

# 从数据视角解读中国经济

汪涛

## 9.3%

工业生产同比增速放缓至9.3%，是自2009年5月以来的最低值。

4月份宏观数据全面低于预期。工业生产同比增速放缓至9.3%，是自2009年5月以来的最低值。工业生产的疲弱一定程度上受到了出口意外地进一步下滑的影响，尤其是对新兴经济体的出口。基础设施投资的反弹力度仍不足以抵消房地产投资的疲弱，令重工业生产进一步放缓。

2011年四季度以来，由于国内外整体需求恶化，工业生产增长势头减弱。房地产建设活动持续走弱拖累重工业生产，脆弱的外需及国内消费品零售额走弱拖累轻工业生产。由于重工业生产疲弱，用电量增长表现低迷。但与其他经济指标相比，用电量并不能更好地判断整体经济状况。从2011年起，国家统计局调整了工业增加值的统计口径，统计范围由之前年主营业务收入500万元以上的工业企业调整为年主营业务收入2000万元以上的工业企业，这一调整使得新的数据难以与历史情况加以对比。

如果政府决定加大对内需的政策支持力度，并且外需未进一步恶化，预计工业增加值将在未来几个月触底反弹。否则，工业增加值仍可能面临下行风险。

4月份国家统计局采购经理人指数(PMI)继续回升，经季节调整后企稳。其中新订单和新出口订单指数均徘徊在50以上。汇丰制造业采购经理人指数也企稳。这说明制造业活动环比增长势头正在回升。同时，企业信心指数也显示出企稳迹象。不过，这些指标改善的趋势与4月份“硬数据”的进一步走弱相背离。未来数月PMI将处于“拉锯战”之中，一边是脆弱的整体需求；另一边则是政府放松政策的幅度。

## -1.3%

2012年一季度工业利润同比增速从2011年的25%降至-1.3%。

2012年一季度工业利润同比增速从2011年的25%降至-1.3%。同时，销售收入增速明显放缓，利润率再次收窄。2008年底全球金融危机期间销售收入的急剧萎缩以及随后的刺激政策导致工业利润增速在2008~2009年间大幅波动。2010年中以来经济恢复大幅增长，使得2010年下半年工业利润增速有所加快。2011年一季度至三季度之间，由于库存调整、原材料成本上升侵蚀利润率，利润增长受到压制。2011年四季度以来，尽管国内外需求前景恶化抑制了销售收入增长，企业利润率受到了年底要素价格迅速回落的推动，然而在需求压力之下于近期再次回落。受此影响，2012年一季度工业利润进一步下跌。

预计未来几个季度，工业销售增长可能随政策放松而逐步企稳。同时，如果出厂价格增速放缓幅度小于要素价格，那么利润率将会得到支撑。总体而言，我们预计2012年工业利润增长将有所放缓。

## 7000亿

4月份银行新增贷款不足7000亿，低于市场预期。

4月份银行新增贷款不足7000亿，低于市场预期。从这个角度看，面对疲弱的企业信贷需求，政府似乎并没有在推动地方平台和公共部门的贷款投放上做出足够努力。银行也可能受到存款增长不足和贷存比限制。

人民银行上周下调存款准备金率0.5个百分点，但更实质性的保增长政策应当增加信贷投放(可能投向基础设施项目和保障房)和财政支出。

在3月份达到1万亿元之后，4月份新增贷款降至令人失望的6818亿，贷款余额同比增速也随之从3月份的15.7%降至4月份的15.4%。另一方面，由于存款外流，广义货币M2同比增速由3月份的13.4%放缓至4月份的12.8%。4月份社会融资总额为9600亿，远低于上月和去年同期水平。

