谨防货币政策伤害微观效率诱发“滞胀”

刘煜辉：中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任

今年1、2月份，剔除两个受价格管制的行业，其它工业企业利润大致增速为37.5%，较去年前11个月还提高了近4个百分点。如果真正认清了中国这一轮通胀压力的主导因素源自于成本推动，那么当下的中国是否真需要在经济增长和通胀压力中，做一个非此即彼的选择，便成了一个“伪命题”。

以牺牲经济增长为代价，用牺牲企业需求（特别是中小企业成长）做代价，用戳破资产泡沫、消灭社会财富的超紧缩政策，强行压制通胀，到头来很可能是，信贷、投资、经济增速都掉下去了，但通胀依然很高，对于中国经济来讲，这样的调控成本，将是太高昂了。

⊙刘煜辉

尽管目前构成中国通胀压力的原因很复杂，但主导性因素是什么一定要把握住。这是制订政策的出发点。如果发生政策偏差，不仅防治不了通胀，反而会恶化通胀预期，使经济陷入“滞胀”的泥潭。

与上世纪90年代初因产品供不应求导致的通货膨胀不同，构成本轮通货膨胀压力，并没有出现突出的产品供不应求情况。这说明通胀压力问题并不出在产品供需上，而在生产成本的推动上。

具体来看，有三方面表现。

其一，历史欠账要还。过去几年的低通胀，很大程度上是严重透支结果。透支了要素价格（煤、电、油、运、水、气等资源要素价格远远低于国际平均水平），透支了人口红利（从上世纪80年代到本世纪初的20年时间里，如果剔除通胀因素，农民工的工资几乎没有什么增长），透支了环境红利。既然是透支，迟早是要还的，否则只可能引发更加严重的经济失衡。

其二，透支的结果必然是经济结构失衡，即储蓄大于投资的内部失衡引致的国际收支失衡，产生了反向“巴拉萨–萨缪尔森效应”。

因长期失衡累积的流动性过剩，首先推动的是非贸易部门的价格上涨，特别是房地产和土地等资产价格暴涨，使得城市生活成本和商务成本的迅速上升，同时工业部门也开始产生加薪的预期。

而工业部门的工资提高对农业部门的工资传递效应非常明显，国内农业部门产出越来越受到可贸易工业部门的工人工资所决定，加之美元泛滥所引致的全球大宗商品价格的暴涨，直接推升了农业生产资料的价格。因此，生产成本推动下的农产品价格走高是显而易见的。

价格传递的最后阶段必然是，原材料价格上涨、人工成本和地价的上升以及人口、资源、环境等各种红利的消退。当工业部门的劳动生产率提高速度赶不上上述成本上涨的速度时，最终的结果只能是倒逼着贸易部门制成品价格开始上涨来转移矛盾。我想，这就可能进入一个所谓的全面通货膨胀时期。这便是当下中国面临的结构性通胀压力的逻辑主线。

其三，中国现在已融入全球经济一体化之中，国内初级产品对外依存度急速上升。中国每年要消耗全球53%的铁矿石，全球每年新增原油需求的60%以上来自中国，中国现在的原油自给率不到50%，一半以上依靠进口。美元长期疲软，加之次贷危机将全球资金都赶进了商品市场中寻求避险，导致原油、农产品价格暴涨，成为去年下半年以来中国成本急剧上升的主要推手。

以上这些因素，显然并非都取决于中国，如果美国不能担负起全球经济调整的责任，延续垃圾美元政策以转移次贷危机的风险。中国将面临长期输入型通胀的压力。

但就中国自身而言，想要有效控制通胀，关键取决于企业消化成本上升的能力，核心是企业劳动生产率提高的速度。换句话说，在未来，要素成本上升速度与劳动生产率提高速度之间的“赛跑”将长期存在。

不过，在我看来，目前中国宏观经济形势虽然严峻，但远没有国际投行最近预测的那么悲观。

大家都谈到最近公布的1、2月份规模以上工业企业利润增速下降至16.5%，觉得很忧心。但仔细分析，如果剔除受价格管制的两个行业（石油加工及炼焦业以及电力，它们的利润分别下降了232%和61%）后，其它工业企业利润，大致增速为37.5%，较去年前11个月还提高了近4个百分点。

