

## 6.9%背后的“强”与“弱”

(莫尼塔研究首席经济学家 钟正生

莫尼塔研究宏观分析师 张璐)

2017 年一季度 GDP 同比增速达到 6.9%。尽管此前公布的数据已经反映了一季度经济稳中有好的势头，但一季度增长数据反映的情况还是超出市场预期。顿时，有关当下的中国经济究竟是旧周期延续，还是新周期开启的争议再起。

无疑，一季度的靓丽数据为今年中国经济的平稳运行打下了扎实的基础，也为后续供给侧改革和金融去杠杆的推进创造了更多的空间。但若忽视了一季度强劲经济数据背后的支撑因素，以及这些支撑因素的可持续性，可能会犯下机械类推的偏误，干扰对后续宏观调控节奏的把握。

我们仍倾向于相信，一季度靓丽的经济数据更多拜政府力量闪传腾挪所赐，无论是基建投资的迅即猛冲，还是房地产热度的梯次外溢，莫不如此。而后续财政货币刺激空间的限制，以及制造业复苏故事的尚欠火候，均令我们不宜对所谓的新周期开启报以过高期待，对后续中国经济的失速风险过于掉以轻心。

### 一、一季度增长数据为何超预期？

一季度增长数据超预期的点主要在于：

**其一，工业增加值季调环比蹿升。**3 月工业增加值当月同比达到 7.6%，较去年底提升 1.6 个百分点，而工业增加值季调环比更是达到 0.83% 的近两年半最高水平。受工业品价格持续上涨的驱动，企业补库存持续进行，加之 1 季度出口状况显著好转（3 月季调的进口、出口同比增速皆达到近四年最高水平），工业生产规模扩大确在情理之中。

**其二，制造业投资增速显著反弹。**考虑到 3 月基建投资增速从上月的 21.3% 明显回落至 16.8%，应该说 3 月制造业投资的反弹（从 2 月的 4.3% 升至 6.9%），对整体固定资产投资的一步回升起到了关键作用。我国制造业投资主要由民间投资所主导（民间投资在其中占比接近 90%），尽管民间投资已经连续第 3 个月反弹，但与 1-2 月不同的是，民间投资在第二产业的增速也出现了小幅回升。这或反映出，在房地产和基建投资的持续驱动下，制造业投资也出现了相对明显的滞后改善。

**其三，房地产投资增速仍处高位。**3 月全国房地产销售增速有所回落，但在三、四线城市的支撑下仍保持较高水准，一、二线城市房地产调控的外溢效应仍在持续。从莫尼塔草根调研的情况来看，开发商对房地产市场仍持乐观态度。推其原因，近两年房地产开发商财务报表更加扎实，使其更能平滑房地产开工和投资的节奏是其一；房地产调控背后的土地财政困局依旧，令其更加执念于房价“愈调愈涨”甚至十九大之后“恢复性上涨”是其二。在此情况下，3 月房地产投资增速高位略升至 9.4%，其中土地购置面积增速略有回落，而新开工面积增速略有上升。考虑到房地产投资对经济整体的强劲拉

动作用，房地产投资的稳定决定了整体中国经济的稳定。

**其四，年初社会消费的低增速得到纠正。**3月消费增速摆脱上月的超常低点回升到10.9%的较高水平，主要受到汽车和房地产相关消费回升的带动。近年来，由于消费的季节性规律不断发生变化，使得消费数据出现了年初创下低点、随后爬升的规律，这一因素也是近两月消费增速异动的重要原因。总体来看，在宏观经济和就业形势整体平稳的情况下，年初社会消费状况仍然相对稳定。不过，受汽车购置税优惠政策效应终将减弱，以及房地产销售后续可能加速放缓的影响，汽车和房地产相关消费的波动仍是值得关注的。

## 二、有哪些鲜明的变化值得警惕？

今年中国经济开局良好毋庸置疑，但数据中隐藏着的几个鲜明变化，对我们判断后续中国经济的走向具有启示意义。我们提示关注以下几点：

**第一，警惕商业地产对房地产投资可能的拖累作用。**3月房地产投资增速只是略有上升，但我们通常讨论的焦点是住宅。事实上，3月住宅投资增速达到11.2%，较上月显著上行，而非住宅投资增速从上月的8.6%大幅下滑至5.1%（主要是办公楼投资骤减）。考虑到非住宅投资在整体房地产投资中占比稳定在33%左右，这个比重并不算低，因此非住宅对整体房地产投资的拖累仍是较为明显的。我们认为，之所以在住宅与非住宅投资增速之间出现分化，或主要源于二者在去库存中处于不同的阶段。住宅待售面积已从去年3月的高点下降到了2014年底的水平；而非住宅待售面积依然维持在高位。在此背景下，随着房地产信贷政策的收紧，商业地产势必受到更为强烈的冲击。因此，尽管住宅开发投资依然受到开发商乐观态度的支持，但非住宅开发投资对调控政策的敏感性，可能压制后续总体房地产投资增长的空间。

**第二，警惕信贷政策收紧对后续投资增长的压制作用。**3月房地产开发投资资金来源累计增长11.5%，较上月的7%有所改善，但仍不及去年全年的15.2%，显示房地产开发的资金状况仍不及去年。我们注意到，这其中利用外资增速从去年的-52.6%跃升到308%。在国内大幅收紧开发贷的背景下，开发商或出于其乐观的预期，或出于资金链收紧的压力，不得不诉诸海外融资。尽管利用外资在整个房地产开发投资资金来源中占比极低，但这提示我们注意，目前房企的资金状况是赶不上其扩大投资的意愿的，从而货币政策的收紧可能成为制约未来房地产投资的一个重要因素。同样的状况也体现在整体固定资产投资资金来源上，一季度固定资产投资资金来源持续负增长，3月尽管总体增速有所回升，但国内贷款增速仍有进一步下降。

**第三，警惕金融去杠杆拖延民间投资修复的节奏。**我们看制造业究竟能不能持续复苏，抛开产能周期和库存周期这些略感玄幻的理论（主要在于很难精准预判拐点），归根结底还是要看“房地产+基建”对经济的拉动能否持续。只要“房地产+基建”的复苏能持续足够长的时间，那么制造业投资的修复应该就是水到渠成的。关于房地产和基建投资的未来演进（包括对近期出口复苏的看法），我们在之前专栏中已经做过较多阐述（参见《2017年房地产市场的“三个判断”》、《基建发力的“骨感现实”》等文），总体上持相对谨慎的态度，其对制造业的滞后拉动作用预计也将趋于弱化。

退一步讲，假设基建和房地产能够持续目前的高增长，高调推进金融去杠杆所导致

的货币市场和债券市场利率上行，也可能拖延基础尚弱的制造业复苏。这是因为：一方面，货币政策紧平衡下，货币市场利率上升会推高票据利率，而居高不下的票据利率可能会挫伤有赖于此的民间投资；另一方面，债券利率上行会抑制企业的债券融资，而民营企业的债券融资又是最先受到打压的。一直以来，民营企业的信用债融资量就明显低于国有企业。去年 11 月底的“债灾”导致信用利差大幅上升后，企业的债券净融资额便随之大幅下降，民营企业债券净融资更是连续三个月为负。而且，国企债券融资受挫后，可以转而诉诸银行表内和表外信贷，这无疑会进一步挤压民营企业的信贷可获得性。也就是说，尽管目前央行只是“准加息”，利率的渐次传导虽不完善，却仍然对实体经济有所渗透。特别是，在国企预算软约束问题没有实质解决之前，这种渗透作用可能还是不容小觑的。