

■ 财经时评

货币政策不能放松

□国家行政学院决策咨询部 陈炳才

5月12日,央行宣布再次下调存款准备金率,这是继2月18日之后的年内第二次下调。观察两次下调存准率,有一个共同的特点,都是在社会融资规模数据发布后的第二天公布的。这可能说明,货币政策决策与社会融资规模及其结构关系密切。社会融资规模或信贷增长应该低于经济增长和物价上涨之和,而不能超过。把握好货币政策的开关,坚持稳健政策不动摇,货币政策不能放松。

存准下调
与社会融资规模关系密切

2月17日公布的数据显示,2012年1月我国社会融资规模为9559亿元,比上年同期少8001亿元。5月11日公布的数据显示,4月份社会融资规模为9596亿元,比上年同期少4077亿元,因此有必要下调存准率。而2月、3月的融资数据规模比同期分别多3912亿元、355亿元。尤其是3月,环比多增加了8136亿元,因此下调存准率显然没有必要。

从结构来看,1月以来,我国外汇存款持续增加,4月余额达到3645亿美元,比去年12月底的2751亿美元增加894亿美元,同比增加53.2%。而4月外汇贷款余额比去年底5387亿美元只增加223亿美元。这就是说,4月份增持了671亿美元外汇,改变了2011年10

月以前外汇存款相对外汇贷款增加较少的状况。市场增持外汇,投放的人民币流动性相对减少,因此成为下调存准率的另外一个理由。应该说,第一次下调存准率以后,2月、3月我国社会融资规模数据同比增加了4267亿元,有利于商业银行放贷,并稳定经济增长。但4月的数据显示,这个效应很快消失。因此4月份下调存准率,也有利于商业银行再次扩大信贷规模,可缓解银行放贷的资金缺口压力,以实现全年的信贷计划。

下调存准率的因素分析

当然,央行下调存款准备金率的理由并非只是社会融资数据。本次下调存款准备金率可能还有其他考虑。

从国内看,出口、财政收入和投资等情况是影响货币政策决策的因素。首先,4月出口增速从3月份的8.9%下降到4.9%,远低于市场预期的8%以上。其次,4月份,全国财政收入10774亿元,同比增加692亿元,增长6.9%,其中税收收入为9428亿元,同比增长2.6%,如此一位数的增长,在最近两年的税收史上少见,让市场感到经济速度下降可能成为现实。再次,固定资产投资同比增长速从1-3月的20.9%继续回落到4月的20.2%,而前几年都在25%以上。以上几个因素显示经济增速放缓。为保经济增长,降低存款准备金率扩大信贷是必然选择。

从国际看,全球形势并未有实质性好转,尤其是欧洲形势更

加不确定,也是影响货币政策的重要因素。美国2012年第一季度经济增长2.2%,而去年第四季度增长3.0%。其中出口增长5.4%,高于去年四季度的2.7%,这对我国海外市场竞争产生压力。事实上,最近两年,我国出口到美国、欧洲市场的份额在下降。扣除物价上涨因素和汇率升值因素,我国对欧美出口实际没有增长,企业对欧美出口的盈利增加不多。此外,美国存在着继续实行量化宽松货币政策的可能,可能量化宽松政策一旦出台,三大大幅度刺激国际大宗商品价格上涨,对我国稳定物价的目标构成压力。因此,央行货币政策工具选择了下调存准率而不是降息。

此外,奥朗德就任法国总统,提出要修改已达成的紧缩财政开支契约,这意味着欧洲紧缩开支的政策难以持续。不仅如此,他还提出要增加富人税收,甚至赞成适度的通货膨胀,这对德国和欧元区政策都构成了新的挑战。

奥朗德的上台,在希腊也产生了影响,在5月6日的议会选举中,希腊两大政党的支持率都大幅下降,希腊民众乃至公务员都反对紧缩。德国总理日前也警告称,希腊应坚持国际承诺的改革计划和预算目标。欧洲前景的不确定,导致国际金融市场烦躁不安,欧元持续下跌。市场担心欧洲很难走出债务危机,甚至会产生新危机。

世界经济前景不确定的情况下,我国货币政策保增长是首要

的,而抑制通货膨胀位居第二位。因此,首选降低存准率而维持利率不动,保持贷款的高成本,有利于抑制企业的贷款冲动。

把握货币政策开关

总体来说,市场正逐步改变人民币升值预期,我国出口速度下降,境外投资增加,外汇储备增加可能相对减少,因此外汇占款增加导致流动性增加预期在降低,未来2-3个月左右存在继续下调存款准备金的可能。但就我国实际情况和外部因素来看,人民币兑美元可能仍保持升值态势,外汇储备将继续增加,这将导致外汇占款继续增加,只是增加的幅度比去年小些,这一情况下,货币政策不会选择继续下调存准率。

