

国际锰协第41届年会

# 中国宏观政策新思路 —— 一个钢铁行业的视角

---

徐高 博士

光大证券首席经济学家

gaoxu@ebscn.com

2015年6月17日



# 议程

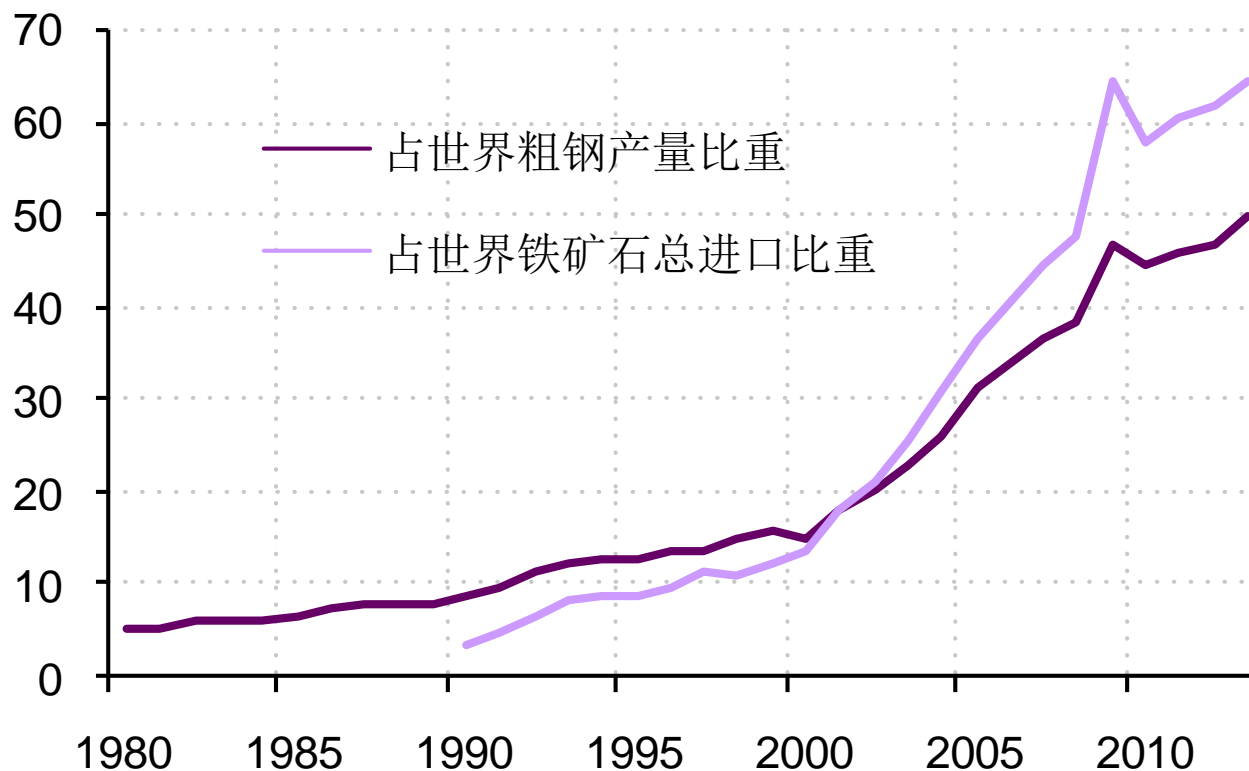
---

- ◆ 中国钢铁行业的增长驱动因素
- ◆ 中国宏观政策的转变及其对钢铁行业的影响
- ◆ 结论

# 中国在全球钢铁行业中占据决定性的位置

2015年6月

中国在世界中的比重 (%)

