

## 中国经济增长由规模红利转向效率红利

张茉楠

当前,中国经济增速正进入7%至7.5%的增长区间,这种增长尽管比2000年至2008年的10.2%增长降低一个台阶,但也正在经历一个挤出水分的增长新阶段。

### 未来三五年经济增速都会有波动

最新公布的中国8月规模以上工业增加值同比增长意外下跌,增幅创2008年12月以来新低,发电量也出现年内首次同比下跌,但这些数据的下滑并不代表中国经济“衰退”、“硬着陆”,甚至是“崩溃”。

在中国改革开放历史上,总共出现过三次比较集中的“中国崩溃论”,分别是1989年、1997年(亚洲金融危机)和2008年(全球金融海啸)。然而,事实上,中国一直是全球增长最快的国家,1978年至2013年间,中国国内生产总值(GDP)增长了155倍。事实也将证明,外界对中国经济增长的过度担忧恐怕也没有太大必要。

的确,从2010年第一季度开始,中国经济增速下滑7个季度,为改革开放以来时间最长的周期。但是,全球范围看,高速增长之后的“增速换挡”是一种必然趋势。根据世界银行增长与发展委

## 关注新常态下股市投资机会

曾福斌

本周一,有媒体报道称,中国高层领导人上月齐聚北京,取得的共识是年底前经济工作的重点将是推进改革,优先于出台刺激增长措施,并接受了经济增幅可能低于7.5%目标的现实。在此消息刺激下,周一沪深股市大跌39.58点。不过庆幸的是,经过周二、周三两天的反弹,股指已经完全收复周一失地。对于高层接受国内生产总值(GDP)增速目标的下调,股市很快就适应了这一新常态,回归其上升轨道。

GDP被公认为衡量国家经济状况的最佳指标。同样的,股市是一个国家或地区经济的晴雨表,同时也反映出人们对一个地区或国家未来发展趋势的判断。不过,在很多时候,GDP的增速跟股市并不正相关,这跟GDP的失真有关,也跟未来预期等其他很多因素相关。有投资者表示,即使中国的GDP降到5%的增速,只要这样的增速是健康的,可持续的,他们依然非常看好中国股市。

值得一提的是,2008年金融危机以来,中国在4万亿投资刺激下,2009年股市出现过一波暴涨,2010年后股市却进入了长达4年熊途。在这4年中,中国的GDP增速却一直保持世界第一,但是股市表现却是倒数。2008年以前,在扩张的货币政策下,因为投资的

员会统计,二战后连续25年以上保持7%以上高增长的经济体只有不到10个国家,这些国家都是小国,而其余经济体在经历过20年的发展后均开始减速,并且有些国家甚至出现了大幅减速。世界主要经济体,包括美国、日本、韩国等其他国家走过的道路也都说明,一国经济在经历一段高速增长之后,需要有一个调整期。增长速度会回落一些,但这种回落不是直线式的,而是波动式的。

过去中国增长模式的鲜明特点是“高速增长”和“结构失衡”,增长动力主要来自“高投资”和“强出口”。从动力转换的角度看,旧增长动力的退出是波动性的,新增长动力的发力也不是平稳的,因此,未来三五年的经济增长速度都会出现波动,这并不奇怪。在这种新常态之下,中国一方面需要接受经济数据的波动,一方面需要尽快完成结构的优化升级。那种经济下行压力一增大,就寄望政府出台刺激政策“渡平”周期的论点和做法是一种短视,对中国经济的长远发展并无裨益。

### 中国经济进入新的发展阶段

世界需要以新的视角和思维来看待中国经济增速的变化,中国经济已经进入了一个新的发展阶段。这个阶段

拉动,中国经济保持高达10%的高速增长,不过,这一状况受金融危机冲击发生了巨大变化,不可持续,因为1元投入产生的GDP在不断下滑。过去有太多无效的GDP、低效的GDP,需要国家补贴才能运行的,或者是铺张浪费造成的GDP等。目前,即使维持7.5%以下的GDP增长,只要它是真实的,无水分的,就是个非常好的经济形势,依然是获得投资者及大家肯定与认可的。相信这也是股市在8月份经济数据不理想,调降经济增速目标后强势反弹的重要原因。

