

# 货币政策高度透明化是全球趋势

陈东海

大概是十几年前,理性预期学派曾经很流行。该理论最早由约翰·穆恩于1961年在其《合理预期和价格变动理论》一文中首先提出,由卢卡斯、萨金特等人进一步发展,后来卢卡斯和萨金特分别在1995年和2011年获得诺贝尔经济学奖。该经济理论认为,经济主体(企业和个人)都会对于政策制订者未来的行为进行预期,并且在此基础上采取提前应对,与政策进行博弈,这样导致一些经济政策往往达不到效果,甚至最终结果与政策初衷相反。

大概是有鉴于此,美联储前主

席格林斯潘为了避免公众等经济主体产生理性预期导致政策失效,把隐瞒玩到了极致。在很多时候,公众想知道格林斯潘在想什么、会制定什么政策,但格林斯潘总是支支吾吾,说些模棱两可的话。结果他的政策很难被准确预期,以至于记者有时候要从他的公文包的厚薄来判断政策走向。他的这种政策,确实一度带来美国经济繁荣,不过2008年金融危机彻底毁了他的清誉。至于其他国家央行,也有一些像格林斯潘这样莫测高深、故弄玄虚。

格林斯潘的继任者伯南克与其前任全然不同。伯南克是生怕经济主体们会错了联储的意,不但继续在每次会议后一段时间公布联储的会议纪

要,还在2012年年底的会议上正式对于未来的利率政策做出了明确的指引:在失业率高于6.5%、预期通胀水平不超过2.5个百分点的情况下,将继续把联邦基金利率保持在0~0.25%的超低区间。

不管美联储量化宽松政策(QE)到底效果如何,但美联储实行明确的政策指引,包括之前一直在会议纪要和伯南克讲话中的信息是被社会充分认识到了,所以美国的资产价格纷纷走高。全球主要央行在效仿美联储实施极其宽松货币政策的同时,也越来越多地学习美联储的高度透明化的做法。日本央行于2013年4月初明确宣

布了实施规模庞大的QE计划,并且明确了要在两年内实现通胀膨胀2%的目标。英国央行在2013年8月7日正式推出“前瞻性货币政策指引”,这项新政策首次将利率与失业率挂钩,在失业率下降到7%之前,央行将维持当前0.5%的超低基准利率和量化宽松政策。早在今年3月,英国财政大臣奥斯本建议央行采用“前瞻性货币政策指引”,设定货币政策中期目标。英国央行此次回应这一建议,希望给经济决策者提供一个稳定、可预期的货币政策环境。

就连一直把央行会议纪要视为秘密的欧洲央行,也准备改变做法,准备对外公开会议纪要内容。7月底,德国媒体援引两名欧洲央行执行委员会委

员消息称,欧洲央行很快将仿效美联储和英国央行在之后公布每月会议纪要。而在7月货币政策会议后,欧洲央行行长德拉吉首次给出欧洲央行的前瞻指引,称欧洲央行预计主要利率在很长一段时间内将保持在现有水平或者更低的水平。

理性预期假设所称的那种现象之所以出现,是因为政策制定者都是相机抉择者,他们看风使舵,其信誉很差,所以大众出于自卫的心理,要对政策进行防范,就导致了政策的最终结果常常与其初衷相反。现在央行明确地发布政策指引,明确示意未来政策的目标与挂钩的变量值,让社会的预期稳定,这样自然促进了政策目标的达成。

笔者预测,在反危机期间美联储实施的政策指引的管理预期的方式,有可能会在全球央行之间流行开来。而美联储在危机期间采用的这种预期管理方式,也极有可能在危机之后被继承下来,成为美联储管理市场预期的重要日常方法。当然,在美国仅仅实行半年多、在日本仅仅实行几个月的这种管理方法,其成效还需要进一步验证,只有等过了一两个经济周期,或者是经过十余年之后,才能得出比较可靠的结论。

(作者单位:东航国际金融公司)

