

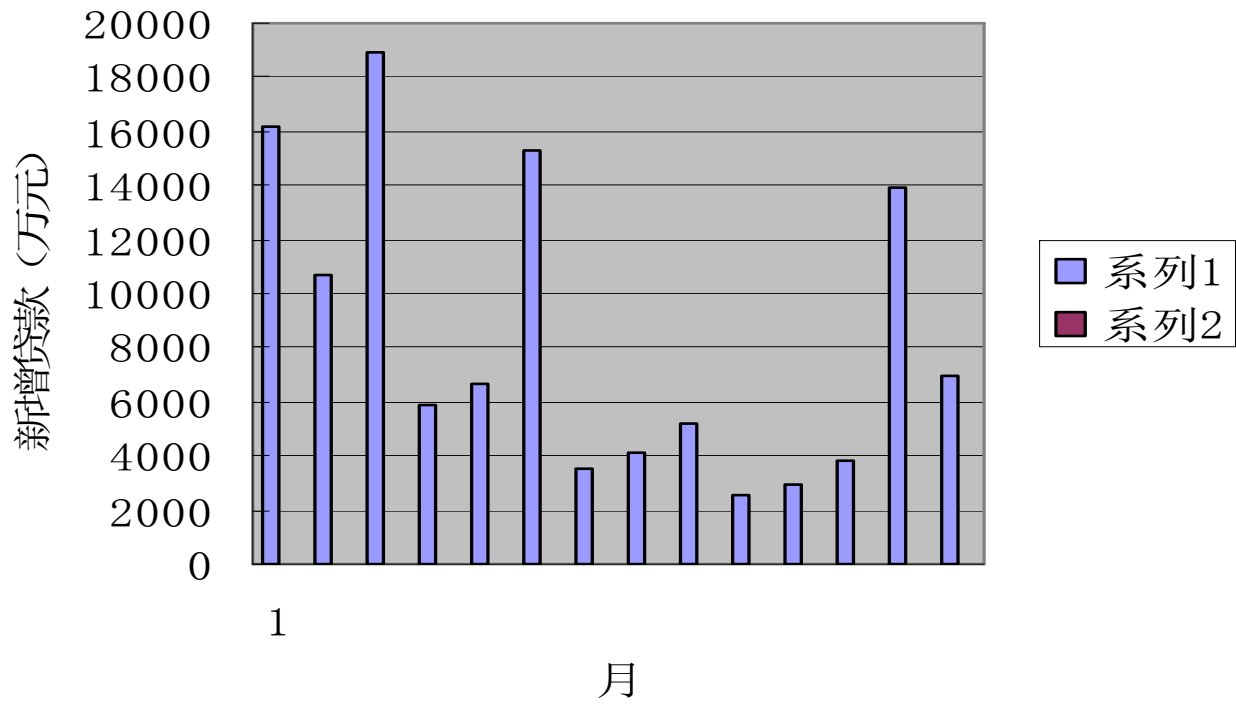
金融抑制、货币困境与金融深化

南开大学金融发展研究院副院长 戴金平

中国货币形势分析

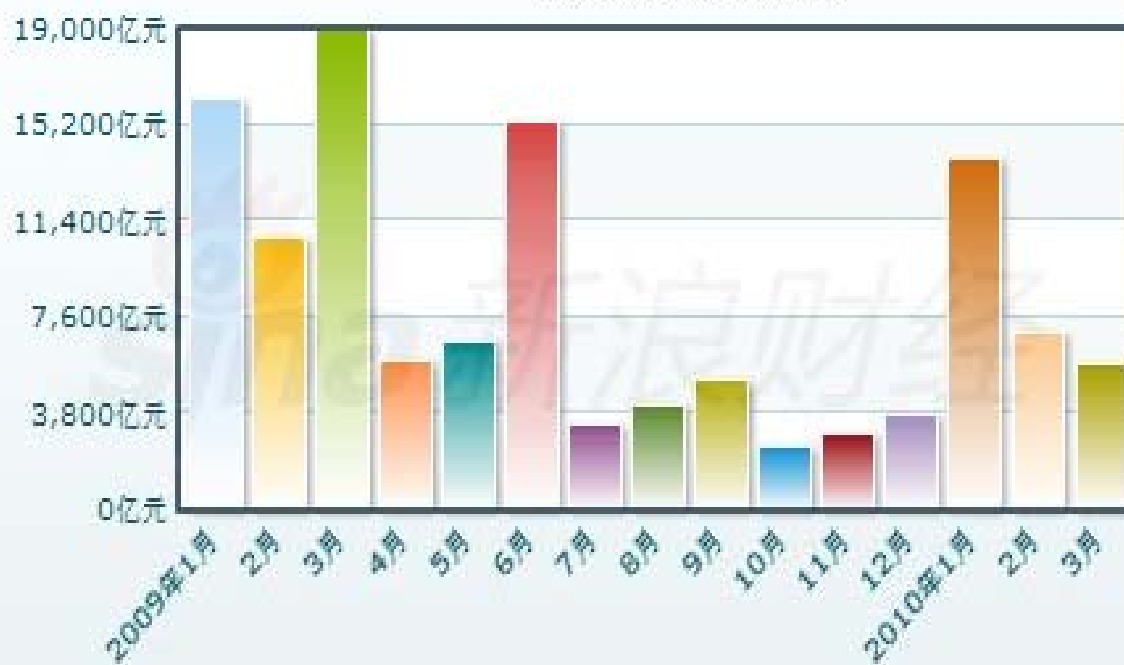
- 流动性充裕向流动性紧缩的逆转
 - 宽松货币政策退出——数量调控
 - 经济结构调整压力
 - 资产泡沫压力
 - 地方政府债务风险
-

