

投资对GDP增速的贡献或被低估

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

有关中国GDP数据高估还是低估一直存在争议。笔者从三大需求对GDP拉动的角度出发,发现当前投资对经济的贡献是17年来的的新低,这一结果与同期高频经济数据的良好表现大相径庭,说明GDP数据可能有所低估。与此同时,近年来新经济的快速发展也造成了统计的部分遗漏,新经济的贡献在现有统计体系下,也没有充分反映,造成GDP低估。

从十大指标看2017年投资图景

2017年中国经济数据超出预期,结束了2010年以来的逐年下滑态势,GDP增速从2016年的6.7%反弹上升至6.9%,并罕见地实现了三驾马车同时发力。但细看GDP三大分项不难发现,GDP增速反弹主要受益于净出口贡献的由负转正,对GDP增速的拉动从-0.7%到0.6%,相较于2016年足足增加1.3个百分点。

与之相对的则是消费和投资对GDP增速贡献的下降。消费对GDP增速拉动从4.5%下降至4.1%,而投资更是从2.9%大幅下降至2.2%,为2000年以来的最低值。但在笔者看来,2017年投资贡献创17年来新低与同期投资相关的高频数据有很大出入,或使得GDP数据存在一定程度的低估。

从笔者长期追踪的高频领先数据来看,2017年的投资、工业生产相关经济指标不仅明显比2015年、2016年有所好转,甚至不少指标接近2009-2010年经济刺激计划推出时的水平。然而,去年投资对GDP拉动增速却下滑,创17年来新低,令人难以理解。

第一,制造业景气指数显著走高。2017年PMI采购经理人指数平均为51.6,处于2010年以来的高水准。同时,2017年SpaceKnow卫星制造业指数同样呈现上升态势,2017年达到51,为2011年以来最高值。SpaceKnow卫星制造业指数是通过大数据追踪全国范围内逾6000个工业基地的卫星图像所反映的制造业活动,通过算法进行过滤从而生成的制造业活动指数。近年来,运用大数据对经济活动分析是创新之举,也可作为传统问卷调查效果的有益补充。

第二,中长期贷款创近两年新高,企业贷款需求增加。2017年的新增社会融资总额高达19.4万亿元,创下历史新高,2017年人民币贷款增加13.5万亿元,仅前11个月的人民币新增贷款就已超出历史上任意一年的全年总和。企业中长期贷款也高达6.4万亿元,较2016年的4.2万亿元增长52.6%。企业贷款需求恢复显示生产活动增加,特别是PPP项目加速落地带来的向好态势。

第三,全国基建投资增速为三年新高。基础建设投资2017年增速高达19%,而此前的两年与经济下行同步,基建投资在2015年、2016年增速一度下滑至17%左右。2017年基建投资加码,特

别是生态环保、道路运输、公共设施、水利管理等基础设施投资持续高位运行。

第四,房地产投资增速为三年新高。房地产是带动本轮经济向好的重要推动力,即使2017年调控政策深入,限购限售、因城施策重点调控热点城市的政策接踵而至的背景下,房地产投资也并未出现显著放缓。2017年房地产投资增长7%,仍旧高于2016年的6.9%及2015年的1.0%。与此同时,2017年房地产新开工增速为7.0%,与2015年-14%的增长形成鲜明对比。

第五,2017年工业生产品价格大幅攀升。2017年PPI全年上涨6.3%,为2011年以来首次摆脱通缩区间。生产资料涨价对PPI上涨的贡献最为突出。石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业等3个行业的PPI同比涨幅均保持在27%以上,无不反映出需求带动下的价格回升。

第六,工业利润显著回升。2017年工业利润累计增速达21%,为2011年以来最快增速。其中,国有企业的经济效益反弹尤其明显,2017年全年国有企业利润总额为2.9万亿元,同比增长23.5%。

第七,铁路货运量持续增加。铁路货运量和工业生产、投资活动密切相关,根据中国铁路总公司在其2018年工作会议上披露,2017年国家铁路货物发送量达29.18亿吨,较上年增长10.1%,不仅超额完成年初定下的27.5亿吨计划任务,而且是近六年来首次在货运量上取得增长。此前国家铁路货运量连续五年下跌,2012年至2016年,国家铁路货运量分别下降1.8%、0.4%、4.7%、11.6%和2.36%。

