

判断政策松紧要用新视角

单纯基于事件性观察,可能无法反映流动性环境的真实变化,应当选择能够量化的指标作为观察流动性的标尺。例如,可以选择3个月期的上海银行间同业拆放利率(shibor)作为衡量指标。

市场不必再纠结于央行是否上调存款准备金率或是利率,并据此判断货币政策紧缩的力度,不如采用直接观察shibor指标,如果3月期shibor回落至3%水平,可确认货币紧缩出现“放缓”。

王莹

关于货币调控,放缓派和加力派引发的混乱看上去可以暂告一段落。3月18日晚,央行悄然上调存款准备金率0.5个百分点。

事实上,关于货币政策究竟是放缓还是加力的争论,各方面基本上都在自说自话、纷纷采用事件性的观察标准,而并没有给出一个衡量的标准,这使得争论难免流于情绪化。就如本次央行上调存款准备金率来看,可以理解成央行维持了货币政策的节奏和力度,仍在“加力”对抗通胀;亦可理解为,面对外部环境的更加不确定,央行只是采取了惯用的手法来应对通胀,而不是以加息这个更为强硬的、更能表现紧缩意图的政策工具,也称得上是一种“放缓”。

由于2005年以来存款准备金率一直都在充当动态对冲工具,其紧缩效果取决于流入资金量与冻结资金量对冲后的结果:冻结量大于流入量,是紧缩;冻结量小于流入量,无关紧缩。这一点与利率有着本质区别。因此可以认为,加息周期或者降息周期更能够稳定地表现央行的真实意图,而存款准备金率的上调却更多是因应即期流动性的举措,政策效果缺乏稳定性。

目前来看,准备金率上调与否主要取决于两项因素:新增外汇占款、到期央票量。

先看新增外汇占款。1月份新增外汇

占款再次超过5000亿人民币,更值得关注的是,作为外汇占款正常来源的外贸顺差与FDI流入却同时下降,与外汇占款差额近4000亿元,为历史第二高位。因此数据公布之后就引发了存款准备金率上调的预期。但是,未来外汇占款的对冲压力却存在着下降态势:2月进出口再次出现贸易逆差,年内顺差趋势性下降基本可以确认,人民币升值预期也可能随之降温;同时,美国经济复苏的良好势头,已经开始导致套利热钱源源流出新兴市场国家。一旦来自外汇占款的对冲压力开始减弱,数量型紧缩工具的使用频率也将随之下降。

当然,就外汇占款来说,除了热钱和顺差,还存在着其他的干扰因素值得关注。据媒体报道,人民币跨境贸易结算试点中,进口与出口人民币的使用量严重不匹配。以温州为例,在试点实行的3个月中,共办理跨境人民币结算业务302笔,其中仅有7笔出口业务。这可能导致贸易项下的对冲需求高于顺差额。如果人民币在外贸结算中的占比出现大幅上升,而进出口中的人民币使用量继续不匹配,则可能增加央行的货币对冲压力。当然,在目前美元主导跨境贸易结算的背景下,人民币结算大幅上升的概率并不大。

再来看公开市场操作情况。由于利率水平不到位,央行此前四个月主要通过上调存款准备金率长期锁定流动性,通过央票发行的公开市场操作几乎陷入

停滞。这带来了两大隐患:

一是部分银行、尤其是中小银行,出现支付困难,银行间市场利率飙升。例如,在2月份上调存准率后,货币市场利率大幅上扬,隔夜利率涨幅7.08%,7天利率、14天利率涨幅均超过300个基点。本次调整后,大银行准备金率已上调至20%、中小银行也已调整至16.5%,考虑到银行日常运营还要留存一定的超额准备金及备付金,资金面骤然趋紧已无可避免,必将再次引发银行间市场利率飙升。

二是央票平滑释放资金功能丧失,商业银行整体资金水平难以维持稳定。长达四个月的象征性央票发行,令5、6月份央票到期量由3、4月份的超过6000亿骤降至2000亿,7月到期量仅为1000亿,如果届时遭遇外汇占款大幅下降,则商业银行必将遭遇普遍的资金紧张。

可见,过于偏重数量型紧缩工具,已经对商业银行稳定经营构成威胁,这些都在倒逼存款准备金退出紧缩主战场。如果未来央行以上调利率来弥补存款准备金的退场,应如何判断货币政策紧缩究竟是“加力”还是“放缓”?

