

存准率普降空间不大

□深圳耕耘投资管理有限公司总经理 崔永

从近期一些表述看,央行显然已决心推退抑或暂停普降准备金率。对于短期季节性的现金投放需求,或将按历年做法通过公开市场逆回购操作对主要金融机构实现全覆盖,节后到期与现金回笼自然对冲。对于中期流动性需求,将通过分别开展中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)等操作予以支持。货币当局之所以要推迟抑或暂停普降准备金率,除了担忧对汇率稳定的影响之外,根本原因在于存款准备金率的普降空间已不大,未来较长一段时期,除非银行体系发生难以控制的流动性危机,否则央行继续普降存款准备金率的概率会很低。

准备金要求作为防范风险的传统功能,要求央行保持适度存款准备金率水平,除非银行体系流动性发生系统性风险,否则央行绝对不会轻易普降准备金率。

尽管现代准备金制度在新兴市场经济体已经演化为货币总量调控的重要工具,但准备金要求作为原始意义上防范流动性风险的功能依然存在。当前中国经济处于转型最艰难时期,经济下滑风险依旧存在,信用违约风险和不良贷款风险正逐步累积,汇率大幅波动风险也在逐步增大。在这种情况下,央行势必要留足政策空间,以备最坏情况发生的时候使用。随着利率和汇率的市场化,资本项目管制也基本放开,央行唯一具备巨大政策空间的工具也仅剩存款准备金率。

进一步来讲,存款准备金制度在中国建立伊始就基于防范支付危机和流动性风险的意图。为了更加体现这种政策意图,2004

年4月25日央行建立了差别存款准备金制度,2008年全球性大危机期间央行进一步细化和完善了差别准备金制度,并且在2011年新年伊始建立了差别准备金率动态调整机制,用于调控和管理各商业银行的流动性风险。

在差别存款准备金制度逐步完善过程中,发生了人民币持续升值预期所带来的外汇资金大量涌入,央行因此不断提高准备金率来对冲。但随着人民币汇率逐步调整到相对合理均衡水平,人民币对美元升值预期弱化甚至逆转,央行开始不断下调准备金率水平。截至2015年10月24日的最近一次普降准备金率,大型金融机构的准备金率已下调到2008年国际金融危机时期的高点17.5%,中小型金融机构的准备金率已下调到2007年11月份的13.5%的水平,相比准备金率水平的历史最高点21.5%和18%分别下降4个百分点和4.5个百分点。

从存款准备金率调整的历史来看,即便是在2008年全球金融危机的大背景下,央行仅在2008年四季度三个月的时间里快速将准备金率由17.5%下调到15.5%的水平,也仅下调了2个百分点。相较来看,2011年12月5日所启动的降准周期的降准幅度已经很大。考虑到目前准备金率已经降到2008年国际金融危机时期的高点,现阶段央行不会再轻易普降准备金率,除非发生像2008年的大危机,从而可能引发银行体系流动性危机。

盯住一篮子货币的汇率制度建立之后,人民币国际化已经不要求人民币对美元保持强势,而是要对一篮子货币保持强势即可,央行也就无需再通过普降准备金率来对冲人民币对美元贬值所导致的外汇资本流出。

过去几年来,绝大多数的市场投资者一直根据外汇占款的增减幅度,来预判央行调整存款准备金率的时点和幅度,然而这种判断逻辑随着2015年8月11日的汇改发生了改变。当前阶段,由于欧元区和日元区继续实施量化宽松货币政策,美元区则进入加息周期,在盯住一篮子货币的汇率制度之下,人民币对欧元和日元以及其他新兴市场经济体货币升值,必然要求货币当局容忍人民币对美元贬值,否则就无法维护人民币对一篮子货币的稳定。因此,尽管2015年10月24日央行最近一次普降准备金率之后,人民币对美元进一步加速贬值,外汇资金降幅进一步创新高,但是由于在此期间人民币对一篮子货币还是基本保持稳定状态,因此央行并没有采取进一步普降准备金率行动。这意味着在盯住一篮子货币的汇率制度之下,央行已经没有必要也没有义务再因为人民币对美元贬值所带来的外汇资金流出做出进一步对冲。

