

■ 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”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低于至基准利率之下,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,今天中国的地方政府、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。一个显而易见的事实是,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。

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“放开存贷款利率下限和贷款利率上限”以来,利率市场化改革领域迈出的最大步伐。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之下,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,商业银行为为了高息揽存必定迫切需要一年期存款利率上调到尽可能高的位置。按照上两期基准利率的1.1倍计算,实际一年期存款利率就会达到3.575%,这比本次下调利率之前3.5%的一年期存款基准利率还要高。照此计算,半年期、两年期、三年期和五年期的定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要高,调整后三年定期存款上浮利率率比之前甚至高出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个基点。尽管央行还进一步扩大了贷

央行决定下调金融机构人民币存贷款基准利率

中国人民银行决定自2012年6月8日起:
下调金融机构人民币存贷款基准利率

金融机构人民币存贷款基准利率调整表	
一、城乡居民和单位存款	
(一)活期存款 0.40	
(二)整存整取定期存款	
三个月	2.85
半年	3.05
一年	3.25
二年	4.10
三年	4.65
五年	5.10

将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍
将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍

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、民企综合资源。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,而与降息没有多少关系。

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。既要去缓解噪音,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。

在多数银行面临存贷比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。

今天银行面临存贷比约束,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过渡,但这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”。

中国政策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多种要素。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

到损害。2004年升息与下调存款利率和上浮贷款利率,以及2012年上调存款利率和下调贷款利率,应该都是利率市场化改革遵循帕累托改进原则的体现。

从存款人角度来看,降低存款利率但扩大存款利率上浮区间显然没有损害存款人利益,反而因为存款利率的上浮而可能受益。从贷款人角度来看,降低贷款利率上浮幅度,从而抵消贷款利率上浮幅度,这无疑对贷款人来说也是有百利而无一害的。事实上,尽管存款利率上浮和贷款利率上浮看似缩小了金融机构的名义利差,损害了金融机构的利益,但从净利差角度来看,金融机构的净利益实际上并没有受到损害。因为提高存款利率上限之后,尽管商业银行为为了高息揽存会迅速将存款利率提高到政府许可的高度,但是在不允许上浮的情况下,金融机构已经开发出很多种收益率高于存款利率的理财产品来吸收资金,商业银行的融资成本事实上已被提高。存款利率的上浮只不过是将部分收益率相对较低的理财产品资金转换为银行存款,金融机构整体成本并不会明显提高。尽管扩大存款利率上浮区间,但贷款利率上浮幅度占存款利率上浮幅度的比例却越来越高。

2012年5月份以来,受央行连续降低准备金率、暂定央票发行、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,一旦央行通过数量性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之下,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

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行利率市场化之实,以期实现帕累托改进式改革的目的。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。

种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。利率市场化可能被央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。

中央银行的略略是“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,央行通过短期、中期票据等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,身外体系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种下因果缘由。

去年笔者一直呼吁调整“宽财政紧货币”政策,而代之以“紧财政宽货币”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。

按照我们的量化模型的预测,本轮经济调整的幅度不亚于2008年。工业增加值增速有可能从本轮经济周期的最高点19.2%(2009年11月)下跌至6.4%(今年第四季度),降幅高达12.8%,与2008年危机中14%的降幅大体相当。相应地,GDP增速有可能连续两个季度在7.8%以下,符合“硬着陆”定义。其他经济指标也将对此提供印证:进出口增速很可能降低至个位数,货币供应量增速降低至20年来的最低点,固定资产投资增速继续走低。通货膨胀不会像上轮一样直接跌入负值区域,而会维持缓慢下行态势,年底前大部分时间在2%以上水平运行。人民币升值步伐将会放缓,不排除逆转贬值的可能性,不过不论涨跌,幅度可能都不会太大。

与上轮经济调整相比,国际层面的冲击力度稍轻,出口增速不至于像上轮那样变成负增长。但是,上轮经济调整之前中国经济本身的动力较为强劲,债务杠杆率也远低于现在,一旦政策刺激,经济立即腾飞。而当前国内实体经济状况远差于当年,地方政府债务累累,无力再掀起2009年般的投资狂潮;国营企业产能过剩,几个重点行业正在重负之下挣扎,也无力再度放大杠杆与产能建设;民营企业处境艰难,技术积累不足、经营环境持续恶化,也难以快速重启增长。这正是为什么即使信贷成本不高,信贷需求仍旧十分疲弱的缘故。此时,即使政策放松,经济颓势的扭转亦非易事,我们的模型显示,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4万亿为核心的刺激计划仍是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

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。

更重要的是在这次利率市场化还有利于银行优化贷款结构,更好地促进实体经济发展。这次存贷款浮动后,一年期存贷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,不得不提高高风险偏好度,增加对高利率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良好好处。

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大,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折。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的加快。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,因此存款利率上浮不得不较快推进;居民对外投资的开展也将分流国内银行行业的资金,迫使存款利率市场化的进程加快;人民币汇价市场化的提高也要求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。

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

决策者首先应承认现实,谋定而后动,需要意识到中国经济增速轴心已经下滑。与以前动不动两位数增速相比,中国必须习惯7%甚至更低的增速,而把更多增长的工夫花在与“低”增速共处上。毕竟,政府不可能永远依靠高飞的GDP来谋取民众认可。

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,1.5万亿赤字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负的情况。必须意识到,增加开支是一种代价而不是一种优势。这是一种代价,而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率。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“管骨式”管理,存准率、存贷比、信贷额度、资本充足率等被加以限定。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。

随着信贷需求大幅下滑,为对“管骨式”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,都是长期的改革清单中急需做而未做的滞后的事项。危机给了我们宝贵的机会,来累积足够的民意支持以求推进这些事关中国经济长期格局的重要改革。

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前

刺激计划仍将是下下之选。当前