

逆周期调节重在稳预期降成本

增强人民币汇率弹性
势在必行

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋
中国银河证券研究院宏观研究员 张宸

今年一季度国内经济收获开门红，整体经济及金融市场表现好于预期，房地产市场也有所回暖，猪肉等食品价格波动带来的供给因素冲击也使得通胀形成一定上行动力。逆周期的宏观政策是否有必要转向？同时，实体经济需求仍然难言强劲，工业品价格增速在通缩边缘徘徊，经济企稳的基础是否需要继续巩固？这些问题值得进行相对系统性的探讨，以作出正确的政策抉择。

经济初现企稳迹象

一季度国内经济运行平稳，多项数据好于预期。一季度国内生产总值同比增长6.4%，与2018年四季度持平，初步呈现企稳迹象。同时，先行指标PMI、金融与社会融资、进出口、固定资产投资、消费、工业生产等数据均有不同程度好转，主要归因于季节性特征及政策作用的显现。

PMI分项数据显示，中小企业信心恢复比大企业更强劲，显示纾困政策开始奏效。但新订单指数的回升力度弱于生产指数，经济企稳的可持续性有待进一步观测。新出口订单指数显示，虽然今年贸易不确定因素的冲击减轻，但是外需总体反而弱于去年。

固定资产投资方面，基建持续修复，但房地产投资仍是首要拉动力。从房地产分项数据看，其开发投资增速后续是否能够维持高位增长仍需谨慎观察，若后续制造业投资与房地产开发投资均有所承压，固定资产投资增长形势则会受到拖累。

一季度之所以出现地产“小阳春”，主要与各地去年四季度中后期相继“因地制宜”地对相关限购、限贷政策有所微调有关。当前，全局性的地产调控政策方向并未改变，目前看尚无大幅放松地产调控的意向，二季度以后地产销售能否持续高位运行还需谨慎观察。

消费顺周期下行压力仍较大，难以支撑实体经济持续向好演绎。一季度受去年以来个人所得税减税影响，全国居民人均可支配收入实际同比增长6.8%，超过同期经济增速，主要由经营性收入增速及工资性收入增速的提高贡献。但目前企业利润增速处于低位的现状，将被滞后反映在居民工资性收入中，企业经营状况持续不佳甚至有可能影响后续就业市场。一季度

全国居民人均消费支出实际同比增长5.4%，较去年底的6.2%出现明显回落。在居民负债水平总体较高背景下，后续消费能力与消费意愿仍难言乐观。未来消费增长主要取决于经济形势及居民收入增长预期，经济下行压力未得到根本改善前，消费难以有大幅上行的动力。

从社融角度看，今年一季度新增社会融资强于过去十年一季度的社融增量规模。但笔者认为，未来一个时期，企业投资回报率的修复仍然是实体经济和社会融资真正向好的关键。实体经济投资回报率的提升，本质上需要通过系统性深入推进供给侧结构性改革，优化包括资本要素在内各经济要素资源的配置效率，真正形成市场化的资源配置体系，从而降低企业经营成本，特别是财务和税费成本，提升投资回报率。

如果短期内企业投资回报率难以显著修复，而债务杠杆率高企，那么就会制约企业扩张借贷行为的动力，实体部门难以继续大幅扩张债务的结果就是短期经济增长的放缓乃至停滞。因此，在全面改善要素资源配置效率、切实从根本上降低企业经营成本之前，经济下行压力预计持续存在。

总体来看，当前内外需求仍有较大不确定性，经济只是在政策作用之下初现企稳迹象，仍需进一步巩固。展望未来，消费有望在汽车跌幅收窄的助力下企稳，但居民收入与负债仍是压制消费大幅反弹的关键因素；出口预计在全球经济景气周期收缩导致外需放缓背景下继续下行；固定资产投资中的制造业及地产开发投资后期存在不确定性。因此，今年经济可能呈现弱企稳的走势，而非从目前开始企稳见底、强劲反弹。

