

人民币贬值意在深化货币改革

□中国社会科学院学部委员 余永定

8月11日,中国人民银行将人民币中间汇率下调1.9%,在全球范围内引发系列反应。许多外国评论家指责人民币贬值是为了提振中国的出口,他们警告说,此举将引发新一轮货币战争。但笔者认为,有许多理由表明这绝非人民币贬值的初衷。

事实上,中国十分清楚货币战争无异于拿起石头砸自己的脚。1997年亚洲金融危机期间,中国经济状况比现在糟糕得多,但中国政府仍然抵制住了贬值的诱惑,而中国也成功地在危机中毫发未伤。

如今,货币贬值对中国的贸易盈余也许根本起不了什么作用。毕竟,中国已经占据全球出口量的12%,因此进一步扩大这一比例可能恶化贸易条件。在中国的贸易中,加工贸易占主导地位,即进口原材料和部件并出口制成品,这意

味着人民币贬值的效果更加模棱两可。

此外,目前中国持有巨额海外资产和负债。其非金融公司海外借款高达1万亿美元,贬值将增加企业债务负担的人民币值,因此不良贷款和破产的风险也将增加。

除了明白竞争性贬值的短期风险,中国决策层还认真地致力于其长期目标——将增长模式从基于投资和出口转变为由国内消费驱动。事实上,中国计划减少其贸易盈余(当然,其规模仍然十分庞大)并通过增加内需抵消由此带来的消极影响。

考虑到这些因素,也许最近的贬值另有其目的。事实上,在贬值的同一天,中国宣布了另一个事项,这个事项也许更能暗示贬值的目标。中国货币当局宣布,人民币汇率中间价将更紧密地与前一日的收盘现货汇率相一致。这表明贬值主要是为了让市场在人民币汇率的决定中起到更大的作用,其目标是进一步深化货币改革。

目前,中国的汇率可以在由人民银行每日公布的汇率中间价上下2%之内波动。当市场汇率达到波动区间的边界时,人民银行将通过买入或出售其外汇储备干预市场。现在,做市商被通知,它们向人民银行报告的卖出价应基于前一日市场汇率收盘价,与外汇市场供求条件以及主要货币汇率的波动相一致。除了人民银行,其他人都不知道做市商如何满足这一要求。如果人民银行现在只是进一步拉平不受其干预约束的卖出价,那么它就是在进一步靠近完全基于市场的汇率机制。

但这一动作蕴含着严重的风险。如果人民币每天贬值2%,那么不消多久,其币值就会跌去20%——足以引发恐慌,造成汇率混乱,不管经济基本面如何。因此,人民银行保留了影响做市商报告卖出价和直接干预市场的权利。

而这正是人民银行在8月12日、13日所做

的,当时,比预期更大幅度的贬值压力和飙升的贬值预期导致了一个风险,即计划中的一次性汇率调整可能引发崩盘。因此人民银行通知市场,贬值不会超过3%——这是一个可信的陈述,因为人民银行拥有充足的官方外汇储备稳定汇率。人民币随之反弹,市场重归平静。

这一事件表明,人民币存在着巨大的贬值压力,而随着GDP增长的走弱,人民银行开始放松货币政策,特别是在美联储逐渐收紧其货币政策时,这进一步加剧了这一压力。除此之外,中国还要实施资本账户自由化和人民币国际化,因此可以预期会出现一些汇率波动。

对中国的货币决策者来说,改革汇率制度,同时防止贬值失控是一个严峻的挑战。对世界其他国家来说,鼓励中国放松对汇率的管制(即使人民币大幅贬值)也是同样严峻的要务。两方面都不容有失。(本文版权属于Project Syndicate)

电力未来将变

“圈地盘”为“争电量”

□厦门大学能源经济协同中心主任 林伯强

过去几十年,电力行业为了支持经济增长,满足电力需求是首要发展目标,电力行业的主要矛盾是供给能力不足,因此发电行业重在规模扩张(圈地盘)。随着经济增长放缓,电力供需已经由不足转为相对过剩,提高效率逐渐成为首要发展目标。因此电力改革,发电环节的有效竞争日益重要。电力侧,尤其拥有大规模火电产能的发电企业,未来发展模式或从“圈地盘”改为“争电量”。

2014年全国电力需求下降,仅增长了3.8%;今年1—6月份全社会用电量同比也仅增长1.3%。相对应的发电设备平均利用小时大幅度下降,其中火电发电利用小时降幅最大,今年1—6月火电利用小时为2158小时,7月份有进一步下滑的趋势,近日国家能源局公布7月份全社会用电量同比降了1.3%。如果电力需求没有尽快回升,简单计算可得今年火电发电利用小时应该不会超过4300小时。我国火电系统先进高效,发电利用小时比较正常应该是5300小时以上,从这个意义上说,应该有20%的过剩。

