

主报告：

## 中国宏观分析与预测报告（2009 年中期）

### ——分化、振荡与复苏中的中国宏观经济

**内容摘要：**2009 年中国宏观经济在政府强力扩张政策的作用下成功终止了 2008 年第 3 季度以来加速下滑的趋势，GDP 等 6 大指标呈现“止跌触底”的态势。

但是，中国宏观经济目前依然处于“止跌-复苏”进程中的第一阶段——“政策性反弹阶段”。宏观经济在结构上呈现出“两面性”，即“政策性反弹”与“市场性下滑”两种力量相并行。这种“两面性”使 11 个方面的宏观经济变量出现了“分化”，5 大类变量出现“相互冲突”，并导致宏观经济开始呈现“底部振荡”的特点。

中国宏观经济的“结构分化”、“指标冲突”以及“底部振荡”意味着中国宏观经济向“全面市场启动”阶段过渡的基础依然薄弱，其间蕴含着 9 大经济风险：1) 潜在供给扩大与产能过剩带来的宏观经济过度波动与再度探底的风险；2) 外需持续恶化可能随着时间的推移而大幅度强化“下行压力”的风险；3) 货币冲击与输入型价格上涨双重冲击下通货紧缩突然逆转的风险；4) 房地产存货的调整以及未来预期的不确定性，使房地产市场面临“小阳春”之后振荡的风险；5) “政府性投资的悬空”与“市场性投资的挤出”并存的风险；6) 总量可持续掩盖下财政结构性恶化的风险；7) 周期性失业的持续攀升与“无就业经济复苏”双重冲击下的社会风险；8) 过度救助带来的更大的市场扭曲的风险；9) 过度乐观情绪蔓延与决策失误带来的信心逆转的风险。这些风险的存在和变化将决定中国宏观经济在“止跌触底→结构分化→底部振荡→前期复苏”进程中的表现和发展趋势。持续性的“底部振荡”可能是未来经济运行的特点之一。

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，预测 2009 全年中国 GDP 增长达到 8.4%， “保八”目标基本实现；全社会固定资产名义增长速度较 2008 年有较大的提升，达到 27.5%，成为经济增长的第一源泉；全社会消费品零售总额名义增速达到 15.4%，名义增速下滑，而实际增速基本保持稳定；外贸形势恶化，出口总额下滑了 17.1%，进口总额下降 18.9%；贸易顺差达到 2653 亿美元；全年 CPI 估计在 -0.5%，GDP 平减指数为 -2.5%。

基于上述的分析和判断，报告提出了以下建议：

一、不宜过度频繁地改变现有的经济刺激方案，以避免出现后来刺激方案的出台导致前一种刺激方案实施落空、无法发挥效益的局面，避免发生经济主体对政策预期不稳定的现象。

二、要辩证认识投资在中国经济增长及危机救助中的作用。虽然政府投资效率步入强烈的递减区间，但 4 万亿刺激方案对于稳定内需、保证产业循环的不断裂起着核心的作用。因此，一方面我们不宜启动另外的投资刺激方案，另一方面也不能大幅度减少原有投资计划的规模。

三、出口下滑已成为定局，但政府应当对外需进行过度的救助，贸易政策的调整依然应当保证其战略高度，目前出台的政策应当进行分类调整。

四、中国目前消费政策的重点不应当是简单地进行一次性转移支付或通过补贴提高居民的“半强制性消费”，而应当通过全局性的、规划性的社会改革来改变居民的消费信心，提高居民的边际消费倾向。因此，我们在短期应当在进一步扩大家电下乡、以旧换新、降低部分产品消费税、扩大补贴特殊人群的种类的同时，出台 5-10 年的一揽子社会改革计划，“改革促进消费”依然是我们消费政策的核心。

五、结构改革是中国在“止跌-复苏”进程中的政策核心，但是，结构改革应当注出现避免“战略问题、战术性处理”的困境，防止与“需求管理政策”产生过大的冲突。因此，结构改革不仅应当关注传统产业的技术改造，更重要的是应当落实到新产业的促进上。同时，对于产能过剩的治理应当是目前结构调整的一个重点，落后产能的淘汰以及亏损企业的淘汰应当是任何危机治理遵循的基本原则，因此，应当避免不分技术水平和行业分布的直接的或间接的生产型补贴。政府可以考虑推行大规模的固定资产更新的补贴计划，但对于更新的固定资产要制定较高的技术和环保标准。这样的补贴不仅有利于投资需求的提升，同时也达到结构调整的目的。

六、财政支出在总量上依然存在扩张的空间，但投资性的财政支出不宜增加，而消费性和转移性的财政支出应当提高，与此同时应当重点关注财政结构性恶化的源头——地方财政信贷化的问题，防止财政政策过度绑架货币政策的情形。

七、货币政策不能进行方向性的调整，但必须对实施工具和措施进行调整，货币政策在短期应当稳定预期，在中期应当防止通货紧缩向高速结构性价格上涨突然逆转。因此，未来货币政策工具应当从信贷放松向减息转变，人民币汇率应当保持相对稳定。

## 第一部分 总体判断与预测

2009 年中国宏观经济依然面临外部环境恶化、国内周期性力量进一步释放等多重压力，但在宏观经济政策的强力刺激下，中国宏观经济成功终止了 2008 年第 3 季度以来加速下滑的态势，并开始步入“止跌触底→结构分化→底部振荡→前期复苏”的进程。与其他年份相比，2009 年中国宏观经济运行将呈现以下几大特征：

1) 总体上，中国宏观经济终止了加速下滑的局面，GDP 增速开始步入缓慢回升的通道，中国宏观经济开始在“止跌、触底”中宣告进入宏观经济复苏的前期阶段——“政策性反弹阶段”。

2) 在结构上，中国经济呈现“政策反弹”与“市场下滑”相互分化的运行模式——一方面是以政府强力刺激为主体的政策性反弹，主要体现为靠近政策层面、靠近基础产业和大型投资项目的行业出现了强力的回调；另一方面是以出口下滑和支柱产业低迷为诱因的市场层面的下滑，主要体现为靠近出口、一般消费和市场性行业依然处于下行通道。这种结构的分化进而导致宏观经济呈现出“两面性”。

3) 在“结构分化”的同时，许多宏观经济变量呈现出“相互冲突”的状况：一是发电量负增长，而工业增加值却稳中有升；二是工业增加值增速慢于 GDP 增速；三是 GDP 增速下滑，而居民实际收入增长速度却持续提高；四是经济持续低迷、消费信心下滑，而消费实际增速却大幅度提升；五是货币供应量激增，而物价水平下滑；六是固定资产投资高速增长，而投资品价格却持续下滑。这些变量间的冲突表明了中国宏观经济的传导机制在萧条的冲击下发生了临时性变异。

4) 在“结构分化”和“指标冲突”的同时，很多总量和行业指标开始出现“底部振荡”的运行模式：一是部分重工业行业价格和生产指标出现波动和振荡；二是财政增速在低水平出现波动；三是包括增加值在内的部分总量指标出现波动。

5) 中国宏观经济的“结构分化”、“指标冲突”以及“底部振荡”意味着中国宏观经济在复苏进程中面临巨大的风险：一、潜在供给扩大与产能过剩带来的宏观经济过度波动与再度探底的风险；二、外需持续恶化可能随着时间的推移而大幅度强化“下行压力”的风险；三、货币冲击与输入型价格上涨双重冲击下通货紧缩突然逆转的风险；四是房地产存货的调整以及未来预期的不确定性，使房地产市场面临“小阳春”之后振荡的风险；五、“政府性投资的悬空”与“市场性投资的挤出”并存的风险；六、总量可持续掩盖下财政结构性恶化的风险；七、周期性失业的持续攀升与“无就业经济复苏”双重冲击下的社会风险；八、过度

