

如何理解“保持市场流动性合理充裕”

□陈道富

温总理日前重申“实施适度宽松的货币政策”，并进一步明确“保持市场流动性合理充裕，着重调整信贷结构，提高信贷质量和效益。”这在当前的经济背景下，具有十分重要的意义。笔者认为，在从“过度宽松”的货币状态向“适度宽松”过渡的过程中，货币与监管措施集中出台都是必要和恰当的。但应避免在市场存量流动性仍相当充裕的情况下，却在短时间内造成流动性真空，引起市场预期的混乱与部分正常投资、经营活动的困难。

2008年11月以来，我国迎来了“信贷盛宴”。在8个月的时间内，信贷增加了8.62万亿元，其中2009年上半年增加了7.37万亿元人民币。在政府投资（大量的地方融资平台）、票据贴现与房地产贷款等的刺激下，信贷在极短时间内快速增长，使得市场整体的流动性呈现出过于宽松的状态。广义货币供应量M2增长逾28%，远远超出央行17%的调控目标。由于虚弱的经济体无法一下子吸收、消化这么大量的新鲜血液，大量资金流向楼市与股市，导致这两个市场的价格大幅上升。

应该说，积极的财政政策与宽松的货币政策，有力地阻止了我国经济的快速下滑，使经济快速处于企稳回升的有利局面，为进一步深层次改革赢得了时间与空间。但在经济体“虚不受补”的情况下，过度扩张的信贷，反而给经济体的稳定增长埋下了新的隐患。正是在这种背景下，推动货币政策“动态微调”，使货币政策真正回归“适度宽松”，是完全正确的。在这种背景下，笔者认为，“流动性合理充裕”有三方面的含义。

一是明确了“适度宽松”货币政策就是“保持市场流动性合理充裕”。首先，这种界定是从货币政策执行效果来衡量的，即“市场流动性”角度，是一种资金在社会中的运行状态，而不是从货币供应量、利率等操作指标或静态指标来衡量的。货币的运行状态是由经济状况、金融体系现状以及货币政策和金融监管制度、措施共同决定的，应统筹考虑。今年M2增长速度超过20%是必然的，应从这个现状出发考虑调节市场的流动性，把握好调整的节奏。今年上半年50%左右的信贷资金投向中长期贷款，与大量中长期的大型项目相联系，这部分项目的后续资金需求具有一定的刚性，否则就会出现烂尾项目，形成不良贷款。在这种情况下，过快压缩信贷规模，同时增强银行监管指标，将促使大量贷款表外运作，挤出大量这些投资项目可能带动的民间投资，进一步削弱经济回升的基础。在民间融资体系较为薄弱的情况下更是如此。此外，票据融资的快速收缩，对部分以此创造的资金大量支持中长期贷款的银行流动性可能带来实质性的挤压。7月份非金融性公司及其他部门贷款新增中长期贷款是新增贷款的2.94倍，票据融资和短期贷款出现净减少，就是一个信号。

因此，信贷的减少应是渐进的，应考虑存续项目的合理信贷需求与激发的民间合理资金需求。其次，“合理充裕”中的“合理”，应该是经济合理性，是不会引发不可持续泡沫的充裕。从银行角度，应该是没有过大的资金运用压力；从企业整体的角度，应该是具有经济合理性的资金需求，能较容易获得市场的资金支持。最后，这种合理充裕应该是宏观概念，是相对于我国现有的金融体系而言的合理充裕。在现有金融体系下，要想使得所有企业，尤其是每一家中小企业的流动性都达到合理充裕，社会整体的流动性只能是泛滥。

二是继续坚持“适度宽松的货币政策”不动摇。一方面，我国经济当前处于企稳回升的关键时期，回升的基础还不牢固。外需不稳、民间经济活动还不活跃、产能过剩与刺激内需面临困难等，是回升基础不牢固的表现。关键是经济快速回升导致各种结构改革没有完成，经济增长主要依靠国家投资、效率和可持续性受到一定影响，房地产等在原有矛盾没有解决的情况下又难大任，中长期的结构改革短期内效果有限，对结构改革的理解和期望又不尽相同。上半年以来虽然资产价格快速回升，社会中的通胀预期有所形成，但现实的通胀压力在未来相当一段时间内仍不大，我国既需要适当控制货币投放，抑制市场的通胀预期，防止过度刺激资产市场，也需要充分利用这段难得的时间窗口，为深层次改革营造有利的货币环境。另一方面，世界上主要发达国家都在实行量化宽松的货币政策，虽然受制于金融体系的去杠杆化进程，这种货币政策没有引起货币供应量的快速增长，但在这种环境下，中国要实行紧缩性的货币政策，是有相当难度的。货币政策应对此做好充分准备。

