

央行大手笔逆回购并非应时之举

今年下半年以来,央行一改以往的货币调控手段,采用了逆回购向市场投放流动性的措施。最近,逆回购一度创下10年来的最长操作时间纪录和天量交易规模。由于逆回购兼顾“量调控”和“价调控”的双重特点,因此,央行以公开市场逆回购来缓解或调控市场流动性不仅是短期的应时之举,更有中长期的政策考量。逆回购操作将在相当一段时间内成为常态化工具,并成为当前利率传导机制中的基础因素。

张莱楠

央行逆回购规模堪比降准

10月30日,央行以利率招标方式开展了总额3950亿元7天及28天期逆回购操作,远远超过9月25日曾经创下的单日2900亿元的最高纪录,逆回购规模再次被刷新。如果按照央行公布的9月末人民币存款余额计算,降准0.5个百分点释放的资金在4000亿元左右,那么3950亿元的单日逆回购规模与之非常接近,堪比“降准”(降低存款准备金率)。

央行如此大手笔逆回购到底有何内因呢?表面上看,是针对短期流动性紧张的“量调控”,近期,市场资金面持

续偏紧,银行间隔夜拆借利率一度创下今年2月以来最大单日涨幅;隔夜回购利率也创下3月份以来新高。但考虑到今后逆回购资金到期压力逐步减弱,财政存款投放力度将有所加大,加上人民币持续升值将导致的外汇占款明显增加,未来资金面状况将会明显好转,而且由于降准具有累积效应,会通过货币乘数影响到货币总量,而公开市场操作的影响只是一次性的,因此,运用逆回购是保持货币环境总体稳定,缓解市场短期流动性趋紧的最佳方式。

政策背景是全球流动性泛滥

以天量及不断的逆回购操作来替代降准,还有更深层次的原因。央行货币政策的使用要考虑全球货币政策的协

调。近几年,美国与欧元区接踵而来的危机事件和欧美央行为救助而执行的超常规政策是影响全球经济和国际金融市场的主要因素。在全球经济金融高度一体化的情况下,美国与欧元区经济运行状况与货币政策调整对其他国家具有很强的溢出效应。尤其是在国际货币体系中,美元与欧元分别是第一、第二大国际货币,美国与欧元区的经济基本面和政策面的变化会带来国际资本异动,使新兴市场国家遭受“热钱”进出与本国升值贬值的困扰。

今年三季度以来,面对持续恶化的主权债务局势和世界经济普遍出现的增长减缓、停滞甚至衰退,各国又重回“保增长”政策轨道。在摩根士丹利跟踪研究覆盖的33家央行中,已有16家央行采取了宽松措施,10个发达经济体中有7个宽松,23个重要新兴市场国家也有9个采取了下调基准利率或存款准备金率的宽松政策。

与此同时,发达国家央行更是在不到一个月时间里相继拉开流动性闸门,展开前所未有的量化宽松(QE)竞赛,不仅是低利率和零利率,欧洲央行无限期购债计划、美联储“上不封顶”的QE3、日本央行无节制量化宽松(截至目前已推出QE9),均已大大突破货币宽松的政策底线。水漫金山,全球流动性再次泛滥,新兴经济体持续近一年的短期资本流出再次转变为新一轮短期资本流入。

中国货币政策遭遇难题

全球货币宽松环境也正在影响我国货币政策的独立性,货币政策遇到了进退维谷的难题:从外部看,海外资金已在香港登陆并虎视眈眈地觊觎人民币资产,人民币即期汇率连续走高,中间价连续数日大幅攀升,并创出1994年人民币汇率改革以来的最高纪录,央行大规模实施货币宽松的空间并不大。

从内部看,一方面,国内通货膨胀压

力犹存,产能过剩风险积聚,房地产市场反弹蠢蠢欲动。过剩产能对应的固定资产投资贷款实际上都是银行体系潜在的不良贷款,在这种情况下,政策调控必须考虑节奏和力度,宏观经济环境并不支持货币政策动用降低利率等总量型工具。但是另一方面,由于银行体系融出资金意愿极低,银行间回购市场资金利率迅速走高,导致市场出现短暂的流动性紧张,金融市场资金面出现紧平衡。因此,央行并没有使用降准和降息等更为激进的方法,而是选择在公开市场上通过逆回购等方式更加灵活地来“回吐货币”。

