下一步金融调控:利率比汇率更重要

□张敬国

在新年伊始之际,回顾5年来宏观金融问题,总结货币政策要点,可以对新年的投资、调控规划有所支持,尽管经济预测一般会比最糟糕的天气预报还要糟糕。

■人物志

张敬国,经济学博士、副研究员、律师。曾供职于中国人民银行外资金融机构管理司、银行监管司和货币政策司,现为泰康人寿首席分析师。

多目标性让中国货币政策操作面临复杂与高难度

由于中国的渐进式改革模式,经济长期处于转轨过程中,而宏观金融是经济改革与增长的基本背景,货币政策操作与经济多方面相关,因而长期具有多目标性。如果说美国货币政策操作是在通胀和经济增长之间把握天平式的平衡,美联储的货币政策操作在经验上体现了泰勒规则的两点兼顾,那么中国的货币政策更像是在梅花桩上的武术运动,尽管难以同时全面顾及,但是一定要把握多点的动态平衡。

2002年以来,货币政策目标点至少包括币值稳定、经济增长、利率市场化、国有银行和农信社改革、银行间市场发展、汇率改革与外汇市场发展等多个目标。学术届对货币政策多目标的批评是顾此失彼、相互矛盾,实际操作中也确有棘手之处。尽管多目标性造成货币政策的不纯粹,政策操作经常会有平衡甚至妥协。但现实问题不得不应对,这也是中国货币政策复杂与高难之处。

由于长期具有多目标性,货币政策在不同时段的主要目标和手段也难以完全一致,但是宏观金融以及货币信贷利率的基本稳定是最基础的目标。例如,2004年的2.6万亿元新增信贷额就成为重要调控目标。2005年7月汇率机制改革之后,强化利率平价机制以稳定升值预期曾一度成为货币政策的主要目标,放任了金融市场流动性过多。但是,在2006年宏观经济出现反弹现象后,货币信贷利率稳定的根本地位很快得以恢复。

当前货币政策目标方面的突出问题就是如何内外平衡,即市场流动性、货币市场利率与汇率升值的协调问题。中国货币政策在未来2到3年甚至更长时间,将继续面临人民币汇率升值压力问题。在克鲁格曼的货币政策独立、资金自由流动和固定汇率不可能三角中,如何进行取舍,重点要看中央银行的政策取向。2005年下半年汇率改革刚刚开始时,中央银行似乎是选择资金比较自由流动和汇率预期稳定的取向:大力放松资金流出的管制,鼓励资金流出但并未加强限制资金流入,同时强调利率平价,放任流动性过多,听任货币市场利率水平超低。但是到了2006年下半年,关于不可能三角的把握,侧重点似乎已经转移为货币政策独立和汇率稳定,外汇局在资金流入方面加强限制措施,并禁止中资金融机构参与海外NDF交易。而此前中央银行数次通过描述无本金交割远期外汇交易(NDF)市场上美元对人民币远期汇率贴水值的走低,来佐证人民币汇率升值预期趋稳趋降。这些变化体现了货币政策思路的动态调整。

关于货币政策目标另一个突出的问题是:货币政策调控是通过货币信贷或者利率的中介目标实施,还是直接实行通胀目标制;如果设立中介目标,数量目标与价格目标如何协调?

2000年以来,以货币供应量、信贷规模为主要中介目标的货币政策框架受到了学者的质疑,通货膨胀目标制被反复推荐。其实,中国货币政策目标更多的是个实践问题。从目前看,货币信贷数量调控在中国仍然是最有效的调控工具,以货币供应量、信贷为主的货币政策中介目标总体上还适用,但需要强调利率手段在调控中的作用,需要利率手段来弥补货币信贷数量调控方式所存在的诸多缺陷。

货币政策的适应性地位体现了政策多目标的平衡和妥协

货币政策取向分为紧缩性、中性和适应性三种。货币对于经济增长的影响从长期来看是中性的,货币政策作为市场经济国家最重要的宏观经济政策,其取向多数时期也是中性的,既不刺激经济扩张,也不造成经济紧缩。

