

# 哪些问题将影响中国货币政策灵活性

中国人民银行行长周小川在2010年新年致辞中强调,2010年将继续实施适度宽松的货币政策,根据新形势着力提高货币政策的针对性和灵活性。关于2010年的货币政策,笔者认为应该从汇率政策、货币政策工具、货币政策目标、新增贷款及投向问题等多个方面来考察。

◎陆前进

中国人民银行行长周小川在2010年新年致辞中强调,2010年将继续实施适度宽松的货币政策,根据新形势着力提高货币政策的针对性和灵活性。关于2010年的货币政策,笔者认为应该从多方面来考察。

首先是关于中国的汇率政策。实际上,2005年7月21日中国人民银行实行了外汇体制改革,自汇改以来直到2008年9月国际金融危机爆发,人民币对美元汇率一直呈现单边升值态势。国际金融危机爆发以后,人民币对美元汇率由持续单边升值转向汇率稳定,一年多的时间里,人民币对美元汇率保持相对稳定,促进了中国经济的稳定和世界经济的复苏。现在人们关心的问题,是2010年人民币汇率还会继续保持稳定吗?最近国家外汇管理局称,将进一步理顺外汇供求关系,建立健全国际收支调节机制,增强汇率等经济杠杆在资源配置中的基础性作用。

笔者认为2010年人民币汇率主要受以下几个方面的影响:一是国际收支因素。国际收支变化是决定人民币汇率的重要因素,它反映了外汇市场供给变化对人民币汇率的影响。如果国际收支盈余,外汇市场外币供给将增加,外币将贬值,人民币将升值;如果国际收支恶化,则外汇供给将下降,人民币会面临贬值压力。长期以来我国的贸易项目和资本项目双顺差,人民币也保持升值的趋势或存在升值压力。二是热钱的流动。如果国际投机资本流入,外汇市场上外汇供给将增加,人民币升值的压力将增加;如果投机资本流出,人民币升值的压力将减缓。三是美元币值的变化。人民币对美元的汇率是人民币市值对美元市值之比,它反映了当期人民币和美元的购买力之比。在一定的名义汇率水平下,如果美元币值下降,人民币市值就相对上升,人民币升值压力就大;如果美元币值上升,人民币市值就相对下降,人民币升值压力将下降。从目前的情况来看,国际收支仍然保持双盈余,人民币存在升值压

力,但是随着美元升值,热钱流入趋缓,人民币升值压力减轻,因此短期内人民币的升值压力应该不大。

其次是关于货币政策工具。为了保持2010年适度的信贷规模,我国央行主要通过货币政策的工具来调控,央行要控制基础货币释放的速度和力度。影响我国基础货币增加的主要是外汇占款的增加、到期的央行票据和正回购,以及政府存款变动。控制基础货币的过快增加,央行需要通过发行央行票据和正回购冻结这些资金,需要平衡资金释放和回笼的数量,使得基础货币的增加可控。当然央行可以通过提高利率,控制信贷成本,控制货币和信贷投放的规模。目前我国央行主要是通过公开市场业务投放或回笼资金,控制银行体系的流动性。从2010年的情况来看,外汇占款将继续增加,会导致基础货币增加,同时和往年一样,2009年12月份政府支出会大

幅度上升,财政存款会下降,基础货币会进一步上升,因此2010年央行将继续通过央票发行和正回购工具控制银行体系的流动性。如果通货膨胀压力重新抬头,货币政策可能还会逐渐加码,央行可能会动用法定准备金率和利率工具来遏制通货膨胀压力上升,这将由2010年通货膨胀压力的变化趋势来决定。

再次是关于货币政策目标。中国人民银行行长周小川日前在2009中国金融论坛上表示,中国货币政策需要考虑多重目标,目前要围绕通胀、经济增长、就业、国际收支四大目标考虑政策制定。但是目标之间既存在一致,又存在冲突。一般来讲,物价稳定和经济增长存在着冲突,政府采取扩张性的经济政策促进经济增长,但会导致通货膨胀压力的上升;充分就业和经济增长是一致的,充分就业促进经济增长,而经济增长反过来又扩大就业;经济增长和国际收支的平衡存在冲突,经济增长进口增加,如果扩大出口在短期内很难实现,国际收支会出现逆差或顺差减少;物价稳定和充分就业之间存在着冲突关系,增加就业,刺激总需求,导致通货膨胀;稳定物价和国际收支的均衡是一致的,因为紧缩性的货币政策降低通货膨胀率,同时减少国内需求,进口减少,另外导致利率上升,资本流入,国际收支改善;充分就业和国际收支的均衡目

标存在冲突,增加就业,总需求增加,进口增加,国际收支逆差。在这四个政策目标中,存在相互冲突的情况,但是并不表示他们不能够共存,宏观调控需要在宏观经济目标之间取得平衡。笔者认为我国央行需要通过货币政策工具的相互配合实现宏观经济的目标,货币政策工具要科学搭配,把握调控的节奏、重点和力度。

最后是关于新增贷款及投向问题。从宏观经济的角度来看,保持经济增长,需要一定的货币和信贷的支持,2009年前11个月我国新增贷款为9.21万亿,有力地促进了经济恢复和增长。目前为了维持宏观经济政策的连续性和促进经济的持续增长,市场预期2010年新增贷款将继续维持适度信贷规模,新增贷款约为7万亿~8万亿元,比2009年有所降低。尽管如此,与正常年份相比,这一数字仍然较高。同时为了控制货币和信贷的平稳增长,防范通货膨胀预期,央行需要通过货币政策工具调控,控制市场流动性的投放,保持货币和信贷增长适度,控制通货膨胀预期。同时央行应加大信贷政策对经济社会薄弱环节、就业、战略性新兴产业发展、产业转移等方面的支持,促进“扩内需,调结构”,为社会经济发展服务。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

# 后危机时代中国经济金融运行演进趋势

◎葛兆强

本次全球金融危机的爆发已近三年,尽管各国政府都采取了积极的拯救措施,而且各种积极因素不断显现,以至于许多人认为后危机时代已经来临,但金融危机导致的经济衰退仍在困扰全球,世界经济前景仍不明朗,危机带来的创伤在短期内尚难以痊愈,后危机时代世界经济格局和中国的经济金融运行将由此发生深刻变化。从世界经济的发展趋势看,由于本次危机影响的长期性和不确定性,后危机时代世界经济格局将会发生以下变革:一是世界消费和储蓄的平衡关系以及世界市场格局会发生重大变化;二是实体经济发展将得到发达国家的重视,世界范围内的企业并购重组浪潮将再次兴起;三是低碳经济的发展,将引致世界经济发展模式发生变革;四是新兴经济体的世界市场份额将会上升,世界经济结构非均衡格局有所改善;五是国际货币体系改革提速,由美元、欧元、日元、人民币、黄金、特别提款权等多种货币相互制衡的国际货币格局将逐步形成。

深层次的制度性改革在后危机时代将加速,长期性问题与短期性问题的解决将会得到兼顾。后危机时代的中国经济发展将可能发生八个方面的演进趋势。

了市场体系还发育不全,而且市场体制的质量不高。而且,在司法体制、政府廉洁度、医疗卫生、社会保障、教育和环保等方面还比较落后,人均收入水平在世界的排名中也相当低。尤其需要注意的是,在本次反危机中,地方政府主导经济增长非常明显,而且有进一步强化的趋势。为此,后危机时代中国必须通过深化改革,在政府转型方面实现突破,确立起好的市场经济体制模式。总体方向是,由国家主导型的市场经济体制模式逐步过渡到大企业型市场经济和企业型市场经济有机结合的混合市场经济体制模式。从现实的情况看,以下几个方面将成为基本趋势:一是推进以经济增长方式转型为主线的经济体制改革,进一步释放转变经济增长方式的活力,使经济增长由政府主导的需求平稳过渡到市场主导的需求上来,强化市场在资源配置中的基础性作用。二是推进以公共需求转型为主线的社会体制改革,着力解决经济社会发展不平衡的矛盾,为推进城乡一体化进程、扩大国内消费需求提供社会动力。三是推进以政府转型为主线的行政管理体制改革,努力实现公共服务型政府建设的重大突破,逐步形成政府与市场、社会的合力。四是积极培育大型企业,努力扶持和发展一批创新型、高速增长、能够使引致经济革命性变革的企业。五是释放企业家精神,积极培育一大批具有世界先进水平的“创新型”中小企业。

因此,从危机前的投资与出口主导型的增长模式转型以内需为主导的经济增长方式,将是中国经济继续保持快速增长的必然选择。后金融危机时代,随着消费结构的升级和消费的不断增长,未来五至十年左右居民消费率有可能提高5-10个百分点。与之相适应,以下相关领域的改革将推进:一是收入分配体制改革将推进,国民收入分配格局将会发生调整,居民在整个国民收入中的比重将大幅度提高。二是社会保障体制改革也将有较大的改革,城乡基本公共服务均等化和居民消费倾向将会强化。三是财税和金融体制改革将会加快,公共财政体制改革和消费型金融体制将逐步建立。四是投资体制改革将会加速推进,投资结构重点将由生产性投资向消费性投资的转变。

三、中国的工业化进程远未完成,建设更为强大的工业依然是后危机时代我国经济发展的中心内容

根据美国经济学家惠特曼·罗斯托关于一个国家经济发展过程的六阶段理论(传统社会阶段、准备起飞阶段、起飞阶段、走向成熟阶段、大众消费阶段、超越大众消费阶段),目前我国工业化发展阶段正介于起飞阶段和走向成熟阶段。尽管30年的改革开放,中国经济成就卓著,长三角、珠三角和环渤海地区的一些典型城市已经进入“成熟阶段”,但我国绝大部分地区仍处于“起飞阶段”。作为一个人口众多、幅员辽阔的发展中大国,解决正在面临和将要面临的城镇化、交通运输、资源开发、水利工程、环境保护和国土治理以至国家安全、民生福利等问题,都有赖于工业的长足发展。中国在本轮金融危机中因外需疲软而引起的结构性产能过剩问题,也应在发展的过程中,通过产业升级、提高产品质量和调整消费结构来进行化解。另外,亚非拉等其他工业落后于中国的国家,其工业化的进程在一定程度上仍需要中国的装备支持。可以判断,中国工业未来仍面临着国内外市场的长期增长。建设更为强大的、具备核心竞争力工业,发展新型工业经济,运用新技术降低对能源和资源的消耗,实现生产方式的转变和产业升级,并以此促进就业和经济增长,创造和谐的工业和社会环境,仍然是后危机时代中国经济发展的中心内容。

四、在加快工业化进程的同时,城市化将成为政府的战略选择,城市化进程将大大加快

本次全球金融危机所引发的这场经济衰退,不是一场短期的、周期性的经济衰退,而是一场严重的、长期的世界性萧条。对于中国而言,加快城市化进程是后危机时代经济增长的重要途径。从国际经验看,经济现代化的过程就是工业化和城市化的过程,这两个过程相互依存,工业化要以城市化为基础,城市化则要靠工业化来推动。从供求关系角度看,工业化创造供给,城市化创造需求。城市化进程之所以能

够创造需求,主要源于三个方面:一是城市化会创造出增加就业的生产性投资,增加公共品的基础设施投资和房地产投资。据2003-2008年的相关数据,每增加一个城市人口大约会增加50万元的城镇固定资产投资。二是城市化会引发更多的消费需求。相对而言,城市居民的消费能力要比农村居民的消费能力强得多,城市人口比重的提升就会带来消费总量的扩张。三是城市化会促进服务产业的发展。从我国的情况看,中国当前经济存在的种种结构问题,在很大程度上是因为新中国成立60年都延续了工业化超前而城市化滞后的经济发展模式,导致了国内需求总规模与供给总规模严重不对称,使国内消费需求长期被抑制,经济发展不得不长期高度依赖外需。后金融危机时代,加快城市化进程是构建消费大国的战略性选择,它可以释放出巨大的内需,从而使中国的经济结构更加协调。更重要的是,城市化将改变中国现有城乡二元结构及其隐含的各种社会问题。

五、以改革和创新为动力的经济结构调整和产业升级,将成为后危机时代中国经济发展的主题

后危机时代中国经济要保持持续增长,必须从根本上解决结构性问题,促进经济的平衡增长。一是调整需求结构,大力扩大内需尤其是消费需求。在政策取向上,将合理把握社会投资总量规模,保持一定的投资增长水平;积极培育农村消费市场,使农村和农民在未来的经济发展与结构调整中发挥更大作用;改善消费环境,顺应消费结构升级的趋势,积极培育新的消费热点,将现有的鼓励消费政策长期化。二是调整收入分配结构,促进社会和谐发展。后危机时代,中国将处在一个调整收入分配机制的关键时期。该时期的目标是在兼顾效率的前提下不断缩小收入差距,使改革开放与经济社会进步的成果让全体国民共享。我们将建立收入稳定增长的长效机制,提高劳动收入在国民收入中的比重;进一步统筹城乡协调发展,减缓城乡收入差距扩大趋势;加强低收入人群尤其是困难人群的社会保障,促进社会和谐发展。三是调整区域发展结构,促进区域协调发展。进一步健全区域间产业梯度转移机制以及区域间的经济利益协调机制,为产业区域转移搭建良好的公共服务平台。同时,大力推进主体功能区建设。四是调整产业结构,加大科技创新力度,培育和形成一批在今后十年甚至更长时期内在全球范围具有国际竞争力的产业,不断提高我国在全球价值链和全球分工体系中的地位。

六、在发达国家“去杠杆化”浪潮中,中国经济将加快“加杠杆化”进程

经济的高杠杆化运行是导致发达国家金融危机的根本原因,发达国家化解危机的过程实质上就是去杠杆化过程。与发达国家不同,中国的金融杠杆化还有很大的提升空间,刺激经济,拉动内需,需要加杠杆化。从政府负债看,2008年末,我国国债余额占GDP的比重仅为16.8%,而同期美国、日本、欧元区这一比率分别达到71%、163%和67%。2009年我国预算财政赤字为9000亿元,占GDP比重约为2.93%(低于国际警戒线3%)的标准,而美国政府财政赤字为1.75万亿美元,占GDP的12.3%;从企业负债看,我国非金融类企业的平均资产负债率大约为55%,企业资产负债状况合理健康;从居民负债情况看,用消费信贷占GDP的比重来衡量,中国也处于一个相当低的水平。2008年末韩国为76.3%,法国为47.7%,美国为18%,而中国仅为12.8%,居民信用消费还有很大的发展空间。综合各方面因素来看,中国的杠杆化率仍处于相对低位,适度的加杠杆化有助于促进实体经济增长。事实上,中国政府为应对危机出台的诸多刺激政策均显示出明显的“加杠杆化”取向。比如,4万亿的投资计划中,以1.18万亿的中央投资撬动地方政府和社会投资2.82万亿元;资本市场的创新和快速发展也为资源性资产的价格重估及大型投资项目的融资工具创新提供了有利的市场环境。

七、继续扩大对外开放,积极参与国际经济秩序重建

后危机时代中国内外环境的变化,决定了依赖外需的发展模式不可持续,必须在保持外需份额基础上不断开拓内需市场,有效解决贸易顺差问题。为此,中国应加快外贸总体战略调整,变“出口主导”为“进出口并重”,变“外部市场为主”为“内外市场并重”;外资政策将不断得到调整和完善,企业对外直接投资步伐也将加快,实现“引进来”与“走出去”协调发展,企业、政府、行业协会“三位一体”的贸易摩擦解决体系也将逐步建立;提高企业自主创新能力,提升产品出口层次和国际竞争力,实现出口市场多元化战略;积极开展国际经济合作,参与国际经济规则的制定,为中国对外贸易发展创造良好的条件。

八、参与国际金融体系改革,审慎推进人民币国际化进程

随着美欧经济的下滑,新兴经济体的迅速发展,虽然短期内美元的主体地位难以撼动,但长期来看,国际货币体系将继续向多元化方向演变,这为人民币国际化创造了良好的外部环境。中国将把人民币的国际化与国际金融体系的改革结合起来,稳步提高中国在世界金融体系的竞争力。为此,中国将积极推进储备货币的多元化,加快签订货币互换协议,推进跨境贸易结算试点,让越来越多的国家和地区将人民币作为交易货币和外汇储备。同时,将加强与欧元区、拉美、东北亚、金砖四国等的区域协调,广泛建立自由贸易区,努力推动建立一多极化的制衡机制,建立防范人民币国际化负面影响的机制,制定科学的风险应急预案与预警体系,也将成为后危机时代中国金融改革与发展的重中之重。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

二、消费将定位于拉动中国经济增长的主导因素,内需的扩大将推动经济增长方式实现根本性转变

在本次全球危机中,我国因金融开放程度不高、金融创新水平不深,所以遭受的直接损失不是太大,但危机给世界造成的长期、深层次的影响,已经宣告了持续30年的出口拉动型的增长模式已走到了尽头。近些年来,随着国内和国际经济环境的变化,这种经济增长模式的弊端日益凸显:一是进口和出口的严重失调,使国际贸易顺差越来越大,不利于国际收支平衡;二是长期的贸易顺差导致外汇储备越来越多,在外汇市场动荡情况下,面临的风险日益增大;三是长期低劳动产品价格以保持所谓的比较优势,直接影响国内消费需求的增长;四是资源价格的行政管制使政府在油、电等方面的巨额价格补贴通过产品出口而部分流向国外,最终导致我国国民福利的净损失;五是大量低技术含量和低附加值的产品因为外需的旺盛而使相关企业找到了生存空间,在一定程度上阻碍了我国产业升级和技术创新,影响了我国企业整体素质的提升。1996年我国政府就确定了转变经济增长方式的目标,但目前还没有实质性突破。这次全球金融危机凸显了市场的力量,市场力量开始要求我们必须通过启动内需来推动经济增长方式的转变。客观地讲,如果不能建立一个有效消费社会,中国很难和西方竞争,也不能保证国际经济秩序的公正性。

一、国家主导型的市场经济体制将逐步弱化,大企业型与企业型混合的市场经济体制将逐步确立

中国改革开放30年所创造的近代经济史上的“增长奇迹”,植根于中国选择了国家主导型的市场经济体制模式。该模式与现代西方的凯恩斯主义、东欧转轨国家和俄罗斯的市场化模式、东南亚国家的国家主导型模式和南美洲一些国家的市场经济发展模式迥然不同。其显著特征是在市场化改革和发展的过程中,不放弃公有制的主体地位,坚持多种所有制共同发展,在中国共产党的有力领导下,在充分发挥市场机制作用的同时,加强了国家对经济的控制力和政府管理经济的能力。尽管这种体制模式取得了巨大成功,但目前这一经济体制的框架还不是很完整,其主要特点是:以追求GDP为主要目标;以扩大投资规模为主要任务;以上重工业化项目和热衷批租土地为主要途径;以行政推动和行政干预为主要手段。这不仅导致

■今日看板

## 明暗两方面因素 决定今年市场走向

◎亚夫

前些日子,有不少机构发布了2010年的宏观趋势分析与投资策略报告,浏览一下大家的说法,大同小异,有独特见解的不多。如果把上年的报告拿出来看看,至少有半数以上没有说准,其实,测不准已成为常态。什么原因呢?是各大机构不肯花钱?还是分析师聪明不够,用功不勤?

