



图 / 东方IC

连续加息，在中国今天投资为主、储蓄为根的经济结构约束下，在中国现有的金融体系的发展水平的影响下，不可能简单地认为只对通胀产生一个明显的抑制作用，无论是短期还是中长期，它一定会对中国实体经济产生不可忽视的影响。

## “连续加息”的逻辑何在？

文 / 孙立坚

从中国目前所处的发展阶段而言，我们的持续加息等货币政策不可能只涉及到货币和物价两个系统，而且无论是短期还是长期，它都会影响到中国实体经济发展的方向和速度。不可能简单地像很多学者按照“货币中性论”的观点所推出的各种逻辑来演绎。

### 连续加息听上去很“顺理”

近来，内外市场都在关注和揣摩中国央行是否进入了加息的通道。因为从学理上讲，连续加息会增强市场对资金成本上升的预期，从而会减少长期贷款的需求，进而影响到企业整体的投资规模。显然，从“投资渠道”上因为未来需求减少，工业生产的原材料价格会降低，所以，成本推动型的通胀水平就会大大缓解，由此就会

对现在通胀预期产生积极的抑制作用。

另一方面，消费信用的膨胀也会随着未来利率不断的攀升而收缩，提前还贷的动机强化就会使得市场资金回流到银行体系，减少了外部信用膨胀而引发的过度消费的问题，比如，房贷需求和由此带动的住房消费就会明显下降，这样“消费渠道”带来的通胀压力也会减轻，这也进一步会遏制通胀预期的强化。

第三，加息对市场来说往往会对加息所在国的货币升值带来预期，从而其外汇占款的压力反而变得越来越大，如果市场看到加息后央行为了对冲这一压力而让自己本币进入升值状态，那么，由此带来的进口成本的降低和出口拉动的投资需求的减少也都会抑制通胀水平的恶化。这种来自“汇率渠道”的抑制通胀的效果，也被

不少经济学家所强调。

最后一点，很多国际知名学者的研究提到，加息往往是政府宏观调控政策趋于收紧的一种信号，所以来自政府部门的公共投资的增长也会有所节制，这样就会影响总需求的减少，进一步产生对通胀预期的抑制作用。至少成熟国家，从这个“公共投资”渠道上反映出来的和货币政策一致的做法确实得到了数据上的支持。比如，今天美国政府虽然强调减少财政开支以防止美国政府国际信誉的丧失，但是若要配合货币政策刺激经济的效果，很多社会福利型的公共项目今天还是需要政府经费上的大量投入。美国经济最近的复苏也表明了这种政策方向协调的重要性。

总之，在今天通胀压力当头的情况下（老百姓的感觉可能更明显），从现在开始，

连续加息听上去很顺理,但是,当金融危机的冲击稳定后,全球经济所面临的风险都会开始转为流动性泛滥及其可能引起的恶性通胀状态。

## 打开加息通道并不能解决一切问题

经济学家熊彼特在他学术生涯最辉煌时期,一直想梳理清他认为最困难的货币和经济之间的内在关系。虽然,他佩服同年代的凯恩斯看到了大萧条中政府的作用,但他同时认为政府货币政策也好,财政政策也好,在创造出“有效的需求”的同时,可能也会扭曲支撑市场活力的“效率机制”。有时这种代价会比短暂的通胀带来的社会福利损失的代价要大得多。因为只要能够通过“丰富的信贷创造”来产生的私人部门的创新热潮,那么,实体经济部门脱胎换骨的变化和随之而来的增长周期一定是能够把多余的流动性吸收干净的。可惜的是,身不由己的一场脑溢血带走了他一直想“叫板”当时盛行一时的“凯恩斯货币观”的宏伟写作计划,于是,他的“超政府”的货币非中性论的观点,我们今天却无法系统地在他遗留下来的巨著中找到,这方面零散的观点只能见诸于他的日记和一些讲演的报告中。

在这里,我想说的是,虽然对中国现有的创新能力的估计使我无法简单地接受熊彼特当年强调信贷作用所表现出来的超乐观的判断,但是,他给了我很多的启发,至少我认为连续加息在中国的发展阶段和我们所处的外部环境都无法让它顺理“成章”:

