

Sri

缓解外部失衡应构建有效宏观政策组合



范德军：
中国银河证券公司高级经济学家

◎范德军

失衡的负面影响在加深

盘点 2007 年宏观经济数据我们发现,除了 CPI 上涨速度明显加快这一突出问题外,贸易顺差和外汇储备规模继续扩大,也成为经济运行的重要特点。从贸易顺差看,2006 年贸易顺差为 1775 亿,占 GDP 的比重为 0.84%,而 2007 年贸易顺差则在 2006 年高速增长的基础上再创历史新高,达到 2622 亿人民币,占 GDP 的比重上升为 1.06%;2006 年外汇储备为 1.067 万亿美元,同比增长 32%,而 2007 年外汇储备则高达 1.53 万亿,同比增长 43.5%。贸易顺差和外汇储备数据步步高说明,外部失衡这一经济运行中主要的结构性矛盾不仅没有缓解,而且还在加剧。在当前美国“次贷”危机恶化,全球经济面临严峻挑战的大背景下,外部失衡的负面影响也在加深。

1、加剧了经济增长动力结构的不均衡,降低了经济增长的稳定性。从经济学基本原理的角度考察,贸易顺差是国内储蓄大于投资的结果,反映的是实物形态的资源流出,是国内经济不平衡的对外表现形式。而国内经济不平衡的根本原因,是消费需求不振而导致的消费对经济增长的拉动作用不足。随着我国贸易顺差的大幅增加,消费和净出口对 GDP 贡献率的反差越来越大,经济增长过分依赖出口需求的问题越来越突出。2002 年是我国经济进入新一轮增长周期的起始年份,该年度消费对 GDP 的贡献率为 58.2%,净出口对 GDP 的贡献率为 2.6%。2006 年,前者下降到 38.9%,后者则迅猛上升为 20.4%。2007 年,这两项指标继续呈同向变化,分别下降到 36.4%和上升到 21.4%。中国经济动力结构的这种分布,无论同发达国家还是同发展中国家相比,都呈现出明显的不合理性。从消费贡献率看,发达国家一般都在

贸易顺差和外汇储备数据步步高说明,外部失衡这一经济运行中主要的结构性矛盾不仅没有缓解,而且还在加剧。在当前美国“次贷”危机恶化,全球经济面临严峻挑战的大背景下,外部失衡的负面影响也在加深。而缓解外部失衡,不能仅仅寄望和依赖于货币政策,绝对需要的是构建有效的宏观政策组合,使各种宏观经济政策形成合力,特别要注意从导致外部失衡的源头上,采取有力的“治本”措施。

70%左右。美国由于国民存在过度消费倾向更是达到 80%以上。即便是巴西、印度和埃及等发展中国家,也都在 70%以上。尽管 2007 年我国的消费增长首次超过 GDP 增长,但消费贡献率仍远远低于国际一般水平。我国是一个有着 13 亿人口的超级人口大国,经济增长的主要动力应该是消费为主体的内需而不是外需。把内需作为中国经济增长的基本动力和真正引擎,是中国的国情决定的,也是实现经济增长模式转变的需要。只有主要依靠消费拉动,经济增长的质量、稳定性和可持续性才有保证,经济也才有可能实现又好又快发展。

必须看到,我国的巨额贸易顺差,是在压低劳动力成本基础上通过较为低廉的出口商品价格换取的,并且付出了高昂的资源和环境代价。经济的科学发展,应该是建立在经济增长动力结构均衡、协调基础上的经济发展。继续依靠较低层次的出口产品结构和粗放型的贸易增长方式来保持巨额贸易顺差拉动经济,不仅有碍于落实科学发展观、建立资源节约型和环境友好型社会目标的实现,而且会严重损害经济增长的潜力和后劲。或许更严重的问题还在于,外部失衡的实质,是经济增长过分依赖和受制于外部因素,而一旦外部经济环境发生变化,我国经济必然受到拖累。

进入 2008 年后,美国“次贷”危机加深引发了全球金融市场的大幅震荡,美国经济更是深陷其中难以自拔。“次贷”影响加剧,房地产市场下滑,消费严重萎缩,使美国经济极有可能进入衰退。我国经济与美国经济有很高的依存度,美国是我国最大的贸易顺差国。美国经济如陷入衰退,必将给我国的出口带来很大影响,导致我国的经济增长速度下降。

