

每周酷图与思考

吸取日本金融自由化和低利率政策经验教训

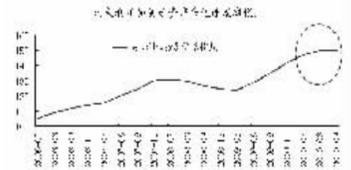
中国经济持续发展较确定

国泰君安策略团队

现在的中国让人们想到了上世纪80年代末的日本:房地产价格迅速上升、大规模的贸易顺差、低利率、便宜的劳动力,在国际压力下进入升值周期。那么,中国的资本市场是否也会经历日本一样暴涨暴跌的巨幅波动呢?

大部分的研究认为,日元升值是日本出现资产泡沫的最主要原因。但是我们却观察到广场协定后,不止日本,德国也经历了被迫升值的过程,而严守货币政策纪律的德国人在较早地加息后,国内市场并没有出现资产泡沫。因此,我们认为日本政府为了抑制日元升值而采取的低利率政策,是导致日本出现之后资产泡沫的主要原因。此轮周期中,早一步加息的澳大利亚资产升值速度已经减缓。而中国政府已经从日本的教训中学习到了经验,开启加息的行为将有效抑制未来可能出现的资产泡沫。

图:澳大利亚加息后资产升值速度减缓



另外一个不能忽视的因素,是当时日本的金融自由化。二战后至上世纪70年代中期以前,日本一直对金融业的准入、各类金融机构的业务范围、金融业的价格与非价格竞争、资本国际流动等实行严格的管制。1980年日本对实施多年的外汇法进行了重大修改,确定了外汇交易“原则自由”的政策原则,使得日本企业得以在海外发行债券,拓宽了融资渠道。同时,伴随着日本经济增长率降低而发生的国内企业资金需求减少,日本大企业由于采取了“减量经营”的经营方针,致使其对外部资金的需求不断减少,大企业对于银行借款的依赖程度不断降低。各种银行在贷款对象选择方面向中小企业加速集中的趋势。

股市的高涨也加速了该进程,当时,日本股市的估值达到了50多倍,相对银行,股市融资更加便宜。大企业更愿意直接融资(股票市场、债券市场)而非间接融资(“脱媒”现象)。股市的赚钱效应,使得那些以很便宜价格从资本市场圈到钱的大公司进入了资本市场进行投机行为,此循环加速了资产泡沫的形成。但贷款的中小企业信用较差,提供的贷款抵押一般是地产。在日本地价已经接近疯狂的时候,这一行为无疑使银行的资产安全面临极大的考验。

图:日本地价疯狂上涨,银行体系累积风险

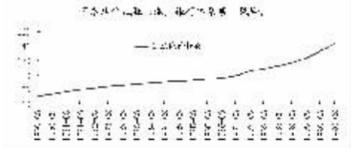
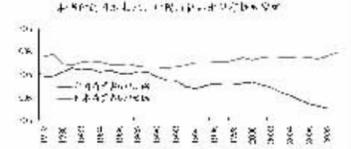


图:和当时的日本相比,中国消费占比仍有提升空间



而日本独特的公司治理结构——公司之间的相互持股,使得资产泡沫化加速,同时也使得当危机出现时,倾巢之覆,无一幸免。

从这个角度看,中国资本市场不太可能出现和日本类似资产泡沫化造成的大涨大跌的情况。其一,中国外汇管制严格,直接融资尚处于较严厉的管制阶段,股市融资仍处于核准制的阶段,公司债市场也才刚刚建立。因此,金融系统的“脱媒”现象短期内不可能出现。其二,中国股市的估值正处于历史最低水平,也并没有比较明显的赚钱效应,机构并没有很强的参与投机的动机。其三,在政府的严厉调控下,中国地产价格得到了比较有效的控制。其四,我国银行体系资产负债表比较健康。其五,我国公司治理结构和日本不同,消除了资产泡沫从实体经济向银行体系传导的可能。

另外,中国城市化率仍处于较低的47%水平,而日本在泡沫破灭前城市化率已经达到了63%。另外,中国消费占GDP比例不到40%,相对当年的日本还有很大的提升空间。这两点也是中国未来保持持续增长的主要动力。

团队精品

加息升值:各自为政 并行不悖

国泰君安宏观团队 姜超 陈岚

在本次加息前,有一种流行论点,认为在有升值预期的背景下,加息会引发更大规模热钱流入,引发国内流动性过剩。但我们认为,这种观点实际上并未考虑加息和升值在开放经济体中的动态效果,也未考虑目前中国的特殊政策组合。结合国际经济学经典的蒙代尔三角理论,我们认为目前中国加息和升值政策分别针对的是经济体的内部过热和外部顺差,因而是并行不悖的两种政策。

