

稳健中性货币政策有助稳定通胀预期

“抑泡沫”重在打破房价上涨预期

□国开证券研究部 王鹏

□瑞德证券亚洲公司首席经济学家 沈建光

2月通胀数据即将出炉,可以预期,2月CPI涨幅将回落至2%以下,PPI涨幅则继续反弹超过7%,二者剪刀差有望创历史新高。在此背景下,为何两个主要价格指数呈现不同趋势,如何预判全年通胀走势?在今年的政府工作报告中,对今年通胀目标有了定位,即仍维持在3%目标区间。当然,基于美联储加息、资产价格上涨以及通胀潜在压力,货币政策也调整至稳健中性,比去年有所收紧。然而,即便如此,今年通胀压力不容忽视,基于以下七方面因素,需要对全年通胀走势保持警惕。

一是全球需求回暖对大宗商品价格的支撑。去年大宗商品价格普遍上涨,CRB现货指数同比上涨12.9%,今年至今CRB指数继续上涨2.4%。大宗商品价格回升与海外经济回暖密切相关。今年国际机构已经普遍上调明年两年全球经济增长预期,IMF预计2017年和2018年全球经济增速为3.4%和3.6%,比2016年的3.1%有所提升。

值得关注的是,美国总统特朗普上任后的三大政策减税、对金融体系放宽规制以及加大基础设施建设也会拉动大宗商品需求。同时,近几个月全球主要经济体通胀回升也有所显现,如美国PCE物价指数1月同比增长1.9%,创4年之最,这使得美联储3月加息几成定局。欧元区、英国1月通胀率上涨至1.8%,接近2%的政策目标。大宗商品上升今年可能会继续加大输入性通胀压力。

二是国内基建需求旺盛,去产能抑制供给。去年钢铁去产能超过6500万吨、煤炭去产能超过2.9亿吨,同期由于基建和房地产需求增加,供给受到抑制的背景下,煤炭和钢铁价格上涨。今年面临同样问题,一是去产能任务持续,今年压减钢铁产能5000万吨,退出煤炭产能1.5亿吨以上;二是基建投资势头不减,这使得本是传统工程开工淡季的1月和2月却逆势增长298%,大幅超出市场预期;1月重型载货车销售增幅达到125.15%,是近6年来新高;1月全国铁路完成货运量同比增长10.4%,比去年底继续



新华社图片

续加快;2月官方与财新制造业PMI同时向上反弹;1月中长期贷款创近两年新高,企业贷款需求增加等等。

三是房价飙升对租金价格的影响会逐步显现。去年前三季度,部分城市房地产市场火爆,房价大幅飙升,直至国庆期间决策层密集出台房地产调控措施,快速上涨的房价才有所缓解。数据显示,2016年一、二线城市房价累计涨幅高达25%、17.5%,三四线城市房价上涨趋缓,分别为5.1%、4.5%。

与之相反,租金价格上涨滞后。中国指数研究院的普通住宅租赁价格指数显示,2016

年北京、上海住房租赁价格上涨仅为1%左右,深圳租金下降2.87%,租金上涨远低于当地房价涨幅。基于此,今年房价上涨对租金的提升作用将有所增加,这也无疑会使得整体生活成本和生产成本上升,考虑到CPI权重中房租比重偏低,甚至实际通胀可能比公布的还要高。

四是工资价格推动劳动力成本上涨。近年来,传统制造业劳动力工资持续上涨,主要原因在于中国自2011年已经跨过刘易斯拐点,农村可供转移的剩余劳动力已然有限,进而推动低端劳动力工资。

五是PPI对CPI的传导压力上升。1月CPI涨幅为2.5%,PPI涨幅为6.9%,CPI和PPI的剪刀差达到2008年10月以来最大。对于2月份,由于季节性因素,2月食品价格回落带动CPI下行,CPI可能位于1.3%左右,但同期钢铁、石油等价格仍在上涨,预计2月PPI增速会继续加快至7.5%左右,两者剪刀差有望继续扩大。如何理解两者背离?PPI代表工业产品价格,其对CPI消费品价格的传导存在时滞,1月非食品价格环比增幅反弹至0.7%的历史高位,显示PPI对CPI的传导已然增加,或对未来消费品价格造成压力。

