

# Opinion

■财经时评

## 金融调控应更重视价格型工具使用

近两年我国货币供给的内生性显著增强,在货币供给强内生性的前提下,数量型工具的效果受到限制和削弱。因此,货币政策要在推进利率与汇率市场化改革进程的同时,加强对汇率、利率价格型工具的运用。

◎李若愚

今年以来,货币政策坚持从“紧”,紧缩措施出台频繁,尤其是对存款准备金率、存贷款准备基准利率的上调频率为历史罕见。但总体来看,紧缩性的金融调控效果并不理想。笔者认为,除了货币政策执行环境等客观原因外,在当前金融调控中,过于依赖数量型工具的使用,价格型工具运用力度不够、不及时也是造成今年货币政策执行效果不佳的重要原因。

货币政策工具可分为数量型工具与价格型工具。数量型工具主要针对货币与信贷等资金的数量和结构,通过直接调节资金供给来影响市场主体行为,主要包括公开市场操作、调整法定存款准备金率、信贷政策等。价格型工具调控的对象则是利率、汇率等资金的价格,通过改变资金成本,影响市场主体的资金

需求,来改变市场主体的行为。

货币政策从紧的势头并非从今年才开始。自2001年经济进入新一轮增长周期后,为防止经济过热,政府先后启动了两轮宏观调控。一是2003-2004年的宏观调控,一是2006年下半年至今的宏观调控。在2003-2004年的调控中,货币政策坚持稳健偏紧,先后上调法定存款准备金率两次,加息一次,此外,还采取了窗口指导等信贷政策手段。2003-2004年以数量型工具为主的金融调控在短时期内取得了明显效果。采取上调法定存款准备金率的手段直接减小了货币乘数,而信贷政策更是直接控制了信贷投放,M2与人民币贷款余额均从2003年8月份起逐步回落。

在今天的金融调控中,央行已先后五次上调存贷款基准利率,七次上调法定存款准备金率,五次发行定向央行票据,此外还采取了窗口指导等

信贷政策,数量型工具运用力度远大于2003-2004年。那么是什么使得在2003-2004年取得显著短期效果的数量型工具在2007年“哑火”呢?其主要原因就在于:近两年我国货币供给的内生性显著增强,在货币供给强内生性的影响下,数量型工具的效果受到了限制和削弱。

所谓货币供给的内生性是指货币供给并不是中央银行可以自行决定的,而是由包括商业银行、企业、居民等经济主体的行为决定的。对我国货币供给内生性的验证,通常通过分析货币供给与货币乘数之间的关系来进行。一般来说,中央银行可以通过公开市场操作来控制基础货币,但对货币乘数的控制能力有限,货币乘数在更大程度上取决于银行和居民的行为选择。今年以来,央行在通过公开市场操作结合法定存款准备金率上调来应对外汇占款投放方面是较为成功的,基础货币

和货币市场利率保持稳定,货币政策的操作目标实现良好。但在操作目标向中间目标传导的过程中,也就是由基础货币(m)影响货币供应量(M)的过程中,由于货币乘数(B)在商业银行和企业、居民行为选择的影响下持续扩大,最终造成中间目标、乃至最终目标难以实现。当央行提高法定存款准备金率来降低货币乘数时,商业银行可以在保持货币与信贷投放力度的情况下,通过降低超额储备率来应对。而央行执行“窗口指导”提醒商业银行控制贷款投放时,如果商业银行不“听话”,信贷政策的效果也将大打折扣。

那么又是什么造成商业银行积极放贷,货币乘数不断攀升呢?主要原因在于商业银行改革的推进使商业银行经营机制发生了变化。商业银行改革上市的结果是商业银行资产质量普遍大幅提高,放贷能力显著增强,企业化运作成为常态,利益最大化的取向更加明显。商业银行经营机制的变化使其由“听令于政府、听令于央行”转为“听令于市场”,因此,当企业和居民贷款需求旺盛之时,商业银行必将积极放贷。

货币政策措施的实施直至对经

济金融运行产生一定效应之间总是存在一定的时间间隔。货币政策时滞的存在要求货币政策一定要有前瞻性,在宏观经济刚出现过热迹象时,就及时采取措施。但就2003年以来汇率与利率的调整情况来看,货币政策操作前瞻性并不强,往往在宏观数据发生变化时才采取相应措施,最终造成价格型工具没有起到紧缩的效果,反而表现宽松。

