

# 推进利率市场化 助力货币政策提质增效

□交通银行首席经济学家 连 平

在外部不确定性明显增加、世界经济增长放缓、美联储可能降息以及我国经济依然存在下行压力的背景下,未来货币政策调整是否有很大的空间?笔者认为,当前我国名义利率和实际利率都处在历史和国际的较低水平,进一步大幅降息效应有限,且受到多重因素掣肘,而利率市场化的推进则有助于货币政策提质增效,能够更好地解决结构性问题。

## 宽松空间受制约

今年以来,有关货币政策当局有两个稍有差异的表述,一是坚持逆周期调节,二是适时适度进行逆周期调节。很明显前者在逆周期调节问题上较为明确和坚定,方向感较为清晰;而后者则要求逆周期调节要把握好时机和力度,要有分寸和灵活性。前者往往在外部不确定性明显加大和经济下行压力增加时使用,而后者则是在不确定性和压力有所缓和同时伴随市场流动性较为充裕时采用。不难看出,后者的表述表明货币当局在逆周期调节问题上已经不是全力以赴,而是有所保留。从“坚持逆周期调节”到“适时适度进行逆周期调节”,实质上是说货币政策宽松虽有空间,但却是受到一系列因素制约的。

2018年以来,货币政策的逆周期调节既有一定频率,也有不小的力度。货币当局总共实施了五次整体性和结构性降准,使目前银行存款准备金率平均水平降为11%,较2017年平均水平下降了约3个百分点。与此同时,货币当局运用各类公开市场操作工具增加短期流动性并推动市场利率水平走低。之后货币金融领域已经发生了很大变化,市场流动性很大程度上已合理充裕,有的阶段甚至十分充裕。在这样的货币流动性状态下,进一步大幅放松货币政策显然是不够恰当的。

2018年下半年以来,市场利率水平不同程度地持续回落。以货币市场利率DR007、十年期国债收益率为例,2018年1月至2019年6月已分别回落了20BP和73BP。2018年1月至2019年3月,人民币贷款加权平均利率也由5.91%回落至5.69%,降幅为22BP。2019年二季度以来,贷款利率还在进一步下降。2009年6月末与2019年6月末CPI分别为-1.7%和2.7%,同期估测实际利率分别为4.87%和0.54%。目前的实际利率水平要比十年前明显低得多。再从国际比较看,目前美国商业银行的贷款基础利率水平约为5.5%,而我国贷款基准利率一年期的为4.35%;美国联邦基金利率在2.25%-2.50%区间,高于目前SHIBOR隔夜利率的中枢水平2.00%。按理中国的利率水平高于美国的利率水平,合理利差的存在对保持资本的净流入有裨益。由此可见,即使美联储实施降息,我国利率水平下调的空间也是有限的。

2017年以来,去杠杆政策作为重要针对性举措加以实施。经过2017-2018年的调整,我国宏观杠杆水平有所下降,总体上较为稳定。但2018年以来,除企业部门杠杆率相对稳定外,政府和居民的杠杆水平均有明显上升。

根据国家金融与发展实验室报告的数据,2018年初至2019年一季度,政府、居民杠杆率分别由35.77%、50.38%上升为37.67%、54.28%;同期企业部门则由158.9%略降至156.88%;总体杠杆水平由245.05%增加至248.83%,上升约3.8个百分点。

笔者认为,对于目前杠杆水平和债务水平状况十分担忧的观点,似乎是夸大了风险。国际上有些经济体比我国的杠杆水平还要高,经济运行依然长期保持平稳,关键要看什么样的金融供给结构和需求结构。我国这种以间接融资为主的金融结构与银行占主导地位的金融体系所形成的金融供给结构,加上具有明显的国企和地方政府特点的金融需求结构,出现宏观杠杆水平偏高并不值得过于担忧,但宏观杠杆水平毕竟偏高的现实状况,导致稳杠杆政策在未来一个阶段不可能出现根本改变。在杠杆水平已经又有抬升的情况下,货币政策进一步宽松会有大幅提升杠杆水平的风险,与去杠杆或稳杠杆的政策是背道而驰的,因而是不太现实的。

