

# 虚火的人民币“强势”

□中国社会科学院研究员 刘焯辉

中国经济中长期因素正在快速地恶化——人口红利窗口关闭、产能过剩和债务堆积所致资本回报率快速下行,生产率衰退导致经济的潜在增长水平显著下沉。所以,去年四季度以来人民币即期汇率的强势让很多人看不懂。

2013年4月12至17日,人民币兑美元汇率升值236个基点,一路创下多个纪录高位。而2012年全年,人民币升值幅度仅为154个基点。

从即期汇率看,自2012年10月以后,美元兑人民币即期汇率就开始紧贴强边(每日波幅的上限)运行。从远期汇率看,2012年10月以来,美元兑人民币1年期远期汇率(NDF)显著下行1000个基点。

很多人认为,人民币强势是由市场所决定的,是在追寻均衡汇率水平。换言之,均衡汇率存在内在升值压力。但人民币现在的三个价格——在岸价格、离岸价格和远期价格都不是完全的市场价格,更谈不上与所谓均衡汇率的联系。应该说,央行对人民币中间价的管理早已融入人民币汇率形成机制本身,成为汇价决定的最重要因素之一。

美元兑人民币每日的即期汇率收盘价与次日央行给出的中间价是不连续的,即每个交易日开始,央行公布人民币外汇中间价,这个价格并不等于上一个交易日市场的收盘价。

央行制定人民币外汇中间价的原则并不是一套透明的技术规则,相反非常抽象。2005年7月21日以来确立的人民币汇率形成机制改革方案指出,人民币汇率改革的目标是“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



CFP图片

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,特别是注重营造人民币中间价的强势,来引导市场预期。保持中间价“进二退一”强势,关键时点向市场注入预期引导。比方说,2012年11月12日人民币兑美元开盘中间价较上个开盘中间价上涨92点,而此前一周最后一个交易日,美元指数大约上升10点,而人民币兑美元应该是跌而不是涨。央行在关键时点的作为往往给市场注入方向引导的强烈信号。贸易商因此不敢再屯汇,积极结

汇。以前屯汇累积美元头寸的贸易商,在人民币强势下,财务亏亏日趋严重,不得不减持回吐美元头寸;

境外资本可能也看清了央行意图。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%,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,特别是注重营造人民币中间价的强势,来引导市场预期。保持中间价“进二退一”强势,关键时点向市场注入预期引导。比方说,2012年11月12日人民币兑美元开盘中间价较上个开盘中间价上涨92点,而此前一周最后一个交易日,美元指数大约上升10点,而人民币兑美元应该是跌而不是涨。央行在关键时点的作为往往给市场注入方向引导的强烈信号。贸易商因此不敢再屯汇,积极结

汇。以前屯汇累积美元头寸的贸易商,在人民币强势下,财务亏亏日趋严重,不得不减持回吐美元头寸;境外资本可能也看清了央行意图。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%,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。

## 警惕隐性不良贷款率大幅上升风险

□国家信息中心预测部 张莱楠

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,许多隐性不良资产并未满足在内,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趋势,不良贷款率上升直接折射中国经济转型的困境,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率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%)导致企业账款余额上升,应收账款和资金回笼困难,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332.06亿元,占不良贷款总额的38.7%;中行制造业不良贷款占比35.7%。

目前,中国非金融企业整体负债率已经处于过高水平,企业负债占GDP的比例高达105%,企业高负债率犹如在“钢丝上行走”。进一步分行业看,房产企业的资产负债率大概是70%,五大电力集团的负债率现在超过80%,铁道部的负债率超过60%,光伏制造企业负债率都超过90%。由于银行会计提更多的坏账准备来应对企业可能收不回的应收账款,这势必影响银行资产质量和长期拨备覆盖。

平心而论,对于履行《巴塞尔协议》,中国银行业是比较积极的,所以从拨备指标上没有太大问题。但是,现在一个很大的问题是银行的“准财政”性质。如果未来银行不能保证贷款安全,也会出现银行充当“准财政”职能的陷阱。此外,尽管现在银行的拨备率和存贷比能够覆盖不良资产反弹的风险,但只是短期能覆盖,从

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,银行业必须有足够能力承受不良资产持续上升风险。

中国更应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,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,人民币汇价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盘交易所导致的。但3月份中国已经录得贸易逆差,如果贸易逆差持续出现,套息盘引发的外汇占款可能会明显收缩。中国的国际收支可能会去年赢弱的状态。

人民币强势将可能导致经常账盈余恶化,最终补贴和加剧资本外流。当一国的经常账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。

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并不乐观。

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。

## 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吐的影响,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低,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个月来的最大跌幅。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;产出分项指数自46.7降至46.3。经历了20年缩编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,并通过支出来促进产出、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,意味着制造业产出价格走低(即PMI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“类流动性陷阱”。2008年国际金融危机以来,分别反映大企业(国有企业)和民营企业投资意愿的“中采PMI”和“汇丰PMI”长时间内背离

(后者低于前者),说明了2009—2010年“稳增长”和2012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,从过去的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)和平台债券(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,地方政府投资规模中的“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至枯荣线下,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,国际剩余流动性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金融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,这意味着房地产长周期必然要向下走,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。

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