

中国经济二季度重启复苏

汪涛

我们预计经济将从二季度起重启复苏态势。

尽管一季度国内生产总值 (GDP) 增长较弱,我们仍维持 2013 年经济增长 8% 的预测。首先,随着政府限制公务消费措施的影响逐步企稳,未来几个月消费品零售额和消费增速都将逐渐反弹。其次,信贷的快速扩张,再加上地方政府对城镇化的推动,应从二季度起有助于推升固定资产投资增速,尤其是在基础设施投资领域。然后,随着需求企稳,进一步去库存的压力应当有所减轻。

信贷扩张势头可能很快见顶,但在目前政策基调下仍将保持较快增长。鉴于一季度经济增长弱于预期,政府可能会维持当前宽松的货币和信贷政策,允许社会融资规模在更长一段时间里仍较快增长。但是,像 3 月份这样强劲的信贷扩张势头是不可持续的,近期监管措施收紧应该会令信贷增长在未来有所放缓。不论如何,我们认为年初以来的信贷快速扩张应该仍能支撑经济在二、三季度继续复苏,预计全年新增社会融资规模在 17 万亿左右,足以支持实际 GDP 增长 8%。

风险及其他政策。除全球经济可能走弱的因素以外,我们全年 8% 的经济增长预测面临更多的下行风险,这主要由于我们预计政府不会进一步放松货币信贷政策,而是选择容忍较低的经济增速;同时,我们也预计政府将加快推动计划中的改革进程,包括淘汰过剩产能、放松公用事业和交通运输行业的价格管制以及降低民营企业进入服务业的门槛等。短期内,我们预计政府会在增加人民币汇率弹性和开放资本账户方面推出更多举措。

(作者系瑞银中国首席经济学家)

产业升级转型行至十字路口

日前,北京大学光华管理学院应用经济学系副教授陈玉宇做客财经谈到,当前中国经济改革已经进入深水区,产业升级转型在十字路口,要正确认识当前中国经济的弱复苏,下一个经济周期,中国经济的增长点将出现在新型制造业及现代服务业。

当前中国宏观经济形势走弱,陈玉宇认为,这不完全是需求不强劲带来,而是因为产业升级转型在十字路口。传统制造业没有前途,难以创造适应上升劳动力成本的就业岗位。新的投资机会不明朗,不确定性大,这种中期因素导致投资势头不强,再加上房地产控制、经济增速不振,短期无好办法扭转。人民币汇率总体依然呈升值势头,升值步伐会趋缓。不过,这依赖于中美两国的通胀水平和经济增速对比。

而对于二级市场普遍看好的增长型行业,陈玉宇指出,中国的制造业企业面临普遍的转型。这个转换期,中国面临的挑战很大。政府面对这个情况,可以做的也不多。以前的发展阶段,政府和企业都比较容易看清楚该如何做、如何投资,比如政府大力投资基础设施没错,政府扶植制造业没错。但是,在探索依赖技术和劳动生产率的发展阶段,无论政府还是企业,在选取未来的投资方向上,都面临巨大不确定性,不知道该怎么办。我们需要更好的市场制度建设,依赖市场力量,万千企业市场上博弈,开辟未来。

陈玉宇认为,第一季度 GDP 若从环比看,折合年增长率只有 6.5%。政策决策会有一些的压力,进而采取一些措施提振经济。新的提振措施会结合传统手段和新的探索。传统手段中重要的基础设施投资是题中应有之义。其次,货币政策会比两会期间周小川宣布的有所宽松。两会期间,周小川宣布全年 M₂ 增长 13%。而改革红利的释放是缓慢的,现在看起来不乐观。应该在城市化建设中,要给予地方政府更大经济决策的权力,尤其是城市治理的权力。在分配制度上,以前悲观,但现在认为只要方法得当,5 到 10 年扭转是可以的。

对于中国的未来经济,陈玉宇表示,长期力量决定中国会在一个适度的增长状况挣扎数年。原因在于制造业饱和、制造业面临持续上升的劳动力成本,寻找代表未来的制造业投资机会非常不易,也依赖于各力量的相互作用。出于短期的目标考虑,政府发现经济增长势头太弱,会有所提振,将集中在基础设施和创新企业。相信力度不会很大。当下已不再是 2009 年那样短期需求突然降低,而是产业结构被迫转型,新的投资机会不确定性太大导致。下一个经济周期,中国经济的增长点将出现在依赖于技术和生产率提高的新型制造业及伴随城市化和人口集聚形成的现代服务业。

全球资产管制新时代

从中国的国五条出台,到塞浦路斯存款税调控,再到日本政府的货币大宽松政策,这是一种由政府主导的全新资本管制思路。从理论、特征和运用方式上,它已经突破了狭义的资本管制的局限,将全球货币政策引向资产管制的全新时代。

