

# 金融调控新思路影响深远

张莱楠

温家宝总理在《政府工作报告》中提出保持合理的社会融资总量,同时要求提高直接融资比重,发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用,更好地满足多样化投融资需求”。

“社会融资总量”的再次强调意味着我国将建立起一个以“弹性货币信贷目标制”为核心的更加科学、合理的货币调控体系,这将对我国货币政策工具与目标的选择,以及推动金融体系由“间接融资为主导”向“直接融资为主导”转变,并建立新型金融调控体系具有重大意义。

事实上,传统的统计口径已经不能真实反映中国货币流动性的创造。一直以来我国的货币政策框架对金融市场的关注度不高,但近年间中国金融发展的广度和深度都有了非常大的变化,经济虚拟化程度越来越高,虚拟经济不再是实体经济的“参考指标”,特别是居民金融资产迅速增加以及企业债券、股票等直接融资占比迅速扩大,传统统计口径造成了对货币供应量的低估,货币创造更多地产生于为投资和资本资产头寸融资的过程之中,这就需要新的统计口径来刻画这种变化,因此,“社会融资总量”的提出正当其时。

不久前,央行已经明确2011年要以“社会融资总量”取代“货币信贷”增强央行宏观调控的直接效力,这种取向的改变会不会对货币政策目标、工

具,整个社会融资规模以及资产价格带来新的变化呢?

## 中介目标暂不会大调整

就货币政策中介目标而言,短期内银行信贷规模一定程度上还是货币政策调控的中介目标,这样的判断基于两点考虑。第一,银行信贷和直接融资比,有一个重要差别,就是信贷通过货币乘数创造货币,进而可能影响直接融资,而直接融资不创造货币。而且,目前银行信贷占社会融资总量的比重大。所以,控制银行信贷是控制社会融资总量和总体流动性的关键;第二,除了利率变动对贷款需求的影响外,央行对信贷供给方面也有一系列的调控手段包括对银行的窗口指导。而除了利率变动影响资金成本以外,央行对直接融资的调控手段有限。

## 融资结构有积极变化

2011年,央行已经明确要把“控制通胀,把好流动性总闸门”作为未来一段时间内货币调控的重点,因此,全社会的社会融资总规模会受到一定限制,这也意味着信贷与企业债、国债和股市融资的比例结构会发生一定变化,主要是因为,从规模看,股市融资的规模在全社会融资规模中的比重仍然偏小,股市融资额的变化对全社会融资边界的影响较小,而且相对而言,流动性不易在实体经济内循环。而另一方面,国家在《国民经济和社会发展第十二个

五年规划纲要》提到了显著提高直接融资比重,政府工作报告中也强调提高直接融资比,同时扩大股票市场融资比例和债券市场的融资规模,以逐步推进中国金融体系由“直接融资”为主导,向“间接融资”为主导的重大转型。

## 市场利率重要性上升

货币政策对间接融资和直接融资的一个共同影响渠道是通过价格型工具,即利率的变动体现的。重视社会融资总量意味着央行要灵活地使用利率杠杆,特别是基准利率外的市场利率,市场利率的变化会明确反映融资、借贷资金成本。从本轮货币调控的情况看,尽管基准利率变化并不大,但本轮调控总体资金成本的上升幅度大于基准利率的提高幅度,如其他市场利率,如Shibor利率、三年期互换利率以及十年期国债收益率普遍上扬,这使得尽管整体流动性的流动性紧张,因此,随着“社会融资总量”为纲的调控体系的建立,货币调控就要逐步改变通过主要依靠数量型工具和窗口指导来控制信贷增长的模式,而更多发挥利率对金融资源的配置作用。

## 资产价格将受更多关注

由于社会融资总量在统计口径中引入了重要的两项证券资产来源——企业债和股票发行,因此,未来货币政策的中介目标应该逐渐从单一实体经济目标

(控制通胀或经济增长)转移到实体经济+金融稳定的双重目标(通胀+增长率+金融资产价格与收益率)上来,这表明我国的金融调控将兼顾实现虚拟经济与实体经济平衡的定位。尽管目前资产价格还不具备作为我国货币政策独立调控目标的条件,但是有必要将其作为货币调控的辅助监测指标纳入央行货币政策操作的视野。在具体政策操作中,央行很可能将建立与资产价格相关的指标体系,形成考虑资产价格波动因素的货币政策传导机制,这样不仅有利于货币政策为资本市场松绑,也有利于根据市场走向和虚拟资产价格变化对宏观经济影响程度的估计做出相应判断,决定货币政策的力度和货币政策工具的组合类型,进而构建均衡实体经济与虚拟经济的货币政策操作框架。