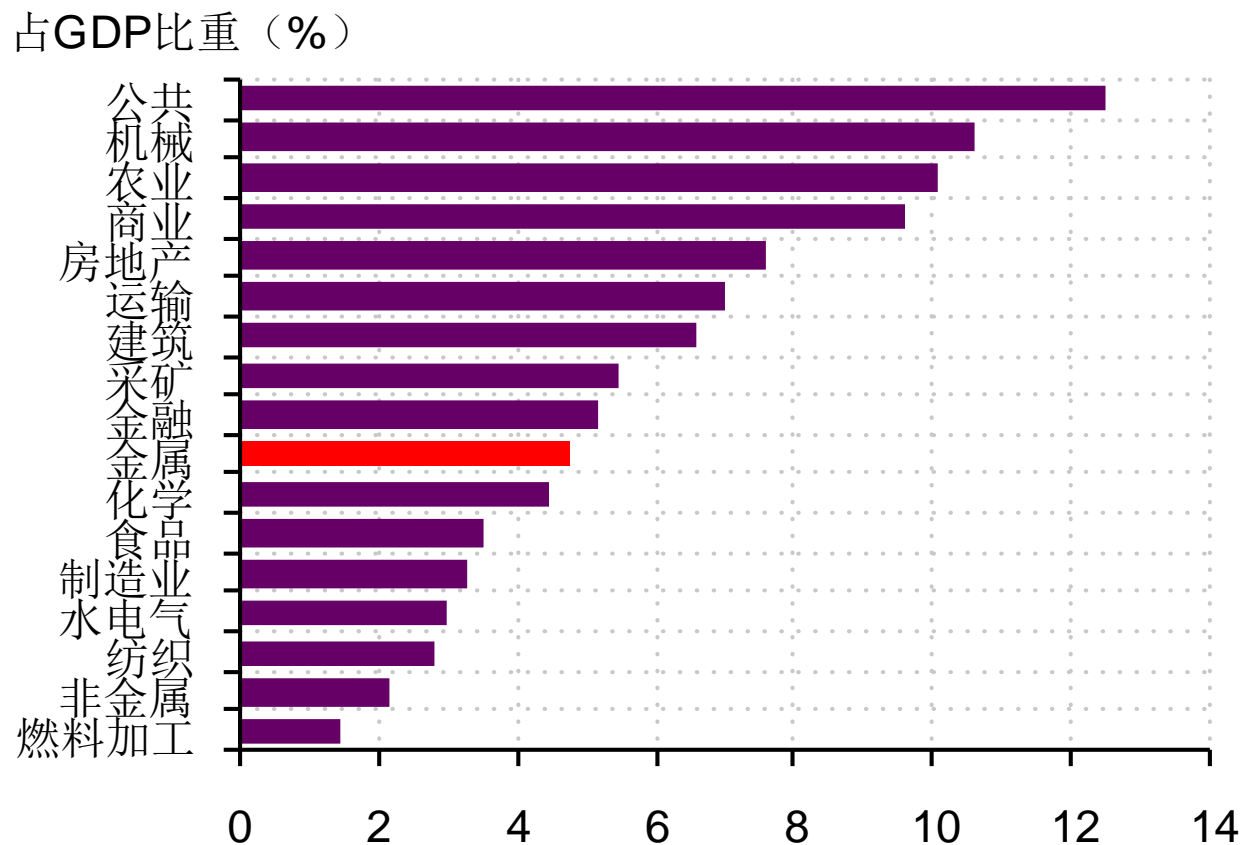


数据来源: Wind



# 在中国，金属制品业（主要为钢铁）占GDP比重在17个大行业中居于中游

2015年6月

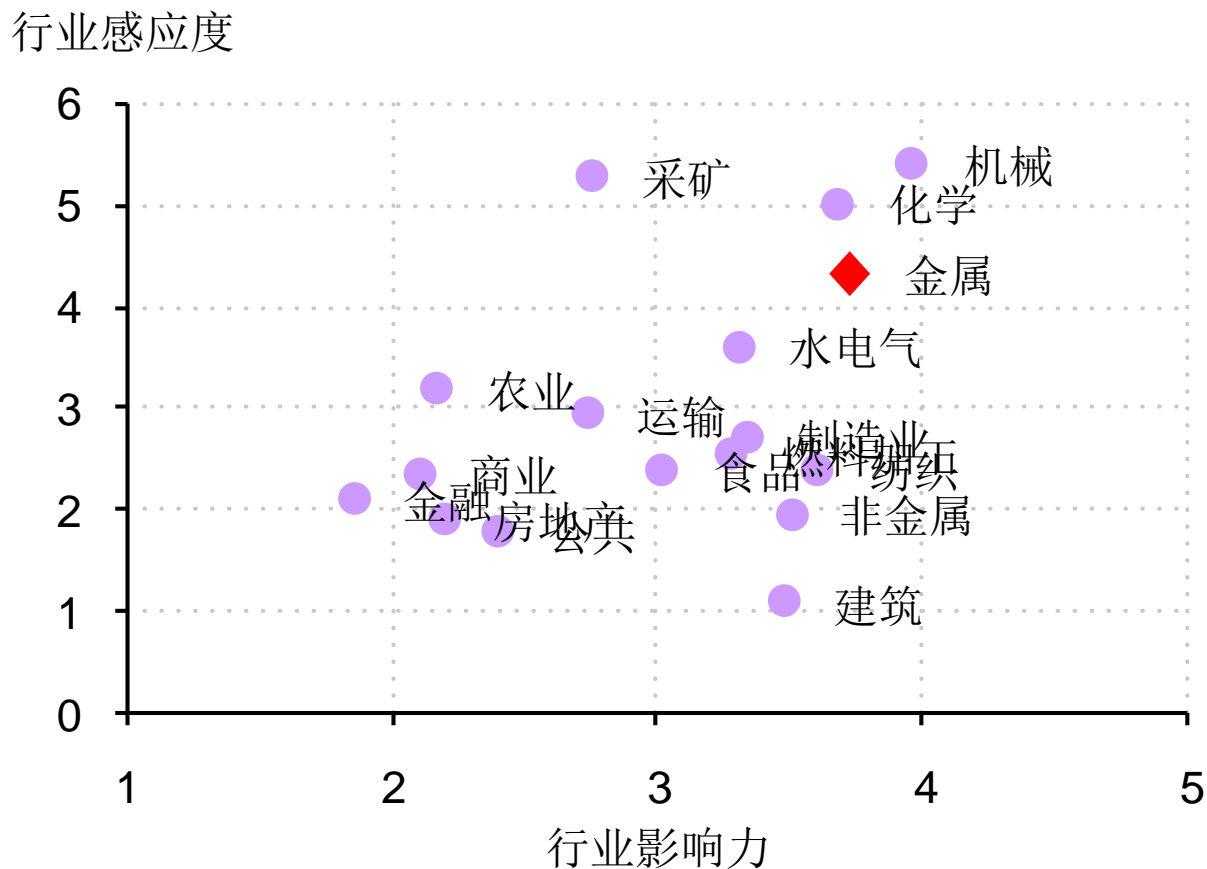


注：金属行业包括金属冶炼及压延加工业和金属制品业。前者占比大概为80%。金属冶炼及压延加工业中，黑色金属和有色金属的占比分别为60%与40%。

数据来源：Wind

# 金属制品业跟其他行业联动性很强，因而周期性很强

2015年6月



注：行业影响力指某个行业最终需求增加1单位时，带动全社会总产出增加的数量。行业感应度指全社会每个部门的最终需求都增加1单位时，某个行业需要增加的总产出量。

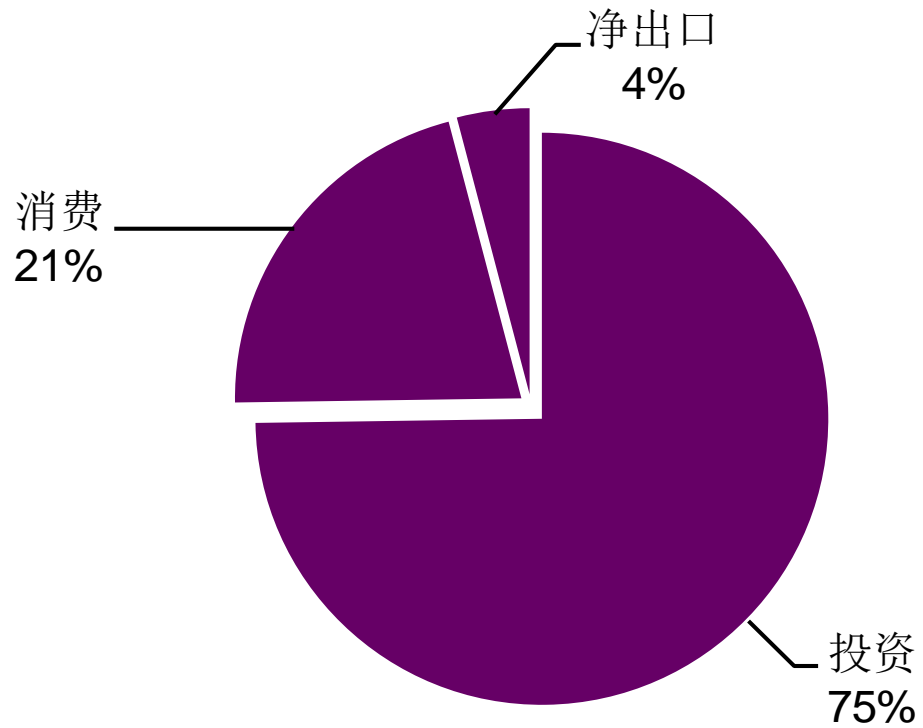
数据来源：Wind



# 金属行业的最终需求主要来自投资

2015年6月

金属行业最终需求构成 (%)



