

2016年中国经济的几个问题

□高善文 安信证券首席经济学家

我们看看过去一两年影响中国经济的一些关键变量。

2015年,经济方面的情况毫无疑问是比较差的,也许比年初市场的一致预期还要更差一些。回头看数据,这一轮经济“塌方”从2014年8月前后开始,在没有特别明显征兆的前提下,很多重要的经济数据突然出现了严重的滑坡。

财政开支“塌方”

先梳理一下财政数据。我们定义的“广义财政开支”主要包括三部分:一般公共预算支出、政府性基金支出、政府利用融资平台借贷等所维持的支出。在这些支出的基础上,我们还可以考虑扣除转移支付、利息支出、拆迁补偿等内容,目的是想与宏观经济统计层面上的最终需求对应起来。需要说明的是,受数据可得性影响,这里的广义财政支出有很多估算的成分,细节上还不是特别精确,但偏差不会特别大。

在四万亿刺激计划结束之后,中国广义财政支出活动总体上处于一个相对稳定的状态。但进入2014年,这一增速经历了大幅度的下滑。观察更高频的数据,广义财政支出的下滑应该发生在2014年的下半年,至少持续到2015年一季度。

广义财政支出占GDP的比重为22%左右,部分对应着消费,部分对应着投资,总体规模大约是房地产开发投资的两倍。这意味着,在广义财政支出恶化的这段时间,实体经济遭遇了非常猛烈的财政收缩的冲击。

在经济刚开始滑坡的时候,我们并不十分清楚具体发生了什么,直到各方面财政数据陆续发布。回头来看,广义财政开支的大幅下滑,同决策方面对地方债的更严格管理和约束密切相关。此外,一般公共预算支出低于年初预算,可能也受到了反腐相关活动的影响。

2015年四五月后,随着政府主张更积极的财政政策,财政支出增速开始有了较大的恢复。但与此同时,从工业、GDP等数据来看,经济活动并没有出现明显的反弹。为什么出现这样令人迷惑的现象?

我们可以拆开财政数据具体分析。2015年二季度以后,广义财政开支的恢复,主要受预算内一般公共预算支出的驱动,而其他的财政支出,例如政府性基金支出和融资平台支出,在2014年大幅下滑基础上,2015年继续走低。

在GDP核算上,预算内的一般公共财政支出,更多地对应着社会消费品零售或服务经济活动,这可能也解释了为什么2015年四五月以后,社会消费品零售的表现总体强劲。而政府性基金开支、融资平台开支等,与基础设施投资活动联系更加紧密,其支出增速的持续低迷,能够帮助解释为什么在发电、钢铁、水泥、有色金属、化工、煤炭、铁路运输等等重工业链条上,需求没有出现恢复的迹象,实际上还在进一步走弱。此外,一定程度上,我们怀疑,当财政资金下拨给相关单位以后,定义的财政支出已经发生,但投资活动不见得立即开展。

总结而言,2014年8月以后,受地方债务管控、反腐深化等影响,预算内外开支活动同步大幅走低,对短期实体经济造成猛烈的冲击。2015年四五月以后,随着政府采取更积极财政政策,广义财政支出下滑局面得以扭转。但在结构上,预算内一般公共财政开支恢复比较明显,这对消费活动形成了一定的支持,而与基础设施投资相关的政府性基金开支和融资平台开支,恢复仍不显著,这也使得在重工业链条上经济活动的恢复很不明显。

中长期来看,地方债务更严格的管理和控制,对于提升财政金融稳定性,有着非常积极的意义。

出口活动弱于全球

剔除价格影响,中国的出口量增



站在事前预测角度来看,我们认为,对2016年出口不宜抱太多期望,其对经济增长的拖累应该还没有结束。2016年房屋新开工面积大概率继续负增长,这对重工业链条、对土地出让收入等等继续形成抑制。财政方面,2016年一般公共财政支出将更加积极,但进一步提升幅度应该很有限。政府性基金支出和融资平台相关支出在2016年也不太可能出现强劲的反弹。