我国2009年以来月新增人民币贷款

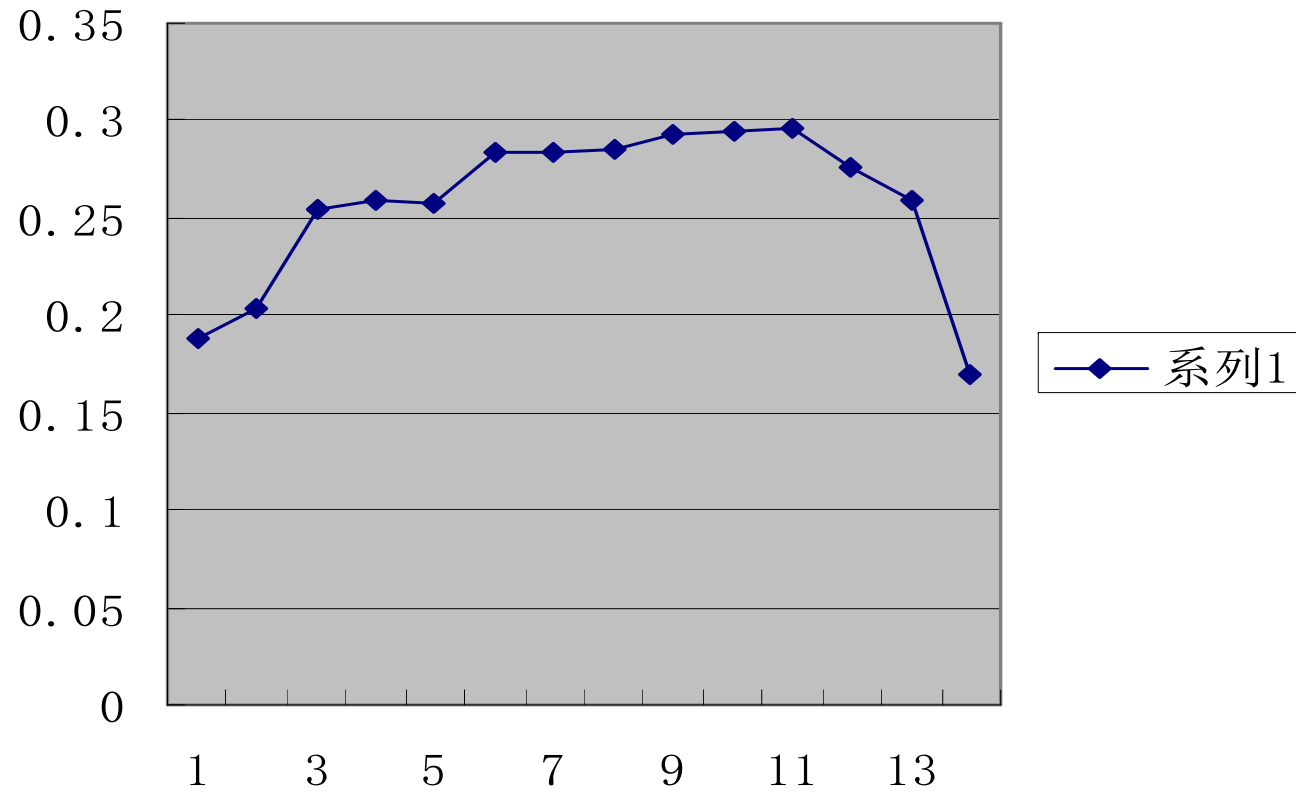


新增信贷走势

2009年以来新增信贷示意图