注：行业最终需求利用2010年中国投入产出表估算。

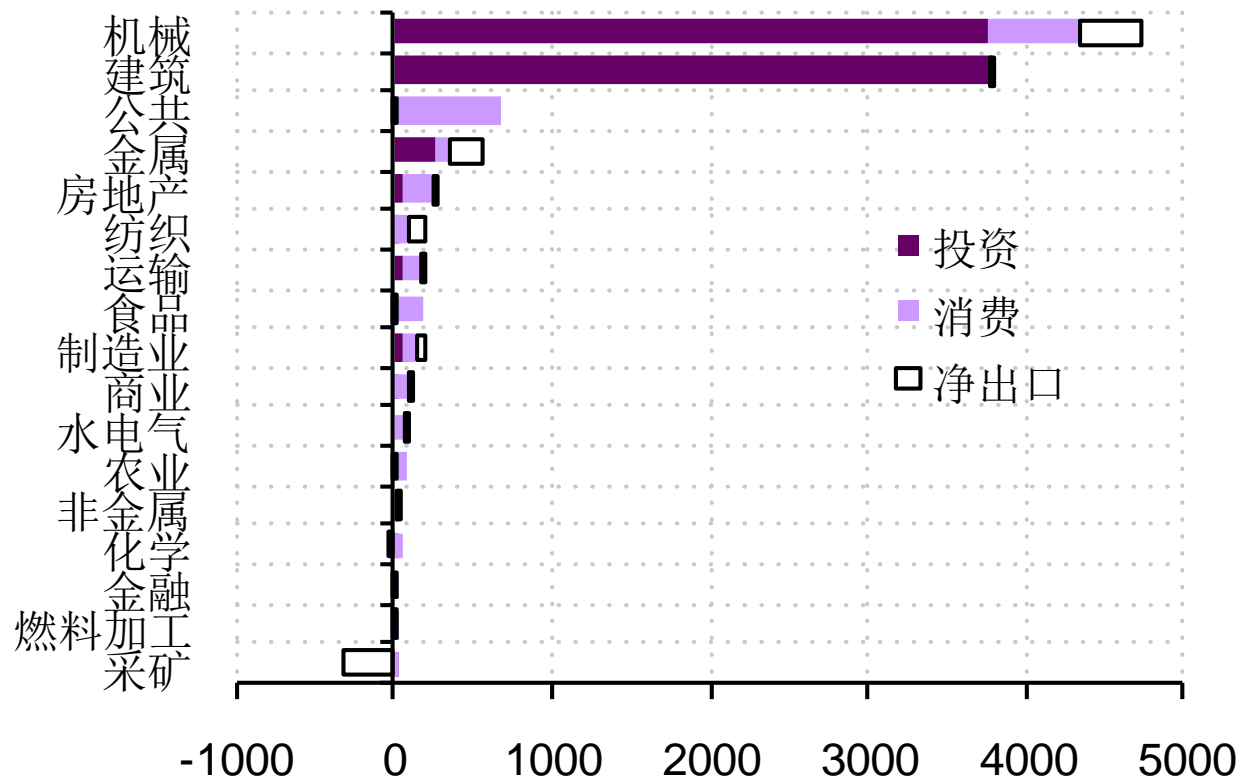
数据来源：Wind



# 机械制造和建筑业的投资是金属行业最终需求的两个最主要引擎

2015年6月

对金属行业产出的拉动（10亿元）

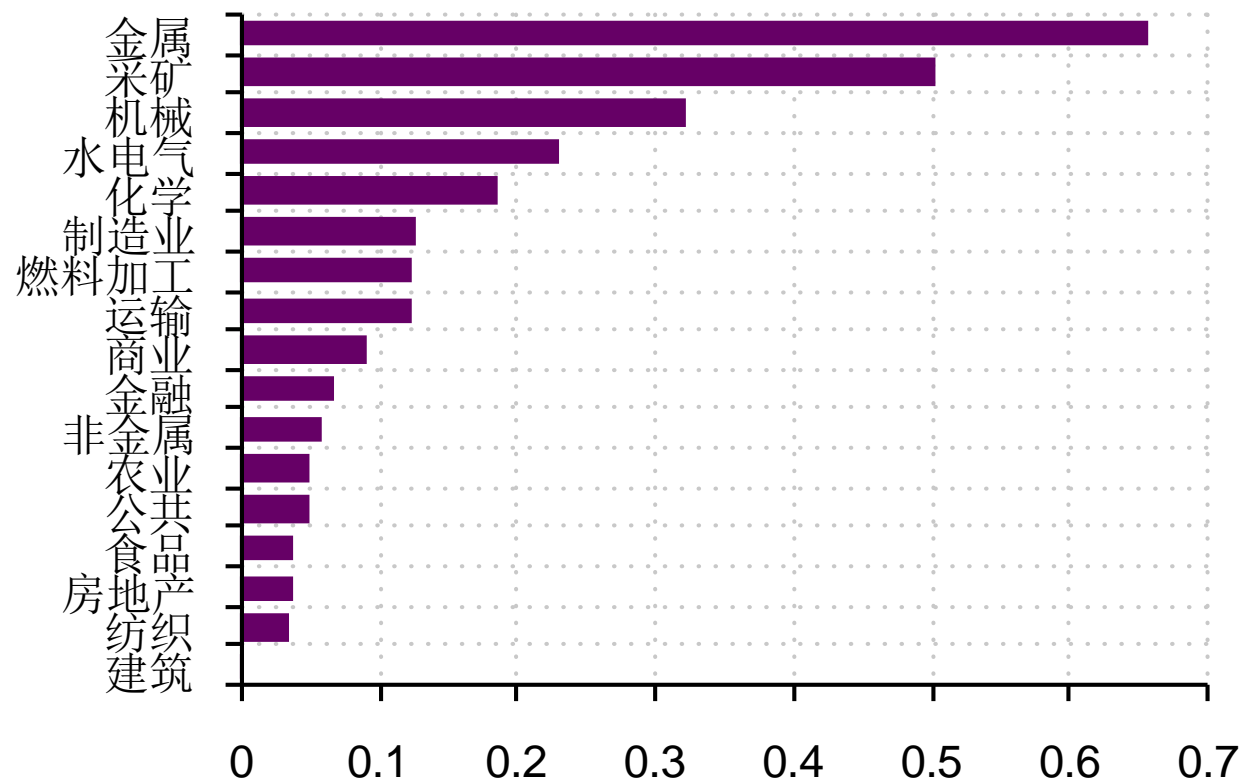


注：产出拉动利用2010年中国投入产出表估算。

数据来源：Wind

# 金属制品行业对采矿、机械制造、公共事业、化学制品等重工业部门拉动力较强

1元钱金属行业需求对各行业产出拉动（元）

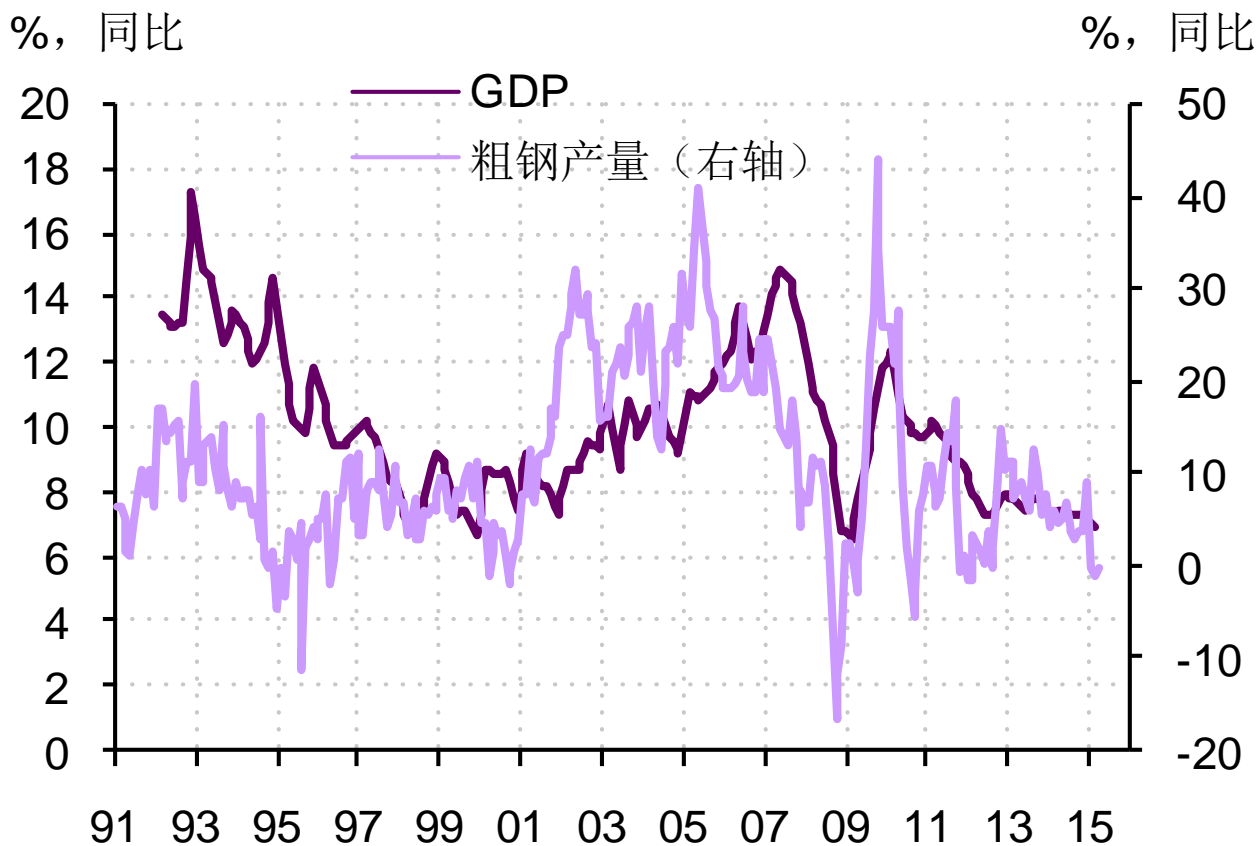


注：产出拉动利用2010年中国投入产出表估算。

数据来源：Wind



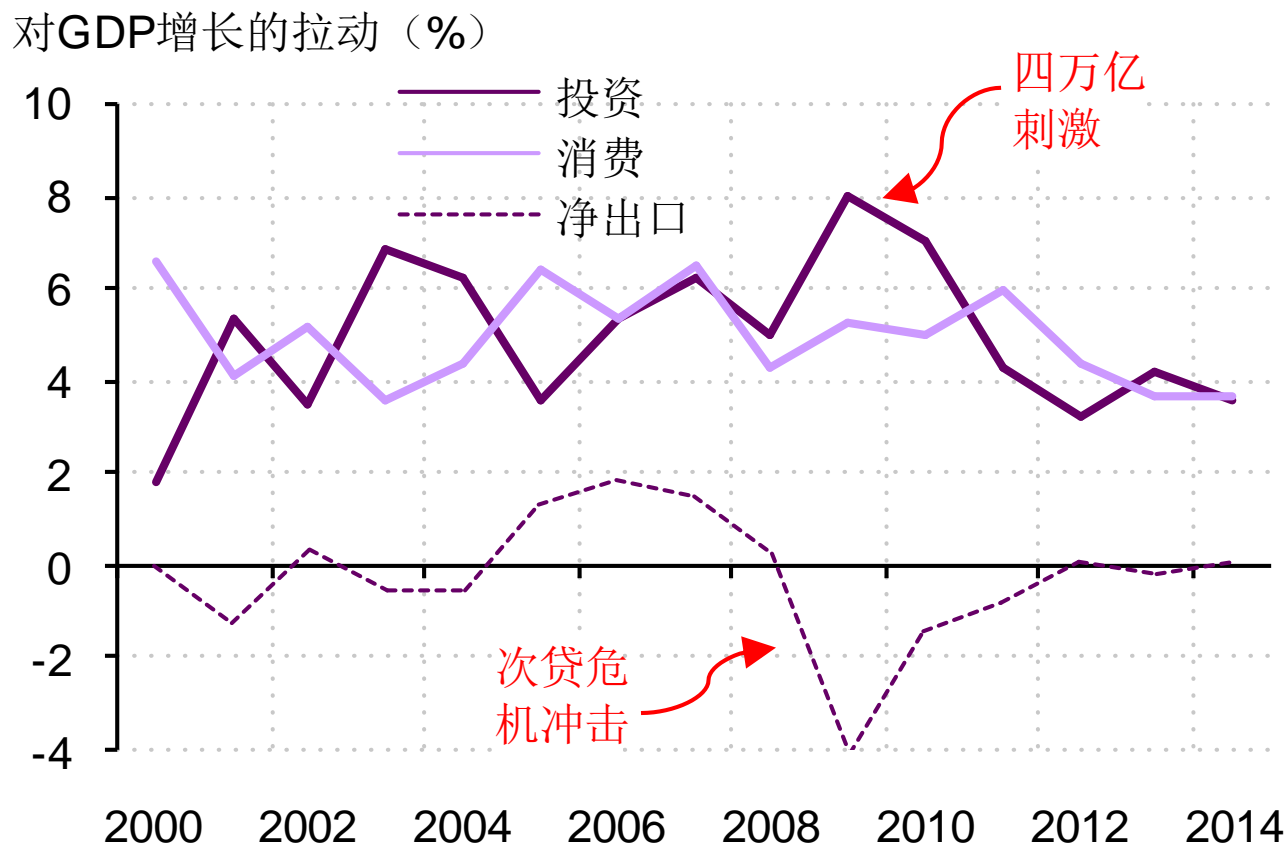
