

警惕新一轮美国次债危机

美股8月初以来出现的连续暴跌,不少人解读认为,这是受美国国债上限危机的影响。但笔者认为,这是美国开始进入新一轮次债危机的警示信号。由于目前有有毒资产规模已经比次债危机爆发时要大得多,所以危机的规模会比上次大。在新危机正在逼近的时刻,中国应该给经济增加温度,而不是继续降温。从长期看,应加快体制改革以理顺分配关系,以及启动大规模的城市化。

□中国宏观经济学会秘书长 王建

新次债危机是暴跌原因

有人问你,你不是说危机会在7月出现吗,怎么到8月初才发生美股暴跌呢?其实这些人没有注意到,美股的这一轮下跌是从7月22日以后开始的,从7月23日到8月4日美股开始暴跌前的8个交易日,道指已出现了罕见的“八连跌”,已累计下跌了6.8%。如果说“八连跌”是新次债危机的序幕,那8月3日以后的三次暴跌,就是新次债危机正剧的开场了。

大家之所以没有注意到危机从7月下旬开始露头,是因为注意力都被闹得沸沸扬扬的美国国债上限问题和欧债问题吸引过去了。其实这两个问题根本都不是问题。拿国债上限问题来说,事关美国经济的生死线,两党、两院谁也不敢拿这个事情开玩笑,通过提高上限的决议本来毫无悬念。如果要讨论美国国债问题,更应该讨论的是增发的那两千多亿美元国债谁会来买。以往时候,美国国债的六成以上是由美国民间机构与居民买走的,但是去年以来就已经开始卖不动了,这是迫使美联储推出QE2的根本原因。所以在美债问题上真正要命的问题是,越来越多的美债谁来买。放着这样的问题不讨论,却把一个不是问题的美债上限拿来炒作,显然就是为了转移人们的视线。

欧债问题也是如此。美国先是用手中的三大评级公司打掉欧元区部分国家的主权债务信誉,又用手中的媒体机构把欧债问题夸得比天大,其实欧洲经济比起美国要健康得多。一般来说,可以用当年新发国债对GDP的比率、累积国债对GDP的比率来衡量经济健康程度。去年的情况是,从新发国债与GDP的比率看,欧元区是4%,日本是6%,美国是10%。从累积国债看,欧元区是85%,美国是100%,日本是200%,显然不管怎么看都是欧洲经济最健康。而且降到垃圾级别的几个欧元区国家,一个也没有发生债务违约问题。

总之,对美国暴跌的原因有各种不同的解释,而在我看来都是牵强附会。我之所以能准确预测美国经济在今年7月以后会出大事,根据是美国在次债危机爆发后,庞大的有毒资产并没有得到处理,而是被掩盖和冻结起来。因此一旦冷冻期过去,又面临必须清偿的时候,这些有毒资产就会重新“发酵”,成为压垮美国金融机构的重负。不仅如此,美国庞大的衍生金融

资产的基础,是美国金融体系对美国实体经济大约23—24万亿美元贷款的支撑,这些房贷、汽车贷款、学生贷款和信用卡房贷被美国金融机构证券化后又被衍生化,才形成了庞大的衍生金融资产,所以一旦底部被压垮,盖在这座衍生金融大厦必然会跟着垮下来。

在次债危机第一次爆发时,2008年底在美国大约5000万个用贷款买房的家庭中,有200万个家庭出现了债务违约,当时主要是借了“次债”的低收入家庭还不起房贷。但是到2010年末,由于美国经济在危机爆发后复苏始终乏力,失业率重新回升,居民收入萎缩,所以发生房贷违约的家庭已超过500万,并且在去年9月新增房贷违约家庭首次超过了10万户。由于房价下跌超过40%,致使85%的房贷借款家庭贷款已高于房价。有美国机构统计说,大约有2000万个房贷家庭已经不想继续背负房贷,反正当时在借房贷时首付很少,甚至可能没有首付,把这些用贷款买的房子扔给银行对自己更有利。如果美国有2500万个家庭违约,那么超过一半的衍生金融泡沫就得跟着破灭,美国庞大的衍生金融大厦就非倒不可,从而对美国的金融体系形成毁灭性打击。因此目前的情况已经比爆发次债危机的2007、2008年要危险很多了。

