

# 人民币资产繁荣期或面临拐点

□中国社科院金融重点实验室  
刘焯辉

中央银行将人民币汇率浮动的波幅扩大一倍至1%,理论上讲,随着人民币汇率浮动区间的扩大,市场供求力量将发挥更大的作用,央行的自主性可能获得释放,干预市场的频率和幅度都随之会降低。

过去十年,面对汹涌而来的外汇占款,央行不得不发放巨量央票和提高存款准备金率予以对冲,央票存量在2008年一度攀升至4.6万亿元,至今中国的法定存款准备金率依然维持在20%以上的高位。未来五年甚至十年,央行所做的工作或将发生巨大变化。这一切来自支撑过去十年货币高速增长(过去十年中国的平均货币增速为18%)的外部条件的明显变化。

外部条件的直接观察窗口是外汇占款。2002-2011年,中国外汇占款从1.78万亿元上升至2011年底的25.35万亿元,特别是2007-2011年,外汇占款增加15万亿元,年均增量为3.1万亿元。然

而,2011年第四季度开始,我们见到自1998年以来未见到过的情況,外汇占款连续三个月度净减少,今年1-3月份,外汇占款虽然恢复了正增长,但增量并不高。未来五年,中国进入外汇占款增量锐减时期是大概率事件。今年新增外汇占款可能会缩减至1.2万亿元的水平,甚至更低。

逻辑上讲过去十年的外汇占款净增反映了基本面,即全球分工体系发生重大变化,生产链被大规模重组,对应于中国人口结构变化即农业部门人口加速向工业部门转移,引致储蓄率上升;同时伴随着全球化浪潮的配套工业体系建设,产业升级、重工业化、城市化互为循环,顺差累积和强劲的升值预期,导致持续跨境资本流入。然而,这个过程可能已经被2008年的全球金融危机修正。西方普遍进入长期减债期(金融杠杆支撑消费泡沫破裂),从而凸显出新兴国家短期内无法克服的结构性困难,如产能过剩、资产泡沫累积、人口红利窗口关闭和制度红利衰竭等。

同时,美国经济再平衡可能

会出现比预期更强的积极因素。美国旨在“以提升服务业可贸易水平”的经济再平衡战略,将导致其经济出现越来越明确的长期回报率回升预期。美国就业数据转暖的趋势也逐渐明确。这些或将逐步改变过去十年全球资本流动的方向。

面对未来外部条件的变化,中国央行将逐步变得繁忙,但依然不能获得完全的自主性释放,因为这受困于人民币资产高估和巨大的人民币下行压力。央行对外可能需要不断释放美元以稳定汇率,抵制市场(特别是离岸市场)的人民币趋势性贬值预期;对内或需要不断释放存款准备金以稳定资金的价格,目的都是稳定和平滑人民币资产价格下行压力,避免产生全局性信用的收缩以致经济失速。因为过去十年的信用供给事实上是以人民币资产作为抵押而投放的。人民币资产的缩水意味着信用条件显著提升,由此产生通缩效应。

央行坚守人民币兑美元中间价6.3防线的时间,取决于央行调控国内流动性的政策空间。基础

货币的改变来自于三个渠道——外汇占款增量、央票到期和财政存款释放。

若外汇占款增量大幅减少,基础货币增长压力将会很大。去年的央票到期1.7万亿元,而去年的外汇占款增量还有2.77万亿元,尚且无法抵挡基础货币的减速,更何况今年央票到期的量只有7600亿元。因此,释放财政存款的压力会变得巨大。严格地讲,过去十年中,由于外汇占款增长迅猛,财政存款释放还没有遇到真正压力,直到去年四季度由于外汇占款出现了净减少,财政存款最后突击释放了1.6万亿元,但依然没能撑住基础货币增速从去年三季度32.8%的高位急速回落9.6个百分点至年末的23.2%。

随着时间推移,央票余额会越来越少,目前存量尚有1.8万亿-1.9万亿元,估计2013年末基本就要告罄。而经济下行,财税增长乏力,另外政府主动进行转方式、调结构,未来财政的资本性支出也会呈现减少趋势。

故此,如何保证基础货币维持一定增速?恐怕届时央行还得选择现实退守防线,换句话说,人

民币兑美元的中间价迟早要回撤至6.4或6.5一线,逐步回撤是未来可以见到的场景。

因此,当前央行大幅扩大人民币汇率浮动波幅,其真实的政策含义在于,逐步认识到中国未来潜在增长中枢下移,人民币单向升值的轨道改变以及外部流动性压力下降是一个长线现象,而不是短线表现。人民币汇率弹性的逐步增加,更现实的功效是为未来这一时间点的到来准备技术条件。

