

吴庆 著

见证通胀

动荡世界中的中国利益



infl
inflation
inflation
infla
infl

inflation

见证通胀

动荡世界中的中国利益

吴庆 著

inflation

inflation

inflation

inflation

inflation

inflation

上海远东出版社

图书在版编目(CIP)数据

见证通胀：动荡世界中的中国利益/吴庆著. —上海：上海远东出版社，2011

ISBN 978 - 7 - 5476 - 0320 - 8

I. ①见… II. ①吴… III. ①通货膨胀—研究—中国 IV. ①F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 037292 号

责任编辑：李巧媚

封面设计：张晶灵

见证通胀 动荡世界中的中国利益

著者：吴 庆

出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址：中国上海市仙霞路 357 号

邮编：200336

网址：www.ydbook.com

发行：新华书店上海发行所 上海远东出版社

制版：南京前锦排版服务有限公司

印刷：上海望新印刷厂

装订：上海望新印刷厂

版次：2011 年 5 月第 1 版

印次：2011 年 5 月第 1 次印刷

开本：710×1000 1/16

字数：308 千字

印张：18.25 插页 1

印数：1—5100

ISBN 978 - 7 - 5476 - 0320 - 8/F · 432

定价：39.00 元

版权所有 盗版必究 (举报电话：62347733)

如发生质量问题，读者可向工厂调换。

零售、邮购电话：021 - 62347733 - 8555

献 给

我的爷爷闫学义、奶奶靳自清、瘦祖祖曹素贞和
胖祖祖闫绍氏

2008年起于北美的全球金融危机爆发以来,中国经济进入了一个起伏跌宕的时期。有着良好货币金融专业训练、又多年从事宏观经济政策研究的吴庆君在此期间写了大量有见地的时评文章。当我们重读这些时评的时候,仿佛重新回到当时百家争鸣的现场,不仅饶有阅读历史的兴味,而且对于总结政策得失和分辨理论正误,也有很大的好处。

实际上,关于宏观经济形势和宏观经济的大讨论,早在2003年初就开始了。中间经过“SARS(非典)”的冲击,在2003年第四季度再度升温。中国经济的态势究竟如何,应当采取什么样的宏观经济政策,成为政学两界的热门话题。人们对经济形势的研判,从总体过热、局部过热,到态势良好,差别甚大。对于政府应当采取什么样的财政和货币政策,紧缩、扩张,还是中性,也是言人人殊。政府领导在2004~2007年间大体上采取了一种总量扩张、对少数产能过剩的行业采取投资审批等行政手段加以限制的政策。直到2008年初,房地产和股票价格居高不下,通货膨胀率(CPI)也到了8.7%的高位,才下达了“踩刹车”的命令。

紧缩性的货币政策与全球金融危机的重合,使中国经济在2008年秋季呈现出增速放缓的迹象。虽然从环比指标来看,中国经济在2009年1月已经开始见底回升,但人们还是普遍认为中国经济已经陷于衰退,需要用大规模的投资和国有商业银行的海量贷款来保证GDP高速增长。从那时以来,怎样认识宏观经济形势、什么是适当的宏观经济政策,一直是经济学界争论的焦点。

吴庆君正是在这种众说纷纭的场景下,积极参与到争鸣之中,写下了一百多篇时评。这些时评虽然篇幅短小,但言之有物,代表一种分析视角。如

果我们联系当时的实际情况和后来导致的结果来回顾这番讨论，的确能够从中得到许多理论和政策上的启示。

吴庆君的这些时评，着重于短期经济分析。但是他也在书中用了两辑篇幅（即辑六和辑七）讨论长期经济问题。这也是十分重要的。因为在中国，不知从什么时候开始，流行用投资、消费、出口这“三驾马车”的分析框架来展望经济增长。似乎不管用什么方法，只要增加了总需求，就能够保证经济持续稳定增长。所谓“三驾马车”的分析框架，只是凯恩斯主义短期分析框架（储蓄+消费=投资+消费+净出口+财政赤字）的变形。即使凯恩斯本人，也并不认为这一框架适合于分析长期经济增长。短期经济问题受制于长期经济问题。分析长期经济问题需要运用另外的分析框架，例如 R·索罗改写过的生产函数等。

