

# 中国宏观经济面临三大背离风险

# 人民币国际化进入加速期

张莱楠

2012年以来,我国面临前所未有的国际国内复杂形势,宏观经济处于周期回落和结构调整的双重压力集聚期,我们需要高度关注经济运行中的不平衡性和背离风险。

## 第一背离:中国出口与全球经济复苏背离

发达经济体经济复苏与中国出口出现“脱钩”迹象。今年以来,发达经济体经济复苏动能普遍增强,各国经济相较于原有增长格局出现程度不同调整。从美国经济复苏情况看,美国经济产出恢复至危机前水平,制造业生产效率提高使美国经济逐步走上了可持续的复苏之路,去年三季度国内生产总值(GDP)增长4.1%,创两年半新高。特别是“能源独立”战略以及页岩气革命带来全球能源格局和美国制造业深刻变化。

在美国能源革命的推动下,美国制造业增长速度要快于美国经济增速,也快速于全球制造业增速,耐用品订单及制造业PMI指数持续向好,经济复苏内生动力增强。美国进口贸易指标显示,2010年以来,随着中国国内要素成本上涨,以及人民币持续大幅升值,中国商品在美国市场的份额开始下降,2011年至

2013年上半年,我国商品在美国进口中占比累计下降2个百分点,出现“脱钩”迹象。这一趋势也同样发生在中国与其他发达经济体之间。2013年,我国产品出口到传统发达市场占比从去年的40%左右下降至37%左右,预示发达国家此轮经济复苏和需求回升对中国出口拉动力较以往可能明显减弱。

与此同时,新兴经济体贸易竞争追赶态势进一步增强。目前,劳动密集型制造业向中国转移的趋势也开始放缓,越南、印度、墨西哥与东欧等国家和地区以比中国更低的成本优势,成为接纳工业发达国家产业转移的新阵地,东盟制造、印度制造、墨西哥制造开始用更加低廉的成本要素实现对中国制造的供给替代。

当前,国际产业竞争与合作的态势正在发生重大变化。美欧主导的跨太平洋战略经济伙伴协定(TPP)、跨大西洋贸易与投资伙伴关系协议(TTIP)和多边服务业协议(PSA)正在改变全球贸易格局和秩序,这些协议重构全球贸易规则,呈现出三大特点:一是零关税;二是就业和绿色环保的谈判准入条件;三是区域自贸加强。新型贸易壁垒对中国造成严重挑战。2008年至2013年5月,全球共实施了3334项贸易保护措施。除了传统贸易救济之外,贸易保护主义以国家援助、政府采购等形式隐蔽出现,对中国出口形成新挑战。

## 第二背离:实体经济与虚拟经济背离

“避实就虚”,中国的经济和金融呈现“一头冷一头热”分化格局。2013年以来,不断攀升的社会融资总量以及表外融资、债券融资的大幅增长,与持续下行的经济增速和宏观经济产出形成了极大反差,表现出明显的“避实就虚”倾向:一方面,实体经济的投入产出效率下降,周转率降低;而另一方面债务比率上升,银行隐性不良资产风险开始抬头。

一是金融与实体部门利润“鸿沟”越拉越大。2012年中国五大商业银行营业收入占中国500强企业营业收入比重超过60%,利润占到35%;而268家制造业企业营业收入占500强企业营业收入比重为41%,利润仅占20%左右。

2013年以来,制造业等实体部门面临劳动力成本上升、资金价格上涨及产能过剩“三座大山”压制,我国规模以上工业企业主营业务平均利润率只有5.2%左右。而去年11月份,规模以上工业企业主营业务利润率仅比去年同期增长4.4%,但城投债、影子银行或银行理财产品收益率却高达8%-15%左右,导致虚拟经济与实体经济利润鸿沟不断扩大,以钱生钱的投机气氛浓厚。

