

预留调结构空间 下调明年经济增速

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

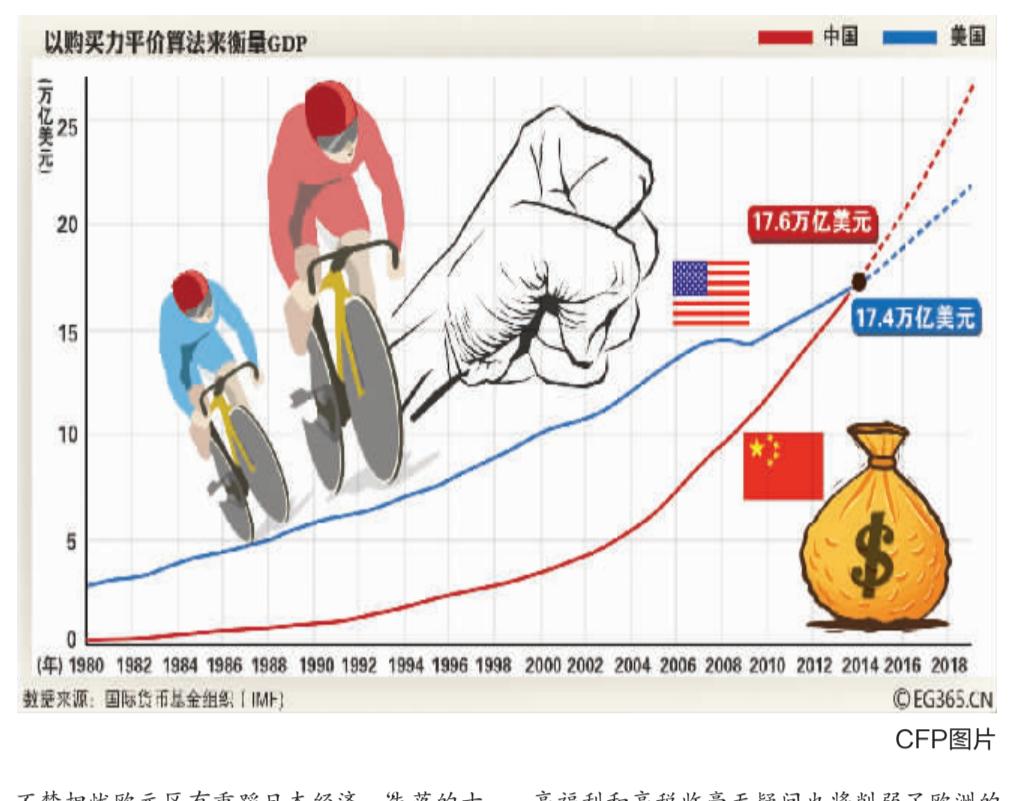
今年全球经济显著的特征，便是发达国家货币政策面临多重拐点。明年中国面临的海外经济与货币环境比较复杂，在此背景下，中国或许仍会是不少投资者相对理想的资金安全港。当然，前提是未来一段时间中国经济下滑风险可控，而这关键在于稳增长政策不要放松，稳外贸与支持改善型住房需求政策的落实。

具体来看，美国方面，近期经济数据出现了一系列令人鼓舞的迹象：二季度修正GDP环比增长4.6%，9月份失业率下降至5.1%，经济增长与劳动力市场出现改观，导致美联储启动QE稳步退出，美元指数应声上涨。自5月以来，美元指数经历了一波强势行情，其在5月8日下探年内新低78.91之后，随即开始强势反弹。

然而，美元的强势行情恐难持续。美国经济虽然有所起色，但主要得益于量化宽松政策推动的资产价格上涨，经济数据也是好坏参半。相反，美国结构性改革并无实质进展，例如美国生产效率提升有限，高消费、低储蓄没有明显改观，制造业占GDP比重仍处于下降趋势，医疗负担沉重更加恶化等与危机前表现相似。

换言之，如今美联储货币政策问题仍旧不少，政策思路越来越向格林斯潘时期靠拢，货币政策被寄予过高期待，结构性改革实际上进展缓慢，这导致未来美国经济能否进入新一轮上升周期存在不确定性。鉴于此，很难相信美国经济可以承受过紧的政策环境。例如，近日美国悲观数据纷至沓来，9月零售销售由正转负，环比下降0.3%；9月PPI环比下降0.1%，创去8月以来首次下跌，加大市场对通缩担忧等。悲观经济数据也引发美国资本市场恐慌，股市连日下跌，10月14日，美三大股指惊现崩盘式暴跌近3%。因此，美联储加息时间最早也可能要到明年年中以后。

