

警惕经济运行两大风险共振冲击

□交通银行首席经济学家 连平

在政府出台系列稳增长政策的作用下,近期部分宏观数据有所好转,经济开始出现企稳迹象。预计下半年稳增长政策将逐渐形成合力,带动经济增速略有反弹。在经济下行压力仍然存在的背景下,仍需关注中国宏观经济运行面临的风险和不确定性。

经济增速前低后稳

下半年国内外需求难以趋势性反转,经济下行压力仍在。首先,出口增长有所恢复但难以明显改善。近期我国外部环境有所改善,出口增长出现一些积极因素。但未来影响出口增长的一些不确定因素仍不容低估,预计全年出口增速将在6.5%左右。

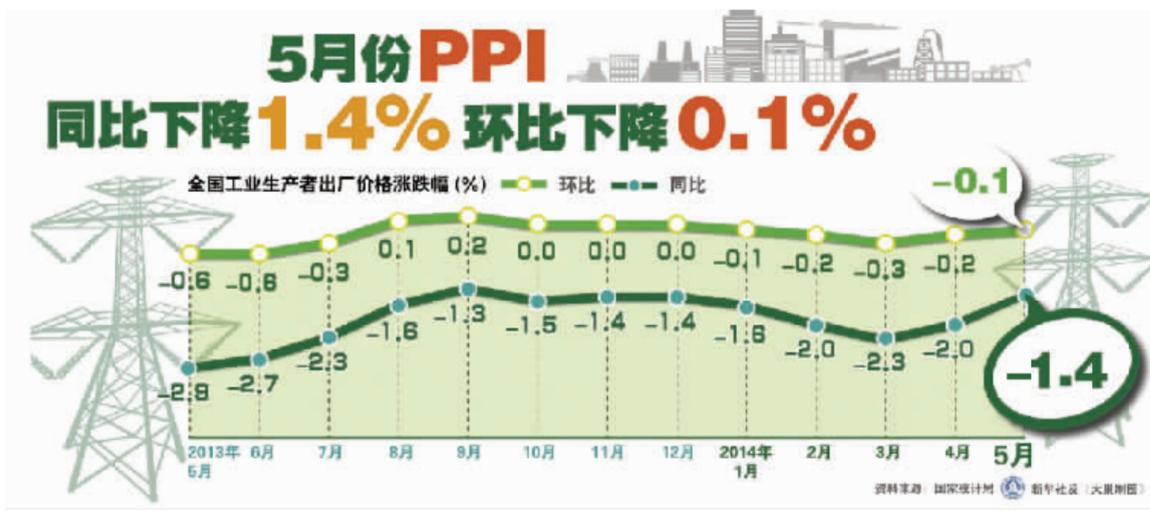
其次,固定资产投资有望企稳但难以大幅上升。房地产投资与固定资产投资资金来源受限是制约投资增速两大关键原因。预计全年房地产开发投资增速可能降至10%的水平,将成为拖累全年固定资产投资增速的主要因素。固定资产投资资金来源难以明显改善。虽然在财政支出进度加快及货币政策定向宽松的背景下,下半年国家预算内资金及国内贷款增速将有所加快。但由于这两块资金来源在整个资金来源中占比只有16.6%。而占比达到86%的自筹资金则会因为对影子银行、银行同业及表外业务监管政策的收紧而有所下降。当然政策加大了基础设施投资的力度,利用基础设施投资来对冲房地产投资增速的放缓。预计年内固定资产投资增速或将保持在18%左右,相比上年的19.6%有明显回调。

最后,消费刚性支持消费平稳增长,但仍将面临居民收入放缓和房地产市场调整的负面影响。由于消费的刚性,下半年餐饮和汽车消费的稳定增长有利于维持整体消费的平稳增长。预计全年消费名义增速为12.5%左右,实际增速约为11%左右,相比上半年略有回落。

结合三大需求趋势,预计全年经济增速前低后稳,2014年我国GDP增速将维持在7.5%左右的水平,虽比上年继续小幅放缓,但应能完成全年目标,且季度波动将明显收敛,全年运行平稳。

两大潜在风险不容忽视

下半年中国经济运行需关注以下两方面的风险。一是关注工业与制造业领域的“通缩”风险。截至今年5月份,我国PPI同比已经持续27个月负增长,近期降幅虽有所收窄,但环比仍是负增长,预计全年约为-1.5%,工业



