

■ 大视野

# 稳健货币政策利于重振经济活力

□泰康资产管理公司副总经理 张敬国

2013年中国经济出现了一个不寻常的现象：在GDP增速下降和通货膨胀减缓的同时，利率水平不降反升。尽管2014年这种现象逐渐消去，利率已经随着经济增速下滑而下降，但是金融市场逆向波动本身即是需要深入思考的问题，它涉及到多年来人民币利率的政策取向和市场机制变动。

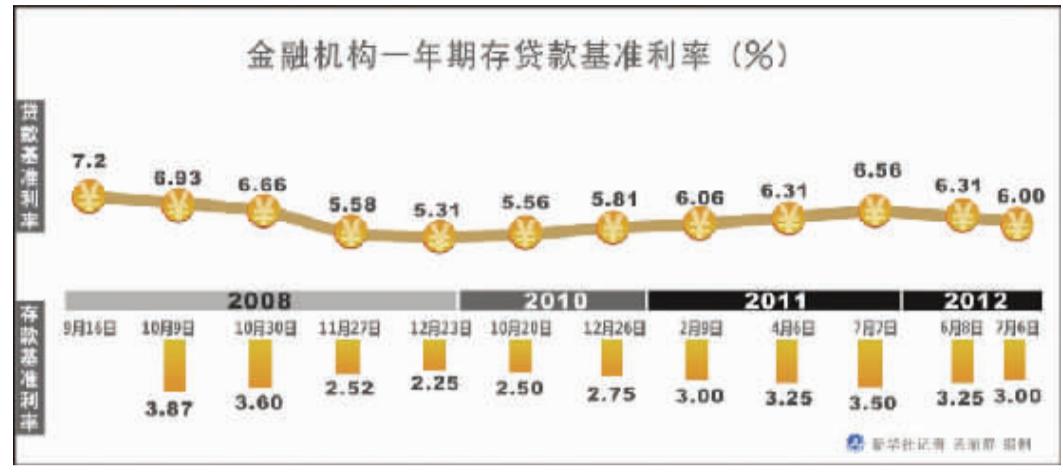
## 人民币利率趋势

2013年下半年金融市场利率上升，引发了一些高利率伤害实体经济的质疑，呼吁采取措施降低企业融资成本，人民币利率趋势成为货币政策取向问题。

首先需要判断利率水平是否过高，高多少？这又回到均衡利率议题。比较准确地估算出人民币的均衡利率并不容易，一些尝试过的研究也多以探讨相对均衡水平为主。如果用自然利率概念和费雪模型估算人民币均衡利率，那么在就业问题不明显的情况下，贷款利率水平应该相当于GDP名义增长率，考虑到GDP平减指数，当前名义GDP增速约为8.5%，现实中的贷款利率不是高于而是低于这一水平，目前的利率水平似乎并不偏高而是比较接近均衡利率甚至略有偏低。目前有人认为利率水平高的主要理由如下：

一是从微观企业盈利看，企业资本回报率难以达到7%-8%的水平，所以7%以上的利率水平就过高了。然而，理论上充分就业状态下企业盈利即资本回报率ROE应该相当于GDP增速，现实中为什么会出现名义GDP增速超过8%而企业的回报率却不能达到7%的“宏观较好、微观较差”情况呢？其实这也中国经济的老问题。这个问题一直随着国有企业影响力增大，政府行政干预经济增多而变得严重。企业资本回报率低于名义GDP增速，说明企业运营过程中，收入转移或者漏损严重。

另外，企业资本回报率低于名义GDP增速，也可能是因为企业不计回报地扩大投资规模，致使商业经营可持续能力降低并形成不良资产，而依靠低效投资扩张拉升的GDP增速也难以持续。从非金融企业上市公司来看，企业资本盈利率在2006年至2010年达到15%以上，平均水平与名义GDP增速大体相当。2011年后资本盈利率再次明显低于名义GDP增速，主要是在2009年后经济增速下滑时期国有企业大规模扩张投资，形成过剩产能致使投资回报率降低。如果这类企业很普遍，政府还要支持它们融资以稳增长，那么只能说明资金配置的依据不是回报率而是行政权力或者其他，说明中国经济的市场化程度有限。资本回报率、利率、GDP名义增速的大体一



