

大视野

最新公布的数据显示,5月份CPI同比涨幅继续回落,PPI同比涨幅连续三个月负增长。在经济增速回落、物价下行的情况下,央行前瞻性地宣布下调存贷款利率,并扩大存贷款利率浮动区间。央行连续五次加息之后首次降息,有助于“稳增长”政策的执行,浮动利率区间的扩大,标志着我国利率市场化进程驶入“快车道”。

理解中央银行的智慧

□中国社科院金融重点实验室
刘煜辉

央行决定自6月8日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。经济增速超预期持续下行被认为是此次降息的主要原因。央行的降息,一方面体现了“稳增长提高到更重要的位置”的宏观基调,另一方面也回应各方利益主体的货币政策放松要求。

无论是经济下行还是通货膨胀,央行往往面临较大压力,当前也不例外。要求降息的观点认为,企业部门资产收益率已经下落至基准贷款利率之下,信贷萎靡是因为成本抑制了需求。这个逻辑是似是而非。银行的商业原则要求应根据风险定价,必须向风险可控的客户发放贷款。现代商业银行的风险控制机制因此被设计为两个部分:一个叫拨备,用它来覆盖贷款的预期损失;另一个叫资本,用它来覆盖贷款的非预期损失。中国的商业银行名义上赚那么多钱,但每年通过市场来补充资本的压力巨大。从经济学意义上讲,这意味着银行贷款的定价追不上风险。

今天银行惜贷某种程度上表明,银行开始向正常的商业逻辑靠拢,这是一种巨大的进步。经过三年的扩张,今天地方政府、企业部门杠杆高企,经济下行和资产缩水使得负债率可能进一步恶化,所以笔者称之为“债务紧缩需求”。这是经济内生收敛导致,非人力所能逆转。一个显见的事实是,央行其实早在4月份就取消了信贷额度指导,但4月份信贷依然超预期疲弱。

现在要求银行违背商业逻辑投放收益与风险不相匹配的信贷,结果将导致市场用脚投票,今天银行股价出现破净的窘境是投资者对这一逻辑的最好诠释,而非仅仅因为净息差收窄。银行股价在过去一年中持续下跌了30%以上,即便去年银行净息差一度大幅拉大。



新华社图片

降息后真实的信贷利率是否能如愿下降,笔者认为,即使那些强烈要求央行降息的人也将心存疑虑。

在以往的商业银行模式中,银行多是通过降低贷款利率(原来是9折,现在可以变为8折),获取大型国企、私企综合资源。而综合成本上升的压力会转嫁给中小企业这样议价能力较弱的企业,但当经济不景气,没有企业愿意承受高成本。因此,如果中小企业都不愿接受高成本,银行也不会随意降低利率为大企业贷款。银行最不愿承受成本而更愿意逐利。因此,此次降息未必能倒逼银行增加信贷投放和刺激企业信贷需求。

我相信伴随着一系列“稳增长”的政府项目投资开工建设,6、7月份信贷可能会有显著上升,但这更多来自于政府对于国有银行体系的固有动员力,而与降息没多少关系。

一直秉持着市场化改革理念的中央银行应该十分清楚其中的逻辑。既要去缓释噪音,又要尽力

修复被扩张政策破坏的极度宽松货币条件。所以我们才看到了这次富有创意的降息,央行罕见地扩大了存贷款利率的浮动区间。扩大存款利率浮动区间的上限为基准利率的1.1倍,扩大贷款利率浮动区间的下限为0.8倍,这也被认为是利率市场化的突破。

在多数银行面临贷存比75%红线限制的情况下,几乎必然的结果是银行会直接将存款利息浮动至10%的上限,以竞争愈发宝贵的存款资源,以避免让家庭部门利益受损。

今天银行面临贷存比约束,恰是过去三年信贷过度扩张的后果。2011年底中国银行体系的信贷总盘子是55万亿元,而其中25万亿元是2009~2011年投放的,这种扩张注定不可持续,而中国银行的货币机制是贷款创造存款,随着贷款减速,存款减速更快。

