

未来经济或呈现“弱复苏+宽资金”

□华泰证券首席经济学家 刘焯辉

当前A股市场的反弹力度超出大多数人预期。经济反弹的趋势其在2012年9月就开始日渐明确,但股市直到2012年12月初才被拉起来。在此之前的3个月时间内(2012年9-11月),尽管境外新兴市场股市(特别是香港市场)出现了明显反弹,但A股仍执意寻底下跌。我不大认同这是A股市场的信息反应效率出了问题,而是需要分析股票估值的基础性因素——流动性。

国内实体经济的融资成本显著下行是从2012年11月中旬才开始的。在这之后的两个月内资金面变得明显宽松,远超市场预期。尽管去年12月国际收支有所改善,以及财政存款释放具有年尾效应,但这些因素要形成正向作用还取决于央行的态度(央行收与不收很关键),因为央行在控制基础货币方面某种程度上是“万能”的。

一般来讲,中国流动性宽松很难从总量指标得到有价值的判断。总量指标的扩张往往意味着经济中融资需求极其旺盛,对应的是价格指标上行。当经济中政府的经济活动处于扩张状态时,整个经济的

融资成本是上升的。因为软预算约束的融资主体对资金的需求是没有止境的,这对经济其他部门的资金需求形成很大的挤出;反过来,当政府的活动受到抑制时,整个经济的融资成本会出现显著下行。

2012年6月以后,由于宏观政策转向满足“稳增长”的短线性要求,信贷以外的影子融资活动出现繁荣,尽管央行在6月份连续两次下调贷款基准利率,但最终实际的融资成本并未下行。

2012年11月份后,新一届政府无论中长期会采取怎样的改革策略,抑制“债务雪球”进一步滚大都是当务之急。过去几周宏观当局一系列行动显示,正在准备清理和收紧影子银行的融资活动。

2012年11月初,国土资源部联合财政部和央行下发关于加强土地储备与融资管理的162号文件,要求加强土地储备管理,严格控制土地储备总规模和融资规模,规范土地储备融资行为,防范金融风险。2012年12月11日,发改委下文强调融资平台的负面清单,城投发行审批明显放缓。更进一步的措施是,财政部、央行、银监会和发改委四部委于2012年12月24日联合下发《关于制止地方政府违

法违规融资行为的通知》(简称“463号文”),首度对地方政府与“影子银行”合作的业务进行限制。该文件强调,不得将政府办公楼、学校、医院、公园等公益性资产作为资本注入融资平台公司;严格执行《土地管理法》等有关规定,地方政府将土地注入融资平台公司必须经过法定的出让或划拨程序。地方各级政府不得将储备土地作为资产注入融资平台公司,不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源。

这些规定若严格执行,将很大程度影响到平台项目的资本金,在资本金不足的前提下,银行杠杆将无从撬动。尽管有半年前天量地方投资规划做指引,有地方政府换届的行政周期性投资冲动,却难耐未来地方财政收入放缓、平台融资清理和土地出让金下滑。

2012年11月份以来,实体经济的融资成本的下行与新增债务供给放缓有着直接关联。信托和理财产品不断出现违约的负面信息,使得银行“非标”业务(银行线下与影子机构的债务融资合作)出现了急剧萎缩,高收益理财产品市场明显降温。

2013年1月份的社会融资总量中,信托、委托以及债券融资基本属

于存量消化,即去年已经获批的融资指标在今年1月份实施。“463号文”之后的新批融资计划明显萎缩,市场各方都在等待落实“463号文”细则进一步出台。

另一方面,2012年12月以来国际收支有所改善(贸易盈余最近两个月都在300亿美元左右);央行公开市场操作表现出积极取向。从去年11月至今,综合起来看,银行的信贷扩张并未见得旺盛,尽管今年1月份信贷投放出现1.07万亿元的放量,但考虑到去年11月、12月非金融企业中长期信贷出现了净减少,今年1月份的信贷投放也是可以理解的,毕竟去年底可能压了一批项目。整个2013年1月份非金融企业中长期信贷占比仅恢复至30%。居民户贷款占比接近一半,这是对去年11月、12月楼市销售放量的滞后确认,不具备简单的外推性。

