



在2008年的金融调控中,“三率”——利率、汇率、存款准备金率将继续调整,实际利率和汇率水平将告别“名紧实松”的状态,公开市场操作也将灵活运用。货币政策与财政政策、产业政策的协调和配合将加强。产业政策和信贷政策将适时、适度调整,形成动态协调配合机制,更好地发挥综合调控作用。在新一轮的宏观调控中,财政政策在实际操作中存在的稳健不足、实际偏松的现象,也将真正回到“稳健”的轨道上来,与货币政策形成紧缩合力。

货币政策从紧 多手段收回货币流动性

◎李若愚

按照2007年12月5日中央经济工作会议的部署,2008年宏观调控的首要任务是“防止经济增长由偏快转为过热,防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”。基于当前经济发展形势,会议明确提出,2008年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。这是1997年亚洲金融危机以来我国首次提出“从紧”的货币政策。

实施从紧的货币政策,意味着货币政策紧缩力度将进一步加大。首先,为提高金融调控的效率,货币政策在执行中,将在继续协调使用数量型工具和价格型工具的同时,加强对价格型工具的运用。我们估计在2008年的金融调控中,“三率”——利率、汇率、存款准备金率将继续调整,实际利率和汇率水平将告别“名紧实松”的状态,公开市场操作也将灵活运用。其次,货币政策与财政政策、产业政策的协调和配合将加强。产业政策和信贷政策将适时、适度调整,形成动态协调配合机制,更好地发挥综合调控作用。与货币政策相比,财政政策在解决结构失衡方面有其独特的优势。在上个世纪90年代后期开始的通货紧缩中,积极的财政政策在刺激内需上发挥了积极的作用,但在新一轮的宏观调控中,财政政策在实际操作中存在的稳健不足、实际偏松的现象,也将真正回到“稳健”的轨道上来,与货币政策形成紧缩合力。

还可能不对称加息

2008年通货膨胀压力将持续存在,物价上涨压力主要来自以下方面:首先,国家将不断完善资源性产品有效利用和环境保护的价格机制,理顺土地、石油、天然气、煤炭、电力、淡水等资源性产品价格,这会增加其下游产品的生产成本,抬高部分生产资料产品的价格。

其次,劳动力工资上涨加大物价上涨压力。“调高、扩中、保低”的收入分配政策说明,增加中低收入群体的收入将是未来政府的重要工作方向。增加这部分人的收入,意味着大部分工业企业 and 第三产业企业将会增加工资支出。而工资支出的增加最终必定会传导到产品价格上。

再次,2008年美元可能会持续走软,以美元标价的国际油价、粮价,有色金属价格还会在高位波动,甚至上涨。受国际传导影响,国内相关商品价格也将维持高位,成本推动型通胀压力仍存在。我们预计,2008年CPI涨幅将达到4.5%左右。而经过2007年的六次加息,一年期存款名义利率为4.14%。按照2008年CPI涨幅为4.5%计算,在扣除5%的利息税后,实际利率仍为负利率。为避免负利率对经济金融的稳定运行产生负面影响,利率仍有上调的必要。如果存款利率恢复到正值并逼向均衡利率,货币政策能起到稳定通胀预期、控制资产泡沫的效用。

很多人认为,加息政策使用的空间主要来自外部限制。美联储已经在降息,如果中国持续加息的话,中美利差将缩小,或将进一步吸引国际短期资本流入我国,并加剧国内流动性过剩的压力。但就目前形势而言,具有很强的投机性的国际游资,进入我国投机套利,主要是选择进入具有极大投机潜力的股市和楼市,因此,中美利差对国际短期资本的影响已基本失去意义。因此,在利率调控上,要从国内经济运行需要出发,不能囿于中美利差的限制,如果国内通货膨胀压力加大,经济过热趋势愈加明显,应选择自主加息。预计2008年仍有加息1至2次的可能,考虑到存贷利差对商业银行放贷的刺激作用以及贷款利率过高对实体经济增长可能产生的冲击,在加息时,央行可能选择不对称加息、结构性调整,根据需要,对不同期限的存贷款利率不同程度地调整,也可能维持贷款利率不变,仅提高存款基准利率,从而实现存款实际基准利率由“负”转“正”。不对称加息有助于缩小存贷款利息差,减弱商业银行利润对利差和贷款

