

UBS Investment Research**亚洲经济透视****中国货币政策手册（第二版）**

2011年2月9日

www.ubs.com/economics**汪涛**

经济学家

S1460208080042

wang.tao@ubssecurities.com

+8610-5832 8922

胡志鹏

助理经济学家

S1460210090001

harrison.hu@ubssecurities.com

+8610-5832 8847

- 一、 概览与摘要
- 二、 背景
- 三、 货币政策目标及工具
- 四、 利率
- 五、 外汇流入、资本管制、汇率和对冲操作
- 六、 流动性、货币供应和资产价格
- 七、 前景与风险

一、概览与摘要

在前瑞银亚洲和中国首席经济学家Jonathan Anderson发表了《中国货币政策手册》四年之后，货币政策依然是有关中国经济最有意思也最被误解的领域之一。眼下，中国货币政策所扮演的角色及其走向再度成为引起人们困惑和激烈辩论的话题，这促使我们决定发表一个更新版。

在中国这样一个汇率受到严格管制且经济中的关键领域仍受行政控制和指导的国家，货币政策是如何运作的？货币政策由谁控制，又以哪些变量为目标？央行使用哪些政策工具、试图实现哪些政策目标？央行能否有效控制利率和流动性？央行如何影响增长和通胀？

本报告对上述问题进行了详细探讨，部分总结了我们过去几年在货币和金融市场方面所做的许多研究工作。主要结论如下：

对于中国货币政策的困惑常常是由于对主要政策目标和工具以及人民银行所扮演的角色的认识混乱。人民银行执行货币政策，但掌握最终决策权的是国务院。货币政策被赋予一系列广泛的政策目标，包括促进经济增长、保持价格和金融稳定以及调整经济结构。与此同时，政府也利用包括行政手段在内的其它工具来控制通胀——在其它国家，通胀通常是中央银行和货币政策主要针对的目标。

中国仍主要依赖数量型工具而非利率等价格型工具来实现货币政策目标。人民银行以基础货币为中间工具，通过调节基础货币供应并采取信贷额度控制来实现广义货币总量的目标。由于企业和银行的公有制带来一定的扭曲，数量型管理工具而不是利率工具可能更适用于中国。但对商业银行信贷的直接行政控制可以被逃避，而且显然造成扭曲。当然，整体银行体系已经逐渐摒弃了20年前那种无所不在的指令性信贷计划。

2007年以来，人民银行频繁使用商业银行法定存款准备金率，结合公开市场操作，来对冲外汇流入并管理基础货币流动性。随着外汇储备继续增加，我们预计人民银行将继续提高存款准备金率并发行央票，短期内存款准备金率没有“上限”。最终，不断提高的存款准备金率给银行系统带来的成本问题将开始凸显，打那时我们预计人民银行将要么采用其它对冲工具，要么逐步退出对冲操作。

中国已经放开了货币市场和债券市场利率，但仍然控制银行贷款利率，并且实际上固定了存款利率。由于人民银行采用数量型的货币政策目标，因此基准利率工具使用得并不多。一旦调整利率，其影响经常被误解。由于利率水平处于非常低的水平，小幅调整利率对信贷和经济增长几乎没有影响。

人为压低存款利率对经济的确有影响，但中国的高储蓄率是造成整体利率水平偏低的主要原因。在当前的环境下，过快地实行利率市场化或许难以达到理想的效果，除非结构性改革可以减少经济中的扭曲、降低储蓄率。

在中国争辩得最多也是最令人疑惑的问题之一就是其准固定汇率制、大幅增加的外汇储备、以及为消除由此产生的流动性而进行的国内对冲操作。

中国的货币政策是如何运作的？

我们的主要结论如下：

对于货币政策作用和目标的认识比较模糊

人民银行通过管理基础货币来控制广义货币总量

2007年以来，人民银行积极使用法定存款准备金率来管理基础货币流动性，这一做法仍可持续一段时间

商业银行的基准存贷款利率仍由人民银行制定

尽管存款利率被人为地压低，但高储蓄率才是造成整个利率水平偏低的关键因素

尽管持续面临高额的外贸顺差和外汇储备增长，但国内的货币政策至今并未丧失独立性。资本管制和对冲操作是主要原因。我们发现平均而言，外汇储备的增长主要来自于经常帐户顺差和外商直接投资，而非“热钱”流入，这在一定程度上是由于中国采取了严格的资本管制。危机前人民银行对冲了70%左右的外汇流入，信贷增长基本上得到了控制。在2009年实行了一段时期的大规模货币信贷扩张后，人民银行于2010年重拾对冲操作，包括6次提高法定存款准备金率。

但这种情况不可能永远持续下去。今后，随着发达经济体维持宽松的货币政策，而人民币升值预期一直保持强劲，其它资本流入可能会大幅增加。由于规模庞大的国际收支顺差继续存在，并且全球货币政策保持宽松，未来几年中国政府应当加强资本管制并允许人民币以更大的幅度升值。

尽管银行贷款仍然是企业主要的外部融资渠道，但经济中的整体流动性远不止银行信贷。由于仅控制人民币贷款显得越来越不够，政府需要监控更广义的流动性和信贷活动。对资产市场而言，有必要分清人民银行能够直接控制的流动性，和存放在银行里的、有可能流入资产市场的大量存款。人民银行并没有太多的办法来防止资产价格泡沫，虽然加息和收紧流动性在边际上会起到一定的作用。

展望未来，我们认为中国货币政策发展方向是更加市场化的手段、进一步发展金融市场。然而，全球金融危机可能会使政府在利率市场化和发展金融市场上更加谨慎，而开放资本帐户、增加汇率弹性则会继续推进。中国需要进一步的结构性改革，以减少政府在资源配置方面、包括在银行体系中的所有权和控制力，转变增长方式，降低储蓄和外部顺差。

最大的风险在于国内外的流动性过剩，再加上利率被人为压低、行政控制、以及经济中的扭曲，将导致过度投资、资源错配和资产价格泡沫，从而威胁中国经济增长的长期可持续性。

资本管制和对冲操作帮助中国保持了货币政策的独立性

但这种情况难以永远持续

仅靠人民币贷款越来越难以控制经济中的整体流动性。大规模的银行存款增加了发生资产价格泡沫的概率

我们预计中国最终会推进利率市场化、减少行政控制。但其它领域的结构性改革是关键

最大的风险在于资产价格泡沫和资源错配

二、背景

- 中国的金融体系和中央银行仍在建设和完善中。
- 经历了深刻改革之后，中国政府在经济中仍然扮演着重要角色，尤其是在控制及分配资源方面。
- 中国在迈向更加市场化的宏观经济政策方面已经取得了较大进展，但货币政策所扮演的角色仍应放在前一点所述的背景中考察。

在讨论中国货币政策有效性或各种货币政策工具所扮演的角色时，人们往往会选取一些时间序列数据来展示其相关性或进行回归分析、并得出显而易见的结论，对此我们应当非常小心。我们应该考虑到在过去几十年中，宏观机构、政策工具及数据所发生的显著的结构变化。

金融体系-发展进行时

如下表所示，中国的商业银行体系、股票及债券市场、以及央行自身作为一个独立的政策机构，都是近年来的产物，并仍在建设和完善中。

中国的银行体系及政策制定和监管机构都是近年来的产物

表1: 中国金融体系发展历程

商业银行	中央银行	金融市场
<p>1979年以前，中国实行大一统的国家银行体制，人民银行作为财政当局的分支机构根据生产计划分配资金；</p> <p>1983年，专业银行以及首家商业银行——工商银行成立；</p> <p>1994年，农业银行、建设银行等专业银行转型为真正的商业银行；</p> <p>1998-99年，国有商业银行第一轮大规模财政注资和重组（规模达GDP的18%左右）；</p> <p>2003-08年，国有商业银行第二轮重组和改革；</p> <p>2010年，中国农业银行——四大国有商业银行中的最后一家，成功上市。</p>	<p>1983年，随着中国工商银行的成立，中国人民银行开始专门履行中央银行职能；</p> <p>1995年，全国人大通过了《中华人民共和国中国人民银行法》，从法律上确立了人民银行的中央银行地位；</p> <p>1996年，中国人民银行开办以国债为主要工具的公开市场业务；</p> <p>1998年，人民银行取消了对国有商业银行贷款限额控制；</p> <p>2003年，银监会成立，履行银行业监管职能；</p> <p>2005年，人民银行结束了长达10年的人民币钉住美元制度，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度；</p> <p>2006年以来，人民银行开始使用法定存款准备金率对冲外汇流入。</p>	<p>1990年，上海证券交易所和郑州期货交易所成立；</p> <p>1994年，中国实现汇率并轨，建立银行间的外汇交易市场；</p> <p>1997年，在经历了1995国债期货事件后，国债期货市场和场外债券市场关闭。人民银行在中国外汇交易中心基础上建立了银行间债券市场，中国债券市场就此形成交易所和银行间市场两市分立的状态。</p> <p>1996-97年，人民银行放开了银行间市场利率；</p> <p>2004-05年，股权分置改革启动，解决了A股市场的非流通股问题；</p> <p>2009年，创业板在深圳证券交易所启动。</p>

数据来源：人民银行，政府文件，瑞银估算

中国政策环境的另一个重要方面是，先天就欠缺有活力的非银行金融市场。图1和图2显示，居民将绝大部分的金融财产存放在银行，同时银行也是投资活动的主要资金来源。由于中国并未开放资本账户，因此居民和企业很难将储蓄汇到海外或从国外借钱。

另一个重要的方面是缺乏有活力的非银行金融市场。银行一直是居民和企业的“唯一选择”

这对经济而言意味着什么？从负面角度看，限制储蓄和投资的渠道会自动降低资本配置的效率，导致银行业在中国的金融体系中占据了主导地位。

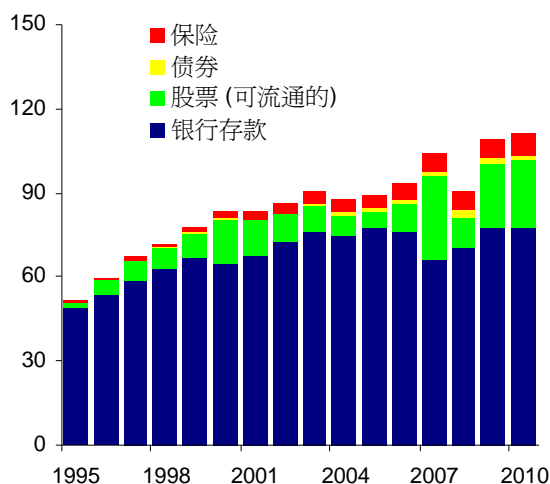
这对于经济运行而言是不利的，因为它降低了资本配置的效率

但是，从正面来看，这会使金融体系对于政策失误的容忍度更高，从而给政府发展货币工具留出时间。如果金融市场并未在经济中起到较大作用，那么即使是市场资金流动或价格大幅波动也不会给整体经济形势造成太大的影响。

但同时这也是有利的，因为这提高了金融体系对政策失误的容忍度。

图1: 中国居民部门金融财产构成

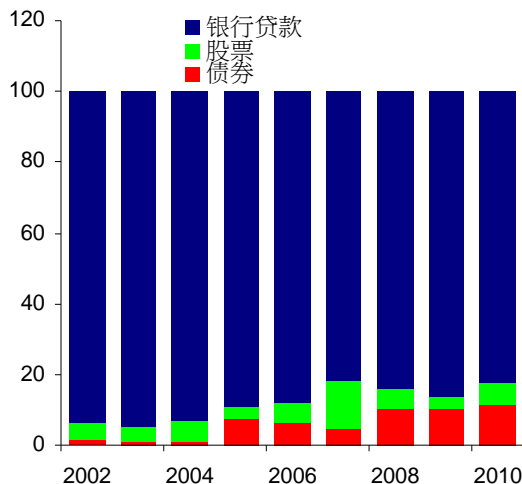
居民财产占GDP的比重 (%)



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图2: 中国企业部门外部融资来源

非金融企业部门融资来源细分 (%)



数据来源: 人民银行, CEIC, 瑞银估算

政府的角色

中国经济的另一个关键问题是政府在商业决策及资源配置方面所扮演的角色，这体现在以下领域：(i) 政府在实体经济中的直接所有权；(ii) 政府控制并分配了包括资本、土地、矿产/能源等资源在内的主要资源，而且通常不是根据市场价格进行；(iii) 政府是大多数及最大商业银行的大股东。

中国经济的一个重要问题是政府所扮演的角色

经过了几十年的私营经济内生式增长、以及逐步私有化，目前工业部门中约有三分之一仍直接为国有。但这低估了政府在经济中的重要性。重要的是，政府仍直接持有、控制并配置许多主要的生产资料，包括土地、矿产及能源资源，以及资本。例如，所有大型投资项目，不论是民营还是国有项目，都需要获得发改委（最重要的宏观政策部门）的审批。只有获批后投资人才拿到土地、贷款，然后开工建设。政府还控制着工业、商用以及城镇住宅用地的供给。

在今天，工业的三分之一仍直接归国有，但实际上政府在资源的控制和配置上起着更大的作用

银行体系仍主要为国有；就大多数银行而言，政府或持有大多数股权，或通过政府机构和企业来实施控制，并象任命公务员一样任命银行的高层管理人员。

表2: 银行机构数、资产规模、国有成分

	1990	2000	2005	2009
银行机构数	10	116	132	164
- 政策性银行 (100%国有)	0	3	3	3
- 国有商业银行 (国家控股)	4	4	4	4
- 股份制商业银行 (大部分由国有企业控制)	6	10	12	13
- 城市商业银行 (绝大部分由地方政府或当地国有企业控制)	0	99	113	143
- 邮政储蓄银行 (100%国有)	0	0	0	1
总资产 (十亿人民币)		13,743	31,814	67,204
占总资产的比重 (%)				
- 政策性银行		12.0	9.2	10.3
- 国有商业银行		73.8	61.8	54.7
- 股份制商业银行		11.1	18.3	22.5
- 城市商业银行			6.4	8.5
- 邮政储蓄银行				4.0

数据来源: CEIC, 瑞银估算

政府的重要性意味着其对商业决策的正式和非正式干预仍十分普遍。在大多数时候, 中央政府一直在努力促成一个以市场为导向、高效的银行体系, 但在有些时候 (比如2008-09年), 政府仍然很自然地把银行当作其他行政机构一样用来促进经济增长。此外, 地方政府与当地的银行间有着紧密的联系 (尤其是城市商业银行), 通常会严重影响银行的行为。还有, 国家持有银行大多数股权、及政府对存款的隐性担保也帮助了银行吸引并留住存款。在这种环境下, 借贷双方都有动机过度冒险, 因为他们认为资金成本很低廉, 而且如果有损失也会由国家 “买单”。因此, 政府不得不承担起直接监管和控制国有银行资产负债表的重任。事实上, 2008-09年期间要求银行帮助推动经济增长的做法增加了政府在这方面的责任。

这意味着正式与非正式干预仍普遍, 银行和借款方都会过度冒险

货币政策及央行的作用

在中国, 政府和控制及分配资源方面所扮演的重要角色对于货币政策及央行的角色而言, 至少有两方面的重要意义: 其一, 发达国家的央行在法律和运作上都是独立的, (基本上) 能够自主设定连贯性的政策目标, 但在中国, 人民银行在货币政策决策上要服从于国务院。宏观经济及货币政策目标、以及对信贷目标及利率等货币政策工具的使用, 都是在国务院这个层面上敲定的, 存在着利益冲突的各个部委对该过程的影响力也比较大。其他利益相关方—比如地方政府及国有企业—通常也会通过党的体系来影响宏观政策。

政府的全局掌控意味着人民银行缺乏独立性

其二，甚至在决定已经作出后，货币政策目标的实施也往往需要其他政府部门和其他措施的支持。例如，在控制信贷增长期间，地方政府的投资冲动需要由发改委甚至党的系统来控制，而在货币信贷扩张时期（如2009年），地方政府（及其控制的平台公司）的介入在推动投资方面起到了关键作用。

不过，虽然存在着这些历史缺陷、以及存留的扭曲，在过去十年间中国在控制宏观经济工具、实现经济稳定方面还是取得重大进展。这一点从货币信贷的运行轨迹中可见一斑。在上世纪80年代，中国的货币信贷增长严重过热，同比增长率跳升至30%，并且在几年内都维持了这个速度，此后在80年代后期才大幅回落（见图3）。同样的情况也发生在上世纪90年代：先是持续时间较长的一轮货币扩张，随后是急剧放缓。相反，在全球金融危机之前的几年间，信贷增长相对较为平稳，并且在经历了2008-09年期间的激增后比以往更快地回落。

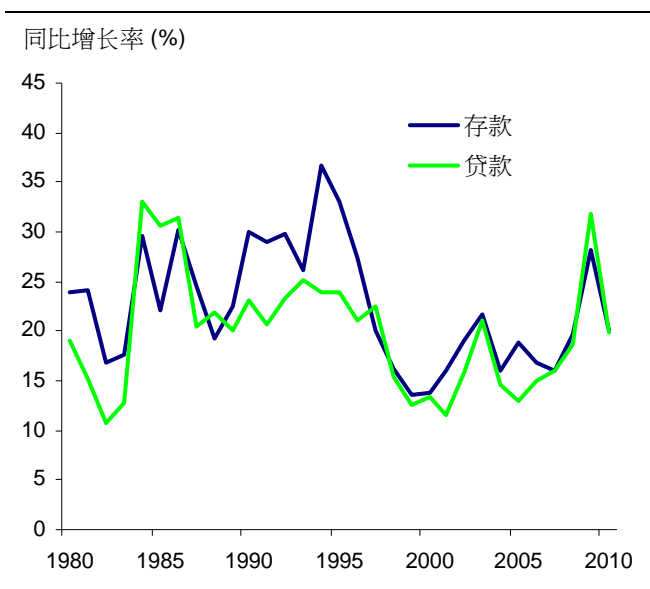
部分得益于货币供应总量的波动性降低（以及主要价格改革完成），中国在过去十年间取得了更稳定的经济增长和通胀。GDP实际增长平均为10%，波动很小，而通胀在经历了上世纪90年代末的低点后稳定在较温和的水平上。过去十年宏观经济稳定性的提高在一定程度上得益于经济转型 – 与二十年前相比，国有化及国家对资源的控制程度虽仍然很高，但已经大幅减弱。此外，政府也从以往经济运行的“大起大落”中吸取了经验教训，发展出了更有效的宏观经济政策工具，并且决策的质量及连贯性也得到了改善。

货币政策的执行也须有其他部门的支持

但是，政府在过去十年也取得了很大的进步，这可以从货币信贷的运行轨迹中看出

经济增长及通胀方面也是如此。政府管理宏观经济的经验和能力大大加强

图3: 货币信贷增速



数据来源：CEIC，瑞银估算

三、货币政策目标及工具

- 中国的货币政策目标包括保持物价和汇率稳定、促进经济增长、以及调整经济结构。
- 为实现这些政策目标，人民银行设定货币总量目标，采用数量型的基础货币目标作为其主要的中间政策工具，辅之以对总体信贷增长的直接行政控制、以及“有保有压”的行业信贷政策。
- 近年来，人民银行通过调整存款准备金率或公开市场操作调节对外汇流入的对冲幅度控制基础货币的供应。
- 面对过剩的流动性和经济中仍然存在的政策性扭曲，对信贷的直接行政控制及审慎管理措施是自然的应对方式，但这些措施是有代价的。

货币政策目标及工具

货币政策目标是政策制定者试图影响并实现的经济运行结果，这是央行的最终政策目标；可以是通胀率、经济增长及就业，或多个目标的综合。

首先是货币政策的最终目标

为实现政策目标，央行会使用一些主要的政策工具（即中间目标），这些可以是价格型工具（如短期利率）或数量型工具（如基础货币供应量¹）。此外，整体政策环境，包括其他行政控制手段以及整个金融体系的状况等，也很重要。

其次是中间目标，可以是价格型的、也可以是数量型的

在中国，货币政策目标与政府的宏观经济政策目标类似，包括了经济较快增长、价格稳定、国际收支平衡、汇率稳定以及调整经济结构。货币政策作为一个单独的政策决策是相对比较近期的产物——1983年起国务院批准人民银行专门行使中央银行职能；1995年通过了《中华人民共和国中国人民银行法》正式确立人民银行的中央银行地位。货币政策制定及实施的真正逐步成形是从1998年，中国开始着手重组银行体系之后，开始的。

中国的货币政策目标包括保证经济增长和就业、物价和汇率稳定、以及国际收支平衡

1998年以来，人民银行在设定广义货币总量目标以帮助政府实现经济增长和通胀目标方面积累了大量的经验。其设定目标的主要步骤如下：

人民银行以广义货币总量为目标...

