

金融危机潜伏，避险先于逐利

■ 海通证券首席经济学家 李迅雷

2016年上半年以英国脱欧为代表的政治、经济黑天鹅事件此起彼伏，导致国际金融市场持续震荡，让正在走下坡路的全球经济雪上加霜。在全球经济环境恶化的背景下，作为世界第二大经济体的中国，其经济表现也备受关注。

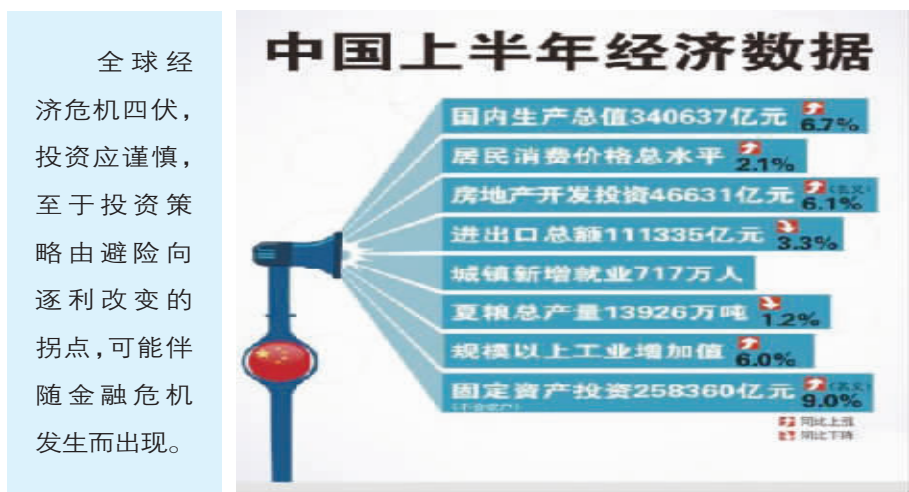
最新公布的2016年上半年中国经济数据显示GDP增速仅为6.7%，投资、出口、消费的增速全面回落，人民币持续贬值，印证了中国经济“L”型走向趋势。在下半年国内经济压力将进一步增大，国际金融市场黑天鹅事件潜伏的环境下，投资者更应该做好全球资产配置与风险规避。

中国经济下行 GDP 增长代价高

中国今年上半年GDP增速6.7%，回落0.3个百分点创下自1990年以来的新低。GDP增速放缓反映出中国投资、出口、消费的增长乏力，经济处于长期下行趋势之中，甚至在未来的5-10年里还会出现负增长。首先，上半年投资增速回落，民间投资增速大幅度回落到了2.8%，占比下降到60%，反映出有效需求不足。而国企投资增速达到23.5%，但是业绩回落，投入产出比是下降的。从财政部公布的数据看，1—5月份国企的利润同比下降9.6%；从统计局公布的数据看，1—5月份规模以上工业企业中，国企的利润同比下降7.3%。其次，虽然中国的出口在全球当中占比提高，但是近两年出口呈负增长，其中加工贸易出口是在大幅下降，一般贸易出口还在增加，这说明中国的加工企业正在向外转移，向低收入国家转移，向劳动力便宜的国家转移。最后，由于对消费起主要拉动作用的新兴消费对于总需求的贡献并不明显，居民的收入增速也开始下降，所以从整体上看中国今年的消费仍然疲软。

不过，一直以来中国GDP都被过度关注，但该指标作为经济综合运行的结果，内涵是有限的。即使中国未来10年内出现负增长，也只是经济调整、企业增长动力不足的必然结果，不必恐慌。对于经济数据的解读，更应该关注到的是经济增长的质量，以及为了实现经济增长目标所付出的代价。

从上半年数据上来看，中国经济发展虽有点亮，但是经济增长付出巨大代价，暗藏危机。亮点主要表现在消费结构升级上：从行业看，餐饮、旅游、网络购物等服务行业的迅



速增长，其中网络购物增长近30%；从产业上看，新兴产业的发展比较快，有益于制造业产业升级与技术水平提升；从整体上看，最终消费支出对经济增长的贡献上升到73.4%，说明中国经济结构正在改善。

但是，内在的隐患也不容忽视。一方面，中国企业的竞争力和生产效率不够高，上半年企业的亏损面又进一步扩大，经济增长的质量不够高。另一方面，中国以投资拉动GDP增长付出了巨大的代价。上半年财政支出的增速超过财政收入增速一倍以上，达到15.1%，货币政策继续扩张，但是实际效果递减。

