

■ 大视野·下半年经济

微刺激与改革措施应继续协调推进

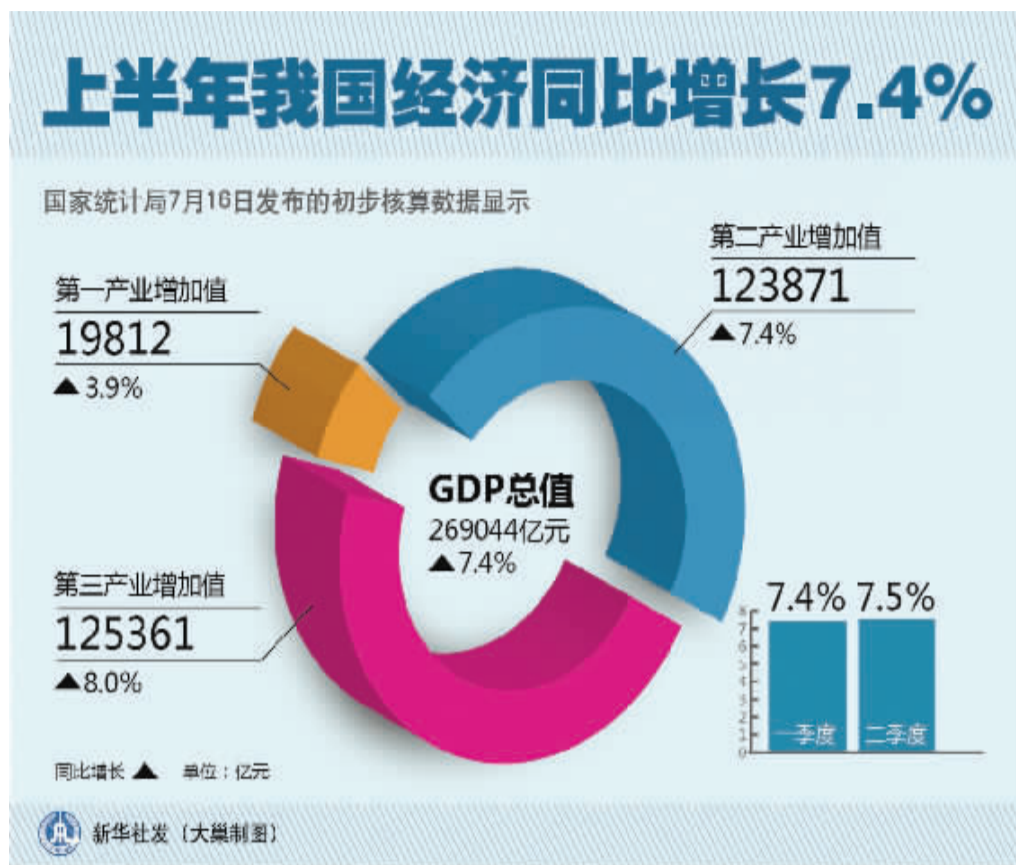
□ 瑞穗证券亚洲公司首席经济学家 沈建光

二季度宏观经济数据近日公布,在前期稳增长政策集中发力之下,6月主要宏观经济数据整体向好,消费增速保持稳定,投资、工业生产数据有所提升,二季度GDP增速反弹至7.5%,环比回升2%。据此笔者预计,如果下半年“微刺激”与改革措施继续协调推进,三季度中国经济将可以保持向好趋势,全年GDP可以实现7.5%的政策目标。当然,经济数据喜中有忧,最值得关注的是房地产市场上的遇冷,投资持续下滑,开工负增长,销售受阻。在笔者看来,房地产恐怕将成为影响下半年经济走势最大的不确定因素。

具体来看,二季度经济数据有如下几点惊喜:一是经济增长虽然遇到挑战,但经济结构调整仍在进行。尽管今年以来中国经济出现下滑势头,但可以肯定的是,决策层摒弃了以往强刺激以促进经济快速反弹的做法,采用了“微刺激”与调结构并举。从数据来看,经济结构调整的效果同样比较明显。根据国家统计局数据,上半年最终消费对GDP增长贡献率为54.4%,超过了固定资本形成对GDP增长的贡献率,后者是48.5%,而货物及服务净出口对GDP增长的贡献率仍是负2.9%。同样值得称赞的是,服务业对经济增长的拉动作用也在增强。例如,去年三产业占GDP比重为46.1%,首次超过第二产业。今年上半年第三产业占GDP的比重提升为46.6%,继续保持增速快于第二产业、占GDP比重继续提高的势头。

