

■ 高端视野

- 避免系统性风险爆发,金融及时救助是关键,只要金融被某种程度地隔离保护,经济硬着陆的概率很低。
- 未来中央政府财政赤字有上升压力,结构性财政工具投放会导致中央财政收入下降,支出上升。为对冲财政赤字融资挤出效应,非常货币币量化操作应运而生。
- 中国经济真正的挑战是中期问题,即要穿越中等收入陷阱,找到一个替代地产模式的产业。



宏观政策变调 中国式“量宽”开启

□中国社科院教授、广发证券首席经济学家 刘焯辉

宽松政策大概率延续

站在2014年半山腰总结半年度经济数据,总印象是软数据(如GDP、工业增速、固定资产投资)开始反弹,但硬数据继续疲软(如铁路货运、发电量),更重要的是住房销量没有企稳,半年度商品房销量萎缩6.7%,说明以基建投资增长和出口回暖为主要驱动力的短暂复苏,并不足以抵消房地产投资放缓带来的影响,预计2014年全年商品房销售额将下降6%,但仍比2012年高出18.7%。

总体而言,地产下行周期难以改变,这一调整可能要持续2-3年。根据部署,财税改革将在未来2-3年完成,这意味着经济增长会减少对地产和土地财政的依赖。我们预计,2016年地产销售占GDP比例可能回归至8%,而2013年是14.31%,这意味着2016年地产销售可能要比2013年萎缩29%。如果处置得当的话,这样的调整进程对经济影响应该是可承受的。至2016年,名义经济增速基本能保持在8%左右的水平。

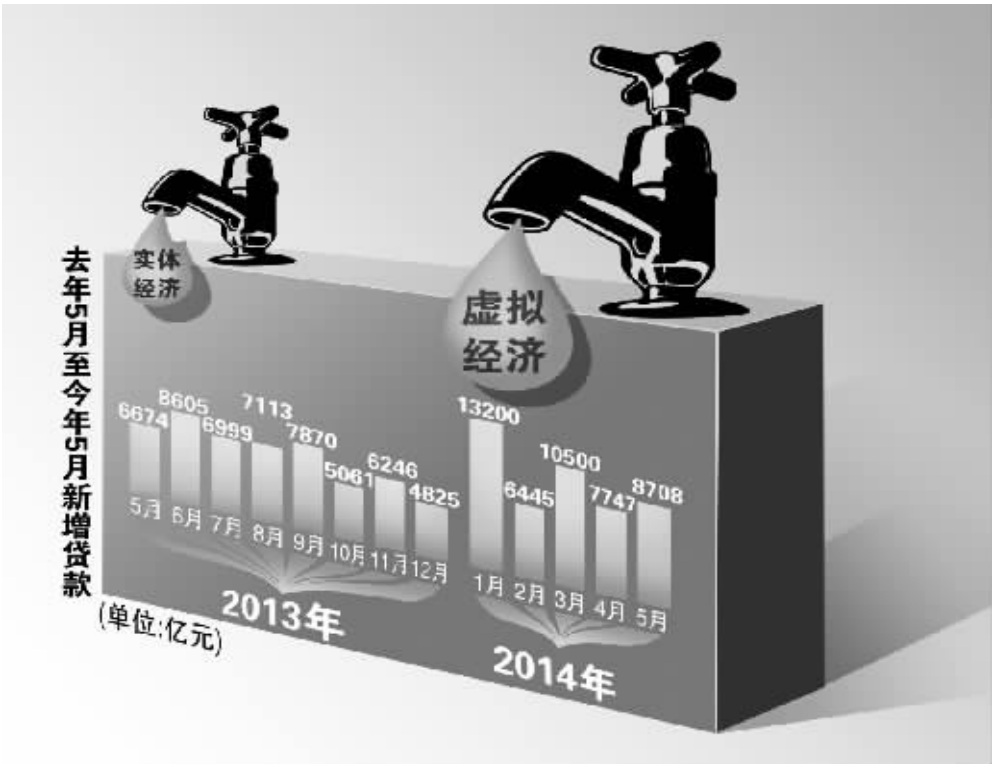
只要地产销量不放量反弹,通胀短期内难变成“真老虎”,因为我国通胀是典型的地产型通胀,即楼市泡沫会导致总需求扩张,从而导致土地成本、人工成本、物流成本高企。由于通胀无度,未来6个月决策层在政策选项上顾忌不会太多。预计“宽信用”刚启动,一时不会停,央行还得继续“宽货币”做好服务,防止利率过快反弹,以免抑制信用投放和投资反弹。