币值稳定是货币政策的重要目标之一,通货膨胀是货币政策变化需要考量的重要因素。2019年以来,物价走势出现分化。物价走势的一个特点是CPI在食品价格推动下逐步上升,猪肉、蔬菜和鲜果价格轮番走高,CPI正在接近政策调控目标3%;另一个特点是PPI在内外需求走弱的牵引下逐步走低。2019年6月末PPI环比已经为负,同比则接近0值。两者态势可能进一步有所分化,南辕北辙。笔者虽然不赞同今年物价上涨对货币政策会带来压力的观点,但必须客观地考虑到,当连续几个月CPI迅速走高,甚至突破3%的情况下再进行降息,会不会引发CPI出现阶段性更大程度抬升的问题。在这种情况下,货币政策的进一步向松调节应该会采取比较谨慎的态度。

2015年以来,美元兑人民币汇率基本上在1:6至1:7区间波动。2018年后受外部因素影响,人民币承受了不小的贬值压力,汇率两度接近1:7而最终没有破所谓重要“关口”。在内外需求走弱、经济运行具有下行压力、经济常项下顺差趋于减少的情况下,未来人民币汇率的主要风险可能依然是贬值。而货币政策则是影响汇率走势的重要因素,有时甚至是决定性因素,宽松的货币政策必然对人民币贬值形成压力。如果从保持人民币汇率基本稳定,减轻其贬值压力的角度考量,货币政策最好是不再进一步宽松。

## 适时适度逆周期调节重点在结构

笔者认为,未来货币政策继续向松调整

有空间,但其空间是受到制约的。事实上,从2018年下半年以来,货币政策逆周期调节总量上的目标已基本达成,实现了流动性合理充裕和利率水平的明显下降。目前的难点或下一阶段的任务主要是结构性的。未来货币政策应保持两个基本点:一是继续维持流动性合理充裕状态,二是推动利率水平进一步走低。而主要任务则是运用结构性工具努力促使低成本的资金加大力度流入实体经济之中。

目前市场合理充裕的流动性,流入到实体经济中并不理想,是因为受到周期性和结构性等方面因素的制约。在间接融资为主的经济体,货币政策传导比较容易受到银行体系的制约。一定时期内商业银行的经营取向与货币政策取向之间会存在差异。通常有可能出现货币政策要向东走,但银行体系却要向西去的状态;或者是货币政策想快些推进,而银行体系则觉得慢些好的状态。商业银行往往会在作为经营主体的独立诉求,有时还具有一定合理性。如当前情况下,尽管流动性已合理充裕,但商业银行的风险偏好较低,信贷投放就会相应较为谨慎。这在客观上与逆周期政策调节的要求之间存在距离。而直接融资为主的经济体如美国,货币政策宽松后相当部分货币供应会立即进入资本市场,进而直接注入实体经济,而不需要经过银行体系“过滤”。

有鉴于此,从长期看,我国融资结构需要加以改善,应加大力度发展直接融资,尤其是针对性地推动银行的资本、人才、网络等各种资源进入证券业,加快资本市场成长。短期看,则需要银行体系的风险偏好及其相关的机制和流程作出合理调整。货币当局和监管当局可以运用各种工具推动银行体系的决策机制和流程进行优化,以更好地推动已经比较宽松的流动性注入实体经济。

除了银行体系以外,非信贷非股债社会融资也是影响货币政策传导效应的重要方面。因为非信贷非股债社会融资属于融资结构中的重要构成部分。2015年初,非信贷非股债融资在社融中占比约17%。而近年来,实体经济感到有压力的主要不是信贷紧缩,而是因为非信贷的融资受到了很大制约。尽管货币当局和监管当局已经采取了一系列举措,但到目前为止依然没有出现根本的改变。银行的表外业务、影子银行业务增长缓慢,有的仍在负增长。2016年末开启了金融去杠杆进程,非信贷非股债融资在社融中占比2019年6月回落至11%。事实上,非信贷非股债融资达到一定的规模,与银行信贷和直接融资形成

