

货币政策应注重前瞻性与平衡性

从商业银行面临的挑战来看近期货币政策的取向,目前,国际经济形势仍不容乐观。短期内,外部需求复苏存在相当不确定性,我国仍有继续出台各项反周期政策的必要。但适度宽松的货币政策应注重前瞻性和平衡性。法定利率应综合考虑各方面因素,维持在合理水平;法定存款准备金率不宜继续大幅下调;并保持人民币对美元汇率的基本稳定。

◎交通银行研究部

商业银行经营仍面临四大挑战

适度宽松的货币政策在一定程度上改善了商业银行的经营环境,但2009年经济增长的不确定性和前期的调控政策对利润空间的压缩作用仍然给商业银行的经营带来了较大的挑战。

1、多方面因素压缩了银行的利差空间。2008年四季度以来,随着基准利率的不断下调,商业银行的利差快速下降,三、四两个季度盈利水平明显低于上半年。然而,2009年出现的一系列新的负面因素继续压缩了银行利差空间。一是个人贷款利率的集中性调整,年初商业银行的大部分存量个人按揭贷款执行了新的利率政策,在原来优惠利率的基础上下调至基准利率70%的水平,使个人按揭贷款这一商业银行最稳定的长期利息收入来源大幅缩减。二是新增贷款中实质性贷款占比持续下降,2008年11月以来,票据融资在新增贷款中的占比始终保持在40%以上,同时贴现利率也大幅走低,甚至低于同期存款的利率,商业银行贷款收益率因此被摊薄。三是货币市场利率一再走低,2月份银行间市场同业拆借月加权平均利率0.87%,比去年同期降低197个基点,而央票的收益率也快速走低,大幅削弱了商业银行非信贷资产的盈利能力。

2、信贷高速增长增加了未来风险控制难度。信贷高速增长不但对经济有较大的推动作用,同时也暂时缓解了企业的资金压力,但高速增长所带来的风险已经并将持续挑战商业银行的管理能力。一是经济快速增长时期对

部分过剩行业的信贷投入的风险将逐步显现出来,虽然积极财政政策主导的财政支出的项目在短期内可以使这些行业的需求维持在较高的水平,但这些投资具有明显的阶段性,无法从根本上改变这些行业的现状。二是2009年以来的信贷高速增长在一定程度上会掩盖行业不良贷款增长的真实状况。贷款规模的增加即缓解了企业资金压力,也扩大了不良贷款率的计算基数,对实际不良贷款状况有较大稀释作用。三是盈利水平下降将减弱商业银行的拨备能力和平滑不良贷款增长影响的能力。

3、资金面宽松难以改变部分中小银行流动性紧张的状况。当前,银行业整体流动性问题确实有所缓解,然而对于部分中小银行来说,仍然面临较大的资金压力。一是存款准备金率仍处于较高水平,而部分中小银行的存贷比也继续维持在80%左右的水平,市场资金面的改善并为改变这一现状。二是新增贷款存贷比高企进一步提升提升了行业存贷比水平。统计数据显示,2009年1-2月增量存贷比高达85%,大大高于65%的行业平均水平,且存在存款向大银行集中的趋势。

4、资产规模的快速扩大提高了资本管理的要求。近年来我国银行业整体资本充足率水平虽然有所提升,但随着银行业资产规模的快速扩张,必然导致行业资本充足率的下降,同时由于银行盈利水平下降所导致的资本内生能力的减弱,要继续支持业务的扩展必须要进行外部融资。然而,我国资本市场在经历了2008年的大幅回落之后,融资能力明显减弱,要满足商业银行大规模的资金需求存在较大的困难。因此,如何通过调整和优化资本

结构,进一步拓宽融资渠道成为商业银行所面临的新课题。

适度宽松的货币政策应注重前瞻性和平衡性

1、法定利率应综合考虑各方面因素,维持在合理水平。目前国际经济形势仍不容乐观。我国出口数据已经连续4个月负增长。短期内,外部需求复苏存在相当不确定性,我国仍有继续出台各项反周期政策的必要。但进一步降息仍应综合考虑各方面因素。

首先,利率政策的效果已经并将继续显现。货币信贷数据已连续一个季度快速增长,对实体经济的拉动作用将在今年2、3季度进一步显现。加之年初以来,一些先行指标显示我国经济最困难的时期正在过去。作为宏观经济重要先行指标之一的PMI指数3月为52.4%,连续4个月回升,达到经济收缩与扩张临界点50%的上方,意味着中国经济进一步出现企稳回暖的迹象,而目前我国流动性状况较1998-2002年期间要宽松得多。在此情况下,存贷款基准利率继续大幅降低的必要性明显降低。