另一方面,2012年以前电力增长速度一直比较快,事实上,2013年全社会用电量还增长了7.5%,和GDP大致是一比一的关系,相对应电力需求预测很高,所以当时电源规划也做得比较高。因此目前虽然电力过剩,火电装机还在大幅度增长,在建的火电项目也还比较多,今年1—6月火电投入运营2343万千瓦,据说火电在建规模还有7686万千瓦。因此,即使已经明显的火电产能过剩,明两年还会有比较多的火电项目建成并形成产能。

对于火电装机而言,雪上加霜的是还将受到清洁能源的挤压。为了满足政府到2020年清洁能源占能源消费总量的15%的目标,近几年清洁能源的发展脚步不会停下来。风电、太阳能、水电、核电的装机还是会比较大程度增长,由于政府将采用清洁能源优先发电和优先购电权,火电的发电量将受到挤压。

火电提供的电量占据我国总用电量的75%以上,目前火电利用小时数的确说明电力已经有比较多的过剩,除非对今后的电力需求非常乐观,发电企业不可能再像以前那样追求火电项目,相应项目投资会减缓,火电“圈地盘”的兴趣将大打折扣。

近两年发电企业业绩很好,主要是煤炭价格持续下降,而且下降的速度超过电量下行的幅度。从2012年5月份开始,环渤海动力煤价格指数5500大卡综合平均价格从每吨787元持续下降至2015年7月的每吨417元,给火电装机为主的发电企业提供了很好的盈利空间。目前煤价疲弱依然,似乎没有走高迹象,如果电量没有进一步下降,而且上网电价没有很快下调,发电企业下半年盈利应该不用担心。

但是,煤炭行业也有成本底线,煤价进一步大幅度下跌的空间应该不大了。而且按照煤炭联动机制的要求,电价可能需要相应下调。此外,政府可能也会考虑减低电价来支持实体经济。所以如果电量没有很快大幅度回升,电力行业明后年盈利增长将减缓。

因此,电力需求低迷可能成为今后发电企业经营业绩的重要约束。如果短期内社会用电量增速无法显著提升,单个发电企业的发电量多寡将决定其盈利空间,“争电量”对于发电企业显得日益重要。

发电企业如何“争电量”?在过去计划调度的背景下,电量基本上采取平均计划调度,因此,“争电量”现实中难以进行。最近的电力体制改革方案0号文提出放开计划调度电量和放开售电侧,允许发电企业参与售电。据说发改委有望于近期发布电改五个配套文件,其中就包括《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于有序放开用电计划的实施意见》两个文件。放开发用电计划为发电企业“争电量”提供了可行性,而售电侧放开则为发电企业提供了自己卖电的可能性。

因此,对于目前的发电企业而言,电力改革最大的利好是放开售电侧和计划电量管制,而且这个蛋糕不小。目前在深圳试点实施新电价机制,2015至2017年深圳市电网输配电价比2014年每千瓦时下降1分多钱。粗略计算,2014年全国电力消费总量为5.5万亿度,即使每千瓦时有1分钱的空间,就意味着超过500亿元的市场。在目前电力增长缓慢、电力产能过剩的背景下,电力改革对发电企业非常有吸引力。

电改方案一旦实施,发电企业也将面临不同的运营环境,以前由于其生产和销售上在很大程度受到电网企业制约,但下游风险向其传播的渠道也在一定程度上被拦截,除自身的经营风险因素外,其所面对的产业链风险更多来自于上游企业(如煤炭价格和煤炭产能)。电力改革以后,发电企业的生产经营除了自身因素和上游的风险因素之外,还将受到下游关联企业的影响,任何影响下游企业的风险因素都会直接影响到发电企业的电量销售。

所以,激烈竞争将不可避免,低成本发电和更强的销售将获得竞争优势。发电企业将出现分化,环保高效的机组将得到更大的电量空间,发电企业的核心竞争力塑造也将带来挑战和风险,需要其改变之前“靠政府”的习惯,改为“跑客户”和“跟市场”,通过向客户提供更优质的服务和产品,以市场竞争力来获得发展空间。

“争电量”仅仅是今后几年电力行业发展的一个侧面。重要的是,电力行业需要考虑如何在能源发展“新常态”下着眼长远发展,以及如何顺应经济社会和能源发展形势要求,改变经营模式。根据最近可再生能源发电的建设和投资数据,可以明显看出发电企业的确在转变发展方向,清洁能源和智能电力(互联网)是有效的发展契机。

