总报告：

宏观经济分析与预测：2007-2008

——财富结构快速调整中的中国宏观经济

刘元春　阎　衍　朱　戎

内容摘要:

2007年中国宏观经济延续了2006年的强劲扩展趋势，在总需求与总供给同步提升过程中，实际GDP与潜在GDP的正向产出缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步加强，但由于技术进步与资源配置效率的提升大幅度缓和了成本提升和需求加速的冲击，来自产出缺口的通货膨胀压力依然在可控区间，中国宏观经济依然在总供给与总需求基本平衡的健康轨迹之上运行。在适当政策的控制下，中国未来的经济增长依然具有高位运行的实体基础和供给空间。

依据中国人民大学“中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型”，预计中国2007年全年GDP增长达到11.44%，投资增长速度为25.6%，社会消费增长16.2%，出口增长25.6%，进口增长21%，贸易顺差达到2598亿美元，狭义货币供应达到20.7%，M2增长17.4%， CPI达到4.5%。2008年经济将在2007年基础上小幅回落，GDP增长速度将达到10.5%。

基于分析和预测，报告指出以下结论和政策建议:

1)基于实际2007年GDP与潜在GDP的正向产出缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步扩大，但由于产出缺口和其带来的通货膨胀压力依然没有超过可控范围，宏观经济在总体上应当继续采取中性定位、偏紧操作、组合实施的策略，以实现中国经济在高速增长中进行自我均衡化的结构调整。

2）正确认识在金融深化与金融结构转型的时期中货币政策传导机制的变化，改变以往“货币政策为主、财政政策为辅”的调控模式，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策，为消除经济过热压力、延缓本轮经济周期的繁荣形态创造条件。

3）充分重视财富结构快速调整的宏观意义，理清由此导致的中国宏观经济微观基础革命所蕴含的发展契机和整体风险，在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中，通过各种方法来隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制，以缓和财富效应对中国宏观经济的负面冲击。

4）必须充分认识到相对价格调整是中国经济结构转化的重要杠杆，有步骤地进行要素价格改革和本币升值是中国中期调控的必然选择。因此，需要对不同要素价格形成机制改革的次序、力度以及规模进行近期统筹安排，同时，根据货币政策以及世界形势的需要加大汇率调整的力度。

关键词：宏观经济分析与预测；财富结构

2007 年中国宏观经济延续了 2006 年的强劲扩展趋势，在固定资产投资与国际贸易顺差持续扩展的推动下，2007 年 GDP 增长速度继续攀高，达到本轮经济周期的最高点。虽然实际 GDP 与潜在 GDP 之间的正向缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步加强，但由于技术进步与资源配置效率的提升大幅度缓和了成本提升和需求加速的冲击，来自产出缺口的通货膨胀压力依然在的可控区间，中国实体经济依然在总需求与总供给基本均衡的健康轨道上运行。

与本经济周期其他年份不同的是，2007 年宏观经济季度波动规律发生一系列重大变化：上半年政府采取的各项紧缩措施并没有收到明显的紧缩效应；GDP 在上半年逐季加速的基础上没有出现明显回落；CPI 在食品类价格和居住类价格的支撑下持续走高；“双顺差”的进一步扩大使外部不平衡问题进一步突出；外汇储备的大幅度增加进一步加剧了货币政策与汇率政策的冲突；货币政策组合式的紧缩调控效果并不明显，流动性总量过剩与结构性不足相并存的问题依然严重；在流动性过剩与金融进一步深化的双重作用下，中国的财富结构开始进行快速的调整，并推动了财富总量进一步的加速增长，使资产的财富效应已经显现，中国传统的宏观经济政策传导机制和资产价格形成机制开始改变，金融资产与不动产的价格自我强化机制初见端倪。中国宏观经济在金融层面与实体层面进一步分离的进程中不仅获得了进一步发展的动力，也出现了全新的动荡因素。

2008 年，中国宏观经济管理应该改变“货币政策为主、财政政策为辅”的调控模式，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策；在缓和外部不平衡的基础上，积极调整内部经济结构，使 2008 年实际 GDP 增长速度向潜在 GDP 增长速度进行缓慢回归，在消除经济过热压力的同时，延缓本轮经济周期的繁荣形态；在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中，隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制，以缓和财富效应对中国宏观经济的冲击。

本报告基于上述判断，设定相应外生参数[1]，依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，分年度预测 2007-2008 年间中国宏观经济运行的基本形势，得到以下预测结果：预计中国 2007 年全年 GDP 增长达到 11.44%，投资增长速度为 25.6%，社会消费增长 16.2%，出口增长 25.6%，进口增长 21%，贸易顺差达到 2598 亿美元，狭义货币供应达到 20.7%，M2 增长 17.4%， CPI

[1]其中，2008 年预测的主要宏观经济政策假设包括：（1）2008 年中央财政预算赤字为 1950 亿元；（2）2008 人民币与美元的平均兑换率为 7.00:1。

达到 4.5%。2008 年经济将在 2007 年基础上小幅回落，GDP 增长速度达到 10.5%。其主要预测结果如表 1 所示：

表 1　2007 年与 2008 年中国宏观经济指标预测

预测指标		2007年	2008年
1、国内生产总值（GDP）增长率（%）		11.44	10.50
其中：第一产业增加值		4.7	5.0
第二产业增加值		13.4	11.8
第三产业增加值		11.0	10.4
2、全社会固定资产投资	总额（亿元）	138158	171454
	增值率（%）	25.6	24.1
全社会消费品零售	总额（亿元）	88788	103971
	增值率（%）	16.2	17.1
3、出口	总额（亿美元）	12174	15095
	增值率（%）	25.6	23
进口	总额（亿美元）	9576	11606
	增值率（%）	21.0	21.2
4、狭义货币供应（M1）增长率（%）		20.7	18.5
广义货币供应（M2）增长率（%）		17.4	16.8
5、居民消费价格指数（CPI）上涨率（%）		4.5	3.7
GDP平减指数上涨率（%）		3.2	2.9

预测日期：2007 年 11 月

结合上述预测，我们对 2007 年宏观经济分析如下：

一、GDP 增长持续走高，在总需求与总供给同步提升过程中，实际 GDP 与潜在 GDP 的正向产出缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步扩大，但由于产出缺口没有超过 3%，导致的通货膨胀压力没有超过 1.5%，中国宏观经济依然在总供给与总需求基本平衡的健康轨迹之上运行，在适当政策的控制下，中国经济增长依然具有高位运行的实体基础和供给空间。 同时，中国经济经济结构在高速增长中的自我均衡化调整以及其他因素需要中国经济高速增长，2008 年宏观经济高速增长态势仍将延续。

表 2　2006-2007 年中国 GDP 增长速度季度数据

	2006 第 1 季度	2006 第 2 季度	2006 第 3 季度	2006 第 4 季度	2006 全年	2007 第 1 季度	2007 2 季度	2007 3 季度	2007 全年	2008 全年预测
GDP	10.3	11.3	10.7	9.62	10.7	11.1	11.9	11.5	11.44	10.5
第一产业	4.6	5.1	4.9	5.8	5.0	4.4	3.8	4.5	4.7	5.0
第二产业	12.5	13.2	13.0	12.9	12.5	13.2	13.8	13.4	13.4	11.8
第三产业	8.9	9.4	9.5	9.4	10.3	9.9	11.3	11.6	11.0	10.4

从表 2，我们可以看到，中国宏观经济在 2007 年虽然延续了 2006 年增长的持续势头，但其季度波动规律却发生了明显变化。第一、2007 年本轮经济周期中以往年份的低速度起步的格局，全年经济增长的起点很高，从 2006 年第四季度不足 10%的增长速度上升到第一季度的 11.1%增长速度；第二、2007 年全年的季度波幅减少，后半年经济回落不明显，全年经济增长基本保持了高位运行的趋势，改变以往“二季度扩展、6 月紧缩、下半年回落”的季度波动规律，全年各季度增长都超过 11%。这说明从 2006 年下半年以来的各种宏观经济政策的紧缩效果并不明显。

从图 1 我们可以清楚地看到本轮经济周期各年产出缺口的变化及其趋势。2007 年实际 GDP 与潜在 GDP 的正向缺口进一步扩大，从 2006 年的 1.37%增加到 2007 的 2.36%，增加幅度虽然接近 1 个百分点，依然处于 3%的可控区间。在全球菲利普斯曲线与中国菲利普斯曲线同时扁平化的宏观环境中，来自实体经济的需求压力所导致的通货膨胀压力低于 1.5 %[2]。这说明，虽然总体经济过热的压力

[2] 1994 年产出缺口为 6.78%，达到近 30 年的历史最高点，进而推动中国通货膨胀达到 24.1%。根据对近 10 年来中国菲利普斯（参见分报告 1 的附录 2）的估计，2007 年 2.36%的产出缺口产生的通货膨胀压力只有 1.24%。需要说明的是，当前菲利普斯曲线的扁平化是技术发展以及市场竞争完善的结果。

已经出现，但中国宏观经济依然在总供给与总需求基本平衡的区间健康运行，11%左右的经济增长速度具有合理性，未来中国宏观经济在 2-3 年内保持 10-11%的较高速度增长并不会存在全面过热的风险。中国经济依然存在保持高速健康运行的实体基础和供给空间。

做出这种判断的原因在于以下几个方面：

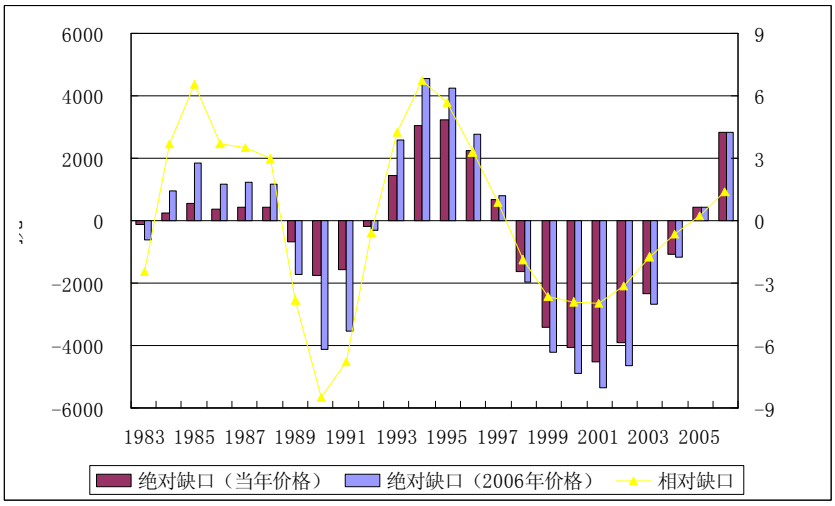


图 1　国民收入绝对缺口与相对缺口

第一、与消费拉动型的经济增长模式不同的是，投资驱动型的经济增长模式在本质上是一个资本不断深化的过程。上一时期的投资会在下几个生产时期转变为生产资本，进而扩展生产可能前沿面、潜在 GDP 和总供给。因此，当以投资为核心的总需求急速扩张时，总供给也在随后的几个生产时期快速增长，且存在滞后的累积效应。这将导致总需求与总供给前后同步上前移动，缓和下一生产时期总需求扩张带来的宏观冲击，从而降低下几个生产时期实际 GDP 与潜在 GDP 的产出缺口的扩大速度，减弱通货膨胀对国民收入缺口即期反应的敏感性[3]。

在本经济周期，中国经济增长的投资主导型的特点更为突出。同时，技术水平不断提高，全要素生产率大幅度提升[4]。这些因素使生产可能前沿面大幅扩张，宏观经济在总需求与总供给同步快速增长的进程中出现“高增长、低通胀”的景气局面。虽然 2007 年中国产出缺口较 2006 年进一步扩大，但由于上述潜在 GDP 增长的累积滞后效应，2008 年潜在 GDP 的增长幅度将较实际 GDP 的增长幅度

[3] 具体理论与计量分析，参见分报告“中国经济增长的速度、结构与效益”的第一部分。

[4] 有关中国全要素生产率近 10 年的变化，可以参略“中国人民大学宏观经济预测与分析（2007 年中期）”的第 1 份报告“中国经济增长速度的性质分析”。

要快，从而缩小产出缺口，在消除过热压力的基础上实现经济的较高速度增长。根据计量测算，如果 2008 年经济增长速度在 10.5%-11 %区间，产出缺口将在 2%-2.2%之间，较 2007 年的 2.36%有轻微回落。这也为中国宏观管理提供了一个全新的理念，即消除中国经济过热压力的途径有两大类，一类是传统的以相对削减总需求为核心的“正向软着陆”；二是以提高总供给为核心的“反向软着陆”[5]。以投资驱动和全要素生产率不断提高为特点的本轮中国经济增长模式决定了我们应当采用“反向软着陆”方法来缓解目前过热的压力。如果从季度数据的计量结果可以进一步证明上述的判断，与 2006 年季度波动相比，2007 年季度产出缺口有一个明显回落的过程。

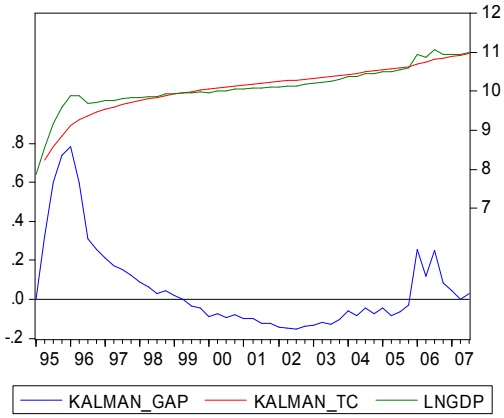


图 2　卡尔曼滤波法获得的潜在产出及产出缺口

第二、从图 3 所示的周期相位来看，中国宏观经济直到 2003 年才走出中国经济萧条的困境，在 2004 年进入均衡运转的轨迹。因此，总供给略大于总需求的时期刚经历 3 年，且每年增长的幅度没有超过 1 个百分点，所导致的形成得核心通货膨胀的压力不足 0.5 个百分点。所以，中国目前的经济还没有到本经济周期的最高点，全面经济过热问题并没有凸现。同时，应当注意的是，中国经济在近 10 年内顺应了整个世界经济大潮流，在技术革命和全球化的作用下，出现大缓和（great moderation），使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。因此，延续目前 11%左右的经济增长态势在周期相位来看在未来 2 年中是具有上升空间的。

[5] “反向软着陆”的阐述可以参考本期报告的分报告“中国宏观经济形势与政策：2007-2008”以及“中国人民大学宏观经济预测与分析（2006-2007）”。

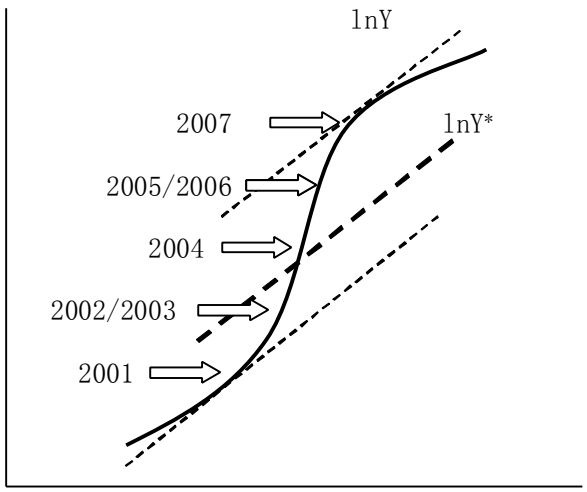


图 3　经济扩张过程与经济周期相位

第三、从我们其他深度分析研究可以表明[6]，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。同时，增长的三架马车——消费、投资以及出口的增长基础依然十分坚实，没有出现增长幅度明显回落的迹象。

第四、从中国宏观经济近 10 年来增长速度与结构之间的关系来看，要解决中国经济长期面临的产业联动性增长缺乏等结构性问题，采取高速度增长的策略是必须的。从图 4 和表 3 我们可以看到，改革开放以来，中国经济增长的速度与结构的关系在总体上呈现一种冲突的状态，即在高速增长的同时，各产业部门的离散系数也随之大幅度增加（相关系数为 0.5174）。这也就是说，中国高速增长往往是以部门间非平衡增长为基础，例如第二产业的超高速发展，城市经济的超高速增长以及外向型经济的超高速发展。

