

以“宽货币、紧信用”应对中国金融脆弱性

刘煜辉

金融脆弱性暴露

中国货币市场的脆弱性显现出来,6-7 月货币市场的状况至少反映了三方面因素。

首先, 外汇占款供给基础货币的体系系统性瓦解。国际收支拐点,实际上反映的是经济相对生产率的衰退。2009 年以来经常账目盈余/GDP (国内生产总值)比例大幅下降,去年资产项目出现 1100 亿美元的巨额逆差,结束了近 20 年的双顺差格局。今年一季度虽然国际收支盈余录得一定的恢复,但结构严重变差,来源已不再是经济盈余,而是金融项目对外负债的增加——大量资金通过虚假贸易跨境套息。这凸显出上半年宽裕的流动性状态脆弱性的一面。5 月以后,金融项目的套息活动得以遏制, 外汇占款又重新回归去年萎靡的状态。

其次,整体经济的流动性错配,可能累积到了相当严重的程度。从非金融部门资产负债表看, 负债端久期明显变短,这是因为近年来以“票据+非银”的银行影子业务规模迅速地膨胀(票据融资最长不超过半年,而信托和券商资管产品的融资多为一年, 少数 2-3 年的产品其存续期间也安排有开放赎回条款); 资产端却明显变长, 大部分资金流向基建、地产和其他高杠杆部门。从银行的表现看,由于外汇占款的萎缩和产业部门回报率下降, 银行体系低成本负债资源趋于枯竭, 近年来只能用更短的、不稳定的、高成本的负债(同业+理财),去对票据+非银(即非标)或者债券,进一步加剧了流动性的脆弱性。

第三,庞氏状态的出现。由于大量的资源错配至不具备经济合理性的项目和低效率的部门, 这些长期资产的现金流已不能覆盖短期负债的成本。如此,举新债还本息模式开始繁荣。市场充斥着借短钱的融资客,这时候要求央行必须保证货币市场流动性充沛,一旦央行不及时对冲,短端利息就会快速飙升,这就是 6 月份的场景。而长端短利息倒挂不可能持续太久,因为短端被“冰冻”必然传递至长端,高利息会导致经济加速下行, 资产价格出现崩溃。

我以为,前两者只是准备条件,而第三点是关键性条件。今天中国金融体系的最大脆弱性,来自于政府配置资源权力过大所导致的严重道德风险和债务失控,整个信用系统都在套体制的“利”。而由此形成的大量僵尸企业和资产难以灭亡,并占据和无限消耗着大量信用资源而得以存活,导致经济生产率显著衰退。

央行意图

由于中央银行在货币市场是“万能”的。只要它愿意对冲,货币市场完全能保持 5 月份之前的流动性充沛状态。央行为什么一改去年 12 月以来的宽松态度, 有意维持货币市场的紧平衡呢?

5 月份外部风险升级态势,恐怕是刺激央行做出改变的原因之一。外部风险升级主要来自两方面:一是美国经济复苏呈现加快的迹象, 对于货币政策正常化的讨论会逐步升级;二是安倍经济学遇到难关, 日债一旦进入高波动状态, 或会诱发整个亚太区资产市场的剧烈动荡。这些都有可能成为扎破中国经济泡沫的“刺”。

在“核心(美国)-夹心层(日本和欧洲)-外围(新兴市场包括资源型经济体)”的全球经济结构框架下,来观察未来的全球资本流动。你会发现,从中线看, 只有美国核心一级未来的货币收益是确定向上的;夹心层由于通缩和结构性问题导致欧洲经济将长期低迷(欧洲经济日本化),安倍经济学的第三支箭(结构性改革)也未必能顺利克服经济的痼疾, 货币收益大概率将维持在低位;而新兴市场经济由于自身的结构性缺陷,自 2011 年以来就呈现衰退趋势,最近开始加速下行,其长期利率的中枢趋势向下(它们将逐渐失去高息货币区的吸引力),将显著地低于过去 20 年的黄金时段,故此原有的全球货币收益结构的平衡将会被彻底打破。

5 月份开始的新兴市场撤资恐怕不是一个短时间的偶发现象。

有人问:中国经济着陆是一个什么概念? 其实很简单,允许三个事情:允许僵尸企业关厂和破产退出; 允许不具备经济合理性的在建项目下马停建;允许僵尸信用终止,即信用市场违约和银行坏债的显性化。现在的状态是大量的增量资源被消耗在上面了。



1994-1995 年的墨西哥以及 1996-1997 年的东亚经济体后来受到严重外部冲击的内因, 主要就是在于这些经济体当时都累积了相当程度的流动性期限错配和货币错配的风险。中国目前这方面很危险。如果不遏制,恐怕还会迅速地恶化。

6 月份以来,中央银行的意图充分可以理解,具体操作可以商榷。通过流动性冲击, 可能并不是控制信用扩张的最佳方法, 宏观经济的固有症结更难以依靠对金融市场的简单约束而解决,金融系统内生的正(负)反馈机制可能会显著放大系统性风险。

宽货币、紧信用之应对

6 月流动性冲击之后, 货币政策应该选择何种状态来应对日益严重的金融脆弱性的挑战?

