



央行的“作为”

“央行做什么”和“央行不做什么”，对于市场公众来说，央行都在作为，前者是引导或者引领，后者是默许。市场的价值实现，依赖于央行的语言工具和货币工具，以及现实存在的法律制度、商业制度和文化环境。

文 | 胡研宏

耶伦大妈一声吼，全球市场抖三抖。这是美元国际地位的表现，也是央行对市场预期的影响。

回到国内，“央行做什么”和“央行不做什么”，于本国市场而言，央行都在作为，前者是引导或者引领，后者是默许。市场主体根据央行的“作为”寻求最优决策，塑造了当时的经济背景，并产生一些行为特征。市场的价值实现，最终依赖央行的语言工具和货币工具，以及现实存在的法律制度、商业制度和文化环境。

互动也有错拍时

当然，央行的“作为”也有不适时、不及时的时候，它与市场的互动也并非时时有效。从近三年央行货币政策执行报告描述的社会经济环境及随后一年的整体市场经济数据表现，我们就可以看出这点。

2015年，央行在政策制定和公众引导上偏向通过民众创业来塑造或者支撑经济火车，彼时的金融创新，以P2P为代表迅速铺开。公众很快在央行的引导和政府的支持下形成共识，

而对于普通居民信用数据不完备的怀疑使得众多金融机构没有参与到这场相对微观、以居民为主的金融服务中来，行业不规范问题小范围爆发，市场的非规范性跃进发展并没有受到太大干预。

2016年，去产能是核心，众多商品的触底反弹尤为强烈，甚至市场还在二季度怀疑这种去产能的可持续性。然而在污染与经济增长，以及调结构的共同作用下，市场终究产生了巨大的能量，商品价格开始连续上涨并带动社会生活成本上升，公众的通胀预期也迅速升温，市场对货币贬值的担心也越发严重。

在一个货币经济环境中，央行需要对货币政策制定一个名义锚来给予市场旗帜性的警告或者引导。这个锚通常是利率或者货币总量M2增长率，社会融资总额也是一个统计维度。通过这样的数据变动、窗口指导以及货币政策委员会委员讲话来引导公众预期。

2016年央行在迟疑中逐渐坚定了去产能的政策方向，于是下半年市场的流动性开始大量走向囤积商品为特征的脉冲式上涨，这对经济本身并无太多益处，反而提高了物价水平，使得市场利率在10月份开始攀升，引发了不小的债市调整。商品的良好基本面（去产能）使得商品回报率提升，进而竞争债券与股票市场的资金，出现了商品第一、现金次之、股票第三、债券最次的市场表现特征。

在公众响应剧烈的同时，央行的反应是相对迟缓的。市场焦虑央行应该加息还是降息，纠结如何用—个模型来描述当前所处的经济环境。因为加息是应对经济商品领域过热，降息是应对非商品领域的持续低迷。

清者不清——“无辜态”央行

知识只是工具而非真理，抽象化模型显然无法给出统一答案。

在这样的经济环境中，央行几乎在进行一场大规模的货币试验，也就是相对自由化地处理了公众对货币政策以及政府行政去产能政策的反应，而这种处理方式加剧了公众对当前经济不协调性的运用和放大，到2016年四季度，商品领域几乎出现失控特征，毫无疑问地把负面影响扩散至其他资产。

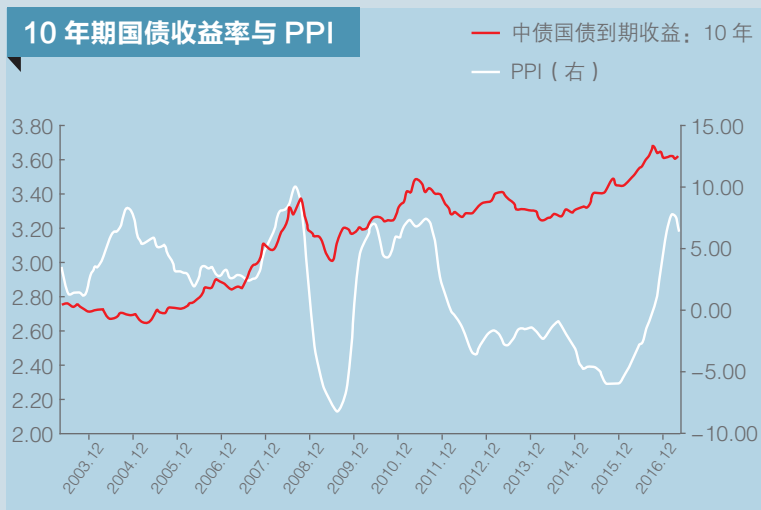
从某种意义上来说，央行开了头，但没有照顾市场过程的发展，也没有在市场出现过度反应的时候进行响应。从自由市场角度来讲，这是积极的，但对于经济本身稳定来说，不利于稳物价目标的实现，这种高波动的价格信号直接导致中间企业受损，而非消费者。央行的不响应并不意味着它的无辜，无视波动过大的资产会被默认为许可而被放大，央行说了什么则会被认为是经济的方向。央行的做与不做都会对市场产生影响，关键是要管理好市场预期。