管理好全球人民币汇率预期

□平安保险 张金洪

从全球市场近期走势看,目前投资者最担忧的问题有两个:一是希腊债务问题,二是人民币贬值。但中国因素对全球市场的扰动很可能比希腊大得多。

避免两种危机模式

过去几十年,全球各国经历了两种危机模式。一是泡沫破裂、持续通缩的日本模式(1990年9月后),资产泡沫破裂—经济下行—通缩—利率下行—汇率升值—投放货币—不良债权难以出清—信贷萎靡—经济依然下行—长期通缩。日本模式体现为长期通缩,其问题的核心是资产泡沫破裂转变为不良债权,但这些不良债权并没有真正出清,从而导致利率传导受阻,信贷不振,通缩持续。但期间,日本并没有出现资本大规模外逃,汇率反而是升值的。

类似于1990年后的日本,中国目前也面临规模庞大的不良债权难以出清和长期增长动能下降的问题。但我们在坚持刚性兑付和稳增长政策的同时,一直在投放货币(日本在1989年5月至1991年7月紧缩货币主动刺破泡沫)。结果,在有毒资产持续累积和PPI深度通缩的同时,局部的资产泡沫风险是在加剧的。我们要做的是:承认出清的合理性,适度打破刚兑;同时尽可能地减少出清过程带来的外溢性冲击,比如维持房地产市场的稳定,防止其大涨(刺激泡沫)大跌(形成坏账)。这实际上要求控制好货币宽松的程度和人民币贬值的预期,难度是很大的。

二是资本外逃、陷入滞胀的东南亚模式(1997年)。经济衰退—放弃固定汇率制—汇率贬值—资本外逃—国际收支逆差—投放本币—严重通胀—加息—经济衰退。东南亚模式体现为货币危机,其问题的核心是各种原因导致汇率年内贬值压力加大,引发资本外逃,国际收支逆差,陷入滞胀,恶性循环。最后,汇率问题缓解后,它也需要经历一段时间衰退(通缩),才能恢复正常。

类似于1997年的东南亚国家,目前中国也存在内在的汇率贬值压力。尽管中国经济体量很大,且外汇储备充足,并未完全陷入这种循环中。但从逻辑上看,这种风险越来越大了。从这个意义上说,我们防风险政策的唯一选择是,防止通胀预期和人民币贬值预期失控。

稳定全球经济的政策组合

如此看来,我们需要在“蒙代尔三角”的理论框架下思考未来的政策取向:投放大量流动性(推动通胀)—压低市场利率—人民币贬值”三者不可能兼得。经济自有其客观规律,要引导而不是一味地对抗,否则只会累积风险而不是解决矛盾。

首先,人民币应该适度贬值,但要通过全球合作,防止人民币汇率贬值预期过高,陷入类似1997年东南亚危机的恶性循环。我们的优势是,中国是大国,人民币贬值对全球的冲击要大得多,很难想象会出现不可控的大贬值。我们完全可以利用这一点来和美国及新兴国家达成妥协,控制好全球人民币贬值预期。一方面,需要明确摒弃“用大幅贬值换取外需”的想法,承诺不会让人民币贬值太多,

接受去全球化的事实,老老实实去产能;另一方面,要求美联储配合中国央行做大规模的货币互换,以吓阻做空人民币的势力,缓解资本外逃压力。在此保障下,人民币中间价的市场化进程可以继续推进。

其次,接受适度打破刚兑、出清和几年通缩的事实。这不仅可以压低市场利率、缓解国内债务压力,而且可以避免陷入类似1990年后日本不良债权累积导致几十年通缩和衰退。各国民众都习惯性地害怕通缩,但实际上我们应该害怕的是类似日本1990年以来长达几十年的结构性通缩,而不是几年甚至更短的周期性通缩。实际上,短期通缩是经济出清过程中自然会出现的现象,比如东南亚危机中的新兴国家和次贷危机中的美国,最终都经历了一段时间的通缩后才重新获得了增长动力。而日本的长期通缩是不良债权长期无法得到出清,阻碍了“利率—信贷”传导渠道的结果。未来考验中国监管的不是应不应该出清的问题,而是出清是否能在可控速度下进行的问题。

再次,目前阶段强行“用通胀削减负债率”是错误的,因为这会导致滞胀、市场利率反弹和汇率超预期贬值的压力,最终反而可能加重债务负担。如果在出清过程中非要对抗通缩造成通胀,则在“蒙代尔三角”的逻辑框架上,只会有两种结果:要么是陷入滞胀,没有真正出清;要么就是市场对物价和汇率的预期恶化导致风险失控。

