

经济下滑初步遏制 夯实底部仍需努力

——今年第1季度中国经济金融走势分析及展望

●今年1季度经济加速下滑趋势已得到初步遏制,经济运行呈现多方面回暖迹象,资金向实体经济流动的渠道更加畅通,充裕的资金带动股市、房市、车市成交活跃,社会信心有所恢复。

●一系列从经济到金融,从内需到外需的回暖信号使我们有理由相信1季度中国经济下滑可能已经触底,2季度将小幅反弹。

●经济能否持续回暖取决于在扩张性财政政策逐渐淡出之后,政府拉动的投资能否有效带动民间投资需求和居民消费需求的回升,并与政府主导需求实现对接,为经济增长提供长久、强劲的增长动力,最终护送经济回到良性循环的轨道。

●市场主导需求的启动是经济持续回暖的最终动力;去库存化进程的结束是经济持续回暖的必备环节;企业利润较快增长是经济持续回暖的润滑剂;房地产行业的复苏是经济持续回暖的强大引擎。

●从目前看,市场主导需求的全面回暖还未到来;当前库存资金占用仍然较多,去库存化进程可能出现反复;工业企业利润的下滑还不利于经济运行良性循环的自我形成;原先经济增长的主要发动机——高速扩张的房地产需求和出口需求难以在短期内恢复。因此总体看,中国经济回暖的基础还不稳固,其可持续性有待于进一步观察,经济全面回暖尚需时日。

◎本报特约撰稿 邹新 赵劭力 朱妮 李露

最新数据表明,尽管今年1季度GDP同比增速回落至6.1%,但中国经济运行已出现多方面积极变化,主要表现在:

一、经济加速下滑趋势初步遏制,经济运行呈现多方面回暖迹象

(一)GDP同比增速虽继续下降,但下滑速度放缓

今年1季度,国内生产总值(GDP)同比增长6.1%,增速同比、环比分别下降了4.5和0.7个百分点,并降至十年来最低,但GDP增速的环比降幅较2008年4季度缩小了1.5个百分点。

(二)“三驾马车”运行良好;投资高速增长,消费平稳运行,出口低位企稳

1、投资高速增长,政府拉动效应明显。1季度,全社会固定资产投资28129亿元,同比增长28.8%,较上年同期加快4.2个百分点。3月当月城镇固定资产投资价格指数下降,实际增速更高。1季度投资的高速增长带有明显的政府拉动效应,首先,在房地产投资大幅回落的情况下,包含城镇基建项目的第三产业投资增速却较上年全年提高了5.0个百分点。其次,包含农村基建项目的第一产业固定资产投资同比增速高达85.0%,较上年全年提高了30.5个百分点。

2、消费平稳运行,收入增长是决定消费的重要因素。1季度,居民收入的较快增长支撑了消费的增长,社会消费品

零售总额29398亿元,同比增长15.0%(6月份增长14.7%),较上年同期下降较多。但剔除物价因素后,1季度消费实际增长15.9%,较上年同期和上年全年分别加快3.6和1.1个百分点,稳中加快的增长来之不易。

3、出口低位企稳,港口货物吞吐量止跌反弹。1季度,进、出口贸易形势总体较为严峻,然而受益于出口退税政策的调整、贸易融资环境的改善和扩大内需政策效果的逐渐显现,3月份对外贸易明显好转。3月当月,外贸进出口总值、出口和进口分别下降20.9%、17.1%和25.1%,降幅比今年前两个月分别减少6.3、4个和9.1个百分点。按平均工作日水平的可比口径计算环比指标,3月份进出口总值环比大幅增长23.8%;其中出口增长32.8%,进口增长14%。从进口结构看铁矿石、大豆、煤等初级产品同比分别大幅上涨46.2%、66.6%和37.4%。出口反弹力度大于进口使得外贸顺差扭转2月份的暴跌趋势而再次攀升。

与外贸形势相呼应的是,港口货物吞吐量止跌反弹,集装箱吞吐量降幅放缓。3月份,国内规模以上港口货物吞吐量结束了超过半年的负增长态势,当月同比增长了2%。尽管港口集装箱吞吐量3月份同比下降10%,但较前两月降幅缩小了4.8个百分点。