笔者认为,单纯基于事件性观察,可能无法反映流动性环境的真实变化,应当选择能够量化的指标作为观察流动性的标尺。例如,可以选择3个月期的上海银行间同业拆放利率(shibor)作为衡量指标。

历史数据显示,去年11月底进入“高频紧缩”前,3月期shibor在2.8%左右。高频紧缩实施后,2月中旬一度飙升至5.73%,如果紧缩力度“放缓”,则3月期shibor理应回复到2.8%水平,距离当前仍有约120个基点的回归空间。另外,对比上一轮货币紧缩周期可以发现,在2007年9月强力紧缩前,3月shibor处于3.2%左右,去年11月底shibor则为2.8%左右。可见,3%基本可看作货币政策“适度”紧缩下shibor的正常水平。

因此,市场不必再纠结于央行是否上调存款准备金率或是利率,并据此判断货币政策紧缩的力度,不如采用直接观察shibor指标,如果3月期shibor回落至3%水平,可确认货币紧缩出现“放缓”。

(作者单位:第一财经研究院)

焦点评论



艺术交易也疯狂,一亿只买画一张。火爆炒作君咋舌,连续涨停谁坐庄?股海淘金的的确,艺苑摘英未必香。发财固然吊胃口,风险投资慎为上。

赵乃育/画
孙勇/诗

■鹏眼 | HuangXiaoPeng's Column |

从破窗理论看日本大地震

黄小鹏



日本3·11大地震发生后,面对巨大的财产损失,人们自然而然想到的一个问题是:这次大地震对陷入长期不景气之中的日本经济意味着什么?

财产的损失是肉眼可见的、实实在在的。不过,正如每次大型灾害之后(如2003年的非典、2008年的汶川地震)的情形一样,破窗理论总会被用来作为分析工具,形成一种灾害利好经济的学说。不过,由于这一理论所鼓吹的利好效应与人们的常识和情感存在相悖之处,故而每次都会引起激烈的争议。

所谓的破窗理论,指的是一个小孩子打破了邻家的窗户,破窗人更换玻

璃,进而会使安装玻璃的人和生产玻璃的人开工,从而推动社会就业和经济增长。从表面上看,这个过程客观存在,对经济的刺激作用毋庸置疑。但是,批评者认为破窗理论没有看到那个已经被打破的窗户玻璃,那个玻璃的损失不也是实实在在的吗?

到底谁对谁错?其实,这种纠缠不休的争论如果引入经济学中的“存量”和“流量”的概念就很容易理解了。

所谓存量,指的是某一时点上某一指标的数量;所谓流量,指的是某一时段内指标的数量。存量是流量除去消费或耗后积累的结果。拿个人来说,他一年的收入可以视为流量,而他的财富则是多年收入(减去消费)的累加。在国民经济统计中,GDP是流量概念。自然灾害之后的重建过程也是一个创造价值的过程,它创造GDP也是毋庸置疑的。从这个意义上看,说灾害存在利好效应,并不为错。但是,另一个存量概念,即“国民财产”却很少被人提及,这一方面是因为在各地的实践中,国民财产统计技术远没有GDP统计那么成熟,这方面数据很缺乏;另一方面,媒体极少报道国民财产统计的情况,甚至很多教科书里对此也语焉不详。这两个原因造成大多数人对这一概念感到