有人将降息视为货币政策从稳健向宽松的开始,但这尚不足以理解中央银行的智慧。对中国而言,利率市场化进程一定是指向一

个更为严谨的货币条件,因为它意味着逐步减少对于利率的人为压制,特别是利率市场化将带来金融抑制的改善,对于储户利率的实质性改善,当然同时也意味着中央银行对于自身独立性的改善。

中国货币供给确实具有明显的“内生性”。从实证上看,2003年以来,中国的货币乘数与广义货币和高能货币差额部分增速具有高度同步性。我把这种货币扩张的机制称之为“财政决定货币”。

中国政府性投资活动扩张是中国货币创生的主体。中国的

地方政府和国有部门通过各种方式控制土地、矿产等要素价格,并控制着税收、收费、环保标准、市场准入等对经济和金融活动有着绝对影响力的各种要素。掌握着这样一些被银行视为最值得信赖的抵押物,事实上也就掌握了货币的创造权。因为微观投资回报率可以轻易改变,使得原来不可行的项目变得可行,如此信贷和投资得以按照政府意志而配置。所以中国货币供给某

程度是商业银行表内和表外信用活动急剧膨胀的结果。这样的体制使得央行货币供应量目标几乎没有实现过。

央行过去十年中一直为寻求货币政策的独立性和效率而努力探索。利率市场化可能被中央银行视为突破现行体制的钥匙之一。

何为利率市场化?它应是一种机制,中央银行通过市场买卖证券的方式操纵核心或者基准利率来“舞动”各种期限和各种风险水平利率,而所有这些利率——资金的价格最终会对资金的总量、配置乃至整个实体经济产生“意想之中”的影响。可见利率市场化绝不是机械地理解为“存款利率的浮动和减小利差”这些形式上的标志。

中央银行的韬略是“外科手术”式的路径。在短短几年间,中国商业银行的负债方形成了一个庞大的近十万亿的理财产品市场;在银行的资产方,央行通过短融、中期票据等层出不穷的金融创新推动形成了一个以银行间市场为绝对核心的中国债券市场的雏形。

金融脱媒和负债成本的明

显上升压力,促使今天中国商业银行的资产和负债业务结构,甚至一些银行的利润结构因此而发生深刻的改变。这本身就意味着央行的利率市场化路径取得巨大进展。

中国利率市场化的进步使得受地方政府和国有部门支配的商业银行压力倍增,信贷粗放扩张模式的风险暴露使得银行股价开始出现“硬着陆”,跌破净值意味着银行未来从资本市场毫无节制地融资再扩张的模式变得几乎不可能。同时,这也倒逼地方政府和国有部门走向直接融资。在笔者看来,未来用市场和阳光化约束地方经济扩张,远比“软预算约束”的国有银行体系进步得多。从专业角度讲,身处政府主导的资源分配体制中的中央银行突破何其难,人们应该肯定央行对中国经济改革作出的贡献。

经济下行打开体制改革窗口

□刘海影

在降低存准率之后短短20天,利率也随之下调,显示当前经济局势尤其是需求下行严峻。这种格局其实早在去年就已经种下因缘由。

去年笔者一直呼吁调整“宽财政货币政策”,而代之以“紧财政货币政策”。紧财政有利于控制地方政府债务水平、控制通货膨胀,并为日后准备充足财力。

宽货币则可以缓解严厉的金融抑制状况,为处于困境中的民间经济、中小企业提供急需的金融服务,有利于中国经济转型与发展潜力的提升。然而,现实中相反的政策却被一路执行至今,到现在,决策层手中的选择并不多。