致，反映了宏观经济运行基本协调。如果企业资本回报率普遍长期低于名义GDP增速，首先要反思的是改革企业产权结构、政府税收安排和行政管理秩序，而不应该把重点放在呼吁降低利率以迁就企业低资本回报运营。

二是从宏观经济看，保就业、稳增长需要降低利率刺激需求。解决就业问题，需要一定的GDP增长速度，而为了稳定GDP增速避免其下滑较多，降低利率刺激需求是必要的手段（在体制改革产生红利有限的背景下），这是被经常提及的逻辑，货币政策操作中的泰勒规则，从模型上描述了利率水平与产出（包括就业）以及通胀之间的关系。

GDP增长需要维持一定的速度，其原因有很多，目前主要原因可能是维持企业债务链连续，确保不要发生区域性、系统性金融风险，维持一定的财政收入以保证政府财力维稳等等，相比之下，就业的压力可能没有前几方面压力大。

从过去十年经济表现看，居民收入差距在GDP增速快的时期加大，而在GDP增速相对慢一些的时期却有所缓和。2012年和2013年GDP增速降至近十年来最低的7.7%，而城镇新增就业人数却达到最高的1300万人左右，城镇失业率为最低的约4.05%（只高于2007年的4%），基尼系数也为最低的0.473。出现这种状况的原因之一是人民币存贷款利率过低。在“利率幻觉”现象下，GDP增速越快，利率水平距离均衡利率水平差距越大，GDP收入通过利息收入分配给储蓄居民部分的比重越小，而融资进行杠杆经营的资本运作者获得收入的比重越高。所以，劳动力市场稳定和居民收入购买力上升，与降息刺激GDP增长未必一定是正相关关系，维持合理的利率水平和改进经济结构对其实更有意义。

## 货币政策架构

我国货币政策从直接调控转向间接调控，从数量调控转向价格调控，这一提议已经有约20年。简单地说，检验中国经济金融市场化程度的标准之一，就是中长期利率是否不受管制；检验中国货币政策是否稳健的核心标准，就是人民币利率水平是否处于均衡利率水平。尽管经济现实离这两个标准还有差距，但是差距变大还是变小是判断经济市场化进程和货币政策立场的标尺。

2001年中国加入世界贸易组织后经济国际化进程不断深化，2005年7月人民币汇率机制改革后，利率调控与汇率变动、利率市场化、汇率市场化以及人民币可兑换，货币政策操作的对内对外协调成为货币政策架构的一个关键问题。

过去十年是人民币可兑换进程加快的时期，一方面个人可兑换额度从2万美元增加到5万美元，另一方面人民币跨境贸易结算业务推出和推广。与货币政策对外取向市场化、自由化形成对比的是对内的管制化、抑制化。一是2003年至2008年以及2010年至2013年逐步恢复并强化信贷额度管理，尽管后来将其纳入宏观审慎管理框架中，但是实质还是贷款限额；二是政策确定的基准利率水平过低以及利率市场化推进缓慢。这种对外内取向不同的货币政策架构，似乎自相矛盾。有一些研究论证了经济体在开放环境下均衡利率内涵的演变，名义汇率升值压力会压低名义利率水平。也有不同观点认为，开放经济下的蒙代尔理论只是阐述管制汇率、资本项目开放、独立的货币政策三者不可兼得，未必要实施汇率为纲、利率政策支持汇率政策的策略，现实货币政策架构中也可以实行“利率主导”模式，即在利率尽可能接近均衡水

平前提下，兼顾汇率的调整。

不管怎样，过去十年货币政策操作结果中不利的影响已经显现。利率是宏观经济中枢，利率过低与通货膨胀、房地产价格飙升、企业投资膨胀形成过剩产能、金融脱媒及影子银行等都相关。历史功过还要时间去检验，现在需要思考当下的货币政策架构。

