一方面说明目前高速固定资产投资可能没有落在实处。

3.固定资产完成额的高速增长与投资品价格和生产资料出厂价格的下滑存在冲突。这意味着要么很多计划投资的资金没

有形成相应的购买,要么固定资产投资完成额存在虚报的现象。

4.居民收入增长与失业率上升、实际收入水平上升与居民收入感受指数下降之间存在着一定冲突,说明政府转移性支付力度较为强劲,未来收入政策的可持续性对于收入的稳定十分重要。

5.中国经济深度下滑的萧条状况与目前实际消费增速依然坚挺存在着冲突。这说明消费中可能存在大量“强制性”消费,自愿性引致消费依然处于低迷状态。

上述各种宏观变量所呈现出来的“结构分化”、“变量冲突”、“内部矛盾”的特点有其十分深刻的宏观经济运行机制基础。这集中体现在以下几个方面：

对策与政策建议

面对中国宏观经济出现“止跌触底”、“结构分化”、“指标冲突”、“底部震荡”与“风险孕育”的运行特点,我们应采取怎样的应对策略和相应的措施,以达到“启动市场”、“巩固企稳”、“减少冲突”、“化解风险”并最终步入宏观经济全面复苏的通道呢？

一、不宜过度频繁地改变现有的经济刺激方案,以避免出现后来刺激方案的出台导致前一种刺激方案实施落空、无法发挥效益的局面,避免发生经济主体对政策预期不稳定的现象。
1)由于经济已基本“止跌触底”,政府不宜再出台另外的大规模刺激方案,以补充或完全替代4万亿刺激方案；
2)由于“止跌触底”的基础并不坚实,不宜对目前扩张性政策方向进行全面的调整。因此,当前的政策方针应当以强调政策的延续性和稳定性为主,以局部战术性调整为辅。

二、要辩证地认识投资在中国经济增长及危机救助中的作用。虽然政府投资效率步入强烈的递减区间,但4万亿刺激方案对于稳定内需、保证产业循环的不断裂起着核心的作用。因此,一方面我们不宜启动另外的投资刺激方案,另一方面也不能大幅度减少原有投资计划的规模。目前工作的重点应当在于：

1)落实目前的投资计划,在防止“政策性投资的悬空”的同时,重点监控地方政府利用刺激政策之便进行变相的地方债务融资和投资膨胀；
2)局部调整政府性投资的渠道和行业方向；
3)强化各种有利于政府投资的拉动效应的政策措施,注重投资的就业效应、产业调整效应；
4)应当改变目前投融资体制进一步扭曲的格局,全面放开对民间资本进入的行业管制,促进民营资本的实体化。

三、出口下滑已成为定局,但政府不宜对外需进行过度的救助,贸易政策的调整依然应当保证其战略高度,目前出台的政策应当进行分类调整。

1)不宜过度使用出口退税政策来保证出口,在调整外需时,不宜过多地在出口企业成本方面做文章,因为减少成本的贸易政策不仅无法应对外部需求下滑带来的贸易恶化问题,反而会产生保护落后的效应,为下一步结构性调整带来过多的负担。
2)应当扩大出口信用保险和外商融资担保等有利于外部需求扩大的金融措施,以解决我国贸易伙伴国源于金融危机中贸易融资短缺的问题。

3)可以利用用于出口退税和关税减免的各种费用创建外向型企业产业园区基金,改变对外向型企业危机救助的方式,促进这些企业在向内销转移过程中进行技术和产业升级。

四、中国目前消费政策的重点不应当是简单地进行一次性转移支付或通过补贴提高居民的“半强制性消费”,而应当通过全局性的、规划性的社会改革来改变居民的消费信心,提高居民的边际消费倾向。因此,我们在短期应当在进一步扩大家电下乡、以旧换新、降低部分产品消费税的同时,出台5-10年的一揽子社会改革计划,“改革促进消费”依然是我们消费政策的核心。

1) 扩大家电下乡的品种和范围,全面扩大家电、汽车以旧换新的试点范围和区域。但应当考虑在大中型城市推行这些计划时,充分考虑家电、汽车的环保和技术标准,以避免在刺激消费的同时保护了这些行业中的落后产能。
2)加大对于消费边际倾向高、人力资本积累效果明显的人群的消费补贴和收入补贴,其中最为突出的就是对大学生的生活补贴和伙食补贴,同时也可以考虑试点12年义务教育体系改革。
3)改变目前社会福利体制改革过于分散、过于渐进的现状,应当与产业计划一样,出台5-10年一揽子社会改革计划,以稳定人民的预期。

