

2015:中国四条投资主线

■ 朱海斌 摩根大通中国首席经济学家

2014 年是在中共中央十八届三中全会公布未来改革方案后的第一年。从整体上看,全年经济速度整体下滑,预计全年 GDP 实际增速将由 2013 年的 7.7%下滑到 7.4%左右。考虑到净出口对经济的贡献上升了一个多百分点(由 2013 年的-0.3 个百分点上升至 2014 年前三季度的 0.8 个百分点),内需相对疲软是当前经济面临的最大问题。受去产能和房地产市场调整的影响,固定资产投资同比增速从 2013 年的 19.6%下滑到 2014 年前十个月的 15.9%,投资对 GDP 的贡献率由 2013 年的 4.2 个百分点滑落至 2014 年前三季度的 3 个百分点。

“弱投资、稳消费”的现象在很大程度上是经济结构调整过程中所带来的短期阵痛。在经济下滑的同时,经济结构相对趋于合理,部分制造业和房地产行业产能过剩的现象有所扭转。在经济结构方面,第三产业的增长速度相对稳定,占 GDP 的份额从 2010 年的 43.2%稳步上升到 2013 年的 46.1%和 2014 年前三季度的 46.7%。同时,2014 年间政府在整体推动经济改革和反腐方面取得了一定的进步,包括财税体制的改革(尤其是在治理地方政府债务方面的努力)、金融体制改革(包括人民币每日波幅的扩大、沪港通开启、存款利率上限的提高、民营银行的成立和存款保险制度的建立)、国企改革、户籍和土地改革、单独二胎政策的实施等。此外,虽然经济增速下滑,但是劳动力市场保持相对稳定,新增就业人口在 2014 年三季度就提前完成了全年增加 1000 万的目标,通货膨胀远低于年初设定的上限 3.5%的目标。

笔者预计 2015 年将延续 2014 年的走势,“弱投资、稳消费、贸易顺差扩大”的基本格局不会改变。经济领域的改革在 2015 年将继续推进。从投资角度而言,2015 年中国经济中的四条主线值得关注。

第一,预计中国政府在 2015 年会下调经济增长目标,并持续推动经济改革。根据目前官方对于 2015 年的经济增长速度的预测(国家信息中心:7.3%;中国社科院:7%;国家发改委官员:7%),2015 年经济增长目标可能会下调为 7%。但是,笔者认为有 30%的可能性会将 2015 年经济增长目标设在 7%—7.5%(或该区间内某一具体数值),以确保经济不会滑落到政府可容忍的下限。整体而言,政府对于新常态下经济增速由高速增长转为中高速增长这一点上已经形成共识。

各项经济改革在 2015 年将继续推动。笔者预计改革推动的重点领域在于财税改革、



笔者预计 2015 年将延续 2014 年的走势,“弱投资、稳消费、贸易顺差扩大”的基本格局不会改变。经济领域的改革在 2015 年将继续推进。从投资角度而言,2015 年中国经济中的四条主线值得关注。



金融改革、户籍改革和国企改革,而在土地改革方面首先会致力于土地确权工作和土地流转工作的地方试点,在未来两三年内大规模推动全国范围内的土地改革机会甚微。财税改革领域的关注点在地方债务的分类、服务业领域营改增的收官、公私合作(PPP)模式的推广以及房地产税可能正式进入立法程序。金融领域可以期待的是存款保险制度的正式推出、跨境投资的进一步放开(如 QFII/RQFII 额度的扩容)、股市上市和退市机制的改革、汇改及利率自由化的进一步推进。在户籍改革方面,推动统一的居住证制度在中小城市将首先加快执行。国企改革方面,笔者关注的焦点是在竞争性行业对民营资本的准入开放以及国企的混合所有制改革。

第二,笔者认为 2015 年经济工作的重点在于防范底部风险,包括宏观风险和金融风险。在宏观经济方面,一方面对于新常态的共识使得政府可以容许相对较低的经济增速,笔者认为这一底线在 7%左右。一旦经济滑落到这一底线,对于中国经济的硬着陆的担忧将大大增加,内部引发的争议也会趋于激烈。从目前经济运行的状况看,底部风险不容忽视。尽管 2014 年前三季度经济增速仍然维持在 7.4%,但是内需部分(投资与消费)对经济的贡献率只有 6.6%,是 1999 年以来的新低。这是 11 月底央行意外提前降息的一个主要原因。

