

Roundtable

货币政策基调不变 来年调控变数加大

日前,中央经济工作会议正式敲定明年适度宽松的货币政策基调,这使得业界近期对于政策收紧的担忧一扫而光。

不过,市场对于来年货币政策的运行仍存有诸多疑问,包括在延续适度宽松货币政策的情况下,来年信贷投放规模会达到什么水平?而随着经济的进一步复苏,特殊时期采取的适度宽松货币政策是否又会在某个时间逆转?

对于来年经济走势,市场现今无法确知,一切疑问也没有准确答案。而对这些问题的预测,专家看法也各异。

◎记者 周鹏峰 李丹丹 ○编辑 颜剑 于勇

一、基调不变 调控难度加大

上海证券报:中央经济工作会议指出,明年要继续实施适度宽松的货币政策,货币政策要保持连续性和稳定性,增强针对性和灵活性。货币政策的基调为何保持不变?针对性和灵活性在实际操作中会有何具体表现?

陈道富:2009年实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策以来,我国迅速抑制了经济快速下滑的趋势,并实现了经济的逐步复苏。11月份的数据也显示,经济复苏态势得到了进一步的延续。但目前经济的恢复仍主要与政策刺激有关,民间自发的经济发展动力仍未有效激发。特别是实现经济良性循环的各种改革处于关键时期,需要有利的货币环境加以配合。与此同时,虽然现实甚至将来一段时间内以CPI衡量的通胀压力也不大,老百姓中却出现了一定的通胀预期,特别是11月份的CPI由负转正,房地产市场持续上涨,更是加剧了市场的一些担忧。因此,我国有必要在货币运行结果上实现“适度宽松”,在为经济的进一步复苏创造有利的货币环境的同时,避免给未来的经济运行埋下过多的隐患。

从明年的经济运行来看,结构调整成为宏观调控的重点,这需要进行大量的改革,会对货币运行造成冲击。此外,世界经济运行虽然出现复苏迹象,但仍存在大量的不确定性,同时其他国家货币政策的选择对我国的影响也将越来越大。因此,明年的经济环境将更为复杂,需要保持货币政策足够的灵活性,特别是不要被现有的框架所束缚,应结合汇率、监管以及部分行业管理等政策,灵活运用各种工具,着眼于实现“适度宽松”的最终货币运行状态。如果进一步考虑到我国金融市场还不完善,适度宽松的货币政策还无法顺畅地传递到三农、中小企业等领域,对战略性新兴产业和产业转移的支持也不足,有必要加大金融领域的改革,甚至结合财政政策,提高货币政策的针对性。

郭世坤:我觉得这种提法是对我国当前的经济形势做出深入的把握后提出的。这种提法既保证了政策的连续性,也为实施过程中应对可能出现的问题留有空间和余地。

针对性方面,明年信贷投放总量肯定不会像今年这么多,中央肯定会考虑总量有个考虑。但是经济实际运行中,我们预计有相当大的实际需求,这就必须要求政策的着力点更加准确,非常有针对性。具体而言,就是加大经济结构的调整力度,对产能过剩、资源和能源消耗过多的行业要进行适当的政策调整。这种调整,从货币政策来说,首先会运用央行的票据和公开市场操作,其次不排除加息、提高准备金率。

连平:一是因为今年我国经济虽然回升势头明显,但还不够稳固;同时,世界经济的附属也不够稳固,而我们出口主要是看国际市场,因此,需要相对宽松的货币政策护增长。第二,虽说我们有通胀的预期,但目前还没有通胀。11月份CPI已经转正,而最近如成品油价格、一些资源类产品价格也推动了PPI负值大幅收缩,且可能提前至12月转正,市场一直预测PPI明年初才变为正值,这些都表明未来物价上涨压力不小,但毕竟目前还没有通胀,只是预期,且未来物价上涨虽有较大压力,但仍有一定的不确定性。

可以说适度宽松的货币政策基调不变应该有这方面的考虑,但基调不变并不意味着政策完全延续过去的状态,而是要有针对性和灵活性。如果情况没有出现很大的变化,政策会以连续性和稳定性为主;如果情况出现了较大的变化,针对性和灵活性就会为主。

