

信贷井喷“潜伏”五大经济风险

今年前几个月,银行贷款连续呈现出“大投放,高增长”态势,1-5月份新增人民币贷款达到了5.84万亿元,并已超过全年5万亿新增贷款目标的下限。地方政府的推动、银行自身的冲动、市场需求的拉动及货币政策的驱动等因素是导致信贷井喷式增长的主要原因。

但是,信贷井喷式增长可能存在的问题和潜在风险也不容忽视。第一,信贷高速增长支持经济复苏不可持续;第二,如果信贷资金部分流入股市或楼市,无疑会增加信贷风险;第三,信贷投入对改善就业和刺激消费影响比预期要弱;第四,信贷高速增长下更需加强银行风险管控;第五,信贷急剧扩张将导致新的产能过剩和资产泡沫。

◎王敏

今年前几个月,银行贷款连续呈现出“大投放,高增长”态势,1-5月份新增人民币贷款达到了5.84万亿元,并已超过全年5万亿新增贷款目标的下限。地方政府的推动、银行自身的冲动、市场需求的拉动及货币政策的驱动等因素是导致信贷井喷式增长的主要原因。

管理层多次强调,为了确保经济增长,维持适当宽松的货币政策,支持工业、投资、消费等继续保持较快增长势头,以发挥扭转去年以来经济急剧下滑的关键作用。但是,信贷井喷式增长可能存在的问题和潜在风险也不容忽视。

第一,信贷高速增长支持经济复苏不可持续。信贷井喷式增长,与政府刺激内需和减缓经济下滑密切相关。因为,政府投资项目大都是中长期基础设施建设,但项目投资需要资金的持续投入。现在,我们既要防止各地方借扩大内需之名,急于上项目和盲目铺摊子,又要做好项目的规划和资金的安排,防止“两高一资”项目死灰复燃。

当然,信贷高速增长增加了对通胀预期。当通胀压力促使货币政策作出调整时,就会对一些项目后续资金的持续投入产生一定的影响。如果项目资金跟不上的话,自然会产生一些“半拉子工程”。

而且,目前政府干预下投资计划会造成“国进民退”,并将进一步扭曲本已不合理的经济结构。

从长期来看,由政府宽松的信贷政策推动的信贷增长是不可持续的。

第二,如果信贷资金部分流入股市或楼市,无疑会增加信贷风险。目前,尚难跟踪或了解海量信贷资金的结构与流向。不过,一些数据显示,新增贷款的主要部分是投向了政府支持的一些基础设施,还有一部分信贷是通过“借新还旧”等方式缓解了企业的资金紧张压力。

但是,鉴于目前市场需求萎缩,经济仍处于去库存化阶段,生产性投资和民间投资仍然较为谨慎。如果信贷是流向中小企业或其他有利于内需扩大领域,将是非常有益的,但如果信贷资金流入股市或楼市,无疑会增加信贷风险。

第三,信贷投入对改善就业和刺激消费影响比预期要弱。从各大银行的信贷投向和结构来看,一季度新增贷款主要投向了基础设施建设(铁公基)、民生工程和政府背景企业和项目,贷款期限向中长期贷款和政府支持的项目集中,迹象明显。从一些企业的反馈来看,市场销售不佳或找不到合适的投资项目,

企业已主动压缩生产规模,提前归还贷款或推迟贷款。在没有其他更好选择的情况下,许多银行将资源集中在由政府信用担保的固定资产投资项目、为数不多的优质企业及低风险的股票融资业务上。如果信贷增长无法带动社会公众的消费需求增长,那么通过政府投资来拉动经济增长是难以持久的。而且,这样的信贷结构会对实体经济尤其是中小企业产生显著的挤出效应。

今年一季度数据显示,消费仍保持平稳增长。在一季度GDP增长6.1%中,消费的贡献占到了4.6%,这是个可喜的迹象,但分析后发现,农村市场的消费增长贡献要大于城市。其中,农村消费增长主要是依赖于家电下乡和汽车下乡拉动,但我们担心这样的消费增长不可持续。