# 偏紧货币政策基调不变

胡月晓

经过7月份的“钱荒”之后,维持偏紧态势下有限放水成为货币当局的一个基本取向。这种偏紧的态势强化了经济转型意识。从近年经验看,信贷与工业生产间的联系比货币与工业生产间的联系更为紧密,2012年以来,广义货币供应量(M2)和工业生产渐渐呈现出负相关的关系,两者走势间的背离程度较高,而同期信贷增长和工业经营间的走势,保持了较高程度的同向关系,与长期走势符合。信贷、货币和工业经济间的不同联系说明,信贷作为信用创造过程,与经济活动情况息息相关,故信贷和工业间保持了较高程度的一致性;而货币增长除了受信用创造过程影响外,还要受较多其他因素的影响,比如货币政策变动、居民现金持有比率的变化等,故货币和经济间有时会表现出不一致走向。

从经济将在较长时期内底部徘徊的态势看,利率曲线逐渐转向“牛陡”过程是一个大概率事件。但是,这一转变过程是缓慢的。对于股票市场来说,由于货币紧张环境仍将持续,以及经济底部徘徊下结构调整对现有经济格局的冲击,传统周期性行业低迷态势短期仍将持续,未来市场机会主要集中在新兴行业和商业模式变革行业。

维持偏紧的货币环境显然有助于经济转型意识的培育,有助于在全社会形成结构调整的压力。在宽松的货币环境下,原有的经济增长模式和对应发展理念,很难得到改变。长期宽松的货币环境,已在当前中国的社会中形成了浓厚的投机氛围和“去实体化”倾向——制造业企业纷纷转行或涉足房地产、PE或转型成为专业性投资公司,企业不再热衷于产品的升级改造和研发投入,而将经营重心放在了追求资产的升值上。偏紧货币环境或多或少会挤出投资领域的投机资本,压缩其成长空间,使之回归实业。

6月份,在资金紧张的冲

击下,利率曲线一度出现了“倒挂”的异常现象。随着央行的微调以及市场逐步认识到资金紧张背后的本质,短期利率异常高企、短端与长端的利率倒挂的现象开始缓解。但是由于政策引导下的货币偏紧格局没有改变以及部分金融机构流动性调整过程还未结束,“倒挂”现象还将持续一段时间。

在短期限段(3~6月),利率曲线形状逐步恢复正常,同时中长期内的向下倾斜倒挂,整条曲线就形成了“扭转+倒挂”的非正常形状。这种独特形状短期不会改变,但是,在“紧货币、低利率”的货币政策影响下,未来利率曲线会走向长端上扬、短端下拉,逐步恢复正常利率曲线形态的过程。从经济将在较长时期内底部徘徊的态势看,利率曲线逐渐转向“牛陡”过程是一个大概率事件。

但是,这一转变过程是缓慢的。对于股票市场来说,由于货币紧张环境仍将持续,以及经济底部徘徊下结构调整对现有经济格局的冲击,传统周期性行业低迷态势短期仍将持续,未来市场机会主要集中在新兴行业和商业模式变革行业。

经济底部徘徊、有限复苏的格局表明,中国经济运行的底部已探明,物价回升、进口增长和工业回升,表明中国经济运行的活力正在恢复。中国正通过向民间资本的有限开放,解决投资资金不足的问题。通过转换投资方向(由交通基础设施转向城镇基础设施)解决投资效率下降问题。中国经济可持续增长,必须转变增长模式,通过经济转型和结构调整实现中国经济升级的观念正在成为社会共识。为实现转型和升级,就必须维持偏紧的货币环境,短期物价压力的上升和工业生产恢复,也为偏紧货币政策的实施提供了空间。在偏紧货币政策的影响下,未来流动性偏紧格局也将持续。

(作者单位:上海证券研究所)

## 焦点评论

### 以药养医导致内地药价贵过香港



若以内地作比对,香港药价不算贵。一个原因在体制,一个原因在关税。关税减免莫再等,体制改革赶紧推。医药分离是方向,财政投入要到位。

唐志顺/漫画  
孙勇/诗

## 旧债到期新官不理 凸显地方债道德风险

余丰慧

在谈到地方偿债还问题时,一些领导坦言:“上一任借了钱搞工程、搞项目,有口碑也有政绩;本届政府绝不能勒紧裤腰带还债。”

