

# 创造适宜环境推动企业平稳去杠杆

张荣楠

什么样的“去杠杆”才更有益于经济的稳定和结构的调整?在当前实际利率趋高的背景下,如何降低实体经济成本,控制“去杠杆化”的风险已成当务之急。可以说,近日,央行启动“定向降准”是恰逢其时,未来决策当局应该创新手段有序推动去杠杆化。

目前,中国非金融部门的债务比率已经远超90%的国际警戒线。根据标普数据,截至2013年底,中国非金融类公司的债务总额共有12万亿美元,为GDP的120%。预计到2014年底,中国非金融类企业债务规模将为13.8万亿美元,超过美国的13.7万亿美元。

2014年企业偿债高峰期将如期到来。数据显示,2014年全年共有1706只企业债(含银行间市场和交易所市场)将进入派息或兑付,所需现金流合计2770亿元,其中派息现金流1796亿元,占比64.83%,兑付现金流974.34亿元,占比35.17%。单月来看,除5、6月份企业债派息所需资金量低于100亿元(约80亿元和90亿元),其余月份派息所需资金均超100亿元,10月、11月和12月更是

超过了200亿规模,风险点比较集中。

中国非金融部门的杠杆率上升与金融危机期间的政策刺激直接相关。2008年和2012年两次债务扩张的结果是,截至2013年末非金融类企业债务/GDP比率较2007年年末上升了近60个百分点。2003-2007年快速的信贷扩张并非导致过度杠杆化,而这次最大的不同是金融危机以来,中国制造业的劳动生产率渐减,最终随着信贷扩张,杠杆率上升。

此外,资金成本高于投资回报率也是导致负债率继续上升的重要原因,高利率将直接加大实体经济存量的债务压力。当前,中国利率水平尽管比去年有所降低,但中国企业贷款利率依然大约比发达国家高两倍。例如,2013年中国企业贷款利率是6.15%,美国是2.25%左右,日本是1%左右,德国是3.5%左右。2014年春节以后,商业银行贷款利率在基准利率上上浮了60%左右,甚至更高。珠三角和长三角的票据直贴利率已经达到8%左右,是近两年来的高位,中小企业贷款利率甚至达到双位数。

货币市场上,近两年1-2年期信托产品发行利率(即投资人获得的利率)平

均在9%以上,项目真实的信托融资成本(即融资人需要支付的利率,中间的利差是金融中介的收入)则更高。债权融资成本与企业利润率之间的差距进一步扩大,特别是在经济下行压力和企业经营利润下滑背景下,可能导致利润无法覆盖刚性利息费用支出。

如此高的债务水平和债务负担根本无法持续,迫切要求债务清偿。“债务—通缩理论”揭示经济体在“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。经济萎缩导致了政府和私人部门资产负债表的恶化,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,并影响到社会融资状况。

由此可见,以“高利率来推动去杠杆”的做法其实并不可行,且风险极大,控制债务成本变得异常重要。由于当前中国传统的数量调控正在让位于价格调控,以及货币政策目标越来越倾向于价格目标,判断货币政策松紧也应该主要看利率变化。如果利率总体下降,无论公开市场操作如何,都应该视作宽松的货币政策。如果利率总体上升,无论公开市场操作如何,都应该视作偏紧的货币政策。

未来一段时间,中国利率政策不仅取决于自身的“去杠杆化”和利率市场化进程,还将受制于美联储货币政策的调

整。根据美联储最新的议息会议,美联储估计将在2015年第二季度首次加息,到2015年末一共加息三次,在这样的环境下,中国央行可能难以明显压低低风险利率,2015-2016年将是外部紧缩对中国冲击最大的两年。

金融海啸以来,美国的去杠杆过程之所以没有陷入日本的“资产负债表衰退”,市场化、有序和低债是主要原因。货币政策要保证相对稳定的利率水平,利率平稳是金融稳定的关键,也是平稳去杠杆化的关键。要建立政策“缓冲带”,比如取消信贷规模控制和75%的存贷比例限制,改以银行的资本金再融资管理和流动性指标管理来约束其信贷扩张速度,以利率上浮和风险权重提升来实施差别化的信贷政策。

盘活存量金融资源实质上也是去杠杆,可以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整体流动性。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%,即2万亿左右的水平,这意味着,如果有必要可以通过平衡货币存量,改变资产配置,进而盘活货币存量,以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)