六是本轮猪周期尚未结束。以往CPI价格上涨都与猪肉价格密切相关,通胀周期也被戏称为“猪周期”。虽然当前猪肉价格并未对CPI造成明显推升压力,但预计今年猪肉价格仍将总体上处于温和上涨区间,这主要是基于以下几点原因:一是2013-2015年行业亏损,导致大量养殖户退出行业,供不应求局面持续;二是环保要求提升,绝大部分省份都下达了对养殖场关闭和搬迁的明确时间表,环保压力进一步抑制供给。

七是供给侧改革带动服务业价格上涨。当前服务业CPI的上升对整体CPI贡献度已有所提升,如今年1月医疗保健同比涨幅5%,涨幅在CPI篮子的八大类别中居前,这主要与医疗领域的结构性改革密切相关。近年来医疗改革持续推进,由早前“以药养医”的体系,转向更加市场化的定价机制,挂号费、门诊费均有所上升,推高医疗保健方面支出。

基于此,今年通胀压力不容小视,预计通胀水平也会比去年有所上升。当然,值得肯定的是,货币政策的及时调整对于通胀压力会起到抑制作用。今年的政府工作报告将今年货币政策目标M2增速降为12%,虽然只比去年下降1个百分点,但考虑到今年价格指数大幅上扬,名义GDP增速大幅上升,货币发行增速与名义GDP增速之差明显比去年收紧。同时,考虑到今年资产价格风险的担忧以及美国加息频率上升,货币政策整体保持中性偏紧,而这也有助于稳定今年通胀预期,使得全年通胀不至于突破政府目标区间,预计今年CPI涨幅或在2.5%左右。

让亚洲的储蓄为亚洲做贡献

□香港国际金融学会会长 肖耿
香港大学亚洲全球研究所杰出研究员 沈联涛

三十多年来,亚洲经济比其他地区增长更快。亚洲在发展过程中,一方面通过对美国的贸易盈余输出其储蓄;另一方面又以直接投资与股票组合投资等形式重新将资本输回亚洲。这一跨境回投资过程制造了严重但基本被忽视的地缘金融紧张局面。

2015年年底,中国、日本、韩国、新加坡等国家和地区的净对外资产头寸之和达到7.3万亿美元,几乎正好等于美国的净国际投资负债。这一失衡不可能在短期内消失,事实上,美国的净对外投资负债最近也有所增长,到2016年9月底达7.8万亿美元,主要原因是美国持续的经常项目赤字和汇率效应导致的净负债扩大。

亚洲国家为什么不把自己的储蓄投资于本地区?一个显而易见的原因是美国主导着全球金融,特别是在股权投资和货币市场。在一篇2005年的论文中,皮埃尔·奥利佛·古林查斯和伊莲·雷指出,曾经是世界银行家的美国,已经变成了世界的风险资本家,展开国际股权及债券投资,

特别是在亚洲,而不只是银行借贷。

但这并不意味着亚洲国家投资西方的回报变得更好,其中一个问题是2008年金融危机后兴起的套息交易。中核松和国际清算银行的其他经济学家指出,在纽约和伦敦的金融枢纽引领下,发达国家的低利率和弱势美元驱动着全球金融市场的套息游戏:借入低息货币,投资于高息货币(通常是新兴市场国家货币)。这个金融游戏产生了深远的影响。尽管传统观念认为贸易失衡驱动了汇率波动和资本跨境流动,但日本的金融账户状况表明实际情况并非如此。

从2010年到2015年,累计经常项盈余只占日本对外投资头寸净变化的44%。金融账户交易贡献了这一变化的32%,变化的其他部分则可以用与汇率和利率有关的估值变化解释。

日本的持续性经常项目盈余理应增加其净对外资产头寸。但是,由于日元升值导致海外投资者持有的日本股票升值,日本的净对外资产头寸实际上有所恶化,从2012年底3.8万亿美元的最高值下降到2015年底的2.8万亿美元。日本央行经济学家指出,日本投资者持仓的海外资产回报远不如海外投资者持仓的