另外,目前的财政政策和货币政策并没有惠及到能解决就业问题的中小企业和服务业,仍然没有有效缓解中小企业和涉农贷款融资难压力。

第四,信贷高速增长下更需加强银行风险管控。在企业亏损加剧、外需萎缩、价格下行的环境下,银行信贷对经济复苏的支持至关重要。但是,在保增长、保就业的特殊时期,在积极放贷支持地方经济建设的同时,银行也必须控制和把握好信贷风险。

有一些问题值得关注,银行信贷投放在风险控制 and 风险定价方面是否有充改进和预防?对于不同产业的供求关系变化,银行是否能避免过将信贷资金投入过剩产业及过剩产业中的劣势企业?金融资本在产业领域是否得到了合理配置?能否严格把握信贷的三查制度,项目资本金是否到位?贷款是否会被挪作他用?等等。由于不慎借贷所引发的次贷危机影响仍在咫尺,我们是否还会重蹈覆辙?

从不良资产与经济周期之间的历史波动轨迹来看,大部分不良贷款通常都是在经济景气度迅速上升时期放出去的,一旦经济会出现较大起伏,高速增长下的信贷必然会产生大量新的不良贷款。近期,银监会也表示,在促进银

行业加大信贷支持力度的同时,也必须高度关注银行信贷快速扩张中可能出现的管理弱化和不审慎等行为。

第五,信贷急剧扩张将导致新的产能过剩和资产泡沫。实际上,在中国宏观经济波动中,产能过剩的产生不会是第一次,也不可能是最后一次。但是,以往的情形是中央政府采取宏观调控“踩刹车”,而地方政府则以投资冲动“踩油门”。在目前的非常时期,中央和地方政府一起“踩油门”,这一现象在中国经济发展历史上是罕见的。

在世界经济尚未走出低谷情况下,内需和外需的复苏都需要一定的时间和信心的支持。当下信贷的超常规增长和大量投资的超前投入,会不会引发新的产能过剩风险和通胀风险?产能过剩是否会到对银行业产生负面影响?在宏观调控上,如何避免政策的急速调整带来经济的大起大落及“一控就死,一放就乱”的局面产生?这些问题都值得思考。在当前急需以内需替代外需的形势下,通过扩大内需来积极吸纳过剩产能、促进结构调整和优胜劣汰,这是我们政策的初衷。目前,经济回暖迹象明显,但主要是由政府项目的财政投入与地方的配套资金推动,而不是一种来自于消费需求拉动的内生性增长。

目前,由于存在需求减少、投资增长过快和生产制造业迅速复苏等,我国将可能会出现产能相对过剩现象。而最终产品的需求不足和信心不振,是目前私人部门投资疲软和开工不足的根本原因之一,这主要不是由于信贷方面的制约造成的。在这种情况下,需要的解决的根本问题是要解决好市场需求疲软问题,包括订单缺乏等实际问题,而不是如何让企业更容易获得银行贷款。

因此,仅靠银行信贷的大量投入,还不足以刺激私人部门的投资增长和居民消费的复苏。鉴于此,我们不能太过于寄希望于经济刺激的短期效应,而是要持续、耐心地等待经济的回暖。

从某种程度上讲,信贷投放过多更容易推动各地的重复建设,盲目上马项目,甚至会使“高耗能、高污染”的项

目死灰复燃。因为,从金融的角度来看,相对较低的利率水平与相对宽松的信贷政策,是形成产能过剩的重要原因之一。如果中央和地方政府在机制与利益上目标不一致,短期的利益驱动就会扭曲产业领域的信贷政策和市场信号,大规模的资源错配风险就会上升,扭曲的信号和资源配置将会保护落后产能,这样就很难达到产业整合和升级的目标。

值得警惕的是地方政府的过度融资问题。通过政府背景的大项目投资来拉动经济增长和稳定信心固然重要,但政府过度干预的负面影响较大和后遗症也较多。正因为如此,目前美国政府已开始考虑让政府的干预逐步、有序退出市场,政府救助的企业资金和股权在经济稳定后也逐步归还。在每次危机中,中国是加强了政府干预,且政府干预的退出机制一直未能有效建立。对银行信贷来说,地方政府的信誉和还款能力一直是个问题,而银行在与地方政府谈判时通常处在劣势,难以按照客观的放贷标准和常规的风险控制进行管理,日后也往往可能会造成银行的大量不良贷款。