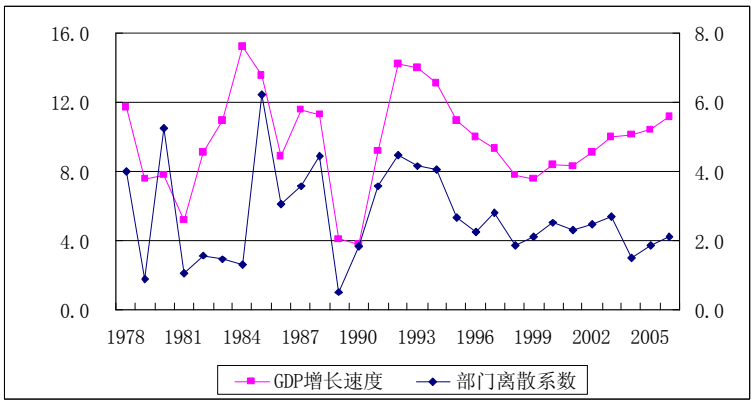


图 4　中国经济增长速度及其部门离散系数的时间途径

[6] 具体论述可以参阅“中国宏观经济预测与分析：2007 年中期”得主报告、第一和第二个分报告。

外向型经济的超高速发展。虽然这种不平衡的发展具有必然性和合理性，但长期累积的结果就是我们常常面临的结构性问题——产业之间的差距越来越大，缺乏产业协同联动增长，高速增长中瓶颈产业时时出现，城乡差距越来越大，非贸易品部门相对萎缩。

表 3　中国经济增长速度与其部门离散系数相关性：ρ(x，y)

x \ y	时期	g		
		i = -1	i = 0	i = 1
X	1978-2006	0.2810	0.5174	-0.0149
	1978-1999	0.2864	0.5482	-0.0101
	2000-2006	-0.4687	-0.4621	-0.4496

因此，在很多人看来，中国结构性问题是高速增长的产物。但是，如果我们以 1999 年最为分界线，我们将会发现，传统的速度与结构之间的关系在本轮经济周期的高速经济增长冲击下发生了巨大的变化。在 1978-1999 年期间，增长速度与部门离散系数出现高度的正相关关系，相关系数为 0.5482，而 2000-2006 年期间，中国经济增长速度与部门离散系数却呈现出较高的负相关关系，相关系数为-0.4621。这也就是说，自 2000 年以来，在高速经济增长过程中，中国部门间的均衡速度的差异在逐步降低，产业部门间的联动性和均衡性开始显现。这解释了本轮经济高涨时期产业瓶颈问题大幅度缓和的原因。中国经济增长速度与部门离散系数之所以出现这种质的变化，其原因有以下几个：一是在全球化驱动下，中国产业一体化程度大幅度提升；第二、高增长速度带来的产业收益和投资收益使大量瓶颈性产业继续加速性投资，各行业在利润驱动下，投资增长速度的差异系数（方差）大幅度缩小（参见图 5）；第三、中国主导产业在经过持续 20 多年的增长之后，其外溢效应开始在新世纪显示出来，低增长产业面临的各种约束得到大幅度放松；第四、本轮高速增长提供的高企业利润、高居民收入和高财政收入为解决结构性调整中面临的利益冲突提供了基础。第五、高速度产生的规模效应以及技术深化效应为缓解结构性调整带来的价格冲击提供了基础，使结构性调整中核心环节相对价格调整不会带来总体性的通货膨胀。

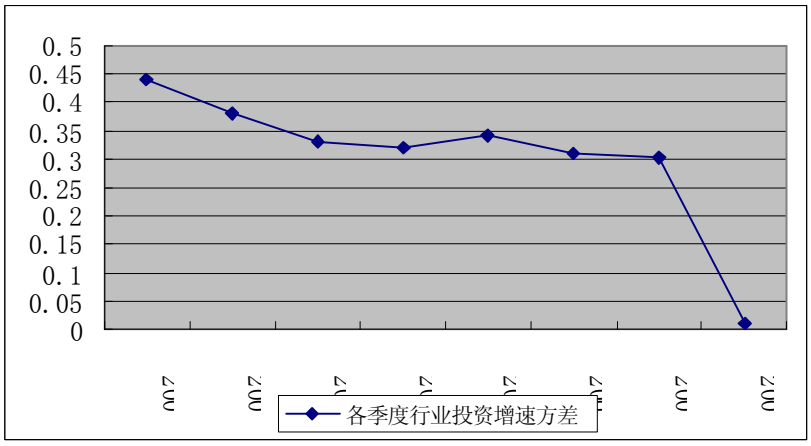


图 5　各行业季度投资增速方差

另外，我们还看到在高增长-高投资的过程中，投资的区域结构也出现优化的趋势。在本轮经济周期中，高速度改变了以往中国东部偏向型的经济增长，中部在 GDP 中的比重提高了近 3 个百分点。同时，投资也出现了中部崛起的现象，投资比重持续呈现出“东部地区比重下降、中部地区比重上升、西部地区比重基本不变”的特点。环渤海经济圈、中原经济圈、成渝经济圈以及闽东南经济圈正在成为投资增长和经济增长的热点区域，使我国经济增长的区域格局逐步呈现长三角、珠三角、环渤海、中原、成渝、闽东南经济圈多极参与拉动的特点。高经济增长不仅没有带来更大的区域差异，而是在区域渗透与区域协同的作用下出现了增长趋同的良性、互动现象。

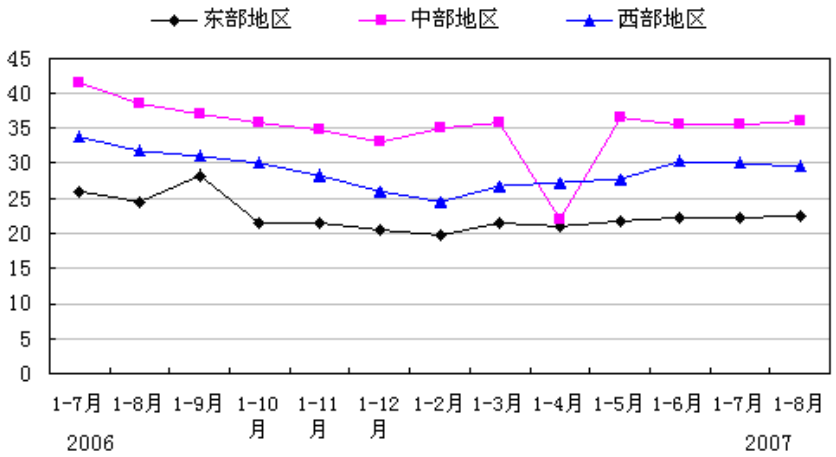


图 6　分地区固定资产投资完成额月度累计同比增长率（%）

正是基于上述这些原因，我们可以得出这样的结论：（1）中国结构性问题并不与高增长存在必然的冲突，未来的结构性调整必须以高增长为基础，经济增长的放缓和停滞不仅无法解决结构性问题，反而会在激化各种利益矛盾中使结构性问题更加恶化；（2）在中国经济增长与经济结构的内在机理发生质变的新环境中，维持较高的增长速度是解决结构性问题的关键所在。

第五、中国就业的压力要求中国维持较高的经济增长。从图 7 可以看到，中国总体经济增长-就业弹性在 1999 年以来进一步的工业化的作用下一直处于下滑趋势，单位 GDP 增长所吸纳的就业数量降低了 60%多，到 2007 年中国总体经济增长-就业弹性仅为 0.053。这意味着，在维持目前的城镇失业率不超过 4.5%的前提下要解决每年约 0.97%的经济人口增长率，每年的经济增长速度应当不低于 9.5%。

第六、中国进一步改革，特别是要素市场化改革需要中国经济维持较高的经济增长。这主要体现在：1）要素市场改革直接涉及大量的要素所有者的利益，是冲突最为激励，改革难度最大的改革，因此这些改革需要大量的再分配协调机制，高经济增长速度可以提供协调冲突的财政和利润空间；2）具体到劳动力市场改革，没有企业高生产效率和高利润作为缓冲，工资形成机制的规范化将直接带来成本推动型的通货膨胀和劳资之间的激励冲突。

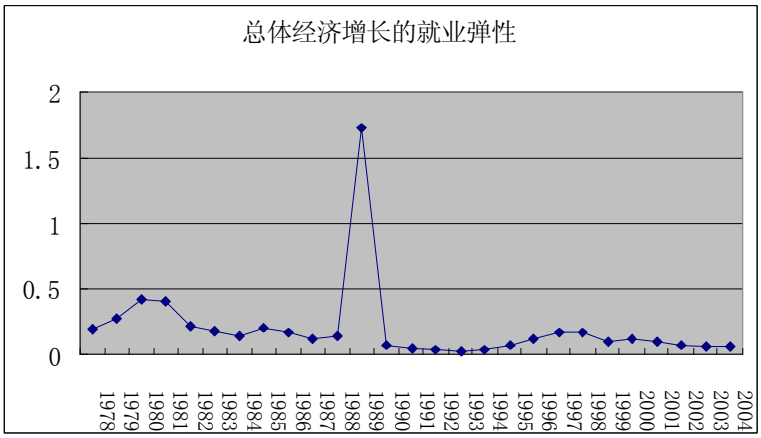


图 7　中国总体经济增长的就业弹性

因此，从上面分析可以看到，2007 年快速健康的经济增长虽然在 2008 年有小幅波动，但其高位增长的态势仍将维持，经济过热压力将在潜在 GDP 增长的作用下得到自然缓解，中国经济依然没有采取全面紧缩的理由。中国宏观经济不仅需要而且具有维持高速经济增长的基础。

二、2007 年固定资产投资改变了传统的“上半年提速，下半年紧缩”的季度波动模式，各季度名义增幅平缓，实际增幅逐季轻幅降低，全年实际增速出现回落。固定投资增速处于合意区间，2008 年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。

表 4　2006-2007 固定资产投资同比名义与实际增长速度(%)

	2006 年				2007 年			
	1-3 月	1-6 月	1-9 月	全年	1-3 月	1-6 月	1-9 月	全年
名义增速	29.8	31.3	28.2	24.0	25.3	25.9	25.7	25.6%
实际增速	27.3	29.5	26.7	22.5%	22.6	22.7	21.6	21.1%

从表 4 我们可以看到，2007 年全年固定资产投资名义增长速度达到 25.4%，比 2006 年名义增幅高出 1.4 个百分点。但是，剔出价格因素，2007 年的实际增长速度仅为 21.1%，比 2006 年低 1.4%个百分点。因此，2007 年固定投资增速出现了“名提实降”的局面。如果从季度波动状况来看，2007 年固定资产投资并没有出现以往“上半年提速，下半年紧缩”的波动模式，名义增长速度基本维持在 25-25%区间，实际增长出现逐季轻微波动的格局。导致这种格局的核心原因在于，各种投资紧缩性政策的高频率的使用改变了投资者的预期和相应的适应性行为模式。从 2006 年以来，政府对于控制投资的紧缩性政策改变以往“6 月启动”的模式，采取了全年频繁启动的策略。这种改变导致了投资者不必利用上半年放大投资的做法来规避政府管制。

从增长速度和总量规模来看，2007 年固定投资处于较为合意的区间，维持目前的固定投资增长速度对于中国经济在结构调整中维持高速经济增长是必需的，其核心原因在于：

第一、固定资产增长速度虽然依然高于消费增长速度，但是消费与投资的实际增长速度缺口进一步收窄，开始进入比较合意的区间。从图 8 我们可以看到，我国投资与消费的实际增长速度在 2001 年-2002 年分别为 3.2 个百分点和 4.1 个百分点，导致的直接结构是整体经济处于萧条状态，到 2003 年出现大幅度上升，达到 17 个百分点的最高点。但后来一直处于下降区间，到 2007 年缺口为 10 个百分点。根据对世界各国在同类发展阶段的相关数据表明，经济在人均 2500-6000 美元的经济“起飞阶段”，投资-消费增长速度缺口在 8-12%发展区间是合理的。否则，无法维持高速增长，达到“起飞”的速度要求。从 1978-1007 年 30 年的数据我们也看到，只要投资-消费增长速度差距低于 6%，总体经济基本处于萧条状态。因此，在消费开始启动的阶段，较高的投资增长速度依然有保持的必要。

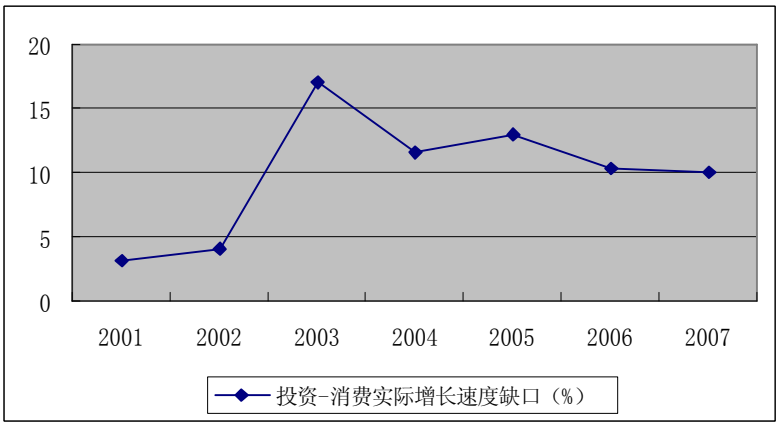


图 8　2001-2007 年中国固定资产投资于全社会零售销售实际增长速度差额

第二、从宏观经济结构调整的角度，调整消费、投资与净出口在 GDP 形成中的比重，不能依靠简单降低投资的方法来实现。因为，在中国已经较高的消费增长速度以及进一步消费提升较难的环境下[7]，降低投资增长速度的直接结果不是使内需加强，而是外部不均衡进一步扩大，消费、投资与出口的不协调关系进一步恶化。2004-2007 年的数据可以很好说明该结论。2004-2007 年中国资本形成占 GDP 比重下降了 1.2 个百分点，但是净出口占比却上升了 5.5 个百分点。根据本报告 2007 年第三季度的专题研究表明：[8]1）

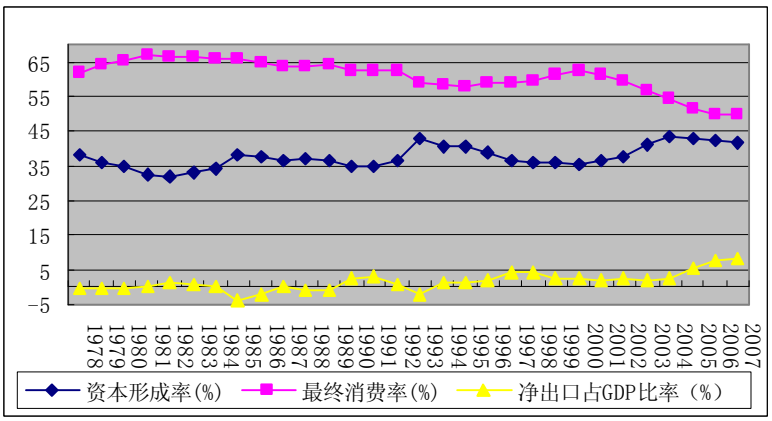


图 9　中国 GDP 的构成图

中国出口增长的大幅度上升不是中国固定资产投资增长过快的产物，而是全球化与全球国际分工调整所导致的中国比较优势的产物；2)中国出口增长具有相当的自主性，投资增长速度的提高在一定程度上也是出口竞争力提升和出口加速的产物；3）消费调整的渐进性决定了要从根本上改变内需与外需的比重，必须在维持一定的投资增长速度，保证内需与外需均衡增长的基础上，通过调整收入分配

[7] 2004 年世界平均消费增长速度为 5.4%，而中国近 5 年的实际消费增长速度达到 10.4%。
[8] 参见“中国人民大学宏观经济分析报告：2007 第三季度——政策调整中的外资、外贸与外汇”。

结构以及相对价格的调整才能实现经济增长项消费推动型经济增长转变。短期大幅度削减投资规模，不仅不能改变内外需结构关系，反而会恶化中国结构性问题，使“反向软着陆”与“正向软着陆”都无法实现。

第三、本轮经济周期中的投资效率发生了巨大变化，在宏观效率发生革命性变化的同时，微观效率也出现了大幅度提升。在宏观上，1999-2007 年增量资本产出比率（ICOR）出现大幅度下降，从 1999 年的 6.82 下降到 2007 年的 3.73（如图 10）。这说明，每增加单位 GDP 所需要的新增长资本投入量 2007 年比 1999 年下降了 45%。在一般工业化进程中该比值一般是不断提升得。因此，在中国目前工业化进一步深化的过程中，该比值的下降则更说明中国投资效率的宏观革命。在微观，规模以上工业企业的利润增长速度自 2001 年出现大幅度上升之后，基本维持在 30-40%之间高位。这种长期高位利润增长的局面是人类历史上没有的。