中国作为发展中转轨国家,现实中的宏观政策比发达国家的中性政策表现得要宽松,中国的货币政策在较多时间是适应性的而不是中性的。改革开放以来,我国长期实行偏松的利率政策,实际利率长期处于较低水平,有时甚至为两位数的负利率。从国际上来看,美国商业银行优惠贷款的实际利率一般在5%至6%,德国在4%至6%,英国在5%左右,而我国20多年来平均实际贷款利率为1.6%。我国以低价格资金投入支持了经济体制改革,促进了经济快速增长,但是低利率也造成我国资金配置效率低下,成为金融机构形成较多不良资产的原因之一。

中国的货币政策多数时期是适应性的而不是主导性的。1998年至2001年中国的通货紧缩问题,有金融监管强化下商业银行信贷趋严的原因,但是更主要的还是自身经济周期和东亚金融危机后外部环境恶化的影响。2004年至2005年,商业银行新增信贷总额与中央银行预测目标大体一致,经济内在需求和中央银行调控的因素大概各占了一半。2006年的情况又与2003年有相似之处,商业银行在前8个月就完成了全年信贷增加2.5万亿的计划,对此中央银行一方面努力调控,另一方面也适应经济加速增长对信贷需求增加的趋势,在通胀形势平稳的情况下,没有生拉硬卡信贷投放,预计全年信贷增加3.1万亿。

货币政策的适应性地位,体现了货币政策多目标背景下的平衡和妥协。首先,在中国经济政策中,增加就业、促进增长始终是第一位的,在保证通胀比较稳定的情况下,货币政策对此提供适应的支持。其次,无论政府部门、国际机构、专家学者,对转轨、新兴、国际化背景下的中国经济运行的认知能力都很有限,很多情况下对各项经济指标与其说是预测不如说是追认,货币政策综合预调、微调和适应性调控,体现了开明、务实的间接调控取向。还有,货币政策的适应性地位与其他金融改革相协调,比如,在可忍受的幅度内放松金融市场流动性,可以支持金融机构处置不良资产和改制,鼓励金融市场产品创新,支持汇率机制改革等,这些改革在中国加入WTO后也显得比较紧迫。

货币政策适应性地位,也可能造成货币政策措施相对滞后,货币政策常常是被动纠偏操作而不是主动引导操作。为弥补这方面的不足,货币政策在舆论上、表态上一般是中性的而不是适应性的。2003年以来,中央银行在舆论上一直对通货膨胀保持高度的甚至过度的警惕,关于CPI上涨幅度的预测值一直高于实际值,这种姿态一方面可以对货币政策的适应性状况有所调节,一方面也是中央银行树立抑制通胀威信的需要,至少在口头上要有足够的保守与稳健。

货币政策难以担当解决其他政策问题重任

2002年以来中国经济的高速增长与世界经济良好景气一致。当前经济运行最大风险来自结构不平衡:一是国内经济的不平衡,投资比例偏高,消费比例偏低。一是全球经济的不平衡,中国等亚洲国家外贸顺差及美国逆差偏高,中美两国的贸易顺差、逆差分别都达到GDP的约7%。

当前中国经济失衡的根本原因,是在近5年经济快速增长的同时,国家的税收、收入政策存在缺陷甚至扭曲,社会保障、劳动保障、环境保护制度相对与经济国际化越来越滞后。中国投资、贸易顺差较高的背后是过高的储蓄率问题。近10年来,居民储蓄占GDP的比重由20%下降到18%,企业储蓄占比由14.5%上升到15.5%,政府储蓄占比由5.5%上升到9.5%。2002年以来,财政收入年均增长22%(这还不包括政府卖地的收入),企业利润年均增长25%,而同时城镇居民收入年均增长14%、农村居民收入年均增长仅仅6%左右。在个人收入增长远低于政府收入增长和企业利润增长的情况下,政府和企业都加大投资,近5年投资年均增长25%也就不足为奇。近10年来,居民的边际储蓄倾向保持在29%左右,在收入增长相对偏缓的情况下,扩大消费的愿望就似"空中楼阁"了。