审计署审计表明,2011年底全国地方融资平台债务共计10.73万亿元,今年早些时候审计署对一些地方政府再次进行了审计,个别地方债务率高达189%。从八月份开始,新一轮全国性地方融资平台债务审计工作正在紧锣密鼓开展。

一个事实是,从去年就已经进入到地方债务偿还密集期。据统计,3.49万亿元贷款将在未来三年内到期,而2013年和2014年将迎来还款高峰期。这远只是银行贷款,再加上通过信托、发债等形式的融资地方债处于还债压力集中期。

那么,拿什么归还呢?捉襟见肘的地方财政收入是杯水车薪的,不解决大问题。卖地收入会像唐僧肉一样被分食不说,而且卖地潜力也已经不大了。随着高房价泡沫被刺破后,卖地财政也将走向困境。同时,以城市基础设施为重点的新一轮地方大投资已经开始,仅以城轨为例就有36个城市项目获批,到2020年投资高达4万亿元。钱从哪里来呢?地方必将继续通过地方融资平台大肆举债。巨额老债务到了偿还集中期,而新一轮大投资又要求继续扩大地方债务。两面夹击之下,地方政府可能会出现两种情况。

首先,新官不理旧账,后任不管前任债务。前任留下的巨额债务负担,如果让后任归还,那么,后任就难以取得政绩,将影响到其仕途。因此,本届政府绝对不会理会上届政府的债务包袱,后任官员绝不会在自己任上把归还上任债务作为重点。稍稍有一点责任心或者说良心的后任官员最多能够做到的是,允许将债务展期,同意从银行贷款还息即以贷还

息,同意借新还旧,同意以信托方式发新还旧。

一位省级大型银行行长头脑非常之清醒:对于金融体系来说,政府债务的风险警报从来没能解除过,其风险包括,项目效益低、无现金流覆盖、债务透明度差、平台公司注册资本不实、注入资产高估等。一些政府性债务“借、用、管、还”的责任主体不清晰,往往是借的人不用,用的人不还,多头管理,出了问题就扯皮。

其次,不但新官不理旧账,而且新官还要借新账。特别是本轮稳增长中基本以地方投资为主,而地方政府必将还要依靠地方融资平台举债。本届政府和官员为了政绩对举债也乐此不疲。

旧债到期新官不理,新官举新债又不到期就溜之大吉。这种恶性循环使得地方债务越滚越大,风险越来越高。从官员本身来说,在地方债务上存在新官不理旧账的严重道德思想风险,而道德风险背后暴露的是体制机制的严重缺陷。

地方政府债务这颗定时炸弹最终将被引爆。关键在于是有控制、有准备地让其爆炸,还是让其瞬间、没有任何防备的爆炸。前者是正确选择,这就要求从现在起就要遏制地方债盲目扩张,逐步化解地方债务。必须从大上项目的源头控制住地方债务的扩张。特别是在许多项目审批权下放地方后,一定要发挥横向的监督制约作用,比如,城市轨道交通项目投资如此巨大,不能由省级发改委审批了之,而应该经过省级人大等权力部门通过后才能上马。同时,一定要把上马轨道交通的资金筹措和来源渠道、落实情况等项目核心要素在媒体等公开公布,征求意见,接受群众监督。

提醒商业银行特别是大型商业银行不但要注意地方融资平台贷款项目回报低、周期长等本身风险问题,更要注意地方官员的道德风险,注意道德背后的深层次体制风险。

来改革的重要战略领域。

综合目前的形势看,十八届三中全会的主题是改革。但选择什么样的改革领域?是经济改革还是政治改革?是机制改革还是体制改革?新型城镇化、土地制度改革、金融体制改革……是否会从此开始推动?这些问题都是未定之数。实际上,正如我们此前所指出的那样,围绕十八届三中全会的改革方案,各个利益集团正在努力施加不同的影响力,希望能引导政策。

根据我们了解的情况,十八届三中全会可能强调市场经济体制改革和社会体制改革,有可能打出一面“建立规范、高效、公平的社会主义市场经济”的大旗,这不仅与十八大提出的小康社会和“翻两番”的战略目标相呼应,还与习近平总书记所强调的“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底”的说法完全吻合。

