

# 2007 中期宏观经济分析与预测

## —— 流动性过剩下的中国宏观经济

刘元春

### 摘要:

2007 年上半年虽然出现 CPI 持续走高,“双顺差”进一步扩大,外汇占款大幅度提高,流动性过剩依然严重,房地产价格进一步攀升以及股票价格高位大幅振荡等状况,但实际 GDP 只是小幅偏离潜在 GDP,较低的正产出缺口及波动幅度并没有产生实质性的通胀压力。中国宏观经济依然在合宜的投资增长推动下实现实际 GDP 与潜在 GDP 在动态上较为一致的高速度依次增长,虚拟层面不断加强的不确定性并没有妨碍中国宏观经济保持在快速健康的轨道上运行。根据“中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型”,2007 年全年经济预测值为: GDP 为 10.8%,投资增长速度为 21.8%,社会消费增长 16.2%,贸易顺差增长速度超过 60%,狭义货币供应达到 18.1%,M2 增长速度与 2006 年基本持平,CPI 达到 3.17%。

基于分析与预测,报告认为:

1) 2007 年中国实体经济依然在快速、健康的轨道中运行,较高的 GDP、投资和 CPI 增速并不构成全面紧缩的理由,宏观经济政策在总体上应当继续采取中性定位、差别操作、组合实施的策略;

2) 突破“流动性过剩恐慌”、消除“流动性问题泛化”倾向,理性处理结构性失衡与流动性过剩之间的关系,采取疏堵结合、结构性调整政策与金融政策结合、长期工具与短期工具结合等组合措施,

在减缓流动性过剩带来的虚拟经济不确定性压力的基础上，积极引导过剩的流动性服务于金融市场的发展与结构性调整，流动性过剩并不是悬挂在中国宏观经济之上的达摩克利斯之剑，而是挑战与机遇共存的双刃剑！

3) 把握经济效益不断提升的大好时机，积极出台结构性调整政策，为从根本上解决实体经济面临的结构性问题和虚拟经济面临的流动性问题进行长期谋划；

4) 在规范投资行为模式、进一步推进资本市场制度建设的基础上，积极推动股票市场再融资、债券市场发展、金融市场结构性调整，以减少宏观经济虚拟层面的不确定性，政府在适度控制投机资本大规模进入资本市场的基础上，不宜过度关注资本市场或甚至将其作为宏观调控的核心之一。

2007年上半年，中国经济延续了2006年经济发展和增长模式，在第二产业的引领、外贸与投资的推动下，GDP增长继续保持高速增长，增速超过11%，实际GDP与潜在GDP之间的缺口进一步收窄，中国经济在实体层面依然保持健康运行态势。

与2006年不同的是，2007年上半年CPI持续走高，“双顺差”进一步扩大，外汇占款大幅度提高，流动性过剩依然严重，在房地产价格进一步攀升的同时，股票价格出现高位大幅振荡，使中国宏观经济在虚拟层面的不确定性增加。

由于宏观经济虚拟层面的不确定性对实体经济整体运行影响不大，我国总需求与总供给依然保持在协调增长的区间。基于这些判断，通过调整部分外生参数，利用“中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM模型”，得到2007年调整后的经济预测值：预计2007年全年GDP增长达到10.8%，投资增长速度为21.8%，社会消费增长16.2%，贸易顺差增长速度超过60%，狭义货币供应达到18.1%，M2增长速度与2006年基本持平，CPI达到3.17%（参见表1）。

**表1 2006年与2007年宏观经济指标预测**

指标	2006年	2007预测
1、国内生产总值（GDP）增长率（%）	10.7	10.8
其中：第一产业增加值	5.0	4.8
第二产业增加值	12.5	13.3
第三产业增加值	10.3	10.4
2、全社会固定资产投资总额（亿元）	109870（24%）	133821.7 （21.8%）
社会消费品零售总额（亿元）	76410（13.7%）	88788.42 （16.2%）
3、出口（亿美元）	9691（27.2%）	12259.03 （26.5）
进口（亿美元）	7916（20%）	9578.36 （21%）
4、狭义货币供应（M1）增长率（%）	17.5	18.1
广义货币供应（M2）增长率（%）	16.9	17.0
5、居民消费价格指数（CPI）上涨率（%）	1.5	3.17
GDP平减指数上涨率（%）	3.2	3.95

结合上述预测，我们对 2007 年宏观经济分析如下：

## 一、GDP 高速增长，达到近几年的高点，由于经济增长依然保持在健康轨迹之上，高速度并不构成全面紧缩的理由。

表 2、2006-2007 年中国 GDP 增长速度季度数据

	2006 第一季 度	2006 第二季 度	2006 第三季 度	2006 第四季 度	2006 全年	2007 第一季 度	2007 第二季 度	2007 全年预 测
GDP	10.3	11.3	10.7	9.62	10.7	11.1	11.2	10.8
第一 产业	4.6	5.1	4.9	5.8	5.0	4.4	4.8	4.8
第二 产业	12.5	13.2	13.0	12.9	12.5	13.2	14.2	13.3
第三 产业	8.9	9.4	9.5	9.4	10.3	9.9	10.1	10.4

2007 年上半年 GDP 增长超出了通常的预期，在扭转 2006 年第三、第四季度下滑趋势的基础上，出现了强劲反弹，经济增长连续超过 11%。虽然本次反弹依然呈现出工业化偏向型增长特点，但与 2006 年上半年高速经济增长不同的是：1) 重工业化持续加重，重工业在第一、第二季度中的同比增长速度都接近 20%；2) 引领这次反弹的核心力量并不是投资的高速增长，而是贸易顺差超高速增长。上半年，贸易顺差规模接近 1000 亿美元，贸易顺差同比增长速度接近 70%，贸易对经济增长的贡献超过 30%。

但是，高速经济增长并不意味着中国经济过热，利用多种计量方法测算<sup>1</sup>的结果表明：

1) 2007 年实际 GDP 与潜在 GDP 的缺口虽然进一步收窄，出现实际 GDP 增长速度略高于潜在 GDP 增长速度，但其幅度并没有构成实质性通货膨胀压力。采用卡尔曼滤波、HP 滤波、BP 滤波和 EQ 法的产出缺口表明，2006-2007 年的产出缺口不到 2%，这意味着来自实际经济产生的通货膨胀压力不足 1%。

2) 如图 1 所示，2006 年后期中国经济出现向潜在 GDP 回归的趋势，而没有像通常预测的那样中国经济将必然从“过快向过热”转变。其核心原因就在于，本轮经济增长的核心在于资本形成，大规模的固定资产投资在当期成为有效需求，使实际 GDP 接近或超过潜在 GDP 或供给，但是，这些固定资产投资在下一期或下几期就成为实际生产过程中的资本，使潜在 GDP 或潜在供给规模不断扩大，从而使扩大的产出缺口缩小，出现潜在 GDP 与实际 GDP 先后按照高速度进行增长。这在很大程度上揭示了近期持续的高速经济增长并没有带来通货膨胀或经济过热的原因。

<sup>1</sup> 具体计量分析请参阅分报告 1：《中国经济增长的性质分析》。

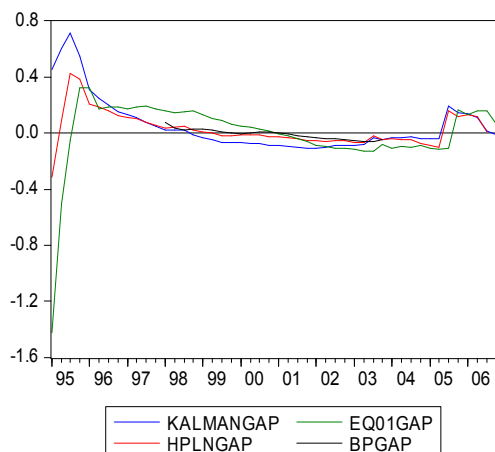


图 1、采用卡尔曼滤波、HP 滤波、BP 滤波和 EQ 法的产出缺口<sup>2</sup>

3) 2007 年依然处于本轮经济周期繁荣阶段，经济体系并没有收缩性调整的动力；依据对 97 年以后中国经济周期的研究，中国宏观经济出现“大缓和 (great moderation)”，经济周期在波幅减弱的同时，周期跨度增大，经济高涨期得到十分明显的延长，自 2004 年中国经济结束通货紧缩而进入繁荣期，经济高涨将进一步持续。

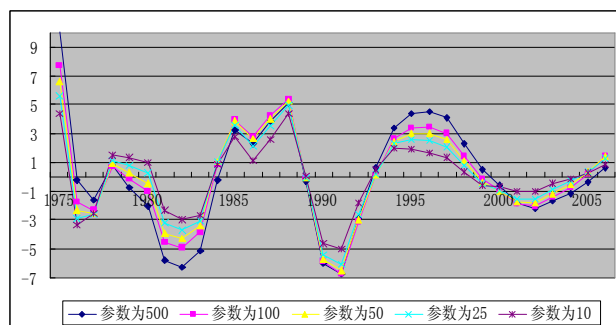


图 2、H—P 滤波去势后的经济周期与波动情况

4) 从全要素生产效率、资本收益率以及投资率等参数指标来看，中国经济增长并没有出现动态无效率，增长轨迹基本符合最优经济增长的标准。

因此，2007 上半年 GDP 增长虽存在结构性隐患，但其较高的增长速度并不构成下半年全面紧缩的理由。

<sup>2</sup> 分报告“中国经济形势与政策：技术分析”还提供了线性权数与余弦权数的测算方法，但基本结论与上述分析比较一致，2006-2007 年实际 GDP 与潜在 GDP 的缺口在 1-2% 范围之间。