(i)在中央政府（每年的中央经济工作会议）为来年的经济增长和通胀设定目标后，人民银行会相应地设定广义货币增长目标。之后将据此计算出一个与之相符的信贷增长目标，作为商业银行来年工作计划的指导；(ii) 人民银行将调整基础货币供应量来间接影响广义货币供应；在过去几年，人民银行通过对冲外汇流入来控制基础货币供应量；(iii)行政手段和数量型的信贷投放目标也被用来直接控制银行贷款增长，银行贷款是“高能”基础货币放大到经济中的最重要的渠道；(iv) 行业信贷政策用于引导贷款流向或禁入某些行业，以帮助实现政府调整经济结构的目标。

...通过控制基础货币供应并实行直接信贷控制来实现

这是一个演变的过程。有时候在年初设定的货币总量目标最终会被大幅超过。我们认为，未能实现既定目标不是因为央行的政策工具无效，而是由于中央政府决定更倾向于较高经济增长而非坚持原先的目标，因此货币政策不得不配合以实现更强劲的经济增长（见表3）。

为了实现更快的经济增长，货币政策目标有时会做出让步

¹ 在1970年代末到80年代初，大多数发达国家的央行以货币总量为目标，并一直相当严格地控制利率、资本流动和金融发展。直到1980年代和90年代初，欧洲和美国才逐步取消了利率上限，同时取消了信贷控制并允许境外资本自由流动。

表3: 政府目标对比实际结果

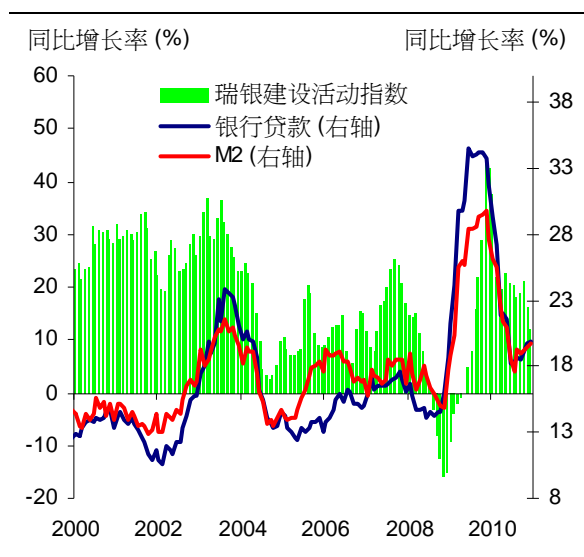
	GDP增速		CPI通胀		M2增速		新增贷款		贷款余额增速	
	目标值	实际值	目标值	实际值	目标值	实际值	目标值	实际值	对应目标值	实际值
	%	%	%	%	%	%	十亿人民币	十亿人民币	%	%
1998	8.0	7.8	5.0	-0.8	16-18	15.3	0.9	1.1	12.1	15.5
1999	7.0	7.6	4.0	-1.4	14-15	14.7	1.0	1.1	11.6	12.5
2000	7.0	8.4	≥0	0.4	14-15	14.0	1.0	1.3	10.7	13.4
2001	7.0	8.3	1-2	0.7	13-14	14.4	1.3	1.3	13.1	11.6
2002	7.0	9.1	1-2	-0.8	13.0	16.8	1.3	1.8	11.6	15.8
2003	7.0	10.0	1.0	1.2	16.0	19.6	1.8	2.8	13.7	21.1
2004	7.0	10.1	3.0	3.9	17.0	14.6	2.6	2.3	16.4	14.5
2005	8.0	11.3	4.0	1.8	15.0	17.6	2.5	2.4	14.0	13.0
2006	8.0	12.7	3.0	1.5	16.0	16.9	2.5	3.2	12.8	15.1
2007	8.0	14.2	3.0	4.8	16.0	16.7	2.9	3.6	12.9	16.1
2008	8.0	9.6	4.8	5.9	16.0	17.8	3.6	4.9	13.9	18.7
2009	8.0	9.2	4.0	-0.7	17.0	27.7	>5	9.6	16.5	31.7
2010	8.0	10.3	3.0	3.3	17.0	19.7	7.5	8.0	18.8	19.9

数据来源: 人民银行, 政府文件, 瑞银估算

尽管如此, 中国在货币政策管理方面采用数量型目标和工具是显而易见的。图4和图5显示银行贷款与房地产建设活动及固定资产投资之间存在着紧密的相关性。2002-03年期间投资和建设活动迅猛增长、2004年大幅回落、2008-09年急剧上涨、随后再次下滑, 都是由于有意地调整信贷投放。相比之下, 利率在这些时间段内则没有出现大的波动。

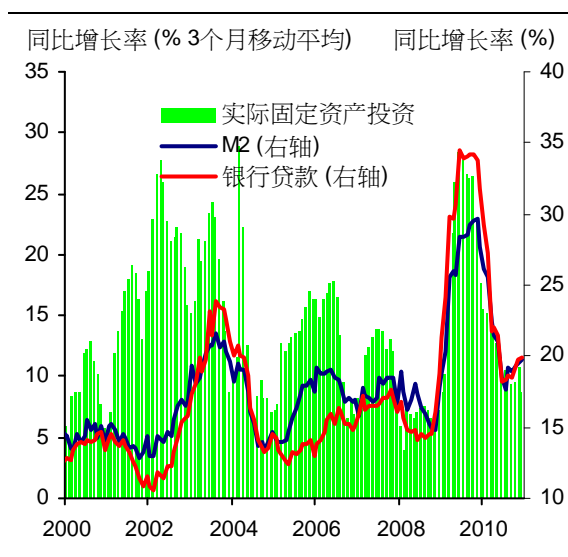
很明显中国主要使用数量型工具, 而非利率

图4: 银行信贷和实际建设活动



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图5: 银行信贷和实际固定资产投资增速



数据来源: CEIC, 瑞银估算

许多人质疑并担忧中国近年的扩张性货币政策。长期来看（见图3），1980和1990年代的货币信贷同比增速高达30%并保持了多年，之后才开始回落。相比之下，本轮周期中，贷款增速也一度飙升，但之后较快回落到更稳定的区间内。我们认为这明显反映出货币政策管理已更加成熟。

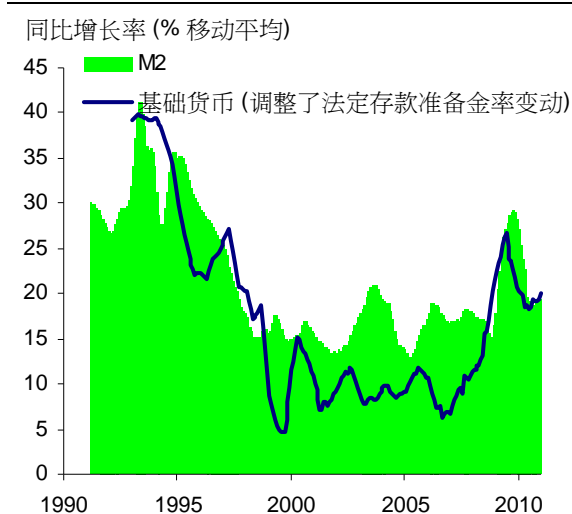
管理基础货币供应和使用存款准备金率

那么人民银行是如何通过基础货币供应来管理货币总量的呢？在“部分准备金银行制度”下（中国和基本上所有的发达经济体都采用这种制度），央行向商业银行提供“高能”流动性，即所谓的“基础货币”，商业银行再使用这些资金经由货币乘数创造出新的贷款和存款。

在中国，“高能”基础货币增长与广义货币（M2）增长之间的长期关系在1990年代保持稳定（见图6²）——在1990年代的前五年里，广义货币与信贷的同比增速超过了30%，这是因为人民银行在以同样的速度向经济中注入基础流动性。一旦人民银行收紧基础货币增速，M2和信贷增速也随之下滑。但在全球金融危机爆发前的10年间，两者之间的这种关系在大部分时间内明显减弱，我们将在下文探讨原因。

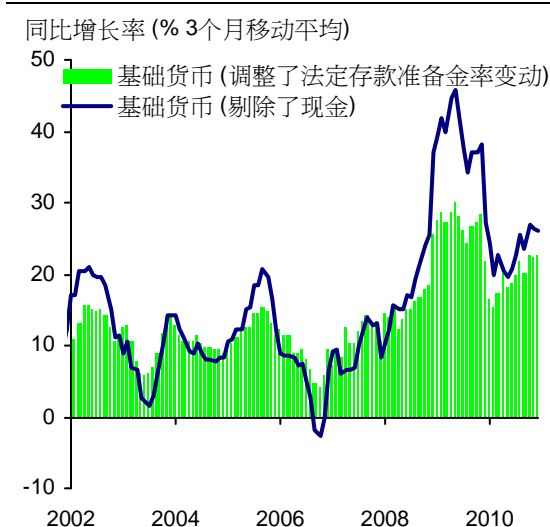
尽管如此，人民银行的确经常性地调整基础货币供应（见图7）。2008-09年基础货币供应明显比较宽松，而到2010年基础货币收紧也同样显著。

图6: 基础货币增速（长期走势）



数据来源：CEIC，瑞银估算

图7: 基础货币增速（短期走势）



数据来源：CEIC，瑞银估算

人民银行如何调整基础货币供应量？看一下人民银行的资产负债表，在资产栏中，人民银行拥有诸如外汇和黄金这样的国外资产，以及诸如对国内银行及政府借款（国债）这样的国内资产。央行的负债主要包括基础货币——即现金和商业银行存放于央行的存款——以及央行发行的票据。

² 这两张图中的基础货币增速已调整了存款准备金率变化带来的影响。

1980年代和90年代银行贷款持续大幅波动，而最近一轮贷款的迅猛增长并未持续很长时间。

央行提供基础货币而商业银行将其放贷出去

基础货币与广义货币M2之间的关系有所减弱

人民银行一直十分积极地调整基础货币政策

央行的资产包括外汇和对政府和银行的债权，负债主要是基础货币

表4: 中央银行资产负债表

资产	负债
国外资产	基础货币
外汇资产	货币发行
国内资产	金融性公司存款
对政府债权	发行债券
对其他金融性公司债权	政府存款
对非金融性公司债权	自有资金
其他资产	其他负债

数据来源：人民银行，瑞银估算

人民银行可通过以人民币从商业银行购进外汇（商业银行的外汇来自于出口厂商）来增加基础货币供应，或直接向商业银行提供流动性（如对其贷款）。这正是2002年底前的情况。不过2003年以来，由于外汇资产猛增，人民银行必需通过调整对外汇流入的对冲幅度来管理基础货币供应。

从以上表4可以看出：对冲外汇资产增加的一个显而易见的方法就是减少国内资产——如通过出售人民银行所持有的国债。不过，人民银行持有的国债不多。因此从2002年9月起，人民银行开始发行央行票据来吸收外汇流入创造的流动性，以此来控制基础货币供应。

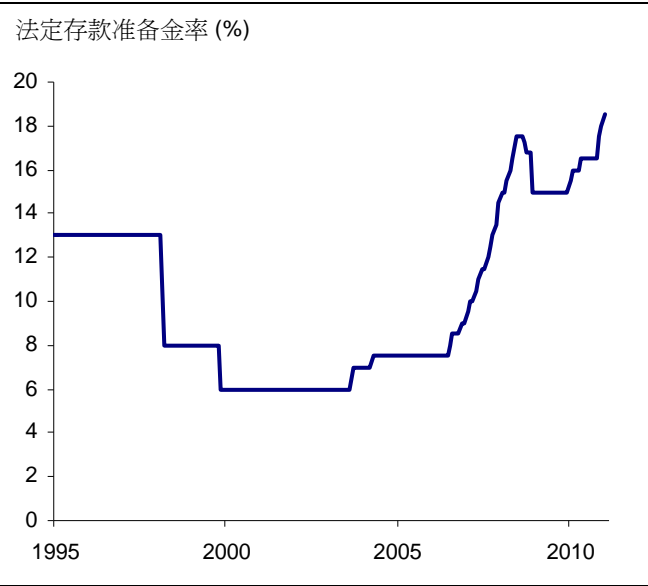
不过，发行央票也有一些缺点。央票必须持续展期，而且这种做法也有一定的成本，尤其是在外汇流入继续大幅增加的情况下。因此到2006年，人民银行开始采用法定存款准备金率作为对冲工具来管理流动性。从2010年初开始，人民银行7次上调存款准备金率来回收流动性，但同时也给投资者带来了一定的困扰。

人民银行从商业银行手中结汇将相应地增加基础货币供应.....

... 除非人民银行通过发行央票把钱“借回来”.....

...或者通过调整法定存款准备金率来“冻结”流动性

图8: 大幅度的政策变动



数据来源：CEIC，瑞银估算

从央行的角度而言，使用准备金率可以永久性地冻结资金，或至少直到央行决定再次下调准备金率为止。此外，人民银行并没有按市场水平支付法定存款准备金利率（法定准备金的年利率为1.62%，低于1年期央票发行利率2.72%）。由于2003年以来中国的国际收支顺差长期居高不下，而且短期央票的存量增加，存款准备金率的这些优势就显得很重要。图9和图10显示了过去10年间人民银行如何通过不同的对冲工具来管理基础货币供应。

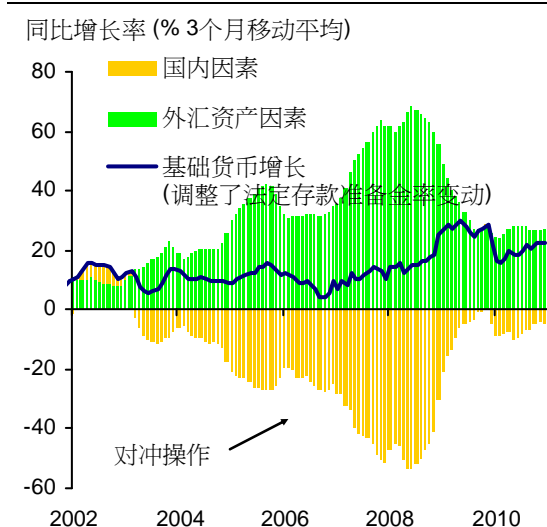
上调存款准备金率相当于“永久”冻结流动性而且成本较低，这是中国在国际收支顺差持续扩大情况下的有效对策

2011年，人民银行提出了要运用差别准备金动态调整，其中银行各自的存款准备金率由其资本充足率、贷款投放增速等因素决定。尽管该措施如何实施尚不清楚，但我们认为新措施不会在信贷增速或货币政策基调方面带来显著的差别（见我们2011年1月13日的报告“2011年中国的货币信贷政策有何新动向(电话会议纪要)”）。

人民银行表示将在2011年运用差别准备金动态调整

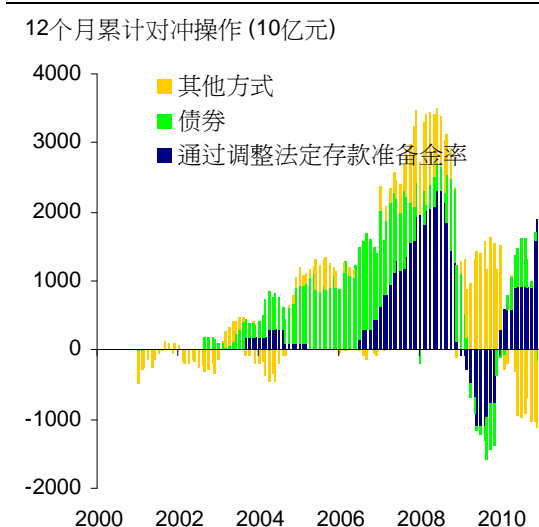
尽管使用法定存款准备金率对冲存在着以上优点，但该工具实际上将部分对冲成本转移至商业银行，并且不可能一直持续下去。我们将在之后的第五部分详细讨论。

图9: 基础货币增速构成



数据来源：CEIC，瑞银估算

图10: 对冲操作



数据来源：CEIC，瑞银估算

行政手段

除了使用法定存款准备金率这样的工具来管理基础货币，政府还采用第二类工具来影响货币总量供应。以上的图7已经很好地显示了基础货币和M2增速间的关联度在最近几年已经淡化。具体而言，图中2004年以及2007年底至2008年初期间信贷和建设活动增速的放缓都要比基础货币增速的放缓更为明显。原因何在？