救助带来的更大的市场扭曲的风险；九、过度乐观情绪蔓延与决策失误带来的信心逆转的风险。

中国宏观经济 2009 年所体现的“止跌触底”、“结构分化”、“指标冲突”、“底部振荡”以及“蕴含风险”等几大特征决定了中国宏观经济的阶段和未来走势：

1) 中国 GDP 增速的“止跌触底”和逐季提升，一是中国强力刺激政策的产物，二是去年过度“去存货”反向调整的产物；三是 2008 年逐季下滑导致的基数效应的产物。大部分工业的小幅反弹不仅缺乏坚实的市场需求基础，同时也没有相应足够的结构支撑。因此，GDP 增速止跌并不意味着中国经济的全局性回暖，市场型投资和市场型消费的全面回暖才是宏观经济走出萧条的核心标志。

2) 中国宏观经济在“止跌-复苏”的进程中将经历四个阶段：“政策性需求反弹与 GDP 止跌阶段”、“市场性需求回升阶段”、“产出缺口收窄阶段”、“产出缺口消失阶段”。目前 GDP 增速的止跌只是意味着中国宏观经济政策“危机治理”初步告捷，标志着中国经济进入向经济复苏过渡的第一阶段。目前，外部经济环境的持续恶化、政策性刺激的市场反应并不明显、市场型投资和市场型消费的相对下滑趋势依然存在、产出缺口的持续放大，物价水平的持续下滑等因素决定了中国宏观经济目前底部运行的模式。

3) 两种分化的力量在未来的发展变化及其相互作用的方式将决定中国宏观经济未来的走势。政策刺激的持续性与加速性、宏观经济政策的拉动效应、市场对政府刺激的反应、总供给与总需求的相对变化模式、中国供给管理的成效以及外需的自我恢复状况等多种因素，可能使中国在未来可能出现持续“底部振荡”的运行特点。

4) 中国市场的全面启动依然取决于外需的逆转和房地产市场的复苏。世界经济的持续衰退及其对中国经济影响的滞后性决定了中国外需将面临中期恶化的局面；而房地产存货的调整以及未来预期的不确定性，使房地产市场面临“小阳春”之后的振荡。这两个方面将决定中国宏观经济从“政策性反弹阶段”向“市场全面启动阶段”将经历较长的过渡时期。

5) 总需求在波动中的缓慢提升与潜在总供给在前几年投资驱动下的快速增长，决定了中国物价水平在近期处于相对较低的水平，但流动性的泛滥、国际大宗商品价格的反弹以及通货膨胀预期的逆转可能使中国在中期出现通货紧缩突然逆转，面临“低核心 CPI 与结构性价格上涨”的局面。这将减缓中国宏观经济向的第二阶段——“市场全面启动阶段”进发的速度。

6) 以政府投资为主导的需求扩张政策无法真正起到“潜在产出缺口收窄”的作用，进而推动中国宏观经济进入复苏的实质性阶段——“潜在产出缺口收窄阶段”。因此，在保证总需求平稳上扬的前提下，全面启动结构调整与供给管理

是走出“底部振荡”，全面进入复苏的实质性阶段“潜在产出缺口收窄”的另一个关键所在。

本报告基于上述各种判断，设定以下主要外生参数：（1）2009 年中央财政预算赤字率为 3.5%；（2）2009 人民币与美元的平均兑换率为 6.83。依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，按年度预测 2009 全年中国宏观经济运行的状况，其主要结果如下：

1) 中国 2009 年全年 GDP 增长达到 8.4%，比 2008 年回落 0.6 个百分点，“保八”目标基本实现；三大产业增加值的增速同步回落，分别达到 0.8、0.7、0.3 个百分点，但第三产业增速在稳定的消费和强劲的投资驱动下，下降幅度较小。

2) 全社会固定资产名义增长速度较 2008 年有较大的提升，达到 27.5%，但由于固定资产投资价格有较大幅度的回落，固定资产投资实际增速提高的幅度达到 9.9 个百分点，成为经济增长的第一源泉。

3) 全社会消费品零售总额名义增速有较大幅度下降，仅为 15.4%，同比增幅下降 6.2 个百分点，但考虑价格因素，消费实际增速基本保持稳定，上升了 0.2 个百分点。

4) 外贸形势恶化，按照美元计价的进出口总额下降了 17%，其中出口总额达到 11842 亿美元，比 2008 年下滑了 17.1%，进口总额达到 9189 亿美元，比 2008 年下降了 18.9%；贸易顺差达到 2653 亿美元，比 2008 年降低了 10.4%，扣除美元贬值以及进出口价格因素，实际贸易顺差下降幅度更大。

5) 在适度宽松的货币政策推动下，货币增长较 2008 年出现大幅度提升，狭义货币供应 M1 达到 17.2%，M2 增长 22.6%。

6) 在产能过剩、价格翘尾、货币供应的提高以及国际大宗商品价格的上涨等多重因素的作用下，2009 年全年物价水平在低水平状态下出现平稳提升，全年 CPI 估计在-0.5%，GDP 平减指数为-2.5%。

表 1 2009 年各项主要经济指标预测

指标	2007 年	2008 年	2009 年预测
1、GDP 增速 (%)	13	9.0	8.40
其中：第一产业增加值 (%)	3.7	5.5	4.7
第二产业增加值 (%)	14.7	9.3	8.6
第三产业增加值 (%)	13.8	9.5	9.2
2、全社会固定资产投资	137239 (24.8%)	172291 (25.5%)	219671 (+27.5%)
社会消费品零售额	89210 (16.8%)	108488 (21.6%)	125195 (+15.4%)

3、出口（亿美元）	12180 (25.7%)	14285 (17.2%)	11842 (-17.1%)
进口（亿美元）	9558 (20.8%)	11331 (18.5%)	9189 (-18.9%)
4、狭义货币供应量 M1（万亿元）	152519 (21.0%)	16.6 (9.1%)	19.5 (17.2%)
广义货币供应量 M2（万亿元）	403401 (16.7%)	47.5 (17.8%)	58.2 (22.6%)
5、居民消费价格指数上涨率	4.8%	5.9%	-0.5
GDP 平减指数上涨率（%）	8.4	7.8	-2.5

## 第二部分 中国宏观经济触底、分化与振荡

### 一、中国宏观经济触底的六大表现

#### 1、GDP 增速触底回升，回升的速度相对平缓，全年增速将超过 8%。

中国 GDP 增速之所以呈现“触底回升”发展态势，其核心原因在于几个方面：

第一、内需的快速提升弥补了外需的下滑。

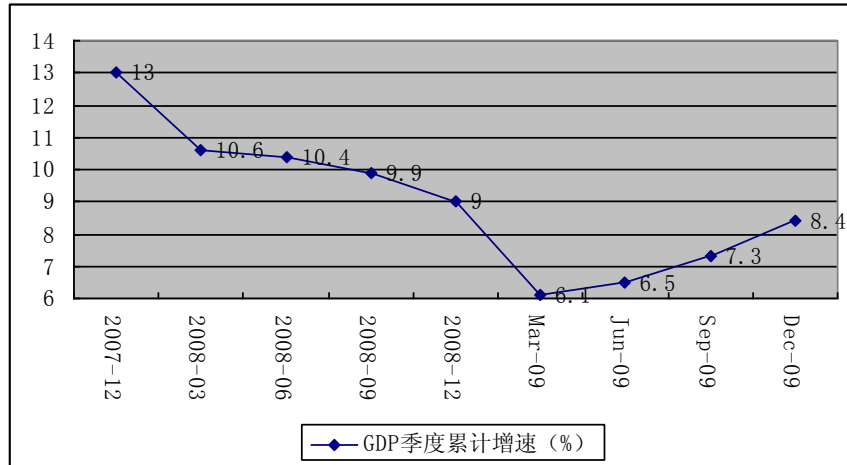
根据测算，2009 年全年经济增长 8.4 个百分点中，消费增长贡献了 4.2 个百分点，占增长因素的 50%，而投资增长贡献了 5.8 个百分点，占增长因素的 69%，而外需增长贡献了 -1.6 个百分点，占增长因素的 -19%。