二、 固定资产投资实际增长速度年初虽有反弹，全年实际增速将会出现回落。2007 年投资增速并不过高，宏观经济政策的关注焦点应当从投资总量增速向投资结构与质量转移。

2007 年 1-5 月固定资产同比增长速度达到 25.9%。，较 2006 年第四季度有所反弹。但是我们发现 2007 年固定投资速度开始进行回归性调整：1) 扣除价格因素，上半年固定资产投资速度反弹力度大幅下降，实际投资增长幅度 2007 第一季度和第二季度分别为 21.0%和 22.5%，较 2006 年第四季度分别提高 2.4 个百分点和 3.9 个百分点；2) 考虑我国投资主体对投资监管的逆调整、对商业银行放

表 3、2006-2007 固定资产投资同比名义增长速度 (%)

	2006 年					2007 年	
	1-3 月	1-6 月	1-9 月	4 季度	全年	1-5 月	全年
同比名义增长速度	29.8	31.3	28.2	20.1	24.0	25.9	21.8

款模式的配合等因素，我国投资增长往往呈现出“上半年提速，下半年紧缩”的季度波动模式，2007 年第一季度、第二季度的实际固定资产投资增长速度较 2006 年同期分别下降了 7.3 个百分点和 7.7 个百分点，从一般投资调控规律来看，2007

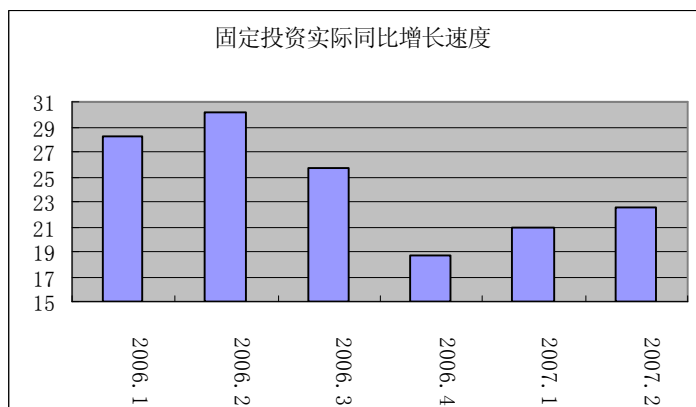


图 3、2006-2007 固定资产投资同比实际增长速度 (%)

下半年的投资增长速度将相应下调；3) 从上半年投资性质的结构来看，投资速度的反弹主要在于过去庞大的在建项目的延续，从新开工项目及其投资规模来看，投资速度并没有上升，反而有所下降，第一季度全国新开工项目 3 万个，同比减少 2294 个，新开工项目计划总投资 1.3 万亿元，同比下降 13.9%。2007 年投资增长速度的回归格局基本形成。这说明从 2003 年以来所启动的一系列限

制投资冲动的政策开始发挥作用。虽然诱发投资速度反弹的力量——利润偏高、企业流动性过剩以及地方政府的投资冲动机制等因素依然存在。但是 2007 年下半年投资不宜出台进一步紧缩的政策，中国固定资产投资并不存在通常而言的总量增长速度过快的问题。其判断基于以下几个理由：

第一、日益扩大的储蓄-投资盈余决定了我国近期需要较高的投资增长速度来缓解日益严重的结构性失衡。到 2006 年底，我国储蓄-投资盈余占 GDP 的比重达到 6.6%，预计 2007 年该比值将接近 10%。这样庞大的剩余意味着中国经济面

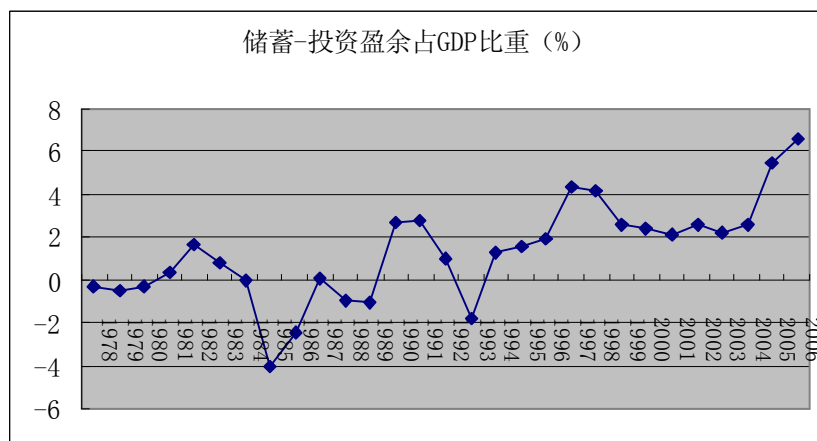


图 4、我国 1978-2006 储蓄-投资盈余占 GDP 比重

临严重的结构性问题。不管采取何种途径，解决这种结构性问题的落脚点在于两个方面：一是降低储蓄，增加消费；二是提高投资。事实上，从短期来看，作为消费者理性决策的产物，消费的波动性很小，期望在中短期通过提高消费来降低储蓄的方法不可能成为解决结构性失衡的主导方向，提高投资是中短期一个操作性更强的策略。

第二、2002-2007 阶段的“高速度”固定投资增长速度从中期来看并没有导

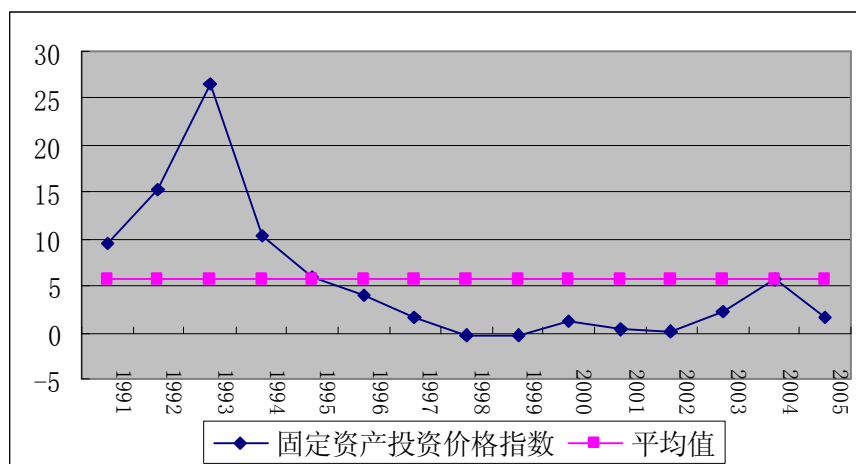


图 5、我国固定资产投资价格指数

致我国出现长期的产业瓶颈问题。2003-2004 由于经济扩展导致的原材料、燃料、



动力、交通运输等产业瓶颈问题目前基本得到缓解，其价格上涨幅度基本处于正常区间。其中最为核心的指标就是固定资产价格指数一直保持十分平稳的状态。1991年-2006年，固定资产价格指数增长幅度均值为5.59，2003-2006年固定资产价格指数虽然在提高，但一直低于平均水平。

第三、高速度的固定资产投资没有带来生产能力过剩问题。其最为突出的表现是，本扩张阶段的高速投资速度并没有带来生产资料价格的快速上涨，也没有带来零售商品价格的下降。中国经济没有出现普遍的要素短缺或产能过剩问题。2002-2007上半年，平均生产资料价格上涨幅度在6%以内，工业品出厂价格上涨幅度不到4%，而剔除食品价格的核心消费物价平均上涨不到1.4%。利润率一直保持在较高水平。生产资料价格—PPI—RPI—CPI价格指数传递率逐级—逐年的下降，也说明了中国宏观经济对于各种成本冲击的化解能力大幅度提高。2007年上半年出现的生产者价格指数（PPI）与原材料、原油和动力购进价格指数差距的缩小，进一步说明我国没有出现产能过剩的问题。

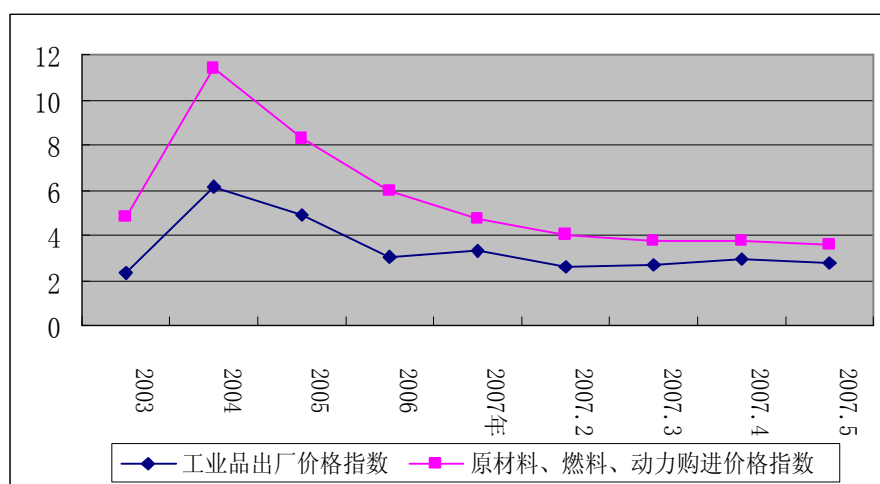


图6：2003-2007.5工业品出厂价格指数与原料、燃料、动力购进价格指数

第四、本轮高速度固定资产投资增长与前两个周期的投资膨胀有着本质的差别，它是市场选择的结果，有其坚实的效益基础。资金来源日益市场化，2006年政府投资（包括中央政府、地方政府及各种基金）仅占全部融资的13.6%，银行资金占19.8%，企业自筹资金（如体外循环资金）和各种外资占比高达60%以上。投资主体也日趋市场化，2006年全社会固定资产投资构成中，非国有部门的比重达到68.6%。利润率和资本收益率持续高位攀升。1-5月份，全国规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业，下同）实现利润9026亿元，比上年同期增长42.1%。工业经济效益综合指数200.41，比上年同期提高21.79点。在规模以上工业企业中，国有及国有控股企业实现利润4193亿元，比上年同期增长42.3%。集体企业实现利润223亿元，增长24%；股份制企业实现利润4845亿元，增长39.5%；外商及港澳台商投资企业实现利润2419亿元，增长38.6%。私营企业实现利润1379亿元，增长48.6%。因此，除非投资市场存在严重“市场失灵”，否则政府不宜过度遏制投资增长。