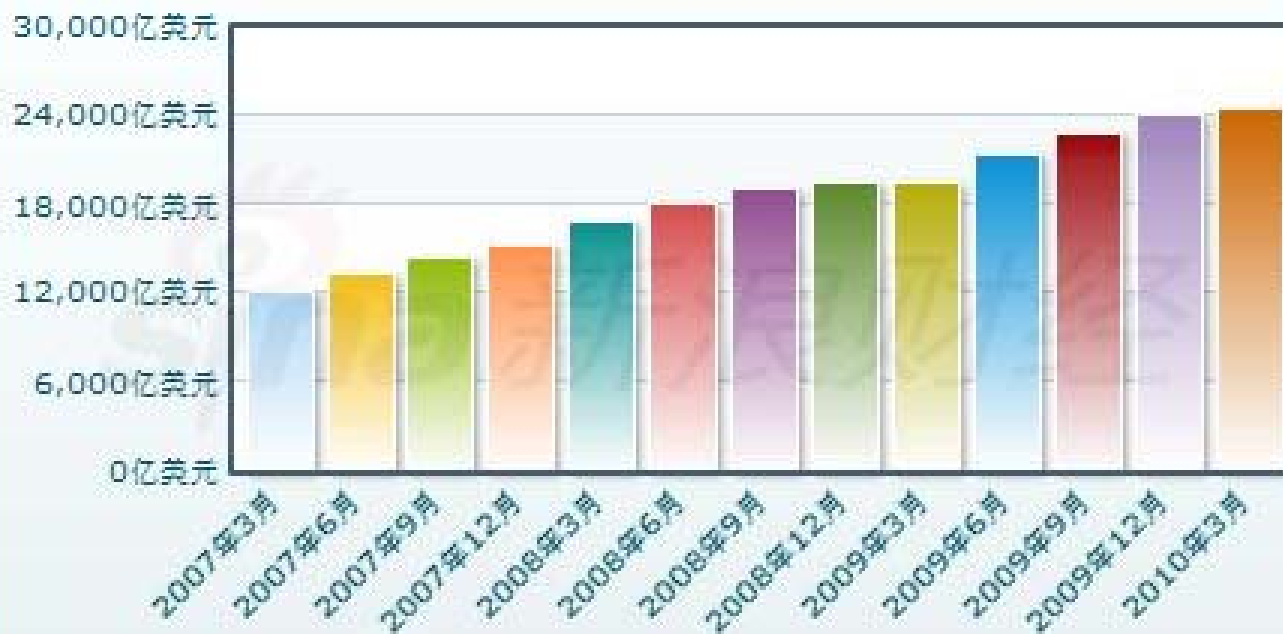


2009年-2010年2月M2增长率

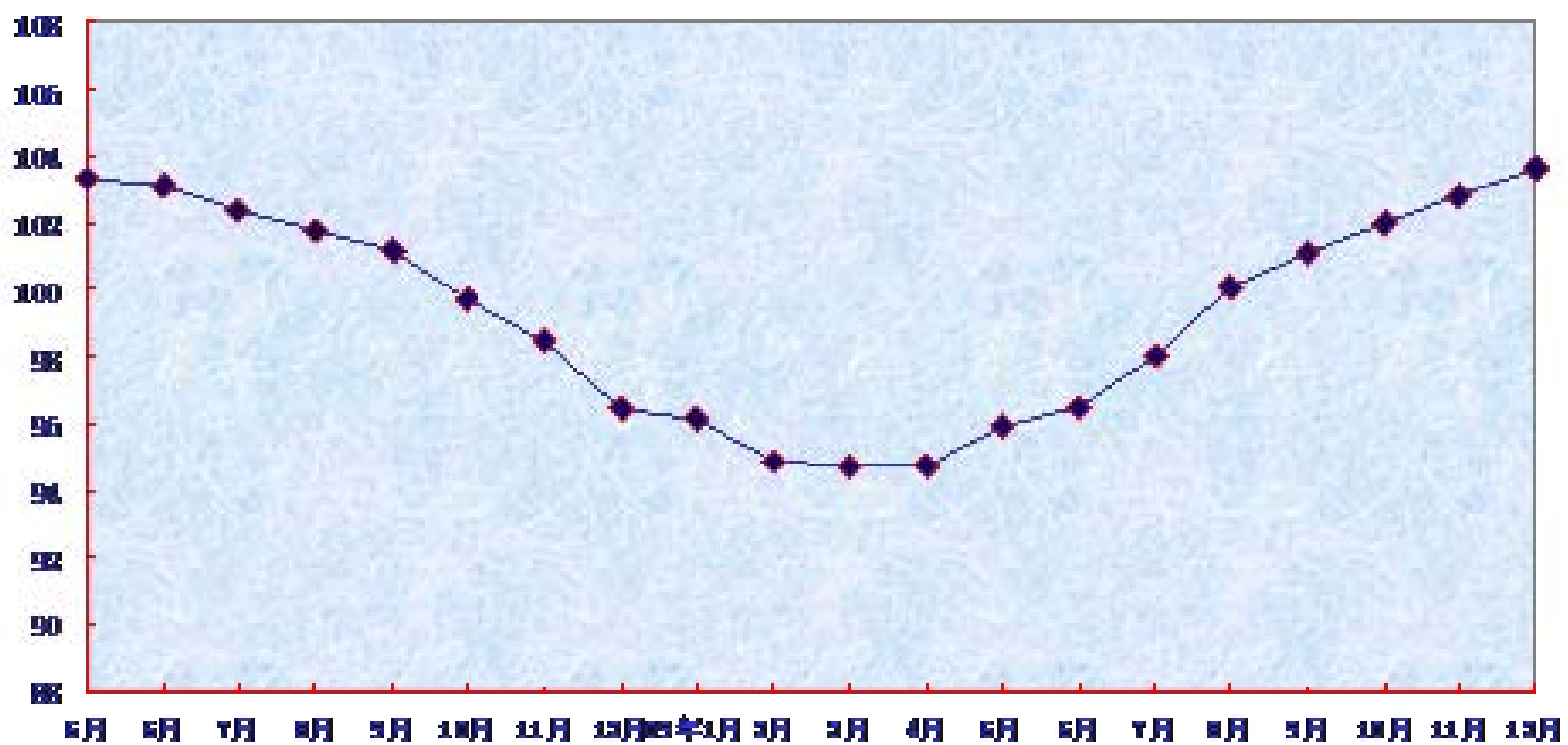


