

中美调控周期差异带来哪些挑战

中美调控周期差异的深刻背景首先源于中美两国经济结构以及在美元币值大幅波动中所受影响的巨大不同。中美经济增长模式的不同也导致调控周期的差异。在中国宏观调控受到美国货币政策严重冲击的情况下,宏观调控政策的效果会变得更加难以预期。因此,中国的调控周期应着力避免与美国调控周期的明显冲突,调控政策的前瞻性和灵活性是应对美国调控周期冲突的重要手段。

◎齐亮

在中国实施以“双防”为目标的从紧”货币政策之时,美国进入了扩张周期。热钱”的流入对冲了我国紧缩的效果,增加了中国调控工具选择的难度,并间接由大宗商品价格的上涨推动了国内的通货膨胀压力。中国宏观调控正受到美国货币政策的严重冲击,宏观调控政策的效果变得更加难以预期。

虽然最近一段时期,市场预期美国将停止降息,美元出现升值,国际热钱流向出现了微妙变化。但是,当前美国调控政策可能出现的暂时性紧缩有可能使国际经济形势更加复杂,进一步加大中国调控力度的掌握,进一步加大对美国调控力度的把握,效果评估的难度和中国硬着陆的风险。

在此背景下,中国的宏观调控面临很多新的情况。学术界对宏观调控下一步政策取向也产生了不同的看法,存款准备金工具是否使用过度?是否应该加息?如何防止热钱的大规模进出?如何应对原油价格高涨?面对越南金融危机,中国的宏观调控应如何应对?这一系列问题成为中国当前宏观调控面对的棘手问题,又都与美国的扩张政策有非常直接的联系。因此,有必要在总结前期宏观调控成效的基础上,进一步思考美国调控政策形成的逻辑及其对我国宏观调控的影响,合理调整政策,使宏观调控取得更大成效,防范中国经济在当前复杂形势下可能出现的重大风险。

一、中美调控周期差异形成的根源

在实际经济运行中,中美调控周期变化的触发因素会有不同,两个经济体之间相互影响的传导会有时滞,这些因素容易导致中美调控周期的自然差异。

当前宏观调控应避免与美国调控周期冲突

1、中国的调控周期应着力避免与美国调控周期的明显冲突,调控政策的前瞻性和灵活性是应对美国调控周期冲突的重要手段。

如果中国的调控政策在节奏上与美国调控政策基本一致,中国调控可能取得效果的可能性就大。当美国实施经济扩张政策的时候,中国也实施扩张政策,中国扩大的生产能力才有可能找到合适的市场;同样地,当美国实施紧缩政策的时候,中国也实施紧缩政策,才能较好地防止需求不足的困境。否则,中国的调控政策效果可能受到美国相反调控政策的干扰。当然要做到这一点有相当的难度,要求中国的调控政策具有相当的前瞻性和灵活性。特别是当前美国政策多变的时候,中国调控政策的灵活性就显得更加重要。

2、中国在进行调控政策选择时,需要将美国作为“利益攸关方”,除了考虑调控政策在国内的影响外,还应该考虑对美国可能产生的影响。

前美国国务卿佐立克以“利益攸关方”一词描述中美关系,这一词也能很好地表述中美经济关系。中国在选择宏观调控政策时就需要对美国调控政策有正确预期的基础上,考虑中国的政策对美国可能产生的、有益于中国的经济影响。

(1) 适时推动资源品价格改革,中国应对美元贬值的长期性、对资源品价格的高位运行的长期性要有充

以亚洲金融危机后的经济扩张周期为例,中国和美国采取扩张政策的时间相差约3年。中国在1997年明显受到亚洲金融危机的影响,因而很快进入了扩张周期。人民币存款利率从1997年9月的7.47%开始下降,到1999年6月下降到2.25%,到2002年3月,进一步下降到1.98%;人民币存款准备金率从1998年3月一次下降了5个百分点,降到8%,1999年7月再调低2个百分点,下降到6%。

美国经济由于受亚洲金融危机的影响较小,1998年到1999年都保持了较好的增长形势,2000年才出现明显下降周期,从而进入经济扩张周期。美联储在2000年12月开始调低利率,降息前联邦基金利率为6.5%,经过1年时间的连续下调,到2001年11月下降到了1.75%,此后在2003年6月下降到1%并维持了1年之久。

1、中美调控周期差异的深刻背景首先源于中美两国经济结构以及在美元币值大幅波动中所受影响的巨大不同。

从最近40多年来美国GDP构成变化来看,美国经济不断轻型化,制造业在美国经济中的重要性不断下降,私人消费占比不断上升。2008年1季度,在美国GDP构成中,私人消费占70.83%,政府采购占19.92%,投资占14.45%,净出口为-5.2%,私人消费和政府采购占美国GDP之比合计高达90.75%,消费为主的经济结构特征表现得非常明显,而以金融业为主的服务业在美国GDP中的比重上升尤其快。

