

# 短期内货币政策宽松不会停止

□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

当连续下调正回购利率和注入基础货币后，实体融资成本企稳的顽疾并没有得到解决，央行直接祭出降息动作。降息继续压低无风险收益率和信用溢价，提升了当前股市的相对吸引力。此外，降息降低企业财务费用，直接改善企业盈利，中长期负债占比高的企业获益明显。但此次降息以来，沪深股市走强令央行货币政策面临两难的问题，如果继续货币宽松，金融市场可能会产生泡沫，但就实体经济来说，房地产市场库存高企、企业资本开支意愿没有恢复，经济内生下行压力依然很大。对此，笔者认为央行货币政策宽松短期不会停止，因为在经济下行和宏观经济稳定是央行首要考虑的问题。

此次降息之后还会有降息。首先，本轮降息对银行负债成本下降的幅度有限。一方面，央行在降息的同时也选择了将存款利率上限由1.1倍扩大至1.2倍，但随着储蓄率的下降，存款对于各家银行来说已成稀缺资源，多数银行为争夺存款可能会选择将利率按基准上浮到顶。另一方面，央行降息可能会引起一般性存款以更快速度分流至收益率更高的理财、货币基金和股市，银行综合负债成本可能会上升。

其次，如果银行负债成本不降，那么银行贷款利率下行空间将十分有限，即使下行也是结构性的。预算软约束部门的负债来源多元化决定其在基准贷款利率下调的过程中获益，但银行会通过贷款利率上浮比例将息差压力转嫁至广大中小企业。

最后，本次降息对经济增量的拉动作用有限。一方面，如前文所述，中小企业融资成本短期很难下降；另一方面，房地产库存高企，降息—房地产销售—房地产投资—宏观经济（上下游产业链+财政收入）的传导机制正在失效；反腐高压下，降息—预算软约束



CFP图片

部门融资扩张—公共投资（基建）—宏观经济增长”的传导链条也在失效。因此，降息对企业盈利的改善主要集中于成本端，致力于防范金融风险，而并非刺激增量经济，可以延缓过剩产能出清，但无法改变产能过剩的事实，PPI还将继续负增长，也因此激活不了设备更新投资。

降息之后降准也只会是时间问题。外汇存款收缩，基础货币缺口压力巨大，即使财政存款按历史最大减量5000亿元估计，央行主动释放基础货币的压力甚至仍会高于今年。此外，

存款准备金补缴规模的上升会导致超额准备金消耗。一方面，若存款准备金率不下调，一般性存款内生性增长会自动增加存款准备金的补缴规模，按金融机构存款余额9%估算，这部分规模约为1.7万亿。另一方面，若非存款类同业存款纳入一般性存款，存款准备金也将多补缴1.76万亿元（按9.8万亿元非存款类金融机构同业存款和18%的存款率计算），至少需下调三次存款准备金率以对冲。即使剔除掉2.5万亿的保险同业存款（该项一直以一般性存款计入），存款准备金也将多补缴1.3万亿元，仍需两至三次下调

准备金对冲。

笔者认为，定向宽松政策也不会停止。在房地产和制造业投资趋势性下行的背景下，为维系7%至7.5%左右的经济增长，基建投资需达到25%的增速。在财政支出15万亿和政府基金性支出5万亿的中性假设下，广义财政可为基建投资贡献6.7万亿元，但与25%的基建投资增速需要15万亿相比，仍存一定资金缺口。在中央财政受赤字率约束，地方政府开工被抑制的背景下，通过国开行再贷款或PSL等无需进入中央赤字的融资方式，依托中央信用稳增长实现温和去产能仍有必要。

央行的货币宽松会迟到但不会缺席。在当前产能过剩严重、企业债务率高企、实体融资困难时期，通过提高直接融资占比，打开注册制改革和国企整体上市的空间，对缓解债务风险、促进国企改革和经济转型大有裨益。此外，股权融资要优于高利率的非标债务，对于企业而言，前者可以有盈利就分红没盈利就不分，而后者则有巨大的利息刚性支出。因此，央行忌惮的是大规模加杠杆使当前股市处于癫狂状态，预计在证监会逐步加大对两融业务的监管之后，稳定慢牛的资本市场会使央行货币宽松重新归来。

