

债务通缩背景下货币政策如何作为

张茉楠

央行最新金融数据显示,3月份,社会融资总量增量为2.07万亿,远低于去年同期的2.54万亿水平,广义货币(M₂)增速出现急剧回落,非信贷融资大幅萎缩,金融层面上的“债务通缩”风险进一步凸显。

“债务通缩”风险进一步凸显

3月融资总量2.07万亿,同比减少4794亿元,除委托贷款和股票融资项外,各项均为同比负增长;其中企业债融资新增2519亿,同比减少1373亿;信托贷款新增950亿,同比减少3410亿。M₂增速低于年初既定13%增长目标,也是首次低于13%,M₂增速回落当然会受去年高基数影响,但也反映了在“去杠杆”推动下,信托贷款和承兑汇票等银行同业资产收缩降低货币创造。融资和货币增速近一年时间的持续下降以及近期金融数据的大幅波动反映了中国整体资产负债表向着并不十分乐观的趋势变化。

事实上,2008年以来金融体系对经济波动的反应越来越一致。根据美国经济学家明斯基对金融不稳定的阐述,周期性的金融危机其实就是流动性在实体部门和金融部门之间进行动

态配置并逐渐失衡的过程。明斯基的卓越贡献在于将人们的注意力从实体经济转向金融体系,从关注当期的产出价格转向关注资产价格。明斯基格外重视债务扩张对金融脆弱性的影响。他根据经济主体运营现金流与债务之间的关系将融资结构划分为三个类别:稳健融资、投机融资和庞氏融资,并认为金融脆弱性的发生依赖于融资结构的变化。

从金融内生规律看,一般而言,在处于经济周期的上升期,金融市场宽松,流动性充裕,经济主体不断提高杠杆率。接着,原本债务适度的主体也开始带有投机性,转身成为投机理财者,惯于投机理财的经济主体经营规模不断扩大,在债务滚动之上完成支付需要,转变为庞氏融资。根据国际清算银行数据,截至2012年末,中国非金融企业的负债率是国内生产总值(GDP)的140%(含地方政府下属的以法人形式存在的平台公司),在全球26个有可比数据的主要国家和地区当中债务负担排名第四。

由此,较高的债务水平根本无法维持,迫切要求债务清偿,这就是美国经济学家费雪提出的所谓的“债务—通缩”。“债务—通缩理论”揭示经济体在“过度负债”的条件下,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。

警惕土地依赖症有增无减

莫开伟

最近,《中国经济周刊》与中国经济研究院联合发布23个省(市)“土地财政依赖度”排名总览,北京土地偿债总额第一,浙江依赖度第一;23个省(市)最少有1/5债务靠卖地偿还,浙江、天津2/3债务要靠土地出让收入偿还,分别达66.27%和64.56%。在被审计调查的市级政府中,承诺以土地出让收入来偿债的占比高达81%,县级政府也超过50%。而且往后五六年土地财政依赖症状还难有效缓解,这种现状若不及时改观,将成为中国经济之痛。

土地出让收入成为地方财政主要收入,从现实看,会调动地方政府更大“卖地胃口”,会使“卖地冲动”成瘾,从而绑架政府施政目标,使地方政府陷于“缺钱—卖地—再缺钱—再卖地”的施政怪圈。一方面,会加快土地出让步伐,不断推高“地王”诞生。近年各地不断涌现的高地价就是很好的证明,而且由于地方依靠土地来偿债比例较高,使得全国卖地、乃至地王频出的局面短期内不可遏制。另一方面,使更多城镇土地成为建设用地,加剧土地使用中各种违法违规行为,对守住18亿亩耕地红线带来不利影响。据披露,2013年全国国土资源部例行督察共发现地方政府在土地利用和管理方面存在2.38万个问题,涉及土地面积20.12万公顷,主要包括违规占用基本农田、违法违规办理土地审批手续、征地补偿安置政策落实到位、侵害被征地农

民合法权益、违规出让土地、违规利用土地抵押融资融资等六大问题。另外,由于开发建设用地增多,把大量城镇农民推向失地大军;加之政府在征地拆迁上仅止于给钱了事,对农民生产、生活、就业等方面缺乏相应后续引导,使不少被征地农民在消耗掉征地补偿款之后,因缺乏生财门路而坐吃山空,沦为城市“无业游民”,从而增加社会不稳定因素。

