

■金融圆桌·“解构中国通胀”之三

通胀弈局 货币政策如何落子

嘉宾

彭兴韵 中国社会科学院金融研究所货币理论与货币政策室主任
诸建芳 中信证券首席宏观分析师
高伟 国务院发展研究中心金融研究所研究员

意料之外的时间、意料之外的力度,央行6月7日宣布上调存款准备金率1个百分点的政策大为出乎市场预期。未隔几日,邻国越南央行宣布大幅上调基准利率200个基点。

一周之后,国家统计局公布了5月份PPI和CPI数据,虽然居民消费价格水平同比增速回落到8%以下,但是PPI增速的冒尖却让市场对于未来的通胀形势不敢掉以轻心。存款准备金率的意外上调因此更被看作是央行应对通胀所果断落下的一子。

在存款准备金率年内5次上调的同时,商业银行的存贷款利率却还保持在去年年底的水平上,今年一次未动。对于数量型工具的青睐和对于价格工具的冷落,这也是中国和越南货币政策的一处差异。

但无论货币政策以怎样的形式布局,在全面应对通货膨胀的弈局中,它都是最不容忽视的一个角色,也是在本轮应对通胀战役中最早行动起来开始举起紧缩旗帜的。

随着内外形势的复杂化,“从紧的货币政策”这个表述开始被赋予越来越多的内涵和外延。本期金融圆桌,即希望挖掘更多字面之外的意义,来充分描述货币政策此时的状态和所面临的选择。

◎本报记者 秦媛娜



上海证券报:5月份CPI的增速为7.7%,较前期高点有所回落,但是对于未来的通胀走势,市场预期并不乐观,您怎样认为?货币政策将何去何从?而同时由于地震等自然灾害以及外部经济环境变化的影响,市场中开始出现一些担忧,害怕经济增长滑落,从紧的货币政策会加剧这种情况。但是货币政策如果不从紧,通货膨胀的恶化又会更加严重。货币政策的松紧度应该怎样把握?

诸建芳:通胀要全面衡量,除了要看CPI,还要看PPI。从CPI来看,如果今年再没有重大的意外事件,总体趋势该会逐渐下降,但是PPI可能还会向上走一段,现在还不是最高点。至于PPI是否会传导到CPI上,很大程度上取决于政策走向。因为我们现在还在实行价格管制,最典型的是对成品油、电价的限制,如果管制不放松的话,这种传导效应在短期内是比较微弱的,但我们认为最快在今年年底限价政策可能会有一定的调整。

我们的货币政策年初就定了从紧的基调,年内改变的可能性不大。至于地震等自然灾害带来的影响,可能会采取一些措施,一方面从紧基调维持,对货币供应、信贷增长的控制还按原来的计划进行,但另一方面可能采取一些特殊的政策,比如在灾区重建时,可能会在信贷投放上有一定的考虑,而且不会挤占我们年初定下的信贷投放额度,进行特事特办。

从整体的效应来看,反通胀的确会牺牲一定的经济增长,经济增长速

度会从去年高位回落,这里面包含两部分,一部分是确实需要降下来的,我们认为,去年经济实际的增长已经超过了潜在增长的能力,带来的结果就是严重的通胀、资源偏紧等,这种下降是合理的;另外一部分就是经济本身的一定牺牲。

彭兴韵:市场预期不乐观的原因主要是因为PPI增速还比较高,但是我认为整体情况可能不像大家想象的那么悲观。从整个宏观经济周期来看,CPI的上涨和经济的预期是一致的,如果经济增长趋势真的放缓,投资需求有所减少,那么大宗商品价格的持续上涨也是比较难的。

我们的货币政策主要任务是反通胀,但是从今年的操作来看,主要还是专注于流动性管理。今年央行提高了5次存款准备金率,最近一次提高了1个百分点。但任何国家的货币政策都要遵循一个谨慎性的原则,避免出现矫正过正的情况。今年年初的特大冰冻雨雪灾害,5月份的汶川地震以及最近南方的暴雨天气,这些不可预料的自然灾害对于我们的调控的确是有一些影响的,其冲击也是

