

中国经济正进入阶段性蜜月期

李慧勇

访问英国的前夕,李克强总理6月16日在《泰晤士报》上撰文称今年中国有信心实现7.5%的GDP增速目标,并表示政府已经准备调整政策,以确保政策可以发挥作用。结合已经公布的5月份的经济金融数据,种种迹象显示中国经济似已进入阶段性蜜月期。

首先是经济总体企稳。此前对中国经济的担心主要体现在政府主导基础设施投资能否对冲房地产下滑对经济的不利影响,从5月份数据看,印证了我们偏乐观的判断。尽管月度房地产投资增速回落至10.4%,增速比上月回落了5个百分点,但受基础设施类固定资产投资增速大幅度提高的影响,固定资产投资总额增长17%,增速不但没有回落,反而比上月提升了0.2个百分点。作为总体经济景气指标的工业生产增长8.8%,基本上维持在上月8.7%的水平。从高频数据看,6月1-15日发电量增长8%左右,显示经济仍然保持了比较快的增长势头。

其次是流动性总体宽松。由于这

次宽松的流动性更多是货币政策宽松所致,而出于一贯的谨慎的风格,央行并没有对宽松的货币政策做太多的宣传,这使得到目前为止,市场对于央行的这次宽松没有一个统一的认识,同样,这也使得这次货币政策的总体宽松程度一直比大家预期的更宽松。从货币收益率的下降到债券的牛市逐渐形成,不同层次(理财、城投债、国债)的无风险利率接连下行。尽管贷款利率下降得不太明显,但从5月份票据融资放量来看,企业似乎也倾向于用更便宜的票据融资来替代高成本的短期贷款,从而变相享受到资金利率下行的好处。同样的情况也发生在越来越多的大企业通过发行债券来替代贷款。

可以预期,临近6月底的上半年末,市场会担心季节性原因导致利率显著上行。但从两个方面看,钱荒肯定不会再来,利率即使上行,幅度也会比较有限。一是今年年初以来就引入了利率走廊机制,一旦利率超过一定幅度,央行将向市场投放流动性;二是再贷款以及6月16日开始实施

的定向降准提前为市场打了预防针。此外,如果调整存贷比的措施能够在近期出台,如果允许符合条件的同业存款计入存款,将进一步降低银行拉存款的冲动,使得时点考核对市场的冲击降到最小。

第三是伴随着督导组督导,被搁置的改革可能重启,政策执行力有望提升。改革是主旋律,稳增长只是小插曲。十八届三中全会公布的60条改革措施,2014年经济体制改革的九大任务都有待落实。但是从国务院发布的有关情况看,“不少政策措施落实的力度不到位,效果不明显,没有充分发挥对经济稳增长和转型升级应有的促进作用。”在这种情况下,国家将于6月25日-7月5日派出8个督导组对部委和地方改革和政策落实情况督察,督察的重点包括棚户区改造、投融资体制改革等19个专题60项内容。这次督察一方面可以督促部委和地方加大政策的落实,加大改革的

力度,另一方面督导工作完成之后适逢国务院常务会议和政治局会议下半年经济分析会的召开,很有可能成为安排下一阶段工作的参考。在这种情况下,预计今年列入计划的资源要素价格改革、国有企业改革、教育、医药卫生、文化、电力、油气、盐业改革将明显加快。

总体上看,未来3个月中国经济仍将保持目前的状态,尽管地产产业链下滑的影响使得中国经济仍然存在变数,但在增长目标管理下,5月份房地产和制造业投资增速回落,但总体经济维持在7.4%左右的格局仍然能够继续维持。在稳增长之外,应重点关注今年列入计划但目前进展不大的改革。

(作者为申银万国证券首席宏观分析师)

焦点评论

吴敬琏批地方政府不断给僵尸企业输血



经济形势红灯闪,江湖术士献计勤。财政增支犹不足,货币放松需加力。名为忧心国与民,实是代言僵尸企。耄耋学者进一言,纳谏务必论虚实。

郭喜忠/漫画 贾仕壮

别让石墨成为又一个稀土

钱凤伟

目前探明的全球天然石墨储量约为7100万吨,其中中国储量约为5500万吨,占全球储量的77%。然而,我国石墨产业发展并不理想,长期处于产业链条中的原料供应者。如果不改变石墨行业的格局,继续滥采乱掘,廉价出口,“再过20年,中国将无石墨可采!”