今年以来,虽然加息次数较为频繁,但利率调整仍落后于物价变化,一年期存款实际利率仍维持“负利率”状态。今年前8月人民币对美元累计升值幅度为3.28%,而2006年同期人民币对美元累计升值4%。由于人民币汇率调整过于缓慢,对出口的抑制作用并不明显。

为提高金融调控的效率和效果,央行应正视我国货币供给的强内生性特征,在深化金融体制改革的同时,将货币政策的着力点从货币供给管理转向货币需求管理。在影响货币需求的诸多因素中,利率和汇率是重要的政策变量,因此,货币政策要在推进利率与汇率市场化改革进程的同时,加强对汇率、利率价格型工具的运用。

(作者单位:国家信息中心)

■雅玲随笔

## 欧元升值短期趋势是风险还是机遇

◎谭雅玲

近期,欧元升值成为国际金融市场中的一道亮丽“彩虹”。从9月17日至25日,欧元兑美元汇率由1.3865美元直线上涨到1.4135美元水平,欧元升值了2.1%,今年以来欧元已上涨了7.12%。在美国次级债危机引发国际金融市场一片恐慌和混乱之际,对国际投资者而言,欧元升值是机遇还是风险?这是一个值得思考的问题。

以笔者之见,目前欧元升值并非是一种投资机遇,虽然欧元的短期价格波动能带来投资机会和投资回报,但我们要警惕与防范欧元的中长期风险。对此,我们可以从以下三个方面来思考这一问题。

第一,欧元升值不受经济基本面支持又缺乏升值的主动性。目前,欧元升值幅度已超出2004年末升值水平,从2006年初至今,美元汇率策略由对不同货币“有升有贬”向对所有货币“全面贬值”的政策选择取向转变,预示了此次欧元升值并不是由欧元区经济基本面变化引起的,而是受到了美国经济放缓预期上升、美元利率弱势等不确定因素影响,由此推高了欧元汇率水平的上升机会。

从当前欧元区经济的表现与前景来看,欧盟近期已经将今年和明年欧元区经济增长预期向下调整,欧元区经济脆弱依然是基本态势。国际货币基金组织表示,也可能调低2007年欧元区经济增长预期。确实,目前欧元区经济增长仅为3%,并不支持欧元汇率出现如此大的上升幅度。另外,欧元区通胀率持续走低,也为欧洲央行暂缓加息提供了一定空间,甚至不排除有降息的可能性。

由于欧元的持续升值,将使欧元区经济整体受损,并冲击其货币合作基础,甚至会导致欧元区的出口商品涨价,并可能引起其出口萎缩。因此,欧元强势,目前已引起欧元区各国的普遍担忧。

上述情况表明,欧元升值并非受到其经济基本面的有力支持,是国际经济、金融因素尤其是美国经济增长放缓及美元贬值策略所引起的。

第二,理性看待欧元升值前景。在欧元升值进程中,国际社会尤其是发展中国家在逐渐增持欧元作为储备货币,但目前进展依然缓慢。尽管日前格林斯潘、国际货币基金组织都认为,未来欧元有可能会取代美元而成为各国的储备货币,但受到欧元区经济、金融、政治等因素影响,欧元区国家本身对欧元的凝聚力和向心力在削弱,因而欧元要想获得国际社会的认同,似乎还有不少困难。

这一情况值得引起我们的反思:当今经济全球化与区域化竞争越演越烈,支撑一国全球化竞争优势的基础是经济市场化程度、经济金融战略规划和各项政策组合效应等。其实,任何一种货币优势的支撑基础也是如此。因此,欧元的短期走势与长期预期之间的相关变量也会发生变化,所以我们要理性看待当前的欧元升值问题。

第三,欧元升值的启示与警示。透过欧元升值趋势,有些问题值得思考:一是欧元升值会引起欧元区经济问题。因为,欧元区基本上是一个以区内合作为主的经济体,欧元区内部因素是欧元利率调整与利率水平确定的关键因素。目前,欧洲央行主要是以核心通货膨胀指标来确定利率水平。因此,欧元不必太关注或追随美元利率的变动趋势,而是要自主地决定和判断欧元利率水平。