从国际比较来看,中国的个人名义税收负担处于中等水平,但是个人所能得到的政府社会保障非常缺乏,综合比较下来,中国的个人实际税收负担处于国际前列。税收政策的扭曲表现在多个方面的。例如,我国出口额的59%和贸易顺差的56%以上来自外商投资企业,而外资企业所得税率比内资企业低一半还多。2006年9月出台的出口退税调整政策,虽然部分行业产品退税率下降,但综合来看,通过这样的出口退税调整难以抑制贸易顺差扩大。

另外,中国在社会保障、劳动保障、环境保护制度及其实施方面非常薄弱,企业应计未计的保障保护成本很高,致使国民在经济快速增长享受福利有限。同时,企业、政府积累较多收入增加固定资产投资加剧了失衡,并且降低了出口产品价格和增加了贸易顺差扩大的压力。中国经济最大的失衡,就是收入、税收政策扭曲和社保、劳保、环保制度滞后与产业加快国际化的不平衡、不协调,在宏观经济指标上表现为储蓄、投资、顺差的过大。

为促进投资、消费以及国际收支平衡,最需要调整的政策是收入、税收制度和社保、劳保、环保政策。货币政策主要是总量调整,无论是汇率还是利率,对结构调整作用有限。如果试图通过货币政策来解决结构优化问题,把制度上的和其他政策的问题压在汇率升值上,这将孕育更多的经济风险,很可能造成金融资产价格泡沫膨胀、资金配置效率低下、金融机构风险累积,如同在畸形的地基上建造畸形的房屋,在扭曲的制度体系上形成扭曲的价格体系。

利率比汇率在宏观调控中更居于主导地位

中国的汇率改革,首先是要改变钉住美元的固定汇率制度。据IMF统计,GDP总量在5千亿美元以上的国家,基本没有实行固定汇率制的。近年来中国经济增长加快,对外贸易占世界贸易7%强,金融市场交易量成倍增长,需要建立相对灵活的机制,增强在国际贸易金融交易中的灵活性和定价权。2005年7月以来的汇率机制改革是在自由汇率与固定汇率的两角稳定解之间寻找中间路径,从过去的一年多历程来看,新的人民币汇率机制实际上就是爬行浮动(升值),在人民币汇率被世界关注和炒作的背景下,汇率机制的调整受到市场投机行为的巨大牵制。在单边升值预期的环境下,何时能够真正建立有效的浮动机制还较难确定。

人民币汇率机制改革前后,本外币利差问题成为关注点。中央银行也试图通过强调利率平价机制,扩大本外币利差,来抑制市场对于人民币升值的过高预期。这种做法国际上并不很普遍。2005年下半年,为稳定人民币升值预期,利差与汇率之间的关系被夸大了。在市场上,人民币升值预期强弱,主要是与美元贬值程度、中国经济增长形势、外贸收支变化和市场传言信息相关,但从1999年至2005年间NDF所反映的升值预期强弱与我国债券市场利率走势关系来看,二者之间没有正相关关系。

如前所述,2005年央行在不可能三角中,似乎选择了比较自由的资金流动和稳定汇率两点,并按照此思路着力,增强利率平价机制的作用。2005年底中央银行开始与商业银行进行货币互换回收流动性,2006年又扩大了外汇制定银行结售汇综合头寸权责发生制实行范围。通过这些交易方式和制度的设立,使商业银行在国内外汇市场上本外币远期交易汇率定价主要参照利率平价机制,但是这对于稳定人民币升值预期的作用仍然有限。而目前市场在各种因素炒作下,认为人民币汇率是严重低估的。当前稳定市场关于人民币升值预期的基础是,让市场接受即期汇率是基本均衡的现实和认识。汇率问题的核心,就是不要让人们把经济失衡归因于汇率。从这点看,明确和坚持表态比利率平价机制更有意义。