当然,社会融资总量对于我国而言,还是一个新概念、一个新生事物,其统计范围、统计口径需要一个逐步完善的过程,建立以“社会融资总量”为纲的金融调控体系还将面临许多待解的难题,例如,如何完善统计口径,更全面地反映货币的创造?如何积极推进利率市场化、汇率市场化以解决机制不完善所带来的信号传导不畅问题,以及如何建立完善金融监管体系等。这些问题都需要我们做更充分的准备。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

# 焦点评论

# 流动性泛滥暂缓提准”空间缩小

王亚玲

由于央行在2月对全国40家金融机构实施差别准备金率,新增贷款开始得到控制,2月份大约为5500亿元,较去年同期减少约1500亿元,回收流动性初见成效。近日,央行决定取消部分银行在2月份被上调的差别准备金率。

值得关注的是,近期公开市场资金大量到期,仅3月份到期资金就有6870亿元,再加上新增外汇占款,保守估计有近万亿资金注入到银行体系。这意味着流动性压力依然较大。

在控物价为今年首要政策目标的前提下,法定存款准备金率是否有必要继续上调呢?我们认为,近期法定存款准备金率上调空间较小。

首先,法定存款准备金率杀伤力太大,容易误伤中小银行,相比之下,差别准备金率更为科学。一般而言,大型银行服务于大型优质客户,中小银行服务于中小企业。大型银行贷款规模要高于中小银行,如果央行根据新增信贷规模总量调控,在总量较大的情况下上调法定准备金率,中小银行就要承受大型银行过度放贷带来的后果,而解决了90%就业、创造了

60% GDP的中小企业融资将更加困难。而差别准备金率则不同,其只针对过度放贷的银行,能有效避免误伤中小银行,也就从根本上支持了中小企业。

其次,外部经济的不稳定性对我国经济复苏不利。近期北非中东政局动荡,促使国际原油价格不断飙升,我国将会面临着由于石油等大宗商品价格上涨带来的输入性通胀,经济走势的不确定性增加,再次上调法定存款准备金率,不利于经济稳步复苏。

最后,管理工具的灵活性应该得到进一步拓展。例如,针对近期的流动性释放,公开市场操作的效果就比较好。3月8日,央行通过正回购操作回收资金1100亿元;3月10日,央行发行央票320亿元,一改此前连续两期10亿元的低发行量状况。

虽然,近期因石油等大宗商品的价格走高使得输入性通胀的预期增强,但总体消费者物价指数(CPI)可控制在4.6%-4.8%之间。因此,我们预计,央行在3月份再次上调法定存款准备金率的可能性较小,将主要通过公开市场操作回收流动性,一旦新增贷款规模再次反弹,差别准备金率将再次实施。

(作者系哈尔滨银行首席研究员)



ICLONG/画 孙勇/诗

汽车都用新能源?目前形势难乐观。落后技术将淘汰,新兴产业要发展。市场支持是根本,政策补贴不长远。升级从来靠竞争,自强才是定心丸。

# 国企真的被全社会冤枉了吗

贺军

今年全国两会上,一个有意思的现象是,不少国企人士为自己“喊冤”。

先是国资委官员为央企“哭穷”。这些官员称,央企的毛利润是1万多亿,首先要交20%的所得税,剩8500多亿。1万亿里有88%的利润来自上市公司,而上市公司只有60%的资产是国有控股,40%的资产是股民和战略投资者的。在这40%资产中,约3000多亿要回报给股民,央企只剩下5000亿左右的利润。在这5000多亿中,要扣除20%为国家发展的风险基金,只剩下了3000多亿,央企还要上交国有资本收益600多亿,所以实际上央企的可支配利润只有2000多亿。对于这2000多亿的用途,2000多亿要用于央企的发展,还有1200多亿的职工,700多万农民工和600多万的离退休职工的吃饭问题。此外,这部分钱央企还要解决大量的历史遗留问题。

