

# 政策刺激难敌全球经济周期规律

从制造业景气变化、库存和投资周期以及产出与需求缺口等方面看,全球经济下行的风险不断加大,一次又一次的政策刺激改变不了经济大周期的运行规律,而其救市的成本会越来越大,全球经济可能在错误的政策导向下越走越远。

张楠楠

## 景气恶化全球制造业遇冷

今年以来,全球经济没有延续去年快速增长格局,随着新一轮刺激政策效应的逐步衰减以及主权债务危机的持续发酵,世界经济从第二季度起开始迅速回落,美国二季度国内生产总值(GDP)增长率下调后只有1%的增长,欧洲经济复苏几乎陷入停滞,欧元区第二季度经济环比增长0.2%,其中德国经济环比增长0.1%。日本已经连续三个季度出现负增长。而在以出口驱动型增长为主的新兴经济体方面,由于通胀压力以及外部需求萎缩的冲击,尽管经济增长仍高于发达经济体,但也开始出现放缓势头。

全球制造业也集体遇冷,8月份美国制造业采购经理信心指数(PMI)比上月下降0.3个百分点,为两年以来新低;日元升值效应进一步显现,日本制造业活动增速放缓,制造业PMI比上月回落了0.2个百分点;德国制造业增长大幅放缓严重拖累欧元区制造业,欧元区PMI比上月下降1.4个百分点,两年以来首次低于50荣枯分界线,全球供给增长开始失速。这样看来,由于制

造业景气指数领先经济6-8个月,因此,下半年全球经济放缓的趋势可能还将进一步延续。

## 库存投资周期暂难有效启动

从根本上讲,制造业产出和订单指数普遍低迷不振以及全球需求的疲弱,主要源于库存和投资周期难以启动。首先来看库存周期,由于库存投资与GDP之间存在“顺周期”特点,所以库存变化往往被作为反映经济波动的重要指标。今年8月,全球新订单增速降至一年以来新低,随着新订单增速减缓和重建库存力度的减弱,新订单-库存比率降至1.05,已略低于本世纪初的经济扩张期之中三次工业生产减速时期(2003年初、2005年中和2006年末)见底时的水平。由于最终需求不旺,零售库存对供应商库存消化程度有限,企业进一步补库存动力不足,难以拉动企业库存回补。

资本投资周期是由利润驱动导致投资扩张所带来的经济周期,这是一种平均持续时间在10年左右的经济周期。美国自2002年四季度开始的最近一轮周期,距走完米格拉周期至少要到明年年底。投资周期的一个显著的观察指标是设备投资,在2008年和2009年,国内投资的萎缩都严重地影响了美国的经济增长,按照美国商务部经

济分析局测算,2008年和2009年,国内投资对实际GDP增长的贡献分别是负的1.53个百分点和负的3.24个百分点。由于短期内缺乏新兴技术和产业变革来提振资本回报率,进入新的固定资产投资周期还为时尚早,这样美国在没有大规模私人投资的情况下,私人部门的就业就表现为大幅萎缩,就业增长几乎陷入停滞。

发达国家房地产市场投资崩溃,预示发达国家房地产市场未来几年还将处于大谷底。金融危机以来,去杠杆化使本轮房地产衰退对经济的影响史无前例,家庭去杠杆化的过程比公司或金融机构的去杠杆化过程缓慢得多,因为家庭资产负债表中的房地产价值占绝对比重,而出售房屋比出售股票和债券更加困难。因此,房地产市场复苏比由公司资产负债表相关问题触发的衰退复苏更加艰难。

## 二次经济刺激难改供需失衡

全球经济的潜在总产出和潜在需求构成长期负面影响。以产出缺口衡量,全球产出总缺口收缩还十分明显,2008年至2009年的衰退造成美国的产出缺口约为GDP的6%,差不多是欧元区的2倍。从上世纪80年代至今世界产出缺口的均值水平大约为-1.02%,2010年的缺口大约为-3.80%,而2011年的估算值为-3.30%,从趋势看世界GDP产出缺口缩小的趋势还将持续。产出缺口的另一个衡量指标是产能利用率,以美国为例,尽管7月份美国产能利用率小幅走高至77.5%,但比较1972年至2010年统计期间的长期均值的80.4%,仍有不小距离。在最近20年的历史上,美国两次产能利用率探底分别发生在1990年至1991年间和2001年至2002

年间。在两次经济衰退周期中,产能利用率分别下跌至78.7%和73.5%。此波产能利用率自2009年6月谷底的67.3%,一路震荡走高至2010年12月的76.8%,已半年无法超越此水平,这种迟滞现象也意味着美国制造业景气似乎陷入阶段性停滞。

