

全球利益调整中的中国宏观金融风险

王晋斌 阎衍 朱戎

内容提要

当前全球经济呈现出三个基本特征：一是全球经济进入了周期性的经济下行区间¹；二是出现了全球性的大宗商品价格的急剧上涨和波动以及通货膨胀压力；三是中心国家的金融危机风波蔓延和美国经济外部不平衡的持续调整。对于中心国家来说，促增长并降低经济外部不平衡、消化次贷危机的成本和防止通货膨胀成为当前和未来一段时间内经济调整的主要任务。在全球低增长和高通胀背景下，对于与中心国家经济利益调整相对应的外围国家来说，除了次贷危机中投资存量的直接损失外，调整的成本将集中体现在三个方面：一是大宗产品价格上涨带来的进口“价格损耗”和美元贬值等因素带来的“估值效益”使外围国家外汇储备的实际购买力严重缩水。二是外部需求放缓、大宗产品价格上涨和美元贬值等因素使外围国家的外部需求下降、进口成本急剧增加，并存在进口通货膨胀的风险，进而降低外围国家企业利润和经济的增长速度；三是次贷危机风波加剧了国际金融市场资金流动的不确定性，给外围国家的盯住汇率制度造成压力。这些成本会在中短期内恶化外围国家的经济基本面，降低金融系统的资产质量，增加金融体系的系统性风险，对外围国家的宏观金融风险管理提出严峻挑战。

此轮调整的成本释放渠道不同于以往仅通过贸易条件改变或仅通过货币危机的形式，而是呈现出“资本流动+大宗商品价格+贸易条件”的组合式渠道。这些渠道彼此之间相互交错，使新一轮的全球利益调整呈现出错综复杂的局面，但仍有一条主线：通过金融渠道来调整全球利益成为当前和未来的发展趋势。这是因为：1、大规模的资本流动是引发货币危机的导火线；2、大宗商品价格的上涨与大幅波动有多种原因，但主要原因是美元货币体系下的国际金融市场上的投机行为；3、外围国家贸易条件的恶化与美元贬值直接关联；4、产业整合与中长期中的技术进步需要依靠金融业的催化作用。

依据上述渠道，受此轮调整冲击最大、最持久的经济体具有三个基本特征：

¹ 参见中国人民大学经济研究所宏观经济论坛 2008 年中期报告。

外贸依存度高、出口制造加工品并进口大宗产品、有大量外汇储备。

对于中国经济来说，这种组合式渠道的负面冲击将体现在四个方面：一是大宗产品价格上涨带来的进口“价格损耗”与美元贬值等因素带来的“估值效益”使中国外汇储备的实际购买力大幅度缩水；二是美元贬值引起的大量资本流入对中国汇率价格和其他资产价格的波动造成潜在压力；三是大宗商品价格的急剧上涨与剧烈波动会对中国资源密集型工业企业，尤其是加工制造业企业的利润产生显著的负面影响，危及中国加工制造业“世界中心”的分工地位；四是外部需求下降与贸易条件向不利方向发展会直接恶化出口企业的资产负债表。所有这些冲击都会危及银行系统的信贷资产质量，进而危及中国宏观金融的稳定性。

此轮全球利益调整虽然具有中长期性，但也存在短期无序调整的风险，如货币危机和逆周期的贸易政策等。这意味着必须在短期求稳的前提下，加快金融与经济改革以应对此轮调整带来的中长期冲击。

为了应对此轮调整的冲击，我们必须明确金融渠道已成为国际利益调整的主要渠道，必须实施金融大发展的战略，抛弃传统的“重实体、轻金融”的发展思路，采用“重金融、重实体”的双重发展战略。金融大发展战略包括两个基本方面：一是在国内金融市场不可能完全开放的条件下，要利用香港的国际金融中心地位，实施中国金融局部“大推进”发展战略。二是要明确在未来相当长的一段时期内，加工制造业仍是推动中国经济与就业增长的重要部门。因此，必须加大金融资本与产业资本的结合，促进制造加工业的产业升级，并加快非贸易部门的发展，调整产业结构的不平衡。

为此，我们提出以下建议：

- 1、重新审视已有的金融“渐进”开放战略。传统的按照产品渠道开放的金融“渐进”开放战略已经走到了极限，必须用区域金融“大推进”战略替代原有的金融产品“渐进”开放的战略，以在局部经济体中形成市场化的金融资产价格来为整个经济体提供可用的参照系。
- 2、重新定位金融监管和金融创新，以“硬堵”的方式来割断国内外资本市场的联系将不复存在。重要的是加强审慎监管，在对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项与资本项下的各种资本流动渠

道进行有选择的事后认可、调整和再管制。同时，要把握时机加速金融衍生品的创新，充分利用即将营业的香港商品期货交易所，大力培养企业利用金融工具管理风险的能力。

3、要进一步使用国家主权资金来参与和稳定国际金融市场，并通过区域性的货币合作，增加中国经济对美元货币体系冲击的弹性。

4、宏观政策要关注资产价格的变化，要使用“金融政策+其他政策”的组合方式以防止金融资产价格大幅度波动的风险。对于股票市场，要防止价格进一步下跌；对于房地产市场，在投资增长与销售降低并存的环境下，要密切关注房地产企业的财务状况。

5、外部需求下降是挑战更是机遇。应通过金融资本与产业资本的进一步融合，整合产业结构，加快产业结构的升级，以降低外部需求给中国经济增长带来的压力。与此同时，依靠中国经济的纵深性，通过相关的产业政策来帮助企业消化成本的上升，并达到区域产业结构调整的目的。

6、继续推进价格体制改革和限制产能等措施，以降低对大宗产品的国际需求，减缓需求因素对大宗产品价格上涨的拉力，同时也迫使资源密集型企业通过技术进步降低能耗，达到促进产业升级和降低过剩生产能力的双重目的。

7、加强国际合作，稳定原油来源。应该着力与伊朗、尼日利亚、沙特阿拉伯等石油供应国建立起长期的稳定关系，使石油的进口价格能够独立于受英美金融力量和石油卡特尔控制的期货交易价格，降低油价波动的风险。

一、新一轮全球利益的调整：低增长高通胀下的组合式渠道

不同于 80 年代美日之间通过高增长背景下的刻意制度设计——以日元升值的方式来调整外部不平衡,也不同于 90 年代东南亚通过高增长背景下的货币“错配”和资本流入逆转带来的货币危机进行调整,新一轮的调整是在金融资本主义、工业资本主义与发展中国家这样一个三层全球经济结构背景下出现的,是在全球经济处于下行区间、次贷风波蔓延、大宗产品价格急剧上涨以及高通胀压力的环境下展开与继续的。金融渠道成为当前和未来全球利益调整的主渠道。受此轮调整负面冲击影响最大的是外贸依存度高、出口制造加工品并进口大宗产品、有大量外汇储备的国家。而全球经济增长的下滑、中心国家外部不平衡的调整、次贷危机风波的蔓延和通胀压力的持续共同决定了此轮调整具有中长期特征。

(一) 新一轮调整是在全球金融资本主义、工业资本主义与发展中国家这样一个三层全球经济结构背景下展开的,受此轮调整负面冲击影响最大的是高速增长的发展中国家。工业化国家的技术密集性生产特征能够在一定程度上缓解大宗产品价格上涨的冲击,但制造业本身难以抵御由美元贬值和大宗商品价格投机带来的成本冲击。

1、美元贬值降低了美国的贸易赤字,又通过估值效应起到了平衡贸易赤字的作用。与此同时,美元贬值和大宗产品价格急剧上涨使得美元体系下美国和英国的石油金融期货交易商获得了巨额收益。

首先,美元贬值在一定程度上降低了美国的贸易赤字。2006 年美国贸易赤字/GDP 达到自 1980 年以来的历史最高点 6.15%,相比 1980-1999 年期间历史最高点 3.39% (1987 年),增长幅度约为 45%。从绝对值来看,1987 年的外贸逆差为 1606.61 亿美元,而 2006 年为 8114.83 亿美元,是 1987 年的 4 倍多。图 1 显示随着美元对主要货币指数的大幅度贬值,美国的实际有效汇率也在不断下降。2008 年 6 月的美国实际有效汇率指数比 2002 年 1 月下降了 23.06%,这一贬值幅度尽管没有 1985 年 1 月-1991 年 12 月美国实际有效汇率贬值 33.3% 的幅度大,但仍明显改善美国经常账户赤字。1985 年美国贸易赤字/GDP 的比例为 2.80%,1991 年出现顺差,这一比例变为 0.048%。2001 年以来美元的加速贬值,有效减小了美国经常账户赤字,而且从 2007 年的情况来看,净出口的增长是推

动美国 GDP 增长的重要因素（IMF,2008）²。2008 年 4 月美国出口增长 49.2%，进口仅增长 24.7%。伴随着美元贬值，2007 年美国的贸易赤字/GDP 比例下降到 5.34%，而且按照 IMF（2008）的估计，这一比例还会下降。

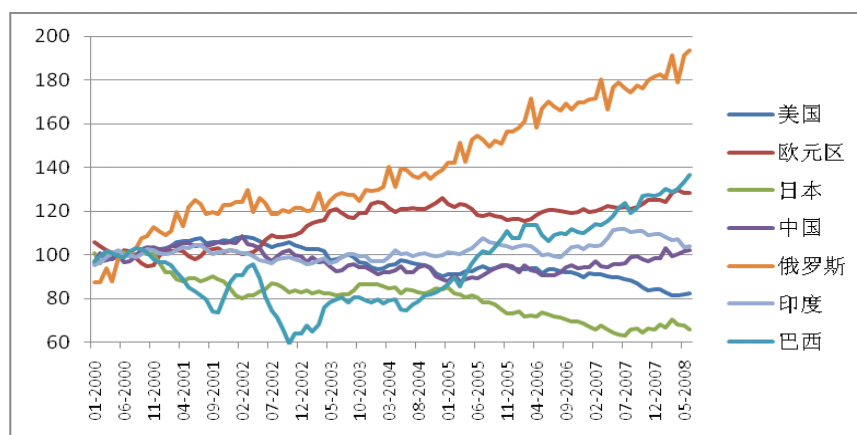


图 1 主要发达经济体和新经济增长体实际有效汇率的变化趋势：2000-01—2008-06（2000-01=100）

资料来源：作者依据 BIS 提供的 effective exchange rate indices 绘制。

其次，美元贬值能够通过“估值效应”来平衡美国的贸易赤字。据 Lee and others(2008)估计，美元贬值通过美国持有的净国外资产来平衡贸易赤字的比例约为 2%³。

最后，据美国商品期货交易委员会统计，2007 年原油期货价格涨幅达到 56%。与此同时，投机资金在石油商品期货中的净多头寸竟然增长了 2674%⁴，美国和英国石油金融交易商获得了巨额收益。

2、尽管工业化国家技术进步等因素能在一定程度上缓解大宗产品成本急剧上升带来的负面冲击，但在美元货币体系下，工业化国家的制造业本身还是难以抵御由美元贬值和大宗商品价格投机带来的成本冲击。

首先，对于技术密集性发达国家和地区来说，工业生产率的增长一直保持较好的态势。图 2 显示 1992-2006 年，德国和日本的工业生产率增长了约 65%；而作为新兴经济体代表的韩国和中国台湾地区，工业生产率更是分别增长了 2 倍多（332.7）和一倍多（209.9）。

² IMF(2008),World Economic Outlook, April.