第二、“去存货投资”逐季减少，导致存货投资从较高的负增长进入正常的正增长状态，从而导致资本形成总额的逐季增加。

2009 年 1 季度虽然全社会固定资产投资增长 28.8%，固定资本形成总额实际增长达到 24%，但由于萧条时期的“去存货”，存货投资为负增长，导致资本形成总额实际增长率只有 7.2%。这种大规模的负存货投资在第二季度开始全面逆转，从而导致资本形成总额增速大幅度提升，全年估计将达到 17% 左右。

第三、由于统计翘尾的因素，2008 年宏观经济逐季加速下滑直接导致 2009 年季度增速的统计基数先高后低，进而导致其增速在平稳回升过程中出现季度同比加速的现象。

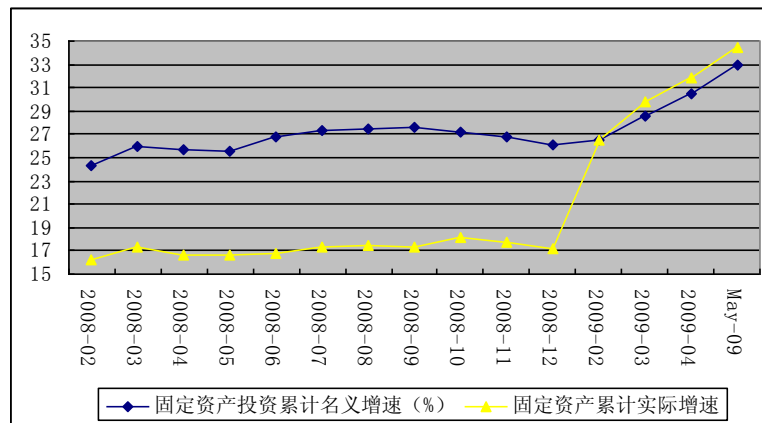
图 1 中国 GDP 增速



2、在扩张性的信贷政策和财政政策的支持下，固定资产投资呈现“止跌、井喷”的态势，并成为中国宏观经济止跌反弹的核心。

2009年1-5月，中国城镇固定资产投资53520亿元，同比增长32.9%。比2008年同期提高了7.3个百分点，剔除固定资产价格下滑的因素，实际增速提高了17.8个百分点。如果保持现有政策方面，全年估计全社会固定资产全名义增长将达到27.5%，实际增速比2008年提高9.9个百分点。这将改变2008年投资对经济拉动作用下滑的局面，而呈现出“止跌、井喷”的态势，对2009年GDP的贡献程度达到69%。

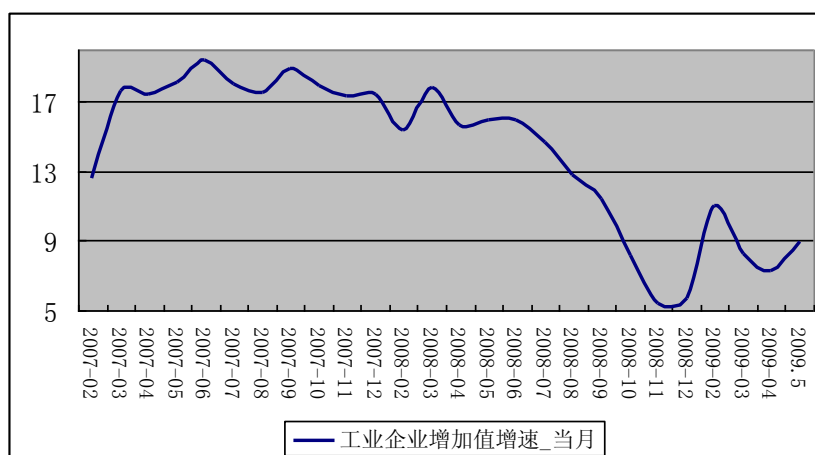
图2 固定资产投资增速 (%)



3、工业增加值改变了去年加速下滑的局面，在小幅波动中出现企稳的态势。

2008年，在外需下滑、房地产市场逆转、区库存化以及其他因素的综合作用下，中国工业经济出现深度下滑，工业增加值增速从3月的17.8%直线下滑到11月的5.4%。这种加速下滑的局面在2009年2月得到改变，工业增速开始反弹波动，到2009年5月份，全国规模以上工业企业增加值同比增长8.9%。全年预计达到8.6%。该水平虽然低于近20年历史最低水平（1999年工业增加值增速为8.9%），但基本实现了工业下滑“止跌”的目标。

图3 工业增加值增速



**4、在十大产业振兴计划等政策的刺激下，制造业开始走出低谷，PMI 指数超过临界值，部分工业行业增长势头迅猛。**

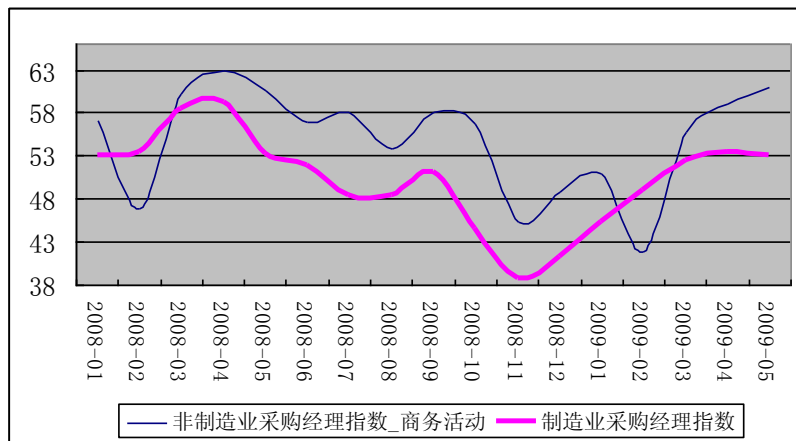
2008 年中国宏观经济深度下滑的核心原因之一就是制造业的深度下滑。反应制造业总体供求状况的 PMI 指数，从 2008 年 4 月的 59.2% 直线下滑到 11 月的 38.8%，其中新出口订单指数 4-11 月下滑 30.1 个百分点。这种局面在 2009 年得到遏制。2009 年 1 月 PMI 指数出现反弹，并于 3 月份超过了 50 的临界值。这说明制造业开始走出低谷。

与制造业 PMI 指数反弹并行的是，非制造业 PMI 指数出现更为强劲的反弹，2009 年以来，非制造业 PMI 指数（商务活动）从最低点 41.9 反弹至 60.9，基本达到正常的商务活动水平。

PMI 指数反弹的同时，部分行业增长迅猛，例如 2009 年 1-5 月，生铁、粗钢和钢材产量分别增长 6.0%、0.6% 和 7.4%；水泥同比增长 13.5%；汽车同比增长 29.0%，其中轿车同比增长 35.0%。这说明这些行业已基本扭转了 2008 年下期全面萧条、停产的状况。



