

Column

■一言难尽

利率平价理论为何在中国失灵了?



傅勇
经济学博士 财经专栏作者

利率平价理论在多大程度上能成立,取决于利差在资本流动性因素中所占的比重。所以,中美利差不应是国内货币政策不可逾越的天花板,我们只有强化而不是放松资本项目管制,在人民币汇率制度和国内金融体制足够完善之前,资本项目放开步伐应慎之又慎。热钱流入和资产价格上涨互为因果,控制了一个就有助于控制另一个,在加强资本管制控制热钱流入的同时,需要对资产价格膨胀保持高度警惕。

在上周末的上海“陆家嘴论坛”上,跨境资本流动成为焦点话题之一。显然,跨境资本流动中的所谓热钱是最需要关注的。很多论者都注意到了,热钱正在加速涌入中国;但较少人注意到,这个现象构成了一个理论悖论,并正在造成越来越多的政策混乱。

热钱流入的增量和存量规模之巨令人不安。今年首季,我国外汇储备增加1539亿美元,扣除贸易顺差和外商直接投资,首季入境的不可解释的资金高达851亿美元。去年,这一数字是1170亿美元,也就是说,今年首季流入的热钱已超过去年全年的70%。并且,这个粗略估算很可能还低估了热钱的规模。众所周知,外贸顺差中有虚假申报的结汇,而外商直接投资中也有热钱乔装其中。近日有学者警告说,目前中国承受的“热钱”流入规模(今年可能达到6500亿美元),已超出亚洲金融危机前整个东亚所承受的规模,但中国GDP规模至多只有当年日韩加上东盟GDP规模的四分之一。

热钱加速涌入是不难解释的,因为它们能够获得相当可观的无风险收益。就第一季度情况来看,汇率方面,一季度人民币兑美元升值4.1%;利差方面的计算较为复杂,因为中国很难找到与美国相对应的利率,但无论是用当前的一年期央票利率(最近参考收益率为4.0583%),Shibor 6月9日为4.7047%),还是一年期存款利率4.14%,中美利差都在200个基点之上。换言之,第一季度热钱的无风险收益率在4.5%左右。如果今年人民币升值10%,则热钱一年的收入率可达到12%。在金融动荡的当前,这个收益颇有吸引力。

投机中国的这种无风险收益还会持续。鉴于两国经济的基本面,在未来几个月中,中美利差只有扩大的可能。此外,人民币对美元的即期汇率略高于7,而人民币兑美元的

利率2%。值得强调的是,这个收益完全无风险,这还没有考虑热钱投资资产部门可能获得的更高收益。根据著名的利率平价理论,热钱不应该在利息和汇兑两个市场同时获得好处。利率平价理论是由英国经济学家凯恩斯于1923年在其《货币改革论》一书中首先提出,后经一些西方经济学家发展而成。该学说主要研究国际货币市场上利差与即期汇率和远期汇率的关系,主要结论是两国利率之差约等于两国汇率之间的变动率。利率平价理论是除购买力平价理论之外最重要的一种汇率决定理论,并且被认为更具有解释力。同样是从一价定律出发,购买力平价理论依照的是商品价格,而利率平价理论依照的是资金价格,显然,资金的流动性要远大于商品,因而,利率平价理论应该更容易成立。

具体而言,如果中国利率高于美国,那中国远期汇率就应同幅度贬值,即贬值。此时,热钱进入中国,在利息上有收益,在汇兑上则有损失,并且,收益应该正好等于损失。否则,国际资本就会有套利空间,因为这种收益是无风险的,即便存在,也会很快消散。

现实并不符合利率平价理论的预言。按照该理论,中美之间存在正利差,人民币远期汇率应该是升值,而不是现在的升值,这样才能保证资金在不同国家具有同样的收益或价格。从这个角度看,或许我们应该困惑的不是为什么这么多的热钱会进入中国,而是为什么不是更多?

