

2006年宏观经济年中分析

国家信息中心经济预测部研究报告之四

全球利率上升:我国货币政策空间加大

□国家信息中心经济预测部

总体策划
范剑平 国家信息中心经济预测部主任
杨 溟 上海证券报副总编辑
本文执笔
张亚雄

全球利率呈现全面上升态势

近期,全球利率呈现全面上升态势。发达国家中,英、美、澳大利亚和新西兰等国是最早进入此轮升息周期的国家。至今,美联储已连续17次加息25个基点,将联邦基金利率由1%上调至目前的5.25%。今年以来,欧元区经济数据明显改善,增长前景逐步趋好,欧元区经济复苏的基础日益稳固,而另一方面欧元区通胀率却长期高于欧洲央行设定的2%的通胀目标的上限。欧洲央行认为欧元区12国的经济增长已经接近与低通胀相适应的最快速度。因此,欧洲央行于8月3日第4次加息25个基点至基准利率3%,这也是欧元基准利率今年以来第3次提高。

日本经济经过10多年的调整,企业债务过大、金融呆坏账以及就业问题等基本得到解决。同时经济增长逐步加快,按照不变价同比计算的季度GDP已经实现连续16个季度的正增长,2005年日本GDP增长速度达到2.6%。日本内阁《月度经济形势报告》认为日本经济形势已经实现持续好转,本次景气持续时间之长已经名列战后第二。今年二季度日本GDP同比增速从去年同期的1.4%提高为2.0%。同时,在结束多年的紧缩之后,通胀出现抬头趋势,CPI持续上升,今年前4个月核心CPI均为0.5%,5、6月份上升为0.6%。在这一背景下,日本央行于3月9日宣布结束实行了5年之久的定量宽松货币政策,并于7月14日将基准利率提高到0.25%,结束了零利率政策。

与此同时,今年以来世界其他主要国家也纷纷继续升息(见表1)。其他工业化国家中,英国央行出人意料地于8月3日提高基准利率25个基点至4.75%;加拿大、澳大利亚、瑞士、瑞典、丹麦、挪威等国继续加紧升息步伐,其中加拿大今年以来已经连续3次升息至4.25%,是6年来的最高水平;澳大利亚8月2日再次提高基准利率至6.25%,是在5月3日的首次加息之后,近17个月来第2次加息,利率水平也达到5年多来最高。亚洲发展中国家(地区)普遍面临通胀压力,随着主要工业化国家利率上升,韩国、泰国、马来西亚、我国香港和台湾地区,以及印度等今年以来都继续调高利率,其中韩国、印度、我国香港和台湾地区等今年已连续两次升

息;捷克、匈牙利、波兰等东欧国家近期也纷纷升息。除此之外,南非、土耳其、智利等国也都相继提高了基准利率水平。

今年以来全球利率迅速上升的首要原因是经济增速加快,对通胀上升的担心迅速提高。近几年发达经济体,特别是美国、日本经济较快增长,基本消除了经济中的剩余生产能力,使经济继续快速增长而不引发通胀的空间缩小。以美国为例,根据美联储的统计,近几年来工业生产和产能利用率直线上升。2004年和2005年美国工业生产指数分别为104.7和103.2(2002年=100),2006年一季度为110.8,5、6月份的最新数字分别为112.1和113.2;2004年和2005年产能利用率分别为78.6%和80.0%,2006年一季度为81.1%,5、6月份的最新数字分别达到81.8%和82.4%。2005年日本的生产能力利用率也达到了1997年以来的最高水平,基本恢复到泡沫经济破灭之前1980年-1989年的平均水平。

同时,原油价格持续处在高位对经济的影响逐步深化。虽然除掉能源和食品价格的核心CPI一直保持在相对较低水平,但是当前油价的上涨呈现持续趋势,同时油价的上涨更反映的是强劲的需求而非供给短缺,这就使得今后一段时期CPI上升压力的长期存在显得更加合理。同时年初开始一些初级产品价格呈指数式上升也成为推动价格开始向下游传导的重要因素。今年以来,许多国家呈现物价上升从上游原材料和初级产品价格开始向下游消费者价格传导的状态。根据美联储最新发布的褐皮书的调查结果,美国一些成本上涨过快的燃油、金属、石油相关产品以及钢材、水泥、铜、锌等多种建筑材料的制造商开始上调销售价格。虽然更多企业更愿意在生产链或供应链中的企业之间转嫁成本上升风险,在上调面对消费者的终端价格时非常谨慎,但是一些地区的零售价格开始出现上升。

