

信贷是2010年矛盾的集中点

国泰君安 王 成

物价上行的关键时点

根据我们对国民经济中工业的恢复的观察,伴随3个月一次的周转,经济向上的趋势将延续。在产能利用水平正常化以后,价格上涨的压力增大。结合2009年的翘尾因素看,PPI和CPI的走势并不一致,伴随工业品价格的快速恢复,PPI环比较早正增长。

根据计算,在中上游行业价格上涨10%的假定下,以直接消耗系数计算的PPI有1个点的上涨压力,CPI有2.4个点的压力;而完全消耗的PPI压力为13%,CPI接近8%。这样的数据表明,如果整个社会通胀预期一旦起来,我国现在的产业结构和能源消耗状况将面临较大的物价压力。在我国PPI一般较容易传导,而CPI传导不完善。所以我们预测,2010年上半年工业品的价格上涨压力较大,可能达到同比6%的月度高水平。从时间点看,最先感受到的是一季度的PPI的上行压力,而CPI的同比值则可能在6-7月份达到高值。这样二季度通胀将成为市场讨

论的一个热点,政策预期的改变将会对市场产生较大影响。

经济政策退出时间点

根据我们对二战后6次全球性经济周期的观察,以29个国家为样本,超过20个国家经济触底后,全球经济复苏的趋势就确立了。根据我们观察主要国家,2009年三季度GDP环比基本恢复环比正增长。全球经济触底的迹象已经比较明显。从现在的趋势观察,这种复苏的趋势将继续。2010年二季度,全球经济将连续四个季度实现环比正增长,全球经济复苏的经济学定义可以确认。

另一方面,本轮经济复苏之下,全球仍然面临着资源品价格的上涨压力。在全球定量宽松货币政策下,经济复苏促使的价格上涨压力比较大。根据我们的测算,美国和我国对能源和资产价格的敏感度都很高。全球经济政策退出将在明年2季度成为有经济背景支持的议题,中国货币政策实际上已经开始逐步收缩。

信贷紧缩情形将会出现

在2010年CPI,PPI连续4-6个月走高后,市场对价格的关注点将发生一个彻底的改变,并且出现工业品价格先起来,并且维持高位;消费品价格慢慢走高的过程。另外,2009年的不规则信贷投放使得2010年M1、M2的翘尾值波动较大,此外信贷政策也有所收缩。单纯从同比数据看,我们认为:在3月份就有可能同比数据的下滑。

2010年信贷将是各种问题的交错过。这一点隐含着投资、工业增长、流动性、解禁抛抛售、再融资和通胀等问题。这些问题都会市场产生较大的影响。首先,根据对14家上市银行的分析,我们可以看到2009年新增贷款的60%投向了政府投资相关行业,全年粗略估算接近5.2万亿。根据固定资产投资数据的考察,我国政府投资相关项目的建设期为2年,两年内政府贷款的规模应该保持相对的稳定。2009年工业等部门的贷款则受到了挤压。随着2010年经济活跃度强化,地产、工业、商

业等部门的贷款增速将会稳步复苏,按工商业部门贷款10%的增速也需要2万亿的新增信贷。房地产行业明年开工增速提高后,新增贷款需求也很旺盛。明年经济对贷款的需求依然比较旺盛,全年7万亿是偏低水平。矛盾的另一方面,是银监会通过资本充足率等手段紧缩信贷和防止银行系统的分险。这就使得银行资本市场再融资的需求压力较大。这种矛盾使得实体经济与虚拟经济之间可能现出资金抢夺战。

此外,根据我们分析,明年二季度宏观经济将面临一定的通胀压力。从抑制通胀的手段看,控制信贷规模将是最有效和直接的方式。在2009年的贷款结构下,2010年信贷控制将引起两方面的担忧:一是信贷控制的固定资产投资增速和地方政府投资的可持续性;二是2009年工业信贷条件恶化的情况下,2010年信贷条件是否依然会受到控制。我们认为:2010年市场在以上个方面的担忧将必然存在,并且这些方面维持一个平衡才是保持经济稳定的基础。所以在宏观经济基本面不错的情况下,虚拟经济将面临资金不足的压力。

贸易顺差、汇率波动与结构调整

巴曙松

随着中国外贸形式的逐步趋稳以及外汇储备上升速度再次加快,国际市场对于人民币汇率的关注程度重新上升。不少分析报告开始对人民币升值的时间和幅度进行竞猜,其情形十分类似于2005年前后的市场分析格局。不过,从趋势看,不应把当前的市场格局与2005年前后做简单类比。