4月份银行新增贷款低于预期，反映出政策放松的犹豫不决。公共部门需求的放松幅度仍不足以弥补企业部门信贷需求的疲弱。此外，部分新增贷款来自短期流动资金贷款和票据贴现，而非中长期贷款。这说明要么企业投资需求疲弱，要么基础设施支出并未获得大量资金支持，要么两者兼具。银行也可能受到了存款增长不足和贷存比的限制。虽然存款准备金率的再次下调有助于减缓存款向表外货币市场基金的流动并稳定存款增长，但我们认为对政府而言，更重要的是加速政府相关投资项目的审批和开工，并以新增信贷和财政支出的形式提供资金支持。

如果政府决定加大对国内投资和经济的政策支持力度，我们应该会看到5月份和6月份平均新增贷款达到8000亿。此外，中长期贷款的比重应有所上升。就2012年全年来说，我们预计新增贷款总额将达到8万亿，其他社会融资额也将以相同幅度增长。这将使2012年贷款余额以14%~15%的速度增长，相比之下名义国内生产总值(GDP)增速将降至12%~13%，意味着2012年信贷条件更加宽松、更能支撑经济增长。

## 19%

4月固定资产投资名义同比增速从3月份的20.4%降至19%。

2012年4月，固定资产投资名义增速以及按GDP口径(剔除二手资产交易)计算的实际增速均有所放缓。

4月份基础设施投资的小幅回升(同比增速稳定在5.7%)未能抵消房地产投资的大幅放缓(同比增速从3月份的19.6%降至4月份的9.2%)，加上制造业投资同比增速小幅下滑(从25%降至23.7%)，使得固定资产投资名义同比增速从3月份的20.4%降至19%。近期水利项目的审批与启动推动水利投资同比增速从3月份的7.5%升至4月份的15.6%。再加上公用事业投资继续快速增长，抵消了交通运输投资的加速下跌，帮助基础设施投资在近两个月稳步回升。但总体而言，基础设施投资的增长幅度仍不足以扭转固定资产投资增长放缓的趋势。由于存在波动性很强的非资本性“资产交易”，实际投资活动的增速与每月公布的名义增速之间有着很大而且不断变化的差异；经调整的投资数据的波动与宏观经济走势的吻合度更高。

未来几个季度，我们预计固定资产投资将随着政策放松，在保障房和基础设施投资的带动下企稳。预计财政和货币政策放松将使得2012年实际固定资产投资增速略有加快，尽管上游价格增速和土地交易回落可能使名义固定资产投资增速降至20%。

## 3.4%

4月份CPI同比增速放缓至3.4%。

由于食品价格下行，4月份消费者物价指数(CPI)同比增速放缓至3.4%。我们预计通胀下行的趋势将在未来几个月持续，并于三季度见

## 中国GDP

底，同比增长3%左右。至少在未来两个季度里，我们认为通胀应该不会制约政策放松。我们对CPI通胀全年增长3.5%的预测已经考虑了政府对能源和公用事业价格的小幅上调计划。我们预计食品价格和CPI可能会随着新一轮猪周期的启动于四季度再度回升。

由于食品价格持续回落，4月份CPI同比增长率从3月份的3.6%降至3.4%。与此同时，4月份生产者物价指数(PPI)继续回落，较去年同期下跌0.7%。

过去几年CPI的波动几乎完全由食品和能源价格波动所致，而核心的商品和服务价格保持相对稳定。2011年下半年以来，随着猪周期开始下行、前期的高价促进了供给、政府提供补贴并增加进口，再加上气候相对平稳且粮食丰收稳定了大宗食品价格，食品价格通胀迅速回落。基数效应的迅速下降也对此起到了一定作用。虽然全球大宗商品价格此前的上涨以及需求的逐步回暖已使得PPI环比有所复苏，但去年同期的高基数仍然拉低了PPI的同比增长率。

