

动态准备金机制助力调控

马涛

央行决定从2011年1月20日起上调存款准备金率0.5个百分点,这是央行2011年以来首次上调存款准备金率,也是去年以来的第7次上调。配合两次加息、重启7天和14天期正回购等一系列政策操作,央行加码回笼短期流动性,同时央行使用的货币政策工具也趋于多样化,差别准备金动态调整新机制也将走向前台。

准备金动态调整的含义

前不久的央行工作会议指出,央行今年要改革信贷管理体制,建立和完善逆周期的货币信贷动态调控机制,把货币信贷和流动性管理的总量调节与构建宏观审慎政策框架结合起来,丰富和补充政策工具,更多地指向指标化控制,进一步加强市场化调控。相比于制定信贷规模计划,差别准备金动态调整显然更加市场化。

所谓差别准备金动态调整,是指对金融机构存款准备金与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩,在确定差别存款准备金缴纳标准时,将基于社会融资总量、银行信贷投放与社会经济主要发展目标的偏离程度及具体金融机构对整个偏离的影响,考虑金融机构的系统重要性和各机构的稳健状况及执行国家信贷政策情况,根据资本充足率、动态拨备率、杠杆率和流动性比率等监管指标,按月测算及实施差别存款准备金。凡是资本充足率较低、经营风险较大的金融机构就要多缴存款准备金,且多缴的存款准备金利息适当降低直至为零。央行制定的计算公式为,金融机构上缴的差别存款准备金率等于按照宏观稳健

审慎要求测算的资本充足率与实际资本充足率之差,再乘上该金融机构的稳健性调整参数。

新调整机制的意义

差别准备金动态调整通过总量调控和个体风险差异相结合,平滑信贷投放,引导银行业金融机构信贷合理增长,使其更好地控制风险、稳健运行。经过这种创新之后,消除了利用传统存款准备金制度调控货币信贷天生所具有的不公平性。在差别准备金动态调整措施实施之后,那些信贷投放增速过快以及资本充足率水平过低的存款类金融机构将被差别对待。存款准备金要求的增加将直接由那些从事信贷扩张业务的金融机构承担,贷款增长较快的银行将会缴纳更多的准备金,而不是全部金融机构因为部分金融机构的冒进而集体受到惩罚。在“谁过度放贷谁受罚”的机制约束之下,金融机构的放贷冲动将会得到极大的遏制。

差别准备金动态调整将资本充足率监管与货币政策相结合,是流动性总量调节与宏观审慎政策框架相结合的体现,是央行在货币政策工具方面的一大创新。可以有效进行逆周期资本缓冲,促使金融机构主动按照宏观审慎政策要求,提高资本水平和改善资产质量,帮助它们建立增强风险防范能力的弹性机制,达到防范顺周期系统性风险积累的作用,在维护金融稳定的同时促进金融机构稳健运行。

此外,通过实施差别准备金动态调整这一市场化手段,央行可以兼顾微观和宏观,更好地体现国家的信贷调控意图,促使信贷资金更多投向实体经济尤其是中小企业,增强宏观调控的灵活

性、针对性和有效性。

新调整机制亟需启动

2010年我国新增人民币贷款7.95万亿元,超出年初目标4500亿元,M2同比增长19.7%,也超出年初制定的17%增长目标。信贷规模和货币投放量均超出去年年初设定的目标,凸显出今年收缩流动性任务依然艰巨。同时,在央行没有明确今年信贷增长目标,依据经济增长情况和通胀情况动态调整的情况下,更加需要综合运用、改革和创新多种政策工具,合理控制信贷规模和流动性增长。

近期市场流动性重归充裕,资金价格出现大幅下滑,主要原因有:第一,人民币升值预期加大,令热钱流入动机增强;第二,外汇占款持续高位,2010年12月份外汇占款达到4033亿的年度次高,整个2010年外汇占款总量已达22.58万亿元;第三,本月公开市场到期资金量高达5710亿元,令元旦之后

