

# 变革年代:明年中国经济前高后低

2014年是中国全面深化改革元年。一方面,改革进程之手的深入将在短期内施压经济增长,另一方面,改革顺利进行又必须以经济平稳运行为前提。正如开车换挡需要踩下离合器时,汽车会瞬时失去发动机的牵引。为了保证中国经济这辆汽车在“换挡”时不至于车速不够而“换挡”失败,经济增速将如何保持在合理区间之内?改革、发展与稳定三者间的权衡,或将很大程度上决定2014年的经济走势。



张常春/制图

招商证券宏观研究团队

## 前高后低经济走势

我们认为,2014年中国经济走势将呈前高后低态势。我们从两个维度来判断。

从库存周期角度看,目前应该在被动去库存阶段。2013年7月稳增长政策出台后,国内需求水平迅速回升,PPI工业品出厂价格指数降幅收窄,工业增速自7月大幅回升。但无论PMI采购经理指数产成品库存指数还是工业企业利润产成品资金数据显示国内产成品库存仍然维持下滑趋势。

应收账款净额是产成品资金领先指标。近年来,我国库存周期有缩短扁平化趋势,应收账款领先时间缩短至1-2个季度。稳增长政策退出后,应收账款净额依然维持下滑趋势,预计该指标走势与2011年和2012年走势大致相同,将在今年年末到明年初回升。PMI还显示,国内制造企业原材料库存近期明显回升,预示企业未来将继续扩张产能。

如此推论,明年上半年我国大致处于主动加库存阶段。库存周期向被动去库存转换的时点大致在明年二、三季度之际。因此,从库存周期观察明年经济走势应该是前高后低。从改革、发展和稳定角度考虑,三中全会确定的改革方针要在明年人大推出具体措施。如果明年开局经济表现偏弱,则国内稳增长压力上升,重蹈今年二季度悲观情绪弥漫的覆辙。这显然也有悖于加强预期管理的宏观调控方针。

2014年高校应届毕业生人数将突破700万大关。就应届生就业形势的季节性特征而言,每年一、二季度应届生就业结构性矛盾最为突出。2013年下半年经济增速回升,预计就业市场的结构性矛盾年内突然尖锐的可能性不大。但今年四季度经济增速大致7.6%左右,已接近经济合理运行区间

的下限,若一季度经济继续下滑,则就业压力也将倒逼政策重心从调结构、促改革回到稳增长。

随着改革的深入进行,我国经济增长驱动因素将从投资向创新切换。正如开车换挡需要踩下离合器时,汽车会瞬时失去发动机的牵引。为了保证中国经济这辆汽车在“换挡”时不至于车速不够而“换挡”失败,经济增速一定要保持在合理区间之内。

鉴于,2014年经济仍将维持必要的增长,为改革全面深化提供足够的增速空间。受基数影响,我们认为2014年全年经济走势应当是前高后低。

## 预计2014年GDP增速为7.5%

全面深化改革意味着经济增长模式从投资驱动向创新驱动转换,换言之,未来投资增速将不可避免地下滑。我们判断2014年投资增速将在今年的基础上进一步下滑。从需求端看,2014年投资需求下降,消费需求可能改善,在欧美市场支持下,出口需求总体稳定。供给端在库存调整周期的带动下,工业生产形势前高后低,工业增速全年预计为9.5%。由此预计2014年GDP国内生产总值增速为7.5%。

第一,全面深化改革将会抑制投资,2014年投资增速小幅回落。

2014年基建投资依然在维持较高增速。主要投资领域将集中在棚户区改造、中西部铁路、城际轨道交通、城市管网建设以及与信息消费相关的基础设施。目前看,西部地区地方政府投资热情依然高涨。四川省公布的2013年~2014年重大项目计划投资额达4.26万亿。贵州省也确定了总额达3万亿左右的重点投资项目。西部

地区投资偏高与其经济发展阶段是相符的,也会拉高全国整体投资增速,保证一定的投资率也有利于维持就业市场的稳定。

2011年至今,制造业投资呈现阶梯式下滑趋势。2011年全年制造业投资增速为31.8%,2012年下滑到22%。

2013年制造业投资跌破20%,陷入过去9年以来的最低增速,10月数据显示制造业投资增速已经回升至19.1%,是今年最高增速。展望2014年,制造业投资,我们认为消极因素在于国内经济依然处于回落趋势,制造业投资难有较大起色。但同时也存在有利于制造业投资放缓下滑速度的积极因素:不但出口形势有所好转,且明年上半年国内经济将延续2013年下半年全年制造业投资增速仍将维持稳步回落趋势,预计增速在18%左右。

由于基数的影响,2014年上半年房屋销售增速可能较差,这本身就会影响新开工面积和地产投资的增速。再者,2014年存在多种因素可能导致部分购房需求的观望等待:如加快房地产税立法并适时推进改革、不动产统一登记制度对房价的压力、未来地产调控方式将从需求抑制向增加供给转变等。我们认为明年房地产投资将延续回落趋势,增速预计在15%~18%之间。