二是全球流动性持续过剩。近几年各国央行为了刺激经济增长而采取的低利率政策使经济中大量的剩余货币供应超出了实体经济增长的需要。另一方面,由于全球经济失衡使亚洲发展中经济体储蓄额比1999年增加了大约10000亿美元以上,使它们拥有了更多的富余资金和更大的流动性。虽然目前流动性过剩的影响更多的反映在了资产价格上,但其对商品市场价格

的潜在影响不可忽视。

三是近年来全球生产链条的重新配置所形成的对价格上涨的抑制作用逐渐转变为对原材料价格上涨导致通胀上升的担心。全球化导致的生产成本降低和市场竞争程度加剧是抑制全球通胀上升的重要因素。但全球化也促进了各地区的经济增长,对原材料和能源的需求增长因此而加快,结果导致这类产品价格上涨很快,其对总体通胀水平的影响已经超过了进口制成品价格下降的影响。这一现象使得国际上从对中国输出通缩论转为指责中国推高国际市场能源、原材料等初级价格,加大全球通胀压力。另一方面,受人民币升值压力、反倾销和生产成本上升的影响,国内工资水平正在提高,反映在出口产品上将会使出口产品价格有所上升。因此近年来生产在全球的重新配置可能是推迟而不是消除了通胀。

今年全球经济将实现稳定较快增长

货币政策调整能否保障世界经济实现稳定较快增长?在全球性利率同步上升的背后,是当前世界经济发展前景对一系列风险。近期,美国经济出现一些放缓迹象。美联储褐皮书显示,美国整体经济从4月中旬到6月初仍保持扩张,但增速有所减缓。在12个联储地区中,有四个地区经济活动趋于温和,七个地区保持扩张,仅一个地区经济扩张加快。同时,美国房地产市场已经出现降温,受连续加息的影响,美国长期利率特别是房贷利率逐渐下降,使消费者贷款发放速度下降,其中尤以抵押贷款和房屋股本贷款增长放缓最为明显。一季度,新房销售数量比2005年同期下降8.2%,6月份继续下降3%。私人住宅开工数量也呈下降局面,继2-4月份私人住宅开工数量持续下降之后,6月份又下降5.3%。房地产市场降温会对消费者支出增长和消费者信心带来直接影响。

更为重要的是,通胀始终保持在温和可控的状态下和失业持续保持在低位是本轮美国经济稳定较快增长的重要基础因素。然而,近期通胀压力明显加大,就业数据趋弱。自2005年以来CPI的上升持续高于预计,月度CPI持续在近年来的高位徘徊,主要原因是由于油价的上涨与此前相比更呈持续趋势,因此今后一段时期CPI压力将会继续存在。与2005年同期相比,今年1

至6月份CPI同比分别上升4.0%、3.6%、3.4%、3.5%、4.2%和4.3%,远高于近年来的平均上升水平。同时,生产者价格(PPI)升幅仍然高于CPI,表明企业原材料价格和生产成本上升压力较大。与去年同期相比,1至6月份PPI分别上升5.6%、3.9%、3.5%、4.0%、4.5%和4.9%。

目前美国利率调整已经达到前期所确定的5%至5.5%的中性目标,8月8日,美联储公开市场委员会宣布维持联邦基金利率5.25%水平不变,但同时在声明中表示美国经济仍然存在通胀风险。事实上,美国目前通胀压力不降反增,在私人投资率持续过低和经济发展不平衡不断加剧的背景下,利率调整最终达到多高的目标,今后是冒着通货膨胀的风险终止此轮加息,还是承担削弱经济增长压力继续加息,是伯南克需要对未来经济走势进行研究并回答的问题。低增长与高通胀的风险升级,使近期态度不强明朗的美联储处在一个困难的决策阶段。过度紧缩有使美国经济增速大幅下降的可能,也会使全球利率水平进一步上升,不利于世界经济稳定增长。

