

下半年宏观调控政策面临六大挑战

为促进国民经济持续健康发展,我们应当在下半年继续加强和改善我国的宏观调控,综合运用财税政策、货币政策、产业政策、分配政策等手段,以科学发展观统领经济社会发展全局,增强宏观调控的前瞻性和协调性,加快经济结构调整和增长方式转变,切实防止经济增长由偏快转为过热。为此,我们应当从六个方面着手来加强和改善我国的宏观调控政策,但预期下半年宏观调控政策将会继续收紧。

观察今年下半年货币市场趋势,由于预计广义货币供给量增速在15%~16%之间,货币市场资金供给增长速度将有所回落,各类债券的发行规模不断扩大,总体资金供求关系趋于平衡,上半年流动性泛滥的格局将有所改变。受此影响,货币市场利率仍将保持一定的上升态势。

◎唐震斌

今年上半年,国民经济仍在相对高位运行,总体形势良好。其中,上半年GDP同比增长11.5%,增速比上年同期加快0.5个百分点,创近10年来的新高(见表),投资、消费、出口和工业生产等均呈高速发展态势,企业效益明显提高,结构协调性增强,出现难得的“高增长、高效益、低通胀”局面,经济增长动力强劲。

不过,在经济运行中仍存在着一些突出矛盾和问题,一些经济指标明显超过年初的市场预期,这主要体现在:外贸顺差过大、货币信贷投放过多、投资反弹压力较大、工业增长偏快、物价上涨压力上升和节能减污形势严峻等,经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显(见图),已引起各方面的高度关注。

今年以来,尽管中央有关部门出台了一系列调控措施,但调控力度在总体上看还是比较温和,也缺乏有效配合,致使调控效果并不理想。在目前贸易顺差导致的流动性过剩压力持续存在,经济增速偏快的情况下,预计下一阶段宏观调控政策将继续趋紧。

资金供求趋于平衡 利率上升趋势不改

◎苑德军 张新法 王昉

2007年上半年,货币市场各子市场的交易规模较之2006年同期都有明显放大,其中央行票据交易规模的增长尤为显著。央行为调控流动性过剩所采取的一系列政策措施,成为影响今年上半年货币市场运行的重要因素。

今年上半年,我国货币市场呈现的主要特征为:一是央行票据发行规模显著扩大,交易规模快速扩张;二是货币市场利率走势呈现两大特点:稳中趋紧的货币政策抬高了货币市场利率底线,货币市场利率波动区间收窄但呈螺旋式上升趋势;三是货币供给增速居高不下,抑制了货币市场利率上升的幅度;四是短期融资券发行过信任危机,发行节奏恢复。

观察今年下半年货币市场趋势,由于预计广义货币供给量增速在15%~16%之间,货币市场资金供给增长速度将有所回落,各类债券的发行规模不断扩大,总体资金供求关系趋于平衡,上半年流动性泛滥的格局将有所改变。受此影响,货币市场利率仍将保持一定的上升态势。

第一,货币市场资金供求关系将趋于平衡。从决定资金供给和资金需求的各项因素看,今年下半年对货币市场资金面产生主要影响的因素有以下三个方面。

一是央行票据发行规模将适度回落,对冲作用将让位于价格定位。今年下半年央行票据到期总量1.3万亿元,较上半年的1.8万亿元有所减少,但如果下半年增加短期品种的发行,如三个月期央行票据,则预计总到期规模将达到1.6万亿元。因此,下半年央行票据发行量至少应在1.6万亿之上。

政府在今年上半年陆续出台了抑制出口增长的一些政策措施,如下调出口产品退税率、扩大出口关税的征收范围等,这将对出口导向型企业形成压力。此外,主要贸易伙伴国经济增长放缓、人民币汇率面临加速升值

的国际压力,以及贸易摩擦加大和出口企业遭遇国际贸易壁垒的风险增大

看,巨额的贸易顺差,以及对人民币升值预期增强导致的大量热钱流入是造成我国金融体系中流动性泛滥的主要根源,导致了外汇占款规模过大,并进一步诱发了货币信贷和投资增速过快、资产价格的持续上涨。因此,要继续深化外汇管理体制,进一步完善人民币汇率形成机制,充分发挥汇率在实现总量平衡、结构调整及经济发展战略转型中的独特作用。同时,鼓励“藏富于民”和国内资金走出去,加强对外汇资金进入和流出的均衡监管,适当控制我国外汇储备的增长速度。

