

# 滞胀隐忧下的紧缩政策选择

目前经济放缓迹象初露。去年以来针对通胀采取的紧缩政策，已对实体经济产生了不利影响，显著特征是中小企业受到了严重冲击。未来的通胀压力依然巨大。在通胀短期内难以有效抑制、而经济增长又存在诸多不确定性的情况下，滞胀将至少成为一个可能的危险。负利率已经持续了一年多时间，按照“泰勒规则”，今年央行应提高利率水平至5%左右，目前来看仍有较大空间。

谭丰华

目前中国国民经济仍运行在一个平稳较快增长的区间，但已出现隐忧，而这些隐忧与高通胀息息相关。实际上，5月份规模以上工业增加值增速比4月份回落0.1个百分点，1-5月份，规模以上工业增加值增速比1-4月份回落0.2个百分点，5月份制造业采购经理指数（PMI）也已降至52%，环比降0.9个百分点，经济增长回落可能性较大，经济放缓迹象初露。在这种情况下，提高存款准备金率和利率成为常用工具。但通胀条件下上调“两率”是双刃剑，在抑制通胀的同时，也会让经济增长失去必要的流动性支持，从而导致高通胀、低增长共存的不利形势。

## 中小企业受紧缩政策冲击

去年以来针对通胀采取的紧缩政策，已对实体经济产生了不利影响，显著特征是中小企业受到了严重冲击。本来在贷款融资上受到歧视的中小企业在“两率”的调控下，更难获得资金融通，这已经为事实所证明。有调研发现，今年年初，许多企业的融资成本上升了10%左右，局部地区的民间借贷利率已

上升至年利率100%的历史高位。库存增加，“三荒两高”，原材料商品价格、国内劳动力价格上涨和短缺，加上加薪潮、低保及工资与物价挂钩的呼声，让中小企业危机重重、不堪重负。此外，人民币升值导致的出口不振，货币紧缩政策导致的资金紧张，让大批中小企业不得不关门大吉。

中小企业占全国企业总数的99%以上，提供了75%的城市就业，创造了60%的国内生产总值和出口额，是经济中最活跃的部分，是我国经济增长的基础，如果这个基础出现问题，那么整个经济发展必然受到重创。同时，虽然已有大量资金抽离楼市和股市，但由于负利率的存在和流动资金投资资本市场的偏好和惯性，并不会进入到实体经济中，很难带动实体经济的发展。

## 滞胀风险渐行渐近

而现实是，未来的通胀压力依然巨大，国际大宗商品的高位运行，国内自然灾害导致的通胀预期，延绵不绝的欧美债务危机带来的市场风险，这些因素都或将使通胀在短期内难以得到遏制，而6月份消费者物价指数（CPI）预计将进一步创新高，超过6%。更有分析指出，目前我国通胀很大一部分来自于对

通胀本身的担忧，企业越来越大的库存压力即是明证，在强烈的通胀预期下，因资金和库存容量有限，企业是欲增库存而不能。在通胀短期内难以有效抑制、而经济增长又存在诸多不确定性的情况下，滞胀将至少成为一个可能的危险。

但很多人对通胀不以为然，他们的理由是，经济的增速趋缓与增长缓慢不是一回事。通胀的主要特征是经济出现严重的通货膨胀的同时，企业盈利普遍下滑，倒闭企业非正常增加，就业率大幅下降，经济缓慢增长或停滞不前。一般认为，当CPI指标高于GDP即出现通胀，因此从目前来说，毫无通胀之虞。笔者认为这种说法有欠合理。如果全然使用实际增长率与通货膨胀之差来判断通胀，那么一个经济增速在8%至10%的国家，即使其通胀水平稳定在7%，仍是没有任何问题的，而这是荒谬的。笔者认为，判断一个国家的宏观经济形势，应基于该国的资源禀赋与增长潜力，这样的资源禀赋与增长潜力对应着一定的经济增长率，该增长率在正常情形下可以自然实现，暂且称之为潜在增长率（或必要增长率），而在实际中经济增速低于这个潜在增长率就可能造成大面积的失业和经济萧条，而这就是真实的经济停滞。因此，对于宏观经济，分析实际增长率与潜在增长率的偏差，并结合通胀进行观察，就可发现更真实有效的通胀信号。据测算，我国潜在经济增长率为8%-11%之间，根据目前宏观经济放缓的形势，经济实际增长率可能正在向潜在增长率底线靠近，以此观点，目前我国经济与滞胀或将渐行渐近。

