

中国将进入利率上升大周期

张茉楠

2013年10月以来，中国银行间市场又出现了类似2013年6月同业拆借利率(Shibor)急速飙升的状况，十年期国债收益率大幅攀升，甚至在2013年11月底超过4.7%，不仅超过2007-2008年水平，更一度逼近2004年历史高点，特别是叠加央行货币结构性收紧以及美联储启动量化宽松(QE)退出程序，似乎预示着高利率背后，中国的“明斯基时刻”正在到来(明斯基时刻表明市场繁荣与衰退之间的转折点)。

利率上升不是风险的原因而是结果

当前来看，中国实际利率大幅上升背后所反映出的结构失衡与金融脆弱性远比利率上升本身更值得高度重视，因此，从这个角度讲，利率上升并不是风险的原因而是结果。事实上，2008年以来，金融体系对经济波动的重要性越来越达成共识，这其中美国经济学家明斯基对金融不稳定的本质阐述得尤为深刻。

根本而言，周期性的金融危机其实就是流动性在实体经济和金融部门之间进行动态配置并逐渐失衡的过程。明斯基的卓越贡献在于将人们的注意力从实体经济

转向金融体系，从“货币面纱”转向“融资面纱”，从关注当期的产出价格转向关注资产价格。明斯基提出的“金融不稳定假说”格外重视债务扩张对金融脆弱性的影响。他根据经济主体运营现金流与债务之间的关系将融资结构划分为三个类别：稳健融资、投机融资和庞氏融资，并认为金融脆弱性的发生依赖于融资结构的变化。事实上，在处于经济周期的上升期之时，金融市场的融资条件比较宽松，经济主体可以获得充裕的流动性，并不断提高财务杠杆率，用高盈利性、低流动性的资产，去置换高流动性的资产。

在这种情况下，原本债务适度的主体也开始带有投机性，转身成为投机理财者，惯于投机理财的经济主体经营模式则不断扩大，在债务滚动之上完成支付需要，转变为庞氏融资。根据国际清算银行的数据，截至2012年末，中国非金融企业的负债率是国内生产总值(GDP)的139%(含地方政府下属的以法人形式存在的平台公司)，相比2008年底提升了约40个百分点。在全球26个有可比数据的主要国家和地区当中债务负担排名第4。

警惕资产和负债的错配问题

因此，整个社会中，投机和庞氏融资

的比重越大，金融系统的脆弱性就越严重。因为在高杠杆条件下，由于资产依靠负债驱动，一旦负债的结构被确定，那么除非资产结构在额度和期限上与负债结构完全匹配，否则资产和负债的错配问题就将出现。2008年国际金融危机以来，以地方政府为主导的投资扩张，使得对资金有饥渴症的地方政府通过表外贷款、银行间债务融资等形式与其对接，大量资金流向了地方融资平台和政府驱动投资的行业。这样，一方面导致了包括政府、企业以及金融机构在内的所有部门负债率大幅上升。国家审计署审计结果显示，截至2013年6月底，全国各级政府负有偿还责任的债务20.70万亿元人民币。考虑或有债务后，全国各级政府债务约30.28万亿元，政府性负债率为36.4%，远低于国际上通行负债警戒线的60%。但增速增长过快，2013年6月末，地方政府性债务比2012年末增长12.6%，年化增长26.8%，远远超过GDP名义增长水平(10%左右)。

由于地方政府对融资成本不十分敏感，这使得地方政府债务和房地产负债变成一种低风险、高收益的资产。特别是在房地产价格持续上升的带动下，三季度房地产开发贷款同比增长14.9%，远超工业中长期贷款4.1%的增幅。房地产和城投融资对其他信贷融资形成挤出，在总量信贷控制下，推升了实体融资成本。

事实上，2013年以来，制造业等实体经济部门面临劳动力成本上升、资金价格上涨及产能过剩“三座大山”压制，全国规模以上工业企业主营业务平均利润率只有5.2%左右，但城投债、影子银行或银行理财产品收益率却高达8%-15%左右，实体经济的融资成本上升几乎难以覆盖资金成本上升所带来的压力，导致虚拟与实体利润鸿沟不断扩大，以钱生钱的投机气氛浓厚。

2013年上市公司中报情况显示，上市公司利息支出占EBIT(息税前收益)的比重约为31%，ROIC(投入资本回报)

率)与资金成本倒挂情况严重。如果以非金融部门的存量债务规模计算，年利息支出逾5万亿元，占全年社会融资规模的三分之一，这也解释了为何社会融资规模与GDP增长背离，因为大量的资金事实上是用于偿付债务，而不是用于实体经济生产，形成恶性循环。