二是居民收入的提升有利于保持中端消费稳定,并有利于引导消费结构更趋于合理。具体来看,6月社会消费品零售同比名义增长12.4%,比5月略微回落0.1个百分点。其中,受反腐持续深入的影响,餐饮收入继续回落,6月同比增长9.8%,比5月回落1.2个百分点。限额以上部分下降更为明显,从6.2%降至3.5%,下降2.7个百分点。6月房地产相关消费增速略有提升,但考虑到房地产销售的低迷情况,相关消费回升态势也面临不确定性。

三是“微刺激”陆续开启,基建投资实现



反弹。近期财政政策改变较大,5、6月份一改此前零增长的尴尬,财政支出均反弹至20%以上。货币政策方面,6月份新增贷款超过万亿,社会融资总量接近2万亿,均表明决策层已开始为经济营造平稳的货币政策环境。除此以外,铁路投资、棚户区改造的投入也有所加大。从固定资产投资来看,1-6月固定资产投资止跌回升,同比名义增长17.3%,比1-5月增加0.1个百分点。其中,基建投资同比增长高达25.1%,比1-5月份继续提高0.1个百分点。铁路投资明显加速,达到14.2%,回升5.9个百分点。教育、卫生投资也均向上,增速分别为20.6%、21.4%,比1-5月提高

2.8%和1.8%。

四是海外经济前景向好,带动中国出口走出低迷。6月出口同比增加7.2%,进口同比增长5.5%,当月贸易顺差316亿美元。尽管出口反弹不如此前预期强烈,但向上走势反映了全球经济环境改善,此前人民币贬值以及一系列稳出口措施落实带来积极影响。在笔者看来,如果上述基本面因素没有改变,则利于下半年出口。此外,海关总署数据显示,5、6月中国外贸出口先导指数分别为42.3、42.2,也创近两年的最高水平。

尽管有上述惊喜,但是在二季度经济数据中,笔者也看到有一定的不确定性。其中,最主

货币政策无需转向宽松

□ 中国银河证券首席总裁顾问 左小蕾

国家统计局日前发布上半年经济数据,GDP增长7.4%,显示今年经济呈现匀速增长,重要宏观指标呈现小幅涨跌不一的变化。一些观点将数据的小幅改变归于“微刺激”政策力度不够,这样的解读加上对下半年的经济走势“审慎”的判断,特别是预计四季度可能恢复“放缓”的观点,将进一步推动“微刺激”政策,特别是定向降准宽松货币政策的延续。

7月份发布的数据与2012年增速放缓以来呈现的经济平稳性有明显一致性。GDP增长季度数据2012年以来一直在7.4%-7.7%之间,CPI的月度数据一直在3%以下,工业增加值的年平均数据一直在9.5%-9.7%之间。7月初发布的PMI数据也印证了企业层面对未来经济走势“平稳”的预期。

下半年经济增长仍然会保持新常态下的内生稳定性规律,第三季度经济将呈现相对活跃的态势,第四季度将呈现平稳态势。季度之间的变化可能与季节性因素有关,自然灾害对农产品生产,比如猪耳病禽流感之类的偶发事件引起小幅波动,是正常的规律性变化,不应该过度

放大。这种将经济正常波动态势,调控成直线态势是非常不正常的干预行为。

关于货币政策,数据显示6月末货币供应量14.7%,高于名义GDP增长超过4个百分点,超过13%的货币政策目标,应该属于宽松货币政策的状态。不过现在认为货币政策已经转向还为时过早,年度最终增长水平才是判断指标。笔者认为,下半年的货币投放应该回归稳健。

上半年采取定向降准的方式投放货币,可能是因为近期“热钱”流入减少,被动基础货币投放减少,中央银行通过定向降准,在不释放货币政策转向信号的情况下,主动投放基础货币,以保持经济正常运行所需要的货币需求。而将央行每周调整流动性的常态公开市场操作行为,解读为货币政策转向是常识性错误。

对于定向降准的作用也不要似是而非地评价,定向降准不等于定向信贷。没有数据显示近万亿货币供应量增长,是定向降准通过资金对中小企业贷款后在银行间周转创造的,或是定准资金进入同业业务市场周转“钱生出的钱”。至少较第一季度减少0.3%的投资增长数据,则可以直接说明定向降准和定向信贷并不完全是一个概念。

