

对2018年中国几个中长期趋势的判断

中国首席经济学家论坛理事、华泰证券研究部和机构销售交易部主管、首席经济学家 陆挺



近日,由投中信息、投中资本联合主办的第11届中国投资年会并购峰会在北京举行,本次会议以“中国龙的全球化与产业升级”为主题,焦点聚集经济转型和产业升级。华泰证券研究所所长、首席经济学家和董事总经理、中国首席经济学家论坛理事陆挺在主题演讲中表示,2018年中国不可避免处于单个周期的下行周期,传统产业面临更大的挑战,但是些新兴产业将有更大机会。短期的消费刺激政策也不可持续,尤其是比如说像这样的一些耐用消费品、像商用车,现在的增长速度也要趋近于零。

陆挺指出中国2018年面临两个问题,CPI增速实际上在2017年到2018年应该维持一个相对比较稳定的速度,但是因为翘尾因素,因为2017年的基数比较低,给2018年很高的虚增的这样一个数字,导致一个问题,就是市场有可能有一定的恐慌;另外一个问题,对于货币政策的制定者来讲,可能会有一定的超调,2018年的货币政策会有一些超调的风险。

以下为陆挺主题演讲实录:

非常高兴和大家分享我们对宏观经济的一些看法。面对不同的投资群体、不同的人群,2018年宏观有乐观也有悲观。

2018年将迎来经济下行周期

现在我们基本上是处于顶点的附近,2018年我们不可避免处于单个周期的下行周期,但是这个下行周期会给我们带来很多的机会,讲到这个时候我们会和大家分享一下我们对2018年几个中长期趋势的判断。

首先了解过去几年的经济波动。2013—2015年是中国经济过去几年最糟糕的时候,原因是什么呢?这里面有我们国家环保的制约、人口的制约,也有资本投资回报的下降,也有房地产。市场的融资成本在四万亿之后居高不下,在2013—2015年,整个经济体中间存在一定的通缩的现象,尤其是大宗商品。通缩导致了债务问题的扩大,同时也导致了去库存。人民币的升值在2008年以后一直到2015年的8月份,实际上给我们国家的出口带来了很大的负面影响。到了2015年上半年股市泡沫对本身的经济而言,实际上是弊大于利的,下半年的股灾肯定对经济有负面影响,8.11汇改初期大量的资本流出也损害了我们的投资信心。

过去一轮经济周期的复苏实际上跟刚才讲的因素都是完全紧密地结合在一起的。首先资本管制使得我们国家人民币又重新稳定,乃至升值,可以说抑制了资本的外流,同

时人民币从2015年年底8.11开始,这一轮的贬值其实丰富了出口竞争力。从2015年下半年开始新一轮刺激政策,从消费,比方说汽车方面,从投资,比如说PPP,地方政府融资方面,还有就是从房地产业方面,有一轮新的刺激内需的政策。从2016年开始,为了迎接十九大各地地方政府的积极性也是大有上升,尤其是在换届的地方政府里面,这一轮的经济上行可以说是非常明显,尤其是因为保障房行的改革,采用了棚改货币化,大量资金被投到三、四线城市里面,我们可以看到在2017年一线城市房地产增速大幅下行的时候,在三、四线城市销售的增长还是比较高的。另外一方面,我们国家进入了一个新的加库存的阶段。这一轮在增加库存的过程中肯定是在提升中国经济的增长速度。

从2016年的春天直2017年7.8月份,整个中国经济处于一轮非常明显的,可以说也是持续时间相对比较长的经济复苏,可能会有很多人说了,我们有了2016—2017年的复苏,这个复苏能够持续下去吗?甚至有人喊出了新周期,认为我们的经济增长速度又被持续保留在6.8、6.9左右,当然这样一个愿望是好的,但是实际上可以说这样一个愿望不是特别现实的,因为2016年—2017年很多的刺激政策所带来的影响不可能长期持续,所以我们这里面做一个判断,就是我们处于一个增长的,现在刚刚过了顶点,处于缓慢下行的状态。但实际上对我们做并购的人来讲,

