

# 汇率端压力制约货币宽松空间

□民生证券研究院副院长 管清友  
民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

上证指数强势上涨令央行货币政策面临了一个两难问题：如果继续宽松，金融市场可能会产生泡沫，如果不继续宽松就实体经济来说，房地产市场库存高企、企业资本开支意愿没有恢复，经济内生下行压力大。但近期上证指数的剧烈波动，则无疑为央行的宽松政策踢开了“绊脚石”。

首先看降息。存款利率上浮和一般性存款分流至高收益资产，意味着本轮降息对银行负债成本下降的作用有限。如果银行负债成本不降，风险偏好收缩不改，银行仍会通过贷款利率上浮将成本转嫁至实体，贷款利率是否真会降低还有待观察。如果贷款利率不降，也就很难化解存量债务风险和形成经济增量拉动。此次降息防范的风险主要包括：资产价格下跌风险，以房地产为主。2008年后房价两次大幅下跌均是伴随着降息周期，而目前房地产行业正面临着库存高企、人口刚性需求减少等打击，所以此时此刻降息应防范房地产泡沫破裂风险。此外谨防股市出现泡沫风险。当前资本由房地产行业流向资本市场，上证指数强势上涨似乎也印证了这一点，面对股市泡沫风险，央行再次降息或会明显延后，但是股指大幅波动却为下一次降息做好了铺垫。

其次看降准。降准可能来的稍晚一些，但必要性却毋庸置疑。

一方面，在资本外流的压力下，经常账户顺差可能会被资本账户逆差相抵，外汇占款明年可能零增长。即使财政存款按历史最大减量5000亿元估计，央行主动释放基础货币的压力将远高于今年。如果按7.5%的增速计算基础货



产能过剩（投资于实体的回报率下降）、人口红利拐点到来和房地产库存高企（投资于房地产预期收益率开始下降）、股市上涨后与国际比较的估值已不算低（投资于股市预期收益率开始下降）、无风险收益率下降和风险暴露（投资于固定收益类资产的收益率开始下降），一旦美元走强，美联储加息预期增强，人民币资产相对收益率开始下降，资产配置行为将开始提前偿还即将变得昂贵的美元债务。尽管中国经济账户是顺差，但仍然摆脱不了外汇储备净减少和汇率贬值的压力。

汇率端存在的压力制约了货币宽松的空间，不可能存在货币宽松和汇率升值的政策组合。尽管央行努力控制人民币中间价，但人民币兑美元即期汇率仍位于半年来的较低水平。如果人民币贬值通道打开，1.2万亿美元流动性瞬间撤离，将直接影响中国金融系统的稳定性。在美元走强的大趋势下，即使今年二季度人民币出现大幅升值，新增外汇占款都接近零增长。可见，若人民币贬值一旦成为趋势，美元流动性的回流恐将引发外汇占款的剧降。

权衡利弊，我们认为央行的货币宽松会迟到但不会缺席。在产能过剩、企业债务率高企、实体融资难的今天，通过提高直接融资占比，打开注册制和国企整体上市的空间，对缓解债务风险、促进国企改革和经济转型大有裨益。此外，股权融资要优于高利率的非标债务，对于企业而言，前者可以有钱就分红没钱就不分，而后者则有巨大的利息刚性支出。因此，货币当局应见股市稳步上涨，忌惮的是大规模加杠杆使市场处于癫狂状态。预计在证监会逐步加大对两融业务的监管之后，股市杠杆降温之后，稳定慢牛的资本市场会使央行货币宽松重新归来。

CFP图片

币增速，2015年所需的新增基础货币为2.2万亿元，央行需主动释放基础货币量为1.7万亿元；如果按2015年12%的M2增速计算，预计到2015年M2将达到134万亿元，按货币乘数4.3估算，所需的新增基础货币为3.3万亿元，即使按照货币乘数的峰值4.8计算，所需的基础货币增量也高达3万亿元，对应的央行需主动释放的基础货币分别为2.8万亿元和2.5万亿元。

另一方面，存款准备金补缴规模的上升会导致超额准备金耗尽。若存款准备金率不下调，一般性存款内生性增长会自动增加存款准备金的补缴规模，按金融机构存款余额9%估算，这部分规模约为1.7万亿元。若非存款类同业存款纳入一般性存款，存款准备金也将多补缴1.8万亿元。按9.8万亿元非存款类金融机构