与之相比较,中国的GDP构成及变化过程中都表现出很强的生产型特征。从1978年到2006年,投资所占比重从38.21%上升到42.55%;居民消费占比从48.78%下降到36.23%;政府消费占比从13.31%略升到13.70%;净出口占比从-0.31%明显

分准备。只有适时推动资源价格改革,使其更好地反映国际市场价格变化,让国际社会特别是美国共同分担大宗商品涨价的影响,避免中国承担不能承担的后果。当前最突出的问题是成品油价格倒挂的问题,中国的低油价通过低价出口商品补贴了国外消费者特别是美国消费者,更使其对高油价的承受能力提高,可能使油价高企的时间延长。反之,当中国成品油价格充分反映到出口商品价格,会使美国通胀水平更好地反映油价上升的影响,使美国政府更认真应对原油价格问题。

令人欣慰的是,6月20日发改委终于上调了成品油价格。但更为重要的是,中国应尽快理顺成品油定价机制,使国内成品油价格很大程度上及时反映国际市场价格变化。

(2)以人民币汇率的双向波动应对美元汇率的变动,加快市场均衡条件下人民币汇率的形成。国际上对人民币的升值或贬值要求,更多地会出于政治逻辑,而不是经济逻辑。他们可能今天要求人民币升值,明天就唱衰人民币,这不是不可能发生的事情。在当前情况下,我们既有理由担心人民币的长期升值预期导致热钱大量进入,又有必要担心人民币升值进程结束可能带来的热钱大规模流出。

中国应该对合理的人民币水平有自己的测算,有了这样的基础才可能制定出切实可行的汇率改革机制。从理论上说,一国货币的汇率水平主要受真实贸易需求及热钱追逐两大因素的影响。从贸易需求因素考虑,通过购买力平价、利率平价等理论,应该可以测算出比较合理的人

上升到7.53%。

基于中美两国GDP构成的变化,中美能源消费占全球能源消费的比重呈现出相反变动的趋势。美国在全球能源消费总量中的比重自2000年以来下降14个百分点,从35%下降到21%左右。与此同时,中国在全球能源消费中的比重2000年以来几乎提高了一倍,从8%左右上升到15%以上。现在,中国已经成为原油、铁矿石、有色金属等国际大宗商品的

最大用户之一,特别是在新增需求中所占比例超过1/3。由此可见,美国受大宗商品价格的影响较小,而中国受国际大宗商品价格的影响程度则不断提高,两国对美元贬值导致的大商品价格上升自然会有不同的感受,并进而可能导致宏观调控取向或紧迫性上的差异。

2、中美经济增长模式的不同是导致调控周期差异的另一个重要根源。

美国经济增长模式是以通过向世界各国输出美元、再从世界各国获取其所需商品为主要特征的。美国宏观调控政策目标就是保持其通过美元工具可持续地从世界各国获取所需的能力,其宏观调控必须围绕着可持续的美元输出而展开。货币扩张可以帮助美国维持其增长模式,从而决定了政策性扩张带有长期性、趋势性、紧缩是暂时的、波动性的。

中国经济的增长模式是通过自己的商品生产及劳务活动,在向国内及国际消费者提供商品的过程中,创造增加值,实现经济可持续发展。货币政策目标要利于保持总供给和总需求的平衡,要兼顾币值稳定、经济增长和物价平稳,防止经济的过冷和过热。长期性的扩张政策不可能帮助中国实现这些目标,不可能是中国宏观调控目标选择,这是中美在不同的宏观目标下形成调控周期差异的另一个重要原因。

二、美国在长期性扩张政策中获益颇丰,而中国经济则因此需面对巨大挑战。

1、美国货币扩张和美元贬值,可以使其变相削减全球债务。

初步估算,2003年以来的五年间,通过美元贬值,外汇储备国则因美元贬值损失达4147亿美元,相应地美国得到4147亿美元的额外利益,约占到美国年财政支出的20%。

2、从统计数据看,美元贬值使美国财政赤字占GDP的比例下降,可以在一定程度上改善美国的财政收支状况。

1970年代以来的近40年中,除1995到2000年美国的财政赤字占GDP之比与美元币值同向波动外,在其他时期,美国的财政赤字都与美元币值呈反向波动,表明在美元贬值时期,美国财政平衡状况还有所改善。

3、某种程度上,美元贬值与美国政府扩大政府债务及财政支出存在因果关系。

这在统计数据上表现为随着美国财政支出和政府债务占GDP比重的上升美元出现贬值,1994年-2007年美国政府债务占GDP之比与美元指数走势的走势对此有很好的解释作用。

