

加快货币融通 缓解实体经济“旱情”

从中国经济已初现“硬着陆”迹象分析,货币政策未能有效缓解实体经济融资瓶颈,是经济走弱的主因。在分析货币与实体经济关系时,货币融通带来的流量比货币存量更重要。近几个月,我国货币流量大幅下降,令实体经济融资难问题加剧。如果不能有效放松对货币融通的限制,中国经济就会像漂浮在海中的人一样,在海水中渴死。

渴

徐高

在刚刚发布的2014年8月宏观经济数据中,中国经济已初现增长“硬着陆”的迹象。工业增加值同比增长从上月的9.0%大幅下挫至6.9%,降幅远超市场预期,也刷新了次贷危机之后的最低增速纪录。以此推算,三季度国内生产总值(GDP)增速应该会滑向7%,很难再在“7.5%左右”了。

实体经济面临融资瓶颈

经济增长的衰弱还表现在许多其他重要宏观数据上。8月发电量出现了两年多以来的首次同比负增长,而由于内需走弱导致中国经济对原材料胃口的下降,8月进口增长也明显低于预期。与此同时,间接反应国内需求的生产者物价指数(PPI),其同比增速也在连续上升4个月后重新掉头向下,通缩压力再度上升。

显然,实体经济所面临的严苛融资瓶颈是造成这一切的主要原因。8月,固定资产投资同比增速再次明显下滑。但即使这样,投资到资金的增长仍然跟不上已经减速后的投资增速。房地产行业情况更加严峻,其单月投资到位资金再次同比负增长。考虑到8月广义货币(M₂)增速的下滑,以及社会融资总量增长的乏力,货币政

策在缓解实体经济“融资难”方面显然做得不够。

不过,决策者看起来似乎有理由压低货币增速,因为从存量上来看,我国的货币似乎已经发得太多。如果再加大大货币的投放,有可能带来通货膨胀或者资产价格泡沫等风险。

这种简单的逻辑看起来有道理,但其实经不起推敲。这种说法混淆了货币存量和流量。而从更深层的意义上讲,它混淆了货币所承担的价值储藏和支付手段两大功能。这种混淆自然带来了当前货币状况的误判。

货币融通流量更重要

没错,货币代表着购买力。这种购买力一旦通过实际的支出活动表现出来,就会影响经济的需求和价格。但人也不是有钱就花。货币购买力会沉淀相当一部分,成为以货币形式存在的金融资产。在我国,被广为关注的一个货币总量指标是M₂。其中包含流通中现金,以及居民和企业银行的活期和定期存款。这其中大部分是货币价值储藏功能的体现,而不是被当成支付手段要在短期内支出。从这个角度来看,货币总量和每一时点的实际支出活动是两回事。

给定货币总量不变,有两种增加支出活动总量的方法。第一是货币持有者支出意愿上升。但意愿更多由持有者的偏好、习惯等因素决定,因此变化比较缓慢,也难以用宏观政策来调节。

第二是货币的融通。当货币从支出意愿较低的人手里流到支出意愿较高的人手中时,全社会的支出活动就会增加。这种方式就是货币的融通活动。货币融通进行得越迅速,货币购买力与支出意愿之间的匹配度就越高,经由货币所完成的支出也就越多。

正因为货币融通如此重要,所以在分析货币与经济活动关系的时候,既要关注货币总量(他称为货币存量),也要关注货币融通活动所产生的货币流量。而在很多时候,货币流量甚至比货币存量更重要。

加快货币融通应是要务

但让问题变得更复杂的是,货币融通又分为直接融资和间接融资两种方式。直接融资是指货币供需双方直接进行货币转移。其具体形式包括股票、债券、直接借贷等。而间接融资则是经由银行等金融中介完成的货币转移。由于银行有货币创造

的能力,所以经由银行完成的货币融通既会带来货币流量,也会增加货币存量。这是决策者对银行信贷投放持审慎态度的主要原因。于是,对货币存量的担忧就直接导致了对货币流量的限制。的确,我国的货币存量不算少。2013年底,我国M₂与GDP的比例已经上升到接近200%,在世界各国中名列前茅。

