

## ■ 大视野

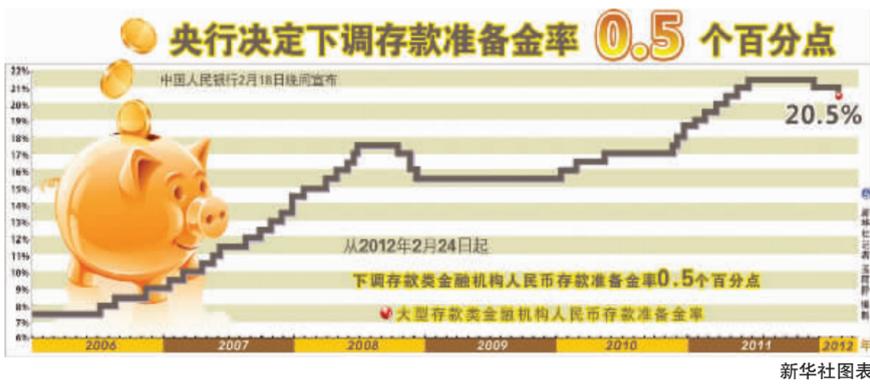
## 货币政策无需“非紧即松”

□ 银河证券首席总裁顾问 左小蕾

日前央行行长周小川在回答记者提问时指出,存款准备金的调整并不表明货币政策宽松。对于周行长的表态,有不少人表示不能理解。还有人认为,当前控通胀已不是调控首要任务,放松货币政策水到渠成。笔者认为,这些观点对货币政策存在认识误区。

首先,货币供应量增长并不意味着宽松货币。经济增长带来货币需求增长,货币供应量也需相应增长。政府工作报告设定的今年经济增长目标是7.5%,笔者预计真实的经济增速将高于该目标,达到8.5%—9%的水平,加上4%左右的通胀目标,2012年经济维持正常运行,货币需求增长应为13%左右,货币供应量增长应与此相适应。如果经济形势不发生大的改变,今年货币供应量增长将维持在14%左右。满足经济正常运行的货币供应量增长,并不意味着货币政策的紧缩或宽松。

其次,存准率下降也不意味着货币宽松。每年根据经济运行的货币需求增长,货币当局都会投放基础货币,而投放基础货币的工具



无非是几板斧:降低利率、公开市场逆回购、存准率下调、信贷规模扩大等。具体使用哪一个工具,或者几种工具协调配合,央行会根据经济运行的综合指标决定。

存准率调整与对冲外汇占款有关。去年上半年,央行6次上调存准率,主要是因为在美国实施量化宽松政策的背景下,全球流动性过剩,加上人民币升值预期较强,包括热钱在内的资本流入规模增加。去年上半年,外汇储备增加了2770亿美元,按照当期汇率匡算,释放出的外汇占款约为1.9万亿元

人民币左右。6次上调存准率恰好全额对冲了外汇占款增量,实施了央行的货币池思路,关紧了过剩流动性的闸门。应该说,上调存准率并不意味着货币政策紧缩,只是收回了资本流入造成的过剩流动性。去年下半年资本流入放缓,央行停止上调存准率,实际上未被对冲的部分外汇占款充当了正常的基础货币角色。去年年底至今年年初,欧债危机形势变化,人民币即期汇率多次触及交易下限,外汇占款连续三个月呈现负增长,存准率下调弥补了本应由外汇占款提供的货

币供应量。因此,存准率是否会在今后下调,要视外汇占款的变化而定。但货币政策是否转向,更重要的是货币总量这个货币政策中介目标是否变化。央行把2012年的货币增长目标定在14%的水平上,基本上匹配了9%的经济增长和4%的通胀水平。只要货币供应量借款冲动,形成广大储户补贴国有企业,商业银行的局面。国有企业以低廉的成本获取资本并从事上游资源性和基础性垄断行业的投资,甚至从事房地产、金融等资产领域投资,放大资产泡沫。与此同时,部分缺乏效率、两高一资、落后产能的行业在低利率的条件下也得以继续生存,进而阻碍投资结构调整步伐。“十二五”时期的主线是加快转变经济发展方式,其核心要义是实现经济结构调整,必须从更长远的角度考虑利率政策,积极改变资金市场价格扭曲的现状,逐步引导利率实现市场化。

