

# 债务拉动型经济增长模式蕴藏风险

章玉贵

## 存量债务规模不小

在经济数据失真已成今日中国经济常态现象的情况下,有关中国经济面临大规模债务违约进而触发系统性经济风险的判断,却未必失真。

继总额不低于20万亿元且债务雪球仍在加厚的地方债风险日渐显现之后,作为中国影子银行系统的重要组成部分,信托产品业有可能大规模发生违约事件,正在加剧人们对中国金融系统安全性的担忧。信托一向是金融监管的灰色地带,其显性与隐性风险一旦发酵,恐怕央行也无法全面掌控。至于钢铁企业、煤炭企业等由于资金链断裂而可能引发的传导效应,更给马年中国经济平添了一分阴影。即便被普遍认为最近几年在风险控制方面取得显著进展的各大商业银行,其安全边界也在下滑。

目前,中国未清偿的人民币债券总额大约为30万亿元人民币,相当于2013年国内生产总值(GDP)的53%。其中政府债券约为20万亿元人民币,余下为企业债。若加上信托以及其他类型债,笔者估计大概相当于中国去年一年的经济产出的80%。

就中国去年的57万亿经济产出来说,笔者曾说过,高达9.4万亿美元的经济规模中,真正能够称得上有效经济增长产出的部分不会超过1/3,何况其中的水分究竟有多少,谁也无法给出准确的数据。笔者最近曾到一家企业调研,结果发现,所谓

这家企业的年产值统计,居然是统计部门事先给出数据让企业负责人确认的。事实上,这家企业一年产值也就10个亿,到了地方政府那儿,却变成了一年20多亿元的产值。笔者相信这绝不是个别现象,中国经济数据的虚高现象由此可见一斑。而化解债务风险的确定性前提是保持经济持续增长,如果经济基本面恶化,债务风险将被迅速放大。

当然,中国经济增长速度在主要经济大国中还是处于领先地位的,即便去年中国经济产出在挤掉水分之后只有6万亿美元,依然是全球第二经济大国,这也是中国控制债务风险的底气所在。

## 债务拉动型经济增长加剧经济脆弱性

但是,迄今中国经济的增长轨迹依然是在债务链上做大经济规模。这些年来基本上在“吃计划经济的老本,借改革开放的新债”。如今,中国已是全球广义货币(M<sub>2</sub>)最多的国家。2013年末金融机构人民币各项贷款余额为71.9万亿元,同比增长14.1%,全年增加8.89万亿元,同比增加6879亿元。2013年末M<sub>2</sub>余额为110.65万亿元,同比增长13.6%。按照这个增长速度,中国有可能在取代美国成为全球最大经济体的同时,也将成为经济泡沫最严重的国家。而中国与美国存在质的差距是:中国即便在经济规模上取代了美国,在经济质量上与其也是相去甚远,何况届时美元的地位也是人民币难以动摇的。

充分的信息和准确的数据是理性决策的前提,在中国经济风险比以往任何时候都要复杂的情况下,我们尤须冷静思考当前中国经济的困难程度。

由债务拉动型经济增长引致的系统性风险正在显著加剧中国经济的脆弱性,中国经济的危险度或许在相当程度上已超出一般预期。如果一再错失采取决断性措施化解系统性风险的时间窗口,则中国有可能在未完成工业化和建立完善社保体系之前,就由于爆发大规模债务危机而再度拉开与美国的差距。

中国在2003至2007年的经济发展黄金时期,就很少有地方债问题,目前的问题是:在投资效率难有实质性改进,经济增长质量在低位徘徊,而地方政府仍在低效率的情况下做大经济规模蛋糕,但财政收入并未呈现显著增长态势,甚至有可能低于地方债的增长速度,这就有可能发生违约风险。事实上,2012年全国财政收入增幅为12.8%,比上年回落12.2个百分点。而到了2013年,全国公共财政收入同比增长只有10.1%。这还是在国有土地使用权出让收入同比增幅高达44.6%的情况下实现的。显然,土地财政是难以持续的。

## 必须格外警惕可能遭遇的诸多风险

不能认为有国家强大的整体经济实力和信用托底,地方债即便发酵也不大可能引爆成为全局性的经济与金融危机,因为展期只是阶段性的安排,如果出现大面积集体违约,则经济本就存在内外失衡的中国,必须格外小心地方债膨胀之后引致的系统性经济风险。甚至比日本泡沫经济破灭的代价还大。

世人皆知,日本在泡沫经济破灭之前就已经建立了比较完善的社保体系,且在1990年资产泡沫破灭后的长达20年

中,日本始终保持着贸易顺差,丰田、三菱等超级企业的出口利润为日本银行业消化不良债权提供了来源,为日本经济走出长期衰退创造了条件,而且日本高达数亿美元的海外资产可观的年收益又大大增强了日本金融体系修复的动力。

