

真复苏假复苏？短周期长周期？



进入2017年以来，世界经济发生了一些引人注目的变化：美国主要经济指标整体改善，美联储加息明朗化；巴西、俄罗斯等在2016年的整体经济表现也好于预期。中国经济则可用缓中趋稳，稳中向好来概括。但这些变化也导致了广泛争议：有学者认为，这显示全球经济可能临近复苏拐点，有的则认为当前的复苏是假复苏；有的基于中美在世界经济中的分量，认为这也许是中美引领全球经济逐渐走出长周期下行的拐点，有的则认为当下经济好转仅是短周期反弹。从中长期看，世界经济仍存在诸多不确定性。那么，当下的世界经济是真复苏还是假复苏？是短期反弹还是长期拐点？

钟伟：欢迎两位参与本期的“圆桌”讨论。从2014年年底美联储宣布逐步退出量宽以来，美联储从艰难加息到加息明朗化，经济增长、就业、物价、经常项目收支等均逐步好转。看起来特朗普冲击可能会加速或延缓美国经济复苏的势头，但却难以逆转复苏。在两位看来，次贷危机至今的美国经济，是否走到了一个长周期的拐点？或者当前的这种复苏仍仅仅是一种可能随时夭折的假复苏？

张明：我认为美国经济的复苏是真实而且可持续的。当前美国经济增速已经接近3%的潜在增速，核心通胀率持续位于2%以上，失业率降低至5%以下，家庭杠杆率在次贷危机后出现了显著下降……这些都是美国经济复苏的证据。我觉得2017年美国经济增长可能前高后低。其原因在于：第一，特朗普的扩张性财政政策将会受到联邦政府债务高企（超过GDP100%）与长期国债收益率上升（与去年7月初相比已经上升了100多个基点）的掣肘。此外，奥巴马医疗惠及的是中低收入民众，他们的边际消费倾向更高；而减税惠及的是富裕群体，他们的边际储蓄倾向更高。因此，特朗普削减的恰好是支出收入弹性更高的财政支出，而增加的恰好是支出收入弹性更低的财政支出。第二，今年美国股市存在显著下调的风险，而一旦股市下行，将会通过负向财富效应冲击消费。第三，特朗普政府的第一批基建项目，可能要等到今年年底才能真正推出，对经济增长的效应需要更长的时滞才能显现出来。

张斌：在异常的低利率环境下，美国居民和企业的资产负债表得到修复，政府的债务压力也有所缓解，美国经

主持人



钟伟
本刊副主编



嘉宾



张明
平安证券首席经济学家



张斌
中国金融40人论坛高级研究员

济已走出后危机时代，进入了正常运行阶段。但进入正常运行阶段并不意味着美国经济会有很大的增长空间，未来，美国经济增速如果能维持在平均2%—2.5%就已经很不错了。看起来美国经济在次贷危机十年之后，已逐步走出危机，但并未走出平庸增长。

钟伟：在过去的20年里，中美经济你中有我，我中有你，经济周期的同步性较强。因此美国经济好转也会影响到中国。从2016年一季度以来的情况看，中国经济增长稳定，通胀回升，实体经济状况有所好转，甚至在利率汇率上，也出现了短暂回稳回升之势。在两位看来，中国经济是否有可能在2016年的基础之上，构建一个相对平稳的6%左右的新增长平台？还是在下半年面临更大的下行压力？

张明：目前市场对于中国经济短期走势存在较大的分歧。我个人倾向于认为，2017年中国经济增长的压力并不低于2016年。今年中国经济走势很可能也是前高后低。第一，在去年显著发力的周期性行业（特别是房地产与汽车）从今年二季度起可能会下行，而目前也找不到一个新的行业能够替代周期性行业对GDP的贡献。第二，今年控风险成为宏观经济政策的一个关键词，而控风险的举措会通过降低融资可得性与提高融资成本的渠道来影响经济增长。例如，地方政府如何能为今年新增的基础设施项目筹集到成本足够低的融资，就是一个重要挑战。第三，受制于人民币贬值压力与对资产价格泡沫的隐忧，今年中国货币政策可能真正是稳健中性，对于经济增长的作用将会比较有



更多内容扫这里

限。换言之，如果没有重大结构性改革出台，中国经济潜在增速的下滑将会依然继续。

张斌：2016年是周期行业上行的下半场，看到的是价格快涨和盈利改善；2017年是周期行业下行的上半场，会看到价格从快涨变成慢涨，企业利润回升；2018年则可能是周期行业下行的下半场，经济将再次面临下行压力。但即便到了2018年，企业的日子总体来说也不会太差，至少比2015年的情况要好。2015年企业的苦日子是两股力量叠加的结果：一是周期行业处于底部；二是私人制造业部门处于趋势性去产能的关键阶段，负的PPI把企业压得喘不过气来。2016年是私人部门制造业持续多年去产能的关键转折点，标志是PPI的大幅回升。因此，到2018年，即便遭遇周期性行业下行压力，趋势性的去产能压力也不会太大，企业少了一层压力。

