

致富集团首席经济学家 肇越

09/01/2020

010-66555831

yue_zhao@chiefgroup.com

2020：以改革破解迷局

又是一年，万象更新。

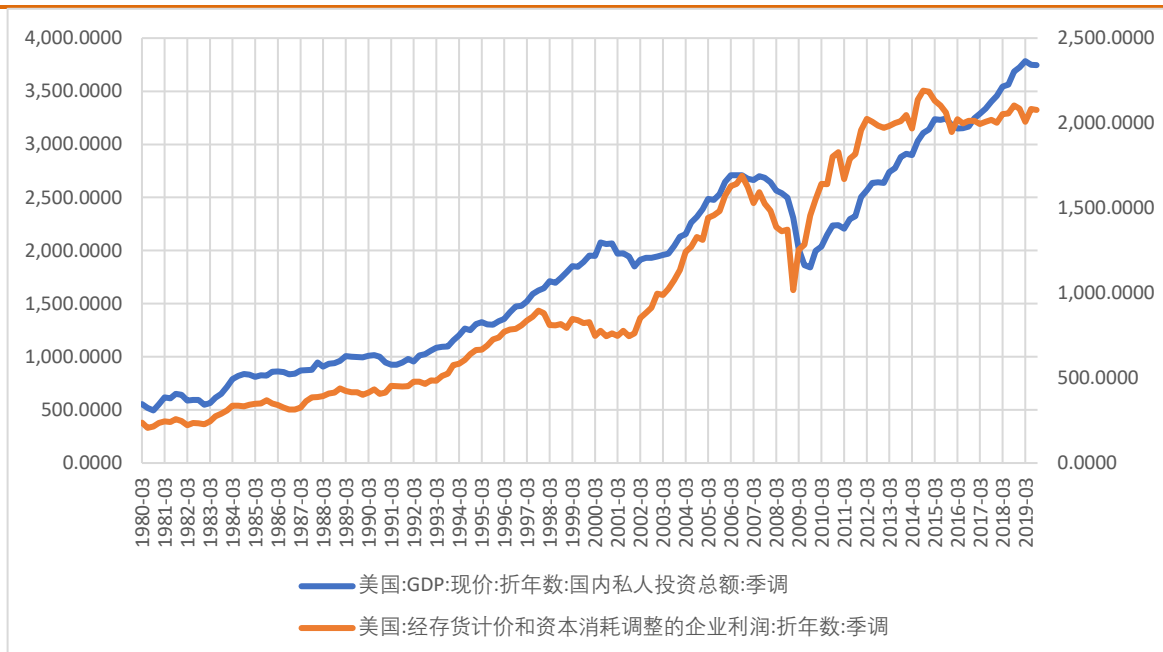
如果说 2019 年中国经济的主题词是“不确定性”，那么，2020 年中国经济将面临更加复杂、更加艰难的困境。瞻望前路，中国经济如何走出困境？需要科学的、冷静的思考。

一、2020 年：前路坎坷，山重水复

首先，全球经济放缓，外需将会出现明显下降，中国经济发展的外部环境很可能将进一步恶化。

2008 年金融危机之后，美国实体经济在 2015 年就已经基本全面恢复。2015 年美国实际 GDP 增速达到 2.90%，失业率降到 5%。2014 年 9 月经存货计价和资本消耗调整的美国企业利润折年数达到峰值 2.19 万亿美元，而后这一指标出现持续的下降。到今年 9 月已经降至 2.08 万亿美元。美国历史数据表明，通常企业利润与私人投资之间存在相对比较稳定的变化关系，企业利润的增长成为私人投资的资金来源，企业利润增长的减速，通常迫使企业减少投资。但是在这一轮经济周期中，2015 年之后私人投资与企业利润之间出现了背离现象。在 2015 年企业利润出现一定程度下降的情况下，私人投资却保持了稳定的增长。其中的主要原因是美联储货币政策释放出的巨额流动性，继续推动私人投资的强劲增长。

图表 1：美国企业利润与私人投资的变化



资料来源：Wind 资讯、致富研究院

与此同时，由于低利率环境、流动性宽松、实体经济复苏和上市公司回购的共同推动，美国股票市场在 2009 年第一季度触底后，不仅经历了十年牛市，而且积累了较大的价格泡沫和杠杆交易。随着美国经济的发展，美联储宽松货币政策的操作空间越来越小。美国股票市场面临越来越大的回调压力，这也将对于美国实体经济产生很大的冲击。

