

变革年代:明年中国经济前高后低

2014年是中国全面深化改革元年。一方面,改革进程之手的深入将在短期内施压经济增长,另一方面,改革顺利进行又必须以经济平稳运行为前提。正如开车换挡需要踩下离合器时,汽车会瞬时失去发动机的牵引。为了保证中国经济这辆汽车在“换挡”时不至于车速不够而“换挡”失败,经济增速将如何保持在合理区间之内? 改革、发展与稳定三者间的权衡,或将很大程度上决定 2014 年的经济走势。



招商证券宏观研究团队

前高后低经济走势

我们认为,2014 年中国经济走势将呈前高后低态势。我们从两个维度来判断。从库存周期角度看,目前应该在被动去库存阶段。2013 年 7 月稳增长政策出台后,国内需求水平迅速回升,PPI (工业品出厂价格指数)降幅收窄,工业增速自 7 月大幅回升。但无论 PMI (采购经理指数)产成品库存指数还是工业企业利润产成品资金数据显示国内产成品库存仍然维持下滑趋势。应收账款净额是产成品资金领先指标。近年来,我国库存周期有缩短扁平化趋势,应收账款领先时间缩短至 1~2 个季度。稳增长政策退出后,应收账款净额依然维持下滑趋势,预计该指标走势与 2011 年和 2012 年走势大致相同,将在今年年末到明年初回升。PMI 还显示,国内制造业企业原材料库存近期明显回升,预示企业未来将继续扩张产能。

如此推论,明年上半年我国大致处于主动加库存阶段。库存周期向被动去库存转换的时点大致在明年二、三季度之际。因此,从库存周期观察明年经济走势应该是前高后低。从改革、发展和稳定角度考虑,三中全会确定的改革方针要在明年人大推出具体措施。如果明年开局经济表现偏弱,则国内稳增长压力上升,重蹈今年二季度悲观情绪弥漫的覆辙。这显然也有悖于加强预期管理的宏观调控方针。2014 年高校应届毕业生人数将突破 700 万大关。就应届生就业形势的季节性特征而言,每年一、二季度应届生就业结构性矛盾最为突出。2013 年下半年经济增速回升,预计就业市场的结构性矛盾年内突然尖锐的可能性不大。但今年四季度经济增速大致 7.6%左右,已接近经济合理运行区间

的下限,若一季度经济继续下滑,则就业压力也将倒逼政策重心从调结构、促改革回到稳增长。

随着改革的深入进行,我国经济增长驱动因素将从投资向创新切换。正如开车换挡需要踩下离合器时,汽车会瞬时失去发动机的牵引。为了保证中国经济这辆汽车在“换挡”时不至于车速不够而“换挡”失败,经济增速一定要保持在合理区间之内。

鉴于此,2014 年经济仍将维持必要的增长,为改革全面深化提供足够的增速空间。受基数影响,我们认为 2014 年全年经济走势应当是前高后低。

预计2014年GDP增速为7.5%

全面深化改革意味着经济增长模式从投资驱动向创新驱动转换,换言之,未来投资增速将不可避免地下滑。我们判断 2014 年投资增速将在今年的基础上进一步下滑。从需求端看,2014 年投资需求下降,消费需求可能改善,在欧美市场支持下,出口需求总体稳定。供给端在库存调整周期的带动下,工业生产形势前高后低,工业增速全年预计为 9.5%。由此预计 2014 年 GDP (国内生产总值)增速为 7.5%。

第一,全面深化改革将会抑制投资,2014 年投资增速小幅回落。2014 年基建投资依然在维持较高增速。主要投资领域将集中在棚户区改造、中西部铁路、城际轨道交通、城市管网建设以及与信息消费相关的基础设施。目前看,西部地区地方政府投资热情依然高涨。四川省公布的 2013 年~2014 年重大项目计划投资额达 4.26 万亿。贵州省也确定了总额达 3 万亿左右的重点投资项目。西部