³ Lee and others,2008,“Exchange Rate Assessment: CGER Methodologies”, IMF, Occasional Paper, no.261.

⁴ 转载自王湘穗（2008），石油暴涨中的利益博弈。

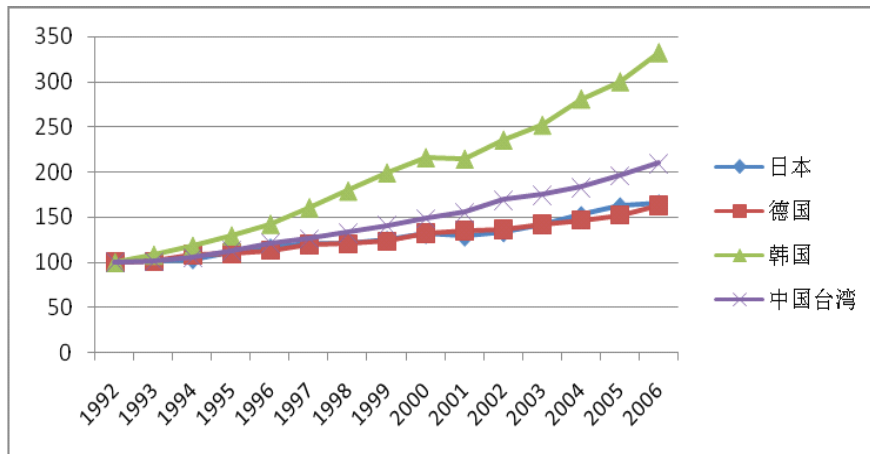


图2 技术密集型工业化国家和地区的制造业每小时产出指数（2000=100）

资料来源：U.S.BLS,2008。

其次，从经济能够承受的石油价格水平来看，一项研究表明发展中国家能够承受的石油价格远远低于发达国家。日本经济学家牧野润一提出了一个测度指标，他以第二次石油危机爆发的1980年为参考点，用当时的石油消费额与名义GDP之比7%为尺度，推算出可能引发世界经济萧条的石油价格是126美元一桶。由于各国能耗技术水平不同，所能承受的石油价格也大有差异。据他推算，萧条临界点的石油价格，美国是160.1美元、日本是168.1美元（日本民间智库“大和总研”称日本经济能够承受每桶100美元的油价⁵），德国是172.4美元；而中国为99.5美元，印度为62.6美元⁶；而日本民间智库“大和总研”称日本经济能够承受得起每桶100美元的油价⁷。

再次，从工业生产来看，由于日本经济严重依赖出口⁸，工业生产明显下降。依据日本通产省的数据，2008年3月日本的工业生产指数为116.6（2005=100），5月份下降到102.5，6月份比5月份继续下滑2%。从出口来看，2008年5月出口的同比增长率为4.2%，有一定的下滑。2008Q1制造业的销售收入同比下降7.7%，净营业利润也下降9.4%。可见，依赖出口的日本制造业受到了严重的冲击。依据日本央行3月24日统计，仅2月份破产的企业就有近1200家，涉及负债金额36万亿日元，与2007年同期相比分别上升了8.3%和26.2%。因此，美元贬值、原料成本上涨、内需疲软以及美国经济形势的不确定性给依赖出口的日本经济带来了显著的负面冲击。

⁵ 来自 Yahoo 财经网，<http://biz.cn.yahoo.com/050831/124/cdvr.html>。

⁶ 转载自王湘穗（2008），石油暴涨中的利益博弈。

⁷ 来自 Yahoo 财经网，<http://biz.cn.yahoo.com/050831/124/cdvr.html>。

⁸ 2007年底日本经济进出口贸易/GDP为35%。资料来源：IFS,2008。

而德国的工业生产与出口状况较为乐观，主要原因是德国经济基本独立于美元货币体系。目前德国出口商品的 80%以欧元结算，仅有 13%以美元结算；相比 2005 年工业增加值 1.0%的增长，2006-07 年依然保持了 2.8%和 2.9%的增长，2008 年第一季度也达到 1.9%。从出口来看，2005 年的出口增长率为 7.1%，2006-2007 年分别为 12.5%和 7.8%，2008 年第一季度达到 5.9%，比 2007 年第三季度的最低点 3.9%明显回升⁹。因此，短期内美元贬值对德国出口的影响较小。

3、大宗产品价格的上升恶化了工业制成品输出国的贸易条件，对发展中国家的经济产生了显著的负面冲击。

假定其他因素不变，从 1999 年到 2006 年，大宗商品价格上涨导致能源输出国的贸易条件改善了 99%，非能源资源输出国的贸易条件平均改善了 60%，工业制成品输出国的贸易条件则恶化了 7%¹⁰。图 3 显示出在 2006 年大宗产品价格大幅度上升后，中国、印度和巴西的外部盈余/GDP 比例均出现了不同程度的下降，日本也不例外。而德国的贸易盈余却扩大了，贸易盈余/GDP 从 2002 年的 2.01%上升到 2007 年的 5.57%。

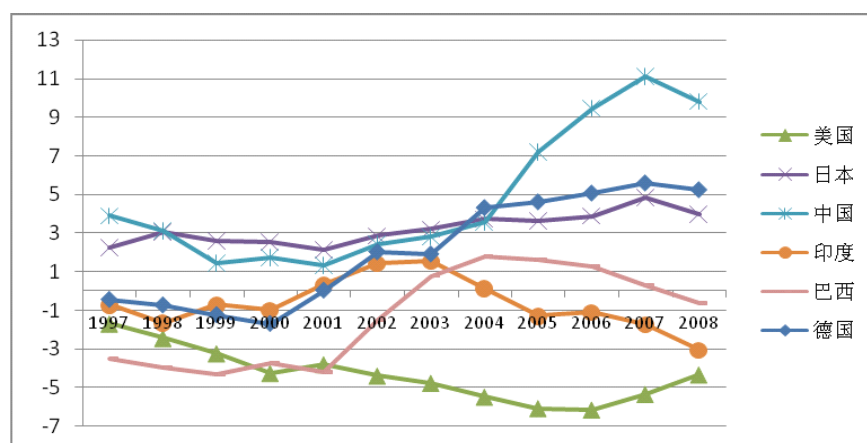


图 3 主要发达经济体和新经济增长体贸易盈余/GDP 的变化趋势 (%)：1997—2008

(二) 金融渠道调整成为未来全球利益调整的趋势。美元贬值和大宗产品的资产化使得金融市场上的投机行为仍将持续；“价格损耗”和“估值效应”将继续降低外汇储备的实际购买力，同时，次贷危机调整成本的消化还需要一段

⁹ 资料来源: Monthly Report, July, 2008, Deutsche Bank.

¹⁰ 参见分报告《发展中国家贸易条件的变化趋势与大宗商品价格变动的关系》。

时间。这些因素共同决定了金融渠道的调整是一个中长期过程。

1、大宗商品价格上涨有多种原因，但美元国际货币体系下金融市场中的投机行为是引起大宗商品价格上涨，尤其是石油等能源价格急剧上涨的主要原因。同时，能源等大宗产品的价格存在位居高位和上涨的风险。

在过去几年中，石油等基础产品的价格快速上涨。石油现货价格（美元/桶）1995年为17.204, 2000年为28.235, 2005年比2000年几乎翻了一番, 达到53.354; 预计2008年将达到95.5, 几乎是2005年的一倍。此外，包括原油、天然气和煤的能源价格指数（以2005=100）在2000年只有53.394, 2007年增长到133.665, 预计2008年将达到174.115（图4）。

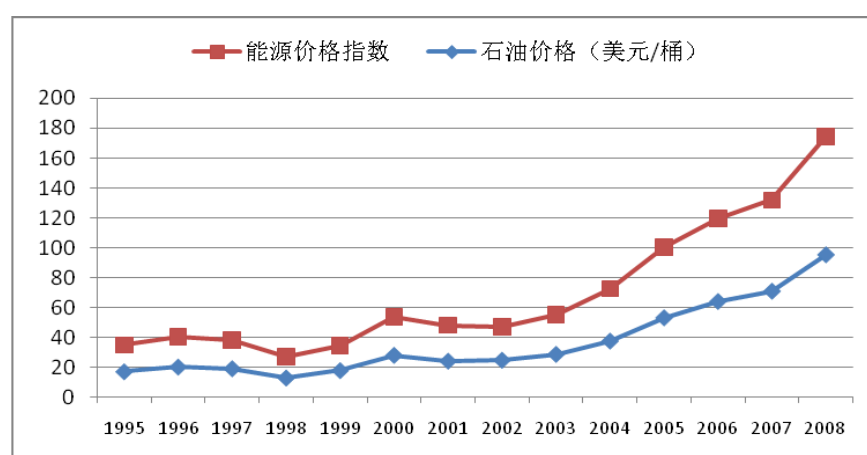


图4 全球原油等能源价格的变化趋势：1995-2008。

注：（1）原油是三个市场（Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh）现货价格的简单平均值。（2）能源商品价格指数包括原油、天然气和煤（以2005=100）。

资料来源：作者依据 IMF, World Economic Outlook Database(April 2008)提供的数据计算绘制。

应该看到，国际市场上原油等能源产品价格的急剧上涨，与全球分工体系的演变以及消费模式的转变密切相关。发展中国家对能源等大宗产品需求的上升是原因之一，但不至于导致价格在短短三年内上涨一倍。在2007年世界石油总需求同比增长0.8%、2008年预计增长1.2%的情况下，石油现货价格却上涨了50%以上。当我们考虑到全球经济处于下行区间时，而这些产品的价格还在上涨时，尤其如此。大宗产品价格的超调与美元货币体系直接相关。首先，大宗产品资产化带来的资产替代效应推高了大宗产品价格。过去几年中，美元一直处于贬值态势，美元的低利率使大量美元寻求可替代的投资产品。其次，美元贬值的消费效应也在一定程度上推高了大宗产品价格。美元贬值降低了非美元区购买大宗产品的相对成本，进而增加了对大宗产品的消费。但是应该认识到，美元贬值和金融