从人民币汇率因素看，货币政策操作受到外汇流入的影响已经很小。2013年经常项目顺差对GDP比例已经下降到1.98%，2014年2月份之后平均每月新增外汇占款约1100亿元，外汇市场上人民币汇率贬值升值压力并存，且不同时段各有强弱，2014年上半年人民币兑美元汇率出现了明显的双向浮动，单日浮动区间扩大到2%，相当于自由外汇市场汇率日波动的平均水平。人民币汇率和国际收支问题对货币政策操作影响微弱，有利于货币当局更主动地实施货币或利率调控。

从利率市场化趋势看，被动应对自发性利率市场化的形势有所改变。2014年以来银行信贷在社会融资总量中的比重由50%逐步回升到60%，其原因之一是金融当局加强对银行资产负债表规范管理，部分表外资产纳入表内，另一方面也可能是较高的利率水平抑制了部分企业融资需求，这些低成本融资大多从信贷之外的信托等渠道实现。信贷比重的上升，意味着银行脱媒或半脱媒势头减弱，社会资金配置更多地纳入到银行存贷款这一最容易被监管的渠道当中。下一步的利率市场化，更多地依靠货币当局的意愿和行动力。

从维持经济增速和企业财务稳定要求看，利率水平面临调控下行的压力。当前产业转型慢、企业债务率高且盈利状况差，如果政府本着维护国有企业地位，维系企业债务链持续，稳定政府收入，同时实施债转股渐进的改革策略，货币政策上可能难以避免地要降低利率水平，增加信贷额度定向支持企业，同时加强金融机构监管以化解显性或者潜在的不良资产，政府干预经济的广度增大和深度加强，中国经济似乎再次回到1998年至2002年的调整时期，体制与形势的进退体现了改革的复杂性。调整的关键，要看国有企业如何改革，至少是如何强化硬约束和透明度，如何处置低效资产，此外还要看货币政策立场是否稳健而不是过分偏松。

无论是怎样的路径和速度，中国经济不可能不走向市场化，不同的是在这个过程中会产生什么样的问题，以及多大程度上主动地还是被动地应对这些问题。东亚和东欧多个经济体给中国提供了充分的发展和改革借鉴，越能够主动地推进市场化进程，坚持货币政策稳健，经济越能够重振活力和实现增长，反之经济萧条的时间就越长。利率是经济的系统性标尺，衡量并代表了一个经济体的活力与价值。如何投资中国市场，首先看人民币利率何去何从。

## 自住房模式应遵循市场化原则

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

“自住型商品房”以下简称自住房的出现，一度被认为是找到了北京楼市调控难、房价高的“七寸”。而做出如此判断，其依据在于自住房供应规模、定价机制和覆盖范围。

2014年北京市共建设5万套自住房，约占市场成交规模的50%。2013年9月1日至今，北京共推出61宗住宅用地，其中含有自住房地块的项目近50宗；在定价方面，自住房按照比同地段、同品质商品住房价格低30%且不高于22000元/平方米的水平来确定；在准入条件上，与之前的经济适用住房和限价房不同的是，自住房面向所有符合条件在京购房的人群，包括非户籍人群，特别是住房需求急迫的“夹心层”。

但是，近期有很多媒体报道，已经进入摇号程序的4个自住房项目出现了不同程度的“弃购”问题。据笔者调查，自住房出现一定比例的“弃购”有以下几个原因。首先，自住房尽管比同地段、同品质商品住房价格低30%，但与经济适用住房和限价房等传统的保障房相比还是较高，而其供应对象却涵盖了之前经济适用住房和限价房所覆盖的等待保障人群。这部分人群（合计约40万户）中很多是低收入人群，没有购买自住房的支付能力，只不过有这样的摇号机会。

其次，自住房基本上集中在5环以外，甚至是郊县，配套不成熟，在很多中签者看来并非理想的购房区域。而且，今年下半年还有4万多套自住房上市，提供选房的机会很多，中签合意住房的概率比现在大。而且，在购买条件上也有诸多限制，如有的项目不接受公积金和商业组合贷款，有的项目要求6成首付，这也限制了刚性需求购买力的释放。

