

反思宏观经济调控：被遗忘的政策工具

中国社会科学院世界经济与政治研究所 张斌

五十多年前，著名国际经济学家米德在其经典教科书《国际收支》中指出，当一个开放经济体同时面临国内的通货膨胀压力与国际收支顺差的时候，最合理的宏观经济政策调控手段是货币升值。货币升值，既有利于遏制国内总需求，消除通货膨胀压力，同时还有助于调节国际收支，使其向均衡方向靠拢。时隔五十多年，中国近期面临的宏观经济形势与米德当初所言如出一辙。但是，在治理当前的宏观经济“过热”过程当中，我们听到的是关于“加息”的争论，看到的是行政手段成为宏观经济调控的主角，国内甚至听不到一丝通过货币升值治理当前宏观经济“过热”的政策建议。为什么在当前的中国，市场经济治理经济过热最常用的“加息”政策受到如此多的争议呢？为什么已经逐步跨入市场经济体制的中国经济重回到行政手段的老路上治理宏观经济呢？为什么教科书中提出的利用货币升值治理当前宏观经济不利局面的经典药方被置之不理呢？

一、 逐渐丢失的货币政策

2004 年 3 月，当代最有成就的国际经济学家 Obstfeld、Shambaugh 与 Taylor(2004)在美国经济研究局联合发表了一篇关于“三难选择”的实证研究报告。他们的研究结果显示：在过去 130 年的时间里，宏观经济管理当局始终面临着固定汇率、资本自由流动与独立货币政策之间的政策冲突，无法做到完全兼顾。

当前，中国的货币政策管理当局也正面临这种困境：固定不变的汇率和半开半闭的资本管制措施把货币政策推向越来越艰难的局面，尤其是当面临汇率升值压力的时候，货币政策在保持其独立性时更显得力不从心。

央行维护国内物价的稳定，关键任务是稳定基础货币供给。但是，在固定不变的汇率和半开半闭的资本管制措施下，在基础货币供给中举足轻重的外汇占款却无法为央行所控制。在当前人民币固定钉住美元的汇率制度下，为了维持 1 美元:8.27 人民币的固定汇率，央行必需在外汇市场上买入所有愿意按照这个价格出售的外汇，无论它是来自贸易或者直接投资的顺差，或者是出于人民币升值预期的短期资本流入。从 1994 年汇率并轨至今，外汇占款在央行的货币供给中占据的比重呈趋势性扩张，2003 年市场上出现人民币升值预期以后，

情况更加严峻。2003 年 1 月—2004 年 5 月，央行总资产中（同时构成了央行的基础货币供给）的外汇占款快速增长。2003 年 1 月，外汇占款为 23323 亿元，占央行当期基础货币总供给的 44.5%，到 2004 年 5 月，外汇占款达到 34160 亿元，占当期央行基础货币总供给的 52%。

人民币升值压力加剧了外汇占款对基础货币供给稳定增长的压力，同时，也为公开市场业务、利率、准备金率等货币政策工具套上了枷锁。如果没有短期资本流动对于央行外汇占款的冲击，央行面临的压力相对有限，通过适当的冲销措施央行还能基本保持基础货币供给的稳定增长。但是，一旦市场上出现了人民币升值预期，半开半闭的资本管制难以阻挡“热钱”流入，并带来外汇占款的急剧增加，基础供给的稳定增长也面临巨大压力。2003 年 1 月—2004 年 5 月，基础货币供给累计增加 13270 亿元，其中外汇占款就增长了 10837 亿元，占基础货币供给增长的 82%，外汇占款的快速增加对于基础货币供给的稳定增长带来了巨大压力。

更糟糕的是，如果在面临货币升值压力的同时还面临通货膨胀压力，央行的货币政策在发挥紧缩作用的能力就受到极大限制。通常情况下，利率政策是遏制总需求过热最有效的政策工具，但是在人民币升值预期的作用下，利率政策受制于人民币的升值预期，难以发挥作用。如果通过加息克服通货膨胀压力，加息很有可能进一步强化人民币升值预期，带来更多的国外资本流入，如果难以冲销这些国外资本流入，加息甚至会带来更快的货币供给增长与更大的通货膨胀压力。

