

“安倍维新”与“失落的十年”

宋林

安倍政府 2013 年上台后推出一系列新经济政策,俗称安倍经济学,其扩张性货币政策和支持性财政政策过去一年给日本经济带来了巨大推动。日本股市大幅上升,财富效应明显。受益财富效应和通货膨胀上升,日本的国内消费状况去年明显改善,商业情绪指标在 2013 年大幅上升,反映日本人对“安倍维新”的期望。但是,真的能出现“安倍维新”吗?这是日本经济最核心的问题。

最近对日本访问调研之后,我们认为,日本经济仍将在短期内会维持较好表现,2014 年前景良好,但是预计全年国内生产总值(GDP)同比增速将放缓至 1.5%。长期问题仍然是一个很大的挑战,日本可能需要经历一场金融危机才能真正开始推出重大结构性改革来解决这些问题。

短期重要目标达成 暂难出击第三支箭

安倍经济学由“三支箭”组成:扩张性货币政策、支持性的财政政策和结构性改革。目前,日本政府主要还是动用货币政策和财政政策,政策重点将从货币和财政政策转向第三支箭——结构性改革。

安倍经济学“三支箭”针对的重要短期目标,包括提高 GDP 增速、央行通胀目标是在 2015 年之前把同比增速提到 2%,实际工资——在两年之内扩张基础货币一倍,以及减弱日元和提振股市。重要的长期目标则是第三支箭——设计和实现有效的结构性改革。就当前而言,日本成功达至短期经济指标目标,但最重要的结构性改革还没有多少进展。

不过,安倍经济学前两支箭今年正面影响不会有 2013 年那么大。货币政策已经没有太多空间放松,基准利率已经到零。日本央行可能在下半年推出新一轮量化宽松政策,且政府已经开始财政整顿过程了。东京 2020 年奥运会在未来几年将对日本固定资产投资带来正面影响,今年也会出一个 5.5 万亿日元的财政刺激方案,但考虑到加消费税的影响,今年的财政政策对经济增长的净贡献仍会比去年要小。

安倍经济学的三支箭中,最重要的是结构性改革。这支箭是最难规划、最难实施、最易失败的。结构性改革需要大量政治资本、公众支持、时间和计划。因此未见在此方面的重大行动也就不足为奇了。然而,货币和财政政策只能暂时推动日本经济增长,要实现长期可持续的增长还是要靠结构改革和市场自由化。工业复兴、创造成长型市场和全球化是日本的三个基本战



本版制图/张常春

略。日本可能在 2014 年将加入跨太平洋伙伴关系协定,继续实施经济特区,出一些税收改革和就业市场改革。

政府蜜月期已过 经济二季度可能放缓

针对日本经济,国内外风险犹存。安倍政府的蜜月期结束了,从现在开始政府将通过绩效来衡量,最近安倍政府的支持率下滑到低于 50% 的水平。此外,政府惯性将存在,安倍政府到 2016 年才需要面对选举,可能会改变政策重点,还有消费税影响、政府债务泡沫破灭风险和结构性改革可能适得其反的风险。国际因素主要考虑美国退出量化宽松(QE)、韩国电子行业增加竞争力、中国经济增速可能放缓和欧元区经济衰退风险。

日本 2014 年全年 GDP 同比增速或将下滑至 1.5%,该预测主要考虑四大因素。扩张性货币政策和支持性的财政政策带来的正面效应将开始衰落。本年 4 月的消费税会对国内消费有一定负面影响。结构性改革难以实现。如果经济增长放缓,信心可能下降,进一步增加下行压力,日本经济或将从二季度开始放缓。

4 月消费税上调很可能从二季度

开始拖累经济增长,除财政刺激外,日本央行将继续根据安倍经济学原则支持经济。政府已经在讨论减企业税的事,日本央行也可能开始购买交易所买卖基金和住房抵押贷款证券。日本零售销售 2013 年 12 月的同比增速为 2.6%,连续五个月上升。长期说,会正面影响政府债务,但仍不足以减轻债务泡沫破灭风险。日本政府债务占 GDP 的比率世界大国中最高。虽然加 3% 的消费税不会解决长期问题,但政策方向正确,安倍政府将坚持这一计划,目前计划在 2015 年 10 月份之前将消费税提高至 10%。