政策需要考虑到。

高伟:数据确实让人乐观不起来。首先,石油、电、水的价格没有放开,如果放开则价格上涨的压力是很大的,国际上的价格上涨,将对我国产生越来越大的影响;第二,PPI价格上涨很猛,这说明价格上涨扩散到食品以外的商品,新的《劳动法》实施后,劳动力成本也将不断上涨;第三,每年的3、4、5月份蔬菜、水果的价格都会下降或者比较平稳。工资和物价同时上涨,这对通胀来说不是什么好事。所以,我认为,CPI上涨的压力还是很大,近期还要坚持从紧的货币政策。当然,控制通胀,光靠货币政策是不够的,好要发挥财政、外贸等其他手段的作用,比如对出口食品征税,对进口食品补贴;要注意保护普通老百姓的利益;要激励生产,增加供给,鼓励节约。

地震过后,需求仍然比较旺盛,考虑到存款准备金率上调的空间已不大,可以适时应该考虑加息。加息不仅可以抑制通胀和负利率,还可以提高资金的使用效率。同时还要加快人民币对美元升值的速度。

上海证券报:目前越南正在经历的危机能否给我们带来一些启示?由于在前期未能有效抑制住通胀,现在不得不被动应付,这一点教训是否会让您坚定继续实施从紧货币政策的决心,防止类似情况在中国上演?6月7日央行一次性上调1个百分点的存款准备金率是否可以看作是这种决心的体现?

高伟:2007年底时,越南就已经出现了通胀的苗头,但他们没有重视,没有采取措施。今年1-5月,越南吸引外资的项目仍达到300多个,不久前,越南总理还批准了一个将河内再扩建两倍多的计划。越南的教训再次告诫我们,通胀虽是一种货币现象,但如果物价控制不好,不仅经济会陷入停顿,还会引发严重的社会问题。今年是我国的多灾之年,奥运马上临近,稳定压倒一切,必须高度重视通胀问题,马虎不得。

彭兴韵:越南的问题有他的特殊性。每一个国家的通胀率,表现差异是很大的,同样面对石油、食品价格上涨,为什么有的国家通胀率低,有的却很高,这里面有统计的差异。我认为我们放大了越南危机的严重性,中国在1993、1994年的时候也是类似的情况,高通胀、高逆差、人民币有贬值压力。越南危机导致周边国家发生新

的金融危机的可能性极小,因为各国的金融体系较之1997年时已经有了很大的变化,外汇储备规模也是当时不可比拟的。

但是现在中国的确应该加强对资本流入的监控,这些资金对中国的宏观调控产生了很多负面的影响。资本流入带来最直接的就是流动性的冲击,导致了央行连续提高存款准备金率,最近一次上调也应该是与外汇储备规模增长较快有关。

上海证券报:那具体到从紧货币政策的方式上,市场普遍认为央行对于价格工具的使用会慎之又慎,因此加息的预期也相当弱,您怎么看?数量型工具会一直唱主角吗?目前价格和数量工具在政策调控中所呈现的这种格局有什么利弊?

彭兴韵:在连续上调存款准备金率之后,银行感到了流动性的相对吃紧,但这恰好就是我们的货币政策想要达到的效果,货币政策的主要就是要让商业银行资金感到相对紧张,没有资金去随意发放贷款。而央行慎用加息政策,主要是考虑了中美利差关系,以及他在用升值的办法来取代利率工具的调节作用。但是可以说,现在央行的货币政策进入了一个死胡同。在现有的汇率机制和外汇管理体制没有根本变化的情况下,讨论其他一切工具来稳定宏观经济,效果都不是最好的,央行的货币政策只能是疲于被动应付,而不是主动应付通胀问题。数量型工具是不得已而为之,但也是相对更加有效的。

如果未来美元升值、美联储加息,那么会对我们的货币政策有一定的帮助,也会给我们的汇率机制改革创造比较好的外部条件。

诸建芳:从效果来看,加息和上调存款准备金率都有紧缩效应,因为准备金率也会影响银行资金,从而影响市场利率,这是各种政策具有方向一致性的,但是也有不一致的一面。比如加息,中美利差扩大,人民币汇率压力会更大,这时政策组合需要有一个整体的考虑。

现在比较多用数量型工具,少用价格工具。虽然现在负利率情况非常严重,但是随着CPI的下降,负利率的情况也会改善,而且利率过高也会影响实体经济,我们认为加息的空间也不会很大,但年内不排除加息的可能。存款准备金率则还有上调的可能,到20%的可能性也是比较高的。

