



■孙涤

中国“两会”在即,要是我们还有能力做顶层设计,还有勇气直面问题,还有决心推进改革的话,那么明确提出取消城乡的户籍限制就是势在必行的改制举措,而规划和落实具体的配套措施则是我们能否有这种能力、勇气和决心的试金石。

户籍限制的巨大扭曲有目共睹,当今世界里可说是绝无仅有。历来对此的批评不绝,然而迄今为止仍是社会的一大特色,约束着几乎所有的市场交易和思维判断。但是却有能成为改革的一顿“白吃的午餐”,带来深刻的转型红利。这里所说的“白吃”,当然是对今后若干代人而言,前几代人为之付出过痛深创巨的代价。开放以来,户籍的扭曲已有了显著的化解,不过始终未能射出“临门一脚”,恐怕是“先富起来的”城市居民的利益要作出

■刘海影

2015年8月11日中国央行突然实施汇改,震惊世界,从此之后,全球投资者担心的不确定性中增加了最大的一个。对此有各种猜测之言,很多人怪罪央行误判了形势,或者至少是误判了时机,如果不在这个时候实施汇改,本不会带给资本市场如此大的动荡。我们的观点相反,从资本跨境流动的角度看,可以清楚地看到中国央行811汇改更多地是防守性质。伴随着这一变动,一个时代已经结束,另一个对所有人来说都完全陌生的时代正式登台。

一个问题是,导致人民币汇率贬值的因素早已存在,为什么恰好是在2015年,这一问题才开始严峻起来呢? 对此问题最好的答案是:以中国为核心的新兴(EM)国家与以美国为核心的发达(DM)国家,在信用周期上的不同调。

事实上,人民币从2014年年中以来的弱势并非特例。2009年之后美元先贬后升,16个货币中,有6个货币走势强于美元,包括澳元、新元、韩元、瑞士法郎、泰铢与人民币,其他10个货币都弱于美元。在2014年之后,美元几乎对一切货币升值,人民币也是从2014年开始逆转之前的强势,开始走弱。也就是说,人民币走弱并非个案,而是美元对全球货币升值浪潮的一个片段。

2014年为什么重要?事实上,全球货币在2014年都体现出转折性质,在别的很多经济指标上都有所体现,例如PMI、PPI与GDP实际增速。原因何在呢? 2014年是美联储终止QE3的年份,也正是在这一年,由于美联储政策以及别的相关因素,导致全球风险溢水开始上扬,从而逆转了全球信贷扩张周



近期G20财长和央行行长峰会的一个重要共识是:各国应该避免货币竞争性贬值。本币贬值本来是本国货币政策的调整工具之一,而竞争性贬值会使这项工具失去作用,甚至会传递出恐慌情绪,造成全面的货币危机。然而历史总是惊人的相似,在美国开始自己的加息周期后,发展中国家和新兴市场国家开始了新一轮以短时间内本币急剧贬值为特征的货币危机。1997年亚洲金融危机是这样,日前的阿根廷和阿塞拜疆也是这样。2015年12月16日,美国结束了将近7年的零利率政策,阿根廷随即取消汇率管制,当天阿根廷比索贬值近30%;仅仅六天后,阿塞拜疆放弃了固定汇率制度,放弃对本币的干预,致使阿塞拜疆本币马纳特当天贬值47.6%。

相应调整,因而步履踟蹰。

周其仁所著《中国做对了什么》2010年出版时,曾送笔者一册,细读之下我对他检视中国改革经验而得出的精当见解很是赞同。这里且引用其几个观察和结论。他说中国改革成功之根本就是“拥有举世罕见、数目惊人的廉价劳动力,”以及邓小平设计的方略和步骤“大幅度降低了经济体制的运行成本。”而邓公的伟大之处在于,“无论如何也要容许中国人在实际的约束条件下从事制度和组织选择的探索和试验。”从这个视角,让超过欧洲总人口数的勤勉劳动力“先流动起来”,流转能够焕发其生产效率的地域和生产组织,是为关键。其背后的制度推手,也是从户籍制度的严酷限制的“不让”到有限的“让”。