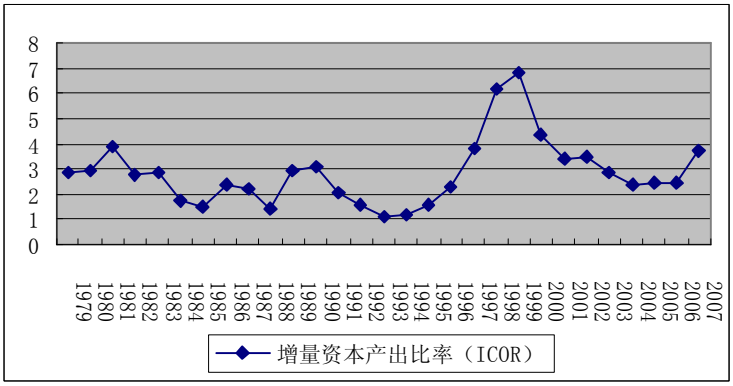


图 10　中国投资的宏观效率——中国增量资本产出比率（ICOR）

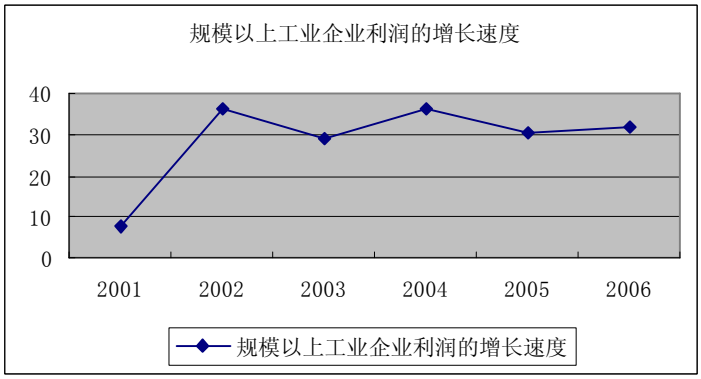


图 11　中国投资的微观效率——利润增长速度

第四、本轮高速的投资增长属性发生了变化。一是从固定资产投资价格指数、原材料价格指数以及生产品价格指数近年来的变化可以看到，中国固定资产投资不仅没有带来上游产业的短缺，也没有带来全面产能过剩或下游产业供给过多的问题；二是从投资主体性质和资金来源等方面来看，中国固定资产投资主体主要为市场化的企业，投资来源主要集中自筹

资金[9]，因此投资的高增长是中国市场经济内生市场的产物；三是中国的高储蓄-投资盈余、中国的发展阶段、中国的人口结构、中国在世界分工格局中的定位以及中国经济“反向软着陆”的需要等因素决定了中国高投资具有中期坚实的基础[10]。从单位 GDP 的资本存量以及人均固定资产投资存量，中国资本深化依然仍将经历一个漫长的过程[11]。

正是由于上述这些原因，中国政府无法完成自 2003 年以来所确定降低投资增速的调控目标。这也说明了在中国宏观经济良性循环的环境将投资增速作为调控的核心目标具有盲目性。政府宏观调控应当从规模、速度等范畴转移到结构与质量相统一、结构与速度相协调之上来[12]。

三、消费增长速度虽摆脱了“低水平”困境，但实际增长幅度并不显著。在国民收入分配格局，特别是初次分配格局没有重大调整的环境中，居民可支配收入的小幅提升并不足以支撑中国消费水平进一步的提升。初次分配格局的调整与再分配结构的调整应当同等成为未来启动消费的核心手段。

表 5　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 1-6 月	2007 1-9 月	2007 全年预测
同比名义增速	12.8	13.3	13.6	13.7	14.9	15.4	15.9	16.2
同比实际增速	11.8	12.2	12.4	12.2	12.5	12.4	11.8	11.7

2007 年我国社会消费零售名义总额在 2006 年快速增长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%，第二季度名义增长率接近 15.4%，第三季度 15.9%，全年预计 16.2%。但是，由于 2007 年物价水平持续攀升，导致社会消费品零售总额的实际增长率较 2006 年不仅没有增加，反而呈现下跌的趋势，全年实际消费增长速度为 11.7%。

另外从居民消费支出水平来看，2006 年消费支出水平增幅超过历史平均水平，2007 年增长速度进一步上升，预计达到 9.5%，但与历史最高水平 13.5%依

[9] 2007 年国家预算内资金、国内贷款、利用外资和自筹资金及其他分别占固定投资资金总额的 4.3%、19.4%、4.0%和 72.3%，中国出现了持续的固定投资融资非金融化的现象

[10] 本分析的具体论证可以参阅“中国宏观经济分析与预测：2007 年中期”和“中国宏观经济分析与预测：2006-2007”报告中有关投资的分析。

[11] 2004 年中国资本存量/GDP 为 2.4，日本该参数比中国高 83%，整个东亚区域比中国高 86%。

[12] 有分析可以参看“中国宏观经济分析与预测：2007 年中期”的分析。

然存在着很大差距。因此，我国消费实际增长水平虽然在名义上摆脱低水平的困境，但实际消费的进一步提速却难以获得实质性进展。

事实上，未来相当一段时期中国面临的“低消费、高投资、高净出口”格局难以改变，维持在 11-13%的社会消费零售总额的实际增长速度和或相应的 9-10%的居民消费支出增长速度并不足以改变中国目前消费水平偏低的结构性问题。因为，在中国消费速度轻微提升的过程中，近 7 年来资本形成平均增长速度为 16.3%，而净出口的平均增长速度为 38.7%，9-11%的消费支出增长速度依然难以挽回消费在 GDP 中比重下滑的局面。如图 12 所示，我国最终消费占 GDP 的比重从 2000 年的 62.3%下降到 2006 年的 49.9%。虽然消费速度在 2005-2006 有所提升。

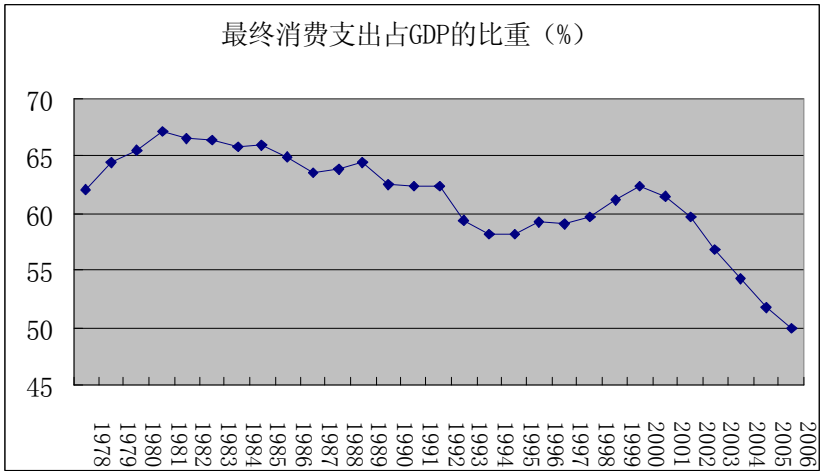


图 12　中国消费占 GDP 的比重

中国消费的实际增长速度为何难以出现持续高速增长的态势，并推动中国经济由投资与出口主导型增长模式向消费、投资、出口协调拉动型增长模式转变呢？其关键原因在于以下几个方面：

第一、中国的收入分配格局，特别是初次收入分配格局的不合理使中国消费大幅度增速缺乏收入支撑。

近几年，居民可支配收入水平虽然在不断提高，但由于收入的增速低于财政收入和企业盈利的增长速度，其结果是在高速经济增长过程中中国居民可支配收入占国民收入的比重不断下滑。2000-2006 年居民总收入平均增长速度为 11.2%，工资平均增长速度达到 11.6%，但是同期财政收入的平均增长速度达到 19.1%，规模以上工业企业利润的平均增长速度达到 25.5%。这种收入分配增长速度的差异直接导致了中国高经济增长过程中收入分配格局的恶化，其中初次分配格局的

恶化更为明显。从 2001 年-2006 年中国劳动者报酬占 GDP 的比重从 51.5%下滑到 40.6%，下降了 10.9 个百分点，营业盈余及固定资产折旧的占比从 34.5 上升到 44.8%，上升幅度达到 10.3 个百分点，而生产税净额占比从 14.1%上升到 14.6%（参见图 13）。这种“富政府、富企业、穷居民”的格局在很大程度上决定中

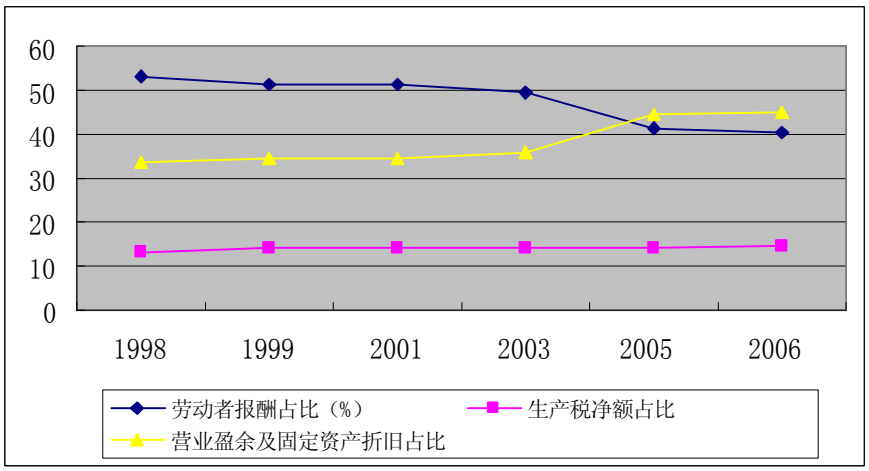


图 13　中国初次分配格局变化图

国的投资-消费格局的恶化。过高的企业留利和财政收入直接导致企业投资规模和政府基础建设规模高速增长，使消费-投资增长速度差异长期保持在较高水平之上。居民消费支出占 GDP 的比重从 2000 年的 46.6%下降到 2006 年的 36.3%（参

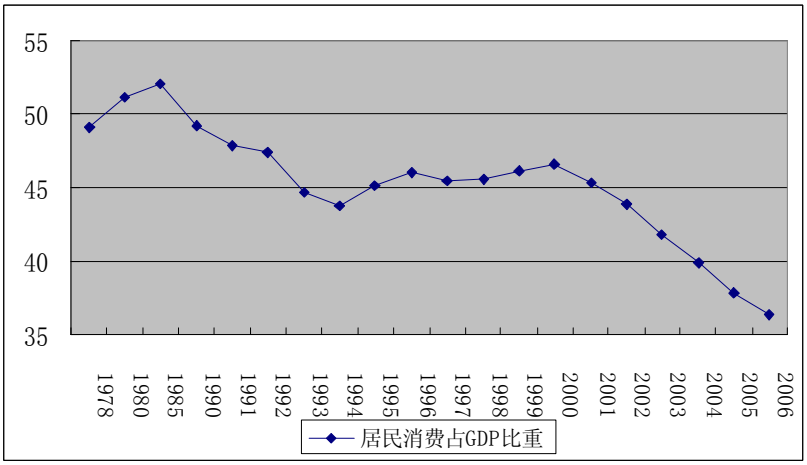


图 14　中国居民消费支出占比下降图

见图 14）。同时全社会总存款中，居民储蓄存款的比重持续降低，从 2000 年的 53.6%下降到 2006 年的 50.7%（参见图 15）。因此，全社会储蓄率的过高不是由于居民储蓄过高，而是由于初次分配不合理导致的企业存款和政府储蓄的巨幅增长与过高。因此，只有减少企业留利和政府税收在 GDP 中的比重，才能从根本上

改变中国消费启动的支撑基础。正是从这种意义上说，初次分配中的公平问题以及工资形成机制的滞后成为中国消费增速的最大制约因素。目前居民的工资其他初次分配收入的增长速度难以改变目前的格局，消费启动依然是一个较为漫长的过程。

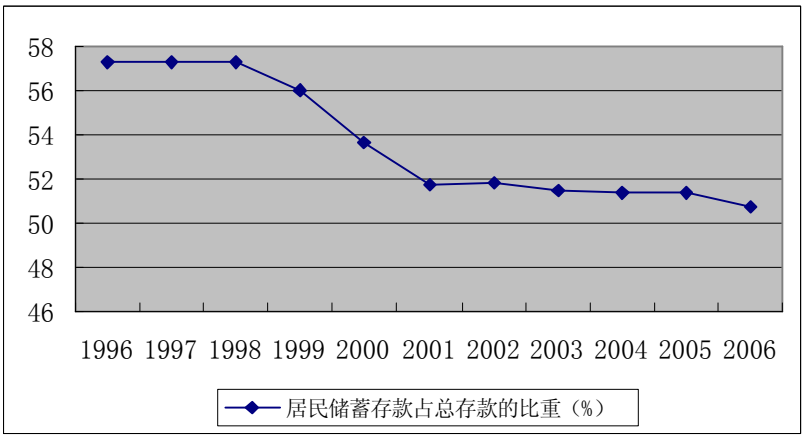


图 15　中国居民储蓄占总存款比重

除了初次收入分配格局的因素以外，城镇居民可支配收入的来源结构和分布结构的变化也成为制约消费增速的因素。1）初次分配收入占总收入的占比下降，使居民长期性、恒定性和可预期性收入的占比出现了下降的趋势。1998-2006 年转移性收入占可支配收入的比重从 20%上升到 24.6%，而工资总额占 GDP 的比重却从 11.2%下降到 10.98%。工资占居民收入的比重与工资占居民消费支出的比重之间的差异也呈现扩大的趋势。而这些结构性的变化对于消费提速都是不利的。2）居民收入分配分布结构，特别是吉尼系数的提高也使全体社会边际消费倾向下降。

表 6　城镇可支配收入来源结构

	工薪收入占总收入比重	经营收入占比	财产性收入占比	转移性收入占比
1998	69.7		2.4	20.0
1999	68.1		2.2	21.5
2000	64.6		2.0	23.3
2001	63.4		1.9	24.3
2002	70.2	4.1	1.2	26.0
2003	70.7	4.5	1.5	24.9
2004	70.6	4.9	1.6	24.6
2005	68.9	6.0	1.7	25.3
2006	68.9	6.4	1.9	24.6

第二、住房投资支出极大地挤压了消费支出增长的空间。从图 14 可以看到，1998 年的住房制度改革是中国消费支出模式的“拐点”，1994-1998 年消费占居民可支配收入比重随着经济增长而出现不断提升的态势，由 52.4%持续上升到 1998 年的 58.2%，但 1998 年住房制度改革后，该比值从 1998 年的 58.2%一直下

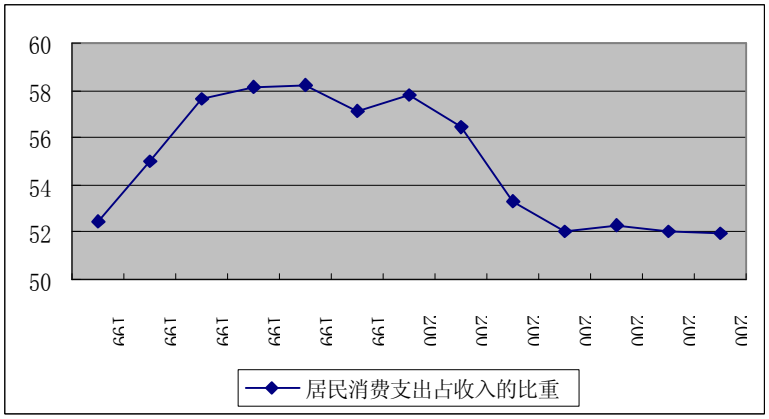


图 16　居民消费支出占可支配收入的比重

降到 2006 年 52.0%（参见图 16）。其核心原因就是居民对于住房投资的支出大幅度积压了消费支出的空间。从图 16 可以看到，中国居民住房投资支出占总收入的比重从 1998 年的 2.96%一直上升到 2006 年的 11.2%，中国居民投资支出与消费支出的比例从 1998 年的 0.051：1 上升到 2006 年的 0.215：1。由于房价加速性的上涨，估计 2008-2009 年房价的进一步提高攀升将是将使这两项指标进一步提高，这对于 2008 年实际消费支出的提素有极大的影响。

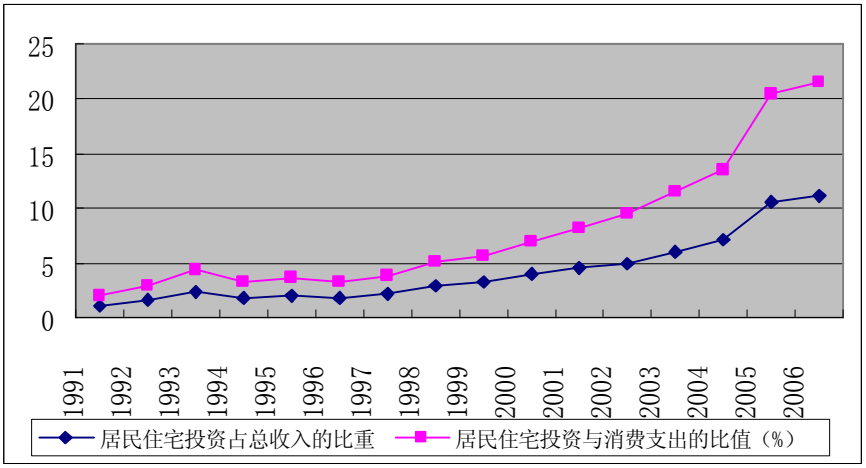


图 17　中国居民住房投资与居民总收入、总消费支出的比值

第三、大量具有公共服务性质的费用支出的提高，对于消费提速也起到十分重要的制约作用。从表 7 可以看到，2001 年到 2006 年居民消费中，医疗保健支

出、教育支出以及居住支出大幅度提升了，且增长速度超过了居民消费的平均增长速度。在 1998 年之前，这些服务性支出大量由国家承担，具有一定的公共福利特性，1998 年之后市场化改革使这些服务的支付由居民进行支付。从图 18 可以看到，这些服务支出的比重在 2000-2006 年期间达到 32.1%，且逐年提高。这大大挤压了居民对于其他消费的支付，同时也降低了对这些具有公共性服务的消费规模在这几项的支付比重。因此，加大财政对于医疗、教育以及居住的投入，加速构建公益性医疗、教育体系以及进行居住补贴的改革对于消费启动也是十分重要的。

