

# 经济新常态并不意味着低增长

## 调整楼市政策 满足合理需求

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

□北京大学中国经济研究中心主任 姚洋

中国经济启动了结构再平衡进程,增长率也从2008年以前的超过10%下降到如今的约7.5%。这是否就是中国的“新常态”,还是未来十年内会出现更低的增长?

中国经济在出口部门方面的再平衡显而易见。出口增长从2001-2008年间的年均29%下降到低于10%,使得国外需求作为增长引擎的作用不再像以往那么重要。

制造业就业和产出占整体的比重在去年开始下降。在今年上半年,服务业占据了总体经济增长的超过一半。因此,中国的经常账户顺差从2007年占GDP超过10%的顶峰,迅速下跌到如今的大概2%,这一再平衡帮助改善了中国的收入分配状况。事实上,近年来劳动工资收入在国民收入中的比重有所上升——这也直接反映出制造业的收缩和服务业的扩大。

这同时也意味着更深层次区域性再平衡:占中国出口总量超过85%的沿海省份正经历着最显著的放缓过程,内陆省份则维持着较高的增长率。在这样的形势下中国的基尼系数(定量测定收入分配差异程度的指数,其在0和1之间,0表示收入分配极端平等而1表示极端不平等)从2012年的0.52下跌到了2012年的0.5。

推动这一转变的是两大基本因素。一是2008年金融危机以来全球需求下降,迫使中国开始调整自身增长模式。二是中国人口结构的不



新华社图片

转变。处于16-65岁之间的劳动人口占总人口的比例,自2010年达到最高的72%后逐年下降。而劳动人口的绝对数量也自2012年后不断减少。

同时,中国正处于高速城市化进程之中,在2001-2008年间约200万人脱离农业寻找城市制造业工作。近年来这一进程持续放缓,而农村地区则吸收了全国劳动者总数的35%,这些似乎体现出中国更低的增长率。事实上,依靠中国过去的增长记录去预测未来的经济表现显然是站不

住脚的,不仅仅是因为劳动人口方面出现重大转变,还必须认识到中国在2008年之前的发展速度和规模都是前所未有的。

首先,在2010年以前劳动人口数量增长率对生产增长的贡献很可能被高估。这使得随后该比率的下跌成为测定经济负面影响的一个不准确手段。此外,这一手段忽视了在中国在未来20年间享受的教育红利,因为新一代劳动者正不断取代老一辈。按照这一情况,50-60岁

年龄段中国人的收入/受教育程度比率只有20-25岁年龄段的一半。换句话说,新一代劳动者的生产力将是临近退休者的一倍。

事实上,中国国民的教育水平正不断提升。到2020年,在大学求学的18-22岁青年将占到该年龄段总人口的40%,而目前为32%。这种人力资本的提升将在一定程度上补偿劳动力的净流出。

同时,中国的低退休年龄(女性50岁和男性60岁)为政策制定者们提供了相当大的回旋余地。只需在未来每十年将退休年龄提高半年就足以补偿每年约250万劳动力的流失。

还有另一个趋势在进一步推动中国的繁荣。虽然投资占GDP的比重不断降低,但可能需要十年的时间才能降低到40%——按照国际标准来说这一比率依然较高。同时资本存量也会维持较高的增长率。

最后,因为人力资本迅速增加和研究投资的不断增长,中国的创新能力正在稳步提升。明年中国的研究支出将相当于GDP的2.2%,接近发达国家的水平。

基于这些趋势并假设一个持续的劳动参与率,预计中国在未来10年的潜在增长率将在6.9%-7.6%之间波动,平均为7.27%。这个数字或许比1988-2013年间的年均9.4%低得多,但相对于全球标准来说这已经足够。如果这就是中国的“新常态”,那么依然会是个令全世界羡慕不已的状况。(本文版权属于Project Syndicate)

## 经济平稳运行基本态势没有改变

□中国物流信息中心副总经济师 陈中涛

近期反映经济走势的有关统计数据普遍回落。这些数据走势变化,反映出当前经济运行出现了短期波动的特点。从宏观层面来看,主要表现为需求回升减缓,这是导致当前经济出现波动的主要原因。8月份,制造业PMI指数中的新订单指数回落较明显,回落1.1个百分点,回落到52.5%。与此同时,产成品库存指数有所上升,大中型企业PMI指数普遍回落,尤其是中小企业回落明显,生产资料价格降幅扩大。这些情况都集中反映出目前需求回升减缓,出现这种变化的主要原因是投资偏弱,目前固定资产投资增速仍在继续下滑。1-8月份,增长16.5%,比1-7月份下降0.5个百分点,比去年同期下降3.8个百分点。对投资影响较大的房地产行业,调整还在继续。另外,出口出现波动,对总需求也具有一定影响。8月份,制造业新出口订单指数回落0.8个百分点,回落至50%临界点。