未来12个月，虽然蔬菜价格可能因天气变化而仍有较大波动，但猪肉价格应该会由于供给相对强于较低的季节性需求而继续回落，拉低未来几个月的食品价格。随着食品价格持续回落，非食品价格仍受制于全球和国内经济放缓，我们预计5月份CPI同比增速将稳定在3.3%左右，并且在6月份以后进一步下滑。由于通胀下行，我们认为它不会对货币政策有任何制约。我们预计CPI将在三季度见底(同比增长约3%)，之后经济增长势头回暖、货币条件小幅放松、政府上调能源和公用事业价格、以及来自全球大宗商品市场的上游通胀压力将共同推动通胀于秋季再次回升，我们预计全年CPI平均增长3.5%。

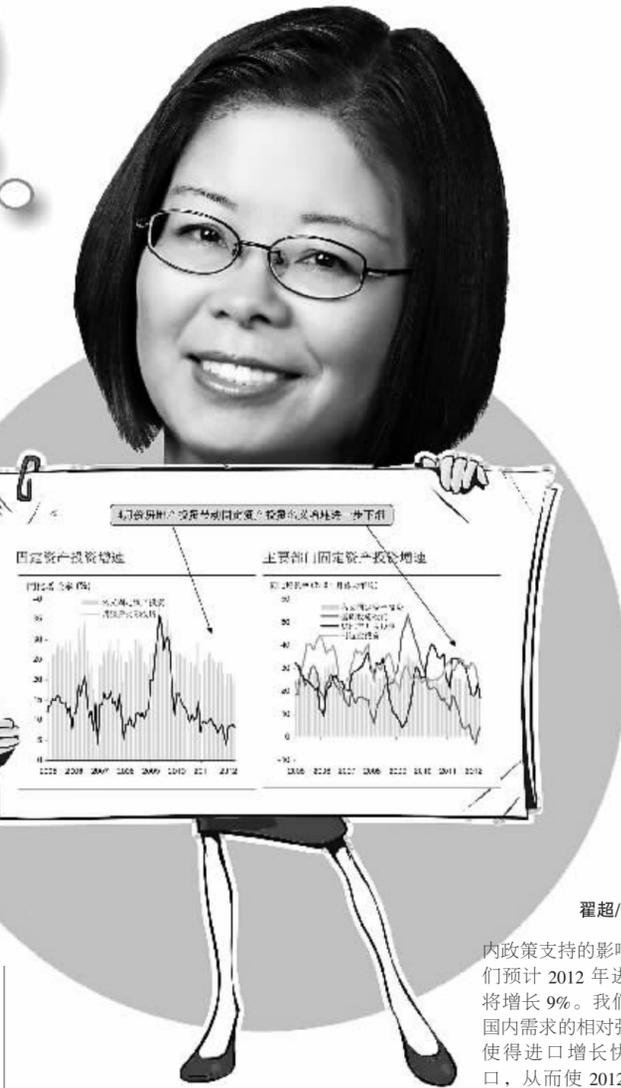
## 13%

2012年4月房地产销售面积继续下滑，同比下跌13%。

2012年4月房地产销售面积继续下滑，同比下跌13%，同时70个大中城市的房价环比或下跌或停止上涨。此外，4月份新开工面积进一步下滑，竣工面积与投资增速显著放缓，土地成交也大幅下滑。受此影响，我们瑞银建设活动指数降至自2009年上半年以来的最低水平。

4月份新开工面积和投资的大幅放缓可能在一定程度上也反映出年初数据的失真(扭曲效果逐渐消散)——1~2月媒体报道的房地产投资和新开工面积的反弹与疲弱的建筑材料需求并不相符。不过，这些数据的证实了房地产建设活动目前持续下滑，抑制了对金属和材料的需求，同时也拖累了重工业生产。

预计今年政府将维持对商品房市场的调控基调。不过可能会采取一些微调措施来支持“普通”住宅的销售和供



翟超/制图

给。因此，我们预计未来几个季度商品房销售面积将保持疲弱，更多城市的房价将出现下跌，商品房新开工面积将下跌10%~15%。尽管如此，由于中央政府的政策推动以及各种渠道的资金支持，我们预计保障房建设规模将在2012年大幅增长，从而部分抵消商品房市场的疲弱。预计2012年整体房地产建设活动将明显放缓，但不会硬着陆。

