

中国金融运行出现的新变化

在中国证监会尚福林主席等召集的专家座谈会上的发言

根据录音整理

(2011年2月23日)

华创证券首席经济学家：巴曙松博士¹/华中炜²/杨现领³

联系人：华中炜

Tel: 010-59370896

Email: huazhongwei@hczq.com

联系人：杨现领

Tel: 010-59370833

Email: yangxianling@hczq.com

作者简介

巴曙松研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长，博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，华创证券首席经济学家。

巴曙松研究员为享受国务院特殊津贴专家，中国宏观经济学会副秘书长，还担任中国人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家、中国证监会基金评议专家委员会委员、中国银监会考试委员会专家、招商银行和招商局博士后专家指导委员会委员，宁波银行首席经济学家等，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务。巴曙松研究员还曾担任中共中央政治局集体学习主讲专家，主要专著或译著有《巴塞尔新资本协议研究》、《中国金融市场发展路径研究》、《金融危机中的巴塞尔新资本协议》、《美国货币史》、《大而不倒》等。



¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

²华创证券研究所宏观研究员

³华创证券研究所宏观研究员

2011年2月23日下午，博源基金会组织部分经济学家与中国证监会会领导座谈，分析市场形势，听取市场发展建议，尚福林主席和全体会领导、以及证监会主要业务部门的负责人参加了会议。巴曙松研究员应邀参会并发言，附件为根据录音整理的文字稿，仅供内部参考。

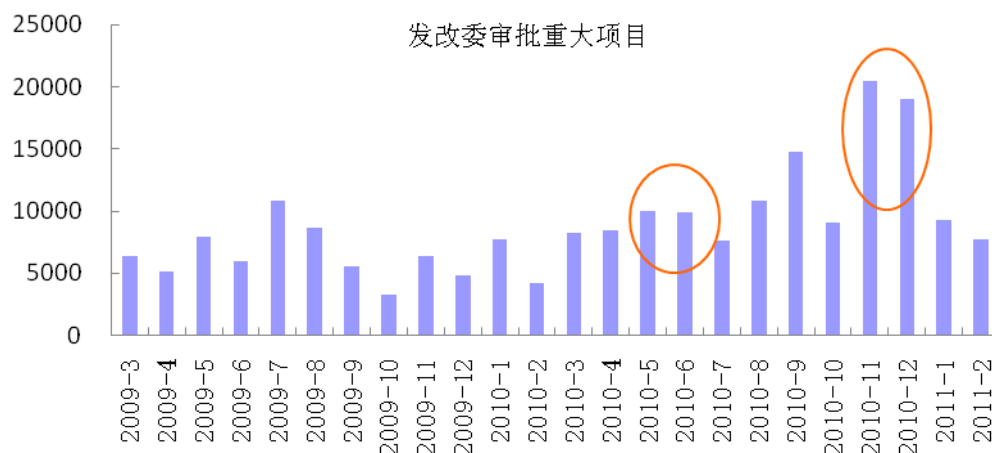
在金融危机冲击下，中国以及全球经济出现了不少新的变化，其中有的是周期性的波动，有的则可能是结构性的变化，需要充分关注，并针对性地采取应对措施。

一、危机后经济周期波动呈现短期化倾向

经历这次危机之后，特别是从2010年的情况看，一个很显著的变化就是经济周期波动短期化。这不仅仅是中国出现的一个经济波动特点，从美国等发达经济体的波动看，似乎也呈现出类似的特征。

危机之前，此前一个完整的经济周期可能需要三、四年的时间，但是，回顾2010年四个季度，可以说基本上经历了经济周期的四个阶段：一季度11.9%的增速明显过热，二季度跟一季度相比，下滑幅度非常快，是偏冷的。我记得6月份经济增长数字出来的时候，我们参加座谈会，当时讨论的是要不要进行“二次刺激”，后来虽然没有提出实施，但从具体的政策操作看，实际上是进行了一个隐性的“二次刺激”，即把4万亿剩余的项目在7月份加快进行了审批。到了三季度主要经济指标站稳，四季度经济增长意外走强，特别是出口。我们看到，随着经济的波动，宏观政策和资本市场在四个季度中也出现了很大的短期化波动。