从微观层面来看,据调查,资金紧张、需求不足和劳动力成本上升仍就是企业面临的三大突出问题。需求不足接单困难居首位,反映这一问题的企业占47%。劳动力成本上升,占45.4%。资金紧张,占43.9%。从变化来看,反映劳动力成本上升的企业比重较稳定,说明劳动力成本上涨已形成刚性,短期难以逆转;反映需求不足问题的企业比重最近两月有所上升;反映资金紧张问题的企业比重最近两月略微下降。

总的来看,目前数据回落仍属基本正常。PMI等环比数据的回落,可能受到一定的季节性影响。8月份仍处在暑期,企业职工休假、设备检修的情况较多,在一定程度上导致了企业

开工率不足。工业生产等同比数据的回落,主要是因为去年同期基数高。数据回落幅度目前仍在可容忍的范围之内。另一方面来看,自今年二季度以来,主要经济指标持续回升,以制造业PMI指数为例,自今年3月份以来,一直到7月份已是连续5个月回升,8月份数据有所回落,属于回升过程中的小幅波动,也是难以避免。

综合相关数据来看,当前经济平稳运行的基本态势仍没有改变。一是基本面没有改变。8月份,制造业PMI综合指数虽有回落,但仍保持在51%以上,处在相对较高水平,高于上半年平均水平0.6个百分点,高于去年同期0.1个百分点。新订单、生产等主要指数均保持在52%以上较高水平。非制造业PMI指数没有下降,较上月上升0.2个百分点,达到54.4%。从行业来看,在调查的行业当中,多数行业PMI指数保持在50%以上,处在扩张区间。

二是经济结构向好变化的基本态势没有改变。制造业中的“两高”行业,即高端装备制造和高新材料行业、产能过剩行业。钢铁行业就是其中的一个代表。据调查,钢铁行业PMI指数今年以来除个别月份以外,多处在50%以下。8月份为48.4%,比上月下降0.2个百分点。服务业发展态势较平稳。服务业商务活动指数连续5个月稳定在53%以上,1-8月均值53.3%,较2013年同期小幅上升0.1个百分点。

三是企业的良好预期没有改变。制造业企

业生产经营活动预期指数没有下降,比上月上升2.6个百分点,达到57.9%,高出上半年平均水平0.2个百分点。非制造业企业业务活动预期指数处在61.2%的高位景气区间。在一些经济指标回落的情况下,企业预期没有明显下降,从侧面可以反映出决定经济走势的基本面没有改变。

从主要经济指标的搭配、组合来看,当前经济运行仍处在合理区间。一是经济增速没有下降,通胀没有超上限。8月份,居民消费价格同比上涨2.0%,1-8月份上涨2.2%,低于全年预期目标。

二是就业形势较稳定。8月末,31个大中城市城镇调查失业率保持在5%左右。1-8月份,城镇新增就业970多万人,同比多增10多万人。

三是经济效益较好。工业企业利润增速回升。1-7月份,全国规模以上工业企业实现利润总额33491.6亿元,同比增长11.7%,增速比1-6月份提高0.3个百分点;实现主营业务利润31257.4亿元,同比增长11.2%,增速比1-6月份提高0.4个百分点。全国财政收入保持较快增长。1-8月,累计全国财政收入96409亿元,比去年同期增加7381亿元,增长8.3%。

四是经济效率有所提高。初步核算,1-8月份,社会物流总费用6.3万亿元,同比增长8.6%。每百元社会物流总额所需耗费的物流费用为4.6元,同比下降0.2元;上半年社会物流总费用与GDP的比率为16.9%。总体上,经济运行中的物流成本有所下降、物流运行的效率有所提升。

