

债务与融资、风险与增长 政策面临再平衡

2018年上半年，宏观政策围绕着去杠杆不断调整。

在经济运行稳定性有所增强和金融监管强化的同时，出现了企业债务风险暴露、房地产泡沫不断加大等问题——依靠间接融资的国有企业和民营企业，已经把关注的重点从资产负债率转向了现金流量表；融资平台清理、PPP“点刹”让地方融资成本快速上升；居民购房首付比例、贷款利率上调，依然挡不住房价的上涨。

本次的问卷调查显示，当前经济面临的最主要问题是地方及国有企业债务偿还压力增大、民间融资受限、房地产泡沫和外部风险，未来半年去杠杆和结构性改革的重点都是国有企业；与此同时，稳健中性的货币政策应该避免流动性波动造成的恐慌。

经济学家调查由《经济观察报》发起，每季度进行一次。受访者包括投行、研究机构和政府部门的权威经济学家。本次调查共回收有效问卷79份。

国家统计局于7月16日举行上半年国民经济运行情况新闻发布会。

GDP回落 CPI平稳

上半年经济运行平稳，但下行压力仍在。本次问卷调查显示，38%的经济学家预测二季度GDP增速为6.8%，24%经济学家预测6.7%，11%经济学家预测6.6%，8%经济学家预测6.5%，还有14%经济学家预测6.9%及以上。

固定资产投资下滑，被认为是拉低二季度GDP的重要因素。交通银行首席经济学家连平表示，第二、三、四季度经济增速预计分别为6.7%、6.6%、6.6%，全年增速可能维持在6.7%左右。瑞银证券中国首席经济学家汪涛表示，社会消费品零售实际增速有所放缓，固定资产投资实际增速也小幅下行，名义贸易顺差可能低于去年同期（但高于一季度），二季度GDP同比增速小幅放缓至6.7%。

工业部门的固定资产投资低位运行，需要引起重视。本次调查，在二季度投资最集中的领域中，房地产的占比最高，达到49%。“制造业投资偏弱，其中一个原因是利润向投资传导不畅。”国金证券首席宏观分析师边泉水表示，工业利润领先制造业投资一年左右，本轮盈利改善向制造业投资的传导明显存在阻碍——利润改善主要由上游原材料类行业贡献，但却是去产能的主要行业，其产能扩张受到政策约束；中下游行业利润改善有限，又面临需求放缓、原材料成本高企的双重约束，产能扩张意愿不足，这使得设备投资周期迟迟没有启动。

本次问卷调查显示，38%的经济学家认为二季度CPI会在2%以上；49%认为PPI和CPI的剪刀差会出现缩小，但仍有30%认为会加大；70%的经济学家认为下半年消费将表现平稳。

工银国际首席经济学家程实认为，“2018年下半年通胀将会走强，CPI内部继续分化，消费升级类商品价格上涨要快于基本生活类商品（石油及其制品除外），医疗、教育、文



等服务类价格上涨更快。”

渣打银行大中华区首席经济学家丁爽表示，由于地方政府开始发行债券为预算项目融资，基建投资可能从6月开始就会加速，这将促使固定资产投资回升。

房地产税两年内征收有难度

易居研究院的监测数据显示，今年5月的100个城市新建商品住宅成交均价为12514元/平方米，100城房价已连续9个月超过1.2万元的均价水平。来自链家对北京、上海、深圳等12个重点城市的二手房监测显示，5月最后一周有半数城市交易价格上涨，其中北京环比上涨0.9%，上海环比上涨1.8%。

本次调查显示：49%的经济学家预测下半年一线城市房价会出现10%以内的降幅，32%则认为会出现10%以上的涨幅；对于下半年三四线城市的房价，33%的经济学家认为会上涨5—10%，28%认为基本持平，25%认为会下跌5—10%。

值得注意的是，在上季度的调查中，对于2018年一线城市房价是否会出现明显下降这一问题，76%的经济学家认为会出现10%以内的降幅，只有9%认为会出现10%以上的涨幅。

上半年的房价能够保持相对平稳，相当程度是由于房地产调控政策不断加码。在影响一线城市房价的因素中，最重要的是调控政策（占比53%），此外依次是金融去杠杆（22%），货币和财政政策（19%），经济运行情况（6%）。

