

适度下调MLF利率有必要有空间

□民生银行首席研究员 温彬

有必要降低政策利率

我国央行综合考量经济形势、通胀水平、就业状况、国际收支等因素采取独立的货币政策,在美联储去年加息和今年降息的背景下,均未调整法定存款、贷款基准利率。但为了应对外部环境的变化和国内经济下行压力,继续实施稳健货币政策:一方面运用数量工具,通过降准(含定向降准)、公开市场操作和MLF(含TMLF)投放等保持流动性充裕合理,引导市场利率下行;另一方面加快利率市场化改革,推出新的贷款市场报价利率(LPR)机制,提高LPR的市场化程度。但由于货币政策传导机制仍存在不畅之处,实体经济部门贷款利率下降幅度有限,民营企业和小微企业融资难和融资贵的问题依然没有得到根本解决。

多年来,我国央行都是通过调整法定存款、贷款基准利率实现货币政策目标。尽管目前央行并未明确法定存款、贷款基准利率,但央行表示要发挥好LPR对贷款利率的引导作用,促进贷款利率“两轨合一轨”,提高利率传导效率,推动降低实体经济融资成本。由此看来,今后较长一段时期,央行将通过影响LPR来引导贷款利率变动。鉴于LPR由政策利率(即MLF利率)和银行点差两部分构成,货币政策价格工具将由过去的法定贷款利率转变为目前的MLF利率,今后再谈到我国央行决定加息还是减息就是指MLF利率的变动。

降低实体经济融资成本不能只靠降准等数量型工具或者完善LPR机制,笔者曾多次表达降低政策利率不仅有空间,而且非常紧迫和必要。目前,1年期贷款基准利率为4.35%,自2015年10月24日至今未变;1年期MLF利率为3.3%,自2018年4月至今未变。虽然去年末推出的定向中期借贷便利(TMLF)利率为3.15%,但截至今年8月末TMLF余额只占全部MLF余额的19.4%,影响有限。从外部看,全球主要经济体央行重启宽松货币政策,打开了降低MLF利率的空间。从内部看,国内经济面临下行压力,我国央行应该及时降息,即降低MLF利率,进而有效引导LPR利率下行,切实降低实体经济融资成本,稳定投资和消费,确保宏观经济运行在合理区间。



新华社图片

今年以来,随着全球经济增速放缓,多国央行纷纷降息应对可能出现的经济衰退风险。市场预计美联储9月18日将宣布年内第二次降息,日本、巴西、南非等国央行当日或将同步跟进降息。考虑到各种因素,我国央行也可以象征性缩量续作300亿-500亿元MLF,并同时下调MLF利率,这在时间上将早于美联储降息,更可以体现我们货币政策的独立性和主动性。

当然,也有观点认为,当前通胀有上行态势,人民币有贬值压力,应暂缓降息。这种观点值得商榷。近期通胀压力主要来自猪肉价格过快上涨导致的食物价格上涨。今年8月,猪肉价格、食品价格、CPI同比分别上涨46.7%、10%、2.8%,与2008年上半年情况非常类似。当时,这三个价格同比最高涨幅分别为68.3%、23.3%、8.7%,为了遏制快速上升的通胀压力,央行连续6次上调法定存款准备金率,由2007年末的14.5%提高到17.5%。随后美国次贷危机爆发,2008年9月25日我国央行货币政策转向,开始连续降准、降息应对金融危机。应该看到,当前猪肉等食品价格上涨主要是供给因素造成的,要从增加供给着手,靠货币紧缩手段是解决不了食品涨价问题的。还需要警惕的是,在CPI上涨的同时,PPI已经连续两个月通缩,说明当前需求疲弱导致企业经营面临通缩压力,亟须央行降息应对。短期看,人民币汇率也不构成阻碍降息的障碍。预计美联储年内还有两次降息,在美元指数走弱的背景下,即使我国央行适度降息,人民币对美元的无风险收益率仍将保持较高利差,人民币汇率贬值压力不大。

