

# 美联储“债务货币化”思路不会变

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

美国货币政策正处在转折关口,美联储部分退出量化宽松政策已成定局。值得关注的是,在美联储退出每月购买债券的操作之后,量化宽松政策会发生什么变化?

## 量宽政策作用有限

量化宽松政策确实帮助美国经济发展正常化,但作用有限。美联储政策实行了6年,美国经济的发展速度和通胀率都仍在2%以下浮动。也就是说,实际GDP增长在过去6年中基本是零。美国的企业和金融机构持有成万亿美元的现金,持有上百万资产的家庭中,56%持有的是大量现金存款,而且大部分没有拿这些钱投资的意向。上个季度美国1%的最富有家庭的现金储蓄增加37%,与此同时,美国的失业率仍处于7.4%。

根据美国政府的报告,美国今年平均家庭收入低于4年之前(去掉通胀因素,下降4.4%)。危机时美国失去了900多万个工作岗位,现在仍然还有



IC图片

250万个。在失去的工作岗位中,有23%关于制造业、技术建筑业和办公室管理等方面。在重新就业的比重中,这些岗位只占1/4。与此相比,零售和食品服务等低工资的岗位,在危机中失业岗位占比不到1/5,但在目前恢复就业的岗位中占了一半。2010年以来,全美的平均工资在缓慢上升,但新就业人口的工资在下降。

同时,自2009年股市低位反弹以来,美国经济增长1.3万亿美元,股市的市值却增加12万亿美元。这表明,美联储投放的流动性对金融领域的渗透,要远远大于对实体经济领域的渗透。

## 不会轻易加息

现在更值得关注的是,美联储退出每月购买债券的操作之后,

## 量化宽松政策会发生什么变化?

第一,如果经济好转,在通胀率不突破2%、失业率不低于6.5%的情况下,美联储会继续实行接近零利率的货币政策。

尽管美联储要逐步停止每月购买850亿美元债券的操作,但近两年内,美国政府的零利率政策是不会改变的,这是因为1929年经济危机的教训。1932年,为了刺激信贷,美联储从银行收购政府债券,使得商业银行持有多余的储备金。1932年2月,银行持有的多余储备金为4400万美元,到当年的12月,储备金达到5.26亿美元,但银行仍然不愿意借贷。美联储承认量化政策失败,并开始加息,结果美国经济重新陷入更深的萧条。有了这个教训,不管谁来当美联储主席,都不会轻易加息。

第二,如果美国经济持续疲软,量化宽松政策会继续深化,美联储有可能会采取“财政政策货币化”的政策。所谓财政政策货币化

化,是指政府通过减税或进行基础设施建设等投资来促进消费和就业。央行直接发行货币来资助这样的财政政策,不再通过购买政府国债,在资产负债表上留下债务。债务货币化创造的货币是永久的,减税或公共建设的资金来自政府,政府债务通过货币化而消失,不会有高债务或高税务,没有退出机制的问题。

美国在战争时期使用过财政政策货币化。现在,因为历史上高通胀的教训,财政政策货币化是经济学讨论中的一个禁区。不过,最近,一些著名的经济学家,像英国金管会前主席特纳和《金融时报》的马丁·沃尔夫,都建议不妨对此进行探讨。反对美国政府紧缩财政开支的人,基本上也是按照这样的思路在论证。伯南克最近在谈到量化宽松政策的退出机制时,曾经说过将买进的美国国债持有到债券到期日,将债券的收入交给美国政府,这实际上就是要将债务货币化。美元的特权地位,也可能会激励决策者在没有其他更好选择方法的情况下,采用这样的政策。

## 新型城镇化 房地产应发挥基础作用

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

对于新型城镇化和房地产关系的分析,目前政商学三界关注的焦点各有偏重,但基本没有对房地产在新型城镇化中应当扮演什么角色形成统一认识。

政府囿于对于泡沫和社会稳定的担忧,关注的焦点是如何避免新型城镇化“重走老路”,特别强调公共服务均等化、户籍制度改革和征地制度改革等辅助政策,致力于“不再犯错误”;商家看中如何寻求新型城镇化过程中的房地产商机,认为即使房地产本身受到政策抑制,但城镇配套、物流园区和建筑节能等房地产相关领域均存在可观利润;学术界则对于过去房地产推动城市化和经济增长的模式痛心疾首,主要从政府职能改革、财税体制改革、土地制度改革等角度,研究如何实现城镇化与城镇化、经济增长的协调推进。