当今中国,经济不仅存在着严重的内部失衡,外部失衡亦很严重,在这种约束条件下,必须格外小心资产泡沫膨胀之后引致的系统性经济风险,必须格外小心地方债务危机引致的系统性金融风险。业已出现的部分领域突出问题使得我们必须格外警惕可能遭遇的诸多风险。如果不能有效制止收入分配格局向政府和企业特别是少数富人的倾斜和集中,不能改变可供民众分配的最终财富较少以及民众消费的产品高度市场化的格局,继续放任在制造业基础不很巩固且金融体系并不健全的情况下,就将经济发展的着力点放在风险极大的房地产领域,继续放任地方政府饮鸩止渴式的增长逻辑,不切实加大金融风险管控,则不仅难以实现经济发展方式的真正转型,亦很难承受得起一场大规模金融危机的冲击。假如以楼市为代表的资产泡沫最终破灭,且主要发达国家又在贸易和人民币汇率方面频频对中国发难,假如经济战略转型迟迟不能落到实处,不能有效约束地方政府的举债冲动,假如中央和地方之间的非合作性博弈格局迟迟不能破除,则显性与隐性风险不断放大的地方债务问题最终有可能成为引爆系统性经济风险的导火索。无法对外辐射经济成本的中国,有可能在经济遭受重创之后错过重振的时间窗口。而民生福利和财富增长的不协调问题已经不再局限于经济领域,如若不能找到有效的对策,很有可能成为激化社会矛盾的定时炸弹。

(作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长)

# 央行重启正回购并不意味货币政策收紧

周子勋

时隔8个月,央行首次启动正回购回笼市场资金。2月18日,央行在公开市场上展开28天期480亿正回购操作。

## 近期市场流动性较为充裕

收紧流动性是意料之中的事情。一方面,从业已公布的数据看,出口按美元计价增长10.6%,消费者物价指数(CPI)同比增长2.5%,生产者物价指数(PPI)则为-1.6%,都较预期为好,尤其是1月起预期的信贷和社会融资在一定程度上降低了市场对经济减速的担忧。另一方面,近期银行间中短期资金利率持续回落,表明市场流动性较为充裕。17日,上海银行间拆放利率显示,隔夜利率品种已经跌破3%至2.951%,7天品种大跌55.7个基点至3.879%,三个月来首次跌破4%,其余中短期品种均有不同程度回落。

在当前经济趋稳的前提下,经济去杠杆和防范与化解风险毫无疑问是贯穿全年的主要命题。央行仍将保持稳中趋紧的政策取向,管住货币这只“老虎”。这样的政策基调已经由央行日前公布的货币政策执行报告可见一斑:“综合运用多种货币政策工具组合,保持适度流动性,实现货币信贷和社会融资规模合理增长;在市场深化和金融创新快速发展的背景下,流动性闸门的调控和引导作用更加重要”。这体现了央行对经济稳定增长之下的货币政策预期,释放出当局将握紧“流动性闸门”的政策讯号,希望通过审慎的货币政策能够维持经济增长和经济转型的平衡。

如此情况下,一个可能有效的途径或许是想办法降低民间高利贷的诱惑。一方面是加大实施针对中小企业的定向宽松,让借贷者能够从正常渠道合理融资;另一方面则要着眼于结构调整。社科院金融所金融实验研究室主任刘焯辉就认为,随着政府经济活动逐步弱化,即便现行锁定资金的政策不松动,企业部门融资高度紧张状态也会出现相对宽松。

## 狭义货币增长失速值得警惕

央行近期公布的一些金融数据令人关注。1月末,广义货币(M<sub>2</sub>)余额同比增长13.2%,分别比去年末和去年同期低0.2个和2.7个百分点。M<sub>2</sub>增速缓和,显示今年将进一步向13%的目标靠拢。中国政府去年制定的M<sub>2</sub>增长目标即为13%,最终全年增长了13.4%,预计今年的目标仍将维持不变,实际增速则进一步回落。事实上,央行在去年四季度的货币政策执行报告中即称,受2013年初货币总量扩张较快影响,2014年初M<sub>2</sub>同比增速可能出现一定回落,言下之意,13%的M<sub>2</sub>目标可在2014年完成。

1月末,狭义货币(M<sub>1</sub>)余额同比增长1.2%,分别比去年末和去年同期低8.2个和14.1个百分点。M<sub>1</sub>由现金和活期存款构成,与经济活力的关系比M<sub>2</sub>更为密切,同比只增1.2%令市场感到意外。M<sub>1</sub>突然失速这么多值得警惕。相比之下,企业存款的大幅减少可能更让人介怀。1月人民币存款减少9402亿元,同比减少2.05万亿元。其中,非金融企业存款减少2.44万亿元,是存款流出的最主要部门。结合1月外贸数据看,企业存款的减少亦难解释。1月贸易顺差1948.5亿元,同比扩大11%,相应地,外汇占款也应呈现流入状态,使得企业存款增加。当前这样