随着走出去战略、“一带一路”战略以及人民币国际化战略的不断推进,资本在未来一段时期会逐步输出,为配合这种资本输出,央行需要把存款准备金率逐步降低,而存款准备金率降低的幅度和频率将与资本输出进程和人民币国际化程度密切相关,或者说与外汇占款抑或外汇储备缩减的幅度和频率保持一致。从更长时间来看,即便在五年之内,人民币能够取代欧元的国际储备货币地位,输出7.8万亿元人民币,对应的存款准备金率下调空间也应该不会超过5个百分点,也就是说,中国当前的整体准备金存款占一般性存款的比率未来一段时期最多由此前的20%左右降到15%左右。目前来看,

由于“8·11”汇改建立了盯住一篮子货币的汇率制度,央行已经无需承担通过降准对冲人民币对美元贬值所带来的外汇资本流出的义务,因此现阶段在没有发生银行体系流动性危机的情况下,存款准备金率的下降空间可以说已基本消失。

需要特别指出的是,尽管存款准备金率普降空间不大,但考虑到差别存款准备金率制度,央行会继续针对个别或者某一类金融机构采取定向降准措施。

央行建立差别准备金制度的目的是为了进行逆周期调节,体现宏观审慎监管的要求,强调金融机构的稳健性经营原则,也强调金融机构的信贷活动和业务扩张应该是逆经济周期的。如果金融机构的信贷活动和业务扩张是顺经济周期的,当经济过热的时候就会越来越热,经济遇冷的时候又会越来越冷。所以,央行建立了差别准备金制度以期更好防范流动性风险,而且这些差别存款准备金都是有期限的,这个期限与经济周期的期限正好错位。

2014年以来,央行已先后七次采取定向降准措施,即便是在2015年10月24日普降准备金率之后的2015年11月16日,央行还是将北京银行等符合条件的金融机构的人民币存款准备金率由现行的14.5%定向下调为14%。在此之前的六次定向降准中,按家数计算累计已有97%的金融机构享受了定向降准政策。下一阶段,一旦出现个别金融机构或者某一类金融机构流动性紧张局面,尤其是随着差别准备金期限的到期,央行还会根据政策实施情况,调整优化定向降准标准,进一步采取定向降准措施,以应对局部性的流动性风险。

宏观审慎监管 货币监管理念重大转变

□国家信息中心经济预测部 邹蕴涵

为进一步完善宏观审慎政策框架,更加有效防范系统性风险,发挥逆周期调节作用,并适应资产多元化的趋势,央行从2016年起将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”(Macro Prudential Assessment,简称MPA)。这是我国央行监管理念的一次重大转变。

宏观审慎监管是什么

目前,无论是学术界还是主要国际监管组织,还没有对宏观审慎监管的定义达成一致意见。纵观各类定义,可以将宏观审慎监管看作是一种从整体金融体系视角出发,以降低金融体系系统性风险为主要目标的维持金融稳定的监管方式。

最终目标与操作目标。从最终目标看,宏观审慎监管旨在维护整个金融体系稳定,同时减少或者避免金融体系不稳定带来的宏观经济波动。从操作目标看,宏观审慎监管的目的在于防范金融体系的系统性风险。

如何防范金融体系的系统性风险可以从两个维度来看。一是防范金融机构间相关的、共有的风险;二是防范金融体系顺周期性带来的系统性风险。金融机构间相关的、共有的风险主要来自于现代金融机构相同或相似的资产类别风险,以及机构之间业务的交叉所导致的间接风险。而金融体系的特性够将系统性风险在经济繁荣时提升,在经济不景气时“雪上加霜”,抑制体系内部的顺周期性以提高金融体系对实体经济衰退及其他负面冲击的恢复能力,从而降低系统性风险就成为另一个监管目标。

监管工具。宏观审慎的主要监管工具根据

各国际监管组织要求和各国实践的不同而不同。总的来说,包括三大类。一是信贷相关的工具,包括LTV(按揭贷款与房产价值比率)上限、外币贷款上限等;二是流动性相关的工具,包括准备金要求、限制期限错配等;三是资本金相关的工具,包括逆周期资本金要求、动态准备金要求等。

宏观审慎的发展历史

“宏观审慎”(macro prudent)作为专业术语首次在国际范围内是在1979年6月库克委员会(Cooke Committee)(巴塞尔银行监管委员会的前身)的一次会议中。这次会议提出:“我们所关注的微观经济问题中的微观审慎问题,一旦开始融入宏观经济问题时,就应该被称为宏观审慎问题。我们对宏观审慎问题保持合理关注,并把这些问题与我们关注范围内的宏观经济问题联系起来。”

