

通过股市融资,既可以解决融资难问题,又可以降低企业总体的债务率,这是中国政府乐见其成的。可以说,中国已经步入了一个股权时代,股市的繁荣是经济稳定的必要条件。

# 中国A股牛市并非历史重演

■ 海通证券副总裁兼首席经济学家  
李迅雷

一方面,作为经济晴雨表,股市通常会提前6至18个月反映宏观经济的走势,目前,不仅美国经济的复苏迹象明显,欧洲经济也出现了复苏的端倪,美元升值趋势似乎暂告段落。随着中国政府一系列“稳增长”措施出台,尤其是降准和降息的空间比较大,以及力推金融改革,年内经济阶段性回暖、改革红利进一步释放,这些都是可以预见的,股市只是对经济前景作出了提前反应。

另一方面,大家应该意识到本轮牛市的长期性,这其中有两层含义。一是,过往中国经济发展主要依赖银行信贷融资,信贷余额主要分布在大中型国有企业中,这类企业大都属于强周期行业,随着中国经济的减速,这些行业普遍产能过剩,它们对经济增长的贡献日渐削弱。更大的问题在于,中国企业债务占GDP比重,已经是全球最高了,若继续靠银行信贷维持生计,则债务压力会越来越大,僵尸企业会越来越多。但中国经济又不能只改革而放任经济下滑。在“稳增长”的压力下,就需要大力发展股权融资,满足小微企业、民营企业融资需求,这些企业的成长性恰恰是未来中国经济发展的关键,因此,股市繁荣是一种倒逼式选择。

通过股市融资,既可以解决融资难问题,又可以降低企业总体的债务率,这是中国政府乐见其成的。可以说,中国已经步入了一个股权时代,股市的繁荣是经济稳定的必要条件。

二是,从中国经济最近两轮牛市行情看(1999—2000年和2006—2007年),它们之所以行情演绎时间较短,主要是因为大都以周期性行业推动为主,这些行业与全球经济增长关联度非常高,2000年互联网泡沫破灭以及2007年下半年次贷危机的爆发,成为直接导致两轮牛市终结的关键因素。而现阶段看,目



前美国经济处于复苏态势,发生金融危机的可能性不大,再加上本轮行情中,表现最抢眼的股票大都是来自于成长型行业,如互联网、文化娱乐、医疗养老、节能环保及其他新兴产业,它们未来前景看好,受政策支持,这些都意味着中国股市的繁荣时间会更长一些。

此外,中国股市见顶一般都发生在PPI冲高、经济且面临通缩压力仍然较大,政府对资本市场的鼓励和容忍态度也会加大。

近日,2015年第一季度经济数据公布,其中一季度GDP同比增长7.0%,比去年第四季度回落0.3个百分点。鉴于投资对经济增长拉动有限,整体消费处于偏弱状态,而且一季度还受到包括春节放假等各种因素影

响,增速在7%完全在情理之中。另外,3月份中国出口出现大幅下滑,同比下跌近15%,中国月度贸易顺差降至13个月内的最低点;铁路货运量、社会融资规模、发电量、房地产销售数据表现不佳,这些都说明中国经济处于下行通道中。

至于未来经济前景,中国经济下行趋势并未改变。对于“稳增长”的目标,在现有出台的刺激力度,降低资金成本,包括降息降准,同时在增加补贴、减税等方面加码。预计未来中国经济增速或降至6%左右的阶段性底部,期间投资增速虽将明显回落,但服务业占比却会进一步提升,先进制造业、IT等行业发展速度也会加快。

从全球经济大环境看,除美国外,其他主

要经济体均处于通缩,这些国家政府会继续采取量化宽松手段来达到刺激经济的目的;而美国,很可能年内加息,这对中国是不利的。中国如何应对当前全球经济形势,不仅要保持货币政策相对宽松,积极的财政政策,同时也要保持人民币汇率稳定。从内部看,目前中国处于通缩的临界点,但政府可运用的工具并不少,因此,中国经济稳定是大概率事件。

从全球经济大环境看,除美国外,其他主

# 全球经济面临不可持续难题

■ 英国《金融时报》首席经济评论员  
马丁·沃尔夫

乍看之下,这似乎是个令人费解的情景,你甚至可能怀疑到底有没有可能出现这种情景:产出既是潜在的,却也是不可持续的。然而,国际货币基金组织(IMF)的最新一期《世界经济展望》(World Economic Outlook)里,就有一章阐述了这种情景。我们甚至可能已经身处其中。

