

货币投放机制将不再看汇率眼色

张莱楠

面对着实际融资成本的不断上升和外汇流入的趋势性下降,未来中国货币政策不仅可能进入微调时,还可能通过调整央行资产负债表对货币存量进行盘活和调整。

中国货币供应 内外环境发生变化

多年以来,中国货币创造取决于外部盈余。开放经济条件下,外汇储备及其变动不仅是中国国内和对外金融政策的联系纽带,更是体现和制约货币政策有效性的关键因素。外汇储备持续攀升引起的外汇占款会改变我国基础货币的投放,增强货币供给的内生性。

从央行资产负债表看,央行主要资产是外汇储备资产,国际货币基金组织(IMF)最新数据显示,央行总资产高达31.7万亿元人民币(约合5.1万亿美元),其中外汇储备资产占人民银行总资产的比重为83%,分别是美、英、日和欧央行资产的1.3倍、8.1倍、2倍和1.2倍。从这个意义上讲,外汇储备增加的过程实质上就是央行资产增加和基础货币上升的过程。导致外部盈余所产生的外汇占款成

为货币创造的主渠道。

然而,在人民币汇率双向波动、资本流动双向平衡将成常态,资本项目可能出现逆差的大背景下,基于汇率水平的货币投放机制将根本性改变,这对央行的传统货币创造机制将是新的挑战。今年以来,人民币贬值趋势越发明显,根据国际清算银行(BIS)最新公布的报告,3月人民币实际有效汇率(REER)环比下降2.7%至117.45,为连续第二个月下降,创2013年10月以来最低水平。与此同时,3月人民币名义有效汇率指数为112.64,创下去年10月以来最低水平,环比下降1.8%。在2月中旬至3月中旬的一个月内,人民币兑美元汇率下跌了2.6%。

越来越多的事实表明,人民币资产和货币扩张的内外环境正在面临新变化。根据测算,当前用中美利差、人民币即期远期汇率测算的无风险套利空间显著收窄,外汇占款持续下降。2月份金融机构新增外汇占款从1月份的4373.66亿元骤降至1282.46亿元,环比下降约71%,创去年9月以来新低。通过外汇渠道蓄水的功能正在转变为漏损的功能。特别是鉴于美联储全球“中央银行”的地位,美联储逐步退出宽松政策(QE)引发的货币政策变化

将会影响包括中国在内的全球货币金融周期的变化。

一方面,由于私人部门购买外汇资产,央行被动收回人民币流动性,造成一定程度的货币紧缩;而另一方面,一旦形成贬值预期,非政府部门增加美元减少人民币资产,在国内资产配置上则表现为增加货币资产,减少风险资产配置,因此流动性需求上升,在相同的货币供给下货币条件显得更紧,外汇占款作为基础货币创造的机制将会弱化。

货币增速下降 将不可避免

从长期来看,中国货币增速台阶式下降将不可避免。

首先,决定货币供应量增长速度最根本的因素是经济增长率。经济增长率下降,货币供应增长率一定会下来。中国持续高增长的条件、中长期结构性因素以及宏观格局正在发生重大变化,未来潜在增长中枢下移,人民币单向升值的轨道改变以及外部流动性压力下降将是一个长期趋势,再加上风险资产长期内面临估值下降和去泡沫化压力,中国货币扩张也面临阶段性拐点。

其次,从全球再平衡的大环境看,美国经济“再工业化”以及“再平衡”可能会出现比预期更强的积极因素。美国旨在“以提升实体经济可贸易水平”的经济再平衡战略,将导致其经济出现越来越明确的长期回报率回升预期,同时吸引全球资本回流美国,或将逐步改变过去10年全球资本流动的方向。

综合诸多因素考虑,外汇占款的变动可能是中国长期经济结构变动的一个综合反映。过去10年,由于中国人口年龄

结构的变化和农村富余劳动力向城镇转移,储蓄率不断上升,反映在国际收支上,表现为贸易顺差不断扩大;反映在货币环境上,就是外汇占款快速增长,导致我国货币扩张压力很大,而未来这种格局很可能发生改变。

高储蓄率意味着较快的资产或财富积累,财富的快速增长也要求流动性资产的较快增长,货币则是流动性资产的主要形式。但是未来随着中国人口老龄化进程的加速,国内高储蓄状况将有根本性的改变,这将使原来的储蓄——顺差——货币扩张的循环被逆转,进而导致货币扩张源头消失。

货币金融的长期演变对政策制定者的最大含义是要避免资产泡沫失控,加强维护金融稳定的机制和措施。从世界经验来看,几次大的货币金融周期都是以资产泡沫破灭,甚至金融危机形式完成转折。

