

五大维度把脉中国经济走势

随着二季度接近尾声,中国经济进入年中盘点时段。在新常态下的 2015 年中国经济上半年成绩如何,下半年将呈何种走势,成为关注的焦点。

读懂这些,需要多角度观察。我们不妨从经济增速、房地产、调结构、国企改革、地方债五个角度来看待中国经济前半年的变化,并对下半年的走势作出前瞻性展望。

从观察到的五个角度来看,中国经济形势正处于分化调整中,一批新产业、新业态、新主体正在加快孕育,经济的新动力在加快成长。

当然,转型非一日之功,漫长而艰巨。在这个过程中,尤须保持信心和定力,面对风险挑战,迎难而上,不断释放中国经济潜在的活力和动力,才能真正实现行稳致远。



维度一 经济增速

上半年：
经济增速持续放缓

新常态下的经济保持三个特点：低增长、低利率、低通胀。

2015 年上半年，我国 GDP 增速进一步放缓,7%的增速创了历史最低。同时,传统的拉动经济增长的 “三驾马车”——消费、投资、出口增速都有放缓的迹象，这是导致中国经济增长速度放缓的主要原因。

当前看，消费仍难担当拉动经济快速增长的重任。1~5 月份,社会商品零售总额同比增长 10.4%,其中 5 月份仅增长 10.1%,处于 2008 年以来的最低水平。5 月 CPI 涨幅回落,且连续 9 个月维持在 1%时代”,维持着低通胀,同时,低通胀又给低利率提供空间。

在最近的 PMI 指数上，出现了利好的征兆。根据 5 月经济数据显示,我国官方及汇丰的 PMI 数据齐齐上升,成为经济回暖的信号。近期国内投资和消费需求都有一定程度的企稳回升迹象,工业生产增长略有加快。

同时,在政策上,整体环境 “宽松”。今年以来稳增长力度不断加大，形成了以基建投资托底、推进消费升级、重大战略部署为三条主线的稳增长策略。

据统计,截至 6 月 10 日,今年发改委共批复 34 项基建项目,投资额逾 7200 亿元。在基建投资审批和新开工项目加速的同时，国务院要求加快推进财政资金统筹使用，鼓励推广 PPP 的很多公共服务领域,如能源、交通运输、水利等,这些都有助于维持基建投资保持较快增长,充分发挥投资的经济引擎作用。

同时，“一带一路”,长江经济带发展、京津冀一体化发展,成为 2015 年区域经济发展的重点抓手。现在全国 31 个省级地方都推出了自己的 “一带一路”发展计划,这些计划的背后都会配套大量的项目。

下半年：
期待止跌企稳

审视上半年中国经济走势，一季度的确在延续去年增速下行的态势,然而进入二季度,企稳迹象不断增多,亮点频现。据此看,中国经济打好 “稳增长”这副牌，相信下半年中国环比 GDP 增速会比上半年有所回升。

国家信息中心首席经济师范剑平表示,不论现在数据有多难看,都无须大惊小怪,因为一二季度经济下行已成定局。经济下半年见底的可能性越来越大。他解释称,稳增长的政策力度不断加大,正在为经济企稳创造条件。前期稳增长的效果也将在下半年进一步显现。

尽管不少机构调低中国 2015 年的 GDP 增速,但预计增速都在 7%以上。汇丰银行经济学家屈宏斌日前也在报告中将今年中国 GDP 增长预期从此前的 7.3%下调至 7.1%;同时,因外部需求前景恶化,将今年出口增长预期从 7.1%大幅下调至 4.2%。

由于出口增速明显放缓、房地产开发投资减速快于预期以及部分行业出现银行惜贷、企业慎贷的现象,中国人民银行发布的《2015 年中国宏观经济预测(年中更新)》将 2015 年实际 GDP 增速的基准预测值由 7.1%下调至 7.0%。世界银行 6 月 11 日在其官网发布了最新的《全球经济展望》报告,维持中国 2015 年 GDP 增长 7.1%的预期不变。

招商证券宏观研究主管谢亚轩认为，为保持经济增长在合理范围之内,5 月以来,稳增长政策着力解决政府资金来源问题，放松地方政府融资限制、资金投入加速到位。在此情形下,国内经济将止跌企稳,时点在二季度末、三季度初,维持全年 GDP 同比增长 7.1%的判断。

