

培文书系 社会文化观察

金融危机中的

中国金融政策

巴曙松 著



在这次金融危机之后，我们看到世界经济格局开始出现意味深长的变化，中国经济金融体系在全球的相对重要性有所提高。这与危机中中国政府及时有力的金融政策密切相关，但如何在系统性风险增强的全球化时代加强自身实力，还需要不断的探索和改进。本书不仅探讨了已经完成使命和正在发挥作用的金融政策，而且分析了未来中国金融政策的趋势。



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

培文书系 社会文化观察

金融危机中的 中国金融政策

巴曙松 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融危机中的中国金融政策 / 巴曙松著. —北京: 北京大学出版社, 2010. 6

(培文书系·社会文化观察)

ISBN 978 - 7 - 301 - 17288 - 9

I. ①金… II. ①巴… III. ①金融政策 - 研究 - 中国 IV. ①F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 101382 号

书 名: 金融危机中的中国金融政策

著作责任者: 巴曙松 著

责任编辑: 陈 莉

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 17288 - 9/F · 2534

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62750112
出版部 62754962

电子邮箱: pw@pup.pku.edu.cn

印刷者: 北京飞达印刷有限责任公司

经 销 者: 新华书店

965 毫米 × 1300 毫米 16 开本 13.5 印张 172 千字

2010 年 6 月第 1 版 2010 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 29.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

目录
CONTENTS



金融危机改变了什么

- 寻找后危机时期的中国金融政策主线 / 3
- 世界经济金融规则需要中国元素 / 22
- 危机后金融监管走向何方? / 30
- 主权财富基金:在危机中接受大考 / 42
- 年金市场:直面危机冲击 / 60
- 城投债:在危机中崛起 / 70
- 公司债券与保险机构的双人舞 / 89
- 从“金融恐怖平衡”到“再平衡”的中国机遇 / 95

与危机脱钩

- 重提脱钩论:信贷周期启动下的中国经济及其影响 / 109
- 赤字财政:金融危机下的政策权衡 / 120
- 再杠杆化:应对金融危机的政策主题 / 127
- 走出危机看内需 / 141
- 地方政府投融资平台风险初露 / 161
- 金融危机带来的版图重构 / 166



目录

CONTENTS

一样的汇率压力,不一样的市场环境 / 176
金融危机后的人民币国际化之路:从周边化起步 / 181
保护危机中的真正受损者 / 188
危机中的货币政策:不只是金融市场的复苏 / 193
中国金融政策直面退出挑战 / 199
地方政府投融资平台:外资看空中国的理由? / 206

金融危机改变了什么



从特定角度看,任何一次规模巨大的金融危机,都是金融体系缺陷的一次集中暴露,从而为金融界的反思与改进提供了机会。虽然金融危机已日渐成为历史,但是,对这次危机的反思和总结刚刚开始。



寻找后危机时期的中国金融政策主线* ///

从 2008 年底全球共同以超常规刺激政策应对金融危机,到 2009 年底,全球金融市场已经基本恢复到雷曼兄弟倒闭之前的水平,从这个意义上说,全球经济进入了所谓“后金融危机时期”,这个时期所面临的 market 环境与危机时期明显不同,必然会促使经济运行呈现新的趋势和特征。

以 2008 年底四万亿元经济刺激计划为代表,中国的超常规经济刺激政策已经取得了明显的成效。结合各方面的预测来看,2010 年将是中国经济经过危机冲击触底之后、进入新一轮经济上升周期的起点,也是宏观经济运行逐步正常化之后、宏观政策相应需要回到正常化状态的一年。

目前市场对于 2010 年的宏观经济趋势达成了大致的共识,总体增长状况可以用“温和”来形容,多数机构预计 2010 年中国的 GDP 增速在 9%~10%,CPI 约为 3%。如果预测没有大的偏差,那么,这种组

* 2009 年 12 月 16 日华创证券研究报告,收入本书时有改动。



合将是十分温和的。从经济增长速度看,基本回到潜在经济增长率水平,这使得在 2009 年十分重要的“保增长”的任务在 2010 年会出现明显的调整,温和的经济复苏环境有助于推动经济结构调整。从物价走势看,如果仅仅考察 CPI 的走势,预计 2010 年全年也相对温和。从推动 CPI 上升的几个主要动力看,翘尾因素大概推高 1 个百分点,各种公用事业等的调价因素大概贡献 0.5 个百分点,其余的空间更多归因为可能的新增涨价因素,例如国际资源价格可能的上涨带来的输入型通胀压力等。但是,即便综合考虑各种因素,CPI 依然属于较为温和的水平。从物价的翘尾因素看,由于 2009 年二季度物价同比基数较低,2010 年年中 CPI 会相对较高,从而 2010 年全年 CPI 分布可能会出现“两头低,中间高”的情况。

