四季度经济有望企稳回升

□财政部财政科学研究所 贾康 程瑜 张鹏

当前我国经济运行在下行中依旧错综复杂，但部分核心指标已经显示出“筑底企稳”势头，如能通过宏观调控政策有效引导和深化体制改革有序治理，有望在今年第四季度或稍晚实现国民经济的总体企稳回升。

四季度经济有望回升

上半年我国经济增长7%，其中一季度和二季度均为7%。与2014年以来的增速下行态势相比，经济增速趋稳的态势比较明显。但宏观经济运行仍旧承受着较大的下行压力，经济中的一些亮点有所累积，但尚未能在整体上形成有效企稳格局，关键经济运行指标也表现差异化趋势，部分指标正在企稳，部分产业正在复苏，另有部分指标的表现不容乐观。我们分固定资产投资、社会消费、进出口、就业和价格指数进行简要分析预测。

固定资产投资增速仍在放缓，预期第四季度可出现反弹。我国上半年固定资产投资增速在11.4%，增速相对放缓，政府加大固定资产投资规模仅起到了减缓增速降低的作用。随着我国利率的不断走低和M2增速将维持12%左右的预期，国内企业的投资成本将有效降低，债务置换也将有序推进，企业的投资能力将得到恢复，在市场需求拉动和固定资产投资税收政策（不动产“营改增”）的推动下，四季度固定资产投资增速有望反弹。固定资产投资增速在6月保持与1-5月的增速基本持平，进入谷底期的特征明显。预计四季度增速将回升到13%以上，全年平均增速达到12.5%左右，是2000年以来固定资产投资增幅最低的一年。

社会消费增长进入平稳期，10.5%的消费增速可能持续全年。受到宏观经济形势波动和资本市场高涨的影响，我国投资性消费和享受型消费的增速有所放缓，但占有主体地位的必需品消费和耐用消费品消费仍将保持稳定。尽管消费结构中诸如通信器材、文体用品等形成了一定程度的亮点，但个性化、多样化等新消费模式仍在培育期。6月份消费增速为10.4%，基本进入谷底期，预计全年消费增速基本保持稳定，达到10.5%左右，是2005年以来的最低增幅。

进出口增速先降后升，全年增速约为5%左右。我国进出口增速形势严峻，1-6月进出口总额增速约为-6.9%，其中，出口增速为0.9%，进口增速为-15.5%，距离年初预计的6%增速目标差距较大。但受到国际市场环境趋于稳定和国内企业去库存化进程逐步结束的影响，我国贸易环境将有所改善，设备、原材料和软件技术的进口量有望上升，而出口商品结构进一步趋向制成品和高技术产品。预计6月以后我国进出口贸易增长将形成环比正增长，出口在“一带一路”、自贸区和人民币汇率改革的背景下将形成明显改善，在大宗商品市场价格不发生大的波动的前提下，全年贸易增速有望达到5%左右，为年初预期增速的80%左右。

单位GDP就业容纳能力提升，新增就业人数将超过1300万。一季度我国每亿元GDP的就业容纳能力达到329人，一、二季度累计则新增城镇就业岗位718万个，是近年来单位GDP就业容纳能力最高的时期，有望使我国在GDP增速下滑的同时，保持就业形势的基本稳定。根据全年经济增长达到7%的预期目标，依此推论可带动新增就业超过1400万人，只要经济增速超过6%，新增就业人口岗位规模就将与去年持平，因此达到高于1300万个新增城镇就业岗位应无悬念。

CPI预期保持平稳，呈先降后升走势；PPI行业间走势分化显现，轻工业面临难得的发展机遇。受大宗商品价格走低、国内劳动力价格涨幅趋缓和部分产业去产能化的影响，CPI总体保持低位运行，但下半年将呈小幅上升的态势，预期全年CPI涨幅保持在2%左右。PPI走势出现分化，但购进PPI指数始终在出厂PPI指数下方运行，说明当前的大宗商品和中间产品价格波动没有给企业的利润率带来明显损害，只是规模增速下行对利润总额形成了压力。更进一步看，生活资料生产企业的出厂PPI指数基本上保持在-0.3%到0.3%之间，购进价格的走低使得生活资料制造业（轻工业）获得了良好的增加值积累和增加值率的提升，为行业利润增长、技术革新和产业分工细化准备了条件。生活服务业也有望获得难得的发展机遇，“营改增”改革按现行时间表会加速覆盖到生活服务业，并降低税负，以促进该产业的发展和效率提升。