1997年亚洲金融危机将宏观审慎监管再次带入人们的视线,开始广泛引起金融监管者的重视。1999年后,国际金融界展开了对宏观审慎指标评估的研究,并在针对一些金融部门评估中取得了一定成绩,这些指标开始成为评价一个国家金融体系强健程度的重要指标。2000年,国际清算银行总经理Crockett对宏观审慎监管的概念进行了较系统的阐释,成为宏观审慎监管概念发展史上的重要里程碑。

2008年国际金融危机真正将宏观审慎管理从理论界拉向监管实践。微观审慎监管所出现的问题让宏观审慎得到空前重视。在实践中,系统重要性金融机构风险防范、银行资本标准对金融系统顺周期性的影响以及对与宏观经济相关联的金融系统风险性的监测尤其受到关注。

目前,国际监管组织中巴塞尔银行监管委员会推出的基于宏观审慎监管角度的巴塞尔III协议成为宏观审慎监管的里程碑式文件。与基于微观审慎角度的巴塞尔II相比,巴塞尔III从微观审慎角度加强了对资本数量、质量的要求,更为重要的是从宏观审慎角度,引入了针对系统性风险维度的逆周期资本缓冲、资本留存缓冲、杠杆率要求。同时,引入了针对系统性风险横截面维度的系统重要性银行的资本附加,并加强对影子银行体系的监管。如此扩大了的监管范围正切合了宏观审慎监管中对“系统”问题的重视。

为何转向宏观审慎监管体系

虽然在1998年和2008年,我国并没有爆发重大的金融危机,但是我国经济的发展阶段和主要矛盾决定了我们的金融体系并不是没有系统性风险。

一是银行业与房地产业、地方政府隐性担保的产能过剩行业的关联较紧密,在产能过剩矛盾不断积累、地方政府财政体制改革以及房地产市场周期性调整的状况下,风险暴露必须引起关注。二是利率“双轨制”下带来的套利空间仍然存在,大量的中小企业、小微企业,这些企业都存在较严重的融资难问题,从而大量影子银行或者类影子银行的金融行为快速发展,在监管滞后的情况下,银行理财产品及银信合作、券商通道的火爆、私人借贷行业的乱象暴露出了很多风险。

在这种背景下,开始建立宏观审慎的监管体系有利于我国利用更有效的监管框架分析、研究和化解我们遇到的金融体系风险,有利于监管当局站在整个金融体系的层面上考虑监管问题,以避免系统性风险的出现。

对货币政策的影响

正如上所述,对宏观审慎管理的定义和工具仍然存在认识差别,但是总体上看宏观审慎监管经常使用三类工具。这三类工具对货币政策将有一定影响。

逆周期资本缓冲。逆周期资本缓冲政策能够增强金融体系的弹性,并降低信贷周期。如果遇金融危机,那么出于机构自身的理性行为,银行降低对实体经济信贷的供给,即使货币政策大幅度下降,也难以促使银行放贷。逆周期资本缓冲带来更高的资本缓冲空间,使得货币政策信贷供给的传导渠道保持通畅。即当执行逆周期资本缓冲政策时,用来抵消更严格的信贷条件的货币政策的需求降低。

LTU比率限制政策。LTU比率限制政策能降低房地产投资和住户消费对金融冲击的反应,部分缓解了金融体系顺周期性自我加速机制。有了LTU限制,部分的替代货币政策,货币政策不用在经济繁荣时仅仅通过货币政策来降温,实施过紧的货币政策。同时,IMF的研究发现,较低的LTU值也会提高货币政策的传导效率。

准备金要求。这是宏观审慎政策影响信贷的工具。当准备金利率低于市场利率时,准备金要求相当于对贷款进行征税,进而加大存贷款利差,降低对实体经济的信贷供给,从而实现对信贷行为的影响。同时,研究发现准备金要求的上升会导致汇率贬值,影响一国的资本流入。

总体来说,三种宏观审慎政策的实施都对货币政策有一定的影响,从某种程度上看,能够畅通货币政策传导渠道,提高货币政策的实现成效。当然,每个国家的实际情况都有不同,在实践中,可能出现更多值得研究的现象。

11亿吨钢材年产量意味着什么

□兰格经济研究中心首席分析师 陈克新

2015年全国钢材产量为112350万吨,比上年同期增长0.6%。也就是说,即便遭遇重重压力,钢材市场寒风阵阵,去年中国钢材统计产量还是跃上了11亿吨整数大关,增长态势不变,虽然其中包含了数量不少的钢材产量重复计算,虽然增速有了很多回落。11亿吨钢材产量,作为一项重要指标,对于钢材市场意味着什么?