2、增大了人民币升值预期,使人民币面临持续的升值压力。外部失衡加剧,大大强化了人民币单边升值的预期,加大了人民币升值压力。从 2005

年 7 月人民币汇改开始到 2007 年年底,人民币升值幅度已达 11.4%,而伴随着贸易顺差和外汇储备的迅速放大,人民币升值速度还会进一步加快。这会导致更多的“热钱”流入。

而“热钱”大规模流入所带来的负面影响是多方面的:其一,激化经济外部失衡的矛盾。“热钱”蜂拥而入将导致资本项目顺差激增,外汇储备规模迅速扩张,进一步加剧外部失衡。这一连锁反应过程所显示的逻辑关系是,外部失衡作为原因,通过加快人民币升值的途径,又导致了外部失衡加剧的结果。很显然,这是一个恶性循环。其二,容易引发资产价格泡沫。海外投机资本为了从人民币升值过程中牟利,纷纷通过各种途径进入变现快、回报率高的股市和房市,为“高烧”不退的股价和房价推波助澜,从而引发资产价格泡沫。其三,对内资形成了“挤出效应”。在“热钱”大量进入的一些领域和行业内,外资占据了相当的市场份额,内资特别是民营资本的发展空间受到挤压。而“热钱”多以谋取短期利益为目的,对提高国内产品科技含量,增强企业国际竞争力,并不会产生实际效果。在流动性过剩的情况下,这种“挤出效应”的存在,既不利于民族资本特别是民营资本的发展壮大,也不利于最大限度地、高效率地调动和配置国内金融资源,缓解流动性过剩。

3、提高了央行“对冲”操作成本。在现行结售汇制度下,外汇统一由央行购买,巨额贸易顺差结汇后导致央行的外汇占款增加,基础货币投放规模相应扩大。为缓解基础货币大量投放所形成的货币供给压力,央行要采取经常性的“对冲”操作措施,从商业银行回笼资金。由于贸易顺差迅速增加,央行的基础货币投放规模逐步扩大,用于“对冲”操作发行的票据总量也在显著增加。2005 年央行用于“对冲”操作发行的票据总量为 27880 亿元人民币,2007 年则迅猛上升到 39850 亿元。如按一年期央行票据占发

行总量的 40%、利率 4%左右的水平计算,央行每年为“对冲”操作要支付一笔不菲的成本,并且这种成本随着贸易顺差的扩大逐年上升。还应该看到,这种旨在弱化基础货币投放负面影响“对冲”操作还带有很大的被动性,其限制了央行货币政策调控的空间和灵活性,影响了货币政策的调控效果。

4、外汇储备资产可能蒙受更大损失。美国布什政府从 2002 年 3 月开始实行弱势美元政策,美元对西方主要货币的比价一路走低。尽管我国外汇储备的币种结构已经发生了很大变化,但美元仍是最基本的外汇储备货币,美元储备仍占有相当大的比重。美元的持续贬值,不仅导致我国的美分外汇储备无形中大量缩水,而且使投资于美国国债的外汇资产的收益明显下降。2004 年以来,我国的外汇储备以 30%的年均增长率大幅度增加,但外汇储备安全性也面临越来越严峻的挑战,外汇储备因此蒙受更大损失的可能性也在加大。

5、影响金融和经济稳定。在外部失衡引致人民币升值加快的情况下,海外“热钱”大量涌入股市和楼市,使股价与房价节节走高,而一旦人民币升值速度减缓或停止升值后,“热钱”又会大量撤出,引发资产价格泡沫破灭,使金融发生剧烈动荡,并可能给经济带来严重负面影响,危及经济稳定。

构建缓解外部失衡的宏观政策组合

尽管近期国际经济环境特别是美国经济的变化,可能使我国的外部失衡状况有一定程度的缓解,但在我国出口商品结构和人民币升值这两大制约因素短期内不会有根本性改变的现实情况下,外部失衡仍将在相当一段时间内,是制约我国经济发展的主要矛盾。缓解外部失衡仍然相当紧迫。而缓解外部失衡,不能仅仅寄望和依赖于货币政策,绝对需要的,是应构建有效的宏观政策组合,使各种宏观经济政策形成合力,特别要注意从导致外部失衡的源头上,采取有力的“治本”措施。

1、实施有利于减少“双顺差”,平衡国际收支的税收政策。应取消出口退税和其他有悖公平原则的刺激出口的税收政策措施,同时,大幅度提高某些出口商品,如资源类商品和生产能耗高、严重影响环境的商品的关税,对进口经济发展需要的关键技术设备、资源战略型储备、国家产业政策扶持行业所属企业急需的商品等,则应在关税上给予优惠。

