

债务周期或已进入顶部时间窗口

□社科院金融重点实验室主任
华泰证券首席经济学家 刘煜辉

最新公布的数据显示,一季度经济增长显著低于预期,同比增长为7.7%,折成年率一季度经济增长的动能已经下落至7%以下。其实,之前公布的PMI指标已经显露出经济疲弱。3月份中采PMI为50.9%,环比回升0.8,为2005年以来历史最低,PMI季调后环比下降1个点,这符合经济复苏力度羸弱的判断,和中微调研结论较为契合,整体上反映了制造业旺季不旺的特征。

库存周期几乎无法感知

从整体上讲,库存波动是顺周期的。在经济高涨时,厂商预期乐观,生产大于需求,表现为补库存,相反则表现为去库存。但是库存波动与总需求之间又存在时滞。因为厂商消化总需求变动的信息需要时间,然后调整生产计划(组织原料、投入生产)也需要时间,所以生产往往滞后于需求。

在研究库存变动时,通常通过观察库存与价格之间的变化关系来研判库存周期的阶段,因为价格与总需求之间没有时滞,所以价格往往可以直接代表总需求。

根据库存和价格变化关系,经典的库存周期要经历四个阶段:被动增库存(价格先于库存下跌;当总需求转淡时,价格开始下跌,但此时厂商尚未求得及调整生产,所以产品开始滞销,库存堆积)→主动去库存(售价齐跌:这时总需求衰退得以明确,厂商开始减价甩货)→被动去库存(价格先于库存上升:当总需求回暖时,价格开始触底回升,但此时厂商还来不及扩增产能,所以库存被动消耗)→主动补库存(售价齐升:总需求转向扩张,厂商释放产能,产销两旺)。

对于工业企业来说,上游企业更敏感感知总需求的变动,而中下游相对滞后。因此,也可以从产成品库存与原材料库存的变化关系看经典库存周期的四个阶段:被动增库存(产成品库存堆积,但原料库存已经开始下跌)→主动去库存(经济预期趋于悲观,生产开始收缩,产成品库存下降,原料库存也进一步下降)→被动去库存(需求开始好转,生产逐步恢复,需求比生产恢复快,所以产成品库存下降,但上游原料需求开始上升)→主动补库存(总需求明确扩张,预期乐观,产成品和原料库存一起上升)。

市场期待的是库存周期的主动补库阶段(价量齐升),但显然当前的价格指数和原料库存自去年10月份以来上升的势头都十分疲弱。笔者预计4月份PPI预期可能重新拐头调至-2%以下。

如果经济中总需求真正转强,那么从需求至生产流通的各个环节都应该能看到日渐明确的增长趋势。当PMI季调后,需求(订单)、生产、产成品库存、原料购进价格趋势全向下,原材料库存在3月份也开始拐头下行。被动减库存阶段的特征都不符合,何谈进入第四阶段:主动补库存?这只能说明总需求羸弱。

经济底部应完成四项事情

经济周期是人的活动。周期不是原因,而是结果与表现形态,不存

在脱离具体经济逻辑分析的、作为自然规律的周期。周期只是事后用来帮助理解的观察角度:有一定重复性,但不保证一定如此。

笔者判断,我国的产能周期、债务周期或已经开始进入拐点(顶部)的时间窗口,产能与债务是一个硬币的两面(实物交易与金融交易)。产能过剩在金融层面的映射其实就是债务堆积(总需求衰退→产能过剩→投资回报和收入衰退→债务堆积→总需求衰退),我国或正在发生“债务紧缩需求”,即某种程度的资产负债表式的衰退。

债务堆积在货币层面的反映是货币周转速度不断变慢,货币量虽然快速上升,但实体经济的融资成本依然高企(政府扩张挤出效应),经济增长越来越依赖于新增货币的推动。每年虽然社会净融资规模巨大,但形成增量的部分越来越低,很多信用的投放是维持存量债务的存续(借新偿旧)。

2012年中国的非金融部门债务达到GDP的2.21倍,这对于发展中国家来说是很高的。高收入经济体可以将其非金融部门债务维持在GDP的2倍以上,因为其家庭财富水平较高。在我国现在人均收入6400美元的情况下,没有哪个国家可以维持这样的债务水平,包括在1997年陷入债务危机的东亚经济体。

2012年中国政府部门债务在30.8万亿元至33.8万亿元左右,相当于GDP的59.34%至65.12%。如果按照更宽口径测算(计入以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口等),政府部门的负债率可能显著超出60%的国际安全线。