单从货币政策的角度上考虑,央行现在做的还是比较合适的,但是如果从整个宏观调控的角度上看,通过货币政策调整对控制目前的通胀,很难达到整个目标,还应该采取一些结构性的调整,比如价格改革的推进。

高伟:能通过数量型工具控制信贷规模,那是最好。不过现在一年期贷款利率是7.47%,低于通胀率。贷款实际负利率,刺激了企业的贷款冲动,现在银行的行长们真正找到了当行长的感觉了。要想从源头上控制通胀,真正有效的办法还是加息。

■记者观察

向左向右 货币政策两难

◎本报记者 秦媛娜

过去的两年时间里,央行8次加息,可是1年期贷款利率的累计上行幅度也不过为180个基点,与1993年两次利率政策重锤出击时所带来的324个基点的上行相比,实在是不算什么。

同是通胀问题,时空变迁,货币政策所面临环境的复杂性也不可同日而语。加息,这个理论上最为简单有效的紧缩性货币政策在15年前曾在应对通货膨胀的过程中被委以重任,而今日,却被央行“置于高阁”,慎用使用。

事实上,面对从3%一路上行到5%再到8%不断刷新纪录的CPI增速,货币政策从稳健到适度从紧再到不断“与时俱进”。但是在不得不承认,在日趋复杂的条件下,一些理论上再简单不过的道理到了现实中也有着“难言之隐”,上述加息工具的慎用便是一例。

原因并不复杂,市场分析认为,加息会造成中美利差的继续扩大,吸引更多外汇资金流入中国进行无风险套利,从而加剧国内流动性过剩的难题,这是央行慎用利率工具的重要原因。

出于这样的考虑,货币政策将更多的担子放在了数量型工具身上,今年央行共5次上调存款准备金率,目前已达到17.5%的水平,利率却在今年未进行调整。

但是也有不少专家或市场人士认为价格工具仍应当有所作为,因为只有利率才能改变资金成本。并且进一步的根据是,正在饱受高通胀煎熬的邻国越南加大了利率提高的力度,印度等国家也在通过加息抑制通胀,评级机构穆迪报告称,政府应该全力通过加息来控制通胀。外部经济的变化也在给中国提醒——不要等到问题更加严重的时候才意识到提高利率、紧缩银根的重要性。

于是,加息——中美利差扩大——热钱加快流入——流动性过剩,如果加息,有顾虑。不加息——资金成本低——需求旺盛——推高通胀,如果不加息,也有顾虑。

事实上,对于具体工具的选择,这还只是货币政策所要面对的两难问题之一。除此之外,诸如如何平衡好经济增长和从紧货币政策之间的关系、如何在互有矛盾的货币政策目标之间进行取舍,这些都是央行货币政策所要面临的向左走、向右走的选择。

这一点,央行早有意识,周小川在5月份参加陆家嘴论坛时坦言了这种矛盾。“转变经济增长方式要求扩大消费需求,防止物价上涨又说要控制过度的需求,这个目标怎么能够实现呢?”

他给出的答案是,通过在结构上的取舍来解决矛盾,例如增加非食品方面的消费需求,防止对物价形成的挑战。这也许是一个聪明的解决之道。而“战斗”并未因此一劳永逸,面对更多的两难抉择,货币政策的制定者和执行者还需更多的智慧。

上海证券报:关于汇率,在去年末今年初,用人民币升值抑制通胀的声音曾相当强,但是人民币在4月份之后升值速度明显放慢,是因为管理层认为升值抑制通胀的作用有限才做出调整吗?您认为升值的确能起到紧缩的作用吗?

彭兴韵:通过升值来抑制通胀是一个非常致命的错误,这事实上直接导致了准备金率的频繁上调。理论上升值对紧缩的作用是基于两个假设:一个是升值后进口品价格降低,可是我们的CPI统计中有多大比重是进口品?如果比例是很小的,那么升值对于CPI指数的影响是微乎其微的;二是升值可以平衡国际收支,减少顺差和外汇占款,但事实是,顺差增速在下降,但是规模并没有减少,而且其他资本的流入不但填补了顺差增速下降产生的缺口,而且还有更多资本流入,最终外汇储备增长的速度还在加快。

