

资本持续流出的动能在消耗



管涛

2014年二季度起,我国开始经历资本持续净流出。境内机构和個人增持外汇资产或境外资产(即“藏汇于民”),境内企业加速外债偿还和境外减持人民币金融资产(即“债务偿还”),是资本外流的主要渠道,也是推动外汇储备下降的主要原因。央行行长周小川2月13日接受《财新周刊》专访时表示,很难把投机与正常

的财务管理完全区分,但外向型企业的结售汇策略选择和负债结构调整总是会见底的。其深层次含义是,境内不可能把所有资产都换成外汇资产或境外资产,也不可能把对外债务全部归零,到某个程度后,资本外流就会趋于收敛,届时外汇储备的下降压力也会得到化解。那么,经历了近两年时间的资本外流后,我国“藏汇于民”和“债务偿还”已经进展到什么状况了呢?

一、企业对内外汇债务去杠杆可能

趋于见底但对外债务偿还进度有快有慢

用外汇贷存比(即外汇贷款/外汇存款)可以衡量企业的债务去杠杆的情况。2015年12月,该比例为132.4%,回落到了2007年美国次贷危机发生时的水平(见图1)。当然,这仍要远高于2005年“7.21”汇改(此后出现了较强的单边升值预期)之前的外汇贷存比100%以下的水平。

国际金融危机之后,我国加大了对国内企业“走出去”的金融支持力度,相关境外外汇贷款明显增多(2015年贷款余额3647亿美元,是2010年初余额的近四倍)。为增强数据的可比性,可剔除境外外汇贷款,使用境内外汇贷款/外汇存款的概念(即狭义的“外汇贷存比”)来衡量企业加杠杆或者去杠杆的情形。到2015年底,狭义的外汇贷存比为88.5%,低于2014年3月人民币汇率刚开始双向波动时120.1%的水平,更远低于2010年四五月份(美联储第一轮量化宽松结束前)157%的历史高点,并已经回落到了2004年底的水平(见图1)。

我国短期外债占比偏高,而短债中与贸易有关的信贷占到49%。与贸易有关的信贷中,一部分是基于商业信用的进出口企业间的相互账龄,如出口预收货款、进口延期付款等;另一部分是基于银行信用的贸易融资,如海外代付、远期信用证等。

截至2015年9月底,我国贸易信贷余额2847亿美元,较2013年底高点下降了15%;贸易信贷负债/进出口总额下降了7.0%,较2013年底回落了1.1个百分点,略低于2004到2014年占比平均

7.1%的长期趋势,但仍高于2009年底5.1%的低点水平。而国内企业进口跨境融资规模已从2014年6月份的高点3674亿美元,降至2015年末的1646亿美元,降幅达55%,回落至2011年美联储第二轮量化宽松结束前的水平。

二、公司部门的外汇分流推进较快但住户部门还有较大空间

通常可以用外汇存款/本币存款来衡量本地美元化状况。从公司部门看,2015年12月,国内企业外汇存款/企业人民币存款为5.8%,连续第二年回升,较2011年底点3.0%上升了2.8个百分点,为2006年以来的最高水平。虽然该水平低于2002年亚洲金融危机结束初期的7.1%(见图2),但考虑到2008年全球金融海啸以来,国内企业杠杆率上升较快,且对外投资步伐加快、资产配置更趋多元化,目前的美元化水平并不算低。截至2015年9月末,我国对外直接投资余额1.04万亿美元,相当于2007年底(2008年全球金融海啸之前)的9.0倍。

从住户部门看,2015年12月,外币储蓄存款/人民币储蓄存款为1.1%,较上年提高了0.14个百分点,为2012年以来的最高水平,但较2002年8.5%的高点还有较大差距(见图2)。然而,考虑到近年来境内居民消费升级,服务贸易支出增长较快,以及境内合格机构投资者(QDII)渠道的资产多元化配置增多,住户部门实际发生的外汇分流可能有所低估。2012到2015年,服务贸易旅游支出累计达6484亿美元,其中可能有个人以旅游观光名义购汇汇出用于境外投资的外汇支出。截至2015年9

月末,对外股票投资余额1591亿美元,相当于2007年底(QDII推出前夕)的8.1倍,其中主要是个人对外股票资产配置。有鉴于此,住户部门进一步外汇分流的空间或许没有数据显示的那么大。

从非银行部门看,2015年12月,全社会外汇存款/全社会人民币存款之比为3.0%,基本回升到了2007年全球金融海啸发生之前的水平,但较2002年7.3%的水平还有较大差距。不过,考虑到危机以来公司和住户部门的外汇分流和资产配置渠道日趋多元化,数据测度所显示的美元化程度同样可能有所低估。