总体来看,2006年全球利率水平将高于预期,但是,一方面各国央行利率决策依然十分谨慎,避免使经济增长受到影响;另一方面,世界经济的基本面仍然较好,同时通胀水平预计也将保持在可控的范围内,预计全球经济增长总体将略高于2005年的水平。

首先,从短期看,世界经济在抵御外部冲击方面的能力明显增强。例如对持续上涨的油价冲击的影响,以及对地缘政治冲突和恐怖袭击等突发事件的影响。在对油价上涨的冲击方面,由于劳动生产率不断提高、新能源和替代能源的生产使用比重扩大、第三产业比重提高,全球经济增长的能源依赖程度已经显著降低。例如发达国家创造1个单位GDP,1973年如果需要1单位的石油,现在只需要0.407个单位。另一方面,近年来许多国家都在加快地区经济合作的步伐,以区域发展和双边或多边合作为依托,力求实现市场、资本、技术的优化配置。欧洲一体化进程继续推进、东亚各种形式的区域经济合作不断出现,同时,区域经济合作也在跨越传统的地理区域的障碍。目前,已经有超过97%的WTO成员参加了各种类型的区域经济合作,这些合作促进了区域内贸易迅速增

加,投资更加活跃,有利于各国经济协调发展。

与以往不同,2006年发达国家经济增长速度将有所加快,是保证世界经济持续增长略快于2005年的主要因素。美、欧、日三大经济体继续向好的方向发展。世界经济增长的良好势头仍可持续。在减税政策、收入增长等因素的促进下,美国个人消费支出仍将保持较快增长,继续成为促进经济增长的最重要力量;在减税政策及企业利润上升的刺激下,投资者信心不断增强,企业投资支出将呈较快增长态势,对经济增长的拉动作用将会提高。在生产方面,投资增加和消费需求持续增长促进了工业生产景气,美国制造业指数和服务业活动指数双双连续上涨,反映了美国经济整体的持续扩张性。宏观经济政策调控得当将会保障经济持续稳定增长。

带动欧元区经济加速增长的主要原因是世界经济强劲、内需特别是投资需求增长加快。由于投资、出口的活跃以及德国经济逐步步入正常的发展轨道,欧元区经济今年第一季度明显改善,表现出较强的复苏态势。今年第一季度GDP环比增长0.6%,同比增长2.0%,比2005年全年1.3%的增长率有明显提高。日本本轮经济复苏以民间需求为主导,不同于以往由政府扩大公共投资而引发的经济复苏,同时由于日本政府放松了对经济的控制以及企业完成了治理结构改革,因此更具有可持续性。利润保持增长是带动企业信心上升的主要原因之一,盈利增长帮助企业摆脱持续了10余年的债务负担,重新显示出投资欲望。从2006年上半年的经济数据来看,日本经济运行已经基本正常化。

最新发布的国际机构的预测报告显示,今年世界经济增长将略快于2005年(见表2)。IMF春季《世界经济展望》预计,今年全球经济增长率可达4.9%,高于2005年0.1个百分点,将实现世界经济增长连续4年超过4%,这是自1971年以来的首次。IMF预计2006年发达国家经济增长将达到3.0%,比2005年加快0.3个百分点,将使世界经济增长略快于2005年。其中欧元区和日本GDP将分别增长2.0%和2.8%,分别比2005年提高0.7和0.1个百分点。同时,世界经济的两大“火车头”中国和美国经济发展势头依然良好,发展中国家经济也将继续实现较快增长。

对我国的影响与应对政策

我国货币政策空间加大

今年以来,我国货币供应和贷款增长较快,货币流动性继续有所增强,同时价格涨幅普遍出现反弹。在近期全球主要国家纷纷升息控制流动性过剩和应对通胀压力的背景下,有利于减轻人民币升值压力,为货币政策提供更大空间。成本推动型CPI上涨虽然不宜立即紧缩货币政策,但是如果货币信贷增长过快和价格上涨的传导持续较长时间,这也是各国目前连续加息的考虑因素。如果CPI持续走高,按照保持物价稳定的货币政策目标,上调利率将成为必须采取的政策措施。

