

两个基本方略应对当前流动性过剩

——降低政府储蓄率、改革外汇储备管理体制

□中国社会科学院金融研究所 李扬 殷剑峰 刘煜辉

如果要用一个词来描述近期中国经济和金融运行格局的基本特点,那么,“流动性过剩”肯定会成为首选。为了应对流动性过剩造成的贷款投放、投资加快以及资产价格上涨的压力,在发行央行票据的效力递减而其负面效果日趋显现的情况下,自去年以来,人民银行已连续四次上调了法定准备金率。

应该看到,就收紧流动性的效果看,调整准备金这一“量”的政策确实比调整利率这一“价”的政策更为直接。在“量”的政策武器库中,就调控成本而论,准备金政策显然要比发行央行票据低廉得多。然而,持续上调准备金率不仅给未来的准备金体制改革乃至整个利率体系和银行业改革造成障碍,更重要的是,它似乎并没有触及形成当前流动性过剩的两个源泉——国内的高储蓄率和既定外汇储备管理体制下国际收支顺差与国内基础货币发行之间的一一对应关系。因而,也就不可能从根本上解决由此导致的贷款、投资猛增和资产价格泡沫的膨胀问题。

为了从根本上解决当前的流动性过剩问题,我们不能够再只是依靠发行央行票据、上调准备金率这种“抽水机”式的政策手段,而是要从制度层面上寻求解决问题的方略,去“拧紧水龙头”。对此,治本之策在于寻找作为流动性过剩之基础的储蓄过多的原因,并据此采取应对之策;就治标而论,就是在储蓄率过高的局面未能根本改变之前,通过改革我国的外汇储备管理体制,隔断外汇储备与货币供应的直接对应联系,弱化流动性过剩的风险。

流动性过剩的内部根源: 政府部门储蓄推动了高储蓄率

自上个世纪90年代初期以来,储蓄率高启并呈不断上升之势,这已成为我国宏观经济运行中的一个突出现象。我们曾经从人口结构变化、工业化、城市化和市场化改革的综合角度解释过这一现象。中国储蓄率高企,是中国经济发展过程中一个必然且具有合理性的经济现象,因此,简单依靠政府各项政策对之进行调整,其效果是有限的。这一研究仍然有意义。但是,由于定位在总储蓄的宏观水平上,它并没有告诉我们:在国民经济中,究竟是哪个部门在进行储蓄以及储蓄的动机是什么。因而,依据它还较难提出更有针对性和操作性的政策建议。本文的分析将弥补这一缺陷。

利用1992~2003年的资金流量表,我们可以分解出我国居民、企业和政府部门的储蓄率变化(见图1)。由图可见,1992~2003年,特别是2000年以来,中国国民储蓄率的上升主要归于政府部门和企业部门储蓄率的上升,而居民储蓄率则是相对下降的。由于目前还得不到2004年以来资金流量的全部数据,我们不能确切地判断国民储蓄的部门结构特点在此期间是否延续。然而,鉴于近年来居民存款增长率渐趋下降、政府部门存款增长率迅速上升、而企业存款增长率稳步增长的态势(见图2),

从部门间的联系来考察,居民部门财产收入的下降和从企业获得的劳动报酬的相对减少,表明居民收入中的一个不可忽略的部分被转移为企业部门的利润和政府的收入了。

第二,企业部门储蓄率总体是上升的。相对于初次分配的结果来看,经过各类税收和缴费调整之后的企业再分配收入总体上低于其初次分配的水平。但无论是初次分配占比还是经再分配调整之后的可支配收入占比,都在稳定中呈微升之势。值得注意的是:与其他国家相比,我国企业部门的储蓄率是相对较高的。由于企业部门的储蓄是其扣除各种成本支出和税费支出后的保留收入,企业部门的高储蓄率反映了该部门利润率较高的事实。然而,从总体上看,我国企业的高利润率似乎并非源于来自其劳动生产率的提高,而是同居民部门贡献的廉价劳动力和金融部门提供的廉价资本密切相关。

我们注意到:相对于国民可支配收入而言,从1992年至2003年,企业创造的增加值几乎没有发生变化。同时,企业部门支付的各种税费还在不断上升。既然收入没有变化,其支出的主要方面(税费)却在不断增加。因此,企业利润的增加就只能来自于其支付的劳动报酬和利息费用的减少。这种情况,首先与居民得自劳动报酬的相对下降互为表里,其次与上个世纪末期以来我国资金成本一直保持在相对较低水平的事实相互印证。