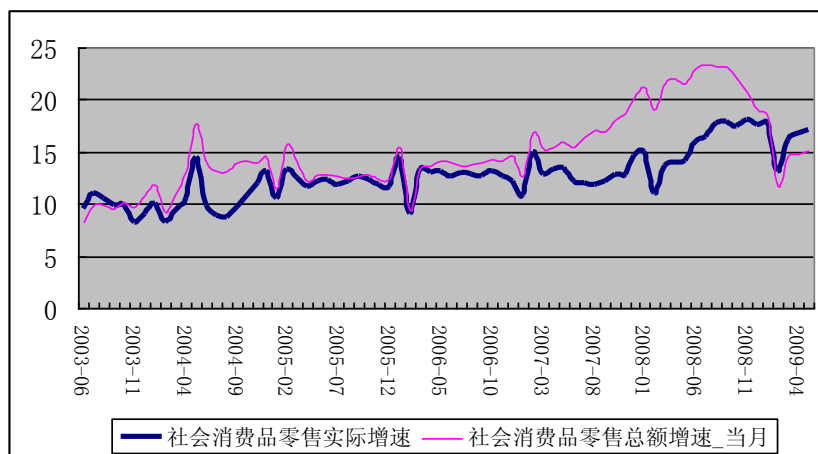
图4 PMI指数(%)



5、在政府各项消费刺激下，消费名义增速小幅下滑，实际增速有所提高，为宏观经济的中期稳定奠定了基础。

2008年中国宏观经济加速下滑的进程中，消费成为中国宏观经济稳定的核心，对经济增长的贡献达到46%。这种格局在以家电下乡、汽车购置税减免、低收入人群补贴以及转移支付加大等措施的刺激下，2009年消费没有出现大幅度下滑。在名义增速出现小幅下滑，而实际增速大幅上升。1-5月，全社会消费品零售总额增速为15%，比去年同期下降了6.1个百分点，而实际增速达到17.1%，比去年同期高3个百分点。这种相对稳定的局面使消费成为中国经济增长的核心。在2009年第一季度中，消费对经济增长的贡献度达到71%，远远大于投资与出口的贡献。

图5 中国消费增速

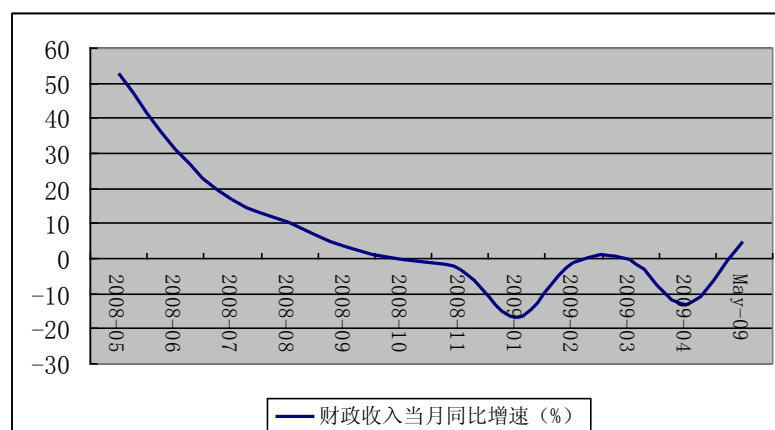


6、财政收入止住下滑趋势，在强化征收力度和税费改革等因素的推动下出现小幅反弹，但反弹基础并不坚实。

财政收入大幅度下滑是宏观经济加速下滑的必然产物，而财政收入增速的企稳在一定程度上也意味着宏观经济的触底。2008年财政同比增速从5月的52.6%

直线下滑到 11 月的-17.1%，创造了中国 20 年来财政下跌的最大幅度。2009 年中国财政收入同比增长速度基本处于底部波动的状态，基本止住了 2008 年加速下滑的局面，其中 2009 年 5 月财政同比增速达到 4.8%。不过，需要指出的是，5 月份财政收入同比呈现正增长的核心原因在于强化征收力度和税费改革等因素。如果扣除这些因素，5 月财政同比增速为-9%，比 4 月的同比增速提升了 4.6 个百分点。

图 6 财政当月同比增速



## 二、“结构分化”与“指标冲突”的表现及其产生的机理

通过上述 6 个方面的指标体系，我们大致可以得出中国宏观经济出现“止跌、触底”的结论。但是，这些指标本身并没有说明中国宏观经济的所有状况，因为这些数据与其他一些数据存在着一定冲突和矛盾，另一方面这些数据内部也存在大量的分化和冲突。这意味着中国宏观经济在“止跌、触底”的同时，还表现出强烈的结构分化以及宏观变量之间的冲突，宏观触底的基础并不是很坚实。这集中体现在以下几个方面：

1、宏观数据表现出强烈的两面性：一方面是以固定投资、实际消费、股票市场以及部分行业生产等指标为核心的反弹面，另一方面是以进出口贸易、名义消费、价格指数、财政和利润等指标为核心的下滑面。这两方面在冲突中呈现不断分化的发展态势。

表 2 中国宏观经济的两面性

反弹面	下滑面
<p>1、固定资产投资： 1-5 月同比增速为 32.9%，与去年同期提高了 4.8 个百分点。</p>	<p>1、进出口贸易： 1-5 月进出口同比增速分别为-20.5%和-28.7%；4 月贸易顺差比去年同期少增 35.8 亿美元。</p>

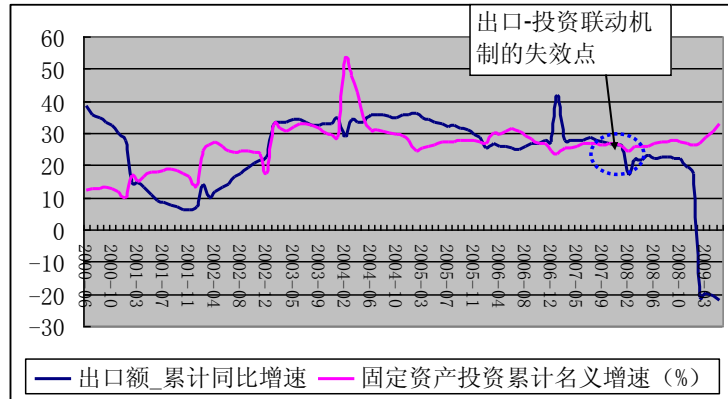
<p>2、工业增加值： 5月同比增速8.9%，止住2008年6月以来加速下滑的局面。</p>	<p>2、A、发电量： 5月发电量同比下降3.0%； B、财政收入 1-5月同比增速为-6.7%，4月同比增速为-13.6%。</p>
<p>3、A、货物运输： 1-4月同比增长4.4%，改变2008年底接近0增长的低迷局面。 B、PMI指数： 5月达到53.1%，连续6个月反弹。</p>	<p>3、港口运输： 1-4月，沿海港口货物量同比下降1.8%，其中港口外贸货物吞吐量同比下降4.6%。</p>
<p>4、货币供应： 5月M2同比增速达到25.7%，创1996年10月份以来近13年的新高； 1-5月新增信贷规模达到5.84万亿。</p>	<p>4、CPI和PPI： 1-5月两指标持续为负，5月分别为-1.4%和-7.2%。</p>
<p>5、重要工业产品产量： 1-4月水泥同比增加13%，原煤6.8%，汽车17.9%；钢铁2%</p>	<p>5、工业利润： 1-4月，工业利润同比下降27.9%，而钢铁行业利润同比下滑97.5%。主营业务收入同比增幅为-0.8%。</p>
<p>6、实际消费增速： 1-5月全社会零售销售总额增长15.0%，实际增速比去年提高3个百分点。</p>	<p>6、A、名义消费： 1-5月同比增速15.0%，与去年同期下降了6.1个百分点。 B、消费信心指数： 从2008年7月开始，消费信心直线下滑了9.4个点。</p>
<p>7、股票指数： 上证综合指数从1849点上升到2879点。</p>	<p>7、上市公司利润： 上市公司第一季度净利润同比下降21.57%，扣除计提转回和投资性收益，利润同比下滑超过30%。</p>
<p>8、房地产交易量： 1-5月，全国商品房销售面积24644万平方米，同比增长25.5%，增幅比去年提高32.7个百分点。</p>	<p>8、房地产投资量： 1-5月，全国完成房地产开发投资同比增长6.8%，增幅比去年同期回落25.1个百分点。</p>