这中间,唯独房地产在城镇化过程中本来应有的基础作用被有意无意地忽视了。从本质上来说,城镇化之所以发生,是因为工业化发展创造出相对于传统农业来说更高的生产效率,导致越来越多的居民选择效率更高的生产和生活方式,制造业和服务业替代农业在城市集聚。这一过程本身也是房地产发展的过程,因此,房地产发展是城镇化推进所内生出来的,或者说是城镇化过程中的应有之义。

房地产基础作用发挥得好不好,直接关系到城镇化推进是否有序。过去城镇化过程中,住房发展过度关注房屋本身的需求,而忽略了公共服务配套的供应。但事实上,城市住房需求更多的是城市居民对公共服务配套的需求,如教育和医疗的质量、交通出行的便利性和低成本性、距离工作地点的远近、居住氛围、治安和环境等,这是房地产作为基础产业的重要内容。从人口密度上看,东京和我国一线城市差不多,但在东京市区工作的居民大多居住和生活在千叶、埼玉和神奈等卫星城,最关键的并非是轨道交通的高效连接,而是卫星城公共服务配套的质量一点都不比东京市区差,那就

里的居民不需要像我国大城市的居民一样争着、抢着在市区买房为小孩读书、老人看病方便。

目前,我国大城市高房价区域大多集中在优质公共服务集中的中心城区,主要原因是外国公共服务配套供给不足。未来,我国的城镇化进程将以城市群模式为主,必然首先会实现与核心城市主城区高效连接的郊县或周边区域的城市化。此过程中,与住房建设同步推进的公共服务配套建设,有利于缓解高度集中在城市中心区的住房需求,也有利于实现人的城镇化。

其次,房地产的基础作用体现在线对城市产业布局和发展的基础支撑上。不管是现代服务业或总部办公基地,或是生活和生产性服务业,均需要房地产的先行发展来做支撑,如工业园区、厂房和宿舍、物流园区、物资存储基地、商业办公、写字楼等,所有这些的外在表现就是房地产。但是,目前很多工业园区或工业项目将本来自用作配套职工宿舍的用地拿来建设用来出租的商业办公或出售的住房,而政府提供的保障房供应则非常不充分,这导致很多一线工人、外来人群被迫转向市场租赁住房,人为抬高了城镇化的门槛和成本,造成外来人群没有落地和成为市民的归属感、无法分享城镇化红利,这就是房地产基础作用发挥不到位的体现。

此外,近年来商业办公和工业厂房的租金快速上涨,有的企业经营利润的一半要拿出来交物业租金。于是,很多园区做起厂房和办公租赁的生意,有的企业借助政策扶持多占厂房或办公楼,并将其拿来出租获得租金收益,这对很多来城市创业的人群或企业来说是很大的冲击,无疑加大了城镇化成本。政府本应承担或补贴企业和个人在创业初期的部分成本,国外较普遍的是政府补贴融资成本,往往通过租金补贴或管制、兴建低租或免租金的工业园区等,来支持居民或企业创业,这在德国、美国和法国等国普遍存在。我国城镇化必然也意味着外来人群到城市就业和创业,房地产在此领域的基础作用应当得到发挥。

## 加杠杆加库存支撑短期经济复苏

中国经济可以从两个周期框架来观察:债务周期与库存周期。库存周期较短,约3-4年,债务周期较长,一般超过20年。简单而言,可以把债务看作过剩产能的金融映射。所谓债务,即未来需要兑现的支付承诺;所谓资产,即能够带来未来一系列收益流的设施设备。负债者依靠后者提供的未来收入流兑付未来需要兑现的支付承诺。投资没有产生预期的收益,企业就可能不得不更加依赖外源式融资。我们的研究发现,超过一定阀值之后,过剩产能与债务规模呈现正相关关系,即过剩产能越高,债务规模越大。