选择经济改革作为重点,其基本逻辑在于,今天中国的改革要发现新动

力,经济要找到新活力,必须发展更加开放的经济体系,从而创造微观的经济活力。而要实现这一构想,在目前的体制环境下,只能在经济体制上入手。因此,新一轮的改革要重构更加市场化的经济体制。与此相关,政府行政管理体制改革、简政放权、处理政府和市场的关系,打破垄断、开放市场等一系列问题,都将成为今后改革的重点领域之一。

选择经济改革作为重点,还有一个重要原因,是政治体制改革暂时不会在中国启动,那么涉及深层利益的市场经济改革就成为政治体制改革滞后的一种“代偿”。从决策层的角度来说,如果能够在不启动政治体制改革的情况下,尽量挖掘经济改革中的潜力,那将是目前最合适的政治选择。说得更直白一点,政治体制改革不容易搞,那么在经济体制改革上来找补。在一定的限度内,这的确会维持一定程度的经济增长。

8月12日,由人民出版社推出的前国务院总理朱镕基的新书《朱镕基上海讲话实录》,高调在人民大会堂上海厅举行发布仪式。有市场人士问:一向低调的朱镕基如此高调的发布新书,有没有什么特别含义?在笔者看来,现在高调出书的一个含义,就是要借朱镕基的书来谈改革问题。该书称,1981年,上海的财政收入是171亿元,而朱镕基到任的1987年,这一数字变成了165亿元。上海财政收入在六年内不升反降。原《人民日报》副总编辑周瑞金说,在这种情况下,“只有通过改革,才能解决上海的种种问题”,“他(朱镕基)善于改革”。

我们认为,在中国当前经济社会发展问题丛生、矛盾激化的当下,如果不在经济改革上弄出一些大动作,恐怕难以得到期盼政治与社会改革人士的认同。很明显,现在要集聚一切可以利用的力量,来为市场化改革造舆论,形成推动经济改革的环境与合力。因此,在这方面今秋的三中全会是值得期待的。

(作者单位:安邦咨询高级研究员)

## 三中全会深化经济体制改革值得期待

贺军

在中国的政治周期中,三中全会往往是以大思想、定大政策的会议。1978年十一届三中全会确定了实践是检验真理的唯一标准是党的思想路线的根本原则,使中国转向改革开放;1984年十二届三中全会指出中国的社会主义经济不是计划经济,而是以公有制为基础的有计划的商品经济;1993年十四届三中全会提出了建立社会主义市场经济体制的原则等等。

不过,越到后来,三中全会要提出创造性的重大思想就越难了。原因很简单,改革开放的局面越打越开,市场越来越开放,而剩下的有待解决的问题难度也越来越大,要寻求突破越来越不容易。但也正因为如此,人们对改革的期盼也越来越强烈。尤其是对今年秋天召开的十八届三中全会,国内外都带着迫切的期待,希望看到执政者明确未

GDP增长。但要看到,在温州房价坐上“滑滑梯”的趋势下,通过松绑“限购令”拯救不了房价。因为,温州高房价在过去已经严重透支了购买力,再加上温州房价目前仍然偏高,怎么可能一救就灵呢?

有数据显示,截至2012年年底,温州市区商品住宅库存达83.67万平方米,较2008年楼市低迷时的库存量37.53万平方米还多了46万平方米。楼市库存压力显然已经很大。温州大学房地产研究所的数据表明,2013年温州市区商品房新增供应量将会达到近80万平方米。两者相加,今年温州楼市供应量将高达160多万平方米。这对于一个三四线城市来说,短期很难消化。

何况,温州楼市的购买力也不足。一是温州楼市的资金不足。当初房价“疯”涨是因为炒作,但如今民间投资资金已对温州楼市产生恐惧感。二是温州城市人口也在快速流出,近几年温州市人口每年都要减少10万人左右,而新增人口却没有明显增加。因此,即使松绑“限购令”,温州房价也难以由下降变为上升。

在笔者看来,目前不需要拯救房价,因为拯救房价的目的是为了让房价由降变涨,在房价还没有下降到合理水平的情况下,房价由降变涨并不是好事。而比较可取的办法是,不采取行政手段松绑,让房价自然下降到合理水平,或者说,由市场来决定房价涨跌。