

国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任陈道富：

# 中国对汇率政策需要重新思考

证券时报记者 付建利

陈道富，这位喜欢中医，酷爱从中国传统文化中汲取研究思维和启发的70后学者，看起来超过其实际年龄。冷静中不乏激情，年轻又不失成熟，作为国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任的陈道富，坐在证券时报记者面前，聊起中国经济和中国金融时思路清晰，连绵不绝。

## 增长方式转变反映在物价上

证券时报记者：对今年3月份和一季度的经济数据怎么看？

陈道富：从经济数据看，经济增速比大家预期的要好，但居民消费价格指数(CPI)3月份高达5.4%。我们要重点关注其中的两点：首先是物价出现了一定程度的扩散，虽然现在仍然是以食品为主，但非食品价格也出现了上涨。其次，当前的物价有一部分是经济结构调整和经济增长方式转变在物价领域的表现，有一定的必然性和合理性。比如说劳动力工资的上涨是物价上涨很重要的一个因素(市场上归入成本推动中最重要的因素)，但工资上涨是调整收入分配政策想要的结果；再比如说现在油价等要素价格的调整，中国要建设资源节约型和环境友好型社会，需要在价格上反映资源成本，资源品价格的上涨也有一定的必然性。农产品也一样，要提高农民收入，农产品就必然涨价。

中国要实现经济发展方式的转变，必须调整产业结构，而且，这一过程需要通过相对价格的调整加以引导，在整体物价上就会有所反映。当前的物价上涨，在一定程度上反映了经济结构调整和增长方式的转变，具有一定的必然性和长期性。国际经验表明，一个国家的经济增长更加重视服务业增长时，往往伴随着国内物价的上升。令人担忧的是，在相对价格调整的同时，整个市场的绝对价格水平也在上升。

## 通胀目标提高到4%左右

证券时报记者：您如何预测未来的物价水平？

陈道富：物价在今年会保持相对较高的水平，至少在4%至5%的区间里面。物价只是国家经济和货币运行的价格表现而已。因此，只要中国经济坚持进行结构性调整，只要原来过度发行的货币仍然存在，物价增幅维持在3%至4%的水平，是未来相当长时间内都必须面对的。从政策角度，需要在相当长时间内把通胀目标提高到4%左右。

前段时期白菜价格大起大落，充分反映了我国当前的通胀有很强的金融属性。在大宗商品市场，基本上是期货在引导现货价格的走势，即金融市场的价格在引导实体经济的价格波动。中国的物价上涨还与房价上涨高度相关。由于土地和房地产价格的上涨，一方面提高了社会运行成本，引起生活成本上升，从而带动劳动力工资的上涨。另一方面，降低了农业用地的相对收益，城郊地区的农地大量减少，推动了菜价等的上升。更重要的是，正是由于房地产前期的上涨(背后是大量的货币增发)引起了市场通胀预期，使得市场对物价本身更加敏感，进一步加强了物价的金融属性。物价中金融属性增强，对宏观调控的

影响主要反映在两点上：

1、老百姓的通胀预期仍然处在较高水平，因此物价容易出现加速。即老百姓的通胀容忍度在下降，进一步考虑到市场实际通胀水平的上升，政策应对空间显著缩小，这意味着不能等到物价到达相对高的时候才采取应对措施，需要政策更加及时。当前，在通胀仅仅只是5.4%的情况下，政府已采取相对严厉的综合措施，这一方面反映政府对物价问题的重视，更加强调政策的前瞻性，另一方面也反映政策的无奈，政策的空间已不大。

2、因为物价带有一定的金融属性，波动会加大，通胀和通缩并没有不可逾越的界限。因此，在采取货币政策进行调控的过程中，需要把握好调控的“度”，要强调对市场预期的管理，即不但要加强政策的灵活性，还要加强政策的可预期性，给市场充分的调整时间。

从未来的物价走势看，由于翘尾因素，CPI二季度还会保持较高的水平，如果世界经济和中国经济不出现大幅意外波动，三季度CPI快速回落的可能性也不大。总体上，物价二季度是震荡，甚至略有上升，虽然三季度由于翘尾因素的显著弱化，同比会略有下降，但幅度不大。全年的物价水平可能会落在4%-4.5%的区间。