问题还在于,一个标准的衍生金融合约一般是五年。所以2007年爆发次债危机时发生违约的金融资产,应该是在2002年签的,而2005年以后美国才进入到衍生金融品疯狂增长的高峰期,而2009—2010这两年美国冻结了有毒资产的清算,到必须进行清算的时候,到期的有毒资产规模会比2007年时要大得多。此前我说今年美国的危机会在7月出现,根据也是上次就是在7月发生了金融合约集中到期而不能兑现,所以推测7月应该是金融合约集中到期的一个重要时点。

我说的这些许多还是根据情况推测的结论,而没有相关的新闻报道来印证,2009年初以后,在美国的新闻报道中,就再也见不到那些在上次危机中形成的庞大的有毒资产的身影。

然而这样天大的矛盾,想藏又怎能藏得住呢?美国的金融机构因为最了解内幕,所以到危机袭来的时候已

经知道这场危机已经难以化解,所以就开抛售股票套现,这才是这场股市暴跌的真实原因,也通过股市暴跌这个现象,暴露出来,点通股市尾巴。比如,8月4日在美国股市暴跌中,领跌的就是银行股。可以想像,在7月—8月初这段时间,除了讨论美国国债上限会有什么负面影响,当时有什么负面消息会使美国人的银行股发生暴跌呢?消息当然有,但是没有被披露,而是被华尔街的金融家们深深地掩盖起来,并拿美债、欧债问题来转移公众注意力。他们这样做的目的,就是要掩盖真相,以免市场在获得真相后会发生对美国金融资产的更大规模抛售,就是要用“信息不对称”的手段,好使自己跑得更快。

在这场暴跌前还有一些迹象也在说明新危机即将到来,就是美国政府在7月份再次提出要对美国公司汇回国内的利润大幅度减征所得税,据说可以吸引回来3000亿美元,而这个做法只是在2008年次债危机爆发最严重的时候才采用过,所以这个举措也显得奇怪。因为危机爆发时才会采取的措施,又何以在没有危机的時候被拿出来了用呢?答案只有一个,那就是潜在的危机已经可以看得很清楚,必须赶紧采取对冲措施。

如果减税是财政政策,在这场暴跌发生后,货币政策也已经登场了。从2011年末到今年7月25日,美国广义货币M2突然从8.82万亿美元猛增到9.32万亿美元,即7个月内就投放了5000亿美元,月均投放量达到714亿美元,已经超过了2008年月均625亿美元的救市水平。其中,在6月20日—7月25日这一个月出头的时间里,就集中投放了2480亿美元,是前7个月全部投放量的一半,而在2008年时的最大月度货币投放额也没有超过2000亿美元。美联储这样大规模的投放货币,加上从7月23日开始的美国股市“八连阴”,我们不难猜到美国在7月前后这样大规模地投放货币,是在为那些重陷债务泥沼的美国金融机构紧急“输血”。

新危机形势更加严峻

应该怎样看待美国这次次债新危机的前景?我认为有三个方面的情况

可作为判断依据:

第一,目前有毒资产规模已经比次债危机爆发时要大得多,而且到期必须清偿的债务规模也比那时要大得多,所以危机的规模只会比上一次大而不会比上一次小。

第二,美国政府能够用以应付危机的手段大大不如上一次危机爆发时。在次债危机刚爆发时,美国的国债总额还只有8.9万亿美元,负债率为65%,还在安全线以内,但目前已经超过14万亿美元,负债率也接近100%了。从财政工具看,可以使用的空间越来越小;从货币政策看,利润已经降到“零”,已经没有下降空间,唯一能实施的就是QE,但是QE只能解决流动性问题,而美国目前面临的不是货币流动性不足产生的问题,而是一场新的、更大规模的清偿危机。这是两种不同性质的问题。因为如果是流动性不足,那就意味资产质量好,只是目前一时卖不出去,所以只要银行肯融资帮企业喘口气,企业就能活过来。但是清偿危机不同,因为企业手里的资产已经变得一文不值,债务不抵债了,由此所发生大规模债务违约,不是提供流动性能够解决的问题,所以再多的QE也化解不了当前面临的危机。

第三,在这场危机爆发后可能出现美元崩溃。美国目前面临的问题是,长期以来庞大的贸易逆差必须用资本项下的顺差来弥补。以前靠的是金融机构生产的金融商品输出来维持顺差,在次债危机爆发后,美国金融机构生产金融商品的能力被毁掉了,只有靠美国政府站到前台来卖信誉尚存的美国国债来维持顺差。但是美国政府的负债率大大超过警戒线后,人们也开始怀疑美债的信誉。买美债的投资者越来越少,只有靠美联储来包销。QE的性质在QE2后也发生了变化,就是从为美国的金融与非金融企业融资,变成了直接为美国财政部融资。所以,美国推出QE3毫无悬念。但QE的实质作用就是滥发美元钞票,最终会导致美元的大幅贬值。到时对美国拥有顺差的国家就不会愿意再接受美元,也不会愿意继续持有美元资产,美元和美国的金融市场就会发生崩溃。所以,这一次危机的爆发,其结果很可能就是美元的崩溃。

当前利率水平基本合理 货币增速将有所回升

□中信证券研究部宏观组
诸建芳 孙稳存

由于全球金融市场动荡,国内经济增长回落趋势持续,通胀压力将减轻。如果政策继续从紧,那么调控效应和外部冲击的叠加可能造成中国经济出现较大波动。我们认为未来货币政策将从从紧转向稳定,不排除存款准备金政策暂时冻结,未来继续提高的可能性明显下降。中国货币数量的控制可能略有放松,预计货币增速将有所回升,全年M2增速可能回升至16%左右。

工业放缓趋势延续

1—7月份,规模以上工业增加值同比增长14.3%,同1—6月份持平。7月份,规模以上工业增加值同比增长14.0%,比6月份回落1.1个百分点,比去年同期上升0.6个百分点。环比看,7月份规模以上工业增加值同比增长0.9%,折年环比增速由18.7%降至11.4%。数据显示,工业增速呈现放缓,符合我们之前判断的增长趋势,但低于市场和我们预期的14.5%。

需求放缓和节能减排等调控政策导致工业增速放缓。7月,固定资产投资、消费需求进一步放缓,显示国内需求动力减弱导致工业增速回落。其中,轻重工业增速分别回落1.1个百分点。另一方面,受夏季限电、传统检修季节性因素和节能减排政策调控等因素影响,在7—9月用电量增速有所放缓,这也是导致7月工业增速回落的部分原因。7月工业行业数据显示,这种影响已经非常明显。统计局公布的9个主要行业中,除交通运输、纺织业以外,化学原料、非金属制品业、钢铁、电力热力生产等重化工业生产增速较上

月均有不同程度放缓。通用设备制造业、电器机械及器材制造由于补库存需求降低,生产呈现显著放缓。从主要工业产品产量看,发电量、水泥、原油加工量、乙烯、汽车、十种有色金属等重化工业产品单月同比增速低于同期累计增速,反映这些重化工业产品生产增速也在放缓。

内需仍处于回落阶段

1—7月城镇固定资产投资增长25.4%,基本符合市场预期,较上月小幅回落了0.2个百分点,其中7月单月投资回落了0.5个百分点左右。由于7月PPI较6月有所上涨,因此7月实际投资增速较上月回落了0.6个百分点左右。在偏紧的政策环境下,实际投资增长有所回落。