所以银行资产配置的需求上升,推动债券市场收益在过去3个月中显著下行。银行未来提供反周期操作的空间已相当有限。金融脱媒和旧模式所致的潜在不良,使得流动性和资本监管指标的压力中长期都呈显著上升趋势。去年以来银行对于信贷扩张的谨慎,原因更多是内生的。银

行对于在建、续建还是会满足的,对于新建的项目普遍比较审慎。

综合以上的信息,央行似乎希望形成这样的宏观状态:重点调控政府的融资平台,其他业务则让银行根据自身的流动性和资本的约束以及其风险定价能力自行去决定信用的投放,如此下去经济可能呈现“弱复苏+宽资金”的状态。这种状态能持续多久,完全取决于宏观决策者对于经济下行的容忍程度。

债市投资需密切关注资金面变化,从根本上改变目前资金面宽松状态的只有一种场景:政府融资的门槛再度放松(“463号文”执行趋向松弛),债务供给再度大幅回升,债市将面临很大的下行压力。

股票相对要复杂一些。如果政府融资活动再度活跃,经济自然还能惯性上推,但通胀会上升得很快,至少通胀预期强烈,如此利率会显著上升,对股票估值构成强烈挤出;如果“463号文”得以严格执行,政府经济活动受到有效抑制,虽经济动能不久就会衰弱下来,但资金面宽松得以维系,若不断释放改革红利预期,推动风险偏好的回升,股票市场还能保持比较长的结构性活跃态势。

无须过虑影子银行潜在风险



CFP图片

□中国建设银行总行 罗惠良

在欧美,影子银行主要指那些“有银行之实,却无银行之名”的纷繁芜杂的非银行金融机构,涵盖对冲基金、保险公司、投资银行和结构性融资工具等所有非银行金融领域。相比西方,中国的影子银行通常被认定为除银行信贷之外,诸如商业银行表外理财、证券公司集合理财、基金公司专户理财、证券投资基金、产业投资基金、创业投资基金、私募股权基金、典当行、票据公司、民间借贷等其他几乎所有融资渠道。由于受可得统计数据限制,中国影子银行的研究视野主要集中于三大领域:以理财产品为主的银行表外业务、信托及小额贷款公司等非银行类金融机构、民间金融。

中国影子银行的井喷式规模扩张缘起于本轮全球金融危机爆发之后,起步虽晚,但发展速度惊人。2009-2012年中国影子银行规模呈指数级增长。据《2012中国影子银行报告》披露,在扣除不同口径下重复计算部分后,中国影子银行的总体规模已超过21万亿元。其中,银行理财产品、未贴现银行承兑汇票和委托贷款合计达11.8万亿元,占比过半;非银行金融机构渠道提供的影子银行规模约为5.2万亿元;非金融机构渠道提供的影子银行规模升至4.5万亿元。

研究表明,相比传统银行,影子银行一般蕴含相对更高的金融风险。欧美模式下,影子银行的融资以证券化金融工具为主要媒介,杠杆率极高。如全球金融危机爆发前纳入表外负债口径计算的美国五大银行杠杆率逼近90倍。而且,影子银行在银行信用基础上进行证券信用创造,最终显著放大整个金融体系的信用创造,加之无须像传统银行那样接受严苛监管,影子银行的潜在风险可想而知。中国“影子银行”风险在2012年以来引起较多关注,标普、穆迪、国际货币基金组织等权威机构或组织均表达了对中国影子银行潜在风险的忧虑。

实践中,商业银行理财产品占“中国式”影子银行规模的半壁江山,银行理财产品主要以“失资产池”模式管理资金,目的是应对影子银行的期限错配,即“短借长贷”“长借短贷”模式的风险无非在于“当理财产品所投资资产出现系统性质量问题,或投资者对理财产品丧失信心以致银行不能借新还旧时,资金链条可能断

