

■多维度

加息能消除结构型“流动性过剩”吗?



◎孙立行

上海社科院世界经济研究所
国际金融研究中心副主任
经济学博士

虽然3月18日的利率上调已是我国11个月来的第三次加息,但是这次加息政策具有与以往不同的新特点。笔者想从政策出台的背景以及对当前宏观经济的影响和政策效果上,来考察新一轮加息政策能否解决我国

结构型的流动性过剩问题。

尽管目前央行宏观调控的力度丝毫没有减弱,但一系列宏观经济数据显示,流动性过剩现象依然没有得到缓解:2月份居民消费价格总水平同比上涨了2.7%,增速快于1月份的2.2%,离央行的通货膨胀3%的临界点又靠近了一步;广义货币量(M2)增速反弹至17.8%,创半年来新高;狭义货币量(M1)的增速也同比增长了21%,创下了最近六年半新高,央行外汇冲销力度与势不可挡的外汇储备本币化的规模相比显得势单力薄;银行人民币贷款前2个月已完成了全年三分之一放款计划,从

M2的增长就能看出贷款增长是受了存款增加的推动;前两周由于流动性受到股票市场的强力牵引,央行票据利率被迫连续上涨,这被看作是加息的前奏;2月份贸易顺差高达237亿美元,为历史第二高位。我认为,这个高顺差指标尤其值得关注。

众所周知,中国的流动性过剩,根本原因在于中国目前的刚性汇率制度下的对外依存的经济结构。银行信贷的增长完全是出于平衡存款迅速膨胀的负债结构。上述M2的增长速度也从侧面充分说明了这一现象。而且央行的货币增长是伴随着大规模的人民币冲销行为。另外,前几个月贸易顺差的扩张中有很多隐藏着人民币套利的投机资本,即所谓的热钱,所以,加息只是缓解国内信贷的增长压力,而无法解决外汇占款这一根本问题。

这次加息是存贷款利率的同步上调。这主要因为除了国内信贷上升过快需要上调贷款利率以外,还因为通货膨胀的压力增加也需要配套上调存款利率以缓解过剩的流动性对商品市场的冲击。毕竟,在贫富分化日趋严重的情况下,物价稳定直接关系到我国和谐社会的持久性。

尽管如此,笔者还是认为加息治标不治本。相反,在中国对外开放的大环境下,加息反而有可能增加对外投资资本的流入,从而使人民币升值压力进一步提高。中国的流动性泛滥就好比打开着的水龙头,央行加息只不过是拿水盆去接水以防水的溢出。可结果是,水还是不断地向外溢出。它不仅流进了资本市场,而且近两个月又涌向了商品市场。由此可见,目前的关键是应该拿出实质性的办法去关闭水龙头,而不是用盆去接水。

至于根本解决我国结构型的流动性过剩问题的手段,笔者

根本解决我国结构型的流动性过剩问题,还应该有对外币本币化程度的价格调整、数量调整、中长期结构调整等手段,需要在教育、医疗及就业等方面增加有效的公共投资,健全社会保障体系,用好税收政策,鼓励消费和创新型的技术研发

提出以下几点:

第一、对外币本币化程度的价格调整手段。目前,流动性过剩的根源在于外汇占款。从理论上讲,汇率升值调整要比加息更为有效。但是,上调汇率,对本国经济的负面影响可能要比加息严重得多。事实上,央行领导层非常清楚加息对解决流动性过剩不一定十分有效,这也是为什么这次加息前他们在很多场合都回避了近期加息政策出台的话题。

第二、对外币本币化程度的数量调整手段。自去年年底起,中国已履行对WTO的承诺,开放了国内金融行业,所以,要杜绝外国资本的流入或流出已经变得完全不可能了。尤其在人民币升值预期非常强烈的状况下,流入的市场力量要远远大于受到监管的流出的规模。所以,控制外汇本币化的数量调整手段就显得非常困难。但是,最近中国已在筹备的外汇投资公司,打开了解决流动性过剩的一个新渠道。这就是在发行人民币债券的同时,运用外汇储备在国际市

场上去资本运作。这不仅缓解外汇占款所带来的流动性膨胀压力,而且还能降低央行冲销行为的成本。不过,这一战略如何打消外国投资者的不安心理将成为中国面临的又一个新课题。

第三、对解决流动性过剩问题的中长期结构调整手段。这是一项关系到把我国的对外依存结构转变为内需支撑或内外平衡的经济增长模式的系统工程。因为这种新增长模式能从根本上解决国际收支顺差所带来的流动性过剩。这一系统工程包含很多方面。