第三,政府部门的储蓄率经过了上个世纪的低位徘徊之后,自本世纪初就开始迅速增长。2003年,政府部门的储蓄率比2000年上升了将近3个百分点,而同期国民储蓄率却只上升了不到4个百分点。也就是说,2000~2003年,我国增加的国民储蓄中有近75%来自于政府部门。就政府收入在国民收入分配中的占比而论,无论是在初次分配还是再分配阶段,该比例都是上升的。其原因主要来自两个方面:其一,政府在国民收入初次分配环节中针对生产和流通活动征收的税费收入(即统计上的“生产税”)的增加(结合居民和企业部门的收入变化可知,生产税的增加最终还是来自于居民部门提供的廉价资本和廉价劳动力);其二,政府在国民收入再分配环节中针对企业和居民征收的所得税的增加。同时,在所得税增加的同时,政府的福利支出却出现了相对下降,从而使得政府部门成为唯一的再分配收入高于其初次分配收入的部门。

这反映出:在上个世纪90年代初便开始的“提高两个比重”的努

力,已经取得了预期的积极成果:随着国民经济的高速发展,我国政府收入已经连续数年以远高于国民经济增长率的速率在增长。但是,经过再分配调整之后的政府收入占比有了更快速度的上升,说明政府似乎并没有在利用再分配机制去改善全社会收入分配结构方面发挥积极的正向作用。至于政府储蓄倾向的不断提高,无论归因于其直接投资水平的提高还是归因于其资本转移水平的提高,都说明:近年来政府参与经济活动的深度和广度都大大强化了。

需要指出的是,虽然资金流量表和在金融机构的存款数据已经反映出政府部门高储蓄率的事实,但受制于统计方法、范围和资料的可得性,我们可能遗漏了一部分政府部门的储蓄。一是一些政府收入没有被统计进来,如土地出让金,因而导致对政府储蓄的低估;二是一些实际上属于政府部门的储蓄被算在其他部门的账目之下,如政府存款被以企业的名义存放在了银行等。它们在政府统计中难以得到体现。

三点政策建议

上述分析结论告诉我们,如果说当前及今后我国宏观调控的长期战略任务之一是降低储蓄率和提高国内消费率,那么,宏观调控政策的重点就应放在改善国民收入分配结构方面。

第一,提高居民收入显然应当成

为我国今后宏观经济政策的长期着力点。首先需要做到的是督促企业增加劳动报酬的支付,尤为重要是完善有关最低工资标准的规定,并严格执行之。其次需要完善各种社会保障制度,适度增加社会福利支出。再次是通过积极发展资本市场、发展直接融资,改变银行间接融资比重过高的状况,借以为居民获取存款利息之外的更多的财产收入创造条件。

第二,财政政策应当在今后以提高国内消费率为核心的宏观调控政策中发挥更为积极的作用。财政部门应加速向公共财政转型。作为这一转型的重要内容,“减税增支”应当成为今后一段时期安排财政政策的基础之一。就减税而论,降低生产税的税率和降低所得税税率,应属题中应有之义。就增支而言,应当大力增加“为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的净支出”,以期同时实现增加居民部门收入和增加政府部门消费的目标,为提高国内消费率做出积极贡献。

第三,对于企业部门而言,重要的是要加快向现代企业制度的转变,用现代科学技术改造传统产业,以不断提高其劳动生产率。在此条件下,企业应逐步提高其对劳动者支付报酬的水平,减少对低劳动力成本的依赖,以应对全球化的严峻挑战。

看点

●从根源上解决当前的流动性过剩问题,治本之策在于寻找作为流动性过剩之基础的储蓄过多的原因,并据此采取应对之策;就治标而论,就是在储蓄率过高的局面未能根本改变之前,通过改革我国的外汇储备管理体制,隔断外汇储备与货币供应的直接对应联系,弱化流动性过剩的风险。

●1992~2003年,特别是2000年以来,中国国民储蓄率的上升主要归因于政府部门和企业部门储蓄率的上升,而居民储蓄率则是相对下降的。

●降低储蓄率和提高国内消费率,宏观调控政策的重点应放在改善国民收入分配结构方面:第一,提高居民收入显然应当成为我国今后宏观经济政策的长期着力点;第二,财政政策应当在今后以提高国内消费率为核心的宏观调控政策中发挥更为积极的作用;第三,对于企业部门而言,重要的是要加快向现代企业制度的转变,用现代科学技术改造传统产业,以不断提高其劳动生产率。

