

# 用加息治理当前通胀会适得其反

□中国宏观经济学会秘书长 王建

自改革开放至新世纪前,中国所发生的通胀无一例外是由于货币供给过度造成的。但进入新世纪后,随着市场化改革推动中国的总供求态势从需求过剩转变为供给过剩,由需求过大所造成的通胀逐步不见了踪影,而由进口商品价格上涨所构成的输入型通胀,以及由

以粮食为核心的食品价格上涨所推动的结构型通胀,已成为中国目前通胀的两大主因。

货币政策一向被看成是治理通胀的主要宏观政策工具,而加息又是在反通胀货币政策中最常用的手段,但是自2006年四季度至2008年上半年的上一轮通胀

过程中,紧缩性的货币政策特别是加息手段却没有收到理想效果,以致于到2008年上半年主要用于生产经营活动的短期贷款比重,已经从常年的45%左右猛降到17%,通胀率却仍然在2008年3月上升到8.7%。

去年四季度以来通胀重新抬

头,有关加息的呼声又不绝于耳。年初以来央行连续两次提升存款准备金率,更被市场看作是将要加息的前奏。由于已经有了上一次的教训,在我们准备采取再一次加息行动之前,是否应该首先反思一下,在当今时代,是什么原因使通胀与货币政策都与以往不同了?

## 加息管不住输入型通胀

为什么货币政策治理不了输入型通胀呢?

所谓输入型通胀就是由于进口价格上涨引起使用进口原料的国内企业生产成本提高,相应减少了利润,而企业为了保持合理利润水平,就用提价的办法向市场释放成本上涨压力,由此引起物价上涨。由于这个原因,国内有人认为中国不存在输入型通胀,因为中国是国际大宗产品的最大进口国,如果没有中国的需求因素,国际大宗商品价格就不会上涨,所以如果硬要说中国存在输入型通胀,那么中国就是也在向世界输出通胀。因此如果管住了中国的货币需求,就可以通过压缩进口需求来制止输入型通胀。

这种观点错在仍然错误坚持实物产品价格仍然是由对实物产品的供求决定的,犯了“刻舟求剑”的毛病。就拿国际大宗商品贸易中最大的石油来说吧,1998年底还不到10美元一桶,前些年最高曾涨到接近150美元,在这油价狂涨的十年中,国际石油的生产需求和始终没有出现过剧烈波动,世界主要国家的货币政策也没有过剧烈变化,能说国际油价的上涨是由实际供求引发的吗?事实是,新世纪以来,世界货币主体进入一个新的发展阶段——虚拟资本主义阶段。资本运动在这个阶段的主要特点,就是从以往的实物生产领域大规模向虚拟经济领域转移,从生产实物产品为主向生产金融产品为主转变。这个转变在实物产品的生产流通中所引起的一个重要变化,就是把实物产品的生产与流通过程衍生金融化,从而使价格开始脱离实物产品供求而成为衍生金融品的应变量。由于在虚拟资本主义新阶段货币不再与实物产品相对应,而主要是与金融产品相对应,所以货币的虚拟化也使得实物产品供求及其价格,不能再借助货币得到真实的反映。例如,目前全球每年的金融商品交易额是全球GDP的50倍,全球货币年交易额更是全球贸易额的近百倍。

从广义上讲,股票、债券和各类衍生金融品也是货币,因为它们具有随时变现的能力。美国在2007年的高峰时,包括贷款、股票、债券和衍生金融品在内的金融资产总规模已高达600万亿美元,是本国货币与劳务总产出的60倍。所以,虚拟资本主义时代的一个最大特征,就是货币的性质发生了根本变化,它挣脱了作为社会劳动等价物这件原有的外衣,使自己无限膨胀起来。

但货币的有用性仍在于它能够购买实物产品和劳务,因此货币的膨胀最终仍会导致严重的通胀,所以,发达国家利用衍生金融工具疯狂创造货币的诀窍之一,就在于他们的货币仍然与发展物质生产为主的发展中国家的货币,保持着相对稳定的汇率,这就使他们的货币与金融商品,仍然