处于下行的周期往往不是一件坏事,甚至可以说是一个好事。因为只有在这样的过程中认为资产价格才能得到合理的体现,不过上行周期的时候,新兴产业跟旧产业往往不能区分,甚至往往是一些老的产业回报更高,而只有在有一个下行周期的过程中,潮水退了之后我们才知道谁是真正的裸泳者。

人民币的汇率可以看到过去一段时间又开始升值了。另外利率已经在上行,不管利率上行背后的原因是什么,很重要的原因是我们将防范风险、去杠杆摆到了更为重要的位置。我们债务上升的速度是很快,这个债务上升不仅抑制了现在货币政策和财政政策的空间,实际上也抑制了我们未来经济增长的潜力。最近发生的一件事情值得大家关注,像包头那头的发改委正式叫停了包头地铁的建设,我认为这是十九大之后的一个标志性事件,标志着我们在防范风险方面已经认识到地方政府的债务实际上是关键的一环,要防范风险不仅仅是要去掉前套和通道,更关键的是要防范风险的源头。

一方面我们可以看到政府的政策目前的态势,另外一方面从这些政策我们也可以看到2018年经济增长一定程度上的下行是不可避免的,我们要用增速的下行换来风险降低。棚改货币化过去一段时间起到了非常重要的提升经济增速的作用,但是两万亿的钱下来了,必定会有一些影响,而且是不可持续的。我们可以看到房地产去库存的政策,之前有非

常好的作用,到了现在一线城市增速,销售增量已经是-40%多,而我们整体全国性的,把一、二、三、四所有的城市加起来,现在房地产的销售已经是负增长了。

我们可以看到短期的消费刺激政策也不可持续,尤其是比如说像这样的一些耐用消费品、像商用车,现在的增长速度也要趋近于零。这个我讲的是实体经济方面的,很多人可能会说通胀方面,实际上通胀这样一个问题可以说在2016年到2017年整体中国的PPI是上升的,但是CPI有一段时间甚至是在下行。2017年的冬天非常特殊,因为2017年有2+26城市整治大气污染非常严厉的措施,所以在2+26这个政策推行的时候,2017年冬天尽管经济增速在下行,尽管需求在下行,但是大宗商品的价格还是上行的,还是比较稳定的。但是我认为过了这个冬天以后,经济增长速度在下行。另外一方面,大宗商品的价格也会面临一定的压力,所以其实2018年PPI,包括整体通胀的压力是比较小的,甚至我们会看到新一轮的价格的下行。

很多人会说,CPI很多人已经听到这样一个故事,甚至最近债券市场上已经有了一定的恐慌,就是担心2018年CPI大幅上行。实际上从宏观经济学的角度来看,2018年CPI的确是会上行的,甚至在一定的程度上,从现在1.9左右能上升到2018年2.9,将近3的水平。但是实际上我们可以看到这个中间一半的增速来自于所谓的计算的方法,来自于叫翘尾因素。实际上CPI增速在2017年到2018年应该维持一个相对比较稳定的速度。但是给2018年很高的虚增的这样一个数字,导致一个问题,就是市场有可能有一定的恐慌。另外一个问题,对于货币政策的制定者来讲,可能会有一定的超调。所以2018年的货币政策在我看来会有一些超调的风险。

四大趋势决定未来经济走向

接下来我讲几个趋势,非常快地来讲一下我对2018年,除了短期周期判断之外的一些趋势性的看法。

第一,城市化。这是大家非常关注的这样一个问题。我的判断就是城市化的速度,如果从人口需求层次来讲,可能会放缓。另外真正很关键的一点,对在座的各位来讲我认为也是非常有意义的,一个需要了解的事情,就是城市群的发展,城市群这样一个战略将会整体铺开,城市群最关键的就是最近的京津冀、南边的长三角、珠三角、长江中游这几个城市群。现在的政策是说拉动特大城市的持续

