

# 利率市场化关键是找到政策基准

招商证券副总裁兼首席经济学家 丁安华

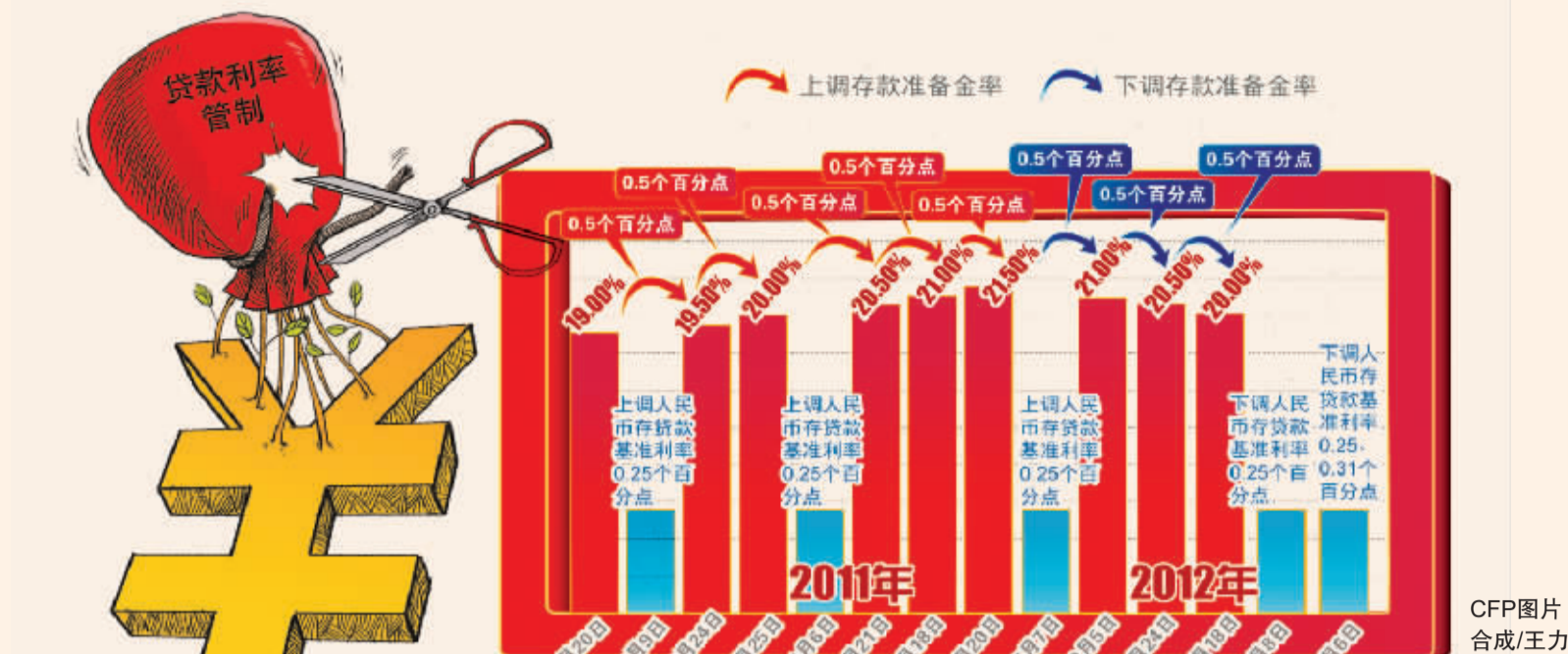
将影子银行和利率市场化联系起来,皆因影子银行的出现,这也是由于存款利率管制的结果,导致类存款的理财产品如潮水般涌现。利率市场化也与资本账户开放相关,虽然有观点认为应坚持利率市场化先行,人民币国际化后行。但笔者并不认同这种所谓的先后次序,利率市场化是汇率平价的基础,因此利率市场化可以推动人民币自由兑换的进程,在这一点上是没有争议的。

2013年7月20日,中国人民银行《关于进一步推进利率市场化改革的决定》宣布,经国务院批准,中国人民银行决定,自2013年7月20日起全面放开金融机构贷款利率管制。至此,利率市场化只剩下最后的“惊险一跳”——放开存款利率上限管制。在这种背景下,新一届政府所表达的观点,除了表示继续推进利率市场化改革之外,就没有太多的余地。

