

# 入世后中国经济首次 宏观调控的外部效应分析

白明

**内容提要** 针对近期的经济过热,中国正在进行入世后首次宏观调控,致使宏观经济外部均衡状态相应发生改变。现阶段,面对着一定程度的升息压力,宏观调控过程对于外部均衡状态的影响难以一概而论,其结果还有赖于改善效应与恶化效应在程度上对比。在这种情况下,为了对现行宏观经济政策进行合理搭配,有必要对蒙代尔关于汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间不可能同时存在的三角模型加以拓展,进一步提出政策工具箱的搭配思路。宏观调控的初步效果显示,政策工具箱对于宏观调控过程中保持外部均衡较为“实用”。

**关键词** 宏观调控 外部效应 升息压力 政策搭配 政策工具箱

**作者简介** 白明,商务部国际贸易经济合作研究院国际市场研究部副主任,副研究员,中国人民大学经济学院在读博士生。

**中图分类号:**F123.16 **文献标识码:**A **文章编号:**1007-6964[2004]010-040709-0598

## 一、中国宏观经济面临着入世后 首次大规模调控

近期,国民经济发展总体上是健康的,但也暴露出某些深层次的矛盾,如能源供应不足,农产品及某些重要原材料价格上涨、基础设施的瓶颈制约日益显现等。针对上述情况,中国宏观经济正在面临着入世后首次大规模调控。

应当看到,随着中国加入世界贸易组织,近年来中国与外部世界之间经济联系愈加紧密,国民经济的内在变化所引发的外在效应不断增强。当前中国采取的经济降温手段主要目的在于追求经济的内在均衡,即在保持低通货膨胀的基础上实现充分就业。然而,在开放程度进一步提高的状况下,过度追求经济成长的内在均衡往往会带来一定程度的外在不平衡,而在灵活性不是很高的现行汇率制度下,外在不平衡的状态还难完全被抵消。紧缩经济的最直接手段之一就是控制货币供应量的增长幅度,运用自主的货币政策对

过热的经济釜底抽薪。然而,由于人民币在资本项下尚不能完全可兑换,根据蒙代尔关于汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间不可能同时都存在的三角模型,这种做法又会加大维持汇率稳定的难度。尽管中国的人民币汇率制度是有管理的浮动汇率,但从近些年来名义汇率走势来看,却是“管理”有余,“浮动”不足,美元兑人民币汇率长时间保持在1美元兑换8.27元人民币左右。

前些年中国在宏观经济上采取积极的财政政策与稳健的货币政策具有一定的时效性,长时间采用上述政策组合所产生的副作用也会越来越显著。由于在房地产、钢铁、有色金属、建材等领域投资增加过快,中国的经济似乎增长比较迅速,但为此付出的代价却很大。例如,2004年上半年,中国的国内生产总值增长9.7%,成为自1996年第一季度以来同期增长最快的时期。由于经济过热,通货膨胀水平也相应抬高。今年1-6月份的CPI与上年同期相比分别上升3.2%、2.1%、3.0%、3.8%、4.4%和5%。不难看出,在事实上的固定汇率制下,中国经济的过热必然会导致外部均衡

状态的变化。经济过热在诱发更多进口需求的同时,通货膨胀水平的提高则在一定程度上增加了出口成本,不利于出口价格竞争力的提高,据海关统计,在经历了长时期的顺差以后,今年上半年中国的对外贸易累计出现 68 亿美元逆差。

固然,今年以来我国宏观经济出现了通货膨胀与贸易逆差并存的局面,应当按照曼德尔政策搭配在财政与货币方面采取“双紧”政策。然而,鉴于目前国有企业改制带来的下岗问题、农村劳动力大量向城市转移、新增劳动力等原因使国内就业形势日益严峻,宏观经济降温也不能太急,故各种调控手段在力度上还要与宏观经济“软着陆”的要求相一致。在这种情况下,财政政策也只能由“积极”向“中性”转变。在财政的运行过程中,今年赤字占 GDP 的比率如果能够由去年的 2.9%降至 2.5%就实属不易。

