

Roundtable

■ 重振经济与金融 30 条

调整融资市场结构 货币政策“短中长”须协调

随着国际国内经济环境的急转直下,中国货币政策在 2008 年最后一个季度风向大转。在“适度宽松”的既定基调之下,日前国务院办公厅发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》(简称“金融 30 条”),以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 到 4 个百分点的增长幅度为依据,中央政府将明年全年广义货币供应量(M2)增长目标设定为 17%。此外,央行还首次宣布停发 3 年期央行票据,降低 1 年期和 3 个月期央行票据发行频率。然而在宏观经济下行的压力之时,货币供应量 17% 的增长目标亦面临较大压力,为了达到这一目标,“金融 30 条”着重对刺激信贷提出诸多政策方向。

“金融 30 条”的出台实质上是对前期“国务院十条”措施的具体落实,该文件的出台为后续具体刺激经济政策带来更多预期。然而,作为一个有待细化的政策,该文件并未解决市场所期待的诸多问题。在宏观经济下行的趋势下,17% 的 M2 增长能否实现? 商业银行惜贷心理以及局部信贷需求萎缩是否会影响到货币信贷的增长? 为解决目前融资市场的结构性矛盾,政府是否应该更大力度发展直接融资市场? 针对这些问题,本期金融圆桌邀请了四位权威专家进行解读。

◎ 本报记者 唐真龙 周鹏峰

明年货币投放力度加大

上海证券报:按照“以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 到 4 个百分点的增长幅度作为 2009 年货币供应总量目标”的计算方式,17% 的目标设定是否合理? 能否实现?

连平:近期我国出台的一系列刺激经济增长政策在力度上是空前的。从投资拉动角度看,我国 2009 年 GDP 增长速度应该高于 8% 的水平。从物价角度看,尽管目前 CPI 维持在 2% 的水平,明年初可能若干个月份会出现负值,但是考虑到明年大规模内需扩张政策的实施,一些原材料的价格会因为需求的增长而出现反弹;同时发改委近期表示将在目前较好的时机推出价格改革举措,我国 CPI 明年有可能达到 3% 左右的水平。因此,以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度作为 2009 年货币供应总量目标”计算,我国广义货币供应量增长 17% 左右有其合理性。

杨涛:明年 M2 增长 17% 的目标确实存在一定难度。从历史上看,M2 增长高于名义 GDP 增长的情况只有在通货紧缩严重时才会出现,如在 1998 年至 2003 年间曾持续这一现象。应该说,从货币当局角度来看,确立该目标也有其合理性,主要表现在

为两方面。一是近期经济指标不断变坏,通货紧缩压力开始出现,政府希望增强货币政策的逆周期调节作用以抵御经济下行风险。二是为了稳定市场预期,表达政府明年扩大流动性的强力姿态。当然,经济紧缩期完成 M2 目标的难度更大一些,政府也表示明年只是“争取”实现 M2 目标,并且还会“适时调整货币政策”,这些都增加了政策弹性,体现出 M2 目标的政策信号意义大于实际意义。

华而诚:假设明年经济增长 8%,通胀大概 3% 左右,加起来就是 11%,那货币的目标是 17% 就显得过高了。当然也可能预期的 GDP 增长目标是 9%,通胀在 4%,那就与目标拉近了。我判断,第二个组合的概率较低。

因此,这个目标其实说明的是明年的货币投放的力度将相当大,但很多的钱投放后,并不会产生过高 GDP 的增长与过高物价的上涨。其原因是在经济不景气的时候,经济的不确定性增强,大家都掌握现金或存款,再多的货币供给都化为并非满足经济交易的货币需求了,类似凯恩斯所说的“流动性陷阱”。

庄健:从近几年的趋势看还是有希望的。前几年 M2 增速的调控目标都是 16%,由于明年面临的保增长

的任务艰巨,如果货币供应量跟不上的话,会影响资金的供给。上述公式中,要考虑货币流通速度的因素:如果较高,M2 的增长可稍微低一点,如果货币流通速度放慢,M2 的增长率就要定的高一些。M2 增长率要达到 17%,GDP 增长保 8,物价上涨率预计在 4% 左右(发改委将明年 CPI 目标定在 3%—4.8% 之间,给资源、能源产品价格调整预留一定空间,实际达到 4% 左右可能性较大),说明货币流通速度因素的影响在 5 个百分点左右。所以我认为按高于 GDP 增长和物价上涨之和 3 到 4 点的增幅安排明年 M2 目标,可能考虑了货币流通速度放慢的因素。