央行最近的政策状态, 有研究者定义为中性偏紧的取向, 央行似乎乐见被动收紧, 表现为不主动通过逆回购去降低二级市场紧张因素。我以为, 央行试图通过市场化的方式抬高短端利率,试图挤压信用端的策略,未必能达到理想的效果。理由有三。

一是在中国,借贷成本的上升,往往产生的是“泥沙俱下”的效果,那些体制内的微观主体未必会感受到最大的紧逼压力,而全社会债务负担被动抬升,挤出负效应明显;

二是失控状态下, 信用端利率快速上升会挤破泡沫,出现经济硬着陆的风险, 我们不知道决策者是否做好了经济提前着陆的准备;

三是资金成本的上升可能很难压迫银行减杠杆, 反而有可能激励银行出现利率市场化下的逆向选择, 将更多资金投向平台和地产, 从而道德风险进一步凝聚。

在中国现行体制没有本质变化的情况下,我以为比较有效的方式,还是借助行政手段来定向抑制信用端体制内主体的行为——影子银行、平台和地产。如此,在货币端,央行就没有必要将短端利率保持在一个紧张的高水平,相反,一个相对宽松的货币条件下非常有利于推进债券市场和资产证券化的发展, 从而修正全社会流动性错配的风险。这也正是央行周小川行长一直希望看到的目标方向。这是堵疏相容的政策组合。

如此,我们将看到一种良性状态的出现:M₁、M₂ 和社会净融资增速呈现

有序收敛态势, 而货币市场利率也是下行的。货币政策这种状态在 1998-2002 年的经济结构调整期曾经出现过,即“宽货币、紧信用”,我称之为“套退式宽松”。

未来要实现全社会整体利率水平下行, 从而降低整个债务体系滚动的成本(去杠杆的货币环境),不仅要有有效抑制高杠杆部门的增量需求,可能更有赖于主动清理和终止一部分僵尸状态的存量信

国有民营二元经济与资产回报率

薛鹤翔

中国经济是一个典型的二元经济,城乡二元经济是一个重要的二元结构,而国有民营是另外一个重要的二元结构。国有民营二元结构对中国的资本边际回报率的趋势变化有着深刻的影响。

国有民营二元经济规模

本文用就业来表征国有和民营相对规模的变化, 笔者用两个变量来表示: 一是私营企业就业/私营企业就业+国有企业就业), 该比值从 1990 年的 0.6% 上升到 52.5%。另一个变量是(私营+港澳台+外商)/(私营+港澳台+外商+国有+集体), 该比值从 1990 年的 0.9% 上升到 56.8%。我们后面的计算会以第一个比值为基础, 民营经济规模的上升, 本身对中国资本回报率的稳定起到正面作用。

经济潜在增速下降的过程, 就是国企和民企的资本回报率均出现下降的过程, 而成功转型的一个重要进程, 就是国退民进, 会使得平均资产回报率下降趋缓乃至稳定。

二元经济在劳动生产率上的差异

国有企业和民营企业在个体规模、盈利能力、资本边际回报率等核心指标上存在差异, 决定这些核心指标主要有三方面因素: 劳动生产率、信贷可得性、产业链。

一般认为, 民营企业的劳动生产

率要高于国有企业。这主要是从制度层面考虑, 民企的激励、竞争性、组织和管理效率, 最主要是激励要远优于国企, 因此民企劳动生产率要显著高于国企。从生产效率和竞争性的角度看, 国企的劳动生产率要低于民营企业, 但由于人均资本存在巨大差异, 单位人员的产出未必是国企要比民企低。从劳动生产率 (TFP) 角度看, 民营企业的全要素生产率要高于国有企业。从盈利能力看, 在 1995-2000 年代, 单位国企的利润水平是民企的 2 倍左右, 但在 2000 年快速上升至 5 倍, 到 2007 年达到高点的 18 倍, 随后迅速下降至 10 倍左右。

