

■ 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,非常规货币量化操作顺应而生。
- 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
刘煜辉

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。

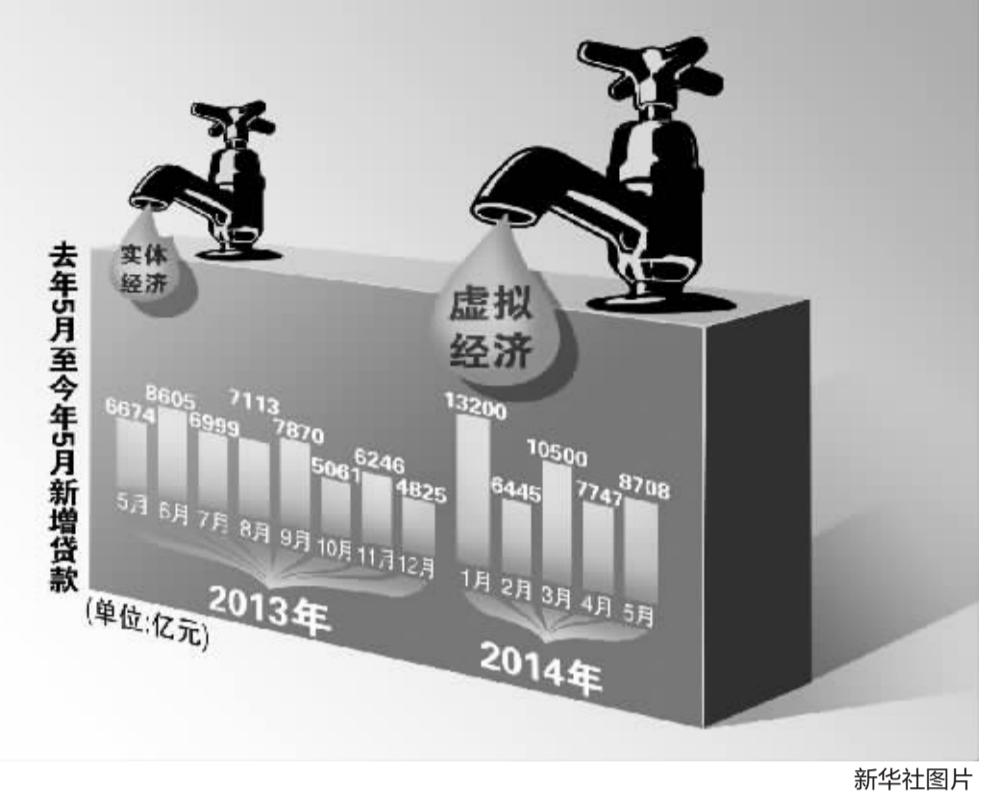
只要地产销量不放量反弹,通胀短期内难变成“真老虎”,因为我国通胀是典型的地产型通胀,即楼市泡沫会导致总需求扩张,从而导致土地成本、人工成本、物流成本高企。由于通胀无虞,未来6个月决策层在政策选项上顾忌不会太多。预计“宽信用”刚启动,一时不会停,央行还得继续“宽货币”做好服务,防止利率过快反弹,以免抑制信用投放和投资反弹。

中国式“量宽”顺应而生

整体上讲,2014年宏观政策依然处于“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正显著上升。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,不便于操作。国开行某种



新华社图片

程度成为了“财政二部”,而央行向国开行提供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),非常规货币量化操作QE顺理而生。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,必要的回和妥协都可以理解,但需要把控好改革和增长的节奏。

“求和面”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变弱,特别是利率品。风险偏好上升,票息策略延续。当然,未来6个

月转向“紧货币、宽信用”的概率也不大。

股票市场依然等待下半年指数一次明显回升的可能。股市回升的关键在于市场对银行的看法。市场关心,是否有足够的政策储备能避免系统性金融风险爆发。银行股重估的机会在于能否有手段降低市场对其资产负债表的担忧。事实上,对银行的暗中金融救助可能已经展开,从央行去年下半年至今一系列资产负债表的作为可以看出端倪,央行应该已经明确,并逐步开始明确金融稳定为“锚”。

金融救助有大张旗鼓的方式,如撤账、AMC、注资等;也有隐性的救助,如货币量化操作QE。QE的财务效果本就是对商业银行的利益输出,让他们保持盈利能力,以时间换空间。中国银行股的机会,在于让市场逐渐不再担心其资产负债表。

