



对当前经济增速延续下滑态势的分析

要点:

- 今年以来,我国经济延续上年11月以来的增速下滑趋势,工业增加值、投资、消费、出口纷纷创出历史新低,官方和汇丰PMI均连续四个月下滑。1-2月的经济增速大幅低于预期已不仅仅是季节因素所能解释,深层次主要原因还在于当前中国正处于经济减速转换期。
- 尽管当前增速下滑是发展阶段转换的必然结果,是正常合理的,但经济增速一旦下降,高增速下掩盖的各种问题将逐渐暴露,而这些问题有可能带来整个经济系统性风险的爆发,从而可能中断、延误中国经济健康稳定的增长。这些问题的解决仅靠货币政策的调控并不管用,唯一的出路在于深化改革。
- 展望未来经济走势,从中长期来看,我国潜在增长率趋于下降;从短期来看,预计2014年全年增速将低于2013年增速,大约为7.5%左右,2014年1季度经济增速可能还略低于7.5%。

金融研究总监:詹向阳

国内宏观经济研究团队:

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮
杨苒 李露 孙含越

执笔:王小娥

lilu_csjr@icbc.com.cn

相关研究:

2014/3/19 《人民币汇改更进一步
改革意义强于实际影响——央行扩
大人民币汇率波幅解析》

2014/3/3 《外贸高增长难掩经济放
缓态势 存贷相背离预示资金成本
上升——2014年2月国内经济、金
融动态月报》

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(含标识和宣传语)的版权为中国
工商银行城市金融研究所所有,仅供我行
内部参阅,未经书面许可,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。

目 录

一、今年 1-2 月我国经济延续上年 11 月以来的增速下滑趋势..... 1

二、要警惕防范经济增速下滑带来的系统性风险..... 2

三、未来中国经济走势展望..... 3

图表目录

图 1 历年 1-2 月工业增加值累计增速折线图..... 1

图 2 消费和投资增速折线图..... 1

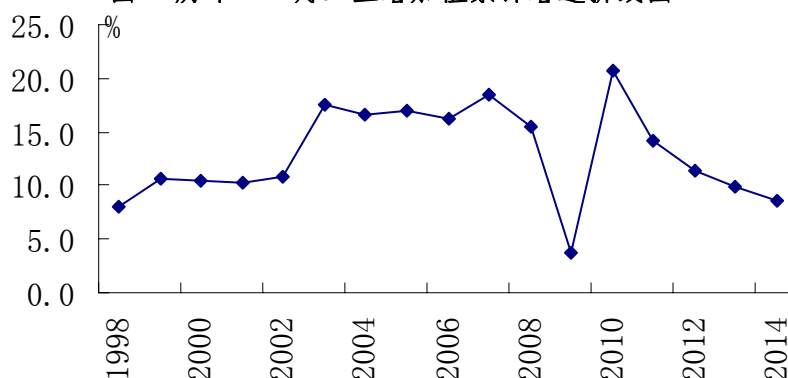
图 3 PMI 及其分项指标走势图..... 2



一、今年1-2月我国经济延续上年11月以来的增速下滑趋势

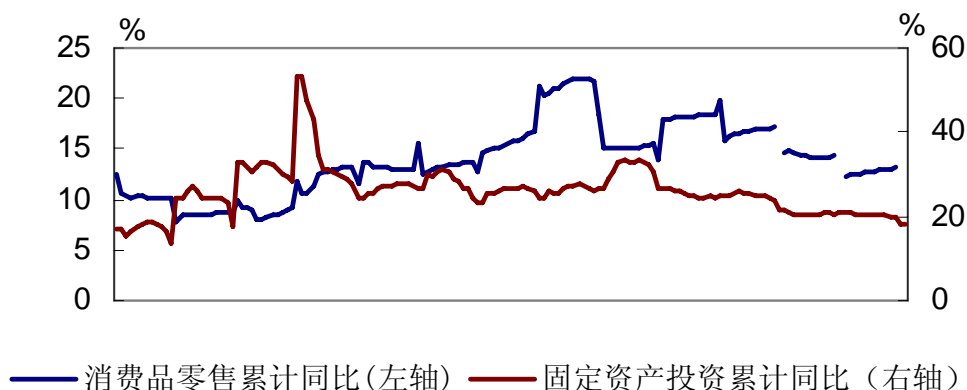
2014年1-2月份，我国规模以上工业增加值同比实际增长8.6%，不仅低于市场预期，而且远低于往年同期，1998年以来仅1998年、2009年两次金融危机期间的同期增速低于今年1-2月增速（见图1）。从环比看，1、2月环比分别增长0.59%和0.61%，增速较12月继续回落。