利率平价理论为何在中国失灵?最重要的原因在于热钱进出中国存在较高成本。假如热钱可以完全自由地进出中国,那么,按照利率平价理论来推,入境的热钱还会成倍增加。显然,中国资本项目下的管制为热钱流动带来了较高的成本,因而套利空间并没有很快消失,而得以持续。无论热钱有多少种进入中国的渠道,但所有这些渠道都需要付出一定的代价、面临一定的风险才能打通。

从反思利率平价理论的角度,似可得出若干重要政策含义,而这些政策并没有得到充分讨论。第一,中美利差不应是国内货币政策不可逾越的天花板。要求恪守中美利差的流行建议是从利率平价理论角度给出的,但正如我们已经看到的,利率平价理论并不总是成立。在笔者看来,在当前的讨论中,利率平价理论被过度重视了。而这个理论在多大程度上能成立,取决于利差在资本流动性因素中所占的比重。看来,除利差外,下面这两个因素尤为重要。

第二,强化而不是放松资本项目管制,提升热钱进出中国的成本。资本管制是中国应对国际投机的最重要也是最后的屏障。资本管制易放难收。在人民币汇率制度和国内金融体制足够完善之前,资本项目放开步伐应慎之又慎。

第三,控制资产价格,降低热钱的预期收益率。除了利差汇兑以外,流入中国的热钱更为看重的收益还是投资回报,主要是来自资产部门的收益。热钱流入和资产价格上涨互为因果,控制了一个就有助于控制另一个。在加强资本管制控制热钱流入的同时,还需要对资产价格膨胀保持高度警惕。事实证明,政府有能力做到这一点。只要资产价格没有明显的泡沫,热钱就缺少大规模进出的动力。如果做到了这一点,去冬以来沪深股市的巨幅调整或许就不会上演。



张大伟 制图

■知无不言

危险!以行政手段加速产业集中



袁东
中央财经大学教授

迄今为止,中国的能源、原材料、装备制造、交通运输、金融等工业和服务业的生产与经营能力,主要以国家独资或控股的形式存在,分属中央政府不同的行政管理部门——或以行使国家股东职能的身份,或以履行行业监管职能的身份,或两种身份集于一个行政机构。在过去十年来的全球经济上升周期中,这种体制下的中国各个产业获得了迅速发展。为了进一步扩展在国际市场上的竞争实力与地位,中央政府近年来不断通过合并同类项的方式将所管理的企业数量缩减,以求快速培育大型、超大型企业。这与上个世纪90年代将政企不分的高度集中的行业性国有大型企业拆分,通过产业分散化来引进竞争,形成了中国产业分散与集中的短暂变迁历程。

也许可以这样解释前后不到20年里产业分散与集中的部分动因:加入世贸组织之前,在对外开放还没有达到大量外资涌入本土直接对中国各个产业形成竞争压力时,更多出于提高效率、满足国内需求的考虑,国有企业的改革通过产业分散化引进竞争机制。但当逐步兑现加入世贸组织时各项承诺,本土市场开放已达到前所未有的程度时,无论是在本土市场还是在国际市场上,外资蜂拥而至的竞争压力越来越强大。于是,政府不断借助行政手段推动企业合并或联合,希望借此在短时期内速成一系列大型企业,对抗大型跨国公司的竞争。至少在过去五年来,人们并没有看到这种策略有什么不好。问题是,当环境改变,特别是经济周期出现调整,国际市场需求不再一路上升甚至下降时,这种策略还会继续有效吗?

其实,从最早的英国棉纺织业,到后来的钢铁、煤、铁路、电气、石油化工、汽车,以及现在的电子通讯、互联网、生物技术等,无不由开始的分散化逐步走向集中化。当一个产业被集中到少数大型企业,形成寡头垄断之势时,就说明它已成传统成熟产业,已完成了其引领产业创新的先锋作用,也说明已经或正在出现由新型技术推进的主导创新产业,新一次产业革命已跨出门槛。

但就引领每次产业革命的创新产业的成长过程看,任何企业在起初都很难取得垄断地位,总是在众多的企业在激烈竞争中,才使新型技术的研发与运用不断取得突破,其产业化范围日渐扩大,由此种新技术支撑的新产业才不断壮大,最终取代传统产业在经济和社会发展中的主导作用,一个新时代才能到来。很难想象没有充分的分散化,就会出现引发新工业革命的创新产业集群。只是,随着新产业主导地位的巩固及其成熟,在这一产业领域的激烈竞争,才导致少数企业有机会逐步将生产与经营能力集中起来。放眼当今世界,没有哪个较为成熟的产业不是被少数超大型跨国公司所垄断的。在新的全球化时代,成熟产业的集中度前所未有。是否拥有或控制超大型跨国公司,正成为一个民族国家是否具有较强国际地位与国家竞争能力的重要体现。

