



有效需求不足导致经济下行压力再次加大

要点:

- 当前我国经济下行压力再次加大，8月工业增加值同比增速创近六年来新低；社会消费品零售额创出八年半以来的次低；前8月固定资产投资创出十二年半以来的新低。有效需求不足是当前经济下行的症结所在。
- 在有效需求不足的情况下，仅通过推出宽松货币等刺激政策解决不了根本问题，因为制约贷款增长的不是资金的供应，而是对贷款的需求。要真正释放需求潜力，应有一个系统性、连续性的改革发展战略，而不能只是“头疼医头、脚痛医脚”式被动型的调节。
- 对于启动消费来讲，重点是要完善收入分配制度改革。消费需求的启动对民间投资来讲，也会创造很多投资机会，但除此之外，还需要进一步开放垄断行业，并通过法律保障和保护民间财产权。今年预计政府将会加大微刺激和定向宽松的力，同时会进一步坚定不移地实施改革，以强改革替代强刺激，释放改革带来的红利。在确保经济不会出现断崖式下跌的同时，也不会出台强刺激政策维持高速增长。
- 展望未来，预计三、四季度GDP增速可能将低于二季度7.5%的增速。增长速度能够容忍的下限有可能是7%或者更低，即使三、四季度增速都是7%，全年也能够实现7.2%-7.3%的增长，而这也符合政府的区间调控思路，即上下小幅波动都属于合理区间。

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 杨 荇
李 露 孙含越

执笔：王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

相关研究：

2014/9/28 《SLF 助推货币政策进入新常态》

2014/8/29 《贸易顺差开创历史纪录
金融数据表现差强人意——2014年
8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、当前我国经济下行压力再次加大.....1

二、有效需求不足是当前经济下行的根源所在.....3

三、深化改革是释放需求潜力的唯一出路.....5

图表目录

图 1 工业增加值当月同比及环比增速折线图.....1

图 2 固定资产投资及社会消费品零售额累计增速折线图.....2

图 3 2008 年 10 月票据转贴利率走势.....5

图 4 2011 年 9 月票据转贴利率走势.....5

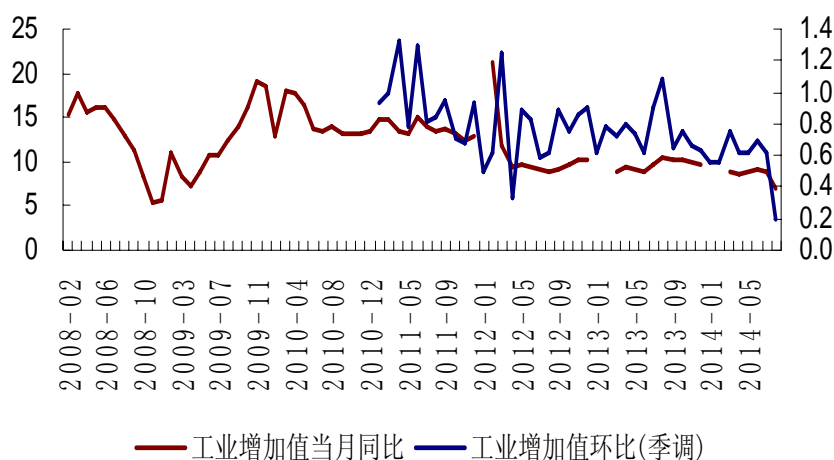
图 5 2014 年 7 月票据转贴利率走势.....5



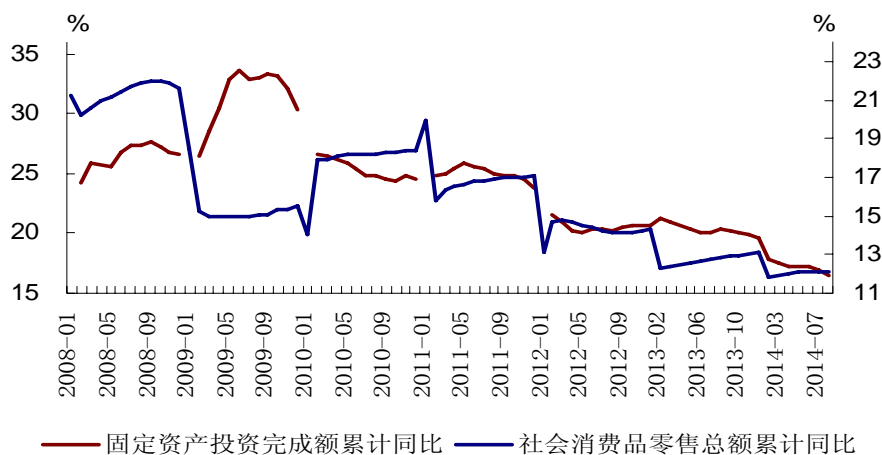
一、当前我国经济下行压力再次加大

从工业增加值看，8月同比增速创近六年来新低。2014年8月，中国规模以上工业增加值同比增长6.9%，创2009年初以来新低，季调后环比增长0.2%，创该数据统计以来最低（见图1）。根据历史数据，工业增加值增速往往高于GDP 3个百分点以上，这意味着8月的GDP可能不到5%。

