

深化改革 提高宏观投资效率

张荣楠

2012 年以来,中国经济处于周期回落和结构调整的压力集聚期,这同时体现在经济总量增长放慢和经济结构出现调整两个方面,如何在“短期经济增长与长期结构调整”、“转型升级与保持合理增长速度”之间实现平衡,依旧是摆在新一届政府面前的新的重大挑战。

经济回升动力 主要是政府投资驱动

2013 年中国经济波澜不惊,经历了上半年经济逐季走弱,6 月份“钱荒”,以及确定经济增速“合理区间”,划出“下限”之后,国家随即推出一系列“微刺激”的政策组合稳定市场预期,三季度国内生产总值(GDP)企稳回升反弹至 7.8%,创下 6 个季度以来的最高水平。

工业、外贸也同步回升,规模以上工业增加值累计增长 9.6%,占中国经济规模达 40% 的工业的反弹对经济产出的整体反弹起着重要作用;前 9 个月规模以上工业企业利润同比增长 13.5%,1~9 月我国外贸出口同比增长 8%,增幅同比提高 0.6 个百分点,各项数据回暖显示“稳增长”政策显效。

然而,中国宏观经济回升的基础并不牢固,内在增长动力不足,投资驱动以及边际效率的降低制约着经济回升的高度。根据统计局数据,1~9 月份,固定资

产投资名义增长 20.2%,较上年同期放缓 0.3 个百分点,但剔除价格因素实际增速同比加快约 1.4 个百分点。其中,基本建设投资增长 24.2%,增幅同比加快 11.6 个百分点;房地产投资增长 19.7%,增幅同比加快 4.3 个百分点;制造业投资仅增长 18.5%,增幅同比放缓 5 个百分点。

投资对经济增长的贡献进一步增强,前三季度资本形成总额对 GDP 的贡献率是 55.8%,较上年同期提高 5.3 个百分点,拉动 GDP 增长 4.3 个百分点。但问题在于政府主导的投资,特别是基础设施投资成分过大,在带动了 2012 年第四季度的经济反弹之后,基础设施投资高速增长延续到了 2013 年的前三个季度。近 25% 的增速已经是自 2010 年来的最高值。西部地区投资率继续创新高。统计数据表明,投资率最高的是青海和贵州,两省均达到了 135%。其余投资增长超过 100% 的省份中,除了辽宁,如西藏、宁夏、陕西等均为西部省份。与制造业投资不同,高速的基础设施投资并不可持续,新的强劲增长动力尚待形成,经济运行呈现脉冲式的小幅和反复波动特征。

投资增速与边际产出 明显背离

我们利用投资产出弹性来测算投

资效率(投资效率常用增量资本产出率 I-COR 来衡量,表示增加单位总产出所需要的资本存量,即 ICOR=当期固定资本形成总额/GDP 增加值,数值越高表示投资产出效率越低),结果显示,金融危机以来,我国投资产出弹性逐年下降,已由 2002 年的 4.1 降至 2008 年和 2012 年的 3.2 和 1.8,单位投资所带来的单位 GDP 增量下滑,资金周转大幅度放缓增加了融资需求,但现金流创造能力却大幅度下降,实现经济增长必须依赖更高的投资比率,需要大量资本。

此外,民生证券研究院根据社会融资规模数据来测算的债务弹性系数(总债务增量/GDP 增量),自 2009 年之后明显抬升。2012 年债务弹性系数是 3.2,这意味着每增加 1 个单位的 GDP 需要 3.2 个单位的债务扩张,债务驱动型增长特征明显。

投资率和增量资本产出率的“双高”,蕴藏着巨大的经济风险。国际货币基金组织数据显示,2005 年至 2012 年,中国非金融部门(居民部门、非金融企业部门和政府部门)债务占 GDP 比率整体呈上升趋势,债务总额由 25.8 万亿元上升至 91.6 万亿元,杠杆率由 139.3% 上升至 176.3%,累计上升约 37 个百分点。这其中,非金融企业部门的问题尤为突出。截至 2012 年底,非金融企业部门债务在 65 万亿元左右,相当于 GDP 的 125% 左右,远高于发达国家企业债务 50%~70% 的平均水平。随着经济下行的压力,实体部门利润增速下滑,偿债能力下降导致企业和商业银行资产负债率风险加大。

