

日元贬值是否会威胁到亚洲经济体？



浦永源

日本央行的宽松货币政策和日元兑美元的急剧贬值，可能是今年以来金融市场上最引人注目的两个事件。

今年迄今为止，日元已下跌了 11.6%，同时货币市场已开始体现日元走软对邻国货币影响的预期。目前，新加坡元兑美元下跌 1%，新台币下跌 1.6%、韩元下跌 3%。由于韩国的许多出口与日本重叠，所以韩元被认为是最大的输家。日元疲软是否损害亚洲出口并导致亚洲货币大幅贬值？评估出口影响我们认为，总的来说，日元只是回吐过去几年中的一部分涨幅。2007 年至 2011 年期间，美元兑日元的汇率由 124.1 跌至 75.8，相当于日元升值近 40%。同一时期，全球金融危机爆发，韩元等一些亚洲货币大幅贬值。因此，随着日元交叉汇率大幅攀升，日本出口商相比邻国出口商的竞争力显著减弱。

为应对日元持续走强，日本企业开始将制造业转移至境外。目前为止，我们预计，日本企业有 30%~40% 的生产是在海外进行的。在我们看来，日元走

“
总之，即使亚洲出口商的竞争力有损失，也只是发生在某些行业中，例如汽车和机械行业。”

软不会对日本企业的境外运营有显著帮助。同时，日本出口至美国和欧洲市场的产品类型与大部分其他亚洲出口国的重叠极小。

这是因为日本在制造价值链中所处的位置远高于中国台湾地区和新加坡，而中国大陆出口的大部分产品与日本不同。例如，在汽车行业方面，中国主要对美国出口零部件，而日本则出口整车。事实上，一些中国电气机械出口商还向日本进口关键组件。日元走软将有助于中国电气机械出口商降低总成本，从而提高竞争力。

此外，近距离观察韩国可看出，几乎没有什么证据显示该国的出口受到日元贬值的扰乱。今年 1 月至 4 月，本来应该感受到日元从去年 10 月开始贬值的影响，但是韩国出口增长同比持平，与 2012 年下半年的表现相同。韩国对亚洲新兴国家的出口十分强劲，对欧洲和美国的出口温和复苏，从而抵消了对日本和拉美国出口下降。

总之，即使亚洲出口商的竞争力有损失，也只是发生在某些行业中，例如汽车和机械行业。我们预计其他行业基本不受影响，并且认为亚洲出口将在今年下半年温和反弹。目前大部分亚洲经济体的经常账户仍处于盈余状态，我们认为，只要日元的下跌是渐进式的，其产生的破坏将会有限。

各大央行面对日元贬值没有做出过度反应，亚洲各央行基本保持原地不动，原因是它们必须对货币贬值的好处与由此导致的进口价格上涨以及偿债成本提高之间进行权衡。目前为止，除了一家央行外，似乎其他亚洲央行都不急于下调政策利率或以其他方式放松货币政策。印度央行在通胀回落的背景下，今年以来已三度下调回购利率，以支持经济增长。笔者认为，亚洲必须面对的并非日元贬值，而是美元升值。美元走强在总体上对亚洲股市不利，因为通常这会提高亚洲企业的融资成本，还会对资本账户造成打击，进而导致本国货币贬值并推高本地利率水平。美元走强还可能意味着货币紧缩，从而导致亚洲地区的过剩流动性减少。

有鉴于此，我们建议通过日本出口商或受益于薪资增长、基础设施投资和美国房地产回暖的公司等主题，有选择地投资亚洲市场。

（作者系瑞银财富管理亚太区首席投资总监）

致我们终将逝去的高增长

黄文涛

如电影《致我们终将逝去的青春》所说，青春是一场远行，回不去了。青春是一场相逢，忘不掉了。青春是一场伤痛，来不及了。”中国经济的高增长亦然。中国经济似乎已走过健壮的青年阶段：体力下降（增长速度需要调整）、不能透支体力（危机后短期靠基建推高经济增长，不可持续）、不能急补（政策刺激的后遗症明显，货币政策、财政政策短期有效，长期负面作用明显，以资产价格泡沫和产能过剩为代表）、需要中医调理（降低增速，调整结构，加强社会管理，释放制度改革红利，激发中长期增长潜力）。