在实际执行过程中,银行惜贷和企业“慎借”都会影响 M2 增长率。目前企业对银行贷款都比较谨慎,因为对前景信心不足,等待观望,看经济的走势怎么样。特别是工业生产型企业,前段时间积累了不少库存,现在可能都在消化库存的阶段。我个人觉得,这个情况对明年上半年的影响会比较明显,上半年生产的积极性会比较弱,下半年投资和消费的信心会逐渐恢复,那时,货币的供应可能也会增长的快一些,平均下来全年增长 17% 是有可能的。

扭转慎贷与需求不足之尴尬

上海证券报:您认为银行惜贷以及企业信贷需求不足的判断是否成立? 如何看待两者之间的矛盾?

连平:从目前的情况看,我国信贷需求在一些方面的确存在不足现象。但与此形成鲜明对照的是,在我国扩大内需的经济政策的推动下,国内基础设施、交通运输、建材、机械建设、电网建设、环保设备等行业的信贷需求反而出现增长。基建领域投资加速将有力提振对钢材、水泥、机械设备等投资品的需求,从而改善这些行业的经营形势,从而刺激该行业的信贷需求。由国家或地方出资投资农村电网建设,将改变各省农村电网因亏损而难以有效加大农网投资的现状,也刺激了相关企业对信贷需求的增长。此外,城镇污水、垃圾处理设施建设和重点流域水污染防治等相关行业也会因为政府投资而相应增加信贷需求。因此,我国目前的信贷需求不足是相对不足,而不是绝对不足;而且未来这种相对不足的状况将逐步趋于改变。

杨涛:就近期来看,确实出现一定程度信贷需求不足迹象。主要表现为,虽然近期货币政策不断放松,月度贷款增长也较快,但货币供应量增速下滑局面依然延续,M1 和 M2 增速都不断创出新低,表明企业对未来经济前景确实不看好,企业的投资需求和生产经营活动都在萎缩。而房地产、汽车等重要行业的低迷,也从整体上降低了信贷需求规模。

从信贷供给看,虽然近期商业银行为配合中央政策导向,出现了明显了信贷规模扩张迹象,但面临经济下滑的较大风险,其惜贷心理同样不容忽视。可以预见,这种“慎贷”更多将针对非政府参与建设项目与中小企业、出口企业。当然,由于商业银行上市后面临更大盈利压力,而其尚未摆脱靠利息收入的模式,因此只要政府投资扩张力度足够并且有相关政策引导的话,商业银行的“慎贷”行为不难得到缓解。

另外,信贷需求不足并非短期能

解决的,企业信心的恢复需要等待经济走出低谷而回暖,也需要一系列相关政策的支持。

华而诚:银行惜贷指的是银行提高贷款的标准,同一笔贷款,现在在审批上要求更多。现在信贷风险增大,风险调整后的收益减少,银行当然会更谨慎。但是,如果未来银行信贷明显的紧缩,它可能更多反映的是信贷需求的不足,不可简单地以银行惜贷来概括。也就是说要创造有效需求,为银行提供贷款创造条件。

庄健:信贷慎贷的情况确实存在,因为经济下行的时候,银行会担心贷款的质量,不敢轻易放贷,造成坏账损失。同时,现在企业也比较迷茫,这些都需要政府去引导和带动。

政府采取了多项措施,包括“国十条”、“金融三十条”等,从财政、货币两方面适当放松,给企业和个人更加宽松的空间,这些实际上都是在稳定信心,鼓励消费和投资,我觉得效果会在明年的二季度左右逐渐显现,这会改变目前银行惜贷以及企业慎贷的不利格局。因为,实际上中国资金不是短缺的,不像美国缺乏现金流,中国还有那么多的存款,外汇储备,财政收入,这些都是非常有利的条件。只要各方面的信心增强了,我觉得这种经济的运行就会逐渐走上正规。

上海证券报:从信贷投放结构来看,各大行均扎堆基建等国家政策导向的领域;与此同时,对出口行业、中小企业、房地产业等流动性问题尤为突出的行业,商业银行则多是规避,如何解决这一矛盾?