中国经济的根本问题发生在长期层面上，涉及到某些变动相对缓慢的变量。这些变量在几个季度的时间跨度里来不及发生显著的变化。要讨论长期变量，仅仅有短期时间跨度上的观察就不够用了。用短期宏观经济政策去应对中国经济当中的泡沫、通胀和停滞等看似短期经济波动造成的问题，只能顾此失彼。中国宏观经济当局在 2011 年初提出要把主要注意力放在解决长期增长中的问题上。这是十分正确的。

总之，我更看重本书最后两辑，包括短期政策和长期问题的关系，以及对长期政策的讨论。希望吴庆君在这个方面继续努力。

吴敬琏

2011 年 3 月 30 日

序 二

通货膨胀是经济学研究的永恒主题,之所以“永恒”主要是因为通胀与就业密切相关:人口的增长,劳动力的增加,人们生活水平的提高,必然要增加就业;要增加就业,必须发展经济;而经济的发展,需要货币推动;货币的推动避免不了商品价格的波动;商品价格的波动会带来通货膨胀。

吴庆研究员长期观察、研究这一永恒的主题,以自己掌握的经济信息和高层决策的意图作基础,高屋建瓴,研析入微,提出了真知灼见,发表了不少文章。应当说难能可贵,可喜可贺!现以《见证通胀》的名义成书出版,不仅见证了我国这些年来通胀的过程,而且推动了金融学术的发展,特别是对通胀的研究。

当前,通货膨胀已经不是一个国家的问题,而是世界性的问题。世界性的通胀以什么理论去解释,用什么方法去防范和治理是个新的问题。在这里,我介绍“失业与通胀互换”理论,做引玉之砖。

社会经济的发展,难以在零失业率或零通货膨胀率状态下进行,社会经济发展的组织者只能选择较低的失业率或较低的通货膨胀率。失业率与通货膨胀率有替代关系。问题是在什么条件下失业与通货膨胀能够相互替代,在什么条件下不能相互替代。如果治理通货膨胀以失业为代价,治理失业以通货膨胀为代价,那么都需要社会成员付出代价。政策如何取舍,要考察社会成员对失业或对通货膨胀的承受力。通货膨胀可区分为公开的通货膨胀与隐蔽的通货膨胀。公开的通货膨胀表现为物价持续上涨,隐蔽的通货膨胀不直接表现在物价的上涨中,而是表现在消费品需求的计划分配上。正规市场上的物价虽然没有上涨,但“黑市”上的物价大幅度上涨。这种状况不反映在权威部门统计的指数上,但与通货膨胀一样,货币的购买力降低

了。所以被称为隐蔽的通货膨胀。

在考察社会成员对失业或通货膨胀有多大承受力时，需要在理论上划清界限：是指对公开失业的承受力，还是指对包括隐蔽失业在内的整个社会失业的承受力；是指对公开通货膨胀的承受力，还是指对包括隐蔽通货膨胀在内的总体通货膨胀的承受力。

失业这个概念，在市场经济国家，通常是指具备了劳动能力、愿意工作而找不到合适工作的人群所处的状态。有工作岗位的人是不是都是非失业者呢？经济学的研究讲求劳动资源的合理配置和充分运用，所以不能简单地肯定有工作岗位的人就是非失业者。有的人在一定的工作岗位上劳动，但不能充分地发挥劳动力的作用，比如中国农村人多地少，有部分农民实际上处于隐蔽失业状态。

要计算有多少隐蔽失业者是困难的。理论分析的办法是：假定抽走部分劳动力后，不至于使农业生产力下降，则被抽走的这部分劳动力便是农村的隐蔽失业者。隐蔽失业者除农村外，在一些城市也有，但不如农村明显、严重。在考察社会成员对失业有多大的承受力时，惯例是把隐蔽失业者排开，仅以公开失业者而论，因为公开失业者既没有工作也没有收入，往往是引起社会不安定的因素之一，而隐蔽失业者虽然在其岗位上收入不多，但一定时期内不至于直接影响社会安定。所以，治理公开的通货膨胀特别重要，不能掉以轻心。怎样有效治理？不仅要有理论指导，而且要实践可行，吴庆研究员的著述，可谓一家之言。“长江后浪推前浪，一代更比一代强”，我作为他的导师，为他高兴。

