

# 机制创新破解货币政策五大难点

□中国社科院金融所所长 王国刚  
优化货币政策目标体系,健全货币政策决策机制,改善货币政策的传导机制和环境”是“十二五规划纲要”提出的中国货币政策体系需要进一步完善的主要内容。从2001—2010的10年间实践经验来看,实现这些目标,需要进行一系列的体制机制创新。

## 货币政策五大难点

2001—2010年10年间,中国货币政策在形成和实施中存在一系列需要进一步深入探讨的难点,主要表现在:

第一,调控能力正逐步减弱。资产数量是央行进行货币政策调控的基础性条件。央行总资产中“国外资产”所占比重从2001年的41.01%快速上升到2010年的83.09%,这意味着央行资产已主要转为国外配置,与此对应的国内调控能力将明显减弱。假定其他资产”属央行可用资金范畴,那么,它占央行总资产的比例已从2002年的10.30%降低到了2.93%;其绝对额从2005年的11459.57亿元减少到2010年的7597.67亿元。

与此同时,金融机构的资产总量从2000年底的133325.32亿元增加到了2010年底的805879.09亿元,央行“其他资产”占金融机构总资产的比例仅为0.94%,因此,央行可用人民币资产与金融机构总资产相比只是杯水车薪。

与此不同,在美联储的资产结构中,2008年6月(金融危机爆发前)黄金与外汇储备”和“SDR”等国外资产所占比重仅为4.09%,其余资产均在美国国内配置,其中,仅对国内银行的贷款”、证券回购”和“信贷市场工具”等科目下的资产就占总资产的83.80%。人民币资产数量是央行实施货币政策、影响金融机构经营运作的物质基础。由于严重缺乏可用的人民币资

产,引致央行的宏观金融调控能力明显减弱,货币政策越来越具有“导向”意义。也是在这一背景下,从2007年以后央行不得不在一定程度上恢复于1998年就已停止的信贷规模行政管控措施。从未来一段时间看,流入中国的外汇资金还将继续增加,如果仍然以法定存款准备金和发行债券为主要对冲机制,那么,央行总资产在中国国内的配置比例还将降低,央行运用货币政策进行调控的能力也将随之降低;但如果以“货币发行”为主要对冲机制,将引致货币发行过多和严重的通胀。这是央行调控中的一个难点。

第二,价格调控依然困难。变数量调控为价格调控是完善中国货币政策调控的一个方向,要实现这一转变就必须实现存贷款利率的市场化。存贷款利率的市场化过程,不仅涉及一系列金融体制改革的改革创新,而且涉及存款人、贷款人、借款人和其他市场参与者之间的系列权力、利益和行为的调整,既需要硬化相关金融机构的财务预算约束(包括实施金融机构的破产制度),也需要给工商企业等机构以市场化融资的自主权,使他们在银行贷款、发行债券及其他方式融资之间有着充分的选择权,还需要完善和严格市场规则,打击各种扰乱乃至破坏金融市场秩序的行为。

这些条件的形成绝非一日之功,也不是毕其功于一役所能奏效的,但只要这些条件未在存贷款利率市场化过程中有效形成,数量调控(一定程度上的数量调控)向价格调控的转变将难以完成。

第三,对冲外汇占款的可运作空间趋于缩小。通过提高法定存款准备金率和发行债券来对冲外汇占款,虽然对金融机构整体的人民币资金影响不大,但对那些缺少外汇资产的中小金融机构来说,20%的法定存款准备金率已是一个接近存贷比75%临界的比率,

如果继续提高,不仅将严重影响这些中小金融机构的正常经营活动,而且将进一步加重小企业(乃至微小企业)的融资难并由此引致就业等诸多问题的发生。

第四,中间目标的指标选择依然困难。多年来货币政策中间目标以M2增长率为首选,但从M2的构成上看,一方面大量的定期存款并非当期使用的资金,并不发挥交易货币效能,将其列为货币政策调控范畴并不一定合适。另一方面,在实践中又存在大量发挥货币功能但未列入统计范畴的因素,其中包括:住房公积金存款、委托存款、地方政府存款、证券投资基金的托管资金、各种类型的一卡通以及信用卡透支额度等等。重新修订的工作可能不仅限于M2,还包括M1(如居民储蓄存款中活期存款、证券投资基金的托管资金、各种类型的一卡通以及信用卡透支额度等是否应纳入M1范畴)。这些修订后的指标要成为实现中间目标的关键性指标,还必须符合可测性、相关性和可控性等方面的要求,这又将涉及相关各方之间复杂的权益关系。

