

下半年货币政策的三个着力点

□国家行政学院 陈炳才

央行宣布从6月28日起降低存款贷款利率0.25个百分点,存款、贷款基准利率分别降至2%和4.85%,同时宣布对三农、小微企业贷款达到标准的银行降低存款准备金率0.5%,财务公司降低存款准备金率3%。

各国货币政策一般都是根据经济增长、消费物价、就业和国际收支平衡等四大目标状况而进行调节,我国也不例外。目前,我国利率水平相对于2015年预期1.8%左右的消费物价来说,一直保持较高的正利率。相对国际水平来说,利率水平太高,企业负担太重,不利于企业参与国际竞争,降低利率是必然。在降息的同时,降低存款准备金率,一方面在于市场资金需求大;另一方面也在于增加资金供给,通过增加资金供给继续降低利率。由此可见,目前货币政策的重点是降低利率,减轻企业资金成本,提供实体经济的生存和发展能力。那么,本次降低利率和存款准备金率以后,下半年货币政策走势如何?

继续推动利率市场化

利率政策一般根据消费物价变化而进行调整,也考虑其他因素。考虑到我国目前的消费物价水平和保持存款正利率的需要,预期下半年行政性降低利率的可能性不大。当然,如果消费物价持续下降,比如全年低于1.5%,依然有行政性降低利率一次的可能。

央行可能不再采取行政手段降低利率,一方面是消费物价水平所决定,另一方面在于市场产能严重过剩,供给过剩,银行对处于周期经济底部的企业、行业不敢放贷,如果放贷,利率必然要覆盖风险成本。事实上,由于贷款利率已经市场化,央行基准利率对商业银行放贷利率的导向作用要看市场的资金供求和商业银行的资金成本变化。目前由于存款利率上浮、理财利率较高,贷款利率跟随央行基准利率下调的时滞比较长。

应该说,我国的贷款利率水平相对较高,中国经济的发展尤其是实体经济不堪承受长期的高利率成本压力,利率水平必须下降。下半年降低利率水平依然是货币政策关注的重点,但利率下降的途径在于存款利率市场化,即取消存款利率管制,同时相对放松外债管制。

目前,我国存款利率的相当大部分已经通过理财、互联网金融等实现了利率市场化,这些金融产品的利率回报都远高于中央银行确定的基准存款利率。随着定期存款尤其是活期存款利率的放开,所有到期的存款资金会涌向各种理财和互联网金融产品,市场化的存款资金供给增加,利率必然趋向下降。目前,拟定修改的《商业银行法》将取消对商业银行75%的贷存比例限制,这有利于增加商业银行尤其是小银行的资金贷款能力,也有利于降低贷款利率。当然,这部分贷款供给的规模,最终取决于商业银行的资本金补充状况。目前制约贷款能力的不是贷款、存款比例,而是资本充足率。资本充足率达不到监管要求,即使有存款,也不能放贷。

降低利率的第二个市场化途径是放松外汇融资管制。目前,境外美元、欧元、日元等利率都很低,但人民币利率很高,企业因为外汇融资尤其是外债融资的控制而无法使用廉价资金,也使人民币利率居高不下。如果把外汇贷款、外债、境外上市获得的外汇资金作为外汇融资,境内企业获得的外汇融资规模2014年达到18969亿美元,换算为人民币,其规模大约116111亿元,占当年人民币贷款比重14.22%,而2005年我国外汇融资占当年人民币贷款规模达到19.62%。如果允许符合一定条件(如企业的盈利、创汇、购汇、出售股权、转让股份等指标)的企业开业直接借用外债乃至境外发行债券到国内使用,我国企业的外汇融资规模可以扩大到4万亿美元,对人民币利率可以起到明显的抑制作用,利率市场化就可以成功降低利率,实行内外利率的逐步均衡。目前,外汇局已经开始放松外债管制的试点,在总量控制的前提下,人民币利率会有合理的下降。