人民币汇率波幅降低的客观性

分析人民币汇率走势,需要把危机时期的汇率波动和宏观经济正常化时期的汇率波动分开。危机时期的汇率趋势往往围绕经济复苏的大主题。

对于中国这样一个经济增长本来就对外需依赖十分严重、同时在金融危机时期外需受到的冲击也十分显著的国家来说,高度重视汇率及外需的影响是具有内在的合理性的。特别值得关注的是,汇率的波动对于中国的出口企业的影响实际上是相当显著的。这主要是因为,对于跨国公司全球产业链的一个中间环节的一些中国内地加工贸易企业来说,汇率波动所可能产生的影响是十分有限的,但是对中国本土的一些一般贸易企业而言,汇率的轻微波动却可能直接产生相当大的冲击,乃至可能产生生存的压力。而这些本土企业才是对中国经济产生直接影响的主要企业群体。

同时,在危机时期人民币汇率波动幅度的降低,在促进中国经济复苏的同时,也带动了亚洲部分国家、特别是一些资源国的经济复苏,同时所形成的顺差和新增的外汇储备,导致继续增持美国国债,也支持了美国金融市场的稳定和经济的复苏,因而对全球来说也是有积极价值的。

当然,维持人民币汇率在合理均衡水平的相对稳定,也提出了一些宏观经济的新难题,例如如何应对资产泡沫的问题,以及如何通过汇率波动来赢得货币政策的独立性和主动性、抑制可能出现的输入型通胀压力、促进内需扩张等课题。

影响贸易顺差的因素

从政策导向看,实际上中国一直在积极采取措施促进贸易和国际收支的平衡。例如2005年7月21日,人民币恢复浮动以及相伴随的一次性升值,也是试图平衡此前在中国的国际收支平衡表上所累积的贸易盈余。但是实际情况却表明,因为全球经济所出现的结构性变化,中国的贸易盈余在2005年之后还呈现迅速上升的趋势。从更大的背景上说,这种贸易顺差的积累更多体现的是全球产业链的转移趋势。

从国际收支平衡的角度看,实际上任何一个国家出现贸易顺差和资本流入时,都不可能完全靠汇率升值来平衡掉,就如同美国出现大量的贸易逆差等状况,也不可能完全依靠贬值来解决一样。汇率的大幅波动所可能产生的影响是多方面的,会对实体经济形成多方面的冲击。

从当前中国的具体状况看,因为中国特定的城市化发展阶段以及加工贸易占据重要地位的贸易结构,注定中国的贸易必然在相当长的时期内会有盈余。同时中国经济率先复苏也必然会吸引外资的流入。这种格局所形成的双顺差是结构性的,很难仅仅依靠汇率升值来解决。而要调节这种国际收支的不平衡,除了一定程度的小幅升值之外,主要应该是依靠中国经济的内部改革和结构的调整。

外汇管理制度改革的迫切性

关于人民币升值压力的讨论再起,与其说体现了人民币汇率形成机制改革的压力,还不如说,在更大程度上,这体现的是中国经济加速内部改革和结构结构的现实迫切性。

首先,要素资源价格的扭曲实际上放大了汇率升值的压力。低估的本土资源价格使得出口优势被放大,同时也使得企业更倾向于依靠廉价资源进行出口,增大了对资源的消耗。因此,从这个意义上说,加快要素和资源价格的市场化改革,是促使汇率更为合理、促进国际收支平衡、也促使国内资源配置更为合理的因素。

其次,非对称的外汇管制措施放大了外汇的供给进而放大了升值的压力。因为当前的外汇管理体制基本上还是在外汇短缺时期形成的,因而内在的是强调增大外汇的供给而抑制外汇的需求。在当前外汇已经相当充裕的今天,这种不对称的外汇管制客观上放大了升值的压力。因此,调整外汇管制制度也是十分重要的内部改革。特别是要给企业和居民以及金融机构更大的外汇运用权,避免过分将外汇集中到政府手中而形成运用的困难。与此相伴随的一个新课题是,从危机中的国际货币体系及其缺陷可以清晰看到,人民币在资本项目的可兑换和国际化是必须要完成的重要任务,客观上要求逐步推进意愿结售汇,同时逐步放松人民币在汇兑和交易环节的不同限制。

