

货币政策或进入观察期

□王雪 马永波

近期国内外经济增速出现放缓的迹象，欧美等主权债务危机亦不断升级，发达经济体宽松货币政策退出步伐放缓。综合来看，预计国内货币政策或将进入观察期，未来（如7月份）还有可能加息1次。但除非物价出现持续超预期飙升，短期内进一步大幅加息的空间已经较为有限。

尚无硬着陆风险

从国内来看，投资保持强劲增长，消费增速放缓成为趋势，对外出口稳健增长。尽管出口连创新高，但仍需关注近期欧美经济体PMI整体回落，可能在未来数月对我国出口造成不利影响，预计出口增速将逐步回落。总体来看，出口降幅将大于进口，预计贸易顺差将有所回落。

整体来看，短期内国内经济整体放缓基本已成定局。初步测算，二季度GDP同比增速可能降至9.2%—9.3%附近。经济大幅下滑的风险偏低，也需要重点关注欧美经济复苏放缓的风险。

未来通胀压力仍然不减。一是干旱及洪涝灾害有可能对今年的粮食生产构成一定威胁；二是国内电价、公共事业价格面临涨价的压力；三是大宗商品价格保持高位震荡。相对有利的因素是，由于全球经济出现放缓，短期大宗商品继续大幅冲高的可能性下降，输入性通胀压力略有缓解。初步预计6月份CPI为5.9%—6.2%，三季度仍将维持在5%以上高位，四季度回落。

利率工具运用需谨慎

从全球及国内货币政策经验来看，就业与经济增长压倒通胀，成为政策调控的首要目标。欧美等国在通胀十分严重的情况下，比如美国5月份CPI达3.6%，英国CPI达4.5%，仍然按兵不动就是这个道理，国内负利率格局也经常存在。虽然国内经济增长目标为7%，笔者预计，如

果GDP增速始终保持在9%以上的增速，那么从紧政策仍将保持；如果经济增速进入8%—9%区间，那么政策将进入观察期，而如果经济增速落入8%以下，则政策或将面临“保增长”的压力，将重新转向宽松。如果二季度GDP增速已经接近9%附近，那么政策或将进入观察期。

其次，本轮通胀是成本推动型（为主）货币累积型通胀，加息并不能完全解决这类通胀问题。治理这类通胀的主要手段应当包括：一是，适度加息以遏制因货币泛滥而催生的投机性需求，但不必非得实际利率转正。中国在历史上通胀飙升的时期，从来都是负利率格局，比如1992—1996年，2003—2004年。如果加息幅度过大，反而加大企业成本，目前贷款利率按基准利率上浮30%—50%，民间借贷达到15%—20%（甚至更高）已经成为普遍现象，企业负担加重，可能有助于推动通胀螺旋式上升；二是，降低企业各类成本，包括税、费、资金成本等。在贷款利率不断走高的背景下，人民币兑美元汇率也不断升值，企业的成本上升幅度过快而产品价格转嫁能力有限，迫使企业“提价”行为屡屡出现；三是，采用偏紧的流动性收缩工具，比如存款准备金率多次调整；四是，采取有限的临时性价格管制措施。不可否认，政府干预能够起到熨平物价波动的作用，能够防止CPI创出极值，但是可能会拉长通胀的持续时间。

最后，依旧动荡的全球经济、金融市场一定程度上制约了国内货币政策的继续从紧。全球经济放缓一定会影响到国内的出口，与此同时，发达经济体持续的低利率政策，也会在资本流入方面给我带来更大的压力。除此之外，地缘政治所带来的大宗商品涨价风险、主权债务危机所蕴含的更大风险，都需要国内的货币政策为未来预留一定的空间。

以信贷规模作为货币调控抓手

□中国社科院金融研究所所长 王国刚

对于维护经济运行秩序和金融运行秩序的稳定，调控货币资产总量是至关重要的。从央行资产负债表上看，在“总资产”中，如果“货币发行”占比较高，就表明央行调控能力的主动性较高，反之，则表明央行负债资金大量来自于借款，其调控能力比较被动；在“总资产”中，如果央行的大部分资产在国内配置，就表明央行的主要注意力在于展开国内的经济和金融运行调控；但如果央行的大部分资产配置于海外，则表明了央行对国内的经济和金融运行调控能力较低。