第三,加快转变对外贸易增长方式,促进国际收支基本平衡。不能单纯依靠调整汇率的手段,而需要一系列配套政策,来缩小贸易顺差和缓解国际收支不平衡压力。一方面,要改进和完善加工贸易政策,引导加工贸易转型升级,优化出口产品结构,加大对高污染、高耗能产品的出口限制,严格控制稀土等战略物资的出口,在适当的时候可以调整出口退税政策,并辅之出口配额和许可证制度等;另一方面,要减少进口行政审批,加快引进国外先进设备、高新技术产品和战略物资,用高技术改造中国的传统产业,推动我国产业结构优化升级。

第四,进一步收紧市场流动性,合理调控货币供应总量。央行必须重点关注目前市场流动性过多的状况,综合运用各项货币政策工具及其组合,加强对基础货币的控制,注意适时吸纳过多的货币,将商业银行的头寸调控到适度水平。货币政策要稳中适度从紧,合理控制商业银行信贷投放,抑制货币信贷过快增长,维护总量平衡。

一方面,央行可以继续加强公开市场的操作力度,通过发行定向票据、延长央票期限、向四大行发行定向融资券等措施将一部分流动性“雪藏”起来;另一方面,央行可以通过小幅、多次地上调存款准备金率,“深度”冻结部分流动性。由此,预期年内央行还将上调存款准备金率2次到3次。更为重要的是,要尽快改革现行外汇管理制度,切断外汇储备增长与货币发行之间的联系,从源头上控制流动性产生的基础。当然,成立国家外汇投资公司及发行1.55万亿元的特别国债,能

有效回收市场的流动性。

第五,适时调整利率水平,充分发挥价格型工具的调控功能。不论是从横向还是纵向对比来看,目前我国的利率水平仍处于较低水平,这不利于控制信贷膨胀和投资扩张。以一年期存款利率为例,从1990年以来便震荡下行,此间的平均利率水平为5.73%,当前的一年期存款利率只有3.06%(还要扣除5%的利息税),这样的利率水平显然是不利于控制信贷膨胀和投资扩张的。

目前,我国的实际存款利率为负,贷款利率水平明显低于企业利润率和投资收益。在我国以银行为主导的间接融资体系里,上调存款利率将提高资金使用成本,在一定程度上也能抑制企业的投资冲动,从需求方对贷款总量进行调控,进而控制由贷款派生的流动性。同时,要逐步发挥价格杠杆在货币政策调控中的重要作用,加强数量型调控与价格型调控的协调配合,通过交替使用加息和提高存款准备金率的手段,连续进行紧缩性操作,可以将过剩的流

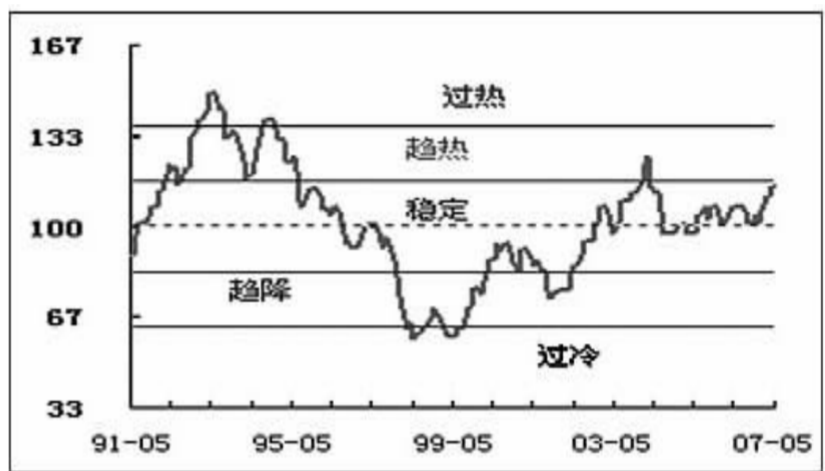
动性慢慢抽走,并使市场利率达到均衡状态。

第六,加强政策引导,规范地方政府行为。中央有关部门要制定科学的产业政策和地区发展政策,坚持可持续发展战略,统筹兼顾,适当限制各级政府的公共权力,切实做到令行禁止;要改革干部考核制度,树立正确的政绩观,破除地方保护主义。要采取有力措施,加强固定资产投资调控,从严控制新开工项目,适当控制重大项目的开工节奏,尤其是过剩领域的非理性扩张,坚决遏制固定资产投资过快增长的势头。

