

研究报告

2015年第54期

2015.05.28

城市金融研究所所长：

周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚、赵幼力、

王小娥、杨荇、李露

执笔：李露

lilu_csjr@icbc.com.cn

中国经济继续底线运行 基建投资增长 仍需发力

——2015年5月国内经济走势述评

要点

- 2015年4月，多个经济数据显示中国经济并没有如市场预期出现季节性反弹，而是在一季度下行的基础上进一步下滑，主要需求增速继续放缓，经济仍处于探底阶段。
- 去年以来，中央高层频频表态要充分发挥投资对稳定经济的关键性作用，并推出了一系列规模庞大的基础设施投资项目。从推进效果看，基础设施投资有所发力，对托底投资、稳定经济发挥了主力作用。但是，随着财政收入增长放缓，土地出让收入下降，“43号文”发布后地方政府融资受到严格规范，基础设施投资面临着建设资金来源不足的困境，基础设施投资进一步加速的空间十分有限，如对资金困境不加纾解，基础设施投资难以对冲其他需求下滑对经济的负面影响。
- 预计下一阶段包括总量政策和结构性政策在内的一系列政策将密集出台，稳增长是最重要的政策着力点，纾解基础设施投资资金困局是政策应有之意。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

中国经济继续底线运行 基建投资增长仍需发力

——2015年5月国内经济走势述评

一、政策放宽不能完全抵消经济下行压力，主要需求增速进一步放缓

2015年4月，多个经济数据显示中国经济并没有如市场预期出现季节性反弹，而是在一季度下行的基础上进一步下滑，主要需求增速继续放缓，经济仍处于探底阶段。

（一）固定资产投资整体下滑

4月份，固定资产投资在房地产政策放松以及政府大力推动基建投资等一系列利好政策出台的背景下，并没有如市场预期加速增长，市场去库存压力和大部分传统工业去产能压力主导了固定资产投资的整体下滑，虽然在政府刺激政策下个别基建项目投资显著反弹，但难以抵消大部分行业投资下滑。前4个月，固定资产投资同比增长12.0%，增速比一季度回落1.5个百分点。投资持续下滑的主要原因是：首先，庞大的投资基数使得投资增速上升日益困难；第二，经济自身处于结构调整、改革阵痛和缓慢出清的过程中，经济的内生动力较弱，企业自主投资意愿不强；第三，地方政府资金来源受限，导致政府主导类投资难以明显提速。