图1 工业增加值当月同比及环比增速折线图
(2008.2-2014.8)



“三驾马车”增速纷纷回落，其中投资、消费分别创出历史新低。1-8月，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长16.5%，创出十二年半以来的新低；8月固定资产投资（不含农户）环比仅增长1.23%。投资增速持续下滑，导致相关行业生产大幅回落。8月，载货汽车产量同比大幅下降，钢材产量同比增长2.4%，创近两年来新低；水泥产量同比增长3.0%，较上月下滑0.5个百分点；彩色电视机产量低增长，家用电冰箱、家用冷柜、家用洗衣机、微型计算机等产量均呈下降态势。8月，社会消费品零售额同比增长11.9%，创出八年半以来的次低；出口同比增长（经季调）12.3%，比上月回落0.5个百分点。

图 2 固定资产投资及社会消费品零售额累计增速折线图
(2008.1-2014.8)

总的来说，当前经济形势非常严峻。尤其固定资产投资增速出现大幅下滑，虽然貌似与政府改革和结构调整的方向一致，但实质却大相径庭。政府结构调整的一个重要方面是由投资驱动型的增长模式转变为消费驱动型的增长模式，但这需要在投资增速放缓的同时，消费能够接过投资拉动增长的接力棒。消费引擎的启动是一个缓慢长期的过程，投资增速的下滑却很迅速，从而造成了目前投资增速下滑、消费增速也下滑的状况。从投资的三个主要领域来看，未来投资增速仍不容乐观。8月基础设施投资单月同比增速仅为16.3%，较7月减速5.4个百分点。受制于财政收入增速降低、反腐力度加大以及官员晋级取消GDP考核等因素，基础设施投资增速保持较快增长难度加大。从制造业投资来讲，企业投资意愿和能力不足，不仅去产能任务较重的行业投资低迷状况难以改变，一些生产形势较好的企业由于市场前景不明也在主动收缩投资规模，制造业投资增长仍面临下行压力；8月制造业投资同比增速下滑至11.1%，较上月增速下降2.7个百分点。房地产投资在销售低迷的情况下，增速可能还会进一步放缓，8月房地产开发投资同比增速由7月的11.9%下行至9.9%，创下2012年4月以来的最低增速。因此，在消费增速短期内难以迅速提高的背景下，如果政府不出台刺激政策或者推行相关改革举措，未来投资增速的下行必然带来经济增速继续下行，下降幅度可能会大于各界预期。



二、有效需求不足是当前经济下行的根源所在

可以看出，投资增速的大幅下滑是当前经济下行的主要原因，导致投资增速下滑的直接原因表现为基础设施、房地产、制造业各领域由于不同影响因素带来的全方位下降，究其深层次原因，则在于政府的宏观刺激政策带动民间投资的作用有限，进一步深入分析，宏观政策带动作用有限的根源在于市场有效需求不足。

今年5月，政府推出了上调铁路投资规模目标等一系列“微刺激”政策，这些政策初步遏制住了经济下行的势头。但与以往一样，随着刺激过程、行为的结束，相关效应马上减少甚至消失，需要政府继续出台刺激政策、继续追加投资才会有新效应。事实上，政府刺激政策应该起到激发民间投资的“点火效应”，但当前政府的包括基础设施投资在内的刺激政策只是起到输血作用，而没有产生造血功能，其中有效需求不足是主要原因。其实，在本次“微刺激”中，企业受政策刺激预期改善、投资开工热情增加，同时，上游原材料价格的回落带给企业一定的利润空间，也促使企业加大生产，钢铁行业就是例证，钢材产量同比增速在5、6月持续攀升，但企业增产的同时，实际有效需求并未明显改善，结果就是工业产成品库存的回升。那么在没有进一步的刺激政策情况下，企业的投资积极性必然受到抑制。

