

货币形势出现新特点需要新对策

近两个月以来我国的货币信贷形势虽然仍延续年初以来的高增长,但形成机制发生了一些变化,对实体经济和资产市场的影响也有了变化。我国当前的货币政策已偏宽松,有必要在保持适度宽松货币政策基调不变的前提下及时进行微调,并密切关注资产价格和跨境资金的流动,加快推进金融改革。

◎陈道富

今年4-5月份以来,经济形势有了明显的积极变化,货币形势相对于去年底及今年一季度也出现了一些新的变化。为此,有必要重新评估当前的货币经济形势,为未来的货币调控奠定基础。

一、当前货币金融形势出现新特点

1、推动货币高增长的因素出现变化。一是银行成为推动货币信贷快速增长的主体。2008年底2009年初,由于市场信心不足,M2的高增长主要是由人民银行放松银根,快速扩张基础货币带动的。那时候货币乘数保持在相对低位,银行的超额储备规模不断升高且处于较高水平,银行信贷大量以票据融资的方式扩张。2009年4-5月,货币乘数快速上升,从3.6-3.7上升到4.3-4.4左右,银行的超额储备迅速下降,从1月份的5.1%下降到3月份的2.28%,4.5月份进一步快速下降,分别达到1.9%和1.5%左右,部分银行在个别时期甚至认为资金有点紧张了。银行的积极性被充分调动起来,成为推动货币信贷高速增长的主力。在一季度,国有银行的新增贷款规模较大,近两个月,城市商业银行等地方金融机构的贷款增长迅猛。人民银行投放的基础货币并没有过度增长,4月份的基础货币比去年底减少了4956亿元人民币,同比增长16.72%。当前的货币增长主要是银行通过消耗原有的货币积累(超额储备),提高货币乘数来增加货币信贷投放的。目前各银行的超额率已基本降到维持经营活动所必需的水平,中央银行利用公开市场操作调节基础货币,进而调节货币供应量的有效性增强。虽然各银行仍持有大量债券等流动性资产,但相对于超额这个蓄水池而言,其调节流动性的成本已有所加大。

二是M2虽然主要由国内信贷扩张创造,但外汇占款创造的M2开始增加。2008年底2009年初,人民币贷款增速超过M2,主要是人民币贷款增长带动M2增长;2009年4-5月后,人民币贷款增速低于M2增速,M2的增长有一部分是通过外汇占款增长来推动的。当前率先实现经济增长,资本市场的活跃与快速上扬吸引海外资金开始流入中国。

从新增贷款与外汇占款占新增M2的比重来看,2008年底2009年初,新增国内信贷在新增M2中所占比重较大,是推动M2增长的主要力量。从2009年4月份起,新增外汇占款的占

比稳步上升,与新增国内信贷共同推动M2的增加。

2、市场的贷款需求有所恢复,民间的贷款需求开始逐步增加。一是从人民银行公布的银行家调查数据来看,贷款需求指数快速回升。第二季度个人消费贷款需求指数达到64.5%,比上季提高5.6个百分点(其中,购房、购车需求分别提高7.5和4.5个百分点),非制造业贷款需求保持平稳,但农业、制造业的贷款需求略有下降。

二是城镇固定资产投资中的非国有投资同比增速有所恢复,尤其是房地产投资同比增速有所加快。虽然国家投资在推动固定资产投资快速增长方面仍是主导因素,但与国家投资相关的民间投资恢复较快,特别是房地产投资已有所恢复。基础设施投资和房地产投资的拉动效应有所显现,这将有助于逐步提高货币的使用效率。

3、资产价格与物价重新出现背离。从今年5月份,无论是CPI,还是PPI,都还是同比负增长,经济还没有完全走出通缩的局面。但资产价格却已经出现快速上涨的苗头。上证指数从1600点涨到2900点。房地产售价环比近3个月连续出现上涨。房地产的库存快速下降,部分地段已出现无房可卖的情景。石油、部分大宗商品也出现了较大幅度的上涨。物价与资产价格,以及具有投机(防止通胀)用途的一些商品价格走势又重新出现背离。