公开市场业务与准备金率是央行货币政策工具箱中的另外两个工具，但是，无论是哪一种政策工具，在克服通货膨胀压力的时候，政策工具的核心作用在于提高本币资金成本（收益），而本币资金成本（收益）的提高势必会引起国外资本的进入，国外资本进入则意味着基础货币供给的增长与通货膨胀压力。保持汇率稳定与克服通货膨胀压力对于货币政策提出了完全冲突的两种政策要求。央行在保持汇率稳定的同时，就无法兼顾克服通货膨胀压力的国内货币政策目标。公开市场业务与准备金率可能在短期内发挥一定作用，但是终究无法成为独立的货币政策工具。[1]

二、行政手段的回归

由于央行在货币政策空间上的局限性，宏观经济管理当局在治理国内经济过热的时候就不得不采取其它的手段，从过去一段时间国家宏观经济管理当局遏制宏观经济过热的政策手

段上看，行政手段发挥了非常关键的作用。

在遏制宏观经济过热的行动中，央行是“先行者”。早在 2003 年 8 月 23 日，央行就明显感觉到了潜在的经济过热压力，率先推出了遏制宏观经济过热的“药方”：宣布从 2003 年 9 月 21 日起，将金融机构存款准备金率由原来的 6% 调高至 7%。进入 2004 年，央行又分别采取了差别存款准备金率制度以及再贷款浮息制度。遗憾的是，尽管央行发现及时，并采取了积极措施，但是由于被固定的汇率捆住了手脚，利率政策难以实施，其它政策所发挥的作用远不足以遏制宏观经济的过热局面。

由于央行货币政策的局限，为遏制宏观经济过热，其它行政政策纷纷出台。尽管央行积极采取了公开市场业务、调整准备金率等一系列收缩银根的做法，但是由于关键性的利率价格难以及时调整，给宏观经济降温的作用有限。从 2004 年 3 月 5 月，以国务院办公厅、国家发改委为主，联合其它部委，连续发布了《关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》《关于清理固定资产投资项目的通知》《关于深入开展土地市场治理整顿严格土地管理的紧急通知》《关于严格控制出台涨价项目的通知》《关于进一步加强产业政策和信贷政策协调配合控制信贷风险有关问题的通知》《关于对电石和铁合金行业进行清理整顿的若干意见》《关于开展固定资产投资项目环境影响评价和“三同时”制度执行情况清理整顿工作的紧急通知》等一系列文件，遏制局部行业和局部地区的经济过热局面。

行政手段遏制经济过热，起到了立竿见影的效果，但同样也引起了市场的一些质疑。中央政府大刀阔斧、由上至下的一系列行政手段对于局部行业的投资过热，以及局部地区在地方政府主导下的盲目投资起到了强有力的遏制作用，政策效果可谓立竿见影。很多在建的投资项目纷纷停止整顿，一些行业的产品价格更是应声而落，尤为突出的是前一段时间暴涨的钢材价格在很短的时间内大幅回落。但是，对于由上至下的行政手段，很多市场主体，甚至是地方政府感到疑惑：很多项目的上马，是在市场明确的价格信号下启动的，其盈利预期比较明确，对于投资者而言是理性行为，对于地方政府则能够带来更多的就业与税收，对于老百姓则意味着更多的就业机会，为什么对这样的项目勒令禁止呢？一些在建项目的停工，损失最终又应该由谁来承担呢？

