开启货币新机制之门

胡月晓

2013年至今 货币新机制已形成

尽管存在着对货币政策前景松紧度及方向预判的分歧,此前市场对货币“过度深化”现状的认识却保持高度一致性。

从货币深化指标的角度,与世界主要发达经济体横向比较,中国当前货币太多。近10年来,美日等国的货币深化指标一直比较平稳,即使在反危机的大放水期间也是如此。过去10年,美国的货币深化指标一直围绕着60%波动,日本则是80%上下;而中国,150%是最低,且波动巨大,表明中国货币环境不太稳定。

纵向比较,中国货币深化上升速度过快。过去30年,中国货币深化指标提高了3倍,从1986年的65%提升到了2013年195%。中国货币深化的持续上升,直接导致了通涨预期在中国经济发展历程中的常态。

中国货币深化过度,已造成通胀预期管理困难和资产泡沫治理困难。当前宏观经济体系中的通胀预期在实际价格水平已回落低位下,仍然处在较高水平,说明居民感受货币发行过多;房价为代表的资产泡沫治理屡不见效,货币环境有着决定性影响。

中国货币“过度深化”局面的形成,主要是外汇占款持续多年高增长的结果,即所谓的“入世”红利下货币被动高增长。2011及之前的10余年间,货币当局外占增长持续会于20%高位;2006至2012年,基础货币投放中外占转化比例持续超过100%,意味着货币当局需要持续冲销。

然而2012年及之后,中国货币投放的环境基础发生了根本性改变:货币当局的外汇占款增速迅速下降,公开市场在基础货币投放中的作用显著上升。前10余年,中国货币形成机制可分为两个阶段:第一,2004年~2008年,外占和债券发行为基础货币投放主要形式,公开市场承当货币回收作用,由于外占和债券发行都是被动进行的,货币投放的被动性决定了货币当局的独立性缺失特征;第二,2009年~2013年,外占和公开市场为基础货币投放主要形式,债券发行承当货币回收作用,外占增长和债券发行对冲之下,公开市场在货币投放中的重要性上升,货币当局的独立性开始有所体现。

公开市场、外汇占款和债券发行,是三大影响中国基础货币发行的因素。三大因素间此消彼长的变动,基本决定了中国货币发行途径和运行机制的变化。中国货币形成机理于2013年后发生了重大变化:具有被动特征的外占增长退居次位,央行可以主动控制的公开市场操作走上前台,成为左右中国货币投放的主要载体。

周靖宇/制图

中国货币形成机理于2013年后发生了重大变化:具有被动特征的外占增长退居次位,央行可以主动控制的公开市场操作走上前台,成为左右中国货币投放的主要载体。

新机制下货币政策实施场所工具变化

在货币被动增长模式下,存款准备金率(RRR)调整成为常用对冲工具。由于被动的规模实在过大,RRR对冲、央票发行等基础货币调整手段,都不足以形成合意的货币增长,加之冲销成本的考量,于1998年取消的信贷规模控制,2007年后又被恢复。

对信贷规模的行政管控,实际上是对商业银行的经营行为实施了直接干预,这种干预意在影响货币乘数,说明在货币被动投放模式下,央行对基础货币的控制已显得力不从心,迫不得已以行政干预,调控全社会广义货币(宏观流动性)增长。商业银行的信贷过程就是信用货币的创造过程,信贷增长和广义货币增长是高度一致的。对信贷的控制,就是对货币的控制。可见,在外占为主的货币被动增长模式下,对流通货币环节信用创造过程的直接调控,是过去中国货币当局对货币调控的主要场所。

在准备金为主的新货币投放机制下,央行对基础货币调控的主动性提高,对信用创造过程的控制可相应放松;加之金融创新导致的宏观流动性创造方式非信贷化倾向发展,新机制下货币当局的货币政策实施场所于2013年后,逐渐回归到准备金市场。这意味着,央行对货币的调控,主要通过调节基础货币的增长来实现。2012年~2014年间,在季节性波动规律的作用下,中国货币乘数正好经历了一个台阶式提高的过程。

作为基础货币重要组成的准备金,分为借入准备金和非借入准备金,不同类型准备金对商业银行和金融市场的影响是不一样的,在货币当局货币政策操作实施场所,由信用创造的下游上移到基础货币创造的前端情况下,对准备金的分类管理、进而新型货币政策工具的引入,形成了当前中国央行货币调控不断“创新”的现象,且货币数量和货币成本在独立性上首次得以实现。