4、在美元贬值的过程中,美国金融业的利润大幅增长,并成为美国企业主要的利润来源。

观察美国金融业及非金融业的利润表现,可以看出,近40年来美国金融业盈利占比迅速上升,成为美国企业盈利抵御美元币值波动和大宗商品价格上涨影响的最重要因素。

从美国企业利润结构特征可以看出,20世纪60年代以来,美国制造业盈利占全部企业盈利的份额从50%左右逐渐下降,在2000年左右一度下降到接近于0,目前这一占比维持在20%,下降的趋势是非常明显的。

与此同时,美国金融业实现盈利的重要性不断提高。1969年3月,美国金融业盈利占比为14.88%,2001年底一度达到45.3%,目前为35%左右。从美国金融业盈利与美元币值变化的关系看,无论美元升值或贬值,美国金融业的利润基本上保持上升的态势,但美元贬值时期升幅更快。这可能表明是美国金融企业利用美元贬值或升值对大宗商品价格的影响,在商品期货市场或外汇市场上大获其利的结果。

5、中国则面对着美国扩张性政策的巨大挑战。

美元储备的贬值是最简单直观

的影响。从2003年3月到2008年3月,5年间中国新增外汇储备1.37万亿,仍以同期美元贬值27.39%、外汇储备的美元比例为65%估算,中国在这一阶段新增美元储备的贬值应达1332亿美元。更严峻的形势则是热钱加速流入,通过外汇存款投放的基础货币快于存款准备金工具收回的流动性,对冲了紧缩的效果;美元贬值、原油价格、粮食价格这些因素成为推动国内CPI继续上升或保持高位的重要因素,构成中国控制CPI上升的重大挑战。

在对策上,则增加了我们运用调控工具的难度。在正常情况下,宏观调控应该充分发挥利率工具的作用。但是,在本次宏观调控中,利率工具的使用力度非常有限。从使用频率看,央行最近一次调高存款利率是去年12月份,在CPI不断升高、负利率水平不断扩大、央行没有调高利率。央行迟迟不提提高利率,在很大程度上是担心利率提高会进一步吸引热钱的流入。但是,宏观调控中如果不能自由地选择调控工具,特别是不能灵活地运用利率工具的话,调控的效果会受到较大的影响,负利率使企业和居民保持较高的投资积极性,不利于正确引导投资者的预期,使投资增速过快,调控效果受限。

近期,越南金融风暴就是世界经济形势的复杂性、多变性的生动案例,在美元对世界经济仍具有巨大影响的情况下,新兴市场经济体脆弱性表现得非常明显。

宏观调控的最高境界是实现经济“软着陆”。而软着陆能否实现很大程度上取决于当局对所采取的调控政策的效果能否有比较准确的评估,以及实体经济对宏观调控政策作出反应的不可测性。由于市场经济体系仍然不完善,中国的经济体对宏观调控中经济政策的反应并不是很灵敏,因此,调控效果的评估本来就存在较大的难度。

而在中国宏观调控受到美国货币政策严重冲击的情况下,宏观调控政策的效果会变得更加难以预期,调控面临着两难的选择:如果调控力度偏小,可能无法对冲美国扩张性政策的影响,导致中国经济处于偏热状态的时间过长,并因此增加硬着陆的风险;如果中国的宏观调控力度过大,且与此同时,美国的政策由长期扩张转向阶段性的超预期紧缩,则会造成热钱加速流出,中国经济硬着陆的风险也会加大。

(作者单位:中国银河证券公司)

今日看板

影响中国经济的“堰塞湖”

◎陆前进

汶川大地震中堰塞湖的危险为大家所熟知,目前我国“利率倒挂”、“成品油价格倒挂”和“粮食价格倒挂”形成了中外利率和价格的落差,构成了中国经济的堰塞湖。笔者把中国经济的“堰塞湖”分为两种。

一是金融市场上的“堰塞湖”。中美利率倒挂和人民币升值导致投机资本在中国能够获得更高的收益。如果考虑我国实际情况(不考虑交易成本),国外投机资本投资在国内的收益率

为人民币利率加上美元对人民币贬值的幅度,它包括利息收益和人民币升值后货币的汇兑收益;投资在国外的收益率为美国的利率。因此当人民币利率加上美元对人民币贬值的幅度等于或小于美元的利率,则投机资本流入不会获得利润。只有当人民币利率加上美元对人民币贬值的幅度大于美元的利率,则投机资本在国内投资的收益要比在国外投资的收益大,投机资本流入会获得更高的收益。

