

不应将“老路”与“新路”对立

摘要

随着“四万亿计划”负面效应的体现，当时支撑经济的主要动力基建和房地产被主流话语体系逐步划到“老路”的范围，而不断受到诟病。而高房价和隐性担保推高其它行业生产成本，特别是对作为“新路”代表的新兴产业的挤压作用，使得“新路”和“老路”往往被作为对立面讨论。在政策上对“老路”近年基本上采取管控的基调，导致基建、房地产和经济的相关关系完全改变，基建丧失逆周期调节功能，而房地产量价关系破缺。诚然，以新兴产业为代表的“新路”确实是我们发展的方向，但这并不意味着基建和房地产等“老路”就应该被放弃，我国经济目前依然高度依赖基建和房地产业，稳定的经济增长离不开这两个行业。而另一方面，经济转型、产业升级等需要稳定的经济环境，短期依然需要基建和地产稳定发展。因而，“老路”和“新路”并非对立，而是在短期具有依赖关系的。长期来看，“老路”产生的负面效应并非这些行业不应该发展，而是土地制度、财政体制等制度改革落后，导致扭曲产生，因而压缩基建和地产需求无法从根本上解决问题，而是应该从加快制度改革的根本方法入手。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

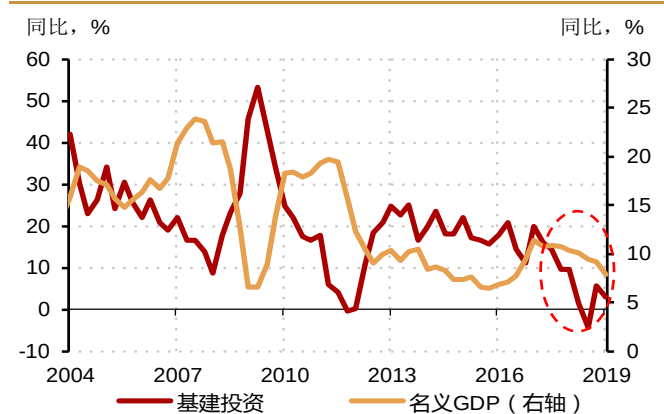
相关研究

1. MMT 理论对中国货币政策问题“药不对症” (2019-07-16)
2. 突然的回升难持续，经济放缓压力依然存在 (2019-07-15)
3. 经济延续弱势，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-15)
4. 内外需均走弱，经济或继续放缓 (2019-07-13)
5. 短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视 (2019-07-13)
6. 消费品通胀平稳，工业品进入通缩 (2019-07-10)
7. 长端利率下行为何步履蹒跚，还会继续下行吗？ (2019-07-08)
8. 如果增加自美进口，进口什么？影响如何？ (2019-07-04)
9. 回归偏弱的基本面——月度经济预测 (2019-07-01)
10. G20 会议成果与基本面的变化 (2019-06-30)

本文我们试图探讨一个对较为宏大问题的理解，即如何看待“新路”和“老路”。“新路”与“老路”往往以对立的方式存在。在当前宏观经济领域，“新路”一般是指先进的、集约的发展方式，而“老路”则一般指落后的、粗放的发展方式。金融危机后国家出台“四万亿计划”，虽然稳定了经济，但也形成了负面效应。随着弊端的不断体现，当时稳定经济的主力基建和房地产被作为“老路”的代表而不断被诟病，而要“新路”不要“老路”也成为了被广泛接受的主流论断。