然而,取消存款利率上限并非易事。从国际经验看,由贷款利率市场化到存款利率市场化,似乎经历了一个不算短的演变过程。以美国为例,1980年实现贷款利率市场化,随后逐步按金额和期限放开对存款的利率管制,直到1986年才完成利率市场化改革。韩国在1995年实现贷款利率的市场化,而最终实现存款利率市场化则是在1997年。中国香港地区从1995年开始,采取循序渐进的审慎方式逐步撤销有关利率管制,到2001年才完成存款利率的市场化。

央行副行长易纲在2009年发表的一篇论文《中国改革开放三十年的利率市场化进程》中说,近来我变得有些保守,对于中国如何进一步推进利率市场化没有想清楚。”这反映出管理层对急于推行利率市场化的担忧。今年他又进一步指出,随着改革进入深水区,利率市场化各方面难度在加大。”央行的观点是,实现利率市场化需要解决“充分竞争”和“银行不能倒”这两个问题。如果银行不能倒闭,那就会出现恶性竞争,出现问题以后有人(政府)出手救助,这就是道德风险。

那么,对于存款利率市场化,有什么需要担心的呢?设想一下,假定明天就取消存款利率上限管制,会发生什么情况?在我国的现实经济背景下,第一,银行间的揽存大战将马上升级,存款利率在恶性竞争下



CFP图片合成/王力

不断上升。第二,为了弥补存款利率上升,银行倾向于高风险的放贷业务,以维持一定的盈利空间。在以国有控股为主的银行体系中,过度竞争与道德风险相结合,揽存大战和高风险业务可能走向极端。银行的存贷差、风险偏好、资本充足、资产质量都会受到负面的冲击,从而影响到金融体系的稳定。

因此,存款利率市场化需要一个过程。根据央行的表示,存款利率市场化的下一步动作,将在在银行间市场上发行同业存单入手,待条件成熟时发行面向企业及个人的大额存单,逐步扩大金融机构负债产品的市场化定价范围,稳妥、有序地推进存款利率市场化改革。这也是央行一贯的思路,即利率市场化将按照“先长期、大额,后短期、小额”的顺序进行。

笔者认为,在利率市场化进程中,中央银行利率调控工具的建立和完善至关重要。利率政策是央行最重要的货币政策工具之一。在取消

贷款利率管制的背景下,央行如何找到一个利率政策的基准(锚),对成功实施利率市场化具有决定性的意义。在这方面,笔者有三方面的建议:

首先,进一步健全完善金融基础设施,其中以大力发展银行间市场为首要任务。银行间市场是资金的批发市场,与资金的零售市场(即存款市场)具有同样的重要意义,特别是在(零售)利率市场化的背景之下。银行间市场的(批发)利率水平,正是货币政策所应锚定的对象;而银行间市场所交易的产品,多以政府债券为主,可以较好地解决不对称信息下的逆向选择难题。从所有成功实施利率市场化的国家和地区看,银行间批发资金市场的发育,是存款零售市场放开的前提。

其次,建立利率走廊政策框架,将短期(隔夜)利率波动锁定在一定的范围之内。现在看起来,利率走廊(Interest Rate Corridor)正成为一种主流的利率政策模式,可能是比单一基准利率政策模式更为有效的框架。

所谓利率走廊,它由两部分组成:一是利率的下限,央行通过设定商业银行存在央行的超额准备金所支付的利率水平,为短期(隔夜)利率提供一个下限。二是利率的上限,央行通过贴现窗(discount window)制度,为短期(隔夜)利率水平提供一个上限。

如果市场运行正常,银行间短期利率水平应该在这个“先廉”范围内运动。一旦短期利率被锚定之后,市场机制将会通过期限和风险溢价对整个收益率曲线发挥作用,最终影响实体经济的资金成本。

第三,建立适应利率市场化要求的审慎监管制度。银监会需要根据银行业竞争的新格局,改革现有的监管体系,建立和完善监管标准与措施,并为利率市场化后的银行业建立新的监管体系,重点对商业银行的存贷款利率期限和档次结构进行实时监控和及时预警。此外,还要加快存款保险制度的建立,以应对可能出现的银行破产对存款人带来的损失。

# 流动性状况近期将趋于好转

方正富邦基金首席策略师 崔永

自10月18日央行暂停逆回购以来,市场流动性再次趋紧。7天期SHIBOR利率由10月16日的3.3%,迅速飙升到10月30日的5.59%,10年期国债收益率也从10月16日的4%飙升至10月30日的4.2%,上证综指也从10月16日的2233点再次下跌至10月29日的2128点,并一度跌至2100点下方。为缓解流动性紧张形势,央行从10月29日开始重启逆回购操作,尽管规模仅有130亿元,但由于本周没有逆回购到期,所以公开市场操作连续两周实现净回笼之后,于10月29日当周再次实现公开市场操作净投放。从央行近期公开市场操作情形来看,尽管央行不希望货币市场利率回落到3.3%以下,但是显然也不希望货币市场利率维持在4%以上。因此,随着央行逆回购操作的进一步推进,货币市场利率有望再次回落到3.3%偏上的水平。