基础货币管理并不是人民银行管理广义货币的唯一工具

答案是对银行体系实施直接的信贷控制。央行和银行监管部门采取审慎监管以及（或）直接给银行施压的办法来控制信贷增长，否则银行将面临流动性惩罚措施。

央行也使用直接行政手段来协助其实现政策目标

1998年以前，政府（通过人民银行）向各商业银行（四大国有商业银行）下达贷款计划。此后，贷款目标随着时间的推移逐渐淡化，通常是指导性的。不过，在银行信贷增长过快时（如2003年底、2007年底以及2010年初），政府就会采取更加激进的做法。包括迫使银行收回贷款（2003-04年）、全面冻结新增贷款（2007年底）以及采取季度和月度信贷额度控制（2008年初和2010年）。

为什么政府还要依靠行政性手段？(i) 银行体系之前拥有较高的超额储备——因此收紧基础货币不能起到立杆见影的效果；(ii) 过度借贷和过度投资通常只限于少数几个行业：如房地产、采矿业和重工业，而其他行业则面临着更为合理的产能扩张，并没有真正出现过热的压力。

通常，央行仅仅采用窗口指导这样的预防性措施

央行为什么采用行政性手段？因为超额流动性和行业间的冷热不均

上调存款准备金率是否收紧了流动性？- 案例

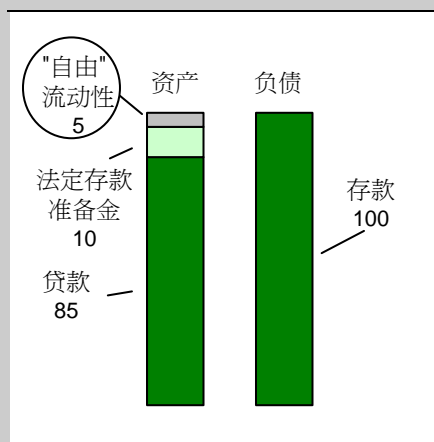
过去几年每当人民银行上调法定存款准备金率，媒体和市场人士都表示这是人民银行在收紧银根。诚然，上调存款于上调前，但这并不必然代表流动性状况比上调前紧张；流动性状况取决于通过上调准备金率冻结的资金量是低于总量。

一个简单例子有助于说明这一问题。首先不妨以下图11中假设的商业银行体系总的资产负债表为例。在负债一栏，产一栏，银行发放到经济其他部门的贷款余额为85元，而存放在央行的存款准备金为15元。这15元正是基础货币，分为“法定”准备金和超额（“自由”）准备金。法定准备金实际上是被冻结的，因为银行无法利用这部分资金来放贷或可用于其他目的。

现在想像一下出现贸易顺差的情况，企业到银行把多余的外汇换为本币——相当于10元人民币。商业银行从出口企业结汇，并在账户内为它们记录等值的本币存款。接下来，商业银行向央行结汇：把外汇换为本币。因此，央行的外汇，相应地商业银行在央行的准备金账户中也增加了10元人民币。这时商业银行的资产负债表就成了图12所示的情况，人民币猛增至14元。如果央行不采取措施让这些过剩的流动性恢复到更加正常的水平，那么银行有可能开始向实体经济

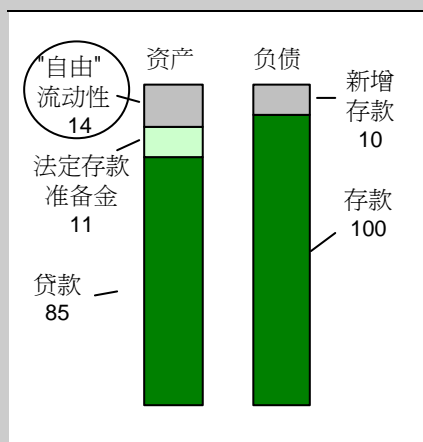
如果央行把存款准备金率从10%上调至18%，这将迫使银行冻结所有结汇创造的新增流动性。如图13所示，银行资产负债表恢复到图11的水平。因此，如果外汇流入增加，上调法定存款准备金率可让货币政策恢复到中性——而非收紧。图13中的流动性确实比图12（上调法定准备金率前）紧张，但并不比图11（在出现外贸顺差及上调法定准备金率之前）紧张。

图11: 商业银行资产负债表（1）



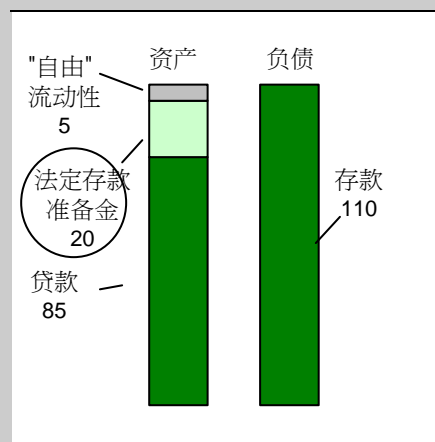
数据来源：瑞银估算

图12: 商业银行资产负债表（2）



数据来源：瑞银估算

图13: 商业银行资产负债表（3）



数据来源：瑞银估算

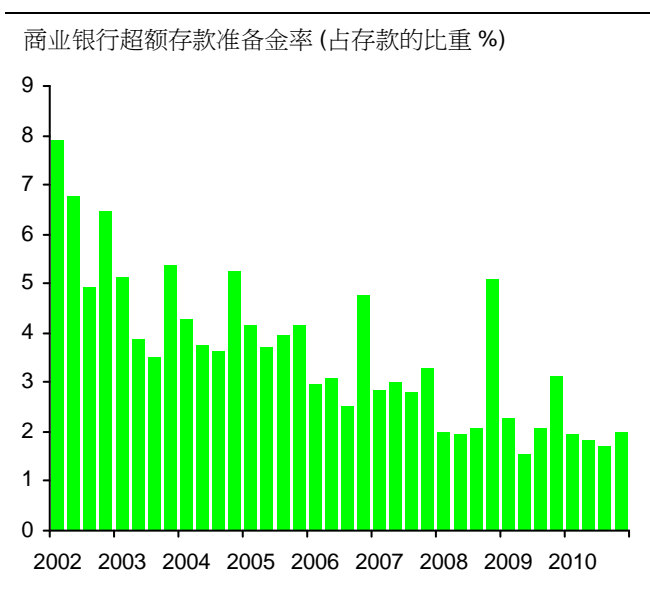
在这种环境下，政府认为针对整体经济的紧缩措施对于经济中“较好”的部分会产生不成比例的影响——其融资成本将上升，而利润率将下滑。同时，整体信贷条件的趋紧可能不会对低效和重复建设的工业项目产生太大影响，因为政府主导和投机性的借款人并不在意资本回报率。

在本世纪之初，超额准备金率约为10%，而之后的五年只有小幅下降（见图14）。这对第一种说法构成支撑。不过，超额准备金率先以较低，在过去12个月中已经降至2%左右，而政府仍然依赖于行政手段。因此，我们认为第二个因素是主要原因。

行政手段难道不会造成扭曲吗？

当然会。采用行政手段意味着银行不得不用配给的方式发放信贷，而不是将贷款分配给那些盈利水平最高的行业和公司。国有企业、地方政府和银行之间的密切关系意味着有关联性的公司和项目更容易获得贷款，而私营企业和中小企业则处于不利的境地。此外，在这种环境下，信贷风险往往会被忽视或低估，而贷款可能会分配给重复建设的项目或已经存在产能过剩的行业。最终，资本错配会造成不良贷款增加，使得一些各行业一再出现过度投资。

图14: 银行体系超额流动性



数据来源：人民银行，CEIC，瑞银估算

尽管如此，当前政府对整体信贷增长的调控与以往其对具体行业或项目进行细致的资金分配相比还是存在着很大的差异。后者在每个层面上都会出现扭曲，并且也和市场经济的宗旨相悖，这种做法从1998年起就被摒弃。当然，在地方层面上仍常常会有信贷差别对待的情况，地方政府会干预放贷决策以将资源分配给其所青睐的项目，但这已经不像80年代和90年代那么普遍。

另外，经济理论告诉我们，非市场化的扭曲更适宜通过类似的非市场化手段来处理（这也就是“次优理论”）。考虑到政府在中国经济中仍然存在的扭曲作用，整体信贷调控也许是当前实现宏观经济目标的最佳方法。

行政手段针对那些“过热”的行业，而非整体经济

超额准备金率已经下降

行政手段会导致信贷配给，产生资源错配，使得不良贷款的风险上升。

具体细致的信贷资金分配和对整体信贷的调控之间存在着很大差别

理论上讲，经济中的扭曲可以由其他扭曲手段来矫正

最后，随着时间的推移，当银行不再有大量的超额准备金时，基础货币管理的有效性就将不断提高，而行政手段和窗口指导的作用将会降低。

如果超额准备金率下滑，基础货币管理将会日益重要

四、利率

- 货币市场和债券市场利率由市场决定，但在中国仍有两个重要的利率受到控制：存款利率（上限）和贷款利率（下限）。
- 央行政策利率很少被使用而且意义不大，但用于对冲操作的央票利率已成为准政策利率。
- 继续控制商业银行利率的主要原因是为了保护银行体系的净息差。
- 如果允许自由浮动，存款利率显然会上升，不过中国的整体利率水平偏低有其结构性原因。
- 政府希
- 望实现的经济再平衡会减轻导致高储蓄率的一些结构性因素；因此加以时日，再平衡会伴随着利率水平的上升。

在中国目前的各种利率中，最重要的就是货币市场短期利率和商业银行存款利率（见表5）。

表5: 中国的利率体系

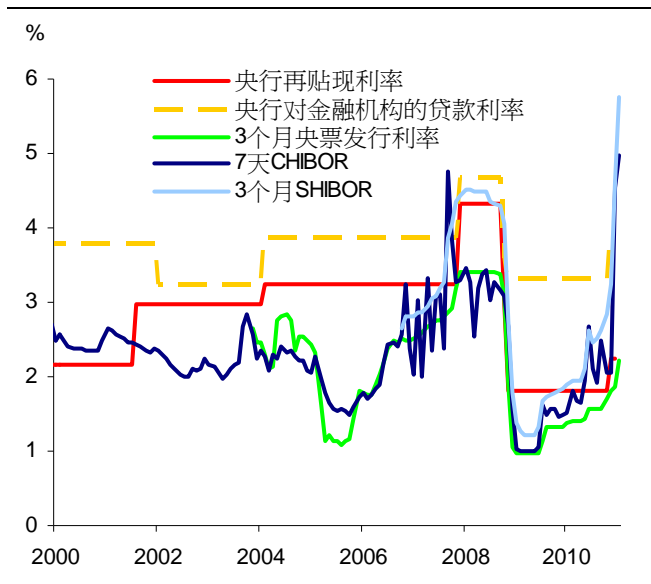
利率种类	解释	2010年底的水平	是否被控制	重要性
人民银行政策利率				
对金融机构贷款利率	人民银行对金融机构提供再融资的利率	3.85 (1年期)	控制	很少使用
再贴现利率	商业银行用商业票据向人民银行贴现以获得流动性的利率	2.25	控制	很少使用
存款准备金利率	对法定和超额存款准备金的利率	法定准备金1.62，超额准备金0.72	控制	有时使用
央票发行利率	用于对冲操作的央票的收益率	2.51 (1年期)	半放开	重要
货币市场利率				
CHIBOR	银行间市场拆借平均成交利率	6.50 (7天)	放开	有时使用
SHIBOR	各报价行于每日11:30报出的拆借利率平均值	6.39 (7天)	放开	重要
银行间市场回购利率	银行间市场回购交易利率	5.17 (7天)	放开	重要
债券收益率和基准利率				
债券收益率	国债和准国债的收益率	3.86 (10年期国债到期收益率)	放开	并没有那么重要
存贷款基准利率	商业银行支付给储户的利率和向借款人收取的利率	5.81 (1年期贷款) 2.75 (1年期存款)	控制	重要

数据来源：CEIC，瑞银估算

央行政策利率。 人民银行公布一系列的直接货币操作基准政策利率，包括对金融机构的贷款利率和再贴现利率。不过，过去几年中人民银行对金融机构的贷款和再贴现窗口实际上是关闭的，而这些利率也很少使用。这是因为在流动性过剩的背景下，银行无需求助于人民银行借款，因此也不受这些贷款利率的影响（2010年12月底是一个例外，当时市场流动性趋紧，人民银行也提高了对金融机构的贷款利率和再贴现利率）。图15显示，人民银行的政策利率与货币市场利率之间的关联度很低。

近年来，央票利率（由人民银行发行，用于对冲操作的各种期限的债券）被视为准政策利率。央票利率通过每周两次对商业银行的招标发行，以“半浮动”的方式确定。之所以说“半浮动”是因为央票招标发行可以采取发行量固定而利率由市场竞价的方式、也可以采取利率固定而发行量由市场需求决定的方式。此外，如果商业银行要求的收益率“过高”，人民银行有时也会取消招标发行。货币市场利率与央票收益率密切相关（见图15）。

图15: 人民银行政策利率和货币市场利率



数据来源：CEIC，瑞银估算

货币市场利率与债券收益率。 货币市场利率基本上是自由浮动的，主要受银行间市场交易的影响、由市场内在的供求状况决定。全国银行间同业拆借中心会公布每天的交易结果，即所谓的CHIBOR（全国银行间同业拆借市场利率）。中国在2007年引入了基于上海做市商系统的SHIBOR利率，以提供一个更稳定的市场价格，尤其是对90天或以上期限的交易。SHIBOR的确定方式类似于LIBOR，其计算方式是参与行每个工作日上午11:30拆借利率的算术平均值。

近年来，银行间回购市场在成交量和流动性方面已经远远超过CHIBOR市场，因此7天回购利率已经取代CHIBOR成为最重要的货币市场短期利率。市场将7天回购利率和3个月SHIBOR利率视为银行间市场流动性的最佳指标，以及其他金融工具定价的基准。

人民银行的政策利率很少被使用，而且与货币市场利率也没有关联性

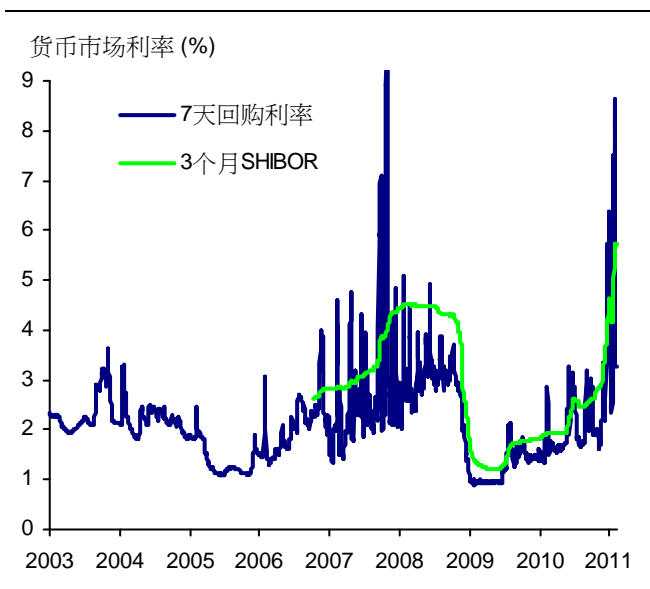
央票收益率是准政策利率，以“半浮动”的方式确定，并且与货币市场利率相关联

这些是自由浮动的市场利率：CHIBOR是成交均值，不过可能会由于交易量过低而过度波动；每日确定的SHIBOR会提供一个利率基准

7天回购利率和3个月SHIBOR是最重要的货币市场短期利率

货币市场利率是中国货币环境最佳的实时“风向标”。由于人民银行调整的是货币供应量而非货币价格，因此货币市场短期利率就成了能够对银行体系内流动性供给变化做出实时反应的唯一利率。如图16所示，当人民银行提高存款准备金率或是某大型企业在国内上市时，7天回购利率就会大幅攀升，表明市场上资金相对紧缺。随后，当新的外汇储备流入填补了缺失的流动性后，这些利率都会无一例外地下跌。

图16: 货币市场利率



数据来源：CEIC，瑞银估算

这些短期利率的重要性还体现在它们正日渐代表着规模较小的银行以及非银行金融机构在银行间市场融资的边际成本。大型国有商业银行占据了金融系统内的绝大多数存款；过去两到三年中我们注意到净借款模式的转变，很多较小的金融机构成为货币市场短期资金的净拆入方、以为其扩张提供资金。

收益率曲线的远端则几乎完全由政府债券主宰——这也反映出截至到目前，公司债和企业债的发行仍受到极其严格的行政控制。国债以及相关的政策性金融债约占已发行的长期债券余额的82%，并且在市场交易额中所占的比重更高。

在发达国家，债券收益率在决定整体的资本成本以及传递通胀预期方面起着非常重要的作用。在中国，债券市场规模较小，债券收益率也并不那么重要。截至2010年底，中国的银行存款余额约为72万亿元，而已发行的公司和企业债以及政府债券总额为16万亿元，其中只有不到4万亿元由银行体系以外的机构持有。

为什么债券在中国经济中没有发挥更大的作用？这是因为对公司和企业债发行的严格控制，再加上复杂的监管结构，限制了债券市场的发展。另外，中国的财政政策相对谨慎，直到最近的金融危机前，新发的国债规模都较为有限。另外，银行体系流动性水平较高也降低了对公司和企业债市场的需求。

货币市场利率会对央行的基础货币流动性调整做出反应

货币市场利率也直接影响融资成本

政府债券在长期利率中唱主角

债券在中国的金融资产中仅占一小部分

对公司和企业债发行的严格限制以及保守的财政政策是抑制债券市场发展的主要因素

商业银行贷款和存款利率。商业银行的基准贷款和存款利率是中国最受关注的两种利率——它们由人民银行直接控制，而关于加息/降息的新闻报道也都是针对这两种利率而言。2004年，人民银行取消了存款利率下限，并且允许贷款利率在基准利率的90-190%之间浮动。

实际上，存款利率锁定在基准利率的上限。中资银行都竞相揽储，意味着存款利率实际上不可能低于公布的基准利率。事实上，如果政府决定实现利率市场化，我们认为平均存款利率将大幅上升（对此的详细讨论请参见最后一章）。

相比之下，平均贷款利率则偏离了基准利率的下限，因为商业银行会根据实际供需状况提高或降低它们的有效利率。人民银行的数据表明，在2004到2008年初之间，执行上浮的贷款占比约为48%，平均上浮幅度约为35%左右，相当于200个基点左右。这一情况在2009年发生了变化——当时大多数新增贷款都进入政府项目，而利率也往往低于基准水平。不过，从2010年开始，执行上浮的贷款的比例又再次开始上升。

图17显示了基准存贷款利率的走势。1990-1995年高通胀期间，利率水平相对较高，之后在1995-2000年期间大幅降低，而存款利率远低于贷款利率。2005年以来，人民银行开始更为积极地调整基准利率，不过往往都是跟随通胀的步伐，而不是逆周期地前瞻性调整。

90年代末期至2004年，利率的调整非常少见，其后与大多数其他经济体相比利率调整的频率也不高。如图17所示，人民银行近年来保持基准利率相对稳定，调整频率要低于大多数其他国家——日本也许是唯一一个利率调整频率低于中国的国家，不过日本在过去10年中实行的基本上是“零”利率政策。

人民银行没有经常动用利率工具的主要原因是它的调控目标是货币总量而非价格，并且依靠行政性的信贷控制来抑制银行贷款增长（原因我们已经在上面讨论过）。另外，央行并不具有政策自主性——有关利率调整的决定是由国务院做出的，而且需要征得许多其他部委的同意。

存贷款基准利率由人民银行制定...不过贷款利率上浮的空间很大

关键在于存款利率——在中国存款利率被人为压低

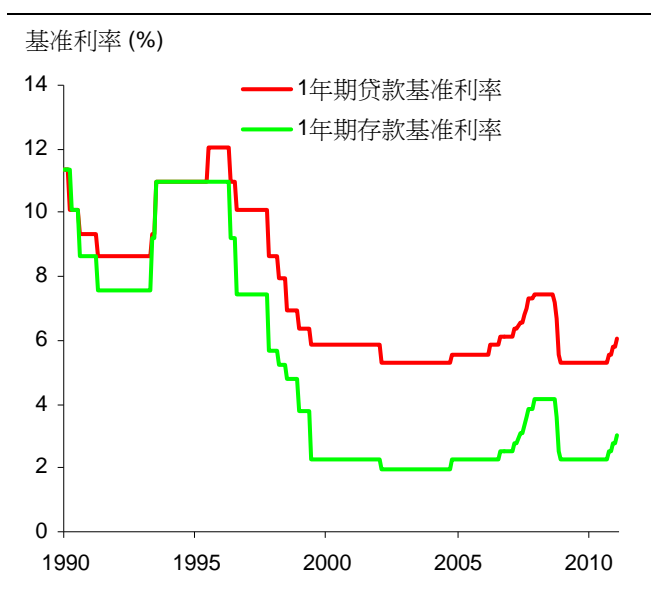
平均贷款利率已高于基准利率下限

从2005年以来，人民银行开始提高基准利率，但加息往往都是在通胀出现之后

与其他央行相比，人民银行调整利率的频率并不高...

