

金融风险是当前宏观经济最大风险

周子勋

近日召开的银监会2013年度工作会议强调,守住不发生系统性和区域性风险底线是首要任务,严防信用违约风险、严控表外业务关联风险、严管外部风险传染。而在此之前,央行工作会也把“防范金融风险”提到了2013年宏观政策的突出位置。这与中央经济工作会议强调“要高度重视财政金融领域存在的风险隐患,坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”一脉相承,足见党中央新一届领导集体对防范和化解当前金融领域存在的潜在风险高度重视。

今明两年金融风险将集中暴露

目前,我国金融资产规模已经有了很大发展。2012年末,广义货币(M₂)余额97.42万亿元,同比增长13.8%;2012年12月社会融资规模达1.63万亿元,全年社会融资规模为15.76万亿元,比上年多2.93万亿元,增长16.7%,其中,全年人民币贷款增加8.2万亿元,同比多增7320亿元。

不过,风险也蕴含其中。央行金融消费者权益保护局局长焦瑾璞在第十七届(2013)中国资本市场论坛上指出,今明两年金融风险将集中暴露。当前,一

些金融风险隐患有所抬头,例如在地方政府换届之时,部分地区融资平台蠢蠢欲动;同时,银行的不良贷款可能有所上升。这些风险可能随着经济发展的变动而表现出来。金融风险暴露的时间节点,主要是在今年和明年。这是由银行长期贷款的还款时点来推测的。2009年银行系统长期贷款占70%,2010年占60%多,这些贷款的集中还款期是3-5年,也就是说明年两年将是银行风险暴露的重要节点。随着债务集中到期,一些机构可能出现资金链问题,从而可能引发广泛风险。

地方债务和不良贷款不容小视

当下,地方债务问题逐渐长期化,成为左右中国经济运行的最大不确定因素,并牵制着决策层对宏观经济走向的判断及政策的取舍。那么,中国地方政府性债务总数到底是多少?目前官方还没有披露准确数据,但根据国内某大型评级机构初步测算,2011年地方政府性债务同比减少下降3%,而2012年同比大幅反弹,增速约为20%,粗略测算,2012年底地方政府性债务规模可能在12万亿元左右。此外,根据渣打银行大中华区经济研究主管、高级经济学家王志浩的统计,2012年中国企业与政府的资

产负债表杠杆达到国内生产总值(GDP)的206%,创历史最高水平。如此高的杠杆率给中国金融系统带来了极端的脆弱和明显的衰退。庞大数据蕴藏巨大风险令人担忧,这或许也是财政部为什么在2012年的最后一天联合四部门发文《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》,再次强调对地方政府融资行为进行规范的真实意图。

近期不良贷款暴露呈现加速扩散的势头。根据银监会发布《银行业主要监管指标情况表》显示,截至2012年三季度末,商业银行不良贷款余额4788亿元,已经连续4个季度反弹,不良贷款率为0.95%,较前两季度上升0.01个百分点。其中股份制银行2011年四季度至2012年三季度不良贷款率分别为0.6%、0.63%、0.65%、0.7%。

对“影子银行”不可掉以轻心

事实上,在笔者看来,除了以上所列地方融资平台和银行不良贷款,还有“影子银行”风险不得不引起重视。新任中央委员、中国银行董事长肖钢在十八大召开前夕的两个月里,两度警示中国的“影子银行”风险:最大的风险是中国式的“影子银行”体系,这个风险既和中国银行业的风险密切相关,也与现代资本市场的风险相连。在中国,“影子银行”主要集中于三种形式的融资:第一类是银行表外业务,如理财产品;第二类是非银行类金融机构,如信托公司、小贷公司等;第三类则是民间金融。根据中金公司的估算,理财产品方面,预计2012年末理财产品余额将达到7万

亿元,同比增长53%。部分理财产品资产池涉及委托贷款、信贷资产转让等,从而规避了监管层对信贷规模、拨备等的管控。信托资产方面,银监会非银部数据显示,截至2012年11月底,全行业管理信托资产已经扩张至6.98万亿元。民间金融方面,2011年爆发的温州民间借贷链条断裂,凸显出民间借贷快速发展中的一些风险。受此前风险暴露影响,预计2012年规模将有所萎缩,余额将降至3万亿元左右。即使对这三种“影子银行”简单加总,2012年末规模估计就达到约20万亿元。而中国目前GDP规模也只有约50万亿元。数量上判断,中国的“影子银行”已经十分庞大。