规模的依赖,从而有效地抑制商业银行过热的贷款扩张冲动。

货币与贷款增速将趋缓

信贷和外汇占款是推动货币投放增长的两个重要力量。受美国次贷危机影响,2008年美国经济增长将放缓,并带动世界经济增长放缓,我国出口面临的外部需求将有所减少。此外,受我国“促进口、压出口”的外贸政策影响,2008年出口增速将有所放慢,同时进口增速将保持平稳或小幅加快,从而导致贸易顺差过快扩张的势头减缓,并使得外汇占款带来的货币投放压力有所减轻。在外汇占款和人民币贷款增长均高位趋缓的双重作用下,2008年货币投放也将减速,预计M2同比增速在16%左右。

2007年以来,贷款增速持续攀升,在8、9、10月份这样往年的相对淡季,依然出现同比增加较多的情况,信贷投放过快的势头并未得到控制。11月末,人民币各项贷款余额同比增长17.03%,增幅比上年末高1.93个百分点,比2006年同期高2.23个百分点。2007年前三季度金融机构人民币各项贷款新增规模已超过2006年全年新增贷款规模。1至11月人民币各项贷款增加3.58万亿元,按可比口径同比多增6203亿元。从期限结构上看,贷款仍保持中长期化势头。中长期贷款同比增速由年初的21.5%提高到11月末的24.5%,中长期贷款占全部贷款的比重也由年初的47.2%上升到11月末的49.9%。从部门结构看,“居民户”已取代“非金融性公司及其他部门贷款”成为贷款需求的主力军。从居民户贷款同比多增额占各项贷款同比多增额的比重看,除一季度占比较低外,此后占比均高达60%以上;特别是二季度以后该比重出现明显的持续走高趋势,前9个月居民户贷款同比多增额占各项贷款同比多增额的比重高达85%。

在央行与银监会不断提示贷款风险,要求商业银行控制信贷投放的背景下,2007年信贷投放仍然过多,信贷政策面临失效的尴尬境地。我们认为,正是商业银行改革和上市造成银行放贷意愿和能力提高,造成信贷内生性增长,削弱了信贷政策的效力。2003年底启动的以制度变革为主线的国有商业银行改革,在经过四年后,工、中、建三大国有独资商业银行通过注资、财务重组、股份制改造和上市等步骤,已经顺利完成,而交通、华夏、中信、兴业等股份制银行和北京银行、宁波银行、南京银行等地方性商业银行也已在完成改革、上市任务。商业银行改革、上市的结果是资产质量普遍大幅提高,放贷能力显著增强,企业化运作成为常态,利益最大化的取向更加明显。商业银行经营机制的变化使其从“听令于政府、听令于央行”转为“听令于市场”,因此,当企业和居民贷款需求旺盛之时,商业银行必将积极放贷。

在存贷利差收入仍然是商业银行主要收入来源的情况下,越来越多的商业银行完成改制和上市,银行贷款扩张的动力和意愿仍较强。而经济的强劲、持续、高速增长给广大企业和居民带来了良好的收入增长预期,企业家与消费者信心在不断增强。国家统计局调查显示,2007年三季度消费者信心指数为97,为近三年来最高水平。三季度全国企业家信心指数为143,继续处于景气高位。预计企业和居民的乐观情绪将持续到2008年,贷款需求仍将保持较为旺盛的势头。

不过,需要看到,受“从紧”的货币政策的影响,贷款需求会有所下降。央行发布的全国银行家问卷调查结果显示,贷款需求景气度在四季度大幅下降,贷款需求景气指数较上季大幅回落了2.6个百分点至66.8%。在各行业贷款中,房地产业和教育贷款需求降幅最大;在各类企业中,小型企业贷款需求下降最为明显,中型企业次之,大型企业降幅微弱。在不同用途贷款中,个人消费类贷款尤其是个人购房贷款降幅最突出。此外,据报道,银行监管部门对2008年银行信贷投

放规模和进度给予了较为严格的限制,违规处罚更加严厉,2008年信贷政策从紧的程度将大于2007年。总体来看,受“从紧”的货币政策影响,以及2007年9月份以来央行与银监会加强商业性房地产信贷管理的影响,预计2008年信贷过快增长的势头将有所放缓,全年新增人民币贷款规模将达到3万亿元。