稳定预期防范风险

在国内经济需求仍难言强劲、货币供给总体松紧适度的背景下，通胀不具备适度上行的基础，对于猪肉涨价给居民生活和CPI上升带来的影响，可通过加大进口的办法来解决。

从外部环境改善来看，虽然外贸不确定因素有向好迹象，但今年全球经济景气周期下行，致使各国经济增长放缓，进而使得中国外需总体态势难言乐观。因此，本年度经济发展的国际环境，难以出现方向逆转。

从资产价格角度看，在逆周期调节发力，特别是相对宽松的货币信贷政策条件下，以及政策托底使得经济企稳回升的预期发酵，客观上会促使房地产、金融资产的价格出现向上修复性重估。资产价格上涨并不一定意味着风险的累积和泡沫的膨胀，房地产与金融资产价格若持续下跌，同样会带来系统性风险隐患。

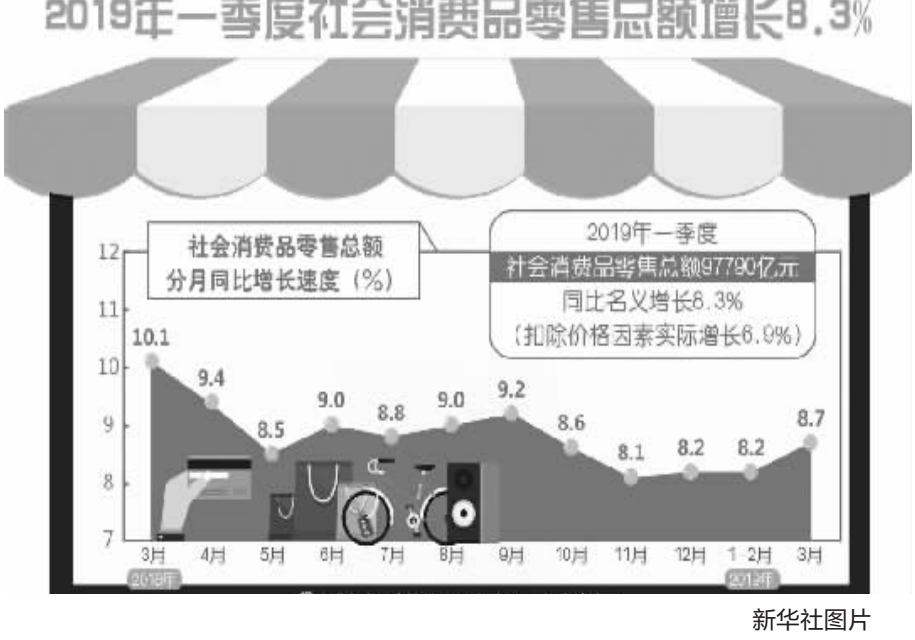
若经济数据与市场表现稍好，物价水平稍有回升，就意图采取紧缩严管政策；经济与市场表现稍差，物价有所回落便加大政策宽松力度，则可能造成运用政策工具而人为放大经济与市场的波动性，致使市场预期混乱，而加剧经济与金融市场的系统性风险。过早、过严的政策干预，可能会导致初现恢复迹象的经济与市场再次受到紧缩性政策共振作用的打击。因此，宏观政策必须审时度势、

统筹全局，在适度监管、关注风险的同时，注意保持经济与市场活力。

当前，应该防止两种倾向，一是用“放水”宽松的办法刺激经济而回避改革；二是用断奶式货币信贷紧缩，希望在短期内实现去杠杆，强行调整经济结构而回避大力推动系统性改革。这两种政策思维倾向均对实现稳增长、防风险、调结构、促改革的政策初心不利。

我国目前经济金融运行存在的主要问题在于，短期看，投资回报低迷和既有债务高企，导致债务周期扩张的动力不足，进而导致经济近年来持续减速。短期经济增长背后是债务周期的扩张，企业、居民和政府三大部门，尚有部门加杠杆则经济就可以增长，如果都不加杠杆或者都在去杠杆则经济会收缩、衰退，甚至发生危机。

