

# 对今年货币政策操作及预案的几点建议

■ 朱敏

2009年底中央经济工作会议确定今年继续实施适度宽松的货币政策,然而,时隔不久,央行即宣布从2010年1月18日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。许多人开始担忧今年货币政策是否会“明松实紧”,后续是否还会有进一步的货币紧缩措施出台。笔者认为,今年我国经济实际走势出现“低增长、低通胀”的概率非常大,因此,货币政策启动紧缩周期的依据不充分,仍应保持适度宽松的货币政策以巩固经济复苏的基础。围绕“控通胀、促复苏”这一目标,在适度宽松的基调下,根据经济形势、价格变化适时调整,把握好政策实施的重点、力度和节奏,既要为经济复苏提供充足的流动性,又要引导好市场的通胀预期。如果经济形势没有发生突变,应尽量避免使用调整基准利率等刚性手段,而主要依靠公开市场操作、窗口指导等手段进行“微调”、“预调”;同时准备好应对不同经济形势的货币政策预案,做到有备无患。

(一) 货币政策应具有前瞻性,侧重引导市场预期。由于货币政策实施具有滞后性以及传导效率的损失,货币政策调控必须要有前瞻性。考虑到M1和M2传递到CPI有大约8至19个月的时滞,在CPI转负为正并且呈持续上升趋势时就该开始回收流

动性,平滑资金供应并相应地减缓信贷扩张速度,稳定利率和存款准备金率,这可以避免到时货币政策过度调整的风险,并强化政策的时效性。另外,考虑到通胀上升往往有一个过程,并且与消费者的通胀预期高度相关,因此货币政策应提前主动引导市场预期,这既可以打消人们对货币政策“一步到位”和“突然袭击”的顾虑,还可引导人们认识通胀不会在某一“时点”出现突然爆发的“拐点”,从而稳定消费者的通胀预期,这对于稳定经济运行是非常重要的。

(二) 主要依靠公开市场操作手段“微调”流动性。货币政策不能在经济增长完全稳定之前改变取向,为缓解通胀压力,货币政策应围绕回收过多流动性,依靠公开市场操作手段进行“微调”,可动用的货币工具应该是结果比较确定、针对性较强、目标取向比较清晰的市场化工具,如正回购央票、发行定向票据、特别存款、信贷的窗口指导等。应科学安排公开市场工具组合、期限结构和操作力度来调节基础货币或货币乘数,调节的规模和力度都应该控制在温和范围之内。

(三) 通过货币政策的结构性调整来解决经济复苏的动力切换问题。由于经济复苏基础尚不稳固,货币政策不必进行总量性的紧缩调整,但需

要进行必要的结构调整,以解决目前经济增长过于依赖政府投资的问题,使复苏的动力由政府投资拉动型切换到市场内生增长型,这包括对各个银行之间、大型国有企业与中小企业之间、行业之间、地区之间信贷投放的不平衡的调整。通过窗口指导、担保贴息等政策引导银行结合产能调整和结构升级,逐步加大对技术改造和设备更新的贷款支持力度,并逐步将贷款重点从目前的基础设施投资向设备投资方面转移。适当调节政府投资尤其是地方政府投资的节奏和结构,从总量上控制大中型银行的信贷投放冲动,消除对中小企业、中西部和农村地区的信贷歧视,促进经济自主回升。

(四) 抓住有利时机积极扩大国内资本市场广度和深度,引导过剩流动性从单一的股票和房地产等资产类回流到有真正融资需求的实体经济中。包括加快IPO步伐、加大企业债券发行力度、开发为中小企业融资的债券品种、推出房地产投资信托基金或其他产品,改变投资者单一的买房投资形式。通过上述渠道,可以防止资金过度集中在股票二级市场和房地产市场中,规避银行体系风险,从而促使大量流动性通过非银行渠道流入到银行通常不愿触及的实体经济中,如中小企业和高风险的高新技

术企业。这不但会降低资产泡沫和银行坏账的风险,也给渴求资金的非主流企业提供了宝贵的融资机会。

(五)准备好应对不同经济形势的货币政策预案。2010年世界政治经济走势、国内突发事件、资产价格、政策的滞后与“超调”等仍然存在很大不确定性,从而使得我国经济“低增长、高通胀”、“高增长、高通胀”及“高增长、低通胀”都有可能出现。在此情况下,货币政策需要针对正常情况与特殊情况,分别制定不同的应对预案。