对于未来的政策,我们认为人民币的升值可能会长期持续,而随着汇率弹性的不断提高,利率政策的空间也将得以释放,从而使得货币政策的独立性和货币政策对经济周期的调控能力都大大增强。

蒙代尔模型和三元悖论

20世纪60年代,蒙代尔和弗莱明对开放经济下的IS-LM模型进行分析,提出了著名的蒙代尔-弗莱明模型:在没有资本流动下,货币政策在固定汇率下是有效的;在资本有限流动下,整个调整结构与政策效应与没有资本流动时基本一样;而在资本完全可流动下,货币政策在固定汇率时是无效的,但在浮动汇率下,则是有效的。

美国经济学家保罗·克鲁格曼根据上述原理画出了一个三角形,他称其为“永恒的三角形”。在这个三角形中,A表示选择货币政策的独立性和资本自由流动,B表示选择固定汇率和资本自由流动,C表示选择货币政策的独立性和固定汇率。根据原理,这三个目标不可调和,最多只能实现其中的两个,这就是著名的“三元悖论”。

以B组合为例,蒙代尔模型原理表明,在固定汇率和资本完全流动下,货币政策是无效的。这是由于,假设货币当局因国内经济过热而采取收缩性的货币政策,会使国内需求减少,产生国际收支盈余,从而使得货币有升值压力,而由于实行固定汇率,因此,中央银行必须通过抛售本币买进外币来维持固定利率,结果使得国内的货

图:蒙代尔三角

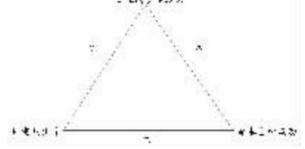
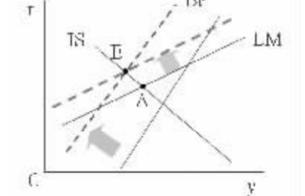


图:蒙代尔 IS-LM 模型



币供应量被动上升,从而引起货币政策失效。

实际上,B组合代表的困境也是之前中国货币当局一直面临的困境。特别是在目前人民币经常项目可兑换下,资本流动的管制效率愈来愈低。因此,中国若想保持独立的货币政策,应对国内的经济过热,继续实行固定汇率制度显然将不可避免遇到上述难题。

中国目前的政策组合

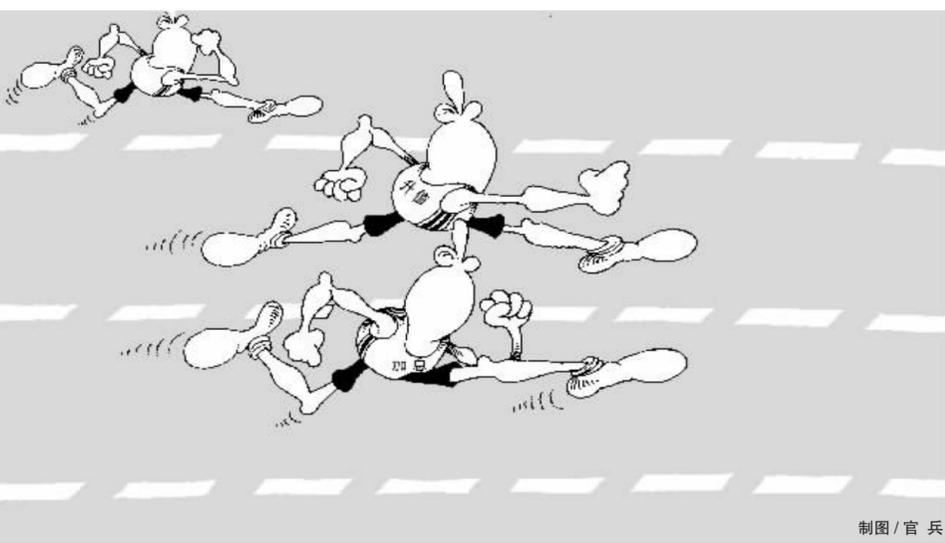
然而,此次升值和加息同时进行的策略,实际上表明管理层在面对“蒙代尔三角”时,选择了独立的货币政策、有限的资本流动和有管理的浮动汇率的有机结合,即图中的A和C策略的结合体。

首先,就货币政策独立性而言,在过去的10年中,中国的加息周期与美国总体具有一定联动性,但仍明显体现出各自差别。2005年汇改启动以来,中国货币政策的独立性越来越增强,与美国相比,曾出现过两次明显背离:一次是在金融危机后,美联储自2007年9月开始降息,但当时中国鉴于国内通胀压力仍在加息,首次显现出中国货币政策和美国货币政策的脱钩性;一次是2010年11月,美联储鉴于国内居高不下的失业率和通缩预期,启动第二轮量化宽松,而此前,中国央行却因国内通胀和经济环比回升,在10月20日宣布加息,进一步显示出中国货币政策的独立性。