相比之下,现阶段迫切需要将宏观调控的重点集中于货币政策上,特别是通过非利息手段调控基础货币供应量。例如,自 2004 年 1 月 1 日起再次扩大金融机构贷款利率浮动区间。又如,今年第一季度,累计发行央行票据 4352 亿元。此外,通过调整存款准备金率政策收缩银根,如从 3 月 25 日起央行实行差别存款准备金率,将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高 0.5 个百分点,执行 7.5% 的存款准备金率,而 4 月 11 日,央行再次提高存款准备金率 0.5 个百分点。

值得注意的是,央行虽然采取了一系列手段紧缩银根,但对于加息手段的运用却相当谨慎。例如,升息与否在很大程度上要考虑主要西方国家的利率水平,因为如果贸然抬高人民币利率,会进一步扩大人民币利率与国际信贷市场之间的利差,在很大程度上会诱发国际资本的投机行为。固然,我国对资本的国际流动管制严格,但一部分国际游资通过非正常渠道也同样会涌入中国,而强制性结售汇制又会增加央行非意愿的外汇储备,国内基础货币供给的压力会很大,提高利率的紧缩性效果最终会被国际资本的涌入所抵消。届时,稳定人民币汇率的难度就会加大,而一旦人民币汇率稳定状态被打破,不仅对出口影响比较大,而且还会造成宏观经济乃至整个社会生活中出现更多的系统风险,特别是有可能

造成更加严峻的就业形势。

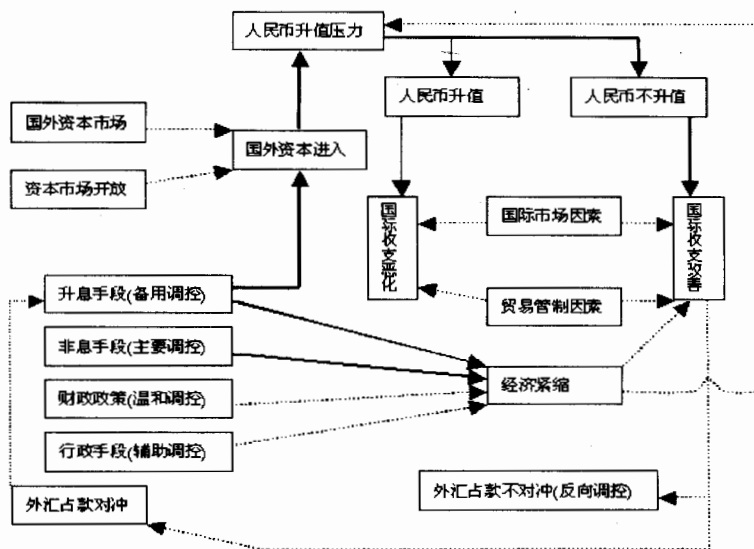
显然,通货膨胀已经对中国利率水平的提升带来了压力。这些压力一旦难以完全依靠一系列非利率的“不苦的药”化解,在不得已的情况下就必须运用升息这剂“苦口良药”。从目前来看,尽管通过一系列非利率的调控手段来泼冷水,但宏观经济过热也只是初步得到抑制,迄今为止还不能断言通货膨胀就一定不会进一步恶化,升息的可能性也因此就不能完全排除。

不难看出,今后一段时间通货膨胀状况在很大程度上有可能左右央行的升息决策。现在的问题是,升息这剂“苦口良药”医治的是宏观经济内部过热问题,但对于外部来说副作用同样需要考虑,特别是在加入世界贸易组织后对外开放步伐进一步加快的形势下,更不应忽视内部宏观调控对于宏观经济所处外部均衡状态的影响。

