

保增长不动摇 货币政策审慎微调防控泡沫

证券时报记者 吴清桦

编者按:在全球经济仍笼罩在金融危机阴影之中时,中国却掀起了新一轮风风火火的资产盛宴。而宽松的货币政策成为这次盛宴的基础,中国股市一路飙升,房地产价格不断攀升,资产泡沫化渐成市场隐忧。

监管层对此并非没有察觉,央行及银监会此前出台的“组合拳”——7月份央行重启央票发行,银监会出台加强信贷管理、规范银行理财资金流向股市及调整贷款项目政策等,给市场带来了货币政策收紧预期。但是,同时央行多次在不同场合又重申,为保证经济恢复增长,将继续实施宽松的货币政策。

货币政策到底该松还是该紧,行业内争议激烈。若实施从紧的货币政策,股市和房地产市场初现的泡沫可能迅速破裂,这或将给刚刚恢复的经济增长带来负面影响;但若实施过度宽松货币政策,在保住经济增长的同时,将可能推动资产泡沫迅速膨胀,这或将又给中国经济的健康发展埋下隐患。

两难当前,如何抉择?证券时报记者为此采访了三位宏观领域顶尖“大腕”,倾听他们的看法。



国务院发展研究中心 金融研究所副所长 巴曙松

通过放松实体产业准入门槛的管制、推出创业板、让地方政府发市政债券及扩大对外投资等多种方式平抑资本泡沫产生的速度。同时,在经济平稳复苏之后及时对货币政策基调用作出灵活微调,重点在于促进更多的流动性流入实体经济,并推动经济结构转型。



安信证券首席经济学家 高善文

资产泡沫化,短期内支持经济复苏和繁荣,带来了广泛的财富效应,但泡沫破灭将给经济增长带来严重损伤。刺破泡沫应选择一临界点,而对于临界点的考虑,需考虑明年年初启动货币信贷政策正常化程序,连续加息并适当控制信用总量;采取综合措施控制银行的风险暴露。



联合证券首席经济学家 陆磊

政府应该坚持实施适度宽松货币政策,但要有保有压,坚定不移地通过信贷投放调结构。只要鼓励实体经济研发,鼓励他们在自主创新的基础上,经过优胜劣汰,好企业脱颖而出,如果暂时没有,就要在这个方面给予支持,给予低利率的贷款,甚至是零利率贷款等。

1 保增长取得良好成效

记者:在宽松货币政策推动下,中国经济已经出现复苏,下半年经济是否仍能继续走强?

巴曙松:从上半年经济增长趋势看,中国经济已经走出V字型反转,显示国家应对金融危机冲击的政策已经开始产生积极的效果。从全球经济状况看,中国经济率先复苏的格局应当基本可以确认。正如格林斯潘所说,美国在2009年7月份是最坏的时期,那么中国经济应当是2008年11月份左右算是最坏的时期,中国经济提前美国8-9个月触底。目前国家公布的统计数

据基本为同比指标,若用环比指标看,二季度的环比增长折算为年率可能已经接近18%,显示未来的三、四季度的增长会较为强劲。

总体来说,目前可以说中国经济开始进入政策效果的整固期,下一步的政策重点应当强调推动经济增长的动力主要来自政府主导的需求,转换到市场驱动的需求。

高善文:随着二季度数据陆续披露,对二季度经济走势大家达到高度一致。中国经济确实已经实现V型反转,大约在第一季度达到底部,而现在经

济增长已经处于V型右侧,处在非常快速的反弹和爬升通道中。按趋势推测,三季度GDP增速应在9%以上,四季度会到10%,全年则超过8%。

支持经济恢复的力量,主要是由于企业大规模的去库存化的结束。大规模的财政刺激开始发挥作用,金融体系、金融市场、实体经济正在从雷曼破产所造成的冻结状态逐步苏醒过来,所有这一切都支持了需求的回暖。

陆磊:目前还是靠财政投入、银行信贷支持大量投资来拉动经济的短期增长,预计今年实现8%的目标问题不大。不过,虽然宽松的货币政策对经济增长的拉动开始见效,但作用尚有限,实体经济还没有出现自发性的恢复和增长。

3 适度宽松 适时微调

记者:政策是否已经出现微调,这一调整对抑制资产泡沫是否有效?