企业人均利润更能反映在 2000 年前后国企和民企盈利能力的巨大变化。在 2003 年之前, 私企的人均利润都要高于国企, 直到 2003 年这种情况才改变, 2007 年达到 1.9 倍后开始下降, 2009 年降低至 1.25 倍。

(作者系华泰证券首席经济学家)

率要高于国有企业。这主要是从制度层面考虑, 民企的激励、竞争性、组织和管理效率, 最主要是激励要远优于国企, 因此民企劳动生产率要显著高于国企。从生产效率和竞争性的角度看, 国企的劳动生产率要低于民营企业, 但由于人均资本存在巨大差异, 单位人员的产出未必是国企要比民企低。从劳动生产率 (TFP) 角度看, 民营企业的全要素生产率要高于国有企业。从盈利能力看, 在 1995-2000 年代, 单位国企的利润水平是民企的 2 倍左右, 但在 2000 年快速上升至 5 倍, 到 2007 年达到高点的 18 倍, 随后迅速下降至 10 倍左右。

企业人均利润更能反映在 2000 年前后国企和民企盈利能力的巨大变化。在 2003 年之前, 私企的人均利润都要高于国企, 直到 2003 年这种情况才改变, 2007 年达到 1.9 倍后开始下降, 2009 年降低至 1.25 倍。

贷款可得性的差异

国企在信贷可得性、产业链上具有垄断力, 以及强大的政治势力弥补了其竞争力的不足。国企、民企、外企在投资资金来源中国内贷款占比项目上差异很大, 国企在 30% 以上, 民企从 5% 上升到 10%, 但仍然显著低于国企。

上个世纪 90 年代以来, 国内贷款占比固定资产投资的比重持续下降, 信贷重要性下降, 一是反映利率市场化, 二是反映国有部门的相对萎缩。

美联储指挥棒下的金融危机回顾之二

墨西哥危机



谢亚轩

1994 年年底爆发的墨西哥危机, 是一次典型的因货币贬值所引发的金融危机, 也是 1980 年代拉美债务危机未能得到彻底解决的结果。1982 年后墨西哥开始实施经济市场化和贸易自由化, 但是依然维持着僵化的钉住美元汇率制度, 墨西哥货币比索长期高估, 出口竞争力不足, 经济过分依赖外资, 终于在 1994 年因社会动荡而引发了金融危机。1994 年 12 月 19 日, 墨西哥政府突然宣布本国货币比索贬值 15%, 引起资本市场的极大恐慌, 导致投资者将资金迅速撤出墨西哥市场, 引发墨西哥整个金融体系的混乱。

墨西哥危机的根源, 在于该国用资本项目盈余来弥补经常项目赤字。为了吸引国际资金流入并抑制资金流入所引发的通胀问题, 比索实行钉住美元的固定汇率制度, 汇率为 1:3.46。以美元作为锚定货币, 尽管有利于压低通胀并保持稳定资金流入, 却导致墨西哥比索的高估。而流入墨西哥的资金又以波动性极大的短期资金为主, 内外利差的变化将导致资金流向极大的不确定。一旦利空因素出现, 资金流出, 这会放大恐慌心理, 导致更多资金流出, 形成恶性循环。危机爆发前, 墨西哥流动的短期资金已达到 300 亿美元, 而墨西哥的外汇储备不足 100 亿美元。

墨西哥经济并没有走出拉美债务危机的阴影, 经济增长仍然过分依赖外部资金, 政府没有能力去杠杆, 但是墨西哥仍然维持僵化的钉住美元汇率制度, 造成本币实际汇率的高估, 削弱本国出口产品的竞争力。因此, 1987 年-1990 年美联储加息周期时, 墨西

产业链上的差异

我国国企和民企处在上下游的位置, 国有企业垄断了上游的产业, 而民企则在下游产业竞争。如果没有开放, 国有企业很难快速地从下游撤出, 这样的话, 下游的产品和服务的需求会很小, 从而上游的国有企业的利润也很少。

这是一个标准的垂直结构, 国企在上游, 民企在下游, 国企在上游垄断势力强, 民企在下游完全竞争, 垄断国企向竞争民企收取租金。从固定资产投资占比看, 国有控股在垄断性行业占比高, 在竞争性行业占比低。政府管制和政治集中是国有企业保持垄断地位的原因。固定资产投资占比, 私人控股在垄断性行业占比低, 在竞争性行业占比高。