但对经济运行中的不稳定因素需要密切关注,要防止成为趋势性变化。在当前形势下,

笔者认为,宏观调控仍需坚持底线思维,将稳增长的任务置于宏观调控目标突出位置,立足于“强动力、增活力”,进一步加强和完善定向调控,注重精准发力。强动力,就是增强经济回升动力。一方面,要加快创新驱动,开发新的增长点;另一方面,要加大稳投资力度,加大政策落实力度,对带动作用较强、既利当前又惠长远的基础设施建设、棚户区改造,要加快推进,使之真正形成对经济增长的有效支撑。增活力,就是从企业角度做文章,对企业“松绑、减负、助力”,降本扩需,增强微观经济活力。在保持经济运行稳定的基础上,要加快改革措施推出,以稳定促改革,以改革促发展。

随着各部门不断加大政策落实力度,随着投资项目资金逐渐落实到位,后期投资增速有望回归稳定。投资数据虽然整体回落,但也具有积极变化,主要表现在最近三个月,新开工投资项目增速一直保持上升,1-8月份达到14.9%。从出口来看,虽然新出口订单指数回落,预示短期出口可能面临波动,但外部环境整体持续向好。8月份,全球制造业PMI为52.6%,较上月小幅回升0.2个百分点,连续21个月运行在50%以上。再加上稳定出口的政策仍在发挥作用,今年全年出口形势有望好于去年。

从消费需求来看,今年以来总体上保持稳健。社会消费品零售总额增速在12%上下小幅波动,特别是网络购物、电子商务等新业态增长迅速,为消费增长带来了新空间。总的来看,经济保持平稳运行仍有基础。预计下半年经济运行仍将保持基本稳定,但由于最近两月有所波动,加之去年同期基数高,经济增速在7%-7.5%之间,仍处在合理区间范围。

## 当前经济转型核心是新经济扩张

□民生证券研究院副院长 管清友

民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

三季度以来,经济政策开始淡出稳增长,由二季度的“微刺激”稳增长“开始强调“新常态”和“促改革”。各项宏观经济数据超预期走弱,8月工业增加值更是滑落至6.9%。

企业对当前经济总需求的感知和对未来的预期是决定其产能是否扩张的重要因素。比如,当经济总需求处于上升周期时,供不应求使得企业的盈利能力上升和库存下降,对未来乐观的预期导致企业纷纷举债追加投资和扩张产能。过多的产能投产之后,供过于求的局面导致企业盈利能力下降和库存上升,对未来悲观的预期使得企业纷纷减少举债和缩减产能,产能和债务危机形成,直至下一轮景气周期的来临。

外需难堪大任,产能供需平衡的任务自然还得靠内需,其核心还是依赖投资。2011年资本形成总额对GDP增长的贡献率是47.7%,2013年该贡献率上升至54.4%。房地产和基建投资仍是固定资产投资的主力军,如果房地产和基建投资顶不住终端需求,深陷过剩产能的制造业投资很难实现自我扩张。

2008年和2011年的房地产调整主要是受到了货币政策收紧或限购政策加码等外部因素的冲击,而今年房地产销售和投资的下滑是高按揭利率、高房价和人口老龄化下的内生性收缩。虽然还不至于到崩盘的地步,但房地产的长周期调整已经开始。

房地产投资主要取决于资金来源和投资意愿的强弱。从前者来看,房地产销售下滑和

金融机构对开发贷规避的态度意味着开发商可获得的资金渠道收窄;从后者看,房地产长周期调整、庞大的潜在供应规模和库存堆积将引发开发商对后市谨慎的预期,预示着开发商的投资活动将更消极。

按照传统经济周期理论,当总需求下降,产能供过于求的局面会导致企业盈利能力下降和库存上升,进而导致企业去杠杆和去产能,静待新一轮景气周期的来临。但经历了10年的产能扩张和经济繁荣周期之后,即使现在总需求下降,出现产能供过于求的局面,中国也很难让实体主动地去杠杆和去产能。

去产能利益受损的首先是地方政府。地方政府所得税税来源于营业收入,而非利润。此外,化解过剩产能将出现大量的失业人员,是政府不能承受的。当紧信用持续到对存量产能构成威胁时,稳增长会情然而至。2012年二季度、2013年三季度、2014年二季度。由于企业存在经济稳增长和就业底线的预期,企业亏损并不会导致企业主动去产能。虽然主动去产能是利好整个行业,但经济一旦企稳,总需求恢复,去产能就意味着失去了潜在的市场份额,最后博弈均衡的结果就是谁都不愿意去产能。稳增长预期同样保证了风险偏好不会出现大幅收缩,金融机构也会尽力去维系现有产能,通过信贷展期来消化坏账。

