

聚焦 FOCUS 中国经济舞步变换

编者按：如果把经济比作田径场上的运动员，那么中国更像是牙买加短跑选手博尔特和埃塞俄比亚长跑选手格布雷西拉西耶的结合体，无论是百米冲刺所需的爆发力还是马拉松所需的耐久力，我们都是长期独步全球。

但长期领跑，即便勇猛如两位黑旋风，也有喊累的时候。正如运动员要调整状态一样，中国经济也需歇歇脚，对此完全不必大惊小怪。请相信，状态欠佳的博尔特，仍能跑进 10 秒。

“ 如果是因为内外部冲击造成经济增速回落，从政策的角度来说是应该加大刺激力度，以最快的速度拉动经济走出低谷，中国政府在这方面非常纯熟；如果经济回落反映的是长期增长能力下降，则需要从更加宏观的角度调整策略，而非一味刺激增长。

■ 观察 | Observation |

告别人口红利 挖掘经济增长新潜力

人口红利被很多经济学家看作是中国经济能够长期保持高增长和低通胀的主要原因。但这一红利正在逐渐消失。

证券时报记者 贾壮

计划生育是我国的一项基本国策！”在相当长的时间里，凡是有墙的地方，都能找到这句冷冰冰的标语。随着拆迁速度加快，标语逐渐失去阵地，但这丝毫不减其震慑作用——经过三十多年的宣贯，这句话已经深深地烙在国人的脑海当中。

在积极推进市场化的时代，生儿育女可能是仅有的一个完全坚持计划原则的领域。据统计，中国执行计划生育政策 30 年来，人口少生 4 亿。单从人口绝对数量的变化来说，计划生育政策看起来是成功的。

但硬币都是有两面的，非常遗憾的是，中国长期以来花费大力气执行的计划生育政策，正在显现其负面作用——加速人口红利枯竭，而人口红利被很多经济学家看作是中国能够长期保持高增长和低通胀的主要原因。

在学术上，人口红利是指一个经济体中由人口结构变化所造成的生产和消费间的差异表现。通俗地讲，如果一个国家中能够参与劳动、储蓄多

从快三到慢四 中国经济将继续领舞

证券时报记者 贾壮

今年以来，有关中国经济运行的几乎全是坏消息。一季度经济增速回落至 8.1%，连续四个季度回落，如果忽略小的波动，其实经济从 2010 年一季度开始已经连续八个季度回落。反映需求的各项指标也都呈现疲态，固定资产投资增速回落、社会消费品零售总额萎缩、出口增长乏力。

微观层面上，企业经营普遍面临困境，除了旱涝保收的银行业，其他非金融企业的经营业绩全面下滑。还有一个证据，或许难登大雅大堂，但很有说服力。有商家表示，今年入春以来长裙销售量明显高于往年，短裙销售量则低于往年。有西方研究者认为，女士裙边长度与经济景气度负相关，称为“裙边指数”。经济回落，裙边增长，登徒子”也只能徒呼奈何。

潜在增长率回落

问题的关键是如何看待中国经济增速回落，这对政策走向有着至关重要的意义。如果是因为内外部冲击造成经济增速回落，从政策的角度来说是应该加大刺激力度，以最快的速度拉动经济走出低谷，中国政府在这方面非常纯熟；如果经济回落反映的是长期增长能力下降，则需要从更加宏观的角度调整策略，而非一味刺激增长。

判断的难度在于，中国经济的确面临严重的内外部冲击，很难分清经济回落是“真跌”还是“假摔”。这里涉及到一个专业的经济学术语——潜在增长率，现在越来越多的研究者倾向认为，中国经济已经接近从高速增长到中低速增长的拐点，也就是潜在增长率开始下降。

潜在增长率有着非常拗口的定义，它是指一个经济体在一定时期内所有可供利用的经济资源得到充分利用的情况下所能取得的经济增长速度。简单地说，潜在增长率可以衡量一个经济体的最大经济增长能力。如果潜在增长率下降，而调控政策却在持续刺激，其后果可能是通胀上升。

从中国政府去年以来的表态来看，决策层已经接受中国潜在增长率下降的现实。一个最为有力的证据是政府工作报告将今年的经济增速目标设定在 7.5% 左右，整个“十二五”期间平均增速预期为 7%。对于今年以来的经济形势，中国央行在刚刚公布的货币政策执行报告也表示，总体来看，目前经济增长、就业相对平稳，国际收支继续趋向平衡，物价相对处于不稳定回落状态，对经济回升较为敏感，宜保持住目前较为均衡的经济运行状态。