货币范畴如何界定

就理论层面而言，货币的内涵是清楚的，可一旦介入实践层面就模糊了。一个突出的实例是：在各国的货币统计中都将各类存款记为货币范畴。由此提出了三个问题：

第一，就各类主体将资金存入商业银行的行为而言，对市场上的物价上行是起到推高作用还是抑制作用、对GDP的创造是起到推进作用还是抑制作用？第二，存款在性质上属于各类经济主体的资产范畴，就将“存入商业银行”的行为而言，是他们彼此分散的自主行为，货币政策是否有足够的能力改变这些资金的归属关系并影响这些经济主体将资金存放于商业银行的行为？如果没有这种能力，那么，为什么将这些存款列入货币范畴和货币政策调控范畴？第三，在各类经济主体将持有的资金大量存放于商业银行等金融机构的条件下，按照M2计算的货币数量将明显增加，但这是否意味着中央银行的货币投放过多和通货

膨胀压力增大，与此对应，央行是否需要对存款增加引致的货币数量增加实行从紧的货币政策，又如何实行？

将“存款”列入“货币”范畴也许有两个解释：其一，各类经济主体的“活期存款”有着支付功能，发挥着与货币相同的功能，更何况在现代经济中已不可能存在大额购物继续选择现金支付的方式。但这一解释对定期存款是不合适的，即便对活期存款也只有部分的解释力，面对中国商业银行体系中各类存款有着50%左右为定期存款的结构，这一理由显然是不充分的。其二，以存款方式进入商业银行体系的资金在商业银行运作中又使用出去了，同时，M2中大于M0的部分实际上是由商业银行信贷机制所创造的。但从这一角度研讨已不是“存款资金”而是“信贷资金”了。信贷资金的发放属于资金的再创造过程，既然如此，为什么不直接将信贷资金的投放规模列入“货币发行量”并以此作为调控货币发行量的政策抓手？从调控“货币总量”角度看，以“存款”为抓手的效应可能不如以“信贷规模”为抓手。内在机理是，不论是企业存款、居民存款还是政府存款在增加额和增长率两方面都受到当年新增信贷规模和贷款增长率的直接制约。就此而言，在实施货币政策中，也许以“信贷规模”为抓手要比各项货币政策工具更加有效。

“币值稳定”是“资金”要求

保持币值稳定是货币政策的最终目标，与其对应，保持国内物价稳定和对外汇价稳定也就成了货币政策目标的实践抓手。

在此背景下，防范和治理通胀（或通缩）屡屡成为货币政策当局的主要任务。但问题随之而来：

第一，在现实经济运行中，“货币投放量”是否是影响物价变动的唯一因素？从发达国家19世纪以后的历史看，在工业化和城市化进程中物价上行是一个不以人们意志为转移的客观规律，其中，既包含了土地价格、劳动力价格、农产品价格和资源类产品等在货币化过程中引致的物价上行，也包含技术贬值、税收调整、国际市场价格变化（包含国际游资投机炒作引致的大宗商品价格变化）和供求关系变动引致的物价变动。这一系列因素引致的物价变动是否都可通过一国货币政策的调整予以消解？如果答案是肯定的，那么，货币政策近乎是一个万能政策了；如果答案是否定的，那么，可以得出结论，保持币值稳定”在相当多场合是不可能实现的。这意味着将“保持币值稳定”列为货币政策终极目标是不切实际的。

第二，实施货币政策以维护币值稳定的目的何在？是为了维护货币的购买力和政府信用，还是为了维护经济金融运行秩序的稳定？如果是前者，实行固定价格制度也许是更有利的选择，可是这样一来，价格处于非变动中，市场机制也就失去了发挥作用的基本条件。如果是后者，那么，物价稳定从而币值稳定就不可能长期存在，货币政策的最终目标就应进行调整。

2008年的国际金融危机告诉我们——“金融稳定”的重要性丝毫不低于“货币政策”。金融稳定的实质含义是金融运行秩序的稳定。在不影响金融运行秩序稳定的条件下，金融市场中交易规模的大小、交易价格的高低、交易活跃程度的强弱以及金融机构的多少等等不应成为影响货币政策选择和货币政策目标的主要因素。同理，如果物价变动尚处于大多数经济主体可