眼下问题从集,我们又“将做什么?”换言之,中国人面临的实际约束是什么? 怎样

期,并最终强化了各国已经开始的经济疲弱。

美联储在2014年一整年都在为最终退出QE3做准备,并最终在10月份退出QE。货币政策的收紧立即转化为银行贷款条件的恶化。QE3过程中美国商业银行在美联储维持的准备金从16000亿美元增长到28000亿美元,2014年年中却停止增长并转折下滑,信用溢水也从最低点附近开始以很快的速度上升。美国家庭与企业即使在很大程度上修复了其资产负债表,却并不愿意在失去了美联储担保的情况下投入新的冒险,家庭仍旧维持着很高的储蓄率,而企业固定资本开支增速从2014年年中从接近10%的高位开始下滑。这最终体现为,2014年之后风险偏好恶化,资本开支停滞。

美国实际上是全球资本的风险定价中心。在美国调高了对风险的定价(换言之,风险溢价上升,对风险的偏好度降低)之后,全球资本开始回避高风险资产,高收益债逆转之前的上升,从那时到现在全球股市步入熊市。

在此之前,EM国家得到低成本、高风险偏好资金的追逐,债务以很高的速度扩张,与DM国家由于受到金融危机(美国)、债务危机(欧洲)的打击而处于去杠杆状态形成鲜明对比。也是在2014年年中之后,风险溢价的上扬触发了EM国家国际债券融资增速的跳水,从10%以上的超高水准,稳步滑落到目前不足3%的水准。同期,DM国家国家债券融资增速更是从零值附近直接跌入负值,最低录得-10%。这样,EM国家与DM国家事实上处于不同的信用扩张周期中:以中国为核心与驱动力的EM国家加杠杆,而以美国为核心的DM国家减杠杆。加杠杆对于维持EM

笔者之前的一项研究表明,新兴市场国家发生货币危机的最主要原因三个:本币过度升值,经常项目的大幅逆差,以及短期外债(相对于外汇储备)过高。以阿塞拜疆为例,在贬值前,汇率为1.05马纳特兑换1美元,贬值后,为1.55马纳特兑换1美元。这巨大的贬值说明,市场早已经认为,1.05的汇率是马纳特过度的升值,是阿塞拜疆的经济基本面无法支撑的。阿塞拜疆95%的出口依靠石油和天然气,截止到目前,石油的价格比2014年的高点已经跌去了70%,石油价格的暴跌使得阿塞拜疆的出口下降,其经常项目逆差不可避免。同时,其外汇储备也由2015年年初的150亿下降到当前的68亿美元,其外债与外储的比值相应飙升。

取消户籍限制势在必行

户籍限制的巨大扭曲有目共睹,当今世界里可说是绝无仅有。历来对此的批评不绝,然而迄今为止仍是社会的一大特色,约束着几乎所有的市场交易和思维判断。但是却有能成为改革的一顿“白吃的午餐”,带来深刻的转型红利。

放松拓展,从而让人们更充分地施展生产潜能?

近日FT中文网刊出(《农民工市民化,不是恩赐是权利》陈杰),对户籍限制作为国人身份认定和差别待遇的不合理性有了很好的概述。作者尖锐地指明,户籍限制的是国民迁徙、居住和职业选择的基本权益,所造成的歧视远远不止经济利益。然而,这些基本的“天然权利”怎样回归非城镇居民,尤其是还给在城市胼手胝足辛勤劳作了几十年的数以亿计的农民工呢?如果不是“天赋”或“恩赐”,他们又如何才能得到?

历史的经验反复在昭示人们,在这世上,凡是好的事物无不需要努力竟取。白得或浪得的,无法长期保有,即便靠运气或被赐予,或迟或速也会得而复失。

彻底废止户籍限制难在哪里呢? 试错和改革,博弈到今天,户籍制度处在某种均衡,

惰性的均衡而非效率的均衡状态。城里人或许以为乡下人是生来如此,他们不配得到城镇的公共服务和公平待遇,是素养技能不够,或对城市建设贡献不足。略加分析,这些偏见都站不住脚。譬如上海,有多少条马路靠本市居民来清脚,又有哪栋高楼是市民盖的?

