

中国仍难消化“四万亿”效应

加文·戴维斯/文

近期冲击新兴市场的金融动荡,在一定程度上是由中国货币市场严重承压的一段时期造成的,这种压力现已得到控制。但中国面临的挑战是“慢性”的,而非“急性”的。此外,由于中国是金砖国家中的“龙头老大”,其经济的长期放缓会导致所有新兴市场资产在很长一段时间内都承受压力。

尽管中国可能不会面临“雷曼”时刻那样的戏剧性局面,但它还是需要花数年时间来解决 2008 年 4 万亿元人民币(合 6520 亿美元)刺激计划导致的过度放贷和过度投资问题。该计划当时被誉为神来之笔;如今,由改革派总理李克强领导的新一届政府已经含蓄地承认该计划留下了一些后遗症。

中国正处于一个典型的信贷泡沫当

中。信贷总额与国内 GDP 之比已从 2008 年的 115%左右升至约 173%。许多其他经济体的经验证明,这种信贷扩张速度是危险的。其中很大一部分信贷进入了监管不严的影子银行领域,这块领域的信贷年增速达到 50%以上。中国有关部门已释放出一个正确的信号,那就是这一扩张必须大幅减速。

信贷激增大幅推高了中国经济的偿债率。国际清算银行认为该指标能够“可靠地预示爆发银行业危机的风险”。一项针对发达经济体和新兴经济体的跨国分析发现,偿债率的危险水平大约在 20%到 25%左右,如果从这一水平再上升 5 个百分点或更多,那就麻烦了。

我们很难找到官方的中国偿债率数据,但法国兴业银行分析师姚伟表示,中国的偿债率约为 39%,远远高于危险水平。此外人们普遍认为,近期很大一块信

贷增长是被用来延长原先债务的到期期限这又是一个典型的警示信号。

地方政府融资平台发现,它们早先的卖地收入已接近枯竭,因此有报道称,它们已大规模地求助于这些替代性资金来源。

为了实现软着陆,信贷增速需要降至一位数并保持多年。2008 年以来,中国的年均信贷增速达到 23%。

除了信贷扩张在金融方面导致的后果,现在真正让人担忧的是,由此产生的很大一块资本支出都被引向经济效益低下的领域。

多年来,一些人一直指责中国过于依赖投资,将其作为经济增长的主要动力,用于创造总需求和提高供应能力。但

这些担忧总是受到另一些人的反驳,后者提及两个理由:一是中国相对于发达经济体人均资本存量水平较低,二是中国迄今为止实现了非凡的 GDP 增长。

2008 年刺激计划实施后(该计划将投资在中国 GDP 中的占比,从 2007 年的约 42%提高到了 2013 年的 47%),上述情况可能也发生了变化。国际货币基金组织经济学家在工作论文 12/277 和 13/83 中指出,超额投资占 GDP 的比重已升至 10%左右——地理上集中在内陆省份,行业上集中在制造业和房地产业。

在这方面,软着陆所需的调整也是难以实现的。未来十年,私人部门投资年均增速需要降到 4%左右(过去十年的年均增速是 10%),才能成功实现需求再平衡并避免资源浪费。

那么,这一切为什么不会引发“急性”的金融动荡呢?中国货币市场近期承受的压力,让人不禁想起 2008 年美国的

情况。但是,这种压力是由中国有关部门故意释放的一个信号导致的,这个信号的含义是,中小银行和影子银行必须停止过度放贷行为。大银行的资本金似乎很充足,而且业务主要集中在公共部门,而非市场经济领域。

由于公共部门债务与 GDP 之比略低于 50%,因此如果有必要的话,中国政府仍有一定的财政空间对银行实施资本重组。在此前的几次危机中,中国政府都避免了破坏性的破产和系统性的银行倒闭。与其他亚洲国家在 1997 年时的情况不同,中国现在在国内储蓄过剩,而且拥有 3.5 万亿美元外汇储备,银行的长期国内资产和短期对外债务之间也不存在任何不匹配。中国不会遭遇什么危机,最可能的结果是遭遇一场漫长而严峻的考验。

(作者系支点资产管理公司董事长)

买理财产品要先看“出身”