2、对现有外贸政策和外资政策进行重大调整。改革开放以来,我国一直

实行“出口导向”和“外资导向”的政策,以各种优惠政策鼓励出口和引进外资。在外汇储备短缺且急需从国外大量引进先进技术和设备以推动经济增长的情况下,这样的政策有其必要性和合理性。在实现我国经济高速增长过程中,其也确实发挥了积极作用。但在我国已成为世界第一大外汇储备国、外部失衡加剧的今天,再实行这样的政策,则明显不合时宜了。因为正是这样的政策,构成了外部失衡最重要的制度根源。从出口商品结构和出口企业结构看,加工贸易产品和外资企业是我国贸易顺差的主要来源。我国多年来实行关税优惠的加工贸易政策,鼓励发展加工贸易,使得欧美发达国家的跨国公司将其国内原有的中低端制造业转移至我国,并将产成品返回国内销售,这种国际低端产业转移扩大了我国的贸易顺差。而大量引进外资,则促进了进口替代和出口增长。2007 年,外资企业带来的贸易顺差,占我国贸易顺差总额之比已超过 50%。因此,必须对现有的外贸政策和外资政策实施重大调整。

一是应改变实行多年的加工贸易政策,限制高能耗、高污染的低端产业向我国转移,同时加强进口管理,对进口我国经济发展急需商品的企业,给予必要的政策激励;

二是对各级政府出台的鼓励引进外资的文件和政策规定进行全面清理,停止执行所有的给予外资的税收、土地供应等方面具有“超国民待遇”的政策优惠措施;

三是中央政府应尽快制定相应法规,严格规范外资进入的行业和领域,只引入高科技和国内迫切需要、对经济发展有重大影响的外资项目,对其他引进项目一律不予审批;

四是政府相关部门应采取有效措施狙击“热钱”,避免资产价格泡沫;

五是应关闭对外举债的闸门,停止一切对外举债行为;

六是鼓励和扩大资本输出,支持国内企业到境外从事战略储备投资和股权投资,以促进外汇资产的保值增值,减少资本项目顺差。

3、完善收入政策,理顺出口企业增长与分配的关系。建立在劳动力成本低廉基础上的出口商品价格优势,是推动贸易顺差增长的一个不容忽视的因素。而这种低廉的出口商品价格,在一定程度上扭曲了劳动力成本。近年来,出口企业的劳动力成本有所提高,但“利润侵蚀工资”的现象依然存在。应进一步提高出口企业职工特别是产业工人的工资水平,使劳动者收入增长与出口企业的经营收入增长保持同步,同时也使出口商品价格能够真实反映劳动力的成本。

货币政策对缓解外部失衡有效?

◎范德军

在运用宏观经济政策调节外部失衡的过程中,货币政策扮演了十分重要的角色。就政策调节手段而言,货币政策调节外部失衡可以通过四条途径:

一是汇率政策调节,即政府或金融当局采取主动让人民币升值的政策措施来抑制出口,以减少贸易顺差;

二是利率政策调节,即金融当局通过利率变动方向和利率水平的调整,来影响海外“热钱”进入意愿和进入规模,从而影响资本项目顺差;

三是信贷政策调节,即商业银行通过减少对出口企业的贷款,或增加对进口企业的贷款,压缩出口企业的产能或提高进口企业的进口能力,来减少贸易顺差;

四是“对冲”操作调节,即央行通过“对冲”操作来减少商业银行的流动性,控制货币供给量,弱化外部失衡带来的通胀压力。

在具体的政策调节过程中,除信贷政策调节使用频率不是很高外,其他三种政策调节手段都是现实的调控手段,其中“对冲”操作更是成为一种经常性的政策工具。

那么,这些政策调节手段的实施效果究竟如何呢?