户籍限制又是社会主义的新生民物的?为历朝历代所无。造成城乡悬殊差别的户口制度象一座高坝,阻断了城乡的交流,造成两边水位的巨大落差。其实这座大坝的合拢晚至1958年。它的法规依据是那年一月的《中华人民共和国户口登记条例》(一九五八年一月九日全国人民代表大会常务委员会第九十一次会议通过),一纸公文断送了公民的基本权益,竟成了日后“全民的共识”。得到严格执行的户籍限制条例,和1954年颁行的宪法是直接违背的,54宪法的第90条所规定的公民有迁徙居住的自由被搁置起来,直至1975年被新版宪法干脆取消,以后没再恢复,倒是名实相副了。

回顾这段历史,并不是为了检讨户籍限制的制度扭曲是如何恶劣,事实上过去三十余年国民的居住迁徙自由已有了非常可观的改进。开放以来中国经济的急速腾飞,在很大程度上是松绑制度扭曲的结果。随着居住和就业限制的松弛,土地的价值也得到了展现。这些生产要素和引进的资本技术结合起来,焕发出无可估量的生产力。这样的巨变,也许只有挪威的经历可相比拟。挪威从欧洲最穷的小邦跃居为世界最富的国家,得力于大陆架石油的开发,那是老天所赐(要是挪威近海早个十年发现油源的话,它的宗主国瑞典是断不会让其独立的)。然而中国的固有潜能早

强化竞争力、争取全球生产链条继续布局中国而不是撤离中国、获得更大出口份额等等。那为什么大家不喜欢贬值呢?是因为与贬值连在一起的是跨境资本流出。资本流出对经济的影响是负面的。跨境资本流出实在地降低了实体经济可以使用的资金数量。与跨境资本流出相对应,沿海一带的房地产可能被卖出,一些企业可能遭遇撤资,一些工厂可能转移到东南亚各国。就如同当初资金流入鼓励出更大的银行信贷发放一样,现在的资金流出可能导致银行收紧其信贷发放。学术研究显示,不论是发达国家还是发展中国家,跨境资本流动的波动与经济盛衰波动高度一致,跨境资金流入助推信贷繁荣,而跨境资本流出对应经济衰退。

如果能够做到货币贬值而不引发巨量的资本流出,对中国其实是有利的。之前有人提出一次性贬值10%的方案,纯粹从经济学意义上讲,其实是好过现在的点刺经济。但这一方案要承担的决策风险太大,几乎肯定是不会被认真考虑的。央行研究人士曾经列举过它的3个弊端。1)借了外债的企业可能倒闭;2)进口企业成本飙升10%,可能倒闭;3)可能导致别的货币贬值,出现货币战。但事后看,这一方案付出的代价反而可能是最小的。

这是由于,在风险回报率低企、居民全球再配置需求强烈的背景下,如果汇率没有一步到位,跨境资本流出可能是难以逆转的。这就为中国政府货币决策提供了硬约束。在中国风险收益率低于美国的情况下,中国的无风险收益率必须高于美国无风险收益率,正如2012年以来两国利率走势显示的那样。这样,即使实体经济由于回报率极低而呼唤更低的利率水平,中国利率水平降低的速度与

中国应警惕货币危机

■李杰 中央财经大学

而是进口特别差,也就是所谓的“衰退性贸易顺差”。

再次,从短期外债跟外汇储备量的比值来看,我国从2009年的10%持续上升到2014年的18%;从2015年的数据来看,外储下降了12%左右,而中国的外债水平在2015年上半年已经达到创纪录的1.6万亿美元。预计今年的短期外债跟外储的比值还是会上升。外债的上升跟西方国家之前的货币宽松极其相关:国内的融资成本持续高企,企业有很大的动机去借美元债务。此前,成批的房企赴香港市场发债都是追逐国外低廉的资金。这些债务以美元或者跟美元挂钩的港元标价,极易容易出现货币错配,导致汇率风险。

综合以上的几个因素来看,人民币在811汇改之前,确实有过度升值之嫌,但是,汇改以来的贬值操作把这个压力稍微减少了;经常项目尚属于顺差的范围,即使是“衰退性顺差”,在外汇市场上,不论啥性质的顺差都是支撑人民币汇率的因素;而短期外债是个相当大的一个隐患。我国资本管制刚刚放松,企业开始面对境外廉价资金的诱惑,汇率风险的管理能力比较弱,汇率风险对冲工具比较缺乏,一旦发生人民币的货币危机,这些企业的美元外债换算成人民币会飙升,很容易导致资不抵债(资产以人民币标价,债务以美元

先之所以无法发挥却是“自作孽”造成的。让人民有流动的自主选择,大幅降低制度成本的结果,今天的辉煌就成了水到渠成之事。这个教益使我们认为,彻底废止户籍限制的扭曲可以带来今后持续发展的理据所在。