能与发展中国家所创造的实物产品相交换。这样的交换就表现为发展中国家向发达国家出口产品取得外汇后,又购买了发达国家的金融商品。另一个诀窍就是,通过把国际大宗商品的交易衍生金融化,通过不断拉高大宗商品价格的手段,来分割发展中国家的利润。

因此,当我们看到中国的实物产品供求已经是世界实物产品供求的重要组成部分,从而能够对国际产品供求与价格产生重要影响的时候,更要看到中国的货币供求也是世界货币供求体系的一部分,当主要资本主义国家开始进入虚拟资本主义阶段,货币随金融商品的膨胀而不断虚拟化,就引导全球货币体系也不断向虚拟化方向发展,这个发展方向的结果,就是使货币增长的数量不再取决于物质产品与劳务的增长量,而是取决于虚拟的金融商品的增长量。如果拒绝这个发展方向,仍然力图使本国货币供给量与生产量保持一致,其结果就必然是本国财富的流失。

举个例子就能理解为什么我会这么说。这次美国人为了挽救金融机构而投放了上十亿美元货币,如果人民币与美元汇率保持不变,人民币购买力又与中国的实物产品供求保持不变,则美元这种纸面财富就取得了与中国实物财富同等的价值地位,如果美国人拿美元到中国来购买商品,我们拿到美元后却买不到同等价值的商品,这不是财富外流又是什么呢?

所以,正是由于进入虚拟资本主义阶段后,发达国家的央行和金融机构利用衍生金融工具创造出滔天的货币狂潮,使货币的性质从根本上发生了变化,才使得实物产品的供求在价格形成过程中日益显得微不足道。从这个意义上讲,发达国家的央行和金融机构在未来还会用衍生金融工具创造出更多的金融商品这类准货币,也就会有更多的国际货币资本不断涌入国际大宗商品市场,这正是中国的输入型通胀会在新世纪以来随新全球化进入到高潮而生的基础,而由于国际大宗商品价格脱离基本供求关系而上涨将是长期的事情,中国的输入型通胀也将被长期化。

有人说次债危机的教训如此深刻,应该使发达国家特别是美国

改弦更张,让货币回归到实物领域,但是发达国家为了维持金融泡沫不彻底破灭,也只能用更大的货币供给量来挽救危机。从实际情况看,自次债危机爆发以来,全球央行共投入了数十万亿美元的救市资金,其中仅美国就超过了10万亿美元。这样的货币狂潮,迟早会引发实物产品价格的狂涨,特别是在金融风暴的警报远未解除,世界主要国家的金融市场前景都不看好的情况下,巨额国际资本更会把国际大宗商品市场作为他们牟利的首选领域,输入型通胀会变得愈加严重的背景下,中国的货币紧缩行为更象用一把刀子从太平洋里向外舀水,怎能对抗得了外部的货币汪洋呢!今年美国为了应付衰退,仍然推出了创记录的1.56万亿美元的国债规模,日本为了应付衰退也提出了创记录的92万亿日元的政府赤字,两国最近还都宣布把基准利率仍然保持接近“零”的水平。欧盟则更不用说,由于赤字膨胀,多国的主权信用正在发生危机。这都决定了今年世界主要经济体的货币投放量仍然不小了,国际大宗商品价格的上涨势头就不会止歇。

如果中国想制止输入型通胀,就得从源头入手,压制住庞大的国际金融资本炒作大宗商品现货与期货的行为,中国显然没有这个能力,紧缩型货币政策就是想管不住国外就管住国内这一头,想在进口价格上涨之后,通过压低国内需求让国内价格涨不上来。但我们是否想过,当进口价格上涨导致企业生产成本增加的时候,如果不让企业通过提价向市场转移成本上涨负担,其结果只能是减少企业利润。

利润是经济增长的内生性动力,因此压制利润增长就是压制经济的内生性增长要求。去年以来中国经济率先反弹,并不是由内生性动力所主导,而是被各级政府平台扩大投资的外生性动力所主导。直到目前,内生性的增长动力仍很薄弱,正处在由内生性动力逐步替换外生性动力的关键期,如果在这个时候实施强烈货币紧缩,其结果必然是重复上次的错误,即通胀压不下来,增长倒被压下去了,从而不利于中国应对2011年以后可能发生的世界经济二次探底。