2020 年欧洲经济将不仅面临很大的不确定性，而且将进一步陷入低迷状态之中。首先，英国“脱欧”将在 2020 年进入实质性操作阶段。2020 年 1 月 31 日英国将离开欧盟，而后将进入为期 11 个月的脱欧过渡期。在过渡时期，英国将继续保留在欧盟的关税同盟和单一市场中，其对外贸易将正常进行。但是，英国在欧盟理事会和欧洲议会中不再派有代表。在此期间，英国必须继续遵守欧盟规则，但在制定规则方面没有发言权；欧盟公民和英国公民都将继续在英国和欧盟自由旅行和工作。其次，欧洲经济的另一大隐患是区内各国经济差异不仅无法消除，而且日益扩大。例如，意大利不仅经济增长低迷，今年上半年的实际 GDP 同比增长率仅为-0.1%，而且陷入财政困境。2018 年意大利财政赤字占 GDP 的比例达到 2.1%，政府债务占 GDP 的比例高达 132%。但是，受制于欧元区统一货币体系的约束，意大利没有独立的货币决策权，无法独立地实施宽松的货币政策。同时，根据《马斯特里赫特条约》“欧元区内各国都必须将财政赤字控制在 GDP 的 3% 以下，并且把降低财政赤字作为目标。

同时，各成员国必须将国债/GDP 的占比保持在 60%以下”。因此，意大利也无法采取积极的财政政策来刺激经济。

2020 年中国经济发展不仅面临着外部环境的恶化，而且内需也将难以出现明显好转。首先，在产业转型升级的大背景下，劳动力工资的快速上升、房地产市场畸高造成的成本压力和税费负担过重，导致企业的利润水平迅速下降。前几年很多实业企业被迫转向金融、房地产投资，以期获得高回报率。这不仅扭曲了经济体系正常的结构，而且蓄积了严重的系统性风险。随着中央“脱虚就实”、房住不炒”、加强金融监管，防范系统性风险政策的推进落实。那些名义上的高回报率投资迅速烟消云散。社会平均利润水平正在复归。其次，由于实体经济增长乏力，国内居民消费将会延续疲软趋势。居民消费的变动取决于居民家庭的收入变化。2019 年前三个季度的居民消费数据平稳但低迷。2020 年很可能将延续这一状态。

坚持“房住不炒”，推动房地产市场理性回归，释放经济增长的潜力。从目前的结构性数据分析，房地产市场已经从初期经济增长的拉动力，转向了现阶段经济增长的阻力。回顾自 1998 年房改大规模推开的这 20 多年的中国经济，可以看到房地产市场的活跃在房改初期是推动中国经济增长的重要因素之一。随着房地产市场价格的不断上升，居民家庭财富的名义值快速增长，再由财富效应推动居民消费和固定资产投资。与此同时，房地产市场对于流动性的急剧吸纳，又使得超高的流动性并没有带来消费市场的高通货膨胀。

但是，随着房价的不断上升和老一代“房改”既得利益群体的逐渐退出，新生代进入劳动力市场、面临巨大的买房需求，房地产泡沫对于经济的阻碍就越来越明显了。房地产市场价格与居民收入的严重偏离，倒逼企业和全社会不断增加员工工资，和企业房租支出、购地支出。所有的这些曾经虚增出来的财富正在由企业和家庭慢慢地分期承担。另一方面，房地产市场的结构畸形已经严重地阻碍中国的城镇化进程。经过接近 20 年的房地产市场单边上涨，目前不仅是城、乡房地价格极为悬殊，即使是一、二、三线城市的房价差距也在迅速拉大。房地产市场发展的不均衡严重加剧了城乡之间的贫富差距，阻碍了城镇化的可持续性。因此，尽管近些年来各地政府先后放松了对于农民工进城落户的限制，但是，由于很多农民工无力在城市购房，只好在县城之内购房，而县城无法提供足够的就业机会，就迫使农民工只好继续进行大规模地流动，到更大的城市寻找就业机会。

二、经济政策预判：回归理性，柳暗花明

经济学之所以是一门科学，是因为经济发展存在着客观的共同规律。尽管各国的国情有所不同，但是，承认、尊重经济发展的共同规律是认识经济形势、制定经济政策的大前提。

他山之石，可以攻玉。面对存在的问题，我们应该历史地、系统地、科学地分析经济发展中存在的主要矛盾和矛盾的主要方面，从中寻找问题的答案。

当前中国经济存在两个突出的矛盾：一是供给与需求不均衡的矛盾；二是固化的资源配置与产业升级带来的资源重新优化配置的矛盾。前者为表象，后者是深层原因。

首先，解决供给与需求不均衡的矛盾，究竟应该主要从供给方着手，还是从需求方着手？这一问题从当期的表面看，过剩的是在供给方，是产能过剩，因此，应该采取压产能的措施。但是，实质上是在需求方，是动态需求抑制导致的供给过剩。这主要表现在这样几个层次上。一是没有找到经济发展目前和未来一段时间的需求所在；二是过时的制度性需求抑制没有得到真正的梳理和解决；三是现阶段的一些宏观经济政策缺少协调和不到位，造成短期需求难以释放。

在第一个层次上看，中国目前阶段的国内需求不足，很大程度是因为没有着眼于中国未来经济发展的需要，全面、超前地挖掘经济发展的真实需求。因此，相对显得供给过剩了。例如，我国的农村整体上看，比很多国家落后很多。一个重要的原因就是农村基础设施严重不足。这不仅表现在农村的交通设施建设、公用上下水设施、共用电力设施、燃气设施、通信设施上，还表现在农村的教育、医疗、商业设施上。要打好脱贫攻坚战的基础和关键不是简单的扶贫，而是加强农村的基础设施建设，让农民真正从根本上脱贫。因此，应当着眼于为未来 20 年中国经济的持续发展做好准备，加大农村、西部和边远区域的基础设施投资。