日元贬值国债高企 中日关系对日影响有限

贬值日元是安倍政府的主要目标之一。从全球金融危机开始,日元大幅升值,主要反映避险需求。日元兑美元在 2013 年大幅贬值,年初到年底从 86.8 贬值至 105.3。我们认为今年日元不会贬值过快,年底或在 108 左右、95-110 之间波动。日元去年贬值影响到了进出口业务、通胀、跨境投资等等,今年影响会减少一些。下半年日本央行可能继续出政策去贬值日元,考虑到消费税的影响再动手。

安倍经济学的政策增加了日本的债务负担,加大了发生政府债务泡沫破灭的风险。日本政府债务在 2013 年超过了 1000 万亿,预测 2014 年国债对 GDP 的比率会超过 250%,远超欧元区的 93%。由于绝大多数国债由日本人持有,较少受到由投机引起的市场波动的影响,但我们预测在十年以内日本政府发债的量会超过内需。我们对日本政府债问题很难解决。除同时提高日本长期的经济增长和推行财政整顿,没有太多好办法去解决政府债的问题。

中日双边贸易与投资数据则显示,贸易在中日关系的紧张局势开始时有比较明显的下滑,可是在前几个月已经回到正常状况了。由于中国进口日本产品有更多替代品且中国百姓对日本的否定态度更强,中国进口日本的产品比日本进口中国的产品受影响更大。中日双方的直接和证券投资没有受到很大影响,主要原因是中日投资主要是来自日本对中国投资,反向的较少。因此,中日关系在 2014 年对日本经济的影响不会很大。

“失落的十年” 更可能是安倍归宿

安倍经济学前两支箭效率较高,经济增长和股市双涨,通胀慢慢上升,让很多人

相信日本终于走出了之前“失落的十年”。

我们认为,安倍经济学的第三支箭不会达到前两支箭的效果。结构性改革不仅设计复杂,同时也很难成功实施,因为代表不同历史和政治因素的利益集团会反对新政策。十几年前,小泉政府的改革显示了实施改革以实现长期效果的难度。日本经济存在一系列结构性难题,核心问题包括由经济扭曲导致的竞争力弱、人口老龄化,以及不断增加的国债负担。改革的重点领域包括农业、养老保险制度、医疗保健行业、经济特区、税制改革、劳动力和能源行业。

鉴于积极的货币和财政政策提振经济增长,日本经济在短期内还会继续恢复,但中长期前景仍不明朗。日本政府则像一颗定时炸弹。除非日本政府推动严厉紧缩政策或经济回到长期强劲增长,政府债务泡沫则可能在未来十年内破灭。

无论成功与否,日本政策调整也将对全球经济影响至深。安倍实施大胆的政策调整,虽然日本经济在短期内会维持相对好的表现,目前看,日本面临一些巨大挑战,日本长期的下行风险比上行风险仍要大很多,未来不会像 2013 年那样乐观。虽然现在判断日本将经历另一个“失落的十年”为时尚早,但我们仍认为这是更可能的结果。

(作者系招商证券宏观研究员)

美国经济复苏 步伐稳健

James Purcell
Thomas Berner

我们曾探讨新兴市场的波动,并得出结论:只要美国和欧元区经济复苏得以持续,我们更愿将抛售视为机会而非威胁。糟糕的是,周一,美国制造业信心的关键指标 ISM 偏离普遍预期,遭遇 2011 年 5 月以来的最大跌幅(65.5 跌至 51.3),迫使许多人质疑经济复苏是否根基牢固。

我们认为根基是牢固的。

1 月份制造业 ISM 调查表明,异常寒冷的天气产生不利影响;经过 2013 年下半年的积累,企业正在减少库存。这些因素是暂时的,并不太令人担忧。周三,1 月份非制造业 ISM 从 53.0 升至 54.0,证实了这个看法。该项调查中最具前瞻性的要素——新订单减去库存——依然远超零值而高居 7.2,表明经济在扩张。