从投资的三大产业来说，房地产、制造业投资回落，特别是占据投资半壁江山的房地产投资下半年会继续回落，对下半年的经济增长构成压力。唯一增长的是基建投资，增速超过20%。一般来说，经济增长与投资是呈正相关的，但是基建投资却是经济增长的反向指标，只有在经济下行时的时候才要靠基建投资拉动增长。而且，由于政府、国有企业不断增加杠杆，居民部门上半年的房贷规模比去年增加一倍，使得国内整个社会的债务率上升幅度偏大，债务问题压力加大。

全球经济风险上升 金融危机潜伏

事实上，不仅中国的经济在放慢脚步，全球经济也在走下坡路。虽然从短期来看，英国脱欧导致国际金融市场短期剧烈震荡，经过一段时间的消化，最近市场表现趋于平稳。但是从长期来看，英国脱欧带来的政治、经济等方

面的深远影响将延缓全球经济复苏，国际金融市场的预期并不乐观。国际货币基金组织(IMF)在7月19日公布最新预测，全球经济2016年将增长3.1%，2017年将增长3.4%，在今年4月份预测的基础上下调了0.1个百分点。

从地区上来看，虽然北美地区自身企业竞争力较高，东南亚、南亚劳动力低廉承接部分来自中国的产业转移，因而经济表现较好；但是英国脱欧后，欧盟经济遭受巨大打击，欧盟体系内经济进一步下行，欧洲金融市场整体不被看好；东亚的中日韩三国经济都不景气，金融市场也不被看好。

全球经济下行，金融系统风险加大，金融危机发生的可能性增加，未来十年可能会再次发生金融危机。

当前，各国都在采取各种措施延缓经济危机的发生，比如美联储一再延迟加息，避免影响经济复苏。中国近年来也一直在推进金融市场改革，进一步开放金融市场，实际上取得了许多进步，比如实现利率市场化，人民币加入国际一篮子货币等等。但是随着改革的深化，金融市场的阻力与难度在加大，改革的边际效应正在递减。一方面，遗留至今的问题其实最为棘手，这也导致近期改革推进速度变慢，投资者的预期低落。另一方面，在近期人民币贬值预期强烈的情况下，如果强行推进金融市场开放，可能会加大金融危机的风险。例如，今年股市延缓推行注册制，其实就是避免打击投资者预期而导致股市崩溃，严重打击中国的金融体系。因此，从总体上来说，目前金融系统性风险上升的时候加强市场管制是符合逻辑的，预防金融危机的破坏。

但是，从另一个角度看，其实现全球需要金融危机来对经济结构进行调整。延缓措施导致全球经济结构越来越扭曲，对于金融的依赖度越来越大。除了经过经济危机来实现彻彻底底的经济结构改革，暂时还没有更好的解决方案。

全球化资产配置避险为上 逐利为下

在全球经济不景气、人民币的贬值压力大之下，中国居民的全球资产配置的需求会越来越大。这两年的投资，应该有全球化的思路，以避险为上，逐利为下，否则一旦发生金融危机，资产将大幅度的缩水。避险是一种防御策略，防止更大的损失。

比如说，现在黄金就是比较好的投资产品。黄金虽然低风险低收益，相对其他投资产品来说，黄金安全性更高。一旦发生金融危机的话，黄金的保值能力就会被体现出来，其他投资产品缩水的程度可能更大。而且，现在全世界的货币都在超发，存在通胀的压力，从长期来讲配置黄金还是一个比较理想的选择。今年上半年国际金价走势较好，累计涨幅达25%，达到1985年以来的最大半年涨幅。

除了黄金，投资海外房地产也是较好的保值手段，甚至增值的手段。房地产投资应该注意与中国人口转移趋势相符合。过去16年，中国人口向东部沿海地区迁徙转移，导致像上海、北京、深圳等大城市房价持续高涨。近年来中国人掀起海外移民风潮，未来特别是在澳洲、美国，加拿大等地华人集聚的城市，房价还是会较快上涨。投资海外房产的选择逻辑，主要看中国移民的集中目的地，及该地区房价的涨幅。

在资本市场的投资方面，美国应该是首选，因为美国经济是所有发达国家中相对最好的。在行业的选择方面，服务消费、信息技术和制造业升级这三大代表新兴产业发展趋势的主题可以关注。此外，在股权投资方面，中国海外并购是今后相当长时间内的一个大趋势，因此，国内的投向海外的并购基金值得考虑。

目前全球经济风险因素较多，未来十年很可能爆发金融危机，只是不能预测危机将在哪个时点发生。在全球经济下行的大环境中，投资理财应该谨慎避险，至于投资策略由避险向逐利改变的拐点，很可能伴随着金融危机发生而出现。