三是关键要强化信贷结构调整，实现均衡性和可持续性。一方面，总量政策总是以一定微观结构为基础的，并通过微观结构发挥作用。当前我国的货币、信贷总量是足以支撑8%以上的经济增长的，关键是这些资金能以恰当的渠道输送到经济体中真正需要资金的实体手中，尤其是农业、中小企业。因此，当前政策的关键并不是总量政策，而是结构调整政策，应尽快调整信贷结构，提高信贷发挥的宏观效益。但另一方面，当前信贷结构是具有一定微观合理性的，是经济现状的真实反映。信贷结构的调整，有赖于宏观政策的引导，有赖于金融改革特别是民间资本进入金融业，同时更有赖于经济结构改革，尤其是促进民间经济活跃的各项政策出台与落实。（作者系国务院发展研究中心金融所综合研究室主任）

8月经济“月报”陆续出炉 蓄势整理 经济延续复苏图景

□本报记者 韩晓东 北京报道

PMI指数1日率先公布，8月份主要经济数据将于近期陆续出炉。专家认为，8月份宏观经济将继续保持企稳增长态势，物价、外贸等指标有望继续好转。三季度我国经济将进入蓄势和“平台整理”期，宏观经济向好的态势依然坚挺。

经济继续保持全面回升

8月份经济基本面的增长局势依然平稳。兴业证券首席宏观分析师董先安预计，8月份发电量、投资和工业增加值的真实环比增速仍然强劲。预计当月工业同比增长12.5%，增速比上月加快1.7个百分点，维持全年GDP增长9%的预测不变。他还预计，8月份我国外贸形势有望好转，当月进出口同比下降9.9%和19.7%，降幅比7月份大幅收窄。

上海证券发布的研究报告认为，未来我国投资有望继续维持高增长态势，8月份由于季节性因素微升至31.7%。工业增加值同比增幅将反弹至12.8%。消费可能有所回落，达到14%左右。

此前，由于7月份信贷、工业、投资等指标增速出现了不同程度的放缓，业界对于8月份的经济表现格外敏感。

率先公布的PMI指数传递了乐观

信息，8月份PMI指数为54.0%，连续6个月位于景气临界点50%以上，当月环比增幅达0.7个百分点。国泰君安发布的研究报告认为，8月份除了新出口订单指数与上月持平，供货商配送时间指数略有下降外，生产、新订单、积压订单、采购量等其余8项指标均出现了上升，显示中国经济继续保持全面回升。

专家认为，三季度以来部分经济数据增速放缓，更多是对先前超预期的“纠偏”，经济复苏步伐仍然稳健。国家信息中心首席经济学家兼经济预测部主任范剑平预计，下半年经济增长将维持逐季反弹的局面，三季度有望达到8.5%左右，四季度则在9%以上。

与当前相比，专家对于明年经济增长存在一定分歧。中金公司首席经济学家哈继铭指出，明年我国经济环比增速好于今年下半年。未来出口有望明显改善，内需中投资后劲仍足，新开工项目的高增速预示未来投资还将加速。国信证券则认为，由于海外经济仍处在探底阶段，中国经济在2010年上半年出现二次探底是大概率事件。新一轮的经济扩张要待经济结构调整完成，及新增长点形成之后，时间上预计要到2011年。

保增长”措施仍值得期待

与个别月份数据的波动相比，更

为重要的是经济增长的持续性。一些着眼于增长效率和质量的调控措施，近来引发了对经济复苏的短期忧虑。专家认为，下半年宏观政策将在“保增长”和“调结构”中寻求平衡点。一方面，调结构的步伐明显加快。如在审慎调价的同时积极推进资源价格改革，制定十大行业兼并重组措施，积极淘汰落后和过剩产能，依靠缩小城乡和地区差距来刺激消费。

有专家提醒注意经济复苏中出现的潜在问题，如产能过剩和重复建设有所抬头，通胀预期有所增强等。东方证券发布的研究报告认为，伴随着投资超高速增长，产能过剩问题又变得日益突出起来。在保八没有悬念的情况下，下半年政府仍然以保增长为工作重心，但调控的声音会越来越强。

另一方面，中央不会忽视经济二次探底的风险，下半年“保增长”措施仍值得期待。如新能源产业振兴规划，以及促进民间投资措施有望年内出台；财政投入仍将维持较大力度；新的区域以及产业政策也在筹措制定之中。

哈继铭认为，当前调结构被提至与保增长等同的地位，如国务院出台抑制部分行业产能过剩措施，银监会出台一系列加强银行体系风险控制措施，但这并不会导致短期经济增长受到影响。