巴曙松:当前的信贷和货币政策的微调,首先是在坚持适度宽松的政策基调上进行的微调。从信贷增长趋势看,此次信贷投放主要是一些期限较长、规模较大的大型基础设施,因而即使到2010年要对信贷政策进行适当的调整,信贷的增长速度估计也不会太低。因为这些大型基础设施的完成所需要的信贷资金投入可进行调整的余地不大。

至于对资产泡沫的抑制作用,则不仅仅需要依靠信贷和货币政策的微调,还需要一些结构性的改革措施,如通过放松管制来把充足的流动性引入实体经济;面对迅速增长的国际收支盈余,加大放松对外投资管制的力度,并进行适度的汇率调整;加快企业的上市步伐以及房地产市场的土地供应;加大金融创新力度。

陆磊:国家对货币政策确实有一些微调,但是对抑制资产泡沫的增长无法起到明显的效果。我们可以测算一下,上半年已经投放信贷规模达7.37万亿,如果7月份开始每月仅投放5000亿,即使如此,全年也将有超过10万亿元的信贷投放。

如此大规模的信贷投放,已经奠定了资产泡沫产生的基础。而下半年若每月投放5000亿元,与上半年相比,相当于每月投放信贷规模缩小了2/3,这已经是很大力度的收缩。要缓解资产泡沫,除非下半年不进行任何信贷投放。

但泡沫破灭将给经济增长带来严重损伤。刺破泡沫应选择一临界点,刺破这一泡沫太早不合适,太晚也不行。对于临界点的考虑,需考虑明年年初启动货币信贷政策正常化程序,连续加息并适当控制信用总量;采取综合措施控制银行的风险暴露。一般来说,方向可以看好,调整力度难以把握,而关键在力度。

陆磊:政府仍然应该坚持实施适度宽松的货币政策,但要有保有压,坚定不移地通过信贷投放调结构。只要鼓励实体经济研发,鼓励他们在自主创新的基础上,经过优胜劣汰,好企业脱颖而出,如果暂时没有,就要在这个方面给予支持,给予低利率的贷款,甚至是零利率贷款等。另外,也要鼓励扩大内需,鼓励老百姓获得真实的可支配收入。

2 股市楼市 初现泡沫化苗头

记者:目前,资金流动性充裕,这也导致股市及楼市出现大幅上涨,资产泡沫是否已经产生?这种状况是否会持续?

巴曙松:目前我们看到房地产市场和股票市场的复苏和上涨,既有经济基本面的显著复苏驱动,也有信贷高速投放带动的流动性驱动。

不过,历史上的资产泡沫的形成,往往是在基本面迅速恢复的基础上。从国内和国际资金流动趋势看,资产泡沫形成的条件应当已经基本具备。在巨大的信贷投放下,2009年中国的超额流动性指标可能会达到改革开放以来的最高点,估计可以达到16%以上。

在中国特定的经济结构下,如此大的信贷投放,往往不会被工业和贸易部门吸收,非常可能是被包括房地产和股票等非贸易品所吸收,所以更容易形成资产泡沫。国内流动性和境外热钱涌入,将推升股票市场与房地产市场的价格。

高善文:房地产市场的泡沫已经不算小,一些地区楼市已有明显泡沫,房价在2007年的基础上创下了新高。从股票市场角度来看,如果我们说2000点有长期合理投资价值,2500点它的估值也可以接受。但是站在3300点水平,非常清楚看到市场估值已经出现明显泡沫。

陆磊:房地产和股票的资产价格的增长至少在一个季度内会持续,主要原因则是当前监管层多次表示坚持宽松的货币政策不动摇。



有保有压 抑制资产泡沫

记者:如何平衡经济增长与抑制资产泡沫的矛盾?

