

# 降息信号作用超过政策实际效果

项峰

11月21日傍晚,央行意外降息打乱了金融市场的平静。中国人民银行决定,自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率;其中,金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%,同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。尽管非对称降息对实际融资成本的改善仍有待观察,可降息的信号作用还是非常明显的。证券市场受到了鼓舞,11月24日、25日,沪深股市持续上涨,创出了3年来新高。

## 金融机构存贷差缩小

非对称降息改善中小微企业实际融资成本状况仍有待观察。本次央行非对称降息,虽然一年期存款基准利率下调0.25个百分点,比同档次贷款基准利率下调幅度少0.15个百分点,但本次降息扩大存款利率浮动区间至20%,意味着上浮到顶后的存款利率与利率调整前保持相同水平,金融机构存款成本几乎没有太大变化。同时,因贷款基准利率下调0.4个百分点,金融机构存贷利差将会缩小。在这种情况下,金融机构主动降低中小微企业贷款利率的

意愿不足。不仅如此,中小微企业多为流动资金贷款,期限较短。一年期以内的贷款合同,大多不会在合同中约定基准利率调整,而直接以名义利率标注在合同文本之中。即使贷款基准利率下调,但因为贷款利率完全市场化,且中小微企业定价能力较弱,金融机构仍可维持原先贷款利率不变。由此可见,虽然金融机构在实际经营过程中仍然会参考贷款基准利率,但在贷款利率市场化及存款利率浮动空间扩大后,金融机构受保护的利差缩小,降息政策作用较难传导到实体经济的中小微企业。当然,降息并不全无作用,在降低地方政府融资平台贷款成本、部分暂时陷入经营困难企业财务负担、金融风险暴露上仍存在积极作用。

## 央行货币政策操作出现新变化

降息所释放出的信号非常丰富。在央行本次降息之前,两年来一直运用定向调控工具调节金融市场流动性,支持实体经济融资。而本次降息后,意味着中央银行货币政策操作出现了新变化。一是价格工具并不是稳健货币政策的禁区。此前,金融市场将降息与强制刺激等号,但这并不是稳健货币政策的真正内涵。过去,中央银行执行稳

健货币政策期间,也曾经根据物价和宏观经济形势,对基准利率进行上调或下调。可见,下调存款基准利率并不意味着对经济进行强刺激。当前我国物价形势总体稳中有落。2014年10月,我国居民消费价格总水平同比上涨1.6%;1-10月,全国居民消费价格总水平同比上涨2.1%。同时,生产者价格指数(PPI)继续回落,2014年1-10月,全国工业生产者出厂价格同比下降1.7%,工业生产者购进价格同比下降1.9%。在物价总体涨幅有限且有陷入通缩风险同时,及时调整存款基准利率是中央银行逆周期调控的应有之义。

二是利率市场化进程加快。本次降息扩大了存款利率浮动区间,意味着我国利率市场化进程明显加快。目前,我国利率市场化进程还存在最后一跃,即存款利率的全面放开。从浮动区间10%扩大至20%,意味着金融机构利率定价能力面临新的挑战。但这是利率市场化的必经历程。当然,要实现完全利率市场化,不仅需要金融机构适应利率市场化的金融环境,而且客户也需要适应利率市场化的金融环境,这是一个动态发展的过程。

三是金融风险顾虑上升。虽然降息的一个目的是降低社会融资成本,但显而易见,降息也有助于降低借款人的负担,减少违约的风险。今年以来,我国金融市场风险加快释放,商业银行不良贷款上升,影子银行领域的金融风险事件频繁发生。如果实际融资成本居于高位,那么势必将增加金融交易链条的风险。从控制金融风险的角度出发,适当降低贷款基准利率,有助于实体经济资金正常运转,减少整体金融运行风险。

四是证券市场将面临新的发展机遇。降息后股票市场高开高走,出现明显上涨行情。利率与资产价格存在反向关系。由于我国家庭住宅不动产配置比例已经偏高,继续上升空间狭小,降息对股票市场的提振作用十分明显。同时,国家也积极发展直接融资,未来证券市场行情将看好。

五是货币政策传导不畅。当前制约我国宏观经济增长主要为结构性因素,而货币政策虽然可以定向发力,但终究是总量政策。经过多轮定向调控后,中央银行重新选择降息,表明货币政策在应对宏观经济下行总体作用有限。从中央银行不对称降息也能看出,在金融市场流动性总体充裕的前提下,主要仍是货币政策传导出现中梗阻。而货币政策传导不畅,受到多重因素制约,也非中央银行一己之力可以疏通。