今年1-4月,我国信贷增长为15.1%,这个速度不算很低,甚至超过去年的速度,这不利于控制和消化2009-2010年信贷扩张带来的物价上涨压力。按照今年经济增长7.5%和物价上涨4%的计划,信贷增长保持12%左右就可以了,过多的超增长将带来后续物价上涨压力。因此,继续下调存准率,不利于控制物价,除非外汇占款大幅下降。

我们已经习惯于经济增速保持在9%以上,降低到7.5%乃至以下,不少人不能接受,这并不正常。高速度成为政绩和习惯思维是非常危险的。在制定2000年我国经济翻两番目标时,考虑到基数扩大,计划前高后低。但实际结果不仅前十年经济增速高,后十年增速

更高,2000年后我国经济增长加速。这说明我们对经济增长的规律认识不足。但是,如果今天依然按照年均7%-9%的速度规划(实际执行的),来衡量未来十年乃至当下的经济增长,可能同样不当。

过去的二十年,经济增速规律不起作用,未来十年内则一定发挥作用。我国资源、发展方式、技术创新和品牌乃至汇率变化等,都不会支持未来十年年均增速保持在7%-9%以上。如果我们依然要保持如此高的增速,代价必然是继续以高信贷、高投资刺激粗放式经济增长,我国将成为全球物价水平最高的国家之一。此前进行价格改革时,不少人认为放开价格就可以实现国际接轨,但最近几年的情况表明,住房、烟酒、服装乃至耐用消费品等的物价已经超过了发达国家,如要以购买力平价衡量,价格倒挂更厉害。如果继续高增长,产业创造性和品牌性很难发展,只配给全球跨国公司打工,转变发展方式可能成为空话。

一个没有周期的经济增长不可能提高质量,改善结构,更会因为利益集团利用高信贷和高投资对国民收入重新分配,而难以实现收入分配结构改革。因此,货币政策不能再继续过去的扩张模式,社会融资规模或信贷增长应该低于经济增长和物价上涨之和,而不能超过。未来应着力提高资金的效率,把握好货币政策的开关,坚持稳健政策不动摇,货币政策不能放松。

■ 观潮心语

以原油期货争取全球定价权

□兴业期货 施海

2012年,在国内商品期货市场持续稳步发展背景下,即将迎来原油期货上市交易。作为大宗商品的风向标,原油期货上市将改变国内原油定价机制的薄弱环节,为争取全球原油市场定价权创造有利条件,也将对维护和保障国内能源市场供应的安全和稳定产生重要作用。

缺乏定价权不利原油贸易

国际原油市场早已经形成体系和价格形成机制,而我国目前建立的原油价格机制,价格变化严重滞后于国际原油市场价格,严重缺乏原油定价权,致使我国在国际原油进出口贸易中处于极度不利地位。

当前全球原油交易分为现货市场和期货市场两类。以五大现货市场和三大期货市场为主的国际原油市场的格局决定了其定价机制,就是以基准油在交货或提单日前后某一段时间内现货市场或期货市场价格加上升贴水作为原油贸易的最终结算价格。其中期货市场价格在国际原油定价中扮演着关键角色,在国际经济格局中发挥着越来越大的作用。

国际原油市场价格受到多方面因素的影响。国际原油供需结构主导油价,参与结构指导油价,市场结构引导油价。国际原油市场经过100多年的发展,已经形成了比较完整的现货市场和期货市场体系。目前主要的原油现货市场有五个——西北欧市场、地中海市场、加勒比海市场、新加坡市场和美国市场,主要的期货市场包括伦敦的国际原油交易所和纽约商品交易所。

我国从1998年6月1日开始采用“与国际油价接轨”的价格机制,开始实行新的价格机制和流通体制,此后原油立即随着国际市场价格的变化而变化,成品油也已与国际市场实施价格联动。国内原油基准价和中价是根据新加坡、纽约和鹿特丹三地成品油价格变化情况加权计算定价。此机制虽然有利于我国参考国际油价,为制定我国的油价政策提供一定借鉴,但该定价机制还不完善,它只是在价格水平上与国际接轨,并未实现价格形成机制上的国际接轨。