与制造业领域的“通缩”风险要引起关注。

从历史上看,上世纪90年代至今,我国PPI同比一共经历过四次通缩:第一次是1997年6月至1999年12月,PPI同比负增长持续31个月,期间季度GDP同比最低为1999年四季度的6.1%;第二次是2001年4月至2002年11月,PPI同比负增长20个月,期间GDP同比季度最低为2001年第二季度的7.7%;第三次是2008年12月至2009年11月,PPI持续负增长12个月,期间季度GDP增速最低出现在2008年四季度和2009年一季度的6.6%;第四次就是2012年3月至今的这一轮,PPI同比至今持续负增长27个月,期间季度GDP增速最低为2012年三季度的7.3%。

目前来看,虽然此轮PPI通缩持续的时间和对经济增长的冲击可能不如1997-1999年东南亚金融危机时期,但考虑到目前工业领域产能过剩压力仍然较大,下半年国内需求也难以大幅度回升。因此,我国工业与制造业领域的通货紧缩压力仍将持续,不排除其持续时间会超出上一轮通缩的可能性。而PPI通缩的持续,必将对未来工业增加值及固定资产投资形成进一步的压力,进而拖累整个经济增长。事实上,2013年以来的制造业投资增速持续下行已佐证了这一点。

二是关注债务违约风险。首先,以信托为代表的表外融资兑付风险可能演化为一定规模的违约风险。据相关统计,今年全国的信托到期量约5万亿元,这一数字比2013年增长超过50%。这些到付信托大多是发行在2012年末、2013年初,从2014年即将到期的信托分类

来看,其大体集中在三个方面:第一个方面是基建信托,其到期量大约为1.4万亿元;第二个方面是工商企业发行的产业信托,其全年的到期量大概为1.7万亿元,这是这三类信托中最大的;第三个方面是房地产信托,2014年到期的房地产信托约为6,335亿元。

在经济增速放缓的大背景下,信托到期规模的增加极大地增加了信托违约事件的发生概率。该类事件在2012和2013年分别发生13和14起。从2014年到期的项目情况看,产业信托受到实体经济增长放缓的压力比较大,可能出现一定的风险。同时房地产信托的风险也不容忽视,在2012和2013年面临过兑付风险的项目中有相当高的比例与房地产有关。

2014年,刚性兑付的预期可能有所改变,但这种改变更多体现在局部的、小面积的信用事件上,大面积信用风险爆发的可能性不大。因此,预计在短期内大部分发生风险的项目最终仍会由发行机构或其他相关机构分担损失,并导致相关风险积累在这些金融机构。而随着信托项目到期量的加大,由刚性兑付造成的各种贷款、垫款的规模也将较快增长,可能造成此类信用风险在金融系统的累积。

其次,企业间的联保联贷引发的、因单一企业资金链断裂影响到整个联保小组的状况,进而影响地区金融稳定的风险。目前,商业银行联保联贷仍主要集中在小微企业领域,且风险有一定集中暴露的趋势,虽然联保联贷贷款总量有限,初步估计约占行业小微企业贷款的5%左右,对银行业整体来说风险还处于相对可控状态,但通过多种形式与联

保联贷企业形成一定资金往来的小微企业数量则可能不少,由此形成的风险隐患仍应引起充分的重视。

具体来看,部分地区和部分行“联保联贷”业务占比比较高,在浙江、江苏等沿海地区,联保联贷模式发展较快,部分小微企业集中地区的业务量已经较高。受到经济增速放缓和外部需求减弱的双重影响,在“联保联贷”业务较为集中的沿海地区,一些外向型的小微企业客户已出现经营情况恶化甚至停业、还款能力丧失等现象。有些联保小组借款人同时获得一家机构给予的个人短期经营性贷款、个人循环贷款(经营性用途)和小企业贷款,甚至有多家银行机构给予高额授信或高额对外担保的现象,存在多头授信、过度授信风险隐患。钢贸领域的违规联保联贷有被复制到煤炭等行业的迹象。目前,上述状况在地方政法介入下基本处在风险可控状态。如果经济进一步下行,联保联贷所引发的违约风险必将更大面积的展开,从而影响到商业银行。

虽然当前经济运行并不存在系统性风险,且以上两个风险目前看仍是散发性的,但不容忽视的是这两个风险是会相互影响的。如通缩加剧会导致企业盈利的下降和抵押品贬值,这意味着企业偿债能力的下降和违约风险的上升;违约风险上升之后资本流出增多,市场资金供给会减少,融资成本上升,对实体经济产生紧缩效应,这会进一步加剧通缩。因此关注这两个风险就是要防止它们之间发生共振,形成合力,从而对经济产生太大的负面冲击。