可见,小企业与大企业都是一个充满活力经济体系所需要的。如果没有众多小企业的涌现,很可能就意味着产业创新基础的缺乏,新型主导产业也就难以在这一经济体中出现。如若缺乏具有国际竞争力的大企业,也说明一个经济体没有在全球成熟产业里占有一席之地。只有两者都具备时,才能既有稳固的产业地位,又不失创新动力。

即便如此,人们对产业集中的关注仍然会更多些,也更加慎重。这种关注往往聚焦在两个方面:集中的程度以及方式。如果说市场化的产业集中是产业变迁发展所不可避免的结果,由此产生的占据垄断地位大型企业仍是有效率的,还有助于成熟产业的稳

步运行,那么,非市场化的产业集中则只能是有害的,特别是那种通过政府行政手段强制催生的大型企业,即使一时有效率,也将是非常脆弱的,迟早会变为整体经济持续增长的重大障碍。

美国的威廉·伯恩斯坦在分析为什么工业革命首先发生在英国,而资源条件优于英国的法国经济腾飞却比英国迟了一个多世纪时,就将始于17世纪下半叶路易十四统治时期的强制性产业集中政策作为重要原因,并称之为灾难性的政策。当荷兰和英国人开始奉行依法治国、权力分立、商业自由以及避免不必要管制的政策时,法国却在路易十四的财政部长巴甫蒂斯特·科尔伯的主导下,强制推行产业大集中,制定了众多细致到无以复加的管制法令,结果只能是方便了王朝政府的掌控、收税、搜括和寻租,却极大地妨碍了竞争、创新与发展。

由此看来,作为后起的“追赶型”发展中国家,中国在制度设计和政策制定上最该避免的,是那种过多借助行政手段而只图一时之效的做法。当前中国为了急于应对国际竞争而出现了通过行政手段快速集中产业的势头,这对于竞争、创新与可持续发展是极其危险的。如果要想避免法国路易十四时代的教训,就应当首先从政府改革开始,将政治权力机制真正改造成“能够为商业而提供公共产品的有活力的服务性国家”,这种服务尤其以明确和强力保护民众财产权为重点。只有如此,顺应经济持续增长的产业集中机制才是市场化的。任何一个现代经济体都会有产业分散与集中发生,效应却往往很不同,原因就在于机制的差别。所以,作为中间结果的产业集中与分散并不是最重要的,最重要的是集中与分散所基于的机制是什么。

■江户物语

谁知发达如日本 就医竟如此困难



陈鸿斌
上海国际问题研究所
编辑室主任

如今,日本正面临着一个严重的社会问题:医疗资源匮乏,尤其在妇产科和小儿科。以妇产科为例,由于能力有限,日本各医院近年来频频将救护车送来的产妇拒之门外。日本总务省最近发布的调查结果表明,仅去年就有2668名产妇先后遭遇过被医院拒绝的尴尬,其中有45人居然先后为10家医院所拒绝,有6人更是被转送了20家医院以上,最多的一名产妇竟然前后转了26家医院,耗时3小时37分后才为一家医院收留,另有一名产妇因相继为14家医院所拒绝,在路上耽搁了两个半小时后导致流产。这样的例子近年来在日本比比皆是。

医院拒绝产妇的理由不外乎“没有妇产科”、“医生没空”。但总体而言,妇产科能力严重不能满足需求,是导致这一情况不断加剧的根本原因。截至今年3月25日,还不到一个季度,日本24个地方的77家医院相继决定不再接收产妇,不再做接生手术,要不就是对接收产妇予以限制。

作为发达国家,日本的社会资本相当充裕,怎么会发生这样的事情呢?这就说来话长了。早在1961年,日本就在全范围实现了医疗保险,逐步建立了完善的医疗体系。直到2000年世界卫生组织发表的《全球卫生报告》,日本的综合医疗水准名列世界第一。就这短短的几年时间,日本的医疗状况竟如此大幅度下滑,这不能不归结于小泉执政时期所竭力推行的市场导向的

