

# 宏观调控的宏观基础究竟在哪里

■今日看板

## 关于宏观调控我们漏了什么

◎亚夫

时近年底,各大投资机构都在张罗明年的投资策略报告。对宏观策略分析师来说,现在最焦虑的莫过于对明年乃至更长一段时期宏观经济的趋势分析,尤其对宏观调控会有什么新政,多少有些莫名的惆怅。

为什么会这样呢?因为对宏观调控,大家说得太多了,无非是货币政策如何,财政政策又如何。而观察今年的货币政策执行情况,似乎效力也不大。就拿存款准备金率来说,今年11个月动了9次,目前已达13.5%,创了22年来的新高,但也没拿流动性怎样。而财政政策是个慢郎中,一时半会儿也不顶了用。为此,经济界有人发出了对宏观调控的不同声音。有些分析,无道无理。

然而,有意思的是,尽管人们对宏观调控效果有所保留,但从经济基本面看,情况似乎又不完全是那么回事。从前三季度主要经济数据看,除了物价指标外,其它宏观经济指标,特别是企业利润情况又不错,而且各项指标之间的协调性也不错。这是否可以说明,宏观调控的效果还是明显的。

所谓如是,就出现了悖论。为什么一方面让人感觉财政政策、货币政策效果不彰;另一方面经济基本面又如此好看?为什么流动性如此充沛,楼市、股市如此火爆,而政策措施却难见效果?这样下去,管理层还会出什么新招,出什么措施呢?这就难怪学富五车的宏观策略分析师们要犯难了。

犯难归犯难,问题还得要找。那么,问题在哪里?从大家的关注点看,也许对宏观调控,我们遗漏了什么。也许我们过多地盯着财政政策、货币政策,过多地关注虚拟经济,特别是资金情况,而对政策措施之间的互动关系,特别是财政、货币政策与其他政策措施之间的关系有所忽略了。

比如,对产业政策、区域政策、环境政策等等,特别是这些领域的发展状况,及其与财政与货币政策之间的中长期互动关系,都需要观察,纳入我们的分析研究视野。这样,我们在考虑财政与货币政策作用时,思路会宽一些,在评价宏观调控的效果时,也就不一定拘泥于一两个狭隘市场了。

其实,市场也是有反应的。以股市为例,股市虽然对资金流量与流向非常敏感,但最本质的还是基本面的变化,无论是宏观还是微观基本面,都是如此。

宏观调控的实际成效之所以不那么尽如人意,首先是宏观调控的方法与我国经济的基本面不完全匹配,其次是当今中国金融的多元化发展趋势也增加了宏观调控难度,再次是目前的政策组合并非有利于经济降温。在开放经济环境下,用紧缩性货币政策来调控经济过快增长是无效的。

目前,我们较为可取的政策组合应当是以紧缩性财政政策为主、以中性的(即保持既定利率和汇率稳定不变的)货币政策加以匹配的政策组合,在此基础上还要积极推行结构性改革政策,以此为宏观调控提供有效的微观基础。



◎ 华 民

华民:现任复旦大学世界经济研究所所长,教授,博士生导师。长期从事世界经济与国际经济的教学与研究工作。

社会工作与兼职有中国世界经济学会副会长,上海市人民政府决策咨询专家等。

货币政策所导致的投资成本提高,结果是我们仍将难以控制企业扩张性的投资行为。

同样,目前中国尚未完成从计划经济体制向市场经济体制的最后转型,仍处在经济转型之中。转型经济的基本特征是在体制上也存在着二元结构,如公有经济与私有经济、政府垄断与市场过度竞争、正规市场(白市)与非正规市场(灰市或黑市)等二元并存,这些结构性问题会造成市场的分割。就像经济发展中存在二元结构一样,体制性的二元结构必然也会造成宏观调控政策在传递渠道中的诸多障碍。因为,体制分割使得运行规则以及行为主体的行为原则都是极不相同的,由此产生的结构性陷阱会导致各种宏观调控政策失去其应有的作用。比如,民营经济因为处在体制外而不受各种宏观经济政策的调节,国有经济部门虽然处在体制内,但因为缺乏必要的产权约束和市场竞争而使各种宏观调控政策缺乏微观基础的支持。所以,是体制上的断裂折断了宏观调控之剑。