三因素导致经济增速下滑

导致我国经济增速下降的原因除进入中等收入阶段后必然对应向“中高速”状态的阶段转换之外，还要重视结构性和体制性的方面，主要表现在以下三个方面。

第一，人口红利削减与投资回报率下降是要素边际产出下降的主要表现。今年6月底，我国适龄劳动人口较2012年末的最高点下降约1300万人，而外出务工的农民工数量同比只增长18万人，导致劳动要素的产出贡献有所下滑，预计将影响GDP增长0.2个百分点左右。而受到产能过剩、固定资产加速折旧和基础设施布局失衡等因素的影响，我国投资回报率的水平近年来也呈持续下滑局面，以“GDP/固定资产投资”的指标进行衡量，2015年第一季度的比值仅为1.81，较2013年同期的2.12下降15%左右。投资回报率下降，成为影响我国实体经济生产性投资的关键性因素，并导致资本形成速度放缓，影响经济增速。

第二，受到价值链与产业链分离的影响，我国增加值配置存在一定程度的失衡，并在特定的经济下行阶段表现加剧甚至严重扭曲。当前，受到“三期叠加”的影响，实体经济增速放缓，而垄断行业利用垄断地位可以继续攫取其他产业的增加值空间，如以国内市场的成品油净价和电力净价为例，成品油净价约相当于美国的110%，电力净价约相当于美国的160%，相应影响后续产业的成本控制和竞争力，使高成长、高效率产业的增加值未能跟随总产值一起快速增长。更进一步看，由于产业增加值积累有限和竞争不足，导致产业分工和生产工序外包的不顺畅乃至停滞，“形态更高级、分工更复杂、结构更合理”的经济新常态进展缓慢。

第三，效率创新和模式创新进展缓慢是基础创新动力不足的主因。长期以来，我国主要通过要素投入的增长和新产业的扩张作为提升经济运行效果的主要途径，即偏重于粗放外延增长效率创新与模式创新较不足，在体制机制内部因改革不到位形成了效率创新与模式创新的障碍。效率创新指生产效率、流通效率和管制效率的综合，我国创新活动中对存量产出能力的效率改善较有限，主要依靠规模经济来实现，往往割裂了存量产出与增量产出间的有机联系，并且片面强调管制的合规和低风险，对管制的直接成本与市场间接成本的考虑不足，影响我国效率提升。模式创新强调生产组织模式、市场运行模式和产业协作模式的创新与完善，在现代信息技术的支撑下，现代市场体系已经具备良好的商品和资源的差异化配置能力和定价能力，但是目前仍存在一些过于严格的市场准入管理、过于固化的风险控制手段、过于僵化的企业调控方式等。

强化有效投资和创新驱动

我国经济下行中已有一些亮点和积极因素的积累，经济探底企稳的支撑力正在加强，但受到人口红利消失、垄断因素过度、创新动力不足影响，我国仍将在未来一段时期面临经济下行压力和“三期叠加”的纠结。我们的建议是应全力推进经济体制改革，并积极加强增加有效供给的选择性“聪明投资”，即“有效投资”，以效率、竞争和创新为核心，实质性推进产业结构调整和资源配置优化，及时调整人口政策，来引领“新常态”打造升级版。

一是坚持简政放权的改革，完善事中事后监管，以政府权力的“减法”换取市场活力的“乘法”。对涌现出的新的生产组织模式和市场运行模式采取灵活和宽松态度，放宽创业准入，严格市场监管，鼓动公平竞争，采用现代信息技术手段和公开交流渠道，形成政府与企业的直接联系和对接，将政府简政放权后的便利和收益直接落到实体经济企业头上，避免权利代理和配置扭曲。