从汇率变动的效果看,尽管人民币处在一个不断的升值过程之中,而且自去年下半年以来升值速度明显加快,人民币汇率屡创新高,但贸易顺差不减反增,汇率对抑制贸易顺差增加的作用十分有限。道理很简单:我国贸易顺差的变动,主要受制于出口商品的结构和价格,国际市场需求,出口管理政策等多方面因素。相形之下,汇率只是一个影响不甚重要的变量指标。

就利率政策的效果看,我国去年 6 次上调存贷款基准利率,而美国则连续多次降息,中美之间的利差进一步拉大,这实际上起到了刺激“热钱”进入的效果。而且,由于提高利率会进一步吸引“热钱”进入,客观上增大了人民币汇率上升压力,使得央行在利率政策的选择上经常处于两难境地。

至于“对冲”操作的政策效果,也很难令人满意。这是因为:其一,如果说前几种政策调节是事前调节的话,“对冲”操作则是一种不得已而为之的事后调控,即在巨额贸易顺差和外汇储备已经形成后采取的调控措施,其旨在弱化外部失衡的消极后果,对从根本上减少贸易顺差,抑制外汇储备过快增长,是力所不及的。其二,这是一种缺乏主动性的被动调控。央行“对冲”操作时间的把握和“对冲”操作规模的确定,都以顺差结汇的时间和数量为依据,这限制了央行政策调控的空间,使央行的政策操作实际上处于被动应对的境地。其三,这是一种成本较高且具有“互逆效应”的调控。作为央行“对冲”操作筹码的央行票据的发行成本,每年都以百亿元人民币计。或许更令人忧虑的,是“对冲”本身具有的“互逆效应”,使“对冲”的客观效果与政策调控者的预想反差很大,甚至可能出现南辕北辙的结果。比如,“对冲”规模的持续扩大,会导致货币市场利率上升,进而推高利率总水平,而在人民币存在很强升值预期的情况下,又会刺激海外“热钱”大量流入,引致外汇储备迅速增加,加剧外部失衡,从而使“对冲”效果与央行的调控初衷截然相反。

为什么货币政策对缓解外部失衡的效果不尽如人意?个中原因其实并不复杂。货币政策以调控货币供应量为己任,作用范围主要是货币信用领域,直接调控对象是商业银行一类的金融机构,其主要影响金融微观主体的金融行为,而巨额贸易顺差生成于实体经济部门,现有的缓解外部失衡的货币政策调控措施,对出口企业的行为并不能施加有效的影响。于是,这种“治标不治本”的政策调控效果被打折扣也就成了顺理成章的事情。

人民币升值可以降低当前的通胀压力吗

中国仍然有理由维持一个较快的经济增长速度,并且只要政策得当,完全有可能实现无严重通胀的经济增长。那么,就应借鉴国际经验、并从中国的实际情况出发,采取政策组合来达到稳定经济的调控目标。

◎华民

一段时间以来,在财经类的报刊杂志上发表的有关文章几乎清一色地呼吁或者主张应当加快人民币升值的步伐来遏制国内的通货膨胀压力。是否可行呢?为此,我们必须首先来澄清一些基本的理论问题,再来讨论具体的政策问题或许更加有助于问题的有效解决。

从理论上讲,广义的货币政策在解决国内经济问题时通常并不是那么有效,其中的原因就在于不管使用利率作为政策调整的杠杆,还是使用汇率作为政策调整的杠杆,都会因为存在外部效应而导致政策的有效性被外来的冲击所抵消,这在金融一体化、资本可以跨境自由流动的情况下会变得更为突出。

因为金融开放,当一个国家为了防止可能发生的或者已经发生的通货膨胀而采取紧缩的货币政策,那么伴随着国内利率的上升,从而导致国内利率与国际利率的息差扩大时,尽管

商业银行的信用创造会得到一定程度的控制,但是央行的基础货币供给却会因为境外套利资金的流入而趋于增加,从而抵消了商业银行信贷紧缩的效应。

假如如宏观管理当局不是选择利率政策,而是选择汇率政策来对国内不断增长的通胀趋势加以遏制,那么其结果也不会有太大的区别。从外汇的利率平价来分析,本币升值必定会导致本币的利率上升,以至在汇率与利率双双上涨的情况下,反而会诱致更多的境外资本流入套利,从而导致更多的基础货币供给。

如果再进一步对中国的实际加以分析,那么我们就可以观察到以下这些事实:第一,中国目前的通货膨胀压力是结构性的,其中食品价格上涨在整个物价上涨中占了很大的权重;第二,目前的通货膨胀压力还带有非常明显的成本推动的性质,比如新的劳动法规的推出、工资的上涨、以及地价和石油等矿产资源价格的上涨等,都导致了全社会物价指数的上涨压力;第三,当由于贸易顺差和