与货币政策工具箱中的价格手段相比，行政手段容易产生“一刀切”，不利于宏观经济的平稳过渡。为什么行政手段下的宏观经济调控会引起市场诸多的质疑呢？比较价格与行政两种政策手段，不难发现二者在熨平宏观经济波动的过程当中有重大区别：首先，货币政策调整是通过价格手段调整宏观经济，通过调整货币政策，市场上的投资者会自己做出选择，那些利润处于盈亏边缘的企业会减少投资，甚至是退出场外，留下的是有良好盈利预期的投

资，也是市场最迫切需要的投资。当然，信息经济学中的“逆向选择”行为也有可能发生，但这毕竟是少数现象。行政措施则不同，它仅仅是反映了管理者单方面掌握的信息，然后在此基础上刀切，不管市场需求孰高孰低、孰先孰后，只要是与行政规定不符，一概踢出场外。第二，货币政策可以随意调整，收放自如，管理当局可以根据市场各种信息的反馈不断及时调整货币政策，无论是力度还是方向都可以及时纠错，逐渐向宏观经济目标靠近；行政手段则不同，政策一出，政策力度大小已成既定事实，为保持政策威严，政策方向更不容得更改，如果政策出台后恰恰达到政策目标，则属幸运，如果超出或者不够，为时已晚。对于行政手段之后的各种质疑，不是宏观经济管理当局不够英明，更不是决策前没有掌握充分的信息，关键的问题是，与价格手段相比采取行政手段，不可避免地会伴随“盲目性”与“不适度”。世界上在宏观经济层面上采用计划经济的试验不可谓不多，但是成功的例子没有一个是。这就足以说明，行政手段在宏观经济调控层面不可能把问题处理得像价格手段那样成功。

三、货币升值——治理当前宏观经济不利局面的经典药方

结合以上的分析，我们对于当前宏观经济政策的调控手段得到如下认识：面临通货膨胀压力，货币升值预期把利率政策捆上了手脚；迫于无奈，行政手段成为遏制宏观经济过热的主力军，但频繁的行政手段又不可避免地会带来局部行业的一刀切，虽然能遏制经济过热，降低价格水平，但是政策成本很高，不利于宏观经济的平稳过渡。除了行政手段与利率政策之外，是否还有第三条道路可以合理、有效地遏制中国面临的通货膨胀压力呢？

遏制经济过热，首先需要明确压力来自何方，然后才能对症下药。当前的宏观经济过热的压力，主要来自三方面的推动力量：1. 中国经济进入了一个新的经济增长周期，更多的农民要求进入城市，而城市居民则对住房、道路、城市基础设施建设提出了更高的要求，这是来自市场的通货膨胀原始动力。2. 各级地方政府在新的经济增长周期中，掀起了新一轮的投资热，这是来自地方政府行政力量的第二层压力。3. 2002 年以来，人民币贸易加权汇率贬值^[2] 引起了钢材、原油等进口原材料价格上涨，另外，受去年各主产粮区粮食减产影响，在 CPI 中占据重要地位的粮食价格出现上涨，这是来自经济环境突发性变化的第三层通货膨胀压力。前一段时间，通过各种严厉的行政手段，中央政府抑制各级地方政府投资的盲目扩张的措施起到了立竿见影的效果。进一步遏制通货膨胀压力，只能从市场的原始需求扩张，或者是经济环境突发性变化上面下功夫。

针对中国面临的通货膨胀的源泉，人民币升值比加息能够更有效、合理地抵御潜在的通

货膨胀压力。加息对于改善经济环境的突发性变化无能为力，它发挥的作用主要体现在增加社会资金成本，进而遏制通货膨胀压力的第一层原始动力。但是，正如以上对于加息观点的质疑，汇率不动情况下加息政策是否会把物价搞得更糟？即便加息达到了的目的，通过升息遏制居民提高生活福利的要求是否可取？至少从宏观经济学理念上看，这种情况下的加息显得贵而不惠。如果放弃加息，采用人民币升值，毫无疑问可以通过降低进口产品价格，降低当前的通货膨胀压力。同时，货币升值有利于降低来自国外的需求，对遏制经济过热与平稳国内物价亦能发挥积极作用。