第五、中国高速的固定资产投资增长速度有其十分深刻的中长期结构基础。一是中国高储蓄率决定了中国必定有高投资率。如果在储蓄率没有降低的前提而对投资率进行大幅度调整，其结果要么是净出口大幅度上升，要么是宏观经济出现大量闲置资源，两种结果都是中国目前宏观经济难以承受的；二是中国的人口结构决定了中国在相当一段时期内保持高储蓄率，短期消费水平难以大幅度上



升，要保证中国有效需求保持在合意的水平上，在相当一段时期内要依赖于高投资水平；三是现有“中心国家创新、发达国家消费、东亚生产”的新型国际分工格局所决定的中国高出口也需要高速投资提供供给支持；四是中国所处的重工业化阶段也需要高速固定资产投资增长提供相应的资本积累。

第六、中国经济增长模式也决定了中国经济要实现“软着陆”，必须保持一定的投资增长速度。如果我们无法在中短期内改变我国边际储蓄水平，要实现中国经济均衡发展，减少外部不均衡问题，就必须提高投资水平。但是，由于投资增长在本期构成总需求的增长，在下一期却通过资本形成的增长体现为总供给的增长和储蓄水平的提高上，因此，过高的投资增长速度或过低的投资增长速度都不足以带来外部不均衡动态的改善，要使投资与储蓄缺口不断减少，向均衡方向收敛，一定的投资增长速度是必需的。经济计量分析表明<sup>3</sup>，中国固定资产保持 20-26%的增长速度是合宜的。

事实上，我国固定资产投资面临的核心问题不是总量速度问题，而是结构与质量问题。

第一、投资严重偏向第二产业，重工业化倾向在近年来日益加重，对中国中长期发展带来了较大的能源与环境成本问题；2007 年第一季度中高耗能产业投资增速明显高于平均增长速度。突出体现在：钢铁行业投资增长 13.5%，比去年同期的-2.2%加快 15.7 个百分点，比去年全年的-2.5%加快 16 个百分点；有色金属冶炼及压延加工业投资增长高达 56.5%，比去年同期的 16.1%加快 40.4 个百分点，比去年全年的 27.9%加快 28.6 个百分点；非金属矿物制品业投资增长高达 43.8%，比去年同期的 38.4%加快 5.4 个百分点，比去年全年的 33%加快 10.8 个百分点。而这种投资重工业化的趋势在利润大幅度上扬的推动下将进一步发展<sup>4</sup>。

**表 4、我国 2002-2006 不同产业的投资增长速度**

	2002	2003	2004	2005	2006
第一产业投资增长速度	23.5	3.7	20.3	27.5	30.7
第二产业投资增长速度	22.9	39.1	38.3	38.4	25.9
第三产业投资增长速度	14.4	24.2	21.6	20	23.3

第二、与其他国家不同的是，我国对于第三产业的投资规模一直很高，2002-2006 年第三产业投资在社会总投资的平均水平占比达到 58.7%，但产出占比却不到 41%，且处于不断下降的趋势。第三产业的产出-投资比严重低于发达国家（发达国家平均水平达到 0.9）。这种结构性效能差异很可能是中国结构性问题的核心症结之一<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 具体计量分析请参看分报告《中国经济增长速度的性质分析》。

<sup>4</sup> 在 39 个工业大类中，2007 年 1-5 月钢铁行业利润同比增长 1.2 倍，建材行业增长 70.1%，化纤行业增长 2.2 倍，化工行业增长 69.4%，电力行业增长 60.6%，有色金属冶炼及压延加工业增长 29.8%，煤炭行业增长 43.1%，专用设备制造业增长 65.3%，交通运输设备制造业增长 60%，电子通信设备制造业增长 4.6%，石油加工及炼焦业由去年同期净亏损 199 亿元转为盈利 343 亿元，石油和天然气开采业利润下降 18.3%。

<sup>5</sup> 对于本部分的详讨论，请参阅份报告 1 的第 3 部分论述。

因此，我国未来的投资政策应当更多关注投资的结构与质量问题，而不是总量速度问题。

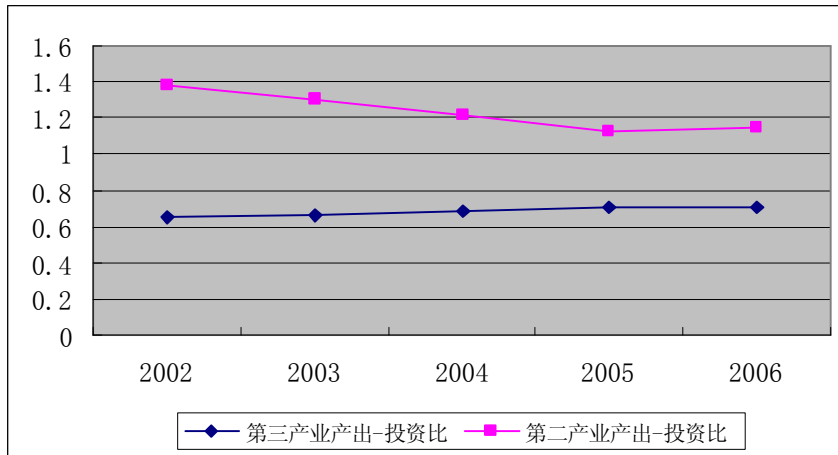


图 7、我国第二、第三产业产出-投资比

三、CPI 持续走高，考虑价格指数结构性特点和周期性因素，单纯的 CPI 偏高并不构成全面启动紧缩性政策的理由。

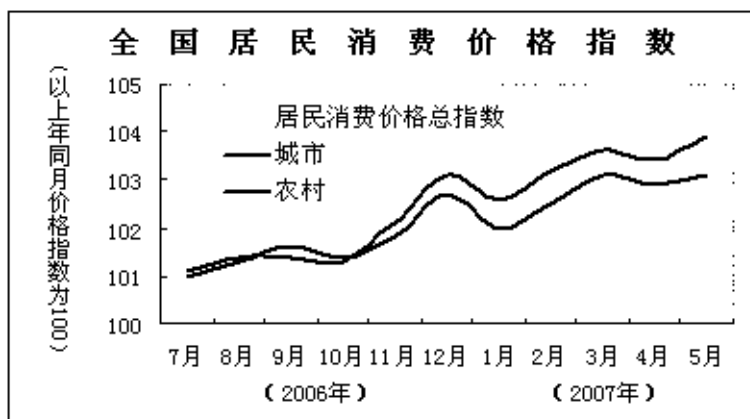


图 8、近期 CPI 指数

今年上半年虽然 CPI 增长速度达到 3%，但导致 CPI 增长的核心因素分别来源于食品类和居住类价格的上涨，这两类价格同比增长达到 6.82%和 3.94%，对 CPI 上涨的贡献分别为 78.5%和 17.81%。

导致食品类价格指数增长的核心原因在于：1) 油脂、肉禽及其制成品、鲜蛋上涨幅度过大，上半年其平均同比增长速度分别为 18.26%、17.9%、29.86%；2) 粮食价格延续 2006 年的态势持续上涨，2007 年上半年平均同比增长速度达到 6.62%。导致居住类价格上涨的核心原因在于：1) 水、电及燃料价格的上涨；2) 建房及装修、租房价格的上涨。

表 5：2007 年 1-5 月 CPI 及其构成

	CPI	食品类	烟酒及用品	衣着类	家庭设备	医疗等	交通通讯	娱乐教育	居住类
1 月	2.2	5	1.5	0.5	2	1.3	-0.3	-2.3	3.8
2 月	2.7	6	1.8	0.2	2.2	1.4	-0.4	-0.8	3.7
3 月	3.3	7.7	1.8	-0.2	2.2	1.4	0.1	-1	4
4 月	3	7.1	1.7	-0.2	2.2	1.5	-0.2	-1.2	4.2
5 月	3.4	8.3	1.7	0.1	2.2	1.6	0.5	-1.2	4

由于粮食价格上涨的核心原因在于替代性需求的变化和国际市场价格波动，而油脂、肉禽及其制成品、鲜蛋价格上涨的原因在于成本推动和供给萎缩，所以，即使政府采取各种平抑食品价格的各种政策以及新粮上市等利好因素，食品价格上涨的基本格局也难以改变。

