

# 中国金融战略面临现实与路径选择大考

■嘉宾



邹平座: 中国人民银行金融研究所研究员

◎主持人: 邹民生 乐嘉春

## 宏观经济政策相机而行 该从哪里下手

主持人: 受美国次贷危机恶化和中国部分地区雪灾等短期突发因素影响, 近日投资界对中国的宏观经济政策走向异常关心。有分析人士称, 经济政策宜相机而行。你是做宏观研究、特别是战略研究的, 对此, 你怎么看?

邹平座: 是的, 当前我国面临的经济形势十分复杂。

国际方面, 美国次贷危机不断爆出新闻, 经济有衰退可能。受此影响, 全球金融市场无视西方发达国家中央银行的相继注资与不断出台的救市措施, 出现了宽幅振荡与持续疲弱的走势。

国内方面, 金融形势也很复杂。一方面1月份信贷规模增长创了新的历史记录, 另一方面企业资金依然十分紧张; 一方面央行不断提高准备率和利率, 另一方面商业银行却在不断增加贷款, 并向银行间市场高利率拆入资金; 一方面宏观管理部门采取了最严厉的物价控制措施, 但物价走势依然让人担心。

在这种情况下, 我们有必要进行反思, 我们的措施是不是完整? 对经济学的评估是不是准确? 而此时, 选择什么样的金融战略就显得更为重要了。面对当前的经济形势, 我们首先要认识到, 这也是一次挑战, 一个重要的发展机会。只要我们从容地利用国际、国内两个市场吸纳过多的购买力, 增加有效供给, 压缩不合理的需求, 优化经济结构; 大力发展资本市场和房地产市场, 继续发挥这两个市场吸纳货币的功能; 增加全体人民的财产性收入, 增强中国的核心竞争力, 就能够有效地防治新阶段可能面临的通货膨胀问题。

同时, 如果我们以此为契机, 通过

化解过多的外来流入, 使全球优秀的生产要素流向中国, 实现国际收支平衡, 增加社会就业, 进一步解放生产力, 就能够为中国经济未来可持续发展打下基础。

另外, 从全球视角看, 如果我们选择正确的金融战略, 还可以增加全球的经济需求, 使目前濒临调整的全球经济走上新一轮可持续发展道路, 实现全球经济的良性循环。进而使中国等新兴市场国家正在快速发展的国家, 在全球经济面临滞胀的时期, 担当起中流砥柱的角色, 成为名副其实的大国。

## 金融战略不能强压国内需求, 重蹈西方供求曲线批判覆辙

主持人: 我看到你的一项研究认为, 当前全球经济出现的不稳定状况, 与两个因素有关: 一个是全球经济的结构调整; 还有一个是发达国家金融管理当局在此过程中出现了管理不当, 从而引起金融市场的混乱。那么, 怎么来看这些问题? 对我们制订经济、金融战略又有怎样的启示?

邹平座: 首先来看全球性物价上涨的问题。如果从更长的时间段来观察, 显然, 全球性物价上涨是由于经济结构的变革引起的, 这种变化是不以人的意志为转移的。

20世纪末和21世纪初, 世界经济格局发生了重大的调整, 中国、印度、俄罗斯、巴西等国家的经济的快速发展, 使世界原有的供给与需求曲线出现断裂, 在多种因素综合作用下, 出现了全球性的物价上涨。

此轮物价上涨是从基础资源开始, 逐步演变为全面的价格上升。由于总需求曲线突然上升以后, 供给曲线的变化是有一定时滞的, 也就是说供给的增加有一个较长的适应过程, 如矿山的开发、劳动力水平的提高, 产能的增加有一个时间过程。这时, 如果各国都能明确地增加有效供给, 优化经济结构, 采取相应的供给管理措施就能有效地逐步消除经济衰退和控制物价上涨。

但是, 令人遗憾的是, 西方主要经济大国却采取了相反的调控措施, 它们把经济分析局限于国内供求均衡, 误认为总供给曲线是向上的, 采取了控制总需求的方法, 不断地提高利率。并且, 更为严重的是, 一些发达国家存在严重的经济本位主义意识, 对发展中国家的商品进行封锁, 人为地限制有效供给, 使价格形势不断恶化。