维度二 房地产行业

上半年：
市场局部回暖

今年初,房地产市场延续之前低迷走势，一季度房地产投资增速下滑至 8.5%,与去年同期相比,增速几近减半,房地产拖累经济之势依然显著。

3 月份之后,中央出台了一系列楼市新政,随着新政实施,4 月开始,房地产市场回暖迹象逐渐显现。

3 月 30 日，五部委联合发布楼市新政,对二套房首付比例及二手房税费做出调整，楼市 “组合拳”正式出台;4 月 9 日,上海公积金中心也紧跟着对住房公积金贷款额度和二手房贷款年限做出利好调整。中国人民银行决定,自 2015 年 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。目前,降息、调供应与促需求并举,降首付与减税齐发,利好政策频出。

房地产政策持续宽松的背后，是房地产之于宏观经济的地位被重新定义，而且一系列楼市托举政策,让房地产市场在刚刚过去的 5 月,明显回暖。不管从销售面积、数量还是价格来看,房地产逆转节点的确有所凸显。

数据显示,5 月份,全国商品房销售面积上涨 15%,销售额大涨 24.3%,房地产投资也完成 8623 亿元,增长 2.4%,环比提高 1.9%。前 5 月,全国商品房销售额为 2.44 亿元，增长 3.1%,而 1~4 月份是下降 3.1%。这也是 2014 年年初以来首次正增长。

虽然政策向好,楼市回暖,预期逆转,开发商悬着的心渐渐放下，但库存高位的三四线城市仍然未见明显好转。

下半年：
市场或大面积复苏

楼市上半场的回暖，将对宏观经济起到重要的支撑作用。那么,向好的局面是否能够持续下去?市场对此多持乐观态度。本轮支持住房消费的政策并不会因为短期部分城市的成交利好而改变,并将在下半年持续宽松。

国务院参事室特约研究员姚景源表示，房地产市场链条长,涉及行业众多,且有很多行业面临产能过剩的情况,如钢铁、水泥等，因此,房地产行业的稳定有利于整个宏观经济的稳定”。自 5 月份以来,全国商品房销售面积及资金等数据都表明房地产市场有企稳迹象。姚景源认为,在限购全面退出、公积金新政及二套房税收优惠等一系列政策刺激下，预计下半年房地产市场将处于稳定状态。此外，加快城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设”也是政策重点。

我们预期下半年房地产市场将复苏,由于下半年将有更多房地产项目推售，以及银行按揭利率下降,销售可能于第二季度触底,下半年将复苏。”标准普尔信用分析师叶翱行称。

中原证券报告认为，稳定房地产行业仍旧是稳增长的重要手段，预计下半年宽松刺激政策仍将继续,这将明显有利于楼市成交。房地产行业已经明显回暖。楼市开始出现量价齐升,销售拐点出现。长周期看,楼市处于其发展的白银时代,行业难以实现黄金时代的高速增长;短周期看,楼市已经度过了过去两年最艰难时期,四五月份楼市的回暖趋势将有望延续,下半年,楼市将会继续进一步走高。

维度三 结构调整

上半年：
稳步推进,亮点颇多

在经济 “稳”步前进中,产业结构调整不失为重头戏之一。昔日我国经历第一次产业结构调整过程中，使得第二产业超越第一产业成为 GDP 的支柱。如今,第三产业强势崛起,经济的主力正在进行新一轮交接，经济增长的模式正在由 “工业+投资”转向 “服务+消费”。

在经济结构方面,第三产业(主要是服务业)增长速度一直相对稳定,而第二产业(主要是制造业)波动较大。第三产业产值份额逐步从 2010 年的 43.2%升至 2014 年的 48.2%。在今年一季度第三产业增加值占 GDP 比重为 51.6%。

服务业与制造业之间的转换对劳动力市场具有显著意义。具体而言,由于服务业一般都是劳动密集型的行业，因此随着整体经济的逐步放缓,此类结构调整将会创造就业,帮助稳定劳动力市场。