如果没有劳动力的过剩, 出口的增长必然引发工资的上涨, 从而制约上游国企的垄断价格的上涨。随着劳动力等要素成本的上升, 下游的民营企业的利润正在减少, 对上游的国企也在造成冲击。

二元结构对经常账户的影响

国内的资本回报率显著高于美国, 但经常账户却是持续盈余, 表明实物资本流出, 过去 20 年外汇储备在 GDP 中比重持续高增。经常账户的巨额盈余, 与巨额的外汇储备相匹配。但是外汇储备/GDP 在 2009-2010 年已经达到了顶峰, 2011-2012 年出现了显著的下降。

哥经常项目再次陷入逆差状态。截至 1994 年墨西哥经常项目赤字已达到 289 亿美元。那么, 1988-1994 年间, 为了稳定与美元的固定汇率, 墨西哥只能通过资本项目的净流入以维持国际收支平衡。

然而, 美国经济在互联网继续革命的带领下, 已经走入低通胀、高增速的黄金时期。美联储于 1992 年后再次进入加息周期。美国经济向好, 利率上升, 导致全球资本更倾向于回流美国市场。

进入 1994 年, 美国经济增长强劲, 美联储连续提高联邦基金利率, 导致国际资金进一步回流。而墨西哥国内政局动荡、经济低迷, 国际资金开始撤离墨西哥市场。1994 年前三季度墨西哥经常项目逆差 221.7 亿美元, 资本项目净流入 183.2 亿美元, 国际收支发生 38.5 亿美元的赤字。而 1993 年墨西哥经常项目逆差为 179.7 亿美元, 资本项目净流入 236 亿美元, 国际收支尚有盈余。

在资金流出的背景下, 墨西哥能够维持固定汇率制度的手段很少。要么提高利率, 要么政府干预外汇市场。但是, 糟糕的经济形势意味着墨西哥不具备与美国同步加息的条件, 而其有限的外汇储备也不足以维持岌岌可危的固定汇率制度。总之, 从当时墨西哥面临的内部和外部形势看, 美元兑墨西哥比索 1:3.46 的汇率水平是不可维持的。

1994 年 12 月 19 日, 墨西哥政府宣布比索一次性贬值 15%, 试图改善国际收支, 阻止资金流出。但这一定引起市场进一步的恐慌, 投资者纷纷抢购美元, 抛出比索。12 月 20 日比索汇率就已经下跌 13%, 12 月 21 日再次下跌 15.3%, 迫使墨西哥央行于当天宣布不再干预外汇市场, 比索开始自由浮动。到 12 月 27 日, 美元兑比索汇率已跌至 1:5.75, 几天时间内比索贬值幅度达到 60%。

所幸, 墨西哥危机爆发后, 美国政府反应较快, 提供必要援助, 在北美自贸区的拉动下, 墨西哥经济 1996 年后逐步好转。

(作者系招商证券宏观研究员)

形成这一矛盾的主因是中国的国有民营二元经济。民企要比国企更注重出口, 笔者认为在中国加入 WTO 后, 民企参与出口力度远高于国企, 民企更重视出口, 有两层含义, 一是国内产业相对国际有竞争优势, 二是民营企业在国内市场受到竞争限制, 因此被迫参与国际竞争。

高资本回报率与巨额经常账户盈余矛盾, 国有民营二元结构给出解释: 信贷资源以低成本配置给低效国企, 但国企部门相对萎缩, 居民部门过剩储蓄只能对外投资。

二元结构影响资产回报率

全社会的资本回报率是民营企业和国有企业的资本回报率的加权平均。经常账户盈余主要是民营企业带来的, 投资的高回报率使得劳动的边际回报率较低, 而民营企业主要集中在劳动密集产业, 使得劳动报酬在整个 GDP 占比下降。同时中国在过去十年处于城镇化加速阶段, 劳动力从农村转移到城镇, 从农业进入第二第三产业, 单位劳动力成本的提升受到抑制。1999 年是劳动者报酬占比 GDP 的高点, 随着中国在 2001 年加入 WTO, 劳动力报酬占比快速下降, 于 2007 年达到底部。

在劳动报酬率下降的同时, 资产报酬将会上升, 所以我们可以得到以下结论, 国退民进有利于稳定中国的资产回报率。从数据上看, 资本回报占比 GDP 与经常账户盈余占比 GDP 同周期变化, 即国内资本回报上升时, 经常账户盈余也是上升的, 两者背后的驱动因素是民营企业出口, 在赚取资本回报的同时, 也形成了经常账户的高盈余。

(作者系国泰君安宏观研究员)