

经济回暖 政策收紧态势更加清晰

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

当前中国经济的主要亮点

一季度经济反弹向好的态势似乎是一致的,不仅体现在投资方面,消费与出口亦明显好转。可以说,“三驾马车”共同发力,推动一季度中国经济增长获得超预期6.9%增速。

民间投资延续反弹。投资方面是受前期宽松的政策支持最为显著的部分。一季度全国固定资产投资同比增长9.2%,比2016年提高1.1个百分点,延续了去年下半年以来的整体上升态势。

而纵观投资的各个分项,均有明显企稳,且有明显的政策支持痕迹。例如,基建投资方面,一季度保持了23.5%的高速增长,这与同期挖掘机、重型卡车、起重机等工程用品的销售火热情况相得益彰,与PPP项目加速落地,各类国家引导基金的火爆相关。

房地产投资也还未受到来自一、二线城市政策收紧的压力,房地产开发投资增速自去年11月份以来持续回升。新开工也仍处于上升势头,作为领先指标,其反弹意味着短期内房地产对经济负面冲击有限。制造业投资自去年10月份出现企稳并逐月回升,一季度同比增长5.8%,比去年全年提高1.6个百分点,显示了去产能的效果。

民间投资的反弹更加令人欣喜。稳增长政策的落地,带动了企业利润回暖与投资热情,一季度民间投资同比增长7.7%,增速继续反弹,说明民间资本参与度提升,同时民间固定资产投资占全国固定资产投资的比重提升至61.1%,预示着当前经济活动的活跃。

消费转型升级态势明显。虽然1~2月消费数据并不理想,但在笔者看来,年初消费下滑主要是季节性因素,与去年年底网络促销提前透支消费、春节境外游增加带动境外消费以及汽车购置税优惠减半降低汽车消费等短期负面冲击相关。3月消费数据,特别是汽车消费反弹验证了笔者对于消费并不悲观的判断。同时,消费的转型升级已然发生。

例如,虽然前期受制于小排量汽车购置税优惠减半的政策,小排量汽车销

售有所回落,但大排量汽车,特别是SUV增速一直增长较快;旅游休闲类消费增长迅速,中国目前是全球最大的旅游输出市场,国家旅游局预计,一季度居民整体出游意愿为82%,保持在较高水平。

此外,居民收入增加与房地产价格上涨产生的财富效应也为消费增长提供支撑。一季度居民收入实际增长7.0%,比上年同期加快了0.5个百分点。而去年一、二线房地产价格的大幅上涨,考虑到财富效应,高端消费品需求有所提升。

全球经济反弹,出口积极向好。今年出口方面亦有超预期之处,一季度出口出现明显改善,这主要与当前海外经济复苏的背景有关,对于带动中国经济增长是利好。根据IMF在最新发布的《世界经济展望》报告,IMF上调了大多数主要国家的经济增速预测,对欧元区预测小幅上调0.1个百分点分别至1.7%,对日本则上调0.4个百分点至1.2%,对英国大幅上调0.5个百分点至2%。IMF维持对美国经济2.3%的预测。

数据显示,3月以美元计价的中国出口增幅反弹至16.4%,是最近两年的最高涨幅。其中对美国、欧盟、日本出口分别增长19.7%、16.6%、8.5%,显示发达国家经济反弹对中国出口的带动。同时,中国对“一带一路”相关国家的出口的增长更为迅速,3月中国对俄罗斯、哈萨克斯坦、印度出口分别同比增长37%、69.3%和27.7%。此外,美国并未将中国列为“汇率操纵国”,意味着年初普遍担忧的中美贸易战的阴霾正

在逐步减退,这使得未来中国出口的不确定性又有所降低。

人民币贬值压力缓释,美元拐点使得人民币反而升值。去年人民币对美元贬值压力较大,是投资者对中国经济担忧的外部因素,今年这种压力有所缓解,甚至一季度,人民币兑美元中间价由贬转升,升值0.54%,在笔者看来,这与中国国内经济企稳,前期资本管制奏效,以及货币政策收紧密切相关。而在一季度中国经济明显超出预期以及国内货币政策去杠杆的背景下,预计今年人民币汇率或企稳。

从外部因素来看,去年美元升值主要与英国脱欧和特朗普胜选的发生有关,如今情况反转,英国意外宣布提前大选,推动英镑对美元大涨;美债收益率大幅下挫,美元指数跌破100。英国大选提前,虽意料之外,却是情理之中,有望使得脱欧谈判向更加理性、稳健的方向发展。而美元在经历了去年英国脱欧、特朗普胜选的两度大涨之后,如今特朗普政策不及预期、欧洲政治与经济可能出现积极转变,以及新兴市场国家货币趋稳,使得本轮美元周期拐点或出现,这对于缓解人民币压力是利好。这也意味着资本管制策略没有继续加强的必要,甚至可以重拾逐步开放资本项目与人民币国际化的大方向。

