

## Opinion

Observer  
上证观察家

当价格与需求在减退并且预期将进一步减退时,生产性投资崩溃将难以遏制。如何阻止这一过程,是当前应当认真考虑的问题,不能等到通货紧缩已有了充分发展时才来应对。信贷扩张并不能解决通缩不断演化的动态过程。如果只有银行信贷扩张而实体并没有启动,还将会造成大量的不良资产。减税和增加政府支出应当同时进行。

# 全面认识防通缩与促增长的一致性

◎赵晓 陈光磊

对于2月系列数据所显示的预期中的通货紧缩压力甚至趋势,虽然主流声音均以大事化小,小事化了来看待之,以引领市场信心,但面对全球金融海啸的冲击,通货紧缩之忧却不可不防。

冰冻三尺,非一日之寒,中国经济受到欧美的金融危机和宏观经济周期的强烈影响,是经济结构性问题长期积累的结果,与长期的内外需以及内外经济的失衡和出口导向发展模式分不开。1998年通货紧缩持续至2002年才在外部需求的拉动下结束,而此次危机说明依靠外需的增长模式是不可持续的。因此,必须意识到防止通货紧缩与促进经济增长的长期命题的一致性。

从全球金融危机看,美国经济仍处于尾部下降过程中,受影响严重的欧洲国家已步入衰退,而出口急剧减少恶化了亚洲国家普遍内需不足问题。中国和全球出现通货紧缩的可能性越来越大。

与美国次贷危机的不同,中国尚未发生金融机构的巨额亏损和信贷市场的冻结,而是由于外部需求变化引发对经济模式的结构性冲击,造成很严重的不确定性。在不确定的预期之下,作为经济自适应需求下降的手段,公众的货币需求迅速增加,从而恶化通货膨胀时期形成的过度负债,最终促发螺旋式的物价下降过程。当价格与需求在减退并且预期将进一步减退时,生产性投资崩溃将难以遏制。如何阻止这一过程,是当前应当认真考虑的问题,而不能等到通货紧缩过程已经有了充分的发展时才来应对。已经出台的货币及财政措施,尚不能完成这一任务。

从信贷政策来看,去年下半年货币政策开始转向,信贷控制放松,新增贷款空前增长。今年1月,货币供应M2同比增长达18%。迅速回到宽松的货币政策使金融系统内部流动性充裕,但是从信贷的结构来看,短期票据融资占了80%,除政策性贷款的铁路和基建工程外,资金流入实体经济的比例并没有那么大。信贷增长难以作为中长期全

社会固定资产投资的风向标,也很难得出经

济正在回暖和反周期的信贷政策有效的结论。相反,短期贴现的货币市场的低利率与资本市场(中长期信贷市场)的高利率并存的局面,是通货紧缩的典型特征。货币市场的利率之所以极低,是因为资金由短期市场流向资本市场从而形成社会投资时有障碍,而造成这种障碍的,主要是社会投资信心的丧失或对未来的悲观预期。目前来看,这种预期并没有改善,出现流动性陷阱与预期陷阱的风险正在增大。实行广义货币增长17%货币供应总量目标,由于货币供应量和价格水平之间的关系弹性太大而可能出现很大的偏差。实行简单的信贷政策反向操作,并不能阻止将要出现的通缩,纯货币的反通缩理论只是在静态假设下的命题,信贷扩张并不能解决通缩不断演化的动态过程。如果只有银行信贷扩张而实体并没有启动,还将会造成大量的不良资产。