而且,这两次背离发生时点均是人民币升值阶段,这印证了蒙代尔三角所揭示的,由于在资本自由流动环境下,固定汇率制度下的货币政策是无效的,因此,一国对固定汇率制度在一定程度上放弃过程,也是其货币政策的独立性得到增强的过程。

其次,就资本项目管制程度而言,中国已具有一定开放度。2004年,时任国家外汇管理局副局长的马德伦指出,按照国际货币基金组织划分的43个资本交易项目,目前我国有将近一半的资本项目交易已基本不受限制或有较少限制,有四成多交易项目受较多管制,严格管制的项目仅有一成多。”因此,可以认为中国资本项目部分开放,资本可在一定限度自由流动。

从人民币升值预期和热钱净流入紧密相关这一现象,表明在理论和实际操作层面,中国的资本项目已具备一定开放度。特别是9月份按外汇储备口径估计的热钱流入接近800亿美元,表明随着经常项目的可兑换,资本项目的管制难度越来越高。而从2005年7月汇改启动的人民币兑美元走势来看,确实体现了有管理有浮动的政策思路。2010年6月,中国再次启动了由于金融危机暂停的人民币汇改,标志着未来人民币汇率将再次进入浮动期。目前看人民币兑美元,在



制图/官兵

2010年6月至今,人民币升值幅度已达3%,且浮动区间明显变宽,表明本轮汇改中,人民币升值速度和弹性均有所增强。

根据蒙代尔的理论,在资本有限流动下,整个调整结构与政策效应与没有资本流动时基本一样,即此时的货币政策仍是有效的。

用蒙代尔模型的IS-LM-BP曲线分析目前中国政策组合的动态效果:在加息和升值之前,中国处于A位置,此时,IS和LM曲线的交点A位于BP曲线上方,即经济体存在顺差。加息后,LM曲线向左移动,使得国内需求变小,此时若汇率固定,则BP曲线不能移动,实际上会加剧顺差局面,此时中国将面临更大的顺差和热钱流入,使得货币供应量被动放大,LM曲线被迫右移,从而导致在固定汇率下货币政策失效。但在汇率能够浮动下,顺差将使BP曲线左移,使得经济体重回均衡点E,内部需求得到控制时,外部的顺差问题也解决了。

因此,我们认为目前升值和加息同时进行的策略,实际上表明管理层在面对“蒙代尔三角”时,选择了独立的货币政策、有限的资本流动和有管理的浮动汇率的有机结合,即采用加息方式应对国内经济的过热问题,而采用浮动汇率应对国际收支顺差问题,同时辅以外汇热钱适当控制,从而达到内外部均衡。从这个意义上讲,加息和升值是并行不悖的。

中国未来的政策组合

从更远的目标来看,我们认为,中国政策调控应是朝着货币政策的独立性和资本自由流动这一政策组合前进,即蒙代尔三角中的A策略。

首先,中国作为一个开放大国,其商业周期受国际经济、自身消费和投资周期影响,货币政策是其稳定宏观经济、同商业周期做斗争的重要工具,

货币政策的独立性应当一直是其追求目标。其次,资本账户开放已成为一国经济融入全球的必然结果,目前人民币经常项目可兑换下,资本流动管制效率也会变得愈来愈低。

易纲在2010年7月接受采访时指出,“一个比较发达的国家,或者一个比较成熟的新兴市场国家,它最终应当选择货币政策的独立性和资本自由流动。那么,它不能够坚持的是什么呢?就是固定汇率。”这也表明管理层认为的最优目标组合,应当是货币政策独立性和资本自由流动。

从更深层次的宏观调控方向分析,中国经济体制改革的目标,就是要建立资源及资金更合理的流动与配置的经济体系,而引导资源更合理配置的最重要力量就是价格。因此预见,未来利率和汇率等价格调控手段将取代以数量为主的行政调控手段,成为中国宏观调控政策的主流。

升值经济体经验教训

本次美联储启动印钞机,使得全球经济体对美元都有不同程度升值,让人联想起1985年广场协议后日本迫于压力使得日元大幅对美元升值的情景。实际上,1985年广场协议以后,不仅日本,主要经济体都对美元有不同幅度升值。我们从日本、我国台湾地区和德国三个经济体的升值历史中吸取了一些经验教训。

