

# “适度松紧”预示明年货币政策相对宽松

明年,商业银行的资本金压力将继续显现,负债业务挑战最大

证券时报记者 梅苑

上周闭幕的中央经济工作会议公报沿用了去年定调的“保持宏观政策连续性和稳定性,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”,却也首次明确提出“积极的财政政策要加力,货币政策要更加注重松紧适度”。

为此,证券时报记者采访了交通银行首席经济学家连平、兴业银行首席经济学家鲁政委、中国银行首席经济学家曹远征和海通证券首席经济学家李迅雷,试图透过业内专家的观点和解读,勾勒出明年货币政策的动向和货币政策对国内商业银行的影响。

## 松紧适度相对放松

证券时报记者:如何理解中央经济工作会议公报中对货币政策的新提法“松紧适度”?

鲁政委:稳健就是要松紧适度。中央经济工作会议公报对货币政策的描述新增了“松紧适度”字眼,意味着在松紧适度的把握上还有提高的空间。

连平:从字面上看,就是松要适度,紧也要适度。

从目前的实际情况来看,可能有松的要求,但也要适度。货币政策大幅度放松和目前的总体需求肯定不一致,因为经济虽然有下行的压力,但是整个实体经济和金融业的杠杆率比较高,经营的存量还是比较大,再大幅度地放水,就会不符合整个经济稳健的要求。当然,经济有下行压力,需要灵活、适度地做一些调整,但不适合大幅度放松。

曹远征:增加“松紧适度”的表述,还意味着明年货币政策需要根据经济变化的情况进行更多预测和微调,但并不意味着货币政策转向全面宽松,货币政策可以稳增长,但不能更好地提升经济增长。越是

靠放水来刺激经济增长越是不可取。从这个意义上讲,货币政策应该是稳健的。

## 衡量松紧尺度

证券时报记者:“松紧适度”应该用哪一个标准去衡量?

鲁政委:货币政策的操作问题,在于衡量松和紧的尺度是什么。

在过去,我们使用过很多的指标去衡量流动性的多少,比如, M<sub>2</sub> 增速、新增信贷、新增社会融资,后来又增加了两个指标,一个是引导融资成本下降,还有一个是结构优化。但是,因为经济体系本身就很复杂,在如此多的目标面前,监管可能会无所适从,这又导致 M<sub>2</sub> 黏度增速指标和利率指标本身就无法吻合和兼容。

真正做到松紧适度,关键要把衡量松紧的尺度找对,这个尺度需单一化。我认为,以一段时间内的实际利率作为度量指标,实际利率是名义利率减去物价(即“通胀率”),以实际利率作为央行货币政策的工具,就意味着既要关注物价,也要关注名义利率。与此同时,我建议,监管层放弃宣布 M<sub>2</sub> 增速、社会融资、信贷等指标,只有这样做,最终才能让货币政策的松紧适度。

连平:从整个市场的结果来看,松紧适度意味着货币信贷方面的指标比较重要一些,货币方面主要是指 M<sub>2</sub> 增速,信贷主要指年度信贷增量。

对于今年使用的 SLF(常备借贷便利)和 MLF(中期借贷便利)等结构性、定向货币宽松工具,明年还是很有可能继续实施,这些工具对融资成本的下降虽然没有明显的效果,但今年融资成本没有大幅度上升,我认为与这些工具的使用是有相关性的。

李迅雷:从“松紧适度”的表述上来看,明年央行可能会更多利用



张常春/本版制图

数量性工具,比如采取降准以提高货币流动性。

对于 SLF 和 MLF 等定向宽松工具,实际上也都是利率调控工具,这些工具对公开市场有利,但对非公开市场作用有限,实际使用效果不太显著。

## 商业银行陡增资本压力

证券时报记者:最新的货币政策对明年国内商业银行形成了哪些经营方面的挑战?