日本资产。

日本应该做什么?笔者认为应该更多地投资于高增长的亚洲。2015年年底,其574.8万亿日元的总对外投资中只有10.1%留在了亚洲,而有70%流向了北美、欧洲和大洋洲。

2015年底,日本股权组合投资占其总对外投资达到73.6%,其组成更不平衡,只有3.5%投资于亚洲,而有72.4%流向了北美、欧洲和大洋洲。就连中美洲和拉丁美洲,获得的日本股权组合投资量也要比亚洲多三分之一。

偏好投资于亚洲以外地区是亚洲主要高储蓄国家和地区,虽然亚洲的回报总体而言要高于其他地区,其后果是亚洲地区经济极易受到资本流动及汇率和利率波动的影响。

亚洲金融危机已经过去了二十年,但将储蓄引向本地区内高回报项目的亚洲金融中介的制度性改革进程几乎没有进展。比如,印度最大的十家投资银行都来自美国和欧洲。中国香港和新加坡的情况也差不多。即使是本地投资机构成长迅速的中国内地,引导资金流向高回报实体部门的能力仍有限。

如今,随着资本充足率和监管约束的加强,以及美国加息和美元升值的概率上升,美国和

欧洲银行开始退出亚洲,导致亚洲国家亡羊补牢的压力与日俱增。但是,亚洲金融监管者并没有大力培育亚洲金融机构将本地储蓄配置到本地实体项目中去的能力,而是将精力集中在实施由美国和欧洲监管者推行的新全球金融监管标准上,而美国和欧洲的政客却在威胁要废除这些标准。

美国总统特朗普打出“美国第一”的口号后,亚洲决策监管层改变目前方向的紧迫性更加强大。“美国第一”几乎肯定将转化为保护主义政策,这些政策将让亚洲投资进一步陷入美元陷阱,因为亚洲储蓄将被用于追逐地区之外的投机性美元计价资产,而不是满足亚洲自身实体经济发展的需要。长期而言,中国的“一带一路”计划,再加上人民币的国际化,将有助于削弱美元对亚洲的掣肘。

同时,亚洲主要盈余经济体的央行需要与世界其他主要央行(特别是欧洲央行和英格兰银行)合作改变高增长地区的过剩储蓄的使用方式。目标应该定在确保盈余国——包括德国,它的经常项目盈余比中国和日本还要大的储蓄得到明智的使用,能够帮助保持全球经济的快速增长动力。

抓住窗口期 加快楼市调控长效机制建设

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

在今年的政府工作报告中,无论经济增长目标、投资目标,或广义货币投放目标、财政赤字目标,均体现了“稳中求进”的总基调。为了给供给侧结构性改革“敢于啃硬骨头”创造空间,关键领域取得新进展,可以适度降低增长目标。对房地产领域来说,供给侧改革就是本着回归住房“居住属性”的原则,建立长效机制,疏通供给瓶颈,增加有效供应,实现健康和可持续发展。

对于房地产,政府工作报告指出“因城施策去库存”。单独成句、置于句首的表述与去年置于句末不同。一是“三四线城市房地产库存仍较多”,去库存是今年楼市重点工作;二是要真正做到“因城施策”,避免去年热点城市库存去化充分,三四线城市去库存压力较重,要让去库存与城镇化契合起来。政府工作报告中“支持居民自住和进城人员购房需求”的表述,意味着要在城镇化的前提下推进去库存,这也是住房回归“居住属性”的体现。

对特大城市周边的三四线城市来说,增强其与特大城市之间基础设施互联互通和公共服务均等化,发挥城市群辐射带动作用,将集中在特大城市的购房需求疏导到周边三四线城市。以疏导需求(而非行政抑制)来抑制资

产泡沫,才是调控的长效机制。同时,基于人口、产业和公共服务在城市群内重构,三四线城市才能健康和可持续发展,才是遵循城镇化的去库存路径。

中部是我国高铁密集布局的区域,“1小时都市圈”建设潜力很大。同时,借助通信等领域“降成本”,公共服务“补短板”(如中心城市教育、医疗资源下沉),共享交通打通通勤“最后一公里”,培育中部城市群,提高中心城市(如武汉、郑州、合肥、长沙等)对周边中小城市辐射力,疏导中小城市就业者到周边购房,以基础设施和公共服务均等化,在疏导需求的同时去库存。

