

A 充满变数的 2018 年

刚刚过去的 2018 是比较特殊的一年,一是改革开放 40 周年,二是贯彻党的十九大精神的开局之年,三是实施“十三五”规划承上启下的关键一年,但也充满了变数。总体上来看,有三条主线贯穿了全年经济,一是国内的金融去杠杆去风险进程;二是中美贸易摩擦;三是美联储加息引发的全球市场波动。另外,关于改革推进迟缓和“国进民退”等方面的一些担忧加大了经济下行压力,特别是三季度经济增速降到 6.5%,创近十年来新低。

在全年三条主线的影响下,中国经济下行压力加大,许多企业,特别是民营企业陷入经营困境,一方面盈利端持续恶化,另一方面负债端出现融资难的问题。在上游去产能大幅推升成本,金融去杠杆压缩融资的环境下,企业不仅仅出现了成本上升,融资困难等经营性的困境,企业家的信心也大幅下降。这些因素进一步冲击了企业投资和金融市场,对实体经济产生明显的负面效应。

为此,国家出台多项政策稳增长。央行共实行了四次定向降准以及中期贷款便利工具(MLF)配额激励等较为宽松的货币政策。目前存款准备金率已降至 14.5%,为十年以来新低,降准的力度也在边际增强。下半年开始监管政策由之前的“去杠杆”转向强调处理宏观杠杆率与稳增长的关系。为支持企业融资,重提信用风险缓释工具、多渠道设立纾困计划;同时为了提供配套的流动性支持,放开并购重组的监管措施,完善股票回购制度等。央行创设定向中期借贷便利工具(TMLF)。和 MLF 相比,TMLF 期限更长、利率更低、有助于降低金融机构中长期负债成本。为了激发微观主体经济活力,财政部实施多次减税降费,总额超过 1.3 万亿元。

7 月和 10 月召开的政治局会议均强调,要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。特别是 10 月底的政治局会议针对民营企业所面临的问题,提出“坚持两个毫不动摇”,“促进多种所有制经济共同发展,研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”,回应了社会的多方面关切。此后,国家最高领导人召开民营企业座谈会,要求加强保护民营企业家人身和财产权,多举措并举化解民营企业经营困难,缓解了民间投资信心不足的问题。

从企业中长期贷款、就业指标、外贸订单等数据看,我国经济已出现一定程度的收缩。最新的货币金融数据也反映出经济活动较弱,企业中长期贷款增长不佳,银行风险偏好下降,债券融资和股权融资余额增长也在低位徘徊,显示企业融资谨慎,实体经济需求不高。尽管最近国家出台多项政策稳增长,但由于政策存在时滞、传导欠佳等原因,实际改善不是很明显。加上 2018 年上半年 GDP 增长基数相对较高,我们预计 2019 年上半年经济下行压力依然存在。

B 中美贸易战的危与机

中美贸易失衡很大原因是两国经济结构不同,两国之间的贸易实际上是互补大于竞争。我国主要出口劳动密集型产品,其中加工贸易占了相当大的比重,而美国出口以较高附加值产品为主。美国选择中国作为贸易战对象的直接原因是中国是美国贸易逆差的最大来源国(45%),而中美贸易总额在美国贸易总额中的比重未超 20%,可以起到“损失小降逆快”的效果。2018 年 3 月 22 日,美国贸易代表办公室发布 301 调查报告。特朗普宣布将对美国进口的钢铁和铝分别征收 25%和 10%的关税,打响了中美贸易“第一枪”。6 月 15 日,加征关税的正

稳中求变 中国经济开启下半场

从 1978 到 2018 的 40 年,是中国经济的上半场。以 2019 年为分水岭,正在开启下半场。中国经济的未来必须摒弃粗放式的投资依赖型发展模式,靠进一步的改革、创新和提高全社会资源配置的效率来推动。尽管最近国家出台多项政策稳增长,但由于政策存在时滞、传导欠佳叠加中美贸易摩擦等不确定因素,2019 年经济下行压力依然存在,但有望在下半年企稳,我们预计全年的 GDP 增速在 6.2% 左右。