从汇率政策来看,中国的经济结构决定

了汇率改革无法给货币政策增加多少自由度。

货币政策一直实行钉住美元汇率的稳定

目标,在经济对外依存度很高的情况下,以

美元作为“名义锚”,可以实现推动对外贸易的

经济增长目标和稳定通货膨胀预期的价

格目标。中国的外贸结构决定了即使是在正

常情况下,将汇率贬值作为政策工具来使

用,也可能仅具暂时刺激就业的效果,更何

况在金融危机之下外部需求必然大幅下降

长期低迷。汇率政策只能以稳定汇率或降低

汇率波动幅度为主。为此,影响汇率的利率

调整,应当将跟随全球央行的统一动作。另

一方面,加快推行亚洲区域的人民币结算,

对于推动亚洲区域性经济一体化和货币体

系的完善有重要意义。人民币在资本项目下

不可兑换,人民币汇率的可控性有利于经常

项目的贸易往来和降低不确定性,而欧美主

要货币可能在竞争性贬值情况下,对于保证

亚洲区内贸易的稳定增长也有很大作用。

从财政政策来看,中央政府的4万亿投

资计划和近20万亿的地方政府投资计划将

会对经济增长有拉动作用和带动就业。理论

上,由于普遍悲观的预期,私人部门在增加

储蓄同时会减少投资,政府控制的公共部门就应当通过政府赤字扩大支出,从而增加社会总需求。从这个意义上来说,投资的规模决定了储蓄的规模,并且任何足以增长储蓄进度的因素(如收入分配问题等)都会造成不利的影响。而中国国民总储蓄结构的特殊性在于,贡献储蓄的主体实际上是在收入分配中占大份额的企业和政府。中国的储蓄率过高,并非居民储蓄过高。政府的投资计划难以改变这种储蓄结构。此外,由于中国金融体制存在一定歧视性,中国出口导向模式具有很强的对外商直接投资(FDI)和国外信贷的依赖性。外部需求下降和进口出贸易的萎缩,同时也恶化了外贸企业的资金问题。对外贸易,特别是加工贸易等集中了大量解决就业的劳动密集型行业,它们将承受需求下降和资金链断裂的双重压力。而中央政府4万亿投资计划主要集中在资本密集型部门的大项目和大企业,对就业的贡献较小。

(作者单位:北京科技大学经管学院、北

京大学中国经济研究中心)

## 非典型通缩也需遏制

依据央行日前的权威说法,典型的通货紧缩需要具备物价持续下降、信贷和货币供应量下降“两个特征”,“一个伴随”即经济衰退,即负增长。据此定义,如温总理报告所言“我国经济社会发展的基本面和长期向好的趋势没有改变”,因此我国经济不可能出现负增长,这意味着未来我国出现典型通缩的可能性几乎为零。因此,我们权且将这种物价水平负增长态势定义为非典型通缩吧。而且,笔者认为,针对这种非典型通缩去治理并防范其进一步蔓延,是当前宏观调控的一项重要任务。

从理论上讲,保增长、防通缩、促就业这几个目标应当是同方向变化的,但在我国的经济现实中,却可能出现不一致甚至倒挂。由于国际金融危机对我国的影响主要表现为外需大量减少,而国内消费能力短期内不足,无法全部实现“出口转内销”,因此,我国企业,尤其是中下游企业由于外部需求的急剧衰退而遭遇经营困难,而商业银行出于风险的考虑放贷更加趋于谨慎。尽管目前我国政府通过巨额的财政支出计划刺激经济增长,但是由于投资方向基本限于基础设施、能源资源等上游企业,尽管对GDP带动作用巨大,但对下游终端消费需求短期内带动作用有限,而下游企业以中小企业为主,其在吸纳就业方面作用更大。以上分析表明,我国未来有可能出现经济增长与CPI走势相背离的情况。

如果对这种通缩状况不予以遏制的话,一方面,有可能出现通缩自我强化并陷入恶性循环,并对实体经济带来损害;另一方面,也不利于“两会”提出的全年物价涨幅4%左右目标的完成。如果上半年物价持续在零以下徘徊,那势必要以下半年的高通胀推动方可完成全年物价目标,而这势必会导致经济的大起大落。

因此,未来宏观调控还需将遏制通缩作为重要目标之一。从央行货币政策来看,要将数量型货币政策工具、价格型货币政策工具、以及“窗口指导”等外部措施的综合运用,而且各种工具的运用力度应根据实际情况有所区别。就数量型工具来看,尽管当前法定存款准备金率仍空间依然较大,但由于银行体系流动性大量堆积,继续大幅降低准备金率意义不大。因此,目前重要的是把银行体系的流动性转化到实体经济中去,特