裂进而模式终结”,或者是“资金池资产方的投资收益率显著低于负债方的投资收益率,致使理财产品难以还本付息,引发系统性违约”。但实际上,至少仅就“显性银行系”影子银行而言,2013年“中国式”影子银行的违约与资金链断裂概率在降低,大可不必过于忧虑其潜在风险。

首先,宏观经济景气指数先行指标已现连续五个月上行,官方制造业PMI指标自去年10月以来连续四个月运行于荣枯分界线之上,非制造业PMI指标持续小幅爬升,多种领先指标走势的向好均预示了宏观经济的企稳回升正日益稳固。影子银行所处的外部环境处于系统性改善之中。

其次,近期公布的2013年1月社会融资总量同比多增,新增人民币贷款创下近三年来新高。虽然全年社会融资总量、新增信贷大幅增长的概率较小,但总体规模肯定不会低于2012年。整个影子银行体系紧密的资金链条将有所缓解。

第三,去年10月以来工业企业利润总额同比增速大幅跃升,累计同比增速“负负转正”,当前这一势头仍然保持,作为影子银行重要收益支撑的企业盈利已有所改善。此外,我国影子银行规模与GDP之比远低于金融稳定理事会(FSB)2012年公布的全球水平(111%),某种程度上说明“中国式”影子银行的规模并未过度膨胀,短期内出现集中崩塌的概率并不大。

尽管“中国式”影子银行出现系统崩溃的潜在概率不大,短期内不至于造成系统性风险,但其发展中存在的“野蛮生长”问题不容忽视。透过欧美国家影子银行的发展经验,以及全球金融危机的惨痛教训,只有不断健全和强化金融监管,才能促进“中国式”影子银行体系持续健康发展。一是要进一步厘清和协调各级监管机构及政府部门的职责分工,促使监管“错位”尽快“复位”,杜绝监管真空,构建更加完善、协调、统一的监管体系;二是在监管框架内引导影子银行资金更多地支持小微企业、“三农”等实体经济薄弱环节,力避“脱实就虚”,在切实降低实体经济融资成本、促进实体经济与虚拟经济协调发展中,释放影子银行应有的“正向功能”;三是针对那些顺应政策导向的影子银行,给予资本充足率等差异化监管要求,增强行业发展规范性;四是敦促影子银行机构完善内控制度,强化信息披露和全面风险管理,提升防控与抵御风险能力。

G20缘何对货币竞相贬值集体失语

□何志诚

近期全球市场最大事件无疑是二十国集团财长和央行行长会议。之所以重要,是因为全球主要大国的财政和货币政策领导人非常正式地讨论了汇率问题。而汇率问题之所以必须讨论,并且需要对政府行为进行规范,是因为在经济危机背景下,为了加快经济复苏或者助推本国经济成长,有些国家的领导人公开声明干预汇率,主张采取货币贬值策略,有可能出现以货币或汇率为武器的“战争”。

严格地说,西方国家货币政策管理当局实行弱势汇率政策是情有可原的,因为绝大多数西方国家

的汇率水平都存在高估的问题。汇率是国际间劳动力价值比较的尺度。西方国家的劳动力价值普遍存在高估,汇率自然就被高估。但是,由于现代市场经济劳动力价值的弹性很大,劳动力价值溢价率较高的国家,可以忍受较高的汇率。同时必须承认,较高的汇率水平可以交换到更多的资源和财富。因此汇率是双刃剑,高有高的好处,低有低的长处。最典型的汇率“内部之争”表现在欧元区,以德国为代表的劳动力附加值较高的国家可以容忍欧元汇率较高,甚至希望欧元适度升值;但以法国为代表的传统实体经济国家,由于劳动力价值的附加率水平较低,因此希望欧元汇率走弱。