供给与需求：进退维谷？

30 余年经济高速增长，两岸猿声啼不住，轻舟已过万重山。从供给层面看，产能过剩、劳动力成本高企是总量的、中长期的问题。资源和环境的硬约束越来越明显。创新能力不足和生产效率低下是中观行业和微观企业的问题。从需求层面看，消费正在经历反危机后的下台阶。出口无疑难以回到高增长，而制造业的投资减速和房地产投资系统性地放缓会压低整个社会投资的增速，基建投资难以只手擎天。从财政金融政策层面看，广义货币/国内生产总值居高，货币对应的增长并不匹配，通胀随时可能复发，加杠杆空间十分有限。截至 2012 年末，

仅地方政府融资平台贷款余额达 9.3 万亿元，已超过 2012 年地方本级财政收入 1.5 倍。其中，共有 3.49 万亿贷款将在未来三年内到期，占全部平台贷款余额的 37.5%。考虑政府换届可能产生新的投资冲动和较大规模投融资需求，平台贷款总量控制面临较大挑战。

现实的症结是，如果从供给层面入手，增加产出，提高效率，那产能过剩问题就无法解决。从需求层面入手，对于外需，我们无能为力；对于消费，我们受制于收入低增长、贫富分化和奇高的房价；而对于投资，房地产和基建是一剂灵丹妙药，但不能长期服用。投资的低效率和地方政府的债务泡沫与风险是明显副作用。进退维谷、上下两难是中国经济正在经历的困局。产能过剩需要市场化的出清，别无他法，只有像 90 年代那样大刀阔斧式改革，优化产业结构，淘汰低效率国企，提高资源配置效率，置之死地而后生。最紧迫的制度变革包括：1.赋予民营企业、民营资本与国有企业、国有资本公平机会和公平待遇，放松管制，保护民营资本的法律地位和合法收入，激发民营资本投资热情；2.缩小贫富差距，增加中低收入者的收入，提高消费弹性；3.土地部分市场化，国企进一步私有化，释放土地和国有股权市场化带来的增长潜力；4.允许居民自由迁徙和居住、工作，这需要人口政策和养老、医疗、教育等公共服务品的跟进。



加杠杆有无空间？

一个经济体要扩张，动力来自企业、政府 and 个人的扩张，从目前的情况看，企业和个人加杠杆空间有限，地方政府几乎没有进一步加杠杆空间，只有中央政府似乎还有空间。企业部门扩张空间受限。横向对比，中国企业负债水平相比全球主要经济体已处于较高水平，相比日韩泰等也明显偏高。按照“稳增长”要求，中央企业增加值增长要达到 8% 以上、利润增长要达到 10% 以上，国企仍将依赖债务维持扩张，充当企业扩张的急先锋，尽管这样的扩张已经变得越来越吃力。前四个月金融数据的“热”与经济的“冷”之间的矛盾，应有国有企业的因素。国有部门占据的大量资金，有部分是用于债务自我膨胀的缺口，而这不具有生产性，而是在延缓和累积风险。如果盈利前景不改善，加杠杆的空间有限，企业盈利能力堪忧。

美国成第一产油国？揣着明白装糊涂！

刘建

5 月 15 日，一则美国原油产量的新闻在网络上不胫而走，标题为“国际能源署：美国未来可满足全球三分之一的石油供应”，一时间，看者哗然，有对全球原油市场发生结构性转变担忧的，也有对这一新闻不以为然的，更有甚者认为这是美国的阴谋。实际上，这是一条乌龙消息。