二是汇率水平在本质上是一个国家综合国力的集中体现,汇率稳定是经济稳定的基本条件,也是金融稳定和金融安全的基础之一。所以,货币的基础是经济,货币的影响体现了一国的国际责任。

反观我国的人民币汇率改革,我国正确地处理了盯住美元汇率与相机抉择之间的两难选择,这在某种意义上讲,人民币信誉的影响已超出了我国经济实力。人民币汇率机制智慧性的改革,不仅对国际汇率制度改革有启示意义,而且对我国与世界经济稳定也会有突出贡献。

三是在面对欧元与美元之间竞争时,我们更需要思考人民币所肩负的国家利益、国际关系及国际竞争挑战等重要意义。而且,从实际的角度分析,我们不能对我国的金融风险掉以轻心。因为,金融风险会加剧我国金融的结构性矛盾,不利于我国经济稳健和金融安全。

## 燃油税标准应考虑中国国情

◎冯玉国

近日,有关燃油税即将出台的消息不断传出。财政部税政司司长史耀斌在天津表示,目前燃油税的大量准备工作已经完成,将选择一个合适的时机出台;全国乘用车信息副秘书长饶达认为,“燃油税出台时机已经具备,在本届政府换届之前,燃油税应该可以出台。”国家税务总局地税司副巡视员曹聪近日明确表示,开征燃油税之后,养路费、客运附加费等多项行政收费将同时停收。

“燃油税”就是改为从燃油中直接收取公路养护费、道路通行费、过桥费和运输管理费“四合一”的燃油附加费。那么,燃油税的标准到底应该多少合适呢?这几乎是每个人都关注的问题。

今年2月,世界银行建成中国东快征收燃油税,以弥补公路融资缺口。世界银行在其研究报告中指出:中国高速公路下阶段的建设成本将高达2250亿美元。如果所有的公路养护费用和规划中公路的建设费用改由燃油税费支付,则税后油价将提高到2006年中期油价的3倍。有记者按照2006年6月30日北京市93号汽油价格每升5.09元计算,燃油税推出后,我国油价最高每升将达15.27元。

这个标准显然高得有点离谱了。一位上海的司机机明确表示:“按现在推测的燃油税,我每月的用车支出将为1500元,要比现在多1倍,我将选择不开车。现在每月油费加养路费支出为750元;油费支出500元,每月养路费250元。”

如果燃油税的标准高到让车主弃车的地步,就可能偏离出燃油税的初衷。问题出在哪里?“所有的公路养护费用和规划中公路的建设费用改由燃油税费支付”本身就是不合理的,因为公路的养护和建设属于公共产品的一部分,应由财政买单而不应由已经纳税的公众继续承担相关成本。即使在国外,燃油税税率也有很大差距。目前世界发达国家的燃油税标准为:美国是30%、英国是73%、日本是120%、德国260%、法国是300%。我国的燃油税为何非得向国际上税率最高的国家看齐呢?

开征燃油税应该渐进式的而不应该是一步到位的,它需要财政和民众共同承担改革成本。否则,就容易重复医疗改革、教育改革等等的问题,因为这些改革的目的之一就是减轻财政所承担的责任,而这些责任又恰是财政本来就应该承担的,坚持走下去必然滋生出一系列问题。

应该认识到,开征燃油税是节约能源、保护环境的必然选择。开征燃油税后,消费者自然会选用节能的车型,有利于引导人们正确的用车观念,减少不必要的出行。开征燃油税也有利于促进汽车制造企业改进技术,降低油耗,提高燃油经济性,有利于我国节能减排目标的实现。

但是,这并不意味着燃油税越高越好,凡事都有一个限度,当燃油税标准高到迫使人们弃车的地步,就有可能给我国汽车业和运输业的发展带来负面影响。在开征燃油税之前,应该结合我国国情,对燃油税标准进行综合评估,并通过听证等方式,征求公众的意见,以使燃油税标准达到一个能被各方所接受的合理标准。

## 奥运会能够影响房价吗?

◎珑铭

奥运会能够影响房价吗?既得利益集团的写手已经为我们备足了资料,最近几届奥运会的主办国在奥运会申办成功之后,都经历了一波大牛市。言外之意,倘若这是一种规律,中国自然也不能例外,房价的上涨就变得顺理成章。但是,他们掩盖了奥运会之后的景象。以上届雅典奥运会为例,在取得举办资格后,雅典房价在1995-2002年7年间上涨了65%这个涨幅比中国小多了,深圳市5个月房价涨幅就达到了70%。但奥运会之后雅典就迎来了房价的暴跌,许多商品房的价格下跌了一半。