政策预调微调力度或加大

□ 万联证券研究所所长 傅子恒

出中国经济新阶段出现的新特点。

首先是经济增速在长周期处于向下回落之中,GDP增长自2012年回落至8%下方之后(2012年为7.8%),2013年为7.7%,今年上半年回落至7.4%,目前预期的年度增速为7.5%,现阶段的增长“底线”为7%。与此同时,市场对经济增长的认识也在凝聚共识:就总量而言,均衡增长应更多以社会就业为参考变量,只要就业水平能够保持稳定,经济增长就可视为适宜。在结构方面,从产业结构来看,上半年一二三产业分别增长3.9%、7.4%和8.0%,第三产业发展自去年首度超过第二产业后,上半年继续成为经济拉动的最主要贡献源;三大产业的GDP比重构成中,第三产业以年均一个百分点的速度增长,2013年达到46.1%,首度超过第二产业的43.9%,成为第一大产业,其增速也继续高过第二产业,预示规模差距将扩大,这是中国经济正在悄然发生深刻变化的直接例证。

要素构成方面,上半年全社会固定资产投资规模同比名义增长17.3%,增幅较2013年有较明显回落(去年年度增长19.6%),比一季度回落0.3个百分点。投资增长的所有制构成中,国有及国有控股投资增长14.8%;民间投资增长20.1%。对投资增速形成拖累的最大因素是房地产开发投资,该指标占全社会固定资产投资总额的比重接近20%,上半年同比增长14.1%,增速比一季度回落2.7个百分点,至6月末,全国商品房待售面积同比增长24.5%。消费指标中,上半年社

会消费品零售总额同比名义增长12.1%,增速略低于2013年全年的13.1%,但较一季度加快0.1个百分点。进出口增速由负转正,上半年同比增长1.2%(一季度为同比下降1.0%)。总体来看,上半年经济增速下行压力在投资、消费与外贸均有体现,主要压力来自于投资增速的回落,尤其是房地产产业链的景气回落以及外贸出口的压力方面。

从运行逻辑来看,中国经济短期增长波动是经济社会长期运行、变迁的自然结果,首先是增长速度,经历30年10%以上的超高增长,我国经济正在回落至次高增长阶段,对比基数的持续抬升与初期全要素粗放投放带动的超高增长难以维系,是增速回落的两大内因;而缘于对后者认识的加深,增速回落的促动因素同时还有人为主动调节方面的原因。但与此同时,经济潜在增长水平仍能保持适度增速,虽然对应于“超高”增长,这种增长是“次高的”,主要的判断依据在于我国城市化进程远未结束以及地域、城乡与产业间发展不均衡,对投资的需求依旧巨大,居民收入步入中等发达阶段带来巨大的消费需求,投资与消费的内驱力量释放仍将会是一个相对较长的过程,从而继续拉动经济快速增长。总体而言,中国经济目前正处于由“超高增长”演化为“次高增长”的“换挡期”,虽然速度放缓,但增长前景依旧有可靠保证。

由此,笔者认为,我国经济当前面临的主要矛盾并不是总量有效需求不足问题,而在于

要的方面来自于房地产市场。1-6月房地产开发投资同比增长14.1%,相比于基建与制造业投资企稳回升,房地产投资仍然处于下滑通道。房屋销售遇阻,1-6月份,商品房销售面积同比下降6.0%,商品房销售额同比下降6.7%。受此影响,新开工仍然维持负增长,1-6月房屋新开工面积同比增长为-16.4%。

房地产走势将成为决定今年宏观经济走势的关键。从政策来看,当前已经有多个城市逐步退出维持多年的限购政策,行政手段借机退出实际上应该给予肯定。但是,也应该重视房地产过冷对于经济基本面的冲击,毕竟房地产与钢材、水泥、建筑、家具家电等上下游行业密切相关,也与金融风险联系紧密,房地产失速对于经济而言无异于硬着陆。

因此,笔者建议,下半年仍要采取微刺激与改革共同推进的策略。从政策方面,有观点建议降息,但笔者认为,在利率市场化的背景下,当前贷款利率已经远高于基准利率,降息意义实则有限。考虑到当前外汇占款的大幅下降,过高存准率对冲资金流入的必要性已经大大降低。笔者建议,降准扩围,由点及面,降低大中型金融机构的存款准备金率,通过释放流动性可以引导资金价格回落,起到降息的效果,进而缓解融资难和融资贵的问题。

