■一言难尽

时机出其不意 目标坚定不移

——危机中的货币政策笔谈之五

◎傅 勇
经济学博士
财经专栏作者

货币政策是否应该为了赈灾而放松？对这个话题如火如荼的激辩戛然而止了：央行6月7日下午宣布，决定上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，在本月内分两次按增加0.5个百分点缴款。地震重灾区法人金融机构暂不上调。

这次调整准备金率的时机却多少有些出其不意：没有“等得及”5月份数据的公布。此前的调整通常是在重要统计数据公布后做出的。在笔者看来，提前调整意在打消货币政策可能放松的猜测，也不想让相关激辩再进行下去。当局强化的一个信号是，从紧货币政策未因年初的冰雪灾害而放松，也不会因四川震灾而改变。

最近，笔者和同事们合作研究了境外金融抗灾的大量经验案例，的确也找不到自然灾难与放松银根的必然联系。

一个给人深刻印象的佐证是，2005年夏季飓风“卡特里娜”重创了美国的南部数州，虽然损失规模惊人，但美国经济当时正处于上升通道中，飓风对整体经济的影响较为有限，美联储仍坚持将打击通胀作为首要任务而执行从紧的货币政策，在飓风过后不足一个月时第11次加息。我国此轮经济周期高峰可能已过，这与美国2005年情况略有不同，但相同的是，控制通胀都是货币政策的首要任务。

当然，灾难发生后，货币政策放松的案例也有，但放松主要不是因为灾难造成了重大损失，而是另有隐情。我们来看两个情况。

一种情况是灾难对市场信心造成严重打击，市场流动性因此显著收缩。2001年“9·11”恐怖袭击之后，危机造成的直接影响在10月份已基本结束，但消费者和投资者信心受到消极影响，GDP增速预测出现下降。监测到这些情况，美联储果断调整了其货币政策，在“9·11”之后的三个月内连续四次降息，累计幅度远大于正常情况，有效提振了市场信心。

另一种情况是灾难正好在经济衰退期发生，为防止衰退加剧，货币政策需要加力放松。台湾地区1999年“9·21”大地震发生时尚未走出亚洲金融危机的阴影，岛内出口就业形势悲观。为此，震后台湾“中央银行”释出1000亿元邮政储金作为项目低利融资。这显然意味着，为配合灾后重建，台湾当局推动了银行信贷规模的扩张。

应该说，上述两种情况均不符合我们的现状。大地震没有影响到经济增长的前景，也没有打击金融市场的信心并导致流动性紧缩；当前宏观经济整体形势也不处于下降通道。

灾难就是灾难。灾难的损失必须有人承担。在多数情况下，主流的灾后融资框架是，损失首先应该按商业合同由金融市场承担一部分，比如，保险赔付。在金融发达国家，巨灾债券发挥了很大的作用。其次，财政（包括各类捐赠）应承担相当一部分，尤其是受灾严重的地区和群体的损失。再次，是政府参与金融市场灾后重建。比如，提供担保，鼓励银行发放重建贷款。最后，余下的损失只能留给私人承担，这是无法回避的。

那么，放松货币政策意味着什么呢？放松货币政策实际上表示，通过扩张货币供给为损失买单。这无异于在战争时期，政府向央行透支，央行多印钞票供政府开支，当然，这终将造成通货膨胀。

一种最简单的货币政策埋单的方案是，央行可以让商业银行免去灾民的债务，然后由央行向商业银行支付这笔损失。然而，这种做法如果说曾经有的话，现在也难觅其身影了。1998年洪灾后，孟加拉国的信贷政策发生了重大变化。之前发生洪灾，银行通常取消受到影响的贷款，而1998年农业贷款大幅增加，但既有贷款只是延迟偿还。台湾当局在“9·21”地震后出台的一系列金融扶持政策是在维持原有债券债务关系的基础上开展的。这也是美国金融业应对巨灾的做法。

因而，一出现重大灾难就要求放松货币政策是缺乏国际经验依据的。

不过，这不是说，我国的货币政策在应对自然灾害难中将无所作为。鉴于我国货币政策较为浓厚的数量型色彩，区域化的货币政策或许比国外拥有更大的操作空间。

我国地域广阔且地区差别很大，即便是同样的货币政策在不同地区间的效应也有所不同。对于货币政策效应而言，地区差别体现在地区经济结构的不同、市场化进程的不同、金融市场深化程度的不同以及金融结构的不同等等。由于货币政策发挥作用需要传导中介和机制，如果各地区的传导中介和机制不尽相同，货币政策在地区间的有效性也就会有大有小，有强有弱。这些方面已引起学术界的重视。