■内外

讨论人民币升值策略先得厘清概念

——“我看人民币汇改”之一



张明
中国社科院世界经济
与政治研究所博士

人民币汇率自1994年并轨以来,与人民币汇率制度和汇率水平相关的争论就一直处于风口浪尖,过于鲜明的观点往往逃脱不了被网民们拍砖的风险。在1997年至1998年东南亚金融危机期间,中国政府承诺人民币不贬值,在东亚地区挽狂澜于即倒,获得了全球舆论的交口称赞,但也付出了经济硬着陆和资本外逃的代价。进入21世纪以来,尤其是美国互联网泡沫破灭后,发达国家开始普遍指责中国政府刻意操纵人民币汇率,保持人民币汇率的低估以增强中国出口商品的竞争力。2005年7月,人民币汇率制度改为参考一篮子货币的浮动汇率制度,开始升值。2007年升值突然加速,全年对美元升值10%。今年第一季度,人民币对美元升值4%。在本轮人民币升值过程中,伴随着流动性过剩、资产价格泡沫、通货膨胀等宏观经济现象,也伴随着外贸增速减缓和热钱加速流入的担忧。很多观点都把上述现象部分归因于人民币汇率升值:有的认为升值过快,有的认为升值过慢,有的认为人民币升值是被美国忽悠的结果,有的却认为人民币已经错过过一次升值的大好时机。

此情此景下,讨论人民币汇改以及人民币当前升值策略的是非曲直、利益得失,正是促使笔者写作本系列专栏的动力。从某种程度上而言,“我看人民币汇改”系列专栏与之前的“我看热钱与资本管制”专栏有格外密切的联系,因为,近年来热钱的大规模涌入,根源之一则是当前人民币大幅、稳健、渐进的升值策略。而要继续维持人民币的现有升值策略,就必须加强资本管制。

在目前国际上关于人民币升值的争议中,有些观点有混淆概念甚至偷换概念之嫌。因此,作为本系列的开篇,厘清汇率的各种概念乃当务之急。

汇率(Exchange Rate)是指两种货币之间的价格。例如,美元对人民币的汇率是1比7,表示1美元等值于7元人民币。由于这个世界上有多国不同的国家和多种不同的货币,因此,通过比较稳定的汇率将各国货币与各国物价连接起来,就为国际贸易和国际投资的开展奠定了良好的基础。一国货币相对于另一国货币的汇率越高(直接标价法),表示一单位前者的商品能够交换更多单位后者的商品,一方面表示前者的相对购买力越强(贸易条件越好),另一方面表示前者的商品在后者的市场上卖得越贵,即竞争力越弱。这就意味着,币值较强的国家往往出口不足、进口过度,容易出现贸易赤字,而币值较弱的国家往往出口过度、进口不足,容易出现贸易盈余。

名义汇率(Nominal Exchange Rate)是指两种货币之间的名义价格,例如我们每天在

报纸电视上看到的汇率报价。但是正如我们在评价工资的实际购买力时,会剔除通货膨胀因素一样。在分析汇率问题时同样会遇到通货膨胀问题,这就需要引入实际汇率(Real Exchange Rate)的概念。所谓实际汇率,是指名义汇率乘以外国的物价指数,再除以本国的物价指数。名义汇率和实际汇率之间的差距,恰好凸显了两国之间的通胀率差异。例如,2007年人民币对美元的名义汇率升值约10%,但由于同期内中国的通胀水平超过美国,导致人民币对美元的实际汇率升值幅度明显超过10%。一方面人民币对美元升值,一方面国内存在显著物价上涨,这就是为什么有人说人民币对外升值、对内贬值(购买力缩水)的原因。此外,这也说明,中国人民银行或许可以通过干预外汇市场来减缓人民币对美元的升值幅度,但是升值压力将通过通货膨胀间接表现出来。换句话说,对名义汇率的管制不能缓解实际汇率的上升。

中国同时与多个国家进行交易,人民币就会有多种汇率,例如人民币对美元、对欧元、对日元汇率等。那么,是否能用一种汇率来衡量人民币相对于其他所有货币的购买力变动呢?例如,当前人民币对美元显著升值、对欧元轻微贬值,那么人民币的实际总体购买力是升是贬呢?这就必须借助有效汇率(Effective Exchange Rate)的概念。这是一种本币相对于主要贸易国家货币的加权平均汇率,通常以本国与某国对外贸易额占本国对外贸易总额的比重为权重。基期的有效汇率水平为1,如果某期的有效汇率高于1,表示本国货币较强,反之亦然。同理,未扣除通货膨胀差异因素的有效汇率被称为名义有效汇率(Nominal Effective Exchange Rate, NEER),而扣除了通货膨胀差异因素的有效汇率则被称为实际有效汇率(Real Effective Exchange Rate, REER)。国际货币基金组织(IMF)会定期发布自己计算的各国货币的名义有效汇率和实际有效汇率,这成为判断一国货币总体上是否升值或贬值的重要依据。