一位国有商业银行行长说,在上缴

红利问题上,国企又一次被媒体和民众妖魔化了。他还说,国有企业每年都需要新的投入,如果财政不拨款就应该用企业的利润留成。很多人认为国企截留利润用来给高管和员工发工资,其实企业利润和企业工资是两条线,关于国企高管的工资,国资委是有严格规定的。他说,最基本的原理都没有搞明白就在那里嚷嚷,很让人费解。

另一位官员表示,如果国企红利上缴比例提高太快或者太高,无异于杀鸡取卵。国有企业情况千差万别,有“失独头”也有“小萝卜头”,即使在同一行业里也不能“一刀切”。

在我们看来,这些观点都是国企利益集团的共同表达。为什么今年对国企的指责增多?国企都是被错怪的吗?在我们看来,国企问题并不是简单算一算收益分配账那么简单。

首先,国企上缴红利本来就不少。财政部数据显示,2010年国有企业只拿出5%左右上缴“红利”。按国际惯例,上市公司股东分红比例为税后利润分配利

润30%-40%之间,国有资本向国家上缴盈利普遍高于这个水平,英国盈利较好的企业上缴盈利相当于其税后利润的70%-80%。根据财政部去年5月公布的《国有资本经营预算编制情况》,从2007-2009年,一共收取中央企业国有资本收益1572.2亿元,而资本经营支出则高达1553.3亿元。这表明,3年来的收支结余仅剩19亿元。另一组数据还显示,2010年,中央企业国有资本经营预算收入预计421亿元,加上上年结转收入19亿元,合计440亿元。在支出方面,中央企业国有资本经营预算支出安排440亿元。可以看出,这几年央企上缴的国有资本收益绝大部分被以各种项目的名义返还给了中央企业,变成了“左手倒右手”的游戏。

其次,国企的成本中有“猫腻”。国企高管的名义工资的确是受管着的,但不能只盯着高管的工资清单。在国企的成本中,已经包含了巨大的福利和隐形职务消费。大到国企一次拿出数十亿买办公楼,拿出数亿巨额资金借给开发

商以换取低价为职工购买商品,小到国企为办公楼装数百万元的吊灯,小到国企在通胀期间为员工提供价廉质劣的饭菜。这些花费都是被打入“账本”的。

第三,外界对国企的批评不只是分红问题,还包括垄断市场、扩张地盘,挟政策资源优势到处逼抢市场。全国政协委员、湖北省工商局副局长郭跃进提出,对需要国家出资经营的垄断性行业,比如石油、电力等,应提高“红利”上缴比例,同时实行严格的收费成本核算、价格听证和职工工资、福利水平以及职务消费公开等制度,接受全社会监督。

可见,国有企业之所以引起普遍的社会不满,是因为它们拥有特殊的垄断资源,以并不公平的方式参与竞争,但其收益却没有为全民分享。在某种程度上,国企变成了一部分人民的企业,而不是真正的全民所有。在这种情况下,国企高管如果批评者“胡扯”,很容易把国企与老百姓对立起来。别忘了,在理论上,每个草民都应该是国企的“老板”之一!

(作者系安邦咨询高级研究员)

## 直言不讳 | Call a Spade a Spade |

# 收入增长和经济同步应该只是最低标准

晏扬

温家宝总理在今年的政府工作报告中指出,要全面改善人民生活,努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步,逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重,提高劳动报酬在初次分配中的比重,加快形成合理的收入分配格局。

