

选择升值还是温和通胀:这是个问题

□ 主持人 邹民生 乐嘉春

适度温和通胀是化解目前死结的一条可行路径

主持人:对年初以来中国宏观经济的表现以及未来走势,特别是对将要接近1万亿美元的外汇储备,还有敏感的汇率与利率问题,近来业内分析人士意见比较多,分歧也比较大。对此,你怎么看?能不能透过各种纷繁的意见,点出问题的关键所在?

刘煜辉:最近经济界的意见分歧确实比较大。比如关于外汇储备,就在媒体上见到梁红与林毅夫等人的争议。这里我不想谈表面问题,而是希望直接谈影响经济方向选择的关键问题,并且先从结果谈起。那么,什么是关键问题呢?我觉得目前的关键是动汇率,还是动利率,或者选择比这两者更好的突围路径,比如适度温和的通货膨胀。这似乎有点让人吃惊,但如果你对中国经济的结构以及走向多加分析,就会发现我们应该怎么做。

按一般经济学规律,在短期,人口数字及劳动力总数基本固定,GDP的增长反映的主要就是劳动生产率的增加,而劳动生产率的上升意味着,要么工资上涨而引发通胀(这个调整属于相对价格变化,与过多货币追逐过热的商品所导致的高通胀性质完全不同),要么本币大幅升值。

对于中国,当然希望获得前者,而避免后者。

就目前人民币汇改而言,无非两种选择。一是人民币一步到位,大幅升值后干脆让它浮动;二是选择人民币一路碎步小跑,即所谓“稳步升值”。如此,汇率走势便只有两种可能的结果:对于选项一可能是人民币汇率趋势逆转,掉头向下,出现大幅贬值预期或直接开始贬值,那将是中国经济的硬着陆,随后是漫长而痛苦的通缩,这实际上意味着中国将单方面承担世界经济调整,特别是美国经济调整的成本。

对于选项二,则可能是人民币持续地维持升值预期或直接继续升值,这将是如同冷水慢火煮青蛙般的煎熬。一旦人民币长期单边升值的预期形成并实现,那是十分可怕的事情:所有的企业都急着赶在人民币下一波升值前加速进口;中国在海外的企业、公民和侨民都急于把一些说得清楚和说不清楚的资金汇回国内;一些短期投机资金夹杂在外商直接投资中投入地方政府的怀抱;而贸易融资的顺差在提前收款、延后付款中迭创新高(根据《中国国际投资头寸表》的数据,中国2005年贸易信贷2005年增长254亿美元,增幅高达39%)。结果是官方外汇储备激增,并导致本币发行量大增,流动性泛滥,本币利率下降,甚至有可能陷入日本式的“流动性陷阱”。

但一旦有了适度温和的通货膨胀



■ 人物志

刘煜辉

中国社会科学院金融所中国经济评价中心主任,研究员,本报特约撰稿人。近年来在国家一级学术刊物上发表论文十多篇,在国内外高级别学术会议上报告论文多篇。主持并参与了《中国地区金融生态评价》等多项国家大型重点研究课题。

况,情况就不一样了。

主持人:你是说选择适度温和的通货膨胀,是化解目前死结的一条可行的路径?

刘煜辉:这么说吧,由于通胀与升值之间存在着一种替代关系,一则人民币升值压力及升值率必将相应减小,二则人民币名义利率跌至零的风险,即落入“流动性陷阱”的风险,也会减小。可见,维持一个适当的由生产率快速增长导致的通胀率,可以降低人民币升值并导致零利率的风险,或者直接减轻升值的压力。故此,货币管理当局不宜对通胀过分谨慎,而坚持一个相对中性的货币政策是维护人民币稳定所必须的。

但是这里不得不指出的是,中国的禀赋条件对于这种替代的进行构成了天然的制约,而使得劳动生产率的提升在很大程度上演变为本币升值的压力,这或许是一种无奈。

刘煜辉:我听到过这种观点,认为由于人民币汇率低估导致了中国的产业结构扭曲,鼓励了资源流入出口部门。坦率地说,这种看法缺乏历史眼光,缺乏全球视野,更无视中国转型经济的体制背景。