当然，欧洲情况似乎也不乐观。10月14日，德国10年期国债收益率跌至0.856%，创下有记录可查的历史性低点，作为体现投资者对欧元区长期风险溢价与通胀预期的重要指标，笔者



不禁担忧欧元区有重蹈日本经济“失落的十年”的风险。

实际上，当前已有诸多经济指标显示欧元区有步入“日本化”的趋势，包括经济疲软、通缩、严峻等等。例如，欧元区消费物价指数在9月继续放缓，仅有0.3%的同比增长，且连续12个月低于1.0%。增长方面，二季度整个欧元区经济环比增速为0，基本停滞。特别是早前相对较好的欧元区经济火车头德国，如今来看经济也遭遇重创，8月出口额萎缩5.8%，创2009年1月以来最大跌幅，反映出德国经济的黯淡景象。

除了周期性原因以外，供给端的变化对欧元区增长的影响其实更加值得担忧。例如，欧元区国家正面临着日益严重的人口老龄化问题，而人口老龄化曾是日本经济深陷“失落的十年”的重要原因；欧元区劳动力市场体制僵化，失业率高企与劳动力闲置共存；欧元区的

高福利和高税收毫无疑问也将削弱了欧洲的竞争力；此外，许多欧洲国家公共部门庞大而效率低下，影响了劳动生产效率。

更为严重的是，相比于日本，欧元区经济体受制于区内政治体制、决策环境、财政及货币政策的灵活性有限等因素，政策空间似乎更小。如财政政策方面，欧元区刚刚走出债务危机最差的时刻，且财政联盟之路仍任重而道远，短期内政策空间有限。货币政策方面，虽然欧洲央行准备推出“量化宽松”，但预计在德国央行的阻挠下，也必将成为心翼翼。倘若如此，欧洲“量化宽松”的效果会相当有限。而在供给端的瓶颈，需求端刺激缺乏足够的手段之下，欧元区经济的“日本化”恐难避免。

除此以外，海外经济动荡还体现在日本经济超预期下滑，显示安倍经济学带领经济复苏之路并非顺畅；地缘政治风险加大，包括乌克兰危机、朝鲜半岛局势扑朔迷离等等，都让未

来海外经济面临更多不确定因素。

因此，未来一段时间海外经济不确定性较强，这对中国而言既是机会也是挑战，相信不少投资者会重新进行全球资产配置，将中国作为资金安全港。正如早前一段时间，中资股曾出现一轮全球领涨的行情，上证指数今年上涨12.9%，好于欧美日等发达国家，便一定程度上佐证了笔者判断。毫无疑问，中国应该珍惜这一难得的机遇期，提振国内低迷的经济和资本市场。同时，还要防范海外经济对中国经济的负面影响，特别是外需面临的挑战。

从近期公布的数据来看，虽然出口从8月的9.9%上升到9月的15.3%，进口更是扭转了8月下滑2.3%的颓势，在9月实现了7.2%的同比增长，反映了贸易向好局面。但靓丽贸易数据之下也有隐忧，考虑到近期全球经济增长前景进一步黯淡，出口强劲数据能否持续面临考验。同时，进口增长细项数据显示进口反弹更多是由于加工贸易影响，意味着国内需求仍然相当疲弱。

与此同时，最新数据显示，9月全社会用电量同比增长2.7%，虽较8月回升4.2个百分点，但仍为近18个月以来次低。9月PPI同比下降1.8%，持续31个月处于通缩区间。鉴于此，对未来中国经济前景仍然保持谨慎，建议积极政策持续推出，特别是早前稳外贸与对改善型购房需求的贷款优惠需要切实落实，必要时降息降准，以保证四季度经济企稳。而从长期来看，通过采取稳增长与调结构并进的方式，在海外经济风险加大之时，确保中国经济不会硬着陆，有助于提振全球投资者信心。

为此，明年可以考虑把经济增长底线定在6.7%，预留应对海外风险和调结构的空间。虽然6.7%目标低于当前市场的普遍预期，但由于其并非预期目标而是政策操作底线，若大部分时间增长在目标以上，宏观调控政策便可以减少动作，为改革创造相当大的空间。一旦目标有跌破风险，也可迅速行动，而市场预期一致，也会有力地避免延误最佳政策时机。如此则目标清晰，无论从操作层面还是引导预期层面，都能起到不错效果。

四季度货币政策宽松空间不大

□民族证券 陈伟

三季度以来，随着经济疲软和近期物价走低以及央行货币政策微调的加快，市场对于央行降息、降准的预期逐渐升温。笔者认为，虽然货币政策宽松仍具有一定的微调空间，考虑到目前多方面的需要，四季度央行宽松货币政策的空间仍不大，降准、降息等较大尺度的货币宽松政策短期不会出台。