总体看，中国经济基本上进入了新平台。旧产能淘汰压力减少了，有了更多的新投资机会，这对经济进入新平台是好消息。

钟伟：当下经济复苏是长期拐点降临，还是前景不明朗的短期反弹，这对自上而下的资产配置具有不同的意义。如果是假复苏，通胀回升就不是威胁，债市或有转机，长期流动性就未必到达量和价的拐点，楼市经济还可以延续一段时间；如果是真复苏，则大宗商品温和走强可能还会延续，股强债弱也会延续。两位如何看待年内大类资产的配置策略？

张明：我认为当前中国的经济复苏缺乏可持续性，下半年增长压力依然较大。我的估计是，2017年全年CPI增速约为2.5%、PPI增速约为3.5%。今年国债收益率也并不会陡峭上行，下半

年或有回落空间，因此存在配置的机会。从全球资产配置看，2017年建议增配美元与英镑，减配美国与英国的股票（尤其是纳斯达克的股票）；同时，正常配置发达国家的国债，减配大宗商品，上半年还可适当定投黄金。2017年，国内资产配置，可增配估值偏低的蓝筹股与H股，正常配置利率债，减配高风险信用债，减配大宗商品，减配房地产。

张斌：仅就年内来看，权益类资产得益于良好的业绩，表现应该不错。通胀压力不大，但考虑到金融部门去杠杆和对货币政策过度反应的风险，债券未必有很好表现。大宗商品已经有了过度表现，未来在周期性行业下行影响下，价格很难再创新高，但跌幅也不会太大。

钟伟：中国经济在2017年的主基调是风险防控。在两位看来，过去4个季度中国宏观经济指标的一些变化，为我们在当下财政货币和产业政策方面提供了什么新的参考因素？实际流动性投资是否应当避免过紧的风险？资产端和需求端的改善是否使去产能降杠杆面临更好机会？年内影响中国经济的可能风险点是什么？

张明：2017年，中国政府的两大任务是控风险与保增长。但有趣的是，控风险与保增长，对具体宏观经济政策方向的涵义，可能存在着冲突。例如，为了保增长，宏观经济政策需要进一步放松；而为了控风险，宏观经济政策可能需要保持中性、甚至略微收紧。由于今年经济运行前高后低，在今年上半年，宏观政策的重点会更加偏向于控风险；而到了下半年，宏观政策的重点会更加偏向于保增长。年内影响中国经济的可能风险点，从外部来看，是中美爆发贸易冲突以及欧洲选举出现黑天鹅事

件；美联储加息超预期也是潜在风险，但概率很低。从内部来看，是金融风险加速爆发，以及经济回落速度超预期。

张斌：中国债务水平快速上升，其中偿付能力有问题的主要是两个部分，一是地方政府债务，二是国有企业债务。与此相对应，风险防范的主要内容是地方政府的投融资体制改革，以及国有企业改革。过去几年政府也出台了一些办法，在控制地方政府债务增长规模、降低债务成本、提高债务负担透明度方面有一定进展，在国企改革上面也出台了一些措施，但是大家普遍认为问题还没有根治。接下来风险防控的主要内容，可能是金融监管改革。金融监管改革是好事，但改革过程当中也要注意避免误伤：一是不要误伤金融创新，二是不要误伤整体社会信用的扩张。

钟伟：对美国经济周期，两位都认同美国经济已逐渐走出危机，但可能经历一个平庸增长期；对中国经济，张明博士认为今年前高后低，周期下行趋势未变，张斌博士认为中国经济可能已走入了新平台，也许这个新平台的意思是增长下行速率的放缓和增长动能的逐渐积蓄吧。在资产配置领域，张斌觉得权益类好于债券类，而张明则相对中性些；就中国经济年内的风险而言，张明担忧中美贸易关系和中国金融体系的稳定，张斌较为担心债务问题。各有侧重也各自精彩。谢谢两位的参与。我个人更愿意相信，美国从2014年年底至今，耗费三年时间使人们逐渐意识到美国经济已走出危机，迎来曙光；同样中国经济经历了改革开放以来最长的经济增长放缓和PPI收缩周期滞后，也在走向一个新周期或新平台。缓中趋稳，稳中向好并不仅仅是一个愿望，而更可能将逐渐变为现实。