

2015年3月24日

资产价格泡沫风险上行，央行货币政策的抉择

- 短短两周不到的时间，上证指数在年初以来长达2个多月的盘整之后突破前期3406的高点之后继续一路高至3691。而创业板更是在去年年底触及1460的全年低点之后一路飙升至2357，涨幅高的60%以上。而与股市的火爆行情相反的是，我们看到的经济基本面是持续下滑，1-2月份的工业和固定资产投资数据即便在考虑了春节因素之后依然可以用惨淡来形容。而今天公布的3月份汇丰PMI初值，创11个月新低，预示即将公布的3月份宏观经济数据依然不乐观，我们预计1季度GDP同比增速可能从去年4季度7.3%下降至7.1%左右。A股市场和经济基本面的巨大反差引起市场在一定程度上资产价格泡沫的担忧。
- 虽然短期内市场流动性充裕和投资者的做多情绪是推动市场上涨的直接动力，但我们认为在经济改革和转型的大背景下，对未来宽松政策的预期是A股市场上涨的内生动力。

春节过后当流动性季节性紧缺的窗口期过后，特别是在前期IPO新股发行资金解冻之后，近期市场流动性显得相对较为充沛，这成为最近推动市场快速上涨的最直接的动力。同时两会期间中央政府对“稳增长和促改革并举”的决心传递给了市场极大的信心，这从最近融资买入余额重新出现快速上升可以得到佐证。

但我们认为在市场流动性和投资者信心背后，更为重要的推手依旧是我们前期在报告中所提及的“央妈看跌期权”(PBoC Put)。在美国从格林斯潘时代诞生了一个新名词“格林斯潘看跌期权”(Greenspan Put)，就是当金融市场发生重大危机，格林斯潘就会以下调联邦基金利率等货币宽松的方式来救市从而导致投资者风险偏好不断上升。美联储这种货币政策风格在之后的美国金融危机中又延续为“伯南克看跌期权”。目前国内市场在央行从去年4季度以来货币宽松立场越来越明

章俊

宏观经济研究主管

联系方式

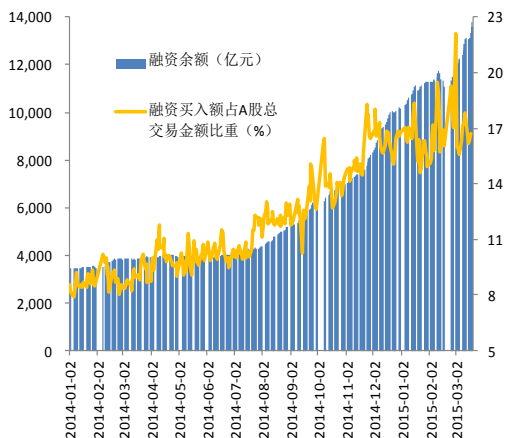
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表：A股市场快速上升



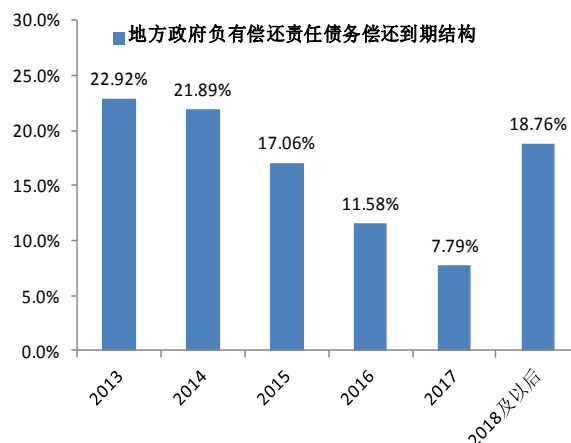
图表：融资买入升温



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

显的背景下，也形成了类似“格林斯潘看跌期权”（Greenspan Put）的“央妈看跌期权”（PBoC Put）：“即只要经济增长乏力，实体经济融资成本居高不下，政府为实体经济托底的宽松政策的力度就会加强，而宽松政策最重要的一环就是央行的货币政策宽松”。“但央行货币宽松所带来的流动性在目前看来很难流入实体经济来降低融资成本，更多的是涌入资本市场推高股票等资产价格”。因此市场和政府在一定程度上就形成了某种博弈，即“实体经济越差，市场对政策宽松的预期就越强烈，而之后宽松政策落地之后对股票市场所带来的推动效应则进一步加强了市场对后续政策和市场联动的预期”。

图表：地方政府债务到期分布



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

● 中国央行货币政策陷于“稳增长”和“防资产泡沫”的两难困境

在经济增长下滑要求政策宽松的大背景下，我们对今年货币政策宽松的必要性和必然性的判断是基于我们对2015年财政政策空间不大的判断。虽然在之前的中央经济工作会议和之后的两会政府工作报告中，2015年财政政策的基调都被定位为积极的财政政策，但我们一直认为在实际层面操作难度很大。这是因为受从去年以来中央对地方政府融资做了明确的梳理和规范（例如43号文），地方政府的债务融资能力将被大幅压缩。虽然中央允许地方政府开始试点发行类市政债的地方政府债以及积极推进PPP融资模式，但毕竟规模有限，短时间内难以弥补城投债和地方融资平台退出留下的缺口。而且在经济下滑和房地产投资低迷的背景下，地方政府税收收入以及土地出让收入也将继续萎缩，因此地方政府收入的下降决定其明年很难扩大支出规模。而且更为重要的是在地方政府融资能力显著萎缩的情况下，地方政府债务的到期偿还压力在今年而未来一段时间依旧巨大。因此地方政府在融资过程中的“借新还旧”将成为常态，而在增加地方投资方面则是更加有心无力。因此就整体而言，即便今年中央财政赤字预算规模和实际实行数字可能会有所提升，但就整体而言财政很难有所作为，这就需要央行在货币政策层面在今年承担更大的“稳增长”的重担。