一份新报告称，投资者、新兴市场及美联储都忽视了美国利率在引发新兴国家汇率、银行及债务危机方面的作用。

勿低估美联储 对新兴市场 资产的影响

新兴市场投资者不需要被提醒美联储(Fed)对新兴市场资产的重要性——不是吗？

在7月26日发布的一份研究报告中，行业组织国际金融协会经济学家罗宾·克普克表示，投资者、新兴市场政策制定者以及美联储自身都忽视了美国利率在引发新兴国家汇率、银行及债务危机方面的作用。

这是一次及时的预警。他写道，自己的研究结果“表明，随着美联储继续实施利率正常化，未来几年新兴市场爆发危机的风险将加剧。”

许多分析师或许会对有关他们低估美联储的说法感到愕然。如今人们在谈论新兴市场资产时，最常提到的两个相关因素就是美联储和中国，以及它们将来造成负面冲击的风险。

然而，克普克认为，美国利率在引发新兴市场危机方面的作用未被充分认识。他提供的证据表明，如果以下三种情况同时出现的话——处于美联储紧缩周期，联邦基金利率高于自然利率（导致实际产出趋近潜在产出的利率），以及美联储将比先前预期更快收紧政策的信号让市场参与者感到惊讶——新兴市场爆发危机的几率会大大增加。

克普克表示，在这些情况下，美联储不但能引发危机，还会增加新兴市场因其他因素引发危机的脆弱性。

这些情况眼下一个都不存在。去年12月开始的美联储政策紧缩已经暂停。联邦基金利率（银行间隔夜拆借利率）估计低于自然利率逾一个百分点。美联储一直未作出意外之举。例如，美联储去年12月将政策利率提升25个基点之前发出了大量信号。

克普克认为，这些情况或将发生变化，而它们的意义被低估了。克普克写道，分析师们常常“认为新兴市场危机易发性的根源在于制度薄弱，这使得这些国家易受经济、金融不稳定的影响。”然而，他认为，“在解释新兴市场危机的发生率时，美国的货币政策往往与新兴市场国内因素同样重要——如果不是更重要的话。”

高位且不断上升的驱动因素可能很快成为新兴市场危机的催化剂；此类条件可能导致新兴市场借贷成本升高，还有资本外流以及金融部门冒险意愿下降。

美联储政策中任何意外举动的潜在影响，在2013年的“缩减恐慌”(taper tantrum)中表露无遗，当时，仅是美联储可能很快缩减其超宽松货币政策力度的暗示就足以引发一波全球恐慌。

克普克表示，就1994—1995年墨西哥汇率危机而言，三个因素都起了作用，当时美联储开始以25、50甚至75个基点(1994年11月)的加息幅度进入紧缩周期。

“美联储比外界所预期的更加咄咄逼人，”克普克表示，“让市场感到意外显然并非上策。”(那时美联储尚未建立在货币政策会议后发布公开声明的制度。)他说，到1997—1998年亚洲金融危机爆发时，美联储的回应已变得更加迅速，它退出了紧缩周期，担心东南亚的动荡会影响美国经济。

美联储给当下的新兴市场带来了何种风险？克普克表示，最大的风险之一是，它可能“落在曲线后面”，延误加息太久。相比正确路径，这将导致最终的加息幅度大得出乎意料，最终的利率绝对水平也更高。

“人们已习惯于这样的套路：美联储称要进行紧缩，结果当市场波动或其他风险浮出水面时，政策制定者便收回紧缩言论，呈现出‘如有疑问，按兵不动’的规律。”克普克说。但随着美国接近实现充分就业，随着通胀向目标水平趋近，“你可以看到收紧政策是有道理的。”他说，“不需要很多就足以改变整个平衡”。

显然相信“更长时间保持较低位”如今意味着“永远保持较低位”的投资者，最近几周已涌向新兴市场资产。

克普克警告，这一势头很容易被美联储扰乱。“即便人们充分了解了(美联储政策的作用)，市场动态也可能相对容易地变得不稳定或不利。”他说，“届时你将陷入一个卖盘压力自我强化的循环。” (FT中文网)



本轮小周期已近尾声，短期乐观难掩中期隐忧；房地产是否仍是支柱产业需商榷，“去地产化”如何实现？

中国楼市：核心逻辑和趋势展望

■ 侯勇志



露的国有商业银行，表现为资金全面进入土地购买、开发和证券化领域。而核心城市土地市场的高价拼抢还与开发商的预期逆转和补库存密切相关。经验指标显示，地产新开工滞后销售3-6个月，而本轮周期中新开工迟迟未回升，主要是2015年中开发商普遍看淡后市，执行“现金为王”策略，致使快速去化后库存普遍不足。补库存压力集中在二、线城市释放，加剧了土地市场的激烈竞争，使得溢价率持续高位。