别是流入中小企业、农业等薄弱环节,同时进一步刺激消费,这就需要进一步降低信贷资金成本。尽管央行前期对利率水平多次下调,目前的降息空间不断减小,但在通缩状态下,容易出现名义利率较低但实际利率仍高的状况。所以笔者认为,从防范通缩、挽救经济的角度出发,进一步调整利率,仍不失为可供央行选择的途径之一。就未来货币政策而言,降息应成为央行首选,同时可通过“窗口指导”引导银行贷款流向、进一步加大结构调整力度。

当然,我国银行业仍处于转型期,收入仍然以利差收入为主,利息调整也应考虑银行业的承受能力。对于银行业来说,应当把利差收入的降低转化为业务转型的推动力,积极进行业务创新,为企业、居民提供更灵活、更多样化的融资与服务。例如,对于中小型企业,可以设立中小企业贷款专营机构,同时积极同政府、行业协会等机构进行合作创新融资方式,积极开展股权质押贷款、无形资产抵押贷款、企业现金管理等业务,发展个人消费信贷等。同时,如果未来继续进行非对称降息导致银行盈利大幅减少,也可考虑采取降低营业税等方式予以对冲。

还需看到,在外部需求减弱、全球经济失衡加快调整的大格局下,要遏制通缩、实

现我国经济平稳较快发展根本上还是要加

快以扩大内需为核心的结构调整和改革,转变经济发展方式,提高经济发展质量。其中关键是优化国民收入在居民、企业和政府之间的分配,通过减税让利、放松市场监管等措施,进一步激发经济活力和创造力。

联系到目前呼声比较高的发放消费券的提议,笔者以为,作为一种短期刺激措施,发放消费券政策不妨一试。但从根本上讲,我国国民收入分配结构不合理,贫富差距矛盾突出,再加上医疗、卫生、就业、养老等保障体系尚不完备,这些问题得不到解决,扩大内需只会成为空中楼阁。

因此,我们应该充分利用这次经济调整的时机,着力于经济体制改革的理顺和完善,进一步完善税费体制改革,并适当降低纳税主体的整体税负水平,努力提高居民收入在整个国民收入中的比重,促使消费真正成为经济增长的核心动力,从而从根本上实现经济的长期可持续发展。

(作者系中央财经大学中国银行业研究

中心主任、教授)

## 跨过3000美元,中国怎么走?

◎杨云高

全国政协委员、国家统计局原局长李德水在“两会”期间透露,去年中国GDP总量为30067亿人民币,按照我国当年平均汇率6.948:1美元及中国人口数13.2465亿,去年人均GDP已达32668美元。以此数据,中国已达到了美国社会学家英格尔斯所指定的现代化指标。

中国的人均GDP,2003年为1000美元,而从1000美元到3000美元,按国际经验,一般需要10年至15年时间,如德国用了15年,日本用了11年,而中国仅用了5年时间。中国速度究竟意味着什么?

现在最具统计学意义上的一个流行分析手法,就是“中等收入陷阱”。按世界银行的定义,凡人均GDP从900美元到11000美元左右的,都叫中等收入国家。其中又分两个层次:从900美元到3500美元左右,这是低的中等收入国家;在3500美元到11000美元左右,是高的中等收入国家。因中等收入国家的区间跨度很大,它涵盖了世界上绝大多数国家,而低收入和高收入国家均为少数,世界呈现为一种橄榄结构。恰恰是在中等收入国家,表现出更多的问题与挑战,很多国家在中等国家的两个阶段里艰难前行,甚至徘徊、反复,始终挣扎在11000美元大关以下难以冲出。究其原因,是陷于各式各样的陷阱中。按照经济学家汤敏的说法,“中等收入陷阱”包括收入分配、城市化、资本账户开放、产业升级、社会服务滞后等多方面问题,如果解决不好就很难顺利跨入发达国家行列。“拉美化”与亚洲“四小龙”奇迹,则成为这种语境中最通常的比较研究案例。

汤敏概括的五大陷阱,在中国也存在。比如评价分配悬殊的基本尼系数,再如城乡二元结构等问题,低收入农村人口为主的国情,使中国仍具有人均500美元左右国家的人口结构特征。城乡二元分裂还与户籍制度改革、人口老龄化、产业升级等问题交织在一起。

中国的改革开放是摸着石头过河的渐进式改革。现在逼近3500美元这一中等收入国家的中轴线,正如诺奖得主斯蒂格利茨所言,“中国‘过河’已过了一半”。这里是遍布各种陷阱的河中央深水区,向左还是向右,决定了能否顺利到达11000美元的高收入国家彼岸。而改革正在过大关,趟入深水区,方向性选择决定了中国的命运。

那么,当我们站在河中央,过去30年改革所形成的“放权让利”路径是否延续?

