

■ 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

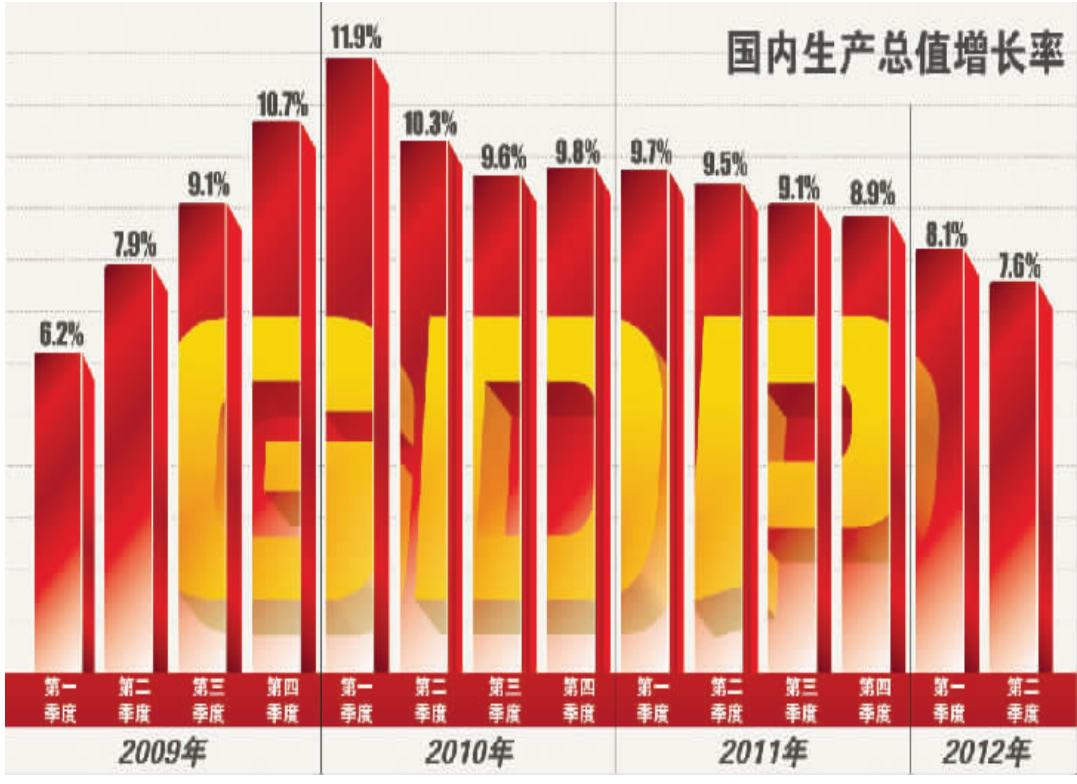
□中国世界经济学会会长 余永定

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



IC图片

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,也只能低估消费率。尽管大笔资金被投入到实体基础建设中,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 郭永健

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,并进一步向放松方向微调。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贷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力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、适度放宽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3%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

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。

过去十年来,一年期存贷款基准利率的中性水平分别为3.2%和6.4%,而经过7月初的调整后,目前一年期存贷款基准利率分别为3%和6%,即便考虑到存款利率上浮到顶的实际情况,目前存款利率也基本处在中性水平,贷款利率已低于中性水平。物价涨幅虽然6月继续回落,但四季度仍可能小幅向上,今年全年CPI涨幅维持在2.8%左右。

应该说,利率政策关注和针对的主要不是当前的相关经济状况,而是未来一年的相关变化尤其是物价趋势。鉴于劳动力、土地和资源等价格的上涨是趋势,未来我国中长期通胀压力将持续存在,为避免通胀预期反弹,存款利率实质性下调的空间并不大。在利差已经开始缩小的情况下,贷款基准利率也就没有大幅下降的可能。因此,不排除年内还有小幅下调基准利率的可能,但类似2008年下半年在不到100天的时间里存款基准利率从4.14%下降到2.25%的持续大幅降息不大可能出现。

利率政策有必要平衡好实体经济与银行业之间的利益关系。鉴于当前信贷需求正在增长,而信贷供给基本是个既定的量,因此尽管基准利率下降且下浮范围扩大,未来贷款市场利率不会急剧下降,缓步下行的可能

性较大。从进一步改善企业融资环境、降低融资成本的角度来看,年内不排除再次小幅降息的可能。然而,在利率市场化推进已经对银行息差构成很大收窄压力的情况下,持续多次降息将会进一步加剧这种趋势。从动态来看,随着存贷款进一步重新定价,贷款利率将逐步下降,再考虑到银行业中间业务增长面临新的挑战,不良贷款有小幅反弹的可能,2013年银行盈利增速将明显下降。若再次降息且其它条件不变,2013年银行业盈利有负增长的可能。当前的确有必要通过适度削减银行盈利来降低企业融资成本,但在银行业经营环境已经发生重大变化,其影响将进一步显现的情况下,未来的相关政策就需要谨慎。从保证利率市场化条件下银行业平稳运行、平衡好实体经济和银行业之间利益关系的角度来看,持续大幅降息也不可取。

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月以来美国联邦基准利率一直在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,不会形成明显的升值或贬值趋势。

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%的利率目标,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,存款准备金率也可能大幅下降。

下半年央行将灵活运用公开市场操作,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。受去年央票发行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行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也制约信贷增长过快。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、余额同比增长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,下半年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额持续同比下降,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年那样的信贷大幅增长。

中国央行需要自己的“泰勒法则”

□刘海影

央行承担着管理经济的重大职责,随着中国经济进入一个崭新时期,旧的经验不敷使用,新的分析框架需要建立,否则中国经济将为此付出极大代价。对于美国之类的成熟经济体,所谓的“泰勒法则”提供了讨论的起点。“泰勒法则”将通货膨胀缺口与产出缺口联系起来,指出美联储基准利率应该基于此来制定。对于中国而言,什么是合适的央行法则?

1995年《中国人民银行法》通过后,央行不再承担为财政部透支发行货币的义务,朝现代央行的方向上迈出了一大步。即使如此,央行仍旧承担了过重的职责,需要管理汇率、利率以及对整个金融体系执行监管与管理之责。随着人民币汇率逐渐回归均衡值,央行政策的重点将转向后两个方面。

管理利率是央行的重要职责,通过利率而不是货币供应量,央行有能力影响中国的潜在产出与通货膨胀率。但在利率管理上,央行面临极其艰难的两难局面。

长期以来,中国利率水平过低,政府对信贷资源的垄断和对国营经济体系的支持导致严重的金融抑制,国营经济的资金成本大幅低于影子价格,给予相关行为(主要是地方政府与国有企业)强大动力去提高债务杠杆率。这反过来放大了中国固定资产投资增长速度。至2011年,资本形成占GDP比例高达惊人的49%,是全球水平的两倍,与之并行的是地方政府与国营企业债务杠杆率水平大幅跃升。据审计署数据,从1997年至2010年短短14年间,地方政府债务上升了40倍,到2010年年底已达10万亿元,年均增速超过30%,平均不足3年时间即翻倍。

如此,国营经济体系的债务杠杆率在历经10年的“跃进”之后,快速达到不可维系的转折点。这迫使央行不得不继续维持低于影子价格的利率水平,以缓解地方政府与国营企业的还本付息压力,不得不继续维持金融分割状态,令资金被配置给低效率的国营经济体,而富有活力的民间经济体继续被隔离在主流资金之外,民间利率数倍甚至数十倍于官方利率。低廉的资金成本将鼓励国营经济体继续其无效率冒险,剩余产能的清理速度极为缓慢。

然而,这注定是无法维系的游戏。剩余产能终将变成银行呆滞账。对商业银行而言,由于隐形的政府担保,国营经济体是最好的客户。但对央行而言,继续放任国营经济体债务杠杆率扩张,将会酿成极大风险。央

未来食品通胀特征明显

□中商流通生产力促进中心

陈克新

上半年,国内物价水平持续回落,连续创下新低。1-6月累计全国居民消费价格指数(CPI)同比涨幅为3.3%,比去年同期回落了2.1个百分点,预计7月份CPI涨幅有可能回落至2%以下。同期工业生产出厂价格指数(PPI)则下降0.6%,其中6月份同比下降2.1%,其“脉冲式”回落速度令人惊心。但需要注意的是,一些推动大宗商品价格扬升的因素正在涌现。

一是大宗商品价格跌幅逼近成本,改善供求关系。比如上海螺纹钢期货价格跌破3800元/吨(以去年其平均成本相差不多。今年以来中国粗钢产量呈现持续回落态势,到6月份同比增速已经回落至0.6%,为3年来最低水平。如果这种价格接近或低于成本的情况持续下去,将会出现粗钢产量同比下降的局面,进而改善供求关系,推动价格反弹。

二是经济增长置于更重要位置,刺激实体需求增加。这意味着年内还可能会有数次“双降”,更大力度地启动铁路、市政、能源、电信、卫生、教育等领域的投资项目,以此增加刺激需求,推动经济增长。