鲁政委:2015年,让银行真正为难的是,对明年宏观政策制定造成较大制约的刚性兑付问题尚未得到解决。

刚性兑付导致在普通投资者认为银行存款和理财并无大的区别,

而且伴随互联网金融的发展,尤其是宝宝类理财空前提升了人们的理财意识,导致银行存款大幅的流失。

如此受限于存贷比压力,银行要想达到放贷目标,就不得不提高存款成本,而这又导致银行出现两个问题。首先,银行不可能亏本放贷,银行贷款利率的下行幅度就将

非常有限;其次,因为银行息差剧烈压缩,除非银行持续增发新股,否则最迟到2016年,在仅用利润来保持资本的情况下,银行将无法完成每年不少于10万亿元的贷款;再者,负债端的流动性不断增大导致银行资产端不流动的风险在积累。

连平:对银行来说,负债业务的挑战最大,负债业务主要是指存款,

但因为利率市场化、政策调整和互联网金融挑战等方面的因素,今年以来,存款持续回落,在中小银行体现尤甚。突出的一个表现是:上一次降息的同时存款利率上浮扩大到1.2倍,中小银行都是迅速上升到顶。

而对银行而言,首先要拓展核心负债渠道;其次,扩大综合性金融服务的能力,包括提高其投资银行、交易银行、资产管理等方面的业务能力;从中长期来看,银行要注意控制成本。我国的商业银行薪酬成本并不高,但其他方面的运营成本却非常高,息差收窄导致银行的盈利压力比较大,成本控制的加强可在一定程度上抵消息差收窄导致的利润下降。

金斧子CEO张开兴:

# 从金融版“知乎”到“去哪儿”



张开兴

证券时报记者 刘筱筱

证券时报记者采访金斧子首席执行官(CEO)张开兴的时候,投研机构莫尼塔正在金斧子做调研。事实上,对金斧子展现出兴趣的机构不只莫尼塔一家,就在不久前,中信证券、国泰君安才相继完成对金斧子的实地调研。随着“滚雪球”、“金融港”两大移动APP的落地,以及股票配资、票据理财等产品线的扩容,金斧子向综合财富管理平台的布局进一步加深。

随之而来的是身价值的提升。金斧子从获得红杉千万美元A轮融资,到近期有投资人开出的数亿美元估值。作为我国互联网金融理财超市领域的代表之一,金斧子的商业版图正逐步清晰。

## 从金融版知乎到去哪儿

证券时报记者:从投顾服务社

区起家,到添加股票、期货开户等经纪类业务,再到添加金融搜索和理财产品代销功能,不难发现金斧子的商业逻辑是递进式的。链接着个人用户(C端)与专业金融机构(B端),金斧子将来要打造一个怎样的投资理财闭环,优势和难度有哪些?

张开兴:我们想做一个综合财富管理平台,这个平台对于投资人和机构都有意义。对投资人来说,他可以在平台上完成专业化的资产配置,实现收益,并且平衡风险;对机构而言,帮助他们引流和提高营销效率。

对于综合财富管理平台的定位,我们非常有信心。因为,我们打通了投资理财产业链条的上下游。

首先,我们掌握着终端的理财需求。我们做了两年多的投顾服务社区,积累了大批有投资理财需求的用户,并培养了他们的交流与询问习惯。金斧子更像是理财版的“知乎”,在线的都是活跃的投资人与理财顾问。所以,流量我们是不愁的。

当然,光有流量还不够,还必须让流量变现。所以,我们后来上线了股票、期货开户服务,帮金融机构带来了经纪业务流量,还为投资人节省了开户时间;紧接着,上线了信托、私募、银行理财、P2P理财产品搜索代销服务,帮助投资人直接对接产品。这两步完成后,相当于为投资人的理财需求和资金打造了流通渠道。我们也从“知乎”转变成了“去哪儿”,成了一个垂直信息搜索和撮合平台。

基于先发优势,现在金斧子每天的在线投资理财搜索请求量达到30万次。我们针对响应的理财产品开展代销和推介业务,向达成交易

的机构收取佣金和广告费。目前,金斧子平台累计成交规模40亿元。

我们同样面临困难和限制。比如,根据银监的面签规定,客户首次购买银行理财产品前必须在网点进行风险评估。这制约了我们产品扩充的脚步,但这并非仅仅是金斧子遇到的问题,而是现阶段所有的第三方理财销售都会遇到的问题。

## 三款产品支撑主线

证券时报记者:金斧子的盈利模式倾向于为金融机构引流,收取通道费用。未来,金斧子会基于与金融机构长期而稳定的关系,从产品中介转向为产品设计方吗?

