

外需复苏为中国经济结构性改革提供良机

原文刊于 7 月 19 日《中国证券报》

当前全球经济复苏为中国深化结构性改革提供了良机，出口改善在一定程度上减轻政府稳增长的压力，从而为深化供给侧改革和金融去杠杆提供空间。

外需改善拉动经济

今年上半年经济整体延续去年四季度反弹的趋势，继续惯性复苏。一季度开局良好，在供需两旺的背景下，经济增速达到了 6.9%。即便在二季度金融去杠杆和房地产调控的大背景下，经济增速依然平稳，与一季度持平于 6.9%。如果说去年四季度中国经济的复苏主要是前期货币以及房地产政策宽松累计效应的滞后反映，导致固定资产投资企稳以及由此激发的补库存需求，那么今年一季度经济基本面进一步改善，要部分归功于全球经济复苏带来的对我国出口增长的拉动。在二季度国内补库存需求伴随着 PPI 见顶回落的过程中开始减弱的背景下，外需改善对经济的拉动效应显得更为突出。相对于去年同期出口增速大幅下滑的困难局面，今年上半年以美元计价的出口增速从去年的-9.57%大幅反弹至 8.5%。

在经历了长达将近 10 年的超宽松货币政策刺激以及深度结构性调整之后，摩根士丹利全球宏观团队预计今年全球经济增速将从去年的 3.1%大幅反弹至 3.6%，并再次回到全球长期平均增长线（3.5%）以上。发达经济体 G10 的经济增速会从 1.6%回升至 2.0%，其中美国和日本的改善幅度最大，达 0.6 个百分点，分别从 1.6%和 1.0%回升至 2.2%和 1.6%。新兴市场整体经济增速也会从 16 年的 4.2%上升至 4.7%，其中虽然中国的预计增速比去年的 6.7%会略有回落，但其他主要新兴市场国家复苏势头强劲，例如巴西和俄罗斯预计今年将成功摆脱经济衰退的阴影，实现经济的正增长。

中国出口向好的大背景正是依托于 2008 年金融危机之后首次发达经济体和新兴市场经济同步复苏的全球经济复苏。上周在德国汉堡召开的 G20 会议上，包括美国在内全体成员一致支持全球化，承诺市场开放，反对贸易保护主义，决定建立稳定的国际贸易体系，促进跨国投资。这说明全球经济一体化和贸易自由化依然是主流，从而在一定程度上降低了对特朗普政府上台之后贸易保护主义对中国出口可能会造成显著负面冲击的担心。如果把中国制造业

PMI 指数和美国 ISM 制造业 PMI 指数放在一起，会发现显著的相关性，这说明目前国内工业生产改善除了国内需求平稳之外，外需改善是一个很重要的因素。我们判断下半年出口温和复苏的趋势会依然维持，因此海外需求会接力补库存需求继续支撑国内工业生产的景气度。预计今年净出口对 GDP 增长的拉动会从去年负 0.5 个百分点，反弹至正 0.4 个百分点。1 个百分点左右的贡献改善在一定程度上对冲消费和投资贡献率的下滑，成为实现今年经济增长 6.5% 的关键性因素。

新一轮朱格拉周期开启

从总需求角度来看，下半年拖累经济增长的可能依然是固定资产投资。目前市场观察工程机械类销量持续超预期，从历史经验看，工程机械销量有领先房地产和基建投资的关系。考虑到房地产调控政策以及金融去杠杆的效应会在下半年逐步显现，从而拖累房地产投资增速，因此市场对下半年基建投资抱有很高的期望，认为基建投资增速可能会明显超越去年，从而成为稳定固定资产投资的重要因素。我们认为目前工程机械销售旺盛从经济周期角度来考虑，除了反映需求面的因素外，在很大程度上是受到了新一轮朱格拉周期开启的影响。

上一轮朱格拉周期起始于 2008 年金融危机之后，伴随着“4 万亿刺激计划”的推出，企业大规模增加资本开支来购买机器设备和扩张产能。鉴于每轮朱格拉周期时间跨度在 8-10 年，伴随着供给侧改革推动企业淘汰落后和过剩产能，工业品通缩明显改善之后，企业增加资本开支来更新设备和升级产能的意愿明显上升。因此目前工程机械销售旺盛在一定程度上是更新需求的反映，因此不能就此推论基建投资增速在下半年会持续走高。我们对下半年基建投资增速维持谨慎乐观，判断可能会小幅加速，但不会明显超越去年同期水平。