一是意味着中国实际粗钢产量比公布的数据显示要大很多。按照国家统计局所公布的统计数据,2015年全国钢材产量为112350万吨,同比增长0.6%。在此钢材产量基础上剔除23%的重复计算部分后,2015年中国实际钢材产量应为8.65亿吨,再按照95%的出材率计算,需要粗钢9.1亿吨。也就是说,按照国家统计局公布的2015年中国钢材产量倒推测算,同期中国粗钢实际产量已经达到了9亿吨,高出统计产量(80383万吨)1亿多吨,再创历史新高。

如果我们换一个角度进行测算,2015年全国粗钢产量80383万吨,按照95%的出材率计算,只能生产钢材76364万吨,但统计出来的

钢材产量却达112350万吨,后者高出前者35986万吨,据此测算其钢材产量重复计算率达47%,但这可能性不大,因为一般认为钢材产量统计的重复计算率也就15%左右。总之,11亿吨的钢材产量不可能由8亿吨的粗钢产量来支持,2015年中国实际粗钢产量一定达9亿吨。

二是意味着2015年中国实际粗钢需求也超过9亿吨。一个国家的年度商品需求与社会库存水平有着密切关联。一般而言,在其他条件不变的情况下,社会库存量增加,则显示部分当年产量没有被全部消费掉,有一部分进了仓库,其实际消费量低于当年产量;反之,社会库存量较少,则表明不仅当年产量被全部消费掉,还动用了部分上年库存,其实际消费量一定高出当年产量。

从2015年的钢材社会库存情况来看,经过连续数年的钢材价格持续跌落,受到“买涨不买落”市场法则驱使,目前中国钢材社会库存已经处于历史较低水平,尤其是流通领域钢材库存极度萎缩,估算不到常年水平的三分之一,压力释放量可能达到数千万吨。据兰格钢铁云商平台监测数据,2015年

结构和消费结构并未一夜之间发生根本性改变的前提下,依然较高的经济指标增速,不会引发中国粗钢及钢材需求绝对数量的下降。由此可见,认为2015年中国钢材实际消费量只有6.68亿吨,同比下降4.8%的观点,缺乏足够数据支持。

三是意味着国际市场需求对于中国钢铁生产有拉动效应。2015年中国整体钢材需求结构中,较强劲的钢材出口成为一大亮点。海关统计数据显示,2015年中钢协钢材出口量大幅收缩至39.5%,跌至28个月最低。2015年12月上旬,中钢协钢材库存量1434万吨,亦为当年次低水平。钢厂库存和市场库存双双下降,表明2015年度钢材蓄水池由资源吸纳转向供应流出。这从一个侧面显示,2015年中国9亿吨的实际粗钢产量不足以满足当年全部需求,所以挖了部分上年结转库存。

尽管2015年内中国经济(GDP)增速和固定资产投资、工业增加值等重要经济指标增速继续下行,但依然处于中高速增长范围。国内生产总值增速为6.9%,固定资产投资实际增速为12.0%,全国规模以上工业增加值按可比价格计算增长6.1%。在中国经济

推进新型城镇化 供给需求同时发力

□深圳房地产研究中心 李宇嘉

近日召开的国务院常务会议有两个主要议题:一是部署深入推进以人为核心的新型城镇化,除少数城市外,全面放宽农业转移人口落户,扩大新型城镇化综合试点;二是确定化解钢铁煤炭行业过剩产能的措施,在近几年淘汰落后钢铁产能9000多万吨的基础上,再压减粗钢产能1-1.5亿吨。前者直指“需求侧”发力,也含有“供给侧”改革内容;后者排在经济工作五大任务之首,而且是“供给侧”改革重中之重。