2012年中国非金融企业部门债务为63万亿元至66万亿元,相当于GDP的121.4%至127.2%,在目前OECD国家中居于最高水平档。对成熟的经济体而言,企业债务一般会达到GDP的50%至70%,我国是这个数字的2倍。我国的工业企业盈利能力(利润/销售收入)只有5%至6%,仅为全球平均利润水平的一半,这也意味着中国企业的债务负担是全球平均水平的3至4倍。

与东亚其他经济体一样,我国是依靠“出口+储蓄+投资”这种正反馈系统带来迅猛发展,但外需不振后没有真正的内需,只能加杠杆。归根结底,政府压低要素价格所获得贸易盈余的模式不可持续,靠垄断信贷资源推动的投资也不可持续。

长期的资源错配和效率低下,使得生产率开始加快衰退,潜在增长水平下沉。因此,2012年三季度GDP增速为7.4%根本不具备底部意义,经济增长底线支撑在哪变得模糊不清。因为经济波动已从库存增减、终端需求多寡等短期层面上升到高杠杆、资源错配等长期层面。特别是当资产泡沫临近破裂状态时,“债务紧缩需求”和资产负债表式的衰退持续很长时间。

在债务紧缩需求的背景下,中国经济的底部只会是一个时间区间的概念。笔者认为,经济在底部至少要完成四项事情:房地产存贷去化;竞争性行业去产能化;银行体系坏账清淤;未来增量的空间要打开,即以开放垄断、节制资本和权力为突破口的结构改革。这四项事情推进力度决定经济底部的时间长度。

在债务紧缩需求的背景下,中国经济的底部只会是一个时间区间的概念。笔者认为,经济在底部至少要完成四项事情:房地产存贷去化;竞争性行业去产能化;银行体系坏账清淤;未来增量的空间要打开,即以开放垄断、节制资本和权力为突破口的结构改革。这四项事情推进力度决定经济底部的时间长度。



CFP图片

目前经济总体仍处于缓升通道

□宣宇

国家统计局日前公布的数据显示,一季度经济同比增长7.7%,低于市场预期,一季度数据也引发市场对经济复苏前景的普遍担忧。笔者认为,若从季度数据看,7.7%的增速虽比去年四季度回落0.2个百分点,但仍高于去年二三季度增速,虽然经济复苏动能较弱,但总体上仍处于缓升通道。

复苏逻辑并未改变

一季度固定资产投资(不含农户)名义增长20.9%,比1-2月份回落0.3个百分点,与去年同期持平;实际增长20.7%,比去年同期提高2.5个百分点。3月固定资产投资环比增长1.59%,比2月增速有所提高。投资总体仍较平稳。

库存压力仍较大

3月规模以上工业增加值同比增长8.9%,为2009年二季度以来的最低增速。3月规模以上各主要工业行业增加值同比增幅均有所回落。此外,3月工业企业产品销售率低于去年同期0.5个百分点,也比1-2月大幅回落1.1个百分点。在工业生产本身回落的情况下,销售率进一步下降表明工业库存压力显著增加。这与3月制造业PMI表现出的“原材料库存大幅减少+产成品库存(被动)增加”相互印证,表明市场需求不旺,经济复苏动能仍属偏弱。

受“新五条”调控影响,3月份房屋新开工面积锐减超过20%,导致一季度房屋新开工面积下降2.7%,此前两月增速回落近18个百分点。此外,一季度土地购置面积同比下降22.0%,降幅进一步扩大;房屋竣工面积增速回落25.1个百分点。这直接导致一季度房地产投资增速(20.2%)比1-2月份和去年同期大幅回落2.6和3.3个百分点。房地产调控强化经济弱复苏的预期已经得到验证,并将继续产生影响。

由于汽车、石油及制品销售回落,对消费增长产生了较大的负面影响;前期商品房销售疲软也制约了家具和建筑装

潢材料等相关消费。此外,最近的H7N9疫情也对旅游和餐饮等领域消费产生不利冲击。

复苏逻辑并未改变

一季度固定资产投资(不含农户)名义增长20.9%,比1-2月份回落0.3个百分点,与去年同期持平;实际增长20.7%,比去年同期提高2.5个百分点。3月固定资产投资环比增长1.59%,比2月增速有所提高。投资总体仍较平稳。

一季度中央项目投资增长11.6%,环比或同比都显著加速,中央项目增幅加快对投资增长趋势具有稳定作用。从投资构成来看,房地产投资因楼市调控有所回落,但基建投资仍呈较快回升趋势,且制造业投资企稳。数据显示,一季度制造业投资累计同比增长18.7%,结束半年来跌势回升;测算显示,一季度基建投资累计同比增长26.1%,比1-2月加快近2个百分点,比去年同期大幅提高23.7个百分点。