第五,物价上涨压力依然存在。在工业化和城镇化过程中,农产品和资源类产品的价格上涨是一个不以人的意志为转移的客观规律;在垄断经营和国际资本投机炒作等机制的作用下,国际市场上大宗商品价格短跌长涨,由此在中国经济发展中,物价上涨是一个不可避免的现象。虽然这些物价上涨不是由货币政策较松引起,但它毕竟属于人民币购买力贬值范畴,对“保持币值稳定”的货币政策最后目标提出了严峻挑战。

## 进行体制机制创新

从2001—2010的10年间实践经验来看,要实现“十二五规划纲要”的目标,需要对货币政策进行一系列的体制机制创新,其中至少包括如下几个问题。

第一,调整和完善央行资产负债表结构。主要工作有三:一是在“资产方”明确列示“人民币资产”,以透明央行可操作的人民币资金状况。二是减少外汇储备数额。在留足需要作为储备的外汇资产后,通过设立外汇平准基金、鼓励和支持借貸资本输出和生产资本输出等积极推进外汇资产“走出去”、“藏汇于民”等机制,将多出的外汇资产部分从央行资产分离出来,逐步使央行资产的大部分集中用于国内的宏观金融调控,增强央行对金融机构和金融市场的资产控制能力。三是改善央行的负债结构。央行负债主要来源于金融机构的状况是难以长久持续的。要加大央行“负债方”中“货币发行”的占比,提高央行通过“货币发行”主动获得债务性资金的能力,以此支持央行的资产调控能力提高。

第二,完善货币政策的中间目标和操作手段。从前10年的实践经验看,在各项工具中调控信贷规模(或新增贷款规模)在贯彻货币政策意图中是比较有效的。因此,这一方向还需坚持,但屡屡采取行政机制调控的方式需要调整。一个可考虑的选择是,加强与金融监管部门协调,将信贷政策工具纳入货币政策的操作工具范畴,通过对信贷政策工具(如资本充足率、拨备率、流动性比率和杠杆率等)的调整间接影响金融机构的放贷活动,同时,给金融机构较多的选择权。与此同时,需要修订和调整监控指标体系,不仅要修订M2和M1,而且进一步论证和完善金融总量、流动性总量和社会融资总量等指标,使它们更加符合中国实践状况,具有较强的可测性、相关性和可控性,成为贯彻货币政策意图的重要根据和重要抓手。

此外,在央行资产负债表完善过程中,逐步建立以调整央行利率并由此影响金融机构存贷款活动为特征的价格调控机制。第三,大力发展公司债券市

场,积极推进存贷款利率的市场化。要推进存贷款利率市场化,必须给工商企业、存款人和金融机构以及其他市场参与者以金融产品选择权。公司债券利率对资金供给者和资金需求者是同一价格,它高于存款利率、低于贷款利率,因此是存贷款的替代品。大力发展公司债券市场”的一个重要含义是,公司债券的发行规模应达到能够与贷款余额规模相匹配的程度。2010年底中国的贷款余额已达近48万亿元,如果公司债券余额仅有几万亿元是很难发挥其替代功能的,为此,需要按照《公司法》和《证券法》的规定,加大加快公司债券的发行。

第四,完善货币政策最终目标。“币值稳定”对内为物价稳定、对外为汇率稳定,由于物价变动和汇率变动中存在诸多复杂因素(货币发行量只是其中之一,不是唯一),所以将调控物价和汇率的职责都归于货币政策,既超出了货币政策的功能,央行又难以通过履职能实现。稳定币值的目的在于维护金融和经济的运行秩序稳定,因此从逻辑关系上讲,将维护金融秩序稳定列为货币政策的最终目标更为合适。

第五,构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。2008年爆发的美国金融危机给货币政策当局提出了强化金融宏观审慎管理制度的问题,透视了货币政策、金融稳定和宏观审慎管理之间的内在联系,诸如构建逆周期的货币政策调控体系、完善资本制度、强化对系统重要性金融机构的监管、加强对影子银行和衍生品交易的监管等,都纳入这一管理制度之中。对中国而言,虽然尚未经历金融危机的洗礼,但他山之石可以攻玉,也必须根据国情和经济发展的要求,建立起货币政策、金融稳定和宏观审慎管理之间的协调机制和制度体系,由此给货币政策当局提出了一个崭新的课题。

