

中国经济强劲复苏的可持续性研究

2009 年 07 月 30 日

主要观点:

- 中国经济在今年 1 季度净度过了最艰难的时期,并在 2 季度出现强劲反弹,2 季度超预期的经济数据让多数人对中国经济进入复苏阶段有了较为确定的判断;
- 不过,从目前支撑中国经济企稳回升的主要因素上来看,中国经济复苏的不稳定因素还很多,意味着中国经济复苏之路的曲折;
- 目前,中国经济复苏过程中所存在的问题简单归结为以下几点:(1)经济复苏高度依赖政策调控;(2)产能过剩问题将会更加突出;(3)消费增长快速回升基础较弱;(4)未来银行贷款呆坏账问题严重的预期。
- 各种不稳定因素成为中国经济持续强劲复苏的风险因素,而与此同时,政策刺激下的经济中所出现的积极信号以及未来美国经济所出现的逐步好转迹象,也在不同程度对上述风险因素起到对冲效果,两方面因素的博弈决定了目前中国经济所出现强劲反弹力度未来将会减缓,预计在 2010 年全年中国经济增长速度在 9%左右。

金融与产业研究所

宏观部: 吴娜

TEL:

021-63367000 (305)

FAX:

021-6337 3209

Email: wln_nesc@163.com

地 址:

上海市延安东路 45 号工商
联大厦 20F

(邮编 200002)

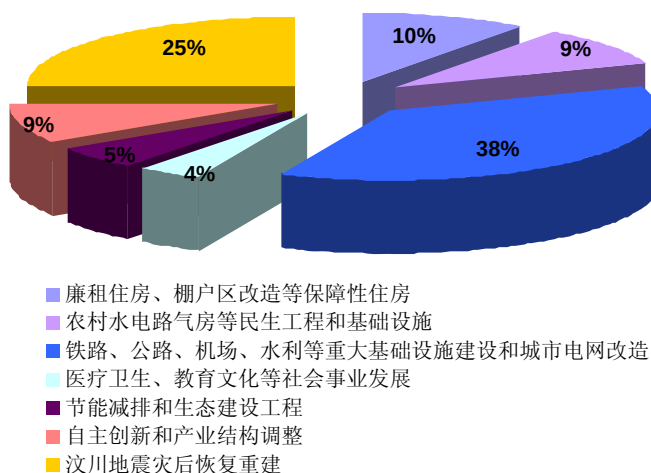
今年 2 季度中国经济出现了较为强劲的反弹,而且预期下半年的经济增速也将超过 9%,也就是说今年下半年中国经济仍将保持强劲复苏势头,全年 8%增长目标的实现已无异议。但是,即使全年经济增长目标实现了,即使中国经济的强劲复苏势头在一段时间内保持了,我们依旧不可盲目乐观,而应该更加清醒认识当前的内外部形势;特别需要警惕的是,当前带动中国经济复苏的因素能持续多久,以及未来替代这种因素的其他支撑因素会不会及时接力。也就是说,目前的中国经济虽然已经进入复苏阶段,但这种复苏背后所存在的多种不稳定因素不可小视,这些不稳定因素将可能影响中国经济强劲复苏的可持续性。

一、经济复苏高度依赖政策调控

全球金融危机爆发后,各主要经济体政府频出刺激政策解救实体经济,中国政府采取了积极的财政政策和宽松的货币政策的组合搭配,特别是 4 万亿的大规模政府投资对遏制中国经济快速下滑起到了尤为重要的作用,而且从今年以来不断创出新高的投资数据上看,4 万亿投资的政策效果较为显著。在投资的强劲带动下,中国经济从今年 1 季度的低谷逐步走出,并在 2 季度出现强劲反弹。从数据上来看,今年上半年经济增长中投资贡献率超过了 90%,这一点也充分表明了中国经济能够走出低谷并显现复苏主要依赖于投资,确切地说主要依赖于政府投资,因为此时的民间投资并没有出现明显的好转。可见,政策调控当之无愧地成为了中国经济实现复苏的关键,也正由于这一点,我们对中国经济强劲复苏的可持续性有了担忧,过去一段时间出台了尽可能多的财政刺激政策,政策调控的空间已经变得较为有限,而且随着大项目陆续投下后,投资的拉动效果呈现递减趋势。在此情况下,下一步中国经济持续强劲的复苏需要有民间投资的快速回升,但是从目前民营企业的经营状况来看,民间投资短期内很难有快速回升。除此之外,消费将继续保持平稳态势,在就业形势严峻,收入得不到明显改善将制约消费的快速提升;以及出口的转暖要出现在欧美日等发达国家经济转好之后,而这一点可能要等到明年中期以后才实现。总体上来看,尽管投资在今年全年仍将会保持较高增速,成为经济增长的最主要的贡献者,但这种基础较为单一的中国经济复苏或许在明年会有反复。

