

绝不能让局部金融问题演变成系统性危机

2014. 01. 22 / 中经专网

[摘要]2014年是充满不确定性的一年，一方面，伴随着信贷收紧、资金成本不断上涨的影响，投资已持续回落，中小企业的资金压力较大。另一方面，银行间市场利率大幅上涨以及近日中诚信托面临的兑付危机，也显示2014年需要注重防范局部风险转化为系统性金融风险。作者认为，只有落实各项改革措施时充分考虑改革阵痛，采取多种措施防止投资增长大幅下滑；同时特别关注金融改革单兵突进的风险，不让局部金融问题演变成系统性金融危机，国民经济才可能维持7.5%左右的实际增长。

（中经评论·北京）2014年将是充满不确定性的一年。经济结构调整需要经历阵痛期，尤其今年投资有较大的变数。这源于资金价格整体上涨造成融资成本提升的负面影响，同时还要考虑未来投资动力的转变。另一个风险源于改革协调推进的困难。以利率市场化为例，可以预见，今年推进此项改革的进程将显著加快，但自去年6月以来出现的多次银行间市场利率攀高却增加了市场的忧虑。

日前出炉的2013年我国经济年报，亮点与担忧同时呈现。乐观的是，通胀尚不足为虑，消费、出口在年底已有好转，且有望持续到2014年。服务业对经济的贡献超过制造业，体现了经济结构转型的成果。整体而言，笔者预计，2014年中国经济将持续2013年四季度以来的消费稳定、出口向上、投资向下的格局。

然而，2014年也是充满不确定性的一年，一方面，伴随着信贷收紧、资金成本不断上涨的影响，投资已持续回落，中小企业的资金压力较大。另一方面，银行间市场利率大幅上涨以及近日中诚信托面临的兑付危机，也显示2014年需要注重防范局部风险转化为系统性金融风险。

去年四季度GDP同比增长7.7%，比三季度回落了0.1个百分点，环比增长1.8%，比四季度回落0.4个百分点。其中，四季度消费对增长贡献有所增强，对GDP累计拉动从三季度3.5%上升至3.9%。而伴随着海外经济转好，四季度出口亦有所提升，但由于同期原材料进口大幅增加，四季度净出口对GDP的拉动四季度有所回落。此外，由于资金面的紧张，四季度投资的持续下滑，资本形成总额对GDP的拉动从三季度的4.3%下滑至4.19%。

2013年第三产业对GDP的贡献为48.5%，比2012年上升了2.8个百分点，对GDP的拉动为3.7%，而2012年这一数据仅为3.5%。此外，第二产业对GDP贡献由2012年的48.3%回落至2013年的46.3%，对GDP的拉动从2012年的3.7%回落至2013年的3.6%。总之，服务业取代制造业已成经济增长的最主要动力。

通胀方面，2013年整体通胀为2.6%，与2012年持平，且明显低于政府调控3.5%的目标，显示当前通胀压力可控。展望未来，伴随着春节的临近，猪肉、蔬菜价格将面临较大上涨压力，预计短期内食品价格仍有上涨趋势。从全年情况来看，预计今年非食品通胀相关压力仍然温和，通胀走势还主要受食品价格影响。整体而言，笔者预计今年通胀和去年类似，不会有太大压力，仍将低于调控目标3%。

看高频数据，12月经济数据如期回落。例如，工业增加值同比增长9.7%，比11月回落0.3个百分点；社会消费品零售总额同比名义增长13.6%，增速比11月下降0.1个百分点；在信贷收紧的作用下，1至12月固定资产投资同比增长19.6%，比前11个月回落了0.3个百分点，且创2003年以来的最低增速。其中，制造业投资回落，基础设施投资与房地产投资有所加快，仍是拉动投资的主要力量。

展望今年，笔者预计，消费可能会比较稳定，且稳中有升。虽然餐饮消费与奢侈品消费在提倡节俭与打击腐败的双重因素作用下仍将继续受到抑制，但改革利好会从其他方面释放消费潜力，如城镇化配套改革的推进，将有利于释放农民工消费；单独二胎政策放开有助于刺激育婴产品消费等等。在欧美日等发达经济体出现向好趋势的前景下，今年海外经济格局总体上有利于我国出口增速反弹，预计今年净出口对经济增长的贡献可能为正。

然而，经济结构调整需要经历阵痛期，尤其今年投资有较强的不确定性。这一方面源于资金价格整体上涨造成融资成本提升的负面影响，一方面也要考虑未来投资动力的转变。中组部已下达了改进地方领导干部政绩考核工作方式文件，即除了把GDP作为政绩评价的主要指标，还要将政府债务也纳入政绩考核的范围。毫无疑问，这有利于改变官员执政的模式，防止地方政府盲目举债大推“政绩工程”，对于化解地方债务风险以及产能过剩的难题，具有积极意义。只是，鉴于投资占了GDP的50%甚至更多比重，一旦地方政府投资热情降低，投资较快下滑，我国经济增长是否会有失速风险？这也不能不令人担忧。

另一个风险源于改革协调推进的困难。三中全会的改革方案，在如何协调推进诸多改革措施方面还未见缺乏明确的指引和时间表。以利率市场化为例，可以预见，今年推进此项改革的进程将显著加快，但自去年6月以来出现的多次银行间市场利率攀高却增加了市场的忧虑。毕竟当前国内工业企业已连续22个月处于通缩，而一年期贷款加权平均利率已超过7%，这意味着制造业承受的正利率接近9%，如再算上从影子银行的融资，成本怕更高。

在笔者看来，如此资金成本不断攀高的趋势，凸显出金融改革单兵突进的尴尬。现在存在相当多的资金需求方，且这部分群体对资金价格并不敏感。这部分群体主要是三类：一是产能过剩企业，由于缺乏退出机制，这类企业占据了相当多社会资源；二是地方政府融资平台，由于存在政府隐形担保及债务可展期并借新还旧，融资平台似乎不在乎资金价格的大幅上涨；三是房地产企业，高利润支持其可以负担资金上涨的压力。

再进一步推断，由于上述企业对利率变化不敏感，如果利率市场化进展较快，但对国企改革、财税改革、政府行为约束没有很好推进，利率上涨必将带动整个资金价格继续走高，而这将使得本就融资困难的中小制造业企业进一步受到挤压，伤害实体经济。

由此而论，2014年的中国经济仍将是机遇大于挑战。只有落实各项改革措施时充分考虑改革阵痛，采取多种措施防止投资增长大幅下滑；同时特别关注金融改革单兵突进的风险，不让局部金融问题演变成系统性金融危机，国民经济才可能维持7.5%左右的实际增长。

（沈建光）