答案是肯定的,笔者并且认为,过去30年的“过河”偏重于效率,剩下的“过河”应偏重于公平;过去的“过河”偏重于市场,剩下的“过河”应偏重于社会。

现在的中国,制度变革、要素投入、全球化以及人口红利所提供的长期增长动力都在衰减,只有继续“放权让利”,才能激活民间最深厚的潜力,才能重拾中国前进的动力。“放权让利”,则需要不断消解行政力量对市场的侵蚀,避免国有垄断势力的过度膨胀,避免官商勾结加重。笔者想补充的是,腐败还是一个重要的“中等收入陷阱”,因而反腐败已成为每年全国“两会”的“第一焦点”。

在当前全球经济危机下,“放权让利”就更多地放权、更多地让利,启动国内的消费需求,这也符合“人均GDP越高、居民消费率越高”的规律。外贸依存度极高的日本10余年持续低迷,此轮经济危机的打击犹如雪上加霜,这启发我们,中国更应立足内需。过去数年,中国凭借庞大的低价劳动力,成为世界供给方;那么,中国能否凭借庞大的人口规模成为一个最具空间的消费市场呢?果若如此,则是中国百姓之幸,亦是世界经济之幸。

(作者系独立撰稿人,著有《公司政治局》)

## 美元坚挺的逻辑

◎金伟

美元近期气势如虹,美元指数已经站稳89点,较去年底的低点涨幅已达5%以上。目前依然维持在87点以上的高位。在美国巨额“双赤字”形势进一步恶化、货币环境无比宽松以及华尔街依旧不断爆出巨亏消息的大背景下,美元的急升究竟是因为什么?

尽管学界对于美元将长期持续贬值的趋势已经形成共识,然而短期看来美元的走强着实有着其内在的逻辑性。

从表面看来,美元的走强当然源自欧元、英镑以及东欧货币等非美货币国家经济基本面逊于美国,目前东欧不少国家以及俄罗斯都面临着破产的威胁,货币系统崩溃一触即发。由于这些货币的持续走低使得一篮子计算的美元指数升幅惊人。只要非美货币国家经济继续低迷,众望所归的美元下跌不休就难以开始。然而,美元坚挺背后更多的动因在于美国自身的需求,目前维持美元的升势最大的受益者即为美国。

首先,即便对几乎所有工业领域都进行了救助,但是美国经济依旧没有见底的迹象,日前美国商务部修正的去年四季度-6.2%的经济增速,打乱了所有人对未来仅存的那点憧憬,道琼斯指数一度跌穿6500点。如果再没有大量的资金回流,甚至反资本外逃,那么道琼斯指数真的就要变成“盗穷死”指数,这是美国政府绝对不希望看到的。在经济前景一片黯淡的情况下,抛售就成为“羊群”世界最为习惯性的动作,故而,必须以强势美元作为支撑,一方面稳定住美国本土的资金不外逃,同时吸引海外资金回流,唯有如此才能依靠资金量的“倒腾”来稳住美股。

再者,坚挺的美元,是引诱其他国家继续购买美国国债最为美妙的故事。为了挽救经济,美国政府不得不推出了一系列的巨额经济刺激计划,这些计划是以巨额财政赤字和美元继续恶性超发为前提的。最终还是需要依靠发行本已急速贬值的美国国债来解决问题,而当前最能引诱他人购买国债的故事就是美元资产的无比坚挺。所以,在美国巨额债券没有认购完毕,金融危机没有结束,全球经济没有稳定下来之前,美元的走强,是完全符合美国政府如意算盘的。