另外，很多业内人士和媒体认为，当前北京楼市下滑之快超预期，对购买自住房也产生很大冲击，而事实也确实如此。尽管自住房项目在土地出让之时已经通过“限房价”（低于同区域、同品质商品房30%来定价）确定了售价水平，但近几个月，由于项目周围二手房价格同比连续下降（今年累计跌幅在10%左右），而且未来继续下降的预期很强，这让有的自住房售价与周边二手房价格的差额到了10%以内。如果未来二手房价格继续下降，不排除自住房价格高于同区域二手房价格的现象，这也让很多中签者选择“弃购”。

但是，自住房因上述原因而被部分“弃购”并不值得过分渲染。因为商品住房项目也会因为购买能力问题、配套问题和观望原因而出现前期“蓄客”放弃选房，甚至是退房的问题。笔者认为，具有价格优势的自住房之所以出现“弃购”，最大的问题是其操作模式没有遵循市场化原则。“限房价”的前提下“宽地价”，其实是在土地出让时便确定好了未来自住房的销售价格，这显然是假定未来周边商品房价格会上涨，或者至少保持稳定。事实上，这明显违背了房价市场化波动的规律，而直接决定未来售价水平也与自住房市场化操作的初衷有悖。

此外，主流开发商争相进入北京楼市后，地王不断被刷新。在此背景下，自住房采取“限房价、竞地价”的出让模式，事实上是在房价一定的情况下，让开发商来争夺土地资源。各开发商则是根据政府限定的房价水平，结合自己最低利润水平，测算能够给出的最高土地出让价格。竞地价的结果是，不仅开发利润水平被压缩和锁定，而且自住房在未来进入销售环节后，其降价空间也没有，不能随行就市。

笔者认为，北京的自住房与现有产权住房还存在很大差距，合理的做法应该是将土地“招拍挂”楼面地价按一定比例（如30%）折让，折让额就是政府产权额，而未来房价在随行就市的基础上减记折让额，这就是购房者产权额，这就建立了政府和购房者产权共有的住房供应模式。事实上，这一做法遵循土地出让和自住房销售完全市场化的原则，折让的楼面地价在房价中扣除，丝毫不影响土地和自住房的市场化定价和市场化分配，也不影响开发商的利润水平和老百姓的预期，还能做到随行就市，也是一种可以长期坚持的新住房类型。

# 化解融资难题应约束无效投资

□民生证券研究院副院长 管清友  
民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

近年来，中国整体利率中枢系统性上升。国际经验表明，一国的名义利率水平与一国的名义增长率是正相关关系。令人疑惑的是，在中国名义经济增速不断下降的同时，资金利率中枢却不断推升，长期困扰中国经济的中小企业融资难题愈演愈烈。

利率是货币的价格，货币本质上是一种商品，其价格应由供需决定。利率的高位必然反映了货币供需关系的失衡，要么是供给端收缩，要么是需求端强劲，要么是二者皆有。分析利率上升的不同原因也就决定了应该采

用何种政策针锋相对地化解融资难题。

从供给端看，几乎没有觉得中国存在信用供给不足的问题。一方面，M2余额近年来的复合增长率远高于名义GDP增速，M2占比GDP的规模不断上升；另一方面，近年来中国经济增速连降台阶，但新增社会融资总量和人民币贷款却屡创新高。

笔者认为，推升利率主要动力来源于货币需求端，主因是预算软约束下过剩产能行业和地方融资平台等资金黑洞不合理的旺盛信贷需求。首先，政府基建项目投资周期长。地方政府进行的基建投资项目资金回收期长，多数中长期投资项目在信贷资金到期之前尚未完工，需要信贷不断展期以保证开工项目顺利完工。

其次，过剩产能行业的企业“僵尸化”。债务驱动导致产能扩张，但后续的总需求不足使得企业盈利难以偿还债务的利息支出。一旦僵尸企业出清，可能爆发出严

重的失业问题和社会风险，政府在宏观调控上可能会投鼠忌器，但其存在确实又吞噬了原本可以投入新兴企业和部门的信贷资源。

最后，地方和过剩产能企业预算软约束问题。地方政府周期基建项目和僵尸企业对债务的续存已构成了信贷需求端极大的压力，如果再套上预算软约束和政府信用背书，就导致负债主体对利率不敏感，再高的资金成本也敢借。

