

## ■ 大视野

# 稳货币基调不变 控通胀利率担纲

□中央财经大学中国银行业研究中心  
郭田勇 汤雯

CPI在经历了较长时期的高位运行之后,7月创下37个月新高,通胀压力仍未缓解。我们认为,稳健依然是货币政策的整体基调,但将会发生一些变化。

引起本轮通胀的实体因素正在发生变化。有分析预测,食品价格周期和生产资料价格周期正接近上升周期的尾声,这对于控制通胀来说是利好消息。国际因素方面,金融危机之后,为刺激经济恢复必然有一段高速增长的发展阶段,但这是不可持续的,随着危机的结束,增长必然也会向长期趋势增速回归,因此全球工业增速的适当下降将会成为整体趋势。而中外经济周期具有较强的同步性,也就是说,导致国内通货膨胀的另一实体因素正渐渐消退。货币政策调控的效果通常具有一定的时滞性,而上半年密集使用的货币政策调控,其效果也许会在不久后显现。有分析称,下半年我国GDP增速的适当放缓,有助于缓解通胀压力。以上都说明,通货膨胀也许会在第三季度达到顶点后回落。

货币政策方面,2011年上半年我国货币政策基本是“每月一提准,隔月一加息”。未来货币政策将以更具灵活性的利率调控为主,必要情况下辅之以准备金率、央票等数量型工具。

对于存款准备金率这一数量型工具,继续上调空间已经十分有限。

目前我国存款准备金率已高达21.5%,这已经相当高。银行信贷市场资金正全面趋紧,一些银行也出现了“没钱可贷”的局面,而本来就存在融资难问题的中小企业更加贷不到钱。也就是说,央行提准的空间已经十分有限。

另外,上半年提高存款准备金率主要是为了对冲经济中过多的流动性,消除引起通胀的货币性因素。而引起流动性过剩的主要原因有二:一是4万亿刺激计划所引发的天量信贷,引起M2高速增长;二是上半年大量央行票据到期。进入下半年以来,央行公开市场已连续三周净投放,主要是为了适当缓解市场的流动性,在整体方向不改的前提下稍微做些调整。展望2011年8月-10月,公开市场还将分别有3520亿、2390亿及2980亿的到期资金,相对来说并不是很大,因此不太需要通过提准来对冲此部分流动性。另外,提准会加剧银行间流动性的波动,导致经济的不稳定。但下半年贸易顺差可能转为正值以及人民币升值预期带来的热钱流入等问题,依旧不容忽视。下半年是否会再度提高存款准备金率还要视外汇储备状况而定。

对于未来是否加息,可以从以下几个方面考虑:

第一,加息具有宣示效应。很多人不理解提准是怎么回事,但加息能直观地告诉人们:钱存在银行的利息变多了。同时,它也有利于校正负利率。这两点都能有效地减缓人们的通胀预期,有利于对通胀预期

的管理。

第二,数量型工具的对冲作用是值得怀疑的,尤其是国际收支顺差(包括热钱流入)形成的基础货币投放,对冲未必能完全消除其影响。境外“热钱”通常目标很明确,流入中国换成人民币之后,会进入到资产市场或者商品市场中。表面上看,央行通过数量型工具操作能把这块资金对冲掉,但是这很容易出现一个问题,对冲之后是从银行体系收回一部分钱,而且,有可能是所谓的“冷钱”。而换成人民币的那一部分“热钱”依然保留在市场上,并且活跃性很强。这样一来,虽然央行对冲导致总量上人民币存量没变,但存量货币的结构和功能已发生了变化。或者说,由于货币流通速度在加快,导致能够行使流通手段职能的货币总量大大增加,这无疑将会助推通胀和资产泡沫。可见,即便是100%的对冲,其实际效果依然是有局限性的。

加息正好可以弥补这一点。因为利率升高,降低通胀和资产泡沫预期,这样,境外基于投机目的流入境内的热钱会减少。当然,由于中外利差的增大,的确有可能引来一些非投机炒作性的套利资金。对此,我的观点是,一方面我们要加强资本账户管理;另一方面,作为代价,可以将固定收益市场开辟成“热钱池”。如周小川行长所言,我们无法完全让热钱不赚钱。进入固定收益市场套取一部分利差,对物价和资产价格并不会形成太大冲击。

第三,加息有利于解决中小企业融资难问题。事实上,补贴性的低息和优惠政策必然会导致金融市场上的超额需求和信贷配给。而提高利率可以提高小额贷款的可得性,提高中小企业获得贷款的机会,从而有利于提高资金的配置效率。