房价受到政策抑制，但是房地产投资并没有明显下降，房地产土地购置面积在连续三年下降后，今年以来持续增长。近期，为了保持相对充裕的流动性，央行实施定向降准，流动性是否会像2014年时大幅流入房地产市场？

莫尼塔首席经济学家钟正生表示，定向降准的资金更多会进入小微企业和债转股，实际上目前基础货币缺口压力并不大，定向降准是为了呵护流动性；而从资金的传导来

看，宽货币不一定能够顺利传到宽信用，银行的贷款仍然受到很多制约，对房地产企业的贷款十分谨慎。

平安证券首席经济学家张明表示，房地产调控仍然是过渡性措施，不是治本之策，市场在赌政策放松，货币放松必然增加调控难度。

对于另外一项被认为会对房地产市场产生重大影响的房地产税的调查显示，47%的经济学家认为两年内不会开征，14%认为会征收，39%认为“不好说”。

中国房地产业协会副会长冯俊认为，房价上涨有一个前提，就是供应不足，中国的人均住房面积比发达国家低，由于信息不完善，房地产税征收起来很难，需要建立一种普遍征收、依法申请减免的方式。

与房价相比，二季度股市的调整迅猛。本次问卷调查显示，50%的股市专家认为今年下半年股市会维持在2500—3000点，38%认为是在3000—3500点。下半年股市波动是否会加大？46%的经济学家认为会加大，34%认为不会。

不过，在投资收益方面，占比最高的是债市（26%），此后依次是房地产（23%），黄金（15%），美元（15%），股票（13%），大宗商品（8%）。

货币政策微调 财政积极

截至2017年底，地方政府债务存量16.47万亿元，其中14.74万亿元为政府债券，占到了GDP的20%。政府债务一般有三类，第一类是中央和地方政府发行的政府债券，第二类是地方政府的融资平台债务，第三类是其他债务，如政府和社会资本合作模式，即PPP。

通过债务置换，地方债风险得到缓解，但是随着经济结构调整和去杠杆推进，地方债务风险再度引起注意。本次调查显示，59%的经济学家认为地方偿债能力会受到更大考验，41%认为风险可以应对。

财政科学研究院公共收入研究中心主任张学熹表示，目前地方债务风险是可控的。社会科学院财经战略研究院财政研究室

主任杨志勇表示，地方债现在最大的风险是或有债务、隐性债务，PPP不整顿也不行，但要注意力度，根据实际情况进行。

“未来可能会适当增加地方政府债务额度，推进市场化融资担保，但不一定是下半年，这需要‘前门’足够大。”杨志勇说。

“积极的财政政策取向不变，优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，在规范发展PPP和产业基金的基础上，适度扩大PPP等基础设施项目融资。加快减税和降费的进程，切实降低企业负担。”国家信息中心经济预测部主任、首席经济师祝宝良说。

2108年货币政策的重点考量是什么？本次问卷调查显示：防风险占比31%，去杠杆占比19%，“稳增长”和抑制沫各占比18%，调结构占比14%。与此同时，对于稳健货币政策的理解是：避免流动性波动造成市场恐慌（占比60%），注重流动性平衡，但仍然紧平衡（35%）。

去杠杆之下，流动性到底是不是偏紧？本次调查显示，46%的经济学家认为偏紧，32%的经济学家仍较为宽松；同时，47%经济学家认为下半年还有一次降准，47%认为还有两次降准。

程实表示，应该坚持“上调市场利率+定向降准”的货币政策搭配，以实现稳健中性的政策取向，并通过政策工具创新，进一步优化信贷结构，纾解中小企业融资瓶颈，在金融监管层面，“去杠杆+严监管”的政策基调不会动摇，推进穿透式监管、拆解影子银行和化解隐性债务存量将是下半年重点，以助力结构性去杠杆的有效落地。

万博新经济研究院副院长刘哲表示，眼下要充分重视金融去杠杆向实体经济传导的先兆迹象，采取有针对性的措施，防止民营企业流动性过度紧张。

“企业信用风险、民企融资问题，要十分注意。”新时代证券首席经济学家潘向东说。

汪涛表示，下半年政策微调的主要受益对象是居民部门和小微企业，传统行业、房地产投资、基建投资依然受到政策紧身衣的限制。

国内流动性调节互相掣肘的同时，汇率波动也在加大。“跨境资金流动可能波动加大，下半年人民币对美元仍可能有一定幅度的贬值，但幅度较为可控。”连平说。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示，“尽管人民币近期面临贸易摩擦、股汇双杀的处境，但是当前基本面并未出现显著恶化，人民币贬值更多是前期超升后的调整以及阶段性情绪释放的结果，不必过分恐慌，美元指数或将逐渐转为横盘震荡结构。”