## 2019年上半年 贷款保持较快增长 社融增速逐步回升

▲同比增长

2019年上半年

我国人民币贷款

增加9.67万亿元

社会融资规模增量累计

13.23万亿元 比上年同期多3.18万亿元

央行数据显示

2019年6月末

人民币贷款余额

145.97万亿元

▲13%

社会融资规模存量

213.26万亿元

▲10.9%

其中,对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长13.2%

人民银行相关人士表示

当前银行体系流动性合理充裕、货币信贷和社会融资规模适度增长,市场利率运行平稳

新华社记者 青晓璇编辑

匹配,是实体经济融资多样化的需要。实体经济既需要从银行获得信贷,也需要以发行股票和债券的方式来取得直接融资,还需要适当规模银行表外融资等其他方式的融资,融资环境才会得到更好的改善。

支持中小微企业融资是货币政策传导效应改善中的重要目标。从大型银行近年来的表现来看,其支持力度已经达到了很高水平。迫在眉睫的是,中小银行如何能够坚守自己的本位,更多地开展中小微企业的融资业务。个别银行事件使得中小银行的流动性状况受到牵连,导致负债环境不利于中小银行加大对中小微企业融资。这需要货币当局和监管当局以针对性的手段来加以调节和改善,包括以低于市场利率水平向其提供流动性,定向降准等来降低其融资成本、增强其融资能力;或为中小银行同业负债及其他债务性融资进行增信操作等等。

总的来说,当前我国名义利率和实际利率都处在历史和国际的较低水平,进一步大幅降息效应十分有限,且受到多重因素掣肘,而利率市场化的推进则有助于货币政策提质增效,更好地解决结构性问题。当前存款准备金率经过多次下调已达到平均11%的水平,结合超额准备金率考量,在国际上已属于不高的水平,有下调空间但也已不大。未来宏观经济如果遇到巨大冲击,货币政策可以适度继续向松调整。随着我国国际收支逐步趋向平衡,存款准备金率水平未来仍有进一步下降可能,但随着利率市场化的推进,运用价格型工具开展调控将逐步成为货币政策的主要调节方式。

## 科创板制度优势凸显

□国家金融与发展实验室高级研究员 尹中立

科创板首批25只股票已经挂牌交易,这意味着我国资本市场改革又取得了重要进展。笔者认为,目前在分析科创板未来前景的时候,应该思考一下现行A股IPO制度有待完善之处。

从制度来看,以前希望通过严格的财务指标要求,把优秀公司筛选到资本市场。但财务指标仅仅代表过去。从统计数据可以看到,通过财务指标筛选出来的公司大多数已经进入成熟期。

科技创新类企业(尤其是互联网公司)具有自身发展特点,它们在创业初期需要投入大量资本,需要资本市场的支持,因此财务报表常常是亏损甚至是巨亏,但公司一旦进入收获期,现金流就会出现爆发式增长。按照现行A股IPO标准,这类企业无法进入我国股票市场,投资者也就无法分享这些公司的成功。

既然财务要求过高不利于科技类企业进入股票市场,那么放宽IPO的财务指标要求可否?历史经验表明,门槛过高不行,没有门槛也不行。科创板市场如何设计?这次特别进行了一系列准备,IPO制度创新方面,设计了跟投制度。

笔者认为,这一制度可以有效化解之前投资银行制度的缺陷,因为其强化了投资银行在保荐上市公司过程中的责任,并把IPO的定价与投资银行的自身利益进行捆绑,实现了资产定价的买方约束。同时,科创板实行的制度能够解决当前资本市场的顽疾:一是遏制IPO过程中一系列财务造假行为;二是减少各种寻租行为;三是降低IPO定价的估算水平。