五、结构改革是中国在“止跌-复苏”进程中的政策核心,但是,结构改革应当注意以下几个原则和方法：

1) 结构改革是一个战略性方向,在具体落实中必须避免“战略问题、战术性处理”的困境,必须避免与“需求管理政策”产生过大的冲突。因此,结构改革需要战略性规划,同时在近期应当多考虑那些与扩大内需相契合的政策措施。

2)结构改革不仅应当关注传统产业的技术改造,更重要的是应当落实到新兴产业的促进上,因此,新行业的战略规划、新行业进入的开放,新行业技术的研发补贴以及基础设施建设就显得十分重要。

3)对于产能过剩的治理应当是目前结构调整的一个重点,落后产能的淘汰以及亏损企业的淘汰应当是任何危机治理遵循的基本原则,因此,应当避免不分技术水平和行业分布的直接或间接的生产型补贴。

4)政府可以考虑推行大规模的固定资产更新的补贴计划,但对于更新的固定资产要制定较高的技术和环保标准。这样的补贴不仅有利于投资需求的提升,同时也达到结构调整的目的。

六、财政支出在总量上依然存在

第一、在世界经济危机的影响下,中国传统的宏观变量的传递机制发生变异。例如传统的“投资-出口联动机制”、“发电量-工业增加值-GDP联动机制”、“内贸-外贸联动机制”都发生了巨大变化。

第二、总供给和总需求的动态运行模式发生了变化,潜在总供给在以往高速固定资产投资扩张的作用下大幅度提升,实际供给会在短期政策性需求的提升下进行大幅度放量,从而导致物价水平波动,绩效水平出现波动,进而影响市场型需求的复苏,从而出现总需求的波动和实际供给水平的波动。

第三、在政策的不连续性以及市场对政策预期的波动等因素的影响下,政策性需求和市场性需求会产生相应的波动,进而导致体系性的波动。

第四、在政策层面反弹的力量与市场下行的力量之间的较量,存在不确定性。

第五、2004-2007年的经济高涨在投资领域产生了大量的泡沫,这些泡沫导致宏观经济的存货投资达到历史前所未有的高度,这决定了在萧条期间,中国经济始终面临“去存货投资”与“增加存货投资”之间交替作用的冲击,同时由于不同产业的“去存货投资”和“存货投资增长”的步调不一致,这将导致很多行业出现波动,进而产生相应的宏观波动与震荡。这些波动在目前宏观经济止跌之后会逐渐展开。

扩张的空间,但投资性的财政支出不宜增加,而消费性和转移性的财政支出应当提高,与此同时应当重点关注财政结构性恶化的源头——地方财政信贷化的问题。

1) 政府不宜过分关注财政赤字率,从而受制于个别年份财政赤字的扩大。

2)财政支出结构应当进行调整,一是对于失业救助和失业安置的费用应当提高,政府应当从简单的“提高就业、保稳定”向“加强安全体系、保稳定”进行转变,因为中国在相当一个时期内要面对“无就业的增长”、“无就业的复苏”所带来的失业规模增加的问题。

3)寻找新的实施政府财政补贴的着力点。可以考虑加大对大学生的生活和收入补贴,加大对高技术固定资产投资更新的补贴。

4)约束地方政府行为。一方面约束政府新一轮基本建设投资的膨胀,另一方面加强对各地城市投融资平台融资行为的监管,防止信贷被地方财政绑架。

七、货币政策不能进行方向性的调整,但必须对实施工具和措施进行调整,货币政策在短期应当稳定预期,在中期应当防止通货紧缩向高速结构性价格上涨突然逆转。因此,未来货币政策操作的难度很大。

1)应当保证货币政策的相对独立性,防止货币政策完全沦为财政政策的附庸,特别要防止地方政府和各个职能部门借经济救助而绑架货币政策进行超预期的扩张。
2)在强化对市场性主体融资的同时,还必须强调银行的商业原则,切忌商业贷款政策性使用,因此,国家强调向中小企业进行商业贷款的全面开放可能是一个错误的引导。“中小企业融资难”不仅是一个世界性的命题,也是市场经济特有的问题。

3)价格扩张应当部分取代现有的数量扩张,人民银行应当在考虑局部收缩信贷规模的同时,进行1-2次的减息政策。这对于改变目前流动性对实体经济的渗透性不强的局面有好处。
4)虽然发达国家将面临相当一段时期的通货紧缩,但由于中国经济下滑产生的逻辑与中心国家不同、中国通货膨胀形成机制较为特殊等原因,中国必须高度关注中国在率先走出世界性通货紧缩的同时步入较高的结构性价格上涨的局面。

5)人民币汇率应当保持稳定,一方面不宜屈服于贸易恶化而进行大幅度的贬值,另一方面也不宜屈从美国的压力而进行升值。