乌龙来由和美国产量真相

这一新闻来自于前一日国际能源署的 5 月报告，早在去年四季度，该机构就已经对美国页岩油产量增长给予了极乐观评价，本次只是小幅上调美国产量预期。据美国能源信息署数据，2011~2012 年全球原油新增产量 240 万桶，其中美国新增了 189 万桶，占比 78%；未来 2 年，预计全球新增产量 60 万桶和 190 万桶，其中美国分别增长 89 万桶和 87 万桶，占比约为 70%。

从另一个角度来看，2012 年美国原油产量为 646 万桶/天，同期全球日产量 7556 万桶，在其它国家产量不变下，美国产量需要达到 3455 万桶才能实现全球供应 1/3，这就意味着美国原油产量在未来 5 年需要增长接近 4.5 倍。但美国历史上原油最高产量也未达到 1000 万桶，2012 年石油输出国组织 OPEC 全部产量加一起仅有 3089 万桶。即便是从更符合原文的原油和其他液体燃料这一口径统计，美国未来 5 年内也需增产 4 倍才能实现这一目标。但这则荒谬的乌龙新闻，并未引起业界重点关注。而主流媒体的评论着力集中于三点：1.页岩油革命将使美国成为全球第一大产油国，将远超过沙特和俄罗斯，美国将实现原油自足并有可能对外出口；2.美国将通过原油作为外交工具，通过提升产量打压中东和俄罗斯，同时控制亚太和欧洲；3.页岩油革命可以成为美国提供解决财政问题的新途径。美国在财政和货币上将有更大的余地。

对于第一点，早在去年四季度就已经成为市场关注的焦点，彼时国际能源署在其年报中预计，美国将在 2020 年原油产量达到 1000 万桶并超过沙特位居全球首位。即便是这一预期得以实现，以目前美国 1800



翟超/制图

万桶的日消耗量，美国原油自给率也仅仅能达到 60%，距离美国石油独立甚至出口仍有不小缺口。

就这一目标，目前看仍略显困难。一方面，2011 年美国页岩油产能得以快速提升，较大程度来自于此前大量用以开采页岩气的旋井转为开采页岩油，但目前美国油气井总数量已从 2012 年的历史最高水平连续近 9 个月回落。支撑 2008~2012 年页岩气产量爆发的是此前 5 年天然气价格的持续高企，2004~2008 年美国天然气均价 8.02 美元/百万英热，以历史正常油气比值计算相当于 145 美元的油价，自 2010 以来的 3 年北美不足 90 美元的原油均价显然不足以支撑新产量的大量投产，因此过去一年的页岩油产量爆发只能算是页岩气热潮的一个结尾，而不是复制。

另一方面，页岩油生产衰减率超过 40%，需要用密集钻井才能维持产量稳定，成本高昂。据 OPEC 称，北美页岩油生产成本普遍在 75 美元以

上，在目前油价水平下，能维持目前产量已实属不易，更难以承担进一步增产可能带来的价格下行。

此外，虽然页岩油产量蓬勃发展，但不可忽视美国常规石油产量增速的缓慢。在 2003~2012 年的 10 年间，虽然国际油价上涨逾 3 倍，但美国三大石油巨头埃克森、雪佛龙和康菲的产量增长仅有 1.3%，储量年限也与 10 年前持平，仍为 14 年，但同期在开采项目上的支出已增长 4.2 倍。可见目前美国虽然页岩油革命看起来前景一片光明，但支撑其原油产量主要部分的常规储备增长依旧不容乐观。

对于第二点，美国自去年起在外交政策上确实开始积极利用能源作为手段，尤其是自今年初以来，奥巴马在水力压裂、页岩油气开采和天然气出口等问题上表现出的积极态度，比其第一任期内对于传统能源的态度有了极大改变。自去年开始，通过天然气出口问题，美国也成功为欧洲和亚太树立了典范，欧盟对俄罗斯天然气公司 Gazprom 发起了反垄断调查，成功迫使其降价，英

