



灵活适度货币政策有望发挥更重要的作用

证券时报两会报道组

今年政府工作报告中提出,2016年发展预期目标是:国内生产总值(GDP)增长6.5%~7%,居民消费价格(CPI)涨幅在3%左右;进出口向稳向好,国际收支基本平衡;居民收入增长和经济增长基本同步。此外,2016年稳健的货币政策要灵活适度,广义货币M₂和社会融资规模余额增长速度均在13%左右。

上述国民经济发展目标,实际上显示出今年将会适度提高政府负债和基础货币余额的同比增速,以此来刺激私人部门融资需求增加的政策思路。而包括财政收支计划、名义GDP增速及社会融资规模增速等在内的目标,也都不同程度地体现了供给侧改革的意味,即通过抑制财政收支来减少政府对市场的介入。

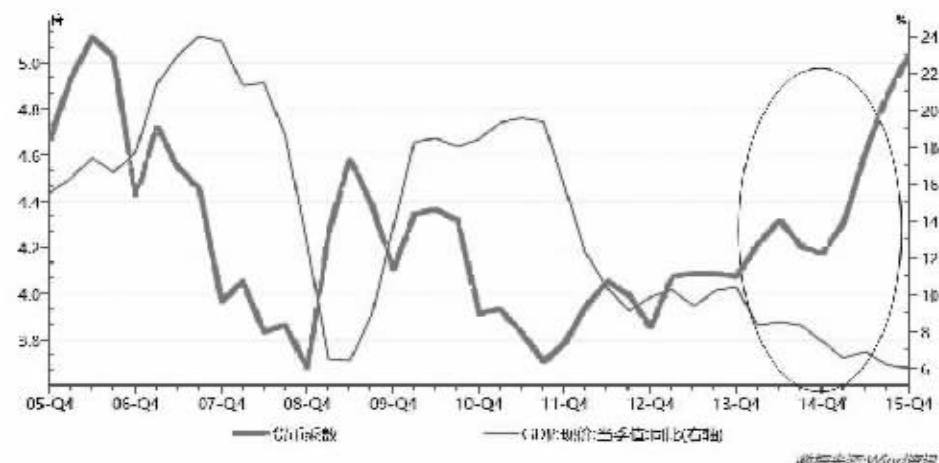
记者注意到,与货币供给及基础货币相

对应的货币乘数(或称货币扩张系数),截至2015年末已达5.04倍。若以今年3月1日央行首次降准后,大型金融机构所对应的16.5%法定存款准备金、约2.1%的超储率等为基础加以计算,当前我国货币乘数的理论峰值应在5%左右。当前实际货币乘数的不断攀高,或与我国外汇占款增速仍将低迷、金融体系杠杆率水平仍处于高位等预期相符。

证券时报数据中心统计显示,我国货币乘数有记录以来的最高值,是出现在2006年二季度末的5.12倍。彼时的法定存准率为8.5%,超储率约为3.1%,现金提取率超过8%。按照2016年政府工作报告的表述及思路,稳健灵活的货币政策有望在稳定经济增长中发挥重要作用。

那么,与往年相比,今年的货币乘数会否继续上行?这对于楼市与股市等又将产生何种影响?

2013年以来货币乘数与GDP走势关系



货币为何只追逐高信用资产

证券时报两会报道组

去年末至今,深沪股市持续大幅震荡,投资机会难觅。与之相比,同样具有很强金融属性的房地产市场,却不断突破人们的心理底线,尤其是深圳、上海等地的房价,更出现了一轮快速攀升走势。春节过后,大量返乡见闻的话题都是诸如“还没过户,房价就涨了100万”之类,楼市仿佛在一夜之间再次上了头条。

而在全国两会现场,新闻媒体追问人大代表、政协委员时,也似乎总绕不开房地产市场与货币政策。在人们的潜意识里,楼市杠杆一定与货币宽松预期有关。

实际上,从货币角度来讲,诸如京沪深这些一线城市的房产,很大程度上相当于一种“高信用资产”,也就是所谓风险相对较低的投资品种。通过去年以来楼市尤其是一线城市楼市的火爆,似乎就可以对这段时间的资金风险偏好作出简单而有趣的判断。

再以股票市场为例。自从去年6月沪指攀上5178点高位后,大盘指数基本上呈现阶梯式下行态势。难怪有人在对比了当年日本泡沫破灭后的股市走势后感慨:A股的每一次反弹都是逃命机会。事实上也确实如此。

还有一个高信用资产受到疯抢的例子——债券。债券市场大体可分为两大类,即以国家或准国家信用为背书的利率债券,以及凭借发债企业自身经营状况等为背书的信用债券。前者如国债以及政策性银行金融债等,它们之间的利率差异更多体现在期限长短上;后者如各类不同期限的短期融资券、中期票据、企业债等,他们之间的利率水平千差万别,某些由大型国企或资质非常优秀的企业发行的债券,就是所谓的高评级信用债券。

