

■ 大视野

降准不改货币政策稳健基调

□交通银行首席经济学家 连平

中国人民银行4日宣布,自5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。笔者认为,降准不宜过度解读,尤其不应赋予其太多的货币政策宽松含义。此次降准主要是对冲外汇占款减少的影响,以更有效地保持流动性合理充裕,而非政策走向全面宽松,未来货币政策仍将维持总体稳健、中性偏松的格局。

首先,此次降准的直接和主要原因是外汇占款增速明显下降。2014年特别是下半年以来,在中国经济存在下行压力、美国经济向好、美元走强的影响下,人民币对美元有贬值压力,国内企业和居民结汇下降,售汇增加,并伴有一定程度的资本流出。在此情况下,外汇占款持续低迷,2014年全年金融机构外汇占款累计增加7786.6亿元,同比大幅下降72%。外汇占款低迷导致基础货币投放减少,尽管有SLF、MLF等创新工具及时“补位”,但基础货币仍持续低速增长,2014年该增速持续在8.5%左右的低位徘徊。而从利率市场化推进、存款增速放缓、社会融资成本居高不下的大背景看,将准备金率从高位逐步下降到合适水平也是减缓银行存款压力、降低负债成本、从而促进贷款利率下降的合适政策选项。

近日,人民币对美元贬值加剧,人民币对美元即期汇率连续数日逼近跌停表明,1月外汇占款很可能进一步明显减少,再加上节前资金需求上升的叠加影响,市场流动性有趋紧的迹象。因此,此时下调准备金率既是顺势而为之举,也是应对短期流动性波动的灵活调整。定向调低特定金融机构的存款准备金率,则体现了结构性支持、定向调整的意图,以增强对薄弱经济环节的金融支持。

其次,降准有利于提升银行信贷投放能力,引导市场利率和社会融资成本下行。按去年底各项存款规模114万亿元,城商行、农商行、农发行的存款规模大致测算,此次降准将



CFP图片

释放银行可用资金约6000亿至7000亿元,将有助于缓解短期市场流动性偏紧状况,促进公开市场资金投放在保持货币市场流动性充裕上的效果毋庸置疑,但对于改善银行信贷的信贷供应能力、提高货币乘数、弥补因基础货币增速下降而带来的信贷供给能力减弱状态,进而促进贷款利率和整个社会融资成本的下降。

尽管降准和公开市场投放资金都有释放流动性、缓解银行负债压力的效果,但二者功效还是有着明显差别,并不能完全替代。从缓解银行存款压力、促进信贷投放的角度看,降准要优于公开市场资金投放。在外汇占款高速增长时期,因净结汇而带来的外汇占款有直接增加银行存款和投放基础货币的效果。当外汇占款增速下降时,尽管公开市场资金投放可以在一定程度上起到基础货币投放的作用,但其增加的是银行非

存款类负债,而不是直接增加银行存款。在近年来银行存款被持续分流的情况下,尽管公开市场资金投放在保持货币市场流动性充裕上的效果毋庸置疑,但对于改善银行信贷的信贷供应能力、提高货币乘数、弥补因基础货币增速下降而带来的信贷供给能力减弱状态,进而促进贷款利率和整个社会融资成本的下降。

三是货币政策仍将保持总体稳健、中性偏松格局。有观点认为,此次降准是货币政策全面放松的信号,未来高频率的降准、降息将会出现。笔者认为,在稳增长、防风险、去杠杆的多重目标权衡下,宏观审慎管理仍是主要政策取向,货币政策仍将保持总体稳健、中性偏松、灵活调整的格局。货币政策是否宽松要看货币信贷和社会融资的增速来加以评判。