本次问卷调查也显示，57%的经济学家认为，未来半年人民币兑美元汇率会处于6.5—7这一区间，59%的经济学家认为下半年美联储加息会在3次以上。不过，42%的经济学家认为下半年美国经济复苏不会加快。

风险犹在

上半年金融去杠杆、产业去库存推进速度加快，外部扰动因素也陡然增多。

对于上半年的相关改革推进速度，本次调查显示，42%的经济学家认为稍有滞后，39%认为符合预期，19%认为有所加快；相关改革推进速度最快的是对外开放（占比44%），此后依次是金融体制改革（25%），行政审批（19%），财税体制改革（7%）。在外部因素中，对中国经济影响将更加突出的是贸易保护抬头（占比62%），地缘政治（15%），资金流入（21%）。

招商证券首席经济学家谢亚轩表示，融资环境恶化是下半年经济最大的内部风险。中国银行国际金融研究所高级研究员周景彤认为，应该关注房地产泡沫和地方债违约压力。

“关于房地产泡沫，在土地财政和土地制度的约束下，房地产调控重需求、轻供给，甚至人为限制供给以抬高地价和房价。”祝宝良表示，2009年、2013年和2016年已经出现三轮房地产价格暴涨，按照人均可支配收入计算收入房价比，目前全国已经达到14倍，房地产出现严重泡沫是不争的事实，房地产虽然短期内拉动了经济增长和财政收入增加，但却推高了实体经济的生产经营成本，加剧了收入分配不平等和社会分化，影响了经济可持续发展。

对于当前结构性改革重点，本次调查显示，排在首位的是国有企业改革，占比达43%，以后依次是金融改革（22%）、土地改革（15%）、化解产能过剩（10%）、价格改革（5%）。

复旦大学经济学院院长张军表示，下半年还应该关注地方经济增长动力不足的问题，调整地方激励制度，同时要避免误伤和过度去杠杆。钟正生则建议，要尽快疏通民投融资渠道。

重阳投资寿首席经济学家王庆也表示，去杠杆要注意三个问题：第一控制债务增长速度，第二提升经济效率，做大分母，第三精准去杠杆，避免误伤。

“未来几年，对中国最大的挑战是要把GDP稳在6.3%左右。”祝宝良表示，要把握防风险和稳增长的平衡。（宗禾）

“强国提速”：经济学家宋清辉再推新作

经济学家宋清辉最新著作《强国提速：一本书读懂中国经济热点》已于2018年6月份由石油工业出版社正式出版面世。今年是贯彻十九大精神的开局之年，也是改革开放40周年，在这个特殊的时间点上，本书以经济学家的独特视角，透析中国经济热点，通俗解读经济现象，可让广大读者更深刻理解和把握国家的经济政策趋势。据悉，该书内容包含中国经济发展走向、供给侧改革、中美经贸关系、A股市场、移动支付等诸多财经热点。

改革开始40年来，在中国快速崛起的伟大历程中，经济领域不可避免地出现了诸多新老问题，包括宏观经济、房地产调控、A股市场制度建设等方面，经济学家宋清辉对此进行了专业分析并提出中肯建议，其中不乏

作者长期跟踪观察中国经济发展提出的真知灼见。

近年来，中国经济由过去的高速增长进入中高速增长阶段，与此同时，中美经贸关系的发展牵动着全球各国的神经。尤其是十九大，更是引起世界高度关注。站在改革开放40周年的新起点上，如何精准理解把握中国经济的热点现象及内涵，意义重大。

在该书的前言中，宋清辉表示，中国正处于全面建成小康社会的决胜阶段，在2017年这个关键时期召开十九大，使命及意义可谓重大。过去五年以来，中国取得辉煌成就，经济持续中高速增长、人民生活水平进一步提高，圆满地交出了一份顺民意解民心的“答卷”。当今的中国，已经步入了新的发展阶段，

成为世界经济增长的动力之源。十九大，是在过往五年取得成就的基础上，对今后五年乃至未来更长远时期的改革发展和现代化建设都作出新的战略部署。不但对中国的未来影响重大，而且大会的成果也会对世界产生深远影响。