**第一、传统的“出口-投资联动机制”被打破，在出口持续下滑的同时，固定资产投资却大幅度上扬，投资驱动模式步入以信贷和财政政策主导为主的萧条期驱动模式。**

2009年中国宏观经济止跌反弹的核心力量就是固定资产投资的“井喷”。但

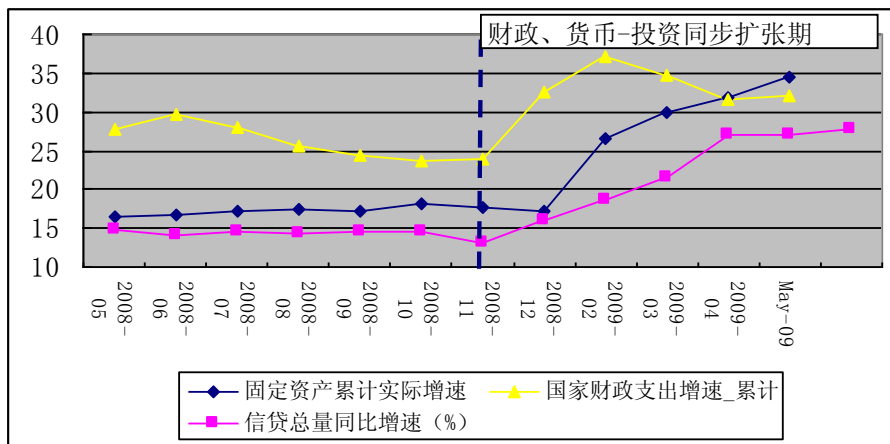
是，这个总量变化蕴含着一个中国宏观经济传导机制的重大变化——传统的“出口-投资联动机制”被萧条期的“信贷-财政-投资决定机制”所替代。

图 7 中国出口增速与投资增速



如图 7 所示，中国投资在 2002 年下半年-2004 年中期出现过井喷，其原因在于 2001 年后中国出口出现加速增长，使投资收益大幅度的提升。出口-投资联动机制构成了中国 2001-2007 年经济增长的核心传递机制。但在美国金融危机之后，全球性的经济衰退打破了这种联动机制。在 2008 年第二季度后，在出口直线下滑的同时，投资却出现持续提升，二者之间的增速差异逐渐拉大。导致这种现象出现的核心原因在于目前的投资大部分是政策性投资，扩张性财政政策和扩张性信贷政策是其投资扩张的核心力量，市场性投资的占比已大幅度地减少。

图 8 财政支出、信贷投放与固定资产投资



第二、传统的工业增加值与用电量同步变化的规律被打破，在工业增加值反弹的同时，发电量却持续下滑，二者之间的缺口不断扩大，中国工业化的增长模式步入萧条期。

从正常年份来看，工业增加值与用电量的变化基本是同步的，其间的缺口基本保持在 2-3 个百分点左右。但是，这种同步增长的现象在 2009 年被打破了。在工业增加值出现持续反弹的同时，用电量持续负增长，其间的缺口最大扩大到 17.8 个百分点，2009 年 5 月缺口依然在 11.5 个百分点。这说明目前工业增长的

模式发生了变化，大量的高耗能的项目在这次危机中受到重创，同时这些高能耗部门的经济复苏能力也大大低于其他部门。

如果把这种现象放在中国宏观经济长周期中，我们发现，二者之间的背离以及缺口的扩大并不是第一次发生，在 1997-1999 年中国经济持续下滑的时期，工业增加值增速远高于发电量的增速，最大值也达到 11 个百分点。这说明中国目前工业化增长模式已步入了萧条期。

图 9 工业增加值与发电量增速

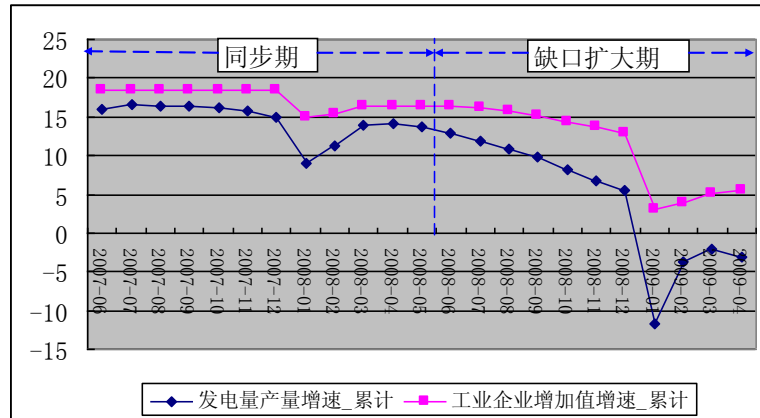
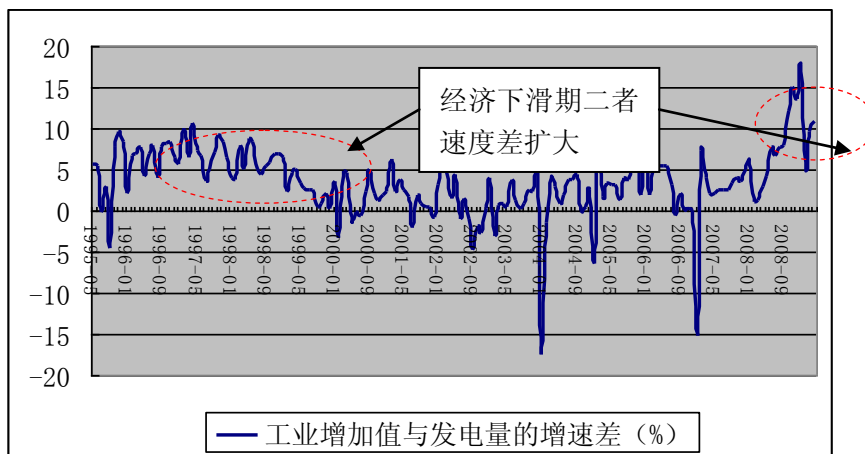


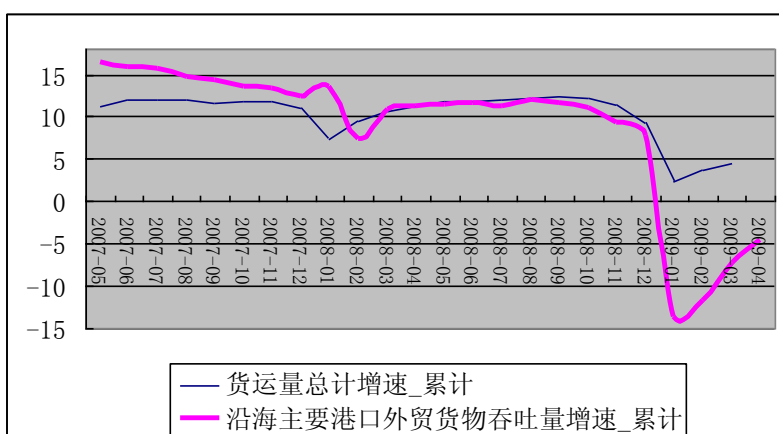
图 10 工业增加值与发电量的增速差



第三、传统的内陆运输和海运运输同步变化的规律被打破，在货物运输和 PMI 值反弹的同时，港口运输同比依然是负增长。

如图 11 所示，中国在 2001 年加入 WTO 以后，贸易体制发生重大变化，内外贸基本实现一体化。这导致中国货物运输和港口运输基本呈现同上同下的运行规律。但是这种规律在 2008 年第 3 季度以后被打破——二者之间的差距开始拉大，最大差距达到 16 个百分点。同时，在货物运输出现反弹的同时，港口运输依然处于负增长。这种变化说明中国贸易重心和贸易结构出现变化。内外贸相互促进的发展模式在近 1-2 年中将会改变。

图 11 货物运输与港口吞吐量增速 (%)



第四、在货币供应量快速井喷与实体经济增长缓慢的同时，物价水平却持续负增长。其增速的反差不仅意味着未来通货膨胀压力明显存在，而且意味着货币在金融领域“空转”，对实体经济的渗透存在明显的时滞和低效率。

从长期来看，物价水平的变化在本质上是一种货币现象。因此，我国货币供应量 M2 的增速与通货膨胀率存在强烈的正相关，货币增长在滞后 6 个月左右传递到物价水平之上。2008 年第 3 季度以来，我们发现货币供应增速与物价水平增速的反向运动十分猛烈，M2 增速与 CPI 之间的缺口迅速扩大，并大大突破历史的最高水平，到 2009 年 5 月超过 27 个百分点，超过近 10 年来历史最高点的幅度达到 35%。这种发展态势改变了以往的运动模式，它不仅说明我国目前的货币运动模式和流通速度发生了变异，更重要的是它可能孕育着更为严重的通货紧缩逆转的压力。

图 12 M2 与 CPI 增速

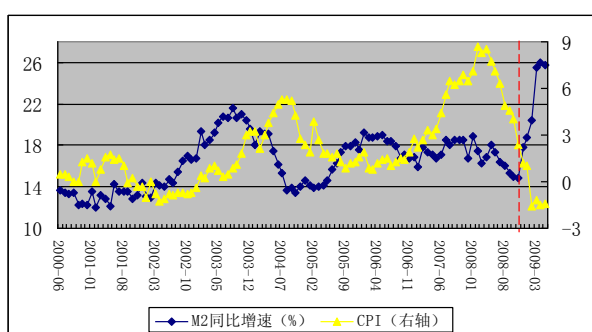
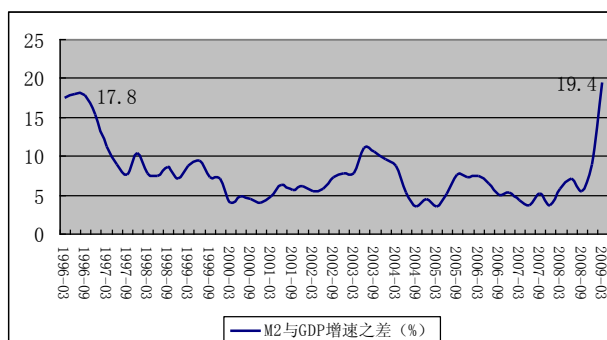


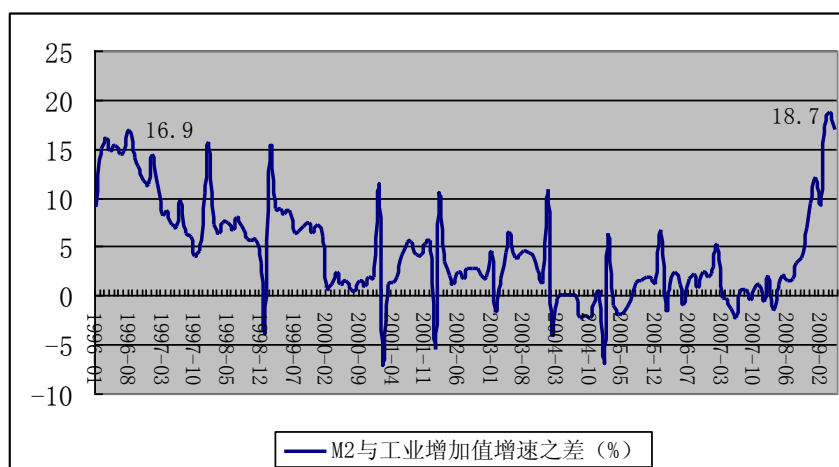
图 13 M2 与 GDP 增速之差



如果我们将 M2 增速与 GDP 增速和工业增加值增速进行比较，我们发现 2009 年 M2 与二者之间的差额超过 90 年代的历史最高值，分别达到 19.4 个百分点和 18.7 个百分点。M2 与 GDP 和工业增加值增速之差扩大的基础与 1996-1999 年期间的动力机制是一致的，即扩张性的货币政策推动货币增长，从而导致金融领域流动性与实体经济增长发生背离。但是，值得注意的是，2009 年的背离超过了 96

年的历史高位，货币在金融领域自我循环的现象可能十分严重了。如果这些流动性突然有效地被引导到实体经济，可能会带来萧条时期的价格水平发生逆转。

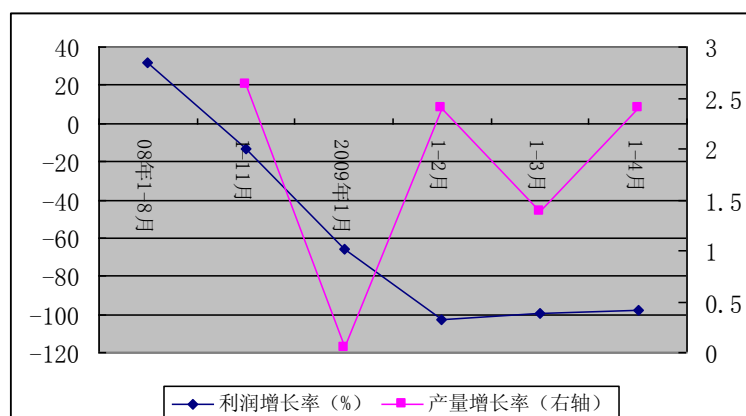
图 14 M2 与工业增加值增速之差



第五、在总体工业产量上扬的同时，工业利润同比增速持续下挫，部分行业甚至出现“越亏损、越生产”的局面。在一定程度上讲，政策性反弹缺少市场效率基础。

2009年1-5月份，很多工业行业的生产水平同比增速出现了反弹，但这种反弹并没有利润的基础。因为1-4月份工业利润同比下滑27.9%。以粗铁行业为例，其利润再2009年以来持续以95%的速度恶化，但是产量同比平均上升1.77个百分点。这种亏损中的生产复苏一是没有坚实的市场基础，同时也说明很多行业的运行模式也发生了变异。它们很多都是在政策性刺激和调整推动下进行生产，而不是单纯的利润最求。例如，很多国有企业为了防止行政兼并而逆市开工，有些企业为了获得国家补贴而进行生产。

图 15 粗钢行业的利润与常量增值率

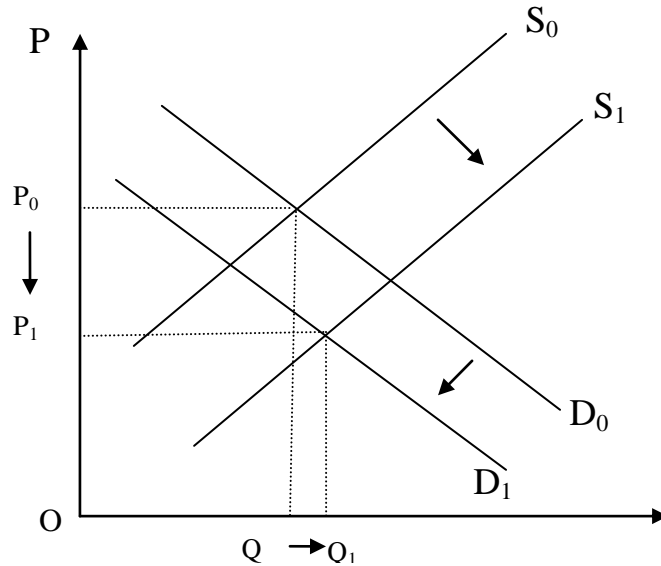


第六、在消费实际增速同比大幅度提高的同时，名义消费增速却出现明显的

下滑回落，经济持续的底部运行将最终引起实际消费增速的下滑，消费增速持续高位增长可能面临下滑的压力。

1-5月，中国全社会消费品零售总额同比增长15%，与去年同期下降了6.1个百分点，而扣除RPI价格指数之后的实际增幅达到17.1%，比去年同期提高3

图 16 零售品市场供求给与需求之间的动态调整



个百分点。由此产生了一个根据不同的指标体系，消费增速的变动方向是完全不同的问题。这种矛盾产生的表面原因在于RPI指数今年较2008年出现大幅度的下降，但其实质性根源却在于消费需求与消费估计之间动态变动模式发生了变化，即在消费需求和消费意愿下降的同时，消费品供给却同步增加，从而导致消费品价格下降，而实际成交量提速的结果。因此，这种名义消费增速与实际消费增速的不同方向的变动蕴含了中国零售商品市场在产能放量的冲击下，总需求水平的缩小。这也标志着中国经济萧条从生产领域向消费领域的传递，而不是一般分析所讲的萧条时期消费的加速。