综上,尽管基建投资仍将维持较快增速,但在地产和制造业投资的拖累下,2014年全年固定资产投资增速将下滑至19.5%左右。

### 第二,消费增速将稳中向上。

新一届领导集体执政以来对公款消费的强力打压,是导致今年消费增速突然下滑的主要因素。政策冲击主要体现在餐饮收入方面,增速较2012年下滑6个百分点。而今年商品零售

按照支出法分解,三驾马车的贡献如下:投资对经济拉动大约3.5%,消费大约拉动4.0%,净出口大约拉动0.0%,因此,2013年全年经济GDP增速可能为7.5%。全年经济走势前高后低,各季度同比增速分别为:7.6%、7.7%、7.5%、7.4%。

## 美联储QE退出预期再起



潘向东

美联储近期针对各重要数据对各种政策计划进行了大量讨论,表明美联储正在切实考虑放缓或退出每个月850亿美元的资产购买计划。为减弱对经济和金融体系的冲击,讨论相应退出量化宽松(QE)的对冲安排,也讨论了包括降低首次提高利率的6.5%失业率门槛,以及为通胀设定额外门槛的可能性,不过联邦公开市场委员会(FOMC)成员普遍认为此举作用不大而且十分不确定。

目前美国通胀水平走低,居民消费价格指数(CPI)年率仅为1%,三季度的国民生产总值(GDP)增长超预期,但就业增长仍缓慢,因而预计12月的会议仍会维持货币政策不变,但可能会增加退出QE的吹风,以引导市场预期。

### 会议纪要显示退出可能

美联储11月20日公布的会议纪要内容显示,更好的经济数据将有利于美联储在未来的几个月内缩减购债规模。

关于缩减购债规模的顺序,是否降低失业率门槛,会议纪要显示:一些官员倾向于等量缩减购债规模,一些官员倾向于国债规模缩减快于抵押支持债券或者抵押贷款证券化(MBS);几个官员希望降低6.5%的就业门槛,另一些官员担忧改变就业门槛会损害联储的信用。而对于美国最近几年失业率的下降,美联储持怀疑态度,美联储表示过去几年失业率的下降可能夸大了就业市场的好转。

对于升息的门槛,美联储大多数官员认为下调超额准备金率值得考虑,少数官员倾向于设立通胀下限,但是增加通胀下限的做法收益并不确定;利率前瞻可能会解释6.5%的就业门槛触及后的利率政策。

美联储主席伯南克本周稍早曾称美联储在加息之前会保持耐心。他表示,可能在失业率降至6.5%下方之后的很长一段时间内,政策利率目标都将维持在零水准。

美国里奇蒙德联储主席莱克11月21日表示,美国的通胀水平在未来一至两年内可能会升值2%的水平,但是上升仍面对较多不确定性,因此美联储应该密切关注。市场应该小心美联储的前瞻性指引,而美联储是否开始缩减量化宽松政策的规模取决于美国的经济数据。

从纪要看,美联储缩减QE规模并不等于要收紧货币政策。在退出QE的同时,不会紧缩货币。尽管美联储更加接近缩QE,且很有可能是在2014年第一季度,但目前短期利率期货却强劲走高,把美联储首次加息时间的预期推迟到2015年的更晚时段。

指标10年期国债价格下跌,收益率涨至两个月高点超过2.8%,但并没像5月那样带动短期利率一起上涨。实际上,联邦基金期货价格上涨,这暗示美联储2015年7月加息的几率约为50%,较会议纪要公布前的约52%下降。

(作者系银河证券首席经济学家)

## 日本国债市场化与利率市场化

一个大规模交易的银行间债券二级交易市场开始逐步壮大。而一个大规模债券二级市场的出现,很容易就会导致一个更加自由的短期货币市场的诞生。1967年前,日本只有一个银行间货币市场(call money market),对于非银行短期金融市场而言,这不是一个很好的交易市场。于是,1970年代,日本债券回购市场(Gensaki Market)应运而生,该市场上作为担保品的证券包括国库券和长期债券。该市场可以为证券公司提供短期融资,同时成为非金融企业可以参与的交易市场。

与此同时,依托债券交易市场,非银行金融机构开始与商业银行展开竞争。

证券公司首先利用该市场吸引企业流动资金进入,同时开发出新产

年份	事件
1971	大藏省正式批准商业银行承销国债可以在持有一定期限后上市交易,二级市场利率和发行利率开始自由化
1978	银行拆借利率弹性化,国债利率开始招标发行
1979	CD开始发行
1980	券商发行中期国债基金
1982	新银行法颁布
1983	日本金融制度调查会宣布渐进地实现利率市场化
1984	大藏省发表了金融自由化与日本国际化的现状及展望
1985	MMC货币市场基金成立;国债期货市场成立;大藏定期存款利率浮动
1986	克斯顿银行、克斯顿及品种开始丰富;外币货币成为东京交易所会员;20年期国债公开发行;日本离岸市场建立
1987	商业票据CP发行
1988	银行允许抵押贷款证券化(MBS)立法通过
1989	以银行业务融资利率决定定期基础贷款利率;放松小额定期存款利率,小额MMC发售
1990	小额MMC利率管制放开
1991	以银行平均融资利率决定长期基础贷款利率,至此时贷款利率完全市场化;小额定期市场利率产品创设
1993	定期存款利率完全市场化
1994	除股票存款外,存款利率完全市场化

的国债市场化,终于1994年存款利率完全放开,一共经历了近20年的时间。

在日本利率市场化起于1970年代末

的进程基本按照先国内后国外、先贷款后存款、先定期后活期、先大额后小额的顺序展开。(招商证券 孙彬彬)