

# 当前经济金融发展难点与对策何在



王召:北京大学中国经济研究中心研究员

◎王召

## 经济运行难点与调控手段选择

受国内外诸多因素影响,今年我国经济增长的不确定性陡然增强,而解决问题的入手点,还要依赖对流动性过剩、货币信贷增长以及通货膨胀率之间关系的判断和处理。

流动性过剩的原因本质上是货币供给相对货币需求的过剩。

第二,中央银行对各种层次流动性的控制能力是完全不同的。所谓流动性,是指某种资产转化为现金并开始支付手段的难易程度。随着金融市场的发展,一些非货币资产(如股票、债券等)也开始获得货币流动性,它们与货币之间相互替代。

按照资产流动性强弱,世界各国通常将货币分为M0、M1、M2和M3四个层次,甚至还有第五个层次M4。而且,由于许多形式的广义货币(M3)并没有法定准备金率,使得中央银行对它的控制受到削弱。

第二,流动性过剩也是经济偏热的一种伴随表现形式。所谓货币需求,是指社会各部门在既定的收入或财富范围内能够而且愿意以货币形式持有的数量。当经济过热发生的时候,公众就会感到持有资产或者购买实物更为划算,货币需求随之下降,流动性就会出现过剩。

我们看到,过去一年,一方面银行储蓄搬家现象明显,一方面大量资金涌入房地产市场和股票市场,当房市、股市出现价格波动时,资金又开始涌向黄金等贵重物品市场,古玩、字画、邮票等收藏品市场,以及普通商品市场,使得通货膨胀在2008年1月和2月分别出现了11年来前所未有的上涨(7.1%和8.7%),所谓“按下葫芦浮起瓢”。

第三,我国流动性过剩已经从全面过剩演变为结构性过剩。2007年以来,人民银行12次上调存款准备金率,提高到目前的15.5%,达到1985年以来22年历史最高水平。根据有关调查,目前五大大型银行基本能够维持流动性需要,股份制商业银行流动性比例大幅下降,外资银行普遍反映人民币资金紧张,非银行类金融机构中

金融是现代经济的核心。处理好金融与经济的关系,确保金融稳健运行,既是促进社会和谐的重要保障,也是关系经济发展全局的重大问题。当前,尤其要注意处理好三大问题:经济运行难点与调控手段选择;汇率体制改革与外汇规模合理控制;金融开放思路与金融安全措施。

部分财务公司流动性风险显现,农村合作金融机构流动性风险进一步加剧。也就是说,在社会总体流动性过剩变化不大的格局下,银行资金头寸已明显趋紧,单纯将治理流动性过剩的矛头对准商业银行,只会加剧金融体系的风险。

第四,治理流动性过剩不能仅仅关注广义货币M2。1998-2007年,M2增长率依次为14.8%、14.7%、12.3%、17.6%、16.9%、19.6%、14.6%、17.6%、16.9%和16.7%,按照这组数据,我国流动性过剩问题本来应当在2003年而不是2005-2007年表现更为突出,事实却并非如此。

显而易见,继续机械设定货币(M2)、信贷增长目标,只会使政府对物价水平的控制最后落得“竹篮打水一场空”。而正确的做法是,或者以更广义口径的货币供给(如M3)作为替代性中介目标,或者直接盯住物价水平同时参考货币(M2)、信贷增长走势。

治理流动性过剩必须采取疏堵并举、双管齐下的方针。既然货币当局更易调控银行流动性却难于管理分布在非货币资产上的流动性,治理的方法就应当是先把社会流动性疏导到商业银行,然后再冻结到中央银行。

换句话说,第一,应当树立利率杠杆在国家宏观调控中的核心地位。在西方社会,随着货币当局减少对短期货币总量波动的关注,泰勒规则开始受到重视,正在建立一种利率变动与通货膨胀治理之间的紧密联系。

而在我国,就是要通过调高存款利率使银行储蓄更有吸引力,促使社会流动性重新回到银行体系;通过调高贷款利率并适度缩减存贷款利差削弱投资冲动,避免经济过热和物价全面上涨;通过房贷利率即调即收不断引导购房者预期,避免多次加息效应累加在一起,造成政策效应滞后或者一次性冲击影响过大。

第二,要配合利率调整上调存款准备金(利率)。当过多的社会流动性重新回到流动性已经捉襟见肘的银行体系时,再将部分银行资金暂时冻结到中央银行,同时适当调高准备金利率,避免商业银行资金成本损失过大。直到经济摆脱全面过热风险之后,再将流动性逐次释放到银行体系