不能忽视的是，我国现阶段经济增长中有一部分可称之为“虚增长”，如在强烈通胀预期下大部分企业非正常增加库存，这部分可能占GDP比重大约为10%-15%；此外，我国的企业盈利是建立在巨大能源补贴基础上的，盈利中需要扣减大约15%左右的资源补贴，等等，可见，实际的增速需打折扣。如果我国经济结构转型不成功，国企改革难以实现突破，或继续将超额配置到的资金投入到金融领域和风险资产中，而中小企业由于高成本、缺资金

无法生存发展，则经济出现反复的可能性很大。

## 央行加息有较大空间

央行在年内已经第六次上调存款准备金率。根据目前通胀形势，年内仍可能多次上调存准率，中小企业的资金困局将难以缓解，由此将有一大批中小企业濒临倒闭，失业率增加，遑论企业的顺利转型。而实际上，提高存款准备金并不等于消弭通胀，市场流动性只是暂时冻结，未来的风险依然存在，却实实在在地提高了贷款成本。利率手段不能忽视。在实际利率转正之前，货币紧缩将难以改变民众对通胀的预期，而这种预期又会很快助推物价上涨，而事实是负利率已经持续了一年多时间，目前仍没有任何结束的迹象。按照“泰勒规则”，今年央行应提高利率水平至5%左右，目前来看仍有较大空间。

但用任何单一的货币政策来回收流动性的结果，都可能造成很大一部分企业的融资困境，因此，笔者认为，对于流动性的控制，应区别对待：一是生产部门和消费部门之间的区别，二是在融资上具有优势地位的大型企业和处于劣势地位的中小企业之间的区别，三是实体经济与虚拟经济之间的区别。只有处理好这三方面关系，摒弃“一刀切”的抑制手段，让资金进行结构性流动和配置，通胀才可能得到有效控制。可以选择的方式是：第一，不幅度上调存款贷款利率以缓解负利率与企业融资双重困局，当然，在当前经济增速有所放缓、企业融资成本大幅上升、资本流入明显加快等的前提下，加息频率应适当控制。第二，推动利率市场化，让市场来调整信贷结构，让中小企业、民营企业等市场主体通过风险溢价的方式融通资金。第三，出台向中小企业倾斜的信贷政策，帮助中小企业在抑制通胀过程中保存一线生机，渡过融资难关，实现可持续发展。

## 焦点评论

### 中国奶业“生产决定消费”何等可悲

马龙生

素有中国乳业“尖炮”之称的广州奶业协会理事长王丁棉说，在2010年以前，我国牛奶的标准是每毫升细菌总数50万个，而蛋白质是每百克2.95克。2010调整国家牛奶质量标准时，征求地方奶协和专家的意见，结果，95%的意见要求提高奶品质量标准，但是没有被采纳。而内蒙古奶协秘书长那丁木德则认为，制定牛奶质量标准要从72%牛奶和72%牛乳都是散户饲养，散户生产”的国情出发，照顾最大多数奶农的利益。

回顾奶业历史上的是非非，早已可见这个行业的种种“自降标准，自我矮化”现象。2006年8月5日《法制晚报》曾报道，在国际母乳代用品销售守则发布25周年之际，卫生部世界母乳喂养宣传周活动原定9家母乳代用品公司签署行业自律书，最终只有6家企业签了字；2006年11月1日《京华时报》曾报道，根据奶业“禁鲜令”，巴氏低温杀菌奶的外包装上，将禁止使用“鲜奶”标识。然而，这个旨在规范乳品市场、保障消费者知情权的“禁鲜令”，却经历三次延期的尴尬。如果调

