

# 货币政策应回归中性取向

□方正富邦基金首席策略师 崔永

中央经济工作会议定调2014年将继续实施“稳健货币政策”,这是2011年以来第四次沿用“稳健货币政策”的提法,再之前的2004年至2007年期间也沿用“稳健货币政策”的提法。2011年至2014年所实施的稳健货币政策与2004年至2007年所实施的稳健货币政策,尽管在措辞上相同,但实际政策取向却不尽相同。

2004年至2007年期间,7天期银行间同业拆借加权利率的波动中枢为2%,而2011年至2013年期间,7天期银行间同业拆借加权利率的波动中枢为3.5%,比2008年全球性金融大危机之前提高了150基点。这150基点的差异使得2004年至2007年期间货币市场利率低于受到管制的一年期存款利率,而2011年至2013年期间货币市场利率则高于受到管制的一年期存款利率,这就决定了2004年至2007年所实施的“稳健货币政策”实际上是一种“宽松货币政策”,而2011年至2013年所实施的“稳健货币政策”实际上是一种“紧缩货币政策”。

受到上述紧缩取向货币政策的影响,社会整体融资成本持续高于投资回报率,投资活动不断萎缩,因此,从2011年以来经济增速持续下滑。尽管受到政府基建投资快速增长的带动,经济增长的下滑势头在2013年有所企稳,但如果紧缩取向的货币政策不回归中性取向甚至偏松取向,明年的经济增速很有可能进一步下滑到7%左右甚至更低水平。

种种迹象表明,紧缩取向货币政策所带来的负面效应越来越大,随时可能破坏中国经济的平稳运行态势。

首先,其表现为愈演愈烈的“钱荒”以及由此所带来的违约风险。从表面上来看,6月钱荒主要是受到外汇占款下降以及商业银行期限错配等因素的影响,12月钱荒主要受到财政存款投放缩量,以及投资者对政府债务风险担忧所带来的惜借情绪蔓延等因素的影响,但实际上“钱荒”背后的主要原因是央行在货币政策上采取较为谨慎的态度,从而导致银行体系流动性一直处于一种紧平衡状态,主要表现为货币市场利率持续高于一年期存款利率。货币市场利率持续高于一年期存款利率使得大量存款流出银行体系转为直接融资形式的金融工具,在这一过程中,货币派生能力下降,社会整体流动性宽裕程度随之就会下降。

其次,表现为在外商直接投资和私人投资急剧下降的同时,短期套利资金却大量涌入中国。官方数据表明,民间固定资产投资完成额累计同比增速已经由2011年的34.2%,持续下降到目前的23.2%;实际利用外资金额累计同比增速也由2011年上半年20%以上的增速,下降到目前5%左右的增速,2012年甚至一度出现持续负增长。

与此同时,短期套利资金却一度涌入中国,继今年一季度热钱大规模涌入后,今年9月以来热钱再次大规模涌入,新增外汇占款已连续两个月保持4000亿左右规模。银行间市场隔夜拆借利率近期一直维持在4%左右,且今年5月以来一直维持在3%以上,美国联邦基金利率则自2011年以来一直维持在0.1%附近,两者之间利差维持在300基点左右甚至以上。

在长端利率方面,近日中国贷款基准利率(LPR)为5.73%,而美国最优惠贷款利率(ㄖPR)为3.25%,两者之间利差也高达248基点。如此高的利差难免会吸引大量短期外汇资金进行套利交易,而当前国内一般贷款加权平均利率7.13%,全部A股非金融企业滚动ROE水平为9.3%,由于中国企业平均资产负债率一直维持在60%左右水平,这意味着一般贷款加权平均利率至少要降低100基点,才能够使得投资回报率覆盖融资成本,私人投资的积极性才能够得到提升,经济下滑的态势也才能够得到逆转。

最后,表现为地方债务风险和楼市风险的不断积累,最终可能引发房地产企业和地方政府的资产负债表危机。由于央行一直采取紧缩趋向货币政策,商业银行可



IC图片

盖掉如此高的融资成本。

总体而言,为了避免国内经济的进一步下滑,以及由此可能导致的愈演愈烈的“钱荒”以及房地产企业和地方政府债务风险的暴露,笔者建议,央行应当尽快将货币政策由最近三年持续偏紧的政策取向,转向中性甚至偏松的货币政策取向。