目前的调整仍属于微调,虽属向松方向调整,但仍在稳健基调框架之内。

未来准备金率是否再次下调主要取决于外汇占款情况。在欧洲央行实施大规模量化宽松、美元走强的外部环境下,加之中国经济仍存下行压力,一季度乃至上半年我国都将面临货币贬值、资本流出的压力,外汇占款放缓趋势难改,预计准备金率还会有小幅下调。基准利率方面,鉴于目前正处于上次降息效果的逐步显现期、当前贷款基准利率已接近历史最低水平,尤其是考虑到降息会缩窄中外利差,进一步加剧资本流出,短期内不宜再次降息。总而言之,在政府和企业债务率较高,同时房地产、影子银行等领域潜在风险较大的情况下,政策进一步全面放松并不可取,基准利率持续大幅下调的情况不大可能出现,未来央行仍将采取传统和新型工具组合搭配使用、适时适度灵活调整的策略。

今年货币政策面临更大挑战

□瑞德证券首席经济学家 沈建光

2015年是中国经济步入新常态阶段的开局年,尽管容忍一定程度的增速下滑为改革腾挪空间已经成共识,但今年中国经济面临的国内外困境或许超出预期。在笔者看来,今年中国经济运行至少面临五大困难,在此基础上,维持过高增长目标也不符合新常态要求。笔者建议今年GDP增长目标除了定在7%左右,应进一步增加底线目标为6.7%,以适应复杂的海外环境,并为加速推进财税改革与国企改革提供空间。

一是经济增速短期难以企稳。不久前公布的1月份经济数据不容乐观,官方与汇丰PMI指数均跌破50%荣枯分界线,显示制造业企业运行情况不佳。其中,官方PMI降至49.8%,较去年12月下降0.3个百分点,也是时隔28个月该指数首次降至50%以下。与此同时,更多高频数据的疲软亦验证了这种预期。例如,2014年12月规模以上工业企业利润数据同比降8%,创下历史最大跌幅;今年1月发电量数据环比继续下降1.42%;工业产品价格涨跌不休,让企业不得不承受更高的实际利率水平,加剧资金困境;而房地产方面,1月房地产销售比去年11月、12月有所下滑等等。

在此背景下,笔者认为,一季度中国经济数据不容乐观,仍将保持下降态势,而政策如果不能更加积极,则很难看到这种下滑态势的扭转。

二是通缩风险或成为今年中国经济运行的主要风险。今年以来,通过跟踪高频数据不难发现,1月蔬菜、水果、水产品价格出现环比上涨,但肉类、鸡蛋、粮食和食用油价格仍在下跌,整体而言,1月食品价格环比上涨幅度不大,而与之相对,受大宗商品价格回落以及需求疲软的影响,非食品价格预计仍将维持少有的下降趋势。在此背景下,笔者预测1月CPI涨幅仅为0.8%,跌落1%以下显示通缩风险正在加剧。

当然,更加令人担忧的是持续35个月的PPI负增长。可以看到,1月大宗商品价格回落态势并未停止,布伦特原油价格下降14.4%,中国铁矿石价格指数(CIOP)环比下降7%,主要城市钢铁价格钢坯下降9.5%,动力煤价格下降3%等等,都预示着1月PPI不仅仍将保持下降,且降幅有望进一步扩大。笔者预计1月PPI或将达到-3.9%。而今年全球需求疲软,美元走强等因素的叠加也将使得生产领域或将面临史上最长阶段的通缩。如此看来,今年抗通缩任务艰巨,在此背景下,未来的货币政策需要更加积极。

三是全球金融与经济动荡,加大人民币汇率走势的不确定性。伴随着美元走强,近一段时间,人民币贬值态势明显,央行也在努力维持汇率的稳定。截至2月4日,美元兑人民币中间价报6.1318元,但同日人民币即期汇率则一度跌至6.2506,较中间价折让幅度达1.9374%,逼近2%的波动幅度下限。笔者认为

为,虽然对美元一定程度的贬值可能会使得出口受益,但越来越多的资本外流也将加大货币政策难度,并降低海外人民币接受程度,对人民币国际化进程不利。

笔者预计,今年如果美元兑人民币汇率能够保持在6.1-6.4之间,即2015年若能保持适度贬值态势则对中国整体经济运行比较有利。然而,也不排除美国经济复苏强于预期,美元强劲反弹的可能性,届时人民币汇率一旦突破6.4的情况发生,则可能会使资金流出,诱发更大程度的贬值。更进一步,当前人民币汇率因局其实凸显了汇改以来,对美元仍为爬行汇率机制的窘境。笔者建议,今年应继续扩大人民币对美元浮动区间,且将人民币与一揽子货币挂钩,进而促进浮动汇率完善,以应对被动局面。

