

# 货币政策监测指标需适时调整

□国务院发展研究中心研究员 范建军

自去年11月至今,央行已经连续6次下调存贷款基准利率,然而从月度数据看,今年1-9月上海银行间同业拆放加权平均利率经历了一个过山车式的变化过程:先升,后降,再升。其中,6-9月该利率指标一直处于上升状态,由5月的1.42%逐级攀升至9月的2.05%。在实体经济下行、通缩形势日益严峻的情况下,同业拆放利率却呈现过山车式的变化。当前货币政策之所以难以向市场利率传导,依笔者判断,一个原因可能是以广义货币M2增速作为货币政策调控的中介目标。

## M2不适合作为中介目标

现有M2统计量包含大量非货币属性的定期存款。根据央行对广义货币M2(目前约为135.7万亿元)的定义,主要包括两部分:流通中的现金和银行存款。其中,流通中的现金目前约为5.9万亿元,占4.4%;银行存款129.8万亿元,占95.6%。而在这129.8万亿元银行存款中,定期存款约为84.6万亿元,占65%;活期存款约为45.4万亿元,仅占35%。

如果对现有135.7万亿元广义货币稍加分析会发现,真正会被持币人用于商品和服务购买的只能是现金和活期存款(目前两者合计约为51.3万亿元,远低于当期GDP名义值),它们是影响物价变化的“真货币”;而余下的大约84.6万亿元定期存款则是持币人持有的生息资产(全民积累和金融财富的一部分),而非货币,其流动性甚至低于国债和企业债券,因此应将它们从现有广义货币统计量M2中剔除。如果剔除这部分定期存款会发现,9月M2的实际增速仅为10.5%,而不是央行所公布的13.1%。即使是这样,该数据已较前几个月5%以下的极低水平有了明显提升。从剔除了定期存款后的M2增速与央行所公布的M2增速的对比走势图可以看出,实体经济中的真实M2增速与央行所公布的M2增速之间存在着巨大偏差,而且数据显示当前实体经济的真实货币供应量并非过剩而是不足,多数月份真实M2增速已明显低于GDP增

速。1-9月剔除了定期存款后的M2增速算术平均值为5.3%。

因此,广义货币M2已不适合作为我国货币政策调控的中介目标。首先,如果将广义货币M2增速作为货币政策的中介目标,则需根据每一笔存款的期限结构和利率水平赋予其不同的货币权重,并且还需对其进行动态调整,否则加总后的统计结果很可能会高估货币存量——而这在实际操作中是非常困难的。考虑到目前存款利率市场化改革已基本完成,银行存款的期限结构和利率水平将变得更加复杂多变,在这种情况下,对真实广义货币M2的精确统计会变得越来越困难。不仅如此,在现代金融创新活动日益增多的今天,银行存款的统计数据也变得极不稳定。例如,受银行理财产品季末到期和季初发行影响,每到季末和季初,银行存款都会出现大幅波动。

其次,随着国内金融市场交易量的日益扩大以及人民币国际化程度的不断提高,国内金融市场及国际商品和金融市场对广义货币M2的分流作用越来越明显。

正是基于以上两方面的原因,包括美国在内的许多国家于上世纪90年代纷纷放弃货币供应量中介目标,转而采用同业拆借利率作为货币政策的中介目标,并取得了很好的效果。

## CPI指数更适合作为民生指数

根据经济学对通货膨胀的标准定义:通货膨胀通常是指一国物价总水平的持续全面上涨而非局部上涨。因此,最适合充当通胀指数的价格指标是GDP平减指数(当前值为-0.28%)。但由于GDP平减指数存在统计上的困难和数据发布的滞后性,西方国家大多采用CPI指数作为评判通胀水平的替代指标。但是,CPI指数却不适合作为像我国这样的发展中国家的通胀指数。

一是,我国消费支出占GDP的比重过小,消费物价变化并不能很好地反映物价总水平的变化。以2014年为例,我国个人消费占GDP的比重为37.7%,即使加上政府消费,总的消费支出占GDP的比重也仅为51.2%。如果以CPI指数作为通胀指数,那么占比接近50%的投资品(主要为

工业品)价格的涨跌将无法得到有效反映。反观美国,2014年其个人消费占GDP的比重为68.4%,若加上政府消费,总的消费支出占GDP的比重高达84.2%,因此其核心CPI指数能比较好地反映物价总水平的变化。由此推测,如果将投资品价格包含在内,可能目前我国的通胀指数已是负值。