外储余额情况

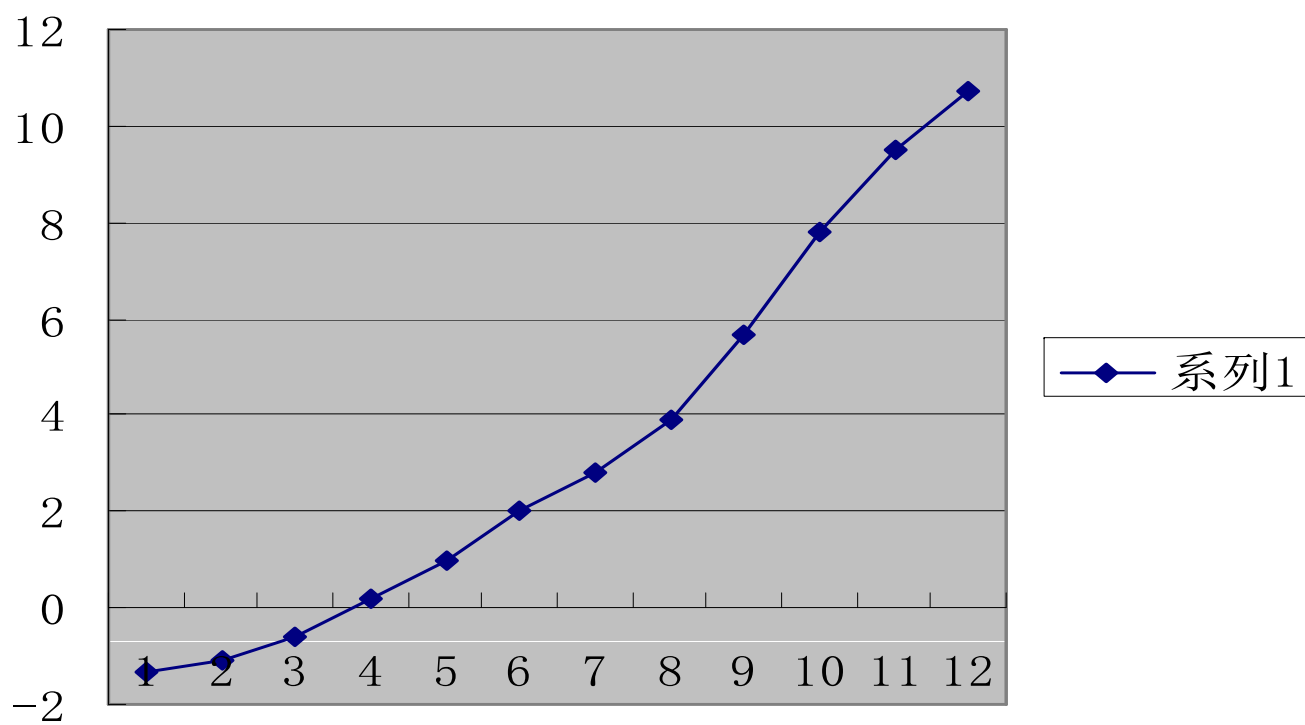
2007年以来外汇储备示意图