信贷调控方式亟待优化

□中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚

应该说,在银行业务相对简单的时期,存贷比作为流动性监管指标,发挥了其应有的作用。但随着近年来我国金融创新深化和金融脱媒加快,银行的资金来源、资产运用日趋多元化,存、贷款在负债、资产中的占比不断下降,仅靠存贷款已难以完整反映银行的负债及资产状况,更无法全面、准确反映银行的流动性状况。同时,随着负债的多元化,银行的信贷资金来源已不限于传统的存款,其他很多稳定性好、与贷款期限相匹配的负债都可作为信贷资金运用,仅仅依靠存、贷款的匹配越来越失去其原有的意义。

在这种背景下,存贷比作为流动性监管指标的意义大幅减弱,并逐渐异化成了对银行信贷规模的一种约束手段,引发了微观层面的诸多扭曲。由此,改善、甚至废除存贷比的呼声一直不绝于耳。今年6月30日,中国银监会发布了《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》,对存贷比计算的分子分母的具体项目做出调整,在分子方面扣除了6项内容,在分母方面增加了2项内容,以适应银行资产结构多元化以及利率市场化的改革推进进程。

货币政策调控

在我国现行的数量调控框架下,目前可以对银行信贷形成较大影响的政策工具,一是法定存款准备金率,二是从2010年开始的“合意贷款”管理。

法定存款准备金最初的目的也在于控制流动性风险,通过要求银行将一定比例的资金存放中央银行来应付其可能的支付需要。不过,在过去几十年中,随着支付清算体系的不断发展和完善,维持支付所需的资金量大为减少,各国法定存款准备金要求也大幅下降,一些国家甚至实行了零准备金。但我国面对外汇占款的持续高速增长,政策当局缺乏有效的冲销手段,央行票据虽发挥了一定作用,但其效果易受市场环境干扰,且利息成本相对较高。在这种情况下,政策当局开始频繁使用法定存款准备金率,将其从流动性监管工具变成了常规性的货币冲销手段,以此来约束银行的信贷扩张。

相对于法定存款准备金,“合意贷款”则是更为直接的信贷调控手段。2007年底,为了有效控制当时的高通胀问题,有关部门重启早在1998年就已取消的贷款规模控制,并且按季度进行调控。在保证总体贷款规模的情况下,有

关部门在2011年后推出了“合意贷款”管理。所谓“合意贷款”,是有关部门根据全国和各地区GDP、CPI等宏观经济“热度”指标,并参考各金融机构的稳健性以及信贷优惠政策(如“三农”、“小微”等)等方面的信息,总体计算出一个针对法人和地区的贷款投放规模。然后再以法人机构为单位,分配具体的信贷额度。当然,为了与市场化改革的方向保持一致,有关部门也一直强调,各金融机构的合意贷款均为计算所得,并非简单、粗暴的行政限制,而是在引导银行信贷向更优的方向发展,金融机构在调整自身财务经营水平时,合意贷款规模也会随之改变。不过,从众多银行机构(特别是中小银行)的感受来看,上述说法难以令人信服。在透明度极低且缺乏论证的情况下,贷款规模计算的科学性以及主观调整的合理性,已招致了广泛的非议。

四种监管政策的约束强度

在同时受到多种监管政策制约的情况下,如何判断其中一类政策调整可能产生的影响?我们需要对上述这几个指标的现状及其对银行信贷约束的严厉程度做一个简单的比较。

首先看资本充足率,截至2014年一季度末,商业银行总体加权平均一级资本充足率为10.04%,加权平均资本充足率为12.13%,均高于监管要求。尽管长期来看,银行业仍将持续面对较大的资本补充压力,但短期内尚不构成对信贷扩张过强的约束。

在存贷比方面,截至2014年一季度末,商业银行整体的存贷款比例为65.89%,日均存贷款比例则为68.02%,虽在持续上升,但距75%的监管要求尚有一定距离。在行业整体上,存贷比限制对信贷规模的约束尚不明显。当然,总量上约束不大,并不意味着不会产生影响。部分扩张较快的银行,尤其是股份制商业银行和一些城商行等,存贷比一直维持在较高水平,监管约束相对有效。而对大型国有银行以及数量众多的中小银行而言,存贷比对信贷投放能力基本不形成限制。

法定存款准备金影响银行信贷的方式与存贷比极为近似,均是贷款限制在存款资金来源的一定比率之内。如果两个指标计算所采用的存款口径完全一致,那么,现行法定存款准备金率的约束力应低于存贷比限制(效应相当于25%的准备金率)。