六是未来货币政策工具更加丰富。在稳健货币政策基本取向,未来我国中央银行货币政策工具将更加丰富多样,除了价格工具、数量工具外,还有常设借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)等创新货币政策工具。各种工具的组合与使用,主要取决于宏观经济运行表现。

应该看到,我国货币政策运用也会受到现实条件制约。货币政策工具使用,不应以提高房价为代价,同时还要受到经济转方式、调结构的制约。无论从哪个方面来说,保持一个相对压力环境下,住宅价格不会出现无节制上涨,实体经济转方式、调结构动力才会充足。这实际上是对中央银行货币政策操作智慧的新考验。

## 焦点评论

### 央企负责人薪酬改革开启



薪酬改革又开启,公众期待能破题。易喊攻坚之口号,难舍既得之利益。组织任命当弱化,市场竞争要给力。资源垄断必自肥,多放鲶鱼进国企。

赵乃育/图  
孙勇/诗

# 央行降息须警惕房价反弹

冯海宁

时隔两年之后,央行再次宣布全面、非对称性降息。此次降息超出了市场预期。

在我国宏观经济增速放缓,企业面临“融资贵”的情况下,这次央行降息不仅可以直接、有效地降低企业融资成本,引导金融机构让利实体经济,而且还能减轻还贷居民的经济负担,同时还稳定了年底经济、为明年经济创造一个良好开局。可谓是“一箭多雕”。

此次降息的种种好处是显而易见的,但也要意识到,此举很可能会刺激房价反弹。以2014年100万元商业房贷为例,此次降息后,如果按照基准利率计算,购房者可减少月供234元,合计20年可以减少4万元的利息支出。因此,此次降息很可能会刺激一部分需求进入楼市拉动房价反弹。

国家统计局近日发布的房价数据显示,10月份70个大中城市房价环比69个城市是下跌的,1个城市是持平的。看上去房价似乎还在下跌状态,但跌幅已经收窄,交易量大幅上涨,这是之前很多城市放松限购、放松限贷的结果。如今,降息与放松限购、放松限贷等政策叠加起来,房价反弹的可能性更大。

显然,房地产开发商和很多地方政府需要楼市升温、房价反弹,以拉动土地财政收入和房地产税收增长。但很多公众却希望房价回归合理水平或者保持在当前水平,因为从“房价收入比”等指标来看,目前房价还是偏高。在房价偏高的

情况下,部分家庭要么买不起房,要么为买房付出高昂成本。同时,房价偏高,会让地方经济对房地产更加依赖,也给经济安全埋下隐患。

因此,央行此次降息虽然益处多多,但要警惕房价快速反弹。因为在降息之前,部分开发商已经开始在内部传达“涨价令”,而降息之后可缓解开发商融资贵,显然,加入涨价队伍的开发商会更多。笔者以为,降息之后房价止住跌势或者说保持稳定是可以接受的,但如果房价快速反弹,恐怕很多人接受不了。坦率地说,目前很多城市房屋库存量偏高,还需要降价、走量继续“消化”库存。如果房价因为降息、放松限购等政策叠加效应出现快速反弹,库存量恐怕就不会回归到合理水平了,而且库存量还有可能增加。

所以,此次降息之后,地方政府不仅要密切关注房价变化,而且不能再出台救市政策了,以避免楼市陷入“刺激房价—房价上涨—再抑制房价”的怪圈,避免房价大起大落。对于国家有关方面来说,虽然已经减少对楼市行政干预,但鉴于目前控制楼市投资投机等机制尚不健全,有必要早日建立长效机制。只有建立了楼市长效监管机制,完善了房地产税制,土地改革与财税改革达到理想效果,保障房供应量达到合理水平,我们才能真正把房地产完全交给市场来决定,那时候房价或涨或跌都不会引起多少波澜。在目前机制尚不健全、改革尚未实现的情况下,还是有必要警惕房价在降息等政策刺激下出现快速反弹。

# 品牌赞助商“震惊沮丧”怎么破

田楠

孙杨代言太平洋保险,在宣传片中说“游进太平洋”。不知24日爆出孙杨兴奋剂检测呈阳性曾停赛3个月的消息后,太保集团和众多代言品牌是不是赶忙向这位奥运冠军关上“游进来”的大门。截至目前,孙杨代言的保险、汽车、运动等品牌皆未做出回应。