表 7　2001-2006 年城镇居民人均消费额（元）及其主要结构（%）

年度	居民人均消费	比上年增长	医疗保健支出	比上年增长	娱乐教育文化服务	比上年增长	居住支出	比上年增长
2000	4998	5.4	318	9.1	670	8.7	565	3.9
2001	5309	6.2	343	7.9	737	10.0	611	8.1
2002	6030	13.6	430	25.4	902	22.4	624	2.1
2003	6511	8.0	476	10.7	934	3.5	699	12.0
2004	7182	10.3	528	10.9	1033	10.6	734	5.0
2005	7943	10.6	601	11.8	1098	6.3	809	10.2
2006	8689	9.4	673	12.1	1226	11.7	905	11.9
2007	9480	9.1	755	12.0	1371	11.8	1014	12.0

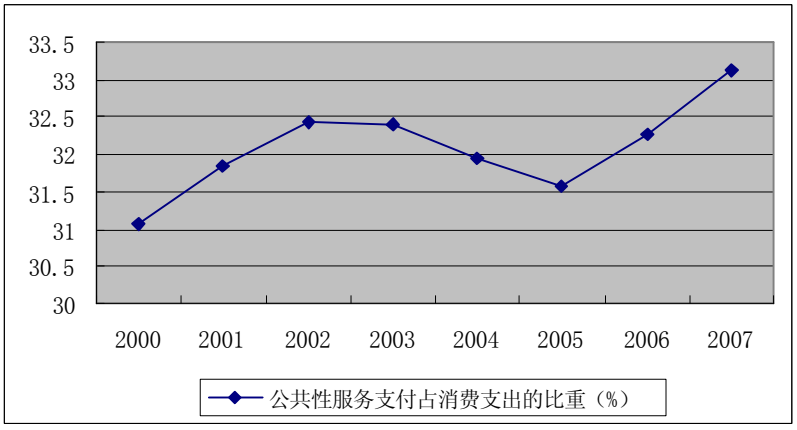


图 18　公共性服务支付占消费的比重

因此，综合上述各种深层次因素，我们可以看到，在初次分配改革没有大规模开展、财政对于医疗教育投入没有大幅度增加、房地产价格增幅没有稳定以及

居住补贴机制没有建立的前提下，即使居民可支配收入在经济增长的推动下按比例的增长，即使支农惠农政策进一步实施、最低工资标准进一步调整，中国消费支出的实际增长速度不可能得到大幅度提升，中国“低消费、高储蓄、高投资”的结构性问题仍将进一步恶化。这决定了 2008 年名义消费增长速度虽然在通货膨胀的推动下会持续走高，但实际增速却并不显著。

四、CPI 在食品类和居住类商品价格的推动下逐月攀升，通胀风险日益加剧，但价格上涨的结构性、补偿性、成本推动性以及国际联动性等特点、以及市场承受价格冲击能力的提高和总需求与总供给基本均衡等因素决定了中国经济近期难以爆发全面通货膨胀。未来要素市场的改革和进一步的结构性调整决定了中国将在相当长一段时期内面临结构性的、温和的、可接受的价格上涨。

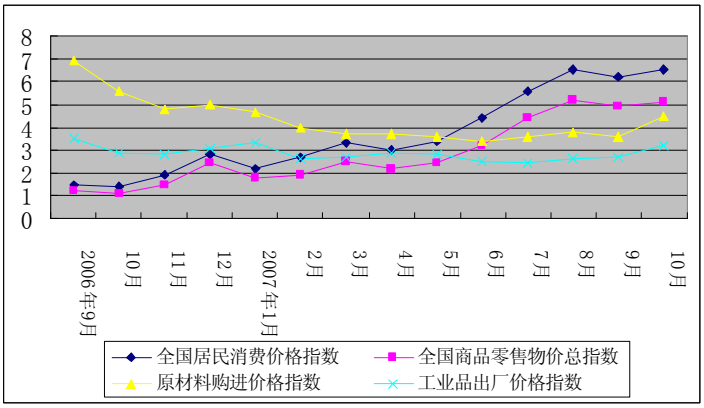


图 19　近期中国价格水平变动情况

从图 19 我们可以看到，从 2007 年以来，我国 CPI 处于逐季加速的状态，从 1 月份的 2.2%增长到 10 月的 6.5%，全年预计 CPI 增幅达到 4.5%；零售价格指数（RPI）从 1 月的 1.8%增长到 10 月的 5.1%，而原材料价格指数和生产品出厂价格指数则经历了“先将、后升”的发展模式。使通货膨胀的风险日益加大。

但是在分析 2007 年价格攀升现象时，应当注意本轮价格上涨具有以下几个特征：

第一、价格上涨不是普遍性的上涨，具有强烈的结构性特征。1）CPI 上涨具有强烈的结构性特征。无论是上半年还是下半年，食品类价格和居住类价格的上涨都是导致 CPI 加速上涨的核心原因。这两类价格上涨分别占 CPI 上涨的 80%和 15%左右，其他 6 大类基本保持了“3 类小幅上涨，3 类小幅回落”的格局。因此

提出食品和核心 CPI 依然保持 0.5-1.5%之间。2）RPI 具有强烈的结构性特征。在 RPI16 大类之中，除食品类上涨 18.1%、建筑材料上涨 4.6%之外，有 7 大类仅轻微上升，有 6 大类出现下降，1 大类基本持平。3）在 RPI、PPI、固定资产投资价格指数以及“原材料、燃料、动力购进价格指数”之间也具有结构性特征。上游价格指数上涨幅度远远高于下游价格指数，基本呈现递减的格局。其中工业品出厂价格指数总体上较 2006 年有所下降。

表 8　2007 年 1-9 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	4.0
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	4.0
6 月	4.4	11.3	1.7	-0.3	1.8	1.9	-1.1	-1.2	4.4
7 月	5.6	15.4	1.8	0.6	1.7	2.2	-1.3	-1.2	4.4
8 月	6.5	18.2	1.7	-0.9	1.7	2.3	-1.3	-1.1	4.3
9 月	6.2	16.9	1.7	-1.0	1.8	2.6	-1.4	-0.4	4.2

第二、很多价格上涨具有成本推动型特征，货币因素并不是价格上涨的核心原因。例如食品价格的上涨虽然有需求上涨的因素，但大部分来自于成本的推动，饲料价格、化肥价格、油电价格的提高是其中的核心力量。又如工资成本和原材料价格的上升对 PPI 上升的推动作用。

第三、很多价格上涨具有补偿性上涨的特点。根据我们的测算，得出以下补偿性价格上涨结论：1）社会零售销售价格水平只与 1996 年的水平相当，因为 1997-2003 年 RPI 一直处于负增长的状态；2）工业品出厂价格相对于 1996 年只上涨了 12%；3）“原材料、燃料、动力购进价格指数”相对于 1996 年上涨了 34%；4）固定资产投资价格相对于 1996 年上涨了 17%。5）国际粮食价格按照基本 1990 前后的水平相当，而中国目前的食品价格相对 1998 年的食品价格水平仅有轻微上升。

第四、很多价格的上涨具有国际联动性。其中最为突出的就是食品类价格和原材料价格基本与国际市场波动同步，如图 20、21 所示。其核心原因在于中国对这些产品从国际市场进行了大量进口。

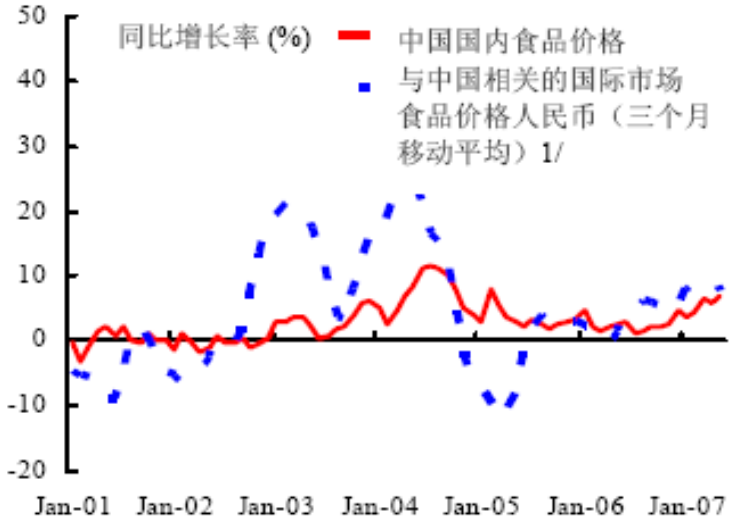


图 20　中国食品价格与国际食品价格的波动

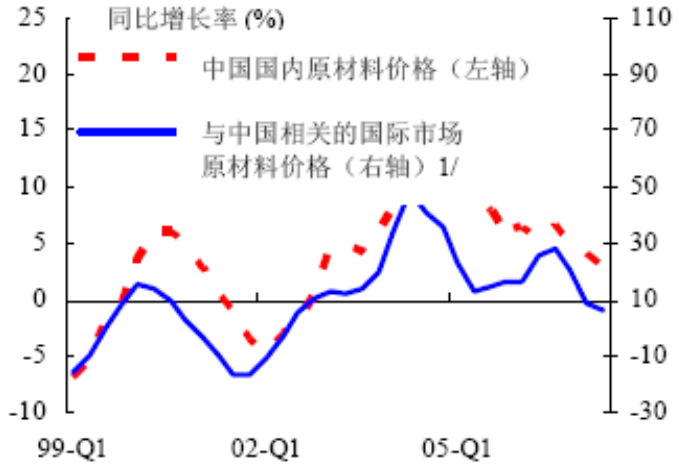


图 21　中国原材料价格与国际市场原材料价格的同步波动

根据上述的几大特征，结合 2008 年各种市场状况的变化和宏观经济结构的特征，以下几个问题应当是未来宏观经济调控中需要注意的：

第一、结构性价格上涨在本质上是相对价格的调整，它不仅是要素价格改革的必然产物，也是中国解决结构性问题的核心要点，结构性价格上涨既具有必然性，又具有必要性，我国将在相当一段时期要面对这种结构性价格上升。

本轮结构性价格上涨主要体现在农产品价格上涨以及原材料、能源价格上涨。这些价格的上涨的核心原因在于国际市场价格的变化、补偿性价格的上涨以及改革导致的价格约束的释放之上。因此，本轮价格调整在本质上是中国进一步国际化、市场化和产业协调发展的产物，具有客观必然性和必要性。这主要体现在：1）结构性价格上涨在本质上是相对价格的调整，而不是普遍价格的上涨。

在市场经济中经济结构调整地核心力量必然是相对价格的调整，并最终落脚在相对价格之上。因此，本轮结构性价格上涨一方面是高速经济增长中经济结构自动调整的产物，也是进一步结构调整的动力，中国经济从根本上需要相当一段时期的相对价格调整；2）全球化不仅要求最终产贸易品价格在国与国之间，同时也会通过大规模进出口使要素产品价格拉平。但是中国要素市场和原材料市场价格改革的滞后，使中国农产品、能源、基础材料的价格远低于国际市场的价格，基础产业与其他产业的相对价格极其不合理。这无疑对中国结构性问题的恶化起到了推波促澜的作用。例如低原材料价格使中国"补贴"全世界，形成过高贸易顺差，基础产业价格过低加重了中国能源密集、原材料密集型的经济发展模式。因此，各种要素价格和原材料价格的市场化和国际化改革是中国调整贸易战略和发展模式的关键。但在该进程中必然面对结构性价格上涨，甚至成本推动型的通货膨胀。

第二、必须对结构性价格上涨演变为全面型通货膨胀的可能性进行高度重视。

事实上，中国出现在 2003 年以来就出现以基础原材料为主的结构性价格上涨。如图 22 所示，2003-2004 年原材料、燃料、动力购进价格指数最高上涨了 14.1%（2007 年为 3.6%），PPI 最高达到 6.1%。但是这些价格上涨都没有 CPI 价格持续高涨。其核心原因在于：1）在原材料价格上涨和中间投入品价格上涨的过程中中国企业的技术水平和劳动生产效率得到了大幅度的提高，导致单位产品的原材料与中间投入成本进行了深度摊薄，大幅度下降，从而出现中国在本轮经济周期中出现"上游成本大幅上涨、企业利润大幅度上涨、工业制成品价格以及消费品价格平缓"的景气局面，中国经济对于成本冲击的缓冲能力大幅度提高。2）工资成本上涨幅度远远低于劳动生产效率提高的幅度。3）工资上涨、原材料以及农产品价格上涨在 2003-2005 年主要以补偿性上涨为主，最终产品存在缓冲的空间。

但是，上述这些因素可能在未来经济运行中发生变化：1）由于资源配置效率以及技术水平大幅度提高带来的"成本深度摊薄"的效应不可能长期持续；2）最终产品缓解成本冲击的空间越来越少，在整体经济下行和利润下滑的环境中，原材料价格-PPI-CPI 的价格传递率会更高，传递周期会更小；3）未来要素市场

化改革带来的价格调整幅度可能更大，特别是工资形成机制的改革和能源价格机制的改革，使工资上涨幅度将大幅度超过 GDP 的增长速度；4）在工资形成机制改革的进程中，进一步的食品价格和 CPI 的上涨很可能形成“生活成本-工资-物价-生活成本-工资-物价…”的通货膨胀；。从 2005-2007 年的中国价格形成机制来看，我们会发现上述变化的线索：原材料价格与 PPI 差距、PPI 与 CPI 的差距收窄，出现同步运行的趋势。另外，从 2007 年 2 月以后，CPI 改变了以往低于 PPI 运行的状况，处于 PPI 的上位。这说明原材料-PPI-CPI 价格传递率大幅度提升，同时前期上游产业价格的上涨已开始释放。未来持续性的结构性价格上涨转变为全面价格上涨的风险已经加剧。

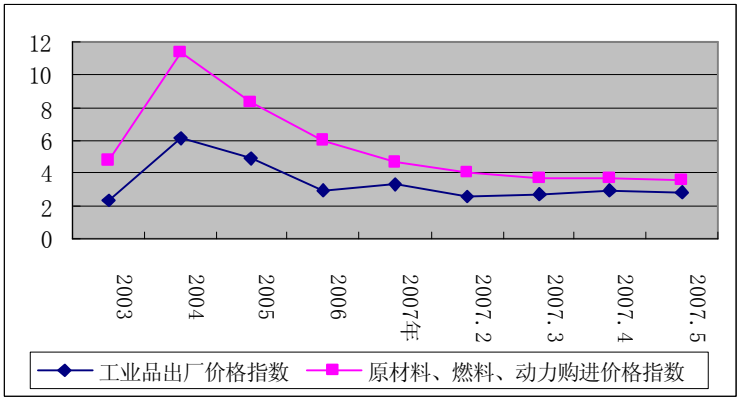


图 22　2003-2007.5 工业品出厂价格指数与原料、燃料、动力购进价格指数

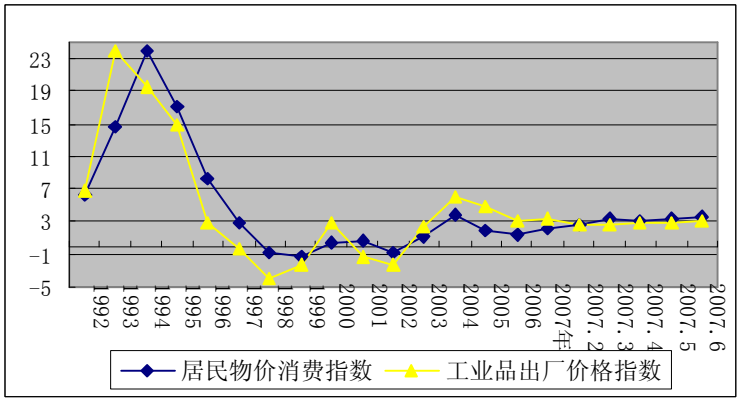


图 23　CPI 与工业品出厂价格指数

第三、在金融不断创新和深化的时代，必须重新全面认识货币供给与价格上涨之间的关系，以及货币政策与价格控制之间的关系。

在 2000 年以前，中国宏观经济基本上保持了古典的货币-价格传导机制，即货币缺口（M2 增速与 GDP 增速之差）与 CPI 是高正相关的（相关系数达到 0.854），