综上所述,虽然预期通货膨胀即将见顶,但由各层面因素的不确定性而导致的反复性亦不容忽视。因此,在未来一段时间内,紧缩性货币政策主旋律暂不会变,但无论是从力度还是频率与上半年相比都有明显下降。并且,货币政策将以更具灵活性的利率调控为主,必要情况下辅之以准备金率、央票等数量型工具。

笔者认为年内还有1-2次加息的可能性。加息对于实体经济而言,可能会进一步降低GDP的增速,但这也是治理通胀不得不付出的代价。换个角度思考,贷款成本的提高将有助于挤出一些回报率低的项目,促进产业结构优化升级,提高资金配置效率。同时促进有好的投资项目的小企业通过更加公平的竞争获得融资,改善目前普遍存在的融资难局面。因此,要充分发挥这些优势,将加息给GDP带来的不利影响降到最低。而在GDP增长和CPI增长二者之间,我们需要找到一个最优的均衡,即选择这样一个利率水平,既能使经济发展水平在正常区间内不受到太大影响,经济可以稳定运行,又能有效遏制住通货膨胀。

## ■ 微言热议

## 形势复杂 加息两难

□巴曙松(国务院发展研究中心金融研究所副所长):

市场通常预期年中物价出现拐点,7月份CPI稍高大致与此预期相符。市场关注下一步货币政策是否出现拐点。考虑到欧美双债危机导致全球动荡、主要经济体呈弱增长格局,预期宏观政策适度从紧基调会得以坚持但不会再加码,降准降息等宽松操作目前还不太可能,财政政策在促进投资和调结构方面会发挥积极作用。

□范剑平(国家信息中心经济预测部主任):

虽然还不能完全排除加息的可能,但我个人认为央行在当前形势下宜冷静观察,多看少动,等国际国内形势进一步明朗后再做决定,因为下半年我国经济本身已经具有减速趋势,外需进一步转冷将使减速幅度超出预期,加息在这个阶段不合适。

□陈炳才(国家行政学院决策咨询部副主任):

是否加息要看8月的数据。目前的物价形势,确实有些说不清楚,需要观察。5年的长期存款利率已经达到5.5%,足以保障存款人利益。提高利率要综合权衡,储备货币国家保持低利率,我国过多提高,会吸引更多外部资金进入,通货膨胀,最好的途径是汇率升值加快,经济速度降低到8%左右。

□鲁政委(兴业银行首席经济学家):

从7月CPI环比看,食品、非食品、整体水平都大超历史同期正常值,显示通胀压力仍大。本轮通胀就恐怕要9月或10月才能到顶。未来政

策操作应“坚持以我为主”,继续维持年内1-2次加息预期,但在国际市场平复前不应采取行动。

□曹卫东(联讯证券副总经理):

CPI6.5%很大可能成为今年的高点,欧美金融市场的动荡对国内政策的制定与实施有影响,所以观察期可能提前结束,货币政策难以再收紧。

□张勇(民族证券资深投资经理):

在欧美经济处于再度大幅衰退阴影笼罩和市场普遍预期CPI将在随后几个月见顶回落的背景下,央行近期进一步采取较大力度货币紧缩措施的可能性降低,这一消息对市场的短期影响已不大。

□谭雅玲(中国外汇投资研究院院长):

我们的政策很纠结、很艰难,加息有很大风险,存准率依然有空间,通胀很难说有拐点,下半年或许会更高。我建议用汇率疏导压力,消化市场投机因素,缓解市场冲动,平和市场心态。

□谢作诗(浙江财经学院经济学院院长):

在当今中国,控制资产价格,特别是房地产价格,本身就是货币紧缩的一个有机部分。须知热钱流入不仅仅是来套汇的,更多的其实是来分享资产盛宴的,因此抑制房地产价格,本身就起到减少热钱流入和紧缩货币的作用。我们的货币供给有一部分是内生决定的,而决定这部分货币供给的关键变量就是房地产价格。

(本报记者田鸿伟摘编自腾讯微博)

## 通胀是一种税

□万穗小额贷款公司董事长  
张化桥

7倍左右比较合理。不要跟我辩论选哪种利率,或者选哪些股票的市盈率,那是技术细节,这个负相关的道理可没什么错。

今年初,我回答宁波的一位朋友的问题时说,你的高利贷生意能赚25%的年化回报,那说明市场资金很紧!如果这个判断是对的,那么资产价格会怎样?大跌!如果你每年能够稳定地赚取25%的高利贷回报率,连巴菲特都要把钱分出一部分给你管理。