这里需要讲的一个基本事实是,中国虽然搞了二十多年的市场经济改革,但是政府仍保持着对许多重要经济资源的配置权力。特别是生产要素市场,包括劳动力要素、资本要素、土地和自然资源要素,市场化程度很低,此外还有土地、税收、市场准入等各种花样翻新的优惠行政政策,而这些因素又往往是当下银行最值得信赖的抵押物和政治担保。故此,政府掌控了土地等要素资源,实际上也就掌握了对地区金融资源的配置权。

于是乎,在现行政绩考核体制的驱动下,大量资源必然是向资本密集型、高能耗、高产值的重工业或者是低水平的加工工业倾斜。劳动力价格是偏低的,资本的价格(也就是利率)也是被管制的,土地原来是不管钱的,后来批租土地也有各种各样的行政优惠,所以土地价格也是偏低的。

而另一方面,在技术革命和经济全球化的推动下,跨国公司日渐成为了全球生产的组织者和协调者,并实

现了按价值链组织全球分工,故此加快了全球制造业向低要素成本地区转移。

在这个意义上,中国这种转型经济体的典型特征客观上恰恰迎合了这一趋势和要求,日益成为世界工厂和国际资本流动的主要目的地,被搁置在所谓制造业价值链(所谓“微笑曲线”)的低端。

需要指出的是,这种世界性的产业转移和重新分工,与名义汇率本身并没有多大关系。一个简单的事实,在中国投资获得的高额盈利主要得益于要素价格的扭曲所产生的“经济租”,名义汇率的升降效果完全可以在内部各种非市场化的要素价格的重新调整下化为乌有,而耗费资源的项目依然是可以挣钱。

故此,中国产业结构扭曲的症结并不在于汇率的低估,也不在于所谓出口导向政策,问题的根本还在于政府主导资源配置。当下人民币升值的压力,只不过是政府主导所导致的要素价格扭曲的一个必然结果,而不是原因。

有意思的是,现在那些持汇率低估导致资源错配观点的学者,又多认为中国的出口贸易有50%以上为加工贸易,所以人民币升值不会对贸易部门造成太大影响。如此形成了一个悖论:既然汇率不能够影响到微观主体(企业)的行为,又如何能引导资源的配置和产业升级呢?可见,“汇率低估导致中国产业结构扭曲”本身就是一个伪命题。

主持人:你刚才提出的化解中国经济难题的设想很另类,但值得琢磨。现在我想请你所谓的“汇率低估”与中国产业结构的关系谈谈看法,因为这是一些外资机构分析人士很热衷的说法。对汇率与产业的关系倒也值得研究。

刘煜辉:我听到过这种观点,认为由于人民币汇率低估导致了中国的产业结构扭曲,鼓励了资源流入出口部门。坦率地说,这种看法缺乏历史眼光,缺乏全球视野,更无视中国转型经济的体制背景。

这里需要讲的一个基本事实是,中国虽然搞了二十多年的市场经济改革,但是政府仍保持着对许多重要经济资源的配置权力。特别是生产要素市场,包括劳动力要素、资本要素、土地和自然资源要素,市场化程度很低,此外还有土地、税收、市场准入等各种花样翻新的优惠行政政策,而这些因素又往往是当下银行最值得信赖的抵押物和政治担保。故此,政府掌控了土地等要素资源,实际上也就掌握了对地区金融资源的配置权。

于是乎,在现行政绩考核体制的驱动下,大量资源必然是向资本密集型、高能耗、高产值的重工业或者是低水平的加工工业倾斜。劳动力价格是偏低的,资本的价格(也就是利率)也是被管制的,土地原来是不管钱的,后来批租土地也有各种各样的行政优惠,所以土地价格也是偏低的。

而另一方面,在技术革命和经济全球化的推动下,跨国公司日渐成为了全球生产的组织者和协调者,并实

现了按价值链组织全球分工,故此加快了全球制造业向低要素成本地区转移。

在这个意义上,中国这种转型经济体的典型特征客观上恰恰迎合了这一趋势和要求,日益成为世界工厂和国际资本流动的主要目的地,被搁置在所谓制造业价值链(所谓“微笑曲线”)的低端。