第七、在股票市场日益高涨的同时，上市公司和工业企业的利润同比大幅度下降，资本市场的资金性推动的特点十分明显。

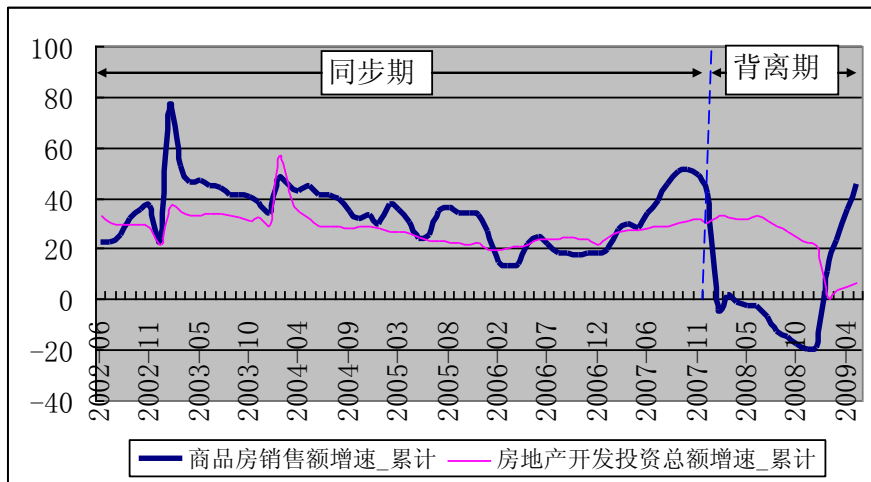
2009年中国证券市场出现快速回升，从1月份的1849点快速提升至2879点，提高幅度超过50%，而与此同时上市公司帐面第一季度净利润同比下滑了21.5%，如果剔除2008年记提的资产减值准备的回转，同时考虑公允价值变动产生的收益等因素，那么2009年第一季度上市公司的生产性利润总额同比下滑将超过32.2%，环比也出现下降。这种金融市场与实体经济的背离虽然在宏观经济领域常常出现，但如此大幅度的背离，一方面意味着资本市场运行模式有所变化，另一方面也意味着中国货币流动模式的变化。这些变化也将预示将有一次大幅度的股市调整，而不是中国经济全面复苏的前兆。



第八、在房地产销售出现大幅度复苏的同时，而房地产投资的增速却依然在低水平徘徊，同比增速大幅度下降，房地产市场全面复苏存在不确定性。

在房地产市场中，销售是投资的先行指标。因此，我们会看到销售大幅度上涨必将带来投资的大幅上涨，而销售的大幅度下降将必然带来投资的大幅度下降。这种规律在 2002-2007 年末高涨的房地产市场可以看到。但是，自 2008 年以来，这种模式被打破了。在销售大幅度下挫的 11 个月之中，投资一直保持较高的增幅。随后出现的变化则是，2009 年房地产销售持续暴涨，而投资却一直处于低水平徘徊。这种背离一方面说明房地产进入非正常时期和调整时期，另一方面也说明前期投资产生的库存依然庞大，中国房地产的“去库存”还远远没有完成，供给商依然处于观望状态。

图 17 房地产市场的销售与投资增速



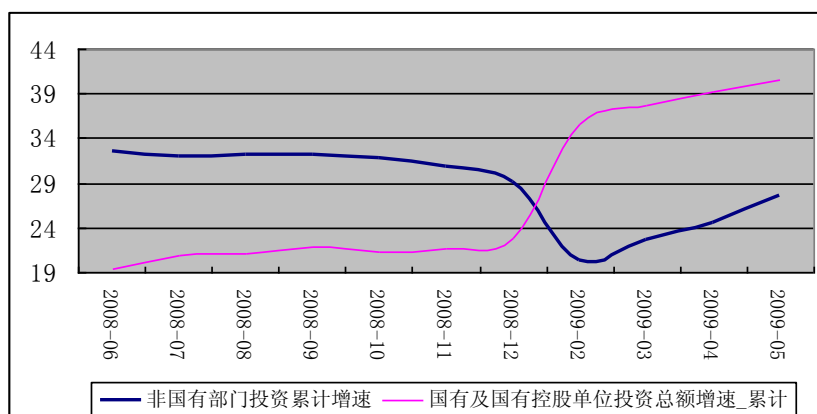
2、部分宏观数据内部也出现重大的结构变化和分化，其中最为集中的体现就是投资领域和制造业领域的内部分化，说明宏观政策刺激的市场启动效应没有显现。

投资结构的分化集中体现在几个方面：

第一、国有及国有控股企业的投资增速大幅度提升，并且所占的比重也大幅度提升。1-5 月，城镇固定资产投资 53520 亿元，同比增长 32.9%。其中，国有及国有控股完成投资 23055 亿元，增长 40.6%，而非国有部门的投资总额仅为 27%。

第二、内资企业投资扩张迅猛，而外资企业和港澳台企业的投资却大幅度下滑。1-5 月内资企业投资 48786 亿元，同比增长 36.8%；港澳台商投资 1978 亿元，下降 0.3%；外商投资 2482 亿元，增长 1.9%；

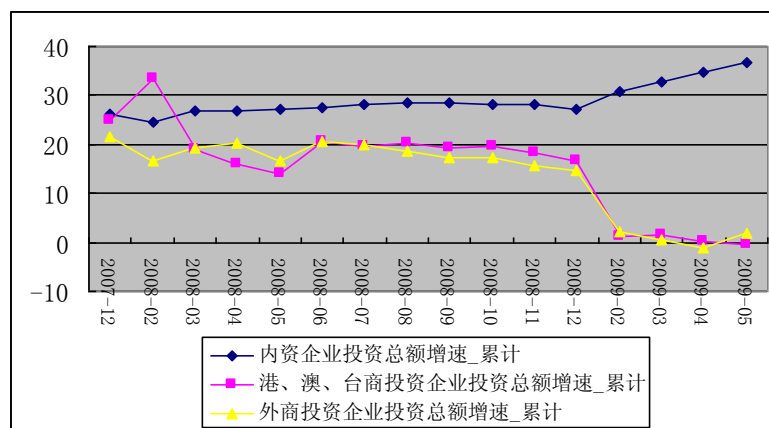
图 18 非国有部门与国有部门的固定资产投资增速 (%)



第三、从投资主体来看，增量部分集中在政府的公共投资的大幅度增加上，民间资金投资的数量依然处于相对萎缩的状态。例如，扣除国家公共投资新增部分，1-5月其他投资新增额度同比下降了4%左右。

第四、政府之中的公共投资增速主要体现在中央政府投资的增长之上，地方政府投资增速并没有跟进。虽然1-5月中央项目投资4734亿元，同比增长28.0%；地方项目投资48786亿元，增长33.4%。但是由于地方项目的资金到位率很差，其实际投资资金还降低了5%左右。