国际金融市场风险可能蔓延

此外,还要警惕全球金融市场四个风险向中国传递:一是美国量化宽松货币政策及债务上限等风险将影响美国经济复苏的能力;二是欧债危机存在蔓延的可能性,金融市场动荡还将持续;三是日本债务风险。在过去的10年里,日本政府一直在依靠发行债券来进行融资,其在10年间的发债规模高达约14.6万亿美元,这一债务占日本国内生产总值水平的230%,远远高出希腊的165%;四是新兴经济体经济增长面临出口下降和国际资本流向逆转的风险,这可能加剧全球金融市场的波动。

寻找适合国情的PE估值方法——以产业过剩行业投资为例

孟宪威

经典估值理论的局限

运用恰当的估值理论和方法,是私募股权投资(PE)成功的重要前提之一。近几年来,PE机构在投资实践中一直面临如何选择估值方法困境。西方金融学中常用的估值方法有相对乘数法(市盈率法)、资产评估法、未来收益折现法、期权估值法等,但这些经典估值理论主要适合于西方经济环境,机械地运用到中国环境下,效果可能不理想,甚至会导致投资失败。

市盈率法有直观、操作简便等优点,有利于提高投资判断和决策的效率,但近年来私募机构为了获得投资机会,经常一味地提高估值倍数,投资风险越来越大。未来收益折现法(DCF)是欧美私募估值实践中最为主流的方法,它虽然能够提高估值的精确度和客观性,但是估值过程复杂,会导致决策速度下降。DCF方法要考虑两个核心变量,一个是评估目标公司每一期的现金流量,另一个是选择最合适的贴现率。在中国环境下该方法难以大面积推广。

西方经典估值理论产生于成熟经济体,产业结构稳定发展和自发演进是其产生的土壤,也是其适用的前提。它更重视企业的未来价值,欧美私募机构给无形资产和未来价值高的企业的估值经常被中国私募机构所惊讶。中国经济的主要特征是转型和产业升级。在不断模仿、追赶和超越西方国家的进程中,我国经济结构迅速调整,并出现了一个产业接着一个产业的过剩投资现象,接下来又会构成通货紧缩、经济趋冷的压力。而了解决经济困难,货币政策、财政政策以及产业政策就会共同出动,通过新产业的通货膨胀来消化化解旧产业的通货紧缩压力。此种发展模式,导致中国的经济周期与发达国家内生的经济周期不同,我国产业调整的周期间隔更短,大致5-8年一个周期。

中国产业变化的这种特点,使得大部分行业还远未形成寡头垄断结构,在医药行业有上千家的企业在竞争,在一些服务行业甚至有上万家同质化的企业在竞争,在太阳能热水器行业企业竞争之激烈,致使太阳能企业董事长黄鸣“自倒苦水、现身说法”。有的企业在行业上升时一路腾达,几年过热后又可能面临破产的境地,例如在新能源光伏行业,江西赛维、无锡尚德前几年还是光环在身,今日已面临破产境地,寻求政府解救。

在这种经济环境中,很难预测一个目标企业未来现金流量,因此,对中国PE来说,估值要考虑的因素不同,首要的任务是看政策,第二是看产业变迁背后的工业化、城市化、民营化、资本化、人口老龄化、行业的集中和升级。在具体的估值中,产品生命周期角度、行业周期特征、产能过剩、产业链整合等因素都必须视作估值的重要变量。

在建材行业整体过剩的环境下,对建材行业过剩产能淘汰政策的研读,认为该行业的产品为过剩产能中应该继续发展的企业。在行业既有产业模仿、追赶、超越的一个过程,因此对什么是新的、有前景的产业和企业很容易形成社会共识,一旦形成投资的社会共识,产业发展就很容易产生“涌潮现象”,进而大量产业出现投资过热和产能过剩。

产能过剩行业PE投资

在此以产能过剩行业投资估值为例。由于我国的国家发展实际上是对发达国家既有产业模仿、追赶、超越的一个过程,因此对什么是新的、有前景的产业和企业很容易形成社会共识,一旦形成投资的社会共识,产业发展就很容易产生“涌潮现象”,进而大量产业出现投资过热和产能过剩。

