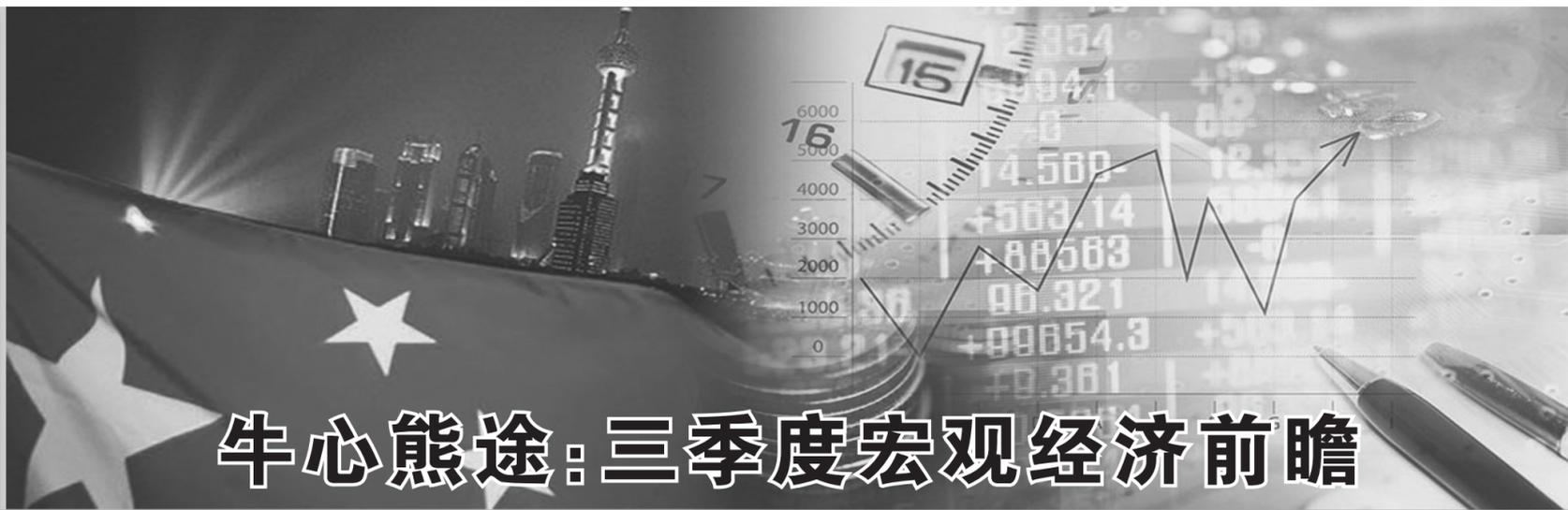


编者按:美国加息引而不发,希腊脱欧再演闹剧,世界经济格局欲破未破。风险在消解,也在激化。应对增长之外,中国的大国战略继续向纵深推进:《亚洲基础设施投资银行协定》签署;金砖国家开发银行正式开业;京津冀规划开始落地。未来,中国经济将走向何方?年中经济观察,带您总结上半年,展望下半年。



牛心熊途:三季度宏观经济前瞻

■北京师范大学教授、经济学家 钟伟

· 主要观点 ·

1. 预计2015年全年四个季度GDP同比增长分别为7.0%, 7.0%, 7.2%和7.1%, 呈“差-平-好-平”的迹象。三季度可能录得全年最高的GDP同比增长和CPI水平, 四季度的增长可能在7.1%至7.2%之间。

2. 美联储加息有可能在年内, 猜测年内加息的可能性为60%, 其中9月份加息的可能性达到50%, 12月份加息的可能性达80%。美联储加息对中国资本市场的影响, 我们的判断倾向于“相当负面”。

3. 2015年下半年, 中国央行有可能明显偏离其过去8个月的姿态, 重新回到青睐定向操作、实现不断扩权的节奏。三季度可能出现利率长端持续下行的迹象。随着美元加息预期升温, 人民币对美元保持稳中偏软。

4. 从宏观和流动性看, 三季度的资本市场令人困倦。预计三季度资本市场大致特点: 一是国家队救市不可能带来风格强行切换, 而是留下后遗症; 二是成长股仍然是未来希望所在。三季度股市恐是急剧分化的熊途, 用牛心去操作难免尴尬。

宏观稳中向好 三季度或录得年内新高

在2014年的宏观经济年报中, 我们给出了对2015年全年宏观的看法, 即四个季度的同比增长分别为7.0%, 7.0%, 7.2%和7.1%, 呈“差-平-好-平”的迹象, 给出的理由在于两点: 一是大宗商品带来的实体经济的增值税减税效应; 二是房地产的低位回稳。尽管我们担心这样的预期是否略高, 但现在看来, 经济短期向好格局未变, 同时通胀也未构成明显威胁。全年实现上述形态的增长可能性很大。

第三季度可能录得全年最高的GDP同比增长和CPI水平。原因在于: 一是制造业从景气指数看持续4个月在回升, 这种回升势头没有明显打断; 二是房地产投资持续3个月逐步见底回升, 三是货币政策宽松的节奏没有放缓, 只是又从以降准降息等普遍宽松为主, 退回到以定向宽松为主的手段, 流动性集聚释放于官办机构, 而不是民营企业。