同业存款和18%的存准率计算），至少需下调三次存准率对冲。即使剔除掉2.5万亿元的保

险同业存款（该项一直以一般性存款计入），存款准备金也将多补缴1.3万亿元，仍需再至三

次下调准备金对冲。

此外，存款保险制度推出会对银行净利润产生负面影响，需央行下调准备金率对冲。2014年1-9月，商业银行净利润总计为1.3万亿元，我们测算的一般性存款余额约为105万亿元，税率为25%计。若平均费率在0.04%-0.08%的区间，对整个银行业的净利润影响约为2.5%-5%。

对于降准来说，它的不确定性在于汇率端的压力。汇率是通过引导资产配置方式影响外汇占款，进而影响金融稳定性。当实体经济

## 全球或出现竞争性货币宽松

□中国社科院金融所副研究员 郑联盛

2015年1月22日欧洲中央银行实质性地开启了“欧洲版”量化宽松政策。该计划主要目的在于应对长期低物价可能引发的经济通缩风险。早在2012年欧洲央行就提出了直接货币交易计划，但该量化宽松政策迟迟无法实行。直至欧洲经济达到通缩边缘，欧洲央行才“超额预期”实行量化宽松政策。

欧元区面临的巨大经济困境，使得欧洲央行不得不出台量化宽松政策。一是过去两年间欧洲经济整体处在通缩的边缘，2014年12月欧元区通胀率下滑至-0.2%；二是欧洲经济面临严重的失业挑战，特别是年轻人失业严重。截至2014年9月底欧元区平均失业率高达11%，其中马其顿、希腊和西班牙失业率分别高达27.9%、25.6%和23.7%；三是欧洲当局经济复苏促进的政策效率日益疲弱。2012年欧洲央行长期再融资计划无力促进私人部门的信用扩张，前两轮长期再融资计划投放资金上限仍有近900亿欧元的缺口。2014年6月欧元区步入负利率时代，亦没有增加欧洲私人部门的投资和消费行为。

政治问题是欧洲央行最终走向量化宽松政

策框架的催化剂。2014年5月欧洲议会大选中，对财政整固严重不满的政党取得了历史性的进步。751个欧洲议会议席近20%被其把持，其在上一届欧洲议会席位中仅为50席。欧元区可能面临新的分裂风险。主张抵制救援、反对紧缩和支持脱离欧元区的极左翼联盟与现任执政党纠缠了三轮大选，并于1月25日的第四轮大选中胜出。政治问题对欧洲联合的冲击亦是德国放弃反对量化宽松立场的基础。2015年1月15日欧洲法院裁定欧洲央行量化宽松政策的行为符合欧盟法律后，德国宪法法院放弃争辩且不反对德国央行参与该计划。

作为全球最大经济体之一，欧元区量化宽松政策将对本欧元区、欧盟及全球经济产生实质性影响，特别是在全球经济格局、资金流动、汇率变化、贸易投资以及大宗商品市场等带来重大不确定性。

在全球影响上，欧洲量化宽松将对全球经济格局造成重大的影响，使得全球经济货币体系和金融市场增加新的不确定性。在日本、美国、英国之后，欧元区又开始实行量化宽松，使得宽松货币政策成为主要经济体的政策选择，从而可能出现全球范围更广泛的“以邻为壑”的政策“踩踏”。可以较为确定的是美元可能获得持续走强的基础，美元中期走强仍将延续趋势。这对于包括中国在内的新兴经济体而言，无疑是一个显著的冲击。

大宗商品的弱势将是趋势性的，欧洲量化宽松无法改变这个趋势。其一，量化宽松政策可能使得全球流动性更为宽松，但无法期待出现类似美联储量化宽松政策的流动性效果。其二，中期看，美元将是稳中走强，大宗商品市场亦缺乏走强的定价基础。其三，大宗商品市场亦没有大幅上扬的基本面基础。从需求角度看，全球经济复苏整体不力，限制了大宗商品的总需求。从供给角度看，以欧佩克为核心的市场价格调节机制正在弱化，在总需求大幅萎缩的条件下，各个成员国的关注从价格逐步转向份额，从而不

