

■ 大视野

下周即将公布的7月CPI同比涨幅或跌入2%以内,在通胀率大幅下行,通缩风险进一步增大的情况下,“稳增长”政策仍有放松空间。经济难以继续维持高速增长,在下行风险逐渐显现的情况下,加速经济结构调整尤为必要。

推迟经济结构调整代价更大

□中国世界经济学会会长 余永定

二季度,中国GDP增长率从一季度的8.1%放缓至7.6%,为2009年二季度以来最低值。新公布的增长数字可能会消除关于中国硬着陆的恐慌,但也让许多人认为必须进一步刺激经济,保证8%的年增长率。

自2010年初以来,为了抑制通胀和房地产泡沫,决策层采取了紧缩的货币政策。CPI同比增速在今年6月下降至2.2%,为29个月最低水平,房地产价格也似乎开始走稳甚至回落,尽管幅度极小。

从某种程度上说,中国增长率的减速表明抑制房地产泡沫的政策以及其他旨在再平衡经济的政策收到成效。2012年上半年,房地产开发投资同比增速(直接构成GDP的10%)比上年同期下降16.3个百分点,这导致许多相关产业投资增长减速,比如建筑材料业、家具业和电器业,也导致固定资产投资年增长率从25.6%至20.4%。

家庭消费则没有反映出清晰的趋势,但许多经济学家发现家庭消费在2012年上半年比正式数据显示出更为强劲的迹象。

实际上,决策层在2011年就已预警2012年的经济可能放缓。2012年初,温家宝总理在人大讲话中解释了为什么2012年政府经济增长指导目标为7.5%。他指出,这样做的目的是引导各方面把



大幅下降,但中国仍保持着双顺差,关于外汇储备占GDP比重下降是结构性还是周期性的争论一直存在。

事实上,中国需要加速经济结构调整,即使这需要牺牲经济增长。否则的话,推迟调整的代价将会更大。多年来,政府一直都暗示每年的GDP最低目标为8%,8%的增长率被认为是维持每年创造1000万个就业岗位所必需。但人口和其他结构性变化已经改变了劳动力市场条件,目前即使增长率低于8%,也没有出现压力信号。

现在的问题是政府是否会因三年来最差的季度增长表现感到不安,从而出台又一轮大型刺激计划,造成此前每次刺激都逃不掉的后果。

决策层近期提出要“坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策,把稳增长放在更加重要的位置”。此外,在最近几个月中,中国政府批准了多项大型钢铁和能源项目,未来可能还有更多的项目。

政府及时地应对环境变化肯定是一件好事。但2012年上半年增长速度降至7.8%并不能证明政策方向的变化。中国必须在高增长和快速结构调整中做出选择。鱼与熊掌不可兼得。面临当前的经济放缓形势,中国至少能够坚持一段时间。

(本文来自Project Syndicate)

工作着力点放到加快转变经济发展方式、切实提高经济发展质量和效益上来”。

中国GDP的投资率大约为50%,其中房地产投资占比超过10%。由于重复建设和浪费的大量存在,投资效率被过度扭曲。在年经济增长率为10%的条件下,50%的投资率意味着资本产

出比高达5,这在其他国家称得上是畸高。

中国的消费率为36%。如果说政府数字并不完全可靠的话,也只可能低估消费率。尽管大笔资金被投入到实体经济建设中,但人力资本和社会安全方面的公共支出仍低于世界平均水平。更多的资源应该从实体资本形

成中抽出,投入到人力资本形成中去。

由于20年来的持续经常项目和资本项目盈余,中国已经积累了3.2万亿美元的外汇储备。但是,作为一个拥有巨额净外国资产的国家,中国存在投资收入账目赤字。自2008年以来,中国外汇储备占GDP比重

货币政策稳健微调 持续大幅降息可能性不大

□交通银行 连平 鄂永健

下半年,在经济增速有望逐季温和反弹、通胀压力减轻但中长期通胀压力犹存,以及国内外不确定因素依然较多的复杂局面下,货币政策将维持稳健基调,并进一步向宽松方向微调。存款准备金率还将针对性地适度下调,不排除再次小幅降息的可能,但难以持续大幅降息。投资增速有所回升和楼市回暖将带动中长期贷款增长,但政策基调稳健和高杠杆率限制企业借债能力将制约信贷增速。下半年信贷增量较为平稳,中长期贷款占比有所回升。

货币政策难以转向明显宽松

宏观调控的主要目的之一是应对外生冲击,熨平经济波动,进而促进经济平稳增长,因而冲击大小自然成为政策调整力度的重要参考因素。较之2008年下半年次贷危机爆发后出口增速出现持续数月的“雪崩式”负增长,此轮外需收缩程度相对较小,出口增速仅在今年1月出现了0.5%的小幅负增长,且主要是季节性原因,5、6月出口增速还出现了明显反弹,下半年有望保持平稳增长。从这点上看,外部冲击难以成为大幅度放松货币政策的理由。我们认为,导致本轮经济增长持续下行的最主要因素是对房地产和融资平台的主动调控,因此适当加快投资步伐是促进需求回升的关键举措。

