

# 虚火的人民币“强势”



宏观的理解。

2011年四季度到2012年三季度持续近一年的人民币贬值预期,使得央行的货币政策操作很不适应。经济主体行为由资产本币化、负债外币化”转向“负债本币化、资产外币化”后,外汇占款急剧萎缩,基础货币的供给方式面临挑战。人民币贬值预期自我实现,使得人民币资产下行压力加大,信用面临全局性收缩。央行可能认为,放任本币贬值预期会招致经济泡沫破裂的宏观风险。

因此,2012年四季度开始,央行的策略明显改变,开始加强中间价管理。

可见,央行对人民币中间价管理早入融入人民币汇率形成机制之中,成为决定人民币在岸价不可分割的重要因素。

香港的人民币离岸即期汇率也并不独立,它脱离不了人民币在岸汇率。

比方说,离岸价格对在岸价格出现溢价时,中国的中央企业利用其跨境机构可以开始进行套汇交易,将人民币输入到香港离岸市场,买入美元,然后入境结汇;当离岸价格对在岸价格出

现折价时,则反方向操作。这样的活动在过去几年中非常的兴盛,在不长的时间内,就可以将离岸和在岸的价差抹平。

境外资本可能也看透了央行意图。跨境资本的套息活动开始增多,入境后结汇买入银行定存和短期理财产品,套取息差。今年一季度内地对香港的转口贸易增长异常放大至74%,顺差增长达到78%,被认为是这一活动的明显活跃。

一季度我国新增外汇储备为1570亿美元,而经常账户盈余贡献只有35%,资本项流入显著。央行维持汇率强势的意图某种程度为这一活动做了“担保”。

目前,中国对人民币中间价管理是促进国际收支基本平衡,维护宏观经济和金融市场的稳定”,实现上述目标的方式是“以市场供求为基础,参考篮子货币汇率变动,……保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。”所以人民币中间价的决定可能取决于央行对于

人民币保持强势。一旦人民币汇率形成自我实现的贬值路径,将引致资产价格快速下行,对国内信用紧缩压力会陡增。因为过去十年的人民币信用供给是以资产升值而扩张的,人民币资产的缩水意味着信用条件显著提升,由此将产生巨大的货币收缩效应,从而导致经济的失速和人民币更强的贬值压力。

坦率地讲,现在人民币的强势是“虚弱”的。刚刚过去的4个月中,人民币汇率和中国的外汇占款呈现强势,某种程度上是央行管理中间价下的套息交易导致的。但3月份中国已经录得贸易逆差,如果贸易逆差持续出现,套息盈余引发的外汇占款可能会明显收缩。中国的国际收支将重回去年羸弱的状态。

人民币强势将可能导致经常账户盈余恶化,最终补贴和加剧资本外流。当一国的经常账户顺差收窄不能有效支撑资本项流出时,本币及本币资产的贬值压力会急剧上升。如果不积极作为,我们可能也只能被动地等待那个时间点的到来。释放人民币汇率的弹性空间,实质上取决于宏观决策者主动实施经济减速的勇气和决心。

有多大取决于日元高估的程度。自去年12月至今,日元兑美元贬值了20%,但对经常账户刺激还不明显,这意味着日元未来进一步拓展贬值空间的概率非常大。

与过去几十年不一样的是,现在日本的高端电子产品、汽车和工业产品是跟韩国、台湾和中国大陆等邻近经济体直接竞争。这种情势有可能逼迫东亚其他经济体压低本币汇率。作为这个区域内几乎是唯一缺乏弹性的货币,人民币将显著地放大这种风险,从而对2013年中国的经常账户构成明显的压力。

因此,中国央行的汇率政策始终处于“夹板”之中。一方面,若要支持经常账户,就应要求人民币弱势应对“日元贬值+美元升值”;另一方面,又要照顾身后庞大的经济泡沫(房地产和产能),则需要人民币保持强势。一旦人民币汇率形成自我实现的贬值路径,将引致资产价格快速下行,对国内信用紧缩压力会陡增。因为过去十年的人民币信用供给是以资产升值而扩张的,人民币资产的缩水意味着信用条件显著提升,由此将产生巨大的货币收缩效应,从而导致经济的失速和人民币更强的贬值压力。

坦率地讲,现在人民币的强势是“虚弱”的。刚刚过去的4个月中,人民币汇率和中国的外汇占款呈现强势,某种程度上是央行管理中间价下的套息交易导致的。但3月份中国已经录得贸易逆差,如果贸易逆差持续出现,套息盈余引发的外汇占款可能会明显收缩。中国的国际收支将重回去年羸弱的状态。