居住类价格不仅保持上涨的基本格局，而且上涨的幅度将加大，因为燃油价格体制的调整改革以及各种资源税的提高调整将导致燃料价格以及水、电价格的提高，而土地价格与房地产价格持续走高将推动建房及装修、租房价格的进一步上涨。

考虑粮食品类价格、居住类价格上涨的持续性和前期的翘尾因素以及其他结构性因素、CPI 短期变化的规律，我们利用回归模型可以预测，下半年的 CPI 将在 3.0-3.5%区间波动（参见图 9）。

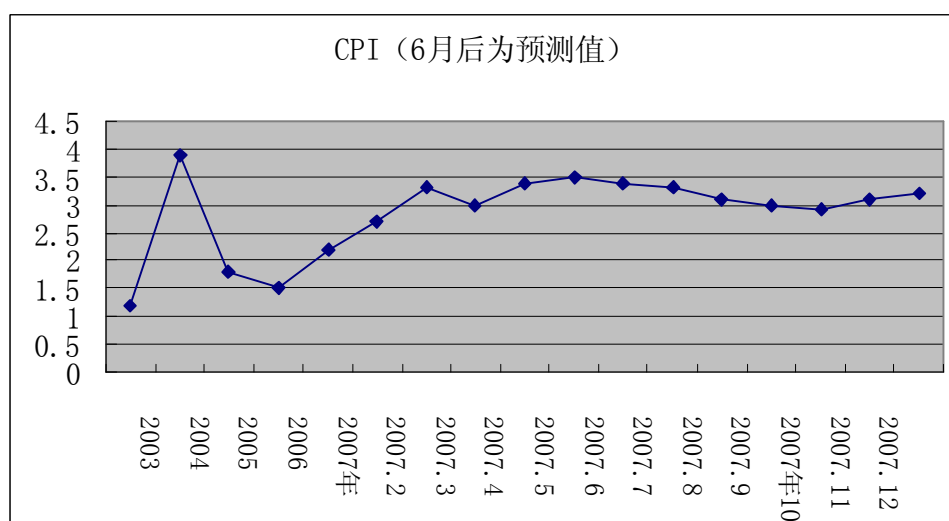


图 9：2007 年 CPI 趋势图

值得关注的是，CPI 的持续偏高是否能够成为政府启动新一轮宏观经济紧缩的理由？

1) 虽然 CPI 有持续走高的趋势，但工业品出厂价格指数以及原料、燃料、动力购进价格指数都摆脱了 2003-2006 年的高位运行状态，进入平稳、适度区间。今年上半年这两项指标平均值为 3.05 和 4.15，大大低于 2003-2006 的水平（参见图 10）。说明剔除食品类价格的核心 CPI 并没有来自上游产业和生产环节的上涨压力。

2) 通过计量显示，工业品价格向 CPI 传递的周期加长（由上周期的 1 年增加到本周期的 2.5 年），传递率也大幅度下降（由上周期的 85% 下降到本周期的

的 31%)。从图 (11)、图 (12) 可以看到, 本周期 2003-2006 年工业品价格指数高于 CPI 的格局在 2007 年 2 月被彻底打破了, CPI 高于工业品价格指数平均达

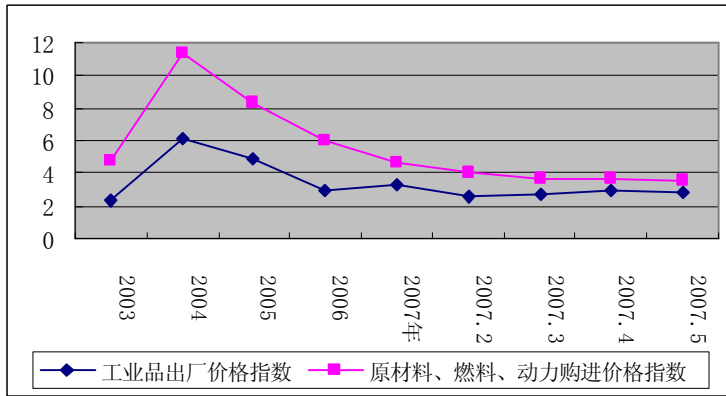


图 10: 2003-2007.5 工业品出厂价格指数与原料、燃料、动力购进价格指数

到 0.35%。这说明来源于生产环节的价格冲击基本得到了全面释放, 由 PPI 向 CPI 传递的压力已经得到了缓解。图 (13) 和图 (5) 可以看到原材料、燃料、动力购进价格指数、工业品价格指数、固定资产投资价格指数在下降过程中趋同, 其间差距大幅度下降。这说明来源于瓶颈产业和投资冲击的价格压力明显缓和。

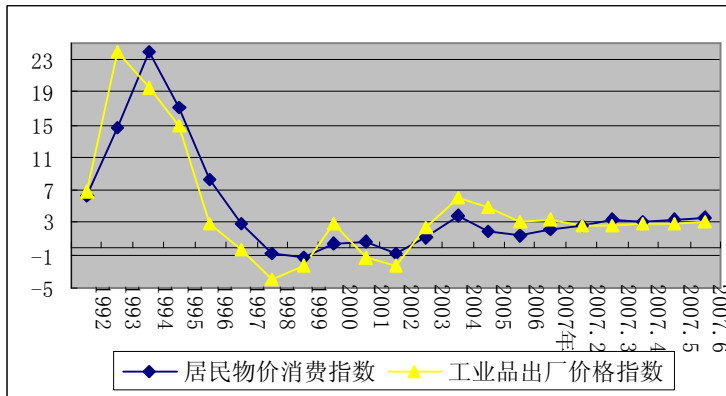


图 11: CPI 与工业品出厂价格指数

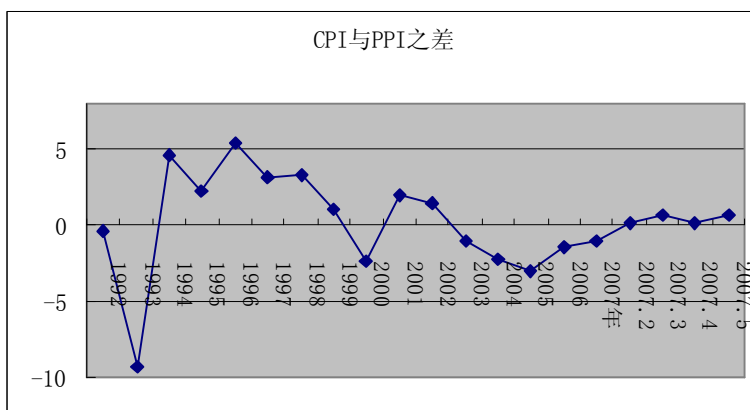


图 12: CPI 与 PPI 之差

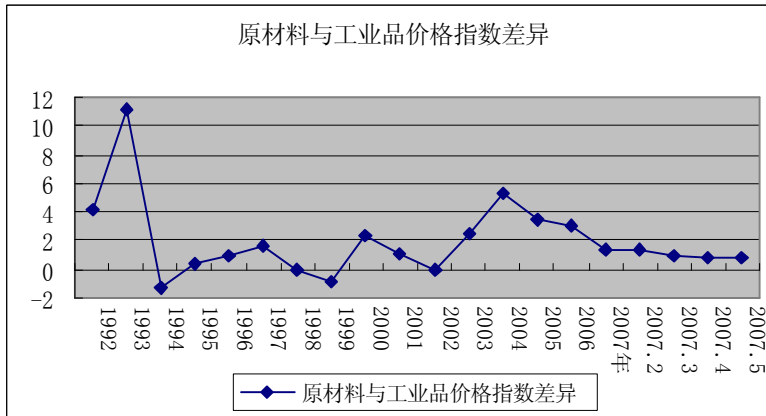


图 13、原材料与工业品价格指数差异

3) 从 CPI 自身的结构我们可以看到, 95% 以上的 CPI 上涨来源于食品类和居住类的价格上涨 (78.5% 和 17.81%), 其中食品价格上涨主要来源于粮食替代性需求冲击 (生物燃料需求冲击) 和肉蛋供给冲击, 简单的紧缩性货币政策对这些因素无法起到任何作用, 而居住类主要来源于税制调整以及供给冲击, 紧缩货币政策和财政政策对居住类价格的影响不大。

所以, 单纯从 CPI 调整的角度来看, CPI 偏高并不构成启动紧缩性政策的直接理由。

#### 四、消费增长速度虽仍低于投资增长速度, 但在居民可支配收入稳步提高的支撑下, 消费增长速度摆脱了“低水平”困境, 进一步强化启动消费依然是宏观经济政策中期实施的着手点之一。

2007 年我国社会消费零售总额在 2006 年的基础上出现了加速增长的态势, 第一季度社会消费零售名义增长率为 14.9%, 实际增长率 12.5%, 第二季度名义增长率接近 16%, 实际增长率接近 13%。按照中国传统的消费模式变化规律和季度波动规律, 全年预计名义增长水平将达到 16.2%, 实际增长率达到 13.1%。这使我国消费实际增长率摆脱低水平的困境。

表 6: 2006-2007 年社会消费品零售总额同比名义增长速度 (%)

	2006 1-3 月	2006 1-6 月	2006 1-9 月	2006 1-12 月	2007 1-3 月	2007 4 月	2007 5 月	2007 全年预 测
同比名 义增长 速度	12.8	13.3	13.6	13.7	14.9	15.5	15.9	16.2

