



简报系列

序列号：BR20070529CH 总第 17 期

中国宏观经济政策与金融政策：研究与辩论

【前言】中国当前宏观经济和金融方面的改革有很多值得研究的课题。其中，汇率问题、利率问题、金融改革建议、金融监管是当前面临的重要课题。清华-布鲁金斯公共政策研究中心举办了题为“中国宏观经济政策与金融改革：值得研究与辩论的几个政策问题”研讨会。在薛澜教授的主持下，肖耿博士、赵海英女士、宋敏主任、俞樵教授和黄益平专家进行了探讨。

讲座名称：中国宏观经济政策与金融改革：值得研究与辩论的几个政策问题

主办单位：清华-布鲁金斯公共政策研究中心

时间、地点：2008年5月29日；中国北京

主持人：薛 澜，清华大学公共管理学院教授

演讲嘉宾：肖 耿，清华-布鲁金斯公共政策研究中心主任，
美国布鲁金斯学会资深研究员

赵海英，中国投资公司资产配置与战略研究部主管

宋 敏，香港大学中国金融研究中心主任

俞 樵，清华大学公共管理学院教授

黄益平，花旗银行亚洲首席经济学家

中国当前宏观经济面临的挑战是什么？是价格还是制度？我们对四个宏观存在什么样的误解？清华布鲁金斯主任肖耿教授将通过对汇率、顺差、竞争力、以及资产泡沫等来分析中央银行的困境、中国投资结构与机制的优劣之处以及有关当局要怎样提高剩余资本与劳动力的使用率问题。同时，提出解决中国宏观经济目前的困境的对策、以及中国金融所需要的改革。

一、对当前四个宏观经济问题的理解

肖耿教授认为，人民币升值、贸易顺差、生产竞争力、资产泡沫是当前中国宏观经济面临的主要问题。

1. 人民币升值主要与价格水平相关

肖耿教授指出，汇率实质上是反应一个国家相对于另一个国家的价格水平。在看一个国家的价格水平的时候，一定要有一个汇率能够将中国的物价和美国相比较。从这个角度来讲，人民币升值和贬值实际上最主要的是中国的价格水平相对于美国或其它国家的价格水平的调整。对于美国人来说，中国的通货膨胀或是人民币的升值都会使美国在中国的购买力减低，所以关于升贬值，应该和整个中国的价格水平相对于美国的价格水平这个层次上面来讨论。目前，整个中国的消费水平相对于美国，确实是很低的，随着经济的发展，中国的价格水平应该要提高。而这个提高的速度，是由中国的生产力水平的增长来决定的。并非一味的在国际压力之下调升人民币的币值。

2. 经常项的剩余代表中国资本的出口

经常项的剩余就是出口超过进口。尽管人均资本存量极其低，中国实质上却保持着资本过剩，并将过剩资本出口到人均资本非常富裕的美国，为其过度消费融资。对于一个有丰富的剩余劳动力的国家，中国显然是需要资本来为其剩余劳动力创造就业机会。为什么不用自己过剩的资本来雇佣自己过剩的劳动力呢？答案很简单，但却往往被忽视。中国将剩余劳动力与剩余资本有效率地结合使用来创造增加值的制度阻力太大，也就是剩余劳动力和剩余资本之间的交易成本很高。更确切地说，阻挠资源更有效配置的根源在于资本市场及其它生产要素市场效率不高，比如存在高度扭曲的价格，包括负的实质利率及能源和原材料的价格管制。因此经常项的剩余，其实是代表中国没有竞争力，特别是金融行业中没有竞争力，没有办法通过金融把剩余劳动力和剩余资本结合起来。

俞樵教授认为这种流动性过剩的根源就是金融体系出现了问题。为什么真正需要金融服务的人无法得到服务？第一个原因是金融压抑。解决的方法就是金融深化，通过政策对

冲境外金融投资者的套利行为，以及在上海成立接通国内外的金融市场；第二个原因不是经济问题，是社会问题，涉及到社会的稳定。中央政府不能坐视强大的利益团体联手欺压弱勢的团体，需要一个适当的契机去打破这些利益团体的勾结。