【被低估的购房能力和被高估的有效供应】

“房价收入比”常作为评价购房能力的重要指标，国际上通常认为3-6年为合理区间。笔者测算，按照更有代表性的二手房成交均价，北京市2013-2015年房价收入比分别为13.75、13.70和13.67，已远超合理范围，难以解释楼市“再创新高”。实际上核心城市住房的有限供给和无限需求的矛盾，使得住房只可能满足中高收入人群需求，而这部分人占比不高，但总量依然客观。例如：以金融行业平均收入（双职工家庭）测算的北京市2015年房价收入比仅为6.21，仍处在合理范围。需要说明的是，北京市金融行业从业人员总数达到43.16万人。一线城市的产业升级迭代出大量高收入人群，集中在金融、地产、互联网、高科技、教育等行业，并支撑了房价的高位上涨。而有效供应似乎也普遍高估。核心城市

逐渐以二手房作为成交主体，从数据看，二手房的挂牌出售量巨大。

而实际上，在价格上涨期间，有效出售意愿的房源非常有限，进而有效供应总量大幅缩小，促进价格进一步上涨。再者，由于二手房普遍房龄较长，使得优质房源数量较为有限。以北京为例，6月末在链家网站挂牌出让的二手房源达到6.8万套，而房龄10年以内的占比仅为38.23%，临近地铁房屋占比进而61.76%，住宅土地供应近年来实际在下降，北京市2008年至今，供应土地中住宅用地建筑面积占比仅为33.87%，2015年供应住宅用地规划建筑面积736.28万平方米，较2009年下降26.8%。

对于下一步楼市走向，笔者判断本轮小周期已接近尾声，并会以相对缓慢的方式开启调整。小周期顶部的判断更多基于经验。2011年以来小周期顶部的特征普遍是地王频出、上涨扩散至三四线以及政策面的警示。但本轮顶部调整将是缓慢的。

从政策面看，短期内楼市调控政策“隐而难发”。仅有上海、深圳、苏州等地对限购、土地拍卖等进行微调，被媒体反复报道的合肥市也并未如期恢复限购政策，一方面，宏观经济维持高速增长对地产的依赖超过从前，严厉的调控将打击投资复苏，尤其是2季度经济数据公布后，GDP(6.7%)、固定资产投资(9%)、工业增加值(6.2%)等指标依然偏弱，而地产新开工同比已连续5个月在10%以上，对经济的支撑作用增强；另一方面，作为2016年中央经济工作会议明确的五大任务之一，去

库存将成为全年经济工作的重中之重。

年初以来，万得统计的13个三线城市商品房销售量同比增长29.67%，环比增长2.7%，但整体库存依然偏大，部分城市去化周期依然在30个月以上，因此以更加精准去库存为目标的调控政策主基调将维持友好，国家发改委在7月14日的主题新闻发布会上也再次强调当前房地产市场调控的主基调仍然是去库存。从市场面看，核心城市短周期指标依然强势。部分城市住宅库存规模处于五年来低位。其中：6月末，苏州、南京可售住宅套数分别仅为2.62万套和2.41万套，分别较2015年中下降2.61万套和2.82万套，短期库存去化周期下降为3个月左右。潜在供应也严重不足，2016年以来成交的住宅用地难以短期形成供应缓解市场压力。

【短期乐观掩盖不了楼市的中期隐忧】

房地产行业一直被视为经济的支柱产业。笔者测算，1999年至今住宅销售超过107亿平方米，期间城镇人口增长3.34亿人，不考虑存量改善因素，新增人口人均住房面积已超过32平方米。在当前背景下，房地产是否仍是国民经济支柱产业定位需要进一步商榷，而中国经济新的支柱产业形成，以及中国经济政策真正从重量到重质的转变，将带来国家房地产行业管理思维的重塑，中国经济和经济政策的“去地产化”将真正实现。

此外，居民资产配置“去地产化”压力也长期存在。根据西南财经大学的研究，2015年房产占家庭资产比例达到69.2%，是美国的两倍以上，且住房资产的家庭分布极不平均。其中：富人家庭资产配置“去地产化”潜力巨大。这在2014-2015年资本市场牛市期间已有显现。未来：居民理财渠道和品种丰富，资本市场功能和价值的发现，将形成对中国居民资产配置“去地产化”带来现实动力。

对于开发商和金融机构而言，房地产行业的中长期趋势是无法判断的，并已超出了商业分析的范畴，需要做的是把握好小周期。执行“快进快出”的经营思路，做到精准发力和精准刹车，在小周期博弈中实现业务高质量发展。