图1 国家发改委项目审批进度



资料来源：华创证券

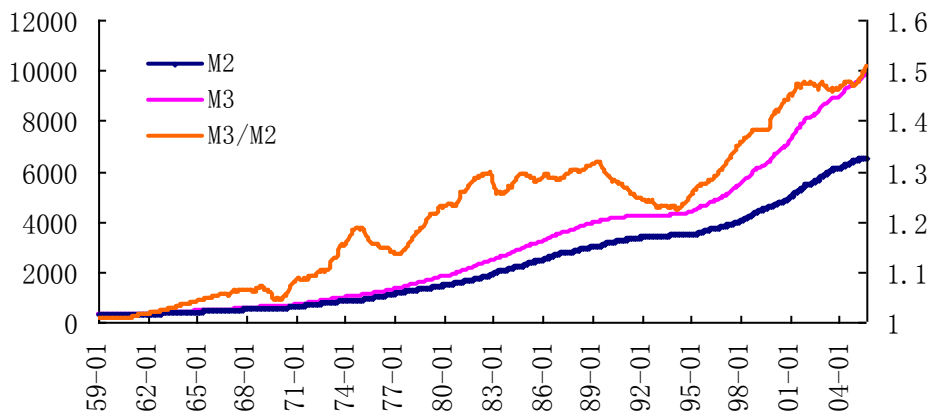
从目前情况看，这一特点很可能在2011年还会继续保持。站在2011年的年初，我们客观评估，大家对2011年的四个季度宏观经济的走势也未必有很清晰的把握。以中央经济工作会议确定的精神为例，这个重要的会议确定的2011年的经济工作的八字方针是“积极稳健、审慎灵活”，如果仅仅从字面看其中似乎存在一定的矛盾：要强调灵活可能就不适合选择审慎，要积极就可能难以稳健。所以，上半年与下半年之间，或者不同的季度之间，政策就很可能根据具体经济周期的波动情况，出现高频化的、短期化的调整。在此次金融危机之后，货币政策决策短期化，宏观经济决策短期化，资本市场的波动也趋向短期化。目前这个特点已经比较明显。2010年11月份到1—2月份的时候，市场都十分担心通货膨胀，但是，预计到二季度和下半年通货膨胀下来，市场可能会转而担心经济增长，在经济波动短期化的特征驱动下，宏观政策可能就需要走一步看一步。如果5、6月份物价再度攀升，宏观政策可能又会有一个大的加压。所以2011年可能四个季度的变动估计也还会类似2010年，变化会比较大，从而是宏观政策的短期基调的变化也会很大。

二、融资的多元化趋势下需要考察社会融资总量指标

为了适应社会融资多样化的现实趋势，央行开始探讨更多运用社会融资总量指标，引起了各方的广泛关注，包括社会融资总量的监测计量、社会融资总量与物价等调控目标的关系、社会融资总量与信贷和各种直接融资工具的关系协调等等。应当注意的是，社会融资总量指标应当主要还是一个监测指标，从其内在特性看，并不适合成为一个硬约束性质的调控指标。从政策工具的组合运用看，随着融资渠道的多元化，如果更多关注社会融资总量，则在央行的政策工具选择中，就应当逐步更多转向一些利率等价格工具，因为对于信贷之外的多种直接融资渠道来说，价格工具调控引导的效果更为明显。可以看到这一次的货币政策调控，在引导利率上升方面较之 2007 年的宏观调控时更为快捷，未来随着直接融资规模的扩大，更多运用价格工具应当逐步成为一个趋势。

从主要指标看，2010 年中国广义货币供应量（M2）大约为 72 万亿元，而美国大约为 9 万亿美元美元，这意味着我们的货币存量超过了美国，GDP 仅是美国的 1/3。这当然有金融结构不同、金融市场发展程度差异等原因，不能简单归结为中国的货币过量超发。从另外一个角度比较，美国金融体系的总资产大概是中国的 7 倍。在金融资产结构上来看，我国商业银行大概占了 85%，证券、基金、保险、养老金、年金等机构大约占了 15%。而 2010 年底美国商业银行在资产结构中占比大约为 27%，证券为 24%，基金为 10%，保险为 16%，养老金为 23%。所以中国 M2/GDP 比值较高，一个很重要的原因就是和我们的金融结构有关系，即现行过分依赖银行的融资结构、以及过于单一的社会融资渠道和狭窄的投资渠道，在很大程度上推动了 M2 的高速发行。

