

# 堅持市場化改革 避免流動性陷阱



▲中國貨幣政策的有效性已降低，一定程度出現了「流動性陷阱」的特徵



## 建言獻策

防範中國陷入「流動性陷阱」的根本在於採用市場化的化解手段，通過市場化改革走出困局，即擁抱熊彼特提倡的「破壞性創造」。而過度通過行政手段，「屢試不爽」之後，結構性頑疾仍然存在，效果往往是南轅北轍。

京東金融副總裁、首席經濟學家 沈建光

近來「外憂內患」常被用於描述2018年中國經濟遭遇的困境，這一情形的出現多少有些超預期的成分。筆者在此前專欄中提到過，2018年初，各界對於貿易摩擦風險與中國經濟的下行壓力都普遍低估，當時預期中國經濟進入新周期、特朗普挑起貿易戰是虛張聲勢的觀點佔據主流。

展望2019年，鑒於貿易摩擦以來中美金融市場動盪已很顯著，對雙方的負面衝擊也越來越大，中美之間達成暫時妥協的動機目前來看是比較強的，預計2019年外部中美貿易摩擦風險有望得到緩解。而一個更加值得關注的風險可能恰恰來自於內部，即中國是否能夠避免陷入「流動性陷阱」。

### 行政手段不宜過度

「流動性陷阱」一詞源於凱恩斯提出的一種假說，指的是當利率降低到無可再降低的地步時，任何貨幣量的增加，都會以「閒資」的方式吸收，因而對總體需求及物價不產生任何影響，經濟陷入長期通縮。上個世紀九十年代房地產泡沫破滅後的日本，被看作是首個陷入流動性陷阱的典型的國家。

近年來，有關中國式「流動性陷阱」的討論此起彼伏。普遍觀點認為，雖然中國不存在傳統意義上的流動性陷阱，但考慮到中國貨幣政策的有效性已降低，其實中國經濟已經一定程度呈現出了「流動性陷阱」的特徵。突出體現在：今年以來，面對經濟下滑與投資不足，貨幣政策近來已明顯轉為寬鬆，但卻未能帶動寬信用的出現。雖然資金利率下行，市場流動性得到緩解，但貸款需求仍然不足，信貸數據疲軟，資金在銀行間淤積，未能流向實體經濟。

從更廣泛的範圍來看，這一困境的

出現其實又並非中國獨有。結合金融危機以來，全球主要央行的表現來看，相比於中國，歐美日同樣存在貨幣政策有效性降低的困擾。例如，金融危機以來，即便發達國家央行普遍實行寬鬆的貨幣政策，但貨幣乘數大幅降低。2007—2017十年間，美國、歐元區、日本央行的基礎貨幣分別擴張了5.1、3.9和4.5倍，而相應的，廣義貨幣僅擴張了2、1.6和1.4倍。相比之下，中國的廣義貨幣擴張速度反而大於基礎貨幣擴張速度，十年間基礎貨幣擴大2.7倍，而廣義貨幣增加了近5倍，這個時期也是中國大幅加槓桿的過程。

但在筆者看來，伴隨著中國去槓桿的推進和資本回報率的下降，貨幣乘數也會在未來呈現下降趨勢。原因在於：一方面，從需求角度來看，當前諸多企業債務負擔較重、利息成本增加、盈利能力下降、利潤率降低、實體經濟貸款需求疲軟；另一方面，從供給層面，以往銀行更加青睞於將信貸資源配置在房地產與融資平台，但當下房地產調控抑制房地產項目信貸受限，基建投資受制於地方債務負擔加重、基建項目投資回報周期長、收益率低等原因，當前銀行風險偏好仍然較低。

為了化解這一難題，近一段時間，中國決策層已加速出台一系列政策措施，包括鼓勵銀行將信貸資源向民營企業傾斜，甚至提出數量型目標如「一二五」規則對銀行行為進行指引；設立專項基金，通過政府平台和資本市場募集資金，為企業注入現金流，提供流動性；以及對存在股票質押風險的企業，建議不「一刀切」強行平倉等措施。