...原因是人民银行调控的目标是货币供应量，而且人民银行缺乏政策独立性

图17: 商业银行基准利率



数据来源: CEIC, 瑞银估算

商业银行存贷款利率由何重要性？

商业银行贷款是投资最重要的外部资金来源，这就意味着银行贷款利率实际上决定了整个经济的边际资本成本。可以想象贷款利率对于中国的实体经济增长和通胀应该起着非常重要的作用。这也许就是市场和分析师往往会对央行加息做出强烈反应的原因。

不过，尽管贷款利率对资本成本而言很重要，但它对于经济体系内的银行贷款数额并不具有约束力。其中一个重要原因就是利率水平仍然非常低，特别是与实体经济的回报率相比。在如此低的利率水平下，对于信贷的需求也非常大。提高边际利率并不能影响银行的借贷额。此外，地方政府和国有企业作为借款大户，只要能带到款，常常对资金成本考虑并不多。

这并不是说大幅提高贷款基准利率（比如数百个基点）对经济不会产生影响，但是可以帮助解释了为什么在过去几年中调整基准利率对于经济增长并没有带来什么任何实质性的影响。

相比之下，存款利率上限则具有约束力，并且在中国经济中起到越来越重要的作用。国内几乎每家商业银行都将存款利率设置为基准利率上限，意味着市场出清的“均衡”存款利率要高于官方设定的基准利率上限。换言之，中国的存款利率被人为压低了。正如我们在下面要提到的，这给资产市场带来了潜在的重大影响，尤其是在几乎所有金融储蓄都保留在银行系统内的情况下。因此，尽管改变边际存款利率并不会影响企业的资本成本，但它会直接影响到居民和企业的存款回报率，从而影响到相关的资产价格。

中国为什么要控制利率？

指令性的信贷配给制度早已废止，中央政府和金融监管机构也都在积极地推动银行的经营管理朝着更加以市场为导向的方向迈进，包括商业借贷决策、内部治理、风险管理系统、严格的审计等等。那为什么还要继续对利率进行控制呢？

很多人认为这种做法是为了给国有企业提供较低的资本成本。不过，正如我们在下面讨论的，中国的实际贷款利率按东亚经济体的标准衡量并不算低。另外，政府为银行贷款利率设置的是下限，而不是上限。因此只要银行愿意，它们就可以大幅提高贷款利率。

存款方面，很多分析师关注的都是将国内资金回报率保持在较低的水平上，以此来避免吸引外资流入，并确保外汇干预和对冲操作仍能保证盈利。我们同意这是过去几年人民银行担忧的方面之一。不过存款利率上限在中国出现大幅国际收支顺差之前很多年就已经存在。此外，证据表明资本管制仍然有效（详情见下文）。

我们认为，继续控制利率的主要原因是为了保护（国有）商业银行的息差。如上图17所示，商业银行的存贷款利率在90年代初期几乎相同——但到了90年代末期，政府在存款和贷款利率之间强行插入一个很大的“楔子”，从而使得中国商业银行的净息差在亚洲乃至整个新兴市场都处于最高的水平。

显然，银行贷款利率对于公司的资本成本很“重要”

不过贷款利率并不会在边上影响贷款数额

存款基准利率具有约束力。对存款基准利率的调整会直接影响回报率和资产价格

为什么人民银行要对银行存贷利率实行上下限控制？

答案并非是为了给国有企业提供低成本资本

也不是为了保持较低的对冲成本

实际上，利率控制的主要原因是为了保护国有银行的息差

90年代发生了什么？就银行系统而言，首先在1992-95年的泡沫期出现了信贷的爆炸式增长，随后则是宏观经济硬着陆和企业盈利水平大幅下滑，以及后来的国有企业重组。由于这种大起大落，大多数独立分析人士估计1996年前的贷款中有50-60%变为坏账。政府被迫人为大幅提高净息差，以确保国有银行保持正的现金流。

中国在1999年开始了大规模的不良贷款核销和银行重组。最后一个进行重组的大型国有银行是中国农业银行，重组过程直到2008年才完成。在2008年底之前的繁荣时期，银行业的盈利能力强劲增长。不过，在2009-10年的信贷扩张后，政府担心银行又一次从地方政府投资平台那里获得了一些潜在的坏账。因此，政府很可能会在一段时间内继续保护银行的息差，因为净利息收入仍占据银行收入的80%左右。根据瑞银银行业研究团队的计算，在其他条件保持不变的前提下，如果存款利率全面提高100个基点，将会使大型银行的税前利润减半。

利率水平是否“过低”？

国际上的一个普遍观点是中国的利率被人为压低。很多人也认为利率市场化是将转变经济结构（以及金融体系）的最重要的改革措施之一。

金融体系内的大多数利率都是浮动的、而且越来越多地根据市场供求状况来设定。然而，绝大多数的总储蓄实际上都存放在商业银行的存款帐户上，而其回报率被人为压低，而且整个利率结构也较低。过去10年中，名义GDP增速平均达15%，难道平均贷款利率不应该处在相同水平、而不是6%左右吗？

我们同意中国的存款利率被设定得过低，但按照亚洲历史标准来看，中国的整体利率水平并不算太低。更重要的是，贷款利率之所以没有比基准利率下限高出多少，其背后也存在着结构性原因。

名义利率与经济的名义增长率保持一致（换言之，资本的边际产出等于实际GDP增长率）的“经验法则”在发达国家很适用，这也解释了为什么全球投资者都非常认同这一法则。

但这一法则在高增长、高储蓄的亚洲经济体却从未奏效。图18显示了过去40年中日本以及亚洲“四小龙”的实际利率表现（采用了贷款和存款利率的平均值），图19则显示了在其各自最快的增长期内的平均利率水平。日本的平均实际利率仅略高于零，亚洲四小龙约为2.5%，二者都远远低于其经济的实际增长率。

为什么与经济增长率相比，利率如此之低呢？决定亚洲经济体的实际利率最重要的一个因素就是国内储蓄率。这些亚洲经济体在GDP高速增长期的储蓄率达35%-40%，比美国和欧盟要高出一倍以上，因此能够维持比发达国家高得多的投资率和经济增长率，但平均资本回报率和利率也因而比较低。

这也就不难解释为什么中国——国内储蓄率目前超过GDP的50%——出现了类似的情况；如果使用贷款和存款利率的平均值，则1980年以来实际利率一直在每年1-2%之间波动，与亚洲其他地区非常相似。

90年代，银行系统出现了大规模不良贷款。政府推高息差以使商业银行保持盈利

政府已经减记了90年代形成的坏账，但在新一轮的信贷扩张中，银行可能已形成了一些坏账

难道平均利率水平不应该与名义增长率保持一致吗？

存款利率过低——不过这并不意味着整体利率水平也过低

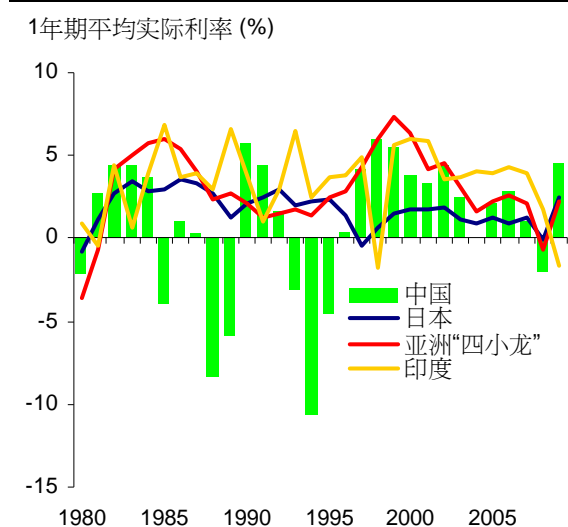
名义利率的“经验法则”很好地适用于发达国家...

...但在高速增长的亚洲却站不住脚

在高储蓄率的经济体，资本的边际产出较低

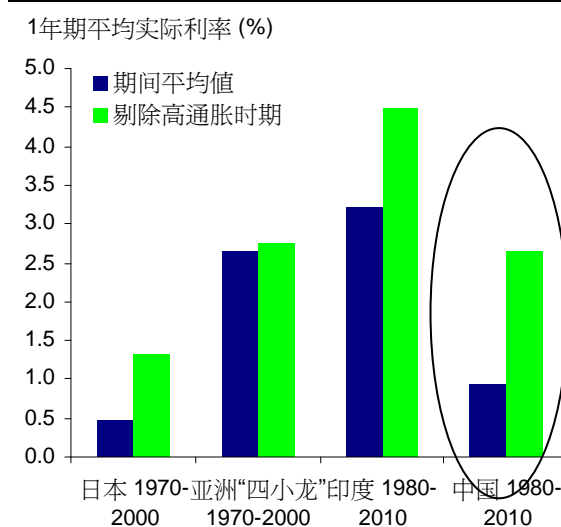
在中国，实际利率在每年1-2%

图18: 1980年以来亚洲经济体实际利率



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图19: 亚洲经济体平均实际利率



数据来源: CEIC, 瑞银估算

高储蓄率与利率市场化

原则上来说, 中国的利率市场化应该会导致存款利率的大幅提高, 同时伴随着整体利率结构的上移。利率市场化还应带来更为合理的资本定价、使存款者得到更高的回报率、加剧商业银行之间的竞争以提供更好的产品和削减成本、增强银行对风险合理计价的动力, 从而在大型国有企业和中小及民营企业之间实现更合理的资本配置。

不过, 在当前环境中, 如果不进行其他方面的结构性改革, 我们认为利率市场化就不太可能产生这些积极的成果。当然, 较小的银行会提高存款利率, 不过这些银行并不一定运营得更好或受政府影响更小, 当然肯定也不一定监管得更好。利率市场化本身并不会真正改变支撑中国高储蓄率的基本因素, 这些因素反过来还将继续压制整体利率结构。如果实际贷款利率保持在低位, 对于改善资本配置的影响将会有限。另外, 如果在缺少结构性改革的前提下强行推高利率, 则可能会造成经常项目顺差(储蓄与投资的差额)的急剧增加。

我们需要了解为什么中国的储蓄率如此之高, 以及是否存在一些政策性扭曲需要解决, 而不是仅仅关注利率市场化本身。

中国的储蓄率为什么这么高? 中国的储蓄达GDP的50%以上, 甚至比过去那些储蓄率较高的亚洲经济体还要高。普遍持有的观点是中国居民由于缺乏完善的社会保障体系(养老金和医疗保险)才会进行这么审慎储蓄。不过, 仅凭这一点还很难解释中国居民的高储蓄率, 也更不能解释较高的总储蓄率(还包括了企业和政府部门的储蓄)。

就居民储蓄而言, 过去10年中国的社会保障体系并没有出现恶化, 而且普遍好于大多数处于类似收入水平上的发展中国家, 因此这很难解释在此期间居民储蓄率为什么会上升。学术研究发现在储蓄率和工作年龄人口抚养比之间存在着很强的关联。就中国而言, 上世纪80年代随着“独生子女”政策的推广, 抚养比大幅降低, 随后一直稳步下降, 目前在全世界处于最低的水平之一(见

利率市场化应该会造成利率升高、竞争加剧、并优化资本配置

不过, 如果没有其他结构性改革措施跟进, 就不太可能实现这些积极的成果

是否存在政策性扭曲推高了中国的储蓄率?

为什么中国的储蓄率比以往储蓄率水平较高的亚洲国家还要高?

缺乏社会保障网并不是高居民储蓄率的唯一原因。工作年龄人口较低的抚养比是一个重要因素...

图20)。不过，从定量的角度衡量，人口结构变化还不足以完全解释储蓄的增长。

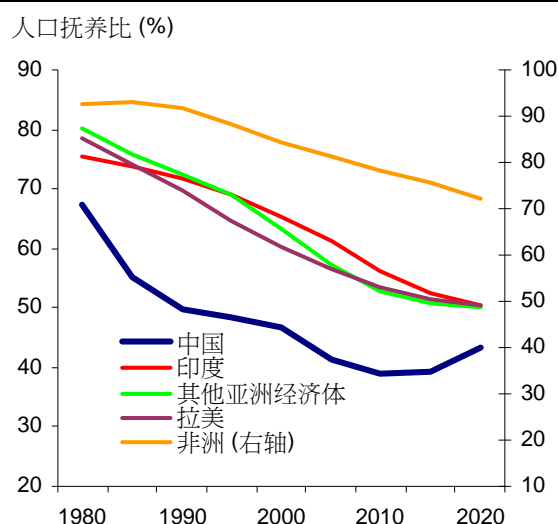
另外，世界银行的研究人员发现收入差距日渐扩大也是造成中国居民储蓄率高企并攀升的一个因素，这是因为中国的高收入家庭储蓄率要远高于其他人群，而高收入家庭的收入增长也明显比其他人群更快。

中国最与众不同之处是企业 and 政府部门的储蓄率高（见图21）。正如我们在之前的报告中所讨论的（参见“*中国经济将如何增长？专题四：消费目前能否成为经济的引擎？*”，2009年5月4日），一些政策性扭曲导致了资本密集式的经济增长和企业储蓄率偏高，包括：将土地、资源和能源等行业的关键要素价格保持在相对较低的水平；不要求国有企业分红，而是将留存收益用于未来投资，这降低了资本成本；维持准固定汇率制和封闭的资本账户，从而帮助创造了更多流动性并将其留在本国；中小企业和民营企业获得信贷和进入资本市场的渠道有限，这也提高了企业储蓄。

因此，要改善资本配置，仅仅取消对商业银行利率的控制是远远不够的，还需要进行深刻的结构性改革以减少造成储蓄率偏高的政策性扭曲。

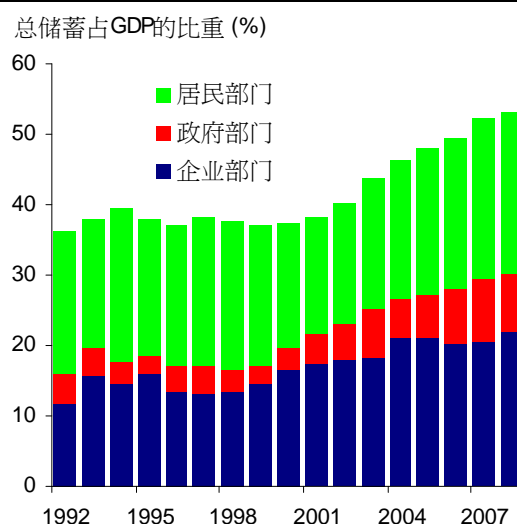
政府在十二五规划中已经勾勒出影响深远的结构性改革，以平衡经济发展，包括调整资源和能源价格、提高国有企业分红范围和比例、推动劳动力密集型行业的发展、发展资本市场、提高汇率弹性并逐渐开放资本账户、改进社会保障体系和收入分配体系。这些结构性改革如果能真正落实，应该能够逐步降低中国的储蓄率。

图20: 劳动年龄人口抚养比



数据来源：联合国，Haver，瑞银估算

图21: 中国的总储蓄细分



数据来源：CEIC，瑞银估算

随着这些结构性改革的推进，利率市场化应该会使得整体利率水平的逐渐上升并优化资本配置。当然，进一步改革国有企业的公司治理也很有必要，这可以提高其信贷需求的价格弹性，增强其抵御利息成本上升的能力。

…收入差距日渐扩大也是一个原因

中国最与众不同之处是企业部门储蓄率较高，而这至少在一定程度上是政策所导致的

改善资本配置也需要减少政策扭曲

推行结构性改革应能逐渐降低储蓄率，从而提高利率

五、外汇流入、资本管制、汇率和对冲操作

- 中国的固定汇率和巨额外贸顺差带来了规模空前的外汇流入，迫使人民银行采取大规模的对冲操作。
- 迄今为止中国通过资本管制和对冲操作基本保持了货币政策的独立性，但这可能会变得越来越困难。
- 对冲操作可继续一段时间，但并非没有代价。最大的风险是对冲不足，使得货币政策过于宽松、风险被低估——导致是高通胀和资产泡沫。

中国的货币政策最受争议也最让人困惑的一个方面就是外汇储备积累、汇率和对冲操作所扮演的角色。在当前汇率机制下中国的货币政策是否有独立性？大量资本流入是造成货币政策过度宽松的原因吗？大规模对冲操作是否会给经济带来代价？人民币汇率低估会使中国注定出现经济增长过热、高通胀和资产泡沫吗？