深化投融资体制改革 增强宏观投资效率

中国资本产出效率下降不是短期现

象,而是一个中长期的过程。因此,未来 5 年,中国需要以大力提高中国投资 and 资本配置效率为中心,着手以下改革:

一是进一步深化投资体制改革,取消和下放投资审批事项,打破条块分割、市场分割、切实保障企业和个人投资自主权。转变要素价格形成机制,消除要素价格“多轨制”的现象。加快形成“统一开放,竞争有序”的市场体系,释放市场投资主体活力。

二是推进融资渠道市场化,为企业投资提供有效的资金支持。通过发展股票市场、债券市场等直接融资方式提高全社会融资效率。

三是提高政府投资效率,发挥政府投资对技术创新和科技研发的重要推动作用。通过政府投资的宏观导向作用,在基础研究和产业发展的共性技术领域加大研发活动的资金支持,鼓励“官产学研金”共建创新联盟,促进技术创新、人力资本积累和企业设备投资改造。

四是鼓励和引导民间投资健康发展。加快推进国有企业改革,完善国有资本管理体制,按照国企功能性分类,进一步优化国有经济布局。深入贯彻落实“新非公 36 条”,抑制地方政府竞争性投资,拓宽民间投资的领域和范围,促进民间投资更多进入社会公共服务、基础设施投资等领域,提高社会资金配置效率。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

焦点评论

易纲称中国央行不承认比特币的合法性



唐志顺/图 孙勇/诗

如何炮制比特币?就靠几台计算机。没有信用作担保,只见炒家玩游戏。诱惑在前引贪婪,泡沫破后是哭泣。虚拟货币风险大,从严监管当发力。

公家喝酒少了 百姓还是要喝的

吴智钢

军队“禁酒令”等一系列廉政反腐清新之风,直接推动了 A 股市场白酒板块的深度调整。从 2012 年 7 月以来,机构资金纷纷流出白酒板块,使白酒板块的走势跌入了熊市的泥潭。例如,贵州茅台股价从 250 多元,跌到 130 多元,几乎腰斩;五粮液更是从 38 元多,跌到 16 元附近;比起同期上证指数几乎没有涨跌来看,白酒板块无疑正经历一个漫长的严冬。

无须讳言,贵州茅台、五粮液等高端白酒近年来业绩的快速的确与公费宴请、公费送礼等不正之风有着直接的关系,公费消费推高了高端白酒的消费增长的同时,也提供了高端白酒持续涨价的基础,成为了高端白酒泡沫膨胀的社会根源。因此,从这个角度看,“禁酒令”等廉政反腐举措,无疑将使高端白酒的消费回归市场,其业绩增长和股价的回落,无疑是一种泡沫破裂的过程,一种真实市场价值回归过程。

然而,就在贵州茅台、五粮液等高端白酒价值回归的过程中,整个白酒板块也不分青红皂白、泥沙俱下地陷入了深度的调整,一大批的中低端白酒的股价也躺着中枪,也被扯入了大跌的深渊,例如,以做中低端白酒为主的泸州老窖,同期股价从 40 元左右跌到了 20 元左右,其跌幅与贵州茅台大致相当,山西汾酒同期股价从 40 元左右,跌到了 19 元附近。

实际上,白酒板块的基本面出现了明显的分化,其未来业绩增长的预期和其股价的表现,理应将出现分化。

“禁酒令”等廉政反腐举措,是习李新一届政府“廉政为民”的具体举措之一,其政策的实施将有相当长时间的持续性,这无疑对原来靠公费消费支撑起来的高端白酒形成了长期的挤压泡沫的效应,高端白酒未来必须依赖民间消费的自然增长,来弥补公费消费撤出的窟窿,在回归真实的

市场价值之后,高端白酒近年来的业绩增长,难以让人乐观。

但是,在百姓工资收入明显提高,百姓生活水平明显改善,宏观经济更加依赖消费增长的大背景下,中低端白酒的消费和业绩的增长,却是可以预期的。毕竟,中国的“酒文化”有着悠久的历史,逐渐富裕起来的中国百姓,酒还是要喝的。而对于数量庞大的中国百姓而言,喝酒首选的,应该还是与他们消费水平相匹配的中低端白酒。