最后,信贷过度投放还会带来资产价格泡沫的后果。目前,全球金融危机已转化为实体经济危机,实体经济的复苏尚需时日。从目前来看,财政政策和信贷刺激是目前治疗危机的唯一有效药方,是药都有三分毒。但是,我们仍然要考虑政策实施可能产生的一些后遗症,并及早做好准备。

当前,经济随着去库存化的持续发展,企业面临的现金流压力也大为减轻。在实际需求仍然疲弱以及可持续的扩张性宏观刺激政策作用下,中国经济将进入货币过剩、财政刺激、低物价和低利率长期共存局面,考虑到产能过剩可能会带来企业扩张意愿下降,大量未进入实体经济领域但又寻找机会的社会资金,将转战进入股票和房地产市场,由此会造成房地产和股票等资产价格泡沫。这个问题日后会更加引人注目。

(作者单位:广东银监局 本文不代表所在单位意见)

国际货币体系改革凸显“美元问题”风险

改革国际货币体系,建立超主权的储备货币体系,这一问题随着金融危机的深化而日渐突出。但在浮动汇率制下建立超主权储备货币,存在两大问题:一是在浮动汇率制下,超主权货币币值同样具有内在的不稳定性,无法克服美元汇率频繁波动问题;二是超主权储备货币面临如何满足各国的对外清偿力,以及如何充分发挥储备货币的功能问题。所以,建立超国家的储备货币问题将是一个长期过程。

短期内美元的霸权地位难以撼动,“美元问题”短期内将继续存在:第一,美元贬值问题;第二,持有美国国债的风险问题;第三,美联储货币政策面临的难题;第四,美元币值变化导致国际大宗商品价格的剧烈波动。

◎陆前建

建立超主权储备货币体系任重道远

目前美元仍然是国际上的主要货币,而且还没有那一种货币能够完全替代美元,但是美元兑换黄金的约束已经没有了,所以美元扩张的内在冲动比以前更强了,美元流动性泛滥带来的风险全部由美元储备的国家自己承担和消化。

虽然目前没有办法改变美元独大的地位,但各国正在不断努力,力争改革国际货币体系,我国政府早就强调要建立国际金融新秩序。周小川行长提出,建立超主权储备货币体系的构想,迅速得到世界很多国家的响应和支持,如俄罗斯、巴西和联合国等新兴市场国家和社会都纷纷表示赞同中国的建议。这表明,许多国家都希望能够改革长期以来美元主导的国际货币体系。

美元储备货币存在的问题由来已久,最近美联储采取量化宽松政策收购美国国债,更引起市场人士的担心,全球货币开始印钞机,意味着美元贬值和全球通货膨胀可能会再度发生,人们对美元储备货币体系的改革更加关注。

从理论的角度来看,改变美元主导国际货币体系主要有以下几种方式:一是用新的国际储备货币替代美元;二是创立多元化的储备货币替代美元;三是建立多元化的国际货币体系,建立相互制约、相互竞争的国际货币关系;四是建立全球单一货币体系,各国货币退出流通。

目前,能否用其他国际货币替代美元主导地位,应该说仍然存在一定的困

难。因为,除美元外,目前其他国家货币如欧元、日元和英镑等还无法与美元抗衡,还不能够替代美元。就算将来其中某一货币发展到能够替代美元作为主导货币,也无法从根本上改变国际货币体系。因为,这几种国际货币也都与美元一样,都是一国主权货币,美元存在的缺点,在这些货币身上同样还会存在,并不能从真正意义上改革国际货币体系。

我国央行行长周小川提出,要建立超国家的储备货币如特别提款权来替代美元,希望特别提款权能够克服一国货币作为国际储备货币的缺点,克服某一货币存在的缺点,充分发挥超主权储备货币的作用。尽管周小川行长的提议在国际社会产生了巨大的反响,也得到了许多国家的赞同和认可,但笔者认为建立超国家的储备货币问题将是一个长期过程,其最终目标是要实现全球单一货币“世界元”,就像欧洲货币单位一样,为最终实现欧元服务。

