



编者按:2014年,中国经济在国际市场萎缩与国内“三期叠加”的背景下艰难前行;2015年,中国经济又将在什么样的全球背景下发力?在国内外经济环境深度变化的格局中,中国将去向何方?民生证券研究院执行院长管清友、宏观金融领域的独立研究学者钟伟教授将为我们作出解读。

2015年实体经济：背负镣铐 迎风难舞

· 年终特稿 ·

■ 管清友 朱振鑫 李奇霖

2015年,中国的实体经济将处于怎样的经济周期中?我们的总体判断是:经济疲弱、通胀低迷和政策宽松的周期仍然会延续。房地产面临人口结构拐点和高库存重压,制造业受制于产能过剩、高杠杆和平淡无奇的外部需求,这些都使实体经济背上了沉重的镣铐。一方面,这些镣铐将继续阻塞货币宽松向信用扩张的传导渠道,加剧经济下行压力;另一方面,经济下行将反过来继续倒逼货币放松,而且在国际油价下跌、通胀走低的背景下,货币宽松还有较大空间。综合来看,2015年的场景很可能是,货币之“风”欲吹而实体之“树”难舞。

房地产的镣铐:人口结构和高库存

货币宽松-房地产销售-房地产投资-信用扩张-经济增长(上下游产业链+财政收入)的传导机制正在失效。一是因为人口结构拐点导致房地产需求高峰已过,仅靠货币宽松无法逆转,二是房地产库存高企,即便房地产销售短期回暖,也很难带动房地产新开工和投资反弹。

目前,人口年龄结构迎来拐点,作为刚需主力的婚龄人口和作为改善性需求主力的劳动力人口趋于下降。人口区域结构也迎来拐点,随着城镇化速度的放缓,未来新增城镇人口带来的房地产需求增量也将趋势性下降。

除了刚需之外,很多人寄望于改善型需求的释放,但目前来看,中国的户均住宅套数已达到1.03套,人均居住面积已经达到33平方米,和其他国家比较已经不低。未来改善型需求的增量也应该是放缓的。

另外,2015年,房地产企业仍面临高库存压力,扩大投资的意愿不会像原来那样遇火就着。首先,过去降息刺激投资的条件是待售库存较低,但现在待售库存明显过高。其次,除了高企的待售库存,目前巨大的在建面积存量也是阻碍房地产开工的巨大障碍。最后,政府棚改思路也在发生变化。今年的增量棚户区改造是投资的重要支撑,失去这个支撑,明年房地产投资将雪上加霜。

综上,房地产投资起码在明年上半年还会继续低迷,即便下半年库存压力短期缓解之后出现反弹,高度和持续性也会非常有限,不足以倒逼政策收紧。

制造业的镣铐:产能过剩

企业对当下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。当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,对未来预期的悲观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。

2002年至2013年,中国进入的是一个明显的产能扩张周期。金融危机前,产能扩张对应的经济总需求是房地产和出口,金融危机后,产能扩张对应的是房地产和地方基建。当房地产、出口和地方举债投资三条路都走不通时,产能开启了去化周期。但这一轮去产能是渐进式的,和上世纪90年代末相比明显滞后。上世纪90年代末固定资产投资增速曾连续9个月维持在10%以下,最低到了5.5%,而现在投资增速依然有16%,仍然大幅快于同期的名义GDP增速。这意味着产能去化远远没有到位。

尽管十八大以来中央加大力度去产能,但传统产业的产能过剩并没有明显缓解,甚至有所加重。根据央行公布的5000户企业调查数据,设备能力利用水平从2013年末的41.2%进一步下降到40.6%,距危机前45%左右的水平仍有较大缺口。今年发电设备的平均利用小时数大概在4300小时左右,远低于去年和历史正常水平。这些迹象都表明中国仍存在严重的产能过剩。

地方政府的镣铐:反腐和债务约束

货币宽松-预算软约束部门融资扩张-公共支出(基建投资)-宏观增长的传导链条也在失效。降息之后,具有中长期负债比重较大和预算软约束双重特征的城投和地方国企获益明显,降息有助于缓释存量债务风险,但降息对增量债务扩张的带动作用有限。

首先,反腐运动不会停止,地方官员“官不聊生”,地方主导的无效投资收缩,地方政府债务增速已大幅放缓。据审计署公布的数据,2013年6月至2014年3月,地方债务余额的年化增速仅为5.05%,显著低于2013年6月末前的27%。

其次,国务院下发的《关于加强地方性债

务管理的意见》(简称43号文)强化了地方官员举债的机制约束,地方政府债务难以再盲目扩张。未来,政府债务要纳入全口径预算管理,建立对违规使用政府性债务资金的惩罚机制,明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则,硬化预算约束。

最后,房地产投资热潮以及宏观经济的降温,导致地方政府的财力大幅受限。一方面,国家预算内资金增长持续放缓,另一方面,政府性基金收入增长也受到重创,其中主要是土地出让金下滑。2013年,地方政府以土地出让金安排的公共支出约占预算内财政支出的34%,今年9月这个数字已经降至31%。