# 钢铁产量与宏观经济周期高度同步



数据来源: Wind

# 次贷危机冲击了中国的出口，经济增长转而更多依赖国内投资来推动

2015年6月

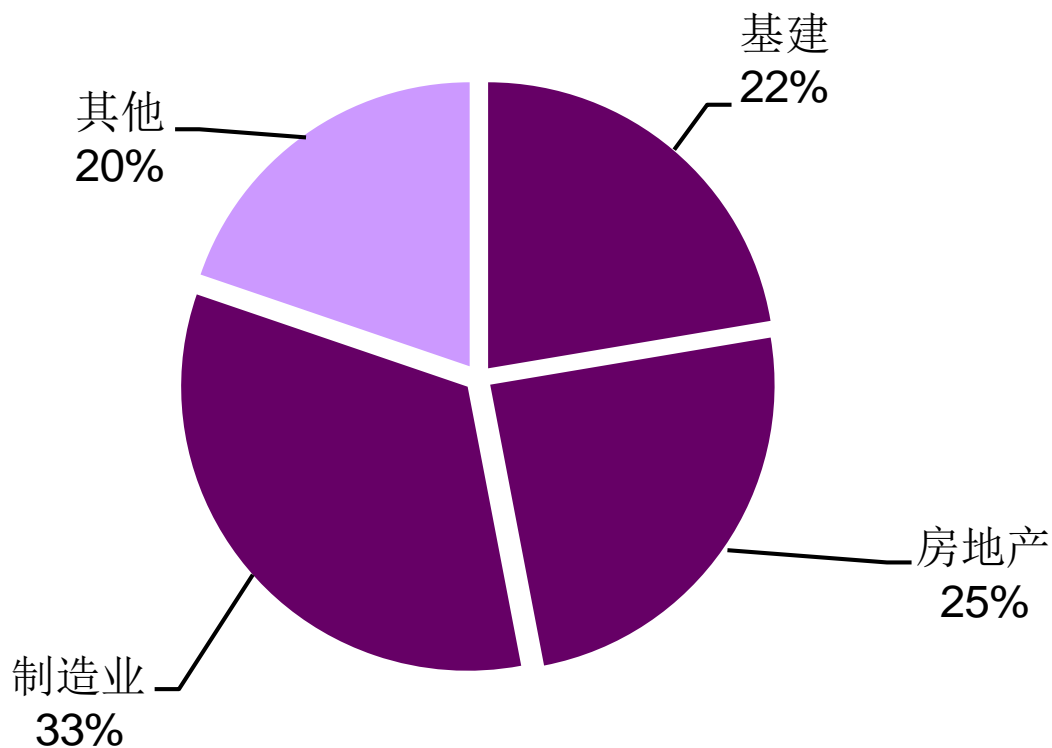


数据来源: Wind



# 中国的投资主要由基建、房地产和制造业投资组成

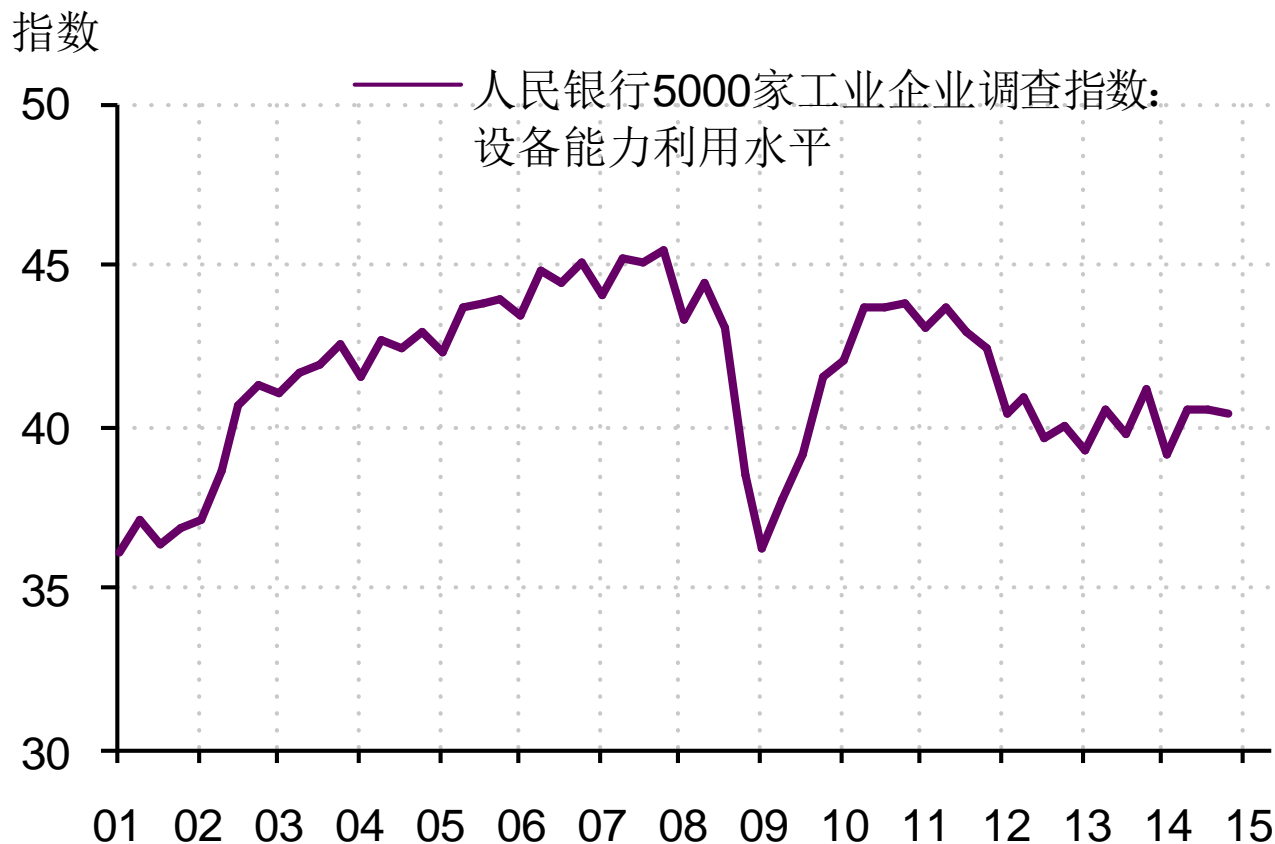
固定资产投资构成（2014年）



数据来源：Wind

# 制造业产能利用率已下滑至低位、产能过剩严重……

2015年6月



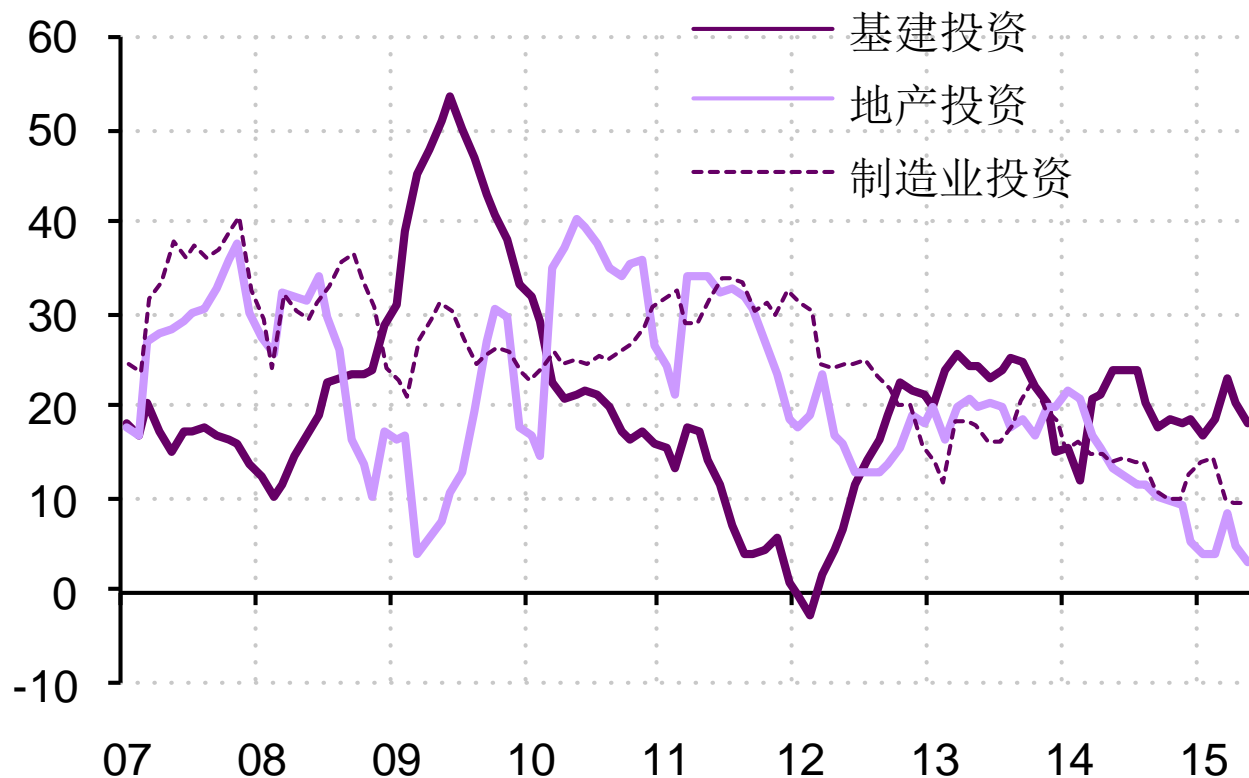
数据来源：Wind



# .....制造业投资增长因而连续数年减速，基建与地产投资成为稳增长的主要引擎

2015年6月

名义同比增速（%，3月移动平均）