其次,目前的利率水平已经接近或达到1990年代以来的最低水平。1998-2002年期间存贷款利率降幅超过300个基点,而此次存贷款利率在4个月之内就调低200个基点左右,使得目前存贷款基准利率已经接近或达到上次的最低水平。因此,从历史对比的角度看,未来进一步降息的空间已经不大。

第三,继续大幅降息可能增大资本外逃的压力。目前,美国一年期大额定期存单利率为2%左右,与我国一年期存款利率相差不多。同时,欧洲相同期限的各种利率都比我国高。在目前已出现资本外逃压力的情况下,进一步大幅降息很可能会加大资本外逃的压力。

第四,利率调整还应考虑银行的经营状况。存款定期化趋势已经推高了银行的资金成本,而由于占总存款超过40%的活期存款利率下调空间不大,持续降息导致银行利差不断收窄。

综合2008年9月以来5次降息的滞后效应,2009年商业银行息差会由此收窄30个基点以上,成为银行盈利增长的最大挑战。据估算,去年底以来的几次降息将使银行损失贷款利息毛收入6000亿元左右。考虑到市场贷款利率实际下降的比例较大,因此银行利息收入的损失会超过这个数字。正因如此,不少研究机构去年底预测银行业今年盈利会出现负增长。而银行的经营状况对国民经济的稳定增长和资本市场的健康运行关系重大。从这个角度看,如果宏观经济不明显恶化,不宜继续降息尤其是大幅度降息。

第五,降息还应考虑未来的通胀风险。货币政策对通货膨胀的影响存在一定的滞后期,目前不断回落的物价涨幅与今年上半年之前的从紧货币政策密切相关。因此,当前是否大幅降息还应顾及未来的通胀风险。一旦现在将利率大幅调低,将来通胀预期再起之时加息步伐恐难及时跟上。

第六,降息还应综合考虑其他主要经济体的货币政策。一方面,4月2日欧盟再次降低了主导利率,有利于我国同步降息。但另一方面,由于人民币对美元汇率保持基本稳定,美联储购买国债后,其宽松货币条件将在一定程度上传导至中国,使我国进一步降息、继续放松货币政策的必要性有所降低。

2、法定存款准备金率不宜继续大幅下调。法定存款准备金率变动应视存贷款情况、国际收支状况、流动性状况和金融稳定状况等因素而定。1998-2002年期间,法定存款准备金率共两次下调,下调幅度达700个基点,准备金率已达到6%的历史最低点。因此,目前15.5%(13.5%)的法定存款准备金率相比历史最低水平而言仍有很大调整余地。但我们认为当前准备金率不宜大幅下调,而是应更多地使用公开市场操作工具微调金融体系的流动性。原因如下:

第一,目前金融机构总体流动性较为充裕。与1998-2002年期间明显不同的是,由于金融机构存款增长稳定、超额准备金回升、存贷比合理、流动性较为充足、系统性风险可控,当前银行

总体流动性较为充足,大幅降低准备金率的必要性不大;第二,大幅降低存款准备金率可能会导致流动性过剩,一旦经济开始复苏,又未能及时收回流动性,会加大未来新一轮通胀和资产泡沫化的风险;第三,跨境资金流动存在不确定性。二季度或下半年我国经济开始好转,加之美联储进一步释放流动性,届时“热钱”回流我国的可能性增加,会增加国内流动性;第四,继续大幅降低准备金率不利于保护银行的利益。近几个月以来,票据融资之所以增加较多,主要原因之一就是银行较为充裕的资金没有足够、理想(兼顾风险与收益)的运用渠道。如果法定存款准备金率进一步大幅下降,将会继续压缩银行生息资产的收益率。

3、保持人民币对美元汇率的基本稳定。人民币大幅贬值固然对出口有利,但在外部需求大幅度放缓的背景下,贬值并不能有效改善出口。改革开放30多年来,我国国际收支早已从改善初期以经常账户为主转变为经常账户和资本金融账户并重。因此,汇率政策应兼顾贸易和资本流动,一旦人民币形成贬值预期很可能导致之前流入的“热钱”大规模撤离,对国内金融资产造成较大冲击,甚至酿成系统金融风险。从长期看,持续贬值也不利于我国贸易结构向高附加值为主转变,不利于产业结构升级和服务业的发展。由于大幅贬值很可能导致一批国家的竞争性贬值,一定会招来欧美的报复性举措,在实施上也面临较大压力。