第八,粗钢产量同比提升。钢铁产量是衡量传统经济活动的活跃程度的重要领先指标。2017年我国粗钢产量8.3亿吨,同比增长5.7%,较2016年的1.2%增速和2015年的2.3%减速均有较大提升。即使在超前完成钢铁减产5000万吨的去产能目标情况下,钢铁产量仍有如此增速,可见实际建设需求的强劲。

第九,重型卡车市场表现良好。中汽协最新公布的数据显示,2017年重型卡车累计产销114.97万辆和111.69万辆,产销较2016年分别实现了55.1%和52.4%的大幅增长。上一轮重卡行业如此火爆的情形,还要追溯到2010年,彼时恰是国内推出大规模经济刺激、加大基建投资以抵御全球金融危机之际。

第十,工程机械行业供销两旺。作为工程运行活跃程度的重要晴雨表,挖掘机行业全面向好。根据中国工程机械工业协会挖掘机分会统计数据,2017年纳入分会统计的25家主机制造企业共销售各类挖掘机产品,较2016年同期上升99.5%。此外,截至2017年11月,起重机累计销售同比增长80.2%,结束了连续5年下滑的趋势。而挖掘机与起重机的销售旺盛程度同样堪比2010年经济刺激计划推出之际。



投资的真实情况及其未来走势

基于上述高频数据,笔者认为,投资对GDP贡献创2000年以来的新低是难以理解的。当然,有观点将价格因素作为解释这一异常数据的主要原因。根据国家统计局显示,GDP第二产业的平减指数在2015年是-4.32%,2016年为-1%,在2017年则转变为6.35%,转为明显的通胀,因此,投资对GDP增长贡献扣除通胀因素后,大幅降低。

在笔者看来,价格解释是重要原因,但并非全部原因。可以看到,上述列举的高频数据中,大部分高频数据都是剔除价格因素影响的绝对量反映,如挖掘机、重型卡车销量、工业企业发电量、粗钢产量、铁路货运量等数据,这些数据不仅在2017年表现优于2015年与2016年,甚至不少指标的旺盛程度与金融危机出现后首轮经济刺激计划推出之际的水平接近。因此,笔者难免对去年投资对GDP增速贡献是否低估产生质疑。

当然,数据扭曲导致2017年投资贡献低估,但从趋势来看,在去杠杆、环保力度加大的背景下,2017年投资已出现了缓慢下滑态势。而基于

如下因素,笔者预计2018年,固定资产投资放缓态势仍将持续,主要体现以下方面。

一是房地产投资方面,考虑到房地产调控政策的逐步加码,房地产销售与新开工等先行指标已出现下降,预计2018年房地产投资将面临更大的下行压力;二是基建投资方面,在影子银行不断收紧、地方财政约束增强以及整体发债利率高企的环境下,融资难度加大、融资成本提高,或将导致全年基建增速显著放缓;三是制造业投资方面,预计高科技制造业仍将保持强劲增长,但重工业和传统工业受到更加严格的防污染举措控制,增速或继续放缓。

综上,笔者认为,中国经济运行超预期,三驾马车协同发力,新经济欣欣向荣,基于投资贡献的低估,真实情况可能更好一些。但从政策趋势来看,2018年政策已经追求高速增长转向更高质量的增长,三大攻坚战、防范“灰犀牛”风险,已经成为决策层的首要任务。在此背景下,预计去杠杆与环保等措施的落实会更加深入,投资也难免受到影响,延续2017年整体回落的态势。

欧洲经济全面复苏

□中国工商银行城市金融研究所 宋玮

2016年下半年以来,受益于需求强劲反弹、政治危机逐步缓解等利好因素,欧洲经济持续温和复苏,通胀率开始回升,失业率逐步下降,紧随美国逐步成为发达经济体的领跑者。2017年三季度,受益于制造业和服务业的快速增长,欧元区实际GDP连续第18个季度增长,同比增速达到2.4%,强于预期。受益于持续的货币宽松刺激,欧元区通胀中枢有所提升。国际金融市场也印证了欧洲经济的向好趋势。2017年欧元兑美元升值10.9%,创2003年以来最大年度涨幅。

2017年,欧盟所有成员国十年来首次共同出现经济正增长。据欧盟委员会报告,2017年欧盟28国GDP增速有望达到2.3%。其中,德国仍是欧元区的领头羊,2017年德国GDP同比增长2.2%,为2012年以来最高,已连续八年保持正增长。2017年12月德国制造业和服务PMI初值分别为63.3和55.8,综合PMI初值达58.7,创80个月

