

## 2007年货币政策的金融环境分析

<http://www.criifs.org.cn> 2008年4月29日 李扬 彭兴韵

2007年，我国在经济继续保持高速增长的同时，通货膨胀率也呈上升之势；由于外商直接投资和国际资本的流入，我国面临很大的流动性压力。基于这样的实体经济背景和国际环境，我国货币政策的金融环境如何呢？

货币供应量M1的增长率大幅上升，M2增长率较为平稳，但仍然高位运行

2007年1-12月，M2的增长率在经历了2006年下半年的小幅下降后走向平稳，但M1的增长率在2006年下半年后却出现了快速上升之势。到12月末，M2的增长率为16.73%，较2006年末基本持平，广义货币余额为403401亿元，较2006年底增加57823亿元；M1的增长率为21.02%，较2006年末上升了3.52个百分点，狭义货币余额为152519亿元，较2006年底增加26491亿元。从货币供应量全年的走势来看，M2的增长率较M1的增长率要平稳一些，两个层次的货币供应量增长率均明显下降。

由于M1的增长率继续高于M2的增长率，货币的流动性依然有所上升。M1增长率的上升与股票价格指数的上涨在时间路径上是基本一致的。此外，就货币供应量变化的短期影响而言，M1增长率的上升是2007年各月CPI的上升的重要货币因素，M1的增长与CPI的月度变化趋势基本上是一致的。

基础货币总量大幅上升，基础货币结构发生了较大变化

2007年上半年，基础货币余额及其增长率均出现了大幅度上升。到11月末，基础货币余额达到了92433.16亿元，较2006年同期的68849.71亿元增长了34.25%。基础货币出现大幅增长的主要原因在于央行对外汇占款冲销方式的变化。2007年，央行先后十次提高法定存款准备金比率，自然地增加了基础货币的总量。由于法定存款准备金比率是影响货币乘数和银行派生存款的一个重要因素，因此，尽管以提高法定存款准备金率的方式收缩流动性增加了基础货币的总量，但货币乘数值下降了，因而M2和M1的增长率并没有随基础货币增长率的上升而上升。

到2007年底，中国的外汇占款余额达到了115168.71亿元，较2006年底的84360.81亿元净增近30807.9亿元，增长率为36.51%，这说明，在人民币升值预期持续的影响下，外汇储备的增长依然是影响基础货币供给的主要因素。

2007年，政府存款净增加了约6911亿元，减少了相应数额的基础货币供给。2007年，央行更多地通过主动创造负债来冲销外汇占款导致的基础货币扩张。2007年第四季度，央行对存款货币银行的债权净额有一个明显的上升。

央行票据一直是中国人民银行冲销操作的主要工具，外汇储备的增加以及冲销的压力，直接导

致了中央银行票据余额的急剧增加。到2007年底，央行票据余额已经达到了34469.13亿元，较2006年底增加了4728亿元，发行央行票据净回笼了相应数额的基础货币。不过，第二季度后，央行票据余额出现了逐季下降的状况，这表明，二季度之后通过央行票据市场所进行的货币政策操作，并没有在减少基础货币投放方面发挥正向作用。

信贷增长率明显上升，居民户贷款远远高于工商业贷款增长率，贷款利率逐步上升

2007年的信贷增长超出了当局的预期。到12月末，人民币贷款余额达到了26.17万亿元，全年新增人民币贷款3.63万亿元，全年各月的信贷增长率在16%-17.5%之间波动，与狭义货币M1的迅速攀升有一定的差别，而且，相对于以往7-8月份的信贷增长率相对较低的规律，2007年的信贷增长出现了淡季不淡的情况。另一个值得注意的现象是，2007年金融机构外汇贷款出现了较大幅度的增长，8月末的外汇贷款余额达到了2189亿美元，同比增长33.09%，外汇贷款增长率远远高于人民币贷款增长率。

从贷款的部门结构来看，2007年全部新增3.63万亿元的贷款中，居民户贷款新增12367.4亿元，对非金融企业新增贷款24038.2亿元。对居民户和非金融企业贷款分别较2006年增长了32.3%和12.85%。在对居民户的贷款中，消费性贷款和经营性贷款分别增长了8681.3亿元和3686.1亿元。在消费性贷款中，中长期消费贷款增长了7505.14亿元，而经营性贷款的增加则主要集中在短期经营性贷款上。2007年金融机构对居民户贷款的增长率远远高于贷款的平均增长率，更大大高于对非金融企业的贷款增长率。在对非金融企业贷款中，短期贷款及票据融资增长了8225.42亿元，中长期贷款增长了15890.15亿元。

从分机构来看，2007年国家控股国有商业银行信贷增加额为13055亿元，占全部新增贷款的比重从2006年的38.8%下降到37.49%；政策性银行新增贷款4280亿元，占全部新增贷款的比重为12.29%，其占比较2006年有明显上升。股份制商业银行和城市商业银行新增贷款分别为7716亿元和2978亿元，占比较2006年都略有下降。农村金融机构新增贷款5085亿元，占比则略有上升。值得注意的是，外资金融机构的新增贷款在2007年继续大幅度增长，全年新增贷款1704亿元，相应的，外资金融机构的贷款占比在2007年上升到4.89%。这表明，外资金融机构正稳步进入中国的信贷市场，并对中资金融机构形成越来越明显的竞争。

