

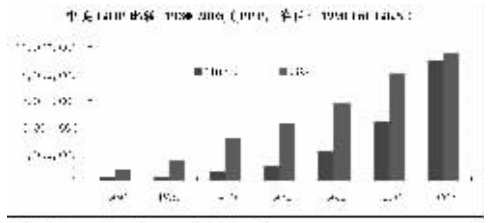
每周图与思考 | Chart and Idea

公元1至2008年 中美GDP比较

国泰君安策略团队

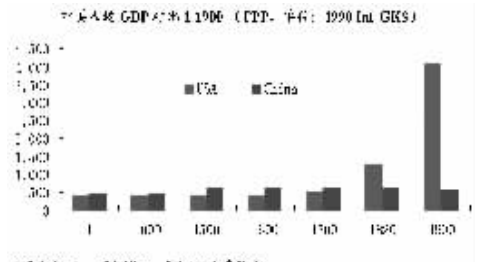
Maddison 将公元1年到2008年的全世界各国的实际GDP数据(PPP购买力平价)列出。从中,我们对比中美经济,一些数据很有意思。

从GDP(PPP)比较,中美两国就一直处于“百年河西,百年河东”的状态。1890年,美国GDP接近中国,之后持续增长,到1950年左右,两者差异达到最大,美国GDP达到中国的6倍。之后,中国开始反超,至今,中国GDP接近美国。

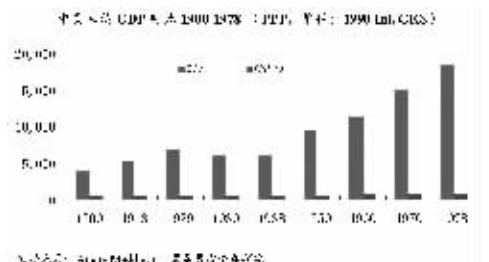


从人均GDP的角度看,却是一个完全不同的故事。

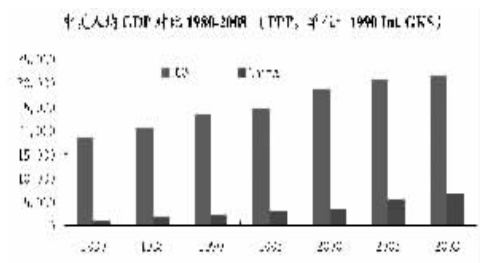
在公元1800年以前的漫长的岁月,中美人民生活水平之间差异并不明显,人均GDP相似,经济发展水平也是相似的。所谓东西方的显著差距也只是在近200年才开始出现。



1820年后,美国先人一步进入了经济发展快车道,而中国却在灾荒和战乱中越来越贫穷。两者分道扬镳。

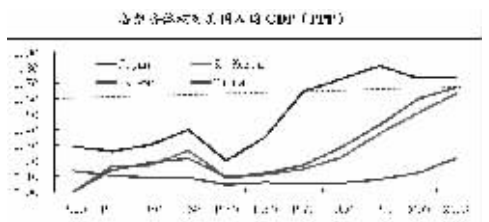


但1800年后,两者关系开始反转,美国发展变缓,中国经济发展迅速。而这一反转的趋势在2009年的金融危机后更为显著。中国古代“物极必反”的哲学可以很好地解释这一趋势,未来的中美差异将逐渐缩小,逐渐回归千年来更为平衡的轨道。



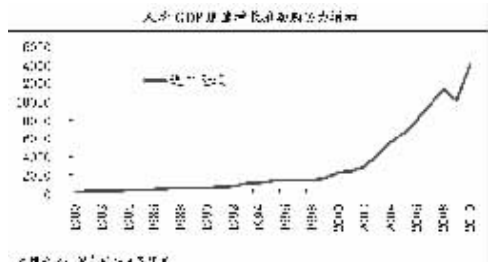
反转的极限是多少呢?观察日本、韩国等亚太经济体相对于美国的人均GDP,我们发现,一旦接近美国人均GDP的0.6,该经济体的人均GDP增速将出现减缓。有趣的是,这和1820年中美人均GDP差异相当。