第三,美元坚挺是维持商品市场继续低迷一段时间的必备条件,一旦美元贬值趋势确立,那么商品市场也就不得不开始走强,而这并不符合美国当前的战略。由于短期内作为计价货币的美元走强,导致全球大宗商品价格从2008年7月份之后持续下跌。

目前大宗商品正处于历史性的低点,尽管在次贷危机中损失惨重,但是美国正利用目前的市场低迷大规模囤积这些资源。以石油为例,去年12月,美国原油进口量由11月的26.2亿桶上升至32.0亿桶。截至2月中旬,美国的石油战略储备已经超过了7亿桶,而商品原油库存已经达到35.3亿桶。现在可以期待的是,一旦金融风暴结束,美国囤积的激情减缓,到时候美元的大幅贬值和商品价格的暴涨将同步进行,而这一切最大的赢家依旧是美国。

还有,目前的美国制造业十分萎靡,美国人更是呼唤“只买国产”,在这样的氛围下,美国的出口意愿十分弱小,这也让美元没有贬值的理由。

对于中国来说,除了要分析清楚强势美元的利益得失之外,我们一方面需要借此良机,加大对资源的购买力度,特别是进口实实在在的能源和大宗商品,而不是仅仅获得进入类似于力拓这样的大公司董事会的机会。同时,我们必须细心琢磨金融危机的结束时机,以及美元逆转的时间点,只有准确把握住美元何时开始长期贬值的趋势时间点,才能保证中国在新一轮的经济角逐中稳操胜券,而不是继续被美国经济和美元资产绑架。

(作者系中国人保资产研究部客座研究员)



墨西哥大毒枭竟跻身《福布斯》

多少年来,能上《福布斯》全球亿万富豪排行榜的,都是各地显赫的上流社会人士,但今年年度最新排行榜中,竟有墨西哥大毒枭的份,而且以10亿美元排在第701位,不能不令人啧啧称奇。

### Column 专栏

中国长期以来由于受到内外条件的限制,在国际经济环境中的地位其实并不高,要中国牺牲既得利益来换取世界经济的复苏,于情于理都有些牵强。中国要自强,还有很多事情要做,比如不合理的产业结构问题,缺乏效率激励机制问题等等。寻求尽早复苏是对的,但对复苏的预期不能定得太高,中国经济的复苏预期应该首先定位在尽快摆脱金融危机的影响上。

## 中国经济复苏预期该定位在哪里

就在这次“两会”召开之前,国内某高级研究机构一位研究员在接受媒体采访时认为,中国经济将引领世界经济复苏。尽管此前多次见到专家们关于“中国经济将在此次危机中率先复苏”的观点,对类似说法早已习惯,但看到这位专家的研究成果时,还是不由得睁大双眼,接着就是满腹狐疑:我们凭什么引领世界经济复苏呢?

这个疑问有两层含义,一是能力问题,二是责任问题。

先看能力,要引领世界经济首先必须能够主导世界经济。纵观二战以来的国际经济体系,无论我们是否愿意接受,美国主导世界经济的事实毋庸置疑,而其之所以能够做到这一点,除了本国经济实力发挥作用外,一个很重要的原因是其拥有了世界金融体系的主导权、话语权。那么现在要中国来引领世界

经济,我们有这个实力吗?

世界金融体系的一个核心问题是国际货币发行权,尽管金属本位货币制度早已土崩瓦解,原始意义上的所谓世界货币已不复存在,但不可否认仍有些货币——由于某些历史和人为的原因——具有价值储藏功能的贵金属或类似资产存在客观的紧密联系,因而使得这些货币实际上发挥着本位货币的作用,美元即是如此。也正是因为拥有了美元的特殊地位,美国经济才能控制世界经济的生产走向与投资走向。

再来看看中国经济,不要说国际货币发行权,就连经济发展模式,都与其他经济体存在着一定差异。关于人民币的国际化地位,尽管受到普遍关注,中国人也渴望能尽早实现这一点,但不能否认的是,我们离这一目标尚有距离,尤其是短期内,困难更多些。不仅如此,由于中国还处在生产制造的低产业级别上,某种意义上讲,我们的经济发展还要靠

别人支撑呢(至少目前还是这样),如此境况,要中国引领世界经济复苏,