二、信贷资金有多少流向实体经济

近期市场上对信贷资金空转的担心日浓,大家普遍关注信贷资金有多少真正进入实体经济,有多少纯粹只是进行金融交易。实际上,一是社会上除现金外,其他资金都最终来源于银行资产扩张。在以信贷作为主要货币投放渠道的时期,社会上新增资金占用绝大部分来自于信贷创造。二是如果信贷是货币投放的主要渠道,那么这些资金就已经进入实体经济(我国统计的是非银行部门的信贷投放量)。只不过这些信贷资金被实体经济的各类主体,转化为流动性较弱的定期存款,或以其他金融资产形式存在,没有在实体经济的不同主体之间转移。即反映的只是货币流通速度下降而已。三是资金是在运动中发挥作用的,虽然某个领域占用的资金较多,但如果资金周转效率较低的话,那么资金的效能就会下降。股市、楼市的活跃,虽然也会在量上增加对资金的占用,但更主要的是这些领域的货币流通速度加快,资金使用效率提高了。

仅仅从资金占用角度看,今年1-4

月份纳入M2的其他存款(主要是居民客户保证金)从8808.26亿元人民币增加到11615.21亿元人民币,增加了2807亿元人民币。即股市仅占用4.3%的新增货币(M2)。从票据融资来看,根据银监会的调查,20%左右没有进入实体经济,即3523.23亿元人民币。这两者占用的资金合计6330.23亿元人民币,占新增6.53万份货币供应量

的9.7%,占新增贷款的10.8%。房地产的资金占用仍属于实体经济,如果考虑到楼市的金融属性,仍算作脱离实体经济。1-5月份的新增按揭贷款约2424亿元,新增房地产开发贷款4700亿元,合计7124亿元。总之,与实体经济关系不大的资金规模约13454亿元,占新增货币供应量的20.6%。

三、对当前货币金融形势的基本判断

1、当前的货币形势偏宽松。从企业的整体来看,其资金来源相当充裕。从资金的规模看,一是非金融企业外部融资规模今年1-5月份比去年同期增长了2.6倍,从2008年的2.54亿元人民币,增加到2009年的6.62亿元人民币,其中新增贷款从2008年1-5月份的2.11万亿,增加到2009年的5.84万亿元人民币,增长了2.77倍;企业类债券(企业债、短期融资券、中期票据)从2008年1-5月的906亿元人民币,增加到2009年的4399亿元人民币,增长了4.86倍;股票融资额则从2008年的2517亿元人民币,下降到2009年的711亿元人民币,下降了71.8%;国债的净融资金量从2008年1-5月的869亿元人民币,上升到2009年的2678亿元人民币,增长了3.1倍。

当然,2009年企业在这些融资渠道外的其他融资方式及自我资金积累方面,出现了显著下降。但总体上,今年1-5月份,企业因FDI、企业利润下降以及应收账款增加而减少的可利用资金规模不超过1万亿。企业整体的资金供给是充足的。

二是从流动资产状况看,企业的资金面有了很大的改善。在今年的新增存款中,除1月份外,基本都是新增企业存款。在企业存款中,企业的定期存款虽然在存量上仍保持在较高水平,但增量上已开始下降。

从资金的价格水平来看,市场利率仍处于低位。一是货币债券市场利率处于历史低位。如货币市场的七天回购利率,从去年的3%左右到目前的0.8-0.9%。近期受IPO等短期因素影响有所波动。从短期债券市场看,一年期的国债利率从去年底开始持续降低,目前仍维持在低位。5年与10年期的国债利率在一月份有所回升后,维持在相对低位。市场的整体资金状况是比较充裕的。二是从实际贷款利率来看,实际加权贷款利率持续降低。3月份贷款加权平均利率4.76%,比年初下降0.8个百分点,比降息前下降2.63个百分点;一般贷款加权平均利率5.7%,比年初下降0.53个百分点,比降息前下降2.16个百分点;票据融资平均贷款利率1.88%,比年初下降1.01个百分点,比降息前下降4.02个百分点

