

# 透过分配镜像走出宏观调控迷思

□刘煜辉

## ■人物志



刘煜辉:中国社科院金融所中国经济评价中心主任,研究员,本报特约供稿人。

观察当今世界经济形势,我们主要还是看美国的消费和中国的投资情况。其中,中国的投资在很大程度上又依赖于美国的消费需求。所以,今年美国经济是否会出现逆转,美国消费需求是否会出现明显萎缩?这些问题是我们研判中国宏观经济形势发展趋势的一个大前提。

## 美国经济不会逆转,中国经济仍将高速增长

2006年美国经济的最大变化就是美国房地产价格下滑。在过去十年中,美国房地产价格从未下跌过。目前,无论从交易量数据还是从房屋建筑数据均显示,美国房地产行业已开始调整。

房地产市场对美国之所以如此重要,在于其被视为是美国消费的主要驱动力。美国的消费要占到全世界消费总量的三分之一,又是全球经济增长的驱动力。根据美联储数据,2000年美国家庭和非营利性组织持有的房地产价值达12.6万亿美元,到2006年这一数字已上升到22.2万亿美元。同期,美国GDP从10万亿美元增长到13万亿美元。

我们认为,从目前情况看,很难判断2007年美国消费需求会出现明显萎缩。但是,有一点是可以预期的,即便出现衰退迹象,美联储也拥有相当的政策空间,以此来减小经济衰退的程度和缩短经济衰退的时间。我们可以从以下四个方面来看这个问题。

第一,目前全球大宗商品价格已大幅回落(特别是油价从80美元跌至现在50-60美元一桶),这一块开支的节省将提高美国人的消费能力,同时也将减缓通胀压力。

第二,随着能源价格下跌和出口的改善(主要是因为美元以外的主要经济体相继加息,相对美元的强势),美国的贸易赤字增幅已连续四个月下降(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)。一般而言,在历史上类似的时期,日益增长的能源产品进口价格因素会占到美国新增贸易赤字的一半以上)。甚至美国的经济学家也认为,美国的贸易状况已经开始根本好转,使得美元获得了基本面支撑。在此状况下,美联储没有必要通过加息来维系美元地位,甚至可能转而降息。加之,今年是美国的大选年,美

今年一、二月份出人意料的一些经济数据(如顺差、货币供应和信贷)再一次促使央行拿出了利率工具,从3月18日起将存贷款利率上调27个基点。客观地讲,自2005年以来,尽管央行做了许多工作,但依然无法摆脱流动性过剩和投资信贷扩张的“怪圈”,而且还越来越深。到底应该如何认识当前中国宏观经济形势呢?中国到底应当如何穿越当下宏观调控的迷思呢?

国经济的软着陆需要为执政党腾出刺激需求的政策空间。

第三,美元降息是另一驱动力,有利于刺激股票市场的财富效应。事实上,美国十年期债券收益率(长期利率)从去年8月份的峰值5.2%水平已下降到4.6%左右水平,这有利于推动美国股票市场上扬,使得财富效应得以延续。从房地产市场下滑开始,美国股市上涨了20%,增加了将近2万亿美元的家庭财富,从而弥补了房产价值缩水所造成的损失。

第四,最近次级抵押贷款市场危机以及零售额增长的疲软所引发的金融市场的动荡,美联储可能会选择降息的政策措施,以防止美国经济衰退。

如果2007年美国不出现大的变化,那么与其高度关联的中国仍能保持自2004年以来的高速增长格局,不会有太大的变化,但中国经济的内外失衡可能会越来越严重。

## 经济内外失衡:投资与贸易顺差的替代效应影响

构成目前中国宏观调控的直接理由为投资率过高和产能加大,一旦全球特别是美国出现衰退,中国经济将可能陷入产能过剩和通货紧缩。现在的核心问题是,目前以压缩高位投资规模来抑制流动性为主旨的宏观调控是否能奏效?是否会在一定程度上助长中国经济运行中国有的矛盾?

众所周知,当下中国流动性泛滥的背后是投资与消费之间的失衡,即所谓“高储蓄、高投资”。从国民收入恒等式看,国内储蓄大于国内投资必然会出现贸易顺差,过剩的生产能力必然要求外部需求平衡。所以,当投资受到抑制的时候,国内的庞大储蓄就转化成了更大规模的贸易顺差。也就是说,在高储蓄率既定的情况下,投资和贸易顺差是一对跷跷板。内部失衡和外部失衡中的贸易顺差乃是一个硬币的两面。信贷投资扩张、内需不足、流动性过剩、贸易顺差激增等所有这些矛盾并非独立存在的,相反是一个有因果联系的有机整体。因而,在制定政策时,我们就不能割裂或单立出其中某一个局部来考虑问题,而是必须动态地把握经济内外失衡,因为这两者之间是相互交织和可以相互转化的。