防范金融体系风险是底线思维的另一个重要部分,当前的一些改革措施和政策调整已经反映了这一思路。自 2008 年以来,中国的金融体系风险持续累积,主要的风险点包括过高的企业债务、地方政府债务、影子银行与房地产风险。2014 年,政府在防范以上金融

风险出台了针对性的措施。具体而言,通过发展直接融资和多层次的资本市场而降低金融风险过多的集聚在银行体系,健全股市发展为债权向股权转变创造良好的环境,改革地方政府融资机制以控制地方债风险,加强影子银行监管,放宽楼市政策(在大部分二三线城市取消限购、放宽房贷政策)以放缓房地产市场调整的速度。进入 2015 年,这些举措将继续持续或进一步深化,而关注的焦点是如何在防范金融风险的同时早日打破刚性兑付现象和建立金融机构的破产机制。

第三,基于短期增长压力较大、通胀处于较低水平,货币政策将相应进行调整。预计在 2015 年将至少有一次降息,2—3 次降准,并辅之以定向的数量工具(如抵押补充贷款工具、常备借贷便利、中期借贷便利、定向降准等)。尽管央行宣称 11 月份的降息不代表货币政策的转变,但是这里的中性货币政策并不排斥根据经济情况相应调整货币政策工具。11 月份的意外降息反映了降低实体经济融资成本是近期内最主要的货币政策目标,而降息(或降准)可能带来的结构性问题在目前被淡化了。因此,货币政策的执行会更加务实,关注政策效果而不会拘泥于对于工具的选择。货币政策的这一转变将有利于资本市场(股市与债市)。

第四,全球经济的变化将给人民币汇率政策带来新的难题。在全球市场上,2015 年值得关注的有两大主题。一是近期石油价格的暴跌和大宗商品价格的整体疲软,将整体利于大宗商品进口国而不利于出口国。二是发达国家经济增长与货币政策方面的分化。美国在发达国家中一枝独秀,经济表现最强,预计美联储在 2015 年 6 月开始正式进入加息

通道。相反,欧元区与日本尽管经济有所企稳,但增长乏力,结构性问题尚待解决,因此欧央行与日本央行的量化宽松政策仍会进一步扩大。这意味着近期美元强势的现象在 2015 年将持续。

以上两大全球主题给人民币带来的难题是,一方面油价暴跌后将可能导致中国经常项目进一步扩大。笔者预计中国经常项目顺差占 GDP 的比率将由 2013 年的 2.1%增至 2014 年的 3.1%并在 2015 年进一步上升至 3.5%。加上人民币国内利率仍然高于国外主要货币利率,利差交易的动机仍然年存在,可能导致人民币在 2015 年面临一定的升值压力。另一方面,美元强势下,如果人民币对美元升值,那么人民币实际有效汇率上升过快会对出口带来较大的负面影响(根据国际清算银行的数据,人民币实际有效汇率在 7 月至 10 月间升值了 5.9%,虽然其对美元汇率只升值了不到 1%)。从短期看,对中国经济增长和金融风险的担忧有可能会重回市场,人民币升值的空间并不大。综合以上因素,人民币兑美元可能整体上维持在(6.10,6.30)的区间内徘徊,但短期汇价会出现更多的波动特征。

因此笔者的建议是,2015 年中国人民银行应加快汇改推进速度,从目前的着重人民币兑美元的双边汇率真正转变到以贸易权重为基础的一篮子汇率体系。如果人民币实际有效汇率在 2015 年上升 3—4%左右,意味着对美元可能贬值 3—4%左右,这对中国汇率体系的推动和短期经济稳定增长将是有一个变化。此外,作为 2015 年二十国集团峰会的轮值主席国,中国应及时提出反对在全球市场上出现的竞争性贬值的苗头,并推动全球经济和金融治理结构的转变。

学术顾问:(按姓氏拼音排序)

