

聚焦 FOCUS 汇金增持四大行

经济学家激辩汇金增持背后的政策逻辑

编者按：日前，汇金公司在二级市场自主购入工、农、中、建四大行股票，为疲软的二级市场注入了动力。这也是汇金公司自2008年国际金融危机以来第三次采取行动。这是一次简单的投资行为？亦或是传递出了什么样的政策信号？

为此，证券时报记者采访了中金公司首席经济学家彭文生、中银万国首席经济学家杨成长、银河证券首席经济学家左小蕾以及广东金融学院代院长陆磊（原华泰联合证券首席经济学家）四位知名经济学家，意在探讨汇金公司此次增持行动背后的经济政策逻辑和风向。

汇金增持不是重大政策出台的前奏

证券时报记者：从整个宏观政策的组合措施来看，汇金此次增持会是一次单独行动吗？如果将汇金此次行动纳入到整体政策层面来观察，将会达到什么样的政策目标？

彭文生：虽然在2008年9月份，汇金有一次增持行动，时隔两个月后四万亿元经济刺激计划出台。但二者之间没有必然联系，并不表明汇金增持行为是重大宏观经济政策出台的前奏。四万亿元经济刺激计划的出台反映了当时国际金融危机和全球经济衰退对中国经济的冲击，尤其出口的大幅下跌造成国内就业情况急剧恶化。

杨成长：可以将汇金增持行动看作是股市政策组合拳的一种，未来监管层要想增强投资者的信心，需要出台一系列的配套措施，比如允许更多的机构投资者进来，适当减缓再融资的扩容速度等。

陆磊：从政策层面上来看，央行并不会有什么大的政策性转向，短期内还没有到放松银根的时候。今年年初，

市场普遍预计经济政策在年中会出现拐点。而这个观点到目前并没有得到验证，其根本原因是目前的经济环境并不允许。关键在于，实体经济并没有真正落实到“弃投机、转实体”的转型，而此时如若放松银根，资金将有再次投向新“泡沫”的可能。

证券时报记者：汇金此次增持行动是否意味着A股已经见底？从汇金历史上数次增持的行为（2008年9月和2009年10月）来看，结合目前的政策及经济形势，本次增持的效果将会怎样？

杨成长：这两者不能简单地划上等号。不过，汇金此次增持的一个作用在于，能够令资本市场形成一个统一的认知，那就是目前的估值大致已经到了底部。比如昨日股市的反弹表现，就可以理解为汇金增持所产生的效应。

左小蕾：这个无法做出判断。不过，要想改变目前股市的低迷，就要学习此前股权分置改革的经验，强烈要求上市公司分红，让股民得到利益，增强投资者的信心。

彭文生：虽然在2008年9月份，汇金有一次增持行动，时隔两个月后四万亿元经济刺激计划出台。但二者之间没有必然联系，并不表明汇金增持行为是重大宏观经济政策出台的前奏。



陆磊：汇金出手短期内有助于缓解资本市场对商业银行资产质量恶化的担忧。同时，这也表明，短期内金融体系包括银行体系在内出现系统性风险的可能性不大。



左小蕾：政府应该从货币政策的两难困局中跳出来，转向实施积极的财政政策以及确定清晰的产业政策，将更多的财力投向保障性住房、社保、医疗保障体系建设等民生领域，通过转移支付解决收入分配问题。



杨成长：温州民间借贷的情况与美国的次贷危机完全是两码事。后者是由于过度负债所导致，银行的信贷资产出现了问题，流动性出现结构性短缺。目前中国的社会融资总规模并没有减少，整体流动性充裕，部分资金的出口只不过从正规金融系统换到了草根金融。



欧债危机将加速中国经济转型

证券时报记者：欧债危机愈演愈烈，对中国经济的影响表现在哪几个方面，中国的出口、投资、内需“三驾马车”将受到怎样的影响？

彭文生：欧债危机对中国的影响主要还是体现在对中国的出口冲击有多大？2008年美国发生次贷危机时，出口的下降对中国影响确实很大，出口下降主要反映发达经济体的需求下降和金融危机对全球贸易融资的冲击，其中贸易融资量减少的危害很大。但目前来看，欧债危机的演变对欧洲经济有影响，还没对美国等其他经济体造成重大影响，更重要的是，全球贸易融资还比较正常。

另外，与2008年相比，今天同样程度的出口下降，对中国经济的影响要小。这是因为目前出口占我国国内生产总值（GDP）的比重，与2007年~2008年相比有显著的下降。出口下降对投资和消费肯定有传导作用，比如出口下降会影响工人工资并会减弱其消费意愿，外贸企业投资意愿也会下降。不过，从整个经济结构来看，由于出口比重的下降，这种间接的影响也相对较小。