3. 中国的竞争力主要来自于交易成本下降与技术进步

肖耿教授认为，谈到中国的竞争力，大家第一个想到的就是低廉的劳动力，但这不完全是正确的。为中国的劳动力工资成本不断在增加的同时，出口竞争力也再不断地增强。实际上，中国竞争力主要是来自于交易成本的下降。讨价还价的事情减少，效率就愈来愈高。政府的管制减少，以前禁止个体户经营或是成本太高因此由国家垄断的行业，现在可以开放私人经营，效率就大大的提升了。另外技术的进步也使得资源得到更有效的配置，提升了产业的附加价值。当然低廉的工资也是中国竞争力来源的一项因素，但更不可忽视的是交易成本的下降和技术进步这两个因素。

4. 资产泡沫的主因是负利率

肖耿教授指出，资本的价格就是利率。当名义利率很低，实质利率为负的时候，任何一个市场经济里面都会出现泡沫。泡沫的根源为实质利率为负时被扭曲的资产价格。负利率导致了人们借钱投资于房地产及股票的冲动，这就推高了股价及房价，最终将导致股市楼市崩塌，然后，在下一轮循环中又会被推高直到下次崩塌。总的来说，当实质利率为负时，楼市和股市不可能达到稳定和持续的均衡。

负利率下的借款冲动会刺激无效率、低回报的重复投资，并挤出有效率、高回报的投资。因为在负实质利率下，名义利率变得与资源配置不相关。这对于银行来说危害极大，银行不能以合理的市场利率来配置信贷资源，而不得不通过行政配额和个人关系等非价格标准来分配极其廉价的信贷资源，大大降低了资本的配置效率。

在全球化的浪潮之下，中国的利率和美国的利率相互间的互动非常重要。举例来说，一个境外的投资者，他可以选择在美国投资或是到中国投资，而评判的标准就是比较在这两个国家的投资回报率。就目前而言，美国的利率减去通货膨胀大约是2%，而中国的通货膨胀比较高，名目利率减去通货膨胀之后，实质利率是负值，现在大约是-4%。但是人民币的升值大约是8%-10%，对一个境外投资者来说，中国的人民币升值和通货膨胀抵销掉了，实际上在中国的投资回报率非常的高，因此造成大量的热钱涌入。但是对一个中国境内的投资者来说，他们持有的货币就是人民币，因此投资的回报率主要是看国内的实质利率。现在实质利率是负的，这就造成了中国资本市场的泡沫—股票市场和楼市的泡沫。股市与楼市的波动又给海外投资者提供了进一步投机的机会来赌人民币升值、中美利差及中国股市与楼市泡沫形成、破灭、再形成过程中的差价。日本、美国及其它地区的历史表

明，低利率或负利率会引发泡沫。日本在 1990 年代开始，由于日元升值导致利率下降，零利率政策持续了多年，引发楼市及股市剧烈波动及泡沫。其间，日本经历了超过十年的经济衰退期。直到今天，日本货币当局还在为如何加息苦恼。

美国为了避免衰退及支持海外战争，也采取了长期的低利率政策，最终也导致了股市及楼市泡沫。美国的次贷危机本来就由于利率太低，房价上涨过分，但在危机发生后，为了挽救金融机构，美国又不得不采取短期减息政策。这个政策导致美元贬值，最终也会使通胀率上升，一旦通胀持续上升，美国将不得不加息。美国的减息及负利率政策对中国及全球宏观及金融环境造成了极大的冲击，助长了石油价格暴涨，营造了未来几年全球通胀及资本市场波动的基本宏观经济环境。

为了抵御通货膨胀，央行本来早就应该提高名义利率，但由于担心更高的名义利率会吸引更多的投机资本，因而失去了加息的机会。央行也不愿意完全对冲大量的资本流入，因为这样做的成本过高（央行需要发行带息的央行债券来吸收因资本流入而创造的人民币货币供给）。

二、解决资本流动压力之道

特殊的宏观经济困境需要特殊的经济政策安排。肖耿教授建议，采取包括稳住汇率、理顺价格体系、加息等多种措施解决当前面临的资本流动压力问题。

1. 打掉人民币升值预期、稳住汇率

肖耿教授认为，为了避免不必要的资本跨境流动风险及为加息做准备，稳定汇率的政策是必要的。中国汇率改革前的十几年汇率没有变化，当时并没有见到像今天这样大规模的投机资本的流入。就是因为当时境外的投资者知道中国政府不会升值。现在的情况是中国在过去曾经尝试让人民币浮动，这样的话有了预期，而且预期得到证实，证实人民币真的升值，而且速度很快。这样出现市场预期，对宏观经济政策造成很大障碍。中国现在不适合将汇率完全开放，主要原因是中国的金融体系不健全，价格体系也尚未完善。在中国实现主要生产要素价格市场化、合理化之前，采用浮动的人民币汇率制度是不明智的，因为浮动的汇率会人为增加金融系统的不确定性并会加剧对本已扭曲的市场的无序干扰。如有必要，特别是在通胀高水平持续时，可以考虑允许人民币适当贬值，彻底消除人民币单向升值预期。