筆者認為，上述做法屬於短期應急管理的手段，在緊急情況下，可以一定程度上防止預期惡化與金融系統性風險

的出現，但從長遠來看，上述手段也具有明顯的行政性指令特徵。如果持續時間過長，則不僅難以從根本上改善企業利潤，反而存在弊病，即政策過於關注短期目標，缺少規則意識，可持續性遭到質疑，也容易出現反覆，進而使得預期不穩，企業家信心不足。

### 日本遭遇引以為鑒

央行研究局局長徐忠近日在財新年會上的發言同樣表明「短期需求管理與結構性改革不能混為一談」的擔憂。在其看來，當前中國宏觀調控存在寬泛化的情況，本應保持穩定的法律、規章、制度被當作宏觀調控的手段。價格政策、土地政策、環保政策、監管政策等也都被賦予了宏觀調控的職能，宏觀調控的外延被無限擴大了。如果宏觀調控過度承擔中長期改革目標，以行政性調控手段推進結構性改革，又會出現「一收就死、一放就亂」的局面。

從這個角度來講，筆者相信，防範中國陷入「流動性陷阱」的根本在於採用市場化改革走出困局；而過度通過行政手段，結構性頑疾仍然存在，效果往往是南轅北轍。

以日本為例，大量殭屍企業存在，銀行持續為關聯企業持續紓困是日本陷入「流動性陷阱」的重要原因。以往中國存在大量國有企業，即便是有虧損，也能夠享受到政府和銀行信貸的支持，其實就有相當一部分具有了殭屍企業的特徵，而當前民企遭遇危機，決策層支持力度較大，但倘若不加區分，將這一「待遇」甚至大幅推廣至民企，從長遠來看，將削弱中國企業的活力，使得資金回報率進一步降低，進一步加劇中國式「流動性陷阱」的風險。

綜上，貿易摩擦風險的緩釋，國內政策的轉向，對2019年中國經濟，市場不易過度看空。真正值得關注的是，從長期來看，中國如何能夠避免陷入「流動性陷阱」。筆者認為，中日有明顯不同，當年日本陷入真正意義上的「流動性陷阱」始於房地產泡沫的破滅，而當前中國房地產市場仍要好於日本的情況，消費和服務業也有很大潛力，整體經濟尚有很大迴旋空間。

未來關鍵在於能否尊重經濟規律，強化規則意識，避免宏觀調控政策的泛化，通過市場化的手段走出困境。在筆者看來，十八屆三中全會關於市場化改革的決議十分清晰，未來如能切實推進國有企業改革、財稅體制改革、土地改革等關鍵改革，則有助於避免中國陷入日本式的「流動性陷阱」。

## 全球金融市場估值回歸

瑞銀財富管理亞太區投資總監及首席中國經濟學家 胡一帆



### 非凡觀點

與2017年相比，2018年對於全球投資者而言難難得多。截至撰寫本文時，全球股市已從1月時的高點跌去10%，10年期美國國債收益率也比一年前高出約85個基點。除美國以外，其他地區的經濟增長均不如預期，而不斷升級的貿易緊張局勢更增添了不確定性。

然而，這種充滿挑戰的環境對金融市場也有積極影響。2018年過山車式的走勢動搖了投資者的樂觀情緒，並導致主要資產類別的估值和波動性重新回歸歷史常態。市場終於開始關注早應該引起注意的風險了，舉例如下：

**美國增長見頂：**美國商業活動指標可能已在二季度達到周期頂峰，雖然美國金融環境總體上依然寬鬆，但是畢竟處於持續緊縮過程中。儘管這並不意味着美國經濟很快會陷入低迷，但這是一個信號，預示美國經濟在2019年很可能放緩，其他經濟體的增長也依然乏力。

**美國加息：**由於美國勞動力市場供需偏緊，且通脹已達到美聯儲的目標水平，因此市場預期美國將進一步加息。這種環境將推升美國國債收益率，今年以來美債收益率也確實持續走高。當前10年期美債收益率約為3.2%，這使得越來越多的投資者願意加倉該資產，而減倉風險和波動性較高的資產，比如股票、高收益債券等。