## 0.7%

2012年4月按美元计的出口额同比增速从3月8.9%大幅放缓至4.9%，实际出口量同比增速则放缓至0.7%。

2012年4月按美元计的出口额同比增速从3月份的8.9%大幅放缓至4.9%，实际出口量同比增速则放缓至0.7%。同时，4月份进口较去年同期持平，加工贸易进口和投资品进口均出现下跌或者走弱，而一些大宗商品进口则保持强劲。进口更弱使得4月份外贸顺差升至180亿美元。

中国对欧洲出口继续同比下滑2.4%，与3月份跌幅相近，但对美国出口表现良好，同比增长10%。不过，中国对东南亚国家、日本以外亚洲国家以及大宗商品出口国如巴西的出口均明显放缓，反映出新兴经济体需求趋弱。此外，4月份加工贸易进口同比下跌2.3%，显示未来两个月加工贸易出口很可能会比目前更弱。

基于欧债危机还在发酵，以及主要新兴市场需求下滑，目前出口在二季度甚至全年都面临明显的下行风险。因此，我们将2012年的出口增长预测从10%下调至7%。加工贸易进口也将随着出口放缓而回落，投资品和大宗商品进口则将受到大宗商品价格回落以及国

内政策支持的影响，我们预计2012年进口额将增长9%。我们预计国内需求的相对强劲将使得进口增长快于出口，从而使2012年中国外贸顺差从2011年的1550亿美元降至1300亿美元。

2012年4月份社会消费品零售总额的名义和实际增速进一步放缓。与此同时，居民调查数据显示，2012年一季度城镇和农村居民实际消费支出增速仍然低迷。

中国的社会消费品零售总额数据并不包括服务消费，但包含了对企业和政府部门的销售以及一些投资品。2012年的春节时间特别早，再加上一些消费品补贴在去年末到期，可能夸大了今年初社会消费品零售总额的疲弱程度。近几个月消费品零售增速不断下滑可能反映了增长前景的恶化抑制了收入和消费者信心。随着就业和收入稳定增长，以及政府增加养老金和医保等社会保障支出，2012年居民消费增速可望略高于GDP。

## 6

中国政府到目前为止已经宣布6方面的稳增长政策措施。

降准。人民银行在4月份数据发布之后立即下调存款准备金率0.5个百分点。虽然可以通过逆回购来实现流动性注入，但人民银行还是选择通过降准释放了约4000亿的基础货币流动性。我们认为降准更重要的是起到了一个信号作用，暗示更多稳增长政策即将出台。

节能补贴政策。政府宣布安排财政补贴265亿元，推广符合节能标准的空调、平板电视、洗衣机和热水器等，推广期限暂定一年。此外，政府还安排了100亿元财政补贴支持推广节能灯、节能汽车和高效电机。政府也在考虑在农村地区实施建材下乡等补贴政策。

增加基础设施投资。政府决定加快

重大项目的审批和启动，尤其加快铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育、卫生、信息化等领域项目的前期工作进度。其中，优先推进“十二五”规划重大项目实施，并且继续资金支持在建续建项目。

放松信贷限制。政府将增加对重大在建项目和中小企业的信贷支持，并为具备偿付能力的地方平台提供信贷。温总理提出要“加强金融监管政策与货币政策的协调配合，改善信贷投放能力”，暗示了银行信贷投放目前受到了监管常规的约束。这意味着银监会可能会放松对某些银行的贷存比限制，或者放松对某些行业的信贷限制，包括地方政府平台公司。也意味着人民银行可能会再次下调存款准备金率以间接支持银行的存款增长。

鼓励民间投资。政府鼓励民间投资参与铁路、市政、能源、电信、教育、医疗等领域建设，尽管实施细则尚未公布。此外，政府将会进一步扩大“营改增”的试点范围以减轻服务行业税负，并对小微企业进行减税。最近铁路货运价格的大幅上调(约14%)可能为增加铁路投资的积极性铺路。