肖耿教授进一步提出，现在正是执行稳定汇率政策的最好时机。中国可以向全世界解释，中国在过去三年已经尝试更灵活的浮动汇率制度，人民币相对美元也升值约 20%，但在减少国际收支经常项目顺差方面，只有很小成果，却导致资本项顺差大大增加。人民币在逐渐、稳步、单向升值过程中会吸引投机资本的大进大出，导致不必要的跨境资本流动

风险。人民币稳步升值与通胀同时发生时，出口企业的成本上升幅度就至少是升值率与通胀率之和，有可能大大超出其潜在的劳动生产率增长。

如果通货膨胀率继续维持在 7%到 10%的水平上，人民币在不久的将来很可能出现贬值压力，因为中国的劳动生产率增长速度可能赶不上接近两位数的通胀率。因此，与其将来人民币由于通胀而被迫贬值，不如现在停止人民币升值，以便消除可能出现的人民币实质汇率的过度过快升值。

中国的决策层一旦达成一致意见，只要向市场作一个解释，市场的预期就会变化。政府有很多方法可以让市场相信汇率将不再单向波动。比如，政府可以放开外汇贷款，在汇率没有波动的情况下，人民币债务与美元债务的比例对中国的金融行业系统风险的影响不大。政府也可以放宽跨境资本流动，因为在汇率稳定的情况下，投机资本在汇率上无利可图，但却方便了境内外真正的投资者。在汇率稳定的情况下，中国也不必为官方持有的大量外汇储备账面盈亏操心。

花旗银行首席经济学家黄意平认为，对抗通货膨胀需要采取紧缩性的货币政策，而在当前的情况之下，汇率是比较重要的货币紧缩的手段之一。面对美国经济形式恶化和最近中国的各种天灾人祸问题，人民币不能大规模升值，一步到位。现在动或不动汇率，终归是调整成本的问题。如果不动汇率，就要取决于中国能够承受多高的通货膨胀率。动或不动汇率结果是一样的，也就是实值汇率一定会升值，可能是通过名义汇率升值，也可能通过通货膨胀升值。通胀归根到底不单单是经济问题，还是政治问题，还需要综合考虑。过去五年，中国采取了被称为紧货币、宽财政的政策组合建议。这个政策建议，现在变得更有必要，因为发生了雪灾、地震，在国外有很多救灾重建，有很多渠道来支持。如社会募捐，中国现在做得很好；第二个，比如说在海外有很多社保体系，保险制度在中间发挥很大作用。第三个才是政府。但是在中国社保体系非常缺乏，保险体系不发达，责任就责无旁贷地落到了政府身上。另一方面，政府财政可以在经济结构转型当中发挥很重要的作用。现在经济已经面临非常大的压力，有很多企业都需要转型，中国经济以保持 10%的速度增长接近三十年。在这个阶段经济结构已经发生很大变化，过去非常蓬勃兴旺，非常有竞争力的劳动密集型产业面对很大压力。因为各种各样的成本都在上升。在这个过程中有的企业要关门，有的工人要失业，政府需要发挥非常积极的作用，帮助企业转型，帮助工人再就业，这是政府非常重要的功能。最后，增加财政开支可以帮助防范通货膨胀。这个不太符合一般的经济学分析。经济增长速度是不是太快，只能根据现在已经有的资源判断。也就是说如果增长速度超过了国内要素能够支撑的速度，那么这个增长速度就太快了。但是在目前的情况下，最简单的指标，经常帐户的盈余占 GDP 的 11.8%，这意味着 GDP 的 11.8%在国内省下来用到了其它地方，中国并没有把资源利用起来。如果把把这个 11.8%的钱用在国内，中国的增长速度可能不是 12%，可能会更高一些。但是从另外一个方面来看，现在造成通胀压力的关键因素是什么？就是钱太多，流动性太高。因为国内需