量宽短期难以退出

的不确定风险。2017年欧洲央行仍坚持量化宽松货币政策基调,将利率维持在负利率区间,压低借贷成本的同时,还每月从公开市场购买债券以稳定市场信心,但承诺从2018年起购债规模“瘦身”,自2018年1月起购债规模由当前600亿欧元减至300亿欧元,并将持续购债至少到9月。

2018年欧洲央行未来货币政策正常化的路径已经成为国际金融市场关注的焦点。其中,资产净购买的退出指引将成为欧洲央行货币政策正常化的重要风向标,这也将对全球金融市场运行产生较大影响。

2018年欧洲央行货币正常化进程悬而未决,不确定性较高,鹰派官员呼吁欧洲央行应考虑调整货币政策,如果欧元区经济保持稳健,即使通胀率低于2%,欧洲央行也应考虑退出QE政策。但目前欧洲央行对退出资产净购买持半开放态度,2018年9月是退出的备选时点,但是退出主要取决于欧元区的中期通胀是否向2%

政策目标企稳回升。根据2017年12月欧洲央行

的预期,2018年欧元区通胀可能继续走低,全年通胀可能达到1.7%,还未达到2%的货币政策目标。因此,预计2018年欧洲央行对退出量化宽松的节奏保持谨慎,9月份可能宣布进一步缩减每月购债规模,但同时延长购债时间至2018年底。在这种不确定性下,欧元汇率很可能持续走高,继而对欧洲经济增长支柱出口造成较大冲击,或将在一定程度上影响欧洲经济增势。

在经济全面复苏的背景下,政治因素或在一定程度上拖累欧洲大陆经济增长前景。英国脱欧第二阶段谈判步履维艰。英国脱欧在2017年底达成第一阶段谈判协议,2018年1月至3月,欧盟和英国将就过渡期内双方的关系进行商讨,从前期的放风来看,欧盟的态度十分强硬,英国若要在过渡期继续保留单一市场和关税同盟,必须承担义务。英国政府内部亲欧和脱欧派的矛盾凸显,意味着其不会“坐以待毙”。双方在谈判初期进展料将缓慢,预计英欧双方很可能出现“博弈—拉锯—冲刺”的谈判模式。

分享经济方兴未艾

□中央财经大学经济学院 张苏 韩京利

分享经济是由美国得克萨斯州立大学社会学教授马克斯·费尔逊和伊利诺伊大学社会学教授琼·斯潘思于1978年发表的论文中提出的。共享经济是在去库存、去产能的大环境下创造一批闲置资源,旨在实现供给方与需求方的对接。而分享经济是搭建一个分享平台,把已拥有却长期处于闲置状态的资源进行使用权的暂时转让来获取一定的报酬。共享经济在如火如荼地进行,如共享汽车、共享充电宝、共享雨伞、共享快递盒等,成为了资本的投资风口。相对共享经济这种百花齐放的现状,分享经济的发展可谓潜龙在渊。

美国的Airbnb是分享经济的典型案例。Airbnb不是传统酒店的公司结构,它有能力避免成本因素,比如酒店的物业税、商业地产税、投资的贬值等。而传统酒店由于固定成本的存在,房间入住价格会有一个最低水平,然而这个限制对于通过Airbnb的服务来出租房间的房主来说是不存在的。Airbnb不断进行创新来保持其

接近零的边际成本,分享汽车、衣服和其他家庭用品。

分享经济可以快速聚集小额资本办大产业、大事业,增加中产阶层的收入,促进收入公平,解决发展不平衡的矛盾。发展中国家的大部分小额资本处于休眠状态。以房屋产权和土地产权为例,即使租住了几十年,依然没有所有权。但分享经济这种新经济形式可以极大地发挥零散的小额资本的作用。

分享经济才是真正的绿色发展模式。共享单车等模式容易为社会造成过多的闲置资产,而分享经济反其道而行之,能充分利用社会经济中的闲置资源。比如,深圳网心科技有限公司将分享经济引入到了虚拟服务中。该公司首次基于分享经济建立了一个独特的云计算平台,不像传统的云计算需要集中的数据中心,而是将互联网用户的冗余计算能力和带宽分配给有需求的互联网企业,这样一来,成千上万的个人互联网用户通过共享他们的个人智能设备来成为计算能力和带宽的贡献者,解决社会计算能力的“天花板困境”的问题。