曹康霖

2011年3月15日

目 录

序一

吴敬琏 / 1

序二

曾康霖 / 1

辑一

货币战？没那么简单！ / 1

货币战？没那么简单！ / 2

不要陷入美国官方的汇率阳谋 / 7

提高存款准备金率不能替代人民币升值 / 11

汇率成为货币政策新重点 / 15

汇率自由化是迟早的事 / 17

汇率调整宜早宜快 / 19

推迟人民币升值的代价 / 21

低利润出口企业能够承受人民币升值 / 24

2010 年的汇率变化对中国出口影响有限 / 26

欧元危机为人民币汇率改革提供意外机遇 / 29

小浮动也是大进步 / 32

应该提前预防人民币升值过头 / 34

为人民币自由浮动创造更好的条件 / 37

东亚合作将渐入佳境 / 39

辑二

中国泡沫属于危险类型 / 41

扩张性货币政策的羊群效应 / 42

不良银信关系显示金融体制改善有限 / 44

商业银行提高手续费应该听证 / 46

“大得不能倒闭”的代价太大 / 48

国资管理需要克服大企业病 / 51

民营资本在金融领域仍然难有作为 / 55

- 西部金融中心的未来版图 / 58
- 创业板开门红无法持久 / 63
- 警惕房地产数量和价格双重泡沫 / 65
- 房价在 2009 年到底涨了多少? / 67
- 提高统计数据可信度需要制度保障 / 69
- 房租上涨是抑制购房需求的必然结果 / 71
- 既“扬汤”又“抽薪”，住房价格调控迈出第一步 / 73
- 商业银行应该严格控制房地产企业贷款风险 / 76
- 短期的不确定性在房价和出口 / 79
- 中国泡沫属于危险类型 / 81

辑三

- 滞胀离我们越来越近 / 83**
- 展望中国经济的 VVV 型复苏 / 84
- 即将开始的第四个价格周期 / 86
- 通胀传导路径已经改变 / 88
- 农产品价格上涨背后的垄断房租 / 90
- 通胀预期渐成共识，调控时机稍纵即逝 / 92
- 不要错怪通胀预期 / 94
- 通胀是如何导致两极分化的? / 97
- 短期政策空间变小，资产价格正在上升 / 99
- 遥望具有中国特色的滞胀 / 101
- 2010 年的经济增长为什么会“前高后低” / 103
- 2010 年“保 8”早就成定局 / 105
- 2010 年的增长速度如期下滑 / 107
- 滞胀离我们越来越近 / 109
- 调控避免了过热，不宜再增加力度 / 112
- 资产价格和通胀在 2011 年仍有上行风险 / 114

辑四

- 货币政策比美国更宽松 / 117**
- 美元的国际货币地位：来之不易去之也难 / 118
- 国际货币体系渐进改革比“百日维新”更可行 / 125
- 世行投票权调整缓慢 美国一票否决权应取消 / 127

- 周小川方案如同与虎谋皮 / 129
- 跨境贸易人民币结算能走多远? / 131
- 本次金融危机不会导致大萧条重演 / 135
- 国际金融危机打断了中国经济增长方式转变进程 / 138
- 廉价资本继续冲击新兴国家的金融市场 / 140
- 当前世界经济中的系统性和结构性风险及对策 / 142
- 加强金融监管: 政策协调仍是当务之急 / 146
- Fed 还是 PBoC, 谁来维护中国利益? / 148
- 谁应该担心主权财富基金? / 150
- “池子”不是对付流动性泛滥的好办法 / 152
- 天上不可能掉馅饼: 评财政部到香港发国债 / 155
- 中国的货币政策比美国更宽松 / 157