全国房地产开发景气指数趋势图



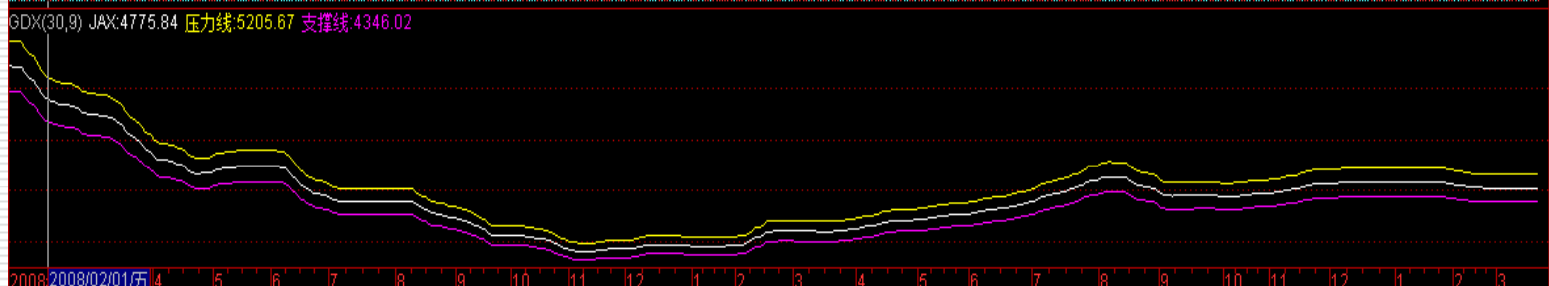
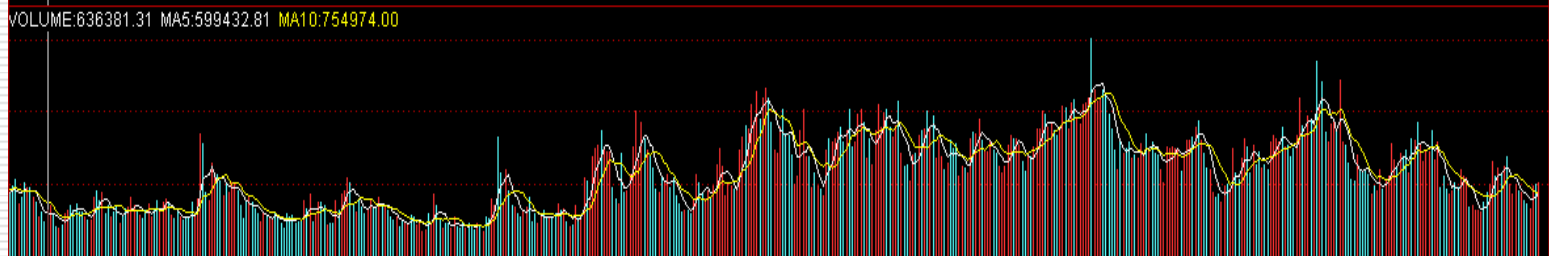
