

# 对货币政策收紧不必过于悲观

刘兴祥

在刚刚结束的中央经济工作会议上,明年宏观政策取向定调为“积极稳健、审慎灵活”,市场最为关注的货币政策则是按预期地定调为“稳健”,具体而言就是按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求,把好流动性这个总闸门”。与以往“适度宽松”的提法相比,“稳健”自然就意味着相对收紧。在CPI连续新高及央行短期内连续提高准备金率的背景下,市场对于“稳健”的理解相当悲观。对此,如果从保持经济平稳增长的目标梳理一下就不难发现,这种悲观其实没有必要,或者说是放大了悲观预期。

当前最让人担心的莫过于通胀形势相当严峻。刚刚公布的11月份5.1%的CPI不仅是年内高点,而且基本上超出了此前所有专家们的预测。从未来一段时间的物价走势来看,值得关注的是,5.1%很可能是阶段性的顶部区域了。随着国家在11月连续出台一系列组合拳调控物价,不少商品价格回落较为明显,

12月份CPI增幅出现较为明显的下降是可以预期的。在春节期间会例行地经受进一步考验后,物价快速上涨的势头将阶段性地得到遏制。显然,这是判断未来一段时间政策取向的重要基础。从此次CPI超出预期仍然没有上调利率的动作来看,数量型工具仍然是央行未来回收流动性的主要手段,短期内加息的可能性正逐步变小,或者说是迫切性下降了。

暂时慎用加息手段的原因是多方面的,例如,目前美国的低息压力就是最直接的。从2003年以来,随着大量外汇进入商业银行,央行一个很重要的任务就是对冲过多的银行间流动性。因此,连续加息预期将带来更大的流动性压力,从而导致恶性循环。另外,在国际金融危机下迅速变得庞大的地方融资平台贷款量也制约了央行对调控手段的选择空间。地方贷款大多投资基础设施等项目,收益率偏低,如果大幅提高利率,必然大大加重负担,容易发生较大问题。

着眼于长远发展,包括加息在内的

货币政策收紧也并不可怕,它恰恰更多地是为了保持经济更平稳地发展。仅仅从中国人口红利的角度来看,随着人口红利的逐步消失,工资成本上升成为不可逆转的趋势,从而以成本推动的方式导致商品物价上涨,通胀压力必然会在未来相当长一段时间始终存在。还有,美元贬值导致的全球大宗商品价格大幅上涨,中国恰好是大宗商品进口大国,输入型通胀压力明显。正是在此背景下,此次中央经济工作也将稳定价格总水平放在更加突出的位置,就是充分意识到了物价上涨压力之大。因此,让非常时期的非常货币政策回归到常态,适当收紧是非常正常的。只有管理好了通胀预期,把物价上涨控制在一定范围内,才能避免市场信号紊乱,经济增长与结构转型才能有秩序、平稳推进。

至于明年的流动性情况,一种较悲观的看法是明年新增贷款只有6.5万亿左右,不少专家则预测为7万亿。即使是7万亿来计算,这就意味着明年的M2增速仅为15%。在2009年,M2增速为

27%。今年前11个月,M2增速也超过了19%,较上一年已经大幅下降。显然,如果明年M2增速再次大幅下降必然会带来较多负面效应,更是经济发展难以承受之重。对于中国这样一个高速发展的国家来说,M2增速在当前相对较高是可以接受的。M2增速不会大幅下降就意味着,明年的新增信贷量肯定会略低于今年,但是,应该不止7万亿这个数字,也就好于市场一般预期。因此,明年的流动性仍然不会成为大问题。

对于明年流动性不必过于悲观的另外一个理由就是,明年是“十二五”的开局之年,毫无疑问的是,仍然追求经济增长的各地将全力以赴“大干快上”,固定资产投资增速必然达到相对高位,信贷在其中将发挥中坚作用。与此同时,在经济转型的背景下,一大批新项目也将开始上马,这对贷款的需求将具有相对优势。所以,在这种几乎具有刚性需求的推动下,明年的新增信贷量难以出现明显下降,明年的流动性在货币政策变为稳健之后仍然值得期待。

