

当前经济运行三大风险需警惕

房地产领域或结构性“松信贷”

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

□交通银行首席经济学家 连平
交通银行高级宏观分析师 唐建伟

今年一季度我国GDP仍延续了去年四季度以来的放缓趋势,且降幅有所扩大。应该说,内外需求不振及融资支持减弱是一季度经济增速放缓的主要原因。随着经济运行季节性因素作用减弱,并在一系列政策刺激下,二季度宏观数据会有所改善,经济运行有望企稳。值得注意的是,当前有必要警惕经济运行中的通缩、资本外逃和债务违约等三大风险,防止三者发生共振,从而对经济产生太大负面冲击。

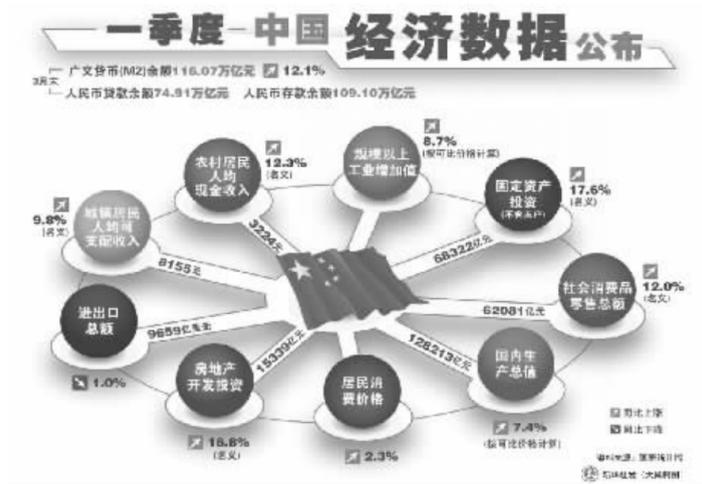
经济运行出现积极信号

虽然一季度经济增速延续放缓态势,但经济运行的一些积极信号已经开始出现:一是3月份部分宏观数据已经有所改善。如3月份当月消费增速为12.2%,相比前两个月的12%已经开始回升。同样,固定资产投资增速虽然在下滑,但3月份的基础设施投资和制造业投资增速相比1-2月份已经有所回升。

二是经济结构调整和转型升级取得初步成效。其一,产业结构继续得到优化。一季度我国第三产业增加值占GDP的比重达到49%,比去年同期提高了1.1个百分点。第三产业的增速为7.8%,比第二产业7.3%的增速高了0.5个百分点。第二产业中装备制造业和高技术产业增加值的增长速度要明显高于工业增加值的平均增速高3个百分点。这些方面说明在政府持续以市场化机制加大经济结构调整的政策已经初见成效,经济结构出现了一些积极的变化。其二,投资与消费的结构更趋合理。一季度投资增速回落幅度较大,但是社会消费品零售总额的增长速度相对稳定,使得消费对经济增长的贡献有所提升。同时从投资本身的内部结构来看也有一些积极变化,如民间投资的比重在继续提高,民间投资的比重今年一季度比去年同期提升1.5个百分点,达到64.8%。一季度基础设施投资中与民生相关的电力、热力及水的生产和供应相关投资增速相比去年同期也提升了接近4个百分点。其三,收入分配的结构有所改善。一季度居民收入名义增长速度比企业利润的增长速度以及财政收入的增长速度高近2个百分点。这就意味着居民收入占GDP的比重有所提高。与此同时,城乡居民的收入差距又有所缩小,按照简单的收入倍差来算,农村居民收入与城镇居民收入比是1:2.53,又有所缩小,收入分配的结构有所改善。

三是政策已经开始微调。因为一季度经济增速继续下行,近期政府已经出台系列结合调结构和促改革的稳增长政策。政策的微调可能对二季度经济增长产生稳定作用。

以上积极因素如果继续发展,二季度中



国经济增长有出现企稳回升的可能性。当然,二季度经济运行仍面临较多不确定性。尤其是国际市场不利因素仍较多,出口增长难以明显改善;财政支出的重点集中在民生、环保和国防领域,对固定资产投资的支出预计难以大幅增加;消费增长仍将面临居民收入放缓的负面影响;银行信贷投放面临存款增长乏力制约。上述因素都将影响经济企稳回升的步伐。