要实现这种中性甚至偏松的货币政策的取向,央行需要切实做好流动性管理和货币政策调整。首先,应将一般贷款加权平均利率至少降低100基点,也就是说一般贷

款加权平均利率要降低到6%左右的水平;其次,要将货币市场利率波动中枢降低到维持在一年期存款利率水平附近,也就是说,货币市场利率波动中枢要降低到3%左右的水平;第三,要将通货膨胀目标提高,切实提高通货膨胀的容忍度,为货币政策回归中性甚至偏松取向预留空间。适度的通货膨胀是对经济失衡的自我调整,有利于缓解人民币升值压力和地方政府债务风险,而且也可以有效促进经济增速实现7%以上的增长。

## 货币政策调控思路亟待创新

□中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

自6月以来持续间歇式出现的“钱荒”和高利率,很可能意味着中国已经进入一个“结构性偏紧”的常态化货币新环境。然而,从现实情况看,中国货币存量并不少,但期限错配、结构错配和方向错配不仅导致资源配置扭曲,也产生了大量的不良资产、闲置资产和沉淀资产,这是中国经济最大的风险和结构失衡所在。在新的货币金融环境下,必须重新定位金融的功能和作用,必须创新货币调控新思路,加大金融体制和功能创新,真正提高金融资源的配置效率。

而从全球货币金融环境看,结构性矛盾尤其突出。2013年以来,不断攀升的社会融资总量以及表外融资、债券融资的大幅增长,与持续下行的经济增速和宏观经济产出形成了极大反差,表现出明显的“避实就虚”倾向:一方面,实体经济的投入产出效率下降,周转率降低;另一方面,由于实体经济下滑,债务比率上升,银行隐性不良资产风险也开始抬头。

而从全球货币金融环境看,美联储即将启动的政策回归周期意味着全球金融政策周期的改变,这对中国意味着更大的挑战。当前,利率“外低内高”,也加剧人民币“外升内贬”和国际资本套利风险。特别是近两个月,虽然银行间市场再次出现类似6月上海银行间同业拆借利率(Shibor)急速飙升的状况,银行间市场资金面明显收紧。十年期国债收益率大幅攀升,甚至在11月底超过4.7%,不仅超过2007—2008年水平,更一度逼近2004年的历史最高点。同时企业债收益率也顺势上浮,进一步影响到包括政策性银行等在内的金融市场融资计划,推升了市场平均融资成本。

相对于美元、日元、欧元、日元等低息货币,人民币利率较高,境内外正利差进一步刺激套利资本流入国内导致人民币加速升值和输入性通胀。10月央行口径外汇占款大增4495亿元人民币,较上月增量扩大近7成,且创下2008年1月以来的单月新高,利率汇率政策在人民币“外升内贬”背景下面临两难困境。

这也对传统货币调控手段形成了新的重大挑战。如果不收紧流动性,资产泡沫风险可能难以遏制;如果政策紧缩,有可能使并不稳定的经济复苏基础动摇,阻碍中国经济增长的势头。这意味着对于习惯于监测M2增速和贷款额度的央行而言,控制流动性和信贷条件已变得更加困难。货币当局需要避免金融“去杠杆化”过猛,考虑到明年美联储政策可能成为影响全球流动性格局的最大变量,量化宽松政策(QE)退出必将对外生流动性形成新的冲击。货币政策在平衡国际与国内,实体与金融之间几乎没有多少政策空间。货币当局必须重新权衡效率与风险,需要在金融市场化改革与金融稳定、金融安全之间重新找到新的平衡点。

在这种政策压力下,我国货币政策更多应该由总量调控转向结构调控,更多运用结构性和功能性政策。结构性政策可以一定程度“对冲”改革对经济下行压力,必须灵活开展公开市场操作,灵活使用再贴现、再贷款、常备借贷便利(SLF)、差别存款准备金率等工具保持流动性的合理存量。

笔者认为,在货币流向方面必须更多引导中长期资金进入中国经济发展需要长期资金的领域,如城镇化进程和相应的基础设施建设、技术创新、中小企业融

资等领域,其关键是设法稳定这部分中长期的优质资金,提高流动性支持实体经济的效率,从而提高货币政策的正收益,并以构建多元化、多层次金融供给体系为突破口,促进金融转型与实体经济转型相匹配,拓展实体经济的广度、深度和高度。