经济反弹可能触发政策转向

一季度中国经济可谓全面向好,但展望未来,市场人士分歧严重。笔者对今年中国经济的判断比较谨慎,主要原

因在于,除了外需反弹以外,内部需求的回升与政策支持密切相关。超预期的增长可能会使得政策从稳增长更加倾向于防风险,未来政策转向会更加猛烈,让下半年经济减速。

本轮经济反弹与2009年有诸多相似之处。近年来,GDP数据鲜有变动,但诸多微观数据波动巨大,如果剔除数据的扭曲,2015~2016年与2008~2009年有多处相似之处。2008年美国次贷危机席卷全球,对中国经济增长亦产生明显冲击。短短一年内,中国经济从2007年四季度高达13.9%的增长回落至2008年四季度的7.1%,出口、工业生产大幅受挫,失业率攀升,沿海出口企业频频关闭与老板跑路。2008年底提出了“四万亿”大规模经济刺激计划,以及十大产业振兴政策。在宽松经济政策的强烈支持下,2009年中国经济实现V型反弹,四个季度GDP分别为6.4%、8.2%、10.6%、11.9%。

对比当下,2015年中国经济出现下滑的迹象,工业增加值、发电量等回落已然至2008年金融危机之时,而受制于制造业产能过剩与房地产市场调整,固定资产投资下滑同样显著。但2016年以来,中国经济有所反弹,特别是三季度以来呈现明显上行的态势,截至目前,挖掘机销售、发电量、铁路货运量、挖掘机销售等经济指标已然接近2009年时期的高点。

从上述分析来看,宏观数据的变化让大多数投资者忽视了过去两年诸多微观数据的U型或者V型态势,即2015

年中国经济大幅下滑,而后得益于宽松政策的支持,2016年以来中国经济已然出现一轮反弹周期,如今一季度经济全面向好,并非本轮反弹周期的起点。相反,当前的经济数据已经接近2009年“四万亿”经济刺激计划后的高点,以此推断,2009年之后中国经济经历了什么也能为当下判断分歧提供借鉴。

可以看到,2010年以来,中国经济再次进入下行通道,而扭转经济走势的主要原因是同期的政策收紧,主要体现在:一是货币政策收紧:2010年央行开启加息与上调准备金率;央行6次上调存款准备金率,从年初的15.5%上调至18.5%;加息周期开启,同年加息2次,次年由于通胀压力再现,又有三次加息。

二是财政支持放缓,地方融资平台收紧。2010年中央本级财政支出增速从2009年的14.3%大幅放缓至4.8%。而在金融危机时,大举推动的地方融资平台,在2010年迎来政策转向,当年6月,财政部、发展改革委、人民银行、银监会联合下发了《关于贯彻〈国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知〉相关事项的通知》,对加强地方政府融资平台公司管理工作进行了全面部署。

三是房地产政策的全面收紧。由于前期的房价上涨,调控政策接连出台,从提升住房信贷政策、部分地区暂停发放第三套房住房贷款等做出部署,防止房地产泡沫。同时,北上广深四大一线城市罕见推出限购政策。而政策的突然收紧,也成为房地产市场的转折。

如今来看,政策态势已有相似之

处,自去年四季度以来,政策重点已经由稳增长逐步向防风险转变,特别是货币政策已经出现了明显的收紧势头。一是价格方面,今年央行多次运用新的货币政策框架提高SLF、MLF等政策利率;二是从数量来看,表内信贷也在3月传统季末冲量的月份一反常态,3月表内信贷数据比2月有所下滑。同时,MPA考核也在持续深入,对影子银行、同业业务的监管,也会使得未来表外业务受到明显制约。

同时,房地产市场收紧的态势也有相似之处。据媒体统计,自去年930调控以来,全国先后有45个以上城市出台了各种房地产调控政策140余次。其中,除了限购、限贷等过去常用的调控手段外,“认房认贷”、“限商住”、“限售”等更为严格的调控措施也有所升级。如今销售与土地购置作为先行指标也出现回落,预计对全年房地产市场运行构成压力。

而财政政策方面,虽然目前看来仍然比较积极,PPP加速落地、地方引导资金爆发增长支持基建投资,但有一些新变化也值得关注。比如,2017年地方政府置换债券额度仅略超过3万亿,相较2016年5万亿的置换额度上限明显降低;而由中央财政贴息,定向发行的专项建设基金下发行之后,也未再继续。同时,货币政策收紧,也会制约积极财政的效果。