新一轮的朱格拉周期有利于制造业投资的复苏。我们预计下半年制造业投资会继续温和复苏，从而在一定程度上对冲房地产投资下滑的负面影响。居民收入增速放缓加上传统生活必需品和耐用消费品渐趋饱和，以及受到房地产调控以及家用小汽车购置优惠政策变化等可能会拖累相关商品销售，下半年社会消费品零售总额增速可能会出现小幅放缓。但是消费升级过程中对服务消费的比重不断提高，表现为居住、医疗保健、文教娱乐等服务消费的增速占总消费的比重不断上升。统计局公布的服务业 PMI 指数年初以来一直维持在 54% 以上，相对于制造业 PMI 的 51%-52% 的波动区间显示出更高的景气度。因此，我们认为下半年消费依然会扮演经济增长稳定器的角色。

决定货币政策的主要因素

上半年通胀形势整体温和可控，PPI 在二季度见顶回落，我们预计在下半年伴随着国内

需求减弱以及高基数因素，PPI 会进一步下降。食品价格稳中有降导致 CPI 上涨乏力，我们判断下半年 CPI 会维持温和态势，只要核心 CPI（剔除食品和能源价格）不出现大幅上涨，气候等短期供给因素导致的物价波动不会构成货币政策取向变化的动因。下半年决定货币政策立场和取向的主要因素依然是：推动金融去杠杆，以及美联储加息缩表背景下防范系统性金融风险。

前几年中央集中精力清理了地方政府融资平台，在理清债务属性和偿还义务之后，通过债务置换等方式来推动地方政府债务的显性化和提高透明度，从而在很大程度上实现了地方政府债务风险的可控。我们认为目前监管层推动的金融去杠杆也有类似的效果。最近几个月在银行表外业务开始收缩的同时，表内新增信贷在同比和环比的基础上并没有明显萎缩的迹象，甚至都是略有增长。说明金融去杠杆有效限制了银行表外业务的野蛮生长，同时推动融资方式回归表内，这无疑有利于降低系统性金融风险和提升货币政策的有效性。此外，金融去杠杆也开始扭转之前资金“脱实向虚”，有重新回归实体经济的趋势。

根据 OECD 测算，日本和英国的产出缺口在 2016 年就已经转正，美国和欧元区 15 国的产出缺口将在明年分别转正和逼近零。产出缺口的弥合和转正，必然伴随着失业率的下降和通胀水平的上升，因此以美国为首的发达经济体货币政策转向已经成为不可避免的现实问题。今年下半年美联储在继续加息的同时会启动缩表进程，而日本央行和欧洲央行也可能会考虑缩减量化宽松政策。因此下半年人民币汇率和跨境资本流动层面的压力可能会重新上升，央行会严密关注海外央行货币政策走势及其“外溢效应”的扩散，通过适时微调政策方向和力度来对冲。我们判断下半年货币政策会继续维持中性立场，并通过相机抉择来确保政策的灵活性和弹性。例如 6 月当金融机构面临年中 MPA 考核的时间节点，为了避免出现流动性过分紧张的局面，央行通过公开市场操作加大流动性的投放；但之后央行又通过反向操作回收流动性来确保市场流动性维持在合理水平。在货币政策回归中性的大背景下，我们认为财政政策的立场会更加积极，通过有针对性地扩大支出规模和加大减税力度，并加快推进 PPP 等方式来确保下半年经济平稳增长。

加快推进结构性改革

从内需层面来看，我们认为去年四季度和今年上半年经济增速反弹更多是下行周期过程中刺激政策的累积效应的集中反映，而非所谓“新周期”的开始。很难想象，长期以来困扰中国经济的结构性问题，通过短短的一年多内针对几个重点行业的供给侧改革就完成了整个经济体的过剩和落后产能的出清。中国 ICOR（增量资本产出率）持续上升，背后反映了中国每增加一单位 GDP 产出所需要的资本投入在不断上升，而资本投入的上升背后则隐含的是杠杆率和债务率的上升。

我们认为以供给侧改革为标志的中国经济的结构性改革才刚刚起步，切不可盲目乐观，而回到投资拉动经济的老路上去。目前全球经济复苏为中国深化结构性改革提供了良机，出口改善在一定程度上减轻政府稳增长的压力，从而为深化供给侧改革和金融去杠杆提供空间。反过来说，政府也应该有效利用目前相对外部环境的改善来加快推进国内结构性改革，因为目前全球经济复苏已经进入了下半场，从未雨绸缪的角度考虑，要提升自身应对将来可能再次出现危机的能力，同时留有足够的政策空间。