从需求缺口看,发达国家过度消费导致了庞大的家庭债务,美日欧现阶段陷入了规模约为1万亿美元总需求不足状态。尽管中国内需正在成为全球经济复苏的主要需求动力,但中国消费的增加还不足以弥补美国消费的萎缩。中国家庭消费仅占GDP的35%。美国个人消费总额约10万亿美元,约为中国个人消费总额1.6万亿美元的6-7倍。相比之下,日本和德国家庭消费增加有一定余地,然而迄今为止,这些国家从衰退中复苏的动力并非来自国内需求的扩张,而是像危机前一样,依靠出口驱动型增长,因此,对全球而言尚有很大的需求缺口。

在全球经济前景继续恶化的情景下,全球主要经济体的政策立场改弦易辙,美日欧等主要经济体很可能联手再启宽松政策,再次为提供流动性做好准备,然而正如大萧条是由生产过剩和有效需求不足之间的矛盾引发的危机一样,当前面临的危机是生产过剩和有效需求不足之间的矛盾,这就决定了各国压低利率、刺激货币信贷扩张的做法,依旧难以根本解决全球有效需求不足的问题。

(作者系国家信息中心预测部研究员)

## 焦点评论

# 贸易顺差收缩未必是坏事

周义兴

据海关总署发布的最新进出口数据显示,8月中国进口1555.6亿美元,同比增长30.2%,环比增长7.5%。进口刷新了今年3月份创下的1522.6亿美元的月度历史纪录。由此,8月份中国进出口总值为3288.7亿美元,当月顺差177.59亿美元,较7月收窄137.2亿美元,明显低于市场预期的241.4亿美元。

在全球经济贸易自由化已成各国共识,尤其是在欧美经济面临困境、国内面对通胀形势的今天,我国在出口未见明显回落同时,8月国内进口创出历史新高,顺差大幅收缩,或许在相当程度上是一件好事,亦是一个好的市场信号。

首先就进口创新高的市场角度看,显然应该承认,自加入世贸以来的10年时期里,我国的国际贸易,尤其是出口数量已经有了令世界叹为观止的飞速增长。随之而来包括反倾销、反补贴、人民币汇率在内的各种贸易与货币争端也一直困扰着国内出口企业。就此而言,我国8月进口创出历史新高,一方面,对外在某种程

度上可以反击某些国家与地区攻击我国用压低人民币汇率、及各种补贴获取国际贸易优势的口岸,进而减少相关不必要的国际贸易摩擦;另一方面,在欧美经济尚未摆脱困境的情况下,我国8月出口在保持平稳同时进口创出了历史新高,则不仅说明国内市场需求强劲,并且进出口之间趋向平衡的形势,也可以说是国内经济结构转变也许有了一定程度的进步和改善的具体表现。

其次就进口创出新高对市场价格影响讲,虽然在过去多年时间里,我国巨额的贸易顺差为我国积聚了大量的财富,也为国内经济的高速发展提供了相应的物质基础,但与此同时,一方面,这样的顺差是建立在国内低工资成本、付出环境污染等成本为前提的;另一方面,由于巨额的贸易顺差所形成外汇流入,使得央行不得不以增加人民币发行来对冲,而过多的人民币流动性在一定程度上也推高了国内物价水平,并进而使国内通胀形势变得更为严峻。而与之相比,我国目前进口的大幅增长,或者说顺差的大幅收缩,在结果上不仅可以减轻“输入型通胀”对国内物价的不利影响,而且还为国内通胀的缓解提供了相对有利的政策调控环境。



金九银十 楼市开局惨淡

金九银十已开张,楼市销售有点黄。休怪买家不出手,只怨房价仍逞强。交易何必看季节,供求终究定市场。暴利心态当抛弃,买卖共赢是方向。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

# 人人都去问董秘

中国上市公司舆情中心

回到你们那皇宫之后,不知道你们会不会有一种感觉,一种如坐针毡的感觉。上周末,一段来自网络的视频,以戏刷化的方式直接出现在哈药六厂的官方网站上。上周哈药六厂某大楼奢华内景照片在网上广泛流传,微博转载数以万记,引来网友抨击一片。某位黑客直接把哈药六厂的官网给黑了,并在页面上留下一段批评文字。而从目前媒体报道和网友跟帖来看,采取了逾越法律界限的黑客技术手段的这位网友,获得了许多叫好之声。哈药六厂数月前刚爆出“污染门”,此番也被不少媒体、网友指责称有钱奢华没钱治污。再去就大楼不同楼层的功能做解释已没有意义,对于哈药六厂来说,如果希望挽回在公众中的形象,需要在治理污染、节约资源等方面做出切实的履行企业公民责任的行动。