从人民币和美元的基准利率,以及人民币升值的趋势来看,热钱流入能够获得较高的收益。

在我国,投机资本既有套利又有套汇的机会,因为人民币利率和美元对人民币的贬值幅度都大于美元的利率。现在人民币一年期的利率为4.14%,联邦基金利率为2%,从人民币升值的速度来看,通常预测一年可能达到10%,则美元对人民币的贬值幅度要超过10%,因此投机资本在中国的收益率要大于4.14%+10%,远远高于2%,差幅要大于12.14%,也就是说,投机资本在中国待一年,收益率要高于14.14%,比在美国投资的收益率要高,差幅超过12.14%。因此可以看出投机资本流入,即使什么都不做,超额利润率也是相当高的。也就是说投机资本在美国能够获得的收益率,远远高于能够在美国获得的收益率,国内外收益率的落差非常大。

二是商品市场上的堰塞湖。成品油价格倒挂导致成品油市场的不稳定,国内成品油需求大幅度上升,引发国内油荒和排队加油的现象。我国原油的价格基本上和国际价格接轨,但成品油价格和国外有一定的落差。国内成品油价格倒挂导致成品油企业囤积惜售,限量供应等,在利益的驱使下,成品油走私也有加剧的趋势。因此国家发展和改革委员会19日宣布将汽油、柴油价格每吨提高1000元,航空煤油价格每吨提高1500元。尽管如此中石化和中石油相关负责人仍认为国内油价与国际油价倒挂严重,之间仍存在4500元左右的价差,这意味着,目前国内成品油价格与国际市场价格相比每升仍有3-4元价差,也就是说国际上的成品油价格按照国内人民币汇率换算过来仍有3-4元差。

粮食价格倒挂也是一个影响中国经济的重要因素。最近国际粮食价格不断上涨,国内粮食价格低于世界粮食价格,如国内大米价格和国外大米价格甚至相差到4至5倍,在我国,粮食供需基本上能够达到平衡,但不能忽视国内外粮食价格的倒挂现象,国内粮食价格倒挂导致粮食走私抬头,在我国广东、云南和新疆等边都有走私粮食的现象,甚至有愈演愈烈的趋势。怎样化解我国经济“堰塞湖”问题,笔者认为可通过以下几个“导流渠”解决问题:

一是控制人民币升值的步伐。目前对于投机资本而言,既能够套利,又能够套汇,尽管中美利率倒挂,但是央行今年很少使用利率工具,利率差大的空间有限,投机资本更看重的是人民币升值的趋势,预期人民币升值的幅度越大,投机资本的获利也就越高,控制人民币升值的节奏将有利于控制投机资本迅速获利,增加其时间成本。

二是央行应该谨慎使用利率工具。在人民币升值的条件下,利率提高会导致中美利率进一步倒挂,必然会进一步刺破投机资本流入,加剧宏观经济内外不均衡。因此目前从紧的货币政策数量型工具仍然优于价格型工具。

三是提高成品油价格,理顺国内成品油价格。通过提高价格,使成品油价格真正反映炼油企业的生产成本,消除价格倒挂,减少财政补贴,让市场来调节,这有利于促进用油企业节能,也有利于增加供给,遏制投机。

四是把对粮农补贴转变为提高粮农价格。我国粮食价格较低也反映了国家对粮农的大量补贴,这些补贴维持了农民的收入和相对较低的粮食价格。为了促进粮食生产的发展,应该发挥市场机制的作用,通过价格提高来增加农民收入和激励农民种粮的积极性,进一步稳定粮食生产。

总之,在目前国内通货膨胀压力较大的情况下,怎样进行价格体制改革和价格体系调整是一项艰巨的任务,价格调整的步调、幅度、时机的把握都是对政策制定者智慧的考验。

(作者为复旦大学国际金融系副教授)

热钱进出情况而定。从使用存款准备金率回收流动性的效果看,2006年初到今年3月末,央行只是大致回收了新增的流动性,并没有减少存量流动性。如果今年热钱继续流入的话,央行还可以再提高存款准备金率,而且不能设定上限。但是,热钱的流动具有不确定性,现在也不能排除很快出现热钱退出的可能,特别是发生了越南金融危机后,更不能排除这样的可能性。如果出现这种情况,存款准备金率就没有继续提高的必要,甚至有降低的可能。因此,准确地说,存款准备金工具的使用主要是要看热钱流入的情况而定。

4、财政政策应更好地为经济较快降温、资产价格泡沫破灭风险做准备。

在去年制定的从紧货币政策框架中,财政政策中性、货币政策从紧是其一大特色。通过财政政策来保民生”应该是不错的选择。

但是,在实施从紧货币政策的情况下,为了使财政和货币政策密切配合,应该财政限制中性财政政策的使用范围,除了民生问题,突发性自然灾害等方面的需要外,有必要使财政政策尽可能从紧,严格限制财政资金对非急需大中型项目的投入,以防财政政策和货币政策在总量调控方面出现冲突。同时,可以使财政政策更多地对未来可能出现的经济增速下降做准备,为资产价格破灭的风险做准备,推进社会保障制度的改革和完善。

备注:除特别说明外,本报告中的数据来源于彭博资讯。

(3)存款准备金工具的运用可