基建投资中,除电力热力投资增速有所回落外,交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业投资增速比去年同期分别高出30个百分点。笔者认为,未来基建投资领域仍是稳增长的关键领域,将与民生相关的投资项目、城乡基础设施建设、水利农业等领域投资仍将保持较快增长。

一季度社会消费品零售总额增速小幅回落,除了价格水平的影响外,也与政府严禁公款吃喝有一定关系。但规模餐饮收入占消费比重不大(规模以上餐饮收入占比只有3.6%),同时考虑到政策边际效果递减以及居民收入增速加快对居民消费的持续推动作用,估计餐饮收入增速将不会持续回落。

此外,由于楼市调控导致税收政策变化,一季度商品房销售面积急剧增加(同比增长37.1%),排除纯过户部分,真实交易的大量增加将对后续相关消费产生积极影响。

去年底笔者判断2013年经济温和回升的逻辑是:2013年消费对经济增长的基础性作用进一步加强,消费实际增速与2012年相当;外贸有利因素逐渐增多,出口将略好于2012年;投资仍是拉动中国经济增长的主导力量。投资中,房地产调控仍将继续;由于部分行业产能过剩,上半年制造业投资仍相对低迷,随着需求持续好转,去库存结束,下半年制造业投资有望改善;基础设施投资强劲增长,有力提升投资对经济的贡献度。

目前这些逻辑仍未改变。房地产调控预期转为现实;制造业投资提前止跌回升;基建投资仍趋势性强劲增长。消费和外贸大致也与预期相当。中国经济基本面并未改变,仍处于缓升通道。

就业作为判断经济稳定与否的基础性指标,是判断政策走向的一个关键观察点。笔者认为,因为新一届政府把经济结构调整放在优先地位,只要就业不发生大的问题,经济结构调整就会持续推进,当前就业形势良好提升了经济放低增速的容忍度。

市场对一季度经济增长预期过高,反映出急功近利的心理。经济结构转型需要进一步“爬坡过坎”,宏观政策既要站稳脚跟,更要着眼升级”,既要解决当前问题有针对性,更要为长远发展“垫底子”,努力打造中国经济“升级版”。从这个意义上说,只要就业稳定,就不会有刺激性政策出台,中国经济应是温和回升的格局。

记者手记

变味的招商引资

□本报记者 倪铭娅

3月的一天,温州香格里拉某会议厅人头攒动。数百名温州企业家聚集在这里。到我们这来投资的企业家,可享受人大代表、政协委员待遇,对表现比较突出、贡献比较大的企业家,甚至可享受人大常委会、县委常委待遇。”来自中部地区某贫困县的孟县长在台上激情洋溢地说。

话音刚落,台下议论声四起。从事房地产开发的温州企业家老宋似乎对此颇感兴趣。在温州做了二十几年的开发商,钱是赚了不少。去那里投资,说不定真能当上人大代表或政协委员呢。”老宋笑言。

去年,一些外地企业家就当上了县里的人大代表、政协委员。除此之外,到我们那投资的企业,还将享受用地、用水、用电等多项优惠政策。”孟县长举着手数数道,一是用地方面,对投资兴办固定资产投资500万元以上、投资不低于100万元/亩的工业项目,地价为5.6万元/亩。二是用电方面,本县是国家贫困县,投资企业可以享受国家贫困县用电优惠政策,大宗工业用电电价0.55元/千瓦时。三是用水方面,水费价格按当地居民生活用水价格收取,到户水价2.2元/吨。

需要补充的是,在用地方面,我们采取先缴后返的优惠政策。即企业先缴一定的费用,然后县政府根据投资项目的进度,给予奖励,先返还60%。项目完成后,再通过税收奖励的形式,再返还40%,实际相当于

银行业混业经营时机仍未成熟

□刘鹏

当前有一种观点认为,混业经营能使银行业务更丰富,从而提高股本回报率(ROE)。笔者认为,随着内地利率市场化的推进和银监会不断加强对商业银行理财产品销售的监管,采取混业经营在一定程度上能够帮助银行业开发新的盈利增长点。例如,在推广、内部协调等方面,混业经营有利于增强推广的点与面,且减少银行的成本收入比率。同时,它亦有利于银行内部信息的共享。

然而,若将“混业经营”定义为“国家政策法规明令通过允许金融机构“混业经营””,则笔者认为,在短期内,政府立法更改“分业经营”政策的可能性不大。短期内,我国的金融监管秩序倾向于继续采用分业监管形式。