巴曙松	蔡继明	陈东琪	陈栋生	程恩富
迟福林	戴圆晨	范恒山	樊 纲	高尚全
顾海兵	谷书堂	贺茂之	洪银兴	黄范章
贾 康	江春泽	金 碚	李成勋	李江帆
李京文	李维安	刘诗白	刘 伟	刘涛雄
茅于軾	任玉岭	宋洪远	宋守信	宋养琰
谭崇台	王东京	卫兴华	魏 杰	吴 澄
徐长友	晏智杰	杨家庆	杨启先	张曙光
张晓山	张卓元	赵人伟	郑新立	朱铁臻
周叔莲	周天勇	邹东涛		

去年,中国出现了近 1/4 个世纪以来的最慢增长速度——尽管中国已超过美国成为以购买力平价计算的全球最大经济体。

2014 年中国 GDP 增速 24 年最低

2014 年中国经济同比增长 7.4%,这是自 1990 年以来的最低增长速度。2012 年和 2013 年,中国经济增长速度均为 7.7%。在 2010 年之前,中国成功地维持了 30 年 10% 以上的平均增长率。

在今后几年里,中国经济预计会继续放缓。这其中部分原因,是中国的经济规模已今非昔比——以绝对数量而言,2015 年 7% 的增长量其实相当于几年前 10% 的增长量。不过,就在这个全球人口最多的国家接近中等收入水平之际,中国以信贷推动、投资为导向的增长模式正在耗尽增长动力,这种模式的发展要依赖低工资水平、高污染产业及房地产建设。

去年,中国过热的楼市开始放缓,预计今年这种趋势还会继续,这将对钢铁、水泥和玻璃等长期产能过剩的产业造成进一步打击。在全球金融危机爆发之际,中国政府曾推出大规模刺激计划,以缓冲危机对中国出口的打击。自那以来,中国的债务水平也已激增——特别是在企业部门和地方政府中。就在近日,世界银行(WB)将对中国今年的增长预期下调至 7.1%。此前在 2014 年 10 月,该行对中国今年的增长预期为 7.2%。而早在 2014 年 6 月,该行给出的预期则为 7.5%。在近日公布的报告中,该行表示:“考虑到中国有巨大的政策缓冲空间,中国经济面临风险的概率很低。尽管如此,中国增长放缓仍有可能导致各种金融问题以无序的方式爆发出来,并对全球经济产生巨大影响。”

对中国政府来说,首要任务是创造足够的就业岗位。由于劳动年龄人口的减少,这方面的压力也随之减小,从而令中国政府愿意接受较低的国内生产总值(GDP)增长速度。这次公布的新数据,标志着自 1998 年以来,中国 GDP 增长速度首次低于中央政府设定的年度增长目标——此前政府为 2014 年设定的 GDP 增长目标是 7.5%“左右”。1998 年,中国曾遭遇亚洲金融危机的冲击。

早在 2010 年,中国政府曾经估计,中国需将年度增长率保持在至少 8%,才能避免可能威胁中共掌权的失业现象和社会动荡。不过,在今年 3 月将公布其 2015 年 GDP 增长目标时,中国政府预计会将该目标降至“7%左右”。

去年,在改变计算方法之后,世界银行和国际货币基金组织(IMF)曾估计,以购买力平价计算,中国经济会在 2014 年超过美国。以购买力平价计算经济规模,目的是将不同经济体中非贸易商品和服务的价格差异考虑在内。中国政府却对这种计算方式和这一估计结果表示了异议,并用了近一年时间阻止上述机构发布中国已成为全球最大经济体的报告。

以美元汇率计算,中国经济规模大约为 10 万亿美元,而美国经济规模则略高于 17.5 万亿美元。按照人均 GDP 计算,IMF 将中国排在全球第 89 位。大致说来,中国人的富裕程度相当于秘鲁或马尔代夫。

澳大利亚国银行资深亚洲经济学家杰勒德·伯格表示:“在不同经济体之间,估计非贸易商品和服务的真实价值极其困难。不管怎么说,哪个经济体的总体规模最大是个无关紧要的问题。在比较不同经济体的相对财富之时,用人头平均的办法远(比购买力平价)的办法更有意义。” (FT 中文网)



中国金融改革将在谨慎中推进

■ 中国安邦集团研究总部

2014 年是中国改革的启动年,2015 年则有可能成为中国改革的落实年。根据中共中央十八届三中全会确定的改革方略,中国经济改革的主要任务是市场化改革,要让市场在资源配置中起决定性作用。在中国市场的资源配置中,金融资源的配置问题无疑最为严重、波及面最广、影响也最大。因此,2015 年的金融改革无疑是中国最重要的改革领域之一。