汇率升值除了能够减轻通货膨胀压力，对于中国经济的可持续发展还会发挥其它诸多方面的推动作用。现代汇率理论的研究表明，与经济基本面变化保持一致变动趋势的汇率，不仅有利于释放国内货币政策空间，促进宏观经济稳定，同时，对于贸易品/非贸易品之间的产业平衡发展、居民生活福利改善、保持良好的国际经济关系都有至关重要的作用。

人民币面临的长期升值压力使得人民币升值一箭双雕。如果人民币面临的仅仅是短暂的升值压力，采取货币升值治理通货膨胀的做法还有待商榷，毕竟，还要考虑货币升值带给中国经济的长期影响。但是，如果人民币面临的是长期升值压力，货币升值不仅有助于克服通货膨胀压力，还让人民币长期的升值压力得到了一次性释放，对未来中国经济的发展大有裨益，这时候的人民币升值可谓一箭双雕。那么，人民币究竟面临的是短期升值压力还是长期升值压力呢？判断这个问题，我们可以从理论、国别经验和日常生活等三方面得到一致的答案。从理论上讲，中长期汇率价值最关键的决定因素是一个国家贸易品部门相对外部世界的劳动生产率变化，相对劳动生产率的快速增长必然会带来货币升值。90年代以来，中国贸易品部门，尤其是制造业部门的劳动生产率，在国有企业改革、民营企业崛起、FDI大量流入、基础设施建设等一系列因素的推动下取得了快速进步，实证研究表明：中国1993—1999期间制造业劳动生产率增长速度是1980—1992期间的两倍，同时还至少高于同期美国制造业劳动生产率增长速度1.5个百分点，^[3]而美国在同期和其它主要工业国家相比保持了非常高的劳动生产率增长速度。从国别经验上看，任何一个国家的经济崛起必然会伴随其货币升值，如果我们对中国经济的崛起抱有信心，对于人民币未来的升值也就不必怀有疑问。从日常生活中看，90年到初期在中国大行其道的国外电器、设备纷纷让位于中国制造，“Made in China”在近近年来更是横扫全世界，这些变化反映在中长期的外汇供求关系上，必然是外汇供给的持续增加，外汇需求的持续减少，供求两方面力量的对比最终会带来人民币升值。

美元加息和暂时性贸易逆差成为人民币升值的绝佳时机。毫无疑问，未来美元的持续加息对于人民币升值构成了绝好的机遇，它对于缓解对人民币升值的投机性冲击能够起到关键

性的缓解作用，回顾当年日本、德国的货币升值经验，不能不为中国经济的好运气庆幸。与此同时，2004 年前几个月的对外贸易当中，中国出现了 10 年来罕见的贸易逆差，这对于削弱市场上的人民币升值预期更是另一个好运气。一些学者担心，2004 年上半年已经出现了贸易逆差，货币升值以后是否会恶化贸易逆差，把中国拖入货币贬值的压力当中。对于这个担心，需要看到目前的贸易逆差实在有诸多巧合在里面：首先是中国经济过热，加剧了进口的增长，过热局面过后，进口增长势必减弱；第二是货币贬值的“J”曲线效应。2002 年以来，随着美元贬值，人民币贸易加权汇率也在持续贬值，货币贬值的初期阶段必然会带来进口价值的增加与出口价值的减少，这就是所谓的“J”曲线效应，这个效应过后，必然会带来进口的减少与出口增加；第三，中国加入 WTO 后，众多的关税削减政策大大推动了进口增长，一旦关税税率趋于平稳，关税降低对于进口的刺激作用也会随之消失。这三方面因素对于中长期的贸易收支都可谓突发性因素。随着这些因素的逐步消失，持续 10 年的贸易顺差必将卷土重来，毕竟，中长期贸易逆差的决定性因素——贸易品部门相对劳动生产率在决定着中国未来贸易收支的格局。

