

# 中国宏观经济：复苏中蕴藏风险\*

□ 刘元春（中国人民大学）

中国宏观经济在政府强大的刺激政策作用下，于2009年第二季度实现“止跌、触底”，但这种局面并不坚实；在萧条和政策性救助的双重作用下，中国宏观经济呈现出明显的两面性——政策层面的反弹与市场层面的下滑并存，并没有进入“市场性反弹阶段”，更没有步入稳定复苏的通道之中。

在宏观经济两面性的作用下，很多传统的宏观经济传递机制和运行规律被打破，导致大量宏观变量出现“结构分化”、“相互冲突”的态势，全面复苏面临巨大的不确定性。这些分化与冲突的宏观变量在动态上的调整将导致中国宏观经济呈现“底部振荡”的运行特征，并导致未来经济复苏将面临大量的风险。

2008年3季度以来加速下滑的中国宏观经济在2009年总体表现如何，已经成为目前宏观领域争论的一个核心问题。一方面以国际投行和国内证券研究机构为代表的乐观派在资本市场上强烈鼓吹中国经济的强劲反弹，而另一方面以一些学术机构为代表的悲观派却在反复强调目前经济下滑的压力依然严峻，经济企稳的基础不扎实。因此，如何客观全面地看待目前中国宏观经济的各种数据已成为当前宏观研究领域的首要问题。本文认为，从2008年3季度以来，中国宏观经济数据出现大量的变异和分化，单纯根据某一类数据来判断中国宏观经济的现状将出现重大的失误，对中国宏观经济较为科学全面的分析要求我们不仅要看到目前经济的反弹面和下滑面，更为重要的是应当对于目前矛盾、分化的数据在一个统一的框架中得到一致的解释。因此，本文将在一个萧条经济分析框架中对目前宏观经济的各个方面进行解析。

## 一、中国宏观经济触底的6大表现

2009年中国宏观经济依然面临外部环境恶化、国内周期性力量进一步释放等多重压力，但在宏观经济政策的强力刺激下，中国宏观经济成功终止了2008年3季度以来加速下滑的态势，并开始步入“止跌触底→结构分化→底部振荡→前期复苏”的进程，其中经济“止跌、触底”集中体现在以下6个方面：

1. GDP增速触底回升，回升的速度相对平缓，全年增速将超过8%

中国GDP增速之所以呈现“触底回升”发展态势，

其核心原因在于几个方面：

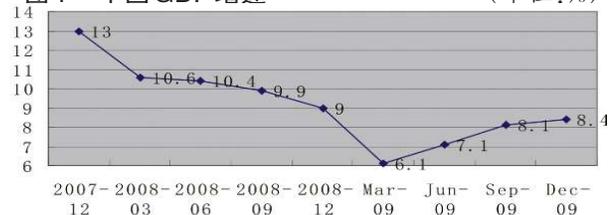
第一，内需的快速提升弥补了外需的下滑。根据测算，2009年全年经济增长8.4个百分点中，消费增长将贡献4.2个百分点，占增长因素的50%，而投资增长贡献5.8个百分点，占增长因素的69%，而外需增长贡献-1.6个百分点，占增长因素的-19%。

第二，“去存货投资”逐季减少，导致存货投资从较高的负增长进入正常的正增长状态，从而导致资本形成总额的逐季增加。

2009年1季度虽然全社会固定资产投资增长28.8%，固定资本形成总额实际增长达到24%，但由于萧条时期的“去存货”，存货投资为负增长，导致资本形成总额实际增长率只有7.2%。这种大规模的负存货投资在第二季度开始全面逆转，从而导致资本形成总额增速大幅度提升，全年估计将达到17%左右。

第三，由于统计翘尾的因素，2008年宏观经济逐季加速下滑直接导致2009年季度增速的统计基数先高后低，进而导致其增速在平稳回升过程中出现季度同比加速的现象。

图1 中国GDP增速 (单位：%)



\* 本文是中国人民大学宏观经济预测与分析报告(2009年第二季度)的一部分。报告数据来源于国家统计局和中国人民大学宏观数据库。

2.在扩张性的信贷政策和财政政策的支持下,固定资产投资呈现“止跌、井喷”的态势,并成为中国宏观经济止跌反弹的核心

2009年1—6月,中国城镇固定资产投资78098亿元,同比增长33.5%。比2008年同期提高了7.3个百分点,剔除固定资产价格下滑的因素,实际增速提高了17.8个百分点。如果保持现有政策,全年估计全社会固定资产全名义增长将达到27.5%,实际增速比2008年提高9.9个百分点。这将改变2008年投资对经济拉动作用下滑的局面,而呈现出“止跌、井喷”的态势,对2009年GDP的贡献程度达到69%。

