

国内宏观经济研究团队:

邹新 赵幼力 朱妮 李露

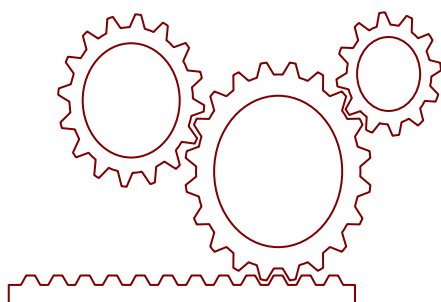
执笔人: 赵幼力 朱妮 李露

## 经济增长可能触底 夯实底部仍需努力

——09 年 1 季度中国经济金融走势分析及展望

2009 年 4 月 23 日

中国经济



### 相关研究:

2009/4/1 《内外因素权衡下的人民币兑美元汇率走势展望》

2009/3/20 《经济回暖尚需时日》

2009/3/20 《银行流动性充裕 资金加快向实体经济释放》

2009/2/16 《信贷投放爆发性增长背后的几点隐忧》

2009/2/16 《去库存化接近尾声 工业生产小幅回暖》

### 要点:

➤ 2009 年 1 季度, 经济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。

➤ 1 季度中国经济增速可能已经触底, 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。

重要声明: 本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料, 但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。未经作者书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发本报告。

## 目录

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 .....	1
（一）GDP同比增速虽继续下降，但下滑速度减缓 .....	1
（二）“三驾马车”运行良好 .....	1
（三）工业增加值较前两个月显著回暖 .....	6
（四）CPI、PPI低位趋稳，房价呈现反弹迹象 .....	8
二、信贷资金加速向实体经济释放，几大市场成交活跃 .....	8
（一）信贷放量增长，两个层面流动性充裕 .....	9
（二）资金向实体经济流动的渠道更加畅通 .....	10
（三）股市、房市、车市成交活跃 .....	13
（四）回暖迹象带动社会信心正在恢复 .....	16
三、当前经济回暖的可持续性有待于进一步观察 .....	18
（一）经济回暖是否稳固的评判标准 .....	18
（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 .....	19
四、下一阶段中国宏观经济金融走势展望和政策预测 .....	28
（一）主要经济走向预测 .....	28
（二）主要政策走向预判 .....	29

## 图表目录

图 1 GDP增速 .....	1
图 2 固定资产投资 .....	2
图 3 社会消费品零售总额 .....	3
图 4 出口变动趋势 .....	4
图 5 进口变动趋势 .....	4
图 6 外贸净出口变动趋势 .....	5
图 7 三驾马车对经济增长贡献度 .....	6
图 8 工业增加值增速 .....	6
图 9 全社会发电量 .....	7
图 10 全社会用电量 .....	7
图 11 CPI、PPI同比增速 .....	8
图 12 新增贷款和贷款增速 .....	9
图 13 货币供应量增速 .....	9
图 14 货币市场主要利率 .....	10
图 15 新增存款部门结构 .....	11
图 16 票据融资增量及占比 .....	12
图 17 居民中长期消费贷款增长情况 .....	13
图 18 股市量价走势图 .....	13

图 19 商品房销售面积及同比增速.....	14
图 20 商品房销售金额及同比增速.....	15
图 21 汽车销售量及增速.....	15
图 22 汽车生产量及增速.....	16
图 23 PMI指数（1）.....	16
图 24 PMI指数（2）.....	17
图 25 企业景气指数.....	17
图 26 企业家信心指数.....	18
图 27 各类型企业固定资产投资累计增速.....	21
图 28 规模以上工业主营业务收入.....	22
图 29 工业产品产销率.....	23
图 30 PMI库存指数.....	23
图 31 产成品库存资金占用.....	24
图 32 全行业钢铁库存.....	25
图 33 规模以上工业利润.....	25
图 34 房地产开发投资累计增速和国房景气指数.....	26
图 35 商品房新开工面积、土地购置面积和土地开发面积.....	27

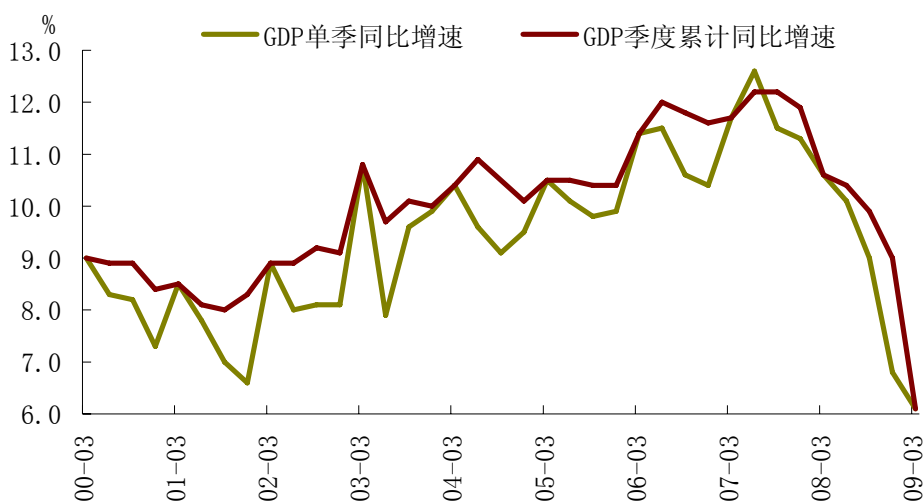
最新数据表明，尽管今年 1 季度 GDP 同比增速回落至 6.1%，但中国经济运行已出现多方面积极变化，主要表现在：

## 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，但下滑速度减缓

09 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，并降至近十年来最低，但 GDP 增速的环比降幅较 2008 年第 4 季度缩小了 1.5 个百分点（见图 1）。

图 1 GDP 增速



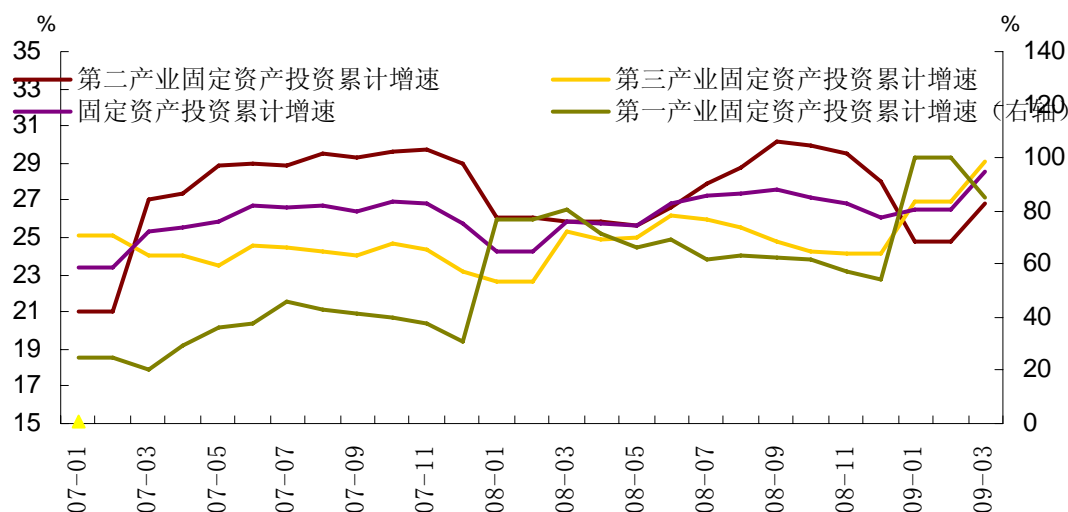
资料来源：CEIC, Bloomberg, 工行城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

### （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，全社会实现固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.8%，较上年同期加快 4.2 个百分点（见图 2）。3 月当月城镇固定资产投资