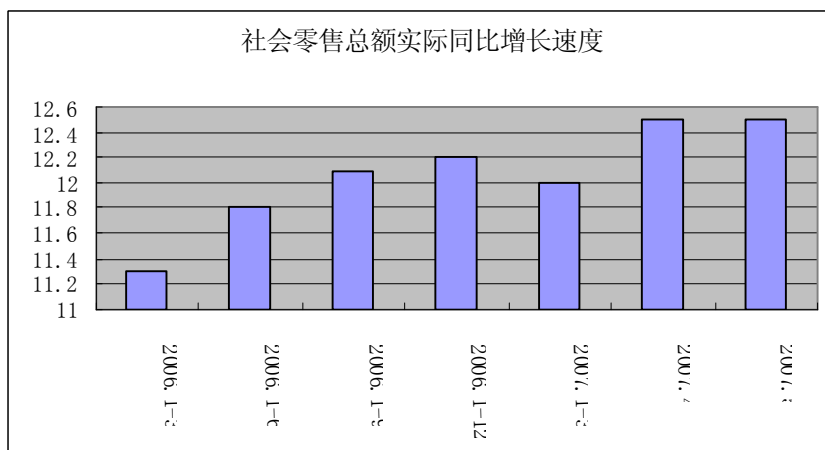


图 14、 2006-2007 年社会消费品零售总额同比实际增长速度 (%)

导致中国消费水平增长速度提升的核心力量在于：1) 城乡居民收入的稳步提高。今年上半年我国城镇居民人均同比增长接近 20%，扣除价格因素，实际增长接近 17%，增幅同比提高接近 6 个百分点。农民人均现金收入同比增长了 15.2%，扣除价格因素，实际增长 12.1%。这是本轮经济周期中唯一收入增长速度超过 GDP 增长速度的年份。这充分说明我国自 2002 年以来启动的增加收入、推动消费的各项政策开始发挥作用。2) 社会保障、医疗、教育等抑制消费倾向的各种制度性短缺经过近几年的大力建设，对居民消费预期有着重大的刺激作用。

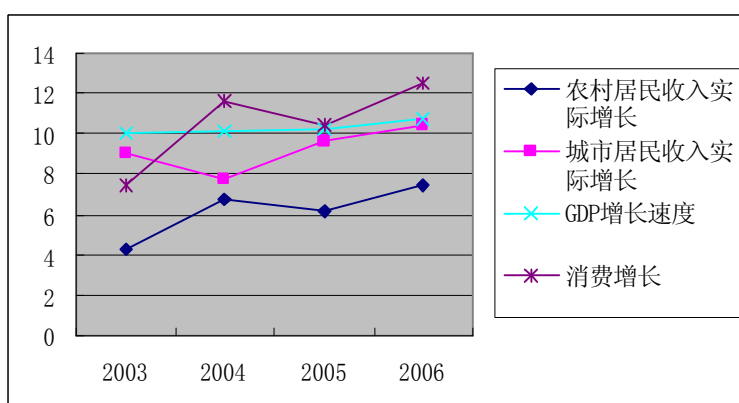
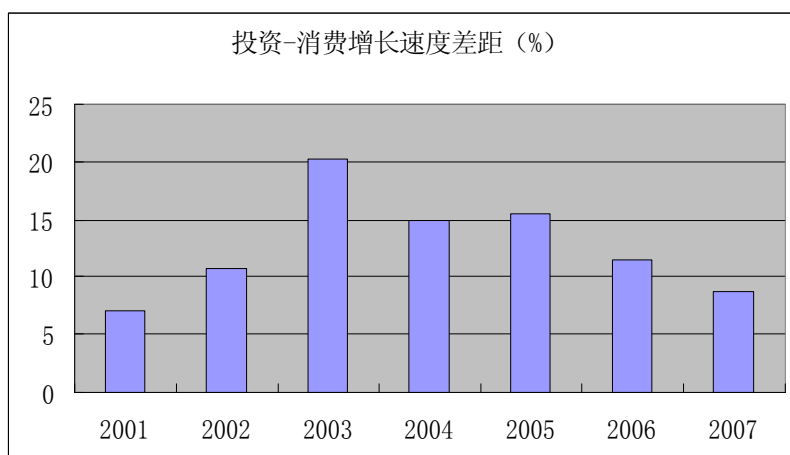


图 15: 居民收入增长、GDP 增长与消费增长关系

2007 年消费实际增长速度大幅度上升，对中国宏观经济调整具有十分重要的意义。因为消费速度的大幅度上升与投资增长速度的回落，使 2007 年投资-消费增长缺口 (8.7 个百分点) 回到 2001 年较为正常的区间 (10 个百分点之内)。这表明自 2004 年以来的结构性调整已经开始显现效果，投资驱动型经济增长向消费推动型经济增长的转变迈出了实质性的第一步。



**图 16、投资-消费增长速度差距 (%)**

因此，进一步从中长期角度进行收入分配和再收入分配机制的改革，使居民收入增长速度高于 GDP 增长速度，加大居民可支配收入在 GDP 中的比重，推动中国经济由投资驱动型经济增长向消费推动型经济增长的转变依然是目前进行宏观经济调整的核心之一。

**五、出口与贸易顺差增长速度大幅度上扬后将出现回落；全年顺差的大幅度增加说明了实体经济面临的结构性问题进一步恶化和虚拟经济面临的不确定性进一步加强；而贸易结构与分工地位的深化预示着实体经济良性发展趋势的启动，未来贸易政策在强调总量调整的同时还应当关注结构性问题。**

据海关初步统计，2007 年 1-5 月全国进出口总值为 8013.4 亿美元，同比增长 23.7%，其中：出口 4435.3 亿美元，增长 27.8%；进口 3578.1 亿美元，增长 19.1%。贸易顺差达到 857.1 亿美元，同比增长 83.8%。不过，上半年贸易进出口总额的月度波动模式存在着异样——波动幅度达到近 8 年来的最高值。导致这种局面因素包括：第一、较大规模的热钱通过贸易项下流入我国。第一季度非贸易非 FDI 的外汇储备增加额度达到 834 亿美元；第二、4 月份企业对调整出口退税的预期，使 2-3 月份进行逆向操作。第三、中国进口贸易结构以及本国进口替代项目产能的提高等因素，使进口增速没有达到预期水平，上半年我国进口增长速度较 2006 年全年进口增长速度下降了 1 个百分点。

因此，2007 年下半年由于出口退税较大幅度的调整，对部分高耗能、高污染行业出口的限制，美国经济的回落，人民币加速升值以及季节性采购和进口策略等因素，下半年出口增长速度将回落接近 2 个百分点，而进口增长速度将提高 2 个百分点。



表 7、2007 年 1-5 月份进出口状况

	2007 年 1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
出口 (亿美元)	866.2	820.9	833.7	974.2	940.6
进口	707.4	583.6	765.3	805.7	716
贸易顺差	158.8	237.3	68.4	168.5	224.6

不过，即使 2007 年全年进出口增长速度差距的大幅度缩小，但由于进出口都在高位的运行，贸易顺差依然会大幅度上升。预计超过 2600 多亿美元。这将导致 2007 年外汇储备增长超过 3100 多亿美元。而达到 GDP 的 10% 的贸易顺差的扩大预示着中国投资-储蓄缺口将进一步扩大（参见图 4），而超过 3100 亿美元的外汇储备增长必将意味着来自外汇占款的资金投放和基础货币发行将被迫大幅度上升，使本来严重的流动性过剩问题进一步恶化，由流动性过剩所推动的资本价格上涨、金融市场结构的畸形化等问题也必将更加严重。货币政策调整的难度将因为外部不均衡问题进一步加剧。

但是巨额贸易顺差是否成为中国宏观经济问题的核心？降低贸易顺差是否成为解决实体经济结构性问题和金融层面不确定性问题的关键？答案是否定的，因为中国贸易顺差不仅是中国内部失衡的一个反应，更为重要的是世界结构性调整的一个中长期产物。贸易顺差的调整在表面上是一个贸易政策的即期调整，但深层次上却在长期依赖于世界产业结构调整与分工体系深化的完成，在中期依赖中国内部收入结构和消费-储蓄-投资结构的调整。所以，应当明确的是：第一、贸易政策不能担负中国结构性调整的重任，它只是短期减缓外部不均衡问题的辅助性工具；第二、贸易顺差的调整应当更多依赖经济的自我调整与其他结构性政策配合。

上述判断可以通过以下对近期贸易结构的分析得到进一步证实。

第一、近两年，随着贸易规模大幅度的上升，但我国总体贸易条件却没有恶化，同时中国贸易盈余与中国储蓄盈余之间的 Granger 检验发现，并不是我国内大量储蓄盈余导致了贸易顺差，而是相反。这充分说明，中国贸易顺差的产生不是中国产能过剩的被动产物，而是世界分工格局以及中国在分工格局中的地位进一步稳固和深化的产物。

第二、中国生产的自身垂直一体化分工得到进一步发展，出口中中国生产的最终产品含量大幅度上升，加工贸易占出口和贸易顺差的比重大幅度下降。这种下降幅度从 2005 年开始，2006 年和 2007 年下降幅度十分明显（参见图 17、18）。