市场上的套利行为才是大宗产品价格急剧上升的主要原因。2006 年美国参议院一份名为《市场投机在石油和天然气价格上涨中的角色》的报告显示，在原油每桶 70 美元的价格中，有 20 美元来自大型金融机构的投机¹¹。另一项研究表明，在所有的石油期货交易商中，仅有约 30%被确认为是正规的交易商，他们买卖石油并且通过对冲来防范风险，其余的 70%都是投机性质的¹²。

从当前态势看，受次贷危机影响，美国金融市场存在“信贷挤压”的风险（IMF,2008），在短期内无力提供足够的优质金融产品来吸纳大量的流动性资金。因此，这些资金除了流向经济快速增长的发展中国家以外，还可能进一步流入大宗商品市场，这意味着能源等大宗产品的价格仍存在位居高位和上涨的风险。

2、美元贬值是导致发展中国家贸易条件恶化的原因之一，这一趋势仍将延续一段时间。

自 2002 年起美元开始贬值，名义汇率和实际汇率双双下降，且下降幅度是自 60 年代中期以来最大的（图 5）。与 2002 年底相比，2008 年第二季度的名义有效汇率和实际有效汇率下降幅度分别达到 25.4%和 30.6%。但是，美元贬值对美国贸易赤字的平衡作用在 2005 年之后才显现出来，这与 2006 年（包括 2006 年）之前美国住房资产的财富效应、石油价格上涨、稳定的资本流入以及低成本进口发展中国家产品等多重因素有关（IMF，2008）¹³。尤其是随着全球大宗产品价格的上升，发展中国家制造加工业贸易条件持续恶化，弱势美元对于降低美国经济外部不平衡的作用开始凸显。而且从美国今年 2 季度 3.3%的 GDP 增长率来看，出口大幅增长是拉动美国经济增长的重要因素¹⁴。

¹¹ 转载自王湘穗（2008），石油暴涨中的利益博弈。

¹² 威廉·恩达尔（2008），谁在操纵世界油价走势？

¹³ IMF(2008),Global Financial Report, April.

¹⁴ August 28, 2008, Statement by Secretary Gutierrez on Revised Second Quarter GDP, Department of Commerce, U.S.

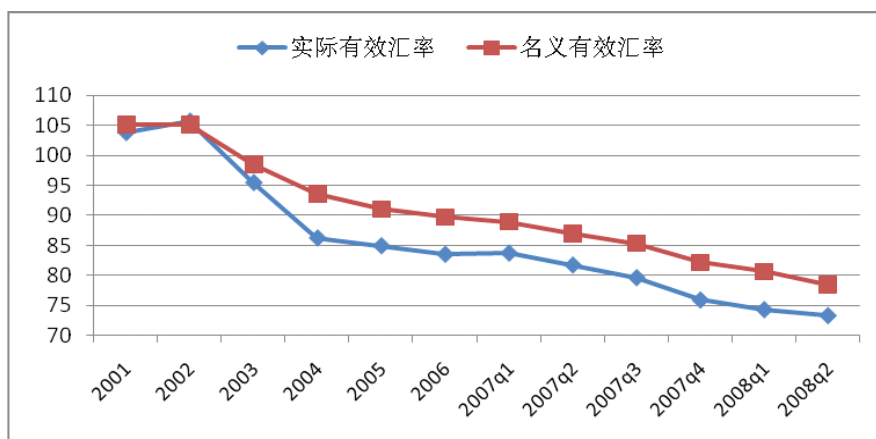


图 5 美元名义和实际有效汇率的变化趋势

资料来源：IMF，International Financial Statistics,2008。

从美国最近的国内政策来看，尽管政府通过增加财政支出来刺激总需求，预计 2008 年美国财政赤字将达到 4000 亿美元，但应该看到这一政策是短期的，因为它违背了美国降低外部不平衡的中长期目标。因此，考虑到外部资金仍能够维持美国外部经济不平衡，且 2007 年以来美元贬值对美国经济增长和降低外部不平衡有重要的推动作用，美元依然存在贬值的风险。

3、能源出口国的外汇储备及其实际购买力大幅度上升，而非能源出口国的外汇储备受到“贬值耗损”和“价格耗损”的双重冲击，实际购买力大幅度缩水。

首先，得益于能源价格的上涨，能源出口国的经常项目顺差与外汇储备得到了快速增长。依据 IFS（International Financial Statistics）的数据，2002 年全球石油出口国家不包括黄金的外汇储备为 108,620 百万 SDR，约合 143,270 百万美元，而到 2007 年底增长到了 311,959 百万 SDR，约合 494,642 百万美元，增幅达到 245.3%。这一时期美元名义有效汇率贬值和美国通货膨胀率总计不足 35%，远低于同期现货市场上原油价格约 200% 的上涨幅度。因此，石油输出国外汇储备的总量和实际购买力都得到了大幅度的提高。

其次，从储备的“贬值损耗”来看，对于进口能源的发展中国家，靠劳动密集型产业的出口得到的外汇储备资产大多以美元的形式持有。这一时期非石油出口的发展中国家外汇储备增加约 3 万亿美元，按同期美元名义有效汇率贬值约 18% 的幅度粗略估计，仅美元贬值就从购买力上蒸发掉 5400 多亿美元¹⁵。

¹⁵ 这里我们没有考虑美元储备投资的收益率。资料来源：作者依据 IFS(2008)提供的储备数据计算。

最后，从储备的实际购买力来看，依据国际能源署（2007）的数据¹⁶，2005年除美国以外，全世界进口原油的数量是 16.76 亿吨，按照 10%的年保守估计增长速度，2007 年底约为 20 亿吨。按照 IMF(2008)提供的现货市场上的原油价格¹⁷，相比 2005 年的价格水平，仅 2007 年一年除美国之外的原油进口国为石油进口多支付了 2600 多亿美元，2006-07 年总计多支付 4000 多亿美元。

4、大规模组合投资的流入和流出是引发货币危机的导火线，盯住美元的汇率制度将面临更大的压力。

从长期来看，作为世界金融中心，强势美元符合美国的根本利益。但 90 年代以来新兴和发展中国家经济的高增长，以及 2002 年以来美元的贬值战略，使流入发展中国家的资金不断增加。由于组合投资的总量增加快、波动性大，而且一段时间内较集中于某一个区域，因此，对盯住汇率制度产生越来越大的压力。受 2008 年越南金融危机的影响，亚洲发展中国家的组合流出非常明显（图 6）。可以看出，外部国家的货币危机也助长了美国使用外部资金弥补其外部经济不平衡的信心。

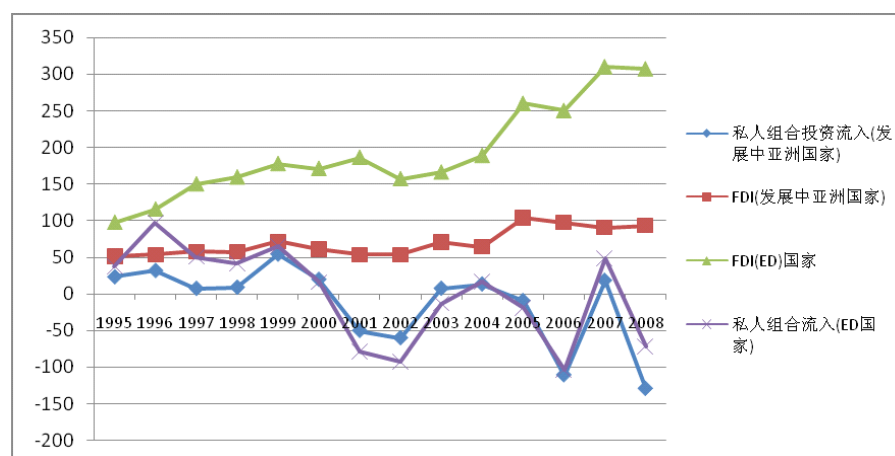


图 6 2008 年亚洲组合投资的逆转（金融账户单位：十亿美元）。

资料来源：IMF, International Financial Statistics, 2008。

5、从目前的情况来看，次贷危机成本的分担与消化还需要一段时间。

次贷危机爆发一年以来，实际情况比预期的要悲观。依据 IMF2008 年第 1 季度《全球金融稳定报告》给出的估计，美国次贷危机引起的全球金融动荡将造

¹⁶ International Energy Agency(2007), Key World Energy Statistics.

¹⁷ IMF(2008), WEO Database.

成近 1 万亿美元的损失。其中，美国房价下跌和拖欠贷款增加可能导致的与抵押贷款和相关证券有关的损失共计 5650 亿美元，潜在损失可能达到 9450 亿美元。高盛预计市场动荡带来的全球信贷损失将达到 1.2 万亿美元，其中近 40% 的损失将来自于华尔街。目前，以花旗、汇丰为首的全球银行业巨头已经计提高达 3000 亿美元的资产减记。根据 IMF 的预测，全球金融行业的资产减记将高达 1 万亿美元。

次贷危机引发了全球范围内的金融冲击。一些出口导向型国家的金融机构由于投资美国次级房贷市场，产生了巨大亏损。日本央行 3 月份公布的数据显示，截至 2007 年底的第三财季，三菱、瑞穗等 6 大银行集团与美国次贷相关的损失超过 5000 亿日元，业内人士预计第四财季结束时(2008 年 3 月 31 日)损失将远高于此。据韩国金融监督委员会公布的数据，截至 2007 年底，韩国 7 家银行遭受与次贷危机相关的损失高达 5.63 亿美元。大多数德国金融机构由于并没有投资美国次贷市场，且在金融上没有过度依赖美元货币体系，因此避免了次贷危机的直接损失。

已有的如此巨大的金融损失以及还未暴露的损失，将使次贷危机的成本消化会持续一段时间。

(三) 全球经济增长下滑与高通胀压力决定了此轮调整具有中长期性的特征。此外，技术进步的周期性、基础能源价格居高位持续时间的不确定性以及盈余国家的多元化，也决定了此轮调整是一个中长期过程，但也存在短期无序调整的风险。