中国将迈入利率上升的大周期

从未来趋势看，融资成本的上升又恰好与中国利率市场化不断演进，储蓄与投资缺口收敛，以及外部流动性供给下降不期而遇，中国将不可避免地迈入一个利率上升的大周期。国际经验表明，利率市场化初期，无论是发达国家还是发展中国家，利率普遍上升。世界银行统计数据显示，以名义利率衡量的20个国家中，15个国家名义利率上升，5个国家名义利率下降，以实际利率衡量的18个国家中，17个国家实际利率上升，仅1个国家实际利率下降。

国际经验表明，利率市场化程度越高，金融外部性越强，因此，基于维护金融稳定的需要，金融管理部门有必要进行科学的、符合市场规律的流动性和利率风险管理。可以通过央行资产负债表操作，针对不同机构甚至实体经济部门进行直接或间接的流动性管理。比如针对特定行业，可有针对性地加大再贷款或再贴现的定向支持；对不符合产业导向的金融机构，可通过发行定向票据等方式压缩其流动性。另外，治理和改善金融部门、非金融部门资产负债表，控制中国经济杠杆率过快上升势头，积极发展债权融资等直接融资市场，对于降低金融系统性风险，维护金融稳定变得尤为重要。

(作者系中国国际经济交流中心研究员)

养老金隐性债务亟待显性化

冯海宁

中国社科院世界社会保障中心主任郑秉文近日接受采访时表示，2014年养老保险顶层设计研究将继续深化。对于养老金支付缺口问题，他称，由于社保基金和养老金支出比为154%(2.4万亿/1.5万亿)，跟美国对比分析，我国养老金隐性债务的规模肯定大于20万亿。

尽管人社部表示，2012年我国养老金结余22968亿元，但有关机构却指出，到2013年中国养老金缺口将达到18.3万亿元。而郑秉文先生给出的数据更吓人——养老金隐性债务规模大于20万亿。“20万亿”这个数字是否准确，该如何偿还养老金隐性债务，是摆在我们面前的一道严峻命题。

在养老金这个问题上，官方机构与学术机构持有截然不同的说法。官方机构几乎不谈养老金缺口或者隐性债务规模，而且还以大量结余来安抚公众；而学术机构或专家则总是抛出各种数字来说明养老金缺口巨大。从某种程度而言，官方机构多喜欢安于现状，而学术机构更忧虑未来。

我国已经步入老龄化社会，随着老龄人口的持续快速增长，养老金支付必面临巨大压力。如果今天我们忽视了养老金隐性债务规模，明天就要付出相应代价。因此，在美国、韩国、哥斯达黎加等国家已经测算出自己国家养老保险收支不抵支的时点、养老金枯竭的时点的情况下，我们也必须行动了。

要想合理应对老龄化带来的挑战，首先要摸清楚养老金隐性债务规模有多大，并让这种隐性债务显性化。尽管郑秉文

文给出“20万亿”这个数字，但其测算方法是否科学，得出的结论是否准确，还有待于观察。因为中国很多基础数据不真实，也与其他国家国情不同，自然会影响测算结果的准确性。

由于“20万亿”只是“一家之言”，并没有得到官方认可，所以亟待官方机构详细摸底、科学测算，让养老金隐性债务显性化，这既是应对养老金支付压力的基础，也是尊重公众知情权。目前，十几个省份收不抵支，已经发出了一个信号，即提醒我们必须及时摸清养老金隐性债务规模，并拿出还债计划。

在笔者看来，让养老金隐性债务显性化，既需要审计部门进行专项审计，需要统计部门专项统计，也需要官方委托研究机构进行测算，当然也需要建立中长期养老金支付能力预测制度。另外，全国人大不妨也对养老金隐性债务规模进行专题调研，或者进行专题询问。如此，养老金隐性债务官方显性化才可能实现。

据悉，在去年4月召开的广东省十二届人大常委会第一次会议上，广东省政府向大会提交专题报告，承认养老金存在“巨额隐形债务”，承诺将通过提高财政补贴、委托投资等多种方式，解决当前社保基金运行中存在的诸多问题。这是第一个公开承认养老金隐性债务的省份，获得舆论肯定。

比推行延迟退休更重要的养老改革，是建立养老金支付能力测算制度，并及时摸清楚养老金隐性债务规模的底数，准确测算出收不抵支、基金枯竭的时间，以达到预警的目的，而如何有计划地偿还这笔债务，也应该早日提上日程。

调控目标又落空，房价俨然不倒翁。
政策遭遇两面派，楼市炒作一窝蜂。
问责口号不落实，土地财政难撼动。
上涨预期依旧在，房价走势成迷踪。



赵乃育/图
孙勇/诗

“中国大妈”再杠华尔街胜算几何？

闻一言

尽管2013年黄金价格跌跌不休，跌幅近30%，并创下了32年以来的最大跌幅。但2014年伊始，金价大跌并没有阻挡人们继续抢购的热潮。元旦当天，北京菜百公司总店及17家直营连锁分店销售额在2亿元左右，而中国黄金蒋宅口旗舰店投资额销售超过150公斤。

