

# 經濟增長動力現新意

## ——2017年政府工作報告解讀



▲分析預計，今年全年製造業投資可能會出現5%甚至更高的增長

新華社

最新公布的政府工作報告提出，2017年經濟增速目標6.5%左右，通脹為3%左右。雖然經濟增速目標中樞繼續有所下移，但在預期之中，我們仍然維持判斷，今年中國經濟增長應該能夠實現6.5%-6.7%的增速。

東方證券首席經濟學家、總裁助理 邵宇



鍍金時代

貨幣政策穩健中性定調下，M2（廣義貨幣供應）增速目標定在12%左右，較去年的目標有所下調。因為名義GDP（國內生產總值）預計也在12%左右，因此貨幣政策本質上其實整體是偏向收縮的，尤其M2事實上2016年的目標也未完成，實際僅為11.3%，預計今年也就是在10%-11%之間。社會融資總額也會從去年的12.8萬億元下降到12萬億元左右。這背後的原因可能包括外匯佔款仍然難以扭轉下降趨勢，金融去槓桿帶來的間接融資收縮、直接融資發展，防範債務風險等。

在去槓桿的方式上，政府工作報告則提到了資產證券化、市場化法治化債轉股和強化國有企業財務槓桿約束。與此同時，對房地產熱點區域的住房抵押貸款會審慎，對非過剩產能工業、製造業的信貸會受一定鼓勵。

### 製造業投資拐頭向上

財政赤字2.38萬億元（人民幣，下同），較去年擴大2000億元，繼續維持積極的財政政策，但擴張幅度有所收窄，主要還是受到債務環境的約束，預計實際操作中3%的赤字率也可能進一步突破到4%，廣義財政赤字甚至可能高達10%。地方專項債規模繼續擴大，但政府整體新增債務融資體量下降，考慮到去年一線和二線城市土地出讓收入改善，政府新增債務融資下降對基建投資影響有限。此外，企業減稅要求達到3500億元，全行業稅負做到有減無增。

總體而言，2017年政府工作目標主線仍在供給側改革，去槓桿仍將持續，緊信貸結合緊貨幣，不過主基調仍是穩字當頭，經濟以穩定為基礎。未來中國經濟或需依靠自身動力的修復來保持持續上行，這也意味著可能會重回「深度城市化」這一核心驅動力。因為我們認為，經過兩三年的結構調整和槓桿騰挪，中國經濟已經出現了一些積極的信號，經濟增長對政策的倚重度也在下降

經濟內在動能會提供一定支撐。整體來說我們還是謹慎樂觀的。

當然，經濟增長的核心動力主要還是來自於房地產和基建，以及汽車消費。可能有人說這又是回到了老路上去，但我們認為其中還是有一定的新意。

首先是基建，傳統的「鐵公機」的整體佔比已經下降，而軌道交通、地下管廊、海綿城市等新型基建成為主要的增長動力，這些投資主要落地在一二線城市，背後有着人口和產業的支撐，包括財政部和發改委力推的PPP（公共私營合作制）項目也在逐漸落地，我們預計2017年基建這一塊仍然能夠維持在20%以上的增速。

其次是房地產投資，我們預計2017年地產投資能夠維持5%左右的增速。2017年房地產政策仍要抑制一二線城市的樓市投資需求，但對於三四線城市則採取積極去庫存。政策層面明確要房地產市場「防止出現大起大落」，「房價上漲壓力大的城市要合理增加土地供應」，這也將使得地產投資保持合理穩定增長。

有可能成為黑馬的是製造業投資。製造業投資在經歷了連續五年的持續下滑，已經處於歷史的低位，目前已經開始拐頭向上，原因包括：工業企業利潤已經開始修復；PPI（生產者物價指數）的快速修復已經在向中游行業傳導；供給側改革推進下，民間投資開始有所修復。

此外，隨着人民幣自「811匯改」以來已經累計對美元貶值近15%，疊加外需的局部改善，對出口都將形成一定拉動作用，也對製造業投資提供支撐。出口復甦的邏輯短期內並不會被潛在的中美貿易戰所證偽，更何況今年還有「一帶一路」峰會。因此，我們預計今年全年製造業投資可能會出現5%甚至更高的增長。