而且从综合的影响来看,资本流动的速度比贸易顺差的变化要快得多,其流进流出对货币稳定会产生影响,给金融体系、汇率稳定带来更多不稳定的因素。

诸建芳:升值至少对遏制输入型通

胀是有积极意义的,但是这在CPI里面反映的非常小,输入型通胀事实上最主要的体现是在PPI上。之所以人民币的升值与PPI的上升同时出现了,主要是因为升值速度没有进口产品价格上涨的速度快。但这并不是说升值速度一定要追上进口产品价格上涨的速度,单靠汇率是不能完全解决输入型通胀问题的。

高伟:5月下旬后,美元走强,人民币兑美元汇率维持平台震荡。5月全月人民币对美元升值0.76%,是个历史平均水平,比较正常。

升值能起到紧缩的作用。举个例子说,我国大豆加工企业的大豆主要来自国际市场,假如大豆国际价格以美元计算上涨20%,美元兑人民币汇率稳定,这就意味着大豆的人民币价格也会上涨20%。但如果人民币兑美元汇率每年上涨10%,那么进口大豆带来的通胀将下降10%。

上海证券报:越南在与通胀对抗的过程中采取了哪些具体的紧缩性货币政策,对于我们的启发有哪些?

高伟:从11日起将越南基准利率由原来的12%上调至14%,把再贷款利率从原来的13%调至15%,贴现利率从原来的11%调到13%,允许各商业银行的最高贷款利率由原来的18%调高到21%。越南国家银行还决定,把越南盾的参考汇率调低2%。效果如何,还有待观察。

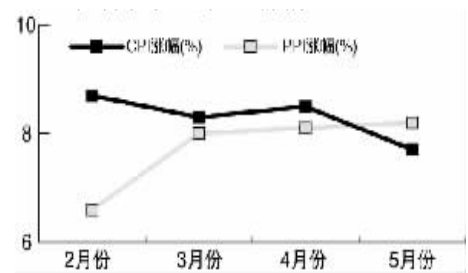
越南的经济总量虽然不大,只有700亿美元,但中国是越南的第一大贸易国,07年中越双边贸易额150亿美元,其中中国对越出口120亿美元。两国的经济关系还比较密切的。

越南的经济形势如何,需要引起我们关注。

彭兴韵:越南对我们最直接的借鉴就是,要防止通胀上涨到两位数以上。当然,中国出现这种情况的可能性比较小,我们必须要继续执行从紧的货币政策,方向不能马上改变,特别是不能向市场传递出一种要改变的预期。

诸建芳:越南的情况与我国还有一些不一样,越南政府考虑的主要还是增长优先,类似于我们在上世纪90年代时的情况。但是借鉴也有,我们的政策应当谨慎、保持稳健。

今年以来CPI、PPI涨幅



央行自2006年以来加息概况

最新调整日期	一年(定期存款—整存整取)	一至三年(贷款)
2006-4-28	2.25	6.03
2006-8-19	2.52	6.3
2007-3-18	2.79	6.57
2007-5-19	3.06	6.75
2007-7-21	3.33	7.02
2007-8-22	3.6	7.2
2007-9-15	3.87	7.47
2007-12-21	4.14	7.56

自去年以来存款准备金率上调一览

信息发布日期	生效日期	存款准备金率类型	存款准备金率(%)
2007-1-5	2007-1-15	存款类金融机构存款准备金率	9.5
2007-2-16	2007-2-25	存款类金融机构存款准备金率	10
2007-4-5	2007-4-16	存款类金融机构存款准备金率	10.5
2007-4-29	2007-5-15	存款类金融机构存款准备金率	11
2007-5-18	2007-6-5	存款类金融机构存款准备金率	11.5
2007-7-30	2007-8-15	存款类金融机构存款准备金率	12
2007-9-6	2007-9-25	存款类金融机构存款准备金率	12.5
2007-10-13	2007-10-25	存款类金融机构存款准备金率	13
2007-11-10	2007-11-26	存款类金融机构存款准备金率	13.5
2007-12-8	2007-12-25	存款类金融机构存款准备金率	14.5
2008-1-16	2008-1-25	存款类金融机构存款准备金率	15
2008-3-18	2008-3-25	存款类金融机构存款准备金率	15.5
2008-4-16	2008-4-25	存款类金融机构存款准备金率	16
2008-5-12	2008-5-20	存款类金融机构存款准备金率	16.5
2008-6-7	2008-6-25	存款类金融机构存款准备金率	17.5
2008-6-7	2008-6-15	存款类金融机构存款准备金率	17