现在改行紧财政政策已经错过时点。我们预计今年的财政赤字将达到1.5万亿元规模,这是抗击经济减速不得不付出的代价。

宽松财政政策应以减税而不是增支为重心,1.5万亿元的大部分

应来自于减税,尤其是必须控制地方政府变相加重民营中小企业税务负担的情况。必须意识到,增加开支是一种代价而不是优势。这是因为,微观而言,财政支出支撑的项目很难具备合理的投资回报率,很容易与银行呆坏账、寻租腐败等负面现象联系在一起;宏观而言,中国政府总体债务负担正在快速逼近红线,政府腾挪空间并不大,而每一元新的赤字开支,都是对未来政策腾挪空间的进一步透支与挪用。

就货币政策而言,由于通货膨胀基数较高,降息空间并不太大,而存准率的调降空间很大。我们预计今年年内,央行可能还有

一到两次降息与三到四次降存准。本次降息的一个亮点是给予存款利率10%浮动空间,这可以视为利率自由化的一个起点,但单

此一项改革远远不够。在此之前,管理当局对银行体系实施所谓“掌骨式”管理,存准率、存贷比、信贷额度、资金充足率等被加以限制。这有其合理性。以地方政府、国营企业为主体的信贷需求大户并未建立财务预算约束,加之信贷成本远低于影子价格,不以行政手段实施数量管理,地方政府与国营企业将轻松制造天量贷款与相应的天量呆滞账。

随着信贷需求大幅下滑,为对“掌骨式”管理制度本身进行改革提供了一个难得的机会。以此可倒逼其他领域的改革,并缓解当前十分严厉的金融抑制状况。

对比常规的财政与货币政策,更重要的是推进体制改革。垄断国企改革、要素价格改革、汇率制度改革、资本账户管理改革、财政预算与管理制度改革、地方政府治理机制改革等等,都是长治的改革清单,经济疲弱有可能一直持续到今年第四季度。

显然,经济局势十分严峻,即使如此,重复上一轮4万亿元为核心的刺激计划仍是下下之选。当前

中国经济长期格局的重要改革。

央行旨在借降息名义推进利率市场化

□桃花石投资 崔永

近日,央行宣布,从今年6月8日起下调金融机构人民币存贷款基准利率,并进一步扩大了存贷款利率的浮动区间。这是中国央行2010年10月份以来连续五次加息之后的首次降息,同时也是2004年10月份宣布“放开存款利率上限”以来,利率市场化改革迈出的最大步伐。很显然,在物价同比涨幅快速回落、经济增速急剧下滑、投资消费出口萎靡不振、外汇资本加速外流、企业盈利能力显著降低的情况下,央行似乎有足够的理由果断采取降息行动。但央行为何在准备金率还有较大下调空间、央票余额也有较大下降空间以及负利率刚刚转正的情况下,就急于下调存贷款利率?个中原因耐人寻味。

名义上的降息

事实上,如果考虑到央行将存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍,本次降息对实际存款利率影响有限。由于许多商业银行存款明显负增长,商业银行为了高息揽存必定迫切需要将一年期存款利率上调到尽可能高的位置。按照上调至基准存款利率的1.1倍计算,实际一年期存款利率如果都上浮1.1倍,实际存款利率均比利率下调之前高,调整后三年期定期存款上浮利率比之前甚至高出11.5个百分点,只有活期存款利率调整后的上浮利率比之前要略低6个百分点。

尽管央行还进一步扩大了贷

款利率下浮区间,但考虑到贷款实际执行利率情况,这种贷款利率下浮区间的扩大甚至贷款利率的明显下降。根据央行最新发布的数据,2012年3月份,在全部人民币贷款当中,执行贷款利率上浮的贷款占比为70.4%,执行基准贷款利率的贷款占比为25%,执行贷款利率下浮的贷款占比仅为4.6%。而在2011年之前执行贷款利率下浮的贷款占比一直维持在20%以上,甚至30%以上,执行贷款利率上浮的贷款占比则持续维持在50%以下。考虑到准备金率持续维持高位所导致的货币信贷派生能力的下降、经济下行所带来的风险溢价水平的提高、地方融资平台贷款和房地产贷款等领域不良贷款上升提高金融机构放贷谨慎程度,下一阶段贷款利率上浮的比例以及贷款利率上浮的程度还有可能提升。在这种情况下,央行本次降息事实上只是名义上的降息,并没有在实质上起到降息的作用,事实上,央行深层次目的是旨在借降息的名义来达到利率市场化的结果。