和社会。

## 汇率体制改革与外汇规模合理控制

完善人民币汇率形成机制,逐步实现资本项目可兑换,是我国汇率体制改革的目标。当前的关键问题是,如何避免东南亚国家资本项目过早开放造成的金融危机,以及“广场协议”一次性升值到到位造成的日本式经济衰退。

对第一个问题的回答是,要避免开放资本项目、僵硬的汇率制度和经济衰退三大要素同时出现,这既是亚洲金融危机带给世界各国的基本教训,也是我国汇率体制改革必须注意的约束性条件。

对第二个问题的回答是,给日本长期经济增长造成沉重打击的并非升值本身,而是升值之后宽松的货币政策对资产价格泡沫的助长。基于这些认识,在推进汇率体制改革中还要做好三件事情。

一是要正确认识汇率改革“渐进性”的正确含义。一方面,“渐进性”意味着改革不可能一步到位。由于现行汇率水平与均衡汇率水平相差较大,升值对于经济总量以及经济结构的冲击很难测算。另一方面,“渐进性”也决不等于汇率调整“缓慢爬坡”和“迷失良机”。

要深刻认识当前经济繁荣只是经济发展的阶段性特征,不可能一成不变,要抓住有利时机,顺势而为:加大汇率水平调整的频度和幅度,在时机有利时可以选择一年几次5%式的浮动,而时机不利时又可以选择不需要步调和速度,形成汇率水平调整和资本项目开放的良性互动:没有资本项目的开放和更多市场主体的参与,很难知晓均衡汇率水平是什么,也很难为汇率调整幅度和频度的确定提供客观依据;而没有汇率水平向均衡点的积极调整,无法做到汇率水平真正“浮”起来,又会使投机攻击的成本和收益更加容易估算和锁定,从而助长投机活动气焰。

二是要注意充分发挥中国投资公司的作用。截至2007年末,我国外汇储备余额已经达到1.53万亿美元,外汇储备过多已经是不争的事实。探索一条用好外汇储备的行之有效的模式,已经成为中国投资公司亟待解决的问题。

当前,尤其要注意处理好三对关系:第一是兼顾外汇储备的安全性和收益性的矛盾。可以预见,未来几年美元对人民币都会有一定幅度的贬值。如果外汇投资无法获得一个较高的名义回报率,外汇资产就会发生实际贬值;而为了追求较高的回报率,外汇储备的风险性就会明显上升,投资的结果很可能“赔了夫人又折兵”。

第二是解决市场不信任和加强信息披露的矛盾。如果做不到商业化和透明化,很多正常的投资就会受到限

制。但是由于主权财富基金投资规模较大,对投资信息的披露又可能造成市场“追涨杀跌”,加剧市场价格的不稳定性以及战略性物资的供应紧张,导致市场的不信任感和排斥感。

第三是单一的产权结构和市场化运作的矛盾。作为资产规模如此庞大的主权财富基金,实现产权结构的多元化几乎非常困难,而简单依靠长官意志、无法商业化运作的公司又很难完成外汇资产的保值、增值。

三是要加快外汇储备向“藏汇于民”的转变。为了提高我国外汇资金的使用效率,与其完全交由国家运作不如部分交给民间经营。也就是说,中央银行要通过对结售汇比例上限或者规模的强制性控制,使外汇资金更多存留在企业或者个人手中。

这样,第一可以避免国家外汇储备规模过快上涨,防止货币政策更加被动;第二可以减少由国家出面经营外汇储备造成的外部政治干扰和国家财务风险,通过企业和个人实现外汇资产的最优配置。第三可以局部形成由市场供求关系决定的外汇价格,为人民币汇率逐步调整到均衡价位提供了参照。

## 金融开放思路与金融安全措施

加入WTO以来,我国银行业对外开放的范围不断扩大,合作的层次不断提高,有效推动了银行业的健康发展,但也引起了社会的一些议论,诸如银行业对外开放会不会破坏国家金融安全?在对外开放的同时是否需要考虑对外开放?这些都是我们必须认真思考和回答的问题。

要正确认识发达国家在金融开放问题上的“慎重”态度。众所周知,美国设立了对总统直接负责的外国投资审查委员会,如果发现某项交易可能造成对美国战略意义上的损害,就会向总统提交报告,叫停相关投资,特别是对中国银行业到其本土开设经营性机构持股设限。据此一些人判断,金融业是国家的经济命脉,不该对外开放。但是,这只是一种似是而非、不求甚解的判断。

