



**编者按:**全球经济复苏未稳,亚洲各国通胀势头却已显现。不仅美联储启动印钞机刺激经济,推高了大宗商品的价格,各国抗危机刺激政策的负作用也日趋明显。对于亚洲各国货币政策的趋紧,渣打银行首席经济学家兼全球研究部主管李籓思博士认为:“这是亚洲的觉醒。”

治理通胀需要“中药”,货币政策成为关键。宏观政策从来都是“两难”,甚至是“多难”,关键是寻找到问题的症结和主要风险。对于中国来讲,这些年的货币调控,更多的只是注重眼前那点事儿,货币“真紧缩”始终阻力重重。

# 亚洲经济体 直面通胀挑战

近期,为了遏制持续上升的通胀预期,印度、菲律宾、马来西亚、越南等国先后宣布加息,中国央行更是于5月18日开始再次上调存款准备金率。亚洲各国货币政策的趋紧,在渣打银行首席经济学家兼全球研究部主管李籓思博士看来,这意味着“亚洲终于觉醒,开始直面通胀挑战”。

## 通胀风险最严峻

李籓思在给本报的回复中指出,目前来讲,各国政策陷入窘境。在西方,经济发展疲弱,市场担忧出现二次衰退。而纵观亚洲及大部分新兴国家,通胀风险日益凸显。

李籓思表示:“对于亚洲国家来说,宏观经济政策必须直面即将出现的挑战,其中最重要的挑战就是需要解决通胀问题。尽管还有很长的路要走,但各国中央银行近期采取的措施表明亚洲正朝着正确的方向行进。”

在李籓思看来,亚洲面临两个方面的通胀挑战:一是资产价格,尤其是房地产和股票;二是整个经济体的状况,影响着每个人。所以,新兴国家的央行需要避免低息贷款、杠杆作用和单向预期的致命组合。否则,通胀可能激增,最初出现在房地产,随后蔓延至更大范围。这证明了近期亚洲各国采取紧缩货币政策的合理性。

记者了解到,本月初在越南河内召开的亚洲开发银行(简称亚行)理事会第44届年会上,重点讨论的议题也是如何采取有效措施抑制亚洲地区出现的新一轮高通胀问题。

据亚行公布的最新数据,亚洲发展中经济体今年以来的食品通胀率已经突破10%。其中,小麦、玉米、食糖、食用油、乳制品和肉类价格都出现了两位数的增幅。此外,亚行报告称,如果燃料和食品价格继续以现有速度上涨,包括中国和印度在内的亚洲发展中经济体今明两年的经济增速或将减少0.4%至1.4%。

亚行行长黑田东彦在年会上向亚洲国家发出警告称,亚洲发展中经济体通胀风险上升,各国需要出台综合型政策应对通胀局势。他还建议,各国可以考虑采取资本管制措施,抑制国外资本过快过多流入本地区。

## 亚洲货币政策渐紧

实际上,亚洲各国政府早已“该出手时就出手”,对通胀问题严加控制。

越南政府从今年初开始已经采取了一系列措施,包括进一步紧缩信贷,减少政府财政支出和公共投资等。5月初,越南国家银行再度加息,再贷款利率上调至14%,再贴现利率上调至13%,银行间同业隔夜拆借利率上调至14%。

亚行驻越南代表小西步说:“尽管上述措施将给一些中小企业获得贷款带来困难,但越南政府必须坚定抑制通胀的决心。”

印度央行近3个月来9度加息,在5月3日宣布加息至7.25%以抑制国内通胀局势。

另外,菲律宾中央银行5月5日决定将基准利率上调25个基点,马来西亚国家银行也在5月6日宣布调升隔夜官方利率0.25%,同时调高法定储备率1%。

因为同样承受着通胀压力,中国采取的每一项宏观调控政策都成为亚洲经济动态的“风向标”。5月11日,中国国家统计局公布4月份经济数据,居民消费价格指数(CPI)同比上涨5.3%,食品价格上涨11.5%;工业品出厂价格(PPI)同比上涨6.8%。“涨”势面前,央行在第二天即5月12日晚间便公布了上调存款准备金率的消息。

可以统计的是,2010年1月18日至今,中国央行已经连续11次上调存款准备金率,2011年以来每月一次,如今,大型金融机构执行的是21%的存款准备金率。

近日,多家基金公司发给本报的分析报告都指出,中国的紧缩政策在短期内将进入观察期,而亚洲经济体俨然已进入对抗通胀的警戒状态。

## 价格态势依然混沌

对于亚洲通胀高企的原因,李籓思解释,该地区去年发展强劲,经济放缓程度远低于西方国家。强劲的国内需求令经

销商和生产商得以将增加的成本转嫁给消费者,并通过提高价格维持或提升利润率。

“尽管这样存在问题,但工资上涨和良好的劳工市场使得人们能够支付更高的物价。这就形成工资-价格螺旋,尽管仍处于早期阶段,但如果不迅速解决,可能会一发不可收拾。”李籓思说。

另外,食品和能源价格本身存在问题也是通胀原因之一。李籓思分析,如果这些必需品的价格持续上升,支出将会受到重创,且可能产生一系列问题,尤其是贫困和低收入人群。因此,许多国家开始提供食品、肥料和燃料等方面的综合补助。这些补助需逐步停止,但在政治上却难以做到。尽管补助一定程度上缓解了压力,但也令通胀情况更加复杂,甚至推波助澜。