按照同样的模型计算,目前中

国经济过剩产能超过30%,达到1997年东南亚金融危机爆发前的日本的水平。不仅生产性投资过剩,基建投资过剩程度更甚,证据是基建投资的边际产出低于制造业投资,尤其是中西部地区。过剩产能压低了投资回报率,上市公司资产回报率(ROA)降低到3.5%的历史低点,比其历史高点9%的下滑幅度巨大;非金融上市公司税息折旧及摊销前利润(EBITDA)与债务规模之比降到6%(高点20%),甚至低于贷款成本。如此压力下,大量不具备高投资回报率但拒绝退出的企业沦为僵尸企业,依靠融资维持生存。

很明显,中国经济仍旧处于加杠

杆运动中。过剩产能、低投资回报、大量投资构成了正反馈循环,目前的投资增速仍远大于GDP名义增速,过剩产能不断累积,对投资回报率施加压力,需要更多的外源融资来支持投资与僵尸企业。货币并不存在空转,各类金融创新不外乎是将资金以规避监管的方式传递给融资方,融资总量增速高于GDP名义增速。

加杠杆动力最强大的有三个经济部门:过剩产能行业、地方政府、房地产企业。前者是不加就死,企业或者企业背后的地方政府会变着方法上去;地方政府加杠杆只有好处,无需负担成本,融资冲动强烈;房地产行业利润高、现金流低,加杠杆有必要与能力。换言之,加杠杆为必

然趋势,无关乎央行态度。央行能够选择的是影响加杠杆的利率高低。

库存周期是另一股推动经济复苏的力量。新一轮库存周期诞生于2012年10月,但由于债务杠杆率过高、过剩产能过大、投资回报率过低,本轮加杠杆力度薄弱。虽然薄弱,仍旧存在,证据是PPI增速从去年9月的-3.6%回升至8月的-1.6%。企业正在修正其前期过分压抑的预期,加库存会自我实现。

加杠杆与加库存两股力量支撑中国经济复苏,下半年很可能好于上半

年,2013年整体增速应该在7.8%-7.9%左右。出口与进口有望在目前水

平稳定下来,令外汇占款出现恢复性

上升。同时,融资需求会推动市场化

利率继续走高,PPG将在数月后转正,CPI将继续缓缓上扬。企业利润已经出现触底,未来可能继续反弹。

然而,经济增长的重大不确定性在于,上述债务周期的正反馈循环何时走到终点?地方政府与国企的非约束性,令资源错配维持并扩大,但清偿性问题无法永远依靠展期解决。自利的个体将会寻找系统无法维持的转折点,届时展期将无法顺利进行。2013年经济不会出现大问题。但随着2014年加库存力度降低,通胀升高,经济可能进入所谓的滞胀阶段,增速将低于今年。假如2015年库存周期出现逆转,经济增速将会大幅下滑,到时恐怕风险会逐一暴露,“冰落”只能导致“石出”。

## 回归投资资本源 与时间交朋友

——广发基金“心桥之旅”第六站携手基民走进伊利股份

文/常仙鹤

欲问今年A股哪种投资方法最流

行?看看创业板走势就知道了。由各类型主题和概念开路,创业板自去年年底以来一路飙升,至今才有稍事歇息的迹象。在投资者大呼创业板“高处不胜寒”的同时,以食品饮料为首的弱周期传统行业传递出稳定增长的阵阵暖意。其中,以伊利股份为龙头的乳制品个股以其给力的涨幅“滋养”了不少投资者。9月6日,广发基金开展了“幸福理财·健康生活——心桥之旅”第六站走进伊利股份”活动,携基民并与研究员一道实地考察内蒙古伊利股份,一起追寻投资的本源,感受价值企业成长的脉搏!

## 行业危机促使品牌消费升级

金秋9月,广州依然烈日当空,广发基金组织近30位基民一路向北汇聚凉爽的呼和浩特,走进国内乳制品龙头企业伊利股份。在伊利开放工厂,隔着透明的玻璃,清晰可见高速运转的现代化生产线,身穿洁白工作服的工人或穿梭其间、或聚精会神地检测产品。

实地看见才知道,伊利的卫生要求如此严格。”有随行的投资者如此表示,在经历三聚氰胺事件之后,消费者对国产乳制品的安全性一直持怀疑态度,但是在伊利工厂看到奶牛生长在没有污染的内蒙古大草原,生产全过程都可以追溯,产品品质相对值得信赖。