中国金融改革的一个基本目标是改善金融资源配置,纠正经济中的资源配置扭曲,为中国经济增长提供持续的金融支持。客观来看,中国的金融改革是个持续的系统进程,改革一直在进行,但改革进展与市场需求之间仍存在脱节,这是市场对金融改革不满的地方。一些比较突出的“改革节点”有:利率市场化改革、汇率制度改革、人民币国际化、资本账开放等。

利率市场化是金融资源市场化定价的重要机制,改革的意义毋庸多言。不过,中国国内利率市场化改革的战线拉得很长,在 2014 年实现了贷款利率市场化之后,仍剩下存款利率市场化这最后一只靴子,不知道何时放下来。长期以来,中国国内的利率制度扭曲了金融资源的定价,人为压低了借贷成本,一方面鼓励了有特殊权力的企业(如国企)获得廉价金融资源,刺激了基础设施和制造业领域的一些过度投资,并导致钢铁、水泥和有色金属等行业产能严重过剩,带来大量不能盈利的企业;另一方面,利率非市场化造成了中国国内金融机构的业务创新能力不足,金融市场的业务结构长期固化,中国国内融资市场

在中国市场的资源配置中,金融资源的配置问题无疑最为严重、波及面最广、影响也最大。因此,2015 年的金融改革无疑是中国最重要的改革领域之一。

“脱媒”不易。与此同时,由于市场化不足,金融资源配置的中间环节太多,中介们节节加码,人为抬高了流向最终需求方的资金成本。利率市场化改革就差最后一脚,随着存款保险制度的推出,利率市场化改革已经不存在制度方面的障碍,能否在 2015 年实现完全突破,这主要是个政治决心问题,除了看决策层对金融改革迫切性的认识,关键要看如何面对国有银行利益集团的游说与“抵抗”了。

人民币汇率形成机制改革自 2005 年启动已近 10 年,在金融改革中属于进展不错的领域。在有管理的浮动汇率政策目标之下,中国政府基本成功地实践了一条渐进式市场化改革道路,被显著低估的人民币汇率在很长时间内呈现单边上涨格局。要指出的是,人民币汇率改革的过程,与中国企业“走出去”和人民币国际化的进展形成了较好的协同效应。人民币汇率改革至今,过去曾有人担心的市场冲击并未出现,人民币逐渐呈现出的“强势”迹象,比较客观地反映出了当前中国经济在全球经济中的地位。在笔者看来,未来人民币汇率机制改革可能不再需要太多调整与改

革,沿着既有路径推进市场化即可,今后的人民币汇率将更多呈现市场化之下的双向波动特点。

人民币国际化和资本账开放可能是受到争议最大的金融改革领域。争议的焦点不在于是否应该人民币国际化,而是在人民币国际化速度和时序上。赞同加快改革者认为,中国经济已深入参与全球化,人民币国际化是大势所趋,这既是中国的经济目标,也是中国的政治目标。而反对加快改革者认为,人民币国际化的实质是资本项目自由化,在中国国内市场制度建设还没有做好准备的时候,过快推进人民币国际化必然要求资本账户的完全开放和资金实现自由流动,这会导致大量流动资金进入中国,可能会造成房地产泡沫、股市泡沫,以及货币急剧升值等现象,给中国带来一系列金融风险。在激烈的争议之下,中国的人民币国际化至今没有明确的时间表。

不过,在安邦(ANBOUND)研究团队看来,与中国经济的全球化相比,人民币国际化实践已成为一块短板。人民币国际化进程要与中国在国际贸易和投资中的地位相适应,中国的结构调整和产能过剩也需要开放资本项目管制,为人民币资产保值增值服务。如果开放资本项目管制对海外众多国家央行增持人民币资产无疑具有巨大的推动力,也将为信贷资产证券化开辟了海外新市场,相比欧美因消费形成的政府债务,中国各级政府为基础设施投资形成的政府债券无疑更具有投资价值。我们认为,开放资本项目管制并无损人民币的币值稳定,中国经济的中长期前景将确保人民币保持中长期升值趋势。在借鉴国际经验的基础上,中国完全可以对海外人民币的流入流出进行管理,避免对国内金融