经济运行中的三个风险

首先是“通缩”风险。一般认为经济通缩具备以下基本特征:一是物价普遍持续下降;二是货币供给量的连续下降;三是有效需求不足。目前来看,我国经济已经出现了通缩的迹象。一是物价的下行压力加大。2012-2013年两年我国CPI同比保持在2.6%的低位,今年一季度CPI同比只有2.3%。作为影响CPI重要因素的猪肉价格更是在春节期间出现同比和环比负增长,PPI同比已经持续25个月负增长,今年1-3月环比分别为-0.1%、-0.2%和-0.3%,PPI降幅还有扩大的趋势。二是货币供应量增速在持续放缓。今年3月末,我国广义M2同比增长12.1%,较2月末下降了0.4个百分点,增速创下13年以来的新低。三是有效需求不足,经济仍有下行压力。从我国年度GDP增速来看,2010-2013年分别是10.4%、9.3%、7.7%、7.7%,呈现明显下行趋势,今年一季度更是降至7.4%。一旦通缩趋势形成,必将进一步拖累投资和消费。

其次是资本外逃风险。今年二月以来,人民币贬值、贸易逆差、外汇占款大幅下降现象接连出现,实际上这些现象相互之间存在着较为密切的逻辑关系:表明在增长下行趋势下,已出现资本短期外逃的迹象。2012年至2013年也曾出现过增长季度下行时,资本流

出和人民币贬值压力加大的状况。如果进一步增长继续趋势下行,相信资本外逃的现象会进一步发展,人民币会承受更大的贬值压力,从而会对房地产市场、外汇市场和金融市场带来冲击。

最后是债务违约风险。今年1月份中诚信托一款30亿元的信托产品在其出现不能按期偿付风险之后,获得救助后避免了违约。但3月上旬上海超日太阳公司就成为国内首家违约的债券发行人。3月19日又再次爆出浙江润置业这家房地产开发企业资金“断链”,涉及35亿债务违约的消息。随着经济增速下行压力的加大,未来在基建、房地产以及采矿等行业仍可能出现信托、债券和信贷等金融产品的违约风险。如果不能有效控制,任其蔓延,金融市场会因此承受更大的压力。而且随着债务违约事件的频发,市场风险偏好下降,将导致资金供需双方更加谨慎,这会进一步加剧通缩,从而给实体经济带来进一步的紧缩效应。

虽然当前经济运行并不存在系统性风险,且以上三个风险目前看仍是散发性的。但不容忽视的是这三者之间是会相互影响的:如通缩加剧会导致企业盈利下降和抵押品贬值,这意味着企业偿债能力的下降和违约风险的上升。违约风险上升之后资本流出增多,市场资金供给会减少,融资成本上升,对实体经济产生紧缩效应。这会进一步加剧通缩,从而引起更大规模的资本流出。因此关注这三大风险就是要防止三者发生共振,形成合力,从而对经济产生太大的负面冲击。

强刺激政策难出台

从就业、收入、物价这些指标来看,虽然一季度的增长速度略有回落,但总体上仍在合理区间。且政府针对一季度经济增速放缓

已经出台了系列融合调结构和促改革的稳增长政策,目前来看,这些政策已经开始起作用,3月份一些宏观数据已经出现改善迹象。在此背景下,政府已经没有必要再采取强刺激政策来稳增长。

当然,考虑到经济下行压力仍存,未来宏观调控政策仍有必要继续预调和微调,以保证全年增长目标的实现。未来可能主要通过财政政策、投资政策、货币政策和监管政策的合理调节来托底经济增长,实现7.5%左右的年度增长目标,守住不发生系统性风险的底线。具体判断,年内宏观调控政策预调、微调方向可能会呈现以下特征。

一是为切实落实积极的财政政策,财政支出进度会有所加快。今年政府仍实施积极的财政政策,2014年财政预算安排赤字1.35万亿元,略高于2013年的1.2万亿元的规模。但今年1-2月,我国财政支出为支7853亿元,盈余额同比大幅增加1533亿元。从这个意义上说,今年1-2月份的财政政策对经济是紧缩性的。为了发挥积极财政的作用,在执行年度预算框架下,应当适当加快财政支出进度。政府已经在这样做,3月份固定资产投资资金来源中的国家预算内资金同比增速已经从2月份的5.3%大幅提升至18.2%。