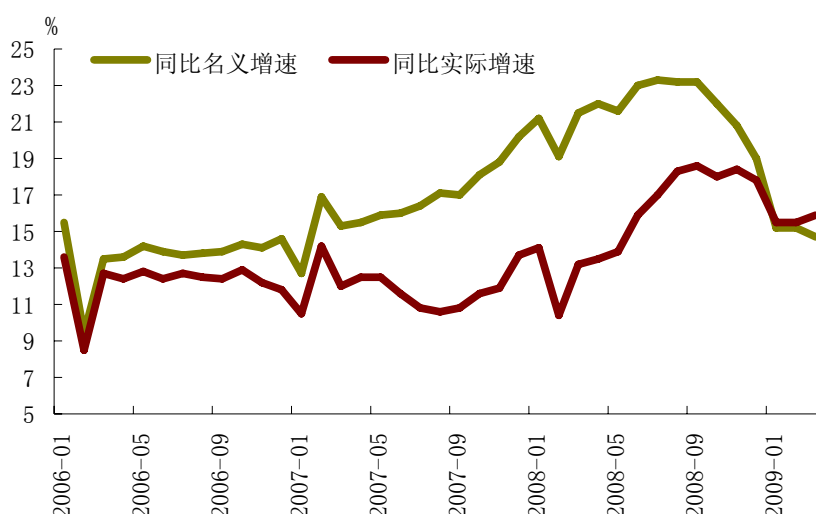
同比增长 30.3%，较上年同期加快 4.4 个百分点。考虑到固定资产投资价格指数的下降，实际增速更高。1 季度投资的高速增长带有明显的政府拉动效应：首先，在房地产投资大幅回落的情况下，包含城镇基建项目的第三产业投资增速却较上年全年提高了 5.0 个百分点。其次，包含农村基建项目的第一产业固定资产投资同比增速高达 85.0%，较上年全年提高了 30.5 个百分点。

图 2 固定资产投资



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%（3 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，稳中加快的增势来之不易（见图 3）。

图 3 社会消费品零售总额



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个、4个和9.1个百分点（见图4、图5）。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%。从进口结构看铁矿砂、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（见图6）。

图 4 出口变动趋势

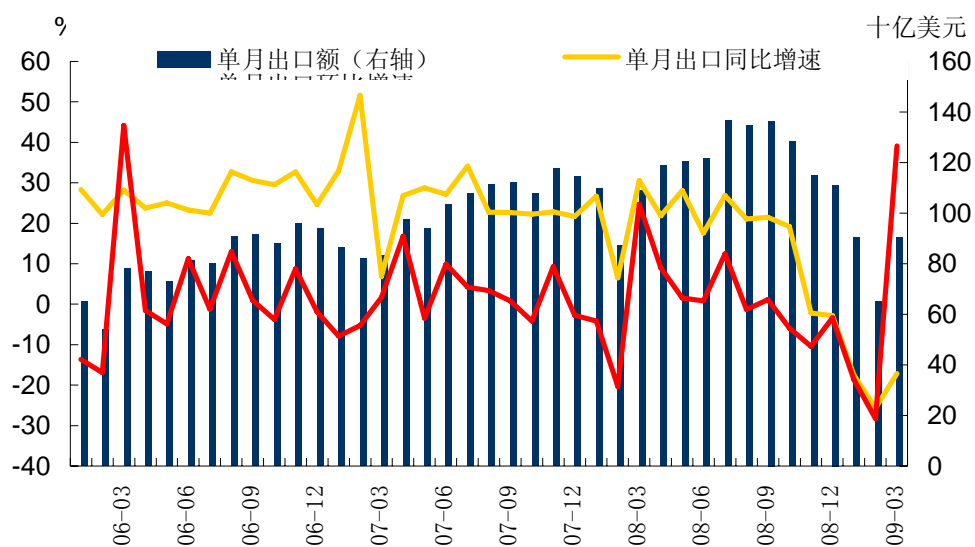


图 5 进口变动趋势

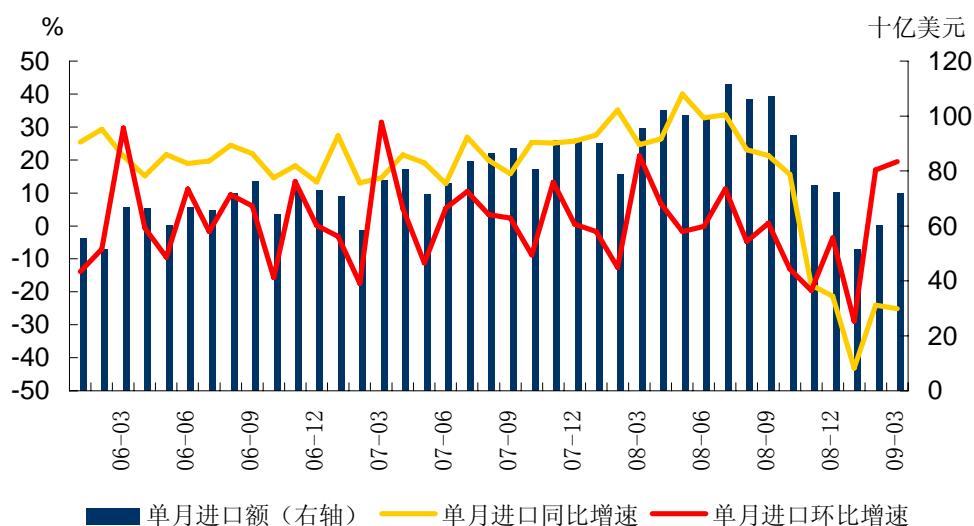
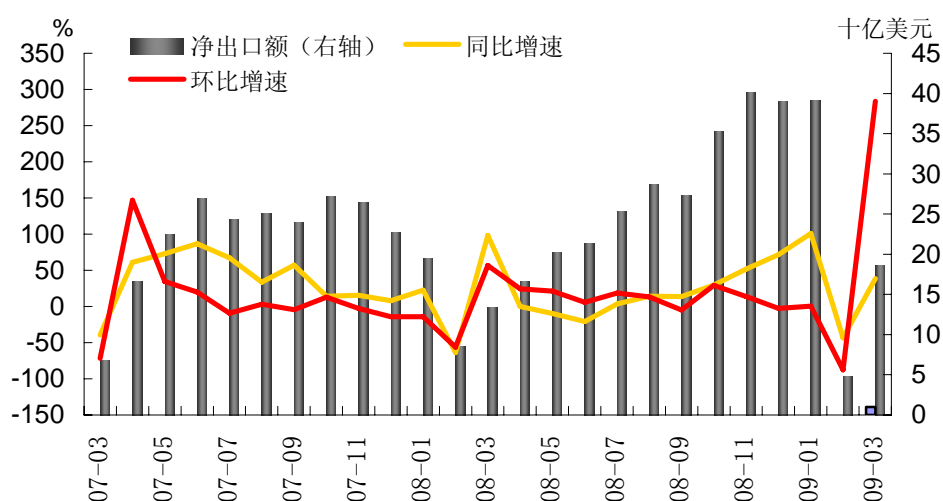


图 6 外贸净出口变动趋势



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 09 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



图 7 三驾马车对经济增长的贡献度

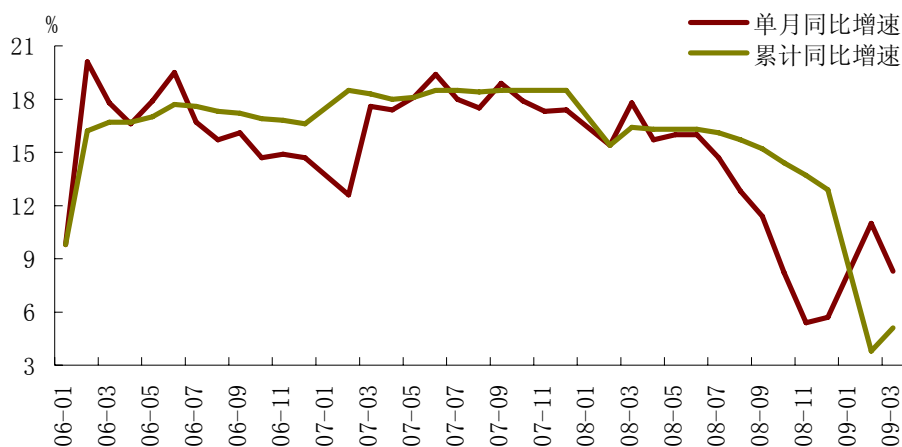
单位：%	2007	2008	2009 年 1 季度
GDP	11.4	9	6.1
消费	4.4	4.0	4.3
投资	4.3	4.2	2
净出口	2.7	0.8	-0.2