因此,未来,伴随着外汇占款增量趋势性下降,其作为货币创造主渠道的情况也会发生改变,央行需要靠降低存准率提升货币乘数,这也意味着货币创造将更多依赖于国内信贷的增长,而原来用于“冲销”外汇占款的存款准备金率很可能在未来一段时期内成为货币“反冲销”的主要方式,通过这种方式提高M2。此外,可以通过调整商业银行/金融机构超额准备金和超备率影响利率和流动性,或者通过债券或国债市场,创造“债券池”来对冲“货币池”水位下降的风险。(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

证券业创新的制度基础

杨新英

据称层出不穷的美国金融创新70%以上都是为了规避法规和监管创造出来的,置身事外纵览美国金融创新历史,不免有一种观赏迪斯尼动画片《猫和老鼠》的愉悦和会心。更有趣的是,被中国高富帅们崇拜得五体投地的华尔街精英,在美国民众心目中的形象居然以巧取豪夺的强盗大亨著称,前几年席卷美国并“冲出美洲走向世界”的“占领华尔街运动”就是例证,99%的大众对1%巧取豪夺的精英在情感上并不认可。但在理智和法规上却毫无办法,即使后来变成“华尔街野猫”,却还得进局子、缴罚款收场,最终居然不了了之。

相比而言,中国证券行业一年一度的创新大会,以前还能成为一场短期行业嘉年华,但今年情况却大不相同,新国九条加创新大会的双重刺激,在证券市场引起的反应不过是“2055一日游”,人们不禁要问:中国证券市场到底怎么了?

其实,只要对照一下中美两国的市场差异,这个问题并不难得到基本解答。美国证券市场的创设源于300多年前自下而上的民间行为,其目的在于建立复杂性基础上的公平交易制度;中国证券市场的创设则源于20多年前从上而下的政府行为,其目的在于打造政府主导基础上的实用政策工具。出发点和目的不同,可能是中美证券市场最重要也最根本的差异。这个差异,不仅使得作为中国证券市场制度监护者的证监会,一直处在社会和市场争议的火山口,而且使得作为市场重要主体的券商,一直处在坐收垄断收益而无需创新的位置上,更使得广大投资者在短期财富诱惑下入市后成为被杀猪分肥的渔猎目标。只要这个体制及其目的不能有效改变,中国证券市场就不可能发挥正常的市场功能,成为积极有效助力大国崛起的创新投资市场。好在十八大报告和习李政府已承诺“让市场发挥更大作用”,李克强总理所说的“制度红利”,就是回归市场本来功能之后参与各方稳定的预期和信心,新国九条很可贵地体现出了向市场化方向努力的趋势。

事实上,在市场化建设和改善方面,证监会自2000年以来,一直致力于试图纠正市场创设早期的政策工具性,从提出国际化、市场化目标到股权分置改革和券商综合治理,制度建设的核心基本上还是围绕营造“公正、公平和公开”的有效竞争环境而展开。在这条变革主线上,迄今为止最大的成就被认为是股权分置改革,这不假,没有这个结构性改革,中国证券市场所有改进都无从谈起,不过,与这种一次性结构纠偏相比,同期展开的券商综合治理,其长期性渐进式改进,对市场的影响也许更久而深远。如果说2007年空前的大牛市被认为是股权分置改革制度红利有效释放的话,那么,在2008年市场大幅回调,美国五大投行全部改组的崩溃式全球金融危机面前,中国证券市场再未出现2003年到2006年到处冒烟、券商接管和群体性事件接踵而至的严重局面,就应该归功于此前卓有成效的券商综合治理。

回想起来,券商综合治理对中国证券市场和券商的影响主要体现在这样几个方面:1.建立了以量化净资产为核心的券商综

合能力考评体系;2.建立了券商分类评级与投资者保护基金费率挂钩的有效制约体系;3.界定并厘清了券商自有资产与客户资产的边界,并严格实施客户资产托管管理;4.建立了券商的机构责任与个人责任相适配的责任追究先例。

前三项市场制度建设方面的进展固然重要,但那都可以从欧美先发明乃至巴塞尔协议中找到借鉴和参照的范例或踪迹,唯独第四项却是欧美监管当局一直想做却从未曾做到的货真价实的中国特色制度创新,即使前几年风行一时的“占领华尔街运动”,也并未取得如此明确而有效的制度进展。这也被认为是最有威慑力的制度建设范例。具体而言,只要闭眼券商的高管不能以证据证明自己清白无辜,作为一把手的董事长或总裁就要追究刑事责任,有关官员的形象说法是“我接管,你坐牢”,并表示决不纵容违法违规的人轻轻松松一走了之,每个人都应该为自己的行为后果承担责任,概不豁免。大有中国古代贤明官员“一家哭强似一路哭”的风范。