在一系列制度设计中,科创板设计了高效的退市制度。一个健全的资本市场定价体系,退市制度至关重要。因为每一个国家,其金融资源是有限的,能够享受流动性溢价资产的数量也是有限的。纳斯达克之所以能够培育出引领世界潮流的科技公司,一个很重要的现象是,十年来数千家上市公司被退市。从制度建设来说,没有高效的退市制度,就不能让风险溢价在资本定价过程中得到准确反映。

可以预计,未来科创板市场估值大概率应该与成熟市场接轨。成熟市场接轨的规律是什么?在美国等市场,蓝筹股估值高于中等市值公司,小公司退市的概率更高,所以风险溢价在这个过程中就会起到定价作用。公司越小,不确定性就相对越大,风险溢价估值要求也就越高,估值水平就会更低。

注册制的一系列新的制度在科创板运行一段时间后,应总结经验并推广到主板、创业板、中小板。因此,未来几个市场之间应该是逐渐接轨的关系,主板、中小板、创业板将大概率与科创板市场价格进行接轨。

# 美联储难以开启降息通道

□国开证券研究员 王鹏

美联储即将召开议息会议,不出意外的话,本次联邦基金目标利率将下调25个基点至2%-2.25%区间,这将是自2015年12月美联储进入加息通道以来的第一次降息。美联储长期政策拐点是否到来?本次降息究竟是美联储应对当前经济状况的短暂政策调整还是意味着进入利率下降的长期通道?本次降息究竟会对我国的政策和市场产生怎样的影响?笔者认为,回答这些问题,需要从本次降息的缘由与性质综合研判。

## 降息通道或难以开启

大致来讲,本次美联储降息的原因主要来自两方面:一是美国自身通胀水平持续低迷。自2018年6月的一年来,美国除PCE价格指数、核心PCE价格指数同比增长在2018年7月达到2.21%和2.04%之外,其余月份,PCE价格指数与核心PCE价格指数同比均位于通胀目标2%以下;同样,CPI指数自2018年7月达到最高2.9%之外,其他月份也均在2%以下,并呈现下降趋势。这种持续的物价状况使得美联储决策层对物价的担忧超过了对经济增长的忧虑,防止通货紧缩预期成为美联储政策考量的重点。

二是担心美国之外的经济出现放缓,以拖累美国经济。正如鲍威尔在国会众议院金融服务委员会发表半年度货币政策证词时所说:“自6月议息会议以来,全球贸易紧张局势的不确定性以及对全球经济增速的担忧似乎仍在拖累美国经济前景,我们将密切关注

最新的信息对经济前景的影响,并将采取适当措施维持经济扩张。”

于是,市场对美联储降息预期较为充分。从芝加哥利率期货的数据来看,截至目前,市场对本次美联储降息25个基点概率为80%,降息50个基点的概率为20.9%。

那么,在本次降息之后,美联储是否开启降息通道?笔者认为,并没有充分证据证明本次降息会开启降息通道。第一,美联储决策层需要为未来的政策保留空间,因此对连续降息较为谨慎。从耶伦主政时期开始,美联储进入加息通道的理由之一就是为美国经济出现问题时提前加息以留足政策空间。同样,当下美联储是否要开启降息通道仍需要考虑未来政策空间是否足够的问题。如果进入降息通道,将使目前的联邦基金利率较快回到2014年水平,一旦未来金融市场或者经济发生重大危机则政策空间将捉襟见肘。

第二,降息并非万能药,它将对美国资本市场和实体经济产生非对称影响。理论和历史经验表明,降息对催生资本市场泡沫的边际影响要大于其对实体经济的增长的刺激。当前正是在美联储降息预期的背景下,道琼斯指数创有史以来新高。虽然美国股市迭创新高,但是自2018年9月以来,美国实体经济和企业利润增速预期出现恶化。