需要指出的是,这种世界性的产业转移和重新分工,与名义汇率本身并没有多大关系。一个简单的事实,在中国投资获得的高额盈利主要得益于要素价格的扭曲所产生的“经济租”,名义汇率的升降效果完全可以在内部各种非市场化的要素价格的重新调整下化为乌有,而耗费资源的项目依然是可以挣钱。

故此,中国产业结构扭曲的症结并不在于汇率的低估,也不在于所谓出口导向政策,问题的根本还在于政府主导资源配置。当下人民币升值的压力,只不过是政府主导所导致的要素价格扭曲的一个必然结果,而不是原因。

有意思的是,现在那些持汇率低估导致资源错配观点的学者,又多认为中国的出口贸易有50%以上为加工贸易,所以人民币升值不会对贸易部门造成太大影响。如此形成了一个悖论:既然汇率不能够影响到微观主体(企业)的行为,又如何能引导资源的配置和产业升级呢?可见,“汇率低估导致中国产业结构扭曲”本身就是一个伪命题。

主持人:对汇率问题的解析,有不同角度。你刚才指出了伪命题,是否如此,留待读者诸君辨析。这里,还要问的是,中国的汇率似乎总和美元走向有关,为什么会这样呢?

刘煜辉:关于人民币汇率问题,必须放在国际货币体系演化和全球化的大背景中来分析。而中国选择盯住“美元锚”也是有历史原因的。

当今“国际本位货币竞争市场”的格局已经发生了本质性变化:国际金融制度事实上又回到了以国别货币作为国际货币的布雷顿森林体系,特别是在东亚地区,麦金农据此将这种国际金融秩序概括为“美元本位”。

深入分析便不难得出这样一个无可奈何的推论:如果这个世界一时还找不到一种能够替代美元的国际货币和国际储备资产,我们恐怕还得容忍,在一定程度上还须维护这种美元本位制度。这就是问题的复杂性。这种复杂性使得我们很难简单地用“合理”或者“不合理”这种道德评判标准来评价这种美元本位的国际金融制度。

自1945年开始,在美元体系下,整个世界可以被刻画为“中心”(美

国)和“外围”(美国之外的其他国家和地区)结构。在经过上世纪70至80年代的混沌(日本和德国的崛起一度使得中心的概念有些模糊),世界又重新回到了起点,美元本位又进一步得以确立,当今的欧洲和日本其实与中国和其他东亚国家一样,都是在不同层次上为美国提供商品和服务的外围国。

这样一种世界经济格局意味着这些外围国的货币要想保持稳定就必须寻求一个“名义锚(nominal anchor)”。在这个意义上,包括中国在内的整个亚洲国家的货币坚持盯住美元的汇率制度成为一种现实而无奈的选择。我们看到,日本曾经经历了一个高度外向型经济体在美元本位制中摆脱“名义锚”后的风险。当然日本的问题根本还在于自身经济结构的失衡,但不能不承认,摆脱美元锚使得这种失衡从风险成为了一种现实。

随着中国经济实力的增强,是否需要改变紧盯美元的政策,是一个需要认真讨论的话题。关键在于中国能否从根本上调整本国经济与国际经济秩序的关系,实现自主性经济增长。从这层意义上来看,及时地通过解决国内以各种形式存在的经济不平等(要素价格扭曲、收入分配、民营资本准入等),从而有效地扩大内需已经成为中国经济在近期转型中最为紧迫的任务。

而为了实现这一经济转型,结构调整,汇率稳定是不可或缺的条件。当汇率稳定、货币环境稳定之时,经济增长方式(主要是产业结构的演化和调整或生产资源的有效配置)取决于消费者的需求转变和投资者的技术进步;当汇率浮动、货币环境动荡不守之时,价格信号很可能被进一步扭曲,经济结构失衡很可能进一步恶化。