政府宏观政策的另一个主要目标是让家庭收入增长不低于整体经济增速，逐渐使国民收入的较大比例流入家庭部门。从这点而言,近期发展符合政府目标：今年全国居民人均可支配收入中位数 5216 元，同比名义增长 11.1%,跑赢 GDP。此外，一些高科技产业、符合调结构转方式方向的新兴产品增长更快。

从这些点滴 “亮点”来看,中国经济尽管增速不如从前,但结构调整稳步推进,经济增长质量显著提高，这说明中国经济行稳致远的能力增强了。

下半年：
“服务+消费”占比将增大

随着发展阶段和国内外发展环境的变化,我国经济即将迈向增长的新常态，在经济增速逐步回落并实现中速增长的同时，正进入转变经济发展方式的关键阶段。

分析人士指出,下半年 “服务+消费”占比经济增长继续加大,且 “一带一路”将成为下半年经济发展的主要推手。

平安证券固定收益部总监吴洪鹏指出,一批新增长点正在加快形成，特别是随着技术创新加快、消费结构升级、人口结构变化、体制机制变革以及消费理念转变等，未来一段时期我国在信息消费、服务消费、多元化年龄群体消费、健康产品消费、环保及奢侈品消费等领域,都将成为我国消费的新增长点。

根据初步估算,到 2020 年,我国这些消费新增长点的市场规模可达到 55 万亿元左右,年均增长 18%~20%,将对我国消费格局乃至经济社会发展产生积极、重要的影响。

另据了解,目前已经有近 60 个国家明确表示支持并愿意参与 “一带一路”建设,新兴经济体及发展中国家数量占比超过了九成。业内人士普遍认为，“一带一路”战略有利于促进区域内资源的自由流动和高效配置，从而使各方实现共赢。

民生证券研究院执行院长管清友认为，2015 年可能成为真正具有转折意义的一年,而这次转折的核心抓手就是 “一带一路”战略的实施。下一阶段,地方将掀起基建投资热潮。

据民生证券统计,国内各省份 “一带一路”拟建、在建基础设施规模已经达到 1.04 万亿元，跨国投资规模约 524 亿美元，预计影响 2015 年新增投资 4000 亿元左右,拉动 GDP 增长 0.25 个百分点。“一带一路”很可能影响 2015 年中国经济增长,同时也会带来较多的投资机会。

维度四 国企改革

上半年：
骨头难啃,进程在加快

众所周知,国企改革既是中国经济体制改革的重头戏,也是难啃的硬骨头。

今年上半年国企改革进程明显加快。今年 1 月 19 日,国企改革总体方案进入中央全面深化改革领导小组的上会讨论程序。5 月 16 日,全国经济体制改革工作会议召开，公布了国务院批转国家发展改革委《关于 2015 年深化经济体制改革重点工作的意见》。《意见》首次对国资国企改革顶层设计文件的内容作了明确规定，清晰地呈现了国资国企改革新阶段的相关内容。

6 月 5 日，中央全面深化改革领导小组组长主持召开中央全面深化改革领导小组第十三次会议。会议审议通过了《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》、《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》，划定国企改革的底线、明确了改革要遵循的原则,体现 “稳妥改革,保障先行”的意图,这有利于保证国企改革顺利进行。

国家税务总局近日又发布公告,明确四类集团内居民企业之间按照账面净值划转股权或资产的行为,暂不确认股权或资产转让所得,享受递延纳税优惠政策,同时降低集团企业内部交易的税收成本,进一步支持企业资源整合和做大做强,这项措施被认为是给国企改革清障、减负。

与此同时，地方国企改革也在稳步推进,北京、上海、广州、深圳四个一线城市的国企改革意见相继出台。此外,中国南北车的合并也是上半年国企改革最为火爆的话题。

下半年：
顶层方案或将出台

国企改革顶层设计方案出炉时间的各类说法在上半年频传。不可否认,国企改革总体方案出台的准备,时机都已成熟。预计下半年一些重磅文件将陆续出台,例如混改和员工持股的政策方向,第二批央企改革试点也有望接力第一批试点，国企合并在下半年也将再掀热潮。