在物价上升的同时, 美元不断贬值, 使美国的流动性流向中国等升值上升的国家。在增加了这些国家的流动性同时, 进一步使美国自己的国内需求下

降, 从而导致就业形势出现逆转, 民众收入开始下降, 使美国人的住房抵押贷款偿还能力出现问题, 从而引发了次级债危机。

美国经济出现这种状况是其经济政策和世界经济发展综合作用的结果。在这种情况下, 各个负责的经济体都应当正视全球性经济格局的变化, 充分利用发展中国家的生产力优势, 增加各自的国内需求和有效供给, 用全球化的经济模型分析经济发展规律, 不能再通过贸易壁垒封锁国外的供给。

而对于发展中国家而言, 也不能被动地适应发达国家的经济衰退而在自己的国内对经济需求进行单方面压缩。应当在增加对全球经济供给的同时, 增加国内消费在发达国家的延伸, 并发挥外汇储备的作用, 把国外流入的多余货币, 再运用到国外, 用以增加全球的经济供给。

这样做既能减轻国内流动性压力, 有利于降低物价, 同时也为美国本国经济的发展创造有利时机, 打下扎实基础。不能因为美国经济感冒, 发展中国家就跟着吃药。那样的话, 只能诱发并加深全球性经济危机的危害。

从美国发生的次债危机和由此可能产生的经济衰退看, 一个重要的事实是, 西方主流经济学明显存在很大缺陷, 西方主流经济学不加分析地用这些理论指导中国的经济建设。

中国的崛起需要有自己的理论建树, 并用以指导中国自己的经济建设。现在来看, 这一理论的核心思想就是以人为本的科学发展观。可以相信, 中国已经、同时必将产生更加科学的经济学思想, 并在这一理论的指导下, 实现中华民族的伟大复兴。

## 防治通货膨胀可以通过优化结构、统筹发展, 增加有效供给来解决

主持人: 我们再回到现实问题。依你所见, 货币政策如何实现四大宏观调控目标? 宏观经济目标不可能同时实现吧? 那么, 在时空上, 如何布局、分出先后, 合理安排?

邹平座: 宏观调控政策有很多选择, 其中金融战略的选择尤为重要。在物价上涨时, 是增加供给还是压缩需求? 或者既增加有效供给又压缩一些不合理的需求? 这就很有讲究了。

大家知道, 货币政策有四大目标: 经济发展、稳定货币、充分就业和国际收支平衡。就当前而言, 这四个目标不可能同时达到, 必须抓主要矛盾, 抓住根本问题, 先解决重点问题。在时空上要合理布局, 有计划、分步骤地实现货币政策的目标。我觉得, 首先在我国的经济结构

中, 单方面的总需求管理有一定局限性。在宏观调控中, 我们要把握的关键点是, 中国的总供给曲线和总需求曲线与发达国家相比是不同的。

西方发达国家的经济是基于充分就业的均衡, 供给曲线基本上是垂直的, 在发生通货膨胀时, 单纯对于本国来讲, 主要的措施是压缩需求。我国的总供给曲线斜率不大, 不象西方国家那样是基本垂直的; 而需求曲线则斜率较大, 具有一定的刚性, 这是由于我国居民收入较低, 民生政策刚刚实施, 没有较大的压缩弹性。

在这种情况下, 防治通货膨胀的措施可以通过增加有效供给来解决。研究表明, 通常情况下, 当一国的需求曲线斜率较大, 供给曲线斜率较小时, 则信贷总量的减少会使物价上升; 而扩大信贷, 增加有效供给则会使用物价下降。

现在, 在中国经济新阶段发展中, 采取结构优化战略、可持续发展战略、统筹发展战略等各种供给管理措施, 比总需求管理措施更为有效。这主要是由于中国的总供给曲线的基本特性决定的。而经济全球化会使中国在国际的产值增加, 海外投资和消费的比重增加。这种增长将有利于降低国内的 CPI。

这两年, 我国实施了历史上较大规模的民生政策, 如取消农业税、实行全民低保、增加财政转移支付支持教育、住房和医疗以及各种社会保障制度等, 这些措施深得人心, 增加了低收入阶层的收入, 导致内需迅速扩大。可以说, 去年两会的民生政策, 客观上启动了内需, 扣动了中国经济新一轮增长的扳机。内需扩大初期物价上升是必然的。