市场资金充裕度大幅提高。

央行亟需加大力度回收到期资金,但央行通过公开市场操作回收流动性的难度加大,虽然央行重启7天和14天期正回购弥补了因央票需求不振导致的公开市场操作工具回笼乏力,但是毕竟规模有限,需要其它政策工具跟进。本次存款准备金率上调之后,大型金融机构存款准备金率将达到19%,中小金融机构的存款准备金率将达到15.5%,一次性冻结资金3500亿元左右,暂时缓解了短期内流动性过多的压力。但是,在央票回笼力度无法有效改善、人民币升值预期依然强劲的情况下,面对银行异常凶猛的放贷冲动,差别准备金动态调整措施亟待推出,该工具与其他工具合理搭配,充分发挥稳健货币政策的功效,才能取得令人满意的调控效果。

(作者为中国人民大学经济学博士)

焦点评论



ICLONG/图 孙勇/诗

为何出现民工荒?只因工资老不涨。产业结构要升级,民工生活需改良。加薪不能靠政府,挣钱还得看市场。人口红利将终结,未雨绸缪做文章。

经济时评 | Hot Topics |

房产税实质影响将在长期内显现

房产税终于慢慢浮出水面。据报道,财政部已原则同意重庆市开征商品房房产税。与此同时,市场传闻的上海版房产税方案是,如果出现新增购房,对名下所有房产面积,超过200平方米以上进行征收。

房产税推出后对房价会有多大的影响?这是市场高度关注的问题。从短期来看,房产税对中国房地产市场的影响微乎其微。据消息人士称,在重庆的方案中,计入征收房产税商品的建筑面积可能为144平方米以上,多套房建筑面积实施累加制,超过200平方米也可能被征收房产税。而房产税税率可能为房地产当年市场价格的0.5%-1.5%。关于上海的房产税,有消息称将新老划断,只针对未来新出售的房产征收。

莫尼塔投资公司数据显示,以别墅和200平方米以上的高档住宅为例,截至去年11月,重庆高档房产占整个商品房销售6%,销售金额为10.4%;而从全国高档房产占比例来看;

若在全国范围内对高端房产征收房产税,影响范围仅占整个地产销售约为4.9%或更少。依照2009年全国高档住宅销售面积约为0.46亿平方米估算,若房产税率为0.8%,即使全国范围内对新增高档住宅征收房产税,只能征收38.5亿元人民币税款,相对于去年全国土地出让成交总价款2.7万亿元,只是九牛一毛。而且拍卖土地的收入来得简单干脆,房产税的征收则比较繁琐。因此,房产税不会动摇地方政府对土地收入的依赖。

因此,房产税短期内对房价的影响可以忽略不计。去年重庆商品房价格一年内上涨了约50%,而且是在把套内面积计价改为建筑面积计价的情况下。这样的投资收益,即使房产税税率是1.5%,也足够覆盖30多年的房产税,更何况房产税是按年分批交的。在有可能成为第二个房产税试点的上海,去年房价涨幅高达38.9%,按照前述分析,房产税对投资需求的抑制同样非常有限。这与2007年提

2011年美元走势与大宗商品价格

海通证券宏观研究团队

美元反弹还是走软

2011年影响美元反弹和走软的因素都存在。推动美元反弹的因素包括:发生了较大规模的欧洲债务危机,欧元区经济走勢明显弱于美国,美联储第二轮量化开始提前结束。走软的因素包括:全球特别是美国和欧元区经济复苏有所加快、欧洲加息预期增强和美国经常账户逆差扩大等。

美元2011年整体上会处于贬值通道:首先,我们看美国和欧元区的货币政策和利差。美国欧元区货币政策迥异,在美联储执行第二轮量化宽松的背景下,欧洲央行不为所动。欧洲央行的唯一目标是物价稳定,2010年12月欧元区CPI同比增长2.2%,已经超过2%的目标,货币政策没有再度放松的必要。欧洲央行一直在通过向商业银行吸收存款的方式对冲其购买的边缘国家债券,以保持其货币供给不变。行长特里谢进一步鼓励经济较差的成员继续实施财政紧缩政策,而德国央行行长韦伯更进一步地认为欧洲央行应立即退出国债购买计划。