3.工业增加值改变了2008年加速下滑的局面,在小幅波动中出现企稳的态势

2008年,在外需下滑、房地产市场逆转、去库存化以及其他因素的综合作用下,中国工业经济出现深度下滑,工业增加值增速从3月的17.8%直线下滑到11月的5.4%。这种加速下滑的局面在2009年2月得到改变,工业增速开始反弹波动,到2009年6月份,全国规模以上工业企业增加值同比增长10.7%,全年预计达到8.6%。该水平虽然低于近20年历史最低水平(1999年工业增加值增速为8.9%),但基本实现了工业下滑“止跌”的目标。

4.在十大产业振兴计划等政策的刺激下,制造业开始走出低谷,PMI指数超过临界值,部分工业行业增长势头迅猛

2008年中国宏观经济深度下滑的核心原因之一就是制造业的深度下滑。反映制造业总体供求状况的PMI指数,从2008年4月的59.2%直线下滑到11月的38.8%,其中新出口订单指数4—11月下滑30.1个百分点。这种局面在2009年得到遏制。2009年1月PMI指数出现反弹,并于3月份超过了50%的临界值。这说明制造业开始走出低谷。

与制造业PMI指数反弹并行的是,非制造业PMI指数出现更为强劲的反弹,2009年以来,非制造业PMI指数(商务活动)从最低点41.9%反弹至60.9%,基本达到正常的商务活动水平。

PMI指数反弹的同时,部分行业增长迅猛,例如2009年1—6月,生铁、粗钢和钢材产量分别增长6.0%、0.6%和5.8%;水泥同比增长14.9%;汽车同比增长29.0%,其中轿车同比增长35.0%。这说明这些行业已基本扭转了2008年下期全面萧条、停产的状况。

5.在政府各项消费刺激下,消费名义增速小幅下滑,实际增速有所提高,为宏观经济的中期稳定奠定了基础

2008年中国宏观经济加速下滑的进程中,消费成为中国宏观经济稳定的核心,对经济增长的贡献达到46%。在以家电下乡、汽车购置税减免、低收入人群补

贴以及转移支付加大等措施的刺激下,2009年消费没有出现大幅度下滑。名义增速出现小幅下滑,而实际增速大幅上升。1—6月,全社会消费品零售总额增速为15%,比上年同期下降了6.1个百分点,而实际增速达到17.1%,比上年同期高3个百分点。这种相对稳定的局面使消费成为中国经济增长的核心。在2009年1季度中,消费对经济增长的贡献度达到71%,远远大于投资与出口的贡献。

6.财政收入止住下滑趋势,在强化征收力度和税费改革等因素的推动下出现小幅反弹,但反弹基础并不坚实

财政收入大幅度下滑是宏观经济加速下滑的必然产物,而财政收入增速的企稳在一定程度上也意味着宏观经济的触底。2008年财政同比增速从5月的52.6%直线下滑到11月的-17.1%,创造了中国20年来财政下跌的最大幅度。2009年中国财政收入同比增长速度基本处于底部波动的状态,基本止住了2008年加速下滑的局面,其中2009年6月财政同比增速达到19.6%。不过,需要指出的是,5月和6月份财政收入同比呈现正增长的核心原因在于强化征收力度、一次性征收和税费改革等因素。如果扣除这些因素,5月财政同比增速为-9%,6月份同比增速为-3%,依然没有摆脱负增长的局面。

## 二、宏观经济“结构分化”的9大表现

通过上述6个方面的指标体系,我们大致可以得出中国宏观经济出现“止跌、触底”的结论。但是,这些指标本身并没有说明中国宏观经济的所有状况,因为一方面这些数据与其他一些数据存在着一定冲突和矛盾,另一方面这些数据内部也存在大量的分化和冲突。这意味着中国宏观经济在“止跌、触底”的同时,还表现出强烈的结构分化以及宏观变量之间的冲突,宏观触底的基础并不是很坚实。这集中体现在中国宏观数据目前所表现出来的强烈的两面性:一方面是固定资产投资、实际消费、股票市场以及部分行业生产等指标出现强劲的反弹;另一方面是进出口贸易、名义消费、价格指标、财政和利润等指标依然处于下滑区间(参见表1)。而这种两面性集中体现了中国传统的经济传导机制发生变异、经济运行在市场下滑和政策刺激的双重力量的作用下出现系统的“结构分化”。

表1 2009年上半年中国宏观经济的两面性

反弹面	下滑面
1.固定资产投资: 1—6月同比增速为33.5%,比上年同期提高了4.8个百分点。	1.进出口贸易: 1—6月进出口同比增速分别为-21.8%和-25.4%;4月贸易顺差比上年同期少增35.8亿美元,5、6月贸易顺差同比减少,1—6月同比累计减少21亿美元。