如果此时增加消费品的有效供给, 物价(剔除国际冲击因素)就会回到正常的状态。如果此时单方面采取总需求措施, 压缩信贷, 反而有可能减少有效供给, 使物价上升。

因为, 在中国现有金融体系中, 信贷压缩极有可能是压缩生产性流动资金。大项目的资金短期压不下去; 对于大企业, 银行也不想失去大客户。最终是压缩大量的中小企业的生产性流动资金。

而在需求呈现相对刚性的情况下(因为这种需求是民生政策的结果, 是中国经济扩大内需的需要), 对供给的压缩就可能使物价上涨。而物价上涨会迫使调控部门进一步压缩信贷, 物价会进一步上升, 并会使成本上升, 形成成本推动型的物价上涨, 最终可能会形成经济滞胀。

其次, 我觉得, 强化总供给管理, 通过增加有效供给, 可以降低物价, 增加就业, 实现国际收支平衡。

本轮物价上升与全球经济结构调整有关。在这种情况下, 全球经济政策都应该向转移到增加有效供给上来, 特别发展中国家由于总供给曲线不同于发

达国家, 完全可以通过增加供给降低物价的压力。

而在尊重这种客观历史必然性时, 我们就会处变不惊、沉着应对当前的物价上升, 在全球经济竞争中处于有利地位。比如, 可以用压力甚大的外汇储备购买国外资源、资本, 引进优秀劳动力和先进技术, 用于中国扩大内需, 增加有效供给。

我们不能天天讲扩大内需, 等到内需真正扩大了, 又因为物价的上升而害怕内需的扩大。而通过增加有效供给, 实现中国经济快速发展, 将会使中国成为2008年全球经济发展的一大动力源, 这对于陷入衰退的世界经济来说, 将是十分重要的。

反之, 如果我们不能通过增加供给加快发展去防治通胀问题, 不但会使中国失去一个千载难逢的调节时机, 还会因为美国等西方发达国家的经济衰退转嫁到中国来, 使国内经济趋势变坏, 使中国经济蒙受可以避免的损失。

对相关问题的, 我曾经做过长期研究, 建立了一个中国经济发展模型。这在近期出版的《科学发展观的经济学解释》一书中有所阐述。我拟建了一个经济发展的价值函数模型、生产力函数模型和总产出函数模型。

利用这三个模型, 对中国经济发展20年的数据进行回归, 以劳动力人数和最低工资水平作为体力劳动参数, 把技术性工资和技术投入作为技术参数、矿产资源价值作为自然资源参数。

根据这三个基础变量, 进行了初步的研究分析, 得出以下结论: 中国在未来的20年中生产力函数的导数高达0.25, 也就是说中国在未来20年中, 经济增长在不受制度等非正常条件的情况下, 最高可以达到25%的增长速度。考虑各种配套因素, 也就是说, 增加供应降低物价的道路在中国可行。

主持人: 你说的这个增长速度是极值吧? 尽管如此, 也是十分惊人的, 还没看到有人这么提。那么对供给与需求, 你到底怎么看?

邹平座: 其实, 前面我已经做了比较完整的分析。进一步看, 既增加有效供给, 又压缩一些不合理的需求, 是目前比较适合的政策取向。只要我们因势利导, 把总供给管理与总需求管理有机结合, 用科学发展观思想引领宏观调控, 增加有效供给, 压缩高能耗、高污染和低效率的不合理需求, 就能化不利为有利, 使经济形势发生有利于国家经济的转机。

反之, 如果忽视中国的具体国情和经济规律, 采取“堵”的方法而不是“疏”的措施, 或者忽视中国强大的生产力, 削足适履, 就会使通货膨胀愈演愈烈, 酿成经济“滞胀”, 并失去中国经济千年不遇的发展战机。

## 当前防治通胀稳定物价宜采取三大对策

优化信贷结构, 增加有效供给; 继续并充分发挥和利用资本市场和房地产市场吸纳货币和配置资源的功能; 改进外汇管理体制, 利用不断增加的外汇储备在全球配置资源, 增加全球和国内的有效供给, 增强中国的核心竞争力。最终可以防治通货膨胀、实现物价稳定。

中国经济目前面临的情况比较复杂。除了短期突发性因素外, 物价上涨等问题与国际经济有关。物价上升已是一个国际现象, 也是国际经济结构调整的结果。在这种情况下, 我国的金融政策要遵循客观经济规律, 顺势而为。

首先要抓住中国经济发展与宏观调控的几个关键点: (1) 中国的经济总量到底是多少? 经济增长的速度到底多少为最优? (2) 宏观调控是以增加供给为主还是以压缩需求为主? (3) 是主动地应付国际经济形势的变化, 还是被动地适应? (4) 是主动地防治通胀还是等产生支付困难和金融危机时, 被动地向市场投放货币?