外需疲软加上房地产下行,政府维持较高的投资率就只能依靠国有部门加杠杆。无风险利率高企本质就是政府维持高投资率延缓产能出清下的无奈之举。首先,“下游”基建类的国企,在高债务上扩大投资,先要覆盖之前未偿还的利息和本金。此外,随着存量资本的扩

张,投资的边际产出是递减的,也就是说用既定的增长维系现有的产能,需要的货币要比以前更多。

其次,中央宏观调控政策转为“托而不举”,“下游”订单有限导致“中上游”产能过剩的企业存货和应收账款周转率不断下降,现金变现能力下降导致这些企业不得不依靠外部融资维持经营。

最后,处于产能过剩行业的企业“失而不倒”“置而不死”占用过多信用资源。

企业内部融资能力减弱依赖外部融资抵补,自然导致银行的资产快速扩张。笔者发现,商业银行资产总额对GDP占比快速攀升,但随着15-59岁的劳动力人口占比未来将系统性减少,储蓄率下降是确定的。为了维系高投资率和存量产能,银行资产端快速扩张,且资产期限结构拉长,储蓄率拐点导致银行负债端只能寻找不稳定、高成本的同业资金和理财产品去支撑其资产的扩张,其结果是货币基金借道互联网技术乘虚而入,过去稳定一般性存款被不断分流,全社会利率系统性抬升。

私营部门为什么不能加杠杆化解现有的产能困境呢?因为私营部门是以自己的利益最大化在做投资决策,在实体经济回报率不高时绝不会主动加杠杆。随着资本的扩张,投资的边际产出在递减,再加上全社会的高利率、高租金和高劳动力成本(实际上反映的是旧存量对新增量的挤出效应),私营部门的有效融资需求在不断走弱。笔者注意到,非金融行业的上市公司ROIC已经下行至4.3%,低于表内的一般贷款加权平均利率。对私营资本来说,现在越加杠杆越赔钱,他们基本不可能

主动去加杠杆。

尽管国企加杠杆在当下可能也是不经济的,且国有部门资产负债率已至高位,但银行仍然愿意为其加杠杆提供信贷支持。因为政府存在对国有部门信用的隐性背书,弱化了银行对国有部门贷款信用风险的担忧,尤其在经济下行压力加大时,只要银行不认为经济有大的危机出现,反而会将更多的信用配给到国有部门。

私营部门的融资需求疲弱倒逼政府稳增长只能愈发依赖国有和政府部门加杠杆,对刚性兑付和政府信用担保制度形成了路径依赖。出于社会风险的顾虑,对国有和政府部门加杠杆保增长的路径依赖变得不可或缺。随着国有部门不断举债、投资不断、盈利能力衰减和市场化融资主体的投资被深度挤出,全社会创造的现金流终难以覆盖利息支出。如果任其发展,当政府信用担保下的融资难以以为继的时候,系统性金融风险就会不期而至。

笔者认为,当前经济转型的核心是新经济扩张,而旧经济的萎缩,应用新经济的总需求扩张来消化旧经济的存量债务。短期稳增长的需求和刚性兑付导致银行持续为地方政府和国有部门输血,对市场化融资主体产生了明显的挤出效应。从这点看,更应该容忍短期经济的下行,通过结构性紧缩的货币政策严防旧存量债务进一步扩张式蔓延,打消其经济下行货币就放水的预期,为新经济增长的大规模形成挪腾空间。同时,应打破无效部门刚性兑付的神话,允许部分存量债务有序违约并迅速处置不良,引导金融机构助力新经济。

对房地产形势的争论,不应该再停留在情绪化层面上,将政策调整寓意为救市和土地财政复归,而应该就事论事地回归到经济金融的轨道上来。目前,如何让房地产行业增速不至于过快下滑,缓解对经济金融的冲击是管理层面临的重要考验。

1-8月,全国房地产开发投资58975亿元,同比名义增长13.2%,增速比1-7月份回落0.5个百分点,回落幅度创今年新高,累计增速创2009年以来新低。其中,住宅投资40159亿元,增长12.4%,增速回落0.9个百分点;1-8月份,商品房销售面积64987万平方米,同比下降8.3%,降幅比1-7月份扩大0.7个百分点,其中住宅销售面积下降10%。