三、境外减持人民币资产刚刚起步但仍处观望期

境外主体减持人民币资产也是我国对外负债的减少,属于“债务偿还”的范畴。从人民银行统计的境外机构和個人持有境内(在岸)人民币金融资产的情况看,资本外流的大背景下总体是增加的,到2015年底总规模达3.74万亿元人民币,较2014年3月末持有余额增加了1775亿元。其中,除存款减少4459亿元外,境外主体持有的人民币股票、债券和贷款余额均为上升。但从2015年6月起,境外主体持有境内人民币金融资产开始下降,到2015年底总降幅达8619亿元。

从调整路径看,境外主体6月份就开始减持股票,接着7月份减持存款,8月份再减持债券和贷款。然后,四季度,境外主体持有的人民币股票、债券、贷款和存款资产余额均随市场行情出现了上下波动,其中股票资产还总体出现了702亿元的增幅。当然,这里面不排除因为年底国内金融市场企稳形成的股票和债券资产估值的收益。但从同期境外主体持有的境内人民币金融资产余额不低于2014年3月底的总体情况看,仍可谨慎判断境外对于人民币资产尚存兴趣,并非一个方向地坚决出清。实际上,从境外合格机构投资者(包括QFII和RQFII)和沪港通运行的情况看,随着A股调整后投资价值显现,不时有北上资金低点加仓或补仓。

另外,在人民币贬值的情形下,我国以美元计价的资本流出规模是高估的。如2015年6到12月,以美元计价的境外持有的境内人民币金融资产余额减少了1760亿美元,其中境外主体实际减持人民币资产折合1361亿美元,占到77%;其他近400亿美元是境外持有人民币资产的账面汇兑损失,并没有实际的外汇流出。

从香港金融管理局统计的当地(离岸)人民币存款数据看,自2014年底见顶10036亿元人民币以后,整体呈现下降趋势,到2016年1月底累计减少了1515亿元,降幅达15%。香港人民币存款下降,主要发生在2015年一季度美元指数强势过百和“8.11”汇改之后,这两

个时期的人民币贬值预期相对较强。其中,2015年一季度,人民币存款累计减少了516亿元,相当于整个降幅的34%;2015年8月至2016年1月间累计减少了1420亿元,相当于整个降幅的94%;其他月份人民币存款还是增加的,特别是“8.11”汇改之后,2015年11月和2016年1月当地人民币存款均出现了止跌企稳迹象。

四、主要结论和相关建议

第一,从各个维度看,无论是“藏汇于民”还是“债务偿还”都已取得了不同程度的进展。与亚洲金融危机平息之初、“7.21”汇改后人民币单边升值预期增强、美国量化宽松之初等几个关键时点的相关指标相比,有些方面的外汇分流或者债务去杠杆,已经趋近底部或者顶部的水平,显示有些指标的调整可能正在接近尾声,资本持续流出的动能在迅速消耗。市场需要改变单边线性思维,以为情况坏就会一直坏下去,而要树立正确的金融风险意识,控制好、管理好货币敞口。当然,也不排除市场环境恶化,还会有更加深度的调整。对此,绝不能掉以轻心。

第二,境内机构的外汇分流进展相对要快于境内个人,但外汇存款并非“藏汇于民”的主要方式。截至2015年9月末,我国对外金融总资产中,储备资产占比57.2%,较2011年3月末的高点低了14.5个百分点,这反映了外汇资产由国家集中持有向民间分散持有的演变。其中,货币存款和债券形式的对外金融资产仅占7.3%,远低于2006年末高点20%的水平。这意味着以外汇存贷比衡量的民间资产美元化的水平有所低估。当然,如果资本流出政策进一步放宽,则可能打开更大的民间资产多元化配置的空间。但若不出现一致性预期导致的境内企业和个人挤兑外汇的行为,那么我国仍然较为庞大的经常项目和直接投资顺差仍能够满足相关需求,而不会给人民币汇率带来太大的压力。

第三,“债务偿还”的推进程度有可能要快于“藏汇于民”,下一步外汇市场维稳的压力将主要来自外汇进一步分流。然而,限制外汇持有和使用是治标之策,根本上要通过加快国内金融市场发展,丰富金融产品、扩大交易主体、活跃市场交易,增强人民币金融资产的吸引力。这也是金融稳才能货币稳的应有之意。