但我国目前的货币流量相当少。央行发布的社会融资总量数据,尽管在口径、计算等方面存在一些问题,但大抵可以用来衡量我国货币融通行为产生的货币流量。而在最近3个月,社会融资总量与同期GDP的比例已下降到了约20%,几乎只有今年一季度的一半,创下了次贷危机之后第二低点,并与2011年下半年的最低点相去无几。

由于货币流量与实体经济活动更加相关,所以尽管我国货币存量不少,但近期货币流量的快速下降还是在实体经济中造成了明显的融资瓶颈。因此,加快货币融通应是当前的要务。当然,最理想的方式是直接融资,但无论是发债,还是发股票,在速度和规模上都远不及银行信

贷。因此,对银行信贷投放的管控有必要明显放松。

如若不然,中国经济就会像是漂浮在货币海洋中的人。尽管周边都是“海水”,但由于货币融通带来的“淡水”流量太小,这个人仍然干渴难耐,濒临死亡。所以,目前货币政策的当务之急是

放松对融资活动的限制,进而提升货币流量,缓解实体经济的融资瓶颈。否则,已经开始的经济增长放缓还将进一步恶化,令中国经济迅速进入大量企业倒闭、大量工人失业的通货紧缩陷阱中。那样,中国经济就将真正渴死在“海水”中了。(作者系光大证券首席经济学家)

客官别急 | Easy Investment |

我在纽约看阿里上市



证券时报记者 朱凯

我推开房门,发现放在床上的1美元纸币已经不见了,这才让我感到放心。第一次来纽约,知道住酒店最好给收拾房间的阿姨留1-2美元作为小费。

我之所以有所担心,不是因为怕阿姨不给我收拾房间。听领队说,在美国或者在纽约,只有那些不受《最低工资保护法》保护的就业人员,才被允许获得客人支付的小费。我担心阿姨会认为我对她的工作不满意,所以没有留下小费,因此我小心翼翼地叮嘱室友也要准备好至少1美元零钱。

这次来到美国,是为了对9月19日在纽约证券交易所(NYSE)敲钟上市的阿里巴巴(股票代码BABA)进行报道。美国东部时间19日早间阿里巴巴敲钟时,我们北京时间已经是12个小时以后的周五晚上了。

实际上,9月19日当天的早上6点至下午6点,我们这些从中国远赴纽约的记者都将被“关”在纽交所里,一分钟不敢闲地关注阿里巴巴上市的一举一动。而为了赶在北京时间周五晚间敲钟之前尽量多传回一些有价值的信息,记者们早已忘记了“倒时差”带来的乏累。据说,从杭州来的一位女记者已连续熬了两个通宵。

纽约的纬度接近我国大连市,但其靠海的地利却并未给这座城市带来湿润的气候。与上海相比,纽约更让我感到嘴唇干燥和鼻腔堵塞。当地医生说,这与休息不充分有一定关系。与其他来自全国各地的记者聊天时得知,他们很多人都感觉到身体不适。

大家忙,不是因为纽约没有休闲和购物的场所。忙的真正原因,是阿里巴巴这样一家来自中国的公司在纽交所上市,竟吸引了全球市场的高度瞩目,甚至超过了当年的Facebook上市盛况。实际上,纽交所中央公园里那些骑着拥有油光可鉴毛皮的骏马身上的女警察,或者纽约第五大道令人目不暇接的国际大牌奢侈品专营店,不都是纽约一景吗?