由于当前宏观形势比较复杂,加上我国经济的市场化程度还较低,这决定了我国宏观调控将是一个长期、复杂的过程。因此,我们要把思想认识统一到中央的方针政策和工作部署上来,加强各项政策的协调配合,形成调控合力,共同促进经济增长方式的转变和经济增长质量的提高,实现国民经济又好又快发展。

(作者单位:宏源证券)

1991年5月至2007年5月我国宏观经济预警指数走势图



2000年上半年至2007年上半年我国GDP增长速度一览

年度	2000年 上半年	2001年 上半年	2002年 上半年	2003年 上半年	2004年 上半年	2005年 上半年	2006年 上半年	2007年 上半年
GDP增长速度(%)	8.2	7.9	7.8	8.2	9.7	9.5	10.9	11.5

■看点

●今年以来,尽管中央有关部门出台了一系列调控措施,但调控力度在总体上看还是比较温和,也缺乏有效配合,致使调控效果并不理想。在目前贸易顺差导致的流动性过剩压力持续存在、经济增速偏快的情况下,预计下一阶段宏观调控政策将继续趋紧。

●为了促进国民经济持续健康发展,我们应当在下半年继续加强和改善我国的宏观调控,应当从六个方面着手来加强和改善我国的宏观调控政策,使我国宏观经济步入良性发展轨道:第一,逐步转变经济增长过度依赖投资和出口的模式,着力扩大国内需求特别是居民消费需求;第二,加强本外币政策的协调,适当加快人民币升值步伐;第三,加快转变对外贸易增长方式,促进国际收支基本平衡;第四,进一步收紧市场流动性,合理调控货币供应总量;第五,适时调整利率水平,充分发挥价格型工具的调控功能;第六,加强政策引导,规范地方政府行为。

●观察今年下半年货币市场趋势,在总体上货币市场利率仍将保持一定的上升态势。第一,货币市场资金供求关系将趋于平衡:一是央行票据发行规模将适度回落,对冲作用将让位于价格定位;二是国家外汇投资公司启航,特种国债将充当对冲工具;三是债券发行规模将继续扩大,为市场提供充裕产品供给。第二,市场利率将继续维持“螺旋式”上升趋势:一是温和通胀的形成和稳健中适度从紧的货币政策的实施,有可能使我们告别低利率时代;二是央行票据发行利率的导向作用增强;三是温和通胀格局将牵引货币市场利率缓步上移。第三,票据贴现规模受宏观调控政策影响将继续呈现下降态势。

■编余

随着近日相关宏观经济数据的相继发布,都预示了目前我国经济增长由偏快转为过热的趋势已非常明显,这暗示了今年下半年我国宏观调控政策将继续趋紧。

为此,唐震斌认为,在目前贸易顺差导致的流动性过剩压力持续存在、经济增速偏快的情况下,我们应当从六个方面着手来加强和改善我国宏观调控政策的角度,以促进国民经济持续健康发展。其分析的核心之点是预计下一阶段宏观调控政策将继续趋紧。

同样,苑德军、张新法和王昉则从下半年我国货币市场运行趋势作了深度分析。他们认为,受货币市场资金供给增长速度将有所回落、总体资金供求关系趋于平衡及上半年流动性泛滥的格局将有所改变等因素影响,今年下半年我国货币市场的资金供求将趋于平衡,但货币市场利率仍将保持上升态势。其中,有一个观点值得注意,认为我国有可能从此告别低利率时代。