有业内人士在对8月份数据的解读中表示,房地产市场调整的累积效应进一步显现,对相关领域生产、投资和消费的影响加大。在生产和投资端,8月份,钢材和水泥产量同比增速分别比上月回落1.3和0.5个百分点,平板玻璃产量下降3.8%,而上月为增长1.8%;消费端的影响也很明显,家用洗衣机产量同比下降7.5%,上月为增长6.2%。彩色电视机产量增长3.0%,比上月回落11.2个百分点,电冰箱产量下降4.0%。8月份,我国工业、电力、投资等经济指标增速全面回落和深度预警,这在2008年以来是很少见的,规模以上工业增加值同比增长6.9%,创近6年低点,1-8月固定资产投资同比增长16.5%,创近14年低点,这些都与房地产市场的加速下滑有关。

值得关注的是,托底经济的基建投资也出现一定减缓,8月增速仅为16.3%,相比上月回落5.4个百分点。基建投资下滑,一方面受到表外融资快速收缩的影响。8月份,信托贷款同比少增1724亿,已连续13个月同比萎缩,委托贷款同比大幅少增1724亿,显示非标业务监管力度不减;另一方面,基建投资下滑受到财政收入下滑的影响。财政部13日发布的数据显示,8月全国财政收入9109亿元,今年以来月度收入首次低于万亿元,同比增长6.1%,增幅比7月回落0.8个百分点。

基建投资增速之所以放缓,一个重要原因就是国家稳增长政策思路的调整。在《2014年二季度货币政策执行报告》中,透露出了国家在“稳增长”政策上将坚持“脱而不举”的思路,即在宏观经济不突破“底线”的情况下,为了降低政府债务、降低财政成本和提高投资效率,通过楼市去行政干预,满足多层次市场需求,降低合理住房需求的贷款成本等政策,对冲上半年以基建为主的“稳增长”力度不加大,甚至减弱。

但是,我们看到,从6月底以来,尽管地方政府放松限购政策,并纠偏商业银行紧缩房贷的政策,除一线城市外,限购已经基本退出。而7月和8月也是今年以来楼市最稳定的两个月,开发商积极“以价换量”,主要城市的楼市连续两个月回升,而房价却平稳回落,楼市整体呈现出弱势企稳的良好迹象。但是,全国房地产市场紧缩的态势并没有缓解,投资和销售等重要指标反而有进一步加速下滑的趋势。9月上半月,主要城市的楼市成交继续回落,尽管第三周(9月15-21日)成交量有所回升,但库存依旧在攀升,“金九”成色逊色。

在紧缩政策逐步放松的情况下,楼市之所以下滑加速,一方面与高库存有关,截至8月底,一二三线城市库存同比增长分别为31.2%、21.1%和22.8%,主要城市的消化周期普遍在20个月左右,一线城市的消化周期多在15个月以上;另一方面,受制于存款搬家、资金来源短期化、成本高企,商业银行在个人住房按揭贷款上的支持力度有限。很多银行首套房贷款仍坚持利率上浮5-10%的政策,虽然部分给予首套房贷款基准利率,但往往附加一些购买理财、保险产品的条件,实际个人房贷的成本依旧居高不下,制约了“去库存”的效果。

当前,我国楼市下滑具有非常明显的投资和消费衰退效应,其对全社会生产、投资和消费紧缩的效应超出预期。因此,未来一段时间,楼市政策有必要继续坚持去行政化、满足多层次住房需求、向降低合理住房需求的贷款成本等方向努力。

当前限购政策已不符合市场化大方向,不利于合理需求的满足。出于盘活存量和用好增量的考虑,限制投资炒作的限贷政策还要坚持,但要调整执行的内容。近期,传闻四大银行将调整住房贷款政策,笔者认为,不管从满足合理住房需求、构建多层次住房市场体系的角度看,还是在消化库存、做实需求的角度看,对首套房从贷款利率和首付成数上保持最大限度的优惠,并保持政策稳定性、长期性都是必要的,特别是在政策性住房银行缺失的情况下。

今年以来,由于在银行间短期市场不断增加投放,近两个月连续两次下调正回购利率,再加上定向宽松政策的实施,银行资金短缺和成本高的局面大为缓解,调整首套房贷款认定标准在情理之中。另外,随着棚户区改造和保障房建设加速,下半年“稳增长”政策略微偏向楼市,对楼市实施定向宽松的货币政策是必要的,而定向就应该着重在对首套房的支持上。特别是过去10多年来,房价快速上涨,各大城市老百姓购房一般坚持“先买房、后换房”、“先买小房、后买大房”的阶梯消费路径,改善性需求亟待得到满足。