土地出让收入有增无减,虽为地方政府在改善民生保障方面带来一定好处,但对地方政府和房地产企业却是重大利好。一方面,地方政府通过卖地获得数额庞大的财政收入,可有实力加大投资扩张,为鲜政绩涂上更美丽的色彩。另一方面,对房地产企业来说,可通过高价拿地建造价格更高的商品房,或将居民口袋的钱“掏空”,或通过向银行贷款、非法集资等手段,将更多社会融资资源源于自己怀抱,进一步吹大房地产“泡沫”;普通民众越来越多成为“房奴”,民众难有真正幸福可言。同时,靠房地产支撑起来的中国经济,一旦房地产泡沫破裂,地方政府已高达近200亿元的债务,将成为中国经济的“堰塞湖”,有可能引发大面积债务违约风险。

土地出让收入有增无减,还会把政府主要工作精力吸引到如何获得更多土地出让收入上来,从而忽略了转变经济发展方式;使地方政府对扶持和发展实体经济兴趣减弱,对消除实体经济存在的各种行政体制性障碍难以真正落实到位。

“小补丁”暴露出信息披露大问题

皮海洲

“打补丁”这跟苦修的优良传统在如今生活中继承下来的人不多了,倒是股市里的上市公司把这种优良传统给继承下来了。每逢出年报或季报、半年报的时候,总会有一些上市公司打出各种各样的“补丁”来。今年的年报也不例外,截至4月16日,已有超过50家公司打出了年报补丁。其中仅16日发布“2013年年度报告更正公告”的某食品公司,一次性就更正了11个数据。

面对动辄几十页的年报,要完全杜绝“打补丁”现象确实有一定的困难。但每年都有几十家、上百家公司为年报“打补丁”,这就不只是“工作疏忽”的问题。它暴露出来的是上市公司信息披露的质量问题。尤其是最近几年,管理层一再强调要提高上市公司信息披露的质量,强

调新股发行制度改革要以信息披露为中心,要增加上市公司信息披露的及时性、准确性。然而在这种背景下,上市公司在年报披露问题上“工作疏忽”不断,这显然是与管理层对上市公司信息披露的要求背道而驰的。

虽然从表面上看,某些上市公司“小补丁”似乎确实是一些“小问题”,如正负号、小数点、元和万元、多一个“0”与少一个“0”,这些确实是工作中因为粗心大意容易出错的问题,但其对信息披露质量的影响却是巨大的。比如股东持股数,80万与800万,800万与8000万之间存在很大不同,又如,上市公司的每股收益0.04元与0.40元,这是有着巨大差异的。所以,在上市公司的年报披露中,绝对不能小看了这些“0”问题与小数点问题,这是很容易对投资者形成误导的。

这种年报“打补丁”的现象之所以年

在总量控制下微调货币政策

进一步分析,经济萎缩导致了政府和私人部门资产负债表的恶化,主债务的增加将导致市场违约担忧情绪的上涨和融资成本的上升。“去杠杆化”效应将使各部门的资产负债表进一步收缩,货币乘数大幅走低,市场流动性下降导致投资信心不足,资本溢价风险放大导致借贷能力下降。由于风险偏好的改变,“现金为王”成为人们更多的选择。随着公众开始贮藏现金,货币流通速度下降,造成名义利率下降,但是通胀可能下降得更快,因此实际利率上升,加重了借款人的债务负担。

面对这样的恶性循环,货币政策必然是非常规,既要保持货币政策总体稳健,也要实施定向、定量和定期适度宽松,创新货币政策工具。

首先,打开货币政策微调空间。货币操作要更具前瞻性、及时性、针对性和灵活性。灵活开展公开市场操作,灵活使用再贷款、再贴现、公开市场短期流动性调节工具(SLO)和常备借贷便利(SLF)、定向央票等定向调节工具,通过“放短抑长”的操作方法,保证货币市场短期流动性平稳,同时适当锁定中长期流动性。此外,可以通过央行资产负债表操作,针对不同机构甚至实体经济部门进行直接或间接的流动性管理。