立，欧洲量化宽松及其欧元潜在的贬值可能使得资本进一步回流至美国，弱化了欧洲经济复苏的资本、技术和产业基础。

在全球影响上，欧洲量化宽松将对全球经济格局将造成重大的影响，使得全球经济货币体系和金融市场增加新的不确定性。在日本、美国、英国之后，欧元区又开始实行量化宽松，使得宽松货币政策成为主要经济体的政策选择，从而可能出现全球范围更广泛的“以邻为壑”的政策“踩踏”。可以较为确定的是美元可能获得持续走强的基础，美元中期走强仍将延续趋势。这对于包括中国在内的新兴经济体而言，无疑是一个显著的冲击。

大宗商品的弱势将是趋势性的，欧洲量化宽松无法改变这个趋势。其一，量化宽松政策可能使得全球流动性更为宽松，但无法期待出现类似美联储量化宽松政策的流动性效果。其二，中期看，美元将是稳中走强，大宗商品市场亦缺乏走强的定价基础。其三，大宗商品市场亦没有大幅上扬的基本面基础。从需求角度看，全球经济复苏整体不力，限制了大宗商品的总需求。从供给角度看，以欧佩克为核心的市场价格调节机制正在弱化，在总需求大幅萎缩的条件下，各个成员国的关注从价格逐步转向份额，从而不

立，欧洲量化宽松及其欧元潜在的贬值可能使得资本进一步回流至美国，弱化了欧洲经济复苏的资本、技术和产业基础。

作为全球经济最为重要的两个经济体，欧洲和中国互动性日益深化，欧洲政策框架的变化对中国的影响亦是深远的，特别是叠加了美联储量化宽松政策的退出，中国经济面临的外部不确定性将更大，中国应该有效防范。

一是动态评估欧洲、美国等经济体宏观经济政策的变化及其对中国经济的影响，做好相应的预案，防范贸易、金融、货币等的重大风险。二是在保持宏观经济政策整体稳健的基础上，充分发挥宏观经济政策的能动性进行预调微调，保证经济平稳发展，防范重大的失速风险。三是重点关注可能引发系统性风险的经济领域及其外部脆弱性，警惕产能过剩、房地产泡沫、影子银行、地方债务以及资本流动等环节的风险与外部风险叠加造成的大冲击。四是重点布局大宗商品市场的投资与风险防控，利用全球复苏不力和大宗商品市场走弱的历史机遇，构建资源能源安全新战略。五是将外部压力转为内部改革动力，全面深化改革，发挥市场在资源配置中的决定性作用，加快汇率、利率体系改革，加速经济结构调整和发展模式转型。

## PMI指标如何预报了牛市

□中采咨询 于颖

股市牛市来临，但经济数据中仿佛不存在牛市的基础，学界多有观点指出这是流动性推动的盛宴。在PMI数据长期跟踪和研究中，我们发现指标之间的对比更能够提前反映产业活动趋势，其中利润趋势即新订单减购进价格这一指标，在预测经济和股市时表现最好，2007年以来以其提示股市和经济拐点的能力被一再证实。

2012年以来，由于经济环境变化，经济数据大多窄幅波动，该指标反映经济及股指波动的能力似乎减弱了。然而最近研究发现，2012年以来二者关系变弱实际上是表象，只是领先时滞改变。实证研究表明，利润趋势指标出色地预报了股票市场的走势，其领先股指4-5个月的相关系数达到0.69；进一步深入到行业研究，发现部分行业的利润指标预测能力超过综合指标，领先相关系数可达0.81。这一研究发现对于股票投资中的行业选择、金融工程参数选择等将提供富有价值的新参考。

在上述分析基础上研究利润趋势表现可知，在过去两年中，利润趋势指标已经提前预示了部分行业的盈利改善以及行业股指的回升。而且研究利润趋势的未来表现，我们认为该指标在未来1-2年内会持续表现为正值区间，尤其是设备类、新兴产业等相关行业；同时可以预判股市将有1-2年走牛的过程，其中伴随着某些行业超过全国平均水平的估值提升。

从PMI利润指标与股指关系观察，利润趋势能够提前反映股市趋势是有理由的。从我国现有经济指标体系看，供需关系的对比只有在PMI体系中表现得比较确切，其他经济指标因为不可比、不系统等原因，还不能显示这种强相关。