从利差的角度,当前市场预期欧洲央行于2011年四季度可能会加息,而美国2011年加息的可能性近乎于零。欧美利差的扩大会促使美元贬值。近期欧元三个月LIBOR和美元三个月LIBOR之间利差也出现了扩大趋势,不利于美元。

第二,从2011年美欧经济增速来看,在2011年上半年美国经济仍然处于温和复苏状态,房地产市场去库存化、财政刺激力度下降等因素都限制了经济快速回暖。而2011年下半年随着房地产去库存化进入尾声,量化宽松货币政策逐步产生刺激效应,美国经济的增速会有所加快。欧元区方面,德国和法国经济表现非常抢眼,虽然欧元区边缘债务国由于财政紧缩增长率较低但其占欧元区经济的比重较小,总体欧元区经济相对改善的表现不会比美国差。我们从美国和欧元区的经济先行指数也可以印证,2010年下半年以来的欧元区先行指数上升幅度明显快于美国。

第三是避险因素。虽然2010年8月由于经济数据非常难看,避险情绪使得美元出现了半个多月的反弹,但随着2010年9月月以来出现好转,对于美国经济本身的避险情绪大大下降。我们早就说过,由于个人可支配收入和消费的稳健增长,美国经济二次探底的风险很小,因此我们认为美

国经济自身难以使得避险因素上升。2011年葡萄牙财政问题可能会让避险情绪在一段时间内有所上升,但其影响远不如希腊债务危机那么严重,负面影响还可能低于爱尔兰债务危机。我们认为,在欧盟和IMF大力干预下,欧洲债务危机的影响已经渐渐消退,避险情绪会下降。

第四,美国经常项目逆差并没有明显改观。经常项目逆差占GDP的比重在2010年又有所扩大。我们认为,美国消费过多储蓄过少的模式需要较长时间才能转变,即使美元贬值也不能在一两年内有效地改变这点。因此,从国际收支角度来看,美元也难有起色。

综合以上我们分析,我们认为美元中期趋势很可能走软,欧元兑美元较有可能上升至1:1.45。

大宗商品还能创新高吗

大宗商品价格在20世纪经历了三次大牛市,分别为1906年~1923年,1933年~1953年,1968年至1982年,平均周期为18年。本轮大宗商品价格上升周期从1999年开始,至今经历了11年,从18年周期的角度来看,大宗商品价格还未进入周期末端阶段。

大宗商品价格的波动幅度很大。例如,1968年至1982年,CRB指数从100点涨至300点。本轮大宗商品价格从220点左右启动,至今已上升至500点出头,从历史上的周期性波动幅度来看,有上升至600点的空间。更重要的是,全球持续复苏和大宗商品本身的供需基本均支持大宗商品价格继续上涨。

从全球经济复苏的角度来看,美国在2011年下半年有望加速,欧洲经济在德国和法国等主要国家的拉动下仍能保持甚至超过2010年的增速。“金砖四国”的经济增速也将保持强劲增长,其中中国的GDP增长率会超过9%。

从基本面看,多数大宗商品供需较为紧张。例如,工业金属中的铜和锌2011年的供需缺口比较大,美国农业部公布的数据显示近几月玉米和大豆的期末库存与消费量的比重处于下降趋势,预示着2011年有些农产品的供需紧张局势难有缓解。原油库存5月份以来一直下降,近期也推动油价上涨。

虽然我们认为大宗商品价格指数还能再创新高,但我们认为大宗商品内部会出现分化,这是因为一些商品(比如铝)在前期上涨后的产能扩张较快,导致2011年的供求关系不紧张。小麦相对其它农产品也不算供需紧张。综上所述,我们认为大宗商品价格指数仍有上涨空间,但上涨幅度没有2004年至2007年那么大。

