

## 债务绑架经济或成全球金融新常态

张莱楠

2008年开始由美国次贷危机引发的全球金融危机经过各国政府联手救市后,曾经出现触底反弹,而今似乎又重新归零,巨大的债务压力直接威胁着高负债国家的融资能力,等待全球的仍将是艰苦的融资斗争,不可避免地,债务货币化将使全球金融出现新常态。

### 发达国家面临巨额债务压力

国际货币基金组织(IMF)最新发布的《世界经济展望报告》、《财政监测报告》和《全球金融稳定报告》,从整体上勾勒了未来世界经济走势、各国财政问题,以及全球金融市场的全景。全球经济同处变局、乱局和迷局之中,局部债务风险还在继续暴露,彻底解决危机并无良方。

2008年危机爆发之后,欧美日等主要央行的逻辑是央行与财政关系的重新定义,这种重新定义实际上让中央银行走上了一条“法独立性”之路。观察美联储、欧洲央行、日本央行以及英国央行的量化宽松或准量化宽松政策,其货币政策目标已经清晰地变为,竭力维持岌岌可危的政府债务循环。

量化宽松的本质是债务货币化。从全球角度来看,政府债务占国内生

产总值(GDP)比例已经上升到几十年来最高水平:全球拥有AAA主权评级的包括美国在内的所谓“安全政府”都相继失去AAA评级,当前最高主权评级阵营里的发达国家为数寥寥。随着2012财年美国财政赤字连续4年超过万亿大关,美国联邦政府债务已经飙升至16万亿美元,而摆在美国面前的财政悬崖只是冰山一角。近十年来,美国债务总规模由5.3万亿美元增长至16万亿美元,翻了3倍。如果以目前每天增加35亿美元新债的速度增长,美国政府的债务总额将会在2015年突破20万亿美元,债务危机脚步也越来越近。

欧盟委员会数据显示,2011年欧元区人均债务达到了3.77万欧元。爱尔兰、意大利和希腊的适龄劳动者人均债务处于欧元区最高水平,分别为5.5万欧元、4.8万欧元和4.7万欧元。法国与德国的这类人均债务虽然比上述三国低,但也分别高达4万欧元和3.9万欧元,都高于3.77万欧元的欧洲平均水平。

再看日本,无论是债务总额与GDP之比、财政赤字与GDP之比,还是国债依存度,目前日本都是世界发达国家中最高的国家之一。数据显示,截至2011年底,包括国债、借款和政府短期证券在内的日本国家债务总额

共计919.1511万亿日元,创历史最高纪录达到GDP的两倍。以人口计算,平均每个日本人负担721.6万日元。

数据显示,截至2011年,发达经济体国家政府债务融资升至10.4万亿美元,其中短期债务占世界经合组织成员国总发债比例的44%,这反映出一些成员国政府频繁进行再融资已经无法通过发行长期债券稳定国内公共财政。当前,在全球债务分布中,排名前10位的发达经济体外债总和,已经占到全球债务份额的83.8%,世界经合组织预计,2012年发达经济体国家政府债务借款将进一步增长到10.5万亿美元。明年,除欧洲还将是债务风险高发区之外,全球最大的债务国美国也将面临着财政悬崖风险;而日本更是步入还债高峰期。据彭博统计,2013年日本的到期债券(包括国债、金融债、CPI挂钩债等)本金高达1.98万亿美元,较2012年增长超过45%;债券利息为1139亿美元,未偿还贷款1071亿美元。发达国家越来越形成对债务融资的高度依赖,而降低总债务相对于GDP的水平就成为全球性难题。

### 债务货币化带来三大问题

纵观当前的主要债务国,经济增长率远低于融资利率,较高的债务水平根本无法维持,迫切要求债务清偿,过度负债条件下,遇到外部冲击后,债务与紧缩相互作用,产生导致经济循环下滑的机制。在资产负债表衰退情况下,系统性失灵的风险在加大。当债务绑架经济之后,即便政府和央行采取更多的经济刺激措施,也只是缓兵之计,很难彻底逆转债务危机所带来的巨大阻力,也不利于经济走向复苏。

无奈的是,只能靠量化宽松维持债务循环,发达国家央行普遍通过长期低利率或量化宽松等方式来减轻债务负担,从而走上了债务货币化的道路。但央行异化趋势会带来三大问题:

一是长期极度宽松的货币环境掩盖了潜在的资产负债表问题,由于极度宽松的货币政策使以美国为代表的主权债务成本处于历史低位,新发债务的利息成本较低,这减弱了政府进行财政整顿和结构性改革的意愿,财政可持续问题的解决被延误,影响长期宏观经济和金融的稳定。