四是今年货币政策面临更大挑战,央行需要多次降准、降息才有望保持货币政策中性。今年中国经济不仅面临基本面方面的弱增长与低通缩格局,而且海外情况也不容乐观,美元走强加剧了资本外流的压力,因此,国内外经济情势新变化使得货币政策有必要发挥更大力量。2月4日晚,央行时隔三年多再次宣布启用准备金工具,采取定向与全面相结合的方式降低准备金率,便是积极应对之举。

展望未来,笔者认为,流动性压力将存在较长时间。去年12月新增外汇占款下降近1200亿元,为去年8月以来再度出现负增长,但在笔者看来,这仅仅是开始,外汇占款的趋

势性下降将使得增加基础货币投放十分必要。当然,我国准备金率长时间处于20%的高位,不仅明显高于国际上其他国家,也可能超出最佳理论水平,此时顺势调整即是适应宏观面的基本要求,也是未来货币政策放松数量控制,从数量工具转向价格工具的需要。从这个角度而言,笔者认为,今年进一步的降准、降息的空间也已经全面打开,全年四五次降准、三次降息也只是维持货币政策的中性。

五是应该继续发挥积极财政政策的作用。伴随着经济增长的回落,去年财政收入同比增速回落至10%以下,是1991年以来的首次。与此同时,房地产市场遇冷导致土地出让收入大幅下降,地方政府财力受限。

更进一步,不难发现,今年财税改革已经快速推进,其正面效应自然不用多言,但笔者担忧,一旦财税改革给地方政府套上紧箍咒之后,允许地方债的额度是否足够补上这些缺口?一旦房地产投资回暖不足以对冲地方政府投资的下降,难免会对整个经济增长产生负面影响。

在此背景下,笔者认为,应该发挥好当前3.6万亿美元的财政存款存量资金作用,甚至力求将财政存款降低1万亿至2.6万亿;此外,加快省级政府债券的发行,支持PPP合作项目,并提高财政赤字占GDP比重至2.5%也是应对财政困局之法。总之,今年唯有继续发挥力度的积极财政政策,才有望支持今年经济增长实现7%左右的增长,为改革创造相对平稳的外在环境。

继续降准降息托底经济

房价1990年见顶。

2014年11月21日降息后,虽然带动一线城市销售明显回暖,但占比80%以上的二三线城市依然疲弱,全国整体房地产销售还在下滑。再加上目前巨大的库存和在建面积,以及中长期刚需人口下降的压力,即使2月4日晚央行意外降准,料将带动房地产销售短期上扬的,但长期而言,房地产不可能再承担扩张需求的大任。

新常态之下,地方政府投资冲动被抑制,房地产开发投资放缓,失去需求端的消化,供给端又无法快速去产能,制造业迎来全面过剩时代。尽管自十八大以来去产能力度加大,但传统产业的产能过剩并没有明显缓解,甚至有所加重。PPI负增长至今已持续34个月,超过上一轮的31个月,而且跌幅还在扩大,如果去产能不加大力度,PPI转正将继续遥遥无期。未来将以去杠杆和去产能为主。在去产能和去杠杆的过程中,制造业企业很难再有资本开支的动力。

2015年出口不会有明显改观,而是延续近年来的中速增长。从外部因素看,发达国家在去杠杆,全球央行大放水竞相贬值以积极

抢占外需来实现贸易再平衡。发达国家经济复苏的同时贸易顺差在大幅收窄,可以说发达国家的复苏是依靠增加出口、减少进口实现的。

从内部因素看,出口份额受到挤压,原因在于汇率上升和劳动力成本攀升侵蚀出口竞争力。WTO红利正逐步被各国的保护主义代替,虽然加快自贸区谈判有助于对冲外部规则变化带来的压力,但汇率和劳动力成本却成为迈不过去的坎。虽然近期人民币兑美元有所贬值,甚至一度接近2%的“跌停板”,但在全球货币竞相贬值的时代,人民币实际有效汇率反而不断攀升,再加上融资环境偏紧和劳动力成本制约,出口内生增长动力不强。