从经济增长的季节分布看,主要因为基数和同比的因素,2010 年季度增长同比分布预计会呈现前高后低的格局,但是,各季度环比预测相对稳定。国家统计局预计会从 2010 年开始公布同比的经济数据,这可以作为一个十分重要的判断依据和参照。

因此,与危机冲击还十分显著的 2009 年相比,2010 年应当是经济重新进入上升周期的起点,各个经济指标较之危机时期更为正常,客观上也要求宏观政策“正常化”。同时,经历大规模的危机应对刺激政策之后,中国经济也开始呈现一些新的趋势和特征。考察和把握 2010 年的宏观经济走向,至少应当把握几条主线:宏观政策如何从应对危机的超常规刺激计划中平稳退出并转向正常化;如何在相对温和的增长环境下推进经济结构和增长方式的调整;如何在全球化的新背景和后金融危机环境下推进中国的经济发展。



一、宏观经济政策正常化的主线

无论是全球经济还是中国经济,观察 2010 年宏观经济走势很重要的切入点之一是宏观政策的正常化,即大规模经济刺激计划的退出。“正常化”和“退出”意味着宏观经济政策将从 2009 年的超常规状态,选择适当的时间窗口和政策工具,逐步回到正常宏观经济环境下所需要的正常化的宏观政策。这次危机应对措施是全球主要经济体第一次同步以超常规手段进行经济刺激的尝试,在大规模的刺激逐步产生效果之后,欧美日等主要经济体都度过了最艰难的时期,实现了正增长,如何退出成为 2010 年的一个重要课题。一方面全球主要经济体同步刺激经济前所未有,如何有序退出同样也是前所未遇的新问题。不同经济体究竟会选择哪种渠道退出、如何掌握退出的时间和节奏、政策退出对金融市场和经济会产生哪些影响?这会成为观察 2010 年宏观经济的一个重要主线。

在宏观经济政策正常化的主线下,以下几个问题是值得关注的。

(一) 信贷

1. 信贷投放成为观察宏观经济是否正常化的重要指标

在当前中国以间接融资占主导的融资结构下,信贷始终是观测宏观经济正常化的重要指标之一。在积极财政政策和适度宽松的货币政策的背景下,信贷投放量成为 2009 年最突出的政策主线,也成为 2009 年影响金融市场最为显著的经济变量,实际上如果在二级市场上采取在信贷投放高的月份买入、信贷投放低的月份卖出的策略,收益率可能会显著高出指数。

2009 年的信贷增长对中国经济应对危机发挥了非常积极的作用。然而如此高速的信贷投放,实际上是难以为继的,在宏观经济回

复到正常状态之后,宏观政策的正常化必然涉及信贷投放的调整,适度宽松强调的是宽松的“度”。仅就适度宽松的货币政策基调而言,在 2009 年应对危机时主要强调的是宽松,在 2010 年宏观经济正常化的过程中则必然要强调“适度”。改革开放 30 年,贷款的平均增速大约是 18.4%,名义 GDP 的增速是 15.8%,只相差 2.6 个百分点;2001 年到 2008 年,贷款的平均增速是 15%,名义 GDP 的增长 14.9%,只相差 0.1 个百分点;但是在 2009 年 11 月末, M_2 同比增长 29.74%,大致高于名义 GDP 增速 21%,这个指标作为超额流动性指标,远远超出了历史水平(图 1):1 月至 11 月的信贷投放是 9.21 万亿元,按 2009 年下半年的速度简单推算,2009 年的信贷投放在 9 万亿~10 万亿元之间,如此高速的信贷增长水平不太可能持续。