在业内人士的讨论中,投资者也了解到乳制品行业目前正处于优胜劣汰、集中度提升的过程中,而作为龙头企业,伊利股份的成长相对稳健,上半年在上游奶源紧张的情况下,伊利股份通过调整产品结构业绩实现超预期的增长,未来通过成本费用的控制和新产品的开发,伊利仍有

其成长空间。

全民理财时代已经到来,专业的事要交给专业的人来做。在当前的经济环境下,基金能够为我们普通投资者实现财富的增值和保值。”投资者在参观完伊利工厂后,更加认同广发基金回归理性的价值投资理念。

在此次活动活动中,伊利股份副总裁冯海燕与基民亲切交流,冯海燕表示,2008年的三聚氰胺发生之后,大家对国产液态奶和奶粉的食品安全非常担心,但这次事件,更促使国家对乳制品行业加强管理,这对龙头企业是有利的。其实伊利对生产一直是严格的,未来公司更加注重奶源的管理及生产过程的安全。

其实2008年就像中国乳企的一个休止符,经过那次危机,对企业的影响最终证明是良性的。”冯海燕介绍,这导致大家不敢轻易地去买低端、没有品牌的东西,也就导致这两年的消费升级非常明显,也促使乳企调整产品结构,生产更多高质量的产品。

冯海燕说,伊利非常关注和消费者、投资者营造和谐的沟通关系,投资者关系是资本市场稳健发展的重要支撑,通过把企业透明、高效的管理以及高质量的产品展现给大家,以此提振老百姓对中国乳业的消费信心。

## 投资应回归到本源即企业本身

在此次的现场活动上,广发基金研究部消费组的组长孙迪,就食品饮料行业的投资和上市公司研究方法做了分析和讲述。相较于普通投资者,机构研究员的视角能够打破区域的界限,能够更全面更深入地观察一个行业和一家企业,他们或者通过草根调研观察其实际经营情况,或者勤

奋地与公司管理层沟通、或者仔细分析其公开披露的财务数据,分析其背后成长的逻辑以及未来增长的动力,以供基金经理构建合理的投资组合,并最终为广大基金持有人带来看得见的财富收益。

投资应回归到本源即企业本身,不是到处听消息、玩概念,也不是看资金流向和纯技术分析来预测后市走势,而是靠对标的公司深入系统的基本面研究和严密的逻辑来合理预判进行投资的,这种研究意在让投资拥有先于市场发现的先买优势或在下跌时有越跌越买的信心。”孙迪介绍,通过研究企业本身价值赚钱有两种途径,一是正确预测到企业发展的路径和远景,企业也一步步兑现或者超预期兑现这个预测;另一种是做出来乎逻辑的假设,依据在于新技术推出、新产品研制成功、新产能成功释放、商业模式盈利模式变化、供需形势变化带来的价格预期变化、经营机制变化带来企业在成本控制产品营销等有重大改进等,核心在于最早发现这种“变化”,而赚钱的过程其实

是市场认可的过程。

对于研究上市公司内容有哪些方面呢?孙迪表示主要研究四个方面:行业空间、公司团队、商业模式及竞争优势、财务状况。行业空间的分析其实先于公司的研究,要先看行业的空间和增速,对行业或企业增长的天花板大致有一个预期。例如像现在乳业行业比较集中,规模在2500亿左右,每年有约15%的增长,这样就了解到公司成长的一个空间,而消费品企业的公司团队则是孙迪最关注的因素,他表示消费品企业主要还是看人和机制。公司团队能力强、激励机制比较到位,管理层有意愿将企业做好的,同时行业又有空间,基本上

这是一个牛股的胚子。

谈到企业的商业模式和竞争优势,他表示这是研究员最需重视的部分,从长远来看,一个企业的壁垒是企业能够获得超额收益的一个根本的法宝。行业利润高,就会有很多竞争者进入,使得高利润根本不可维持。而有壁垒的行业和公司,壁垒主要分为天然的和后天形成的竞争优势。研究员最看好的是通过后天的竞争形成的产品、品牌力、渠道控制力优势,这种优势一旦形成,很难被其它企业复制或模仿。比如一些渠道控制力很强的企业,可以把其他公司的产品屏蔽掉。