宋清辉认为，十九大将会为世界贡献三大智慧与力量：第一，中国是世界经济增长的一支关键力量；第二，中国经济稳中有进，去杠杆并没有对中国经济产生明显的紧缩效应，这或是中国顶层设计的智慧结晶；第三，中国以“创新驱动”经济发展，成为全球创新领跑者。

十九大报告首次提出“建设现代化经济体系”，指出这是跨越关口的迫切要求和我国

发展的战略目标。对此，宋清辉认为，“建设现代化经济体系”向外界透出新时代中国经济三大新信号，包括中国经济将由高速增长转向高质量发展，发展质量和效益都将不断提高；中国将会继续重视实体经济发展，致力于推动实体经济沿着高质量轨道成长；中国将深度融入世界经济，并以稳定持续增长助力世界经济复苏。

在《未来中国经济发展走向》一文中，宋清辉指出，每五年召开一次的全国代表大会，历来都是外界了解中国各项改革的一扇难得的窗口。十八大以来，中国经济取得了非凡成就，各项改革逐步推进。当前，这些改革正在由一个改革单个“拳头”逐渐形成一股强大的“合力”，在中国调整经济结构、转变发展方式

中国特色国防经济学新力作——评《军事经济学说史》

《经济学家周报》副主编 白卫星

既有助于及时吸收、传承人类社会宝贵的军事文化遗产，为中国特色社会主义经济学科体系夯实基础，又有助于我国国防（军事）经济改革和发展，更好地处理经济建设与国防和军队建设关系。是国内系统地反映军事经济学说发展现状的价值极高的理论专著，是中国特色国防经济学新力作。其主要特点是：

一、视角独特。如何划定不同时期，是何种学说研究的分歧焦点和难题。本著作以历史发展为轴线，将军事经济学说划分为军事经济学说产生以前的军事经济思想和冷战前、冷战时期、后冷战时期的军事经济学说等

四个发展历程，脉络清晰，点面兼顾。较好地克服了单纯以战争样式、战争手段、社会发展时期、意识形态和国度划分军事经济学说发展时期的不足，突出了以军事经济学说自身发展为核心，综合学说发展过程中的社会发展阶段、意识形态、物质技术基础、战争样式和手段等多种因素，有利于全面分析和更好地揭示军事经济学说的发展规律。

二、观点新颖。不仅对历史上有影响的军事经济思想进行了深入研究，而且对以往涉及不多的一些军事经济思想也给予充分关注，尤其是突出了马克思主义军事经济思想研究，系统探索了中国特色社会主义军事经

济学说体系。同时，对后冷战时期，军事经济学说的最新发展进行了系统分析，为国防建设与经济建设协调发展、中国特色军民融合发展战略实施等，提出了诸如“必须对国际战略形势和国家安全环境做出清醒认识和准确判断”“同心协力做好军民发展融合深度发展这篇文章”等许多新的创见。

三、内容丰富。以理论跃升为主旨，概括阐述军事经济学说的基本过程和主要内容，探讨军事经济演说的“源”与“流”或“来龙去脉”及其产生和发展规律。在“源”的追寻上，不仅继承了以前研究成果的基本源泉，研究了古希腊、古罗马、欧洲中世纪分析中国古代

和近代的军事经济思想；而且对古埃及、古印度和古巴比伦的军事经济思想作了初步的有益探索。另外，对近代资产阶级和无产阶级的军事经济思想进行分别论述，有利于更精准地揭示思想及其应用的阶级性特点。在“流”的探究上，始终坚持尊重历史、尊重事实的原则，客观地反映学说内容，紧扣时代特色进行分析，既囊括以前研究成果的基本史料，又增加近20年的新素材，更多地体现了军事经济学说的发展成果。

四、体系完备。以学说史研究的逻辑范式为基础，坚持统分结合、中外一体。每篇都有概述，每章都有简评。对每个国度、每个时期军事经济学说的探索，都以时代背景为基础，着重论述其基本内容。另外，在同一篇中，既有中国的，又有其他国家的，使中外合为一体、对照研究。这种体系结构，既有利于对所介绍的学说内容做出系统概括，探寻其特色与应用价值；又有利于注重在特定的历史背景下，探讨军事经济学说的形成条件、理论渊源与发展影响。