

中国主权信用经得起考验

刘涛

国际三大评级机构之一的惠誉公司日前高调宣布,有可能在未来1~2年内调降中国的主权信用评级。消息一出,引发了中国财经界的普遍质疑。

曾几何时,穆迪、标普和惠誉三大国际机构在全球金融市场被赞誉为“公正的指路人”。但它们在2007年~2009年美国次贷危机中“后知后觉”的糟糕表现,招致了广泛批评,也使其头顶上的光环黯淡了不少。或许是为了重塑自身形象,危机结束后,三大国际机构争相扮演“黑脸裁判”的角色,不断从口袋中掏出红牌。仅在最近两个月,穆迪就不顾欧洲国家的集体反对,降低了葡萄牙主权信用评级;标普更是破天荒地将美国从AAA的信用宝座上赶了下来;而惠誉则在“矫正过正”方面走得更远,索性直接将矛头对准了全球经济“一枝独秀”的中国。

长期以来,三大机构对中国主权信用的评级就一直严重低估。以惠誉为例:众所周知,西班牙、葡萄牙、意大利与希腊一道,被戏称为南欧“笨猪四国”(PIGS),这几个国家的共同特点是,对外债台高筑、对内失业攀升,随时可能跌入危机泥潭。即便如此,惠誉给西班牙的主权信用评级依然高达AA+,超过中国的AA-评级。如果按

惠誉说的,它还将进一步降低中国的信用评级,拉大与这些危机国家的差距,岂非咄咄怪事?

一般而言,主权信用评级方法应建立在对一国债务负担、经济增长、财政赤字、通货膨胀、外汇储备、政治稳定、突发事件等各种因素的综合评估基础之上。从相关指标来看,中国的表现明显优于这些南欧国家。2011年上半年,中国GDP同比增长9.6%,出口同比增长24%,而外汇储备更是高达3.2万亿美元,同比增长34%,为偿付外债提供了坚实保障。在通货膨胀方面,尽管今年上半年,中国CPI不断走高,但尚处于可控范围;随着稳健的货币政策效果显现,8月份CPI已呈现回落态势,较7月份涨幅回落了0.3个百分点。可以说,中国当前的宏观基本面大体上是健康的,前景也是积极的。

惠誉声称,它对中国的金融稳定性存在担忧,特别是地方政府债务问题及由此引发的中国银行业的贷款安全问题。对此,应当一分为二地评价:一方面,这些问题的确存在,应当引起中国政府的高度重视;但另一方面,需要强调的是,这些问题还远远不到危机的程度。

首先,中国地方债务风险问题一定程度上被高估了。次贷危机爆发以来,尽管欧美多国债务与国内生产总值比重

已远远超出了60%这一国际公认的负债警戒线,惠誉依然给予这些国家较高的信用评级。特别是美国,不仅外债累累,地方债务问题同样突出,加州、亚拉巴马州等地方政府甚至一度闹到了要关门破产的地步,虽然标普下调了美国信用评级,但惠誉仍坚持美国AAA评级不变。反观中国,根据财政部的统计,即便将地方债务和国家债务汇总,中国公共部门的总负债水平也不过50%~55%左右,仍有足够的回旋余地。

其次,国际评级机构对中国银行业的担忧源于其不了解中国国情。与西方国家不同,中国政府以国家信用为后盾,为银行业提供了强大的“隐性担保”。因此,中国不可能出现在次贷危机中像欧美那样大范围的银行倒闭现象。

最后,中国政府有能力解决这些问题。事实上,这已不是惠誉第一次声称要下调中国的主权信用评级。早在去年10月,惠誉就发出过类似“警报”,原因是担心中国的房地产泡沫可能破灭。但随着今年中国政府对房地产行业宏观调控措施的逐步展开,一线城市的房价泡沫已经明显收缩。同样,地方债务问题虽然看似棘手,但仍可通过规范地方融资平台、削减政府开支、关停重复建设项目和落后产能、强化税收监管等办法化解。目前,地方政府债务风险主要

集中在一些县级城市,而大中城市风险相对较低。对于银行部门风险,中国银监会也已要求商业银行对地方政府融资平台贷款进行开包检查、准确分类和提足拨备。

惠誉在中国并未出现明显危机征兆的情况下,就威胁要调降中国主权信用等级,这种做法对于中国显然有失公允。不过,这对中国经济的复苏进程也不会带来实质性冲击。主权信用降低,影响最大的是主权债券市场上的外国投资者信心,但与希腊、美国不同,中国并不依赖主权债券市场这一融资渠道;此外,在欧、美、日经济普遍不景气的情况下,只要中国实体经济继续保持高速增长,其对外直接投资的吸引力就不会降低。可以相信,中国的主权信用是经得起时间检验的。