如果以现在中国相对美国人均GDP而论,现在的中国大概相当于50年代的日本和80年代的韩国和台湾,之后10-20年间三大经济体都将经历人均GDP迅速上升的过程。如果路径一致,则中国未来10-20年将经历人均GDP快速上升的时期。



根据 Economist Intelligence Unit 预测,到2030年,中国人均GDP将达到美国的46%。照此推论,中国至少还有20年左右的较快发展时期,和之前的结论一致。

中国人均GDP的相对提升,将对全球产生重大影响。毫无疑问,和其他国家不同,占世界人口比例更大的国家的收入水平提升将带来对能源的更多的增量需求,而供给却不会随之迅速增加,两者之间的缺口必将导致能源的供给紧张——我们只需要简单地想象一下,中国人均汽油需求达到美国的一半世界将变成什么样。而有限的能源将是制约中国人均GDP复制日韩等国路径的最为主要的障碍。



名家 | Columnist

债务风险爆发 2012年是个坎

我们正在经历危机第二波——公共部门债务危机。从欧洲的希腊违约,到日本200%的负债率,到美国的债务上限威胁,再到中国地方融资平台问题,概莫能外。尽管美国有“债多人不愁”的优势地位,但美元一旦由于债务危机放弃定价标准,那么危机的第三波——货币体系危机就接踵而至了。

目前我国地方政府负债水平总体可控,但在系统性风险可控下,不排除某些区域和行业偿债风险较大,它们很可能就是设置在2012年的定时炸弹。长远来说,修改现行《预算法》,改革中央与地方财政体制,建立行之有效、透明的地方政府财政预算约束机制是根本之策。但短期来看,现行的中央与地方财政体制准有重大改变。那么,该如何化解地方政府融资平台债务风险呢?