二是房地产融资对制造业融资挤出。在固定资产投资三大构成中,制造业投资对总投资增长的贡献率下降7.1个百分点,房地产开发投资的贡献率则提高3.8个百分点。在房地产价格持续上升的带动下,去年三季度房地产开发贷款同比增长14.9%,远远超过工业中长期贷款4.1%的增幅,房地产和城投融资对其他信贷融资形成挤出效应,推升了

实体融资成本。

三是货币金融-产出效率下降。金融危机以来,中国货币-经济产出效率由2008年的0.63下降至目前的0.5左右,货币流通速度下降近20%。货币流通速度下降反映了一定量的货币供给实现国内生产总值的水平下降,即货币扩张对经济产出效果和效率的下降。

## 第三背离:中国实际利率与全球实际利率背离

当前,全球普遍保持低利率或零利率环境,但国内利率却出现大幅上升,国内的钱变得更贵了。2008年国际金融危机以来,以地方政府为主导的投资扩张,使得对资金有饥渴症的地方政府通过表外贷款、银行间债务融资等形式与其对接,大量资金流向地方融资平台和政府驱动投资的行业,导致了包括政府、企业以及金融机构负债率大幅上升。

去年以来,中国国内金融体系流动性紧张,无风险收益率持续走高,导致中美十年期国债收益率持续拉大,国债收益率利差超过170个基点,其所带来的资本收益是推动本轮人民币升值的根本原因。考虑到中国处于“去杠杆化”周期的初始阶段,整体资金面趋紧,叠加利率市场化加快使得利率上升成为一个中长期趋势。以上这“三大背离”既有周期性因素,更有结构性因素,能否有效化解由此带来的风险将是未来改革的重点。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

# 房企信贷猛增埋下隐患

莫开伟

据央行《2013年金融机构贷款投向统计报告》显示,2013年末,人民币各项贷款余额71.9万亿元,同比增长14%。而主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币房地产贷款余额14.6万亿元,同比增长19%,房地产贷款增速超过了各项贷款增速5个百分点;增量上,房地产全年增加2.34万亿元,同比多增9987亿元,增量占同期各项贷款增量的28%。看到这组统计数据,笔者想到,中国经济已被房地产业绑架了。这为中国经济未来发展埋下了许多隐患。

据国家统计局披露,2013年房地产市场呈现量价齐升现象,12月份70个大中城市住宅销售价格上涨的城市有65个,92.9%的城市住宅价格环比上涨,尤其北京、广州等一线城市房价涨幅都超过了20%以上。房价不断上涨,银行“功不可没”。而导致目前这种局面,其社会危害却是巨大而深远的:首先,银行把近三分之一的信贷资金投入房地产业,虽能获得暂时的高回报,却有饮鸩止渴之虞,稍有不慎可能全盘皆输。因为,原来银行投向房地产业信贷数额已相当大了,实质上已深陷了房地产泥潭,但仍没认真执行国家宏观调控政策,对房地产信贷投入依然故我,一旦经济继续疲软,民众购房消费需求和能力下降,房地产业必有陷入整体萎缩的一天,资金就会出现“断链”危机;到时银行大量信贷资金就有可能形

成不良或坏账。

其次,过多的信贷资金投入房地产业,使实体经济尤其中小微企业融资难、融资贵问题更加严峻,可能还会加剧更多企业停产和破产,中国整个经济生态将无法改观。中央政府喊了多年改善实体经济信贷服务方式,增加对实体经济信贷投入,但银行依然无动于衷,实体经济的经营“寒冬”还会无限期延长,这对中国整体经济复苏无疑是百害而无一利。

再次,过多资金投入房地产业,在推高房价、增加广大普通民众生活负担和痛苦之外,实质上助长了地方政府对土地财政的依赖性。房地产与土地财政是孪生兄弟,银行向房地产企业拼命注入信贷资金,就会不断产生更多、更高的“地王”,地方政府有取之不尽用之不竭的财政收入,这不利于地方政府转变职能,也会增加地方政府无限扩张地方债务的胆量,不断推高地方政府债务危机,最终损害中国经济金融安全。