同时，长期经济增长则与资本、技术与劳动力的高效配置有关。目前我国经济基础制度供给落后于经济发展，导致资本、技术和劳动力要素配置低效率和价格扭曲，难以释放长期经济活力。目前应该通过相对宽松的宏观政策保证适宜的货币信贷供给，稳定短期债务周期不至于发生信用紧缩危机，以至于过于剧烈地去杠杆；同时又要通过深化结构和制度性改革，提高资源配置的公平效率，释放长期经济活力。



新华社图片

逆周期政策仍需进一步发力

目前，逆周期的宏观政策应避免受供给冲击的影响，同时避免以紧缩的货币信贷政策防范系统性风险。应该认识到，当前国内经济企稳尚不稳固，内需尚不够强劲，企业家对于经济前景、投资回报及营商环境等方面信心仍然不足，民间资本投资的信心还有待加强。外部环境虽有望在一定程度得到改善，但外需下滑趋势难改，稳定经济与就业形势仍需要逆周期政策进一步发力。

逆周期宏观政策，不仅仅在于宽松货币信贷，采取加力提效的积极财政，更应明确以稳预期、降成本为目的，帮助实体经济渡过难关。应切实加大减税降费落实力度，松紧适度的货币政策应保持定力，妥善处理短期供给冲击、资产价格正常估值修复的扰动，避免过度敏感，更不能寄望于紧缩政策以在短期内实现剧烈去杠杆。

杠杆本身并无过错，而只因债务的不合理过度集中，期限和风险错配，以及短期内杠杆率的大幅上升，才可能引发系统性风险。科学可行的去杠杆不应该通过短期紧缩政策加以实现，那会进一步加剧实体经济信用危机，对经济增长形成过度冲击；而应该通过深化改革，发挥价格机制的作用，通过市场化的方式优化债务在实体经济各部门之间的合理配置。

应坚定将年度货币政策锚定引导降低名义利率的政策目标，以稳定经济产出，促进经济温和增长与充分就业。择机实施降准降息政策，缓解企业还款付息压力，提振经济信心，确保经济运行保持在合理区间。如果因为经济短期表现尚可、供给冲击扰动、过度担忧资产价格上涨而将货币政策人为地以季度为单位进行松紧往复调整，则会导致不可避免地造成货币市场流动性大幅扰动，进而导致货币市场短期利率剧烈波动，无风险利率（国债收益率）大幅上升，那么央行此前意图引导货币政策实践支持实体经济努力就将被抵消。从稳定并引导无风险利率下行的角度，货币政策、货币市场短期流动性不便大幅收紧。

在坚定实施逆周期调节政策的同时，必须通过供给侧结构性改革，建立市场化的要素资源配置体系，提高要素资源供给效率，促进全要素生产率提升，实现增长潜力的进一步激发。必须坚定决心改革金融资源供给模式，建立以法制与信用为基础、现代多层次资本市场为核心的金融资源配置体系，令市场在资源配置中发挥决定性作用。

以利率为基础价格的金融要素资源配置必须尽快市场化。双轨制定价的问题表

面上看是因为国企与民企、大型企业与中小企业体量、信用风险上的差异，而实际上背后是二元产权结构内生出来的必然结果。因此，要解决金融要素资源价格双轨制的问题，必须全面推进国企管理机制的改革、明晰产权关系和法律保障，以及市场化的交易制度。

市场利率与政策利率的并轨，首先需要确定市场化的货币市场短期利率锚，如果货币政策与货币市场流动性供给不能维持稳定、可预期，则货币市场短期利率势必大幅波动，那么利率并轨也就失去了最佳参照系。利率市场化过程中，势必带来信贷利率上升、实体经济融资成本升高的短期冲击，那么此时更需要央行以相对宽松的货币政策实践稳定并引导降低货币市场短期利率，从而才能真正做到通过改革优化金融资源供给、降低实体经济融资成本的目的。