●改革外汇储备管理体制,隔断外汇储备与货币供应的直接联系,自然构成解决问题的主要入手之处。另外,促进外汇储备的多渠道使用,同时推动外汇资产持有机构的多元化和外汇资产投资领域的多样化,是改革我国外汇储备管理体制的核心内容。第一,国家外汇资产持有者的分散化;第二,形成“其他官方外汇资产”的融资安排;第三,官方外汇资产的多样化。

编余

目前,流动性过剩已成为观察和分析我国经济和金融运行状况的一个时髦的流行语。形成这一流动性过剩有两大主要根源,包括高储蓄率和国际收支顺差与基础货币发行一一对应关系。李扬等业内专家认为,要解决流动性过剩问题,仅靠调整准备金率是不够的,还必须从这两个方面入手。

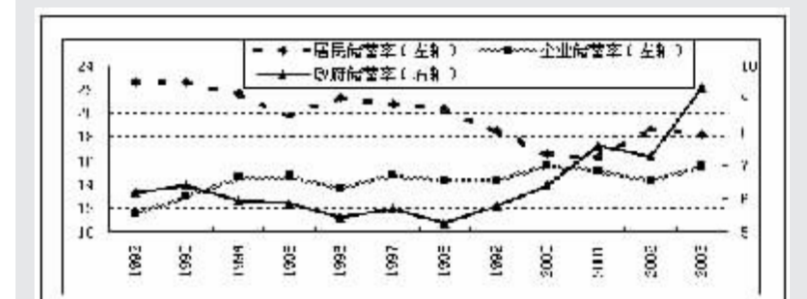
他们指出,政府部门储蓄是推动我国高储蓄率的一个内部原因。要降低高储蓄率,不仅要改善目前我国的国民收入分配结构,而且更为重要的是要降低政府的储蓄率。如果说降低目前我国流动性过剩风险的治本之策是要降低储蓄率的话,那么当这一问题短期内难以化解的时候,改革我国的外汇管理体制成为一个可以选择的治本之策。而重点应放在隔断外汇储备与货币供应的直接对应关系,以此来弱化由此产生的流动性过剩风险。与此对应,他们还提出了相应的政策建议与对策。

对当前产生流动性过剩问题的两大根源及形成路径进行如此精辟的分析,还是相当少见的。读者或许能从这一分析报告中获得更多的启示。

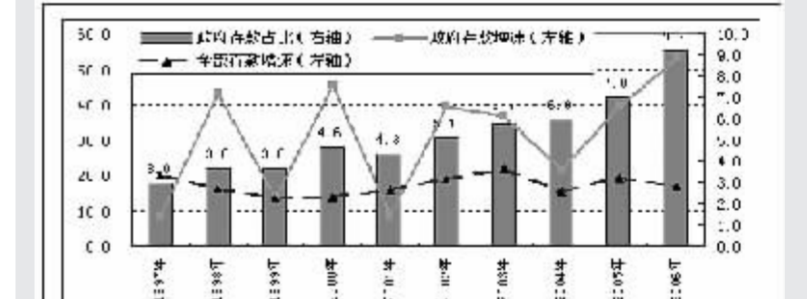
将这一话题引伸开去发现,内外经济因素导致了流动性过剩问题在短期内是无法解决的,因而流动性过剩可能是我国经济和金融运行中一个长期存在的经济问题。

——亚夫

中国储蓄率的部门结构(1992~2003年)



政府存款占比及政府存款与全部存款增速(1997~2006年)



切断外汇储备与货币供应之间直接联系

□李扬 殷剑峰 刘煜辉

从运行机制上分析,外汇储备的持续巨额增长是造成国内货币供应增长过快、流动性不断积累的直接原因。另外,从国民经济平衡关系上看,外汇储备增长主要是国际收支长期顺差的结果,而长期的国际收支顺差则又直接归因于我国储蓄率长期过高。所以,要从根本上平衡国际收支、根绝流动性过剩的国外通道,我们还须回到降低国民储蓄率这一可以治本但在短期内并不容易实现的任务上来;在治本之策短期内难以迅速奏效的条件下,寻找弱化流动性过剩之不利后果的各种改革方略,应成为我们政策调控的关键。

为此,改革外汇储备管理体制,隔断外汇储备与货币供应的直接联系,自然构成解决问题的主要入手之处。另外,促进外汇储备的多渠道使用,同时推动外汇资产持有机构的多元化和外汇资产投资领域的多样化,是改革我国外汇储备管理体制的核心内容。