据此,笔者以为,银行经营应立足长远,立足于金融经济安全,牢牢记住自己既是金融企业,同时也要肩负调整产业结构、加速中国经济转型的历史使命,严格执行国家宏观调控政策,主动收缩房地产信贷规模,把控好房地产信贷的规模和节奏;想方设法增加实体经济信贷投入,为中国经济腾飞奠定坚实的金融基础。

(作者单位:湖南省怀化市银行监管分局)

# 80万奖李娜不如扶持更多小李娜

杨兰

日前,李娜夺得澳网女单冠军后回国,因接受政府的80万元奖励以及面对媒体时态度冷漠等行为而引来各种非议。在笔者看来,如果把体坛个体户李娜和当下中小企业的境遇作个比较,李娜黑脸值得政府反思之处还真不少。

首先,政府应给予体坛个体户更多的自由,别捧杀也别棒杀。李娜是体坛个体户,和自负盈亏的街头小店或中小企业并没有本质区别,李娜必须让自己运转得好才能产生效益,只有打好球,才能养活自己,才能请得起教练,才能有钱买机票出国打比赛。球打得不好,负债累累也是有可能的,有哪个街头小店一开始不是为赚钱而是立志报国的呢?所以李娜说“为自己打球”并没有什么不对。

事实上,国人对举国体制下体育比

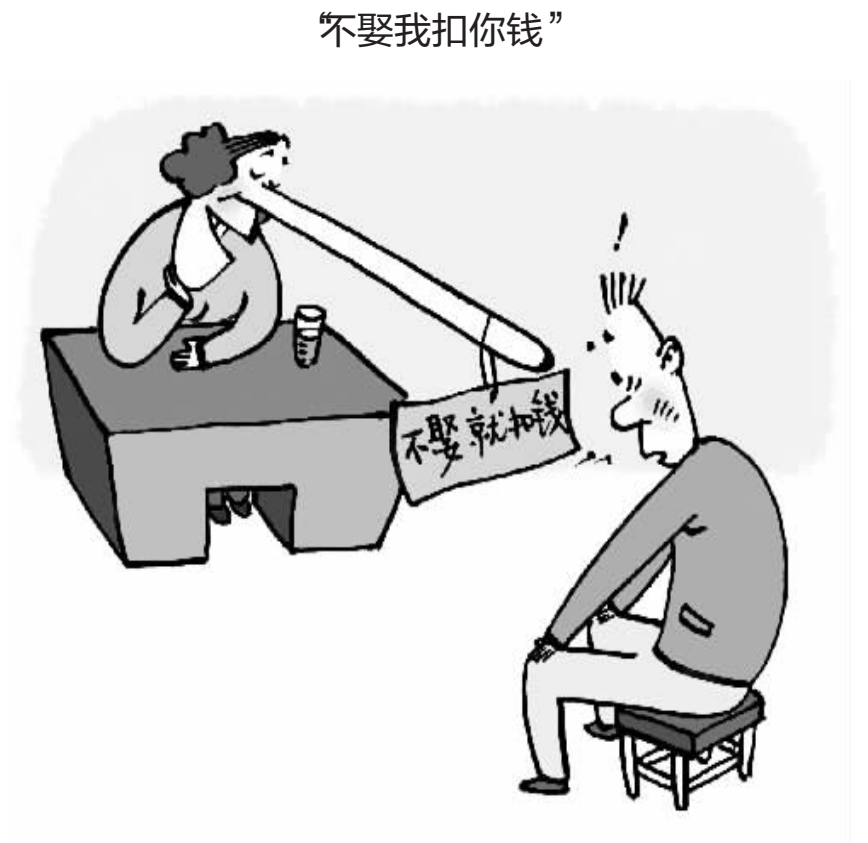
赛的残酷和缺乏人性化的反思已经不少。李娜将自己视作职业化的运动员,她认为输球赢球都是正常的,她不喜欢强加于自己各种帽子,比如赢球了就是“湖北人民的骄傲”、“为祖国和家乡人民争了光”等等,如果输球了呢?