从日元、台币和德国马克兑美元走势来看,升值幅度均非常剧烈。在1985年2月广场协议之后至1988年间,日元、台币和马克兑美元的汇率分别升值42%、30%、33%。面对升值压力,日本和我国台湾地区都因害怕升值会冲击自身出口,抑制自身经济增长,而采取了扩张性的货币政策和财政政策,相对而言,德国的货币政策和财政政策则要谨慎许多。

首先看货币政策,在升值初期,日

本、我国台湾地区、德国都采取了降息措施。但相较而言,德国降息时间最晚、加息时间最早,从而使得德国保持低利率的时间最短。若按维持最低利率长度看,日本利率维持在最低点的时间为27个月,我国台湾地区30个月,德国仅7个月。因而从货币政策扩张性看,日本和我国台湾地区扩张程度大、时间长,德国则程度较小、时间也较短。

再看财政政策,日本和我国台湾地区同样出于对加息会抑制自身经济增长的考虑,采取了较激进的财政政策,表现在我国台湾地区的财政支出与GDP的比重持续上升,日本一直坚持采取70年代末为应对第一次兑美元升值而采取的扩张性财政政策,而德国在升值后采取则较紧缩财政政策,反映在德国的财政支出与GDP的比重在升值期间持续下降。

同样面临外部升值和内部调控的压力,三个经济体不同的货币财政政策组合,带来股票市场截然不同的表现。日本和我国台湾地区的宽松货币政策和财政政策,伴随热钱流入,造成了经济体内部流动性泛滥,引发资产价格急剧膨胀。日本日经225指数从1985年2月升值开始至1989年12月顶峰时的涨幅高达200%,同期台北股市加权指数达到顶峰时期涨幅高达1100%,而随之而来的是加息周期后期泡沫迅速破灭,日本和我国台湾地区此次泡沫破灭后至今再未达到过当时的顶峰水平。

而严格遵守货币和财政纪律的德国经历的泡沫相对较小,同期德国股票市场的法兰克福DAX指数尽管也有上涨,但涨幅仅100%,较日本和我国台湾地区的泡沫破灭而言,其承受的打击也相应较小,反而在经济稳定成长主导下,股市享受了较长时间的确定性成长,从其股票市场的指数来看,早已达到和超过了当时高点。

2011,寻找经济转型突破口

上海证券 胡月晓

随着金融体系功能的逐渐恢复,伴随经济增长持续性确认而来的货币逐渐退出,并不会影响到国际主要货币的流动性充裕程度。伴随欧洲经济和金融体系的复苏,欧元流动性紧张程度将逐渐缓解,加元的紧张程度也会跟着消除。2010年国际金融体系流动性分化的格局,将在2011年逐步得到改变,国际金融体系流动性将在整体上趋向正常。

经济转型谁为先

“十二五”期间,经济结构调整发展指标的性质可能发生变更。“十二五”期间,经济结构的范围有所扩展,



金融危机期间美国的量化宽松政策,传统金融体系的流动性迅速得到恢复;但各金融机构发行CDS利差水平仍居高位,表明影子金融市场上的流动性仍未恢复。高失业率和低通胀率只是美国实施美元再“放水”行为的幌子,美元流动性再扩张的目的,实际上是降低修复资产负债表的成本。

转型仍需开拓国际市场

中国经济虽然在起飞阶段的对外贸易演绎了高贸易顺差常态的独特现象,但从占比结构的角度,内需对中国经济的成长,一直占据主导地位。因此,在对转变经济增长方式的认知中,

资源环境目标被纳入了其中。“十一五”规划中属于预期性的结构调整指标,将变为约束性的指标。

在国务院确定七大战略性新兴产业中,新材料行业将得到优先发展,高端装备、生物医药以及新一代信息技术也将会发展较快。

“外需转向内需”本身就是个伪命题。在全球化的环境下,努力开拓国际市场,促进出口,一直是经济发展的应有之义。

货币政策目标由数量转向结构

在高姿态的政策从紧压力下,伴随着资产价格的回落,2011年通货膨胀将呈现前高后低走势:1季度CPI将围绕在4%附近,2季度将回落到3%附近,下半年将跌破3%。2011年继续上调准备金率的压力不大。货币政策将更多的服从经济结构调整而非总量控制的目标;在货币控制手段的选择

方面,信贷控制和利率调整,将成为主要工具。

汇率:“蛙跳式”小幅升值

第二次汇改启动后,人民币在经过短暂的升值后即企稳,并进入一个双向波动区。在中国重新增强以挂钩一篮子货币为主要内容的汇率灵活性政策下,人民币兑美元未来也将以稳定为主,并不会导致大规模的升值。我们预计2011年人民币兑美元的升值,仍将延续小幅跳升的态势,全年升值幅度在3%-5%之间,人民币对美元的汇率目标区间为6.30-6.40。