在浮动汇率制下建立超主权储备货币,难以克服美元货币所存在的问题。

一是在浮动汇率制下,超主权货币币值同样具有内在的不稳定性,无法克服美元汇率频繁波动问题。国际货币基金组织每天要确定特别提款权对美元汇率,然后再根据市场汇率,套算出特别提款权对其他货币的汇率,特别提款权对这些货币的汇率都是变动的,币值也是不稳定的。由于这些主要货币之间汇率都是浮动汇率,随着这些货币之间汇率的波动,特别提款权对这些货币汇率也将是频繁波动。

二是超主权储备货币面临如何满足各国的对外清偿力,以及如何充分发

挥储备货币的功能问题。特别提款权的创造是有限的,IMF不是货币发行机构,只能有限地创造特别提款权。即使IMF能够以各国外汇储备作为准备发行特别提款权,但一旦IMF把这些外汇储备资产再投资到国际金融市场,全球货币将会进一步扩张,仍然没有改变美元储备货币滥发的状况。此外,特别提款权不是任何一国的法定货币,也不能流通,仅仅依赖IMF的信用,难以充分发挥特别提款权的计价、支付和储藏功能。即使将来规定特别提款权能够充当前国际贸易和投资的计价货币和结算货币,如果其他各国货币没有退出流通,特别提款权和其他国家货币之间汇率变动同样会导致国际金融市场和商品市场的大起大落,美元存在的问题在特别提款权身上同样存在,建立超主权储备货币的作用会大打折扣。

建立超主权的储备货币的根本意义在于,引领国际货币体系最终走向世界单一货币,彻底消除一国货币变动的影响,如欧洲货币单位就是欧洲货币联盟走向“欧元”的重要途径。欧洲货币单位类似于特别提款权,欧洲经济共同体每一国货币和欧洲货币单位挂钩,各国货币之间采取固定汇率制度。实际上,创立欧洲货币单位就是为了维持稳定的欧洲货币体系服务的,欧洲货币单位是由德国马克、法国法郎、英国英镑、意大利里拉等货币加权组成的,欧洲经济共同体成员国使自己的货币与欧洲货币单位保持某一固定水平,并据此套算出各成员国之间的货币比价,它是固定汇率体系,为最终实现欧洲单一货币打下了良好的基础。

值得指出的是,周小川行长的建议也激起了人们对“世界元”的探讨,建立超主权的储备货币设想,有利于国际货币体系改革最终走向全球单一货币。因此,希望把建立超主权储备货币作为创建全球单一货币的前站,最终实现全球单一货币。

美元短期面临四大问题

应该说,改革国际货币体系是许多国家的共识,但国际货币体系的改革涉及到许多技术和制度设计安排,不可能一蹴而就。笔者认为,目前建立多元化国际货币体系是国际货币体系改革的一个现实目标,短期内美元的霸权地位难以撼动,“美元问题”短期内将继续存在。从现实角度来看,“美元问题”主要涉及到以下四个方面。

第一,美元贬值问题。美元既是一国的货币,又是世界的货币,作为一国的货币,美国为了刺激经济,采取扩张性的货币政策,美元的供给会不断增加;作为世界的货币,美元的供应必须满足世界经济和国际贸易增长的需要,各国又渴望得到更多的美元。

这样对于一些发展中国家,便出现了一种进退两难的状况:为满足对外贸易和增加国际清偿力,希望增加持有美元;随着持有美元增加,美元供给过多导致美元贬值对该国的冲击就越大。这是当前国际货币体系的内在不稳定性,其根本缺陷是美元的双重身份和美元币值的内在不稳定性。

从1944年布雷顿森林体系确定1盎司黄金等于35美元贬值到目前1盎司黄金接近1000美元左右,说明以黄金计价的美元币值是不下降的,这种内在的币值的不稳定性相当于美国对持有外汇储备的国家征收了一定的通货膨胀税。美元币值的稳定需要美国增强本国的政策约束,不能采取过度扩张性的宏观经济政策使得美元走强,但美元作为一国的主权货币,别国是很难干涉的,一旦遇到经济问题,美联储就有内在扩张的冲动,国内的目标是放在第一位,美元供应的不断增长将导致美元币值不稳定,贸易逆差扩大,而美元贬值将导致其他国家持有的美元外汇资产缩水。