张开兴:现阶段,主打理财超市概念的还有91金融、铜板街、阿里招财宝等。相比之下,我们的平台上沉淀了较多的有价值的用户风险、偏好等交易数据。

金斧子运营2年多以来,网站流量依然高速增长,从2014年初每天3万访客到现在每天30万。其中,40%是来自移动场景,80%是股市投资者。所以,大趋势肯定是布局移动端,并要为我们的用户提供更加垂直和精细的服务。

首先,我们将金斧子网站上提供解决服务的金融人士和需要理财服务的普通用户分开并且细化,针对这两端的人群各自推出了一款只在移动端使用的拳头产品——“滚雪球”、“金融港”两个移动端APP。

“滚雪球”是一个给稍低净值的用户的小额理财平台,是金斧子在移动端对较低净值客户群理财需求的补充;“金融港”则针对机构的理财顾问的产品和客户链条,打造O2O理财产品分销平台。

具体而言,滚雪球在原有的货币基金产品类型的基础上,添加了票据理财、债券型基金、保险理财等产品,并且增加社交功能,让用户在理财的同时,把社交活动一起带入,分享对理财产品的看法等。

滚雪球自上线3个多月,累计用户已突破30万,单日交易额突破500万,每月保持300%的高速增长。

“金融港”针对的是理财顾问。理财顾问注册成为“金融港”会员后,用我们提供的综合类产品,向他们服务的客户分销,并获取佣金。现在,我们提供的“打款现结”佣金结算服务,是业内最快速的。

金融港目前已有5万金融从业人员注册,单月分销规模在11月份突破了20亿元。

为高风险偏好的中小股民投资者,我们推出了“增财易”炒股配资服务。一个月内共吸引投资人1.81万位,发放实盘操盘基金95952万元,为投资人赚取收益4701万元。

## 行情可以来得慢一点

证券时报记者:最近很多媒体聚焦于金斧子,很大部分原因是因为金斧子涉足了股票配资业务,并提供了4倍以上杠杆。赢在投资、钱程无忧、六合资本等多家P2P平台为数万名投资人配置了近20亿元的资金,但是,投资人的本金与杠杆资金都是流入平台制定的资金账户,账户的合规性与合法性是存疑的。您如何看待该问题?金斧子如何规避其中的法律风险?

张开兴:股票配资最核心的风险点是账户。的确,很多P2P平台还没有解决配资账户的监管问题,证券公司只会提供操作仓位提示,

不可能通过签订合同的方式来进行账户监管,因为合规上不允许证券公司如此操作。理论上,P2P股票配资这种模式对投资人和平台都没有什么风险,因为可以及时平仓,股票市场的风险都是由借款人来承担。但是,在一般的P2P配资操作模式中,都是通过P2P平台设立资金账户,投资人和借款人的资金均进入到平台控制的账户。对投资人而言,P2P配资模式最大的风险就是账户监管的风险。

但我们不存在此类风险。首先,投资人的资金进入的是配资公司的账户,而非我们设置的第三方账户。而配资公司都是与我们有多年合作关系,值得信赖。

其次,从风控层面而言,我们用的是恒生电子提供的风险系统,预警和平仓线均与券商一样。

再次,我们的合作机构君宁财富会与客户签署借款协议,第三方担保公司在协议范围内承担赔偿责任。

最后,从选股的源头上,我们不会让用户买ST和出现重大资产风险的股票。正是因为如此,银行、券商自营的钱都愿意进来,与我们形成结构化的产品。在我看来,通过我们的平台进行配资,安全系数较高。

其实,我们更像是券商信用交易部门的补充。券商门槛较高,同时需要到营业部开户半年以上才能享受该服务。牛市一来,很多投资者想入市都入不了。这个时候,他们寻求民间的配资公司来安排,而且这种民间配资公司可提供的券商配资的股票范围更广、杠杆更高。我们金斧子开展股票配资,便是与他们合作,把服务线上化。此类业务已存在多年,是规范的。

■ 宏观银行 | Luo Keguan's Column |

## 全年新增信贷10万亿并非不可能

证券时报记者 罗克关

上周三,11月份居民消费价格指数(CPI)定格在年内最低的1.4%。周四时,这样一条传闻便不胫而走:央行将调整合意贷款规模,以期将全年新增信贷扩张至10万亿元。虽然,市场一度对此消息的真伪拿捏不准,但上周五公布的11月份货币信贷数据,无疑直接印证了周四的传闻。

