

管清友：中国经济存在四大隐忧

有时候，市场是最理性的。但有时候，市场似乎又是最感性的，以至于一致预期经常会变成一致误判，预期差也经常左右市场表现。去年四季度，大部分人预期中国经济稳中向好，结果今年一季度经济失速下行。今年二季度，大部分人又预期中国经济将一蹶不振，结果经济增速逆势回升。

【管清友/文】现在，大家又预期下半年经济将加快复苏，这似乎又有过度乐观之嫌。无论从内外环境来看，下半年经济复苏至少面临四点隐忧，市场可能从上半年的负预期差（过度悲观）走向正预期差（过度乐观）。

一、第一大隐忧：房地产真的企稳了吗？

7月中旬以来，随着地方政府放松限购的行动不断升级，房地产销售的确出现了一些回暖迹象，但效果并不明显，持续性也令人怀疑。从购房者的角度看，房贷环境仍偏紧，二季度个人住房贷款利率从6.70%进一步攀升至6.93%，创2012年降息以来新高，刚需和投机性需求都会受到抑制。从地产商的角度看，压力同样有增无减。一是库存压力，这种压力不局限于短期，而是中长期问题。从2010年以来，四万亿时期的投资逐步竣工，导致房地产供给持续快于销售，库存不断积压，目前商品房库存/销售比已从2010年的2.3升至5.1，处于2003年以来的高位，未来去库存可能持续数年，随之而来的投资下行。二是融资压力，非标收紧、银行对地产项目愈发谨慎，叠加外 资流入放缓，短期内地产融资仍不容乐观。自去年11月以来，房地产投资到位资金增速从27.6%连续下滑至3%。

与2008年和2011年的两次地产调整周期相比，这次的问题更加严重：

- 1) 前两次地产调整主要是受到了货币政策收紧或限购政策加码等外部因素的冲击，今年地产销售和投资的下滑是高按揭利率和高房价下的内生性收缩，因此对政策的敏感性降低。
- 2) 对比三次放松政策，前两次均有多次降准和降息这种强刺激政策，并伴随着按揭利率的较大折扣，而今年的情况是，虽有央行的窗口指导，但银行负债成本的系统抬升增大了按揭利率的刚性，今年二季度按揭利率不降反升。
- 3) 目前限购政策松动的城市，人均房屋保有量较高，投资属性明显，因此在房价没有可观涨幅预期下，限购放开对需求的贡献有限。
- 4) 地产库存再次上升至历史高位。

资料来源：Wind，民生证券研究院策略组，其中地产销售为金额数据，房价收入比数据来自上海易居房地产研究院

综合来看，销售企稳尚不牢固，投资压力也是有增无减。如果政策维持目前状态，年内房地产难言改观，而这将对上游制造业、地方财政收入、相关产业链消费等造成直接冲击，拖累经济复苏。

二、第二大隐忧：基建投资高增长能继续一枝独秀吗？

上半年各项投资当中，基建投资增长最快（占总投资的 22.8%），是对冲房地产投资下行（拉动投资回升 0.9 个百分点）的主要动力之一，但这在下半年很难持续。从历史上看，基建投资与国家预算内资金趋势基本一致，后者略微领先于前者，6 月国家预算内资金增速经从上月的 19.7% 大幅回落至 15.5% 并不是一个有利的信号。除此之外，基建投资的另外一个资金来源政府性基金也是捉襟见肘，其中主要是土地出让收入和一些预算外的非税收入。受房地产低迷的拖累，地方政府土地出让收入增速已从去年的 44.6% 大幅降至 26.3%，对应的支出增速也从 41.9% 降至 24.8%。而预算外的非税收入也明显受到八项规定的影响，导致政府性基金整体增速从 39.2% 降至 23.3%。房地产市场的低迷将降低地产商投资的意愿，未来土地出让收入仍面临较大压力，这都将成为基建投资身上的镣铐。

三、第三大隐忧：“微刺激”还会进一步升级吗？

二季度的复苏很大程度上受益于“微刺激”政策。财政政策方面，国务院 4 月以来几乎每次常务会都要推出稳增长政策，包括扩大铁路投资、扩大出口退税、小微企业减税等，带动财政支出明细回升。货币政策方面，连续采取定向降准、再贷款、PSL 等宽松措施，维持了相对充裕的流动性环境。但下半年来看，政策宽松的力度可能难有增量。

货币政策将逐步从宽松回归中性。央行在二季度货币政策执行报告和近期的座谈会中明确释放信号：一是淡化经济增长，表达的是总量宽松的必要性下降；二是强调债务风险，表达的是总量宽松的有效性减弱；三是担忧通货膨胀，表达的是总量宽松的操作空间变小、风险加大。总体来看，总量宽松的可能性基本可以忽略。一季度报告央行认为货币信贷和社融总量是“合理平稳的增长”，货币供应总量是“略有回落”，而二季度央行认为货币信贷和社融总量是“较快增长”，货币供应总量是“明显回升”。从这个变化也可以看出，央行认为目前的流动性环境已经较为充裕，并不是总量问题。而对于定向宽松措施的“反思”也意味着未来的定向宽松很难再有增量。此外，随着猪周期和自然灾害的影响逐步显现，年底通胀或触碰 3%，这也将掣肘央行进一步宽松。

财政政策也被提前透支，下半年宽松空间不足。今年财政支出和往年有所不同，由于从二季度开始政府加快财政支出进度，出现了半年突击花钱的现象，上半年累计盈余仅 5484 亿，比去年低 3393 亿，下半年留下的财政赤字空间占当年财政赤字的 140%，低于 196% 的历史均值，这使年底突击花钱的现象会减弱。

四、第四大隐忧：出口已经结束七年之痒了吗？

内需不振的情况下，外需好转成为二季度经济企稳的重要动力。这次企稳是短期利好共振的结果：从外部看，全球经济摆脱美国极寒天气冲击，迎来一轮触底反弹；从内部看，5 月之后虚假贸易造成的高基数扰动消失，政府也连续出台扩大出口退税、通关便利化等“稳外贸”措施，同时人民币实际有效汇率大幅贬值，对出口也产生一定的刺激作用。

7 月出口飙升至 14.5%，但原因很可能是汇率波动造成的报关与生产时间错位有关，不宜解读为外需大幅提振。7 月欧美进口数据并未明显反弹，而且欧洲 PMI 连续回落，中国出口集装箱指数也稳中有降，这些迹象都预示**下半年出口增速很难有进一步提升，预计在 5-10% 之间波动，环比贡献下降**。长期来看，中国的出口存在明显的天花板。一是劳动力成本攀升导致出口竞争力遭遇瓶颈。二是全球经济仍未摆脱危机后的去杠杆过程，未来随着发达国家储蓄率的回升，其储蓄-投资缺口将趋于收窄，随之而来的是贸易逆差的收窄甚至逆转。短期的回暖恐怕不会改变中长期的低速增长，指望出口超预期复苏的观点也值得商榷。