二是为促进投资平稳增长,会继续放宽投资准入限制。在经济增速下行压力较大时,投资仍可能是稳增长最迅速也是最有效的手段。政府近期已经通过加快中西部铁路建设、批准国开行成立专营机构支持棚改及城市基础设施等政策措施来稳定投资增速。目前制约投资增长的主要是资金来源问题,为不导致地方债务问题进一步恶化,在资金来源上进一步放宽民间资本的投资准入是合理的政策选择。未来政府会鼓励民间资本进入更多投资领域,释放民间资本的投资潜力。

三是货币政策会保持稳健中性,避免偏紧。仍将主要通过公开市场操作来保持市场流动性合理适度。为避免企业融资成本上升过快,央行将继续通过公开市场操作来加大资金投放力度,并灵活运用再贷款、再贴现、SLO和SLF、定向央票等定向调节工具,加强对重点金融机构有针对性的调节,使市场利率水平稳中略降。

调整存贷款基准利率会相对谨慎。目前贷款利率下限已经放开,LPR已经推出,贷款利率在很大程度已经市场化,降低贷款基准利率的意义已经不大。同时降低存款基准利率也受到金融脱媒、存款利率市场化形成以前,央行调整存贷款基准利率会比较审慎。在外汇占款增速明显放缓的情况下,为缓解存款增长趋势性放缓压力、维持利率市场基本稳定及保持信贷平稳增长,在必要时仍有小幅下调存款准备金率1-2次,每次0.5个百分点的可能性。

“中信模式”对央企整体上市的借鉴意义

□招商证券首席经济学家 丁安华

4月16日,在香港联交所上市的中信泰富发布公告,宣布以2269亿元人民币对价从最终控股母公司中信集团手中收购其主要业务平台中信股份的全部股份。此举被广泛认为是央企整体上市的新动向,引起香港和内地资本市场的关注,股票市场初步反应是正面的,而论者大都是从深化国有企业改革的角度出发理解中信整体上市的行为。

严格地讲,中信泰富收购中信股份,并非中信集团的整体上市。这里可以看出公司管理层的巧妙设计,目的是避开财政部或国资委直接在上市公司层面持有股份,从而刺穿“公司的面纱”。央企整体上市,是为了突破母公司缺乏资本融资渠道的困境,而创新的多层上市结构、多元业务集团模式,也开始为资本市场所接受。“中信模式”对其大型综合性央企的整体上市,具有积极的借鉴意义。

中信集团并非整体上市

首先,我们来看看中信集团整体上市前的股权结构:顶层最终控股公司是以国有独资公司注册的中信集团有限公司(中信集团);而这次整体上市的主体是中信股份有限公司(中信股份);上市的方式是通过在香港上市的中信泰富有限公司(中信泰富)收购中信集团所持有的中信股份的全部权益,也就是中信集团将中信股份注入中信泰富而实现上市。

可以看到,外界普遍认为这是中信集团的整体上市,严格地讲并非事实。真正实现上市的是中信股份,而不是中信集团。根据年报材料,2010年中信集团启动股份制改造,为将来的上市做准备,将集团90%的净资产重组到中信股份旗下,但仍有约10%的净资产(包括中信国安)没有纳入。将来在香港上市的中信股份,仍然是中信集团的附属公司。

那么,为什么不是中信集团,而是中信股份整体上市呢?这里可以看出公司管理层的巧妙设计。我认为,这种安排是中信集团高层有意而为,目的是避开财政部或国资委直接在上市公司层面持有股份。设想一下,如果

