

# 加强流动性管理 化解金融系统风险

张茉楠

去年10月份以来,中国银行间市场又出现了类似6月份那样的利率急速飙升,十年期国债收益率大幅攀升,甚至在11月底超过4.7%,不仅超过2007~2008年水平,更一度逼近2004年历史高点。在央行货币政策收紧和美联储渐进QE背景下,是否意味着中国的“明斯基时刻”正在到来。

当前来看,中国实际利率大幅上升背后所反映出的结构失衡与金融脆弱性远比利率上升本身更值得高度重视,从这个角度讲,利率上升并不是风险的原因而是结果。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经济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。

处在经济周期的上升期,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其经营规模则不断扩大,在债务滚动之上完成支付需要,转变为庞氏融资。根据国际清算银行的数据,截至2012年末,中国非金融企业的负债率是GDP的139%(含地方政府下属的以法人形式存在的平台公司),相比2008年底提升了约40个百分点。在全球26个有可比数据的主要国家和地

区中债务负担排名第四。

整个社会中投机和旁氏融资的比重越大,金融系统就越脆弱。因为在高杠杆条件下,由于资产依靠负债驱动,一旦负

债的结构被确定,那么除非资产结构在额度和期限上与负债结构完全匹配,否则资产和负债的“错配”问题就将出现。2008年国际金融危机以来,包括政府、企业以及金融机构在内的所有部门负债率大幅上升。由于地方政府对融资成本不十分敏感,这使得地方政府债务和房地产负债变成一种低风险、高收益的资产。特别是在房地产价格持续上升的带动下,三季度房地产开发贷款同比增长14.9%,远超行业中长期贷款4.1%的增长,房地产和城投融资对其他信贷融资形成挤压,在总量信贷控制下,推升了实体融资成本。

事实上,2013年以来,制造业等实体经济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,全国规模以上工业企业主营业务平均利润率只有5.2%左右,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。实体经济的融资成本上升几乎难以覆盖资金成本上升所带来的压力,导致虚拟与实体利润鸿沟不断扩大,以钱生钱的投机气氛浓厚。

2013年上市公司中报情况显示,上市公司利息支出占EBIT(息税前收益)的比重约为31%,ROIC(投入资本回报率)与资金成本倒挂情况严重。

如果以非金融部门的存量债务规模计算,年利息支出逾5万亿元,占全年社会融资规模的三分之一,这也解释了为何社会融资规模与GDP增长背离,因为大量的资金事实上是用于偿付债务,而不是用于实体经济生产,形成恶性循环。

从未来趋势看,融资成本的上升又恰好与中国利率市场化不断演进、储蓄与投资缺口收敛以及外部流动性供给下降不期而遇,中国将不可避免地迈入一个利率上升的大周期。国际经验表明,利率市场化初期,无论是发达国家还是发展中国家,利率普遍上升。世界银行统计数据显示,以名义利率衡量的20个国家中,15个国家名义利率上升,5个国家名义利率下降;以实际利率衡量的18个国家中,17个国家实际利率上升,仅1个国家实际利率下降。

国际经验表明,利率市场化程度越高,金融外部性越强,因此,出于维护金融稳定的需要,金融管理部门有必要进行科学的、符合市场规律的流动性和利率风险管理。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。比如针对特定行业,可有针对性地加大再贷款或再贴现的定向支持;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。另外,治理和改善金融部门、非金融部门资产负债表,控制中国经济杠杆率过快上升势头,积极发展债权融资等直接融资市场,对于降低金融系统性风险,维护金融稳定变得尤为重要。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

■鹏眼|Huang Xiaopeng's Column|

## 中国版“房利美”能不能美起来?



黄小鹏

近日有媒体报道说,人民银行总行、中国银监会、住建部等部门已经着手研究设立住房政策性金融机构的可行性方案,其定位类似于美国房利美。

设立一家住房政策性金融机构,这个主意前些年偶尔有人提出,但社会公众和媒体反应很冷淡。此番突然曝出这个新闻,背后的出发点为何,外人暂不得而知。但在房价对多数老百姓已经显得高不可攀的背景下,类似的建议想必还是能得到一些人的拥护。但拟议中的中国版房利美能不能真的美起来,则是一个大问号。在此,笔者觉得有必要先了解一下原版房利美的“内幕”。

