

2010年上半年我国经济的反弹是建立在强劲的刺激性政策、强烈的基数效应、潜在产出短期损失、结构恶化以及动态平衡等因素之上，增长态势具有短期性、脆弱性、多变性等特征



中国经济“前高后低”的趋势性分析

刘元春

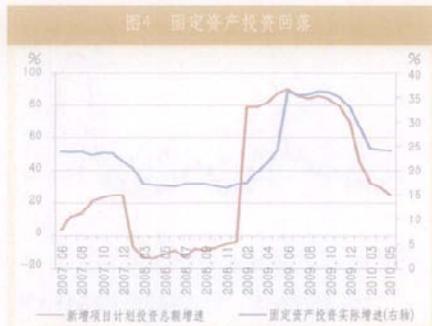
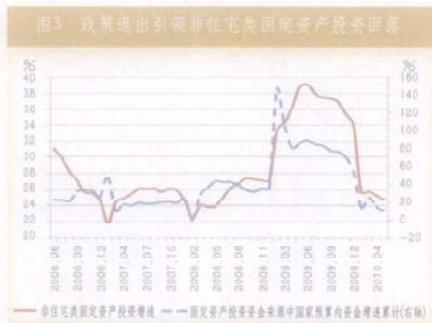
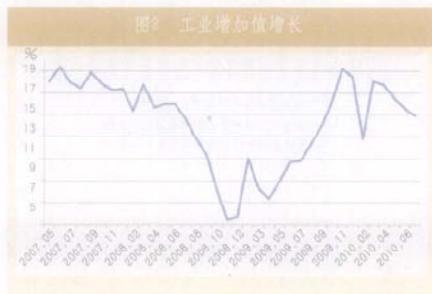
2010年上半年中国宏观经济虽然延续了2009年第二季度以来的强劲反弹,但是这种反弹是建立在强劲的刺激性政策、强烈的基数效应、潜在产出短期损失、结构恶化以及动态平衡等因素之上,经济增长的动力机制严重依赖于刺激政策的延续、存货调整的回调以及世界经济不确定性的复苏,因此其增长态势具有短期性、脆弱性、多变性等特征。笔者结合这些特征以及各种先期指标体系的走向和各种宏观变量的内在逻辑关系,对中国未来宏观经济的变化进行趋势性的分析。

中国宏观经济在短期内已经见顶

从各类先行指数的变化来看,中国宏观经济在短期内已经见顶,下行力量在5~6月份开始显现,第四季度宏观经济下滑将比较明显。

中国国家统计局公布的经济景气指数表明,中国先行指数于2009年10月见顶,达到105.8%,一致指数于2010年3月见顶,达到104.1%,而滞后指数在2010年3~4月开始出现波动(见图1)。中国先行指数比实体经济领先5个月左右,说明2010年3月份很可能是本轮波动调整的高点,滞后指数一般滞后于先行指标6个月,因此在2010年第四季度各类指标可能出现同步下滑的局面。

各类先行参数表明,目前工业增加值增速见顶回落可能是一种趋势性的下滑,而不是短期波动。工业增加值增速在2009年年底达到高点,今年第一季度保持了较高水平,但第二季度已出现明显



的下滑(见图2)。

固定资产投资 增速回落将进一步加速

在政府投资计划增量性退出、地方投融资平台的清理等多重因素的作用下,非房地产类全社会固定资产投资增速已经出现明显下滑,随着投资性刺激政策的进一步退出以及对地方投融资平台的清理,以基础设施建设和制造业为核心的固定资产投资增速回落将进一步加速。

一般国家预算内资金是中国投资资金来源“松”与“紧”的前期风向标。因为中国投资向来以国家项目和投资计划以及相应的信贷配合为导向。因此,它一般比全社会固定资产投资来源要先行10个月左右,固定投资国家预算内资金投入的增速在2009年第一季度达到高点,这意味着全社会固定资产投资资金来源在2009年底到2010年第一季度初达到高点,以后将进入下行区域。这也将意味着未来的投资增速可能步入持续下滑区(见图3)。