当产出不会产生通胀或者通缩的压力,它就是“潜在的”。可持续性——这里我指的是金融方面的可持续性,而不是环境方面的——则完全是另一回事。当支出模式和收入分配使经济活动的成果能被吸收,而不引起金融系统的危险失衡,产出在金融方面就是可持续的。如果生产足够需求来吸收经济中的产出需要过多借贷,或远低于零的实际利率,或者二者兼有,产出就是不可持续的。

要理解上述令人费解的情景如何可能产生,可以想象一个平衡的经济体,其中家庭和企业希望储蓄的钱,与希望进行实体投资的钱在金额上完全相等。到目前为止,一切都很好。但设想一下潜在产出增速开始大幅下滑的情况。投资意愿会减弱,因为所需的资本存

量变小了。但人们想要储蓄的金额可能不会下降,或者至少不会下降那么多;事实上,如果人们预期自己在未来会变得更加贫穷,他们甚至可能会希望储蓄更多。如果是这样,实际利率可能会大幅下降,才能恢复投资和储蓄之间的平衡。

实际利率的这种下降还可能引发长期资产价格的上涨,以及信贷的相应激增。这些影响会对需求减弱起到临时的补救作用。但如果之后信贷繁荣崩溃,迫使借款人艰难地对债务进行再融资,那时需求就不得不面临双重负担。过度负债和规避风险的金融业产生的中期影响,会加剧潜在增长减弱引发的长期影响。

《世界经济展望》阐明了这个过程的一个重要方面。该报告提出,潜在产出事实上比以前增长得更慢了。在发达国家,这一趋势始于21世纪初开始了,而在新兴国家,这一趋势始于2009年以后。

在危机前,发达国家潜在产出增长放缓的主要原因是“全要素生产率”增长的下滑。全要素生产率衡量的是给定数量的资本和劳动力产生的产出。一种解释是,互联网带来的有益于经济的影响逐渐减退。另一种解释是人类技能提升速度下降。在危机之后,潜在增长率进一步下滑,部分原因是投资的大幅减

少。人口的老化也是一个重要因素。

人口因素对新兴经济体也有影响,劳动年龄人口增长率下降在中国尤为明显。在经历了2000年代巨大的投资热潮后,投资增长率也在下降,而且又以中国尤为明显。长远来看,随着新兴经济体追赶发达经济体的速度减缓,全要素生产率的增长可能也会放缓。

这种潜在增长率的下降直接引发了关于储蓄过剩和长期停滞的争论。两个重要的分歧就此产生:本地还是全球,暂时还是永久。全球经济潜在增长放缓,对这两点分歧都有启示。

前美联储(Fed)主席本·伯南克(Ben Bernanke)正确地指出,超低实际利率不应单纯由本地条件决定。当一个经济体的储蓄意愿超过了投资意愿,就应该能够通过经常账户盈余出口过度储蓄。德国就是这么做的。

然而问题,克鲁格曼(Paul Krugman)指出,实际汇率可能不会跌到位。如果是这样,该经济体可能会陷入永久性停滞。其次,全球其他国家可能无法维持与该经济体的经常账户盈余相抵消的赤字。2007年金融危机前期就发生过这一幕。当时中国、各石油出口国、德国和其他高收入经济体处于盈余,与之相对应,美国、西班牙及其他许多国家处于赤字,结果

赤字惊人地不可持续。

接着再来说另一个同样根本性的分歧——储蓄意愿大于投资意愿是暂时的还是持久的。伯南克与美国前财长劳伦斯·萨默斯(Lawrence Summers)的负面分歧正在于此。

伯南克认为,产生超低实际利率的条件是暂时的。明显的例子是石油出口国的盈余现在已消失。而且中国在金融危机前的经常账户盈余也已基本消失。金融危机引发的不景气应该也是暂时的。

对此表示反对的萨默斯则认为,至少部分条件在危机前就出现了,而且很可能将持续更长时间。其中之一就是高收入经济体私人部门投资的疲软。

IMF有关潜在增长减缓的观点支持了萨默斯的看法。潜在增长率降低可能继而意味着全球的可持续经济在长期将以投资乏力、低实际利率和名义利率、信贷泡沫以及难以承担的债务为特点。