大量境外投机资本大量流入而造成的流动性过剩不能被金融市场所吸收时,也早已经趋于上扬的物价带来了更大的上涨压力。

很显然,由以上这些原因所推动的物价上涨或通货膨胀压力并非源于社会总需求的膨胀,而是根源于结构失衡与成本推动,这里所说的结构失衡,既包括内部经济的结构失衡,也包括中国内部经济与外部经济的结构失衡。前者最为典型的例子就是中国农民务工收入与务农(包括从事副业生产)收入的结构失衡,后者主要是指内部经济存在失业、外部经济存在国际收支入超并存的结构性失衡。

事实可以证明中国目前的通货膨胀压力是结构性的,而非是需求拉动型的。2003 年中国财政收入首度突破 2 万亿元,2005 年突破 3 万亿元,2006 年接近 4 万亿元,2007 年将突破 5 万亿元大关,预计要比 2006 年增长 33.5%;从 2003 年至 2007 年 3 月末,各级财政存款由 5126.9 亿元增加到 14004.8 亿元,增长了 173.6%,企业存款增长了 59.5%,而同期居民存款只增长了 66.4%,其增长幅度略高于企业存款的增长幅度,但却要大大低于政府存款增加的幅度;再从国民收入的初次分配结构来看,政府财政收入占 GDP 比重由 2000 年的 13.5%上升到 2006 年的 18.8%,而城乡居民收入比重则从 76.5%下降到 71.3%;截至今日,中国居民消费占 GDP 的比重甚至都没有超过 50%。所有这些数据告诉我们,

当前的通货膨胀压力是不能用需求拉动来加以解释的。既然如此,试图用汇率升值的政策措施来遏制当前的通货膨胀压力就会是徒劳的,因为本币升值的无非是为了减少出口、增加进口,以达到出清过剩需求之目的,但是,当中国的现实状况是供给过剩、供给成本快速上涨,从而需要依靠国际市场来平衡过剩供给的时候,采取本币升值的做法岂不是南辕北辙、把调整的方向做反了呢?

如果以上的分析和结论是可以成立的,那么我们还有什么更好的办法来遏制当前的通货膨胀压力呢?从学理上讲,假如存在需求拉动的通货膨胀,那么应当是采取那些旨在紧缩需求的宏观经济政策为好;但是,当我们面临的是成本推动的通货膨胀压力时,改善供给的宏观财政政策以及相关的政策组合可能更为有效。

由于今天的中国还存在为数不少的失业,所以很难说中国今天的实际产出已经超过了潜在的产出,特别是自中国实行对外开放国策以来,中国经济增长的诸多瓶颈是可以通进出口贸易来加以平衡的。基于这样的判断,中国仍然有理由维持一个较快的经济增长速度,并且只要政策得当,完全有可能实现无严重通货膨胀的经济增长。那么什么样的政策才是得当的呢?借鉴国际经验、并从中国的实际情况出发,我们可以采取以下政策组合来达到稳定经济的调控目标:第一,是要尽可能地通过增加劳动供给来降低劳动成本,为此就要继续适时地提高

个人所得税的起征点,以便鼓励人们在就业与闲暇之间做出有利于增加就业的理性选择,此外还需要积极地鼓励民工进城来增加城市工业发展的劳动可得性;第二,千万不要让工资跟着物价走,这样不仅不能遏制住通货膨胀压力,反而可能因为工资指数化而加剧经济滞胀;第三,无论如何必须坚持这样的原则,只要没有劳动生产率的提高,就不能提高劳动工资,为此,政府就不要直接参与工资的决定,而是应当通过发展职业和技术教育来提高国民的劳动生产率,以保证有效率支持的工资增长;第四,需要采取切实而又有效的措施来控制土地价格的过快上涨,借以降低劳务与商务成本,为此需要改革地方政府的财政结构,变地方政府以土地收益为主的财政结构为依靠税收征收与发行地方市政建设债为主的财政结构;第五,加快结构调整的速度,降低对于高价能源的依赖,为此就需要放松对于能源价格的管制,与此同时对任何愿意采用新型低价能源和节能技术的企业给予必要的补贴。

采取以上这样的政策组合,不仅能够遏制目前由成本推动型的通货膨胀压力,而且还可以让更多的劳动就业,进而创造更多的内需来平衡困扰中国已久的内外经济失衡。总之,能够创造更多就业机会的、劳动生产率可持续发展的经济增长才是可持续的。

(作者系复旦大学世界经济研究所所长)