第二,持有美国国债的风险问题。对于大量持有美国国债的国家而言,面临资产调整的困境。如果卖出美国国债,美国国债供给增加,价格会下降;如果继续持有美国国债,美国大量发行美元,美元贬值的可能性上升,持有的美国国债将缩水,这是一种进退两难的局面。

目前,金砖四国“外汇储备总量已达2.8万亿美元,其中购买了大量的美国国债。如果大规模抛售美国国债,将会导致美国国债价格下降,美元储备资产缩水,这本身并不符合“金砖四国”自己的利益,美国国债和各国利益是捆绑在一块的。

如俄罗斯总统梅德韦杰夫最近曾提出“世界需要更多种储备货币”,引发了“美元恐慌”,随后6月16日俄财长库德林又称目前美元“状态良好”,并进一步表示美元作为全球储备货币尚无替代品,美元贬值将导致美元外汇储备资产缩水。同时,金砖四国“为了规避美元贬值风险,提升在国际金融领域的影响力,还积极参与购买IMF发行的债券,如5月末俄罗斯宣布计划购买100亿美元IMF债券;据报道,6月5日

中国外汇管理局表示愿在安全、收益合理的范围内购买不超过500亿美元IMF发行的新债券;巴西也已承诺购买100亿美元,印度也将购买100亿美元以上的IMF债券,而购买IMF债券也是对美国国债投资的一种替代。

第三,美联储货币政策面临的难题。在国际金融危机的冲击下,美联储需要采取扩张性的宏观经济政策刺激经济,如美国通过量化宽松政策,通过购买美国国债和其他债券来扩张货币。

3月18日美国联邦储备委员会决定计划大手笔购买1.15万亿美元债券,其中包括高达3000亿美元的美国长期国债、7500亿美元的相关房产抵押债券以及1000亿美元的房贷机构债券,美国开动印钞机扩张货币,市场普遍预期美元会贬值。

一旦经济形势好转,美国就计划退出量化宽松政策。目前,关于美联储是否退出量化宽松的非常货币政策也存在一定的争议,由于美国经济前景仍有很大的不确定性,如果此时放弃积极的宏观经济政策,可能导致经济形势恶化,因此美联储可能会等到看到经济复苏的积极信号,才会退出量化宽松政策,但此时通货膨胀可能已经启动,美元的贬值压力将增加。因此美国量化宽松政策退出时机的把握将是对美联储货币政策操作的考验。

第四,美元币值变化导致国际大宗商品价格的剧烈波动。自从美国次贷危机爆发以后,美联储采取了宽松的货币政策,持续下调利率,美元走强,以美元标价的国际大宗商品如粮、油等价格迅速飙升。2008年下半年,随着美国次贷危机不断加剧,危机逐步向其他国家扩散和蔓延,全球股市下跌,避险资金追逐美国国债,导致美元不断走强,国际油价迅速下跌。进入2009年,全球经济形势继续恶化,美国国债仍然是较好的避险资产,美元继续升值,同时全球对原油需求不振,原油价格仍然处于低位。而为了刺激经济,美国采取赤字财政政策和过度扩张的货币政策,美联储的资产负债表已经扩张到约2.11万亿美元。

美联储的量化宽松政策和财政政策相结合,意味着财政赤字货币化开始,增加了财政赤字转化为通货膨胀的风险,美元存在贬值压力,如美元指数从3月9日的最高89.009下挫到6月1日最低点79.171,油价从3月初的42美元左右上涨到6月19日的70.13美元,美元贬值是推动油价上涨的重要因素。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

今日看板

“调结构”比“保八”更重要

◎亚夫

随着部分经济数据转好,乐观的预期开始多了起来。对今年的经济增长,有人估计,四个季度会超过6%、7%、8%、9%。加起来,今年“保八”没有问题;有人说,今年的增长会超过8.5%,而明年更高,将超过10%。投了那么多钱,新开工那么多项目,财政与货币政策“双松”,流动性充裕,商品价格在可预期的将来将出现大幅反弹。在这种情况下,“保八”还有问题吗?