对于房地产对经济增长与民生带来的问题,笔者建议,一方面推进新型城镇化以应对,特别是京津冀一体化策略,通过资源均等化消除房价暴涨的根源,为新增居民提供住所与改善原有住房条件,从而引导房地产健康发展。另一方面,财政政策牵一发而动全身,是重中之重,中央地方财权与事权的调整有助于降低地方政府对于土地出让收入的过度依赖,同时财税改革加快推进,也将有助于缓解新型城镇化的资金困境。鉴于决策层近期已对财税改革、户籍改革从顶层设计的角度给出了指导意见,笔者认为,如果二者能够切实落实,将利于新型城镇化的推进,为中国经济创造又一增长点。总之,笔者预期,下半年随着改革与微刺激同时发力,今年中国经济增长将达到7.5%的预期目标。

部分,如果继续良性发展将直接释放巨大的可持续增长动力。

产业结构的调整与新产业结构的形成,乃至经济转型,绝不是急功近利的政策可以解决的。笔者认为,要实现平稳转型,必须是调整不合理的产业结构与形成合理新产业结构同步进行,如果过激地调整不合理产业,新型产业没有同步跟进,投资大幅减少,失业率快速上升,可能打破经济内生的增长平稳性,导致经济不正常波动和社会不稳定。不合理产业结构的调整节奏应该与新产业的形成节奏保持一致,不能不变也切忌“休克式”突变,要在10年甚至更长时间内有步骤地完成产业结构和经济的渐进转变,其中正确政策的引导至关重要。

另外,新的生产力改革必须尊重市场和经济规律。混合所有制改革应该是最可寄望的经济增长新动力,但是混合所有制经济应该打破垄断,各种所有制经济体的公平参与和公平竞争环境的形成,不是一个混合股权的概念。否则,不会有真正意义上的新增增长动力释放。中国经济处于新常态的平稳运行期间内,推进改革和结构调整是经济持续平稳运行的最大保证。

持续存在的结构问题。这种结构矛盾表现在城乡、地域、产业发展以及居民收入间存在巨大的不平衡、不均等,发达地区与高收入群体消费升级对投资与消费日益提出新的差异化要求,社会发展与公众认知、观念的持续提升,对私人产品与公共产品均提出更多的数量与更高的质量要求等。而这些需求变化,无疑将带动地域、产业、领域发展的结构调整机会,这是无论实业投资还是金融投资都需要认真辨识与努力把握的。

而经济总量趋势变化与结构矛盾调节需要差异化政策进行应对,思路依旧在于以改革稳增长、促发展、调结构、惠民生,持续释放“改革红利”,为增长注入新动力,激发市场新的活力。当前而言,笔者认为,稳增长、促发展的目标一是在于保证增速回落的平稳“换挡”,二是更多追求更高增长质量,调结构、惠民生目标应着力保证经济社会发展成果更多惠及民众;上半年陆续推进的“京津冀一体化”布局、“新丝绸之路”建设、“长江经济带”建设、结构减税与定向货币宽松、计划生育政策调整与户籍制度改革,以及以股权多元化与全员持股为特征的地方国企改革等等,均可以视为体现上述目标的具体行动,改革推进与政策预调、微调相伴而行,可以预期下半年将会延续与推进落实。而仅从稳增长角度来看,要实现全年7.5%的增长目标,其力度将至少不会低于上半年。

三季度经济增速仍将反弹

□ 民族证券 陈伟

国家统计局日前公布二季度经济数据,当季GDP同比增长7.5%,比上季高0.1个百分点。笔者认为,经济增速反弹很可能意味着去年四季度以来经济增速下滑的趋势已止住,但鉴于推动这一轮经济反弹的动力并不强劲,经济增速持续反弹的空间有限,年末经济增速再现周期性回落的可能性较大。

今年一季度GDP增速7.4%,较去年四季度同比大幅回落0.3个百分点之后,市场曾普遍担心经济下滑的惯性会使得二季度经济增速持续下滑,但是这种情形并没有出现,随着政府稳增长政策的不断强化,经济出现止跌企稳的态势,二季度GDP增速的回升则进一步验证了目前经济企稳回升的态势。二季度经济反弹的动力无疑也有利于增强下半年经济增长的力量,由此笔者认为,考虑到以下因素,三季度经济增速仍将延续反弹。