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 GDP 6.1% 的同比增幅分别贡献了 2.0、4.3 和 -0.2 个百分点（见图 7）。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 拉动力增强的背景下，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（见图 8）。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。

图 8 工业增加值增速



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，且当月环比增幅高达 15.7%（见图 9）；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（见图 10）。

图 9 全社会发电量

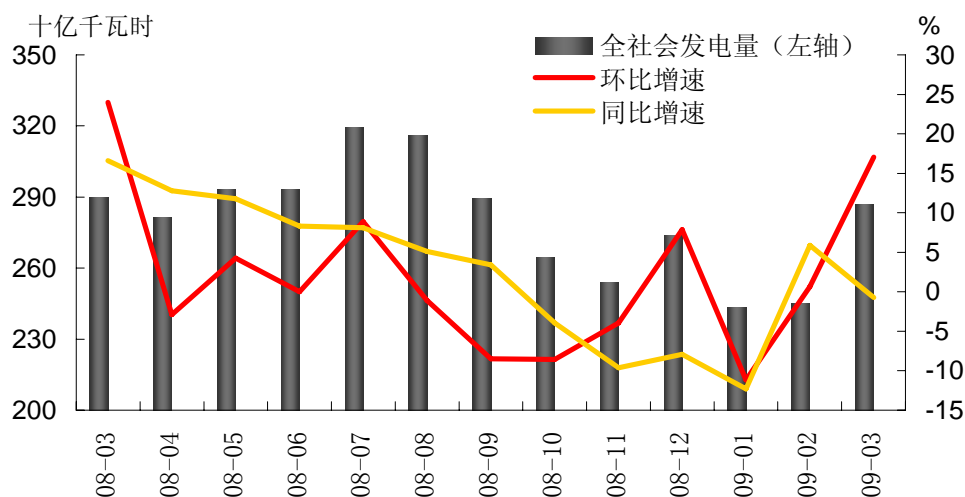
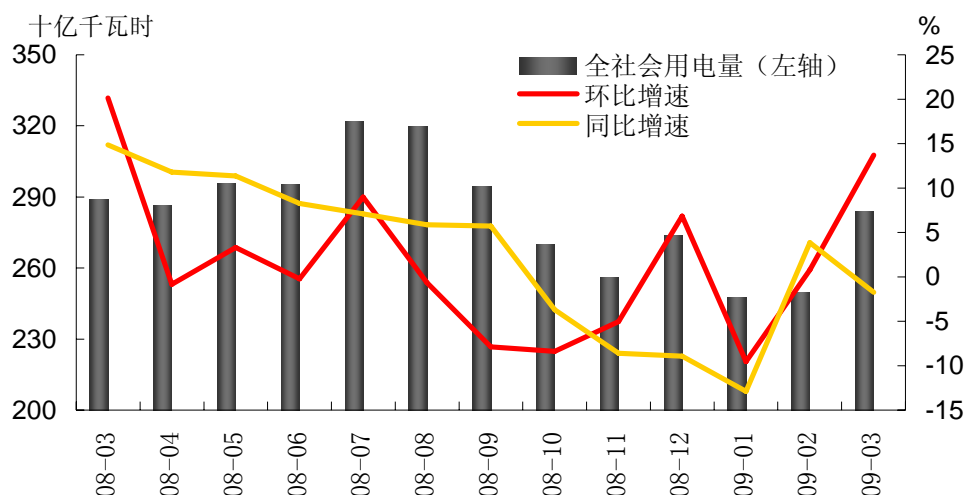


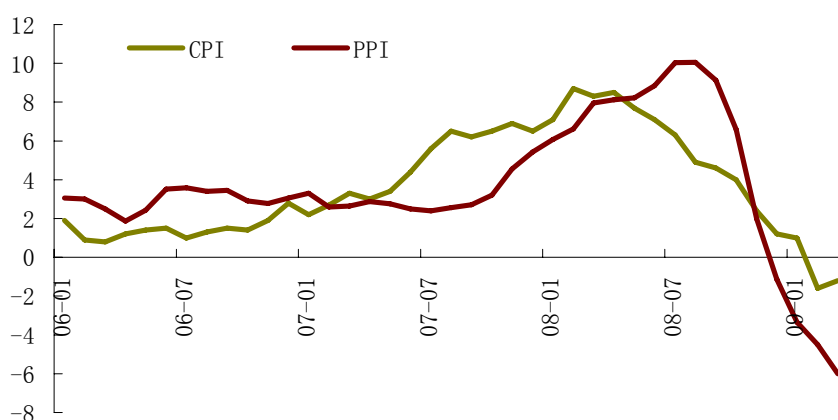
图 10 全社会用电量



#### （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%（见图 11）。其中，CPI1-3 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；PPI1-3 月的环比降幅分别为 1.4%、0.7%和 0.3%，降幅逐月收窄。

图 11 CPI、PPI 同比增速

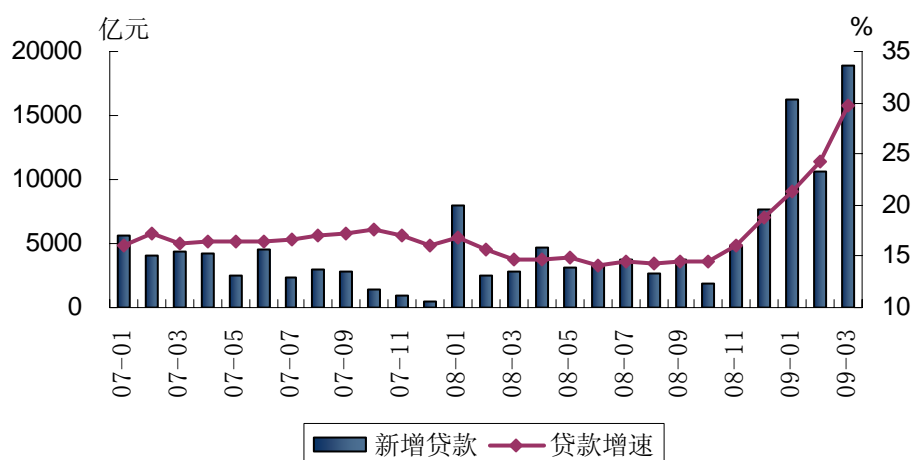


## 二、信贷资金加速向实体经济释放，几大市场成交活跃

## （一）信贷放量增长，两个层面流动性充裕

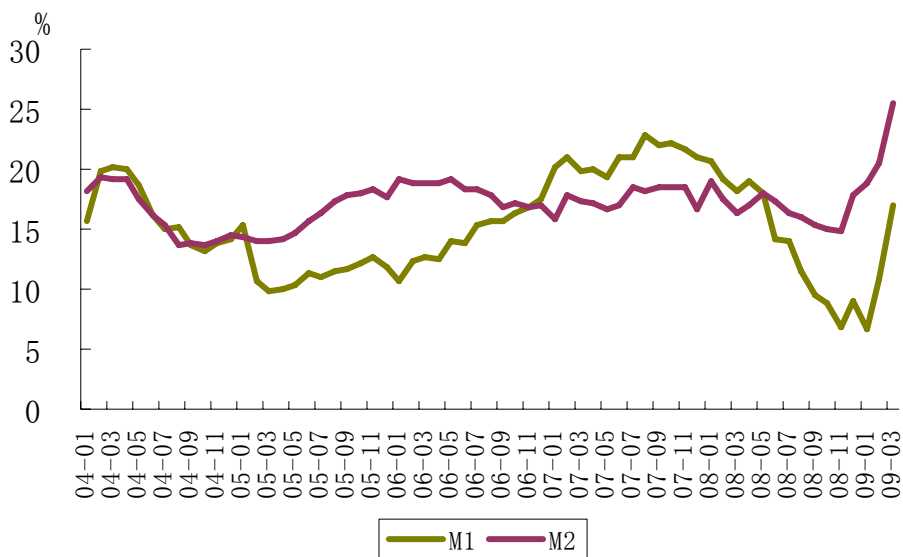
1. 信贷投放大幅增长。2009 年 1 季度，新增贷款创下 4.58 万亿元人民币的历史最高，完成今年信贷目标的 91.6%，其中 1 月和 3 月陆续刷新历史单月最高纪录。3 月末，金融机构人民币贷款增速高达 29.78%，刷新 1997 年 8 月以来最高纪录（见图 12）。