但是，自新世纪以来货币缺口与 CPI 增长出现了背离，2000-2007 年二者基本不相关。导致这种现象出现的核心在于，新世纪之后中国金融深化和金融创新的加

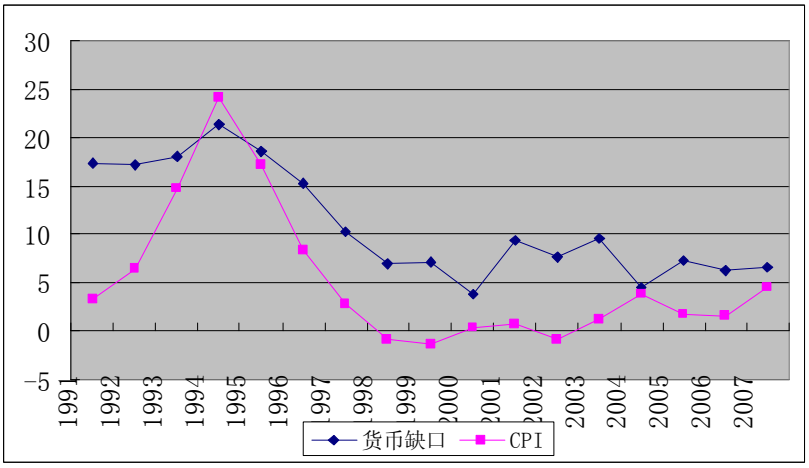


图 24　中国货币缺口与 CPI

速，以及外部不平衡带来的流动性过剩的特殊属性，使大量流动性在金融层面循环，而没有转变为实体层面的需求，进而转变为物价水平的上涨。这种流动性膨胀与通货膨胀无关的现象并非中国独有。美国和其他发生金融深化的国家也出现这种现象。因此，价格水平的先行指标——货币缺口就失去了传统的地位。不过中国庞大的流动性是否就与名义总需求和价格水平绝缘了。这是一个未来值得广泛关注的问题。正如本报告 2007 年中期主体报告所分析的那样，由于目前持续 CPI 走高的核心原因在于食品类和居住类价格的偏高，核心 CPI 依然在可控区间，政府不应当由此全面启动紧缩的政策。紧缩政策在流动性不转化为名义需求之前对于成本推动型和结构型价格上涨难以起到应有的效果。

第四、必须充分认识到货币对内价值与对外价值之间的替代关系，理性权衡本币对外升值与本币对内贬值的关系。

在中国“双顺差”的环境中，政府必然要在本币对外升值与对内贬值之间进行选择。本轮结构性的价格上涨在一定程度上是人民币升值压力下的产物，CPI 与人民币名义汇率与均衡汇率缺口是呈现正相关关系。经济体系自身调节不平衡的动力机制在无法通过汇率变动来调整时，在长期内会体现为内部价格的调整。但这两者并非完全的替代，因为前者主要依靠相对价格的调整，使贸易品价格相对非贸易品价格提高，而后者往往体现为整体名义需求的变化，带来整体价格的提高，而不是相对价格。这些差别决定了我们在不同环境中政策调节的不同选择。在目前环境中，在结构性问题日益严重的压力下，本币对外升值的福利成本可能

小于本币对内全面贬值的福利成本。

第五、必须科学认识不完全市场中的 CPI 和核心 CPI 的价值。

这主要体现在，1）由于房地产市场和中国资本市场的不成熟，目前 CPI 中居住类价格难以正常反映住房价格的变动，固定资产投资价格与资产价格的长期趋势无关，使 CPI 等价格指数难以承担反映宏观整体运行的重任；2）CPI 所设定的权重与目前居民消费支出结构存在较大的差异。例如教育类和居住类在支出的权重分别达到了 14%和 11%，但 CPI 中这两类的权重仅为 10%和 8%；3）在经济全球化和新技术革命的时代，全球通货膨胀出现了大缓和的趋势，菲利普斯曲线也出现平坦化趋势，这将意味着我们必须重新认识不同通货膨胀水平所涵盖的信息，即轻度的价格波动有可能意味着宏观经济承受了很大的外部冲击，传统的 3%和 5%的控制目标可能成为“数字教条”，未来轻度的通货膨胀也应当在宏观上给予更高的重视。

从上述五个方面我们可以对未来通货膨胀给出以下预测和提示：

第一、未来结构性价格攀升的现象将在一段时期内持续。其核心原因在于，1）食品类价格和农产品价格增长将在高位持续。虽然夏粮和秋粮都丰收，但由于需求增长更为猛烈，农产品供求的紧张关系将在一定时期难以缓解。同时由于国际粮食库存处于历史最低点，国内与国际市场价格差异依然较大等因素，食品类价格攀升的国际压力将持续存在。2）未来能源价格改革、国际能源价格的持续攀升以及国内外能源价格差异等因素决定了能源价格攀升将在一段时期内存在；3）工资形成机制的改革将使劳动力成本加速提升，并存在持续超过 GDP 和劳动生产效率提升的速度；4）土地市场的不完善、中国城市化进程的深化以及房地产市场的攀升等因素决定了土地价格的上升以及居住类价格的变化；5）节能减排等战略任务的持续推进将大幅度提高能源密集产业和污染型产业的生产成本。

第二、本轮价格上涨的结构性和补偿性特征决定了中国短期不会出现全面物价水平的攀升和通货膨胀。但是，如果要素市场化改革的次序、速度以及规模没有很好的控制，流动性持续偏高和货币缺口持续扩大很可能导致结构性价格上升向全面通货膨胀转变。因此，在短期内应当利用行业政策和财政补贴等措施，控制结构性价格调整的力度，并“对冲”结构性价格调整带来的社会冲击。在中期

依然应当对货币缺口进行控制，在积极引导总量过剩流动性的基础上，防止过剩的流动性向实体经济过度转移。

五、进口与出口之间的增速差异在前三季度不断的扩大中突然收窄，贸易顺差同比增长速度先扬后落，贸易调整政策开始发生实质性作用。但中国非均衡增长所具有的战略性意义决定了我国不宜过度收缩贸易顺差增速，在保持出口增速的同时，以促进进口为目标的各种政策有利于缓和“双顺差”对实体经济结构和货币供应带来的外生冲击。

表 9　2007 年进出口状况（单位：亿美元、%）

对外贸易	进口		出口		进出口
年月	进口总值	同比增长	出口总值	同比增长	差额
2006 年 9 月	763.4	22.0	916.3	30.6	152.9
2006 年 10 月	643.0	14.7	881.3	29.6	238.3
2006 年 11 月	729.3	18.3	958.5	32.8	229.3
2006 年 12 月	731.0	13.5	940.9	24.8	209.9
2007 年 1 月	707.4	27.5	866.2	33.0	158.8
2007 年 2 月	583.4	13.1	821.0	51.7	237.6
2007 年 3 月	765.5	14.5	834.2	6.9	68.7
2007 年 4 月	806.0	21.3	974.5	26.8	168.5
2007 年 5 月	715.9	19.1	940.7	28.7	224.7
2007 年 6 月	763.6	14.2	1032.7	27.1	269.1
2007 年 7 月	833.9	26.9	1077.4	34.2	243.6
2007 年 8 月	863.8	20.1	1113.6	22.7	249.7
2007 年 9 月	885.7	16.1	1123.7	22.7	238.1
2007 年 10 月	806.7	25.5	1077.2	22.3	270.5
2007 年 11 月	918.9	26	1169.4	22	250.5
2007 年 12 月	924.7	26.5	1143.2	21.5	218.5
2007 年总计	9575.5		12173.7		2598.2

从表 9 我们可以看到，2007 年全国进出口总值估计为 21749.2 亿美元，同比增长 23.5%，其中，出口 12173.7 亿美元，同比增长 25.6%，比 2006 年增幅 1.6 个百分点；进口 9575.5 亿美元，增长 21.0%，增幅比 2006 年上升了 1 个百分点。贸易顺差达到 2598.2 亿美元，同比增长 46.4%。

表 10　2007 年上半年国际收支平衡表　（单位：百万美元）

项目	差额	贷方	借方
一、经常项目	16285	656185	493327
A、货物与服务	132549	603063	470514
B、收益	12904	34083	21179
C、经常转移	17405	19039	1635
二、资本和金融项目	90164	446813	356648
A、资本项目	1465	1564	99
B、金融项目	88700	445249	356549
1、直接投资	50919	63315	12396
2、证券投资	-4826	17687	22512
3、其他投资	42607	364248	321641
三、储备资产	-266098	219	266317
四、误差与遗漏	13975	13075	0

从表 10 可以看到，中国 2007 年上半年“双顺差”的状况。在经常项目大幅度增长，创造历史新高的同时，资本与金融项目的顺差出现了巨幅增长，上半年达到 902 亿美元，全年估计可以达到 1500 亿美元，同比增长幅度 15 倍。

对于 2007 年“双顺差”持续扩展的状况，以下几个方面应当加以关注：

第一、进出口异样波动、资本与金融项目的证券投资逆差大幅度下降以及净误差与遗漏项目的大规模逆转说明我国面临的投机资本流入的压力日益加大，加大投机资本的监控对于宏观经济的稳定越来越显得重要。

2007 年非正常国际收支交易主要体现在几个方面：1）第一季度非贸易、非 FDI 的外汇储备增加额度激增，达到 834 亿美元；2）全年出口波动幅度月度差异达到 110.7，达到历史最高位，即使提出部分企业因为出口退税和关税调整而逆向调整出口时期的因素，出口中假贸易的成份依然较多；3）证券投资逆差大幅度下降。2006 年我国在资本与金融项目的证券投资为逆差 675.6 亿美元，而 2007 年上半年该项目逆差仅为 42.6 亿美元，同比下降了 83%；4）收益项目顺差不正常的大幅度增加，2007 年上半年，收益项目顺差为 129 亿美元，同比增长 250%。该速度大大高于中国劳工输出和对外投资的增长速度。5）最为重要的是净误差与遗漏项目的大逆转。2006 年该项目逆差 128.8 亿美元，但 2007 年上半年顺差 130.1 亿元。

上述这些异样变化说明了游资活动较为剧烈。而这些资本由于游离于宏观调控之外，对于中国金融市场波动以及资产价格的持续攀升起到了推波醋澜的作

用。因此，如何强化资本流入的管制显得十分重要。

第二、在贸易顺差大幅度增加的同时，中国出口价格指数、出口增加值率以及出口企业利润的大幅度提升说明了中国出口具有强烈的自主性，而不是国内产能过剩的被动产物，在内部不均衡与外部不均衡的互动进程中，中国经济外部不均衡的外生性主导作用日益凸现，以“调内为主，调外为辅”的政策导向日渐式微。

2004 年以来，国内主流的观点认为中国经济的核心问题是投资增速过快，导致了产能过剩，进而带来了外部经济的不平衡、宏观流动性的过剩以及其他一系列的宏观问题。正如本报告以往主张得那样，这种观点存在严重的逻辑错误，是传统国民核算恒等式教条化得产物。中国宏观经济的逻辑不是简单的“国内均衡决定了外不均衡，内部净储蓄决定了外部顺差”，而是一个相互作用的过程。在经济全球化的环境中，不是中国经济决定了世界的进程，而是世界的格局决定了中国融入的方式和程度。因此，是中心发达国家自发性的新技术革命、金融深化以及产业结构革命性的转型决定了世界经济失衡的程度和格局，而不是中国。这决定了中国经济的外部失衡在很大程度上具有外生性和被动性地特点。我们对我国贸易失衡与储蓄投资失衡进行的格兰杰因果检验可以证明上述的分析。从表 11 可以看出，贸易失衡和储蓄投资失衡都分别在 5%上显著，说明内部失衡和外部失衡之间是互为因果关系的。而 2007 年中国贸易呈现的以下几个特点则可进一步证实上述观点。1）出口商品指数从 2004 年以来改变以往下跌趋势，出现较

表 11　贸易失衡与储蓄投资失衡因果关系

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
XM does not Granger Cause SI	13	5.05189	0.03813
SI does not Granger Cause XM		7.08575	0.01695

大的提升，2005 年出口价格指数为 103，2006 年为 102.5，2007 年上半年为 105.6。这说明中国商品的出口在很大程度上是由国际需求引导的，而不是产能过剩导致的供给推动的；2）出口增加值率大幅度上升，其中加工贸易的国内增加值率从 2002 年的 31.9%上升到 2006 年历史高点 37.1%（参见图 25）。这说明中国出口产品成本得到进一步下降[13]。3）2005-2007 年外资企业利润进一步提升，平均利润

[13] 本报 2007 年第三季度的报告证明了，中国出口产品成本下降的核心原因在于技术进步、资源配置效率

增长幅度超过 35%，而其中 85%来自出口。另外，从出口与投资之间的多因素关联分析也表明，在投资与出口互为因果的互动关系中，出口拉动投资的力量更强，特别是在 2007 年上半年强劲的出口增长使投资的季度波动规律发生了巨大变化。

中国外部不均衡所具有的外生自主性的特征决定了我们以往调整不平衡的

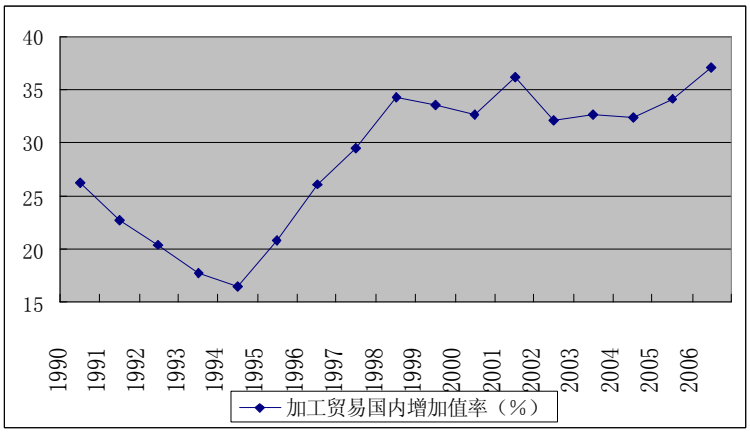


图 25　加工贸易国内增加值率

政策导向存在问题。“以内为主，以外为辅”的政策导向难以从根本上处理外生自主性的快速贸易增长问题。以调节储蓄-消费-投资结构为核心的内部调节难以真正发挥作用，同时也缺少政策实施的作用点。在收入分配格局难以发生巨大变化的环境中，储蓄与消费结构难以在中短期发生根本性变化，投资在投资收益和国际市场需求不下降的环境中也难以得到实质性的控制。因此，将“以内为主，以外为辅”转向“内外兼顾”是十分必要。对内通过调节收入分配格局来调整储蓄-消费结构，对外利用多种手段来调节进出口规模。

第三、外部不平衡与高速经济增长较长时期的共存要求我们对非均衡发展模式进行重新认识，世界经济的失衡是中国经济快速增长和发生飞跃的契机，具有战略性的价值。简单追求发展的均衡、简单出台政策大幅度的削减贸易顺差可能延误中国经济的腾飞。

2007 年各种贸易政策的出台导致第 4 季度的出口增速与进口增速之间的缺口大幅度收窄，使很多人坚定了进一步利用各种综合政策组合进一步压缩贸易顺差的决心。但这种认识是错误的。1）世界经济史证明，非均衡是落后国家赶超中心国家的核心动力和契机，例如 18 世纪中期的英国，19 世纪后期的美国以及

的提高以及内外贸一体化进程的规模经济和范围经济。

60-80 年代的东亚都是在外部经济不平衡中寻找到内部结构调整和总量升级的动力，都出现大量的顺差。2）本次世界经济不平衡在本质上是美国新技术革命、金融的全球化以及相应的分工格局重组的产物，它为中国融入全球分工体系提供了空间和动力；3）非均衡发展中带来的对传统结构的剧烈冲击是十分正常的，中国经济由于国际收支双顺差带来的流动性过剩的冲击在本质上具有双重含义——传统视野下的过热根源与新体系下的结构调整契机。4）非均衡是中国高速经济增长的核心基础之一，也是解决中国结构性问题的基础之一，特别是二元经济结构的转化、城乡结构的调整以及产业结构升级的核心基础。