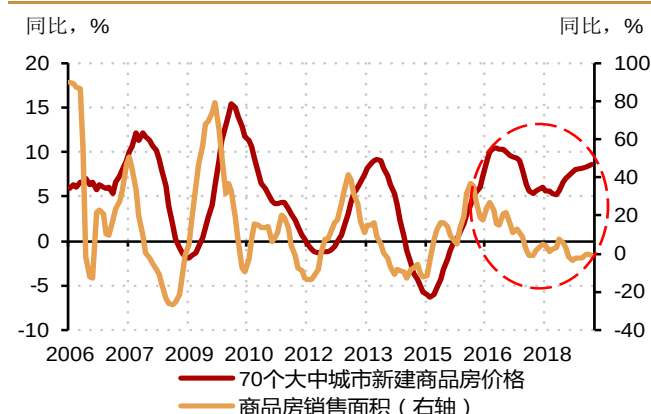
这种思路对近年我国宏观经济结构和调控方式影响明显。在要“新路”不要“老路”的思路主导下，我国宏观经济运行模式近年发生了较为明显的变化。首先，体现在基建、房地产和经济运行的关系上。在 2015 年之前，基建与名义 GDP 有高度的负相关性，显示基建作为一个政策工具，起到了很好的逆周期调节作用。但 2016 年之后，基建增速与经济增速同时下滑，已经丧失经济稳定功能（图 1）。同时，2016 年之前地产量价顺周期同时波动，但 2016 年之后地产市场进入量价背离阶段，房地产价格保持高位，而房地产销售面积持续低位运行，地产市场波动性近乎消失（图 2）。而总体经济不再呈现出传统大开大合的周期，而是在管控政策调整下平稳放缓。在管控政策较强时期，经济下行压力则会上升，在管控政策缓和时期，经济下行压力则会减缓。经济总体波动有限。

图 1：基建逆周期调节功能近年丧失



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：房地产量价关系近年破缺



数据来源：Wind，西南证券整理

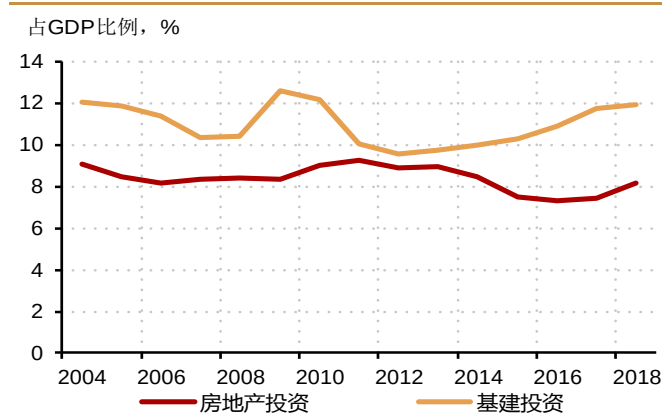
虽然近年来政策总体上对代表“老路”的需求是管控的态度，但管控的结构却随着经济形势变化而有所调整。在经济下行压力减缓阶段，如 2014 年下半年至 2015 年中、2017 年中至 2018 年末，对地方政府债务管控在不断加强；但随着经济下行压力上升，在短期经济压力之下，调控政策被迫缓和，如 2016 年下半年、2018 年末至 2019 年 1 季度，管控软化环境下传统需求回升，推动经济企稳。当前正值经济下行压力上升之际，是否需要再度放松对传统需求的管控以稳定经济，再度成为政策和市场的核心议题。

对要“新路”不要“老路”这个问题，我们具体拆成三个子问题，就可以有更为清楚的分析。即要不要走“新路”、要不要走“老路”、走“新路”的同时能不能走“老路”。诚然，第一个问题没有太多可讨论的，“新路”代表未来产业、需求的发展方向，是长期经济增长的重要动力来源，是必须要坚定发展的。对于第二个问题，要不要走“老路”，反对的观点主要是认为老路具有较大负面效应，基建投资往往导致地方政府债务问题，而房地产市场的主要问题则在于高房价，但这种观点只见负面效应，未见经济对基建和地产的依赖。对于第三个问题，认为走“新路”和走“老路”不能并存的观点是认为，一方面，基建和房地产推高资金等要素价格，对其它行业形成挤压；另一方面，高房价等因素推升其它行业经营成本，