此外,我还要强调我一贯的观点,加息在国际资本流动条件下,已经不是减少货币供给的因素,反而成了增加货币供给的因素。这是因为,如果加息使得人民币的利率水平高于国际其他主要货币,就会引起人民币在美元、日元乃至欧元之间的套息交易,从而放大资本流入规模,迫使由外汇占款增加而形成人民币供给量增长。目前欧元、美元、日元都已对人民币有较大利差,且自去年11月份以来热钱流入又开始明显增长。在这样的背景下,如果继续扩大与主要货币的利差,收到的效果就是政策出发点的反面。

合,加速社会资金向实体经济转化的进程。一方面,证券市场已经成为社会投资最公开、最便捷、最有效的平台,企业通过在证券市场直接融资不仅可以吸纳大量社会投资,更是解决了公司长期发展所需要的资本金问题,比银行短期间接融资对企业发展的影响要重要得多。另一方面,证券市场可以显著提高上市公司及其股东的间接融资能力。企业通过资本市场可以更方便地充实企业资本金,扩大资产规模,降低资产负债率,从而使自身具备了更好的间接融资条件。同时,公司上市后可以帮助其股东更加有效地通过股权质押向银行贷款。据统计,直接融资可带动上市公司及其股东3-6倍的

## 用加息治理结构型通胀行不通

为什么货币政策也治理不了结构型通胀呢?

结构型通胀是指由于某一领域的价格上涨而引起总体物价水平抬升。今天在中国所发生的结构型通胀,粮价上涨是消费物价上涨的一个重要原因。

粮价上涨的主要原因是政府在不断提高粮食收购价格。如此说来,政府不提价CPI就只会受到输入型通胀的间接影响,上涨势头就没有这么强。但实际情况是,中国自2003年以来在保护粮食生产方面是做得最好的,到去年已经取得了连续6年大丰收,而国际市场粮价则经历了连续6年的大幅度上涨,所以如果没有政府的主导性提价来保护中国的粮食生产,由于国际粮价猛涨也会促使国内粮价及食品价格抬升,而且会由于国内粮食生产缺乏价格保护而出现大的供求缺口,到那时政府再来提高粮价就更被动。

从长期看,至少在未来20年,

由粮价所推动的消费物价上涨将是一个长期趋势,这是由中国人口要增长耕地却不断减少的国情决定的。未来20年中国的城市人口还要增长2倍,如果到2030年中国实现现代化,人均粮食需求量上升到500公斤,就需要7.5亿吨粮食,而去年虽然粮食产量又突破了历史记录,但也仅仅达到5.3亿吨,人均不到400公斤。自1998年以来,中国的人口增加了8700万,增长幅度为7%,但是粮食总产量仅增长了3.6%。所以1998年是一个转折点,因为从那以后中国的粮食增长进入了缓慢增长期,耕地面积却由于工业化与城市化速度加快而迅速减少,这也是为什么会在进入新世纪后结构型通胀成为通胀主因的原因。

我们可以寄希望于粮食进口,但是长期以来国际粮食总产量就维持在20亿吨上下,粮食国际贸易量只占世界粮食产量的

10%,即只有2亿吨左右,如果中国把未来的粮食增长量放到海外解决,把这2亿吨全部进口到中国也不够,而且其他的一些主要粮食进口国也不会答应。

当然我们还可以寄希望于农业技术的突破,寄希望于对农田土壤的改造和修建更好的水利设施,但是这些都需要依靠政府特别是农户的投入,这些投入都会会计入农业生产成本中,而且在单位耕地面积上投入的越多,所谓“边际报酬递减”现象就会越严重。例如,1999~2008年,中国粮食产量增长了3.2%,化肥投入量却增长了28%,如此就会推动农业生产成本不断上涨,从而推动中国消费物价水平不断上涨。这样的因素用加息是压制不住的,因为加息既不可能抑制住中国的人口增长,也不可能增加中国的耕地供给,更不能帮助改善农业的“边际报酬递减”。