整牛奶质量标准95%的意见都没有被采纳”的说法属实，那无疑又是一次只顾及落后生产经营的“国情”、不顾及消费者利益的博弈，以奶业巨头的强势话语权胜出而告一段落。

三聚氰胺，因附着在原奶“散户饲养，散户生产”的国情上，泛滥成灾。风波之后，我们本指望奶业巨头们能够依靠品牌的统领力量，或建立自己的奶源基地，改变奶源的“一盘散沙”现状，或提升收奶环节的检测标准，促使奶农提高产品质量。可是几年下来，中国奶业依然将立足点建立在“照顾奶农利益”的基点上，以“中国奶业标准全球最低”的残酷事实，顽固维护着生产经营者依托“低成本”建立起来的共同利益，唯独置消费者的利益于不顾。这是何等可悲的一件事！

中国乳品市场从来没有停止过因缺少规范而导致的大小争议，也为消费者带来了防不胜防的安全隐患。从产业发展的角度来看，我国奶业竞争并不很充分，几大奶业巨头的话语权还很强势；有关部门局限于自身的执法难度，对法规的执行效果信心不足……历史和现实，都向我们提出，乳品市场及产业，已到了彻底转换监管和发展思路的关键时期。



药监局首次在药品中查出塑化剂

塑化剂入力百汀，卖药商害人精。  
食物藏毒诚可恨，药品搞鬼更要命。  
药监局刚开杀戒，老百姓难松神经。  
日常质检不到位，运动出击仍风行。

赵乃育/画  
孙勇/诗

### 希腊终将倒下 各国需预作布局

王毅

今天的希腊与2008年9月倒闭前的雷曼有惊人的相似。一方面，德国人的强硬令人想起那时的美国财长亨利·保尔森；另一方面，尽管危机持续发烧，绝大多数投资者仍然相信最坏的情况不会发生。人人皆知，雷曼破产，结果是灾难性的，不救助是不应该的、不明智的、非理性的。所以，人们相信美国政府一定不会让雷曼倒下。但是，雷曼最后还是倒下了。

希腊最终也将倒下！其实，从一开始希腊主权债务的违约就只是个时间问题。要如数偿还债务，在未来的30年内，希腊实际国民生产总值（GDP）的年均增长必须达到12%。谁能相信希腊人能够创造这样的经济奇迹？随着对

希腊政治、社会和经济生态的了解日益深入，投资者和各方利益相关者的信心和耐心正在快速丧失。

现在，随着违约的紧迫性与日俱增，是投资者和各国政府思考希腊违约的后果，预作布局的时候了！

希腊主权债务违约对全球资本市场、银行系统和经济的冲击应会不亚于雷曼的破产。尽管未来很难预测，以下这些事情极有可能随之发生：

1、巨额损失将使希腊银行的资本金严重不足，银行挤兑将出现，最终政府将不得不接手那些损失最重的银行；

2、希腊将离开欧元区，重回自己的货币德拉克玛。德拉克玛将在短期内快速大幅贬值（30%至70%，最有可能50%左右），几年以后我们可能会说这其实是希腊经济重回健康增长的

起点：

3、爱尔兰、葡萄牙和西班牙，因其新发债券难以找到买主，将相继考虑违约，爱尔兰、葡萄牙和西班牙人将会问，如果希腊人可以不全额偿还债务，为什么他们不可以？

4、欧洲其他银行将蒙受巨额损失，其中某些将不得不被合并或国有化，欧洲和美国的一些保险公司也会有大麻烦，因为它们持有大量的欧洲国债而不被要求提供相应的储备资本（按监管要求，国债，甚至希腊国债，可以被看作是无风险的）；

5、某些美国的货币市场基金，因为持有大量的欧洲银行商业票据，本金将蒙受损失，保本基金再次证明并不保本，引发一般投资者恐慌性赎回，加之银行间的猜疑，新一轮全球信贷危机恐