在进出口数据公布之前,我们在苏州、深圳、连云港等地和当地的企业代表座谈的过程中已提前感受到外贸形势的好转。调研对象普遍认为今年年初

尤其是2月份以后外需的收缩程度有所缓和,部分企业甚至认为最困难的时期可能已经过去。其中,尤其以新能源、新材料为代表的高新技术产品和生产工艺先进、生产链条比较完整的产品受到的外部冲击相对较小。

4、三驾马车对经济增长的贡献分析。1季度,从“三驾马车”对经济增长的贡献度来看,投资、消费、净出口对GDP6.1%的同比增幅分别贡献了2.0、4.3和-0.2个百分点。对比前几年数据,消费贡献度克服经济危机的冲击,保持了很好的稳定性,在6.1%的GDP增速中贡献率达到70%,实属难能可贵;在固定资产投资高速增长,对GDP拉动性增强的背景下,存货投资减少使得投资对GDP贡献度较前两年下降较多,显示去库存化进程对于经济增长的拖累效应;1季度外贸形势的总体恶化使得净出口对GDP的贡献度由正转负。总体看来,外需下降和企业库存调整行为是GDP增速回落的主导因素。

(三)3月份工业增加值较前两个月显著回暖,带动发电量、用电量同比降幅收窄

1季度,虽然工业增加值5.1%的增速较上年同期和上年全年大幅回落,但是3月份显著回暖。3月当月,工业增加值同比增长了8.3%,较前两个月大幅提高4.5个百分点。除了受投资高增长的带动,出口交货值的反弹构成工业生产回暖的主因,3月份工业企业共实现出口交货值5437.7亿元,较1、2月份单月均值增加约1000亿元。

工业生产回暖带动发电量、用电量同比降幅收窄,环比大幅反弹。3月份当月,规模以上电厂发电量同比小幅下降了1.3%,降幅比前两个月缩小2.4个百分点,且当月环比降幅高达15.7%;全社会用电量同比减少1.8%,较1-2月用电量下降幅度减少了3.4个百分点。

(四)CPI、PPI低位趋稳,房价呈现反弹迹象

1季度,受基期因素的制约,消费者物价指数(CPI)和工业品出厂价格指数(PPI)继续负区间运行,同比分别下降0.6%和4.6%。其中,CPI-3月份同比增速分别为1.0%、-1.6%和-1.2%,PPI同比降幅分别为3.3%、4.5%和6.0%。但新涨价因素的作用明显增强,CPI3月份同比降幅较2月份缩小0.4个百分点;PPI-3月份的环比降幅分别为1.4%、0.7%和0.3%,降幅逐月收窄。

二、信贷资金加速向实体经济释放,几大市场成交活跃

(一)信贷放量增长,两个层面流动性充裕

1、信贷投放大幅增长。今年1季度,新增贷款创下4.58万亿元人民币的历史最高,完成今年信贷目标的91.6%,其中1月和3月陆续刷新历史单月最高纪录。3月末,金融机构人民币贷款增速高达29.78%,刷新1997年8月以来最高纪录。

2、在信贷扩张的主要拉动下,全社会层面流动性充裕。今年3月末,广义货币供应量(M2)同比增长25.51%,比上月末大幅提高5.11个百分点,创1996年11月以来最高。

3、银行体系流动性维持充裕,主要货币市场利率持续下行。今年3月末,银行间同业拆借加权平均利率和债券质押式回购加权平均利率均已降至0.84%,创下04年4月以来历史最低值;SHIBOR隔夜利率降至0.80%,创07年3月以来最低。充裕的资金供应为经济增长提供了强劲的资金支持,为走出这一轮经济困境提供了重要保障。

(二)资金加速向实体经济流动,带动股市、房市、车市成交活跃

1、股票市场量价齐升。今年以来,股票市场活跃度明显提高,从股指看,1季度上证综指涨幅超过30%,与前文M1的反弹相呼应。从成交额看,1-3月上证A股成交额分别为9737亿、2.63万亿和2.5万亿元,已达到2006年以来单月成交额的较高水平。