同样，我国的货币政策工具中数量型工具占到了很大分量，在此论宏观调控中，这一特征也得到凸现。自2007年年初至今，存款准备金率共计上调15次，今年也已五次上调。当前准备金率的上缴办法是，各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核。这就为实行地区差异化的存款准备金制度提供了方便。比如，这次调整准备金率规定，地震重灾区法人金融机构暂不上调。因而，可以在保证整体紧缩的情况下，不影响灾后重建的资金供给。

另一个可以发挥的空间是信贷规模。信贷规模的控制在当前的紧缩调控中占有重要地位，除非宏观经济基本面出现逆转，否则信贷规模不会全面放开。不过，信贷规模通常计划到各省甚至各地区，可以局部增加震区的信贷规模额度，以此为灾后重建提供金融支持。

可见，实行差异化的货币政策或能较好地契合我国地区差距大、货币政策工具偏数量型的国情。

从境外金融抗灾的大量经验案例看，找不到自然灾难与放松银根的必然联系。尤其在这场大地震没有影响我国经济增长的前景，也没有打击金融市场的信心并导致流动性紧缩，当前宏观经济整体形势不处于下降通道的情况下。鉴于我国货币政策较为浓厚的数量型色彩，对于灾后重建，区域化的货币政策或许拥有更大的操作空间。实行差异化的货币政策或能较好地契合我国实情。

■金银岛

热钱着眼点锁定五年乃至十年后

◎倪金节
媒体专栏作者，财经评论员

在去年下半年美国次贷危机恶化时大量回流的热钱，眼下又开始悄悄快速地流入中国。

今年一季度，中国外汇储备增加1539亿美元，而贸易顺差和外商直接投资（FDI）仅为688亿美元。以此粗略估算，今年首季难以解释的资金流入高达851亿美元。这一单季的不明原因资金，甚至超过了以往一些年份的全年数据，那么，至今流入中国的热钱究竟有多少？据中国社会科学院今年的一份研究报告，如按照外汇储备减去顺差和FDI的算法，2003年至2007年的“热钱”流入分别为378亿美元、1141亿美元、466亿美元、6亿美元和1170亿美元。而据北京师范大学钟伟教授的估计，到今年底，热钱非常有可能突破6500亿美元，2009年底，这个数字将是8000亿美元。

遥想1997年亚洲金融危机爆发之前，截至1996年底，涌入东亚的热钱约为5600亿美元，直到韩国爆发危机后的1998年底，流出东亚的热钱约为8000亿美元，给东亚带来了惨痛的损失，经济数年一蹶不振。和现今的中国类似，当时这些经济体的房地产和股市的泡沫也很大。

受危机影响最大的泰、韩、马来西亚、印尼、菲律宾等五国，1996年私人资本净流入为729亿美元，1997年净流出为110亿美元，这么巨大的资金流入、流出的逆转，自然为中小规模的东亚经济所难于承受。

危机中，大多数东亚经济的货币和资产价值跌落了30%至40%，银行和企业陷入空前的财务困境。泰国、印尼和韩国不得不向国际货币基金组织求援。到1998年，所有受到影响的经济体，包括金融和企业素质相对良好的新加坡和中国香港，都陷入了严重的经济衰退。

目前，中国承受的热钱流入规模已超出东亚金融危机前整个东亚所承受的规模，但中国GDP规模至多只有东亚危机时日韩加上东盟GDP规模的约四分之一。尽管，中国目前有严格的资本管制，但这真的能够在资本流动逆转时，有效地阻挡热钱撤出吗？

面临着全球通胀、货币紧缩效力有限和美元持续贬值等一系列利空因素，已有学者警示中国经济可能逆转，经济掉头向下，而物价却继续上行，从而出现比1998年通货紧缩更困难的“滞胀”局面。一旦逆转成真，先知先觉的热钱势必将提前嗅出味道而出逃，届时，持续多年堆积起来的楼市和资产泡沫将随即破灭。

当然，就目前情况看，中国经济发生逆转的可能性并不大。对比来看，亚洲各国在危机前，宏观经济都有明显异动。比如，从1995年第二季度开始，受影响最大的东亚五国出口增速迅速下跌，到1996年，印尼经常账户赤字占GDP的比重达3%左右，韩国为5%左右，马来西亚为6%左右，泰国为9%左右。而中国目前的形势却与之恰好相反，迄今还看不到经常账户出现逆差的可能。