快速发展,另外一方面,也防止过多的资源到小型城市,而是采取让发展大城市周边的城市群,这样的战略。我认为在这个过程中,中国的产业会得到进一步的集聚。

第二,各行各业集中度的提升。我认为2018年中国的行业集中度在所有的行业,因为我们国家过去十来年在互联网和基础设施方面的高速发展,甚至因为2018年的周期下行会带来新一轮并购潮和一轮产业集中度提升的潮流。原因就是互联网和基础设施实际上统一了中国的市场,使得现在这样一个运营成本大幅降低,现在建立品牌的边际效应在大幅提高。2016年到2017年整个中国股市可以说只有一个,除了周期上行以外,只有一个主题,就是龙头股,就是集中度的提升,2018年这个趋势将会得到加强。

第三,在某些消费领域方面,我认为趋势性不仅不会消减,甚至这样一个人民生活、美好生活的需求跟现在不平衡、不充分发展之间的矛盾会进一步突出,尤其是在周期下行的阶段。这边我就跳着讲几个图,第一个在医疗这一块,中国医疗占GDP的比重只有欧洲的1/2、美国的1/3,所以这一方面大有可为,在这一块我相信还有非常高的增长速度和增长空间。另外一方面,我们在其他的领域里面,像旅游方面也会有很大的增长空间。这里给大家看一个中产阶级非常关心的图,就是幼儿园的图。过去几年整个幼儿园随着人数的上升,主要来自于民办企业的幼儿园,这两年因为二胎的放开,小孩的数量明显地在上升,但是整个的增长速度是下降的。幼儿园的人数只相当于中国新增婴儿的数量,能提高小孩的数量1/3的需求,这个方面的需求也是非常大的。

最后,互联网+物联网+大数据+云计算+人工智能。这是一整串的事情,在这一块中国是有史以来,几十年来,中国改革开放以来,第一次和全世界最顶级的国家和企业站在了同一个起跑线上,这一方面我们具备了非常好的背景,用我们的大国优势,我们有我们的后发优势,大国优势就体现在我们国家人多,资金实力雄厚,我们有特别好的教育的文化,我们有700多万人从大学毕业每年,还有大量的海归,我们有非常好的优势,比如中国电子商务的发展,现在在各种指标上面,包括在移动支付,包括在活跃的手机数,包括在人工智能的企业数量方面,中国已经站在了世界的,要么就是第一,要么是第二,我相信在2018年随着我们周期的下行,所谓的周期下行是指传统产业实际上一定程度面临更大的挑战。但是对于我们这些新兴产业来讲的话,将会有更好的机会。

2018年中国经济最大的困难在于政府体制改革

中国人民大学副校长、国家发展与战略研究院执行院长 刘元春

但是学者的使命不是形成共识,而是要在共识中间寻找风险,在乐观中间看到风险,要有忧患意识。因此,在学院派里很重要的就是要观察到分歧是什么?要解剖小概率事件的逻辑是什么?所以对2018年增速的分歧依然存在。OECD对中国经济增速的预测是6.4%,一些学者预测2018年世界经济最大风险有两个:一个是欧美的金融泡沫;二是中国能不能真正的进行深度改革,能不能真正的在结构性改革中间重塑中国的动力。他们认为中国经济的趋稳本质上不是真正的市场型趋稳,而是政府强大力量的一种趋稳。欧美经济的繁荣是一种病态繁荣。他们认为世界经济整体现象并不像展现的那样一片乐观景

象。因此,中国经济在2018年,投资增速如果下降两个百分点,经济增速下降0.3、0.4个百分点是很正常的,也就是跌破6.5%这个关口也是正常的,这是一个不一样的声音。另外一个清华团队的声音,认为经济增长速度可能达到7.0%,比2017年增速还要高,比如我们高新技术跑得很快,技术园区遍地开花,呈现出一片欣欣向荣的景象。但是我们都知道,任何一场创新,特别是真正的创新失败率非常高,成功率不到10%,这是我们要反思的,就是任何一场无论是市场主导型的创新,还是政府主导型的创新,它的失败如何来估量。我们是人力资本大国,没有迈入真正的强国行列里,因此新技术、创新人才、创新的企业和创新的组织在中国依然是非常稀缺的资源。因此,在政策思考里,在新一轮创新中,会有一批企业、一批产业、一批技术,成功的在