人民币强势将可能导致经常账户盈余恶化,最终补贴和加剧资本外流。当一国的经常账户顺差收窄不能有效支撑资本项流出时,本币及本币资产的贬值压力会急剧上升。如果不积极作为,我们可能也只能被动地等待那个时间点的到来。释放人民币汇率的弹性空间,实质上取决于宏观决策者主动实施经济减速的勇气和决心。

## 发达国家“流动性陷阱”将延缓我国楼市下行周期

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近期,海外大宗商品和贵金属价格大幅度下挫,这其中尽管有挤出投资泡沫后正常回调的影响,但对于全球经济继续探底的担忧是主要的。2008年金融危机后,美国、欧元区和日本相继推出史无前例的量化宽松,以政府加杠杆来创造低成本和良好预期的投资环境。而且,世界经济风向标的中国也通过地方投资来扩大国内需求,这与美国可能出现的扎实回暖一起,被誉为带动全球走出泥潭的两大“火车头”。

然而事与愿违,我们对于全球经济复苏进程的判断或许过于乐观,发达国家回避解决结构问题(财政支出刚性、过度消费、金融杠杆高等)的量化宽松政策,正在将全球带入通货紧缩的“流动性陷阱”。

近期数据显示,德国和日本的10年期国债利率分别达到1.3%和0.7%的历史最低点,而美国10年期国债利率也再度降至1.7%附近,和历史低点1.5%仅一步之遥。但是,量化宽松无法刺激通胀和激发经济增长动力,根本原因在于,主要经济体内部的结构性问题因改革阻力而不愿意过多触碰(例如,近期发生的因民众抗议而使得紧缩政策可能退出欧元区危机国家的事件),制约经济增长效率改进的障碍始终无法突破,反而过多地在降低投资成本上做文章,忽视了负债过多以后会导致经济回报率进一步下降,再低的利率也难以刺激实体经济的进一步扩张。

目前,主要经济体长债利率创历史新高,国际大宗商品价格下滑幅度空前,预示着发达国家目前的投资意愿已经降到历史低点,而风险规避情绪空前高涨。今年3月,美国零售销售月率下跌0.4%,创下9个月以来最大跌幅;3月份美国PPI月率下降0.6%,创10个月来最大的跌幅。欧元区制造业4月再度受挫,制造业PMI初值降至46.5,为年内最低;而未来改善的希望也趋于渺茫,制造业新订单分项指数从45.3降至44.9,为2012年12月以来最低;产出分项指数从46.7降至46.3。

经历了20年通缩的日本在近期启动了无限量化宽松,但更不被看好,因为日本的结构性问题更突出,如老龄化、企业创新能力下降、过分依赖出口等。

央行购买一项资产,就会出现一笔商业银行电子存款。

而这笔存款能否转化为私营部门贷款,并通过支出促进产出、就业和收入,则取决于银行的放贷意愿及其客户的借款意愿。国际大宗商品价格不断走低,意味着制造业产品价格走低(即PPI的不断下滑),发达经济体银行为规避风险而普遍惜贷,这与投资意愿走低是一个硬币的两面。因此,量化宽松所释放出的资金并没有进入实体经济,而将在全球范围内寻找投资机会。

由于这些经济体基本处于“零利率”,资金无成本,在国际上的无风险利差将持续,这会加剧这些资金在海外寻找投资机会的趋势。

不考虑融资困难的特殊国情,我国民营和中小企业也面临着银行惜贷和投资意愿低下的“流动性陷阱”。2008年国际金融危机以来,分别反映大企业(国有企业)和民营及中小企业投资意愿的“中采PMI”和“汇丰PMI”长期内背离

(后者低于前者),说明了2009—2010年“保增长”和2011年以来的“稳增长”战略只是在国家队(国有企业和融资平台)贯彻得比较好。而2009年以来的“V型反转”和2012年以来的“见底回升”,不管是在积极的财政政策还是固定资产投资上,房地产都发挥着引擎的作用。但是,无视经济发展模式转型的倒逼,在政府和国有企业上继续加杠杆的后果就是投资效率的下沉和公共债务风险的爆发。从衡量国有企业投资的效率指标——工业增加值来看,这一指标在2012年开始暗示中国经济已下台阶,从过去14%—15%掉至10%—11%附近,未来两位数的增长亦未必能撑得住。

近期,出于对公共债务风险和金融风险爆发的担忧,国家对平台债务和银行表外信贷进一步压缩和清理。但是,严格执行不但会卡死新增表内贷款对于地方融资平台的支持,也会切断银行表外信贷(信托贷款和企业债券)对于地方政府的暗中接济,无益于将地方政府送上“断头台”。2011年以来,银行信贷融资基本关闭(以后除保障房),银行表外信贷接过了向地方融资平台和房地产“输血”的接力棒。例如,今年3月份创历史新高的信托贷款(4130亿元)和平台贷款(3780亿元)中超过80%的部分流向了地方融资平台、房地产或基建投资项目。

