

Observer | 上证观察家

不能再让货币政策干“裱糊匠”的活

◎刘焯辉

当下的中国正在展开一场货币政策要不要松动的辩论。有人说,在从紧的货币政策下,那些没办法活下来的企业,没有竞争力,就应该被市场淘汰。在自由市场经济中,大多数情况的确如此。

但是,请大家不要忘记,中国经济是一个比美国复杂得多的经济结构,有市场化的经济成分,还有更多的成分事实上游离在市场之外,这就是我们常讲的体制内,通俗地讲就是政府活动的经济领域。

在这样的结构中,从紧货币政策下,死掉的未必就是没有效率的,而活下来的未必就是有效率的。相反,恰恰是那些与政府有关系、在各种要素上(税收、土地、行政审批等等)获得各种好处的企业,最能扛住紧缩的压力,最终它们活下来了,而且活得越来越好,因为没有市场化的成分再与它们争资源了。

不要低估了我们商业银行的风险管理能力,银行也不是傻子,股改后的它们也是经济人,它们深知这样的

经济体制下,放给谁贷款是最保险的。数据显示,今年1月—5月,工行中小企业贷款增量下降了70%。一句话,现行体制下,从紧货币政策事实上的效果是,与政府直接或间接相关的投资更容易或者更大比例地获得信贷资源。这是一个更加严重的经济资源错配,意味着整个社会的财富分配更加向着政府(特别是垄断部门)倾斜。

而这恰恰是造成我们经济失衡的根本性因素。储蓄长期大于投资(投资消费关系失衡)的另一面,必然是外部需求来平衡形成巨额顺差(国际收支失衡)。

当一个国家的资源和收入主要由政府来花,最后花的对象当然是做新的投资,尤其是大的工业项目和基础设施。但今天工业产能已经上升到这个高度,再进一步由国家来掌握主要的消费决策和投资权力,只会进一步把中国的资源往工业上靠,越来越往资源消耗型的重化工上靠,而不是根本性的消费,中国经济增长就只能靠出口和投资来实现。

事实上,随着近年来经济的异常加速,今天的中国也在为经济的政府

主导性(主导资源配置)付出越来越沉重的代价,大量资源消耗型产业向中国转移(由于要素价格管制和扭曲),使得短期内中国制造业急剧膨胀(全球的需求都需要由中国承载),形成“大进大出”的经济结构。

一方面,国内初级产品对外依存度急速上升,如此,中国经济必然与美元拴得越来越紧。只要美国人一松货币,中国就得承受原材料上升这种所谓输入型通胀的压力;而另一方面,中国又无法将通胀压力外移,即通过通胀输出来压缩美国货币的空间,反过来也能减轻自己所承受的输入型通胀的压力。因为全球制成品的价值决定不在中国,尽管中国被冠以“世界工厂”或者“世界车间”。但现代制造业价值链的两端都不在中国掌控,研发、原材料采购、品牌设计、销售渠道管理、售后服务、零售垄断巨头等等高附加领域都在美欧手里。所以,只能用我们的低要素价格以及由此扭曲生成的庞大的政府财政“扛”着。

但是这种“扛”必然是有限的,政府财政总有扛不住的时候,必然转

给企业,要企业扛着,当企业通过生产的提高也无法从内部消化成本上升压力的时候,就只能选择外移,让下游企业和消费者承担,最后的结果只能是演化成全面通货膨胀,以需求骤然下降、产能过剩、经济陷入通缩的泥潭结束这个周期。

中国经济走到今天,已经不能再把货币政策这类短期政策推到第一线,干一些“裱糊匠”的活了。过多、过于频繁的货币政策操作不仅徒劳,而且滋生的副作用已经越来越大,严重损害到了整个经济体的效率,伤害到整个经济体“扛”住通胀的能力。

中国宏观调控的着力点再也不能偏移到,唯有改体制、调结构才有摆脱危机的希望。理顺价格成为结构性改革的重中之重,而其他的政策(无论是货币政策还是财政政策)都必须服从于、服务于这个目标,以保证这个目标的最终成功。

很多人简单地认为理顺价格就是涨价,那是短视的。而理顺价格的本质是让政府从能够施加影响的领域逐步退出,充分发挥市场在资源配置中的基础性作用。如此才能从根本上纠正价格体系的系统性扭曲,切实建立

