

国务院参事夏斌、远策投资总经理张益驰、嘉实基金首席经济学家李燕纵论“稳增长”

稳增长考验中国经济改革的眼光和魄力

证券时报记者 孙晓霞

5月底召开的国务院常务会议提出,要把稳增长放在更加重要的位置,一系列具体的措施和要求也在会议中被明确。业内人士预期,为缓解经济下滑,下一阶段,决策层将加快推进包括基建投资、结构性减税、非对称降息在内的一系列政策。

不过,央行发布的一季度货币报告显示,在货币投放方面,与投资密切相关的银行中长期贷款利率今年以来仍在持续上行。对此,部分业内人士认为,银行全年信贷不会因刺激政策而大幅增加,也不应该大幅增加。而相反的声音则认为,经济增长要保持平稳,前提是必须保持经济发展必要的货币供给,在中国并不缺储蓄和资本的情况下,人为制造资金紧张,是制约当前经济触底反弹的主要原因。

如何正确理解目前下滑的经济形势?财政政策、货币政策在“稳增长”的经济目标下,如何更有效地协调与配合?在现阶段,影响中国经济中长期发展的关键因素究竟是什么?证券时报记者就相关问题采访了国务院参事、原货币委员会委员夏斌和远策投资总经理、原华夏基金股票投资部总经理张益驰以及嘉实基金首席经济学家李燕。

“稳增长”关键在调结构

证券时报记者:去年底中央经济工作会议明确提出今年的政策是“稳增长”,为什么现在重提“稳增长”?在经济下行的背景下,本轮刺激政策与以往有什么不同?“稳增长、防通胀、调结构”应该是什么样的主次关系?

夏斌:中国经济不可能再出现2005年、2007那样的高速增长,这是中国经济今后发展的逻辑。在主基调不变的情形下,中国经济保持持续稳定发展的关键在结构调整,仅仅靠货币政策的松动,不能解决调结构问题。

李燕:4月份相关经济数据出来后,明显低于政府预期。这使得温总理在湖北考察时强调,把“稳增长”放在更重要的位置;5月23日,国务院常委会再次提及。可见,在经济下行的背景下,“稳增长”已被列为未来政府工作的重心。

即将开始推出的“稳增长”措施,与2008年底4万亿刺激政策有所不同。本轮稳增长的政策方向和重心将更多地立足于“调结构”,应该是包括财政手段以及货币手段在内的一系列组合拳,包括国务院常务会议中提到的节能产品消费补贴、扩大节能减排的力度、结构性减税等,都可能在下一阶段出现。

张益驰:提出“稳增长”目标的背景是目前经济下行速度超过市场预期。所以,5月份,包括温总理和各常委在内的决策层下到地方集体调研并再度重提“稳增长”的政策目标。

基建投资与非对称降息可能会快一些

证券时报记者:下阶段,财政、货币等相关政策将会出现什么样的变化?

夏斌:合适的财政政策是这轮宏观调控能不能坚持下去的关键。基于目前的财政赤字状况,有实行积极财政政策的余地和空间。解决赤字问题,不仅要算财政部的预算收支账,还应把巨大的国企股权变现潜力、资本收入、分红包含在内。

个人认为,政府应加快财政支出结构的改革和结构性减税,主要向战略性行业倾斜,向小微企业倾斜,向有助于扩大消费的基础性领域倾斜,包括社保、医疗、教育等,向结构调整和价格改革中必需的补贴支出倾斜。

货币政策方面,应加强微调,微调并不意味着简单地放松银根,也是要放松总量政策,在调控机制并不是有效的情况下,可以运用信贷机构政策来实现微调,比如说对小微企业的贷款支持力度,以及减税等措施。

张益驰:首先,我认为所有政策中基建投资和非对称降息会快一些,尤其是后者,上周,A股市场正在对此反应。

●夏斌:中国经济保持持续稳定发展的关键在结构调整,仅靠货币政策的松动,不能解决调结构问题。

合适的财政政策是这轮宏观调控能不能坚持下去的关键,政府应加快财政支出结构的改革和结构性减税。

要稳定增长,只能扩大消费以平衡出口、投资、消费之间的结构,这是中国经济最迫切需要解决的问题。

●张益驰:所有政策中基建投资和非对称降息会快一些,尤其是后者。

对于目前出台的各项政策,我的看法比较谨慎。即使是目前对中国经济下滑最有拉动作用的投资,其有效性也需要密切关注;结构性减税想要达到预期效果更难;打破垄断、放开民间投资,最终仍取决于决策层改革的决心和魄力。经济的长期发展最终要看改革的力度。