式商品清单发布,将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税;其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施;7 月 10 日,美国宣布针对 2000 亿中国商品的征税计划;9 月 17 日,美国宣布于对价值 2000 亿的中国输美产品征收 10%的额外关税,并称可能会在 2019 年 1 月 1 日起将关税上调至 25%。在 12 月阿根廷布宜诺斯艾利斯举行的 G20 会议上,中美两国元首会晤达成共识,美国同意在 90 天内暂时不推升关税到 25%的水平。

总体上来看,贸易战主要集中在高科技领域,并不是中国对美国的主要顺差领域,特朗普的重点是遏制中国在高科技领域可能对美国带来的挑战。从经济基本层面来看,两国贸易结构上各自具有比较优势,相互补充。最近两年的中美关系被特朗普以重商主义和单边主义为导向的理念和风格的影响。这既有两国经济差距缩小、大国崛起而引起的修昔底德陷阱的因素,也有意识形态不同的生产关系因素,有国际利益格局调整、地缘政治格局变化的外部因素。国际货币基金组织(IMF)认为在最严重的情况下,贸易摩擦对中国 GDP 的影响

是 1.6 个百分点。我们认为中美贸易战将是一个较为漫长的过程,因为两国利益相互交织,贸易战对双方经济都会带来实质性的冲击。美国对于中国在经济方面的诉求主要包括以下四点:

1. 减少贸易顺差——实际上中国目前整体的经常账户盈余已经大幅减少,贸易基本平衡,对美的顺差很大程度上反映了中国世界组装工厂的地位和其它国家对美的顺差;
2. 公平竞争——中方最近提出了国企“竞争中性”,是对这个问题的突破性回应。竞争中性的本质是将政府企业的经营活动与政府职能隔离,因此能够提高全社会资源配置的效率;
3. 知识产权保护——这也是中国正在努力的方向;有望在 2019 年全国人大通过的《外商投资法》强调国家依法保护外商投资企业的知识产权,鼓励基于自愿原则和商业规则开展技术合作,技术合作条件由投资各方协商确定,不得利用行政手段强制转让技术;
4. 市场进一步开放——中国在多个场合承诺进一步开放,包括金融等服务业和能源等行业。12 月的中央经济工作会议也强调,全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度,保护外商在华合法权益特别是知识产权,允许更多领域实行独资经营。

由此可见,中国的表态说明愿意做出某些妥协,很大一部分谈判的内容也和中国的进一步改革开放的趋势不矛盾,因此双方仍有相当可以谈判的空间。中美虽然存在诸多矛盾,但是我们预计中美关系不至于演变成“新冷战”。

C 国内经济预计在下半年企稳

2019 年将迎来中华人民共和国成立 70 周年,2020 年则是全面建成小康社会的目标之年,而 2021 年是中国共产党成立 100 周年,因此 2019 年被视为承前启后的关键一年。12 月中旬的中央经济工作会议公告承认当前经济面临下行压力,并定下“宏观政策要强化逆周期调节”的基调。具体而言,积极的财政政策要加力提效,减税降费是重要方向,而且通过较大幅度增加地方政府专项债规模来保障财政政策实施的资金来源。其中:稳健的货币政策要松紧适度,提高直接融资比重,解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题;积极的财政政策要加力提效,实施更大规模的减税降费;加快经济结构优化升级,提升科技创新能力构建房地产市场健康发展长效机制,坚持房住不炒定位,因城施策、分类指导;资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用,引导更多中长期资金进入;推动全方位对外开放等。

我们预计 2019 年总需求偏弱。推动当前经济增长的动能没有发生根本变化,对 GDP 最大贡献来自消费支出,但这在很大程度上来自于投资以及 GDP 增速下行的被动效应。投资方面,在稳增长与调结构的双重约束下,基建投资增速中枢明年将回升。制造业投资明年增速将回落,但不会过低,仍可能保持在 6%的增速平台。消费方面,预计明年经济下行将抑制消费需求,同时受地产调控政策的影响,地产相关消费品会有一定压力,但个税节省的累积效应将在一定程度上对冲消费增速的下行,消费全年有望弱势稳定。出口方面,世界经济仍面临许多不稳定因素,预计发达市场的复苏动力转弱。IMF 将 2019 年全球经济增速预期,由 3.9%下调 0.2 个百分点至 3.7%。其中,随着财政政策对经济的提振效应减弱以及利率上升,美国经济有可能迈入周期拐点,导致全球的投资者情绪脆弱。受外需下降、内需偏弱影响,进出口增速均将出现回落,净出口贡献进一步下降。

