

最坏的时期可能正在过去

高善文

(2009 年 1 月 22 日)

2008 年 4 季度中国经济继续快速下滑，当季的环比增速很可能接近 0 的水平；对比生产法和收入法的数据来看，经济的滑坡主要来自于重工业的失速，并与企业存货的剧烈调整关系密切，这可能反映着国际商品价格剧烈波动、金融危机冲击以及中国房地产市场冻结等因素的综合影响；伴随经济的急剧下降，通货膨胀水平迅速回落，生产资料价格水平已经进入负增长，预计未来将继续下降，并在 2009 年全年都维持在负区间；消费物价指数接近 1%，预计很快将进入一定程度的通货紧缩状态；这些数据的发展显示，与 3 个多月以前人们的预期相比，经济运行延续了此前的态势，但经济下滑的速度比当时的判断要更严重。这些情况当然令人担忧。

然而，我们认为更加值得注意的事实是，最近一系列的迹象暗示，中国经济最坏的时期很可能正在过去。

从草根层面的情况看，钢铁的社会库存下降很快，这支持了近来钢铁价格的反弹，并推动部分中小钢铁企业开始复产；中国沿海港口的铁矿砂存货出现明显下降，企业开始恢复铁矿砂的进口，远洋干散货运价指数也因此出现一定程度的恢复；有色金属领域的情况还不太稳定，但相关产品进口近来开始回暖，同时其加工费也出现上升苗头，暗示供求平衡可能正在改善。从宏观层面看，2008 年

2009 年 1 月

高善文 莫倩 柳世庆

12月当月，工业生产的增速开始企稳，社会用电量的环比增速也出现明显上升，这与微观领域的发展大体可以相互印证，显示剧烈的存货调整对经济产生了强烈冲击，但这一过程最严重的时期可能正在过去。如果考虑到刺激性经济政策正在发生作用的影响，看起来随着库存调整的结束，中国经济有望在2009年2季度开始恢复。

在中期之内更加重要的发展可能是房地产市场的解冻进度。近来的数据显示房地产的新开工和在建面积的增速都处于负区间，其开发投资的增速也在明显降低，这无疑反映着2008年房地产销售滑坡的滞后影响。值得注意的是，在房地产相关政策调整和利率大幅度降低的背景下，不少城市的房地产交易量正在明显回升，并带动银行住房按揭贷款的投放在2008年的最后1个月出现明显放大。目前人们仍然不清楚这一趋势未来是否能够得到维持，并需要进一步观察2009年上半年的数据来进行确认。需要指出的是，在房地产供应增速迅速调整的背景下，如果销售回暖能够持续，这将大大加速行业的存货清理速度，并最终通过支持私人部门需求的复苏来支持内需的增长；在乐观的条件下来估计，2010年的房地产投资就可能出现全面恢复。

金融领域数据的变化无疑令人鼓舞。就在几个月之前，人们还在担心银行惜贷的倾向以及由此所带来的后果，但过去几个月的数据表明，这样的担心暂时可以放在一边。在宏观经济政策调整的同时，我们看到了银行贷款投放数量的连续放大，看到了信贷增长率的持续上升，并在2008年12月份看到信贷的加速开始转化为狭义和广义货币供应的上升，这改善了资金的供求平衡条件，为经济的调

整和逐步恢复提供了重要和不可或缺的流动性环境。

实际上，来自草根层面的数据显示，随着信贷投放数量的放大，利率水平在迅速下降。例如银行的商业票据贴现利率在 2008 年货币紧缩最严重的时期高达 10% 左右，而目前这一利率水平已经下降到 2% 以下；信贷市场的加权利率和民间的借贷利率也都出现了相似的变化。信贷数量的放大和利率的下降表明变化的驱动因素来自商业银行的主动信贷创造，暗示资金成本的下降建立在普遍的信贷可得性基础上，这是支持经济复苏的重要条件。

资本市场近来的变化也许提供了更加有趣的证据。我们知道，自 11 月初以来，中国的主板市场开始稳定下来，与此同时中小板股票指数出现接近 50% 的反弹。由于人们很难想象刺激性的财政和产业政策将主要惠及中小板，因此人们普遍地将这一反差解释为流动性开始改善的结果。实际上，仔细的计算显示，市场的估值中枢可能正在回升，而中小板估值水平的提高更为明显，我们认为这在很大程度上反映着流动性改善的事实，也暗示银行信贷的增长正在为经济的恢复提供条件。

因此，尽管 2009 年的中国经济仍然面对着众多的困难，在承认巨大不确定性的前提下，我们认为经济恢复的迹象已经显现，情况最坏的时期可能正在过去。