1. 金融战略要支持优化经济结构, 转变经济增长方式, 增加有效供给。

在信贷政策上, 增加对适销对路产品生产的信贷支持, 特别是那些价格上涨快的产品, 及时提供信贷支持, 提高银行系统的资源配置能力, 优化信贷结构。提高银行的风险管理能力, 打开通往中小企业的融资通道, 支

边转换经济增长方式; 其次是通过经济增长和生产方式的转变扩大就业, 没有充分就业就不可能实现经济的真正均衡, 只有经济的真正均衡, 才能实现有效的价格机制; 第三要通过外汇体制改革, 消化过多的外汇流入, 站在战略高度在全球配置经济资源, 并以此促进经济增长和充分就业, 增加有效供给。只要供给增加了, 就会使供给曲线向右移动, 使价格下降; 国际收支平衡了, 就会减少外汇占款引致的流动性过剩, 减轻人民币升值压力和通胀压力。

2. 继续发挥资本市场和房地产市场吸纳过多购买力的作用, 通过优化资本市场和房地产市场的结构和功能, 使两个市场既能回笼货币, 又能稳健发展。

反观中国治理通货膨胀的历史经验, 中国能够从1989年以来实现近20年的高速增长和低通胀, 与房地产市场和资本市场改革关系很深。1989年前后, 中国大量的储蓄集中于银行, 在供应不足的经济环境中发生了较为严重的通货膨胀。当时很多人都认为中国经济已经病人膏肓, 但是中国政府随后推行了住房改革和产权改革, 这两项改革使大量的货币购买房地产和股票, 使物价得到了长期的稳定。经过二十年的发展, 中国的房地产市场和资本市场已经较为强大, 有些人开始抱怨房地产市场和股市, 好像它们是通胀压力的罪人。事实正好相反, 当前我们要继续发挥它们在吸纳购买力方面的作用, 在具体做法上要有

所提高和创新。

中国的资本市场还有很长的路要走。初步估计, 中国的资本市场在未来一段时间内, 通过新股上市、海外股票回归、非流通股解禁、债券市场发展、资产证券化、股指期货、海外并购, 资金需求量大十分巨大。初步估计, 资金需求量在30万亿以上, 这些资金将对中国的现代化建设发挥十分重要的作用。同时, 这些需求也将为中国未来的经济发展吸纳过多的购买力, 优化资源配置, 是十分重要的金融资源, 有利于经济的可持续发展。在战略上, 要为这些需求留下余地, 而不能不断地抽血。对于资本市场要不断创新出更多的产品, 更多的层次, 更多的细分市场。

对于房地产市场仍然要大力发展, 要增加房地产市场的层次, 优化房地产市场的结构。一个稳定健康的房地产市场还可以吸纳大量的流动性。一是金融要支持建立政府、企业和集体多层次的廉租房、经济适用房和两限房制度; 二是要增加对中小面积住房的供应; 三是对于商品房市场的价格不要过多干预。

通过经济手段的调控, 在廉租房、经济适用房和两限房制度的作用下, 使价格较低的中小套型的房子占主流, 就有可能使房价保持在较低的水平。中高档档的价格由市场调节, 这样房价就不可能再大幅上升。要强化房地产金融的管理, 防止房地产市场的过多投机行为, 使房价保持在一个合理的水平。

(邹平座)

## 从理性预期理论看宏观调控政策

◎常清 石宇

从2007年2月开始, 我国的猪肉价格开始大幅上涨, 同时引起相关商品尤其是食品价格的上涨, 并推动我国的CPI指数迅速攀升, 从2007年6月开始, 我国每个月的CPI指数都超过5%的警戒线。