事实上,迄今为止的逆向调控,包括加快项目审批步伐以促进基础设施建设投资、适度放松省级平台贷款投放限制、3次下调准备金率及2次降息等,已经开始逐步显现出对经济增长的支撑作用。随着出口增长稍有回升,投资增速逐步加快和房地产市场交易活跃,全年增长达到8%左右很有可能。况且经济增长目标值已调低至7.5%,在这样的背景下,货币政策已没有大幅放松的必要。房价反弹将影响货币政策向松微调的力度与节奏。

历史比较来看,当前货币政策操作尚属稳健。从较长一个时期来看,我国货币政策操作在不同阶段具有明显的非对称特征。在治理经济过热和通胀时,货币政策紧缩是渐进的,比如2007和2008年上半年;在抵御负面冲击,保证经济平稳增长期间,货币政策的放松十分迅速,最典型的就是2008年下半年。与2008年下半年

在不到100天的时间里4次下调准备金率,5次下调基准利率(其中一年期存款基准利率下调1.89个百分点)相比,2011年12月至今的3次下调准备金率、2次降息(其中一年期存款基准利率下调0.5个百分点)还算不上“宽松”,尚属“稳健”的范畴。

但在经济存在一定下行风险、企业融资成本较高、国内外经济形势不确定因素依然较多的情况下,下半年货币政策在保持总体稳健基调的前提下,会进一步增强其灵活性、针对性和前瞻性,操作上朝着合理增加流动性并促使市场利率下降的方向继续微调。

价格型工具 大幅调整的可能性不大

当前,利率政策首先需要平衡好稳增长与控通胀之间的关系。当前宏观经济已有底部企稳的迹象,未来经济增速有望温和回升,大幅回落的可能性不大。除非有类似2008年下半年那样严重的负面冲击,否则没有必要大幅降息。

利率政策需要把握好汇率、利率与资本流动之间的关系。利率调整、汇率变化和资本流动之间存在相互影响的密切关系。境内外利差扩大、人民币升值预期会导致资本流入,而资本流入又带来进一步的加息和升值压力;反之亦然。实证分析表明,人民币对美元汇率和中美利差每变化一个百分点,各可能导致每月50亿美元左右的资本流入或流出。

金融危机以来,主要发达国家纷纷实施量化宽松政策,全球流动性泛滥。尽管去年底以来资本流出

我国的压力不小,但这只是阶段性变化。为避免资本大规模、频繁进出我国,除稳定人民币汇率预期外,境内外利差也应保持基本稳定。因此,在当前世界经济总体依旧低迷、主要发达国家仍有可能进一步降息的情况下,为保持利差基本稳定、避免利差扩大引致资本流入,我国似有再次下调利率的必要。然而,一方面美国和欧洲的利率水平已经是历史最低

2008年12月以来美国联邦基金利率一直在0~0.25%之间,经过最近调整欧洲央行基准利率降至0.75%,进一步大幅下调的空间不大。另一方面,当前依然存在资本流出压力,为避免利差缩小加剧资本流出,降息幅度过大也不可取。

下半年人民币对美元汇率继续双向波动,难以真正形成贬值趋势。当前以至未来一段时期,受我国贸易顺差缩窄、FDI规模下

降、国际金融市场动荡导致资本流入减少甚至流出以及担忧中国经济增速放缓等因素的影响,人民币已经不存在大幅升值的条件,甚至还面临较大的阶段性贬值压力。但考虑到以下因素,人民币不会形成持续贬值趋势。一是我国仍将维持相对较快的经济增长,劳动生产率继续提高,人民币贬值的宏观经济基础并不具备;二是出于推进人民币国际化和获取国际资源的需要,人民币汇率也不应形成持续贬值趋势;三是贬值趋势形成会进一步推动境内资本外流,带来新的流出风险;四是在贸易顺差仍有1500亿美元左右的情况下,为避免不必要的国际压力,人民币不应持续贬值。我们认为,在有管理的浮动汇率制度下,下半年人民币对美元汇率仍将呈双向波动的运行态势,波动区间在6.25~6.35,不会形成明显升或贬值趋势。

数量型工具 将更具针对性和灵活性

笔者预计年内准备金率还有可能下调,主要针对因外汇占款增量下降导致的流动性紧张。受贸易顺差收窄、FDI规模下降和人民币升值预期下降甚至出现贬值预期等多重因素影响,自2011年四季度以来外汇占款增量大幅下降,并出现了数月的余额负增长。

2012年1~6月新增外汇占款仅有3026亿元,还不到去年同期增量的15%。预计今年全年的外汇占款

增量可能从去年的2.78万亿元显著下降1万亿元左右。据测算,为弥补外汇占款增量下降导致的基础货币增速放缓,要实现14%的货币增速目标,要求准备金率下调1.5~2.5个百分点。在已有2次、1个

