

■ 高端视野

- 中国是如何通过同时维持三大政策目标,来逆转蒙代尔三重困境?答案就在货币冲销政策之中。
- 货币政策扩张的程度,取决于有多少货币市场干预下产生的流动性是被冲销掉了。
- 随着中国放宽利率和短期资本流动,将日渐难以反抗蒙代尔的“无可调和三角定律”,中国最终应在维持现有资本管制的情况下,允许人民币自由浮动。



中国的“蒙代尔三角”困境

□中国社科院学部委员 余永定

诺贝尔经济学奖得主罗伯特·蒙代尔指出,一个经济体能且只能维持三个关键特性(货币政策独立性、固定汇率和跨境资本自由流动)中的两个。中国当前正奋力同时实现这三者,尽管这种做法越来越难以掌控。

粗看之下,这种说法似乎不太正确。考虑到中国人民银行在过去30年,绝大多数时间都能维持其货币政策独立性,并对人民币的汇率实施积极管理,人们也会自然而然地推断中国对资本流动给予了严格管制。但事实上,中国早在20多年前就已经放开了外国直接投资,自那以后也已松绑了大部分资本账户。

试图控制跨境资本流动的努力从来都收效甚微。在上世纪90年代亚洲金融危机期间,中国只得采取极为严苛的手段防止资本外流。在本世纪初那几年,投机者赌人民币升值,在2004—2006年间又押注资产价格升值,导致短期资本开始流

入中国。自2009年人民币国际化启动之后,汇率投机和套利交易也因此大幅增加。

当然,虽然资本管制存在漏洞,但这毕竟增加了短期资本进出中国的交易成本,因此减少了人民币汇率的上行压力。在极端情况下,这甚至可以在金融安全方面扮演重要角色。但是,尽管管存一定程度的管制,跨境资本依然继续不断穿越(若非完全自由的话)困境。

因此就产生了一个显而易见的问题:中国是如何通过同时维持三大政策目标,来逆转蒙代尔三重困境?答案就在货币冲销政策之中。

在过去30年间,中国绝大多数时候都拥有资本账户顺差,并自1993年以来一直保持着贸易顺差。央行大力干预外汇市场以维持汇率稳定,并以此创造了巨额流动性,迫使当局采取大规模冲销措施,以避免增量超出货币基础的设定目标。

与发达国家不同的是,中国的货币与冲销政策经常都是同一套做法。货币政策扩张的程度,取决于有多少货币市场干预下产生的流动性是

被冲销掉了。

而冲销中使用最频繁的货币工具则是公开市场操作。考虑到中国的双顺差状况,人民银行在2003年全部出售了之前积累下来的政府债券,随后则开始出售央行票据,估计有价值5万亿元人民币(约合8120亿美元)的这类票据被银行所持有。

另一个重要的冲销工具则是存款准备金率,提升该比率就能锁定银行系统中的一大笔流动性。在人民银行自1998年以来修改了42次之后,该比率目前比美国大型银行高一倍。

不管使用何种机制,冲销的成本都极为高昂。为了维持一个低估的实际利率,中国陷入了“美元陷阱”,以牺牲自身为代价提升美元国际地位。随着时间推移,这一政策的不合理性也日益凸显。

冲销政策也导致了资源的严重错配,最明显的就是其异化成为对出口部门的补贴,却让其他经济部门因此受害。资源错配的另一个不明显形

式则源自于只有外汇的卖出者们得到了流动性,但整体经济都感受到了影响。结果生产非贸易类产品的中小型企业,无法得到急需的资金,并受到了冲销政策负面外部性的冲击。

此外,高存款准备金率和强制购买央行票据,严重挤压了商业银行利润空间,该情况在利率管制放松之后还将进一步恶化。为了在已有的资金水平下追求更高利润,各大银行只能涉足更高风险的投资。

这还另外牵涉到准财政成本。幸运的是,尽管国外资产的回报较低,但由于对应的央行借贷成本也不高,所以对中国来说还不算是个重大问题。

即便如此,虽然中国将放弃其汇率管制以提升货币自主性的预测,在过去十年内都被证伪,但这次情况可能有所不同。随着中国放宽利率和短期资本流动,将日渐难以反抗蒙代尔的“无可调和三角定律”,因此,中国最终应在维持现有资本管制的情况下,允许人民币自由浮动。(本文版权归Project Syndicate)

■ 记者观察

互联网巨头 该反一反垄断了

□本报记者 钟正

百度斥资19亿美元收购91无线、腾讯入股大众点评和京东集团等事宜还有待市场化,而阿里巴巴又给出UC优视50亿元美金的估值,再创互联网并购金额之最。从去年开始,百度、腾讯、阿里纷纷不惜重金争抢标的,以期在一切商业互联网化的时候扼住其咽喉,而按照如今三大巨头的并购势头,新商业的确渐被其掌握。

百度收购91无线之后,有业界高管认为,此举抬高了行业估值,导致移动互联网平台非常难投。如今,UC50亿美元(约310亿元人民币)的估值则更高。以A股6月15日收盘价计算,379家创业板公司中只有乐视网超过,华谊兄弟与之相当。

根据艾瑞咨询的统计,无论是市场覆盖率还是用户使用时间,互联网巨头们已经割据垄断了中国90%以上的软件服务。梳理去年以来大型的并购案例:阿里UC合并、收购高德地图;腾讯入股京东、搜狗、大众点评;百度收购糯米网、收购91无线、收购PPS视频。三大巨头抢占的是搜索、地图、美食、购物、新闻、视频资源,而他们都是移动互联网时代的入口,更是商业互联网化的重要入口。

