

Roundtable

加息, 不加息? 两难选择题

国家统计局公布的今年上半年国民经济运行数据显示:6月份CPI继续回落,涨幅为7.1%,较上月下降0.6个百分点。整体来看,上半年CPI同比上涨7.9%,同时上半年GDP同比增长10.4%。

从2007年2月至2008年6月,我国一年期定期存款利率已低于通货膨胀长达17个月之久。而进入2008年,实际负利率水平更是惊人——以2008年CPI约7%,现时一年期定期存款税后3.93%计算,居民储蓄净减少超过了3个百分点。

加息还是不加,这是个问题。

既然从紧政策不能放松,那么是不是意味着下半年还有加息的可能?分歧始终存在。

虽然我们无法知晓决策层内部是否也有着如市场一样激烈的争论,但市场的声音的确是异彩纷呈。本期讨论加息选择题,请到的三位嘉宾,有坚定的认为不应该加息,有认为加息不无可能,但需要谨慎考量,还有一位,则认为价格工具需要发挥更大的作用。他们的判断都有自己的理由,不论对错,只为一次头脑的风暴。

◎本报记者 秦媛娜

加不加息的选择题

▶▶▶6月份加息传言的盛起主要是受到了央行行长周小川公开表示将采用更严厉的从紧政策来抑制通胀的影响,您认为周小川所说的从紧政策是否暗示加息?或是有其他所指?

鲁政委:我认为他不是在暗示要使用价格型工具,“加息”只是市场根据排除法所做出的一种判断。在上述讲话发表之后的第二周,周小川在出席国际清算银行的会议时又指出,应对通胀,利率是一种选项,但是我个人认为,我们还有很多可选择的手段,事实上他的讲话没有更多表现出更青睐加息手段的意思。

彭兴韵:加息可能性还是存在的,尤其是现在全球很多经济体都在加息的背景下。在通胀还在比较高的状况下,再加上周小川的讲话,市场上的加息预期的确有所增强。从抑制通胀的

角度来看,谨慎地加息是有必要的,但是不必抱太激进的态度。为了物价指数下降两个百分点,导致大量企业倒闭、居民收入下降,就走向了我们的期望的反面。我们抑制通胀的目的是为了保住老百姓手中货币的购买力,如果为了抑制通胀,导致我们的收入增长下降,那也是大家不希望看到的结果。

丁志杰:我认为,中国需要重新搭配货币政策工具组合,充分发挥利率政策工具的作用,让实际利率恢复到正的水平,同时适度放松行政性的信贷限制,使更多的资金需求从正规金融体系得到满足。

▶▶▶赞同(不赞同)加息,理由是什么?

鲁政委:加息没有任何合理性。先看物价形势,CPI走势已经向下了,6月份物价增速是7.1%,有所回落。而油电价格上涨之后,上游价格肯定会涨,虽然不能说物价形势好转,但起码没有继续恶化。

另外,存款利率有没有必要加?认为存款利率要上调的观点主要有三个理由:抑制通胀、稳定储蓄和改善负利率状况。但是我们已经分析过了,从抑制通胀的角度来说,没有加息的迫切需要;再说稳定存款,5月份的数据显示,人民币存款增长很快,同比增长19.64%,也没有迫切加息的需要;第三,以负利率为理由的观点是站在认为负利率对存款者剥夺的角度上说的,但这不是货币政策要管的问题。

我们讨论货币政策,要在三个原则基础上讨论,第一,货币政策是总量政策,不管结构性问题;第二,货币政策是短期政策,而非长期政策;第三,货币政策不管收入分配问题,从公平、合不合理、合理的角度讨论负利率,这应该归财政及其他政策管。如果要考虑收入分配,那么货币政策就不应该紧缩,也不该放松,因为紧缩会造成失业、放松会令货币持有者的损失,不管松还是紧,都会有收入分配的效应。所以说,从公平的角度提负利率问题,是收入分配问题,与货币政策无关。

另外,资产价格都快崩盘了,也不支持加息。最后,再看贷款利率。现在房地产市场问题也很复杂,浙江丽水、深圳的房价都在下跌,如果加息,房地产企业资金链出现问题,会引发系统性的金融风险,也不支持加息。