我们的答案如下。

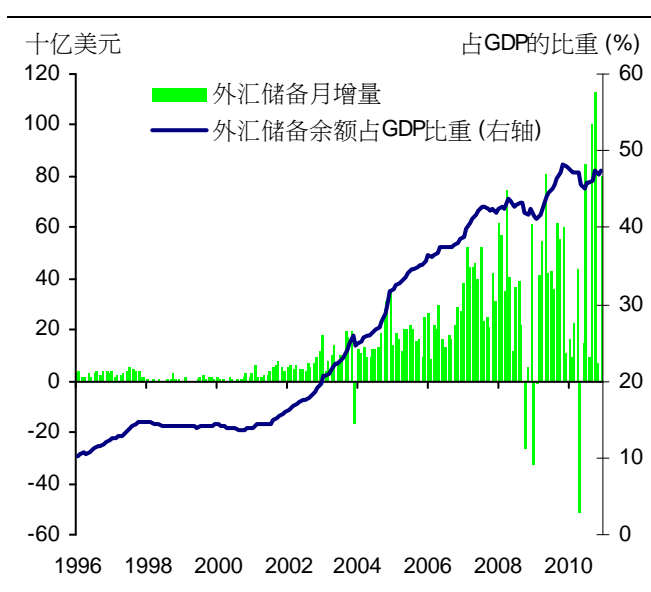
汇率和国内货币政策

虽然中国名义上实行有管理的浮动汇率制，但实际上人民币汇率经常处于准固定状态。八年来，由于国际收支存在巨大顺差，人民银行一直在大量购买外汇，通过吸收过剩的美元来防止人民币大幅升值。这使得到2010年底中国外汇储备已猛增至GDP的48%（见图22）。

中国能在实行汇率挂钩的同时保持货币政策独立性吗？

固定汇率意味着人民银行是外汇的最终买家/卖家。过去八年来中国的国际收支顺差猛增

图22: 中国的外汇储备增量



数据来源：CEIC，瑞银估算

人民银行持续大量购买外汇自然会引发担忧。正如第三章中所述，当中央银行在市场上中购买过剩外汇的同时卖出本币，从而增加了货币供应。如果国际收支顺差较高，外汇干预可能会使国内流动性出现非常巨大、甚至无法控制的增长，从而造成高增长和高通胀。

外汇流入目前已成为宏观经济管理的一大隐忧。在购买外汇时，人民银行不得不“印发”国内货币

当然，包括通胀走势在内，过去十年的数据表明中国的货币政策并没有失控。原因就在于资本管制和对冲操作。

中国的资本管制效果如何？

使货币政策保持独立性的一个重要的宏观经济缓冲就是中国相对封闭的资本账户。这个问题备受争议——许多人认为中国的资本管制是无效的，理由是种种迹象表明投机性的资金不断流入，而且他们认为中国的资产价格波动也是“热钱”导致的。对“热钱”流入的顾虑经常使决策层内的许多人反对收紧货币政策，尤其是提高利率。

的确，国际经济学理论中的“三元悖论”认为，一个小型的、开放的经济体无法同时决定其汇率、国内利率和国内货币供应。如果央行尝试对冲资本流入，那么利率上升可能会吸引更多的资本流入，从而使问题更加严重。

不过，中国不是一个小型经济体，更重要的是，中国并不允许证券投资基金自由流动。中国的资本账户仍相对封闭，其开放程度仅限于外商直接投资和小范围的借贷和资产转让。国内债券市场规模较小而且不对外国投资者开放，外资参与中国股市需要通过合格境外机构投资者（QFII）机制，迄今批准的总额度只有200亿美元。在这种情况下，由利率波动导致资金从中国的股市和债市大规模快进快出的必要条件根本不存在。

实际上据我们估算，2005年以来中国的外汇储备增长主要来自于经常账户顺差和外商直接投资，而非“热钱”（见图23）。通常，“热钱”指证券投资资金，我们估算“其他资本流动”的方法是从外汇储备增量中减去外贸顺差、投资收入、外商直接投资和汇率变化带来的估值效应。这难以完善地衡量证券投资资金的动向，而且也包含了其他一些合法的非证券投资资金，但可能低估了那些掩饰在经常账户外贸交易下的资本流动。

那么为什么基础货币流动性没有随着外汇储备激增呢？

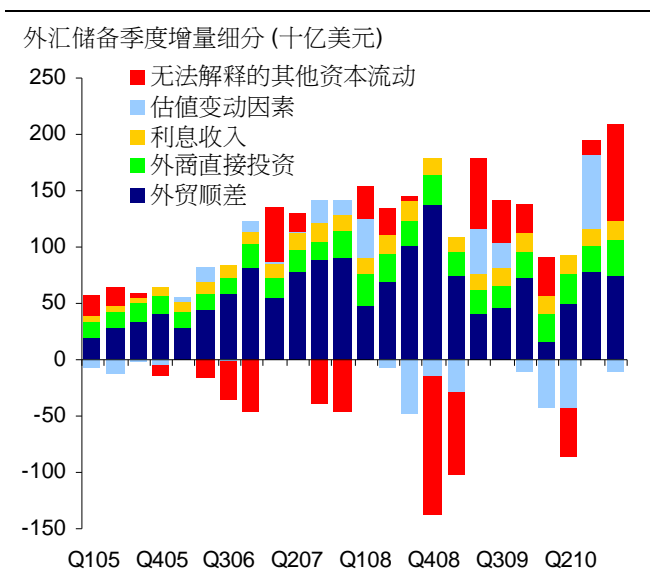
关于“热钱”流入有许多报道，引起了许多人的担忧

三元悖论

中国不是小型开放经济体，而是资本账户相对封闭的大型经济体

资本管制基本上是有用的——中国外汇储备的增长主要来自于经常账户顺差

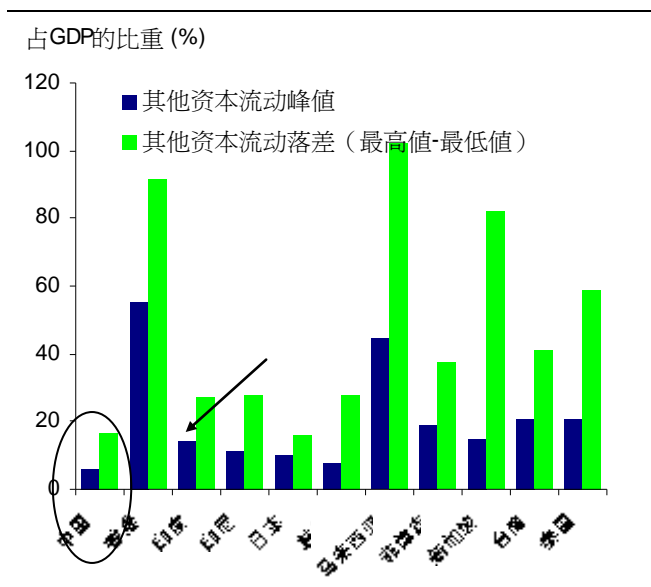
图23:外汇储备增量细分



数据来源：CEIC，瑞银估算

图23也显示了“其他资本流动”一直大幅波动，这说明中国的资本管制并非滴水不漏。和其他亚洲国家和地区相比，我们发现中国的资本流动规模（按GDP占比计算）与印度、印尼、日本或韩国等资本账户更开放的大型经济体类似（见图24）³。尽管中国的资本帐户是“封闭的”，但中国仍然会出现可观的、非正常的资本流动，这是由于中国的经常帐户完全开放、且外商直接投资机制十分自由，从而容易掩饰非正常的“热钱”流动。

图24:亚洲地区经济体其他资本流动



数据来源：CEIC，瑞银估算

然而，中国的资本流动规模比香港和新加坡这些的小型经济体要小得多，这些经济体基本不具有货币政策独立性。并且，仅仅观察以往的资本流动规模还不够。我们实际上想知道的是“热钱”对利率和汇率预期的变化有多敏感？正是这种边际上的反应决定了人民银行在实施国内货币政策时是否正的具有独立性。

历史数据显示资本流动的规模及方向与人民币升值预期（按人民币无本金交割远期合约（NDF）兑美元的溢价/折价计算）有显著关联，图25就显示了这一点。不过，资本流动与本地人民币同离岸美元之间利差的联系则不那么明显（见图26）。

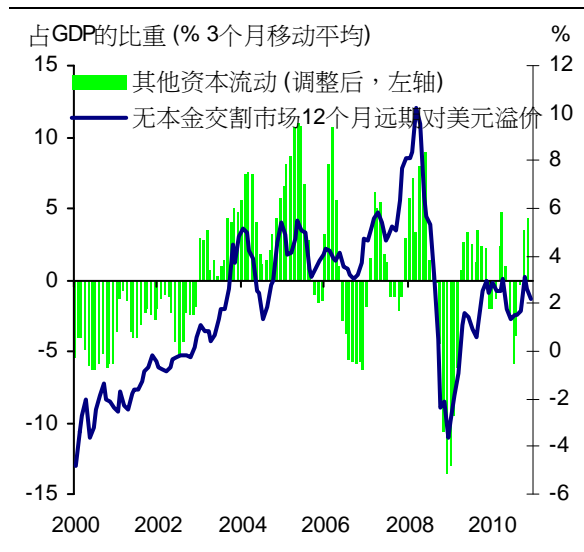
中国非正常的资本流动较为可观，这是由于经常帐户完全开放且外商直接投资机制十分自由，使得“非正常的”资本流动更容易得到掩饰

但中国的资本流动规模要小于亚洲的小型经济体，并且我们真正想知道的是资本管制是否具有边际效力

资本流动和人民币预期及利差存在着正相关

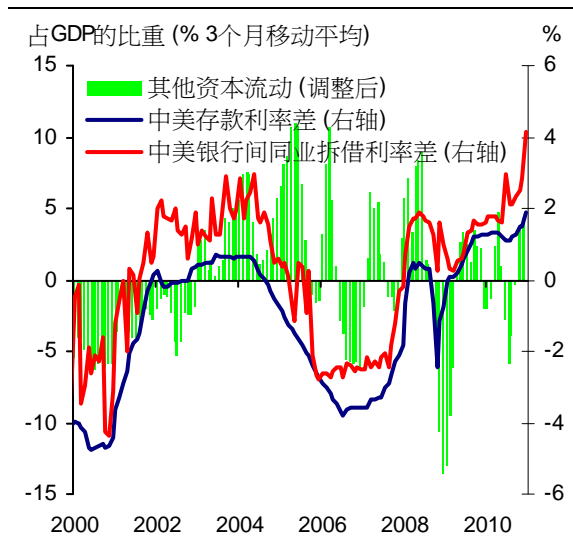
³图24展示了两组数据：第一组是过去20年每个国家/地区其他资本流入或流出的峰值占GDP的百分比（所用定义和上文对中国的定义相同），第二组是在这期间从高点到低点的最大落差占GDP的百分比。

图25: 左右资本流动的因素 (1)



数据来源：CEIC，瑞银估算

图26: 左右资本流动的因素 (2)



数据来源：CEIC，瑞银估算

如果资本管制没有效力，那么在固定汇率机制下境内利率应该和美元利率完全相同（否则任何明显的差异会马上被套利活动填平）。越是偏离这种情况，境内和海外利率间的关联程度就越低。

出于这样的想法，我们采用Guonan Ma和Robert McCauley（2007年）的方法从两方面测试了套利条件。图27展示了境内1年期利率与相应的无本金交割（NDF）市场1年期人民币隐含收益率之间的关系，而图28展示了境内人民币3个月利率和离岸美元3个月利率之间的非套补关系。⁴

两种情况下，境内和离岸利率都没有明显的关联。这可能表明证券投资资本流动根本不会对利差做出反应，也可能表明资本流动确实会随利差而动、但由于相对于整体经济而言规模太小而无法影响国内的流动性环境。

有一种情况表明左右非正常的资本流动根本不是利率或货币，而是资产市场回报率。银行和企业方面有大量的佐证都清晰表明房地产和股市是“热钱”的主要投资目的地。不过，由高达上十个百分点的资本月回报率吸引而来的资本，与适度的利差及升值预期吸引来的资本之间，有重大差异。

我们的最终结论是，就货币市场而言，资本管制有实际效力——因此中国的货币政策仍基本具有独立性。

因此，最佳途径是测试套利条件

我们在两方面测试了套利条件

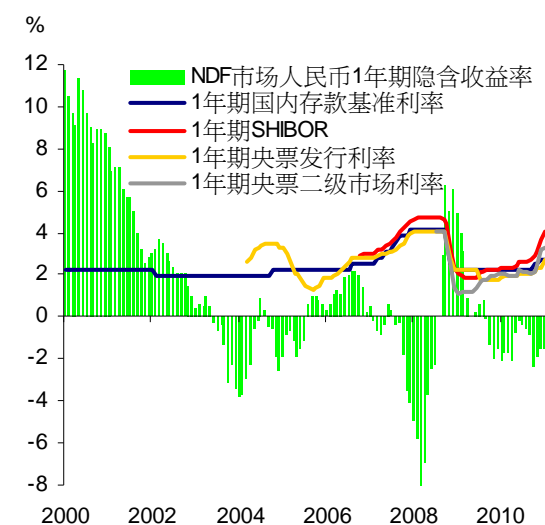
两种情况下套利都站不住脚

有证据表明资产市场回报率与资本流动间存在相关性

就货币市场而言，资本管制是有效的

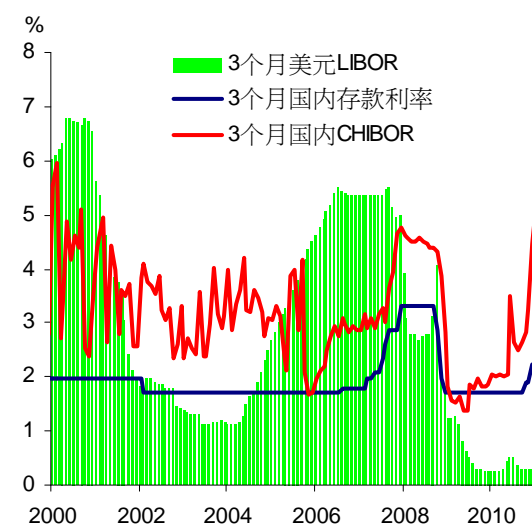
⁴人民币的NDF溢价/折价定义了人民币兑美元的远期汇率；而人民币升值预期从定义上说等于美元利率同“隐含”的人民币利率之间的差。我们用1年期NDF远期利率和1年期美元LIBOR利率来推导图中的人民币1年期“隐含”收益率。

图27: 与NDF市场的利差



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图28: 非套补利差



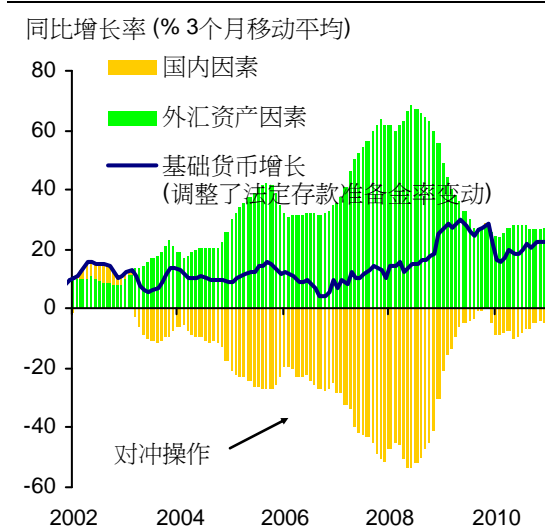
数据来源: CEIC, 瑞银估算

对冲操作: 规模、成本和持续时间

正如第三章所述，七年来人民银行已通过发行央票或调整存款准备金率对冲了很大一部分的外汇流入，以管理基础货币增速（见图29）。金融危机爆发前，人民银行通过发行央票或上调存款准备金率对冲了约70%的外汇流入。2008年末到2009年末期间，人民银行暂停了对冲操作，以留给银行系统充足的流动性用于信贷扩张。2010年初以来，人民银行再次扩大对冲操作规模，包括七次上调存款准备金率，但同时降低了央票的净发行量，总体而言，人民银行对冲操作的规模小于金融危机前。

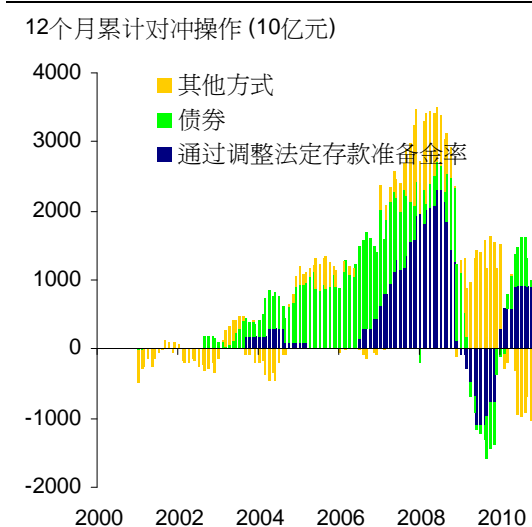
危机前人民银行对冲了大部分的外汇流入。目前它只对冲了25%左右的外汇流入

图29: 基础货币增速构成



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图30: 对冲操作

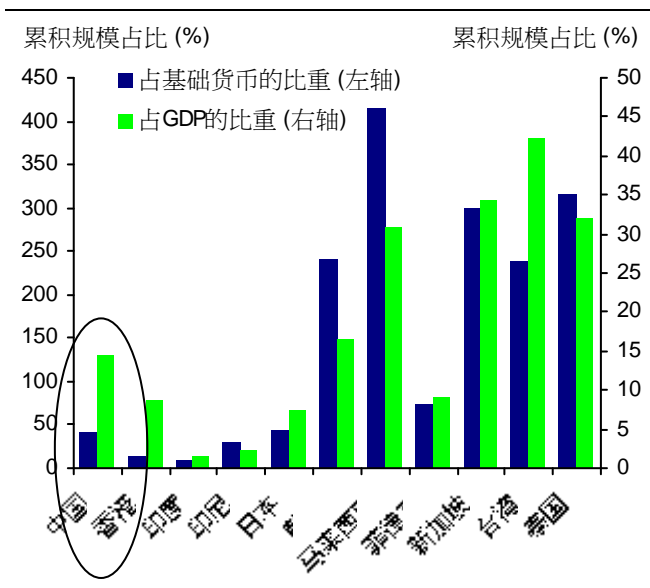


数据来源: CEIC, 瑞银估算

迄今为止，对冲操作，再加上资本管制，已帮助人民银行基本成功地控制了国内的货币供应，即便是在大量外汇流入的背景下。但对冲操作能维持多久呢？难道对冲没有成本吗？

首先让我们看看中国的对冲操作与亚洲其他经济体的对比情况，图31显示了亚洲各个国家或经济体的累计对冲工具余额（定义为2000年以来的外汇储备流动与基础货币增长之间的差）。该图表明与资本市场更开放的一些较小的亚洲经济体相比，中国的对冲操作规模仍然较低。在我们讨论与对冲操作相关的问题时，这也应有助于更全面地看待中国的情况。