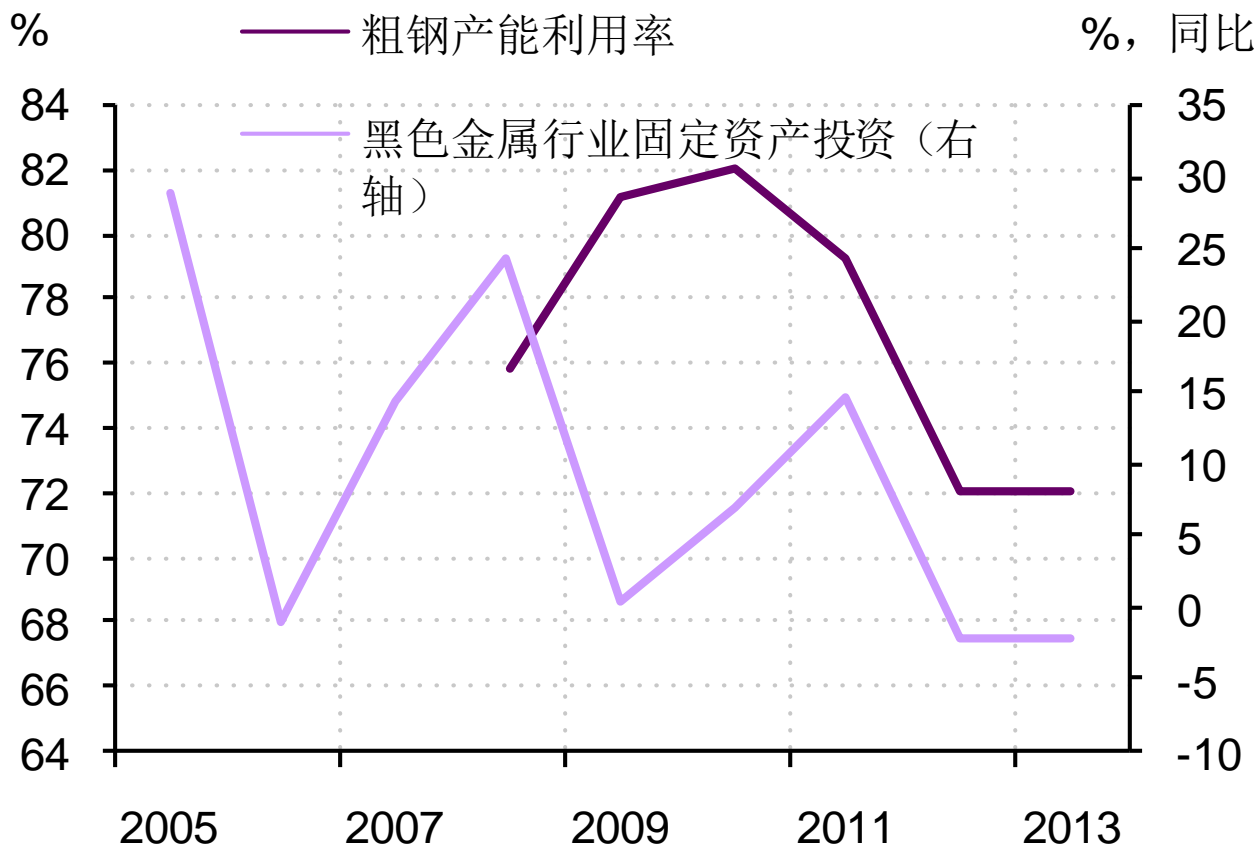


数据来源：Wind



# 钢铁行业的产能过剩状况尤其严重

2015年6月

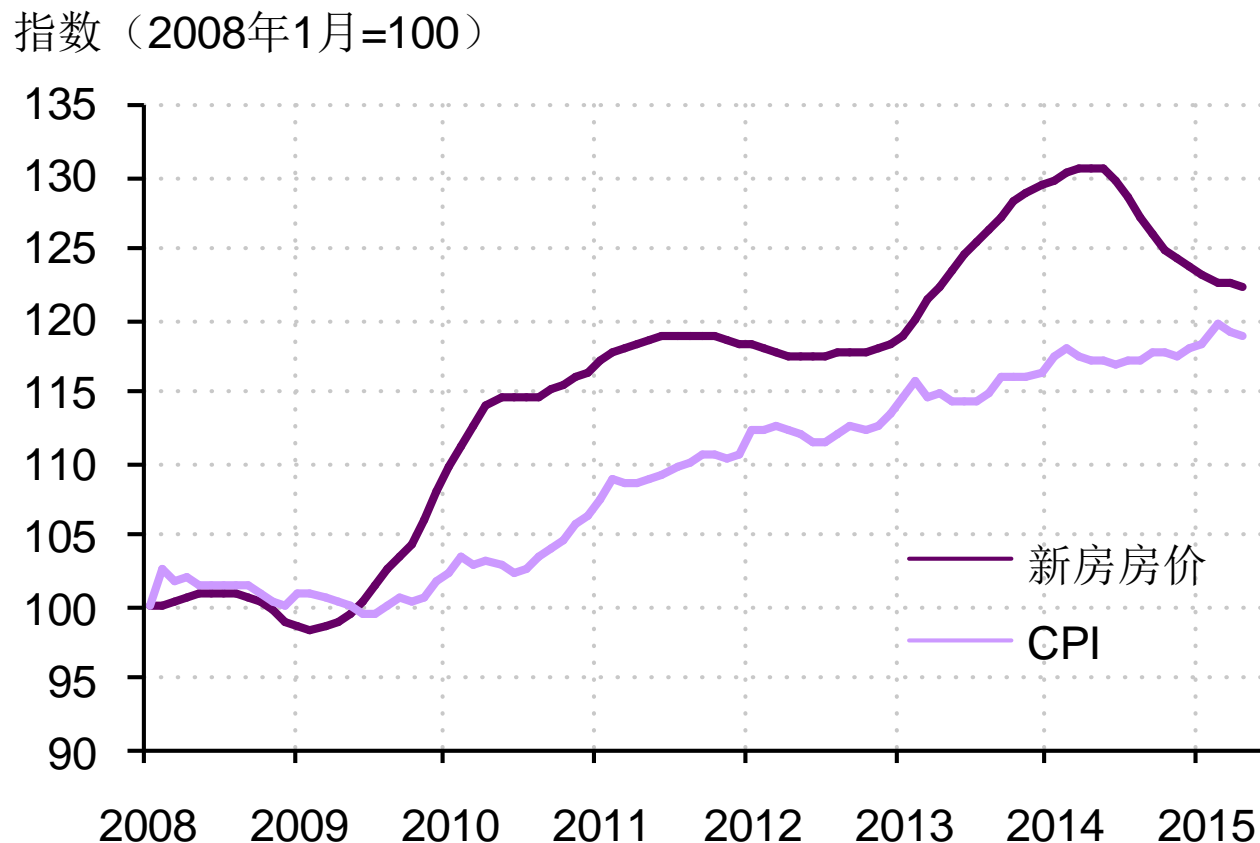


数据来源: Wind



# 房价的快速上涨引发地产调控政策的收紧

2015年6月

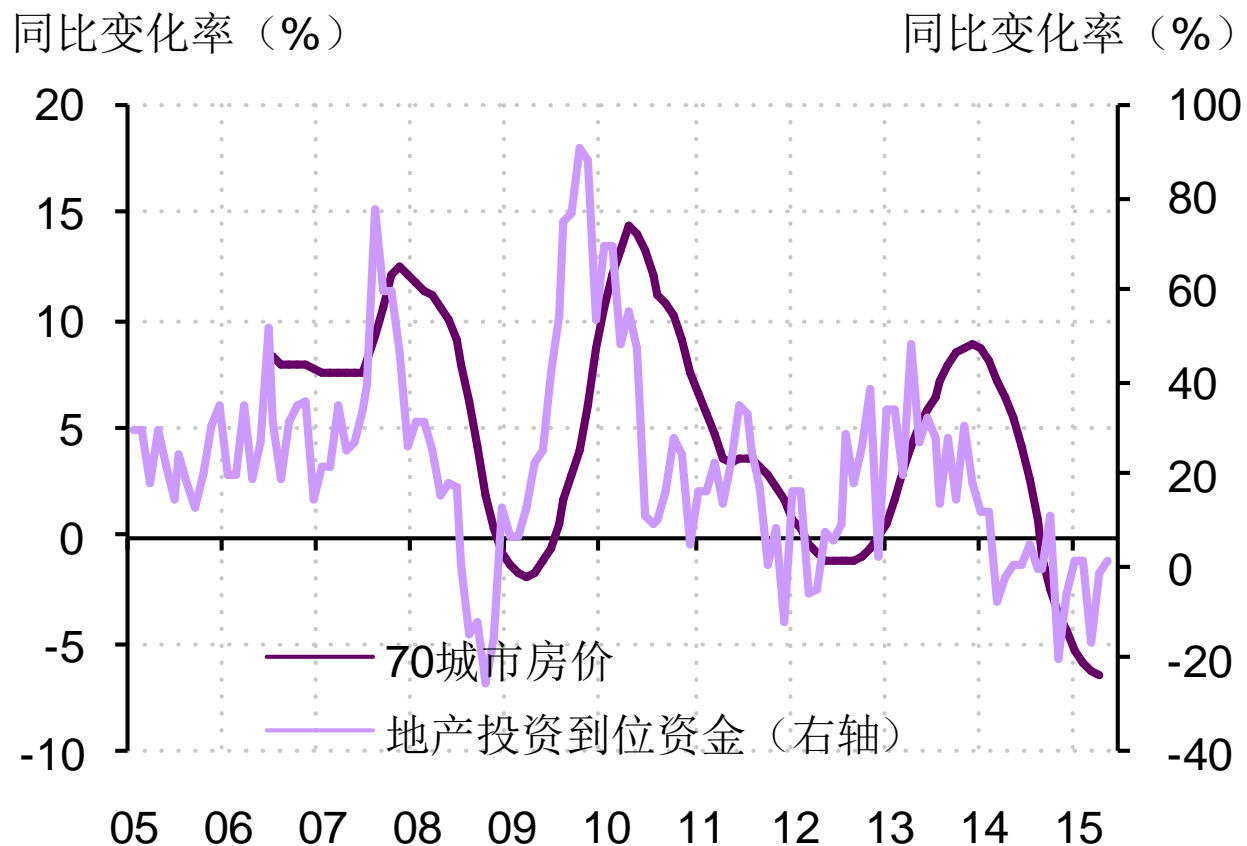


数据来源：Wind



# 新领导上台后明显收紧了地产融资，令地产行业在近一年多来明显走弱

2015年6月

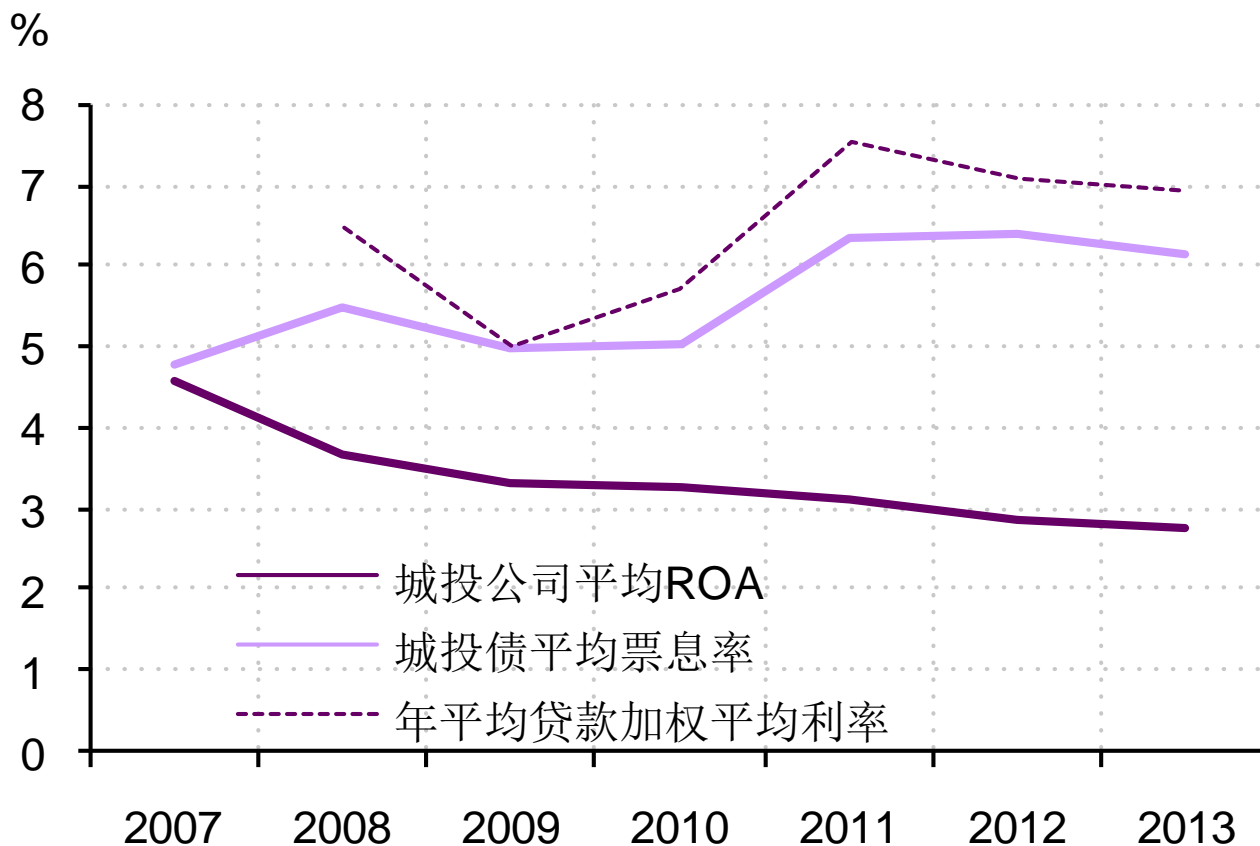


数据来源: Wind



# 基建投资融资主体（城投公司、也称地方政府融资平台）投资回报率覆盖不了资金成本，债务可持续性堪忧

2015年6月