此外,不可否认的另一个事实是,中国还是当今世界上对外开放度最大的国家之一。迄今进入中国直接投资的国际资本存量已超过6000亿美元,2006年中国进出口贸易总额占国内生产总值的比重高达66.9%,中国的外汇储备在今年8月末也超过了14000亿美元。这些数据显示,中国经济增长其实是在全球资本共同推动下实现的,中国也

深深地融入了全球经济共同体中,结果是中国经济增长不仅会影响世界,同样世界经济的任何变化也会影响中国的经济增长。正因为如此,开放经济下的中国经济增长就会时时遭遇来自于国际社会的冲击,并增加了中国对宏观经济的调控难度,甚至可能会导致宏观调控失效。

这是因为,在存在外部经济冲击的情况下,宏观管理当局经常会陷入内外经济失衡的困境而无法找到一种可使内外经济同时恢复均衡的政策组合。比如,为了控制流动性泛滥,宏观管理当局在封闭经济条件下采取紧缩性货币政策或许是对的,但在开放经济下却不是。因为,一项紧缩性的货币政策意味着本国利率水平上升,从而会打破原先的平衡而导致国际短期资本的流入,结果是伴随着外来资本的流入,反而会增加货币供应量。

其次,当今中国金融的多元化发展趋势,也增加了宏观调控难度,这一因素也是导致宏观调控成效难以显现的重要原因之一。

从目前中国金融体系发展来看:第一,从对内改革的角度来看,金融体系仍处在市场化改革中。其中,银行在整个金融体系中仍占主导地位,尽管资本市场在快速发展之中,但衍生性金融市场发展却非常迟缓,私募基金也没有完全合法化。这表明,全社会还存在着规模及其庞大的非正规金融系统,它们大都处在政府的监控之外,从而增加了全社会的金融风险。

第二,从对外开放的角度来看,自加入WTO以来,中国已允许外国银行在华开展人民币业务,并给出了一定额度允许外国投资机构来华参与资本市场投资,但中国的资本项目至今尚未开放,金融自由化发展到目前还没有时间表,人民币除了在我国香港和澳门地区可以自由兑换外,在国际上仍无法实现自由兑换。

这样的金融体系会导致宏观调控面临双重困难:从内部经济角度来看,金融体系存在着结构性断裂会严重影响货币政策功效;从外部经济角度来看,在资本不能自由流动的情况下,外资大量流入会使中国的货币政策陷于被动:央行要么被动性增加货币供给,但这会导致流动性泛滥,要么选择本币升值来减少经常项目顺差的调控方法,但这不仅会对依靠成本竞争的中国企业构成很大伤害,而且也可能诱致更多的投机性资本流入中国进行套利,最终可能会加大宏观调控的难度。

再次,目前中国的政策组合并非有利于经济降温。无论从理论上讲,还是从各国的实践经验来看,在开放经济环境下,用紧缩性货币政策来调控经济过快增长是无效的。

开放经济下的货币政策主要功能是平衡外部经济,尤其是在实行固定汇率、或者资本项目没有开放的情况下,货币政策决不能被用来实现国内经济目标,因为利率与汇率是正相关的。本国利率上升必将导致本币升值,本币升值预期必然吸引国际资本流入,进而引起汇率升值。利率与汇率间的这种正反馈机制将导致利率与汇率的轮番上升,直至利率与汇率完全背离经济基本面而导致金融流量的枯竭,此时经济增长就可能难以维持。