真正挑战是中线问题

某种意义上讲,中国经济的短线问题其实很简单,即摆脱硬着陆预期,做到这一点并不难。中国经济真正的挑战是中线问题,即穿越中等收入陷阱,要找到一个替代地产模式的产业。目前看有可能成气候的产业有两个方向:一个是新能源汽车,一个是互联网对传统产业的改造。

汽车是制造业立国、经济强国的灵魂。汽车产业所蕴含的技术附加值之高、产业链完备且延伸宽广,现代工业体系中没有哪个产业能替代。最近决策层对新能源汽车的关注,以及中德合作打造电动车,都反映了这种战略思考和布局。这个方向的进展甚至可能完全替换整个基于化石能源的传统工业体系,这可能是一次抢占全球价值链制高点的历史性机遇。

在互联网渗透背景下,全球生产方式正从B2C向C2B的转变,在这个转变的过程中,服务的内延和外延都会获得极大拓展。互联网把人的体验性需求大量地激发出来,使得传统商品和服务的附加值发生颠覆性变化。资本、人才、技术、市场等多方面要素因此产生重构机会,新的生产模式和商业模式脱颖而出。

正确的操作目标是,降低企业融资成本、土地成本、企业合并成本,以及鼓励私人资本进入创新型、知识服务型行业。这些目标能够实现,重要保证就是改革,具体讲就是建立大市场资源配置框架(高效的法律制度、有效的监管框架、能够消灭侵权保护品牌的政府、可靠的物流和分销网络、清廉的官员体系);削减没有回报的政府投资;让该倒闭的僵尸企业倒闭,对高负债部门进行资产重组,盘活存量资产;银行应加大坏账拨备与强化资本金同步推进,开始有序出售部分国企股权,补充社保,降低国家负债和杠杆。

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 张茉楠

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的影响,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到了较大逆风。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,二是长期去杠杠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杠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企业配套优势,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长,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。使跨国公司将更多的设计、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全球运营方向转型,增强本国大企业和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链的水平,也会带动财政、贸易、资本、金融市场改革,并促进整个新兴市场国家产业链的加速整合。

厄尔尼诺或来扰 全年通胀料无虞

□中信建投证券 黄文涛 杨晓磊

拉圭、巴西、美国等地暴雨洪涝,南非、澳大利亚、印尼等国干旱,全球粮食减产达20%左右。其中,美国玉米减产49%,墨西哥玉米产量比高产的1981年减少40%。如果厄尔尼诺现象导致农作物产量减少,国际粮价将被抬高,粮食进口国和消费国的粮价就会受到牵连。

对我国而言,影响最大的是玉米与大豆。据农业部数据统计,2014年1-4月,谷物进口682万吨,其中小麦进口223.2万吨,同比增长148%;玉米进口127万吨,同比减少12.1%;大米进口81.8万吨,同比减少18.2%;大麦进口143.7万吨,同比增长154%。根据各类农作物自给率分析,我国大豆、玉米进口占比分别为70%和20%,对外依存度较大;棉花、食糖进口占比15%和17%;小麦和稻谷进口占比5%以下,基本自给。如果厄尔尼诺现象真的发生,影响最大的依然对外依存度较高的大豆与玉米。

厄尔尼诺现象虽然对玉米、稻谷和小麦产量造成损害,但有望提振大豆收成。1984-2004年间,出

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,美国大豆库存量低于市场平均预计,为十多年来最低水平。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涨。

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。

目前全球经济复苏持续,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幅。

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。

夸大房地产下行风险不足取

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主要原因,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升等因素抑制了房地产需求。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

款利率上行、银行批贷放缓密切相关,后续如果按揭贷款加快、按揭利率下行,预计房地产销售将逐步改善。

回顾2000年以来房地产销售面积,趋势上可以看到增长中枢逐渐下平台。2000-2005年、2005-2010年、2010-2013年三个阶段,房地产销售面积复合增速分别为26.7%、13.6%、7.6%,而每个阶段期间均经历了均值回复。中长期来看,预计在2020年前新房需求仍能保持稳定的增长,但增长中枢继续下行。在我国,城镇住房的刚性需求主要来源于两个方面,即新增家庭和拆迁家庭。据莫尼塔的估计,新增城镇家庭将在未来十年内形成每年800-1000万套住宅需求,而拆迁所释放的需求规模将可能维持在150-200万套左右,预计销售面积增速中枢将降至3%左右,每年增速将在此附近波动。