

“后地产时代”投资逻辑

可以确定的是，从盘活整个经济的角度来看，资本市场的作用将会变大。原因在于，资本市场和股权投资比银行相对有效。

文 | 诸建芳



今年的经济趋势，可以概括为这两种力量的平衡——经济本身的下行走势和稳增长政策。

近一年来，中国经济下行的走势非常明显，形成这种走势的原因是在这轮周期中积累的诸多问题，其中最核心的就是去产能，去库存，去杠杆。因此，中央政府采取了一系列稳增长、调结构、促改革、惠民生的重大措施。

6月13日，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长盛来运表示，二季度总体来讲还是总体平稳的格局。4、5月份已经给二季度的发展打下了一个很好的基础，4、5月份经济数据虽然有些波动，但变化也不大，而且明显比1、2月份好。

可以看到的是，经济增长中包含了政策支持带来的效果，判断今年的经济走势需要考虑政策因素。当前，宏观政策相对宽松。从实际的流动性和资金成本也能看到宽松的效果，这体现了经济下行和稳增长之间取得某种平衡的状态。

动力在基建

当下，很多人都在关心一个问题：政策是否会收紧？我认为，宽松的状态会保持延续，但进一步的扩张或者更大力度刺激出现的可能性不大。

最近几年，资金的回报水平在回落，存在和资金成本倒挂的现象。试想，如果政策进一步收紧，之前采取的管理经济下行压力的努力就难以取得效果。同时，由于资金回报水平在二季度仍未见到明显改善，所以宽松的态势很可能还会维持。

在这样的背景下，短期内稳增长的重心要靠内需，在内需中要靠投资，而在投资里则靠基建，原因有二。

从出口的角度看，全球经济疲软，出口出现明显改善的希望较小。而且，在全球经济较弱的情况下，各种贸易纠纷也往往会更加尖锐。

国际金融危机后，中国跟发达国家之间的经济互补性已经削弱，发达国家的经济复苏对中国经济的正面影响也不如从前。基于这些原因，近几年出口对中国经济增长的贡献基本上可以忽略不计。

从内需的角度看，靠消费带动经济的增长可能性也不大。因为收入增长在放缓，消费增长的大趋势也在回落。内需里投资最多的是制造业、房地产和基建。其中，制造业和房地产投资的市场化程度相对高，基础设施投资受政府调控的影响较大。今年投资比去年有回升，两大推力是房地产和基建，制造业投资还在回落，原因是产能过剩和出口低迷。未来，房地产投资快速回升不会持续。因此，真正支持增长的投资仍然是基建。

转投非地产

如果要进一步弄清产业在未来一段时间内的走向，就要先分析“十三五”规划的核心逻辑。

从背景来看，国际环境已经今非昔比。从改革开放到“十三五”之前，国际环境总体友好，我国鼓励改革开放。但当下，这种比较友好、合作的氛围已经变成了遏制和反遏制的关系。此外，国内经济自身也存在变动。在“十三五”阶段，之前一段时期的遗留问题很可能是需要着力解决的部分，包括收入差距拉大、环境恶化，处理上述问题也会直接影响到我国产业选择。

“十三五”规划的关键逻辑，也是与过去经济增长有最本质不同之处，就是通过改革来营造一个创新氛围、通过创新提高全要素生产率支持经济增长。

从供给侧来看，经济增长来源于生产要素投入的增加和全要素生产率的提高。但从数据上看，当前全要素生产率对经济的贡献已经是过去20多年里最差的阶段。“十三五”期间要突破这种困境，最大的可能就是要从全要素

宽松的状态会保持延续，但进一步的扩张或者更大力度刺激出现的可能性不大。



生产率贡献来解决。而增长动力的塑造，最核心的是国企、财税、金融改革，而且是确实需要从现在就开始动手加速推进的。

在产业层面，中国就要进入一个后地产时代——房地产基本可以供需平衡，甚至供大于求，基本面已经决定要回到正常的情况。进入后地产时代后，就要靠装备制造、服务、环保产业等来替代房地产。根据估算，这种转化需要五年甚至更多的时间。

发展装备制造业的逻辑有两条，第一是国家安全，第二是经济转型的需要。因为经济转型得以完成，意味着同样的经济增长消耗的资源要下来，没有装备的提升将很难实现。

发展服务业的逻辑也是两条。第一是按照国际标准，中国人均GDP达到8000美元，已经处于中等收入国家的水平。同时，尽管大的经济仍然较为低迷，但是旅游出行、教育、文化方面却一片向好，这与经济萧条截然相反。第二，中国垄断管制最严重的行业之一就是服务行业，放松管制会促进这个领域快速发展。

环保产业未来有三个细分行业发展空间较大。第一是新能源，比如核能等产业会有明显提升。当前，消费总量占比较高的能源仍然是煤炭。非化石能源的大量使用注定了污染问题很难解决。因此，新能源行业首先会有革命性的变化。第二是新能源基础上的装备，比如新能源汽车等。第三是治污行业。

可以确定的是，从盘活整个经济的角度来看，资本市场的作用将会变大。原因在于，资本市场和股权投资比银行相对有效。这些都会促使资本市场在整个经济中起到更重要的作用。未来，储蓄金、养老金、公积金、SDR等资金会源源不断地进入。目前这些资金的回报率明显达不到合理回报水平，所以会寻找回报相对高的地方，而资本市场仍然将是他们共同选择。☒

(作者系中信证券首席经济学家)