上述各位业内专家的分析,让读者看到了今年下半年我国宏观调控政策将会继续收紧的这一趋势。其中,金融调控的影响尤为显著,如利率水平还将继续小幅上升。当然,下一阶段宏观调控政策是否能取得预期的市场效果还有待于进一步观察,但继续收紧的宏观调控政策趋势可能会对我国资本市场产生一定的影响,这种影响可能是多层次的(包括上市公司、金融机构和市场主体供给等)。

对此,投资者应当扩大观察的市场视野,应透过我国宏观经济发展趋势及宏观调控政策变化情况的大背景来深入认识资本市场的投资机会。

——亚夫

计要小于上半年。我们可以从以下几个方面来观察和分析这一问题。

一是温和通胀的形成和稳健中适度从紧的货币政策的实施,有可能使我们告别低利率时代。今年上半年,为了缓解经济的内外部失衡,以及抑制投资增长速度和物价上涨幅度,国家相继出台了多项政策调控措施。5月21日,温家宝在国务院常务会议中指出,要坚持实施稳健的财政政策和货币政策,财政政策要加大结构调整的支持力度,货币政策要稳中适度从紧。如此看来,我国货币政策的趋紧方向已经明确,利率上升格局也逐渐趋于明朗,特别是利息税政策的调整,将使1年期定期存款利率告别长期低于3%的历史,我国有可能从此告别低利率时代。

另外,今年上半年各项货币政策调控措施的出台,成为推动货币市场利率上升的重要因素。其中,银行间7天回购利率上升了70个基点,3个月SHIBOR上升27个基点,1年期央行票据利率上升了30个基点,货币市场不同期限品种的利率均出现上行趋势。由于物价上行的压力很大,投资增长率仍处于高位,因此下半年还会有加息等后续的政策措施出台,这势必成为拉动货币市场利率向上的动力。

二是央行票据发行利率的导向作用增强。今年上半年,央行票据利率均出现较大幅度上升。其中,3个月期上升25BP,1年期上升30BP,3年期上升46BP。很明显,长期品种利率的上升幅度大于短期品种。第一次上升从3月2日开始,至3月底企稳;第二次上升从5月11日开始,至6月初基本稳定。两次调整都在加息之前展开,表明央行票据利率受存贷款基准利率变化预期的影响很大,同时也体现出央行票据利率在一定程度上发挥着货币市场利率的导向作用。

从6月5日第五次法定存款准备金率执行日前的公开市场操作情况看,尽管市场普遍预期货币资金将受到冲击,并且在此期间还有中国远洋的IPO发行,但人民银行采取的

减少长期票据品种发行量的措施收到了实效,促使央行票据利率始终保持了稳定。尽管6月12日公布的外贸顺差数据仍然很高,但人民银行并没有改变央行票据的发行节奏,体现出央行通过公开市场操作引导市场利率走向的意图。

三是温和通胀格局将牵引货币市场利率缓步上升。我国自去年开始的物价上涨,表面上看主要是由食品价格尤其是粮价的上涨所带动,似乎不具可持续性,但实则不然。始于食品价格上涨的新一轮温和型通胀正在向已经明确,利率上升格局也逐渐趋于明朗,特别是利息税政策的调整,将使1年期定期存款利率告别长期低于3%的历史,我国有可能从此告别低利率时代。

第三,票据贴现规模受宏观调控政策影响将继续呈现下降态势。根据央行今年一季度货币政策报告数据显示,票据业务余额同比出现下降,新增贴现贷款占新增贷款比重的5.8%,同比回落了19个百分点。虽然第二季度的数据尚未公布,但是结合二季度国家各项紧缩调控政策密集出台的情况分析,可以推断,今年票据业务出现萎缩已成定局。

导致票据贴现规模回落的主要原因,是收紧信贷等宏观调控政策的实行。我国商业银行经过股份制改革后,经营理念发生转变,开始强化对经济资本核算和经营利润考核标准的执行。当需要压缩信贷总量时,商业银行会从贷款收益率和贴现收益率的比较出发,作出削减贴现业务量的理智选择。考虑到下半年仍会有紧缩信贷的政策措施出台,因而导致票据贴现规模下降的因素将会继续发挥作用。

(作者单位:银河证券)