杨涛:对于出口行业来说,近年来持续对“两高一资”领域的调控不应该弱化,金融支持主要应该针对符合结构优化方向的出口行业,除了增加信贷支持政策之外,还要依靠财税政策、各种融资创新手段来满足其流动性。

对于中小企业来说,一直就面临融资难问题,对此,规范和引导民间资本为其提供金融支持,真正促进创

业板市场发展,建立中小企业政策性银行都是可考虑的选择。

对房地产企业,我认为其对经济的拉动作用与本世纪初相比已经很有限,而且房地产市场调控还未到位,因此应避免大规模放松信贷约束,但可以推动房地产投资信托等多种工具来优化房地产金融结构。

华而诚:银行也希望扶持好的企业,有前途的企业。不能说对所有出口、中小企业,房地产都不贷,否则就相当于少了很多的贷款业务,这是不可能的。在经济调整期间,无论是房地产行业、出口行业还是中小企业,都是有些企业往上走,有些往下走,强者会更强,弱者更弱。这个时候挑战银行的风险管理能力,银行要有慧眼,满足客户的融资需求。

庄健:中小企业贷款难不是中国独有的,全世界都一样,因为相对风险较大,放贷成本较高。因此单纯依靠目前以国有大型商业银行为主的间接融资方式去满足中小企业的资金需求是不够的,应尽快通过建立更多中小商业银行、社区银行,从推动创业板、股权融资、债权融资、信用担保等多方面的金融改革,逐步解决中小企业融资难的问题。

出口行业可能还有其他一些政策推动,比如税收,但目前国际大趋势下行,即便现在提供税收优惠、人民币贬值,还是没法扭转国际经济大趋势。没有需求,没有订单,银行怎么去放贷? 这个时候就应该想办法去转一些重点,如果出口不了,看能不能转向国内市场,这个是金融机构要考虑扶持的。

房地产就更复杂了,目前政策、税收都意在重振房地产,但前几年泡沫太多,还是要挤挤泡沫。其实中低收入阶层的住房需求还是很大的,但因为价格因素,他们很难实现愿望。政府可以转变观念推低价、廉租房建设,当然商品房还是要适当地放松一些原来的政策,使房地产业不至于这么不温不火地持续下去,毕竟房地产对中国的影响很大。



嘉宾

交通银行首席经济学家
中国社科院金融所货币理论与政策研究室副主任
建设银行首席经济学家
亚洲开发银行驻中国代表处高级经济学家

连平
杨涛
华而诚
庄健



连平



杨涛



华而诚



庄健

加快直接融资市场创新发展

上海证券报:我们是否应该重新认识如何建设直接融资市场,调整建设资本市场结构等问题。如何看待地方发债的可行性?

杨涛:我觉得,之所以强调间接金融方式来推动本轮刺激内需,一方面是因为这是我国一直没有改变间接金融为主的传统金融结构,另一方面也是由于股市的低迷导致其融资功能迅速弱化。

长远来看,除了通过商业银行的间接融资模式之外,政府还应该在另外几方面开拓思路。

其一,不应该再过度强调股市的融资功能,因为这不利于股市制度建设与健康发展,中国股市最大的问题就是过度强调资源配置功能,而非其公平环境下的财富功能。其融资功能发挥的重点,应该是面向中小企业的创业板的改革和健康发展。

其二,债券市场应该大力推动,加快实现交易所和银行间市场的统一,规范债券市场监管与制度设计,使其将来成为重要的企业融资手段。

其三,给予民间资本以更大的空间,使其不仅能直接参与“两基一支”与公用事业领域的投资,而且能放宽金融市场对其的准入。

其四,加快金融创新速度,不要由于风险而“因噎废食”,通过适度推动证券化等多种金融工具来拓展“第三种融资模式”。

华而诚:直接融资与间接融资之间并没有固定的比例关系。就发达国家而言,美、英的盎格鲁—撒克逊模式的直接融资的比例就比欧陆国家高很多。但是,中国直接融资的比例是过低的。如果没有一个健康的资本市场,风投就很难做起来,对发展一个创新