相比而言,致使雷曼破产倒闭并直接引发金融危机的CEO理查德·富尔德(Richard Fuld),不仅拿着上千万美元的离职金和早几年高达4.8亿美元的薪酬,还可以潇洒地在国会山捣浆糊嚼舌头。尽管议员维克斯曼在国会质问富尔德:“这些钱是你拿别人的钱去冒险赚来的。这个制度对你有利,但对国家和其他纳税人无益,现在我们需要花7000亿美元来挽救美国经济。”“你一边向财长保尔森请求联邦政府出手援助,一边把数百万美元装进自己的口袋。这公平吗?”却依然拿他没办法。看来美国人因此借鉴或学习一下原产于中国的监管经验应该也没什么坏处,我当然不敢把威力更大、具有自主知识产权且完全符合WTO原产地规则的“双规”措施推销给美国人。

事实上,欧美先发市场的法规监管总要比业务创新慢半拍,但却不会长期缺席,严谨而有效的监管,在明确已知的领域不仅完全覆盖,而且原则、规则、边界清晰明确绝不含糊,而在面向未知和未来的未知领域,监管则要求在明确提示客户风险的原则下退后半步。即使制度的文明演进需要遵循“道高一尺,魔高一丈”,也绝不会在明确已知的领域放松任何监管要求。

反观国内市场,依法监管和业务管制的原则、规则和边界至今并未完全厘清,不少人依然把监管和管制混为一谈。其实,就先发市场监管部门而言,其业务管制主要集中于资格、特许权和牌照管理,法规监管则主要基于法规授权,在明确授权范围内的监管在任何时候都不会放松,任何以放松监管为代价的创新,和对创新为借口的放松监管,都是对既定市场制度基础的严重侵害,也是对长期稳定并不断演进的创新精神的歪曲和亵渎。我的意思是监管部门任何时候都要严格监管,严守法规已明确的原则、规则和边界,这叫依法监管;同时需要放开新的未知领域,那是创新的主要地盘,这叫宽容创新。在《猫和老鼠》的游戏,猫从不给老鼠下帖子邀请它创新,老鼠也不大可能祈求猫放它一马。

因此,在坚持“公正、公平、公开”的制度环境下,有效加强监管、有序开放管制,积极学习借鉴先发市场的经验教训,才是中国证券行业创新长期稳定的制度基础。

(作者系北京精英资产管理公司总裁)

楼市限降令是托市的变种

毕舸

多地实施的“限降令”波及杭州,根据杭州市相关政府部门的规定,从23日开始,如果商品房实际成交价低于备案价格超过15%,那么将通过技术手段限制网签。这意味着传闻中的“限降令”将开始实施。有报道说,在过去的一周,杭州不少降价楼盘的开发商被房管部门请去约谈,并被告知房管部门和物价部门将推出降价备案制度。

楼市限降令的推出,无疑是地方托市的又一变种。然而,这一楼市限降令必然会破产。房地产商在目前市场成交量大幅下滑的背景下,出于回笼资金、缓解经营压力的考量,自发下调商品房价格,属于典型的市场调节行为,采取政策杠杆硬性不让企业降价,必然有太多不可控因素。楼市限降令不可能一味抑制企业乃至行业的价格调节诉求,尤其是面临市场竞争的房地产行业。设想一下,如果某个企业或行业一方面受制于限降令的行政管理,另一方面不能采取相应的价格调整举措,造成商品房大面积滞售,就可能面对亏损乃至破产的威胁。开发商要么通过赠送面积、垫付乃至代付首付等途径变相降价,要么则可能形成房企纷纷倒闭的多米诺骨牌效应,其产生的负面后果绝对大于逐步释放市场压力的渐进式降价。

近来一些地方政府纷纷出台各种托市政策,很大程度上是源于财政压力。今年以来,多地财政收入增幅大幅放缓,与此同时,由于去年以来严厉的楼市调控,不少地方政府土地出让收入锐减,也造成了巨大压力。对于一些地方政府来说,地方财政对房地产的依赖就像烟瘾一样,想要一时半会戒掉,还是比较困难的。但是,国家坚持楼市调控不动摇,制止不合理放松限购,态度已经非常明朗。如同万科总裁郁亮所说:“2008年宏观调控的时候,其实我们本来就应该去完成这个调整的,但就像洗澡一样,洗到一半突然把我们拉起来了。拉起来之后过两年再洗一次澡。”

尽管房地产行业关联度特别大,对经济发展有较大影响,但是宏观调控的本意是让房地产行业回到健康发展的轨道上来,因此,地方政府和开发商应该忍住阵痛,靠自己度过调整期。而地方政府急于托市,一方面反映出目前房地产价格下行趋势日益明显,某些“靠房吃房”的地方政府限于短期利益和政绩诉求,站到前台为托市呐喊。另一方面也说明了房地产已经进入新一轮深层次利益博弈,各种既得利益的交锋白热化,因此中央应当对于类似托市现象进行全面调查,阻止某些地方政府的托市冲动,坚持调控有利于地方经济逐步摆脱对房地产的过度依赖。只有把房地产行业调整到底、调整干净,今后房地产行业才可以对未来中国经济做出更多正能量贡献。