曾经有一个机构势力强大到了连小布什总统和当时在任的美联储主席格林斯潘都奈何不得,撼动不了,猜猜这是哪家机构?估计很少人会猜到是房利美。众所周知,小布什是共和党人,信奉自由经济,对当时房利美利用政府隐性担保,与政府之间有牵扯不断的关系感到很忧心,欲切断它与政府之间的联系,结果不了了之。同样,格林斯潘的自由放任在金融危机爆发后备受批评,但很少人知道他早在2004年就对“两房”的野蛮成长提出过严厉警告和批评。不论是手握大权的总统,还是一言九鼎的格老,都奈何不了房利美,只能任由它在房贷新上一路狂奔,最终酿成大祸,耗费纳税人数千亿美元加以救援,人们不禁要问:房利美的超强能量从何而来?

为了解答这个问题,在此笔者要向大家推荐一本书,书名叫《鲁莽濒危——野心、贪婪与私欲如何引致经济末日》(作者为格莱金·摩根森和约书亚·罗斯纳)。那些正在研究中国版房利美可行性的先生们,如果没有看过该书的话,我也强烈建议他们看一看。

《鲁莽濒危》详细介绍了房利美在由政策性金融体系中缺少住房政策性金融这一环,让一些人始终视为一大遗憾,但无数事实告诉我们,政府介入市场应当慎之又慎。那些从良好动机出发的政策,最终变成一地鸡毛的不在少数,甚至有些变成一杯苦酒或一场灾难,经济适用房就是前车之鉴。让市场发挥决定性作用,除了下狠心做减法,更不能时时想着做加法,何况想做的加法,是人家一直想做减法而一直没做成的呢。

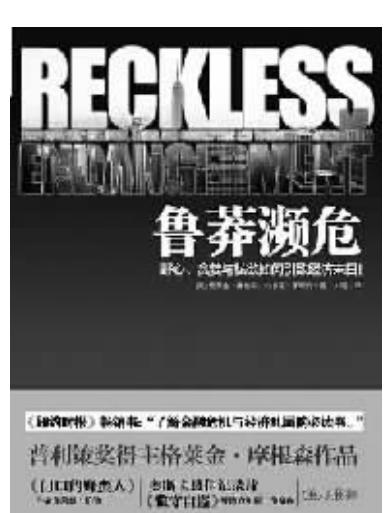
时自有住房率64%提升到2000年的70%。由于老百姓从科技革命中受益不均匀,贫富差距拉大,要搞“居者有其屋”,美化政绩,笼络民心,自然只得求助于金融机构。直白地说,就是老百姓没钱,贷款来帮忙。其后的小布什政府延续了克林顿的做法。十分有利的政策环境让房利美如鱼得水。它运用政府隐性担保,低成本发行债券,获得资金,加上税收优惠,这样它就能以比商业机构更低的利率向部分民众提供房贷。

为了扩大业务,赚取丰厚利润,为以CEO为中心的管理层谋福利,房利美经营激进,降低首付,简化流程,把房贷新业务向传统上难得获得信贷的低收入群体延伸。这样,它受到了一部分民众的高度欢迎,公司业务也是越来越兴旺,管理层也像私人企业一样年分到大红包。

但别忘了,美国是一个存在“思想市场”的国家。房利美与政府之间扯不清的关系、它开展业务的激进做法、它管理层的高薪厚禄,它在华盛顿进行游说时大撒金钱的做法引起了人们的警觉。不论是媒体,还是政治圈,批评和警告的声音从来没有断过。很早就有人预言,这种体制虽然短期可以让老百姓少付点利息,赚点小便宜,但却潜藏着巨大的风险,一旦金融市场出事,纳税人将为之付出巨大的代价。这些批评可谓是极有预见性,后来事情的演化证明了这些预言的准确性。不过,在政治圈混过一些日子的CEO约翰逊每次都能摆平各种批评,每次来自国会山的压力都能平安度过,包括前述的小布什和格林斯潘,都没能撼动它的这种政商不分的体制。

约翰逊到底有什么秘密武器?其实就两个:一是游说,二是民意。他利用政府隐性担保和税收优惠,在市场上赚取丰厚利润,又从利润中拿出一部分钱来进行各种游说。但最主要的秘密武器还是民意,每当国会有人提出要检讨这种体制,或提出要把切断房利美与政府关系彻底私有化的时候,约翰逊就挟民意以自重,发动它的客户,即那些享受着低息贷款的民众给国会写信、请愿。国会中的议员自然不敢得罪这些既是低利率房贷受益者,又是选民的人。其结果可想而知,就这样房利美在人们的担忧、批评中一路狂奔,终于将美国房贷新市场推至一个不可持续的高峰,然后轰然坍塌。那些本没有条件买房的人指望通过贷款提前进入中产阶级,最终只是一场梦,不仅如此,一批本来是中产阶级的人生活也因金融危机而被毁了。