图 12 新增贷款和贷款增速



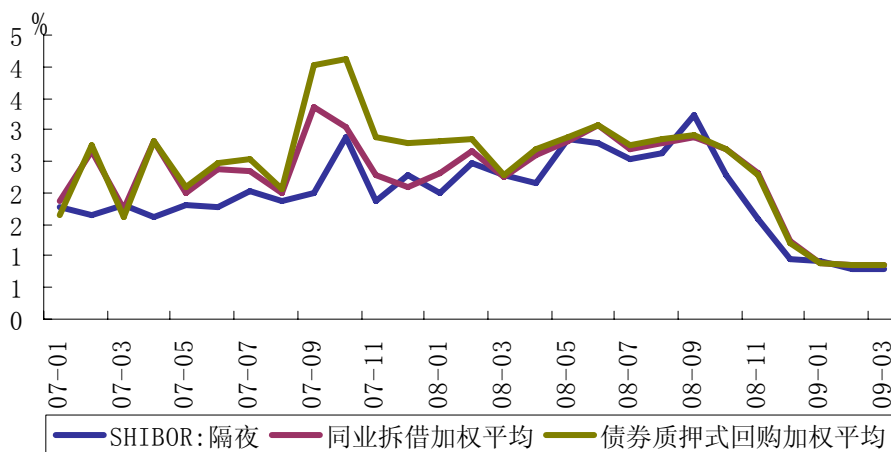
2. 在信贷扩张的主要拉动下，全社会层面流动性充裕。2009 年 3 月末，广义货币供应量 (M2) 同比增长 25.51%，比上月末大幅提高 5.11 个百分点，创 1996 年 11 月以来最高（见图 13）。

图 13 货币供应量增速



3. 银行体系流动性维持充裕，主要货币市场利率持续下行。09 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（见图 14）。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。

图 14 货币市场主要利率



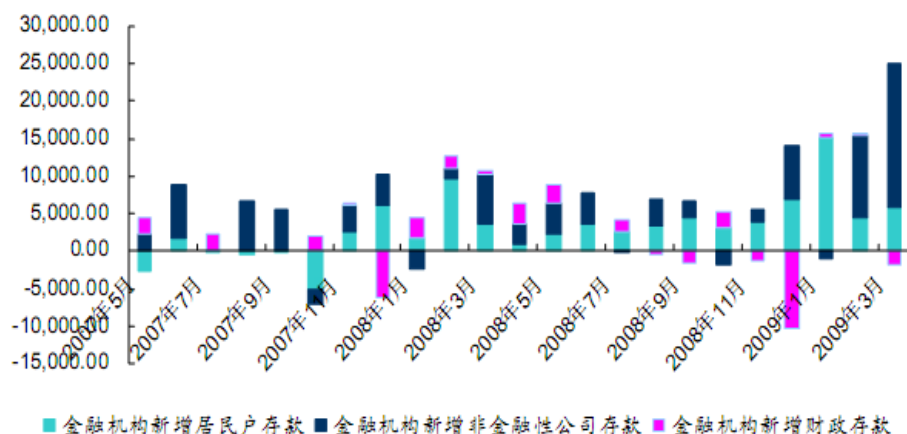
（二）资金向实体经济流动的渠道更加畅通，反映经济活跃度的若干货币指标均有所好转

1. M1 增速迅速拉高，“剪刀差”继续收窄。3 月末，M1

同比增速 17.04%，较上月大幅提升 6.17 个百分点，受此影响，“剪刀差”继上月继续收窄至 8.47 个百分点（见图 12）。由于 M1 与 M2 之间的差别主要是居民储蓄存款和企业定期存款，而居民存款增速 3 月末依然保持在 29.65% 的高位，因此可以推断 3 月份企业存款定期化趋势较前期有所减弱。M1 增速的迅速拉升和存款定期化趋势的减弱均彰显微观经济主体的生产经营及投资活动的活跃程度较前期有了明显的上升。

2. 企业存款增长迅猛，企业资金周转和支付能力得到改善。09 年 1 季度，企业存款增加 2.8 万亿元，同比多增 2.15 万亿元（见图 15）。值得关注的是，企业活期存款余额继 2 月份增长 6044 亿元后，3 月再次大增近万亿，以上数据反映出企业现金流日渐充裕，企业资金周转和支付能力得到改善。

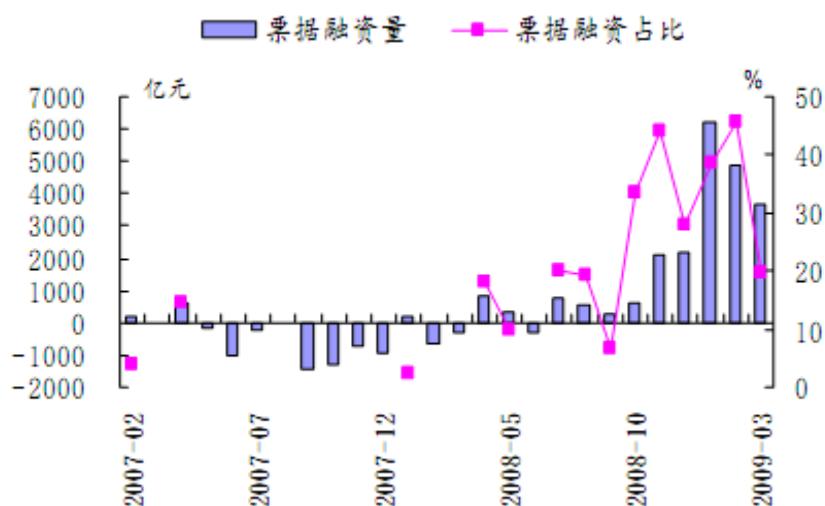
图 15 新增存款部门结构



3. 信贷结构有所优化：票据融资增长放缓，居民户贷款需求回升。

票据融资增长放缓。3 月份新增票据融资 3691 亿元，比 1、2 月均有明显减少；票据融资在新增贷款中的占比由 1、2 月的 38.5%和 45.5%回落至 20%，这是 08 年 10 月份以来的最低比重（见图 16），票据融资增长放缓的主要原因：一是票据贴现利率上升减少了票据对短期贷款的替代，也使套利冲动降低；二是经济前景预期的好转使银行提供贷款的意愿有所增强；三是监管层对票据业务的及时风险警示。

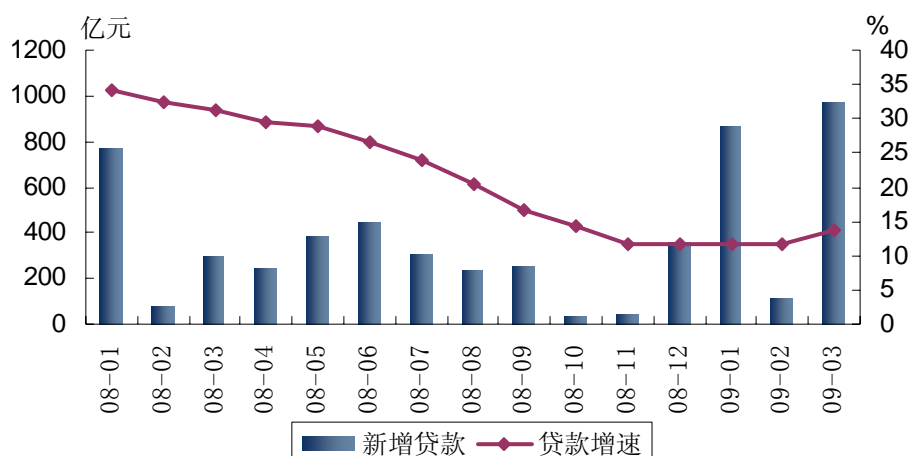
图 16 票据融资增量及占比



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（见图 17）；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。



