

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

2009年中国宏观经济在政府强力扩张政策的作用下成功终止了2008年第3季度以来加速下滑的趋势,GDP等6大指标呈现“止跌触底”的态势。但是,中国宏观经济目前依然处于“止跌-复苏”进程中的第一阶段——“政策性反弹阶段”。宏观经济在结构上呈现出“两面性”,即“政策性反弹”与“市场性下滑”两种力量相并行。这种“两面性”使11个方面的宏观经济变量出现了“分化”,5大类变量出现“相互冲突”,并导致宏观经济开始呈现“底部震荡”的特点。

中国宏观经济的“结构分化”、“指标冲突”以及“底部震荡”意味着中国宏观经济向“全面市场启动”阶段过渡的基础依然薄弱,其间蕴含着9大经济风险:1)潜在供给扩大与产能过剩带来的宏观经济过度波动与再度探底的风险;

2)外需持续恶化可能随着时间的推移而大幅度强化“下行压力”的风险;3)货币冲击与输入型价格上涨双重冲击下通货紧缩突然逆转的风险;4)房地产存货的调整以及未来预期的不确定性,使房地产市场面临“小阳春”之后震荡的风险;5)“政府性投资的悬空”与“市场性投资的挤出”并存的风险;6)总量可持续掩盖下财政结构性恶化的风险;7)周期性失业的持续攀升与“无就业经济复苏”双重冲击下的社会风险;8)过度救助带来的更大的市场扭曲的风险;9)过度乐观情绪蔓延与决策失误带来的信心逆转的风险。这些风险的存在和变化将决定中国宏观经济已经开始步入“止跌触底→结构分化→底部震荡→前期复苏”的进程。

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型,预测2009全年中国GDP增长达到8.4%、“保八”目标基本实现;全社会固定资产名义增长速度较2008年有较大的提升,达到27.5%,成为经济增长的第一源泉;全社会消费品零售总额名义增速达到15.4%,名义增速下滑,而实际增速基本保持稳定;外贸形势恶化,出口总额下滑了17.1%,进口总额下降18.9%;贸易顺差达到2653亿美元;全年CPI估计在-0.5%,GDP平减指数为-2.5%。

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

其中,10大“分化”主要体

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%,正在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。	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%。
B、PMI指数:5月达到53.1%,连续6个月反弹。	4、CPI和PPI:1-5月两指标持续为负,5月分别为-1.4%和-7.2%。
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5.84万亿元。	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滑97.5%。主营业务收入同比增幅为-0.8%。
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%	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。
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。	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个百分点。
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%,扣除非经常性收益,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%,增幅比去年同期提高32.7个百分点。	8、房地产投资: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变化和调整。

2.固定资产实际增速与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一定冲突,说明政府转移支付力度较为强劲,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:

“止跌-复苏”进程中的宏观风险与问题

中国宏观经济目前所呈现的“止跌触底”、“分化矛盾”、“底部震荡”这些运行特征蕴含了大量的风险,这些风险是我们在“止跌-复苏”进程中所面临的主要难题。

中国宏观经济在“止跌-复苏”的进程中将经历四个阶段:“政策性需求反弹与GDP止跌阶段”、“市场性需求回升阶段”、“产出缺口收窄阶段”、“产出缺口消失阶段”。目前GDP增速的止跌只是意味着宏观经济政策“危机治理”初步告捷,标志着中国经济进入向经济复苏过渡的第一阶段。目前,外部经济环境的持续恶化、政策性刺激的市场反应并不明显、市场型投资和市场型消费的相对下滑趋势依然存在、产出缺口的持续放大,物价水平的持续下滑等因素决定了中国宏观经济目前底部运行的模式,并将在近期面临以下9大风险和问题。

1.潜在供给扩大与产能过剩带来的宏观经济过度波动与再度探底的风险。

2.世界经济持续性萧条带来的外

需进一步恶化及其累计性冲击效应加速的风险。

3.货币冲击与输入型价格上涨双重冲击下通货紧缩突然逆转的风险。

4.房地产行业在“去库存”冲击下调整反复、复苏乏力的风险。

5.“政府性投资的悬空”与“市场性投资的挤出”并存的风险。

6.总量可持续掩盖下财政结构性恶化的风险。

7.周期性失业的持续攀升与“无就业经济复苏”双重冲击下的社会风险;

8.过度救助带来的更大的市场扭曲的风险。

9.过度乐观情绪蔓延与信心逆转的风险。

这些风险的存在和变化将决定中国宏观经济在“止跌触底→结构分化→底部震荡→前期复苏”进程中具体表现和发展趋势。持续性的“底部震荡”可能是未来经济运行的特点之一。

2009年全年GDP增长将达到8.4%

本报告基于上述各种判断和分析,设定以下主要外生参数:(1)2009年中央财政预算赤字率为3.5%;(2)2009人民币与美元的平均兑换率为6.83。依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型,按年度预测2009全年中国经济运行的状况,其主要结果如下:

1)中国2009年全年GDP增长达到8.4%,比2008年回落0.6个百分点,“保八”目标基本实现;三大产业增加值的增速同步回落,分别达到0.8、0.7、0.3个百分点,但第三产业增速在稳定的消费和强劲的投资驱动下,下降幅度较小。

2)全社会固定资产名义增长速度较2008年有较大的提升,达到27.5%,但由于固定资产投资价格有较大幅度的回落,固定资产投资实际增速提高的幅度达到9.9个百分点,成为经济增长的第一源泉。

3)全社会消费品零售总额名义增

速有较大幅度下降,仅为15.4%,同比增幅下降6.2个百分点,但考虑价格因素,消费实际增速基本保持稳定,上升了0.2个百分点。

4)外贸形势恶化,按照美元计价的进出口总额下降了17%,其中出口总额达到11842亿美元,比2008年下滑了17.1%,进口总额达到9189亿美元,比2008年下降了18.9%;贸易顺差达到2653亿美元,比2008年降低了10.4%,扣除美元贬值以及进出口价格因素,实际贸易顺差下降幅度更大。

5)在适度宽松的货币政策推动下,货币增长较2008年出现大幅度提升,狭义货币供应M1达到17.2%,M2增长22.6%。

6)在产能过剩、价格翘尾、货币供应的提高以及国际大宗商品价格的上涨等多重因素的作用下,2009全年物价水平在低水平状态下出现平稳提升,全年CPI估计在-0.5%,GDP平减指数为-2.5%。

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,我们应当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状。

1)由于经济已基本“止跌触底”,政府不再启用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、保证产业链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“政策性投资的落空”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)可以利用出口退税和关税减免的各种费用创建外向型企业产业

转型基金,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、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)财政支出结构应当进行调整,

一是对于失业救助和安置的费用应

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

政府绑架。

5)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