新常态下,财税改革和纠偏地方政府的投资冲动、人口结构老龄化、婚龄人口见顶和过剩供给压制房地产新开工,重工业产能由不足转向过剩再转向去产能,实体经济饥渴被抑制。银行更注重自身资产的安全性,流动性沉积于金融体系内部。

伴随着无风险利率的降低,实体经济开启了资产重配。由于房地产投资进入下行周

期,43号文强调债务考核机制,地方政府减少了无效投资,过剩产能僵尸类企业资本开支意愿下降,实体的信用饥渴症被抑制。这时候实体经济投资率下降的速度快于储蓄率,银行资产规模快速扩张的压力放缓,提供高息理财产品争夺负债来源动力减弱,全社会无风险收益率下降。因而,投资者配置于信贷类理财信托的积极性在下降,巨量套牢于地方政府基建和房地产开发投资的资金开始涌入股市。

央行降准和降息目的是为了向市场输入流动性,降低企业融资成本。但当流动性向实体经济传导受阻时,宽松货币最直接的结果是流动性涌入资本市场,推动金融资产价格上涨。

产能过剩、房地产投资收缩将继续阻塞货币宽松向信用扩张的传导渠道,加剧经济下行压力,而经济下行又将反过来继续倒逼货币宽松,而且在全球央行开启放水模式和通胀走低的背景下,货币宽松的力度有增无减。预计2015年央行仍将运用降准、降息等常规货币工具,以期托底经济。

人民币贬值应适度

□兰格经济研究中心首席分析师 陈克新

2014年,人民币对美元中间价累计下跌0.36%,即期汇率更是累计下跌2.42%,这是自2005年人民币汇率改革以来人民币中间价和即期汇率首次出现年度贬值。新年伊始,人民币继续呈现贬值态势。

引发此轮人民币贬值主要是我国经济基本面因素所致。2014年,中国经济增速比上年回落0.3个百分点,为1990年以来新低。2015年中国经济运行压力依然较大,产能过剩、企业利润滑坡、房地产市场不确定性、地方和企业债务增长较快等都将掣肘经济增长,预计全年经济增速将继续回落,有些月份经济增速有可能跌破7%的关口;同时,外贸出口减速与跨境套利资金撤离企业和居民持汇和换汇增多,也使得外汇储备下降。据相关资料显示,2014年我国出口值比上年增长4.9%,低于预期。截至2014年12月末,国家外汇储备余额为3.84万亿美元,连续两个季度出现回落。其中,2014年外汇储备增量仅为200亿美元,增量创下10年来最低。受其影响,2014年12月,全国金融机构外汇占款出现1183亿元的负增长。

由于上述基本面因素暂时难以消失,特别是受到欧版QE与美联储加息预期影响,下一阶段人民币汇率继续遭遇较大压力。

笔者认为,现阶段人民币贬值,可以增强我国商品与服务出口竞争能力,刺激外贸出口或是减缓外贸出口增速回落,带动国内工业生产与物流运输,并且抑制一些商品进口量的过快增长,增强成本支撑,因此有利于经济稳增长,防范通缩。否则,人民币升值势必加大商品出口阻力,加剧输入性通缩,增大国内市场压力,不利于经济稳增长。既然现阶段人民币贬值是基本面使然,并且利于经济稳增长,那么就应当顺势而为,推动人民币适度贬值。