图 17 居民中长期消费贷款增长情况



09 年前两个月，票据融资爆发性增长和居民贷款增长乏力曾引发大量信贷资金能否对支持实体经济的普遍担忧。3 月票据融资占比下降和居民贷款占比上升说明信贷结构在不断改善，资金向实体经济流动的渠道更加畅通，适度宽松的货币政策在明显带动企业信贷增长后，对居民户贷款的拉动效应也开始显现。

### （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. 股票市场量价齐升。2009 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（见图 18）。

图 18 股市量价走势图





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%（见图 19、图 20）。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户消费贷款的增长相呼应。

图 19 商品房销售面积及同比增速

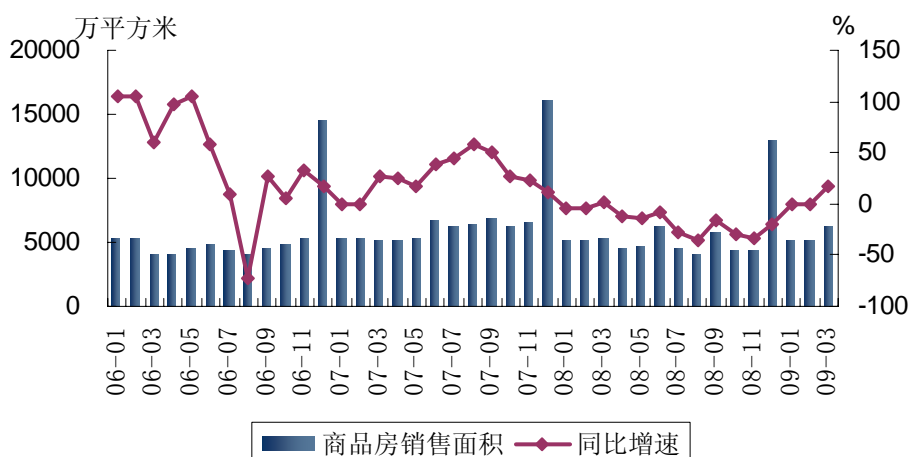
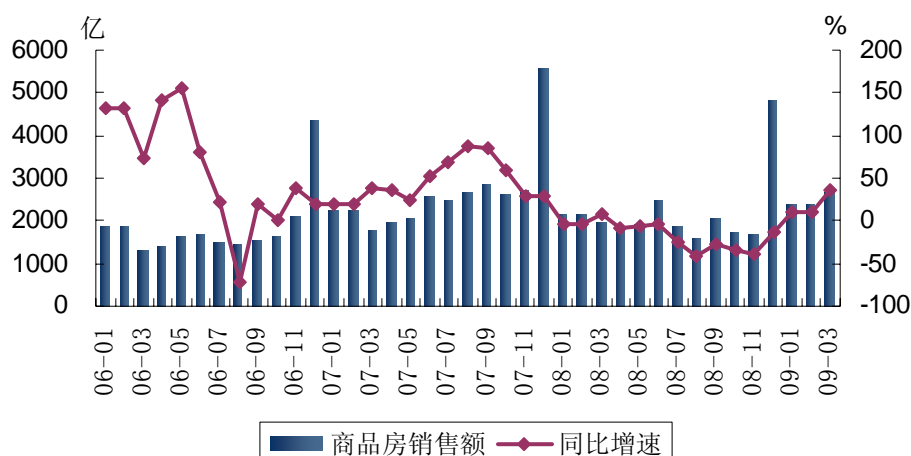


图 20 商品房销售金额及同比增速



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%（见图 21、图 22）。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 5.57%和 5.04%。

图 21 汽车销售量及增速

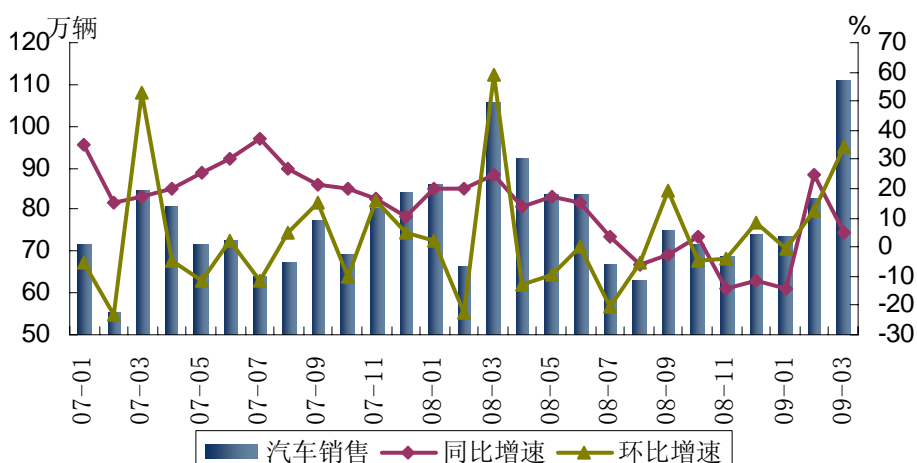
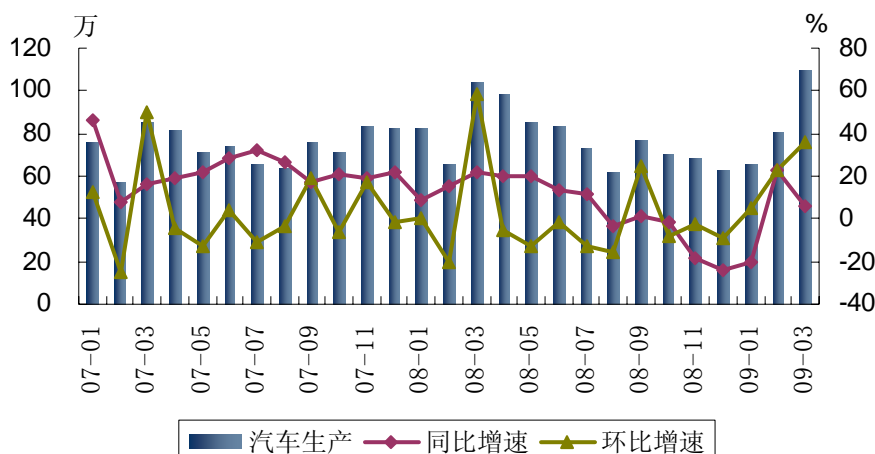


图 22 汽车生产量及增速



（四）以上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（见图 23）。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（见图 24）。