此前,李克强总理在天津达沃斯论坛上表示,中国经济稳增长不靠强刺激,而靠强力推改革。其“只有拔掉杂草,稻谷才能长得茂盛”的表述也让人印象深刻。这可能令部分寄希望于刺激政策的人失望,不过细思之,这才是中国经济应该的常态,其实在提质增效的过程中,即使GDP增速下滑,目前中国的就业情况依然非常好,上半年失业率一直都维持在4%左右的,而这样的失业率已是美国经济繁荣的标志。

不可否认的是,在细分领域,政府依然会有刺激政策,比如科技创新产业、绿色经济产业等等。这也是政府引导,转型升级的方向。因此,我们应该淡化对大盘指数的看法,关注改革不断推进带来的红利。

## 欲速则不达 注册制改革需稳步前行

李允峰

中国证监会新闻发言人不久前指出,预期年底前推出注册制改革方案,目前相关工作在正常进行中。

注册制改革将从根本上解决政府对新股供给的行政干预问题,从而将IPO定价权交给市场。但中国IPO市场历史遗留的复杂问题造就了注册制改革面临的艰巨挑战,市场对IPO定价的合理性判断正是基于上市公司信息披露的充分性、真实性和有效性,而严格有效的问责体系和落到实处的监管体制就显得尤为重要。目前来看,即便是年底前推出改革方案,证监会也会控制发行节奏,不可能无节制地发行新股,我们从目前证监会每月控制新股发行数量上可以看出管理层对市场的呵护。况且,推出方案后必然有讨论方案、修改方案和试行期间,投资者大可不必对注册制吓破了胆。注册制改革需要稳步推进,过于着急只能欲速则不达甚至可

能半途而废。笔者以为,目前国内推行注册制的条件并不完全成熟。

首先,在我国资本市场每年依然拥有一批上市公司造假,如果不处理好这个问题,盲目实施注册制发行,只能让投资者丧失投资信心。投资者对实行注册制的最大担忧仍然是财务造假问题,而只有加大对发行人和中介机构的违规处罚力度,发行人和中介机构在有力的诉讼制度和行政执法的压力下,将更注重建立有效的风险控制制度,进行自我约束,这将是注册制在我国顺利运行的最关键条件。但目前无论是《刑法》,还是《证券法》,对上市公司财务造假和欺诈上市的处罚力度依然很轻,违法成本很低,要实施注册制发行新股,必须加大法律惩罚财务造假的力度,提高违法成本,保护投资者。否则,一旦注册制实施,新股上市门槛降低后上市公司造假将更有恃无恐,必然会对证券市场带来巨大的发展隐患。

其次,注册制改革需要证监会大力

推行存量发行,遏制资本市场IPO中的超募现象。在最新一轮新股发行体制改革中,证监会强调了变通的“存量发行”,我国IPO也曾效仿国外资本市场进行存量发行的试点,但是由于实施方案与市场预期存在差距,市场反应不理想。新股存量发行固然有其合理性和优点,它有助于拓宽资金来源,解决IPO发行股票数量过少导致的市场爆炒行为,另外,中小企业进行存量发行还可协助解决定价问题,促进定价机制市场化。在注册制发行实施前,证监会需要有充足的时间来调整和推行存量发行政策,注册制改革不可能一蹴而就。况且,注册制改革需要证监会放权,实现从审核者到监管者的角色转换,这种转换也并非是一日之功就能完成。实施新股发行注册制,笔者建议将新股发行的审核和上市权力交给交易所。这样有助于充分发挥交易所监管一线,更加靠近市场的优势。交易所集责、权、利于一身,更有利于开展监督管理工作,促使一级和二级市场实现平衡

段有两大发展目标:一是成功跨越中等收入陷阱,进入中高收入发展阶段;二是转换经济增长的动力机制,形成内生性增长机制。2013年我国人均GDP达到6700多美元,已经进入中等收入偏上或者说中高收入发展阶段。根据国际经验,这个阶段的战略性任务就是防止经济发展中出现增长动力“真空”、收入差距扩大、产业升级困难、技术创新缓慢、社会矛盾激化等所谓的中等收入陷阱现象。未来中国经济发展的重心在于如何寻找新的增长动力和替代动力,而不是依赖于短期政策刺激。