樊华/文

前段时间持续发酵的中国银行间“钱荒”已暂告一段落。但在当时,不少银行为了应对流动性短缺,集中发行了大量短期高收益理财产品,使得高收益理财产品再度引发关注。

但就在今年上半年,有关理财产品的负面报导接二连三。5 月,交通银行 2011 年发售的一款私人理财产品“得利宝·至尊 18 号”到期引发纠纷,该产品不仅没有兑现预期收益,甚至还出现了本金亏损。稍早的今年年初,华夏银行上海一家支行因其员工销售的一个理财产品发生违约事件,遭到了投资者的集体维权。

支持投资者维权声音占了主流,几乎一边倒的舆论压力,对于促使当事银行尽快平息事件产生了较大的影响。从当事投资人的角度看,为了达到维权的目的,采取一些相对激烈、吸引舆论关注的手段,是可以理解的。但是就事论事,我却不能完全赞同这些投资人的全部主张。

以华夏银行为例,华夏银行在销售环节上确实出现漏洞,但对该产品的违约,银行却不需要承担相应责任,因为该产品根本就不是当事银行发行的理财产品。投资人在该产品上投资失败,却要银行负责任的维权主张,如果真进入法律解决程序中,恐怕赢面微乎其微。

投资人购买理财产品,目的在于自身财富保值增值,不过投资有风险,一旦购买的理财产品出现亏损甚至违约,却一味的向银行追责,虽不排除投资人减少损失的可能,但如果投资人从一开始就从源头上避免购买这些可能出现问题的“高风险”理财产品,那么就能避免维权的麻烦和自己的损失。因此,我要给购买理财产品的投资人一个忠告,购买前,一定要看理财产品的“出身”,明辨投资产品的实际类型。

产品“出身”不同,法律定位不同,其风险收益也会各不相同。

大家日常谈论的理财产,其实并没有明确的涵盖范围。狭义的理财产品就是指商业银行发行的理财产品,这是在银监会的相关文件中可以找到定义和规范文件的,文件里也简称“理财产品”。不过大家需要注意,“银行发行的理财产品”和“在银行销售的理财产品”绝对是完全不同的概念,这也正是某些人故意混淆概念的一个关键

点!

广义上的理财产品,几乎可以涵盖所有的间接金融投资产品。这些投资产品都可以被冠以某某理财产品的名称,例如信托理财产品、券商理财产品、保险理财产品、股权投资理财产品等等,当然也包括银行理财产品。表面看,都是理财产品,但是实际上它们也各有其不同的“出身”,确切讲,是不同类型的金融机构根据自身的特点以及相应规定,发行的具有代客理财性质的投资产品,同时也会有属于自己的规范名称。如信托公司发行的集合资金信托计划、证券公司发行的集合资产管理计划、保险公司的保险产品、投资管理公司管理的合伙制基金等。

上面提到的各种投资产品,往往会以各种理财产品形式,与银行理财产品一起,在银行向客户销售。这实际上是银行的代销行为。在银行销售这类产品的人员向客户介绍产品时,常会使用理财产品的称谓,模糊其与银行理财产品之间的区别。这也利用了一些投资人对于理财产品概念的不清晰和观念上误区,认为只要是在银行买到的理财产品,就都是银行理财产品,且风险几乎为零。而银行理财产品就要负全责。这显然是某些从事销售投资产品的人员,利用投资人概念上的混淆,并借助投资人对银行的信任,提高自身产品的安全形象,从而向投资人传递一种模糊的观念。

至于这些投资产品本身风险几何,是否会赔本,确实需要详细分析。如果能正确理解投资产品的风险并掌握相关市场情况,其中不乏很多投资良机。例如过去几年,不少投资人很容易购买到年化 10%收益率的信托产品,且风险几乎为零。而银行理财产品根据自身特点以及属性不同,也分有本金风险、有几乎确保收益不同类型的产品。按照相关规定,银行理财产品不能承诺超过定期存款利率的收益率,因此几乎所有银行理财产品全是浮动收益产品,如果投资人对银行理财产品没有足够的了解,很难从字面意义上对产品进行分类。银监会出于监管以及保护投资人的考虑,在销售环节上要求用统一规范的语言向投资人揭示风险。虽然此举在一定程度上保护了投资人的利益,但是实际上标准模板下的风险揭示话术,很难让一般的投资人很好的区分理财产品可能隐含的市场风险和仅存在于理论可能