# 人民币不会形成长期性贬值趋势

石建勋

今年初以来,由于受到美联储缩减QE以及中国经济结构调整、增长速度趋缓等多重因素叠加的影响,人民币出现了持续贬值,累计贬值近3%。在此背景下,央行3月15日宣布,将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动区间,由1%扩大至2%,这在一定程度上强化了市场对人民币持续贬值的预期,不少人担心,如果人民币持续贬值成为一个长期趋势会对中国经济带来不利影响。

上述担心是不必要的。汇率持续贬值,尤其是幅度较大的贬值,应当是一个国家支撑汇率的经济基础条件发生了明显的恶化,导致以国际收支为基础的外汇供求状况出现了持续失衡。而目前,中国经济并未恶化,经济增速趋缓是主动调整的结果,中国外贸稳定增长、国际收支基本平衡,人民币持续贬值的基础条件不存在,因此不会形成长期性的贬值趋势。另一方面,由于未来美元走强,人民币持续贬值的基础条件也不存在,人民币长期性的升值基础也将发生变化。

近期人民币的连续贬值也可以看作是对2005年汇改以来连续升值近26%的修复。目前决定人民币供求的经济基础状况基本平衡,未来人民币出现大幅度升值和贬值的经济基础都不存在,双向波动会成为常态。

人民币持续贬值有利有弊,有必要全面分析。贬值利好的方面:(1)人民币持续贬值可以扩大出口;(2)有利于挤出一些房地产行业的泡沫,导致房价下跌,有利于房地产市场健康发展;(3)人民币贬值有益于改变单边升值预期,打击

套利热钱频繁进出对中国经济与金融体系的冲击。贬值弊的方面:(1)一些依赖进口特别是进口大宗原材料的行业增加生产成本,影响企业经济效益;(2)一些依赖境外借款的行业,如航空业融资购机、房地产业的境外借款、铜融资、发行外债的地方政府和企业等,都会增加汇率损失;(3)一些境外旅游、求学等需要使用外汇的居民将增加支出成本;(4)如果人民币贬值演变为长期的趋势,将会引发热钱流出并进而引发外商直接投资下降,接着就是内部资金出逃,反映到银行间市场的结果就是流动性收缩,资产价格下跌,进而对股市、债市和相关金融市场以及房地产市场产生大的冲击。

尽管从目前条件看,人民币持续贬值不可能是长期性的趋势,但随着美国经济和美元的走强,如果中国经济持续走软,人民币汇率持续贬值就有可能形成一种长期预期,对经济产生重大冲击。因此,要避免形成长期性的人民币持续贬值预期,因为一旦货币贬值预期形成短时期内很难有所改变。随着外部环境变化,预期未来一段时期内外汇占款中框下降势必导致中国“资金池”水位随之下降,意味着一直以来通过外汇渠道蓄水的功能正在转变为漏损的功能,这将改变我国货币创造的主渠道,进而加剧人民币贬值压力和对中国经济的担忧。因此,央行要加强对人民币汇率波动的管理,积极预判美国货币政策调整的溢出效应,密切关注人民币贬值影响及可能产生的连锁反应,合理地引导预期,及时采取价格和数量工具对汇率市场进行干预,努力实现人民币双向波动的常态化。

(作者系同济大学财经研究所所长)

# 高房价害死爹

余胜良

这是一个为孩子拼命的老爹,20日湖北籍的司机王先武在东莞一个厕所死亡。据说生前因为儿子买房差首付,所以就没日没夜拼命地干,每天至少要上12小时班。

这本是一则普通的社会新闻,从王先武的劳动强度看,他和中国众多出租车司机并无不同,这些司机基本上以每天12个小时的劳动强度全年基本无休,少出车一天都要背负亏损,在北上广深等一线城市,一天意味着数百元份子钱。

但是王先武死亡之前反复跟同行说的话触动了无数人的神经,王的大儿子在深圳一家工厂上班,他要拼命努力为了儿子买房差首付。

王先武的死法,给无房者或房奴一个情绪宣泄的窗口。对该条新闻,网友们在网站上留言最多的是:高房价害人。

房价高当然也会有好处,可以拉动很多产业发展,解决税收和就业问题,特别是政府收入,很大一部分来自于出售土地和房地产交易,而在一部分有实力的人和一部分恐慌性购房者不断地买入下,大部分供给被消化了。所以房价一直坚挺,还在节节上涨,政府调控房价的努力已经失败,人们也已对此不抱什么希望。