产能过剩是一个总量概

念。产能是现有生产能力、在建生产能力和拟建生产能力的总和,生产能力的总和大于消费能力的总和,即可称之为产能过剩。同时,产能过剩又是一个相对的概念。产能是否过剩,不能只看生产能力和可能的总供给量,更重要的是看有多少需求。但需求是个变量,不容易准确测定。因此,认定产能过剩,需要在纵向对比产量增长过快、过猛的同时,还应同时指出在什么范围内、在多长的时间区间、相对于多大的有效需求而言。另外,产能过剩还是一个结构性概念。同样的产能,质量不同、档次不同,对经济增长的影响以及对环境的污染程度迥异。因此,要对行业产能进行结构细分,确定生产能力超额供给的领域和范围。

PE投资过剩产能行业必须注意如下因素。首先,我们应该准确地界定过剩产能。由于过剩产能既是总量概念,又是结构性概念,因此要把市场需求增长的因素考虑进来,从动态和长期的角度来考察产能过剩,同时也要把过剩产能的产业内部结构进行细分,把统计的口径细化,防止出现“一刀切”的情况。实际上许多“过剩”的传统产业在国民经济中仍然占有重要地位。同时,在未来很长的一段时间里,许多传统产业将始终是中国在全球市场中十分具有竞争力的产业。一些低技术水平,但并非高污染、高耗能的劳动密集型产业国家会支持其长期存在,并为其发展创造良好外部环境。低档产品是市场定位问题,并不一定是落后产能,因此并不一定需要淘汰。因而PE机构应细分研究落后产能,并寻找其中可能存在的投资机会。

其次,私募机构要充分重视政府对落后过剩产能政策态度和风向。发达国家淘汰过剩产能主要靠市场,市场价格信号能够带来自动的“优胜劣汰”机制。但在我国一波又一波产业发展的“涌潮现象”中,其间隔期实际上很短,政府不但在形成一波新的产业投资共识上可以起到信息引导和政策支持的作用,而且在一波产业投资过剩进而退潮的时候,政府也扮演了推动产业强制退出的角色。因而对国家支持和反对的“落后产能”要认真研究,中央政策要成为估值考虑因素之一。

以S私募机构投资某建材企业为例。建材是过剩产能淘汰的范围之一,很多私募机构只要一听说这一行业就再也没有兴趣继续跟踪下去了。位于中部某省的某建材公司,主要从事浮法玻璃、玻璃深加工制品及新型建材产品的科研、生产与销售。该公司技术力量雄厚,研发能力强,公司技术中心被省科学技术厅认定为省级玻璃工业工程技术研究中心。公司始终坚持走质量效益型道路,有良好产品质量和品牌形象,有多项专利。公司产品具有差异性,其建材性能比同类产品,估值要考虑的因素要好,在行业整体产能过剩的情况下,公司产品仍为下游建设工程公司所青睐。“一厂多线”、“一线多品”、差异化经营模式、成熟稳定的技术和产品实物质量,使公司的市场竞争力和抗风险能力逐步增长,并在市场竞争中发展壮大。

在建材行业整体过剩的环境下,S私募机构基于对建材行业的细致分析,以及对国家对建材行业过剩产能淘汰政策的研读,认为该行业的产品为过剩产能中应该继续发展的企业。在行业既有产业模仿、追赶、超越的一个过程,因此对什么是新的、有前景的产业和企业很容易形成社会共识,一旦形成投资的社会共识,产业发展就很容易产生“涌潮现象”,进而大量产业出现投资过热和产能过剩。

产能过剩是一个总量概

美国股市与马丁·路德·金精神

孙勇

1月21日是美国“马丁·路德·金纪念日”,美国股市为此休市一天。习惯了通过观察隔夜美股来研判次日A股走向的中国投资者,也许会因此感到有些失落。不过,笔者对此却别有一番感慨。

马丁·路德·金是美国黑人民权运动领袖。1963年8月28日,马丁·路德·金在林肯纪念馆前发表著名演讲《我有一个梦想》。在他和多位民权运动领袖的推动下,美国国会1964年通过《民权法案》,宣布种族隔离和歧视政策为非法政策;也是在这一年,马丁·路德·金获得诺贝尔和平奖。1968年4月,马丁·路德·金前往孟菲斯市领导工人罢工工遇刺身亡,年仅39岁。