1、新兴与发展中国家货物与服务贸易增长率的下降，世界经济增长的多极化与增长速度放缓，以及全球性的通胀压力会减缓以美国为代表的中心国家调整经济外部不平衡的速度。

尽管 2005 年以来 G7 国家货物与服务贸易的增长率在上升，但新兴与发展中国家(ED 国家)货物与服务贸易的增长率却在下降(图 7)。再加上世界经济增长的多极化与速度放缓、全球性的通胀压力等因素，势必会减缓以美国为代表的中心国家调整外部不平衡的速度。2008-09 年全球经济增长率可能会降低 1.2 个百分点，但新兴和发展中国家经济的增长速度并没有显著放缓，2003-07 年全

球 142 个 ED 国家平均年经济增长率达到 7.28%，而预计 2008-09 年的年增长率将达到 6.68%（IMF，2008），仅下降 0.6 个百分点，是全球经济增长速度下降的一半。从新兴与发展中国家货物和服务贸易近几年的优异表现可以看出，新兴与发展中国家在管理内需与制定宏观经济政策的能力上得到了很大改善，并且扮演着全球贸易冲击吸收器的角色（global trade shock-absorber）。同时也应认识到，在世界经济增长多极化的背景下，全球性的大宗商品物价的急剧上升，使过去缓冲美国总需求压力的“大宗商品价格冲击吸收器”失灵（IMF，2008）。因此，美国经济增长速度的下滑还是会对新兴和发展中国家的经济增长带来明显的负传递效应¹⁸，增加了新兴与发展中国家经济增长的不确定性。

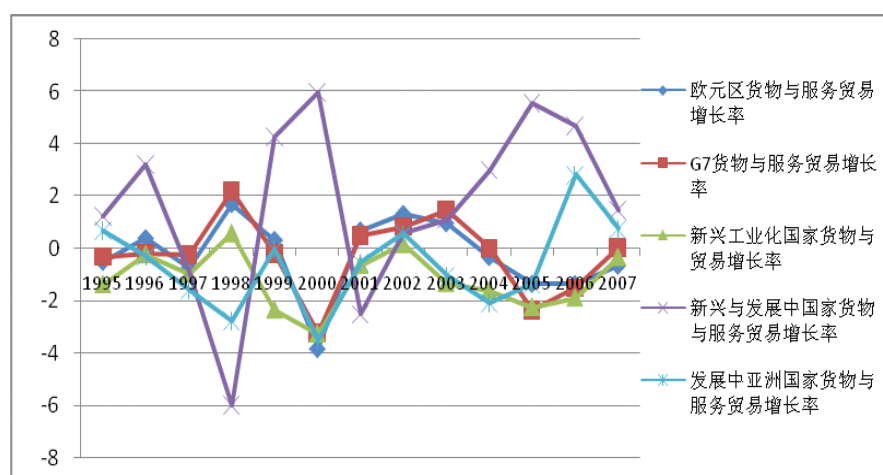


图 7 全球主要经济区域货物与服务贸易的增长率：1995-2007。

资料来源：作者依据 IMF, World Economic Outlook Database(April 2008)提供的数据计算绘制。

2、技术进步带来的服务贸易创新对于调整美国经济的外部不平衡有一定的作用，但短期内作用并不显著。

2006 年 1 月至 2008 年 5 月，一直担当弥补美国经常账户赤字平衡器的美国服务贸易月均增长率为 3.04%，同期货物贸易赤字仅为 88 百万美元，但服务业贸易顺差/货物贸易逆差的比例仍在 20%以下（2008 年 5 月达到最高点 17.5%），远低于 90 年代 42%的水平（图 8，1992-99 年该比例为 42.4%）。尽管服务贸易顺差是弥补美国总体贸易赤字的重要手段，但其重要性在下降，这与技术创新的

¹⁸ Akin and Kose(2007)的研究表明，80 年代中期之后，尽管发达国家经济增长对新兴和发展中国家经济增长的传递效应在下降，但仍是明显的：对新兴国家的溢出效应为 35%，对更加依靠大宗商品的发展中国家的传递效应为 45%。

周期有关，也与美国对高技术的出口管制有关。因此，从服务贸易来看，美国外部不平衡的调整是一个中长期过程。

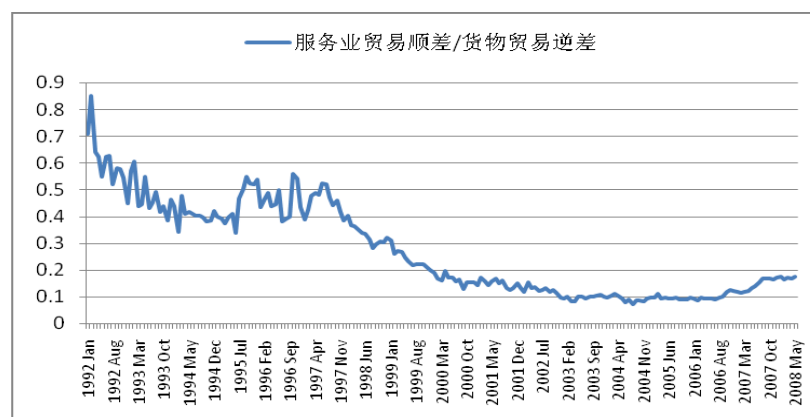


图 8 美国经常账户的结构（服务业贸易顺差/货物贸易逆差）：Jan,1992-May,2008。

资料来源：Bureau of Economic Analysis, International Economic Accounts, U.S. International Trade in Goods and Services, May 2008.

从美国的要素生产率来看，劳动生产率和资本生产率没有显著提高的迹象，依靠技术进步来改善美国外部经济不平衡是一个相对长期的过程。图 9 给出的 1988-2008q1 美国经济中制造业和非农业企业劳动生产率的变化趋势表明，自 2006 年以来美国制造业劳动生产率处于上升态势，但也出现了单位劳动成本年增长率超过单位劳动每小时产出增长率的情况；非农业企业劳动增长率也于 2006 年开始上升，而且在 2007 年出现了劳动生产率增长超过单位成本增长的情况，这与 1991-99 年和 2001-05 年美国劳动增长率显著高于单位劳动成本增长率形成对比，表明了美国制造业的竞争优势在下降。进一步从多要素生产率来看，以 2000 年为基期，今年美国制造业、私人企业部门和私人非农业企业部门的资本生产率基本是零增长，甚至有所下降¹⁹，但多要素生产率还是有明显的增长。2006 年美国制造业的多要素增长率指数为 110.06；2007 年美国私人企业部门和私人非农业企业部门的多要素增长率指数分别为 110.08 和 109.73。多要素生产率的增长与劳动、资本生产率的下降，表明了美国经济增长完全依靠技术进步。技术进步是改善美国外部不平衡的重要支柱，但调整过程具有中长期性。

¹⁹ 2006 年制造业资本生产率为 100.23；2007 年私人企业部门和私人非农业企业部门的资本生产率分别为 98.15 和 97.88。数据来源：BLS(2008)。

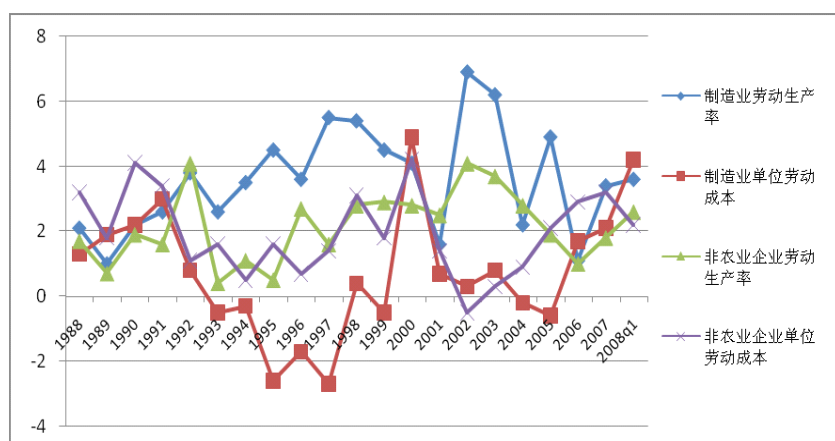


图9 美国经济中制造业与非农业企业劳动生产率（每小时产出）与单位劳动成本的变化：1988-2008q1

资料来源：作者依据美国 BLS 提供的数据绘制。

考虑到新兴工业化国家和地区制造业劳动生产率的快速增长，美国想依靠整个制造业劳动生产率的提高来解决外部不平衡是不可能的。从美国 GDP 的构成来看，目前制造业在美国经济中的比重约为 14%，对美国经济外部不平衡的影响有限。其次，美国的制造业相对于其他工业化国家与新兴工业化国家和地区来说没有优势。依据美国 BLS（2008）的数据，以 1992 年为 100，2006 年中国台湾地区、韩国和日本制造业劳动生产率指数分别是 209.9、332.7 和 165.1，而单位劳动力成本指数仅为 76.9、112.8 和 69.6。可见，总体来说，美国制造业在国际贸易中是缺乏竞争力的。由于全球制造业的分工不可能在短期出现大的逆转，因此依靠金融和服务业来调整美国经济外部不平衡的状况仍将持续²⁰。

3、如果美国加快其经济外部不平衡的调整步伐，则会出现无序调整的风险，逆周期的贸易政策将重新抬头并扩大。若考虑到欧元区也会为降低外部不平衡而采取相应策略时，逆周期贸易政策出现的可能性和实施力度会更大。

弱势美元条件下，美国金融市场的动荡会降低美元资产的吸引力，从而导致资金流入减慢，这是美元继续贬值的最大风险。与 2006 年美国国际收支双赤字 109.67 亿美元相比，2007 年的赤字达到 835.89 亿美元，主要原因是金融账户的盈余减少了 147.78 亿美元，达到 1980 年以来第二大降幅，接近 1998 年比 1997

²⁰ 美国的劳动生产率仅在信息技术制造业上显示出强劲增长（以 1997=100 为基数，美国制造业中计算机和电子产品单位劳动生产率的增长速度在 2006 年达到 282.17。

年的降幅 151.34 亿美元。从 2008 年 1 季度的数据来看，美国国际收支赤字达到 422.5 亿美元。在金融账户中组合投资流入是最重要的，而组合流入中债务证券投资占主要部分。观察 2007 年以来的季度数据，可以发现组合流入存在很大波动。2007 年 1 季度到 2008 年 1 季度流入美国的组合投资分别为 3768.6、3944.5、729.9、3008.4 和 2749.4 亿美元。从组合投资中的债务证券流入来看，2008 年 1 季度达到 2476.9 亿美元，高于 2007 年 3 季度的 923.8 亿美元和 4 季度的 2312.9 亿美元。这说明国际金融市场对美国经济基本面的看法比次贷危机前预期的要好，这种信心可反映在美国企业较健康的财务状况上（图 10-11），也可反映在美国 2 季度 GDP3.3% 的增长率上。

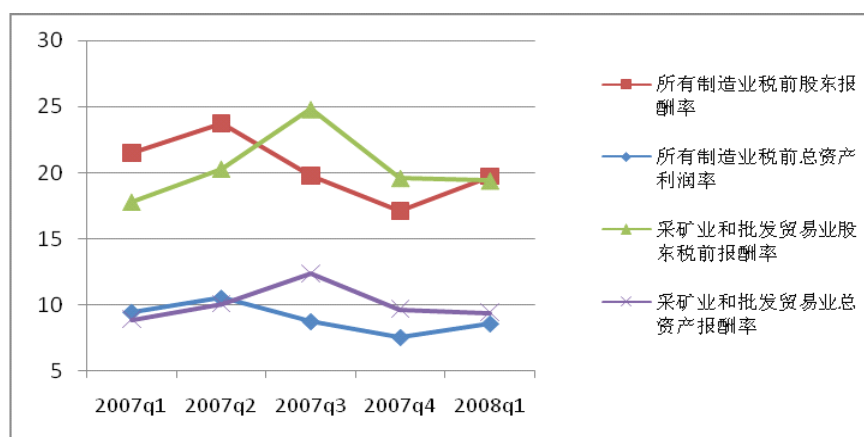


图 10 美国企业近期的财务收益率（单位：%）：2007q1-2008q1

资料来源：Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations: 2008, US. Department of Commerce.