在中国企业研究院首席研究员李锦看来,在十八届三中全会后,国企改革呈现三个阶段,即初期探索、制度制定与纵深推进三个阶段,从近期动态看,国企改革已进入制度制定阶段,随着一系列制度公布,便进入纵深推进阶段。

这些重磅文件的出台将明确在一些关键问题上的政策导向，央企和地方国企的改革将再次启动,个股机会纷呈。国有资本体量巨大,一些国有企业的根基较好，资本运作和市值管理有很大的市场想象空间。相关上市公司的改革进程将重启,个股机会纷呈。”招商证券表示。

与此同时，广发证券预计第二批央企改革试点也有望接力第一批试点。在此之前,2014 年 7 月份,国资委在中央企业开展 “四项改革”试点工作。此外,近半年来,关于国企合并的传闻一浪压过一浪,包括 “南船”与 “北船”、中石油与中石化、中铁与中铁建等央企都曾被传言或将整合合并。业内人士认为,下半年央企合并仍是热潮。

维度五 地方债

上半年：
置换债券化解债务风险进行时

近两年来，地方政府债务一直被认为是中国当前面临的多重经济风险中最重要的风险点之一。中国地方债存量已经不小,其风险在经济下行的背景下更显突出。上半年,中国政府用地方债置换降低了地方政府的利息负担，让地方政府腾出手脚可以投入落实积极财政政策的具体行动中,有利于稳增长。

审计署公布的数据显示，截至 2013 年 6 月底,全国各级政府负有偿还责任的债务达 20.7 万亿元,地方政府负有偿还责任的债务则有 10.8 万亿元。

3 月 12 日，财政部发文确认置换 1 万亿地方债,置换债券由地方政府自发自还,并且必须用于今年到期的债务。尽管财政部之前就提出了发行 1 万亿元的地方债来置换地方政府到期存量债务的政策,以便为地方政府融资,但由于地方债的收益率偏低,市场热情不高,所以推进相当缓慢。

5 月 12 日,财政部、中国人民银行、银监会联合发布了定向发行地方债方案。随后,在 5 月 18 日,2015 年江苏省政府置换地方债发行完成招标,标志着 2015 年首单万亿元地方债置换大戏就此拉开帷幕。

据统计,5 月 18 日以来,14 个地方政府发行了 20 批次的地方政府债券，总额 4919 亿元。5 月份发行了 1341 亿元,6 月份前两周发行了 3578 亿元,远超国债发行量月均不到 2000 亿元的规模。

在当前我国经济下行压力加大、地方财政收入增速持续放缓的形势下，发行地方债券置换存量债务，有利于保障在建项目融资和资金链不断裂,腾出部分资金支持重点项目建设,既促进稳增长、调结构、惠民生,又有利于化解财政金融风险。

下半年：
地方债置换推进财税改革

置换债券是化解地方债务风险的重要举措之一,将进一步化解地方偿债压力,腾出更多资金用于重点项目建设。从市场的角度来看,对于置换债券的猜想仍未结束,今年或仍有第三批债务置换。海通证券宏观债券首席分析师姜超认为，财政部指出已批复的额度需用于偿还审计确定的截至 2013 年 6 月底债务中将于 2015 年到期的 1.86 万亿债务，而 2013 年 6 月后确定的债务中将于 2015 年到期的部分也需置换,不排除推出第三批债务置换的可能。

不过，债务置换并不能从根本上解决债务问题,债务置换解决的是短期债务偿还问题,只是以 “时间换空间”将还债压力推迟,从长远来看,要从根本上解决地方债务风险还是要推动财税体制改革,要加快明确中央和地方政府事权和支出责任,加快建立财力和事权相匹配的财政分权体制。

中国银行国际金融研究所研究员周景彤认为,未来,顺利进行债务置换,要兼顾解决当前问题和促进中长期改革，特别要重视相关配套政策和制度的供给。

不过,在业内人士看来,地方政府债券发行工作的开展，是预算管理制度改革的重要举措。地方政府债券的顺利发行,既有效控制了地方政府债务风险,又开辟了地方财政资金稳定来源,这也是规范中央和地方财政关系的一个重要方面。”财政部财政科学研究所副所长白景明说，近期的各项措施,进一步推动了财税体制改革进程。