第一,国家外汇资产持有者的分散化。适应当前形势变化,我们应当放松外汇管理,近来央行提出了要大力推行“藏汇于民”战略,正是适应了这种转变的趋势。

事实上,在《国际收支手册》第

五版中,IMF对外汇资产、官方外汇储备等相关概念曾做出更全面、更精确和更有信息量的定义。这也为我国实施“藏汇于民”的改革战略指出了比较明确的方向。

就持有主体多元化而言,就是要将原先集中于由货币当局持有并构成官方外汇储备的格局,转变为由货币当局(形成“官方外汇储备”)、其他政府机构(形成“其他官方外汇资产”)和企业与居民(形成“非官方外汇资产”)共同持有的格局。这样做的目的有二:其一,通过限定货币当局购买并持有的外汇储备规模,有效地隔断外汇资产过快增长对我国货币供应的单向压力并据以减少流动性,保证货币当局及其货币政策的独立性;其二,为外汇资产的多样化创造适当的体制条件。

我们认为,汇金公司的设立和有效运行,标志着外汇资产持有主体的多样化进程在我国已展开。只不过,在目前的体制框架下,汇金公司的法律地位并不明确,相应地,它与货币当局的资产负债关系也未界定清楚。因此,为了进一步推进我国外汇储备管理体制的改革,一方面,我们应尽快明确汇金公司的法律地位及其功能,另一方面,根据

国家对外开放的需要,还可再设立若干与汇金类似的专业化外汇投资机构。这里,我们特别希望强调专设外汇投资机构的成本问题。在经济全球化的大趋势下,设立专业性政府投资机构来管理部分外汇资产,具有积极参与国际金融市场、学习先进金融知识、了解市场最新动态、提升国家金融竞争能力的战略意义。在这方面,新加坡和韩国专设政府投资公司(新加坡的GIC和韩国的KIC)的经验值得我们借鉴。

第二,形成“其他官方外汇资产”的融资安排。由货币当局之外的任何机构购买和持有外汇资产,都有一个如何为购买外汇资产筹集资金的问题。这一问题,构成外汇储备管理体制改革的争论焦点之一。在讨论通过发行特别债券来购买外汇储备的问题时,人们常提出一个问题是,这种债券是否构成政府的债务?我们认为,这个因素并不构成问题。这是因为:由于外汇储备是实实在在的优良资产,任何机构为收购外汇储备所发行的证券都不构成一国的债务,其经济意义,只是该机构的资金周转或一种投资安排。

考虑由货币当局发行央行票据的情况。其发行的债务工具成本应当与

持有外汇储备的收益综合起来考虑,而不能象目前一些研究者所说的只有成本。在这个分析框架下,对于对冲外汇储备增长的成本问题,显然应有别样看法。如果由财政当局或政府专设的投资性机构发行债券来购买外汇,这种证券也不构成债务(如日本财务省发行的financial bill,FB),而只是该机构的一种资金周转或投资安排;如果发行外汇基金债券(如我国香港金管局的做法)来收购外汇,这种证券的自偿性就更为明显。在这里,外汇投资机构筹集资金和运用资金的性质和特征,可与证券投资基金的相比较。

我们认为,外汇储备及其对应债务的这一性质,使得任何分离外汇储备的安排都有了可能性,并指出了分离的现实路径。

第三,官方外汇资产的多样化。自上个世纪末期以来,我国的外汇储备,无论就其币种而言还是就其资产种类而言,早已就开始了多元化进程。因此,所谓外汇资产多样化的任务,就是在原先有效操作的基础上,对官方外汇资产做出明确的功能划分和操作目标,确定相应的管理或运营机构,同时确定与之适应的监管框架。

在总体上,我们应当将国家外汇资产划分为两个部分。第一部分可称流动性部分,其投资对象主要集中在发达国家的高流动性性和高安全性的货币工具和政府债务上。这一部分外汇资产形成“官方外汇储备”,主要功能是为货币政策和汇率政策的实施提供资产基础。毫无疑问,官方外汇储备应继续由央行负责持有并管理。

第二部分可称投资性部分,它主要用于投资在收益性更高的金融资产上。从持有主体上看,其中一部分可交由其他政府经济部门管理,形成“其他官方外汇资产”,主要用于贯彻国家对外发展战略调整,在海外购买国家发展所需的战略性资源、设备和技术,或者在海外进行直接投资,或者购买具有一定风险的高收益国外股票、债券、乃至金融衍生产品。应当指出的是,只要制度设计得当,央行也可以持有部分非储备的其他官方外汇资产。但是,在账目上,这部分外汇资产应与央行的资产负债表明确地划分开来。至于其余的外汇资产(非官方外汇资产),则应当按照“藏汇于民”的思路,配合外汇管制放松的步调,鼓励由企业和居民购买并持有。