保障房进度加快,房地产投资有所反弹。政策紧缩和经济放缓格局下,投资增长没有出现大幅回落,主要是房地产投资依然保持较快增长,同比来看,1—7月投资增长33.6%,增速较1—6月反而加快0.7个百分点。结构上看,商品房投资并未出现明显好转,1—7月商品房投资资金来源中,贷款同比增长6.4%,增长依然较慢。在资金链趋紧的格局下,房地产开发商加快了放盘进度,销售有所回升。1—7月销售面积同比增长13.8%,比1—6月加快1个百分点。另一个更重要的因素是,进入下半年,随着政策力度的加码,保障房建设进度明显加快。1—5月保障房开工率不足34%,而目前保障房开工率已超过50%。当前保障房的密集开工是7月房地产投资反弹的重要原因。

分行业看,铁路运输行业投资快速回落,装备制造业持续高景气。受铁道部变动影响,原有铁路规划已有有所调整,进入三季度后铁路投资继续回落,1—7月同比负增长2.1%,增速较1—6月继

续回落9个百分点。近期高铁事故频发更使得铁路投资雪上加霜,预计下半年铁路投资将持续低位运行。相比之下,产业转型对应的装备制造业投资依然强劲,通用设备制造业、电气机械制造业和通信设备制造业1—7月投资分别增长31.3%、56%和45.2%,呈现出较强的成长性特征。

我们预计未来投资增速将小幅回落,但结构性亮点依然较多。目前新开工项目投资增速维持在20%以上,考虑到新开工项目3—6个月的领先期,预计下半年投资增速还将进一步向新开工增速收敛,即继续小幅回落,全年维持在24.8%左右。

结构上投资增长依然不乏亮点:一是基建投资有所加快。上半年出于控通胀的目的,基建投资项目受到一定的抑制,政策调整将促使其投资加快。特别是在农田水利投资方面,上半年水利投资仅完成1200亿左右,按照今年投资3000—4000亿的规划,三四季度水利建设将迎来高峰期,预计全年投资增长80%以上;二是随着政策的调整,制造业投资将有所回升。目前通胀上调的姿态已基本成型,在这种情况下,货币政策紧缩节奏将明显弱于上半年,财政政策将在保障房、水利建设和新兴产业方面持续发力。7月发改委审批项目中,新能源、新材料等新兴行业项目明显增多,而上半年审批项目大多集中在农田水利和中西部基建投资方面。财政政策的调整已初现端倪。

消费方面,零售额增速趋缓。2011年7月,社会消费品零售总额同比增长17.2%,相对6月下降0.5个百分点,低于我们和市场17.5%的预期。考虑到通胀水平和7月的真实消费增长为11.3%,相对上月下降0.6个百分点。环比看,7月份社会消费品零售总额增长1.26%,

相对前期有明显下降。总体上看,整体消费依然维持偏弱趋势,汽车和家电等弹性较大的耐用消费品增速维持放缓状态,我们预期这种趋势将持续至年底。

耐用消费品增长维持弱势格局。7月份,限额以上汽车、家电零售增速为18.9%和11.9%,分别相对6月下降4个百分点和5个百分点,耐用消费品等弹性较大的商品需求依然处于回落态势。从汽车的销售数据看,7月汽车产量同比下降1.3%,相对前一月下降近5个百分点,汽车供给端的增长下滑显示出短期内汽车零售仍将处于低迷状态。从家电等可选消费品看,当前以普及需求为主的空调零售依然保持较高增速,其他家电品种的普及高峰期已经过去,预计未来需求趋于平稳。

