



刘海影近照

肖允摄

人物肖像

记者在由朝阳永续研究院联合复旦大学经济学院、第一财经研究院共同举办的“中国与世界:季度经济预测报告会”上见到了刘海影。他非常精瘦,当天身着一身正装,看起来显得白净斯文,一派学者风范。

刘海影,朝阳财富首席经济学家、投资总监。拥有复旦大学管理学院学士、北京大学经济学院硕士学位,国际 CFA 协会成员。刘海影目前还兼任上海发展研究基金会高级研究员,主要研究兴趣包括货币理论、宏观理论与宏观预测模型等,著有

经济学专著《中国经济下一步:繁荣还是陷阱》、《中国巨债:经济奇迹的根源与未来》,其中《中国巨债》被翻译成法文在法语国家出版发行。

刘海影当天的演讲围绕着“2017 年中国经济和世界经济展望”的主题展开,这些预测也正是基于他自己的模型。此模型最特别的地方在于,它能反映各个经济指标的一个相关性,对经济趋势的转折能有一个精确的把握,在历年与美联储公布数据之间的误差呈递减趋势,在方向上的判断比较正确。

朝阳财富首席经济学家刘海影提出观点—— 中国经济要解决资源配置效率问题

本报记者 杨硕

经济增长受资本回报率影响较大

刘海影的身份有点特殊,他是加拿大“海归”。在回中国前,刘海影一直在加拿大的资产管理公司工作。刘海影在证券市场从业超过 20 年,曾担任海外对冲基金首席投资官、国内私募基金经理。结合量化技术与价值哲学,在对冲基金管理与大类资产配置方面业绩优异。他在对全球经济宏观做分析的十多年实践中,研究出一套独有的模型:全局模型+局部模型,用

他的话说:“是模型教会自己理解,而非将自己的理解强加到模型”。

在本次演讲中,刘海影表示目前最值得关注的问题就是投资回报率下降的问题,资本大量外流主要是因为资本的逐利性。自 2008 年以来,我国的投资回报率从 16%一路下跌至 2015 年的 4.2%,这当中最主要的一个问题是,中国将大量的经济资源投在基建、国企、房地产等项

目,投资回报率无法覆盖资金成本,催生国内一些僵尸企业。而且值得注意的是,中国似乎正在重复 25 年前日本的路径,非政府债务占 GDP 比率加剧上升。而在这 25 年间,日元的实际有效汇率逆转了其之前的升值,完全抹杀了其之前上升的幅度,这值得我们高度警惕。

“过剩产能较高的国家,也就是那些资源配置效率低的国家,其平均增长速度只有 2%,而过剩产能较低,也就是那些资源配置效率高的国家,其经济增长速度是 6.1%,两者差了几倍。”刘海影说。

谈到相应的资产配置,刘海影认为国内房地产热潮将不会持续太久,虽然一线城市商品房库存有所降低,但三线城市库存仍高,销售量先于价格下滑。此外,居民透支加杠杆,购买力释放过大。而央行的边际加息会进一步打击购买力。所以楼市的投资和价格虽然都是正增长,但增长速度是下降的。

“去年的房地产热潮,是引起各界热议的一个话题,今年是否能够重复去年的故事,我认为难度是比较大的。中国的利率水平比较低的时候推升中国商品房的销售,而利率水平高的时候会压低商品房的销售。”刘海影说,中国的房价走势一定是降低的。但是按照测算,到今年年底,我们可能还是看到房地产价格比去年年底要更高,而不是更低,也就是说这个价格仍然在正增长的范围之内。

刘海影还认为,央行货币政策在不久的将来可能会调整。中国央行本质上希望避免金融风险的累积,所以通过边际收紧的方式,来约束杠杆和风险。但是在刘海影看来,边际收紧是有代价的,体现为一些金融机构的脆弱性,尤其以中小型银行为代表,他们用同业存单这种方式,不断追加自己的资产负债规模的时候,这个里面有巨大的期限错配、再融资问题以及流动性问题。

因此,刘海影称,满足如下三个条件中的两个,央行将调整货币政策:经济不如预期、人民币贬值压力下降、金融市场紧张。另外,刘海影指出,中国财政政策空间会缩小。“由于房地产市场税基减少等因素,财政收入与支出增速很可能会降低到个位数,实际财政赤字难以大幅扩张。”

“此外,基础利差有继续上调的空间。”刘海影认为中国的利率存在上行空间,而且,中国一些信用评价比较低的企业的融资成本也处于上行过程中。例如,近期山东和东北的一些民营企业甚至一些较大型的民营企业,已经出现了一定范围的违约情况。这种风险的冲击,刘海影预计在今年可能还会发生。

今年经济增速有可能放缓

对于短期经济预测,刘海影表示,可以通过库存周期这一要素进行分析,此前的库存周期的改善往往是依靠需求驱动。然而,受供给侧改革影响,当前价格上行不是因为需求旺盛而是因为产量被削减,这种供应端变化引起的上涨持续的时间不会很长,因而今年的经济增速仍然会有所降低。