云南绿大地前董事长何学葵成为上周媒体关注的焦点人物。何学葵等人涉嫌欺诈发行股票一案上周在昆明开庭,

许多媒体派出记者前往采访,可惜该法庭并未对媒体开放旁听。不过仍有媒体获取了一些庭审信息,比如何学葵表示愿倾其所有补偿社会、公司和股东的损失。从前云南首富到受审嫌疑人,不过数年时间。这次审判,也将是对相关资本市场主体的一次警示,莫要把资本市场法律法规当儿戏,造假或能一时蒙混过关,而最终还是要买单的。

上周,知名的投资人李旭利也被证实已遭逮捕。业界有此传闻已久,然消息一旦证实,亦在业内引发不小反响。一些人感叹,实在可惜。从“五道口”走出的年轻才俊,随着基金业的发展成为知名投资人物,李旭利到底是在怎样的诱惑之下,去越过了法律的界限?其他的投资经理人,无论公募私募,可能也都要自审自身,操作中有没有利用内幕信息?有没有操作个人的账户获利?君子爱财,取之须有道。

又比如,围绕着可能只有几分钱的成本差异,那些做豆浆机的企业,会不会为了节约成本,真的不用食用润滑油而是用的工业润滑油?这是上

周的一桩舆情公案。有自称策划人的加V认证微博用户黄泰元爆料说,国内市面上卖的豆浆机用的都是工业润滑油,这可能会对安全构成威胁。该条微博被转发5000多次,许多媒体跟进报道。几家行业领军企业如美的、九阳相继发表声明和公告澄清。而公告之后,媒体和网络的质疑,仍未完全停歇。相关公司的股价,也出现了连续的下跌。

据有关媒体报道,其中一家公司的董秘在接到记者电话时,则表示对于自家用的是工业润滑油还是食品润滑油,不是很确定,需要跟生产部门确认再做回复。这一回复,结果被不少媒体拿来报道,“公司高管不明自家情况”。对于上市公司来说,董秘可能是财经媒体最为熟悉也最容易找到的公司高管,有任何情况需要追问,董秘通常都是首当其冲。因此,即便董秘并不兼任公司的新闻发言人,也有必要密切关注外界对公

司的关注热点和舆情聚焦,并提早准备好能到场的媒体和投资者问询,才不至于问了没法回答甚至回复产生副作用。

《人民日报》上周有篇关于资本市场的报道,批评部分上市公司不务正业,忙于炒房炒股放高利贷,引发诸多门户网站和财经垂直门户网站转载,网友评论也很多。具体某家上市公司,选择去认购理财产品甚至去做些委托贷款,只要完成必备内部授权审核流程,倒也不违反法律法规,只是,跟投资者的期望就有些差距了。公众们把本金交给公司,看重的是公司主业的发展潜力,而不是再转一手去炒房炒股。当然,近期外国经济形势不太明朗,有的公司近更谨慎一点做点短期资金管理,可能也有其合理性,那么,如果确实要干这些非主业的事,建议相关公司认真发一个详细的公告,至少给公众投资者们好好解释一下。(執筆:张帆)

## 经济时评 | Hot Topic |

# 积极创造条件 引民间资金入股市

当下,民间借贷不论是规模还是利率都几近疯狂。月息10%是民间借贷市场最常见的利率标准,一些地下钱庄年息居然达到了180%。民间借贷利率的暴涨,也形成了一个火爆的高利贷产业链。中国股市财富效应几近丧失,投资者信心严重不足,资金从股市流出,从而形成了股市与民间借贷市场一头冷一头热的情况。建议合理把握股市融资节奏,并在股市资金供给上开辟新源头。只要股市能够健康成长,其投资吸引力就会不断增强。

王勇

当下,民间借贷不论是规模还是利率都几近疯狂。但不管什么样的投资市场,都必须遵循一条铁律:即收益大风险也大。因此,民间借贷的高息诱惑也同样伴随着高风险。如果民间借贷照此发展下去,后果不堪设想。笔者认为,管理层应多策为民间借贷降温,其中一个重要的策略就是,尽快将民间资金之“水”引入股市之“渠”。

## 民间借贷高息 虹吸“闲散资金”

目前,北京、上海、广州、深圳等一线城市,乃至全国各地的投资者,都非常积极热心地把资金投向民间借贷,同时,民间投资公司也如雨后天春笋般冒出来。民间借贷繁荣的背后自然有其市场理性。诸如宏观调控大环境下的房市投资空间被挤压,炒房无利可图;股市长期低迷,失去财富效应;再如钱存银行,存款利率