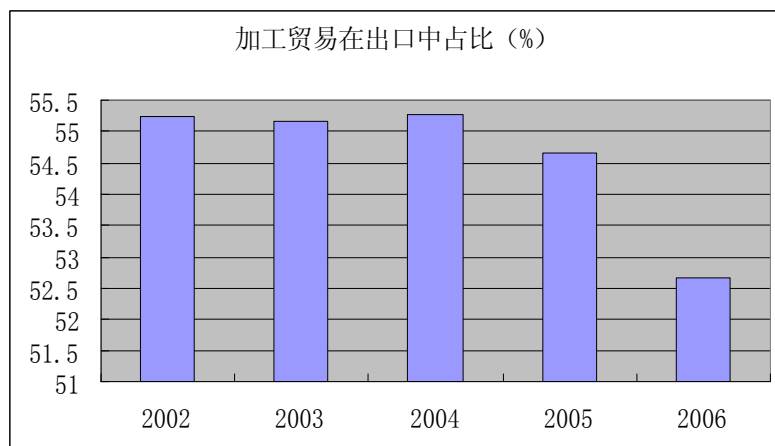


图 17、中国加工贸易在出口中的地位

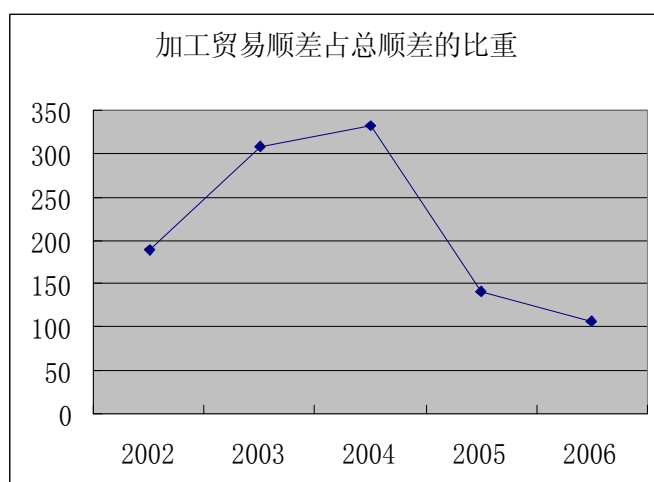


图 18、加工贸易顺差占总顺差的比重

第三、进出口之间的关联性减弱，传统的“以进口养出口”的转口贸易发生了改变，最为直接的变化就是出口与进口增长速度差额在近 3 年不断扩大，这说明中国贸易自主性在加强。

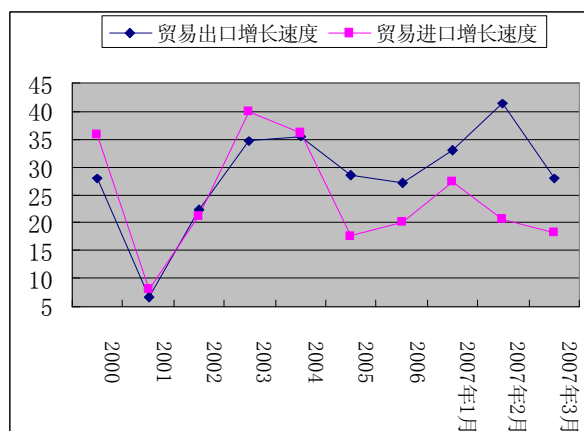


图 18、近期中国贸易进出口增长速度

第四、工业制成品在出口中的作用进一步加强，出口结构与本国生产结构高度相关。工业制成品在出口中的地位加强主要体现在：1) 机电产品在出口和贸

易顺差中的比重自 2003 年直线上升以后，稳定在较高的水平（2006 年占出口的比重达到 56%，占贸易顺差的比重达到 69%），表明中国制造业核心地位的巩固；2）高新技术产品在出口中的比重持续走高，达到出口的 30%，在贸易顺差的比重也快速上升（2006 年达到 19%）成为继机电产品之后的第二大宗出口商品；3）重工业化趋势在出口中开始抬头。2007 年化学制成品、原料类制成品以及机械与运输都超过了总体出口增长速度。2006 年机械类贸易顺差占 GDP 的比重达到 0.9%，钢铁达到 0.9%，有机化学达到 0.3%，汽车达到 0.2%。

表 8、2002-2006 年贸易顺差的结构

	2002	2003	2004	2005	2006
贸易顺差	304	256	320	1019	1775
一般贸易顺差	71	-57	-46	354	831
加工贸易顺差	577	789	1063	1425	1889
机电产品贸易顺差	15	25	215	763	1217
高新技术产品顺差	-149	-90	41	205.352	342

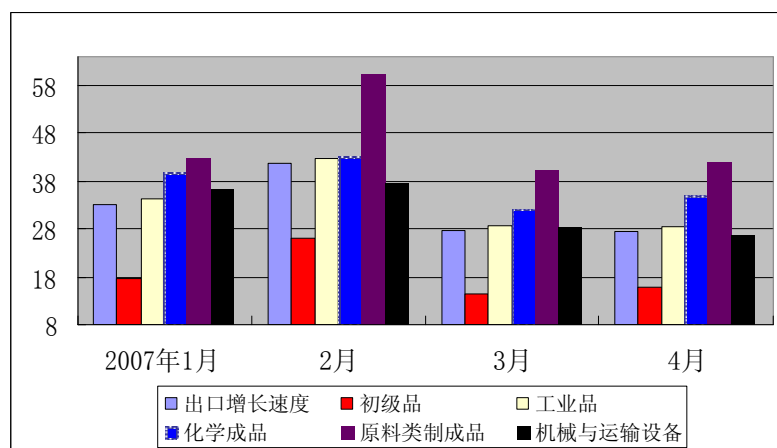


图 19、2007 年各类商品出口增长速度

第五、随着新出口市场的开发<sup>6</sup>、自主生产率的提高以及加工贸易地位的下降，中国对亚洲其他国家的贸易依赖度大幅度下降，中国内部分工的垂直一体化得到全面的发展，在国际分工地位提升的同时，贸易风险下降。

<sup>6</sup> 从 1999-2006 年底，我国出口到美国的市场份额从 33% 下降到 23%，欧盟的市场份额从 19% 上升到 23.5%，日本从 17.5% 下降到 10%，其他市场份额从 31% 上升到 44%。

**表 9、中国与亚洲贸易伙伴贸易年度增长率(%)**

	日本		韩国		台湾省		新加坡	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
出口	24	14	38	26	50	22	43	31
进口	27	6	44	23	31	15	33	18
有机化学	44	13	57	31	61	31	43	13
塑料	20	10	39	16	27	12	18	22
钢铁	30	8	34	9				
一般机械	40	2	47	11	12	2	39	10
电子	23	4	52	21	50	19	26	37
交通设备	20	11	60	35	6	23	51	20

从上述分析我们可以看到，在中国对外贸易总量大幅度上升的过程中，结构也发生了重大变化，而这些结构性变化具有十分本质的意义——中国分工地位的进一步稳固以及中国在国际分工链条上的提升必将预示着中国经济结构调整的外部约束正在固化，中国经济自我良性调整的机制可能开始启动。总量性贸易政策应当充分展示结构性因素以及结构性因素中蕴含的经济良性自我调整的可能。

## **六、外汇储备激增，基础货币增速加快，货币资金短期化，资产价格偏高，金融资产结构变化，使宏观经济虚拟层面不确定性加强，货币政策操作难度加大。**

2007 年是本经济周期内金融市场发生变化最大的一年，在总量扩张的同时产生了结构性的变化。

**第一、外汇储备在总量急剧增加的同时，出现结构性的调整，投机资本因素的增加将使未来外汇储备增长状况出现不确定性。**

虽然我国外汇储备从 1981 年到 2006 年增加了约 400 倍，但外汇储备大规模增加是在 2001 年以后，每年平均增加超过 2000 亿美元。在人们密切关注总量急剧增长的同时，我们应当注意外汇储备增长的结构性变化：资本项目顺差主导性位置被经常项目顺差所取代；误差和遗漏项目从 2000-2004 年的净输入转变为 2005、2006 年的净输出<sup>7</sup>，其前后波动幅度年均达到 170.3 亿美元；贸易顺差的月度数据出现剧烈波动，例如 2007 年 2 月贸易顺差为 237.3 亿美元，3 月 68.4 亿美元。这些结构性的变化说明中国外汇储备中投机资本的因素在大幅度加强，投资资本可以通过贸易项目、资本项目以及地下结汇汇兑系统较为自由的进出中国，外汇储备增加在未来具有强烈的不确定。

<sup>7</sup> 世界银行在其 2007 年 5 月的《中国经济季度报告》中国预测，包括遗漏和误差在内的资本项目余额为-200 亿美元。

表 10: 中国国际收支平衡: 1991-2006, 单位(10 亿美元)

年	经常项目	资本项目	误差遗漏	储备变动	年	经常项目	资本项目	误差遗漏	储备变动
1991	13.3	8.0	-6.7	-14.6	1999	21.1	5.2	-17.8	-8.5
1992	6.4	-0.3	-8.3	2.1	2000	20.5	1.9	-11.9	-10.5
1993	-11.9	23.5	-9.8	-1.8	2001	17.4	34.8	-4.9	-47.3
1994	7.7	32.6	-9.8	-30.5	2002	35.4	32.3	7.8	-75.5
1995	1.6	38.7	-17.8	-22.5	2003	45.9	52.7	18.4	-117.0
1996	7.2	40.0	-15.6	-31.6	2004	68.7	110.7	27.0	-206.4
1997	37.0	21.0	-22.3	-35.7	2005	160.8	63.0	-16.8	-207.0
1998	31.5	-6.3	-18.7	-6.4	2006	249.9	10.0	-12.9	-247.0