促成互联网巨头形成的因素有三。其一,缺乏有效的竞争对手。PC时代,百度市场占有率达到80%,其主要对手谷歌则因为种种原因难以进入中国市场;腾讯独揽社交,微软的MSN因为技术及政策原因难以与之抗衡;电商领域亦是如此,阿里巴巴称雄。移动浪潮下,强者愈强”的马太效应更加明显。

其二,对创新的保护不足。10年前,智能ABC、网络蚂蚁、世界之窗等均出自名不见经传的个人或小团队。邮箱、安全、社交、视频、浏览器、输入法等多个领域都是百花齐放,但由于互联网巨头凭借黄金资源垄断,迅速复制上述模式,使得不少创新死于初生。

其三,缺乏有效的法规监管。互联网产业生产的信息产品是一种准公共产品,可能产生市场失灵问题,需要政府的适度干预。

然而,在互联网行业,拥有较高市场份额的互联网企业并不必然拥有很强的操纵市场的能力。巨头垄断商业互联网化,必然会带来两大弊病:一是提高了中小互联网外延式发展的门槛;二是使得中小企业难以留人,从而丧失内生发展的主要动力。因此,一定要正确看待互联网产业集中度高的问题,注意保护互联网企业的技术创新,又要预防、规制其实施垄断行为。专业人士给出了以下几方面的解决方案。

加强互联网行业自律。巨头公司在带宽、防黑客技术上会更强大,从大数据的角度看,巨头垄断意味用户能获得更精准的服务,但需要制定和完善互联网行业自律规范,健全互联网行业的自我监督、自我约束,充分发挥互联网行业的自律作用。

对互联网领域适度开放。互联网发展涉及国家信息安全,但是互联网也是全球竞争力的体现,中国互联网以及新商业的发展不可以闭关锁国,需要Google、Facebook、Twitter等这些全球竞争对手的加入。

政府对互联网市场进行适度干预。但干预的目的是恢复互联网市场的竞争活力,而不是把互联网市场置于政府行政领导之下。干预应由传统的封闭型、自我为主型向开放型、自由竞争型转变。干预时机要适时,干预程度要适度。干预的工具选择要从指令性工具为主(禁止、特许)向更多地采用指导性工具(如标准的制定、信息的提供等)转变。

完善对互联网行业的反垄断法规制定。需要制定创新市场支配地位的认定标准,更多地考虑用户数量、标准壁垒、转移成本等因素在认定互联网企业市场支配地位中的作用,同时加大对滥用垄断力量行为的处罚。

□钮文新

近期一系列政策动作证明,中国积极股市政策开始实施。

股票市场对于中国经济不仅具有长远的战略意义,而且更具有现实战术意义。长远战略意义体现在,股市有利于中国经济转型升级,以及参与国际资本争夺。转型升级的经济过程,企业不可能依赖债务融资去发展新型产业。面对这样的风险,中国经济必须发展大规模股权融资,闯出一条新型工业化道路。

股市对中国的战略价值还体现在国际资本争夺方面。紧缩的货币政策不仅没能帮助中国在产业、产品方面加速经济结构转变,反而使得宏观经济结构发生扭曲。比如,高利率环境下吸

积极股市政府的意义

引来了大量货币套利资金,但却使实业投资资本流向“低融资成本、低利率、高股价”的国家。

从战术层面看,高利率使实业资本大量流失,经济主动性增长动力疲软,这就不得不依赖政府刺激,而政府刺激经济的结果是债务膨胀。更要命的是,高利率导致股票市场下跌不止,政府和企业无法通过股权融资平衡业已恶化的资产负债表,同时也使金融去杠杆的努力付之东流,甚至企业杠杆率“越去越高”。

最近中央一系列政策实际都在剑指股票市场。第一,解放货币政策。国九条“出台之后的第二天,商务部便出台新的贸易政策、新的加工贸易限制性清单,鼓励一般贸易,从而让贸易政策在平衡国际收支中发挥更多的作用。这实际意味着,中国不再完全依赖货币手段,而更多的是

一系列的贸易手段实现国际收支平衡,从而解放货币政策。实际上,央行也开始实施压低市场利率的努力。在此过程中,人民币开始贬值。

第二,在压低利率方面,国务院已经提出明确要求:调整金融结构,减少同业业务,把表外业务拉回表内,缩短金融通道,降低实体经济融资成本。这样的措施实际是在助推“货币的资本形成”,有利于储蓄转化为资本,有利于股票市场发育。

第三,央行有意压低货币市场利率,并试图借以引导贷款利率下行。尤其是进入6月份之后,3月份利率跳水,而近期6月和9月期利率也开始向下松动。目前,中国货币市场无风险利率空间正在缩减,其核心要义无非是抑制货币投机,把货币市场投机资金逼回资本市场。当然也必须要看到,货币市场资金空转已经大幅拉高

银行存款成本,而且阻断了货币市场利率的传导效率,有效拉低贷款利率尚需时日。

第四,适度降低法定存款准备金率,释放长线资金,扭转过去“锁长放短”的畸形政策,让资金期限与实体经济发展要求相匹配。尽管央行给出的是“定向降准”。

第五,加大地方国资改革力度,在改革过程中,提升地方国资价值,并降低地方政府负债比率。长江经济带、新丝绸之路、西部振兴、京津冀一体化等一系列区域经济规划,一大批战略新兴产业的支持规划等,都必将成为中国股票市场的亮点,从而成为大规模聚集资本的领域。

此外,中国在税收制度改革方面可能还会大动作,这都会从振兴经济的方面给股票市场以激励。

亲,让我们从6月开始吧



新华社发布客户端V1.0版
新主流 新体验

你的新闻客户端升级了吗?