各类平台上孵化成为经济发展的新动能。但还有相当一部分的投资,会成为第二轮呆坏账的问题。尤其是一轮还要去,因为加杠杆引导基金,做很多新的招商引资平台,这种隐形化、杠杆化会导致新一轮地方政府的债务扩张,实际上比上一轮带来的问题还要凝聚。

接下来,考虑处置这些问题的方法。从前瞻性角度来看,中国目前政策上持续性已经到了一个很重要的临界点,特别是财政政策的持续性。必须要从高速增长转向高质量,从过去高赤字率转向一个适度的赤字率。过去依靠稳增长政策所支撑的一系列假象,都会逐步显露出来。2018年是考验实际上政策转变和政策的可持续性的很重要的年份,但对于今年政府的政策定位的解读存在着分歧。中央经济工作会议已经定位为:货币政策稳健、中

性、积极财政政策。如果简单解读这几个字,可能会出现一系列的问题。我们必须从地方政府债务问题、地方政府的债务约束下的行为模式来解读财政政策的走向,从中国的金融风险,整个风控发展趋向来解读货币政策的这种变化。在认识中国这种结构转化,认识中国新动能变化过程中间会有一个更深刻的过程。对于风险和分析认识依赖于对一些深层次政府行为的认识,而不是简单的进行一些概念性描述。

因此,依然有很多分析,以及很多不确定性。第一个是政策定位的不确定性;第二个是外部不确定性;第三个是金融风险释放的路径的不确定性。我们也要认识到过去几年,金融风险是一个上行周期,不断的爬坡,不断进行债务累积。这个过程很艰难,但也要认识到未来是背着巨大的债务要下坡,下坡的问题

更严峻,即上坡容易下坡难。风险积累起来很简单、很快,但风险释放起来很艰难、很漫长,并且风险的释放会更隐蔽。在下行区间的时候,在金融周期以及关键性的基础性的改革,我们更要高度关注的。第四个是改革深度的不确定性。预计2018年经济会更好来源于我们对新政治周期以及关键性基础性改革的期盼。习近平书记在十九大报告和中央经济工作会议里把改革作为最核心的要点,在新年致辞中把改革深化、关键性改革,作为对2018年展望的最重要一个要点提出来。

在这些不确定性的基础上,我们再来认识中国经济会发现总体来讲发展会更好,但困难也很多。最大的困难在于政府体制改革,以及政府债务率约束下政企关系、银政关系、银企关系的重塑。

(完)

▶▶▶ [上接 A2版]

五位经济学家谈全球经济复苏的可持续性

最后一点,2018年有很多不确定地缘政治风险我们应该更加注意一些,这是在朝鲜还有在中东这样一些地方。中美之间我觉得这种贸易争端风险可能会变得越来越大。虽然特朗普访华我们给了一个大礼包,但是他回去做了一些事情,我们要意识到2018年贸易争端加剧。他以政府手段对中国企业因为反倾销,这个政策从1986年来没有采用过,还有3611法案调查结果,这个引起美国对中国产权保护,特别是对中国将来工业政策影响是非常大。一个很大风险是中美在WTO争端。我们知道2001年中国进入WTO,WTO成员国签了一个协议是2015年后要承认中国作为一个一般WTO的成员国,不要承认中国看做非市场经济。这一点上10月份美国的商务部有一个205页长篇文章说中国不是一个市场经济的国家。如果说中国在WTO争端机制上面有一个争端点,美国遵守WTO争端协议的话美国人不同意,他是不是会退出WTO,我觉得这是影响今年全球贸易的一个很重要的因素。从这样的状况来看,我觉得很大不确定性的配置方面,我觉得还是要小心一些,如果大家都认为2018年经济是非常好

的,其实非常好的经济会带来更加货币政策紧缩,紧缩后果对资产市场是不好的事情。利息上升,流动性紧缩,资产市场会受到打压。如果大家不太认为2018年是经济增速非常强的一年,其实也就是一个和2017面没有太大区别,不会加息太强,中国金融整治也不会把利息抬高,也许这种情况下,市场可能会持续2017年的景气。