有些学者常常将固定汇率与浮动汇率相对立,说固定汇率最大的缺点是货币政策失去了独立性和自主权等,而浮动汇率可以让货币政策保持自主性和独立性,这成了国际上某些人主张人民币升值,主张人民币实现浮动汇率,主张中国开放资本账户的主要依据。事实上,这是对蒙代尔“不可能三位一体”(固定汇率、完全资本流动、自主货币政策不可能同时存在)的一种曲解,取消资本流动假设(即实施资本流动的管制),固定汇率与自主货币政策在很大程度上是相容的。没有任何经济学的理论逻辑和经验事实证明:完全资本流动利大于弊。2003年以来,中国货币政策的独立性所受到的一系列挑战,事实上与我们的资本项目管制的有效性受到极大的削弱相关联,当下假道经常项目或直接投资,购买人民币资产或者房地产进行投机已经做得非常专业化了而且成本很低,坦率地说,国际资本的跨境流动几乎是不设防的,特别是在房地产等领域。

我们可以设想的图景是,如果人民币迅速升值导致境外资本大量抽逃,房地产泡沫破灭,中国经济很可能出现硬着陆,而美国经济中经常项目账户的赤字总量将会急剧减少,因为中国投资的衰退将会导致石油和其他原材料价格迅速下降。同时,美国经济中的通货膨胀压力将会迅速消失(事实上,美国经济中巨大的经常项目赤字与石油和其他商品价格上涨是高度相关的)。如此,美元顺势由弱转强,美联储就可以再次削减利率,它的资产泡沫得以延续。

这正是频频对人民币升值施压的美国保守势力最希望看到的结果。而这个结果是,美国利用美元事实上的“本位制”霸权优势,转嫁了其经济调整的成本,牺牲了中国和其它弱势国家的利益,缓解了美国由于自身问题造成的困境。这是我们愿意看到的吗?值得警惕。

■ 看点

●就目前人民币汇改而言,无非两种选择。一是人民币一步到位,大幅升值后干脆让它浮动;二是选择人民币一路碎步小跑,即所谓“稳步升值”。汇率走势便只有两种可能的结果:一种可能是人民币汇率趋势出现大幅贬值预期或直接开始贬值;一种可能是人民币持续地维持升值预期或直接继续升值,结果是官方外汇储备激增,并导致本币发行量大增,流动性泛滥,本币利率下降,甚至有可能陷入日本式的“流动性陷阱”。

●通胀与升值之间存在着一种替代关系,一则人民币升值压力及升值率必将相应减小,二则人民币名义利率跌至零的风险,即落入“流动性陷阱”的风险,也会减小。可见,维持一个适当的由生产率快速增长导致的通胀率,可以降低人民币升值并导致零利率的风险,或者直接减轻升值的压力。故此,货币管理当局不宜对通胀过分谨慎,而坚持一个相对中性的货币政策是维护人民币汇率稳定所必须的。

●中国产业结构扭曲的症结并不在于汇率的低估,也不在于所谓出口导向政策,问题的根本还在于政府主导资源配置。当下人民币升值的压力,只不过是政府主导所导致的要素价格扭曲的一个必然结果,而不是原因。

●随着中国经济实力的逐渐增强,是否需要改变紧盯美元的政策,是一个需要认真讨论的话题。关键在于中国能否从根本上调整本国经济与国际经济秩序的关系,实现自主性经济增长。因而,及时地通过解决国内以各种形式存在的经济不平等(要素价格扭曲、收入分配、民营资本准入等),从而有效地扩大内需已经成为中国经济在近期转型中最为紧迫的任务。

■ 编余

这段时间,刘煜辉君对有关宏观经济的几个棘手问题下了不少功夫,如内外均衡问题、经济结构问题、汇率问题等等,所言既出便引起多方关注。本次对话,他提出了可以利用适度温和的通货膨胀来化解当前的经济死结。立言不可谓不奇崛。