邵宇

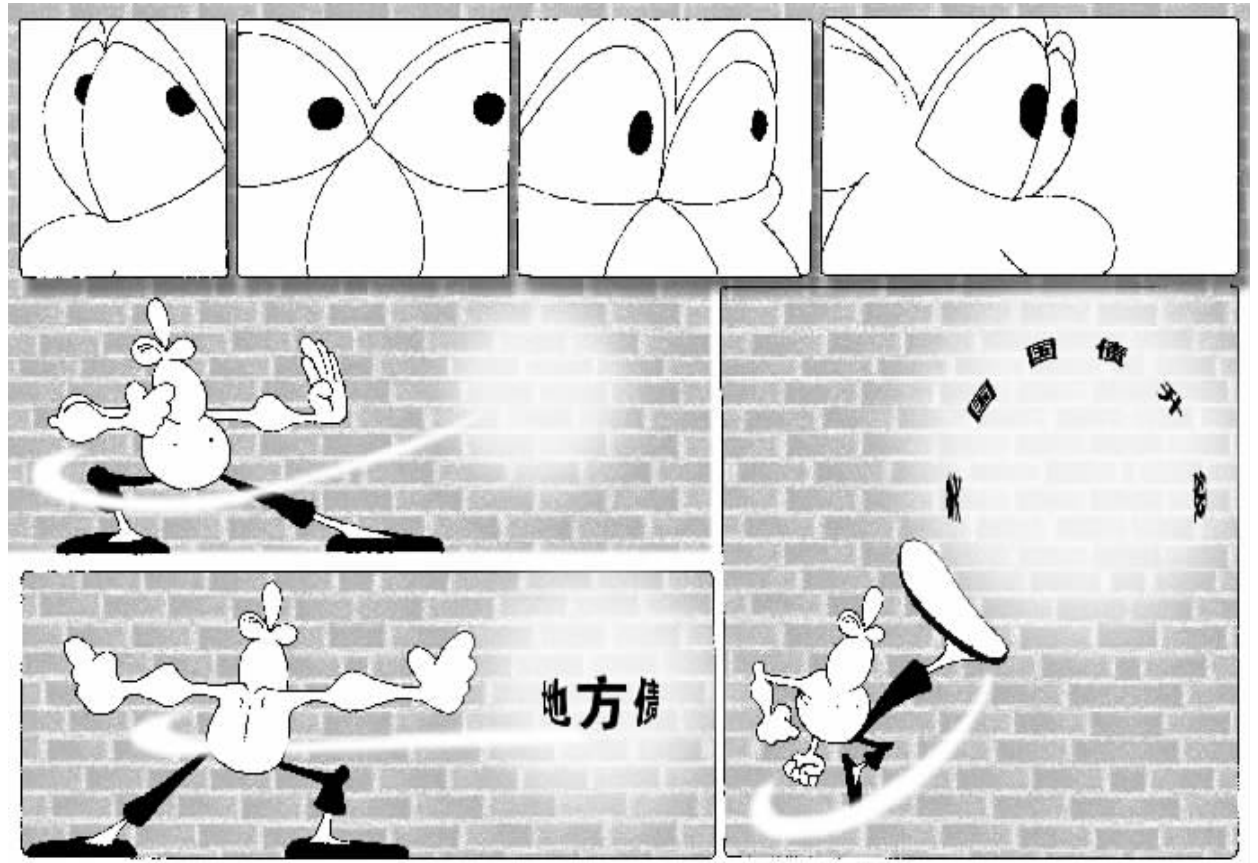
债务升级:私人债过渡到公共债

毋庸置疑,我们正在经历危机第二波——公共部门债务危机。从欧洲的希腊违约,到日本200%的负债率,到美国的债务上限威胁,再到中国地方融资平台问题,概莫能外。我们觉得,就金融危机的后遗症或说第二阶段,即从私人债务向公共债务过渡,各大经济体都有自己的不幸根源。欧洲难在民族主义大过财政联邦一体化理想。不过,幸运的是德国终于记起一战后美国逼迫同盟国偿还债务时引发的惨痛教训。7月21日可以重新命名为欧洲胜利日,欧洲带了个好头。对日本而言,主要受困于社会结构和历来的政治多面性,一个良好的重建机遇窗口可能因此浪费掉,创记录的公共债务和停滞的经济增长继续交相辉映。美国也难在党派政治角力导致行动迟缓,8月2日之前美国国会和政府都会为债务上限争吵不休。美国目前经济的盲目势头、“债多人不愁”的优势地位、以及铸币税和通货膨胀效应、宽松的货币比整固的财政更容易成为解决问题的首选。但不幸的是由于美国是储备国,美元一旦由于债务危机放弃定价标准,那么危机的第三波——货币体系危机就接踵而至了。

中国呢?从负债规模上看,目前我国政府负债率处于国际中下水平,整体负担不重。中央政府负债约为11.7万亿,加上地方政府负债10.72万亿,我国公共债务总规模约为22.42万亿元。2010年名义GDP为39.80万亿元,依此可算出负债率为56.3%。据IMF数据,2010年日本负债率在200%以上;意大利、希腊在100%以上;美国、法国、葡萄牙均在80-100%之间;而巴西、印度和俄罗斯也均在60%以上。而且IMF的统计数据以中央政府负债为主,如加上地方政府负债,则上述国家的负债率将更高。值得注意的是,中国的债务基本上是内债,这同日本类似。

从偿债保证上看,中国财政总体情况强健。财政收入份额每年占GDP约30%以上,且增速很快;地方政府融资平台资金主要投向具有社会效益的项目;一部分能够产生稳定和充足现金流收入的项目可以依靠自身运营收益来偿还债务;另一部分现金流不足以覆盖债务本息的项目,多靠地方政府财政补贴来偿还债务。即使政府财政收入不足以偿还债务,政府所掌握的充足资源也可以充当偿债的重要保证。一是外汇储备规模庞大。截至2011年6月末,国家外汇储备余额为31975亿美元。二是巨量的国有企业资产。据国资委的统计数据,截至2009年底,我国全部国有企业资产总额达53.5万亿元(以及80万亿的国有金融机构资产)。三是地方政府掌握的土地资源丰富。“十一五”期间我国土地出让收入达7万多亿元,土地可盘活资产空间还较大。