但在行政及具体施行层面,监管部门会按照银行目前的资质和能力,适当批准一些条件达标的银行经营资产管理或保险等业务。从当前运营情况来看,中国银行业发展“混业经营”时机仍未成熟。其中一个重要因素,就是中国银行业特别是中小银行,如一些城商行,在人才和系统两方面仍无法达到混业经营的标准。

混业经营的一个核心工作是产品设计。目前,内地许多中小型银行并不具备产品设计的能力,而仅仅担任理财产品销售的渠道。在整个金融产品经营链条中,最缺乏竞争力且利润最高的还是产品设计。在产品设计上,内地很多银行在人才和风控等方面仍未具备充分的实力。这样,即使是引入了混业经营,银行业亦未必能受惠。

根据《亚洲银行家》公布的数据统计,截至2012年底,中国十大商业银行的平均股东权益回报率仅为22.69%。与此同时,2012年中国五大保险公司的年报数据显示,平均股东权益回报率仅为10.46%。

而根据内地几家中大型券商的统计数字,内地银行业的ROE于2012年四季度时,约为19.85%;而内地保险行业的ROE大约为12%至15%。若银行收购保险公司,并进行混业经营,在短期内,该银行的ROE可能被保险业务的ROE拉低。

对比香港、美国地区经验

零地价。”孟县长说。温州一亩地要200多万元,水电价格高不说,还经常断水断电。”

此次到温州来引资,一是希望承接温州企业的转移,二是希望为温州的民营资本开拓投资渠道。目前我们县正积极推进城镇化建设,规划建设的项目多、涵盖的行业范围广,希望温州企业前去投资。”孟县长挥着手说,引资项目包括城市房地产开发建设、食品加工、汽车配件制造、新型材料和建材物流、文化等二十多个。

近年来,温州企业家在本地投资后,在当地当选人大代表、政协委员的不在少数。”温州中小企业发展促进会会长周德文说,尤其是温州很多商会、协会的会长都在外地投资,现在很多都是当地的人大代表、政协委员,或县委、市委常委。温州中小企业中有很多外贸企业,而且大多是民营企业。近期由于对欧美市场出口下降,很多民营资金亟需开拓新市场。周德文表示,温州企业到外地投资,并非是奔着“人大代表、政协委员”的名号而去,而是为了拓宽投资领域,寻找新的投资渠道。

听闻孟县长的讲话,老宋觉得县政府招商引资的优惠条件的确算得上非常优厚。但对于“投资就能当人大代表”这事,老宋有些质疑。我既不是当地人,又不当地生活,投点资金,就可以享受人大代表待遇,这事到底靠不靠谱?”老宋质疑道,即便当上了人大代表,在一个贫困县,企业因此会有更多的利润吗?”

银行业混业经营时机仍未成熟

可以得到一些启发。比如从美国银行业混业经营的经验来看,这是一个因应业务需要逐步发展的过程,而非一蹴而就。在美国,投行业务的创新性非常强。混业经营模式常集中于投行业务与零售银行业务的融合上。例如,利用零售银行的渠道销售投行部门设计的产品。

但从20世纪80年代,美国政府对混业经营的监管逐渐放松,至1999年,克林顿总统签署通过了《1999年金融服务现代化法案》,真正意义上开始允许商业银行业混业经营并发展至今,但只有排名在前10名的美国大型商业银行能真正将混业经营模式做大做强。因此,内地银行业不应期待混合经营的期望过大。

值得注意的是,商业银行与投资银行的文化差异很大。不少商业银行与投行业务开始进行混业经营后,用商业银行的文化引导投行,或将投行文化引入商业银行,最终让这种协同效应无法发挥。

笔者认为,目前我国的一些银行尤其是中小银行,应该先把自己的本业做好。很多时候,规模变大、业务复杂并非最佳选择。每家金融机构都应有自己的定位,我国银行应首先做好本业,再考虑做大做强。

在过去几年里,中国银行业的贷款多向国有企业或大型企业发放,而较少支持私人企业。因此,中国银行业的风控水平并未真正达到国际标准。当银行业开始往小微贷款方向转变,银行业应在私人贷款方面提高风险管理水平。另外,在量化风险、风险数据、风控架构等方面,还有很大的进步空间。而在公司治理方面,我国银行业亦须改进。

在混业经营的政策出台仍不成熟的情况下,商业银行从支持国家政策的角度出发,做好小微业务,并在此基础上,逐渐拓展业务外延。未来几年里,国家致力于把国内消费占GDP比重从2011年的39%提升至2015年的58%,这就需要内地银行业对私营企业的支持。在此背景下,商业银行需要加大对私营企业信贷的支持。对国有企业、私营企业的业务范围更多元化,风险评估要求亦更高,因此,银行业亦有必要优化风控系统。