■ 大视野

“社会融资总量”登场 货币调控出新

建立弹性货币信贷目标制

□广发证券发展研究中心
首席宏观分析师 崔永

2010年以来,随着稳健货币政策的贯彻落实,信托计划、金融租赁、股权投资等非信贷融资工具不断涌现,民间融资、委托贷款等非银行金融机构融资活动发展迅速。截至2010年12月31日,银信合作类信托资产规模达1.66万亿元,其中融资类银信合作产品资产达1.07万亿元。这反映了金融机构积极规避信贷控制以及存贷款利率管制的动机,而2011年建立差别准备金率动态调整机制之后,金融机构这种规避动机会更加强烈。央行在《2010年第四季度中国货币政策执行报告》再次强调,要保持社会融资总量及贷款总量合理适度增长。

针对这一现象,银监会于2011年1月20日要求商业银行在2011年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内,原则上银信合作贷款余额应当按照每季至少25%的比例予以压缩。这意味着年内将有1.07万亿表外资产转入表内,这会使得原本已经相当紧张的信贷资源更加紧张。

与此同时,央行则提出“社会融资总量”的概念,并试图按照这一概念分析判断和调控宏观经济。温家宝总理在2011年第一次国务院常务会议上也强调指出,必须防止年初信贷的非正常投放,继续综合运用多种货币政策工具,保持合理的社会融资规模和节奏。

联想到央行今年无意提出明确的货币信贷目标,央行提出“社会融资总量”概念意欲何为?

“社会融资总量”与“弹性货币信贷目标制”

很显然,央行无意全面控制社会融资总量,央行只能够调控货币信贷规模,对于债券融资规模以及股票融资规模一般无力控制。尽管差别准备金率动态调整机制建立之后,央行可以根据商业银行持有的债券数量实行不同的准备金率要求,但在分业经营和分业监管的大背景之下,对股票融资规模的控制央行是很难做到的。更何况在差别准备金率动态调整机制中,央行并没有将债券作为差别准备金率调整的依据,这说明央行并不打算全面控制“社会融资总量”。

一个合理的解释就是,央行并不是把“社会融资总量”作为货币政策的中介目标,而仅仅将其作为货币政策的监测目标,货币政策的中介目标依然为“货币信贷”。与“货币信贷”相比,“社会融资总量”更好地代表了社会总需求,与物价和经济增长之间的关系更为稳定,央行可以根据“社会融资总量”的变化来调整“货币信贷目标”。当债券融资、股权融资规模较大的时候,央行就会适当压低信贷规模;当债权融资和股权融资规模较小的时候,就适当提高信贷规模,所以央行没有提出明确的货币信贷目标。这样一来,传统的货币信贷目标制就演变为“弹性货币信贷目标制”。

在“弹性货币信贷目标制”之下,央行的货币信贷目标随着非银行信贷融资、债券融资和股权融资的变化而变化,这就解释了央行为何没有明确提出货币信贷目标,同样也解释了央行在动态差别准备金率公式中的逆向缓冲资本设定为与贷款增速减去GDP增速和CPI涨幅之和相关。因为社会融资总量与GDP增速和CPI增幅之间的关系更为稳定,所以贷款增速要根据GDP增速和CPI涨幅进行动态调整。

M2已难完全衡量社会总需求和有效解释物价变化

央行之所以要建立“弹性货币信贷目标制”,主要原因在于M2统计口径意义上的货币总量已经很难完全衡量社会总需求,从而很难有效解释物价变化。货币信贷目标需要根据“社会融资总量”的变化随时作出调整。

一般来讲,通胀无论何时何地都最终表现为一种货币现象,但问题在于货币的度量。按照目前中国货币供应量的度量方法和统计口径,非银行金融机构的发展只会改变货币存在的形态,不会增加当前统计口径的货币供应量M2,但会创造出更多的广义信用货币。非银行信贷市场的发展和金融创新的加速使得货币供应量的定义和衡量越来越难,传统统计意义上的货币供应量已经难以全部涵盖货币的实质性内容。

要知道,央行控制M2统计口径意义上的货币总量的目的不在于M2本身得到控制,而在于抑制总需求,进而实现物价的稳定。然而遗憾的是,通过控制M2来实现对物价控制的难度越来越大。