一是发展“小微金融”。借鉴国外小微金融机构发展的成功案例,研究以“联保贷款”为代表的国外小微金融机构信贷产品;建立对口的小微金融机构,针对小微企业资金需求短、频、急,缺乏有效抵押物等特点设计相应的金融产品;针对小微金融机构规模小、数量多、分布广泛等特点,探索用地方政府为主体的扁平式监管模式,取代现有银行业垂直监管模式的具体实施路径。

二是发展“科技金融”。积极实施科技成果“资本化”战略。当前应该建立起有别于传统工业经济的金融体系,建立更加有利于经济升级,更有利于产业自主创新的现代金融体系。完善针对科技创新的金融服务体系、拓宽科技型企业的融资渠道,加强货币和财政政策工具在引导科技金融创新方面的协调运用,完善科技型企业信用体系建设和优化配套措施。

三是发展“供应链金融”。加快产业组织创新,强化不同规模、不同所有制企业合作,重点发展类似于日韩德等国家的“供应链金融”。通过“大数据”和互联网技术创新,围绕着供应链管理,建立能够集提供物流服务、信息服务、商务服务和资金服务为一体的供应链第三方综合物流金融中介公司,降低全供应链的运作成本,促进产业资本和金融资本融合,提升我国在全球价值链中的核心竞争优势。

## 即将失去的十年

□阿苏迦·莫迪

2013年已接近尾声,看起来全球经济将继续保持低速运转。对于那些预测全球复苏的人来说,三季度GDP数据无法提供任何安慰。纵使美国经济增速处于领先地位,但它的一些收益可能很快就会消失,因为不断积压的库存开始侵蚀利润。尽管希望的曙光初现,但欧元区 and 日本的年度经济增长还在奋力跨越1%的门槛。主要新兴经济体都发展缓慢,其中俄罗斯几乎处于停滞状态。

不出意外,如今经济政策的一个论题就是“长期停滞”,即认为过度的储蓄会长期压抑需求。经济学家罗伯特·戈登也认为,世界缺乏经济上富有创造性的理念。

但在绝望之前我们还有工作要做。各国协同下的财政刺激手段在2009年经济危机中拯救了世界,但它也随着政府注意力转向国内政策以及优先事项而很快消失。如今国内政策选择用尽,经济前景黯淡,必须把注意力重新放在刺激政策之上,并通过刺激手段时机和内容的全球协同来对其进行扩充。

当前危机仍然是全球性的。贸易数据告诉我们,在2008年之前那十年,世界贸易以每年7%左右的速度增长,但在2009年增速却快于全球GDP的增速(他比大萧条时期更剧烈)。一旦短暂刺激推动的复苏消失,世界贸易增长再次迅速放缓,在过去18个月内同比增速降到2%。而出口业绩令人失望的主要原因则是近期经济增长前景堪忧。

2008年底,当即将到来的经济破坏程度还没显现之时,国际货币基金组织首席经济学家奥利维尔·布兰查德大胆呼吁出台全球性财政刺激方案,他指出,在这些“非常时期”,国际货币基金组织的常用建议——财政紧缩和减少公共债务——是无效的。他警告说,如果国际社会不能走到一起,那将会出现“恶性循环”的通货紧缩,流动性陷阱以及越来越悲观的预期。

幸运的是,世界各国领导听取了建议,并在2009年的伦敦G20峰会上同意提供总额达5万亿美元的财政刺激。美国和德国还添加了相当于本国GDP总量2%的刺激政策。

但是骄傲情绪迅速滋生,狭隘利益接管了局势。在伤口完全愈合之前,治疗就被终止了。罪魁祸首是美国和德国,为了维护自身的经济霸主地位,它们推卸了保护全球共同利益的责任。英国为其财政紧缩所找的勉强理由也好不到哪里去。

各国如今似乎都认为货币政策措施是它们唯一的选择。但在财政刺激促进国内外经济增长,通过世界贸易相互增强各国国力的时候,货币政策却主要受国内目标引导,在短期内一个国家的收益会是另一个国家的损失。