也许这只是他国的故事,也许中国政策性金融体系中缺少住房政策性金融这一环,让一些人始终视为一大遗憾,但无数事实告诉我们,政府介入市场应当慎之又慎。那些从良好动机出发的政策,最终变成一地鸡毛的不在少数,甚至有些变成一杯苦酒或一场灾难,经济适用房就是前车之鉴。让市场发挥决定性作用,除了下狠心做减法,更不能时时想着做加法,何况想做的加法,是人家一直想做减法而一直没做成的呢。



## 中国首个万亿美元省的启示

余丰慧

中国首个万亿美元区域经济体横空出世,2013年广东GDP首次突破1万亿美元。与此同时,广东进出口总额也突破万亿美元。2013年广东GDP和进出口总额分别占中国总量的10%强和26%左右,成为名副其实的经济第一大省。

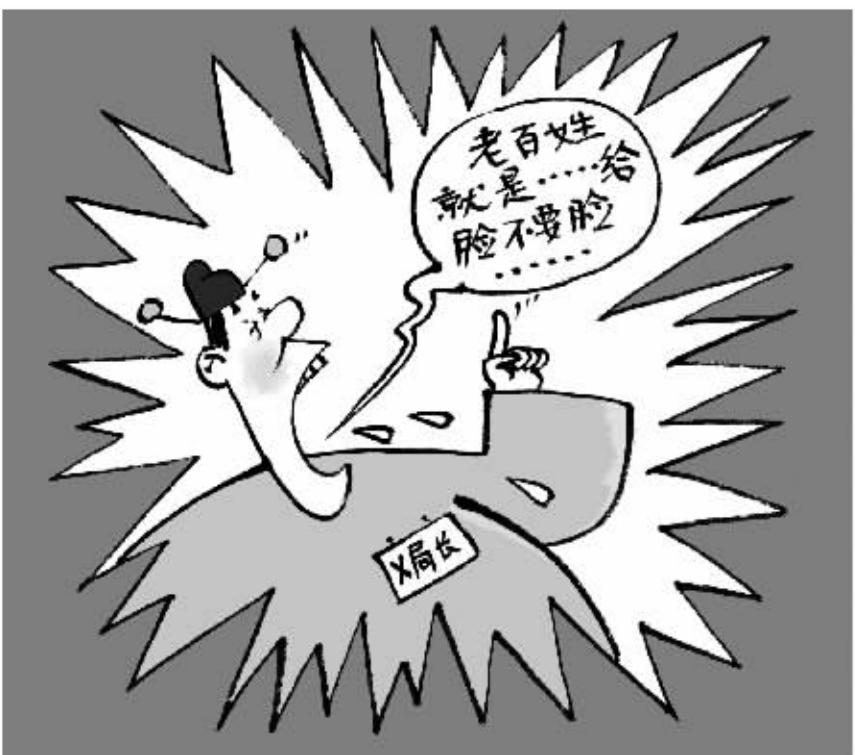
广东是中国改革开放的前沿阵地和领头羊,有着外向型经济的独特优势。改革开放30多年来,广东经济率先发展崛起,走在了全国前列,给整个中国创造了大量就业机会,并且带动中国经济快速发展。2008年金融危机使得广东经济遭受了巨大考验。

必须看到,广东经济发展未来面临的困境犹在,困难仍然很大。粤东西北采取的“交通设施、产业园区、城区扩容”三大抓手发展思路,说到底还是资本资金大投入模式。经验表明,经济增长如果仅靠资本积累和资金投入,而没有技术变革,那么,经济增长和生活水平的提高过程最终还是会停滞的。

广东人力资源、自然资源优势在消失,资本投资又不可持续,只能依靠技术革新和进步。这是未来广东经济乃至中国经济的唯一出路。广东珠三角的“腾笼换鸟”关键在技术革新和技术创新这只鸟是否能够换进来。因此,与产业布局重点确定为“三二一”,即以第三产业为主导相比较,广东未来技术革新和创新能否取得实质性突破,是经济增长能否持续的关键。