四、货币政策未来走势

1、当前的货币政策宜在保持“适

度宽松”基调的前提下及时进行调整。

理由如下:一是世界银行大幅下调全球经济增长预期,从萎缩1.7%扩大到萎缩2.9%。世界经济、金融企稳但远未复苏。我国经济虽然已经企稳并出现越来越多的积极因素,但增长的真实基础尚不牢固。二是当前信贷和货币供应总量足以支撑8%的经济增长,银行的信贷扩张仍未有实质性约束。一旦民间需求恢复,市场交易活跃,资金使用效率就会提高,这些货币供给将构成巨大的需求,包括实体经济和虚拟经济。三是物价仍是负增长,但环比已开始出现正增长或负增长下降。如果考虑到今年物价的环比增长较快,那么明年的翘尾因素较大,加上近期宰杀母猪、奶牛的情况比较严重,明年可能会出现供给瓶颈,明年的物价压力会较大。四是货币政策目标短期内可能又将面临在稳定物价和资产价格之间的抉择。

但是,要想让货币政策在下一阶段继续发挥主导作用是比较困难的。一是世界经济还不稳定,离复苏还很遥远,而中国经济的复苏,根本上取决于内需能否刺激起来,取决于经济结构改革。在这个过程中,货币只是个支持性的力量,在于激发市场原被压抑住的潜在需求。恢复真实需求有待于世界经济的复苏与我国经济结构的调整,货币政策在刺激真实有效需求方面,将面临实质性约束。

二是高速的货币投放已引起国内资产价格的快速上扬,并在市场中形成一定的通胀预期。引起2007年前后世界范围的通胀与资产价格上涨的因素,并没有根本消除,仅仅只是由于世界金融危机发生与恶化被掩盖。世界范围内共同以宽松货币政策和积极财政政策应对金融、经济危机,使得世界经济一旦稳定并趋于复苏,原有的供求矛盾将快速重新显现。简单的使用宽松货币政策对推动实体经济真实复苏,作用有限。在政府推动下的信贷高投放,反而可能带来不必要的资产泡沫。

3、银行风险大量向财政转移并积极聚土上涨压力。银行不良贷款率在短期内不会快速上升。一是由于当前发放的贷款中,中长期贷款占比较高,达到近48%,不良贷款即使反弹,也将主要不表现为当期。二是新增票据融资1.69万亿元,占新增贷款的28.9%,且票据贴现的保证金额要求不断提高,还款有保证。三是银监会对银行的风险防范提出了更高要求,对银行的资本充足率和贷款损失拨备率的要求提高,银行有较强的实力通过冲销等方式降低不良贷款,自我消化。当然,在前一轮经济高涨时期,我国又实行了信贷额度控制,虽然部分贷款在经济低迷时期将表现为不良贷款,但整体风险仍可控,系统性风险不大。

但2008年底以来,贷款快速增长与国家投资有关,往往是各地政府通过各种融资平台,特别是各类城投公司,以土地出让金等做抵押实现的,且都隐含着政府的担保。因此,风险并不主要反映在银行体系,尤其是全国性银行,而在地方财政体系。银行已将大量的风险转化为地方财政风险。这种融资模式也对土地市场及相关的房地产市场带来巨大的压力,具有推动地方政府抬高土地价格的潜在动力,隐藏着泡沫化的风险。

四、货币政策未来走势

1、当前的货币政策宜在保持“适

度宽松”基调的前提下及时进行调整。理由如下:一是世界银行大幅下调全球经济增长预期,从萎缩1.7%扩大到萎缩2.9%。世界经济、金融企稳但远未复苏。我国经济虽然已经企稳并出现越来越多的积极因素,但增长的真实基础尚不牢固。二是当前信贷和货币供应总量足以支撑8%的经济增长,银行的信贷扩张仍未有实质性约束。一旦民间需求恢复,市场交易活跃,资金使用效率就会提高,这些货币供给将构成巨大的需求,包括实体经济和虚拟经济。三是物价仍是负增长,但环比已开始出现正增长或负增长下降。如果考虑到今年物价的环比增长较快,那么明年的翘尾因素较大,加上近期宰杀母猪、奶牛的情况比较严重,明年可能会出现供给瓶颈,明年的物价压力会较大。四是货币政策目标短期内可能又将面临在稳定物价和资产价格之间的抉择。

