

2009年,我国要继续保持经济快速增长、金融平稳运行所面临的困难较多,而通货膨胀压力较2008年明显减轻,甚至存在通货紧缩的可能。经济增长过快下滑和金融风险上升将成为金融调控面临的主要问题,金融调控的目标应由“保增长、控通胀”转变为“保增长、防通缩、控风险”。预计2009年M2同比增速将达14%左右,据此进一步推算人民币贷款全年为3.8万亿元左右。预计2009年央行可能继续降息3-4次,每次降息幅度为0.27个百分点;存款准备金率也将多次下调,累计下调幅度可达4-5个百分点;人民币对美元升值步伐将较前期明显放慢,2009年全年人民币对美元波动幅度在-1%~1%之间。

金融调控目标:保增长、防通缩、控风险

◎李若愚

2009年我国保持经济快速增长、金融保持平稳运行所面临的国际和国内的困难较多,而通货膨胀压力较2008年明显减轻,甚至存在通货紧缩的可能。经济增长过快下滑和金融风险上升将成为金融调控面临的主要问题,金融调控的目标应由“保增长、控通胀”转变为“保增长、防通缩、控风险”。

在对抗经济减速和金融风险方面,我国有历史经验可资借鉴。受1997年亚洲金融危机的冲击,我国经济曾在1998-2000年出现通货紧缩和金融风险严重的复杂局面。对比1997年亚洲金融危机后的中国和当前全球金融危机冲击下的中国,从现象上看,两者非常相似。不过,当前的全球金融危机破坏力和对我国的冲击要远大于1997年亚洲金融危机,我国自身应对危机的能力和条件较当年要好。在金融层次主要体现为:一是我国有着1.9万亿美元巨额外汇储备,应对金融危机和调节国际收支失衡的能力较强。二是我国银行体系更加健康,多数商业银行已经实现股份制改造和上市,资本较为充足,不良资产较少。据银监会统计,截至2008年6月末,资本充足率达标的商业银行为175家,达标银行资产占商业银行总资产的比例为84.2%。9月末境内商业银行不良贷款率仅为5.49%。三是经过亚洲金融危机的洗礼,金融调控在应对危机和化解通缩、金融风险方面积累了一定的经验。

货币政策将进一步宽松,为扩大内需创造条件

去年11月5日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,提出“当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策,出台更加有力的扩大内需措施。”“从紧”的货币政策转为“适度宽松”。为应对通货紧缩,进一步扩大内需,预计2009年央行还会继续加大货币政策的放松力度。一是为支持扩大内需,增加货币供应和信贷投放;二是通过降息和下调存款准备金率等措施来保证银行体系流动性充分供应和引导市场预期;三是充分发挥信贷政策的结构调整功能,通过窗口指导引导贷款投向,促进经济结构调整。为扩大内需,国务院常务会议提出了到2010年底向保障性安居工程建设、农村基础设施建设、铁路、公路和机场等重大基

础设施建设等投资4万亿美元的计划。在外资萎缩,民资不振的情况下,大规模的投资建设需要依靠财政和信贷资金的支持。为了配合政府投资,需要信贷投放加快增长。但需要看到,在国际经济金融形势风云突变、国内经济景气度大幅下降,企业经营状况日益艰难的情况下,银行体系的金融风险也在加大。金融调控要保增长,也要防风险,需要统筹考虑支持经济增长和防范金融风险的关系,要在放松银根的同时,加强对商业银行信贷风险的管控。

考虑到2009年经济增速将延续回落态势,CPI涨幅也将低于2008年,结合货币流通速度因素,预计2009年M2同比增速将达14%左右,据此进一步推算人民币贷款全年为3.8万亿元左右。