四、货币升值——被误解和夸大的困难

在前一轮人民币汇率的讨论中，大有些谈虎色变的感觉，大家纷纷指出汇率升值可能会带来“一系列”负面影响，但是这些影响在中国究竟如何则鲜有探究。通过对汇率升值负面影响的诸项探究，可以发现很多观点或者是由于对汇率理论本身的误解，或者是缺乏对中国国情的具体研究。总体来看，人民币升值的积极影响十分明确，而负面影响非常模糊。

中国经济的诸多体制问题难以构成拒绝人民币升值的理由。前一段时间，反对人民币升值一个最主要的观点是：由于当前中国金融体系不健康，国有企业、社会保障体系还存在很多问题，因此，人民币汇率对外面临升值压力，但是对内面临贬值压力，长期内汇率面临贬值压力，因此，人民币不应该升值。这个观点其实是由于缺乏对汇率理论的了解而造成的。

从汇率理论来看，国内金融体系与经济制度方面的原因对于汇率很重要，但是，它所影响的是一个国家汇率制度的选择，而不是汇率价值的决定。在汇率制度理论最新的研究中，“原罪论”与“害怕浮动论”受到广泛关注，这两个理论的要义是由于发展中国家市场经济制度建设方面存在诸多缺陷，这些国家选择具高度灵活性的汇率制度成本很高。反观中国的情况，目前国内金融市场上，市场参与者还不够成熟，监管者也缺乏经验，另外还有诸多难以在短期内克服的体制因素制约市场发展，如果贸然引入过高频率的汇率波动，外汇市场上

形成的汇率价格很可能过度波动或者严重失衡，这不仅会进一步增大宏观经济管理当局的政策调控难度，而且会对国内的金融市场与宏观经济安全带来严重威胁。

但是，这里更需要强调的是，反对非常灵活的汇率制度并不意味着反对汇率价值的调整。国内金融体系、国有企业等一系列问题并不能构成反对汇率调整的理由。当年日本在国内金融体系、市场经济制度等方面也有很多问题，但是我想谁也不会认为日元会贬值。原因很简单，决定均衡汇率价值的因素与决定汇率制度选择的因素完全不一样。从均衡汇率理论来看，对均衡汇率价值起关键性的决定因素是贸易品部门相对劳动生产率、开放程度、商业政策、贸易条件等。我们关于人民币均衡汇率的模型显示，中国贸易品部门相对劳动生产率的持续提高是造成人民币升值的决定因素。

人民币升值对于出口、FDI、就业、投机资本冲击等方面的负面影响都十分模糊。首先，人民币升值对出口的影响可能并不明显。高盛公司胡祖六指出，中国的出口价格弹性非常小，汇率调整不会带来出口太大变化。这是和中国独特的贸易结构有关的。目前，来料加工装配贸易和进料加工贸易在中国的出口中占 55%。同时，来料加工装配贸易、进料加工贸易和外商的机械设备进口占所有进口的近 60%。如果再考虑到一般贸易当中原材料和投资品进口，这个比例还有很大的上升余地。来料加工装配贸易只赚取固定的工缴费，和汇率的变动基本上没有关系。进料加工贸易的情况稍微复杂，这取决于进口的中间产品和原材料所占的比重。当人民币升值之后，出口价格上升，对这部分企业的出口不利。但是，其购买力提高，能够购买廉价的进口品。两相权衡，汇率变动的净效应仍然有待观察。同时，中国的部分出口品在国际市场上的占有率相当之高，而且和竞争对手的成本相差很远，中国是这些产品的价格制定者，汇率升值反而会提高出口收入，而不是降低出口收入。出口竞争力的长期动力并不是廉价政策，而是结构调整（这恰恰是合理的货币升值所能推动的），提高非价格竞争力。遗憾的是，中国企业的市场优势没有转化为利润优势。