上的风险。

不少投资人会被风险揭示的语言“吓倒”,要么需要销售人员更加详细的解释,要么干脆放弃。如果严格按照说明书以及风险提示理解每种银行理财产品,投资人想要追求零风险的投资,恐怕只能购买一些比定期存款利率高一点的保本理财产品,风险固然很低,但同时也会错失很多性价比更高的投资机会。

每种投资产品的风险属性都会随政策以及市场的变化而变化,通过详细的分析,帮助投资人选择适合自身风险偏好的投资产品。前提是,购买理财产品前,首先要清楚产品的“出身”,要明白购买产品时是跟谁签的合同。厚厚一本合同,很多人即使通读一遍,也未必能明白其中含义,但看明白最有法律效力的公章是哪家公司,相信并不是难事。只有弄清楚产品的真实身份,才可以进一步考虑产品本身风险、收益特点,从而决定是否购买。

在银行理财产品中,属于融资类的固定收益产品,发行数量最为庞大。该产品最典型的特征就是有一个固定产品期限,大都在 2 个月到 1 年不等,同时还会有一个固定的预期收益率,这有别于收益区间或收益上不封顶(上不封顶意味着下不保底)。此类产品主要投资方向是标准化债权资产和信贷资产收益权等,目前的收益率区间在 4%~6%左右。产品名称中带有“保本”字样的产品,通常会比同类型非保本产品收益率低 0.3~0.5 个百分点。虽然此类产品按照相关规定不能承诺保本或保收益,但是其本金和收益的安全性是最有保障的,至今为止,还未出现任何关于此类产品违约不能正常兑付的情况。此前一些报导中提到的“零收益”或者“亏损”的银行理财产品,则都不属于固定收益的产品,而是属于投资类浮动收益或结构性理财产品。

对于风险偏好较低的投资人,可以到银行放心购买固定收益类的银行理财产品,选择期限合适且收益较高的产品即可,不必过多考虑产品实际投向和保本承诺。但是要考虑到期限短的产品到期后再投资接续问题,因为产品空档期也会摊低整体的资金收益。

(作者介绍:供职于国有商业银行,担任私人银行部资深理财顾问,长期研究分析投资理财产品。)

破除“硬着陆”恐惧症

黄益平/文

6 月底,我在写给巴克莱资本全球客户的最后一份“北京明信片”中提出了 Liko-nomics(即李克强经济学)这个新词,并简要讨论了其三大政策支柱:不刺激、去杠杆和搞改革。

该报告原本计划于 27 日凌晨发布,后来被研究部主管们压下了,理由是报告中提到的“硬着陆”问题需要经过更广泛的内部讨论,不然可能会令其他分析师们措手不及。不过人算不如天算,当天上午 9 点多系统自动把报告发出来了。原来纽约的主管们虽然做了决定,却忘了让新加坡的同事把报告从系统中撤下来。

后来所发生的一切,表明巴克莱研究主管们一开始的决定还是有道理的。虽然他们没有料到 Likonomics 这个词会一夜走红,但有关硬着陆的评论确实触动了很多人的神经。借用我前同事常健博士的话,在报告发布之后的一周内,巴克莱研究部几乎有一半的分析师都在写报告讨论如果中国增长出现硬着陆会对其他经济与市场造成什么样的影响,而另一半的分析师则在试图搞清楚这个问题。不少媒体的报道更是直接以硬着陆作为新闻点。由此看来,我确实低估了市场在面对硬着陆风险时的心灵脆弱度。

关于硬着陆问题,我想提出三点看法:第一,所谓的硬着陆,其实是个相对主观的问题,今天被看作硬着陆的增长减速,明天则不一定;第二,中国经济增长在未来几年发生周期性显著减速或者硬着陆,从逻辑上看有其必然性;第三,增长硬着陆短期内会造成一定的困难,但却是长期走向可持续发展的必经之路。

有意思的是,虽然近年来国内各界已经就适当容忍低增长达成了一定的共识,大多数人依然谈减速或者硬着陆。过去几年经济学家与政府官员们反思中国政府应对全球危机期间的政策,认为四万亿刺激措施成功地保住了增长但也引发了一系列的问题,包括基础设施领域产能过剩、地方政府举债过度、银行资产质量下降、通货膨胀压力上升、资产泡沫风险增加等等。也就是说,过度追求高增长可能得不偿失。这一反思的直接结果,是 2012 年年初以来尽管 GDP 增速不断回落,政府没有再采取激烈的刺激政策。