除了住房、带宽、存储空间的共享,机器设备、制造车间、实验室、人力资源、销售网络、区块链技术等,均有极大优势进入分享经济系统。

可以预见,我国的老龄化国情会推动分享经济大力向前发展。一方面,老年人的产品和服务需求随着老龄化程度加深迅速加大,这对生产供给系统形成重大冲击,一个好的解决方案是将相应的研发系统、机器设备、制造车间、销售系统形成分享平台,对老年人产品和服务订单进行高效、低成本的生产组织。另一方面,健康老龄化不仅要实现老有所养,还需要实现老有所用。建立与老年人产品与服务生产分享系统相对接的老年人人力资源系统,将为充分利用老年人人力资源系统做出重大贡献。按照莫迪尼尼的生命周期假说,老年人到了持有大量闲置资产的阶段,比如持有的房产、汽车、土地、珠宝、娱乐健身设施等,都可以以边际成本为零的方式进入分享经济体系。这不仅可以为老年人增加收入,还可以将老年人以全新的方式融入充满活力的社会生产体系。

石油安全亟须高度关注

□厦门大学能源政策研究院院长 林伯强

数据显示,中国石油对外依存从2015年的60.4%快速上升到2017年的69.2%。这引起了大家对中国石油安全的再度关注。

石油安全是中国能源安全的关键所在。一方面,石油需求持续增长;另一方面,国内原油产量近年来持续下降,2015—2017年国内石油产量为2.15亿吨、1.97亿吨和1.92亿吨。在资源禀赋限制和需求持续增长的双重作用下,中国油气对外依存度不断快速上升。2015年中国全年原油进口量达到3.28亿吨,增长9.9%;2016年进口量达3.81亿吨,增长16.2%;2017年进口量达4.2亿吨,增长10.2%,进口直接反映原油对外依存度的快速上升。作为一个经济大国,除了能源安全的担忧,石油高度对外依存将使得国内经济更容易受到国际油价波动的冲击。

美国和中国是全球两大主要石油消费国,2015年石油年消费量分别占到全球石油消费总量的19.7%和12.9%。石油独立是美国能源独立的主要方面。得益于上个世纪70年代开始的“能源独立计划”,美国页岩油气快速发展。美国页岩油气的快速增长除了有效地抑制国际油价价格,也大幅降低美国石油对外依存度。石油安全已经不再是美国的重要问题,国际能源署预测美国2035年将可能成为油气净出口国。

对于中国而言,目前比较高的油价有利于国内石油生产,但产量的提升(包括页岩油气发展)还是难以满足长期的需求量,石油需求量需要通过进口满足,因此石油对外依存将毫无悬念的逐年增长。全球交通运输的石油消费比重占消费总量的50%,中国交通的能源消费还将持续增长,目前国内汽车销售量每年超过2700万辆,因此石油需求和对外依存度还可能会大幅度上升。

十九大报告提出需要推进能源生产和消费革命,构建清洁低碳、安全高效的能源体系。因此,能源安全是能源发展的主要目标之一。保障中国能源安全和回避国际油价大幅度波动影响,除了加快石油战略储备,进行石油进口多元化,还需要对石油消费进行替代。

目前发展以电动汽车为主的新能源汽车对于中国来说吸引力很大。电动汽车可以替代石油消费,降低石油对外依存度,同时解决城市雾霾和汽车尾气排放,改善城市道路拥堵状况。中国新能源汽车销售量和保有量都占世界总量的一半以上。新能源汽车作为中国政府重点发展的“战略性新兴产业”,已经形成了较为完整的产业体系。

目前主要通过政府补贴的形式促进电动汽车消费量的增加,今后将逐渐取消补贴,使现阶段还需要消费端补贴,可能需要考虑转变补贴方式。政府提高补贴的有效性可以从两个方面进行。第一,学习美国的经验,每家生产车企给予固定电动汽车数量的补贴配额,车辆配额用完为止。以特斯拉为例,按照目前特斯拉的销售和预定数量,补贴配额可能将在2018年用完,之后不再享受政府补贴。这样的政策一方面有效防止企业的“骗补”行为;另一方面可以在一定时间内提高自身的核心竞争力,在质量上下功夫,而不是急着走“量”。只有拥有核心技术竞争力的企业,才能形成真正有“质”的电动汽车产业。第二,可以考虑将补贴从消费端向上游过渡。政府资金主要用来支持电池等技术的研发和创新,以