此次会议对今年经济工作来说透露出一个非常重要的信号:一方面,供给和需求都得抓;另一方面,结构性矛盾拖累转型、拖累经济,“去产能”刻不容缓。

新年伊始,权威人士接受《人民日报》独家专访,对“供给侧结构性改革”作了解读和阐释,指出供给侧改革并非要紧缩需求,供给和需求并不是非此即彼的关系。相反,两者互为条件,相互转化,两手都得抓,但主要要分明。当前,经济周期性矛盾和结构性矛盾并存,但主要矛盾已转化成结构性问题。因此,2016年将着力加强供给侧结构性改革。尽管2015年“稳增长”力度颇多,但经济下行和通缩压力很大,适度扩大总需求是必要的。

新型城镇化是我国最大的内需。同时,推进新型城镇化不仅能扩张总需求,也是“供给侧”改革的内容。通过打破城乡“二元隔离”、城市内部户籍和非户籍居民的新“二元隔离”,推进户籍制度改革;通过对集体土地“还权赋能”,实现国有和集体土地的“同地同权”,推进土地制度改革等。这两项“供给侧”改革的内容,使得因制度抑制的农民工、农业人口融入城市、集体土地市场化溢出显现。因此,新型城镇化“供给侧”改革的内容,恰恰是释放新需求、扩张内需的前提条件,而且使需求和供应在更高水平和生产效率上实现均衡。

在人口老龄化到来、红利人口减少的大背景下,通过新型城镇化“供给侧”改革,将释放“第二波人口红利”,也是对资本挖掘的最后一波红利,这部分人口的需求最有潜力。但是,释放占城市常住人口近40%的农民工、农业转移人口的需求,不能再以攫取其廉价劳动力为目的,而必须是以需求释放为契机,通过加强“供给侧”改革或“补短板”,如城市公共服务、城市市政及基础设施、资产性财富等,夯实我国消费为主的内需型增长,这也是我国经济转型的路径。

2.7亿外来人群相继落户城镇,1.5亿留守人群(留守儿童、老人和妇女)也将相继进入城镇,城镇户籍人口将在现有的4.8亿的基础上,再新增4.2亿,近乎翻番。由此,即便现有人口规模不变,通过供给侧改革(户籍制度改革),就可实现真实城镇化率从目前的35%增长到65%。城镇化率的大幅提升将带来巨大的消费需求,以及住房、市政、教育医疗等公共服务方面的巨大投资需求。

在“供给侧”改革的主导下,需求扩大是适度的,特别是投资需求要能形成未来有效供给,“不搞强刺激”是扩大需求的底线。因此,不仅宝贵的新增资源要向新型城镇化过程中需求倾斜,更重要的是,不强刺激的思路下,必须要盘活存量资源,这就需要加速推进“去产能”、“去杠杆”,去除包括政府财政资源、金融信贷资源、土地空间资源等存量资源的无效占用。

今年经济工作五大任务中,“去产能”居首。“去产能”并非新词,早在2009年,国务院就发布《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》,其中明确提出“钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工等行业产能过剩”。由于地方政府有形之手干预,害怕“去产能”冲击就业、经济增长和社会稳定,不敢对僵尸企业下手,加上国有企业预算软约束,造成产能不降反升。

目前,基于短期经济和财政考虑,地方政府对户籍制度改革、土地制度改革的激励不足。因此,扩张新型城镇化有效投资、夯实内需,容易异化为消化产能的机会,削弱地方“去产能”的动力,甚至演化为新一轮“上项目”运动,宝贵的资源和资产或绕道进入传统产能领域,恶化产能过剩局面。比如,“一带一路”在地方就将被理解为出口消化产能。因此,必须要加速“去产能”进程,辅之以“去杠杆”,从源头上打消地方政府保护过剩产能的动机,此次国务院常务会议也透露出加速“去产能”的信号。

同时,根据国家统计局的数据,占GDP40%的工业对经济的拖累最大。在高污染、高能耗、高杠杆、高库存、低效益的“四高一低”压力下,传统工业产能过剩、亏损加剧的局面进一步严峻。而且,传统工业过剩产能,不仅因无效补贴而拖累了财政,向金融系统传导风险,而且占用了本可用于新产业、新业态、新产品的稀缺资源,特别是金融资源,拖累经济转型。由此,新型城镇化过程中要适度扩张需求、增加有效供给。