二是积极强化有效投资，结合现阶段稳增长、调结构、护生态、惠民生、防风险的重点，以及“京津冀一体化”、“一带一路”、“长江经济带”等区域发展战略，选择性地加大相关基础设施、公共工程、经济增长点和配套园区等的投资，以适当的货币政策于降息、降准通道内的操作和财政更充分运用公债、赤字安全空间来加以资金支持，并以积极发展PPP（政府与社会资本合作）机制来引致民间资金配合跟进，从而互补结构优化结构，增加发展后劲，使人民群众得实惠的同时，把一部分所谓“过剩产能”转为支持“有效投资”的“有效产能”。

三是大力推进资源、能源产品的价格形成机制改革、垄断行业和国有企业改革，以开放和竞争形成效率，以融合和协作促进发展。除极少数特殊行业的企业外，均不再维护任何市场和企业的行政性垄断地位，即使在必须保有行政性垄断因素的企业和行业中，资源配置和生产组织的基本方法仍然可以是市场化的、竞争的。审慎厘清自然垄断的产业和环节，实施合理的特许权管理。要坚持以管资本和推进混合所有制为核心来加强国有资产和国有企业改革，逐步推进国有资本监管新体制下的国有资本运营公司、混合所有制、公司治理机制和员工持股计划等各项改革措施。

四是切实推进农村产权制度改革。要根据十八届三中全会的要求，健全农村土地承包权、宅基地权、集体经营收益分享权、公共财政投资资产的受托管理权。以此为基础促进以人为本的新型城镇化，形成城市农村协调发展的城乡一体化态势使工业农业和第三产业互相促进。

五是全面落实创新驱动战略，以创新、转化、应用、融合为关键节点，强化政策支持力度，强化知识产权保护促进制度、管理产品、产业、技术和模式的全面创新。要提升知识产权的保护层次，推进职务发明制度的改革，大力拓展知识产权融资，开展知识产权质押投融资创新、保险创新等，使知识产权人获得更大激励和更便利的以权利融资的渠道。为提升创业融资的积极性和风险承担能力，可将有限合伙制创业投资基金中的法人合伙人纳入投资税前扣除优惠范围，建立国家创业投资基金引导资金等，并支持保险资金进入创业投资领域开展业务。

六是积极调整人口政策。“放开二胎”对应的仅仅是体制内1亿多人中有生育能力的几千万人口，决不会产生任何所谓“婴儿潮”的不良冲击，而短期内会产生一部分家庭快速释放有效需求，助力稳增长的效应，中期则明显缓解“失独家庭”等社会焦虑，消化矛盾凸显因素，长期则是使人口老龄化压力得到一定对冲的必选事项。

险资抄底万科底气何在

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

7月以来，前海人寿两次增持地产龙头万科的股票，时机选择可谓绝佳。7月10日前海人寿“砸下”80亿元增持5%，发生在7月6日万科管理层抛出的“百亿回购计划”之时；7月24日再次增持5%，发生在上半年楼市数据发布，统计局定调全国楼市从“企稳”转向“回升”，以及万科即将发布上半年业绩之时。

7月初的股市大幅震荡后，万科的估值已经降到阶段性低点，其时市盈率仅11.2倍，相比房地产行业31.83倍的平均市盈率低了6成。然而自万科2014年提出“城市配套服务商”的转型目标后，举动比较频繁，比如万物仓、幸福驿站等配套服务；通过“万万合作”，进入持有型物业；推进小股操盘、事业合伙人等内部管理上创新等。

但是，相比前三次转型的春风得意，万科第四次转型非常艰难，“劫作大、效果小”，就连王石都抒发了“下一个倒下的可能是万科”的悲情，足见转型艰难，不得不继续通过销售物业来维持业绩。2014年是万科近十年最不得志的一年，管理人才流失严重、转型牵扯拿地和开发速度、与绿地和万达等在转型上显现差距等。这是其估值持续受到打压并创阶段性低点的主要原因。