需求和供给双重抑制

衡量经济增长能力可以从需求和供给两个方面入手，国务院发展研究中心副主任刘世锦着重从总需求层面来分析，即消费、投资和净出口三大块。在他看来，消费在总体上比较稳定，净出口变化对中国经济的影响也是比较小的，影响最大的还是固定资产投资。投资主要是看基础设施投资、房地产投资和制造业投资三部分，今年以来房地产投资明显回落，基础设施投资低位运行，制造业投资也是下落态势。

刘世锦介绍，根据国研中心的测算，中国经济下一步要经历从高速增长向中速增长的转换，时间窗口在 2015 年左右。他认为，增速转换的



如何看待中国经济增速回落，对政策走向有着至关重要的意义。

IC/供图

主要原因是高投资难以为继。“我们看到基础设施投资速度已经下降，和 10 年前相比，机场、港口、高速公路和高速铁路的建设空间已经大大压缩了，需求的空间不大，这是一个主要的影响因素。”

更多的研究者喜欢从总供给的角度考察潜在增长率的变动。根据经济理论，经济增长可以用三部分力量来解释：劳动量变动、资本量变动和技术进步，即增长的源泉可归结为生产要素的增长和技术进步。中金公司首席经济学家彭文生认为，由于拉动经济增长的需求从国外转向国内，而内部市场的竞争环境没有外部市场那样激烈，会影响到效率的提升；更为重要的变化是农村富余劳动力的减少，现在农村可供转移的青壮年劳动力不足 3000 万，过去靠转移劳动力来提升生产率的模式也不可复制了。

中国社科院金融重点实验室主任刘焯辉也认为，中国经济的潜在增长中枢在下移。若将经济增长的速度分解，可发现其由三部分构成：生产率、劳动参与率和人口红利。其中劳动参与率和人口红利是人类社会的结构性因素，它们

为经济增长提供了不可抗拒的增速和减速因素。按照目前已公布的数据测算，中国的适龄劳动人口将在 2015 年不再增长，之后就是负增长，这将是一个极具标志性的转折点。”

平静接受并冷静应对

中国经济在过去的 30 多年里的年均增速超过了 9%，这是世界经济舞台上最为优美的舞步。在不得不面对潜在增长能力下降的今天，中国经济面临方向选择，但再悲观的研究者也承认，中国经济的相对高增速增长还会保持较长时间，只不过其中的政策调整尺度需要小心拿捏。如果舞步从快三顺利切换成慢四，这位舞者依然可以轻抖罗衫、款摆腰肢，继续领舞世界经济。

首先需要平静接受增长能力下降的事实。国研中心副主任刘世锦指出，一方面要认识到增长阶段的变化是正常现象，体现了经济增长的规律，从国际经验来看，增长速度自然回落是顺利度过工业化高速增长阶段的标志；另一方面不能将增速下降简单归因于政策调控，并且认为只要政策调整就能快速回升，用特殊手段推升增长率是非常危险的，

因为接下来可能会跌得更惨。

即便是增长能力回落，中国经济仍能保持较长时间的高速增长。刘焯辉分析说，城市化率是一个关键因素。按照官方统计的国内生产总值（GDP）核算，世界其他国家在人均 GDP 3000 美元的时候，平均城市化率是 55%，东亚地区的日本和韩国是 75%，但在同等人均收入水平之时，中国的城市化率明显偏低。完全可能的场景是，中国人均收入达到 1.7 万美元（2005 年购买力平价美元）之后的很长时间内，城市化进程还在进行之中。

彭文生认为，从供给面来讲，经济增长放缓原因有三：一是内部市场竞争不够，二是富余劳动力减少，三是房地产泡沫对实体经济的挤压。所以他建议，中长期要防止经济增长大幅度下滑，首先是要推动结构性改革，鼓励发展民营经济；其次是通过土地方面的改革来增加农业生产的规模效应，包括政府增加公共服务的支出，推动公共服务均等化，使未来的劳动力转移成本更低一些；第三是坚持房地产调控，一是控制不合理购房需求，二是满足中低收入者的住房需要。

轻踩刹车慢加油 力避短期经济失速

证券时报记者 闻涛

上周六晚间中国央行刚刚宣布下调存款准备金率，房地产开发商潘石屹便在其微博上感叹：这对房地产投资是重大利好消息！潘石屹的同行们也多有附和，有人替央行长期“执迷不悟”抱憾，也有人为央行终于“迷途知返”叫好，还有人希望央行多问民生之艰，快快放水以解干渴，“拳拳之心，日月可鉴”。