# 将房地产调控进行到底

□北京大学中国经济研究中心  
宣宇

叫停。这表明了中央坚持房地产调控“绝不放松”的政策取向。

笔者认为,当前房价还远未达到政府和民众的“合意”状态,房价不向下,政策不会松。基于高房价对经济社会的危害,笔者相信,抑制投机投资性购房需求政策不会改变。在以房产税为代表的治本”的政策基本形成之前,目前阶段性的以限购为特征“治标”的政策仍将存在,当前政策和市场周期有可能延续至未来1—2年。因此,顺应市场供求规律,加速去库存才是开发商的明智选择。

## 政策微调支持刚需

房地产调控的目的不是为了打压市场,而是为了使房价回归到与居民收入相适应的水平,让老百姓住得起房,回归到住房的本质属性。在房价回落的大趋势下,一般消费者会持币待购,但对部分急需用房的“硬”刚需者给予价格优惠和补贴可以实现双赢。

当前,房地产市场还处于“胶着”状态。国家统计局监测的70个大中城市新建商品住宅(不含保障性住房)销售价格表明,今年以来房价环比下降城市个数呈下降趋势;从房价来看,降幅最大的温州比2010年价格下降了12%,此外杭州、宁波、金华、南京和南昌分别下降3.4%、3.8%、1.8%、0.9%和0.5%,其余64个城市房价仍是上涨状态(仅青岛持平)。房价上涨过快的势头虽得到有效遏制,但仍未达到合理回归的政策意图,房地产调控仍任重道远。

房地产调控造成广大普通购房者观望情绪,房地产销售持续下滑。今年2—4月份,房地产销售面积累计增速已负增长14%、13.6%和13.4%。但与成交量锐减呈鲜明对比的是,房价并没有随供求关系大幅调整。

房地产“降温”带来税收和土地出让金收入大幅下降,使得地方政府或明或暗地放松调控,甚至萌发“政策松绑”的冲动。此前包括成都、重庆、佛山、芜湖、上海等多个城市已经在“限购”、“救市”等多个领域对房地产政策实施试探性“松绑”,但随即被一一

笔者认为,对于房地产调控政策的思路是,在需求方面对于投机投资性购房需求继续从严实施调控政策,不放松不动摇,在首套房购买方面持鼓励态度,以保持一定的成交量;供给方面,继续收紧房地产开发商的融资渠道,同时加快保障房建设,既保持经济的稳定增长,又避免重蹈因调控导致房地产供给下降的覆辙。

最后,需要指出的是,虽然当前经济下行引发一定担忧,国务院日前召开常务会议也强调把稳增长放在更加重要的位置,但稳增长的空间巨大,无需通过放松房地产调控来刺激增长,本轮房地产调控会进行到底。

# 5月新增外汇占款或继续下降

□招商证券 谢亚轩 闫玲  
5月以来,人民币升值预期和香港利差持续下行,不同基准的外汇供求强弱指标也持续疲弱,结合新兴国家资本市场持续出现资金流出,我们预计5月新增外汇占款规模不容乐观,或维持在-800亿元至500亿元之间。

人民币升值预期持续偏弱,显示5月的外汇占款将远低于历史同期水平。从2012年3月中旬至今,人民币升值预期转为负值,除小幅波动之外,基本趋势持续向下,贬值预期较强。目前该指标已经处于历史低点,甚至超过2011年四季度人

民币贬值预期的程度。此外,香港利差和港元汇率走势偏弱,显示资金小幅外流。香港作为毗邻内地的小型开放经济体,资本市场开放程度很高,因此可视为国际资金流入或流出内地最重要的中转站。以上两个指标一定程度上可视为内地国际资本流动的领先指标。香港利差在5月有所小幅增加,显示国际资本有再度流出迹象。5月份港币兑美元再度贬值,该指标同样显示资金出现小幅外流。

笔者还持续跟踪了有代表性的新兴国家和地区的资本市场资金流动状况,如金砖四国之一的印度、代表新兴工业化国家的韩国、大中华成员之一的台湾等。从今年3月末开始,这些市场已经出现资金流出的迹象,尤其是5月份韩国和台湾资金流出较多。

此外,由笔者设计的招商外汇供求强弱指标,主要通过人民币对美元、欧元以及英镑的汇率变动来观察外汇市场主要货币的供需关系,该指标与外汇占款的波动关系较为一致。我们发现,5月份中间价和即期汇率为基准的外汇供求强弱指标延续此前的下行趋势。

