

流动性仍然偏多 利率汇率政策待变

三、八个基本判断

(上接 A6)

三方面印证流动性仍然偏多

1、当前的流动性仍然偏多

以上的分析,主要是囿于货币供给理论框架,侧重从流动性产生机制角度揭示流动性快速增长的。以下要论证的是,当前特别是进入2007年后,市场上流动性到底过剩不过剩?一般而言,判断一国流动性过剩与否,既可以从价格方面加以描述,也可从数量方面加以描述。

从数量分析,首先是货币供应量(M2)指标。近二年每年约17%的增长速度,相对于上世纪九十年代中期约30%的增长速度是低多了,但为什么市场普遍感觉仍是偏多?进一步的分析见下文。在此可先从事以下三方面看:

一是从超额储备与央行票据占存款比例看。前文的分析都是基于传统货币理论的分析。在西方成熟金融市场的国家,央行是不发行央行票据的。但在我国目前,央行为对冲因外汇占款增加而发行了大量的商业票据。这些票据毕竟不同于法定存款准备金。因为商业银行若持有可流通的央行票据,则意味着其持有可变现的资产,仍具有与超额储备性质相同的一定的潜在信用扩张能力。尽管目前银行的超额储备率可能已降到很低,尽管目前商业机构持有的央行票据经实际转让而扩大的信用占比不高,但如果货币进一步紧缩,央行票据的信用扩张能力会即刻放大。因此如果将此考虑因素放到商业银行的流动性分析框架中,从理论存量看,则对今后银行体系

内超额存款准备金的分析需进行修正(因为从今后流动性扩张的角度分析超额准备率,本来就是运用一定时点上的超额准备金比率数据以示今后货币信用扩张的可能性程度)。银行体系内超额储备与其持有央行票据的总和,已从2003年的1.4万亿元迅速上升到2006年的4.16万亿元。此性质的直线上升到2006年的12.41%。自然,意味着今后流动性增加的压力在明显地增加。

二是从流动资产占银行总资产的比重结构看。尽管近几年贷款增长控制较严,但是这个比例几年来仍在不断提高,说明整个社会上流动性不断增加的趋势并未得到抑制。2002、2003年该比例分别为16.07%和16.58%,2004年和2005年上升到21.51%和21.49%。

三是从M2-GDP-CPI的增长指数动态看,近些年来一直处较高的正值。2000年-2006年分别为4.09%、

5.9%、8.08%、6.4%、2.1%、5.57%和3.44%。理应收紧流动性的2005-2006年,该增长指数却与实施积极财政政策和宽松货币政策的2000-2001年差不多。期间只有2004年紧缩力度较大。如果使用GDP的平减指数仍存在相似的结论。

从价格上看:一是货币市场利率仍然处于市场普遍认为的低位运行。即使是在连续多次提高银行法定存款准备金率和提高存贷款基准利率后,市场利率有些波动,偶有提高,但总体水平仍是较低的。

二是中国各类资产价格在大幅上涨,从房地产价格、股票价格、债券价格甚至到各种古董、邮票价格,都出现不同程度的大幅上涨。二大主要资产价格中,先是2003年底到2005年9月的房地产价格猛涨,随后房地产价格趋稳,股票价格出现猛涨。

总之,不管从哪个角度分析,当前流动性仍然偏多的判断,与市场人士的实际感觉,基本是吻合的。

图表 6:2003-2006 年超额储备与央票合计

	2003	2004	2005	2006
银行持有的央票	3250	10291	21135	28993
超额储备	11193	12628	11975	16101
合计	14163	21349	32328	41621
占存款的比例	6.81%	8.88%	11.26%	12.41%

注:1、银行持有的央票使用商业银行托管的债券总额减去其托管的国债、政策性金融债、企业债、短期融资券等债券的总额得出。

2、超额储备使用金融机构存款总额与超额储备率的乘积获得。



中国各类资产价格,包括房地产在内,最近几年大幅上涨 资料图

经济增长水平并不需要有一增长水平的 M2

7、历史事实与大量数据表明,改革开放以来在中国经济不同的发展阶段,同是支持几乎相同的经济增长水平,并不意味着要有同一增长水平的货币供应量

年货币供应增长率目标的确定,直接影响和决定央行日常的政策操作频率和调控力度。目前央行以16%左右的货币供应增长速度控制流动性,市场普遍仍感觉流动性偏多,自然与央行的调控目标有关。那么如何确定今后货币供应量(M2)的调控目标?上世纪80年代中期起至今,除去1989、1990年两年受政治风波影响外,我国GDP的增长率在相当长的时间内都保持在较高水平,年均达到10.4%,但仔细观察,20多年间相对于每年GDP的高增长,M2的增长率却有着显著的差异,期间几乎无规律可循。