一是当前政府稳增长的力量仍在继续强化。如近期中央强调要在落实定向调控措施上持续发力,并督促各地确保政策措施全面落实,推进铁路、城市基础设施等工程建设,各地在积极部署下半年经济工作时,也强调要加大投资力度,将稳增长作为主要任务,而目前有利于地方投资扩大的因素也在增多。

二是政府加快简政放权,促进民间投资增长的改革措施初见成效。如今年二季度以来,无论是中央各部委还是地方都大规模地出台优惠政策及便利条件以吸引民间资本,这也一定程度上激发了民间投资的热情。

三是下半年房地产市场还将继续回稳。如6月以来一些地方开始陆续解除限购等房地产调控措施后,下半年还将有更多的地方出台类似措施;银行自二季度以来对于房地产的贷款扶持力度也明显增大;6月末,房地产贷款余额16.16万亿元,同比增长19.2%,比一季度提高0.4个百分点,这些措施都有利于下半年房地产市场的稳定,房地产投资增速也将逐步企稳。

四是下半年外需的环境会继续改善。近期世界银行发布了全球经济展望报告,预计全球经济将在今年下半年逐渐加速,全年增速可达2.8%,较2013年提升0.4个百分点,我国出口增速下半年也有望继续回升,外需对于上半年经济增长的拖累也将继续减弱。

尽管本轮经济回升由于有制造业以及民间投资增长的助力,经济反弹的持续时间不会类似去年三季度仅持续一个季度,但是考虑到以下因素,经济反弹的空间以及持续时间依然有限。

第一,政策刺激的空间有限。如财政政策方面,今年全国财政支出预算是15.3万亿元,增长9.5%,上半年为了稳增长的需要,财政支出力度较大,已经使得增速达到15.8%。笔者预计,目前较快的增长难以持续,四季度增速将显著下行;6月M2增速为14.7%,已经明显超出政府今年确定的13%-14%的区间,目前央行执行的实际宽松货币政策存在边际上收缩的较大可能,M2增速也将在四季度逐渐逼近区间。而在政策刺激空间有限的情况下,当前持续上升的基建投资增速也难以持续。

第二,无论是制造业还是民间投资增速回升的动力并不足,如当前企业盈利增速仍在低位;1-5月工业企业实现利润同比增长9.8%,较去年同期明显下滑,与今年初相比也没有明显企稳迹象;从目前工业品库存来看,库存居高不下;1-5月产成品增速从去年底的6.8%上升至12.5%,以及工业品价格的持续低迷来看,制造业产能过剩的状况依然没有根本改变,这都会抑制投资增速的上行。

第三,与前几次房地产下滑周期相比,目前房地产市场调整仍不够充分,如无论是2008年,还是2011年房地产市场下滑周期,房地产销售面积增速的企稳回升都是在房价持续下滑大约半年左右才出现,而目前房价环比下降仅2个月。受益于流动性的好转,销售面积增速企稳回升,这无疑也意味着下半年房地产市场企稳后的回升动力也不足,难以刺激房地产投资增速明显好转。

第四,消费难以带动经济增速回升。尽管二季度消费增速有所回升,但实际上收入增速下滑决定未来消费增速回升的动力并不足,如上半年全国居民人均可支配收入同比名义增长10.8%,实际增长8.3%,明显小于一季度的11.1%和8.6%的水平。

第五,下半年出口的增长虽然有利于经济稳定,但是多方面因素决定外需也难以对经济增长有明显拉动作用。金融危机以来,我国实施了进出口平衡政策,这也使得出口较快增长的同时,进口也会加快增长,由此决定净出口对于经济增长的贡献较小。比如2010年,我国出口增速高达31%,净出口也仅对经济增长贡献0.4个百分点;受制于欧洲经济以及新兴市场国家复苏乏力,全球经济短期复苏的力度有限;由于近年来我国劳动力成本较快上升导致传统产品出口优势丧失,以及发达国家工业再制造业推进等因素,我国出口对于世界经济弹性相对于金融危机前已明显降低。

因此,今年年底经济增速存在回落,并再次步入下滑周期的可能,而为了尽量减缓未来政策刺激减弱带来的经济下滑压力,应加大改革力度,尽快释放改革红利,以更多激发社会和市场的增长活力。