4、稳妥推进利率市场化。进一步推进利率市场化是大势所趋。近期国务院有关文件也明确提出,要进一步扩大贷款利率的下浮幅度。然而,在当前的经济环境和市场条件下,利率市场化推进应循序渐进。据初步估算,存量贷款中大约有30%的比例采用的是基准利率上浮10%的标准,如果对其上述贷款一次性全部适用30%的利率下浮幅度,那么会导致银行业净利润总体水平下降10%左右。因此,在利率市场化的过程中,在推进速度上要比适度,区别对待存贷量和增量贷款,区别对待大额贷款和小额贷款。

(执笔:许文兵、鄂永健、仇高擎)

今日看版

经济运行整体质量比局部回暖更待关注

◎亚太

社会各方十分关注的一季度及3月份经济数据,这两天正由相关部门陆续发布。在多项刺激政策的共同作用下,3月份的经济数据相对好看,是可以预期的。而最近传出的一些信息,如新增贷款、用电量、制造业经理人指数(PMI)等指标,也从不同侧面反映了某些经济回暖的迹象。

在举世瑟瑟的情况下,中国经济能有这番暖意,不仅会提振中国老百姓的信心,也能给国际社会发出明显的复苏信号。因为,中国经济如果率先起来,13亿人的需求上去了,那不只是中国企业的福音,也是世界经济的福音。特别在当前,发达经济体还在泥潭中打转的时候,中国经济的回升,会有很强的先导效应。

不过,在为中国经济感到欣慰的同时,也要仔细看看相关指标背后的含义,不能只看个别数据,更不能只看表面数值,进行选择性的解读。这样很容易造成错觉。不仅如此,由于现在是非常时期,还要对已经实施的各种非常规手段加以权衡,根据形势作出微调。只有这样,才能以最小代价,让中国经济从这场金融危机的迷局中走出来。

现在,有关投资、消费、物价,以及工业增加值、销售收入等关键数据还没有出来。特别是就业数据,也不知道会从什么渠道公布出来。而仅从海关总署、财政部、央行等部门已经披露的信息看,在经济回暖的信息中,也有不能回避的隐忧,尤其是经济运行的整体质量,到底如何,需要仔细观察。

首先看进出口情况。据海关总署信息,今年3月,我国进出口总值同比增长20.9%。其中出口同比下降17.1%,进口同比增长25.1%。同比降幅比前两个月分别减少6.3个、4个和9.1个百分点。剔除工作日因素,3月份进出口总值环比则大幅增长23.8%。其中出口增长32.8%,进口增长14%。这些数据表明,我国外贸有企稳的态势。这是大家希望看到的好苗头。

但是,对这些数据切不可过度解读,因为从同比看,3月份我国出口降幅仍超过17个百分点。而取得这些成绩的代价是不小的,以纺织服装等劳动密集型产品为例,近几个月来,其出口退税率已多次调整,从11%提高到16%。而3月份,服装出口仅同比增长9.9%。也就是说,即便大幅提高退税率,出口增幅也只是略微提高。其结果是,企业得微利,外商及外国消费者却真正享受了退税的好处。这样的结果,对于那些早就应该调整的过剩产业来说,其实是一种倒退,这是我们需要关注的吗?

其次看财政收入情况。由于3月份有不少非常规因素,故以一季度数据为观察点。据财政部信息,一季度,全国财政收入14642.05亿元,同比减少1329.29亿元,下降8.3%。其中,中央本级收入下降17.7%,地方本级收入增长3%,财政收入中的税收收入同比下降10.3%。全国财政支出12810.92亿元,同比增长3304.18亿元,增长34.8%。其中,中央本级支出同比增长31.2%;地方本级支出同比增长35.6%。

据财政部门的解释,一季度财政收入同比下降:一是因为经济增长放缓,企业效益下滑,收入来源减少;二是进行结构性减税,几次提高部分商品出口退税率等,政策性减收较多;三是PPI和CPI指数双双下降,使以现价计算的财政收入相应减少。而支出的高增,主要是努力扩大内需,财政资金及时拨付所致。也就是,一方面要为企业和社会公众减负,收入在减少;一方面要努力加大公共投入,支出在增加。这种收支状况能够持续吗?值得观察。