逆回购将成常态化工具

逆回购还有一个中长期的重要意义,即逆回购常态化也是利率市场化的必然结果。央行更倾向于用市场化的操作手段来调控银行间流动性,这不仅与利率市场化的大背景相辅相成,也是利率市场化发展的必然结果与具体表现。由于越来越频繁的逆回购操作可以使得回购操作和逆回购操作之间的利差不断缩窄,并能够引导短期市场利率的形成及货币市场的利率走向。可以预见,逆回购操作将在相当一段时间内成为常态化工具,并成为当前利率传导机制中的基础因素,利率双轨制中的天平正在向银行间市场利率靠拢。

当前,全球量化宽松竞赛的大幕已经拉开,深陷债务泥潭的发达国家其货币政策目标已经演变为竭力维持岌岌可危的政府债务循环,释放流动性借债货币化已不断转嫁危机已成趋势。在这样的背景下,央行货币政策工具必须以“非常规”应对“非常规”,以更低的政策成本获取更大的政策收益,这将会成为未来一段时期内央行货币政策的主题。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

焦点评论



RQFII 谋发力, 增资额度超千亿。宏观数据有亮点, 中国股市迎暖意。涨跌难明勤把脉, 多空对决慎抄底。革新举措稳步推, A股走好终可期。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

限制炒新要用猛药

熊锦秋

浙江世宝上市首日打破多项炒新纪录,应该说,有关部门通过窗口指导把洛阳钼业、浙江世宝发行价压下来,这无疑是一正确之举,遏制新股“三高”发行目标也达到了;但这只是完成了万里长征的第一步,由于发行价和发行量极小,新股上市后却导致炒新变本加厉发作,而新股不败又将导致成千上万打新股重新聚集,一级市场畸形繁荣,二级市场割裂局面依然难以改善甚至有所恶化。当前应花点代价、痛下狠招解决市场这个主要矛盾,笔者提出以下建议:

一是建立新股集中上市制度。新股流通盘子越小,稀缺性也就越凸显,就越容易操纵、爆炒。当年创业板刚推出,为防爆炒,28只新股集体上市,虽然上市首日仍遭爆炒,但集中上市肯定对抑制炒新发挥了一定抑制作用。今后应让各个新股发行后积攒到一定量之后再批量上市。

二是对炒新设置投资者准入门槛。深交所有个统计,首日买入新股的个人投资者整体亏损,笔者认为目前阶段有必要采取强制措施让散户远离炒新、保护自己。可以规定:对资金50万元以下投资者,在新股上市一年内不能买入。少了散户这个套利对象,相信大额投资者也少了在市场翻云覆雨制造新股巨幅价格波动的动力,这也一定程度可以减少市场交易费用支出。

三是规定挂牌上市期在一年之内的新股、次新股实行T+3交易制度。

一些投资者参与炒新的目的是为了追逐短线交易差价收益,若规定新股在买入后三天才可卖出,投资者将面临更多不确定性风险,由此可能会消除其短期赌博心理,投资者买入股票应会多份理性。

四是规定所有股票任何时候单日交易换手率不得高于20%(以实际流通份额计算),一旦某日换手率达到20%,那么股票停牌至当日收市。如果规定股票交易每日换手率不高于20%,利益关联方影响股价的低吸高抛操作不好完成,且容易暴露。

五是建立新股负面信息发布机制。虽然企业招股书一般都会披露风险因素,但多是轻描淡写,且在上市前一般都有些吹鼓手大肆宣传其发展潜力,这是爆炒新股的一个原因。建议应限制一些不负责任的盲目吹捧之词大肆传扬,甚至应对此进行事后惩罚。另外,应引导鼓励专业人士、媒体另辟蹊径,在新股上市前充分研究其风险和发展障碍,在尊重事实基础上将其负面信息予以充分展示,提前为新股爆炒浇水降温。