地区投资偏高与其经济发展阶段是相符的,也会拉高全国整体投资增速,保证一定的投资率也有利于维持就业市场的稳定。

2011 年至今,制造业投资呈现阶梯式下滑趋势。2011 年全年制造业投资增速为 31.8%,2012 年下滑到 22%。2013 年制造业投资跌破 20%,陷入过去 9 年以来的最低增速,10 月数据显示制造业投资增速已经回升至 19.1%,是今年最高增速。展望 2014 年的制造业投资,我们认为消极因素在于国内经济依然处于回落趋势,制造业投资难有较大起色。但同时也存在有利于制造业投资放缓下滑速度的积极因素:不但出口形势有所好转,且明年上半年国内经济将延续 2013 年下半年全年制造业投资增速仍将维持稳步回落趋势,预计增速在 18%左右。

由于基数的影响,2014 年上半年房屋销售增速可能较差,这本身就会影响新开工面积和地产投资的增速。再者,2014 年存在多种因素可能导致部分购房需求的观望等待:如加快房地产税立法并适时推进改革、不动产统一登记制度对房价的压力、未来地产调控方式将从需求抑制向增加供给转变等。我们认为明年房地产投资将延续回落趋势,增速预计在 15%~18%之间。

综上,尽管基建投资仍将维持较快增速,但在地产和制造业投资的拖累下,2014 年全年固定资产投资增速将下滑至 19.5%左右。

第二,消费增速将稳中向上。新一届领导集体执政以来对公款消费的强力打压,是导致今年消费增速突然下滑的主要因素。政策冲击主要体现在餐饮收入方面,增速较 2012 年下滑 6 个百分点。而今年商品零售

增速下滑程度有限且近期增速稳定在 13.8%左右。另一方面,上半年收入增速继续下滑也对消费造成较大冲击。我们认为政策对消费的冲击是一次性的,2014 年消费增速在今年低基数的基础上继续显著回落的可能性偏低。并且,三季度以来经济企稳回升,城镇和农村居民收入增速也相应反弹,这也有利于 2014 年消费增速的稳定增长。再者,2013 年透支的购房需求也将转换为财富效应,刺激这部分购房群体消费的增长,主要体现在汽车、家电、家具以及建筑装潢等商品。预计 2014 年消费增速为 14.3%。

第三,2014 年进出口增速也呈现稳中向好趋势,但需注意 QE (量化宽松)退出对新兴经济体的冲击。

欧美经济 2014 年进一步回暖概率大,故 2014 年我国进出口总额大幅回落可能性较小,出口增速将继续在 2013 年的水平附近徘徊。

2013 年 9 月我国出口意外负增长值得深究。近期,新兴市场国家经济疲软,我国对其出口增速下降。部分新兴市场国家经济和金融形势类似于亚洲金融危机爆发之前。若 2014 年美联储按时退出 QE,新兴国家所受冲击情况可能对我国出口造成扰动。过去出口总量看欧美,增量看新兴经济体的逻辑可能需要修正。2013 年秋季广交会数据不甚理想,再考虑到今年上半年出口数据受到跨境套利资金的扰动,预计 2014 年一季度出口增速可能偏低,从二季度起逐步回升,2014 年下半年在欧美经济复苏的带动下出口增速应该好于 2013 年。综上,2014 年全年进出口形势将稍好于 2013 年。预计全年进出口总额同比增长 8.5%,其中出口同比增长 8.3%,进口同比增长 8.9%。

按照支出法分解,三驾马车的贡献如下:投资对经济拉动大约 3.5%,消费大约拉动 4.0%,净出口大约拉动 0.0%,因此,2013 年全年经济 GDP 增速可能为 7.5%。全年经济走势前高后低,各季度同比增速分别为:7.6%、7.7%、7.5%、7.4%。

美联储QE退出预期再起



潘向东

美联储近期针对各重要数据对各种政策计划进行了大量讨论,表明美联储正在切实考虑放缓或退出每个月 850 亿美元的资产购买计划。为减弱对经济和金融体系的冲击,讨论相应退出量化宽松(QE)的对冲安排,也讨论了包括降低首次提高利率的 6.5%失业率门槛,以及为通胀设定额外门槛的可能性。不过联邦公开市场委员会(FOMC)成员普遍认为此举作用不大而且十分不确定。