创新存款准备金率政策

为支持实体经济发展,过去一年多来央行一直在不断地降低存款准备金率乃至采取定向降低的政策,预计下半年会继续采取这种方式进行调控。

近年来,针对个别商业银行的短期流动性不足,央行采取了一些创新工具来调节市场流动性,如央行向商业银行提供短期和中期常备借贷便利,以引导市场利率下行(其利率水平比同期拆借市场利率低)。这一做法表面引导市场拆借利率,实际上抬高了市场利率。商业银行缴纳的存款准备金,其存款利率成本平均至少是3%以上,而央行支付的准备金利率只有2%左右,商业银行的实际存款利率成本达到了4%。中央银行不降低存款准备金,而是采用常备借贷便利,商业银行向中央银行融资,又需要支付3%以上的利率,商业银行通过常备借贷便利获得资金成本最低在7%,再加上其他成本和盈利需要,这些资金走向市场的水平至少在10%。市场利率无法降低。因此,未来货币政策继续使用常备借贷便利的空间不大。但是,商业银行和地方政府都需要低利率的资金以满足流动性需求和债务置换需要,市场提供不了低利率资金,中央银行必须提供。中央银行如何提供?那就是创新存款准备金的使用。

目前,化解地方政府债务利息负担的一个重要方法就是让地方政府发行债券,由商业银行购买。实际上,由于地方政府发行的3年期债券利率在3.7%以下,银行和社会都缺乏购买积极性,目前仅6-12个月的理财产品年化利率都在4.5%以上,银行大量购买地方政府债券必然产生利益损失。地方政府为让债券能够发行出去,以取消财政存款、公积金存款和社会保障存款(财政存款无利息,公积金存款最高存款期限为3个月存款利率)为由,迫使商业银行购买。但随着地方政府债务发行规模扩大,社会难以接受2万亿元以上的地方政府债务,银行被迫以低利率购买以后,

必然会将成本分摊到贷款企业,企业贷款成本就不会降低,甚至提高。因此,地方政府逼迫商业银行购买地方政府债券,不具有可持续性。

在中央银行不能直接购买地方政府债券的法律约束下,为满足市场需求,中央银行可能采取定向、定额降低存款准备金的方式,让商业银行直接购买地方政府债券,以这种方式购买债券,比地方政府逼迫商业银行购买更合理,商业银行就不会提高贷款利率去弥补利息损失。这样的债务处理,本质上就是地方政府债务与中央银行的存款准备金置换。采取这种方式降低存款准备金后,商业银行置换的地方政府债务,扣除支付利息后,可作为存款准备金上交中央银行。

面对商业银行的流动性不足,中央银行也可能采取定向、定额、不超过的方法向商业银行降低存款准备金率,资金到期后,商业银行还给中央银行,中央银行扣除其应付给商业银行的准备金利息。

推动汇改和资本项目可兑换

2014年底,中央经济工作会议明确,2015年继续实施稳健的货币政策,货币政策要更加注重松紧适度。中国人民银行年度工作会议提出,灵活运用各种工具组合,保持银行体系流动性合理充裕,引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长。继续实施定向调控,引导金融机构盘活存量、用好增量,增加对关键领域和薄弱环节的信贷支持。加大金融对实体经济的支持,进一步降低融资成本,加快利率市场化改革。完善人民币汇率形成机制,稳步推进人民币资本项目可兑换。

因此,下半年货币政策的另外一个重要目标是完善汇率机制如扩大市场交易和参与主体,推进人民币加入SDR,推进人民币跨境流动,推进“一带一路”国家主权货币的计价、结算、贸易、融资等,这既是货币政策的年度工作任务,也是中美战略对话和中美贸易、投资谈判关注的内容,估计下半年这些方面会加大力度。