其次,货币信贷增长总量控制前提下,央行可以调整货币/信贷的月度分布,以缓解信托集中兑付的压力,避免市场出现剧烈波动。

其三,把小幅降低准备金率作为备选方案,提前进行资金布局。今年

二、三季度是城投债和信托的集中兑付时间。在目前存款准备金率偏高,货币乘数偏低以及美联储量化宽松退出背景下,可考虑降低法定准备金率来释放广义流动性。

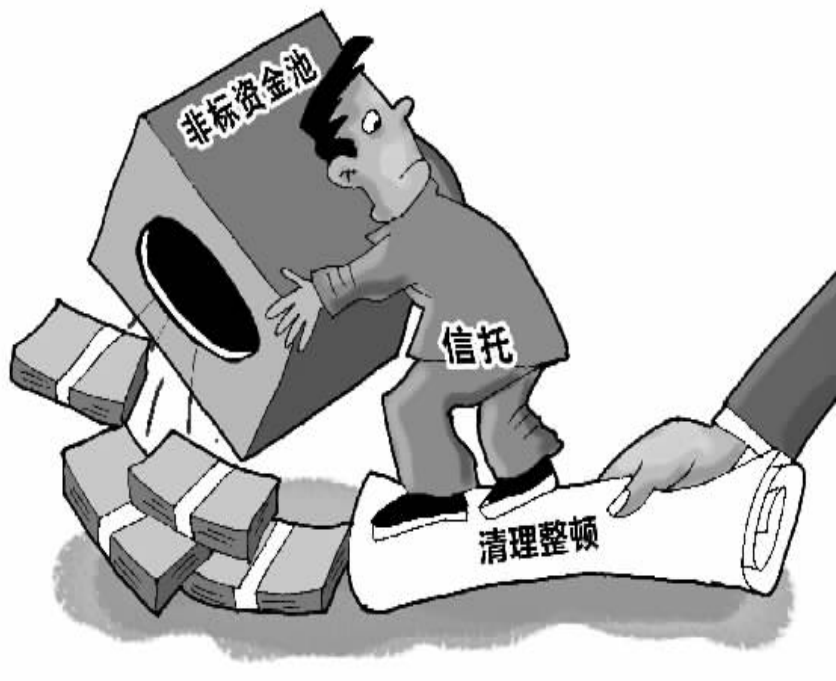
其四,实施定向“点贷”支持实体经济。如何降低实体经济成本应成为下一步货币政策调整的主要政策目标。建议创新金融工具和手段,针对战略性新兴产业、先进制造业、生产性服务业、小微企业等重点领域实施定向宽松和结构性信贷政策,满足实体经济融资需求。对不符合产业导向的金融机构,可通过发行定向票据等方式紧缩其流动性。

最后,盘活货币存量提高货币政策有效性。非常规货币政策主要是定量调控。传统意义上,央行一般通过信贷额度控制来调整货币供应量。随着货币供应渠道的多元化,非信贷渠道的资金投放逐步扩张,央行对于货币供应的控制力有所趋弱,在这种情况下,货币政策渠道可能要通过商业银行或金融机构超额准备金和超额率来影响利率和流动性。超额准备金是商业银行行为应对日常支付而存在中央银行的资金准备(央行资产负债表中的资产)。超额率代表银行闲置资金的充裕程度,自去年6月“钱荒”以来,金融机构超额率和超额规模基本维持在2.1%和2万亿左右的水平,这意味着如有必要,调整超额规模就是在不放松货币的前提下,通过平衡货币存量,改变资产低效配置,进而提高货币政策有效性。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

焦点评论

银监会发文清理“非标”资金池



非标资产看透难,资金池子藏隐患。百姓投资走信托,机构理财有玄机。超高收益受追捧,巨大风险被隐瞒。刚性兑付是神话,未雨绸缪严监管。

ICLONG/漫画
孙勇/诗

经济政策基调倾向于大稳小动

周子勋

2014年一季度的各项宏观经济数据已经陆续出台,这既是对前一阶段经济运行的总结,也将承前启后作为下阶段经济决策的重要依据。时下国际国内经济形势复杂多变,兼且受制于春节因素,前两月的数据说服力有限,这也使得本次公布的季度数据分外引人注目,倍受市场期待。

一季度经济增速符合预期

4月16日,国家统计局发布的数据显示,2014年一季度国内生产总值(GDP)128213亿元,按可比价格计算,同比增长7.4%,环比增长1.4%。这一增速不仅低于政府制定的全年平均增长目标7.5%,也是2012年三季度以来最低季度增速(当时亦为7.4%)。分产业看,第一产业增加值7776亿元,同比增长3.5%;第二产业增加值57587亿元,增长7.3%;第三产业增加值62850亿元,增长7.8%。