### 多管齊下降槓桿

總體來說，在消費和出口保持穩定的情況下，投資這一塊能夠支撐全年GDP維持在6.5%-6.7%的增速。當然市場目前關注的焦點在於PPI快速衝高之後會否掉頭向下，我們對此的分析是

需求空間仍值得期待，周期性行業可能面臨從價向量的轉變，不過還需要進一步的觀察。

當然，目前值得擔憂的仍然是槓桿率過高的問題。不過，我們認為過去兩三年的政策框架可以歸納成轉移槓桿，以及各個部門資產負債表的再平衡。主要包括三個大的層次。

其一是政府資產負債表的修復，尤其是修復地方政府的資產負債表，通過提升中央政府負債率、PSL（抵押補充貸款）、地方債務置換等手段。到2016年年底，地方債務置換預計完成近9萬億元，2017年仍然可能還會有5-6萬億元的規模，基本上差不多2014年底15.4萬億元的地方債務都置換了一遍。我們預計2017年的實際赤字率將提升到4%左右的水平，廣義財政赤字很可能高達10%，再疊加上政治周期的因素，這將一定程度修復政府部門的造功功能。

其二是金融體系的資產負債表的調整。從2013年的錢荒開始，到最近再度加強對理財資金的監管，包括對信託、同業、表外資產的整理，逐步轉向表內的、標準化的、穩健的、以直接金融為主的金融體系，這將大大提升金融服務實體經濟的效率。

其三是對企業資產負債表的修復。目前看到的進展還比較緩慢，但是未來可能會持續加速——正如中央經濟工作會議強調「去槓桿方面，要在控制總槓桿率的前提下，把降低企業槓桿率作為重中之重」。主要的措施包括國企的混合所有制改革、PPP以及債轉股等，今年都有集中落地的示範項目。

當然市場流動性博弈的結果往往與政策預期存在較大的偏差——民間資本有一種巨大的衝擊力或者是政策博弈的情緒。一方面是預期管理的問題——宏觀調控本質上是預期管理，保證政策的穩定性和加強前瞻性引導是管理層解決穩預期問題的必須之舉。另一方面，資本逐利的屬性往往會使得「劣幣驅逐良幣」，尤其在犬牙交錯的改革斷裂地帶，各種矛盾和風險會逐漸充分地暴露，因此2017年既要關注經濟可能出現快速上行的風險，同時也需要關注政策調控強化的風險。

## GDP崇拜觀念已落伍

中國外匯研究院分析師 古宇



中國經濟發展的落差是一個歷史問題，也是新經濟周期的特殊問題，其突破難題與阻力較大，「嫌貧愛富」的觀念是經濟發展與人心鬥志的關鍵所在。但中國經濟的經驗則是窮則思變，由此值得思考的問題很多，其中包括富裕地區對難點地區的支持幫助與合作，這才是中國經濟的希望與未來。

最近，內地31個省（自治區、直轄市）2016年國民生產總值（GDP）數據陸續公布，遼寧省GDP增速史無前例地為負值（-2.5%），排最後一名，GDP總量排第十四位，此前十年多處在第七、八名的位置。官方的解釋是：這裏既有「三期疊加」和經濟結構偏重等因素，也有過去一段時間經濟數據虛假，當前在擠壓水分、夯實經濟數據的因素。

這樣的數據，是令一個地方政府覺得面子上不好看的事情，但從另一個角度，其實也能推動各級政府淡化對GDP的崇拜。這種崇拜根源來自於對地方領導幹部的政績考核，儘管這種考核在近年來已經不唯GDP，但實質上各級政府並未擺脫對GDP崇拜的慣性思維，尤其是在經濟較為落後的地區。

事實上，真正讓一個地方政府面子上好看到的，應該是當地經濟發展的成果是否體現在居民生活水平和社會福利上。因此，除了GDP，建議遼寧省應更多關注其他能敏感反映經濟發展和社會福利水平的指標。

首先，讓我們看看發達經濟體常用的一些除GDP之外的衡量指標。美國一些經濟報告，比如經濟褐皮书、貨幣政策報告中常見的是反映勞動力市場的指標，包括新增就業數、失業率、非農數據、工資等，反映消費的指標，包括個人消費支出等。其次，宏觀層面會有國內總收入（GDI）的

