

微调货币政策以应对潜在“滞胀”风险

■ 朱敏

为减轻金融危机对经济的冲击,加快经济复苏进程,我国将从紧货币政策转为适度宽松的货币政策,2009年前4个月的信贷投放刷新了多项“记录”。总体而言,货币政策的大方向是正确的,力度也比较合适。然而,这种应急型的宽松货币政策在大大缓解眼前经济下滑、通货紧缩压力的同时,却会带来通胀压力上升、银行坏账增加等潜在风险。未来世界经济和国内经济出现“滞胀”的可能性非常大,在那种情况下,货币政策会左右为难。因此,未来我国货币政策需在继续保持“适度宽松”的同时进行结构性微调,对潜在的“滞胀”风险提前作出反应,防患于未然。

经济面临“滞胀”风险

无论是从深度还是广度看,这次危机的衰退严重程度可说是“百年一遇”,美国、欧洲和日本首次同时陷入严重经济衰退。目前世界主要经济体多数是在制造业采购经理指数、消费者信心指数等领先指标上出现好转迹象,而反映当前经济状况的指标,如新屋开工、失业率、工业产出等指标均继续低迷,可见世界经济要真正走出衰退、步入稳定复苏的轨道还很遥远。目前全球主要经济体果断一致地实行了“量化宽松”货币政策,大量向

市场注入流动性,引发了公众对未来世界性货币贬值及通货膨胀的极大担忧,这样一来,减少货币资产、持有实物资产就成为一致的选择,大宗商品价格飙升势在难免。在国际环境、发展水平、宏观政策等多重因素作用下,未来我国经济复苏过程将会复杂多变,而物价在货币供应量快速增加及“输入型”通胀压力影响下,很有可能会快速上涨,从而使我国经济面临的“滞胀”风险大大增加。

(一)未来我国经济复苏过程将会复杂多变。首先,外部世界给我国提供的未来出口空间非常有限。国际经济环境短期内难以有根本性的好转,净出口对GDP贡献率将会下行,美国、欧洲以及其他国家并无强烈意愿用巨大财政赤字刺激经济,相反更愿意享用对华出口空间来平衡其贸易。中央银行第一季度企业家问卷调查显示,反映海外需求的出口订单指数跌幅虽有所收窄,但仍较上季下跌了5个百分点。其次,投资需求回升的过程将曲折而漫长。我国上一轮扩张期长达五年,连年大规模固定资产投资积累了巨大的生产能力,如果不是美国虚拟经济带来的泡沫需求支撑,经济的周期性调整应该早已开始,而经济繁荣期的拉长同时也意味着调整时间将更为漫长。目前产能闲置最为突出的是近

年来为出口需求定制的生产能力,如一季度工业部门中唯一出现增加值负增长的是高技术的电子工业,累计下降5.3%,由于这部分产能无法转向内需,解决这部分产能闲置问题只能依赖国际经济环境的好转。真正的经济复苏必须建立在企业大规模设备更新基础上,而只有当产能利用率恢复到正常水平后,企业才会进入新一轮设备投资,从周期对称性角度看,产能利用率恢复到正常水平还需要数年时间。第三,消费需求短期内难以有较大幅度上升。就业压力大、企业利润及居民收入增长放缓,社会保障体系短期内难以建立完善等,都可能对未来的消费需求产生不利影响。

(二)大量新增贷款在金融系统“体内循环”,对实体经济刺激作用不大。由于经济衰退,市场风险增大,银行的优质客户——资信良好的大型国有企业以及产业龙头企业拿到贷款后往往再一次回存银行,导致注入的流动性并没有有效地释放到实体经济中,而是停留在银行间市场,推动货币市场利率走低。今年一季度人民币各项存款增加5.62万亿元,同比多增2.98万亿元;其中企业存款增加2.8万亿元,同比多增2.15万亿元。国家审计署5月18日发布的审计结果公告也证实了这一现象,一季度由于一些

基层银行审核把关不严,一些企业利用虚假合同和发票办理票据贴现,部分贴现资金被存入银行谋取利差,而未注入到实体经济运行中。银监会和中央银行检查发现,在一季度新增的1.48万亿票据融资中,存在“空转”的现象,未流入实体经济的占比大约为20%。这不仅影响金融对实体经济增长的支持力度,虚增了银行存贷规模,也加大了银行系统性风险。