希腊“退欧”或是时间问题

□中国社会科学院金融研究所副研究员 郑联盛

6月29日,希腊财长、央行行长和希腊银行业组成的金融稳定委员会宣布,由于欧洲央行冻结对当地银行业的紧急贷款金额,希腊所有银行暂停营业,希腊股票市场休市,并实行资本管制。历时5年多,希腊主权债务问题再度陷入重大危机。与过往不一样的是,如果处置不当,希腊此次危机的程度要远远比此前的危机更加严重,甚至可能使得希腊最终被迫退出欧元区。希腊危机及其对欧元区的影响将是极其深远的。

公投的闹剧

希腊与欧盟、IMF和欧洲央行为主的国际债权人谈判破裂是本次希腊危机的导火索。由于6月30日是希腊偿还IMF债务的法定期限,但希腊无法偿付本次债务,提出了避免违约的方案和弹性的安排,双方就此展开了协商。实际上,就希腊的债务问题及安排的谈判已经持续了近半年,而上个周末是最后的尝试。

希腊与国际债权人谈判主要的核心问题包括长期债务减免、长期财政整顿政策、初始预算盈余水平、取消提前退休安排以及增值税等问题。但是,希腊目前执政的左翼激进联盟党(Syriiza)及其联合政府的右翼独立希腊人党对于债务整顿安排以及社会福利问题极为敏感,不愿意牺牲希腊人的福利来换取国际债权人的妥协。身心俱疲的国际债权人选择了不妥协,这将希腊债务违约问题显性化,如果没有妥善的处置,6月30日希腊就将对IMF违约。

国际债权人的选择被希腊政府认为是一种“侮辱”。希腊总理齐普拉斯宣布,希腊将是否应该接受国际债权人的苛刻条件进行全面公投,将希腊政府与国际债权人的分歧交由希腊人选择。这种由民主的方式来解决危机问题的方式,凸显了希腊政府在债务问题上缺乏主见,并可能使得危机进一步恶化。从危机应对和处置的角度看,这是一个非常错误的选择。

希腊的公投闹剧不是首度上演。2011年10月31日,希腊总理乔治·帕潘德里欧宣布就欧盟第二轮援助计划的可接受性进行全民公投。当时,希腊债务违约风险骤然高企,如果希腊选民在公投中否决欧盟新的援助计划,这意味着希腊将要面临债务违约。帕潘德里欧的决定不但在内部引起了党派之间的分歧,而且还引发了德、法等国领导人的不满。欧盟宣布暂停发放第一轮援助款的第六笔资金,直到希腊内部争议平息。迫于各方面压力,帕潘德里欧于11月4日宣布放弃全民公决。第二轮援助计划绝处逢生。然而,帕潘德里欧政府却陷入信任危机,不得不黯然下台。11月11日,由前欧洲央行副行长卢卡斯·帕帕季莫斯领导的为解决债务危机而组建的过渡性联合政府成立。经历长达4个月的谈判后,直到2012年2月21日,欧元区17国财长才最终批准对希腊的第二轮援助计划,同时要求希腊在2020年之前将债务占GDP的比重控制到121%以下,本轮援助资金的规模为1300亿欧元。而将于2015年6月30日到期的IMF债务就是第二轮援助的部分资金。虽然,公投闹剧最终收敛,但是,希腊的公信力被严重销蚀,同时也延误了救援的最佳时机。

极有可能的违约

希腊对IMF的16亿欧元债务到期日是6月30日,而希腊政府决定的公投日期是7月5日。为此,在希腊人民没有做出选择之前,希腊政府可能很难来偿还IMF的债务,希腊有很大的可能会违约。虽然,欧盟和欧洲央行可能会采取特别的举措来防止希腊违约,但由于希腊政府的公信力受到极大恶化,欧洲方面可能被迫选择袖手旁观。