从风险类型上看,目前地方政府债务面临的主要是再融资的“流动性风险”,而非无力清偿债务的“偿付风险”。从媒体报道的云南公路开发投资有限公司和上海申虹投资发展有限公司来看,都是由于短期资金链出现问题导致债务展期出现困难而引发的违约担忧。上述事件的发生有两个大的背景。一方面,2011-2013年迎来了地方政府债务到期偿还高峰,偿还压力较大。2010年底地方政府性债务余额中,2011年、2012年到期偿还的占24.49%和17.17%;2013年至2015年到期偿还的分别占11.37%、9.28%和7.48%;2016年以后到期偿还的占30.21%。另一方面,从去年6月份以来,银监会加大对地方融资平台贷款清理的力度,严格信贷条件。大量以前靠“短贷长投”、“借新还旧”来扩充资金来源的地方融资平台一下子资金来源枯竭,加大了平台贷款“逾期”风险。从我们的调研看,多家地方融资平台公司今年基本没有再获得新的信贷支持,资金面压力扩大。此外,当前宏观紧缩经济下,大规模实现地方政府资产,例如土地拍卖和贱价出售国有股权都会因



官兵/漫画

市场深度和广度有限,导致流动性匮乏。因此,我国地方政府债务面临的主要是再融资“流动性”风险,即只要给予地方融资平台公司持续的资金支持,其有能力逐步清偿债务;而非面临无力清偿债务、并有可能破产违约的希腊式“偿付风险”。

因此,从负债规模、偿债保证及风险类型看,目前我国地方政府负债水平总体可控,发生系统性风险的可能性不大。因此总体我们并不悲观。历史上看,1999年国债余额、银行不良贷款、社保空账三项合计占GDP的60%-74%。但随着中国经济快速发展,政府债务问题逐步化解,2008年末政府债务负担率约为40%。但在系统性风险可控下,不排除某些区域和行业偿债风险较大,随着偿债高峰到来而受一定冲击。看审计署公告,个别地区、行业债务负担较重,偿债压力较大。一是个别地方政府负有偿还责任的债务负担较重。2010年底,有78个市级和99个县级政府负有偿还责任债务的债务率高于100%,分别占两级政府总数的19.9%和3.56%。二是部分地区高速公路、普通高校和医院债务规模大、偿债压力较大。截至2010年底,地方政府性债务余额中用于高速公路建设的债务余额为11168.11亿元。其中政府负有偿还责任的债务754.02亿元、政府负有担保责任的债务7809.63亿元、其他相关债务2604.46亿元,分别占6.75%、69.93%和23.32%。部分地区的高速公路处于建设期和运营初期,其收费收入不足以偿还债务本息,主要依靠举借新债偿还,2010年全国高速公路的政府负有担保责任的债务和其他相关债务借新还旧率达54.64%。它们很可能就是设置在2012年的定时炸弹。更糟的是,因为局部信用风险的急剧上升会瞬间冻结货币市场的流动性,充斥着互不信任情绪的市场使得货币乘

数迅速下降,这在雷曼兄弟这一具有系统重要性的银行破产并导致市场突然死亡的案例中的教训殷鉴不远。设想,假如一家地方商业银行大量持有有一个可能全部形成违约损失的县级主体的城投债,这将招致对手风险,进而导致市场的流动性下降和停滞。对此管理层绝不能掉以轻心,必须准备好应急方案。

地方政府债务如何拆弹

诚然,每次债务膨胀中的主力都是周期性因素,但造成中国地方政府债务风险的根源还在于财政预算约束和GDP至上的政绩考核体系。因此长远来说,修改现行《预算法》,改革中央与地方财政体制建立行之有效、透明的地方政府财政预算约束机制是根本之策。但短期来看,现行的中央与地方财政体制准有重大改变,化解地方政府融资平台债务风险只能在现行框架下逐步进行与突破。我们觉得可以从以下方面逐步化解地方政府债务风险。

一是加快资源税、房产税改革的推进力度,增厚地方财政实力,增强地方财政对于地方债务的保护程度。“十二五”期间,我们将全面实施资源税改革、推进房产税改革,无疑将增强地方财政实力。资源税改革已在新疆率先试点,资源税改革实行一年来,新疆资源税增收35.78亿元,资源税改革对矿产资源丰富的地方财政收入影响较大。目前,资源税改革方案已扩大到内蒙古、甘肃等12个省区,随着“十二五”期间资源税改革全面推进,其对地方财政收入的影响越来越大,有助于增强地方财政实力对债务的保护程度。房产税目前看起来微不足道,但在未来一线城市建设的量级下降土地财政消减,城市化的重点从建设转到运营上来时,这将是一个可靠和持续的资金来源。