(三) 信贷高增长会恶化“投资—消费”比例,加剧产能过剩。我国“投资—消费”比例失衡是一个由来已久的问题,在金融危机冲击下,这个顽疾有进一步恶化的趋势。在外需锐减、消费大幅上升短期内难以实现的情况下,要扩内需、保增长,唯一可行的办法就是大幅提高投资率。从这方面来说,投资率的继续上升和消费率的继续下降,在一定时期内和一定程度上是不可避免的,将来可能面临经济增长有限而投资再次过热的风险,信贷“井喷”带动的固定资产投资增速前4个月已经急升至30.5%。据测算,2008年全国各地区加总的全社会固定资产投资相当于GDP的57%,2009年还将上升到63%。投资和消费的关系是经济中的基本比例关系,它的长期失衡必然造成严重的产能过剩危机。从去年开始,多数行业经历了痛苦的“去库存化”,然而更广义的“库存”,即过剩产能却不是短期内能消化的。源源不断的信贷资金刺激着工业投资冲动,如果资金运用不善,有可能酿成新的过剩产能,给未来企业利润和经济增长蒙上一层阴影。

(四) 未来我国物价面临较大的通胀压力。首先,因为目前国际大宗商品价格已经出现持续飙升的势头,“输入型”通胀压力大增。其次,大量货币投放并不会马上造成通胀,而是有一个滞后期,等经济回稳,货币乘数效应会



很快显现。根据测算,M1和M2反映到CPI中,可能会分别滞后8—9个月和18—19个月。我国4月末M2同比增长25.95%,已连续第五个月加速,M2增速短期看可以接受,但如果继续攀升,那么高通胀卷土重来绝非危言耸听。第三,历史经验表明,过多的货币供应和通胀之间存在着必然的联系。我国改革开放以来所形成的通胀都是货币过量供应的结果,1998年以前是因为投资拉动迫使中央银行在再贷款上供应货币过多形成通胀;而2003年以后又因为出口导向迫使中央银行在“外汇占款”上货币供应太多形成通胀。

未来货币政策：适时进行结构性微调

目前,世界实体经济尚未形成见底回升的趋势,但能源原材料价格已经提前走出见底回升的态势,这打破了长期以来价格变化滞后于实体经济变化的规律。这一变化的主因不是实体经济的供求发生变化,而是货币、金融、“热钱”的超前布局。受能源原材料价格走势影响,未来我国可能出现CPI先于GDP回升到长期平均水平,呈现阶段性“滞胀”局面。因此,货币政策应适时进行结构性微调。

(一) 在继续保持“适度宽松”的

同时,对潜在“滞胀”风险提前作出反应。货币政策之所以应继续保持“适度宽松”,在于目前我国经济稳定回升的基础并不稳固,经济走势出现“U”、“W”或“L”形都有可能,货币政策如果在此时贸然“紧缩”将面临很大风险。延续当前的信贷政策,主要是基于“保八”的大目标不动摇,在这样一个既定大目标下,货币政策的方向和基调不能改变。对于13亿人口的大国来说,经济增长可以“消化”一些风险,而经济衰退却能催生很多新的风险。在外需萎缩的情况下,内需必须承担起拉动我国经济增长的重任,因而保持货币信贷较快增长仍然必要。由于货币政策的逆周期性,经济形势越困难,政策力度理论上应该越大,在私人部门自发增长的动力启动前,政策力度不应该大幅减弱。然而,货币政策也不能光盯住“保八”的单一目标,也需更多关注潜在的通胀压力,见微知著,提前反应。如果CPI超过3%,经济出现“滞胀”苗头时,货币政策应及时转向,从偏积极转向相对中性。货币政策的实施也不能光看M2,事实上,与居民消费、企业活动关系更密切的是M1。如果M1增速持续上升,意味着企业存款和居民储蓄定期转活期,庞大的资金随时会冲进商品市场,就很危险了,而从实际数据看,这种担心并