第三,从整个经济结构的角度看,扩大内需,减少过分依赖外需,同时优化利用外资和出口产品的结构,提高国内产品科技含量,提升中国在全球产业链中的位置,降低对资源的过度消耗,是必然会面对的结构调整。

经济结构调整的迫切性

与以前的汇率争论中的观点不同的是,以前更多的是美国等发达国家强调人民币汇率应当升值。而在此次危机中可以看到,一些发展中国家也开始对人民币汇率和贸易顺差更为敏感。

客观地说,目前的人民币汇率制度所支持的国际收支格局,总体上对美国等发达国家也是有利的。这既包括中国出口中本身就包含了相当比例的外资企业、中国经济的复苏所支持的需求增长对国际市场发挥了积极的带动作用,同时由中国所形成的外汇储备增加的对美元的购买也支持了美国经济的复苏。而对一些发展中国家来说,在经济危机时期,对于人民币汇率及其贸易顺差更为敏感,这其中既有误解的成分,也可能蕴涵了中国需要加快结构调整、转换增长方式的现实动力。

具体来说,中国改革开放以来所形成的两头在外外需主导型的增长方式,对带动中国经济发挥了十分积极的作用。在中国经济总量相对较小、参与国际经济产业转移的区域还主要集中在珠三角和长三角等局部地区时,对全球市场的影响可能还有限。但是,这种增长格局实际上类似于亚洲四小龙等小的经济体的发展路径。这些小的经济体采取这种几乎完全依赖国际市场的增长格局,客观上因为其经济总量相对较小而大致可行,从自身条件上也因为经济规模相对小而不得不采取这种增长路径。但是中国作为一个最大的发展中国家,特别是经历此次危机之后国际影响力上升,特别是具有标志意义的是中国的GDP会很快超过日本,那么,如果中国继续推行这种来自于小经济体的增长格局,就可能会对全球不少新兴经济体产生深远的影响。从全球化的新格局以及中国所处的新地位、发展的新阶段来说,转换这种增长格局的现实性显得尤其迫切。

因此,在当前的市场状况下,人民币何时重新进入双向波动、小幅升值的轨道其实并不重要,因为即使重新进入这个轨道,其幅度也是十分有限的。更为关键的问题还是当前的汇率争论所凸显出来的关于内部经济改革以及结构调整的迫切性。

担忧经济增长放缓为时尚早

莫尼塔 杨 帆

上周美国报出了一些弱于预期的基本面数据。这引起了国际金融市场出现了明显的波动,具体表现在风险偏好下降和美元指数的明显反弹。投资者开始担忧经济增长是否果真随着汽车刺激计划的结束进入显著放缓的阶段。我们认为这种担忧为时尚早。

最主要的印证这种担忧的数据是工业生产,10月份工业生产环比零增长,其中汽车分项从此前的+7.3%大幅下降至-1.9%,构成工业生产的重要拖累因素,10月份工业生产中汽车分项的下降和我们观察到的汽车产量下降的情况是一致的,10月份汽车产量从上个月的折年736万辆降至700万辆。然而,从截至11月中旬的周汽车产量统计来看,11月的汽车产量有望回归至780万辆的水平。同时考虑到近期好于预期的汽车销量情况,我们认为四季度汽车产量维持在月均740-750万辆的水平,季环比增长10%左右。此外,我们注意到包括粗钢产量、铁路货运量以及PMI指数等都指示,工业生产仍然在一个较快扩张的阶段。

另一个引发投资者担忧的数据是新屋开工。当然,本周公布的显著好于预期的二手房销量又抵消了这种担忧。我们对于房地产市场尤其是销量上升价格筑底的观点没有改变。进入11月份,我们观察

到30年固定期限的房贷利率再次低于5%,房屋购买力指数从下半年开始挑头向上,反映出房贷利率下降的影响。我们认为房地产市场修复的力量来自于低利率和低房价。目前这种力量仍然存在,房地产市场尤其是销量修复的空间仍然存在。负面的信息来自于MBA公布的周申请房贷指数,11月份该指数大幅下降,预示了11月份房屋销量可能出现反复。我们认为房地产销量修复的速度存在不确定性,更可能的情况是一个月好一个月坏。