7.4%的经济增速基本在市场预期之中。此前,由于1-2月经济疲软,以及3月汇丰采购经理指数(PMI)创8个月来新低、反映工业品出厂价格的生产者物价指数(PPI)连续25个月负增长、中国进出口持续下滑(3月出口较去年同期下跌6.6%、进口更是下跌了11.3%),这些数据成为中国经济整体疲弱的例证。“克强指数”中三大指标的疲软也显示整体经济形势不容乐观。央行最新发布的数据显示,3月末人民币贷款余额74.91万亿元,同比增长13.9%。一季度人民币贷款增加3.01万亿元,同比多增2592亿元,信贷放缓暗示经济减速。用电量的表现则有所好转,国家能源局日前发布的数据显示,1-3月,全国全社会用电量累计12788亿千瓦时,同比增长5.4%,比上年同期高1.1个百分点;3月,全社会用电量4544亿千瓦时,同比增长7.2%,比上年同期高5.2个百分点,增速均明显回升。其中工业用电量8968亿千瓦时,同比增长5.2%。三大指数中,最低速的要数铁路货运。一季度,全国铁路货运发送量完成9.571亿吨,同比减少3.71%;货物发送量完成9.567亿吨,同比下降3.56%。全国18个铁路局(公司)中,有14个货运发送量呈同比下降趋势。

毫无疑问,一季度的经济增速跌破7.5%的目标线是必然的。现在看来,一季度7.4%的经济增速是可以接受的,中国经济依然总体保持平稳,增速处于合理区间。

事实上,统计局同期发布的数据,也多符合市场的期望。一季度,全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长8.7%,增幅比上年同期回落0.8个百分点;其中3月份同比增长8.8%,环比增长0.81%。一季度,固定资产投资(不含农户)同比名义增长17.6%(扣除价格因素实际增长16.3%),增幅比上年同期回落3.3个百分点;其中,3月份环比增长1.24%。一季度,社会消费品零售总额同比增长12.0%(扣除价格因素

实际增长10.9%);其中3月份同比名义增长12.2%,环比增长1.23%。

“微刺激”将包含市场化改革色彩

工业生产、投资及消费增速均明显下滑,显示出国内需求的疲软,以及由产能过剩带来的生产停滞。结合此前发布的贸易账,中国经济的“三驾马车”齐齐告急,这意味着,经济减速的趋势将在较长的时间段内维持,很难有大的改观。

令人关注的是,中国决策层对当前经济增长放缓的态度。国务院总理李克强此前在博鳌亚洲论坛的开幕式上表示,把经济运行保持在合理区间,是中国当前宏观调控的基本要求,也是中长期政策取向。今年中国经济增长预期目标是7.5%左右,既然是“左右”,就表明有一个上下幅度,无论经济增速比7.5%高一点,或低一点,只要能够保证比较充分的就业,不出现较大波动,都属于在合理区间。李克强总理的这番表态透露了两层意思:一是暗示经济增长可能是跌破7.5%,特意强调“左右”是对市场预期形成引导。二是明确中国政府对待经济刺激的态度——既然GDP跌破7.5%依然属于合理区间,那么也就没有必要出台大规模的强刺激政策。需要注意的是,在否认了出台大规模刺激政策的同时,为“微刺激”政策预留了空间。李克强总理表示,我们已经确定的方针和所拥有的政策储备,能够应对各种可能出现的风险和挑战,中国的发展有着很强的韧性。我们有能力、有信心保持经济在合理区间运行。总理此言,是在为市场传这一个明确信号:“政策有,请大家放心!”

从近期的政策吹风以及一季度的数据表现看,中国政府更加倾向于采取积极的财政政策,而非放宽货币政策来实现稳增长。目前来看,支持小微企业、加大棚改与铁路建设(属于已经确定的方针)力度,可能只是“微刺激”的一部分,倘若中国经济继续下行,还将释放出更多的政策储备。应当注意,已经推出的“微刺激”政策的后两项,都属于中国经济发展中还未饱和、并且存在投资空间的领域。这表明,具有类似属性的项目,有可能会成为下阶段政策鼓励的重点。在这方面,除前述三轮驱动外,城镇化建设的其他领域、国有垄断领域的开放、信息消费、服务业特别是公共服务的发展,都有可能被纳入到“微刺激”的计划中。相比于2009年以制造业、房地产及基础设施建设为核心的“4万亿”,新一轮的“微刺激”将包含更多市场化改革与经济转型的色彩,在动员社会资本方面下更多的功夫。

总之,中国一季度的经济增长,并未超出市场预期,仍在官方可以容忍的范围内运行,但存在一定失速风险。从目前稳增长的政策基调来看,会注重大稳小动,在一些犹有余力的领域,将向增长有所倾斜。

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;发電郵至ppl18@126.com。