石墨由于其特殊的结构,具有耐高温性、抗热震性、导电性、润滑性、化学稳定性以及可塑性等众多特性,一直是军工与现代工业及高、新、尖技术发展中不可或缺的重要战略资源。以我国目前的石墨储量,可谓占有得天独厚的先机。然而让人尴尬的是,长期以来我国以每吨3000-4000元人民币的低价出口原料,然后再以每吨10万到20万元人民币的高价进口成品。这样的进出口格局已经持续了近30年。这种原料滥采乱掘、采富弃贫、粗放经营、管理水平低等诸多乱象十分严重。黑龙江省的一份分析报告显示,开采和加工普遍呈现无序化状态。如果按照目前的开采方式和速度,最多20年国内已探明的石墨资源将消耗殆尽。

这与稀土的命运何其相似。“中东有石油,中国有稀土。”这是邓小平在1992

年说的一句话。然而,比石油还珍贵的稀土未能为中国换来可观的财富,反而使中国环境遭到严重破坏,把产业链中最有价值的环节留给了别人。

中国稀土储量占世界36%,产量却占世界的97%。而美国、俄罗斯、澳大利亚的稀土储量虽然分别占世界的13%、19%和3.6%,但其产量却均为零。相比之下,很多国家对战略资源采取的是“以购代采”战略。有学者指出,有20多个国家在资源能源领域都采取了限制出口的各种措施。实际上,日本、美国等稀土资源使用大国,通过购买中国的廉价稀土已经建立起了战略储备。甚至有一种说法,日本储备的稀土资源甚至已够用四五十年。

现在,针对稀土产业发展中的乱象和教训,我国对稀土等重要资源已经采取开采总量控制制度。有专家指出,确保石墨行业健康持续发展也需要国家借鉴稀土资源管控模式,从全国范围内调控石墨产能,鼓励科技研发,统筹规划石墨产业,保护性开发石墨资源。有专家警告说,如果中国石墨界再走低端路线,今后恐怕就连做苦力的资格都没有了,因为按目前这种开采模式再过20年中国将无石墨可采。相信,此言并非危言耸听。

中国高铁“出口”需要稳扎稳打

据媒体透露,中国近期将与英国签署总值300亿美元的协议。在过去两年中,中国在英投资达130亿美元,超过此前30年的总和。此番的新协议除了授权中国建设银行在伦敦清算人民币交易以外,中国各方普遍对中英核电、高铁合作项目的落实期待很高。

然而,英国《金融时报》近日撰文指出,“除了一些大肆吹嘘的英国房地产项目以外,中国国有部门对英国基础设施的重大投资计划进展缓慢。”在核电方面,两家中国国有企业将在160亿英镑的萨默塞特郡欣克利角核电厂项目中持有最高达40%的股份。但业内高管称,这两家公司可能要等到今年年底才能确认这笔投资。高铁方面,中国曾提议可以投资于英国的HS2高铁网络,但英方反应显得冷淡。核电在全球许多地方受到质疑的情况下,投资核电厂的舆论压力不言之明,但为何“高铁项目”也会遭遇阻力?

英国交通部国务大臣罗斯·克雷默曾表示,英国基础设施是全球最佳和最高水平的市场,同时也是基础设施投资最成熟、最开放的市场。这也许是事实,英国的市场开放程度在过去200年来比美国、德国有过之而无不及,但最开放、最成熟并不代表盈利前景好,也不代表没有反对意见。

HS2高铁网络是一个矛盾极多、风险极大的项目。该计划要到2033年才能完工,20年的漫长计划一方面是为了分摊500亿英镑的巨额造价,另一方面也是为了与居民和各类反对团体周旋。但是,在英国推销高铁的难度,并不是HS2这一项目才有的,它深受英国国情的制约。

首先,英国国土有限,铁路占地寸土寸金。英国在19世纪前中期就基本完成了铁路大开发,当时建下的铁路线很多都占据了最佳黄金路线,今天铺设一条新线路的成本早已非昔比。高铁工程需要重新设计线路,沿线居民、地方活动人士、议会与地方政府、自然与生态保护、考古与建筑保护、隧道与桥梁、工程安全、车站与配套设施等因素全都需要万全的安排,其成本与在中国甚至美国推动一个铁路工程不可相提并论,对此,中国企业是否有足够的耐心和谨慎?