一线城市的房子的确不是给普通人建的——这点儿任志强说的没错,以这些普通人的收入水平,他们根本就别指望能在大城市买房,但不管城市大

小,城市都应该为这些普通人提供容身之处。中国政府推行的城市化,就是要让劳动者融入,拥有住房应该也是融入方式之一。

但具体到王先武身上还有些不同,王先武才43岁,他的儿子应该还很年轻,在西方国家此时买房还太早。但买房是硬道理,也是全民图腾,如果向亲友借钱买房,会得到很多支持,但如果是创业或者消费,会遭到很多人疑虑。中国人买房往往是举一家之力,而且买了再买,只要有钱,就会换成住房。

有时候,看下四周那些鳞次栉比的楼房,每个窗户后面都有业主,只能怨自己没有能力。不过另一方面,如果只是能力有问题或时运不济也就算了,但那些拥有多套住房者,相当一部分不是靠个人努力,他们或处在权力部门中,获得政府分房,或跟权力部门临近,获得大量灰色交易机会。近来被查贪官,很多都有多套住房。

当然,房价上涨原因众多,比如城市提供了更多机会、更高薪酬,所以吸引更多人参与。与此同时,城市特别是大城市提供的住房有限,赶不上需求。在这个过程中,很多没有及时买房者被边缘化,收入相同的两个人,往往因为一套房子生活质量相差悬殊。

研究房地产的专业人士众多,每个人都有一套理论,看空房价者一直有市场,但是房价看起来还是我行我素。的哥王先武触及的高房价伤痛感,估计还将在普通人心中伤痛很长时间。

# 湖南临澧公安局挂牌重点保护污染企业



污染企业受保护,公权瞎用太糊涂。周边农田全抛荒,下游水源皆中毒。少数官员贪小利,一方百姓吃大苦。环保务必动真格,莫让青山再痛哭!

ICLONG/漫画 孙勇/诗

# 县域银行支农:不缺资金缺理念

莫开伟

22日,央行宣布分别下调农村商业银行和农村合作银行存款准备金2个百分点和0.5个百分点,试图引导更多信贷资源投向县域“三农”,增强县域银行服务实体经济能力。这一政策举措用意不错,也释放了支农积极政策信号。但笔者认为,增加“三农”信贷投入的关键在于改变银行经营理念,仅靠释放资金流动性很难如愿。

从全国范围看,县域银行机构资金状况可能存在“余缺不均”现象,一些地区可能存在资金短缺,但大部分县域银行不是因为资金紧缺而影响“三农”信贷投入?回答是否定的。可以说全国大部分地方并非资金紧张导致农业信贷投入不足,事实上,中西部经济不发达地区农村商业银行、农村信用社的资金异常富余,但由于农村经济萎缩和空心化局面日益严重,缺乏效益较好的信贷项目,大量富余资金急于寻找出路。所以通过降低存款准备金率而刺激这些银行机构增

加“三农”信贷投入,不符合县域农商行、农村信用社资金运用实际。降低存款准备金率的结果,不仅无助于解决“三农”信贷问题,反而会使这些地区涉农资金出现更多的富余或闲置,刺激他们将更多资金投入房地产、地方政府融资平台和产能过剩行业等非农产业领域。

四大国有商业银行自股改上市后,对县域信贷尤其是农村信贷采取了收缩战略,这样,不少县域国有商业银行成了农村地区资金的“抽水机”,加剧了农村地区、贫困地区资金向城市和经济发达地区流动。“三农”信贷投入不足,并非县域农村银行没有资金,而是因为设在县域地区商业银行业务投放的“心”早已不在本地经济和“三农”上,其信贷投放兴趣早已在国有大企业而不在民营小微企业身上。即便县域农业银行、农业发展银行对“三农”信贷投放也相当有限,以致县域小微企业融资难、融资贵的局面难以改变。国有商业银行、政策性银行如此,县域农村商业银行、农村信用社又如何呢?近年虽对“三农”信贷投放逐年加

大,承担着支持农村发展重任;但从全国数据看,2010年、2011年、2012年全国金融机构涉农贷款分别达11.77万亿元、14.6万亿元和17.6万亿元,呈逐年增长之势;而同期农村商业银行、农村信用社涉农贷款分别为3.9万亿元、4.6万亿元、5.3万亿元,分别占涉农信贷总额的33.34%、31.51%和30.11%,占比却呈逐年下降趋势。如果剔除其中以农业贷款科目发放的非农业贷款,可能占比更低。加上农业产业弱质性、高风险等特点,农村商业银行、农村信用社对涉农贷款表现出“慎之又慎”的态度,使农村小额信贷及其他涉农贷款呈萎缩之势,农民贷款难局面依然难以根本改观。尤其值得注意的是,随着农商行改革的推进,其经营已出现了一些偏向,盲目模仿国有大银行,追求资产规模扩张速度和信贷投放高收益,信贷投放出现了“垒大户”倾向,贷款大额化、长期化、高利化、非农化已成为当前农村银行机构的一种普遍经营现象,有些农村银行机构虽身在农村,大量资金却投放到了城市工商