2、货币政策应密切关注资产价格,不能完全盯着物价,特别是只盯着CPI。在金融危机时期,通过政府向市场注入的大量流动性,短期内还缺乏在实体经济内(不含房地产)有效运用的环境,会首先在资产市场表现为过度需求,引起价格的上涨。资产市场一定程度的活跃和上涨,是实体经济即将复苏的提前预期,有助于稳定和提振市场预期。但资产市场是很容易产生自我实现机制的,在市场稳定机制不健全的情况下更是如此。这部分货币虽然在短期内不追逐实体经济中的商品和服务,但构成未来潜在的通胀压力,且容易引起资产泡沫的生成和破灭,不利于宏观经济的稳定。

3、加大金融改革,尤其是在推动金融自由化方面应该有所作为。在目前阶段,金融改革对实体经济的作用,可能比简单宽松的货币政策更有效,更有助于推动实体经济真实有效复苏。只有积极推动金融改革,才有可能把钱输送到经济体的薄弱环节。

具体来说,一是尽快推出放贷人条例,允许民间资金以适当的方式进入金融市场提供金融服务。加大小额贷款公司的推广力度,适当加大民间金融机构的杠杆比例。二是积极鼓励私募股权。

4、密切监测跨境资金流动,防止热钱又大量流入。在世界经济企稳但尚未复苏时期,危机时期创造的流动性将有可能追逐我国的经济复苏并制造泡沫,一旦世界经济真实复苏,这些资金又将逃离我国寻找新的盈利机会。这种跨境资金流动不利于我国宏观经济的稳定。从根本上看,我国应加快经济体制、机制的改革,调整经济结构,规范房地产和资本市场,创造一个健康的国民经济增长格局。在这之前,为防止大规模的热钱流入对我国造成的不利冲击,我国有必要进一步加强对跨境热钱流动的监测,必要的时候可适当加强对跨境资金流动的管理,推出托宾税。与此同时,应尽快加大推动经济结构调整与更深层次的经济体制改革,在保持汇率相对稳定的前提下,允许汇率与经济基本面相一致的波动,避免陷入日本1980年代末期发生的,与泡沫经济相一致的汇率升值循环。

(作者系国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任)

■今日看板

“无形之手”开始摆弄 新一轮危险的经济学游戏

◎亚夫

近日,有不少投资机构开始对下半年的经济形势及市场趋势发布最新预测。看了一些报告,也听了几个会议。总的印象是,乐观的多,对房地产、金融、稀缺资源、新能源等板块看好的多。与年初相比,大家的感受似乎好多了。没错,在经济衰退的年份,保持一份乐观与自信是很重要的。但乐观的基础是什么,自信的底气又从哪里来,出于什么样的考虑。这就有讲究了。

从所见所闻看,隐约间有一股躁动的力量正在形成,那就是在市场被注入大量流动性之后,那个曾经在去年将虚拟经济和实体经济搞得天翻地覆的“无形之手”,又有可能在今年下半年或更长一段时间,再一次以凌厉手法,通过结构性炒作,把投资品和要素市场炒到沸点,并再一次扰乱脆弱的价格体系,把实体经济搞得无所适从,增加经济运行的风险。这一点,是亟需预警的。

为什么说这么呢?从一些分析报告看,有这样几个预期是比较一致的。

一是对通胀的预期。尽管各家的观点在细节上有所不同,但大家比较趋同的看法是,由于去年四季度以来,各主要经济体为拯救经济,都以前所未有的尺度放松了信贷,导致流动性在全球范围内再次泛滥,累积到今天,必然对已经解体的价格体系产生全面影响。特别是有部分资金,在上半年进入投资品市场大炒了一把之后,必然会抬高包括房地产在内的投资品价格,进而引发实体经济随后跟进。因此,通胀的到来,只是时间问题。

二是对复苏的预期。尽管有分析人士对实体经济的复苏仍存在疑虑,但由于流动性因素,加上对通胀的预期,以及由此而来的全方位价格反弹,再加上按同比计算的统计方式,为此有分析人士认为,下半年将相当一部分企业的盈利情况会出现好转,公司的财务报表会比上半年好看很多,而利润回暖则是肯定的。由于财务报表的转好,这又会成为市场炒作的理由。因此,以盈利预期为观察点,下半年还可以再炒一把。