二是,在城镇化进程完成之前,我国消费物价指数将始终面临来自食品和生活性服务价格结构性上涨的压力。由于我国还处于城镇化进程中,农业和生活性服务业的生产率还远低于工业部门(生产率差异是城镇化的主要动力),与此同时,生产要素已基本实现了全国范围内的自由流动。一方面农业部门和生活性服务业部门的生产要素要求获得和工业部门相同的边际回报;另一方面,它们和工业部门之间还存在明显的生产率差异。为解决上述矛盾,市场力量会推动农产品和生活性服务业价格相对于工业品价格超量上涨,以此来弥补部门间因生产率差异而导致的边际收益缺口,否则不会有人愿意投资农业和生活性服务业,也不会有人愿意从事农业生产和服务性工作。由此可知,在城镇化进程完成之前,我国消费物价将始终面临来自食品和生活性服务业价格结构性上涨的压力,而且这种结构性的价格上涨与货币供应量的多寡无关,即它们不属于通货膨胀的考察范畴(巴拉萨-萨缪尔森定理)。因此,用CPI指数作为我国物价总水平的监测指标,可能会大大高估通胀形势。

实际上,不仅是我国,与我国经济结构相近的其他发展中国家,同样不适合采用CPI指数作为评判通胀水平的指标。例如,印度就是采用“批发价格指数”(WPI)而非CPI指数作为评判其国内通胀水平的指标。CPI指数就其设计初衷而言,本是一个反映消费者生活成本变化的民生指数,但由于世界上许多国家都用它来充当通胀指数,结果导致人们在讨论物价问题时,经常将民生问题和通胀问题混为一谈。例如,近期国内热烈讨论的所谓“猪经济”,本质上是一个民生问题,而非通胀问题。民生问题在多数情况下是结构问题,而通胀问题则是一个总量问题。

## 货币政策调控框架应调整

建议央行对我国货币政策的调控框架作出重大调整。放弃M2增速目标,转而采用上海银行间隔夜拆借利率或隔夜回购利率作为我国货币政策的中介目标。为便于市场形成稳定的预期,央行应在两次升息操作的间隔期内,借助公开市场操作等数量调控工具,将“隔夜拆借利率”或“隔夜回购利率”稳定在前次升息操作设定的目标值水平线上。在利率市场化改革完成之前,现有存贷款基准利率及其调控机制可以保留,但在利率市场化改革完成之后,存贷款基准利率及其调控机制即可废止。

考虑到CPI指数并不适合作为评判我国通胀水平的监测指标,建议管理层着手构建新的更适合我国国情的通胀指数。初步设想,可考虑采用扣除食品和燃料后的全社会消费零售品+典型服务业作为价格采样对象,编制新的通胀指数。原有CPI指数可作为反映低收入阶层生活成本变化的民生指数继续保留。在新的通胀指数推出之前,在评判通胀形势时同时参考GDP平减指数、CPI指数以及PPI指数等多项价格指标,综合做出判断。建议国家统计局编制并定期发布工业部门平均产能利用率的月度统计数据,该数据是以美联储为代表的西方发达经济体央行研判实体经济货币供应量(名义总需求)多寡的重要指标。

建议在操作层面,通过定期下调存款准备金率,并配合以公开市场操作,将“上海银行间市场隔夜拆借利率”拉低并稳定在1%附近,直至工业品出厂价格(PPI)由负转正为止。

在当前形势下,管理层在放松货币的同时更应关注“流动性陷阱”(企业惜借,银行惜贷)问题。在放松货币的同时,还应制定更为积极的财政支出政策与之相配合。

货币政策的首要任务是总量调控,即在保持物价总水平基本稳定的前提下,通过调控货币供应量(名义总需求),使得经济的产出潜能得到最大程度的释放。财政政策的首要任务是结构调控,即在保持财政收支基本平衡的前提下,通过调控和影响各类定价机制,使得经济结构尽可能地得到优化。

# 美联储加息将终结全球资产高相关性

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

在美联储强烈暗示年底将加息的背景下,10月23日欧央行的议会议透露进一步量宽的信号。当前无论是欧央行还是其他央行的决策如何影响全球金融市场,比起美联储加息的决策来说,都是小巫见大巫。美联储逐渐加息的预期将对全球金融体系产生重大调整,因为金融环境与风险溢价将从历史性的低水平回归到正常水平,这将终结全球资产高相关性的现象。

## 全球资产高相关性的形成原因

2008年金融危机后生成了许多怪相,其中之一就是看似不相关的不同类别资产之间的相关性大幅提高。不但全球各股票市场、债券市场、大宗商品内部相关性大幅提高,而且它们之间的相关性也大幅上升。