指標。日本內閣府的經濟形勢報告一般使用國民收入（GNI）、國民可支配收入指標來更全面地反映經濟狀況。由於本輪全球經濟金融危機以來，歐洲債務危機問題較為嚴重，因此歐元區經濟形勢報告中一般會提到政府債務與赤字，另有一個其他經濟體不常使用的社保基金收支指標。

### 建議重視就業收入消費指標

綜上，建議未來遼寧省政府在致力於將GDP規模與增速恢復到在全國應有的位置或者更靠前的位置之外，應重點關注就業、收入、消費三類指標。

關於就業指標，不應滿足於常用的城鎮登記失業率，建議側重利用調查失業率、新增就業人數等指標來全面，及時掌握就業形勢。

關於收入指標，應重點關注工資增長情況，常規的指標有工資總額、平均工資，建議還要關注平均小時工資、人力資源指數、最低工資標準等指標。

關於消費指標，除了常用的社會消費品零售總額，在網絡消費、跨境電子商務等新業態的發展背景下，應關注網上商品零售額、快遞業務數據、購物中心（Shopping Mall）和奧特萊斯（Outlets）經營狀況等指標。

另外，中長期視角，衡量宏觀經濟發展水平的一個重要指標是勞動生產率（Labor Productivity），該指標的提升表明經濟增長質量的實質提升，而不僅僅是經濟總量的提高。

最後，我們從其他一些指標看一下遼寧省宏觀經濟的側面，也許沒有GDP總量排名下滑、增速倒數第一那麼悲觀。2006-2015年，遼寧省人均GDP、社會消費品零售總額始終徘徊在第七至第九名。2013-2015年，新口徑居民人均可支配收入始終排在第九位。

### 2016年部分省區市GDP排名一覽

地區	2016年GDP總量(億元)	GDP總量排位	2016年GDP增速(%)	增速排位
廣東	79512.05	1	7.5	20
江蘇	76086.17	2	7.8	14
山東	67008.19	3	7.6	16
浙江	46484.98	4	7.5	20
河南	40160.01	5	8.1	9
四川	32680.50	6	7.7	15
湖北	32297.91	7	8.1	9
河北	31827.86	8	6.8	26
湖南	31244.68	9	7.9	13
福建	28519.15	10	8.4	8
上海	27466.15	11	6.8	26
北京	24899.26	12	6.7	28
安徽	24117.87	13	8.7	6
遼寧	22037.88	14	-2.5	31

來源：根據統計部門公開資料整理

## 代理實體店難被取替

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

沃爾瑪是美國一家跨國零售企業，在美國《財富》雜誌2015年評選的「全球最大500家公司」排行榜中佔第1名。作為世界上最大的私人僱主，員工超過兩百萬，亦是世界上最大的零售商。亞馬遜是一家總部設於美國西雅圖的跨國電子商務企業，業務起始於線上書店，不久之後商品走向多元化。目前是全球最大的網際網路線上零售商之一，也是美國《財富》雜誌2016年評選的「全球最大500家公司」排行榜中的第44名。

鏈家地產是目前內地規模最大的地產代理公司，它的成功標榜着互聯網的應用趨勢；有很多人相信它的成功，在於能夠運用資訊科技的發展，所以能夠在短時間內超越同行的對手。

世界的進步，世界的發達，是不停地轉變，未能夠配合市場的多變，

最終將會被淘汰。今天，筆者不是在比較究竟虛擬發展好，還是實體發展好，起碼目前仍然未能說服筆者，線上服務可以完全取代線下的服務。今天筆者仍然看到的是沃爾瑪實體店的規模，沒有完全被亞馬遜的線上服務所取代。

說回我們的地產代理行業，鏈家的成功，實在值得參考；但這間公司的發展，並非全是線上服務，它的分行有5000多間，員工人數超過10萬人，由此證明，地產代理行業，沒有實體店面的結合，亦未必能夠產生協同效應。

在香港，地少人多，每個人的生活空間狹窄，居住環境擠迫，如果大家每天仍對着電腦螢幕去生活，實在是非常枯燥，所以實體店在香港是絕對有生存的空間。更何況是地產代理的行業，銀碼相對比較大，加上樓宇的高低、方向、環境及風水等，沒有親自的觀察，可能得不到理想的效果，所以，實體店及地產代理的角色在這行業的營運上，還是值得保留及重視的。