三是对市场的预期。包括对美元的预期,对石油与黄金价格的预期,以及对大宗商品价格的预期,对全球资本市场的预期。在国内,除了股市之外,还包括对房地产市场的预期等。所有这些预期,同样都基于对流动性泛滥的认同,以及对通胀趋势的看法。从这个基本点出发,各机构在向投资者推介其策略安排时,都倾向于对资源类资产的占有,对金融与房地产市场的增长,而不再强调以“现金为王”的策略了。

四是对政策的预期。由于自去年下半年以来出台的政策,都是针对非常时期的非常情况所做的非常安排,特别是为了保增长、保就业,推出的一系列措施,都是非常规的抢救性措施,因此这样的政策安排是难以持续的。在这种情况下,政策的调整随时都有可能出现。而调整与否,主要看三边关系,即政策与实体经济的关系,与市场与实体经济的关系,只要这三边关系有所变化,政策随时都有可能调整。换句话说,现在的政策是被挟持的。

从机构的如上共识中,可以看到什么呢?很让人议论的是,金融危机的阴影尚未散去,新一轮经济游戏的危险又已经降临。而这场比赛,就从大量投机资金在几大市场四处游荡开始。从最近几个月金融市场与大宗商品市场的波动情况看,这场游戏正从资金的流量与流向,及价格的异常波动这两个方面,对实体经济与虚拟经济构成新的冲击。

首先看虚拟经济。近半年来,全球各主要股市都出现了强劲反弹。沪深股市更是创下了半年上涨70%的全新记录。而油价也从40多美元涨升到70多美元,短期涨势十分凌厉。这样的涨幅是由真实需求拉动的吗?是有基本面支持的吗?当然不是。主要是由流动泛滥,加上市场上的投机力量持续炒作而造成的金融幻景。

其次看实体经济。仅从中国的情况看,近几个月来,尽管采取了一系列前所未有的刺激措施,经济开始止跌企稳,但从拉动经济增长的诸多因素看,远没有回到平稳协调的正常水平。经济运行中的结构性矛盾,仍然十分突出,有些甚至还出现退化。在这种情况下,新一轮经济游戏再进一步扭曲市场价格,无疑会加重结构性矛盾,使下一步改革的难度更大。

由此观察,新一轮游戏与去年爆发的金融危机一样,也是利用流动性一度泛滥的资金条件,通过价格手段,对各种资产与商品市场实施投机炒作,以谋取对社会财富的重新分配。这样的游戏,在初始阶段,也许会带来短暂的市场监管,但其结果必然是对大多数人财富的掠夺,对实体经济的平稳运行,对资本市场的优化配置功能造成伤害,需要高度警惕。

着力发展国内市场:中国经济复苏后必然选择

中国经济在下阶段有望企稳向好,但经济复苏或回暖后的发展方向如何?这个问题值得关注。对此,我们要改变以往对国外市场的过度依赖,将积极开放和开发国内市场,转变为推动经济增长的一大新支撑。实现这一新支撑的手段和途径是要充分调动民间资本的潜力,打破行政垄断,彻底对内开放,特别是仍被国有企业垄断的一些行业,要采取措施积极鼓励支持民间资本的进入。

◎杨英杰

鲁迅先生曾经提出过一个经典命题:“娜拉出走之后怎么办?”在中国新文化运动的大潮中,挪威剧作家易卜生的《玩偶之家》中主人公娜拉摔门离家而去的一幕,被赋予了革命旧图新的含义。但鲁迅先生一针见血地说:“由于缺乏独立的经济地位,娜拉出走以后,或者也实在只有两条路:不是堕落,就是回来”。

由娜拉联想到眼下的中国经济。种种迹象表明,中国经济下阶段有望企稳。由国家统计局信息显示,本轮经济的底部应该在去年四季度和今年一季度,当前中国经济已经见底,最困难的时候