更应强调的是,妄下断言对于信用评级机构本身也是一把“双刃剑”。一方面,剑走偏锋有可能为其带来一时的超额收益;但另一方面,如果预测失实,反过来也会大大削弱其公信力。而从评级机构的长期发展来看,确保客观公信力才是其生存的根本。

(作者为宏观经济分析师)

焦点评论

中国购买欧债应慎重再慎重

余丰懋

温家宝总理14日上午在大连参加世界经济论坛第五届新领军者年会发表主旨演讲时提到,中方多次表示愿意伸出援手继续加大对欧盟的帮助,中方亦相信欧洲国家可以克服困难。温家宝重申,中国仍然可以扩大对欧盟投资。

以2008年9月15日雷曼兄弟公司倒闭为标志,国际金融危机爆发至今已经3年。危机发生以后,有两大事件一直困扰着全球,一是世界经济从危机中复苏缓慢,时起时伏,二次探底阴影挥之不去。二是从希腊主权债务危机爆发开始,欧债危机蔓延到几乎整个欧洲,愈演愈烈,如今已经发展到开始动摇欧元区经济体的联合,引发欧元并留之争。

从欧元区经济未来发展和欧洲主权债券未来走势来看,形势不容乐观。从内部反思,欧债危机是过度的高福利政策、依靠国家高负债发展社会福利和公共事业等体制问题的集中大爆发。欧洲各国通过发行国债累积的庞大负债,目前只有依靠发新债还旧债的办法解决,一旦新债发行不出去,必然爆发欧债危机。从外部看,虽然中国对欧洲经济充满信心,但作为世界上第一大经济体的美国,从维持美元霸主地位的私心角度讲,其乐意看到欧元区解体、欧元消

失。这样,就能够长期维护美元世界货币的地位。目前,能够对美元地位构成威胁的只有欧元。

中国目前虽然有3万多亿美元的外汇储备,走投资多元化道路心切,但是,也绝不能轻易投资到眼看风险很大的欧债上。眼下正在举办的达沃斯世界经济论坛上,有两位重量级经济学家与笔者有着同样的看法。一位是美银美林中国区执行总裁刘二飞,他表示,不赞同去购买欧债,因为这相当于买了“白条”。另一位是著名经济学家、央行货币政策委员会专家委员李稻葵,他表示:“购买欧债是有条件的,盲目购买肯定不是好事情。对于这个问题,应该有更多深入的研究。”

中国愿意伸出援助之手,继续加大对欧洲的投资。但是,不一定非购买欧债不可,有更加安全的可投资领域和可投资资产。比如,中国企业不妨积极到欧洲国家投资实体经济,投资房地产行业,投资欧洲企业股份,购买欧洲国家的高科技产品和技术,购买欧洲的空客A380大飞机等。

一定要充分认识欧债风险。一个美债就让中国有一种陷入陷阱、欲罢不能的闹心感。前车之辙,不能复蹈。在购买欧债这一问题上,中国必须慎重再慎重!



民间借贷发高烧,银监会将警钟敲。金融风险很隐蔽,银行体系要牢靠。信贷收疆因时变,储蓄搬家逐利跑。地下金融封不死,利率改革是正道。

ICLONG/漫画 孙勇/诗

■经济时评 | Hot Topic |

信贷与货币走势偏离态势将持续

胡月晓

今年以来,随着资本约束和监管趋严,商业银行信贷扩张的空间被不断压缩。只要资产质量不出现严重的恶化趋势,在融资能够顺利进行的情况下,监管要求的提高仍然不能使银行信贷扩张的势头快速放缓。

但是,持续的存款增长落后势头,对商业银行未来的信贷扩张造成了现实压力。2009年4月份以来,除个别月份外,储蓄增速落后于贷款增速成了一种常态。2010年下半年以来,储蓄和贷款增速间的差距虽然有所减小,但仍维持了储蓄落后于贷款的格局不变。商业银行持续高速信贷扩张的基础被一点点蚕食。在当前我国货币市场发展不足,存款管理等同于负债管理的银行现实经营环境下,银行为满足信贷比等监管要求,降低信贷扩张速度是唯一的选择。