8月份宏观经济将继续保持企稳增长态势，物价、外贸等指标有望继续好转。三季度我国经济将进入蓄势和“平台整理”期，宏观经济向好的态势依然坚挺。



CFP图片 合成/尹建

物价走势有望稳中见升

专家称通胀压力未到显现之时

□本报记者 韩晓东 北京报道

负转正。预计8月CPI同比降1.3%，降幅比上月收窄0.5个百分点；PPI同比下降8.2%，与上月持平。PMI指数中的购进价格指数已经连续9个月回升，体现生产资料价格升势不改。

8月份食品价格企稳的态势继续显现。8月份，农业部公布的农产品价格指数环比上升2.7%，商务部公布的食用农产品价格环比上涨2.1%左右。国务院发展研究中心学术委员会副秘书长张立群强调，经历了一年左右的下跌后，目前我国猪肉等食品价格处于恢复性上涨过程，这有助于增加农民收入和稳定农业价格，而未带来价格持续快速上涨的压力。

安信证券首席经济学家高善文认为，由于食品价格季节性回落因素削减，以及非食品价格环比企稳，7月CPI可能已经是年内低点。预计8月CPI涨幅在-1.2%左右，今年年底CPI涨幅将回升至1.2%左右。8月PPI也将同比见底。

兴业证券首席宏观分析师董先安认为，从季节调整后的环比指标来看，CPI和PPI分别于今年7月和4月由

通胀压力未显现

尽管物价水平处于历史低位，但人们普遍关心物价何时将体现上涨压力。国家发改委也指出，最近一段时间少数商品价格有所上涨，与信贷高速增长、股市房市价格迅速回升等因素相互叠加，社会通胀预期有所增强。

对于CPI何时由负转正，张立群认为，到今年12月份左右，CPI有望扭转同比负增长的局面。哈继铭认为，尽管7月物价回落幅度加剧，但此后数月通缩压力将逐步减轻，到11月CPI涨幅有望同比转正。

国家信息中心经济预测部发布的研究报告认为，三季度，在翘尾因素、需求不足等因素作用下，物价水平将继续探底。当前由于种种原因，我国形成了较明显的通胀预期，但我国仍处于轻度通缩之中。未来通胀预期如果处理不好可能转化为实际通胀，但也可能有助于警示与约束各国货币当局，预防未来通胀的发生。

多部门齐“动态微调”

在经济企稳回升的关键时期，多个部门出台政策调节经济，都具有动态微调的意味。

央行方面，央行在二季度货币政策报告中提出：根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行“动态微调”。央行行长周小川此前表示，“动态微调”并非新提法，央行多年来一直在“动态微调”。

据中国证券报记者了解，在8月信贷投放中，一向对中小企业信贷投放较为积极的部分股份制商业银行，已经将中小企业贷款作为其公司类贷款的唯一出口。

不过专家指出，当前信贷结构具有一定的微观合理性，是经济现状的真实反映。陈道富表示，信贷结构的调整，有赖于宏观政策的引导，有赖于金融改革特别是民间资本进入金融业，同时更有赖于经济结构改革，尤其是促进民间经济活跃的各项政策出台与落实。

兴业证券首席宏观分析师董先安认为，今年上半年有相当部分的资

调”的意图。此前，央行已重启一年期央票。分析人士指出，三年期央票未来也有可能重启。在需要的情况下，不排除创造五年期央票这一工具回收流动性。

此外，央行已对十家前期放贷较多的银行发行定向央票；规定商业银行每月后5日向央行逐日报送信贷数据，抑制银行月末和季末的信贷冲高。

银监会方面，8月18日银监会下发《关于完善商业银行资本补充机制的通知》至各商业银行。《通知》明确规定，商业银行在计算资本充足率时，应从计入附属资本的次级债务及混合资本债券等监管资本工具中全额扣减本行持有其他银行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度。

发改委方面，国家发改委主任张平8月25日表示，将从五方面加快发展方式转变和经济结构调整。

（任晓）

□本报记者 任晓 北京报道

市场对8月份新增贷款预期不断下调。此前，7月份人民币新增贷款3559亿元，较上半年月均信贷投放水平显著下降。分析人士认为，在货币政策由此前的过度宽松回归适度之后，信贷增速将渐归合理区间。

由过度转向适度

专家指出，我国经济当前处于企稳回升的关键时期，回升的基础还不牢固。

“宽松”的主基调仍然不变，但下半年信贷增长延续上半年的势头既无必要也无可能，下半年信贷增速将渐归合理区间。

董先安表示，信贷增长的着力点

将放在中小企业身上，通过加大对

中小企业的信贷支持，促进经济

企稳回升。

信贷增速将渐归合理区间。

信贷增速将渐归合理区间。