总而言之,笔者认为,一季度经济虽然全面向好,但主要是今年以来增长反弹态势的延续,并非是新周期的起点。实际上,2015~2016年,虽然GDP数据鲜有变动,形态类似于L型态势,但从微观层面,中国经济似乎已经经历了一轮明显下滑以及政策支持下的反弹周期,不少指标却出现了V型或者U型态势。这使得笔者相信,在一季度经济数据回暖的背景下,决策层会有更大的决心将政策重点转向防风险,收紧政策的态势更加清晰。基于此,今年中国经济或呈现前高后低的整体趋势,一季度经济或许是全年的高点,下半年经济有所回落,全年GDP增速或略高于6.5%。

强监管政策有助抑制房价过快上涨

□国开证券研究员 王鹏

当前,房地产市场“社保缴纳年限增加、认房认贷、限贷限购进一步加码”等监管政策陆续由点及面铺开。核心一二线城市的外溢需求正在得到控制,全面性的监管政策也不再给外溢需求留有空间。可以说,监管政策加码精准地断绝了炒房可能。同时,也有观点认为,如果房价上涨势头还是难以有效抑制,加息或许可以作为选项。那么,究竟利率手段是不是抑制房价的有效手段?监管手段与利率手段在抑制房价上涨方面是一种怎样的关系?强监管对抑制房价的短期与长期效果如何?

众所周知,作为价格手段的利率政策有一个“推绳子”的规律。推绳子是著名经济学家凯恩斯提出的,如果一个国家的货币政策失去了让消费者花钱或者投资的作用,那么,这样的货币政策对实体经济的影响就像推一根绳子一样没用。“推绳子”说的是,你用绳子拉的时候,能拉动它,但当你想让它往反方向移动时,怎么推绳子,它都不会动。拉的效

果很明显,反之却不然。引申至实体经济与资产价格上,在经济过热或者资产价格上涨时,加息对于经济全面收紧的效果是非常明显的,但在经济衰退时,调低利率对经济效果的刺激作用并不明显,容易陷入所谓的“流动性陷阱”。

具体来看,在利率上升通道中,利率上升主要通过以下途径有效地抑制房价上涨。第一,汇率途径。由于国内货币市场利率上升会吸引外资流入,在外汇市场上形成对我国货币的需求,进而推高本币汇率水平。进入国内的外资必然寻求人民币计价资产,而房地产市场无疑将成为这些资金的集中场所。特别是我国放松了外资进入房地产市场的限制后,大量国外资金会通过各种渠道涌入境内的房地产市场,加大了对房产的需求预期,使房产的需求曲线向外移动。

第二,证券市场途径。利率上升使得房地产股票价格下跌,房地产企业股市融资规模缩小,债券收益率上升,房地产企业直接融资成本上升,这些都将制约

房地产企业从证券市场获取资金支持能力,最终促使其加速周转,降价销售。

第三,房地产投资途径。利率的高低反映房地产投资的机会成本。利率上升,加大了房地产投资的机会成本,因而在存贷款利率均上升的情况下会对房地产投资起到一定的抑制作用。同时,抑制房地产投资主体的投资,这里主要是指对投机性购房者抑制作用较大,利率上升后,买房投机者对房地产价格的预期发生改变,房价的涨幅必须足够高才能确保其收回投资本金。由于持续加息的预期对房地产泡沫有抑制作用,投机者极易改变其对房价走势的预期,容易反向行事,成为房价下降的助推者。

第四,开发商加快周转的途径。贷款利率的上升,增加了房地产开发商的利息成本。当新增的利息成本是由房地产开发商自己承担时,财务成本的增加可能迫使开发商考虑缩短房地产开发的周转期,通过加快房地产的变现速度来消化因利率上升而带来的增加成本。

开发商为了依靠自身承担增加的成本和消化这部分成本,就要加快房产的周转速度,供给随之增加,若维持价格不变,则有效需求不足。

诚然,资产价格上涨引致的财富效应可以增加居民消费,但主要是增加有房产或多房产居民的消费,但对于需要购房的居民来说,由于房价过快上升推动居民居住支出的增加,制约了与消费相对应的储蓄的增加,以及居民其它消费的增长。如果从房地产的刚需角度来看,房地产价格上涨也会出现“推绳子式”的不对称格局,即房价上涨的负面作用要大于房价上涨所带来的财富效应作用。

同时,房价上涨还会拉动物价,特别是生产资料价格如地价、建筑材料的过快上涨,建材、地价等上涨将增加开发成本,从而进一步加剧房价上涨及其预期,以致循环往复,周而复始。这种房价上涨通过物价的拉高对实体经济成本的抬升是显而易见的。