李娜曾说:“我就是一名网球选手,想的是完成好自己的本职工作。”笔者认为,她把自己的本职工作完成得非常出色,她身上体现的正是职业化的体育精神,任何捧杀和棒杀都可能扼杀这种职业化精神。

其次,对体坛个体户应雪中送炭而非锦上添花。李娜现在不缺钱,80万元的奖励与她3亿元的身价相比不值一提,当然这是一种荣誉——亚运会冠军和世界冠军才能获此殊荣。但“政府是否应当花这笔钱,是否应当把体育成绩当政绩”还是引来很多争议。

事实如此,李娜最缺钱的时候是父

济南有个女老板,图谋超人躲罚款。先与老公假离婚,再逼下属来接盘。克扣工资施淫威,下属无奈终就范。计划生育生怪事,官民斗智为哪般?



王铎/漫画 孙勇/诗

## 焦点评论

王宸

中国人民银行1月15日公布的数据显示,2013年全年跨境贸易人民币结算业务累计为4.63万亿元,较去年的2.94万亿元同比大增57%,而2013年以人民币结算的对外直接投资(ODI)累计为856亿元,较2012年的292亿元同比增长193%。此前,英国《金融时报》也发表了题为《世界即将迎来人民币时代》的文章,更早一些时候,环球银行金融电信协会发布的报告也指出,人民币已取代欧元成为全球第二大常用的国际货币融资货币,这些都充分地说明了人民币结算在全世界的快速扩张势头,人民币国际化进程已进入第一个加速时期,预计2014年人民币国际化将有望成为引领世界增长的新动力。

## 与中国发展均衡同步

根据中国海关公布的数据,中国2013年进出口总额首次突破4万亿美元,并有望在2013年首次超越美国,成为全球第一货物贸易大国,这一年的进出口增长与世界贸易结构的深刻变化,与人民币结算的快速增长是一致的,也与人民币受到认可、成为对外直接投资使用的国际货币的快速扩张一致。目前,中国人民银行已经与世界上23个国家或地区的央行或货币当局签署了近2.5万亿美元的国际化进程的初始阶段,正在伴随中国经济国际化的趋势进入到第一个加速时期。这个时期出现了人民币国际化增速远快于经济贸易增速的现象,并可能由此刺激人民币在全球金融市场的交易需求,从而使人民币结算速度、国际化速度不断加速。

预计2014年世界经济复苏的困扰因素仍然存在,有人民币升值引发的出口成本上升也对中国出口造成影响,但由于人民币走势坚挺,作为国际贸易融资和工商储备货币的优势进一步确立,金融市场交易属性被全球投资者进一步认可,世界各地的离岸市场快速扩张等众多因素,都有可能促使人民币结算总量和交易总量加速增长。中国上海自贸区正在筹划的资本项目可兑换、人民币计价的国际黄金和原油交易等,都可能为世界经济增长提供新的增长点,并使人民币国际化成为引领世界增长的新动力,并由此确立一个人民币国际化与经济增长螺旋式的循环促进的渐进趋势。从诸多迹象观察,人民币国际化不断加速的动力和需求都支持这样的预期和结果。

## 提升金融产品国际地位

由于全面深化改革以人民币

汇率市场化、推动资本市场双向开放、加快人民币资本项目可兑换等作为重要目标,并以建立健全宏观审慎管理框架下的资本流动管理体系为主要的方向,中国金融市场的各种金融产品,包括银行、保险、信托、有价证券、市场衍生品等在内的庞杂的各种类别,都以预期稳定发展增长并有效保值增值的发展方向,为全世界提供了更为广泛和更具有深度的金融市场发展框架,除了吸引大量全球资金之外,还会随着经济结构的优化而不断优化发展,国际地位将得以大幅度地快速提升。简而言之,就是中国的金融产品,包括人民币存款等记处类别,也包括股票债券等证券类别,还包括金融衍生品等类别,都将在

发展到一定阶段后会面临转型升级的问题,如果不能完成技术升级和企业转型,就有可能被市场淘汰。如果政府真心要帮李娜,就不是奉上现金,而是帮助李娜进行长远规划,为她的转型及早筹谋,在如何推动中国网球运动的发展以及如何推动体育职业化方面多动点脑筋。

