



央行货币政策的篮子有多大？

■ 沈建光

回想7年前全球金融危机爆发,中国经济一度遭遇重创,中国政府相继推出了一系列经济刺激政策,以“四万亿”为代表的措施相继落地,带动中国经济短期内迅速回升。然而,遗憾的是,“强刺激”之后的几年,地方债务、产能过剩、房地产泡沫等后遗症相继显现。教训值得反思。对比之下,当前经济下滑,中国决策层做出的反应与早前有何不同?新措施又如何避免重走老路?弄清上述事实无疑对于理解新一轮政策与防止重蹈覆辙至关重要。

新一轮“稳增长”政策启动,经济或企稳

2015年是中国经济步入“新常态”之年,经济增长速

度继续下滑。然而一季度经济回落态势仍然超出预期。例如,一季度名义GDP增速仅为5.8%,低于实际增速-1.2%,也跌破同期贷款成本(6.56%),显示企业面临的成本压力空前加大。与此同时,工业增加值、发电量等值回落至2008年金融危机之时,受制于制造业产能过剩与房地产市场调整,固定资产投资下滑更多。

面对经济下滑态势,中国决策层的紧迫感空前加大,近期已经先后推出了一系列稳增长政策:

一是中国央行政策的大转弯。回想2014年,中国央行曾一度搁置常规货币政策工具如降息、降准的使用,主要采取定向手段,直至去年11月底开启降息,此后常规政策工具的使用更加常态化,也更加频繁,三次降息、两次降准,频率之高、力度之大已非比寻常。而反观笔者年初所做“2015年还将有5次降准2次降息”的预测,如今看来可能性已经大大上升。回想2008年金融危机之时,中国央行在下半年共4次降息、5次降准,对比之下,不乏相似之处。

二是财政支持力度加大,基础设施建设提速。可以看到,中国发改委已经加快基础设施项目审批流程,项目主要集中在结构升级和科技创新两大领域。与此同时,伴随着财税改革的推进,中国决策层对地方债务处理的过渡性安排也在进行。结合目前应用于前地方政府债务置换范围的不断扩大,试图确保在建项目的后续融资,以及保证新开工项目上马。

三是房地产政策调整,带动房地产销售回暖。自3月30日房地产鼓励刚性需求与改善型需求政策落地以来,4月房地产销售有所回暖,特别是一二线城市。从数据来看,4月30大中城市商品房周成交套数平均为3.76万套,比3月增加了约24%,接近于去年10月份的水平。

四是中国资本市场强劲上涨。可以看到,本轮股市的强劲上涨不仅有流动性驱动因素与改革乐观预期,政府对资本市场的呵护也起到了很大作用。其实,对于当前资本市场的盛宴,最近一段时间,中国政府与官方媒体不仅表达了欢迎态度,更不断强化与引导市场预期,助长了本轮牛市出现。

五是更多政策工具箱政策也呼之欲出。例如,4月30日,中共中央总书记习近平主持召开的中共中央政治局会议提到了八大举措,涵盖货币政策、财政政策、重大基础设施项目投资、扩大消费、房地产健康发展、创新驱动、国企改革、京津冀协调发展等,是稳增长与改革协调推进的综合举措。此外,4月28日,中国国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议上也提到,要进一步减少关税、完善消费税政策、增设和恢复口岸进境免税店等举措,致力于将激发国内消费潜力。

上述“稳增长”政策的加速落地,对增长的带动作用有望在二季度开始显现,从4月高频数据来看,一些积极迹象已经出现。4月PMI仍然位于50%以上,显示在扩张区间。工业生产有所恢复,4月6大发电集团日均耗煤量回升7.1%,煤炭库存下降12%;4月上旬全国粗钢预估日均产量比3月平均值反弹5.4%等都是佐证;铁路、水利等基础设施项目的开工及扩大投资将对基建投资增速产生积极影响;而房地产市场的回暖,有望带动房地产销售提升与建筑装潢材料、家具家电的需求释放。总之,二季度经济企稳的可能性已然加大。

本轮“稳增长”政策与2008年有何不同？

那么,伴随着“稳增长”力度不断加大,市场对中国是否会出现新一轮“四万亿”的担忧涌现。

教训值得反思,对比之下,本轮“稳增长”政策与当年“四万亿”确实有相似之处:比如,同样庞大的投资规模。毕竟当前GDP总量相比于2008年已经翻了一倍多,且要达到GDP7%的官方目标,仍需要大量的基础设施建设拉动。与此同时,宏观政策同样积极,2008年下半年5次降准、4次降息。而如今央行采取常规政策与定向政策结合的方式,保持流动性充裕。

