



【香港商報訊】北京師範大學金融研究中心主任鍾偉在圓桌會議上稱：「我們認為在第二季度，GDP 增速可能高於市場預期，而 CPI 增速卻低於市場預期。我們預期二三四季度的 GDP 環比增長在 2.2% 左右，如此二季度 GDP 增速仍將高於 8%，甚至快於第一季度。」

他還表示，比預期差的季度開局，意味著接下來比預期好的政策取向；年內中國經濟並無硬著陸的風險。同時，「我們對中國經濟增長的轉型表示悲觀，它意味著未來中國經濟的機遇和風險都在上升，增長下一個台階，基礎通脹上是個台階，中期內證券市場整體估值中樞也將逐步下行」。

開局雖差但政策向好

鍾偉：年內硬著陸風險低

二季宏調繼續穩中見鬆

穩中見鬆

鍾偉表示，二季度見底和政策放鬆的概率大增就 GDP 增長的同比預測而言，8.1% 明顯低於市場預期。但其環比增速 1.8% 並不出乎市場預期，同比和環比之間的差異令人費解。

他說：「我們進一步分析認為首季度同比增長，從已公布的一二三產業同比增長，以及投資消費淨出口同比增長來看，兩者之間不完

全一致，GDP 同比增長數存在一定的低估現象。從生產法估算出來的 GDP 增速可能明顯高於支出法估算的 GDP 增速，而支出法計算的 GDP 增速中，由於投資所含的房地產相關投資大幅萎縮，因此又可能存在 GDP 核算中高估了消費的貢獻率，低估了最終資本形成的貢獻率的問題。」

他預測說，考慮到第一季度同比增長較低，因此第二季度同比增長見底的可能性大增，同時政策靈活預調微調的時點也大為提前，二季度宏調繼續穩中見鬆。

放鬆基建投資幾率上升

投資因素

鍾偉在會上說，基礎設施和民生福利投資刺激的幾率上升就固定資產投資的同比增長而言，可能快於市場的預期，但其對 GDP 的貢獻率可能被低估了，如此投資增速，加上其中包含的涉及房地產投資佔比的降低，應該更有利於最終資本的形成，而對首季度 GDP 增長僅貢獻了 2.7 個百分點，令人不解。

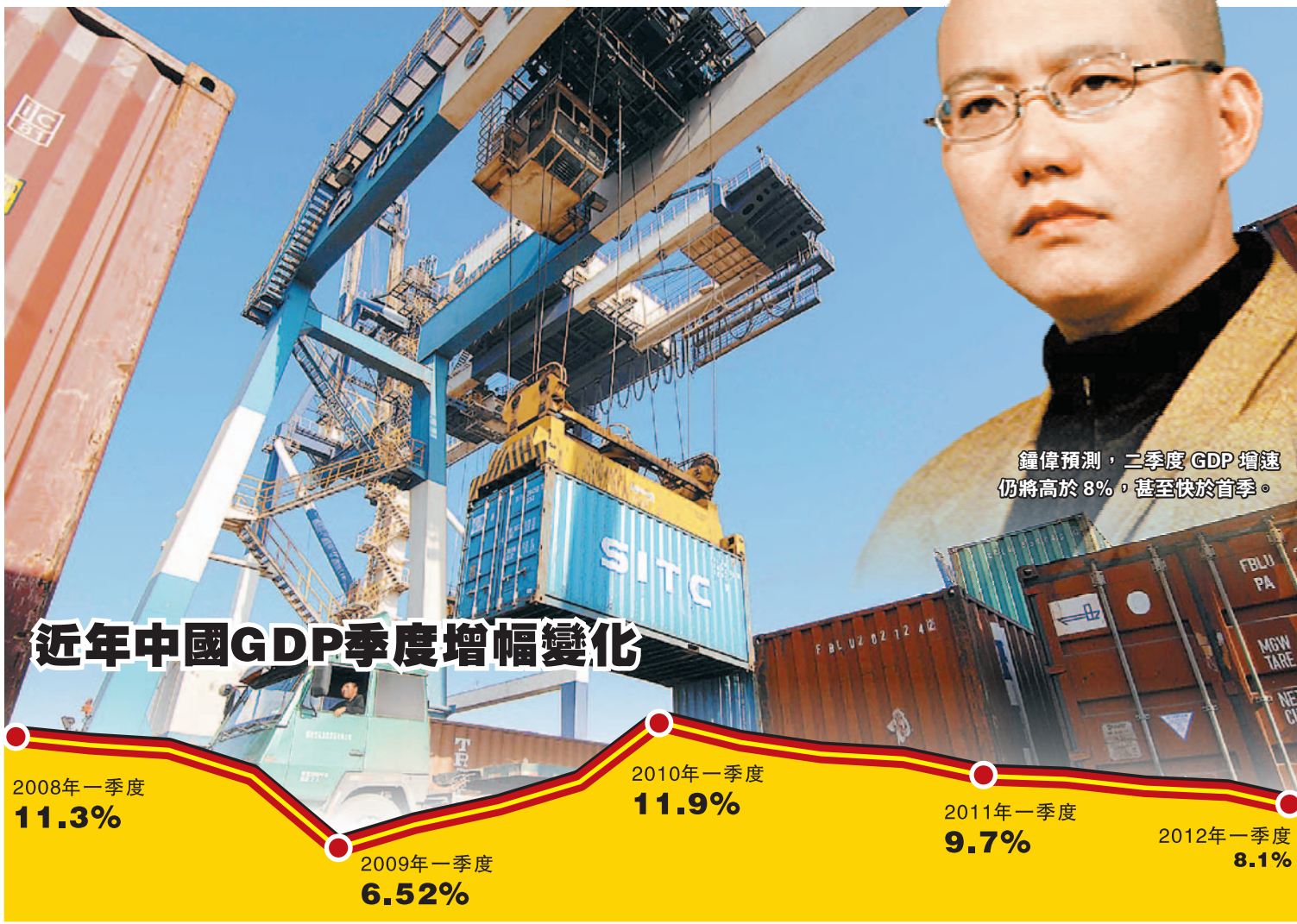
「影響投資的三大因素分別是工業投資、房地產投資和基建投資，另外，存貨變動也很重要。我們認為工業投資增速受制於企業的去庫存化和去產能化，全年表現差強人意。房地產投資儘管增速已滑至 23.8%，其對全年固定資產

