

城

人物简介

余永定,1948 年出生于江苏南京,拥有中国社会科学院经济学硕士和牛津大学经济学博士学位。中国社会科学院学部委员、国家发改委国家规划顾问委员会委员、外交部外交政策咨询委员会和国际货币基金组织亚太区顾问。

他曾经担任中国社会科学院世界经济与政治研究所所长(1998-2009)、中国世界经济学会会长(2003-2011)、中国人民银行货币政策委员会委员、联合国国际金融和货币体制改革委员会委员和联合国发展政策委员会委员。

他主要研究领域是世界经济、国际金融和中国宏观经济。



■余永定在「金融街论坛」上演讲
曹堂 摄

城

要点解析

“三难”变“两难”

现在一些经济学家在谈论目前所谓的“三难”问题变成了“两难”问题。按照经济学原理,资本的自由流动、货币政策和汇率政策,三者只能取其二。前年的一次会议上,许多人对量化宽松政策提出批评,前美国财政部长盖特纳就提出一个办法来解决问题,有关国家让汇率浮动就完了。这样,美国扩张性的货币政策便不会对这些国家造成影响。盖特纳的这种观点是符合“三难”经济学原理的。

可是,现在越来越多的经济学家认为,许多国家面临的不是“三难”问题,而是面对全球金融周期,只要美国政府改变了汇率政策,哪怕你有浮动的汇率政策,也没法保持独立的货币政策。当然这种观点可以进一步的讨论。如今,大家都在强调美国政策对其他国家,特别是发展中国家独立货币政策的影响问题。

面对全球金融周期规律,经济专家余永定直言——中国不能轻易放弃资本管制

本报记者 陈 杰

最近,最热的金融新闻就是中国(上海)自贸试验区。在自贸试验区内,金融改革是最受瞩目的亮点。根据媒体已披露的信息,将在自贸区内实现金融市场利率市场化,金融机构资产方价格实行市场化定价;在风险可控的前提下,在区域内对人民币资本项目可兑换进行先行先试;允许符合条件的外资金融

机构设立外资银行;离岸金融业务也被列为金融领域开放的重要部分。

前不久在北京举行的第二届金融街论坛上,一向直言不讳的经济专家余永定表示,虽然对自贸试验区的具体细节尚不清楚,但衷心希望试验成功。

美联储货币政策的作用规律

余永定指出,目前国际上有不少经济学家开始谈论所谓的全球金融周期(Global Financial Cycles)问题。原来学界讲得大多是实体经济周期,现在却在讨论金融周期。法国经济学家Helene Ray指出,资产价格、资本流动和杠杆率的同向运动是当前国际金融周期的主要表现。“那么,这种同向变化的根源是什么呢?起点是什么?答案是:美联储的货币政策。”

余永定向记者回顾了历史:“近二十年来,我们可以非常清楚地看到美联储政策的这样一种特点:在开始时执行低利率政策,注入大量流动性去刺激经济增长。这种低利率、大量提供流动性的政策导致了美国资产价格的上涨。与此同时,也推动了经济增长。与这种走势相对应的,就是资本从美国和其他发达国家流向发展中国家。”

余永定说,在这个阶段过后,美国又面临资产泡沫的问题,面临物价上涨的问题。于是,美联储又采取了升息政策。由于升息政策,接着发生的事情就是资产泡沫破裂,经济增速下降。与这种走势相对应的,资本从发展中国家流回美国和其他发达国家。随后,美联储再重新采取低利率政策,提供充分流动性,制造新的资产泡沫,使得经济能够向前发展。1997-1998年的亚洲金融危机、2007-2009年的全球金融危机、当前的“退出危机”都与美联储的政策周期相关。

余永定举例说明这种周期的作用规律:亚洲金融危机发生的一个重要原因是美联储升息。升息之后,资金就开始从亚洲回流,于是危机就爆发了。这种事情在2001年互联网泡沫破灭之后也发生了,在最近的这次金融危机中也发生了这样的问题。

在“死路”外另辟一条“活路”

对于发展中国家来讲,怎样才能对付这种全球金融周期?余永定用了一句形象的英语:“Dammed if you do, dammed if you don't”(你做也死,不做也是死)。他引述《经济学家》杂志的一篇文章指出,发展中国家处在目前的国际环境,面对美国政策变化,能够捍卫自身利益的四项政策选择都是“死路”。

一是提高利息率。这是土耳其采取的政策,马上导致经济增长速度下降;二是大量干预外汇市场,不让货币贬值,乌克兰、印度尼西亚曾经是这么做的。可采用这些政策的国家会把外汇储备逐渐用掉。当外汇储备被逐渐用掉之后,投资者对这种国家也丧失了信心,资本外流逃走;三