释放准备金率理论上是可以提振货币乘数的,但是真正实现则取决于商业银行信贷的意愿,如果经济内生收敛而使银行行为逐步谨慎,恐怕货币乘数的中枢也得下移。当然这是好事,未来5年中国货币增速中枢显著下落到名义经济增长之下是大概率事件,中国货币化比例已经到了1.9倍的高度,已经进入货币化尾声。

因此,货币条件正在发生深刻的变化,由此人民币大类资产繁荣期拐点或即将到来;此外,经济中会内生严谨的货币环境,甚至出现通缩效应;人民币升值压力大幅减轻,甚至产生贬值预期。

# 全球货币宽松利大于弊 我国政策压力有所增大

□中国工商银行总行 马素红 郭可为

2011年下半年以来,在全球经济复苏下行风险明显加大,欧债危机持续演化的背景下,全球主要经济体纷纷推行新一轮宽松货币政策。这一轮货币宽松浪潮改善了全球银行业流动性短缺的状况,增强了市场信心,有助于全球经济复苏;推升了股市,但对大宗商品价格影响不显著;使资金流入新兴市场套利,本币升值压力增大;对中国产生的输入性通胀压力有限,但更多表现为货币政策压力。

## 货币宽松改善流动性状况

本轮货币宽松改善了全球银行业流动性短缺状况。2011年第四季度以来的全球货币宽松,使欧美主权债务危机爆发后全球流动性趋紧的态势有所缓和,主要表现在基础货币的大量增加以及货币市场流动性指标伦敦银行同业拆放利率/隔夜指数掉期(LIBOR/OIS)息差降低低等方面。如欧央行连续两轮大规模、长周期的流动性投放使欧洲商业银行体系中的流动性进一步改善。

本轮货币宽松增强了市场信心,在一定程度上有利于维护金融体系稳定。一者,各经济体货币当局通过各种途径不断向公众传递“如果经济陷入衰退或者通货膨胀率低于目标,就将采取宽松货币”的信号,形成了公众对货币政策走向的稳定预期。二者,货币当局的坚定态度也强化了央行最后贷款人的地位,有效阻止了金融系统混乱和失控,对市场不安情绪的蔓延起到了很重要的阻碍作用。反映投资者对后市恐慌程度的VIX波动率指数,自2011年第四季度以来呈现逐步下降的趋势,截至3月23日为14.82点,较2011年第三季度末的42.96点,骤降了65.5%。三者,流动性的增加与利率的下降对股票和不动产等资产价格会有所支持,因此宽松货币政策对抑制资产价格大幅下跌从而避免金融危机也有一定帮助。

本轮货币宽松有助于全球经济复苏,但对实体经济的刺激效果有限。各主要经济体通过实施宽松货币政策,不但使金融系统现金流有所增加,而且增强了人们的通货膨胀预期,因此有助于企业和个人增加投资和消费的意愿。正如前文分析,去年第四季度以来,特别是今年年初以来,全球经济出现企稳迹象,特别是美国经济复苏步伐有所加快,欧洲形势出现缓和,这在一定程度上得益于货币宽松带来的利好效应。但需要指出的是,通过量化宽松政策新增的货币供给并不能完全进入实体经济领域。以欧洲为例,一方面,银行业对经济前景仍然谨慎甚至悲观,不愿意扩大放贷;另一方面,在监管当局强化资本金和流动性标准的情况下,银行业更倾向于将获取的流动性弥补再融资需求,或滞留在中央银行的准备金账户。

本轮货币宽松推升股市,但对大宗商品价格影响不显著。全球新一轮货币宽松使全球股市总市值不断攀升,截至3月25日达51.26万亿美元,较2011年第三季度末44.40万亿美元上涨15.45%。全球主要股指也涨势喜人,3月19日纳斯达克指数创下自2000年11月15日以来的新高,标普500指数也创下自2008年5月20日以来的新高。但本轮货币宽松对大宗商品价格的影响比较有限。虽然国际油价震荡上扬,但主要原因是伊朗核问题和叙利亚内战所引发的中东地缘政治风险。而国际金价受欧债危机和需求不足影响,近期呈震荡下行态势。截至3月20日,国际黄金现货价格收于1650.77美元/盎司,较去年末上涨了5.56%,但较2月末下跌2.71%。

## 资金加速流进新兴市场

本轮货币宽松使资金加速流入新兴市场套利,本币升值压力大。在利差及汇率因素驱动下,欧美宽松货币政策导致大量国际资金重新流入新兴市场国家,据美国新兴市场投资基金公司(EPFR)数据显示,截至3月中旬,新兴市场股票型基金已连续有10周资金净流入。这与去年下半年出现的国际资金撤离趋势正好形成了反差。跨境资金过度流动造成新兴市场货币汇率的大幅波动,今年以来很多新兴市场货币因国际资金流入而被升值”。截至3月28日,俄罗斯卢布对美元汇率较2011年末升值9.09%,在主要新兴经济体中名列前茅,印度卢比对美元汇率较2011