“具体而言,一个库存周期可以划分成复苏、繁荣、滞胀、萧条四个阶段,分别对应着企

业被动去库存、主动补库存、主动去库存、被动补库存这四个阶段。”2013 年年初开始的这一轮复苏,刘海影将其称为“麦克斯复苏”。但这一轮库存周期与以前历次的库存周期是截然不同的。这一轮周期的表面现象是 PPI(生产物价指数)从约负 6%的水平反弹到正的接近 8%的水平,上下落差 14 个点。但这 14 个点的落差并没有体现在工业增加值上。

刘海影认为其中的原因在于,这一轮库

存周期的源头,并不像以前那样基于终端需求的旺盛。从历史上看,终端需求旺盛的时候,其会同时推动通胀的上行和企业盈利的复数。“同时,之所以说这轮复苏并不寻常,另一个依据在于出口。在刘海影看来,通胀的一个巨大的推动力是外需,这一轮复苏中,国外经济在好转,但以前历次国外需求好转的时候,中国可以在上面切最大的一块蛋糕,但这次的出口增速远小于从前。”刘海影还预测今年中国 GDP 增长速度为 6.4%。其中,一季度增速为 6.6%,二季度增速为 6.3%,三季度增速放缓为 6.1%,四季度预计为 6.2%。

美联储申明中特意提及“企业投资似乎有走强痕迹”“核心通胀改善有限”,都吻合其此前的预测与分析。按照最新模型预测,未来一段时间美元可能继续维持箱体震荡,难以展现趋势性走势。随着欧洲大选迭次展开,美元在短期内可能被动走强,但到年中之后,随着不确定因素的降低,美元可能重新走弱。

刘海影还对欧洲、日本的经济形势做出了展望。他认为,欧洲经济近期斩获了较好的数据,不过,随着欧洲大选展开等形势变化,欧洲经济可能遭遇一定的动荡。其中,需要观察的是,欧洲消费者似乎对前景信心不足,零售增速也在缓慢回落。本期,我们的模型调整欧元区经济增速至 2.3%左右。

日本经济则可能继续走在复苏道路上。本期模型预测 2017 年日本经济增速很可能达到 2.4%,小幅调升,这一数据大幅高于 2016 年实际增速,也大幅高于 OECD 预测的 1%。我们也继续看多日元汇率、日本股市,其近段时间的盘整更应该被视为强势特征。

此外,刘海影表示继续看好石油、有色金属,但将黄金调整为“中立”看法。“进入 2017 年之后,黄金价格表现其实还不错,上升了约 50 美元,4.5%左右。调低金价预期的原因主要在于,美国政策与市场利率将会进一步提升,而通胀预期可能维持稳定,导致实际利率水平上扬,从而压制黄金价格的上扬。”

美国经济短期会有一个小阳春

对于国际经济和市场,刘海影表示,此前,朝阳永续就看好美国经济以及风险资产。而事实上,美股市场在特朗普意外获选之后就迎来了一波上涨行情,港股、日股也的确出现上涨。对于之后的市场,刘海影表示,依旧不看好美元的直线升值,因为美国企业设备开支没有起来,也就是美国企业并没有扩张,所以在短期内美国经济会有一个小阳春,但美元一定会降。

对于美国经济复苏的原因,刘海影指出这在于美国企业与家庭资产负债表得到了一定的修复。从非政府债务占 GDP 比例来看,国际清算银行(BIS)的数据表明,这一衡量企业与家庭资产负债质量的指标从 2008 年最高接近 170%降低到现在的 150%,降低了 20%。期间不仅家庭尽力储蓄,企业也不断以挣取的利润修复自己的资产负债表,没有大举借贷。

在实体层面,大量的资产重组与清洗在进行,结果从 2016 年年初开始,信用溢价(低信用评级企业融资成本与高信用评级企业融资成本之差)见顶回落,美国经济体再度具备拥抱风险的能力。相应地,美国企业设备开支增速近期见底回升,产能利用率同步向上,以 PPI 衡量的企业加库存的动力与能力都上行。这一基本面转折在特朗普上台之前已经展现,锁定未来经济

复苏路径。

“不论特朗普的施政(以减税、增加赤字、基建投资等为核心)能否顺利进行,在未来一段时间内,美国经济的复苏势头都是稳固的。另一方面,由于 2016 年 4 季度数据不佳,我们的模型调低 2017 年美国经济全年经济增速至 2.4%左右。”刘海影说。

同时,刘海影坚持认为,美联储只会渐进加息,“此前我们就曾指出,美国核心通货膨胀难以快速走高,主要的理由是美国劳动参与率将会走高,而企业雇佣决策将会维持稳定,这约束了工薪增速。更重要的是,在复苏之初,企业劳动生产率提升速度将较高,考虑到核心通胀主要取决于工薪增速与劳动生产率增速之差,明年美国核心通货膨胀将会维持在 2%左右的水平。虽然到目前为止核心通胀没有回落,但在经济数据不断好转的情况下,核心 CPI 数据并未相应转强。”

刘海影表示,按照其模型预测,美国的失业率难以进一步走低,核心通胀全年平均而言可能跌回 2%之下,而美联储在 2017 年可能加息 2 至 3 次。3 月 15 日美联储议息会议决定加息一档,而其申明内容与模型分析大体一致,并不鼓励此前市场上猜测的今年加息 4 次的期待。

央行货币政策或有调整