新机制下,货币当局调控的对象是基础货币的数量和成本,货币当局的政策核心是确定合意的数量和成本组合。在货币政策的具体操作程序选择上,可以是准备金总额(TR)、借入准备金(BR)、非借入准备金(NBR)、基础货币利率(FF)等4种方式。不同操作程序下,准备金市场对干扰的反应是不同的,货币当局也会根据环境和政策目标的变化,选择不同的操作程序。

新货币运行机制和新货币政策操作场所,意味着货币政策工具的转换。在新机制下,央行引导社会融资成本下降,不再像以往那样直接调整信贷利率,而是通过引导货币利率下降,通过金融市场间利率的传导,达到间接降低信贷市场借贷利率的目的。从这个意义上说,只有在当前的货币形成和调控新机制下,利率市场化才是有可能实现的。利率市场化的最直观体现,就是企业融资的自由定价、商业银行存贷利率的完全放开。

货币政策透明度待加强

2014年以来,央行货币政策指向明确,不断引导货币成本下降,这是笔者一直阐述的“紧数量、低利率”政策组合。

“紧数量、低利率”的货币政策组合,利好债市、偏空股市。从新货币机制和利率市场化角度,降息应该是针对金融体系尤其是货币市场和债券市场的。信贷利率更多的是反映实体经济状况的风险利率,或者说是一个魏克塞尔式的自然利率。考虑到利率指标体系的变化,央行的降息之门已经打开,并将继续前行。

笔者认为,这主要是货币当局在政策透明度方面不足所致。2014年7月,公开报道言央行对国开行发放3年期1万亿元的抵押补充贷款(PSL),双方均未有正式表态;9月,央行通过SLF向五大银行投放了5000亿元流动性,各方未有正式表态;10月,市场再传央行将通过SLF向多家股份制银行放水2000亿元,各方同样没有公开证实。从央行数据看,2014年上半年SLF的余额已降为零,至今未有更新。

预期引导也是宏观调控的重要手段,可能是成本更低、效果更优的一种方式。美联储(FED)每次议息会议后发布的会议记录中,货币政策的前展性指引内容就很为市场所看重。相比较而言,中国不仅没有指引政策发展趋势的前瞻性指引,就是货币政策基调和趋势的描述也是模糊不清。更让市场琢磨不透的是,过去的“打左灯、向右转”、以及当前的“光做不说”行为,是否会发展到未来的“光说不做”?中国的低货币政策透明度,让市场预期经常大起大落。

新货币运转机制下,政策操作场所前移到了准备金市场,政策操作需要通过金融市场传导才能到达实体经济等宏观经济各领域。与过去直接行政干预式的调节方式相比,增强货币政策的透明度,尤为重要。试想市场如果很好地理解了回购利率下行对资金成本下降的意义,央行引导社会融资成本下降的目标,可能会更为便利、经济、快速、有效地达到。

(作者系上海证券首席宏观研究员)

■客官别急 | Easy Investment

人生必做的选择题

证券时报记者 朱凯

来上海快8年,我还是第一次参加葬礼。逝者是一位早年由宁波逃难至上海的老太太,逝年91岁。据说她年轻时聪明伶俐、左右逢源;老后独立自主,极少给儿女孙辈添麻烦。她的丈夫,大约是在20年前离世的。生前,老太太是一位虔诚的佛教徒。

参加葬礼的家属及亲朋好友中,除了我讲外乡话(普通话)外,其余都是一口标准的“上海闲话”。我看到来人中也有白发苍苍的老者,他们会否在想若干年后的自己?

平日来不及思考的事和急着要办的事,今天却不妨慢慢加以考虑。不管你走得急还是行得缓,也不管你是元帅或者士兵,最终都会是别人来参加你的葬礼。

人生有一个选择题,那就是我们应怎样度过这短暂的一生?小说《钢铁是怎样炼成的》里有句名言:当一个人回首往事时,不要因虚度年华而悔恨,也不要因碌碌无为而羞耻。在我看来,这种悔恨或羞耻,其实有的来自于内心体验,有的来自于他人的评价。