第四,受国内经济下行和金融市场动荡影响,境外已开始减持在岸和离岸人民币资产,而且还有较大空间,是下一步“债务偿还”压力的主要来源。但是,境外投资者总体处于观望期状态,有关方面需要小心应对,注意市场沟通和预期引导,避免多重均衡状况下市场走向“坏”的均衡。

(作者为中国金融四十人论坛高级研究员)

“朱式2.0”或为宏观政策演变方向



王家春

2008年美国次贷危机爆发引发了“二战”结束后全球最大范围、最为剧烈的金融动荡与经济降温,也促使全球主要经济体采取了力度空前的刺激政策。8年过去了,尽管世界经济和国际金融体系总体上看上去比2008年“平稳”了很多,但是从本质上看,全球的整体风险变得更高,只是主要风险来源发生了重大变化。尤其是,除美国在2010年下半年基本上实现系统性风险“出清”之外,其他主要经济体的系统性风险在过去几年中一直在不断积累和上升,中国也不例外。

首先,房地产市场长远的供过于求格局已经形成。根据我们的估算,到2015年末,中国的城镇住宅总面积约为330亿平方米。按高收入国家人均35平方米的居住面积计算,330亿平方米足够9.4亿城镇人口居住,而2014年末城镇常住人口数量仅为7.5亿。《国家新型城镇化规划》提出的目标是到2020年常住人口城镇化率要达到60%左右。根据这一目标,到2020年城镇常住人口也只有8.5亿。

其次,大多数行业产能过剩严重,固定资产投资增速易降难稳。从钢铁、水泥、有色金属、采煤、煤化工、平板玻璃、造船、重卡、轮胎、纺织、服装、鞋帽等传统行业,到多晶硅、太阳能电池、风电设备等“新兴”行业,都存在较严

重的产能过剩。产能过剩率普遍高于30%,部分行业高达60%以上。2015年,固定资产投资增速已降至10%。普遍而严重的产能过剩意味着固定资产投资增速还有进一步下降的压力;通过扩大固定资产投资来抑制经济降温在绝大多数行业已没有着力点。

第三,隐藏的债务风险较大,对其被动“维稳”是一个越陷越深的泥潭。如果把过剩产能对应的债务定义为不良债务,可以粗略匡算当前的不良债务总额。个人匡算的结果是:2015年末不良债务额不低于44万亿元,占M₂的比重不低于31.6%,占银行和信托业资产总额的比重不低于21%。

换一个角度看,中国的宏观负债率(私人 and 政府债务总额与国内生产总值的比率)已由2008年末的150%上升至250%附近,这高于绝大多数发展中国家,也接近于意大利、法国等欧洲高债国。在经济增速已经下台阶的背景下,如此高的宏观负债率和隐藏不良率意味着整个债务体系的还本与付息在很大程度上只能依靠央行“印钞”。

对于上述债务风险,央行似乎可以无限期地通过“印钞”来支撑整个债务体系“带病”循环和膨胀。但是由于利息负担导致不良债务“指数化”膨胀,央行通过不断加大“印钞”规模来支撑不断膨胀的债务体系,只会使自己越陷越深。

第四,从长远来看,人民币汇率面

临一定的贬值压力。贬值压力主要来自三个层面:一是与其他货币相比存在“补贬”的压力。2010年以来,全球大部分货币对美元有较大幅度的贬值,但人民币汇率始终保持坚挺。2010年初到2016年3月,欧元对美元贬值超过10%,日元对美元贬值超过15%,印度货币对美元贬值30%左右,巴西、南非、俄罗斯货币对美元贬值50%以上,而人民币对美元升值5.3%左右。二是从制造业国际竞争力来看,人民币难以继续挺下去。波士顿咨询公司的数据显示,中国制造业综合成本已居发展中国家前列,高于印度、印尼、泰国、墨西哥等国。由于计划生育政策形成了非常特殊的人口结构,中国未来的人口老化速度在全球范围内是比较高的,这意味着中国制造业原先的成本优势将进一步向劣势转化。尤其值得警惕的是,在美国主导下,以TPP和TTIP来取代WTO已是大势所趋,由于TPP范围内将会实行“原产地规则”下的“零关税”,而且中国加入TPP的希望渺茫,中国制造业的国际竞争力受到TPP的严重冲击已不可避免。

三是中国外汇储备本身的特点使其具有快速“塌方”的风险。总体上,中国外储可能有三分之二以上是姓“外”的,一旦各种因素导致“热钱”和长期资本撤离,外储存在快速“塌方”的风险。