的情况,只能理解为实际利率市场化影响下,金融脱媒加速,流入到了影子银行系统。这一方面,社会融资规模中的委托贷款及未贴现票据增加,可以作为一定印证。1月委托贷款增加3965亿元,同比多增1904亿元,未贴现的银行承兑汇票增加4901亿元,同比多增897亿元。如果存款减少的趋势继续下去,银行面临的压力将随之加大。而如果持续失血,必然影响到银行的放贷能力和盈利能力,无助于市场资金供给紧张局面的缓解。

## 社会融资结构有望加速优化

令人担忧的是,经济中很大一部分实体如国企和地方平台,对利率并不敏感,而政府管理信贷的方法主要是通过额度控制。这样的话,一是来自地方平台和房地产部门的信贷需求十分强劲且对利率并不敏感,随着这部分信贷需求越来越多地通过同业和其他表外渠道得到满足,这可能会挤出本应流向经济其他部门的信贷资源;二是鉴于不同信用市场之间错综复杂的内在联系,央行已经越来越难以维持稳定的流动性条件。

这一因素可能会在2014年带来双向风险:一方面,政府对金融创新和资产证券化的鼓励可能会导致信贷扩张快于预期,当中有些可能未被反映在社会融资规模之中;另一方面,对银行同业业务和信托产品监管收紧则可能导致流动性乃至全社会信用出现意料之外的紧缩,从而对经济增长带来冲击。

而且,2014年1月社会融资规模中,人民币贷款依然是重头。社会融资过分依赖银行信贷会导致投融资渠道狭窄,既不利于风险的分散,同时因无法满足不同投融资主体的个性需求会降低资金的利用效率。加大债券、股票、信托等银行贷款以外的融资方式在社会融资规模中的比重,丰富投融资品种是金融改革的一大方向。

目前来看,中国的社会融资结构的改善已呈现出加速迹象。可以认为,随着金融改革的深化,相关领域会进一步松动,再加上金融创新的提升和投融资需求的释放,中国社会融资结构这种加速优化的势头仍有望延续。

综上所述可见,在当前经济整体趋稳的背景下,央行短期重启正回购操作,只是对资金面波动的平滑措施,并非意味着货币政策收紧。不过,鉴于化解产能过剩、治理地方债、规范银行同业业务等的需要,央行保持稳中趋紧的政策取向将不会轻易改变。由此而言,市场资金面的适度偏紧,仍将是未来的主调。当然,从1月下旬央行主动投放流动性,缓解市场紧张的动作看,像去年6月及12月那样的“钱荒”应不会重演,而是会出台一系列更加严格的规定,将影子银行纳入到常态化的监管之中。

# 银行存款锐减喜大于忧

莫开伟

1月份,银行存款锐减9402亿元,引起社会关注,银行巨额存款去向成了各界关注焦点。但笔者看来,存款从银行流失,除了是否注入经济发展最需要的地方、实现社会资金最优配置让人担忧之外,其表现出更多的应是正向经济激励效应。

长期以来,存款利率由央行定价,利率没有真实反映资金市场价格,银行凭借准垄断地位,长期占用企业和民众低成本资金去赚取高额利润,而民众只能无奈接受存款资金贬值和财富缩水之苦;互联网金融,小额贷款公司及民间各类融资性公司因其快捷、灵活、高回报等服务优势正日益加速银行存款分流,这实质给银行敲响了经营警钟,“一家独大”、“躺着赚钱”的日子一去不返,将倒逼银行通过发行理财产品,提高存款利率等手段来稳住存款资金,这实质上把银行巨额利润分了一部分给企业和广大民众,这在很大程度上弥补了企业和民众财富贬值,使企业和民众经济利益不致受到更大损害。

银行服务收费项目多,标准乱成了久治不愈的顽症,广大消费者深受其苦。而互联网金融等新兴金融业态出现,不仅服务效率高,收费低廉,把更多方便和实惠带到了广大金融消费者,也日益取得广大民众信赖和积极参与,把大量结余资金转入其中,这实质给银行多收费项目、高收费标准以当头棒喝,银行为稳住存款并保持存款竞争优势,不得不认真落实《商业银行