特别是对新兴产业来说。这种观点同样只见“新路”与“老路”之间的挤压效应，未见两者之间的相互拉动作用。

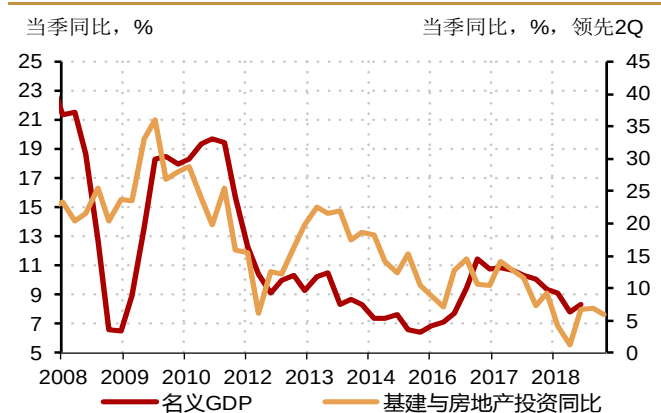
经济对基建和房地产的高度依赖，决定我国经济短期离不开基建和房地产支持。如果从直接效应来看，2018年基建投资¹占固定资产投资的27.7%，房地产投资占固定资产投资的18.9%，两者合计占到总投资近一半，按固定资本形成占GDP比例折算，两者合计占到GDP的20.1%（图3）。而从生产面来看，房地产行业增加值和基建行业增加值合计占GDP的13.8%。这是直接效应，而考虑房地产和基建是下游行业，将其对上游需求拉动考虑在内，借助2015年投入产出表推算，房地产和基建间接对GDP的贡献占GDP的四成左右。从走势来看，作为终端需求的基建和房地产投资是经济的先导变量，基建和房地产投资合计同比增速稳定的领先于名义GDP约两个季度（图4）。

图3：房地产与基建占GDP比例



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：房地产与基建投资领先于经济增速



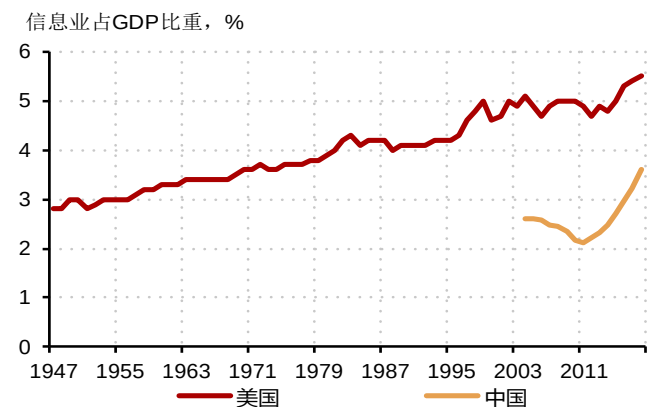
数据来源：Wind，西南证券整理

新兴产业在经济中占比依然较低，发展依然需要过程。虽然新兴产业增速较高，2018年信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增速为30.7%，但在经济中占比较低，2018年仅占GDP的3.6%。而且由于电信业务总量基期价格长期不调整，导致该行业GDP增加值存在被高估可能。目前新兴产业体量尚不足以替代基建和房地产等传统产业。事实上，即使在信息业高度发达的美国，信息业占GDP的比例也只有5.5%，也并非经济的主体。

房地产和基建产生的负面效应更多是因为制度原因，而非这些产业发展过度。高房价是房地产最主要的负面效应，如果一个商品价格偏高，从朴素的供需观念来看，要么是供给过少，要么是需求过多。因此，当前高房价反映着房地产供给不足，因而并不是房地产市场不该发展的理由。而横向比较来看，从可比的生法角度来看，我国房地产在经济中占比并不算高，2015年房地产在美国GDP中占比为12.2%，在日本占比为11.3%，而在巴西和台湾占比为15.6%和8.4%，但在我国占比为6.6%。而基建投资形成的地方政府高债务则主要是由于中央和地方事权不匹配，地方财力薄弱但责任过大，又无法通过合规的渠道获得足够融资，所以只能通过城投平台等进行融资。如果财税体制不改革，地方政府债务的问题依然会在一收就死、一放就乱的循环内运行。