尽管今年以来，中国出口名义增长率维持在20%以上的水平，因为出口价格同期大幅上涨，实际增长率可能已出现显著下滑，但纵使10%以上的实际增长依然很是可观，况且这种下滑与美国经济的下滑、人民币升值直接相关，也是商务部门一直所期望的，所以短期内顺差变逆差的可能性很小。故而，相比10年前的东南亚，目前中国的经济形势差异很大，热钱抽逃的宏观背景并不具备。

还有，东南亚各国当年短期外债对外汇储备的比率非常高，泰、韩、印尼分别高达100%，203%和176%。而相比中国1.68万亿外汇储备，眼下2000多亿的短债比例尚小。而且，目前人民币升值的趋势丝毫未减，无风险套利套汇的机会依然存在，热钱更没有理由逃离。一季度，人民币对美元累计升值4%，目前中美存款利率利差为2.14%，因此即便热钱只在人民币和美元之间无风险套利，理论上年收益率最少也在8%以上，如果投资股市和房市获益则更多。

其实热钱短期内虽然是为了博取人民币升值和资产价格的收益而涌至中国，但从更长远看，热钱盯上的远远不止这些。在国内资本账户管制和金融产品极度贫乏的情况下，热钱“惹是生非”的能力实为有限，热钱的利润远不能与当年在金融自由化的东南亚国家相比。

在笔者看来，热钱加速流入中国的真正原因，除了短期内赚取套利的收益之外，更为重要的是着眼于5到10年后，中国金融的可能全面开放和金融市场体系的完善。那时候，以对冲基金为首的热钱就能大施其魔力，通过价格杠杆发挥其最大功效。

正像托尔斯泰的名句所言，“所有幸福的家庭都相似，所有不幸的家庭原因各不同”，历史经验表明，金融危机发生的原因各有不同，不会简单地重复过去的错误。当我们在严密监控热钱异动的同时，彻底实行发展模式和路径的变革，加快经济结构的优化和增长质量的提高，才是上上之策。

胡志明市一角

■内外

遏制热钱减缓通胀 慢升值不如快升值

——我看人民币汇改之五

◎张 明
中国社科院世界经济与政治研究所博士

在国际原油和初级产品价格飙升的情况下，继续保持国内要素市场的低价格来维持经济增长，无异竭泽而渔。我们不能再用低资源价格和环境成本去补贴购买中国制造的外国居民了。我们要为子孙后代留下一个条件尚可的资源储备和环境。虽然油、电、水价格上涨会加大低收入阶层的生活压力，但是政府完全可以用补贴国内石油巨头的数千亿资金，去补贴因为要素价格市场化改革而受损的低收入阶层。

改变人民币升值策略，短期内加快人民币升值速度，并加强对资本流动的管制，有助于遏制热钱流入，并减轻由热钱流入导致的通胀压力。是解决当前中国宏观经济困境的治本之策。

升值、热钱与通胀，可谓当前中国宏观经济三个最重要的关键词，而这三者具有相互作用与相互影响的机制。要弄清究竟什么是导致当前中国宏观经济困境的根源，如何正本清源地梳理中国经济可持续增长的基本面，有赖于我们对者三者作更进一步的观察与分析。

人民币为什么要升值？这主要是为了解决中国经济面临的内外部失衡。内部失衡是指服务业发展相对于制造业发展的滞后。由于服务业产品主要由本国居民消费，而本国制造业产品则既可以出口由别国居民消费，也可以进口别国制造业产品由本国居民消费。在这种前提下，人民币汇率实际上是中国服务业产品相对于制造业产品的价格。由于人民币汇率低于均衡汇率水平，造成中国服务业产品相对于制造业产品的价格被显著低估，这自然会导致更多资源流向制造业部门，从而导致制造业相对发达、而服务业相对滞后的产业格局。由于服务业产品主要由本国居民消费，而制造业产品由本国居民和外国居民共同消费，因此服务业发展滞后无疑有损于本国居民的福利。

外部失衡是指由于人民币名义汇率低于均衡汇率水平，导致中国出现持续的贸易顺差，但这种贸易顺差是以贸易条件的恶化为代价的。贸易条件（Term of Trade）是指一国出口商品价格与进口商品价格的比率。该指数的下降表明，要获得一单位进口商品，中国必须出口更多单位的商品，显然，这有损于中国的整体福利。

