

央行货币政策之“小马过河”

- **市场对央行货币政策的苛责：**临近年末，资金面季节性趋紧，市场对央行降准预期不断升高，以至于每逢周五市场就会出现波动。但最近央行通过 SLO 向数家银行提供了短期资金，并对部分到期的 MLF 进行续作来平抑短期资金需求和价格波动，这令部分市场投资者较为失望，认为这会导致短期内降准预期落空，甚至有部分人解读为货币政策的不透明。这和今年早些时候市场为央行政策操作采取货币政策工具创新的相对精准调控方式而欢呼的情形截然相反。而且我们可以回忆在 2008 年之后，央行连续动用调整基准利率和存款准备金率来应对经济波动，当时这又被市场解读为过于“简单粗暴”对实体经济有一刀切的嫌疑。但是市场对最近一次的央行降息颇为正面，而且对央行未来持续全面降息降准预期颇高。如此种种，其实反映市场投资者往往是站在自己的角度来看待问题，从而缺乏一致性和连贯性，因此难免在一定程度上有失偏颇。
- **“小马过河”的货币政策模式：**大家熟知的“小马过河”的故事说的是：“小马要驮货物过河，松鼠说河水很深会淹死的，而老牛说水很浅，趟着就可以过了。实际上小马自己尝试后，发现水既不是像松鼠说的那么深也不是像老牛说的那么浅”。目前国内经济面临“三期叠加”，而海外经济则面临美联储加息，欧元区和日本加大宽松力度，以及大宗商品价格过山车等复杂局面。因此货币政策的操作是无现成框架可以套用，只能自己在实际操作中进行相机抉择，并采取“试错”模式。这也就是我们所说的“小马过河”的模式。虽然目前各项经济指标持续下行的确要求央行在货币政策方面持续放松为经济托底，而且目前基准利率和存款准备金率居于高位，也的确为降息降准提供了空间。但最近股市暴涨在一定程度上使央行对资产泡沫有所担心，从而在政策选择上有所顾虑。这相当于小马过河时，突然发现河水上涨，因此保持适当的谨慎也是必须的。

章俊

宏观经济研究主管

联系方式

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

我们预计未来央行货币政策的取向是根据经济和市场的走势继续保持相机抉择的立场,并通过降息降准结合创新货币政策工具来灵活应对,而非像部分市场投资者而预期的那样完全进入全面宽松的轨道。这和美联储的市场预期引导式的货币政策操作立场有所不同,这是因为美国所处的全球主要货币供应者和金融市场主导者的地位赋予美联储货币政策更大的自主性和自由度。而中国作为新兴市场国家在全球经济一体化的过程中,当进出口和资本流动对经济的影响程度越来越大的时候,本国的货币政策更多的受到包括美国在内的其他主要经济体央行的影响。

- **央行无需为当前货币政策传导机制不畅而负责:**目前中国经济处在三期叠加的期间,维持物价稳定,以及充分就业,并在一定程度上防范金融风险的职责已经让央行不堪重负。但目前央行面对最大的问题是货币政策传导机制不畅的问题:周期性衰退叠加结构转型导致经济持续下行,央行货币宽松应对实体经济“融资难,融资贵”问题,但流动性没有如预期那样流入实体经济拉动经济增长,而在金融体系内空转并在一定程度上推高资产泡沫。我们认为目前货币政策传导机制不畅其责任不在央行,或者说不是货币政策所能解决的,而是在于经济体制中固化的深层次问题。我们认为央行站在自身的立场上无需过多的承担“转变经济增长方式以及调整经济结构”的重任,过剩产能出清以及鼓励新兴产业发展可能更多的需要依赖财政政策,产业政策以及经济体制改革的推进来解决,而非货币政策所能单独面对的。我觉得某央行人士对央行的职责描述的非常到位,说“央行是流动性的水龙头,但水龙头是不能决定水往哪里流”。因此“小马过河”在这里的另一层含义是:小马在驮货物过河时需要量力而行,否则过重的负担会使过河的过程中风险更大。因此与此相对应的是,央行货币政策只能履行赋予自己的职责,过多的额外负担会造成顾此失彼。央行在年初推行的定向降准降息等非常规政策,希望把流动性引入小微企业和三农,这在一定程度上已经超出了央行的职责,而且实际上也效果的确也不明显。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

注意事项

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供本公司的机构客户（非个人投资者）参考之用途。本公司不会因任何人收到本文件而视其为客户。

除非获得本公司的事先书面同意，任何单位、个人或其他实体在任何时候均不得整体或部分地发布、复制、出售、引用或转发本文件。本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性、有效性、及时性和完整性而准备的，但是本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性、有效性、及时性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何与之相关的责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司或本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理均不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或信息以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见、投资建议或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的建议、意见、要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司提醒并建议本公司客户就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见并谨慎抉择。

本公司的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向本公司客户提供与本文件中的观点不一致的口头或书面市场评论或交易策略，且本公司的相关业务部门可能会做出与本文件的内容或表达的意见不一致的投资决策。

本文件的一切版权、所有权和利益及其所载的所有内容均为本公司独家拥有或为本公司根据适用法律所使用。未经本公司事先书面授权，不得全部或部分修改、抄袭、分发、传送、展示、演示、复制、发布、出租、许可、剪辑、编辑、转载、公开传输、公开播送、转授权、引用或使用本文件的信息、软件、产品或服务，创制衍生品、转让或用于任何其他商业或公开用途，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何单位、个人或其他实体不得未经授权而使用本文件，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人或实体全权承担责任和后果。任何单位、个人或其它实体复制或下载本文件或其全部或部分内容时，不删除或隐藏本文件所载的版权标识或其他通知或说明。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。在未取得本公司或拥有该等商标或服务标志的第三方的书面许可前，禁止将任何商标作任何用途。

本公司有权自行更改、修正或改正本文件所载的信息、资料或描述，而无义务及无需预先发出通知。