图31:亚洲地区经济体累积对冲规模



数据来源：CEIC，瑞银估算

当然，对冲是有成本的，中国不可能永远对冲下去而不出现任何问题。对冲操作的成本主要包括三个方面：对央行的利息成本；对商业银行的成本；对整体经济的成本。

对央行的利息成本。 当人民银行通过印发国内货币来购买外汇时，它可以从持有的外汇资产中赚取利息（如美国国债）。随后，当人民银行通过发行央票来对冲国内流动性时，它得向购买央票的商业银行支付利息。如果国内的短期利率超过国外平均利率，那么实行大规模对冲操作的央行就可能发生大额的净亏损，从而可能被迫全面放弃外汇干预并允许汇率升值，或进一步收紧资本管制。

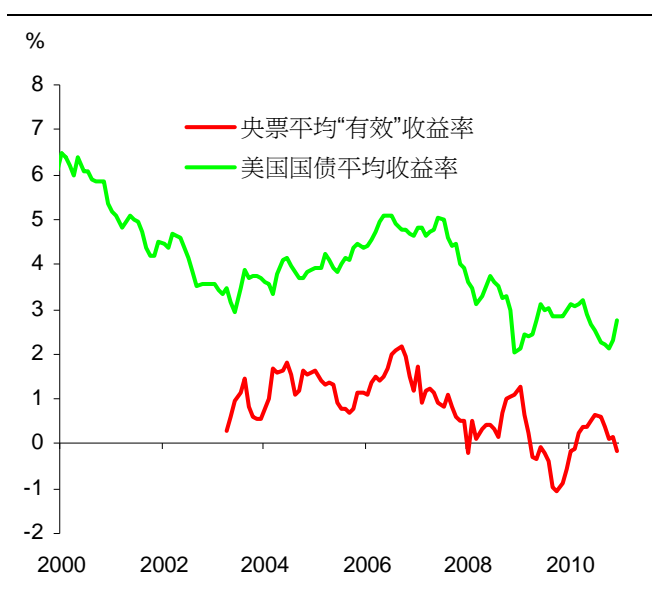
不过对冲也给央行、银行和整体经济带来了相关成本。

关键在于央行是盈利还是亏损

对冲是用带利息的负债来抵消带利息的资产

就中国而言，人民银行到目前为止还无须面对大规模的对冲损失。一个重要原因是人民银行并没有对冲全部的外汇流入（见图29）。另外，人民银行也越来越多地使用法定存款准备金率——从而迫使商业银行共同分担对冲成本。法定存款准备金在央行的利率为1.62%，低于目前一年期央票发行利率2.72%。因此，如果针对流入的全部美元进行计算，则用央票对冲的“有效”利息成本要远低于一年期央票的名义收益率。图32显示了我们美国国债平均收益率和“有效”对冲成本的估算。⁵

图32:国内外利率对比



数据来源：CEIC，瑞银估算

即使国内利率升至远高于全球其他经济体的水平，相比3万亿左右的外汇储备央行的对冲债务仅为5000亿美元，因此央行也有能力在一段时间内吸收边缘上的净利息损失。

对商业银行的成本。当然，使用存款准备金率意味着一部分对冲成本转嫁到了商业银行。而这也带来了可持续性问题。对新增存款准备金的补偿要低于央票利率，甚至可能低于对新增存款支付的利息。我们估计通过上调存款准备金率10个百分点而非发行央票的方式对冲，将会给银行每年带来至少350亿人民币的利息收入损失。利息损失降低了银行资产的毛利率。然而，主要的影响还是在于机会成本——银行本可以用这些新增存款来发放贷款。

此外，还存在着存款准备金的分配效应问题。存款准备金对经济体中的所有银行都会产生同等影响，即便每家银行的情况大相径庭。这将迫使许多银行从拥有超额准备金的银行那里拆入流动性。货币市场短期利率的确会紧随存款准备金率上调而大幅升高，不过往往会很快回落。近期，人民银行宣布将使

到目前为止人民银行都不必为国内对冲成本担心——它并没有100%对冲，而且还运用存款准备金率使商业银行为其分担成本。“有效”利息成本远低于名义央票利率

即使国内利率上升，人民银行也能继续下去

使用存款准备金率将部分成本转嫁给商业银行

对个别银行的影响可能更大

⁵我们用美国国债作为中国外汇储备资产的近似，尽管美国国债在整个外汇资产中的比重可能不到60%。假定的期限权重为10年期收益率67%、3个月期收益率33%。

用差别存款准备金率来吸收流动性，从而避免对较小银行造成“一刀切式”的打击。

平均而言，中国的银行必须将其存款的18.5%存放在央行。存款准备金率还能再上调多少？我们又怎么知道存款准备金率是不是“太高”了呢？

对于该问题，国际比较的意义并不大。在发达国家，央行使用利率作为其货币政策管理工具，而存款准备金率仅仅出于审慎用途加以使用，且往往设定在极低的水平。在新兴市场，存款准备金率也被用于宏观经济调控。在80年代和90年代，由于外汇大量流入，韩国的边际存款准备金率在一些时点从5%上调到30%。同样在80年代，拉美国家为了应对外汇流入，边际存款准备金率从20%一直上调到100%。

就中国而言，只要外部顺差继续存在、外汇储备继续快速增长，央行就可以将越来越多的流动性锁定在存款准备金这个“池子”中，而存款准备金率可以轻松跨过20%而不会对银行体系整体产生过度影响（尽管对个别银行而言可能并非如此）。在这里，存款准备金率的不断上调就像在跑步机上一般，不停地向前跑仅仅是为了停留在原位。

当然，很明显央行也不能永远依赖存款准备金率。当前对于商业银行盈利能力的影响可能不大——与贷款业务带来的强劲盈利相比微不足道——但成本却是真实存在的，而永无止境地提高存款准备金率最终会威胁到银行的收入和运营能力。考虑到我们认为商业银行中期内的增长和利润会由于其他原因而将受到挤压，这一点就显得更为确定。

对整体经济的成本。最后，持续大规模对冲操作也会带来其他成本。这些成本包括：对于对冲成本的担忧可能会推迟必要的货币政策收紧和加息；面对大量的外汇流入，基础货币管理处于次优状态，使得银行系统流动性过于充裕，而由此产生的对行政性信贷控制的依赖意味着信贷配给并提高了资源错配的风险；迫使商业银行承担对冲成本也削弱了政府推行利率市场化的地位。持续的对冲操作也推迟了进一步的结构性改革，而这些改革本可以通过人民币更快升值推动。

我们认为，央行从依赖存款准备金率的处境中“退出”需要三项因素的综合作用：首先，中国国际收支顺差规模要逐步降低，这反过来取决于政府推动人民币升值和转变经济增长模式的决心。其次，推动资本外流以减少外汇储备累积。第三，向其他对冲工具转移——比如长期国债。

人民币升值和人民银行“负资本金”

在经历了多年的大规模外汇购买和对冲后，人民银行截至2010年底的总资产为26万亿，其中净国外资产为21.5万亿。相比之下，其负债几乎全部为人民币，而其法定资本金仅为220亿元。此外另有7990亿元的“其他项目”——这部分是人民银行用来记录累计的营业利润和亏损的。

如果人民币突然相对其按外汇储备加权的货币篮子升值10%，会出现什么情况？

存款准备金率是否存在上限？

新兴市场有时候会实行非常高的存款准备金率

外汇流入越多，可以冻结的流动性“池子”就越大，并没有明显的“上限”

另一方面，央行无法永无止境地上调存款准备金率

对经济而言还存在着其他成本。

退出机制将涉及到压低外贸顺差，增加资本外流，转换到其他对冲工具

人民银行积累了大量的外汇资产，而其负债均为人民币

从纯数字角度看，净国外资产的价值将立即下跌2万亿元人民币以上——足以抹去人民银行累计的全部净利润及其法定资本金。

这当然也意味着对财政的利润返还将会停止，并且可能会停止很长一段时间。然而，财政上的成本并不是升值时新发生的，这仅仅是实现了人民银行在通过购汇和对冲来避免人民币升值以促进经济增长这一过程中所积累下来的成本而已。

然而，负资本金对于人民银行的货币政策操作而言并没有什么影响。

首先，从纯会计处理的角度来看，人民银行实际上并不会因为盈亏而调整其法定资本金。如果人民币升值造成估值损失，这将会计入到“其他项目”类别中——而这一项目以往也曾经为负，而且可能很轻易地再次变为负值——但法定资本金不受影响。在有些国家，当央行减记法定资本金并求助于财政注资时，央行会丧失其独立性。对人民银行而言，其首先就不具备正式的政策独立性，因此这就不是个问题。

更为重要的是，净股本为负并不必然影响实际的货币政策，因为与商业实体不同，央行并没有“偿还”其负债的法律义务。在现代法币银行体系下，国内基础货币仅仅是对央行自身的债权，并没有任何其他实物或金融资产作为支撑；而像央票这样的其他负债最终也是对基础货币的债权。即使央行的“资本净值”也不过是以国内基础货币计的会计科目，即对央行自身的债权。这就意味着，从纯粹的宏观经济角度来看，央行的股本并不需要一定是正值。

关键在于“存量”和“流量”之间的差别：在经济实践中，重估对于股本水平的影响和流量损失对于货币政策操作的影响存在着巨大的差异。央行可能当前的资本净值为正，但面对着大量外汇流入造成国内的对冲成本急剧上升，其仍然会丧失对货币政策的控制能力。同样地，如果央行的资产负债表能实现净利息收益，则即使其当前的股本为负，但其最终也将会转为正值，而不会影响其制订利率和其他货币政策参数的能力。

历史上需要政策急剧调整和法定资本重组的负股本案例，都是由于货币政策操作过程中的流量损失——或是因为净对冲成本过高，或是因为政府向央行施压要求其提供准财政补贴。相比之下，那些由于重估或其他原因而大规模减记的央行，也基本上能在负股本的情况下运行一段时间。⁶

中国与量化宽松政策

本章的分析应有助于澄清目前广泛流传的关于中国和美联储之间关系的误解。财经媒体连篇累牍宣扬的一种普遍观点是，通过准固定汇率制，中国实际上在从美联储那里“进口”其货币政策，而且在近几个月，则表现为“进口”其第二轮量化宽松政策。在国内，无论是高房价还是食品价格上涨，都常常被归咎于第二轮量化宽松。

目前，10%的实际升值将抹去人民银行当前的股本金

对财政而已会带来成本

然而，对货币政策而言不算什么

人民银行不会将估值损失计入到法定资本金中，也不存在削弱其政策独立性的情况

更为根本的是，净股本对于央行而言其实并不“重要”

关键在于存量损失和流量损失之间的差别

很多央行都乐于维持其净股本为负

这有助于解释为什么美联储政策对中国的影响甚微

⁶有关中央银行负股本的更多信息，请参见Dalton, J.与Dziobek, C. (2005): “Central Bank Losses and Experience in Selected Countries.” *IMF Working Paper*, No. WP/05/72, 2005年4月, Stella, P. (1997): “Do Central Banks Need Capital?” *IMF Working Paper*, No. 97/83, 1997年7月, Stella, P. (2002): “Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility.” *IMF Working Paper*, No. WP/02/137, 2002年8月。

对于香港这样较小的经济体而言情况可能的确如此，但我们的分析表明这一点并不适用于中国——资本管制、大规模的对冲操作以及直接的信贷控制基本上能将国内的流动性环境与美国的货币政策相隔离。2009年大规模的信贷扩张以及近期信贷再次加速增长都是由于国内的政策决定以及银行系统的过剩流动性，而并非是由于中国丧失了货币政策的独立性。

六、流动性、货币供应和资产价格

- 随着近期表外信贷活动的增加，单纯依靠控制商业银行的人民币贷款已无法有效控制银行的整体信贷。
- 在判断经济中的整体流动性情况时，我们还需要考虑自有资金、政府资金以及在资本市场上的融资。
- M2 占 GDP 比重偏高反映出在中国，银行体系占据了主导地位，而金融市场的发展滞后。金融资产比重偏低的情况增大了出现资产价格泡沫的可能性。
- 这意味着央行货币政策对资产价格的影响比较有限，不过加息在边际上应有所帮助。

中国能否真正地控制住信贷？实际的信贷情况如何？

近年来有些分析人士认为中国无法有效控制信贷增长，原因是非正规的“地下钱庄”（或所谓的“影子银行体系”）普遍存在，或是最近的银信托合作使得银行的表外信贷迅速增长。

有些分析人士称中国根本无法控制信贷增长

中国的确存在着活跃的非正规借贷市场。由于国有银行被指示为国有企业提供资金，小企业和民营企业只有自找出路来为企业增长筹集资金：或是通过留存利润、或是通过向亲朋好友借钱或干脆向当地钱庄借款。而且对商业银行存贷款利率的控制意味着即使银行的信贷投放更加市场化，小企业基本上仍被排除在外。

中国的确有非常活跃的、服务于小企业的“地下钱庄”

在非正规的借贷市场中，各方按照单独的供需情况决定利率，通常该利率是官方利率的好几倍。关于这种“地下钱庄”规模的数据非常有限。通常一些国内的调整研究用某一地区的情况来推断全国范围的情况。有研究称“地下钱庄”的规模相当于正规借贷市场规模的20-30%。

而且“地下钱庄”利率比官方利率要高得多

不过，我们认为在金融周期中非正规借贷市场并没有起到重要作用，换言之我们认为政府收紧信贷的政策总体而言是有效的。理由如下：（i）中国正规的银行业规模约为GDP的200%；对于分散的地下钱庄而言，由于不存在信贷的乘数效应，因此也就不可能显著抵消正规市场上信贷紧缩带来的影响；（ii）当正规的银行体系信贷收紧时，非正规市场上的利率也会翻倍飙升——这反映出“地下钱庄”也无法有效增加信贷供应。

不过，我们认为非正规的借贷市场并未起到重要作用

过去两年，基础货币供应猛增、利率偏低并且政府再度使用信贷额度作为主要的政策工具导致其他形式的银行信贷激增。其中规模最大的一部分就来自于正规银行业的表外信贷。所谓表外信贷主要指“银信合作产品”——它们（通常是）银行售予个人存款客户的短期理财产品，标的资产则是银行出售给信托公司的贷款。银行通过这些产品赚取较低的息差，但却不需要像标准的银行贷款那样进行拨备并占用资本金，因为这些信托产品被归为表外信贷。此外，由于这部分存款也被“移至表外”，银行也不必为此支付法定存款准备金。

正规银行体系中的银信合作产品和其他形式的信贷更令人担忧

2007年底时，政府开始实质性地收紧信贷，银信合作产品的数量迅速增长，而到2010年当银行努力规避严格的贷款额度限制时，银信合作产品数量出现了“井喷”。根据惠誉国际和其他行业资源提供的数据，尽管银监会在2010年年

尽管有银监会出台规定规范银信合作产品，但2010年银行的信托类贷款估计仍增长了2万亿元

中发布规定试图遏制这种业务，但截至2010年11月底，已发行的银信合作产品金额从09年底的约1万亿元激增至3万亿元以上。⁷

此外，过去两年间其他两种形式的银行信贷也在迅速增长：中期票据和外币贷款。中期票据是指银行为企业客户发行的为期3-5年的企业票据，这些票据在银行间市场进行交易。它们实际上等于中期贷款。2009年外币贷款增长了56%（余额增至约2.6万亿元）、2010上半年增长了35%以上，原因是此类贷款不受信贷额度的限制、利率较低、且人民币预计会升值。随着政府收紧了对外币贷款的监管，到2010下半年外币贷款增速明显下滑。

过去2年其他两种形式的银行信贷也在迅速增长：外币贷款和中期票据

如果把信托类贷款、外币贷款和中期票据与人民币贷款汇总在一起，那么2009和10年银行业信贷额分别为11.6万亿和10.9万亿元（见表6）。按此衡量，2010年银行业整体信贷增长了25%（2009年增长36%），均快于人民币贷款增速（相应地分别为20%和32%）。2010年整体信贷增速的放缓并没有人民币贷款所表现的那么显著。

银行整体信贷增长要快于人民币贷款……

表6: 整体银行信贷（十亿人民币）

	整体银行信贷	本外币贷款		中期票据	银信合作产品
			人民币贷款		
2002	1,923	1,923	1,800	0	0
2003	2,994	2,994	2,770	0	0
2004	2,407	2,407	2,260	0	0
2005	2,462	2,462	2,350	0	0
2006	3,269	3,269	3,180	0	0
2007	4,121	3,921	3,630	0	200
2008	5,559	4,985	4,911	174	400
2009	11,614	10,523	9,590	691	400
2010	10,911	8,357	7,950	494	2,060

数据来源：CEIC，惠誉，万得，瑞银估算

*注：此处银信合作产品包括融资类银信理财合作产品和融资类信托产品，数据来源于惠誉的估算。

这显示在低利率和流动性充裕的环境下，行政性的信贷控制手段正逐渐失去效力。首先，在2009年和2010年的大部分时间里，由于人民银行没有对冲大部分的外汇流入，基础货币供应激增，因此银行拥有充沛的流动性来扩张信贷。当政府想努力通过信贷额度来控制银行贷款时，银行则想方设法创新、以从过剩的流动性中获利。其次，由于法定存款准备金率上调，银行也有动机来将那些本来应上缴给央行的准备金转变为信托产品，因此这部分资金就不会被央行“冻结”。

…因为银行手上有钱而且希望“钱生钱”，这削弱了信贷控制的效力

⁷ 2011年1月，银监会表示到2011年底，共计1.67万亿元的信托贷款必须转回表内。这些数字之间的差异尚不清楚。

经济中的整体流动性

商业银行贷款在中国的金融体系中占据主导地位，这就是为什么政府在实施货币政策时着重于控制银行贷款，但这种做法也使得人们对于全社会融资总量有很大的困惑。显而易见，经济中的整体流动性规模肯定大于银行信贷，但一直有人提出疑问：一定规模的银行新增贷款是否足以以为规模更大的固定资产投资提供资金；是否应该担忧投资增速会大幅下滑。

实际上，人民银行已开始监控更广义的、非金融机构的“社会融资总量”。为此，人民银行纳入了人民币和外币贷款，以及企业从债市和股市上筹集的资金。根据这种划分方法，人民银行估计2009年非金融类企业部门的外部融资总量共计12.2万亿元，2010年约为10.1万亿元（见表7）。但这其中并没有纳入诸如银行合作产品之类的表外信贷。