从2007年初起, 发改委出台九项相关措施以稳定猪肉价格, 包括: 鼓励发展生猪规模化、产业化生产; 加快完善生猪防疫防控体系; 建立母猪保险和补贴相结合的制度; 鼓励就近屠宰, 大力发展冷链运输; 完善猪肉储备, 增加储备规模, 改善储备结构; 加强市场质量和价格监管; 严格控制玉米深加工盲目发展和出口; 加强市场和价格监测; 妥善安排城镇低收入群体和大专院校在校学生生活。这些政策从各个方面鼓励增加猪肉的供应量, 直接针对猪肉价格过高。

在内价的调控过程当中, 一开始猪肉价格出现了一定幅度的下降, 后来逐步上升, 在2007年底又创出新高。为什么我们采取了如此多的有效措施, 并没有使猪肉价格按照预期下降呢?

调查数据显示, 全国各地的猪肉价格最近几个月一直稳定在历史高位, 鸡蛋、家禽等其他食品的价格也没有明显下降, 可见调控政策作用并不理想。究其原因, 我们认为农民对政府政策的预期是影响政策实施效果的最主要因素, 也就是说养殖户都可以根据合理的预期到政府的调控措施会引起猪肉价格下降, 一般饲养生猪的生产周期是一年, 如果养殖户扩大生产, 一年后出栏的生猪价格已经因此下降了, 到时养殖户反而要亏钱, 因此农民自然不愿意增加生产, 没有足够的供给, 又逢春节消费需求旺季, 当然猪肉和其他食品价格不会下降, 政府调控物价的措施也无法从根本上鼓励农民增加生产, 最终无法起到调控价格的作用。

实际上, 以上的阐述就是理性预期理论上的解释, 理性预期理论认为, 经济活动当事者是理性的, 并且都以合理的预期去进行经济活动, 不管政府或货币当局采用何种财政政策或货币政策, 经济活动当事人总能预期到政府的政策行为及其后果, 并且根据其后果立刻采取相应的对策, 最终使得政策归于无效, 例如政府如果采取紧缩的货币政策, 各个行业、企业都会预期到银行信贷会逐渐收紧, 经济发展会逐渐下降, 人们需求会逐渐下降, 因此各个行业、企业都会主动逐步减少贷款, 减少投资, 减少生产, 尽量避免经济放缓带来的损失, 从而对冲掉紧缩货币政策带来的影响, 使得货币紧缩政策无效。

我国政府对猪肉价格的调控措施效果不明显就是受到理性预期因素的影响, 如果2007年年初, 国家没有干预猪肉价格和食品价格, 让猪肉价格自由上涨, 那么以当时的价格水平, 养殖户肯定会扩大生猪养殖规模, 以增加养殖户收入, 农民扩大生猪养殖规模的过程就必然加大了猪肉供给, 一年后的今天我国猪肉价格想必也会有所回落。

据有关报道, 大多数养殖户依旧还是不愿意增加养殖规模, 一是因为生猪疫情还是比较严重; 二是仍担心国家政策会使得未来猪肉价格下降。可见, 国家政策还是对养殖户的生产有非常深的影响, 养殖户时刻提防着国家对猪肉价格的政策干预, 不再以市场给出的价格信号去安排生产, 扩大养殖规模, 因此市场调节资源配置的作用在政策的干预下也趋于无效。“看得见的手”的过度作用会使“看不见的手”没有作用, 使价格对供求的调节无效。

今年1月15日, 国家发改委宣布启用临时价格干预措施, 主要涉及粮食、食用植物油、肉类及其制品、牛奶、鸡蛋、液化石油气等, 严格控制食品和生活必需品价格上涨。这是政府在几次通过价格调控政策价格无效后采取的最严厉、最直接、最迫切的手段。但是根据以上分析, 可以预测到这一次的价格调控很可能还会无功而返, 因为只有价格这一信号是调节供求的最有效手段, 如果不尊重市场的调节作用, 不重视价格信号的调节机制, 只是夸大行政调控的作用, 所有针对价格上涨的宏观调控政策必然都会趋于无效, 而且还会损害市场本身的调节作用。

当前的价格上涨还是属于结构性的, 我们认为政府不应该过多地采用一些总量的调控措施, 例如紧缩信贷、限制投资等。同时调控要有科学性, 要注重市场调节的作用, 很好地利用市场预期的理论, 正确引导生产经营者生产的产品, 尽可能发挥市场机制的基础调节作用, 绝不能“看得见的手”替代市场调节作用。