2、房地产市场成交量有所放大。1季度全国商品房销售面积1.13亿平方米,同比增长8.2%,其中商品住宅销售面积增长8.7%;全国商品房成交金额5058.6亿元,同比增长23.1%,其中商品

住宅销售额增长24.7%。3月份房地产市场成交量维持高位,北京、上海、深圳等一线城市新房成交量已超过或接近2007年同期水平。房地产市场成交量尤其是商品住宅销售量的上升与前文居民消费贷款的增长相呼应。

3、汽车市场呈现产、销两旺。在燃油税调整、养路费免征、小排量乘用车购置税减半以及“汽车下乡”等政策的刺激下,汽车产销呈现两旺。1季度汽车销售量267.88万辆,同比增长3.9%,列全球首位;汽车产量256.02万辆,同比增长1.6%。3月份汽车产销继续保持回暖势头,分别达109.5万辆和111万辆,创下历史新高,在去年同期基数较高的情况下分别同比增长5.7%和5.04%。

(四)宏观经济一系列回暖迹象带动社会信心正在恢复

1、PMI指数连续四个月回升,3月份升至50%的扩张、收缩线以上。自2008年12月起,国内制造业采购经理人指数(PMI)连续四个月回升,3月份PMI指数回升至52.4%,为近半年以来首次回升至50%以上。与上月相比,生产指数、新订单指数、采购量指数、出口订单等关键指标继续攀升,其中生产量、采购量和新订单指数均升至50%以上。

2、企业景气指数降幅收窄,企业家信心指数有所回升。1季度,全国企业景气指数为105.6,较上季度回落1.4点,环比降幅较2008年4季度明显收窄20.2点。企业家信心指数为101.1,较上季度提高6.5点。此外,我们在调研的过程中也明显感觉到企业家们的信心恢复,调查企业对下一阶段工业的产、销情况大多持较为乐观的预期。

居民户贷款需求回升。受房地产市场回暖和汽车市场火热的刺激,3月居民户贷款新增2570亿元,同比多增1591亿元,其中中长期消费贷款3月新增972亿元,同比多增673亿元,而1-2月居民贷款同比仅略增238亿元;新增贷款中居民户贷款占比13.6%,较1.2月分别提高6.2和9.6个百分点。

(三)资金加速向实体经济流动,带动股市、房市、车市成交活跃

1、股票市场价齐升。今年以来,股票市场活跃度明显提高,从股指看,1季度上证综指涨幅超过30%,与前文M1的反弹相呼应。从成交额看,1-3月上证A股成交额分别为9737亿、2.63万亿和2.5万亿元,已达到2006年以来单月成交额的较高水平。

2、房地产市场成交量有所放大。1季度全国商品房销售面积1.13亿平方米,同比增长8.2%,其中商品住宅销售面积增长8.7%;全国商品房成交金额5058.6亿元,同比增长23.1%,其中商品

住宅销售额增长24.7%。3月份房地产市场成交量维持高位,北京、上海、深圳等一线城市新房成交量已超过或接近2007年同期水平。房地产市场成交量尤其是商品住宅销售量的上升与前文居民消费贷款的增长相呼应。

3、汽车市场呈现产、销两旺。在燃油税调整、养路费免征、小排量乘用车购置税减半以及“汽车下乡”等政策的刺激下,汽车产销呈现两旺。1季度汽车销售量267.88万辆,同比增长3.9%,列全球首位;汽车产量256.02万辆,同比增长1.6%。3月份汽车产销继续保持回暖势头,分别达109.5万辆和111万辆,创下历史新高,在去年同期基数较高的情况下分别同比增长5.7%和5.04%。

(四)宏观经济一系列回暖迹象带动社会信心正在恢复

1、PMI指数连续四个月回升,3月份升至50%的扩张、收缩线以上。自2008年12月起,国内制造业采购经理人指数(PMI)连续四个月回升,3月份PMI指数回升至52.4%,为近半年以来首次回升至50%以上。与上月相比,生产指数、新订单指数、采购量指数、出口订单等关键指标继续攀升,其中生产量、采购量和新订单指数均升至50%以上。

