

# 外汇占款趋降倒逼货币政策框架重构

张茉楠

5月新增外汇占款出现大幅度回落,从今年以来月度千亿元以上的规模降至不到400亿元,为去年8月以来最低。央行日前公布的数据显示,5月金融机构外汇占款余额为29.54万亿元,较4月仅增加386.65亿元,增幅比4月下降高达67%。外汇占款的下降对应的外部资金流入的减少,这背后很可能意味着巨额国际收支顺差带来的货币形成机制发生改变,看来,重构中国货币政策框架已经迫在眉睫。

## 外汇占款 是货币创造主要形式

要了解未来的流动性格局,首先要了解中国独特的货币创造机制。一般而言,央行的基础货币发行渠道有四条:一是在二级市场上购买国债,这也是美联储投放基础货币最常用的渠道;二是向金融机构发放再贷款,包括向金融机构再贴现和向货币市场拆入资金;三是购买黄金增加黄金储备;四是外部盈余创造外汇占款。而第四种,是中国货币创造的最主要形式。

事实上,开放经济条件下,外汇储备及其变动不仅是一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重要影响的因素。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。

从全球产业分工的角度看,中国巨额国际收支顺差与中国在全球价值链的位置相关。上世纪90年代以来,亚洲区域内贸易比重迅速上升,东亚地区形成了以中国为核心与发达国家形成贸易顺差,与东盟和日本等地区形成贸易逆差的三角贸易模式,所以越是经济不平衡,亚洲,尤其是东亚的外汇储备就越多。中国外汇储备从2006年突破1万亿美元大关,到2009年突破2万亿,2011年突破3万亿,2014年突破4万亿,年均增长率超过30%,远远超过同期国内生产总值(GDP)和进出口贸易总额的增长速度,导致外汇占款持续攀升,成为货币创造和扩张的主渠道。

## 外汇占款下降 可能成为新常态

然而,外汇占款下降可能将伴随着中国经济的再平衡进程。近两年来世界主要经济体的经济增速呈现复苏态势,但是中国出口贸易反而呈现放缓态势,究其原因比较复杂,有周期性原因、有结构性原因,也有汇率等因素。首先,从汇率形成机制改革方面看,二次汇改后,我国实行了一整套相对完善、较具活力的汇率形成机制,对国际收支结构调整起到积极的促进作用,并引导人民币汇率逐步收敛至均衡水平,在更大程度上反应市场主体的外汇供需对比。

其次,TPP+TTIP+PSA正在改变全球贸易格局和秩序。美欧主导的跨太平洋战略经济伙伴协定(TPP)、跨大西洋贸易与投资伙伴关系协议(TTIP)和多边服务业协议(PSA)重构全球贸易规则,呈现三大特点:一是零关税;二是就业和绿色环保的谈判准入条件;三是区域自贸加强。新型贸易壁垒对中国造成严重挑战。除了传统贸易救济之外,贸易保护主义以国家援助、政府采购等形式隐蔽出现,再加上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。

数据显示,中国经常账户盈余已从2007年占国内生产总值峰值的10%降至2013年的2.1%,较2012年下降0.5个百分点,为9年来最低水平。就经常项目内部结构而言,一般货物贸易顺差萎缩的趋势已经大大超过服务贸易逆差、投资收益逆差的增长趋势,未来经常项目顺差逐步收窄,甚至出现逆差也不可避免。

再者,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,中国外汇占款扩张的外部环境面临前所未有的新变化。

## 重构中国货币政策新框架

货币金融的长周期演变对政策制定者最大含义,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,甚至金融危机的形式完成转折。

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,央行需要靠降低准备金率提升货币乘数,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,通过这种方式提高广义货币。

从近日银监会公布调整存贷比计算口径,放宽对银行存贷比规定的举措来分析,确有出于重塑货币政策框架的前瞻性考量。而作为未来货币政策新框架的重要部分,可以通过调整商业银行/金融机构超额准备金和超储率影响利率和流动性,或者通过债券或国债市场,进一步发挥国债作为货币市场和资本市场基准的功能,为投资者提供无信用风险的金融工具和对冲工具,同时创造“债券池”或新的“资金池”,并提升人民币的国际吸引力与市场信心,推进人民币国际化的进程。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

# 加码超过10万亿又何妨

许岩

随着微刺激的加码,各地方政府争先出台刺激政策,据不完全统计,目前各省市的计划投资总额高达10万亿元。面对着这么大的数字,很多人担心,“微刺激”意在稳增长调结构,但落实在地方政府是否会变成“强刺激”?