今年 10 月,笔者在休假期间,曾经到潮州市饶平县一家欧姓渔民家里,同吃同住同钓鱼。老欧告诉我,他们地区的渔民缘于劳动和生活环境的关系,祖祖辈辈都有喝白酒的传统。老欧说,他家是个低收入的家庭,过去,他们只是喝不到十元一斤的白酒,而现在,他们可以喝十几二十元一斤的白酒。老欧对白酒的消费,只是广大中国百姓对白酒消费的一个缩影,从老欧这个例子可以看出,广大百姓的“酒文化”,将对中低端白酒的消

费和业绩的增长提供坚实的支撑。

笔者上述观点在白酒上市公司的前三季度的业绩报告当中得到了验证。《证券时报》今年 10 月底的一篇文章在盘点上市公司前三季度业绩时,就使用了《高档白酒向下 低端白酒爆发》作为标题。该文指出,包括沱牌舍得、泸州老窖、顺鑫农业等在内的酒企,中低端白酒的销售均出现了逆势增长,且增幅不小。就五粮液这样以生产高端白酒为主的酒企,其中低端产品,也出现了增长。降低高端白酒的价格、发力中低端产品已成为酒企普遍的发行之策。

从投资的角度看,基于白酒板块的基本面出现的分化,对于白酒板块的后市预期也应该区别对待。高端白酒应该有一个较长时间的复苏期,而中低端白酒的销售和业绩的持续增长,却可以期待。中低端白酒作为整个消费板块未来崛起的一组白马,在其跟随高端白酒被严重错杀之后,应该成为投资组合的一个重点。



QE退出预期下的 市场猜想

潘石屹、李嘉诚抛售北上广房地产,将资产转移到海外;美国政府关门,经济数据不景气,量化宽松(QE)退出一再推迟,美联储到底何时退出?宏观不稳定的局势下我们该怎么投资?在近期的《新财富夜谈》中,叶檀邀请宏源证券首席经济学家房四海,上海重阳投资总裁王庆,国海富兰克林基金管理有限公司副总经理张晓东等一起探讨。

美国量化宽松 或后年退出

10 月美国驴象之争导致政府 16 天关门,使得大家又把目光聚集到了美国的经济上。当地时间 10 月 22 日,美国政府“开门”公布的第一个重要数据——非农就业数据再一次令人大跌眼镜,总体失业率 13.6%,平均时薪只上涨了 0.1%,劳动参与率徘徊在 1978 年以来最低水平,就业人口占总人口比例维持在金融危机时的水平。令人担忧的是就业数据已经连续 3 个月低于预期。作为 QE 政策退出的硬门槛,失业率不改善,美联储退出 QE 一再推迟。

叶檀:现在市场都在猜测,美联储到底会不会退出 QE? 房四海:QE 最终是要退的,退出是因为在过去的几年里货币政策是非正常状态,可能我们都习惯了这种状态,随着经济的复苏,QE 会退出,预计在后年。 王庆:美联储关于货币政策的调整制定了三个条件:第一、失业率要从现在的水平降到 6.5% 以下;第二、未来 1 到 2 年内通货膨胀率不能超过 2.5%;第三、通货膨胀率预期比较稳定。只要这三个条件满足,它的货币政策就不会出现大幅度的调整,所以现在我们说 QE 的改变,只是减少了从市场上购买资产的数量,这也是慢慢减少,减少之后的下一步才是货币政策的另一个意义上的调整,比如调整利率。而开始减少购买资产这一步,要等一些经济数据转好,然后会在今年年底或者明年年初开始减少购买资产,这个渐进的过程会一直到明年中或明年三季度,结束这样的过程之后恐怕要到后年才开始加息。