当然,由于外汇资金流出形势近期发生逆转,以及物价涨幅近期的再次反弹,所以很难期望央行逆回购操

作力度会明显加码。但考虑到财政资金在未来两个月内会集中投放,这将有效缓解流动性相对紧张的局面,从而能够保证货币市场利率维持在3.3%偏上的水平。尽管3.3%偏上的货币市场利率水平意味着流动性还是处于一种紧平衡状态,但是相对于当前5%左右的货币市场利率还是明显趋于好转。

毕竟,人民币贬值预期已经明显弱化甚至近期就会发生逆转,外汇资金还将加速涌入。数据显示,从今年8月份以来,人民币贬值预期逐渐弱化。随着人民币贬值预期的弱化,外汇资金也从8月份开始由净流出转为净流入。9月新增央行外汇占款达2682亿元,比上月多增1883亿元,而且比9月份金融机构新增外汇占款增加1418多亿元。这种情况的出现,意味着不仅个人和企业等外汇市场投资者积极将外汇结汇,而且银行也将外汇头寸积极向央行结汇,以避免人民币升值可能带来的汇兑损失,投资者已经开始产生强烈的人民币升值预期,持续19个月的人民币贬值预期即将发生逆转。

在即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇率已经从9月6日的6.17,升值至10月30日的6.14,外部环境还将继续支持人民币对美元进一步升值。尽管美国联邦政府将获得直到2014年1月15日的预算资金,债务上限将会被提升到2014年2月7日,但是由于债务上限问题迟迟得不到彻底解决,美联储有必要继续维持量化宽松政策以弥补缺口。投资者关于美联储量化宽松政策提前退出的预期会逐步弱化,因此美元在明年2月份之前的较好表现,外汇资金重新回到新兴市场经济体的可能性增大。这意味着,外汇资金近期有可能会加速涌向中国等新兴市场经济体,未来两个月内平均每月新增外汇资金有可能会达到3000亿元以上。

此外,近期财政资金也将集中投放,从而有利于缓解流动性相对紧张的状态。今年前9月,全国公共财政支出为9.15万亿元,而年初制定的2013年全国财政支出预算为12.66万亿元,这意味着今年第四季

度财政资金要集中投放3.51万亿元。根据历史情况,财政资金一般会在每年的最后两个月尤其是12月份集中投放。从央行资产负债表可以看到,政府已经开始陆续投放财政资金,政府在央行的财政存款已经从8月底的3.7万亿元,降到9月底的3.4万亿元。如果10月份政府投放5100亿元的财政资金,11月份和12月份平均每月还将有1.5万亿元财政资金的投放。

事实上,尽管9月份公开市场操作净投放流动性只有160亿元,但由于于外汇占款的增加以及财政资金的投放,9月份新增基础货币高达5822亿元,比8月份的2896亿元多增2926亿元。在基础货币快速增加的同时,货币乘数近期也在明显放大,货币乘数已经连续6个月维持在4.1倍,明显高于2012年12月份的3.8倍。基础货币投放的增加以及货币乘数的扩大都将有利于广义流动性环境的改善。尽管9月末广义货币(M2)同比增速比上月末略低0.5个百分点,但还是比2012年年末高0.4个百分点。随着基础货币的增长,即便货币乘数继续维

持在4.1的水平,广义货币M2应该还会维持较好增长,整体流动性环境近期还是有改善。

随着流动性环境的改善,当前股债“双杀”的格局很难持续,股票市场预计还将保持今年6月底以来的弱势反弹格局,债券市场在未来几个月内可能会迎来一波较好的行情。毕竟10年期国债收益率目前已经飙升至4.2%,达到2008年上半年大危机时期的水平。随着物价回落预期的再次形成以及流动性环境趋于好转,债券收益率经过高位整理之后应该会出现一波大幅下降。

而对于股票市场而言,尽管央行暂停逆回购、IPO重启预期、季报业绩不达预期等因素对近期股市造成较大负面冲击,但是毕竟非金融企业上市公司滚动ROE水平已经持续四个季度维持在9.2%左右的历史低位,而且上市公司利润增长有逐步向好的迹象,股市估值中枢不会再进一步下降。在这种情况下,随着流动性好转预期的逐步增强以及IPO重启预期的逐步消化,股市延续弱势反弹的格局应该不会改变。