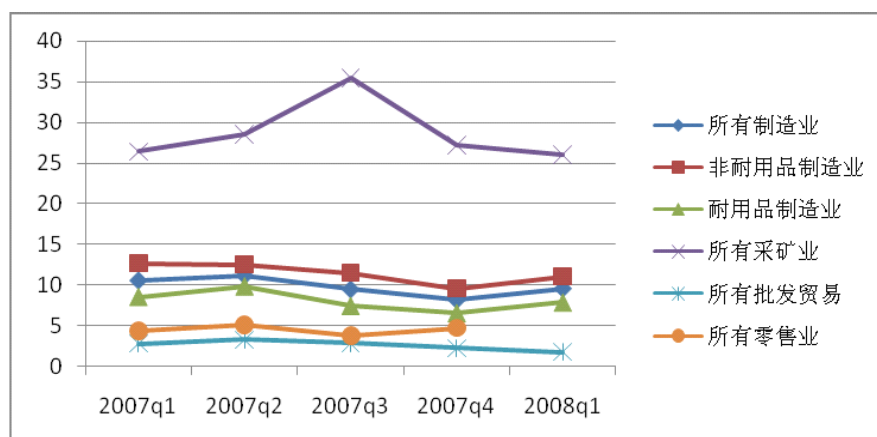


图 11 美国不同行业近期单位美元的销售利润（单位：美分）

资料来源：Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations: 2008, US. Department of Commerce.

据 IMF（2008）预计，2008 年欧元区的赤字将达到 GDP 的 0.72%，即 1997 年以来的最高水平。除了 2000 年以外，1997-2005 年欧元区一直处于贸易盈余状态，2006 年出现逆差，但仅占当时 GDP 的 0.06%。另外，2005 年以来是欧元对美元升值最快的时期。与 2005 年底相比，2008 年 6 月底欧元和日元对美元名义汇率的升值幅度为 25.2%，这是导致欧元实际汇率升值 13.1%的重要原因。因此，如果欧元区采取货币贬值的措施来调整外部不平衡，那么无疑将助长逆周期贸易政策的重新抬头和扩大，包括反倾销措施和报复性关税等²¹。

所以，不论是金融层面还是经济基本面的调整都具有中长期性的特征。

二、全球利益调整中中国宏观金融所面临的冲击

（一）从金融层面来看，投机行为导致的大宗产品价格的快速上涨，通过“价格损耗”和“估值效应”使得本币计价的外汇储备的资产价值明显缩水。与此同时，受次贷危机和人民币升值等因素的影响，流入中国的外国资本急剧增加，对现有的汇率制度形成了一定的压力。中国金融资产的风险更多地暴露在国际资本之下，过大的资产价格波动，会冲击金融市场的稳定性。

1、金融市场上投机行为导致的大宗产品价格的快速上涨通过“价格损耗”渠道大幅度降低了中国外汇储备的实际购买力。

中国是世界上重要的大宗产品（如能源）进口国，制造加工业在未来相当长的一段时期内仍将是中国经济的支柱产业之一。由于进口的大宗产品大多是投入品，且存在刚性增长需求，因此大宗产品价格的急剧上涨会给外汇储备带来显著的“价格损耗”。表 1 的数据显示，以 2007 年底每单位进口的美元价格为基期，2008 年 1-7 月中国为进口主要大宗商品而多支付的美元达到 565.20 亿美元，同期中国贸易顺差为 1237.2 亿美元，这意味着仅大宗商品进口就消耗了近一半的同期贸易顺差（45.7%）。进一步考虑到，当前这些大宗产品仅占进口总额的 25%，但随着大宗产品进口的刚性增长，美元贬值和金融市场投机行为所导致的大宗产品价格上涨对于中国经常项下贸易顺差的“价格损耗”将更为严重。

²¹ Bagwell and Staiger(1997) 系统研究了逆周期的贸易政策。具体参见 Bagwell,K., and R.W. Staiger,1997,“Collision Over the Business Cycle”, Rand Journal of Economics, Vol.28,82-106.

表 1 主要大宗商品进口的“价格损耗”（以 2007 年底价格为基期，单位：亿美元）

产品	原油	铁矿砂	成品油	大豆	初级形 状塑料	肥料	天然橡 胶	铜矿砂
价格损耗	267.59	128.25	81.69	45.49	25.49	6.70	5.11	4.88
总计	565.20							

资料来源：作者依据中经网数据库的进口数据计算。

2、受美元贬值、投资收益等因素的影响，人民币对美元升值通过资产的“估值效应”使得本币计价的外汇储备的资产价值明显缩水。

图 12 显示 2005 年以来，外汇储备资产的名义价值出现迅速亏损。按照历史成本计算，截至 2005 年 1 月外汇储备资产名义累计盈利 9%，按即期汇率计算约为 516 亿美元。但此后人民币对美元的升值导致以本币计价的外汇储备资产迅速缩水，2007 年初外汇储备资产的现值与历史成本基本持平。随着外汇储备资产绝对规模的扩大，由此造成的亏损的绝对数额可能相当可观。截至 2008 年 3 月，按即期汇率计算的累计净亏损达到 360 亿美元。由于外汇储备的历史成本并不包含储备资产的利息收益，因此汇率变化所造成的资产价值损失被低估了。如果以 2006 年中国国外资产收益率为 4.1%²²来计算，2005-07 年投资收益共约 1300 亿美元。上述数据表明，从 2005 年初至 2008 年 3 月，在所获投资收益约为 1300 亿美元的情况下，汇率变化导致外汇资产从名义净盈余 516 亿美元变为净亏损 360 亿美元。由此可见，“估值效应”带来的损失是相当可观的。

1.15
1.10
1.05
1.00
0.95
0.90
0.85

按照名义汇率计算

²² 根据外汇管理局“中国国际投资头寸表”和“国际收支平衡表”计算。

图 12 中国外汇储备资产的现值与成本之比：2006-01—2008-03

值得注意的是，中国目前主要是被动承担汇率变化所造成的资产价值损失，而不是通过“估值效应”主动对国际资产头寸进行管理。这一方面是由于中国国际资产的管理水平相对落后，另一方面是由于人民币在国际支付体系中的地位相对弱势。因此，短期内中国仍不可避免地要承担“估值效应”对资产价值造成的损失。

3、受次贷危机和人民币升值等因素的影响，流入中国的国外资本急剧增加，对现有的汇率制度形成了一定的压力。与此同时，中国金融资产的风险更多地暴露在国际资本之下，过大的资产价格波动，会冲击金融市场的稳定性。

过去的十几年中，流入中国的组合投资快速增长。1997 年流入中国的组合投资仅为 148.24 亿美元，而自 2004 年以来，每年都成倍增长。2004 年投资额为 671.28 亿美元，2005 年为 1149.08 亿美元，2006 年达到 2816.42 亿美元。从投资结构上来看，1997 年股票组合投资仅占 31.16%，2001 年翻了一倍达到 65.64%，2006 年到达 94.45%。因此，目前流入中国的国际组合投资基本上都是股票组合投资（图 13）。

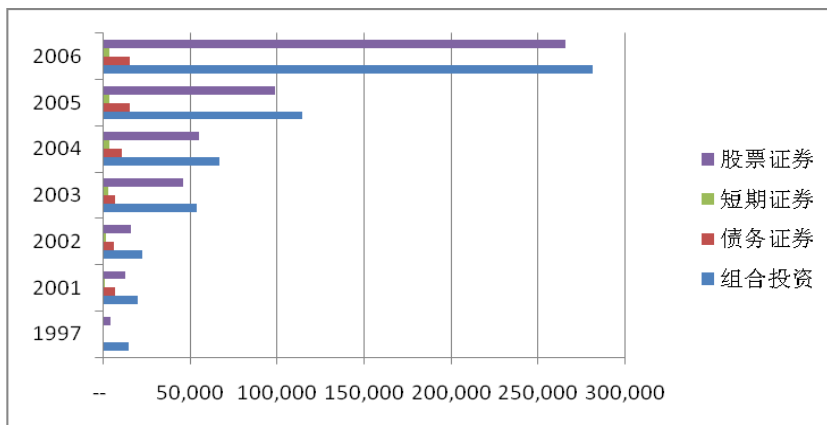


图 13 流入中国的国际组合投资的头寸和结构（单位：百万美元）：1997-2006

资料来源：IMF, Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey, July 2008.