一方面,M2统计口径意义上的货币总量与物价之间的关系不再稳定。在从紧趋向货币政策背景下,非银行融资的发展增加了企业通过非信贷渠道所获得的投资资金来源,客观上起到扩大总需求的作用,将会模糊当前统计口径的货币供应量与物价之间的稳定关系。这样一来,M2统计口径的货币总量与短期总需求和价格之间的关系变得不再稳定和不可预测,控制住M2本身并不代表就完全抑制了总需求。非银行融资的快速发展事实上抵消了通过紧缩信贷来紧缩货币进而紧缩需求的货币政策效力,支持了总需求的扩张。

另一方面,M2统计口径意义上的货币总量的定义和度量也越来越难。随着金融创新和金融市场的发展,长期债务工具、股票、信托份额等有价证券范畴的金融资产转化为现金和存款的交易成本大幅下降,交易账户与投资账户之间、狭义货币与广义货币之间的界限越来越模糊,货币的定义和衡量越来越困难。不断涌现出的金融创新产品随着流动性的增强可能成为更为广义的M4、M5范畴的货币,对总需求和价格都会产生影响。如果央行准确度量货币供应量都是困难的,就更别提准确控制货币供应量和物价水平了。

尽管利率作为各种金融资产的价格和消费者的时间偏好,与M2统计口径意义上的货币总量不同,既可以准确地没有异议地度量,又与重要宏观经济指标如产出和物价的关系较为稳定。但是在利率和汇率的市场化改革尚未完成以及各类金融市场相互割裂的情况之下,利率作为货币政策中介目标的并不具有可操作性。所以,央行的现实选择就是提出“社会融资总量”概念,建立“弹性货币信贷目标制”。

新目标加大预期不确定性

央行建立起“弹性货币信贷目标制”之后,央行的货币信贷目标并非不可预测。按照央行过去的一贯表态,合理的货币信贷增速应当高于GDP增速和CPI涨幅之和三到四个百分点,而合理统计口径的“社会融资总量”应当与GDP和CPI之间存在稳定的关系。因此,央行的货币信贷目标预计会根据GDP增速和CPI涨幅情况以及“社会融资总量”增长情况随时调整,而差别准备金率动态调整机制则保证这种富有弹性的货币信贷目标得以实现。

对于市场而言,“社会融资总量”概念提出之后,尽管货币信贷目标具有可预测性,但毕竟还是没有直接给出的货币信贷目标那样明确,这种不确定性的增大,会使得投资者的风险意识增强,市场就不会有很好表现。

此外,“社会融资总量”概念提出之后,金融机构规避信贷管控的行为将变得无效,无论金融机构怎么规避信贷管控都很难逃脱“社会融资总量”范畴,不仅信贷的可获得性,而且更广义的融资可获得性将变得越来越难。所以,投资者只能够期待决策者提高通胀容忍度或者通胀水平自发下降,也或者明确给出较高的“社会融资总量”目标。只有这样,投资者的盈利改善预期和流动性改善预期才能够持续下去,市场也才会有很好的表现。

值得欣喜的是,央行于2011年1月30日发布的《2010年第四季度中国货币政策执行报告》中明确给出了与稳健货币政策相适应的16%的M2增长目标,这一明确表态很大程度化解了政策不确定性。尽管对于“社会融资总量”,央行还没有给出明确的目标,但央行已经初步表示,社会融资总量调控应按满足经济平稳健康发展的正常需要掌握,银行信贷作为社会融资总量的一个重要组成部分,也要与实现社会经济发展主要目标相吻合,特别要考虑经济增长目标和通胀控制目标。这一表态意味着央行已给出了一个大致的社会融资总量调控目标,这一政策不确定性的消失将有助于股市的良好表现。

让利率调控担纲

□社科院金融研究所
中国经济评价中心主任 刘煜辉

今年初央行提出要保持合理的社会融资规模后,国务院全体会议再次强调,要保持合理的社会融资规模和节奏,处理好银行资本金补充与资本市场稳定的关系。这意味着今年货币政策的调控监测范围将扩大至银行信贷外的股市、债市、信托等其他资本融资市场,以更好地控制整体流动性。

在当下中国银行体系外的信用扩张(债市、股市以及非正规金融部门)对冲体系内收缩的情况下,新的货币流通量统计口径——“社会融资规模”有着重要现实意义。“全社会融资规模”应该可以逐步替代过去新增信贷规模和信贷增速等指标,并成为M2等货币政策目标的重要参考。