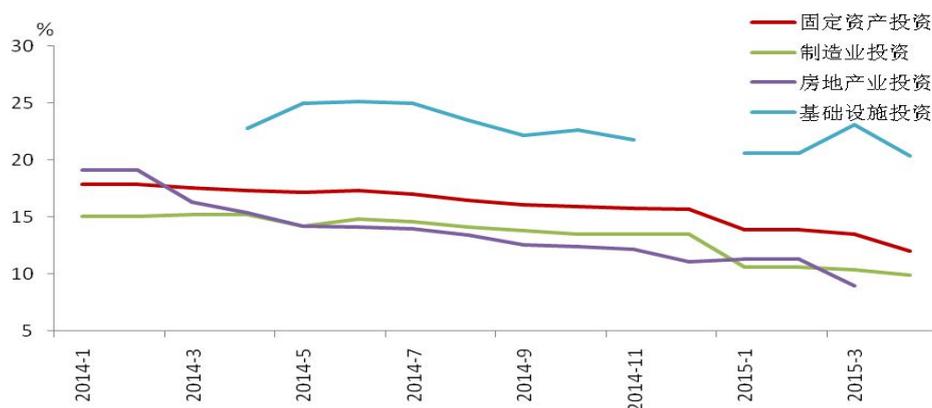


图1 固定资产投资增速

数据来源：CEIC，中国工商银行城市金融研究所。



具体来看，制造业、房地产、基建投资增速全面下滑。首先，制造业投资在产能过剩压力下持续下滑。前4个月制造业投资增长9.9%，较一季度回落0.5个百分点，创历史新低，以煤炭和金属开采为代表的上游原材料行业投资持续负增长。第二，受市场高库存影响，房地产销售回暖向房地产投资的传导举步维艰。4月份，房地产销售和价格受益于“3.30”政策而有所改善，当月销售面积增加7.0%，结束连续13个月负增长。全国100个城市住宅均价环比微跌0.01%，跌幅比上月收窄0.14个百分点，十大城市住宅均价环比转跌为涨，小幅上涨0.12%。但受制于高库存的市场现状，开发商对于销售回升持续性的判断比较谨慎，资金到位率仍较低，房地产新开工的改善滞后于销售改善。前4个月房地产新开工下滑17.3%，土地购置面积下滑32.7%，与一季度相比没有明显好转，领先指标显示房地产投资的回升是缓慢而渐进的过程。前4个月，房地产开发投资增长6%，比一季度回落2.5个百分点，成为拖累固定资产投资的主要因素。第三，基建投资整体有所下滑。受政府支持性政策的影响，从2014年下半年开始部分基础设施行业的固定资产投资逐步反弹。但是，在地方政府财政收入放缓和地方政府债务融资受限的背景下，地方政府资金来源受到了较大的影响，导致基建投资的反弹空间十分有限（详见下文分析）。前4个月，除了铁路运输业投资增长20.9%，增速比一季度大幅提高6个百分点以外，大部分基建投资增速比一季度有所放缓，整体基础设施投资增长20.4%，比一季度回落2.7个百分点。

（二）消费增速有所放缓，出口贸易小幅改善

从消费来看，消费作为“三驾马车”中最为稳定的驱动力量，年初以来一直呈现缓慢的下滑趋势。4月份社会消费品零售总额同比增速仅为10.0%，比3月份小幅下降0.2个百分点，创下近10年来最低水平，且主要分项增速普遍回落。消费增长放缓的主要原因是：首先，经济下行通过收入效应影响消费，并导致居民消费信心下降。正如我们此前的分析¹，消费作为经济增长水到渠成的结果，很难被人为驱动，反而被经济所驱动。第二，对公务消费的严格控制仍然对消

¹ 详见城市金融研究所2015年3月31日研究报告《从投资回报率看当前中国经济走势》。

费带来负面影响。第三，股市的繁荣吸引了大量的居民资金，对消费形成一定的挤出。

从对外贸易来看，4月份出口小幅改善，但外贸形势依然严峻。当月进出口总值3185.3亿美元，同比下降11.1%。其中，出口下降6.4%，降幅比上月收窄8.6个百分点，进口下降16.2%，降幅比上月扩大3.5个百分点，贸易顺差2012亿元人民币，比上月大幅增加1919亿元，但仍处于近一年来的较低水平。4月出口贸易比3月有所改善，但进、出口均延续负增长，外贸形势仍然严峻。

（三）工业生产略有企稳，但基础并不稳固

4月份，工业增加值同比增长5.9%，较3月回升0.3个百分点，环比增速也回升至年初以来最高水平。工业生产有所好转，一方面存在季节性因素的影响，今年春节较晚对3月生产活动形成了干扰，4月生产明显回升；另一方面也受到稳增长政策的刺激，一定程度上改善了企业的预期，提高了生产积极性。在传统行业需求不足、结构调整的过程中，高技术产业同比增长10.5%，体现出转型升级产业增长较快的特征。然而，投资弱于预期，消费有所放缓，出口形势严峻，这些情况表明总需求远未企稳。在总需求持续低迷的情况下，企业生产活动改善并不具备可持续性，近两个月水泥产量超过10%的平均负增长也反映了房地产和基建投资下滑的压力。

（四）物价水平弱勢反弹，但通缩风险仍然严峻

4月份，居民消费价格指数（CPI）弱勢反弹，CPI涨幅由上月的1.4%缓慢回升至1.5%。但是翘尾因素明显扩大，新涨价因素有所下降，当月翘尾因素上涨0.8%，比上月扩大0.3个百分点，新涨价因素上涨0.7%，比上月缩窄0.2个百分点，说明物价水平不具备持续反弹的基础。工业品价格来看，4月份工业品出厂价格指数（PPI）同比下降4.6%，降幅与上月持平，PPI已连续38个月负增长。环比来看，当月PPI环比下降0.3%，在有效需求不足和产能过剩的影响下，煤炭和金属开采等上游工业品价格环比降幅扩大，而国际原油价格反弹则带动石油价格环比有所回升。总的来看，目前输入性通缩压力逐渐缓解，货币政策有所放松和流动性环境宽松有助于物价企稳，但是在经济疲弱和产能大面积出清的