# 女性逐步问鼎货币决策巅峰

宝拉·萨巴奇

发达国家最后的性别不平等堡垒开始崩塌了吗?在过去几周,珍妮特·耶伦(Janet Yellen)被提名为美联储首位女主席,卡尼特·弗鲁格(Karim Flüg)成为第一位被任命为以色列央行的女性。如果说金钱就是权力,那么女性将不再被排除在控制金钱供给的圈子之外。

女性已经占据了17个新兴市场国家的央行行长之位,包括马来西亚、俄罗斯、阿根廷、南非、莱索托和博茨瓦纳等,但她只是例外,一般的规则是,女性被排除在世界货币决策之外。耶伦的任命尤其重要,因为她打破了发达经济体的玻璃天花板。在她获得升迁之前,G7国家没有女性央行领导人。此外,男性占据着全部23个欧

洲央行理事会职位。自英格兰银行货币政策委员会自1997年成立以来,只有三名女性被任命为外部成员,并且自2002年以来再无女性与该委员会发生关系。日本银行行政委员会也有一名女性成员。

如今,女性占据顶尖政治职位的可能性更大。默克尔最近第三次当选德国总理;英国选民也三次选择撒切尔作为首相,法国也有了女总理。但从未有女性接近这些国家的央行行长之位。

平等性似乎对央行唯恐避之不及,就连以性别平等著称的挪威的纳维亚也是如此。比如,一直推行偏向女性政策、最近选举索尔伯格(Erna Solberg)为首位女首相的挪威,也从未让女性来看管钱袋——不管是央行、财政部还是该国强大的主权财富基金。

最近强力推动变化的努力带来了反作用。为了在欧洲央行推行多样化和性别平等,2012年欧洲议会否决了任命卢森堡的摩尔什(Yves Mersch)为执行委员会委员的任命。但MEP随后并未提出合理的女性替代者,导致欧洲央行在欧元区主权债务危机爆发期间的几周内人手不足。

毫不奇怪,欧洲议会对于摩尔什任命的处理遭到千夫所指,而摩尔什的任命最终还是得到了批准。但许多人从此得出了错误的结论——他们认为能力和经验应该毫无例外地压倒积极歧视的错误观念。如果没有合适的女性候选人,则就应该让最佳候选人胜出,不管他是什么性别。但这一观点没有切中要害。为什么一开始会没有合适的女性候选人?女性获得了发达国家(包括欧洲)30%的经济学博士学位,难道就

没有一人可以入主欧洲央行?在摩尔什任命的事件中,更合理的结论是一开始就没有采取认真的措施挑选胜任的女性。

相反,女性候选人容易被忽视。不管是耶伦还是弗鲁格都是如此——她们直到更优先的男性候选人出局后才获得了任命。弗鲁格在没有男性对手的情况下最终获得了她的顶尖职位,尽管在寻找费舍尔(Stanley Fischer)后继者的过程中她一直担任临时央行行长。

耶伦和弗鲁格都不缺少学术水平——她们都是卓有成就学者,也不适用万能的“经验有限”借口。弗鲁格自2011年开始担任以色列银行副行长;耶伦加入美联储已近二十年,先是在旧金山,随后又出任美联储理事局副局长。如果不是技能和经验的缺乏阻止

了女性问鼎货币决策巅峰,那是什么?最有说服力的解释是,作为领导人非选举产生、透明度十分有限的组织,央行就像是俱乐部,其成员大部分是男性,他们总是提拔同类;政府通常也助长了这一作风——总是充当橡皮图章批准央行更愿意看到的领导人候选者。

如果性别是多样性的一个窗口,那么央行没有通过基本测试。促进多样性——不仅是性别多样性,在许多国家还包括年龄和种族多样性——既事关效率,也事关社会公正。更广泛、更透明的选人流程能减少集体迷思、挑战现状,并让央行更好地处理金融危机。耶伦和弗鲁格的升迁是一个好开端;陈腐的大男子俱乐部之门应该开得更宽。(宝拉·萨巴奇是淡咸楼国际经济学研究主管。本文版权属于Project Syndicate)

# 城镇化战略应转向供给导向

中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

从本质上来讲,城镇化的作用根本不在于需求端。笔者认为,我国城镇化战略应该从供给端着眼,通过城镇化的规模经济效益,以及城市分工协作带来要素集聚效率的提高。

改革开放30多年来,中国保持了持续快速的城镇化进程,城镇化水平由1978年的17.9%提高至2012年的52.57%,平均每年大约提高1个百分点。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨曾经的预言:“中国的城市化和以美国为首的高新技术革命将成为影响人类21世纪的两件大事”似乎正成为现实。根据中国社会科学院城市发展与环境研究所预测,未来一个时期我国城镇化率年均提高速度将保持在0.8-1.0个百分点左右,到2030年之前,我国仍将有2亿多农村人口需要转移到城镇就业和居住。

