

余永定：通货膨胀严重威胁稳定

<http://www.criifs.org.cn> 2007年11月29日 余永定

可以说，通货膨胀对中国的经济稳定暂时还没有构成严重威胁。但是，中国政府有足够的理由担心通货膨胀将会造成的严重威胁。

首先，2007年中国经济的增长将超过11%。直到前不久，政府和经济学界普遍接受的想法是，中国的潜在增长率在8%至9%之间。在中国的十一五规划中，经济增长目标被隐含地确定为8%以下。在过去，中国GDP只要保持连续两年10%以上增长，都会因此在四至五个季度以后引发严重的通货膨胀。在目前的经济周期中，中国经济已经保持了连续四年10%以上的增速，且通货膨胀率被控制在3%以下，这已经是一个奇迹了。

或许，中国的劳动生产率在最近几年取得了长足的进步。但是，由于固定资产投资约25%的增速，中国的投资率已经超过45%。加上地方政府主导的遍布全国的城市建设运动，以及在这一过程中对能源和原材料极端浪费，很难令人相信中国的生产率（据全要素生产率和/或资本产出比计算得出）已经大幅攀升到如此高的程度，以致中国的潜在经济增长率已从8%增至11%，因而能够保持目前的增长势头而不导致严重的通货膨胀。诚然，中国的内需低于其潜在的供给，但我们在讨论需求过剩和通货膨胀时，相对的概念应是总需求（内需加外需），而不仅仅是内需。从这点出发，可以认为，中国存在需求过剩并且过剩的需求正在增加，其结果必然是通胀压力的上升。

第二，近期的食品价格上涨并不能完全归咎于一次性的、孤立的、外部的供给冲击。实际上，从饲料到化肥，所有农产品生产所需的投入要素价格都有所上涨，而这至少可以部分归因于需求拉动。举例来说，由于房地产的发展，中国的耕地面积迅速萎缩，几乎达到了政府规定的保护下限。尽管政府能在一段时间内通过行政手段遏制食品价格上涨，但由于许多导致食品价格上涨的因素不会自行消失，通货膨胀也不会自行消失。

第三，通胀预期在百姓中已经形成。据最近一项由中国央行进行的调查显示，公众认为通货膨胀会进一步恶化。人们已开始调整自己的行为：他们取出自己的存款转而购买股票和房地产，他们要求进一步提高工资和薪金。因此，即使通货膨胀在现阶段对稳定不构成威胁，日益严重的通胀预期却能如此。

第四，近年来，工资和薪金已经达到两位数的增长，并且持续加快。但这种增长趋势并没有反映在统计数字上。因为与正规的收入相比，“灰色收入”在中国也许更为重要。我不知道怎样才能让生产力快速上升以抵消迅速增加的劳动力成本从而不会推高产品价格。

第五，价格扭曲仍然广泛蔓延。中国的能源价格是世界上最底的；税收对采矿和开采活动极为慷慨；几乎不需为污染付费；在许多地方，外国直接投资（FDI）用地的租金非常便宜。在一定程度上

上，低通货膨胀率是以低效率和资源配置不当为代价实现的。如果政府不放弃进一步价格改革的计划，那么很多重要产品的价格上涨将无法避免，这又可能加剧通胀和通胀预期。

第六，中国的货币供应量在很长一段时间持续快速增长，远高于GDP的增长速度。目前，尽管中国央行采取货币紧缩政策，但M2的增长速度在8月份仍高于18%。银行贷款增速也非常高。也就是说，中国的金融环境状况（financial condition）仍然相当宽松，有利于通货膨胀。

第七，2006年末以来，中国的股票价格已经增加了一倍多，股票市值从2005年不足GDP的一半上升到目前超过GDP总额。财富效应的迹象已无处不在。

总之，目前，通货膨胀在中国恶化的所有必要条件都已具备。令人惊讶的不是中国的通货膨胀会恶化，而是通货膨胀率竟仍如此之低。因此，中国政府必须对通货膨胀予以警觉，将其看作是社会稳定的威胁。马丁是对的，相比快速增长的潜在和实际产量，中国国内需求的增长依然不足，而不是过热。在2006年，净出口对中国的经济增长的贡献率约为3%至4%。除此以外，中国的国内需求或许无法支持经济9%的增长。在2007年，中国的净出口量将超过3000亿美元。如果中国不能保持这一出口势头，中国经济的增长速度可能会由于产量过剩而显著下降。这意味着，尽管此刻中国经济过热，但过热的经济会很快转化为通货紧缩。这是因为高投资率和高固定资产投资增长率是中国经济增长的特点。所以目前过度投资导致的经济过热能够在将来引发由生产能力过剩造成的通货紧缩。

2002年至2004年，中国经历了一段时期的投资热。其结果是在2005年初，经济显现出过剩的迹象。不过，由于第二轮投资热的快速膨胀，预期的经济放缓没有出现。从某种意义上讲，中国实际上是通过创造更多的生产能力来吸收过剩的产能。问题是，这种做法是不可持续的。中国自2005年以来激增的净出口额也有部分是产能过剩的结果。