需要说明的是,我们对房地产销量和价格的乐观程度要明显强于新屋开工。原因是过高的二手房空置率是持续的抑制新屋开工的负面因素。我们对于新屋开工的预测偏向保守,我们6D P预测中隐含着新屋开工到明年年中达到70万套的水平,70万套在历史上仍然是非常低的绝对低位。

四季度汽车产量有望维持在740-750万辆的水平,10月份工业生产环比零增长,较上月明显放缓,且其中制造业分项甚至出现-0.1%的小幅下降,投资者开始担忧随着汽车刺激计划的结束经济增长速度会就此大幅放缓。从工业生产分项数据可以发现,降幅最明显的类别是耐用用品里的汽车,产值增速从上个月的7.3%大幅下降至-1.9%,这和汽车的产量统计结果大体

一致,10月份汽车产量从9月份的折年736万辆下降到700万辆。

然而目前看到的周统计数据显示表明,11月份的工业生产将重拾升势,我们认为目前尚不能判断经济增长将就此放缓。我们注意到截至11月中旬的周汽车产量指示着折年780万辆的水平。这意味着10月、11月的产量水平是740万辆。我们仍然维持对美国汽车产量的乐观判断,即国产车产量将维持在740万到750万辆的水平。这意味着四季度汽车产量较三季度将环比增长10%左右。汽车销量方面,在9月份创下低点之后,10月销量明显超出预期反弹至1040万辆,上周四通用汽车表示预计11月份销量有望达到1080万辆。

工业生产仍然在扩张期。除汽车产量外,其他一些经济指标也显示目前就担忧经济增长将显著放缓为时尚早。我们注意到根据周统计的粗钢产量在继续增长。11月份前两周的周平均产量较10月份的周平均产量增长5%;11月的铁路货运量较10月继续扩张。此外,从目前公布的各地联储的PMI指数来看,工业生产仍然在较快扩张的通道中,我们注意到最新公布的纽约联储PMI指数较10月走弱但较此前几个月均继续上行,三个月移动平均的指数仍然在上行。费城联储PMI指数仍然在上行

通道中。PMI指数的情况也反映目前尚不用担心经济很快进入二次探底。尽管我们认为PMI指数后期将逐渐进入瓶颈期,但是其目前的相对高位仍然保证了工业生产仍维持较快的扩张速度。

房地产市场销量修复价格稳定的力量继续存在。进入11月份30年固定期限的房贷利率再次降至5%以下,仅小幅高于今年年初所见的低点。同时综合考虑房贷利率和房价及居民收入等因素的房屋购买力指数下半年开始反弹,这反映了下半年以来房贷利率下降的影响,目前的房屋购买力指数处于历史最优的阶段。此前投资者所担忧的8000美元的购房优惠确定延续至明年年中。我们仍然维持我们对于房地产市场的一贯看法,即房地产市场是在低利率和低房价水平下刚性需求修复的结果,从目前的利率和价格环境来看房地产市场尤其是销量修复的空间仍然存在。

需要说明的是,我们对于销量和价格的乐观程度一直超过房地产投资建设。主要的原因在于尽管新库存很低但是二手房较高的空置率的确是新屋开工建设的一个重要不利因素。事实上,我们对于新屋开工的预测是较为保守的,我们GDP的预测中隐含着新屋开工从目前水平修复至明年年中的70万套左右。

国际资本主义与国家资本主义

张 晗

国际资本主义的代表是华盛顿共识。此共识的背景是1989年拉美债务危机后拉美国家开始国内经济改革。主要内容是财政纪律、利率自由,汇率竞争,贸易和投资自由化,放松管制和私有化等等。很明显这是金融资本的乐土,政府和实体经济是屈就于广泛流动的金融资本的。这时候金融资本登上了两级分化的舞台,成为了社会离心力的加速器。一方面是钱生钱的游戏,只有加入这个赌场的人们才能享受到财富再分配的利益,外围只能成为被分配的对象。这似乎能够铸成永无止境的繁荣,至少在2008年的股灾之前,赌场中的人们大多是这么认为的。

当然金融资本是有好处的,金融资本能够产生强大的磁场,吸引投资进入新领域。虽然狂热迷乱,但是金融资本在历史进程中担当的创造性毁灭的作用是无可磨灭的。我们现在的商业运作模式已经和上世纪80年代有着极大的差异,电子产品的价格一直下降到越来越多的消费者能够承担得起。不过在这一阶段里,人们对于金钱的追求超过以往任何一个阶段,而且获取金钱的方式也变得没有限制。这推动着缺乏合理性的金融活动充分渗透,并且缺乏透明度。这在2008年已经被广为批判了。这也是骗子横行的时代,在网络泡沫之后是安然浮出水面。在信用泡沫之后是麦道夫被揭发。而现在被称为庞氏骗局的现象