是中信集团整体上市,那么国有股权的持有部门就会刺穿“公司的面纱”,直接成为上市公司的股东,为公司治理和人事任免带来难以预料的影响。

目前,绝大多数央企在顶层设计上,最终控股公司都是以国有独资公司注册成立;而央企的下属业务单元则分别单独上市,披上了“公司的面纱”。这种母公司为国有独资、子公司为上市企业的结构,是当前中央企业和大型地方国企股份制改革的主流模式。这是中国资本市场发展的特定产物。一个央企集团,旗下众多上市公司,造成利益格局混乱不堪。不过,这样的安排也有它一定的合理性,一方面是当初采取“靓女先嫁”,把好的资产上市;另一方面,央企整体上市,可能会被刺穿“公司的面纱”,国资部门直接派人进入上市公司董事会,市场化进程是进还是退,还很难说。至少在目前阶段,没有哪个央企具有足够动机,以顶层控股公司为主体实现整体上市。

央企分割上市的弊端

然而,目前形成的中央企业顶层为国有独资、下属业务单位分别上市的主流模式,在实际运作中出现了一系列的问题,已经难以适应市场竞争的要求。其中最主要的是,央企顶层控股公司由于是国有独资企业,缺乏权益资本的补充机制,而下属企业则利用上市公司地位不断寻求资本市场融资,从而形成一个尖锐的、不可回避的矛盾:要么是央企在旗下上市公司的股权被不断摊薄,要么就是限制了旗下上市公司的资本融资功能。

事实上,除了创立之初少量的国家财政投入之外,几乎所有的央企都是依靠自身滚动发展,利润滚存之外没有其他有效的权益资本补充途径。与此相应的是,央企下属的上市公司可以不断地通过资本市场融资实现快速发展。通常,央企母公司要动用大量的资金参与下属企业的增资扩股,否则控股权就可能被摊薄,甚至失去控股地位。那么,央企的资金从何而来?一是下属企业的分红,二是银行的贷款。由于缺乏外部权益资本补充渠道,央企母公司在顶层设计上具有天然的劣势。而且这种情况正在进一步恶化,十八届三中

全会所提出的改革方向,要求国有企业每年上缴30%的利润,对于大型央企现金流管理而言,无疑是雪上加霜。

这种困境以中信集团最为突出。在公司创立之初,中信曾得到国家财政2.5亿元的现金资本金注入,依靠自身发展成为所有者权益超过2700亿元的大型企业。中信集团旗下上市公司,特别是中信银行和中信证券,都面临严厉的资本充足监管要求,随着业务的发展需要不断在资本市场融资。央企的母公司必须突破资本融资的瓶颈,实现整体上市无疑是最佳的选择之一。

双层上市结构成市场宠儿

借壳中信泰富上市之后,中信集团会形成一个多层的上市结构:上层是中信股份,下层是中信银行、中信证券等上市公司。这种多层的上市结构,曾在上世纪80年代的东亚地区(特别是日本和韩国)颇为流行,但在亚洲金融风暴中受到重创。多元化、多层次的上市结构,既不为资本市场所接受,也被理论界所诟病。其原因很简单,投资者可以买入一个下层上市业务单元的组合,而不需要购买上层控股公司的股票。这样,在资本市场上就会出现对多层上市的控股公司的估值折扣(discount)。

但是,情况正在悄悄地起变化。资本市场对双层甚至多层上市结构的厌恶在消退,甚至多元化的综合性上市公司又开始成为市场的宠儿。笔者分析,有几个原因导致市场风格的变化:第一,互联网新经济下的跨界发展和创新浪潮汹涌,守旧的专业化企业逐渐失去魅力;第二,多元业务、多层上市结构的成功个案越来越多,例如巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司、李嘉诚的“长和系”互联网巨头对零售和金融服务业的渗透等;第三,多层多元上市结构也越来越多样化,无法被上市公司的某个投资组合所完全复制。

从中信股份上市后的业务结构看,旗下的上市业务包括银行、证券等,但也有众多的非上市业务。中信股份的整体投资组合,仅通过购买下层的上市公司股票是无法复制的,因而具有整体上市的价值。

总结起来,中信股份在香港上市,一方面维持了北京的中信集团形式上的最终控股公司的地位;另一方面将中信股份总部迁到香港,成为真正的市场化运作的决策中心。同时,中信集团的多层上市结构,可以破解央企母公司资本融资的困局,对央企深化改革和整体上市,都具有积极的借鉴意义。可以预见,新一轮国企整体上市浪潮,正扑面而来。



CFP图片