## 应采取加息应对通胀

证券时报记者：除了使用数量型工具来应对通胀压力，你是否赞成进一步加息？

陈道富：首先需要指出的是，当前的通胀成因较为复杂，既有国内外货币因素，也有历史的货币因素，还有成本推动、输入性因素，甚至还有经济调整的内在因素。因此，当前的通胀应对措施也不能仅仅依靠货币政策，既需要认可一定程度的通胀上升，以给经济结构调整等改革必要的空间，又需要借助货币、产业甚至财政等措施共同应对。

仅从货币政策角度，数量工具仍是当前最有效的调控手段，但我认为应加大使用加息的方法。首先，由于近期持续使用数量性调控工具，市场上资金价格已经上来了。或者说，不论是否加息，市场上实际的利率水平已经上升了，大家可能担心加息会影响实体经济运行，但这种影响已经存在。由于没有及时调整存款利率，负利率的情况下，老百姓担心银行存款受通胀侵蚀，必然要寻找投资机会。这加大了货币的流通速度，对调控货币不利。既然我们已把控制通胀作为工作重点，就应该提高利率来向市场发出明确的信号，调整市场对通货膨胀的预期，降低资金流动速度。如果考虑未来通胀水平的长期抬升趋势，更应该将利率水平提高到正利率水平。

其次，政策已将调控对象从信贷扩大到社会融资总量，为实现对社会融资总量的有效调控，需要将货币政策调控手段从规模控制转向间接调控，特别需要借助必要的价格工具。我国近两年货币调控的最大困境，在于社会流动性的宽松和增量信贷资金的紧张。这既是过度扩张后把握经济稳增长和通胀的两难选择在货币领域的体现，具有一定的必然性，也是直接融资市场逐步发展后，特别是不得不依赖数量调控后银行逐步“脱媒”的体现。因此，在保持数量调控的同

时，要逐步提高利率水平，提高市场利率的敏感性，逐步提高价格工具调控的有效性。

再次，市场上担心利率提高可能会导致热钱进入。应该说人民币升值以来，热钱流入的压力始终存在，但这并不意味着我国没有加息空间。一方面我国仍存在资本账户管制，更重要的是最近新兴市场加息，特别是欧盟也启动了加息周期，中国相对美国、日本的利率水平可能较高，但相对欧盟的利率水平差距开始缓解，相对新兴市场国家的利率水平实际上在下降。如果我国及时启动结构调整和社会改革，在一定程度上增加了经济增长的不确定性，并不必然是国际资金最理想的流入地。

当然，由于长期的数量调控，银行已经对数量相当敏感，这仍是影响银行最有效的手段，也是应对外部资金流入的必要手段。不过，从未来的调控来看，一方面需要逐步提高价格工具的有效性，另一方面则需要从调控银行流动性逐步拓展到调控社会流动性。

## 货币政策需要保持灵活性

证券时报记者：未来的货币政策还需要持续紧缩吗？

陈道富：不能仅仅依靠货币政策来解决物价问题。今年是“十二五”开局之年，2月份中国的消费出现了幅度比较大的下跌，但3月份整个社会的流动性有所回升，固定资产投资和社会消费都出现反弹，说明在约束经济的主要是资金因素。地方政府的投资冲动仍非常强烈，今年有保障性住房的投资要求，地方政府是有空间实现的，但如果没有货币支持，地方政府就必须从其他领域挪一部分资金来保证保障房建设。如果今年货币经济调整的话，地方政府的投资冲动就会得到极大释放，很可能产生经济过热现象。如果执行偏紧的货币政策，地方政府的投资冲动要转化为现实就会面临很大的困难。由于前两年宽松的货币政策和积极财政政策，导致很多项目仍在运行，如果过度紧缩，不但会使得银行面临资金困难，也可能导致一些投资项目的问题集中暴露，甚至出现资金链断裂。从这个角度来说，也不能采取过度紧缩的货币政策。

因此，今年把握好货币紧缩的力度成为货币政策的关键。我认为未来仍应保持偏紧的货币政策，但需要保持必要的政策灵活性，保证宏观经济平稳运行。从政策的角度，既要密切关注银行整体的超额准备金率和部分银行的流动性状况，还需要密切关注社会资金的动态，特别是企业的应收账款、现金流等状况。