在当前外需对经济贡献减少甚至几乎丧失的背景下，政府政策应该撬动的有效需求主要是民间投资和消费，民间投资的不足一方面是受制于相关放松和解除管制改革推进的缓慢以及财产法等相关法律的滞后，另一方面则是由于最终需求——消费需求不足导致的。因此，除了开放垄断行业、完善相关法律之外，消费作为最终需求的原动力没有被释放出来是有效需求不足的主要原因。而消费需求不足的症结所在则是收入分配制度的不合理，表现为居民的收入绝对水平低和收入差距过大。1999-2013年，国家财政收入年平均增速为18.8%，而同期居民可支配收入增速仅为11.3%；我国1981年的基尼系数为0.2927，而至2013年我国的基尼系数已经上升到0.473。在国民财富分配中，收入更多的分配给了政府和企业，必然会影响到居民的消费能力。收入差距的不断扩大也使得“低收入、高消费倾向”的居民消费能力有限，“高收入、低消费倾向”的居民消

费意愿有限，最终导致我国居民平均消费倾向不断下降。最终消费不足一方面导致在重要行业投资门槛较高、国际市场销路不畅的情况下民间投资机会不足，另一方面则导致政府主导的投资易引发产能过剩。产能过剩和民间投资机会不足致使大量的民间资本无处可去，最终表现为有效需求不足。

近期的经济金融数据也说明了有效需求不足是当前我国经济运行中存在的主要矛盾。

一是从总供给与总需求关系看，总需求不足从而导致物价持续下降。8月CPI同比增速为1.99%，较上月下滑0.3个百分点，较去年同期下滑0.6个百分点；8月PPI同比增速为-1.2%，连续30个月同比负增长。从总供给总需求模型来看，总需求不足会导致物价下跌和产出减少。

二是从金融数据来看，有效需求不足导致金融数据持续下滑。2014年7月，新增社会融资规模（2731亿元）创2008年12月以来新低，甚至低于当月出现较大降幅的新增贷款（3852亿元）。从历史数据来看，自从影子银行、表外融资开始兴起的2008年以来，新增社会融资总量低于新增贷款的情况共计发生六次，分别是2008年10月、2008年11月、2009年1月、2009年4月、2011年9月以及本次。新增社会融资总量低于新增贷款表明表外融资出现萎缩，表外融资的萎缩可以从资金的供给和需求两方面找原因，如果是供给紧缺必然伴随的是利率的上升，反之则是利率的下降。在这六次中，前四次发生在2008-2009年金融危机期间，在此区间，票据贴现利率呈现下行趋势（见图3），这就意味着在此期间，实体经济有效需求不足；在2011年9月，票据直贴、转贴利率快速攀升（见图4），这表明资金供求形势比较紧张；而本次（2014年7月），票据贴现利率波动中呈现下行态势（见图5），这意味着有效需求不足可能是导致贷款及其社会融资总额剧降的主要原因。