表7: 非金融企业部门融资（十亿人民币）

	融资总量	本外币贷款	股票	企业债券
2002	2,052	1,923	96	33
2003	3,163	2,994	136	34
2004	2,590	2,407	150	33
2005	2,768	2,462	105	201
2006	3,720	3,269	225	227
2007	4,803	3,921	653	229
2008	5,946	4,985	353	608
2009	12,150	10,523	390	1,237
2010	10,140	8,357	612	1,171

数据来源：人民银行，CEIC，瑞银估算

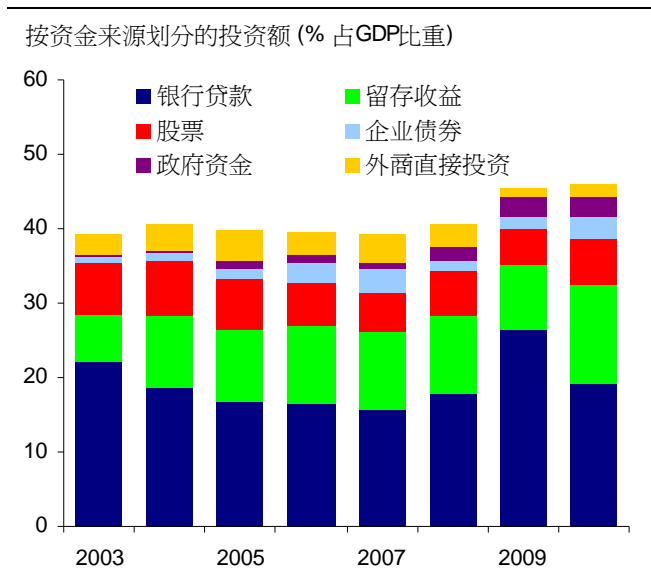
虽然人民银行的“社会融资总量”包括的远不止银行贷款，但若想衡量整体流动性或非金融企业的融资情况时（此处讨论的并非是股市或货币市场上的流动性），这一范畴仍旧不够全面。因此，还必须衡量企业层面的所有主要资金来源——没有纳入人民银行监控的主要是企业的留存收益、政府投资支出和外商直接投资。我们一直以来都密切关注投资活动资金来源这一更全面的概念，作为衡量宏观经济整体流动性的指标（见图33）。

银行信贷和整体新增信贷规模是两个概念

人民银行在社会融资总量中纳入了从资本市场上的融资，但忽略了表外信贷

我们认为在判断宏观经济整体流动性状况时还应纳入企业的自有资金和政府资金

图33: 固定资产投资资金来源



数据来源: CEIC, 人民银行, 万得, 瑞银估算

通过分析经济中所有主要的资金来源, 我们得以总结出2009年正是银行贷款的大幅增长推动了经济增长(参见我们2008年12月9日的报告“*中国经济将如何增长? 专题一: 中国的再杠杆化*”), 而2010年尽管银行新增贷款大幅下降, 但仍足以支撑经济的稳健增长(参见我们2009年10月29日的报告“*复苏强劲, 后势复杂—放眼2009年后 (电话会议记录)*”)。

通过考察各种资金来源变化情况, 可以很明显地看出2003-07年间, 企业留存收益猛增而同期银行贷款的重要性则在下降。本轮金融危机爆发后, 银行贷款猛增(政府支出也随之增长)抵消了企业盈利的急剧下滑以及资本市场融资活动的萎缩。这就是为什么当时中国能够保持经济增长、以及为什么贷款大幅增长没有引发高通胀。

对决策层而言意味着什么

尽管银行贷款仍然是企业外部融资最重要的渠道, 但经济中整体流动性和融资情况还有其他一些重要的组成部分。决策层需要同时关注企业盈利、外商投资以及资本市场融资情况。

由于银行贷款和GDP(或投资)增长之间不存在固定的线性关系, 而且对于其他融资渠道的情况难以预测, 因此不应该简单地套用名义GDP增速和信贷增速之间的固定系数来推导出每年的贷款增长目标。

在低利率和流动性充裕的环境下, 决策层仅仅依靠行政性的信贷额度手段来控制银行贷款增长是不够的。决策层需要逐步过渡到通过更加市场化、更灵活的政策工具来管理信贷和经济中的整体流动性。调整资金价格——即利率对此很有帮助。收紧基础货币流动性、加息以及收紧其他形式的银行信贷都十分必要。

由于留存收益强劲增长, 企业对银行贷款的需求可能会下降

决策层不应仅专注于控制商业银行人民币贷款

传统的经验法则——GDP增长与贷款增长之间的联系可能正失去合理性

目前为了收紧整体流动性, 有必要收紧基础货币流动性并加息

M2的规模如此之大又该如何理解呢？

与经济中整体流动性相关的话题是中国广义货币总量（M2）。

许多人对较高的M2/GDP比率及其对未来通胀的影响感到担忧。首先，中国的M2/GDP比率高并不必然意味着中国拥有庞大的过剩流动性注定会导致高通胀。中国的M2/GDP比率（约为200%）可能在主要经济体中属最高水平。这一现象背后的原因则与第二章中分析的银行在金融体系中占据的主导作用有关。在中国，半数以上的私人财富都以存款形式存入银行——这反映了中国的金融市场相对而言并不发达。此外，由于缺乏庞大的债券市场、民营企业难以获得银行信贷、企业的过剩资金缺乏其他的投资渠道，因此企业存款较高，这也进一步推高了M2。这些因素使得把中国的M2/GDP比率与其他国家进行比较的意义不大。

中国的M2/GDP比率很高，原因是银行主导金融体系而且半数以上的私人财富以银行存款的形式存在

其次，虽然人民银行设定了广义货币（M2）的增长目标，但它无法直接控制广义货币（主要由居民和企业的存款构成）。人民银行可以通过管理基础货币供应和控制银行贷款来间接影响M2。然而，人民银行基本上无法控制居民以何种形式存储自己的财富。而正是M2流动性和未来的存款流向才会左右未来的资产价格走势。

人民银行只能间接影响M2增速

货币政策与资产价格

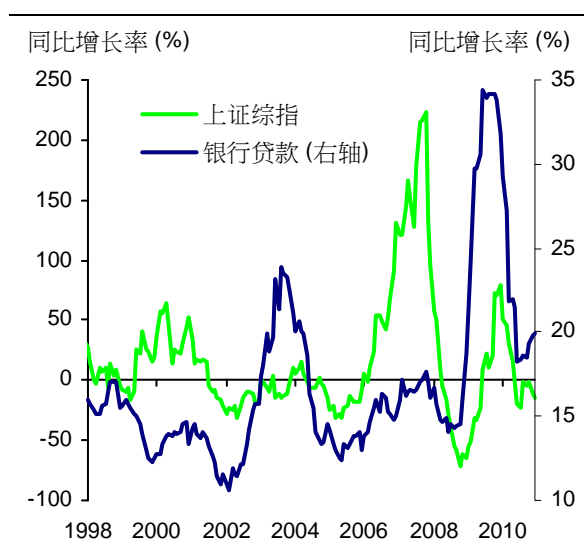
金融市场中最常见的观点是，左右中国的股票价格是货币政策、外汇流动、较低的或负的实际存款利率。

许多投资者认为货币政策左右股价

然而，在分析了相关论据后，我们认为这些论点缺乏说服力。图34显示信贷周期并不总是领先于股市周期。图35显示即便是外汇流入总量在股市成交量（国内的交易流量）中只占非常小的比重。

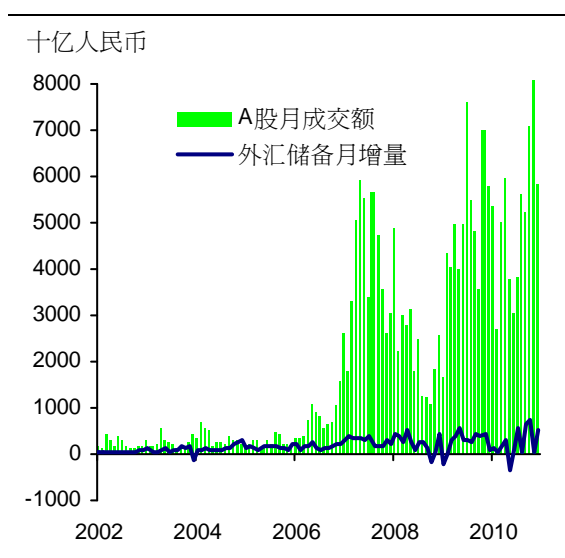
不过，我们认为这种说法缺乏说服力

图34: 信贷增速和A股走势



数据来源：CEIC，瑞银估算

图35: 外汇流入的影响不大



数据来源：CEIC，瑞银估算

如果仅关注国内流动性增长和货币政策的指标，那么2009年的股市反弹似乎是理所应当的，而2006年股市大涨就难以解释。如果真的是货币政策左右股市，那么A股市场理应在2000-01年时就应该有很好的行情——因为当时银行体系中的超额准备金处于高峰…或者是2002年，当时的基础货币和广义货币都在迅猛增长。

存款收益较低甚至为负也不能完全解释股市走势。诚然，自1990年代末以来，随着通胀率的攀升，实际存款利率一直处于下行通道。而这一背景毫无疑问对近年来股票价格的强劲表明起到了推动作用。

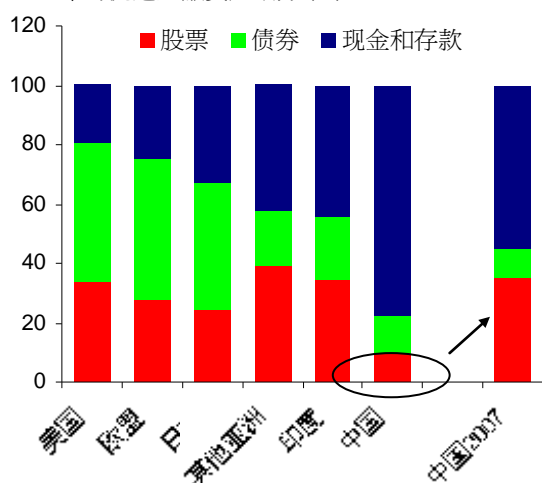
我们认为2006-07年中国股市大涨的根本原因是（1）2005年的股权分置改革为市场消除了最大的负面情绪；（2）之前股票在金融资产中的份额过低。

从1999到2005年，打压中国股市的主要因素是政府多次出台了（不成功的）国有股减持方案。到2005年，政府首次采取了“受到市场欢迎的”解决方案，根据减持时给少数股东造成损失来对投资者进行补偿。5年来一直笼罩在市场上的最大利空终于得到解决。

在2005年，中国的金融财富中股票的比重极低。图36显示截至2005年底，全球各大经济体流动性金融财富中各项资产所占比例的细分情况。对于像美国、欧洲和日本这样的地区而言，它们拥有成熟的债券市场，股市总市值通常占流动性金融资产总量的25%到30%；在日本以外的亚洲地区，各经济体的债券市场相对不发达，股票往往在金融财富中的占比更大，接近40%。相比之下，中国股市仅占其金融财富的9%，远低于区域内的平均水平。中国居民累积的大部分存款只是简单地存放在银行体系，因此银行存款所占比重远高于亚洲其他地区。

图36: 真正的原因

2005年可流通金融资产细分 (%)



数据来源：CEIC，瑞银估算

若按货币政策来看，股市早就该大涨，而不是等到2006年

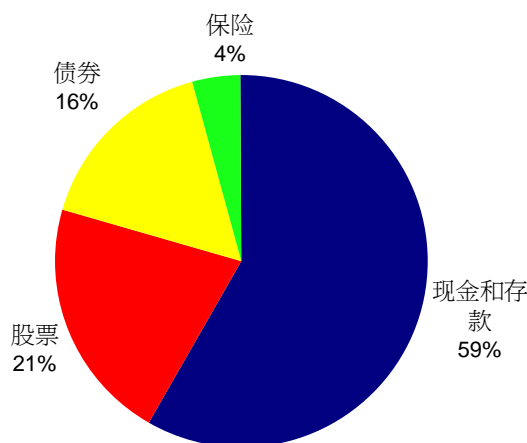
过低的存款实际收益也不能完全解释股市走势

我们认为2006-07年股市大涨的真正原因是股权分置改革以及投资组合调整

2005年的股权分置改革消除了5年来对市场而言最大的利空因素

股票通常在金融财富中占30%到40%。而在中国，2005年这一比重仅为9%

图37: 2010年中国金融资产细分



数据来源：CEIC，瑞银估算

股票过去在中国金融财富中的占比过低推动了2006-07年间股市的强劲上涨。从2005年的谷底到2007年8月，中国股市总市值增长了8倍，而且在国内的金融财富中股票占比也升至35%（上文左图中最右边的彩色柱体），赶上了区域平均水平。图37显示出目前的细分情况。

股票过去在中国金融财富中的占比过低推动了股市的强劲上涨

人民银行能否影响资产价格？

以上的分析反映出货币政策对股价的影响有限。

人民银行固然可以控制信贷增长，但股市资金流并非源自新增信贷

人民银行可以相对轻松地控制信贷增长——收紧基础货币供应并采取直接信贷控制。但股市的资金流实际上并非源自“新增”信贷，而是投资组合在现有的金融资产中的重新分配，要知道中国股市最突出的一个方面就是并没有杠杆机制或负债投资。

中国的居民把相当于11万亿美元的
钱存放于银行，这是一笔天量的储备资金

如上图37所示，由于仍有价值10.6万亿美元的存款放在银行体系中，居民和企业根本不需要通过财务杠杆来购买股票；他们只需要共同来改变当前的投资组合构成即可。在这种情况下，由货币政策导致的总计10万亿美元以上的存款每年新增了或减少了几千亿美元实在是个次要问题。

房地产市场则不同，不过资产的重新配置仍然很重要

房地产市场则是另外一回事。房地产市场存在杠杆，虽然杠杆比率相对较低——需要首付20-40%（现在是30-60%）来购买一套房。当然，即便对房地产市场而言，居民有大量储蓄存放在银行存款帐户并且需要分散投资也同样是一个重要因素。不过，人民银行仍可以收紧流动性并通过行业信贷政策来控制信贷流入土地和房屋购买。

那么利率呢？

加息在一定程度上能帮助遏制资金流入资产市场

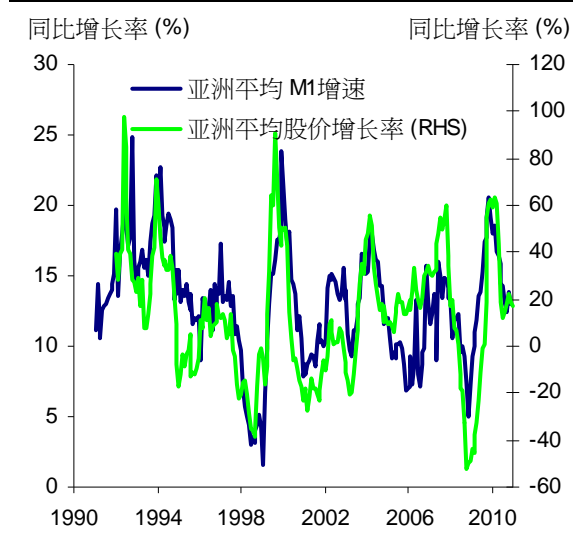
人民银行当然可以加息——上调存款利率将增加货币资产的回报率，放缓资金流入股市和房地产市场的速度；而上调贷款利率则可以增加资本成本。后者也会提高购买和持有土地的机会成本，而地价上涨是推高房价的重要因素之一。不过，鉴于目前利率仍处于较低水平，因此短期内加息仅能在边际上起到一些作用。

M1之谜

是不是M1在左右股价？

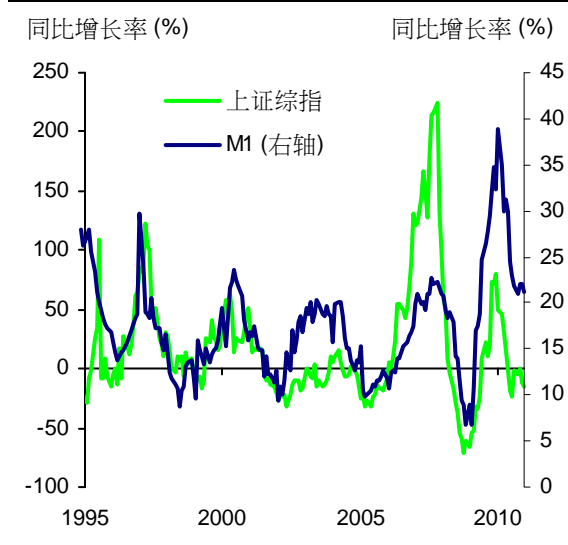
经常有人称：从资金流的角度而言，狭义货币（M1）与股市有着持续稳定的正相关关系。如图38和39所示，亚洲地区整体而言M1增速与股市走势间基本属于亦步亦趋的关系，而且在中国这种关系更加牢固。实际上，对于许多分析人士而言，M1的波动是洞察金融市场流动性最重要的参照指标；既然如此，那么是否能肯定地说宽松的货币政策和过剩的流动性就是A股上涨的基本面因素呢？

图38: 亚洲的M1之谜



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图39: 中国的M1之谜



数据来源: CEIC, 瑞银估算

我们的回答是否定的，有两个理由可以说明为什么。

首先，M1也许是衡量货币流动性的指标之一，但它并不是衡量流动性创造的指标。在任何经济体中，创造新货币的唯一方法就是央行增发基础货币，或者银行在给定水平的基础货币下增加放贷，从而增加广义货币（M2）。相比之下，狭义货币仅衡量了某一时点上货币总量的一个子类——衡量的是居民和企业能按自己意愿通过调整投资组合配置来随时存取的那部分，它与广义货币没有必然联系。从理论上说，即便央行在非常严厉地收紧银根，M1也能在一夜之间翻一番；反之亦然——即便央行开足马力加印新钞，M1也可以减少一半。

其次，在每个亚洲经济体，股价变动都与M1波动高度相关……但如上面两张图所示，两者间的因果关系完全可以是相反的方向。也就是说：并非是M1增速决定了股市走势；而是股市的表现决定M1的增速。

原因何在？考虑一下狭义货币的定义：也就是“银行体系中的现金和活期存款”。如果资产回报率相对高于存款利率，居民和企业往往会提取长期存款并转为现金或活期存款用来炒股。反之，如果资产回报率低，投资者则会把钱转存为长期存款。

并非如此——因为影响M1的波动是因为投资组合的调整，而与货币政策无关

而且经常是股市变动先于M1波动，而非相反

七、前景与风险

- 全球金融危机可能改变了中国货币政策未来改革的速度和先后次序，但大方向仍然不变。
- 我们预计未来几年中国将继续依靠行政手段，并将更谨慎地发展金融市场和实行利率市场化，但资本账户开放将继续逐步推进，且汇率弹性将会增强。
- 我们认为市场对于未来一两年通胀失控、或政策导致经济硬着陆过度担忧，我们也不认为房地产市场会立即崩盘。
- 我们认为未来几年政策前景的最大风险在于：充裕的、廉价的流动性导致过度投资及资产价格泡沫积累（尤其在房地产行业）。

前景展望

相比20年前的计划经济时代，中国政府和人民银行在货币管理方面取得了巨大进步。与20年前相比，今天中国的经济和金融系统、决策层使用的政策工具、经济对市场化措施的反应程度、以及决策层的经验都大不相同。在近几轮周期中，政府较好地掌控了宏观经济走势，目前我们并未看到较大的短期宏观风险。

人民银行已经取得了巨大成就

未来几年中国的货币政策走向如何？中期内货币环境中的潜在风险是什么？

未来趋势及风险如何？

货币政策未来的发展方向在全球金融危机前非常清楚，但金融危机及其带来的经验教训可能会改变未来改革的速度和先后次序，虽然大的方向可能仍然未变。

全球金融危机的影响显现...