## 二、宏观调控的外部效应产生的路径分析

事实上,对于入世后的首次大规模调控来说,其外部效应的产生路径是清晰的。按照开放经济下的 IS-LM-BP 模型,为了抑制通货膨胀,运用财政政策与货币政策所引发的内部均衡位置变动从理论上讲会通过如下主干路径影响到宏观经济所处的外部均衡状态:通货膨胀→财政政策与货币政策的调整→利率提高→国际资本进入→人民币汇率升值→国际收支逆差扩大→宏观经济外部不均衡。

图 1 宏观调控的内部效应和外部效应的相互关联



不难看出,宏观经济的紧缩过程对于外部均衡状态的影响难以一概而论,其影响的最终结果还有赖于改善效应与恶化效应间的程度对比。从外部效应生成的主干路径来看(图1中实线部分所示),紧缩措施固然有助于缓解对外需求的过快增长,但考虑到升息相对加大了国外资本在中国的逐利空间,因而会增加人民币升值的压力,不利于国际收支状况的改善。

应当看到,通过升息手段进行宏观调控,有可能改变宏观经济的外部均衡状态,而宏观调控的代价最终要由谁来“买单”在很大程度上取决于人民币升值与否。如果人民币升值,中国的国际收支状况有可能进一步恶化,也就是宏观调控要以牺牲宏观经济的一部分外部均衡为代价。如果人民币不升值,固然有利于改善中国的国际收支状况,但在资本项下人民币不可兑换的前提下又很难实现,因为这样做会直接导致各种抑制经济过热手段在运用过程中自身也受到抑制。因而,仅从主干传导路径来追踪内部均衡状态改变向外部均衡状态改变,不确定性很大。

除了主干路径之外,现阶段在内部均衡与外部均衡之间还存在着其他一系列支线路径(图1中虚线部分所示),这些支线路径的存在不仅会对主干路径的运行产生扰动,甚至还有可能绕开主干路径直接对宏观经济的外部均衡状态产生改善效应与恶化效应。为此,在紧密跟踪上述的主导路径的同时,还有必要对宏观经济内部均衡状态向外部均衡状态的传导的支线路径给予重点关注,以确保尽可能全面把握影响我国宏观经济外部均衡的“合力”构成及其作用条件。

第一,在整体物价水平处于较高位置的情况下,根据购买力平价法则推测,人民币升值的压力已经有所缓和,即使央行不得已采取升息措施会加大人民币升值的压力,预期压力也会相对平缓一些。按照今后一段时间人民币的汇率政策,在逐步完善人民币汇率形成机制的同时,有必要努力确保人民币汇率的稳定。然而,如果人民币汇率形成真正意义上的有管理的浮动汇率制度,那么,确保人民币汇率稳定的目标就应当更多从购买力平价来考虑。事实上,近些年来人民币的实际汇率走势说明人民币汇率低估并不十分明显,因而人民币汇率即使浮动也难以出现大幅度升值。

第二,长期以来特别是亚洲金融危机后,中国对

放开资本项下的人民币可兑换持谨慎态度,但宏观调控的过程特别是其中利率的调整决策过程依然不能忽视资本的跨国流动问题。固然,近年来中国在开放境内居民投资B股、允许境外合格机构投资者在中国投资A股市场、鼓励企业在海外上市、放宽居民出境购买外汇的限制等方面有所动作,但上述动作范围很窄。从短期来看,放宽资本项下的人民币可兑换依然处于投石问路的阶段,留给境外游资的套利投机空间不大。相反,通过各种非法手段流入的境外游资却源源不断,这部分外汇流入规模虽然不一定非常大,但由于游离于监管之外,客观上加大了宏观经济的系统风险。

第三,按照马歇尔-勒纳条件,汇率变动对于国际收支的影响要依赖于汇率对于出口与进口的弹性效应组合。一方面,出口退税政策的调整、一些国家运用TBT与SPS手段间接构造新型贸易壁垒、越来越多的中国产品在国外遇到反倾销调查等情况说明人民币汇率升值对出口所产生的抑制效应要大于预期。另一方面,中国履行入世后开放市场的承诺等情况说明人民币升值对于进口增加所产生的刺激弹性效应也要大于预期。不难看出,人民币汇率升值对于国际收支状况会产生可放大的负面影响。