从新增投资项目计划投资总额的变化趋势也可以看出未来投资变动的可能路径。因为该指标一般领先于实际投资4个月左右。新增投资项目计划投资总额增速从2009年底步入高增长区域,到2009年第四季度开始步入下滑区间,2010年第二季度步入正常增速区间。这意味着投资计划的惯性将在2010年第三、第四季度步入较为强劲的下滑区域(见图4)。

同时,房产新政的持续实施,必将使房地产投资增速出现明显回落,从而导致总体固定资产在第四季度可能面临加速下滑,

引发投资动态失衡和总量失衡的问题——房地产市场不会硬着陆，但可能诱发宏观经济总量的失衡。

自 2010 年 4 月出台房地产调控政策以来，房地产市场发生了较大变化：一是销售量大幅度下滑，全面销售收入增速由正转负，一线城市下降幅度普遍达到 60% 以上；二是价格依然坚挺，70 个大中城市商品房销售价格指数 6 月份同比上涨 11.4%，环比下降 0.1%；三是房地产资金依然相对充裕，上半年房地产资金来源总计增长 45.6%；四是房地产投资逐月加速，上半年房地产投资增速达到 38.1%（见图 5）。但是，如果充分考虑到中国房地产新政的调控目标、调控手段以及实施的方式，我们会发现国家旨在达到“挤泡沫、降房价、打投机、纠扭曲、扩供给”等多重目标的房产新政已经上升到前所未有的高度——首长问责制，在房地产价格没有出现明显松动，投机活动没有出现明显减少的情况下，房产新政将持续相当一段时期。而这势必会引起中国房地产价格和投资的下滑。目前没有出现这种状况，其核心原因在于房地产投资具有强烈的惯性，但这种惯性一般只能延续 6 个月左右。另外，房地产调控的效果往往具有滞后效应。一般而言，从销售面积下滑到房地产价格出现明显松动需要 4~6 个月，而从房地产价格明显下滑到房地产新开工项目要 2 个月左右。因此，从房地产新政到房地产固定资产投资明显下滑需要 5~7 个月，即在 2010 年第四季度房地产投资必定出现较大幅度的下滑。

当然，房地产投资下滑的幅度取决于价格调整的幅度以及未来政策的调整。可以明确的是，即使 2010 年中国保障性住房建设投资得到全面落实，房地产投资依然会出现较大幅度的下滑。因为保障性住房建设投资占总体房地产市场投资的比重太小，不足以弥补商品房投资下滑产生的缺口。在 2009 年保障性住房建设力度大力加强的情况下，经济适用房投资占房地产投资的比重为 3.1%，而住宅投资和土地类投资占比分别为 70.7% 和 21.3%。如果按照 2007~2008 年房地产调整的模式来推算，本次调控带来的投资下滑可能会达到 10 个

百分点左右，其中住宅投资和土地类投资下降可能高达 15%。如果经济适用房投资要弥补该缺口，就需要增加 4.5 倍左右。但这种大幅度增长的可能是没有的。在目前房地产市场下滑与政府收入下滑的环境下，2010 年保障性住房的投入必定大打折扣，远逊于 2009 年的表现。

中国出口增速高点已现， 增速将逐步回落

在多重因素的作用下，中国出口增速高点已现，增速将逐步回落，到第四季度

可能面临加速下滑的风险。

第一，OECD 综合领先指数的见顶预示着中国出口在第四季度面临下滑的压力。OECD 综合领先指数是中国出口增长很好的先行指标，前者正常领先后者 4 个月左右，目前 OECD 综合领先指数虽然依然持续攀升，但上涨速度已经度过其高点。同时由于欧洲主权债务危机的影响，欧洲的流动性、消费指数、就业指数出现逆转。欧洲宏观经济景气在 5 月份见顶，6 月份出现明显回落。由此可以推断，中国出口在未来 2 个月左右将依然保持较高水平，但到 10 月份下滑趋势将十分明显。

第二，中国出口订单指数连续 3 个月下滑，预示着未来出口下滑压力将加剧。自 2009 年 1 月开始，中国出口订单指数强劲反弹，于 2009 年第四季度进入高涨。但是这种局面在 2010 年 3 月开始出现回调，3~6 月出口订单指数下滑了 2.8 个点。

