

# 货币政策可能向宽松方向渐进微调

陈伟

今年年初以来,央行货币政策执行过程中有了些新迹象,如春节前,面对资金面的紧张,央行较为积极地采取了逆回购以及创新性的流动性管理手段;面对地区商业银行的SLF保持了银行间货币市场利率的基本稳定,利率中枢水平也较去年12月份有所回落。

银行间市场7天同业拆借平均利率从去年12月的5.3%回落到1月的4.9%。这都使得市场开始揣测央行货币政策有微调的可能,而最近央行公布四季度货币政策报告透露出的一些新观点则为人们的这种推测提供了更多的佐证。我们据此认为,今年虽然仍将执行稳健的货币政策,但与去年下半年实质性从紧相比,继续保持去年四季度货币政策从紧的可能性减小,未来随着经济形势的变化,货币政策向宽松方向渐进微调的可能性增大。

《报告》首先回顾了去年的货币政策实践,展望了今年货币形势的变化,谈到“由于基数效应,2014年初M2同比增长可能出现一定回落”,这无疑都表明央行对于去年下半年适当从紧的货币政策执行效果较为满意,今年货币政策从紧力度加码的必要性也就不大,货币政策微调的可能性增大。《报告》内容比三季度报告有所变化,如货币政策调控增加

了“前瞻性”,并强调货币政策要适时适度微调,社会融资规模要从“适度”回归“合理”增长,这些都透露出央行今年货币政策执行过程中有微调的意图。

今年经济及金融形势以下方面的诸多新变化也使得央行货币政策微调的可能性增大:

**第一,央行对于今年经济下滑有更多的担忧。**如央行对于总体经济形势的判断虽然与去年三季度货币政策报告(以下简称“三季度报告”)中谈到的基本相同,但是在表达方面却有细微差别,其中三季度报告央行强调未来经济将保持平稳向好、稳中有进的态势,而四季度报告的相关语句为:“经济有望保持平稳向好、稳中有进。”“有望”一词的增加无疑表明央行判断未来经济增长有更多的不确定性因素,经济下滑的压力将增大,而从现实的经济形势来看,也支持央行的这种判断,如2014年1月PMI已经连续两个月回落,为6个月来新低。

**第二,央行对于通胀的担忧减弱。**三季度报告中,央行曾强调“消费价格平稳运行的基础还不很稳固。对下一阶段的价格形势不可盲目乐观,物价上行压力是存在的”,但是这次央行谈到“价格形势基本稳定,同时还有不确定因素,未来价格走势还需继续观察”,这无疑表明央行对于物价的担忧程度缓解,近期的物价现象也开始验证央行对于通胀压力减轻

的判断,如当前猪肉价格出现了反季节的低速,去年持续上涨的房租价格受房地产市场景气度下滑影响近期也开始有走弱迹象等。

**第三,央行对于外围市场流动性有所担忧。**如《报告》中谈到,“随着美国逐步退出量化宽松政策(QE),长期利率可能继续上升,新兴经济体面临资本流动和融资成本变化的冲击”,这种情形显然不同于去年下半年,当时QE延迟推出曾导致海外热钱较大规模进入我国市场,增大了央行货币政策的调控压力,随着今年以来QE的加快退出,更多新兴市场面临资本外流风险,我国市场受到影响的可能性也大增,如1月以来,美元兑人民币无论是中间价还是在岸即期汇率都呈现贬值状态。而央行为了保持金融市场稳定,继续严格控制国内流动性增长的必要性也将减小。

**第四,央行继续通过流动性从紧控制金融及债务风险的意愿降低。**去年5月后,为抑制银行在经济下滑期积极扩张信贷,助推实体经济杠杆率水平持续提升,也为了遏制银行大肆扩张同类信贷业务,积累更大的金融风险,央行通过收紧流动性,提高银行间市场利率等手段强迫银行收缩贷款及同业业务,如今政策成效已初显。如《报告》谈到,“下半年以来,金融机构贷款过快投放、同业业务加速扩张和期限错配等问题均有所改善”;“货币金融环境的稳定对抑制全社会债务和杠杆水平的过快上升也发挥了积极作用”等,这些都表明央行对实体经济去杠杆,金融机构降杠杆和期限错配等问题的改善相对满意,接下来政策继续为此发力的可能性也将减少;而三、四季度报告的一些细微差异也表明了央行的这种态度变化,如三季度报告中强调“经济可能将在较长时期内经历一个降杠杆和去产能的过