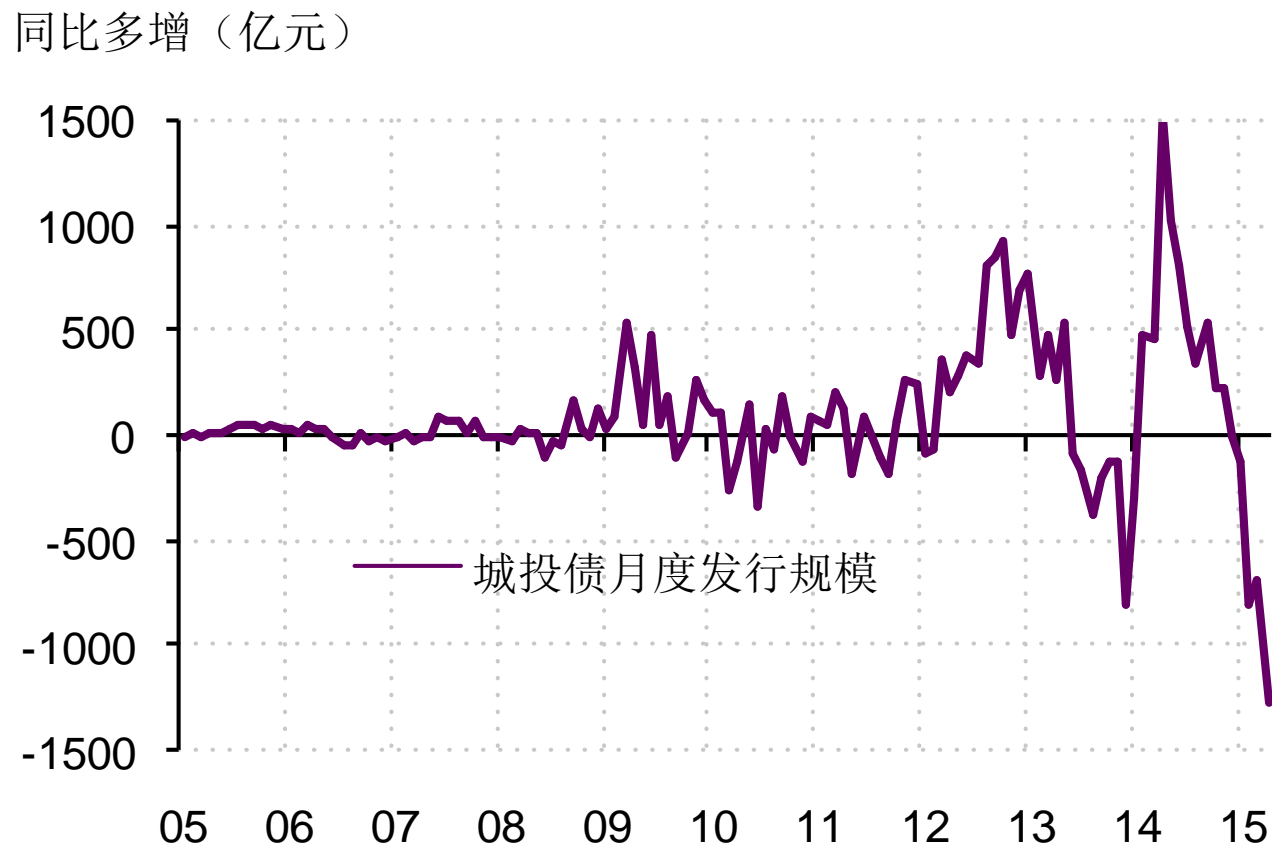


数据来源：Wind



# 新领导出台了政策来约束城投公司融资，令基建投资融资受限

2015年6月

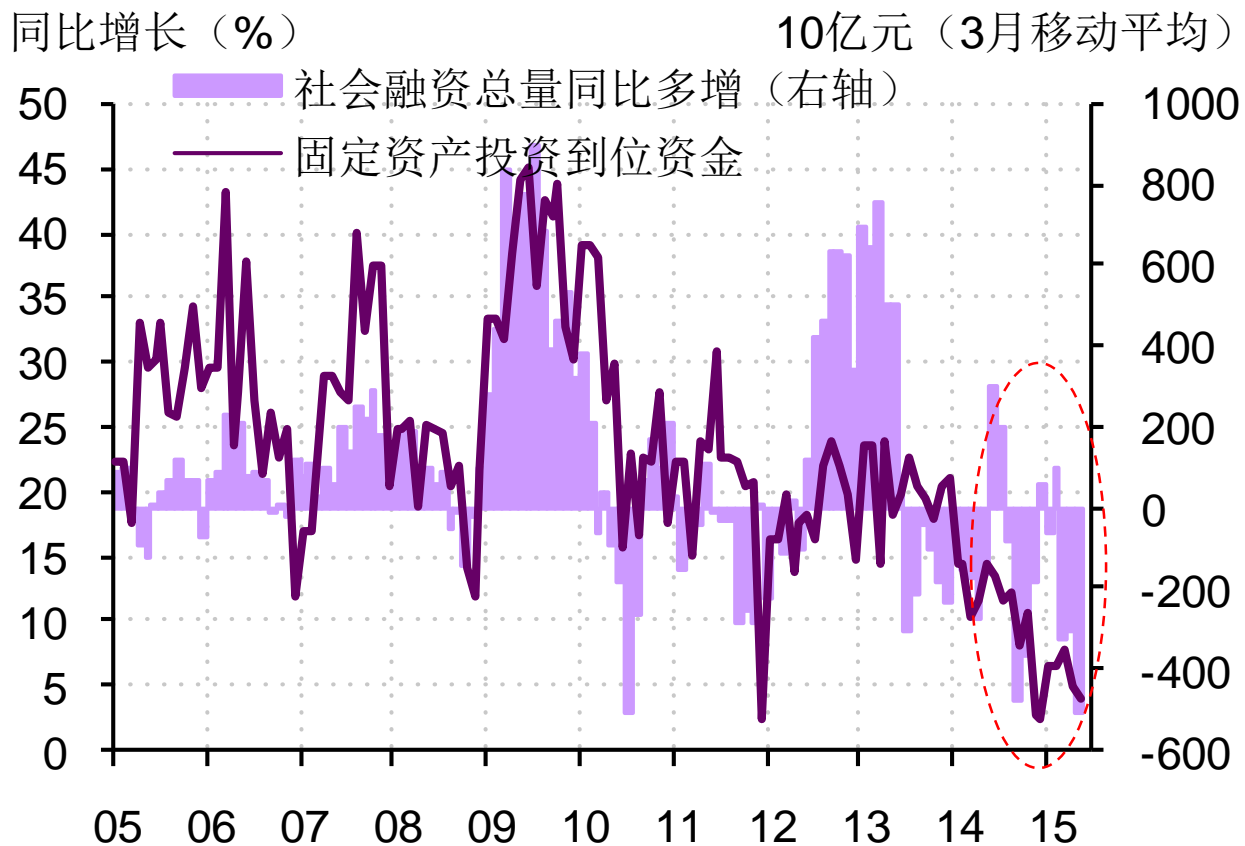


数据来源：Wind



# 政策对地产和基建融资的限制令社会融资总量增长放缓，固定资产投资到位资金增长因而低迷

2015年6月



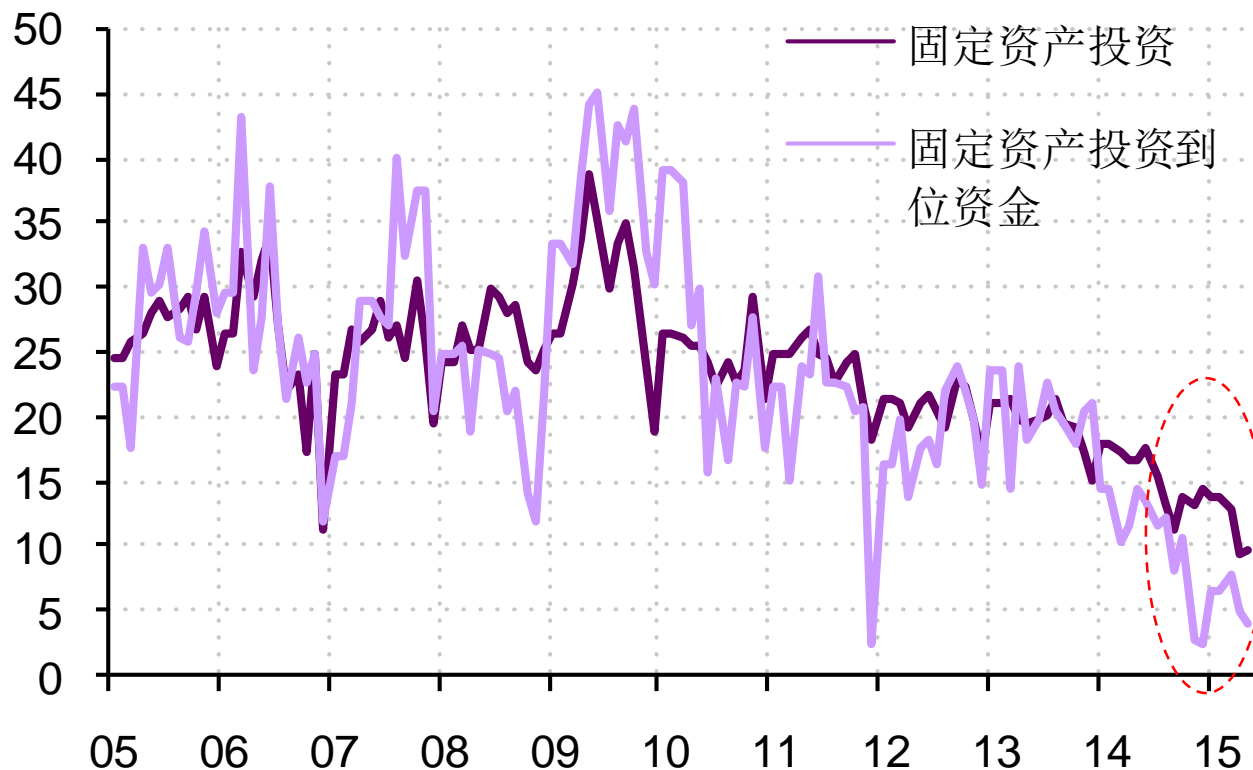
数据来源: Wind



# 固定资产投资面临“融资难”约束，增速持续下滑

2015年6月

名义增长率（%，同比）

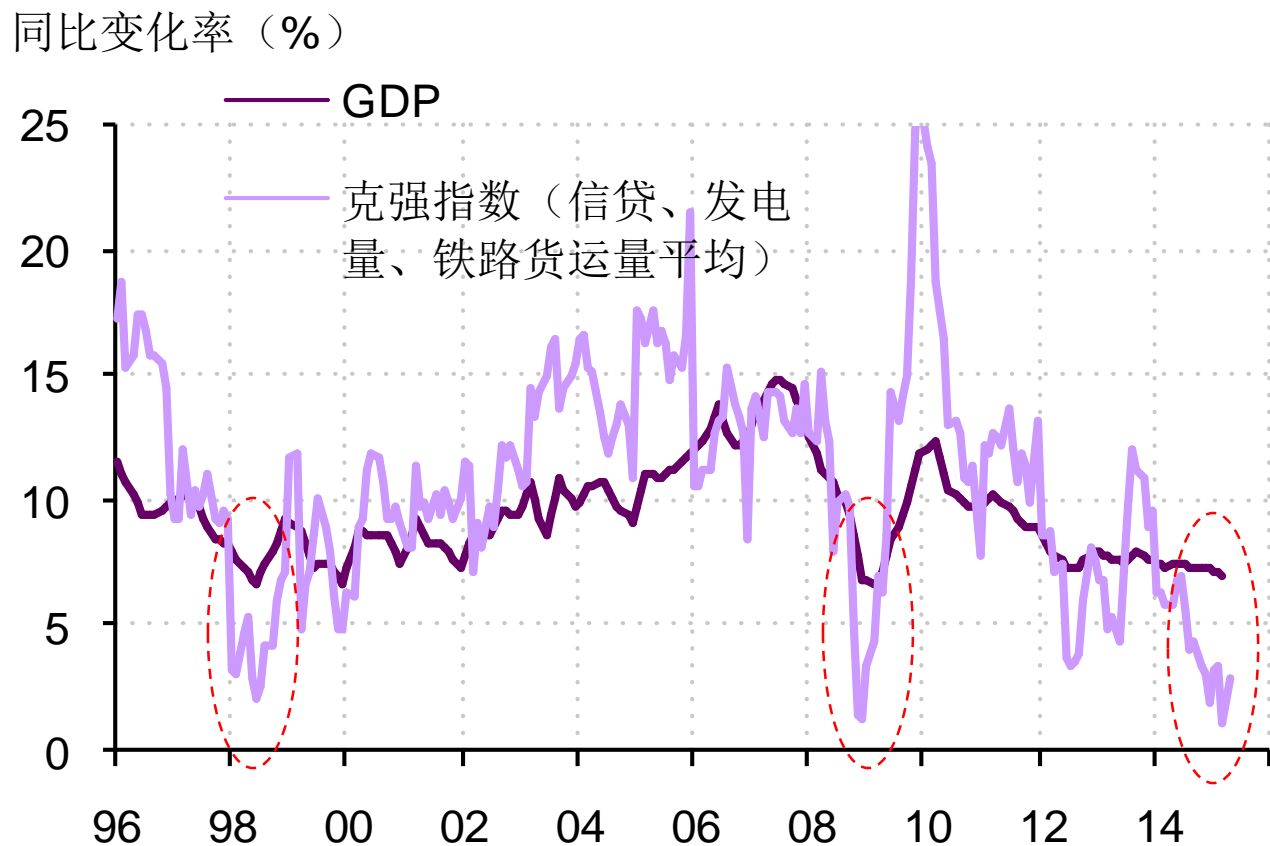


数据来源：Wind



# GDP增速因而持续下滑，“克强指数”更是滑落到了亚洲金融危机和次贷危机时的水平

2015年6月