第一件事,做投资不能把希望与冷静的判断混为一谈,更不可把希望与现实混为一谈。很多人只喜欢听看好的言论,不喜欢听看淡的黑嘴。我也经常如此。

第二件事,通胀无牛市。这是在理论上和实践中被检验过的真理。我翻译了巴菲特在1977年(美国15年大熊市中段)写的长文章的一部分,名为《巴菲特为什么害怕通货膨胀》。

他认为,通胀就是一种税。股票就是债券,是永久性的债券。在通胀阶段,股票是比债券更糟糕的投资,当然债券也很差。在通胀阶段,虽然有少数行业的利润会增长很快,但大多数行业的利润会受到伤害。而且,利润是一回事,市盈率是另一回事。26倍的市盈率其实很正常,但是6倍也没有什么不正常。如果大市的市盈率从26倍跌到6倍,你想多少股民连本都要亏光?美国在1968年到1982年就连续跌了15年,日本的下跌更痛苦。我们的很多股票还有20-30倍的市盈率。那是什

么意思?你需要等20-30年才能收回成本。

花哨的理论多又多。但是,股市的市盈率(从整体上看)无非就是市场利率的倒数,当然你要选择合适的利率来比较。如果市场利率为5%,那么,大市的市盈率在20倍左右比较合理;如果市场利率为10%,那么,大市的市盈率在10倍左右比较合理;如果市场利率为15%,那么,大市的市盈率在6-

## 未来政策可能倾向于加息和公开市场操作

□国开证券 王鹏

随着7月经济数据的公布,政策敏感时间点又一次到来。上周三,上证综指跳空低开的主因还是国内加息预期,周四却成了美国量化宽松预期和日本央行干预汇市。时隔一天,影响市场的主导因素就从国内转移到了国外。原本逐渐升温的加息预期因外围环境的影响而变得扑朔迷离。

关于8月份的政策猜想,已经有很多讨论。讨论最多的就是使用什么政策工具和政策工具使用的时间窗口两个问题。

笔者认为,未来政策工具主要倾向于加息和公开市场操作,而提准可能性不大。理由如下:

第一,从信贷规模来看,今年有限的信贷规模使前两年超发的票据贴现业务规模骤然缩减,票据市场利率走高。虽然资金紧张的中小银行通过票据回购等方式将信贷规模转至表外进行违规投放,但6月银监会的“六大严禁”迫使银行将违规的票据贴现转至表内。这令银行的存贷比压力陡增,通过加息则有助于银行吸收存款。

第四,加息是符合利率市场化的政策工具。前年开始,提高存款准备金率主要是为对冲外汇占款。自去年开始,数次提准使得四大国有银行的法定存款准备金率达21.5%的历史高位。高位的存准率令资金拆出方的大行超额准备金率降低,备足流动性成为大行的需求,这使得银行间市场资金自去年年底开始就持续紧张,货币市场利率保持高位,尤其是在月末考核时。历史经验表明,当大行超额准备金之和达到1.7万亿元以上时,货币市场利率保持低位;大行超额准备金之和在1.2万亿元以下时,货币市场利率持续走高。因此,提高存款准备金率的空间已经不大,虽然8月初货币市场利率回落,但由于提准对资金影响较大,因此,提准的概率较小。

第三,加息有利于提高公开市场操作的能力。央票市场一二级市场利率倒挂已成常态,这使得央行发行和正回购能力不足。目前1年期和3年期央票二级市场收益均已超出一级市场发行利率30-40BP。而加息能够扩大央行发行央票的利率空间,有助于提高公开市场操作能力。

第二,“提准”工具使用几近尽头。从去年开始,提高存款准备金率主要是为对冲外汇占款。自去年开始,数次提准使得四大国有银行的法定存款准备金率达21.5%的历史高位。高位的存准率令资金拆出方的大行超额准备金率降低,备足流动性成为大行的需求,这使得银行间市场资金自去年年底开始就持续紧张,货币市场利率持续走高。因此,提高存款准备金率的空间已经不大,虽然8月初货币市场利率回落,但由于提准对资金影响较大,因此,提准的概率较小。

第五,加息可以间接打掉热钱获利预期。索罗斯的《金融炼金术》一书中曾描述,在一个资本管控严格和具备升值预期的国家,热钱对资产价格的膨胀极度敏感,而对利率倒挂等不甚敏感。加息的功能首先是通过紧缩预期打消资产价格预期,包括房地产市场价格(加息对房地产各类经济主体的成本压力较大),股市、债券市场等上涨预期,从而间接影响热钱流入。