随着刺激政策的减弱，二季度以来的经济反弹未能延续，7、8月经济数据出现了较大程度的下滑，考虑到去年同期较高的增长基数，GDP同比增速相对于二季度下滑将是大概率事件，如预计前三季度GDP增速只有7.3%，若四季度经济仍延续下滑惯性，增速继续下滑，全年增速也将逼近管理层经济调控区间的下限。

这也增大了管理层稳增长的压力，9月以来政府稳增长的意愿再次增强，这些稳增长措施显然还需要货币政策的发力才能更多见成效。9月以来为适应这种需要，央行货币政策微调力度也有所加大，如9月中旬，央行向五大行实施5000亿元SLF操作，紧接着央行年内第二次将正回购利率下调20个基点至3.40%，这些政策都使得9月市场利率明显下滑，无论是短期市场利率：7天回购利率，还是中长期利率：10年国债收益率均下行20-30个基点，市场流动性的好转也刺激了9月的货币增速回升以及信贷的增加，如M2增速从8月的12.8%回升至12.9%，新增人民币贷款8572亿元，也高于预期的7500亿元。但央行显然仍不满意目前的利率水平及流动性状况，近日又年内第三次下调回购中标利率10个基点。

央行货币政策微调节奏加快连续引导利率下行的举措，无疑也引发了市场对于央行货币政策宽松进一步加码，实施降准或降息政策的预期，而从目前的物价形势来看，似乎也可以为央行加大货币政策宽松打开空间。如9月份CPI同比仅上涨1.6%，比上月下降0.4个百分点，创52个月以来的新低，PPI环比下降0.4%，也创下今年以来的最大跌幅，同比下降1.8%，也较上月降幅扩大0.6个百分点。考虑到以下因素，今年四季度物价水平仍将处于低位：全球经济疲软，四季度美元升值等因素导致的近期以油价为首的大宗商品价格大幅下跌将继续负面影响国内生产资料价格；房价低迷将延续压制作为CPI最大权重的居住价格的上涨等，今年物价涨幅也将明显低于政府年初确定的目标。

但这很可能是市场基于过去经验的预期，如2012年5月CPI增速回落到两年的低点，7天回购利率下调后不久，6月8日央行就降息，考虑到当前更为复杂的多种因素，目前货币政策继续宽松的空间并不大，短期央行降准或降息的可能性不大。

首先，虽然三季度经济增速下滑，但目前经济失速的风险较小。如9月以来，7、8两月经济持续下滑的局面已经结束，多方面的经济数据都表明经济短期已企稳：受到大部分发达经济体和部分新兴市场需求复苏的支撑，9月外需有所好转，出口同比增速15.3%较8月的9.4%和7月的14.5%有所提高；9月进口增速在连续两个月负增长后转为正增长7%，创下今年2月以来最高，特别是主要投资品：铁矿石等大宗商品进口表现尤其强劲，这也很可能表明内需短期企稳；9月以来主要工业品产量增速及价格也有所改观，如9月发电量增速已由负转正，10月以来除了原油和钢铁价格仍延续跌势外，主要工业品，包括水泥、玻璃等都止跌反弹，这也意味着企业生产形势并没有恶化。

而从四季度来看，经济继续企稳的概率较大。如9月以来，政策稳增长的效应也将逐渐在四季度得到体现；受益于三季度各地限购政策以及房贷新政，10月以来全国主要城市房地产成交环比都出现显著上升，可以预计随着银行房贷宽松政策的落实，今年四季度房地产销量企稳回升的可能性较大，从而有利于房地产投资增速的回稳。

其次，通胀压力仍不可忽视。虽然四季度物价处于低位，但继续下降的空间很小，明年初物价存在上升的较大可能，如考虑到当前能繁母猪存栏量已持续近一年时间明显下滑，目前已经低于上一轮猪周期低点，这也意味着今年年底及明年上半年生猪供给约束将逐步体现，届时猪肉价格上升将会显著推升食品通胀；从近年来房价环比变化的周期来看，下滑时间都不会超过8个月，本轮房价环比下降起始于今年5月，在近期房地产刺激政策的提振下，也有望在今年年底结束下降趋势，明年房价的企稳回升也将增大物价上涨的压力；随着四季度经济企稳，企业预期的改善，未来几个月PPI跌幅也会收窄。面对未来这些潜在的通胀压力，央行仍不会放松警惕。