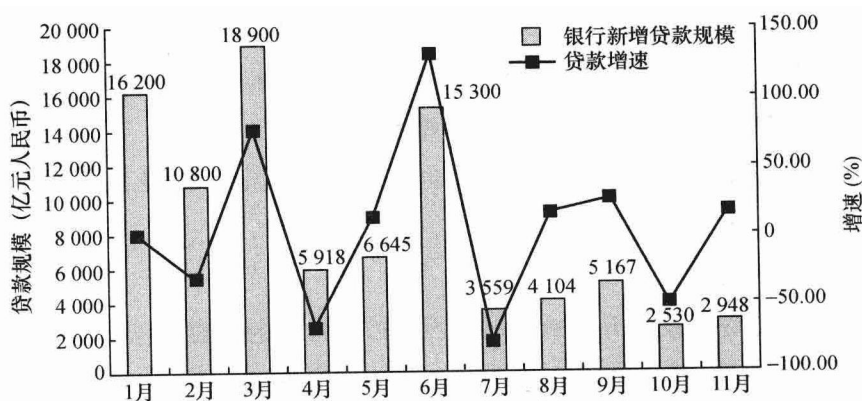


图1 2009年月度新增贷款规模及增速

数据来源:中国人民银行。

在宏观经济运行正常的年份,通常理解的适度宽松的货币政策,强调的是货币信贷的增长是 GDP 的增长加上物价,再预留一点增长的空间,GDP 的增长加上物价可以理解为实体经济增长所需要的信贷的增长。

如果预计 2010 年实际 GDP 增长 9%~10%,CPI 约为 3%,预留

2. 2010 年的金融市场会呈现“宽货币、稳信贷”格局,预计可用信贷资金不低于 9 万亿元

在信贷投放大致稳定的背景下,2010 年的流动性可能依然会相对宽松。实际上,2009 年的庞大的流动性主要是靠银行信贷来创造的,央行真正能直接控制的是基础货币,基础货币在 2009 年的多数月份实际是净回收的。在基础货币层面,2009 年的货币政策并不是想象的那么宽松,只是处于历史平均水平,流动性关键是由银行信贷创造的。2010 年,随着国际收支状况的改善,市场流动性将同时由内部的银行信贷和外部流动性两方面来创造,外部流动性(贸易顺差、外资流入)可能会构成一个新的流动性的增长点。

7



的大幅波动,进而可能会对金融市场形成冲击。

从银行体系本身的运行状况看,2009年,尽管银行体系的信贷投放规模较大,但实际上存贷比并没有显著上升。也就是说信贷增长很快,实际的流动性增加也很快。高储蓄率和宽松的流动性可能会继续支持银行的信贷增长。另外一个重要的约束就是资本金。如果资本金约束通过不同形式的融资缓解了,同时流动性很充足,这时要控制银行的信贷增长是不容易的。从中国银行业在资本市场融资的具体进展看,实际上主要银行的每次融资在客观上都推动了融资银行的盈利能力的提高和市场规模的扩大,因而银行业融资的难度其实并不大,特别是在流动性相对充裕的时期。

尽管2010年的信贷投放可能会逐步恢复到正常化的水平,但是2010年的总体流动性依然相对较为充裕的重要原因,还在于2009年的信贷投放会有一定比率在2010年才真正投入实体经济中。这点可以从不少金融指标观察到。例如,2009年11月的 M_1 和 M_2 出现了非常有趣的变化,历史上在经济复苏时期 M_1 和 M_2 的波动很少是同向的,从2009年10月的数据看,可以显著观察到 M_1 增长在加速, M_2 增长回落,但是到了11月, M_1 和 M_2 同步在加速,同时企业存款显著增长。(图2)这实际上可能表明2009年投放的贷款,特别是投向地方投融资平台和一些大型基础设施项目的贷款,由于贷款人担心2010年的融资环境不会像2009年应对危机时期那么宽松,因此超额贷款并成为企业存款。另外一个重要的印证指标是中长期贷款的增长和项目开工的进度规模出现反常变化。从历史数据来看,企业开工项目肯定有一部分自有资金,新开工项目规模一直是大于中长期贷款规模的,但是2009年中长期贷款投放远高于新开工项目规模。根据上述数据大致推断,即使2010年是7万亿~8万亿元的信贷投放,可供企业使用的资金应该不低于9万亿元。