据IMF的数据,标准普尔500指数、MSCI新兴市场指数、美国债券、新兴市场债券指数、美国高收益债与大宗商品相关性高达70%。而在1997年到2007年之间,主要资产类别之间的相关性水平在45%左右,与历史常规水平基本一致。这意味着各市场波动偶尔保持一致,如1998年金融危机期间,但通常各自独立,甚至负相关。2010年以来,不但发达与新兴市场的资产相关性已比平均水平高出很多,而且在市场低波动率的时候,资产相关性仍维持70%,几乎是危机前水平的两倍。

一般而言,资产的高相关性意味着资产价格由相同的风险因素驱动。在宏观经济不明朗时,股票、债券、石油、黄金、新兴市场货币大部分是由宏观经济前景变化决定。但形成当前情况的原因却有不同,其中最主要的原因是当前资产价格已不是受基本面驱动,而是受各国央行提供的流动性驱动。央行的宽松货币政策压低真实的资本成本,削弱了市场有效分配资本的能力。因为信用与期限溢价收窄,资产价格上涨,但同时各个类别资产定价不能有效区分,资产价格已不受基本面驱动,完全由投资者的风险偏好驱动,金融市场已经完全是两元结构,要不风险偏好,要不风险回避,从而导致了主要资产类别价格的相关性上升。另外,经济与金融市场的全球化、全球资产管理产业的相互关联性和集中性增加、新的风险管理技巧与阿尔法提取技术应用,以及金融市场流动性的下降等因素,也是导致全球资产高相关性的部分原因。

## 资产高相关性将终结

成也萧何,败也萧何。既然,以美联储为首的各国央行向金融市场“注水”是导致全球资产高相关性的主要原因,那么,美联储加息,货币政策的紧缩将终结资产的高相关性。

首先,新兴市场股市将分赢家与输家。货币政策的调整将通过三种渠道影响新兴市场。一是利率渠道。利息变化影响融资成本,导致投资与消费的变化,最终影响产出;二是汇率渠道。利率变化通过国内外货币利差影响货币汇率的变化,汇率的变化会影响经常账户以及全球产出;三是财富效应渠道。如果家庭财富增加或家庭拥有股票上涨,则会影响消费与全球产出。

其次,债券市场将表现迥异。在全球各国货币政策分化的情况下,美国加息而其他国家继续实行量宽,必然使美元与其他货币之间的利率价差拉大,从而会资金流入美国市场,导致债市价格上涨,收益率下降。当前美国10年期国债收益率仍高于其他发达国家。美国为2.05%,而德国只有0.36%,日本只有0.34%,西班牙为1.46%,瑞士为0.01%。而新兴市场资金流出,债务违约风险增大,债市下跌。

第三,大宗商品市场将分道扬镳。供需仍然是决定大宗商品价格的基本因素,但由于全球大宗商品是以美元计价,因此美元也是影响大宗商品市场价格的重要系统性变量。以往人们在讨论大宗商品未来趋势时,过分重视了供需基本面因素,常常忽略了美元利率的影响。从历史数据研究表明,美元利率与大宗商品价格,包括石油、农产品、矿石、金属与其他原材料等,存在较强的关联性。当美元利率下降时,大宗商品价格往往上涨,当美元利率上涨时,大宗商品价格往往下跌。因此在美国经济向好,美元加息的背景下,大宗商品市场未来走势将比较复杂。加息带来大宗商品价格的下跌将会被经济基本面变好带动大宗商品价格上涨所对冲。美林发布报告认为,2016年全球石油需求将每天增长120万桶,而供应将持续减少。基本金属方面,虽然国际矿业巨头,如嘉能可等开始宣布减产计划,但受制于中国经济增速放缓与去产能,基本面短期内将得不到有效改善,将会继续保持弱势。

总之,美联储货币政策的正常化,将会使金融市场的风险与收益定价的基本原理回归正常,各类资产之间的相关性也将回归正常。这将有利于对冲基金尤其是宏观对冲基金的发展,因为全球金融市场将会重新回归到它们熟悉的战场。



## 民生银行期货业务 把握市场律动 实现资产增值

### 民生银行,您值得信赖的银行

民生银行自2007年涉足期货领域,致力于打造全方位、开拓性的创新银期合作。

用心市场培育 贴心品质服务  
高效审批通道 创新产品研发  
深化产业对接 助力实体经济

中国民生银行  
CHINA MINSHENG BANK

www.cmbc.com.cn

## 传统经济“去产能” 亟待加快推进

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

尽管前三季度GDP“破7”,但增长绩效显著,最终消费对经济增长贡献了58.4%,比资本形成高出15个百分点;第三产业占GDP比重升至51.4%,自2014年以来对GDP的贡献超过第二产业,印证了“调速不减势,量增质更优”。