续表：

反弹面	下滑面
2.工业增加值： 6月同比增速10.7%，止住2008年6月以来加速下滑的局面。1-6月同比增长7.0%。	2.①发电量： 5月发电量同比下降1.7%； ②财政收入： 1-6月同比增速为-2.4%，4月同比增速为-13.6%；5月为4.8%，6月为19.6%；但扣除非税收入、费改税以及一次性收入，5、6月财政收入依然同比负增长。
3.①货物运输： 1-6月同比增长2.5%，改变2008年底接近0增长的低迷局面。 ②PMI指数： 6月达到53.1%，连续六个月反弹。	3.港口运输： 1-6月，沿海港口货物量同比增长1.8%，其中港口外贸货物吞吐量同比下降-0.7%。
4.货币供应： 6月M <sub>2</sub> 同比增速达到28.5%，创1996年10月份以来近13年的新高； 1-6月新增信贷规模达到7.4万亿。	4.CPI和PPI： 1-6月两指标持续为负，6月分别为-1.7%和-7.8%。
5.重要工业产品产量： 1-6月水泥同比增加14.9%。原煤8.7%，汽车29.0%；钢材5.7%。	5.工业利润： 1-5月，工业利润同比下降22.9%，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%。如果剔除石油加工与炼焦业，其他38个行业的利润同比下滑依然为-31%。
6.实际消费增速： 1-5月全社会零售销售总额增长15.0%，实际增速比上年提高3个百分点。	6.①名义消费： 1-6月同比增速15.0%，与去年同期下降了6.1个百分点。 ②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： 1-7月上证综合指数从1849点上升到3300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%，扣除计提转回和投资性收益，利润同比下滑超过30%。
8.房地产交易量： 1-6月，全国商品房销售面积34109万平方米，同比增长31.7%，增幅比上年提高32.7个百分点。	8.房地产投资量： 1-6月，全国完成房地产开发投资同比增长9.9%，增幅比上年同期回落23.6个百分点。

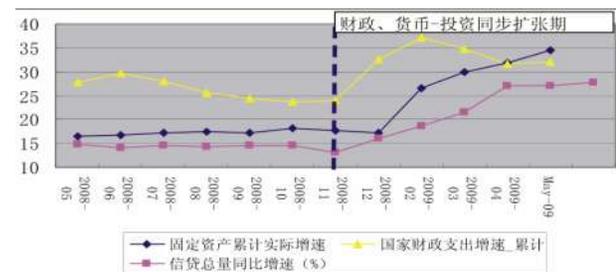
1.传统的“出口—投资联动机制”被打破，在出口持续下滑的同时，固定资产投资却大幅度上扬，投资驱动模式步入以信贷和财政政策主导为主的萧条期驱动模式

2009年中国宏观经济止跌反弹的核心力量就是固定资产投资的“井喷”。但是，这个总量变化蕴含着一个中国宏观经济传导机制的重大变化——传统的“出口—投资联动机制”被萧条期的“信贷—财政—投资决定机制”所替代。

中国投资在2002年下半年—2004年中期出现过井喷，其原因在于2001年后中国出口出现加速增长，使

投资收益大幅度提升。出口—投资联动机制构成了中国2001—2007年经济增长的核心传递机制。但在美国金融危机之后，全球性的经济衰退打破了这种联动机制。在2008年2季度后，在出口直线下滑的同时，投资却出现持续提升，二者之间的增速差异逐渐拉大。导致这种现象出现的核心原因在于目前的投资大部分是政策性投资，扩张性财政政策和扩张性信贷政策是投资扩张的核心力量，市场性投资的占比已大幅度地减少。

图2 财政支出、信贷投放与固定资产投资



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，中国工业化的增长模式步入萧条期

从正常年份来看，工业增加值与用电量的变化基本是同步的，其间的缺口基本保持在2~3个百分点左右。但是，这种同步增长的现象在2009年被打破了。在工业增加值出现持续反弹的同时，用电量持续负增长，其间的缺口最大扩大到17.8个百分点，2009年5月缺口依然在11.5个百分点。这说明目前工业增长的模式发生了变化，大量的高耗能的项目在这次危机中受到重创，同时这些高能耗部门的经济复苏能力也大大低于其他部门。

如果把这种现象放在中国宏观经济长周期中，我们发现，二者之间的背离以及缺口的扩大并不是第一次发生。在1997—1999年中国经济持续下滑的时期，工业增加值增速远高于发电量的增速，最大值也达到11个百分点。这说明中国目前工业化增长模式已步入了萧条期。

图3 工业增加值与发电量增速 (单位: %)

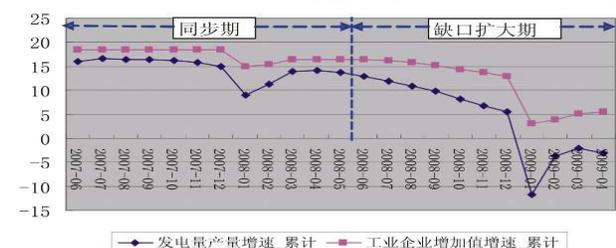
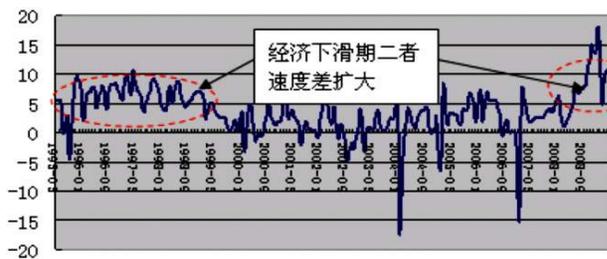