杨成长：欧债危机会对中国经济构成一定的影响，不过这也将是“危中之机”。与以往外部经济环境恶化不同的是，目前中国对美国、欧洲的

出口速度比较稳定，表现得比较宠辱不惊。尽管中国未来也会受影响，但影响比较大的可能只是那些代工厂，而那些高附加值的高端出口则不会受到太大的影响。

相反，通过本次欧债危机，中国可以对欧洲制造业形成替代，提升制造业的能力并优化结构。总之，我们对此比较乐观。

陆磊：事实上，欧债危机会延伸出两个情况，第一是伤及欧元，第二是伤及欧元区实体经济。而中国目前正处于转型期，不能过度依赖出口，外需的回落，反而有利于我国实现真正正向内需和消费型经济的转型。

另外，从世界经济的角度看，目前欧洲经济比美国差，美国经济又比我国差。加之房地产调控处在关键时期，现阶段政策放松的风险也比较大。宏观政策要在“控通胀”与“稳增长”两者之间取得平衡，但稳增长主要还是因为要保就业。

目前经济增长虽然放缓，但还处在健康的水平上，尤其是劳动力依然是供不应求，就业情况没有明显恶化。尽管未来中国出口、投资、消费均会受到一定影响，但不会出现企业大规模倒闭的现象。

温州借贷风波不会引发金融危机

证券时报记者：您认为温州民间借贷的风险是否会演变成类似于美国的次贷危机？中国商业银行目前的资产质量如何，风险是否可控？

彭文生：不会。因为民间借贷规模总体有限，且影响主要是中小企业，不会带来系统性的经济或金融风险，银行风险也基本可控。

杨成长：温州民间借贷的情况与美国的次贷危机完全是两码事。后者是由于过度负债所导致，银行的信贷资产出现了问题，流动性出现结构性短缺。目前中国的社会融资总规模并没有减少，整体流动性充裕，部分资金的出口只不过从正规金融系统换到了草根金融。

目前国内民间借贷形成一个庞大的市场规模，是信贷资金收紧所导致的结果，是整个金融体系的不健全造成的。我们看到一个好的现象是，政府开始对民间借贷进行政策性的引导，比如温州正在搞“金融改革实验区”，对民间借贷进行合理引导。

陆磊：温州民间借贷风波并不具备引发大规模金融危机的条件。一方面是目前境外的经济环境比我们还要糟糕，

因此国内不会出现大规模的资本外逃的情况。回顾1993年~1996年期间，当时国内曾经出现较大规模的资本外逃，正是因为当时的美国正处于IT革命期间，美元走强。而目前全球经济的情况则大不相同。

目前，威胁我国商业银行资产质量的根本问题，不是温州民间借贷危机，因为从规模和层面上看，这不足以引起大规模的金融危机。

真正让人担忧的可能是地方政府融资平台的中长期贷款，其中在2013年将有相当一部分集中到达还本期。一旦其中出现10%的不良贷款，那么届时将会有可能产生一连串的连锁反应。

左小蕾：温州民间借贷的风险确实是个很大的问题，那么政府该如何去救呢？因为温州的民间借贷资金很多都不是在做主营业务，而是在做其他的投机性业务，因此风险非常大。

政府在救之前需要搞清楚一个问题，那就是借款人拿着资金去做什么。这种风险目前有向银行系统进行传导的迹象，因此可以说，救助民间借贷市场，其实就是在救银行。

中国经济不会出现硬着陆

证券时报记者：就目前国内外形势来判断，中国的经济增长是否会出现硬着陆？

彭文生：虽然目前经济增速下滑正在进行，但硬着陆的可能性还是比较小。所谓的经济硬着陆，是指GDP增长在7%以下，这种情况在近年来只有1998年和2009年一季度发生过，当时主要是由于外部经济环境出现了急剧恶化。

目前外部经济环境的不确定性还很大，因此不能排除经济出现硬着陆的可能性。但如上所述，内需对中国经济的重要性比上两次外部形势急剧恶化时要大，目前国内消费增长仍然强劲，经济增长放缓主要体现在出口和投资上，而投资放缓是宏观政策主动调整的结果。

我们的判断是，今年中国GDP的增速是9.2%，明年是8.4%。

杨成长：中国经济增速目前略有下滑，但不会急剧下滑。今年中国经

济的基本面仍然很好，每个月的经济数据表现也都不错。目前中国正在经历历史上最严厉的宏观调控，但经济运行的表现依然很好。这使得很多人不相信，他们会有疑问：目前通胀那么高，信贷收得那么紧，凭什么企业的业绩还是那么好？

不过，如果过了四季度，经济数据仍没有想象中的那么坏，那么质疑中国经济将硬着陆的声音就会少了。我们对今年中国GDP增速的预测是9%至10%之间，即使是明年，低于9%的概率也不大。

左小蕾：中国目前经济增速的下滑是合理的，中国应改变“唯GDP论”的观点，即使明年经济下滑到8%，那也是完全可以接受的。试想，如果未来五年内中国经济年均增长保持在8%以上，将是一种什么样的未来。