中国式“量宽”顺应而生

整体上讲,2014年宏观政策依然处于“米多了加面,面多了加水”的格局,但宏观政策调控出现一些变化,主要有以下两点。

一是经历去年钱荒之后,货币政策“猫”可能悄然在变。金融稳定在多维货币政策目标中的重要性显著上升。近一年来,央行在资产业务推出了一系列货币工具创新,通过“SLO+SLF”构建短端利率走廊,最近又推出PSL试图打造中长端政策利率指引。与其说是央行调控的主动性在上升,不如说这代表央行对宏观条件的判断。即央行认为,未来中国经济可能要进入非常规时间(经济杠杆调整期),货币当局需要构建非常规的货币操作机制(量化宽松)。

二是财政赤字货币化越来越明确。在我国,政府金融能力也就是财政能力,货币和财政本就是政府的左右两个口袋。财政部未来两年要承担财税改革的重任,特别是央、地事权和财权的重大调整,不利于操作。国开行某种



新华社图片

程度成为了“财政二部”,而央行为国开行提供PSL融资。应该说,货币量宽和财政赤字之间并无本质区别,都是中央信用的膨胀,但笔者认为未来该机制应少用于基建增量投资,而多用其帮助其他部门调整杠杆。比如,国开行可以收购商业银行按揭贷款,或者直接收购销售不动产库存,并转化为保障房,这套机制未来可能将发挥大作用。

避免系统性风险

短线宏观政策逻辑的核心,是如何避免去产能和地产拐点过程中,所发生的债务自我实现式剧烈收缩,用官方的语境就是,如何避免系统性风险爆发。

从历史经验和体制逻辑角度看,金融被及时救助是关键,只要金融被某种程度地隔离保护,经济硬着陆的概率很低。当经济下行加速时,如果金融部门具备再杠杆能力,就能将信用快速导向受益结构性政策(财政贴息、减税)的方向,形成有效供给,很大程度地对冲过剩部门和高负债部门萎缩的冲击。

金融部门怎样才能具备再杠杆能力?只能靠中央政府信用膨胀,来转移和承接企业和地方政府部门杠杆。这跟2008年危机后美国政府杠杆上升、家庭部门杠杆下降,以及上世纪90

年代以来日本政府部门杠杆上升、非金融企业部门杠杆下降,道理一样。

为此,未来中央政府财政赤字有上升压力,结构性财政工具投放会导致中央财政收入下降(降税),支出上升(财政贴息和民生保障投入)。为对冲财政赤字融资挤出效应(利率上升),非常规货币币量化操作(QE)应运而生。在这套机制运行下,利率上行大体上是有顶的。假如国开债收益率上行到5.5%以上,国开行融资就可能更多通过PSL或再贷款了,金融债发行就会缩量。

但在市场出清力量开始释放前,利率想要下来也不容易。当资本回报率越来越弱,资产周转率(货币流通速度)越来越慢,随着时间的推移,整个杠杆将越来越靠央行来维持。尽管要服从大局,但政策还是会保持定力的,即总量政策施力还是会保持节制的,毕竟大方向是要杠杆调整。决策者对长期问题认识非常清楚,目前处于前期刺激政策的消化期,要降低经济未来运行的尾部风险,因此,必要的迂回和妥协都可以理解,但需要把把控好改革和增长的节奏。