图表 8:1985-2006 年 GDP 与 M2 之间的关系

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GDP	13.5	8.8	11.6	11.3	4.1	3.8	9.2	14.2	14	13.1	10.9
M2	29.3	24	21.2	18.3	28	26.5	31.3	37.3	34.5	29.5	
M2(-1)			29.3	24	21.2	18.3	28	26.5	31.3	37.3	34.5
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP	10	9.3	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10	10.1	10.4	10.7
M2	25.3	19.6	14.8	14.7	12.3	17.6	16.8	19.6	14.6	17.6	16.9
M2(-1)	29.5	25.3	19.6	14.8	14.7	12.3	17.6	16.8	19.6	14.6	17.6

20多年中,同是GDP增长为10%左右,当年M2增长率最高的为37.3%(1993年),最低的为12.3%(2000年)。如果截取历史上与2003-2006年四年GDP增长率相近10%的1995-1997年三年相比,九十年代1995-1997年三年,M2年均增长率24.8%,最近的四、五年,M2年均增长率仅为17.2%。如果考虑到M2对GDP影响是滞后一年的因素,则前者更是高达近30%,后者仍为17.2%。尽管此分析简约了物价因素和上世纪央行货币政策操作中的“粗糙”因素,但丝毫不会影响我们可以做出下述判断:在经济改革不断深入和金融市场不断深化、制度转轨剧烈变化的时期,央行货币政策操作最可怕的是陷于唯经验与唯书本,最需要的是择机决策。在当前市场人士仍普遍认为流动性偏多,各项宏观经济指标也已呈现货币供应偏多的情况下,我国货币供应量(M2)增长率为16%的预期目标值是否已经到了该适当修正的时候了?具体的修正方式,建议参考历史经验,再经理论测算后,以试错的方式确定今后M2的合理目标。特别是考虑到今年经济增长仍可能在11%左右的高增长,而且面临资产价格上升过快,环境、资源等瓶颈矛盾相当突出的情况,在今后二、三年内,完全有必要与可能,对我国货币供应增长率以14-15%甚至再低一些的预期目标,进行试错式调控。

目前,银行超额存款准备金率已降到很低水平,是否意味偏多流动性的调控已到?超额存款准备金率的高与低,是直接观察银行体系内流动性多与少的指标。作为调控经济活动来说,该指标是央行货币政策中调控的操作目标,而不是与实体经济紧密联系的货币政策中介目标。央行调控的本来初始目标就是要设法下降银行超额比率,但是超额比率的下降,可以使货币供应量增速下降,但又并不直接意味着已完全体现央行调控的应有理想目标。当银行超额比率相对过去出现明显下降,但在市场仍是持有流动性不紧的普遍感觉时,恰恰意味央行仍应进一步下调货币供应量的增长目标。只有进一步加强调控力度,在商业银行已出现较低的超额比率时,才能迫使其进一步进行信贷或非信贷资产的缩减性调整,推动市场利率提高,进而达到进一步减缓货币供应量增速,实现流动性管理的理想目标。此做法也恰恰印证了前文所述的:“流动性的数量指标和价格指标只是一枚硬币的两面,如果刻意维持较低的市场利率,结果只能以流动性偏多为代价”。

汇率政策要打破升值预期

8、当前的汇率政策要着力于打破升值预期

当前的流动性偏多,自然与国际收支失衡与一定的汇率水平有关。而且如前所述,由央行对冲因贸易顺差引起的巨额流动性,在时间上是有限度的。因此从汇率角度解决国际收支失衡问题,更显其紧迫性。但是从中国当前国情出发,解决汇率问题的对策,又不仅仅是限于人民币的升值,需有一系列结构调整政策的配合,需有一定的时间过程。另一方面,汇改以来,人民币已升值近7%。而且,汇率问题并不能从根本上解决中美贸易顺差问题,几乎已成为世界有识之士的共识。在此状况下,面对美国议员对人民币汇率升值40%或27%的近乎“政治性”的诉求,目前若全面答应,肯定对中美经济和世界经济发展的是一场灾害。若我国政府再一次较大幅度地进行“出其不意”的调整,有失中国政府公信,也有助于美国议员的“得寸进尺”;若仍是小幅、均幅、缓慢升值,客观上又给国际市场造成了强烈的、可测算的升值预期,同样给货币调控会带来很大的被动。因此,作为战略思考,中国的汇改,不能因为有力而改,也不能因为没有压力而不改。而是应该在采取各项政策解决我国经济内外失衡的同时,根据我国经济增长、就业和环境资源等状况,主动地、逐步地改善我国的汇率形成机制和形成合理的汇率水平,仍是我们的方向。但是作为策略手段,在管制汇率向市场化汇率转轨中,至关重要的,是要打破市场强烈预期而造成的调控压力。为此,决策层应在根据经济发展中期需要调整一个较合理的汇率水平基础上,以时密时疏、密疏不均的方式,在彻底打破市场上可测算的升值预期过程中,尽快将汇率调整到在一个时期内相对合理、稳定的水平。