第四,在当前美国、欧盟、英国等发达国家经济复苏的情况下,出于对通货膨胀的担忧,有关国家货币当局随时准备提高利率,其中美联储已于6月30日升息0.25个百分点。如果这些国家升息节奏过快,人民币与一些西方硬通货之间利差缩小甚至出现反向利差,则不排除某些国际游资将在中国市场上的套利投机行为由“做多”转为“做空”,人民币汇率的波动幅度将会加大,中国宏观经济所面临的外部均衡形势将会有极大的不确定性。对此,万万不可掉以轻心。

第五,为了维持汇率的稳定,现阶段央行需要对结汇的外汇“有多少,结多少”。外汇占款的增加无异于增加基础货币流通量。为了减少通货膨胀的风险,央行不得不多次通过发行票据进行公开市场对冲操作,相当于变相提高了国内的利率水平。在这种情况下,即使央行不提高基准利率,国外游资依然有机会在中国寻求更多的投机利差。

第六,今年以来我国对外贸易出现逆差固然与宏观经济过热关系甚大,但其他方面的原因也不可忽视。一方面,由于从2004年开始一部分商品的进

口关税要下调,许多本应在 2003 年下半年执行的进口项目拖延到这一时段集中执行。另一方面,石油进口的外汇支付过多也在很大程度上导致贸易逆差,这其中除了宏观经济过热在一定程度上刺激了石油进口需求的增长加快外,石油价格上涨则更主要是由于欧佩克减产、伊拉克战争、西方工业发达国家原油库存下降等多种因素综合作用所至。不难看出,今年以来国际收支状况的恶化并不完全是由宏观经济过热造成的,因而有些问题也并非仅靠宏观调控能够解决。

### 三、从蒙代尔不可能三角形模型的扩展 看我国对外开放过程中的政策搭配

加入世界贸易组织以后,我国的对外开放进入了一个新的发展阶段,故有必要在宏观调控过程中从实现内在均衡与外在均衡的共同需要出发调整有关宏观经济政策的搭配。应当看到,蒙代尔关于汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间不可能同时存在的三角模型仅仅描述了这三者之间政策相互搭配的极端情形,这样的情形仅仅会在理论上存在于完全市场经济国家或完全中央计划经济国家。其实,即使是美元、欧元及日元等所谓汇率完全浮动的货币,一旦汇率波动过大,这些国家央行也时常加以干预。

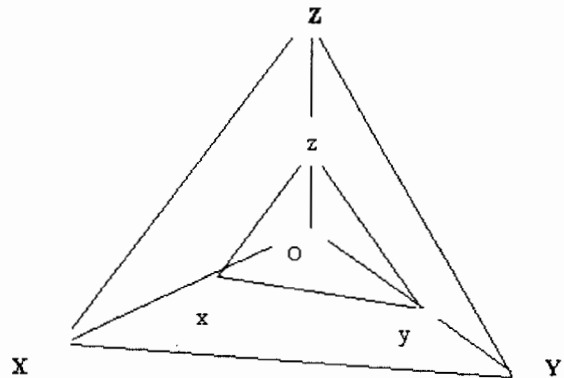
近年来,国内外学术界针对蒙代尔不可能三角形模型中的过度极端化描述尝试了一系列突破。例如,针对“中间制度消失论”,Frankel(1999)认为,这不等于说政府不能同时选择一半的汇率稳定和一半的货币政策独立性。又如,沈国兵和史晋川(2002)将本币国际借贷能力变量引入蒙代尔的不可能三角形模型,尝试将不可能三角形模型扩展为四面体假说。迄今为止,这一系列尝试大多侧重从汇率制度上对蒙代尔的模型加以扩展。

