

宏調變奏

系列之：貨幣篇

當前，中國經濟受到全球經濟不振影響，加上自身轉型和自我調控要求，已經連續三個季度回調。有見及此，官方高層10月展開了密集調研，相繼提出了多項定向寬鬆的金融舉措，為宏調變奏吹響序曲。為此，香港文匯報從即日起推出宏調變奏系列報道，以饗讀者。

編者按



經濟學家認為，緊縮政策在一定程度上加劇了中小企業貸款難的困境。圖為內地某廠生產車間。

內外因素夾擊

宏調「穩字當頭」

宏觀政策將適度微調 貨幣政策回歸穩健

緊縮「矯枉過正」

實體經濟流動性趨緊

自2010年開始的這一輪緊縮政策，中國央行先後12次上調存款準備金率至21.5%的歷史高位，並嚴控信貸總額。此舉雖然在收緊流動性上效果明顯，但加劇了中小企業貸款難的困境，推高了民間借貸利率，部分已開工項目也受資金短缺的影響而停工。經濟學家認為，過去的緊縮政策一定程度上「矯枉過正」，國內實體經濟流動性趨於緊張，政策微調確有必要。

本輪緊縮政策始於2010年4月，為應對樓價增速過快的局面，決策層推出新一輪房地產調控政策打壓高樓價；當年10月，由於通脹節節攀升，決策層選擇加息，退出了金融危機時採取的寬鬆的貨幣政策。今年貨幣政策提出穩健基調，但實質仍為從緊。

樓價拐點加速逼近

如今緊縮政策的效果正逐步顯現。通脹步入下行軌道的趨勢基本，至於樓價，在年末銀行信貸更為緊張之下，個人首套房貸利率上升，以及房地產企業資金壓力加劇，均將加速樓價拐點顯現。但同時，貨幣增速出現嚴重放緩的跡象。9月廣義貨幣供應量(M2)同比增速已經下降至13%，已經低於2008年金融危機時的水平，新增貸款4,700億元，是自2010年1月份以來21個月的最低水平。三季度新增社會融資總額也大幅下跌，從二季度的3.6萬億元下降至2萬億元，季環比下降43%。

瑞德證券亞洲公司董事總經理、首席經濟學家沈建光認為，央行公佈的9月貨幣信貸數據及前三季度社會融資總量數據證明，無論銀行表內表外、直接融資抑或是間接融資，市場上的流動性都已非常緊張，對實體經濟的壓力日益加大。緊縮政策的負面效果也顯現，經濟有所下滑，中小銀行與中小企業的發展出現困境，地方融資平台面臨融資難題，海外形勢繼續影響中國出口，實體經濟運行的風險不斷加大。

此外，興業銀行首席經濟學家魯政委認為，最典型是融資平台貸款不允許展期，到期了必須還款。「這些政策矯枉過正，微調就是對矯枉過正進行調整。」



海外形勢繼續影響中國出口。

歐美主權債務危機短時間陰霾難散，令全球金融與經濟動盪加劇前景不明；中國雖以持續緊縮的政策暫時壓制住通脹猛虎，但經濟下行趨勢顯現，中小微型企業經營艱難，而明年又是十八大召開的重要時點，因此今年最後兩月乃至明年，預料宏觀政策仍會穩字當頭，政策提法上繼續保持穩健貨幣政策和積極財政政策，操作層面則適度微調，尤其是貨幣政策從偏緊回歸真正的穩健。

■香港文匯報記者 海巖

10月29日，國務院總理溫家寶在國務院常務會議上再次提出，「要敏銳、準確地把握經濟走勢出現的趨勢性變化，更加注重政策的針對性、靈活性和前瞻性，適時適度進行預調微調。對於貨幣政策，則提出「保持貨幣信貸總量合理增長，優化融資結構，提高金融服務水平」。這是繼10月24日溫家寶在天津之後，一週內第二次對外發出政策微調的要求，也意味着宏調變奏的序幕正式拉開。

歐美陰霾未散 專家籲「以靜制動」

從去年開始，中國實質上執行了偏緊的調控政策，來回收「四萬億」救市後過剩的流動性，並壓制經濟過熱和通脹的苗頭。但在實行一年多至今，國內外經濟形勢皆發生了巨大變化。

中國經濟連續三個月放緩，第三季度GDP同比增長回落至9.1%，未來將進一步回落。通脹也自高位逐步回落，9月居民消費價格指數(CPI)同比漲幅降至6.1%，官方認為年內價格運行的拐點已經確認，今年最後兩個月CPI漲幅將降5%以下。國際上，歐洲主權債務危機擴散，美國復甦緩慢，歐美

短期內無望走出低谷，全球金融和貨幣局勢不穩。接受香港文匯報採訪的經濟學家均認為，在上述背景下，中國宏觀調控應「穩字當頭」、「靜觀其變」、「隨機而動」。有專家形容，中國經濟列車，正遭遇「濃霧天氣」，握穩方向盤緩步前進才是最佳選擇，「切勿大轉彎、大提速或大減速」。

中央釋新信號 控通脹穩增長並重

一位官方重要經濟智囊向香港文匯報表示，中央政府確實感受到經濟降溫的趨勢，「有些擔憂」，而對於國際形勢，政府中的一些觀點認為，歐美危機持續的時間會很長，「國際經濟形勢可能比2008年更糟糕」。因此，中央釋放政策調整信號，政策重心轉向控通脹與穩增長並重。從高層表態上也可發現，在國務院常務會議最新要求上，不再提及「把穩定物價總水平作為首要任務」。

但這位智囊也指出，宏調會以穩定為主，方向和基調不會改變，所謂適時適度預調微調，主要是操作層面上的調整，繼續從緊的政策恐將難以持續，尤其是貨幣政策回歸實質意義上的穩健。