彭兴韵:政府还是在物价和经济增长方面有一个取舍的问题。从物价的角度来看,适度加息还是有必要,但是现在宏观经济的变化比较微妙,国家统计局公布的多项经济运行指标已经从红灯转为绿灯,几个还亮红灯的指标主要就是财政、物价、通胀率,其他的投资增长、贸易、经济增长率都逐步转为绿灯。

中国国内受到一些自然灾害的影响,外国

市场的变化也增加了国内经济的不确定性,企业的盈利能力下降,珠江三角洲很多中小企业都在倒闭,近期中央政府在各地密集调研,就是出于金融安全的考虑,这也发出一种信号,即政府对于实体经济面的担忧在近期要高于对物价的担忧。

尤其是房地产的市场,如果出现价格大幅度下跌,那么中国经济增长率的下跌,可能会带来通胀率的下降,到时候就不用政府采用一些紧缩的工具。

丁志杰:无论存款还是贷款现在都是负利率,使得货币需求无限膨胀,同时央行发行央票,以及控制信贷和提高准备金,使得资金供给又特别紧,这样很多资金需求得不到满足,就将目光从国内资金转向外来资金,一方面是通过增加出口获得资金,这就加剧了贸易顺差,另外一方面就是从国外融资。

从这个角度来看,我们的货币政策尽管是从紧了,但是从利率的角度来看,不仅是中性的,而且是宽松的。最后造成的结果是我们越紧,最后的问题就越大,而且这种低利率使得正规金融体系资金流向大企业,中小企业或受限制行业企业很难获得融资,只能转向国外,事实上使得从紧的效果大打折扣。当然,最后也就导致了热钱的问题。

我们知道热钱流入很多,但是不知道到哪里去了,其实就是通过非正规市场借贷出去了,流到实体经济各个领域去了,我所听说的一个案例:某地方的房地产项目,台湾投资者投资30亿美元,钱进来了,但是项目还没有开工,政府就说你要是能把钱放出去多好,其实他们进来并没有想做地产,就是想把钱贷出去,利率有20%,何况中间还有地方政府在里面的努力。

如果法定利率提高,同时信贷放松一些,更多企业正常的资金需求就可以通过正规途径得到资金,黑市、非正规渠道的利率就会下降,对热钱的吸引力也会下降。



全球反通胀的浪潮

▶▶▶外围市场的加息进程已经开始,中国是否会加入其中?

鲁政委:在美国暂停加息、欧洲央行加息,金砖四国其他三国都加息的情况下,站在中国国家利益的角度来看,恰恰是在通胀成为全球公敌、大家都开始反通胀的时候,我们倒是可以不加。现在面临经济下滑风险和房地产崩盘风险,在国际都加息的情况下,对我们是一个福音。

而且与这些国家具体相比,我们和他们有一些不同。首先,美国相当于去全球的中央银行,它可以只顾及自己国内情况,而不管其他国家,因为其他一些国家货币与美元挂钩,对等发行货币,美国一收缩其他国家就相当于收紧货币。如果美国不加息,中国怎么抑制都不可能把通胀抑制下去。

但是中国不一样,如果门外洪水滔天,你指望把里面的水往外舀,总有一天你的围墙会倒。我认为,中国的货币政策紧缩力度不应当强于美国,你要和他持平。如果你的紧缩力

度更大,你的确可以求得通胀低一些,但是经济却有硬着陆的风险。

再和其他一些国家比,其实在通胀率的绝对数字上,中国做的还算好的。欧洲央行年化的通胀率有7.1%,这么稳健、成熟的经济体都有这么高,我们何以感到惶恐?俄罗斯通胀率14%以上、印度也在8%以上,只有巴西比我们略低一些,事实上我们对通胀的控制还算可以。

如果再按纵向比,我们也不比他们坏多少。欧元区的通胀水平是有通胀数据以来的历史最高水平,印度也是创了10年新高,但是我们也不比1994年的时候通胀率更高,不比他们更坏。

彭兴韵:事实上,中国现在的状况还称不上是高通胀,只能说是温和的通胀稍微偏高一点。越南、俄罗斯这种情况才称得上高通胀。

▶▶▶市场对于美联储下半年加息的预期正在升温,如果美联储有所动作,会不会给中国打开政策空间?