六是规定新股首日上市与老股一样受涨跌幅10%的限制。按《深交所交易规则》,新股股票开盘集合竞价的有效竞价范围为发行价900%以内,再结合深交所限制炒新规定,盘中还可上涨20%,14:57之后尾盘3分钟还有可能再上涨,股价波动巨大、存在较大套利机会,这是新股爆炒的一大根源,为让一二级市场协调发展,新股上市首日理应与老股一样,受涨跌幅度10%的限制(以发行价为基准)。

存款搬家与影子银行

贾壮

近日有媒体报道称,10月份工农中建四大行存款减少近2万亿元,存款减少制约了银行的放贷能力,新增贷款也相应减少。季度末存款井喷,下个季度初存款大量搬家,已经成为近年来银行资产负债的变化规律,这一特征与银行理财产品超常规发展及影子银行体系有很大关系。

季度初存款走得蹒跚,是因为上季度末来得非常。每个季度末,银行都有存款指标压力,之前的压力来自监管部门季度末考核存贷比指标,在该指标被改成日均考核之后,银行仍然有存款数量考核带来的冲时点压力,所以每个季度末,银行都有做高存款数据的冲动。

银行理财产品在这个过程中发挥了重要作用,方法是大批理财产品的到期日设置在季度末,当理财产品到期之后,大量存款就会从理财产品池中回流至银行的资产负债表内,表现在数据上

就是存款量的井喷。这一操作的前提是理财产品的盘子要足够大,经过这些年的发展,银行理财产品规模已经能够满足条件,有统计显示,银行理财产品的存量超过3万亿元,规模可以支撑银行在表内外腾挪存款。

存款尤其是居民活期存款是银行负债中成本较为低廉的部分,低成本存款数量越大,银行的利润空间越高,在存贷利差占据盈利结构主体地位的情况下,银行为啥还不辞辛苦地在资产负债表内外来回折腾呢?其实也是利益使然,一方面,商业银行在资金来源方面面临着非银行金融机构的竞争,银行存款早就不是唯一的投资渠道,而且存款利率市场化程度不高,除了安全,银行找不到其他有说服力的理由,只能绕过政策限制发展更具吸引力的理财产品;另一方面,随着居民和企业理财意识提高,对于低风险、低收益理财产品的需求高涨,银行理财产品恰好能够满足这部分需求。

商业银行的表外理财属于影子银行

体系范畴,近年来银行理财产品的蓬勃发展只是中国影子银行体系扩张的一个缩影,除此之外,包括券商集合理财、基金专户理财、私募股权基金、担保公司、信托公司等各个门类都有较快发展,而影子银行发展同相关部门对银行体系的数量管制和价格管制关系紧密。

作为资金的重要供给方,银行有动力做大贷款规模,但实际操作中受到两重限制:一是新增贷款数量受制于贷款规模的限制,要想做大规模,必须想方设法将资产和负债转移到表外以规避监管;二是贷款规模扩张又受制于存贷比指标,如果存款数量上不去,肯定无法扩张贷款规模,而提高价格吸收存款会遇到利率浮动空间的问题,所以必须发展理财产品代替传统存款业务。实际上,银行通过理财产品方式所获得的利差收入非常可观,以一年期存款为例,通常预期收益在5%左右,而理财产品募集资金投资收益往往会超过8%。

资金需求方也为影子银行体系发展提供了动力,贷款额度和存贷比的存在限制

了银行放贷空间,大量的融资需求无法在银行渠道得到满足,不得不寻求其他的融资方式,影子银行恰好可以满足这些需求。近年来,信托贷款、城投债等融资方式发展较快,商业银行通过理财产品的方式对于影子银行体系有着或深或浅的参与。据统计,银行理财产品投向债券、货币市场工具、同业存款的占60%以上,债权类项目融资(信托贷款、委托贷款、票据资产、银信合作等)占25%左右,高风险、高收益型权益类资产占10%左右。