第三，发达国家存货投资的见顶预示着中国出口增长将在第四季度出现明显变化。另外，中国、德国以及整个东亚区域之所以在 2010 年上半年出现出口增速同步大幅度提高，其核心原因在于整个世界特别是发达国家都处在存货周期的库存回补阶段。而目前库存回补集中体现在制成品和原材料。这直接导致对于制成品出口大国的出口需求大幅度提升。一般而言，美国库存出调整领先中国出口 4 个月，美国库存回补在 2009 年第四季度达到高点，而 OECD 国家在 2010 年第一季度达到高点。这意味着，今年第二、第三季度发达国家库存回补将出现明显回落，导致中国出口在第四季度中旬可能出现明显回落。

第四，中国汇率的“被升值”和中国重返“汇改轨道”，将使人民币出现实质性升值，并在 4~6 个月对中国出口产生冲击。如图 6 所示，自 2009 年第一季度到 2010 年 6 月初，由于美元升值和欧元贬值等多重因素影响，人民币实际有效汇率和名义有效汇率分别升值了 5.1% 和 5.7%，直接导致“被升值”。自 2010 年 6 月下旬以来，人民币汇率制度重启改革，人民币开始盯住一揽子汇率，并进行 0.5% 范围内的波动。这导致人民币在年内可能会出现 3% 左右的升



值。这些升值将在4~6月对于出口带来6%~7%的冲击。

第五 欧洲主权债务危机、全球刺激性政策的逐步退出将对我国出口产生一定影响。欧洲主权债务危机并非南欧五国的财政不可持续,而是反映了欧元区在制度设计和危机应对上都存在致命的缺陷,它会通过“欧元”这个杠杆,产生强烈的放大和支点效应。同时,由于它对汇率、国际资本流动带来了巨大的冲击,这势必会通过贸易融资的减少、汇率对冲的成本增加、援助的减少等途径对国际贸易产生较大的影响。同时,欧洲主权债务危机也提醒各国必须关注主权债务问题,同时快速启动赤字削减。这将导致财政出现连续大幅度的同步紧缩,从而冲击我国未来出口增长。

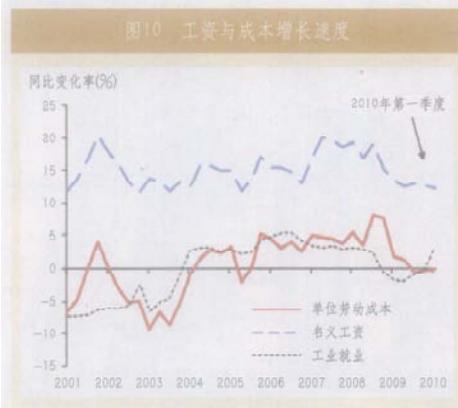
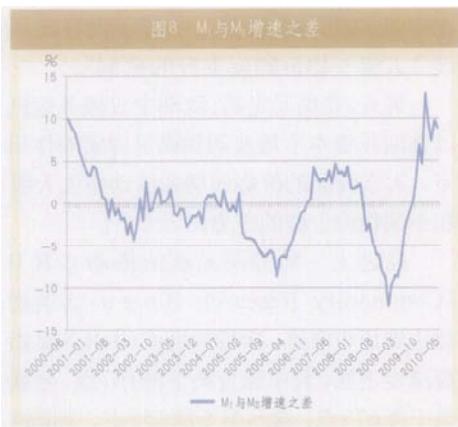
第六,中国刺激性贸易政策的逐步退出也将影响我国未来的出口。这集中体现在6月份取消退税的406个税号,虽然这次调整主要以“结构调整”为名,以“两高行业”为落脚点,只占海关税号总数的3%左右,占2009年出口总额的1%左右,但其信号意义较为强烈。

第七,外向型企业工资水平的上调,也将对出口产生相应的影响。低端劳动力市场供求关系的逆转,劳资摩擦加剧,使许多外资企业加薪,地方政府大幅提高最低工资标准,直接对中国劳动力密集型出口产业产生冲击。虽然这种冲击在目前生产效率增速依然较高的条件下不会马上显现。