●李燕:考虑到目前的经济下滑,稳增长中最重要的还是要稳投资。

对于中国经济而言,目前最紧急的就是货币政策与其他措施的协调性。相比于中国经济的下行速度,现行货币政策偏紧。

所有改革中最令人期待的就是打破垄断,国退民进,但短期很难实现。

需要进一步指出的是,虽然非对称降息出台的机率偏大,但目前银监会仍在坚持控制信贷风险,在投放货币方面,相关机构似乎还没有达成完全的共识。有一部分声音认为,如果贷款利率下降,在银行存款增长不稳定的情况下,银行利差减少,银行风险也会随之加大,受到政策影响的金融股会直接拖累大盘。

李燕:此次国务院会议将减轻企业税负作为第一条。我相信,政府已下决心将结构性减税的文章做足,尤其是营业税改增值税正在稳步推进,因为“营改增”更深层的意义是促进中国的产业结构升级。同时,我们也观察到,为了稳定进出口,国家也减低了部分产品的进口关税。此外,消费税也可能进行调整。

值得注意的是,温总理在此次湖北考察调研讲话中特别强调货币政策,如加强金融监管政策与货币政策的协调配合、改善信贷投放能力、保持货币政策传导机制畅通有效,切实降低企业融资成本。

央行最近出台的一季度货币政策报告显示,在贷款需求减弱的背景下,包括中长期贷款利率在内的一般贷款利率仍在上行,且全部贷款利率上浮的比重仍在增加。而另一方面,与投资密切相关的中长期贷款新增非常有限,且其占比连续3个月低于30%,而正常年份应是40%、50%。造成这种局面的原因既与中长期贷款的有效需求不足有关,也与监管政策的某些规定有关。市场非常关注5月份中长期贷款的增速和比重是否改善。

对各项政策效果持谨慎态度

证券时报记者:从中国经济的长远发展来看,您认为,温总理强调“稳增长”最该“稳”什么?如何具体看待十一项措施的优先顺序?如减税、铁路投资、教育以及医疗?

夏斌:中国要保持保持经济的持续增长,只能是扩大消费以平衡出口、投资、消费之间的结构,这是中国经济最迫切需要解决的问题。可以说,现在的内外失衡问题、环境资



吴比较/制图

源问题、增长方式问题、外汇储备问题、国际摩擦和汇率问题,甚至是社会不稳问题等,其实都与消费有关,因此最重要的是要解决消费问题。

相对于国内目前推出的几大产业振兴规划,我认为,最重要的是要搞扩大消费的规划。现在讲的收入分配改革,其实也远远解决不了总量结构调整所需要的大幅提高消费的需求,消费问题一定要有战略规划。

在战略规划方面,我认为,要解决居民消费的后顾之忧就要逐步解决医疗、教育及养老问题。其次,要尽快推进收入分配改革。第三,加快土地制度改革,提高农民收入。最后,在扩大居民财产性收入方面,一项战略性的举措就是加快实施“国退民进”,在增加一部分居民投资性财产收入的同时,政府售股换取的现金可以直接救济穷人,进而促进消费。

张益驰:对于目前出台的各项政策,我的看法比较谨慎。即使是目前对中国经济下滑最有拉动作用的投资,其有效性也需要密切关注。投资中虽然有中央政府的基建拉动,但由于国家对房地产的严控,银行体系对地方融资平台贷款的谨慎,使得地方政府缺钱,加之民营企业效益不好,民间投资意愿减弱,整体投资的持续性,个人认为效果有限。

此外,结构性减税想要达到预期效果更难。目前,地方政府的财政压力很大,由于房地产的宏观调控以及经济的加速下滑,财政收入下降很快,在此背景下,地方政府能够不加大税收的征收力度就很不错了。而从政策效用的角度来看,减税如果真得想达到预期效果,没有千亿规模是很难起到作用的。

最后,在关系着中国经济长远发展的重要一环,打破垄断,放开民间投资这一块,虽然市场预期相关细则会陆续出台,但出台的细则是否具有操作性,是否及时,最终仍取决于决策层改革的决心和魄力。

从目前来看,我个人认为,出台的各项措施对经济的下滑仅仅能起到企稳和支撑作用,经济的长期发展最终要看改革的力度。

李燕:考虑到目前的经济下滑,稳增长中最重要的还是要稳投资,因为消费

本身具有平稳的特性,而出口掌控权不在我们。如果国内生产总值(GDP)今年不能够实现7.5%的增长,就业会出现问题。根据国家统计局数据,4月份全部工业企业从业人员同比增长已由去年同期10.3%的水平跌至3.2%的水平,今年1月到4月,工业企业盈利增速已负增长,如果这种状况持续下去,必然影响到就业,而就业则直接关系到社会的稳定。2008年、2009年出现的2000多万民工返乡潮就是一个很好的事例。

