

宏观快报

2010 年 10 月 14 日

中国货币政策依旧宽松——当前中美货币政策的异同

宏观经济高级分析师：汪辉

SAC 执业证书号：S0850209020594

wanghui@htsec.com

021-23219432

当前，无论是世界经济还是中国经济，都处于增长回落周期中，2010 年前两个季度经济的高增速在下半年难以为继，于是乎，政府的宏观调控动作在各种影响经济走势的因素中愈发显得令人注目。

近期有两个值得我们关注的焦点。一个是中国央行提高了六大商业银行的存款准备金率 0.5 个百分点，并且随着 9 月份信贷约 6000 亿的规模，前三季度信贷规模超出央行年初的设定值，市场普遍预期后续信贷将在一定程度放缓。第二个是美联储公开市场委员会中，以主席伯南克为首的六名成员支持量化宽松的货币政策，使美国采取第二轮量化宽松的货币政策几乎成为定局。

这两个央行采取的行动不禁让我们产生两个疑问：第一，美国采取宽松货币政策的态度与我国似乎正在收紧信贷的政策态度是否背道而驰？第二，我国政府一直强调的适度宽松的货币政策，这个立场是否有所改变？

我们知道，如果我国央行和美联储在货币政策上步调相反，会带来一些明显的问题。最简单的例子就是对汇率的影响。美国量化宽松的货币政策使美元有贬值压力，也就是说使人民币具有升值压力，而我国如果采取紧缩性货币政策，无疑会使人民币升值压力进一步增加，这将带来外贸上的窘境和热钱流入国内加速。

美国当前欲采取量化宽松货币政策有两个主要原因，一是经济增长放缓导致的失业率在 9% 左右徘徊，居高不下，这是美国政府不能忍受的；二是潜在通胀水平低于就业最大化和价格稳定时的“合意”水平，这是美联储所不能忍受的，因为美联储最近几年以通货膨胀率作为实际名义锚的趋势在逐步加强。这就很容易理解美联储的行动：实行宽松的货币政策，一方面，降低利率提高投资水平，扩大经济总需求，以提高产出减少失业率；另一方面，扩大货币供应量以提高潜在的通胀水平，推升资产价格。

那么我国的货币政策是否与美国相反，呈紧缩性呢？我们认为答案是否定的，我国目前采取的仍是适度宽松的货币政策，而且甚至比美国更加宽松。为什么这么说呢？从实际利率的角度我们可以很清楚地解释这个问题。从表明上看，我国名义基准利率高出美国联邦基金利率 2 个百分点之多，似乎紧缩性要强得多，但是，考察实际利率后我们就会发现事实完全两样了。实际利率是名义利率与预期通货膨胀率之差，在我国当前需求拉动型通胀和输入型通胀压力渐增的情况下，预期通货膨胀率变得相当高，因此实际利率处于如此低的水平，可能为负数；而美国预期通胀率则要小得多，因此其实际利率也较高。因为决定企业投资增长的是实际利率而不是其名义值，因此，对实际利率的分析更有助于我们了解中美当前货币政策的环境。

从以上的分析中我们自然得出了一个结论，就是我国央行和美联储当前的货币政策都是宽松的，这是中美当前货币政策的共同特征。之所以造成我们对央行上调存款准备金率是货币政策紧缩的误解是因为我们不能从一次性地上调准备金率或信贷可能的小幅收窄而得出货币政策开始趋紧的结论。另外还要说明的是，当前中美货币政策的差异在于对通胀预期的管理。中美两国所处的通胀预期环境是不同的：我国的通胀预期渐强，而美国的物价水平则有下行压力。在央行 9 月底召开的货币政策委员会第三季度例会中，在管理通胀预期与保持经济平稳较快发展增长的排序中，央行首次将“防通胀”提到了首位。因此，央行对存款准备金率的上调正好体现了其适度宽松货币政策中政策工具对通胀预期管理的“灵活运用”。所以，通胀预期水平的差异导致了当前中美货币政策上的细微差异。

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。