第一,中国与发达国家国情不同。特别是改革开放之初,我国资本严重短缺。当时发达国家有大量的过剩资本,通过开放可以实现两者之间的优势互补。几十年过去了,发达国家资本富裕的格局基本没有改变,不需要其他国家向其大量输入资本参与竞争。

第二,对资本进入领域的要求不同。进入二十一世纪以来,中国的资本短缺问题正在化解,经常账户维持较大规模的盈余即是例证,于是我们开始强调提高引进外资的质量,希望这些资本进入国内资本仍呈结构性短缺的领域。

例如,在农村落后地区,汇丰银行

在湖北随州开设了曾都汇丰村镇银行,成为首家外资农村金融机构;而在过去被认为资不抵债、管理经验上严重匮乏、投资上无人问津的国有商业银行,也渐次引入国外战略投资者。

作为换位思考,一方面如果国内资本只是希望进入对方一些投资回报丰厚、风险性相对较低、战略上具有投资意义、东道国资本本身已经相当充裕的领域(如美国的银行业),那么遭受一些排斥也在情理之中。

另一方面,当美国银行业时过境迁受次贷危机所累沦为风险领域,面对花旗集团全球“乞资”行为,美国国内保守派实际已在默许国际资本向其核心金融机构注资,我们也不该为此大惊小怪。

第三,情感上不对称。以前发达国家以各种形式向发展中国家作了许多投资,现在发展中国家反过来购买对方资产,导致发达国家在心理上短期难以承受。因此,在银行业对外开放我们的“欢迎”态度和对方的“排斥”态度背后,实际隐含着发达国家和我们迥然不同的经济、政治和历史背景。如果我们不分青红皂白、一味搬搬西方式的“排斥”,只会使问题更加复杂化。当然,作为对开放问题背后原因的一个推论,我国银行业对外开放也确实存在一个“度”的问题。

与此同时,也要妥善处理好银行业对外开放和对内开放的关系。十六届三中全会以来,几乎党的历次重大会议文件都会提及“稳步发展各种所有制金融企业”。我们看到,监管部门已经在民营资本参股商业银行问题上进行了有益的尝试。特别是通过制定《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策更好支持社会主义新农村建设的若干意见》,积极支持和引导境内外银行资本、产业资本和民间资本到农村地区投资、收购、新设村镇银行、信用合作组织和贷款公司三类新型农村金融机构,成为银行准入制度创新的重要里程碑。

作为深化银行准入制度改革的下步目标,应该是允许民间资本作为发起人成立商业银行,这也就是过去我们经常提及的“民营银行”,彻底打破金融开放领域的“超国民”待遇。现在看来,这一时机正在逐步成熟:第一,银行监管技术手段日趋科学严密。在监管理念上,实现了从合规监管为主向合规与风险监管相结合的转变;在监管方式上,提出了“准确分类——提足拨备——做实利润——资本充足”的监管路线图;在监管手段上,有效发挥非现场监管和现场检查的作用。

第二,银行业改革发展的重心正在悄悄转移。通过改制上市,大型商业银行财务指标实现明显好转,开始步入健康发展的轨道,随着工作重心的转移,有必要把包括“民营银行”准入在内的中小银行发展问题尽快纳入议事日程。

# 融资融券是破局弱市良方

◎房振明

从今年1月15日开始,我国股市经历了自2006年“股改”以来最长相对疲弱的状态,市场连续下跌,投资者信心严重受损。国内众多金融机构和学者纷纷将此次市场的大幅下跌诊断为再融资和限售股解禁之祸,认为再融资引发了市场的信任危机,而逢其时限售股解禁又抽取了市场上涨所需资金,两种病状相互影响相互促进,最终动摇了市场信心。此次下跌与2001年到2006年漫漫熊市所表现出的病因有非常相似之处,均是在宏观经济运行基本正常条件下由某些事件引发的股市不断下挫、市场流动性下降和信心不断丧失。

下跌病因确诊,然而什么才是能够真正医治当前的市场低迷,重拾市场信心的良方呢?我们认为解决当前问题的关键是股市提供充足流动性,并建立下跌市场中投资者的赢利模式,这是破局当前股市疲弱之势的最佳良方。能够同时完成这两项任务的制度性变革只有建立卖空交易机制、开启融资融券大门,其他刺激措施通常只对短期的市场流动性有利,然而一旦利好用尽,市场很有可能又重归下跌之路。下面我们对此一药方详解解解:

第一,融资融券制度能够为限售股重压下的股票市场提供充足的流

目前股票市场缺乏的是信心和刺激股票市场复苏的根本性制度变革。融资融券可以实现我国股票市场的卖空和买空交易制度,改变我国股票市场盈利模式,其影响深远程度不亚于金融衍生品的推出。这种市场利好的刺激,再综合考虑融资融券化解当前市场困境的两种功能,可以说融资融券是破局当前疲弱市场的良方。

动性。

“股改”所形成的限售股集中解禁是严重影响我国股市健康发展的历史遗留顽疾,解禁过程抽取市场资金,降低市场流动性,形成市场上涨心理障碍,这一问题将在股改完成后两年左右时间内始终存在,因而必须从制度层面根本上解决。

两年前,股权分置曾经是我国股市存在的根本性制度障碍,股权分置改革成功解决了非流通股有股和法人股上市流通问题。但就本质而言,股改并非彻底解决了我国股票市场的制度性缺陷,股改完成也将所形成限售股集中解禁冲击拖延至今。牛市中流动性充足,解禁股出售并不严重影响其他投资者策略。一旦在市场疲弱状态下解禁如此巨大规模的股份,吞噬巨量资金,将对市场造成极大冲击,促使市场循环下跌。为此,向市场提供充足

的流动性是降低限售股解禁危机的唯一途径。调整印花税和严格控制再融资是一种市场的外生变量,对市场而言也是一种冲击,通常冲击所产生的效应是随着时间的延续而不断降低,这两种措施并不能真正长期为市场提供充足流动性。况且资本市场的根本功能之一便是融资,我国股市不可能在未来两年为了市场流动性而过分严格控制再融资行为。加快批准股票型基金和QFII,但是在市场低迷状态下,批准并非代表了资金的进场,此措施对在疲弱市场提高流动性的作用多大并不确定。然而,融资融券是投资者在预期未来市场下跌条件下提供流动性的交易制度,大量的融券交易不但能够提供充足流动性而且具有市场止跌的功能。

第二,融资融券制度将真正实现双边赢利模式,提供投资者下跌过程中实现盈利的途径,从而消除限售股解禁所形成的强大压力。

由于当前市场盈利模式仅为“低买高卖”,而集中解禁股在疲弱的市场环境“逢高套现”的欲望直接打压市场的走势,有可能造成机构或者其他投资者无法完成“低买高卖”的盈利周期,反而为解禁者做“嫁衣”,对市场形成巨大的心理压力,造成对限售股退避三舍,从而促使循环下跌。一方面,卖空制度的存在,将为投资者提供更多投资,从而促使循环下跌。一方面,卖空制度的存在,将为投资者提供更多投资,从而促使循环下跌。

第三,行为金融学理论和我国股市五年熊市的历史经验均表明,促成我国股票市场实质性上涨的原因必然是根本性的制度变革。心理学和行为金融学均认为人的思维具有很大的惯性,当希望提升投资者丧失的信心时必须形成足够刺激力度,能够形成这种刺激的因素通常包括宏观经济的起飞、市场的制度性变革等,如美国网络经济所引发的美国股市大涨和我国的股权分置改革所引起的2006年-2007年的暴涨。同时,这种刺激因素也意味着市场的绝对利

好,对市场上涨形成了坚定的支持。目前,虽然CPI偏高,但总体上我国宏观经济运行正常,上市公司基本面在2008年和2009年将保持较为强劲的增长,目前股票市场上涨缺乏的是信心和刺激股票市场复苏的根本性制度变革。

调整印花税、严格控制再融资等都是短期利好,无法刺激市场形成真实上涨,而创业板推出从资金分流的角度而言甚至在当前甚至可以看作利空。而融资融券不同,它将实现我国股票市场的卖空和买空交易制度,直接改变我国股票市场盈利模式,其影响深远程度不亚于金融衍生品的推出。这种市场利好的刺激,再综合考虑融资融券化解当前困境的两种功能,可以说融资融券是破局当前疲弱市场的最佳良方。

第四,股指期货的推出不能替代股票市场融资融券制度。

目前准备充分的股指期货同样存在卖空和买空交易机制,但股指期货的推出并不能完成融资融券制度的功能。具体而言,股指期货针对的是股票指数,而融资融券针对的是股票个股,虽然两者之间紧密联系,但是个股的涨跌并不与指数完全同步,限售股解禁是个体行为,而非指数整体行为。