从最近一些研究来看，尽管测算出的中国境内的外国资金数量存在很大差别，大多在 0.5-1.8 万亿美元之间，但资金数量都是巨大的。一个基本判断是流入中国的国外资金数量应该不低于外汇储备的 50%²³，尤其是今年以来，新增外

²³ 据德意志银行的经济学家迈克尔·佩蒂斯(Michael Pettis)测算，今年前 4 个月实际流入中国的热钱可能高达 3700 亿美元。张明认为，在一定的经济学模型假设下，中国资本市场上的热钱高达 1.75 万亿美元。IMF

汇储备中有近 2/3 是以非贸易、非 FDI 形式流入的。而且随着次贷危机影响的逐步扩散与人民币升值预期的持续，流入中国的国际资本有进一步上升的态势。由于大量的资本是通过非贸易、非 FDI 途径流入的，具体途径并不清楚，因此庞大的国际资本流入对中国金融资产价格的潜在影响无疑是巨大的。

具体来看，流入中国的国外资金带有多重目的。一是从人民币升值预期与中美利率差中获得收益。今年年初到 8 月底，人民币对美元汇率的中间价升值了 12%，人民币 1 年期存款利率也高于同期美国利率约 2%，这意味着 8 个月的时间就为美元的人民币存款带来了 14% 的收益率。如果这样简单的套利空间继续存在，可以预期在美国金融市场持续调整的背景下，流入中国的国外资金会进一步放大。二是会追逐中国经济中要素收益率上升的收益。由于这部分资金具有长期性，因此，只要股票市场价格和房地产市场价格不发生大幅度震荡，就可以避免部分资金长期行为的短期化给中国金融市场稳定性带来的冲击。

从股票市场来看，受次贷危机等因素的影响，此轮价格下跌幅度已达到 60% 以上。今年 7 月底的市值已经比 2007 年底缩水了 44.4%，流通市值减少了 33.44%，投资者财富缩水了 3 万多亿元，约占 GDP 的 15%。这里计算的数据包括期间新上市的 114 家公司，如果不考虑这一部分，那么流通市值下降达到 40% 以上²⁴。尽管财富效应在中国经济中的影响力还不大，但过低的股票市场价格仍会带来几个不利的结果：一是中国股市上机构投资者的 90% 是以基金形式存在的，2007 年底，机构投资者持股比例为 46%，证券投资基金持有流通市值的 25.7%，占机构投资者所持市值的 55%，其中开放式基金持占总基金的 80%²⁵。如果股票市场价格持续下跌，基金将面临严重的流动性风险；二是企业净值大幅度下降，抵押物价值持续缩水；三是在国内居民逐步撤离股票市场时²⁶，由于无法堵住外国资本的流入，大量国外资本会进入股票市场，并最终享受到要素收益上升的好处，同时也埋下了未来股价波动不确定性的隐患。

（二）从实体经济层面来看，通过金融渠道调整所导致的大宗产品价格上

（2008）的统计表明 2006 年流入中国的股权组合投资高达 2800 多亿美元。

²⁴ 依据中国证券监督管理委员会网站公布的数据计算（<http://www.csrc.gov.cn/>）。

²⁵ 参见中国人民银行，2008，《中国金融稳定报告》。

²⁶ 这里有两个证据：一是居民存款活期化的趋势，其中一部分是从股市流出来的；二是中国人民银行统计司居民储蓄调查意向统计数据显示，2007 年底居民意愿购买资产的比例为 31.7%，而 2008 年第二季度几乎下降了一半，降为 17.1%。

涨与美元贬值等因素，可能会导致中国未来一段时期内贸易条件进一步恶化；而大宗产品价格上涨带来的“价格超调”进一步增加了中国进口通货膨胀的压力。与此同时，通胀压力下的紧缩政策与不景气的房地产市场降低了企业的财务流动性。所有这些因素都会导致企业财务状况与经济基本面的恶化，进而降低银行信贷资产的质量，增加整个金融体系的系统性风险。

1、从实体经济层面来看，受大宗产品价格上涨和美元贬值等因素的影响，中国未来一段时期内的贸易条件可能进一步恶化。此外，美国可能采取的逆周期的贸易政策，在短期中会进一步降低中国出口推动经济增长的潜力，恶化经济基本面，带来就业压力，并增加银行系统性风险。

首先，2006 年以来大宗产品价格的急剧上升和美元的贬值导致了我国整体贸易条件的恶化（图 14）²⁷。

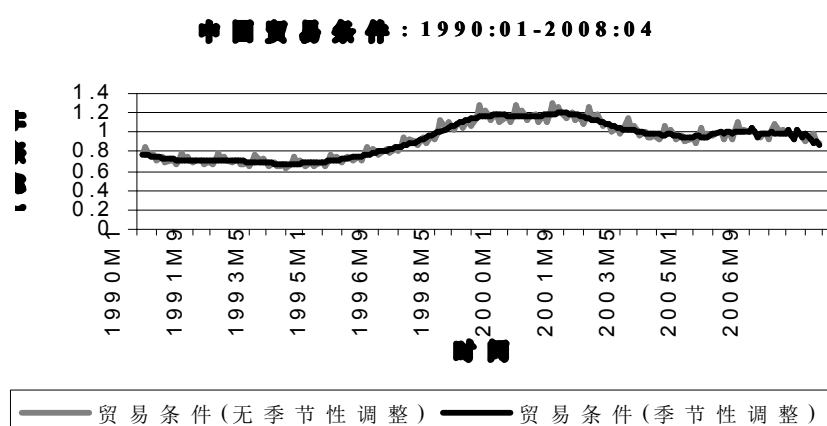


图 14 中国经济的贸易条件：1990—2008-04

外部需求放缓和贸易条件恶化导致了我国进出口贸易的大幅度下降。依据商务部公布的数据，2008 年 1-7 月份中国的出口增速为 22.6%，明显低于 2006 年的 27.2%和 2007 年的 25.7%。从工业企业利润来看，依据国家统计局公布的数据，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）实现利润同比增长 20.9%，增幅同比回落 21.2 个百分点。从工业企业增加值的增长幅度来看，相比 2007 年 12 月同比 17.4%和 2007 年底全年累计同比 18.5%的增速，2008 年 7 月同比与累计同比增速分别为 14.7%和 16.1%，均下降了约 2.5 个百分点。对于这些数据要持谨慎乐观的态度，因为利润的增长可能与所得税从 33%下调到 25%有关。值得关注的是，利润增长幅度下滑与投入成本上升密切相关。

²⁷ 参见分报告“发展中国家贸易条件的变化趋势与大宗商品价格变动的关系”。

今年上半年，工业品出厂价格同比上涨 7.6%（6 月当月上涨 8.8%），涨幅同比提高 4.8 个百分点；而原材料、燃料、动力价格上涨 11.1%（6 月当月上涨 13.5%），提高 7.3 个百分点。由此可见，产品价格的增长幅度低于投入品价格的增长幅度是利润下滑的重要原因。

其次，从出口企业的性质来看，私营企业的出口增速大幅度下滑，与 2007 年底相比，2008 年 6 月底私营企业出口累计增幅下滑 13.2%（图 15）。可见私营企业将是受全球经济下滑、美元贬值、劳工成本上升和出口退税政策等因素冲击最大的一类企业。私营企业的出口一直占总出口额的 20%多一点，并且在全社会就业机会创造上具有重要作用。值得关注的是，绝大多数私营企业是中小企业，而全国范围内，中小企业占全部企业总数的 99%以上，工业产值占 60%，进出口总额占 60%，实现利税占 40%，就业人数占 75%，创新就业机会占 90%以上²⁸。因此，中小企业面临冲击将给全社会的就业带来明显的压力。

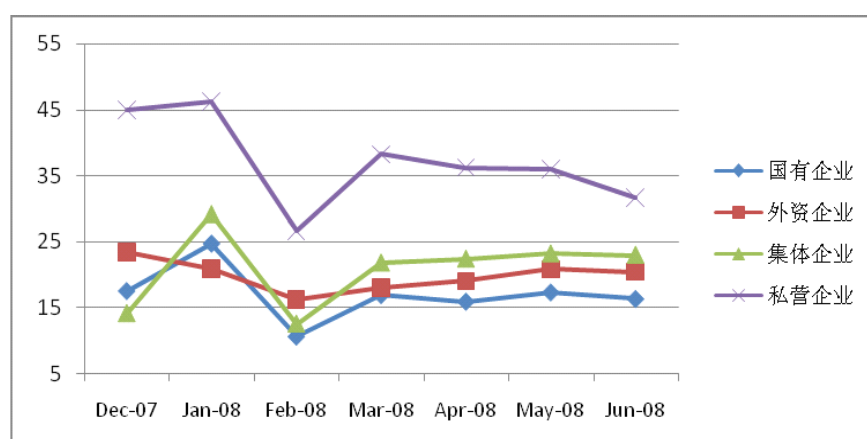


图 15 不同性质企业出口的增长幅度变化%（累计同比数据）：2007-12—2008-06。

资料来源：作者依据商务部网站公布的数据绘制(<http://zhhs.mofcom.gov.cn/tongji2007.shtml>)。

最后，逆周期的贸易政策会进一步降低中国经济的外部需求。在中国出口增速下滑、进口增速快速上涨的同时（2006-07 年进口增速约为 20%，2008 年 1-7 月达到 31.1%），由于美国的外部不平衡仍处于高位，逆周期的贸易政策则成为美国对外政策的一部分。依据商务部公布的数据，美国自 2006 年 11 月，打破其二十多年不对所谓“非市场经济国家”适用反补贴法的先例，对中国铜版纸开启首起反补贴调查以来，迄今已对中国产品发起 13 起反倾销反补贴合并调查。2008 年 8 月 21 日，美国政府正式立案对原产于或出口自中国的厨房设备置物架进行

²⁸ 资料来源：“银根紧缩、中小企业集体受寒；抢夺市场、外资银行加速扩张”，中国就业促进会（<http://www.zgjy.org/sjtj/>），2008 年 8 月 15 日。

反倾销反补贴合并调查。可以预见的是，在美国外部不平衡调整未达到其合意水平之前，这种逆周期的贸易政策会持续下去。

2、大宗产品价格的上涨带来的进口产品的“价格超调”进一步增加了中国进口通货膨胀的压力。

“价格超调”是指相对于主要出口国边际成本的变化来说，中国进口品价格上升的幅度要远高于边际成本上升的幅度²⁹。实证研究结果显示，近三年来，基础产品和原材料进口价格指数的汇率传递长期弹性系数为 1.28。这意味着国外出口商的边际成本每上升 1%，中国基础产品和原材料的价格指数就要上涨 1.28%。

“价格超调”的原因主要有两个：一是大宗产品投机性价格急剧上涨的预期，推高了国外出口商的定价；二是在出口地定价原则与利润最大化原则下，对人民币升值的过度预期也会导致国外出口商提高出口价格。

表 2 汇率传递的长期弹性系数

	2001-01—2008-03	2001-01—2005-06	2005-07—2008-03
p_a	0.74	0.58	0.88
p_j	0.53	0.48	1.28
p_s	0.76	0.59	0.81
CPI	0.24	0.15	0.47