这或许是当下以收缩流动性和限制流动性运用为目标的宏观调控政策为何难以持续的根本性因素之一。目前更为直接的效果是通过行政措施(如信贷控制),加息和提升准备金率起作用,或许短期内能将过快的投资增长调控下来,但消费需求在短期内显然是无法形成内需替代的,而目前中国的进口基本上取决于国内的投资需求,因为90%的进口商品是投资品,如原料和能源包括技术等,消费品进口比例已下降到很低(这是当下国际产业分工以及产业链不断向中国

转移的必然结果之一)。所以,一旦投资需求受到抑制,这必然会导致进口需求减速。在外部需求依然强劲的情形下,顺差增加只可能加速。根据我们的研究表明,自2004年以来,中国的投资增速与进口增速之间表现出极强的相关性,而与出口增速之间的关系并不显著。此时,投资与消费之间的内部失衡就会转化为国际收支的外部失衡。也就是说,宏观调控的直接效果在一定程度上会转化为人民币升值压力。

事实上,自2004年以来宏观调控的情形便是如此。在2004年,以抑制投资过热为核心的宏观调控的直接效果之一,贸易顺差从2004年的300多亿美元一下子激增至2005年的1000多亿。这种宏观调控效应在2006年后显现得更加明显。去年7月以后,随着固定资产投资逐步减速,贸易顺差开始逐月扩大,其中不乏由于人民币升值预期强化和贸易政策调整所导致的贸易部门企业行为的相应改变。

这样的结果必然会增加贸易顺差,并形成基础货币供给扩大,从而进一步加剧流动性过剩。自我实现的人民币升值预期使得热钱涌入更快,整个金融体系流动性泛滥,货币市场利率低企,房地产、股票等资产价格泡沫开始急剧膨胀。

目前,中国的风险在于金融压抑使得金融市场发展极其滞后,资金供给基本上仍依赖于银行体系。当下中国银行体系的信贷又主要是抵押贷款,资产快速升值意味着实体经济信贷条件的事实上放松,实体经济利率的事实上下降。在这种情况下,加息效果可能“形同虚设”,投资过热局面又可能“卷土重来”。如此循环,使得中国经济中的经济周期因素已越来越难以追踪,每一次调控效果所保持的时间可能会越来越短,直至根本不起作用。

## 收入分配不均衡:导致“高储蓄、高投资”矛盾的根本症结

中国的“高储蓄、高投资”矛盾在实质上是一个收入分配问题,这一点无论是理论界还是政府对此已形成的越来越多的共识;当前导致消费率下降的根本原因是,在国民收入分配体系中,政府财政收入和国有企业收入的比重不断上升,而居民部门收入的比重在不断下降。

当然,这其中有着禀赋的因素。长期以来,支撑中国经济增长的最基本因素还是劳动力转移。在工业化、城市化和市场化改革的推动下,劳动力由农业部门向非农业部门、由农村向城市、由低效率的国有部门向高效率的非国有部门的大规模转移。至今,劳动力的转移过程依然没有完成。截至2005年,在全部就业人口中,非农就业人口比重才达到55%比重。劳动力市场中充分自由流动的这个特

征并没有发生什么改变,因而中国的工资水平也不可能具有显著和过快增长。也就是说,中国企业部门的劳动生产率高速增长及持续超过工资水平的增长率状态,在中长期内是难以改变的。因为,在充分就业的环境中,才可能实现将生产利润分配转变为高工资或让劳动力直接受益。在这样的禀赋条件下,居民部门在收入分配结构中存在着天然的弱势。

为什么会出现这种现象?问题的核心在于受目前国内体制和机制等相关因素的影响,如目前政府对经济的主导作用还相当显著。从客观上讲,近年来中央和地方政府对经济的主导性明显上升,大量的经济资源要素配置权仍集中在中央各职能部门和各级地方政府手中。不仅资本要素、土地和自然资源要素的市场化程度很低,而且税收、市场准入等各种“优惠”政策所导致的行政垄断,这些因素导致了我国整个资源要素价格被人为地扭曲了。

对此,我们简单地来核算一下吧。在2006年国家预算内财政收入3.9万亿中,预算外财政收入5000亿,加上国有部门企业当年税后利润近1.1万亿和各级政府的土地出让收入6000亿,政府可支配的财力高达6万亿,接近占到GDP的30%。这一比例如此之高是非常惊人的。现在,我们常讲的“高储蓄”问题,实际上政府部门储蓄大幅增长是一个主要问题。按照2003年资金流量表测算,在高达44%的储蓄率当中,政府部门的占比高达21%。也就是说,有9个百分点的储蓄率是由政府形成的,政府部门的高储蓄导致了近年来