可以说,经济增长在动力转换上的“新陈代谢”正在进行中,但新动力还难以弥补传统动力减弱所形成的缺口,这是GDP增速“破7”的主要原因。前三季度GDP核算的数据显示,虽然前三季度服务业强劲增长,推动实际GDP同比增长6.9%,但第二产业名义增加值同比增长0.2%,其中工业名义增加值同比下降0.2%,创十几年来新低,这是经济增速下降的主要原因。

值得注意的是,去年以来的“稳增长”措施非常密集,货币政策上“5次降息”、“4次降准”。截至目前,5年期以上贷款利率已“破5”、存款准备金率也回落到2008年三季度时的宽松水平,各项贷款基准利率均创历史最低水平。截至三季度,M2增速为13.1%,超过年度12%的目标;人民币贷款增长15.4%,今年三季度贷款发放超过3万亿元,同比扩张1倍多。

今年的财政政策更加“积极”。1-9月,财政支出累计同比增长16.4%,高于年度预算10.6%的目标。全年安排财政赤字1.62万亿元,比去年增加2700亿元,赤字率从去年的2.1%提高到2.3%。截至今年8月末的12个月,滚动财政赤字已接近1.75万亿元,超过了年度赤字预算。今年总共发布三轮地方债务置换计划,总规模达到3.2万亿元,在降低地方债务成本的同时,增加了地方可用资金。2014年以来,基建投资同比增长在20%以上,带动上下游的作用在增强。

但是,固定资产投资、工业生产、工业企业利润滑坡趋势无好转。单位GDP对应的投资量从2007年的1:3上升到2014年的1:7,呈触顶之势,唯有上升空间。目前,传统经济的体量已非常大,如国有及国有控股企业主营业务收入占规模以上工业的25%、投资占GDP比重超过60%,而互联网、新能源、高科技等新增增长动力都是服务于实体产业的。因此,宽松政策无法阻挡传统增长动力下滑,意味着新增增长动力不仅无法冲抵传统增长动力下滑的空挡,而且可能会被传统增长动力下滑所拖累。

因此,要实现健康可持续的“稳增长”已无他途。必须以强忍“去产能”之阵痛,改变“僵尸企业”尾大不掉,适时“调结构”,为新增增长动力腾挪出信贷资源、市场空间,从而真正实现可持续增长。

应看到,重化工业、固定资产投资等传统产业或增长动力能够维持到现在,有三大助推因素。一是2008年以来的货币政策扩张。2008-2011年,M2增长分别为17.8%、28.4%、18.9%与17.3%,如此规模的资金供应很多都流向了传统产业、企业中,流入到投资中。特别是,2010年以来社会融资成本高企的背景下,倾向于传统企业的信贷资源,其利率水平比市场利率要低4-5个百分点,从而掩盖了传统产业或企业的低效,而商业银行为控制存量贷款不良率反弹,也乐于继续给予贷款。

不止于此,近年来房价快速上涨是掩盖传统产业和增值动力低效的第二个因素。近年来,房价上涨推动房地产开发投资以年均25%以上的速度增长,占固定资产投资的20%多,联动上下游60%的投资增长,成为消化过剩产能和掩盖上下游低效行业和企业的主要因素。

第三个因素就是地方政府的持续“救助”。2008年以来,先后有“扩内需”和“稳增长”两大经济战略。出于经济增长、就业保障、税收贡献、自身利益等考虑,地方政府在新上项目、信贷供给、产能消化上面,不断“救助”传统企业或产业。

今年以来,尽管政策扶持力度史无前例,但房地产开发投资增速不断下滑,1-9月2.6%的增速创本世纪以来新低,也拖累固定资产投资增速创15年新低。产能过剩加重的过程,也是债务压顶的过程,2014年企业部门占GDP的比重达到135%。目前,商业银行不良贷款率连续14个季度反弹,控制债务和不良率,全面挤压传统经济的信贷可得性。传统产业或动力低效问题全面暴露,即便是货币和财政政策一再宽松,也无法改变这些“大体量”旧式经济下滑的态势。

近日,国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》,要求国有企业“优胜劣汰、有序退出”。同时,国务院总理李克强在近日主持召开深化国有企业改革和发展座谈会时称,“对那些僵尸企业、长期亏损企业和低效无效资产,要通过兼并重组等方式抓紧处理”。这意味着,决策层已经意识到,政策激励解决不了传统产业“去产能”、僵尸企业效率问题,“去产能”和僵尸企业清退不解决,经济稳定的目标难以实现。

目前,银行不抽贷、降低项目资本金标准、融资平台大力度清理暂缓、稳定楼市等政策,是基于“三期叠加”、传统动力过快下滑冲击转型空间而实施的托底“稳增长”权宜之计。打着“稳增长”旗号继续依赖楼市和固定资产投资并不长久,传统经济“去产能”亟待加快推进。