投資增速下行的影響相對有限。」

他稱，存貨變動有三大特點，一是存貨變動和最終資本形成相比，其對 GDP 的影響只有後者的 1/3；二是目前去庫存化是在 PMI 處於臨界狀況下產生的，壓力不大；三是企業在產成品方面去庫存的時候，原材料購進庫存已經回升。

鍾偉說：「我們的測算是，如果全年固定資產投資要維持在 18%-20% 的同比增長，假定工業投資平穩且房地產投資同比繼續下行約 5-8 個百分點，則需要基建投資增速在未來 3 個季度同比上升 8 個百分點，同時企業適當補充存貨。」

「我們認為年內放鬆基建投資和民生福利投資的可能性顯著上升，但年內從中央層面不可能對房地產有任何明示的政策放鬆，地方政府和銀行被動調整的可能性更大。」他表示。



鍾偉預測，二季度 GDP 增速仍將高於 8%，甚至快於首季。

全年通脹低於4% 概率大

通脹預期

鍾偉最後談到，「首季度 CPI 同比為 3.6%，可能高於市場預期，但是和我們第二季度宏觀報告分析完全一致」。當下 CPI 下行慢於預期的原因在於四大因素：一是全球能源價格，這是輸入型通脹；二是食品價格，政府對農業的補貼和城市用工成本往往是交織上升的，或者說，政府對農業補貼越多，農民工對預期收入的要求就越高，農產品不是越便宜而是越貴；三是勞動力價格，受政府最低工資線調整的影響，估計勞動力價格每年上升 15%；四是發改委的價格改革方案，由於水電燃氣的價格改革有聽證和公示等冗長程序，因此可能到第二季度末才可能局部試點實施。

「上述新增因素都不屬於核心通脹，因此貨幣政策的調控對短期通脹影響微弱。同時首季 GDP 增長較慢，也不意味著總需求下滑能明顯有利於通脹下行。全年通脹在 4% 以內仍是大概率事件，通脹底部可能在 6-7 月。」

他預測說，如果當下的通脹新漲價因素和總需求萎縮，和貨幣調控無關，那麼對貨幣政策而言有雙重含義，一是年內降息，二是當下通脹新增因素和貨幣政策無關，因此繼續放鬆信貸調控和降低存款準備金率是必然的。



鍾偉說，總需求和貨幣政策對通脹影響有限。

去產能化是真正威脅

真正威脅

隨後，鍾偉提到，首季消費增長同比僅為 14.8%，但其對 GDP 貢獻了 6.2 個百分點仍似乎被高估了。儘管 3 月份消費增長略有穩定跡象，但全年消費平淡是定局。考慮到首季度 CPI 比較高，因此實際消費增長逐步接近 10%-11% 左右的長期趨勢線。

他說：「我們認為消費總體亮點不多，但是中西部地區的消費增長，以及中低端的大眾消費增長全年尚好。鼓勵消費的財政支持政策是困難的，不僅如此，收入分配改革，尤其是初次收入分配的改革遙遙無期。」

鍾偉稱，年內鼓勵居民消費政策在淡出，積極的財政政策也在淡出，結構性減稅基本無望。

「去產能化是真正威脅。首季度工業企業增加值的增速並不慢，仍有 11.6% 以上的增速，其中 3 月份接近 12%，這不令人意外。但是企業的盈利能力在首季已經明顯惡化，其中國有企業整體盈利接近 10 年來最糟糕的狀況。」鍾偉表示。

鍾偉認為，生產不減和盈利惡化指向了一個令人在短期內可以容忍，中期內不能接受的方向：工業企業必須消化掉在次貸危機後因為刺激政策而形成的巨大的無效產能。中國製造業短期面臨的是庫存問題，但中期面臨的，卻是更艱難的產能問題，不少企業必須被兼併、破產和出局。