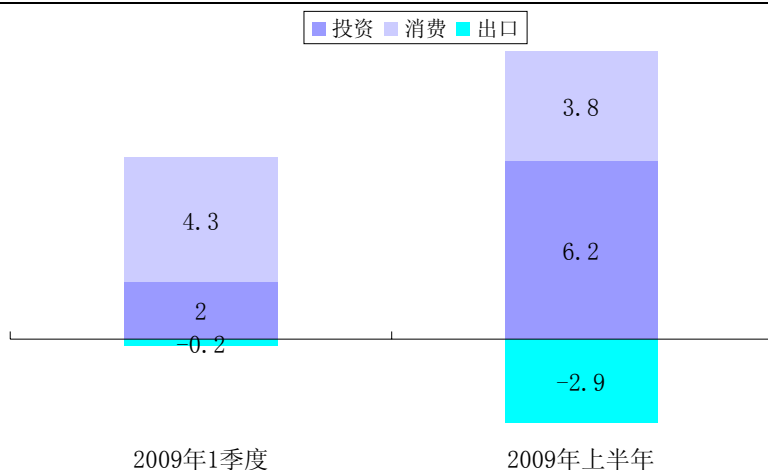
进一步来看,对中国经济走向复苏功不可没的 4 万亿投资中的 38%投向了“铁公机”等基础设施领域,这一点存在着这样一些问题:首先,该领域建设周期较长;其次,该领域属于资本密集型领域,对“保就业”所起到的作用不大;再者,该领域的投资对于民间投资产生了一定的挤出效应。