信贷政策继续坚持“有保有压”,达到“调结构、促转型”目的

为“保增长”信贷政策要逐步放松直至取消对商业银行信贷投放的总量控制,同时要坚持总量微调与结构优化相结合的原则,贯彻落实“区别对待、有保有压”的方针,达到促进产业结构升级、经济结构调整和经济增长方式转型的目的。具体而言,要继续限制对高耗能、高排放和产能过剩行业劣质企业的贷款;贯彻落实党的十七届三中全会精神,加大对“三农”的信贷支持;保证汶川地震灾后恢复重建的贷款需求;保证中小企业、服务业、自主创新、节能环保等的信贷支持力度;保证对居民购买用于自住的普通商品住宅和经济适用房的信贷支持力度,适度发展个人消费信贷业务;积极配合财政政策,加大对基础设施贷款力度,保证国债项目的贷款需求。

从减轻企业财务负担、稳定房地产市场角度考虑,应继续降息

降息可以降低企业的融资成本,提高企业的投资能力和生产积极性,帮助企业走出经营困境,刺激投资和消费需求。此外,降息对减轻购房贷款人的利息负担,对维护房地产市场信心和稳定也有一定作用。2009年我国具备降息的时机和条件。为阻止经济进一步下滑,美国联邦储备委员会于去年12月16日决定将联邦基金利率降到历史最低点,从目前的1%下调到0-0.25%区间。日本央行也

随后跟进,12月19日宣布,从即日起将银行间无担保隔夜拆借利率从目前的0.3%下调至0.1%。这意味着美国和日本都已经进入“零利率”时代。为防止金融危机失控,刺激经济增长,2009年世界主要国家仍将集体处于“降息”周期。而我国国内通胀警报解除,面临通缩风险,也为降息释放出空间。尽管目前一年期存款基准利率距离历史最低水平只有一步之遥,一年期存款基准利率2.25%仅高于历史最低水平(1.98%)0.27个百分点,一年期贷款基准利率5.31%则已处于历史最低水平(6.31%),但非常时期需要非常政策,2009年存贷款基准利率仍将多次下调,我国2009年将迎来“超低利率”时代。预计2009年央行可能继续降息3-4次,每次降息幅度为0.27个百分点。其中,可能会有不对称加息,如存款利率不调,贷款利率下调。

准备金率下调和公开市场操作相结合,保证银行体系流动性平稳

最近两年我国法定存款准备金率频繁上调,主要是为应对外汇占款的过快增长,在外汇占款造成银行间流动性过多的情况下,通过上调存款准备金率来控制吸纳过多的流动性。除准备金工具外,发行央行票据等公开市场操作也是对冲外汇占款的有效手段。2008年6月份以来外汇储备和外汇占款过快增长的势头已经开始改变,热钱有撤离中国的苗头。在全球金融危机的冲击下,2009年我国出口将面临困境,外资流入减少,贸易顺差和FDI增长也将放缓。2009年国际收支“双顺差”规模的下降将促使外汇占款增长继续放缓。随着外汇占款带来的流动性投放减少,我国公开市场操作压力将减轻,保持高水平存款准备金率的必要性也将不存在。届时可继续减少央行票据的发行规模,甚至择机停止央票发行。为保证银行体系流动性平稳,还需要进一步下调法定存款准备金率。另外,保持过高水平的存款准备金,不利于商业银行放贷,从放松信贷的角度出发也应下调存款准备金率。预计2009年存款准备金率也将多次下调,累计下调幅度可达4-5个百分点。

放慢人民币升值步伐

美元走势是影响人民币汇率走势的关

键因素。作为人民币汇率所参考的一篮子货币中最重要的组成部分,美元和人民币汇率之间存在负相关的变化趋势。当美元走强时,人民币面临对美元加快升值的要求;美元走强时,人民币对美元升值步伐将相应放慢,甚至转向贬值。2008年7月中旬以来,美元出现弱转强,走出一波快速升值的行情。这一方面是由于在次贷危机引起的全球金融风暴中,美元逐渐成为国际资本的“安全港”,大量资金开始流向美元资产。另一方面也是由于美国也需要强势美元。随着2001年以来美元持续走强,美元金融霸权的地位已经开始有所动摇,美元继续贬值也不利于美国政府发行国债来拯救金融体系和金融市场。从目前的全球金融风暴的发展态势来看,从美国

解决金融危机和经济衰退的需求来看,美元还离不开美元。美国更离不开美元。在全球金融风暴风险偏好显著降低的背景下,美元作为较安全的金融资产可能仍将成为资金追逐的对象。2009年美元出现持续走强的可能性较大。