近期来看,我认为,目前对于中国经济而言最紧急的就是货币政策与其他措施的协调性。相比于中国经济目前的下行速度,我个人认为,现行的货币政策偏紧。现阶段,如果不连续多次降低存款准备金率,连中性的货币条件都达不到。

■摩根天下 | J.P. Morgan View |

亚洲下半年前景可望改善

莫兆奇

欧洲债务危机升级,加上环球增长忧虑打击投资信心,驱使投资者纷纷抛售较高风险的资产。亚洲经济虽仍保持良好增长基调,但在过去两周的跌市中,区内股市全线取得外净净沽盘。

摩根资产管理认为,由于亚洲拥有强劲内需市场,加上区内财政及货币政策空间仍较灵活,只要欧元区的局势不急恶恶化,亚洲下半年的增长前景可望显著改善。

受制于全球出口需求疲弱,加上泰国水灾及新西兰地震相续造成供应链干扰,亚洲经济的增长速度于去年第四季度显著减慢。不过,在国际货币基金组织(国基会)最近发表的亚太区经济展望报告中,整体亚洲地区2012年及2013年的本地生产总值增长预测仍分别维持在6%和6.5%,当中新兴亚洲的增长更分别达6.9%和7.5%。

国基会强调,强劲的内需动力,稳定流入的外国直接投资,以及中央银行

长期来看,政府正在进行的一盘棋改革中,我个人认为要素价格的改革要先行,因为,供求决定价格是市场经济的灵魂,改革的前30年我们使一般商品价格市场化,现在已经到了要素价格必须市场化的阶段,否则投融资体制改革、节能减排都难以顺利推进。今年要素价格改革进行得不错,没有过多地考虑经济的短期波动。对商业银行而言,最重要的改革就是利率市场化,并且现在的条件已逐步成熟。

所有改革中最令人期待的就是打破垄断,国退民进,但短期很难实现,需要许多配套措施。如果要素价格不能够市场化、正常化,这项改革也会遇到很多阻碍和困难。一些垄断行业如电力、铁路运输等如果没有配套要素价格的改革,民间资金也不会进入。价格改革欠账欠了30年,当前,市场对要素价格改革的紧迫性和必要性的认识非常理性,政府一定要顺应形势,将改革进行下去。

打击投机炒房方向不动摇

证券时报记者:重提的“稳增长”与楼市调控放松是什么样的关系?有人人士表示,经济增速一旦明显放缓,楼市调控必然放松。但也有人表示,稳增长不能指望房地产,您怎么看?

夏斌:在楼市泡沫风险已经形成的背景下,中国经济要稳定增长,必须整顿房地产市场。要坚定不移地坚持调控方向,打击投机,加快社会保障房的建设,坚持房地产以消费品为主导。

短期,政策调整一定要给市场明确的信号:坚决打击投机炒房的方向不变。在信号明确、方向不变的情况下,要讲究策略,我曾提出是用交易税来逐步顶替、替换限购政策,因为,毕竟有些确实是刚性需求。从长期来看,我们的政府不应该控制房价,关键是要把健康发展的长效机制建起来。

张益驰:毫无疑问,长期以来,房地产是中国经济的支柱产业。它的产业链很长,对相关产业的拉动作用及对地方政府的财政收入影响都很大,这也正是近期各地方政府不断出台各种微调措施的原因。但从目前中央政府的意愿来看,在房地产领域放弃限购、放开投资和投机资金参与房地产,可能性很小,这将会导致新一轮的资产泡沫,这是政府不愿看到的。

为了取代房地产对中国经济的拉动作用,国务院分别在去年底以及5月主持召开常务会议,出台相关政策、规划,力图将文化传媒以及节能环保两个产业发展为新的支柱产业,个人认为,房地产业占GDP收入的比重是两个产业短时间内达不到的。

即便在节能环保领域,产业的快速发展也是需要包括政策、技术、制度与金融工具创新在内的一系列配套措施出台,才能从长远上带动产业的发展与壮大。

李燕:我们理解房地产政策,就是两个不动摇。一是严禁投资与投机不动摇,二是鼓励与支持保障房建设、首套

刚需和普通商品房供应不动摇。这两个不动摇在今后的房地产调控中也会继续坚持,但支持首套刚需和普通商品房建设的力度存在进一步加大的空间。

A股短期看多但空间有限 看好受益政策的价值股

证券时报记者:在“稳增长”政策基调下,资本市场将会出现什么样的演化?哪些板块会受益?如何看待今年股市近期和远期的投资机会?