## “正利率”并未释放降息空间

□ 国家信息中心 徐策

受前期宏观调控政策和基数因素影响,2012年2月份CPI涨幅回落至3.2%,结束了长达24个月的“负利率时代”。“正利率”对于消费者而言,将减少因通胀而带来的财富损失,对消费增长形成有利条件,但实际利率的上行有可能进一步强化当前连续放缓的经济形势。近期数量型货币政策微调效果逐步显现,流动性紧张局面将逐步改善。但从货币政策选择来看,目前降低利率的条件仍不充分。因此,建议未来货币政策应不断提高前瞻性和灵活性,并把握货币投放的力度和节奏,继续以数量型工具为主,审慎选择降息政策。

## 宏观经济增长下行

“正利率时代”对于居民而言,一定是利好消息。因为实际存款利率的回升,降低了居民财富因为通货膨胀而缩水的程度。此外,实际利率的回升,有利于形成居民存款由理财产品回归银行的环境,而存款回归将放松银行受存贷比约束,进而缓解流动性紧张的局面。

然而,当前宏观经济运行仍然处于放缓通道,使得降息的呼声不断增多。当前宏观经济的确仍处于放缓通道,这主要是由于以下几点:一是外部环境不确定性仍然较高,欧债危机蔓延的态势难以在短期内得到遏制;二是金融数据从侧面反映国内企业投资意愿不强。民间投资增长尽管快于国有投资,但民间投资在进入垄断行业领域方面仍然步履维艰;三是房地产调控政策在多地出现的“微调”迹象均被中央遏制,表明政策调控决心依旧,而

## 降息条件不充分

笔者认为,尽管回到“正利率”,但央行采取降息政策必须谨慎,目前降低利率的条件仍不充分。

首先,近期数量型调控效果显现,流动性紧张的格局将逐步缓解。进入2012年以来,流动性趋紧局面出现。为此,央行2月18日宣布,从2012年2月24日起,下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。经本季度降准后,大型金融机构的存款准备金率降为20.5%,中小金融机构为18.5%。根据测算,此次下调存款准备金率将可释放资金约4000亿。受降准影响,流动性紧张局面有所缓解。此外,国家外汇管理局近日公布的数据显示,1月份银行代客结汇为1236亿美元,银行代客售汇为1042亿美元,银行代客结汇顺差为194亿美元。经历了连续两月的逆差之后,银行代客结汇终于重新实现了顺差。

综合而言,近期货币政策微调效果逐步显现,流动性紧张局面逐步缓解。而且,当前的流动性紧张主要是银行间和金融机构间的流动性相对紧张,对于实体经济而言,流

动性并不紧张。

第二,降息难以撬动投资增长,却不利经济结构调整。按照一般经济结构调控原则,面对经济放缓的态势,的确应该降低实际利率,以刺激经济增长。但就我国而言,无论是从短期还是从长期看,采取降息政策均有较大风险。

首先,从短期看,降息难以启动经济增长。经济放缓原因之一是由于外部环境持续恶化,出口增速不断放缓。降息确实有利于出口企业融资成本降低,但对于外需下降、订单减少的问题无济于事,而且降低利率相当于鼓励出口生产企业扩大产能,这将进一步加大产能过剩的压力和风险。

经济放缓之二是投资减速。从结构上看,本轮投资减速主要是基础设施、房地产这两大领域投资放缓所致。基础设施投资放缓是政策刺激力度减弱和高铁大检查导致,与利率高低本无关系;房地产投资放缓主要是几轮严厉的房地产调控政策下房地产开发商慎于投资所致,降低利率尽管有利于缓解房地产商资金不足问题,但在房地产调控政策不动摇的条件下,房地产商纵有充裕资金,也不愿扩大投资。从投资周期看,企业利润增速不断放缓,垄断行业民间投资难以进入,战略性新兴产业短期难以承担带动投资增长重任,投资领域相对缺乏,新一轮以固定资产投资更新为标志的投资周期短期内难以启动。

从理论上讲,在经济有效需求不足的情况下,居民和企业人均下降“流动性陷阱”,无论利率如何下降,也难以启动需求。事实上,1998年亚洲金融危机和2008年国际金融危机时期,应对两次经济急剧下滑,均实