“米和面”的政策格局下,用“货币+信用”交错状态研判债市的交易机会是非常有效的。

“宽货币、紧信用”向“宽货币、宽信用”转化,所以债券的交易状态边际走弱,特别是利率品。风险偏好上升,票息策略延续。当然,未来6个

厄尔尼诺或来扰 全年通胀料无虞

现厄尔尼诺现象年份,大豆产量反而增加3.5%,这是因为厄尔尼诺往往给美国、巴西等国带来丰沛的降雨,反而有利于大豆生长,因此厄尔尼诺实际上有利于提高大豆产量。然而从库存角度分析,美国农业部数据显示,美国大豆库存存量低于市场平均预计,为十年来最低水平。从供需角度分析,美国大豆依然将稳中上涨,由于大豆定价权在美国,预计其价格上涨也将传导至国内大豆价格上。

出现厄尔尼诺现象年份,玉米产量可能受到影响,但美国农业部在月度需求报告中上调了巴西、印度、乌克兰、俄罗斯和欧盟的玉米产量预估,维持美国产量预估不变。如果厄尔尼诺现象仅是中性偏弱,那么今年玉米作物生长状况是2007年以来最好的。

虽然厄尔尼诺现象对稻谷与小麦产量影响较大,但我国稻米、小麦基本自给,进口占比较少,同时国内这类“口粮”受抛储政策以及配额进口管制,价格波动相对较小,弱化了厄尔尼诺的影响。

从厄尔尼诺对大宗商品的影响看,一旦出现

厄尔尼诺现象,橡胶、镍矿、金、锡、铜、煤炭等大宗商品价格可能出现波动。但对中国而言,厄尔尼诺现象只是影响大宗商品走势的一个因素,影响大宗商品最根本的因素是全球经济走势。

目前美国经济复苏持续,美元指数止跌,油价还有回落空间。虽然今年气温普遍高于常年,但随着雨水季节到来,水电发力增多,煤价将继续承压。目前中国经济依然疲弱,铁矿石偏高的库存未见下降,铁矿石价格仍有下跌压力。综合判断,今年厄尔尼诺现象对中国农作物、大宗商品现货价格影响有限,特别是在经济疲弱的背景下,各种大宗商品库存水平较高,即使外部进口减弱,依然不能推升价格大涨。

考虑到今年经济增速低于前两年,未来涨价因素主要集中在公共产品与资源品价格改革对整体物价水平的推高,但短期这方面压力并不大。预计全年CPI在2.3%左右,远低于去年全年2.6%的水平。分季度看,二季度或为全年最低点,三、四季度CPI逐季将略有提升。

新兴市场国家重构全球价值链初见端倪

□中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

新兴市场国家在全球价值链中的地位逐渐发生变化,新兴市场国家重构全球价值链似乎已初见端倪。

2013年以来,世界经济渐次摆脱国际金融危机影响,但复苏形势仍不稳定、不均衡、不强劲,特别是新兴市场国家遇到了结构性阻力,增长出现不同程度下降,这也给新兴市场国家推动产业链合作,重塑竞争优势提供了更多的可能性和发展空间。

从统计数据看,新兴市场国家整体经济增长率已经连续第三个季度低于5%。经合组织报告也显示,中国、巴西和俄罗斯今年4月的先行指数分别为98.6、98.5和99.2,均在基数100点以下。世界银行在最近的报告中将今年巴西、俄罗斯、印度等新兴市场国家的增长率预测都作了下调。

在内生动力不足、外需拓展空间不大、国内宏观调控空间受限、发达国家政策溢出效应冲击等因素交互影响下,主要新兴市场国家复苏均遭遇较大逆风。目前,印度外汇储备占GDP比重仅为14%,但经常项目逆差高达5%,债务率超过60%国际警戒线,债务风险较高;巴西受到通胀居高不下与经济增长疲弱的困扰;俄罗斯经济更是陷入停滞,地缘政治风险给经济发展带来不确定性。

