

中金彭文生:2014年利率下降可能性不大

编者按:利率不断攀升是今年下半年一个显著的经济现象,这是否意味着市场总体流动性趋紧?利率上行是短期现象,还是中长期趋势?进一步的金融体制改革又将如何影响利率水平?带着这些问题,证券时报记者近日专访了中金公司首席经济学家彭文生。

证券时报记者 游芸芸

今年下半年不断攀升的利率现象在短期内及中长期改变的可能性不大。”中金公司首席经济学家彭文生向证券时报记者表示,这在短期内有利于消费而不利于投资,在中长期则伴随着产业升级和资本回报率上升。

货币政策从紧主导利率上升

彭文生认为,近期银行间市场利率的上升,并非源于目前市场上流行的观点——由于下半年以来银行资产的结构调整,银行为了追求更高的收益率,资产配置从债券转向表内的非标资产,导致债券利率上升。

如果说市场利率上升主要是由于银行资产配置从债券向非标资产转换导致的,那么债券利率上升的同时非标资产利率应该会下降,但事实并非如此。

11月以来,银行表内非标业务的利率平均幅约为0.2-0.3个百分点,与回购利率以及10年期国债收益率增幅相当,呈现出与银行间市场利率同步上升走势。

彭文生认为,利率上升的原因更多在于货币政策从稳增长向防风险和调结构的转变,边际上的流动性紧缩使得短端利率上行,进而推升整个利率体系。

那么,在通胀仍然温和的宏观环境下,央行为何要收紧货币政策?彭文生称,市场往往从稳增长和控通胀之间平衡的角度来理解货币政策的走势,如今投资者应该关注到金融风险,尤其是影子银行、房地产和地方融资平台相互联系的信用扩张所带来的风险。

货币政策的另一新动向是更多使用银行间利率这一价格工具。近几年,国内融资结构发生了很大的变化,非银行信贷融资大幅扩张,市场利率在货币政策传导机制中的作用显著提高。尤其是影子银行资金来源严重依赖同业市场,存在高度的期限错配,对银行间市场短期利率非常敏感。因此银行间市场利率成为央行调节同业业务的一个抓手。

利率将维持高位

未来几个月利率走势会如何?彭文生表示,预判短期货币政策,既要观察经济增长和通胀这两个传统的宏观变量,也要注意影子银行、地方融资平台和房地产泡沫的发展。在影子银行的扩张得到有效抑制之前,他认为利率将维持高位。

如果影子银行扩张放缓,社会融资总量显著下降,央行可能停止收紧,从而导致利率下行;另一种可能导致利率下降的情况是经济增速大幅放缓。但由于未来2-3个季度国内生产总值(GDP)同比增速将维持在7.5%以上,因此未来几个月利率因增长放缓而下降的可能性不大。”他说。

除了短周期的波动,近期的利率上升促使投资者关注中长期的利率走势。

彭文生认为,如果地方政府对利率不敏感的借贷行为得到有效约束,放松利率管制将缓解私人部门的资金压力,降低民间借贷市场的利率。但地方政府职能转换和国有企业改革若不到位,公共部门对利率不敏感的状态将继续。”他强调,只有对地方政府和国有企业的行为施加有效约束,利率市场化才能抑制公共部门的资金需求,将更多的资金引导至私人部门,民间借贷市场上的利率才可能下降。

此外,利率市场化将导致风险溢价重新定价。当前不完善的市场体系带来了扭曲的风险溢价,典型的例子是理财产品的刚性兑付导致风险溢价偏低,无风险收益率定价太高。对投资者而言,理财产品似乎没有风险,无风险利率高企,并在过去几年中从侧面压制了股票市场估值。而对地方政府等资金需求方和投资主体来说,这又意味着风险溢价过低。”彭文生说。

如果市场能够有效定价,一些财政能力可疑的地方政府就无法以8%-9%的价格获得长期资金。利率市场化不仅意味着无风险利率的管制放松,也意味着合理评估风险溢价。因此,有效的利率市场化将降低目前理财产品代表的无风险利率,同时可能导致目前存在较大风险的部门资金成本大幅上升。

未来一段时间利率方向是继续上行还是回归?彭文生认为:大方向可能是上升。”

他指出,判断利率变动的方向,本质上是判断储蓄和投资的相对变化。未来我国储蓄率下降的方向比较明确,带来均衡利率上行的压



力,而未来投资率的下降幅度可能不及储蓄率。资金需求的放缓程度不及资金供给的放缓,所以未来利率大方向可能是上升。

中长期将促进产业升级

利率上升如何影响中国经济?彭文生的观点是,短期来看,市场利率的上升主要反映货币政策的收紧,有利于消费而不利于投资。中长期看,利率上升是伴随着产业升级和资本回报率上升。

近期社会融资总量的存量增速明显放缓。房地产投资和地方政府主导的基础设施投资增速有所放缓,制造业和第三产业投资增速则有所回升。这可能反映出,严重依赖影子银行的地方政府和房地产的扩张速度在放缓。

利率上升,尤其是理财产品收益率较存款利率的上升,将增加消费者家庭财产性收入,有利于消费。从中长期看,利率的调整是我国经济市场化改革的一部分,是经济结构调整的一部分。