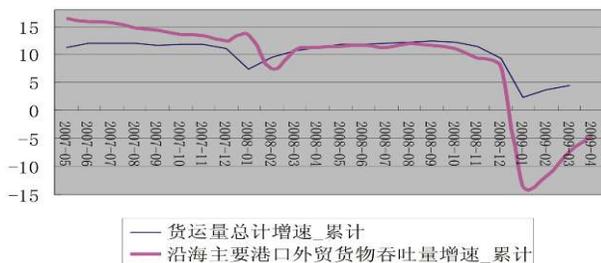
图4 工业增加值与发电量的增速差 (单位:%)



3.传统的内陆运输和海运运输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

如图5所示,中国在2001年加入WTO以后,贸易体制发生重大变化,内外贸基本实现一体化。这导致中国货物运输和港口运输基本呈现同上同下的运行规律。但是这种规律在2008年3季度以后被打破——二者之间的差距开始拉大,最大差距达到16个百分点。同时,在货物运输出现反弹的同时,港口运输依然处于负增长。这种变化说明中国贸易重心和贸易结构出现变化。内外贸相互促进的发展模式在近1~2年中将会改变。

图5 货物运输与港口吞吐量增速 (单位:%)



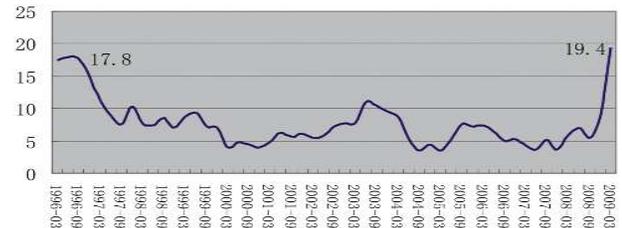
4.在货币供应量快速井喷与实体经济增长缓慢的同时,物价水平却持续负增长。其增速的反差不仅意味着未来通货膨胀压力明显存在,而且意味着货币在金融领域“空转”,对实体经济的渗透存在明显的时滞和低效率

从长期来看,物价水平的变化在本质上是一种货币现象。因此,中国货币供应量M<sub>2</sub>的增速与通货膨胀率存在强烈的正相关,货币增长在滞后6个月左右传递到物价水平之上。2008年3季度以来,我们发现货币供应增速与物价水平增速的反向运动十分猛烈,M<sub>2</sub>增速与CPI之间的缺口迅速扩大,并大大突破历史最高水平,到2009年5月超过27个百分点,超过近10年来历史最高点的幅度达到35%。这种发展态势改变了以往的运动模式,它不仅说明中国目前的货币运动模式和流通速度发生了变异,更重要的是它可能孕育着更为严重的通货紧缩逆转的压力。

图6 M<sub>2</sub>与CPI增速

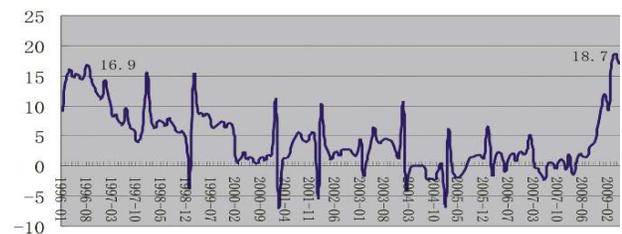


图7 M<sub>2</sub>与GDP增速之差 (单位:%)



如果我们将M<sub>2</sub>增速与GDP增速和工业增加值增速进行比较,我们发现2009年M<sub>2</sub>与二者之间的差额超过20世纪90年代的历史最高值,分别达到19.4个百分点和18.7个百分点。M<sub>2</sub>与GDP和工业增加值增速之差扩大的基础与1996—1999年期间的动力机制是一致的,即扩张性的货币政策推动货币增长,从而导致金融领域流动性与实体经济增长发生背离。但是,值得注意的是,2009年的背离超过了1996年的历史高位,货币在金融领域自我循环的现象可能十分严重了。如果这些流动性突然有效地被引导到实体经济,可能会带来萧条时期的价格水平发生逆转。

图8 M<sub>2</sub>与工业增加值增速之差 (单位:%)