程”,央行这次报告中没有提到降杠杆。

**第五,央行今年货币政策实施的金融生态环境有所改善。**在以往的货币政策实践中,由于那些财务软约束市场主体的存在,货币政策即使从紧也难以约束它们的融资需求,而这也使得央行货币政策陷入十分尴尬的境地。《报告》中也对此有所阐述,如“金融问题往往是经济问题的外化和集中反映。要进一步加快结构调整和改革步伐,减少财务软约束等导致的债务过快扩张,完善金融生态环境,提高宏观调控的有效性”,而今年随着各方面改革的推进,央行面临的这一政策约束将减轻。如为顺应中央要求淡化国内生产总值增速考核的要求,也为了避免过度举债受到中央的问责,今年各地两会都普遍下调了经济增速目标,制定了更为严格的债务控制措施;再如各地都积极推进国企改革,以力促国企市场化运营,这些措施无疑都有利于强化这些主体的财务硬约束,也使得央行货币政策微调助推实体经济复苏的效果可以更好。

虽然以上原因支持今年央行货币政策向宽松方向微调,但我们认为,鉴于1月银行信贷扩张仍较猛,房地产市场价格上涨的态势还没有得到逆转等因素,货币政策微调的时机还未完全成熟。如果二季度经济下滑明显加大,外围市场流动性更加趋紧,货币政策微调才具备更多的实际意义,在此之前货币政策将更多促进市场利率平稳运行,因此市场也不应对于货币政策放松有过多不切实际的预期。

(作者单位:民族证券)

## 对互联网金融需有适当风险容忍度

井水明

互联网金融快速发展,既带来了好处也带来了监管的问题。

第一,互联网金融解决了小微企业“融资难”问题。以阿里金融为例,数据显示,从2010年4月阿里巴巴在浙江成立小贷公司开始,阿里金融累计为超过20万家客户提供融资服务,累计贷款总额超过700亿元。其中,淘宝和天猫商城中的卖家占据多数。第二,互联网金融用小额贷款服务于小微企业,实现资金资源的优化配置,降低了不良贷款风险。据阿里金融报告统计,阿里金融的不良贷款率为1.02%,而中国整个银行业的小微企业贷款的不良率在5.5%-6%之间。第三,互联网金融一扫以往金融服务效率比较低的顽疾,极大提高了交易效率。互联网金融一周7天,一天24小时可随时随地线上交易。传统金融机构构成单笔信贷成本大约2000元,阿里金融只需2.3元。

互联网金融优势与效率显而易见,但是,新事物的产生总是伴随着风险。一方面,互联网金融的快速发展源于长期的金融压抑、互联网企业的较强创新能力,以及一定程度的监管套利。一些互联网企业为了销售理财产品,自掏腰包给投资者补贴收益,而这种带有恶性竞争嫌疑的销售行为,在传统金融的监管下是很难出现的。另一方面,互联网金融准入门槛低,众多非金融机构短时间内大量介入金融业务,增加了金融机构冒险经营的动机。尽管目

前我国互联网金融链上的部分业态和环节受到了监管,但从整体上看,混业经营难以清晰界定其监管归属,还处于无门槛、无标准、无监管的“三无”状态。此外,互联网金融独有的快速处理功能,也加快了风险积聚的速度。

互联网金融的创新和普惠精神,是金融制度改革中意外之喜,而维护金融稳定和金融秩序,是互联网金融监管面临的重要课题。互联网金融监管能否体现适当的风险容忍度变得相当的重要。

互联网金融作为新出现的金融业态,从诞生的第一天开始充满了草根性。因此,在实施监管时,既允许一定的“试错性”,又要与传统金融业态一视同仁,在所从事的金融业务相同时,原则上就应该受到同样的监管;针对互联网金融企业存在着线上和线下业务的差别性,都要进行同样监管,确保监管的一致性、全面性和一贯性。

针对互联网金融混业经营、监管标准不一的问题,需要实行有区别监管,发挥监管的灵活性,使监管不僵化、不死板。对于影响小、风险低的,可以采取市场自律、注册等监管方式;对于影响大、风险高的,则必须纳入监管范围,直至实行最严格的监管,从而构建灵活的、富有针对性与有效性的监管体系。

针对互联网变化快的风险隐患的特征,实行动态监管,建立数据的采集和分析体系,以保障在便捷金融服务的同时,不引发系统性金融风险。

## 楼市非理性繁荣延误经济转型进程

项峥

马年春节温州天气是异常的温暖舒适,但温州经济能否如马年暖冬那样持续上升依然充满悬念。虽然2013年温州经济转型步伐在加快,工业生产出现回升,但与全省相比,发展步伐明显滞后。回顾过去几年温州经济由盛转衰,经济转型迟迟未能有实质进展是主因。而过去几年温州房价的非理性上涨营造出经济运行表面上的繁荣,实际上是极大地延误了经济转型的最佳时机。