金融资源的供给主体——金融机构必须市场化。在促进金融机构充分市场化竞争过程中，政府监管部门要力争营造对一切主体公平公正公开的市场化营商环境，建设有利于市场竞争的制度体系。金融服务业必须进一步扩大开放，以开放促竞争、促改革。

大力推进法制化建设进程，强化依法统一监管、科学监管与有效监管，防范系统性风险。应当注意到，我国已经建立货币政策与宏观审慎监管双支柱的金融管理框架，不应再用传统思维，运用紧缩的货币政策工具应对资产价格泡沫膨胀风险。科学管理房地产市场、证券金融市场都不必然要求紧缩的货币政策，而应该把防风险的主要责任交给宏观审慎监管体系，解放货币政策的空间。立足于法制化的统一、科学与有效的市场监管体制，形成有法可依、有法必依、执法必严、违法必究的严肃市场风纪。对于违法违规扰乱市场、破坏交易秩序的行为应依法惩治。对于合法合规的充分交易、市场合理充分的资产流动性则必须予以保护。

总而言之，当前宏观政策的实施应该有明确的目的导向，有统筹兼顾的大局观，坚持以稳预期、降成本为核心目标的逆周期调节政策，稳定预期、稳定就业，促进经济与金融市场平稳运行。同时，大力深化供给侧结构性改革金融体制改革，解决资本、劳动力、技术等方面要素资源的市场化高效配置，从而激发长期经济增长的潜力。稳增长、稳就业与促改革、调结构不应彼此即彼地对立，而可以互相配合、互相促进，从而为中国经济高质量发展奠定更加坚实的制度和法律基础。

自2005年以来，我国经常账户余额持续保持较大顺差，至2007年美国金融危机爆发前，我国经常账户余额占GDP的比重最高达10%以上。但是，2008年之后，经常账户余额占GDP比重持续下降。据国际货币基金组织预计，2019年中国经常账户余额将占GDP0.5%左右，2022年将持续进入负增长区间，到2024年将达到-0.2%。

我国经常账户余额占GDP比重持续下降甚至为负究竟说明什么？这一状况会对国际收支等宏观经济产生什么样的影响？笔者认为，经常账户顺差持续缩小，说明我国利用国外商品资源的能力增强，是一国获取国际商品资源能力的体现。但从一国国际收支出发，如果经常账户顺差持续减少，作为复式记账法平衡的国际收支账户而言，要么在保持金融账户稳定的情况下，外汇储备持续减少，要么在保证外汇储备相对稳定的情况下，国际收支账户中的非储备金融账户项要持续流入。比如2015-2016年，我国就出现经常账户顺差减少和金融账户逆差双重因素导致的外汇储备大幅减少的情形。可见，为了维持国际收支平衡和降低国际收支风险，需要在经常账户顺差持续减少的情况下，保证金融账户持续流入的稳定，而金融账户持续流入的一个现实条件，就是人民币需要具备一定的吸引力。

人民币具备吸引力的条件主要有两点：一是价格要有弹性。没有弹性的汇率或者说受控制的汇率，因为不具有适当波动的资产属性而不具有吸引力。二是进出要自由。只有进出自由才能体现出充分供求关系的价格水平，否则由于进出不自由所形成的两个相对独立的市场，所反映出来的汇率水平是不真实的。

但是，汇率的波动也不是没有边界，一旦汇率过度波动则会造成国际收支风险。基于此，就需要一定的外汇储备来干预汇率过度贬值带来的风险，可以说，外汇储备是不使人民币汇率过度波动的“量”的保证，从这个意义上看，足量的外汇储备具有一定的合理性。但是，一味靠外汇储备的干预来稳定一国汇率水平，并不是健康稳定的汇率形成机制。

