

消除负利率才是当务之急

央行首次将银行保证金存款纳入存款准备金缴存范围，这意味着目前的通胀压力并非如此前人们所预期的那样已经得到缓解。目前市场的流动资金利率呈现出扭曲的局面，在负利率之下，大量存款在银行体外循环，银行非贷款业务飙涨，导致社会融资总额过高，这实际上是存款者和银行进行金融创新的结果。低利率成本使得资金效率大打折扣，影响到银行金融机构的业务发展，而且也不利于我国经济结构的转型与升级。

周子勋

就在市场预期加息不可避免的时候，银行业内人士表示，央行近日已下发通知，将银行保证金存款纳入存款准备金缴存范围。此次纳入上缴基数的保证金存款包含承兑汇票、信用证、保函三部分，自9月5日起分批上缴。

抗通胀意图明显

根据央行的统计数据，截至2011年7月末，金融机构的人民币单位项目下保证金存款余额为44222.36亿元，如果再加上个人保证金存款余额192.80亿元，共计44415.16亿元。简单测算一下，如将存款准备金率考虑为21%的平均比例，则商业银行体系累计需上缴的存款准备金在9500亿元左右，相当于上调了3次存款准备金率。

这是央行首次将银行保证金存款纳入存款准备金缴存范围。这意味着目前的通胀压力并非如此前人们所预期的那样已经得到缓解。在原有存款准备金率实施有限的情况下，当前的保证金存款政策显示出央行在抗通胀方面灵活性及针对性意图明确。自2008年以来的宽

松货币政策已经使得国内的通胀压力持续维持高位运行。消费者物价指数(CPI)数据在6月份达到6.4%新高之后，7月份再次突破，而从目前的运行情况而言，随着猪肉价格的假摔，以及蔬菜价格的反弹，8月份的CPI将难以扭转。因此，随着央行在货币政策工具上的不断创新，抗通胀将会一如既往地贯彻下去，加息的频率会进一步放缓。

从全球环境来看，量化宽松货币政策显现出恶劣的副作用。新兴国家出现通胀压力，从去年开始新兴国家不得不实行紧缩的货币政策，以应对8%左右的通胀率。而发达经济体出现滞胀趋势，英国、欧元区节节上升的消费者物价指数显示，量化宽松走到尽头，通胀风险开始抵销量化宽松的成就感。与此同时，各国政府债务危机此起彼伏，美国国债首次失去3A级别，随后日本再被降级，欧债危机阴魂不散。因此，国际经济环境的不确定性使得目前的政策受到巨大压力。

负利率下的利率扭曲

值得注意的是，当前任何政策的实施实际上都是通过各方利益的博弈

而妥协出来的一个方案。因此，毫无疑问存在着一些利益的牺牲，正如此前外管局局长易纲说的那样，当前的利率很舒服，而这个前提就是一直持续一年多的负利率，人民币持续对内贬值对外升值。正是长期的负利率问题，使得目前的政策成为各方利益集团博弈的焦点。

随着央行货币政策的持续紧缩，市场的流动资金利率呈现出一种扭曲的局面，一方面国有以及地方融资平台的资金来源较充足，而且成本相对较低；另一方面大量中小企业的资金成本压力不断上升，民间借贷成为其主要来源，高利贷问题已经给我国的金融体系安全带来不稳定因素。在负利率下，银行因极低的融资成本，进行高风险投机的偏好大大增强。在民间借贷利率居高不下的诱惑下，银行也开始加入到了民间借贷的行列中。

如果说目前的利率让央行很舒服的话，那么负利率已经成为目前各方面最大的问题，调高保证金存准率，对央行控通胀的确是如虎添翼，但问题是，目前社会融资总额过高，却是负利率导致的必然结果。目前中国的存贷差高达3%，在世界上是很高的。公众承担的是“负利率”，企业承担的是高融资成本，都不“舒服”，而真正“舒服”的是银行。从我国银行利率走势来看，在1990年9月—2010年8月这240个月中，约有80个月出现了负利率现象，分别是1992年12月—1995年11月、2003年11月—2005年3月（不包括2005年1月）、2006年12月—2008年10月（不包括2007年1月）和2010年2月至今。由此可见，负利率在我国是一个非常普遍的问题。

千万不要神化限购令

谭彬彬

据中国指数研究院2011年7月中国房地产指数系数百城价格指数显示，2011年7月全国100个城市住宅平均价格是8874元/平方米，较6月上涨0.21%，其中66个城市的价格环比上涨，大多是二三线城市。50个未限购二三线城市无一下跌，37个城市价格反而出现小幅上扬。