企业身上。在这种情况下,即便是降低存款准备金率,这些资金也不见得就会流入“三农”信贷领域,反而会进一步加剧农村银行机构信贷资金非农化倾向。

解决县域银行机构信贷支农问题,是一项庞大的社会系统工程,不能单纯靠降低存款准备金率来解决,应统筹兼顾、多措并举。一是转变县域银行机构尤其农商行、农村信用社的信贷观念,让他们树立为农服务理念,真正认识到没有农村经济持续发展,就不会有农村金融事业的壮大,把支农信贷转化成自觉行动。二是改变目前信贷支农政策,各级政府通过设立财政奖励、农业保险、信贷风险基金等财政支持政策以及涉农信贷税收减免优惠等措施,激励涉农银行机构加大农业信贷投入。三是加大各级政府对于涉农信贷的干预力度,确定当地涉农金融机构存款资金用于投放“三农”信贷比例;并进一步明确政策性银行对当地农村信贷支持责任,按年进行考核,敦促县域银行机构加大对“三农”信贷投入。(作者单位:湖南省怀化市银监局)

# 欧洲股神饮恨 折射A股投资之感

刘纯标

有欧洲股神之称的基金经理安东尼·波顿近日在退休之际发表感言称:“我愿意承认,我最大的遗憾,就是当初对中国股市作出了错误的判断。”

有人说,A股市场消灭神话、消灭股神是常有的事,此话不假。安东尼·波顿饮恨又是一例。为什么被誉为“英国乃至欧洲30年来最成功的基金经理”的投资大师,居然也在中国市场栽了跟头,问题出在哪?

原本已经退休的安东尼·波顿在2010年一越中国之行后再度出山,推出了富达中国特殊状况基金。但是,中国市场上跌令安东尼·波顿的基金投资人损失不小。波顿表示,他当时以为A股会迎来4年上涨,结果经历了不止4年的下跌。笔者无从得知富达中国特殊状况基金的投资组合。但可以想象,作为成熟市场的投资大师,在淘金中国市场的这四年时间里,如果不走偏门不追逐概念,断难获得可观收益。

安东尼·波顿投资中国市场也曾入乡随俗过,也是做了一番准备的。为了核实公司信息披露的真实性,甚至雇用了私人研究机构做深度的尽职调查。但调查的结果让人瞠目。在调查一家声称有1000家店面的公司时,发现只有60%的店面真实存在。另一家公司声称拥有四大客户,但其中有3个大概客户表示不知道农村信贷支持责任,按年进行考核,敦促县域银行机构加大对“三农”信贷投入。(作者单位:湖南省怀化市银监局)

与成熟市场投资的较大差异。在欧美市场,价值投资是主流的投资方式,股市是家庭财富增值的重要渠道,反映在股指走势上就是相对平稳,急涨急跌的情况不是太多。如果在上升阶段较长时期持有,容易获得比较丰厚的回报。近几年很多国内投资者投资美股,正是这种获利效应的最好注脚。而国内资本市场多年来牛短熊长,亏钱效应明显,成为很多人的伤心地。中小投资者搞价值投资吧,很多市盈率低的所谓绩优蓝筹股跌起来没有底线,追逐概念热点吧,在信息和操作方面,也比不上那些手脚不干净的各种“主力”。

衡量顶级投资者的一个重要方面,往往是较长时间跨度内跑赢大盘指数,巴菲特、彼得林奇莫不如此。在成熟市场实现这样的战绩,一靠买入价值被低估或者真正成长性股票,二靠公司稳定持续的分红。在A股市场,近些年涉矿、手游、互联网、新能源等各种题材炒作让人欲罢不能,这种讲故事行情的不可持续性也造成了公募私募业绩排名不稳定,年年城头变换大王旗。监管层虽然对此开出了一些药方,比如力推现金分红等,但收效甚微。

安东尼·波顿式尴尬也是国内多数投资者的尴尬。投资大环境的形成非一日之寒,但如果假以更铁腕有效的监管手段、更严格的公司治理约束、更货真价实的信息披露,人心也就不那么散了,A股赚钱效应也就靠谱一些。