图 1：4 万亿投向



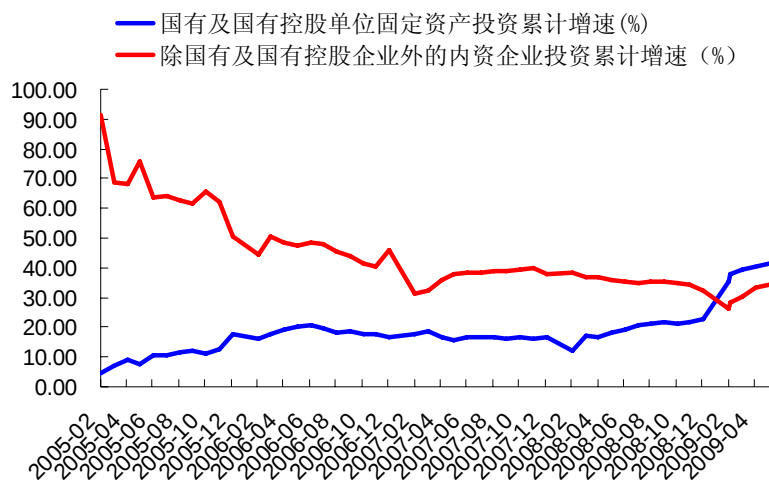
数据来源：发改委，东北证券金融与产业研究所。

图 2：上半年三大需求对经济增长的拉动



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所。

图 3：政府投资与民间投资

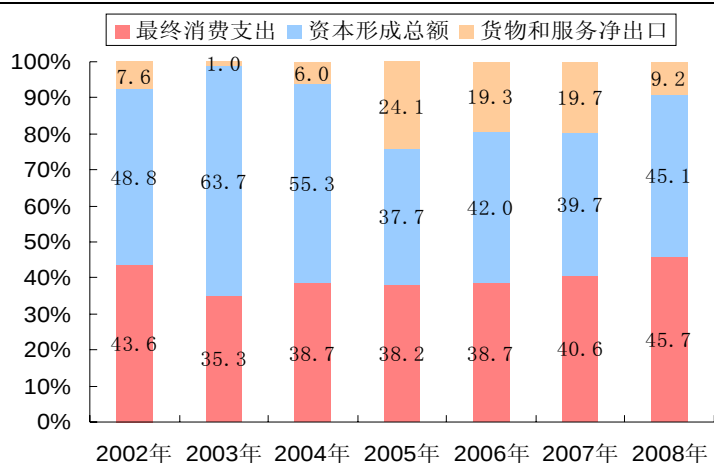


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

二、产能过剩问题将会更加突出

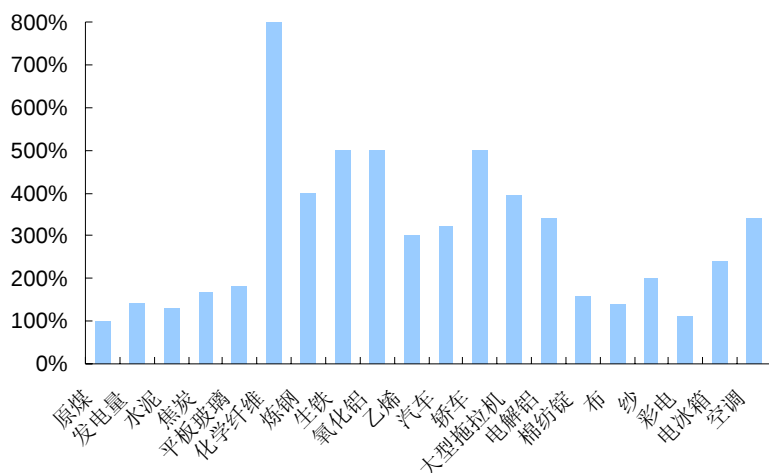
2002年至2007年，中国经济经历了5年的黄金增长期，在这期间投资对经济增长贡献平均达到了47.47%，期间城镇固定资产投资累计增长速度平均超过了28%。期间产能的大规模扩张，使得产能过剩问题一直存在着，特别是金融危机爆发后，出口出现了快速萎缩，受危机影响的企业投资需求下降，以及国内消费也在危机冲击下出现了收缩，在需求下降的情况下，过去积压的产能很难得到释放，产能过剩问题变得更加突出。据行业协会估计，今年国内钢铁行业过剩产能超过1亿吨，水泥行业过剩产能约7000万吨，到2010年煤炭过剩产能将达4亿吨。此外，有色、电力、建材、纺织等行业都面临产能过剩的问题。除此之外，强劲增长的政府投资将加剧产能过剩问题，特别是在国内消费增长速度远远赶不上投资增速的情形下，产能过剩问题在今年下半年将会表现得日益突出。