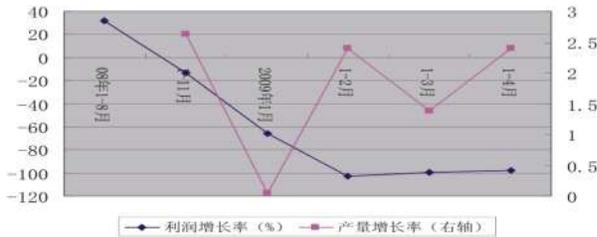


5.在总体工业产量上扬的同时,工业利润同比增速持续下挫,部分行业甚至出现“越亏损、越生产”的局面。在一定程度上讲,政策性反弹缺少市场效率基础

2009年1—5月份,很多工业行业的生产水平同比增速出现了反弹,但这种反弹并没有利润的基础。因为1—4月份工业利润同比下滑27.9%。以粗铁行业为例,其利润自2009年以来持续以95%的速度恶化,但是产量同比平均上升1.77个百分点。这种亏损中的生产复苏没有坚实的市场基础,同时也说明很多行业的运行模式也发生了变异。它们很多都是在政策性刺激

和调整推动下进行生产,而不是单纯的利润追求。例如,很多国有企业为了防止行政兼并而逆市开工,有些企业为了获得国家补贴而进行生产。

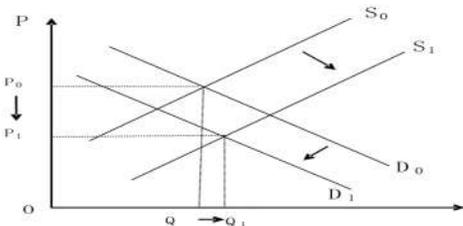
图9 粗钢行业的利润与产量增长率



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,消费增速持续高位增长可能面临下滑的压力

1—6月,中国全社会消费品零售总额同比增长15%,比上年同期下降了6.1个百分点,而扣除RPI价格指数之后的实际增幅达到17.1%,比上年同期提高3个百分点。由此产生了一个根据不同的指标体系,消费增速的变动方向是完全不同的问题。这种矛盾产生的表面原因在于RPI指数2009年较2008年出现大幅度的下降,但其实质性根源却在于消费需求与消费估计之间动态变动模式发生了变化,即在消费需求和消费意愿下降的同时,消费品供给却同步增加,从而导致消费品价格下降,而实际成交量提速的结果。因此,这种名义消费增速与实际消费增速的不同方向的变动蕴含了中国零售商品市场在产能放量的冲击下,总需求水平的缩小。这也标志着中国经济萧条从生产领域向消费领域的传递,而不是一般分析所讲的萧条时期消费的加速。

图10 零售品市场供给与需求之间的动态调整



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

2009年中国证券市场出现快速回升,从1月份的1849点快速提升至3400点,提升幅度超过80%,而与此同时上市公司账面第一季度净利润同比下滑了21.5%,如果剔除2008年计提的资产减值准备的回转,

同时考虑公允价值变动产生的收益等因素,那么2009年第一季度上市公司的生产性利润总额同比下滑将超过32.2%,环比也出现下降。这种金融市场与实体经济的背离虽然在宏观经济领域常常出现,但如此大幅度的背离,一方面意味着资本市场运行模式有所变化,另一方面也意味着中国货币流动模式的变化。这些变化也预示将有一次大幅度的股市调整,而不是中国经济全面复苏的前兆。

8.在房地产销售出现大幅度复苏的同时,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

在房地产市场中,销售是投资的先行指标。因此,我们会看到销售大幅度上涨必将带来投资的大幅上涨,而销售的大幅度下降将必然带来投资的大幅度下降。这种规律在2002—2007年末高涨的房地产市场可以看到。但是,自2008年以来,这种模式被打破了。在销售大幅度下挫的11个月之中,投资一直保持较高的增幅。随后出现的变化则是,2009年房地产销售持续暴涨,而投资却一直在低水平徘徊。这种背离一方面说明房地产进入非正常时期和调整时期,另一方面也说明前期投资产生的库存依然庞大,中国房地产的“去库存”还远远没有完成,供给商依然处于观望状态。

9.部分宏观数据内部也出现重大的结构变化和分化,其中最为集中的体现就是投资领域和制造业领域的内部分化,这说明宏观政策刺激的市场启动效应没有显现

投资结构的分化集中体现在几个方面:

第一,国有及国有控股企业的投资增速大幅度提升,并且所占的比重也大幅度提升。1—6月,城镇固定资产投资78089亿元,同比增长33.5%。其中,国有及国有控股完成投资33308亿元,增长41.4%,而非国有部门的投资总额增长仅为27%。

第二,内资企业投资扩张迅猛,而外资企业和港澳台企业的投资却大幅度下滑。1—6月内资企业投资71555亿元,同比增长37.5%;港澳台商投资和外商投资为2747亿元和3377亿元,分别下降0.4%和增长1.1%。

第三,从投资主体来看,增量部分集中在政府的公共投资的大幅度增加上,民间资金投资的数量依然处于相对萎缩的状态。例如,扣除国家公共投资新增部分,1—6月其他投资新增额度同比增速仅为8%左右。

第四,政府中的公共投资增速主要体现在中央政府投资的增长上,地方政府投资增速并没有跟进。虽然1—6月中央项目投资6586亿元,同比增长28.6%;地方项目投资71512亿元,增长34.1%。但是由于地方项目的资金到位率很差,其实际投资资金还降低了5%