2015年以后，国家对于楼市未来发展态度明确，即房地产刚性需求是长期的、促进自住性和改善型住房需求等。在此背景下，万科一方面重新重视“三好住宅”的企业定位（好房子、好服务和好邻居），提高住宅开发和销售额业绩；另一方面，调整转型的策略。今年5月，以代建的深圳前海企业公馆为基础资产，万科联合鹏华基金发行了我国境内首只公募REITs；6月底，董事会通过《关于物业服务市场化发展及建立事业合伙人机制的议案》，加速万科物业市场化扩张、分拆上市及引入事业合伙人机制；同时，旗下参股公司——中诚投资拟登陆新三板，分享大众创业、万众创新的红利。

今年上半年，万科共实现签约销售额1099.6亿元，成为唯一“破千亿”的房企，而恒大和绿地等“追赶者”没有了去年底的锐气，销售额仅分别为823亿元和824亿元。特别是，4-6月份万科月销售额同比分别大幅增长39%、42%和30%，销售持续超预期，且明显好于同期全国房地产销售额0-10%的同比增速，龙头老大的地位凸显。同时，万科上半年拿地同比增长47.8%，未来业绩增长可期。

发行REITs和物业分拆上市，折射出万科未来转型和经营的重大战略改变，这将会大幅提升企业估值。近年来，万达、恒大等龙头分拆旗下板块（如影院、体育等）并实现上市，在提升估值和市值上，具有非常强的溢价效应。未来，预计万科的社区教育、社区配套等会相继独立出来并择机上市。

在7月初股市震荡过后及管理层回购的时点上，公司的NAV明显高于公司的市值，无论从股价还是估值讲，都到了险资等长线资金“抄底”的时候，而抄底的收益是显而易见的。2013年，万科拿出45亿元现金用于分红，每10股派送4.1元（含税）现金股息，股息率达5%，接近“宝类”理财产品的水平。2014年，万科股息率达到3.72%，是整个板块中股息率唯一超过银行一年期定存的上市房企。

作为“宝能系”的金融平台，前海人寿此次增持万科股票之前，已经对其地产投资板块进行大换仓，基本清仓深振业A、宝诚股份、天健集团等小型房企的股票投资。而之所以“弃小从大”，就在于看到了龙头房企的投资机会。由于资源稀缺及拿地门槛抬高，未来一线城市将只有龙头房企才有生存机会，龙头房企将全面抢食一线城市土地。根据德佑链家的统计，上半年，典型20家房企有13家在一线城市拿地，拿地金额合计951亿元，占全国拿地总额的53.7%，同比增加8个百分点。在“审慎拿地、严控风险”的一贯策略下，万科上半年拿地基本集中在一线城市。尽管全国楼市弱势回暖，但这是在楼市刺激不断、货币连连宽松的情况下发生的，未来楼市风险的“安全垫”、机会的“安全区”仍旧在一线城市。

此外，龙头并购、强者恒强是增量楼市为数不多的机会。北京和上海产权交易所网站显示，截至今年6月中旬，挂牌待转让房企及项目股权（及债权）累计达42宗，居各行业之首，其中有20家房企出售100%股权。而万科、恒大等大型房企正在加速收购，以弥补在土地市场直接拿地投资的减少。国家也鼓励龙头房企发展，比如多元化融资渠道打开，高资信的房企将进入银行间债券市场发行中期票据和公司债等，这都有利于龙头房企降低融资成本。此外，就像汽车行业盈利点，已经由卖车转向“售后”一样，我国楼市已积累了海量的存量住户，为现有住户提供增量服务（如社区O2O）未来将成为企业的主要盈利模式。但不管是物业管理、社区金融、养老、电子商务，最先探索到盈利机会的，一定是万科、万达、保利等龙头房企。

事实上，从2014年到现在，险资增持龙头房企股票一直没有断过，正是因为看到了龙头房企未来的发展机会。不管是战略性增持，还是财务投资，笔者认为，这对房地产未来发展都具有积极意义。一方面有利于房企获得长期的、低成本资金，改变过去高杠杆、高成本融资的野蛮生长和攫取资本增值的时代；另一方面助推企业做大做强、缓冲行业下行压力，并使其有充足的时空探索转型。