那么,在利率下降通道过程中,利

率下降未必能有效刺激房价上涨,而且利率调低对实体经济和资产价格两者来说也存在类似“推绳子”的非对称影响,即在低利率环境中,由于风险偏好难以被激发,实体经济向好的速度较慢,难以出现V型反转的局面,但资产价格不同,低利率环境会使得过剩的流动性追逐各类资产。由此,低利率在实体经济刺激和资产价格刺激上形成了不对称的格局。总而言之,使用利率这种价格手段总会出现“按下葫芦浮起瓢”的结局。

其实,关于利率政策的货币政策目标应该注重实体经济还是资产价格的竞争影响,即在低利率环境中,由于风险偏好难以被激发,实体经济向好的速度较慢,难以出现V型反转的局面,但资产价格不同,低利率环境会使得过剩的流动性追逐各类资产。由此,低利率在实体经济刺激和资产价格刺激上形成了不对称的格局。总而言之,使用利率这种价格手段总会出现“按下葫芦浮起瓢”的结局。

房价短期波动较大,通过利率调节控制房价更会导致实体经济成本上升,从而危及脆弱的实体经济。如果利率政策屈就于资产价格短期波动而使实体经济的连续稳定性遭受阻断,就属于“舍本逐末”的政策。因此,可以得出,房价的短期波动对实体经济的影响不大,通过利率应对房价上涨属于粗放型手段,无法精准打击炒房的投资者。

那么,如何才能对房价实施精准调控,从短期和实施效果来看,“强监管”政策确实是行之有效的精准措施。除非实体经济与房地产同时过热时,连续加息才能成为宏观总量调控选项,否则短期的房价上涨动用利率手段将会得不偿失。同时,需要与短期精准的“强监管”政策配合的是,建立与房地产相适应以土地要素市场化改革、金融体系市场化改革、中央与地方财税分权改革为核心的系列改革措施体系。只有短期“强监管”政策与一系列市场化体制改革长效机制相结合,房价问题才能得到有效而根本的解决。

光大永明人寿 15 周年: 谋变发展 再谱华章

4月22日,光大永明人寿迎来第15个生日,踏入“舞象”之年。15年来,光大永明人寿主动谋求发展、积极转型,一直将“帮助家庭财富增长,做客户信任的保险公司”作为企业愿景,坚持以客户需求为导向,通过领先行业的产品与服务尽显该公司“一心一意为客户”的风采。

2002年4月22日,由中国光大集团和加拿大永明金融集团共同组建的光大永明人寿保险有限公司正式成立,成为中国加入WTO后首批成立的全国性寿险公司之一。为突破发展瓶颈,2010年9月,中国光大集团和加拿大永明金融集团达成战略共识,主动实施了股权改革,光大永明人寿从合资公司转制成为光大集团控股的中资寿险公司。

经过多年的发展,光大永明人寿积极实施业务调整,推动该公司从规模为主向从效益、价值为主的转

型。2017年1季度,实现新契约标准保费3.17亿元,同比增长超过80%,新业务价值超过6800万元,同比增长超过1.2倍。目前,分支机构拓展至22家省级分公司、120多家经营机构,覆盖了占全国寿险保费70%以上的区域;该公司也获得第三方评级机构给出的最高AAA信用评级,被保监会评为A级寿险公司,荣获中国最佳保险资本荣誉。

值得一提的是,2016年12月,光大永明人寿获得了保监会颁发的个人税收优惠型健康保险业务的经营资格,标志着该公司将借力政策的春风,进一步扩大专业健康险领域的业务范围。

在产品开发和服务方面,光大永明人寿始终秉承“以客为尊”的服务理念,利用自己的技术优势,不断研发出适合市场需求的新型产品,多次开创行业先河:首家推出区分吸烟和非吸烟的客户分红保险,首家推出“临时保单”,首家推出可以同时保障一家三代

五口人的“3G家庭保证计划”,首家推出转为老年人设计的涵盖骨折的综合意外险种;首家将“团购”这一流行的购物方式带给了每一名保险客户。此外,光大永明人寿践行“人无我有,人有我优”的服务承诺,打造“五星级微信服务”品牌,率先推行全国通赔,推出主动理赔、极速理赔服务,客户综合满意度始终保持在98%以上。

除立足保险专业领域的经营外,光大永明人寿积极践行社会责任,从教育、赈灾、环保等多个方面支持公益慈善事业,成立以来累计公益投入超过3000万元,社会品牌影响力不断扩大。

历经15年成长,未来,光大永明人寿将再借东风,凭借光大集团的优势资源和平台,继续坚持以客户为导向,向着“以产险、寿险、资产管理为核心、健康和养老为两翼”的战略布局进一步迈进。