首先,打开加息通道并不能阻碍今天欧美宽松货币政策所加剧的输入性通胀对中国经济的负面冲击作用。加息在抑制负利率问题上有一定的作用,但是,是否能抑制通胀预期还很难判断。中国今天人均收入落后于发达国家的现状决定我们投

资致富是经济发展的内在动力。而消费能量推动物价上涨的动力是有限的。但是,如果连续加息遏制了市场投资的动力进而影响到经济增长(人均收入增长的源头),那么大众流动性追求金融财富的愿望会更旺。甚至“逗你玩”,“蒜你狠”,“姜死你”等大众追求财富的投机行为反而会进一步推高没有真实内需动力所带来的物价上涨现象。而如果有朝一日这种被金融资本绑架的农产品市场或大宗商品市场的价格泡沫一旦破裂,那么“货币中性”的代价就是让中国大众完成原始财富积累的过程变得更长,中国内在的消费动力就会形成得更困难。于是,将来缺乏市场活力的经济就会给政府带来更大的负担;而“刺激经济”的凯恩斯方式的市场干预又不得不

会频频出现,而且还会不断加大力度,这样长期以往下去,很有可能出现日本现在那样的财政债务膨胀或昔日拉美通胀高企不下的怪圈。所以,连续加息,不仅不能遏制输入性的通胀,反而会影响中国大众财富形成的速度。即使伴随加息,政府同时用汇率调整来减少外汇占款的压力,但也无法扭转中国社会目前所处的发展阶段必然带来的“储蓄过剩”的经济结构。如果汇率调整不谨慎,还会影响到我们原来市场所积累的有效的致富方式。

第二,打开加息通道,并且像某些专家所建议的那样采取非对称加息,从而缩小银行机构的利差,那么,银行的信贷能力和质量都会受到数量控制和收益缩小的双重打压,缺乏信贷能力的银行业对中国这样一个需要完成原始财富积累(企业投资主导)的国家而言,比起股市来讲将产生不可估量的负面作用。尽管企业的融资成本没有多大的变化,但是银行靠量补价的做法反而会让紧缩的货币政策失效,而把银行管死,造成银行业绩下滑,也会严重影响到中国经济的结构转型和房地产市场泡沫的软着陆效果。另外,今天处于垄断地位的银行业未来转嫁存款成本的能力不容小视,也就是我们经常讲的,银行业一管就“死”,而一放又会出“乱”的现象。实际上,乱,是因为前面管得太死!乱,却可能使央行货币政策带来的紧缩效果化为乌有,或者让中国实体经济的发展会面临资金上更大的挑战。不管怎样,我们今天还必须认识到,银行股在中国当前主板市场上所肩负的举足轻重的“权重”地位,因此,它的业绩萎缩会造成中国股市融资能力的整体下降。总之,中国银行业当前的主要矛盾是解决竞争力不足和资源配置效率低下问题,而不是信贷规模增长的高低问题,如果前者的问题解决了,中国经济的健康增长就足以吸收和抵抗信贷规模增长过快所可能带来的一时