(作者系渤海证券高级研究员、天津大学副教授)

## 今日看板

### 股市深幅下调 诱发经济预期逆转危险

◎亚夫

不久前,温家宝总理在答记者问时说,在物价上涨较快时,对物价的预期比物价上涨本身更可怕。物价是如此,对经济增长的预期也是如此。

近日,资本市场深幅下跌,正引发国内对经济增长预期出现逆转,而预期一旦改变,将对经济全局造成难以估量的影响。这是一个比股市调整杀伤力更大的全局性问题。

为什么这么说呢?首先,股市持续大幅下挫,已引起投资人不安,并开始影响人们的消费行为。股市在不到半年时间内急挫40%,股指早已跌破年线,且偏离度越来越大,投资人深度套牢,投资心理由等待、观望转向失望,对市场的预期正在逆转。

其后果怎样?一是居民资产大幅缩水,消费趋向保守,使刚刚提振起来的国内消费面临再度萎缩的威胁,进而损害消费需求对经济的促进作用。二是新仓资金再度流向银行储蓄。在通胀压力加大、存款准备金率高企的情况下,整个社会资金配置,再次出现畸形、倒退。这不能不说是个危险。

其次,资本市场对近期宏观数据过度解读,加剧了股市动荡,并反过来影响整个社会对经济运行的预期。这种不良预期从股市弥漫到经济全局,一旦形成趋势,不仅会强化对股市的负面作用,引起更激烈的市场反应,而且也会直接伤害实体经济,酿成恶性循环后果,进而干扰经济发展大局。

其后果又将如何?一是股市资产迅速贬值,有被恶意资金肆意打压、廉价抄底,然后再度暴涨暴跌,酿成对国民财富的掠夺风险。二是这种不良预期扭曲了经济增长的真实信号,影响实体经济与供求关系,使股市的融资功能濒临瘫痪,失去资源优化配置作用,进而影响整个金融改革大局。

显然,股市的超调对经济运行的负面影响已经露出苗头,对经济预期的负面影响也有所显现。对此,除了有关方面要引起警惕并拿出措施加以治理外,我们还能做什么呢?很重要的的一点,需要进一步揭示这种超调的动因到底何在。

从时间接点上看,这种超调首先与本轮行情在去年四季度达到峰值后的回调有关。一些利益集团,包括那些解禁的“大小非”,在赚得丰厚利润后,一边向市场派发,一边又为下一轮博弈准备廉价筹码打开更大空间。而美国次贷危机与我国年初的雪灾和2月份经济数据“三碰头”,正好为这种做空行为提供了武器。

是的,2月份我国的经济数据确实不太好看。一方面,出口增长6.5%,当月贸易顺差85.55亿美元,为10个月来的最低;另一方面,当月工业品出厂价格(PPI)上涨6.6%,居民消费价格(CPI)上涨8.7%,创11年的新高。一面是增长放缓,一面是价格高企,2月份数据不好看,其原因大家是很清楚的。

比如,国内有突发性冰雪灾害加上春节因素的影响,国外有美国次贷危机加上国际油价高涨、金融市场动荡的影响。这几个因素一碰头,难免对经济运行产生干扰。而从经济常识看,仅凭1、2个月的数据,很难在短时间内对中国经济的中长期趋势作出方向性判断。

而中国经济的基本面与潜在增长力其实是很清晰的。这就是以中部崛起、西部开发引领的新一轮增长已经启动,而国内消费需求的苏醒,正抵消着外部因素的冲击,对中国经济的增长开始发挥越来越大的作用。中国经济回旋余地很大,这是一个公认的事实。

那么,近来股市为何会有如此过激反应呢?这跟国内外金融大鳄的新一轮布局有关。利用市场回调打压市场,寻找理由强化这种打压,是金融博弈的常见手段。本轮大幅下挫正是不同利益集团和机构,利用国内外突发因素对市场实施的一次大洗牌。本没有什么奇怪。

问题是这种借题发挥做过了头,就会干扰市场运行,影响经济预期,进而对经济增长造成实质性伤害。这正是股市超调的危险所在。其结果,除了大多数国民的利益被洗走之外,得到好处的只能是少数利益集团,特别是国际金融玩家。这是问题的症结所在。果真这样,那不啻是中国股市的悲哀了。