预算软约束下的过剩产能行业和地方融资平台旺盛的信贷需求，使得金融机构在利益驱使下有强烈的资产负债表扩张意愿。由于表内信贷额度受限和存贷比监管，金融机构借用表外渠道绕过表内信贷监管为上述部门提供信贷。近年来银行与监管部门的“猫鼠游戏”使得信托、券商资管和基金子公司均纳入到规避监管的融资链条中。笔者认为，地方和过剩产能部门对其他市场化融资主体的“挤出效应”是导致其融资难的根本原因，而盘根错节的融资链条只是这种挤出效应下的一种表现形式罢了，并非问题的根本。

尽管为被挤出的实体经济实施定向宽松降低其融资成本具有逻辑的合理性，但定向宽松仍有很大的局限性，调控不能取代改革。首先，中小企业的风险定价能力并未改变。从银行信贷行为考虑，当经济转向下行时，国有企业由于其政府背书和预算软约束特征往往被视为无风险资产被青睐，而非国有部门因机构风险偏好下降隐含了更高风险的溢价。非国有部门的风险溢价上升却要求银行降低非国有部门资产的收益率，这并不现实。

其次，总量稳定的界限不容易控制。定向宽松一直被视为一种总量稳定但结构优化的货币政策。但资本有逐利性，具有政府背书和预算软约束的部门是高收益和低风险资产仍是资本配置的首选。若传统部门融资需求庞大，依赖于定向宽松式和微刺激则不能满足。若要满足全部部门的融资需求，可能会超越总

全社会融资成本被推高的原因，其结果是其他市场化部门融资需求被不断挤出，而非标的兴起、期限错配、融资链条盘根错节乍看之下是推高实体融资成本的原因，其本质只是这种挤出效应下的表现形式。只有当传统部门融资需求受到抑制时，只有当传统部门成为盈亏自负、风险自担的硬约束主体时，才能真正认可高利率的拐点。

但考虑到中央底线思维明确，短期不可能容忍传统部门融资需求下降，融资需求端强势不改，解决相关领域融资难问题只能考虑信用供给端。非国有部门融资被挤出，外汇占款收缩，总量宽松受限，定向宽松货币政策也就因此应运而生。

尽管为被挤出的实体经济实施定向宽松降低其融资成本具有逻辑的合理性，但定向宽松仍有很大的局限性，调控不能取代改革。首先，中小企业的风险定价能力并未改变。从银行信贷行为考虑，当经济转向下行时，国有企业由于其政府背书和预算软约束特征往往被视为无风险资产被青睐，而非国有部门因机构风险偏好下降隐含了更高风险的溢价。非国有部门的风险溢价上升却要求银行降低非国有部门资产的收益率，这并不现实。

其次，总量稳定的界限不容易控制。定向宽松一直被视为一种总量稳定但结构优化的货币政策。但资本有逐利性，具有政府背书和预算软约束的部门是高收益和低风险资产仍是资本配置的首选。若传统部门融资需求庞大，依赖于定向宽松式和微刺激则不能满足。若要满足全部部门的融资需求，可能会超越总

全社会融资成本被推高的原因，其结果是其他市场化部门融资需求被不断挤出，而非标的兴起、期限错配、融资链条盘根错节乍看之下是推高实体融资成本的原因，其本质只是这种挤出效应下的表现形式。只有当传统部门融资需求受到抑制时，只有当传统部门成为盈亏自负、风险自担的硬约束主体时，才能真正认可高利率的拐点。

但考虑到中央底线思维明确，短期不可能容忍传统部门融资需求下降，融资需求端强势不改，解决相关领域融资难问题只能考虑信用供给端。非国有部门融资被挤出，外汇占款收缩，总量宽松受限，定向宽松货币政策也就因此应运而生。