跟 ISM 数字相似,最近的美国家数据也显示扩张趋势,虽然速度往往低于普遍预期。过去三周中,密歇根消费者信心指数初值、现有和新住宅销售额及汽车销售额均追随上述趋势,而失望情绪致使标普 500 指数今年下挫 5%。

但是我们不应忘记,高频率经济数据通常围绕预期形成趋势。人们根据表现强劲的数据推断未来,结果遭遇失望,导致普遍预测大幅下调,随后事实又超越预测。因而,作为具备战术投资期限的投资者,我们认为经济的根本实力才至关重要,而美国的经济实力依然强势。我们预测,2014 年美国 GDP 的同比增长率为 3%,为 2005 年以来最快的年度增速。这将支持至少 8% 的盈利增幅,并带来幅度相近的股本回报。值得注意的是,美国经济具备若干不可小觑的利好因素,它们基本不受日波动的影响。

其一,美国政府紧缩措施导致的所谓“财政拖累”正逐渐消失。从 2013 年估计占 GDP 的 1.1% 降低至 2014 年仅占 GDP 的 0.1%。私人部门的复苏力度应当会有更加充分的显现。

其二,美国房市目前已经回升,并达到可以对经济复苏作出实质贡献的程度。全国住宅建筑商协会信心指数与住宅投资占 GDP 份额之间存在非常强的引导关系。前者提示 2014 年后者对美国 GDP 的贡献比例应当会从约 3% 上升至 4%。

其三,私人部门资本支出应当会大有起色。经过 2013 年前三个季度乏力的 1.7% 年化增长,先行指标显示 2014 年商业设备支出按年增幅应当会超过 5%。其中一项关键指标,高层信贷主管调查在 ISM 数据公布后数小时公布。

这项季度调查询问银行,针对各类贷款用途和客户,他们的贷款标准是在放宽还是收紧,并请他们评估对应的需求。结论很清楚:净比例 14.1% 的银行认为小企业将有更强的商业和工业贷款需求,而上季度的比例为 0%,而对于大企业,净比例数字从 1.4% 上升至 16.4%。若结合其他指标,譬如全美独立企业联合会的资本支出调查(支出达到 2008 年以来的最高点),上述贷款增长有助于佐证我们的观点:2014 年资本支出将回升。

因而,虽然美国经济数据可能会偏离普遍预期,但其仍然指向经济扩张及企业盈利增长。

欧元区没有带来疲软的数据。1 月份,欧元区的制造业信心调查(PMI)数据(从 52.7)上升至 54.0。尤其令人振奋的是法国的数据达到 49.3,高于普遍预测的 48.8 及上个月的 47.0。欧元区第二大经济体重振雄风令人欣慰,并且恰逢德国的 IFO 调查数据达到 30 个月以来的最高点,而周边国家的许多指标也在好转。例如,本周意大利的失业率(从 12.8% 降至 12.7%,而葡萄牙的工业产值在经历去年秋季的萎缩后同比跃升 7.4%)。

(作者分别系瑞银财富管理投资总监全球投资办公室分析师、瑞银美洲财富管理投资总监研究部分分析师)

目光敏锐的“鸽子王”耶伦



沙晓 张韵

市场是最真实、最可靠的事件解读。如何正确判断美国投资者对耶伦就履职说的反应,耶伦究竟“鸽子”还是“鸽子王”,市场的表现可以说明大部分。

市场作证预期

2013 年 9 月 18 日,萨默斯宣布退出美联储主席竞选。这意味着美联储几乎毫无悬念将产生第一位女主席(Chairwoman)。当天道琼斯指数上

涨近 1%、10 年期美国国债收益率大幅下行 17 个百分点,随后几天收益率一路从 2.9% 下降到 2.65%,整个过程降幅 25 个百分点。美国国债市场波动如此之大,反映的正是美国投资者对耶伦上任后“鸽派”作风的预期。