数据显示,国开行金融债与AAA评级企业债之间的利差,从去年6月起快速下行,由0.85%左右收窄至7月下旬的0.3%不到,目前则维持在0.4%附近。这表明一点:因为资金无处可去,在供求关系的推动下,单家企业发行的债券甚至能够与国家信用背书的政策性银行债券相媲美了。这无疑是不正常的,其中肯定蕴含着风险。

但资金真的是无处可去吗?当然不是。这类投资标的,对于风控严格的金融机构或者更追求保值增值的高净值人群而言,他们能看到一般人都看不到的“风险”。但这个风险究竟是什么?我们并不知道,这就像黑天鹅一样。

非常有意思的是,上面所说两种性质迥异的债券,其价格竟然“不谋而合”起来,预示着某种风险的存在。从时间上看,去年人民币对美元境内汇市,在6.2附近连续盘桓长达4个月,直至“8·11汇改”的推出。统计显示,仅人民币即期汇率从“8·11汇改”至今就已贬值超过5%,这一由经济低迷而形成的预期,影响已开始由汇率逐渐扩散至其他各类资产。

资金涌向高信用资产,必然导致中低信用资产无人问津,也会连累股票这样的高风险投资标的。可以说,由楼市疯狂到高评级企业债的异常受追捧,我们看到了资金的取舍方向以及其选择背后的重要规律。

在今年的政府工作报告中我们看到,稳增长和防风险被摆在了首要位置,相关的财政、货币、产业、民生等政策也都在围绕这一目标展开。所以,我们有理由对“十三五”规划的开局之年充满信心。

记者观察

代表委员热议“货币扩张”

需要注意的是,对于货币供应量以及货币乘数等的理解,首先应考虑到经济增长、居民就业消费等基本宏观环境。它永远不是绝对的,历史比较也存在一定的局限性。李克强总理在政府工作报告中强调,经济增长预期目标6.5%~7%,考虑了与全面建成小康社会目标相衔接,考虑了推进结构性改革的需要,也有利于稳定和引导市场预期。稳增长主要是为了保就业、惠民生。

这自然也包含了对所谓货币扩张的阐释。今年的政府工作报告将M₂增速上调了1个百分点至13%左右,并首次公布社会融资

规模余额增速目标。今年货币政策的着力点在“稳健”,特点是“灵活适度”。相比于2015年在实际执行中,根据经济发展需要也可以略高些”的表述,表明今年的货币政策不仅要根据实际经济情况进行调整,也要针对金融市场的变化进行预调微调,以加强风险防范。

全国政协委员、原中国工商银行行长杨凯生表示,以银行信贷等间接融资来说,市场绝不能简单认为只要有需求,中央银行就可以无限扩大货币发行与供给,商业银行贷款就可以不断增加。实际上,更需要

关注和重视中国经济运行的杠杆率问题。与全球十大发达经济体以及金砖国家相比,我国政府债务率与居民债务占比不算高,但企业负债率却很高。过去我们认为,M₂的增长应等于或略大于GDP增速与物价上涨幅度之和,而现在这个数值显然已经远超上述两者之和了。”杨凯生说。

全国政协委员、华夏新供给经济学研究院院长贾康认为,稳增长措施并非大规模刺激。大规模刺激意味着财政政策和货币政策都推出力度很大的举措,不顾一切地强扩张,比较典型的就是当年的4万亿。他认为,目前

来看4万亿2.0版”的可行性比较低。近期的信贷扩张不能理解为政策已转向,信贷宽松的特点符合现在稳增长的要求,但不能只回到以往需求管理的老路上。贾康指出,现在更应看重供给侧改革在财政赤字率提高后,能否继续优化经济结构的问题。

全国政协委员、原银监会主席刘明康表示,在落实稳健货币政策的过程中,各类金融机构发挥着不同的作用,要注意防范各类金融风险。互联网金融可以通过技术手段来体现金融中介的效率,可以做得更为普惠和广泛。

沈阳零首付购房之殇

去年底的中央经济工作会议指出,2016年应主要抓好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务。具体而言就是积极稳妥化解产能过剩、化解房地产库存、防范和化解金融风险、扩大有效供给以及帮助企业降低成本。

同样的表述,在今年政府工作报告中也被提及。

“去库存”实际操作的另类样本之一,无疑是沈阳“零首付购房”的横空出世。今年3月1日,沈阳市政府下发22条房产新政,其中规定:对毕业未超过5年的高校及中等职业学校毕业生在沈购买商品房的,首付比例实行“零首付”政策。不过,这一明显违背信贷

政策的新政,仅存活了不足8小时即告流产。实际上,2014年6月11日,沈阳市政府就曾发布“全面放开限购政策”的新政,与此次的零首付类似,该新政发布后也被迅速撤回。

这无疑反映出我国大量二三线城市为摆脱楼市低迷状况正在进行各种尝试。国金证券分析认为,沈阳是东北三省中最发达的城市,但2015年该市的房地产开发投资增速已下滑32.3%,商品房销售额也下滑21.6%(2014年为下滑35.1%),形势不容乐观。

不过,自去年四季度起,我国多数城市房价开始止跌回升。深圳、上海等个别一线

城市更是首先发力,房价展开一波凌厉上涨。随后,这一趋势逐步扩大到国内更多城市。市场人士分析认为,银行信贷等货币政策宽松对此有直接拉动作用,而信贷扩张恰好对应了其他条件不变情况下货币乘数的上升。