这样一个令人失望的未来并非不可避免。但我们不能臆断未来会更好。必须进行国家、地区和全球改革,以加速潜在增长和减少不稳定。至于应该采取什么样的改革形式,择日再谈。

# 620亿美元:中国打造新丝绸之路

中国将利用庞大的外汇储备向国有“政策性银行”注入620亿美元资本,以支持其雄心勃勃的“新丝绸之路”计划,建设打通海外市场的基础设施。

北京方面“一带一路”战略的计划包括,建设延伸到南亚和东南亚、中东、乃至经由中亚至欧洲的公路、铁路、港口、天然气管道和其他基础设施,在国内面对产能过剩之际为中国工业出口创造需求。

日前披露的资本重组计划表明,中国领导人准备动用国家雄厚的财政资源,将这一计划付诸实施,在亚洲拓展中国的影响力。此举很可能加深美国商界和外交政策圈子对美国影响力不断减弱的不安。

上述细节浮出水面之际,中国国家主席习近平正带着逾450亿美元基础设施投资承诺对巴基斯坦展开访问。

就在不久前,北京方面取得外交成功,争取到50多个国家顶住美国的反对,加入中国发起的亚洲基础设施投资银行(Asian Infrastructure Investment Bank,简称:亚投行)。向基础设施项目提供额外资金,可能有助于支撑中国不断发展的经济,而且大部分境外建设项目极有可能会由中国企业承建。增加外币放贷还可能有助于中国提高其外汇储备的财务回报。目前,中国外汇储备主要投资于收益率较低的美国国债。



中国的三家国有非商业银行——中国国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行——统称为“政策性银行”,因为它们明确致力于为中国乃至海外的基础设施和其他政策重点提供融资。

广受敬佩的财经媒体财新网近日报道,中国国务院的这个计划涉及由中国央行将320亿美元外汇储备注入国开行,另外300

亿美元注入进出口银行。财新网称,此次注资将以外汇储备委托贷款债转股形式。农发行将由中国财政部追加资本金(具体数额不详)。“国开行和进出口银行要支持‘一带一路’战略,需要有长期的外汇资金来源。”财新网援引一位国开行资深人士的话称。

中国加强其出口信贷机构的举措与美国形成鲜明对比。美国进出口银行正为生存而

战,因为一些共和党人正推动在6月份该行资金耗尽时关闭该行。通用电气(GE)国际业务最高主管日前警告,关闭美国进出口银行将让世人更加觉得,华盛顿方面正从国际经济的领导地位后退。

根据官方数据,截至3月底,中国的外汇储备为3.7万亿美元。国开行为中国许多最雄心勃勃的金融外交举措提供了资金,包括与俄罗斯、巴西和委内瑞拉达成的“贷款换石油”协议。国开行和进出口银行还都提供贸易信贷,以支持中国的出口。

本月早些时候,中国国务院批准了一项改革三家政策性银行的计划,但没有提供细节。中国政府多年来一直表示,拟将这些机构转型为商业实体,但迄今进展缓慢。政策性银行不吸纳存款,其资金主要来自有明确主权担保的债券。此类银行在中国境内发售人民币债券,在境外市场发售美元债券。

一些专家已警告称,这些银行资本金不足。中国财政部和中国投资公司各持有国开行50%股份,但该行自2008年以来一直没有得到注资。英国《金融时报》去年曾报道,国开行已要求多个境外客户推迟到日之前达成的信贷额度,此举显然是出于资金压力。根据国开行最新年度报告,2013年底该行的资本充足率为11.28%。相比之下,中国整个银行体系在2014年底的资本充足率为13.18%。(FT中文网)

# 欧元区变成“债务人乐园”

欧元区的量化宽松政策有所不同。其特点是整个欧洲大陆出现负利率和负债券收益率。英国和美国没有出现这样的情况,因为在美联储(Fed)和英国央行(Bank of England)启动各自的债券购买计划时,这两个国家运行着巨额财政赤字。因此它们巨大的债券发行规模足以让债券收益率保持正值。