我们经常说一国货币被低估(Under-valued)或者高估(Overvalued),这意味着一国货币的汇率水平偏离了理想中的汇率水平,即所谓均衡汇率(Equilibrium Exchange Rate)。经济学家纳克斯(Nurkse)将均衡汇率定义为与一国宏观经济的内外平衡相一致的汇率水平。所谓内部平衡是指充分就业,而外部平衡是指国际收支平衡。在著名的两维的“斯旺图形”中,均衡汇率就是对内平衡线与对外平衡线的交点对应的汇率水平。迄今为止,计算一国货币的均衡汇率依然是国际经济学中的热点问题,也一直是争议的焦点。不但计算方法有局部均衡和一般均衡之分,在基期和指标选择方面也存在激烈争议。因此,有的经济学家甚至认为,均衡汇率其实是个伪命题,均衡汇率水平不可能确定,它其实仅存在于经济学家的意念中。

医疗改革。一个社会欲使其所有成员安居乐业,确保所有人在任何时候、任何地方都能平等地、以合理的价格享受医疗服务,是非常重要的。因为人吃五谷杂粮,谁都免不了生病。生了病就要去医院看医生。如果病人老是被医院推来推去,人们对这样的医疗体系还会有什么信心?

但如果将出现这一局面的责任归咎于医院和医务人员,显然是有欠公允的。对这一不断加剧医患纠纷的现状,日本广大医务人员也是看在眼里,急在心里,但他们对改变这一现状却无能为力。

那日本的医疗体系到底出了什么问题呢?首先是医生人数严重不足,从而导致各医院很难提供完备的医疗服务。据世界卫生组织2006年的报告,在该组织的192个成员国中,每10万人口拥有的医生人数,日本仅为198人,名列第67位。而其他发达国家一般都在300人上下,意大利高达420人,而俄罗斯更是多达425人!也就是说达到发达国家的平均医疗水平,日本还需要增加一半数量的医生。如果不增加医生而欲提高医疗服务水平,那就只有让医生们加班加点,超时工作。实际上在医疗资源严重短缺的情况下,日本的医生们已经在超负荷运转了,他们的平均工作时间每周都在60小时以上,长达70小时甚至80小时的也大有人在。医生也是人,他们也需要休息以便恢复体力。在长期透支体力后,许多医生无法坚持,不得不选择离开。如今日本每年有4000名以上的医生因精神原因辞去医生的工作。由于医生人手不够,现有的医生不得不没完没了地加班。此举又导致更多医生选择离去,这进一步加剧了医生的紧缺。如此一恶性循环,则不

知伊于胡底。医生们付出的艰辛劳动,得到的报酬却远不如人们的想象。一名日本的教授级医生在芝加哥领取的月薪居然相当于其在东京的年薪,以至其妻子深感震惊。

一旦医疗资源短缺,就会接二连三地产生各种矛盾,例如医患纠纷。如今日本的病人及其家属,动辄就对医护人员发火,这是导致医务人员去意彷徨的又一原因。例如一位主治医师某星期天并非当班,但那天他仍在医院里照料病人。当他刚回到家里,一名绝症病人撒手而去,于是他匆匆赶回医院,孰料病人家属居然呵斥他下跪。由于医疗资源短缺而不断加剧的医患纠纷,使得广大医务人员心灰意冷。而病人及其家属动辄对医务人员发火,也是有原因的。1997年日本将就诊时由个人承担的费用从10%提高到20%,2003年进一步提高到30%,而费用增加后享受的医疗服务却不断下降,除了开头提及的病人为医院所拒绝以外,欲在大医院做手术,至少等1个月以上。还有些医院索性就根本不接受晚期癌症病人,这无疑使得病人及其家属怨声载道。

由于小泉推进的医疗改革对日本全国的医疗经费封了顶(全年为33万亿日元),日本各医院能够利用的资源相当有限。2004年日本人均医疗开支仅为2358美元,而挪威是4000美元以上,美国更是超过6000美元。面对少米之炊,医院真徒唤奈何。有人算了笔账,欲使日本的医疗水平提高到主要发达国家的平均水平,日本的医疗费用总额必须提高到43万亿日元,才能使各医院增加投入,增加医学院校的招生名额,提高做大医疗资源蛋糕来提高服务水平。

看来,不增加投入,产妇和晚期病人被挡在医院门外的事情在日本就很难消弭。