内生因素主导流动性偏多

2、当前偏多流动性更多的是内生因素

过多流动性的产生是否存在经济内在的必然性?尽管国际学术界对货币的内生性和外生性一直存在争议,但是从我国近几年的货币运行实践看,流动性的创造,确实存在金融微观效率提高的因素,各企业主体信用创造的因素和宏观金融市场结构深化的因素等。客观地说,这些机制性因素基本上是积极的,是体现了我国金融改革的阶段性成果和进一步发展的方向。原来限制金融体系按照实体经济需求创造流动性的约束因素逐步消除,效率逐步提高。或者说,在传统的经济领域,只要实体经济有需求,金融体系就能创造出相应的流动性予以满足。因此应该肯定,在货币内生性的外部环境没有扭曲的情况下,实体经济内在需要而产生的流动性变化,则无碍货币稳定的大局。这是分析流动性过剩问题必须注意的一个视角(从我国目前实体经济的储蓄与投资缺口角度出发,则是从另一方面反映了流动性的内生性)。当然,我国金融体系效率虽已大幅提高,但远未完善,资金的配置效率仍相当低,很多金融需求,如中小企业、技术创新、三农等由于各种原因,还缺乏有效的金融机构、金融工具和金融市场来满足,这使得我国金融状况出现了流动性过剩与资金不足并存的特征现象。

流动性偏多对实体经济影响相对较小

3、当前偏多的流动性对实体经济影响要小于对虚拟经济的影响

如果实体经济流动性过多,应该表现为较多的货币追逐较少的商品,其结果必然出现物价的上涨。但是在中国当前,除房地产等具有金融资产性质的物品外,商品领域并未出现加速通胀的趋势。即使近几个月来,CPI价格有所上升且波动较大,还是主要受食品、油价、政府调价等因素影响,价格总体水平仍然处于历史较低水平和可控制的幅度内。流动性过剩并没有全部转化为商品领域中的实际购买力,转而引起整体商品价格水平的上扬。其基本原因是国际生产分工格局出现新变化后,促进中国GDP的增长可能更多的是供给因素而不是需求因素。从数据来看,如果将M2扣除主要服务于股票市场交易的证券客户保证金后(房地产价格上涨较快的因素未扣除),其2006年的同比增长率下降了高达近2个百分点,2007年下降更多。这间接表明服务于实体经济的货币供给并不明显偏高。

图表 7:调整后的 M2 增长率大幅下降

	2006.1	2006.2	2006.3	2006.4	2006.5	2006.6	2006.7	2006.8	2006.9	2006.10	2006.11
M2	19.21	18.8	18.8	18.9	19.1	18.43	18.4	17.9	16.83	17.1	16.8
M2*	17.87	17.4	17.41	17.42	17.28	16.43	15.86	15.6	14.94	14.45	14.55

特别是在全球流动性过剩、中国经济持续看好,产能供给能力大释放、人民币始终处于长期升值压力下,国内偏多的流动性更多的是容易对虚拟经济资产价格上涨形成压力。由此,央行在调控过剩流动性的过程中,着眼点已不能仅仅关注CPI了。在这方面,必须吸取日本的教训。

央行陷入利率平价理论误区?

4、当前的流动性过剩可能缘于央行对利率平价理论的误区

面对国际收支失衡,如果央行没有进行充分对冲操作,巨额贸易顺差必将直接导致流动性严重过剩,但在一定条件下,如果央行进行了充分对冲,贸易顺差并不必然导致流动性过剩。这从中国当前的制度因素看,仍可视为正确的判断。2002年以来,央行就是不断地通过对冲来减少因贸易顺差造成的流动性过剩。但是目前央行虽然基本控制住了基础货币的投放,到2007年6月商业银行超额储备率也降到了历史的最低点,为什么还没有完全对冲掉经济体中过剩

回收流动性须推高利率水平

5、如果要加大回收流动性的力度,必须推高市场利率水平,而不是简单提高存贷款基准利率

我国的加息概念并不完全等同于西方。西方社会或标准教科书中的加息,是以货币市场的隔夜拆借利率为操作对象,直接涉及中央银行的资产负债表调整,引起基础货币的变化,进而迅速影响,改变整个社会的流动性状况。我国的加息是改变商业银行的存贷款基准利率,这仅是企业融资价格中的一种,并不直接与央行的资产负债表相关,与回收流动性的联系较远,更多的是一种管制利率的调整,引起的主要是利益分配格局的变化,期望由此影响商业银行贷款行为,进而缩减贷款乘数扩大效应。实际政策结果表明:在我国贷款