首先,在教育、医疗及就业等方面,增加有效的公共投资和健全社会的保障体系,以此打消人们对未来生活的不安心理,从而减少过多的存款和金融资产投资,促进消费。其次,用好国家的税收政策,鼓励消费和创新型的技术研发,抑制粗放式的投资和一味追逐投资收益率的投机行为,以提高我国产品的竞争力和净化我国的资本市场,来保证我国可持续发展的经济。事实上,目前利率的上调无法抑制企业和个人投资冲动。这主要是因为在外依存的经济结构下,企业的投资收益和个人在金融资产上的资产回报率都相当可观,足以抵消利率上调所带来的资金成本升幅。有效的税收政策能够抑制此类企业或个人过度的投资行为。再者,改变目前的结售汇制度,调整人民币汇率的市场形成机制。在结构调整达到一定效果以后,要及时改变人民币汇率制度,让市场的健康供需关系能够较好地反映在汇率水平上,从而为企业、个人及市场提供正确的价格信号以便真正地体现央行货币政策的有效性。

这次加息与其说是缓解流动性过剩,倒不如说是央行在表明已经被市场接受的货币政策观点,从而为今后提高货币政策的有效性打下良好的基础。只要央行货币政策是有非常明确的基本面支撑,能让市场很容易理解,政府和市场“博弈”的结果就不会降低货币政策的有效性。

■求索

迷途的“利维坦”



◎陈宇峰

浙江工商大学经济学院副教授
日本早稻田大学21COE-GLOPE
研究中心国际研究员
经济学博士

尽管遭受各种阻力和非议,以“鸡毛换糖”创造奇迹的义乌去年底开启了浙江省第四轮“强县扩权”改革,毫无争议地把中国的行政体制改革推向一个主流的小高潮。人们似乎应该为这些来之不易的改革突破而欣喜,但各位千万请慢。不妨先冷静下来问一问:我们从何得知改革一定会向大家所设想的那个有效方向发展呢?当权力从这一层下放到下一级时,拿什么有效手段来监督政府官员不被权力和金钱所诱惑而以天下苍生为重呢?

实在,这一轮的“强县扩权”改革与十年前中央政府为了摆脱中央财政困境而推行的财政分权改革有几分神似之处。甚至可以毫不夸张地说,这次触及行政神经末端的改革与中央政府十年前尝试到的分权甜头有很大的关系。

就让我们先回味一下十年前省级财政分权改革的结果吧!有不少人认为,区域经济发展过程中悬殊的地区差距与财政分权改革的激励并无多少直接关系。由此看来,当初的省级财政改革是否必然能带来今日中国的经济增长,还是一个未知的或然数。不过,我们今天所讨论的重点还不仅仅是这个。从改革的经验来看,如果没有当初的分权改革,怎么会有地方政府的积极性动力呢?地区之间的悬殊经济差距又是如何形成的呢?这是一个非常直观的经验判断。无论如何,我还是愿意相信前一种传统的经济学逻辑。权力的无名氏定理就是一个很好的理论注脚。但我们必须明白,任何一场改革都不是浑然天成的完美结合。在看到经济发展的同时,还需时刻警惕潜伏着的巨大社会危害。很显然,一旦这种潜在的危害超过收益时,呈现的不再是经济的增长,而是国家的崩塌和长期的衰退。

不妨先说说大家所关心的房地产价格畸高问题。我在本栏以前的一篇文章中比较过北京和东京一级市场的垄断具有不可推卸的责任。这个观点一发表,网络上便有不少热心读者和身边朋友纷纷和我探讨,或是赞成,或是批驳。对此我会另写文章做详细的辩解和答复。按理说,中央政府具有

绝对的政治和经济控制力,一旦它意识到房地产市场失控的潜在危险,它应该通过宏观调控或者行政命令等手段来使房地产价格回归到一个均衡的正常位置。但从实际的施行效果来看,多骨诺米牌一倒,这种失控局面已全面蔓延开来。中央政府的调控并不成功,受到很多地方政府强有力的政策抗拒和抵消。春节前中央银行连续两次提高银行存款准备金率,力图遏现行经济增长中的投资过热问题。存款准备金政策,在经济学家眼里一直以来被视为政策的最后一把“巨斧”,具有超乎想象的调控力量。在西方国家,不到万不得已的紧急情况是不会轻易使用这一政策。但是,在中国连续使用却仍无明显的效果,从中我们不难看出当今中央政府的那份焦虑。

再看从上个世纪九十年代陈希同到最近陈良宇这一系列重大腐败案件。省级官员的一连串腐败事件,绝非偶然。其实,这在很大程度上还是因为当初财政分权时,中央政府为了急于摆脱财政困境,给了地方政府更多的权力,而忘记了对这些权力进行适当的捆绑,当然也更谈不上分权的合理尺度。于是,在为了发展地方经济,我们必须给地方政府更多的行动权力和行政处置权的思维下,我们似乎忘记了一百年前英国阿克顿勋爵对世人的谆谆告诫:“绝对的权力导致绝对的腐败”,它就好像《圣经》中那种力大无穷的巨兽“利维坦”,一旦出笼,在缺乏必要的管制措施下,难免千方百计地为自己谋求更多的利益。有不少的经济学家甚至提出,这些地方官员哪里有什么发展地方经济的激励,他们关注的是个人利益的最大化,碰巧的是改革之初的地区经济增长与这些省级官员的利益具有某种共容利益之处。这个说法未免有些绝对化,但在理论逻辑上还是行得通的:尽管放权带来了经济增长,但不要忘记眼前诸多难题恰恰也是当初放权所带来的。

中国目前的政府改革,似乎是迷途的“利维坦”:一方面人们寄希望于中央政府给予更多的行动自由和行政处置权,但另一方面却不知对“利维坦”的邪恶本质采取什么措施。或者说,根本还没有意识到政府的“掠夺之手”。随着改革的深入,大家越来越明白一个简单道理:改革并不像大多数人想象的那么简单,或者顺理成章。改革本身就是一个不断妥协、不断调整的过程。

“强县扩权改革”本是一件好事,县级政府比省级政府更加直接地进入公众的政治与生产生活之中,应当说县级政府的信息优势和行动便利将为中国经济增长注入新的活力,但我们又怎能不担忧这场改革是不是又会成为十年前分权改革的翻版呢?

■边走边唱

从市场开放走向制度开放

1

从20世纪80年代开始至今,同大多数后发展中国一样,中国实行的是市场开放型的发展模式。其主要的政策举措,一是设立国家与地方各级经济特区与经济开发区,二是赋予种种优惠,大力吸引外资,包括台资和港资。市场开放型发展模式实践结果的评价不容过于乐观:一方面,数量上,考量中国今日的经济进步(不是单纯的GDP指标,而更涉及管理转型、技术进步),其主要贡献不是来自于国有企业,甚至也不是来自于民营企业,而是来自于外资企业(含合资企业);另一方面,质量上,负面效应十分明显:①区域不平衡性,表现在中国东部地区与西部、北部地区马太效应式的发展差距;②资源耗竭性,体现在低价的土地、能源、原材料和劳动力供应上;③市场经济阻滞性,体现在政府成为拉动宏观经济发展的投资主体(市场经济中投资主体是企业);④企业竞争的不平等性,主要表现在民营企业的非国民待遇上。这些负面效应(某种程度上拉美式经济畸型化)必将阻碍中国经济长期的健康发展。



◎丁栋虹

复旦大学管理学院教授、
博士生导师、博士后

一场大病就足以可以让一个中产家庭破产,让一个工薪家庭绝望……甚至,在很多中国特色经济犯罪、民事犯罪与刑事犯罪背后(不仅有大量的无业者、打工人员,有的甚至涉及政府高层官员),人们很容易读到制度滞位的问题根源。

3

20世纪80年代以前,中国的政府基本上以政治斗争为纲,经济发展被放在一个从属的地位,像一个被随意驱使的奴婢。20世纪80年代以后,中国的政府运作转到经济发展上来,但是迄今,并没有深刻地理解如何去促进经济发展,在认识与实践层面都呈现了重大的主体错位:政府替换了企业,错位成了经济发展的组织主体;政府官员替换了企业家,错位成了经济发展的个人主体。结果,政府及其官员没有着力于职责以内的制度建设,反而着力于职责以外的企业经营——中国政府官员在很大程度上异化成了“变相的企业家”。真实的企业家是收益的承担者,也是成本的承担者,但政府官员这种“变相的企业家”却负盈不亏,完全可以在投资与收益分离并不承担责任的无约束状态中进行企业经营,不管企业运作结果如何,这种“变相的企业家”总是得益。

与企业不一样,制度建设是只有成本投入,没有个人直接收益的。这是导致无约束状态下政府官员不主动对制度建设进行职业投入的另一个方面的利益原因。在制度滞位的现实背景下,迎合制度发展要求的“好人”经常不得好报。

4

现实中国经济及社会面临的深刻主题,在于要实现从市场开放走向制度开放。换句话说,中国的经济依靠市场开放获得了历史的发展,但只有依靠制度开放,才能获得将来的发展,尤其是长期健康的发展;中国经济基于单纯市场开放所产生的品质问题,必须在高瞻远瞩、大刀阔斧的制度开放及建设中才能解决。这所指指制度开放,既指从制度的意识形态到具体实践上,对经济国际化以后成为地球村的整个世界的开放,也指对不同区域、不同市场、不同企业性质互通后的市场一体化的开放。

对制度开放的认知、决策及其实践(包括成果应用),考量着中国人尤其是政治精英们的智慧、理性、胆识与艺术,并将在很大程度上决定着21世纪中国未来发展与改革的道路、进程与实绩!