明年国内政策预计将保持宽松,一些结构性宏观政策仍可能放松,主要以“短期宽货币、稳信用+中期改革、创新+加大对外开放”为主。如果 2019 年 3 月之前中美双方未能就贸易问题达成妥协,一旦美国对华 2000 亿美元关税上升到 25%,中国的外需将受到进一步冲击。这种情况下,中国可能会被迫采取更加积极的财政、货币政策,包括降准和降息,甚至容忍更高层次的人民币贬值和放松房地产调控以稳定经济。随着中国监管层逐步对资本市场股权质押问题的有序解决,中国股市下跌风险已经得到充分释放,但是投资信心修复还需要时间。我们预计 2019 年国内经济增长继续放缓,但有望在下半年企稳,全年的 GDP 增速在 6.2%左右。

D 中长期经济靠改革和创新来推动

根据 IMF 的预测,未来几年随着产出缺口闭合,货币政策继续回归正常,多数发达经济体的增长率将下降到潜在水平。劳动生产率增长乏力,是中期经济增速下行的主要驱动因素。美国经济增长放缓,欧洲央行与日本央行可用刺激工具减少,宏观政策边际效应下降,叠加贸易摩擦与地缘政治升温等因素,全球经济将缺乏再度上行的驱动力。

在这种背景下,摒弃粗放式的投资依赖型经济发展模式将是必然方向,尽管旧动能增长力量减弱将导致中国短期经济继续承压。中国经济的崛起靠的是制造业,未来制造业依然是立国之本。党的十九大报告强调,建设现代化经济体系,“必须把发展经济的着力点放在实体经济上”。但是近年来,中国制造业面临更加严重的“双向挤压”。一方面,劳动密集型的以出口或代工为主的中小制造企业由中国向越南、印度、印尼等成本更低的新兴发展中国家转移;而同时部分高端制造业在美国、欧洲等发达国家“再工业化”战略的引导下回流。夹在两者中间的中国制造业,正在丧失劳动力成本优势,而技术和产业升级也面临挑战。

另外,从经济的长周期来看,中国潜在经济增速处于下降趋势,主要归因于以下理由:人口红利逐渐消失;城市生活成本高、就业机会少导致城市化进程放缓;加入 WTO 的扩张效应有所衰减;大规模基础设施投资的高峰期已经过去;国家对于资源、环境承载力的约束性有所增强;中美两国摩擦不断。因此,我们需要寻找新的经济动能和推进改革开放,改善民企的经营环境并改革国企的经营方式,从而激起全社会的活力,产生经济增长的内生新动力。最近中国人民银行行长易纲提出了国企“竞争中性”,以确保国企民企公平竞争,其本质是将政府企业的经营活动与政府职能隔离,因此能够提高全社会资源配置的效率。另外,中国要想经济的长久发展,一个关键因素是要增加研发投入、靠科技创新强国,而这个背后一个重要的支持方式是给企业确实实地减税降费,企业利润多了就有动力投入更多的资金和力量进行研发和创新。

从 1978 到 2018 的 40 年,是中国经济的上半场。以 2019 年为分水岭,中国经济正在开启下半场。2020 年要实现两个翻倍目标,我们认为短期增长靠政策红利的持续释放,但是中长期必须靠进一步的改革、减负、创新和提高全社会资源配置的效率来推动。现在中国正面对新的挑战也给了中国提供了以更大决心更大勇气去深化改革、扩大开放、鼓励创新的一个战略机遇期。如果中国能够及时地进行策略上的调整,同时激发经济内在的增长动力,那么就有希望跨越中等收入陷阱,真正实现“中国梦”!