非也。之所以年年有预测,年年测不准,是因为有些因素是没办法预测的。特别是那些非常规因素,有时甚至起决定作用。比如,最近的房地产就是这样,很多机构都看好,但一道遏止令下来,大部分人都傻眼了。而今年的市场到底如何?关键不在股指高低,而在政策动向,尤其是明暗两方面因素,将会影响今年的经济基本面与市场走向。

先说暗的因素,也就是潜在的非常规因素。这样的因素今年有两个。一是求稳的因素。今年是“十一五”收官之年,保持经济社会的平稳,为“十二五”开局打好基础,是潜在要求。因此,相应的指标设定会留有余地。比如,经济增长在9%左右,财政和货币政策总基调不变但需要相机而行,任何过热或过冷的安排都不可取。而求好求稳应是今年经济运行底色。

还有一个是求变的因素。这好像与前面有点矛盾,其实不然。求稳是对当年的常规指标而言的,求变则是要为“十二五”开局作准备。也就是说,要根据目前的社会经济状况,尤其是新的内外部环境,为经济结构的优化调整,为经济转型,铺好平滑的过渡弯道。这是非常重要的课题,也是下一个30年需要回答的紧迫问题。因此,今年最值得关注的将是那些具有转向意义的政策。

如果认可以上判断,那么再来看影响经济趋势与市场走向的常规因素,或者说,那些明面上的因素,就比较容易有方向感了。

比如投资,今年会是一个什么局面?大幅下降或大幅抬升?都不可能。因为去年的投资持续在高位运行,这是有特殊原因的,就是国际金融危机。这一点大家都明白,不用多说。但中国的情况与发达经济体不同,他们是金融出了问题,中国是外贸出了问题,而外贸又与就业有关。因此,去年的投资可以说是为了保就业而实施的被迫投资。这种情况在今年要缓和许多。所以,今年的投资动因只有两个,一个是稳就业,一个是稳后续配套。在这种情况下,投资的波动幅度不会很大。

又比如出口,今年会是什么局面?从外部环境看,相对于去年会有所回升,但要恢复到金融危机前的增长速度大概是不可能的。因为就外部来说,有国际政治方面的原因。比如,国际社会现在要求中国承担更多责任;有经济方面的原因。比如,全球股市失衡、贸易失衡、市场结构失衡等,都需要通过再平衡来调整。而中国被认为是结构失衡的急先锋。就内部而言,结构调整也是急迫的问题。其根本之处在于如何从有效利用内外两种资源的角度,平衡好内外需关系。因此,去年中央经济工作会议要求稳住外需,这是有道理的。

再比如消费问题,今年将是一种怎样的景象?现在好像都看好,似乎把宝都押在了消费上。确实,今年的投资不能像去年这样猛了,而出口也只能是恢复性增长。三驾马车中只有消费可以推一把了。但是,从内外部失衡的情况看,尤其是从地区差距、城乡差距、社会阶层的财富差距看,要像去年这样来推动消费增长也是有困难的,除非推出新的、更有力的政策来。比如,家电汽车消费,不可能时更新。因此,这方面的政策效应将是递减的。只有找到新的消费热点,才会有所突破。

最后再来看三个价格问题,即PPI、CPI和股价的问题。对今年的PPI和CPI,现在一般都认为不会涨很高。事实上,这很难说。也许,今年最让宏观经济政策感到为难的不是这两个指标。因为,影响PPI的不仅仅是国内因素,更有外部因素。而从趋势看,对CPI的走向一点也不能掉以轻心。在这种情况下,如果再考虑其他投资市场的牵扯因素,今年的股指将很难做一边倒的选择。

综合明暗两方面因素,今年的经济应该是求稳的经济,因此,股指应该也在一个比较平缓的区间内运行。如果政策平衡被打破,或者有重大事件发生,那就另当别论了。

本版主持:邹民生 朱兆奎