**中美貿易：**中美兩國領導人定於在11月底二十國集團（G20）峰會期間舉行會晤（「習特會」），中美貿易關係何去何從備受市場矚目。縱觀2018年，美國威脅要對所有中國輸美商品加徵關稅從一開始的近乎不可能，逐漸演變成高概率情景。這一關稅措施對於中國經濟的影響可能要比對美國的影響大得多，但美國經濟也不太可能獨善其

身。

**脆弱的意大利：**由五星運動黨和北方聯盟組建的民粹主義聯合政府制定的預算草案中，提出需要增加政府支出，並且不太注重降低債務/GDP比率。如果這份預算案獲得通過，市場參與者將開始懷疑意大利債務的可持續性，當歐洲央行撤回特殊性支持政策時，意大利主權債券收益率將面臨上行壓力。可能出現的最糟結果是，歐洲金融業或重演2011至2012年時的緊張局面。

### 風險讓投資者理智

不過，當前的經濟環境遠不是哀聲一片。雖然仍存在不利情景，但我們更關注未來數月有望提振全球資產表現的有利情景。事實上，時至2018年底，市場對風險的態度更趨平衡：

中國：雖然中國經濟數據出現階段性疲軟，而且貿易緊張局勢有可能進一步升級，但我們也看到了令人鼓舞的跡象，中國政府正在積極應對經濟放緩，中國央行在近期下調存款準備金率就是其中的一個例子。筆者認為，中國政府將採取進一步的措施來支持實體經濟、資本市場改革以及外商投資。此外，筆者認為中國境內股市過度計入了中美貿易衝突引發的經濟疲軟。

貿易：雖然我們不排除美中貿易爭端進一步升級的可能性，但也認為對市場有利的結果出現的可能性為20%，例如中美兩國在即將舉行的G20峰會期間至少達成暫時協議。雙方磋商若取得實質性進展，對中國和美國資產無疑都是利好。

歐洲：雖然近期經濟數據疲軟，但這可能是一次性事件所致，例如新排放測試程序導致德國汽車產量顯著下滑。如果情況屬實，我們認為歐洲經濟增長有很大機會在明年上半年回暖。

總體而言，筆者認為牛市正逐漸走向成熟，許多風險仍揮之不去。在這種環境下，風險資產的波動性會上升，收益率則會下滑。然而，隨着牛市的成熟，投資者也會變得更加明智，更加留意潛在風險。



▲本港聯匯制度如同避風港，購買港元資產可免卻匯價波動問題

## 港樓優點 匯價穩定

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



### 樓市智庫

猶如斷線風箏，跌到七零八落。

### 警惕新興國家樓市

新興國家的樓價近年來的確有所上升，幣值卻跌得很厲害，經常見到贏了樓價輸了匯價的場面，得不償失。如果以匯價便宜作為賣點，不大可靠，因為這些國家的貨幣不夠穩健，遇到美元狂升之時貶值得更慘烈，匯價所失遠遠大過樓價所得，隨時損失慘重。

港元與美元掛鈎的聯匯制度，並非口講7.8港元等如1美元，是有強大外匯儲備支撐港元，所以，香港聯匯實施三十多年屢攻不破是有充分理由的。

1997年亞洲金融風暴期間國際炒家襲擊香港聯匯，老實說他們亦知道聯匯固若金湯，目的只沽空期指市場圖利，攻擊聯匯純屬虛招，旨在逼使政府推高利率令股市及期市下挫，中他們的圈套賺錢。

香港聯匯如同避風港，令港元穩定地流通，購買港元資產可免卻匯價波動的問題。因港元有龐大美元外匯支持，又有中國作後盾，在香港買入住宅等物業作投資，比較安全，起碼避免匯價波動的威脅。這十年投資者喜歡買樓多過其他資產是有道理的，而且實用價值又高。



▲九十年代，日本房地產泡沫破滅，被看作是首個陷入流動性陷阱的典型的國家