从2010年开始,面对不断提高的存款准备金率,商业银行纷纷大力发展规避监管的表外融资业务;2011年后,监管部门对银行系统的资本金、风险资本拨备等监管比例要求进一步提高,同时加强了对商业银行表外业务的监管,迫使商业银行将部分表外业务转回表内,致使商业银行体系的表内信贷在信贷能力达到极限的情况下,仍屡创新高。从银行理财产品数量变动看,8月份理财产品数目连续两个月下降,银行理财产品下降,必然导致原先表外的融资转回到表内,因而同期银行新增信贷也连续保持了较高规模的增长。

在现代信用货币体系下,商业银行的信贷扩张行为创造了信用货币,信贷增长和货币增长几乎是同步的。但是当前我国的信贷增长和货币增长出现了明显的差异化趋势,说明我国当前的货币创造环境和货币结构发生了变化。

我们认为,信贷和货币走势偏离的

趋势或将持续,即信贷持续高速增长而货币持续低位运行。信贷和货币间的这种走势偏离格局,是银行表外活动发展的结果。

首先,储蓄被动分流持续发展。一般认为,社保体系不完善,投资渠道缺乏,以及节俭传统,构成了我国储蓄的被动性特征。近几年来,我国的这种被动性储蓄基石不断受到侵蚀。资产泡沫和长期的负利率格局使居民的储蓄化倾向减弱,储蓄增长持续落后于总存款增速。储蓄率下降,意味着资金在银行体系外循环,这创造了商业银行发展表外业务的市场基础。

其次,表内信贷控制使表外融资迅速增长。即使在信贷控制非常宽松的2009年,为满足监管标准的需要,银行的表外活动迅速扩张,从非传统渠道获得的信贷等融资数量也是不断增长。商业银行的表外项目包括标准的、已披露的表外项目,如交易性的承兑汇票、

信用证,各种或有负债(担保、保理承诺),以及借助信托等其它中介机构进行的委托业务(委托贷款、资产托管等);还包括大量未披露的、借助新渠道进行的各种经营活动,如非正式的资产证券化和理财业务。表外活动的日益增多,集中体现为社会融资规模的快速增长。据惠誉对前16家中国银行已披露表外项目的统计,2007年~2010年间,在信贷突飞猛进的带动下,银行的总资产增长了77%,但已披露的表外项目增长了106%;截至2010年末,已披露的表外项目差不多占到了银行全部资产的1/4,超过3.5~4万亿美元。表外业务的大发展,意味着近几年中国“金融脱媒”现象也得到了大发展,从而使得信贷创造信用货币的功能,在整个宏观经济和全社会流动性创造中的作用下降。

(作者系上海证券研究所首席宏观分析师)

市场与政府边界需重新划分

肖玉航

三十年来,中国的市场化改革成就巨大。正如中国领导人在第五届夏季达沃斯论坛上所表示的那样,中国已是全面开放的市场经济国家。不过,笔者认为,中国的改革之路仍然艰巨和漫长,有很多课题需要解决,其中,重新划分市场与政府的边界尤为关键。

2008年金融危机爆发之后,在救市的浪潮中,凯恩斯主义成为各国政府采用的法宝。然而,当下中国通胀高企、消费不振、国进民退、贫富差距异常拉大等事实,证明凯恩斯主义并没有彻底解决实际问题。与此同时,应对金融危机的救市措施大大加强了政府对经济活动的控制力,市场的空间受到挤压。从目前看来,是重新划定市场与政府边界的时候了。

从市场经济(又称为自由市场经济或自由企业经济)的概念来看,它是一种经济体系,在这种体系下,产品和服务的生产及销售完全由自由市场的自由价格机制所引导。在市场经济里并没有一个中央协调的体制来指引其运作。但是在理论上,市场将会透过产品和服务的供给和需求产生复杂的相互作用,进而达成自我组织的效果。

市场经济的支持者通常主张,人们所追求的私利其实是一个社会最好的利益。从目前我国市场经济的发展来看,重新划分市场与政府的边界已进入到了关键期。从

政府的角度来看,应强化处理好以下两个职能:

其一,政府的收入分配职能。即政府通过各种政策工具,参与一定时期国民收入的初次分配与再分配,体现社会公平。从目前来看,我国经济领域中收入差距化明显,基尼系数偏高,这表明我国的分配未达到市场经济所追求的公平理想状态。

其二,政府的资源配置职能。指政府通过经济活动,引导人力、物力、财力等社会资源流动,形成一定的产业结构、区域经济结构等经济结构,优化资源配置结构,提高资源使用效率。在这个资源配置过程中,应体现国进民退和资源效率的统一,而非单纯地依据企业性质来决定。