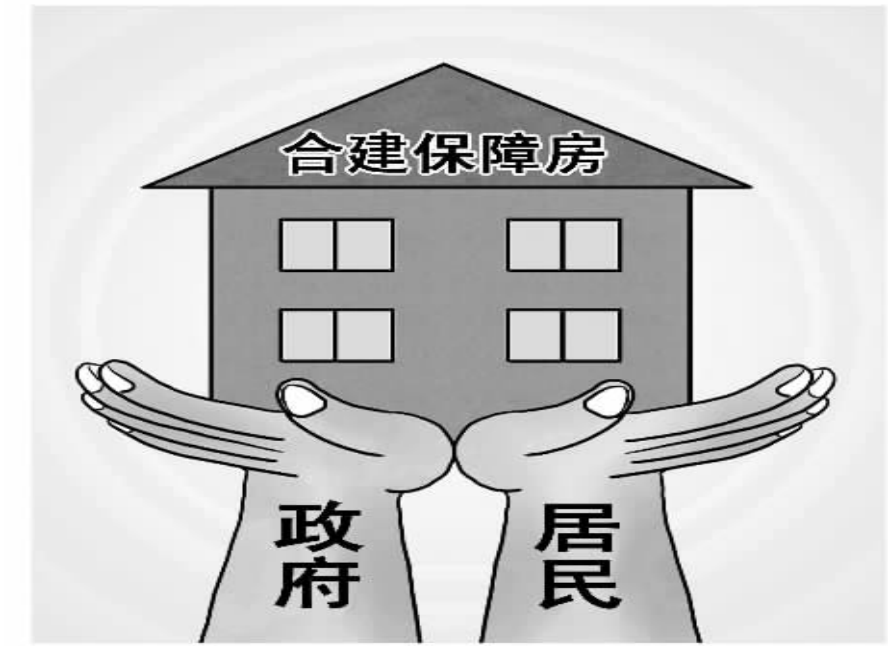
事实上,增长速度再快一点,非不能也,而不为也。为什么不?中国增长必须是实实在在和没有水分的增长,是有效益、有质量、可持续的增长。这意味着必须刺破过去GDP导向下盲目吹起的泡沫,挤出经济增长的水分。中国宁可发展速度慢一些,也不再依赖过去的外延式增长。中共十八大以来,中国经济“去杠杆”、“挤水分”的过程从未停止过。

首先是挤投资水分。去产能的过程中,新一届政府通过收缩非标融资、信贷窗口指导等方式断了产能过剩领域的水源,实际上相当于挤出投资中的水分,使稀缺的资源更多地投向有利于转型升级和服务民生的领域。其次是挤消费水分。2013年以来,反腐倡廉大大压制了政府消费和奢侈品消费。再有就是挤出口水分。从2013年5月的外管局20号文开始,主管当局严打隐藏在经常账户下的套利资本流入,虚假贸易的水分被大幅挤出,中国经济增长也回归理性和常态。

### 经济结构失衡正在得到纠正

增长速度放缓的背后,人们很少

### 北京拟试点居民出钱政府出地合建保障房



赵顺清/漫画 孙勇/诗

试点新型保障房,出地出资各一方。政府无偿出地皮,居民集资共建房。北京改革有新意,其他城市在观望。城镇化以人为本,居有其所是方向。

发展。而政府监管部门则可以审核重申中解脱出来,集中精力在政策制定、法规建设、司法监管以及更好地参与配合的国家宏观调控工作,更符合市场化改革方向。

此外,成熟理性的投资者是推动我国资本市场稳健发展的支撑力量,良好的投资教育环境是投资者成长的土壤。我国资本市场经过二十多年的发展,在层次结构、制度建设和市场影响力等方面都取得了卓越的成效,但是由于我国股权分置改革以后资本市场超常规的发展,大量对证券知识缺乏深入了解的投资者涌入市场,造成一系列非理性投资者行为,使得投资者并没有伴随资本市场的成长而进步。随着注册制改革的深化,新股发行定价逐渐市场化,加强投资者教育就尤为重要,而这同样需要时间。