高盛曾经把新兴市场国家的高增长归纳为几大成功因素:一是中国和金砖国家对世界经济的推动力陡然上升,二是长期去杠杆化和加强外部资产负债表,三是大宗商品价格长期上涨,四是稳定的通胀,五是不断下降的核心实际收益率。然而,在经历了十多年的黄金赶超发展之后,新兴市场国家普遍面临一个减速调整期,其背后固然有外部环境不景气的原因,但根本原因是结构改革明显滞后。

总体看,大部分新兴市场国家发展模式可以概括为在“后发效益”的基础上,以丰裕资源或要素作为比较优势参与全球分工,以出口驱动整体经济增长的发展模式。这种发展模式蕴藏了两大结构性风险:经济结构失衡和对外依赖趋势的加重,特别随着中国的去杠杆化进入疲弱的贸易周期,新兴国家对中国出口减少。从巴西到亚洲新兴市场国家,一些对中国市场有巨大敞口的新兴国家遭到严重打击。那些依靠信贷超额增长和海外资金流入的国家形势正迅速变得严峻,巴西、印度和南非不约而同地面临着增长疲弱、通胀高企和国际收支赤字的困境。

目前,新兴经济在危机前积累的财政空间也已经基本用尽,进一步以政府财政刺激为主的国内总需求拉动,也不能有效推动国内经济结构的调整,而通货膨胀隐忧依旧挥之不去,继续以政府财政刺激为主的国内投资来拉动经济增长遇到压力。所以,新兴市场国家必须通过结构性改革和产业升级应对复苏滞后的冲击。

在后金融危机的全球制造业大变局时代,向高端制造业迈进,全面提升制造业的产业链,形成战略优势,同时通过提升产业链,扩大价值空间,及时向低收入经济体转移低技术制造业,是新兴经济迎接新一轮全球竞争最为重要的方面。新兴市场国家可以通过彼此市场的进一步对接,扩大需求规模,利用垂直专业化机制实现差异化竞争和专业化发展,从而为新兴市场国家之间的产业连接创造条件。

新兴市场国家的快速发展受益于全球化和产业链合作,同样,新兴市场国家的产业链合作也将大大推动新一轮全球化发展,所以必须高度重视培育和延伸产业链。各国在促进制造业复苏的同时要十分注重产业链的延伸配套,构建完整的产业链和自主生产网络,形成自己的产业特色和产业优势。

对于中国而言,作为全球最大的贸易国,以及在生产制造各环节、生产性服务等方面的产业配套优势,可以发挥更大的作用。贸易数据显示,目前,我国对墨西哥、菲律宾、俄罗斯、越南、巴西、尼日利亚、南非、土耳其、孟加拉国、印尼、埃及、印度等12个新兴市场国家有较大的出口潜力,对墨西哥、菲律宾、印尼、巴西、南非、印度、俄罗斯等7个新兴市场国家有较大的进口潜力,进一步加大与这些国家的贸易和产业链合作,实施“进出口定向平衡战略”,优化双边或多边贸易结构。

由于我国加工贸易的零部件和原材料过度依赖进口,形成了研发和营销“两头在外”的模式,再加上加工贸易国内产业链过短,对配套产业的带动作用不足。为此,中国应该加快零部件、原材料在加工贸易中从上游企业向下游企业的传递速度,提高加工贸易与国内原有产业的结合度,使跨国公司更多的设计、生产、流通和服务环节放在中国,优化母子公司之间的分工关系,促使加工贸易由单纯生产向综合服务

和需求规模将可能维持在全球范围内,增强本土企业、大集团对全球产业链的主导与控制能力,促进跨国生产网络、金融网络和流通网络之间的有效链接。这样不仅会提高中国整体产业升级的水平,也会带动财政、贸易、资本市场、自由市场、金融自由化、资本账户等多领域改革,并促进整个新兴市场国家产业链的加速整合。