“谣盐”案 警示政府危机管理

孙勇

上周,在日本震后核泄露危机不断升级的情况下,一则谣言在中国民间迅速流传:日本核辐射会污染海水,导致日后生产的海盐无法食用,而多吃含碘食盐可以防核辐射。与之结伴相传的还有一个段子:“只要股民朋友做到如下几点,神马辐射都是浮云:穿好宜科科技的防辐射内衣,披上凯诺科技的防辐射衣服,戴上际华集团的防辐射帽子,嘴里含上一片力生制药的防辐射碘片。唱着兰太实业的碘盐水,哼着小曲挂着美罗药业的碘碘汀点滴……”两者一唱一和,通过MSN、QQ、微博、短信、股吧等飞速传播开来,随后在短短数日内导演了一场席卷中国、囊括超市和股市的“谣盐”案。

“谣盐”发生后,国家发改委、工信部、环境保护部、国家核安全局、中国盐业总公司等部门迅速作出反应,从打击哄抬食盐价格、介绍食盐实际产量、确保食盐足量供应、抚慰民众核恐慌、普及核辐射知识等多个层面满足公众诉求,有效地平息了其引发的社会波动。日前,食盐价格已经恢复到正常水平。

这次“谣盐”案是一场突如其来的民生危机,而中国政府在应对该危机中所采取的多部门联动、各司其责、迅速出手的举措,可圈可点,且彰显了中国政府在民生危机管理上取得的极大进步。

但是,也应该看到,我国政府对于此次民生危机的处理仍有一些不尽如人意之处,亟待完善。具体而言就是,尽管我国政府在危机发生的过程中处置果断有力,但在危机发生之前却显得有些疏忽大意,未能防患于未然。日本3·11大地震发生后,我国对于这一重大灾难事件的关注点,主要集中在怎样对日本实施国际人道主义援助,旅日中国侨民如何能够安全撤退,地震对日本经济、中国经济和全球经济影响几何,中国正在运营的核电站是否安全等方面,而对于这场灾难对中国本土居民日常生活可能造成的直接影响,却基本上没有考虑到。事实上,在3月15日“谣盐”案发生前这几天内,中国民间已经出现了一些谣言蓄势、恐慌待发的迹象,资本市场也已经迅速展开炒作“抗震概念”(以杭萧钢构、宝钢股份和雅化股份等上市公司为代表)的凌厉攻势。如果中国政府能够及时

觉察到其中释放的不良征兆,并立刻采取有效行动,那么,后来“盐王爷”在谣言鼓噪声中粉墨登场,进而冲击商品市场和资本市场的闹剧,就可以避免。由此可见,在对于民生危机的事前管理和应对上,我国政府还有较大的改善空间。

在这次“谣盐”案中,资金实力雄厚的主谋借助日本大地震和核泄露导致的多重不确定性,同时在资本市场和商品市场设套,一方面囤积食盐,推升现货价格,另一方面吸纳“碘盐概念”的股票筹码,伺机拉高出货。而普通老百姓或中小投资者,则在“吃碘盐,防辐射”等谣言的蛊惑下,自发地形成羊群效应,他们既是“谣盐”案的参与方,也是该案的受害者和最终买单者。这一案情的演绎路径,固然有推测的成分,但是从“谣盐”案发展过程中,谣言——商品市场——资本市场联动的现实分析,这种推测并非站不住脚。因此,尽管目前“谣盐”案已经告一段落,但是,政府监管部门理应追查到底,揪出恶意操纵“谣盐”案的主谋,还市场和民众一个公道,并借此惩前毖后,以儆效尤。这种事后追惩举措,也是完善民生危机管理的应有之义。