降息实为利率市场化

一方面,当前央行数量型工具的使用空间还很大,如果单纯为调低中长端利率,就没有必要急于降息。毕竟尽管当前物价回落的趋势已经确定,但物价回落的基础还不稳固,负利率也刚刚转正,正利率的可持续性还有待观察,并不存在扭转正利率的迫切需要。事实上,随着近期央行不断开展公开市场操作和降低准备金率,中长端利率已经大幅回落。如果央行要继续实现降低中长端利率的目的,央行显然可以通过持续暂停央票发行,甚至

回购央票或者持续开展逆回购、加快降低准备金率等数量型工具方式向市场注入流动性,从而降低债券收益率,进而降低企业融资成本。毕竟贷款利率上限是放开的,如果央行不通过数量型工具向市场提供充足的流动性,即便央行降低贷款基准利率,由于缺乏可贷资金,金融机构势必要提高贷款利率上浮幅度,从而抵消贷款基准利率下调的作用。

2012年5月份以来,受央行继续降低准备金率、暂停央票发行、持续开展逆回购等政策的影响,加之物价开始见顶回落,SHIBOR利率开始明显下行,尤其是中长端利率下行幅度更为明显。其中,7天SHIBOR利率由5月初接近4%的水平回落到目前2%略高的正常水平。尽管贷款基准利率受到管制,一旦央行通过数量型工具提供充足流动性,贷款利率上浮幅度也会下降,事实上还是起到下调中长端利率的作用。

另一方面,央行要推进利率市场化有必要配合降息同时进行,因为在目前经济和通胀下行趋势基本确立的情况下,提高存款利率上浮区间无异于加息,显然不合时宜。而且如果提高存款利率上浮区间不与降息相配合还会造成利率市场的大幅波动。恰如2004年10月29日央行“放开存款利率下限和贷款利率上限”同时加息一样,这同样是为了避免利率市场化带来利率市场意外波动,也防止利率市场化可能对经济产生的伤害。

恰如中国经济整体改革一样,利率市场化改革的过程事实上也遵循着“帕累托改进”的过程,这一改革过程将尽可能地使一部分人受益,并且不使其他人的利益受损。

年内不会再次降息

综上,央行虽然名义上降低

了存贷款基准利率,但实际上并没

有起到降低存贷款名义利率的作

用,而是为了借降息的名义实行利

率市场化之实,以期实现帕累托改

革式改革的目的。这样的话,就有理

由认为,央行本次降息尽管打开了降息周期之门,但是下一次降息在

年内可能不会再次发生。

2004年10月29日央行借加息名义推进利率市场化,尽管开启新一轮加息周期,但下一次加息则发生在一年半之后的2006年4月28日。毕竟从影响利率政策决策的各种因素来看,没有足够理由支持央行采取连续降息行动。

一是通货膨胀尽管在回落,但截至2012年5月份CPI同比涨幅依然处于3%的较高位置,尽管PPI受到大宗商品大幅回落影响已经连续三个月负增长,但从2008年至2009年CPI与PPI之间的关系来看,CPI不会像2009年那样陷入负增长,而可能会处于3%左右的水平温和增长,这种情况的出现不支持连续降息。

二是从资本流动角度来看,去年下半年以来,热钱开始集中外流,外汇占款甚至出现罕见的负增长,在这种情况下持续降息,显然可能会进一步促使资本外流,这显然是决策者不希望看到的。