哪种汇率形成机制才是健康稳定的呢？基于经济基本面良好、经济结构相对合理以及各类价格体系（比如利率体系、资源价格体系）弹性充分的市场化汇率，才是理解汇率形成机制的“正确姿态”。可见，汇率的长期健康稳定需要汇率弹性自如，除了发生极端情况之外，汇率的弹性主要由市场决定。增强汇率弹性与汇率的健康稳定不仅不矛盾，而且是汇率健康稳定的长效解决机制。

如何才能增强人民币的汇率弹性？笔者认为，这需要从两个方面入手。一是坚持建设既有深度又有广度的人民币外汇市场及其相关市场。为了形成具有充分弹性的人民币汇率，人民币外汇以及相关市场建设的“筑巢引凤”之举永远没有终点。

近年来，在金融市场开放方面，我国按照国际标准，持续推动外汇市场、债券市场、股票市场、金融衍生品市场对外开放，扩大跨境投融资的渠道，完善相关制度安排。2018年，境外投资者投资中国债券市场增加近6000亿元，总量达到约1.8万亿元。虽然绝对额增加较快，但是从相对数看，市场建设的空间仍然较大。在债券市场上，境外投资者占比仅为2.3%，在股票市场上，境外投资者占比也仅为2.7%。随着外汇及其衍生品市场、国内各类资产市场开放程度的不断提升，我国外汇市场的品种不断扩充，市场的规模不断扩大，进而使得人民币汇率定价充分，人民币汇率的弹性才能真正增强。

二是在汇率形成机制改革过程中，需要一定的智慧和勇气。汇率改革过程中，过度干预或缺乏干预均易造成汇率的剧烈波动，因此增强人民币汇率弹性，更多地需要改革智慧和勇气。

汇率改革的智慧主要体现在增强汇率弹性众多条件成熟度的时机判断上，以及其他宏观条件的配合是否适宜等。汇率改革的勇气体现在付诸改革政策实施过程中，面对超出预期的外部环境变化以及面临困难后能够继续朝市场化改革方向的努力。

2015年“8·11”汇改后，美联储紧缩周期导致的美元指数持续上升给人民币造成巨大的贬值压力，我国动用外汇储备以及其他外汇措施为稳定人民币汇率做出了巨大努力，但这种努力在没有史无前例的人民币贬值压力面前，极易造成人民币汇率波动预期的紊乱。通过吸取本次经验教训，在2018年6月开始的人民币快速贬值状况面前，决策层保持定力，始终对人民币汇率的贬值保持相对中性政策，由市场决定人民币汇率走势，体现出了较高的智慧和勇气。

总之，在当前以及未来一段时期，经常账户余额占GDP比重持续下降的背景下，我国需要金融账户资金的持续流入来维护国际收支平衡，而维持国际资金的持续流入，增强人民币汇率弹性势在必行。

广发证券依托金融科技 提升反洗钱成效

□广发证券 王宗莲

当前，我国经济全面步入新常态，从高速增长进入中高速增长长期，整体保持平稳健康发展，社会秩序总体稳定和谐。得益于反洗钱宣传的不断深入，近些年社会公众对反洗钱工作有了比较直观而正面的感受，普遍认识到了洗钱活动的危害。为维护金融稳定，保护客户资金安全，提供安全高效的金融服务，广发证券按照人民银行“以风险为本”的反洗钱监管模式，转变思想，不断探索，从本身规模、业务发展和客户特点等情况出发，结合金融科技手段，建立符合公司自身特色的反洗钱管理模式，不断提高反洗钱工作水平，防范洗钱风险，保护正常投资者权益。

广发证券基于先进的金融科技，优化完善了可疑交易数据监测、客户身份信息整合、客户洗钱风险评级、黑名单筛查等多功能系统工具，实现反洗钱监控与管理的系统化。

一、金融科技工具为可疑交易系统建设提供技术保障

广发证券反洗钱可疑交易监测分析系统的建设根据“以客户为单位”的监测原则，以可疑交易模型筛选为重心，以客户身份识别数据为基础，以风险评级与黑名单监控为辅助进行数据采集和监测预警。