西部和北方三四线城市库存压力最大,除可以采取上述路径外,从这些城市农地资源丰富、人少地多的现实出发,推动农村土地流转,农业产业化和规模化,实现农民收入增长,从而促进农业富余人口在城市(镇)积聚。政府工作报告指出,“支持中小城市和特色小镇发展”。住建部也提出,到2020年培育1000个特色小镇。目前,小城镇建设正在广大农村展开。以土地流转和农业产业化,推动小城镇(市)人口集聚,不吝为城镇化和去库存的可行路径。

租售并举是长效机制的重点。政府强调发展公租房,加强配套设施建设和公共服务。规模化租赁不足,租房不能享受公共服务,这

是发展租赁的两个“痛点”。壮大政府公租房是规模化租赁的生力军,也是市场秩序的“稳定器”。以租赁较发达的德国为例,2011年德国有1860万套租赁房,政府公租房占24%、私人机构占22%。在我国,发展公租房符合新市民“以租为主”、“先租后买”的消费现状,能夯实城镇化基础,属于住房供给侧改革的重大举措。另外,加强配套设施和服务供给,让租房享受同等公共服务,才能消除长期租房的后顾之忧。

同时,政府提出规范中介行为。监管不足是租赁的又一“痛点”,目前,1.6亿人在城镇长期租房,占城镇常住人口21%，“先租后买”更是普遍的消费模式,2.5亿流动人口(占城镇人口40%)多数租房。因此,租赁已成为重要的住房选择,监管重点也应由新房转向存量房。此前,住建部也将规范市场秩序作为今年工作重点。因此,攻克以上“痛点”是租赁市场长效机制的重要内容。

对于房地产调控,政府工作报告提出几个原则,即坚持住房的居住属性,落实地方政府主体责任,加强房地产市场分类调控,房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地。去年以来,热点城市房价暴涨,投资投机需求是最大推手。短期内,要坚持“居住属性”这个调控的出发点,就必须要加强限购等行政干预,而更了解本地楼市的地方政府要承担主体责任,并

分类制定契合本地楼市的调控措施。同时,大城市公共服务、就业机会对全国人口的吸附能力很强,新增需求、改善型需求和资产配置需求旺盛的局面,中短期内难以改观。因此,在当前背景下,要抓住“窗口期”,加快调控长效机制建设。

首先,顺应人口流入和需求旺盛现状,增加土地供应。新增用地潜力不大,存量盘活才是重点。一般来说,产业生命周期仅20年左右,但产业用地年限在40-50年,盘活存量在情理之中。目前,大城市产业升级更快,空间需求少的服务业贡献率超过60%,盘活闲置低效用地的潜力很大,“商改租”就是一种。

其次,近年来大城市轨道交通和共享交通发展很快,并开始延伸到城市外围。目前,尽管北上广深等特大、超大城市土地稀缺,但外围或郊区土地利用效率较低,建筑分散、密度低(上海10层以上工业建筑占比仅30%),功能混乱,商场办公闲置严重。因此,应以轨道交通大发展为契机,增加外围轨道交通周边供地和建筑密度,疏导中心城区住房需求到外围。

笔者认为,加快调控长效机制建设,一要破除区(县)、街道政府基于区域形象、招商引资诱导的土地利用行为,增加住宅用地,减少商办用地,改造存量用地;二要以增值共享、合作开发为手段,辅以政府补足公共配套,打破利益阻隔,尽快盘活存量。

自去年10月以来,部分地方政府针对房地产价格上涨出台了较严厉的调控措施,但是,市场仍呈现结构性上涨局面。截至今年1月,31个省会城市中仍有19个省会城市房价环比上涨。资产价格的内涵在国内外的理论与实务界早有定论,若粗略划分,主要包含股票价格和房地产价格两类。目前我国房地产价格的结构性的上涨使得宏观调控政策对资产价格的关注主要聚焦在房地产价格上。

今年2月底,在央行发布的货币政策执行报告中,重点将“抑泡沫”列入了货币政策目标且置于“防风险”目标之前,可见抑制资产价格泡沫已经成为货币政策调控的重点考虑对象。如何引导房价上涨预期?未来“抑泡沫”的着力点应该在哪里?