第六,从实体经济来看,8月份

政策工具。前次召开的央行分行业行长会议上定调,未来一段时间主要运用利率、公开市场操作、提准等工具,可见提准在前的利率和公开市场操作有可能成为未来运用的重点。这是利率市场化背景下的必然选择。数次不对称加息和信贷规模受控,令银行的传统业务盈利受限,理财产品等中间业务盛行。而理财产品高收益来自市场化背景下银行间市场的高利率和民间信贷的高利率,这两类高利率将倒逼银行放开贷款利率下限和存款利率上限。而存款利率的适当提高是进行利率市场化改革的必经之路。

第五,加息可以间接打掉热钱获利预期。索罗斯的《金融炼金术》一书中曾描述,在一个资本管控严格和具备升值预期的国家,热钱对资产价格的膨胀极度敏感,而对利率倒挂等不甚敏感。加息的功能首先是通过紧缩预期打消资产价格预期,包括房地产市场价格(加息对房地产各类经济主体的成本压力较大),股市、债券市场等上涨预期,从而间接影响热钱流入。

第六,从实体经济来看,8月份

□国泰君安固定收益部 周文渊

近期国内外宏观经济运行出现较大变化。债务危机愈演愈烈,美国、欧洲等发达经济体面临二次衰退。为应对经济增速下滑,美欧两大经济体再次实施量化宽松的概率上升。与此同时,国内物价继续维持高位,地方融资平台债务风险积聚。在复杂的国内外形势下,货币政策选择甚为关键。我们认为,尽管发达经济体经济增速较为疲弱,但国内政策短期难以明显放松,加息的可能性仍较大。

美国经济增速下滑趋势较为明显,再次量化宽松的概率在上升。美国经济的问题其实很明显,乃是因为在2008年金融危机之后政府刺激未有效拉动民间投资,私人部门杠杆率持续下滑并维持在低位水平。私人领域的杠杆不起来,消费主导型的美国经济复苏就难免见起色。目前美国经济似乎陷入恶性循环之中。因经济疲弱,失业率上升,失业率上升遏制消费,消费弱则经济增速下降。从数据来看,美国经济表现也令人担忧。在美国债务上限调整之后,标普下调了美国长期主权评级,也会强化第三轮量化宽松的必要性。美国继续推动新一轮宽松只

是时间问题。

美国的评级下调和美欧再次货币宽松,会短时间内造成金融动荡,全球风险规避情绪会上升,这种情绪波动可能会对国内政策取向带来短期冲击。待紧张情绪平复之后,第三轮量化宽松背景下全球流动性可能再次泛滥。新兴市场国家包括中国都可能受到冲击,新兴市场国家的通胀压力将进一步上升。

从国内看,经济并未出现硬着陆风险。尽管出口的增长前景因海外波动会继续偏悲观,但国内宏观经济下滑幅度仍属温和。可以看到,7月份PMI指数好于市场预期,仅小幅下跌0.2个百分点至50.7%,仍处于扩展通道之中;特别是新订单指数和出口订单指数之间的差值显示内需在改善。同时,企业去库存的速度较快,从库存周期来看,经济持续下滑的空间已经不大。

另一个支撑经济的因素是积极财政政策。中国经济是投资主导型,而且是政府投资主导型,持续积极财政政策基调下的中国经济,增速都不低。我们认为,只要中央采取措施保证财政政策的运转,就不用太担心经济增速。综合来看,尽管国内外形势较为复杂,但仍需继续保持较为稳健的货币政策,只不过政策选择上要更为灵活。我们认为,央行可能会更倾向于

选择利率工具,而非系统地上调存款准备金率。

央行此前也提出,要综合运用利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理等工具组合,保持合理的社会融资规模和节奏。对利率的表述放在最前面,存款准备金率的位置明显下降,这部分反映了央行的意图。

6月份货币乘数继续下降至3.84倍,基本已经回落至2008年第四季度的水平,央行继续控制货币乘数的必要性下降。与此同时,上半年连续6次上调准备金率,使得银行整体超额储备率水平在7月份初降至0.6%这一历史低位水平,银行整体资金面已经十分紧张,继续上调准备金率的空间不大。

从政策意图来看,央行既要控通胀,又要支持下半年的经济增长,特别是要配合积极财政政策的实施,这要求央行在信贷投放,特别是地方融资平台的贷款投放(中长期贷款)要适当松动,同时央行要保证债券市场的杠杆化运作,以促进债券市场融资逐步正常化。要实现这两个目标,需要央行通过提高利率来强化通胀预期管理,同时适当保数量上的宽松来推动经济乘数的回升。