图 23 PMI 指数（1）

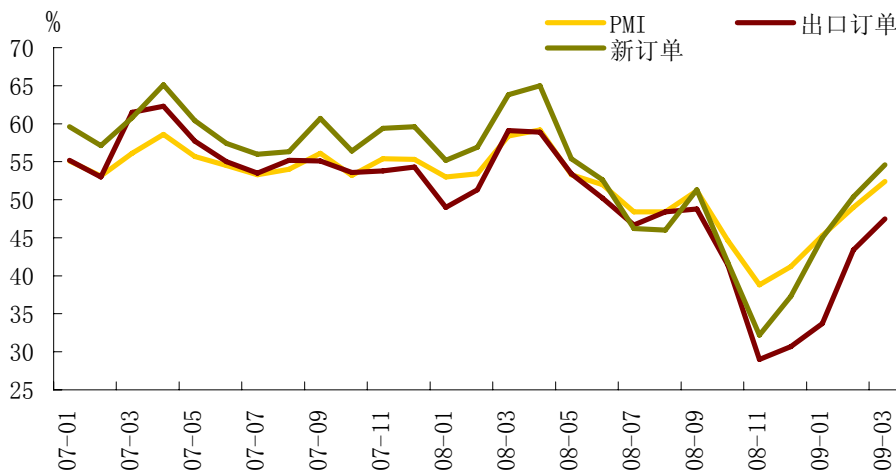
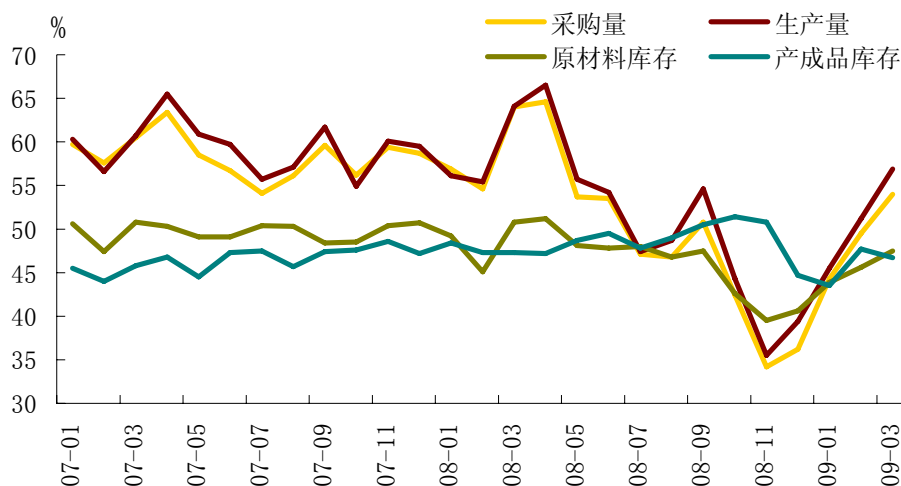


图 24 PMI 指数 (2)



## 2. 企业景气指数降幅缩窄，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，季环比降幅较 2008 年 4 季度明显缩窄 20.2 点。企业家信心指数为 101.1，较上季度提高 6.5 点（见图 25、图 26）。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。

图 25 企业景气指数

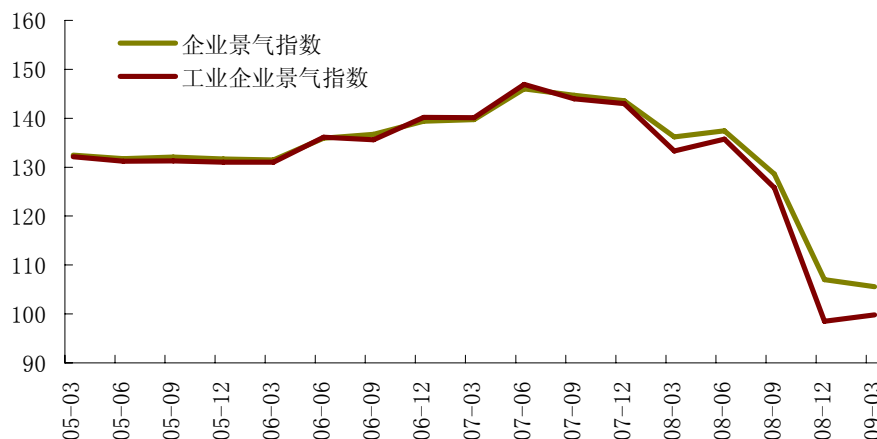
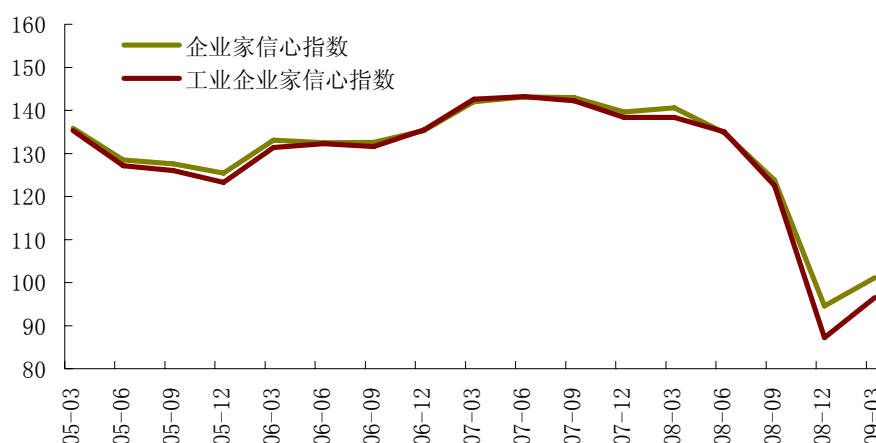


图 26 企业家信心指数



综上所述，2008 年下半年以来，宏观调控层有效把握了“保增长”的短期切入点，出台了的一系列力度大、速度快、措施准的政策，其效果已陆续显现。2009 年 1 季度无论从货币信贷层面、资本市场层面还是实体经济层面观察，无论是统计数据还是调研成果都显示，中国经济已出现回暖迹象。但从历史来看，1997 年亚洲金融危机爆发后，1998-1999 年 GDP 曾在固定资产投资的带动下大幅反弹，但随即又再次探底，走出了“W 型”走势。所以，中国经济是就此步入向上的通道，或还会继续在困境中徘徊一段时间，甚至是有相当长度的一段时间，目前各方观点并不统一。以下本报告将着重探讨中国经济回暖的稳固性。

### 三、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来决定；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程度，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，09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2009年财政收支压力较大，将不可避免地会对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. 令经济重回良性循环轨道并持续较快增长的四大因素

——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，民间投资占比高达约 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，才可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。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。

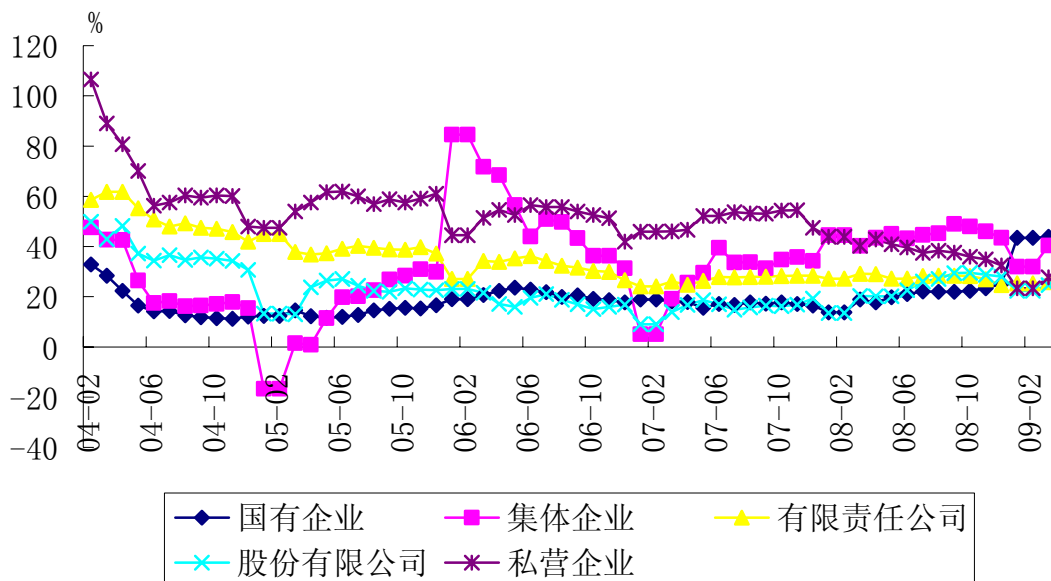
## 2. 对上述四因素的具体分析决定当前经济出现回暖迹象的可持续性还有待观察

——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拉动作用尚不明显。2009年1季度，国有企业投资增速大幅反弹，累计增速触及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、私营企业和集体企业的投资增速则与08年整体增速回落或持平（见图27），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。