三是从投资回报率角度来看,截至2012年一季度,全部A股上市公司非金融企业的ROE为9.23%,考虑到60%的资产负债率,折合负债收益率为5.5%,而2012年一季度的一般贷款加权平均利率为7.97%。很显然,目前一般贷款加权平均利率已经覆盖掉投资回报率,央行有必要将利率降低以保证利率水平处于中性利率水平,但是这一目的的实现似乎并不能通过降低贷款基准利率来实现,毕竟贷款利率上限是放开的,如果央行没有有效阻止资本外流以及采取有效手段投放流动性,单纯降息不会起到任何作用。因此,预计下一阶段,考虑到外汇占款的下降,央行还是会频繁动用准备金率、公开市场操作等数量型工具,以期向市场注入更多的流动性,而不是急于再次动用利率工具。

利率市场化助力“稳增长”

□民族证券 陈伟

近期,央行宣布下调存贷款利率的同时,也公布了利率市场化方案。这意味着此前被称为“铁板一块”的存款利率浮动区间上限终于被打破,它是2004年以来我国利率市场化进程的重大举措,对于我国深化金融改革具有十分重要的意义。

利率市场化加快时机成熟

自2004年央行推出贷款利率浮动方案后,近年来利率市场化没有多大的进展,其中很重要的一个原因是,有关部门对于加快利率市场化,尤其是推动具有核心意义的存款利率浮动有着较大分歧,担心金融机构难以承受利率市场化带来的冲击。但事实上,近年来的金融运行实践表明商业银行已经可以承受利率市场化带来的压力。

2011年以来,存款利率上浮空间已经通过具有替代性的理财产品利率提高实现,部分保本型的理财产品利率已经被银行计入存款成本,但当年银行盈利并没有受到明显冲击,反而普遍通过贷款利率浮动扩大了净利息差获得了不错的收益,这也意味着银行已经有一定的风险定价能力,利率市场化进一步推进的微观基础已经具备。

利率市场化加快推进的宏观条件也基本成熟。当前正处于通胀趋弱、资金偏松的环境,此时银行对于存款的资金来源也不是十分强烈,银行存款上浮的压力会稍微小些,若在通胀水平较高、社会资金面比较紧张的状态下,就算银行将存款上浮到上限也较难吸引到存款。

利率市场化助力稳增长

这次借着降息推进利率市场化是比较合理的选择,因为当前利率市场化的加快有利于放大降

息的效果,有助于政府“稳增长”目标的实现。

这次银行被赋予了贷款基准利率下调至0.8倍的权利,这意味着实际企业获得一年期贷款利率最低可以降到5.048%,这比之前降息前企业所能获得的最低贷款利率6%低了近90个基点,超过降息3次的水平,这无疑更有利于降低企业财务成本,提振企业贷款需求。

更重要的是在于这次利率市场化还有利于银行优化存款结构,更好地促进实体经济的发展。这次存款利率浮动后,一年期存款利率之间的法定息差,将从3.06%变成了可浮动的1.473%~3.06%之间,这无疑缩小了银行原来的法定息差。银行为维持收益,不得不提高其风险偏好度,增加对高息差的中小企业和民营企业贷款力度,这显然对于改善当前中小企业的融资困境、促进经济的复苏具有较大好处。

当然,由于当前利率市场化的基本制度仍未完善,特别是存款保险机制还没建立,这次利率浮动空间仍比较小,作用还比较有限。由于存款浮动幅度过小,多数银行将存款10%的上限确定为存款利率,这就使得存款浮动定价的作用被打了折扣。但我们预计,未来两、三年内我国将进入利率市场化加快发展时期。当前金融改革将在一定程度上倒逼利率市场化加快。例如,企业从离岸市场获得廉价的人民币融资将首先冲击当前国内僵化的贷款利率体系,因此贷款利率下浮不得不较快推进;居民对外投资的开展也将将存款国内银行业的资金,迫使存款利率市场化的进程加快;人民币汇率市场的提高也需要国内利率浮动程度加大以更准确地反映出人民币对外汇率的真实状况,减少当前国内和离岸人民币汇率差价造成的套利冲击。