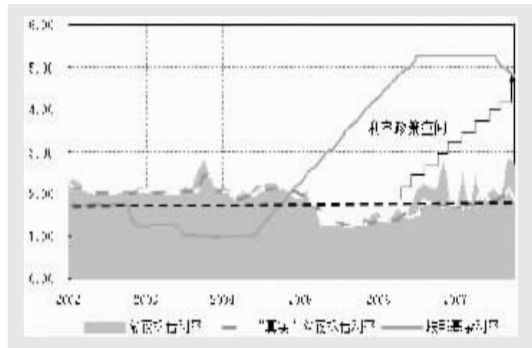
所以,面对中国今天经济增长过快的局面,可能采取紧缩的财政政策和中性货币政策的组合更加可取。但是,回顾一下自2004年以来的宏观调控,我们可以发现,紧缩的货币政策在宏观调控中始终占据着主导地位,不仅如此,宏观管理当局还试图让紧缩性的货币政策同时承担起控制投资增长速度、通货膨胀和资产价格等多项功能,从而导致宏观调控的尴尬局面。

我们的结论是:中国至今仍是一个发展加转型的国家,保持较高经济增长率是必要的,否则将无法解决贫困与失业问题;防止宏观经济由增长过快变为偏热、以及可能发生的过高通胀,适当的宏观调控是必要的;在存在大量结构性问题及开放度又很大的情况下,以紧缩性货币政策为主的调控方法是难以奏效的,至少是缺乏效率的。

所以,较为可取的政策组合应当是以紧缩性财政政策为主、以中性的(即保持既定利率和汇率稳定不变的)货币政策加以匹配的政策组合,在此基础上还要积极推行结构性改革政策,以此为宏观调控提供有效的微观基础。

## 央行还有几颗“子弹”?

◎徐寒飞



长期以来被央行、学界和分析师们所讨论的一个问题是中美利差(指美国联邦基金利率减去中国利率,以下相同);一种观点是中美利差必须为正,否则会带来更大规模的资本流入,加剧汇率上升的幅度。另一种观点正好相反,资本流入与中美利差基本无关,央行更应该关注国内通胀,加息不需要看美国联邦基金利率。

笔者认为,两种观点之争实际上涉及到货币政策需不需要独立性以及能不能独立的问题,本文不予深入讨论。但无论如何,如果中美利差为负,对人民币升值将起到“火上浇油”的作用,所以笔者认为在当前的经济环境下,央行至少需要保持中美利差为正。

尽管中美利差频频被提及,但中美利差的定义一直非常含糊,美元利率可以选取联邦基金利率、1年期美元LIBOR利率,中国利率则有多种选择:央票利率(一级市场发行利率,以下相同)、一年期定期存款、隔夜拆借利率。央票利率和一年定期存款利率都可以看作由央行调控的利率变量,隔夜拆借利率则更多地反映了市场资金供需状况。

中美利差从2005年3月份开始为正,其后一直保持一定的利差幅度,2007年开始该利差水平开始缩小。但值得注意的是,用不同类型的利率来计算出中美利差大小不一,1年期存款最小,隔夜拆借利率最大。

笔者认为,选取中美利差的原理是两种利率必须是同种类型的利率,否则利差中就包含一些“噪声”,既影响央行对利差水平的判断,也影响金融机构对央行货币政策的预期。

中美利差可以有以下几种选择:(1)联邦基金利率与中国银行隔夜拆借利率之差。(2)1年期美元LIBOR与1年期央票利率之差。(3)1年期美元LIBOR与1年期定期存款利率之差。

而一般分析师或者学者讨论所采用的1年期央票与联邦基金利率之差,只能看作是一种指标性变量,用来作为央行货币政策空间的指示,显然值得商榷。

问题在于上述三种中美利差的度量方式似乎都有道理,如何选择一种合适的利差呢?

美元利率无论是联邦基金利率还是美元LIBOR利率,都是在银行间市场,交易双方也是银行,本质上为市场利率(尽管受联储货币政策影响)。而人民币利率除了隔夜拆借利率以外,央票利率和定期存款利率都不是市场利率:央票利率是在央行与商业银行之间,更多可能由央行直接控制。定期存款利率则发生在储户与商业银行之间,也由央行直接指定。

央票利率和定期存款利率由于“市场化”成分较低以及与市场利率走势存在一定的不一致性,因此不适合作为计算中美利差的变量。那么,隔夜拆借利率就成了唯一的候选,对应的,美元利率也就只能选取联邦基金利率。