因此,广东经济发展的持续力和后劲在于咬定技术革新创新这个青山不放松,舍此没有别的更好出路。而广东经济版图也折射出中国经济的整体状况,在劳动力红利下降、资源能源制约、环境成本压力大、国际环境不佳等不利于因素情况下,中国经济发展引擎也要痛下决心,转到技术创新上来。

### 吉林四平电力局官员骂“老百姓不要脸”



辱骂百姓不要脸,官员霸气冲云天。民众问政无巨细,公仆答疑须恭谦。整改总在曝光后,防范当于出事前。监督缺位权失控,主仆易位是病变。

王铎/图  
孙勇/诗

## 人民币国际化不能过于依赖离岸市场

朱凯

近几年来,人民币国际化取得了很大成绩。截至今年,传统贸易融资中的人民币计价结算率已跃居全球第二,国际清算银行(BIS)统计的2013年人民币在全球外汇市场的交易量,也首度进入了前十名。

在人民币国际化的这一“成就”的背后,汇率高估导致工业“空心化”、人民币国际化的路径问题也引发了很多关注和质疑。

我们有必要回顾一下美元、日元或者曾经的德国马克,它们在走向国际化道路的过程中遇到过哪些问题?

实际上,19世纪末到上世纪60年代~70年代期间,上述国家在推动本币国际化时都曾经历工商业者抵制,更遑论由政府、媒体出面来做大力推动了。归根结底,其本国工商业者担心随着国际化的推进,本国货币的需求激增,将不可避免导致本币

升值,并对本土工业造成致命打击。他们认为,本国工业化尚未在全球占据相应的优势地位之前,不可轻易让本币升值。

因此有经济学家提醒,目前人民币过快单边升值将会加剧国内工业“空心化”,那些可贸易程度越高的行业所集中的地区银行坏账压力正与日俱增,应引起相关部门重视。

早在1890年前后及1920年前后这两个关键阶段,从其国内生产总值或工业竞争力等角度去评价的货币实力,美元实际已可以达成国际化程度,但由于受到国内的巨大阻力,直至第二次世界大战结束后,才在美国财政部怀特等少数精英的推动下,令多数国家货币盯住美元,实现了时至今日的美元“霸主”地位。

日本对日元国际化也是“极不情愿”的。本世纪60年代日本经济崛起后,他们没有推行国际化,直至80年代美国强硬推进了日元的升值。同样,德国马克在

欧元区甚至在全球的国际化推进,也是非常缓慢的。不禁要问,我国目前的人均经济水平、工业技术竞争力,难道比1970年代末的日本和德国还强大吗?如果答案是否定的,那举全国之力来加快推行人民币国际化,可能就是不太合适的。

另一受质疑之处是,人民币国际化迄今以来的绝大部分“成就”,主要是离岸市场而非本土市场带来的。

更多依靠“外面”的离岸市场人民币交易来推动的国际化,可能永远无法实现质的飞跃。

上海银监局副局长张光平在其所著《人民币国际化和产品创新(第四版)》一书中,多次提及我国当前人民币国际化所面临的困境。该书提出,人民币在全球外汇市场中的交易量数据会因为统计口径问题存在前后矛盾。国际清算银行(BIS)2013年最新排名显示人民币在全球外汇交易中的规模已占到总量的2.2%,首次跻身前十位。

除了BIS官方数据排名,根据人民银行公布的相关数据还可以倒推出另一个境内口径的排名。2010年至2013年的4年间,BIS口径的人民币全球交易量占比分别为0.9%、1.3%、1.8%和2.2%,但境内口径的人民币日均成交额占比分别为0.64%、0.70%、0.76%和0.83%,排名应为第二十一、第二十一、第二十和第二十位,远低于BIS公布的结果。

交易量显示货币真正意义上的流动性状况,把上述两种口径的统计结果相减后可以得到离岸市场交易量,近4年来它分别占到全部市场份额的29%、46%、58%和62%。这说明,离岸市场逐年快速递增,幅度远高于境内市场,这种情况不是很正常的。

根据哲学原理,外因是变化的条件,内因是变化的根据,外因要通过内因而起作用,如果严重依赖离岸市场人民币交易这一“外因”来推动的国际化,可能永远无法实现质的飞跃。

鲁莽濒危  
——野心、贪婪与私欲如何引致经济末日

作者:  
格莱金·摩根森  
约书亚·罗斯纳

上海财经大学出版社