辑五

见证通胀 / 161

- 货币政策目标与工具回到起点? / 162
- 通胀迫使宽松货币政策转向 / 164
- 适度宽松货币政策半年回顾 / 166
- 货币政策过松, 银行监管须严 / 168
- 信贷增长再次加快 政策调整必将提前 / 170
- 货币政策正在摆脱过度宽松 / 172
- 货币政策微调不会导致半拉子工程 / 174
- 货币政策的难点在“适度” / 176
- 加息是一个困难的决定 / 178
- 利率上调不能搞区域试点 / 180
- 适度允许通胀有助舒缓供求失衡 / 182
- 从“保增长”到“防通胀” / 184
- 货币政策的可选空间继续缩小 / 186
- 三种政策工具, 三种经济效果 / 188
- 看见通胀再加息, 晚矣 / 190

辑六

短期政策不能解决长期问题 / 193

- 全球金融危机只是中国经济困难的次要原因 / 194

“三驾马车”分解法低估了进出口对增长的贡献 / 197

G20 峰会促中国经济转型 / 199

美国经济转型中国最受冲击 / 201

救经济需要掌握好分寸 / 203

吹大泡沫不等于拯救经济 / 205

谨防国有银行改革走回头路 / 207

越保增长,就越需要保增长 / 210

增长短期无忧,政策需要从长计议 / 212

到了用长期政策取代短期政策的时候 / 214

短期政策不能解决长期问题 / 216

是时候退出赌局了 / 218

中国不需要“国民收入倍增计划” / 221

不要误读了美国的最低工资制度 / 223

辑七

以改革“保增长”,用汇改“再平衡” / 227

中国经济增长模式转变的动力切换 / 228

增长模式转变仍要依靠市场 / 231

靠改革保长期增长,用升值控通胀预期 / 233

市场化改革有望重新启动 / 235

扩张性货币政策应当与发展方式转变结合 / 237

深化改革开放需要再次解放思想达成共识 / 239

推进银行改革要克服“开放恐惧症” / 241

组建金融控股的监管与挑战 / 244

出口转内销,障碍在哪里? / 246

农业增长方式是否到了转变的时候? / 249

网络借贷的发展有赖相关法律的转变 / 251

加速升值和“结构型进口”可以抑制通胀 / 254

汲取应对危机的教训,提高货币政策独立性 / 257

附录

/ 260

后记

/ 277

辑一

货币战？没那么简单！

货币战？没那么简单！^①

2010年9月29日，美国会众议院以348比79的投票结果通过了《汇率改革促进公平贸易法案》，允许美国政府对所谓低估本币汇率的国家征收特别关税。在之前的听证会上，财长盖特纳指认人民币被“严重低估”，因此有许多人认为中国是该法案主要针对的国家。

仅仅一周以后的10月5日，欧元集团主席容克、欧洲中央银行行长特里谢、欧盟委员会经济与货币事务委员雷恩联合向访问欧洲的温家宝总理表达了对人民币升值的希望。国际舆论普遍预期：在即将召开的IMF和世界银行年会上，人民币汇率将成为众矢之的。一场针对人民币的“货币战争”即将打响。

人民币汇率问题已经讨论了十多年。仅就汇率问题本身，其实已经没有什么值得进一步讨论。借用英国《金融时报》(*Financial Time*, 简称FT)首席经济评论员马丁·沃尔夫的话说：“如果把国内生产总值(GDP)的一半投资于外汇储备都不算汇率操纵，那什么才算？”他还说：“这是一种保护主义政策。通过压低人民币实际汇率，中国为其出口商品及进口替代品的生产提供了补贴。”

沃尔夫先生言之成理。但是，然后呢？就算中国通过人民币低估扣动了“货币战”的扳机，侵犯了欧美国家为代表的主要贸易对手的利益，那么他们是不是应该联手反击？反击的理由已经存在了20年。如果欧美国家及时反击中国挑起的“货币战”，不会有今天。面对中国发起的“货币战”，欧美国家明明有能力行动，为什么迟迟不出手？