在美元走强的同时,为避免人民币对欧元等非美元货币出现大幅升值,应放慢人民币对美元升值的步伐。此外,考虑到保中国实体经济增长、防范热钱撤离中国加大金融风险的需要,人民币对美元升值步伐都不应再加快。预计2009年人民币对美元升值步伐将较前期明显放慢,人民币对美元甚至会出现阶段性贬值,2009年全年人民币对美元波动幅度在-1%~1%之间。

经济增长放缓金融风险上升

1、全球金融动荡,国际环境阴云密布。2008年9月份以来,美国“两房”、AIG陷入困境被美国政府接管,雷曼兄弟破产、美林因巨亏被收购,一系列的爆炸性事件掀起了席卷全球的金融风暴,并向全球信用危机演变,出现1929年“大萧条”以来最为严重的全球金融动荡。除美日欧三大经济体金融领域动荡不堪外,一些抵抗力较弱的小国已被金融危机阴影笼罩。10月上旬,全球金融动荡把北冰小国冰岛拖到了“国家破产”的边缘。按照标准普尔发布的评级报告,韩国、阿根廷、乌克兰、土耳其、匈牙利等新兴市场国家都可能步冰岛后尘。目前这场全球金融风暴还没有见底的迹象,未来将会发展到什么程度和什么时候结束,还是未知数。笔者估计只有到美国房价止跌,全球金融市场恐慌情绪平抑下来后才会迎来转机。

2、内忧外患,中国经济和金融平稳运行困难重重。全球金融风暴和世界经济增速放缓是中国经济的“外患”。外部环境的降温 and 全球需求的萎缩必将拖累我国出口,并加剧我国经济的减速和结构调整。美日欧三大市场直接和间接出口占我国出口总额的近50%,美日欧经济已经出现衰退,进口需求会减少,将对我国出口造成较大影响。中国经济的“内忧”主要在于国内房地产市场可能出现较大幅度的调整。2006-2007年,我国房地产价格在经济增长强劲、

人民币升值、需求旺盛等因素推动下快速上涨,形成了一定程度的泡沫。2008年以来,国内房价涨势明显放缓,8、9、10、11月份,全国70个大中城市房屋销售价格连续四个月环比下降,70个大中城市房屋销售价格的同比涨幅由1月份的11.3%,一路下行至11月份的0.2%。如果国内居民一直保持“持币观望”心理,前期进入我国房市的“热钱”大规模回流,则国内房地产泡沫可能破裂,房地产市场存在“硬着陆”的危险。

3、商业银行不良资产风险上升,信贷紧缩的可能性增大。2009年商业银行面临来自两方面的不良资产风险:一是随着经济增长放缓,企业经营环境趋紧,盈利增长也开始下降,部分企业资产负债情况趋于恶化,还贷能力和还贷意愿减弱,银行信用风险上升。2008年以来,中国经济增长的领头羊——珠三角和长三角,均出现中小企业大面积倒闭。二是房地产行业面临调整,房地产业贷款风险显著上升。在2006-2007年房价高涨时,我国商业银行投向房地产业的贷款快速扩张。目前与房地产有关的贷款占商业银行贷款总额的比重已超过1/5。

2009年,商业银行信用风险在增大,多数已实现股份制和公开上市的银行将更为注重主动的风险控制,因此可能出现信贷紧缩。在银行惜贷的同时,在经济基本面不乐观、金融动荡加剧的背景下,企业和居民的贷款需求也会萎缩。

2008年:金融调控由持续从紧转向适度放松

始于2001年的我国新一轮经济增长上升期在2007年四季度出现转折,并在2008年确立周期性下滑态势。发生于第三季度的全球金融风暴对我国经济增长又形成较强冲击。在国内经济进入周期性下滑和国外经济金融动荡冲击的双重作用下,2008年一季度我国GDP同比增长10.6%,二季度增长10.1%,三季度仅增长9.0%,GDP增速逐季下降,回落势头在下半年愈发明显。与经济运行态势相对应,我国金融调控和金融运行在2008年上半年呈现出完全不同的格局:上半年金融调控持续从紧,货币供应增长相对平稳,M2增速持续低于M1增速;下半年金融调控适度放松,货币供应增速不断放慢,M2增速反超M1增速。