鉴于此,笔者认为降息最可能在两个情景下发生:一是近期希腊无序退出欧元区或西班牙银行业出现倒闭潮,造成欧洲银行体系动荡;二是7月末至8月初,国内经济

但从货币政策操作来看,这并不简单意味着降息。

笔者对目前降息持保留态度的理由有两个:第一,基准利率主要关注一年以上的中期通胀水平,通胀上升期,加息速度慢,幅度低;同样在没有外部冲击的条件下,通胀稳步回落期,降息速度也慢;第二,好钢用在刀刃上,减息作为货币政策的“核武器”,要为欧债问题进一步恶化做好预案。

鉴于此,笔者认为降息最可能在两个情景下发生:一是近期希腊无序退出欧元区或西班牙银行业出现倒闭潮,造成欧洲银行体系动荡;二是7月末至8月初,国内经济

上半年数据相继出炉,如果经济形势仍未好转,将有可能降息一次以刺激经济。总体来看,考虑到需要兼顾稳增长和管理通胀预期,不对称降息的可能性大。

此外,目前欧债问题处于胶着状态,虽然希腊短期内无序退出欧元区的可能性较小,但西班牙金融系统的风险无疑加重了投资者的忧虑,风险偏好降低,促使资金回流自救或者寻求安全边际更高的资产。因此,我国未来外汇占款的走势仍有诸多不确定因素,如果新增外汇占款持续低于正常水平,央行在7月末至8月再次调低法定存款准备金率的可能性加大。



CFP图片

# 国泰基金管理有限公司 高级管理人员选聘公告



# 国泰基金管理有限公司 高级管理人员选聘公告

## 二、应聘人员基本要求

1、遵规守法,品行端正,诚信廉洁,作风严谨,有良好的职业素养。

2、熟悉基金公司的相关专业工作,具备履行岗位职责所必需的专业知识,具有国际化思维和市场化意识,具有较强的战略规划能力、组织策划能力、创新变革能力和风险控制能力。

3、具有较强的团队合作精神、良好的身体及心理素质、较强的沟通、协调、组织与开拓能力。

4、应聘人员应具有硕士研究生及以上学历,具备金融行业经营管理经验。其中,应聘投资经理的人员需担任过大、中型金融机构投资业务负责人及以上职务;应聘投资经理支持到总经理的人员需担任过大、中型金融机构投资相关部门总经理及以上职务;应聘公募基金经理将担任副总经理的人员需担任过大、中型金融机构相关部门总经理及以上职务。应聘人员同时还须符合中国证监会发布的《基金公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理办法》中规定的高级管理人员任职资格要求。

## 三、选聘程序

(一) 选聘工作流程与程序分为选聘信息发布、报名、资格审查、面试及复试、综合考察、确定候选人、签订聘用合同等阶段。

(二) 按照有关规定,对本次获聘公司高管职务的人员实行任职试聘制。试聘期1年,试聘合格,正式聘用,聘期3年(含试聘期)。

## 四、报名时间、方式及要求

(一) 报名时间: 2012年6月6日—6月19日。

(二) 报名方式: 本次选聘的报名方式分为网上报名和传真报名两种方式。

### 1、网上报名:

应聘者登录国泰基金管理有限公司网站(www.gtfund.com)下载《应聘人员登记表》。

填写完整后与其他应聘材料一同以电子邮件方式发送至人力资源部选聘邮箱:

zhaopin@gtfund.com,邮件标题请按照以下格式填写“应聘人姓名+应聘岗位”。

### 2、传真报名:

应聘者登录国泰基金管理有限公司网站(www.gtfund.com)下载《应聘人员登记表》,填写完整后与其他应聘材料一同传真至人力资源部。

传真: +86-21-38561833

传真后请与人力资源部进行电话确认。

### 3、人力资源部联系方式:

通讯地址:上海市世纪大道100号上海环球金融中心39楼人力资源部

邮编: 200120

电话: +86-21-38561797

联系人: 李先生

### (三) 有关要求:

(1) 应聘人员报名时应提供以下资料:①本人身份证件或护照、学历、学位、执业资格、专业技术资格证明复印件各一份;②近二年来主要工作业绩(成果材料和相关证明材料);③应聘报告(包括但不限于应聘岗位、任期目标、年度目标及实现目标拟采取的主要措施等);④本人电子近期彩色证件照片(未提供电子版者需邮寄近期2寸彩色证件照片两张)。

(2) 应聘人员应对提交材料的真实性负责。凡弄虚作假者,一经查实,即取消应聘或聘用资格。

## 五、说明事项

1、为应聘人员保密。

2、报名资料恕不退回。

国泰基金管理有限公司

二〇一二年六月六日