希腊政府甚至将潜在的可能违约责任推给了欧洲央行和IMF。希腊政府指称,欧洲央行暂停了短期流动性支持,使得希腊银行业难以维继,不得不宣布银行歇业。此前,希腊银行业的流动性主要来自于欧洲央行的流动性支持。另外,希腊政府愤懑不平认为IMF毫不讲理,希腊过去一段时期是按规定来偿还债务的,但现在想通过公投来决定是否接受更加苛刻的紧缩条件,可IMF却不给一个时间窗口。在希腊政府这种感性指责中,其实是其对债务债权的法定关系的懈怠。

退欧或是时间问题

债务违约,退出欧元区,重启德拉克马,然后通过货币贬值恢复竞争力。这似乎是一个合理的逻辑,但却是一个无奈的选择,更是一个充满不确定的选项。此前,学界对于这一问题的讨论已经连篇累牍,有人甚至为“希腊退出”创造了专门的术语“Grexit”,即将希腊的英文单词Greece和退出的英文单词Exit结合起来。对希腊本国来说,是否“退欧”的确是决定国家命运的关键。

不管7月5日的公投结果如何,对于希腊而言,仍然没有摆脱之前的两难困境。一方面,留在欧元区可以依靠外部融资聊以度日,但是国内民众无法忍受紧缩条件,期望可以在5年内将财政盈余从-13%变为10%,只会激发民众疯狂的反抗情绪,引发其政局混乱,而现任的联合政府口口声声以人民大众的社会福利为重,在情绪宣泄中,希腊政府站在了国际债权人的对立面。另一方面,退出欧元区意味着失去欧元救助,面临众多不确定性,经济政治风险过高。实际上,早在2007年,著名的国际经济学家Barry Eichengreen就讨论了欧元区分裂和欧元崩溃的情景和可能性,成员国退出欧洲的最后结果可能都是一样的,即严重冲击欧元区和欧洲经济。希腊在重启德拉克马并贬值,并非就一定能够提高竞争力,因为可能国家经济体系早已崩塌。

在民族主义、民主选择以及危机处置中,希腊民众在未来一段时间还会在进退两难的矛盾中痛苦地煎熬,并不断引发政治动荡。而每一次风波都在动摇德国和其他欧元区国家的信心以及所有债权人的耐心,希腊就将愈发地不具备继续留在欧元区的条件。一旦市场开始对希腊退出欧元区表示担忧,其潜在风险就会被市场不断揭示,直至自我实现。希腊面临的两难困境使其是否“退欧”的问题变得扑朔迷离,但是,在一个自我实现的负反馈中,希腊退出欧元区可能是时间问题。

股市大震呼唤监管革新

——美国1987年股灾应对启示

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

由于金融市场深化和资本账户开放、融资渠道创新、全球流动性过剩,经济转型困难,传统货币政策效果在下降,资本市场的剧烈波动、资产价格的大起大落,通过托宾Q效应、财富效应、抵押和质押效应,以及期货期权的放大效应,对流动性、金融信贷产生巨大非理性冲击,并通过消费和投资,严重冲击实体经济。因此,将资产价格波动纳入货币政策框架,并给予及时控制或救助,成为全球央行的共同选择。在这方面,美国应该是先行者。

我们以1987年10月19日(黑色星期一)的股灾来看货币政策应对。这一天,道·琼斯指数重挫了508.32点,跌幅达22.6%,创1941年以来单日跌幅纪录。6.5小时之内,纽约股指损失了5000亿美元,相当于美国GDP的1/8,许多百万富翁一夜之间沦为贫民,并引发全球股市暴跌的多米诺骨牌效应。

股灾发生时,美国果断地干预市场。首先,1987年10月20日开市前,美联储发布了一个简短但掷地有声的申明,为履行中央银行智能,联储今天正式宣布,已准备就绪为支撑经济和金融体系提供流动性,支持商业银行为股票交易商继续发放贷款;同时,里根总统和财长贝克均表示,这次股市崩盘与美国健康的经济是不相称的,美国经济非常稳定。