其次，90 年代中期以后，FDI 流入的动因发生了新的变化。更多的 FDI 来自欧美发达国家的跨国公司，投资于中国的目的更倾向于瞄准中国的国内市场，而不像以往那些东南亚中小企业利用中国作为出口加工平台。汇率升值虽然提高了 FDI 新建投资的投资成本，但是，也提高了美元表示的外商投资企业在本地的销售收入。汇率升值可能会阻碍一部分利用中国劳动力、土地等各方面成本优势的 FDI 流入，但同时也可能鼓励一批试图进入中国市场的 FDI 流入。因此，汇率升值对 FDI 流入的影响还不确定。

再次，根据联合国贸易和发展会议 2002 年《贸易与发展报告》的计算，在 17 个重要样本国内，中国的单位劳动工资最低，样本国工资分别是中国工资的 2.5~47.8 倍不等，即使考

虑到单位劳动力的生产效率，17 个样本国家当中也有 10 个国家高于中国的成本。因此，即使人民币升值，如果幅度不是非常大，中国的劳动力成本依然具有比较优势，失业压力也不会很大。退一步地讲，即使出口部门的就业受到一定的影响，但是汇率升值对于非贸易品部门就业会带来积极的推动作用。近 5-6 年来，出口部门吸纳就业的能力已经非常有限，带动中国就业增长的很重要一部分是非贸易品部门。我想，即使汇率升值，对于就业更多的可能是积极方面的影响，而不是消极影响。我还想强调的是，就业也有质量之分。那些劳动密集型产品的出口工厂，是解决了一定就业，但是，这些就业日复一日重复非常简单的重复劳动，他们就是辛苦干一辈子，单位劳动生产率也没有多大提高，最终也难以摆脱贫困。对于这种就业，如果能抓住机遇及时转换，未尝不是件好事。

最后，汇率调整可能会引发投机资本对汇率的冲击，但是，解决投机资本的根本做法在于彻底消除汇率升值预期，这就需要将名义汇率水平调整到和实际均衡汇率相一致的运动趋势，这才是树立市场对名义汇率保持信心的最有效手段。名义汇率调整之所以会引发投机资本，主要原因是调整的策略失当，而非汇率调整本身。如果名义汇率调整并未到位，市场仍然有汇率进一步升值的预期，投机资本将乘虚而入。因此，重要的是选择合适的汇率调整时机和策略，不应该因为害怕投机就拒绝汇率调整。拉丁美洲国家货币危机和金融危机的经验表明，失调的名义汇率，才容易引起投机资本的冲击。

通过上文的分析，我们得出了以下几点结论：1.在当前固定钉住美元的人民币汇率制度下，包括公开市场业务、利率与准备金率政策在内的货币政策逐渐丧失了政策空间，尤其是面临货币升值压力的情况下，人民币利率更是保持了向上调整的刚性；2.货币政策逐渐丧失了政策空间，必然导致行政手段的回归，但是利用行政手段调控宏观经济，容易带来行业或局部经济的“一刀切”，而且政策的力度很难准确把握，过多的行政手段对于资源优化配置会带来负面影响；3.与“加息”相比，人民币升值不仅能够更有效、更合理地遏制当前的通货膨胀压力，而且有助于消除人民币长期的升值压力，另外，受美元加息与暂时性贸易逆差的影响，人民币升值正面临绝好机遇；4.中国依然患有“升值恐惧症”，恐惧背后隐藏的并不是缜密的理论与经验研究，而是对汇率理论的误解，是经不起推敲的盲目恐惧。

注释：

[1]从理论与实践两方面看，冲销政策都难以达到稳定国内货币供给的作用。关于冲销政策理论与实证的研究参见 Darby (1980), Obstfeld (1980), Caballero and Krishnamurthy (2002) 等。

[2] 根据 JP Morgan index，从 2002 年至 2003 年，人民币贸易加权汇率贬值达 7%，转引自 Goldstein（2004）。

[3] 参见 Szirmai Adam, 柏满迎，任若恩（2002）。

（整理：时国英）