低迷的实体经济（更确切地说是旧增长模式的终结）是央行货币宽松的主要助推力，而最大的风险在于旧增长模式的反弹，如果房地产和地方基建投资的反复将对央行货币政策构成紧约束，紧货币和实体信用饥渴消耗基础货币推升无风险利率，届时居民资产配置行为会再度逆流，股市将又一次失血。此外，在产能过剩沉疴难愈、劳动力供给和财务费用的紧约束下，宏观总需求的扩张不一定能改善企业微观盈利。

在新常态之下，中央加杠杆托住经济底部，使经济增速平稳下移，并在托底的过程中深化改革，此时的货币宽松主要是为了防范金融风险而并非刺激增量经济，在此过程中，货币宽松和资本市场的繁荣将会更好结合。

## 理财新规倒逼资金回归实体经济

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

银监会近日下发《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（《办法》），核心内容有两方面，一是对老百姓认为无风险的理财产品所投资的非标部分，准确计量风险并计提资本与坏账拨备；二是明确银监会及其派出机构参照券商、基金和保险等监管规章，依法对银行理财业务进行监管。笔者认为，该办法的目的是通过打破刚性兑付、解除隐性担保，从而降低无风险利率，引导高净值储户资金直接对接实业融资，从源头上消除融资环节，树立实业投资、长期投资和科技创新的理念，最后达到改革投融资体制的目的。

今年以来，央行一直试图通过定向宽松的货币政策，引导贷款利率下降，但由于经济持续下行，以民营、私营和小微为代表的实体经济投融资意愿不足，而商业银行此时的贷款投放也比较谨慎。同时，在利率市场化、房价大周期下行背景下，提高贷款利率、借助于通道或附加担保是商业银行防范风险的必然选择。因此，即便金融市场非常宽裕，但实体经济融资环节多，“融资链条长”的特征和“融资难、融资贵”的顽疾依旧一筹莫展。

从根本上讲，民营、私营企业和小微企业代表着经济新模式，相应需要多层次的融资体系。一般来说，直接融资无疑是环节最少、效率最高、成本最低的融资模式。但是，目前无论是由委托贷款和信托贷款为形式的传统直接融资，还是融资租赁、股权投资、P2P等新形式的直接融资，都没有改变融资环节多、链条长的问题，融资难、融资贵”始终无解。

根本原因就在于，为了争夺融资客户和储户资金，各种从事直接融资的中介都打着“刚性兑付”的旗号。而为了维持“刚性兑付”的隐性承诺，也为了迎合非标监管，资金借出方就必须采取层层担保、加通道的模式，融资成本高就不再奇怪了。而之所以“刚性兑付”难破，就在于资金需求大户——政府平台、房地产、国有过剩产能等对利率不敏感。2011年以来，信贷对这些行业紧缩后，在发展直接融资和利率市场化的掩盖下，银行存款资金借助于理财、信托、证券等通道，以影子银行的形式继续向这些行业输血，影子利率成了无风险利率，全社会融资成本居高不下。

我国以银行存贷款为主的间接融资占绝对主导，对接各类影子融资产品的大多是银行存款资金。在社会融资需求嗷嗷待哺的情况下，由于融资竞争激烈，银行被迫通过发行收益率较高的理财产品来吸收存款资金，并借助信托、券商、基金等外部通道来获得影子银行业务的“合法身份”，对接政府平台、房地产、国有过剩产能的融资需求，并实现可观的市场化利润。因此，存款资金理财化、高净值人群“避实就虚”的投资“食利化”倾向非常明显。截至今年6月份，理财资金已达到13万亿，相比2008年翻了10倍，占存款和M2余额的比重分别为22%和10.5%，未来进一步增长的趋势很明显。

新《预算法》的发布、房地产大周期下行、制造业持续缩编等因素，事实上从源头开启了打破“刚性兑付”。因此，三季度以来，理财产品和“宝类”产品收益率开始下行，为降低融资成本和正常对接实体经济融资需求创造了条件。但是，基于长期对接旧模式、看重抵押物价值、忽视企业盈利前景分析等经营体制的制约，银行风险偏好转向、支持实体经济融资迟迟无法实现。在三季度政策定向宽松加码的背景下，一般贷款利率基本没有变化，而个人住房贷款利率不降反升。

经济“新常态”下，驱动力将转向技术创新和效率改进，这就需要激活民间千千万万主体的创新和投资活力。在间接融资为主的情况下，需要打破“避实就虚”的“食利化”投资倾向，将存款资金与民间融资需求直接对接起来，这也是发展多渠道融资体系的基础。

