

內地貸款急增 沒助長投機

**國際視野**Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

不少人正為中國09年第1季度廣義貨幣供應量(M2)的急速攀升而引以為豪,據中國各銀行上報的數字顯示,在1、2月新增貸款迅速增加後,單是3月份,中國新增貸款額已達1.87萬億元(人民幣,下同)。事實上,如果我們將今年首季度的數字加在一起,新增貸款額約有4萬億元,已非常接近全年5萬億元的目標。

在流動性顯著增長的背後,我立即想到了一個問題,這輪龐大的資金大膨脹,是注入了投機性投資,還是能提高生產力的長期性投資?

數據顯示,貸款額中,用於中長期投資的比例,經過去年秋季大幅下跌後,已在今年3月回升,現在保持在50%的水平。相反,貼現票據的比例,即現金流的融資,08年下半年突然增長,而且在今年1月達到了40%,不過2月有所回軟,3月則跌到了23%的水平。至於短期借貸所佔的比重,一年來都比較穩定,在今年3月也未有明顯升幅(見圖)。

貼現票據 部分無真正流入市場

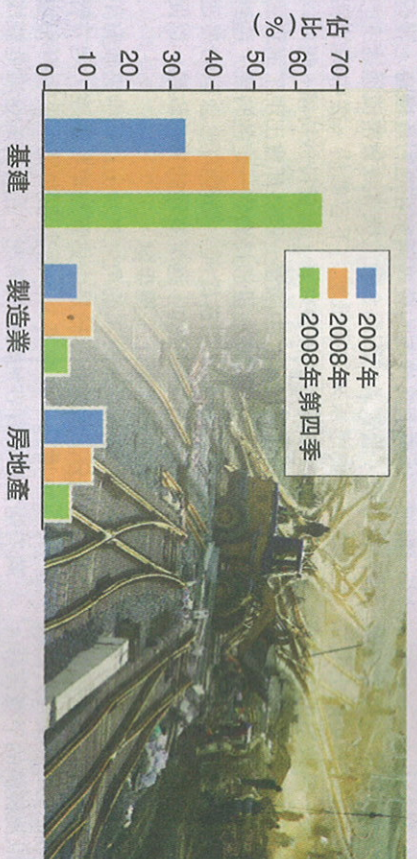
那麼如何解釋這個現象呢?就我看來,貼現票據融資的大幅上升是因為公司面臨着現金流問題,需要快速融資;另一方面,在去年11月之後,銀行曾承受着巨大壓力,需要增加其貸款容量,通過貼現票據是最容易的方法。因此,一段時間後,票據簽發數目非常龐大,以至於利息被迫下跌到了相應的銀行存款利率。1、2月票據融資大增長主要是由於借款者可獲得一定的利率套利,但在中國銀監會和人民銀行的規管下,這個不平衡狀態顯然是無法長久維持的。

總體而言,09年第1季度,33%的新增貸款來自貼現票據。中國銀監會估計,貼現票據中的20%是簡單的利息套利,資金並沒有進入真正的市場。然而,我懷疑,實際的套利情況遠高於這個比例。

值得注意的是,票據融資,與注資生產類的投資不同,它只是幫助企業穩定現金流,以維持生意。因此,當嘗試去計算貸款增長帶來的長期經濟影響時,票據融資需要從貸款總數中分離出來。另一方面,我並不認同票據融資或者信貸增加,會增大股票市場的投機性。因此,我不太擔心投機過剩問題。

長期貸款增長 影響正面

至於短期和長期借貸,3月份快速增長的短期貸款可能是銀行為粉飾季度末資產損益表而製造的一種假象(以讓規管者看到他們確實完成了刺激的任務),很多銀行請求客戶將貸款在3月末取出,而其中一些在4月初就被償還。不過,長期貸款真實性的上升,卻是正面的。規管機構指出,中長期貸款的70%進入了基

**內地新增中長期貸款側重基建**

▲內地首季新增貸款急增,用於中長期投資的比例已於三月回升,相信並不存在投機性投資的問題。圖為人民銀行在北京的總部。(資料圖片)

建項目或者當地政府的投資公司,而後者也是主要投資於基建。這與08年第4季度基建借貸的數據相當吻合,但詳細的數據仍未公開。主要基建計劃包括:城市間的鐵路軌道,城市公共交通網絡,以及電網運輸網絡。有資料顯示,私人 and 中小企業,是創造就業的主要動力,但卻難以得到銀行信貸。規管者已意識到這個問題,並且落實了一些實驗計劃,以鼓勵銀行在接受一些特殊形式的抵押品後,加大對中小企業的借貸力度。

概括而言,今年第1季度4.6萬億元的新增借貸中,1.5萬億元是票據融資,需要被剔除,而剩下的3.1萬億元,有2萬億元注入了基建項目,其餘則用在國企的資本支出。

大部分新增貸款流入基建國企

我認為,中國還是面臨着巨大的基建赤字,雖然當前的經濟回報低於理想,但是,良好的基建投資目標將產生長遠的經濟效益。當前,基建投資計劃的可行性很高。在城市間的鐵路投資,將涉及改造現有線路至雙線鐵路,可以給舊線路上的貨運騰出更多空間,

並減少在貨物配送和煤炭運輸上的瓶頸。輸電投資將提高電力配送的效率,並增加了完善合理電價機制的可能性,同時提高資源的使用效率。

因此,整體而言,我們認為,增加的信貸需要投資在提高經濟生產力上,而不是浪費在虛無的計劃或者投機上。但這點,我卻有些擔憂。

救市措施乏短期刺激動力

第一,中國投資的比率已經很高了,以至於追加的投資所產生的效益相對低,甚至開始下降。因此,即便他們被證實對長遠有幫助,這些投資卻不能真正成為短期或中期強勁經濟增長的動力基礎。未來幾年,要經濟增長保持在7%或以上,就必須要進行額外的結構性改革,以促進工業和服務業的生產力。

第二,借貸繼續「鍾情」於國有企業,反而「遠離」對經濟生產力和就業貢獻最大的中小企業。換句話說,我希望在金融領域看到更多系統性的改善,來加強活躍領域的信貸流動。不過,我相信,毋須太擔心錯置引發的突然襲擊,因為貨幣量的大幅增長下,一些問題一定會隨之顯現出來。