在第二个层次上，以改革释放内需。一些原有的制度设计，在推出的当时经济背景下原本就是为了控制需求增长的，但是，时过境迁却依旧保留，而且相关部门拒绝进行真正的评价和改革。对此必须加强顶层设计，打破部门利益格局。

例如，必须对现行的住房公积金制度重新评价，并根据经济形势的变化对现行的公积金制度进行彻底的改革。当年推出强制性公积金制度的目的是，一方面是为购房者提供政策性优惠贷款，另一方面可以筹措土地开发的资金。这种强制性公积金制度在中国房地产市场发展过程中发挥了巨大的作用。但是，

随着中国房地产市场的发展，目前中央对于房地产市场提出的调控原则是“房住不炒”。在这样的背景下，依旧坚持现行的强制性住房公积金制度，成为遏制消费，增加企业负担的制度安排。

根据全国公积金中心的权威数据，截至 2018 年中国累计住房公积金缴存总额 145,899.77 亿，提取总额 87,964.89 亿元，占缴存总额的 60.29%。缴存总额扣除提取总额后的缴存余额为 57,934.88 亿元。即冻结了接近 6 万亿的资金。而这些资金来自于职工工资和企业缴费，不仅成为企业的巨大负担，而且减少了居民消费的能力。仅 2018 年一年的住房公积金缴存额就达到 21,054.65 亿元。对比 2018 年全国税收总收入（80,448.07 亿元），当年住房公积金缴存额相当于全国税收总收入的 26%。基本相当于同年全国企业所得税总和（22,242.11 亿元）；远远超过全国个人所得税总和（8324.42 亿元）。

更为难以理解的是，目前的强制公积金制度是按人头征收，无论是否已经买房，或者是否有买房意愿，都要被强制征收。这一方面对于那些已经拥有自住房的人来说，形成了强制储蓄。而原本这些人是可以使用这些资金消费或者投资的。因此，当前应当对于公积金制度进行改革，将强制性公积金缴存制度，变革为自愿性缴存制度。将目前的住房公积金中心转成住房储蓄银行。这样会释放出巨大的潜在消费能力。

实际上，这样的制度设计还有很多，必须加以重新梳理和调整。但是，这一过程会涉及到很多部门和地方的利益格局，必须至上而下的加强顶层设计，从国家整体经济发展出发加以分析和评估。

在第三个层次上，现阶段的一些宏观经济政策缺少协调和不到位，造成短期需求难以释放。例如，财政政策。目前的财政政策过度强调当年度的财政平衡。这就导致财政政策实质上没有发挥逆周期调节的作用，而成为加剧经济顺周期波动的工具。应当改变财政预算思想，将年度预算平衡的思想转变为追求财政预算的跨周期平衡。在经济低迷阶段，加大债务融资规模，加大财政支出，提高赤字率；在经济繁荣阶段，减少财政支出，压低财政赤字率甚至实现财政盈余。

从目前财政的收支数据看，不仅财政预算赤字率偏低，而且整体政府债务水平严重偏低。根据财政部数据，“2018 年中国的政府债务的负债率（债务余额/GDP）为 37%，低于欧盟 60%的警戒线”。

这里存在一个误解：为什么要和欧盟的 60%进行比较？欧盟设立政府负债率 60%的警戒线是欧元区各国加入欧元区的标准之一，而不是说政府负债率超过 60%的水平就会发生政府信用危机。从下表我们看到，日本的政府负债率高达 253%，美国的政府负债率是 110%，加拿大的政府负债率是 91%。很多国

家的政府债务率都远远高于 60%。并没有发生任何政府信用危机。因此，哪里存在 60%的警戒线？这里是搞混了欧盟债务警戒线的准确含义。

目前中国的政府债务率大约为 37%，这一债务水平在全球各国的排序远在 100 名之外，远低于发达国家和东亚国家的平均水平（102%和 92.4%）。在这样一个情况下，过多地担心债务风险而限制债务规模，以致无法有效地发挥财政政策的逆周期调节作用，未免有些因噎废食。

图表 2：全球主要国家政府负债情况比较

排行	国家	政府负债率（百分比）	政府负债额（亿美元）
1	日本	253	125789
2	希腊	181.1	3968
3	意大利	132.7	27498
4	新加坡	112.2	4052
5	美国	110.4	226253
6	法国	98.4	27038
7	西班牙	97.1	13845
8	加拿大	90.6	15505
9	英国	84.7	23958
10	巴西	77.3	14441
11	印度	71.7	19479
12	德国	60.9	24362

资料来源：IMF、致富研究院

困境带来压力，困境也带来机会。面对即将到来的 2020 年，我们应当抓住机遇，以改革破解迷局，推动中国经济进入一个崭新的阶段。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：（1）该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；（2）该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk

