2008年:价格型货币政策将唱主角

——2007年货币政策回顾及2008年预测

国家信息中心经济预测部宏观政策动向课题组

按照中央经济工作会议的精神,明年的宏观调控要力争完成“控总量、稳物价、调结构、促平衡”四大任务,而完成前两项任务货币政策义不容辞。这表明,2008年货币政策的责任将更大,使命也将更为艰巨。鉴于当前货币政策实施的效果和面对的经济形势,我们认为,2008年,从紧的货币政策类型将由“数量型”为主转型为“价格型”为主,其中汇率与利率政策将发挥更大的作用。

08年货币政策面临挑战

2007年我国货币政策的出台频率和力度为历史罕见,但却没能达到预期效果,究其原因既有货币政策本身的缺陷与不足问题,也有许多因素超出货币政策影响范围的问题。

1、货币政策传导机制不够畅通

货币政策传导机制实际上分属两个不同的领域,即金融领域和实体经济领域,中央银行、金融市场、金融机构、微观经济主体层面上存在的诸多障碍导致了我国货币政策的低效。当中央银行运用货币政策工具,调整基础货币和市场利率时,首先改变的是金融领域的资金面和资金成本,然后影响商业银行的贷款行为和金融市场的融资条件,并通过它们的变动,最终影响到实体经济领域,即引起企业和居民资产结构的调整以及投资和消费的变化,从而改变整个社会的产出和价格。通常,一国货币政策的有效性受该国货币政策传导机制效率的直接影响,而这种效率是特定的金融制度、金融结构与经济发展水平和结构等共同作用的最终结果。一般认为,我国货币政策传导机制不畅通主要原因有:金融市场不健全,金融体制改革不到位,融资结构单一,公众预期不稳定,地方政府投融资行为存在诸多问题等。以上因素大都与我国转型经济共存,是经济体制改革不到位所带来的长期问题。

2、资本的可自由流动使货币政策独立性受到较大影响

由于经济全球化及资本的可自由流动,使得政府与货币政策的作用空间和强度受到很大约束。货币政策的制定实施必须考虑是否符合WTO的有关规则,以及外国政府、经济主体可能的应对措施,如果外国政府采取报复措施或者对冲措施,政策效应就会被削弱甚至适得其反。按照Mundell-Flemming模型,对于开放经济体而言,一个国家不可能同时实现资本自由流动、货币政策的独立性和汇率的稳定性。我国巨额“双顺差”造成人民币的巨大升值压力,而为了维持汇率的稳定,央行不得不干预外汇市场,买进美元、大量投放人民币,同时在利率政策的运用上,要考虑中美利差因素,这就对我国货币政策的独立性和有效性造成较大影响。当前国内流动性总体偏多的直接原因来自国际收支持续顺差,间接原因则来源于人民币升值压力、储蓄率过高、消费率偏低等问题。而这些问题都是经济结构性矛盾的外在表现,仅仅依靠对冲银行体系过多流动性以及加强信贷调控等并不能够从根本上解决流动性不断生成和经济的结构性问题。

3、货币政策对成本推动型通货膨胀无能为力

保持物价稳定是货币政策的一项重要使命,但是通常它只对需求推动型通货膨胀能够进行较为有效的调控,对于成本推动型的通货膨胀却无能为力。但是,从目前发展趋势看,未来我国成本型通货膨胀压力依然巨大:一是国际粮食供需趋紧,粮食价格进一步上行的可能依然存在。由于石化能源日趋紧缺,生物质能源受到广泛关注,越来越多的粮食作物被用于转化为生物质能源,导致世界性粮食供给总体偏紧。二是资源能源价格存在上涨压力。受各种因素影响,国际上油价在未来相当长的时期可能保持不断走高趋势。与此同时,为实现十七大提出的三个转变,理顺资源能源价格,使资源能源价格合理反映资源能源的稀缺程度、环境保护成本和市场供求关系,是未来我国改革的一个必然趋势,也是经济持续协调增长的必然要求。这一切意味着,明年资源能源价格依然将成为推动整体价格上行的重要因素。三是为了贯彻落实科学发展观,中央围绕着解决教育、就业、收入分配、社会保障、医疗卫生等方面关系群众切身利益的问题提出了新的重大政策措施,其中加大初次分配中劳动者收入的比重是一个重要举措,劳动力成本的上升在未来较长一段时期内不可避免。

4、虚拟经济的快速发展使得货币供应量不再适合作为货币政策中介目标

我国从1996年开始将货币供应量作为货币政策中介目标,迄今为止已经历时11年。但近几年来,M1和M2的增长率较大幅度地偏离了预定的调控目标。这实际上表明,货币供应量目标有效性降低,已到了该放弃的时候,其原因就在于虚拟经济的快速发展。

从国内看,国内针对丰富人民币计价资产品种不断增多、境内金融市场规模不断扩大,居民金融资产的选择具有了多样性和多变性。这种变化集中表现在,一是城市房地产市场价值从2001年底的17.4万亿元上升到2006年底的35.2万亿元,城市住房价值/GDP到2006年上升到168%;二是在2003年信贷资产/GDP达到最高峰的117%之后,2006年已经下降到107.6%;三是股票市值波动上升,2006年底股票流通市值/GDP达到43%;四是各种债券和其他金融产品规模上升,国债和政策性金融债占GDP的比例由1996年的9.5%上升到2006年的25.9%,基金规模在1998年到2006年间扩张了50倍。中国金融市场深化引起虚拟经济与实体经济的分化,越来越多的货币资产在金融体系内部循环,使得货币政策的传统数量目标失去可控的基础。近3年来,中国财富结构也在发生剧变,不仅在实物资产与金融资产的比重上发生革命性的结构变化,而且在实物与金融资产内部也在发生着巨大变化。

2007年货币政策回顾:任务重,动作多

1、货币政策面临的形势:“三高”现象日趋突出

首先,经济高增长。受居民消费结构升级及出口市场快速增长的拉动,我国经济持续强劲增长,并呈高位加速态势,2006年GDP增长11.1%,今年一季度增长11.1%,二季度骤然提高为11.9%,前三季度GDP同比增长11.1%,比上年同期加快0.7个百分点,创1995年以来的新高。总体上来看,投资、消费、出口和工业生产均高速发展。国家统计局发布的宏观经济景气指数显示,9月份我国宏观经济景气预警指数为121.3,已连续两个月进入代表偏热的黄灯区,经济增长从偏快转向过热的苗头比较明显。

其次,物价创十年来新高。进入2007年,食品价格的突然上涨带领CPI走出低谷,物价水平逐月攀升,尤其下半年CPI上涨明显提速,8、9、10三个月的物价涨幅都超过6%,1-10月累计上涨4.4%,涨幅同比上升3.1个百分点。前几年我国经济“高增长,低通胀”的良性发展态势正在悄然发生改变,有转为“高增长、高通胀”的危险。

最后,虚拟经济持续升温。股票、住房等资产价格都出现了明显的泡沫化倾向,虚拟经济与实体经济有双双趋热的势头,全国70个大中城市房屋销售价格同比涨幅由今年1月份的5.6%持续攀升至10月份的9.5%。股权分置改革的成功推进导致股票市场走出了一轮波澜壮阔的牛市行情,在2006年股票市场大幅上涨基础上,2007年上证指数继续攀高,前10月累计涨幅达122.3%,到10月末上证指数已突破6000点。

2、货币政策的调控任务:目标多元化

发达国家货币政策一般是实行通货膨胀目标制,我国1995年颁布的《中国人民银行法》明确人民银行货币政策的最终目标是“保持货币稳定,并以此促进经济增长”。央行行长周小川认为,我国正处于经济转轨过程中,货币政策要坚持多重目标。首先在实施金融宏观调控和制定货币政策时要注重通货膨胀的防治,稳定通胀预期,坚持币值稳定;其次要考虑推动就业,促进和支持消费增长;再次,在坚持全面协调可持续发展方面,要注重经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡等多个目标之间的全面协调;最后,货币政策不仅要看当前的重要经济指标,更要看时间序列及其外推,以实现可持续发展。

3、货币政策的操作思路:适度从紧,持续回收流动性

我国经济的“三高”倾向以及宏观层面上的诸多问题,从根源上说,都与流动性过剩有直接关系,而这恰恰是货币政策最应该发挥作用的领域。巨额贸易顺差加上对人民币升值预期所导致的大量热钱流入,导致外汇储备超常规增长。在收购外汇的同时,央行向市场投放了相应的基础货币,再通过货币乘数作用,造成货币供应量大幅增长。

有鉴于此,央行今年的核心任务就是回收流动性,为防止经济增长由偏快转为过热,央行主要采取了以下紧缩型货币政策措施:

(1)五次上调存贷款基准利率。

(2)九次上调人民币存款准备金率。

(3)加大央行票据发行力度和频率。

(4)以特别国债开展正回购操作。

(5)启动了定向央行票据和特种存款等创新型工具。在今年央行票据发行中,采取了市场化发行与定向发行相结合的方式,对部分贷款增长较快、且流动性充裕的商业银行定向发行6期央行票据7050亿元;同时10月下旬开始,央行在时隔20年后重新启用特种存款,既有效收回了流动性,也对信贷增长较快的机构起到警示作用。

(6)加强对商业银行的窗口指导和信贷政策指引。通过提示商业银行关注贷款过快增长可能产生的风险以及银行资产负债期限错配问题,引导商业银行合理控制贷款规模与投放节奏;同时,调整和优化信贷结构,合理控制基本建设等中长期贷款,严格限制对高耗能、高污染和产能过剩行业中落后企业的贷款投放,加大对“三农”、就业、助学、中小企业、节能环保和自主创新的支持。对商业性房地产信贷政策进行调整,严格住房消费贷款管理,重点支持借款人购买首套中小户型自住房的贷款需求,提高了第二套及以上住房贷款的首付款比例和利率水平。

4、货币政策的实施效果:成效初显,但与调控目标尚有较大差距

在央行一系列紧缩型货币政策以及其他宏观调控政策的共同作用下,我国经济运行的环境开始发生重大变化,政策累积效应逐步显现,处于过热边缘的经济开始向合理增长区间回归,多项重要指标也都向政策预期方向转变。第三季度多项经济指标高位企稳,三季度GDP增长11.5%,增速较二季度回落了0.4个百分点;工业增加值增速较二季度回落了0.2个百分点;出口增速回落了2.8个百分点;物价水平稳定在6.5%以内。与此同时,货币乘数呈下降态势,9月末,货币乘数为4.46,比上年同期低0.55个百分点,金融机构超额存款准备金率为2.8%,比6月末低0.2个百分点。

但货币政策的实施效果与调控目标尚有较大差距,这集中体现在两个方面:一是经济增速仍处高位,而且多年的“高增长、低通胀”的格局也被打破。我国全年物价控制目标是3%,但是从3月份开始这一警戒线就被突破,8月份和10月份居民消费物价指数更是创下十年新高,达到6.5%;二是年初制定的货币供应量增长目标被突破。9月末,广义货币供应量M2余额39.3万亿元,同比增长18.5%,增速比上年同期高1.7个百分点;人民币贷款余额25.9万亿元,同比增长17.1%,增速比上年同期高1.9个百分点,比年初增加3.36万亿元,同比多增6073亿元;1-9月份金融机构人民币各项贷款增加3.36万亿元,同比多增6073亿元,已经超过了去年3.18万亿元的新增贷款纪录。

2008年货币政策趋向:坚持“从紧”操作,化解潜在风险

目前经济在诸多因素的支持下已经积累了较强的内生性增长动力,经济运行过热风险远远大于降温风险,通货膨胀、资产价格泡沫化等风险也不容忽视,宏观调控的任务依然艰巨。加强货币政策的紧缩力度,创新完善政策工具,注重预调、微调,化解经济运行中的潜在风险,实现“二防”是货币政策的中心任务。

1、进一步加强货币政策的紧缩力度

我们判断,2008年宏观经济将呈现高位趋稳、小幅回落的态势,经济过热和通货膨胀风险依然不容忽视。因此,切实贯彻落实刚刚结束的中央经济工作会议确定的货币政策“从紧”,是非常必要的。

2、价格型货币政策将唱主角

过去,我国货币政策比较注重数量型调控,但今年频繁动用的数量型工具并未显出明显效果,原因在于:近两年我国货币供给的内生性显著增强,在货币供给强内生性的影响下,数量型工具的效果受到了限制和削弱。比如当央行提高法定存款准备金率来降低货币乘数时,商业银行可以在保持货币与信贷投放力度的情况下,通过降低超额储备率来应对。而央行执行“窗口指导”提醒商业银行控制贷款投放时,如果商业银行不“听话”,信贷政策的效果也难以实现。而商业银行积极放贷的根本原因则是随着银行改革的深入,其市场意识不断增强,利益最大化的取向更加明显。

在货币供给强内生性使数量型工具效果被削弱的情况下,应考虑加大利率、汇率等价格型工具的使用频率,加强利率和汇率政策的协调配合。就目前而言,提高利率对于抑制经济过热、稳定物价、促进经济长期健康发展是非常必要的。提高利率对股市、楼市的长远健康发展而言也是有利的,因为它将促使更多的企业减少对银行贷款的依赖,继而转向债市、股市等其他融资渠道,从而扩大直接融资的比重,促进金融市场的发育;对房地产市场而言,加息不仅可能抑制对房地产的投资性需求,同时还会提醒购房者注意利率成本问题,向购房者提示风险,以保证房地产市场稳定运行。

同时,适当加快人民币汇率升值步伐,对于稳定物价、扩大对外投资、促进产业结构优化升级,也都有着非常重要的现实意义,一是在国际资源能源价格上涨的形势下,本币升值有利于降低商品进口价格,从而减轻输入性通胀压力,冲销成本的降低也会减少我国被动增发的人民币数量,从而降低发生通胀的可能性。二是缓解国际舆论压力,避免授人以贸易保护主义的口实,目前国际社会对人民币升值的呼声很高,人民币升值几乎已成板上钉钉,在这种形势下,人民币汇率的主动升值将在一定程度上缓解这种前所未有的压力。三是提高我国货币政策的独立性,人民币升值使得我国为冲销外汇而被动发行的基础货币数量减少,这样我国货币政策的独立性就得到了一定的保证。四是人民币升值将会迫使生产低附加值、低技术含量商品的厂商或者退出,或者提高生产工艺,增加产品附加值,从而促进我国产业结构的提升。五是人民币升值之后,中国企业在国外并购的时候会变得更富竞争力。

3、加息的方式、幅度和时机应表现出更大的灵活性

今年央行的几次加息基本上遵循同一模式:幅度除八月份那次外都是27个基点;都是存贷款利率同时上调;时机基本上都选择在CPI攀高之后。这种加息模式缺乏针对性和灵活性,如存、贷款利率同幅上调,使得银行可以继续舒舒服服地吃“利差”,从而丧失进取动力,难以改善服务质量,难以有效控制信贷投放。同时,加息的前瞻性和预见性也有待进一步提高。因此,央行需要改变这种单一的加息模式,根据经济发展需要,合理搭配加息的方式、幅度和时机,相机行事。首先,如果消费价格指数及其他宏观指标远远高出预期,那么加息幅度应该超过27个基点,反之亦然。其次,为应对目前存款负利率、储蓄存款大量分流、银行可用信贷资金减少及“短存长贷”的矛盾,应选择不对称加息方式,使存款利率上调幅度高于贷款利率,以引导居民增加储蓄存款,缓解银行业流动性风险压力。最后,应进一步放宽存贷款利率上浮、下浮空间,存款利率浮动将影响银行业存款业务品种的开发、设定和调整,在许可存款利率下浮后,银行将根据资金组织的成本、客户资金的额度、资金贡献率等指标,进一步细分客户群体,实施有差别的存款利率;贷款利率上浮空间扩大,有利于银行按照市场经济的规律管理、运用资金,实行贷款利率水平与风险挂钩,在承担高风险的同时,可以获得相对较高的收益回报,实现风险与收益平衡。

4、加强与其他政策手段的协调配合,形成调控合力

货币、财政、产业、税收、价格、区域等政策是市场经济条件下国家调控经济的重要手段,宏观调控目标需要借助这些政策手段的互相配合来贯彻和实现。在治理投资反弹、通货膨胀、资产价格过快上涨等问题上货币政策不能单打独斗,在当前投资反弹、通货膨胀、流动性过剩等一系列突出问题的背后是更深层次的体制性矛盾。在投资反弹的背后是地方政府的投资冲动,土地、能源、原材料等要素价格被人为压制在低位;食品价格的突然上涨背后是我国农产品供求关系出现了新的变化,食品需求随着城镇低收入群体和农村居民收入水平的逐步提高而增长,城市化的推进造成耕地面积持续减少、农村高素质的劳动力不断离农等又使食品供给能力受抑制;流动性过剩的背后是我国经济对内与对外失衡;资产价格过快上涨的背后则是金融自由化、投机心理因素等,而这些都远远超出了货币政策的影响范围,需要借助其他政策手段来实现调控目标。因此必须更加注重提高货币政策的预见性、科学性和有效性,加强货币政策与其他政策的协调配合。

增强货币政策有效性的政策建议

从长远来说,为提高货币政策的科学性和有效性,需要加快金融体制改革,疏通货币政策传导渠道,逐步推进利率市场化,综合考虑实体经济、虚拟经济发展需要及货币政策的时滞因素,同时增强货币政策透明度和差别化货币政策的实施力度,把微观经济主体的预期引导到宏观调控的方向上来。

1、货币政策应“以内为主”

尽管在开放型经济中货币政策的独立性会受到一定程度的削弱,美联储降息掣肘中国加息空间,如果中国进一步加息,人民币升值压力将加大。但对于一个大国来说,经济周期不可能和美日等发达国家同步,内部经济与外部经济的同时均衡固然重要,但是市场均衡毕竟是相对的,不均衡是绝对的,如果我们无法实现内部经济与外部经济同时均衡的话,那么内部平衡无疑应该得到优先考虑。更何况热钱入境主要是瞄准中国低利率下的资产价格膨胀,而非无风险利差套利;中国的金融改革和金融市场开放也可能会缓解这一冲击,QFII进程加快和QDII试点范围扩大,国际资本可以更自由地流动,从而改变过去外资“只进不出”或“宽进严出”的局面,国家外汇投资公司的成立也有可能抵销部分人民币升值压力。因此中国的货币政策仍应“以内为主”,依据国内经济发展状况来定,这对于保持国内经济的长期健康成长已显得越来越重要。

2、货币政策要多考虑时滞因素

制定和实施货币政策像驾驶一艘大船,船在舵手转舵以后还要很长一段时间才能改变方向;一个新舵手会转向过度,而且在注意到错误之后,矫枉过正使得在相反方向上转得又过大。当舵手对过去错误的反应进行越来越大的校正时,船的航线可能会极不稳定。决策者也像船的舵手一样面临长时滞的问题,甚至更为困难,因为时滞的长度是难以预测的。决策者从认识到问题出现到制定政策需要时间,从政策实施到对经济产生影响也需要时间,这些长而变动的时滞使得实施货币政策变得极为困难。实际上,货币政策调控经济的作用力很可能是反向的,假定在政策行动开始与它对经济产生影响期间经济状况已经改变,积极的政策结果很有可能是当经济过热时刺激了经济,或者当经济降温时抑制了经济。时滞的存在要求货币政策一定要有前瞻性,在宏观经济刚出现过热迹象时,就及时采取措施。

3、货币政策应增强透明度,合理引导经济主体预期

如何使货币政策的制定更科学、更有效是一个困扰经济决策者多年的难题,而提高央行货币政策透明度被认为是实现这一目标的重要一环,它的逻辑非常简单:如果民众很容易认同和理解某项政策,他们就会成为这项政策的“正面力量”,这项政策就会充分取得它所需要的效果;如果某项政策是晦涩和不透明的,民众不理解就容易排斥它,于是民众成为与之“博弈”的负面力量。最终,这项政策的效果被涂抹、被毁坏、被扭曲、被“上有政策下有对策”所化解。其实,无论央行还是社会公众,都在巨大的不确定性的黑暗中摸索,他们需要巨大的彼此坦诚的信息交流进而形成共同的理性预期,所以央行需要公布货币政策的细节、正在思考的图景以及货币政策工具在该时段的先后序列以及调整幅度。这些甚至比央行追求“目标通胀制”更重要。事实上,央行宣布“通胀目标”往往只是一种姿态,最重要的是如何能够让人们相信央行是愿意采取负责的态度来处理事态和“通胀目标”之间的关系的。近日,美国联邦储备委员会主席伯南克表示,美联储将大幅度提高其货币政策的透明度和信息开放程度,今后将把发表经济预测报告的次数从目前的每年2次增加到4次,从而为企业、投资者和公众提供有关经济前景变化的更及时的信息。同时,美联储经济预测报告的预测范围也将从现在的2年扩大到3年。

4、货币政策应适当关注虚拟经济的运行状况

理论上讲,央行的货币政策目标是不考虑资产价格的,但在实际操作中央行却往往不得不关注资产价格。否则的话,一旦资产泡沫破裂,必然影响实体经济,也必然影响货币政策的实施。上世纪80年代,在日元升值的背景下,日本银行不仅对资产价格不断上涨的关注不够,而且大量持股上市公司,希望从股票和房地产价格快速上升过程中获得利益,以至于在泡沫最终破灭之后形成大量不良资产,货币政策也长期无法有效实施。所以,现在的日本央行制定和执行货币政策,都十分关注资本市场尤其是资产价格的动向。美联储主席伯南克也认为,如果资产价格的波动给宏观经济带来通胀或通缩压力,则货币政策必须对这种资产价格波动作出反应。美联储在次级债危机爆发后,随即进行降息和注资即为例证。而前不久,周小川行长也说过,央行货币政策的取舍主要针对一般物价,但也对资产价格给予关注,资产价格剧烈波动时,货币政策也能减缓对实体经济的过度冲击。

长期以来,我国货币政策一直专注于实体经济的调控,对资产价格过快上涨没有给予足够的重视。货币政策专注于包括GDP、CPI以及投资增长等实体经济指标是基于虚拟经济对实体经济没有直接影响的前提。如果虚拟经济对实体经济有较大影响,那么货币政策过度拘泥于GDP、CPI等实体宏观指标而对虚拟经济下的资产价格忽视就很容易纵容经济内部所存在的风险。

5、增强差别化货币政策在结构调整中的引导力度

我国经济发展中的结构不协调问题由来已久,如服务业和工农业比重不协调、投资消费比例不协调、收入分配结构不协调等等,货币政策可以通过差别化存款准备金率、差别化利率、窗口指导、信贷政策指引等手段引导资金流向,将资金投向战略领域、主导产业、支柱产业等,以优化经济结构和产业布局,使经济结构向政策预期方向转变。

差别化货币政策实施机制主要是通过政策引导和市场机制的作用,通过资金形成、资金导向、资金集中及金融系统的风险防范和补偿机制,提高金融资源配置的效率。因此,央行应适当增强差别化货币政策引导力度,合理确定有关货币信贷目标,加强信贷政策管理和风险防范,坚持“有保有压”原则,通过实行差别化的信贷政策和利率政策,加大对节能减排、自主创新、环境保护、基础设施及服务业等的支持力度,抑制高耗能、高污染、低技术含量产业的发展。

课题负责人:范剑平
执笔:朱敏 高辉清 胡少维