彭文生认为,利率上升在有助于结构调整的同时,会带来宏观风险。全球金融危机显示,金融深化的过程存在很大的风险,影子银行和资产泡沫联系在一起,有很强的顺周期性。这种情况下,利率的变动可能通过金融体系对经济产生超越短周期的冲击。

在利率市场化的过程中,未来几年需要关注的最大宏观风险是,市场利率的上升将对金融和房地产行业已积累的风险带来多大冲击。如果泡沫破裂,房地产价格大幅下降,企业和地方政府的高杠杆将凸显,经济可能面临很大的去杠杆压力。由此,投资需求可能大幅下降,消费也将受到影响,储蓄率在一段时间上升。届时,央行的货币政策将大幅放松,名义利率需要大幅下降以支持总需求。此外,还需进行某种形式的债务重组,以减轻名义减值的冲击。”彭文生称。

瑞银证券研究部主管陈李:

A股投资应紧抓三大主题 两大领域需要尽量回避

证券时报记者 桂衍民

2014年A股投资将主要围绕国企改革、土地流转和金融创新三大主题展开;市场整体估值依然维持8倍市盈率,但创业板板块还会继续调整;行业选择需回避上游周期行业和数字新媒体产业(TMT);新股的巨量发行将引发利率巨幅波动和带动资金真实成本的上升。

这是瑞银证券研究部主管陈李日前接受证券时报记者专访时,对2014年A股市场的整体预判。

三大投资机会:国企改革、土地流转和金融创新

曾多次获得新财富最佳分析师策略研究第一名的陈李认为,明年国企改革是一条重要的投资线索,此线索不仅限于股权激励,更在于国有资本在行业布局方面的调整。据陈李分析,国有资本会退出一些行业,在战略新兴产业、基础设施等行业又会补充和加强,这是已公布政策的一条重要信息。国有资本的产业布局调整,必然带动投资主体的调整。”

陈李认为,明年第二条投资主题是土地流转。“土地流转对A股市场最大的意义不是农业企业拥有多少土地,而是农民流转土地实现后或许能够拥有一笔初始资本,这将对小城镇的发展及一般大众消费产生比较强烈的刺激。”基于这种判断,他认为明年家电、中低端汽车和一般性的消费等板块都将受益于土地流转政策。

陈李表示,2013年资本市场的金融创新以监管创新为主,而2014年创新主题将变为金融机构自身。自贸区涵盖在金融创新主题之中,毕竟市场看重自贸区的并不是减税、贸易自由化,而是在自贸区资本项目的开放。”他说。

风险较大领域:上游周期行业和TMT

谈及2014年需回避的行业,陈李认为第一个应是上游周期股,包括煤炭、有色等。陈李称,因为大众消费需求不会出现很明显的好转,这些上游周期行业明年业绩不会很好。此外,社会去杠杆的进程也将对上游周期行业产生冲击。

据介绍,央行在货币资产报告中明确提出要促使社会去杠杆,但2013年所有上游行业依然在提高杠杆率,煤炭、有色这些上市公司的资产负债率不但未降反而还上升了1.7%、1.8%。随着资金成本的上升,上游周期行业去杠杆的道路将加更漫长。中期来看,上游周期行业正处于一个非常糟糕的环境。”他说。

陈李建议,估值较高的TMT行业也应回避。他称,投资者需要注意两个事实:一是2014年整体流动性依然偏紧,大规模发行新股必然严重冲击高估值的板块;二是今年创业板,包括TMT行业的市盈率上升是在一个非常奇怪的背景下发生的:分析师和投资者都下调了2013年的盈利预测,但又上调了2014年、2015年的盈利预测。

实际上,市场追捧创业板股票,是用一个长期增长的故事掩盖短期流动性不足和企业盈利短期不达预期。”陈李认为,2014年将是真正考验创业板的年份,如果企业业绩达不到预期,市场将出现巨量抛售,就如一部电影就让市场抛弃华谊兄弟一样。

新股大量发行或致利率巨幅波动

对于备受关注的IPO重启,陈李认为将对市场产生非常复杂的影响。在2014年1月份,市场对小盘新股的追捧将对小盘老股产生正面刺激。随着新股发行量的增多,小盘股不可避免慢慢下跌,投资者也将逐渐从疯狂变为理性。

陈李认为,明年新股的巨量发行及A股特有的打新热情,还将对货币市场产生较大冲击,形成打新借钱、申购冻结资金、中签公布后解冻资金回流,频繁的短期拆借不仅会拉高资金价格,还会导致货币市场资金频繁出现大额申购、大额赎回,使管理货币市场基金的难度增加。

陈李预计,IPO一旦开展,目前比较活跃的金融产品,如余额宝、活期宝等现金管理产品必将遭受巨大冲击,将经常性面临大额申购和赎回,导致包括所有商业银行在内的金融机构都疲于应付这种突如其来大额资金供给的变化。

但整体上,我认为明年现金管理类的产品收益率将比今年更高。”陈李说,一定会有一些机构为了抵御新股申购带来的冲击而开出更高的回报率以稳定客户和资金。这种被迫的资金成本的上升,必然将传至给企业,导致企业实际融资成本再次上升。

据此,陈李建议,在2014年并不乐观的投资行情中,投资者如果不能很好地把握市场主流资金动向,购买一些风险较小的现金管理类理财产品可能更为实在和实惠,在收益方面也应该更有保障。