服务价格管理办法》,更加规范服务收费行为,减少存贷款业务办理中的不必要收费,这样可降低总体服务收费水平,使民众从中受益。尤其是商业银行会从存款锐减中感受到传统存贷款业务经营巨大压力,从而化为加快经营转型的动力,积极发展中间业务,加大研发中间业务产品力度,为企业和民众提供更多物有所值、灵活多样的中间业务服务产品,既能让民众分享金融改革发展成果,也能进一步提高银行服务便捷性、灵活性,增强吸引客户资金能力。

随着贷款利率放开和存款利率即将全面市场化,为资金向高利率流动提供了金融环境,资金从银行涌出流向收益高的产业领域,已是大势所趋,任何行政人为力量都无法阻止。有专家担心存款流出银行后不会注入实体经济而加剧金融风险,这种担忧其实是多余的;社会资金都蓄积在银行,反而会促使银行把更多资金投向房地产、产能过剩等产业,加大产业泡沫风险和金融风险。而且,也可预见银行资金流失在往后的日子里将成常态,这在很大程度上加速了中国利率市场化进程,面对如此存款流动趋势,存款利率不全面放开都是不可能的了。同时,由于存款利率全面市场化可能会引发金融行业的重新洗牌和动荡,为确保金融稳健不发生风险,《存款保险制度》和《银行破产制度》的推出已不能往后拖了。

(作者单位:湖南省怀化市银行监管分局)

## 贷款激增市场仍喊钱紧:资金被指流向银行间市场



池中货币百万亿,社会融资创新高。不闻物价应声涨,却见实体为钱焦。吸金利器房地产,基础投资亦非少。流水一出即沉淀,只谋一隅势难了。

微观漫画 李劲/诗

# 央企在环保战役中应打头阵

李巧宁

马年国新办首场新闻发布会唱主角的是环保部,在首场发布会上,环保部副部长程青率相关部门负责人向公众介绍了2013年的环保工作情况。

程青在发布会上的一番话令人印象深刻。他说,2013年,针对总量减排任务完成得不好,甚至一些企业弄虚作假、偷排偷放,环保部对此进行了严厉处罚,包括对3个企业集团包括中石油、中石化和华电这样的大企业集团。在程青说这番话的第二天,环保部公布了2013年四季度重点环境案件处理结果,其中央企中石油吉林油田分公司松原采气厂违法案件引人注目。无独有偶,春节前夕广州市环保局披露,因大气排放超标,中石化广州分公司被处以10万元的单次最高罚款。

事实上,在近年来环保部门对外公布的违法案件中,屡屡有央企上榜,并且有的央企上榜受罚已成家常便饭。如上述中石化广州分公司,在过去几年间竟受到当地环保部门的30多次处罚,堪称屡罚屡犯的典型。

在履行环保责任面前,所有的企业理应责无旁贷,作为国民经济支柱力量的央企更应如此。目前,央企的资产主要集中在石油石化、电力等对环境产生重大影响的行业。从某种程度上可以说,在当前我国的环保战役中,央企的环保“作战”态度、“作战”投入及“作战”能力对此役的胜负起着至关重要的作用。

以“心肺之患”大气污染为例,有数字显示,中石油、中石化两大集团央企炼油产能的近一半集中在京津冀鲁、长三角、珠三角大气复合污染严重的地区,其下属

企业炉窑大气污染物排放和污水排放能否达标对上述地区大气环境的影响程度可想而知。

国家在“十二五”期间确定了4项主要污染物的减排任务,包括二氧化硫、化学需氧量、氨氮以及氮氧化物。但“十二五”过去的三年间,氮氧化物3年下来大体上仅削减了任务量的20%左右,在“十二五”剩余的2014年、2015年,完成减排任务压力的确很大。

当前,“大气、水、土壤”三位一体的环保战役已经打响。不少央企宣布巨资投入技改环保项目,其决心和力度都很大,但当中的一些问题还是值得关注。

其一是落实。春节期间回到家乡,在某央企地方下属企业工作的表弟说,厂子里都安装了排放监测设备,但真正开着的时候并不多。表弟的此番话道出了

实情。对央企而言,下属企业分散在全国各地,又都是各地方的税利大户,尽管集团层面的决心和力度很大,但到了有一方地方政府溺爱的下属企业,政策执行的力度就会大打折扣。如何使央企集团层面的环保决策不折不扣地落实到下属企业,这才是问题的关键所在。

其二是成本分担。环保需要资金投入。日前召开的国务院常务会议研究部署了进一步加强雾霾治理的政策措施,其中包括促进车用成品油质量升级。油品升级技术不是问题,关键是由升级带来的成本增加究竟由谁来负担。政府、企业、消费者共担的模式可能是现实之选。但三方应各自承担多少值得细究,这决定着油品升级的进展。

面对环保这场无比艰巨的战役,被誉为“共和国长子”的央企应该打头阵,充当先锋。

## 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;发电邮至 ppll18@126.com。