在这种定价机制下,国内原油价格的调整比国际油价波动要滞后一个月,不能及时反映国际市场和国内市场的真实水平。同时将国际原油非稳定因素引入国内,干扰国内原油供需关系,国际原油价格波动也难以反映国内原油供需变化,因此上述与国际油价接轨的定价机制,使我们在国际原油贸易中处于十分被动的地位,对我国原油进口非常不利。尤其是近些年来,国际原油价格受各种因素的影响,呈现出极不规律的变动,而我国在国际原油价格的变动中,始终是国际油价的被动接受者。

据专家称,沙特轻质原油销往东亚地区价格,比销往欧洲的价格有时甚至高出3美元以上。对于一个怪现象是,有时直接从沙特购油运回中国,还不如按沙特给美国的价格,先从沙特运往美国,再从美国转运到中国便宜。中东原油销往东亚地区的价格比销往欧美地区的价格每桶要高出1美元左右,这就是近两年来被业界频频提起的“亚洲升水”的原因并非沙特对东亚国家故意刁难,关键原因是东亚国家石油定价权缺失。

国际油价暴涨暴跌,对我国原油市场带来深远影响。目前我国现有的原油定价机制造成了“逢高多买、逢低观望”的现象。每一次国际油价的高涨,几乎都伴随着国内原油进口的大幅增加,在国际油价下跌的情况下,反而持币观望。

随着我国工业化、城市化、现代化进程的加速,基础原材料特别是以原油、天然气为核心的能源供需矛盾日益突出,价格也涨幅较大,导致进口成本上升和下游产业利润率下降。作为全球石油行业最大消费国和进口国之一,中国成为原油市场价格波动的最大受害者之一。

从我国近年来的原油进出口可以看出,我国原油进口量逐年

增加,原油出口量逐年缩减,原油进出口之间的差距越来越大,说明国内原油供需缺口需要通过大量进口原油来补充,而原油进口价格与出口价格相差也比较大,而且原油出口价格始终是低于原油进口价格的,导致原油进出口处于严重亏损状态。

国内原油进口价格高于出口价格,主要有以下三方面原因。第一,油质原因,我国许多原油田大都进入高含水期或开采中晚期,开采的大多是重质高硫原油。第二,国内几家原油贸易企业不太善于利用国际期货市场进行套期保值操作,规避原油价格波动风险,缺乏有效的风险规避机制。第三,国际原油价格剧烈波动,使我国很难把握国际原油价格走势,价格调整往往比国际原油价格滞后一个月。由于原油定价权严重缺失,导致上市并开展原油期货交易,建立国内原油市场定价体系的必要性和紧迫性变得越来越强。

建立原油市场定价体系

在国际原油市场上,期货市场承担着发现基准油价的作用。建立健全原油期货市场,对于我国争取原油定价权是至关重要的。在期货市场上,对未来各种风险的预期都充分反映到了油价变动上。近年来,中国已经为国际原油市场价格剧烈波动付出了沉重的代价,如果中国能够充分利用期货市场发现价格的功能,上述损失是可以避免的。

我国自1993年成为原油净进口国以来,原油对外依存度不断提高,至2011年已超过55%,并且未来很长时期内还将持续提高。因此,要保障我国原油安全,应对价格风险,必须打破现有的扭曲的国际原油定价体系,参与国际市场游戏规则的制度。

建立原油期货有助于强化国内外原油市场联动。国际原油价格波动首先通过纽约商业交易所(NYMEX)、洲际交易所(ICE)等欧美市场向其他市场传播,而受预期推动的预警性需求是目前油价波动的主要动因。我国建立原油期货市场,能反映我国原油需求,向国际原油市场传递正确的价格信号。

由于亚太地区经济体的快速发展,原油消费逐渐集中于亚太地区。尽管亚太地区拥有新加坡、东京等交易所上市交易原油期货品种,但由于这些地区的货币政策与美元联系紧密,导致东京和新加坡市场演变为变相的美元离岸市场,无法反映原油供需。因此,我国原油期货市场如果能够有效控制市场投机因素的影响,就有可能与日本、新加坡市场形成区域联动效应,从而集中、真实地反映亚太地区新兴经济体的能源需求,倒逼欧美市场挤去原油价格中的投机泡沫,使价格更趋于回归理性。

建立原油期货有利于增强国内原油市场抗风险能力。在宏观层面上,通过国内市场与国际市场的套利机制影响国际油价,将我国的需求因素正确反映到国际市场价格波动的趋势中去,这对于我国争取国际原油定价权具有至关重要的作用。而这也为我国积极主动地应对国际油价波动、平抑价格风险提供了途径。通过与原油战略储备的互相配合,建立立体化、多元化的能源安全体系,通过实际储备的调整和金融频频提起的“亚洲升水”