承受的范围内，经济运行秩序不会发生实质性不稳定，货币政策也就不见得进入非调整不可的境地。实际上，保持货币稳定，在大多数场合，是“资金”从保值增值角度提出的要求。由此，保持币值稳定”这一货币政策最终目标是反映了“资金”要求。

第三，货币政策作为需求总量的调控政策，在面对物价上行（或下落）走势时，实行从紧（或从松）政策措施中是否只有积极效应没有负面效应？在选择和实施货币政策中是否需要深入分析和权衡各种利弊关系，以明确实施货币政策的取向、力度、节奏和时间，避免因“松”和“紧”之间的频繁变动给相关经济主体权益带来较大的负面影响？

诸如法定存款准备金率、利率等货币政策工具在理论上的分析是不彻底的，在实践中屡屡发生误解。从法定存款准备金率来看，理论分析停留于提高法定存款准备金率将资金从商业银行收到央行手中，但这些资金到了央行手中，央行如何运用却不再继续分析，似乎一旦资金收紧也就“蒸发”了。事实上，通过再贷款、再贴现、购买外汇资产以及从商业银行手中购买证券等方式，央行通过提高法定存款准备金率所收紧的资金是可能回流到商业银行体系的。反之，在降低法定存款准备金率的条件下，央行也可以通过减少再贷款、再贴现、购买外汇资产和购买证券等方式，使商业银行系统中的资金保持不变。

从利率来看，货币本身没有价值也无追逐收益的内在机制，它对利率高低不可能有反应；对利率高低有反应的应当是资金，利率机制的对应面是资金。长期以来，在运用利率机制中有两个问题是没有说清的：

第一，“提高利率收紧银根、降低利率放松银根”并未说清“谁

提高了谁的利率、收紧谁对谁的银根；谁降低了谁的利率、放松了谁对谁的银根”。这一命题的实际含义应当是“央行提高央行利率、收紧了央行对商业银行的银根；央行降低央行利率、放松了央行对商业银行的银根”。但在中国实践中屡屡发生的是，央行直接决定商业银行存贷款基准利率，在此背景下，央行提高商业银行的存贷款基准利率不见得有收紧商业银行信贷资金的功能，反之，央行降低商业银行的存贷款基准利率也不见得有放松银根的效果。

第二，利率是否能够有效影响资金流量？从此次国际金融危机的演变历程看，尽管美联储、欧洲央行等已将利率降低到近乎为零的程度，但依然没能有效缓解市场中的资金严重不足态势，使经济和金融陷入了“流动性陷阱”之中，以至于次贷危机转变为金融危机。2010年11月3日，美联储推出了第二轮量化宽松政策。量化宽松”政策的推出，标志着运用利率机制调节资金流量的政策已经失效。由此来看，利率政策并非解决资金流量问题的万能机制。

经济运行中的流量资金不足并不一定是资金数量不足。从此次贷危机开始，美联储就向金融市场和金融机构投放了巨额资金，试图缓解资金紧缺的状况，但这些资金并没有切实流向实体经济部门和资金紧缺的金融机构，而是通过商业银行等金融机构又存入了美联储。在这种背景下，要走出“流动性陷阱”，使资金数量转变为资金流量，仅靠货币政策的放松是不够的，还必须着力实施刺激经济的财政政策，以提高金融机构向实体经济部门供给资金的信心和投资者投资于金融市场的信心。从这个意义上说，货币政策的选择和实施必须关注全社会的资金流向、流速和流量以及相关的影响因素。

国家开发银行
CHINA DEVELOPMENT BANK

**国之重器 力擎天地
邀四海贤 谋天下事**



聘

国家开发银行全资拥有的国开证券，是中国内地首家由银行全资控股的证券公司，现因业务发展需要，诚邀天下英才加盟：投行（含保荐代表人）、投资顾问、资产管理、研究、自营等，具体详见：国家开发银行网站（www.cdb.com.cn）招聘启事专栏，或国开证券公司主页（www.gkzq.com.cn）。联系人：马先生，联系电话：010-51789126。



国开证券
China Development Bank Securities