明年政策调控难度也相对较大,这是因为明年形势要比今年好,但物价和资产价格有可能出现我们意想不到的上涨,这时政策需要改进。这两者本身从政策方向来看正好相对。要护增长,仍需要扩张性的政策;要控制物价和资产价格的过渡上涨,则要采取紧缩性的政策,这相互之间有一定的冲突,所以说明年政策调控难度要大一些。

刘焯辉:经济刺激计划本身会产生很大的刚性货币需求,假设今年是9.5万亿美元的信贷,中间大概有5.3万亿到5.5万亿是中长期贷款,而中长期贷款中70%是去年11月以后新开工的项目,到明年就会变成在建项目,这部分在建项目第二年信贷需求如果按70%算就应该4万亿以上,所以首先要保证一个较大的量,才能够满足整个经济的货币需求;另外一块就是短期贷款,今年的短期贷款大概是4万亿,明年企业的状况肯定比今年要好,明年保证企业这一块流动性需求至少也在4万亿规模,中央强调宽松基调要延续基本上是基于这样一个考虑。

灵活性和针对性更多的是针对信贷政策,也就是说信贷要保持对民生的投入,扶持新兴产业,因为在上半年这样一个比较密集的刺激计划中,为了经济能很快地被拉起来,不免有些项目放行比较放松,从这个角度讲,灵活性和针对性主要是指调节信贷结构。



二、刚性需求及复苏助信贷较高增长

上海证券报:如何看待明年的货币增长以及信贷增长?为“管理通胀预期”,货币和信贷投放应注意什么?

刘焯辉:今年央行基础货币的投放跟07、08年相比并不是特别快,今年的货币扩张之所以这么猛,主要是微观存在很强的扩张性,也就是说银行有很强的加杠杆的能力,导致货币流通速度加快,使得M1、M2增速接近30%,但明年银监会会严格约束管理,且银行现在在资本金相对来说缺口还比较大,所以微观机制的扩张能力明年肯定不如今年。

基础货币这一块投放是松是紧可能还要看外部环境影响,就是说我们的外汇占款,特别是外部涌入的资金。按外汇占款增速来看,如果明年外汇占款增速压力很大,明年基础货币的增速可能比今年还要快,那很有可能央行还得不断地从市场上抽取流动性。尽管央行可能也在和流动性搏斗,不断加大货币回笼的速度,但从以往的经验来看未必能够控制住。所以我觉得明年M1、M2增速控制的压力还是挺大的,从30%多增速回到中国长期15%—17%的货币增速均衡空间,难度挺大。我觉得如果能够压到接近20%,货币当局应该说就算尽力了。

信贷定计划是一回事,具体执行是一回事。坊间传言计划是5万亿到7万亿。但经济有刚性的需求,实际上如果少于8万亿,政府整个资金可能会很紧张。

实际中国经济学意义的通胀5月份就开始了,我们现在讲的通胀预期是针对CPI的,政府想要控制CPI难度要小很多,因为中国CPI构成中,农产品起决定性的作用,而这一块我们又不是封闭运行的,所以政府对此不失控的话,控制CPI基本上就不会有太大的难度。但对货币贬值的预期控制,我个人觉得政府基本上是无能为力的,因为货币刚性需要那么大。

连平:去年底和今年初很大程度上是政府希望信贷投放来刺激经济回升。而明年我国经济本身会出现较好的内生性的增长,但仍需信贷政策很好的配合。因此,从明年信贷需求来说,对于目前市场有人估计7万亿左右的预期,我认为偏低,我认为至少达到8万亿以上。

明年在建项目必须保证信贷的投入,我们大致推算这块需要信贷投入在3.5至4万亿之间;同时明年制造业趋于活跃,信贷需求与今年相比也会增大;明年随着房地产的发展,按揭贷款的需求也会增加,我们推算明年个人按揭贷款增长大概1万亿。再加上最近政策要求中小城镇放宽户口进入,这样会产生一块新

的住宅投资的需求,随之相应的信贷需求也会增加;目前的货币乘数水平已经跟危机前的水平差不多了,明年物价明显上涨,对信贷也相应会有扩张的需求。

我们观察发现,在上一年信贷增长较快的情况下,第二年信贷增量如下降,与上年比值最低为0.84,一般情况下都在0.9以上,且更多的情况是第二年比第一年增加,因为经济在增长,货币需求也会增加,所以,8万亿以上的信贷投入人才会比较好的满足经济增长的需求。