劳动力市场供求紧张状态有所缓和。整体看,劳动力市场并没有出现较大规模的失业状况,虽然随着经济下滑,整体劳动力需求有所放缓,但依然处于劳动力供给偏紧的状态。求职人口经后,二季度实际岗位空缺与求职人数的比率为1.03,相对上一季度下降0.04,和去年同期相比上升了0.03。分区域看,二季度东部和西部地区的岗位空缺与求职人数比率都有所下滑,但中部地区则保持了持续上升状态,显示国内产业转移速度明显加快,更多的劳动密集型产业正在向成本更具比较优势的中西部转移,加大了对当地劳动力的需求。分行业看,同去年二季度相比,制造业劳动力需求提升,建筑业劳动力需求则出现明显下滑,这与当前基建投资回落的趋势保持一致。

预期全年零售增速在16.8%左右。虽然当前就业形势依然较好,但海外局势的动荡将加大居民对未来收入增长的不确定性,考虑到耐用消费品需求维持弱势格局,我们预期全年零售增速将保持

很微弱的,以这样的投资规模,在外需萎缩的背景下不用说“保八”,“保七”恐怕都会很困难。都会面临的主要矛盾,仍然是在收入分配不合理背景下的内需严重不足。然而在改善分配机制方面政府所取得的成效至今仍很有限。最新的进展是提高个税的起征点但是也只减少了1200亿元的个人所得税,仅相当于去年中国GDP的0.3%。比自自新千年以来居民消费支出12.6%个百分点的下降幅度,对收入分配状况的改善程度微乎其微。

更大的现实问题是,直到目前我们仍然把反通胀放在宏观调控工作的首位,仍然没有感觉到外部大危机的逼近,须知中国并没有身处世界经济体系之外,而是深深地融入其中,尤其是与美国的经济联系,是世界各国中最高的。美国所发生的危机也会对中国形成最强烈的影响。在新危机正在逼近的时刻,中国应该做的事情是给本国经济增加温度,而不是继续降温。

中国政策方向需及时调整

与上次一样,美国爆发的次债新危机不仅会导致世界经济的“双底式衰退”,也会重新对中国经济增长造成严重负面影响。这种影响,增长还是会通过贸易联系来传导,即新危机导致美国经济衰退,再导致世界贸易衰退,最后通过中国的外需萎缩压抑中国经济增长。

今年二季度与一季度相比,中国出口增长率下降得很明显。7月份出口增长率虽有恢复,但从国际海运状况看,BDI出现大幅下滑,说明国际贸易的显著萎缩已经发生,对此中国不能不警惕。因为中国目前面临的最大经济问题,仍然是产能严重过剩,如果外部需求进入新一轮萎缩而产能继续增长,爆发生产过剩危机就将是未来两年内的事。

中国产能增长情况可以用固定资产投资完成额来反映,许多人都把这个指标当成需求指标看,我则认为它只是需求的滞后指标,而是供给的先行指标。因为投资完成额的高速增长,更多代表着已经完工的新增生产能力增长,所以要看现实的投资需求情况,就应该看“施工项目计划总投资”与“新开工项目计划总投资”这两个指标。2010年11月,这两个指标分别是26.8%与25.9%,但是到今年7月则分别是19.4%与19.3%,回落都十分明显。而2011年7月末与2010年11月末相比,施工项目计划总投资额仅从49.8万亿元增加到50.3万亿元,即仅加了5000亿元。这就说明未来投资需求增长也是

在16.8%左右。

通胀将较快回落

食品价格上涨推动CPI走高,成本推动的通胀压力明显下降。同6月情况类似,食品价格反季节下降依然是通胀上升的主要原因,尤其是生猪价格在消费淡季持续攀升,这种反季节涨价导致了食品价格的上涨。如果剔除猪肉价格上涨的因素,去年11月以来的CPI基本维持在4.5—5%左右的水平,7月价格与6月持平在5%左右。另外值得一提的是,从6月底开始,食品环比涨幅实际已经明显放缓,但由于6月食品价格是在下旬集中上涨的,全月基数整体偏低,因此7月相对6月的平均环比依然处于高位。非食品价格走势平稳,7月非食品价格上涨0.1个百分点,这表明在经济减速的情况下,非食品价格继续上涨的动力较低。从PPI和购进价格指数来看,上游价格开始回落,成本推动的通胀压力在明显下降。