二是长期极度宽松货币政策可能会扭曲金融市场价格体系。长期国债收益率是经济决策的重要参考指标,人为降低长期利率和金融市场风险价差的大规模国债购买扭曲市场信号,导致资源错配。

三是债务货币化大大稀释债权人的利益,造成东西方长期财富分配失衡。截至2011年底,发展中国家储备资产达7万亿美元,这些储备大多数以美国国债或其他低收益主权债券的形式投资,等于为发达国家进行债务融资,长期债务货币化势必严重侵害债权人资产和金融利益。

可以预见的是,未来美国财政悬崖风险、主权债务融资风险,以及新兴经济体受到的新冲击会左右全球金融走势,特别是各国央行债务货币化,及其引发的资本无序流动的风险将成为全球金融的新常态。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

### ■舆情时评 First Response

## 三一重工“迁都”折射商道困境

付建利

一个国家的企业的要求得持续稳健的发展,除了自身努力外,与这个国家的商业文化氛围和环境也密切相关。真正的“失”企业和企业家,不仅要追求行业地位、利润指标,更要有融入国际视野的商业文化,即“商道”。

现实是如此残酷!近日,在中国工程机械之都——长沙,由三一重工总部迁移至北京引发的三一重工与竞争对手之间的口水战,在媒体和公众的渲染中,充满了心机重重、不择手段、你死我活的刀光剑影,撇开孰是孰非,这场口水战让人遗憾地看到了即便是所谓伟大的企业,在商业文化和商业道德的塑造和遵守上面,依然漏洞百出,丑态毕露。实际上,这不仅是一个行业的现象,中国的企业遍地染上了这种你争我斗、你死我活的一元化生存思维方式和行为方式。

在中国不少城市里面,都存在着同城同行几大巨头对峙并存的局面。比如长沙以工程机械著称,代表性的企业就是三一重工、中联重科、山河智能;在深圳也有华为和中兴通讯两大通讯巨头。企业之间当然应该有竞争,而且只有竞争,才能推进技术创新、管理创新、产品创新,从而从整体上扩大行业的蛋糕,企业也不断得到发展壮大。既竞争又合作的“竞合”关系,既

符合中国传统文化的基本道德精神,又符合国家商业的通行法则。

更重要的是,企业间的这种竞争关系,应该以法律法规和市场化为基础,双方既激烈竞争,又互相尊重,商业伦理是各自生存与发展的底线。并且,在维护国家利益方面,作为竞争对手的企业会联手行动,置国家利益于企业利益之上。

然而,现实的情况却是,为了打击对手,扩大自身实力,一些企业不惜通过派间谍、污蔑、造谣等方式攻击对方;或通过媒体“悲情呼吁”指责对方;或在海外市场为了拿到订单大打价格战,这种损人利己、相煎太急的争斗,一方面损害了行业形象,降低了企业高管和从业人员的道德追求和精神层次;同时还通过低端的对骂抬高了企业的生产运营成本,造成了资源的浪费,甚至损害了国家利益。

中国上市公司舆情中心认为,往更深层次来说,同行之间的这种谩骂攻击,反映了“不是你死就是我活”、“一山不容二虎”的山寨文化和江湖文化、码头文化。一个行业要发展壮大,更多地是建立在优胜劣汰机制之上“你好我好”的共赢局面,而不是赢家通吃、非此即彼的一元化生存方式。在社会多元化愈发彰显的今天,一个人不是单向度的人,一个行业和企业的思维方式和经营方式,也不应当是单向度的。

(作者为中国上市公司舆情中心观察员)

## 产品价格持续上涨的就是好公司吗

杨绍育

今年以来,在A股市场上一枝独秀的无疑是白酒股。它们以持续上涨的股价昭示利润屡创新高的事实。然而,随着预收账款出现回落和围绕腐败与产能问题的持续争论,市场对白酒股的分歧也从厚爱到怀疑再到预言行业性衰退即将到来。

在年末流动性不足的时点,终于出现了白酒板块整体的暴跌。这让人不得不去思考白酒股的价值和业绩驱动因素。而这个问题始终离不开产品价格和公司竞争力的关系。

标榜价值投资的人莫不以贵州茅台说事,以为茅台的稀缺性和产品价格持续上涨互为验证,定论此股具有护城河价值而乐于长期持有。事实上,贵州茅台长期回报率也很高,因而貌似与一些研究报告相印证。然而,产品价格的持续上涨是有竞争力

的表现吗?产品价格持续下跌就没有竞争力吗?