## 突出抗通胀 继续谋转型

海通证券研究宏观团队

中央经济工作会议定调明年政策取向:积极稳健,谨慎灵活。国家统计局公布的11月份宏观数据显示,经济运行维持了软着陆趋势,CPI、出口、人民币新增信贷等指标均超过了市场普遍预期。政府出台了一些干预措施,将有利于防止物价过快上涨。2011年上半年抗通胀将成重心。未来央行货币政策调整可能更为频繁。

### 宏观经济将继续维持软着陆

国家统计局公布的11月份宏观数据显示,经济运行维持了软着陆趋势,CPI、出口、人民币新增信贷等指标均超过了市场普遍预期。

我们预计2010年第四季度GDP增速将继续小幅回落,预计增速为8.8%。

对于未来的工业走势,我们认为,PPI将高位回落,工业增速步入小幅上行通道。理由是:美联储量化宽松政策对大宗商品价格影响逐渐消退,国内行政管理制和货币政策收紧的效力将逐步显现。预计12月份PPI为5.8%,工业增加值增速为13.4%。

我们认为固定资产投资年内可能会继续保持较高的增速,12月份固定资产投资增速预计为25.2%。但这并不意味着明年的投资增速也同样如此,紧缩性政策的持续和房地产调控背景下投资增速明年较今年将有所回落。伴随着“十二五”计划的实施,大型基建项目的开工,2011年二季度后投资增速开始反弹。预计2010年投资增长22.4%,2011年增长20.0%。

社会消费品零售总额名义增长率将维持较高水平。消费需求在政策因素和通货膨胀的背景下将有超预期的表现,毕竟,单纯依靠出口拉动型的增长模式已经开始悄然发生变化,资源要素改革所带来的劳动力成本上升将使消费

增长维持在持续上升通道之中。我们预计,2010年12月份社会消费品零售总额增长率将达18.6%。

我们预计12月份进出口增速将放缓,主要原因有两点:第一是11月份出口超预期增长透支了部分12月份的增长动能,第二是去年12月份的进出口基数较高。预计12月份出口和进口增速分别为13.2%和15.7%,贸易顺差180亿美元。

2010年12月份、2011年1月份CPI将继续在高位运行。经过初步测算,2010年12月份、2011年1月份CPI同比增长分别为4.1%、4.5%。我们认为,政府出台了一些干预措施,将有利于防止物价过快上涨。一是自从11月19日国务院下发了40号文《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》后,市场物价基本趋稳,蔬菜的价格明显下降。二是国务院的文件有些涉及到一些中长期政策安排,像进一步加大农产品的生产供给等;按照通知的要求,在12月20日之前政策要落实到位。我们预计2010年CPI涨幅为3.3%。

2011年中国将继续面临通胀的压力。初步测算,未来几年农产品价格将继续

续上涨,还存在80%~100%上涨空间。在出口导向模式正在成为明日黄花、内需对经济增长的贡献率越来越强的大背景下,低廉的要素价格正在被打破。

12月份,由于信贷额度基本用完,信贷投放可能在一个非常低的水平,受此影响,M2增速应该会有所回落。

受货币政策正式转向影响,明年信贷额度将被控制在6~7万亿,可有效引致M2增速回落至15%~16%的区间。

### 宏观经济政策前瞻

总的来说,明年稳定价格总水平将被放在更加突出的位置,并且加快经济转型。

不断高企的CPI挑战着监管层的宏观调控艺术,而货币政策的执行往往具有较长的外在时滞,在央行可用的调节手段有限的情况下,经济增长和通货膨胀之间的取舍变得越发微妙。我们认为,2011年上半年抗通胀将成重心。