在经济日益全球化、资本化、信息化的今天,中国的民生危机如果发生,也将难免打上全球化(本土危机渗透国外因素)、资本化(危机进展与资本市场形成呼应)、信息化(危机扩散渠道信息化,影响更大)的烙印。在这种情势下,我国政府在民生危机管理上应当与时俱进,以臻于至善为己任,在危机的事前、事中和事后各环节加强微观预防、立体应对和依法惩治的力度,除了善于借助传统媒体(电视、报纸、广播等),也要善于借助新媒体(MSN、QQ、微博、短信)等信息手段。这是完善民生危机管理的“硬措施”。此外,政府还应在提升国民素质上下功夫,即加大对教育的投入。俗话说谣言止于智者,在此次“谣盐”案中,陷入羊群效应,盲目抢购食盐的绝大多数是知识层次较低、独立思考能力欠缺的大叔大妈们,而鲜有知识分子参与其中,就是例证。所以,培养高素质的国民,是政府应对民生危机的长远之计。这是完善民生危机管理的“软措施”。唯有“软硬兼施”,政府才能杜绝或高效地化解形形色色的民生危机,达致平安中国的美好愿景。

■ 经济时评 | Hot Topic |

居民消费疲弱 拖累扩大内需

王亚玲

央行16日称,今年第一季度,居民收入向好,但在当前物价、利率以及收入水平下,储蓄意愿更高,消费意愿则降至1999年来最低。如果这种消费意愿低迷之势持续,将不利于当前我国扩内需政策的贯彻落实,更不利于整体经济稳定复苏、社会就业问题的解决,我们认为,消费意愿降至最低,有三方面原因。

首先,近期高涨的通胀预期直接削弱了居民消费意愿。2011年上半年,物价上涨压力仍然较大。北方干旱导致的粮食价格上涨预期持续增强;春节后各地的用工荒表明劳动力成本上升成为长期趋势;近期北非和中东政局动荡、日本大地震等因素推动大宗商品价格再次快速上涨,输入性通货膨胀的存在会部分抵消政府治理通胀的效果。

其次,除通货膨胀预期外,影响居民消费信心的社会保障、收入分配等其他因素仍然较多。诚然,20%的高收入阶层成为了高档奢侈品消费的主力军,但这仍然无法掩盖80%的居民消费能力不足、恩格尔系数居高不下的现状。面对持续上涨的高房价和横亘在居民生活中无法回避的养老、医疗、教育、收入增长的不确定性等问题,居民消费意愿降至最低就成为必然。

最后,我国扩内需中的消费驱动力有待大力提高。在我国经济增长的三驾马车中,出口和投资长期处于主导地位。2008年金融危机前,依赖外需的经济增长方式推动我国工业品生产能力大幅攀升,进而拉动投资增速高涨。金融危机以来,外需迅速萎靡,中央政府推出规模强大的扩内需计划

刺激经济复苏,内需包括两方面:投资和消费,此轮扩内需计划更多是依赖投资,消费仍然处于弱势。但要注意的是,从社会再生产过程来看,投资仅仅是中间需求,只有消费才是社会再生产的终点和新的起点,消费需求规模的扩大和结构的升级才是扩内需的根本动力。

值得欣慰的是,管理层已经意识到了消费在扩内需中的弱势问题,正在采取宏观和微观方面措施提高消费对于扩内需的动力。

针对2011年上半年的通胀压力,1月份的央行年度工作会议和3月份的《2011政府工作报告》均将“防通胀”作为2011年宏观调控的首要工作任务,致力于通过回收流动性、价格干预等手段控制物价上涨。

为了提高居民消费意愿,近日发布的《十二五规划纲要》提出“合理调整收入分配关系”,促使居民收入增长,提高消费能力。此外,规划还提出“健全覆盖城乡居民的社会保障体系”以提升消费信心。

关于经济增长方式,去年的十七届五中全会正式提出“加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面”,首次明确消费处于投资和出口之前。《十二五规划纲要》也提出“构建扩大内需长效机制,促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”。消费已经被提高到了前所未有的地步。

总而言之,消费是普通居民幸福指数中最重要的参数,是社会再生产的催化剂,是我国扩内需的核心内容,也是经济持续、稳定、健康增长的根本保证和原始动力。

(作者系哈尔滨银行投行部首席研究员)

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至 pp118@126.com。