当地时间18日傍晚,也就是我现在撰写文章的大约半个小时之前,在距离纽约时代广场不远的第七大道与第四十六大街交界处的Duane Morris公司会议室里,二十几位各色人等正在举行一个小型的投资研讨会。会议的主题是“从阿里巴巴上市看投资者关系的重要性”。我在会场看到了阿里此次上市承销商之一的摩根士丹利相关人士以及ACM全球宏观对冲基金经理人兼首席投资官陈凯丰先生。

实际上,由于整整12个小时的时差问题,纽约与中国内地之间存在较大的信息“错位”。比如说,我想把19日当天最精彩的消息和图片发表在报纸上,但当阿里巴巴开始敲钟时,或许中国内地报纸已经快要截稿了。为此,那天会有很多记者希望尽可能早获取到独家消息,并以最快速度传回13000公里以外的国内。而可怜的报纸编辑们,则在大洋彼岸无助地等候现场记者传来更多有意思的消息。我相信内地报社谁都不希望看到,本周五发生的与这个庞然大物有关的消息,竟然不得不拖延到周一才见报。

仅仅从这一点,就可以看出报纸等纸质媒体,在满足受众快速获知消息的诉求上,已在越来越快地走着下坡路。特别是随着移动互联网以及自媒体等新的传播形式出现,传统的报纸类媒体正在想方设法从第一现场挖掘更为深度和震撼的新闻事实。

有这样一户家庭,也参加了刚才的阿里巴巴投融资沙龙。他们都是中国人,是否拥有别国身份,我当然无从知晓。他们告诉我,这次本来是在美国旅游以及看望在纽约大学读书的女儿,很偶然的机会看到朋友微信转来的邀请函,便冒昧前来参会了。据介绍,那位男主人每年有一半时间在澳洲的墨尔本,另一半时间则在中国内地某些城市,主要是做一些房地产等方向的投资。女主人长期生活在澳洲,这次约好了各自飞到香港,然后一起去美国看女儿,没想到一家三口都来“看望”阿里巴巴了。

这只是我偶然参与的一场与阿里巴巴有关的聚会。在今夜的纽约,在此刻的全世界,或许都在围绕着阿里巴巴想着和做着某些事情吧。阿里巴巴不仅带来全世界的投资者、研究者及新闻媒体人士,也间接帮助酒店的清洁阿姨获得了更多小费。这对纽约来说真是一件不错的买卖。不知什么时候这样的好公司能在A股上市呢?

沪港通的抢跑者

陆文杰

沪港通开通在即,各类针对市场和股票的分析研究已经汗牛充栋。瑞银集团与瑞银证券于6月即已开始与全球机构投资者交流,并观察到他们在过去两个多月中的心态已发生微妙变化。

目前投资者对沪港通开通初期的交易活跃程度(尤其是北向沪股通交易)期望已经很高,一旦实际情况不及预期,“抢跑者”们可能获利了结,对市场资金流向或有负面影响。

在4月10日沪港通消息出来之后,投资者起初反应寥寥,除了一些针对AH股差价的套利交易外,并没有对于沪港通的股票明显加仓的行为。

自6月开始,瑞银的交易部门观测到

资金涌入的速度不断加快。

最初的一批“抢跑者”主要是QFII和国内的机构投资者,其典型逻辑为抢先部署“外资最可能青睐的A股”。在此期间,A股不少大盘蓝筹,尤其是对H股有明显价格折让的股票有一轮上涨。

7月下旬到8月,港股市场上,全球配置型基金开始大举进入,即使一些交易细节和税务方面的问题没有完全解决,但他们仍看好资金涌入对股价的正向效应,加仓的主要标的是之前明显仓位较低而估值较全球同类公司有优势的股票,如电信、银行、能源和原材料行业。香港交易的A股ETF也大受青睐。

A股市场上,散户资金开始进场,融资融券余额明显增加。他们延续一贯对中小盘股的偏好,较为追捧题材类投资机

会,例如军工、网络安全等。

截至9月中,瑞银证券估计已有至少2200亿元通过各种渠道进入A股市场,“抢跑”沪港通。其中,外资通过QFII/RQFII渠道进入的资金约320亿,国内机构加仓400亿,而最为惊人的是,以散户为主的融资净买入量达到近1500亿元!也就是说,A股市场上散户的“抢跑”比机构积极得多。而港股市场上,则主要由全球或亚洲配置型基金加仓超过1500亿港元。