尽管为被挤出的实体经济实施定向宽松降低其融资成本具有逻辑的合理性，但定向宽松仍有很大的局限性，调控不能取代改革。首先，中小企业的风险定价能力并未改变。从银行信贷行为考虑，当经济转向下行时，国有企业由于其政府背书和预算软约束特征往往被视为无风险资产被青睐，而非国有部门因机构风险偏好下降隐含了更高风险的溢价。非国有部门的风险溢价上升却要求银行降低非国有部门资产的收益率，这并不现实。

其次，总量稳定的界限不容易控制。定向宽松一直被视为一种总量稳定但结构优化的货币政策。但资本有逐利性，具有政府背书和预算软约束的部门是高收益和低风险资产仍是资本配置的首选。若传统部门融资需求庞大，依赖于定向宽松式和微刺激则不能满足。若要满足全部部门的融资需求，可能会超越总

全社会融资成本被推高的原因，其结果是其他市场化部门融资需求被不断挤出，而非标的兴起、期限错配、融资链条盘根错节乍看之下是推高实体融资成本的原因，其本质只是这种挤出效应下的表现形式。只有当传统部门融资需求受到抑制时，只有当传统部门成为盈亏自负、风险自担的硬约束主体时，才能真正认可高利率的拐点。

但考虑到中央底线思维明确，短期不可能容忍传统部门融资需求下降，融资需求端强势不改，解决相关领域融资难问题只能考虑信用供给端。非国有部门融资被挤出，外汇占款收缩，总量宽松受限，定向宽松货币政策也就因此应运而生。

尽管为被挤出的实体经济实施定向宽松降低其融资成本具有逻辑的合理性，但定向宽松仍有很大的局限性，调控不能取代改革。首先，中小企业的风险定价能力并未改变。从银行信贷行为考虑，当经济转向下行时，国有企业由于其政府背书和预算软约束特征往往被视为无风险资产被青睐，而非国有部门因机构风险偏好下降隐含了更高风险的溢价。非国有部门的风险溢价上升却要求银行降低非国有部门资产的收益率，这并不现实。

其次，总量稳定的界限不容易控制。定向宽松一直被视为一种总量稳定但结构优化的货币政策。但资本有逐利性，具有政府背书和预算软约束的部门是高收益和低风险资产仍是资本配置的首选。若传统部门融资需求庞大，依赖于定向宽松式和微刺激则不能满足。若要满足全部部门的融资需求，可能会超越总

量稳定的界限。

最后，中小企业融资需求疲弱问题很难改变。即使假定向宽松使得中小企业获得了一次性的廉价资金配给，但只要中小企业的扩大再生产和融资需求疲弱的意愿并未因此改变，定向配给到中小企业的低成本资金仍只可能产生投机性融资需求，资金会通过差息或监管套利再度流入传统部门。传统部门杠杆率的推升会在未来产生更大的挤出效应，导致未来结构性融资难的问题愈演愈烈。

约束预算软约束部门的无效融资需求是解决非国有部门融资被挤出的唯一路径，其核心还是要依靠改革红利的释放才能实现。有效的方式是停止对过剩产能和预算软约束行业输血，加快国有企业改革和过剩产能行业破产重组，加快对银行不良信贷资产的剥离，承受短期风险释放和改革带来的阵痛，真正降低实体经济的融资成本。但如果考虑到短期所承受的下行压力过大，考虑缓慢地主动去杠杆方式，也应该严格执行预算软约束部门的无效投资，加大反腐力度，严打经济回落货币放水预期，进而收缩无效的投资规模。预算软约束部门的融资需求回落是利率下行拐点确认的关键变量。

约束无效投资的同时，还应简政放权、放松管制增强中小企业的融资需求，才能使金融机构自发为中小企业融资。从国际经验看，里根和撒切尔夫人通过政府放权让利、让僵尸企业破产、结构性减税、放松管制、提高企业的资本回报率等方式提高了私营部门的融资需求。

此外，主流开发商争相进入北京楼市后，地王不断被刷新。在此背景下，自住房采取“限房价、竞地价”的出让模式，事实上是在房价一定的情况下，让开发商来争夺土地资源。各开发商则是根据政府限定的房价水平，结合自己最低利润水平，测算能够给出的最高土地出让价格。竞