事实上,汇率的稳定、不完全自主的货币政策与受到一定约束的资本的自由流动之间是可以按照“各退一步”的情形相互并存的。假设完全意义上的汇率稳定为 X,完全意义上的货币政策自主为 Y,完全意义上的资本自由流动为 Z,对应的局部意义上的汇率稳定为 x,局部意义上的货币政策自主为 y,局部意义上的资本自由流动为 z。现今  $OX=OY=OZ=$

$k, O_x \leq OX, O_y \leq OY, O_z \leq OZ$ , 则蒙代尔三角形在一般情况下的扩展情形如下:  $O_x + O_y + O_z \leq 2k$ 。

一般来说,汇率稳定、货币政策自主与资本自由流动之间的政策搭配表现在  $\Delta xyz$  所表现的情形,即宏观经济政策的搭配可以在  $\Delta xyz$  所分别代表区域内的任意点加以选择。蒙代尔三角形模型所代表的情形就是在  $O_x, O_y, O_z$  的其中一项等于 0 的情况下  $\Delta OYZ, \Delta OXZ, \Delta OXY$  所分别表现的极端情形。就中国而言,在过去长期的计划经济条件下,宏观经济政策的搭配是以完全牺牲资本自由流动为代价来确保固定汇率制度与货币政策的完全自主,符合蒙代尔三角形中  $\Delta OXY$  情形。然而,随着有中国特色的社会主义市场经济体制逐步确立,中国宏观经济政策的搭配方式正在逐步走向非极端化,亦即  $\Delta xyz$  所示局部意义上的汇率稳定、局部意义上的货币政策自主以及局部意义上的资本自由流动并存(见图 2)。

图 2 开放形势下中国宏观经济政策搭配的最大限度



值得注意的是,  $2k$  只不过假设宏观经济政策的搭配  $O_x + O_y + O_z$  的上限。在大多数情况下,这些政策往往没有必要运用至极限。如果政策运用得当,出台的政策之和即使小于  $2k$  也能够取得良好效果。反之,政策运用不得当,即使政策运用至最大限度  $2k$ ,效果也要打折扣,甚至会取得相反效果。

从完全意义上的汇率稳定向局部意义上的汇率稳定转变来看,尽管人民币汇率除了官方汇率外曾经在实行外汇分成制度时存在调剂价,但总的来说改革开放以来,人民币汇率并非自由浮动的。从 1994 年开始,人民币汇率开始并轨,实行以市场供

求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。近些年来,人民币汇率虽然经受了亚洲金融危机带来的人民币贬值压力以及近期的人民币升值压力,但人民币始终盯住美元,对美元的汇率一直保持在1美元兑换8.27人民币左右。中国外汇管理体制的发展思路是,要在均衡、合理的进出上保持人民币汇率基本稳定。然而,在什么基础上来稳定人民币汇率却值得商榷。如果人民币所盯住的美元自身相对于其他西方主要货币来说都被低估或高估,人民币汇率的稳定就需要更多从相对角度来理解。按照购买力平价机制,前些年中国的低通货膨胀水平的确造成了巨大的人民币升值压力,但近期中国的通货膨胀水平提高较快,人民币升值的压力已经有某种程度的缓解。在这种情况下,如果人民币汇率能够在真正意义上体现出有管理的浮动汇率特征,即使人民币有所升值,升值幅度也不会太大。不难看出,今后一段时间内人民币汇率有可能在更加合理的基础上相对稳定,这也是有管理的汇率制度与固定汇率制度的一个重要差别。