注：（1）长期传递弹性= $\beta / (1 - \sum_{i=1}^n \chi_i)$ ，其中 β 为短期传递弹性， χ 为因变量滞后值的系数，由于检验结果中 CPI 的 χ 为正值，进口价格指数的 χ 为负值，因此 CPI 的长期汇率传递弹性大于短期弹性，进口价格的长期汇率传递弹性小于短期弹性。（2） p_a ：加总的进口价格指数； p_j ：基础产品及原材料的进口价格指数； p_s ：工业制成品的进口价格指数。

上述结果表明在人民币不断升值的背景下，中国基础产品及原材料的进口价格不断攀升。由于基础产品的边际成本传递过高，因此国外出口商边际成本的变动就主导了中国基础产品进口价格的走势。国外基础产品和原材料出口商的这种过度加价行为，进一步增加了中国进口通货膨胀的压力。

3、通货膨胀压力下的紧缩政策与房地产市场的不景气所导致的企业财务流动性的下降和财务状况的恶化，通过企业资产负债表传递到银行的资产负债表，给整个金融系统的资产质量带来负面影响，增加了银行的系统性风险。

²⁹ 参见中国人民大学宏观经济论坛 2007 年底的研究报告。

中国经济宏观流动性过剩与微观流动性不足表明金融层面的宏观流动性与实体经济层面的微观财务流动性之间存在明显的分离,并且越来越严重。造成这种分离的原因与多年来的传统金融发展战略和管制政策密切相关³⁰,集中体现在偏向国有企业的融资结构上。从数据来看,对 GDP 贡献约 50%的私有企业只获得了 25%的银行信贷;而对贡献 GDP20%的国有企业,却获得了 2/3 的信贷 (Tran,2006) ³¹。2007 年下半年以来的信贷紧缩政策使银行的信贷资金更加偏向于大型国有企业,“保大压小”使中小企业融资面临前所未有的困难。据银监会统计,2008 年第一季度各大商业银行贷款总额超过 2.2 万亿元,其中只有约 3000 亿元落实到中小企业,占全部商业贷款的 15%,比去年同期减少 300 亿元。今年以来,融资困难、成本上升等因素已导致相当部分中小企业资金链断裂。据国家发改委中小企业司统计结果显示,今年上半年 6.7 万家规模以上的中小企业倒闭,其中纺织行业超过 1 万多家,另有 2/3 的纺织企业面临重整。

从房地产市场来看,今年 7 月份“国房景气指数”为 102.36,比 6 月份回落 0.72 点。自 2007 年 12 月以来,该指数已连续 8 个月环比(比上月)回落。从销售价格来看,国家发展改革委、国家统计局调查显示,与去年同期相比,2008 年 2 季度全国 70 个大中城市房屋销售价格上涨 9.2%,房屋租赁价格上涨 2.2%,土地交易价格上涨 10.8%,物业服务价格上涨 0.5%。可见,房屋销售价格的增长速度低于土地交易价格的增长速度 1.6 个百分点,这在一定程度上压缩了房地产企业的利润。房地产业投资的快速增长是靠银行借贷杠杆来完成的,这些企业的资产负债率一直在 70%左右。例如,今年 1-5 月,全国房地产开发投资完成 9519 亿元,同比增长 31.9%,增幅比去年同期提高 4.4 个百分点。房地产开发施工面积和竣工面积分别增长 24.9%和 18.2%,增幅分别比去年同期提高 4.1 和 1.3 个百分点;同期有 20%的银行信贷资金流向房地产企业。因此,房地产市场具有“高投资、高杠杆”的双重特征。销售情况将直接决定房地产企业的财务状况和银行信贷资产的质量。依据国家统计局的数据,截止到 7 月末,全国商品房空置面积为 1.29 亿平方米,同比增长 6.1%,增幅比上半年提高 3.9 个百分点。其中,空置商品住宅 6538 万平方米,同比增长 4.6%,增幅比上半年提高 6.7 个百分点。

³⁰ 参见中国人民大学宏观经济论坛 2007 年底的报告。

³¹ Tran,H.,2006,“Financial Sector Reforms in China and India”, *Remarks at Conference on Recent Research on Hedge Funds*, Northwestern University, August.

房地产投资增长是进一步稳定住房价格的基本条件，但从房地产开发的资金来源增长速度来看，房地产企业的资金链存在一定恶化的趋势。相比 2007 年底 37.3%的资金来源增长率，2008 年 1-6 月累计资金来源增长率下降至 22.8%。其中，国内贷款的增长率由 2008 年 1-2 月的 36.9%迅速下降到 1-6 月份的 17.5%，比去年同期下降 8.4%；定金和预售款的增长率由 2008 年 1-2 月的 35%迅速下降到 1-6 月份的 14.4%，按照 2007 年的情况，此项资金来源占总资金来源的 28.5%³²。

另外，从房地产企业贷款质量来看，截至 2008 年 6 月末，中资金融机构房地产类人民币贷款质量有所下降，不良贷款率为 2.56%，比去年末微升 0.19 个百分点。其中，商业性个人住房贷款不良率为 1.65%，比上年末提高 0.22 个百分点；商业性住房开发贷款不良率为 4.32%，比上年末提高 0.37 个百分点³³。因此，必须关注房地产价格的走势和房地产企业的财务流动性。尽管房地产开发资金增速下降是紧缩性宏观调控的结果，但如果房产价格继续下滑，房地产企业的财务流动性将进一步紧缩。

可见，由于经济宏观流动性与企业微观流动性的分离，“高投资、高杠杆”特征的房地产企业将面临土地成本增速高于房屋销售价格增速、商品房空置率上升和资金来源增速下降的三重压力，这将对银行信贷质量产生明显的压力，增加银行体系的系统性风险。

（三）从货币政策来看，目前尚不存在使用汇率和利率政策来调控资本流入与宏观经济的空间。货币政策依然存在两难困境，汇率和利率政策仍将持续目前以稳为主的态势。但是，国际金融市场对人民币升值预期出现下降，这使得稳定汇率升值预期成为可能，并将在一定程度上缓解国内金融系统性的风险。

首先，从汇率来看，不能采用所谓的“一步到位”的方法，特别是考虑到在经济基本面健康的情况下，中国最主要也是最重要的问题是就业问题。首先，“一步到位”的办法在技术上存在重大问题，因为无法准确确定中国的名义均衡汇率水平。其次，“一步到位”的办法会导致几个严重后果：一是大幅度恶化本已不容乐观的出口企业的财务状况；二是给已经进入中国的外国短期资本带来巨大套利的利益，在这种利益的驱使下外国资本会重新以人民币升值不到位或管理当局

³² 国研网，《房地产行业月度分析报告》，2008 年 8 月 4 日。

³³ 参见中诚信国际《2008 银行业展望》。

声誉不足信等为理由，开始新一轮的管理当局与外国资本的博弈，进一步增大资本流入流出的压力。因此，“一步到位”的办法在本质上是不可行的。此外，考虑到中国外债水平较低，升值的“估值效应”所带来的好处是微乎其微的。可以推知，汇率改革不能一直采用 2007 年以来快速升值的办法，这种办法将带来与“一步到位”类似的结果，只是程度不同而已。

其次，从利率来看，尽管利率对于中国经济的调节作用越来越显著³⁴，但若提高利率以降低流动性，在目前的汇率制度下又会带来大量的资本流入和资金流动性的增加，即货币政策的两难困境仍然存在。与此同时，目前国内正面临通胀压力，降低利率水平是不可行的。

再次，存贷利差仍是银行业稳定的基础。2007 年主要商业银行净利息收入在总营业收入中平均占比高达 90%以上。2007 年，受结构性加息和贷款投放放大的推动，国内银行的利差水平大幅提升。根据中诚信国际的测算，主要银行的平均净利差由 2006 年末的 2.40%增至 2007 年末的 2.71%，进而推动银行盈利水平持续改善。主要银行的拨备前利润平均加权风险资产回报率从上年的 2.52%大幅升至 2007 年的 3.2%，已达到国际中等银行水平³⁵。因此，在中间业务还无法成为支持银行业财务稳健性的支柱时，管制性的存贷利差仍是必要的。

可行的办法是在观察市场上投资者对人民币升值预期变化的基础上，实施一些引导性的政策。图 16 中人民币对美元不同期限的非交割远期合约（NDF）的预期汇率变化表明，预期的长期人民币汇率水平要明显高于预期的短期汇率水平，因此人民币存在明显的长期升值压力；其次，按照无抛补利率平价（UIP）进行粗略估计，过去 1 年人民币升值预期在 4.5%左右，对照中美 1 年期的利率水平差，可以算出人民币 1 年期的无风险利率应该接近于零³⁶。值得注意的是，图 16 显示自 2008 年 4 月以来，国际市场上人民币预期升值的压力有所减缓，这给我们稳定汇率预期提供了一个时机。从具体数据来看，2008 年 1 月 1 日，12 个月的美元对人民币汇率的 NDF 价格是 6.715，8 月 21 日该价格仅降为 6.616，相比 2006-07 年的情况，人民币升值预期的压力有所下降。

³⁴ 参见中国人民大学经济研究所宏观经济论坛 2007 年底的研究报告。

³⁵ 参见中诚信国际《2008 年银行业展望》。

³⁶ 参见 Lorenzo Cappiello and Gianluigi Ferrucci, 2008, “The Sustainability of China’s Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalization”, EUROPEAN CENTRAL BANK, Occasional Paper, no.82, March.

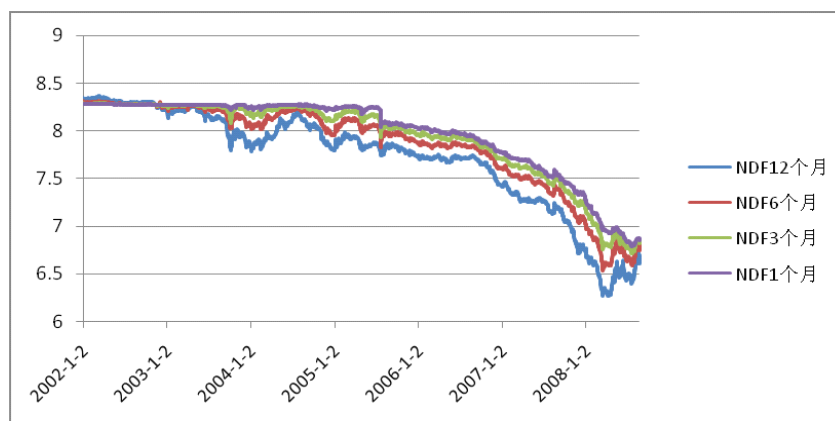


图 16 人民币对美元的预期汇率水平：2002-01—2008-08。

资料来源：Bloomberg.