廖群(中信银行(国际)首席经济学家):2017年复苏有两个特点,一个是看数字,真正复苏是下半年开始,一季度很差,二季度开始了,真正强是三季度,四季度比较强,欧洲也是这个情况。咱们国家不是这样,咱们上半年6.9,下半年低一点,全球来讲是从下半年开始,这个对于理解2018年也是有好处,这是我们一个势能的持续。第二点,从国家驱动来讲,除了中国以外,咱们是主要驱动因素之一。全球来讲还是发达国家带动,因为发展中国家,咱们国家是比前年强一点,印度掉下来了,还是靠美国、欧洲、日本这都不错,这是去年情况。今年是这样,全球经济能否持续,我觉得短期还是可以的持续,这我不同意乔虹观点。2018年还是一个持续去年同步的复

苏。原因我主要是几点:1.周期动能持续。下半年开始本身有一个持续时间。2.虽然货币正常化,从动态来讲是紧缩,但是实际上还是宽松的,整体是宽松的,以前宽松影响依然在。而且不管美国还是欧洲,如果说经济增长下来,正常化就停止了,正常化就退后了。我们所以加息是看数据,数据好就不加,不好就不加。2016年、2015年它说加四次最后只加一次。欧洲QE还在持续,只不过减少了一半,它还是在放货币,所以它没有说什么时候停止。最重要是看数据。日本量化宽松始作俑者它都没有提到正常化问题,它好不容易到1.5左右增长,它还珍惜这个。所以总体来说货币宽松环境还存。这个还是要看数据,数据不好就走得慢一点。3.美国减债效应。我同意刘利刚想法,这个不能指望太大,但是短期来讲多少有一点效果。现在已经开始,多多少少会有效果。这三个因素我想2018年比2017年好一点,全球经济复苏步伐会加快,但是不会太快,我想也就是0.1—0.2个百分点。这是2018年一个情况。讲持续性,我更担心稍微长远一点,2018年怎么样,是不是还一直往上

走,是不是回到以前状态,这个可能性不是很大。所以前一段时间,讲了偏平庸,或者是悲观一点,长期停滞不太可能,但是新平庸是有可能,也是一个新常态,新常态一个特点就是增长速度下一个台阶,当然正面理解是经济结构优化。我们国家全球经济到过4.5以上,以后4.5就比较困难了,3.5可能是新常态。所以的话原因就是发了,发达国家缺乏增长动力。我前不久去日本福冈待了一个礼拜没有看见一个新房子。福冈房子已经不错了,是比较舒适的类型,但是没有新房子,也没有30层以上的,都是矮小的;就是20层算高的。去欧洲和美国也可以看到,没有投资的需求。所以说刘利刚讲到你减税又怎么样,你减税我不是是一定要投资,如果没有好的项目,如果没有实体经济我也不会投资。现在实体经济不缺钱,所以世界经济实际上发达国家老了,发展中国家咱们国家也是少年气盛到青年成熟,这个增长动力是不可避免下行。所以我对于长期的不是能够持续,看你怎么定义持续,我还是没有这么乐观。

沈建光(瑞德证券中国区首席经济学家):2017年全球都认为中国经济会有很大危

机,做空人民币是最流行的海外对冲基金。国内也在讨论的一个策略,是保汇率还是什么。2017年年底我们讨论人民币该升值多少,今天早上也在讨论是贬值还是升值。2017年很多人非常悲观,但是结果是很好。现在2018年来看大部分人乐观,但是我是觉得比较谨慎一点。中国还是一个非常明显,是采取了多措施,所以现在在问题上是,杠杆率,房地产泡沫,这个怎么解决。美国特朗普现象也是很有意思,上台一年多一点什么没有干成基本上减税完成了,减税完成了本来应该庆祝,结果出了一本书,现在搞得灰头土脸。所以美国情况也是很微妙。2017年我感觉到最大亮点,我认为2018年会继续复苏。这个复苏持续了三年。我觉得全球复苏是从2015年开始。2017年最大亮点是欧元区全面复苏,这个没有受到脱欧影响,对国内投资者来说国内看好美元。2017年最大亮点欧元对美元升值15%,大家预测人民币贬值,美元上升,实际上最大2017年亮点是欧洲经济全面复苏,以及欧元大幅度升值。这是2017年我最大的观点,这个看起来还是实现了。

(下转 A4版)