图4：过去几年三大需求对经济增长贡献率



数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所。

图5：2007年较2001年产能增长

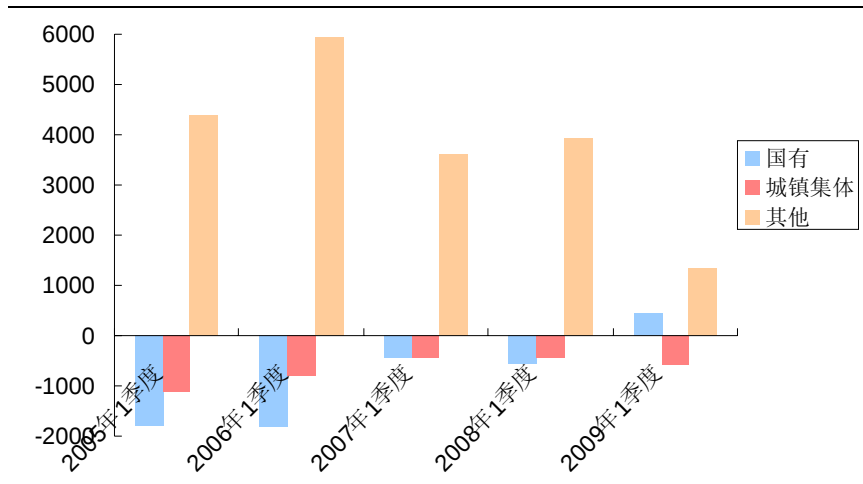


数据来源：东北证券金融与产业研究所。

三、消费增长快速回升基础较弱

尽管政府出台了一系列的消费刺激政策，但影响消费最为关键的因素是收入的增长，与之直接关联的便是就业问题。目前，国内就业形势依旧非常严峻，前面也提到过，政府大规模的政策支持主要对应的是基础设施领域、是大型国有企业，基础设施建设领域多为资本密集型企业，对提升就业的作用较小；而政府覆盖较少的中小企业则是劳动力吸纳最多的地方，目前仍处于水深火热之中；以及中国的出口企业也多为劳动密集型产业，出口形势恶劣必然影响到就业。除此之外，前面提到的产能过剩问题，也会使得企业扩张受阻，进而影响就业。总体上看，目前的就业形势相当严峻，收入的不确定性直接影响了国内消费的增长。

图 6：城镇就业人数较上年同期变化情况（千人）



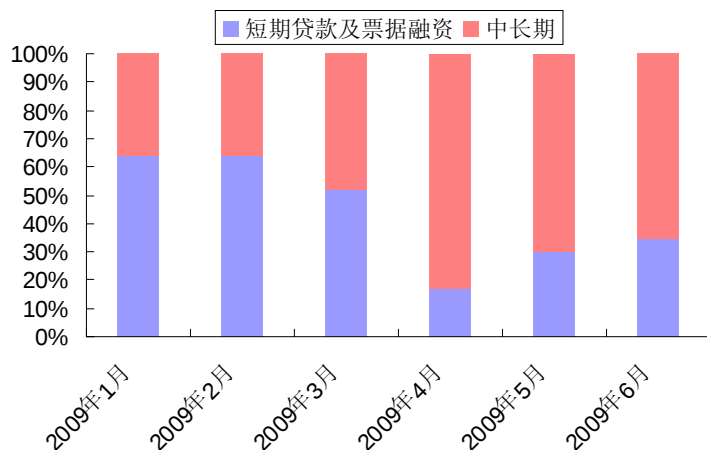
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

四、未来银行贷款呆坏账问题严重的预期

今年上半年，金融机构新增人民币贷款 7.37 万亿元，全年新增贷款规模预计会在 10 万亿元左右。如此天量的信贷规模，对积极财政政策效果的实现提供了充足的流动性支持，利于今年“保八”任务的完成；不过，在发挥积极作用的同时，大规模的信贷投放也必将带来一系列的问题。巨额贷款背后显而易见的隐忧就是未来的收款问题，对此，我们从两个时间窗口来考虑，一个是近期银行呆坏账爆发的可能性，这一点主要考虑全球金融危机下的一批企业产品滞销、亏损、倒闭等引起的；据有关部门调查显示，造船业中有企业因订货方弃单，其花费巨额资金生产的产品没有了买主，这在造船业中应该不是个别现象，除了这个产业外的其他产业中这样的例子也不在少数。那么，这种

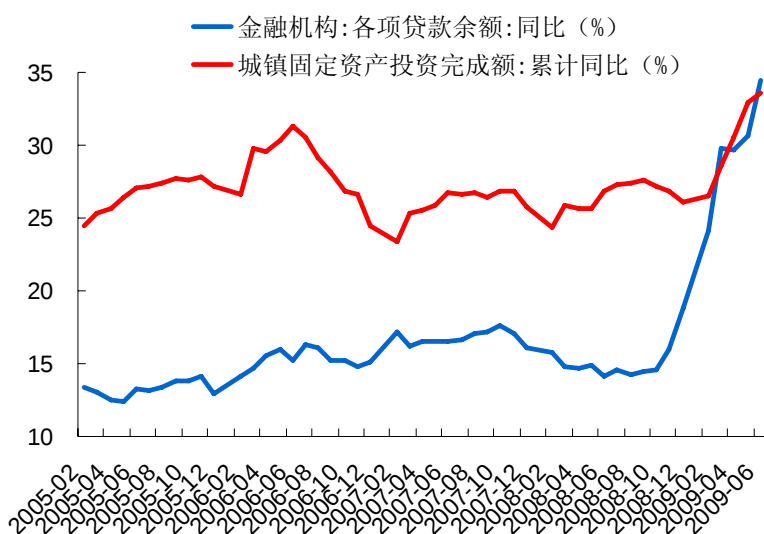
情况下的银行贷款质量问题就逐渐显现了，而且有可能到期集中爆发。另一个时间窗口在未来几年后，这主要是目前银行所发放的巨额中长期贷款到期收款有可能出现问题。据发改委方面称，在 4 万亿元投资中，新增中央投资共 11800 亿元，占总投资规模的 29.5%，主要来自中央预算内投资、中央政府性基金、中央财政其他公共投资，以及中央财政灾后恢复重建基金；其他投资 28200 亿元，占总投资规模的 70.5%，主要来自地方财政预算、中央财政代发地方政府债券、政策性贷款、企业（公司）债券和中期票据、银行贷款以及吸引民间投资等。今年上半年 7.37 万亿元的新增贷款中，有大部分是贷给了 4 万亿投资的大项目，特别是“铁公机”这些基础设施领域，这些领域建设周期较长，相应的收款期限也较长。而考虑地方政府财政收支问题严重，其未来的还款能力存在一定的问题，构成银行中长期贷款的收款风险。