理论上,通胀有利于债务人,不利于债权人。但实际上,债权人会形成通胀预期,这种预期会推升市场利率和资产泡沫,反过来伤害

债务人和增加金融风险,并对企业经营形成不利影响(如重置成本)。如果央行试图投放更多的流动性来压低市场利率,则人民币贬值就会加剧。而且,通胀预期比较难以控制,一旦形成很难自然逆转,除非进行一轮事与愿违的紧缩政策。

特别需要注意的是,2015年以来,中国CPI和PPI间的裂口越来越大。

CPI在通胀(假价和房价的泡沫提高经济成本,带动服务价格的上涨),PPI在通缩(产能过剩导致工业品价格下跌)。这种状态最终会通过人民币贬值来释放风险,反过来导致泡沫破裂,陷入日本式的模式,增加不良债权的规模。与其任由它恶化,还不如我们现在就自己控制好它。

最后,高度重视美国因素,这是未来中国政策不可忽视的因素。在解决人民币纳入SDR和人民币贬值等问题上,中国离不开美国的帮助。对美国而言,需要承认中国是区别于1997年东南亚国家的大国,中国经济体量很大,如果出问题,足以对美国自己造成难以承受的冲击,所以美国政府、国会和美联储等各方在考虑中国问题的时候势必会权衡利益得失,最后回到两国妥協合作的道路上来(当然,我们从来也不能轻视冒险主义带来的风险)。对其他国家而言,最近的市场走势已经充分说明,中国经济出问题对他们的冲击将是全面性的,大象倒下的时候,蚂蚁会先被压死。

所以,未来可行的路径也许是缓和中美矛盾,全球妥協合作,共同寻找解决问题的途径。从技术上说,目前中美两国掌握着一个稳定的全球经济的政策组合:中美货币互换稳住人民币汇率贬值预期+中国内部有序出清。

民间借贷合法化破冰 金融改革继续深化

□中国社科院金融所 曾刚 陈婧

起与长期繁荣提供了最基本的制度土壤。以企业或个人之间拆借资金等形式出现的民间借贷成了小微企业和个人融资的重要渠道,事实上对正规金融体系融资形成了有益的补充。

不过,尽管现实中的发展如火如荼,但由于法律制度建设的严重滞后,民间借贷一直都游走在灰色地带。为规避非金融企业间资金拆借无效的规定,民间借贷的运作模式层出不穷。不少非金融企业甚至通过虚假交易、名义联营、企业高管以个人名义借贷等方式进行民间融资,加剧了民间借贷市场的风险,难以形成合理、稳定的市场秩序。也正因为此,本着法治与时俱进的精神,《规定》在坚持审慎金融监管基调不变的理念下,对一些符合我国经济发展实际、有利小微金融企业的民间借贷活动予以了界定和认可。

认可非金融企业之间借贷

在《规定》颁布之前,我国非金融企业之间签订的借贷合同在司法实践中一般都被认定为因违反国家金融监管而无效。可援引的规则有最高人民法院1991年颁布的《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》,规定民间借贷主体仅限于至少一方是公民(自然人);中国人民银行1996年颁布的《贷款通则》,规定非金融企业之间擅自办理借贷或者变相借贷的,都属于应予相应行政处罚的违法行为;国务院2010年颁布的《关于非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》,规定未经主管机关批准,擅自设立从事或者主要从事发放贷款业务,持有中国人民银行颁发的《金融许可证》或《金融营业许可证》,并经工商行政管理部门核准登记。这意味着,正规金融机构持有人民银行发放的相关业务许可证的机构以外的贷款活动,包括企业间非常规资金拆借和非正规专业贷款机构借贷,均不受法律认可。这样的规定,在经济发展程度不高、金融需求规模相对较小的阶段,并不会产生太多问题。但随着经济发展程度提高,金融需求的类型和规模特别是小微企业和个人的金融需求迅速扩大。正规金融机构受风险和成本等因素的制约,难以充分满足这些合理资金需求,使金融供求的矛盾日渐突出,由此给民间金融的兴

求非金融企业之间借贷合同不得触犯违反法律、行政法规强制性规定等一般性合同无效事由。

需要指出的是,《规定》对于非金融企业之间借贷的突破,是紧紧围绕使非金融企业富余的自有资金可直接用于其他非金融企业生产、经营这一服务实体经济目的的,而非宣示非金融企业从此可以自由开展金融业务。《规定》对非金融企业借贷的定位是偶发性临时拆借,而非常规性的借贷业务。要开展常规性的借贷业务,非金融企业则必须按照《存款类放贷组织条例》的要求来成立专门的放贷机构,并遵守其所规定的基本监管要求。