从完全意义上的货币政策自主向局部意义上的货币政策自主转变来看,改革开放以后,随着中国参与经济全球化的程度不断提高,货币政策的制定与执行不仅要考虑到宏观经济的内在均衡要求,在很大程度上还要考虑到宏观经济的外部均衡要求。迄今为止,对货币政策自主性产生影响较大的力量主要来自以下方面:外汇储备规模的扩大增加了外汇占款对货币供应量的影响力、国际资本市场利率水平的变动影响到运用利率手段进行宏观调控的有效性、贸易收支的变化影响到国内储蓄与投资水平、央行对外汇占款的对冲操作有可能影响到利率水平的走向等。不难看出,由于中国与外部世界的经济往来进一步增多,今后中国对于货币政策的把握过程中所要考虑的外部因素就越多,但由于中国在参与全球化的进程中并未采用一体化的方式进行双边或多边的经贸合作,因而中国还掌握着主动权。

从完全意义上的资本非自由流动向局部意义上的资本自由流动发展来看,虽然1994年中国放开了经常项目项下的人民币自由兑换,但对于资本项下的人民币自由兑换并未完全放开,只不过在局部范围内进行着规模有限的尝试,迄今为止,中国在资本的自由流动方面所进行的尝试主要包括:在A股没有对外开放的情况下开设针对境外投资者的B股市

场、允许境内投资者投资B股市场;允许境外的合格机构投资者进入A股市场;允许国内企业到海外上市;对利用外资给予鼓励;支持国内企业通过“走出去”开展境外投资等。今后,中国在推动资本自由流动方面还会有很多进一步动作,只不过在时机上需要把握。据悉,今后中国将逐步推进人民币资本项目可兑换,有序开放中国的资本市场,其有必要加以尝试的举措主要包括:允许合格的国内投资者购买海外股票;改进投资所涉及的结售汇制度;开展人民币对外币的期货期权交易;非银行金融机构和大企业可直接进入银行间外汇市场等。

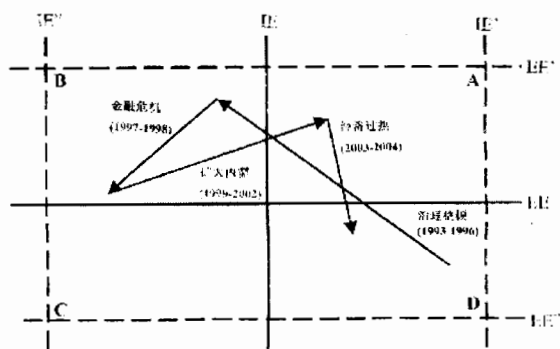
针对宏观经济政策的搭配,在汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间做到以“各退一步”的方式来实现并存是可行的,但这三者之间的退让程度却不一定相同。从现阶段来看,在汇率制度方面有大的松动可能性暂时不是很大;在货币政策自主性方面进行某种程度让步的可能性虽然越来越大,但货币政策主动权依然不会完全丧失;在资本项下人民币可兑换近期难以实现的情况下,资本的自由流动程度目前虽然不是很高,但今后有可能放宽的领域很大。

#### 四、政策工具箱与宏观调控过程中 针对内外部均衡状态的协同考虑

显然,“各退一步”会大大增加可行的政策搭配的选择机会,但可行的政策搭配不一定是最优搭配。对于中国目前正在进行的宏观调控来说,在汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间的政策最优搭配应着眼于实现宏观经济的内部均衡与外部均衡之间的协同。就内部均衡而言,目前并无确切的标准可以判断宏观经济是否处于充分就业状态,但近年来有关部门实际上一一直以国内生产总值能否增长8%作为判断宏观经济冷热的分界线,如亚洲金融危机时中央就提出GDP增长的保八目标。同时,就外部均衡而言,在针对资本项目国际收支的管制尚未全面放开的情况下,现阶段国际收支的判断应当重点从经常项目加以考察。目前中国的宏观经济形势可以用坐标加以分析,如果用横坐标EE表示外部均衡,同时用纵坐标IE表示内部均衡。今年初,在经济持续过热的情况下,前些年造成经常项目国际收支顺差的主要因素贸易收支开始从顺差转为逆