PMI利润指标对上证指数KDJ的领先相关性(时间:2005年7月至2014年12月)								
领先期数	指标1	指标2	3	4	5	6	7	8
相关系数	PMI利润移动平均	上证指数价格均线1	0.543	0.629	0.679	0.685	0.655	0.601
	PMI利润移动平均	上证指数价格均线2	0.674	0.708	0.694	0.632	0.536	0.424
相关系数	PMI利润	上证指数价格均线1	0.201	0.301	0.417	0.520	0.590	0.611
	PMI利润	上证指数价格均线2	0.366	0.452	0.552	0.626	0.650	0.606

从经济周期的变化来看，利润趋势指标实质上表达了供求关系对比，因而提前反映了企业盈利状况的变化，发生在需求和价格变化之间；而股市变化也领先于经济增速数据发生变化，但会发生在需求价格变化之后。

2005年至2010年，PMI利润趋势显著地提前反映了股指的峰谷变化。PMI利润从2005年11月的10.1下降到2008年7月的-25.1，相应地上证综指从2007年10月的5954.77下降到2008年10月的1728.78；利润指标从2008年7月的-25.1上升到2008年10月的9.4，上证综指从2008年10月的1728.78点上升到2009年7月的3412点。利润趋势精准地提前描述了上一个牛市的进程。

研究发现，部分行业PMI利润指标的预测能力要好于综合指标，2012年7月至2014年11月期间，全国PMI及11个制造业行业利润指标与上证指数J月线的相关性系数，行业PMI利润通常领先股指KDJ-J线5个月发生变化。其中通用设备等行业的指标表现最佳，其领先股指KDJ-J线的相关系数达到0.82。此外，电气机械、非金属矿物制品业、食品饮料、黑色金属等行业PMI利润5个月的领先相关系数也达到0.7以上的高度相关。

从技术指标的特质来考虑二者经济逻辑上的关系，其实质为PMI利润的上下波动体现的是经济偏离供需平衡中枢的程度，描述经济变化趋势；而股指的KDJ指标上下波动反映的是股价围绕中枢变动的范围，描述股市变化趋势。从PMI利润指标与股指相关性观察，2005年

为股指将迎来新一轮牛市，更认为由于利润趋势在过去两年一直为正值，历史数据表明，其在正值的区间越长，其引领的牛市时间也会越长。

回顾本轮经济恢复中，至2015年1月，订单增长还未完全展开，采购价格的均值低位至少持续到2015年3-4月，由此主要行业的利润趋势的移动均值由持续正值转变为持续负值，至少会到2015年8月才会发生，由此预计牛市历程将持续至2016年以后。

由于各种原因，其间短时间的波动会发生，但如果能经由移动均值观察中长期趋势，经由中周期或后周期行业观察趋势形成程度，则观测短时波动引起的预测误差可以避免。同时，PMI数据的分项数据显示，过去两年中，我国经济结构明显改善，经济质量不断提升，这也是牛市展开的动力，其中经济结构的改善体现在过剩产能行业的收缩以及利润缩减，而含有新技术动能的产业其扩张明显好于传统过剩产业，同时带来牛市中的投资结构问题。

尽管PMI综合指标显示利润趋势转好已经两年左右，但由于经济结构调整，各行业的利润趋势表现不同，可以预判不同行业在市场走牛过程中，其力度也或将不同。

从制造业各行业利润趋势近两年走势看，通信设备计算机及其他电子设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、食品加工及制造业等行业的利润趋势12个月移动平均值水平高于制造业全国水平。较差的行业有服装鞋帽制造、木材加工及家具制造业等，其行业的利润趋势12个月移动平均值水平低于制造业全国水平。新兴产业包括7大产业，其PMI值相对较高，利润趋势指标表现更为优异，新能源、新能源汽车等5个行业好于制造业全国水平。

## 警惕患上“改革欣快症”

□上海国富投资管理公司首席经济学家 刘海影

过去30多年，中国经济创造了伟大奇迹，目前却面临不少棘手问题，而这些问题很大比例都与我们在制度改革方面的滞后有关。在呼吁改革的同时，必须警惕陷入“改革欣快症”迷途。