薛鹤翔

现有的宏观经济学模型或研究模式认为私人部门是经济的主角,政府是配角,这种定位与现实存有巨大差异。近年观察发现,政府才是经济的主角,它既是市场的监督者又是极为重要的参与者,而私人部门只是极为普通的参与者。

资本主义体系自一次次经济和金融危机以来,以反危机的名义,政府的力量在不断加强,政府对经济金融世界的介入和渗透在不断加强,对资产价格的影响不断强化。制度经济学派非常强调政府和市场的边界,在资产的世界,也存在政府和市场 (私人部门) 主导的边界,即在有些市场,政府为实现其政策目标,可以在该市场居于主导。

例如,美联储的利率政策,联储为实现其对联邦基金利率的调控,在联邦基金市场居于绝对的主导地位。而在绝大部分市场,私人部门拥有绝大多数的资产份额,政府可以希冀于政策能够对私人部门的投资或持有行为施加影响,从而产生变化,但不会替代私人部门去实现这种变化。

但是,随着资本主义体系不稳定性的加剧,无论是货币政策还是财政政策,其边界都在扩张。这就进化到“资产管制时代”。

从资本管制到资产管制

所谓资本管制,狭义的,是指政府限制资本在一国的流进流出,是货币政策工具的一种;广义的,是指政府对货币政策工具实施市场的资金掌控,属于传统的货币政策范畴。**所谓资产管制,是笔者的一个创新,资本与资产是两个定义,既有区别又有联系。**资产是指更广义的金融资源,既包括政府创造的货币、国债,更包括私人部门创造的股票、公司债、房地产以及众多的金融衍生品等等。**资产管制,是指政府介入私**

人部门主导的金融市场,影响和控制金融资产价格和流动性。

资本管制与资产管制在管制市场范围、管制形式、后果三方面存在差异。资本管制的市场范围较小,仅有工具市场;而资产管制包括底层的广义的金融资产,范围极大。从管制形式上来看,资本管制主要使用行政命令,以小市场撬动传导机制;而资产管制则采取直接购买的形式深度介入市场,使其占比上升。由二者造成的后果也不尽相同,资本管制政策退出风险小,对私人部门资产定价间接影响,财富福利影响较小。而资产管制恰恰相反,政策退出风险大,对私人部门资产定价直接影响,财富福利影响巨大。

资本管制时代,政府的资产管制是基于其传统的宏观调控理念。我认为资本管制分为两类:一类是国际资本流动限制;另一类是利率市场工具控制。最经典的资本管制发生在一国对国际资本流动的控制上,笔者称之为国际资本管制。国际资本管制限制资本从一个国家或地区转移到另外一个国家或地区,从而影响到一国的国际收支。

国际资本管制与一国汇率政策高度相关。美国几乎没有国际资本管制,因此美元可以自由波动,即便是美联储也是要以市场化的手段来调节美元汇率。中国通过人民币兑美元中间价的方式来调节人民币兑美元市场汇率,而在资本项目上是严格管制的,虽然国际资本也可以通过贸易项目部分进出。国际资本管制将国内资金和国外资金分开,其造成的影响是显著的。其一是改变了均衡汇率;其二是改变内外资金价格差。国际资本管制作为一种行政化的手段,在当期以较小的经济成本影响了本币汇率,并且将一国货币分隔成境内外两部分,由于两个市场之间的通道很小 (被国际资本管制所积压),因此一国货币在境内外并不等价,套利机制被显著限制。人民币国际化的推进使得人民币在体外循环,

但人民币的资本项目不可兑换,人民币在境内外的定价存在差异,遵循本土市场的供需规律。

利率市场控制,即一国货币当局在利率工具市场通过吞吐极短期的利率工具,如储备来调节极短期利率,从而通过利率传导机制来调节整个宏观经济领域的资产价格。

虽然美联储在执行量化宽松之前后都会进行公开市场操作,但是其目标、规模、货币政策传导机制完全不同。

在传统时期,美联储公开市场操作的目标主要是通过债券市场买卖国债影响商业银行的超额准备金,从而影响储备利率。一般规模较小,因为联邦基金市场规模较小,联储不是国债市场的主要参与者。其政策传导机制是通过公开市场操作影响短期利率,从而传导至各市场。而量化宽松时期,美联储公开市场操作目标在于直接购买国债,其规模大、定期操作,使美联储成为美国国债的主要持有方之一。这时传统传导机制失效,美联储通过直接干预国债价格,并影响信用利差。

资产管制几种形式

近期的中国国五条、塞浦路斯存款税、日本大宽松等大事件是资产管制形式的具体体现。

中国国五条。中国房地产的国五条是一次非常重大的资产管制试验。国五条中最重要的调控政策是对二手房交易征收 20% 的个人所得税,配合其他的限购或限售政策,开创了一种新的资产管制模式。