必须强调，人民币升值本身并不会导致通胀，而是中国经济基本面在人民币升值过程中所发生的一系列变化，导致了通货膨胀的产生。

变化之一在于，由于中国的劳动生产率增长速度远高于美国，则中国国内的通货膨胀率也将高于美国，因此人民币将出现实际汇率升值。这就是我们曾经提及的巴拉萨—萨缪尔森命题。只要人民币名义汇率升值幅度低于中国相对于美国的通胀速度，那么就会出现人民币升值与通货膨胀共存的局面。

变化之二在于，中国已经承担不起依靠压低国内要素市场价格和环境成本来换取贸易顺差的代价。在过去二十多年内，中国国内的原油、矿石、劳动力和环境成本远低于国际水平，这使得中国出口产品具有显著的价格竞争优势。但是这种出口导向的发展战略是对能源、初级产品和环境的大肆消耗为代价的。例如，由于当前国内成品油价格大大低于国际市场，中国私人轿车市场随之过度发展，由此导致了严重的交通拥堵以及环境污染。同时，在这种价格倒挂下，国内垄断性石油巨头惜售，很多城市出现了“柴油荒”。要素价格市场化改革已经箭在弦上不得不发，但是要素价格市场化改革必然会加剧通胀压力。

然而，尽管如此，笔者仍然认为，目前不能以加剧通胀为由而拖延要素价格市场化改革。在国际原油和初级产品价格飙升的情况下，继续保持国内要素市场的低价格来维持经济增长，是一种竭泽而渔的短期方法。我们不能再用低资源价格和环境成本去补贴购买中国制造的外国居民了。我们要为子孙后代留下一个条件尚可的资源储备和环境。虽然油、电、水价格上涨会加大低收入阶层的生活压力，但是政府完全可以用补贴国内石油巨头的数千亿资金，去补贴因为要素价格市场化改革而受损的低收入阶层。用中金公司的话说，“补油不如补粮”。

当然，总需求过剩也是造成通胀压力加剧的重要原因。在总需求过剩背后，则是货币和信贷增长过快。而热钱流入无疑是货币与信贷增长过快的重要推动力。根据我们的计算，在2005年至2007年，流入中国的热钱累计高达8000亿美元以上，超过外汇储备存量的50%。而进入2008年以来，热钱流入进一步加速。热钱流入除了加大通胀压力外，也会吹大资产价格泡沫。虽然目前中国股市和房地产市场比较低迷，但是只要热钱继续涌入，这两个市场的行情就不会持续低迷。

绝大多数经济学家和分析师认为，热钱迅速流入，除了中美利差之外，主要是因为人民币小幅、渐进、可控的升值策略。这种策略在国际投机者心目中形成了人民币汇率将会不断升值的单边预期，热钱流入于是成了一种无风险套利。在次贷危机造成发达国家金融市场收益率大幅下降的背景下，大量热钱自然会光临中国市场。

目前人民币升值策略的其他选择包括一次性升值或者暂行自由浮动。一次性升值策略的问题在于，政府不可能知道人民币均衡汇率的水平是多少，因此升值或者不到位，或者超调。暂行自由浮动的问题在于，汇率超调似乎在所难免，如果热钱集中撤出，对于实体经济和金融市场的潜在影响难以估量。

然而无论如何，继续沿用现有升值策略将会刺激热钱进一步流入，而这些热钱也终将撤出。因此，如果能够真正加强对跨境资本流动的管制，那么我们就应该考虑其他升值策略。

■浮世微言

另一个越南

◎杨 涛
中国社会科学院金融研究所
副研究员

自1995年加入东盟之后，那个潮湿丛林中硝烟弥漫的越南在世人眼中的形象全然改观。进入21世纪，越南已被认为是“亚洲四小龙”的继任者。从河内的淳朴、顺化的美女、下龙湾的奇观，到胡志明市的繁华与湄公河的妩媚，一个亚洲新兴市民社会的图景正逐渐展现出来。从越南名导演陈英雄的电影中，世人可以看到一个熟悉又陌生、平凡而新鲜的越南，它交织着巨变中的昂奋、东方式的温情，还隐隐流露出杜拉斯的法式浪漫风情。

近几年，越南进入了政治改革的加速期，经济发展日新月异。不幸的是，同时也染上了某些新兴经济体的通病。如今，一夜之间，越南又从国际资本眼中的“香饽饽”，变成了引发新一轮亚洲金融危机的多米诺骨牌之源。