图3 2008年10月票据转贴利率走势

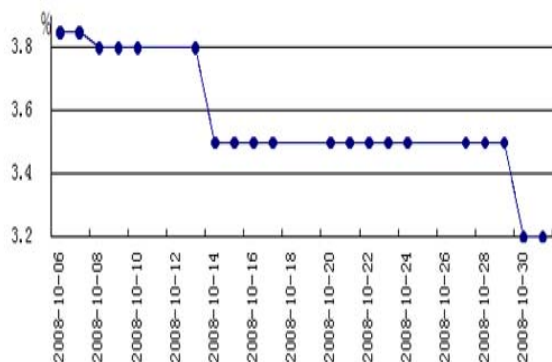


图4 2011年9月票据转贴利率走势

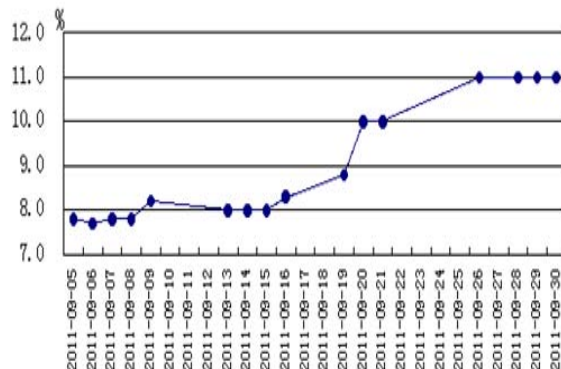
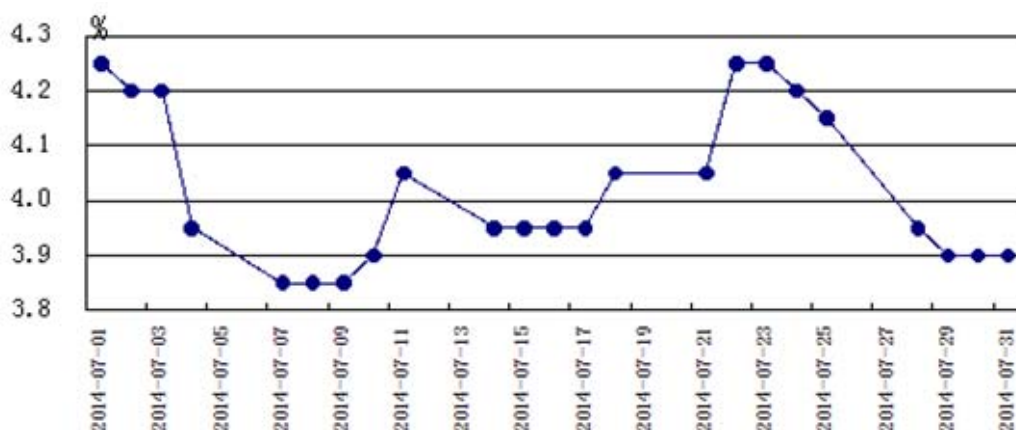


图5 2014年7月票据转贴利率走势



2014年8月，社会融资规模为9574亿元，比上年同期少6276亿元。人民币贷款新增7025亿元，基本符合预期。但值得关注的是，贷款的增长主要来源于票据融资和短期贷款，8月贷款环比增长3173亿人民币，短期贷款及票据融资贡献了2887亿人民币的环比增量，中长期贷款贡献规模不足10%，商业银行通过票据融资在月末冲贷款规模痕迹较为明显。企业中长期贷款规模占比出现大幅回落，表明实体经济信贷需求依然较为低迷。

三、深化改革是释放需求潜力的唯一出路

在有效需求不足的情况下，仅通过推出宽松货币等刺激政策解决不了根本问题，因为制约贷款增长的不是资金的供应，而是对贷款的需求。贷款需求意愿不足是因为缺少

投资机会而不是资金。事实上，支撑中国经济平稳较快发展的基本面并未发生根本性变化。从资本形成来看，中国仍处于城镇化、工业化快速推进过程中，社会投资仍有很大空间。从劳动投入来看，中国人口红利仍将在一段时期内存在。而要真正释放相关需求潜力，应有一个系统性、连续性的改革发展战略，而不能只是“头疼医头、脚痛医脚”被动性的调节。

对于启动消费来讲，重点是要完善收入分配制度改革。完善收入分配改革，首先要研究完善资源和市场的公平分配，确保初次分配的公平，以从源头上、根子上构建公平的收入分配体制；其次在二次分配上，政府要有实质性的减税，提高居民收入在国民收入中的比重，降低政府收入的比重。弱化政府的经济职能，强化政府的社会服务和社会保障功能。消费需求的启动对民间投资来讲，也会创造很多投资机会。但除此之外，还需要进一步开放垄断行业，尊重和保护民间财产权。尽管“新 36 条”及“执行细则”已出，但民间反应冷淡，主要问题在于民间信心不足，不敢跟进。真要开放垄断行业，让民间投资，除了放松和解除管制，还要尊重和保护民间财产权。如果不保护民间的财产权，信心就无法重建。《物权法》的出台是一大进步，但物权法的落实、民间产权的保护是一项长期而艰巨的任务。这不仅对于活跃民间投资至关重要，而且也是转变增长模式的必要前提。要从制造型经济转变为创新型经济，就必须保护知识产权，没有知识产权的保护就没有创新。

就今年来讲，预计政府将会加大微刺激和定向宽松的力度，同时会进一步坚定不移地实施改革，以强改革替代强刺激，释放改革带来的红利。在确保经济不会出现断崖式下跌的同时，也不会出台强刺激政策维持高速增长。预计央行下一步仍将创新使用常备借贷便利（SLF）等创新型工具预调微调、定向施策，并会尽量避免通过全面宽松传递过强的政策信号，下一阶段全面降准降息的可能性仍然很小。财政政策方面，政府仍会出台进一步简政放权、扩大营改增试点范围、深化国企改革和价格改革、加大基础设施投资等举措，以激发市场内生动力。展望未来，预计三、四季度 GDP 增速可能将低于二季度 7.5% 的增速。增长速度能够容忍的下限有可能是 7% 或者更低，即使三、四季度增速都是 7%，全年也能够实现 7.2%-7.3% 的增长，而这也符合政府的区间调控思路，即上下小幅波动都属于合理区间。