## 对汇率问题需要重新思考

证券时报记者：如何看待人民币升值？

陈道富：从3月份开始中国的汇率升值有所加快，人民币升值预期也有所强化。大家可以关注一个有趣的现象，特别是在深圳和广州，很多人跑到香港去购物，因为内地的东西相对于香港来说还要贵。其实，汇率更是一个资产价格，背后反映的是国际市场对这个国家政治和经济的信心，以及对金融资产收益的判断。为什么国际社会认为人民币要升值？因为在2008年金融危机之后中国的优势开始显现出来，而且从2002年开始中国经



陈道富追求真正理解中国经济和金融的运作，而不是教科书式的理解。 资料图片

济保持两位数的增长，海外经济学家对中国经济的前景大多比较乐观。但中国自己看自己，还是有很多问题。现在很多国际投资者认为人民币要升值，实际上并不是慎重考虑的结果，有些还存在着想当然的因素，随着中国经济结构调整战略的推进，一些问题会暴露出来，对于汇率问题，我们需要重新思考。

证券时报记者：通过汇率能否解决通胀压力？

陈道富：我们不期望主要通过汇率升值来解决当前的通胀问题。我国当前的物价问题，不仅仅是货币问题，还有很多基本面因素，在货币因素上，既有国际货币超发问题，也存在我国大量的存量货币的解决问题。具体来看，汇率升值可能对解决工业生产者出厂价格(PPI)有一定的帮助，但对结构性问题导致的物价(CPI)上涨作用有限。从根本上来说，我始终认为用汇率来解决CPI或者PPI的价格上涨作用是有限的。一方面，中国是大国，不像新加坡，新加坡大量的产品是通过进口来满足的，可用汇率来解决大部分问题，但中国相当多的产品其实都是自己生产，

汇率在一定程度上能缓解物价压力，但不能在政策上过度依赖汇率解决物价问题。另一方面，除非汇率一次性大幅调整到位，导致经济出现萎缩，否则汇率工具可能还会带来海外资金的流入，抵消汇率上涨产生的价格紧缩效应。

当然，汇率的市场化改革会提高汇率的波动弹性，在结果上有助于缓解输入性通货膨胀，在一定程度上也能向执行不负责任的量化宽松国家输出部分通胀(我国的价格转嫁能力相当弱，不能过高估计这个能力。实际上，一季度我国的贸易条件大幅恶化是导致我国贸易逆差的重要原因)，可引导国际社会逐步紧缩货币。汇率改革在一定程度上也能给我国的经济结构调整和改革引入部分外部动力。但是，在内部资源流动并不是很顺畅的情况下，过度的外部压力对经济结构调整的好处并不是必然的结果。因此，我们需要把握好汇率改革、内部经济结构调整以及货币政策等之间的关系。当前，可以适当加大汇率波动的弹性，适当缓解外部性的大宗商品价格波动，适当加大对国内结构调整的压力。

## 观点 Point

●中国要实现经济发展方式的转变，必须调整产业结构，而且，这一过程需要通过相对价格的调整加以引导，在整体物价上就会有所反映。当前的物价上涨，在一定程度上反映了经济结构调整和增长方式的转变，具有一定的必然性和长期性。国际经验表明，一个国家的经济增长更加重视服务业增长时，往往伴随着国内物价的上升。令人担忧的是，在相对价格调整的同时，整个市场的绝对价格水平也在上升。

●我国当前的通胀有很强的金融属性。因为物价带有一定的金融属性，波动会加大，通胀和通缩并没有不可逾越的界限。因此，在采取货币政策进行调控的过程中，需要把握好调控的“度”，要强调对市场预期的管理，即不但要加强政策的灵活性，还要加强政策的可预期性，给市场充分的调整时间。