近期，存款保险制度推出提速是一个非常重要的信号，尽管最高赔付50万元将覆盖99%的储户，但仅占存款总额规模的50%，近一半的存款不受保护。而拥有这一半存款的高净值储户，绝大多数借助于通道，投资于政府平台、房地产、国有过剩产能。而存款保险的实施，就是要打破隐性担保下的刚性兑付，倒逼高净值客户将资金投向实体经济领域。

在存款保险制度推出提速的同时，上述《办法》通过两个渠道，加速存款资金进入实体领域：一是从正面引导银行向大资管方向发展。按照对券商、基金和保险资产管理业务的规定，《办法》对银行理财直接投资进行统一监管。事实上，这是激励银行开展资产管理业务，以其无通道、资金规模优势、低成本，对接实体经济融资需求；二是倒逼高净值人群回归实业投资。《办法》要求，预期收益率型理财产品按管理费收入的50%计提风险准备金，其对接的非标资产全部入表，接受存贷比、资本和拨备的监管。但是，对净值型产品中不超过30%的非标资产则豁免入表，从而激励银行发行风险自担的净值型理财产品，破除高净值人群的“食利化”投资倾向，倒逼资金回归实体经济投资领域。

长期隐性担保下的刚性兑付，让作为实体经济融资主渠道的银行，不是希望如何服务实体经济，而是试图借助影子银行获得投机身份，赚取资金炒作的利润，实体经济“融资难、融资贵”的问题也就很难解决。

从这个角度看，无论是存款保险制度的加速推出，还是打破理财产品刚性兑付，都具有源头倒逼的意义。一方面，存款和理财一直为旧模式输血，也是各类影子银行或资金掮客的主要资金来源。解除隐性担保、打破刚性兑付能够从源头上规范影子银行、清除融资环节，这对降低融资成本有釜底抽薪的效果；另一方面，解除隐性担保、打破刚性兑付，社会无风险利率将会下滑，作为资金供应主体的高净值储户，其风险偏好就会提升，这将激活60万亿存款中近一半的资金回归实体经济，多渠道融资模式、多层次资本市场也才能逐渐建立起来。

## 货币政策调整应匹配经济转型目标

□万联证券研究所所长 傅子恒

央行上个月突然降息之后，市场对再度降息与降准的预期升温。央行将降息时间大为提前，被市场解读为宏观经济数据表现不佳，货币政策结构“宽松”难达效果。此次降息被认为是打开了新一轮货币宽松周期的窗口，政策效应因出其不意而激起强烈反响，使得资本市场加速升温。

总需求疲弱出现加速下滑苗头，这是降息时间窗口开启的基本背景。最近一系列的宏观指标得到较为充分的印证，国家统计局周三公布的月度CPI及PPI数据显示，11月CPI同比增速1.4%，较10月回落0.2个百分点，低于市场此前预计的1.6%；PPI同比增速-2.7%，较10月降低0.5个百分点。CPI指标显示我国经济离通缩已近，而PPI已是连续33个月处于收缩状态，且在临近年末降幅扩大。中国物流与采购联合会与国家统计局在月初联合发布的官方PMI指标为50.3%，较10月下滑0.5个百分点，同期汇丰制造业PMI终值为50，已经降至荣枯临界线位置。

从投资与经济效益指标来看，1-10月份全国固定资产投资同比名义增长15.9%，增速比1-9月回落0.2个百分点，全国房地产开发投资同比名义增长12.4%，增速比1-9月回落0.1个百分点。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.7%，比9月份回落0.3个百分点。目前预计，上述指标11月仍将处在回落趋势之中。与投资相比，消费增长与占比提升是一个长期过程，而外贸增长受限于已经非常庞大的基数数据与境外市场各自不同的复苏前景，这两项指标同比加速的空间都非常有限，目前基本没有悬念，我国经济增速回落的态势将会延续。

而经济增速下滑构成中国经济“新常态”的一部分，这其中既有经济周期方面的因素，也有我国经济禀赋长期累积演化带来的潜在增长总量与结构的变化成因。从周期角度来看，房地产市场产业景气周期正在构筑顶部，传统过剩产业处于去库存与等待市场自然出清的过程中，与之对应的是土地财政难以以为继，地方债务问题凸显等等，这些问题的解决需要全方位改革释放政策红利进行化解。需要财政、货币政策结构与总量进行调整呼应，当前经济基本面要求政策适度宽松，需要从这一层面理解货币政策调整的适应与匹配。