起反映市场供求、资源稀缺程度以及污染损失成本内在的价格形成机制。

事实上,放开价格管制实质上是有效的,最精确的需求管理,只有要素价格上涨,才会迫使那些严重消耗资源的企业关门停产或转型,迫使企业节能降耗,迫使企业节约要素的使用,迫使企业自主创新,通过技术进步提高生产率来消化成本上升的压力。一句话,才能真正把那些长期靠政府背景的、在各种要素上获得各种好处的企业从资源配置的市场上挤出去。

而把握着中国市场化经济成分命脉的央行应该如何做呢?恰恰相反,其定位就不是“一刀切”的总量紧缩,而是优化资源配置,应该是为当下严厉的信贷管制松绑,积极支持中国市场化成分的发展,特别是支持私人部门企业技术进步、产业升级和产业转型,通过生产率的提高消化成本上升的压力,而不是外移导致通胀的扩散。同时,必须稳定汇率的预期,从源头上遏制热钱的流入,不能让境外资本进一步挤压国内企业的发展空间。(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

房地产救市为时尚早

◎郭田勇

深圳楼市近几个月持续下跌,房价已跌落到一年前的水平,交易量则萎缩至10年前的水平了。与此同时,北京、上海楼市也步入观望,成交量大幅减少。因此,有研究报告呼吁,为了“降低交易门槛,鼓励和促进房地产交易,促进市场活跃”,建议采取减免交易税费,适度放松货币政策的“救市建议”。

我以为,对此要冷静分析。

首先,我国近几年房地产市场泡沫严重已是不可否认的事实,政府为此采取了税收、金融等多方面措施遏制房价的过快上涨,其目的就是为了挤出泡沫,让房价回归至合理水平。但就目前主要城市的房地产交易价格而言,也就深圳在明显下跌,而其他各大城市仍在高位徘徊,甚至同比仍呈上涨之势。所以,从全国而言,目前宏观调控的目标并未实现,该房地产救市为时尚早。

具体分析,深圳房价的大幅下跌只是个例,并不具有代表性。所谓个案,原因已有不少学者做过分析,比如深圳存在社会断层、房地产真实需求并不大、炒房客在楼价飙升中居功至伟等,房价下跌具有合理成分。

而且,即便是在当前,各方对于未来房价走势依然分歧较大。比如,北大徐滇庆教授在道歉之余,仍重申其“由于流动性过剩、热钱流入等原因,未来房价仍会不断上涨”的观点。各方的分歧也表明,未来房价走势并不明朗,国家对房地产市场的调控仍不可松懈。

笔者并不否认供求关系在房价形成中的重要作用,但房地产作为一种商品,我们在讨论其价格时,不能脱离合理估值水平而片面强调供求关系在定价过程中的作用。国际上衡量房地产合理价格通常采取房价收入比,一般认为这一指标在5至7倍比较合理,但就我国一线城市房价而言,这一比值经常达到20倍左右,有的城市甚至达到30倍。

当然,考虑到我国是发展中国家、经济增速快,以及我国城市化水平低、人们都喜欢进城居住等因素,我国的这一比值可以比国际水平高一些,但即便在剔除这些因素后,20多倍依旧偏高。而且,未来我国城市化进程将不断加快,国家采取的经济适用房、限价房等政策将会分流商品房需求,考虑到这些问题,未来房价回调是合理的。

同时,分析房价还需透过表面看到背后的各利益主体。房地产商自然不希望房价下跌,地方政府由于土地财政已形成了其重要收入来源,为了保证收入的稳定和可持续,自然也不希望房价下跌;银行出于对贷款违约和爆发信用风险的担忧,也不会希望房价下跌。

对于以上三个利益主体又需区别分析,房地产商和地方政府主要代表各自的本土利益,不必多虑。至于有观点认为一旦地方政府失去土地财政收入将无线推行社会保障,我看纯属逻辑不清,把房价降下来让住者有所居,这本身就不是很好的社会保障吗?因此,笔者真正担心的还是银行,银行业一旦出问题引致系统性风险,将会传导到全社会,带来较大危害。

不过综合看来,房价适度下跌不会导致银行出问题。原因有两个,一是从银行贷款总量看,开发贷在银行贷款中所占比例不大。从发放的存量看,个人贷款数量一般大于开发贷。目前个贷整体上没有出问题,深圳目前出现的部分断供现象,多以炒房客为主,占银行资产总量不大,而且银行在以前两年房价高涨时采取很多变相降低贷款标准的做法,此时承担一部分损失也有利于以后的业务更为稳健。