按常理,防治通货膨胀本来是重要的宏观经济管理目标之一。刘煜辉为什么要反其道而行之,在这里提出这个大胆的设想呢?如果我们不死搬硬套,而是从中国经济的实际状况出发,就会发现其道理所在。因为中国特殊的经济体制,加上非常奇特的劳动力与工资状况,特别是社会不同阶层人士与利益集团对各种要素资源的占有状况,现在按常理出牌是很难解决问题的。

当然,利用通货膨胀这副药来医治经济顽症,应该说是个险招,但只要适度,还是可以收到预期效果的。对他的观点,列位是否认同,自在诸君。但如果管理层能择其善者而用之,将会对我们调整投资思路有影响,不可不重视。

——亚夫

须警惕美国向它国转移其经济调整成本

□ 刘煜辉

以历史标准衡量,美国的贸易赤字和财政赤字已经变得越来越大无法忍受。2005年,经常账户赤字高达8000亿美元,占到美国国内生产总值6.5%,在许多主流经济学家看来,超过这一百分比的一半就已是难以为了。即便是上世纪80年代美国人花钱大手大脚的那个时代,经常项目赤字也从未超出过GDP的3.3%。

从道理上讲,解决美国双赤字问题的治本之策在于实行紧缩性的宏观政策,加速结构调整,减少财政赤字、提高利率以压缩消费。这一点美国人心里再清楚不过。从2004年6月开始着手加息,经过17轮,现在美联储基金利率已达5.25%,这可是25年来美国持续时间最长、频率最为密集的加息周期。

但实际上,美联储的加息并没有使得美元显著走强,相反来自全

球的购买力(特别是主要贸易盈余国央行的购买力)却不断压低美国长期债券的利率,使得加息难以传导至能够真实稳定地反映美国收益率曲线的长期债券。长短期债券利差的收窄,使得加息很难力挺美元汇价,美国要吸收更多的外资缓解美国的双赤字压力,就需要不断地给美元利率加息,而过度的加息很可能刚性地刺破美国当下的房地产泡沫,导致硬着陆的风险。

可以这样讲,在全球经济失衡格局下,货币政策出现传导失灵的问题不仅出现在中国、美国、欧盟、日本,美国政府也都存在着不同程度的不灵敏现象。低利率使得资产价格上升,促使资本市场与房地产市场的泡沫化得以延续,而由于政府支出与居民消费的巨大需求,使得经常项目的巨大赤字根本得不到缓解。

当下全球性货币政策失灵的根源

在于,经济失衡的全球性特征与货币政策的地域化的两难冲突,这种内生的两难冲突在危机出现时很容易使现行国际经济货币体系中占据主导地位的国家,比如美国滋生寻找替罪羊的风险转嫁行为。很显然,现在美国利用东亚国家外向型经济的脆弱性,迫使这些国家调整其本币对美元的汇率,以转嫁美国进行经济调整的成本的可能性正在逐渐加大。

对于经济失衡,美国可以有三种调整的方式:一是劝说或迫使其他国家调整宏观政策;二是放任美元贬值;三是调整美国国内政策。对于美国政府来说,第一种政策是不灵,第二种政策是中策,第三种政策是成本最高。由于全球资本流动日益自由化,而且国际货币体系又呈现出“中心-外围”的格局,大国的宏观经济可以很容易地传导到外围的小国,并迫使小国被动地调整

其经济政策。这就是美国能够迫使其他国家就范的基础。美国曾屡次利用过这种“汇率武器”。这成了美国自布雷顿森林体系崩溃后屡试不爽的策略,现在,继欧元和日元近年来持续升值之后,中国的人民币可能已经成为了下一个目标。

为什么这么说呢?因为中国的重要性在于其贸易规模:美国目前约13%的进口来自中国,日益高涨的美中贸易逆差成了美国人不断地拿人民币汇率“说事”的最佳理由。美国的一些经济学家和官员认为,全球经济不平衡在很大程度上是由汇率造成的,而人民币低估、美元高估是造成国际经济不平衡的重要原因。他们要求中国放弃对人民币汇率的控制,实行自由浮动,以便人民币兑美元能够升值,而对于美元本位制下的全球经济失衡的格局这样的事实却避而不谈。