岁末年初，两道以黄金为主角的市场风景惹人关注——国际金价在低探1181美元后展开绝地大反击，2日摸高1228美元，最大涨幅达4%；从北京菜百、上海第一八佰伴到南京新街口，“中国大妈”再次抢购黄金“没商量”。

从首饰到金条，近一年来“中国大妈”对黄金的热情，让华尔街大佬们咋舌不已。据世界黄金协会的预期，“中国大妈”2013年消费黄金1000吨，增长29%。自去

年三季度，曾经长期是黄金消费第一大国的印度黄金消费大幅下滑，而中国需求则继续保持高增长，并超过印度。“中国大妈”对此可谓功不可没。汇丰银行一份研究报告如此总结：在黄金最艰难的一年中，中国是它最好的朋友。

“中国式藏金热”，真的让华尔街看不懂。“中国大妈”作为一个特殊的群体，她们对金价的技术面了解不多，更多的是凭直觉来购买，出发点并不完全是投资保值，这从她们主要购买含有加工费的金饰而非金条可以看出。日前，招行带有马年图案的100克金条，每克售价259.4元，尽管比大牌首饰金低40多元，但相对受到冷落。可正在南京周生生柜台上选一条金链子的南京市民王芬坦言，几个月来，她已购买了10万黄金，有金条也有金饰。“儿子以后结婚要用，先囤一批没关系，而且我觉得

黄金仍是现在最好的投资，有急用了，能及时兑现。”中国人“披金戴银”的传统消费习惯，影响着黄金的供需关系，对金价构成了支撑。此外，很多人认为货膨胀而着急，黄金毕竟是“真金白银”，拿着比钞票踏实，这或许正是“中国大妈”看似情绪化抢金背后的朴素投资逻辑。

中国大妈爱黄金，黄金会不会也爱“中国大妈”呢？事实上，对黄金感兴趣的不仅是“中国大妈”，还有许多国家的央行。如，俄罗斯央行过去一年就增持了150吨的黄金储备，而最近市场还流传中国央行透过摩根大通暗中增持黄金的消息。全球市场还注意到，前不久一个可容纳2000吨黄金的金库落户上海自由贸易区，容量相当于去年中国黄金预估消费量的2倍，填充如此大规模仓库的黄金哪里来？尽可由市场去想象。

“避险”和“抗通胀”，是推动黄金价格走出12年大牛市的主要动力，在2013年，二者均发生了根本性变化。美国等西方国家经济逐步复苏，尤其是美国因经济趋于正常而开始退出量化宽松政策，加上目前西方国家普遍低通胀，这些无异于给金价“抽楼梯”。应当看到，截至本周二，作为全球黄金投资基金持有黄金798吨，创2009年以来最低水平，相比于其历史上最高持仓1353吨，已减持了555吨。难怪国际投资机构众口一词继续唱衰黄金，目前多数机构预计今年黄金均价在1100美元左右。

逆向思维在市场中往往有效。据中国黄金协会提供的一组数据恰表明，全球最大黄金基金的抛售动力趋于减弱。如果2013年金价已触底，普遍在1300美元上方接货的“中国大妈”在和华尔街大佬这场手腕的角力中，并非全无胜算。



三鹿重生的命运

沉寂4年，三鹿重新回归，当年神秘买家浮出水面。染有污点的三鹿品牌能否重塑品牌美誉度？近期的《新财富夜谈》节目中，财经评论员叶檀携手上海知识产权研究所所长游闽键，北京志起未来营销咨询集团董事长李志起和广州名道营销顾问有限公司总经理陈小龙，共同探讨三鹿品牌复活的概率。

三鹿商标神秘买家浮出水面

近日三鹿品牌回归大众视线，推出有机面引起市场关注。这个曾经价值逼近150亿元的三鹿商标，因三聚氰胺事件跌落神坛，三鹿集团因此破产。随后“三鹿”牌及相关保护性商标以整体打包的方式售出，拍卖当天，起拍价为700万元，36号和56号两名买家参与了竞拍，每次加价10万元，在进行了三次竞价后，最终被56号女性买家以730万元的价格竞得。拍下“三鹿”品牌的竞标者签署完成并递交确认书后便匆匆离场。如今背后的神秘买家现身，她就是浙江三鹿实业有限公司总经理江新华。而公司官网，只有三鹿有机面的介绍，对于公司的过往，从事过的业务，网站上只字未提，在网络上也没有任何报道。