既得利益集团的代言人只提奥运会导致的房价上涨,而对奥运会后房价的下跌闭口不谈,他们对信息传播方向的把握总是恰到好处。

雅典房价为什么下跌?根源在于,炒上去的房价没有根基,难以维持。希腊并非一个国际化程度很高的城市,本地需求十分有限,需求的不足造成供应的过剩,一旦奥运题材炒作完毕,房价会在价值规律的作用下,重新回归到本来的位置。

我国见多识广的开发商等既得利益者,不断制造出一个又一个题材,演绎一波又一波涨势。在奥运会没有到来的时候,有些地方的房价已经上涨了好几倍,问题



是,在奥运会之后,这些擅长编造故事的开发者和炒房者们,如何继续他们的炒作之旅,把房价推向新的高度呢?

事实上,一些既得利益集团已经开始考虑奥运会之后的“后事”,他们请人撰文,分析奥运会房价继续上涨的N个理由,让买房者和炒房者坚定信心。其实,奥运会只是一个哄抬房价的幌子,奥运会本身对房价上涨的推动力是非常有限的。为了追求自身利益最大化的需要,一些人夸大了奥运会的作用。

中国房价涨到哪里,能否在奥运会之后继续演绎辉煌,完全取决于实际需求与供应的博弈。有一点是肯定的,即使以目前的房价来

看,它也已经与民众的实际购买力拉开相当一段距离,也就是说,如果不是炒房者吸纳并囤积了一部分房源,住房的供应可能已经过剩。许多人看住房供应只比较当年的新增供应,而忽略了比新增供应量多得多的存量住房。这些存量早晚会被释放出来,对房价产生重大影响。

现在,这些存量之所以没有充分释放出来,是因为房价仍未脱离快速上涨轨道,囤积房源者仍带着强烈的获利预期。因此,房价虽然在上涨,而交易量却在急剧萎缩。北京市的房屋交易,每年4、5月份都非常活跃,但今年这个期间住宅期房网上签约套数较去年4月下

降了51%,出现了有价无市的局面。房价以大大超过居民收入的速度上涨,距离民众的实际购买力越来越远。换句话说,房价快速上涨的过程实际上也是购买力萎缩的过程,只不过大批炒房资金的人市掩盖了这一点。但是,没有实际需求力量的支持,房价必然会成为强弩之末,这只是时间问题。

在我国,楼市的拐点很可能正在酝酿中。这不仅与经济的周期有关(世界上没有只涨不跌的房市),也与人口结构有关。上世纪80年代实行计划生育的独生子女一代,在奥运会前后(这种巧合实在太微妙了!),将逐渐取代多子女一代成为房市的需求主力,一部分独生子女家庭将来甚至可以从双方的父母那里继承到两套住房,这些住房早晚流入市场。

人口结构的变化注定将改变市场需求主体。当年日本房价在面临这一人口结构改变时,走出了一波持续十几年的下跌行情,中国的既得利益者们能够改变这一规律吗?

奥运会作为一个生动的幌子,现在,它对既得利益集团仍然大有用处,他们将千方百计地把它打扮得漂漂亮亮,并佐以其他题材相配合,疯狂地进行炒作。问题是,这种炒作能持续到何时?“只有当潮水退去,才知道谁在裸泳”,那么,奥运会后,谁会成为房市中的裸泳者呢?

■上证观察家

## 中国商品价格何以保持上涨态势

现阶段推动物价上涨的主导因素是成本提高,总体供求关系并不紧张。而近年来出现的较为严重的流动性过剩如果不断加剧,累积到一定程度,亦会导致供求关系向偏紧方向转化。

◎陈克新

今年以来,国内商品价格出现了较大幅度上涨。从生产资料和消费资料两大类物价水平来看,1-8月份全国流通环节生产资料价格指数累计同比上涨3.56%,比年初上涨1.55%。另据统计,1-8月份全国商品零售价格指数同比上涨3%,其中当月上涨5.3%。从大类商品来看,生产资料产品中涨幅较大的主要是资源性初级产品,如矿石、黑色金属、有色金属、石油及制品、化工产品等;消费资料产品中涨幅较大的是肉类、蔬菜、食用油等商品,有些产品价格上涨幅度超过了两位数。