综合来看,短期经济需求端显著恢复的迹象暂时还不是特别明显。这一系列链条最终稳定下来,可能最早要到2017年某个时候。



□东方IC/供图

速在2014年9月至2015年9月一年多的时间内,同比增速下降了10多个百分点。2014年9月还有12%左右,但2015年三季度出口量实际同比增速为-5%。

从一些机构提供的出口量数据看,应该说,在中国出口减速的这段时期内,全球贸易量活动总体上也在减速,但减速的幅度相对要温和许多。例如,2015年下半年全球出口量增速较2014年底减速不到5个百分点。

从年度数据看,2015年中国出口量增速比全球还要低,这在过去近20年时间里是非常罕见的。

中国是一个高度出口导向型的经济体。一些国际机构估算,这两年中国出口中,中国本土增加值占GDP比重约为15%,比房地产大约多30%-40%。实际上,2007年的时候,这一比重达到最高点,超过20%。随后由于金融危机影响而不断下降。

出口量增速如此大幅度的下滑,对经济活动的拖累,事后来看无疑是非常猛烈的。事先我们对此的估计并不充分。

出口增速显著走低并低于全球,产生这一局面的原因是什么?我们能够给出两种可能的解释。

第一,2015年全球经济增长非常不平衡,美国经济略好,发达经济体并不是非常好,新兴经济体更差。存在这样的可能,就是中国最主要的贸易伙伴,例如一些新兴经济体,它们的经济收缩更猛烈,与中国自身的经济收缩相互强化,从而导致了出口活动低于全球表现。

第二,美元汇率迅速升值,人民币跟随美元,使得人民币对一篮子汇率有非常大的升值,这对出口活动形成挤压。

我们可以分析,在2014年6月到2015年6月这个时间段,中国在各国市

场上的出口份额损失情况。以这些国家自华进口增速与其总的进口增速之差衡量出口份额损失,可以看到,人民币相对于各国货币升值的幅度越高,中国在该国的市场份额损失就越大。

例如,人民币相对欧元升值幅度最大,中国出口在欧洲市场的份额损失也最大;人民币对日元也有明显的升值,在日本市场上,中国出口品份额的损失也比较明显。

在此期间,人民币对美元相对稳定。但在美国市场上,中国出口品份额的损失也很明显,原因也许在于其他竞争对手的货币相对于人民币在快速贬值,挤占了中国的出口份额。

欧元区、日本、美国合计占中国出口份额接近50%。在这些特别大、非常成熟和复杂的经济体,中国出口份额的变化,与人民币汇率变动有比较强的联系。这也表明,人民币比较明显的高估,带来了实实在在的竞争力损失,对2015年下半年以来的出口数据产生了明显的影响,也在很大程度上抵消了财政支出上升的积极贡献。

房地产库存累积

房地产市场永远是一个说不完的老话题。

首先从销售端来看,我感觉,中国商品房销售面积的历史峰值已经出现,大约在13-14亿平方米,2013-2015年已达到这一水平,2016年可能也在这一区间附近。但往后看,销售面积数据可能不太会超越这一峰值,未来长期的可维持水平也许在7-8亿平方米。

其次,从上市公司数据看,2005年以来,房地产行业的存货水平出现了惊人的扩大和积累。或者观察统计局公布的施工面积数据,其与销售面积

之比,在2014-2015年接近6,也是处于自2000年以来的历史最高水平。

为了实现实质性的去库存,房地产新开工面积必须下降到销售面积之下,也就是低于13-14亿平方米。我个人估计,2015年,剔除掉不可销售部分(例如车位、幼儿园等),新开工面积应该下降到了13亿平方米,与销售面积大体持平。这意味着,房地产存货终于停止增长,但还没有实质性下降。

2016年,新开工面积继续负增长,以实现库存去化,是没有悬念的。难点在于,我们不知道它会下降到什么时候、什么水平。我的判断是,新开工面积可能需要在现有的水平上再下降20%-25%,也就是达到10-11亿平方米附近,才能使得存货去化过程真正进入一个比较稳健的局面。如果2016年维持2014、2015年的下降速度,那就还需要一年到一年半的时间,例如到2017年的某个时候,新开工面积增速有望稳定下来,对经济增长的拖累作用也就消退了。