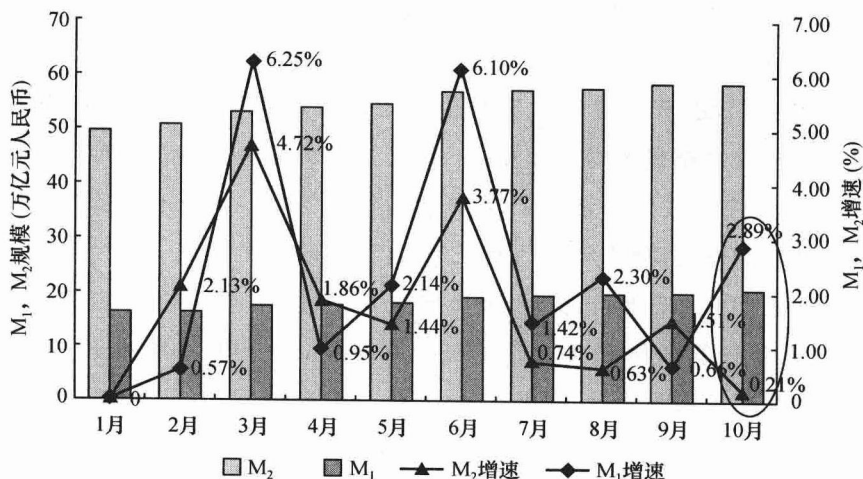


图2 2009年月度 M_1 , M_2 规模及增速比较

数据来源: 中国人民银行。

宏观政策的正常化同样也体现在一些结构性的问题上,体现在财政政策上。如果在2010年继续坚持积极的财政政策和适度宽松的货币政策基调不变,那么,适度的财政赤字是可以预期的,如果按照通行的不超过GDP的3%的稳健指标,2010年的财政支持可能会超过1万亿元,这个指标与美国、日本等高负债国家相比要稳健得多。同时,信贷投放的结构也值得关注,例如,要防止信贷投放在不同季节的大起大落;其次,防止信贷过度向大企业、少数几个行业等过分集中,这不仅要加大银行体系的风险,实际上也抑制了中小企业的发展空间。如果说集中投放给大型企业是应对危机的超常规状态的话,2010年应当更有回旋余地来推动信贷投放的均衡分布。

(二) 管理通胀预期

宏观经济政策正常化的另一个很重要的角度是管理通胀预期。管理通胀预期在研究界也是有分歧的,一种观点认为2010年通胀只是个预期,CPI大致测算只有3%左右,其中还有1%左右的翘尾因素,又预留一部分新涨价的因素,如果公用事业不涨价的话,2010年

CPI 可能还达不到 3% 的水平,因此提出管理通胀预期过于超前,不利于经济的复苏。

事实证明,无论是针对宏观决策还是金融市场投资决策,CPI 和 PPI 的预警性都是值得怀疑的,不仅无法良好地判断通胀,而且在不少时期往往还成为经济运行的滞后指标。例如,在上一轮经济周期中,GDP 增长在 2007 年二季度已经达到阶段性的顶点,进入回落周期,但是 CPI 依旧上行,直到 2008 年 2 月才达到顶峰,当时,企业家产生了更强烈的通胀预期,高价购买原材料,将 PPI 继续推升,所以 CPI、PPI 见顶实际上比 GDP 晚一年到一年半时间,对于宏观决策的参考价值有限。

因此,2009 年底的中央经济工作会议提出“管理通胀预期”,实际上是因为清晰看到了通胀不仅表现在 CPI、PPI 上,还往往表现在资产价格、尤其是房地产价格上,还表现在一些不在 CPI 统计覆盖范围内的商品上。

根据中国经济运行的历史经验,比较明显的通货膨胀的形成往往需要具备三方面的因素,一是实体需求(比如投资或者出口)的大幅增长,二是信贷投放高速增长,三是农产品价格上涨。目前投资已经大幅增长了,信贷投放增长也非常快,所以 2010 年的物价水平受农产品影响非常大。因此,管理通胀预期的政策基调的提出反映了决策的超前性,同时也可以视为宏观政策正常化中的一个重要的观察指标。

(三) 重点在于培育非政府的市场需求

宏观经济政策正常化的另一个需要关注的重点是政策的着力点应当是培育非政府的市场需求,降低对政府投资需求的过度依赖,或者说防止二次探底。1998 年中国应对亚洲金融危机时,也曾采取进行大规模基础设施建设的政策,政府投资刺激了当年经济的回升,但政府的投资力度总是有限的,要有一个安全边界和约束。当政府投