施了低利率政策,然而真正发挥作用的仍然是政府投资的强力带动。

其次,从中长期看,降息不利于经济结构调整。长期以来,我国一直维持着低利率政策。由于我国金融组织结构和体制性原因,低利率环境将造成企业尤其是国有企业借款冲动,形成广大储户补贴国有企业和商业银行的局面。国有企业以低廉的成本获取资本并从事上游资源性和基础性垄断行业的投资,甚至从事房地产、金融等资产领域投资,放大资产泡沫。与此同时,部分缺乏效率、两高一资、落后产能的行业在低利率的条件下也得以继续生存,进而阻碍投资结构调整步伐。“十二五”时期的主线是加快转变经济发展方式,其核心要义是实现经济结构调整,必须从更长远的角度考虑利率政策,积极改变资金市场价格扭曲的现状,逐步引导利率实现市场化。

第三,物价上涨不确定性因素仍在,降息或使居民重返“负利率”时代。提出降息政策的另一原因是,物价逐步放缓为降息提供了政策空间。然而,广大居民群众已经经历了24个月的负利率,刚刚进入“正利率”时代,其资产刚刚可以不被通胀侵蚀,立即采取降息的政策并不现实。况且,尽管物价水平保持减速态势是大概率事件,但推动物价上涨的不确定因素仍在,主要有以下几点。

去年12月5日和今年2月24日起,央行先后下调人民币存款准备金率各0.5个百分点,有助于增加市场流动性;由于今年天气较往年同期更冷,农产品生产和运输受到一定的影响,对物价形成支撑;国家提高粮食最低收购价,2012年生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最

低收购价分别提高到每50公斤120元、125元和140元,比2011年分别提高18元、18元和12元,粮食价格上涨将对物价带来一定上涨压力;第四,美国提高债务上限,宣布将低利率维持至2014年年中,欧洲央行下调利率25个基点,全球六大央行提供流动性支持金融体系,将增加物价上涨的货币基础;第五,2月份PMI指数中,购进价格指数的明显提高至54%,主要反映了输入性涨价因素影响,因此必须密切关注大宗商品价格新一轮上涨对我国物价水平的推动作用。综上所述,一旦物价水平重拾涨势,将进一步加大“负利率”程度,对于居民资产价值再次造成损害。

笔者认为,未来一个时期,货币政策调整思路,仍然要坚持中央经济工作会议提出的“稳中求进”的总基调。货币政策的主要任务既要保持物价稳定,同时要在满足经济恢复稳定增长后实体经济的资金需求条件下,实施“有扶有控”的结构性政策,促进经济结构战略性调整。

从操作工具上看,仍以数量型工具为主。由于前期存款准备金率已连续多次调高至绝对高位,未来仍有下降空间,因此降准是主要政策选择。前期公开市场业务对于流动性的调节发挥了重要作用,应继续坚持。信贷政策应加大对民生领域、战略性新兴产业、中西部地区倾斜,并不断完善对有资质、有发展潜力的中小企业的金融扶持。降息政策务必慎用,除非经济出现急剧下滑,降息可以作为一项辅助财政政策的配合性措施使用。如果出现趋势性放缓,到今年三季度后企稳回升,甚至应择机采取加息政策,并适时推动利率市场化进程。

考虑到我国目前居民收入结构仍呈明显的“金字塔形”结构,即低收入人群数量占据着人口比例中的最大部分,而低收入人群又正是CPI涨幅的最易感人群,其生活水平最易受到物价水平变动的影响。保护这些最大数量人群的生活水平不受通胀冲击,维护社会稳定,这也是我国目前仍将货币政策目标设定为“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”的根本原因所在。

因此,在当前因总供给驱动的通胀压力仍然非常明显的情况下,可以推断决策层可能担心过快放基本资源价格的调整,也必然会对今年的CPI形成向上推升作用。由于农产品价格上涨和水电气价格调整因素将会对今年CPI构成较强向上驱动合力,即便对冲掉因为总需求回落而对CPI产生的向下驱动力量,CPI全年涨幅仍有可能保

## ■ 资本观察

## 美国房地产春天还没到

□ 广晟财富投资管理中心投资总监 刘海影

在一波强劲的大牛市之后,美国房地产经历连续五年的调整。美国房价从峰值下跌了三分之一,新库存与现房库存都降到战后最低水平,影响购房成本的按揭利率水平也处于历史最低。当前,这些因素都有利于美国房地产市场止跌回稳。然而,这并不意味着美国房地产即将迎来繁荣。

房屋可负担性的改善并不等于更多的人将会购买房屋。与前些年银行发放抵押贷款极为宽松的条件相比,现在银行普遍收紧了贷款条件,首付比例也普遍提升到了20%以上。这在很大程度上抵消了可负担性改善的正面效果。另外,止赎房产仍未消化完毕,对于房地产市场将施加持续压力。