2、企业景气指数降幅收窄,企业家信心指数有所回升。1季度,全国企业景气指数为105.6,较上季度回落1.4点,环比降幅较2008年4季度明显收窄20.2点。企业家信心指数为101.1,较上季度提高6.5点。此外,我们在调研的过程中也明显感觉到企业家们的信心恢复,调查企业对下一阶段工业的产、销情况大多持较为乐观的预期。

居民户贷款需求回升。受房地产市场回暖和汽车市场火热的刺激,3月居民户贷款新增2570亿元,同比多增1591亿元,其中中长期消费贷款3月新增972亿元,同比多增673亿元,而1-2月居民贷款同比仅略增238亿元;新增贷款中居民户贷款占比13.6%,较1.2月分别提高6.2和9.6个百分点。

(三)资金加速向实体经济流动,带动股市、房市、车市成交活跃

1、股票市场价齐升。今年以来,股票市场活跃度明显提高,从股指看,1季度上证综指涨幅超过30%,与前文M1的反弹相呼应。从成交额看,1-3月上证A股成交额分别为9737亿、2.63万亿和2.5万亿元,已达到2006年以来单月成交额的较高水平。

2、房地产市场成交量有所放大。1季度全国商品房销售面积1.13亿平方米,同比增长8.2%,其中商品住宅销售面积增长8.7%;全国商品房成交金额5058.6亿元,同比增长23.1%,其中商品

当前经济回暖的可持续性有待于进一步观察

(一)经济回暖是否稳固的评判标准

当前国际金融危机尚未见底,世界经济仍处在衰退之中,危机时期贸易保护主义还在制约全球贸易增长,我们面临的国际形势依然十分严峻。在风险犹存的外贸形势下,外需难以在短期内明显恢复,提振内需的政策聚焦点将得到进一步的强化。

以不同的主导力量为标准,可以把内需分成两大类:一类是市场主导需求,包括制造业、房地产、中小企业等的民间投资需求和居民消费需求,此类需求基本上由市场供求关系决定;另一类是政府主导需求,包括铁路、公路、机场等基础设施建设所引致的投资需求,此类需求主要受政策拉动。

积极的财政政策和四万亿的经济刺激计划的政策路径,就是以政府投资增加政府主导需求,对冲外部需求的减少,带动民间投资需求的增加,提高居民消费需求,增强经济内在的活跃度,并护送经济回到良性循环的轨道。

然而,受经济增长放缓、企业效益下滑、实施积极的财政政策和进行结构性减税等因素的影响,今年1季度财政收入下降8.3%,财政支出却同比增长34.8%,总体看今年财政收支压力较大,将不可避免地加大财政刺激力度有所制约。因此,经济能否持续回暖在很大程度上取决于在财政刺激政策逐渐淡出后,政府拉动的投资能否有效带动市场主导需求回升,并与政府主导需求实现对接,从而为经济增长提供长久、强劲的增长动力。如果答案是肯定的,中国经济增长就能顺利实现反转;否则有可能出现二次探底。

(二)四大因素决定当前经济回暖态势的可持续性还有待于进一步观察

1、经济重回良性循环轨道并保持较快增长的四因素

市场主导需求的启动是经济持续回暖的最终动力。在固定资产投资中,民间投资占比高达70%,只有民间投资需求和居民消费需求得以恢复和提升才能保证中国经济回暖的稳固性。

去库存化进程的结束是经济持续回暖的必备环节。前文指出,企业库存调整行为构成GDP增速回落的主导因素之一,只有消化前期库存,带动企业新的投入来补充库存,并进一步实现扩大再生产,才能带动工业生产新一轮的繁荣。

企业利润较快增长是经济持续回暖的润滑剂。实现利润稳步增长是企业进行再投资的根本动力,也只有实现利润稳步增长才会吸引更多的企业进行投资,从而促使民间自发投资的复苏。而且,企业利润的增长可以带动工资上升,提高居民收入,从而带来消费需求的扩张。

房地产行业的复苏是经济持续回暖的强大引擎。房地产是国民经济的重要支柱型产业,在国家GDP的比重接近10%,是我国加大投资、拉动消费和解决就业的最佳行业。其产业链长,产业关联度极高,房地产的快速发展可以促进建筑、建材、冶金、化工、轻工、机械、纺织等50多个行业的发展。根据国家统计局投入产出模型测算,在中国每100亿元的房地产投资,可以带动国民经济各部门的产出286亿元。