我们说废止户籍限制势在必行,还在于固守这个扭曲的机会成本日趋沉重,接近不可承受的地步。2009年笔者就开始反复呼吁,在FT中文网刊出的《新新人口论》及其他系列文章里,申论必须在劳动力拐点前后,特别是要在农民工大规模换代之前,着手彻底废止户籍限制。主要的理由来自负面:农民工的下一代将难以面对户籍限制带来的差别待遇。中国必须面对的一个严峻的事实,要是“新生代农民工”无法融入城市成为真正的市民的话,在他们父辈加速折旧之后,别说中国经济的持续成长没有可能,维持社会的稳定都会大成问题。不难想象,数亿贫二代,受过教育,掌握信息,由电子网络联接,接地气又有较高的期待,他们在城市里安身立命的盼望要是受挫的话,将会带来多么高昂的维稳成本。

但是,即便有了明确的顶层设计,确定出任期內废止户籍限制的目标,怎样逐步拆除这座大坝,逐级降低城乡的的落差水位,仍然是非常有挑战性的,否则会酿成洪灾祸害。比如说,健全社会保障账户,在全国范围内统筹养老保险健康的个人账户;提供廉租屋,顺便消化空置的或烂尾的城镇房屋;配置教育资源,建立再培训的设施;开放公允的城市公共服务,接纳新市民的参与,等等。落实现消户籍限制目标的种种具体措施,需要顶层设计,需要决心和勇气,更需要制度创新的智慧。

幅度将会是受限的。央行也不得不执行不那么宽松的货币政策,体现为大家盼望已久的降准降息迟迟未能落地。这一冲突局面还将继续下去。

在中国政府的政策选择方面,在所谓的不可能三角中,央行很可能不会采取角点解,而是内部解,即不会彻底放弃任何一个方面,而是试图综合平衡,每一方面都照顾到一点:

不会彻底封闭资本流动,但会强化资本流动管理;除非发生显性金融危机,否则资本管制不会被显性实施。这有违最高领导层的大国梦想,在国际上也会面对很多批评,对于国际资本的长期信心也会造成很大打击。

不会彻底放松货币,而是小幅放松货币政策;彻底放松货币与领导层宣扬的“不大水漫灌”直接冲突,且将直接冲击汇率到难以防守的程度。

不会死守汇率,而是边打边撤;死守汇率要么以紧缩货币政策为代价,要么以快速消耗外储为代价,都是央行不愿意承担的。

如上政策选择选择更多地是由于央行需要防守多个风险,而不是处于央行的主观选择。中国经济目前的挑战不在于某个问题无法应对,或者某个风险无法排除,而是“三个盖子四个锅”,好几个主要风险同时出现,而应对其中任何一份风险的手段都可能导致另一个风险难以防守。在汇率、资本流出、房地产、信用债、香港、银行坏账、去产能等几个主要风险点方面,可能出现叠加放大的情形。加之决策部门多头决策,沟通不够照顾不周的时候,就有可能出现失误,以至于某个风险突然非线性爆发(想想去年的股灾)。

面对这种挑战,毫无疑问,中国最有力的武器仍将是坚决推进改革。

标价)而破产。企业的破产就真正把货币危机传导成经济危机了。

我们把预设一下最坏的情况,如果中国真的发生货币危机,我们现在要怎么办,才会把危机的影响尽量减少?

首先是企业的外债问题,在货币危机可能来临的时候,企业发债必须认真考虑汇率风险,即使外债的利率低,但是,一旦人民币贬值,外债负担就很很重。而已经发了外债的企业要尽量减少汇率风险敞口,在减少外债的同时,尽可能的增加外币资产,减少企业资产的货币错配问题。而对于产债企业,与一般贸易企业相比,加工贸易企业两头在外。如果发生货币危机,加工贸易企业的进口成本会飙升,很有可能产生有订单没钱生产的问题。贬值对出口的促进作用会被高企的进口成本抵消。因此,加工贸易企业要尽可能的寻求国内原材料和中间品的进口替代品,从加工贸易企业向一般贸易企业转型,以防范货币危机。最后,央行的汇率管理也极其重要,不要等到不得不贬值的时候才贬值,坚持“811”汇改的方向,让市场决定汇率,不自目的去维持经济基本面无法维持的汇率水平,让人民币跟强势美元脱钩。

总之,货币危机已经成功撬开很多我们邻居的大门了,而这会传染的,我们也隐约听到危机的敲门声了。