政府及政府主导投资趋势在明显上升。我们仍按照2003年资金流量表测算,目前政府部门直接投资或通过企业间接发生的投资额度已占到整个经济中总投资份额的四分之一左右比例。可以预知的是,近三年来这一比例可能还在以更惊人的速度上升。

实际上,投资驱动的经济增长必然会导致要素分配偏向于资本、偏向于企业、偏向于政府(因为政府通常是资源要素的最终所有者)。在劳动要素比重相对低下的情况下,劳动收入部分与资本收入部分的相对比重自然也会降低。因此,过高的投资率扭曲了整个分配结构。在宏观上,这表现为地区差距拉大、城乡差别拉大和收入差别拉大,以及全社会的整体边际消费倾向在降低。此外,政府主导经济的增长模式也使得各级政府往往会以经济建设型职能替代其公共服务型职能,政府必然会将资源更多地应用于竞争性领域,由于得不到政府财力支持,保障整个市场经济体系正常运行的基础设施和制度基础(如法治环境、诚信文化、教育、社会保障、居住、收入分配等一系列公共服务产品)建设却严重滞后。由此,也带来一系列问题。例如,社会保障缺失导致了居民的大量预防性储蓄;由于金融生态存在着一定的缺陷,导致了进一步深化金融体系改革面临重重困难。一方面,中小企业、民营资本融资困难;另一方面,金融资源越来越向大企业、大客户和垄断部门集中。由此,导致了目前的信贷结构性矛盾日益突出。同样,国内储蓄也难以通过市场机制转化为有效的投资。故此,消费增长始终低于投资增长,中国也陷入“高投资、高储蓄”的恶性循环。

故此,我们认为,只要目前政府、企业和居民的部门收入分配结构没有发生根本性改变,我们都不可能有效地解决好高储蓄、高投资、贸易顺差和需求不足等问题。同样,也无法解决好人民币汇率政策和贸易政策调整等经济问题。

导致经济内外失衡的主要原因是投资与消费之间的失衡,体现为“高储蓄、高投资”这一突出问题。由此,投资与消费之间的内部失衡就会转化为国际收支的外部失衡,即贸易顺差持续增长,在一定程度上增加了人民币升值压力。当然,要解决这一问题是一个系统性工作。从根本上来讲,由于目前导致高储蓄、高投资、贸易顺差和需求不足等问题的根本原因是收入分配问题。因此,解决好国民收入分配问题是一个关键性工作。

同样,刘煜辉博士也探讨了目前的中国货币政策目标及货币政策工具选择等问题。提出了现阶段货币政策必须选择“轻价格、保汇率”策略,即要稳定汇率和平衡国际收支,且央行的最优货币政策工具宜对存款准备金率和公开市场两大工具进行搭配,并配合使用发行定向票据工具。

上述这些分析和观点,都是非常有益和启发性的。其实,一旦灰色的理论能合理地解释鲜活的事实,相信这将有助于我们认清当前中国的宏观经济形势及波动趋势。

## ■看点

●观察当今世界经济形势,我们主要还是看美国的消费和中国的投资情况。其中,中国的投资在很大程度上又依赖于美国的消费需求。所以,今年美国经济是否会出现逆转,美国消费需求是否会出现明显萎缩?这些问题是我们研判中国宏观经济形势发展趋势的一个大前提。

●从目前情况看,很难判断2007年美国消费需求会出现明显萎缩。但是,有一点是可以预期的,即便出现衰退迹象,美联储也拥有相当的政策空间,以此来减小经济衰退的程度和缩短经济衰退的时间。如果2007年美国不出现大的变化,那么与其高度关联的中国仍能保持自2004年以来的高速增长格局,不会有太大的变化,但中国经济的内外失衡可能会越来越严重。

●当下中国流动性泛滥的背后是投资与消费之间的失衡,国内储蓄大于国内投资必然会出现贸易顺差,过剩的生产能力必然要求外部需求平衡。当投资受到抑制的时候,国内的庞大储蓄就转化成了更大规模的贸易顺差。也就是说,在高储蓄率既定的情况下,投资和贸易顺差是一对跷跷板。

●当下中国货币政策目标必须在价格和汇率做出权衡——“轻价格、保汇率”应是现阶段的更为现实的选项。也就是说,要稳定汇率和平衡国际收支,以此作为经济转型创造良好的市场条件。从目前来看,央行最优的货币政策工具仍是对存款准备金率和公开市场两大工具进行搭配,并配合使用发行定向票据工具。