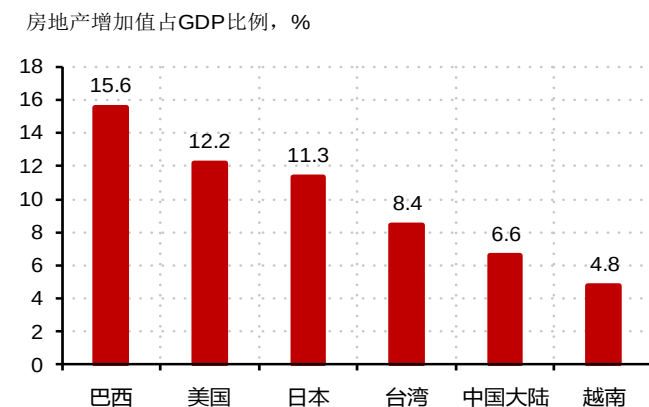
¹ 包括电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业。本文统一使用此口径基建。

图 5：中美信息业增加值占 GDP 比例



数据来源：Wind，西南证券整理

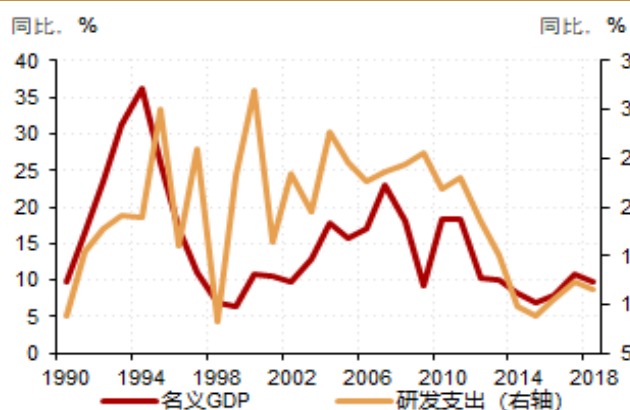
图 6：部分经济体房地产增加值占 GDP 比例



数据来源：Wind，西南证券整理

而对第三个问题，“新路”与“老路”之间并非不能并存，反而稳定的经济增长是新经济发展的基础。对于认为房地产和基建发展推高资金价格、推升房价，并对其它行业形成挤压的观点，不可否认，我国房价过高，而且地方政府隐形担保确实推高了资金价格，但这些并非房地产和基建本身的问题，而是土地制度等问题导致供给偏少和房价过高，政府事权过大导致隐形担保泛滥，并推升了资金价格。因而解决这些问题并不能通过压缩房地产和基建需求，而应该通过土地、财税等制度改革来解决。反而，从短期来看，稳定的经济增长是企业创新的基本支撑。因为只有经济稳定，企业才能够获得可观的盈利，而企业盈利又是其投资的基础，包括研发投资等。因而在经验数据上，我们看到总体研发投资与经济增速具有高度相关性，这意味着经济稳定增长是进行创新、产业升级等研发投资的基础。而经济稳定增长目前又较为依赖基建和房地产，因而，从这个角度，“新路”与“老路”应该是相互依赖，而非完全排斥的关系。

图 7：中国名义 GDP 同比与研发支出同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

总的来说，不应将“新路”与“老路”对立。“新路”是经济坚定不移应该坚持的发展方向。但短期来看，经济依然较为依赖老路。而稳定的经济增长是经济结构实现转型，产业实现升级的基础，因而短期通过“老路”实现经济的稳定增长，也是经济能够沿着“新路”发展的基础。在当前经济下行压力上升环境下，应该适当放松对传统需求的管控，保证经济平稳发展。同时，加快对财税、国企、收入分配等根本性的制度改革，从根本上解决发展“老路”形成的弊端，实现经济长期更好的增长。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11298