再次看金融情况。3月份当月人民币各项贷款增加1.89万亿元,同比多增1.61万亿元。人民币各项存款增加2.45万亿元,同比多增1.38万亿元。分部门看,一季度居民存款同比多增1.06万亿元,企业存款同比多增2.15万亿元。3月末,狭义货币供应量(M1)同比增长17.04%,广义货币供应量(M2)同比增长25.51%,市场货币流通量(M0)同比增长10.88%。

比较贷款增加与货币供应增长交叉关系,一方面是信贷扩张,流动性充裕,对中央刺激经济的一系列措施起了有力的支持作用;另一方面,M2再次超过上月末5.11个百分点,这种情况同时参照一季度居民与企业存款同比多增的情况,表明短期消费动力不足,有待激励。而如果对整个社会的资金情况做更细化的分析,当前货币政策及其传导的有效性仍有待观察。

总体来看,中国经济确有回暖迹象。但在这非常时期,经济运行的整体质量如何,以及为此付出的代价是否完全适当,政策是否需要相机调整,都有待进一步验证。过分绝对化的说法,都与实情不吻合。

推进人民币区域化需要尽快解决五大问题

◎王敏

在目前国内外金融、经济形势下,中国需要从国家战略的高度来研究和推进人民币区域化问题。当前问题的关键是,我们要为人民币区域化创造一个便利的应用环境,这包括人民币的发行、流通和清算等。据此,笔者认为,我们需要尽快研究和解决以下五大问题。

第一,要清晰定位人民币区域化及其现实目标。首先,人民币区域化并不是指亚洲货币一体化,或言中国谋求人民币成为亚洲区域货币。目前,亚洲货币一体化仍停留在制度设计的设想和探讨阶段上,但鉴于亚洲国家的政治意愿、经济及文化等现实条件,以及欧元面临严峻挑战,区域货币一体化模式是否可行,一直受到各方的质疑。

其次,人民币国际化的现阶段目标不是要成为亚洲区域货币或世界货币。就目前而言,这只能是我们单方面的意愿,先不说亚洲国家是否愿意接受,单就中国的经济、金融制度和社会条件能否满足人民币作为亚洲区域货币的需要,也是一个值得存疑的现实问题。

目前,人民币要成为世界货币多极化中的一员似乎还不现实,这一过程一定不会是一帆风顺的。况且,即便人民币会成为世界货币多极化中的一员,也不会像美国那样能取得铸币税等好处,但却要尽到相应的国际责任和义务,这需要由政治、经济、军事等方面强大的综合实力作为支撑才行,目前中国离这一要求还有很大的距离。

相反,过分地渲染或误导人民币作为世界货币的目标,只可能会引致人民币区域化的努力陷入歧途,导致西方发达国家 and 亚洲新兴市场国家更警惕或打压中国经济的崛起,如设置障碍和压制我们,并过早地向中国提出我们无力承担的政治和经济责任,从而有可能会拖垮我们。

再次,人民币实现可自由兑换与人民币国际化并不是一个概念。世界上可自由兑换的货币有很多(如港币),但真正能成为全球影响力的国际化货币并不多,能成为国际贸易的结算货币和储备货币更是屈指可数。人民币一旦实现可自由兑换,国门势必将完全打开,国际游资可自由出入,中国的经济和金融安全将面临严峻挑战。在企业 and 国民缺乏风险意识和规避风险能力的情况下,我

在目前国内外金融、经济形势下,中国需要从国家战略的高度来研究和推进人民币区域化问题,并为实现人民币区域化创造有利条件。据此,需要解决以下五个现实问题:一是要清晰定位人民币区域化及其现实目标;二是人民币区域化还要提升和充分发挥我国香港地区作为国际金融中心地位和作用;三是尽快研究、制定与人民币区域化相适应的外汇管理办法;四是加快推进中资金融机构和中资企业的国际化进程;五是加强对跨境人民币流动监测,保持人民币汇率稳定。

们是否还能像现在那样躲过亚洲金融危机和国际金融危机的冲击?这个问题值得思考。

在目前资本项目尚未完全开放的条件下,人民币区域化要研究如何实现人民币在亚洲区域或部分发展中国家之间作为国际贸易的结算货币和部分的储备货币,以减少国际贸易的结算风险,抵御金融危机的冲击,以及提高国家主体的金融安全系数。

需要强调的是,我们必须在安全可控的前提下稳步、扎实地推进人民币区域化。目前的任务是鼓励和探讨投资中广泛采用人民币计价,再推进人民币作为区域内的主要结算货币,并逐步推进人民币作为国际债券的计价货币,从而为实现人民币的储备货币功能创造市场条件,最终实现人民币的区域化和国际化。