第五,如果外汇储备“塌方”,中国经济有可能陷入严重的滞胀。国内通胀率未来的变化将取决于以下三个因素:一是国际商品市场整体走势;二是过剩产能的出清程度;三是人民币贬值的程度。在这三个因素中,由于过剩产能的出清很可能是一个比较漫长的过程,国际商品市场整体走势和人民币贬值这两个因素将更为关键。从世界经济大环境来看,在未来若干年内,国际商品市场出现新一轮整体性牛市的可能性不高。但是如果国际商品市场阶段性止跌反弹与人民币贬值引起的进口成本上升相叠加,就很可能带来阶段性“滞胀”。

尤其值得警惕的是,从工业体系到居民生活,中国基础商品的进口依赖度已经很高,如果没有足够的外汇储备来支撑进口,国内市场就很有可能在某种程度出现基础商品的短缺。同时外汇储备过低可能引起某种程度的失控性贬值,由此带来进口成本大幅上升,进而引发严重的通胀压力。

面对上述问题,未来宏观调控政策有两条路可以走。第一条路是延续2008年以来的“被动维稳”和“短期相机主义”政策框架,以不断推高未来风险为代价,继续“加杠杆”,竭力守住泡沫不

破。第二条路是借鉴“朱镕基时期”的宏观政策风格,以“朱式2.0”宏观政策应对和化解中国经济面临的空前严峻的系统性风险。

这里不妨简要回顾1993-2000年,朱镕基主持经济工作期间所采取的部分宏观调控措施。

一是1993年下半年,针对当时东南沿海等地区的经济过热,主动紧缩银根,避免了泡沫的进一步膨胀和蔓延。二是在1994年1月,将人民币对美元汇率一次性由5.8贬值至8.7,贬值幅度高达33%。在当时的环境下,这一措施对刺激出口增长和对冲泡沫破裂所带来的经济降温起到了显著作用。三是主动“归集”和“切除”银行体系的坏账风险。继1998年8月财政部发行2700亿元特别国债用于补充四大国有商业银行资本金之后,又在1999年设立了华融、信达、东方和长城四家金融资产资产管理公司,由其按账面原值收购银行体系1.4万亿元不良贷款,从而实现了银行体系部分不良贷款的快速“切除”。

概括起来,“朱镕基时期”的宏观调控政策具有三个特点:一是直面而不掩盖或回避重大风险与矛盾;二是不企图饮鸩止渴或以纸包火;三是敢于根据需要果断使出“新招”和“狠招”。

当前中国经济所处的国际环境比“朱镕基时期”差很多,内部风险的广度与程度比那时大很多,有必要品味和借鉴“朱镕基时期”的宏观政策风格,尽快从以往的“短期相机主义被动维稳”转向“朱式2.0”宏观政策。具体而言,至少包括以下几个方面:

一是在政策导向上由前几年的以提高未来风险为代价“全力守泡沫”转向“主动去泡沫”。

二是以守住足够的外汇储备和提高中国产品在国际市场的竞争力为目标,对资本项下的外汇流出采取适当的管制,并且通过快速贬值去除人民币汇率中的泡沫。

三是从各城市人口趋势及房地产市场长期供求格局出发,制定合理的房地产开发规划;对于房价存在明显泡沫的城市,主动引导房价合理回落。

四是中央财政与央行主动“归集”和“承接”金融体系的信用风险;对“永久性过剩产能”主动关闭,并核销其对应的不良债务;对于具有超前建设性质的“阶段性过剩产能”所对应的阶段性不良债务,则采取大幅度展期、减息和债转股等措施。

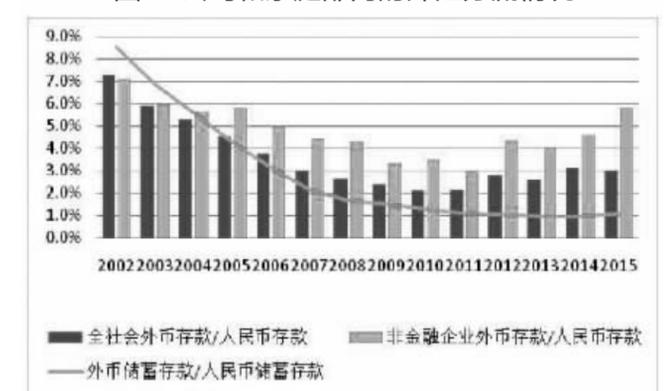
(作者为中国人保资产管理公司首席经济学家)

图1: 外汇贷存比和境内外汇贷款/外汇存款



资料来源:CEIC;中国人民银行

图2: 公司和家庭部门的外汇分流情况



资料来源:CEIC;中国人民银行