形似神异,如果仔细观察,不难发现,经历了金融危机洗礼的中国经济发生了重大改变。从经济基本面来

讲,当前中国经济已经步入“新常态”,相比于金融危机之前的高速增长,潜在增长率的下滑使得中国经济增长放缓至中高速增长。与此同时,就业市场方面,刘易斯拐点的出现使得劳动力工资不断上涨,对失业的担忧并不紧迫,反而用工荒成为焦点,近几年劳动力工资上涨与人民币升值倒逼经济结构转型。此外,前期刺激政策造成了产能过剩问题、地方债务问题,化解“四万亿”后遗症任务艰巨。

概括而言,不同于金融危机之时简单的刺激政策,如今中国经济正面临“三期叠加”的新局面,政策也需要针对背景变化相应调整,从近一段时间的政策演变来看,笔者发现,同样是“稳增长”政策,但体现了“新常态”下的新思路,新一轮政策思路体现在国内方面,一些看似孤立的政策组合拳的出台实际上是致力于各部门资产负债表调整;国外方面,“一带一路”与资本项开放战略相结合,有助于化解过剩产能,支持中国企业“走出去”,加速人民币国际化进程。

具体来看,国内方面,中国政府正在通过看似孤立的政策以达到重塑各部门资产负债结构的意图。一方面,通过居民杠杆率增加,帮助企业降低杠杆。可以看到,4月降准的时点选择与对冲证监规范两融悲观预期密切相关,而本轮降息之时,也恰逢市场震荡下行,可以说如今资本市场的盛宴与决策层的信心呵护密切相关。本轮政策组合拳中,居民加杠杆进入股票市场,房地产市场政策放松鼓励刚性需求与改善型需求,也体现了决策层一边帮居民加杠杆,一边帮企业降杠杆的意图。

另一方面,中央政府杠杆增加,帮助地方政府降杠杆。“四万亿”的后遗症之一便是地方政府债务问题,实际上,这也往往是海外机构做空中国的重要原因。但考虑到中国中央政府的杠杆率很低,通过增加中央政府债务,可以置换地方政府债务,以达到降低地方政府杠杆,化解地方融资平台债务和银行坏账风险,防止财税改革造成财政悬崖与重创实体经济。

而从海外角度来看,“一带一路”战略的提出与人民币国际化的加快也有别于以往。一方面,“一带一路”国家战略,有助于化解国内过剩产能,支持中国企业“走出去”。实际上,中国产能过剩局面的加剧与金融危机之后的强刺激政策有关,是新问题。而另一方面,伴随着对外贸易、投资的进一步增加,人民币国际化进程也将加快。

实际上,中国央行正在致力于加快推进的人民币国际化,正是出于金融危机以来以美元为主的国际货币体系困局的思考,也是有别于以往的战略部署。五年来的时间,中国央行加速推进人民币国际化可谓有目共睹。目前,已有30家中国央行与货币当局把人民币纳入了外汇储备。今年,中国央行行长周小川更表态积极申请人民币加入SDR,与之相对,资本项目开放的速度加快,有望在今年实现人民币资本项目基本可兑换。

总之,从上述对比来看,尽管当前与2008年金融危机之时同样面临经济下滑态势,且中国决策层也相继推出了一系列应对措施,但是由于所处背景环境变化较大,中国政府在“稳增长”的同时,增加了调结构与消化前期刺激后遗症的任务,即在常规政策工具如降息、降准推出的同时,加大国内资产负债表的调整与通过“一带一路”战略促进国内过剩产能的转移与加速人民币国际化进程。

当然,上述举措也存在一定的风险。比如资本市场的上涨是否会引发财富效应尚无考证,而高杠杆下推升的资本市场是否存在泡沫也面临争议。对此,笔者认为,如果短期“稳增长”政策能够起到效果,二季度经济企稳,三季度起经济回暖、企业盈利支撑的股市上涨或将更加稳健。与此同时,“一带一路”与人民币国际化等对外战略也是新的尝试,资本项目开放的同时,防范跨境资本冲击至关重要。更为重要的是,改革的协调推进才是长期增长红利,财税改革、京津冀一体化等如能切实落实,将有助于帮助中国走出中等收入陷阱。

(作者为瑞穗证券亚洲公司首席经济学家,赫尔辛基大学经济学博士)

本轮降息的重心是护航股市稳定

■ 易宪容

5月10日,中国人民银行宣布,下调一年期贷款和存款基准利率0.25厘,分别下降到5.1厘及2.25厘;同时把存款利率浮动区间的上限,由存款基准利率的1.3倍扩大至1.5倍。