因此,对于融资平台贷款的态度,银监会的10号文事实上仍旧会贯彻2012年以来的总基调——“保在建、压重建、控新建”。而且,实地调研显示,地方政府投资模式中的“资本金+银行杠杆”组合已经锁定了未来3—4年地价和房价水平的下限,政策在执行必须要非常灵活和弹性,才能最终实现债务风险、房地产风险和金融风险三者合一的“软着陆”。

在4月25日召开的中央经济工作会议上,管理层对于在“全球缺乏增长动力”背景下提升内需增长的紧迫性认识得更加清楚了。这与经济大势非常关切:全球紧缩程度超出预期;一季度国内经济表现不及预期;占就业大头的中小企业就业指数今年以来首次回落到枯荣线下,就业下滑滞后效应显现。因此,政策当局可能保持当前相对积极的财政政策来支撑固定资产投资平稳增长,城镇化背景下的基建投资在中短期内受重视程度会提升。

因此,未来全球主要经济体中,只有中国政府投资是活跃的,而且这种投资不仅具有稳定经济增长的目的,还具有实现债务风险、房地产风险和金融风险同时“软着陆”的目的,即政府“兜底”系统性风险,并确保一定的投资收益率。也正因此,国际剩余流动资金进入我国的动力在增强,外汇占款自去年12月份以来连续4个月增长显示套利资金加速进入我国。从债务风险对于银行风险和国家风险传导的机制上看,债务清理和资金流出房地产是大趋势,这意味着着房地产长周期必然要向下,而征地制度、不动产登记制度和房地产税收制度的变革,也是驱动房地产长周期下行开启的力量。但是,目前国内外经济形势并不支持长周期下行的快速开启。而发达国家流动性陷阱”将无疑会延缓房地产下行周期的到来。

## 警惕隐性不良贷款率大幅上升风险

□国家信息中心预测部 张茉楠

随着中国经济增速放缓、工业企业利润率整体下滑,中国不良贷款率可能在未来持续暴露。尽管从账面数据来看,不良贷款占总资产的比重并不高,甚至从全球范围来看,中国不良贷款率都在可控范围内,然而问题在于中国很大部分的不良贷款是隐性的,许多隐性不良贷款并未涵盖在内,可能导致不良贷款率被大大低估。

近期,中国银监会发布的2012年监管年报显示,截至2012年底,我国银行业金融机构不良贷款余额达1.07万亿元,比年初增加234亿元,不良贷款率为1.56%。其中,商业银行不良贷款余额为4929亿元,比年初增加647亿元,不良贷款率为0.95%,与年初基本持平,然而次级类贷款由1725亿元增至2176亿元,可疑类贷款由1883亿元增至2122亿元。

进入2013年以来,随着宏观

经济形势整体下行、工业企业利润大幅下滑、企业应付账款坏账加重导致银行净利润增速放缓,银行业不良贷款率呈现抬头之势。上市银行年报显示,五大商业银行2012年不良贷款总额接近3300亿元。

除不良贷款余额和不良率最高的农行继续保持“双降”之外,工、中、建、交的不良贷款余额均呈上升态势。银行不良贷款率上升直接折射中国经济发展转型的困境,不良贷款率在经济结构转型中持续暴露。

今年前两个月,规模以上工业企业实现利润5.18%,尽管相比去年四季度实现了恢复性增长,但由于亏损面不断扩大(目前企业亏损面已升至20.7%)导致企业账款拖欠现象严重、账款构成比例上升,应收账款回收和资金回笼困难,其中制造业则成为不良贷款的重点风险区域。

数据显示,建行制造业不良贷款余额306.9亿元,占其不良贷款总额的41%;农行制造业不良贷款余额249.2亿元,不良贷款率为1.56%。其中,商业银行不良贷款余额为4929亿元,比年初增加647亿元,不良贷款率为0.95%,与年初基本持平,然而次级类贷款由1725亿元增至2176亿元,可疑类贷款由1883亿元增至2122亿元。

进入2013年以来,随着宏观

长期来说,中国企业要面对的不仅仅是增速下滑、需求疲软、成本上升、利润缩水”这样的困境,更要面对结构调整和转型难题,势必将淘汰大量落后产能,进行经济结构调整,而这很可能导致很多企业出现重大经营危机或转型危机,银行业必须有足够的能力承受不良资产持续上升风险。

中国更须警惕隐性不良贷款率大幅上升的风险。首先,当前许多银行的表外融资新增规模超过表内信贷新增规模,表外融资风险具有隐蔽性和不确定性,一旦出现理财亏损无法偿还,银行为了避免声誉上的损失,可能会动用表内资金来偿还理财资金,使表外风险转移至表内,并最终导致不良贷款率大幅上升。