求不旺盛，导致了出口顺差庞大，这样一方面使的很多钱回流中国；另外一方面形成了升值预期。在这样的情况下假设中国财政可以发挥作用，增加其它形式的国内需求，这样是最好。但如果在短期内不能增加，那就必须通过政府发挥更积极的作用，推动国内需求的上升，降低国外账户的失衡，在一定程度上会减少外部账户的压力，才能有助于降低国内流动性压力。如果国内流动性压力降低，也许对通胀有所帮助。在中国还有很多领域可以做很多投资。比如像很多基础设施、比如大宗商品能源行业的投资、比如对于环境保护，中国的投资还远远不够。所以关于投资这一点，是需要改善投资的质量，但不是需要减少投资的数量。最后概括起来说，希望政府可以实施更加积极的财政政策。不单单是因为最近的汶川大地震，更重要的是长期结构失衡导致的经济结构转型的必要。如果可以解决这个问题，既能使中国经济保持更长时间、更高速度的稳定增长，又有助于解决短期内面对的通胀压力上升的矛盾。

2. 取消价格管制，理顺价格体系

肖耿博士认为，目前还有很多重要的行业仍然存在着价格管制，在这个情况下，如果开放汇率会造成国内金融市场的混乱。举个例子来说，在价格管制时期，政府补贴电，油，水等生产要素价格的时候，其实补贴的是全世界购买中国制造的产品的消费者，其中包含了许多发达国家的消费者。提高利率必须与其它的价格改革同时进行，价格改革能够使关键的生产要素如劳动力、土地、能源、水资源以及原材料的价格反映其稀缺度，实现资源的更有效率配置。价格改革应当同社会福利制度改革联系起来，保证贫困人口不会因价格放开而受到伤害。直接补贴贫困人口的显性成本将远远小于由于价格管制导致的对全世界使用中国制造产品的消费者的隐性补贴。

取消价格管制意味着未来几年内我国将经历一段持续的加价、加工资阶段。这个时期的通胀主要是协助之前被高度扭曲的内部价格体系向全球市场价格体系全面接轨。只有走过这一阶段，中国才不会补贴全球，一些关键生产要素的供给，如石油、矿产、水等才能够由于价格放开而释放，其需求也会有于价格上升而减少并更有效率地使用。

价格体系改革也可以分阶段实施，其间政府可以给出清晰的价格放开计划及时间表去引导预期及市场供求。比如说，政府可以宣布在未来3年内石油价格将逐步与国际市场价格接轨。

中国只有在其价格体系与国际接轨之后，才有可能低风险地进一步改革开放其金融部门以及允许汇率自由浮动。价格体系改革是中国应对未来大规模的内部以及跨境资本流动以及由此带来的汇率及股市楼市波动的前提。基于中国在宏观政策制定上的强势，中国可以避免美国和日本等选举政治的失误。美国的选举政治往往导致用低利率来解决短期的经济问题而忽视了长期的经济发展与稳定。

黄意平对于取消价格管制的看法与萧耿教授完全一致。目前中国的价格管制确实相当于补贴全世界。在过去三十年的改革，经济增长非常快速，同时也非常成功。另一方面却也造成了很多结构性的矛盾，比如消费增长的速度不好，经济结构的失衡，出口所占的比重过大，投资欲望太强烈等等。造成上述问题归根究底的原因就是成本扭曲。成本扭曲最主要的动机是追求高增长，这在改革之前的计划经济时代实行多年。扭曲压低原材料价格，这样在重工业里面产生超额利润，用这个利润进一步投资，加速重工业的发展。但是长期以来，重工业发展的不好，主要有两个原因：第一是没有市场导向，需要的产品没生产，不需要的产品反倒生产了许多；第二是没有解决激励机制。改革以后解决了这些问题，但是没有解决成本扭曲的问题。成本正常化意味着什么？意味着生产成本要上升，比如能源、土地、劳动力、环境等要素成本。这个成本上升了在一定程度上会推动通胀压力上升。另外一方面会降低经济活动的速度。像这些突出的例子有很多。中国现在所面对的增长速度开始疲软，通胀压力不断上升的现象很可能还将持续下去。在这样的情况下，宏观经济政策是很明确的，就是从紧的货币政策和稳健的财政政策。通货膨胀速度比较高需要采取从紧的货币政策，但在目前的情况下，财政政策应该变得更加积极。主要有三个方面的理由。第一，现在救灾需要政府发挥更积极的作用；第二，与成本正常化相关联的是经济结构正在出现大规模的转型，在这个过程中政府需要发挥作用，使得转型过程走得更加平稳；第三，现在所看到的很多经济结构问题，就是经济失衡问题，通过财政扩张可以防止或者降低通胀压力。