年末升值4.31%,巴西雷亚尔较2011年末升值2.40%。资金流入及货币被动升值不仅加大了新兴市场的金融波动风险,还会削弱新兴市场国家的外贸竞争力,同时在一定程度上加大新兴经济体的货币政策调控难度。

自2011年下半年开始的新一轮全球宽松货币政策利大于弊,对缓解发达经济体银行业流动性紧张、提振市场信心、防止全球经济复苏大幅放缓,均起到较为积极的作用。从对国际金融市场的影响看,与美联储QE2的影响有所不同的是,新一轮宽松政策尽管对全球股市起到了一定的推涨作用,但并未引发美元贬值和国际大宗商品价格的大幅飙升。从这个意义上讲,新一轮宽松货币政策对中国产生的输入性通胀压

力是有限的。但需要指出的是,在全球新一轮宽松货币政策出台的背景下,如果中国仍继续紧缩货币,容易吸引更多国际资本流入境内。尽管自去年11月开始,国际资金流出中国的迹象开始显现,一定程度上的回流存在有利因素,但跨境资金频繁而过度地进出,无疑会对国内金融体系稳定构成威胁。因此,在本轮全球货币宽松背景下,我国一是要高度关注国际资金流动带来的影响并及早做出准备,健全预警与反应机制,加大对热钱牟利的限制,切实维护国家经济金融安全。二是根据外部环境变化及国内经济走向,适时调整货币政策,在权衡利弊的基础上,尽量避免国内外利差过大引致国际资本流动的情况。



光大电子银行

阳光e理财·首发



理财夜市  
20:00~24:00 限额抢购  
电子渠道(网银、网站)专属高收益理财产品

温馨提示

1. 早准备: 您若是首次购买我行理财产品,请一定记得提前到我行网点签约理财哦。
2. 收益高: 产品收益率高于柜台渠道同期销售产品。
3. 时间长: 2012年4月27日至5月2日,每天20:00至24:00,额度有限,售完即止。
4. 渠道多: 本产品可在网银、网站(阳光营业厅)渠道购买。



中国光大银行

共享阳光·创新生活



95595



www.ceobank.com

## 扭转央行资产规模被动扩张

□国家信息中心预测部 张莱楠

渣打银行的一份报告引发高度关注:当今谁才是全球流动性的最大提供者,也许人们会毫不思索地回答是美联储。然而事实并非如此,中国央行在2011年末总资产已经达到4.5万亿美元,远远超过了美联储和欧洲央行,成为全球第一大央行”。

中国央行资产规模居全球第一毋庸置疑。截至2011年10月底,全球三大央行——美联储、欧洲央行和日本央行的资产负债规模加起来已超过8万亿美元,其中美联储的资产负债表规模约2.85万亿美元,欧洲央行约2.73万亿美元,日本央行约1.8万亿美元,而同期中国央行总资产高达28.6万亿元人民币(约合4.73万亿美元),分别是美、欧、日央行资产的1.66倍、1.73倍和2.6倍。数据显示,中国央行分别于2004年6月、2005年9月和2006年1月先后超过美、欧和日央行,成为资产规模最大的中央银行。截至2011年末,央行资产规模已经达到4.5万亿美元,远超过美联储和欧洲央行3万亿美元和3.5万亿美元的资产规模。

中国央行成全球资产规模最大的央行到底是喜是忧,中国央行的资产质量到底如何看待?从央行资产负债表看,央行主要资产是外汇储备资产,根据IMF的数据,央行总资产中外汇储备资产占比将近80%,分别是美、英、日和欧央行资产的1.3倍、8.1倍、2倍和1.2倍。

从这个意义上讲,外汇储备增加的过程实质上就是人民银行资产增加和基础货币上升的过程。开放经济条件下,外汇储备成为一种内生变量,中央银行无法事先控制外汇占款,只能被动地适应外汇占款的波动,这使得货币供给的内生性增强,不仅导致中央银行控制货币供给量的主动性和灵活性大大下降,也造成了“汇率绑架利率”的困境。随着外汇储备的持续增长以及央行实施的“冲销干预”政策,我国外汇占款大幅飙升。从2002年末到2011年2月底,外汇占款由2.21万亿元增加到25.52万亿元,增长了10.5倍。外汇占款增量占中央银行基础货币的增量比例也越来越高,2005年突破100%,达到110%,随后几年持续上升,2009年更是达到134%。