“保八”看来是没有问题了。但是“保八”是怎么得来的?“保八”的目的是什么?“保八”真有那么重要吗?比“保八”更有长远价值的又是什么呢?经济活动是要讲求效率、效益与最终价值的。在乐观情绪四处弥漫的时候,观察一下经济运行的结构状况,还是必要的。因为,今年的经济工作除了扩内需、保增长之外,还有调结构、重民生这两个更为重要的战略目标。

首先来看“保八”的问题。今年一季度,经济增长6.1,同比回落45个百分点,环比回落0.7个百分点。这是在去年第四季度开始出重拳推出一系列刺激措施的情况下,录得的增长数据。现在,第二个季度也已经过去,虽然数据还没有出来,但可以预期的是,肯定会高于一季度的增长。同样道理,三、四季度经济还会增长更快,而全年经济增长在7到8之间,甚至超过8,基本上是没有问题的。

为什么这么说呢?这里有一“虚一实”两个观察点。“实”的是,近10个月来持续不断地有实质性利好措施出台,从四万亿元刺激计划,到十大行业调整振兴方案,直至家电下乡等十具体体的刺激措施,特别是持续加大信贷投放,加大基础设施投入,必然会拉动GDP增长。“虚”的是,还有两个十分特别的因素,也对“保八”有明显影响。这就是计算因素与价格因素。

所谓计算因素,就是与去年同比,今年的经济增长正好呈冷热颠倒的状态。去年是先热后冷,一季度在过热区间,二季度在过冷区间。今年如果按去年的基数计算,很可能是先冷后热,三、四季度很容易上去,所谓价格因素,也是如此,去年是前高后低,今年同比,下半年的价格反弹,很可能超出想象。由此来计算GDP的增长,也将会交出很“漂亮”的成绩单。

然而,在这张成绩单下面,经济运行真实情况又怎样呢?这就需要进一步分析和经济增长的质量密切相关的其他指标。如,投资、消费、出口的协调关系,信贷投放与经济增长的比例关系,结构调整与产业升级的进展情况,以及城乡居民的收入状况与就业情况等。其中,尤以就业状况与民生关系最为密切,从截止5月份的数据看,情况似乎没有那么乐观。

这就是第二个问题,即比“保八”更为重要的“调结构、重民生”问题。

从“调结构”的角度看,需要观察的地方很多。其中最值得注意的是投资、消费与出口的关系。据统计,今年1-5月全国城镇投资累计增长32.9%,比去年同期升高7.3个百分点。同样,1-5月社会消费品零售总额实际增长16.4%,其中,5月当月社会消费品零售总额实际增长17.4%,为多年来罕见。经济季调整后,前几个月投资与消费增速都在过热的红色警戒区间运行。

与投资消费的情况刚好相反,近几个月来出口形势则十分严峻。据统计,今年1-5月,全国进出口总值同比下降24.7%。其中,出口下降21.8%;进口下降28%。而5月份的数据下降更大,如果将5月与4月做环比,无论进出口总值,还是出口或进口值,也都呈下降态势,趋势更不乐观。

对于投资、消费与出口的消长关系,从表面上看,似乎可以两两相抵,弥补缺口。但行细分析,拉动近期投资与消费增长的,有大多难以持续的短期政策因素,而出口的趋势即使在多重利好政策的刺激下也扭转不来。这种情况表明,无论是投资、消费,或出口,都存在深层的结构性问题,并非用短期刺激手段能够解决,更大的挑战还在后头。

从“重民生”的角度看,需要研究的地方也很多。其中,最值得关注的就是就业问题。据相关部门信息,近几个月来,国家虽然加大了基本建设投入,加大了就业保障力度,但就业形势并没有根本好转,就业压力依然很大。这种情况表明,靠短期刺激措施来持续带动经济增长,创造更多就业机会,其效应是有限的。只有把中国经济增长的内在机制充分调动出来,激发微观经济主体的勃勃生机,才能实现调结构的目标。

由此观察,“保八”固然重要,但更重要的是“调结构”。只有在经济结构上有新的提升,中国经济才能走出本次金融危机的阴影,走上新的发展轨道。