二是开发贷如果出现麻烦,虽对银行有影响,但不至于拖垮银行。银行在发放开发贷时有标的物保证,开发商从银行贷款用土地权证做抵押,银行一般都是按土地评估价的50%至70%打折后再放贷,如果开发商资金出现问题,银行在处置抵押物时,处置和保全,但银行要承受一定损失,因为如果开发商到期不能还款直接导致银行的不良资产率上升,银行就不得不从盈利中多拨,当期业绩就会受到影响。

综合来看,在多方博弈之下,房地产价格出现适度回调是合理的,国家当前切不可贸然放松政策去进行所谓“救市”。日前,有开发商声称要学习“猪坚强”试图以不降价来挺过寒冬,其实这是很困难的。须知,“猪坚强”所以能够生存下来,是以掉了200斤的肥肉为代价的,因此开发商真想学习“猪坚强”还主动“瘦身”、降低价格以让出一部分暴利。如果价格回调使其真实住房需求不断释放,房地产价格就会在理性回归中趋于平稳。

(作者系中央财经大学中国银行业研究中心主任、教授)

防通胀依然是首要选择

◎褚洪波

7月17日,国家统计局发布的数据显示,居民消费价格(CPI)涨幅回落,生产价格指数(PPI)涨幅扩大,上半年,居民消费价格总水平上涨1.9%(6月份同比上涨1.7%,比上月回落0.6个百分点,环比下降0.2%),比1月—5月份低0.2个百分点。上半年,工业品出厂价格同比上涨7.6%(6月份上涨8.8%),涨幅比上年同期高4.8个百分点;原材料、燃料、动力购进价格同比上涨11.1%(6月份上涨13.5%),涨幅比上年同期高7.3个百分点;70个大中城市房屋销售价格同比上涨10.2%(6月份上涨8.2%),涨幅比上年同期高4.2个百分点。

从数据来看,虽然近两个月居民消费价格出现了回落,但通胀压力依然很大。

首先,居民消费价格回落的幅度非常有限。我国5月份消费者物价指数同比上涨7.7%,从环比来看,居民消费价格总水平比4月份下降0.4%;6月份同比上涨7.1%,比上月环比下降0.2%。下降趋势缓慢。如果考虑到去年同期的基数因素,更能感受到CPI下降趋势的缓慢——去年6月份,我国CPI上涨4.4%,而5月CPI同比上涨3.4%,如果考虑到基数因素,CPI可能并没有下降。

并且,在6月份的CPI涨幅中,食品价格上涨2.4%,拉动价格总水平上涨6.64个百分点。而国际粮食价格比我国同类粮食价格要高1到3倍,这意味着,食品类价格的上涨动力将持续存在。由于食品类价格在我国CPI权重中占达到三分之一,食品类价格的上涨动力将成为拉升CPI的持久力量,通胀压力也将持续存在。

夏收作物喜获丰收的利好,在某种程度上被农民普遍存在的惜售心理所化解。初步统计,全国夏粮产量达到12041万吨,比上年增产304万吨,增长2.6%,连续第五年增产。但是,粮价很难回落,除了刚才提到的国内粮价与国际粮价的巨大价差,还有其他一些因素。比如,种植成本的持续大幅上涨封死了粮食价格的下跌空间。由于种植成本增长过快,种植收益明显下降,农户惜售心理加重,这在某种程度上减少了粮食市场中的有效供应,粮价将持续保持坚挺,甚至有可能再次出现爆发式上涨。

当务之急是出台政策,通过农业补贴等方式降低农民的种植成本,通过对农业技术的进一步扶持提高单位亩产量,同时,提高粮食收购价格,从根源上消除农民的惜售心理,避免这种惜售心理因被投机者利用而导致粮价快速上涨。