2007年，受中国人民银行六次提高利率的影响，金融机构人民币贷款利率持续走高。第四季度，1年（含）以内、1-3年（含）、3-5年（含）和5年以上金融机构贷款加权平均利率分别为7.93%、8.07%、7.62%和7.35%，商业银行1年期贷款加权平均利率为7.25%，比第三季度上升0.1个百分点，比第一季度上升0.74个百分点。但是，金融机构发放的全部贷款中，下浮利率贷款逐步上升，2007年第四季度，下浮贷款占比为28.07%，而在第一季度该占比为26.89%；相应的，2007年第四季度上浮贷款利率的占比为44.24%，第一季度上浮贷款占比为45.24%。这表明，商业银行越来越注重在利率方面展开竞争，同时央行连续加息的紧缩作用因商业银行相应利用利率下浮空间而有所弱化。

金融机构存款保持合适的增长率，但居民储蓄存款净额下降，财政存款大幅上升2007年末，金融机构本外币各项存款余额为401051.38亿元，同比增长15.24%；人民币各项存款余额389371.15亿元，同比增长16.08%。其中最重要的变化，是居民储蓄存款增长率在2006年以来不断下降，到2007年5月份以后，储蓄存款增长率已经下降到了10%以下。特别是在少数月份，居民储蓄存款余额甚至

出现了净额减少的情况。到2007末，居民部门持有的外币存款余额为503.67亿美元，同比下降了21%以上。居民储蓄存款增长率的下降，显然是受到了股票市场持续上涨的影响——越来越多的居民将储蓄存款转化为证券投资基金或直接投资于股票。

相对于居民部门储蓄存款增长率不断下降而言，企业存款增长率比较稳定，一直在18%上下。另外，与居民储蓄存款增长率不断下降相反，财政存款增长率依然在大幅度上升。财政存款的大幅增长显然是因为，在国民收入分配中，政府占比大幅上升。这从一个侧面反映了近年来中国国民收入分配结构出现了一些扭曲性的变化，这显然不利于提高宏观调控的总体效果。

#### 货币市场交易继续大幅增加，市场利率波动较大

2007年，银行间市场成交量同比大幅增长，累计成交71.04万亿元，同比增长82.15%。其中，同业拆借成交10.65万亿元，同比增长395.12%；债券回购成交44.79万亿元，同比增长68.45%；债券现券成交15.60万亿元，同比增长52.14%。货币市场交易的短期化特征更加突出，2007年银行间市场交易中，隔夜拆借品种成交8.03万亿元，占拆借成交总量的75.43%；7天以内回购品种成交39.39万亿元，占回购成交总量的87.93%。交易期限以短期为主的情况说明，货币市场越来越多地发挥了调节金融机构流动性的作用。

在资金流动方面，国家控股的商业银行依然是资金的净融出部门，但与以往有所不同的是，在同业拆借市场上，这些银行却是资金的融入者，其他商业银行是同业拆借市场的资金提供者。值得注意的是，外资金融机构在同业拆借市场和回购市场上的融入资金量都有极大增加，这表明，批发性的资金来源仍然是外资金融机构在中国开展人民币业务的重要基础。

2007年，新股发行对货币市场利率的影响更加突出，一遇大盘股发行，货币市场利率就会出现大幅度上升。例如，10月下旬，中石油A股发行，同业拆借市场利率四个工作日迅速攀升632个基点至9.71%。一般情况下，新股发行资金冻结期结束后，货币市场利率就会迅速回落至原水平。这种状况提醒我们，货币市场利率受到资本市场的冲击越来越明显。

#### 股票市场大幅上涨，企业的股票融资占比显著上升

2007年，股票市场总体大幅上扬，股票市场交易量大幅增加，全年累计成交460556.2亿元，为2006年总成交量的5倍。

随着股票市场的发展，股票市场的直接融资功能进一步提升。国内包括住户、企业和政府部门在内的非金融部门融资总量为4.97万亿元，较2006年的39874亿元增长24.66%。在融资结构中，贷款仍然是非金融部门融资的主要来源。与此同时，国债融资（不含特别国债发行）和企业债券融资占比下降较多，从2006年的12.4%下降到了2007年的8%。但是，除了国债外，其他债券的发行量均有所上升。

#### 保险业资产大幅增加，资产结构有较大改善

2007年，保险业继续稳步发展，保险总资产得到了快速增长。据中国保险业监督管理委员会统计，2007年末，我国保险业总资产2.9万亿元，较2006年增长了47%。2007年，保险业累计实现保费收入7036亿元，比上年增长24.7%，其中财产险收入增长32.4%。在保险业资产快速增长的同时，

保险资金运用渠道进一步拓宽，资产结构得到了明显改善和日益多元化，投资类资产特别是股票和证券投资基金投资增长较快，2007年末投资类资产同比增长71.3%，占保险新增资产的比重接近70%。

人民币汇率升值加快，外汇储备继续快速增长，但增幅有所回落

2007年初，人民币兑换美元汇率为7.8073，2007年末，人民币兑美元汇率为7.3046，全年人民币对美元升值6.94%。总的来看，人民币汇率弹性明显增强，汇率机制在调节资源配置中的作用也相应增强。

外汇储备继续大幅度增加。2007年末国家外汇储备余额达到了15282.49亿元，较2006年底的10663.44亿元增加了4619亿元。中国快速的外汇储备增长，依然归因于经常项目和资本与金融项目双顺差。外汇储备的高速增长，对国内的货币政策产生了明显的不利冲击。不过，受中国人民银行在2007年8月之后要求商业银行以外汇资产缴纳存款准备金的准备金制度调整的影响，8月和9月的外汇储备增长率下降到了不足250亿美元。（作者单位：中国社会科学院金融研究所）

文章来源：中国财经报                      （责任编辑： ZFY）