第三，央行的货币政策需要适应当前经济新常态。如目前经济新常态客观上要求宏观政策为了促进经济结构优化，提高经济增长效益的需要，从过去的总量宽松、粗放刺激转向总量稳定、结构优化的宏观审慎政策，这也决定了央行货币政策会更多保持定力，不会实施类似降准、降息等“洪水漫灌”式的政策放松，而更多转向有利于优化经济结构的“精准滴灌”式的定向宽松措施。

第四，央行慎用降息、降准也是当前适应货币政策自身转型的需要。如目前利率市场化加快推进也客观上要求央行货币政策更多从以往的行政性数量调控转向市场化的价格调控，而当前经济及金融市场形势的变化也有利于央行货币政策的这种转型，如随着新增外汇占款趋势性减少以及银行负债市场化程度的提高，银行获得基础货币的数量和价格已更多依赖央行公开市场操作。在此背景下，央行也就不会轻易再动用行政性较强的基准利率，而会更多通过下调回购利率这种更为市场化的方式以实现降息的目的。

因此，央行四季度货币政策的宽松仍将采取微调的方式进行，而目前也具备微调的空间，如目前较长期限的货币市场利率相对于历史平均水平仍偏高，由此阻碍了中长期市场利率水平的降低，央行除了下调14天回购利率外，还可以将现在稳定的4%的28天正回购利率下调。

美联储退出QE对我国经济短期影响有限

□万联证券研究所所长 傅子恒

按照美国联邦储备委员会FOMC（美联储会议）早前议定的时间表，10月美联储将完全退出QE。与此同时，美联储也将在10月的议息会议中讨论加息事宜，由于美国货币政策存在巨大的“外溢”效应，这一事项吸引着全球广泛关注的目光。

美联储会如期实施QE的完全退出吗？笔者认为，这将是一个大概率事件而没有太多悬念，由此，市场关注的焦点更多集中在何时加息上面。种种迹象显示，美国有望逐步进入加息周期。实际上，美联储关于加息的讨论至少也是预期管理的一部分。

有两个方面的观察可以得出以上结论。一是美国国内经济表现已步入平稳期，经济增长与物价表现基本回归至合意水平，已经走出国际金融危机的阴影，最基本的表现是核心指标非农就业水平持续攀升，该指标也是美国货币政策最主要锚定目标。从既往轨迹来看，美国失业率2008年金融危机之后的两年内急剧上升，至2009年10月突破10%，也即是自此年起，美联储开始启动QE，至2013年底，实施了三轮量化宽松，向市场释放巨额流动性。2013年12月开始进行收缩（当月削减100亿元购债规模）而步入退出周期。与之对应的是美国经济步入复苏周期，失业率指标一路回落，至今年6月份回落至6.1%，已抵至金融危机之前的水平。国内经济与就业信心相对稳定，为QE完全退出创造了条件。美联储设定的QE全面退出时间是失业率回落至6.5%以下。

二是美国货币政策操作相对成熟，表现可

圈可点。其表现是目标锚定（主要就是就业指标）与节奏控制简洁明了，并与经济运行保持同步，尤其是在预期管理方面手法娴熟。美联储自去年年中开始讨论、酝酿QE退出，12月以削减月度购债规模方式开始实施，今年3月以FOMC会议记录方式提出至秋季全面退出，6月会议将全面退出时间确定在10月，政策信号进行了充分释放。在此期间，美国经济与就业数据基本保持了持续复苏轨迹，增添政策兑现的可信度。

而加息被市场视为QE最终全面退出的完整信号。关于此议题，美国旧金山联邦储备银行主席威廉姆斯近期关于经济前景的一次讲话，被视为解读美联储（FED）立场的风向标。威廉姆斯表示，当前市场与美联储升息预期时间的差距并不大，而考虑到货币政策的时滞效应，升息可能需要提前进行，预计美国将在2016年实现充分就业。从历史数据来看，美国当前利率水平保持在历史最低水平，联邦基准利率在零值附近，也存在较大加息空间。由此，当前似乎不是讨论美国会否全面退出QE的问题，而是退出QE将产生何种影响，以及如何应对的问题。

QE全面退出对美国将产生以下方面的正向效应：一是货币政策收缩，尤其是提高利率可以为以后的反周期操作预留空间，可以保持货币政策工具的长期弹性；二是可以巩固国际金融危机之后一度弱化的美元国际地位，强美元将重树与强化全球对其作为储备与结算货币的信心；三是加息与美元升值可以促进国际资本回流，继续为美国经济复苏提供资金，同时强美元与资本回流也可以平衡贸易项下逆差。