政府之所以使出限购令这个“杀手锏”，其实就是要高压打击投机炒房行为，遏制房价过快上扬。然而，我们也必须看到限购令推行遇到的巨大阻力，正如浙江台州颁布的限购令，仍然显现了地方政策制定的漏洞与治理的乏力，比如台州限购只限市区不限郊区，其次就是只管新房不管旧房。从中可以得出，地方政府对限购仍然持消极的态度，主要根源就是限购直接导致了土地财政收入的下滑减少，这对于捉襟见肘的地方财政无疑是雪上加霜。

政府的这次限购“猛药”对调控房地产市场，尤其是打压高房价具有立竿见影的效果，但是如果不能把握调控

的火候，将会产生连锁的负面效应。一是，限购不能将户籍问题作为牙头的重心点，过度强调户籍壁垒限制，有户籍歧视之嫌疑，也不利于推进城乡一体化进程；同时，由于地理区位以及功能划分与一线、省会城市不同，比如一般地市级都要管辖几个县（县级市），在此情况下依据户籍进行“一刀切”限购的话，很容易适得其反，达不到调控的效果和力度。

二三线城市的限购措施只是抑制房地产市场过热的权宜之计，但不可作为治疗房产市场的长效良药。其实，房地产问题更多是当前我国经济结构发展不合理叠加的结果。要想达到治标又治本的疗效，就必须控制住政府的印钞机，不断改善目前恶劣的投资环境，尤其是广大中小企业融资难问题，让大量的“钱流”能够找到真正的蓄水通道，能够彻底被实体经济所吸纳。除此之外，还要100%地落实保障性住房责任，保障保障性住房分配的公平、公正与透明，从而满足居民现实住房需求。只有这样，房地产市场才会逐步走向良性发展的道路。

流动性过剩才是通胀的元凶

王勇

根据商务部公布的数据，7月份，猪肉价格环比上涨11.7%，涨幅位居食用农产品价格领涨榜前列。以当前一种流行的观点看，眼下猪肉价格领跑CPI，而CPI上涨，就意味着我国下一步通胀会更加严重。因此，猪肉价格涨幅过大确实是引致通胀的元凶。

但笔者认为，根本不存在这种逻辑关系。实际上，引致通胀的真正元凶是流动性过剩。

就当前情况而言，我国既存在着由于供给不足而引起的供给短缺型物价上涨，比如当前的猪肉价格上涨拉高CPI；还存在着货币超量发行形成的流动性过剩型物价上涨。这两种物价上涨现象，对通胀的影响程度是截然不同的。

目前猪肉价格的上涨，只是通胀中的一个突出的现象，而不能成为产生通胀的标志。对于猪肉价格上涨，

政府应采取的政策措施主要就是加大政策支持力度，扶持规模养殖，增大市场供应。眼下要适时向市场投放中央储备和地方储备的猪肉，采取有力措施稳定生猪肉品市场供应；进一步加强生猪屠宰行业监管，在保证市场供应的同时保障质量安全，防止注水肉、病害猪肉流入市场。战略措施有：十二五期间，每年继续安排中央投资25亿元支持生猪标准化规模养殖场(小区)建设，并视情况适当增加投资；各地要继续按照每头每年100元的标准，对能繁母猪发放饲养补贴；继续实施生猪调出大县(农场)奖励政策，将奖励范围由目前的421个县增加到500个县。可以说，这些政策措施，对于平抑市场猪肉价格，解决猪肉价格上涨过快问题是会产生积极效果的。

货币超量发行形成的流动性过剩型价格上涨。为应对金融危机给我我国经济带来的负面影响，促使我国经济早日企稳回暖，我国进行了连续两年的总量达

18万亿的超量货币信贷投放。近两年又为收购大量增加的外汇资产而新增5.5万亿外汇占款。这使得我国国内市场出现了严重的流动性过剩。这些过剩流动性形成了包括CPI、PPI以及大宗商品价格在内的物价总水平不断上涨的现象。这也许是我国应对金融危机所必须付出的代价。因此，解决货币超量发行形成的流动性过剩型价格上涨，就是解决真正意义的通胀问题。否则，即便是猪肉价格上涨得到了抑制，可能还会出现粮价、油价、房价等等其他商品价格的轮番上涨。