强刺激、微刺激区别不在数字大小。这次地方政府的10万亿投资,无论是投资路径还是资金来源,跟以往“刺激”有本质的区别。首先要搞清楚一个前提,10万亿是个存量,而不是增量,这是地方政府每年度都会有的重点投资计划。而当年的四万亿是中央政府的增量投资。

其次,在投资资金的来源上。无论是铁路投资还是棚户区投资也好,还是这次10万亿投资也好,投资资金的来源主体并不是政府。这些投资大量依靠的是民间资本、金融创新等多元投资,并不是各地方政府财政主导,也无需由货币发行来买单。与过去依靠信贷或者依靠财政来主导投资的模式,市场主导正占据主要位置。

再次,从投资的路径上。地方政府主导的投资结构正在发生积极变化,投资路径主要集中在加快铁路建设、高速公路、水利工程、电网建设、支持保障房开发等“民生”相关领域,不做无谓的政绩式工程。

可以看出,利民生、促转型,地方投资路径与中央总基调一致,10万亿仍属乎微刺激范畴。种种迹象显示,地方政府

落实中央的“微刺激”会变成“强刺激”,也非想象中那么严重。一直以来,非常钟情于刺激政策的地方政府,仿佛一夜之间“脱胎换骨”了,面对一系列微刺激政策,竟然落实不力。国务院目前已经派出八路督查组,要求对稳增长、促改革、调结构、惠民生政策措施的落实情况开展全面督查,并要对政策不落实、工作不到位的官员进行问责。从中可以看出,作为全面深化改革的一年,稳增长政策不是过去“香饽饽”,而是一些改革措施的“试验田”。

尽管如此,但必须强调的是,面对经济下滑压力的增大,地方政府不仅要有战术上重视稳增长的责任感,更要有战略上藐视经济下滑的定力。要谨防地方政府弹簧一样反弹,借势大笔投资。并且尽可能降低投资刺激所产生的副作用。

不过,到目前为止,无论是中央政府还是地方政府,都对近期的经济放缓基本保持了冷静。尽管数据依然不高,国务院常务会议出台的稳增长措施主要是加快重点投资项目,及时拨付预算资金等,地方也没有借机推出大量投资项目。

这种“定点发力、蓄水养鱼”的微刺激,在市场看来并不给力。但如果这些措施可以调整经济结构、提振经济,又不会导致新一轮大规模信贷、投资刺激,仍坚持改革与调结构的方向,那各省市的计划投资总额超过10万亿又何妨呢?

## 统计局将出新GDP核算方法 部分省市GDP将大增



GDP算法有变化,数据总将增大。  
知识产权受关注,研发投入被迫加。  
经济出现新业态,统计调整旧方法。  
数目管理是科学,莫为政绩玩浮夸。

唐志顺/漫画  
孙勇/诗

# 券商VIP客户快速交易通道有违三公原则

皮海洲

秉承今年1月、2月的新股走势,本轮IPO重启后上市的新股,仍然保持着“秒停”、低换手率与连续涨停的走势。这就意味着投资者很难在新股上市当天及前两三个交易日买进新股。而能买到新股的投资者无疑都是幸运儿了。谁能成为这样的幸运儿?当然是拥有“VIP快速交易通道”的机构投资者与大户。在“VIP快速交易通道”的辅助下,某些大户与机构常常可以将市场上少有的新股卖盘收入囊中。如本轮IPO重启后率先上市的4只新股,多次被某券商旗下的营业部“抢单”成功,成为新股上市当天的最大买家。

应该说,“VIP快速交易通道”的存在早已不是股市里的秘密。今年3月19

日,深交所与行业经纪业务委员会联合召开证券公司座谈会,就部分证券公司向客户提供“VIP快速交易通道”问题听取行业的意见,对大客户资金利用VIP通道炒新的相关问题予以高度关注。但事情的发展来看,“VIP快速交易通道”问题虽然受到了监管部门的关注,但这一“VIP通道”仍然还洞开着,并没有被关闭。

这种情况的出现其实并不难理解,因为这其中明显涉及到证券公司的利益问题。“VIP快速交易通道”其实是证券公司吸引大户的一大法宝。不仅一些大户、超大户会奔着“VIP快速交易通道”而到某家证券公司开户,而且通过提供“VIP快速交易通道”,证券公司每年还可以向大户们收取数十万元不等的使用费。一些证券公司因此还给“VIP快速交