第八,世界贸易依然处于恢复期,世界贸易增速的减缓将直接导致我国贸易增速的减缓。2009年世界贸易总额下降了10.6%,而2010年预计增长7%,因此,目前依然处于贸易恢复期。但值得注意的是,2010年前期是贸易快速恢复期,增长超过15%,这意味着下半年世界贸易将进入低速、深度的恢复期。这将直接导致贸易增速出现回落。

CPI将在8月份见顶之后出现回落

价格压力虽然持续存在,但在基数效应、信贷持续收紧、国际大宗商品价格下



滑、世界通货紧缩压力开始显现、工资成本冲击短期难以出现、总需求增长乏力等因素的作用下,CPI将在8月份见顶之后出现回落,并于第四季度出现明显下滑。

第一,由于宽松货币政策长期持续、粮食价格持续上涨以及输入性价格上涨难以在短期消化等原因,未来价格上涨压力依然持续存在。

有三大因素是未来价格上涨压力持续存在的原因:一是2009年至2010年上半年大量的流动性注入必将通过各种途径成为价格上涨的核心推力。2009年投入9.6万

亿元和2010年上半年4.9万亿元的贷款以及央行票据的各种正回购,导致2009年至2010年6月份之前 M_2 、 M_1 增速达到近10多年的历史高位,并长期持续。致使我国价格上涨压力指标 M_2 与GDP增速之差长期处于10个百分点以上,单位GDP货币投放量持续位于0.5之上(见图7)。同时, M_1 与 M_2 增速之差保持持续上升的态势,长期保持在5个百分点之上(见图8)。按照对我国货币流通速度的测算,来自货币渠道的价格冲击已经超过2004~2007年的水平。由于信贷投放的惯性以及外汇储备大幅度上涨带来的被动的流动性投放,下半年的货币投放难以出现真正全面紧缩的局面。另外,大量存在资本市场和房地产市场的流动性如何转移释放也是未来物价水平必须面临的问题。

二是粮食价格依然存在持续高速上涨的压力。虽然目前食品价格和农产品价格上涨得到缓和,但是缓和的核心力量在于蔬菜、水果以及猪肉价格季节性的缓和。对CPI变动起核心作用的粮食价格却一直处于直线上升的态势。前两个季度上涨幅度达到7%左右,5月份粮食价格同比上涨达到11.5%。同时由于今年气候的因素,夏粮已出现轻幅减产,秋粮前途难料,未来粮食价格进一步上涨的概率很大。

三是进口商品价格上涨的冲击将在一段时期内才能得到消化吸收。虽然目前国际大宗商品价格出现了回落,但是我国进口商品价格同比依然处于上升的区域,到2010年5月份同比上涨幅度达到19.4%。

第二,翘尾因素不仅是上半年价格上涨的核心原因之一,同时也是下半年价格水平回落的核心原因之一。2010年全年的翘尾因素超过1%,其中6~7月份的翘尾因素超过2%,而12月份的翘尾因素为0(见图9)。这直接导致在未来新涨价因素相对平缓的条件下,价格水平呈现明显的“前高后低”的发展趋势。

第三,PPI已经出现明显的缓和,在投资增速下滑、存货调整逆转、重工业增速下滑以及国际大宗商品价格下滑等因素的作用下,PPI高点已现,下半年将步入回调期。PPI环比折年率价格指数自今年2月份

达到 7.12% 的高点以后出现回落,5 月份仅为 1.51%, 其中下滑速度最为明显的是生产资料价格和重工业品价格, 其环比折年率分别从 1 月份的 26.13% 和 37.45% 下降到 5 月份的 0.67% 和 0.32%。这种下降幅度在下半年将更为明显。