在解决流动性过剩价格上涨方面，管理层应采取的政策主要有：

第一，央行应把货币政策视野从CPI扩至物价总水平，将包括资产价格在内的广义价格指数作为货币政策关注的目标，货币政策调控也需要更多地关注资产供应和需求。

第二，进一步管好流动性应成为当前央行的工作重点。要把好流动性总闸

负利率负面影响大

在负利率之下，大量存款在银行体外循环，银行非贷款业务飙涨，导致社会融资总额过高，这实际上是存款者和银行进行金融创新的结果。只要负利率不改变，即使上调保证金存准率抑制了非银行贷款业务，但也会出现其他形式的金融创新，从而导致社会融资总量无法控制。

长期负利率带来的结果就是使储户的存款缩水，因此，就普通老百姓而言，在物价持续上涨的压力下，只能采取存款搬家的途径来保值增值，于是形成了大量的金融脱媒，最终使得大量的民间资本和地下钱庄处于正规金融体系之外，这非常不利于当前我国金融体系的稳定与发展。此外，虽然不加息为地方政府债务提供了喘息的机会，但是从目前的地方政府债务分解上来看，大量的债务都被投入到了低水平的重复建设上，民生社会保障的欠账却没有解决。可见，低利率成本使得资金效率大打折扣，这反过来影响到银行金融机构的业务发展，而且也不利于我国经济结构的转型与升级。

综上分析不难看出，虽然目前而言，央行在抗通胀压力下，通过政策工具的创新解决了加息带来的不利冲击。然而从我国的经济发展来看，尤其是在居民消费上，长期的负利率以及物价的高位运行，将给我国的消费带来巨大压力。因此，要使消费保持稳定增长，改变负利率问题才是解决之路。

焦点评论



98家上市房企背负1万亿元债务

房企负债过万亿，业绩增长已乏力。楼盘存货虽扎堆，房价走势却牛气。貌似民众在观望，实为官商互博弈。调控手段持续紧，看你让利不让利？

朱慧卿/漫画
孙勇/诗

■经济时评丨Hot Topic丨

警惕民间信贷市场“高利贷化”风险

温建宁

据《温州民间借贷市场报告》披露，温州借贷市场规模已有1100亿元，年综合利率水平为24.4%，民间借贷市场利率之高由此可见一斑。民间借贷市场本来应该是“资金互助、调剂余缺”的功能，现有演变为巧取豪夺的高利贷市场的可能性。转手从事赚取高额息差收益的资金供给者，实际上有些成了名副其实的“资金掮客”。地上金融系统和地下民间借贷本来是两条平行的轨道，但如今比历史上大多数时候都结合更加紧密，正是它们不择手段谋取非正常利润的冲动，在很大程度上加速酝酿着市场风险，干扰了转型期金融业正常秩序，影响了国家重大产业扶持政策的进展。

通过温州样本观察和推断，参与高利贷市场的资金规模不会少，来源和资金构成都很复杂。对这部分资金流向和规模的关注，已经引起银监会的高度重视。有人匡算这部分资金高达3万亿，这一数字的真实性尚未得到确证，但也说明高利贷市场的渗透能力和影响面。温州市大约有9成的家庭和6成的企业都深度卷入其中，一旦发生借贷链条断裂，就会引起社会各个层面的震动。

资金选择不劳而获囤积高利贷市场，资本市场因为缺钱“失血”而跌跌不休就是最正常不过的现象了。上半年资本市场受制于资金缺乏的影响，股指上行乏力不说，8月份还不断跌破重要支撑位置，一度创出2437点年内新低。

从资金逐利的角度来观察，企业拿富余的自有资金去追求高收益，是企业经营活动的重要组成部分。这是资金或资本的天然属性，也是企业投资行为的最大追求，本无可厚非。商业银行对落实“三个办法一个指引”贷款新规进行检查时，发现有些商业银行贷后管理上存在忽视受托支付要求的现象，受托支付的比重远低于银监会80%的基本要求，导致贷款资金流向民间借贷市场疯狂套利而无法监管。借贷盛行的东部沿海地区，资金借贷利率可以达到月息3%至5%，要是乘以12个月折算成通常的年利率，则是36%至60%，超过一般企业主利润率，套利空间十分巨大。