1. 如果经济“二次探底”(如低于8%)而通胀压力不大,宽松货币政策应适当加大力度。此时,货币政策在操作力度上只能放松而不宜紧缩,可以考虑在公开市场进行逆回购操作,同时减少定向央票的发行频率和规模,鼓励商业银行加大对三农、自主创新、节能减排、中小企业、服务业、就业等经济社会发展薄弱环节的信贷支持力度。

2. 如果经济面临“滞胀”风险,货币政策应转向“相对中性”。经济不景气时期实体经济投资机会不足,宽松的货币环境非常容易推动资金大规模流入商品市场,在经济尚未完全走出危机之前,在没有经济基本面支持的情况下,这种大规模的投机行为完全有可能推高国际大宗产品价格,引发全球“滞胀”。目前世界经济已经出现这种苗头,在实体经济复苏前景尚未明朗的情况下,能源原材料价格已经提前呈现见底回升态势,这打破了长期以来价格变化滞后于实体经济变化的规律。这一价格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。如果CPI持续数月越过3%的警戒线,而GDP增速仍在9%以下徘徊,经济出现“滞胀”苗头时,货币政策应提前行动,从偏积极转向相对中性。

3. 如果经济稳定复苏而通胀压力上升,宽松货币政策应提前考虑退出机制。如果未来经济已经可以依靠自身力量实现接近或超过9%的高增长,而通胀形势日趋严峻,则宽松货币政策应提前考虑退出机制。判断经济是否进入稳定的上升通道,关键看三个指标:一是出口市场恢复到危机前几年的平均水平,外需拉动开始发挥作用;二是居民消费持续扩张,增速稳定在16%以上;三是民间投资有实质性启动的迹象。在通货膨胀苗头初现,如CPI连续两个月接近或者超过3%,货币政策就应该开始适度紧缩,可以考虑先行收紧信贷,在公开市场上进行正回购操作,并加大定向央票的发行量和发行频率。如果出现“高增长、高通胀”的局面,可以通过上调存款贷款基准利率和存款准备金率、控制信贷规模等手段收紧银根,来抑制货币信贷向通货膨胀的传递,同时缓解公众的通胀预期,为过热的经济降温。

4. 如果经济稳定复苏且物价平稳,货币政策应重点关注资产价格泡沫。目前我国实体经济表现不错,物价平稳,最大问题在于充裕流动性刺激下的资产价格泡沫急剧膨胀。国际经验表明,资产价格高涨而一般物价稳定,是决策层最难应对的局面之一,央行通常的选择是以宽松政策刺激经济增长,坐视资产价格走高。上世纪90年代美国股市持续走牛而物价水平保持低位,因此美联储迟迟没有找到启动紧缩周期的依据。直到2000年高科技泡沫破灭的初期,经济仍在高速增长,失业率走低,通胀

压力高企,这些关键变量为紧缩政策提供了切实依据。可是这些指标对于货币政策来说具有明显的滞后性,最新公布的指标反映的是若干个月之前的经济状况,这使得紧盯实体经济周期的货币政策极易产生超调。日本也犯了类似错误,资产价格泡沫在1990年破灭之前,一般物价平稳,日本央行因此将利率保持低位,以刺激出口和经济增长,最终尝到的却是泡沫崩溃的苦果,经历了长达18年的通货紧缩,至今还没有走出来。

目前,我国的货币政策也将面临类似的挑战,在经济复苏的关键期物价仍在负增长,货币政策只能继续保持宽松,但这将刺激资产价格进一步走高。事实上,从经济周期和金融周期的相关性来看,资产价格是经济运行的信号甄别系统,往往作为经济周期的晴雨表。等到CPI明显全面上涨时,往往已处在经济金融泡沫最后破灭的前夜。回顾美国次贷危机和日本泡沫经济的破裂,正是物价的持续走低掩盖了房地产、股市和信贷泡沫积聚的巨大风险,让经济走上了一条不归路,让人们饱尝了盛宴后的切肤之痛。短期内,我国储蓄大于投资、贸易顺差居高不下且处在人口红利期等因素是无法改变的,经济强劲复苏、信贷天量增长、资本项目和经常项目的双顺差、人民币升值预期强烈,也会导致全球资金回流我国。这些因素有可能使流动性过剩成为我国宏观经济的常态,持续推高资产价格。因此,应吸取美国、日本的教训,货币政策不能光盯住CPI、GDP等传统调控目标,而应将资产价格纳入关注,见微知著,提前行动,将资产价格泡沫控制在经济可承受的范围之内。<sup>[1]</sup>

(作者单位:国家信息中心)

责任编辑 李艳芝