鲁政委:即使美联储从明年开始加息,加了25个基点,那时候如果人民币升值预期仍然存在,那也不足以缓解热钱流入的压力。我认为,如果要加息,在以下三种可能发生的情况下才会加,一是全球都在加息时我们受到来自国际方面的压力;第二,下半年的CPI环比持续高于历史正常水平;第三,奥运会之后,如果外流流向逆转,大量资本外逃,为了稳定资金,央行或许会加息。但上述三种可能

出现的概率最高只有四成,如果出现,最多会加息一次。

彭兴韵:单纯从利差角度考虑,是这样的。但是过去美国加息时,其他国家加息的步伐反而减缓,降低了其他国家加息的压力。2002年以来美国大幅加息的情况下,我们的加息幅度小,之后美国降息,我们在2007年则是6次加息,因此中国的利率政策和美国是没有必然的因果关系。

寻找标本兼治之策

▶▶▶如果不加息,我们有什么更好的办法?

鲁政委:标本兼治之策是油电煤价格改革,使其更加市场化。首先,煤电油是现代工业的血脉,中国正处在重化工业的阶段,煤电油在现代经济中的重要性仅仅次于加息,价格调整同样可以起到紧缩的作用,这和加息通过资金成本的上升来减少企业需求有一致性。

但是,加息不仅影响对实物商品的需求,还影响资产价格的定价,但是调价不影响重定价,在资产价格走到如此微妙的地步,有崩盘可能的情况下,调价显然更好,既能抑制需求,又不给资产重定价。也就是说,在防止资产价格崩盘、防止金融系统性风险方面,煤电油调价更有优势。

油电煤价格改革固然会引发CPI的读数在短期内继续走高,所以这就带出了另外一个问题,即决策层需要理性设定通胀目标,合理引导通胀预期。我们认为,越南金融动荡并

不是直接来自于高通胀本身,而是由于央行反应的不稳健,显示当局对经济的控制力已经丧失,使得市场失去了信心,这才是问题的关键。政府要订立一个可实现的通胀目标,让市场有信心,相信决策层有能力稳定好物价,并且做好低收入者的补贴,市场就是可以接受的。事实上二季度的储户调查问卷已经显示,储户对高物价水平的接受程度已经在上升,预期上已经在变化。

彭兴韵:除了加息,还有很多其他工具再用,比如信贷的窗口指导,这种方法更加直接。另外,从货币政策操作的角度上看,央行也希望通过人民币升值达到从紧的效果。

从中国目前的情况来看,数量型工具比利率更加直接一些,但从理论上讲,为配合数量型紧缩,利率谨慎性往上调,短期也有这个必要,但是上调的幅度和频率不会太高。

▶▶▶那么这轮加息周期什么时候结束,短期内能看到降息吗?

彭兴韵:如果物价指数下跌,通胀率急剧下降,降息的可能性不是没有,但是美国的影响因素的确比较大。中国从1998年开始保持了经济扩张周期,这个周期还是比

较长的,但是宏观经济没有经历过像样的调整,短期内调整的压力比较大,这种情况下,资产价格的下跌,经济增速的下滑也可能是不可避免的。

访谈嘉宾



彭兴韵:
社科院金融研究所货币理论与货币政策研究室主任



鲁政委:
兴业银行首席经济学家



丁志杰:
对外经济贸易大学金融学院教授、博士生导师、副院长

精彩观点

如果门外洪水滔天,你指望把里面的水往外舀,总有一天你的围墙会倒。我认为,中国的货币政策紧缩力度不应当强于美国,你要和他持平。如果你的紧缩力度更大,你的确可以求得通胀低一些,但是经济却有硬着陆的风险。

——鲁政委
我们越紧,最后的问题就越大,正规金融体系资金流向大企业,中小企业或受限制行业企业很难获得融资,只能转向国外,事实上使得从紧的效果大打折扣。如果法定利率提高,同时信贷放松一些,更多企业正常的资金需求就可以通过正规途径得到资金,黑市、非正规渠道的利率就会下降,对热钱的吸引力也会下降。

——丁志杰
中国从1998年开始保持了经济扩张周期,这个周期还是比较长的,但是宏观经济没有经历过像样的调整,短期内调整的压力比较大,这种情况下,资产价格的下跌,经济增速的下滑也可能是不可避免的。

——彭兴韵