图 27 各类型企业固定资产投资累计增速





资料来源：CEIC，Bloomberg，除特别注明外，下同。

工业产品需求并不旺盛。2009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（见图28）。09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（见图29）。

图 28 规模以上工业主营业务收入

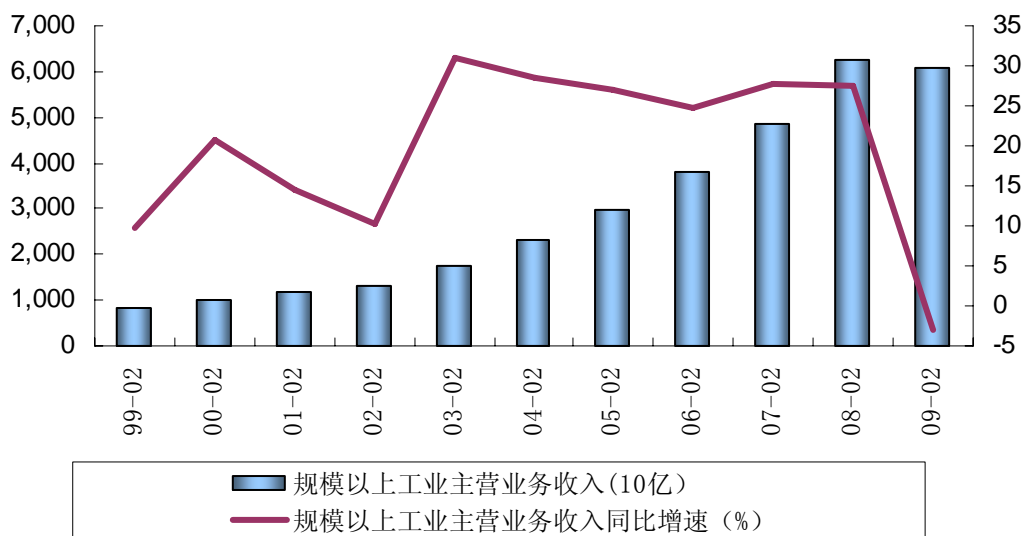
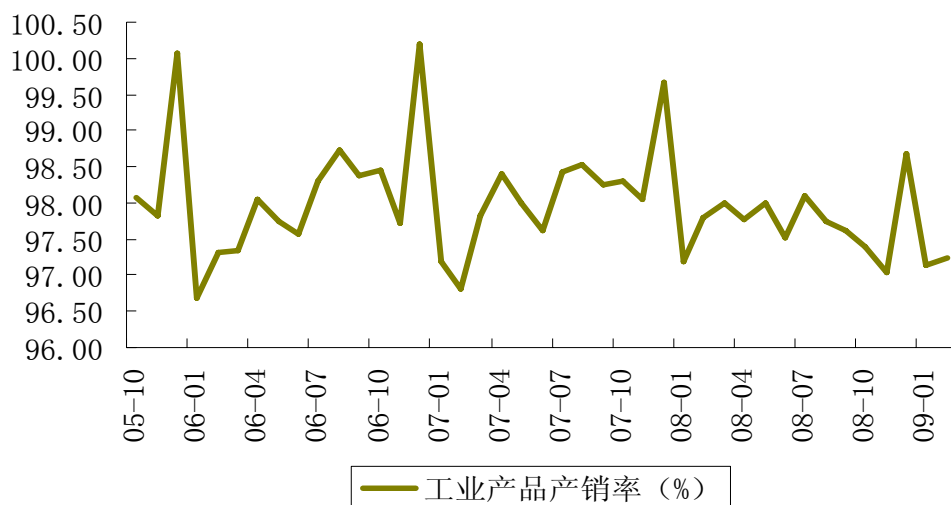
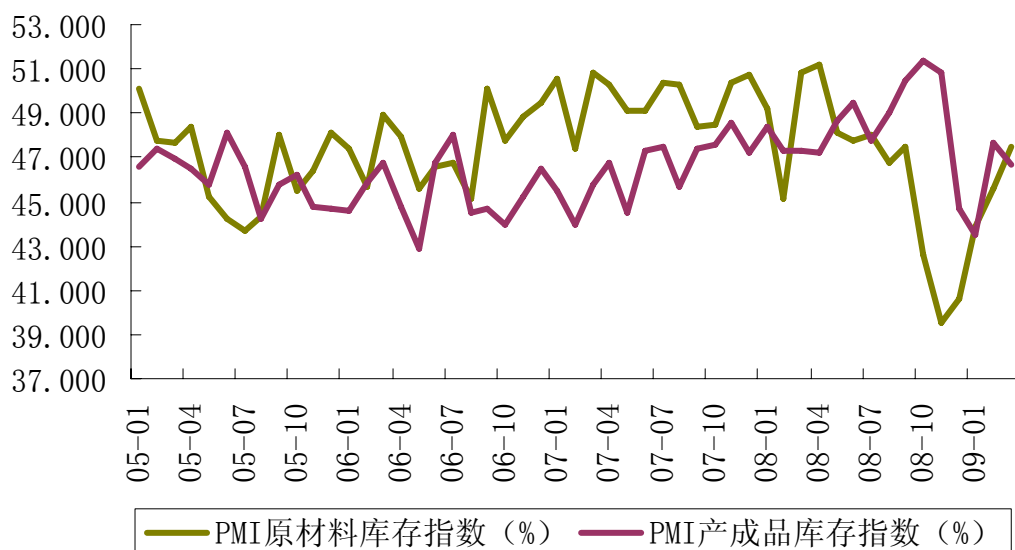


图 29 工业产品产销率



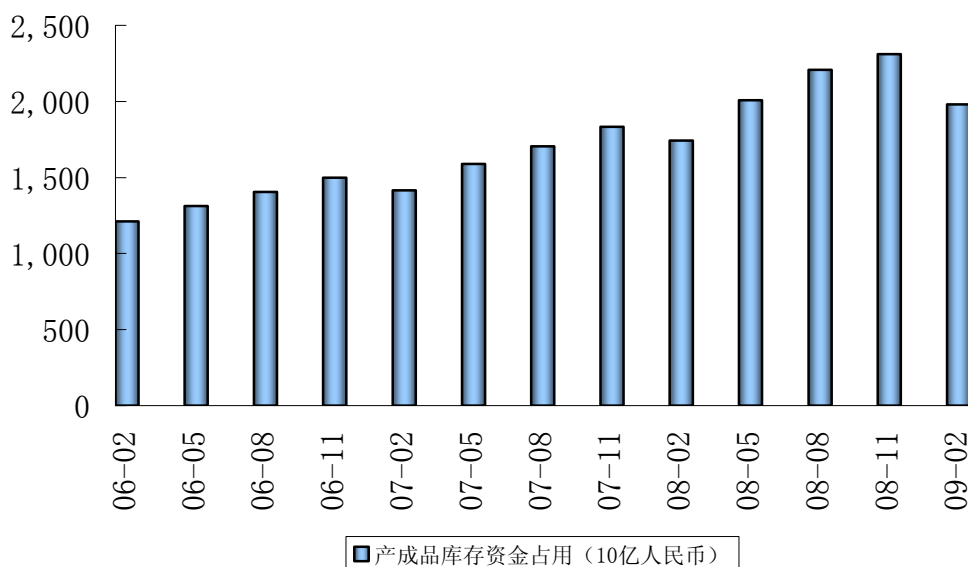
——在下游需求全面恢复之前，去库存化可能出现反复。2009 年 1 季度，去库存化进程仍在继续。PMI 原材料库存指数和产成品库存指数分别为 47.5%和 46.7%，均低于 50%的分界线，表明企业库存调整活动并未终结（见图 30）。如前所述，存货投资的减少拖累投资需求对 1 季度 GDP 的贡献度仅达到 2 个百分点。