目前美国通胀水平走低,居民消费价格指数(CPI)年率仅为 1%,三季度的国民生产总值(GDP)增长超预期,但就业增长仍缓慢,因而预计 12 月的会议仍会维持货币政策不变,但可能会增加退出 QE 的吹风,以引导市场预期。

会议纪要显示退出可能

美联储 11 月 20 日公布的会议纪要内容显示,更好的经济数据将有利于美联储在未来的几个月内缩减购债规模。

关于缩减购债规模的顺序,和是否降低失业率门槛,会议纪要显示:一些官员倾向于等量缩减购债规模,一些官员倾向于国债规模缩减快于抵押支持债券或者抵押贷款证券化(MBS);几个官员希望降低 6.5%的就业门槛,另一些官员担忧改变就业门槛会损害联储的信用。而对于美国最近几年失业率的下降,美联储持怀疑态度,美联储表示过去几年失业率的下降可能夸大了就业市场的好转。

对于升息的门槛,美联储大多数官员认为下调超额准备金率值得考虑,少数官员倾向于设立通胀下限,但是增加通胀下限的做法收益并不确定;利率前瞻可能会解释 6.5%的就业门槛触及后的利率政策。

逻辑分析:退出预期加强

10 月 FOMC 会议纪要进一步表明,美联储决策者正在为加大依赖前瞻性指引、减少对资产购买的依赖作为主要政策工具奠定基础。这表明美联储决策者正在讨论,如何才能以最好的方式结束 QE 购债计划,做到既不冲击到市场,又不会削弱美联储为增加就业以及推动通胀率回到 2%目标水平所作的努力。

自 2008 年底以来,美联储一直将利率维持在接近零的低位,并通过三轮大规模购债,将资产负债规模扩大三倍至 3.9 万亿美元,以通过维持低利率来刺激经济增长。联储维持近零利率近五年时间,并承诺将低利率至少维持到失

业率降至 6.5%。失业率目前为 7.3%。纪要显示,委员们认为在会议召开时没有变动货币政策的必要,讨论了强化利率前瞻性指导的可能性,但意见并不一致。相对于近期联储官员的讲话,会议纪要的观点似乎明确得多。

会议纪要中的大部分篇幅都是对缩减购债规模的构想,尽管并未提及何时缩减购债规模,但是其中提到“部分官员希望等量缩减国债以及抵押债券(MBS)的购买量;部分官员希望国债购买量缩减速度快于抵押债券”,最后讨论的结果也许并不重要,但重要的是,美联储已经开始讨论如何缩减,美联储并未排除未来几个月开始缩减购债规模的可能。市场对退出的预期加强。

11 月的就业数据会很关键。较好的非农数据将会增加美联储在下个月开始缩减购债规模的几率。美联储未来可能的各种政策选项包括:缩减资产购买计划,并最终将近零利率恢复至更正常水准等。

目前,美联储向银行的超额准备金支付的利率为 0.25%。多数委员认为下调该利率“值得在某个时间点加以考虑。2008 年,美联储首次采取超额准备金支付利率(IOER)的政策,把它当作控制短期利率的工具。现在,美联储资产负债表上的超额资本金规模庞大,所支付的利率也远高于其它短期利率。

纪要公开后,美联储官员表态不一。圣路易斯联储储备银行总裁布拉德周四表示,目前美联储应该继续购债,因迄今没有物价攀升迹象;而里奇蒙联储储备银行总裁拉克尔则在另一场合重申反对立场,认为该举措无效。

布拉德一直以来都主张设定一个通胀率门槛,以向市场确保如果通胀率继续徘徊在过低水准,美联储就不会加息。但布拉德周四暗示他愿意支持另一个不同的选择,“完全不要改变前瞻性指引,但说清楚当失业率跌破 6.5%的门槛后,我们将如何行动。”