资力度逐步减弱时,如果市场需求不能跟进,很容易导致经济的二次探底。1999年政策制定者为了激发市场需求,推出了住房制度改革等重要举措。现在中国经济在政府投资的带动下回升,但任何政策都有一定的副作用,政府投资也有显著的约束。例如,2009年推动城市化一个非常重要的主体是各级地方政府的投融资平台。据粗略统计,2009年地方政府的投融资平台的负债总规模已经超过了地方政府全年的总财政收入,这至少应该作为一个很重要的指标和边界。下一步如何为城市化进一步融资,依赖地方政府投融资平台推动的政府需求来刺激经济增长实际上面临着边界的约束,这个问题也许不会在2010年暴露,但这个问题值得关注,至少意味着继续依靠大规模的政府投融资平台融资推动政府投资面临日益强烈的预算约束。

关于激发市场的需求,中央经济工作会议对很多领域做了重要部署。第一,怎么激发除政府之外的企业投资需求,防止大型垄断企业在一般领域进行过度扩张,同时要清理对大中型企业和中小民营企业不公平的法规,构造一个平等竞争的氛围,要降低一些高门槛行业的管制,降低垄断性领域进入的门槛,使得充足的流动性有一个投资的渠道。中国的房地产市场特别容易形成资产泡沫与居民缺少投资渠道有很大关系。通过降低医疗、金融、通信等这些社会投资领域的门槛,来激发社会投资的需求。第二,鼓励消费。在应对危机的2009年,中国的社会消费品零售总额的增长较快(图3),这可能意味着中国的消费转型以及消费对经济增长贡献度的提升面临一个重要的拐点,其中既包括劳动者收入的提高、社会保障体系的完善,也包括由城市化的推进形成的新市民的消费能力、迅速扩大的中间收入阶层的购买能力等。

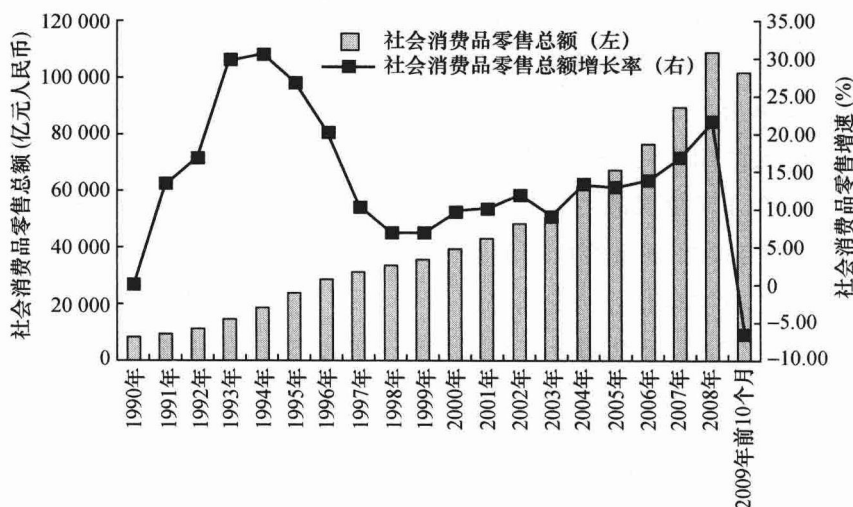


图3 社会消费品零售总额及增长率

数据来源:国家统计局。

在目前的统计口径中,社会消费品零售总额既包括居民消费,又包括政府消费。为了进一步推动消费的增长,预计会有一系列新的措施出台,比如在社会保障方面社会保险的省际转移、税收的优惠等。另外,还可以提高劳动者在国民收入初次分配中的比重。

二、结构调整的主线

金融危机对中国经济的冲击,凸显了经济结构调整的压力,实际上在2007年宏观经济见顶之后,出口就已经面临显著的压力,金融危机只不过使得相关的转型压力更为尖锐。在特定意义上可以说,尽管金融危机对中国经济的冲击表现为对经济增长速度的冲击,但是实质上是对经济增长方式的冲击,凸显的是经济结构转型的压力。考虑到金融危机从全球范围看,可以说是原有经济平衡被打破而重新寻找再平衡的过程,那么,与欧美等经济体提高储蓄率、减少消费、降低杠杆率相对应,中国必然需要降低对出口的依赖,转向推动消费