外贸顺差继续扩大,需通盘考虑内外失衡问题

世界经济继续保持较快增长,特别是我国的主要出口市场美、日、欧经济增长速度有所加快将使我国外贸顺差继续扩大。在这同时,我国国内经济失衡和全球失衡的持续扩张性。国内经济失衡主要是投资和出口快速增长而消费率持续下降;全球失衡的焦点是各经济体间经常帐户差额迅速扩大和全球储蓄失衡提高。而中美贸易失衡问题与国内和全球经济失衡密切相关,无法单纯

通过美国贸易保护或是人民币汇率调整在短期内完全解决。中国需要通过扩大内需、尤其是通过扩大消费来减少中国的高额储蓄,进而减轻对投资和出口的依赖,从而缓解中美之间经常项目收支失衡。而美国必须积极采取措施促进储蓄增加、减少财政赤字,从而缓解全球失衡。

另一方面,我国外贸增长快于GDP增长的趋势不会很快发生逆转。尽可能扩大收益是参与全球化的重要目的,从进口来看,要充分利用国际资源,不仅要增加高资源含量产品的进口,也要大力鼓励最终产品,特别是消费类产品的进口。从而不仅能够促进我国居民收益和福利的提高,也有利于进出口协调稳定增长。

全球通胀下降将有利于我国经济发展

近几年,我国经济增长对能源、原材料和初级产品的依赖迅速提高。今年年初以来一些初级产品价格的指数式上升更进一步推高了我国企业生产成本。随着全球利率水平上升应对通胀压力和需求适当降温,国际市场产品价格上涨趋势将会得到控制,将会减轻我国资源密集型行业成本上升压力,有利于我国经济发展。

表1:主要国家(地区)基准利率变动

国家(地区)	基准利率名称	目前利率水平	上升基点	调整日期
美国	联邦基金利率	5.25%	25	2006-6-29
欧元区	再融资利率	3.00%	25	2006-8-3
日本	隔夜目标拆息利率	0.25%	25	2006-7-14
英国	再回购利率	4.75%	25	2006-8-3
加拿大	隔夜目标利率	4.25%	25	2006-5-24
澳大利亚	隔夜现金目标利率	6.00%	25	2006-8-2
中国台湾	再贴现率	2.50%	12.5	2006-6-29
中国香港	最优惠利率	8.00%	25	2006-3-29
韩国	隔夜利率	4.25%	25	2006-6-8
马来西亚	基准利率	3.50%	25	2006-4-26
泰国	14天附买回协议利率	4.75%	25	2006-4-10
印度	再回购利率	6.00%	25	2006-7-25
南非	隔夜利率	7.50%	50	2006-6-8
智利	隔夜利率	5.00%	25	2006-4-13
捷克	2周再回购利率	2.25%	25	2006-07-27
匈牙利	2周再回购利率	6.50%	50	2006-07-24
波兰	28日再回购利率	4.50%	50	2006-07-25
土耳其	隔夜利率	17.50%	25	2006-7-21

表2:国际机构对2006年经济增长预测(%)

	2005		2006			
	IMF	世界银行/Consensus	IMF	世界银行/Consensus		
世界	4.8	3.6	3.4	4.9	3.7	3.6
发达国家(地区)	2.7	2.8**	-	3.0	3.0**	-
美国	3.5	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4
日本	2.7	2.8	2.6	2.8	2.8	2.9
欧元区	1.3	1.4	1.4	2.0	2.1	2.1
发展中国家(地区)	6.9	6.4	-	6.6	6.3	-
东亚地区	8.6*	8.8***	4.9***	8.2*	8.3***	5.0***
中国	9.9	-	9.9	9.5	-	9.6

注:2005年为实际数。IMF数据按PPP计算,世行和Consensus数据按汇率计算。
*:亚洲发展中国家(地区);**:高收入国家;***:东亚和太平洋;****:亚太(含发达国家)地区
资料来源:IMF2006年春季《世界经济展望》;世界银行2006年《全球发展金融》;Consensus2006年6月《共识预测》