时间窗口已经开启

目前,我国降息时间窗口已经开启。央行在今年1月和5月曾两次实施降准措施,9月16

日再次全面降准0.5个百分点,定向降准1个百分点,10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点。降准与MLF投放具有替代效应。随着降准资金的陆续投放,MLF(含TMLF)余额从上年末的4.93万亿元下降至今年8月末的4.23万亿元。今年9月累计有4415亿元MLF到期,由于9月16日降准释放资金8000亿元,9月7日到期的1765亿元MLF没有续作,如果9月17日到期的2650亿元MLF也不续作,那么下一期MLF到期要等到11月5日。考虑到一系列因素,央行可以象征性缩量续作300亿-500亿元MLF,并同时下调MLF利率,这在时间上将早于美联储降息,更可以体现我们货币政策的独立性和主动性。

从目前的LPR机制看,尚未明确MLF利率变动的幅度是否等额体现在LPR报价中,建议央行加以明确。16日全面降准释放的资金有助于降低银行负债成本,银行点差有望缩小5个BP,但在风险溢价不变的情况下,银行点差部分整体缩减幅度有限,因此央行降低政策利率对降低实体经济部门融资成本更为直接和有效。假定17日央行缩量续作MLF并降低利率10个BP,预计9月20日1年期LPR利率为4.1%,较上月下降15个BP,较贷款基准利率下降25个BP,降息力度不仅温和适度,而且有利于提振市场信心,稳定经济增长预期。

货币调控应保持定力 做好“中长跑”打算

□摩根士丹利华鑫证券董事总经理、首席经济学家 章俊

近期国常会提出把做好“六稳”放在更加突出的位置,并强调要用好逆周期调节政策以确保经济运行在合理区间。具体内容除了聚焦加快地方政府专项债发行使用和促进有效投资支持补短板扩内需之外,市场对货币政策的相关表述尤为关注。会议指出,要“加快落实降低实际利率水平的措施,及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”,这令市场对央行最近重启降准、降息的预期明显升温。9月16日的复合型降准很大程度上符合市场预期,同时也印证了中央和监管层把加强预期管理纳入打通政策传导机制和提升政策有效性的政策“组合拳”之内。笔者认为,未来央行在坚持实施稳健货币政策基调不变的前提下,会在操作层面继续对政策实施适时预调微调。

各国货币宽松反映财政政策困境

今年二季度,全球经济增长率已降至3.0%(全球经济衰退门槛为2.5%),全球贸易紧张局势是企业信心和资本支出下滑的主要拖累因素。与此同时,全球OECD领先指数下降趋势已现,全球制造业PMI已连续第4个月处于低于50的收缩区间,全球贸易量也已下滑至2012年以来的最低点,显示全球贸易活动进一步放缓。年初以来,无论是印度、巴西、俄罗斯等新兴市场国家,还是澳大利亚、新西兰等发达经济体,均在经济衰退的风险下陆续进入降息周期。而近期美联储和欧洲央行陆续加入降息潮,也令全球投资者对未来全球央行一致性宽松的预期明显升温。

各国货币宽松的勉强为之很大程度上反映的是财政政策的困境。首先是经济增长乏力导致政府收入下降,从而需要更多依赖于债务融资。相当部分的全球主要经济体政府都面临债务不可持续的问题。其次,政治层面也决定了积极的财政政策很难顺利出台。例如美国正在考虑通过工资税的减免来提振经济,但工资税减免需要得到国会支持,在经济出现严重的增长放缓之前,两党在选举季达成一致协议不太可能。而欧元区的财政政策虽然正在变得更具扩张性,但欧元区国家在政治层面的分歧使其很难出台步调一致的一揽子财政刺激政策。因此,在各国政策应对表现较为被动的情况下,政策宽松仅仅有助于抵消部分而非全部经济下行的压力。