尽管孙杨的禁赛时间已结束,消息一经爆出还是引起一片哗然,在了一项调查中68%的受访者觉得对推迟公布消息不可理解。孙杨本人回应称“这次事件让我震惊沮丧,感受到了巨大的压力”。尽管涉禁药被禁赛尚属首次,但围绕在孙杨周围的各种事件一直不少,从师徒矛盾到无证驾驶被拘留,跟着孙杨一起“震惊沮丧”的恐怕

就是众多品牌赞助商了。

选择明星代言品牌是纯商业行为,但敲定代言人选后产生的品牌捆绑效应要承受一定的道德风险。商家看中艺人、运动员个性对产品卖点的促进,种种张扬自我的个性给商家带来“赌石”一般的投资风险。无论国内外,一旦代言明星涉及丑闻,赞助商定会避而远之。因为纯粹的商业宣传不可能承担任何危及品牌的影响力,如何应对这种突发事件,往往也是见诸赞助商功力的时候。

孙杨的负面新闻已经不止一次,但由于他风头无两的体坛一哥影响力,已经签约的赞助商在动离开头时还得前后掂量,再加上某些运动品牌产品设计完全围绕代言人形成系列产品,所以不到万不得已,断舍离对于赞助商是件困难的事情。

孙杨代言品牌太保集团的一位内部人士称,目前孙杨依旧是其品牌代言人。尽管之前的无证驾驶事件后传出太保集团要和孙杨解约的传闻,但一直没有得到当事人的正式确认。太保集团的内部工作人员称,孙杨的代言多出现在平面媒体,并且确实有过一段时间不怎么发关于他的广告。

看来品牌赞助商基本是避其锋芒,虽然捧一块烫手山芋,但扔了也觉可惜。翻看这些赞助商的品牌微博便知,以上次孙杨无证驾驶为时间节点,2013年11月3日当天太平洋保险还发了两条孙杨宣传活动的微博,紧接着在第二天以至之后的数月,孙杨的名字在品牌宣传中销声匿迹,下一条孙杨对品牌的宣传微博出现在2014年的4月27日。孙杨代言的361度运动品牌也基本采取了相同的应

对策略。

国内品牌显然在危机公关方面稍显被动,耐克等国外品牌在宣传语调整上经常主动出击,2008年北京奥运会刘翔退赛,耐克马上换上“爱运动,即使他伤了你的心”等一系列广告语。但实际上这种降低负面冲击,突出品牌文化诉求的手段也不能次生效。“刀锋战士”皮斯托瑞斯枪杀案之后,耐克“我就是枪膛中的子弹”的广告引来一片非议,在撤下广告、发表慰问声明后,耐克也不得不与其解约。

尽管国内出于保护优秀运动员的原因,对孙杨的指责之声并不明显,外媒可是已经把孙杨叫做“麻烦孩子”,不知这一评价是不是正说到品牌赞助商心里去。事件之后,笔者致电太保集团的品牌建设部,一直无人接听电话,据说都去开会了。如果去积极研究怎么样让孙杨带着品牌游得更远,那这对品牌倒也是件好事。

# 中国须尽快制定实施碳金融发展战略

张莱楠

11月25日,发展改革委气候司司长苏伟在一个会议上指出,有望在今年年底最早出台碳排放权交易管理办法,同时将进一步加快全国碳排放权交易市场建设,争取在2016年开始运行。

不久前,在APEC会议期间,中美作为全球两个最大碳排放国终于达成温室气体减排协议。根据协议规定,中国将力争实现温室气体排放量从2030年左右开始减少,这意味着中国已将国家发展战略和气候战略紧密结合起来,确立更为明确的可持续发展方向,而这也将给碳排放市场带来非常大的机遇,加快建立与之相适应的碳金融体系,实施碳金融发展战略已经刻不容缓。

一般观点认为,碳减排都是需要勒紧裤腰带的,但事实上,碳减排可以创造巨大的经济价值。实际上,能源效率——“碳减排”权早在10年前就成为可以追逐的资产。“碳减排”权之所以受到推崇,是作为强制性公共产品的物权可以相互转让,进行交易,即碳交易。随着1997年《京都议定书》而诞生的碳排放权交易制度,让全球稀缺资源的环境公共产品获得了产权。