对冲空间日益缩小

6、对冲空间在缩小,留给央行的对冲时间有限

在金融市场充分发展以前,过多的流动性可能会导致资源错配,引发通货膨胀、资产泡沫等问题。为此,在经济结构没有发生根本性扭转,在我国金融市场弹性还不够充分情况下,需要回收流动性以防止其可能产生的危害,而且,央行通过大量的对冲操作,为外部失衡条件下的经济创造一个相对较为平稳的国内货币环境,为我国的产业结构调整和经济发展的赢得时间,这是可取的策略。但是,又必须看到,通过央行发行票据和提高法定存款准备金率等方式,对冲因巨额顺差带来的外汇储备增长,又是不可长期持续下去的,是有一定限度的。限度来源于两个方面:一是人们

的流动性?或者说,在仍有一定对冲和调控空间的情况下,央行为什么没有进一步对冲和调控?

作者分析,制约央行进一步加强对冲力度的因素,可能主要来自于央行决策者陷于利率平价理论的误区,即一直想保持一定的中美利差以防止套利资金的大量流入。对此,我们应辩证地看待。这种理论成立的前提,是资本的自由流动和金融市场跨境交易的高度活跃。目前,一方面我国资本项下仍然是严格管制,虽然存在一些绕过现有管制进入的热钱,但是,第一,这些热钱流入的成本并不低,尤其是通过贸易项下流入的资金;第二,通过非正规渠道流入的资

金,风险较大,难以被国际大集团、大金融机构所采用;第三,政府仍在通过加强资本项下的管制以及对违法行为的查处力度。另一方面,目前热钱流入我国,主要不是为了套利,而是为了获取基于人民币升值预期下的我国资产价格不断上涨的收益。有关部门计量模型也表明,利差对短期资本流动虽有影响,但其影响相对于资产收益及人民币升值预期而言非常微弱。目前我国资产价格之所以上涨较快,恰恰是与我国偏低的利率紧密相关。因此,进一步提高市场基准利率,抑制资产价格的过快上涨,应该反而是有助于抑制海外投机热钱的流入。

因此,当前在寻找利率市场化的路径上,应该考虑,一是尽快发展利率已基本市场化的直接融资市场和各种理财产品市场,逐步降低受基准利率制约的存贷款市场的份额。二是鉴于贷款利率上限已经放开,商业银行已有一定的定价权的事实,央行在择机调整存贷款基准利率的同时,主要应通过调控货币市场利率来间接影响商业银行的定价行为,逐步提高货币市场利率的基准作用。

具体而言,若当需要采取加息手段时,不应仅仅提高存贷款利率,而应着力推高货币市场的利率水平,在此基础上推动提高存贷款基准利率。在调整存贷款利率时,宜对存贷款利率进行不同幅度的调整,缩小利差。

已认识到的财政负担可持续性问题的。发行央行票据是需要成本的,随着发行规模的扩大和利率的必然提高,发行成本越来越高。从2003年我国推出央行票据以来,我国已累计支付利息460亿元。泰国等国曾出现因国内对冲成本高于外汇储备投资收益而导致财政赤字负担加剧,成为诱发金融危机的原因之一。

二是以央行票据为基础的社会信用持续不断的扩张,同样可能会助长通货膨胀等问题的出现。虽然央行可以通过发行央票的方式,暂时收回市场流动性,但这一过程只不过是周期较长的央行负债代替流动性较强的货币,是将市场上现实支付与购买力问题往后拖延,以期今后当经济出现流动性不足时而自然解决。但是,即使是完全对冲,这个过程也并

不是可以无限持续的。因为央行票据虽然没有存款货币那么高的信用创造功能,但仍具有一定的信用创造功能。当央票发行达到一定规模后,当超额储备率降到较低水平后,即使基础货币总量得到较好的控制,仍有可能助长通货膨胀或者资产泡沫(除非非货币发行央行票据一律不能流通,这又视同法定准备金了)。这是由于:一是商业银行因持有央票这种较高流动性的资产而减少了超额准备金规模,即与基础货币具有一定的可替代性。二是央票直接构成市场上的一种金融资产,在一定条件下,金融机构、非金融机构随时可以此为担保,实现信用扩张。目前央行票据余额已高达3.8万亿元,如果按照市场的回购比例,最多理论值能产生3.6万亿元的回购款。