“让人民生活得更幸福”是近年来全国和地方两会的一大主旋律,这不仅体现在政府工作报告中,体现在“十二五”规划草案中,也体现在人大代表、政协委员的热烈讨论中。毫无疑问,让人民生活得更幸福,最重要的一点就是不断增加百姓收入,保持居民收入较快增长。各种数据显示,我国居民收入占GDP或国民收入比重一直在下降:1978年至2007年,全国GDP年均增长9.8%,居民收入年均增长7%,低于GDP增长速度;1995年至2007年,政府财政收入年均增长16%,城镇居民可支配收入年均增长8%,农民纯收入年均增长6.2%,均低于财政收入增长速度;1995年居民收入占国民收入比重为67.2%,至2008年下降到57.1%。在此背景下,提高居民收入在国民收入分配中的比重无疑及时而必要,体现了政府“还富于民”、“藏富于民”的善意,显现了中国的发展从追求“国强”到追求“民富”的华丽转身。

与“十一五”规划纲要相比,“十二五”规划纲要草案将我国年均经济增长目标从7.5%降低至7%,同时将城乡居民收入增长目标从5%提高至7%。一升一降之后,预期中的经济发展与居民收入保持了“同步”增长。但应该看到,仅仅实现居民收入增长和经济发展同步,只能保持居民收入占国民收入的比重不下降,而不能提高居民收入在国民收入分配中的比重,甚至难以提高劳动报酬在初次分配中的比重。换言之,要提高居民收入在国民收入中的比重,

就需要使居民收入增速高于经济增速,而不仅仅是“同步”增长。

实际上,这个问题已为一些专家学者所关注。今年2月,国家发改委“十一五”、“十二五”规划专家成员、中国宏观经济学会秘书长王健在50人论坛上指出,“实现居民收入增长和经济发展同步”与“提高居民收入在国民收入分配中的比重”不相吻合,因此他认为居民收入增长目标应该进一步上调。如果居民收入增长快于经济增长,则意味着居民分享“经济蛋糕”的比例增大,政府和企业分享的比例缩小。

近年来,不少民众对收入增长缓慢颇有怨言,甚至引发过“国富民穷”的大讨论。理性而言,改革开放以来居民收入一直在增长,百姓生活一直在改善,可能是由于经济增速太高,才让居民收入增速显得较低。经过30多年的快速发展,中国经济已到了转型升级的关口,不大可能持续以10%左右的高速增长。当经济增速降下来后,应该让居民收入增速比经济增速高一些,这既是为了弥补过去几十年的历史欠账、更好地追求“民富”,同时也是为了提高消费对经济增长的贡献率,以保持经济发展后劲,促进转型升级。

应当承认,实现居民收入增长和经济发展同步相比过去已是一大进步,若能实现实乃民众之幸,而让居民收入增速高于经济增速,现实语境下似乎显得过于高调。但是,若要提高居民收入占国民收入的比重,就必须让居民收入增长快于经济发展,这是最简单不过的一道数学题。同时,基于现实国情,也许只有将居民收入增长目标定得更高一些,在各种因素的制约下,最后才能确保居民收入增速不低于经济增速。提高居民收入比重是收入分配改革的重点,关系到分配改革的进程和成效,个中关键显然在于政府能否“让利于民”、下决心“藏富于民”。在这方面,需要政府拿出足够的魄力和勇气。

# 保障房建设仅有宏大目标远不够

杨丽花

住建部表示,今年将在全国开工1000万套保障房;今后5年,我国将新建各类保障性住房3600万套。中国住房保障正在弥补前几年的“欠账”。这些耀眼的数字,除了引起地产业震动外,也令期望保障性住房的普通民众兴奋之余颇多担忧。

笔者认为,巨量保障房建设数字,不能仅仅提出一个数字,还必须有有效的机制来保障其落实。为保证1000万套保障房建设的到位,住建部从2月21日起与各省、自治区、直辖市以及计划单列市签订保障性住房目标责任书。这份“军令状”强调,各地保障房必须在今年10月31日前全部开工,否则主要领导将遭到严厉处罚。但具体如何考评,主要领导又指的是哪个层次的领导,如果完不成将会受到什么程度的问责,这些都没有具体指标。在行政系统上有政策下有对策、虚与委蛇、阳奉阴违现象十分普遍的情况下,单单一份责任书,无法消除人们的担心。

远的不说,今年初国务院办公厅发出通知,要求尚未采取住房限购措施的直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市,要在2月中旬之前出台住房限购细则。但是在规定时间内仅有少数城市出台了限购令。而至今也没有看到中央政府对此问责的消息。

## 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pp118@126.com。