据相关数据统计,2019年二季度,美国经常活动指标平均下滑至1.3%的水平,而在2018年初,该指标还曾达到最高点4.1%。2019年EPS每股净利润增长值也不断下跌,股票价格中已反映了这种经济和利润增速预期的恶化。2018年9月以来,美股市场中周期型股

票的表现已远远落后于防御型股票。在对实体经济刺激效果不明显的情况下,徒增资本市场泡沫风险是美联储不得不权衡的因素。

第三,本次降息可能仅仅是中性通胀率水平的回归。近期以鲍威尔为代表的美联储决策层也表示,2%的中期通胀率水平可能定得过高,下调利率或是对中性利率水平的修复。

第四,美国短期经济数据相对非美经济较好。美联储最新数据显示,美国6月零售销售和工厂产出数据好于预期,新增初请失业人数仍维持在历史低位水平附近,而美国7月费城联储制造业指数也创出10年来最大涨幅,在一定程度上缓解了市场对于制造业萎缩的担忧。短期经济数据的韧性,使得美联储未来决策可以做到“边走边看”。

## 我国降息外在条件不充分

从历史经验来看,按照降息缘由和性质标准划分,降息可分为应对危机和顺应周期波动两种类型。1987年美国股灾、2000年网络科技股泡沫以及2008年次贷危机,美联储采取了应对危机式的高频率大幅度降息,而1995年、1998年美联储降息采取了顺应正常经济周期波动的低频率小幅度的降息。可以看出,如果本次美联储降息,应仅仅是为了应对短期通胀水平低迷以及外围不确定性的防御性措施,是顺应美国实体周期性波动而采取的跟随式调整,并非是应对金融或经济危机而进入的高频率长期降息通道。

对美元指数来说,从长期来看,虽然美元指数可能受到其财政赤字恶化的影

响,但是短期来看,由于当前全球进入降息潮(近期,韩国、印尼、南非、乌克兰、土耳其均降息,欧央行降息的市场预期也较强),所以美元指数也会受到来自非美经济体及其政策的影响。如果美国经济相对非美经济体尤其欧洲经济向好,造成欧央行政策宽松预期强于美联储,则美元指数仍将被动地处于高位,除非美国基本面数据或财政赤字超预期恶化,否则短期内出现美元指数趋势下跌概率较低。

就我国货币政策影响而言,在美联储降息背景下,市场出现我国应跟随式降息声音。就此问题而言,是否跟随式降息可以从可能性和必要性两方面来看。从可能性来讲,由于美联储本次降息的性质可能是跟随其经济周期调整的缓慢降息而非应对危机高频率大幅度的降息,因此,美联储降息空间或有限,这使得我国降息的外在条件不甚充足。

从必要性来看,当前我国基本面数据相对良好,社会融资规模同比增长较之前有所改善,汽车消费回暖,房地产投资好于市场预期,基建和制造业均稳中有升,因此降息的必要性不足。当前在内部相对均衡的情况下,我国的货币政策不会跟随外部均衡的变化而变化。就人民币汇率而言,正如上述分析,由于我国基本面企稳以及我国货币政策和汇率政策相对稳定,即便美元指数被动走高,也不会对人民币兑美元双边汇率造成实质性影响,人民币兑美元双边汇率可能处于相对稳定的位臵。就我国货币而言,由于美联储降息空间有限以及我国货币政策保持相对独立,不宜将其作为我国货币的长期走牛的理由之一。

可以预计,未来科创板市场估值大概率应该与成熟市场接轨。成熟市场接轨的规律是什么?在美国等市场,蓝筹股估值高于中等市值公司,小公司退市的概率更高,所以风险溢价在这个过程中就会起到定价作用。公司越小,不确定性就相对越大,风险溢价估值要求也就更高,估值水平就会更低。

注册制的一系列新的制度在科创板运行一段时间后,应总结经验并推广到主板、创业板、中小板。因此,未来几个市场之间应该是逐渐接轨的关系,主板、中小板、创业板将大概率与科创板市场价格进行接轨。