可疑交易系统的模型指标通过对本行业发生的洗钱及其上游犯罪案例、人民银行发布的风险提示和风险评估报告、以往发现的可疑交易报告等进行归纳总结，并基于数据挖掘算法，对历年指标数据进行诊断分析，设计指标参数值。可疑交易系统的技术应用表现在如下几个方面：一是利用大数据对客户特征、客户资产、客户收入贡献、客户行为、持有产品等进行可疑交易模型数据挖掘建立变量库；二是利用大数据等金融科技工具对历史数据进行回溯，验证模

型的有效性；三是实现反洗钱可疑案发模型调整测算，支持快速调整相关参数，完成可疑报警底稿派发逻辑优化；四是利用大数据技术筛选可疑交易指标和模型数据，可以在一段时间区间内对大量历史交易数据进行计算排查，从而能够支持对大业务量的监控。系统还增加了附件向导功能，采用该功能，引导分析人员规范填写报告附件，提高报送质量。

二、大数据技术在客户身份信息整合中发挥重要作用

广发证券建立的企业级客户信息管理系统，以客户基本信息为单位，以“中央登记、统一识别、实时共享”为目标，通过建立统一的客户数据标准和数据接口规范，对各个业务系统的客户信息进行抽取、清洗与整合，实现客户统一识别与客户视图共享，为公司全面了解与综合服务客户，加强“以客户为单位”的身份识别工作提供信

息基础。公司通过正式启用ECIF系统下的“一人多账户全业务档案共享”模式，实现了同一客户多个账户对应的业务档案在各个账户归属的分支机构间的共享，不断提高“以客户为单位”的客户身份识别及洗钱风险等级划分等工作的有效性。

另外，为了穿透识别非自然人客户的受益所有人，广发证券在客户信用数据管理平台的基础上打造了易查通系统，基于第三方专业公司的企业工商数据库，着力于整合尽职调查流程，提供非自然人尽职调查报告，并提供非自然人客户身份识别的持续监控服务，支持基础查询功能的留痕，自动记录用户的操作时间和具体的查询信息。

三、数据整合技术对客户洗钱风险等级分类管理效用显著

客户洗钱风险等级系统实现以客户为单位进行识别和归并。每个客

户只有一个风险等级，客户只有一个账号时，按正常指标计算流程得到相应风险等级；客户开立多个账号时，交易类、资产、数量等定量指标以客户为单位合并统计，客户基本属性等定性指标按不同原则统一计算分值。系统还支持一人多户的等级审批工作流程，由资产最大的营业部负责处理评级流程，如果需要其他账户所在营业部协助，系统设置转发功能，由其他营业部协助审批。为满足不同指标在不同地区的关注程度差异的要求，系统在总部层面设置通用阈值，并支持按照营业部或地区设置个性化指标阈值。

四、外部购置数据库基础上建立黑名单监控集中服务机制

通过购置著名数据供应商的名单数据库，公司建立了黑名单系统功能。该系统具备全流程自动化作业及管理模式，对业务系统发送的消息进

行实时扫描，并将扫描结果反馈回业务系统；还支持多渠道、多系统的查询功能，提供联机校验接口，形成一个集中式的、服务全公司的黑名单体系，防范与名单数据库中的涉恐名单、通缉名单、制裁名单等类别客户建立业务关系。

2016年10月中国反洗钱监测分析中心立项建设反洗钱监测分析二代系统，该系统采用了“大数据分析、应用性模型、智能化系统”协同发展的反洗钱科技体系，在原有基础上更加强调了数据质量和有效性。从监管层面的技术提升到金融机构微观角度分析，信息科技的应用对于反洗钱工作必然产生深远影响。今后，广发证券在反洗钱方面将不断加大科技支持力度，进行数据信息的不断整合，实现数据的统一性、准确性和可扩展性，形成业务发展与风险控制相辅相成的长效机制。