图1 历年1-2月工业增加值累计增速折线图



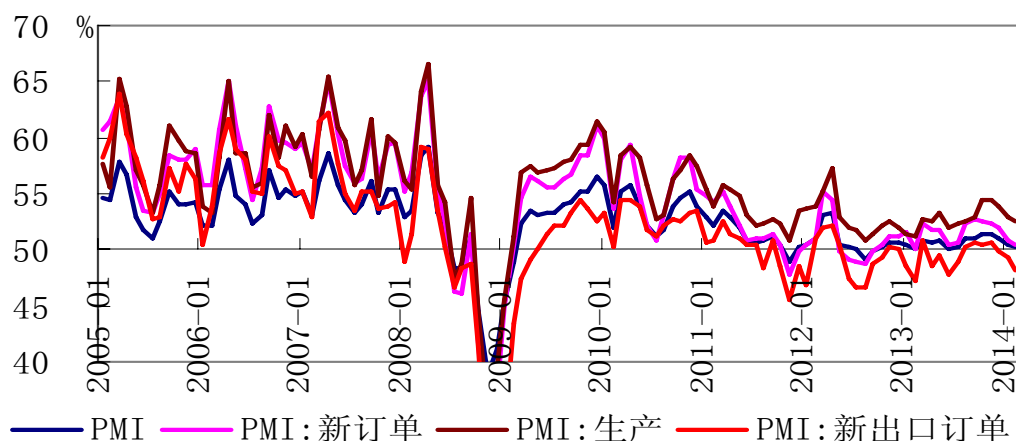
从三驾马车来看，均出现不同程度的回落，纷纷创出历史新低。1-2月，全国固定资产投资同比名义增长17.9%，增速较2013年12月下降1.7个百分点，延续2013年8月以来持续回落态势，并创下2002年以来最低增幅。社会消费品零售总额同比名义增长11.8%，增速较2013年12月下降1.3个百分点，创下2005年2月以来最低增幅（见图2）。从进出口来看，2014年2月，出口（经季调）同比下降6.5%，创出2009年底以来的新低；进口（经季调）同比增长5.3%，较1月下降4个百分点。

图2 消费和投资增速折线图



经济增速的下行，在前期 PMI 数据中已经有所体现。PMI 新订单指数自 2013 年 9 月以来持续回落（见图 3），表明需求对生产扩张的支持作用在减弱。2 月份的 PMI 分项数据显示，新订单、在手订单、采购量和原材料库存均在下降，表明目前企业生产主动库存动机并不明显，这与季节性因素有关，年底和年初往往是工业生产的淡季。但 1-2 月的经济增速大幅低于预期已不仅仅是季节因素所能解释，而主要的深层次原因还在于当前中国经济正处于经济减速转换期，这是中国经济发展的内在逻辑决定的。从出口来看，危机后全球需求萎缩，出口对经济的拉动率接近零。从投资来看，投资中的三个主要构成部分，制造业全面过剩制约了其投资增长空间；基础设施投资空间很大，但由于地方债务问题越发突出而缺乏资金；房地产投资部分地区已形成泡沫，加上政府宏观调控，投资积极性也受到影响；这三因素决定了中国过去的高投资率难以为继。消费问题尽管政府过去几年采取了各种政策措施，但居民消费率占 GDP 的比例，从 2000 年的 46.4%，十多年来一路下滑，下滑到 2008 年的 35.3%，2012 年的 36%。说明扩大消费是一个漫长的过程。

图 3 PMI 及其分项指标走势图



二、要警惕防范经济增速下滑带来的系统性风险

尽管当前经济增速的下滑是经济发展阶段转换的必然结果，是正常合理的，但经济增速一旦下降，高增长速度下掩盖的各种问题将逐渐暴露，而这些问题有可能带来整个经济系统性风险的爆发，从而可能中断、延误中国经济健康稳定的增长。也就是舆论界