虽然政策周期的起伏将影响全球增长周期的波动,但持续的全球贸易紧张局势加上被动应对性的货币和财政政策,意味着金融状况非线性紧缩引发全球经济衰退的风险较高。外部环境的不确定性要求中国政策应该更多的“立足自我,以我为主”。中国在现阶段仍有加快逆周期调节以提升经济内生增长动能的必要。

但与全球其他经济体主要依靠货币宽松来实现风险对冲不同,中国财政政策空间依然较大。首先,与欧美等主要经济体不同的是,中国政府债务风险整体可控,无论是国内官方还是国际组织测算的政府债务率(债务余额/GDP)都不超过50%。这一数字不仅低于60%的国际警戒线,更是显著低于全球主要发达和新兴市场经济体,因此中国实施积极财政支出拥有较为坚实的背景。其次,中国的赤字率近几年一直处在3%以下,如果经济下行压力增大,政府完全能够通过提高对赤字的容忍度来增加逆周期调节力度,使预算内资金可弥补财政支出的缺口。此外,通过调入过去结余的财政资金来弥补财政收入的不足也是一个较优选择。历史数据显示,过去3年平均每年调入1.5万亿元左右,利用往年财政结转结余和调入部分来盘活存量资金的空间依然很大。当然,地方政府专项债的扩容毫无疑问可以较好地对冲财政收入压力。金融机构在此过程中将配合“资本金”政策提高对专项债项目的配套融资,充分发挥金融服务实体经济、提振基建投资的合力作用。因此,虽然减税降费与地产政策收紧挤压了财政收入增长的空间,但中国政策工具箱较为丰富,财政资金缺口问题不大,财政政策仍有较大的发力空间。

我国应对货币政策进行预调微调

积极的财政政策在执行过程中不可能“单兵突进”,很大程度上需要货币政策的配合。笔者认为,中央应加强货币政策和财政政策协调性作为提升宏观政策有效性的重要手段,最近提出的“及时运用普遍降准和定向降准政策工具”不意味着货币政策转向全面宽松或者甚至理解为“大水漫灌”,而是在很大程度上配合财政政策的加大投放效果尽快推动基建补短板效应的显现。在相机抉择的货币政策操作思路下,四季度存款准备金率依然有下行空间。对于“加快落实降低实际利率水平的措施”,在最新出台的LPR报价机制下,央行可以通过下调MLF利率来疏通货币政策传导机制,实现较低的市场利率向贷款利率的传导,切实降低小微企业的实际融资成本。

此前央行副行长刘国强表示,完善贷款市场报价利率的改革,是“修水渠”,让利率传导更加畅通,并不能替代货币政策,也不能替代其他政策。因此在LPR推出并实施落地之后,传统意义上的降息依然是央行未来政策操作的备选项。考虑到传统意义上的基准利率与实体经济融资成本的关联度在逐步下降,实施降息更多是发挥“货币政策信号作用”。如果未来在全球经济显著恶化导致国内经济下行压力持续上升的背景下,央行也可以通过适时下调基准利率来稳定国内企业、家庭和市场主体信心。

总体而言,央行需要在统筹平衡的前提下,坚持“以我为主”的原则,根据中国的经济增长、价格形势变化及时进行预调微调,努力提振中国经济增长的内生动能。同时也需要考虑到货币政策的时滞效应,提前布局以应对全球经济增长中长期内低速增长的局面,在多目标中把握好综合平衡,保持定力,做好“中长跑”打算。