国和德国开始介入页岩气生产，日本也积极开展可燃水试验。

不过值得注意的是，奥巴马虽对化石能源有了政策转向，但目前看，还是更多局限于天然气而非煤炭和石油；天然气作为化石能源中唯一的清洁能源，其推广算是传统和可再生能源路线之间在现阶段的一种平衡。而对于原油，显然奥巴马的政策没那么宽容，在 Keystone XL 管道的修建等诸多问题上可见一斑。

炒作页岩气神话可以休矣

当然，美国确实有能力对油价实现引导，去年是布伦特原油（Brent）赶超美国西得克萨斯轻质原油（WTI）的关键一年，Brent 原油期货连续两季成交量赶超 WTI，连国际能源署年报也开始使用 Brent 作为标的。但值得注意的是，自去年 8 月道达尔向国际证监会组织（IOSCO）提交信函点名指出目前北海市场存在人为操纵之后，Brent 又陷旋涡；今年 2 月普氏、壳牌之争先是将北海市场置于分裂边缘，随后在 5 月 13 日国际能源署月报公布当日，欧洲委员会称就 Brent 定价机制问题对这两家和 BP、StatOil 展开调查，Brent 定价的可靠性受到了严重质疑。同期 WTI 对 Brent 价差却在悄然修复，可以预见，不出 2 年，WTI 将再度回归全球第一基准油价的宝座。

在此背景下，美国更无理由打压油价，其自 2012 年战略重心东移以来，美国的外交核心就是中国，打压油价等于为中国提供了廉价石油，这显然不符合美国战略需求；另一方面油价的持续下跌，也并不利于奥巴马远

到瓶颈，地方财力受到明显制约。居民消费受制于收入增速。随着经济增速减缓，城镇居民人均可支配收入与农村居民人均现金收入将走向低迷。在“富国民穷”没有彻底解决、价格相对合理的基本公共服务品没有充分提供、房价没有保持在适宜的水平之际，消费很难有所起色。总之，地方政府再负债空间十分有限，而中央政府还有加杠杆的空间；私营部门在对未来盈利预期没有改善之前，难以加杠杆；居民部门或许还有空间，但取决于经济形势的好坏和制度性变革的进展。历史不会简单重复，但却总是惊人的相似。在此背景下将难以看到中国经济在今年或今后几年出现较大程度改善。中国经济在低位徘徊或是一种常态。积极乐观解读，至少中国经济的快速调整期已结束，不存在“硬着陆”风险，应会围绕 7% 进行波动。（作者系中信建投证券宏观研究员）

期清洁能源战略的实施；此外，还不利于 WTI 重新抢回制高点。最后一点，页岩油革命能多大程度解决目前美国的财政窘境，更多是说者无意听者有心的话题；截至目前也没有权威机构对这一远景做出过有说服力的调查，基本都只是大致的预估，从 3000 亿到 5000 亿和 8000 亿的说法都有。不过从目前油气行业对美国财政收入的贡献度以及近 3 年来页岩油气快速发展给美国带来的财政红利来看，即便乐观情景下靠单一能源行业也难撑大局。当然，能源确实能够推动美国经济更快复苏，但在两次石油危机都已经过去 30 年的今天，没有多少人会真的相信能源可以再对经济产生决定性作用，美国政府也一直都是揣着明白说糊涂，对外高调宣称能源带来实惠的同时，对油气行业也并未给予任何实际优惠政策。因而，美国在可预见的 10 年之内基本没有可能实现原油完全自给，在化石能源还占主流的时期内也基本没有可能实现“全球三分之一的石油供应”的可能性；美国有意向通过能源作为外交上的新工具，但目前来看，虽有迹象但并不是很明显；而对于页岩油气促美国经济新一轮发展或实现财政平衡，这一说法，就目前来看也基本是遥不可及。对页岩油气近乎神话的炒作可以休矣。（作者系中证期货研究员）