第四季度的增长可能在7.1%至7.2%之间。通常第四季度消费增长都是年内最强的, 今年四季度还将叠加成品油消费基数较低的因素, 因此第四季度消费增长甚至有可能接近12%。如果排除美联储加息等外部因素的冲击, 下半年宏观面没有什么可担忧之处。外资投行所谓2015年中国经济增长逐季下行的判断恐怕和事实恰好相反。

央行政策趋向: 官办定向, 重新扩权

从2014年10月至今, 中国央行的操作, 一是逐渐从偏好定向工具, 转向对降准降息等普遍宽松。它使得6月末短端真实利率接近于零利率, 同业加权利率同比下降1.4个百分点, 但利率长端仍然偏高。二是无视通缩。中国经济现实和潜在的通缩威胁似乎仍被广泛忽略。日本的教训和IMF的大量研究显示, 一国经历的PPI通缩越长久, 就会拖累CPI也越长久低迷不振, 从而导致资产负债表式的衰退, 和与去主动杠杆的愿望背道而驰的被动加杠杆的残酷现实。从产出缺口看, 中国财政和货币政策都并没有致力于防范即将到来的长期通缩和消除产出缺口。

因此, 2015年下半年, 中国央行有可能明显偏离其过去8个月的姿态, 重新回到青睐定向操作、实现不断扩权的节奏。新的定向操作, 是将大量本外币流动性注入政策性金融机构和大型商业银行, 其中外汇储备注入政策性金融机构, 主要服务于丝路基金等对外战略; 本币流动性主要用于

置换两万亿元的地方存量债务, 但商业银行的贷款需求在明显萎缩, 官办定向可能会带来的结果是, 与官僚越接近的机构和企业, 流动性越充沛; 而市场化取向高的私营经济可能感受不到显著的宽松。

央行扩权也现实存在, 只要看看政策性金融机构和大型国有商业银行的董事长变迁, 便可猜测, 至少在大型金融机构的实际人事调控能力, 央行有重新超越财政和两会, 取得压倒性优势的迹象, 这种优势本质上依托谁拥有充沛流动性。

如果官办定向, 那么三季度可能出现利率长端持续下行的迹象。这主要得益于地方存量债务作为抵押物, 回流到央行资产方。估计三季度长端利率可能会下行约50个基点, 逼近3%附近。

就人民币汇率而言, 目前贬值预期在消退, 随着美联储加息预期的升温, 人民币对美元可能保持稳中偏软; 但人民币对非美元, 尤其是欧元和资源国货币的再度升值令人担心。

美股美债或使A股风险集聚

年内外国最令人关注的是美联储的加息意愿。尽管市场对此屡屡预测落空和推迟, 但从近期美联储主席耶伦的表述看, 加息有可能在年内。我们猜测年内加息的可能性为60%, 其中9月份就加息的可能性达到50%, 12月份加息的可能性达80%。理由如下: 一是不必太关注美国经济增长, 今年不可能达到去年的水平, 美国经济乃至全球经济都在走入新平庸期。二是美国就业市场中关键的不是失业率, 概因美国持续低下的劳动参与率, 但耶伦新近指出, 美国劳动力市场起薪水平在提高, 这首次显示了就业真实持续的改善。三是中东局势、能源革命和减排压力使主要经济体可能已形成了超低的通胀预期。赶在劳动力供求和通胀预期逆转之前, 美联储选择加息, 也许是理性和不得不然的, 若要等待美国经济增长回到3.2%的长期趋势线以上再行加息, 已非常不现实。

美联储加息的外溢效应不可低估。尽管年初至今美国国债利率已在波动中上行了至少50个基点, 尽管加息预期使得近期美元指数再度走强, 但看起来欧美债市场都处于一个长期熊市的入口。联储加息主要影响利率短端, 也许美股的承压会更大一些。年初至今, 美国股市的表现平平, 似乎正在做一个重大的方向性选择。因此仍需要反复强调, 会使美债有现实风险, 美股有潜在风险。

考虑到次贷危机以来, 欧洲以及新兴经济体的资本已有多次反复回流美国, 估计美联储加息也不太可能再度导致国际资本流动格局的大逆转。

美联储加息对中国资本市场的影响, 我们的判断倾向于“相当负面”。如果美股美债调整, 它只能让人对泡沫仍在集聚的A股产生更大忧虑。

成长牛元气大伤 激情恐遇鸡肋行情

从宏观和流动性看, 三季度的资本市场令人困倦。股灾显示, 2014年10月份之前是以成长股为基础的创新牛, 此后则是以场内融资为主的杠杆牛。这是自上而下抓紧宏观抓紧改革, 却抓不到股市起落线索的根源。既如此, 用宏观和改革看三季度的股市, 大致也是惘然。如今杠杆牛不复存在, 成长牛元气大伤。对于三季度资本市场, 大致可以看到如下特点:

一是国家队救市不可能带来风格强行切换, 而是留下后遗症。我们曾经写过长篇文章, 叫做《你不深改, 我便疯崩》, 指出投资风格不能切换, 根源既在创业板太火爆, 更在于大蓝筹死气沉沉无真正的市场化趋向的改革, 投资者只是虚与委蛇, 对政府声称的深改政策进行投机套利, 中国中车是活样板。这种困境不因国家队救市有任何实质改变, 反而使得市场资金对救市标的更逡巡不前。显而易见的威胁至少来自两桶油和券商板块, 以中石油对标埃克森为例, 两者市净率都在2倍, 但中石油市盈率高出埃克森3倍, 盈利能力只有埃克森的1/3, 市值还比埃克森高出约20%, 油气储备当量不足埃克森的50%, 经过国家队的操作, 两桶油已很难和其股价相称。中国上市券商的整体泡沫化也日益突出。若考虑市场力量导致两桶油和券商板块向下修正的空间, 救市很可能会长期化和艰巨化。救市使得风格强行切换的难度更大而不是更小, 也许

只有业绩和现金流都充沛, 并屡经经济周期和调控周期折腾的少数蓝筹才能得到投资者的认可, 他们主要集中在民营的基础消费和制造业企业。

二是成长股仍然是未来希望所在。当我们审视美国成长股泡沫时, 可能不得不承认, 解决成长股的估值问题, 一是榜样的力量, 即少数优秀的龙头企业以其正式出色的业绩, 点燃了人们对大多数成长企业的未来信心。二是以新泡沫替代老泡沫, 例如高成长性的移动端对蹒跚的PC端的集体置换, 唯此才能令人相信动态市盈率之类的传说。如果非得要用蓝筹的那套套在成长的身躯上, 那么本质上就否定了多层次资本市场存在的必要性。而股灾之后的创业板, 还在等待真正的领袖企业, 在等待增量流动性的注入和风险偏好的修复。这个过程并不轻松。

从现在来看, 政府的意愿, 也许期待市场在一个维稳的箱体运行, 乐观者看到了箱顶, 悲观者则看到了箱底。但三季度股市恐是急剧分化的熊途, 用牛心去操作难免尴尬。证金的两万亿元流动性筹码, 至今似乎用一半留一半, 什么会引导空头的情绪? 是联储加息吗? 是对两桶油和券商的怀疑吗? 当你竭力保护多头的时候, 往往空头将积累成没有争议的市场趋势。

金融与“互联网+”成上半年中国经济引擎

■本报记者 郝昱

近日, 国家统计局新闻发言人盛来运介绍了2015年上半年国民经济运行情况, 并对2015年上半年中国经济发展做出总结。据盛来运介绍, 今年第二季度, 中国GDP同比增长7.0%, 上半年, 中国GDP同比增长7.0%。

对此, 摩根大通中国首席经济学家朱海斌表示: “我们预计第三季度同比增速是7.1%, 第四季度同比增速是7.0%, 全年为7%的经济增速。所以, 从走势来看, 我们的预判是接下来几个季度基本处于同比比较平稳的态势。”

金融业是中国经济的重要支柱

国家统计局公布的数据显示, 今年上半年, 金融业GDP增速达17.4%, 而2014年全年金融业GDP同比增速仅为10.2%。从上述数据可以看出, 金融业对经济增长起到了非常明显的作用。

“从去年下半年到今年上半年, 股市的表现非常强劲。股市的成交量上升、证券业利润上升都与宏观经济增速有一定关系。所以, 下半年如果股市趋于平稳的话, 这一部分增速会出现一定程度的下调, 会对今年下半年的经济带来一定程度的压力。”朱海斌表示。

大众创业、万众创新取得成果

在大众创业、万众创新的号召下, “互联网+”行业、高科技投资以及互联网相关行业的增速远远超出其他部门。

国家统计局公布的数据显示, 从新产业角度来说, 高技术产业的增加值仍然保持在两位数, 比规模以上工业平均增速高将近5个百分点。从新业态的角度来看, 网上零售额继续保持较高的增长速度, 在过去两年连续高速增长的基础之上, 今年上半年增长速度将近40%。新产品也不断涌现, 像机器人、新能源汽车、铁路机车等制造业的增长速度有的翻倍, 有的在50%以上。所以, 这些情况

说明中国经济的大众创业、万众创新取得了积极成果。

在朱海斌看来, 一定程度上, 新兴行业的发展也受益于过去一年整个股市的强势表现, 尤其是新三板、创业板、股权融资、众筹等各种方式, 对于新兴的产业部门给了很大的支持。“最近这一轮主板的调整比较明显, 更明显的调整是新三板和创业板。所以股市对于这些新兴行业部门的支持能不能维持在上半年水平, 会打上一个问题, 在下半年会对经济产生何种影响也要引起关注。”他说。

同时, 朱海斌强调, 从金融改革的角度来看, 证券市场的调整可能会影响国内资本市场的建设, 但是对于其他方面的金融改革可能影响比较少。尤其是海外投资者, 他们最关注的是证券市场的变化会不会影响资本项目开放的步伐。上半年, 中国人民银行行长周小川在很多场合都说过今年要进一步推动资本项目的进一步开放, 到今年年底之前基本完成资本项目的可兑换。