通过分析温州样本中资金流向，可以发现4点值得警惕的问题：

第一，用于一般生产经营的资金380亿，占比35%，可见中小企业生产经营成本之高，企业面对直接贷款的困难之大。

民间高息信贷市场火爆，中小企业，特别是资金密集型的加工企业是主要的资金需求方。当前商业银行信贷“傍国企”现象突出，贷款重点过分投向国有企业或地方融资平台，中小企业信贷需求满足问题，一直是个“阳光照不到的角落”。中小企业数量众多，吸纳了大量就业人口，在经济活动中适应性强，对市场信号反应敏捷，是最具有创新活力的成分之一。但却因为体制和机制的约束，难以在商业银行信贷额度竞争中占有优势，通过正常银行渠道获取生产经营必要的资金，去满足企业正常运转的资金需求。当信贷偏紧、资金匮乏的时候，企业因为没有其他有效途径，得到充裕流动性的必要支持，为了维持生产的连续性，迫不得已只能选择高利贷，结果滋生出畸形繁荣的民间高利贷市场，以及寄生在这个市场数量众多的放贷者。

第二，用于房地产项目投资或

集资炒房220亿，占比20%，宝贵的资金流向房地产领域，一定程度上说明了房产商都敢承接高利贷提供的资金，能承受得起24.4%以上的资金使用成本，房地产市场无疑是当前社会的暴利之源。

民间高息信贷市场红火，资金的供给方并非简单的居民“散户”，银行信贷资金扮演了重要角色。据担保行业知情人士披露，这个民间借贷市场需求和规模都很大，资金的供给者不仅包括担保和典当公司，还包括大量国有企业 and 上市公司都在“浑水摸鱼”。在巨量投资聚集拉动效应下，国有经济成分具有更加便利的条件，能够轻易获取社会金融资源。在一定时期内，比如刺激政策创造大量货币供给的时候，创业板大规模推出的时候，信贷资金集中投放给了国有企业和上市公司，致使这些企业低成本获取了大量富余资金，成为稳健货币条件下的“有钱一族”。一时间虽然“富得流油”手头资金宽裕，却苦于经济转型投资机会偏少，短时间没有好的投资项目，让资金无效率闲置更是无法忍受，不排除这些企业出于资金利用率的考虑，委托或变相操作促使资金流入民间借贷市场。

第三，用于还贷垫款、票据保证金垫款和验资垫款等的短期周转220亿，占20%，这正好说明没有真正发挥作用，处于中间环节的资金数量过多，而且效率低下。

整个社会货币紧缩下普遍资金短缺的现状，造就了高息使用资金的实际需求。这样，很多有闲钱的个人和企业蜂拥而入抢占先机，某种程度上就造成了数万亿资金规模的场。这些资金都是变相或转手财务公司，直接间接参与了高利贷复杂的资金流通渠道，人为抬高实体经济使用资金的成本，影响了资源配置的根本效率。

同时，直接“炒钱”带来的超额收益，也深深刺激了生产和制造领域的资金神经，它们选择抽取实体经济领域留存的资金，疯狂进入了追逐高利润的行列，不断推高了民间借贷市场的风险和泡沫。这些资金，既脱离生产领域客观规律束缚，也脱离金融监管体系监控的资金流，就囤积在蚕食高利润的投机领域，并呈现无规律的逐利漂移的形式。结果，迫切渴求资金的制造业，则因利润率低而缺乏吸引力，成为资金不断流出的领域，生产规模的降低和生产能力的收缩，就成为了无奈的现实。

第四，民间借贷市场异化为高利贷市场，并非社会福音。恰好像一枚硬币的两面，利的是躺在资金上轻松获利的寄生者，亏的是使用资金、辛辛苦苦创造社会财富的建设者。出格的如此之高利率，虽然对盈利企业来说，是一笔不菲的飞来横财，可以改善和美化企业的财务报表，但对贷款企业而言，奇高的融资负担和成本支出，势必给企业经营行为套上高成本的资金枷锁，致使企业经营风险被异常放大，随时面临被风险摧毁、或被风险压垮的局面，对复苏中的经济和扩大就业产生不利影响。这种现象，对当前金融秩序造成直接危害，也直接影响金融资源良性配置的总体效率，将导致经济不平衡性加剧，金融运行风险最终聚集和放大。

笔者以为，逐步放松利率管制，推进利率市场化改革，消除名义利率和实际利率的差距，推动民间利率形成机制走向合理化，引导企业专注主业生产、培养受人尊重的市场主体，将是当务之急。

(作者系上海金融学院公共经济管理学院博士)

联系我们

本版文章如无特别说明，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。