2017年延续了2016年的“三去一补—降”的政策指导方向，新增了制度性建设。但从当前市场的反应来看，很难说央行已经做出了软化政策对经济损益波动的预案。

目前央行释放给市场的信号是，金融市场去产能。这一信号又引发最为直接的金融资管和理财市场的相对收缩性需要，而“金融去产能”与经济好转之间本身并无联系，它只是为了防范2016年制造的风险端倪，高利率下债券市场杠杆连锁反应的危险性。

“市场观点”，在大多数时候是被认为是一种预测，但更像是被制造出来的模特，像工具—样，抓取观众的眼球。而这样的观点（金融去产能）不断被央行提示（且确实在不同领域被落实）是值得重视的。市场的目光会极力聚焦于央行制造的这个模特，并为她投票。观点于是成为了央行“治理”经济的工具，像—把刀，庖丁解牛—样穿梭在庞大的经济体中间，但事实上没有人是庖

观点于是成为了央行“治理”经济的工具，像—把刀，庖丁解牛—样穿梭在庞大的经济体中间，但事实上没有人是庖丁。



数据来源：Wind、英大证券研究所

丁。在当前居民杠杆通过房贷加完杠杆的时刻，开始金融去产能去杠杆，严格金融合规审核和风险控制，这样的环境中，模特显得特别耀眼，尤其能像“看，天上有一个飞机”一样吸引路人的注意力，将本不属于这个领域的市场参与者虹吸进来，制造更大的隐患。

“其他条件不变”

“其他条件不变”，这是经济教科书分析的最常用前提条件，当然也是分析报告中的座上宾。一旦我们放下“其他条件不变”，一切预测的不确定性将大大增加，指数级上升，而之所以没有突破天际，无非是你我的家庭预算、企业预算是存在边界的。这样的约束导致了总体的相对稳定，但不确定性会自动寻找释放的

突破口，将别的领域无法释放的能量集中到个别领域加以强化释放。在经济相对脆弱的情况下，经济危机是由“思维模式变化”引起的可能与传统经济学教科书不一致，但却能十分恰当地解释近几年中国的经济大波动。不论在房产领域，还是股市领域，抑或是债市领域，尤其是每一个市场都确实存在过央行语言性指引“居民加杠杆是合理的”、“资金进入股市也是支持实体经济”。

当然央行本身并非这种结果的意向人，而公众在与政策主体的互动下却会走向这条强化预期与共识的选择，进而达到预期强化而经济韧性弱化的效果。

经济过程的持续塑造

当然现在央行对于市场的语言性评论相对减少，相对来讲，再次将市场彻底送给了公众，这也是未来市场潜在的隐患，这基本会导致当前糟糕的资产持续糟糕，受追捧的资产持续受到青睐，而这并不是市场舆论所谓的“价值行为”。

经济本身是一个互动过程，并不存在绝对的价值，而在互动的过程中配置资金，进行经济转型升级本身才是目的。

可以说，央行制定利率给公众设定前进的目的地锚，金融市场传导迅速，首先实现，而实体经济相对延迟，反应相对滞后。央行的语言干预则是司机对方向盘的微调，调整市场过分的偏颇，减少不必要的“猛拉方向”的风险。经济环境信息、公众预期以及一些客观的和扭曲的市场传媒舆论，都在驱动市场，也是金融市场和实体经济的组成部分。所以市场的价值实现，依赖于央行的货币工具，也依赖央行的语言工具，以及现实存在的法律制度和商业制度以及文化环境。E

(作者供职于英大证券研究所)