数据显示,《京都议定书》生效以来,全球碳排放市场一度辉煌,并且实现了每年1000多亿美元的全球碳市场规模。对于中国而言,碳交易及其衍生的市场发展前景广阔。中国拥有巨大的碳排放资源。目前中国提供的碳减排量已占到全球市场的1/3左右,居全球第二。据联合国开发计划署的数据,发达国家在2012年完成50亿吨温室气体的减排目标,其中一半是以清洁发展机制(CDM)的形式实现的,而中国在2010年占到世界总CDM潜力的35%至45%,相当于拉美、非洲和中东的碳减排总和。

随着中国到2030年碳减排的新承诺,中国已被看作是全球最具潜力的“碳减排”市场。联合国开发计划署的统计也表明,目前中国已经成为CDM机制下提供碳减排量最大的国家。以中国碳减排投资为例,中国要实现到2050年二氧化碳排放5.5%的增幅,需要在2010年到2050年共累计增量投资14.2万亿美元,每年投资需占到当年国内生产总值的7%,这是一个不小的数目。

我国碳减排市场潜力巨大,为发展碳金融提供了广阔的发展空间,但也面临不少问题:

首先,碳金融制度不完善,碳金融体系及相关配套措施发展滞后。目前我国CDM项目建设刚刚起步,金融业介入不深,碳资本利用效率不高,不仅缺乏完善的碳交易制度、交易法规以及碳交易场所和碳交易平台,更缺乏相应的碳期货交易、碳证券、碳期货、碳基金等各种碳金融衍生品和金融服务的支持。目前我国企业卖出的减排额主要由一些国际碳基金和公司,或通过世界银行等中介机构参与后才能进入国际市场,使国内碳

价格远低于国际市场价格,降低了碳资产的价值转化效率,制约了本土碳交易市场的发展。

其次,碳交易计价能力弱,仍处于全球碳金融交易链的低端位置。中国是未来低碳产业链上最有潜力的供给方,却仍不是定价方。由于碳交易权的计价结算与货币的绑定机制使发达国家拥有强大的定价能力,但人民币尚未成为碳交易计价和结算货币,这使中国面临着全球碳金融及其定价权缺失带来的严峻挑战。

我国必须加紧制定碳金融战略与发展框架体系,积极争取发展的主动权,为此要找准三大着力点:

首先,积极制定碳金融发展战略规划。发展碳金融是系统工程,需要政府和监管部门根据可持续发展的原则制定一系列标准、规则,提供相应的投资、税收、信贷规模导向等政策配套。进一步出台鼓励支持政策,开辟CDM项目在审批、投融资、税收等方面的绿色通道,营造有利于碳金融发展的政策环境,多方面筹措资金,采取贴息、奖励等方式,加大财政支持力度,调动项目企业发展碳交易的积极性;形成促进低碳经济发展的长效投融资机制,探索设立碳发展引导基金,引进战略投资者,采取跟进投资、阶段参股和融资担保的形式,催生孵化CDM项目,为碳金融市场交易提供稳定的交易目标;借鉴国际经验,考虑进行碳排放权交易资源的战略储备,国家收购碳排放权交易资源,同时成立有关部门进行碳排放权交易资源的战略投资,以应对碳交易价格的市场波动风险。

其次,完善多层次碳金融市场体系,努力夯实碳金融市场体系的宏观和微观基础。积极研究国际碳交易和定价的规律,借鉴国际上的碳交易机制,研究探索交易制度,建设多元化、多层次的碳交易平台。开展项目融资、风险投资和私募基金等多元化融资方式,丰富市场结构,加大碳期货市场、碳金融衍生品市场建设,实现碳交易的规模效应;开展碳期货交易、碳证券、碳期货、碳基金等各种碳金融衍生品的金融创新与服务,提高低碳资源的配置效率,丰富金融调控手段。

中国应借鉴国际经验,着手设立中国CDM基金,加快开发各类支持低碳经济发展的碳金融衍生工具,提升我国在全球碳交易市场上的定价能力;由于各国在减排目标、监管体系以及市场建设方面的差异,导致了市场分割,政策风险以及高昂交易成本的产生,因此,必须建立健全碳交易的法律法规以及风险评估体系,在全球范围内深化和加强碳金融的监管与合作。

第三,推动碳交易人民币计价的国际化进程。目前,欧元是碳现货和碳衍生品交易市场的主要计价结算货币。中国必须抓住当前的机遇将人民币与碳排放权绑定,推进碳交易人民币计价的国际化进程,建立健全人民币在全球碳交易中的贸易、投融资和资本市场循环流通机制,这是人民币成为国际货币的必由之路,也是中国在新能源领域争取定价权的关键一步。

(作者系中国国际经济交流中心研究员)

## 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ppil18@126.com。