日前结束的中央经济工作会议明确了明年经济工作的主要任务,确定2011年宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活。本次会议看点有两个方面,其一一是把稳定价格总水平放在更加

突出的位置,实施稳健的货币政策,把好流动性这个总闸门,推进发展现代农业,确保农产品有效供给;其二是加快经济转型,继续实施积极的财政政策,增强消费拉动力,优化投资结构,提升产业核心竞争力,加快加工贸易转型升级。

央行未来货币政策的主线是数量型工具以央行票据净回笼为常态,由于法定准备金率上调目前对紧缩货币具有较强的有效性,预计央行仍会上调。加息打击面较大,央行动用价格性工具将比较谨慎,在数量型工具不足的情况下,小幅慢节奏加息既能一定程度控制需求,引导价格回落,又能考虑到实体经济的承受力。

由于中央政治局已经正式认可货币政策转向,央行实际获得了更大的自由裁量权。而央行对于通胀十分担忧,紧缩货币的欲望很强,因此未来货币政策调整可能更为频繁。

明年1季度受翘尾因素变小的影响,CPI小幅回落后将重新上行,明年的翘尾因素呈“中间高,两头低”,受此影响,通胀预期也会比较强烈,此时是较好的加息时点。3季度,美联储QE2结束,美元有回流的风险,事实上,热钱快速流出比快速流入更可怕,因此此时人民币略加快升值以及加息是合理的货币政策。

## 焦点评论

专家论道

## 欧元危机:谁走谁留?

张莱楠

7500亿欧元的联合金融救助方案和欧洲央行资产抵押规则的放宽,并未延缓希腊债务危机向欧洲其他国家蔓延的脚步,更为严峻的是欧元区域规模效应”并未给欧元提供“价值保证”,反而正在增加欧元分裂的长期风险。

### 分散的财政与统一的货币

《马斯特里赫特条约》(Maastricht Treaty)的缔约者当年留下的缺陷导致了欧元如今面临的困境,一次性的债务转移无法完全修正这些缺陷。对犯错误的国家施以援手,从而增强欧元区的凝聚力,但同时可能威胁到欧元稳定,这种做法对吗?抑或,任由犯错误的国家违约,从而强化

在无独立货币政策和汇率政策的环境下,赤字财政成为大部分欧元区国家刺激经济的主要手段,增发国债便成为各国倾向性选择,造成赤字和债务负担普遍超标,旨在确保欧元区财政纪律的《稳定与增长公约》事实上已经破产。

货币信誉,但由此削弱欧元区的凝聚力?在单一货币诞生前,德国可以避免此类选择:只须让缺乏竞争力的国家货币贬值即可,然而现在,欧元区似乎陷入了一种逻辑上能行得通但事实上恐怕行不通的“悖论”。

当前,欧元区16国整体的预算赤字是GDP的6%左右,公共债务总额是GDP的84%,左右。6%的幅度并不算低,是欧元区国家最高限额的两倍,但远远低于美国,美国的预算赤字超过11%,债务总额达GDP的约92%,美国国债依旧享受着繁荣的盛宴,因为美债的背后是美元。

本质上讲,欧元区现在面临的最大问题不是债务问题而是欧元货币制度的重建问题。欧元区经济一体化的制度模式非常独特——在分散的“财政”与统一的“货币”制度下,货币一体化使货币区内各国失去了独立的货币政策能力,但各国独立的财政政策则有超支的内在动力。早在2003年,欧洲的政治联盟进程已明显陷入停滞,其部分原因在于,经过接连的扩大之后,欧盟已成为一个过于庞大、松散的俱乐部。区内部分经济体的赤字规模实际上就已经超过了3%的安全控制线,如核心国的法国与德国,当年赤字规模占GDP比例分别达到4.1%和4%。在无独立货币政策和汇率政策的环境下,赤字财政成为大部分欧元区国家刺激经济的主要手段,增发国债便成为各国倾向性选择,造成赤字和债务负担普遍超标,旨在确保欧元区财政纪律的《稳定与增长公约》事实上已经破产。