全国政协委员、原东方资产管理公司总裁梅兴保表示,当前房地产行业正在逐步走出困境,但部分中西部城市以及县级城市的房地产市场依然令人担忧。他指出,中央对房地产市场分类调控、因地施策的举措非常必要。当前楼市相关信贷政策比过去几年宽松,央行降准降息之余,首付比例也在下降。梅兴保认为,以去年“3·30”楼市新政为标志的财税政策及时推出,在刚性购房需求推动下,市

场逐步走出低谷。对于深圳、上海等城市,则应该果断为楼市“降杠杆”,不能让投机性需求过快上升。

对于房地产信贷政策,易纲、潘功胜这两位全国政协委员及央行副行长都认为,中国人民银行对货币政策“处于稳健略偏宽松状态”的表述,与“稳健的货币政策”并不矛盾。易纲表示,货币政策作为一个总量政策仍然是稳健的,政策取向没有改变。潘功胜强调,当前我国房地产市场基本特征是总量过剩和区域分化。因此,住房信贷政策调整的基本逻辑符合“因地制宜”的总体基调,去年以来央行对住房贷款最低首付比例政策的调整,支持了居民家庭的合理住房消费。

股市高杠杆融资之鉴

去年,股票市场出现剧烈震荡,究其原因,市场认为与货币“放水”导致的高杠杆有直接联系。撇开这些投机性因素不论,在今年可能影响股市的几大因素中,除了通胀预期、经济复苏和企业盈利变化等之外,货币政策的松紧变化无疑也是关键要素之一。

换言之,货币乘数公式中的“分子”外汇占款等基础货币投放渠道,今年如果仍维持震荡走低态势,与此同时,银行信贷飙升带来的各分子“货币供应量的不断增大,那么货币派生指标的货币乘数,无疑就有继续上升的可能。历史上,货币乘数回升往往带来经济

指标走强。不过,证券时报数据中心统计显示,上述两者自2011年以来就开始出现背离趋势,迄今仍是如此。兴业证券分析认为,货币乘数的回升或更多与债务维系及金融加杠杆相对应,与经济复苏之间产生了偏差。

全国人大代表、重庆市市长黄奇帆表示,当前我国去杠杆,包括去政府债务和去工商企业债务,还包括金融系统内部的各种杠杆,都尤其要注意金融创新的杠杆和理财产品为了牟利而加的杠杆,特别要注意一些融资项目跨界叠加形成的高杠杆。

货币乘数上升对应着信用扩张。内部经济低迷以及外部需求不振,都会导致金融机构外汇占款的下滑;政府采用逆周期的需求管理方式,通过宽松信贷来刺激经济,M₂增速回升,可以对经济复苏起到正面作用。数据显示,过去几年由于外汇占款中枢下降,信贷与同业业务在货币创造中的比重越来越高,对于经济并未起到足够的刺激作用。

全国政协委员、前中国银行行长李稻葵表示,在去杠杆的过程中,银行业的作用非常突出。一方面要保证其中有动能的新

兴产业继续贷款,降低企业贷款成本;同时要对历史上形成的呆账、坏账加快清理。商业银行要把历史上形成的高杠杆和高负债,通过重组方式去掉。”他说。

不可否认,我国金融体系货币乘数在2015年初以来出现的急速上升,与表外影子业务转为表内应收账款、部分资金违规进入股市、为证金公司贷款的“政策救市”以及商业银行购买置换地方债等因素有关,这些因素对拉动经济难有直接作用。从今年政府工作报告中我们看得出,政府对金融进行监管的力度在进一步加大,对风险防范的措施也更加具体。

金融机构新增人民币信贷情况

时间	金融机构新增人民币贷款(亿元)	同比变化(%)
2016-01	25,100	70.67
2015-12	5,978	-14.27
2015-11	7,089	-16.86
2015-10	5,136	-6.33
2015-09	10,500	22.49
2015-08	8,096	15.25
2015-07	14,800	284.22
2015-06	12,806	18.65
2015-05	9,000	3.45
2015-04	7,079	-8.60
2015-03	11,800	12.41
2015-02	10,200	58.19
2015-01	14,707	11.50
2014-12	6,973	44.55
2014-11	8,527	36.52
2014-10	5,483	8.36
2014-09	8,572	8.92
2014-08	7,025	-1.45
2014-07	3,852	-44.95
2014-06	10,793	25.09
2014-05	8,708	30.09
2014-04	7,745	-2.25
2014-03	10,497	-1.20
2014-02	6,448	4.00
2014-01	13,190	23.03
2013-12	4,824	6.12
2013-11	6,246	19.66
2013-10	5,060	0.12
2013-09	7,872	26.41
2013-08	7,128	1.26
2013-07	6,997	29.55
2013-06	8,628	-6.20
2013-05	6,694	-15.61
2013-04	7,923	16.21
2013-03	10,625	5.05
2013-02	6,200	-12.76
2013-01	10,721	45.25

数据来源:Wind资讯