他稱，一是大部分所謂新興戰略產業市場前景不明朗，政策支持力度繼續弱化；二是傳統製造業的技術升級，融合其和先進製造業差距將成為主流。有真正技術創新能力的企業，有真實成長的非傳統企業才有未來。

面臨調整

【香港商報訊】安邦諮詢高級研究員賀軍在發言時稱，中國經濟下行風險加大，經濟面臨動力調整以及政府換屆，政策調整變得異常複雜和敏感。短期內中國經濟還是要依靠投資拉動經濟增長，長期則需要大刀闊斧的一系列改革。同時，解決中國經濟問題，不僅僅限於中國經濟範圍之內，還可以走出去，實施「非洲馬歇爾計劃」，以此解決國內產能過剩並形成新的經濟動力。

中國經濟到了轉型關口

賀軍表示：「從一季度的情況來看，中國經濟出現超預期放緩，說明出現了過去我們可能沒有估計到的一些問題。中國經濟一方面受到外部影響，突然減少；一方面則是中國國內的變化，使得中國經濟到了一個轉

中國經濟面臨動力調整 賀軍：應實施非洲馬歇爾計劃

型的關口。[比如人口紅利還有沒有？改革的紅利是不是已經到頭了？還有像過去參與全球化的那些比較優勢，還存不存在？在我看來，這些方面都到了歷史性的轉型的時候。」

從現在的形勢來看，中國經濟正面臨著一個動力轉換的過程，或者說叫動力的調整。賀軍說：「過去我們是靠對外經濟上投入很多資源，還有一些亮點產業是佔據了很重要的地位。比方說房地產、汽車等，但現在房地產持續調控，已不再像過去那樣發揮作用。在中國，房地產調控還有特別的意義，如果房地產出現市場問題而沒有加以認識和解決的話，在中國就會演化成社會問題；如果仍然沒有得到糾正，就會變成政治問題。這個時候政府就會拿政治的辦法來干預市場。從現在的調控來講確實是這樣。」

他稱，當一系列問題沒有找到解決辦法的時候，外在的表現就是經濟的放緩，特別是今年。經濟增長動力的切換還跟另外一個周期，就是政府換屆的因素重迭在一起，短期之內就使得中國的經濟政策調整變得非常複雜也很敏感。高層領導已多次談及改革，但實際上在政策領域體現得並不明顯。

短期靠投資 長期靠改革

賀軍在會上表示，以經濟下行風險為催化劑，目前政策基調正在發生微妙的變化，操作軌跡從前期的以「促轉型」為重點向以「保增長」為重點傾斜，而保增長依然寄望於投資的拉動。

「短期看，今年中國經濟保住增長最重要的還是投資，要保持一定投資的增速。另外在貨幣政策上，也要具體的把這些所謂的微調、預調落到實處。下一步，國內貨幣政策放鬆的概率非常大。但是貨幣政策放鬆到什麼程度，這個還有很多分歧。我們來看，短期之內，央行應該不會去採取降息的方式刺激，在存款準備金率，在投資的審批，在市場的准入放寬可能會有政策出台。」賀軍說。

從長期來看，解決目前經濟問題，最重要的還是改革。賀軍表示，中國經濟表面上看是經濟放緩的問題，實際上還是改革的問題。比如結構調整和經濟轉型。

「在國有企業壟斷方面，現在的爭議還很大，這幾年特別是金融危機之後，4 萬億刺激政策出台，中國國進民退的現象在加劇。很多民營企業願意賣給國企，讓央企出面獲得貸款，獲得項目，自己只參與分紅就可以了。如果大量的民營企業家都這麼做，那說明中國市場出現了很大的問題。」賀軍說。

投資非洲形成新經濟動力

賀軍談到，有分析指出：「目前改革紅利已基本耗盡的情況下，無論採取什麼樣的宏觀政策，中國經濟的增長都將無可挽回地繼續下降。如果不能及時地回到當年的改革開放上來，而是一味空談，拖延時間，經濟和社會問題的不斷積累，有可能超出我們脆弱的社會結構所能承擔的範圍。」

今年一季經濟數據超預期放緩，官方至今沒有任何採取措施的跡象。經濟硬著陸的擔憂再次在各種經濟論壇上被熱議。賀軍稱，要解決中國的問題，不僅僅限於中國經濟範圍之內，可以從外國想辦法。中國應該實施「非洲馬歇爾計劃」，以此解決國內產能過剩並形成新的經濟動力。

來自安邦諮詢賀軍說，「非洲馬歇爾計劃」並非新生概念，早在去年，安邦諮詢就提出了一個系統的構想。即中國推出一個 10 年 4000 億美元對外投資援助的計劃，主要面向非洲。中國應視非洲地區為未來數年甚至數 10 年內的重要貿易夥伴，通過在該地區的長期投資獲得政治和經濟上的影響力。在該計劃當中，中國不僅可輸出商品，還可通過投資非洲向非洲輸出人民幣，提高人民幣的國際化進程。

賀軍稱，中國房地產出現市場問題需認識和解決。