再贷款创新优化货币政策传导机制

□第一创业证券首席经济学家 彭兴韵

随着再贷款工具创新、抵押品范围扩大和功能扩展，中国货币政策传导机制正在发生一些重要变化，货币政策传导渠道被缩短，不仅会改变流动性的总量结构，也会改变市场的流动性结构，从而影响市场利率结构，使央行的货币政策可以更好发挥定向调控功能，减少对总量货币调控的依赖。

再贷款操作创新及功能扩展

中国经济进入新常态，货币政策操作环境随之发生巨大变化。新的货币政策环境需要货币政策操作手段、方式、方法发生相应变化。近年来，央行就在主动适应经济新常态，引领货币政策新常态，通过不断完善和丰富再贷款调控工具，使再贷款在货币调控体系中的功能不断扩充。

首先是央行在再贷款的应用中，不断创设新的再贷款工具。目前，再贷款工具包括：⑴支小再贷款，即向金融机构发放的专门用于发放小微信贷的再贷款。这是为缓解小微企业融资难而采取的定向再贷款。⑵支农再贷款，即央行向一些符合条件的中小金融机构发放并由后者用于“三农”。⑶常备借贷便利。创设于2014年1月，常备借贷便利旨在向符合审慎要求的地方法人机构提供短期流动性支持。⑷中期借贷便利。创设于2014年9月，它向符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行提供中期基础货币。⑸抵押补充贷款，是央行以抵押方式向金融机构发放的贷款，合格抵押品范围主要是高信用级别的债券和优质信贷资产。相较而言，抵押补充贷款的期限更长一些，金融机构获取抵押补充贷款后，可以开展相对更长期限的资产活动。⑹信贷资产质押再贷款。对中国而言，这是一个全新的货币工具，它以金融机构非标准化的信贷资产作为从央行获得再贷款的合格抵押品。这一政策工具的应用，将极大地扩展中小金融机构从央行获得再贷款的合格抵押品资产范围，提高了这些金融机构信贷资产的流动性。

过去较长一段时间里，我国央行对金融机构的再贷款并无合格抵押品的要求。2014年以来，央行不断扩宽合格抵押品资产的范围：高信用级别的债券，如国债、中央银行债券和政策性金融债券；商业银行持有的信贷资产。抵押补充贷款便是以高信用级别的债券和优质信贷资产作为合格抵押品的。但央行在2014年开展试点并在2015年推广信贷资产质押贷款中，所要求的合格信贷资产的品质，会远低于抵押补充贷款的要求；将地方债纳入央行SLF、MLF和PSL的抵押品范围内。此外，地方债还被纳入中国国库和地方国库现金管理抵押品范围。这是在2015年为配合化解地方政府债务风险、积极推动地方政府债务置换而采取的一项举措。

随着央行不断创新再贷款工具，再贷款在中国货币政策操作中发挥四项重要新的职能。第一，管理市场流动性。常备借贷便利是向地方法人机构提供流动性支持，它与正（逆）回购操作、SLO一起，构成了中国央行对市场流动性管理和调节的工具体系。第二，引导信贷结构调整。再贷款发挥着引导金融机构信贷投向三农、小微和棚户区改造等国民经济薄弱环节的功能。支小再贷款、支农再贷款和抵押补充贷款，都发挥着引导金融机构信贷投向的功能。因此，再贷款不仅仅是总量政策工具，更是结构调整的工具。第三，化解金融风险，维护金融稳定。央行的重要职能之一，就是发挥最后贷款的作用，为陷入流动性困境的金融机构提供援助，阻止少数金融机构的流动性困境恶化为系统性的金融危机。2015年6月下旬和7月上旬，股票市场大幅下挫，为了稳定资本市场，守住不发生系统性金融风险的底线，央行又向中国证券金融股份公司发放了数千亿元的贷款，并承诺对资本市场的流动性救助不受限额的局限。所有这些，都是央行再贷款维护金融稳定职能的重要体现。第四，引导和管理市场利率。央行在《2014年货币政策执行报告》中谈到常备借贷便利时指出，其主要目的是发挥常备借贷便利的利率作为市场利率上限的作用；在谈到中期借贷便利时指出，发挥中期利率政策的作用，促进降低贷款利率和社会融资成本。”这表明，央行在货币政策操作中，不仅关注合意贷款规模，事实上也在逐渐关注利率期限结构，期望通过再贷款操作来引导市场短中期市场利率走向。