调整税率推动外贸结构加速转型

华林证券研究所副所长 刘勤

众所周知,利率是资本对内的价格,汇率是对外的资本价格,税率则是政府提供的公共产品价格,这三率共同构成了经济运行和宏观调控的基本机制。对这三率的调控,既是一门科学也是一门艺术。

前几年美国等发达国家大幅度降低利率,刺激了消费的大幅度增长。与此相比,国际产业转移强化了我国的制造业。由于人民币汇率和利率水平较低、劳动力成本低、级差地租低,加上产品出口退税,实际相当于实施低税率甚至负税率。还有,在引进外资问题上我国实施了超国民待遇,如

内外资企业所得税差别很大,及从中央到地方及不同行业的名目繁多的优惠政策。这些因素造成了制造业产品的低廉价格,也导致了我国贸易顺差的持续增长。

在低税率、低汇率和低利率环境中,生产要素的错配,不仅推低了我国出口产品的价格,而且还引致了高额的贸易顺差且诱发了贸易摩擦,由此提高了国际投资资本对人民币升值预期也导致外汇储备逐年快速增加。在“三率”机制缺乏灵活性的状况下,又引起了人民币流动性过剩,催升了资本品价格上涨,并通过经济的传导,拉动资源、能源和土地等

生产要素价格上涨,经济的结构性过热也就在所难免了。

我国于1985年开始实施的出口退税政策提升了我国产品的国际竞争能力,多数商品都具有价格竞争优势,一般比国际同类商品价格要低20%。现在,出口商品平均退税率仍高达13%,即使降低或取消出口退税,我国出口产品依然有成本和价格的竞争优势。统计数据显示,2005年出口商品退税额3000多亿元(占GDP的1.8%),今年上半年贸易顺差614.4亿美元(同比增长54.9%),贸易顺差所占GDP比重由去年上半年的4%上升到今年上半年的

5.4%,由此估计今年我国的出口商品退税额仍然不小。今年7月份我国贸易顺差额为146.1亿美元,再创历史新高,贸易顺差的持续加大,导致外汇占款增加,并引发流动性泛滥,这一问题已成为央行货币政策的掣肘之一。

从目前看,美国大概有13%的进口商品来自我国,而我国出口商品中约有65%比重来自于享受各种优惠政策的外资企业。虽然净出口增加提高了国民经济贡献率,这一贡献率已从1999年的负值上升至目前的17.9%,但这种粗放式的出口战略却是以社会成本缺失为代价的。

因此,对那些高能耗、高污染、资源型、低增加值、技术密集度低的产品及出口利润小的一些行业,我们应尽快降低或取消绝大部分商品的出口补贴和出口退税,甚至应对资源和能源类产品征收出口关税。同时,应提高出口部门的工资,特别是出口导向型企业工人的工资水平,尤其是农民工要享受“三险一金”待遇。另外,应增收级差地租和排污费,及加快统一内外资企业所得税率的改革步伐,进行“两税合一”,并取消外资企业的超国民待遇,彻底改变被扭曲了的我国出口商品的低成本优势,以此来抑制贸易顺差的过快增长和

减少贸易摩擦。

据有关部门测算,2005年我国出口1美元产品,商品综合退税率为0.4429元人民币。照此推算,如果完全取消出口退税,则相当于人民币升值0.4429元。虽然这一估计可能与实际情况有一定的差距,但改革出口退税的重要性已经显现。为此,我们要调整外贸结构,提高出口商品的附加值,及时调整税率政策,推动和鼓励各类出口企业“走出去”,降低和纠正双顺差格局,以此来缓解人民币升值的预期压力,减少外汇储备占款,控制和降低流动性过剩,最终实现从贸易大国到贸易强国的转变。

由于经常项目下贸易顺差的持续加大,去年上半年我国的贸易顺差相当于同期银行存差新增额的15.9%,今年上半年却猛增到了45.9%,存差大幅度增长。另外,人民币升值预期下的资本项目顺差也在不断加大。这些因素导致了市场的流动性过剩,尤其是商业银行存贷差越拉越大。

所以,我们必须通过加快税率调整和内外资所得税统一的改革步伐,促使外贸结构、产业结构和经济结构的调整与升级,以达到稳定人民币汇率,增强我国抵御金融风险的实践能力。