已经过去,下阶段经济也有望企稳向好。

影响中国经济复苏也好,企稳也好,有两个方面的原因:一是外部环境持续恶化的趋势有所缓解;二是国内积极财政政策和宽松货币政策双重力量的起到了作用。特别是天量信贷资金推动了国内投资的瞬时启动,为防止外需大幅萎缩背景下国内经济的严重滑落作出了贡献。

对我们而言,此次金融危机教训深刻。一是一个大国,经济发展必须立足国内,应将国内市场的开放、开发放在首位,决不“靠外而不顾内”;二是政府投资只能救经济疲弱于一时,经济长期发展的根本动力在于民间资本的积极投入。因此,我们必须重视民营

企业的发展,鼓励民间资本投入,要创造公平竞争的市场环境,反对垄断和限制。

我们对第一点已有很深的体会,但当大量劳动密集型、外向型企业遇到困难及失业人员剧增时,经济社会和谐稳定会面临一定挑战。对于第二点,我们的认识并不很一致。

就中国经济而言,全球金融危机的冲击,主要是表现在我国实体经济的对外高度依赖性。在外需急挫背景下,就必须转向国内需求,而国内消费需求又囿于社会保障、收入差距等诸多因素困扰,多年来并无太大起色,只能借助于启动投资需求来承接下落的经济。

中国经济发展模式在整体上与中国农村的发展模式很相像。农村的青壮劳动力外出打工,寄回工资供养已经基本不靠靠荒的土地过活的家人。外向型企业通过出口赚取外汇,来供养国内市场无力容纳或勉强容纳的企业所带来的隐形或显形的失业人群。一旦外部环境恶化,打工仔回到了家,而拖欠的土地生产无法在短期内恢复,特别是无法适应回家的新一代农民需求。

外向型企业挣扎在破产边缘,向内转已来不及。一是企业自身产品结构的积极投入。因此,我们必须重视民营

我们根本没有有意识地培养内部需求,既缺乏培养的基础和条件(比如比较完善的社会保障、公共医疗等民生基本建设),也没有可持续的启动内需的收入基础(我们刚刚达到人均3000美元的水平)。这样,外向型企业与打工仔的命运如出一辙。在此背景之下,靠国家的投资力托下滑、衰退的经济也是不得已之选择。

但我们想问的是,经济被托起之后的前进方向是什么?首先,中国的此次危机与美国不同,受冲击的对象主要是实体经济中的外向型企业,进而也影响到国内的上下游产业链。如何防止下次类似危机对国内经济的严重冲击和传染,我们还必须要从国内找到源头。从短期来看,中国的外向型经济难以得到明显改变,但不再过度依赖国外市场、开放和开发国内市场,不仅是目前我们要做的事情,而且也是中国经济长期稳定发展所必须做的事情。也就是说,我们必须紧紧抓住世界经济预期逐步稳定和国内经济可望企稳的机会,寻找新的经济支撑点来短期内辅助、长期内替代政府支出工具。

我们认为,这一新的支撑有助于经济社会长期稳定发展,其实现手段与途径就是要充分调动民间资本的潜力,打破行政垄断,彻底对内开放,特别是仍

被国有企业垄断的一些行业,要采取措施积极鼓励支持民间资本的进入。

中国改革开放三十余年,至今已处于一个新的起点。可以说,市场化”已经成为中国经济体制改革的一个大方向。但我们之所以说中国改革开放处于一个新的起点,是指在主张市场化改革方向的改革者内部,已经明显地出现了既得利益团体,这一特征体现为其支持市场化的目的是为了使自己手中掌控的稀缺资源能通过市场的方式卖个好价钱,这类资本来或者是属于为公共利益服务的资源,或者是能够通过市场化的方式更有效率地为全社会、全体公民提供更好的产品和服务的。

今后,中国改革开放的深度和广度如何,在很大程度上取决于如何能够和平地解决既得利益团体与经济社会发展所必需的打破垄断、公平竞争之间的矛盾。这一矛盾解决得如何,在很大程度上决定着中国经济今后“复苏”的频率。如果这一矛盾解决得好,对于中国经济社会的长远发展,也就类似于解决了娜拉出走后的经济地位。如果这一矛盾解决得不好,恐怕不利的结果或影响还会继续存在。

(作者单位:中央党校)