认可非金融企业向职工筹资

过去,非金融企业以借款方式向职工筹资可能存在触发非法吸收公众存款罪、擅自发行公司企业债券罪或集资诈骗罪等刑事责任的风险。为了确保向职工筹资的有益活动能合法、有效地展开,《规定》对非金融企业在单位内部吸收资金的合法要件进行了进一步细化:吸收资金的方式为借贷;吸收资金的对象为企业职工(即劳动合同相对方);吸收资金的用途为本单位生产、经营,不得用于转贷牟利;不触犯一般性合同无效事由。

相较于前述相关规定,《规定》使非金融企业向内部职工借贷的法律关系明确从违法向社会公众吸收存款、擅自发行债券、集资诈骗的法律关系中分离了出来,其关键区分点不在于将吸收资金对象界定为企业职工(大型企业的职工数量可能远超过200人),而在于将企业融资用途界定为用于与企业职工生计息息相关的本单位生产、经营,禁止被用于转贷牟利。通过对资金用途的界定,《规定》强调了借贷融资应服务于本单位实体生产、经营,强调了对企业职工的激励,强调了团体合意和自治,这些是与《刑法》和相关司法解释界定的侵犯国家金融管理、社会管理秩序的非法吸收公众存款、擅自发行债券、集资诈骗行为区分开来的关键。从此,遇有非金融企业以借款方式向职工筹资活动产生的纠纷,人民法院在适用法律时,可通过对企业借贷资金实际用途的考量来区分罪与非罪。

总的来说,《规定》的颁布,在一定程度上使游走在灰色地带的民间借贷活动开始阳光化,非常规性的企业间以及企业对个人的借贷能够在合理范围内开展,并得到法律的保护。这对提高民间金融效率,切实解决小微经济体融资难的问题,会起到相当积极的作用。当然,那些致力于从事常规性民间借贷业务的机构,尤其是近来受到高度关注的P2P平台并不适用高法的《规定》,而需遵循国务院法制办公布的《存款类放贷组织条例》规范。

确定民间借贷合法利率区间

利率是借贷活动的核心要素。民间借贷因为简单、快速、门槛低,所以有时其风险和利率水平相应会比银行贷款利率水平高。在一些国家和地区,超过一定幅度的民间借贷利率被认为是犯罪。在我国,过去对于民间借贷利率幅度和法律责任的界定,主要依据的是1991年最高人民法院颁布的《最高人民法院关于人民法院审理借贷案件的若干意见》,规定民间借贷的利率可以适当高于银行利率,但最高不得超过银行同类贷款利率的四倍(包含利率本数)。超出此限度的,超出部分的利息不予保护。

随着我国利率市场化的推进,银行贷款类型日益丰富,银行同类贷款利率在各银行间、在同一银行的不同客户间都会千差万别,因此不再适合作为参照。对此,《规定》对民间借贷利率做出了规定,以年利率幅度来划分不同民间借贷利率法律效力区间:借贷双方约定的利率未超过年利率24%,出借人有权请求借款人按照约定的利率支付利息,但如果借贷双方约定的利率超过年利率36%,则超过年利率36%部分的利息应当被认定无效,借款人有权请求出借人返还已支付的超过年利率36%部分的利息,即民间借贷利率划分为受法律保护的借贷利率(年利率<24%)、自然借贷利率(年利率24%~36%)、法律不保护的借贷利率(年利率>36%)。需要强调的是,《规定》对合法利率区间的规定针对的是实际利率,即民间借贷实践中常见的约定利息、逾期利息、自愿给付的利息、复利以及其他费用等在内的总和。

总的来说,《规定》的颁布,在一定程度上使游走在灰色地带的民间借贷活动开始阳光化,非常规性的企业间以及企业对个人的借贷能够在合理范围内开展,并得到法律的保护。这对提高民间金融效率,切实解决小微经济体融资难的问题,会起到相当积极的作用。当然,那些致力于从事常规性民间借贷业务的机构,尤其是近来受到高度关注的P2P平台并不适用高法的《规定》,而需遵循国务院法制办公布的《存款类放贷组织条例》规范。

“争电量”不仅是今后几年电力行业发展的一个侧面。重要的是,电力行业需要考虑如何在能源发展“新常态”下着眼长远发展,以及如何顺应经济社会和能源发展形势要求,改变经营模式。根据最近可再生能源发电的建设和投资数据,可以明显看出发电企业的确在转变发展方向,清洁能源和智能电力(互联网)是有效的发展契机。