2013 年 10 月 31 日开始,10 年期美国国债收益率进入了持续上行通道。截至 2013 年 12 月 31 日,10 年期美国国债收益率从 2.53% 上升至 3.04%,总计上行 51 个百分点。而这段时间是市场对 QE 退出预期逐步加强并最终兑现的过程。

2014 年初开始,美国国债收益率

持续下降,市场在修正对削减 QE 的过度反应及经济数据表现欠佳的双重压力下开始正常回调。2014 年 1 月 29 日,美联储公布联邦公开市场委员会(FOMC)会议纪要,决定继续按原计划削减每月 QE100 亿购买规模,国债收益率随后转头向上。

客观说,美国 10 年期国债收益率的阶段变化是观察美国投资者对美联储动态预期的重要指标之一。

耶伦是“鸽子王”

那耶伦于 2014 年 2 月 11 日发布的就任职市场做何解读呢?美国 10 年期国债收益率在前一月下降 40 个百分点后当日上涨 5 个百分点,幅度并不大,数据呈现中性意味着她的讲话符合市场预期。市场告诉我们:耶伦是“鸽子王”,但目前不是一只超预期的“鸽子王”。

为什么说她是“鸽子王”?因为她坚持短期内不会加息,甚至未来 1—2 年内都不会加息。

为什么不说她没有超预期?因为近期经济数据疲软她丝毫未提及,反而是从中长期的角度认为经济稳步复苏,所以不会延缓削减计划。

劳动力市场成关注点

回顾新任女主席首次国会作证的细节,2 月 11 日上午 8:30 提前公布书面讲话稿,随后 10 点进行听证。从内容上看虽然没有超预期之处,但是我们依然找到了亮点,耶伦认为,单单失业率已不能够精确衡量就业市场状况,我们猜测未来联储可能会找相关经济指标作为辅助。

耶伦在第一部分表述“通胀在改善,但还未达到目标,失业率在下降但劳动力市场结构性问题依然严重”,在问题没有解决前不会收紧政策。她在小结时还提到“未来的两年美国经济内依然会呈现温和复苏的态势,而且新兴市场的动荡不会对美国复苏造成很大影响”,因此短期波动也没有严重到要暂停削减 QE。

证词第二部分,耶伦强调非常重视 FOMC 货币政策的一致性,这与其第一部分的发言相呼应,也就是会继续按计划削减 QE。这里她再次提到失业率和通胀,我们都知道联储在制定联邦基金目标利率时泰勒模型所参考的就是失业率及核心通胀数据。但目前失业率回落到 6.6%,离联储设定的目标值仅差 0.1%,数据上看劳动力市场已接近正常状态,但不可忽视的结构性失业使得失

业率不再是衡量劳动力市场的可靠数据。证词中并未如外界猜测般下调失业率目标值至 6.0%,我们认为联储可能会新增更能反映劳动力市场全貌的指标做为辅助参考依据,结合失业率以制定联邦基准利率。

高盛分析师 Jan Hatzius 在 2 月 6 日发表的一篇报告我们非常赞同,他认为增加对名义工资增速的关注来做为考虑联储制定利率的标准。之所以采用名义工资增速是因为它能更可靠的测量到就业市场的情况,并能对通胀及就业状况进行交叉验证。不排除未来耶伦及联储在考虑加息问题上会采用工资增速,因此作为投资者来说需要实时关注它何时回到常值。

综上,耶伦的结论很明确,联储短期内不会收紧政策,不会暂缓削减 QE。至于未来,最重要的是看劳动力市场何时回到萧条前的常态,特别是美国结构性失业得到改善。

高盛报告曾测算,按名义工资增速模型看,联储可能会在 2014 年末第一次加息,我们认同这一观点,这也意味着耶伦的证词短期让新兴市场得以喘息,同时也加大了中国央行货币政策的操作难度。随着美国劳动力市场的改善,新兴市场真正的考验可能在 2015 年初到来。

(作者系国泰基金投资总监、研究员)