股市分流储蓄存款速度将减慢

近两年股票价格快速上涨带来了丰厚的资产收益,而持续为“负”的存款利率则降低了储蓄存款的吸引力,从而促使居民减持银行存款。2007年以来,伴随着股市的节节攀升,储蓄存款增速自2007年1月起持续下滑,10月末,人民币储蓄存款同比增长3.7%,同比增速自2006年1月份的高点累计下降17.4个百分点,创2001年以来的新低。10月中旬以来,伴随股指下跌,央行加息,居民投资股票和基金的兴趣下降,11月末,储蓄存款同比增长4.27%,储蓄存款增速持续下降的势头有所企稳。自2005年下半年股权分置改革的推进引发股市走出的一轮牛市行情,在经过2006年持续上涨,2007年快速攀升后,预计2008年股市的增长势头将有所放缓,股市对储蓄存款的分流速度也将有所降低。

居民储蓄存款来源于居民收入,居民收入的快速增长有利于储蓄存款的增长。2007年,经济快速增长也给居民带来了实惠,城乡居民收入大幅度增加。前三季度,城镇居民人均可支配收入实际增长13.2%,增幅高于上年同期3.2个百分点;农村居民人均现金收入实际增长14.8%,高于上年同期3.4个百分点。2008年,在经济保持快速增长的同时,为刺激内需,政府将加大收入分配的调节力度,国民收入分配逐步向居民倾斜,如上调个人所得税起征点等,预计居民收入仍将快速增长。

在央行不断加息的刺激下,在股市调整、楼市成交低迷的影响下,城镇居民储蓄意愿在2007年四季度止跌回升,投资股票和基金的热情降低,购房意愿低位徘徊。央行发布的全国城镇居民户问卷调查结果显示,自2007年二季度,居民认为存款利率“适度”的比例逐季攀升,由一季度的39.6%提高到四季度的46.3%,并达到调查以来的最高水平。四季度,认为“更多储蓄”合算的居民占比为30.2%,改变了连续四个季度下跌的态势,比上季度大幅提高4.9个百分点。无论从居民收入增长、居民储蓄倾向来看,还是从储蓄存款分流因素来看,2008年储蓄存款增长都有望回升,2008年储蓄存款同比增速可能回升到10%以上。

2007年人民币对主要外币升(贬)值幅度

	人民币/美元	人民币/欧元	人民币/100日元
1月	0.44%	2.25%	3.22%
2月	0.45%	-0.21%	0.55%
3月	0.20%	-1.23%	-2.58%
4月	0.19%	-1.70%	1.54%
5月	0.71%	0.75%	2.44%
6月	0.46%	0.41%	1.76%
7月	0.55%	-1.45%	-2.93%
8月	0.17%	0.50%	-2.29%
9月	0.66%	-2.81%	0.14%
10月	0.56%	-1.41%	0.00%
11月	0.94%	-1.32%	-3.19%
1-11	5.53%	-6.05%	-2.40%

资料来源:人民银行网站(按中间价计)

政策建议

化解“外升内贬”矛盾 适度加快本币升值步伐

为缓解人民币“对外升值、对内贬值”的结构性矛盾,2008年在保持人民币小幅升值的前提下,可能通过增强人民币汇率弹性、扩大人民币对美元汇率波动区间等方式来适度加快人民币升值步伐。目前人民币升值主要体现在对美元的汇率变化上,由于国际市场上欧元对美元走强,人民币对欧元反而是贬值的。因此,在引导人民币小幅升值的问题上,未来不仅要实现人民币对美元的小幅升值,更要引导人民币有效汇率实现小幅升值。

2007年以来,按照国际清算银行测算的人民币实际有效汇率计算,1至11月人民币实际有效汇率累计升值2.87%。与此同时,国内物价总体水平持续上涨,1至11月份CPI累计上涨4.6%,高于去年同期3.3个百分点。此外,资产价格膨胀仍在持续,股票、住房等资产价格高位攀升。全国70个大中城市房屋销售价格同比涨幅由1月份的5.6%持续攀升至11月份的10.5%。通货膨胀与资产价格膨胀让人明显感到人民币在国内的购买力下降。

产生人民币对外呈坚挺升值对内却疲软贬值的特殊现象的原因,主要有以下三方面:首先,美元持续走软给人民币不断带来升值压力。而在国际大宗商品(原油、有色金属、粮食等)仍主要以美元标价的背景下,美元持续走软将使得以美元标价的国际能源、原材料价格不断上涨,当人民币升值步伐落后于国际能源、原材料价格的上涨幅度时,以人民币标价的进口能源、原材料价格也会出现上涨。从而造成国际市场大宗商品价格走高,传导到国内相关商品,形成成本推动型通货膨胀。