对于今后商品价格的走势,商务部前不久组织了一次问卷调查。多数观点认为,2007年下半年商品供求平衡性增强,价格稳中有升。由此可见,在不出现大的意外事件的情况下,一段时期内中

国商品价格还将保持上涨态势。

按照经济学原理,商品价格上涨主要受到供应缺口和生产成本两大因素制约:供应不足刺激销售价格上扬;生产成本提高也会推动价格上涨。

商务部问卷调查数据显示,虽然十年来首次出现部分食品供应偏紧的情况,但整体商品供求状况,包括生产资料 and 消费资料在内,供求平衡或供大于求的产品还是占据绝大多数。在600种消费品中,只有5种食品供应偏紧,更多的产品,即109种消费品的供过于求矛盾则有所加剧。由此可见,产能过剩仍是现阶段许多行业的主要矛盾,这一点并未因为物价上涨而发生根本性、整体性改观。

供大于求的市场形势之下,中国商品价格所以出现较大幅度上涨,其主要因素就是生产成本有了很大提高。我们现阶段和今后所面临的商品市场价格

形势是:产能过剩下的成本推动型物价上涨。

推动中国物价上涨的成本性因素主要来自以下几个方面:

一是资源性产品采购费用提高。近些年来,中国大量进口的铁矿石、原油、大豆等,其进口价格都有较大幅度上涨。2007年8个月累计,全国10种重要生产资料的进口价格在连续数年内上涨的基础上,又比去年同期上涨13.3%。

二是工资福利水平提高。近些年来,中国工人的工资与福利水平提高很快。预计这一趋势将保持下去。有观点认为,今后若干年内,中国劳动力的价格将会上涨5成甚至1倍。

三是环保治理费用提高。目前中国环境污染严重,节能减排形势严峻。主要是商品生产中的环保投入严重不足。预计今后商品成本中的环保费用将会有较多增加。

四是资金利息的增加。为了防止中国经济由偏快转向过热,中央银行已经连续多次提高金融机构贷款利息,预计今后还会有加息举措出台,增大企业的生产成本。

五是美元的持续性贬值。预计今后美元还会贬值,由此拉动中国原材料进

口成本的提高和大宗商品船运费用的增加。

综上所述,今后一段时期内,中国商品价格都将明显感受到不断增加的成本推力。虽然下游行业产能过剩,总体市场关系供大于求可以一定程度上抑制或对冲这种物价推动力,但却不能从根本上扭转这一局面,只是传导时间的早晚和上涨幅度的高低不同而已。

虽然现阶段推动物价上涨的主导因素是成本推动,同时也受到流动性过剩的影响,因此,调控市场物价形势也要采取两方面对策。

针对成本提高所推动的物价上涨,既要遵照市场价值规律,疏而不堵。因为商品价格必须体现完全成本,并包含

合理利润。如果无视生产成本的提高,借助行政手段硬性压制商品涨价,势必破坏供应机制,将导致供求缺口;或者是降低产品质量,变相涨价,结果事与愿违。当然,对于市场物价形势,政府管理部门也不是无所作为,但主要着力点在于打击囤积居奇、联手抬价。对于关系国计民生的重要商品,在价格上涨的同时,由国家财政给以适当补贴。此外,面对成本型物价上涨,还要逐步提高城乡居民的收入水平。如提高最低工资标准、提高低保标准、提高退休人员工资、提高劳保标准、提高特殊岗位津贴等。因为收入多了,可以抵消物价的上涨。

针对流动性过剩将导致部分商品供应偏紧的情况,要坚持适度从紧的货币政策,如提高银行准备金率、提高金融机构存贷款利息;要继续坚持宽进严出、国际贸易平衡方针,将过大的贸易顺差减下来;要加强对外引进外资的管理,由一般性引入贸易引向高附加值产品和高技术产品上来,特别是要引导到环保行业上来;要扩大人民币汇率浮动范围,坚持人民币升值趋势;还要选择适当时机,逐步减持过多的美元外汇储备。(作者单位:中商流通生产力促进中心)