当前部分城市楼市的非理性繁荣,实际上是扭曲了经济运行内在机制。在纷繁复杂的经济活动中,财务预算是经济行为的最主要约束,也是市场经济规律发挥重要作用的基础。而社会经济运行持续不断开展,主要是经济行为人在自身的财务约束下自主行为选择的结果。可见,财务预算约束是市场经济运

行的内在基础。楼市也同样面临财务预算的约束。事实上,楼市的非理性繁荣,是对社会购买能力的过度透支,违背了财务预算约束的规律。作为三线城市的温州,房价曾一度与北京、上海比肩,甚至有过之而无不及,与此相伴的是温州制造业利润空间进一步挤压,创新动力不足。试问,当投资炒房利润远远超过经营实体的微薄盈利,谁还会真正去经营企业?而金融杠杆的推波助澜,则进一步吹大了温州楼市的泡沫。一些本该关停停产的企业之所以还要惨淡经营,实际上已成为企业主向银行融资的平台。不难发现,不断吹大的楼市泡沫进一步绷紧业已存在的复杂金融债务链条,最终因为财务预算约束使得债务链条发生断裂。温州楼市最繁荣的那几年,很多温州民众陷入了民间借贷的狂欢,奢侈品消费持续增长,炫富成为时尚。在这种情况下,还有谁能够真心实

意去经济转型,研发新产品?2008年国际金融危机爆发后,温州外向型经济受到重创,这本该是一次绝佳的经济转型良机,却由于此后楼市的非理性繁荣而被延误。

楼市非理性繁荣掩盖了真实经济景象。过去几年房价累积上涨所形成的巨大房地产财富效应,已经刺激奢侈品消费快速增长,服务业总体扩张,但这种刺激作用,有可能会掩盖真实经济景象。由于近年来我国城镇居民收入增长缓慢,而房价过快上涨引发的财富转移,进一步恶化中等以下收入人群经济负担,并导致社会消费扩张乏力,对服务业扩张形成较大抑制。过去几年楼市非理性繁荣所支撑的经济增长假象,因为社会财务预算刚性约束而难以维持,并在未来一段时间逐渐暴露。

楼市是完整的市场,从根本上说不存在特殊情况。虽然楼市存在区域性,

## 焦点评论

### “故障五环”T恤受追捧



冬奥开幕出问题,故障五环生商机。印上T恤受追捧,换来商家赢暴利。乌龙降临非所愿,题材炒作是好棋。坏事固然变好事,产权风险莫忘记。

王铎/漫画  
孙勇/诗

## 货币调控市场化步伐正在加快

周子勋

在外有美国量化宽松(QE)退出搅动整个新兴市场、内有流动性紧张频发挑战货币政策底线的双重压力下,以及在市场深化和金融创新快速发展的背景下,中国央行在2014年对流动性闸门的引导和调控显得格外重要。

央行在其近日发布的《2013年第四季度中国货币政策执行报告》(下称《报告》)中解释了下一阶段货币政策的总思路:继续实施稳健的货币政策,坚持“总量稳定、结构优化”的取向,把货币政策调控与深化改革紧密结合起来。与此同时,针对银行体系流动性这个“总闸门”,央行还再次丰富了政策工具。将原流动性再贷款进一步细分为流动性再贷款和信贷政策支持再贷款。

《报告》下一阶段货币政策思路的表述与央行三季度货币政策报告相比,出现了一些细节变化,比如增加了调控的“协同性”,这可能是为了增强央行和其他部门的协同性,包括财政政策、监管等;再如强调了“流动性闸门的调控和引导作用更加重要”;另外,将三季度报告的货币信贷及社会融资规模“平稳适度增长”改为“合理增长”。更重要的是,央行此次还增加了与改革相关的内容,央行称,“把货币政策调控与深化改革紧密结合起来,重视从提高资源的配置效率、扩大消费者主权的角度继续深化改革,更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用。”这是与十八届三中全会确定的全面深化改革极为契合的。

从马年春节期间的国际市场的表现来看,马年中国经济的开局颇具挑战性。看国际环境方面,随着美国经济开始复苏,美联储逐渐退出QE,进而确定了全球流动性收紧的基本格局,美元资产回报率上升,国际资金重新回流发达国家核心市场。对新兴市场来说,随着全球流动性拐点的到来,则要承受发达国家紧缩政策之苦。正是这种担忧,导致国际市场对新兴市场的信心大减,也导致了新兴市场股市前段时期的下跌。再看国内方面,中国经济在2013年魅力维持了7.7%的增速,但2014年1月份的先行经济指标则显示了继续下滑势头。2014年1月份中国制造业PMI为50.5,比前一个月回落0.5,为近半年来新低;2014年1月汇丰中国PMI终值为49.5,是2013年7月以来最低水平,且是6个月来首次跌破50的荣枯线。官方PMI指数与汇丰PMI趋势所指示的需求趋冷含义一致,意味着中国经济增长将进一步减缓的担忧,也是导致新兴市场股市下跌的重要因素之一。