站在事前预测角度来看,我们认为,对2016年出口不宜抱太多期望,其对经济增长的拖累应该还没有结束。2016年房屋新开工面积大概率继续负增长,这对重工业链条、对土地出让收入等等继续形成抑制。财政方面,2016年一般公共财政支出将更加积极,但进一步提升幅度应该很有限。政府性基金支出和融资平台相关支出在2016年也不太可能出现强劲的反弹。

综合来看,短期经济需求端显著恢复的迹象暂时还不是特别明显。这一系列链条最终稳定下来,可能最早要到2017年某个时候。

本文整理自作者日前在SAIF金融E沙龙2016中国经济分析展望会上的发言

□本报记者 孙竹萝 整理

P2P“冬天”挺好 能冻死“害虫”

□唐宁 宜信公司创始人 CEO



2016年开始,应该是行业监管环境不断完善的过程,也可以理解为互联网金融的“冬天”,而把“害虫”冻死对行业健康发展有利。

P2P,从2006年我们在中国发明这个模式,现在已经成为中国互联网金融创新重要的一个组成部分。这个创新的模式本身还是有很多道德风险,例如虚构借款人,例如一个借款需求被重复使用很多次,例如平台资金跟借款人、出借人的资金不能够很好地隔离等,所以从几年前就和银行探索合作,希望能够在银行的监管之下去做P2P模式,以规避前述这些道德风险。

另外,持续优化工作也包括出借方的一些变化。当个人对个人模式有了一定成果的时候,机构也非常感兴趣,所以我们开拓了机构方面的资金来源,包括信托公司、银行,也会有资产证券化的机会等,未来也会学习美国的一些交易平台模式,打造更完善的服务和管理。

去年,国内对P2P行业已经有相关监管措施落地;央行、银监会也均配套了监管落地的精神。我认为,2016年开始,应该是行业监管环境不断完善的过程,也可以理解为互联网金融的“冬天”。但是,“冬天”也没什么坏处,把“害虫”都冻死也挺好的,所以是一件好事情。

如何看待P2P公司和业务?我们的观点是,应该把P2P看成是一个工具、手段。最终要看不同的机构想服务哪些客群,他们有什么具体的需求。在选择服务人群并进行定位需求时,要问自己的不同在哪里,能力在哪里,为什么服务这个目标人群的某个需求,一定要抓住特色。

我曾经说过,十年之后,“互联网金融”这个词会消失,如果真正能够达到那样的状态,就说明大数据、云计算、移动互联网这些功能能或者说工具,已经成为金融内生的一个组成部分。到了这个状态,“互联网金融”就是金融,而且是更好的金融。

而另外的一个方向,在P2P理财之后,我们还注意到,理财者需要的是资产配置的逻辑,基于自身的需求去建立非常稳健、合理的资产组合。于是,我们把P2P理财往财富管理方向延展。

未来,普惠金融事业继续在中国扎根,财富管理将是全球视野,我们客户的资产配置一定是全球的资产配置。中国的高净值人士、大众富裕阶层也有全球资产配置的需求。这些投资人的投资需求可以跟美国很多平台上面的债权、资产、各方面优质的底层资产对接。

此外,我们开创了小微租赁这样一个模式。像城市的小微企业主、农户在城市想开一个洗车的门店,或者是开一个美容店,有10万元、20万元、30万元量级的资金需求,买不起洗车设备,买不起美容设备,我们用租赁的方式提供这种设备,降低创业的门槛。在农村,像农户购买拖拉机、购买收割机、购买烘干塔等等,买不起的话也可以租。在租的时候,我们在农机具上也安装上所谓互联网的传感器,拖拉机开到哪里,烘干塔用得怎么样,是不是在用,烘干了多少粮食,我们从远程都能监控。这是将科技应用到普惠金融最前沿,到农村,为之前被认为很难做的对象提供普惠金融服务。

宜信利用大数据技术在个人和小微的信用模型建立方面不断去创新。中国缺少很多相应的基础环境,我们利用社交、网购、电话记录等各种新型的数据源,通过技术研发使得信用模型越来越有效。所有这些都非常便利地让个人和小微企业去建立自己的信用,获取几万、十几万、几十万元等不同额度的资金。