2,对上述四因素的具体分析决定当前经济出现回暖迹象的可持续性还有待观察

市场主导需求的启动仍不明朗。居民消费需求难以在短期内实现飞跃。从我们在前文的分析中可以看出,消费增长的稳定性远高于出口和投资,而消费扩大是一个短期因素和长期战略相协调的结果。短期来看,经济回暖尚不稳固、就业问题仍十分突出以及居民收入预期不确定都会影响消费者信心;长期来看,需要公共品投资制度、国民收入分配制度及社会保障制度的健全和完善,而这些制度建设难以一蹴而就。

政府投资对民间投资需求的带动作用尚不明显。今年1季度,国有企业投资增速大幅反弹,累计增速触及及2004年以来最高值43.8%,相比之下,有限责任公司、股份有限公司、私营企业

体增速回落或持平(见图1),民间投资依然处于较为低迷的状态。更值得关注的是,如果持续主要依靠政府投资来拉动经济增长,产能过剩问题可能将重新突出。

工业产品需求并不旺盛。今年1-2月,规模以上工业实现销售收入(主营业务收入)60601亿元,同比下降3.1%,出现有记录以来首次同比负增长。今年1季度工业产品销售率下降至97.07%,降至历史低位,接近于去年11月份97.03%的三年来最低点。

在下游需求全面恢复之前,去库存化可能还会出现反复。今年1季度,去库存化进程仍在继续。PMI原材料库存指数和产成品库存指数分别为47.5%和46.7%,均低于50%的分界线,表明企业库存调整活动并未终结。如前所述,存货投资的减少拖累投资需求对1季度GDP的贡献度仅达到2个百分点。

当前库存资金占用仍然较多。今年2月末,产成品资金绝对数居高不下,达到19802亿元,仅低于2008年5、8、11月各月数值,仍处于06年以来高位。考虑到PPI的大幅下降,产成品库存状况更加值得关注。

去库存化可能出现反复。2008年12月开始,PMI原材料库存指数连续四个月反弹,产成品库存指数则呈现先后上再下的态势,反映原材料去库存化已接近尾声,而产成品去库存化进展艰难。前文中原材料进口增长较快和产成品库存资金占用额均印证了这个判断。在下游需求全面恢复之前,工业生产的短暂反弹可能造成去库存化进程的反复。以钢铁行业为例,行业库存在去年12月份下降到560多万吨的较低水平后,再次回升,一季末,我国各主要城市的钢铁库存已经达到1100万吨,创历史新高水平。钢铁行业的高库存使得3月我国大中型钢铁减产近200万吨。

价格下降和需求回落导致工业企业利润增速大幅下降。今年1-2月,全国规模以上工业企业实现利润2191亿元,同比下降37.3%,较2008年同期16.5%的增速下降53个百分

点。工业品出厂价格下降与需求回落共同作用,大大挤压了工业企业的利润空间。尤其是需求下降不仅导致销售收入的下降,同时造成产能利用率的降低,从而提高了单位产品成本。

分别观察位于产业链不同位置的企业:中下游需求萎缩和资源价格大幅下跌导致上游采掘业利润严重缩水;受益于终端消费的刚性需求和原材料价格的下降,处于产业链下游的纺织服装、鞋、帽制造业、家具制造业、食品制造业、医药行业保持较好的盈利增长;对于中游行业,上游原材料价格的大幅下降并未给投资品生产带来盈利的增加,表明需求出现大幅度萎缩,钢铁、有色、设备制造等重化工行业盈利增长大幅下降甚至亏损,在本轮经济调整中受到较大影响。

房地产市场回暖根基仍不稳固,房地产开发投资增速仍然较低。今年1季度,全国完成房地产开发投资同比仅增长4%,虽然比前两个月有所反弹,但总体与近年来数据相距甚远,较去年同期回落28个百分点。其中,商品住宅完成投资同比增长3.2%,回落了31.5个百分点。

房屋新开工面积和土地购置面积同比下降较多。1季度,全国房地产开发企业房屋新开工面积2亿平方米,同比下降16.15%,全国房地产开发企业完成土地购置面积4742万平方米,同比下降40.14%,较上月扩大10个百分点。完成土地开发面积5223万平方