另外,作为机构投资者,更要克服对市场高点的盲从和对市场低点的恐惧,保持一个比较理性和客观的态度,这就需要研究员要有自己的逻辑来支撑他的判断,要克服先入为主的观点,要特别注意的是对某些产品的偏爱。这需要在做研究和调研的时候学会独立思考,始终保持怀疑的态度,要相信自己看到的东西。比如当一个公司面临经营拐点的时候,他可能面临行业大的变化,或者是净利润率要下滑的,或者整个消费情况不太好的,往往这种情况下,公司管理层会做出一个偏乐观的预测。

## 享受大众消费品行业 结构调整的红利

申银万国证券食品饮料行业研究员周雅洁向参加活动的基民讲述了食品饮料以及投资品行业的投资逻辑。

L型经济转折的特殊时期,很多行业将受双重因素困扰:长期是否有前景、短期经济增速下台阶带来多大影响,而大众食品长期受益于经济转型,短期受经济影响小,此阶段其稳

定增长特性将会显著提升其投资价值。”周雅洁说,近年来,中国消费者对食品安全的关注度非常高,龙头企业目前对质量安全和品牌更为重视,消费者对其信赖度有望逐渐提升,也有望逐渐获得信任溢价。对于乳制品行业乃至整个食品饮料板块而言,均进入一个兼并收购、整合资源的阶段,大型企业将上演强者愈强的好戏。

以乳制品行业为例,在升级机遇在前、奶源压力推动,伊利等龙头企业更集中精力和资源于推广高端产品,行业的发展迎来结构升级的机遇,企业将在此过程中获得新一轮的发展动力。

周雅洁说,大众食品(包括私人消费的乳制品、肉制品、速冻食品、啤酒等)偏向必需消费品,随着收入增加,其必需性越强。而从历史经验来看,股市低迷期间,必需消费品股价表现持续好于可选消费品。

对于如何跟踪乳企等消费类企业的经营,周雅洁建议投资者可以通过自下而上的草根调研来观察其产品的布局以及销售情况,还可以将其销售情况与竞争对手的情况进行对比,对投资决策大有裨益,但应注意走访的渠道应该有代表性,否则判断可能会出现偏差。

今年的结构性牛市诞生了很多涨幅高达70%~80%的股票,很多投资者大呼“高处不胜寒”。周雅洁说,多数投资者看到涨了好多的股票都很害怕,会担心赶不上半场。实际上任何一只股票,不管前面是涨还是跌,它跟你是没关系的,关键是你判断是超越还是低于大家的预期。这需要你不断跟踪行业和企业的基本面,在这个过程中享受股价的上涨。

## 寻找A股基业常青的上市公司

“心桥之旅——走进上市公司”活动是由广发基金携手基金客户共同走进优秀上市公司的系列活动。2011年资本市场持续低迷,很多投资者感到困惑和迷茫,广发基金启动了第一轮“心桥之旅”活动——走进上市公司富安娜,积极与投资者沟通,使得基民能够理性、科学面对危机,在一定程度上保住了部分胜利果实。2012年面对复杂的宏观经济环境和低迷的资本市场,投资者急需指点迷津,广发基金再次启动心桥之旅走进云南白药和金螳螂系列活动,与投资者一起分享长期投资心得。而今年,在结构性特征明显的市场环境下,广发基金携手基金客户共同走进国内传媒行业龙头蓝色光标和乳制品行业龙头企业伊利股份。这些股票均是当期的大牛股,当然也是广发基金通过研究精挑细选并最终为持有人带来丰厚收益的“金主”。

“心桥之旅”为投资者和企业搭建了沟通的桥梁,对于投资者而言,在广发基金的带领下,亲赴企业沟通交流,有助于加深投资者对于投资企业的认知,有利于加强对于广发基金的信赖和信心,从而实现基金持有人、基金管理人和上市公司的良好互动。”广发基金广州分公司总经理助理曹磊在活动致辞中表示,广发基金一直在寻找A股市场能够基业常青的上市公司参与它们的成长过程,分享它们成长的红利,与持有人一起赚钱。同时,作为专业的资产管理机构,广发基金不但要为基民博取稳健回报,也希望通过探究正确的投资理念和投资逻辑,持续改善基民投资思维,为基民的“幸福”提供持续的、专业的财技指导。

——企业形象——