但是,通过压低本币利率来稳定汇率预期存在较大弊端:一是利率水平低会增加短期投机资本的机会成本,但同时也会助长投资过快和资产泡沫膨胀,吸引投机资本;二是如果市场接受了利率平价的故事,当宏观经济形势偏热时,中央银行就会在货币紧缩和加息上面临两难,2006年就遇到了该问题。对此,中央银行利用了目前银行间市场利率与存贷款利率分割的现状,试图分别调控,双轨定价。但经济投资活动参照的利率水平介于贷款利率与债券利率之间,利率双轨作用趋于弱化。

2004年中国经济的过热和2006年的反弹,以及经济结构不平衡,从宏观经济政策总体来看,需要综合改进收入、税收政策和社保、环保制度,从货币政策来看,需要进一步转向和坚持政策中性取向,货币信贷总量适度、利率水平中性是货币政策的基调,也是宏观调控的基础。不能让汇率问题对货币政策的基础产生实质性干扰。从大国经济金融平稳运行来看,是利率而不是汇率,更应在宏观调控中占据主导地位。

■看点

●2002年以来,货币政策目标点至少包括币值稳定、经济增长、利率市场化、国有银行和农信社改革、银行间市场发展、汇率改革与外汇市场发展等多个。货币政策在不同时段的主要目标和手段难以完全一致,但宏观金融以及货币信贷利率的基本稳定是最基础的目标。

●中国作为发展中转轨国家,现实中的宏观政策比发达国家的中性政策表现得要宽松,中国的货币政策在较多时间是适应性的而不是中性的。货币政策常常是被动纠偏操作而不是主动引导操作。为弥补这方面的不足,货币政策在舆论上、表态上一般是中性的而不是适应性的。

●中国经济最大的失衡,就是收入、税收政策扭曲和社保、劳保、环保制度滞后与产业加快国际化的不平衡、不协调,在宏观经济指标上表现为储蓄、投资、顺差的过大。如果把制度上的和其他政策的问题压在汇率升值上,将孕育更多的经济风险,很可能造成金融资产价格泡沫膨胀,金融配置效率低下。

●2004年中国经济的过热和2006年的反弹,以及经济结构不平衡,从货币政策来看,需要进一步转向和坚持政策中性取向,货币信贷总量适度、利率水平中性是货币政策的基调,也是宏观调控的基础。从大国经济金融平稳运行来看,是利率而不是汇率,更应在宏观调控中占据主导地位。

●中国20多年来的快速增长,其模式与其他亚洲经济体高储蓄、高出口的模式有本质的相似。金融市场的巨大泡沫产生和破灭一般都与宏观经济或者宏观政策紧密关联。在泡沫中进行投资对个体投资者来说当然是大有学问,但是对整个金融系统来说,肯定是泡沫越膨胀,破碎越惨烈。

■编余

将中国的货币政策置于全球化背景下予以分析思考,这一观察视角非常独特。本文作者从中国的具体实践出发,并比较了国际通例,分析了中国货币政策的政策目标、适应性的被动操作原因及难以承担解决其他政策目标重任等问题,指出了迄今中国货币政策实践是顺应中国经济改革发展(如宏观金融以及货币信贷利率的基本稳定等)而演绎和发展的。从目前看,这些政策效应仍然是有效的。

但是,作者也指出,中国的货币政策需要进一步转向和坚持政策中性取向,并且不能让汇率问题对货币政策的基础产生实质性干扰。从大国经济金融平稳运行来看,是利率而不是汇率,更应在宏观调控中占据主导地位。

确实,中国的货币政策实践具有鲜明的中国特色,但我们也必须看到,在人民币升值预期成为一种趋势时,通过压低利率水平来维持人民币汇率稳定,必然会导致流动性过剩,并刺激国内资产价格上涨。但目前中国的货币政策仍具有适应性的被动性操作特征,加上独立性不够,因而难以改变目前国内市场的流动性过剩问题。预期2007年,在维持人民币汇率适度稳定的前提下,利率政策是否会发生变化,将是投资市场必须关注的焦点问题。