不利因素主要存在于，美国步入加息周期，中国经济增速换挡下行，景气短波周期仍

未实质进入复苏阶段，同时国内地方政府融资平台、房地产景气波动的“发周期”操作要求货币政策继续保持“定向宽松”，如经济增速进一步下滑危及就业稳定，不排除货币政策进一步宽松，中美货币政策因此可能出现一定的“逆向共振”期，直至中国经济也进入稳定复苏期为止，这将有可能加剧两国之间的汇率摩擦风险，可能使得我国央行在放松政策条件时需要考虑更多的外部因素。此外，中国PPI持续超过两年时间为负值，国际大宗商品价格低迷，可能继续压制上游市场供给价格，在国内需求并不畅旺的背景下，这些行业的企业效益难以好转。

短期影响不大的判断基于以下事实：一是由于中国经济与资本体量较大，资本市场开放程度较低，资本回流对我国的负面影响会很有限；二是由于QE退出这一趋势已发生多时，市场预期已较为充分，由于基本需求的存在，国际原油及国际大宗商品总体将可稳定，不太可能会有过于激烈的动荡；三是中美利率空间差距较大，在美联储加息初始阶段，这种差距将继续存在，不会对国内市场即刻产生实质的重大影响。

综合而言，我国已积累相当的经济基础与综合国力，国内回旋空间广阔，政策与改革更加积极有为，在这一背景之下，中国经济与资本市场持续繁荣的根基与保障在于坚定的既定目标之下持续稳步推进各项改革，积极释放改革红利，激发社会创新活力，努力巩固经济增长的既有原生动力，培育经济增长与社会发展的新引擎，这是国内经济与资本市场稳定繁荣，以及应对外部冲击的决定因素。

增速适当回调有助经济实现质变

□中央财经大学经济学院 张苏

当前保持适度的增长是非常必要的。贫困问题的解决依赖于经济增长；一个国家能否持续提高国民生活水平，也取决于该国实现的长期经济增长率；提高国家的国际地位需要适度的经济增长。过去我国的经济增长率显然是较快的。1961-2011年间，世界实际GDP最高增长率为6.8%（出现在1963年），最低增长率为-2.2%（出现在2008年），平均增长率为3.6%；1961-2011年间，中国实际GDP最高增长率为19.4%（出现在1969年），最低增长率为-27.1%（出现在1960年），平均增长率为8.3%。改革开放以后，实际GDP一直以高于世界GDP的增长速度增长。

近几年这种快速增长是否还合理，学术界存在争议。一个国家的劳动力、资本设备、自然资源、企业家资源以及技术水平是有限的，存在着“自然极限”。如果生产运用的要素正好在

这些极限水平上，得到的产出称为“自然水平上的GDP”，也称为“潜在产出”。显然，如果经济扩张到要素的极限水平之上，得到的现实GDP将高于潜在产出。但这种情况不会持久，因为此时要素的需求大于供给，要素价格将会上涨，这会抑制生产；如果经济运行在要素的极限水平之下，现实的GDP将低于潜在产出，此时要素的供给大于需求，要素价格将会下降，这会刺激生产。中国经济近几年是否运行在潜在产出之上，还没有一个公认的结论。

笔者的倾向性是，我国经济增长速度可以适当回调。首先，适当放低投资增速有助于经济的平衡增长。从国民收入核算的需求法来看，1980年至2011年间，我国居民消费占GDP比例在45%左右，投资占GDP的比例在39%左右。1980年以来，我国投资占GDP比例呈上升趋势。政府支出占GDP的比例在14%左右。净出口占GDP的比例在-4%至9%之间波动（1980年至2011年的平均值为2%）。1976-

2011年间，全球资本形成占全球GDP的比例最高值为25.4%（出现在1979年），最低值为19.1%（出现在2009年），平均值为22.4%，而中国平均值高达39%。显然我国的投资占比过高，消费占比过低。适度回调有助于实现宏观经济增长的良好境界，商品市场均衡、货币市场均衡以及国际市场均衡的同时均衡，也就是完全均衡状态。

其次，调整投资结构有助于经济健康增长。现代宏观经济学理论表明，投资应该聚焦于三个方面：弥补已有劳动力的资本装备水平的折旧，使得新增劳动力的人均资本装备水平等同于已有劳动力的人均资本装备水平，并使得所有劳动力的资本装备水平都有技术进步，这样经济会收敛于应有的稳态水平。而我国当前的投资过度集中于房地产、金融等领域，需要进行大力调整。这种调整会暂时影响经济增速，但从长期来看有助于我国经济实现健康的增长。（本文数据引自作者2014年8月在清华大学出版社出版的《宏观经济学》）。

第三，将资源优先配置于教育、科学研究