就发生在上世纪的20年代。

虽然我们避免了1929年的大萧条,但是不可避免的是时代的转换。这是许多人没有认识到或是不愿意接受的,金融资本存在巨大的拒绝变革的阻力。他们相信是他们高超的洞察力和直觉使他们成为宇内高手,而不是客观环境成就了他们,自满地认为是在做“上帝的工作”。只有在崩溃使得大量收益蒸发之后,并且萧条表明了赌场不可能再被重振时,金融资本才会接受监管。不过21世纪头10年的历史中,格林斯潘及其继任者伯南克用低利率和充斥的流动性来拯救赌场而非监管。

但是短短10年内两次大规模金融危机已经说明了金融资本主导的国际资本主义已经在结构上无法维持了。之所以无法持续,在于经济产生真实财富的增长速度已经远远达不到金融资本对于资本收益的要求。虽然经济增长尚可,但股市要求的收益太高了。现在虽然标普500的预测市盈率回到了15倍的历史低位,但是对于明年75美元的盈利预测能否实现是一个很大的疑问。

无法持续的另一个原因在于赌场的再分配在经济领域和社会领域产生了恶性循环。在经济领域,财富集中使得消费群体单一,市场扩大存在瓶颈,限制了生产规模和生产率的增长,或造成产能过剩。解决的方法有扩大出口市场,政府支

出等等。但是在全球性经济衰退时,这会导致贸易摩擦升级。当然,格林斯潘的解决方法是给穷人贷款。这是被金融资本挟持而不得不通过信用泡沫来粉饰财富的集中和贫富的巨大差距。这就引出了再分配在社会政治领域造成了累积的压力,格林斯潘通过房地产泡沫将大众拉进了这一赌场。但现在美国房地产价格已经跌落,这种社会伤害更大,而且金融资本又在短期内复苏了,甚至比2007年来得更为猛烈,怒火喷涌而出已经在对高盛的指责中体现出来了。

美联储是想通过零利率来补贴金融资本,但这却鼓励了彻底的投机。资金涌入了黄金、商品和不动产,而不是实体经济。这已经快成为一个2003-2007年的加强浓缩版了。

信用泡沫的资金来源是当时看起来很低的联邦利率。所以,当联储加息后,房地产市场开始出问题了,进而诱导出2008年的危机。现在,零利率让美元沦为套息货币后,资产价格的上涨来得更快。但相应地,加息周期到来后传导到泡沫结束也会更快。

这样,金融资本和联储又再次凌驾于新兴市场之上。但这一次所不同的是国际资本主义是在核心国爆发危机,作为外围的新兴市场是受到波及的,新兴市场国家已经开始质疑体系的合理性,并且逐步迈

入了国家资本主义的时代。巴西已经开始对外资加大管制了。10月19日,巴西对外资购买巴西股票和债券征收2%的税收。11月18日,巴西开始对巴西企业在美国发行的存托凭证(ADR)征收1.5%的金融税。也从IMF总裁卡恩近期在新加坡的讲话中也可以看出,新加坡政府正在考虑同样的政策。中国政府官员表达对美国零利率可能引发新兴市场泡沫的警告也说明了金融资本叱咤风云的时代即将终结。在时代的转折点上,中国政府能否跳出美联储利率和全球金融资本的周期而对再监管化施加影响至关重要。中国可以成为本次危机的大赢家,但这取决于政府政策的前瞻性。

因而,金融资本将会向生产资本移交权力。这时,政治将需要发挥更大的作用,一方面是调整财富分配,另一方面需要限制金融资本。也就是加强监管,这都是有利于实体经济的。这可能出现经济增长但股票市场归于平淡的情况,这是大萧条反弹之后市场的最大特征。

所以,我们现在从国际资本主义过渡到国家资本主义,但是金融资本和赌场的受益者希望回到过去。因而,我们听到的和看到的都是漠视这种转折的声音和文字。不过国际资本主义需要全球新的监管体系。要么就是全球的去监管,但去监管已经结束,这个体系已经结束了。