因此，中国经济政策的核心定位不应当是简单地追求平衡发展，不应当从短期宏观经济调控的角度将外贸平衡确定为调控的目标。“控制中国外贸顺差的增长幅度，缓和不平衡发展带来的各种冲击”应当成为我们的中短期的宏观调控目标。因此，贸易政策、汇率政策以及财政政策等都不应当对外贸进行剧烈的调整和全面紧缩性的控制，而应当在控制增幅的基础上，缓和大量外汇储备对于货币市场、资本市场以及价格水平产生的负面冲击。其中，积极启动进口调整战略具有十分重要的短期作用。

第四、美国次级抵押贷款危机在短期内可能会引起中国贸易的小幅回落，而美元的持续走低可能意味着全球经济不平衡的自我均衡调整机制已经开始，中国贸易政策的中期定位应当相机决策。

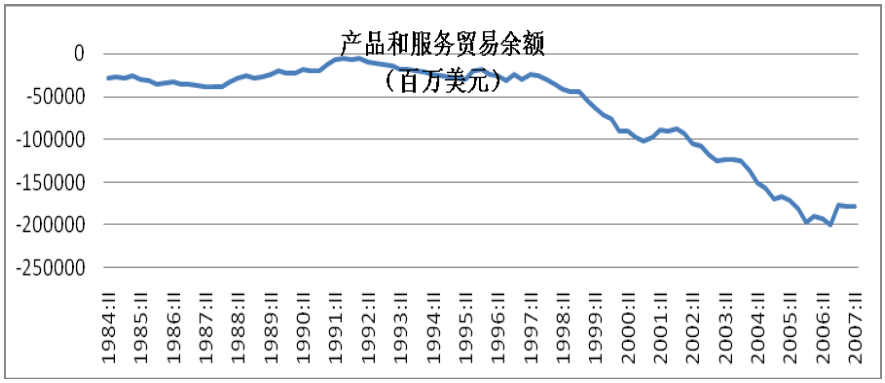
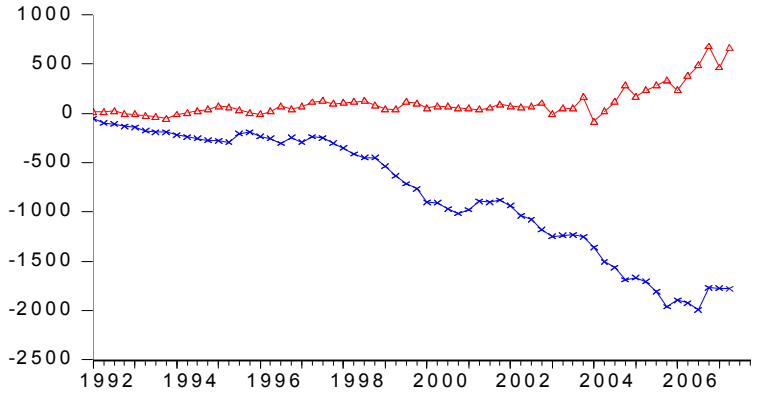


图 26　美国季度贸易逆差的变化

在 2007 年上半年爆发的美国次级抵押贷款市场和相关证券市场的危机虽然不会引起美国贸易赤字的剧烈逆转，但是他对美国和世界资本市场的冲击已远远超过了人们起初对它的判断。它不仅逆转了全球流动性过剩，而且通过对国际资本流动的影响对实体经济产生冲击。从目前来看世界经济的回落以及美国经济的

轻微下滑已成定局，对中国出口的需求应当会出现小幅回落。



Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
中国贸易顺差不是美国贸易逆差的格兰杰原因	60	2.20164	0.12028
美国贸易逆差不是中国贸易顺差的格兰杰原因		2.67572	0.07782

图 27　中美两国的贸易收支（亿美元）与格兰杰因果检验

但是，更为值得注意的是从 2007 年起，美国贸易赤字开始回落，从接近 GDP 的 7%下降到 6%，而引发美国贸易赤字回落的核心原因在于美元持续走低以及美国贸易品非贸易品生产消费结构的改变。这些改变具有一些内生特点（参见图 26）。因此这可能意味着世界经济不平衡问题出现了调整的拐点。而这具有十分深远的意义。虽然中国进出口的多元化程度在进一步提高。但是从计量分析可以看到，中国贸易顺差对美国贸易逆差的影响不明确；美国贸易逆差却构成了中国贸易顺差的格兰杰原因。美国贸易赤字是中国贸易顺差以及中国经济增长的核心原因之一。这将意味着，中国目前过渡调整中国贸易顺差的短期策略可能存在问题，它会加速目前世界不平衡的自我均衡化调整，使中国目前总量增长和结构调整的动力机制消失。当然，由于汇率主导型的世界不平衡调整具有不确定性，因此，中国贸易政策应当在中期进行相机调整，而不是依据短期国内流动性状况来进行制定。

六、在外汇储备快速增长的外生冲击下，货币增长和信贷投放加快，实际货币政策环境由紧转松；“名义收紧而实际放松”的低利率政策成为推动中国宏观经济出现过热压力的核心原因之一，真实利率目标导向应对成为中国货币政策实

施的核心；保证真实利率的稳定与升值的组合式调整不仅有助于消除过热，同时也有利于中国走出“资产收益虚高与升值的不良循环”。

表 12　2006 年 9 月-2007 年 9 月货币供应状况

货币供应量	月末现金流通量(M0)		月末狭义货币(M1)		月末广义货币(M2)	
	绝对数（亿元）	同比增长（%）	绝对数（亿元）	同比增长（%）	绝对数（亿元）	同比增长（%）
2006 年 9 月	25687.4	15.3	116814.1	15.7	331865.4	16.8
2006 年 10 月	24964.2	14.0	118360.0	16.3	332747.2	17.1
2006 年 11 月	25527.3	13.9	121645.0	16.8	337504.2	16.8
2006 年 12 月	27072.6	12.7	126028.1	17.5	345577.9	16.9
2007 年 1 月	27949.1	-4.6	128484.1	19.8	351498.8	15.8
2007 年 2 月	30627.9	25.1	126258.1	21.0	358659.3	17.8
2007 年 3 月	27388.0	16.7	127881.3	19.8	364104.7	17.3
2007 年 4 月	27813.9	15.1	127677.8	20.0	367425.6	17.1
2007 年 5 月	26728.0	13.9	130275.8	19.3	369718.2	16.7
2007 年 6 月	26881.1	14.5	135847.4	20.9	377832.2	17.1
2007 年 7 月	27326.3	15.1	136237.4	20.9	383884.9	18.5
2007 年 8 月	27822.4	15.0	140993.2	22.8	387205.0	18.1
2007 年 9 月	29030.6	13.0	142591.6	22.1	393098.9	18.5

2006 年以来中国货币当局为缓和流动性过剩和通货膨胀问题采取了包括发行央行票据、发行特别国债、连续提高存款准备金率和存贷款利率在内的数量工具和价格工具。但是，全年货币信贷却出现了以下几个特征：

1）货币供应量依然偏高。9 月末，M2 余额达到 39.2 万亿，同比增长 18.5%，增速比 2006 年同期高 1.2 个百分点。M1 余额达到 14.3 万亿，同比增长 22.1%，增速比 2006 年同期高 6.4 个百分点。

2）存款活期化进一步持续。9 月末，居民存款余额 17.2 万亿，同比增长 6.9%，增速比 2006 年同期下降了 9.2 个百分点，比年初增加 7621 亿元，同比上少增加 9710 亿元。其中，居民活期存款同比少增 405 亿元，定期存款同比少增 9305 亿元。而企业存款余额达到 15 万亿元，同比增长 40%，比年初增加 2.4 万亿，同比多增 1.2 万，其中活期存款同比多增 25098 亿元，定期存款同比多增 17147 亿元。

3）贷款增速过快，增长额度突破限额。9 月末，全部金融机构本外币贷款余额达到 27.4 万亿元，同比增长 17.3%，增速比 2006 年同期高 2.7 个百分点，比年初增加 3.6 万亿，同比多增 7656 亿元，接近全年的限额。

这些特征与较低的利率水平以及名升实降的实际有效汇率直接加速了中国货币政策“名义紧缩，实质宽松”的格局形成。如图 28 所示，由实际货币供给、真实利率和实际有效汇率变化的加权平均构成的中国货币指数在 2005 年以后处于快速下降的区间。

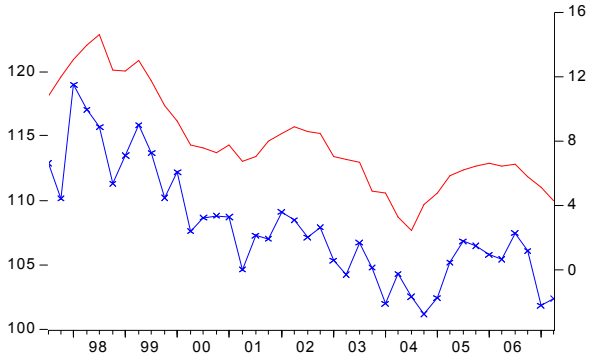


图 28　中国货币条件指数（MCI）

在上述这种格局中，我们应当注意以下几个方面的问题：

第一、在金融深化和金融结构转型的时期，过分强调流动性过剩在总量上对宏观经济的冲击可能导致对数量型工具的过度依赖，从而加剧“流动性总量过剩与结构失调”的冲突，进而导致了货币政策的失效。

中国非均衡式发展注定了外汇储备要对货币供给带来的外生冲击。但是，这些外生数量冲击在中国金融深化和金融结构调整的转型期并没有形成实质性的总需求冲击。一方面高速经济增长对货币的交易需求迅速提升，另一方面在国民财富结构变动中，大量的货币引向金融市场，在金融层面进行自我循环。高货币供给增长并没有转化为通货膨胀。传统的货币缺口与通货膨胀之间一一对应关系已在金融全球化和金融创新浪潮的冲击下被打破了。因此，正如本报告 2007 年中期报告——“流动性过剩下的中国宏观经济”研究所现实的那样，宏观流动性总量过剩问题并不是一个实质性问题，而是一个伪问题，将减少流动性总量作为货币政策的调控目标是不科学的。只要外部失衡问题是一个中长期问题，中国将在相当一段时期内面临流动性总量过剩的问题，利用发行央行票据、发行特别国

债、连续提高存款准备金率这些短期数量工具来治理流动性总量过剩这个中长期现象，不仅无法真正压低流动性总量，反而会对国内货币市场带来巨大的冲击，使其丧失中长期的资金价格显示功能。事实证明，在连续 9 次提高存款准备金率的过程中，许多中小商业银行出现了流动性不足的问题；在过度使用中央银行票据进行冲销的同时，货币市场波动加剧了。在发行央行票据、发行特别国债、连续提高存款准备金率等组合式数量工具操作下，货币供给在外汇占款的冲击下依然超预期增长。中国货币政策过度依赖数量型工具的模式需要调整。

第二、翘动中国宏观经济的核心工具是真实利率，而不是流动性；真实利率对中国消费、投资、名义总需求、货币流通速度以及资本价格具有十分明显的推动作用；名义利率调整的滞后不仅抵消了货币当期通过数量工具收缩流动性的效果，而且在很大程度上放大了由于流动性过剩所造成经济过热的风险，而与整体货币政策操作方向背道而驰；通过利率政策的调整，维持实际利率的稳定性对于中国宏观经济的平稳运行具有十分核心的作用。

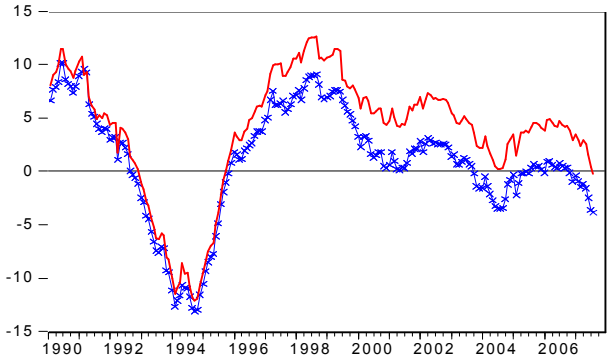


图 29　中国真实利率[14]

如图 29 所示，中国自 1990 年以来中国真实利率存在较强的波动性，自 1996 年以来中国真实利率总体呈现出下降趋势。2004 年上半年真实利率进入“负利率时代”，而这在很大程度上会通过对各种宏观经济指标的影响，推动了近期宏观经济过热的压力。这主要体现在以下几个方面：

[14] 在本文中，真实存款利率和贷款利率分别根据上年同期 1 年期定期存贷款利率与当期 CPI 指数进行计算。

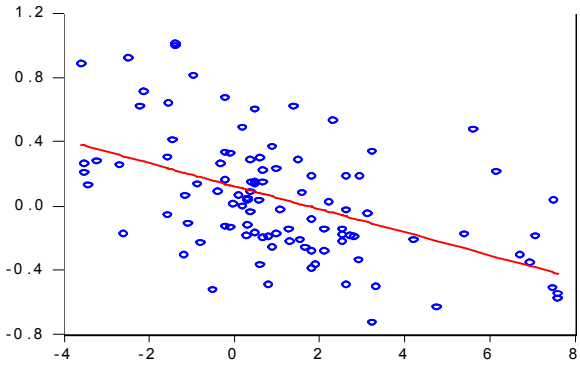


图 30　消费与真实利率的相关性[15]

1）图 30 所示，真实利率与消费增长率之间存在明显的负相关关系，且相关系数达到-0.50。通过 OLS 方法对二者进行进一步分析表明，消费增长率与当月真实利率负相关，而与上月真实利率正相关，真实利率总体上与消费呈现负相关关系。因此，目前负真实利率在一定程度上推进了消费增长速度的提高。

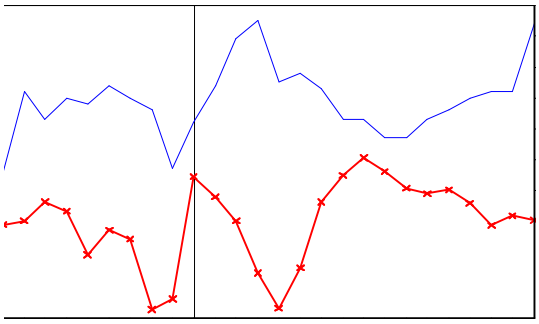


图 31　资本形成与真实利率

2）如图 31 所示，1981 年到 2006 年期间中国固定资本形成与真实利率之间的关系表明，在 1990 年之前固定资本形成与真实利率之间的相关性不明显，但是 1990 年之后固定资本形成增长率与真实利率呈现显著的负相关关系，且相关系数达到－0.64，由此可见真实利率对于调节投资具有较强的影响。

[15] 横轴为真实存款利率，纵轴为剔除季节和春节因素之后的真实消费月度环比增长率。

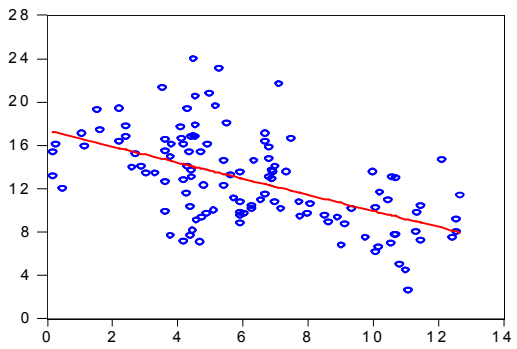


图 32　工业增加值三月增长年率与真实利率[16]

3）如图 32 所示，中国真实利率与工业增加值三月增长年率之间存在明显的负相关关系，相关系数达到－0.55。OLS 估计发现，真实利率每下降 1%,实际工业增加值增长率提高 0.36%，真实利率降低对工业产出具有十分明显的刺激作用。

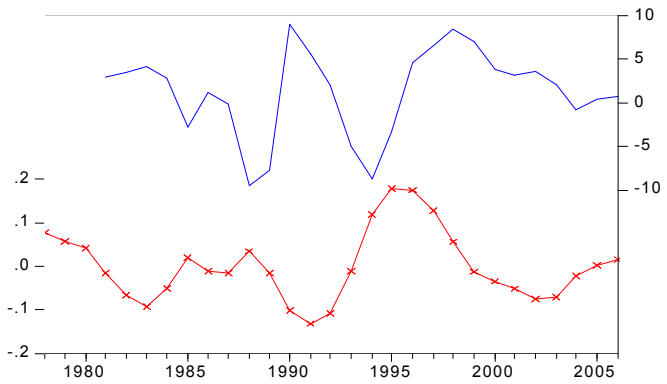


图 33　名义总需求缺口与真实利率

4）如图33所示，中国名义总需求缺口和真实利率之间存在负相关性，且相关系数达到－0.3。其核心原因在于，名义利率代表了金融资产的收益率，而通货膨胀率代表了实物资产的收益率，名义利率和预期通货膨胀之比构成真实利率，因而真实利率决定居民持有金融资产和实物资产的比例。当预期真实利率较低时，居民消费需求和存货需求会相应的增加，从而在产品市场上表现为购买商品时的“买涨不买跌”。真实利率波动导致居民对金融资产和实物资产需求发生变化，进一步推动了实物资产价格、通货膨胀和货币流通速度发生波动。