易通道”披上了“差异化服务”的外衣。

但不论是否“差异化服务”,“VIP快速交易通道”的存在是有违“三公”原则的,是对中小投资者的明显不公。证券交易最基本的两大原则,一个是时间优先,另一个是价格优先,而“VIP快速交易通道”使大客户的交易速度要比普通散户快很多,能够在快速涨停中屡屡秒杀成功,这就有违时间优先原则。虽然有的中小投资者在前一天的晚上就下单了,但因为不是“VIP快速交易通道”,这样的买单同样也很难在“抢新”中成交。“VIP快速交易通道”让中小投资者的弱势地位变得更加明显。

“VIP快速交易通道”对中小投资者不公平,它的存在不利于保护中小投资者合法权益,因此,监管部门有必要就此叫停“VIP快速交易通道”,以保护中小

投资者利益,同时也是对证券市场“三公”原则的维护。

在叫停“VIP快速交易通道”的问题上,有必要正视证券公司的“差异化服务”问题。随着证券公司之间竞争的加剧,包括今年以来少数券商推出“零佣金”而打响的“佣金价格战”,提高服务水平,成了证券公司的共识。在这种背景下,证券公司推出“差异化服务”,哪怕是“私人定制服务”都是不难理解的,也是值得鼓励的。但这种“差异化服务”乃至“私人定制服务”,不应该损害到其他投资者的利益,更不应该破坏“三公”原则,这是“差异化服务”以及“私人定制服务”的前提。如果违背了这个前提条件,那么任何的“差异化服务”或“私人定制服务”都应该叫停,这当然也包括“VIP快速交易通道”在内。

## 放松存贷比催生 银行业新一轮改革

周子勋

据银监会部署,自2014年7月1日起,对存贷比计算口径进行调整。

所谓的存贷比,是指贷款余额与存款余额的比例。我国1995年颁布的《商业银行法》规定,贷款余额与存款余额的比例(即存贷比)不得超过75%。存贷比作为主要的商业银行监管指标之一,在确保银行流动性、银行体系稳健方面发挥着重要作用,同时也是央行进行货币政策调控的重要辅助手段。不过,近年来,商业银行资产负债结构发生了很大变化,金融市场也发生了很大变化,存贷比的结构也应该与时俱进地加以调整。

刊登在银监会官网的新闻稿称,此次调整方案未改变存贷比的基本计算规则,简单易行,从定量测算结果看,有助于商业银行将更多的信贷资源用于支持实体经济。银监会将根据《商业银行流动性风险管理办法(试行)》,综合运用存贷比、流动性比例、流动性覆盖率和多维度的流动性风险监测指标,密切跟踪分析银行业流动性风险状况,维护银行业安全稳健运行。同时,在中长期,银监会还将继续积极推动并配合立法机关修订《商业银行法》。言下之意,可能将修改《商业银行法》中有关75%存贷比的要求,甚至不排除取消这一带有明显计划经济色彩的监管指标。

其实,相比国家法律规定的75%的银行存贷比上限,目前银行系统的存贷比约在65%左右,说明银行的流动性风险并不出在存贷比上,而是出在信贷资金结构上。有评论认为,中国的银行已经无法用存贷比来衡量是否存在流动性风险以及投资过热的问题,更多情况下需要看信贷资金的结构和分布。如果监管部门在存贷比问题上,能够跳出75%看问题,将考核的立足点放到具体的经济体、经济领域等方面,那么银行在信贷资金的投放方面,就不会只考虑规模、数量,而会更讲究质量、效率。实体经济融资难、融资贵的问题,也就有可能得到缓解。

从某种意义上说,这种做法实际上是希望存贷比管理更加细化,然而不同行业、领域的存款能力和资金需求各有千秋,而且时刻都在变化,存贷比的“结构性调整”需要给不同行业、领域设计不同的、不断更新调整的存贷比,这种有强烈计划经济味道的做法不仅与市场化大方向以及存贷比的设计初衷背道而驰,而且在市场越来越复杂多变的背景下十分难以操作。如今银行的流动性风险管理已有了更多手段,银行业监管只需要按巴塞尔新资本协议,管住风险资本等几个核心指标即可。

如果说1995年出台的《商业银行法》设立存贷比开启了银行业改革的一个时代,那么,观察当前中国银行业所处的宏观趋势,利率市场化、金融脱媒以及银行业综合化经营,我们有理由相信,放松存贷比也将开启新一轮银行业改革,促使中国银行业向多元化、异质化与国际化发展。存贷比指标的改革,也将促成银行业改革的契机,未来的金融市场需要更加灵活、自主与规范的银行。

## 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。