其次,工业品出厂价格(PPI)仍然位居高位。从今年1月到6月,PPI涨幅分别为:6.1%、6.6%、8.0%、8.1%、8.2%和8.8%,连续6个月创3年以来的新高,并且,有进一步加速的迹象。一般而言,PPI对CPI的传导作用将在3到6个月体现出来,PPI持续创新高,意味着它向CPI传导的力量越来越强,一旦这种传导力量比较完整地体现在CPI中体现出来,通胀压力无疑会进一步加大。事实上,一些企业已经开始提高产品零售价格,以应对能源和原料价格上涨的压力,这意味着,能源、原材料价格持续上涨向终端销售领域的传导已经变得越趋迫切。莫说PPI持续快速上涨,即使其增速不能有效降下来,CPI的上涨压力也将变得非常之大。



漫画 刘道伟

而且,我国自6月20日起将汽油、柴油价格每吨提高1000元,航空煤油价格每吨提高1500元;自7月1日起,将全国销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱。油和电都属于位居上游的能源产品,这种提价效应能在6月份体现出来,但会慢慢在7月份以后体现出来。这也意味着,7月份及以后,我国通胀压力有可能进一步增大——增大多少,取决于我国对石油、电价格上涨的消化和承受能力。由于油价仍然远远低于国际水平,并且,目前的电价水平仍然不足以扭转发电企业亏损的局面,油价和电价的再次上调几乎是必然的,只是选择时机问题。

第三,输入型通货膨胀的压力依然很大。从国际上看,进入二季度以后,各主要经济指标都显示,世界经济将会有较大的回落,通货膨胀也呈明显的加剧态势,6月份欧元区的CPI上涨4%,美国

刚刚公布的6月份的CPI上涨4.3%。在国际市场上,包括石油、粮食等初级产品价格,今年以来也出现大幅上涨。

以油价为例,2007年1月时,国际油价每桶还只有51美元左右,而现在,国际油价已经稳稳地站在100美元以上。7月11日,国际油价曾经创下每桶147.27美元的历史高点。最近两天国际油价虽然大跌,但仍然在130美元以上。与去年1月相比,涨幅已经超过160%。中国为了维持这种价差一方面付出了巨大的财政补贴,另一方面,又鼓励了对成品油的消费,而且,这种补贴其实是让世界分享。这本身决定着,补贴之路是走不通的。随着国内油价与国际油价的接轨,国内通胀压力必然会

进一步加大。由于弱势美元政策短时期内很难有实质性的改变,国际大宗商品价格上涨的态势也将持续下去,输入型通胀压力将持续对中国产生影响。

今年以来,经济增速确实出现了回落,一季度增长10.6%,比上个季度回落0.7个百分点。但是,当前经济增速回落是符合宏观调控预期的,并且,当前经济增速回落是平稳回落,是在结构调整中的回落。虽然东部地区增速出现了回落,但中西部地区增长在加快。而且,从行业看,六大高耗能行业增速在回落,高新技术增长在加快。并且,当前经济增速回落到的速度仍是较快的增速。因此,虽然紧缩政策给一些行业带来了一些负面影响,但综合来看,在现阶段,防通胀仍然应该成为我国相关政策的首要选择。(作者系中国管理科学学院院长)

Column | 专栏

我们需要怎样的宏观经济政策

“整个上半年宏观政策效果并不令人满意”的结论,绝非主观想象和臆断,实事求是地讲,政策确实出了一些问题。最突出的是政策手段与传导机制同政策目标之间的矛盾。看来,调控必须把汇率制度改革也考虑进来,适时停止结售汇制度,大胆夺回货币发行权,紧缩的货币政策才会有效。

◎田立

从去年11月份以来,宏观经济政策的核心是解决治理通胀与经济增长之间的矛盾,而主基调则是紧缩;紧缩的货币政策成了当前最主要的宏观政策手段。现在,大半年过去了,政策效果如何?在具体判断之前我们不妨先看两件事:一是最近有报道称中央领导入深五省进行调查研究,其中一个主要课题是紧缩性货币政策所造成的中小企业资金短缺和生存压力问题,据说其背景是某些沿海省份多次上书中央,请求解决民营企业生存难题;二是整个上半年的CPI走势令人担忧,尽管6月份有所下降,但与年初总理提出的4.8%的目标相去甚远,由于正值夏季——一年中CPI数据最容易降低的季节,与治理目