当然,容忍经济减速与接受增长硬着陆是两件不同的事情,但怎样才算硬着陆其实也是个很主观的问题。几年前多数人将 GDP 增速落到 8%以下看做硬着陆,现在低于 8%已经成为常态。目前不少人可能仍然将 GDP 增速滑到 7%以下看做硬着陆,但这个看法明年就可能改变。过去我们一向强调“保八”的重要性,其实是指望通过增长保障充分就业与社会稳定。但十五年前提出“保八”的时候,中国的劳动人口每年以八百万的数量增加,去年劳动人口已经减少了三五百十万。既然如此,所谓的硬着陆也即 GDP 增速回落落到 3%左右究竟会造成多大的痛苦呢?

更为重要的是,未来几年我们很难避免出现经济显著减速的情形。过去独特的增长模式即高速增长与结构失衡的结合体,我将其归因为改革期间不对称的市场化策略,一方面产品市场已经完全放开,另一方面要素市场扭曲依然普遍而严重。劳

动力、资本、土地和能源等市场的扭曲压低了生产成本,相当于为投资者、生产者与出口商提供变相的补贴,而向居民变相地征税。这一将收入从居民转移到企业的特殊再分配机制正是促成中国经济高速增长的主要原因,同时也导致了结构失衡、效率低下和收入不均等问题。

其实,中国增长模式已经开始出现转变。GDP 增速已经从前几年的 10%降到了目前的 7.5%左右,经济再平衡也已经开始:经常项目的顺差大幅缩小、收入分配明显改善、甚至消费占 GDP 之比也逐步回升。而促成这些转变的主要原因,就是因劳动力短缺而出现的工资高速增长,从而逆转了过去由农户向企业的收入再分配。不过工资上涨仅仅是成本冲击的第一波,资金与能源价格上涨将是成本冲击的第二波。一旦资本与能源成本实现正常化,一大批杠杆化程度高但已经面临严重产能过剩压力的重工业企业将陷入财务困难。普遍的去产能过程可能导致经济快速下行,也正因为这个原因,经济硬着陆很难完全避免。

不过这样的增长减速可能是暂时的。一方面,中国经济增长潜力还远远高于 3%,经济下行是个周期性而非永久性的现象。比如利率市场化可能会打击杠杆率较高的国有重工业部门的生产,但非国有部门则可能由此改善融资条件从而实现更高速的增长。总体看来要素市场扭曲的消除应该有益于总效率的提高。换个角度看,发生临时性的经济硬着陆,其实就是经济周期正常化的一个具体表现。过去政府强制地将增长率波动压制在 10%左右的狭小区间,以后进一步市场化了,中国经济会在各方面变得更像普通的新兴市场经济,而新兴市场经济的增长出现较大幅度的周期性波动,则是再正常不过的事情。

周期性下行还有一个好处,就是可以帮助经济的质量,这也是中国政府一直在追求的目标。通常的规律是,经济上行时,好项目坏项目都可能上马。经济下行时就可以把那些质量不太高的投资项目挤出去,同时也能提高新一轮投资、信贷决策的质量。过去我们经济没有明显的上下行,不管是好项目还是坏项目,只要上了马都能存活下来,实际是显著地降低了经济的平均质量。这也可能是现在经济稍有减速就听到一片哀嚎的主要原因。

总之,硬着陆本身是个相对的概念,其对实际经济的冲击力也在随着增长潜力的下行而逐步减弱。随着改革的进一步推进,也意味着增长硬着陆很难完全避免,我们所说的硬着陆,在其他新兴市场经济其实也是稀松平常的事情。更重要的是,经历临时性的硬着陆,既能摆脱对无法持续的政府主导的投资的过度依赖,还能进一步提高经济的效率与质量。因此,我们有必要打破关于硬着陆的恐惧症。过去就是因为怕硬着陆,不敢改革,过度刺激。这些做法造成的新问题比它们所解决的问题要多得多,也严重得多。

当然,不怕硬着陆,并非意味着政府什么都不做。政府依然可以采取政策措施适当地稳定宏观经济,也可以采取措施缓解经济减速对就业市场的冲击。而李克强经济学的三大支柱即不刺激、去杠杆和搞改革,正是帮助中国实现经济转型的对症药方。

(作者此前亦任巴克莱亚洲首席经济学家)