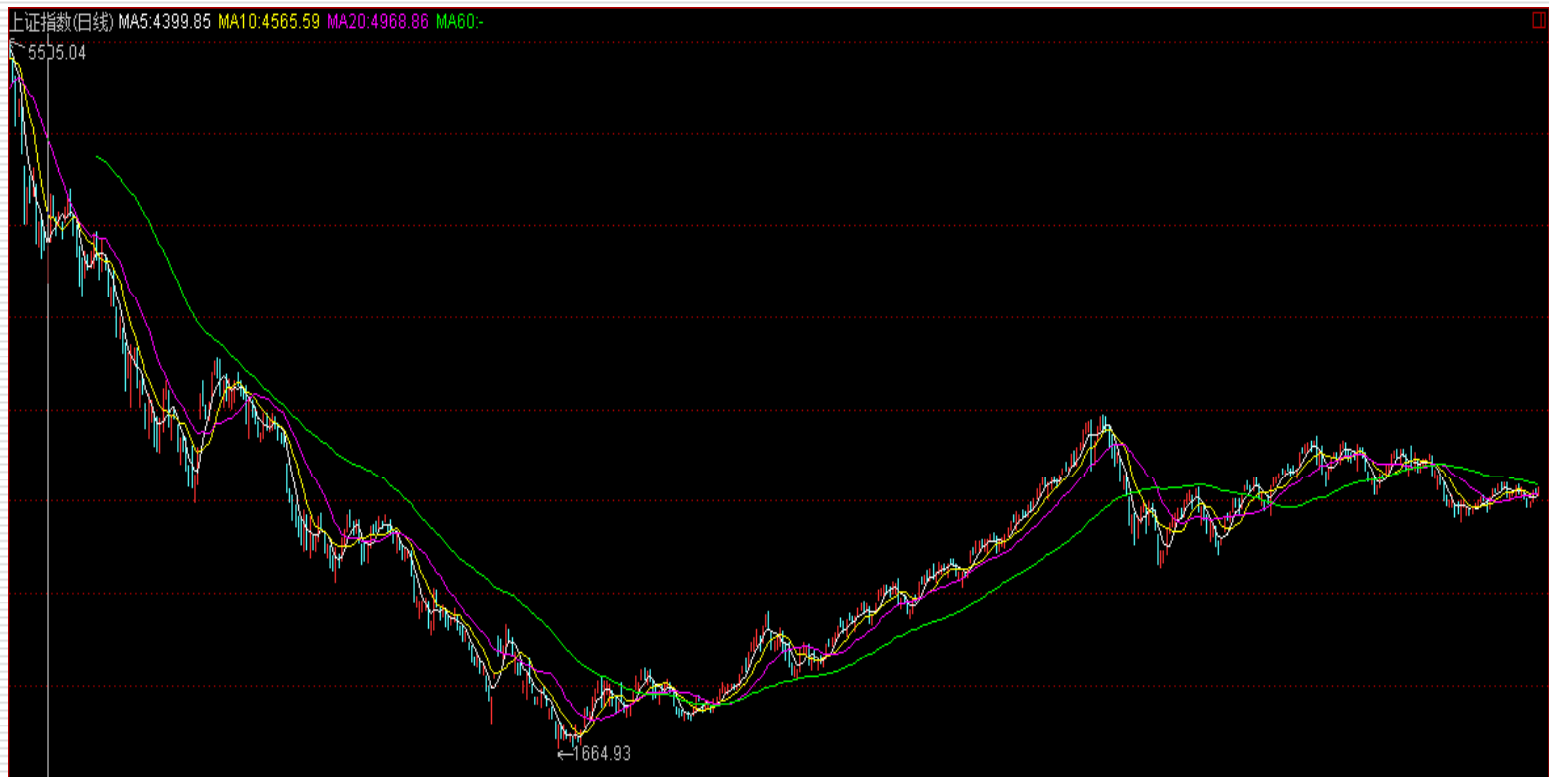
2009年3月-2010年2月全国70个大中城市房屋
销售价格指数变动