值得注意的是,最近“抢跑者”们的观点再次发生变化。A股的散户投资者热情不减,而部分境外机构投资者开始担心10月沪港通正式开通后初期交易量不及预期的风险。9月第二周,在港交易的A股ETF净申购额开始回落。此外,还有部分QFII和国内机构开始布局沪

港通的下一阶段。

对于AH股差价的交易策略,境内外机构投资者都已渐趋谨慎。原因是两地流动性偏好和资金成本等方面的差异客观存在,短期内AH股差价不会因沪港通而完全消失。

总结而言,投资者对于沪港通的兴趣在最近三四个月中已经发生了一系列变化。由最初的将信将疑,到兴趣大增,到港股和A股市场分逐其鹿,再到近期期望分化。

瑞银对于沪港通中长期前景无疑是乐观的,但对于沪港通正式开通前后短期资金变化,“抢跑者”们已经存在强烈预期,可能有较大的不确定性,偏于谨慎的投资者不妨略为驻足观望。(作者系瑞银证券H股策略分析师)

降息仍是必要的

曹阳

9月起,央行先后通过短期融资便利(SLF)为五大行提供5000亿资金,下调正回购利率来引导货币市场利率下行。尽管如此,未来央行降低基准利率仍是必要的。

央行的SLF、下调正回购利率在规模上类似于降准和降息。就SLF来说,5000亿投放规模上等同于降准50个基点;就下调正回购利率来看,20个基点的下调基本等同于一次降息的幅度。以上货币政策可以改善银行间批发市场的流动性。一方面,SLF利率在3.7%,期限在3个月,基本等同短期期限的逆回购操作。这种短期流动性提供可以缓冲IPO、国庆和季度因素对银行存款分流冲击,有效降低金融体系流动性风险;另一方面,回购利率下调也有助降低银行短期融资成本,并在一定程度上压低债券二级市场收益率。

但对于降低企业融资成本的效果可能较为有限。一方面,SLF和正回购操作均发生在银行间市场,由于期限较短,银行难以形成稳定、持续的资金可得预

期,因此未必进行主动性信贷扩张;另一方面,虽然以上政策可以降低银行负债成本,但实体经济融资利率却存在刚性,且调整相对滞后。从数据看,最新1个月大行和城商行的理财产品收益率为4.56%和5.09%,同期限的同业协存利率降低为4.55%,均较年初下行了100个基点以上,但二季度末的贷款加权利率仅下行了不到20个基点。此外,由于资金批发市场的参与者并非只限于银行,在央行提供看跌利率期权后,融资性交易会增多,这进一步压低风险资产的流动性溢价、信用风险溢价水平,目前5年期AA企业债与1年期国债利差仅为255个基点,处于历史低位。我们认为央行对银行间市场低利率的担保会进一步提升风险偏好,“套息交易”增加对风险资产价格影响会更大些,而这些资金未必进入实体经济领域。

这使得未来通过降低基准利率来改善企业融资成本依然是较为必要的。

第一,降息可以较明确地引导企业、个人预期,提高信贷需求。年初以来,国务院、央行层面多次要解决“融资难、融资贵”的问题,部分企业希望在利率下调后申请贷款,以节约融资成本,那么降息可以发出较为明确的市场信号。

第二,目前信贷领域利率市场化已经完成,较多贷款均在基准利率基础上浮动,下调利率既可降低企业存量债务的财务费用,也可以对企业寻求信贷融资提供一定激励。

第三,降低基准利率,尤其是房贷利率有助缓释房地产市场下行风险。目前房地产销售、价格出现双降,其中8月商品房销售累计负增长扩大到7.6%,百城房价下跌数量达到74个。因此在全国放宽限购后,降低按揭贷款利率来刺激销量回升对于减缓经济下行也较为重要。

第四,从周期角度来看,降息可以缓冲经济硬着陆风险,适度降低市场的信用风险溢价,对企业融资成本下行产生间接帮助。

我们不认为降息的政策成本很高。第一,从全球范围来看,各国货币环境均较为宽松,美联储在9月议息会议表态鸽派,承诺将低利率维持“相当长的一段时间”,欧洲央行在2016年前将进行多次资