房地产政策基调不变。目前为止，政府并未显示出任何意图要放松或撤销房地产限购令和二套房贷政策。不过，住建部已经对近期扬州关于成品房补贴政策给予放行。政府也已经提出“采取有效措施增加普通商品房供应”，并要求继续加强保障房建设。

## 7%

中国经济增速可能会降至7%左右。

已经宣布的政策中，短期内对经济增长最为有效的是增加政府基础设施投资。虽然某些产品补贴应该会推动社会消费品零售总额，但其宏观经济方面的影响仍然有限。减税和其他支持私营经济增长的政策需要一定时间来取得成效；即便降息，不太可能解决企业部门信贷和投资需求的疲弱。财政政策在支持经济增长方面可以起到更大的作用，主要就是增加政府在基础设施方面的支出。在中国，这种支持通常是由财政和货币(信贷)政策共同完成，因为大部分支出将通过银行信贷来提供资金。

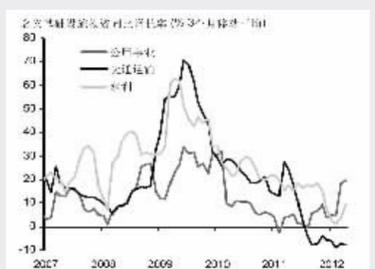
因此，我们预计基础设施投资将在未来几个月有更明显的反弹，财政支出增加和中长期银行贷款增长将对此提供支持。5月和6月，我们应当会看到更多新项目获得审批并启动。并且非常关键的是，月度银行新增贷款也将回升到8000亿左右的水平。我们不该为四大行方面信贷投放的疲弱(尤其是月初)而感到担忧？由于四大行通常占据新增贷款总额的30%~40%，而政府可能会更多地要求政策性银行和地方性银行增加信贷投放以支持经济增长，因此我们认为并不用太担忧。

如果欧债危机不会大幅恶化，基础设施项目的推进、再加上政府在保障房方面的大力推动，将会帮助抵消制造业和商品房投资的疲弱，帮助整体投资和经济增长企稳并回升。我们仍然预计二季度GDP环比增速将小幅回升，5月和6月的经济增长势头应当会扭转此前的下行趋势。我们预计二季度GDP环比增速可能会从一季度的6.3%回升至8.4%，虽然受基数效应影响，二季度GDP同比增速可能会被拉低至8%左右。我们预计GDP增长回升的势头将在三四季度走强，环比增速达到9%以上，并使得同比增速分别达到8.2%和8.3%。

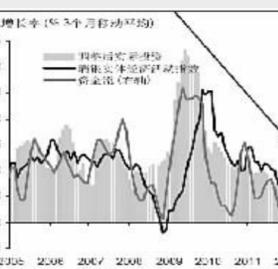
如果外需崩溃，我们相信政府会进一步增加财政支出，包括直接增加社会保障支出以确保社会稳定，以及加大对政府基础设施项目的支出。另外，在外需最坏的情形下，政府可能会放松房地产政策。不过，在外需急剧滑坡的情况下，即便有更多的稳增长政策出台，中国经济增速可能也会降至7%左右。

(作者系瑞银证券中国区首席经济学家)

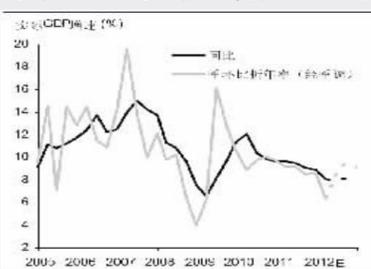
### 未来数月基础设施投资将强劲反弹



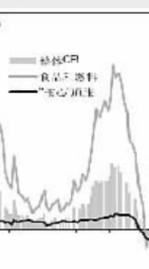
### 调整后实际固定资产投资



### 未来几个月经济将在政策推动下回升



### CPI及其成分



### 4月新增贷款