同时,面对股价被低估的问题,小公司带头赎回公司股票,并带动福特、霍尼威尔等大公司大面积赎回。在股灾发生的一周内,大公司约有650家公司公开宣布,要在公开市场上回购本公司的股票,大部分发生在“黑色星期一”那天。这说明,上市公司的实际信用远远超过股票市场所反映出的股票牌价,股价超跌。

政府官员打气,宣传美国经济运行良好,美联储承诺流动性补给,加上主要商业银行积极提供流动性,市场信心逐渐恢复。1987年10月20日中午12点30分到下午1点,道·琼斯指数从1717点回升到1825点,到下午3点半,已上升到1915点,整个交易日共上升176点,股灾结束。

股灾作为经济的晴雨表,长期内反映实体经济基本面,但当实体经济基本面并无重大变化时,股市剧烈波动会通过外溢效应产生巨大的恐慌效应,进而冲击实体经济。美国1987年的“黑色星期一”就属于这种情况。当时的美国经济尽管告别了上世纪50-60年代的黄金时期,但也处于新旧经济模式转换的低迷增长时期,但并没有出现1929-1933年的经济大萧条,基本面还算健康。

然而,1987年10月19日的前一周,坏消息不断,

特别是商业银行对经纪商和交易商的贷款不断。由于美联储流动性供给承诺,极大地提振了士气,各州主要商业银行马上宣布降低优惠利率,化学银行Chemical Bank迅速增加4亿美元的证券贷款,银行家信托公司也表示在任何情况下都会保证客户的资金需要。

同时,面对股价被低估的问题,小公司带头赎回公司股票,并带动福特、霍尼威尔等大公司大面积赎回。在股灾发生的一周内,大公司约有650家公司公开宣布,要在公开市场上回购本公司的股票,大部分发生在“黑色星期一”那天。这说明,上市公司的实际信用远远超过股票市场所反映出的股票牌价,股价超跌。

政府官员打气,宣传美国经济运行良好,美联储承诺流动性补给,加上主要商业银行积极提供流动性,市场信心逐渐恢复。1987年10月20日中午12点30分到下午1点,道·琼斯指数从1717点回升到1825点,到下午3点半,已上升到1915点,整个交易日共上升176点,股灾结束。

值得注意的是,治本先止血是应急之举,止血后及时进行监管革新才是关键。美国金融风险

的历史也是监管不断完善和创新的历史,如1929年10月28日的“黑色星期一”,证明古典和新古典经济学“自由放任”的监管是不合适的。随后,《1933年证券交易法》、《1934年证券交易法》、《1938年曼罗尼法》等法规相继建立,开启了美国现代金融监管。

针对1987年“黑色星期一”暴露出的投机炒作,美国证券交易委员会推出了80A规则,防止套利交易者在股市上升或下跌达到一定幅度时,通过推高或打压成分股现货价格来影响期货指数而获利的行为,此规则被称为80A项圈规则(Collar Rule);同时,期货合约价格超过某一波幅时,会将其导入一个单独交易系统,并等待5分钟并确定买卖不平衡程度,5分钟后交易指令才有资格执行,此规则被称为80A靠边规则(Side-car Rule)。

目前,我国资本市场产品创新、业务创新、融资渠道创新非常迅速,资本市场牌照不断放宽,金融混业化趋势明显,资产价格对货币政策的影响深化、复杂化,货币政策机制设计和操作不可能不考虑资产价格。特别是,在杠杆交易频繁的情况下,股市上涨加杠杆、股市下跌减杠杆,极易引发非理性投资和快速上涨或下跌的现象,这在过去是没有的,与美国1987年期货放大效应引发的“黑色星期一”有类似的地方。因此,在股指急涨急跌时,可采取类似于美国的应急措施,比如及时的流动性补给、暂时中断交易、鼓励股东回购提振士气。