这一分析表明，尽管受雪灾、价格管制等扰动，实际上1、2月份工业生产状况还是良好的。这说明劳动生产效率加速进步的影响还在持续，说明企业微观面景气还在。

特别是机械设备、机电仪器等相对中高端制造业的劳动生产率进步速度仍然在加速（专用设备制造业增长35.9%，交通运输设备制造业增长42.6%，电子通信设备制造业增长37.7%），吸收要素成本上涨的能力相当强。

如果美国次贷危机缓解，将会有更多寻求避险的资金从价格高悬的商品市场撤离，重新吸纳在信贷危机中被抛弃的资产，如美元、股票等。这样过去为了对抗通胀而买进黄金、卖空美元的策略就会开始变化。

而随着大宗商品价格的持续回落，对于那些吸收要素成本上涨能力较弱的行业来说，未来利润改善无疑是值得期待的。在这一点上，国际投行的预测往往是短视的。

很明显，中国经济基本面事实上并没有发生质的变化，但是政策面的不确定性却是存在的。现在，特别要避免由于对宏观经济形势误判而导致的政策偏差所诱发的经济“滞胀”风险。

如果真正认清了中国这一轮通胀压力的主导因素源自于成本推动，那么当下的中国是否真需要在经济增长和通胀压力中，做一个非此即彼的选择，便成了一个“伪命题”。

事实上，以牺牲经济增长为代价，用牺牲企业需求（特别是中小企业成长）做代价，用戳破资产泡沫消灭社会财富的超紧缩政策，强行压制通胀，到头来很可能是，信贷、投资、经济增速都掉下去了，但通胀依然很高，对于中国经济来讲，这样的调控成本，将是太高昂了。

而尽管任何通胀都是货币现象，但对于成本推动型通胀，货币政策的作用却是非常有限的。因为成本推动型通胀主要涉及不同行业比价关系和利益关系的调整。超紧缩政策（包括加息与升值，升值的本质就是通缩）致使全社会的流动性减少，但要素成本却不一定会降下来。于是，企业可能会面临两方面压力：一是要素成本还是高升，二是出现资金短缺，导致企业效益下滑，其本质是劳动生产率下滑。这是最要不得的。

只有当企业的劳动生产率增长战胜了外部成本价格上升时，控制通胀才有可能。这里特别要注意的是，只要同等数量或者略微增多的货币，反映的是人民币价值含量的增加和产品质量的提高，就不是通货膨胀，而是价值重估。这是经济增长的正常表现。

反转过来，当紧缩政策损伤到企业劳动生产率时，那么成本上升的压力最终到有可能演化成恶性通货膨胀，最后以需求骤然下降、产能过剩而告终止，进而陷入“滞胀”的泥潭，即通货膨胀上升和经济增长减速并存的局面。这是最坏的政策后果。

所以说，如果需求管理失效的话，就应该考虑调整调控方向。既然通胀压力短时间内下不去，就应该坦然面对，从供给上多下功夫，加强社会保障等民生建设的投入，解除制约居民消费的各种瓶颈，这才是当务之急。

这其实也意味着中国要修建更多的配套公路、地铁、学校、住房，而所有这些无疑需要大量的基础设施投资。这些配套基础设施投资大幅增长，不同于无效率的重复建设，反而可以缓解目前经济发展的“瓶颈”，改善投资和消费关系，促进中国家庭的消费，并扫除对未来不测的不安全感。而居高不下的政府储蓄率正好应该在这个时候发挥作用。

同时，通过财政补贴和减税手段，稳定通胀预期，减轻百姓通胀痛苦；通过财政补贴和减税，减轻企业面对的成本上升压力，支持企业积极进行产业调整和升级，依靠技术进步和自主创新来提升劳动生产率。

这样的话，随着经济结构失衡的逐步改善，中国经济平稳走出通胀压力的泥沼是完全有可能的。

“弹性”调控政策应由观察期进入运作期

重新审视和调整我们的“防通胀”政策工具，打好这场“反通胀阻击战”，显然是必要的。应发挥价格信号的市场功能，引导和扩大有效供给；财政政策要在稳健中趋于积极，从紧的货币政策要保持一定的“弹性”。

⊙张新法

当下，2008年一季度已近尾声，对中国经济所处的内外环境各方已有一个初步的评估和认识。对政府而言，这段时期无疑是政策调控的“观察期”。所谓“知而后行，谋定而后动”。随着国际国内经济环境渐趋明晰，随着“两会”的落幕、新一届中央政府领导班子的产生、2008年国民经济和社会发展预期目标的确立和政策大计的定调，可以预计，更具“弹性”的宏观调控政策将由“观察期”进入实质性运作阶段。

国内外新形势改变经济走势判断

2008年中国经济开局就不平静，“外忧内灾”意外地改变了各方对全年经济走势的既有判断和政府出台调控措施的既定力度与节奏。从日前公布的今年1–2月的经济数据来看，除固定资产投资外，其他数据因受到雨雪冰冻灾害、春节因素和外部环境的影响，均不同程度地“坏”于预期。据测算，雪灾可能拉低全年GDP增速0.2个百分点左右（但灾后重建有可能抵消这一影响），将全年CPI拉高0.2–0.3个百分点，前两个月工业生产将损失2个百分点，由于旅游、餐饮以及购物等活动的减少，社会消费品零售数据可能回落1.5个百分点。

可以肯定的是，时间的推移会把雪灾和春节等扰动因素的一次性影响消弥于无形。但是，外需放缓导致中国出口和贸易顺差增速下降的趋势还会继续下去。从海关总署日前公布的数据来看，中国2月出口值同比增幅仅6.5%，为近六年来的低点；当月贸易顺差85.55亿美元，同比骤降64%。尽管春节及雪灾因素有可能使这一数据有些失真，不过，值得关注的是，中国对美国出口已经出现了停滞。1–2月累计的中国对美出口仅增长0.4%；与此同时，2月份中国对欧盟的出口也仅增长1%。上述数据如果改由人民币来计算，均已是负增长。

从美国的情况来看，种种迹象表明，前期美联储通过向市场注入流动性、大幅降息和调低贴现率等手段“救市”的努力已初见成效，目前美国金融机构资产减值计提已基本结束，减值计提规模可能超过实际损失规模，这表明美国次贷危机对金融经济层面的冲击可能已基本“见底”。但是，次贷危机对实体经济层面的影响却并未结束。美国的最新数据显示，无论是制造业、消费，还是就业，均颇为黯淡，这预示美国经济步入衰退的风险仍然很大。

看来，出口和贸易顺差大幅度减速的趋势已形成。这无疑有助于中国经济的自动降温，可减少中央政府“防经济过热”的调控压力，也有利于对经济外部失衡的修正，对于缓解通货膨胀压力、减轻央行在流动性管理方面的困难，同样也具有积极影响。但是，另一方面，在外部环境恶化的同时，我国的物价走势出现了加速上扬，面临的通胀压力在进一步增大。今年前2个月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨7.9%（其中2月份上涨8.7%），工业出厂品价格指数（PPI）同比上涨6.4%（其中2月份上涨6.6%），分别创出近12年和3年以来的新高。“在经济发展和抑制通货膨胀之间找出一个平衡点”，无疑是眼下宏观经济政策面对的最大考验。由于“高增长、低通胀”的格局在当前已不可复制，那么，避免“低增长、高通胀”的最坏结果，达到“较高增长、较高通胀”的次优目标，应该成为一个合理的选择。进而需要思考的一个问题就是，围绕“双防”目标，既定的以控制投资为导向、以控制信贷为主要手段、辅以价格管制等措施的调控政策，在目前的形势下是否应该做出调整？如果需要调整，又当如何调整？

从经济增长的动力结构分析，目前在“三驾马车”中，出口增速下降的趋势已形成，消费增长相对稳健，但不可能在短期内出现暴发式增长；投资增长的内生性动力仍较强劲，但在一定程度上受制于宏观调控尤其是信贷紧缩。因此，要保持经济稳定，就一定要避免投资和出口下降“双碰头”。我一直认为，对投资不能单纯地“压”（规模），而应重于“调”（结构）。维持一个较高的投资率对于高速发展的中国仍然是必要的，这不仅仅是因为眼下出口下降需要投资来弥补和提供动力，更为重要的原因是由中国所处的发展阶段所决定的。国际经验表明，在一国经济高速发展的工业化时期，投资率通常会上升。从某种程度上说，投资/GDP比率的上升本身就反映了资本积累的过程。尽管中国经济已经历了三十年的快速发展，整体经济实力也日益强大，但是中国的资本/劳动力比率仍远远低于美国和日本的水平，在资本深化的道路上，中国还有很长的路要走。基于此，为保持固定资产投资的合理增长，提高投资的产出效率，应适度放松信贷管制，同时加大对节能减排的考核力度，适时适度推进资源品价格改革，可能是合理的政策组合。

从出口部门的情况来看，增速趋势性下降的主要原因，除外围经济环境恶化、外需放缓外，几年以来的经济持续扩张所形成的劳动力工资的巨大上涨，去年以来外贸调整政策效果的滞后显现，年初以来人民币汇率的持续较快升值，以及新《劳动合同法》所带来的用工成本上升，也是较为直接的原因。在这种情况下，为缓冲出口下滑过快，减少对劳动力就业的冲击，出口退税等结构调整政策在年内不宜再加大力度，相反，应给予出口企业一定的政策扶持，如提供流动资金贷款、为贸易企业（珠三角等地）外迁提供必要的政策便利，等等。

与经济增长相比，通胀问题可能更令人担忧。抑制通胀无疑是今年中央政府宏观调控的首要目标，把CPI控制在4.8%左右将成为中央政府最具挑战性的目标之一。我认为，设定这个目标的导向性意义可能是第一位的，而要实现这个目标几乎是不可能完成的任务。政府和货币管理当局有必要调高对CPI的实际预期目标和可容忍的上限，比如，将二者分别调整为5.5%%和7%。这是因为，目前的这轮物价上涨原因是复杂的、多方面的，抑制通胀需要组合型的政策工具。另外，从经济学原理上讲，通货膨胀是一个缓慢移动的变量，如果上升趋势一经形成、预期得以强化，从政府的政策反应到实际效果显现，往往需要相当一段时间。

多管齐下打好“反通胀阻击战”

事实上，我们可能在迟疑和争论中已经迎来了久违了十多年的通胀压力。而且，相较于“防过热”，“防通胀”无外力可借，难度自然增加不少。因此，重新审视、评估和调整我们的“防通胀”政策工具，打好这场“反通胀阻击战”，显然是必要的。

首先，尽快减少或解除对价格的行政干预和管制，发挥价格信号的市场功能，以引导和扩大有效供给。今年1月，政府有关部门发出了“对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施”之指令，至月底，全国31个省市已全部实施“临时价格干预”，且覆盖商品服务项目既广且随意。我猜测，这种做法是想在短期内降低公众的通胀预期。但现在，公众的通胀预期已经形成，价格管制无法达此短期目标，长此下去，不仅不利于扩大有效供给，而且各种形式的变相涨价必将成为常态。

其次，财政政策要在稳健中趋于积极，加大财政补贴力度，促进粮油肉等偏紧商品的生产和供应。在粮食生产上，继续加大对农民的种粮补贴、购置农机具补贴和农资综合补贴，进一步提高粮食最低收购价。另外，还可考虑在短期内采用进口粮食补贴、建立农产品运输绿色通道、销售补贴等措施，来稳定农产品和食品价格。在生猪生产方面，除了实行原有的能繁母猪保险、对生猪生产大县安排奖励资金外，要加大对生猪养殖户（厂）的直接补贴，更重要的是政府要建立类似粮食最低收购价的“生猪最低收购价”政策机制，为养殖者锁定将来生猪价格下跌的风险。

再次，从紧的货币政策要保持一定的“弹性”。一方面，要继续通过发行央行票据、提高存款准备金率等常规性数量工具回收流动性，把货币供应量增速控制在适度的水平。另一方面，由于中美两国利率水平出现大幅“倒挂”，无疑使中国的利率政策变得更为复杂。但从治理通胀的角度看，利率这一价格型工具仍是备用的政策工具。当前，居民的储蓄存款利率已持续明显低于通胀水平，实际利率为负的状况，使存款人的利益正受到通胀的侵蚀。若维持利率不变，有可能引发更高的货币周转率，从而进一步使通胀的局面恶化。为此，首先要尽快下调储蓄存款利息税率，从5%降为零；其次，为应对可能出现的通胀继续恶化局面，制定利率政策应对预案，实行一条较为陡峭的收益率曲线，即短期存款利率维持现有水平，而对长期存款利率明显上调，以引导储蓄存款长期化，降低货币周转率。最后，为平衡经济增长和物价稳定的关系，加息应偏重于单侧加息和不对称加息，使存款利率水平提高幅度大于贷款利率的调整幅度。当然，这要控制在商业银行可承受的范围这内力。