## 积极促进股市健康上行

首先,尽快恢复股市的投资功能。一个健康的市场,应该是融资与投资功能兼备的市场。为此,管理层应采取切实措施,从根本改革当前股市的投资收益低下的局面。具体而言,要遵循“公开、公平、公正”原则和“法制、监管、自律、规范”的方针,积极推进股市的稳定发展,坚持依法治市,让股市运行与国家经济发展保持基本一致,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益,提高其投资回报。其次,调控政策上应确保经济健康稳定发展。今年接下来的时间,各地应继续严格执行“国八条”提出的一系列政策,进一步巩固房地产调控成效,缓解房价上涨预期。同时,大力推进保障房建设,保质保量完成1000万套保障房建设任务。同时,在全国保障性住房建设大提速的背景下,应在全国范围内推广“轮候制”。财政政策更应倾向于对保障房、区域经济增长、“三农”发展与新农村建设以及中小企业等方面的财税支持,使得投资增长保持平稳,经济结构更趋合理,促进经济持续稳定发展,为股市健康稳定上行营造适宜的经济环境。

## 股市是引流资金最佳市场

股市最基础的作用就是通过其财富效应,既为拥有闲散资金的机构与个人投资者提供直接投资的机会,也为企业提供直接融资的市场。换言之,股市的财富效应,激发了广大投资者纷纷加入到股票投资的行列,从而使股市形成规模庞大的资金源。规模庞大的资金源以及由此产生的融资功能,为我国经济发展源源不断地提供资金支持。不过,股市形成财富效应的前提条件是,股市必须是健康向上的。只有在股市不断地健康向上的背景下,投资者才能赚钱,才会吸引市场上的闲散资金持续不断的入市。但反观目前,中国股市极其惨淡,阴跌不止,上证指数接连两天创13个月以来的收盘新低,财富效应几近丧失,投资者信心严重不足,稍有风吹草动资金

就会从股市大量流出,从而形成了股市与民间借贷市场一头冷一头热的情况。究其原因有二:一是受外国不断恶化的经济形势的影响。当前,欧债危机愈演愈烈,美国失业率居高不下,经济复苏前景渺茫,这些负面事件的频发,无疑将拉低全球经济增长速度,并对欧美乃至全球股市形成严重打击;二是受股市扩容的影响。在市场如此低迷的情况下,股市融资、再融资方案仍批量登台,仅上周就有8只新股密集发行。此外,9月2日有7家公司宣布再融资计划。民生银行获准公开发行A股可转换公司债券及增发H股,预计金额高达290亿元,其中A股募集资金不超200亿元。另外,6家公司的再融合计涉及金额63亿元。这样的内外部环境,不利于股市稳定健康发展。所以,要想尽快将民间资金之“水”引入股市之“渠”,这种格局必须尽快改变。

## 积极促进股市健康上行

首先,尽快恢复股市的投资功能。一个健康的市场,应该是融资与投资功能兼备的市场。为此,管理层应采取切实措施,从根本改革当前股市的投资收益低下的局面。具体而言,要遵循“公开、公平、公正”原则和“法制、监管、自律、规范”的方针,积极推进股市的稳定发展,坚持依法治市,让股市运行与国家经济发展保持基本一致,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益,提高其投资回报。

其次,调控政策上应确保经济健康稳定发展。今年接下来的时间,各地应继续严格执行“国八条”提出的一系列政策,进一步巩固房地产调控成效,缓解房价上涨预期。同时,大力推进保障房建设,保质保量完成1000万套保障房建设任务。同时,在全国保障性住房建设大提速的背景下,应在全国范围内推广“轮候制”。财政政策更应倾向于对保障房、区域经济增长、“三农”发展与新农村建设以及中小企业等方面的财税支持,使得投资增长保持平稳,经济结构更趋合理,促进经济持续稳定发展,为股市健康稳定上行营造适宜的经济环境。

## 股市是引流资金最佳市场

股市最基础的作用就是通过其财富效应,既为拥有闲散资金的机构与个人投资者提供直接投资的机会,也为企业提供直接融资的市场。换言之,股市的财富效应,激发了广大投资者纷纷加入到股票投资的行列,从而使股市形成规模庞大的资金源。规模庞大的资金源以及由此产生的融资功能,为我国经济发展源源不断地提供资金支持。不过,股市形成财富效应的前提条件是,股市必须是健康向上的。只有在股市不断地健康向上的背景下,投资者才能赚钱,才会吸引市场上的闲散资金持续不断的入市。但反观目前,中国股市极其惨淡,阴跌不止,上证指数接连两天创13个月以来的收盘新低,财富效应几近丧失,投资者信心严重不足,稍有风吹草动资金

## 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发邮件至ppl18@126.com。

## 一周财经 札记