1986年1月,美国总统里根签署法令,规定每年1月的第三个星期一为“马丁·路德·金纪念日”,并将这一天定为联邦法定假日。此后,每逢“马丁·路德·金纪念日”,美国股市休市一天。

从通常角度看,纪念历史人物和交易股票是两件互不相干的事情,两者完全可以并行不悖。可是,这种看法在“马丁·路德·金纪念日”这一天失灵了(同样的情形也发生在华盛顿纪念日)。这说明美国人把“马丁·路德·金纪念日”看得很重要,为了纪念这位伟大的民权运动领袖,哪怕是牺牲一天的股市交易效率与收成也在所不惜。考虑到美国是全球股票交易中心,这种经济牺牲所寄寓的纪念意义不可谓不深长。

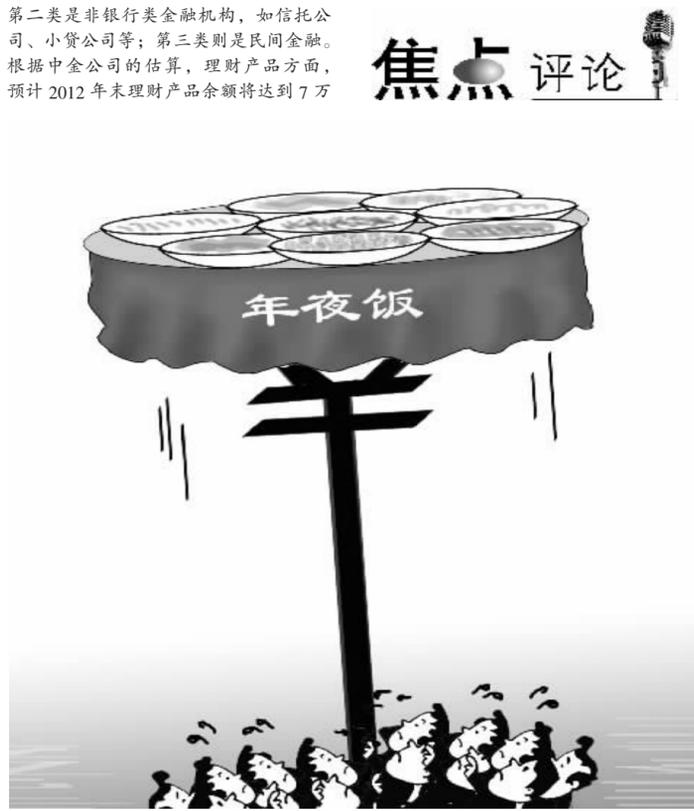
马丁·路德·金的一生,是追求“正义”、“平等”、“自由”、“博爱”的一

生。这四者,也是美国精神的重要内核。美国在历史上崛起,有赖于这内核发挥精神支点的作用;美国要想继续领跑世界,还须从这内核中不断汲取勇往直前的精神力量。美国政府以法定全国性节日的方式纪念马丁·路德·金,意当在此。

美国股市是表征美国世界金融中心地位的重要载体,它的高效率、公正性与透明度领先世界。在我看来,美国股市中也闪耀着自由、平等、正义等精神的光芒。如果说,从美国股市从无到有、从杂乱到规范、从幼稚到成熟的发展历程中,可以悟察到马丁·路德·金奋斗的影子,这个结论应该不算牵强附会。正是在这个意义上,马丁·路德·金与美国股市产生了精神上的联系,因而,后者以休市的方式纪念前者,在逻辑上也是顺理成章的。

“股神”巴菲特曾多次表示,他能够通过投资获得巨大财富,首先要感谢上帝让他诞生在美国这片土地上。在巴菲特看来,正是美利坚这片渗透自由、充满机遇、包容梦想的沃土,成就了他的财富人生。这话虽然带有感情色彩,却也不假。我想,巴菲特既然感恩生于斯长于斯的土地,也应该会感恩耕耘、浇灌这片土地的美国先贤们,如果他手头有感恩名单的话,马丁·路德·金想必是其中不可或缺的一位。