对于未来的注册制,投资者无需杞人忧天。国内证券市场正面临着难得的发展机遇,新的牛市已经在起步中,投资者需要更多信心和耐心,必然能够在这新一轮资本市场的春天中实现自己的财富梦想。

关注到经济结构失衡的纠正。一是官方数据已经反映而学者也大都接受的变化,如经常项目盈余缩小;二是官方数据有反映但一些学者不接受的变化,如收入分配的改善;三是官方数据没有反映但部分学者根据分析猜测的变化。比如,在生产领域,高技术产业和装备制造制造业增长明显好于传统制造业;在消费领域,网购、电子商务等新业态增长明显。2013年电子商务市场交易规模达到9.9万亿元,2017年有望超过20万亿规模;在投资领域,战略性新兴产业、现代服务业势头良好,高新技术产业和装备制造业投资明显高于工业平均投资增速。第三产业比重在2013年首次超过第二产业,今年上半年三产占GDP的比重是46.6%,增速持续快于工业,占GDP比重继续提高。中国东部沿海许多地区基本完成工业化,需要向后工业化阶段迈进,形成以服务业经济为主的经济结构,这些新的结构性变化都在持续而深刻地影响着中国经济乃至世界经济。

当前,中国经济的确有很多值得担忧的问题,但塞翁失马焉知非福,也许经济增速放缓恰恰是中国经济转型也必须经历的代价,以及迈向新增长模式的开始。“新常态”之下,中国经济增长将从“高速增长”转为“常规”,而增长的动力也将“规模红利”转向为制度和生产力的“效率红利”,发挥生产率对提升总供给的根本作用,才能打破影响中国经济的供给约束,真正释放生产力。(作者系中国国际经济交流中心副研究员)



### 焦点 评论

北京拟试点居民出钱政府出地合建保障房



赵顺清/漫画 孙勇/诗

试点新型保障房,出地出资各一方。政府无偿出地皮,居民集资共建房。北京改革有新意,其他城市在观望。城镇化以人为本,居有其所是方向。

而政府监管部门则可以审核重申中解脱出来,集中精力在政策制定、法规建设、司法监管以及更好地参与配合的国家宏观调控工作,更符合市场化改革方向。

此外,成熟理性的投资者是推动我国资本市场稳健发展的支撑力量,良好的投资教育环境是投资者成长的土壤。我国资本市场经过二十多年的发展,在层次结构、制度建设和市场影响力等方面都取得了卓越的成效,但是由于我国股权分置改革以后资本市场超常规的发展,大量对证券知识缺乏深入了解的投资者涌入市场,造成一系列非理性投资者行为,使得投资者并没有伴随资本市场的成长而进步。随着注册制改革的深化,新股发行定价逐渐市场化,加强投资者教育就尤为重要,而这同样需要时间。

对于未来的注册制,投资者无需杞人忧天。国内证券市场正面临着难得的发展机遇,新的牛市已经在起步中,投资者需要更多信心和耐心,必然能够在这新一轮资本市场的春天中实现自己的财富梦想。

## 承载重任的股市能否在秋意中特立独行

苏亮瑜

8月的中国宏观数据寒意袭人,工业增加值创6年新低,用电量与发电量增速再度转负,外汇占款增量为负值,投资、消费等增速放缓,透射出中国经济正面临需求不足之虞。

疲态尽显的宏观基本面,以及决策层已接受经济增幅可能低于7.5%的现实等市场传闻,被认为是9月22日股市击穿2300整数关的利空消息。尽管9月23日市场再度向上收复2300点,但经济趋势性下滑正使股市面临失重之风险。

当前牵制国内经济趋势下行的关键是传统经济中内生增长动力衰减。这突出反映为有效需求不足,及当前“微刺激”措施呈现出的边际效用递减。全球金融危机以来,持续的财政货币政策刺激措施成为经济增长的重要抓手。这在推动经济走出危机泥潭的同时,也因需求的“超前式”透支而致使经济刺激计划呈效用边际递减的态势,如2009年启动的首轮财政货币政策刺激措施,至2011年下半年已成为强弩之末,而2012年、2013年和今年相继在政府高层表态和市场传言中确认的新一轮刺激措施,对经济的提振作用则愈发走弱。特别是今年上半年支持棚户区改造向国开行定向发行1万亿PSL,加大高铁投资规模,提高基建等项目投资审批速度等举措,则对经济的拉动作用聊胜于无。