过程中，工业价格和居民价格都不存在显著反弹的基础，通缩风险仍然比较严峻。

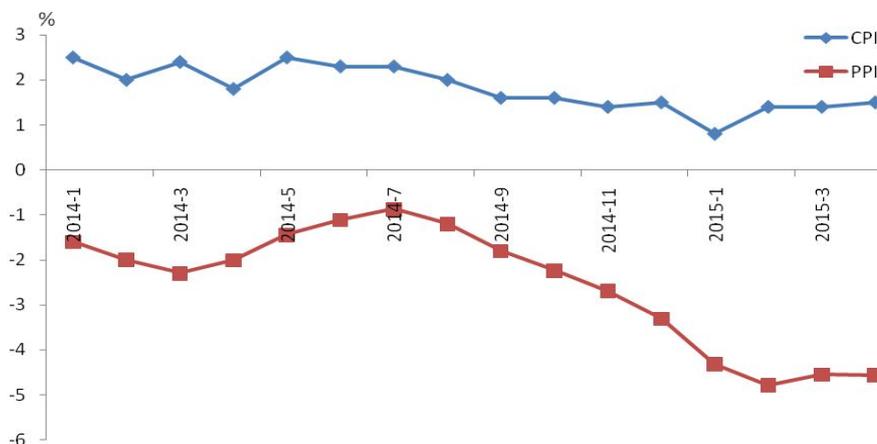


图 2 CPI、PPI 走势

二、基建投资资金困局使基建投资难以对冲其他需求的下滑

从“三驾马车”来看，在经济下行压力加大、主要需求增速均放缓的背景下，消费难以被人为驱动，出口受国际环境的影响亦很难被国内政策有效驱动。相对于消费和出口，投资更容易在较短时期内快速驱动，拉动经济增长。去年以来中央高层频频发声，当前情况下要充分发挥投资对稳定经济的关键性作用。去年以来推出了一系列基础设施投资项目，国务院去年底批准了总投资额逾十万亿的七大工程包基础设施项目，今年年初发改委透露2015年将推进铁路、公路、水路、机场等重大交通基础设施项目建设。同时，增加中央预算内投资资金，降低存准率释放流动性，降息降低融资成本，通过财政政策、货币政策来推动基础设施投资项目的实施。从推进效果看，去年下半年以来基础设施投资有所发力，去年下半年至今基础设施投资投资增速保持在20%以上，增速远高于同期固定资产投资增速，对托底投资、稳定经济发挥了主力作用。

但是，在基础设施投资建设资金来源受限的情况下，基础设施投资进一步加速的空间十分有限，基础设施投资难以对冲其他需求下滑对经济的负面影响。

从基础设施投资建设资金的来源看，**首先，政府财政收入增长放缓。**在企业盈利下降、房地产市场低迷以及营改增试点降低企业财税负担的影响下，2014年我国地方政府财政收入12.75万亿元，同比增长8.9%，增速比2012年、2013年分别回落6.2和1.0个百分点；2015年前4个月，全国地方本级财政收入2.82万亿元，同比增长7.7%，增速比2014年全年下降2.3个百分点。尽管年初以来地方政府财政收入中用于基础设施建设的财政支出比例有所提高，但在财政收入增长放缓的情况下，基础设施的资金支持必然会受到不利影响。

第二，土地出让收入降幅明显。在房地产市场深度调整的背景下，土地市场陷入低迷，2014年全国土地出让收入4.29万亿元，同比增长3.1%，增幅比2013年大幅收缩41.5个百分点。其中，一至四季度分别增长40%、14.2%、0.5%和-21.6%，增速逐季下降。据市场机构监测，2015年前4个月，全国受监测的300个城市土地出让收入4894亿元，同比减少47%，其中，4月份过半数城市土地出让金低于去年同期水平。今年“两会”上，财政部预计2015年全国土地出让收入3.95万亿元，比2014年下降4.7%。