图 1 美国金融领域的变革在货币供给上的体现：M1/M2 层次货币向 M3 转变



资料来源：华创证券

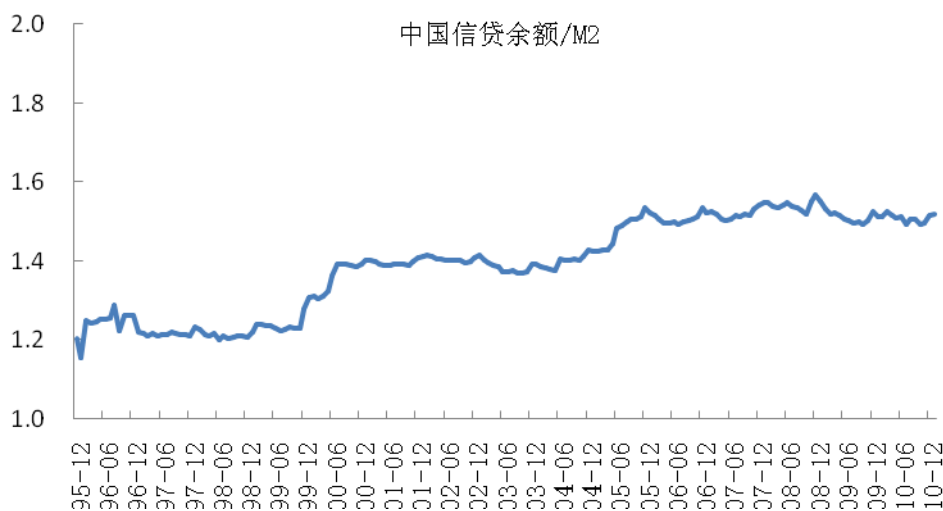
下一步发展的趋势，就是要将银行存款转换成各种形式的金融资产，这是一个金融资产形成的过程。这一过程必然表现为融资的多样化。值得讨论的问题是，不能以货币政策的短期目标去硬性约束居民资产的多样化和金融资产的形成，而是应该适应这种多样化的趋势。当前中国经济面临的很多经济挑战，特别是经济转型，如果没有金融结构的转型配合，很难取得大的进展。例如，中国人口结构正在出现迅速的变化，特别是人口的老龄化，会带来新的理财需求。人口进入老龄化阶段之后，对保险业和资本市场的需求大大增加。如果说过去资本市场发展主要是为企业进行融资的话，未来 10 年、20 年，资本市场发展更多的要考虑为居民提供财富管理的手段，为未来的养老和社会保障做出相应的调整。另外，产业调整和升级也必须要求银行之外金融机构的发展。银行贷款则天然要求企业有正的现金流、有抵押担保以尽可能降低风险，技术进步和产业升级是随机的，不确定性也是很大的，其风险必须主要由银行之外的金融机构来承担。观察社会融资总额的变化，货币政策未来应该逐步适应这个现实。

图3 美国银行信贷与M2 比值持续下行—多层次金融市场的作用



资料来源：华创证券

图4 中国银行信贷与M2 比值维持高位—多层次金融市场有待加强



资料来源：华创证券

三、人民币国际化和香港人民币离岸市场发展需要系统的顶层制度设计

人民币国际化和香港离岸人民币市场，目前有很多讨论，但从目前的分析看，总体看起来有一点见招拆招的感觉，当前人民币的国际化 and 香港人民币离岸业务发展正处于即将加速的起步阶段，目前特别需要的要有一个大的框架和阶段性的把握，需要系统的顶层制度设计。