但是,隔夜拆借利率中也可能包含央票利率和1年期定期存款利率没有的“噪声”;目前最显著的可以识别的“噪声”就是新股发行因素。2006年下半年恢复新股发行和现金申购以来,新股发行就开始逐渐影响货币市场利率,根据笔者的一项研究测算,新股对货币市场短期利率的影响从10%已经上升到50%左右(以7天回购利率为例)。而采用计量的方法过滤掉货币市场利率中的新股发行影响,就可以得到“真实”的货币市场利率水平,最终也可以得到“真实”的中美利差水平。

从10月份的平均水平来看,隔夜拆借利率的“真实”水平为1.87%,与2005年的最低水平相比上升幅度仅为60bp。利用“真实”的隔夜拆借利率和联邦基金利率,可以得到“真实”的中美利差。如果把通胀看作“敌人”,把升息看作央行击退通胀的“子弹”。由于受到中美利差为正的约束,央行的子弹显然是有限的(同时也是动态的)。

从“真实”的中美利差水平来看,截至10月份的水平,中美利差在270bp左右,按照每次加息27bp计算,央行最多还有10次加息的空间。而采用央票利率或者1年期定期存款利率来计算的加息次数分别为4次和3次。也就是说,央行的“子弹”数目要超出我们通常的预期,在其他条件不变的情况下(联储不继续降息),利率政策尚有一定空间。

当然,上述讨论是基于“敌人”没有撤退的前提下,如果经济减速,通胀下降,或者央行采用新式“武器”,那么央行也有可能一弹不发。

(作者单位:兴业银行研究处)

# 中国加息是否进入了疲劳期?

央行并没有因为“几个数据”依然偏高而立即提高存贷款的基准利率,体现了央行在目前不确定加大的环境下货币政策决策的谨慎性,也反映了央行正试图通过加强利率与汇率机制的协调配合,完善货币调控机制。

◎彭兴韵

这个月初,市场一直在推测央行会在何时加息。当国家统计局公布10月份6.5%的CPI数据后,又有人断言央行可能就要加息。然而,这些预言都落空了,从上次加息到现在为止,已经过去了两个多月。尽管金融面的数据仍然热度不减,CPI在经历9月份的回落后又回到了近年来的历史高位,但这次中央银行在市场上不断揣测央行加息的喧嚣中,却显得格外镇定。中国加息似乎进入了疲劳期。

从调控的手段来讲,央行正在努力采取其它的政策手段来达到货币政策的目标。相对于过去单纯冲销流动性和提高利率稳定公众的通货膨胀预期而言,现在央行被迫采用更多的手段来达到内外平衡的目的。在原有的汇率机制和汇率水平下,内部失衡与外部失衡只不过是一个硬币的正反两个方面而已,因此,忽视外部失衡而追求内部平衡的努力很难达到预期的效果。央行在第三季度的货币政策执行报告中指出,要加强汇率政策与利率政策的协调配合,这表明,央行现在试图在通过外部平衡促进内部平衡。近

两个月来,人民币升值的步伐明显加快,至11月23日,人民币兑美元汇率已经突破了7.4,年内累计升值幅度已经达到了5.3%。这固然有美元汇率指数下跌的影响,但更可能是央行让汇率水平的变化担当了相当一部分宏观调控的重任。而且,相对于提高基准利率而言,用汇率水平的变化促进调控的影响是结构性的,而调整存贷款的基准利率可谓牵一发而动全身。正是因为宏观在我国央行宏观调控中作用的加强,使得货币政策对利率的依赖性稍微有所放松。

中国目前的货币政策工具的使用都是“有的放矢”。法定存款准备金被用来冲销流动性,并进而抑制商业银行的放贷能力;提高利率则主要用来“稳定人们的通胀预期”。在市场上纷纷猜测央行加息的时候,央行却选择了“无为”的办法本身就表明了央行自身的一种态度。央行行长周小川在参加G-20财长及央行行长会议期间表示,他对中国目前的利率水平感到满意。两个月以前,周小川行长还表明,希望中国的实际利率为正。因此,在当时物价指数“创出新高”的数据出炉,央行便立即果断地采取了加息的举措。