图 30 PMI 库存指数



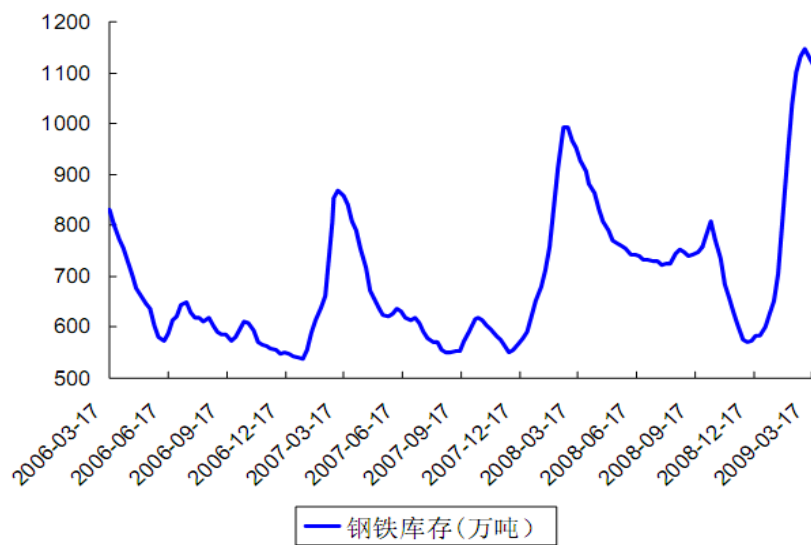
当前库存资金占用仍然较多。2009 年 2 月末，产成品资金绝对数居高不下，达到 19802 亿元，仅低于 2008 年 5、8、11 月各月数值，仍处于 06 年以来高位（见图 31）。考虑到 PPI 的大幅下降，产成品库存状况更加值得关注。

图 31 产成品库存资金占用



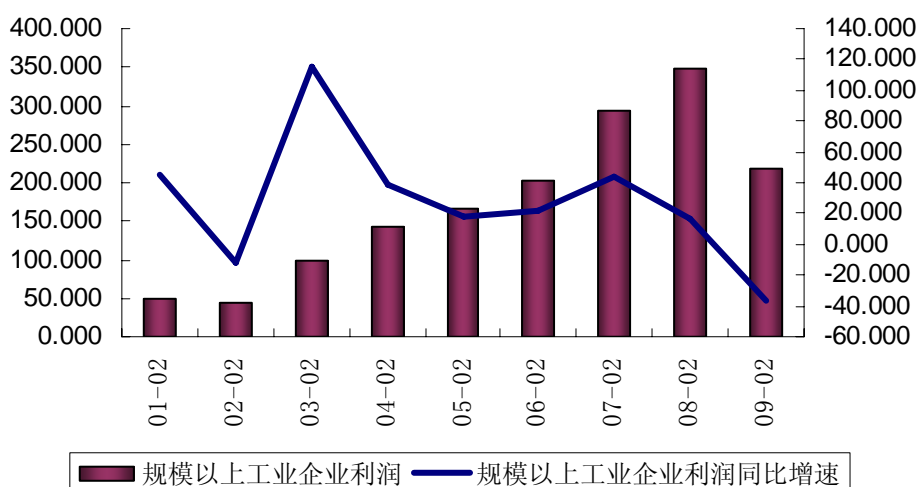
去库存化可能出现反复。2008 年 12 月开始，PMI 原材料库存指数连续四个月反弹，产成品库存指数则呈现先下后上再下的态势，反映原材料去库存化已近尾声，而产成品去库存化进展艰难。前文中原材料进口增长较快和产成品库存资金占用额均印证了这个判断。在下游需求全面恢复之前，工业生产的短暂反弹可能造成去库存化进程的反复。以钢铁行业为例，行业库存在去年 12 月份下降到 560 多万吨的较低水平后，再次回升，一季度末，我国各主要城市的钢铁库存已经达到了 1100 万吨，创历史新高水平（见图 32）。钢铁行业的高库存使得 3 月我国大中型钢企减产近 200 万吨。

图 32 全行业钢铁库存



——价格下降和需求回落导致工业企业利润增速大幅下降。2009 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（见图 33）。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。

图 33 规模以上工业利润

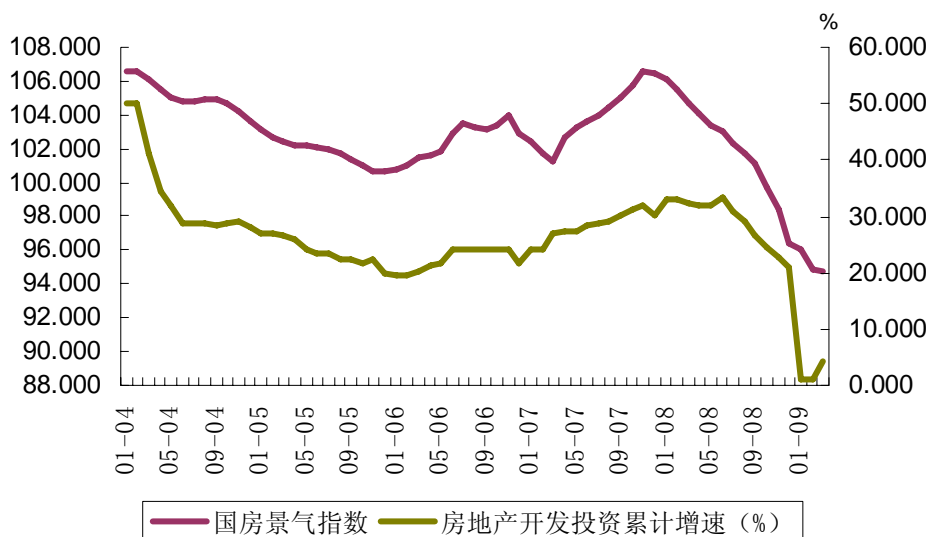


分别观察位于产业链不同位置的企业：中下游需求萎缩

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。2009 年 1 季度，全国完成房地产开发投资同比仅增长 4%，虽然比前两月有所反弹，但总体与近年来数据相去甚远，较去年同期回落 28 个百分点（见图 34）。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。

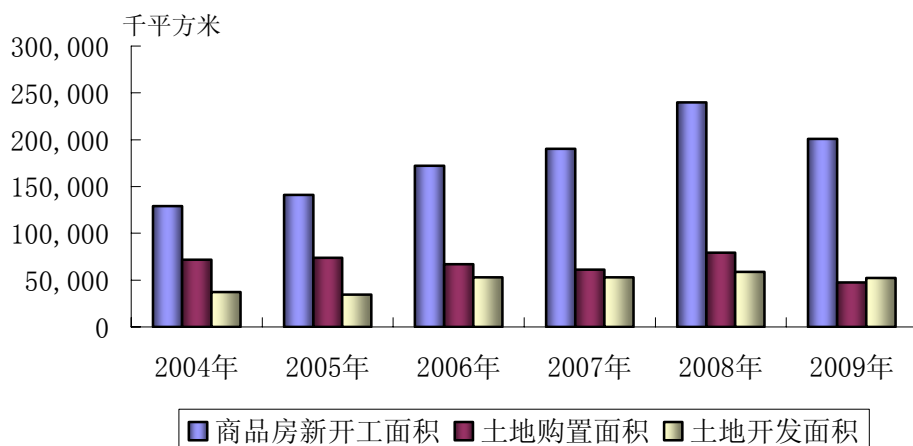
图 34 房地产开发投资累计增速和国房景气指数



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

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%（见图 35）。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，开工建设新项目的动力仍显不足。

图 35 商品房新开工面积、土地购置面积和土地开发面积



房地产去库存化的任务还很艰巨。2009 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 月份国房景气指数为 94.74，仍比 2 月份回落 0.12 点，比去年同期回落 9.98 点（见图 34）。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。

#### **四、下一阶段中国宏观经济金融走势展望和政策预测**

经过前文的分析，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、宽松的资金和 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。09 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缩窄。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，物价降幅将缩窄。

——全年信贷增长前高后低。

## **（二）主要政策走向预判**

——近期的重点是落实前期已出台的一揽子经济刺激计划，尤其是产业调整和振兴规划。

——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。