2008年上半年金融调控坚持“从紧”,下半年转为“适度放松”

1.按照“双防”要求,2008年上半年金

融调控坚持从紧。为达到“防过热、防通胀”的宏观调控目标,2007年底召开的中央经济工作会议在部署2008年经济工作时明确提出,2008年要实施从紧的货币政策,上半年金融调控贯彻了“从紧”要求,具体有:(1)连续六次上调法定存款准备金率,每次上调0.5个百分点,将存款准备金率由14.5%上调至17.5%,创下历史最高水平。(2)对商业银行信贷投放实行严格的总量控制。2008年年初设定的信贷调控目标是全年新增贷款量不超过2007年实际贷款量(6.63万亿元),并将对贷款的控制分解到各个季度,严格执行。(3)公开市场操作灵活搭配对冲工具,加强流动性管理。

2.面对国际国内新形势,2008年下半年金融调控出现松动。2008年下半年,国际和国内经济金融形势发生很大变化,经济增长由过热转向过快下滑的趋势越来越明显,金融调控也开始转向。7月25日,中共中央政治局讨论研究当前经济形势和经济工作,将宏观调控的目标由前期的“双防”调整为“保增长、控通胀”的“保一控”,为达到“保增长”的目的,从紧的货币政策在实际执行中开始出现松动。随着9月份以来全球金融风暴破坏力越来越强烈,我国经济增长下滑势头愈加明显,11月5日国务院常务会议宣布,“当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”,从紧的货币政策彻底转型。

(1)连续四次下调存款准备金率,将工、农、中、建、交、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构存款准备金率由17.5%下调至15.5%,其他小型存款类金融机构存款准备金率由17.5%下调至13.5%。

(2)连续五次降息。在经过2007年连续六次加息后,2008年上半年,利率政策进入真空期。9月份以来,全球金融动荡不断加剧,各国央行纷纷推出降息、降息等一系列“救市”措施。我国央行根据国际利率的变动和国内经济金融形势的需要,在9月16日、10月9日、10月30日、11月27日、