## 货币保增长 财政保稳定

也要追踪粮价上涨的情况。根据近年来的经验数据,如果粮价上涨6%,食品价格会上涨3%,CPI会上涨1%,所以货币政策也要参考粮价与食品价格的上涨幅度增加货币供给量。

第二个方面是指货币政策不仅要考虑经济增长的要求,还必须考虑资产价格上涨的要求。近年来争论很大的一个问题是应不应该把资产价格上涨作为加息的理由。我不同意因资产价格上涨而加息,乃至进行数量型紧缩。理由很简单,由于国际资本有很多流入中国的渠道,而中国的资产价格与国际比较便宜太多,因此如果允许发达国家用衍生金融工具制造的货币资本泡沫来大量购买中国的实物资产,就会导致我在前面所说的中国财富外流。换一个角度看,如果没有发达国家所制造的资本泡沫,中国的证券与地产价格也没有必要以远远超过经济增长的速度上涨,而正是因为发达国家的货币与资本泡沫,必须与中国这样的发展中国家的实物资产相结合才能牟利,为了防止财富流失,中国才有必要以拉平国内外的资产价格水平为目标,让国内资产价格水平逐渐上涨。

所以,在虚拟资本主义时代,中国作为世界最大的发展中国家,且拥有发展中国家最多的实物资产,就必须防止国际货币资本泡沫的巧取豪夺,而最好的应对办法就是用中国资产价格的上涨来对冲国际货币狂潮的冲击,以使得国际货币对中国资产的购买力始终能保持在一个相对不变的水平。在2007年的高峰期,美国PPI指数也会上涨,再过3个月CPI也会上涨,这就是一个价格传导链条,也说明了输入型通胀相对于国际市场价格上涨大约有8-9个月的滞后期,中国的货币供给量也应在PPI指数上升后就考虑有所增长。

货币政策要考虑结构型通胀,就是要求货币供给量的增长

有开放资本市场,人民币也没有国际化,这都是对中国人民财富的保护。但是从长远看,中国的金融开放是迟早的事情,所以就应该在我国的实物资产价格上涨到接近发达国家的水平之前,让中国的国民先持有,问题仅在于在这个资产价格上涨的过程中,如何能让全体国民分享到这些财产性收入。

中国目前有超过3000万家各类企业,但是上市公司只有不到3000家,而发达国家一般都有有一半以上是上市公司,因此中国企业产权的资产化过程还很长,而这个企业产权市场化的过程中就需要大量货币。中国由于人多地少,土地的升值潜力也很大。根据我的研究,中国在未来的城市化过程中,城市人均占地面积比日本还要少20%。而日本在上世纪80年代中期,仅东京的地价总值就已经相当于全美国的地价总值,所以中国土地市场化的过程也需要大量货币。因此“货币保增长”的含义就不仅仅是“保持”住经济增长的步伐,还要有“保护”中国资产对外流出的任务,并且必须以中国企业产权和土地市场化的需要为目标来安排货币供给增长率。

所谓“财政保稳定”,就是主要依靠财政的转移支付功能来消化通胀的不利后果。在经历30年经济体制改革后,中国的社会阶层已经发生了深刻变化,其中一个显著特征就是居民间的收入分配差距在不断拉大,由于高收入人群与低收入人群的恩格尔系数相差很多,因此由食品价格变化对不同收入群体所产生的消费水平影响是极为不同的。因此,对约占40%的城市中低收入人口进行财政补贴,以使得这部分人的消费水平不下降,是比用加息等货币政策来抑制通胀有更好的效果。