窃以为,产品持续涨价的公司,无论基于资源的稀缺性还是垄断都是一种基于臆想的自大而已。在商业社会,替代和技术进步会导致所有商品都不可能持续地稀缺。当茅台的价格被炒到比黄金还贵的时候,你觉得正常吗?当以为石油可以越来越贵的时候,新能源产业出现了。而中国石油、中国石化不仅没能带来出色的股东回报,反而从上市那天起就带给股民挥之不去的噩梦。这说明,依赖于垄断优势的公司终究因慵懒而丧失为股东创造价值的能力。

更重要的是,依赖产品持续涨价作为业绩驱动的公司本质上违背了商业规律。它们不是在创造商业价值而是在毁灭商业价值。窃以为,一个公司存在的价值在于以它的产品或服务持续地降低社会的交易成本而获得商

业价值,并在最大限度地改进社会福利下获得竞争优势。科斯等经济学家认为社会进步在于持续降低社会交易成本。一个企业提供的产品或服务本身构成消费方的社会交易成本。它们要么以持续低价给予消费者补贴,要么创造外部效应间接补贴消费者。因而,一个持续降低产品或服务价格的企业,不仅显示公司具有卓越的成本管理能力,还因改进社会效率而获得商业价值。当一个企业做到远比同行还低的价格给予消费者更优的福利时,核心竞争优势即显现。反之,则可能被市场淘汰。

回顾商业史,苏宁、国美的崛起在于价格战和持续改进服务,而京东和淘宝用同样的武器屠杀它们;在制造业,消费电子的新一轮狂潮都是持续的成本和价格之战;富国银行和房地美崛起的秘密在于依赖庞大的数据库建立新信贷模型显著降低单笔信贷成本和风险;福特汽车则是世人皆知的“价格屠夫”;互

联网之所以把传统媒体杀得丢盔弃甲,也在于显著地降低信息和知识的获取成本;高铁等基建项目虽然耗资巨大,但对社会推动作用显而易见,其显著地降低物流成本及改善社会效率。

反之,持续涨价的公司总是那么的脆弱。我们对于品牌消费品自欺欺人地说,它们存在品牌溢价,因而可以向天涨价,总有那些死爱面子喜欢炫耀的傻瓜会买单。于是,一个包包卖1万块,一瓶酒贵过黄金。然而,一条塑化剂的新闻,引发自白酒板块立马消失500亿市值。这说明,如果不能创造商业价值而仅仅靠在货币泡沫下迷失的傻瓜来支撑的公司,都是“出来混迟早都要还的”。

所以,窃以为,只有持续地使产品或服务降价的公司才是创造商业价值的有竞争力的公司,反之,难道货币泡沫之嫌。只有潮水退去才知道谁在裸泳,此轮货币狂潮一旦退去,人们不仅要反思投资与泡沫,还要重温实业救国的朴素思想。

## 焦点评论



食品安全成为本年度最受关注的热点

食品安全不过关,监管乏力人心寒。有毒奶粉难绝迹,过期月饼又捣蛋。明胶虾仁倒胃口,塑化白酒伤肝。严刑峻法须出手,国民健康重于山。

卢君/漫画  
孙勇/诗

## 我国商业银行体系风险的长短之辩

李宇嘉

银行信贷高速增长往往伴随着金融风险积累和随后银行不良贷款的爆发,而经济增速回落则加速了问题的显露,这无论在国(如20世纪90年代日本金融危机、亚洲金融危机和本轮国际金融危机)还是国内(如1992-1993年沿海房地产泡沫)都是有先例的。银监会的数据显示,截至2012年6月末,我国银行业金融机构总资产(境内)达124.5万亿元,相比2002年上升4倍以上,除了2004年增长率在14%之外,其他每年增速都在17%以上,特别是2009至2010年信贷投放增速达到30%,超出国内生产总值(GDP)增速20个百分点。

目前,我国商业银行体系的风险已经进入集中暴露期,截至2012年第三季度末,我国商业银行不良贷款余额为4788亿元,已经连续4个季度环比上升。未来,不良贷款规模和不良率仍将双双上升,这一点已经在管理层和行业内部取得了共识。但是,对银行体系风险的大小、是否会大规模爆发、如何消化等问题,认识却难言深入。乐观的观点认为,银行业不良贷款率在今年上半年仍处于历史最低位,仅为0.9%左右。虽然不良贷款额略有上升,但同时银行不良贷款拨备覆盖率上升至270%,资本充足率和盈利指标均处于比较健康的水平。一来不良资产规模小,而银行近年来的高增长利润也完全能够消化。C011年银行业净利润达到1.04万亿元的历史最高值;二来经过国际化和市场化的改革和洗礼,银行自身的风险管控能力也今非昔比,特别是以资本充足率、拨备率、杠杆率、存贷比等为主的一系列监管指标均处于警戒线内的安全状态;而悲观的观点则认为,2009年以来的复苏是银行信贷支撑下依赖投资高增长的复苏,以新增投资来消化和掩盖过度投资下的资产泡沫、投资低效和产能过剩只是延缓了泡沫破灭、投资低效和产能过剩问题全面暴露的时间。2009年以后,我国银行业经营被重新引入了政府“投资饥渴症”驱动下的信贷投入高速增长模式,而这种模式正是我国上世纪90年代造成银行风险积累的源头,只是表现形式不同(上世纪90年代是制造业投资驱动,而2009年后是基建投资驱动)。因此,我国银行业高增长的利润和安全的风险指标掩盖未来的系统性风险。