事实上,正是在“稳健”的政策基调下,中国市场仍是全球市场的青睐者。可以看到,与春节期间欧洲、美国、亚洲市场均遭遇暴跌形成鲜明对比的是,海外机构投资者对配置中国权益类资产(股票和债券等)的兴趣却在增加。有香港投资机构高管称,看好中国权益类市场的海外资金处于“饥渴”状态。目前无论是机构还是个人,对中国权益类资产普遍处于低配,换句话说,他们的仓位比例有很大提升空间。来自印度、欧洲、中东等机构的热情劲儿尤其让人吃惊,“一些海外机构通过邮件、电话沟通后,在产品成立时间待定的情况下,就直接把资金打到指定账户,要求提前预定产品额度。”据了解,对中国权益类资产突然表现出浓厚兴趣的海外机构并非零星个例,而是带有普遍性,并且不同以往。市场人士分析称,中国经济虽然纵向比较不如以前那么好,但横向比较仍要远远好于其他经济体,更何况目前A股主板股票股价普遍处于低位(现金)。因此,本周资金面仍将波动。不过,这并不值得担忧,有了2013年6月和12月的两次市场利率大幅上升的前车之

鉴,央行报告的措辞表述已经有所变化,重点提及流动性闸门的调控和引导作用更加重要,同时表示“需要容忍合理的利率波动,由此起到引导资源配置和调节经济主体行为的作用”,这释放了重要信号,表明央行更加注重流动性闸门的引导和调控,根据市场变化和经济不确定性,央行以后在释放流动性时,将会与先前在全国银行间市场进行公开市场操作大为不同,将表现得更为精准,更考虑地区和机构的实际情况,进而提高流动性管理的效率和质量。从某种程度上说,只要中国经济增长速度不再次明显下滑,央行会保持“中性、不放水、维持紧平衡”的货币政策取向,以实现政策的稳定性、连续性。2014年第二期汤森路透中国固定收益市场发展调查也显示,2月中国货币政策将维持稳定。

### 中国市场应加大对外资开放力度

央行的货币政策取向不能单纯理解为相对从紧,今年还会微调。这是维持中国经济合理而健康增长的现实需要。可以相信,若2014年经济运行平稳,今年货币调控市场化步调可能将有所加快。

事实上,正是在“稳健”的政策基调下,中国市场仍是全球市场的青睐者。可以看到,与春节期间欧洲、美国、亚洲市场均遭遇暴跌形成鲜明对比的是,海外机构投资者对配置中国权益类资产(股票和债券等)的兴趣却在增加。有香港投资机构高管称,看好中国权益类市场的海外资金处于“饥渴”状态。目前无论是机构还是个人,对中国权益类资产普遍处于低配,换句话说,他们的仓位比例有很大提升空间。来自印度、欧洲、中东等机构的热情劲儿尤其让人吃惊,“一些海外机构通过邮件、电话沟通后,在产品成立时间待定的情况下,就直接把资金打到指定账户,要求提前预定产品额度。”据了解,对中国权益类资产突然表现出浓厚兴趣的海外机构并非零星个例,而是带有普遍性,并且不同以往。市场人士分析称,中国经济虽然纵向比较不如以前那么好,但横向比较仍要远远好于其他经济体,更何况目前A股主板股票股价普遍处于低位(现金)。因此,本周资金面仍将波动。不过,这并不值得担忧,有了2013年6月和12月的两次市场利率大幅上升的前车之

鉴,央行报告的措辞表述已经有所变化,重点提及流动性闸门的调控和引导作用更加重要,同时表示“需要容忍合理的利率波动,由此起到引导资源配置和调节经济主体行为的作用”,这释放了重要信号,表明央行更加注重流动性闸门的引导和调控,根据市场变化和经济不确定性,央行以后在释放流动性时,将会与先前在全国银行间市场进行公开市场操作大为不同,将表现得更为精准,更考虑地区和机构的实际情况,进而提高流动性管理的效率和质量。从某种程度上说,只要中国经济增长速度不再次明显下滑,央行会保持“中性、不放水、维持紧平衡”的货币政策取向,以实现政策的稳定性、连续性。2014年第二期汤森路透中国固定收益市场发展调查也显示,2月中国货币政策将维持稳定。