巴曙松:在坚持适度宽松货币政策基调下,存在结构性调整的空间,特别是需要针对正在出现的资产泡沫、以及高负债比率的地方政府融资平台、重新迅速增长的国际收支顺差以及宽松的货币政策何时平稳退出等。

建议通过放松实体产业准入门槛的管制、推出创业板、让地方政府发市政债券及扩大对外投资等多种方式平抑资本泡沫产生的速度。同时,在经济平稳复苏之后及时对货币政策基调用作出灵活微调,重点在于促进更多的流动性

流入实体经济,并推动经济结构转型。

同时,政府应大力促进产业升级,培育新的产业增长点。利用金融危机的时机,加速推进城市化,以此增加大量的投资机会。通过放松管制来培育新的增长点,也会对中国服务业等带来新的增长空间。此次经济复苏以来,中国经济从结构上呈现一些积极变化的趋势,例如,从区域增长格局看,中西部的增长速度要快一些,有利于缩小区域差距;民间消费需求在房地产和汽车市场的带动下明显复苏。

高善文:资产泡沫化,短期内支持经济复苏和繁荣,带来了广泛的财富效应,但泡沫破灭将给经济增长带来严重损伤。刺破泡沫应选择一临界点,刺破这一泡沫太早不合适,太晚也不行。对于临界点的考虑,需考虑明年年初启动货币信贷政策正常化程序,连续加息并适当控制信用总量;采取综合措施控制银行的风险暴露。一般来说,方向可以看好,调整力度难以把握,而关键在力度。

下半年流动性依然宽松

随着央行几度重申继续实施宽松的货币政策,专家们对下半年的流动性基本持乐观态度。即使之前政策出现微调“组合拳”,市场仍旧没有改变乐观预期。

巴曙松认为,从信贷投放以及M1和M2的增长趋势看,信贷投放的平稳回落是必然趋势,但是这并不意味着流动性的大幅萎缩。因为2009年上半年7.37万亿元的信贷投放已经是相当高的水平,即使下半年每个月平均回落到5000亿元左右,全年依然可能高达10万亿元,这是一个相当高的增长速度。同时,从目前趋势看,M1的增长速度在加快,正在赶上M2的增长速度。总体上看,在政策基调没有大调整的前提下,下半年流动性依然是较为宽松的。而且从趋势看,随着出口逐步恢复,以及外资的流入,在经历可能的短暂贸易逆差之后,中国经济在2010年会重新面临国际收支双顺差的格局,届时如何应对这种双顺差可能带来的流动性增长,是一个值得尽早研究的课题。

明年中国经济有可能会重新面临国际收支双顺差格局,届时如何应对这种双顺差带来的流动性增长,是一个值得尽早研究的课题

高善文表示,就流动性的供求平衡状态而言,流动性供应最宽松的时期应该已经结束。今年下半年,乃至更长的时间之内,一个不可避免的趋势是,就流动性供求的平衡格局而言,流动性应该处在持续的下降和弱化趋势之中,这个趋势应该会维持非常长的时间。为刺激经济,央行仍将实行宽松的货币政策,不断创造流动性,但当大量资金无法流入实体经济,就很容易流入房地产市场,形成泡沫。这一过程有可能在四季度出现。

中国经济尚缺新增长点

由中国宽松货币政策推动的这一轮经济复苏,是否已经由被动复苏转变为实体经济的自主复苏,是否已经产生带动经济增长的新主导产业?这些问题引起了各位专家的热烈讨论。

联合证券首席经济学家陆磊表示,中国经济目前尚缺乏新的增长点。任何一轮经济增长必须有一个主导产业,新的经济增长点。1998年以后主要是房地产,政府坚定不移地进行住房体制改革,城市居民推动到房地产市场,这成为拉动中国经济增长十年的主导产业,也是十年来的新的经济增长点。IT业则是上一轮拉动全球经济增长的主导产业,网络的运用使得信息资源配置更加合理,企业生产效率大幅提高,企业经营成本因此大幅度降低,从而拉动全球经济增长。