货币信贷数据尚未公布之时,上周四市场对11月份新增信贷的估计在6000亿元上下,这不仅考虑了宏观的货币增速,还考虑了银行当下面临的资本约束和市场有效需求等微观因素。一些市场人士甚至表示,在今年前10个月,人民币新增信贷已达到8.23万亿元的情况下,最后两个月月均1万亿元几乎是不可能完成的任务。

但仅仅一天之后,这种“保守”的预期就被数据给刷了下来。上周五,央行给出的数据是:当月人民币贷款增加8527亿元,同比多增2281亿元。其中,不仅居民中长期贷款随着楼市冰封的逐渐解冻而回归到2000亿元的年内均值附近,对公的中长期贷款和票据融资都有显著的增加。以此计,今年前11个月的新增信贷累计已达到9.08万亿元,最后一个月只要新增信贷维持在9000亿元以上,全年新增信贷达到或者超过10万亿已不再是“不可能完成的任务”。

对于政策变化的动力源泉,市场消息的指向是“合意贷款”这四个字。而笔者注意到,央行三季度货币政策执行报告专栏中将“合意贷款”实际定义成了“差别准备金动态调整机制”。央行的解释是:在合意贷款的管理框架下,金融机构可以根据“既定公式和相关参数”自行测算合意贷款增速。合意贷款的规模也可以是动态调整的,调整的动因一方面取决于机构的资本充足水平,另一方面则取决于央行适时调整的“宏观审慎参数”。

有意思的是,央行在三季度货币政策报告中也很坦率地指出,2014年以来,在保持宏观稳定、货币信贷增长不过快的前提下,央行已经根据经济形势变化,数次调整了宏观审慎管理指标,适度拓宽合意贷款空间,增量大于定向降准释放的资金量。

央行实际已经在此明确指出的,今年以来市场屡次提及的合意贷款,本质上是系统化和标准化的信贷总量控制工具。在当前经济面临通缩和下行风险的情况下,央行调整宏观审慎参数以鼓励银行发放贷款,属于逆周期的货币政策操作。上周,部分市场人士对此表示不理解,其实是没有自上而下来看待政策的变化,而只是延续了自下而上分析可能性的视角。

不过,市场此前的“保守”预期并非全无道理。从央行周五的数据来看,剔除2424亿元票据融资之后,11月份新增的硬贷款也就刚好6000亿元出头。究其原因,不外乎是有效信贷需求相对有限,银行面临资本和存贷比双重约束,商业银行此刻审慎的风险偏好等诸多因素。而由于央行合意贷款的计算公式并未对外公布,我们不得而知在“宏观审慎参数”之外,直接制约银行放贷能力的存贷比、差别准备金等因素是否也有相应的调整。

但笔者注意到,早在11月19日的国务院常务会上,国务院总理李克强部署“新融十条”之时,首当其冲的一条就是“增加存贷比指标弹性,改进合意贷款管理,完善小微企业不良贷款核销前列支政策,增强金融机构扩大小微、‘三农’等贷款的能力”。在央行已经能够通过合意贷款放大了信贷总量空间之后,国务院常务会上明确提及的存贷比弹性调整和小微贷款核销等政策何时能够真正落地?这值得市场密切关注。

## 中信银行授信余额过万亿

证券时报记者 牛溪

在银行传统业务模式受到挑战的今天,中信银行敏锐地把握市场契机,全面进入现代服务业。截至2014年10月,该行现代服务业金融表内外授信余额超过1万亿元。其中,核心子行业表内外授信余额近1500亿元,核心子行业贷款余额超过1000亿元,在现代服务业的贷款投放位列中小股份制银行第一名。

中信银行在现代服务业金融的发展势头令人瞩目。继“一站式就医”和就诊全流程覆盖的“银医通”系列产品上线后,又针对现代旅游业探索性地推出了景区经营权质押融资的“景区贷”,针对现代文化产业重点打造了“院线贷”等创新产品,逐步建立了现代服务业金融的先发优势。

中信银行加大了现代服务业的开发力度,在总分行建立专门的现代服务业金融业务部门或团队,并依托中信综合金融服务平台,整合全行公司银行优势产品,明确了现代物流、现代旅游、健康服务、教育服务、节能环保、文化创意等7个核心子行业的目标市场和营销策略。目前,该行在现代服务业七大核心子行业的有效客户数达12000户,较年初增加了1500多户。