郭世坤:今年信贷和货币供应量较多,对于经济回升和快速增长发挥了积极作用,但给新一年的流动性管理造成压力。但另一方面,在经济回升中还存在相当的结构性问题,比如就业、城市化建设等,即经济快速平稳增长的基础还不牢固,这就需要相当的信贷投放的增长。我预计,为了保持经济的稳定和银行的稳健运行,明年需要7.5万亿以上的新增贷款,而M2至少会在17%以上,预计会在20%左右。

根据我们的观察,信贷投放与CPI直接关联度越来越低。CPI的统计口径决定了其更多地取决于食品价格,只要明年没有遇到大的自然灾害,国际粮价稳定,CPI也将处于缓慢的提升和相对稳定的状态,并不会因为信贷投放过多而立即出现通胀的现象。但是要注意到信贷投放过多会对资产价格产生影响,比如房地产和股市。

另一方面,这些的价格上涨不仅仅与信贷相关,也与市场本身的不完善有联系。通常在一个完善的市场中,通货膨胀率可以得到均衡的释放,而市场的机制和规则不完善时,容易造成市场炒作。

陈道富:通胀预期是老百姓对现实生活的一种感觉,也反映了对政府政策的信任程度。但在一定环境中,即使是与现实基本面并不一致的通胀预期,只要转化为集体行动也能自我实现,在缺乏信任的情况下更是如此。因此,管理通胀预期,并不是要扭转,而是要改变现状,并提高相互之间的信任。为此,一是要加强信息披露,使老百姓的感觉更全面和真实,这包括对各种现状的更准确描述和披露,也包括对未来政策的必要表达和宣传,特别是对未来各种可能情况的应对政策;二是要有效地将“过度宽松”的货币状态回归到“适度宽松”,开展必要的实质性改革;三是要整顿市场秩序,采取必要的措施,防止可能存在的利用信息优势操纵市场,包括囤积居奇,特别是过度营造通胀气氛以达到盈利等目标。

三、不排除信贷投放结构有偏差

上海证券报:调控结构是明年宏观调控的重点,中央经济工作会议也指出,要加大信贷政策对战略新兴产业、产业转移等领域的支持,并控制对高耗能、产能过剩行业的贷款。您认为银行的逐利性是否会导致信贷投放出现偏差,如何解决?

郭世坤:银行的经营需要取得更好的效益无可厚非,而且这种讲求经营效益的行为与政策并不矛盾,新兴产业、比较有品牌价值的产业以及产业升级的公司,由于有技术的提升,一般会有比较好的市场前景和盈利性,银行对这类企业的贷款必定有较好的收益。而产能过剩行业,在市场供大于求的情况下,利润会得到很大的压缩甚至亏损。同时,银行通过这些年的提升、改革,对于企业的流动性以及盈利能力的把握以及信贷的选择能力有了很大的提升。

连平:我认为商业银行从控制自身风险角度出发会认真按照中央的要求去做的,当然不能完全排除银行的逐利性可能导致信贷投放结构的偏差,但从银行公司治理的角度来看,大部分大中型银行特别上市银行,监管和市场对银行要求提高,比如对公司经营透明度和治理

结构完善的要求;监管机构从不良资产、资本充足率、拨备覆盖率等方面对银行提出了较高的规范性要求。这些规范性指标对商业银行产生了很大的影响。

当然,不排除未来几年经济增长速度放慢,商业银行不良资产余额会有所增加,但总体来说银行业在两三年以内不会出现很大的问题,即使未来不良资产有所反弹,也不会产生整个行业的系统性风险。

陈道富:信贷政策对经济结构调整的支持,一是可以通过政策性金融机构来实现,或政策性金融业务实施;二是可以与财政政策相结合,借助正常的商业信贷渠道来实现;三是可以通过产业指导、窗口指导以及必要的监管措施、再贴现以及部分监管指标调整等来实现对信贷的结构调整。