由此看来,本月央行没有如许多人预期的那样,可能反映了政策决策者对将来物价走势的一种判断。与央行的“货币政策执行报告”强调的通货膨胀压力依然较大的判断不同,周小川行长却认为中国的通货膨胀压力并不大。他同时认为,中国通胀的推动力部分来自对历史遗留的价格扭曲的修正,政府在设定通胀控制目标时,应该把消除此类畸形的价格因素考虑在内。这似乎表明,中国政府现在所能容忍的“统计上”的通货膨胀率可能比年初宣布的通胀目标率要高。这大概是目前中国进入加息疲劳期的原因之一。

中国暂不加息的第二个原因可能是中国宏观经济正在发生某些微妙的变化。中国这一轮的高速经济增长明显受到城市化和居民消费需求结构升级的影响,但随之而来的资产价格大幅上升,使中国居民对以住房为代表的资产需求又受到了较大的抑制。再加上2006年以来央行连续多次提高利率的影响,中国居民资产需求的成本也较前两年有了大幅度的提高。在此情况下,中国居民的投资需求可能在逐步减弱。此外,现在的一年期的贷款基准利率已经提高到了7.29%,与企业总体

的资产利润率大致相当,企业投资需求也已经受到了一定程度的抑制。另一方面,在高增长的过程中,国内需求并没有与经济增长率一样的速率上升,结果,中国高积累与高投资推动的经济增长就不得不依赖于强劲的出口需求。而美国次级抵押债务危机正在加深人们对中国经济前景的担忧,这对中国的出口可能会造成一些不利的影响。近期一些基本投资品的价格大幅下挫,可能就是中国的投资需求正在减弱的表征。从这个角度来看,近期中国股票市场的调整,可能不过是它作为宏观经济的“晴雨表”开始正常地发挥作用罢了。倘若中国经济难以持续过去几年那样的强劲增长势头,那么,现在贸然提高利率可能会起到适得其反的效果。

第三个方面的原因可能在于,央行货币政策目标的微妙变化。《中国人民银行法》规定货币政策的目标是保持币值稳定,并以此促进经济增长。但前不久周小川行长则表示,人民银行要全面贯彻十七大精神,进一步加强和改进金融调控,货币政策要注意经济增长、就业、物价稳定和国际贸易收支平衡之间的协调,货币政策要坚持以人为本,在宏观调控和制定货币政策时就要考虑促进就业。多目标的货币政策体系,在面对目标的一个方面的冲击而需要采取相应的措施时,还不得不顾及及其它。从理论上说,物价稳定与促进就业之间或多或少都会存在一些矛盾。这意味着,现阶段货币政策决策时依然会考虑物

价稳定与就业之间的权衡。如果为稳定物价和通货膨胀预期而大幅度地提高利率,危及到了货币政策促进就业目标的实现,那么,利率政策就会受到相应的制约。

中国加息进入疲劳期的第四个因素在于国际环境。自8月份美国次级抵押债务危机引起国际金融市场动荡以来,包括花旗、瑞银等在内的越来越多的国际大型金融机构在这场危机中所遭受的巨大损失逐渐浮出水面。面对相关机构裁员的增加、消费者信心的受挫和房屋价格的下跌,美联储改变了危机初期单纯向市场提供流动性的做法,而是采取了更加果断降息的策略。相比于欧洲而言,中国的利率政策所受到的牵制有过之而无不及。面对越来越多的全球资本纷纷涌向中国的局势,再加上人民币升值的因素的影响,中国还要逆势而为,提高利率,无疑会使货币政策招致更多的麻烦。

总之,相对于今年早些时候的加息,现在的内外部环境都发生了相当大的变化。央行并没有因为“几个数据”依然偏高而如市场预期的那样立即提高存贷款的基准利率,体现了央行在目前不确定加大的环境下货币政策决策的谨慎性,也反映了央行正试图通过加强利率与汇率机制的协调配合,完善我国的货币调控机制。这本身也是货币政策“稳中适度”调控思路的延续。至于未来利率政策的变化,应当依据宏观经济环境的进一步变化相机而定。(作者单位:中国社会科学院金融研究所)