其次,英国的铁路交通主要有两大使用人群:一是短途旅行的上班族,从卫星城到主城市的时间不到半小时,跨城市的也一般在一两小时之内。如此短的距离高铁难以充分发挥优势。如HS2一期工程仅将伦敦到伯明翰的时间从1个半小时缩短到50分钟,投资却要170亿英镑。另一大使用人群是观光客,在

因为英国的传统黄金铁路线往往风景秀丽,因此在英国坐火车也兼具观光功能。这导致在英国坐火车常常比坐等距的飞机昂贵(如伦敦到爱丁堡5小时的火车单程票价约为150英镑)。而高铁的高速度与隧道设计,势必也会令铁路的旅游价值降低,使得这一消费群体大量流失。与中国不同,英国长途旅行的廉价工具是飞机而非火车,因为土地要比空域稀缺。

最后,高铁的高速运输价值,在人口稠密、交通选择有限的地区最有价值,而英国绝大多数地区人口并不密集,还有多种交通方式疏解。因此高铁可能在非洲有更好的前景,而欧美对此虽有兴趣,其需求却不迫切。

从更大的视角上讲,中国希望通过投资几个“大项目”来快速推进外交关系,并得到当地民众欢迎的思路需要反思,因为现实情况是复杂的,经济和金钱在很多情况下都不是最关键的。以上述高铁为例,大项目对居民、文化、历史、生态的影响才是更值得重视的问题。在英国,铁路运营公司由于全部私有化,车票年年上涨,是英国民怨最大的领域之一。核电站也涉及居民安全与环境保护,连远在海中的北海石油,如今在苏格兰独立公投的背景下也是涉及民族和国家主权的争议焦点。中国在

英国的三大投资领域全都争议巨大,一下子便将中国置于舆论的风口浪尖。如此下去,不仅很难赢得民众好感,甚至还会造成负面印象。此前中国投资客“炒伦敦房价”的新闻,都属于媒体夸大甚至曲解,中国面临的舆论风险由此可见一斑。

此外值得注意的是,中国公司在境外工程管理方面实力薄弱,很容易导致项目失败拖累外交,或者外交关系发生变化后项目迅速荒废。此前在东南亚的水电项目和石油管道项目上面临着复杂的考验,与泰国的“高铁换大米”项目也因泰国政治动荡没了下文。目前看来,东南亚的人口密度虽大,但东盟一体化进展缓慢,各个国家的铁路标准不统一,对输出中国高铁构成明显障碍。中、东欧和欧洲也面临着各自特殊的问题,只有在“走出去”的机会最大。

高铁等“项目外交”已经涉及东南亚、中亚、东欧、西欧和非洲,但在推进过程中,除了考虑经济利益,还应该充分评估各地文化、民生、环境、政治风险等多种复杂因素,中国企业的海外投资应该抛开大喜功,从各国的具体需求入手,做好功课,才能提高成功率,降低失败风险。

(安邦咨询供稿)

定向降准范围扩大属误读公告

6月9日,央行正式公布了定向降准的消息,决定从2014年6月16日起,对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行(不含2014年4月25日已下调准备金率的机构)下调人民币存款准备金率0.5个百分点。人行指出,此次定向降准覆盖大约2/3的城商行、80%的非县域农商行和90%的非县域农合行。在16日当日,招商银行、民生银行、兴业银行、宁波银行等上市银行确认获准下调存款准备金率0.5个百分点,一些市场人士认为,这意味着央行将本次定向降准范围扩大至股份制银行,甚至有人认为这已经不是定向降准,而有全面降准的味道。

从6月9日的公告可以看出,央行降准的对象是符合标准的所有商业银行,并未将降准对象局限在城商行、农商行和农合行,而此前市场将有商业银行和股份制商业银行从降准对象中排除,完全是对公告的解读出现了偏差,16日三家股份制银行获得降准,并非意味着央行扩大了降准范围。此前市场并未将股份制商业银行列入到可能降准的行列,是对公告的误读,因此此次三家股份制银行降准0.5个百分点不可以理解为定向降准范围扩大。

从效果来看,此次定向降准对实体经济的影响较为有限。一方面,此次定向降准释放的流动性规模较小,对实体经济的拉动作用有限。2014年一季度最新数据显示,招商银行、民生银行和兴业银行三家股份制银行一季度的

存款余额分别为3.06万亿元、2.26万亿元和2.07万亿元,据此估算,定向降准释放的流动性规模分别为152亿元、113亿元和103.5亿元,因此,定向降准释放的超出预期的流动性共计368.5亿元,还不到400亿元,加上预期中释放的800亿元左右的流动性,本次定向降准释放的流动性仅在千亿元左右的水平,这在5.86万亿元的基础货币中占比仅有2%左右,对实体经济的拉动作用也十分有限。