第四, 工资的上涨必定会带来成本上涨的压力, 但中国劳动生产率水平的持续提高, 使单位产品的劳动力成本压力并不会在近期转化为通货膨胀的压力 (见图 10)。

中国经济正处于结构性调整的拐点性时期, 其核心标志就是低端劳动力市场供求发生根本性变化而启动的“刘易斯拐点”的到来以及劳动力市场摩擦的加剧。“刘易斯拐点”的到来意味着中国劳动力工资水平增速将进入到一个市场化增长的全新路径。同时, 由于劳动力摩擦的加剧, 导致劳动法以及最低工资

立法的实施力度加强, 进一步推动了工资水平的上涨。但是, 从 2001 ~ 2010 年工资水平上涨的情况来看, 实际工资水平平均增速低于 GDP 实际增速, 也低于劳动生产效率的增长速度, 因此单位产品的劳动力成本在 2001 ~ 2010 年并没有增长。2008 年至 2010 年上半年, 单位劳动成本快速下降, 从 5.1% 下降到 -0.4%。因此, 虽然未来名义工资水平增速可能出现大幅度攀升的趋势, 但在短期内企业依然具有消化成本冲击的能力。另外, 在中国通货膨胀形成机制中工资

成本推动的因素较弱, 中国还没有出现过“工资—物价螺旋上升的机制”。

第五, 在美元走高、欧洲主权债务危机以及国际资本市场波动加剧等因素的作用下, 大宗商品的价格回调和波动将大大缓和和中国物价上涨的压力。

经过上一轮经济高涨的推动 CRB (Commodity Research Bureau) 各类指数达到历史高点, 次贷危机使 CRB 各类指数深度下挫, 其中综合类下降 167 点、金属类下降 678 点、食品类下降 159 点, 下降幅度分别达到 34%、63% 和 36%。2009 年初, 国家大宗商品在经济触底反弹中出现回调, 到 2010 年 4 月份, 这些指数分别回调了 38 点、444 点和 80 点, 回调幅度达到 12%、113% 和 28%, 对世界经济的复苏和新兴市场国家的价格水平带来了巨大压力。但是, 4 月份爆发的欧洲主权债务危机以及美元

的升值改变了这种直线回调的模式, 5 ~ 6 月国际大宗商品出现了高达 3.4% 的回调。虽然国家大宗商品离危机前的水平还有相当差距, 回调趋势在中长期范围内不会改变, 但是, 由于欧洲主权债务危机的持续和蔓延、国际金融市场的局部动荡、国际需求的下滑以及欧元的进一步贬值, 国际大宗商品上涨压力将大大缓和, 波动与低位震荡可能是未来两三个季度的常态。

第六, 在欧洲主权债务危机、全球经济复苏速度下降、金融去杠杆化还没有完成等因素的作用下, 全球通货膨胀在发达国家 and 新兴市场国家之间出现强烈的分化, 但总体处于低价格水平运行状态, 中国与世界价格水平之间的联动性决定了中国难以出现持续物价攀升的现象。

第七, 中国总需求增速的放缓和总供给增速的提升所导致的产出缺口的逆转将从根本上缓解中国价格水平的上涨。

今年下半年, 中国总需求将在固定资产增速下滑、出口放缓、消费小幅回落三大因素的作用下出现明显的下滑, 而总供给却在前期投资膨胀、潜在产能恢复等因素的作用下大幅度放量, 进而导致产出缺口由正转负。这将构成中国价格水平回落的核心原因。

结合上述各种分析, 可以清楚看到: 一是在房地产新政、刺激政策的退出以及结构调整政策的加快等多重政策的作用下, 再加上外部环境的恶化和内部周期性力量的转变, 第三、四季度中国总需求的下行压力逐季加强, 很多下行因素很可能在第四季度同时加速, 从而产生下行的叠加效应。二是总供给在上一轮投资膨胀和潜在产能恢复的作用下逐渐放量, 产能过剩问题在第四季度全面显现。三是由于投资增速下滑过快、存货回补的逆转较猛、重工业与轻工业增速之差过大等原因, 中国宏观经济的动态平衡很可能在第四季度恶化。四是产出缺口开始由第一季度的正向缺口快速缩窄, 并于第四季度转变为负。

作者系中国人民大学经济学院副院长

(责任编辑 赵雪芳)