出口的镣铐:再平衡之痛

在国内万马齐喑的时候,如果外需足够强劲,也可以力挽狂澜。比如中国上一轮去产能周期之所以能速破速立,很大程度上是依靠外需扩张。但今非昔比,内外环境已经发生根本变化,依靠出口部门创造信用扩张也不现实。

外部,全球贸易增速在2008年至2014年间放缓至年均3%,2014年为3.8%,原因在于全球经济仍未完成去杠杆周期,经济复苏必然伴随着贸易再平衡。发达国家经济复苏的同时贸易顺差在大幅收窄,也就是说,发达国家的复苏是依靠增加出口、减少进口实现的。

内部,出口竞争力贡献在2008年至2014年间降至8%,2014年为4.9%,原因在于汇率升值和劳动力成本攀升侵蚀出口竞争力,出口份额受到挤压。WTO红利正逐步被各国的保护主义代替,虽然加快自贸区谈判有助于对冲外部规则变化带来的压力,但汇率和劳动力成本却成为迈不过去的坎。今年上半年,央行好不容易通过大举干预把汇率打下去,但下半年汇率再次反弹,实际有效汇率一枝独秀。如果以2010年的实际有效汇率为基准,现在人民币升值22%,金砖国家贬值12%,其他新兴经济体贬值0.2%,日元贬值25%。而从历史上看,人民币汇率和出口有很强的负相关关系。2015年美联储加息预期升温,美元升值是大概率事件,人民币若不加快汇改,实际有效汇率还得继续强势,压制出口。此外,随着中国迈过刘易斯拐点,农村劳动力转移逐步放缓,工资加速上涨,劳动力成本的比较优势加速丧失。

综上,预计2015年出口不会有明显改观,而是会延续近年来的中速增长。

(作者系民生证券研究院宏观研究团队成员)

点击2015年资本市场关键词

点评人:钟伟 北京师范大学金融研究中心主任

国际篇

欧美经济:韧性-Resilience

次贷危机和欧债危机之后,人们被悲观情绪压抑,至今这种情绪挥之不去,甚至有人宣称更大的金融危机在不远处。这种想法可能低估了欧美经济的韧性。2015年,美国经济增长同比可能上升至2.5%至3.0%,比2014年加快约0.5个百分点;欧洲经济也会轻微加速增长,运气好的话,增长率可能会超过1.5%。从危机到衰退到弱复苏,西方经济体的韧性在逐步显现,尽管资产价格有动荡,但黑暗已在身后。

日本经济:衰落-Degeneration

日本经济和欧美存在怎样的差异性?关键在于增长潜力。同样是量宽刺激,欧盟财政赤字和贸易逆差在缩减,而日本财政赤字接近GDP的4%,贸易逆差创新高;欧盟有9%的失业率,南欧更高,而日本几无明显失业;欧盟在南欧和中东欧有产业转型和创新的空间,而日本则没有广袤的区域内市场。将德日加以比较,德国上世纪80年

代有欧洲汇率联动机制EMS淡化马克升值压力、90年代有东西德合并拓宽增长空间,新世纪以来有欧元的新刺激,日本则不断尝试在经济上“去中国化”,日本农业从业人员平均年龄甚至高达66岁。日本经济短多长空轨迹很难改变。

普遍量宽:再平衡-Rebalance

如何看待全球量宽是非常有趣的。量宽虽然作为反危机的临时措施而面世,但却有可能作为全球货币政策新框架而持续存在。在我们看来,量宽带有明显的再平衡特点。量宽是经济增长和收入分配之间的再平衡,在更低的经济增长下,量宽使资本回报率下降,人力资源在收入分配中的份额上升;量宽也是财政和货币之间的再平衡,欧美财政因量宽获得了改善财政框架的余地。量宽对缓解收入分配恶化、拓宽财政改革、平衡实体经济和虚拟经济之间的利益分配有持续影响。因此,一些相对深入的研究在预期,美国经济在未来是否可能复制克林顿的“好运十年”。

中国篇

百年中国梦:复兴-Renaissance

中国资本市场将伴随“中国梦”走出怎样的轨迹?最激动人心的解释是,“中国梦”的进程,是中国重新迈向世界屈指可数的大国,使全球走向G2时代的过程。比照美国资本市场,在大萧条之后到二战之前,美国经济成为全球第一,美国资本市场也呈现长期繁荣。因此伴随“中国梦”的应该是资本市场持续繁荣,而我们现在只是在起点。尽管我对中国经济和金融的未来坚信不疑,但还未敢做出上述乐观判断。考虑到即便“中国梦”让中国成为和美国比肩的强国,但中国能够达到的人均GDP水平较低,人口和资源压力沉重,资本市场上行节奏可能非常温和。

依法改革:再出发-Restart

2015年会有多少改革方略落地?资本市场持续热盼。前30年,改革就是违法,原因在于1978年之前的法律法规体系和现代国家治理存在较大冲突。而后30年,包括经济改革在内的体制改革则需要依法。中国已建立了具有中国特色的良好法律框架,因此重大改革也许不会像下饺子一样纷纷落地。但中国依法执政和改革面临的问题如此之多,细微改革积累起来同样能发挥巨大作用。