标近3%的差距不能不让人担忧全年CPI以及宏观经济的形势到底会怎样。

局部与整体的利益冲突似乎不足为忧,只要整体目标能够实现,个别的牺牲也说得过去。但考虑到上述省份在中国整个国民经济中的比重,以及由此折射出的可能的普遍现象,眼下的矛盾似乎又不是简单的整体和局部的问题了。从这次中央调研的态度看,绝不是有些人想象的平衡与安抚,而是实事求是地收集问题,听取意见,为下一步政策的调整打下基础。而放眼整个宏观形势,这种调整更见必要,不光是CPI,还有经济发展以及目标间的协调同样重要。这样看来,如果我们得出“整个上半年宏观政策效果并不令人满意”的结论,绝非主观想象和臆断,实事求是地讲,政策确实出了一些问题。

最突出的是政策手段与传导机制同政策目标之间的矛盾。治理通胀无疑是今年经济工作的重中之重,运用存款准备金率这个重要手段,通过货币乘数的传导以实现控制货币总量的政策体系,从传统理论上讲是相当缜密的。但现实与理想的确实存在差距,是不是力度不够呢?从去年下半年至今,存款准备金率先后上调了十几次,调整幅度超过6%,这样的频率与幅度在世界范围内也称得上是罕见的,可能说力度不够,那问题到底出在哪儿呢?我认为,是准备金率手段没能与汇率政策手段有机结合。应该说,决策层在以货币乘数机制控制货币总量的总体设计原则上是正确的,抓住了问题的根本,正如弗里德曼说的,通胀的本质是货币问题。但问题是单一使用准备金率就能抑制货币数量了吗?就这一轮的通胀来说,主要原因不来自商业银行的货币创造,而是热钱的涌入,因为热钱的涌入可以轻松在现有的结售汇制度背景下迫使中国发行货币,这个本质把握不住,一切手段都只能是徒劳的,就好像一个失血过多的病人,医生首先要做的是不是给病人输血,而是止血,否则输入再多的血还是要从伤口流出去的。然而,热钱的控制又非常困难,在这样的大前提下,停止现有的结售汇制度就显得非常必要了。

有些人在谈到汇率制度改革时,往往只注意到人民币升值。升值是必要的,但必须辅之以制度上的改革,其中一个很重要的内容就是人民币发行机制,具体讲就是暂停结售汇制度,从而把人民币的发行权掌握在我们自己手里。离开这个基础谈升值,只能是你这边越升值,人家那边热钱就越活跃。紧缩的货币政策也是一样,你这边提升了准备金率,压缩了商行货币创造,人家那边热钱继续涌入,“逼”着你发行更多的货币,周而复始,通胀的蔓延能控制得了吗?

问题不仅于此,由于中国的宏观经济还处在比较初级的阶段,产业结构中有相当一部分是典型的资金驱动型产业,这些企业离了资金就活不下去。而产业结构的调整又非一朝一夕,企业活不了,宏观经济也吃不消。如果说热钱能够进入生产领域也行,这边减少的货币创造热钱补上了,但人家是来投机的,而被限制的企业产出能力又回过头来加剧通胀水平(通胀的另一个本质就是产出不足),这不能不说是政策实际实施中的遗憾。

这样看来,今后的政策调整必须把汇率制度改革考虑进来。适时停止结售汇制度,大胆夺回货币发

行权,再来讨论紧缩的货币政策,才会有效。顺便说一句,有人建议下半年用加息政策代替准备金率政策,请允许我再次引用美联储前主席格林斯潘的话:利率政策(对调整经济来说)是无效的,其中的简单道理是:成本不决定(项目的)价值。

单一的货币政策只能是一条腿走路,不能形成政策上的稳定和谐,建议决策层在构建政策体系过程中,应当考虑灵活的财政政策。现在我们也在使用财政政策,但总结起来好像只有补贴。这也应该说是政策体系的缺陷吧。除了补贴以外,适当的税收政策应纳入政策体系之中,尤其是在解决产业结构升级需求与经济增长需求之间客观存在的矛盾问题上,税率政策还有很大的发挥空间。就是补贴也没那么简单,上半年最早降价的商品之一就是豆油,据说这是财政补贴食用油加工企业的结果,这种做法很值得商榷。在从农民、油类加工者到消费者的这个链条中,农民是面对不确定性最多、同时又是克服不确定性能力最弱的环节,要想使财政补贴能够在价格控制方面发挥最大优势,就应该帮助农业这个环节,因为那样效益最大。

政策不怕调整,怕的是僵化。合理搭配手段,充分挖掘政策效率,无疑是今后政策调整的基本原则。(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)