因此，我们认为，目前中国经济即使出现下滑，也是经济结构调整的需要和必然，硬着陆的说法站不住脚。

宏观政策进一步紧缩的概率较小

证券时报记者：目前国内的货币紧缩政策会不会调整？政策调整的拐点在哪里？

彭文生：基于内外经济形势的变化，我们认为货币政策进入到一个稳定期、观察期，从总量调控来讲，近期进一步紧缩的概率小，但放松的可能性也不大。一方面，通胀上升的势头得到明显的控制，经济增长放缓，加上外部形势的不确定性和风险，政策进一步紧缩的压力有所缓解。另一方面，通胀率还处在比较高的水平，我们预测9月份物价指数（CPI）有可能比8月份要高，预计在6.2%至6.4%之间，加之房地产调控处在关键时期，现阶段政策放松的风险也比较大。宏观政策要在“控通胀”与“稳增长”两者之间取得平衡，但稳增长主要还是因为要保就业。

目前经济增长虽然放缓，但还处在健康的水平上，尤其是劳动力依然是供不应求，就业情况没有明显恶化。

在这种情况下，政府不会对增长放缓有太大的担心。当然，如果外部需求环境大幅恶化，对中国经济产生比较大的冲击，国内宏观政策就会有调整。

杨成长：至少在年内宏观政策不会调整。当然，对于由紧缩导致的局部性问题，比如民间借贷等问题，国内应会有针对性地进行解决。

陆磊：预计从今年四季度一直到明年的一季度都不会出现大的政策拐点，货币政策将继续维持紧缩的局面。

左小蕾：事实上，中国经济没有出现紧缩，从整个社会融资角度来看，企业首发（IPO）、债券、民间借贷、银行表外融资等均向企业和实体经济提供了充裕的流动性。这么多钱在外面，能叫紧缩吗？

需要注意的是，中国宏观经济政策的调整要特别小心，货币政策一定不能放松，放松后通胀只会更加恶化。此外，货币政策不是“非紧即松”的概念，回归正常就可以了。

银行不大可能出现系统性风险

证券时报记者：目前温州民间借贷资金链存在断裂的风险，这种风险或将传导至商业银行系统。加之地方平台债务潜在的风险，市场开始担心银行的资产质量将恶化，汇金选择在此时增持工、农、中、建四大行，传递出了什么样的政策信号？

彭文生：民间借贷的风险主要体现在两个方面：一方面是资金链断裂以后，一部分钱就会还不了，资金借出者首先会遭受损失。另一方面是，民间借贷存在“羊群效应”，由于资金回报率很高，因此大家都愿意去放贷；但从相反方向来看，一旦民间借贷暴露出资金断裂的风险，那么资金也将会弃民间借贷而去，也就是说，民间借贷有急剧降温的可能，这样就会对中小企业融资带来比较大的影响。

这两个方面的影响可能间接地波及商业银行，比如那些受到冲击的中小企业，其偿债能力包括偿还银行信贷的能力可能受到影响。但总体来讲，银行对民间借贷的直接风险敞口比较小，对中小企业贷款占总体资产的比重也不大，所以民间借贷情况的恶化对银行的资产质量不会有大的冲击。

汇金作为四大银行的大股东，增

未来经济工作关注的重点

证券时报记者：面对复杂的国际及国内经济形势，未来宏观经济关注的焦点在哪里？

彭文生：宏观政策主要还是会关注经济工作与通胀之间的平衡问题，尤其是关注国际经济变化，欧债危机演变对中国的可能冲击。另外，宏观政策还会关注经济发展中的一些结构性问题，比如经济结构调整、民间借贷、地方融资平台贷款等问题。

总体来讲，我们认为，明年依然会采取积极的财政政策和稳健的货币政策“相结合的宏观经济政策。不同的是，今年的“稳健”更偏向“紧缩”，而明年的“稳健”可能会更偏向于“稳定”。

杨成长：我们预计，未来的中央经济工作将重点关注三个方面：一是关注全球经济的变化，面对复杂的国

际环境，如何协调国内的政策；二是控制通胀，明年内控制通胀仍然是政策的一个主要目标；三是对于高铁建设、地方融资平台问题会有一个明确的结论，目前这些方面政策还不太明确。

陆磊：预计未来政策的主基调将会以“维稳”为主，不会有大的转向性政策出台。我个人认为，政府目前关注的核心焦点是保证经济增幅维持在8%以上。

左小蕾：政府应该从货币政策的两难困局中跳出来，转向实施积极的财政政策以及确定清晰的产业政策，将更多的财力投向保障性住房、社保、医疗保障体系建设等民生领域，通过转移支付解决收入分配问题。在产业政策方面，政府应要加大力度支持新兴产业的发展，加大高新企业研发的补贴和支持力度，深入研究新兴产业的发展规律。

（本版文章由杨冬、邱晨撰写，图片均由IC供图）



圆桌论坛 / Round Table