中国经济总量的增长与信用供给的总规模一直保持着稳定的数量关系,这意味着有多高的经济增速,就有多大的信用需求。我个人感觉,这个规律比货币量增速的经验更为实用(一般认为,中国的年度货币量增速的计划大致可以等于当期名义GDP增速加上2-3个百分点的资本化需求)。

中国要保持经济10%的速度,在当下中国经济模式中大致需要13万亿甚至以上的人民币信用规模。2010年中国银行体系以外的信用规模在5万亿左右的水平。其中债券市场非金融信用债发行总量高达1.59万亿元,A股总募资金额达1万亿元,银信产品增长了2.06万亿元,还有无法统计的非正规金融部分。

要控制全社会融资总量,意味着货币政策必须改变数量调控担纲的轨道,回归价格调控担纲的轨道。

1月底,中国银行间利率出现飙升景象。1月20日,在央行例行“收缴”银行3500亿存款准备金后,货币市场出人意料地爆发了一场“流动性枯竭风暴”。公开数据显示,从1月13日最低点算起,Shibor(上海银行间拆放利率)隔夜利率和Shibor周利率分别从1.9157%和2.3075%,达到27日的7.999%和8.4058%,创下48个月与36个月来同种利率的最高纪录。

往年都会出现节前流动性紧张,但今年银行“太差钱”了,形成严重的资金压力。本次不仅是部分股份制银行资金枯竭,甚至国有四大行都出现流动性紧张,这在过去极少出现。

如此严重的流动性短缺状况,竟然出现在一直流动性泛滥的中国,映射出当下数量调控难度相当大。

一方面是央行不断从商业银行抽走流动性,大致20万亿的资金被央行用央票和法定准备金冻结;另一方面由于负利率长期存在并不断扩大,资金从银行出走,商业银行储蓄存款增速大幅减缓,商业银行揽储大战空前炽热;而实体经济信贷需求非常强劲,商业银行放贷冲动仍然在膨胀。

过去央行一直主要通过数量管制和微观管理(窗口指导)来控制信贷增长。它对于约束银行扩张有立竿见影的功效,但对于资金逃离银行(这样会使货币的流通速度会加快),意义不大。

当下问题的关键在于如何改变钱的流向,即希望钱能自主地向银行回归,央行用准备金“硬锁”显然是成效不彰的。为保证商业银行正常流动性需求,被迫还得向公开市场逆回购放出更多的钱。1月24日,央行紧急救火,通过公开市场到期与逆回购方式,向银行间市场连续两次共注入约7000亿元,这等于将收缴的准备金变相归还银行。

解决问题的症结在抑制实体经济的旺盛需求,同时银行体系要能吸引资金回流银行,而不是逼着大量资金从体系内出走。

在当前情况下,最好的办法唯有加息。

要控制全社会融资规模,数量控制不可能替代价格调控,而且越到后面负向作用越来越大,直至抵消收紧货币的最终效果。控制全社会融资总量,只能靠利率调控。

过去连续四个月CPI的高环比,已经将2011年上半年的翘尾因素变得很“难看”,2011年1月份就高达到3.6%,1-7月份翘尾大体在2.4%-3.7%之间波动,如果2010年下半年新涨价因素的态势延续至2011年上半年(从统计学上讲,新涨价因素过渡是平滑的,不会出现数据突变),保持在3%-4%的水平,2011年上半年CPI将会直接挑战6%-7%的高位,尽管是否加息总会受到很多掣肘,但此时社会舆论氛围相对有利。

同时,美国减税政策刺激的短期强势应该可能持续半年,甚至更长。这为中国紧缩货币、约束地方政府投资和财政需求,而不至于经济大幅减速创造了良好的外部条件。

民生证券首席经济学家滕泰:

放缓A股融资节奏 保持合理信贷规模

民生证券副总裁、首席经济学家 滕泰

□本报记者 任晓

民生证券有限责任公司副总裁、首席经济学家滕泰接受中国证券报专访时表示,当前的货币供给和需求随着经济和金融的变化发生了很大变化。社会融资总量的统计范围应扩大到票据融资、债券股票融资、信托贷款和委托贷款融资以及外资流入等几个方面。新的融资总额对于未来的货币调控具有重要意义。他还认为,应考虑资本市场的承受力,放缓A股融资节奏。同时,今年信贷规模不宜大规模压缩。

货币供需发生巨变

中国证券报:近日央行提出,随着资本市场的发展和直接融资比例的提高,支持实体经济发展的资金供给会体现在社会融资总量上,社会融资总量调控应按满足经济平稳健康发展的正常需要掌握。如何理解“社会融资总量”这一概念,你认为它应该包括哪些方面?