12月23日连续五次降息,一年期存款基准利率由4.14%下调至2.25%,一年期贷款基准利率则由7.47%下调至5.31%,其他期限档次也相应调整。

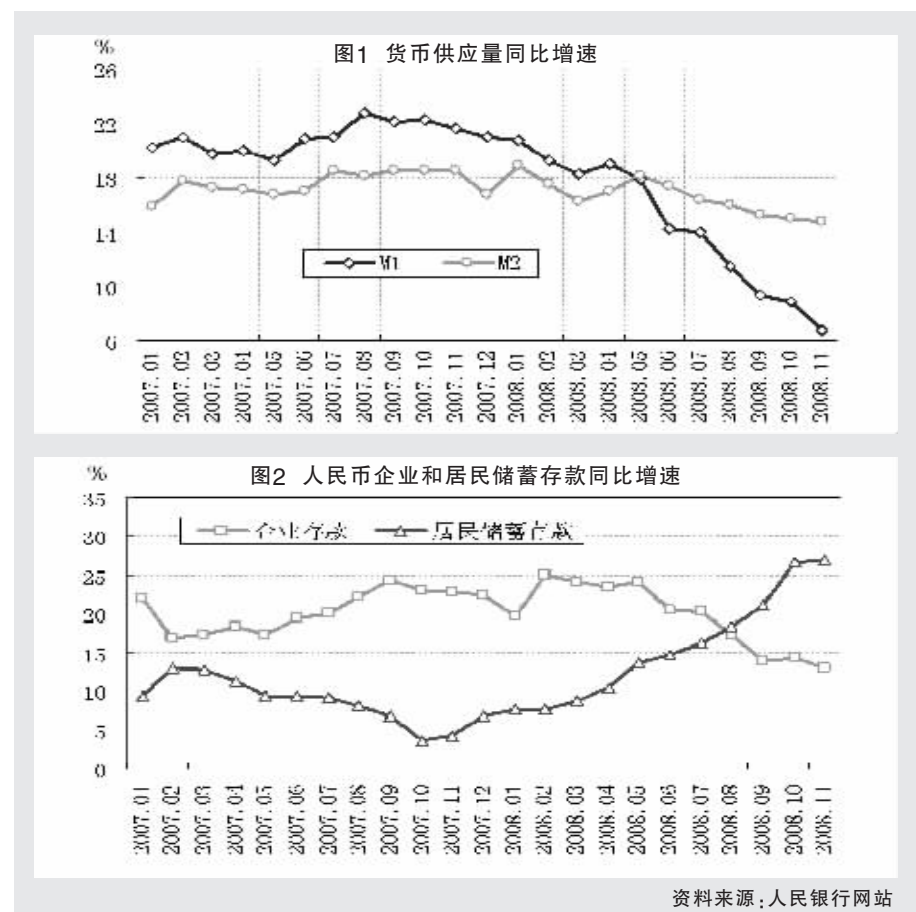
(3)公开市场操作缩短央票发行期限,减小发行力度。

(4)信贷总量控制松动。央行于8月底调增2008年度商业银行信贷规模,采用“区别对待”的方式,对全国性商业银行在原有信贷规模基础上调增5%,对地方性商业银行调增10%,要求确保新增信贷资源向“三农”、小企业、灾后重建倾斜。为保证房地产市场平稳运行,自10月27日起,央行将商业性个人住房贷款利率下限扩大为贷款基准利率的0.7倍;最低首付比例调整为20%。为适应形势需要,11月初央行进一步取消了对商业银行信贷投放规模的硬约束。

2008年货币信贷增长放缓,货币流动性下降

1、M2与M1增速均放缓,M1降幅更深。经过前4月的上下小幅波动后,2008年5月份以来,M2增速开始呈现逐月放缓态势(见图1)。11月末M2余额同比增长14.8%,增幅比上年末回落1.92个百分点。M1增速也逐步走低,且下降势头较M2更为猛烈。

2、股市阴跌迫使存款定期化,居民储蓄回流银行。从我国货币供应量的构成看,储蓄存款占M2的比重持续保持在40%-50%,活期存款(主要是企业活期存款)占M2的比重保持在25%-30%,而活期存款占M1的比重达70%-80%。因此储蓄存款和活期存款的增长变化决定着M2、M1增速的相对变化。2008年以来,由于股市持续下跌,储蓄存款不断回流银行,企业存款也出现定期化倾向,活期存款增长则不断放缓。由于活期存款增长与定期存款、储蓄存款出现不同方向的变化,自2008年5月份起,M1与M2增速之间的“剪刀差”由正转负(见图2),M1增速开始低于同期M2增速,货币流动性不断下降。11月末,



货币流动性比例(M1/M2)为34.4%,比上年末下降3.4个百分点。

3、人民币贷款增长较为平稳,居民户贷款少增较多。从人民币贷款的部门投向上看,由于房地产市场持续低迷,居民户贷款呈同比减少态势,企业部门贷款仍维持同比多增。前11月,居民户贷款增加6458亿元,同比少增5324亿元;非金融性公司及其他部门贷款增加3.5万亿元,同比多增1.1万亿元。

4、外汇存款增速回升,外汇贷款增长受到控制。2008年上半年,受人民币加快升值影响,外汇存款余额持续保持负增长、

低增长。但下半年,尤其是7月份以来,受美元转强的影响,人民币对美元升值步伐有所减慢,外汇存款增速也开始回升,外汇各项存款余额同比增长由6月末的1.75%持续回升到11月末的7.76%。与外汇存款增速先降后升相反,外汇贷款增速呈先升后降走势。外汇贷款过快增长自4月份起开始得到明显控制。

5、人民币对美元升值速度先快后慢。2008年上半年,人民币对美元升值速度明显加快,人民币对美元汇率中间价不断创下汇改以来新高。自7月中旬开始,随着美元出现阶段性走强,人民币对美元升值明显趋缓。