的原因并非沙特对东亚国家故意刁难,关键原因是东亚国家石油定价权缺失。国际油价暴涨暴跌,对我国原油市场带来深远影响。目前我国现有的原油定价机制造成了“逢高多买、逢低观望”的现象。每一次国际油价的高涨,几乎都伴随着国内原油进口的大幅增加,在国际油价下跌的情况下,反而持币观望。

随着我国工业化、城市化、现代化进程的加速,基础原材料特别是以原油、天然气为核心的能源供需矛盾日益突出,价格也涨幅较大,导致进口成本上升和下游产业利润率下降。作为全球石油行业最大消费国和进口国之一,中国成为原油市场价格波动的最大受害者之一。

从我国近年来的原油进出口可以看出,我国原油进口量逐年

■ 资本观察

“小摩大亏”不会在中国衍生品市场上演

□中国金融期货交易所 刘奥南

继1995年英国巴林银行亏损14亿美元、2002年联合爱尔兰银行亏损7.5亿美元、2007年摩根士丹利亏损94亿美元、2008年法国兴业银行亏损71.6亿美元、2011年瑞士银行亏损23亿美元等系列风险事件后,日前摩根大通20亿美元巨亏再次震撼全球。银行业衍生品交易为何一再覆辙重蹈?中国衍生品市场会不会遭遇投资银行“失亏”?这些都值得认真思考。

“避险变冒险,投资变投机”

“规避风险”本是金融机构参与衍生品交易的目的,以衍生工具对冲投资风险,因此真正的对冲避险并不依赖于后市的方向判断。虽然摩根大通数月前一再指示交易员开展可规避欧债危机风险的交易,其官方表态也称,衍生品交易旨在通过对CDS指数CDX的长期合约做多、短期合约做空来对冲其投资资产的风险敞口。但该行并未直接做空CDX指数对应的债券或购买相关债券的CDS,相反却下注CDS指数期限曲线的波动率。在这种flattener策略下,CDS走势小幅波动对其风险敞口影响相对中性,一旦经济形势恶化,CDS大幅震荡则可以大有斩获。

然而主力该交易的该行风控部门“首席投资办公室”,近年来早已蜕变为操纵银行大额资金的“首席投机办公室”。当发现局势发展背离预期方向时,为了维持既定机制,该行不得不一再单向加大头寸。这种异动引来大批对冲基金的嗜血围猎而导致巨亏。事实证明,上述策略实际依赖看空后市、押赌危机陡然深化来投机获利。资本的天性就是追逐利润。正如美参议院永久调查分委会主席莱文公开声明,摩根大通的巨亏再次证明银行所说的“避险”通常都是风险的赌博”。

投资银行的风险案例中,不断重复着“暴利—特权—失控—巨亏”的怪圈。如“投资神童”尼克·利森,26岁就担任巴林银行新加坡货币交易所市场经理,仅1993年就为该行赢利1000万英镑,相当于该行全年利润的十分之一,此后越权投机日经225指数期货巨亏,导致百年老店毁于一旦。联合爱尔兰银行的鲁斯纳克与另一同事每年为该行赚取近1000万美元,后因越权交易令这家爱尔兰最大的商业银行风雨飘摇……甚至摩根大通的“伦敦鲸”伊科西尔,近年来每年为该行亏损约1亿美元。他们都是名声显赫的交易高手。

正是出于对交易高手的宠信

和宽容,法国兴业银行“电脑天才”凯维埃尔轻易绕过五重安全控制系统,躲过由2000多人组成的庞大监控队伍,挪用巨额期权豪赌欧洲股指期货。而摩根大通的赌局亦由其头号干将“伦敦鲸”伊科西尔操盘。他曾带领该行成功规避2008年金融风暴。摩根大通CEO杰米·戴蒙甚至亲自出马,多次称媒体有关“伦敦鲸”交易头子的报道是“茶杯里的风暴”,指责媒体“小题大做”。纵观各家投资银行的盈亏历程,交易高手往往成为风险之源,明星辉煌往往拉开悲剧序幕。

监管无法应对外场复杂衍生品

截至5月13日,摩根大通CEO杰米·戴蒙在电视节目中公开“认错”,美国证券交易委员会(SEC)尚未对其展开正式调查,仅初步介入了取证阶段。次贷危机后,美国于2010年颁布了号称大萧条以来最全面最严厉的《多德—弗兰克法案》,首次将场外衍生品产品纳入金融监管。然而时至今日,投资银行等金融机构依然我行我素,依靠各自开发的数学模型从事高风险衍生品交易。究其原因,归根结底在于“场外”和“复杂”。

