

梁曉

1998年獲廣州中山大學經濟學碩士學位。亞洲金融風暴期間，在香港親身經歷粵海系紅籌公司盛極而衰、繼而重組的全過程。現就職於中信泰富政治暨經濟研究部，兼任香港大學亞洲研究中心訪問學者。著作有《世界是平的嗎？》（2007），合著有《香港聯繫匯率保衛戰》（1999）。

中國宏觀調控捉襟見肘

中國央行上調準備金率之高世所罕見，是人民幣升值的「狗咬尾」循環造成的調控困境。

—— 零零八年開春，人民銀行再次上調存款準備金率至百分之十五，創了二十二年新高，也是目前世界主要經濟體系所罕見的。美國的準備金率按銀行的規模分段計收，最高百分之十，這算高的；歐元區、英國分別是百分之二、三左右。

高準備金率是在中國宏觀調控不斷收緊的背景下出現的，並非一個特例。人民銀行還通過窗口指導控制貸款總量，推出定向央票、特種存款等等。為免中美息差擴闊得太快，增加人民幣升值的壓力，加息這個工具用起來要十分謹慎，然而去年也不得不加了六次息。動得最多的還是準備金率，從二零零七年初開始，人民銀行十一次提高準備金率，幾乎是一月一加。

薩米爾森在他的名著《宏觀經濟學》裏分析央行貨幣政策工具，「使用變動法定準備金比率這個強有力的工具必須十分謹慎。由於改變準備金規定會引起政策上過大和過分突然的變化，因此極少被採用」。

為什麼人行要不斷提高準備金率？為什麼宏觀調控要從緊再從緊？二零零五年以來，人民幣被迫不斷升值。出口不僅沒有相應減少，反而繼續猛增，外匯儲備突飛猛進。

對此，我們總結為「升值的壓力來自不斷升值」。

在人民幣「小步快跑」的升值預期下，投資中國，成了制度保證的「只賺不賠」。試想，外資只要投資人民幣資產，哪怕什麼也不賺，每年就能有百分之八的匯兌收益（二零零七年，人民幣升值百分之六點五；不少國際投資銀行估計，人民幣升值速度還會加快，每年達到百分之八甚至百分之十）。換言之，如果投資的不是人民幣而是美元資產，年回報率必須超過百分之八，才算「回本」。市場經濟的資本自然會做出對自己最有利的選擇。有人用當期外匯儲備減去貿易順差再減去實際外商投資之後的餘額測算，僅零七年上半年，流入中國的「游資」就達一千二百一十九億美元。

而且，根據日本經驗，升值預期還會自我實現：無論是外國投資者，還是本國居民，一旦預期本幣在國外持續壓力下（理由可能是貿易順差、外匯儲備持續增長，等等），還要持續升值，他們就會傾向於更多地持有本幣資產，放棄外幣資產。中國出口企業，已經從過去爭取「晚結匯」、「少結匯」，轉變成「結匯不過夜」，為什麼？遲幾天結匯，人民幣又升值，手中美元能換到的人民幣就又少了。同理，外資企業，全球調配資源，大可以推遲利潤的匯出，道理也很簡單：手中人民幣利潤，遲一年半載匯出，能換回更多的

美元；更何況，資金留在內地還可以投入股市、樓市，在資產泡沫的上升期賺取高回報。再說居民，二零零一年，內地居民儲蓄七點四萬億人民幣，居民外匯存款八百七十六億美元；二零零五年，居民儲蓄十四點一萬億人民幣，居民外匯存款七百二十六億美元。人民

人民幣升值帶來外匯儲備突飛猛進，國際社會壓迫人民幣進一步升值，形成「狗咬尾巴」的惡性循環，同時造成國內通貨膨脹，宏觀調控不得不從緊！

幣儲蓄增長近一倍，以美元為主的外匯存款卻在下降。那時候，人民幣的升值才剛剛開始。現在，在人民幣不斷升值的強烈預期下，QFII額度馬上飽滿，外資紛紛要求進入；QDII乏人問津，再鼓勵也很難「走出去」。進得多出得少，一裏一外，結果只能是各方面對人民幣的需求不斷增加，升值壓力更大。

人民幣升值帶來外匯儲備突飛猛進，又恰恰成為國際壓迫人民幣進一步升值的理由，成了一個「狗咬尾巴」的惡性循環。與此同時，目前的結匯制度下，外匯儲備增加，必然造成人民幣過度發行，形成國內通貨膨脹。金融宏觀調控，不得不從緊！

問題是，強行壓縮控制貸款，受衝擊最大的卻是通過加工生產來賺取正常利潤的工業企業。能夠得到貸款的，一是有政府、尤其地方政府強大支持的項目；二是高回報的資本市場投機——股市和房地產。因為，貸款額度十分有限，為獲得更高收益，銀行紛紛內部結構調整，將重心轉移到「高收益」業務。普通企業從銀行貸款不來錢，其他渠道的資金成本也越來越高；二零零七年底，票據貼現的年利率甚至達到百分之十，已經超過貸款利率；廣東、山東的銀行監測到，當地的民間借貸月利率已經達到百分之三。正常回報的工業企業資金鏈條斷裂，業務開展不下去，甚至破產結業，遲早會再反過來衝擊銀行體系的穩定。據估計，銀行壞帳爆發的情形，在今年就會顯現出來。實際上，中小銀行本身的資金鏈也越來越吃緊，現在的小銀行已是資金的淨拆入方。

一月美聯儲罕見地八天兩度降息共一點二五厘，將聯邦基金利率調整到百分之三。現在的問題已不是中美息差收窄，而是「利率倒掛」。熱錢流入中國，不但可以享受前文所述的匯兌收益，還可以多賺超過百分之二的利差！這無疑使中國的宏觀調控雪上加霜。總而言之，人民幣不斷升值刺激升值預期，導致外匯儲備持續增加，正是這個「狗咬尾巴」的循環，造成了宏觀調控的困境。