美联储主席伯南克本周稍早曾称美联储在加息之前会保持耐心。他表示,可能在失业率降至 6.5%下方之后的很长一段时间内,政策利率目标都将维持在近零水准。

美国里奇蒙联储主席莱克 11 月 21 日表示,美国的通胀水平在未来一至两年内可能会升值 2%的水平,但是上升仍面对较多不确定性,因此美联储应该密切关注。市场应该小心美联储的前瞻性指引,而美联储是否开始缩减量化宽松政策的规模取决于美国的经济数据。

从纪要看,美联储缩减 QE 规模并不等于要收紧货币政策。在退出 QE 的同时,不会紧缩货币。尽管美联储更加接近缩减 QE,且很有可能是在 2014 年第一季,但目前短期利率期货却强劲走高,把美联储首次加息时间的预期推迟到 2015 年的更晚时段。

指标 10 年期国债价格下跌,收益率涨至两个月高点超过 2.8%,但并没像 5 月时那样带动短期利率一起上涨。实际上,联邦基金期货价格上涨,这暗示美联储 2015 年 7 月加息的几率约为 50%,较会议纪要公布前的约 52%下降。

(作者系银河证券首席经济学家)

日本国债市场化与利率市场化

一个大规模交易的银行间债券二级市场开始逐步壮大。而一个大规模债券二级市场的出现,很容易就会导致一个更加自由的短期货币市场的诞生。1967 年,日本只有一个银行间货币市场(call money market),对于非银行短期金融市场而言,这并不是一个很好的交易市场。于是,1970 年代,日本债券回购市场(Gen-saki Market)应运而生,该市场上作为担保品的证券包括国库券和长期债券。该市场可以为证券公司提供短期融资,同时成为非金融企业可以参与的交易市场。

与此同时,依托债券交易市场,非银行金融机构开始与商业银行展开竞争。证券公司首先利用该市场吸引企业流动资金进入,同时开发出新产

品——中期债券基金,一种面向个人投资者的小额交易投资信托基金。这样,银行的存款就开始发生流失。商业银行存款占比从 60%~70%下降到 40%左右,为了避免存款流失,商业银行于 1979 年引入 CDs (大额可转让定期存单,是银行印发的一种定期存款凭证,凭证上印有一定的票面金额、存入和到期日以及利率,到期后可按票面金额和规定利率提取全部本利,逾期存款不计息。大额可转让定期存单可流通转让,自由买卖)、1985 年引入 MMCs (货币市场存单,这是一种可以转让大额定期存款单利率或长期国债利率联动的定期存款)。

随着经济金融结构改革的步伐逐步加快,存贷款利率也开始逐步放开管制。日本利率市场化起于 1970 年代末

日本利率市场化大事记	
年份	事件
1977	大藏省正式批准商业银行承销国债可以在持有一段时期后上市交易,二级市场利率和发行利率开始自由化
1978	银行拆借利率弹性化、国债利率开始招标发行
1979	CD 开始发行
1980	券商发行中期国债基金
1982	新银行法颁布
1983	日本金融制度审议会“宣布‘渐进地实现利率市场化’”
1984	大藏省发表了《金融自由化与日元国际化的现状与发展》
1985	MMC (货币市场存单)发售;国债期货市场成立;大额定期存款利率浮动
1986	短期国债发行、短期交易品种开始丰富;外资券商成为东京交易所会员;20 年期国债公开发行;日本离岸市场建立
1987	商业票据 CP 发行
1988	银行允许抵押借款证券化;MBS 立法通过
1989	以银行平均融资利率决定长期基础贷款利率;放松小额定期存款利率,小额 MMC 发售
1990	小额 MMC 利率管制放开
1991	以银行平均融资利率决定长期基础贷款利率,至此贷款利率完全市场化;小额定期市场利率产品创设
1993	定期存款利率完全市场化
1994	除支票存款外,存款利率完全市场化

的国债市场化,终于 1994 年存款利率完全放开,一共经历了近 20 年的时间。

在这一过程中,日本利率市场化

的进程基本按照先国内后国外、先贷款后存款、先定期后活期、先大额后小额的顺序展开。

(招商证券 孙彬彬)