当前而言，货币政策的“适应性匹配”难点在于，本次的货币宽松并不能仅是简单的总量宽松，需要与结构调整与各个层面的体制与机制改革配套进行，方能达成预期目标。

笔者认为，当前的困局在于，由于过往长期以来货币超量投放累加所致，我国社会流动性在总量方面相对宽松甚至过剩。2013年末我国广义货币供给M2余额为110.65万亿元，2013年GDP总量是56.89万亿元，单位GDP的货币容量（M2/GDP）为1.95，该比值2012年为1.88，2000年为1.34；而对比而言，2012年末，美国的M2/GDP为0.73，欧元区为1.03，日本为1.59，俄罗斯为0.44。

简单对比说明，我国经济增长有过度依赖货币投放的嫌疑；高货币投放带来财富分配效应，以房价上涨为典型代表，居民饱受物价上涨之困，其根源不能不说即缘于长期的货币超发。由此，着眼于稳定币值为长期的基本目标，新阶段货币政策已不能简单地全面进行货币释放的总量宽松，应对经济增速换挡转型，如何在积极政策基调之中，保持货币政策长、短期目标的一致，以此尽可

能超越凯恩斯—弗里德曼均衡困境，将是货币当局必须认真面对的现实。由此，笔者建议，货币总量宽松应当适度，更有针对性地有效实行结构性的货币调整，需要成为未来一段时期的常态。

促使经济增长方式转型，是货币政策“适应性匹配”过程中需要解决的另一个难题。在当前阶段，需求的下降与消费终端价格的回落有利于从供给（生产）角度推动传统产能过剩行业继续消化库存，以利于这些产业实现“自然出清”。但在央行重拾宽松货币政策的背景下，需要防止那些粗放投资、淘汰产能借机回潮。也就是说，政策的宽松不应当人为阻断市场的自然出清过程，以为下一轮经济健康复苏提供可靠保障。这一匹配需要货币、信贷政策的结构与精细的设计、实施、把握，但限制落后产能与粗放投资，显然已不是货币政策本身所能够完全做到的。

其三，如何有效降低实体经济领域的资金成本，以此稳增长、促复苏，而不只是让资金在金融市场进行自循环，是货币政策宽松过程需要考虑的另一个较为实际的目标，央行今年以来结构政策的立足点与出发点即在于此。这是一个待解的难题，其根源在于宏观经济景气不佳，实体经济投资回报空间难以被有效拓展，同时在社会投资领域存在着各方面的体制限制，这些事实的存在，使得人们在当前阶段对这一目标的实现存有广泛的忧虑。

笔者认为，解决上述政策匹配的思路与措施依旧在于各个层面的、系统性的制度变革。目前需要明确的是，房地产市场景气波动中，货币政策放松有利于开发商舒缓资金压力，但房地产市场要实现完全的市场均衡，需要在厘清房屋安居与资本基本属性的基础上进行全方面的制度清理，在立足国情的前提下积极有力

地采取措施，促使房地产市场步入真正的市场化。与之类似，土地财政问题、地方政府债务平台问题等等，需要全面的财政体制改革与地方行政机制改革推动解决，货币宽松绝不能等同于政策托底与救市。

有效降低实体经济领域的资金成本、转变经济增长方式以及提升全社会范围内的资金使用效率，则需要培育健全的市场竞争机制与竞争主体，改革入手点在于弱化市场准入、强化后续监管以及进行政府与社会各个相关层面的制度变革。弱化准入管制有利于打破不合理的市场垄断，降低市场交易成本，提升社会整体福利；强化后续监管是转型也是提升改革目标的关键，比如注册制在信息披露方面所要求的后续监管保障，以及对生产企业排污、治污与环保投资方面的制度硬约束，其对市场主体信息造假以及环保不达标的严格整治，正是提升市场主体质量的基本保证。而要实现实体经济的投资回报率，就需要保护知识产权，鼓励自主创业，有效激发全社会的创造、创新活力，以此实现全社会劳动生产率与资产配置效率的提高，这是有效扩大社会投资、解决资金只在金融领域自循环的根本保障。

最后，也应当指出，适度活跃的资本市场有利于促转型、防通缩、稳增长目标的实现。资本市场活跃可以为实体经济直接与间接融资提供可靠渠道，同时，财富效应累积与外溢有利于扩大消费，这一结果正是货币政策调整所要达到的目的。但在促进市场活跃过程的同时，需要防止出现过度的市场投机，采取措施进行堵疏结合，尽可能保持与延长资本市场的多头氛围。从这一角度来看，资本市场运行也应当纳入货币政策调整与作用的目标范围内。