滕泰:当前的货币供给和需求都随着经济和金融的变化发生了很大变化。

如今货币的创造过程已经发生了巨大的变化:传统的货币创造主要是央行发基础货币(向商业银行再贷款),商业银行通过信贷向经济体注入货币。而最近几年来央行发放基础货币的方式已经从再贷款转变为向商业银行购汇的方式投放人民币。央行2.8万亿美元的外汇储备是投放了近20万亿人民币换来的。

商业银行新增信贷仍然是流通中货币的主要来源,但早已不是唯一的方式。信托贷款、委托贷款、票据、债券、股票、保险产品、信托产品、基金及其他理财产品等等,都成为金融机构创造货币的方式。此外,还有海外金融机构发放的贷款和通过FDI、QDII、甚至各种非法渠道流入的货币,都是货币供给。

除了央行、商业银行、金融机构、海外流入之外,资本市场和资产市场的涨跌也是货币创造或消灭的重要方式,甚至很多商业企业所发放的购物券、购物卡、网上信用货币等也是货币供给的新方式。

综合以上各方面,目前社会所关注的新增信贷总额,不足每年实际信用货币创造总额的一半。所以在这个阶段提出社会融资总量的概念具有十分重要的意义。

30多年前哈耶克说:如今货币创造已经不是央行的专利,她就像人类社会的语言、道德和法律一样,可以自发地出现。按照我的理解,即便不包括资本市场和资产市场价格涨跌的信用货币创造,社会融资总额的统计范围至少要扩大到票据融资、债券股票融资、信托贷款和委托贷款融资以及外资流入等几个方面。新的融资总量对于未来的货币调控具有重要的意义。

在货币供给发生改变的同时,货币需求结构也在发生深刻的变化。

除了传统的实体经济交易需求之外,经济活动货币化使实体经济的货币需求量显著增加。每年的经济货币化需要新增货币1万亿元以上。同时资本市场、资产市场的货币需求量也产生了天翻地覆的变化。保守估计,过去10年来仅股市吸纳的新增货币高达8万亿以上,地产市场吸纳的新增货币则高达18万亿以上。此外,因为存款准备金提高以及闲置储蓄等原因造成的商业银行存贷差高达24万亿元以上。期货市场、衍生品市场、艺术品市场等都吸纳了大量货币资金。

信贷规模不宜大幅压缩

中国证券报:信贷作为社会融资总量的重要构成,去年投放了7.95万亿元,你认为今年的信贷增长规模应控制在什么范围内?随着直接融资比例的提高,你对今年的资本市场融资规模有何判断?

滕泰:中国经济结构的特殊性使其对信贷的依赖性很强,同时,今年GDP仍会保持较高的增长速度。很多已开工项目对贷款的需求具有延续性,因此,我认为今年信贷规模不宜大规模压缩。如果对信贷控制太紧,会使企业、已开工项目等受到影响。今年的信贷规模应在7.5万亿元左右。

直接融资比例的提高是未来发展的趋势。去年中国企业在A股市场融资10275.2亿元。但去年股市表现不佳与此也有关系,应该考虑资本市场的承受能力,对资本市场融资进行控制,放缓融资节奏。

交通银行首席经济学家连平:

社会融资总量增速目标不宜过高

2011年社会融资总量宜保持在12万亿元左右

□本报记者 张朝晖

央行近期提出将“社会融资总量”作为稳健货币政策调控目标。如何理解社会融资总量、怎样调控,成为市场关注的焦点。日前交通银行首席经济学家连平在接受中国证券报记者专访时表示,未来应该保持合理的社会融资规模和节奏,不应设立较高的社会融资总量增速水平,预计2011年社会融资总量维持在12万亿元左右比较合适。

交通银行首席经济学家 连平

强调社会融资总规模更加科学合理

中国证券报:今年央行提出了将“社会融资总规模”作为货币政策调控的指标,请问你对该指标的看法?