房价走势

2008年以来房价走势图





G 999999 上证指数		
A股成交	10300541万	
B股成交	20685万	
国债成交	1503967万	
基金成交	151693万	
权证成交	628307万	
债券成交	53368万	
其它成交	0万	
最新指数	3067.75	
今日开盘	3046.75	
昨日收盘	3046.09	
指数涨跌	21.66	
指数涨幅	0.71%	
指数振幅	1.27%	
总成交量	102391879	
总成交额	10472919万	
最高指数	3069.66	
最低指数	3031.02	
上证换手	0.82%	
涨家数	694	跌家数 174
14:58	3066.94	1.02亿
14:58	3066.94	9180万
14:58	3066.63	7764万
14:58	3066.94	9375万
14:58	3067.30	1.01亿
14:59	3067.24	1.00亿
14:59	3067.68	7935万
14:59	3067.35	8047万
14:59	3067.90	9482万
14:59	3067.72	9131万
14:59	3067.79	1.09亿
14:59	3067.25	1.18亿
14:59	3067.37	9927万
14:59	3066.85	1.28亿
14:59	3066.91	8016万
14:59	3067.98	7953万
14:59	3067.59	7984万
14:59	3067.59	42万
15:00	3067.43	9166万
15:00	3067.35	7122万
15:00	3067.43	820万
15:01	3067.75	-

2008/2008/02/01/五 4 5 6 7 8 9 10 11 12 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 1 2 3

日线 笔价 细盘 势指 值筹

财政收入情况

近年财政收入情况



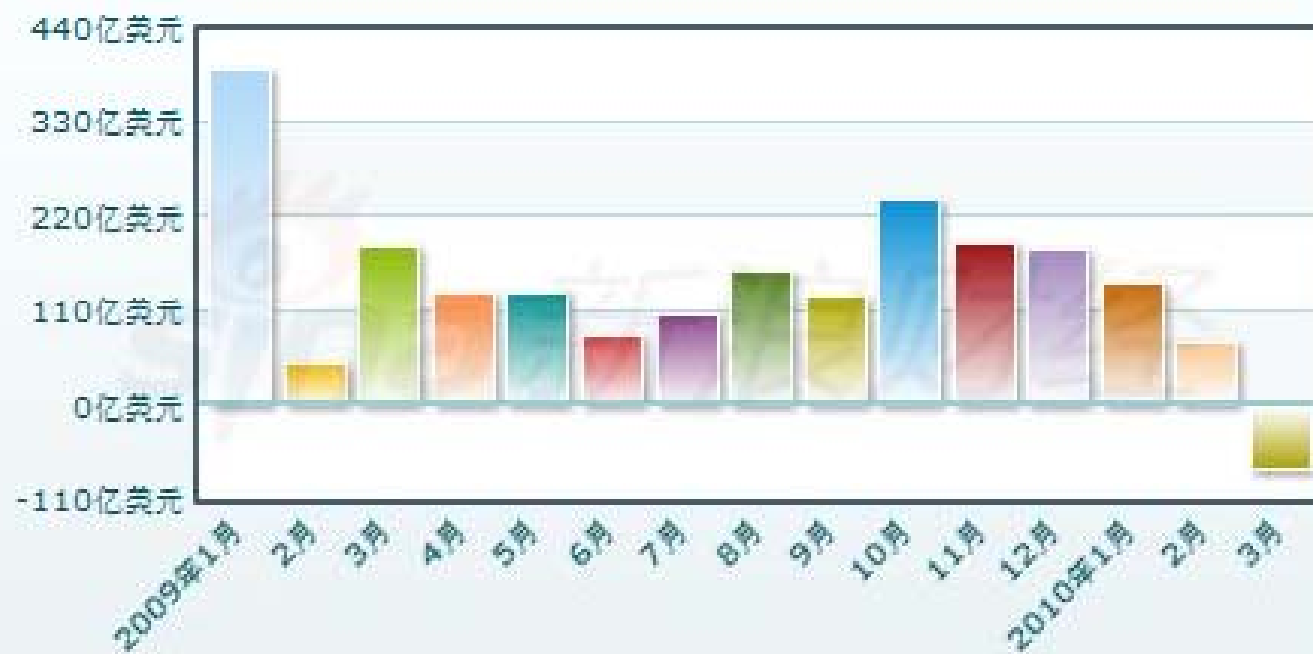
FDI示意图

2009年以来使用外资情况



贸易顺差情况

2009年以来我国外贸情况



宽松货币政策退出

- 3次提高存款准备金比率和加大央行票据发行已经是宽松货币政策退出的表现，3年期央票重启说明紧缩流动性的决心
- 慎重使用利率调控基于几个考虑：经济结构调整、新兴产业需要扶持、民营经济不振、国际游资套利、热钱涌入压力，等等。
- 数量调控的结果仍然是资金成本上扬，同时加剧金融市场的结构性矛盾和二元经济结构矛盾——国有大型企业资金丰裕，无处可去，民营经济资金匮乏，新兴产业资金成本高企。