百分点下调的基础上,预计年内还会可能下调1~3次、每次0.5个百分点。而且,下半年公开市场到期

资金只有5680亿元,远远低于上

半年的1.3万亿元,通过公开市

场释放资金的能力也明显下降。反

过来,考虑到目前货币存量较大,

今年M2控制目标为14%,而下半

年外汇占款又存在不确定性,存

款准备金率也不可能大幅下调。

下半年央行将灵活开展公开

市场操作,引导市场利率下行。在

我国,公开市场主要发挥两个作

用,一是调节银行体系流动性,二

是影响货币市场利率。受去年央

行公开市场操作力度明显减弱的影

响,目前央票余额已降至近年的最

低值,即从2008年末的4.5万亿元降

至目前的1.4万亿元左右。这导致未来通过央票到期来释放流动性的影响和影响市场利率的能力明显下降,需要适当加大央票发行和正回购力度。但在当前短期资金阶段性需求较大的情况下,加大央票发行和正回购就不不得不提高发行利率,这与引导市场利率下行相悖。在此情况下,下半年公开市场操作将兼顾各方面需要,并与准备金率调整灵活搭配。准备金率下调与适度发行央票或开展正回购同时进行,在不引起市场利率上升的情况下调整到期资金结构。准备金率不动时则通过适度开展逆回购调节短期流动性,同时引导市场利率、特别是短期资金利率下行。

新增中长期贷款有望增长

下半年,投资增速回升和楼市阶段性回暖将带动中长期贷款增长,政策向松微调背景下银行信贷供应能力有望改善。但政策不会大幅放松,高杠杆率限制企业借贷能力将制约信贷增长过快。综合考虑各方面因素,预计下半年信贷增量较为平稳,月均新增贷款量在5000~6000亿元的水平,新增中长期贷款占比上升,维持全年新增贷款8~8.5万亿元、余额同比增幅14.5~15.5%的判断。

投资增速有所回升和楼市回暖拉动中长期贷款增长。下半年,随着项目审批加快效应逐步显现,预计固定资产投资增速将有所回升,进而带动信贷需求、特别是企业中长期信贷需求上升。今年以来,房地产市场总体低迷,但近期楼市成交量有回升迹象。事实上,尽管今年以来全国商品房销售面积持续同比下降,但下降幅度在不断缩小,呈现出逐步回升的态势。下半年,继续受政策向松微调的影响,预计房地产市场将继续逐步回暖,成交量有望逐步回升,并带动住户中长期消费贷款需求增加。

制约信贷增长的因素依然存在。一是下半年货币政策保持稳健,不具备大幅放松的条件,总体信贷环境不会过于宽松。二是存款增长趋势性放缓对银行特别是中小银行信贷投放的约束依然存在。

三是当前企业的杠杆率已经很高。今年一季度,上市非金融企业资产负债率为59.2%,创下2002年以来高点,这对企业的借贷能力有限制作用。受以上因素制约,下半年信贷增速不会太快,不会出现类似2009那样的信贷大幅增长。

制约信贷增长的因素依然存在。

一是下半年货币政策保持稳健,

不具备大幅放松的条件,总体

信贷环境不会过于宽松。二是存款

增长趋势性放缓对银行特别是中

小银行信贷投放的约束依然存在。

三是当前企业的杠杆率已经很

高。今年一季度,上市非金融企

业资产负债率为59.2%,创下2002

年以来高点,这对企业的借贷能

力有限制作用。受以上因素制约,

下半年信贷增速不会太快,不会

出现类似2009那样的信贷大幅增

长。

制约信贷增长的因素依然存在。

一是下半年货币政策保持稳健,

不具备大幅放松的条件,总体

信贷环境不会过于宽松。二是存款

增长趋势性放缓对银行特别是中

小银行信贷投放的约束依然存在。

三是当前企业的杠杆率已经很

高。今年一季度,上市非金融企

业资产负债率为59.2%,创下2002

年以来高点,这对企业的借贷能

力有限制作用。受以上因素制约,

下半年信贷增速不会太快,不会

出现类似2009那样的信贷大幅增

长。

制约信贷增长的因素依然存在。

一是下半年货币政策保持稳健,

不具备大幅放松的条件,总体

信贷环境不会过于宽松。二是存款

增长趋势性放缓对银行特别是中

小银行信贷投放的约束依然存在。

三是当前企业的杠杆率已经很

高。今年一季度,上市非金融企

业资产负债率为59.2%,创下2002

年以来高点,这对企业的借贷能

力有限制作用。受以上因素制约,

下半年信贷增速不会太快,不会

出现类似2009那样的信贷大幅增

长。

制约信贷增长的因素依然存在。

一是下半年货币政策保持稳健,

不具备大幅放松的条件,总体

信贷环境不会过于宽松。二是存款

增长趋势性放缓对银行特别是中

小银行信贷投放的约束依然存在。

三是当前企业的杠杆率已经很

高。今年一季度,上市非金融企

业资产负债率为59.2%,创下2002

年以来高点,这对企业的借贷能

力有限制作用。受以上因素制约,