三是世界各国开启新一轮货币宽松浪潮。各国央行陆续“放水”,纷纷降息,并且不排除今后欧洲央行大规模购买国债,“不惜一切代价”保卫欧元的可能。四是QE3预期升温。由于美国经济增长迟缓,就业数据不佳,正面临“财政悬崖”,以及地方政府拉响债务危机警报等,使得美国迫切需要量化宽松,估计QE3推出时间已经不远。

五是极端天气频繁,导致国际市场农产品价格暴涨。两个月来,玉米、大豆价格涨幅约50%,涨价

的智慧体现在,对利率与信贷结构进行合理的管理,在迫使国营经济体逐步降低其债务杠杆率的同时,维护金融体系的整体安全。

增量改革比存量改革容易。在利率管理上,中国央行应该制定类似于“泰勒法则”的规则,但中国央行无需以通货膨胀缺口为目标,而应该以迫使国营经济体在不损害整体金融安全的前提之下的去杠杆为目标,利率水平应该是潜在产出缺口与杠杆率缺口的函数;当潜在产出缺口扩大、杠杆率较低时,调低利率水平;反之,调高利率水平。

在经济周期中,当经济下滑时,可以适当调低政策利率,避免坏账的集中爆发;同时大幅调低存准率,大幅增加对民营经济体的信贷支持,大幅调低或者废除存贷比,以宽松的信贷环境支持民营经济体的发展。而一旦经济好转,应该迅速调高政策利率,迫使国营经济体降低其债务杠杆率。如此,在波浪运动中逐步提升利率水平,并迫使高债务主体缩减其债务负担,依靠支持民间经济而获得的利润来支付来自国营经济体的坏账。

除了利率水平的常规管理之外,更加关键也更加艰难的任务,是监管金融体系风险并进行金融体制改革。央行应该限制新增贷款流向国营经济体,例如在新发行贷款时调低国营经济体的信用评级与风险权重。央行应鼓励更多的民间金融体系建设,发展社区银行。同时,央行需要进一步强化银行的风险管理,在资本充足率、贷款风险核算等方面执行尽可能严厉的标准。

1978年中国的生产率水平约为西欧水平的1/24,到去年已经快速上升到1/4,与此同时,中国快速越过了刘易斯拐点。随着中国出口跃居世界第一以及随之到来的增速下滑,中国对重工业化、投资品的需求开始降低,相应地,投资的内在报酬率开始降低,风险开始提升。同时,政府收入的高速增长也告一段落,未来财政收入增速或降低到个位数,继续盲目相信政府有财力为其一切错误冒险买单过分为一厢情愿。央行必须认识到这一重大变化,给予信贷风险合理的价格,并以此迫使高杠杆率部门降低杠杆。

虽然中国的金融安全最终不能离开国营经济体(地方政府与国营企业)的“预算硬化”改革,央行不能坐等,使用金融手段隔绝来自高杠杆率部门的威胁,并在动态平衡中实现这一点,是央行的光荣使命。

压力会逐步向国内转移。从对PPI指数具有重大影响的初级产品价格来看,由于石油价格回升在90美元/桶左右,谷物、油料价格暴涨50%以上,工业生产者出厂价格指数(PPI)的“脉冲式”回落局面,今后几个月内有可能会有反弹。PPI平数的回升,相应推高下游CPI水平,物价全面上涨有可能卷土重来,对此不可掉以轻心。

在今后物价上涨中,猪肉等食品类价格首当其冲,成为“领头羊”。未来通胀将具有明显的“食品通胀”特征。前一段时期,由于整体需求乏力,蔬菜、猪肉等食品价格一度下跌。其中猪肉价格从2012年1月下旬开始,持续下跌将近6个月,最低时同比下降30%左右,全国猪粮比价连续16周低于6:1盈亏平衡线,由此成为CPI走势回升的最重要因素。而北美严重干旱天气所导致的国际市场大豆、豆粕、玉米等饲料价格高涨,势必显著增加国内饲养成本,催生肉、蛋、奶涨价要求。

不仅如此,国际市场大豆、豆粕、玉米等商品价格高涨,以及对于国内市场的连锁反应,还会推高国内商品粮、粮食,以及几乎所有下游食品的销售价格。如果下半年石油价格攀上100美元/桶的高位,燃油与物流费用的增加,将对食品价格产生更大上涨推动力。

以上分析表明,未来物价上涨,尤其是食品类涨价压力较大,确实需要未雨绸缪。但目前中国经济最大风险仍是经济下行,因此,仍应坚持经济增长优先方针,继续将刺激需求。如果我们忽视全球央行集体“放水”的货币宽松与竞相贬值的大环境,反向实施紧缩需求而单打独斗,不仅避免了物价上涨,还会因为需求发动机动力不足,而陷入“经济滞胀”,这将是最糟糕的局面。