对货币政策的影响

在一定程度上，再贷款工具的创新、合格抵押品范围的扩大，缩短了货币政策向实体经济传导的链条，改变了传统的货币政策传导机制。具体地说，央行抵押品范围的扩大，对货币政策的传导机制的影响主要表现在以下几个方面。

第一，货币政策不仅保留了传统的总量调控功能，也使它具有了结构调整的功能，因而缩短了货币政策的传导渠道。传统的货币政策传导是由央行调整货币总量而影响利率，再经由利率来影响总需求与经济结构的。央行扩大抵押品的范围，依然会影响社会资金总量供给，并进而影响利率总水平。同时，央行通过调整再贷款的抵押品范围，提高了被纳入抵押品范围的资产的流动性。这会降低其利率中的流动性溢价，降低其利息成本，同时也会使其更受金融机构的青睐，更多金融资源被配置到被纳入到抵押品的领域中去。比如，央行将地方政府债券纳入再贷款抵押品的范围，就提高了地方政府债券对机构投资者的可接受性；央行将金融机构的小微企业信贷资产纳入再贷款抵押品范围，就会提高金融机构发放小微贷款的积极性，提高中小企业融资可得性。这正是近年来我国央行在货币政策操作中试图解决的问题之一。

第二，再贷款创新不仅会改变流动性的总量结构，也会改变市场的流动性结构，从而影响市场利率结构。被纳入到了央行合格抵押品的金融资产，其流动性会有相应地提高。一种资产被纳入到央行再贷款抵押品范围，则提高了其流动性，使其利率中所包含的流动性溢价有所下降。因此，央行调整再贷款抵押品的范围，会对市场利率结构产生一定的影响。例如，央行将地方政府债券纳入再贷款抵押品后，地方政府债券的利率就出现了一定程度下降，降低了地方政府债务的利息负担。根据金融加速器理论，流动性溢价与利息负担的变化会改变借款者的现金流，因此金融加速器效应在那些被央行纳入抵押品范围的借款者会更强。

第三，不断细化的再贷款工具和抵押品范围的扩大，使得央行的货币政策可以更好地发挥定向调控功能，减少对总量货币调控的依赖。2014年以来，政府就一直不断强调定向调控，希望通过“定向调控”的方式，直接减少货币政策传导的环节和链条，使货币政策更直接地发挥政府所期望的作用。央行定向调控的手段多种多样，例如定向降准、过去的定向央行票据都属于定向调控的手段。实际上，相对于定向降准和过去的定向央行票据，如今的再贷款在央行的定向调控中更加灵活、针对性也更强，已然成了经济新常态下央行定向调控的基本手段。

还需要强调的是，尽管再贷款功能的扩展和抵押品范围的调整，使得货币政策的传导更直接，也可以影响市场利率总水平与结构，但无论是流动性管理功能、结构调整还是引导市场利率结构变化，单单有再贷款是不够的。再贷款要更有效地发挥流动性管理功能、引导利率总水平和利率结构，就需要协调再贷款与公开市场的使用。尤其是，货币政策要更好地引导利率走势和利率（期限）结构，进一步完善中国的公开市场操作，尤其是搭配不同期限的国债甚至金融债券的现券操作，通过改变债券市场需求结构来引导市场利率期限结构。另外，在全球主要央行日益强调前瞻性指引的时候，应进一步提高我国央行再贷款操作的透明度，提升再贷款操作在公众预期管理中的作用。再贷款作为流动性管理，应当更多的是为陷入困境的金融机构提供紧急流动性援助，以防止市场流动性因个别金融机构的困境而枯竭。再贷款固然有结构调整之效、缩短了货币政策传导的途径，但在实践中仍需要衔接好政府与市场的关系，避免再贷款定向的过度使用而损失市场应有的作用。

地址:北京宣武门西大街甲97号 邮政编码:100031 电话:编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真:编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格:2.00元 广告许可证:京西工商广字0019号