在我看来，中国同时面临经济过热和产能过剩：当下的经济过热与未来的产能过剩。但不管怎么说，目前的通货膨胀已经对经济稳定形成巨大威胁。首先，它引发通货膨胀预期，从而在成本推动和需求拉动互动的恶性循环中维持通胀。其次，通货膨胀和资产泡沫将会相互强化，并诱发严重的金融不稳定。我认为，当下中国经济形势最危险的特点就是通货膨胀与资产泡沫之间的共生关系。

马丁在他的文章中没有提到中国的资产泡沫，他或许故意回避讨论这一问题。中国股票的平均市盈率在10月14日达到60。中国的两个证券交易所的资本总额已经在不到两年的时间内增加了一倍多，资本总额与GDP的比率已超过100%。毫无疑问，中国的资产泡沫非常严重。然而，股票市场仍然被不断涌入的流动资本所淹没。

在过去的几年中，流动性主要来自中国央行银行对外汇市场的干预。此举是为了在面对日益庞大的经常帐户及资本帐户盈余时，能够控制人民币升值的速度。为了保持物价稳定、遏制资产泡沫，中国央行已经采取了大规模的对冲措施以吸干过多的流动性。

收回流动性的政策已经给商业银行带来了严重的问题，因为它们必须购买越来越多的低收益央行票据，并且必须将更高比例的现金存入央行。尽管如此，这一行动基本上成功地收回了过多的流动资金，使得基础货币和M2的增长率与央行确定的目标大致相符。

然而，尽管对冲流动性相对成功，但中国的金融系统仍充斥着过多的流动资金。否则的话，资产价格不会飙升；通货膨胀应被驯服，投资增长率应该下降。那么，过多的流动资金从哪来？答案就在于流动性过剩不仅是一个货币供给的问题，也是一个货币需求问题。在特殊情况下，资金需求也可以成为流动性过剩的推动力。即使货币供应量保持不变，流动性过剩也能由货币需求的减少而出现。

两大根本原因导致了货币需求的急剧减少。首先，居民持有储蓄存款的偏好开始减弱。资本市场的发育给普通储蓄者提供了分散其资产的机会，很多人现在已经拥有股票、债券和固定资产。2004年至2006年的股市改革，伴随着外国资本的流入，共同点燃了提升股价热气球的火焰。不论其来源，通过股票市场实现较高回报会鼓励居民把自己的存款从银行移至证交所。股票价格的上升，又会进一步加剧上述“存款搬家”过程。其次，即使其他因素未变，由于利率低于物价上涨速度（实际利息率为负），居民通过增加储蓄存款进行储蓄的意愿也会降低。2006年四季度以来开始恶化的通货膨胀正在为“存款搬家”火上浇油。总之，股票价格的上涨和通货膨胀加剧了家庭储蓄的转移（亦既减少了公众的货币需求）。

资产价格飞涨和通货膨胀恶化肯定是由流动性过剩所引发。在过去相当一段时间里，流动性过剩主要是双顺差导致外汇储备急剧增加（这又是因为央行必须不断干预外汇市场以维持人民币汇率稳定），而央行又未能充分冲销的结果。但在最近一段时间，流动性过剩的罪魁祸首是大幅下降的货币需求。在此种情况下，即使中国央行完全对冲了由外汇储备增加产生的过剩流动性，并将M0和M2的增长调整到历史最佳状态，货币供应量仍将超过需求量，流动性过剩仍然会继续存在。（对方因货币需求减少而产生的流动性过剩，需要采取升息、增加资产供应等政策）。

从历史上看，中国货币供应量的涨幅远远超过国内生产总值的增长，并且储蓄存款量巨大。中国的M2与GDP的比例高达160%以上，或许是世界最高。就38万亿元存款相对于总额8万亿元的流通股而言，储蓄存款由银行转入证交所推高股价的潜力巨大。不断涌入到股票和房地产市场的投资阻碍了对资产的理性估值。股票价格上涨潜力远远没有耗尽。一方面，盛宴可能会持续很多年，直到最愚蠢的买家购买了最昂贵的最后一张股票，股市才会开始崩盘。另一方面，中国目前的（资金推动型的）股价上涨是一个正反馈的过程。换言之，这是一个高度不稳定的过程。因此，市场可能随时崩溃。这需要政府迅速采取措施以冷却资本市场，而且越快越好。然而，由于种种限制中国政府还不愿或不能这样做。

股市泡沫、通货膨胀、离谱的房价、投资的过度以及巨额的贸易盈余，这些都是对稳定的巨大威胁。中国的收支平衡正处在风口浪尖。作为最坏的一种可能性，如果股市泡沫破裂，房市崩盘，劳动力成本持续快速上涨，以及全球对中国产品的需求出于各种原因而下降，那么中国的经济将会怎样？分析出所有的可能性并制定出综合的应对策略对经济学家来说确实是很大的挑战。

文章来源：中国宏观经济信息网 （责任编辑： zfy）