危机中发生了什么？决策者们得到了怎样的经验教训？

外部环境方面：(i) 美国和发达经济体爆发了二战后最严重的一次金融危机，表明世界上最发达的金融系统及货币政策管理也存在着严重的缺陷；此后中国应该应以谁为榜样就变得不那么清楚；(ii) 金融危机令世界经济在较长的一段时期里处于流动性充裕和低利率的环境；(iii) 金融危机还导致中国面临着越来越大的转变经济增长模式、调整汇率机制的国际压力。

金融危机几乎摧毁了中国的“榜样”，释放出廉价的流动性，并加大了中国转变模式的压力

国内方面：(i) 在危机中，政府依靠行政手段来管理银行贷款及经济增长，从经济复苏很快的角度来看，这是非常成功的；(ii) 人民银行大幅降低了对外汇流入的净对冲力度，给银行系统留下了充裕的流动性、并且利率水平较低，而货币政策回归常态的过程却是漫长的；(iii) 整体银行信贷激增，尤其是对地方政府投资平台的贷款大幅增长，给未来埋下了不良贷款的隐患，影响了银行系统的健康。

中国的行政手段在刺激经济增长方面十分奏效，但这是有代价的

因此，我们预计：(i) 在货币政策管理中继续依赖于数量型工具，并且对行政手段的依赖相比危机前所预期的会持续更长的时间；(ii) 商业银行利率市场化暂时受阻，在危机中政府要求银行加大放贷力度以支持经济增长，而现在政府不得不继续保护银行的息差；(iii) 积极使用宏观审慎管理措施（比如对银行实施逆周期的资本充足率要求以降低银行的系统性风险）；(iv) 更谨慎地发展金融市场，尤其在资产支持证券、地方政府债券及金融衍生品方面。

我们预计对行政手段的依赖将会持续更长的时间，利率市场化进程放缓，对金融市场的发展更加谨慎

另一方面，我们认为危机增强了中国政府推进资本账户开放的紧迫感和信心，尤其在对外投资方面。我们还预计将有更多政策措施出台来提高人民币在国际贸易和金融中的使用，这将会推动境内外外汇市场的发展。就汇率机制而言，我们预计调整的速度（从增强弹性和升值两方面看）都将会回到危机前的水平。

将继续推进资本账户开放、提高汇率弹性

对中国而言，迈向更加市场化的货币政策管理方式、转变为使用利率而非数量型工具、进一步放开金融市场，将取决于以下因素：进行结构性改革以显著降低经济和金融系统中政府的控制权和影响力，降低企业部门储蓄率；逐步退出对外汇市场的大规模干预和对冲操作。

进展取决于结构性改革及国际收支顺差下降

金融市场的发展和金融资产的进一步多元化（不仅仅是银行存款）将有助于目前资产泡沫化的趋势逐渐减弱。

哪些方面可能会出现问题？

中国宏观经济方面投资者最担心的是持续攀升的通胀、地方政府债务以及金融危机、不断增长的外部盈余导致全球失衡加重，最后还有房地产市场崩盘。我们认为，未来几年的最大风险是过度投资及资产（房地产）价格泡沫积累并最终破裂，导致过剩产能和不良贷款。

最大的风险是过度投资和资产价格泡沫的积累

通胀。 随着近期通胀攀升，大多数人都担心中国正进入高通胀时代，并且使由于货币扩张及工资上涨压力造成。人们担心人民银行不能有效控制信贷和利率，最后将不得不进行很大幅度的政策调整来驾驭失控的经济。

中国的通胀受控？

但如图40所示，近期CPI通胀的上升主要来自于食品价格，尤其是对天气比较敏感的蔬菜价格。非食品价格的涨幅较为温和，其中水电气价格调整及煤价飙升是最大的推动因素。假如没有发生较大的自然灾害，我们预计在寒冷的冬季月份过后，蔬菜价格将明显回落，整体食品价格通胀将在夏季放缓。我们还预计政府将把公用事业价格调整推迟到今年秋季甚至更迟，以帮助抑制整体CPI通胀率。我们预测2011年CPI通胀率平均为4.8%，2012年为4%。

近期的CPI通胀主要来自食品价格，我们预计通胀将在下半年放缓

虽然近期出现工资上涨压力，但并没有迹象表明这导致了核心的制造品价格上涨。我们认为制造品市场供给良好、制造业劳动力生产率增长强劲（见图41）、且缺少集体性的工资谈判机制，这些因素会抑制核心通胀。尽管服务价格可能面临着更大的上行压力，但许多服务价格是受政府管制的，包括交通运输、公用事业及医疗服务。

我们认为中国不会出现工资/物价的螺旋式上涨

为什么政府现在不会大幅收紧货币政策？我们认为这是由于：(i) 政府中的大多数人都认为通胀是受食品价格的推动，并不认为货币政策在抑制这种通胀上能起到重要作用；(ii) 政府仍然担心外部经济复苏的可持续性，特别是在有人讨论美国推行新一轮量化宽松而欧洲主权债务危机持续不断的背景下。

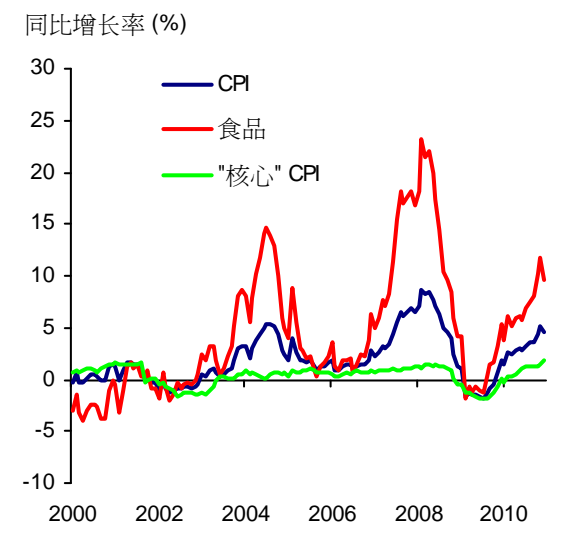
我们认为政府不大可能大幅收紧货币政策...

当然，我们的确认为政府将在边际上收紧货币政策并控制银行贷款增长，但收紧的力度可能不够而且存在滞后。

...但会在边际上收紧

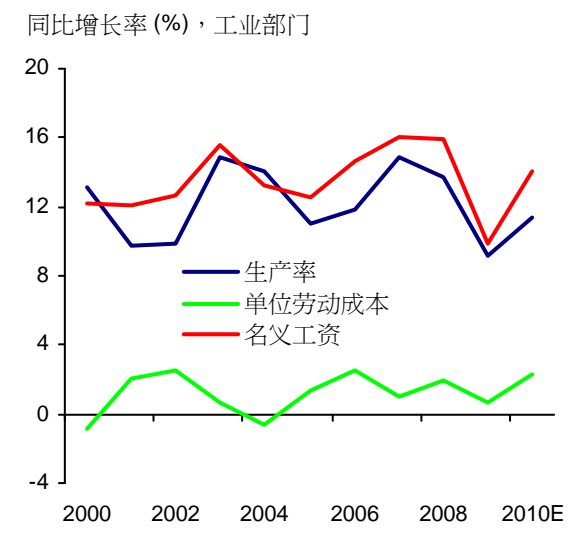
我们认为未来几年中国的潜在通胀率将从危机前的2%升至4%-5%。我们认为未来几年结构性通胀升高的主要原因是：食品价格逐步上涨、低端的农民工劳动力市场趋紧、以及资源和公用事业价格调整。

图40: CPI通胀主要由食品价格推动



数据来源: CEIC, 瑞银估算

图41: 劳动生产率强劲增长



数据来源: CEIC, 瑞银估算

债务及金融危机。自2010年初以来，投资者一直对中国的地方政府债务和地方政府从银行得到的贷款感到担忧。欧洲的主权债危机进一步加剧了这种担忧。正如我们在之前的报告中所述（参见我们2010年2月24日的报告《地方政府财政和土地出让收入》），我们认为地方政府债务问题不大可能导致中国爆发一场债务或金融危机。

中国的地方债务问题不大可能导致债务或金融危机

我们的主要观点是: (i) 危机时期信贷猛增，尤其是对地方政府投资平台的贷款，未来可能会导致大量不良贷款出现，我们认为2009-10年17万亿新增贷款中有2.5-3万亿元最终将会变为不良贷款; (ii) 不良贷款可能占到银行贷款总额的5%-6%左右，但这些不良贷款可能是在未来几年逐步出现的，它们会侵蚀银行的利润，但不会给整个银行系统带来重创; (iii) 如果算上地方政府债务及其他隐性负债，以及仍在资产管理公司名下过去的不良贷款，那么中国的公共部门债务占GDP的比重可能达到60%。但是60%仍不算太高，更重要的是，国内储蓄高，很容易就能为这笔负债融资; (iv) 中央及地方政府也有大量资产，因此净公共债务可能要小得多。

地方政府投资平台贷款可能会将不良贷款率推高几个百分点，但公共债务的整体规模较小，能够通过国内储蓄融资

不断增加的外部盈余和贸易摩擦。中国的经常账户顺差在2007年达到顶峰，占到GDP的近11%，同年外贸顺差也达到了占GDP 9%的峰值。2009年外需骤降、2010年大宗商品价格强劲反弹、以及过去两年中国内需强劲使得经常账户顺差占GDP的比重在2010年下降至6%以下。

2009-10年中国的外部盈余下降...

但是，2010年下半年外贸顺差回升，主要得益于出口需求日渐回暖，我们预计2011年的外贸顺差仍然可观。未来几年全球利率预计将会攀升，在这种情况下，中国3万亿美元的外汇储备预计将会收到越来越高的回报，这将会进一步增加经常账户顺差。未来一两年内，国外的利率水平非常低、中国经济增长相对较快、以及人民币升值的强烈预期可能会导致资本流入增加。

...但可能会再度攀升

在经济基本面继续给人民币带来升值压力的同时，国际上要求人民币更快升值的政治压力也在加剧，而且那些失业率高企的发达国家对人民币加快升值的呼声可能会持续高涨。2010年6月中国重启汇改，迄今为止只允许人民币温和地升值。

有人担心如果不允许人民币更大幅度地升值，那么外贸顺差及经常账户顺差将继续攀升，导致中国及其贸易伙伴（尤其是美国）之间发生严重的贸易摩擦。我们预计未来几年人民币将继续温和升值（每年升值5%），外贸顺差占GDP的比重将逐步下降。在这种情况下，我们认为贸易摩擦可能会不断增多，但爆发严重的贸易战的可能性不大。

当然，国际收支顺差高居不下、持续的大规模干预可能会直接地、或是通过银行系统给对冲操作带来可观的成本。如果政府也不愿意增加对冲操作、不愿意加息到位，而只是依赖行政控制，那么就会有过度投资和资产价格泡沫的风险。详见下文。

房地产市场崩盘。过去几年，房地产市场泡沫及崩盘一直是投资者所担忧的。2010年，政府再度出台了旨在抑制大城市房价过快上涨的调控措施，包括提高首付比例要求。但是，大城市房价在2010年间继续上涨，虽然速度没有2009年那么快，许多未实施调控政策的较小城市的房价涨幅则更快。

在之前的报告中我们已经多次写到(如我们2010年5月13日的报告《中国房地产十问》)，我们认为不论从房地产行业对GDP增长的贡献来看，还是从杠杆水平看，中国目前都没有出现大的、全国范围的房地产泡沫。尽管政府出台了调控措施，我们也不认为房地产市场会立即崩盘，因为从范围和程度而言，这些措施相对较为温和，并未触及支撑房价稳步上涨的根本原因。

但是，我们认为未来几年，房地产泡沫是中国面临的最大的宏观风险。的确，未来仍有重要的基本面因素支撑对现代住宅的强劲需求，包括：收入快速提升、城镇人口增加、大范围快速推进旧城改造等。

然而，金融市场深度不够、缺乏投资渠道、利率水平偏低是居民愿意将其财富投向房地产的重要因素。房地产的持有成本低（缺乏房产税）令人们更能接受较低的租金回报率，同时降低了出租房的有效供给。在供给面，地方政府垄断城市土地供给，因此试图通过控制供给、推高地价（及房价）来使土地出让收入最大化。最近中央强调要加大对大众及保障性住房的供给，而现在判断地方政府是否会真正落实到位还为时尚早。

改革土地供给体系、改变地方政府在土地和房地产方面的利益动机，全面征收房产税将会极大地降低房地产泡沫的风险。但是，这些政策正以较大，在未来两年不大可能全面实施。

在这种背景下，如果政府维持庞大的国际收支顺差，留给经济充裕的流动性，允许实际利率在负区间内越陷越深，并在发展金融市场方面仍行动迟缓，那么中国将极难避免资产泡沫，尤其是房地产泡沫。

结果可能未必是房价飙升，尤其是最广泛采用的官方统计的房价（即未考虑地段和品质差异的房屋成交均价）未必会大涨。而最终可能是房地产建设过度、相关行业投资过度。同样，当泡沫最终破灭时，房价可能不会大跌，但需求可

人民币面临升值压力

我们预计人民币将温和升值且贸易摩擦将增多，但不会爆发贸易战

当前的大规模外汇干预蕴藏着其他方面的风险

尽管出台了调控措施，但房价继续上涨

我们认为并没有出现全国范围的房地产泡沫，房地产市场也不会立即崩盘...

...但我们认为未来几年房地产泡沫是最大的风险

缺乏其他投资工具、持有成本低、城市用地供给垄断是房地产需求及价格的主要支撑力量

结构性改革需要时间...

...廉价、充裕的流动性及负实际利率可能会助长泡沫

过度投资及过度建设最终的结果可能是建筑活动骤降、产能过剩...

能会骤降，这将导致建设活动急剧减少，对所有建材、大宗商品及机械的需求也会大幅下降。

鉴于中国仍处于发展的初级阶段，我们并不认为中国会因此而永远丧失增长潜能（甚至是丧失一二十年）。不过，经济的大起大落恐怕将会严重损及中国的长期增长。

...大起大落恐将严重损及中国的长期增长

参考文献及延伸阅读

Anderson, Jonathon, “中国货币政策手册”, UBS Investment Research, 2007年11月5日

Forssboeck, Jens, and Lars Oxelheim, “The Transition to Market-Based Monetary Policy: What Can China Learn from the European Experience?”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 18, No. 2, 2007年

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, “China’s Exchange Rate Policy: An Overview of Some Key Issues”, paper presented at the Conference on China’s Exchange Rate Policy, Peterson Institute for International Economics, 2007年10月

Goodfriend, Marvin and Eswar Prasad, 2006b, “Monetary Policy Implementation in China,” *BIS Papers* No. 31

Lardy, Nicholas R., “Exchange Rate and Monetary Policy in China,” *CATO Journal*, Vol. 25, No. 1, (Winter), 2005年

Kuijs, Louis, “Investment and Saving in China”, *World Bank Research Working Paper* No. 3638, 2005年5月

Kuijs, Louis and Jianwu He, “Rebalancing China’s Economy – Modeling a policy change”, *Research Working Paper* No.7, 2007年9月, World Bank China Office, Beijing.

Laurens, Bernard J. and Rodolfo Maino, “China: Strengthening Monetary Policy Implementation”, *IMF Working Paper* WP/07/14, 2007年1月

Ma, Guonan and Robert McCauley, “Do China’s capital controls still bind? Implications for monetary autonomy and capital liberalization”, *BIS Working Papers* No. 233, 2007年

N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel and L. Servén, 2000, “Saving in Developing Countries: An Overview”, *The World Bank Economic Review*, September 2000

Podpiera, Richard, 2006, “Progress in China’s Banking Sector Reform: Has Bank Behavior Changed?” *IMF Working Paper* WP/06/71, March 2006

Xie, Ping, 2004, “China’s Monetary Policy: 1998-2002”, *Working Paper* No. 217, Stanford Center for International Development

汪涛, 《中国将如何增长? 之一: 中国的再杠杆化》, UBS Investment Research, 2008年12月9日

汪涛, 《如何看待中国的投资热潮及风险》, UBS Investment Research, 2009年11月30日

汪涛, 《地方政府财政和土地出让收入》, UBS Investment Research, 2010年2月24日

汪涛, 《中国房地产十问》, UBS Investment Research, 2010年5月13日

汪涛, 《中国该为外汇流入担忧吗? 》, UBS Investment Research, 2010年10月14日

汪涛, 《中国的流动性规模究竟有多大? 》, UBS Investment Research, 2011年1月12日

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券亚洲有限公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

全球声明

本报告由瑞银证券亚洲有限公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS (瑞银)。在某些国家，UBS AG 也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外，瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨，而您有可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层 (不包括投行部) 全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定，但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国) 及/或瑞银资本市场公司) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照英国对此类术语的解释) 时，此类信息在本研究报告中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空、作自营交易、和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值。以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户，且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户，且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例，并于适用时在研究报告中显示。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局 (BaFin) 监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。**土耳其：**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会 (CONSOB) 监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制，本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**UBS South Africa (Pty) Limited (注册号：1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。美国：由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构 (‘**非美国关联机构**’) 仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 分发，UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构，加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要，可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当**本报告**由 UBS Securities Japan Ltd 编制，则 UBS Securities Japan 为本报告的作者，出版人及发布人。**澳大利亚：**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