全球掀起降息潮 中国应留有后手

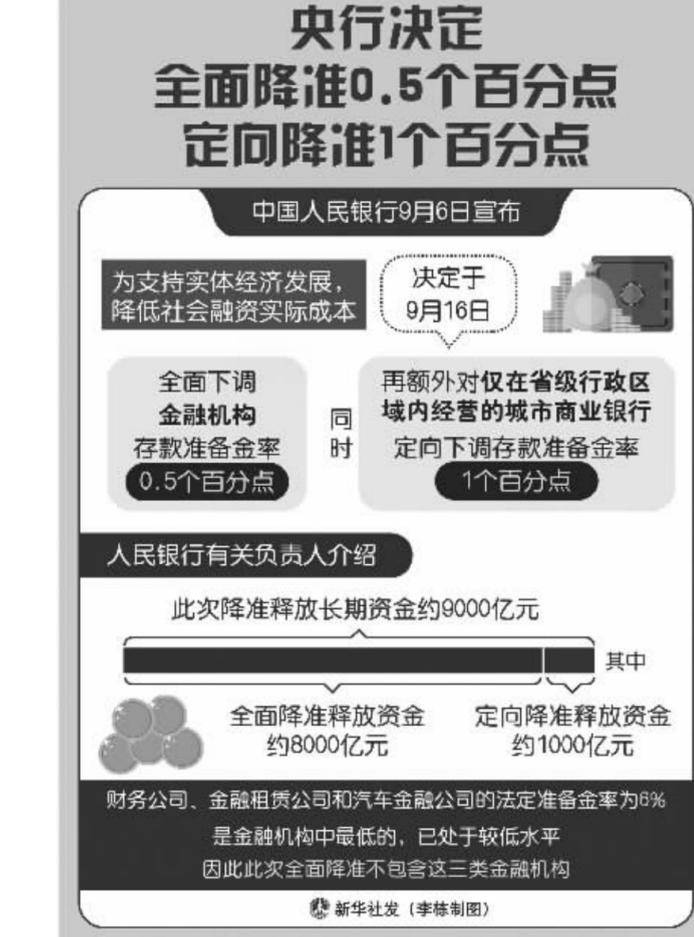
□中国人保资产管理公司宏观与战略研究所所长 蔡红标

9月12日欧洲央行降息后,全球已有29家央行实行降息。面对几乎一致预期的美联储“九月降息”,降息风暴已席卷全球。中国央行何去何从,引发极大关注。

“央妈们”为什么降息

全球29家央行降息各有各的考量,大致可分四类。一是高利率(10%以上)国家在国内通胀缓和之际,央行予以试探性降息。如土耳其两次降息750BP至16.5%(2018年初至今贬值高达43%),乌克兰降息至17%,埃及降至14.25%;加纳降至16%,尼日利亚降至13.5%。尽管实行了大幅降息,但这五国目前仍存高通胀隐忧,降息实是冒险之举。二是利率处于中高区域(5%-10%),如墨西哥、南非、巴西、印尼、俄罗斯、阿塞拜疆、哈萨克斯坦、格鲁吉亚、越南、印度、吉尔吉斯斯坦等10国央行。可以看出,这10国的经济基础薄弱、增长质量不高,易受全球经济负面影响。需要说明的是,经过此前的黄金发展期后,巴西、南非和印度三国进入了平缓期,过去长期高速增长所掩盖的经济深层次问题正成为其进一步发展的拦路虎。三是中低利率国家或地区(2.5%-5%),如巴拉圭、马来西亚、菲律宾、智利、沙特。这些经济体有较好的经济基础。又可分为两类:马来西亚、沙特基本接近或已经通缩,降息空间可能较大。但巴拉圭、菲律宾、智利则存在着经济低迷但又有一定通胀的矛盾,未来降息空间不大。四是低利率国家(2.5%以下),也可分为三类:牙买加已经衰退,而CPI则达4.3%,实际难以降息;泰国已接近通缩;新西兰、澳大利亚、韩国属发达国家,受全球经济影响较大,增长放缓、接近通缩,跟随全球降息潮有较大合理性。

美国情况较为特殊。一方面,美国经济2018年增长2.86%,分别超过了过去10年均(1.76%)、20年均(2.2%)、30年均(2.5%)和40年均(2.65%),略超50年均增长率(2.8%);从趋势看,美国已从次贷危机中复苏,但仍难与世纪初的强势相比。另一方面,以季度GDP计,则自去年二季度以来,已有四个季度放缓,今年二季度仅为2.28%;至于通胀,今年以来基本在2%这个美联储非常看重的目标值之下(7月为1.8%)。