其次,尽管人民币小幅升值,但升值预期不减反增。在人民币升值预期不断加大的影响下,国际“热钱”也不断涌入我国。国际游资本身就具有很强的投机性,进入我国投机套利,不会仅满足于兑换成人民币存入国内银行来获取稳定但有限的收益,而是选择进入具有极大投机潜力的股市和楼市,以获取高额利润。外部投机性资金成为推升我国资产价格的重要力量。

最后,造成人民币内外币值走势不一致的根源在于我国国际收支失衡,即巨额“双顺差”。在现行结售汇制度下,巨额“双顺差”不断转化成外汇储备,并形成大量外汇占款投放,从而带来流动性过剩的压力。流动性过剩为国内资产价格上涨和通货膨胀提供了资金基础。9月末,国家外汇储备余额同比增长45.11%,增幅比去年同期高16.64个百分点。1月至9月,国家外汇储备累计增加3673亿美元,同比多增1983亿美元。外汇储备的快速增长意味着通过外汇占款渠道投放的货币大量增加。9月末,外汇占款余额同比增长40.22%,比去年同期高4.98个百分点。

就实体经济的需要来看,持续稳定的经济发展,包括对外经济和内部结构调整等发展变迁,所要求的往往是长期的和循序渐进的汇率波动。就虚拟经济、资产价格波动的需要看,保持人民币汇率“双向波动、小幅升值”的态势有助于缓解人民币升值预期。而人民币的过快升值会激发国际游资的剧烈变动,对缓解人民币升值预期和防范金融风险而言都很不利。总之,从经济和金融平稳运行的需要出发,人民币汇率应保持小幅升值的态势,切忌升值过急、过快。

2007:控制银行体系流动性

在控制银行体系流动性方面,2007年央行除了采用法定存款准备金率调整和公开市场操作这些常用的数量型工具外,还推出了吸收特种存款和特种国债市场化发行等创新工具,主要采取的措施有:

(1)先后十次调高人民币存款准备金率,将人民币法定存款准备金率由9%提高到14.5%,达到了1987年以来的最高水平。此外,还将外汇存款准备金率由4%上调至5%。

(2)公开市场操作仍以发行央行票据为主。在央行票据发行中,采取了市场化发行与定向发行相结合的方式。截至目前,央行已先后对部分贷款增长较快、且流动性充裕的商业银行发行6期定向央行

票据,共7050亿元。

(3)2007年10月下旬和12月底,央行在时隔20年后两次启用特种存款,以回收城商行及农信社的流动性。

(4)通过特别国债市场化发行和以特别国债为质押的正回购来回收流动性。6月下旬,经人大常委会批准,财政部发行特别国债15500亿元人民币,购买约2000亿美元外汇,作为组建国家外汇投资公司的资金来源。截至2007年12月中旬,已累计发行特别国债七期,其中,8月29日发行的第一期额度为6000亿元特别国债和12月11日发行的第七期额度为7500亿元特别国债,均由财政部向中国农业银行发行后,再由央行向农行购买,最终由央

“组合拳”中有创新

行全额持有,其余2000亿特别国债则由财政部面向社会公开市场化发行。1.55万亿特别国债均为10年期、15年期的长期国债。截至12月中旬,已累计完成特别国债市场化发行五期,共1739.1亿元。

由于直接面向机构投资者和个人投资者公开发行,特别国债的市场化发行起到直接回收流动性的作用,而绕道农行由央行购买的特种国债操作,虽然对市场流动性基本没有影响,但增加了央行公开市场操作的工具。2007年9月5日,央行开始以特别国债为质押的正回购操作,截至11月1日,通过国债正回购操作回收流动性达2300亿元。

尽管人民币法定存款准备金率已提高

到14.5%,但面对流动性过剩持续存在的局面,存款准备金率仍有继续上调的空间。据测算,存款准备金率上调至14.5%已经对银行资金形成实质性压力;上调至15%以上银行将可能被动压缩债券、信贷等资产规模占比,考虑到商业银行的承受能力,预期未来存款准备金率高点在17%左右。因此,2008年存款准备金率仍有2%至3%的调整空间。除提高存款准备金率锁定流动性外,定向和市场化发行央行票据、运用特别国债进行正回购等公开市场操作仍是控制流动性的常规工具。此外,特别国债市场化发行、特别存款、货币掉期等创新手段在2008年仍将发挥一定作用。