最后，加快人民币升值步伐。货币管理当局是否已将人民币汇率作为反通胀的一个工具，现在还无法肯定。由于中国的进口在整体消费中占有的比重很小，货币升值所带来的进口商品价格下降对拉低CPI的直接影响应很有限。有关的研究模型也显示，汇率升值的紧缩效应比较滞后，即对当期的物价走势影响不显著，但会在一年甚至更长的时期之后有明显效果。不过，可以肯定的是，人民币升值将减少贸易顺差，进而减缓货币供应增长，就这一点来说，影响仍是正面的。

（作者单位：银河证券）

■今日看板–中国股市十问

应出手治理“大小非”失禁危害

⊙亚夫

沪深股市持续下泻。肇事者之一的“大小非”，因此也沦为千夫所指。如此局面，全都是“大小非”之害？了解这个市场的人，其实都很清楚，“大小非”失禁固然是一大原因，但造成这种市况的成因并不简单。

比如，“大小非”解禁后的资金分流对市场的冲击，显然与解禁前的估计不足和解禁后的处置失当有关。而在“大小非”开始解禁上市之时，直到现在，市场相关方面的木然，显然与股市的巨幅震荡有关。

不过，回到本题，从事态发展看，“大小非”之患，绝非害于一时，也非就此完了。“大小非”问题，可以说既是历史问题，也是典型的股改后遗症之一。如不采取有效措施加以治理，股市难免会出现更持久的震荡。

说“大小非”是历史问题，大家都能明白，这和早期扭曲的股权结构有关，而股权结构之所以扭曲，又与股市草创时期的动机有关。说简单点，就是企业低成本融资“圈钱”，至于对社会公众股东的回报，则很少考虑。

反正是股民买者自负，到股市里融资，既便宜又不必担很多义务，这种意识在大股东那里根深蒂固，也就种下了大股东与社会公众股东的利益冲突隐患。大股东只想占便宜，很少考虑公众股东的利益，考虑市场影响，更缺乏公平意识，这便是股市非正常波动的根源之一。

而股改的启动，虽然试图通过对价等办法对社会股东进行“补偿”，并以此为代价让“大小非”股东的股份流通起来，最终达成大小股东利益一致的目标，使股市回归其资源优化配置的功能。但到目前为止的情况说明，这很可能难以实现。

对那些成本低廉、获利丰厚的“大小非”股东兑现冲动，原先的退出设计显然是过于简单了，而且没有全面考虑这些资金的退出，将对市场有多大压力。因此，当滞后的股改后遗症暴露出来，股改的积极成果非但没有得到巩固，反而对经济社会造成了难以评估的影响。

就目前来看，这种影响已有明显反映。一是扭曲了股改目标，全体股东利益趋向一致的目标化变得虚幻；二是冲击了市场秩序，使市场供求关系和资金结构出现突发性失衡；三是对社会公众股东造成了新的伤害。至于对经济全局的影响，那就更大、更难评估了。

股改出现如此令人困惑的后遗症，与一个重要理念被忽视有关，这就是股市的“第一性”，也就是它的社会公众性的缺失有关。股市是公众投资场所，是为公众投资在全社会进行资源优化配置的场所。不是公司不顾公众利益、恶意圈钱、兑现暴利的场所。

股市的第一性是社会公众，而其最终目标也是社会公众。当初，在设计“大小非”解禁退出方案时，有没有考虑对社会公众股东的冲击、对市场的冲击、对经济大局的冲击？有没有考虑采取相应的减震措施来缓解这种冲击？有没有考虑，当市场一旦发生不正常波动时，应采取哪些危机处理办法来加以抑制？

所有这一切，都与市场各方对股市的看法有关，对公众股东在股市中的位置有关。只有把保障社会公众的利益放在股改设计的第一位，把维护金融市场稳定、保障股市平稳运行放在重要位置，才能让股市回归其基本功能，才能使股市成为有效的社会投资场所。

而现实又怎样呢？受“大小非”解禁影响，股市在不到半年时间内急挫40%以上，留在市场里的投资人悉数被套牢，早先的对价补偿也损失得差不多了。股市在不同价值取向和不同利益集团的博弈下，出现如此巨幅的震荡，成了社会公众投资人的梦魇。

现在，该怎么办呢？正所谓治病需从根上治。由于“大小非”失禁引发的资金紊乱，已经对市场供求关系造成了严重困扰，这就有必要从平衡供求入手，修正“大小非”解禁方法，维护市场稳定，保护包括“大小非”在内的所有投资人利益。

现在出手，也许不晚。