1987年以后,在交易机制设计方面,美国正式采取了熔断机制(Circuit Breaker),即对合约在达到涨跌停板之前设置某一价格,使合约买卖报价在一段时期内只能在这一价格范围内交易的机制。股灾发生后,联储于10月20日大量购买政府债券,使得联邦基金利率当日内下行近60个基点,并于11月4日正式调整联邦基金目标利率(降息),并宣布联储立即向银行的注资已就绪。

再次,美联储鼓励金融机构与客户共渡难关,通过这个融券和掉期,可以得到额外的利益。这对大盘多方而言,构成了巨大的不对等威胁。场外的掉期和融券,由于资金不离开操作人的账户,其保证金和利息都比场外融资要容易得多,成本低得多,空方和多方严重不对等。而且在信息层面,融资的信息容易被挖掘,场外的掉期和融券则秘密的多,信息上也严重不对等。因此如果没有严格的限制,空方总能够突袭多方获取暴利,尤其是对知识水平不足而导致使用金融工具保护自己利益有门槛的散户来说更是如此,所以场外融券的问题必须要有足够的重视和审查。

事实上,我国法律对做空机制设计有所规定。例如证券法第三十九条:依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。这个规定就明确了证券的转让必须是在指定的场所,因此场外是不行的,在场外进行融券和掉期是不行的,这里场外融资的钱,不是证券交易,而是融券是一定涉及证券的所有权转让,因此在证券法上对场外的融资和融券,其实是规定得差七条。

证券法第七十七条禁止任何人以下列手段操纵证券市场:

(一)单独或者通过合谋,集中资金优势;

(二)与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易;

(三)在自己实际控制的账户之间进行证券交易;

(四)以其他手段操纵证券市场。

操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。从第七十七条,我们就可以看出第一款合谋做空是不成的;第二款更明确了一点,就是以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易被禁止,直接的说就是掉期是不成的;第四款更留下了监管层可以解释和拓宽打击的空间,因此对联合做空的严查是有法可依的,是必须严查的。美国2008年金融危机就与之有关,而且通过掉期的手段,可以让大股东的股票锁定无效,这已经是场外公开的秘密。这些掉期的存在对机构市而言还好,但对散户居多的股市,就是机构对散户的巨大不公。

因此,笔者认为要避免大盘继续暴跌,最需要的就是对违规做空的严查和限制,严查联合做空操纵问题。尤其是在大数据时代,监管层具备数据分析的能力。事实上,历次金融动荡后,西方国家都限制过恶意做空,在中国也是应当联合做空规则做空。这个限制就是要依法治国,对联合做空者按照操纵市场进行处罚。没有国家司法力量对联合做空的限制,为了利益联合做空比做多更容易得多。因此,应有一定的金融安全思维,要有防范做空操纵大盘的意识。

应加大对做空市场的监管规范力度

□量跃资本首席经济学家 张捷

近期股市剧烈震荡。笔者认为,除了降息降准等政策外,提振股市的最主要问题是应加大对做空市场的监管和规范力度。

我们首先要认识到,做空一个国家是残酷的国际间经济战。在股市内在价值提升以外,股市波动是带有零和博弈的,我们的牛市是内在价值的提升,但也会被市场的波动掠夺,因为这个零和博弈在全球化的今天是一个全球零和,对某一国绝对是财富损益。在巨大损失面前,即使股市有内在价值的提升,但也会因为外来的金融战争导致的内在价值减损而走入熊市,因此对做空的危害必须严格防范。

在信用货币时代,股票是参与国际财富流通的,西方换股收购为主流,而可支付证券就叫做广义货币M3,股票上的金融衍生品是广义货币M4,只重视M1、M2,不看M3、M4是不对的。而对于操纵市场的资金而言,一旦有了做空工具,做多做空得利和做空大盘得利也是不对等的。因为如果做多,大盘总市值增加,其反对方会因为股市的上涨不投入就增加股本增加,