## ■余论

如何观察目前中国宏观经济形势,这是一个值得市场关注的热点问题。刘煜辉博士透过分析中国投资与美国消费之间关系指出,2007年美国消费不大会出现萎缩,这意味着中国经济仍将保持高速增长态势。但是,经济内外失衡可能会进一步加剧。

导致经济内外失衡的主要原因是投资与消费之间的失衡,体现为“高储蓄、高投资”这一突出问题。由此,投资与消费之间的内部失衡就会转化为国际收支的外部失衡,即贸易顺差持续增长,在一定程度上增加了人民币升值压力。当然,要解决这一问题是一个系统性工作。从根本上来讲,由于目前导致高储蓄、高投资、贸易顺差和需求不足等问题的根本原因是收入分配问题。因此,解决好国民收入分配问题是一个关键性工作。

同样,刘煜辉博士也探讨了目前的中国货币政策目标及货币政策工具选择等问题。提出了现阶段货币政策必须选择“轻价格、保汇率”策略,即要稳定汇率和平衡国际收支,且央行的最优货币政策工具宜对存款准备金率和公开市场两大工具进行搭配,并配合使用发行定向票据工具。

上述这些分析和观点,都是非常有益和启发性的。其实,一旦灰色的理论能合理地解释鲜活的事实,相信这将有助于我们认清当前中国的宏观经济形势及波动趋势。

——亚夫

# 货币政策目标优先选择:轻价格 保汇率

□刘煜辉

认清当前中国经济运行过程中所面临的诸多深层次矛盾,就需要重新定位目前的宏观经济政策任务。在解决内外经济失衡的问题上,货币政策作用的有限性已相当显著,而应让财政政策发挥其积极的作用。故此,货币当局必须对货币政策的多目标有所取舍,不要在部门间的博弈中自缚手脚。

从经济学意义上讲,在短期内,人口数字及劳动力总数是基本固定的,经济增长主要反映了劳动生产率增加。如果劳动生产率上升,这意味着,要么是收入上涨并可能引发通胀,这个调整属于相对价格变化,与过多的货币追逐过少的商品所导致的

高通胀性质完全不同,要么是本市大幅升值。在市场经济体中,通胀与升值之间存在着天然的替代关系:一旦资源要素价格上涨,对外销售价格会自然上升,从而抵消了汇率上升压力。也就是说,价格与汇率乃是两大互相制约的相反点,但资源价格是根本,中国资源要素价格的扭曲夸大了人民币升值压力。

像中国这样的典型转型经济体,由于政府控制了很多要素资源以及垄断了一些行业准入制度,导致了整个经济的相对价格体系与成熟市场经济国家的各种商品及服务的相对价格体系差别较大。当下市场化改革就是由政府主导资源要素配置向市场发挥基础性作用的一个发

展过程,资源要素价格的改革目标就是要切实建立起能反映市场供求、资源稀缺程度以及污染损失成本等价格形成机制。换句话说,只有当资源要素价格上涨才能成为投资规模的“自动刹车器”之时,市场化改革才可以说是真正成立了。如此,随着不断修正曾被人为扭曲低估的土地和能源等资源要素价格,全社会商品价格随之上涨是一个必然的过程。这也是经济结构实现良性调整的一个基本前提条件。

同时,当下改善内外失衡的关键在于变收入分配结构。为此,一是要想办法让政府和企业手中的钱从投资转向消费,就应当减少政府财政对竞争性行业的转移支付;二是要加强

政府在教育、医疗卫生等领域的作用;三是要建立社会保障体系;四是要使用税收机制,并根据能源和资源的稀缺程度和社会选择来调控对能源和资源的使用;五是要进一步完善最低工资保障制度;六是要加大劳动力收入在要素分配中比重。

只有这样,我们才能构建起上下游企业之间顺畅的价格调整机制。也就是说,资源要素价格上涨一定要能向下传导,否则,就会出现目前的情况,资源价格扭曲导致资源要素价格上涨影响无法得到传导,即无法反映经济过热特征。从表面上来看,日常消费品价格没有什么上涨似乎暗示了经济不存在通胀。但从实质上来看,

这却挤压了下游企业利润,扩大了下游企业的亏损面,并最终导致投资与消费关系的进一步恶化。

在一个以构建市场价格体系为核心目标的经济转型过程中,中央银行对通胀目标过为谨慎,并以此作为货币政策的决策依据,显然是不合时宜的。故此,我们认为,当下中国货币政策目标必须在价格和汇率做出权衡——“轻价格、保汇率”应是现阶段的更为现实的选项。也就是说,要稳定汇率和平衡国际收支,以此作为经济转型创造良好的市场条件。从目前来看,央行最优的货币政策工具仍是对存款准备金率和公开市场两大工具进行搭配,并配合使用发行定向票据工具。