准备金上调抑制年初信贷

陈伟

上周五,中国人民银行决定,从2011年1月20日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,这将冻结资金3500亿左右,自此,大型商业银行的存款准备金率将达到19%这一历史新高。我们认为,央行之所以在年初就较快地提高存款准备金率,是为了抑制年初由银行间过剩流动性等因素激发的银行信贷冲动,更好地实现稳定信贷增长,遏制社会通胀预期的目的。

信贷冲动仍较强烈

尽管央行去年四季度以来就通过加息,提高存款准备金率等多种手段抑制商业银行的信贷冲动,但最后四季度新增信贷指标还是超标,如12月在严加控制的情况下,新增信贷仍达到4807亿元,使得去年超标4500亿。

面对信贷增加汹涌的情形,为了更好的控制信贷,央行今年拟推出一系列货币政策工具改革,如结合宏观审慎监管的要求,央行将对各银行按月测算及实施差别存款准备金措施以更严格控制银行每月的新增信贷。但是考虑到商业银行适应该监管规定需要一段时间,央行并没有立刻全面实施,而是前三季度给予商业银行依次递减的容忍度。

这就使得商业银行出于“早放款、早受益”的考虑,仍有余地延续过去每年年初的信贷大扩张,如2009年1月新增信贷1.62万亿,2010年1月在央行提高存款准备金率的情况下,新增信贷仍达到1.39万亿。

而就今年初的情况来看,当前促成银行间市场流动性宽松格局的多种因素也容易刺激银行的信贷冲动,如除了年初各类资金在度过年末结算期后重返市场之外,近期政府存款近万亿规模的拨付以及由人民币升值所诱发的热钱流入正在给市场注入更多的流动性;央行为了避免央票发行利率的过快提高不得不大幅度缩减了票据发行规模,公开市场操作已经难以担任货币回笼的任务,连续9周出现了净投放的格局,累计规模达到3760亿元。这些因素使得近期银行间市场

利率大幅度降低,如以隔夜回购利率为例,13日的加权平均隔夜利率为1.9542%,与去年12月30日时5.1098%的高位相比已跌去61.76%,幅度十分惊人。这无疑进一步激励银行的放贷冲动,今年1月新增信贷很可能再次放量超标,如今年2011年第一周金融机构新增信贷已近5000亿元。

这显然对于央行把好流动性总闸门提出了严峻的挑战,央行尽快出台存款准备金率以减少银行间市场的流动性,抑制银行放贷显得十分必要。

近期仍有必要加息

我们认为,提高存款准备金率抑制信贷供给的举动可能还不够,为引导货币信贷总量合理增长还需要更有效地抑制信贷需求,而这需要一系列的政策组合拳。

如为了抑制当前居民较强的信贷需求,继续加息仍有必要。原因在于:当前居民的通胀预期仍较强烈,如12月居民活期储蓄存款占比达到创记录的41.6%,这已经激活了居民的投资欲望,年初以来各地住房购买量又出现急剧增加,其中1月上旬北京市住宅成交量达到9239套,较2010年同期增长了75.8%。而只有连续去年四季度以来的密集加息方式才能更快地改变居民预期,抑制居民的投资需求。

而为了抑制企业层面的信贷需求,单一加息政策还是不够的,原因在于:随着各地政府提出的宏伟“十二五”经济增长目标”即将进入实施阶段,它们为避免中央政府调控,抢占更多资源,已经开始超前启动诸多投资项目,而这些项目的信贷需求对于利率是不大敏感的,因此就需要中央政府层面采取更有效的控制措施,如最近发改委对于各地加快投资,实现经济快速增长的“十二五”规划比较警惕,已经口头通知经济增速在10%以上的省份,特别是要提出5年经济总量翻番的省份,适当降低速度。我们由此预计,今年两会前后,中央政府还会出台更严厉的投资控制措施。

而只有政策层面的多管齐下,央行年初快速提高存款准备金率以表达政策紧缩决心的举动才能更好的转换为更有可信度的目标实现。

(作者为民族证券研究员)

(安邦咨询供稿)