总体来看,我国经济发展过程中虽然体现出市场经济特色,但市场与政府边界的划分需要在未来加以完善。在行业领域、经济领域、民生领域、收入领域、税收领域中,市场与政府各司其职尤其重要。目前经济发展中所出现的过多的国进民退现象,说明我国在市场和政府边界上的定位仍显不足,国有企业如此庞大,而众多中小企业在土地政策、税收政策、银行信贷政策等方面难以享受与国企同等的待遇,由此造成利益垄断,使得市场机制弱化。这种局面亟待改善。惟其如此,中国市场经济国家地位才会在更大范围内得到认可。

(作者为九鼎盛副总裁)

财政收入何以再次超常增长

萧坊

财政部日前发布的数据显示,前8个月全国财政收入74286.29亿元,同比增长30.9%。其中,8月份全国财政收入7546.37亿元,比去年同期增长34.3%。参照往年财政收入规模测算,2011年全年财政收入超过10万亿元基本没有悬念。

又将是一个丰收年!财政部、国家税务总局两大功臣恐怕要提前开香槟“弹冠相庆”了。可是,在这一成绩的背后,有多少中小企业正在死亡线上挣扎,又有多少工薪阶层在税负的重压下叹息!2003年,我国财政收入约为2万亿元,如今,眼看就要突破10万亿元了。8年间增长了4倍,这个“喜人”的成绩,当代国际上哪有国家比肩。相形之下,我们的居民可支配收入呢?答案是:只增长了1倍多。

财政收入再次超常增长,在某些部门及领导的眼里,这是改革深化的成果,是经济形势一片大好的表征。可是,这种见解十分肤浅。在我看来,财政收入的超常增长,更与国有企业的“垄断性坐大”,以及税务部门对税收“量”的过度关注有关。

第一,财政收入的超常增长,是国有企业挤压中小民营企业、与民争利的结果。在8月份的财政收入中,有一项比较特别的收入,就是4月至6月石油特别收益金收入合计529亿元。这项收入的背后,是“涨快跌慢”式的畸形石油定价等);还包括大量未披露的、借助新渠道进行的各种经营活动,如非正式的资产证券化和理财业务。表外活动的日益增多,集中体现为社会融资规模的快速增长。据惠誉对前16家中国银行已披露表外项目的统计,2007年~2010年间,在信贷突飞猛进的带动下,银行的总资产增长了77%,但已披露的表外项目增长了106%;截至2010年末,已披露的表外项目差不多占到了银行全部资产的1/4,超过3.5~4万亿美元。表外业务的大发展,意味着近几年中国“金融脱媒”现象也得到了大发展,从而使得信贷创造信用货币的功能,在整个宏观经济和全社会流动性创造中的作用下降。

在我国,资源性商品、原材料、资金、公路、铁路等基础性商

品,无一例外都被国有企业垄断着。有分析人士指出,这些基础性商品价格上涨是正物价上涨的源头。垄断性机构握着行业的话语权和定价权,而他们罔顾社会责任的行为,固然可以在“国进民退”的盛宴中夺得盆满钵满,顺着带着充实了国库,也通过“货币幻觉”拉高了财政收入,但同时,却将老百姓置身于通胀的重压之下。

第二,财政收入超常增长也是税务部门对工薪阶层压榨的结果。在各级政府的工作报告和文件中,经常可以看到这样的强调,即强调把经济成果充分体现在税收征管上来等。据说,在许多地方,下一级负责人来省市开会,座次都是按照所缴财政收入来排的。胡鞍钢的研究也显示,税收是各级政府的首要工作目标。

为了在财税上“大跃进”,许多地方不惜杀鸡取卵、竭泽而渔。几年前,河北省邢台市平乡县为了“财税过亿”的目标,就曾大举突击、强制征税。就拿个税来说吧,虽然起征点从此前的2000元上调到现在的3500元,惠及了很多工薪阶层,但是,因为灰色收入的关系,许多高收入者可以将纳税义务推得一干二净;而广大拿工资的老百姓,税务部门却可以轻易地通过单位代扣代缴。正因为此,老百姓成了许多高收入者的替罪羊,他们不但要忍受税负的重压,还要忍受“不公平”的相对剥夺感。

荀子说:“王者富民,霸者富士,仅存之国富大夫,亡国富筐篋、实府库。”我们需要的不是“昙花一现”的财政收入增长,财税的增长、国家的强盛,首先应该以“民富”为基础。财政收入的超常增长,如果是以挤压中小企业、提升民众税负痛苦指数为代价,那么,这只是一种虚假的繁荣。

联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至pp118@126.com。