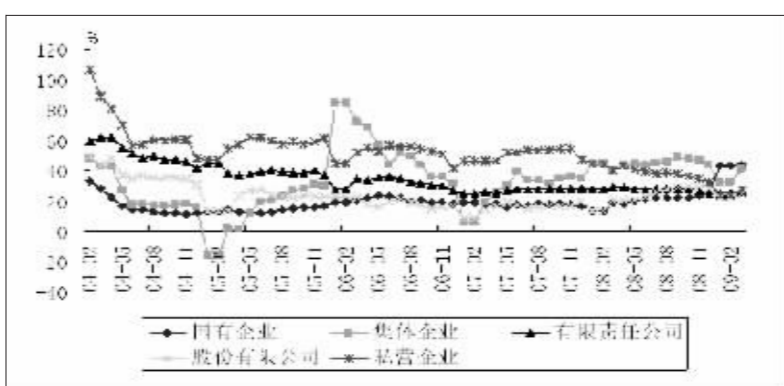
米,同比下降11.31%。结合房地产投资增速数据可以看出,开发商仍处在回笼资金、消化库存的阶段,开工建设项目的动力仍显不足。

房地产去库存化的任务还很艰巨。今年2月底,全国空置商品房约为2亿平方米,空置商品房和存量土地的“去库存化”任务依然艰巨,无论对市场销售还是开发商的资金链都形成较大压力。

全国房地产开发景气指数持续走低,市场消费信心仍待提振。3月份商品房景气指数为94.74,仍比2月份回落0.12点,比去年同期回落9.98点。虽然1季度在各类政策因素刺激下,一些刚性需求开始释放,交易量有所回升,但消费者信心仍不稳定,在金融危机的大背景下,对收入增长预期的不乐观使得购房者观望情绪并未根本消除。

所以从以上四因素的分析中我们认为,政府对民间投资需求的带动作用尚不明显,工业产品需求并不旺盛,消费需求的启动不在一朝一夕,市场主导需求的全面回暖还未到来;当前库存资金占用仍然较多,去库存化进程可能出现反复,产能过剩问题不容忽视;工业企业利润增长的下滑不利于经济运行良性循环的自我形成;经济增长的主要发动机——房地产和出口需求难以在短期内全面恢复。因此可以说,目前中国经济出现回暖迹象的基础还不稳固,其可持续性有待于进一步观察。

各类型企业固定资产投资累计增速



下一阶段中国宏观经济金融走势展望和政策预测

经过我们的分析,我们认为,1季度中国经济增速可能触底,2季度将小幅反弹。

(一)主要经济走向预测

中央扩大投资政策效果的继续发挥,宽松的货币和1季度87.7%的新开工项目计划总投资的高增速预示固定资产投资仍将快速增长。

考虑到一系列促消费政策效果的显现和中国消费的特征,下一阶段消费仍有望保持平稳较快增长。

全年外贸形势依然严峻,但重返前两个月恶化程度的可能性不大。今年3月PMI之新出口订单指数连续四个月反弹至47.5%,也预示着出口降幅将继续收窄。与此同时随着1季度国内经济回暖迹象较为明显和扩大内需政策的进一步显现,进口降幅也有望进一步缩小。

受固定资产投资对工业生产的拉动作用增强和出口降幅收窄对其拖累减弱的影响,2季度工业生产增速将较1季度有所回升,3月PMI指数继续反弹至50%以上同样验证了这一判断。

由于经济增长速度仍低于潜在增速,国际价格水平低位运行,农产品供应较为充裕,短期内物价下行压力仍然大于上行压力。下半年随着经济的逐步企稳趋好、不断扩张的市场流动性释放和翘尾因素的减弱,物价降幅将收窄。

全年信贷增长前高后低。

(二)主要政策走向预测

近期的重点是落实前期已出台的一揽子经济刺激计划,尤其是产业调整振兴规划。

继续确保银行和社会流动性充裕的同时,适度加大公开市场操作等力度来熨平流动性水平的波动。

充裕的流动性还在加快进入实体经济,而经济先行指标也在好转,近期降息和下调存款准备金率的必要性有所降低。