的确，在2008年阴影笼罩的全球经济环境下，越南经济金融指标的恶化，刺激了人们对于新兴经济体的担忧。因为1997年亚洲陷入困境时，美国尚能作为经济火车头，而今美国已陷入次贷泥潭，倘若新兴国家步其后尘，则全球经济将不可避免陷入一场持久衰退。

有一系列糟糕的数据支持着人们的看法：5月份越南通货膨胀率达25.2%，为13年来的最高点，越南盾兑美元的贬值趋势加快，出现货币危机的可能性在增大；资产泡沫有崩溃的迹象，股市从去年超过1000点，目前跌幅已超过一半，房地产价格也大幅跳水；呈现“双赤字”，一方面财政赤字在扩大，2007年达50亿美元，政府债务总规模占GDP的36.5%，另一方面，到今年5月份其贸易赤字已高达144亿美元。

我们知道，越南改革虽被称作“中国式实验”，但某些方面与中国改革同步甚至有所超前。在上世纪中国凤阳小岗村农民开始尝试“包产到户”同时，越南也在部分农村试点了分田承包。1986年的越共“六大”正式确立了市场化改革方向，由此更激发了经济活力，保持了10多年的高增长。在经历了亚洲金融危机的冲击后，进入21世纪，越南发现政治体制改革落后已成为经济发展的主要障碍，此后其突破“渐进式改革”的力度令人瞠目，2006年的越共“十大”展现了全新的改革元素。不仅政府精简、允许在野党成立、差额选举中央委员和重要领导等事件让人瞩目，而且频繁的工人罢工、愈来愈多的外资赌场等都显示出转轨时期的多元化。

然而，所有的“赞誉”之声现在都已不复存在，越南国内外对经济前景持悲观态度的人开始增多。除了经济金融危机的表象因素，笔者认为，有四大根源促使越南陷入当前困境。

首先，过度接受“华盛顿共识”，经济对外依赖性过高，为越南经济困境埋下了隐患。“华盛顿共识”的核心观点之一，就是鼓励新兴经济体建立出口导向型发展战略，不必建立全面的经济体系。长期以来，国际收支失衡就困扰着越南，1986年的改革开放一度使贸易逆差下降，但1993年以后便继续恶化。在亚洲金融危机后，被多数新兴国家所拒绝的“华盛顿共识”，某种程度上却被越南所接受，出口导向型战略虽然使得越南在危机之后恢复较快，但在当前新的国际环境下，再次演变为不利因素。

具体而言，由于越南国内工业化不足、企业竞争力较差，出口的高附加值产品很少，主要靠出口原油、大米、水产品、咖啡、煤炭等来创汇。同时，国内建设需要大量机械设备和原材料，大多只能通过进口来满足。在此过程中，出口价值远远难以弥补进口需要，一定程度上表明了其出口导向战略的失败。

其次，政府改革出现了内在悖论。一方面，近年来越南改革的“小政府”目标更明确，不仅重视党和政府的机构精简，而且也加速了国有企业的股份制改造，这种“放权让利”造成了财政收入占GDP比重的下降。另一方面，中央财政用于减贫的转移支付不断增加，并且为了通过发展进口替代战略，政府还需要大量公共建设投资，来增加对外资的吸引力。这样，久而久之，政府财政便难以为继，只能靠借债度日了，但同时也为越南博取了“国穷民富”的称号。

另外，金融开放步伐加快，总是一把“双刃剑”。自2007年初加入WTO之后，越南金融开放程度不断提高，银行业和资本市场都“热切”地向境外“招手”。事实上，为了弥补国际收支差额，越南一直靠加快资本项目自由化和金融开放来吸引外资。在经济基础尚显薄弱、政府金融监管能力不足的情况下，这更增加了经济中的不稳定因素。一则，如同许多新兴经济体一样，越南一度也沉溺于“资产价格幻觉”中，股市和楼市暴涨，似乎意味着金融和资产新贵强国的诞生，到头来却只是“南柯一梦”；二则，“热钱”兴风作浪更容易，助推越南金融市场“过山车”行情的，除了欧美投机资本，恐怕更多是来自亚洲的短期资本。

还有，越南虽一直谋求尽快融入世界经济体系，但在参与区域金融一体化方面却有所滞后。如越南虽参加了2000年的《清迈倡议》，却并未签署任何旨在抵御货币危机的双边货币互换协议，只是在今年才与日本达成合作意向。缺乏外部金融合作，是越南与其他亚洲国家很不同的地方，这使越南失去了维持市场信心的“安全网”，应对短期货币冲击的能力大为下降。