在中国的商品房市场与其他资产市场上,市场参与者可以从存款、股票、债券、理财产品和信托等金融资产中提取资金,购买商品房;也可以通过出售商品房,将其转化为存款、股票、债券、理财产品和信托等金融资产。

而对房地产调控政策,可以归纳为限卖和限买两类。限买即限购,本质上是通过提高首付比例、提高贷款利率等方式,或是直接禁止购买等行为来限制购买房屋,其实是一种准货币政策。限卖即限售,是通过提高交易成

本的方式来限制出售,如 20% 的差额个人所得税率的执行,其实是一种准财政政策。国五条通过进一步限买和限卖将中国的商品房市场与其他资产市场相分割,从而影响到房价和成交量,特别是对房价产生重大影响。在不远的将来,开征房产税是大势所趋,中国房地产市场的资产管制将提升到一个新的阶段。

塞浦路斯存款税。塞浦路斯征收存款税说明,如果政府之前对某个资产过于放任,那么当危机出现时,政府就会矫枉过正,对这个资产严加约束。塞浦路斯之前凭借低税率 (10% 的低所得税率、免征资本) 吸引了大量资金,成为游资天堂,主要是俄罗斯和英国的资金,使得在高峰期塞浦路斯的银行业规模相当于国内生产总值 (GDP) 的 800%。

塞浦路斯征收存款税的行为,是一种严厉程度超过中国房地产国五条的资产管制模式。中国房地产国五条所管制的房地产资产属于主要储蓄形式并带有投机性,其管制程度虽较严格,但也具有一定规避空间。虽然会造成财富从居民转向政府,但若房产升值居民仍可受益,资产未被冻结,目标旨在调节房价、调节房屋所有结构。而塞浦路斯存款税所管制的资产是安全储蓄,没有投机性,其管制程度极为严格,可以说是一网打尽,不仅会造成财富由居民转向政府,而且使居民安全资产遭冻结,目的是让财富转至政府,救助银行,迎合“三驾马车”救助要求。

日本政府大宽松。资产管制是政府对金融控制“登峰造极”的体现,日本政府近期疯狂的量化宽松,推动日元贬值以推升通胀实现经济复苏。2012 年至今,日本央行所持有的日本国债规模已经增长了 50%。相应日本十年期国债收益率持续下跌,日元不断贬值。安倍在 1 月上台后推动政策,黑田东彦上位后进一步加码了宽松政策。超大规模量化宽松剧烈地改变了两个变量,一是通胀预期,二是日本的资产持有结构。目前来看,短期内,量化宽松引发的通胀预期和日元对外贬值预期对大类资产价格产生重大影响。

在中长期,超大规模量化宽松能否促进日本经济复苏存在重大不确定性,但是将显著影响资产在日本居民中的分布。随着日本长期国债收益率的急剧降低,长期国债的吸引力大幅下降,日本央行在总的国债规模中的份额将大幅上升。日本私人部门的财富将发生大的转移,本国资产的上升、日元贬值的幅度决定了资产转换成美元等外国资产的可行性。自

2012 年 9 月至今,日本股市上涨 50%,而日元贬值 30%,总体而言,若将日本股票出售,并将日元转换成美元,将增长 5%。

大类资产价格将唯政府行动马首是瞻

资产管制年代,大类资产价格将更唯政府行动马首是瞻,市场将更加异象繁生。在前资产管制时代所惯用的资产定价分析,逐渐变得不那么有效,经济周期变得不那么明显和典型,取而代之的是对政府行为和意志的参透和分析。

笔者将资产管制的类型分为三类:第一,直接购买资产,放弃传导机制,直接干预资产市场,其结果是政府在市场中的份额增长。主要代表有美联储 QE、英格兰银行 QE、日本央行 QE 等;第二,资产市场切割。表现为超高交易税率和降低杠杆以限买限购金融资产,中国房地产国五条是典型代表;第三类是资产强制征税。金融资产被终止交易、失去流动性,近期塞浦路斯将居民银行存款冻结、转为银行股权是第三类资产管制的典型代表。

这些资产管制的类型,会对资产价格造成显著影响。第一类直接购买资产会干扰价格机制,使得资产价格不能反映私人部门真实状况,经济周期难以区分,例如美国十年期国债收益率已经不能完全反映出美国经济状况是复苏还是萧条;第二类资产市场切割会造成资产的需求方和供给方的结构性扭曲,例如中国二手房市场的部分供给和需求遭到结构性扭曲;第三类资产强制征税会使金融资产停止交易,定价完全由政府行政决定,其典型案例是塞浦路斯的欧元计价资产暴跌。