希腊、爱尔兰不过是倒下的两个,西班牙、葡萄牙……随着债务危机的蔓延,欧元区体系下实力较强的经济体肯定会拖垮德国等出口型经济体。

### 加剧了区内发展不均衡

欧洲整合、单一货币区建构,反而加剧了区内发展不均衡。根据欧盟委员会近期的欧元区季度报告,欧元区16国的竞争力差距逐步扩大,在金融危机爆发之前的10年间,德国、芬兰等国家的竞争力相比其他成员国稳步提升,德国的GDP独占欧元区GDP总规模的1/3。特别是2002年欧元现钞流通后,德国从2003年到2008年持续保持世界第一出口大国地位,而其区内贸易比例高达70%。相比之下,包括欧元区三个大国法国、意大利和西班牙,特别是希腊和葡萄牙

都出现了竞争力大幅下降,实际有效汇率被高估。希腊等国劳动力成本较低且缺乏金融资本,自然成为资本的净流入国,即债务国,严重靠资本借贷支撑,透支消费,政府财政债务化,直至酝酿了“累积债务危机”。

另外一个欧元区的失衡问题就是,货币红利和货币责任不对等,“搭便车”现象突出。欧元区是由具有共同利益的若干成员国组成的货币联盟,这种货币联盟利益具有公共产品的特征,因此联盟中的每一成员都有以最小的代价谋求自身最大化利益的内在动机,这就是为什么每一成员都有“搭便车”而坐享其成的倾向所在。PIIGS五国”的货币波动性明显要高于其它几种欧元区原有货币,在欧元区成立后,他们获得了稳定的货币环

境,包括较低的汇率波动、稳定的物价、低廉的融资成本和本国的金融市场,使得希腊等国能够享受低廉借贷成本以维持经济增长,从而掩盖了其生产率低但劳动成本高等结构性问题。相关数据显示,希腊、西班牙和葡萄牙的实际有效汇率被高估超过10%。同时低利率使其政府能够以更优惠的条件为债务融资,掩盖了公共财政的潜在问题。事实上,除了德国外,大部分欧元区国家的经常账户都为逆差,且在1998年至2008年间出现急剧恶化:爱尔兰经常项目余额下降了6%,经常项目赤字达到5.2%;葡萄牙经常项目赤字扩大超过5个百分点,至12.1%;西班牙经常项目赤字扩大8.3个百分点,至9.5%;希腊经常项目赤字更是扩大11.6个百分点,达到14.4%的创纪录水平,丧失了经常账户融资的能力。

希腊、爱尔兰不过是倒下的两个,西班牙、葡萄牙……随着债务危机的蔓延,欧元区体系下实力较强的经济体肯定会拖垮德国等出口型经济体。

希腊、爱尔兰不过是倒下的两个,西班牙、葡萄牙……随着债务危机的蔓延,欧元区体系下实力较强的经济体肯定会拖垮德国等出口型经济体。

### 弱国不走,强国不留

弱国不走,强国不留。事实上,放弃曾经象征经济实力和稳定的德国马克而启用欧元可能是许多德国人心中永远的痛。在德国,支持救援的主张并不受欢迎,人们普遍担心欧元区会成为疲软的货币。如果更多的国家需要获得金融支持,无疑会进一步加强德国国内反对欧元的呼声。近来德国退出欧元区寻求更坚挺货币的呼声越来越高。德国退出欧元区的观点来自于国内强硬派和海外的欧元反对派,前者向来不甘德国马克时代的结束;后者则认为德国模式给欧元区其他成员国造成太大压力。德国鹰派认为,本国应自行决定高盈余、强势货币和低通胀的政策,而不是被相对弱小的邻国拖累。欧元鸽派则希望欧洲其他地区不必接受德国模式,将低估本币作为调节手段,弥补损失的生产力。其实,几派说的都有其合理性,这只是一个问题的不同方面。从长远来看德国退出欧元区也许比希腊退出更有意义,德国更需要一个货币坚挺但差异化更小的货币联盟。