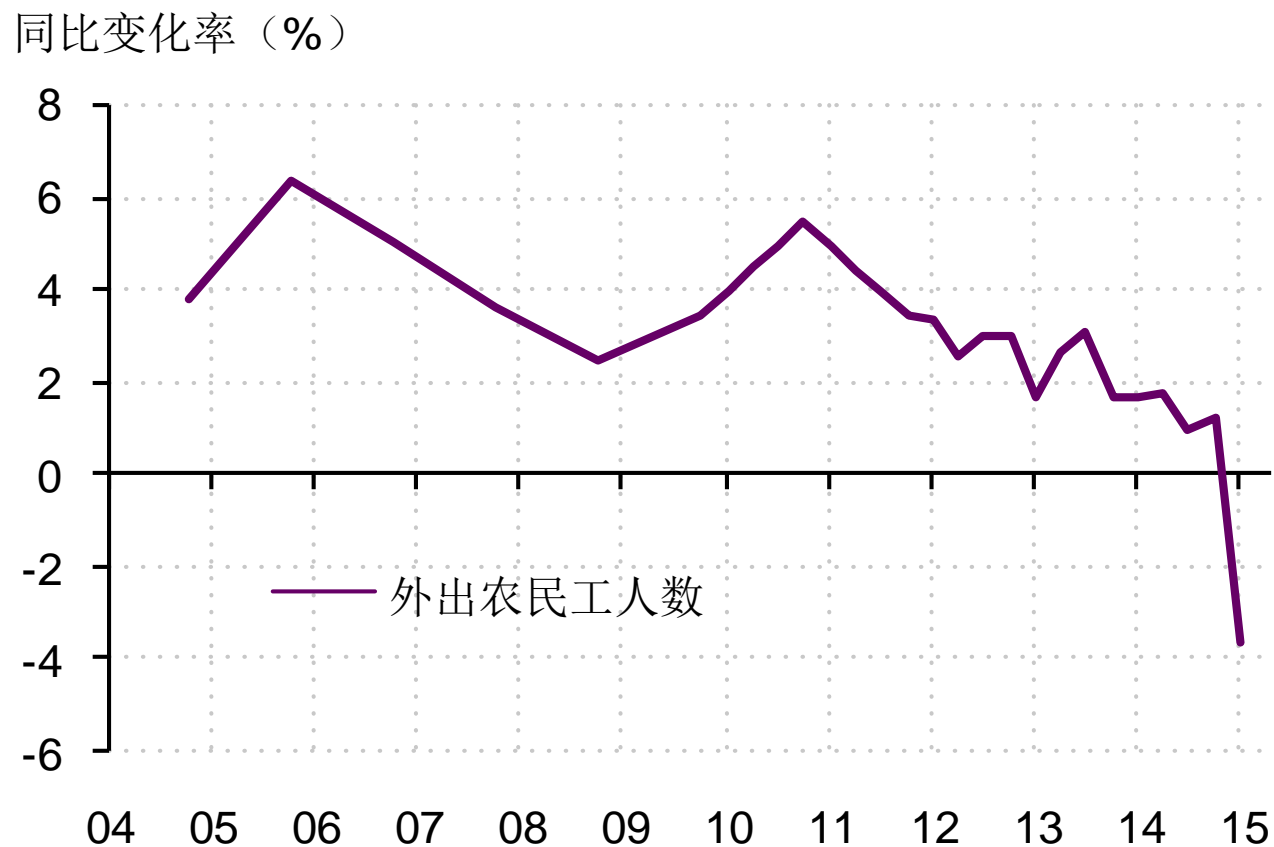


数据来源：Wind



# 外出农民工数量近些年来首次负增长

2015年6月



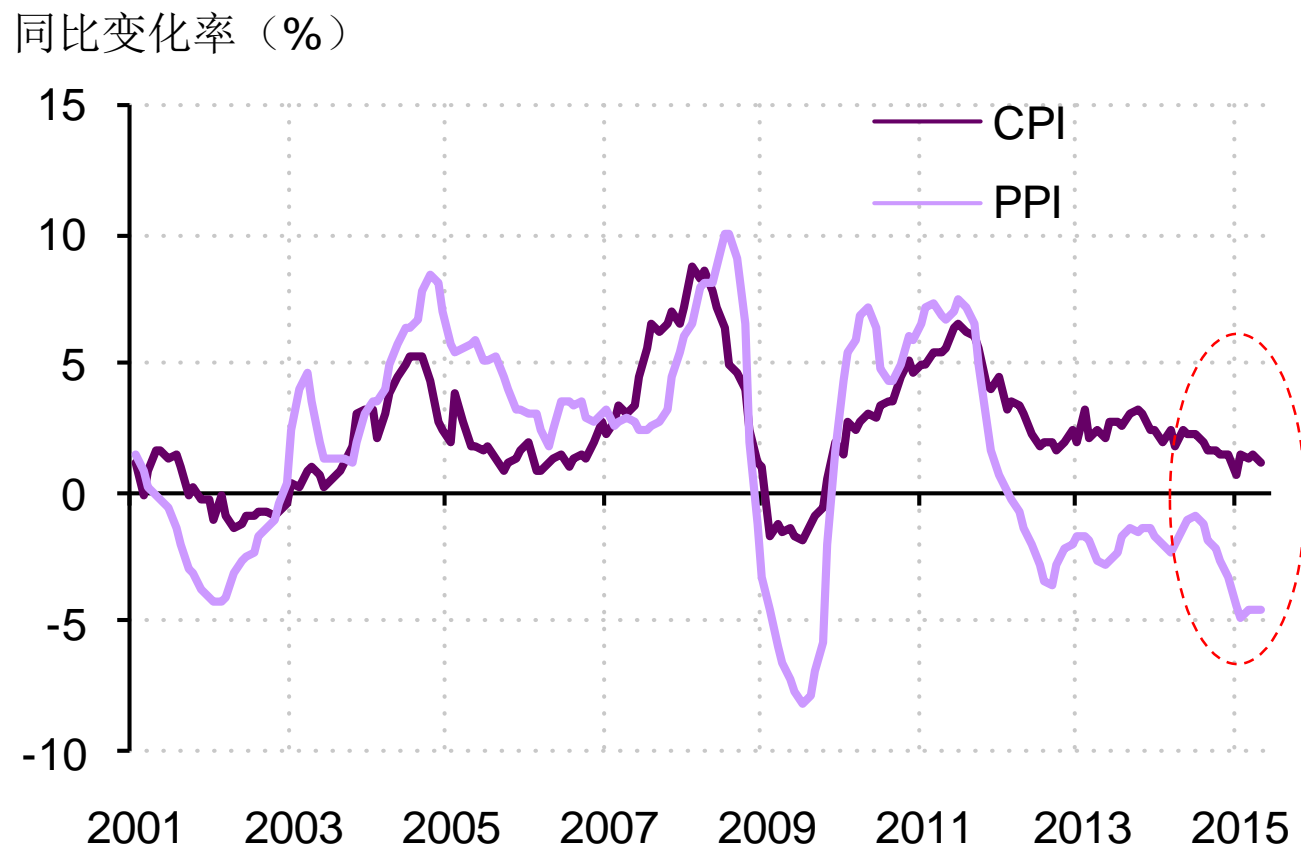
注：2012年之前的数据为年度数据，2012年开始数据为季度数。

数据来源：Wind



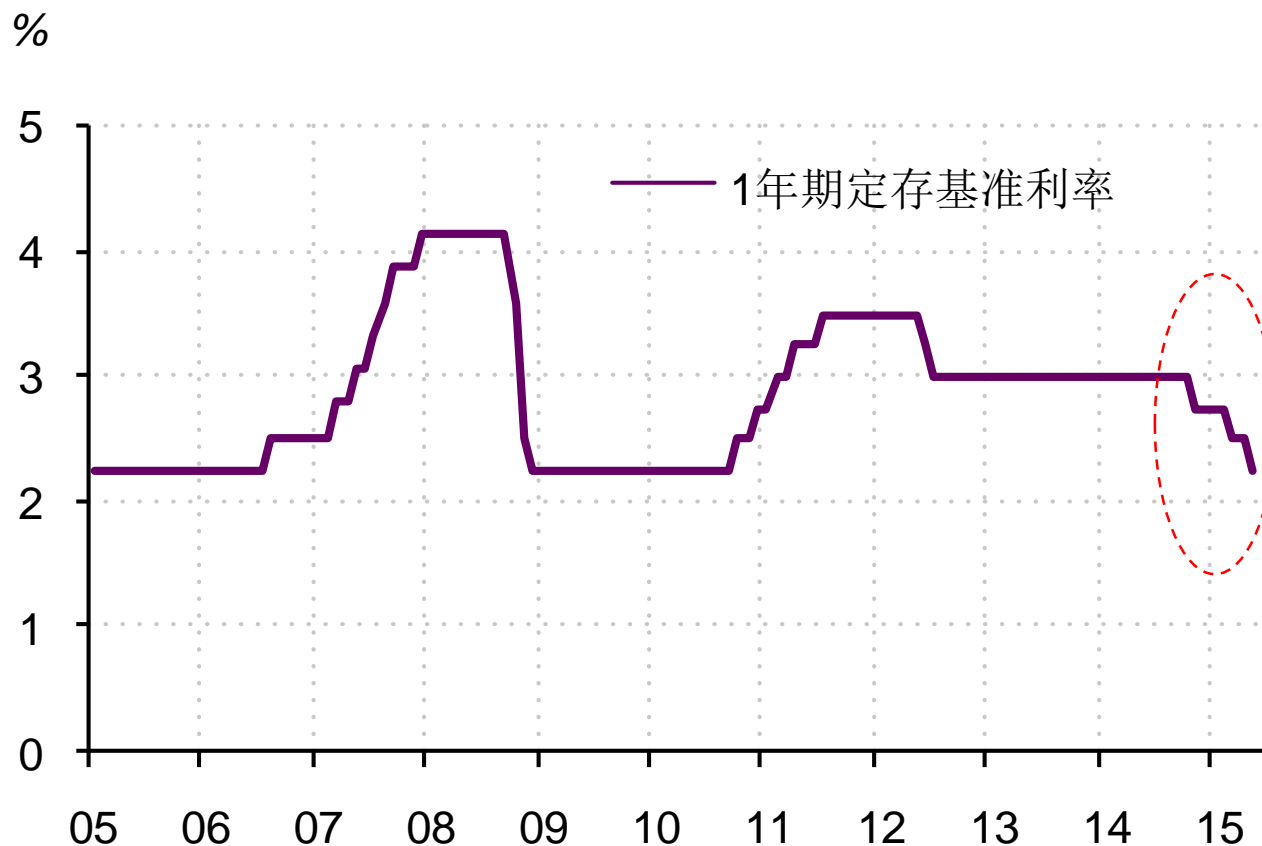
# 通缩压力明显攀升

2015年6月



数据来源: Wind

# 宏观政策重心再次转向稳增长，基准利率已经下调



数据来源：Wind



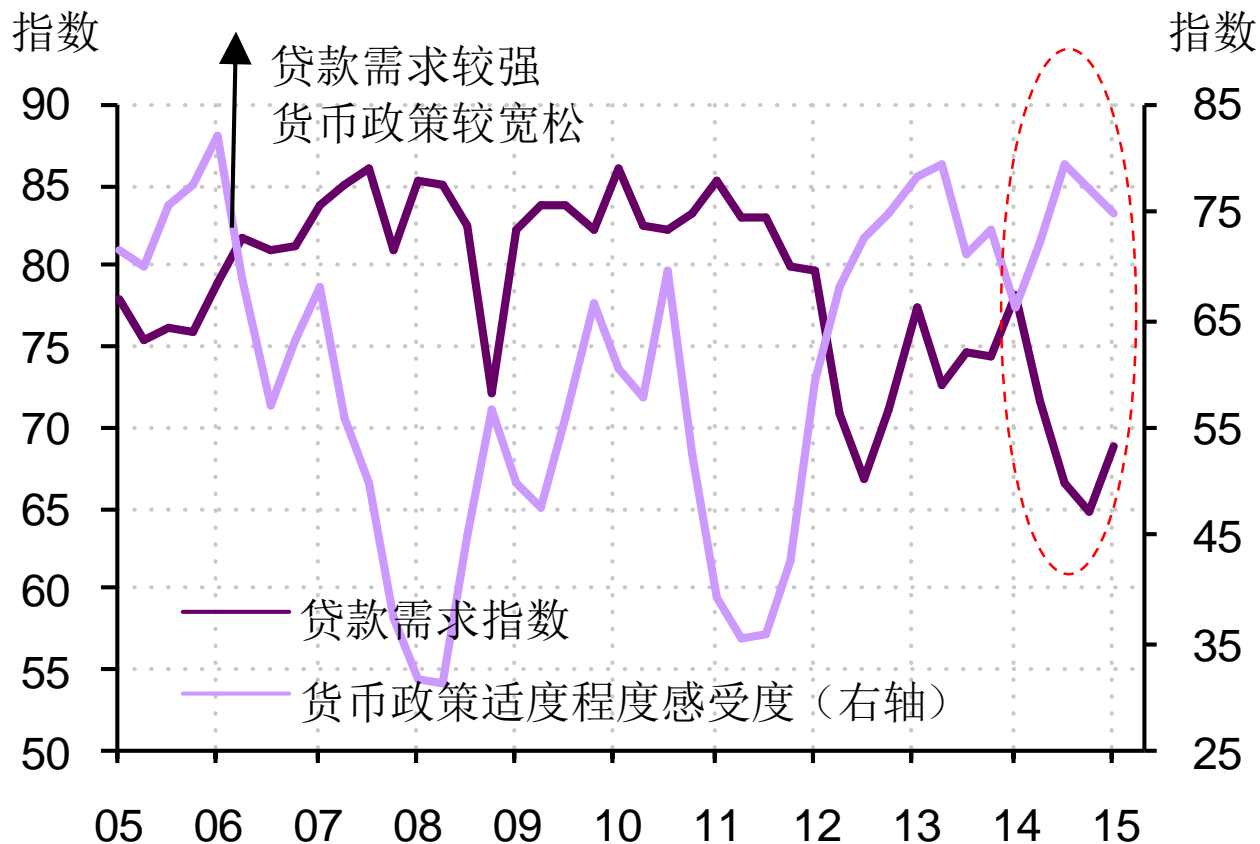
# 央行宽松货币政策要作用实体经济需经过两个环节：(1) 央行到银行体系；(2) 银行体系到实体经济