在今天通胀压力当头的情况下,连续加息听上去很顺理,但是,当金融危机的冲击稳定后,全球经济所面临的风险都会开始转为流动性泛滥及其可能引起的恶性通胀状态。

性的通胀问题。如果前者的问题不解决,那么,连续加息,尤其是非对称加息,即使暂时性收缩了银根,但是其信贷收缩的持续效果就会事与愿违。

第三,打开加息通道,尤其是金融发展深度比我们强大的发达国家还没有开通加息渠道的时候,中国承担的风险不能忽视。虽然从资本账户上我们可以不要过于担心“套息”游资大量的“侵入”,但是,套息的方式会有多种多样,比如,中国现在的发展阶段决定了我们以投资为主导的内在发展动力,于是,海外游资绑架中国经济增长所需要的农产品和大宗商品市场,靠提价搭中国经济增长的便车赚钱,而在他们眼里加息只不过是中国经济过热的表现而已。除了这种间接式的套息方式以外,那么,通过经常账户(外在形式可能表现为贸易或直接投资的顺差加大)和地下渠道进来的热钱也会让我们除了“对冲”之外没有其他更好的应付方式。而对冲的结果就是好坏细胞一起杀。最近,企业间通过各种业务方式进行的信贷运作较为活跃,这也是高息套利的一种表现形式。国内信贷管住了,外汇占款带来的流动性反而能够获得更高的回报。一句话,连续加息,反而会让外汇占款变得更多,人民币升值的压力变得更快。其结果就是让这些热钱的预期自我实现。当然,中国经济下滑了,即使利率再高,基本面不牢靠,热钱还是会小心谨慎,因为扣除风险后的收益可能会变小。但我们不能以中国经济下滑作为代价来赶走热钱。所以,从这个意义上讲,连续加息,在目前的环境下不是一个有效的做法。

## 转向非货币的政策手段

我判断,中国央行不会通过连续加息的做法来改变市场对通胀的预期,尤其是中国货币市场利率和汇率市场化的进程还远远没有结束,中国经济又处在不

中国央行不会通过连续加息的做法来改变市场对通胀的预期,尤其是中国货币市场利率和汇率市场化的进程还远远没有结束,中国经济又处在不断发展的通道上,若以“双率”为主导的政策手段作为调节通胀的工具,一定会出现上面所阐述的结果那样,弊多利少。

断发展的通道上,若以“双率”为主导的政策手段作为调节通胀的工具,一定会出现上面所阐述的结果那样,弊多利少。从这个意义上讲,今后加息还是会根据负利率程度和市场的承受能力来灵活调整,数量调整还是在中国目前的金融体系的发展状况下所不得不采用的应对通胀的次优做法。但是,在中国货币政策不断强化调控物价力度的同时,我们不能忽略它对实体经济产生的负作用。不能出现泡沫被挤了,而中国经济的市场活力更被挤掉的结局。从这个意义上,我们要考虑以下非货币的政策手段和措施:比如,理顺中国产品的物流渠道,打破垄断,将行政管理转变为充分竞争,让价格成为供需调整的真实信号。其次,增加国家资源类产品的战略储备和多渠道的进货网点,以抗衡目

前国外炒作价格的金融投机行为。另外,中国税收政策要对企业家和行政高官的收入区别对待,通过鼓励和扶持企业家的创新行为来吸收市场上被闲置下来的资金,从而阻断产业资本、社会资本走向金融资本的通道,遏制流动性泛滥所带来的通胀和资产泡沫现象。最后,在提高政府让利给企业程度的同时,通过制度安排,也约束企业要将由此带来的利润增长还原给劳动者和股民,从而提高他们抗衡暂时性通胀的能力,这一点对有效地推动中国经济的结构优化乃至调整都显得非常重要。

作为一个归纳,我想说的是,连续加息(价格导向的货币政策),在中国今天投资为主、储蓄为根的经济结构约束下,在中国现有的金融体系的发展水平的影响下,不可能简单地认为只对通胀产生一个明显的抑制作用(货币中性论的观点),无论是短期还是中长期,它一定会对中国实体经济产生不可忽视的影响(货币非但不是“超中性”,根本就是非中性),如果这种影响的负作用持续下去,那么反而会出现成熟市场不太看到的通胀(预期)恶化的现象。所以,对我们而言,发展就是硬道理!哪怕发展不可或缺的信贷有效的增长暂时宽容了通胀的存在,我们也要坚定不移地相信企业家的创新能力会改变这一切。

最后,在治理通胀的崎岖道路上,让我们和凯恩斯调控“有效需求”的观点说声“留步”,和货币主义治理通胀的“理想”追求说声“抱歉”,而对熊彼特的“信贷推动创新”的“有效供给”观点,我们要大胆地喊出“请跟我来”。C&U

本文观点仅代表作者个人观点

作者为复旦大学经济学院副院长、金融学教授  
文章来源:作者博客

编辑/徐昱