



您的位置：首页 - 文章选登

汇改将改变基础货币投放渠道(李刚：7月19日)

文章作者：

去年二、三季度宏观调控的滞后效果在今年上半年集中显现，金融系统货币信贷大幅增长的明显动力得到抑制。最新资料显示，今年上半年广义货币供应量同比增长15.67%，比去年同期回落0.7个百分点，人民币贷款同比增长13.3%，比去年同期回落2.9个百分点。

上半年货币政策总体偏松的主要原因有两个：一是宏观经济基本面的回落趋势使得货币政策继续从紧的动力明显不足。去年二、三季度货币信贷增速的环比折年率不足12%，达到通货紧缩时期的货币供应量水平。根据我们对货币政策传导时滞的分析，滞后效果在今年上半年集中显现，即物价上涨动力明显减弱，微观主体的利润增长率明显下降，货币信贷增长平稳，而总体经济增速并未出现下降主要是外需拉动的结果。

二是金融体制改革需要相对宽松的市场资金环境。金融体制改革主要包括利率市场化改革、汇率体制改革和发展以金融市场为主的直接融资品种。3月17日人民银行下调超额准备金利率到0.99%，并表示要进一步下调到零，使得金融体系的必要备付水平下降到3%左右，而上半年月度备付水平最低仅为3.3%左右，明显高于必要备付水平。国内较为宽松的货币市场环境和较低的利率水平，也有利于提高外汇投机资金的套利成本，同时较低的利率水平为直接融资市场不同品种的发行创造了相对有利的条件。从当前货币信贷的增长情况来看，货币政策在经历了去年二、三季度的明显紧缩后，已经从去年四季度开始提前出现了中性或中性偏松的趋势，也就是人民银行或主动或被动的早在经济减速前就提前放松了对货币供应量的控制。货币供应量增速的提前恢复，从某种意义上将可能降低本轮经济周期回落的幅度和持续的时间，因此本轮经济的回落和物价涨势的趋缓并不能和通货紧缩时期相提并论。

今年上半年外汇储备增加1010亿美元，同比多增337亿美元。根据测算，其中投机性流入520亿美元左右。从二季度投机性流入的走势来看，投机性流入已经逐步降低到50亿美元左右的水平；同时美元的持续升值、外贸顺差的持续扩大和升值呼声的减弱都有利于人民币汇率在下半年进行实质性的改革。我们注意到，从2002年以来连续3年出现下半年外汇流入超过上半年的情况，尽管这其中也有进出口顺差和外商投资的因素，但升值预期仍然是最为重要的影响因素，因此，如果下半年汇率改革没有实质性的进展，则外汇占款压力将维持在高位。另一方面，从政治决策的角度考虑，2006年是我国十一五计划的第一年，今年和明年的各项措施都在为新的经济增长创造有利的条件，所以为避免外汇体制改革的不利冲击，2005年下半年进行外汇体制改革可能是较为有利的时机。

在外汇占款持续流入的情况下，人民银行被动地回笼基础货币进行对冲操作，如果外汇体系的改革使得升值预期逐步减弱，则基础货币的投放渠道可能会发生变化，届时伴随着超额准备金利率继续下调到0，公开市场操作逆回购和买断现券操作可能成为新的基础货币投放渠道，借助外汇体系的改革，公开市场操作对货币市场利率的影响机制和程度将发生变化。因此，尽管我们认为无论汇率改革是否能消除升值预期，央行都会保持金融系统较为宽松的流动性，但还是要密切关注汇率改革对整体资金体系内在流动机制的影响，避免外部冲击可能导致的货币市场利率上升对债券市场产生不利影响，毕竟香港年初货币市场利率的快速上升还是值得投资者高度关注的。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所