挣钱挣累了,熙来攘往的心灵需要休憩一下,以求反躬自省。美国股市为纪念马丁·路德·金而休市一天,也是在提醒这个物欲横流的世界:财富,并不是人生的唯一目标,除了努力挣钱之外,人生还须有信仰。而这一点,或许是美股休市纪念马丁·路德·金所隐含的另一层寓意吧。



怎样吃好年夜饭?如今流行下餐馆。价格飙升很揪心,席位预定更犯难。商家措油玩猫腻,顾客挨宰盼维权。合家欢聚不容易,年夜饭变年夜饭。

■ 舆情时评 | First Response |

为什么加息也可以推动GDP

罗克亮

当我们已经习惯用消费、投资、政府购买、净出口加总来衡量国内生产总值(GDP)的时候,如果有人切实把工资、利息和租金等加总也能算出让人头疼的GDP,请你一定不要感到奇怪。同样,当我们已经习惯只有降息才可以刺激消费和投资,拉动GDP增长之时,如果有人其实加息可以增加资本的利息收入,同样能推动GDP增长,你也一定不要认为这是天方夜谭。

经济学家茅于軾昨天就把这个问题作为脑筋急转弯,抛向了他的微博粉丝。他说,GDP由工资、利息、租金构成。现在一年期的存款利率约为3%。全国储蓄存款为40万亿元。每提高一个百分点为4000亿元,为GDP的0.8%。如果提高2%,就能把增长率顶到9%以上。不出所料,茅先生的很多粉丝都对这一论断感到非常困惑。而其中关键问题,自然是为什么工资、利息和租金加总就能够得到

GDP总量?

这并不是茅于軾先生的突发奇想,而是宏观经济学关于国民收入核算的基本方法之一。根据现代宏观经济学的定义,GDP的核算方法可以分为两类——支出法和收入法。所谓支出法,就是指将一年内购买各种最终产品的支出加总,以此来计算最终产品的总价值。这是我们所熟悉的统计方法:消费是居民的购买支出;投资是厂商的购买支出;政府购买是政府的购买支出;净出口则是国外居民的购买支出。

而收入法,则是统计一年内所有生产最终产品要素得到的收入,以此来衡量最终产品的总价值。在这一统计框架内,工资是劳动力的收入,利息是资本的收入,租金是土地的收入。为什么这些生产要素能够形成收入?正是因为它们之间通过组合,生产了最终被社会消费掉的最终产品。

所以,国民经济核算体系内的一个基本等式,就是最终产品的销售收入,必须

等于其支付给各项生产要素的成本。也就是说,从最终产品卖给谁的角度去统计,就是支出法统计的GDP;而从生产最终产品要素采购哪些生产要素的角度去统计,就是收入法统计的GDP。

这是不是很巧妙?如果按收入法,央行选择加息,意味着资本的平均利润率会上升,资本的投资意愿将上升,进而更多的资本会涌入生产领域,进而生产更多的最终产品。也就是说,加息最终能够推高GDP的总量,这是完全合理的货币政策传导路径。

那为什么我们所熟悉的货币政策操作,都是降息才能够刺激投资和消费?那是因为住户和厂商用的不是自己的钱,他们是借入资金购买产品。为什么要刺激大家去借钱消费?因为社会上的最终产品太多了,只有降低购买成本,才有足够的购买力去消化,也才能达成整个经济运行的平衡。也就是说,一旦出现央行降息行为,从支出法的核算角度可以基本判断,经济的运行是供过于求的。

实际上,从国民收入核算方法这两个截然不同的角度,我们也能看到两种完全不同的经济发展理念。支出法核算体系,强调的是生产规模的扩大,在这个体系内如果出现最终产品卖不出去,意味着消费、投资、政府购买和净出口这四大购买力来源中,一定有一个出现了问题。现有经济学框架给出的办法,要么降息刺激消费和投资,要么增加政府赤字推动政府购买,要么本币贬值刺激出口。在过往数十年全球经济的实践中,这均是基本的经济发展模式。

但是,我们能不能换个视角,从收入法核算体系去看GDP所代表的实际含义呢?因为在收入法框架内,GDP增长意味着工资收入增加、资本收益上升和土地价值增加。除非这个世界上的资源供应是没有边界的,否则收入法所核算的GDP一定意味着我们的生活水平能够得到提高。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)