更重要的是,除了这些表面因素,需要理解对房地产市场自身内在运行逻辑。房地产作为美国经济的有机组成部分,既有消费属性又有资本品属性,其状况综合地反映了经济运行的压力与动力。

为了把房地产放在整体经济中研究,笔者收集了1965年至今的美国房地产月度数据,并量化分析房地产新开工量及房地产价格的方向性趋势与各主要经济指数的方向性走势之间的关系。分析发现,不仅房地产市场内嵌于经济运行,而且房地产市场开工量与价格遵循不同的动力学原则。

分析显示,新开工量的主要影响因素包括国债存量增速、长期利率、就业增速与美元汇率等。较低的利率以及强势美元对于新开工量在低位企稳起到了关键作用。过去两年,奥巴马政府大举举债支出,也对房地产市场的稳定起到了支持性作用。然而,随着白宫数次逼近国债上限,美国政府开支疯狂上扬的局面注定无法持久。事实上,国债存量增速早在2009年即已筑顶,目前在持续下滑中。按照笔者分析,国债存量增速将持续下滑,未来两年平均增速约为6.6%,高于未来GDP名义增速,但低于8.3%的历史平均水平。该指标下滑将持续施压房地产市场。

同时,就业市场的持续疲弱也不利于房地产市场。事实上,就业增速在前几个月创出本轮经济复苏最高速度之后开始下滑,该指标未来可能持续走弱。

## 道指中期走强预示美国经济复苏延续

□ 上海社科院金融研究中心副主任 潘正彦

2008年美国次贷危机后,美国及全球经济形势始终险象环生,特别是2010年、2011年欧债危机愈演愈烈的形势下,全球主要股市的股指也经历跌宕起伏的险情。然而,从美国股市两年多的中期走势看,道指处于明显的上升态势。

2009年10月15日美国股市道琼斯平均价格指数收于10015.86点(这是道琼斯指数自2008年10月跌破万点后的首度重回万点大关),2012年2月28日道指突破13000点重大关口,收于13005.2点。两年多的时间里,美国股市虽然也有起伏,特别是2011年6月全球股市在欧债危机导致全球股市经历大幅下挫的情况下,道指仍然没有破万点。事实上,道指走强表明美国经济已经走出谷底,并延续复苏。

美国股市与美国经济相关性非常高,这可以从历史数据中得以验证。美国作为资本市场和市场经济都十分发达的国家,其股市与经济关系的密切程度,从近百年的发展之路完全可以证明。

比如,20世纪90年代克林顿担任总统的任期内,美国经济在低失业、低通货膨胀和低利率的条件下,实现了长达10年的持续扩张,年均增长率达到3.5%,突破了此前二十多年美国经济增长2.0%—2.5%的速度极限。美国股市也经历了美国历史上最重要的繁荣时期。

如此,房地产开工量在可以预见的未来很可能无法大幅回升。笔者预测,该指标很可能维持在70万套以下水平。这一水平不仅远低于160万套的新家庭形成数,也远低于2006年最高峰时210万套的新房开工量。从长期图上看,这一水平位于二战后的最低水平,难言“繁荣”。

更加黯淡的是房价前景。依据类似的分析模型,笔者发现房地产价格的影响因素不同于新房开工量,主要受到国际贸易、美元汇率、股市估值水平、利率风险溢价等因素的影响。房地产为家庭投资的一种资产,受到市场与企业投资组合配置变更的影响。很自然地,强势美元与股市估值上扬均有利于房地产价格。不过,鉴于美元以及股市估值上扬空间有限,其正面影响很可能无法抵消来自贸易逆差收窄、利率风险溢价高企的负面影响。

贸易逆差扩张时,大量国际资金流入美国,有利于推升美国房价。而目前美国经济处于持续再平衡过程中,典型的体现是贸易逆差的大幅收窄。从2006年美国贸易逆差为7000亿美元,到2011年已经收窄到4700亿美元。未来随着去杠杆化进程持续,贸易逆差有可能继续收窄。