顺势而为人民币贬值,需要在新年内实施金融机构全面降息。这是因为,降息在减轻各方面利息负担,刺激投资与消费需求的同时,还可以促使前期进入的“热钱”撤离,促使外汇储备向合理水平回归,改变人民币兑美元汇率被高估局面。否则,由于世界各国央行货币政策宽松,加之美联储加息可能被推迟,势必加大“热钱”进入中国隐忧。在这种情况下,如果人民币坚持不全面降息,人民币就会与美元一起对其他国家货币升值,只是人民币升值幅度低于美元升值幅度而已。不仅如此,如果境外“热钱”大量流入中国,那就使得人民币不仅对欧元、日元等其它国家货币升值,而且也会对美元升值,最终冲击中国经济稳增长,强化输入性通缩。

顺势而为人民币贬值,还需要人民银行全面降低存款准备金率。2014年下半年以来,有关部门批复了大量投资项目,估算投资总额有数万亿元之多,因此需要大量资金支持。由于外贸顺差减少,一些“热钱”离境,人民币外汇占款减少,如不采取应对措施,大量投资项目将因缺乏资金而难以顺利开工建设。而目前中国20%左右的存款准备金率偏高,大量资金被冻结闲置。降低存款准备金率,将使得很大部分金融机构资金得以释放,提供经济发展所必须的资金支持。

总之,顺势人民币贬值,应配套人民币全面降准与降息,使其人民币利息水平向发达国家靠拢,实现中国外汇储备规模与存款准备金率向合理水平回归。当然,顺势人民币贬值亦要掌控节奏,当一次贬值幅度过大时也要进行干预,实现有管理、双向波动的适度贬值,避免因人民币贬值幅度过大、过快而对人民币国际化产生负面影响。

中国能避免通缩吗

□北京大学中国经济研究中心主任 姚洋

2014年GDP增速为7.4%,是1990年以来的最低值。为了稳定经济增长,应继续追求积极的财政政策和审慎的货币政策。

在过去两年中,政府收紧了财政和货币政策,以期抵消为应对2008年全球金融危机而实施的大规模刺激政策的副作用。刺激计划稳定了中国的增长,缓和了全球经济的下降,难免会对整个经济增长产生负面影响。

最重要的是,中国经济的杠杆率大大增加。房价大幅上涨,房地产开发商大量借贷,地方企业也背上沉重的负债。结果,广义货币(M2)迅速增加,现已超过中国GDP的两倍多。此后,中国政府遏制了货币供应增长,开始实施地方政府贷款上限,货币扩张有所减缓。预算法也进行了修订,允许地方政府发行政府债券,而从央行的贷款被严密监控。

这些政策提高了资本成本,特别是在货币紧缩的情况下,地方政府和房地产开发商承受了很大压力。由于增长放缓迫使它们不得不借新债还旧债,利率也随之水涨船高,挤出了实体经济中的企业,进一步拖累了经济增长。

与此同时,生产者价格指数节节下降,而消费者价格指数保持平稳。因此,与世界其他国家和地区一样,中国也面临着通缩风险。事实上,要不是中国从2008年开始实施了两年多的刺激计划,提振了投资需求从而延缓了世界大宗商品价格的下跌之势,全球通缩压力的影响将出现得更早。如今,大宗商品价格下跌已经来临,国内通缩也成为实实在在的威胁,特别是考虑到国内财政扩张减速的情况。

亚洲金融危机甚至任何金融危机的主要教训是,通缩是经济复苏的巨大威胁。由于1997年亚洲金融危机局限于东亚地区,中国得以在加入世贸组织后摆脱了通缩。但时至今日,全世界都被通缩风险所困扰。

中国面临的难题是,货币扩张的效果是助长了资产价格攀升,而不是实体经济信用流入的增加。经济增长的最大障碍方面,今年可能会有所不同。地方政府贷款将得到严密监控,它们的新增债务融资将主要来自政府债券,而尽管大部分观察者认为中国一线城市(北上广深)在2015年将继续消化近几年中所建立的巨大住房库存,但一些二线和三线城市楼市已经触底并开始回暖。

中国是世界上最大的贸易国,这使很多人要求中国承担更多的全球经济总体健康责任,当年的刺激计划表明中国愿意承担这一责任。类似地,中国政府的反通缩措施将不但有助于本国,也将有助于世界其他国家和地区。(本文版权属于Project Syndicate)