●为应对通胀，政策应加大使用加息的方法。由于近期持续使用数量性调控工具，市场上资金价格已经上来了，大家可能担心加息会影响实体经济运行，但这种影响已经存在。另一方面，在实际利率为负的情况下，老百姓担心银行存款贬值，必然要寻找投资机会，加大了货币的流通速度，对调控货币不利。既然我们已把控制通胀作为工作重点，就应该提高利率，向市场发出明确的信号，调整市场对通货膨胀的预期，降低资金流动速度。如果考虑到未来通胀水平的长期抬升趋势，更应该将利率水平提高到正利率水平。

●地方政府的投资冲动仍非常强烈，如果货币政策放松，地方政府的投资冲动就会得到极大释放，很可能产生经济过热现象。另一方面，由于前两年宽松的货币政策和积极财政政策，导致很多项目仍在运行，如果过度紧缩，不但会使得银行面临资金困难，也可能导致一些投资项目的问题集中暴露，甚至出现资金链断裂。从这个角度来说，也不能采取过度紧缩的货币政策。未来仍应保持偏紧的货币政策，但需要保持必要的政策灵活性，保证宏观经济平稳运行。

●我们不应期望主要通过汇率升值来解决当前的通胀问题。当前的物价问题，不仅仅是货币问题，还有很多基本面因素，在货币因素上，既有国际货币超发问题，也存在我国大量的存量货币的解决问题。具体来看，汇率升值可能对解决工业生产者出厂价格(PPI)有一定的帮助，但对结构性问题导致的物价(CPI)上涨作用有限。除非汇率一次性大幅调整到位，导致经济出现萎缩，否则汇率工具可能还会带来海外资金的流入，抵消汇率上涨产生的价格紧缩效应。

# 用中医“解剖”中国经济的70后学者

“解剖”一词，原本源于西医，对于强调辨证施治、从全局和整体的眼光看待病情的中医而言，似乎并不大热衷“解剖”一说。作为一位出生于1976年的福建人，陈道富有着很多同龄人难以企及的求学经历。厦门大学本科毕业之后，陈道富北上求学，归于著名经济学家夏斌门下，而他所在的央行研究生院，更是名满中国金融界的“五道口”。硕士毕业之后，陈道富又师从央行行长周小川，攻读博士学位。从两位导师身上，陈道富养成了沉潜学术、探究真知的性

情，年纪轻轻的他，经年累月地读书和研究，著书和思考，让陈道富感觉到用心思考和专心做学问确实是很伤身体，这也让陈道富看起来有超过他实际年龄的成熟。

与中国经世致用的传统学术精神相契合，陈道富不满足于书斋式和从理论到理论的学问探索，他追求真正理解中国经济和金融的运作，正是教科书上的理解，“为中国经济当前所面临的一些问题，提供一些既符合中长期发展，又在短期内能有效实施的对策和“药方”。

我需要直接面对中国经济的现实！”这是陈道富的追求，更是他的实践。为了了解中国农村的信贷问题，陈道富曾到内蒙古、山西的村镇，实地了解养殖专业户以及小额贷款公司的贷款情况。

在学术视野和学术路径上，对西方经济学也十分了解的陈道富表示，他摒弃那种拘囿于具体理论和流派的方法，喜欢博采众长，集思广益，尤其喜欢从有机的、联系的、全局性的角度去检视中国经济。当对中国经济和金融的一些问题苦思不得其解时，

机缘巧合，陈道富从中国传统文化中找到了思考的钥匙。而在中国传统文化中，陈道富最爱中医，喜欢借鉴中医的一套思维模式来求解中国经济的难题。任何一个民族的文化如何，最根本的还是在隐藏于文化背后的民族文化心理结构。而决定一个经济学家视野的广度和宽度，往往取决于他的思维模式和分析经济问题的心理结构。我们不敢说陈道富回归传统文化中去探索中国经济是唯一正确的道路，但至少是一种有益的尝试。

在采访结束的最后，陈道富告诉证

券时报记者，在他和导师夏斌合著的《中国金融战略2020》一书中，就有多处是他运用中国传统文化思维模式去解释中国的经济现象。

陈道富说，他曾经尝试从西方经济学的思维来解释中国经济和中国金融，可惜苦苦求索，甚少收获，当转身向中国传统文化汲取思维养分时，他才有一种曲径通幽、另辟蹊径的感觉。

祝愿陈道富在中国经济和中国金融研究的文化寻根之旅中，收获更多！

(付建利)