笔者认为,可以从投机者的购房动机入手,在严厉打击房地产投机的背景下,市场投机行为越发严重主要是基于一个简单假设,即房屋价格的长期上涨,而短期动机则主要体现在羊群效应中,即基于个体理性的购房行为,但这种个体理性在整体上却体现出群体非理性的特征。因此,无论是从短期和长期动机看,均支持了投机者个体的购房行为。

从历史上看,政府调控资产价格上涨预期的案例不胜枚举,尤以上世纪70年末的美国为最。前不久,前美联储主席格林斯潘强调,如果真要比对历史的话,对当下最具借鉴意义的就是20世纪70年代的滞胀时期。

那么,上世纪70年代的美国究竟出现了怎样的资产价格上涨预期?彼时情况和当下的环境是否相似?上世纪70年代,在经历过两次石油危机、美元危机、三次价格管制政策失败以至于70年代末通胀预期达到顶峰时,美国决策层与理论界开始转变思维,即从凯恩斯主义思维转向货币主义思维。

在长达十多年的通胀过程中,时任美联储主席伯恩斯坚持凯恩斯主义,认为货币政策的宽松主要救治经济增长,而通胀预期的调控可以通过收入政策的收紧来治理,结果价格和收入管制政策并未起到抑制通胀预期的作用,三次价格管制政策每次均在短数日后草草收场,而宽松的货币政策也并未对经济增长起到较好的刺激作用,最终的结局不仅经济增长未见好转,反而通胀预期一发不可收拾。于是,在1979年,美国居民也出现了恐慌性购房,寻求能够抵御通胀的资产成为彼时的理性追求。

基于难以抑制的通胀预期,彼时新任美联储主席沃尔克在第一次联储议息会议上,就做出了提高联邦基金利率的决定,但由于当时赞成票与反对票的比例为4:3,竟被市场解读为美联储仅有一次加息且之后将为保增长而可能再度降息。提高联邦基金利率作为对抗通胀预期的政策作用失效了。

为了有效抑制市场通胀预期,沃尔克决定改变货币政策中介目标,将货币政策中介目标由联邦基金利率改为货币供应量,也就是货币主义所坚持的“简单规则”,维持每年偏紧且固定透明的货币数量。该政策的实施赢得了上引发了1983年美国经济衰退,但是赢得了公众对政府管理通胀预期能力的信心,最终使美国在经历短暂的阵痛之后进入了持续健康的经济发展阶段。可以看出,货币政策总量偏紧且数量透明稳定是当时美国抑制通胀预期的主要经验。

与美国当年的情况相比,虽然我国并未出现滞胀局面,且在供给侧改革和经济增长结构调整功效上初显成效,内生增长动力持续向好,但“去杠杆”和“抑泡沫”的任务仍较重,“去杠杆”目标将会使经济增长压力凸显,区域性和行业性金融风险发生的概率加大,这要求货币政策保持中性以防风险发生,但“抑泡沫”目标又要求货币政策从总量收紧以不给结构性泡沫的宽松环境,于是需要从历史中汲取经验教训,在“抑泡沫”和“防风险”的目标排序上做轻重缓急的区分。

笔者认为,在当前结构性房价上涨预期较突出的背景下,应将“抑泡沫”放在政策目标较突出的位置。首先,从总量上保持一个相对偏紧的环境,实施“稳健中性”的货币政策,不给房价上涨预期以幻想。

同时,加紧从制度和结构上,加快推进住房价格政策体系的完善。在税收制度上,加快房地产税的推进步伐,在结构性政策上,继续实施“一城一策”的区域差别化政策,进一步巩固土地供给的差别化政策和多套房的信贷差别化政策等,从长期目标上看,最终要实现“以不依赖土地财政为目标”的经济结构转变和经济增长方式转变。只有在货币政策保持稳健中性的环境中积极完善住房制度和结构政策体系,才能从短期和长期政策上共同推进,标本兼治,则房价上涨预期不攻自破,实现“抑泡沫”的货币政策目标也就水到渠成。