如果说,存贷比只是限制了少数银行的

信贷能力的话,合意贷款规模管制则涉及了所有的银行业机构,影响范围远为广泛。对那些存贷比远远低于75%(即不受存贷比约束)的银行,特别是为数众多的农村中小银行机构,合意贷款规模才是真正的束缚所在。

就对银行信贷的短期影响而言,四种监管政策的约束强度排序大致是,合意贷款规模、存贷比、法定存款准备金率和资本充足率要求。根据短边原则,约束最紧的政策决定着银行实际的信贷投放能力。这意味着,在合意贷款规模不发生变化的情况下,其他政策调整,不管是定向降准还是存贷比口径调整,都不足以打开银行(尤其是中小银行)的信贷投放通道。

加强监管协调

在简要分析并比较了制约银行信贷的各种政策之后,要进一步优化信贷结构,促进对小微企业和三农领域的信贷支持,建议如下。

首先,加强监管协调。由于银行监管与货币政策的分立,不同部门在约束银行信贷的政策上,已经出现相互叠加、相互干扰的情况,不仅大幅提高了银行的监管成本,也引发严重的市场扭曲,导致资金成本高企,影子银行、体外循环等乱象丛生。这不但无助于审慎监管和货币政策目标的实现,反而积累了更大的系统性风险。为此,希望各相关部门加强监管协调,在相关政策的制定上,尽量避免相互重叠或冲突的情况,为银行业健康发展创造正常的政策环境。

其次,优化调控方式,逐步放松对信贷的控制。从长期来看,政策部门应适应市场化发展,及时优化监管、调控手段。具体而言,应进一步优化存贷比指标,通过调整考核口径,以及降低考核难度,来弱化存贷比对银行行为的扭曲。在时机成熟时,应启动立法程序,最终废止该指标的使用。当然,更重要的是,有关部门应及时调整货币政策框架,将调控重心逐步从货币、信贷数量转向价格调控,尽快取消合意贷款限制。当然,在短期内,价格政策框架未建立之前,不否认数量调控的合理性,以及在杠杆率已然偏高的情况下,对信贷规模进行适度控制的必要性。但贷款规模计算以及额度分配应有更高的透明度,其科学性也应引入更为广泛的讨论。此外,应适度向中小银行倾斜,以落实国务院支持三农和小微企业发展的政策导向。否则,“合意”贷款“合”的只是政策制定者之“意”,而非市场之“意”。

“微刺激”救得了“慢撒气”吗

□上海国富投资首席经济学家 刘海影

二季度经济企稳之后,中国经济得以避免失速危险。实际上,观察家怀疑的从来不是决策层稳定经济的决心,而是稳定措施的代价与效果。

正是这方面体现出中国体制的独有优势。二季度以来,中央政府不断加码微刺激政策,各地也推出了总规模不下10万亿元的各类刺激规划,6月信贷规模或超过1.1万亿元……众多措施之下,中国经济开始呈现企稳迹象,PMI指数连续4个月上升,目前已经回升到51。不过,在三个重要方面,我们的观点与一致预期存在分歧。首先,我们的模型预测,货币供应量增速继续下滑,而主流意见则认为将会反弹;其次,我们认为四季度固定投资增速将出现大幅下滑,而主流意见则认为将平稳运行;第三,我们认为CPI与PPI将会继续走低,而主流意见同样看平。假设我们的看法成立,那么,最近四季度中国经济将会重拾下滑趋势。那么,哪些情况可能导致我们的预期落空?

毫无疑问,中央与地方各级政府将会继续推出各类刺激与微刺激政策,这些政策对经济走势无疑可以起到托底作用。然而,中国经济结构中的固有问题并未因此刺激政策而消失。

中国经济的核心问题在于过剩产能过高,并依赖源源不断的融资支持。融资代表社会资源动员能力,大量融资资源不断流入过剩产能行业以及各类低投资回报率项目,意味着动态资源配置恶化,大量资源被浪费。资源浪费的必然后果是投资回报率低下,令越来越多的项目不具备还本付息能力,而只能依靠具有庞氏融资嫌疑的信贷支持。体现在数据中,中国过剩产能率超过32%,远超25%的警戒线;非政府债务占GDP比率超过186%,高居世界主要经济体榜首;上市公司资产回报率跌至有史以来最低点。现在的各类刺激政策没有从根本上对此有所改善,反而使之恶化。因此,中国经济总是存在刺激政策的短期效果与经济结构的长期效果之间的博弈。