连平:从中国现代融资结构的变化看,关注社会融资总规模是非常必要的。2009年之前,在企业融资结构中,银行信贷融资所占比重较高,非信贷融资(包括股票、债券、信托等融资方式)所占的比重较小,但是2009年以后,非信贷类融资得到较快发展,尤其是企业类型债券发展迅速,短期融资券、中期票据、企业债、公司债均实现较快增长。

数据显示,仅考虑银行信贷、股市、债市、银信合作融资,2009年融资总规模比2008年增长了216%。在信贷融资和银信合作理财产品实现高速增长之后,融资结构出现明显变化,信贷融资占到总融资规模85%以上的局面正在逐渐改变,预计2010年信贷、股票、债券三大类融资方式中,信贷类占比约为75%,股票融资和债市融资各占12.5%,如果考虑银信合作等融资方式,未来非信贷类融资占比会更高。

正是基于非信贷类融资的快速发展,非信贷类融资已经成为中国经济中一种重要的融资方式,所以强调社会融资总规模而不是过分关注新增贷款指标无疑更加科学合理。

关注融资总量不能忽视贷款和M2

中国证券报:央行在年初的工作会议中并未明确2011年信贷的规模,是否意味着监管机构将用社会融资总量来替代新增贷款?

连平:关注社会融资总量并不意味着忽视信贷和货币供应量M2等相关指标,毕竟在社会融资机构中信贷仍旧发挥着无法替代的作用。

股票和债券不具有创造货币的功能,但是贷款不一样,贷款投放创造了新的存款,增加货币供应总量,提高货币乘数。但是社会融资总量不等于货币供应量M2。

以往我们过于关注信贷指标,但是并不意味着可以忽视或者淡化社会融资总量,虽然央行暂时没有确定明确的今年新增贷款目标,但是监管机构将在货币供应量M2和新增贷款指标之上,关注社会融资总量指标。

融资总量增速不宜过高

中国证券报:社会融资总量指标应该包括哪些变量?

连平:社会融资总量应该包括信贷、股市和债市融资。其中债市融资主要包括三大类,第一是国债和地方债,第二是金融债,第三大类是企业相关债券,包括中期票据、超短融、短期融资券,企业债和公司债。

在社会融资总量指标中,应该剔除金融债和国债,主要是企业类债券,这样债市、信贷和股市融资的主体都是企业和个人,此外,私募股权的融资、民间融资、银信合作、险资对实业的投资以及外国直接投资,都应该囊括到社会融资总量中去。

中国证券报:你预计今年的社会融资总规模大约是多少?

连平:预计2011年信贷、股市融资、债市融资和银信合作规模大约在12万亿左右。数据显示,2008年社会融资总量大约在6万亿左右,2009年大约在12万亿,较2008年同比增长216%,预计2010年和2011年社会融资总量大约维持在12万亿左右。

我认为,监管机构对于未来社会融资总量不应该设定一个高增长目标,2009年为了应对金融危机,融资总量出现了大幅飙升,这些融资将在未来有所消化。

但是未来中国的融资结构将出现显著变化,预计今年债市和股市融资将会出现较快的发展,但是银信合作融资规模在2011年会有所回落,同时信贷有所减少,今年新增信贷估计在7-7.5万亿之间。

正是由于信贷、银信合作融资和股市、债市的变化此消彼长,整个融资结构和货币供应总量余额将走向一个比较稳定的状态。

银信不挤占信贷空间

中国证券报:银监会要求将银信合作的表外移入表内,这是否将压缩商业银行未来的信贷空间?

连平:监管机构要求将银信合作的表外资产转入表内,但是银行并没有将这部分资产放在信贷里面,而是列入投资类资产。这样就不会挤占商业银行今年的信贷额度,对今年的信贷不会产生影响。

由于企业的信贷需求较为旺盛,以及商业银行对信贷的额度管理,导致市场中信贷资源较为紧张,信贷利率大幅上涨。如果将这部分表外资产转入表内后,将会挤占商业银行的信贷额度,将会进一步压缩银行的放贷空间。这会为银行经营的收益和管理带来很大的压力。

商业银行将表外资产不放到信贷里面,而是放到投资国债、企业债里面去,这既达到了监管要求,将表外资产计入表内作为商业银行资产的一部分,同时要求银行加强风险监控、风险管理、并计提相应的拨备,并计入到银行资本充足率的计算中。