另一方面,定向降准释放的基础货币能否有效传导至实体经济仍然存疑,在经济下行风险增加的背景下,银行惜贷现象明显,定向降准释放的流动性并不一定能有效投放至实体经济。另外,在贷款利率市场化的背景下,企业的融资成本高昂,去年四季度以来的金融机构人民币贷款加权平均利率已经上行至7.2%左右的水平,定向降准释放的流动性即使要流向资金匮乏的企业,其利率也不会很低。

但是,定向降准短期可以改善银行流动性,对债市构成一定的利好。目前10年期国债收益率在4.10%左右的水平,在经济下行风险较大的背景下,债券市场仍然趋势向好,而流动性的改善将令债市的投资价值进一步提升。长期来看,定向降准有利于引导银行资金投向中小企业,有利于改善中小企业信贷环境,从而缓解中小企业债券的信用风险,降低中小企业债券的风险溢价。

(作者系上海证券固定收益研究团队)

央行为何叫停平安银行ABS

余丰慧

6月15日,上海证券交易所和中债登分别发布关于平安银行1号小额消费贷款资产支持证券发行事项的通知。然而,就在公告发出第二天,央行紧急暂停此次发行。央行为何紧急叫停?是报备程序有问题?还是该产品存在明显投资风险呢?

有报道说,央行此次叫停资产证券化产品的理由是,这个项目没有经过央行的审批手续,央行事先对此案不知情。笔者认为,事情绝不会如此简单。

信贷资产证券化在中国讨论许多年了,一直没有实质性进展,特别是还没有出现过在交易所交易的ABS。这可以视为中国金融市场工具和产品的重大缺失。信贷资产不能证券化交易对于金融机构资产的流动性十分不利。随着银行等金融机构流动性管理难度越来越大,优质长期的信贷资产不能在到期前变现,大大制约了银行资产的流动性,占据了大量资金。笔者举一个例子:目前期限在五年以上,大部分为十到三十年的个人购房贷款高达10万

多亿元,这么大规模的资产必须占压至到期才能收回资金。如果可以通过资产证券化把这些信贷资产盘活,不但使得银行流动性充足,而且挪出资产负债后腾出大量信贷规模,使得银行有资金有规模支持实体经济发展。

在货币信贷总量增长潜力有限情况下,通过盘活存量增加流动性是一个好的方式。同时,把ABS市场做起来对于丰富市场投资者包括个人投资者投资金融产品的意义很大。但是,资产证券化最大的难点在于如何将优质信贷资产证券化,奉献给投资者,而不是将风险大的信贷资产却包被甩给信息不对称的投资者特别是个人投资者。

此前,有一些资产证券化产品在银行间市场上市交易。而此

次总额为26.31亿元的“平安银行1号小额消费贷款资产支持证券”是在上海证券交易所上市交易。一个重要区别是,银行间市场投资者以金融机构为主,而证券交易所包括机构投资者和个人投资者,后者不仅承受能力弱,而且一旦发生风险影响面较广。信贷资产证券化产品在交易所上市必须审慎进行,严格监管。关键在于严把证券化信贷资产的质量关,确保把优质信贷资产,而不是垃圾资产通过证券化推向交易所上市交易。在这方面,一定要汲取美国次贷危机的深刻教训。次贷危机之所以爆发

进而引发全球金融危机,主要是银行房贷资产证券化规模过大,基础资产质量差,证券化包装层次过多。

平安银行小额消费贷款证券化具体质量情况不得而知。不过,目前中国信贷资产证券化以银行对公贷款为主,住房抵押贷款、汽车消费贷款等基础资产类别尚不多。银监会人士此前曾明确表示,信贷资产证券化不包括住房贷款。这点应引起关注。

央行担忧的是,未来更多投资者进入交易所债市,此举将改变银行间债市格局,对央行的公开市场操作、货币政策产生重大影响。这透露出,信贷资产证券化的如何在监管层面意见并不统一,监管层协调和准备并不充分。当然,央行这个担忧并不是多虑的。监管部门采取谨慎态度,审慎措施,应该给予充分理解。平安银行应该积极配合央行做好包括手续报备在内的完善工作,特别是资产质量应该严格筛选和把关。

信贷资产证券化是大势所趋。需要强调的是,必须确保透明化、阳光化。特别是被证券化信贷资产应该逐笔公开、披露,使得投资者对其安全性和风险点有一个充分完全的了解,以确保投资者权益。