在一个充满资产管制的年代,金融资产价格由政府来决定,私人部门必须根据政府的行动来决定其资产配置。政府 (央行) 直接购买且持续购买的资产,其资产价格必然会获得支撑,如美国的十年期国债,而政府去推动下跌的资产,其资产价格必然会跌入悬崖,如日元。在中国,政府的资产管制正愈来愈全面和立体化。资产价格的定价一直是动态过程,资产管制介入这一进程,政府成为一个可以更容易直接购买资产、分配资产、切割市场的机构。对私人部门而言,政府的资产管制使得预期收益和预期资金成本主要是政府决定,并且预期在剧烈变化。

(作者系国泰君安宏观研究员)

4种标尺证明金价无泡沫



张常春/制图

薛鹤翔

以美国 CPI 衡量：2006年后金价泡沫

黄金,作为众人心目中的“硬通货”,历来是投资者对抗通胀的利器。伴随着全球性的通货膨胀,物价上涨是一种长期的必然趋势,金价自然也随之上升。在分析金价的时候,需要剔除通胀因素再来考察真实金价。

我们以美国物价指数 (CPI) 折算的真实金价,1900 年是 550 美

元/盎司,1929 年是 250 美元/盎司,2006 年是 650 美元/盎司,2012 年是 1350 美元/盎司,在 2006 年之后,以 CPI 折算的金价仍大幅上涨,其增速超过 CPI 增速,可见 2006 年后金价出现泡沫。值得注意的是,在上一轮金价熊市的开端,1983 年,以 CPI 折算的金价经过高速增长后开始下跌。

以美国名义GDP衡量：金价无泡沫

以美国 CPI 衡量金价,具有合

理性,但是没有考虑到量的因素,仅考虑到价的因素。而忽略量的因素是致命的,必须考虑到量和价的因素。

进入 20 世纪以来,人类的经济规模大幅增长,但黄金的增量非常有限。美国作为黄金的最大储备国,又是全球最大的经济体,美国经济的发展与黄金价格有着千丝万缕的关系。而金价作为不可取代的硬通货,势必会伴随着经济的增长而升值,所以我们可以在美国名义 GDP 与金价的对比中判断金价的增幅是否合理。

1929 年至今美国名义 GDP 增长 150 倍,其中实际 GDP 增长 14 倍,金价增长 70 倍,考虑到全球央行和财政部黄金储备增长 2 倍,黄金总价值约增长 140 倍,其增速低于美国名义 GDP 增速,所以从资产总量角度而言,金价无泡沫。

以美国政府债务衡量：金价无泡沫

货币或者说资产的本质是信仰。黄金在无政府之前就是信仰的象征,而在政府出现之后,纸币背后的政府成为信仰的象征。纸币发行的基础是政府债务,政府债务的膨胀注定黄金的价值。

黄金作为硬通货究其本质是具有不可比拟的信用价值,而美国债务的上升增加经济的不确定性,使黄金避险属性得以发挥,在 1996 年至 2007 年美国六次触及债务上限,而在其中的三次债务上限辩论中,黄金上涨了 10%。债务上限的担忧情绪往往助推黄金价格走高,美国债务的不断攀升也从一定程度上构成了黄金价格的支撑。

1940 年至今美国政府债务增长 315 倍,而黄金总值增长倍数远低于美国政府债务增长,从美国政府债务规模看,金价无泡沫。

以低利率衡量：金价无泡沫

美联储利率决议不仅攸关全球宏观经济走向,而且直接影响美元走势,进而对“货币之王”黄金产生深刻影响。

2007 年下半年到 2008 年底,当金融危机爆发后,美联储先后十次降息,联邦基金利率降低至零,同时美联储大量购买美国长期国债,由此美国进入了量化宽松 (QE) 时代。

美联储希望通过 QE 的举措来刺激本国经济增长,拉动本国经济逐步走出衰退的阴霾。名义 GDP 增速大于国债收益率是一国债务可持续的必要条件。1954—2012 年,10 年期国债收益率略低于美国名义 GDP 增速,1990—2012 年,美国债务可持续性下降,2008—2012 年,债务不可持续,2010—2012 年,QE 压低国债利率,美国债务重回可持续轨道。

2008 年至今美国政府债务率从 60% 升至 100%,QE 确保低利率。1954 年至今 10 年国债收益率 62%,名义 GDP 增 66%,2010—2012 年国债收益率和名义 GDP 增速平均分别是 2.6%、4%。

从 2009 年到现在美联储一直维持 0—0.25% 的超低利率,实际利率已经为负值,而以美元计价的黄金价格自然不断上涨。所以从利率角度而言,金价无泡沫。

(作者系国泰君安宏观研究员)