其次,基础设施建设信贷资金量大,风险易暴露。在目前的融资模式下,部分依靠财政支出,主要是通过融资平台贷款解决,城投债也是其资金来源之一。现行融资模式存

在运作不规范、还款来源上对土地收入依赖较大等问题。根据银监会的数据,截至2012年末,地方政府融资平台贷款余额达到9.3万亿元;其中,共有3.49万亿元贷款将在未来三年内到期,占全部平台贷款余额的37.5%。因此,未来银行的资产负债表状况不容乐观。

眼下受地方政府平台贷款质量波动、房地产贷款质量波动影响,部分银行拨备压力逐渐增大,资产质量波动反过来又影响银行的利润留存能力。在外部筹资环境不宽松的情况下,部分银行短期内无法筹到必须的资本数额。由于杠杆使用过高,信用规模迅速膨胀加大通胀或资产泡沫压力,一旦货币当局大幅收紧信贷,将可能加剧资产价格波动,引发不良贷款攀升,给经济造成更大冲击。因此,充分估计隐性不良贷款规模,切实防范系统性金融风险,在重点领域做好提前布控极为迫切。

## 淡化M2调控参考意义 建立市场化基准利率体系

□国务院发展研究中心 高伟

截至今年3月末,我国广义货币(M2)余额达到103.61万亿元,M2/GDP达到188%,而美国不足70%。有人以此判断,中国货币严重超发,中国经济面临巨大的通胀压力。笔者认为,这些判断有误,并有可能误导公众和舆论。

首先是认识有误。从M2结构看,M2由狭义货币(M1)和准货币构成,准货币包括居民储蓄存款、企业与政府的定期存款以及其他存款。M2是个存量指标,是长期积累的结果,货币存量不是现金。2012年我国M2同比增长13.8%,新增12.26万亿元,而现金净投放为3910亿元,同比少投放2251亿元,投放力度明显放缓。

衡量货币超发与否的关键是看物价水平,影响物价水平的更重要因素是资金价格和货币供应增速,与货币存量没有必然联系。这就是说,即使我国现在货币存量大,但只要能控制好实际利率和货币供应增速,也能控制好物价。

M2/GDP平均为126%,排名前五位的国家和地区是卢森堡(489%)、香港(328%)、塞浦路斯(271%)、日本(240%)和葡萄牙(203%),中国排名第10位,与德国相当。金融危机以来,美联储实施了四轮量化宽松以及扭转操作,其M2/GDP之所以未大幅提高,主要是因为约70%的美元在美国境外流通,如果把全球的美元供给都计算进来,美国的M2/GDP将大幅提升。另外,由于金融创新日新月异,传统意义上的流动性或货币、准货币只占主要经济体金融资产的一部分。根据IMF的数据,我国金融资产(银行总资产加上公开发行的债券总市值及股票总市值)在2011年底约相当于GDP的300%,远低于美国(24%)、欧元区(44%)及日本(640%)。

第四,我国M2/GDP偏高有特殊原因。一是伴随着我国经济转型和经济货币化的程度的提高,企业资产、土地、房地产和其他一些生产要素的货币化,必然加大货币需求。以

房地产开发为例,上世纪90年代初,每年房地产开发完成额也就几百亿元,2003年完成额超过1万亿元,2012年则创出7万亿美元的新高。目前要素市场的货币化还在进行中,货币化对货币需求的影响不可忽视。二是较高的储蓄率。目前准货币占M2的比重已达70%,准货币的快速增长与我国的储蓄率不断上升是一致的。从国际范围看,东亚储蓄率高国家的M2/GDP也相对较高。三是以银行为主导的金融体系。在等量信用情况下,以银行为主导的融资体系创造的货币供应量相对较多,因为与间接融资相比,直接融资中的货币只是在不同经济主体之间进行转化,货币创造有限。2012年我国信贷占社会融资的比重虽降至52%,但存量融资中银行信贷依然高达85%。当前我国股市和债市规模仅为M2总规模的0.6%,而美国这两大市场的市值是其M2总规模的4.3倍。

第五,M2作为货币政策中介目标的意义在弱化。我们知道,货币供应量由基础货币和货币乘数决定,因此,我国需进一步深化金融改革,在继续关注货币供应量、新增贷款等传统中间目标的同时,发挥社会融资规模在货币政策制定中的参考作用。完善市场化的间接调控机制,增强利率、汇率等价格杠杆的作用,逐步建立市场选择的基准利率体系,推进货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型。

## 第三届“建行乐当家杯”兴业期货实盘交易大赛

无论第几名,参赛均有礼品

礼品丰厚诱人

比赛时间:2013.4.1-2013.12.25

报名时间:2013.3.27-2013.11.29

详情咨询:400-8888-123

www.xyfutures.com.cn