资料来源：光大证券

# 政府对基建和地产投资的融资约束令货币政策从银行体系向实体经济的传导受阻

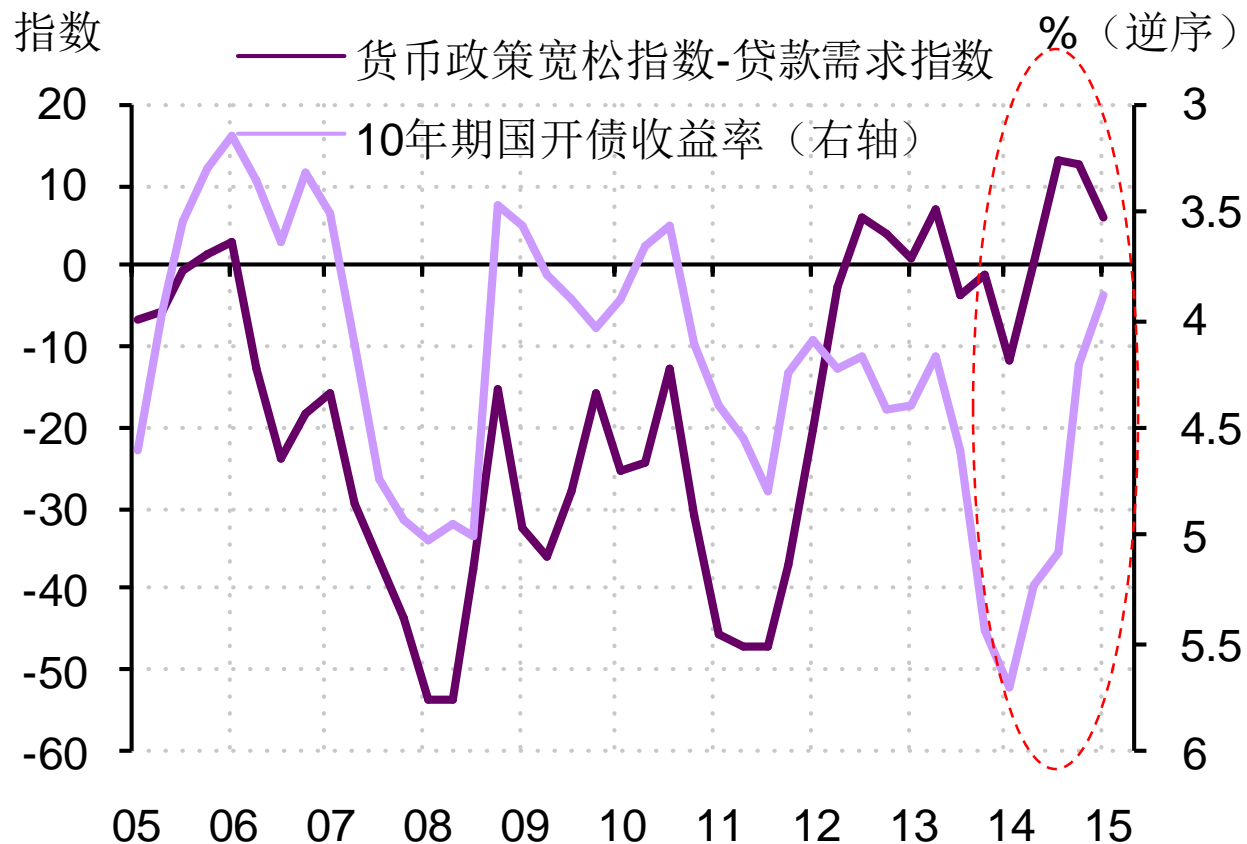
2015年6月



数据来源: Wind

# 金融市场因而出现流动性“堰塞湖”，推高了金融资产价格

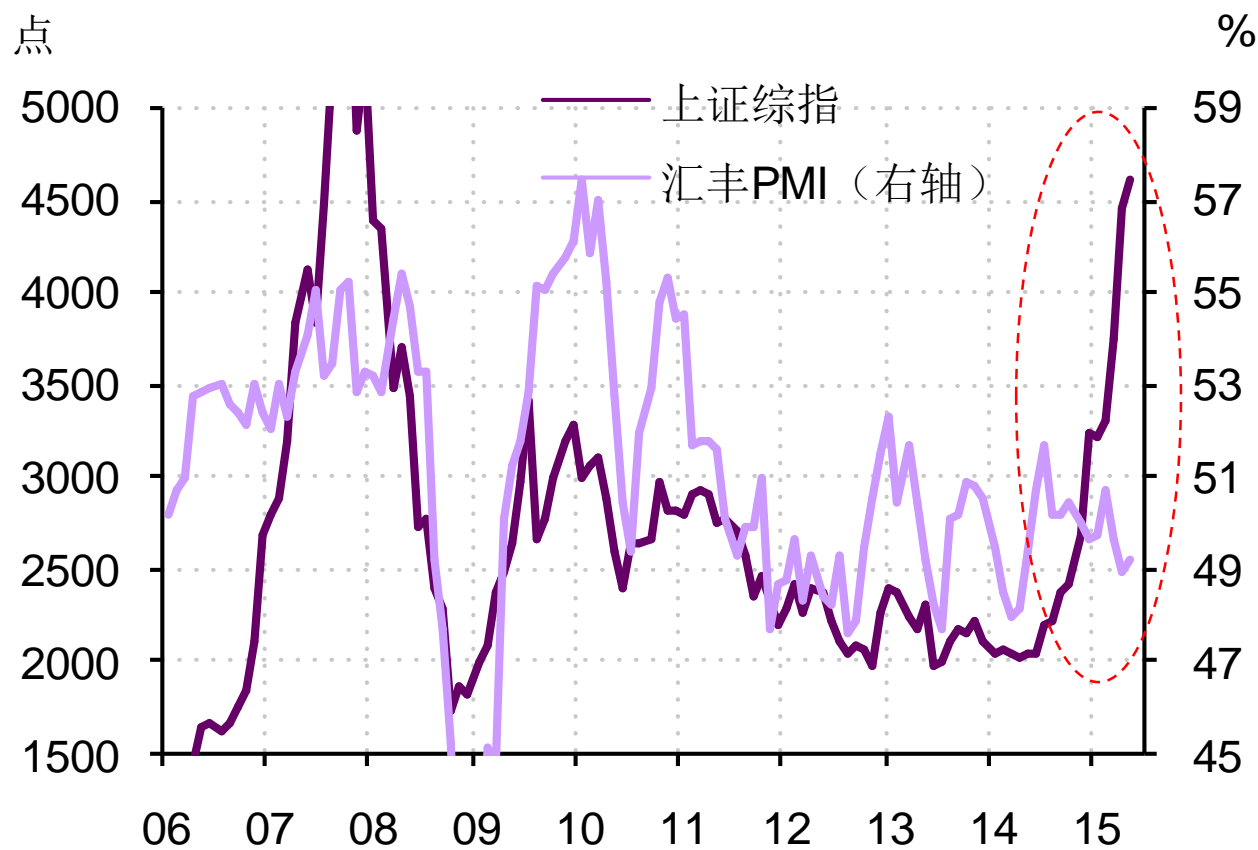
2015年6月



数据来源: Wind

# 金融资产价格因而大幅走牛，与疲弱实体经济形成鲜明反差

2015年6月

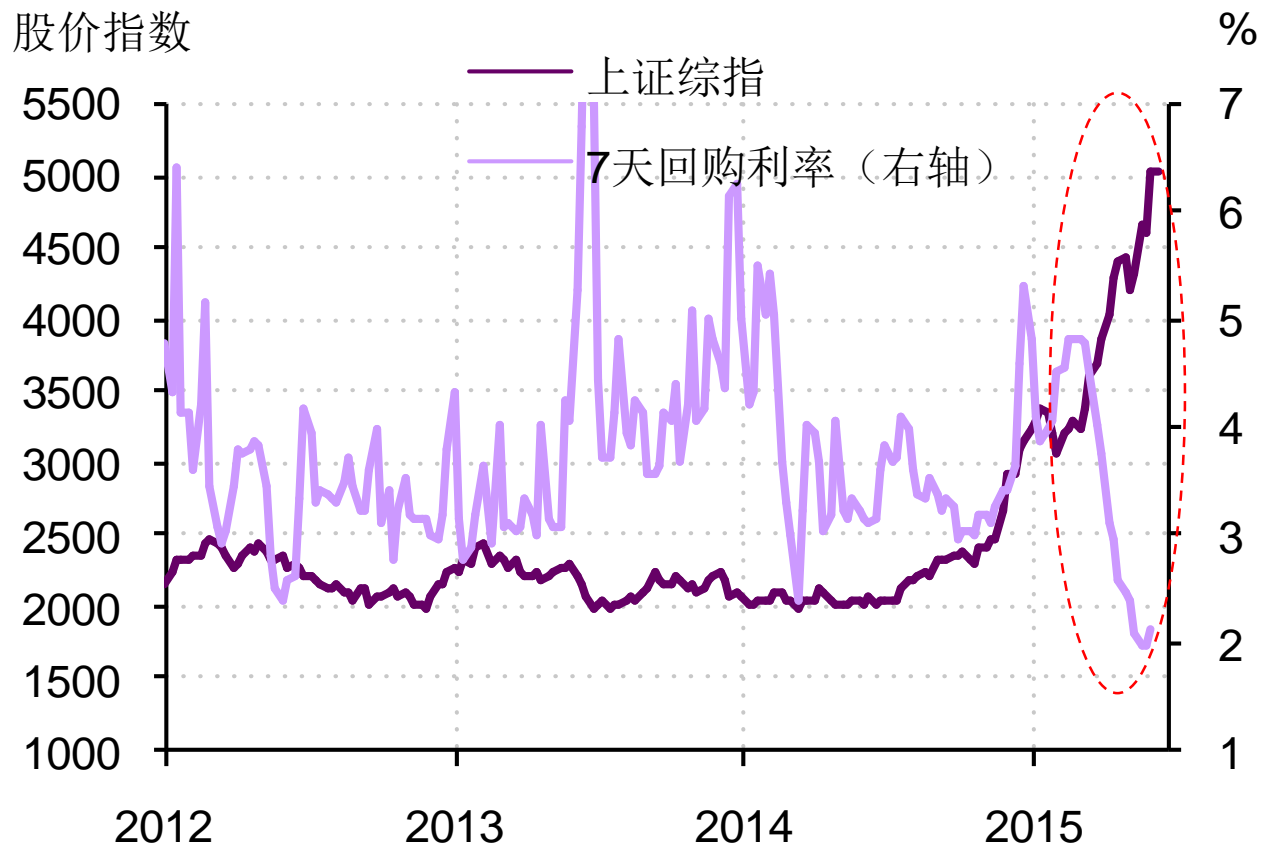


数据来源: Wind



# 金融市场与实体经济经济形成恶性循环，金融泡沫化与实体衰弱化愈演愈烈

2015年6月



数据来源: Wind



## 结论：经济转型下的金融泡沫化时代

---

- ◆ 新领导明显不愿再走依赖房地产和基建投资来稳增长的老路
  - 地产和基建融资明显受限，固定资产投资因而面临“融资难”的约束
  - 经济增长因而持续走低
- ◆ 金融市场进入泡沫时代
  - 资金进入实体经济的主要信贷通路（地产和基建融资）受阻
  - 金融市场“不差钱” vs. 实体经济“融资难”
  - 金融市场的泡沫化与实体经济的衰弱化正相互强化
- ◆ 钢铁行业将长期面临产能过剩与需求不足带来的压力

# 谢谢!

徐高，光大证券首席经济学家。加入光大证券前，他曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。徐高目前还是中国首席经济学家论坛理事，北京大学国家发展研究院兼职研究员，“华尔街日报中文版”、“财新网”、“新浪财经”专栏作家。徐高拥有北京大学颁发的经济学博士学位，以及西南交通大学颁发的工学硕士、学士学位。