首要职责是保就业和合理通胀

一般来说,一国执政者均希望增长越高越好,因此经济一有压力,就指示央行“放水”。但央行的政策目标决不是单纯“保增长”。对大多数央行而言,首要职责是保就业和合理通胀。没有就业,即便再好的社会福利,民众的生活也只能维持低水准。通胀目标也很重要。美联储把目标确定为2%,并不激进。一般而言,通胀在2%-3%是比较理想的,说明经济不冷不热——如同目前的“秋高气爽”。因此,从美联储的主要目标看,进一步降息甚至年内两次降息,并不明智。即便美国国债收益率倒挂,3个

月利率处于发达国家利率之顶,不少专家不断发表美国经济即将崩溃的言论,但是,从经济晴雨表看,至少美国股市表现非常坚韧。所以,只要经济增速在2%以上(美国的自然增长率约2%-2.5%),通胀在3%以下,那么就没有必要杞人忧天。

鉴于美国在全球的重要性,只要美国经济没有大问题,那么全球经济就不会再现次贷危机那样的“至暗时刻”。此外,从利率角度看,有两点需特别注意:第一,央行尚未真正关注到利率的潜在破坏力。目前全球负利率资产已近17万亿美元。欧洲央行即便降息,负利率依然存在,欧洲经济仍只是“弱势反弹”。对欧元区而言,当前亟需的不是进一步宽松,而是积极的财

政政策和稳定的国际贸易大环境。同时,长时间的负利率不仅会损害央行的竞争力,本质上也是对民众现有财富的掠夺。第二,央行必须为下一次的重大经济危机储备足够的“弹药”。流动性的极度宽松和接踵而至的量化宽松,作为危机时期的政策“法宝”可以使用,但只能偶尔为之,不能作为长期政策来实施。

现在的焦点是全球衰退的概率、时间及深度。以全球而言,经济增长放缓已现,欧元区今年二季度仅为1.1%(德国更是零增长,季调后为0.4%)。日本相对乐观,尽管二季度的1.8%低于一季度,但仍高于市场预期。而中国虽存在下行压力,但未来两年仍会在6%以上的目标区间内。因此,全球经济在未来两三个季度出现衰退的可能性远没有舆论普遍认为的那么明显。当然,弱势经济体的低增长乃至短期衰退难以避免。以略长的时间周期看,如果明年年中美国股市进入熊市,则明年四季度或其后出现轻微衰退的概率还是存在的。

总而言之,美国目前的增长放缓基本仍属正常波动,至少经济仍在自然增长率附近。尽管欧洲经济并不令人满意,但欧央行连续11年的宽松在客观上难以取得预期效用。对于美联储而言,现在需要展现的是其战略定力——即便部分先行指标并不理想,利率中性比短期经济刺激更为重要。笔者认为,如果把作出决策的时间延后至明年二季度,或许更为从容。

淡定有后手是当前的首选

如果不把2017年下半年的“去杠杆”算在内的话,中国的货币政策大多数时间是比较宽松的。两年来,由于经济的下行压力,“稳杠杆”成为政策首选。尽管如此,最近以“定向降准”和“降准”为核心,以制度创新的技术方式(如LPR机制)压低实体经济的融资成本、以确保银行间市场的充裕流动性为标志,过去18个月的货币在总量上是充分的。

数月以来,市场降息的呼声汹涌澎湃,但央行只是小幅调整MLF和LPR利率,而没有直接降低法定利率。原因何在?笔者认为,从四大国有银行看,上半年的净息差仅为1.83%-2.13%(同比略好)。如果不调整存款利率,那么理论上在50-75BP的空间(综合考虑净息差、不良率),考虑到商业银行的历史包袱和上市公司的市场压力,实际或更少。

对央行而言,当前一个非常麻烦的问题是通胀:虽然CPI尚未过3%,但最近飙升的猪肉价格很大程度上表明中国或存在一定的结构性通胀。此外,面对明年或有的全球性经济低迷,中国必须留有足够的后手。因此,目前中国不宜降低法定的贷款利率。