[16] 横轴为真实利率，纵轴为工业增加值三月增长年率。

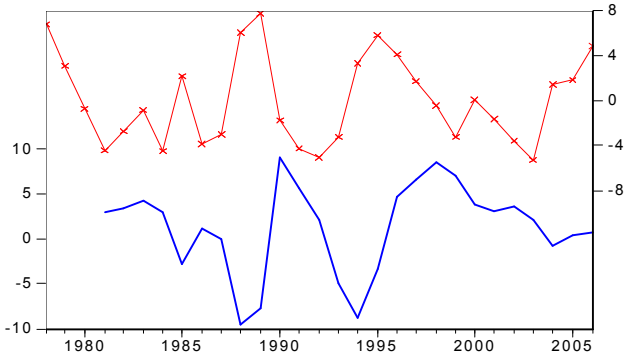


图 34　货币流通速度偏差与真实利率

5）进一步研究真实利率与货币流通速度偏差，我们可以发现，真实利率变动是导致我国货币流通速度变化的原因之一。如图34所示，真实利率与货币流通速度偏差存在负相关关系，真实利率每下降1％，货币流通速度偏差上升0.53％。因此，可以说真实利率的降低不仅可以直接推动名义总需求，还可以通过货币流通速度渠道放大货币存量所造成的冲击。当前过低的真实利率不仅与货币当局抑制通货膨胀的目标相背离，并且在事实上可能导致宏观经济波动进一步加剧。

6）如果进一步研究货币供给总量波动、利率波动与资本市场特别是股票价格波动之间的关系，我们可以进一步发现，中国股票价格波动不仅与货币供给总量波动存在关系，而且与利率波动存在密切的关系。Granger 因果检验发现，M2 增长率偏差与股价增长率偏差之间存在显著的因果关系，相关系数为-0.17[17]，同时也发现，利率和股票价格之间存在短期的因果关系，股票价格升幅偏差是导致利率增长率偏差的原因（参见表 13）。向量自回归结果显示，股价异常升高将会导致未来 5 个月内利率上升，当期利率增长率偏差与股价增长率偏差的相关系数为-0.18。这说明利率调整可以作为调节资本市场价格的货币政策工具。另外，我们还发现，投资收益与实际利率存在十分明显的负相关关系（参见图 35）。这进一步说明目前低利率政策是导致资产价格上涨的原因之一。

表 13　利率增长率偏差和股票价格升幅偏差之间的因果检验[18]

零假设	F 统计值	P 值
利率增长率偏差不是股票价格升幅偏差的原因	0.7662	0.5766
股票价格升幅偏差不是利率增长率偏差的原因	4.0019	0.0026

[17]股票价格取上证综指，利率取银行间 1 月期同业拆解利率。M2 增长率偏差与股价增长率偏差之间负相关，似与直觉相被，原因可能在于观察期间包含了通货紧缩和资本市场低迷阶段等特殊时期。

[18] 滞后阶树为 5 阶。

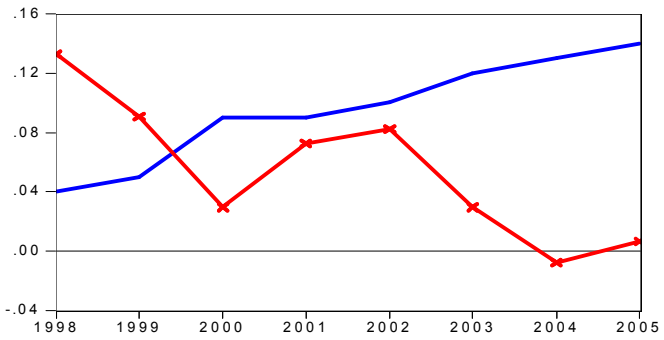


图 35　投资收益与资金成本

第三、在货币政策与汇率政策的冲突中，本币对内过度贬值的福利成本显然高于人民币对外升值的成本，加息与人民币的渐进升值的组合策略有利于突破货币政策的两难选择。

如前所述，在流动性过剩成为长期性问题的情况下，调整利率政策，维持实际利率稳定对于宏观经济稳定更为重要。因此，短期内货币当局应加速名义利率的调整过程。但是，加息将会收窄本国与外国的利差，刺激投机资本的进一步进入，进而导致外汇储备增加，流动性进一步提升，通货膨胀提高，进而抵消加息的作用。

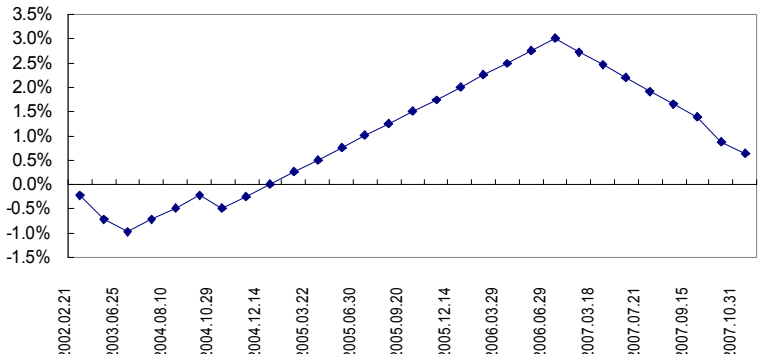


图 36　美元与人民币基准利率差

但是，需要明确的是，近期投机资本流入的核心原因并非中国与美国名义利率的收窄，而是中国资产价格的迅速攀升。例如房地产价格的持续攀升导致 2007 年前 3 季度 FDI 投资房地产的规模提高了 20%，而股票价格的高涨导致了中国资本与金融项目的对外证券投资同比下降了 83%。同时，本报告有关汇率的份报告研究证明，利率收窄并不会引起资本的异样流动，因为国际资本单纯投机人民币升值的收益地域投资美国证券市场以及其他货币市场的收益。与此同时，加息有利于平抑资产价格高涨的局面，反而有利于遏制国际资本的流入。

当然，为配合加息，适当提高人民币升值的幅度有利于金融市场的稳定，也有利于宏观经济的稳定。因为在人民币对外升值与人民币对内升值之间的权衡决定了“一定幅度的对外升值”+“一定的结构性对内贬值”的组合优于“单纯的、普遍的对内贬值（通货膨胀）”。其原因在于，汇率调整往往涉及贸易品部门，在本质上是一个调整贸易品与非贸易品的过程。一定程度的人民币对外升值不仅有利于平抑贸易增长，减少国际资本投机的压力，同时还有利于经济结构的调整。而普遍的价格上涨却对居民的生活以及整体宏观经济的稳定都会带来冲击，同时也无法为结构性调整创造环境。

七、高速的经济增长意味着快速的财富积累，在外部经济不平衡、流动性过剩以及金融深化等多重力量的作用下，中国的财富结构开始进行快速的调整，财富结构的快速调整进一步推动了资产价格和财富总量的加速增长，资产的财富效应已经显现，并开始改变中国传统的宏观经济政策传导机制和资产价格形成机制，金融资产与不动产的价格自我强化机制初见端倪。中国宏观经济在金融层面与实体层面进一步分离的进程中不仅获得了进一步发展的动力，也出现了全新的动荡因素。

从 1978 年以来，中国平均 GDP 增长率达到 9.83%的高速经济增长以及接近 40%的积累率决定了中国财富的快速积累。这种财富的积累主要体现在企业固定资产存量每年按照 5%增长，到 2006 年存量超过 22 万亿；居民住宅每年按照接近 4.5%速度增长，到 2006 年的存量达到 383 亿平方米；居民金融财富近 5 年每年以 17.4%的速度增长，2006 年总量达到 18.5 万亿；外汇储备从 1991-2006 年平均每年按照 37.5%的速度增长，预计到 2007 年总量超过 1.5 万亿美元；在对外投资以及外汇储备积累的作用下，我国对外金融资产和净债权快速增加，到 2006 年底分别达到 16266 亿美元和 6621 亿美元；社会每年存款和现金余额 1991-2006 年按照 21.7%的速度增长，到 2007 年 9 月达到 39.3 万亿； 包括股票、各种债券、各种基金在内的各种金融资产犹如雨后春笋，资产规模迅速攀升膨胀，到 2006 年底股票市值达到 8.94 万亿、各种债券规模达到 5.83 万亿，到 2007 年 9 月基金总规模达到 3.1 万亿。上述这些物质财富和金融财富的快速积累，直接导致近 5 年来中国财富年均复合增长率超过 20%。

从理论上讲，单纯的财富总量的累积对于宏观经济运行会产生一系列的影响。但是，其中最为本质性的影响是，在财富积累到一定程度时，财富结构的巨大变化引起的宏观经济运行机制的变化以及由此引起的财富增长方式的变化。中国财富在近 3 年以来正处于这种时期，中国财富不仅在实物资产与金融资产的比

重发生革命性的结构变化，而且实物资产与金融资产各自的内在结构也发生着巨大变化。这些变化正在改变中国宏观经济运行的规律以及财富价格的形成机制。

第一、中国非均衡发展模式所导致的中国国民对外债权的快速积累是中国国内财富结构变化的引擎。

从理论上讲，外汇储备在本质上有双重含义：一是对外意味着中国国民持有的、可以在国际市场上拥有购买力的权益；二是对内意味着延迟的国内消费或者中国国民储蓄的方式。在固定汇率和结汇制度的作用下，外汇储备资产的大量积累就意味着，国民通过外币资产转化的本国货币资产没有相应的本国实物资产与它匹配。货币资产出现过剩，即目前面临的流动性过剩。这些过剩的流动性在本质上是国内净储蓄，是国民延迟的消费。因此，在国民的跨期决策中不会自动转化为消费而流向消费品市场，进而引起通常意义的通货膨胀。在实物资产和其他金融资产供给存在的前提下，这些由外币资产转化而来的货币资产要么向实物资产转化，要么向其他金融资产的转化，从而出现大规模的资产结构的调整。这种大调整就是外部经济不平衡导致的流动性过剩所引发的资产结构调整。单纯的流动性过剩并不能引起资产结构的调整，因为消费品市场的价格上涨可以很好释放这种货币的冲击。

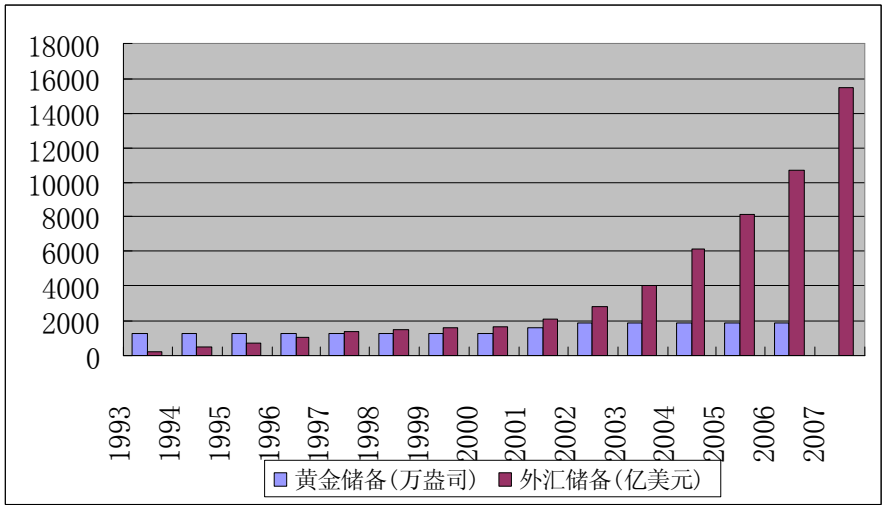


图 37　中国黄金与外汇储备

当然，外部不平衡导致的流动性过剩只有在积累在一定规模的基础上才会引起资产结构的大规模调整。新世纪以来，中国外部经济不平衡发生了质变，大规模的外汇储备积累足以对中国资产结构带来根本性的冲击。2002-2006 年外汇储备增加了 8542 亿美元，引起的是 2006 年现金投放的 21 倍，是流通中现金的 51%，

是 M2 的 18.5%。这足以从根本上动摇中国货币资产形成的机制和增长的模式。表 14 的各种参数的变化可以进一步说明上述冲击的力量。

表 14　外汇储备相关指标 1996—2006 年

	外汇储备/ 货物进口额	外汇储备/ GDP	M0/ 外汇储备	M1/ 外汇储备	M2/ 外汇储备
1996	0.757	0.130	1.008	3.265	8.714
1997	0.983	0.158	0.878	3.003	7.847
1998	1.034	0.156	0.934	3.246	8.707
1999	0.933	0.158	1.051	3.580	9.364
2000	0.736	0.156	1.069	3.877	9.821
2001	0.871	0.181	0.893	3.409	9.014
2002	0.970	0.223	0.729	2.990	7.804
2003	0.977	0.278	0.592	2.520	6.628
2004	1.087	0.317	0.425	1.901	5.034
2005	1.241	0.369	0.358	1.599	4.454
2006	1.347	0.402	0.321	1.496	4.107
资料来源：根据《中国统计年鉴》、*International Financial Statistics* 数据计算得到					

第二、中国国民财富积累到一定规模要求中国提供更多的金融工具来分散资产风险，同时提高跨期资源配置的效率，资产结构多元化需求日渐强烈。中国金融深化和金融创新为中国资产结构的大规模调整提供了供给空间。

传统的国民储蓄形式和融资方式主要机制在银行信贷和各种实物资产。这决定了中国风险分散和跨期资源配置的效率较为低下。在财富和资源配置积累到一定规模必定要求改变传统的储蓄形式和融资方式。这就产生了金融深化和金融创新。在新世纪中，中国非银行融资渠道得到全面的发展。这集中体现在以下几个方面：1）居民在流动性过剩、利率过度低下以及储蓄风险过于集中等因素的推动下，开始大规模重新组合资产。一是将在消费贷款创新的带动下，将银行储蓄资产提前转移到不动产之上；二是在证券市场高收益的驱动下，将银行储蓄转化为股票、基金、保险以及债券等金融资产，出现近期居民储蓄活期化和大搬家的现象。2）企业在融资成本和资源配置效率的驱动下改变传统的融资渠道，开始大量利用直接融资渠道进行融资。3）金融企业为了转移和综合金融风险进一步进行金融创新，使大量衍生金融产品出现。4）在流动性过剩环境中，企业获利方式的变化引起企业进行投资行为的改变。这些力量直接引起中国金融资产结构和实物资产结构的大变动。这集中表现在：1）房地产资产比重提高。城市房地

产市场价值由 2001 年底的 17.4 万亿元逐步上升到 2006 年底的 35.2 万亿元。

图 38　中国城市住房市场价值/GDP 的变化（%）

城市住房价值/GDP 到 2006 年上升到 168%（如图 38）。2）信贷资产相对规模开始下降，脱媒现象开始发生。信贷资产一直是最大的金融资产，在 2003 年信贷资产/GDP 达到高峰（117%）之后逐步下降，到 2006 年该参数为 107.6%。3）股票市值在波动中大幅度上升。随着股票市场的逐步发展，到 2006 年底，境内上市公司达到 1434 家。随着年度股票价格的大幅度波动，股票市值/GDP 的比例也呈现出大幅度波动的态势。2006 年底股票市值/GDP 的比例约为 43%，。3）债券和其他金融产品绝对规模和相对规模都较大幅度上升。相对例如国债和政策性金融债券占 GDP 的比例由 1996 年的 9.5%上升到 2006 年的 25.9%。而基金规模在 1998-2006 年期间扩张了 50 倍（参见图 39、40）。

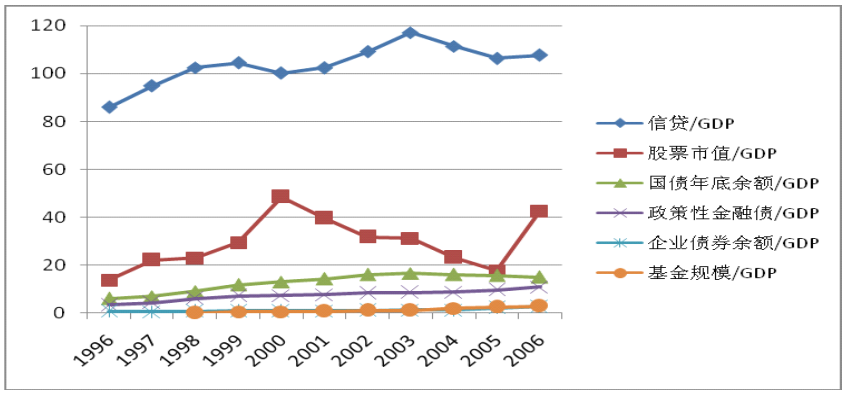


图 39　中国主要金融资产结构的变化（%）

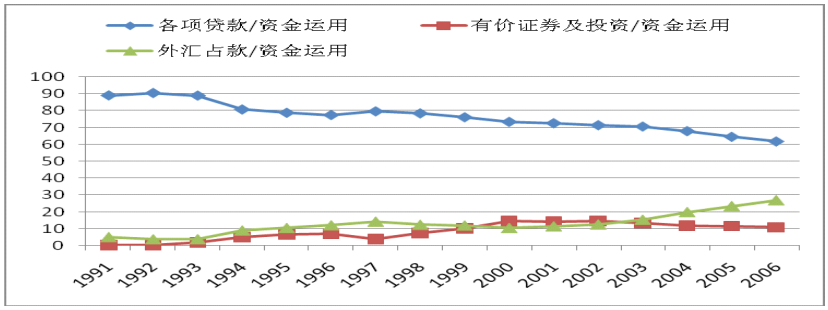


图 40　金融机构资产结构的变化（资金运用）（%）

上述财富结构的各种快速变化具有十分重要的宏观意义。它不仅引起了财富增长模式的变化，使资产价格在财富结构转移中出现攀升，而且使资产价格形成模式和宏观经济传导机制发生巨大变化，未来宏观经济政策实施方式必须进行相应的调整。具体体现在以下几个方面：