4G网速很难达到声称的“每秒百兆”



可叹电信运营商,揽客广告又撒谎。实际网速注水分,服务承诺耍名堂。企业营销吹泡沫,记者调查揭真相。店大欺客难诚信,集体诉讼宜登场。

王铎/漫画 孙勇/诗

房价已成强弩之末 看涨难免陷入悖论

项峥

楼市从一致性看涨到预期出现分化,显示出了市场机制涵蕴的巨大力量。目前看,随着全国主要城市住房成交量明显放缓和成交价格出现松动,看淡房地产后市的市場情绪已经加快扩散蔓延,但也有观点认为我国房价仍有五六年上涨时期,现在则是购房绝佳良机。我国房价相对居民收入过高是一个不争的事实。过去十多年,我国房价累积涨幅巨大,明显透支了普通居民购买能力,这种情况在一线城市尤为明显。如今北京四环以内商品房单价已经与东京比肩,但居民收入相差甚远。在过去很长一段时间,商品住宅承载了居民财富投资渠道的功能,使得一线城市房价呈现出非理性上涨的运行轨迹。如今北京四环以内动辄近千万元一套的商品住宅,也开始超出了城市中高收入群体的承受能力。如果按照部分楼市唱多人群所言,北京房价仍将继续走高,要么中高收入人群收入至少同比例提高,要么出现恶性

通货膨胀,否则住房市场需求将成为无源之水,也难以推动房价继续高位上涨。

未来住房需求将出现明显萎缩。人口因素始终是房地产市场发展的原动力。随着我国老龄化拐点将于2015年到来,未来住房需求将呈现出明显萎缩态势。当前我国城镇化普遍呈现实出“4:2:1”的架构。也就是说,在三口之家之外,还有四个老人,也意味着至少有3套房子。当孩子长大成人后,年轻中年父母客观上需要与老人一起居住方便照顾,这样一来就空出一套房子让孩子居住,将不会产生购房的强烈冲动,当然,有可能出现改善性住房需求,而这—前提往往是要先将旧房出售再购买新房。如果决策行为趋同,那么二手房价格的急剧下跌,也将拖累新房成交价格。

拥有多套房产及时变现是当前较为明智的选择。在房价过快上涨阶段,投资者往往不会考虑住房的自然折旧因素。而当房价上涨速度放缓,

或出现绝对对住房价格下跌,住房折旧需要纳入投资者的行为决策方程。按照70年平均折旧计算,每年的房屋折旧率为1.43%。钢筋混凝土的现代建筑,理论上应该能够承受70年的使用寿命,但实际上一些建筑经过20年的使用后,管线老化及其他建筑问题十分严重,影响到业主的居住舒适度。这样一来,住宅实际年折旧率要超过1.43%。此外,租金上涨幅度有限,也将降低住宅投资收益率。住宅租金主要受到租赁需求的影响,而进入租金市场的承租人往往属于中低收入群体,限制了租金过快上涨。实际上,我们也会发现,相对房价的过快上涨,住房租金总体上涨较为平缓。现在北京住宅租金收益率不到2%,远低于无风险的银行存款利率,拥有多套房产出租的业主实际上受损的是相当大的机会成本。可见,要将住宅自然折旧、低租金收益率和机会成本进行综合考虑,将多套房产变现确实是一个较为明智的选择。特别是当前一线城市房价还基本维持的情况下,尽快套现仍有余

地,一旦形成趋势性下跌,恐怕失去套现的时间窗口。

经过近20多年的快速发展,我国房地产市场交易规模巨大,或已经超出了政府的政策选择空间。如今,我国继续实施适度宽松货币政策的空间极其狭小,为托起当前已经高位上涨的住房交易价格,需要比2008年释放几倍多的货币,这已经是实体经济所不能承受的。

人们应该遵从实际需要作出行为决策。对于刚性住房需求人群,要么租赁住房,要么买房,没有第三条道路。当然在房价下跌过程中,低位购房将是理想中的情况,在现实生活中不易做到。对刚性住房需求人群而言,“买涨杀跌”不是理性的行为,等待下跌也有风险,往往是还没等到价格下跌到心理范围,房价已然快速上涨。这种情况对套现者也适用,即等到合适价位再变现时,可能价格一跌再跌。可见,遵从实际需要作出行为决策,不要轻信他人言论,也不要盲从他人行为,根据自身情况分析并进行决策,才是最好选择。

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ppl18@126.com。