第三，去年出台的“43”号文明确了新的政府债务管理框架，地方政府融资由此受到严格规范，地方政府融资平台不再承担政府性融资职能，对地方政府自筹资金来源造成极大的冲击。尽管前不久出台的债务置换规定大为缓解了地方政府的债务偿还压力，降低了地方债务风险，但并不能带来新增融资。与此同时，刚刚出台的地方政府融资平台在建项目后续融资规定使基础设施在建项目有了稳定的资金保障，但后续大量的新增项目还缺乏相应融资机制的支持。

第四，通过PPP模式（公私合作模式）引入社会资本进展仍然缓慢。2014年以来，随着政府加快推进基础设施投资，PPP模式以前所未有的力度被各级政府推介和响应。PPP模式作为一种资金筹措制度安排，核心是以公共项目为基点，通过政府与私人部门合作，以政府信誉吸引民间资本参与，克服政府项目资金短缺的瓶颈。但在运营过程中，由于相关法规不完善，地方政府在PPP项目上存在着诸多操作不规范的问题，使得民间资本在参与过程中面临较大的风险，影响了民间资本的积极性。同时，地方政府收入只能支撑一定数量的PPP项目，一旦政府不能按期支付承诺回报，那么PPP的资金放大作用就会转化为政府的支付压力和



风险，因此政府财政的支付能力决定了PPP项目的规模，不能不切实际地盲目扩大项目数量和规模。在当前地方政府收入收紧的情况下，PPP项目的推广也受到一定的制约。

综合以上四点，资金来源问题已成为制约基础设施投资的核心因素，前4个月基础设施投资增速比一季度有所回落也反映出基础设施投资后劲不足。目前基础设施投资对稳经济已经发挥了中流砥柱的作用，但还想进一步作为则空间有限。在资金来源受限的情况下，基础设施投资很难保持“4万亿”时期一路向上的状态，基建投资难以对冲其他需求下滑对经济的负面影响。

三、下一阶段政策走向及经济形势预测

在经济的出清过程中，必然伴随需求减弱和经济增速下降，宏观政策的目的是通过政策外力刺激一部分需求，保住必要的经济增长，防止经济过快、过度下滑。当前形势下，预计下一阶段包括总量政策和结构性政策在内的一系列政策将密集出台，稳增长是最重要的政策着力点，纾解基础设施投资资金困局是政策应有之意。

财政政策来看，在财政收入增长放缓、地方政府融资受到严格限制的情况下，通过制度性安排纾解公共项目的资金困局，切实发挥基础设施投资的中流砥柱作用。具体而言，一是确保地方政府发债计划顺利完成，支持政府支出；二是着力盘活沉淀的存量财政资金²，将存量资金的“好钢”用在保增长的“刀刃”上；三是完善PPP模式的制度框架，促进PPP项目落地，缓解融资缺口；四是加快发行合规的专项企业债，为城投公司提供发债新窗口，促进城投公司的市场化转型。货币政策来看，在当前社会资金“脱实向虚”的情况下³，货币政策在引导资金成本下行的同时，要加大结构性政策的力度，引导资金流向实体经济。具体而言，一是继续通过降息引导资金成本下降；二是通过结构性降准扩大流动性，优化资金的投向和结构；三是通过再贷款、定向注资、加快信贷资产证券化等方式提高金融机构的信贷投放能力，尤其要通过兼具财政政策和

² 国家审计署的数据显示，截至2014年3月底，仅重点审计的9个省本级和9个市本级财政，财政存量资金就达7673亿元。

³ 详见城市金融研究所2015年5月22日研究信息《从M2和社会融资规模看货币流动性》。

货币政策性质的PSL等工具为公共项目提供专项资金支持。

从短周期来看，4月份数据显示目前经济处于探底阶段，尽管一季度连续出台了多项刺激政策，但由于政策时滞等因素，预计二季度经济还将进一步探底，上半年经济增速略低于一季度，约为6.9%。随着宏观政策在二季度加码，以及前期已出台的降息降准、房地产刺激、基础设施建设等政策的效果不断显现，下半年经济有望小幅改善，经济增长有所加快，全年经济增长7%左右。