第一、财富形式的金融化导致大量货币资产在金融体系内部循环，推动金融经济与实体经济的分化，M2 和金融机构金融资产的增长速度远远超过 GDP 的增长速度，呈现加速上涨趋势，货币缺口与 CPI 之间的经典关系发生变化，货币政策的传统数量目标失去可控的基础和相应的价值。

1991-2006 年中国 GDP 年均增长率为 10.16%，而同期广义货币 M2 的年均增长率达到 21.83%，M2 的年均增长速度是 GDP 年均增长率的 2 倍多。与此同时，金融机构金融资产/GDP（FA/GDP）的比例由 1991 年的 110.0%上升到 2006 年的 172.4%[19]。中国经济中这种货币增长快于实体经济增长的现象可以称之为金融部门与实体经济的分离。引起这种现象核心原因是金融资产的相互抵押和相互转化，加速了金融资源的流动和货币乘数的巨大变化。其最为重大的宏观影响就是，货币供应增长速度与 GDP 增长速度之间形成的货币缺口并不直接表现为实体领域的通货膨胀。传统货币政策的数量目标失去了其操作的基础——稳定的货币流通速度，同时也失去其经典价值。

[19]这里的 FA 是金融机构的资金运用总计。从 FA/GDP 和 M2/GDP 的数据来看，中国经济的 FA/GDP 与 M2/GDP 之间存在高度相关性（相关系数为 0.89；1%的显著水平），而且两者历年数值比较接近。如 2006 年 M2/GDP 为 165.04%。因此，使用 FA/GDP 和 M2/GDP 具有相似的含义。从 M2/GDP 的数值来看，中国经济中的 M2/GDP 确实要高于其他国家。比如，2005 年中国经济 M2/GDP 为 162.73，高于日本的 143.7，英联邦国家的 108.46，欧元区的 77.18 和美国的 55.76。资料来源：IMF（2006）。

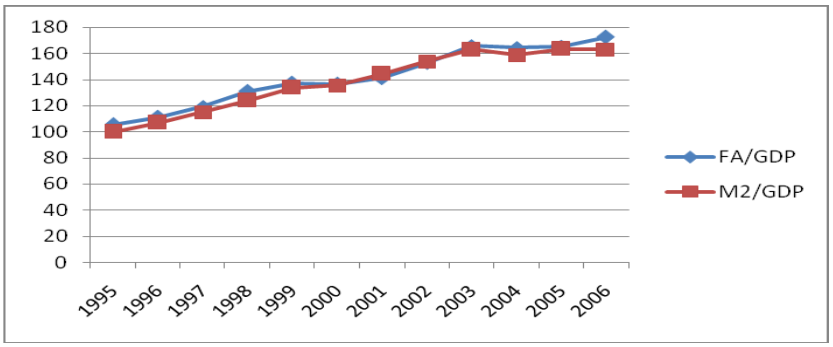


图 41　中国经济中的 FA/GDP 和 M2/GDP 的变化：1995-2006

第二、金融资产结构的变化使宏观经济的资金运用结构发生巨大变化，进而使金融机构的资产价值对利率变化将更加敏感，金融机构资产的市场价值将面临越来越严重的利率风险暴露，实际利率调控在宏观经济中的核心作用日益显示。

金融资产结构的多元化一般对金融机构资金来源影响不大，但对金融机构资金运用会产生巨大冲击。如图 40 所示，贷款在资金运用中的比例逐步下降，由90年代初期的约 90%下降到 2006 年的 61.7%；有价证券及其投资由 90 年代初期的不足 1%上升到 2006 年底的 10.8%，并在 2002 年达到最高值 14.6%；而外汇占款的比例则由 2000 年底的 10.5%快速上升到 2006 年底的 27.1%。最新的数据显示，2007 年 9 月份，信贷资金、有价证券及投资和外汇占款在总资金运用中的比例分别 59.2%、11.7%和 28.8%。由于这三项资金运用一直占资金运用总计的约 95%的比例，因此，这三项资金运用的变化能基本完整地反映了中国金融机构资产结构的变化。金融机构持有的有价证券占资金运用比例的上升主要体现在股票类资产价格的上升以及国债和政策性的金融债券价格的变化上，导致金融机构金融资产的价值变化将更多地取决于有价证券价值和外汇占款价值的变化，而这两种资产的市场价值对利率变化是高度敏感的。因此，金融机构资金运用结构的变化带来的资产价值的变化将越来越依赖于利率的变化。这也决定了利率调控在货币政策中的核心地位。

第三、在消费信贷创新的作用下，不动产的加速累计改变了利率与中国固定资产的关系，导致利率调节效果在房地产业和非房地产业发生分化，增加利率调控的难度。

由于中国利率市场化进程缓慢以及信贷的控制，中国利率与固定资产投资从长期来看关联不大。但是，由于房地产投资的快速增长，居民房地产信贷规模日

益扩大，近几年固定资产投资对利率的敏感性明显增强，尤其是房地产业的固定资产投资对利率变化相当敏感。利于计量研究发现，从 1995 年以来的长期趋势来看，固定资产投资与真实的中长期利率之间没有关联。但是，2001-2006 年期间滞后 12 个月的固定资产投资变化对真实利率的变化具有敏感性。同时，中长期信贷利率与住房固定资产投资之间的存在投资利率弹性，弹性系数为-0.796。这一弹性系数的绝对值大于全社会固定资产投资的利率弹性，这是因为房地产企业存在较高的资产负债率。1997-2006 年房地产企业的年均资产负债率高达 75.06%%，即使在 2004-2006 年年均资产负债率也高达 73.6%[20]。因此，中长期贷款利率的上升将会明显降低城镇住房投资，而对其他产业投资的影响则不明显。利率调整对于房地产行业与非房地产行业的效果将发生明显的分化。

第四、财富结构的快速调整使资产价格的形成机制发生变化。在宏观流动性过剩的推动下，财富的相互转化和相互融合使资本市场和不动产市场的价格自我强化机制开始显现，并进一步推动资产价值的重估、资产价格的快速上涨与财富的加速膨胀。这些变化使居民的经济生活方式和企业的盈利模式发生了基本变化，宏观经济的微观基础革命已经爆发。

在第一个层面上，国民对内财富与对外资产结构的变化引起了外部不均衡带来的流动性过剩。由于这种流动性所具有的净储蓄的特殊性质，宏观流动性的过剩首先体现在国内资产形式和总量的简单变化，即居民利用充裕的流动性进行房地产投资和各种金融资产组合投资，发生初级的资产结构重组。

但是，在过多流动性的冲击下，各种金融资产和不动产在价值重估与需求冲击下，出现资产价格快速上涨和货币在资产领域的流动加速等现象。这时，各种资产市场的传统关系和结构发生巨大变化：

一是改变了传统的各资产市场之间的“跷跷板关系”，市场与市场在“财富-投资效应”和“相互估值与定价效应”下形成了相互强化的机制。例如，2005 年之前，在资金约束下，股票市场与房地产市场呈现明显的“跷跷板效应”，即在房地产市场繁荣的情况下，股票市场开始出现熊市；在股票市场出现牛市时，房地产市场就会衰退。例如中房指数上海综指从 1995-1999 年从 922 点下滑到 692 点，而上证指数 1996-2001 年则从 400 多点上升到 2200 点；而在上证指数 2001-2005 年下跌到 998 点的同时，上海房地产 2000-2004 年平均每年上涨 14.8%。但是 2005 年以后股市与房市的关系发生了质的变化。房市与股市相互推动。

[20] 数据来源于中宏产业数据库。

二是市场主体的行为发生巨大变化。居民在分散风险、投资获利与投机心理的驱动下，改变以往保守的投资行为，开始大规模进入证券和房地产等高风险行业。2007 年前三季度，股票市场新增投资开户数 4761 万户，是 2006 年全年的 9 倍，使股民与基民超过 1 亿，居民经济生活发生了根本性变化。与此同时，大量的企业进入证券市场和房地产市场，使企业金融费经营新风的投资收益大幅度上升，企业盈利模式全面转向资本运作和资本价值的增值之上。

这两个方面的变化开始引领进一步的流动性向房地产和各种金融资产流入，使资金在金融领域与房地产领域快速自我循环。房价和金融资产价格开始脱离实体经济的支撑，经济泡沫开始出现，宏观经济开始了在虚拟经济与实体经济不断分离中运行，宏观经济风险和调控的难度也日益加大。这集中体现在 2004 年以来房地产价格持续高涨以及 2005 年以来股票市场的迅速上涨。

第五、财富的快速累计使财富效应开始显现，使利率与居民消费之间的关联加强。

利率变化对消费的影响存在收入效应和替代效应。利用计量工具研究表明，从长期来看，中国经济中的消费对利率不敏感。其核心原因在于，利率对中国消费影响的传统传递途径主要集中在储蓄存款的利息收入变化所产生的收入效应。但是，我们对近两年以来的城镇居民消费与利率和股票市值变动（财富变化）之间关系得考察发现，股票市场财富变化对城镇居民实际消费的影响有实质性的变化，股票财富的上升开始影响居民的消费[21]。

从前面的分析我们可以看到，中国资产结构快速调整使中国宏观经济发生了巨大的变化。但应该看到的是，这种变化刚刚开始。1）中国外部不均衡是一个中长期问题，外汇储备冲击引发的流动性过剩仍将持续相当一段时期。这决定了中国资产调整得原始动力将在较长时期内存在，即使力量进入递减阶段。2）资产的证券化以及其他金融创新刚刚开始，银行脱媒现象将大规模发生；3）资本与金融项目开放还没有进入实质性阶段，国际性资产组合还没有正常发生。与此，上述各种宏观经济的变化也将持续。这决定了中国未来宏观经济政策调控模式改革的方向。

[21] 相关计量研究清参阅本期分报告“财富结构的变化及其对货币政策的含义”。

政策建议

一、基于实际 GDP 与潜在 GDP 的正向产出缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步扩大，但由于产出缺口和其带来的通货膨胀压力依然没有超过可控范围，宏观经济在总体上应当继续采取中性定位、偏紧操作、组合实施的策略，以推动中国经济在高速增长中进行自我均衡化的结构调整。具体表现为：

1、必须充分认识到保持一定的投资增速对中国宏观经济实施“软着陆”的宏观价值，在不对投资规模和投资增速产生全面紧缩效应的前提下，通过利率政策、要素价格改革、环保政策以及节能指标等途径调整投资结构，提高投资效率。

2、必须深刻认识中国初次分配格局的调整在中国宏观经济结构调整中的中长期战略意义，要推动消费增速的提高和消费结构的升级必须改变以往“以再分配调节为主”的政策导向，将初次分配格局调整与再分配结构调整放在同样重要的地位。通过工资形成机制、财产收益分红机制和其他要素价格机制的改革，加速国民收入初次分配机制的调整；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、公益性服务供给的提高以及新型政府住房补贴等手段，进一步推动居民收入的增长和补偿性消费的提高，为进一步消费升级以及消费增速的进一步提高打下基础。

3、鉴于本轮价格上涨具有结构性、补偿性、成本推动性、国际联动性以及中期持续性，宏观经济政策一方面应当采取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，而不宜采取全面的紧缩货币政策，另一方面应当在恰当安排各种要素价格改革次序的基础上，适度提高利率，改变真实利率下滑的局面，以稳定实际利率的水平，降低结构性价格上涨向全面物价上涨转化的风险。

4、中国非均衡增长所具有的战略性意义决定了我国不宜过度收缩贸易顺差增速，在保持出口增速的同时，调整进口政策，促进进口增速的提高，以缓和“双顺差”对实体经济结构和货币供应带来的外生冲击。同时，外部非均衡的自发性和中长期性决定了我们应对改变“以调内为主，调外为辅”的政策定位，“内调收入分配结构，进而调整储蓄-消费结构”应当与“外调进口和资本流动，进而缓和双顺差的过度增长”并举，具有同等地位。

5、高度重视美国次级抵押贷款危机对世界经济的影响，密切关注全球经济不平衡的自我均衡调整机制的启动，中国贸易政策的中期定位应当相机决策。

二、正确认识在金融深化与金融结构转型的时期中货币政策传导机制的变化，改变以往“货币政策为主、财政政策为辅”的调控模式，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策，为消除经济过热压力、延缓本轮经济周期的繁荣形态创造条件。具体体现为：

1、在货币流通速度发生异变的环境中，改变传统的货币供应总量目标导向的货币政策调控模式，正确认识中国外部不平衡带来的流动性过剩的属性，确定真实利率目标导向的货币政策定位，保证真实利率的稳定，避免低利率政策对中国宏观经济过热压力产生放大效应，通过适当加息与升值的组合消除过热压力，走出“资产收益虚高与升值的不良循环”。

2、重视频繁使用数量型政策工具带来的 “流动性总量过剩与结构失调”的困境，改变以往“数量为主，价格为辅”的货币政策工具组合模式，重视名义利率调整的滞后带来的各种负面影响，根据实际利率的变化，优化利率调整的时机。

3、在货币政策与汇率政策的冲突中，本币对内过度贬值的福利成本显然高于人民币对外升值的成本，适度加大人民币的升值幅度有利于突破货币政策的两难选择。

4、在财政收入高速增长的环境中，一方面应对进一步减少财政投资的力度，防止财政的顺周期操作；另一方面还必须加大支出结构的调整，利用财政充裕的条件加速社保体系得建设、加大公益性服务的投资、提高廉租房和经济适用房的投入力度。同时注重财政政策与货币政策的配合，克服货币政策在固定汇率制度下的失灵，通过特别国债的发行、各种进出口关税和补贴的调整等手段为货币政策和汇率政策的实施扩大空间。

5、加强对国际资本流入的监控，防止投机资本通过假贸易、假投资以及地下结汇系统进入。

三、充分重视财富结构快速调整的宏观意义，理清由此导致的中国宏观经济微观基础革命所蕴含的发展契机和整体风险，在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中，通过各种方法来隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制，以缓和财富效应对中国宏观经济的负面冲击。

1、财富结构的快速调整改变了货币循环的方式和货币政策中利率工具的效率及其传递机制。国家必须根据财富结构变化的进程，适当调整货币政策的操作模式。

2、在规范投资行为模式、进一步推进资本市场的制度建设，积极推动股票市场的再融资与扩容，增加收益率适中的新金融资产，提高金融产品的多元化，以减少财富结构调整中供给短缺带来的资产泡沫问题。

3、积极进行房地产市场的调控，在落实前期各项调控政策的基础上，严控土地价格的暴涨与相应的投机行为，严格股权质押、房产抵押以及其他房地产与金融资产相互转化、相互估价、资金自我循环的各种通道，防止资产价格自我强化机制的形成。

四、必须充分认识到相对价格调整是中国经济结构转化的核心杠杆，有步骤地进行要素价格改革和本币升值是中国中期调控的必然选择。因此，需要对不同要素价格形成机制改革的次序、力度以及规模进行近期统筹安排，同时，根据货币政策以及世界形势的需要加大汇率调整的力度。

1、通过能源价格体制的改革与资源税收体系改革可以适度先行。根据分报告的研究，能源价格的调整在目前技术深化和利润空间较大的环境中对于整体价格和经济的影响并不大，以“行政调控与市场引导”并行的模式可以有效缓解能源紧张的困境。

2、由于工资上涨对于未来结构性物价上涨是否转化为全局性通货膨胀起着至关重要的作用，因此劳动工资形成机制不宜再短期全面展开。

3、本币升值不仅与通货膨胀之间存在替代的关系，也与关税以及各种补贴存在着替代的关系。人民币应当在实际汇率缓慢升值的前提下，以关税以及各种补贴的调整为辅助，进行名义汇率的调控。短期内贸易政策调控与货币政策调控都不宜过猛。