人民币区域化只是人民币走向国际化的必经阶段,可以检验国际上对人民币的认可程度以及我国对人民币可自由兑换后的控制能力,并积累相应的经验,来完善我们的制度设计,为将来实现人民币国际化创造条件。人民币实现可自由兑换即资本项目的完全开放,一个关键的因素是取决于我们与世界主要货币间的关系、协调能力及我们对外部经济环境的控制力,还取决于我们对制度变革后不确定性因素的把握能力。

第二,人民币区域化还要提升和充分发挥我国香港地区作为国际金融中心地位和作用。在目前我国资本账户尚未完全开放的条件下,如果我们在安全可控的前提下推进了人民币区域化,境外对人民币的需求势必随之增加,如何为非居民提供人民币投资的便利渠道或清算手段,这就要求我们要尽快建立人民币的离岸市场和境外人民币清算中心。在这方面,我国香港地区具有得天独厚的优势。其一,我国香港地区背靠祖国,既有中央政府的支持,又有相对独立的管辖自主权;其二,我国香

港地区本身就是一个国际金融中心,有着与国际市场接轨的市场规则和法制环境。

自2003年11月、2005年11月和2007年1月,中央政府分三个阶段开放了我国香港地区银行经营人民币业务的范围。到目前为止,我国香港地区银行可以经营存款、兑换、汇款、信用卡、支票等项个人人民币业务,也可以在我国香港地区发行人民币债券。2008年12月24日,国务院常务会议又决定,对广东和长江三角洲地区与我国港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点,对我国香港地区发展人民币的离岸业务来讲,这是一个重大突破,并将进一步推动我国香港成为人民币区域化、国际化的试验场及内地接轨国际金融市场的平台之一。同时,我国香港地区作为人民币离岸中心,在一定程度上又可起到防火墙的作用,减缓国际市场对内地金融市场的冲击。

从长期来看,扩大发行人民币债券,扩大我国香港地区的金融机构经营人民币业务,以及建立人民币的离岸清算系统,这都将有助于提升我国香港地区的国际地位和作用,我国香港也将逐步发展为亚洲和世界的人民币债券市场和人民币离岸中心,并进一步巩固其国际金融中心地位。

第三,尽快研究、制定与人民币区域化相适应的外汇管理办法。人民币区域化将促使我国传统意义上的人民币和外汇管理发生重大变化。因为,人民币区域化和国际化属于货币经营的范围,包括国内经营和国际经营两个部分。由此,将产生境内人民币市场和境外人民币市场、在岸人民币账户和离岸人民币账户、资本项下人民币和经常项下人民币等新概念。

长期以来,由于我国外汇管理制度设计是依据外汇的跨境收支为条件的,许多监管工作也是基于企业收支外汇及发生结汇开展的,如进出口核销制

度是企业出口贸易必须收到外汇、进口贸易必须支付外汇而设计的,在人民币用于国际结算后,将会出现出口收汇收到人民币、进口付汇也支付人民币的现象。因此,人民币区域化将给外汇管理和风险控制带来一系列的新问题、新挑战,这包括外债、进出口核销、国际收支申报等相关内容和业务规程将发生重大变化。

将人民币用作国际结算,对中资商业银行而言是一种新的挑战,对银行业在资金运用、业务品种、服务手段、工作效率、利率和汇率的区域化管理等方面提出更高的要求。目前,中资商业银行的现行国际结算系统还不能适应人民币用于国际结算方面的要求,还需要作出相应的调整。

中资商业银行的一般将业务系统按本、外币分成两大系统,国际结算属于国际业务系统,不能做本币业务。人民币用于国际结算需要对系统进行修改和调整以适应业务运作需要。如在国内,试点区域的银行可以在国际部、公司部下设立人民币结算事业部或相关专业部门,单独管理。与此业务相关的制度安排和管理流程,包括对人民币用于国际结算涉及的结算管理制度、财务会计制度和海外行管理等有关制度以及相关的业务流程和考核机制也需要重新做相应的调整、补充和完善。

第四,加快推进中资金融机构和中资企业国际化。目前,央行已与大部分周边国家陆续签署了货币互换协议,这为人民币区域化做出了必要的制度安排,其目的是支持双边贸易及直接投资以促进经济增长,并为稳定金融市场提供短期流动性。

但是,推进人民币区域化和国际化进程,还需要有牢固的微观基础,人民币国际化要求中国的银行和企业走向世界,需要扩大商业银行的海外分支机构或者代理行网络覆盖范围,将人民币的跨境流通纳入商业银行体系,提高人