叶檀：这么神秘的一个人买了这个品牌，是不是投机？

李志起：不能排除她投机的心理，因为面对一个曾经辉煌过，具有巨大知名度的品牌，任何商人和企业家都会想，它能给我带来什么样的转变。尤其是中国很多的中小企业主，过去多少年想打拼的就是一个知名度，当看到这种机会的时候，不排除她会采取收购的方式来提高自己企业和产品的知名度。这个投资者一定是看到了品牌知名度，这样一个显性价值，但是却没有正确评估美誉度和忠诚度，这笔700多万的投资要赚回来是不容易的。

据报道，三鹿有机面已经进驻各大超市，记者走访了杭州文二路的世纪联华，发现确实有该商品售卖。一包227克的三鹿有机苦荞面，售价在17元左右，普通的国产挂面从一两元到十元不等，而进口有机面价格介于15-20元间，基本与三鹿有机面持平。此前浙江三鹿接受媒体采访时表示，三鹿有机面将瞄准中高端消费者，特别是白领。

游闽键：白白领恰恰是对这段历史更挑剔的消费群体，我觉得这可能是一个方向性的失误。另外，我觉得它在推出的时候，产品正面形象的塑造还不够，应该有一些铺垫，比如对社会的承诺，高调地做一些公益事项。

有机认证靠谱吗？

浙江三鹿实业有限公司有备而战，全面打起质量牌。公司官网显示，目前推出的有机苦荞面、玉米面已持有中国、美国、日本和欧盟四国的有机认证。此外，经理助理朱明星还表示，公司将原材料检验样本数量提高到国家标准的3倍进行检验。这么多认证作背书能给消费者吃下一颗定心丸吗？

陈小龙：从品牌背书的角

度来讲，我觉得浙江三鹿实业有限公司更应该让消费者看到它的整个供应链，从田间到整个生产的制造过程，然后再到超市，整个链条上，它是如何保证产品是有机的、安全的，这可能是它需要做的文章，而不是它的背书。因为过去三鹿品牌也有很强大的背书，最终还是出了问题。

李志起：中国有机市场的认证恐怕是当下最混乱的一个领域之一。从价格来讲，几千到几万都有可能买到认证，在国内，有相当一批认证代理机构是吃这碗饭的。我们不敢去猜测它这次认证是怎么做出来的。但是有一个很大的疑虑，一个有机食品的认证是需要3年的转换期，而它这个商标拿到手里也不过4年时间，它生产粗粮也不过半年的历史。而我还注意到，它的生产基地并不是自己的，这时，这个认证是你做的，还是上游的供应商做的，这一点是没有交代清楚的。那么我们作为普通消费者，不知道这个证是在生产环节做的，还是在种植环节做的，你是怎么控制的，你交代不清，这很容易让人家去推测你就是投机，或者说是扯虎皮做大旗，这种疑问很容易产生。

游闽键：我觉得现在看到的有机认证标准太乱，法律法规在这方面的规范都是有问题的。就像这四个不同的认证标准，它的程序是不一样的，整个标准也是不一样的，要求也是不一样的，消费者把这四个标准看懂，得花好长的时间。

三鹿品牌能重生吗？

叶檀：如果我是三鹿，现在已经花了近800万元。最后要做到一个什么关键的东西，能让大家相信我确实是诚意？

李志起：我不认为它做这件事的出发点又是骗人的，或者说又要故意犯一次错，没有企业家会傻到这个份上，只是说它处理的策略不对。比如说它只要做到两个字——透明，所有的雾霾就烟消云散。它必须让自己的企业，包括品牌的背后的故事，甚至神秘的老板，都公开透明出来。因为在这个时候，消费者完全处于一个信息不对称的阶段，消费者有强烈的求知欲，如果在这个时候不满足他，不让他看，那么反过来来说，消费者的质疑，负面的评价，都可能会打到它，那个时候，口碑就是压倒它的最后一根稻草。

叶檀：浙江三鹿实业为什么要买这个品牌，其实是不清楚的，我们只能说是眼珠经济。你的有机食品是怎么来的？你的认证是怎么来的，认证就认证四个地方，到底怎么认证的？你如果这些问题还云雾罩的话，我觉得消费者都很难投下信任票。

游闽键：这个时候其实最好邀请全国各大媒体去看一看生产基地，看一看三鹿有机面是怎么做出来的，再把四个有机认证是怎么做出来的，告知大家。这样的话，企业主动把所有的疑问都消除，这可能对它是一个非常正面的宣传。

叶檀：我们所提出的这些疑问，而且是业内人士提出来的，如果解决不了，迟早会吞噬你，而且比以前吞噬你更狠。以前吞噬你，你还可以相当于卖壳，你还可以卖品牌，然后你来重生一把，这次如果再被吞噬了，我相信没有重生的机会了，它的品牌有可能真的是负的，一钱不值。

(整理:陈娇君)

《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。