据了解,4月份的中国物价数据已经暴露了通胀形势背后错综复杂的流动性困境:一方面,4月下旬,大宗商品乃至蔬菜价格出现跳水,农产品乃至蔬菜价格大幅飙升的情景很难看到了;另一方面,电荒、煤荒、油荒现象交织,基础产品供需压力持续,价格上涨压力不减。业内专家提醒,混沌的价格态势面前,中国的货币政策相应地也会进入沉默观察期。如果不采取措施理顺产品价格机制,中国经济将不可避免地陷入痉挛状态。

## 房价应对热钱压力

除了这些国内的通胀推动因素,输入型通胀的根源在于国际流动性过剩早已是不争的事实。李籓思认为,亚洲及许多新兴地区目前依然面临着如何处理资本流入的挑战。他指出,一些投资者称今年是“美国年”,因为在总统任期的第三年,美国股市往往会捷报频传。美国于今年年初推出新的刺激措施,更提升了这一乐观情绪。但现在随着政策刺激逐渐减少,而债务仍需偿还,更大的挑战就在前面。加上债务危机日益逼近部分欧洲国家,资金可能开始流回新兴经济体。

“这意味着,如何吸收资金流入将再度成为亚洲国家的主要问题。资金从海外流入通常会选择股票或房地产市场,从而进一步增大现有的国内压力。”李籓思说。

近期,渣打银行对亚洲房地产价格进行的一项分析说明了这种压力状况。该研究采用红绿灯理念,将各个国家或地区分为绿灯、黄灯和红灯三类。列入红灯区的国家或地区,表示其价格已经过热,决策者必须遏制价格。

李籓思解释说:“对香港地区和新加坡而言,这反映了他们过多关注汇率,导致利率过低,推动了国内需求。因此,香港地区和新加坡正加大采取宏观审慎措施。这些政策目标明确,旨在遏制房地产价格,包括控制贷款与价值比率 and 限购多套房产等。中国也在采取此类措施,因为其一线城市面临着通胀挑战。因此,中国今年将试行物业税。但总体而言,中国的房地产价格仍处于黄灯区,事实上,许多亚洲国家都处于此区。”

■ 本版撰文 本报记者 李可 高洪艳



## 通胀临城 “困兽”困住了谁?

无论是市场化管理流动性的常规手段,比如2011年以来每月一次的上调存款准备金率,还是非市场化的行政干预,比如房子的限购、相关部门约谈企业打压物价,似乎都不能阻止物价“一飞冲天”,都无法打消日益增强的通胀预期。

身处困局的中国经济制定者被斯坦福大学经济系罗纳德·麦金农教授称为“困兽”。也难怪,自家被水淹,而水龙头阀门却在邻居家的时候,估计也只能像“困兽”一样“干着急”了。

去年以来,中国央行持续收紧货币政策,准备金率近期调至历史高点21%,但是CPI依然高企,通胀依然严峻。为什么?一种解释是因为通胀从海外来。美国的低利率和美元贬值预期导致了热钱涌出美国,由于人民币升值预期,大量流动性涌入中国,中国不得不买入美元以防止人民币过快升值,但美元又是基准货币,这样的举措就会导致通胀的产生。

中国该如何“斗”通胀,有效控制热钱流入呢?麦金农认为,中国政策制定者很难有更好的办法。中国政府已尝试通过发国债和提高准备金率去控制流动性,但这些措施只有一定的效果,不能根本解决输入性通胀。

对于麦金农开出的药方——最有效的方法就是组织一个青年货币经济学家代表团去华盛顿游说伯南克提高利率,中国只能当玩笑听听,剩下的,还是在努力关紧自家流动性阀门,哪怕这种措施,不可避免地会带来很多负面效应。

虽然央行副行长胡晓炼一再提示提高存款准备金率的主要目的是对冲外汇流入投放的新增流动性,并不是为了控制信贷投放,但是,从商业银行角度看,屡次上调存款准备金率客观上确实减少了银行可用于放贷的资金。如此一来,随着货币政策步步收紧,银行信贷规模不足,大型企业还可以通过发债、上市等各种直接融资渠道获得资金,中小企业可就没那么幸运了。

最近,全国工商联耗时两个多月,对广东、浙江、江苏等16个省份进行的系统调研发现,中小企业特别是小型、微型企业的状况,可能比2008年金融海啸时更为艰难。全国工商联的调研显示:在中小企业数量庞大的长三角地区,出现了大量企业停工、半停工局面。

把中小企业停工与紧缩的货币政策联系起来是否合理有待于论证,但毫无疑问的是,每一次信贷紧缩,最先受伤的肯定是“伤得起”的中小企业。

值得注意的是,目前,中小企业从银行贷款越来越难,许多企业把希望寄托在民间借贷市场。而在通胀前提下,居民的存款利率跑不赢CPI,存款搬家也为民间借贷市场提供了充足的资金。但是,在民间借贷火爆的场景下,风险也在暗潮涌动,民间借贷市场高利率已经成为国内金融市场高风险的集聚地。