二是加快市政债的试点,改变地方政府债务以银行信贷为主的局面,在财政预算约束的前提下,加大发债在地方政府债务中的比例。从美国、日本和法国等发达国家的经验来看,发行地方政府债券是解决地方政府财权与事权不匹配的重要途径。现在看来地方对整个资本市场违约破坏信用,无人敢冒这个险,面子也是一方面的考虑。特别是最近一些不规范的城投债主体行为,例如不经公告或者债权人同意的资产划拨等,已经受到了银行间交易商协会的惩戒,市场的特征在于信息的充分交换,它可以运用的最大武器其实是用脚投票,从而提高地方政府的融资成本。是的,市场是会短期超调,但也会在中长期博弈过程中发现事实真相和均衡价格。

最后,就是财政部表态,成立专门的资产管理公司,构建最后一道安全网,准备剥离坏的地方债务。投资者应该还记得,上次拯救中国银行业时,成立4大资产管理公司剥离坏账近1.4万亿,这笔国民财富等于凭空消失,羊毛出在羊身上,纳税人买单了。考虑到通货膨胀因素,这次规模也差不多了。发展的用发展的方法解决。

第一轮危机中得益最大的是谁,大家还记得吗?好,请牢记这一点,现在中国要做的是对内尽快做出转型调整,对外尽快合纵连横尽快完成布局。各经济体的转型和再平衡都有难处。其实本质上来看,解决公私债务的方法无非是:1.违约破产。2.发新补旧。3.变卖资产(土地,私有化等)。4.通货膨胀(发货币)。各种尝试都在或明或暗展开中。不管怎样,2012年看起来还真是个坎了,谁先崩溃?谁会笑到最后?毫无疑问,这一问题的答案将塑造全球经济未来演化的新格局。

(作者系东方证券首席策略分析师)

勿轻言价格拐点

胡月晓

价格拐点仍存疑

我们先前曾认为,下半年价格会回落。推理逻辑是:当前的价格水平涨势会很快得到控制,价格绝对水平的波动会在一个更高的水平上恢复到正常的波动格局。由于本轮价格的加速上涨始于2010年下半年,受基数效应的影响,下半年的CPI同比回落。但是,目前我们仍未看到价格涨势缓解。

从商务部公布的高频数据看,7月价格水平仍然延续了继续上升的态势。6月27日至7月3日,商务部重点监测的食用农产品价格涨

幅缩小,生产资料价格继续回落;7月4日至10日,商务部重点监测的食用农产品价格涨幅缩小,生产资料价格小幅回升;7月11日至17日,商务部重点监测的食用农产品价格小幅上涨,生产资料价格继续回升;7月18日至24日,商务部重点监测的食用农产品和生产资料价格均小幅上涨。因此,我们给予CPI环比与上月相同上涨速度的判断,转化为同比数值也恰好维持相等。即使价格水平的波动走势恢复到正常,年内通货膨胀也将高位盘桓3-4月;如果目前涨势延续,通货膨胀仍将再创新高;纵使价格水平走向开始向下,未来通货膨胀水平也难以快速有效下降。

投资增速仍将维持高位

投资仍是当前中国经济的第一推动力。目前的投资增速已恢复到中国经济快速增长阶段的长期均衡区间,短期内仍将高位持续。随着中国城市化快速进程的结束,未来的中国投资增速会随着房地产投资增速下降而下降,但短期内将在目前高位水平上持续。为了延续“4万亿”建设计划之后投资动力,中国推出后续4万亿的水利建设计划;为了弥补房地产调控带来的商品房投资下降,中国加快了1000万套保障房建设的步伐。我们预计,随着大规模建设计划高峰期过去,投资增速长期看是会下降的。

(作者系上海证券分析师)

2011年7月国内重要经济数据预测(当月同比增长)

Table with 5 columns: 统计公布日期, 项目, 本月预测, 上月实际, 上月预测, 去年同期. It lists various economic indicators like PPI, CPI, exports, imports, etc., with predicted and actual values.