然而,回顾中国城镇化历程,支撑中国城镇化进程的主要是工业化,但工业化之所以能如此迅猛推进,一是靠中国大量廉价劳动力的优势,二是靠政府主导的大规模固定资产投资,但这两大因素在未来都会发生较大变化,城镇化战略到底要靠什么动力实现持续发展,将成为摆在当前的战略性议题。

我国正处于城镇化快速推进时期,与发达国家城镇化进程相比,我国仍存在着许多城镇化的困境与发展困境:首先,经济发展模式粗放,产业结构效益和城镇化效率呈现“双低效”特征。当前我国产业结构方面的问题主要不是各层次产业之间比例的高低,而是由产业发展方式粗放和发展质量低下引发的相关问题。产业发展方式粗放主要表现为高投入、高消耗、高排放、不协调、低效率等方面,这些问题在我国各产业部门中都有不同程度的反映,而尤以重化工业部门更突出。与此同时,我国城镇化模式也同样存在粗放问题,集中表现为土地城镇化远快于人口城镇化,“圈地”、“造城”等现象相当普遍,导致产业结构效益与城镇化效率“双低效”,美国汽车名城底特律衰败的根源实际上就是汽车制造业竞争优势不再以及“产业空心化”之下,人口大量流失、企业大量外迁所导致的工业化向后工业化转型的失败。

其次,城镇化布局和形态不尽合理,产业集聚和产业带动能力总体不强。一方面,在进入工业化中期阶段以后,我国工业重型化趋势越来越明显。随着工业结构的重型化,工业资本密集程度快速提高,单位资本带动就业的能力快速下降。快速推进的重型工业化将对农村剩余劳动力转移及第三产业和城镇化发展产生不利影响。另一方面,资源要素过于集中于大城市和特大城市,城市建设过于注重规模扩张,人口和产业集聚能力并未相应提高,带动国民经济产业结构调整以及吸纳农村劳动力就业的能力不能得到充分释放。

再者,独特的户籍制度使农民工成为“半城市化”的常住人口,这也就是实现工业化积累的“人口红利”和“工农剪刀差”。未来几年,随着“人口红利”呈现出日益衰弱的趋势,以及“工农剪刀差”的逐步弥合,可以预计的是,城镇相对较高的收入吸引农村人口不断地转移到城镇部门,直到农村劳动力的边际产出等于城镇部门的边际产出时人口转移停止,靠廉价劳动力支撑的城镇化发展模式将不可持续。

最后,由政府主导、行政化推动,忽视产业基础对城镇化发展的内在支撑。发达国家的城市化主要由经济发展推动,城市体系的发展受人均聚集程度和产业发展水平的影响,而中国城镇化的典型特征是政府主导、大范围规划,这也是我国城镇化与发达国家最主要的区别。国家提出“新型城镇化”战略,所谓“新型城镇化”就是人口转移和结构转型并存的“二元”发展型城镇化,而这两者必然依托于产业作为支撑,这意味着城镇化作用根本不在于扩大内需,而是通过城镇化的规模经济效益,以及城市分工协作带来要素集聚效率的提高。

对此,笔者建议,一方面要着力打造城市群和城市带,这种城镇化的空间组织形态由现代化的交通连接,在不降低大城市的规模经济和集聚效应的前提下,又能防止单个城市过度扩张带来的“城市病”;相对集中的布局,还可避免分散型城镇化带来的土地浪费,确保粮食安全,保护土地和生态环境;中心城市以外的城市和小城镇,作为产业支持中心或配套服务中心,提高区域内产业集聚能力。

另一方面,要充分考虑到地区差异,发挥区域比较优势,形成错位发展。从区域特征看,东部沿海地区已步入工业化中后期,资源供给已现紧张局面,劳动力生产成本显著提高。因此,东部地区的城市群发展应当侧重于健全已有大城市的功能,大力发展周边中小城市和小城镇规模,完善卫星城市的配套服务功能,促进制造业转型升级,努力发展高附加值产业和高端服务业,推进产业结构向产业链和价值链的高端攀升。比较而言,中西部地区城市群发展则应当注重优先发展中心城市,利用自身成本优势,努力培育制造业竞争力,承接东部沿海地区产业转移,通过创造全球产业分工新机遇,提高中西部和内陆地区城镇化水平。