### 作者系国家信息中心预测部副研究员

实话实说

## 个税改革应注重结构性减税

银玉芝

据报道,个人所得税改革方案最早将在明年择机推出,中低收入者的税负有望减轻。据透露,此次个税改革并没有将提高起征点作为突破口,而是选择了等同于降低税率的方案,减税力度更为明显。

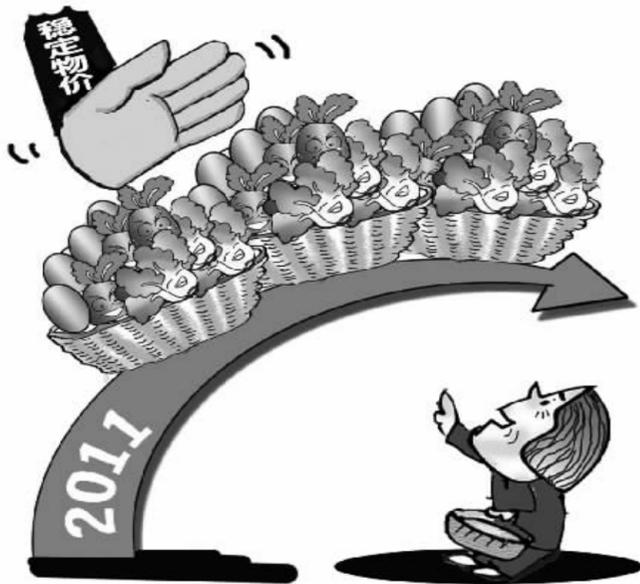
应该说,公众对个税改革的期待一直很迫切。不仅如此,公众对个税改革调节分配的要求较高,而实际功效又很有限,以至于改革长期陷入窘境。为避免继续僵持,按照相关专家的说法,此次个税改革,重点并非提高起征点,而是通过减少税率级数、扩大级距、降低最高边际税率,来减轻纳税人的负担。这一做法理论上说并无不妥,但结合实际物价水平看,目前全国一刀切的2000元起征点,在刚推出之时就被认为过低。

而按照国际惯例,设计起征点,目的是为了保障居民的基本生活不受影响,即将居民基本生活费用在税前予以扣除。再结合人口结构和家庭具体情况,每位就业者的平均赡养系数在提高,因此

提高起征点的诉求是合理的。鉴于居民收入来源日趋多元化,个税改革方案应建立在居民综合性收入基础之上。但整体上说,大方面是要对低收入者减税是无疑的。

在谋划个税改革同时,应通过与财产类税的相互配合,才能推动改革的深化。作为收入分配的重要调节手段,个税改革应该及早和收入分配改革方案同步推出,特别是应强化税收监管,加大对高收入者的个人所得税征管力度。让个税主要调节居民收入的分配,财产类税主要补充财政收入,并调节存量的收入分配。而对以上两类税的调整和改革中,共识应该是高收入者多缴税、低收入者少缴或不缴税。

当然,理性和务实地看,不同于成熟国家早已成型的总量减税,中国的“减税”,更多是进行结构性减税,以最大程度公平纳税人税负。即便如此,要实现“减税”的可能,也不仅仅是决心和技巧问题,还必须强化预算,以缩减政府支出,才能根本上保证税改大方向的不偏不倚。



给力

上月黄瓜六块四,本月降到七块三。可怜工资呆滞地,就怕物价登高原。GDP何妨留点劲,CPI不能涨得欢。控制通胀非小事,百姓衣食重于山。

朱慧卿/图 孙勇/诗

### 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。

如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至ppll18@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。