陆磊认为,中国房地产已经进入高位,刚性需求正被价格压制。因此,房地产已经不是目前的经济增长点。当前家电下乡、汽车下乡的政策,挖掘农民已有的收入,但是没有拉动6亿农民的需求,也没有提高他们的收入,只能提升短期内的销售数据,并没有形成一轮新的消费需求。

对于中国经济未来走势,陆磊更多表示担忧,他认为,中国经济其实早就应该进行结构性调整,可是调结构往往要让位于保增长。新型经济增长点迟迟未能培育和产生,这一后果便有可能是次

长期来看经济持续增长需关注经济结构调整,目前比较大的不确定性则是在快速泡沫化过程中,各级政府对结构性改革的意愿在下降

贷危机的发生。

安信证券首席经济学家高善文则认为,2009年之后经济增长是一个接力赛。第一棒是国家的财政刺激。第二棒是房地产市场的全面恢复,加上出口的增长,这一棒大概会持续到两年的时间。第三棒就是经济增长方式的转变以及驱动力量的转变。从整个外需驱动的增长转变到内需驱动的增长,从投资驱动的增长转变到消费驱动的增长。通过更快速的结构化改革和市场化改革,刺激一些新的投资方向的出现。现在正处于第一棒,年底会到第二棒,从第二棒到第三棒能否顺利交接的风险在于房地产泡沫化过程能否得到有效管理。

高善文还提出,长期来看经济持续增长需要关注结构调整,目前比较大的不确定性则是在快速泡沫化的过程中,各级政府对经济结构性改革的意愿是在下降的。

明年或现局部通胀

通货膨胀程度是货币政策是否需要收紧的一个重要依据。不少专家表示,今年下半年通胀压力不明显,真正担心通胀的时期可能是明年。

高善文表示,下半年全球经济因为存在产能过剩等问题,通货膨胀压力通常不太大。但是,长期宽松政策势必造成很大泡沫。分析明年的通胀情况,如果看核心通胀,大量的消费品、教育、服装等等,通胀压力也不是太严重。而以抑制通胀为目标实施紧缩的货币政策是没有必要的。但是,明年一些领域可能会有些局部通胀。

巴曙松表示,真正担心通货膨胀,可能是明年中或者是下半年的事情。当前中国的CPI构成中,农产品及其相关制品的影响十分显著。在经济大幅波动时期,CPI的反应可能滞后,在2008年中国经济已经开始回落时,CPI和PPI还持续上涨了一段时间;此次经济开始明显复苏,CPI依然是负增长,这主要是由农产品的价格周期决定的。最近几个月的物价仍在负增长,农产品价格还处于下滑周期,由于农产品的价格对中国CPI影响非常大,所以即使信贷投放很快,物价在短期内还没有上升的压力。

陆磊对通胀的看法较为乐观,他认为

在产出得以保证的情况下,产能却无法为境外吸收。同时内需因居民审慎消费而无法被有效提振,将导致产能过剩,物价下跌。因此,暂时无需针对通胀制定紧缩的货币政策

为下半年的通货膨胀问题暂时不用担忧,并预计今年下半年CPI大约在-1%~-0.5%之间。“推动中国CPI指数的主要是煤电油运和农产品,随着今年粮食的丰收,农产品价格不会大幅度上升。而工业产品价格依然处于下降通道,根本原因在于产能过剩。因为投资加大,短期内拉动经济增长,但长期来看将进一步累积产能过剩。”在产出得以保证的情况下,产能却无法为境外吸收,同时内需因居民审慎消费而无法被有效提振,导致产能过剩,物价下跌。因此,暂时无需针对通胀制定紧缩的货币政策。

(本版文章均由吴清桦撰写)