□中信建投证券 黄文涛 杨晓磊

今年以来,多家全球气候预测机构上调厄尔尼诺现象发生概率。厄尔尼诺现象可能造成遍及全球的干旱、风暴、洪水等灾害,对农作物及相关大宗商品价格产生影响,从而对通胀产生影响。不过尽管有厄尔尼诺现象等因素困扰,但由于经济疲弱依旧,企业部门通缩持续,因此年内通胀依然无忧。

1951-2009年间,全球共发生18次厄尔尼诺事件,其中强厄尔尼诺事件有5次。1984-2004年间,出现厄尔尼诺现象年份的玉米产量较正常年份下滑2.3%,稻谷产量下滑0.4%,小麦下滑1.4%。分区域分析,乌克兰、阿根廷、巴西玉米减产较明显;亚洲、欧洲及欧洲减产相对较少。印度、俄罗斯、南美洲国家、澳大利亚、非洲国家小麦可能减产;南亚、东南亚水稻单产下降可能性较大。例如,1982-1983年和1997-1998年的两次强厄尔尼诺事件,造成厄瓜多尔、秘鲁、智利、巴

■ 记者观察

□中证证券研究中心 曹水水

年初以来,房地产包括销售、投资、新开工等各项指标显著疲软,显示房地产市场将陷入一轮调整。房地产对中国经济影响率一发而动全身,房地产景气恶化导致市场对经济下行风险担忧。房地产关联上下游多个行业,房地产不景气对经济拖累显著。但辩证地看,2013年销售透支是今年地产景气下滑的重要原因,均值回复在起作用,对地产下行不必过于担忧。

2014年以来,房地产市场风声鹤唳。房地产投资增速、房屋销售面积大幅下行。同时,房地产库存状况也明显恶化,加重了市场对经济下行风险的担忧。

房地产对中国经济的影响,不仅体现在房地产本身比较大的体量,还体现在房地产关联甚广。产业链上,房地产往上游带动水泥、机械、

钢铁、玻璃等行业,往下游派生家电、汽车等需求。金融财政方面,通过贷款与银行、信贷、利率等密切相关,同时是政府财政收入的重要来源。

仅从投资的角度看,由于房地产投资额占固定资产投资总额的比重在20%左右,房地产投资增速较去年每下降1个百分点,将拖累固定资产投资增速0.2个百分点。但是,由于房地产对上下游产业链的拉动效应,仅从房地产投资角度分析其对经济的影响,将显著低估其影响。鉴于房地产产业链的复杂性,需要通过投入产出法定量分析其对经济的影响。

定量分析房地产对经济的影响,主要体现在两个层面:一是房地产投资角度,主要是对上游产业拉动,在投入产出表里主要包含在建筑业里;二是房地产销售角度,主要是对下游的拉动,在投入产出表中,包含在房地产业、租赁和商务服务业里。

利用最新的投入产出表,可以进行房地产对经济影响的敏感性分析。在2014年房地产投资增速为14%、销售面积增速为-5%的中性假设下,不考虑其他情况的条件下,房地产将拖累GDP增速约1个百分点;在2014年房地产投资增速为12%、销售面积增速为-10%较为悲观假设下,房地产将拖累GDP增速约1.2个百分点。

但辩证地看,2013年透支是今年地产景气下滑的重要原因,均值回复在起作用,不必过于担忧。2011-2013年房地产销售面积增速分别为4.4%、1.8%、17.3%,其中在2011年至2012年上半年,调控、经济下行以及按揭利率上行等因素压制了房地产需求。从2012年下半年开始,这些抑制因素趋于稳定或者消退,尤其是住房贷款按揭加权利率从2012年初的7.62%逐步下降至6.2%附近,被压制的房地产需求显著释放。2013年四季度以来,房地产销售显著恶化与按揭贷