——亚夫

全球化背景下中国货币政策往何处去

从近期国际经济形势看,2007年美国经济增长略有回落,预计全年GDP增长在2.9%左右,核心CPI上涨2.1%左右。对于众说纷纭的美联储目标利率水平走势,很可能出乎市场预期,实际降息仅为1次左右。1990年代时期的美国联邦基金利率目标水平平均约为5%以上。当前无论是从美国比较温和的经济景气、偏低的储蓄率,还是从美国储蓄消费失衡以及全球经济失衡的调整来看,预期美联储降息可能太早,即便降息幅度也不会太大。在美国经济软着陆的同时,欧元区、日本和英国保持持续增长,并可能在2007年再次加息。总体来看,2007年发达国家货币流动性与2006年基本相仿。

2007年中国经济仍然保持强劲增长。在全球经济增长良好的背景下,中国GDP增长10%,CPI上涨2%,外贸顺差继续扩大。货币信贷作为主要调控目标,预计2007年M2增长16%,贷款实际增加3万亿。由于2006年贷款新增额突破较多,2007年中央银行关于信贷增加额控制力度可能会提早并加大。货币政策仍然会兼顾支持银行改革、汇率改革的目标。在流动性持续增加、2007年上半年宏观经济可能反弹的情况下,存款准备金率将上调2次左右,存贷款利率上调1次,人民币汇率升值3.5%左右。利率双轨制的规则将会继续贯彻。中央银行在继续利用利率平价机制的同时,加强对外汇流入管制。

尽管缓慢,但是在2007年人们会看到其他宏观政策的改进。内外资企业所得税合一法案将获得通过,公务员和事业单位人员的加薪政策落实,社保、环保制度建设得到加强。由于现实制度改进程度还会比较滞后于经济良好运行的需要,经济结构不平衡问题仍然需要行政措施予以抑制。

金融市场方面,2007年美国固定收益市场收益率缓慢下行中继续大幅度震荡,波动投资策略可能成为主流。在企业盈利较好,联储趋于降息背景下,股市继续上涨,中国固定收益市场收益率也将出现较大波动,股票市场泡沫膨胀的可持续性成为金融市场投资的热点。

中国20多年来的快速增长,其模式与其他亚洲经济体高储蓄、高出口的模式有本质的相似。2002年以来,中国经济国际化、经济结构升级和世界经济的强劲增长,促进了中国的快速增长,但是中国的收入、保障制度的严重滞后,恶化了中国经济结构不平衡问题。如果中国的经济制度和经济结构不能及时改善,所谓的失衡主要想通过汇率来调节,或者金融市场预期、炒作中国将主要以汇率来进行调节,对汇率升值预期幅度过高、时间过长,那么必将促使资产市场形成巨大的泡沫。

金融市场的巨大泡沫产生和破灭一般都与宏观经济或者宏观政策紧密关联。20世纪80年代下半期,日本经济国际竞争力飙升,日元升值势头猛烈,日本也大有取代美国经济霸主地位之势,市场唱多气氛远远高于当前中国黄金十年故事的魅力。资本市场的泡沫有短期泡沫与长期泡沫的不同。中国1997年、2000年经历的是短期的泡沫,当前的泡沫似乎可以持续时间更长。在泡沫中进行投资对个体投资者来说当然是大有学问,但是对整个金融系统来说,肯定是泡沫越膨胀,破碎越惨烈。

中国和日本在近现代100多年的历史中激烈竞争,两国又分别在1980年代末和2000年代初面临着相似的经济结构调整、本币升值压力的巨大挑战。正是日本当年应对挑战的失误和同时期中国经济的快速增长,使中国在竞争中逐步由被动转向主动。当前中国在成为世界制造业中心的同时,承担着世界经济波动中的较大风险,因为制造业的风险分散会比发达国家经济主体金融服务业的风险分散更加困难。面对与竞争对手当年遭遇的相似的挑战,中国宏观政策的纵横帷幄,中国货币政策的智慧韬略,历史将拭目以待。