对于我国银行业的风险问题,我们有两个观点:一是本质上来讲银行业风险考量的是政府财政的“兜底”能力,短期内银行风险爆发的可能性较小,但存在的隐患需要防微杜渐;二是长期内银行风险的化解取决于经济增长模式能否转换。我国“维稳观”在经济领域的最大体现就是银行业的稳定,这是管理层最为重视的经济稳定。因此,即使是在本世纪股份制改造和上市前,我国商业银行被国内外认定为“理论上已经破产”,国家依然凭借其强大的财政实力为商业银行不良贷款买单。目前,通过股份制改造和上市,商业银行成为相对独立的公众企业,政府对于银行的干预较之前少了很多(比如上世纪80-90年代普遍存在“指令性贷款”),从而政府对于银行风险的隐性担保责任也褪色很多。但

是,本轮银行风险积累的源头仍在政府推动的投资增长模式,而银行信贷则是支撑投资增长的主力军,银行信贷占GDP的比重由2008年底的96.6%升至2009年的117.2%,在国家控制信贷增长的情况下,今年上半年这一比例依然达到120%。而且,本轮投资对于银行贷款的依赖走上了一条不可逆的路径,即由于投资低效和过剩产能,需要大规模信贷支持来上新投资项目,消化存在的问题和保持一定的收益规模,这在上中下游各行业已经固化,哪一个行业出了问题都会让整个产业链瘫痪,这也是三角债症结所在,所以未来银行风险若爆发一定是系统性的。因此,国家不可能对于因承担了社会责任(保增长和消化产能)而产生不良的银行风险坐视不管,而近年来国家财政实力的提高(2011年财政收入达到创纪录的10万亿元)和银行利润高速增长时期留存的风险拨备也为消化损失提供了坚实的防护垫。

短期内银行不良贷款规模和不良率双双缓慢上升,但近期有几个突出的风险点可能会引起不良状况恶化:一是“保就业”让一些本应被淘汰的企业仍旧靠银行贷款支持而成为“僵尸企业”,例如近期国家对于光伏企业的拯救要求银行提供贷款支持,完全无视2005年以来该行业“失于快上”后如今需要正常调整的规律。二是在土地出让金大幅度下滑的情况下,今年下半年以来各地总额超过7万亿元的投资计划可能会恶化地方政府掌管的城市商业银行的风险。在追求规模和异地扩张的战略指引下,城商行本身漏洞重重的风险管控体系能否经得起考验也值得怀疑,例如近期曝出杭州银行为钢贸企业6000万元汇票垫资的案件,反映出的城商行当前贷款事后监管体系之薄弱触目惊心。三是地方融资平台风险警惕指标均处于警戒线内的安全状态;而悲观的观点则认为,2009年以来的复苏是银行信贷支撑下依赖投资高增长的复苏,以新增投资来消化和掩盖过度投资下的资产泡沫、投资低效和产能过剩只是延缓了泡沫破灭、投资低效和产能过剩问题全面暴露的时间。2009年以后,我国银行业经营被重新引入了政府“投资饥渴症”驱动下的信贷投入高速增长模式,而这种模式正是我国上世纪90年代造成银行风险积累的源头,只是表现形式不同(上世纪90年代是制造业投资驱动,而2009年后是基建投资驱动)。因此,我国银行业高增长的利润和安全的风险指标掩盖未来的系统性风险。

本世纪以来,中国银行业的繁荣时代靠的是资产规模、价格的双双飙升和通胀时代信贷市场的巨大价差(由于存款实际负利率,存贷利差在6-7个百分点)。这一时期,银行既享受了高利差下可观的资产利润率,也享受到了上下游产业链快速扩张下的规模和范围效应。但从长期来看,一方面,外需、人口、环境和土地等支撑资产规模和价格继续飙升的低成本因素已经衰退或者接近枯竭;另一方面,利率市场化事实上快速推进不断挤压银行存贷利差。故银行自身消化风险的能力在衰退,这与银行风险在未来集中暴露是极为危险的组合,这对未来国家的财政担保能力提出了更高的要求。所有的问题集中到了经济增长模式能否切换到以消费为主的内需拉动模式上来,并通过新一轮增长的红利来实现风险的软着陆。

(作者单位:深圳市房地产评估发展中心)

### 联系我们

本版文章如无特别申明,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;发电邮至ppl18@126.com。