3. 加息，维持实质利率为正

肖耿教授建议，当市场不再对人民币升值有强烈预期的时候，中央银行就可以大幅度提高利率来对付通货膨胀并将实质利率恢复为正。这对阻止未来股市和楼市的资产泡沫，避免重蹈美国和日本的覆辙将起到至关重要的作用。中央银行应该一方面提高利率，另一方面则放松对信贷规模的行政管制。提高利率的目的并不是为了抑制有效率的投资和消费，而是为了让资本的价格更合理，用市场的方式来改善投资和消费的效率，避免未来的资产泡沫。

肖耿教授进一步指出，当前是提高利率的最佳时机，因为中国的股市和楼市泡沫已经破灭，加息后股市和楼市可能还会下跌，但不会大跌，因为股价楼价目前已经降到一个很低的水平了。如果政府在加息前出台救市措施，股市楼市一旦再暴涨，将来就无法加息，因为加息将令暴涨的股市楼市暴跌。在政府大幅度加息时，应该给市场一个明确的信号：政府不能允许通胀导致负实质利率，而且政府将鼓励通过市场方式（即市场利率）来配置信贷资源，也就是通过市场手段来保高效率的投资与消费、压低效率的投资与消费。这样，业绩好的公司能拿到贷款并承受高利率的成本，而业绩差的公司则拿不到贷款。对于

失败的公司，政府不应该通过信贷救企业，而应该通过财政补贴的方式对失业的员工进行救济。

肖耿教授最后提到，提高利率之后，中美利差将加大，会不会吸引投机资本流入？是有可能，但是，在汇率稳定，实质利率保持为正的环境下，股市楼市的波动与泡沫将减少，如果只有炒利差的问题，可以通过银行监管及资本项控制来处理。利差是需要一天一天挣的，而且必须在银行有详细的存款纪录，大规模的跨境利差交易是完全可以银行监管来限制的。比如可以对境外炒利差的资金征收特种利差收入税，而对一般老百姓的长期储蓄存款在通胀超出一定警戒线时启动保值储蓄计划。投机利差的热钱并不会导致中国境内资本基准价格的扭曲，但投机人民币升值的热钱会压低境内市场利率而导致境内资本基准价格扭曲。

4. 加快金融改革，促进金融稳定

肖耿教授提到，在金融改革的项目之中，最重要的是改变金融市场最根本的结构和性质。金融市场一定要变成市场。整个中国的金融市场最大的问题就是从交易所到证券公司、上市公司，基本上都是国家所拥有，这就决定了中国的金融市场不是真正的市场。如果不对这些证券公司，交易所民营化，中国将面对巨大的系统性风险。现在的金融监管沿用了许多国外适当的法律，进步很大。但任何监管规则一定要考虑到是否增加或减少了社会的财富。

另外在税制方面也需要改革。在金融行业中，比如香港，新加坡税率很低，所以大的金融公司都会把总部设立在香港和新加坡。中国目前财政税收以每年 30% 的速度增长，已经超过 GDP 的增长速度。中国不前要降低税率，简化税制来创造竞争力。当然还要营造既有竞争，又有合作、整合的金融体系。这些竞争包括跨区域，跨产品的竞争。

特别值得一提的是，肖耿教授认为很有必要在上海建立金融法庭。因为金融业很复杂，现在地方法院不具备知识积累。要把上海建成国际金融中心一定要有值得相信的法律框架、法官和法庭。

宋敏认为，中国近十年来的金融改革是非常成功的。从微观层面的公司治理的角度来看，银行业与证券市场的改革是通过改变治理结构来实现的。上市公司或是银行的股份化、引入策略性股东，在上式的改革过程里面释放了很大的能量。比如说股权原来是百分之百的国有控股，完全的国有机制带来了许多体制上的缺失和问题。然而，股份化之后带来了不同的股东，利益上出现了冲突和制衡。后来还引入外资股东，进一步带来比较先进的技术，同时也对董事会和公司的治理结构带来很大的提升。在这个基础上可以看到银行业相对来说比较成功的金融改革。

(本文由张慧婷编辑整理，肖华、李金迎、饶松松审校)