图 7：今年以来新增人民币贷款期限结构



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 8：投资与银行贷款增速

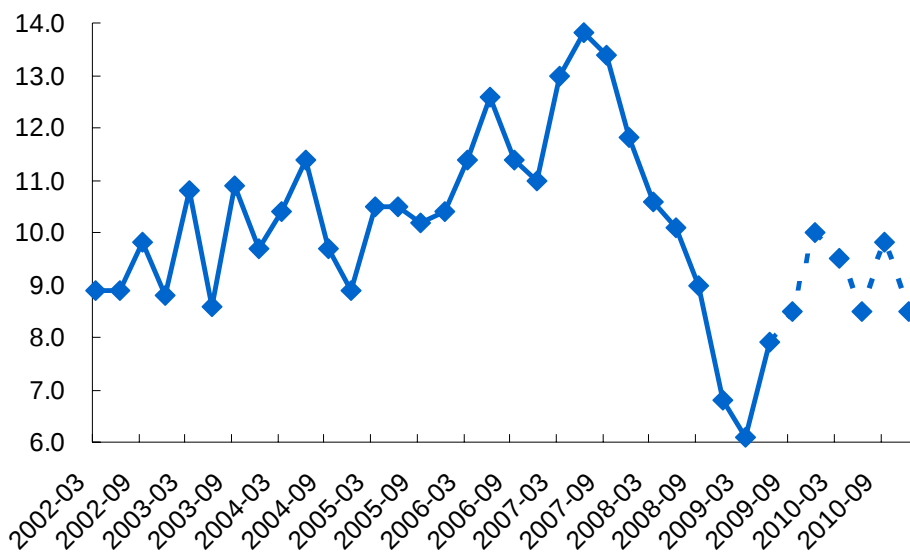


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

五、小结

通过对目前中国经济复苏过程中所存在一系列不稳定因素的简单分析,我们认为,这些不稳定因素的存在会使得中国经济复苏的过程不那么一帆风顺,在整个复苏的过程中还会出现这样那样的问题,对于这些不稳定因素,应给予充分的重视,采取适当的措施,防止这些不稳定因素继续放大,导致中国经济复苏夭折。对此,“双积极”的宏观调控政策继续的基础上,应该对政策进行适时调整。首先,政策多向中小企业倾斜,解决中小企业融资难问题,让中小企业得到更多的实惠;增强中小企业的存活能力以及生产经营的信心,特别是对于沿海等吸纳劳动力较多的地带,给予更多的支持。其次,在推进大规模政府投资的同时,为民间投资多留空间,减少对民间投资的挤压,并加大对民营企业的信贷支持力度。最后,保持投资高速增长的同时,也要让消费跟上来,缓解产能过剩问题,这需要更多更加有效的消费刺激政策的出台,促进消费者消费能力的提升,提高消费对经济增长贡献力度,优化经济增长结构。总之,各种不稳定因素成为中国经济持续强劲复苏的风险因素,而与此同时,政策刺激下的经济中所出现的积极信号以及未来美国经济所出现的逐步好转迹象,也在不同程度对上述风险因素起到对冲效果,两方面因素的博弈决定了目前中国经济所出现强劲反弹力度未来将会减缓,预计在 2010 年全年中国经济增长速度在 9%左右。

图 9: 中国经济单季度增长速度



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址：上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层（邮编 200002）

电话：（8621）6336 7000

传真：（8621）6337 3209