数据来源: 中国国家外汇管理局网站

## 第二、外汇储备总量与来源结构的变化将引起中国流动性过剩的规模与结构恶化。

2007 年第一季度外汇储备增加额高达 1357 亿美元, 全年预计外汇储备增加额高达 3100 亿美元, 分别达到历史最高点。大量的外汇储备增加将导致 2007 年货币供给的增加, 加剧流动性过剩问题。但在外汇储备增加对流动性总量冲击的同时, 也会对外汇储备增加对流动性结构产生冲击。因为外汇储备的增加来源于创汇部门。通过结汇制度, 外汇储备增加将直接货币大规模投向那些创汇部门, 使这些部门流动性过剩的问题加剧, 从而加大流动性在外向型部门和内向型部门之间分配的不平衡。而随后进行的中央银行冲销政策将进一步加剧这种流动性不合理的分布结构。因为通过发行央行票据等冲销手段在本质上是总量性的, 对基础货币供给起到一个紧缩性的作用, 但紧缩的落脚点却只在那些通过银行系统获得流动性的内向型部门, 从而出现创汇部门流动性过剩问题加剧, 而非创汇部门在中央银行冲销和其他流动性总量管制中出现流动性不足。同时, 由于 2006- 2007 年大量外汇储备的形成来源于非贸易、非 FDI 项下, 这部分资金具有强烈的投机性, 会直接导致推动资本市场和房地产市场流动性过剩问题, 使金融层面的流动性与实体经济层面的流动性分布不均衡的状况加剧。根据对现有 5000 家工业企业以及所有上市公司的微观流动性分析, 近期宏观流动性的偏高并没有引起企业微观流动性出现本质性的差别。大量的流动性在资本市场和房地产市场上囤积。这将加剧金融层面的不确定性。流动性在总量和结构上的变化将进一步加剧中国货币政策实施的难度。

## 第三、人民币升值预期的进一步提高与投机性套利条件的变化, 将进一步增加投机资本流动的波动性。

自 2006 年以来, 人民币名义汇率出现加速升值的动向, 但是, 由于中国贸易顺差的大幅度提升、美元的连续疲软以及中国与世界各国的通货膨胀之差的变动, 2007 年人民币名义有效汇率和实际有效汇率反而出现了贬值的现象。实际

汇率的调整路径将不利于中国贸易顺差和国际收支的调整，在内部经济不协调和外部国际压力下，人民币名义汇率加速升值的预期日益高涨，美元与人民币之间的套利条件进一步放松，使国际游资通过各种途径进入中国市场的动力进一步加强。

但是，在人民币升值预期提高的同时，投机套利的其他条件正在发生变化：一是中国与世界其他国家的利差可能进一步扩大；二是中国资产的短期投机收益率与周边市场的收益率之差正在缩小。三是各国通货膨胀状况依然不明确。四是 QDII 以及其他疏导资本流出的策略是否能够发挥实质性的作用，还不明确。因此，在国际资本进一步进入中国市场的趋势下，其不确定波动性可能进一步加剧。

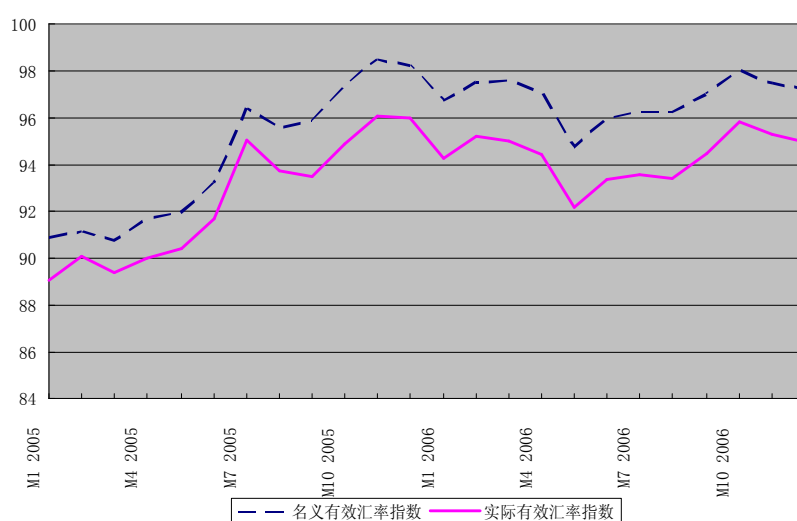


图 20、近期人民币名义有效汇率与实际有效汇率

#### 第四、货币供给总量在各种外生冲击的影响下，出现结构性调整，存款短期化和居民存款增幅的下降强化了升息的压力。

近期我国货币供给在总量大幅度提升的同时，出现了以下结构性的调整：1) 外汇占款对基础货币增加的贡献大幅度上升，传统的货币资金投放渠道大幅度下降；2) M2 和 M1 月度环比波动幅度下降，而 M0 的月度波动幅度大幅度上升；3) 居民户存款增速减缓的同时，出现存款活期化趋势。第一季度末，居民户人民币存款同比增长 12.9%，增速同比降低 5.7 个百分点，同比少增加 837 亿元，居民户活期存款同比增加 2065 亿元，定期存款同比少增加 2901 亿元。而 4、5 月大部分省市的居民储蓄存款出现了负增长现象。4) 企业存款活期化的同时，出现较大幅度的增长。第一季度企业存款余额 13 万亿元，比年初增加 3815 亿元，同比多增 1109 亿元，其中活期存款同比多增 819 亿元，定期存款同比多增长 290 亿元。



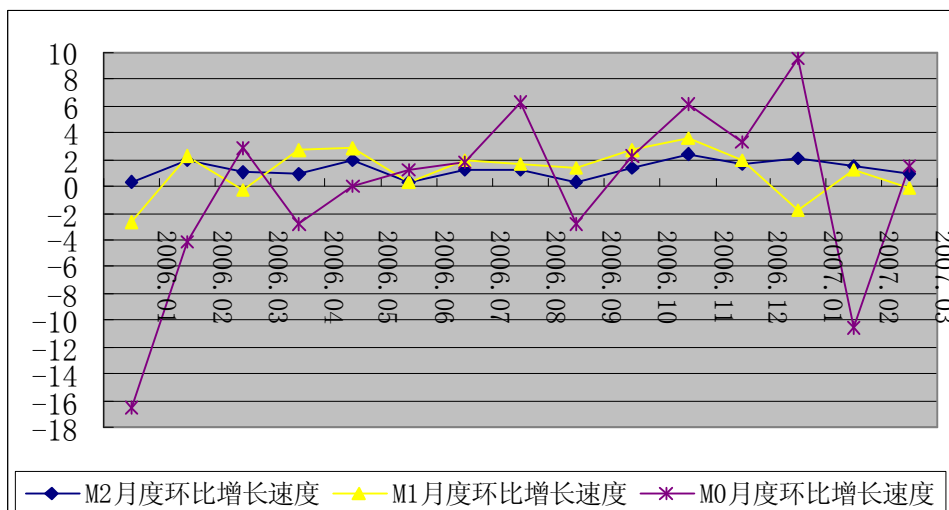


图 21、中国货币供应与波动

导致这些结构性变化的核心力量有两个方面：1) 中国外汇储备激增，大幅度挤压了中央银行以及货币市场的空间，中央银行和货币市场难以在短期消化外生货币的增长，M0 与 M2 增长速度与的差异收窄进一步表明中国货币的流动性冲击提高；2) 来自资本市场以及房地产市场的冲击，使居民的理财观念以及资产结构出现调整。因此，2007 年的货币政策在关注流动性总量过剩的同时，应当通过各种途径稳定货币供应的结构，防止货币供给短期化带来的负面作用。

### 第五、股票市场将进一步高位大幅振荡，宏观经济政策不宜对之进行过度关注。

与 2006 年股市单边直线上扬不同，2007 年股票市场出现高位大幅度振荡。1-6 月，上证指数最高达到 4400 多点，比年初上涨 60% 多，中国股票市值达到 18 万亿元，但是波动幅度加剧，上证指数连续出现 10-20% 的振荡。可以预计的是，2007 年下半年这种中期向好的高位大幅震荡将进一步持续。其理由在于：

第一、存在中期向好的多种推动力量。这些力量主要体现在：一是国民经济将进一步快速发展，上市公司经营业绩进一步好转为股市提供了实体经济的信心支撑。2007 年第一季度上市公司平均每股收益 0.099 元，净资产收益率 3.32%，分别比去年同期增长 77% 和 1.93 个百分点。二是存贷款的短期化以及居民储蓄的分流为股市提供了基本的资金支持。三是人民币升值的预期进一步提高将为股票估值的提升提供国际背景。四是股权分置改革将全面完成，为市场进一步发展提供了更完备的制度形支持。

第二、存在大量短期调整的力量。这些力量主要体现在：一是政府可能连续出台各种小幅紧缩政策——如小幅提高利率、减少或取消利息税、进一步提高存款准备金率、发行新金融产品或股市扩容等；二是股指期货有望在下半年出台，做空的概念持续存在；三是国际游资的走向具有不确定性；四是过高的市盈率意味着局部调整的必然性。