因此，应该把握当前市场对人民币升值预期放缓的时机，实施一些引导性的政策来降低并稳定升值预期。在目前国际金融市场存在诸多不确定因素的情况下，采用这种办法可以起到降低资本流入、稳定国内金融市场和减缓出口企业财务压力的作用，并在一定程度上降低国内金融系统性的风险。

三、 应对和化解全球利益调整中中国宏观金融风险的政策建议

为了应对此轮调整的冲击，我们必须明确金融已成为国际利益调整的主要渠道，明确全球利益调整具有中长期性，必须实施金融大发展战略，抛弃传统的“重实体、轻金融”的发展思路，采用“重金融、重实体”的双重发展战略。金融大发展战略包括两个基本方面：一是在国内金融市场不可能完全开放的条件下，要利用香港的国际金融中心地位，实施中国金融局部“大推进”发展战略。二是要明确在未来相当长的一段时期内，加工制造业仍是促进中国经济与就业增长的重要部门，因此必须进一步加大金融资本与产业资本的结合，促进加工制造业的产业升级和“梯度”转移，扩大内部需求。

1、重新审视已有的金融“渐进”开放战略，传统的按照产品渠道开放的金融“渐进”开放战略已经走到了极限，必须用区域金融“大推进”战略替代原有的金融产品“渐进”开放战略，以形成局部经济体中市场化的金融资产价格来为整个经济体提供可用的参照系。

金融产品的定价与对未来整个经济的预期有关，涉及到全社会资产价格与收益率。单纯依靠产品开放的“渐进”模式无法形成全局性的资产定价机制，反而

会扭曲资金价格。比如，人民币官方汇率水平和实际市场预期汇率水平之间、官方利率水平和民间借贷利率水平之间均存在明显差距。要形成市场化的资金价格，必须实行局部金融“大推进”发展战略，在一个区域内实行完整的“试点”改革，而不是采取传统的产品分割的办法来进行试点改革。

要解决这一问题，一个办法是实行“港深”金融一体化发展战略。允许人民币和港币在香港和深圳之间自由兑换，一方面可以解决国际资本的流入流出问题；另一方面，港币对美元的联系汇率制度实际上可以使人民币和美元之间形成一个市场化的汇率水平，这个汇率水平反过来迫使深圳的人民币利率市场化。只有在重要的经济局部区域形成市场化的利率和汇率水平之后，才可能为内地的市场利率和汇率水平提供一个有用的参照系。

另一个办法是加快发展香港的人民币离岸金融市场，促进人民币市场化利率的形成。

为了扩大“港深”一体化对内地金融市场与经济的辐射作用，应在内地发展“金融特区”，如天津的“滨海金融特区”，为“港深”金融一体化向内地的辐射提供通道，这样有利于在更大范围内形成市场化的汇率水平和利率水平。

2、重新定位金融监管和金融创新，以“硬堵”的方式割断国内外资本市场的联系将不复存在。重点是加强审慎监管，在对现有各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项与资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。与此同时，要依据时机加速金融衍生品的创新，培养企业利用金融工具对冲风险的能力。

在当前世界经济形势下，靠传统“硬堵”的思路已经不能解决问题，这意味着一些额度管制方法（如 QFII 额度限制）已经失效。依照发达国家金融自由化改革的经验，金融开放更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可。也就是说，在国内金融市场上，金融机构可以利用各种金融创新有效地规避政府的管制；同时，也可以利用金融创新成功地规避政府在国内金融市场和国际金融市场之间构建的壁垒。发达国家在 70 年代以后进行金融自由化改革的时候，大多已经具备了成熟且完备的国内金融体系。在此基础上开展金融自由化改革，一方面是为了增加国内金融市场的活力，另一方面是为了提高国内金融机构的全球竞争力。在

这些国家，无论是金融机构还是金融工具和金融市场，都已经非常发达，政府放松管制也只是顺应了金融机构与市场内在扩张的冲动。因此，中国金融自由化改革的重点应该是在对现有各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项与资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。从法律和制度层面确认通过这些渠道进行资本跨境转移的合法性，降低资本经过合法渠道进行跨境转移的成本和风险；禁止、打击和阻断资本跨境转移的非法渠道，进一步增加资本通过这些渠道进行跨境转移的成本和风险；严格限制经常项下的资本流动、FDI、证券投资以及银行信贷等不同资本流动形式之间的相互转化。这些措施一方面可以提高名义金融开放度，另一方面可以降低实际金融开放度，从而缩小名义与实际开放度之间的差异。这样才能提高跨境资金流动的可观察性和可控性，避免跨境资本流动对国内金融深化所带来的利益格局调整的冲击³⁷。

在加强审慎监管的同时，必须推进金融创新，培养企业利用金融工具防范价格风险。在目前国内不可能大规模实施金融衍生工具创新的背景下，要有效利用明年即将运营的香港商品期货交易所，开发人民币计价的大宗产品期货，使产品的消费量和定价权逐步匹配³⁸，以降低大宗产品价格上涨对国内企业的冲击。与此同时，要继续加快调整金融资产结构的不平衡，大力推进债券市场的发展，改善金融资产结构。

3、进一步使用国家主权资金来参与和稳定国际金融市场，并通过区域性的货币合作，增加中国经济对美元货币体系冲击的弹性。

表 3 显示出 2008 年初全球国家主权财富基金已达到 3.333 万亿美元。其中中国内地和中国香港地区的国家主权资金达到了 3630 亿美元，占全球的 10.9%。从 2007 年 11 月 6 日到 2008 年 2 月 18 日，共有约 360 亿美元的国家主权资金注入 7 家大的金融机构³⁹，降低了这些股票价格的波动性。因此，国家主权资金已经成为稳定国际金融市场的重要力量⁴⁰。

³⁷ 参见分报告《金融发展战略选择的理论基础与国际经验》。

³⁸ 例如，铜的消费量中国是英国的十几倍，但定价权在英国伦敦。

³⁹ 资料来源：IMF(2008), Global Financial Report, April.

⁴⁰ 关于国家主权基金能够起到稳定金融市场的作用的近期研究，还可参见 Roland Beck and Michael Fidora(2008), "The impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets", ECB, Occasional

表 3 2008 年初全球国家主权资金的数量及分布

国家和地区	数量（十亿美元）	比例（%）
石油生产国	2,260	67.8
初级原材料生产国	27	0.8
其他国家主权资金	1,046	31.4
其中：新加坡	489	14.7
中国	200	6.0
中国香港地区	163	4.9
其他国家	194	5.8
总计	3,333	100%

资料来源：Bank of Finland, Focus/Opinion,2/2008.

此外，日益增加的外汇储备和相应的“走出去”战略招致了重大损失，如中航油、中国银行、QDII 等。在投资国际市场上具有巨大风险时，可以考虑“港深一体化”金融战略，可以让外汇储备投资到本国的资本市场上，降低跨境投资的风险。同时，“港深一体化”也为人民币通过香港流向亚洲，尤其是东南亚国家，为人民币的区域性发展开辟了通道，可以在一定程度上降低对美元货币体系的依赖，增加经济体对美元货币体系冲击的弹性。

4、宏观政策要关注资产价格的变化，要使用金融政策与其他政策的组合来降低金融资产的市场价格大幅度波动的风险。对于股票市场，要防止价格进一步下跌；对于房地产市场，在投资增长和销售降低的条件下，要密切关注企业的财务状况。

尽管外部需求放缓，但贸易顺差会进一步带来储备的增加。要把握好市场对人民币升值预期下降的时机，采取措施稳定汇率的升值预期。同时配合以审慎的监管，减缓国际资本大规模地流入。

在当前特定的形式下，宏观政策要关注资产价格的大幅度变化。对于股票市场，要通过机构投资者结构优化、再融资政策限制和“大小非”政策限制等措施恢复投资者的信心，防止股票价格进一步下跌带来的基金流动性风险、散户投资者

的“民生”风险和国际资本“炒底”带来的价格波动风险。

从房地产市场来看，作为中国经济支柱产业的房地产吸收了约 20% 的银行信贷资金，企业财务杠杆比率高达 70%。因此，房地产价格下降将直接恶化房地产企业的财务状况，从而恶化银行信贷的资产质量，增加金融体系的系统性风险。

5、外部需求下降是挑战更是机遇。要通过金融资本与产业资本的进一步融合，整合产业结构，加快产业结构的升级，减小外部需求给中国经济增长带来的压力。与此同时，依靠中国经济的纵深性，通过相关的产业政策来帮助企业消化成本的上升，并达到调整区域产业结构的目的。

金融资本与产业资本需要进一步融合，在基础资源密集性行业形成更大规模经济以加强基础产品的“定价权”并降低成本。目前，中国钢铁行业的集中度要远低于国际水平，前四大钢铁企业产量仅占市场的 30%，而发达国家一般达到 50-60%。因此，国内的资源密集型大企业存在进一步整合的空间。

制造加工业仍是促进中国经济与就业增长的重要行业，要缓解企业成本压力，可以考虑多种办法。首先，进一步改善中国失衡的金融资产结构，大力发展中长期企业债券市场，降低金融资产过度集中于银行的风险；其次，对需要支持的行业，可以通过减税、出口退税的上调来缓冲成本上升的压力；再次，由于中小企业受此次冲击最大，因此，除了目前的上调应纳税规模以外，还需要通过减税来缓解短期压力，而长期中必须找到中小企业融资的有效途径；最后，可以依靠中国经济的纵深性，东部实施金融和技术密集性战略，中西部在劳动密集性战略的思路下，通过税收政策和金融政策进一步加大劳动密集性企业向中西部转移的力度，以减少劳动力大幅度转移带来的社会问题，真正形成具有中国经济纵深性特色的产业“梯度”。

6、继续推行价格体制改革与产能限制等措施，以降低对大宗产品的国际需求，减缓由于需求因素对大宗产品价格上涨的拉力。同时也迫使资源密集型企业通过技术进步降低能耗，达到促进产业升级和降低过剩生产能力的双重目的。

首先，要进一步明确油价上涨的预期。油价上涨可以降低对石油企业的补贴，更重要的是可以降低对国外市场的需求，从而在一定程度上降低国际油价上涨的

预期。

其次，进一步限制产能，降低过剩生产能力的扩大。主要是需限制出口（生产能力过剩的领域：钢材、铝业等），可以通过征收出口税等办法来降低对这些基础产品的外部需求。

7、加强国际合作，稳定原油来源。应该着力与伊朗、尼日利亚、沙特阿拉伯等石油供应国建立起长期的稳定关系，使石油的进口价格能够独立于受英美金融力量和石油卡特尔控制的期货交易价格，降低油价波动的风险。