相对于新兴市场经济国家,西方国家整体汇率都存在高估的现实,

具体表现就在于它们传统实体经济中诸多产业相对新兴市场经济国家竞争力越来越低,因此不得不纷纷采取超宽松货币政策,以刺激实体经济。在我看来,超宽松是没有办法的办法,甚至很可能是一枚苦果。可以预计,超宽松的货币政策将导致流动性泛滥,导致通货膨胀和货币贬值。很可能是,实体经济没有复苏,资产泡沫却已经导致金融体系崩溃。在传统经济学的逻辑链中,往往将货币政策宽松与经济刺激联系在一起,认为释放流动性将导致贷款更容易,实体经济可以加快发展。根据这个理论,各国货币当局对超宽松货币政策往往采取容忍态度,不仅容忍本国货币不断地贬值,同时也容忍别国货币也可以适度地贬值。

大家都想宽松,都希望自己的

货币汇率适度贬值,结果你先贬值,他后贬值,最后等于回到原点,只能无限期地维持超宽松,甚至更宽松,结果是西方国家货币汇率集体贬值,新兴市场经济国家货币不得不升值。而若新兴市场经济国家也采取超宽松货币政策,等于世界几乎所有的货币都将贬值,大宗商品市场和资源品市场将维持“超级大牛市”,将泡沫越做越大。

实际上,希望通过货币贬值刺激经济往往事与愿违,传统经济学认为,宽松的货币政策有利于刺激本国经济,但仔细地分析,宽松的货币政策利弊参半,甚至弊端明显。流动性泛滥未必能使实体经济获得更多的流动性,由于虚拟金融市场存在,而且虚拟金融市场波动幅度很大,获利机会更多,因此流动性往往先向虚拟

金融市场,未必能够刺激实体经济。比如美国已经连续推出多轮量化宽松,美国经济仅仅实现了温和复苏,而且其复苏最快的还不是传统的实体经济。欧元区近两年来放出的流动性比美联储更多,但欧元区国家的贷款量并没有显著增加,相反却因为汇率市场混乱,导致实体经济无所适从,亏损面还在扩大。更坏的结果是,西方国家货币竞争性贬值,最终导致汇率大战的恶性循环。当然,目前距离“货币战争”还远,各国政府还处于干预汇率阶段,各国货币也处于“公允价”区间内。问题是,干预若没有效果,可能会出现各国操纵汇率的现象。G20会议没有指责日本开大马力印钞,实际是提高了对政府操纵汇率的容忍度。未来一段时间,西方国家汇率水平剧烈波动是可以预期的。

发展原油替代刻不容缓

□新华都商学院 林伯强

根据发改委公布的数据,2012年我国生产原油2.08亿吨,同比增长1.9%;进口原油27.1亿吨,同比增长7.3%;原油对外依存度为56.4%。

原油对外依存度意味着,我国整体消费的原油当中56.4%以上需要从国外买回来,当然不排除这里面有一部分是原油战略储备,但这说明目前国内原油消费增长较快和原油产量增长乏力的矛盾。历史数据说明,近几年来,我国原油对外依存几乎是每年大致1-3个百分点的比例上升,其中2005-2010年年均增加2.8个百分点。导致我国原油需求增速快、原油对外依存度不断提高,汽车销量大幅

增长是重要原因。如果对我国汽车平均百公里油耗和年均行驶里程做一个比较保守的假定,今年及今后的几年内,我国汽车年销量有望达到2000万辆,意味着我国每年由汽车销量增加导致的原油需求增量将会达到3000-4000万吨,对应的就是原油对外依存度每年1-2个百分点的比例上升。这个判断与现实数据基本吻合。2012年全国成品油表观消费量为2.8亿吨,同比增长52%;汽油消费增速最快同比增长122%。此外,航空业持续发展也使得航空煤油消费增长迅速。如果这样,今后一段时期我国原油需求增长就具有刚性特点,我国未来对外依存度仍会不断增加。