不是多余的。前4个月M1增速基本稳定在17%左右,远低于同期M2增速,表明从M1的角度看资金还基本停留在金融系统内部,真正流向实体经济的并不多。但从变化趋势看,M1增速呈现明显的逐月加快态势。随着各项宏观政策提振作用的累积叠加,经济活跃度很有可能进一步提高,未来在M2增速逐月回落的同时,M1增速会继续逐月缓慢攀升。

(二) 利率和存款准备金率不宜大幅调整,应稳定在一个合适的区间。目前许多人认为我国应该效仿西方国家进一步降低利率,笔者认为这种必要性不大。首先,从物价指数走势看不存在降息的必要性。1—4月累计CPI同比仅下降0.8%,物价有止跌回稳的趋势。并且在各类消费品中,价格走势较前两年发生改变的只有食品和居住,其他类别的价格走势仍然和前两年相同。其次,我国近期经济形势开始趋于稳定。金融市场比较稳定

有序。一季度投资和消费的数据均好于预期,表明投资和消费并没有受到“高利率水平”的抑制,天量信贷投放和银行体系内流动性充裕的状况使得降息的必要性降低。第三,降息并非中央银行货币政策工具的首选。目前中央银行可供选择的政策工具更趋多样,而市场主体也更加灵活,释放流动性不一定要通过刚性的基准利率调整来实现。现在市场的流动性不仅相当充裕,而且成本也不高,上海银行间同业拆借利率(Shibor)的隔夜拆借利率维持在0.8%的低水平,房贷利率可以低到七折,仅4%左右,必要

时银行会给更多居民最低的折扣,企业也可以通过票据融资等方式实际获得较低的利率。通过公开市场操作和货币政策微调方式,银行获得了更多自主权,而中央银行的政策也更具弹性,这是比降息更为有效的措施。

至于存款准备金率不应大幅下调,主要是出于对冲外汇占款的考虑。我国的外贸顺差在经济衰退阶段依然呈现较快增长态势,前4个月我国累计贸易顺差754.3亿美元,比去年同期增加32.4%,净增加184.5亿美元,1—4月份单月实现贸易顺差分别为391.1亿美元、48.4亿美元、185.6亿美元和131.4亿美元,这就意味着中央银行为购买外汇将被迫向市场投放较多的基础货币,中央银行只能通过扩大央票发行和稳定存款准备金率来对冲外汇占款的快速增长。

(三) 信贷政策的结构性调整主要解决经济复苏动力切换问题。一季度经济止跌回稳的动力主要来自政府投

资的快速回升,民间投资、居民消费跟进热情有限,政府力量可以使经济止跌,却无法使其有效复苏。经济复苏必须解决动力切换问题,即由政府投资拉动型为主真正转向市场内生增长型,这就需要民间投资的有效启动及居民消费的稳定增长来实现。然而,我国信贷政策对民间投资、居民消费的支持力度却非常有限,前4个月在大型国有企业贷款快速增长的同时,民营企业、中小企业贷款需求依然得不到有效满足,同时新增贷款中居民户贷款占比大幅下降,而居民户贷款是和居民消费密切相关的。因此,未来急需调整信贷投放的结构,来解决经济复苏的动力切换问题。这一方面要求进一步开发促进居民消费的多种消费信贷产品,增加对居民消费贷款的投放,促进居民消费结构升级换代。另一方面,要进一步加大对创新能力强、产业前景好、有订单、有利于带动就业的中小企业和民营企业的信贷投放。针对中小企业贷款难问题,应进一步完善金融机构体系、多层次融资渠道、财税支持、信用体系和担保机制建设,积极拓展对中小企业的信贷服务,选择客户资源丰富的地区成立为中小企业提供金融服务的“专业支行”,对中小企业贷款单独设置考核指标,根据中小企业风险特征和信贷需求创新信贷产品,如仓单信贷、物流银行、桥隧贷款等,而不是固守一贯的抵押放款。就国有大型银行来说,由于中长期贷款相对较多,占用资金的周期较长,开展资产证券化、资产转让则可以化解这一问题。因此,未来信贷资产证券化、资产转让等可能在银行信贷结构调整方面扮演重要角色,而作为一项创新业务,并购贷款也将担当起调整信贷资产结构的重任。

(作者单位:国家信息中心)

责任编辑 李艳芝