我们认为,7月将是本轮通胀的顶点,虽然7月通胀水平再创新高,但未来上涨的动力明显减弱。首先,经济增速回落,7月工业增速环比年率只有11.4%,处于较低水平;其次,输入型通胀逆转,大宗商品价格大幅度下跌;第三,预计国内食品价格将趋于回落,从食品看,7当月的食品涨幅已经明显放缓,尤其是猪肉价格已经出现小幅回落,预期未来将继续回落。我们预计,8月物价上升的动力将进一步下降,预计8月CPI为5.8%左右,预计四季度CPI将回落至4%左右,全年在5%左右。预计8月PPI环比将有一定下降,8月PPI同比将上升6.9%左右;三季度PPI保持在6.5%左右。

货币政策有望转向稳定

货币政策有望从紧缩转向稳定。首

先,全球金融市场动荡加剧了全球经济的不确定性,全球经济增速可能下滑,欧洲和美国经济因受困于债务问题,预计增速将较上半年明显回落,这增加了我国外需下降的风险。其次,国内经济增长回落趋势持续,7月国内增长有所放缓。第三,通胀压力将减缓,我们预期其回落趋势已经确定。如果政策继续从紧,那么调控效应和外部冲击的叠加可能造成中国经济出现较大波动。因此,我们认为未来货币政策将由从紧转向稳定,不排除政策有所微调。

我们预计年内将不再加息,目前利率水平基本合理。一方面,未来通胀水平将下降,负利率的状况可能在第四季度或者2012年第一季度发生转变;另一方面,企业的盈利水平和贷款利率基本合适,不需要提高利率来降低投资动力。考虑到海外经济局势的不确定性,全球可能进一步放松货币政策,中国的货币政策必须受到这一制约因素。

存款准备金政策暂时冻结,未来继续提高的可能性明显下降。存款准备金政策短期可能不会推出,一方面目前对经济预期悲观,而提高准备金将加大悲观预期,从而导致国内经济波动;另一方面,海外金融市场动荡,这可能导致资金从发展中国家回流发达国家以应对金融市场动荡,这可能导致中国外汇占款增幅下降,从而导致新增基础货币减少,从而导致准备金政策暂时冻结。

货币增速有所回升。由于国内经济继续回落,通胀将较快回落,中小企业融资存在困难,保障房建设资金需求缺口较大;与此同时,全球货币有加大供给的必要。中国货币数量的控制可能略有放松,预计未来货币增速将有所回升,全年货币(M2)增速可能回升至16%左右。

因此,不论从哪个方面讲,自去年以来的货币紧缩过程也应该结束了。通胀的确会继续上行,但已经不是货币政策能管的事情,应该由财政政策来接手,即用补贴的方法来保护中低收入人群的消费利益。货币增长率则应该回升到与经济增长率相适应的轨道上来,这才是“货币保增长、财政保稳定”的含义。从长期看,还必须加快体制改革以理顺分配关系,以及启动大规模的城市化,只有这些做法才能从根本上开启中国的内需,从而保证中国在世界大危机中能屹立不动。

因此,不论从哪个方面讲,自去年以来的货币紧缩过程也应该结束了。通胀的确会继续上行,但已经不是货币政策能管的事情,应该由财政政策来接手,即用补贴的方法来保护中低收入人群的消费利益。货币增长率则应该回升到与经济增长率相适应的轨道上来,这才是“货币保增长、财政保稳定”的含义。从长期看,还必须加快体制改革以理顺分配关系,以及启动大规模的城市化,只有这些做法才能从根本上开启中国的内需,从而保证中国在世界大危机中能屹立不动。