今年年初,我曾参加过福寿园(01448.HK)在香港上市后的一个小型投资者交流会,举办地点在上海。一茶一座,大家的态度都显得诚恳而淡静。

福寿园集团副总经理伊华说,生命的终点应该美丽,应该充满阳光。福寿园立志要成为这样一家企业。她认为,随着中国老龄化社会的到来,殡葬行业的需求和层次都有望提升。

临别时,集团总经理王计生说了一句充满哲理的话。他说,圣人逝去后,他的精神生命可以延续千年;伟人逝去后,其精神生命可以延续数百年或数十年;普通人的精神生命,则会长久留在家人朋友的心中。如果借助一些有纪念意义的物品,还可以保留更久。

他这番话只是即兴而至。但我们不得不承认,普通人的“灵魂”,一般在三代之后,可能就所剩不多了。所以,每个人都要让活着的时候尽量精彩。

同时,我还在思考一个问题——如果从投资的角度去看,像殡葬业这样的行业,究竟应该归属于哪一类?根据Wind资讯和申银万国证券的相关投研指标,殡葬行业属于“可选消费——消费者服务Ⅱ——综合消费者服务Ⅲ——特殊消费者服务”。

在我看来,死亡以及与死亡相关的行业,应是人生必做的选择题。针对这个话题,我与王计生总经理“探讨”过。我笑着问他,殡葬难道不应属于必选消费吗?他说,那是那是。

在福寿园,有非常多的名人永驻于此。包括政治军事、科教文卫、经济金融等各个行业的近现代知名人物。

只是,在我国广袤的农村地区,人死亡后的仪式往往很隆重很热闹,但对于墓地的选择可能是就近的或者随意的。在多数国人的传统观念中,死后万事即空。缺少宗教信仰以及缺少内生的道德约束,是中国社会不争的事实。

伊华副总经理认为,我国的老龄化趋势,在业绩上会对福寿园这样一个资本市场概念形成中长期利好。

无疑,如果把城镇化与老龄化趋势结合起来看,这一行业的前景的确非常不错。

中国殡葬协会会长戚学森认为,公墓市场面对着城市化浪潮、老龄化社会以及深化殡葬改革这三大红利,将迎来难得的历史机遇。

福寿园的股价,从去年12月19日挂牌上市至今,由开盘价5.4港元到最新的跌破4港元,可谓是缺少亮点。它未来是否会迎来爆发式增长,仍需拭目以待。

小说人物保尔柯察金说过,要把整个生命和全部精力献给人生最宝贵的事业——为人类的解放而奋斗。在今天看来,“人类的解放”这一宏大目标可能难以实现,因此,更多人选择了短视。

我也错失过很多机会。无论是谁,当一个选择出现在你面前时,你可能会听取妻子或丈夫的看法,可能会与朋友大哥当面探讨利弊得失,也可能会征询对你有恩情领导的意见。但事后去想,在他们看来正确或错误的事情,却难以避免其个人私自的“利益”诉求,这一决策对你或许并非最佳。当然,这里所说的利益,并非通常意义上“零和博弈”的利益。

人生有太多的必选题,这便意味着你做出一个选择便放弃了另一个选择,你已经获得的东西便替换了你可能会获得的东西。这就是所谓的机会成本。

“平日来不及思考的事和急着要办的事,今天却不妨慢慢加以考虑。不管你走得急还是行得缓,也不管你是元帅或者士兵,最终都会是别人来参加你的葬礼。”

降息了,然后呢?

钟正生

存款端利率下调至2.75%,上浮区间扩大至1.2,存款利率上限仍为3.3%,考虑到股份制银行存款利率早已经上浮到顶,而大行存款利率也上浮至3.25%,因此,这一降息对于存款利率的影响应该非常小。

贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%。降息的核心在于降低存款利率。如果没有存款端利率的下调,只有贷款利率下降,银行在息差收窄压力下会通过提高上浮比例或者绕开监管的方式来维持息差,最终的效果非常有限。而这次降息对于存款利率的影响很小,大幅调降贷款基准利率对于降低社会融资成本意义有限。

非对称降息在传递强宽松预期的同时实质意义有限,同时会遇到来自银行相关部门的巨大阻力。既然推出,则意味着经济和就业可能陷入了较大的困境,降低社会融资成本的迫切性明显上升。如果是这样,那么单纯价格工具是不够的,后续一定是需要数量配合的。也就是说,无论是全面降准或者大规模流动性注入的概率都会大幅上升。

另外一种可能是,如果将贷存比口径调整和非对称降息合在一起看,明年或许银行吸储的压力会相对较小,这样存款利率也可能不用一浮到顶,会有所下降,这样对于降低银行负债端成本和社会融资成本是有意义的。

(作者系国信证券宏观研究员)