同时,信用风险与房地产价格呈现明确的负向关系。2008年金融危机的一大遗产是信用风险溢价居高不下。历史上,该指标的平均水平约为2%,在危机期间上升至3%附近。而2008年金融危机期间,信用风险溢价飙升到6%以上,“唯一可比的时期是上世纪30年代大萧条。2009年之后美国经济复苏,该指标却拒绝下滑,目前仍停留在3%附近,也就是历史上经济衰退的平均水平。在可以预见的未来,该指标仍停留于此,这将持续施压房地产价格。

从以上量化分析得到的结论是,美国房地产价格仍有小幅下滑空间,在未来一两年内难以大幅反弹。综合而言,美国房地产在可以预见的未来难以给美国经济以正面推动。按照美联储调查的经济学家平均预测,美国经济2012年可望增长2.3%,2013年可望增长2.7%。这一乐观预期与上述对房地产市场分析并不吻合,按照笔者预测,今年美国经济的增速可能低于去年(约1.3%),而2013年不排除美国经济再次陷入负增长的可能。

□ 华西证券研究所 沙伟斌

近日政府工作报告提出,2012年计划将CPI涨幅控制在4%左右。国家统计局披露的2月份CPI涨幅仅为3.2%,创下近20个月以来新低。对比政府设定的较高CPI控制目标和快速回落的CPI月度涨幅数据,一些研究机构据此判断货币政策放松之门有望较快开启。但笔者认为,尽管当前经济因总需求增速回落而存在有利于CPI涨幅回落的因素,但是由于经济中的总供给存在趋势性成本上升,进而会对CPI构成明显的持续向上推动作用。在此背景下,当前货币政策仍应稳健为宜。

导致CPI上升的驱动因素可以分为总需求拉动、总供给抬升两大类。虽然目前普遍预期未来总需求增速会出现较快回落,但在总供给的驱动下,今年的CPI仍然面临很强的上涨压力。具体而言,这种来自总供给方面的物价上涨驱动因素包括劳动力要素价格的自然

## 通胀压力不减 货币政策稳健为宜

趋势性上涨、部分资本要素价格(特别是土地要素)的自然趋势性上涨和国家出于调整经济发展模式对水电气等资源价格的人为调整等三个方面。

对于劳动力要素价格出现自然趋势性提升的原因,是源于经过“刘易斯拐点”后,农村原有富余劳动力资源开始转向稀缺。当农业与工业有限的劳动力资源展开竞争后,其结果就是劳动力资源价格快速上升,原来较低的农业劳动力资源价格向较高的工业劳动力资源价格靠拢,进而使得整个社会的劳动力要素价格不断上升。

对于部分资本要素价格(特别是土地要素)出现自然趋势性提升的原因,笔者认为其实也是源于工业和农业对这些要素的需求竞争。这里的资本要素指的是用于生产的基本生产要素,即资金、土地、厂房、设备、材料等物质资源。以土地要素为例,人类开展任何经济活动,包括农业或者工业,都必然要

求具备一些必需的地理自然环境,如临近水资源、交通便利、气候适宜等。也正因此这些共性要求,所以不论农业、工业以及城镇的形成和发展,也都主要集中在那些总量相对有限的地域,这一点可以从江浙地区的发展历史得到证明。随着中国经济的快速发展和城镇化进程不断加快,富余的合适土地资源快速减少并出现供不应求,于是工业用地需求、城镇居民建设用地需求与农业用地需求开始构成日益明显的竞争,而这种竞争的结果也使得原有较低的农业土地资源价格向较高的工业或建设用地资源价格靠拢,于是全社会以土地为代表的资本要素价格趋于不断上升。

劳动力要素和以土地为代表的资本要素价格的不断上升,必然会对主要靠土地资源和劳动力资源投入的农业生产产生明显的成本推升作用。农产品作为CPI的主要构成之一,其价格上涨会对CPI产生显著影响。以今年2月份CPI3.2%的涨幅为例进行分析,虽然当月CPI总体涨幅出现快速回落,但同期食品价格同比上涨高达6.2%,并贡献了2月CPI涨幅中的1.99%。由此可见,仅农产品价格因要素价格趋势性上涨而出现的持续上涨,就会对今年CPI产生很强的上涨驱动。

此外,国家出于调整经济发展模式、实现经济的长期可持续发展,也必然对水电气等采用政府定价的重要资源价格进行调整,以便反映真实的资源成本,同时便于利用经济手段实现节能减排。根据今年“两会”的政府工作报告内容来看,今年水电气价格的调整工作已进入政府年度工作计划之中。这些基本资源价格的调整,也必然会对今年的CPI形成向上推升作用。