影子银行体系发展是金融脱媒的过程,也是对传统金融体系的补充,发展有其合理性,但是中国影子银行体系超常规发展有一些畸形的助推因素,商业银行体系与影子银行体系有着千丝万缕的联系,一旦影子银行出现问题,很难保证商业银行体系不会受到牵连。因此,需要对影子银行体系发展保持足够警惕,当前比较重要的工作是要进一步推进利率市场化,理顺金融市场的价格信号,货币政策调控目标应该逐步从额度管理向货币市场利率过渡。



十字路口上的中国经济

中国经济第三季度同比增长7.4%,创下了14个季度以来的最低值。与此同时各大行纷纷发布报告指出,中国经济有了全面回暖的迹象。那么中国经济真的已经筑底企稳了吗?在昨天甘肃卫视播出的《新财富夜谈》节目中,财经评论员叶檀、复旦大学中国经济研究中心主任张军、上海睿信投资管理有限公司董事长李振宁、海通证券研究所首席宏观分析师陈勇一起聚焦“十字路口上的中国经济”。

叶檀:很多人说我们中国经济已经触底,要开始反弹了。也有很多人说不对,这个反弹是暂时的,甚至没有反弹,中国经济马上就要崩溃了。怎么来解读第三季度的数据,到底是乐观还是悲观?

张军:几个月以前,我们就看到政府一些比较温和的刺激方案已经出台了。发改委批了很多的项目,地方政府的投资也已经开始明显加大。我想第四季度的增长不会比9月份的7.4%低。应该可以传递这样一个信号,我国经济在筑底企稳,是一个上升周期的开始。

陈勇:我对经济也偏乐观,有数据可以验证。比如服务业增速持续上升,消费增长非常稳定。中国经济是在找底,底部应该差不多体现出来了。

李振宁:经济在反弹,但这一轮反弹有个结构问题。内陆省份现在的增长率都很高,而上海等沿海城市反倒不行,这是经济反弹和以往不同的一个变化。

地方政府的投资热潮

7月以来,中国各地政府频繁发布大规模经济刺激计划,地方投资版图迅速升级,投资热潮方兴未艾。贵州3万亿;重庆1.5万亿;广东1万亿;山西1万亿;湖南长沙8300亿。4年前,在国际金融危机背景下,中国政府为了抗危机、保增长,推出包括“4万亿”投资计划在内的一系列政策措施。而现在,人们将此轮地方投资热潮称为升级版的“4万亿”。不少经济学者表示担忧,中国地方政府投资扩张能力正在下降,这可能会让今年的稳增长政策效应低于预期。

叶檀:我有次跟皖通高速交流,他们说安徽现在差不多是县县通高速。不管人有多少,是县城就得修。有人会说这个太激进了,没人的村庄都修路,效率一定低。也有人说修了高速之后中国的物流上升了,是乐观主义者。

张军:我们老说政府的公共投资效率不高,因为它周期长,回报率低,需要大规模的举债,这就是私人投资不愿意去介入的原因。事实上地方政府每花一分钱还是很谨慎的。它们介入经济开发,不是一直要成为股东,或要成为所谓官办经济的一部分,它们其实是要退出的。

叶檀:张老师提供了一个很有意思的角度,他不是同情者,而是一个客观的观察者。他说政府现在插手是为了将来的退出。但事实上我们知道在城建方面,地方政府利用土地去融资,或把土地批租给私营企业,土地占到了非常核心的作用。

张军:任何国家,土地在经济发展的初期阶段都是最重要的

叶檀:今天的探讨大家有很多共识的地方。比如说城市化,比如减少管制发挥市场的作用。最后我想说的是中国城市化和制度的发展并行不悖,如果中国有一个制度的大发展,还有一个20年,甚至是30年的城市化进程,那么未来中国30年还能高速增长有可能真的不是梦想。

(文字整理:陈靓)

《新财富夜谈》是一档由深圳证券信息有限公司制作、每周日晚23:17在甘肃卫视播出的高端财经直播访谈节目,由著名财经评论员叶檀女士担任嘉宾主持。本版每周一回放该节目主要内容,敬请留意。

联系我们

本版文章如无特别声明,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;发电子邮箱ppl18@126.com。