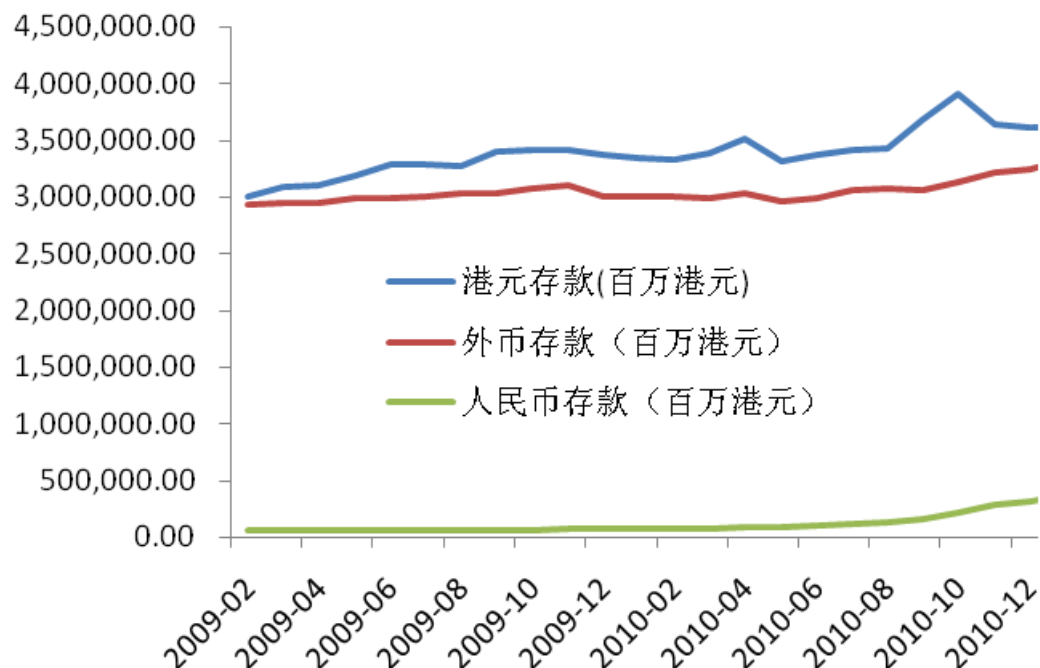
具体从香港离岸人民币市场发展看，首先是我们为什么需要这个市场？一个大的背景就是人民币国际化肯定是大趋势，但是对于中国这样的大国来说，出于平稳起见，需要分步推进，而如何分步推进则需要香港这样的充分国际化的金融市场作为先行一步的参照。当前我们的GDP 总量已经排在全球第二位，如果看看全世界排在前10 位、20 位的国家和地区的货币，大概只有人民币不是可自由兑换货币。但是，确实有一个现实问题需要考虑，即货币国际化在一个大国里做试验容易对整个经济体的稳定性形成大的冲击，存在较多不确定性。所以，现在的一个大战略就是支持在香港有一个离岸的人民币市场，让香港的离岸人民币市场在人民币没有完全国际化、资本项目没有完全放开之前充分试验，由于人民币到了香港就是完全可兑换的货币，这样我们就可以看到人民币在可兑换过程中所碰到的各种问题，然后再相应推进国内的货币国际化。其实，香港离岸人民币市场起到一个先行一步的标尺作用，而且有一个优点，香港市场是在中华人民共和国境内，却是海外市场、充分国际化的市场。

其次是如何在香港建设一个有效的离岸市场？从国际经验来看，应该分为三个阶段：第一阶

段资金流出并建立适当的回流渠道，例如在结算环节逐步流出，在海外进行部分兑换；第二阶段是在香港建立一个自我循环的、不依托母国市场的离岸市场；第三阶段则是发挥凝聚作用，将一些在俄罗斯或非洲等地区的人民币汇集在香港，成为一个真正的人民币离岸中心。

目前看，在香港离岸市场发展的起步阶段面临很大的挑战。目前似乎形成一个格局就是，往往是在香港市场一线需求的呼吁下，申请一步就放一步，更多考虑的是不要干扰到在岸市场。但是，从各国的经验来看，离岸市场在起步阶段如果没有在岸市场的支持是很难发展起来的。即使到今天，伦敦的美元离岸市场虽然已经非常发达，其中大部分发债筹资人依然是美国企业，当然这其中也自然涉及到本土金融市场发展的配合。所以，在离岸市场发展的初级阶段，一定要有比较通畅的回流渠道，才可能使得有人在香港做贸易结算的时候才愿意使用人民币，否则拿人民币在香港只能做存款，买很有限的金融债。规模大了之后才可能去进行大的人民币 IPO。前段时间我也在香港调研过几个金融机构，他们表示，如果没有一定存量规模，很多以人民币计价的 IPO 很难做，即使发行也不能有很好的价格发现，流动性不一定很好。现在香港的人民币存款规模是 3180 亿元，几个大企业就承担不了。所以，第一阶段一定是整个国家要有一个大的战略，包括如何看待香港的人民币业务、如何做好与在岸市场的互动，包括小 QFII 等。正因为有多种渠道回流，大家才愿意拿人民币，人民币市场才会不断积累。什么叫自我循环？在香港市场上，美元在香港的存款基础中占比大概是 25% 左右，照此比例估算下来，大约是大约两万亿的人民币。可以预见，五年之后中国在岸市场的 M2 可能达到 100 万亿了，香港如果达到 2 万亿的影响十分有限，但是却可以发挥对人民币国际化的一个重要的参照作用。而达到 2 万亿元的规模之后，在香港的人民币基本可以实现自我自我循环，对母国市场的依赖就相对小，然后才是真正的离岸金融中心。现在市场更多讨论一些细节问题的时候，可能更多需要多分析分析愿景，需要有一个阶段的框架和战略，才能够清晰地把握碰到的阶段性的微观问题。

图 5 香港存款结构



资料来源：华创证券

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801