《多德—弗兰克法案》核心内容之一,即倡导银行业限制自营业务、防止过度投机、降低系统性风

险的“沃尔克规则”至今尚未实施。一方面由于投资银行利益集团坚决抵制,共和党国会作梗,更深层次则在于复杂衍生品市场外交易监管面临技术和人才瓶颈,连何为银行业“自营交易”都难以明确定义。虽然最佳解决方案是“让老鼠来当猫”,但现实中金融人才被高薪吸引而“宁当老鼠不当猫”,致使监管者对场外复杂衍生品望洋兴叹力不从心。“小摩大亏”再次暴露美国金融监管无法早期发现复杂衍生品违规操作,更无力及时开展科学合理的管控和查处。无奈之下5月10日美联储和其他金融监管机构发布正式澄清公告称,允许华尔街银行再花两年时间来完全遵守“沃尔克规则”。

国内银行衍生品
不存在违规交易空间

不能说中国金融监管能力超过美国,但衍生品市场监管基本符合中国国情,监管与市场发展相适应,因此,中国衍生品市场不存在银行业衍生品违规交易空间。

首先,中国目前不存在复杂衍生品,更不允许衍生品场外交易。中国期货市场每项新产品开发,都必须服从实体经济的需要而绝非为了金融机构的赢利,并都必须经过长期的精心设计和必

外汇占款创造货币模式将出现改变

□国家信息中心预测部 张荣楠

4月FDI连续6个月同比下滑,外汇占款甚至出现负增长,种种迹象表明,近些年来,外汇占款作为中国货币创造主渠道的模式可能出现重大的改变。

事实上,就货币创造的机制而言,增量人民币供应主要由三部分构成,分别是信贷创造的存款、银行购买债券或其他资产创造的存款以及外汇占款。近些年来,随着外汇储备的持续增长以及央行实施的“冲销干预”政策,我国外汇占款大幅飙升,外汇占款增量占中央银行基础货币的增量比例也越来越高。2005年突破100%,达到110%。随后几年持续上升,2009年更是达到134%,成为货币创造的主渠道。央行为控制外汇占款对国内货币的冲击,主要通过提高准备金率来对冲过

度的流动性。自2010年起,中国央行连续12次上调了存款准备金率,大型金融机构存款准备金率也一度达到21.5%的历史高点。

但是,这一模式正在发生趋势性改变。2011年底,中国外储为3.181万亿美元,季度环比十多年首次下降。今年以来,外储缩水、外汇占款逐月减少,实际使用外资金额增速放缓等一系列信号,很可能意味着未来中国货币创造的主渠道将出现趋势性改变,货币政策的自主性和灵活性也将进一步显现。

根据央行资产负债表,四季度末,中国外汇占款余额为253587.01亿元,较三季度末的255118.23亿元下降1531.22亿元,外汇占款连续第三个出现负增长。就历史数据看,2002-2011年,中国外汇占款从1.78万亿元上升至2011年底的25.35万亿元,特别是2007-2011年,外汇占款增加15

万亿元,年均增量为3.1万亿元。今年一季度虽然恢复正增长,但水平依然较低。4月在出口下滑影响下,新增外汇占款环比下降23.8%。与此同时,资本流入也开始放缓。数据显示,2011年7月以来,原来从境外流进的资金和国内各种性质不明的资金有加大流出的迹象,尤其是2011年9月底后,流动速度和总量都明显加大。

此外,去年三季度以来人民币跨境结算数额大幅上升。央行统计数据显示,截至2011年末,银行累计办理经常项目下人民币业务结算金额2.58万亿元,呈逐级上升趋势,这意味着大量出口所得的外汇也许并未实际进入国内,同时也有大量以人民币结算的进口贸易曲线导致了国内资金的外流。

中国的情况在新兴经济体中并非特例,一向为资本流入洼地的新兴市场正在遭遇资本流出。多

年来,全球贸易分工、金融全球化以及新兴经济体的高增长,推动了国际资本大规模流向新兴经济体。

然而,2011年下半年开始,这种趋势正在发生变化。欧债危机恶化以及美国等发达国家的结构失衡,使得国际资本从新兴经济体开始回流发达国家。去年7月以来,印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体货币一改以往持续升值的态势而转向大幅贬值,同时伴随着发达国家与新兴经济体利差的缩小、新兴市场国家货币升值预期的削弱甚至逆转、资产价格溢价预期的下降,短期国际资本流出新兴市场国家在下半年开始显现,尽管今年以来又有资本回流新兴经济体,但规模并不大。

再从全球再平衡的大环境看,美国经济“再实业化”以及“再平衡”可能会出现比预期更强的积极因素。美国旨在“以提升实体经济