至于上不上春晚,对一个职业运动员来说,既然打球无关政治,那她何必非要陪全国人民而不陪自己的亲人呢?何况在高强度比赛、大使馆庆功、各方媒体采访、宣传片拍摄、长途飞行之后,李娜的确很累了。

尽管为李娜黑脸说了许多话,但她也应意识到,自己已经无法避免成为一名公众人物,何况还身背无数品牌商的商业利益。另外,年少时遭遇的种种人情冷暖都不过是今日成功的垫脚石,站在高处,学会感恩生命的种种磨难亦是一种胸怀。

更高的发展台阶上提供给全世界的投资者。

全球投资者受今年金融市场剧烈动荡的影响,在诸如新兴市场、发达国家债券市场、全球外汇交易市场等均遭遇不同程度的风暴冲击,特别是一些新兴国家货币剧烈贬值产生了较大的损失,这些因素都对全球治理提出了新的要求和目标,并对美元本位制提出了更多的疑问。全球投资者的投资方向、投资领域、投资机会都发生了较大的动荡和深刻的变化,并亟需找到稳定健全、方向明确、可持续增长、高效运行的更具有安全边际的投资市场。中国发布的全面深化改革的决定,以人民币国际化为基本主线,为全球投资者提供了深度和广度前所未有的新兴空间,并以宏观审慎框架为资本投资者确立了合理的资本流动管理体系,勾勒出了安全高效运行和整体稳定的发展方向,实际上是为中国金融市场的发展改革向全世界的背书,中国金融产品的国际地位将在改革和发展中迅速提升。

在可预测的一个未来时期内,人民币国际化不断拓展所带来的直接后果,将是中国经济有价证券的国际投资地位显著快速提升。据报道,美国已经成立了RQFII产品将直接投资中国A股,2013年中国外汇管理局也陆续批准了欧洲、英国等国家的RQFII资格,特别是中国债券市场的对外开放幅度和步伐也在加快,当上海自贸区关于人民币自由兑换或资本项目可兑换取得最新进展后,外资以人民币的形式涌入中国,就可能出现积极投资中国股票债券市场的第一波潮流。换句话说,在这种清晰的预期之下,中国证券市场的国际投资地位显著快速提升,已经是一个不争的事实,对于目前尚显疲弱的市场基本面将是一次明显提振。

## 倒逼衍生品创新发展

金融衍生品是现代金融市场中的重要组成部分,是在股票、债券等证券市场的基础上,不断创新、丰富和发展而来的,占据市场交易总量的显著比例,是衡量和评价一国金融市场发展程度的重要标准和依据。中国金融市场的发展,特别是资本市场的改革和发展,以股指期货和国债期货为重要标志,已经迈上了一个重要的台阶,但是与发达国家金融市场相比还存在明显的差距,因此,健全多层次资本市场体系,鼓励金融创新,丰富金融市场层次和产品,其中很重要的内容就是加快发展和丰富金融衍生品市场,以适应中国金融市场国际地位的显著提升,为全球投资者通过合法渠道投资中国金融市场提供更多更丰富的工具,并尽快地通过改革与创新消除中国金融市场与发达国家金融市场的差距。

中国证监会曾经表示,将根据资本市场整体发展状况及实体经济现实需求,适时推出股指期货。股指期货是在股指期货的基础上的重要的衍生品,此后个股权期权、备兑权证等,包括债券风险缓释产品、信贷违约掉期等,都是当今世界金融衍生品发展的主要组成部分。预计推出股指期货之后,像QFII参与股指期货、股指期货等重要的开放门槛将陆续放开,随着银行、保险参与国债期货,外国投资者参与国债期货也会实现。这样,扩大金融业对内对外开放,推动资本市场双向开放,有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度,加快实现人民币资本项目可兑换等重要目标,就成为一个有机的整体。

## 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;发邮箱至 ppll18@126.com。