“改革欣快症”的典型体现是认为改革可以解决一切问题，而对伴随改革而来的痛苦却没有下决心去承受。当前中国经济的一个核心问题是过剩产能过高。作为过剩产能的金融映像，中国的非政府债务占GDP之比高达186%，高于美国、欧洲、日本。在过剩产能压制下，实体经济正在经历痛苦的通缩，生产物价指数(PPI)已经长达34个月为负，资产回报率也从2007年的高位持续下滑到5%左右。对于很多行业、企业而言，其投资回报率已经无法覆盖资金综合成本，而沦为“僵尸企业”。在正常市场环境中，这些“僵尸企业”会不断被淘汰，过剩产能得以出清，无效配置的资源得以释放，在宏观面上体现为以一定的债务违约、企业倒闭为代价，过剩产能比例得到控制。但以隐形政府信用担保为这些“僵尸企业”源源不断地输血，阻碍了上述本应展开的出清过程，导致过剩产能与债务负担之间的正反馈循环，令两个指标均大幅飙升。

怎么办？有人推荐一剂“良药”是大力发展直接融资，尤其是股权融资。大体而言，这无疑是正确的方向，但幻想此举对解决上述问题有实质性贡献，则或是“改革欣快症”的一种体现。

首先，债权融资与股权融资都是融资的具体方式，而一个项目是否成功，不取决于用哪种方式来融资，取决于这个项目是否具有经济合理性。投入十个亿建一个炼铝厂，在产能过剩严重的情况下，不管股权融资十个亿，还是债权融资四个亿，都不会改变这家厂最终会破产倒闭的命运。

如果只从字面上理解债务比例过高，问题其实很好解决，完全可以透过以股权融资替代债权融资、甚至用债转股的方式，把债务比例降低。不幸的是，这并没有解决问题。本质上，债务本身从来不是问题，而跟债务相对立的资产是问题之所在。只是融资方式的转换并不能解决我们大量的资产是坏资产、大量项目不具备经济合理性的本质问题。

更重要的是，这并不能帮助中国经济解决资源配置不合理的存量与增量问题。经济学家们谈论改革很多，但对于承担痛苦，不管政府还是学界都谈得很少。所谓承担痛苦，在这一具体问题上的体现在于必须设法让过剩产能退出，从而让资源配置到可以带来的新投资机会上去。如果仍按照目前方式继续下去，由政府隐形担保的融资去支持本不该生存的产能，那么可贵、有限的剩余，会被锁死在无用的地方，而能够带动经济发展的投资机会却因为没有得到充分的资源配置而被浪费。因此，中国经济的核心难点在于，是否有能力与意愿来承担这个痛苦。

以美国为例。2008年金融危机之后，美国经历了一个去杠杆和去债务的过程，它的非政府债务占GDP比例从最高的178%降到现在的162%，过剩产能率从最高的33%降低到现在的20%。但这是以承受痛苦为前提：5年内美国破产倒闭大企业数比全球其他国家加起来还多，美国破产倒闭的银行数比其他国家加起来还多。反观中国，从中央到地方，从政府到民间，所采取共同的心态，是拖延问题、掩盖问题，用更多债务来维持某些脆弱链条的可能断裂。截至今天，债务方面的刚兑保护仍旧支持大量融资资源流向僵尸企业，中国经济也仍旧依赖加杠杆维持7%的经济增速。

企业失败之时，债券融资与股权融资仍会造成路径与难易程度上的区别，但股权融资在此方面的优势是需要先决条件的。按照“金融的法律起源”理论研究，一个国家的股权融资受到该国法律体系的深刻影响，普通法体系国家的股权融资普遍好于大陆法体系的国家。主要是因为普通法体系对(外部)投资者提供了更好的权益保护。恰好在这方面，中国还有大量的、根本性的制度建设工作没有完成，此时大力推进股权融资，固然有其正面效果，但也会引发新风险。事实上，去年10月份以来的股市上升显示了强烈的泡沫化走势特征，在经济基本面、企业盈利都无改善的情况下，估值水平大幅扩张，如果继续发酵，难免未来不会酿成泡沫崩溃导致的最大危机。

上述股权融资的相关分析只是“改革欣快症”一个方面的例子。问题的本质在于，改革是必须的，但更加重要的是承担痛苦的意愿与能力。必须打破刚性兑付，强化国企、地方政府平台等单位的预算约束，容忍一定的企业破产与债务违约，容忍由此导致的经济增速下滑与失业激增，尽全力防止系统性金融崩溃。这自然是高难度动作。总之，不应继续选择避免痛苦，而在老