左右。

第五,靠近政策层面的行业的固定投资增速明显提高,而靠近出口和一般市场的行业的固定资产投资增速同比下降了,表2的对比分析可以证明这种分化。

不难看出,上述这些投资领域的内部分化一方面集中说明了目前投资推动主体的变化,另一方面也说明市场层面的投资行为并没有走出萧条,同时也说明了政府主导型投资的市场拉动效应并没有立即产生。

而制造业内部的分化主要体现在两种制造业PMI指数之间的冲突,即由国家统计局和物流协会共同发布的官方PMI指数与里昂证券发布的PMI指数在1—4月之间存在着不一致:

第一,在2—3月官方PMI指数大幅度提升,并超过了50%的临界值,而里昂PMI指数却出现了下挫,从45.1%下降到44.80%,远低于50%的临界值。从前者得出的结论是制造业的强劲复苏,而从后者得出的结论是制造业的持续低迷。

第二,在4—5月,官方PMI指数出现小幅回落,而里昂PMI却出现小幅上涨。因此,从前者得出的结论是制造业出现了小幅调整,从后者得出的结论却是制造业的持续上扬。

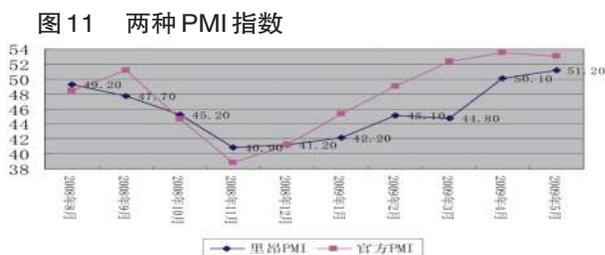


表 2 靠近市场与出口类行业和靠近政策刺激类行业的投资增速对比

靠近市场与出口类行业的投资增速(%)			靠近政策刺激类行业的投资增速(%)		
行业名称	2008年 1-4月累计增速	2009年 1-4月累计增速	行业名称	2008年 1-4月累计增速	2009年 1-4月累计增速
采矿业	32.1	26.5	农林牧渔业	41.6	82.1
石油和天然气开采	14.5	10.1	通用设备	34.5	44.9
有色金属	51.5	27.8	废弃资源回收	106	72.9
制造业	31.2	29	建筑业	-5	37.2
饮料	27	19.2	交通运输	7.4	56.5
纺织业	13.4	0.8	铁路运输业	18.5	94.2
服装鞋帽	19.7	12.5	道路运输业	4	50.2
家具制造业	49.1	4.9	城市公共交通业	18.2	50.6
通信设备等	5.6	-0.6	水利环境等	27.2	61.2
信息传输等	13.4	9	水利管理业	9	82.3
房地产	33.9	10	环境管理业	50.3	70.9
造纸	31.6	11.5	卫生投资	31.9	54.2
石油加工等	80	-2.9	教育投资	9.3	39.9
化纤	29.5	-17	卫生社保和社会福利	32.8	59.9
黑色金属冶炼	20.6	0.1			

为何这两个指数出现如此大的冲突呢? 其中核心的原因就是它们选择的样本对象不同。官方PMI指数的样本主要集中在大型国有企业之上,而里昂PMI指数的样本主要集中在市场导向的大中型企业和公司。因此,前者更多反映了与政策层面密切的制造业企业的活动,而后者更多反映了与出口和市场层面接近的制造业的活动。所以,两种PMI指数的分歧实质上是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上出现了分化。

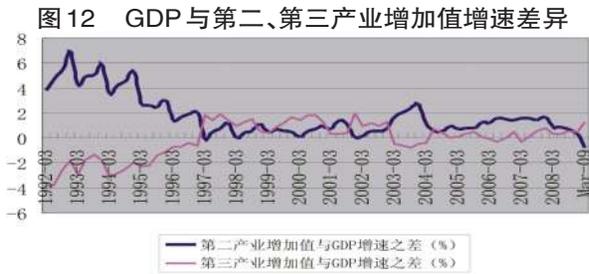
### 三、宏观数据冲突的5大表现

从第二部分分析我们看到,中国宏观经济呈现出系统的两面性,经济运行机制发生了变异,步入了萧条经济运行转态。但更为重要的是,我们还必须看到,在宏观经济呈现“两面性”、“结构分化”的同时,很多宏观变量之间存在巨大的冲突、背离和矛盾。这些矛盾孕育着经济发展的巨大风险。