原油对外依存度是衡量国家

能源安全的重要指标,主要有两方面意义:一是原油安全,对外依存度越高越不安全,一旦发生突发事件原油进不来,我国生产、生活将受到重大影响。但是从历史来看,发生概率比较小;二是原油价格引中出来的经济安全,现在看来这个问题越来越大。原油价格的大幅度上涨和大幅度波动,对宏观经济运行的影响很大,因为原油价格上涨会带动大宗商品价格上行。

当然,原油对外依存度高算是安全,多高算是影响比较大?这在理论上不好确定。比如说,日本没有原油资源,原油对外依存基本上是100%。比较可比的美国就是美国。因为中美两国都有一定的资源

禀赋,都是经济大国。近十年来,美国原油对外依存度出现了大幅下降,从十几年前的60%左右下降到2012年的42%。美国原油对外依存度下降的原因有多个,如经济增长下滑导致需求减少,原油产品进口量增加,国内原油产量增加,生物燃料发展,原油发电被天然气发电大量替代,能效提高,经济增长方式转变,尤其是页岩气开采的大幅度增长等等。近年来,美国能源消费基本上趋于稳定,所以未来美国在能源中原油所占份额趋于下降,原油对外依存度将进一步减低。由于汽车是美国消费必需品,汽油价格对其国内经济和政治影响比较大,因此,美国对国际油价目前还是维持稳定的

态度,美国原油依存的迅速下降将赋予美国国际事务更多的灵活性,这对于原油对外依存不断增长的中国来说,其影响不容忽视。

如果我国原油需求增长具有刚性,我们必须对努力进行原油替代。汽车燃料替代品可以选择生物柴油、电、天然气、燃料电池等。但是原油替代产业发展缓慢,原因包括原料、基础设施滞后和经济性等问题。这些都需要政府尽快制定相关政策,包括为新技术的开发创造良好的制度环境,保护知识产权,鼓励创新,鼓励人才和资本向原油替代产业流动,制定引导新技术、新模式开发的融资政策,为原油替代产业创造便利的融资条件等。

SAC 中国证券业协会 联合招聘
中证资本市场发展监测中心(筹)

100个职位,虚位以待!

共招聘100人,其中,法律专业28人,会计专业22人,财经金融专业30人,统计专业10人,计算机专业10人。

基本条件:
1. 一线职位: 硕士研究生以上学历,年龄35周岁以下,有相关行业工作经历者优先。
2. 部门副主任以上管理职位: 仅招收少数职位; 需符合报考条件; 不需参加笔试直接进入面试; 年龄、学历可适当放宽; 在证券、期货、基金公司任部门副职以上者优先。

报名时间: 2013年1月28日-2013年2月22日 信息查询: 详情请登录中国证券业协会网站(www.sac.net.cn)查询。

中国证券业协会成立于1991年8月28日,是依法设立的全行业自律性组织,接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。2011年6月,第五届会员大会以来,协会继续秉承“自律、服务、传导”的职能定位,开拓进取,扎实工作,创新工作理念和思路,健全体制与机制,全面加强协会自身建设,凝聚全行业的智慧,在推动行业创新发展,促进场外市场与私募业务发展,配合新股发行体制改革,参与并引导行业履行社会责任,提高从业人员管理与服务水平等方面发挥了应有作用,取得明显成效。

中证资本市场发展监测中心有限责任公司(筹)是经中国证监会批准筹建并授权中国证券业协会管理的证券类金融机构。由上海证券交易所、深圳证券交易所、上海期货交易所、中国证券登记结算有限责任公司和中国金融期货交易所股份有限公司共同出资设立,注册资本为20亿元,注册地在北京。中证资本市场发展监测中心将组织开展私募市场监测和自律管理工作,组织建设机构间市场,服务于多层次资本市场建设和发展,推动证券公司发展私募股权、私募债券、资产管理 and 金融衍生品交易业务。

地址:北京宣武门西大街甲97号 邮政编码:100031 电话:编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真:编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格:2.00元 广告许可证:京西工商广字0019号