因为问题没有那么简单。事实上，从国家利益的角度来分析，被人民币汇率低估伤害最重的，正是中国自己；从人民币低估当中受益最大的，反而是中国的主要贸易伙伴，尤其是美国。只要愿意，你尽可以说这是一场“货币战”。但是这场“战争”的结果已经不是伤害自己的贸易伙伴，而是伤害自己，就算发动“战争”的目的不是这样。

^① 2010年10月11日发表于FT中文网。写入本书时，字数增加了一倍。

正常的国际贸易追求国际收支平衡，因此本质上是物物交换。能够实现国际收支平衡的汇率被称为均衡汇率。发现均衡汇率的唯一办法就是让汇率自由浮动，让市场机制发挥发现均衡汇率的作用。在自由浮动的汇率体制中，国际收支平衡是自动实现的。如果汇率不能自由浮动，国际收支平衡是否能够实现才成为一个问题。

与自由浮动汇率体制中的国际收支平衡状态相比，人民币汇率低估改善了中国贸易伙伴的贸易条件(terms of trade)，恶化了中国的贸易条件。假设人民币的实际汇率比均衡汇率低估了10%，那么，为了换回同样数量的舶来货，中国必须多付出10%的产品；同时，中国的贸易伙伴国少出口10%，就可以换取同样数量的中国货。

人民币低估的另一个结果是导致中国的对外贸易偏离了物物交换的本质。中国对主要贸易伙伴的很大一部分出口没有换回商品，而是换回了大量被称为“绿背欠条”(greenback paper)的美元。2010年底，人民银行外汇储备同比增长18.7%，余额达到28473亿美元，是2010年度的进口总额13948亿美元的两倍以上。

即使不考虑美元购买力降低造成的外汇储备损失，仅仅计算人民银行把高利率的人民币资产换成低利率的美元资产和人民币升值造成的外汇储备贬值这两项金融损失，中国人民银行可能已经成为全世界最不赚钱的中央银行。（详细计算参见本辑《推迟人民币升值的代价》。）

中国的外汇储备以美元资产为主，金融损失的绝大部分也就补贴给了美国，还承担着美国经济下行、美元购买力下降的巨大损失和损失继续扩大的风险。正如现任世界银行行长罗伯特·佐利克先生在担任美国副国务卿和贸易谈判代表时候所说：对美国来说，中国是一位“负责任的打工仔(a responsible stakeholder)”。

美国从人民币低估当中获益最大，却时不时地批评中国的汇率政策。用一句中国话说，这叫“得了便宜卖乖”（占了别人便宜还愣装作吃亏了的样子）。美国之所以“卖乖”，是为了让中国决策者以为得了便宜的是自己而不是美国，从而继续坚持人民币低估的汇率政策。这样美国就可以继续占中国的便宜。

上述关于美国政府为什么“卖乖”的推测隐隐地有些阴谋论的味道，但这充其量是阳谋，不是阴谋。因为向世界揭示这一谋略的正是美国人自己——美国企业公共政策研究所(AEI)的菲利浦·斯瓦戈尔(Phillip Swagel)先生。如果斯瓦戈尔先生的解释正确，美国政府“卖乖”是为了国家

利益最大化,那么美国一定会把握好“卖乖”的尺度,对中国汇率政策的惩罚威胁只是“卖乖”而已,不会当真。如果假戏真做,真的逼迫人民币升值,那么一旦中国政府真的迫于压力加快人民币升值甚至自由浮动,岂不是“搬起石头砸自己的脚”。到目前为止,已经有很多迹象支持斯瓦戈尔先生的假说。(参见本辑《不要陷入美国官方的汇率阳谋》。)

这里要讨论的一个问题是:在汇率问题上,中国的决策者为什么会持续地慷国家之慨,把本国的利益赠与友邦?这恐怕是一切问题的起因。

笔者认为这不是中国决策者故意为之。可能的原因有两个:其一是对利害关系认识不够,既不“知彼”,也不“知己”;其二是新的挑战迫使决策者回避短期风险。

有迹象表明,在中美有关汇率的博弈之中,中方并不了解美方的利益所在,更不了解美方的策略。这个问题另有专文论述。本文先说说中国的汇率决策在“知己”方面的阴差阳错,以及决策体制遇到的挑战。