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的变化和调整

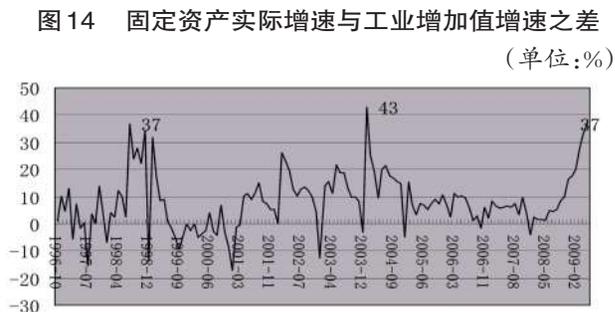
2009年1季度,中国GDP增速高于工业增加值增速(0.9个百分点),而低于第三产业增加值增速(1.2个百分点)。这种现象并非中国经济增长出现机制性的、稳定的转变,而是在此次经济下滑中以重工业为首的第二产业受到的打击远远超过其他产业的结果。这种现象在历史上曾经出现类似的情况,其产生的环境和机理都是工业化增长模式陷入萧条,因此,2009年1季度这种现象的出现并不能说明中国宏观数据有问题,

更不能说明中国结构出现了稳定性的调整,而是说明萧条期增长源的变异。



2. 固定资产投资实际增速与 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

2009 年中,宏观数据背离最大的就是固定资产投资与 GDP 增速和工业增加值增速之间的背离:1)城镇固定资产投资实际增长率与 GDP 增速的差额达到 23.7 个百分点;2)城镇固定资产投资实际增长率与工业增加值增速的差额达到 37 个百分点。这种背离在历史上出现过,目前的离差水平基本与前一次经济萧条期的状况大致相当。但值得注意的是,这种背离一方面意味着投资高潮的到来与投资驱动还没有落在实处,但另一方面也意味着中国目前正处于强烈的“去存货”时期。



第一季度中国城镇固定资产投资高达 28.6%, 全社会固定资产投资实际增长率为 24%, 资本形成实际增长率只有 7%, 对 GDP 增速的贡献 3 个百分点左右, 这意味着负存货投资的作用将高达 2 个百分点左右。这种大规模存货调整与紧随其后的反向存货投资运动, 在

很大程度上将左右中国宏观经济在底部的波动规律。

在中国经济萧条时, 都会带来存货的巨大调整, 1996—2000 年存货增长速度从 24.6% 下降到 1.39%, 而目前存货增速从 2008 年 8 月的 28.54%, 下降到 2009 年 2 月的 11.7%, 下降幅度和时间都小于前一次经济调整, 因此, 我们会看到中国存货调整将进一步进行, 这在很大程度上会引起未来经济增长速度的提升。

3. 固定资产完成额的高速增长与投资品价格和生产品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

1—6 月全国城镇固定资产投资增长 33.5%, 并呈现出逐月加速的态势。但与此同时我们发现固定资产投资品价格 2 季度同比下滑了 3.9 个百分点, 1—6 月生产资料出厂产品价格持续下滑, 到 6 月同比下滑达到 7.6 个百分点, 环比下滑 1 个百分点。这种冲突说明, 目前固定资产投资完成额并没有完成实际的固定资产投资, 大量的项目只是停留在银行款项划拨上, 而没有反映在实际经济活动之上。

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着一定冲突, 说明政府转移性支付力度较为强劲, 未来收入政策的可持续性对于收入的稳定十分重要

上半年, 城镇居民家庭人均总收入 9667 元。其中, 人均可支配收入 8856 元, 同比增长 9.8%, 扣除价格因素, 实际增长 11.2%。在城镇居民家庭人均总收入中, 工资性收入 6394 元, 增长 11.1%; 转移性收入 2273 元, 增长 16.0%; 经营净收入 778 元, 增长 3.9%; 财产性收入 222 元, 增长 9.1%。农村居民人均现金收入 2733 元, 增长 8.1%, 扣除价格因素, 实际增长 8.1%。其中, 工资性收入 954 元, 增长 8.4%; 家庭经营收入 1512 元, 增长 5.5%; 财产性收入 78 元, 增长 9.9%; 转移性收入 189 元, 增长 31.4%。

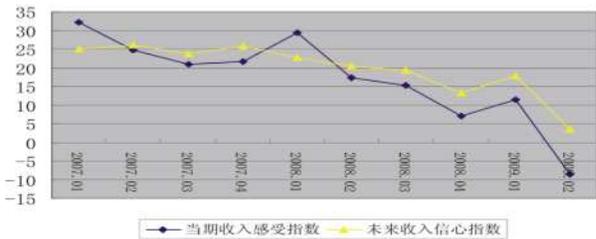
而与此同时, 中国失业水平出现大幅度的上升: 一是国家公布的城镇登记失业率上升到 4.3%, 连续两个季度平均每季度新增 43 万城镇失业人员; 二是农民工失业严重, 按照不完全统计, 中国共有 1.3 亿外出农民工, 其中约有 2000 万外出农民工因金融危机失业返乡, 失业率达到 15.3%; 三是按照中国人民大学利用投入产出和弹性系数反复测算的整个非农失业规模将高达 3650 万左右, 失业率将超过 9.1%。