货币政策方面最具野心的国家是美国。据研究者芝加哥大学教授吴静和夏凡估计,美联储的无限期资产购买计划(所谓的量化宽松政策或QE)导致美国实际政策利率为-1.6%。量化宽松政策通过削弱美元汇率,协助美国增加出口。而日本启动自己的量化宽松政策之后,日元也迅速贬值。

由此,原本是“三大”发达经济体中最弱的欧元区,其货币变成了最强。在2013年第三季度,德国出口增长放缓而法国出口下跌。经过年初的井喷,日本出口也出现了收缩。只有美国的出口在美元的疲软下保持了一定的动力。

在20世纪30年代金本位崩溃后,全球领导人不能再同意一致行动进行全球经济的通货再膨胀。对此,经济学家巴里·艾肯格林在他的著作《黄金枷锁》中认为,缺乏协同行动拖累了全球复苏的进程。这样的延误是代价高昂的,并且可能引发任事态恶化的风险,进一步延长经济修复过程。

现在,尽管制度环境不利,但布兰查德应该进行更大胆的呼吁。现在仍是非“正常”的时代,“恶性循环”依旧存在。另一项全球财政刺激——集中在基础设施和教育方面——将为强劲复苏提供所需的刺激。

祈愿有更多的公共投资,可以使世界摆脱混沌,并防止“长期停滞”。美国、德国、英国、法国以及中国共同采取行动并提供帮助。否则,可持续的全球经济复苏可能仍然是难以捉摸的。在这种情况下,2014年将同样会以低增长告终。

(阿苏迦·莫迪,曾任国际货币基金组织驻德国和爱尔兰首席代表,现为普林斯顿大学伍德罗威尔逊公共与国际事务学院国际经济政策访问教授。本文版权属于Project Syndicate)



CFP图片

■ 记者观察

## 民营银行应高度重视公司治理

□本报记者 孙宏

作为金融领域市场化改革的重头戏,首批民营银行渐行渐近。各方对于设立民营银行何时开闸、首单花落谁家充满期待。其实,对于设立民营银行,重要的是做好其从准入到退出的一系列符合市场化要求的制度设计,特别是对民营银行的公司治理要高度重视,建立规范、完善的公司治理是民营银行能否稳健发展的关键。

鼓励民间资本发起设立民营银行,对于促进银行机构的多样性、破解中小微企业融资难困局等具有积极意义,也是银行业今后一段时期深化改革的重要内容。但是,当前不少民营

企业之所以对投资创办银行表现出极大的热情,不排除其希望借机搭建起可供利用的金融资源平台,为自己的企业资本大开方便之门的可能性。民营资本的高逐利性和内部关联交易、利益输送冲动,往往会给民营银行带来较高的道德风险。

为此,为避免出现以民营银行为幌子,把银行看作“提款机”,走上“玩银行”的歧途,就必须做好风险隔离的制度安排,加强公司治理,并建立有效的市场退出机制,促进民营金融机构平稳健康发展。良好的民营银行公司治理既要保护股东权益,又能有效防范股东利用身份之便以不公平的条件获取贷款,这里面包括合理的资本结构、有效的激励机制及信息披

露制度等内容。

首先,股权结构应合理设置,要相对分散,防止少数股东垄断银行经营。对发起人的资质和高管任职资格要从严规定。民营银行的股东应尽量本土化,具备当地户籍,从而方便区域监管机构掌握风险信息以及在特定事态下,便于当地政府的及时介入处置。同时,需要引入一定数量的、独立的外部董事,便于董事会内部制衡与规范化专业化运营。设立专门委员会,可以提高董事会工作效率,增强银行内部的监督功能。

其次,要严格限制民营银行对发起人及其关联企业授信,切实防范道德风险。从外部监管来说,监管机构要严格限制民营银行对发起人

及其关联企业授信,建立起发起人与银行业务的防火墙。在民营银行内部,可以考虑,一般的关联交易由相关委员会审核决定,重大的关联交易,则通过董事会讨论决定。董事会表决重大关联事项时,关联股东董事应该回避。

再次,建立有效的激励机制。在利率市场化不断深入推进的市场环境下,缺乏规模优势的中小银行面临巨大竞争压力,需要建立市场化的绩效评价体系,包括市场化薪酬体系、业绩考核体系等。

最后,应强化信息披露。民营银行需要在一定范围及时充分披露财务信息,真实反映机构运营状况,发挥市场和社会舆论的监督力量,促使其稳健运营。