避免：

6、信贷危机、企业和消费者对前景的极度担忧将使全球经济走向新一轮衰退；

7、大宗商品价格暴跌、投资和消费需求的急剧下降将使各国央行一夜之间

担心通胀转而担心通缩；

8、美元短期内飙升，欧元将大幅贬值，英镑、澳元与加拿大元将被抛售；

9、美国股市狂泻，失业率快速攀升至10%以上，美联储经短期观望以后正式宣告实施第三轮量化宽松；

10、面对出口的快速下滑和经济硬着陆的风险，中国政府将结束货币紧缩，出台新一轮经济刺激政策，不过规模会较上轮小得多，也试图更具有针对性。

（作者系上海证券研究总监兼研究所总经理）

■元来如此 Xiao Guoyuan's Column

## “暴利”是最好的迷魂药



肖国元

市场供给铺垫基础；另一方面保障了国家的高税收，意味着政府手里可以动用更多的资源用于保障房建设等民生开销。如果以“暴利”为由终止豪宅的开发与售卖，那么，除了打乱开发商正常的经济活动以及使一些人暂时获得臆想的心理慰藉之外，平民百姓将一无所获。其实，就此而言，豪宅是财富二次分配的好工具。

而政府高调介入高价房调查，果断做出停售决定，除了貌似倾听民意、维护市场秩序之外，唯一的理由就是这样的高房价会抬高民众的市场预期，不利于房地产调控。稍加琢磨就可以明白，这样的推理论属杯弓蛇影。

人们的预期对经济活动的影响是客观存在的。美国经济学家罗伯特·卢卡斯因为将理性预期引入经济分析而获得诺贝尔经济学奖。不过，预期不会凭空而来，更不是臆想之物。放在10年前，即使你发神经，也预期不到今天的房价。而且，最重要的一点是，在经济活动中，作为政策制定者的政府与作为市场参与者的民众，他们处在相互预测状态。因此，政府的责任是要通过一系列政策，尤其是利益杠杆来引导，调校民众的预期，以便引导经济活动合理适度，而不是粗暴地干预具体的经济活动，生生地斩断民众的预期，乃至采取“鸵鸟政策”。少数房子价格畸高，一定有着其特殊的原因，是不可复制的。这样的高价与一般民宅的价格变动也许牵连，但这种牵连一定是与决定整体房地产市场走势的内在因素有关，而与某个楼盘的高价无直接联系。企图以停售高价房来降低民众的房价预期无异于扬汤止沸。这样的粗暴干预对房地产市场矛盾的解决没有半点帮助：既没有增加供给；也没有减少需求，唯一可的就是房地产买卖活动戛然而止。

“暴利”之说颇能吸引眼球，也能激起民众的义愤，但不是一个好用管用的概念，对于我们认识社会经济活动、解决经济问题毫无裨益。经济学上是没有“暴利”之说的。如果价格高企，那一定是需求太大而供给不足所致。其实，高价格的功能是两方面的：一方面向消费者显示出要获得该商品代价不菲，会自动限制一些人的购买意愿；另一方面向市场发出高利润信号，亦向其他投资者发出邀请函。这样，随着供给增加，价格将趋于合理，“暴利”得以回归为正常利润。

可是，面对房企的房价，我们似乎丧失了思辨力，将一些最基本的常识丢弃不用而期冀艾于一些莫名其妙的鼓噪。与其他商品相比，房子很特殊吗？不，它们本质上是一样的。它们所反映的市场关系遵循着同样的规律：高利润一定吸引更多的投资；供给扩大了，价格就会下跌。将房地产看得很特殊，编入另册，表面上极为重视，好像是在为消费者着想，实际结果却恰恰相反。近几年来，房地产调控接踵不断，政策频频出手，而且越来越严厉，但效果似乎不太明显。原因何在？简而言之，就是调控不给力——没有打中“七寸”。一些人偏在乎价格与成本之差，厌恶“暴利”；政府也希望房价低一些，让民众有安身立命之所。唯独加大供应、降低门槛、鼓励更多资源开发房地产等有助于增加房屋供给、抑制价格飙升的举措被晾在一边。借着对“暴利”的打压，政府上下其手，忙得不亦乐乎，但“暴利”之源并没有祛除。打压之后，“暴利”之声还会在耳边回响。

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppl18@126.com。