从紧的货币政策已经出现——抑制流动性过剩

- 房地产的超预期调控措施相继出台
 - 产能过剩行业的控制投资
 - 政府融资平台的整顿
 - 银监会关于商业银行资本充足率的政策
 - 创业板推出、大规模IPO、股指期货
-

银行的流动性状况已出现结构性分化

- 2009年末，中信银行79.62%，深发展79%，交通银行72%，兴业银行72%，招商银行73%
- 第一季度12家股份制商业银行存贷比77%，民生银行83%，交通银行78%
- 国有上市银行超额1.9%，其他上市银行1.88%。
- 第一季度，建设银行59.95%，工行59.36%，中行72.36%

结论

- 适度宽松的货币政策在操作中已经是走向适度收紧了，采取的是数量型的调控。而数量调控的结果已经体现在资金市场的价格上。民间融资的利率也出现了上升趋势。而国有经济体中却出现结构性的流动性充裕、国有商业银行流动性充裕、地方政府融资平台资金充裕、资产市场上大量的游资涌入，民间资本在结构性调整中被挤出形成游资，结构性的流动性过剩依然存在。流动性过剩与资金成本上扬同时出现，这就是我国金融市场的结构性矛盾。
-

货币政策的困境

- 巨大的投机性资本（热钱涌动）→ 金融市场资产价格大幅波动（上升压力）→ 巨大的流动性过剩
 - 巨大的投机资本来源何处？
-

-
- 通胀预期和实际存款利率下降导致的正规金融机构存款流出。
 - 经济结构调整挤出的产业资本大量向金融资本转移
 - 国际游资的非法流入进入民间金融市场，获取巨大的利差
 - 宽松货币政策投入的巨量货币形成游资
 - 资产市场价格上扬产生的财富效应
-

实体经济复苏的基础尚不稳固

- 2009年政府投资和房地产投资带动的快速经济增长（政策拉动）加剧了固有的结构性矛盾：GDP增长过度依赖投资、消费严重不足、若干产业产能过剩（国有经济积聚的产业）
 - 全球金融危机后全球经济复苏不确定性加大
全球贸易保护主义复苏→ 我国长期以来出口依赖型的增长模式受到新的挑战
 - 民间资本投资受到严重抑制：国进民退
 - 新的投资热点尚未形成或者正在形成
-

结论

- 在面对巨大的投机资本和热钱冲击的情况下，收紧流动性的需求很大，货币政策从紧势在必行
 - 在面对实体经济增长的基础薄弱、经济结构调整过程中新的经济增长模式尚未形成、新的经济增长源和动力尚未成熟的挑战下，宽松的货币政策不能退出
 - 何去何从？
-

困境背后：金融抑制

- 利率管制：巨大的存贷利差 → 社会利益向官办金融机构和政府转移
 - 金融业准入管制：社会资源向金融业转移，借此向国有资本转移
 - 银行信贷供给和银行信贷管制：官办金融主要服务于国有经济，国有经济的政府担保性质吸引了几乎全部信贷供给
 - 政府金融管制形成巨大的金融管制租：金融管制强化具有内生动力
-

金融抑制的结果：民穷国也不富

- ❑ 资本形成主要依赖于政府和国有经济，民间资本形成严重不足，政府投资的低效
 - ❑ 外资涌入（超国民待遇的政策下）：获取中国高速增长的投资机会和投资利益
 - ❑ 30年来高速增长形成的民间资本庞大而没有出路，实际负存款利息将民间资金挤出官办金融体系
 - ❑ 民间资本对于金融抑制下的社会财富分配严重抵触，形成巨大的社会游资
 - ❑ 金融领域中严重的政府腐败
-

根本出路：金融深化与金融市场化

- 实际存款负利息的时代应该结束了
 - 高存贷利差的时代应该结束了
 - 国有资本垄断金融体系的时代应该结束了
 - 歧视民间资本和民间利益的时代应该结束了
 - 金融资源流动高度管制的时代应该结束了
-