近年来规模大小不等的刺激计划,至少潜存了两大风险隐患:一是放大经济体系的债务风险,使经济系统暴露在全资产负债表衰退的风险之下。渣打银行等多家机构的研究显示,截至今年上半年总体债务占国内生产总值(GDP)比重已高达250%,高企的债务水平无疑使经济面临突出的偿付风险,最近邯郸多个地产商的债务风险曝光,以及惊动中央高层的不过数百亿信贷逾期等传闻,反映了持续积累的高债务风险正冲击着刚性兑付的底线,而后者则是近年来巨额刺激计划在融资方面畅通无阻的主要信用背书,不难想象一旦刚性兑付被动打破,债务风险将成为新一轮金融乃至经济危机的引爆点,对国民经济的威胁犹如达摩克利斯之剑。从现实情况看,近年来地方政府和国企等投资了大量低效、不可持续的项目,比如规模庞大的高铁建设规划,除京沪、京广等个别项目外,大多数线路都不足以产生偿付本息的现金流。尤其值得指出的是,目前相当数量的这类资产为上市公司持有,或以固定收益证券等形式进入市场,这不仅使得资本市场的市值虚高,而且抬升了整个金融体系的信用风险和偿付压力,或将导致债务清偿连

锁反应的多米诺骨牌正在形成之中。

在当前宏观环境面临“三期叠加”的背景下,实体经济面临的另一个风险隐患是全局性产能过剩,并由此引发国内投资效益边际递减。由于当前的刺激措施多为生产型或投资导向型,而非拉动消费等促进经济结构调整之举,巨额投资计划在人为拔高需求的同时,也在进一步放大产能,导致国内从基建到制造业等几乎所有行业,都不同程度地存在产能过剩或产能利用率过低(70%左右,部分行业更低)等问题。这也是中国生产者物价指数已连续29个月负增长的重要缘由之一。

全局性产能过剩带来的直接后果是国内投资边际收益递减。在微观层面,这直接表现为整体性地压低企业可预期利润增长率,引发存货积压和错综复杂的应收账款等三角债问题,降低了企业乃至整体经济的资产周转率,抬高经济金融市场的整体风险敞口,进而导致有效需求不足,市场信用紧缩和债务紧缩,国内投资动力的不足,以及市场投资者对上市公司业绩前景和风控的预期恶化,并最终使股市因基本面风险凸显而人心涣散,投资信心不足。

此外,2009年股市暴跌以后市场持续出现的“熊出没”,还与中国股市长期以来的定位有关。相对与投资者分享上市公司收益的欧美日等股市,中国股市开埠以来就承载了为国企纾困的特殊使命,上市公司从股市融资规模远高于投资者从股市获取的收益等,透射出市场重于财富存量再分配而轻于再创造的特征,这也削弱了国内股市对价值投资理念的承载能力。

当然,当前影响国内股市的走势还与宏观政策走向以及监管层意愿密切相关,由于当前整体经济杠杆率过高,决策层希望恢复股市融资能力以降低整体的资产负债水平,如今年以来监管层多次提出公私合作的PPP模式,推进混合所有制、加快资产证券化和优先股试点,以及要求银行系统发行包含强制减记和转股条款的新型资本工具,都旨在通过加大权益型融资和债券偏股型条款设定等措施,降低经济金融体系存量的资产负债水平。

因此,即使当前经济进入趋势性下行通道,甚至面临资产负债表全面衰退的风险,但股市等所承载的优化融资结构、降低资产负债率等重任,也将促使管理决策层高度重视股市融资功能的诉求。这预示着股市下行空间将被政策性托底所抑制。不过,经济秋风则凉意起,对投资者来说,需对股市保持足够的谨慎,当前的宏观经济状况很难支持长期、可持续发展的牛市,而短期反弹所带来的赚钱之机,对广大普通投资者而言都是看得见但又难以把握的。

(作者系越秀金控副总经理,金融研究所所长)

### 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至ppll18@126.com。