张益驰:政策出来后的两天,银行股走弱,地产股走强,A股市场正在反映非对称减息的预期。但从市场整体走势来看,即使中央政府一再表态将出台多项措施刺激经济,但感觉短期市场空头仍占据主要位置。目前的市场走势主要是靠政策预期推动,7月份之前,我个人看多市场,主要原因是中央政府已下决心要将经济激活,将不断有政策出台,只是空间有限。

当A股上行一个台阶后,市场将更多注意力放在稳增长措施的针对性及有效性后,市场震荡会加大,7月到9月份可能以震荡为主。中长期来看,由于地方政府负债等相关因素存在不确定性,市场走势也存在不确定,全年都应该是震荡市。

具体到投资策略,短期由于价值股估值较低,受政策预期推动,资产配置将以价值股为主,尤其关注地产、水电等板块,成长股在整体策略中为辅。随着流动性回升,成长股的成长性逐渐显现,将加大成长股的配置力度。在成长股里,个人最看好的是一些成长性比较确定的消费股,尤其是那些与民生相关的各种消费类和服务业类的公司。

李燕:中国经济有望在二季度从回落逐步过渡到企稳,对资本市场而言,我们首先看好受益于“调结构”的消费。国务院常务会议强调下一阶段政府将对节能减排产品实行补贴,温总理也提到将增强消费对经济增长的拉动作用,抓紧确定继续支持家电、汽车下乡的政策,扩大建材下乡试点范围,我认为与此相关的板块都会有不错的表现。

其次,此次国务院常务会议上提出,在投资领域,要推进“十二五”规划重大项目按期实施,尽快启动一批事关全局、带动性强的项目。我们看好与基建相关的投资,尤其是与中西部地区的发展密切相关的投资、市政建设等。“十二五”规划里重点提到的产业已进入规划的第二年第三年,一些产业的发展已时不我待。

第三是受益于金融体制改革的板块。金融体制改革的核心有两点。一是放开高门槛,民间资本将会越来越多地进入该领域。二是利率市场化,如果金融体制改革顺利实行,我相信,一些竞争力强的证券、银行、保险、信托等金融机构将胜出。

第四是受益于减税政策的板块如现代服务业与交通运输业。第五是与国际形势密切相关的军工板块。第六是受益于要素价格改革的水电油气等相关板块。

的宽松货币政策,都是支持亚洲增长的重要因素。尤其是在货币政策方面,鉴于亚洲区内各地通胀普遍已从去年的高位回落,故可容许区内央行在调节银根时拥有较宽松的空间。

短期内,欧洲债务问题悬而未决,仍是亚洲地区所面临的主要风险。整体而言,欧元区的混乱政局和脆弱经济,都会造成投资者焦虑,并拖累亚洲地区的环球出口需求。

希腊未能在5月中的选举后筹组联合政府,因而无法及时推行所需的紧缩措施,其被迫退出欧元区的风险现仍不能消除。德国制造业和法国服务业的弱势,已拖累欧元区综合采购经理指数屡创近期低位。法国总统选举由反对紧缩财政的奥朗德胜出,更令投资者担心法国经济疲弱的压力会扩散至欧元区其他成员国。

此外,油价的走势对于亚洲的增长前景亦举足轻重,因为区内大部分国家都相当依赖石油进口,油价上涨会为这些国家的通胀、国际收支和财政负担等

带来不同程度的影响。虽然近期油价已回落至七个月低位,但因环球库存水平偏低及剩余产能不多,一旦中东产油国的紧张局势升级,就可能令油价大幅推高。

尽管如此,由于亚洲股市的估值仍处于相对吸引的水平,目前亚洲(除日本)市场的股本回报率达13.9%,而市盈率则分别为2012年预期盈利的11.7倍和2013年的10.4倍,估值与欧洲相若,与美国相比则更加低廉。

更重要的是,亚洲地区的公共债务相对于本地生产总值比率远低于欧美国家,意味区内政府拥有更充足的财力,可在必要时推出更多财政刺激措施,支持区内经济。

(作者系摩根资产管理执行董事)

摩根资产管理 | J.P. Morgan Asset Management

提供全球资产配置服务,包括:股票、债券、另类投资、大宗商品、基础设施、私募股权、对冲基金、REITs、保险、信托等。

摩根

资产管理