因此, 其间可能存在以下背离: 1) 居民实际收入增长率超过 GDP 的增长水平, 其中城市和农村分别差 4.1 个百分点和 1 个百分点; 2) 农民工 15.3% 的失业率与农民工工资性收入增长 8.4% 之间存在着背离, 因为农民工工资性收入主要依赖于农民工外出打工的收入; 3) 农民收入增长与失业率之间存在背离, 因为务工收入

占农民人均纯收入的近40%，农民失业必将大幅度影响其收入。

弥补上述背离的唯一可能就是国家在经济危机时大规模增加转移支付，将国家财政收入向居民大规模地转移。事实上，如果扣除转移性现金收入增长的部分，农村现金收入同比仅增长5.6%，与2003年水平相当。上述这种背离在历史上也曾经出现过，特别是政策转移支出大规模增加的时候。但是，应当值得注意的是：第一，对于农民现金收入的增长可能会存在高估的情况；第二，历史上城镇居民收入和农村居民收入增速同时高于GDP增速的状况没有出现过。这种状况是否能够持续出现，应当给予高度关注。

图15 城镇居民收入感受指数与未来收入信心指数 (单位：%)



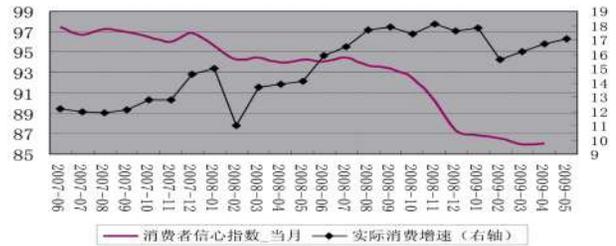
另外，根据人民银行全国城镇储户问卷调查结果显示，国家统计局的居民收入增长的数据与现实居民的收入感受状况和收入信心指数的变化是完全不一致的。2008年第二季度以来，居民当期收入感受指数和未来收入信心指数一直处于下滑状态。其中2009年第一季度到第二季度的下滑尤为迅猛。2009年第二季度城镇居民当期收入感受指数为-8.6%，比1季度大幅下降20个百分点，是1999年开展调查以来的最低水平。居民对未来收入预期也不乐观，未来收入信心指数仅为3.4%，比上季和上年同期分别降低了14.3和16.9个百分点。如何解释这种矛盾呢？一个可能性的解释就是，居民并没有将政策在危机时增加的一次性转移支付纳入其决策体系之中。不过，应当值得注意的是，实际收入增速与收入感受指数和收入信心指数的长期偏离将意味着实际收入增速难以维持，另一方面也将意味着消费信心和消费支出将下滑。

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

在中国经济萧条和世界经济萧条的历史，实际消费(用“社会消费品零售总额”来表示)总是要伴随经济的下滑而下滑，虽然这种下滑有一定的滞后期(一般为3个月)。但是目前中国实际消费增速的变化却一反常态，在经济下滑过程中出现实际增速高水平坚挺：1) 2009年1季度与上年同期相比，GDP增速下滑高达4.7

个百分点，实际消费增速提高了2.5个百分点，而且实际增速的同比扩大幅度越来越大；2) 消费信心大幅度下滑，达到8.2个百分点，而消费实际增速上升；3) 收入感受度指数大幅度下滑，而消费持续上升。

图16 消费者信心与消费之间的背离



根据中国人民银行2009年2季度全国城镇储户问卷调查，47%的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”，比上季提高9.5个百分点，升至历史最高位；仅有15.1%的城镇居民选择“更多地消费”，比上季下降14.6个百分点，降至历史最低位。这一升一降表明，伴随着居民收入减少范围的逐渐扩大和对未来收入的不确定性感受，城镇居民消费更加谨慎。与此同时，选择“更多投资”的居民占比升至37.9%，连续两个季度增加，累计提高8.8个百分点。

对这种数据的矛盾有一种较为合理的解释：由消费政策支持的“强制性消费”可能大幅度增加，而自愿引致消费的量依然在下降。同时，很有可能大量消费是对以往生产的产成品的消费。

#### 四、一些结论

从上述分析，我们可以得到以下结论：

- 1) 中国宏观经济在政府强大的刺激政策作用下，于2009年第二季度实现“止跌、触底”，但这种局面并不坚实；
- 2) 在萧条和政策性救助的双重作用下，中国宏观经济呈现出明显的两面性——政策层面的反弹与市场层面的下滑相并存；
- 3) 宏观经济政策在止跌的过程中并没有形成启动市场和逆转市场的效应，中国宏观经济并没有进入“市场性反弹阶段”，更没有步入稳定复苏的通道之中；
- 4) 在宏观经济两面性的作用下，很多传统的宏观经济传递机制和运行规律被打破，导致大量宏观变量出现“结构分化”、“相互冲突”的态势，全面复苏面临巨大的不确定性；
- 5) 这些分化与冲突的宏观变量在动态上的调整将导致中国宏观经济呈现“底部振荡”的运行特征，并导致未来经济复苏将面临大量的风险。▲