房地产商现在是五花大绑，资金对他们来说贵如春雨，其为政策放松欢呼难免有瓜田李下之嫌。但不可否认，央行加大货币政策微调力度的确成为诸多研究机构的共识，尤其是卖方机构的研究人员，已经为此喊破了嗓子。他们认为，承认增长潜力下降不代表可以放任经济下滑，必须尽快采取措施应对短期内经济失速，即防止经济硬着陆。

央行降下及时雨

中国今年货币政策的主基调仍是执行稳健的货币政策，但从上到下都不断强调政策要因应经济形势微调，让外界失望的是，政策调整力度之“微”出乎意料。在本次下调存款准备金率之前，今年央行只下调了一次准备金率，这与多数卖方机构的预期明显不符。

对于自己的淡定态度，央行在刚刚公布的一季度货币政策执行报告中有过解释。从报告透露的信息看，货

币当局认可第一季度经济处于“合理区间”，货币信贷条件“合理适度”，未来应当“保持住”这种较为均衡的状态。

不过，经济下滑的态势还是超过了央行的容忍度，政策适时推出。在国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松看来，降准显示预调微调力度趋于加大，经济正在触底。4 月份创出年内新低的信贷投放、广义货币同比增速降至 12.8%、较弱的进出口数据、特别是与发电量等相印证的工业增加值大幅下滑等等，都显示经济增长在经历了一季度的迅速回落之后，依然保持回落趋势。

兴业银行首席经济学家鲁政委也指出，虽然刚刚发布的货币政策执行报告确认第一季度经济处于“合理区间”，但考虑到经济仍未明确企稳，4 月工业增加值由此前的两位数降至个位数，而经济增速环比折年率已跌破 7.5% 的政策目标水平，必须及时进行缓冲，方可实现货币政策执行报告中提及的“保持住目前较为均衡的经济运行状态”目标。

防止经济失速

由高速增长向中低速增长过渡有急有缓，如果降速过快则会有较大的负面影响，就是外界担忧的硬着陆。此前，决策层对此已经发出预警并且做过部署，而且可以看到，各种稳增长的措施不断出台。

中金公司首席经济学家彭文生认

为，4 月货币信贷增速明显回落是总需求疲软的反映，而工业增加值等宏观经济活动超预期放缓，加大了货币政策主动调节的压力。4 月通胀压力回落，通胀下行趋势也给货币政策的逆周期操作提供了更大空间。在全年总量放松的前提下，预计货币政策将加大预调微调力度，以补充市场流动性、刺激总需求扩张。

在高速增长向中速增长转化的过程中，强行推速度是不合适的，但是要防止短期内出现大幅下滑，这方面的风险还是存在的”，国务院发展研究中心副主任刘世锦说，今年总的政策是稳中求进，这是一个大的方向。他认为，前期货币政策比较大紧，可以放松一些，但是不能期望再一次因为保增长而实行宽松货币政策。

刘世锦指出，财政政策在稳增长中可以有所作为，而且空间更大一些。比如结构性减税，这方面的政策对于支持中小企业发展、支持企业创新和支持就业是有作用的，但也不能高估其作用，因为政策空间有限。”

实际上，今年以来经济增速下滑可以全部归因于投资增速回落，所以短期内稳增长最为有效的措施还是加大投资力度。央行资产负债表数据显示，3 月末政府存款余额骤减 3726 亿元，这是财政资金拨付速度加快的标志，说明政府投资提速。项目审批速度也在加快，国家发改委网站显示，5 月 2~3 日审批通过项目达 49 个，3 月和 4 月审批项目均超 300 个，远超今年前两个月的数量。

紧跟政策导向,把握投资机会

——招商证券高级投资顾问唐亚林简介



唐亚林先生现任招商证券北京车公庄西路证券营业部高级投资顾问兼客户服务部经理，毕业于Deakin University，获经济学硕士学位，具备丰富的金融理论知识

分析政策消息面，把握题材股的中短线交易机会，捕捉了不少表现优异的个股。如 2009 年度准确把握了四万亿十大产业振兴规划的情行情和 2010 年的战略性新兴产业规划行情，发掘了如包钢稀土、太原刚玉、德赛电池、时代新材等不少个股的交易性机会。

唐亚林曾担任 CCTV 证券咨询频道和深证卫视财经频道直播室的特约分析师，定期参与电视台直播栏目和采访节目并开设了自己的博客供投资者阅读，曾荣获 2009、2010 年招商证券“优秀客户服务人员”和 2009 年度北京地区“十大最让客户满意投资顾问”，2010 年获奖招商证券“先进员工”。个人的职业理想是以专业的理

财服务，实现客户价值增长。在创新业务大力发展的背景下，唐亚林将紧跟市场步伐，通过不断学习提升自身实力，给予客户专业指导，全力打造招商证券“智选理财”的高端财富管理品牌。(CIS)