叶檀:按照您的推理,之后的利率会上升? 王庆:对!因为美联储能够影响的只是短期的利率,所以当市场开始讨论量化宽松政策退出的时候,市场利率开始变动。 叶檀:美联储为什么要退出 QE 呢? 王庆:这个量化宽松的货币政策实施的背景是美国出现大的危机,这个货币政策本身的目的的是为了避免出现系统性的危机而向市场和经济中注入流动性,但这样的一个救助的过程使美国的经济系统包括金融机构、政府的债务集中到联邦政府上。由于联邦政府累积的债务很高,如果货币政策退出太早,尤其在经济复苏不太稳之时利率上升,会使美国的整个财政状况再次陷入较危险的境地,若财政出了问题,有可能会产生新一轮性质不同的危机,其实量化宽松政策是制约防止再次发生危机,货币政策退出和调整一定要基于经济基本面的改善来相机决策。

叶檀:QE 退出对中国有影响吗? 王庆:整体上来讲对中国的

影响要较其他国家小,较悲观的人担心钱回流,实际上不会的。比如跟印度、印度尼西亚这些国家比较,中国本身不需要依赖于从外部资金的流入来支持自己经济发展和增长,中国本身的储蓄是过剩的,甚至是输出资金的,从这个角度来看,如果货币政策退出资金成本会上升,这也就不奇怪。前段时间,当美国开始讲起货币政策退出的时候冲击最大的是印度和印尼,对中国更多是对市场情绪层面的影响,不是资金层面的影响,也许对中国的影响反而不是负面的,因为美国之所以量化宽松政策调整,是因为美国实体经济在改善,所以退出量化宽松对中国的影响,可能更多的是通过实体的贸易对中国出口产生影响。

QE退出后 看好A股白酒业

“王石撤资”的新闻还未散去,潘石屹抛售沪上资产的消息又不脛而走。据媒体报道,SOHO 中国正为上海三个项目寻找买家,其中包括虹口区的两个商业项目以及静安区的一个商住两用复合设施。“李嘉诚撤资”一直持续到现在,2010 年以来,李嘉诚的“长和系”总共在香港和中国内地以外完成了 11 笔收购,但从今年 8 月份开始,李嘉诚旗下的长江实业以及和记黄埔便相继抛售上海陆家嘴东方汇经中心 OFC 写字楼和广州西城都荟广场和停车场。

叶檀:你看看北京上海房价很高,而李嘉诚却抛售房产,他是不是错了? 张晓东:中国的房价谁都知道无论从租金还是房价都很高的,从国际上来比较,房价是贵的,所以李嘉诚这样做是合理的。 叶檀:您觉得李嘉诚这样做的是对的,因为国外的资产价格比较低,国内比较高,他在抛高吸低,听起来很有道理,王庆先生怎么认为? 王庆:我觉得最重要的一点:李嘉诚是作为一个职业的投资人,能够进行全球的资产配置,他的选择和比较标准不同,这对我们普通老百姓不见得合适。

房四海:实际上,中国现在很多资产的价格都比欧美高,是严重高估的,全球有很多资产还是被低估的。 叶檀:我听下来感觉三位都支持李嘉诚,这是针对富人。对于百姓来说,若是明年 QE 退出了,该怎样投资? 房四海:国内股票中的某些行业和公司还是有些投资价值的。

叶檀:那么多公司和行业,到底选择哪类? 张晓东:我接房老师的话直接补充一下,我喜欢直接举例子,大家都知道我们反对公款消费、反腐,导致白酒股价大跌。理性的分析,白酒股大跌是因为负面情绪的反应,做投资的应该选择成长型的股,其实这个行业还是不错的,在组合里可以配置一点白酒股。

房四海:对,因为中国真正具有自主知识产权还是白酒,国外造不出来。 王庆:我觉得在这样一个宏观不稳定的环境下,我建议可以做一些对冲来降低风险。 叶檀:我们讲到现在为止探讨出一点共识,不管是明年后年,QE 是一定要退出;有钱人可以进行海外的资产配置,老百姓可以投些 A 股的白酒行业或者做对冲来降低风险;不管哪种选择,一定要理性去选择适合自己的品种,不要跟风。

(文字整理:丁珏)

《新财富夜谈》是一档由深圳证券信息有限公司制作、每周日晚 23:17 在甘肃卫视播出的高端财经周播访谈节目,由著名财经评论员叶檀女士担任嘉宾主持。本版每周一回放该节目主要内容,敬请留意。