制度建设只有成本投入,没有个人直接收益,这是中国当前制度滞位的利益原因

■实话实说

“聚焦中国”的醉翁之意

这早已不是一个西方人独美世界舞台的年代,我们已经习惯了姚明在NBA叱咤风云,刘翔于田径场一骑绝尘,就连马晓旭获得《时代》最佳新人提名,李宇春登上《时代》周刊封面之类星星点点的“东方神话”,看上去也都如此顺理成章。在这样一个流行“聚焦中国”的时代,两会期间欧美媒体对中国政经的高度关注似乎理所应当而不足深思。

然而,事实也许并不尽于此。在敏感时刻,《经济学人》、《纽约时报》、《华尔街日报》、《金融时报》之类的西方大牌经济媒体“聚焦中国”,对于西方,特别是美国而言,颇有“醉翁之意不在酒”之深意。解密其中深藏的“弦外之音”,须将切入点定位于连接各国经济的纽带——经贸往来上。出于化繁为简的初衷,笔者且将最引人注目中美经贸作为分析重心。

无论被视作“世界工厂”还是“世界厨房”,毫无疑问,让人又爱又恨的劳动力比较优势使得中国在近年间堆积了大量贸易顺差,对

此我们自然从中国视角去分析,很少以美国视角去审视。而理解“聚焦中国”醉翁之意最根本途径,正是在角色转换之中以美国视角体味“逆差者”的个中滋味。

对于美国而言,“经常项目逆差是否会成为经济增长不可承受之重”一直是一个令学者和政客魂牵梦绕的核心问题。传统的“极限理论”的答案模棱两可:由于美国人“朝不虑夕”的消费理念超过了美国经济的供给能力,在大量进口舶来品填补需求缺口之中,经常项目逆差不可避免,而融资需要意味着,经常项目逆差总有资本金融项目顺差如影随形。也就是说,美国经济依靠国外借款人的仁慈维系着繁花似锦的消费狂热。但这种“透支式”结构总有一个极限,当国外借款人不再心甘情愿为美国人买单之时,所有潜藏的危机将一并爆发,美国经济将以可怕的牺牲率为过往的奢侈和“世界厨房”,毫无疑问,让人又爱又恨的劳动力比较优势使得中国在近年间堆积了大量贸易顺差,对

一开始,经济学家们认为这种极限取决于他国中央银行对其“货

◎程实
复旦大学国际金融系博士



着他国央行的选择。一些经济学家随后指出,持有美国债权的他国央行面临的是一道双选题:维持货币政策独立性,或是挖掘经济增长潜力,鱼和熊掌不可兼得。当美国的贸易伙伴国还存在大量闲置资源,特别是劳动力资源可供配置之时,美国需求旺盛的维持对该国而言具有保障经济增长可持续性的重要意义,此时以牺牲货币政策些许独立性为代价,继续为美国贸易逆差融资是不无裨益的。不过这种理论依旧不能解释极限迟迟未至的困惑,毕竟在新兴经济体连续多年高增长的背景之下,对于闲置资源的利用正在趋向饱和,美国经济的国外融资者怎么会鱼和熊掌均弃之不理?

解释只可能是:他国央行的政策菜单上并不仅仅只有鱼和熊掌。而一旦该国央行认为这种债权吸收给其货币政策制定和执行形成了沉重桎梏,进而不再甘心承担“防火墙”的免费义务,那么美国经常项目逆差将瞬间受到不可维持的巨大冲击。按照这种理论,在全球性通胀压力的不断加大,发展中国家货币当局日趋成熟的当下,美国透支式结构有限的达到并不困难,那为什么还没有出现学者所言的“信用抽回(credit revulsion)”呢?那定然是有“别样思绪”在左右

着美国最重要的贸易伙伴之一,中国政经走势决定了美国经常项目逆差潜在的可持续性,聚焦中国,正是美国考察其自身“透支式”结构风险程度重要举措。中国汇率制度改革的风险体系、增长模式转型的趋势对美国而言也是至关重要。

更进一步,中国政经走势不仅左右了美国逆差结构的风险程度,还对其风险规避的成败有重要影响。在过往很长一段时间里,“先动的加尔文主义(pre-emptive Calvinism)”在美国学术界和政界占据上风,该理论认为,化解“透支式”结构风险的根本之举在于美国自身先行的自我克制。但这种观点随后就受到了诸多挑战。越来越多的美国政客和学者认为,单方面先行动作如果没有伙伴国的政策配合,将难免遭遇自取其辱的尴尬。因此,美国试图维持国际收支平衡的努力只有得到足够的国际支持才不至于付之东流。而通过“聚焦中国”来观察和品味中国政策与美国政策“契合度”的变化,显然是在谋而后动。

无论如何,从经贸视角审视,中国的政经走势对美国的多重“醉翁之意”不可等闲视之。