综上所述,由于当代通胀性质的变化,货币政策也得跟着变才行,否则宏观调控就不可能有好的效果。

## 证券市场应为“调结构”当支点

□长盛基金管理有限公司  
总经理助理 朱剑彪

今年政府工作报告再次突出

了要把加快转变经济发展方式、调整优化经济结构作为未来经济工作的重点。随着资本市场在我国国民经济中扮演着日益重要的角色,充分发挥其优化资源配置的功能服务于“调结构”的条件已经具备,证券市场能够也必须在经济结构调整的进程中发挥作用。而伴随产业结构的不断升级,战略性新兴产业的发展壮大也将给证券市场带来更多更好的投资标的,催生众多投资热点和机会。

证券市场已经具备了在“调结构”战略中发挥重要作用的能力。在过去的十多年间,中国证

券市场从无到有,从小到大,从区域到全国,得到了迅速的发展,逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面制度建设比较健全的市场,中国证券市场对国民经济发展的影响力日益增强。

证券市场可通过促进虚拟资本向实体经济转化、优化资源配置并促进产业结构升级两个层面,在“调结构”中发挥重要作用。温总理在政府工作报告中,特别强调要“积极扩大直接融资,完善多层次资本市场体系,扩大股权和债券融资规模,更好地满足多样化投融资需求”。大力发展资本市场,正是完善多层次融资体系的重要一环。借助证券市场这个支点,金融体系可以杠杆性地促进虚拟经济和实体经济的有效融

合,加速社会资金向实体经济转化的进程。

一方面,证券市场已经成为社会投资最公开、最便捷、最有效的平台,企业通过在证券市场直接融资不仅可以吸纳大量社会投资,更是解决了公司长期发展所需要的资本金问题,比银行短期间接融资对企业发展的影响要重要得多。

另一方面,证券市场可以显著提高上市公司及其股东的间接融资能力。企业通过资本市场可以更方便地充实企业资本金,扩大资产规模,降低资产负债率,从而使自身具备了更好的间接融资条件。同时,公司上市后可以帮助其股东更加有效地通过股权质押向银行贷款。据统计,直接融资可带动上市公司及其股东3-6倍的

间接融资。按照直接融资平均可带动4.5倍间接融资计算,上市公司募集的2.6万亿资本金可以带动11.7万亿的间接融资。

从历史经验看,成功的经济转型和产业升级往往是以一个国家直接融资体系的完善和成熟为先决条件的。美国之所以能够在二战之后引领第三次科技浪潮,其中一个重要因素就是依托于美国发达的资本市场,特别是1971年美国推出NASDAQ交易系统后,连接起美国创新经济链条中最为关键的一环。我国证券市场可在以下几个方面对结构调整发挥重要作用:

一是支持创新型企业发展。当前国家结构调整战略的一个重要方面就是大力培育战略性新兴产业,而促进自主创新企业及其他

成长型创业企业的发展,正是资本市场的一个重要组成部分——创业板的宗旨。同主板市场相比,创业板所要求的上市门槛降低,有助于更早期地为创新型企业发展提供融资渠道,为拥有良好发展前景的公司提供急需的资本。从创业板开板4个多月来的情况看,已经挂牌上市的60多家企业都属于新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业。通过创业板成功上市,不仅给这些企业带来继续发展所急需的资金,其造富效应也将带动更多有识之士投身高新技术产业,推动产业结构的不断提升。

二是支持企业并购重组。我国证券市场在股权分置改革后,并购重组活动日益活跃。这将有效地助力结构调整。通过以促进行业整合、产业升级为目标

的并购重组,证券市场存量的调整的作用初步显现。可以预期的是,证券市场在未来存量优化的过程中所扮演的角色将越来越重要。

三是推进区域经济协调发展。以新疆为例,截至2009年底,新疆共有A股上市公司34家,通过IPO、增发、配股、公司债等方式累计融资319.96亿元,资本市场在推动新疆实施新型工业化、农业产业化和优势资源转换战略中发挥了重要作用。

秉承长期投资和价值投资理念的基金业在“调结构”中也将发挥出更大作用。作为证券市场的中坚力量,在国家进行经济结构调整的进程中,以基金公司为代表的机构投资者积极参与并长期持有符合国家结构调整方向的产业和公司,对于更好地发挥资本市场资源配置功能,促进国家结构调整战略目标的实现将起到十分重要的积极作用。