相比之下,在欧元区,极端货币宽松政策遇上之后,欧元区是:端欧元债券非常稀缺,以至于投资者要为贷款给政府的“特权”买单。鉴于欧元区估计已有1.5万亿欧元的债券收益率为负,该地区似乎越来越像是债务人的乐园。即便在负债最严重的国家,债务与国内生产总值(GDP)的比率似乎也在可控范围内。偿付能力的定义仍悬而未决,因为债务负担正通过更长期限的贷款获得再融资。债权人正变成输家,尽管至少有一个重要例外:固定收益养老金计划的成员。

实际上,养老金负债是员工贷给担保企业的长期贷款,以基金资产为担保。只要企业具备偿付能力,投资回报率就与员工没有半点关系。这些贷款的回报率不受市场波动影响,因为它们是根据薪资确定的。资产负债匹配的趋势对它们有利,因为期限匹配且回报稳定的一个政府债券组合,可保证在应付养老金福利时及时给付,而不管债券收益率怎么变化。

对于担保企业及其股东而言,那就是另一回事了。养老金收益率为负将导致价值膨胀,对该养老金基金偿付能力的负面影响往往超过量化宽松政策给资产价值带来的好处。粗略来说,如果资产产生的收益为负,那么基金就需要更多资产来匹配给定的负债。对于担保企业而言,代价可能非常高昂。

这对负债驱动型投资的“时尚”像是一面耐人寻味的镜子。部分逻辑是,股东不应暴露于养老金风险的高于债券。如果企业希望承担股票类型的风险,它可以利用自己的资产负债表以更高效率去做。在当前收益率为负的环境下,这意味着企业和股东暴露于所谓无风险债券的空前高的成本。结果就是养老金赤字日益扩大,这可能导致企业在投资方面更加注重避险。

对于能够利用企业债券市场的大公司而言,借款便宜可能起到一定抵消作用。然而如果它们投资,就会出现量化宽松政策如何影响资本配置的问题。这其中的风险在于,廉价借款可能为次优投资提供资金——无论是固定资产还是在起飞的股市上进行代价高昂的股票回购。与此同时,债务人乐园让“僵尸”银行得以存活,并让它们滚转“僵尸企业”的债务。这进而会抑制生产率增长。在欧元区主权债务市场,有人警告称,鉴于债务偿付成本可控,而且没有人担心违约风险(除希腊之外),因此需要反思公共部门债务的限度。轻松背债减轻了政府的改革压力。

就连我们当中那些不认同德国式财政紧缩的人也不得不问,这一切的终局将是什么样的。这个问题在一定程度上取决于负收益率反映的是长期停滞还是全球储蓄过剩。不管是哪一种情况,还有一个问题是:市场是否已丧失回归均值的能力?负收益率现象将需要一段时间才能消退,但它肯定会消退。到那时,对好意的偿付,可能会遭遇令人不快的意外。(FT中文网)

# 美元走强冲击美国企业利润

美元的飙升预计将给美国的一些大型跨国公司造成冲击,原因是逾1/5的标普500(S&P 500)指数成份股企业将陆续发布明显受到美元升值9%影响的季报。

标普指数今年以来仅上涨1.1%,投资者担心多家企业可能会步通用电气(GE)和菲利普莫里斯(Philip Morris)后尘,这两家公司日前均表示美元走强导致其首季度收入减少近10亿美元。通用电气表示,汇率变动使其利润减少1.2亿美元;菲利普莫里斯表示,这一因素使其“公司营业利润”减少5.85亿美元。

贝莱德全球首席投资策略师拉斯·凯斯特里奇表示,人们现在又开始担心希腊会爆发新的危机,美国最近的经济数据也令人失望,不过,一支关键力量他表示,成为今年驱动美股的一支关键力量。他将表示:“就2015年而言,决定性因素将是利润情况,以及企业能否克服美元走强的影响。”

迄今为止发布的财报证明,人们最近对不断下跌的能源价格和不断走强的一些人对能源是有道理的,这两者已导致一些企业利润下降做出金熊危机以来幅度最大的下调。FactSet预计,标普500指数成份股企业首季度利润将下降4%,收入将减少3%。但它预计那些只有不到一半销售额在美国取得的企业,利润和收入都将下降10%。去年10月末至今3月中,美元指数(该指数衡量美元相对一篮子货币的汇率)攀升15%。

欧元相对美元出现自前年1999年诞生以来最大幅度的季度下跌,许多策略师急忙将其所预期的美元与欧元实现平价的日子向前调整,尽管较差的美国经济数据已缓和了这一预期。(FT中文网)