根据央行的研究数据,外汇占款的平均增长速度超过狭义货币供给量的增长速度,导致外汇冲销干预指数多数时间大于国际上公认的0.5-1.5的经验水平。特

别是随着近期人民币升值的预期不断加强,热钱流入、FDI、国际贸易顺差、外币存款转为人民币存款等规模将进一步扩大,进而加大货币供应量控制的难度。

央行冲销的成本也相当高昂。外汇占款比例不断提高导致央行冲销操作的空间变小,央行会透过提高存款准备金要求、发行央行债券、或两者兼用,去“冲销”这些额外结余以遏抑货币增长。中国大规模对冲操作已持续多年。以2010年为例,对冲率即(存款准备金余额+央行票据余额/外汇占款余额)约为80%,2010年全年因外汇占款引致的基础货币投放超过3万亿元。由于央行要对冲的不单是当年的外汇占款,而是历年累积的外汇占款,因此冲销压力越来越愈大,冲销成本也越来越高昂。

一方面,中央银行需要为所发行的票据和商业银行增加的法定准备金存款支付利息,这就构成了央行持有外汇储备的财务成本。当前央行央票的发行规模不断上升且期限趋于长期化,银行法定准备金率的持续上升不断突破上限。

另一方面,外汇占款进一步恶化了央行的资产负债表。外汇占款构成央行的资产业务,而外汇占款的变动通过影响央行的资产负债结构,会对货币供给量产生影响。如果以冲销成本计算,由于国内利率高于国外利率,意味着发行央行票据支付的利率水平高于外汇资产的利率水平,从而使得外汇资产与人民币之间的利差引起的冲销成本为负值,即国内外利差实际上造成了外汇冲销的亏损。

同时,在央行以较高的利率发行票据进行外汇冲销的过程中,国内外存在的利差会诱发包括本国商业银行在内的机构投资者的投机和套利行为,从而会增加央行外汇冲销的成本。

由此可见,金融危机以来央行资产负债表的被动扩张,恰恰是中国金融和货币格局在全球金融分工体系中处于被动局面的反映。降低资产规模必须着眼于对内对外金融改革。比如进一步通过双边本币互换协议,减少对美元的贸易和投资依赖;大力发展以人民币计价的债券市场,尤其是短期国债市场,增加央行短期国债持有量;将中央财政在央行的债务证券化,回笼部分基础货币;将央行现有的长期外汇资产证券化等等。从长远看,央行只有从大规模货币冲销中淡出才可能避免金融风险的恶性循环。

## 中国央行理应为全球最大央行

□何志成

截至2011年末,中国广义货币供应量(M2)的规模达到85.2万亿元,约合13.5万亿美元,超过美联储和欧洲央行,位居世界首位。对此有些外媒认为中国央行已经成为全球央行,甚至有些外国金融机构评论认为,中国央行资产急剧扩张是“全球货币供给的作用”。

而我认为,中国央行不应该成为全球最大央行。因为货币最终对应的是劳动力价值,抽象的劳动力价值是由劳动力组合的。中国的人口在全球各国中居首,相应能提供劳动力数量也是全球第一,因此劳动力价值总量也应该居于首位。更重要的是,中国在最近几年推行“笨面劳动”,最基层的劳动者尤其是广大农民工的收入大幅度提高,平均提高幅度超过20%,这也是中国的货币供应量年均保持20%以上增长的最大原因。

此外,中国的经济增长方式有别于发达国家。中国的经济增长主要靠基础建设推动,而中国大量的基础建设融资通过银行体系进行,因此,中国的贷款量比发达国家高出数倍,信贷资金转化为或沉淀于

“企业存款”,其规模相对其他国家也较大。M2是由M0+M1构成,即流通中的现金加支票存款(企业存款+信用卡存款),再加上债券组成。实际上,中国的人民币流出境外的数量非常少,人民币远远谈不上世界货币,对全球货币供给趋势发生的影响力很小。

而美联储和欧洲央行之所以资产负债表相对较小,除了它们对应的人口数量远远不及中国以外,其世界货币作用强大是很重要的原因。美联储和欧洲央行大量的流动性已经流到全世界。

必须指出,中国的M2不会无限度地扩张下去,中国货币化扩张期其实已经接近拐点。银行业贷款转化为企业存款的比重在下降,大量信贷资金不愿意停留在存款形态。这预示虽然贷款量还会增加,但企业已经把贷款迅速地转化为劳动力报酬和实物储备,甚至资本市场仓单。对中国央行的资产负债表来说,目前唯一剩下的“增量因素”就是外汇储备占款,而该因素的增长动力也在减弱。因此,中国央行的资产负债表继续扩张的动力不足,过去五年央行资产超规模增长的态势不会持续。

## 中国证券报·中证网 财经对话

## 经济或将探底，A股路在何方？

嘉宾: 海通国际首席经济学家 胡一帆  
平安大华基金投资研究部总经理 颜正华  
华龙证券高级投资顾问 文育高

时间: 今日10:30—11:30 网址: http://www.cs.com.cn