进一步地,资源配置恶化的宏观效应之一,是生产率提升速度大幅度降低,这既无助于中国出口份额的扩张,也无助于以收入为基础的消费需求、以投资回报为基础的投资需求的增长。全球贸易增速已经出现平台式下移,除非生产率提升速度加速,否则难以指望中国出口份额的扩张。事实也正是如此,虽然人民币已经出现一轮贬值,中国出口增速仍旧难以起色,全年而言很可能在5%左右的低水平徘徊。

很可能出现的情况是,政策性放松的确可以在一定的时间段内起到支持作用,但很难难以持久。例如,被寄予厚望的棚改工程并不具有经济合理性,其投资回报率很难覆盖资金成本,同时对商品房市场具有挤出作用,很难期待其拉动效应持续。再比如,铁路投资一再调高计划,但限于拆迁等原因进展缓慢,以及现有运力并非经济瓶颈,铁路货运量同比增长今年以来一直为负,铁路投资的经济效益、社会效益难言上佳。概而言之,目前信贷刺激让资源更多地流向低效项目,而真正能够带动中国经济增长的民营企业、中小企业的融资份额进一步降低,两面抵消之下,刺激政策的短期效应,可能难敌其中期负面效果。一段时间之后,随着中国房地产市场降温,银行坏账率上升,信贷需求将会降低,而货币扩张速度将会下滑。

二、三季度经济企稳对应着库存的微幅修复,但鉴于过剩产能与高库存的巨大压力,库存修复难以发展为全局性繁荣。归根到底,我们面临一个“慢撒气”经济与“微刺激”政策的组合,谁会占上风?我们的答案是前者,今年四季度经济很可能重回下行通道。

阶梯气价需要更大面积推广

□新华都商学院副院长 林伯强

近日上海市发改委发布公告,拟再次对居民管道燃气价格进行调整,将居民天然气价格拟从2.5元/立方米调整为3.02元/立方米,另外还将实施阶梯气价和降低气价调整门槛两项配套措施。浙江、山东等其他一些省市也相继提出阶梯气价改革方案。一时间,居民天然气阶梯气价似乎如期而至。

为何近期各地密集出台天然气价改方案?应当说,这与天然气供需偏紧有关。自2000年以来我国天然气消费量快速上升,一直保持两位数的增长趋势,最近政府推出的一系列雾霾治理措施,进一步加快了天然气需求增长。

在天然气价格改革的系列环节中,居民天然气价改最为困难。因此,居民阶梯气价的实施是天然气价格改革的关键环节。目前我国能源阶梯价格体系通常采用三档分类,各档气价实行超额累进加价。第一档保证居民基本用气量,第二档属于合理消费,第三档是奢侈消费,就是过度消费的概念。一般而言,阶梯气价针对不同的用气量征收不同价位的气价,其概念主要是区分消费群体,力图保障公平和效率。

以往政府人为压低平均气价,而无区别平均居民气价导致每个单位消费量受到相同补贴。一般而言,用气量大受到的补贴也就多。由于我国天然气补贴主要来源的相当一部分来自直接财政补贴或国有企业亏损(最终都是财政支出),平均气价可能导致补贴浪费行为。因此,这种补贴方式是得不偿失的。因为财政补贴应该尽可能偏向基本消费,向弱势群体倾斜。对消费多群体征收较高气价,可抑制不必要的消费,提高用气效率,也有利于增强其节能意识。

去年6月国家发改委推行增量气、存量气门站价格调整方案,意味着全国性的天然气价格改革已经启动,经过几次上调,2015年底或者2016年上半年应该可以完成我国天然气市场化价格改革。至今其他用气行业的气价已经调高多次,涨幅超过50%。而相应的居民气价涨幅远远小于这个幅度。所以,无论是否实施阶梯气价,居民气价都面临上调,接下来的问题是,如何上调?以什么机制上调?对一般消费者更有利?

上海市居民天然气价格改革就是以提价为前提的,再配套实施阶梯气价改革措施。因此,估计最终改革的结果出来,第一档消费者可能不需要调整0.52元/立方米,幅度也应该不要达到20.8%。毕竟,保障居民基本生活用气,是政府的责任,对大多数老百姓而言其消费量应该属于第一档,气价上涨应该幅度较小。而第二、三档气价则会尽可能反映用气成本,上涨幅度将会大许多。当然,这将有利于增强居民的用气节能意识,迫使引导用气消费往第一档走。

值得一提的是,居民阶梯电价已经实施了一段时间,江苏、湖南及河南省的部分城市也在过去几年陆续进行了阶梯气价试点,政府应该总结阶梯电价以及地方阶梯气价试点工作的经验教训,使全国阶梯气价的推广更加有效。