商业银行的商业化改革,就是要增强银行的逐利性。因为银行正常的逐利行为而导致信贷投放出现偏差,可能更多的是当前经济结构,包括现有政策偏差的一种货币反映。解决的根本之路在于进行深刻的经济结构和政策调整。在短期内还可以借助上文提及的三方面措施加以纠正。

嘉宾

- | | |
|-----------------------|-----|
| 交通银行首席经济学家 | 连平 |
| 建设银行研究部总经理 | 郭世坤 |
| 国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任 | 陈道富 |
| 社科院中国经济评价中心主任 | 刘焯辉 |



连平



郭世坤



陈道富



刘焯辉

四、货币政策收紧或在明年年中前后

上海证券报:有观点认为,目前的货币政策是“松中有紧”,更有观点认为紧缩性的货币政策最早会在明年下半年出台,您如何看待?有何依据?

连平:几方面变量可能会导致货币政策收紧。一是明年一季度GDP增速达到10—11%可能性较大;今年二季度GDP不高,起点低,所以明年二季度达到10—11%也是完全可能的;实际上,今年四季度GDP就有可能达到10%左右,这样就有一个同比较低的问题;二是物价,明年CPI连续三个月达到5%以上的增长可能性不能排除,如果达到这个水平,政策就要考虑收紧。还有PPI明年一季度转正毫无问题,可能今年12月就会转正,未来上升的速度可能不慢,这些都有可能促使政策收紧。第三个要考虑的变量就是资本流入,最近资本流入的势头已经加快,央行最近以央票收缩流动性力度在加大,明年一季度如果中国经济回升情况较好,资本流入有可能还会进一步加大,外汇占款会进一步增加,通过外汇占款的货币投放也会增加。资本流入加大会增加对资产价格、物价上涨的压力,从而促使政策去考虑收紧。

明年一季度房价看来趋势仍将会稳步上扬,不排除一线城市会有泡沫出现。再有,目前预期流动性比较宽松,且年底以后上市公司的业绩会有明显的改善,尤其11月份出口状况明显好转,制造业就会比较活跃,企业盈利预期就会增强,明年一季度股市就有可能会有不错的表现,不排除在流动性很宽松的情况下出现一定的泡沫,这也会促使政策收紧。因此,我认为明年在基本框架不变的情况下,政策走向稳健,或是中性的可能性较大。

08年底到今年一季度至二季度政策基本是全面放松,二季度后开始微调,主要体现在两方面,一是公开市场操作上收缩流动性,但并不是每个月都收紧,有时是净投放,有时是净回笼,但净回笼力度逐步加大。二是信贷要求进行节奏把握,避免发放过多,相比一揽子刺激经济政策,这实际上已经是在收紧了,这是收缩的第一个阶段,我认为现在还处在第一阶段。

政策通常是逆周期的,如果GDP、物价、资本流入、资产价格都出现了进一步升温的走向,自然信贷还要继续进行适当的管理,同时公开市场也会继续收缩流动性,下一步可能会增加回笼和存款准备金率的调控。两率开始调整,就进入了政策收缩的第二个阶段。我估计,如果一季度CPI上升很快,股市、房市继续高歌猛进,资本大规模流入的话,明年二季度未政策收缩的第二阶段就有可能到来;如果上述几方面还比较温和,就有可能在三季度进入第二阶段,总体来说年中前后进入第二阶段的可能性较大。

刘焯辉:明年货币政策会不会加息,会不会用准备金率去调控,这要基于对明年经济形势的预判。乐观地认为中国经济实现的是V形复苏,如果基于这样的判断,那明年下半年可能会收紧,甚至明年可能会出现两次甚至两次以上的加息周期;如果对中国经济的判断比较谨慎,走出所谓的W型调整的话,那我们的货币政策,包括加息的这种可能性在明年就是一个很大的疑问。要加的话很有可能就是上半年随着物价往上冲,特别是一季度后随着物价冲顶会加一次,而随着下半年经济二次回暖,形成加息周期的可能性我个人觉得不大。

郭世坤:我认为不能简单地预测政策的后续发展,从现在基本面上说,信贷在大量的投放后,流动性比较充裕,同时考虑到房地产价格以及股市的增长情况,在宽松的货币政策不变的情况下,进行灵活的操作的可能性是存在的。而是否转变,要根据明年上半年的经济发展形势。