是什么也不干,结果是货币贬值,人们还是会国家失去信心;四是采取紧缩性财政政策,但在政治上又难以行得通。

条条都是“死路”,难道就没有活路?余永定觉得还是有的。这条路就是发展中国家不轻易放弃资本管制。余永定一直主张让汇率更为灵活,但他承认汇率的灵活性的局限性。汇率的急剧上升和下降,对发展中国家的打击是比较大的。

“如果放弃资本管制,很多麻烦会找上门。如果有了资本管制,同时让汇率比较灵活,就可以在这两者之中找到一个比较好的平衡点。因为资本管制可以挡住一部分短期资本的跨境流动,从而减少汇率波动的压力。换言之,资本管制可以减少

“在全球金融周期变动中,我们目前处于一个新的阶段。就是美联储现在已经开始谈论退出量化宽松政策,这向全世界发出了一个明确的信号,就是美联储在不久的将来,将不再像过去那样每个月购买850亿美元的国债。”

余永定直言,一旦美联储实行这种政策,或市场相信美联储要实行这种政策,美国国债的价格就会下跌,利率就会上升。而这种情况对于发展中国家马上就会发生影响,哪怕这个政策还没有执行,只处在谈论阶段,发展中国家就会受到这种可能要发生的政策变化的影响。“以印度为例,原来信心十足,马上就要赶超中国了。可现在股市下跌,经济增长速度下降,卢比大幅度贬值。前不久卢比兑美元的汇率是65卢比兑1美元,印度人就开玩笑,卢比到了65岁的退休年龄,该退休了。巴西、印尼等发展中国家都受到美联储政策的影响。中国是目前唯一没有受到明显影响的‘金砖国家’。”

因投机资本跨境流动导致的汇率变动对出口企业的打击。”

余永定坦言,更重要的是,尽管中国拥有大量外汇储备,但放弃资本管制而单靠外汇储备来防范金融危机是一件比较冒险的事情。他分析说,目前中国的金融体系存在一定的脆弱性,中国的M2(广义货币)对GDP(国内生产总值)的比值比较高。中国企业的杠杆率在全世界范围内也算比较高的。同时,中国的地方债务较多。对于地方政府的融资平台到底是否能够真正保证以后能偿还本息,现在根据看到的资料是可以的,但存在着一定不确定性。利率和汇率改革尚未完成,经济发展正在进行结构性调整。国际上个别投行看空中国……面对这样的局面,如果美联储真正开始了退出量化宽松政策,我们又减弱了自己的“防火墙”,内外部问题叠加,可能有一定风险。”

进行资本管制,是不是意味着对资本的“一棍子打死”呢?当然不是。余永定对“防火墙”有清楚的认识和明确的界定。“我们要加强对跨境资本的管理,我主要是指对短期跨境资本的管理,这并不妨碍我们继续推动直接投资和其他长期投资的自由化,并在条件成熟之后,实现人民币的自由兑换。”余永定提到,他在全政协曾经提出过一个提案,把民营企业海外投资的审批制改为备案制,以方便中国企业的海外投资。同时,他也主张加快金融服务行业的开放,引入更多的竞争压力。但他认为,在当前内外国际经济、金融形势下,中国不能轻易放开对短期跨境资本流动的管理,否则就无法减少全球金融周期对中国经济的冲击。

在当前形势下,加强对短期跨境资本流动的管理还有其特别的理由。首先,目前中国经济面临下行的压力,部分国际资本有看空中国经济的情绪。一些投资者对国内经济信心不足,有中国投资者转移资产到国外的情况。另外,中国极高的广义货币 M2 对国内生产总值 GDP 比,也使中国金融稳定容易受到跨境资本流动的影响。中国居民的资产主要是两类,一类是房地产,另一类是居民储蓄存款。“中国居民储蓄存款现在是 43 万亿元人民币。我们可以想一想,作为一个理性的居民,他总是希望使资产多元化,包括储蓄多元化。要有人民币的存款,要有美元和欧元的存款,这是非常正常的。你想,43 万亿元人民币,如果政府放弃管制,你可以随便兑换。假设我们每人希望存款中 15%是美元,那么就有 1 万亿美元。如果在某一个时间大家都想把这相当于 1 万亿元人民币换成美元,那就是极大规模的资本外流,这个就可能造成非常严重的问题,后果非常严重。尽管它的概率不那么高,可我们必须非常小心。”

余永定认为,在当前情况下,特别是全球金融周期处于资金从发展中国家向美国和其他发达国家流动的时点上,我们要谨慎,还有时间,不用太着急。我认为中国现在这个“防火墙”还得留着。目前情况下,主要注意力应放在加速金融体制改革和完善金融市场上。

『防火墙』针对短期跨境资本