差,显然,当前中国的宏观经济应当处在坐标的第4象限所描述状态(见图3)。

图3 政策工具箱对于近期中国宏观经济的修正效果



应当看到,正是因为存在汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间的政策搭配,所以宏观调控才能够使横坐标 EE 与纵坐标 IE 发生平移。然而,也正是由于上述政策组合并非万能,所以上述坐标轴的平移也是有界的。在现有汇率的稳定、自主的货币政策与资本的自由流动之间的政策搭配自由度内,横坐标与纵坐标的平移上下限共同构成了宏观经济政策搭配的工具箱长方形 ABCD。如果工具箱能够将现有的宏观经济表现概括在内,那么,现有的宏观经济政策搭配就是完全有效的。否则,并不完全有效,需要用其他箱外操作手段对上述宏观经济政策的搭配方式加以补充。

客观地讲,邓小平同志南巡讲话发表之后,中国逐渐确立了社会主义市场经济体制,政策工具箱的作用也越来越显现。从图3不难看出,上世纪90年代以来的治理整顿、应对亚洲金融危机、扩大内需以及当前通过宏观调控来治理经济过热都是在政策工具箱的覆盖范围之内。

针对目前中国宏观经济领域正在进行的宏观调控来说,政策工具箱仅仅在一定程度上被运用,而非完全被运用。即使迄今为止政策工具箱的运用尚未涉及到人民币升值与升息这两大敏感问题,在政策工具箱覆盖范围以内的宏观调控手段就已初见成效。中国人民银行公布的金融运行情况则显示,6月份广义货币供应量 M2 与狭义货币供应量 M1 同比均增长 16.2%,货币供应量的增长幅度被控制在央行制定的调控目标内。从内部均衡状况来看,国家统

计局公布的数据显示,上半年全社会固定资产投资同比增长 28.6%,增幅回落 2.5 个百分点。与此同时,主要能源、原材料产品,以及一些热点消费品等大部分产品的增长幅度比上月明显回落。尽管 5 月份 CPI 同比上升了 4.4%,但从环比来看则下降了 0.1%,而 6 月份 CPI 同比上升 5% 在很大程度上与去年非典造成的低基数有关。从外部均衡状态来看,尽管上半年对外贸易呈现逆差,但今年前 4 个月对外贸易出现的逆差已经在 5 月份得到扭转,而 6 月份顺差达 18 亿美元。

从目前来看,政策工具箱对于中国宏观经济内部均衡与外部均衡的实现依然非常“实用”。当然,今后有必要进一步完善政策工具箱的作用,其方向应当是在条件许可时力求避免过度倚重于单一的货币政策工具,使各种政策工具共同分担调节宏观经济之重任。事实上,如果能够得到汇率政策与跨国资本流动政策的分担,有可能仅仅依靠非息手段就可能达到宏观调控的目标,即使升息其副作用也会约束在最小范围内。□

(责任编辑:段锡平)

参考文献:

1. 黄卫平、彭刚:《国际经济学教程》,中国人民大学出版社 2004 年版。
2. 宋海:《金融全球化下的汇率制度选择》,中国人民大学出版社 2004 年版。
3. 范从来等:《通货紧缩国际传导机制研究》,人民出版社 2003 年版。
4. 方文:《国际收支危机的比较研究》,中国人民大学出版社 2003 年版。
5. 杜朝进:《汇率变动与贸易发展》,上海财经大学出版社 2004 年版。
6. 国家统计局:1993-2003 年间历年《中国统计年鉴》,中国统计出版社。
7. 沈国兵、史晋:“汇率制度的选择:不可能三角及其扩展”,《世界经济》2002 年第 10 期。
8. 张志超:“汇率政策新共识与‘中间制度消失论’”,《世界经济》2002 年第 12 期。
9. Krugman, P. and Obstfeld, M.(2000): "International Economics, Theory and Policy", 5th Edition, Addison-Wesley Publishing Company.