高層密集調研預熱政策微調

10月以來，官方高層展開密集調研，並在不同場合，相繼提出了緩解地方融資平台、促進在建項目完工、支持中小企業發展等多項定向寬鬆的金融舉措，為宏調變奏吹響序曲。

10月初，國務院總理溫家寶赴溫州調研中小企業和民間信貸問題。10月12日召開的國務院常務會議便確定了金融支持中小企業的數項舉措，包括加大信貸支持、拓寬債券融資等融資渠道、提高不良貸款容忍度，以及減免企業所得稅等。隨後，銀監會印發通知，加大對單戶授信總額500萬元(含)以下小型微型企業的信貸支持。

10月24日，銀監會副主席周慕冰表示，未來更加關注在建項目的信貸支持，確保不要有爛尾樓，不要有半吊子工程出現；

加大對小型微型企業的金融服務；加強對平台貸款的整改，為地方融資平台清理，留出緩衝空間，同時對部分原有限期安排不合理的貸款，在其滿足抵押擔保模式、合同補證到等條件以後，經批准可以適當延長還款期限或展期一次。

10月24日，銀監會印發《關於支持商業銀行進一步改進小型微型企業金融服務的補充通知》，明確小型微型企業貸款適用75%的優惠風險權重等多項政策。

10月24日，國務院總理溫家寶在天津召開天津、內蒙古、江蘇、山東4省(區、市)經濟形勢座談會時首次明確要求「把握好宏觀經濟政策的力度、節奏和重點，適時適度進行預調微調。」

10月24日至25日，國務院總理溫家寶在

天津考察時曾強調，要把握好宏觀經濟政策的力度、節奏和重點，適時適度進行預調微調。5天之後的國務院常務會議再次重申和落實這一政策取向。



溫家寶總理在天津濱海新區調研時，到中航直升機有限責任公司考察。

程量可能會比計劃下降20%左右。此外，中國中鐵隧道集團副總工程師王夢恕也表示，全國範圍內停工的鐵路項目里程在1萬公里以上，其中隧道里程約佔5,400公里。

此次國務院會議再次強調，要保障在建工程的資金需求。10月12日，在財政部減免相關稅費的支持下，鐵道部發行了2011年第一期鐵路建設債券，募集資金200億元；還有消息稱，鐵道部已獲得國家撥款、銀行貸款共約2,000億元，以緩解鐵路建設的資金荒。

貨幣政策傾斜 扶植中小企

分析中央最新精神發現，未來一段時間內，貨幣政策定向寬鬆的主要方向預計將是中小企業融資和在建工程資金需求，具體形式包括信貸支持、專項轉移支付、土地和稅收政策優惠以及政府補貼等。

貨幣政策定向寬鬆自然指向經濟中的缺血領域，哪裡最缺錢，哪裡將獲得寬鬆的政策待遇。中小及微型企業的資金需求最優先落實，在溫家寶總理視察溫州後相關

政策已在落實。

資金鏈條斷裂 部分工程停工

另一亟待輸血領域則指在建工程，尤其是交通領域，公路、鐵路工程被曝大量停工。交通運輸部調研顯示，受資金到位水平低的影響，今年全年的工程進度計劃將受到較大影響，預計全年資金到位率可能會比去年下降25個百分點，實際完成工

勿寬鬆貨幣 宜適當減稅



專家解讀

經濟學家普遍認為，此次宏觀調控進行微調的目的，主要是糾正前期政策中過度緊張的部分，但轉向寬鬆基調，為時尚早。經濟學家建議，應對可能出現的經濟放緩，應更多地發揮財政政策的作用，不能再次依靠大量上項目、大量發貨幣的刺激計劃，而是要減少部分稅費，減輕企業負擔，此舉不僅有擴張之意，還兼具結構調整作用，且無寬鬆貨幣政策的負面效果。

中國社科院副院長李揚向香港文匯報表示，「在高通脹還沒有消退的情況下，實行寬鬆貨幣政策後果會很嚴重，好比高燒沒退就停藥了。」目前通脹走勢平穩，拐點基本確立，但根據國家統計局的數據，9月CPI同比漲幅中，今年新漲價因素貢獻約4個百分點，未來數月新漲價因素仍然較強，預期12月CPI仍將高於4%，全年通脹會超過5%，仍大大高於政府調控目標。

調整資金結構 推進利率市場化

另外，貨幣政策不能放鬆的另一個原因則是，中央對樓價的調控仍在博弈之中。在經歷了一年多的房產調控後，房地產業已迎來量變向質變的轉折期，房地產業正經歷洗牌。安邦諮詢報告認為，如果貿然轉變貨幣政策方向，重開流動性的閘門，不僅難以擠出房地產的泡沫，減小中國經濟的隱患，還有可能重演2009年的瘋狂，將泡沫繼續吹大重演日本的盛極而衰。

國務院發展研究中心宏觀經濟研究員張立群也向香港文匯報表示，政府不宜在實施短期的貨幣擴張政策來支持經濟回升。經濟學家認為，對未來可能出現的經濟放緩，應更多地發揮財政政策的作用，不應盲目出手救市，而要真正做到「適時適度」。

經濟學家建議，在現有貨幣政策上進行微調，不是要大量供應貨幣，而應重點調整資金供給結構，降低政府的資金需求，推進利率市場化。另外，應對可能出現的經濟放緩，應更多地發揮財政政策的作用，增值稅、企業所得稅、地方非稅收費等都存在降低空間，此外還可壓縮政府行政開支、增加民生支出。



貨幣政策將從偏緊回歸穩健。

貨幣政策將傾斜在建工程。圖為湘桂鐵路擴能改造工程。新華社