这次央行降息,基本上是在市场预期内,并不如上两次那样突然。市场分析人士认为,这次央行降息之后,陆续的降息降准还会到来,目的是保证今年的GDP稳定增长。

至于这次央行降息,无论是央行的表态,还是一般市场分析,基本上认为是重拳抗通货紧缩,因为从近3个月的CPI来看,基本上处于“1”的水平。CPI处于低位,在央行看来,降息的理由也就充分了,因为,实质利率过高不利于企业增加投资。

但实际上,抗通货紧缩只是市场的分析,或只是表面的文章。

一是尽管CPI在“1”的水平,但根本没有出现负的情况。如何来的通货紧缩。

二是CPI处于“1”水平对经济就不好吗?因为,只要经济不处于收缩,如何技术进步、经济效率提高、新产业结构出现、进口大宗商品价格下跌等都是影响价格走低的因素。

在这种情况下,对国民经济只会利而无害,也根本不需要降息来抗之。

其实,这次央行降息对中国A股护航是十分明显的。我们应该看到,最近半年,政府对股市的态度发生了巨大的变化。

因为,从1990年以来,中国股市已经走过25年。由于中国股市是由计划经济条件下发展而来的,开始时不仅规模小,而且也相当不成熟,因此股市对实体经济的影响不是很大,所以过去政府对股市的发展关注度不高。

2007年10月上证综合指数上涨到6124点,之后股市开始暴跌,2008年上证综合指数暴跌到1649点,下跌幅度达到70%以上。

从那时开始,中国A股长期徘徊在2000点至3000点左右,有7年时间的低迷。

而当时中国A股之所以会长期低迷,就在于这个时期还没有真正成为政府关注的焦点。

但近半年来,从中国央行三次降息的情况来看,政府呵护股市是十分明显的。可以说,2014年11月降息,应该是启动这轮“牛市”最大动因。也正是那一次央行降息,中国A股的牛市才真正开始。

今年3月份的央行降息,为何会来得那样突然,很大程度上就是与政府救市有关。

因为,在降息前两天市场对政策的理解出现异动,如果央行不快速出手,就有可能让正在兴起的牛市被这些异动按下牛头,为此,央行不得不赶在中国A股开市前降息。

这次央行降息,尽管符合市场预期,但是同样与上个星期股市的暴跌有关。无论是从成熟市场来看,还是从新兴市场来看,央行降息对股市是绝对利好。这次的情况也是如此。

那么,中国央行为何一直要出台政策来呵护股市?这不仅在于当前中国A股不仅没有走出以往“政策市”的窠臼,而且政府护航中国A股繁荣的目的十分明显。

所以,当前中国A股的上涨或下跌,更是看政府之眼色。如果政府要让股市下跌,那么A股的大跌就会成为一种趋势。

如果政府让中国股市来实现其经济目标,那么股市可以下跌,但大势不会因此而改变。

股市的下跌调整只能是短期的,而不会持续时间太久。否则与政府的股市发展目标不一致。

笔者早就指出,当前中国政府之所以对股市关注多或护航股市,就在于希望股市繁荣能够救经济。

因为,当前中国经济处于转型期,传统经济失去了经济增长动力,而新兴经济又没有发展起来,如美国股市那样,如果股市繁荣,不仅可以降低金融市场融资成本,激励企业增长投资,降低金融市场之风险,也能够引发居民的财富效应,拉动国内居民之消费。

同时,也可能利用股市加大国有企业改革力度,减轻政府财政负担及拉动GDP,及提高中国经济之信心等。

有研究指出,如果中国股市繁荣,它可拉动GDP近一个百分点的增长。因此,当政府的这些任务没有完成之前,政府根本就不会让中国股市重新回到持续低迷的状态,而是要对中国A股保驾护航,保证股市的功能正常发挥。

所以,5月10日央行降息,看上去是一般性降低金融市场之成本,但实际上是为中国股市保驾护航,因为,整个市场利率降低,最有利于股市。

所以,从去年下半年开始,我们一直在讨论一个问题,就是当前中国A股暴涨暴跌并不是最为重要的,股市涨跌是常态,最为重要的是把握股市之大势。

而中国A股之大势,完全取决于政府的政策及政策取向。

政府如果要护航中国A股,一定会出台各种政策来呵护。投资者把这点看清楚,中国A股大势也就能看得清。这是中国投资者进入股市与否的关键。这次央行降息也是如此。

(作者系中国社会科学院金融研究所研究员)