担心的“经济硬着陆”问题。中国实体经济层面的问题主要集中在三方面：产能过剩、房地产泡沫投资和地方政府的债务风险。这三个问题也集中表现为金融的问题和风险。

一方面，当前一些低效率、不符合发展方向的本该在转型中被淘汰的产能过剩企业没有退出，其生产再生产过程中必然挤占社会资金，而转型升级产生的新兴产业、创新和服务经济也需要资金支持，从而使得总量资金偏紧。另一方面，在总量资金偏紧的背景下，房地产的高利润和融资平台的软约束使得二者及与之相关的理财产品往往不计成本融资，从而推高了整个社会融资成本，进一步加剧了一些地方融资平台或地方债务的金融风险，因为有些地方是靠筹集新的资金来维持原有债务的利息支出。这些问题表现在金融领域，就是货币总量数据的宽松与实际资金供需的紧张、资金成本的不断上涨并存。2014年2月M2达113.2万亿元，2013年M2/GDP达195%，居于世界前列，但在实体经济领域，却表现出融资困难、资金紧张，实际融资成本也在不断攀升。

由上可见，当前的金融问题深层次原因是实体经济的问题。而解决实体经济问题，仅靠货币政策的调控并不管用，唯一的出路在于深化改革。在坚守不发生系统性风险底线的基础上，通过市场的优胜劣汰出清一些经济主体，只有这样，才能纠正扭曲的资金配置，真正让市场机制发挥作用。对于地方融资平台，可以采取新旧划断、隔离存量、逐步推进等策略化解相关风险。对于房地产领域，坚持“分类施策、分城施策”的调控理念，并尽快完成房产信息普查联网，稳步推进房产税等改革举措，增加投资、投机性购房持有成本，抑制房地产领域的投资投机需求，促进房地产市场稳步健康增长。

三、未来中国经济走势展望

从中长期来看，我国潜在增长率趋于下降。供给方面主要有三个因素导致潜在增长率下降。一是人口结构发生变化。15-59岁劳动人口峰值出现在2011年，65岁及以上人口1.23亿，占总人口比重为9.1%，超过7%的老龄化标准。老龄化意味着整个社会的储蓄率下降，资本供给逐步下降。二是我国目前在大多数产业领域，技术装备水平接近世界先进水平，吸收空间变小，被迫转入自主创新驱动经济增长，风险增加。三是根据国际经验，人均GDP达到5000美元后，全要素生产率的年均增长率比人均GDP达到5000美元的前十年下降1个百分点。需求方面，中国经济将触及需求的“天花板”，导致潜在增长率下滑。2012年我国住房供给已经达到900万套，长期需求的年度峰值约1300

万套，预计出现在 2015 年左右；东部和部分中部省份的公路等基础设施密度已接近或达到发达国家水平；过去 30 余年的城镇化和工业化快速推进，铁路、公路、港口、机场等已经基本建成，大规模基础设施建设的任务基本完成。汽车的长期需求峰值将在 2020 年左右出现；钢铁、建材等重化工业产品的长期需求峰值已经或接近出现。

从短期来看，预计 2014 年全年增速将低于 2013 年增速，大约为 7.5% 左右，1 季度经济增速可能还略低于 7.5%。按照李克强总理的讲话，今年经济形势更为复杂，然而“不患难，但患无备”，说明政府对经济下滑是有所准备。今年政府将 7.5% 左右确定为经济增长的预期目标，这是我国连续第三年将经济增长目标预定在该水平，保持了政策连续性和稳定性，有利于合理引导市场预期。预计“转型”仍是今年改革的重点，一是通过简政放权实现政府职能的转变，二是通过结构调整实现经济转型。今年对于“三驾马车”的增长目标有所调整，固定资产投资目标下调，由 2013 年的 18% 下调至 17.5%；进出口总额增速目标下调，由 8% 下调至 7.5%；社会消费品零售总额增速目标不变，与 2013 年的 14.5% 持平。增长目标调整幅度较小，说明政府已清楚认识结构调整任务的艰巨性，但消费作为新增长动力的政策意图却不会改变。另外，2014 年与 2013 年显著差异的是地方政府主动调低 GDP 增速，这会弱化地方政府刺激经济的意愿，一定程度上降低了地方企业扩张的动力。从经济先行指数 PMI 来看，1、2 月汇丰 PMI 落到 50 以下，官方 PMI 也连续 4 个月下滑，预示制造业放缓趋势不变。综合考虑各种因素，我们认为 2014 年全年增速将低于 2013 年增速，大约为 7.5% 左右，2014 年 1 季度经济增速可能还略低于 7.5%。