但是，应当明确的是，虽然股票市场的高位震荡将进一步持续，但宏观经济政策不宜进行过度关注，股市变化不宜成为货币政策的核心，其原因在于：1) 中国资本市场的发展阶段决定了股市波动的合理性。在市场结构、市场主体以及制度建设不合理的阶段，股票价格的波动具有合理性。例如今年 5 月中国股市整体波动幅度为 7%，很多国家的股票市场波动幅度都超过了该值，例如韩国综合



指数(10.3%)，印度指数(14%)。2) 股市分流居民储蓄不仅不会影响中国正常的资金配置，反而有助于中国居民金融资产进行多样化调整。与股市分流的居民储蓄存款规模来看(5000 亿元左右)，它还不足中国资金来源的 2%。第 3) 股票市场的总市值以及流通市场虽然大幅度提高，但是由于股票市场对实体经济的传递渠道不畅，对中国宏观经济的直接影响并不大。中国股票市场市值占 GDP 的比重接近 90%，流动市值占比却只是接近 30%。股票市场按照 15% 的涨幅波动，所涉及的实际虚拟财富波动规模接近 1 万亿元。但实证计量研究表明，中国股票市场的价格波动一是无法通过财富效应对居民的消费产生影响；二是无法通过托宾 Q 效应对企业投资产生影响<sup>8</sup>。中国的股票市场与实体经济还处于“两张皮”的阶段，缺少有效、正常的互动机制。因此，从有利于整体宏观经济运行的角度，我们不宜于过度关注股票市场而出台相关宏观经济政策，以对实体经济带来大量不必要的冲击。

**第六、流动性过剩问题依然严重，但流动性对宏观经济的影响具有多面性，这决定了我们必须采取“疏堵”结合、“长短”配合的治理模式。**

2007 年外汇储备的激增直接导致基础货币投放的扩大，与此同时由于中央银行进行减少流动性的货币政策工具操作空间越来越小，投资效益的提高推动银行信贷的增加，中国宏观流动性将出现高位增加的局面。预计全年 M2 增速将达到 17%，而 M1 增速达到 18.1%。虽然扣除物价因素，实际流动性依然在高位运行。

流动性过剩成为中国宏观经济关注的核心。但是，很多研究夸大了流动性过剩的程度，只看到流动性过剩产生的负面冲击，使很多分析家和政策决策者把许多宏观经济问题都归结到宏观流动性过剩之上，限制“流动性过剩”成为解决问题的托辞。但事实上，流动性过剩只是中国经济结构性问题的一个表现，它不仅是外部不均衡的产物，也是内部金融资源配置结构不合理以及市场结构畸形发展的产物，同时也是中国货币需求结构和资产结构调整以及金融深化的产物。因此，流动性过剩一方面反映了宏观经济的问题，同时也蕴含了纠正问题的契机。例如，金融体系的无效率导致储蓄难以正常转化为投资，在外汇储备增加额能够被央行冲销的环境情况下，金融体系的非效率难以进行结构性的改革。当外汇储备积累到一定程度，效率低下的金融市场无法承受流动性冲击的时候，多余的流动性在寻找自我存在的空间的同时为金融市场的发展和市场结构的调整提供了契机。同时，流动性过剩也为进一步进行收入结构和产业结构的调整提供金融资源，国家可以通过发行各种特别国债、建立产业基金以及债券市场和股票市场的再融资、“扩容”等途径分流过剩的资金，为加快转移支付力度，鼓励资金流向农业以及其他需要大力发展的新产业提供条件。

流动性过剩并不是悬挂在中国宏观经济之上的达摩克利斯之剑，而是挑战与机遇共存的双刃剑！

## 政策建议

一、基于中国实际 GDP 小幅偏离潜在 GDP，较低的产出缺口及其波动幅度并不构成实质性的通货膨胀压力，投资速度增长速度适宜，核心 CPI 不高以及消

---

<sup>8</sup> 具体计量分析可以参考分报告《拓展再融资渠道解决宏观流动性过剩与微观流动性约束并存的困境》。

费增长启动有力等因素，2007年中国实体经济依然在快速、健康的轨道中运行，较高的GDP、投资和CPI增速并不构成全面紧缩的理由，宏观经济政策在总体上应当继续采取中性定位、差别操作、组合实施的策略，具体表现为：

1、突破“投资速度恐慌”，在进一步规范市场准入、严格行业标准、实施环保与节能指标的基础上，保持20-26%投资增速，将投资宏观调控的关注点从总量增速上转移到投资结构和质量之上。

2、进一步夯实消费增长的成果，通过社保体系的加速建设、支农政策的进一步推行、财政转移支付力度的提高以及初次分配体系的调整等手段，进一步推动居民收入的增长和补偿性消费的提高。

3、鉴于通胀压力主要来源于食品价格，核心CPI较低，来自实体经济的总体通货膨胀压力较弱，宏观经济政策应当采取财政补贴、农产品价格稳定机制的建设等措施进行分类治理，而不宜采取紧缩性的货币政策，以避免对实体经济不必要的冲击。

4、在继续实施减少出口退税、增加出口关税等出口限制措施的基础上，加强进口促进政策的出台。

**二、突破“流动性过剩恐慌”、消除“流动性问题泛化”倾向，理性处理结构性失衡与流动性过剩之间的关系，采取疏堵结合、结构性调整政策与金融政策结合、长期工具与短期工具结合等组合措施，在减缓流动性过剩带来的金融不确定性压力的基础上，积极引导过剩的流动性服务于金融市场的发展与整体结构性调整，具体体现为：**

1、加强对流动性过剩问题的研究和宣传，避免社会各界简单地将流动性过剩等同于为洪水猛兽，人为制造情绪性骚动和管理恐慌，以妨碍正常经济预期的形成。流动性过剩问题是一把双刃剑，它对经济的影响具有多面性。同时，应当强化管理者有关流动性的现代理论素养，避免在工作中将任何问题轻率地归结为流动性过剩，形成“流动性问题泛化”的倾向。

2、充分认识到流动性过剩形成的结构性失衡根源是一个长期性、世界性问题，其解决之道不在于简单的短期货币政策操作，而在于世界经济与和本国经济结构性调整，因此，处理流动性过剩问题必须坚持长期工具与短期工具结合的“渐进原则”、实体经济调整与虚拟经济调整相结合的“结构性调整原则”。

第一、鉴于治理流动性过剩的传统货币政策工具（提高准备金率、提高利率和央行冲销）的操作空间越来越有限，其负面效应越来越严重，应当适度减少这些短期工具的使用频率和操作力度。减缓流动过剩问题的政策重心应当向中长期政策工具转移。

第二、2007年短期货币工具应当视通货膨胀水平进行小幅加息和减免利息税，以摆脱负利率的困境，为金融资源配置的良性循环创造相对稳定的环境，落实中性货币政策的利率和信贷要求。

第三、中长期应当采取发行各种国债（包括金融性特别国债、农业特别国债以及其他类型国债），部分替代央行票据，在冲销外汇储备占款的同时，将多余流动性向农村、消费以及社会保障等流动性不足的领域分流；鼓励企业债券和其他金融产品的发行，利用流动性充裕的形势进行金融结构的调整；推进资本市场扩容，分散资本市场的风险；大力构建一系列产业基金，引导流动性向一些朝阳产业流动，推动产业结构调整。

3、在利用QDII和对外直接投资等措施疏导国际流动性的基础上，重点进行

截堵国际流动性特别是投机性资本的进入，减少国际收支中非贸易、非 FDI 项下的外汇结余过多的局面。

**三、把握经济效益不断提升的大好时机，积极出台结构性调整政策，为从根本上解决实际经济面临的结构性问题和虚拟经济面临的流动性问题进行长期谋划。**

1、通过规范企业分红机制、加速国有企业经营预算账户体系的建设、出台税收政策鼓励企业分红派息、引导财政支出向转移支付倾斜、减少政府投资性支出的比重、发行特别国债，加速社会保障体系建设等措施，改变中国收入分配的格局，减少企业储蓄和政府储蓄的比重，提升居民户的收入在 GDP 的收入比重，为改变储蓄-投资-净出口结构奠定基础。

2、通过能源价格体制的改革、完善资源税收体系、进一步建立和落实环保标准、调整国家产业引资政策等措施，积极引导产业结构的调整。

3、以投资管理政策为核心，保证投资增长速度的缓慢调整，以实现我国潜在 GDP 与实际 GDP 之间相对一致的增长速度，出现小幅交替领先的局面，引导宏观经济在“反向软着陆”的基础上实现外部不平衡与内部结构性的调整。

**四、在规范投资行为模式、进一步推进资本市场制度建设的基础上，积极推动股票市场再融资、扩容和金融市场结构性调整，以减少宏观经济虚拟层面的不确定性。政府在适度控制投机资本大规模进入资本市场的基础上，不宜过度关注资本市场或甚至将其作为宏观调控的核心之一。**

1、监管机构虽然应当进一步控制银行信贷资金违规进入股票市场，但资本价格不宜成为货币政策调整的参考点。货币当局应当在坚持中性货币政策的同时，鼓励金融机构更多开发诸如协议存款等新产品，以“绑定”流动性。

2、应当参考本国与世界的利差和通货膨胀之差，加速人民币名义汇率的升值，摆脱目前实际有效汇率不断贬值的困境，隔绝国际游资套利的正常渠道，减少外部资金对中国资本市场的冲击。