在经济增长乏力的背景下，央行从去年下半年开始推行定向降息降准以及货币政策操作工具的创新来进行“滴灌”式宽松，希望解决实体经济“融资难，融资贵”问题，但实际情况依旧是实体经济融资成本居高不下。这背后的原因是在目前“经济三期叠加”的背景下，实体经济有效贷款需求下降，同时坏账率上升也导致银行风险偏好下降，从而出现慎贷惜贷的现象。因此央行货币政策操作从去年11月底重新回归传统轨道，在基准利率维持不变长达两年之后首次下调40个基点，并极大的激发了市场对央行未来货币政策宽松的预期，从而导致沉寂已久的A股市场大幅上涨。而A股市场过快的上涨所带来的资产价格泡沫化的风险也导致央行面对持续疲软的经济数据而在后续宽松政策的出台上有所顾忌。虽然之后在今年年初，央行又分别降息降准各一次，但货币宽松的力度和经济基本面恶化的程度不匹配，这也就是我们为何对当前货币政策立场的判断是“依旧处在中性区间，降息降准更多的是对冲通胀下行所导致的实际利率上升以及资本外流所导致的流动性收紧等货币紧缩效应，而对实体经济没有太多的拉动效应”，因此市场对此没有太多的反应。但最近两会期间中央政府对“稳增长和促改革并举”的决心以及经济增长的持续下行再次使得市场对政策宽松的预期有所增强，由此所带来的投资者风险偏好上升推动A股市场连续上涨。

A 股市场的连续上涨不但让投资者，更令央行会产生资产价格泡沫的担忧。预计整体经济增长疲软和通缩压力上行的趋势在未来一段时间内不会发生根本性的改变，因此要求政府，特别是央行层面有进一步加大宽松力度的措施出台。但如果央行就此连续降息或者降准，那结果是导致市场“央妈看跌期权”的逻辑进入自我实现和自我加强的机制，从而进一步引导资金进入股市。那央行很有可能出于对资产泡沫的担心，而趋于谨慎，相应推后宽松的时间点并降低宽松的力度，这对于目前疲软的实体经济来说是不利的。因此目前央行就陷入了“稳增长”和“防资产泡沫”的两难困境。

● 央行在两难困境下的货币政策抉择

通常情况下，央行在执行货币政策时面临的困难之一就是：很难判别在货币政策宽松的低利率环境下产生的资产价格上涨是过剩流动性推动的资产价格泡沫还是经济增长获得新增长点之后反映经济基本面改善的真实繁荣。因此就央行货币政策目标除了锚定在商品价格之外，是否要包含资产价格的争论由来已久。英国著名经济学家/摩根士丹利高级经济顾问 Charles Goodhart 则认为鉴于资产价格泡沫对经济巨大的破坏性，银行货币政策中应该用包含房地产和股票等金融资产在内的广义价格指数代替消费品价格指数等传统反映通货膨胀程度的指标。货币当局一旦发现房地产和股票等资产价格上涨过快，即使在像消费品价格指数等传统意义上的通货膨胀指标还比较稳定的时候，就应该采取紧缩性货币政策。而以美联储主席格林斯潘为代表的美联储官员普遍认为资产价格泡沫是难以识别，即使货币当局能识别，但也无能为力，因为提高利率必然导致经济的衰退。货币当局的作用更多是体现在资产泡沫破灭之后的治理。而格林斯潘的继任者伯南克也认为只有当资产价格的变化影响到了货币当局对通货膨胀的估计，货币当局才能采取相应措施治理资产价格泡沫。

传统意义上，央行所需要履行的最基本职责是维持物价稳定，但往往同时需要承担稳定经济增长等职责。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多重职责让央行不堪重负。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”。

因此我们认为央行货币政策应该履行赋予自己的职责，过多的额外负担会造成顾此失彼。鉴于目前经济增长乏力，通缩风险上升的现状，特别是出于为中央政府在 2015 年进一步推进和深化改革护航的需要。因此本着“两弊相衡取其轻，两利相衡取其重”的原则，我们认为央行在 2015 年延续并在边际上加大货币政策宽松的力度是大概率事件，虽然这可能在一定程度上导致部分流动性进入股市甚至房地产行业，从而会推动资产价格泡沫膨胀。但我们认为监管层可以通过加快包括股票注册制，资产证券化注册制，以及企业债等直接融资市场的建设来增加供给，从而在一定程度上解决 A 股市场长期供需失衡的局面，同时也可以帮助实体经济在传统以银行为主导的间接融资渠道不畅的情况下，在多层次资本市场逐渐建立和发展的情况下更多的开拓直接融资渠道。

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。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。

本资料仅供贵方（报告收取人）参考，不得复制或提供给任何他人使用。