型的经济是极不利的。而银行是不能做很多高风险的业务,初期期的中小企业对资金的需求很难得到满足。同时,直接融资的发展有利于银行与企业分散融资的风险,也可为居民提供了更多的投资工具,有利于其分散投资风险。目前资本市场的发展应该立足创新,要有诚信,比如债市之所以做不起来,就是因为以前一大堆企业借了钱不还。地方政府的发债应以试点方式开展。

庄健:中国资本市场需要改善的方面很多,这个时候要考虑一些根本的办法,比如说对上市公司的一些规定,大小非的问题,还有丰富资本市场。前段时间提的创业板,我觉得可以加快步伐,但是说到根本,对资本市场还是要尽量市场化,政府不宜过多干预,更多应该是制定规则,增加透明度。

现在也是加大直接融资市场的一个时机,因为中国产品还比较单一,国外有债券市场等产品,现在中国股市承载的压力过大,难以解决如此多的问题。

有的专家提了一些建议,比如成立平准基金,我觉得都是短期的一些措施,有些根本的措施,如规范上市和增加透明度则是更为根本的措施,因为现在很多上市公司信息不是很透明和真实,还有政策的延续性也很重要。

对地方发债的情况要特别慎重,要考虑到现实,因为地方政府特别是县以下政府的债务都都很高了,放开的话就更加麻烦,最后问题都会集中到中央财政,这个事情我觉得得要慎重,不能过快放开,风险会特别大。地方发债对解决资金问题不是一个很好的途径,还是要靠银行贷款和企业自筹。

警惕货币政策“副作用”

上海证券报:适度宽松货币政策已经非常明朗,且宽松的步伐已经迈得更大。您认为,如此大规模地释放流动性,是否又将给未来埋下不利后果?

连平:本轮经济调整较为迅猛,货币政策也体现了动作快和力度大的特点。由于货币政策效应具有滞后性,前瞻性应是货币政策的实施,当前,很有必要促使利率和准备金率尽快达到迅速提振经济需要的水平,尔后进入一个观察期。一方面应观察经济增长是否已出现趋势性变化,另一方面应关注是否由于投资迅速扩大和改革举措,物价出现了异动。从前瞻的角度看,货币政策不久可能就要转向增长和物价都应予以关注的阶段。

杨涛:客观来看,货币政策的逆周期调节作用只是一个理想状况,实际上任何强力的宏观政策都会具有“双刃剑”作用。政府近期政策姿态的强化,也应与借鉴美国等许多国家货币政策的经验教训有关。适度宽松的货币政策,是当前面临较大经济下滑风险的必然选择,但肯定也会增加未来经济反弹时的不确定性。如银行信贷扩张的怪圈、不良率的增加、资金流向此前

的限制领域等,当然这些难以归咎于货币政策本身,而是能否改革中国经济中某些“痼疾”的问题。

华而诚:现在全球货币当局关注的是通货紧缩的风险,希望银行尽量增加贷款。但是在当前需求急速消失,市场信心阙如的情况下,货币当局的大规模地释放流动性,并未阻止经济衰退,这是源于银行资产质量恶化、资本金不足,使银行惜贷,美国就是如此。所幸中国的银行没有这个问题。但是,中、美都需要强而有力的积极财政政策来创造需求。大规模地释放流动性,也可能带来新一轮资产泡沫,虽然不确定是那类资产,不过那是以后的问题了。

庄健:目前中国短期面临通缩的危险,但长期可能还有通胀的隐患,现在放那么多流动性出来,对短期保增长确实是有必要的,应对通缩的情况有效,但如果经济结构不转变,过一年经济上行,就会发现这么多的流动性会带来通胀的危险。有限的资源、原材料可能会重新涨价,所以短期和中长期相结合,短期要防通缩,中长期要防通胀,这根弦要绷紧,不能过分的没有原则的去放贷,要有一定的规矩和方向上的考虑。