首先,在中国国内,人民币低估造成的损失尽管总量很大,但是分摊到几乎全体国民的身上,每个人承担的损失都比较小。这个小的损失不足以促使受损的个体发出宏大的声音,同时,每个人都知道受损群体规模巨大,因此每一个人都以为有很大的概率搭上别人的便车。于是,所有受损的个体都选择沉默,期望着搭上别人的便车。结果谁都搭不上谁的便车。俗话说:“三个和尚没水喝”, N 个和尚一样没水喝。

不能忽略不计的是:中国国内还有一个小的利益集团从人民币低估当中获得了既得利益。这个既得利益总量不大,远不足以抵补全体国民的损失,但是由于这个群体当中的个体少,因此分摊到每个个体的利益却很显著,值得每一个个体为维护既得利益而大声疾呼。同时,由于每一个个体都知道受益的群体规模小,明白自己搭上别人便车的概率也小。因此在有关汇率的争论当中,这个群体中的个体发出了巨大声音。

基于以上分析,我们可以推测:有关人民币汇率的公共决策结果取决于决策的程序。让我们先假设两种极端的决策模式:

其一,如果让全体国民对汇率问题投票而且投票率足够高(足够多的受益人群不选择搭便车),那么支持人民币升值的人数一定占上风;

其二,如果决策者公开听取支持与反对人民币升值的声言,而且发出支持或者反对声言的成本又足够高,高到让受益的人群选择搭便车,那么反对人民币升值的音量一定占上风。

实际的决策过程当然复杂得多,但总的来说更接近后一种极端模式。

在研究人民币是否应该升值之前，有多个调研组从北京出发分赴全国各地。但是调研的对象主要是出口企业和出口企业集中的地区。这样的调研有两个缺点：其一是把话筒递到了受损群体集中的地区；其二是政府过度强调并且包办了出口企业面临的短期问题。出口企业原本应该、也有能力自己解决问题。（参见本辑《低利润出口企业能够承受人民币升值》。）

汇率决策过程的低效率反映了中国经济政策决策体制的变化。随着经济决策的难度日益增加，原来高度集中的决策体系日益力不从心，于是出现两种应对策略：

其一是处于顶端的决策层的权力和责任被执行层分担，经济决策出现“条化”和“块化”的特点。决策的条块分割又进一步弱化决策者左右全局的能力。条块分割的决策容易实现局部最优。但也容易偏离全局最优。这是集中决策模式在新千年遇到的新挑战。但在本质上这个挑战毫无新意：它和上个世纪导致多个国家放弃计划经济体制的原因是一样的。

其二是现任决策者把能够拖延的任务留给下一任去解决，把权力和责任向下一任转移，并期望他们会更聪明、更有智慧和能力。和许多其他领域的改革一样，汇率和汇率制度改革的利益会在未来逐渐显现，短期很可能会导致经济增长方式转变，而转变过程存在不确定性。在“最困难的年头”，决策者不情愿进一步增大风险。

最后说一说国家间博弈的基本策略问题。

中国曾经采用过的外交基本策略是“两个凡是”：“凡是敌人反对的，我们就要拥护；凡是敌人拥护的，我们就要反对。”为了贯彻“两个凡是”，必须事先搞清两个“首要问题”：“谁是我们的敌人？谁是我们的朋友？”从中美汇率博弈的进程来看，中方有可能仍然把美国当成了敌人，继续采用了“两个凡是”的策略。斯瓦戈尔报告显示：美方的一部分智囊就是这样判断中方的。

需要警惕的是：首先，“两个凡是”策略的本质是“国际不合作”，这注定不可能造成“双赢”的结果，偏离了“和平崛起”的主张。其次，按照“两个凡是”策略，中方不仅不关注美方的利益，甚至也不关注自己的利益，只在意中美之间的敌对关系。这样很容易损害中方的国家利益。中美汇率博弈案例显示：当美方识破中方采用了“两个凡是”策略之后，可以通过伪造一个虚假的目标（迫使人民币升值）来制造“美方赢、中国输”的博弈结果。

至少在国际贸易领域，欧美外交的一条基本策略值得我们参考：“没有