近期，存款保险制度推出提速是一个非常重要的信号，尽管最高赔付50万元将覆盖99%的储户，但仅占存款总额规模的50%，近一半的存款不受保护。而拥有这一半存款的高净值储户，绝大多数借助于通道，投资于政府平台、房地产、国有过剩产能。而存款保险的实施，就是要打破隐性担保下的刚性兑付，倒逼高净值客户将资金投向实体经济领域。

在存款保险制度推出提速的同时，上述《办法》通过两个渠道，加速存款资金进入实体领域：一是从正面引导银行向大资管方向发展。按照对券商、基金和保险资产管理业务的规定，《办法》对银行理财直接投资进行统一监管。事实上，这是激励银行开展资产管理业务，以其无通道、资金规模优势、低成本，对接实体经济融资需求；二是倒逼高净值人群回归实业投资。《办法》要求，预期收益率型理财产品按管理费收入的50%计提风险准备金，其对接的非标资产全部入表，接受存贷比、资本和拨备的监管。但是，对净值型产品中不超过30%的非标资产则豁免入表，从而激励银行发行风险自担的净值型理财产品，破除高净值人群的“食利化”投资倾向，倒逼资金回归实体经济投资领域。

## 天然气价格市场化改革时机成熟

□厦门大学能源经济与能源政策  
协同创新中心主任 林伯强

大量能源消费和以煤为主的能源结构是造成近年来全国大面积雾霾的主要原因，有效治理雾霾需要减少煤炭消费。同时，充足的能源供应是保障中国经济增长的重要因素，因此，减少煤炭消费必须解决好替代能源问题。

可以大规模替代煤炭的清洁能源需要比较长的建设期；风电、太阳能及其他可再生能源占一次能源比例非常小，这也意味着短期内最可能的煤炭替代选择是天然气。

我国2007年成为天然气净进口国，2013年进口量超过500亿立方米，对外依存度升至31.6%，可以预见天然气对外依存度还将迅速提高。过去的天然气定价机制采取行政定价为主的成本加成法，无法反映资源的稀缺性，从而正确传导价格信号和配置资源。除了解决进口天然气与国内天然气价格差异的气价倒挂问题，改革天然气价格机制可以提高天然气使用效率和保障天然气供应。

对于改革的时机，笔者认为，首先是天然气消费量持续快速增长，对外依存度持续攀升，雾霾治理又增加了天然气需求，因此天然气供需平衡压力日益增大，将倒逼天然气价格改革进程。其次，近期石油价格大幅度下跌，由于天然气与石油具有很强的替代性，天然气价格也会相应调整，而且由于石油供需新格局的形成，今后价格大幅上涨的预期比较小，因此对天然气改革的影响有限；再次，目前天然气消费占一次能源结构比重较小，现在进行改革的影响虽然比较小。此外，居民用气价格常常是价格改革最困难的环节。而目前居民用气对调价的敏感度较小，一旦今后许多大城市居民采取天然气供气，这将使得居民天然气支出占收入比例大幅度提高，因此，如果不尽快进行居民天然气价格改革，届时改革难度将更大。在天然气占能源结构比例和居民消费量较小的情况下，尽快进行价格机制改革可以减少改革的整体影响和阻力。

2013年6月国家发改委发布了《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》，明确了天然气价格调整的基本思路和适用范围。将

进行选择。

当然，由于目前天然气生产环节竞争不足，政府需要加强对天然气生产企业的价格行为进行监管，防止垄断定价。通过天然气价格市场化改革，倒逼天然气行业体制改革，形成竞争的天然气市场。

天然气价格改革需要兼顾公平和效率。天然气价格改革需要考虑一些群体的承受力和可接受程度。首先，天然气价格改革需要照顾不同地区和不同用户对价格的承受能力，政府通过设计有目标的价格补贴措施，解决产能过剩问题。其次，居民用气改革常常是能源价格改革最难的一环，长期以来居民用气价格低于工业用气价格，存在严重的交叉补贴现象。因此，在民用气领域阶梯气价是推动居民气价市场化改革的重要措施。阶梯气价是针对不同的用气量征收不同价位的气价，在提高资源效率的同时也体现了公平。由于高收入群体对气价不太敏感，容易导致其对天然气的过度使用并产生不必要的浪费。对高收入群体征收较高气价，可抑制不必要的消费，提高用气效率，有利于增强其节能意识。