图 19 不同类型的企业投资增速 (%)



第五、靠近政策层面的行业的固定资产投资增速明显提高，而靠近出口和一般市场的行业的固定资产投资增速同比下降了，表3的对比分析可以证明这种分化。

不难看出，上述这些投资领域的内部分化一方面集中说明了目前投资推动主体的变化，另一方面也说明市场层面的投资行为并没有走出萧条，同时也说明了政府主导型投资的市场拉动效应并没有立即产生。

表 3 靠近市场与出口类行业和靠近政策刺激类行业的投资增速对比

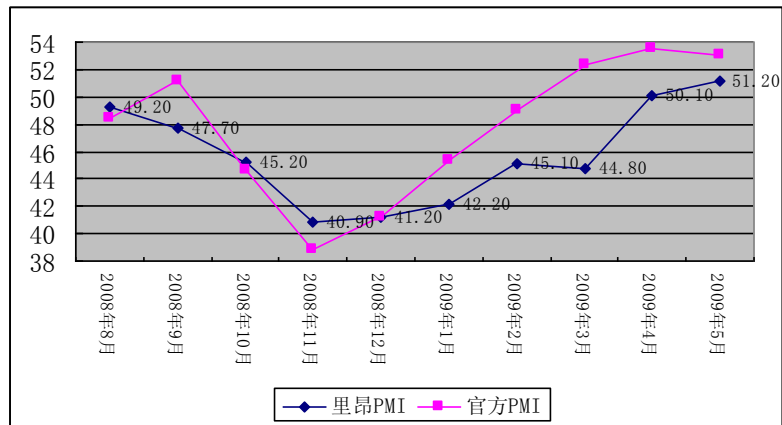
靠近市场与出口类行业的投资增速 (%)			靠近政策刺激类行业的投资增速 (%)		
行业名称	2008 年 1-4 月累 计增速	2009 年 1-4 月累 计增速	行业名称	2008 年 1-4 月累 计增速	2009 年 1-4 月累 计增速
采矿业	32.1	26.5	农林牧渔业	41.6	82.1
石油和天然气开采	14.5	10.1	通用设备	34.5	44.9
有色金属	51.5	27.8	废弃资源回收	106	72.9
制造业	31.2	29	建筑业	-5	37.2
饮料	27	19.2	交通运输	7.4	56.5
纺织业	13.4	0.8	铁路运输业	18.5	94.2
服装鞋帽	19.7	12.5	道路运输业	4	50.2
家具制造业	49.1	4.9	城市公共交通业	18.2	50.6
通信设备等	5.6	-0.6	水利环境等	27.2	61.2
信息传输等	13.4	9	水利管理业	9	82.3
房地产	33.9	10	环境管理业	50.3	70.9
造纸	31.6	11.5	卫生投资	31.9	54.2
石油加工等	80	-2.9	教育投资	9.3	39.9
化纤	29.5	-17	卫生社保和社会福利	32.8	59.9
黑色金属冶炼	20.6	0.1			

而制造业内部的分化主要体现在两种制造业 PMI 指数之间的冲突，即由国家统计局和物流协会共同发布的官方 PMI 指数与里昂证券发布的 PMI 指数在 1-4 月之间存在着不一致：

第一、在 2-3 月官方 PMI 指数大幅度提升，并越过了 50 的临界值，而里昂 PMI 指数却出现了下挫，从 45.1 下降到 44.80，远低于 50 的临界值。从前者得出的结论是制造业的强劲复苏，而从后者得出的结论是制造业的持续低迷。

第二、在 4-5 月，官方 PMI 指数出现小幅回落，而里昂 PMI 却出现小幅上涨。因此，从前者得出的结论是制造业出现了小幅调整，从后者得出的结论却是制造业的持续上扬。

图 20 两种 PMI 指数



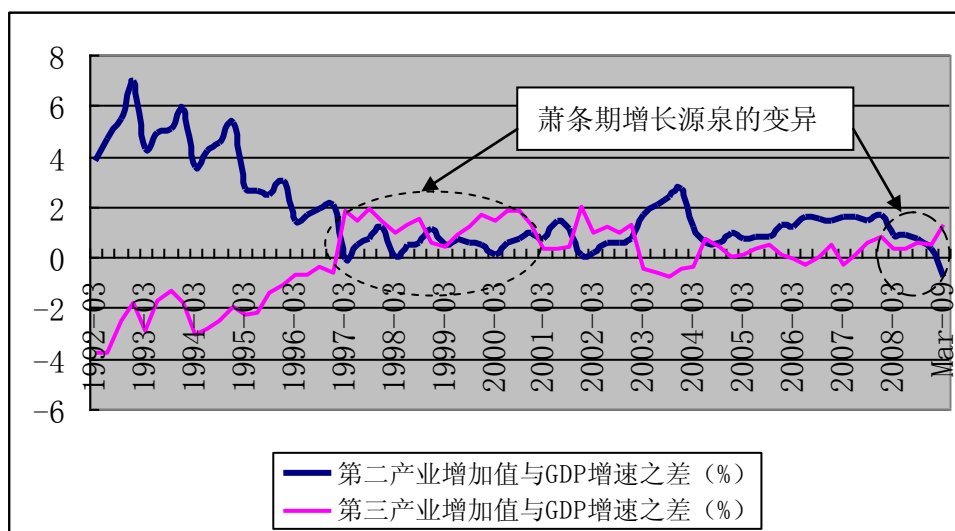
为何这两个指数出现如此大的冲突呢？其中核心的原因就是它们选择的样本对象不同。官方 PMI 指数的样本主要集中在大型国有企业之上，而里昂 PMI 指数的样本主要集中在市场导向的大中型企业和公司。因此，前者更多放映了与政策层面密切的制造业企业的活动，而后者更多反映了与出口和市场层面接近的制造业的活动。所以，两种 PMI 指数的分歧实质上是说明在政策强力刺激下制造业在接近政策层面与出口型市场层面上出现了分化。

3、在宏观经济呈现“两面性”、“结构分化”的同时，很多宏观变量之间存在巨大的冲突、背离和矛盾。

第一、工业增加值增速首次低于 GDP 增速，中国宏观经济开始步入增长源变异的萧条期。这说明经济下滑中中国工业受到巨大的重创，而不是中国增长结构产生了稳定性的变化和调整。

2009 年 1 季度，中国 GDP 增速高于工业增加值增速（0.9 个百分点），而低于第三产业增加值增速（1.2 个百分点）。这种现象并非中国经济增长出现机制性的、稳定的转变，而是在此次经济下滑中医重工业为首的第二产业受到的打击远远超过其他产业的结果。这种现象在历史曾经出现类似的情况，其产生的环境和机理都是工业化增长模式陷入萧条，因此，2009 年 1 季度这种现象的出现并不能说明中国宏观数据有问题，更不能说明中国结构出现了稳定性的调整，而是说明萧条期增长源泉的变异。

图 21 GDP 与第二、第三产业增加值增速差异



第二、固定资产投资实际增速与 GDP 增长速度、工业增加值增速之间的差距大幅度扩大，一方面说明中国的“去存货投资”较为严重，另一方面说明目前高速固定资产投资可能没有落在实处。

2009 年中，宏观数据背离最大的就是固定资产增速与 GDP 增速和工业增加值增速之间的背离：1) 城镇固定资产实际增长率与 GDP 增速的差额达到 23.7 个百分点；2) 城镇固定资产实际增长率与工业增加值增速的差额达到 37 个百分点。这种背离在历史出现过，目前的离差水平基本与前一次经济萧条期的状况大致相当。但值得注意的是，这种背离一方面意味着投资高潮的到来与投资驱动还没有落在实处，但另一方面也意味着中国目前正处于强烈的“去存货”时期。

图 22 固定资产与 GDP 增速之差 (%)

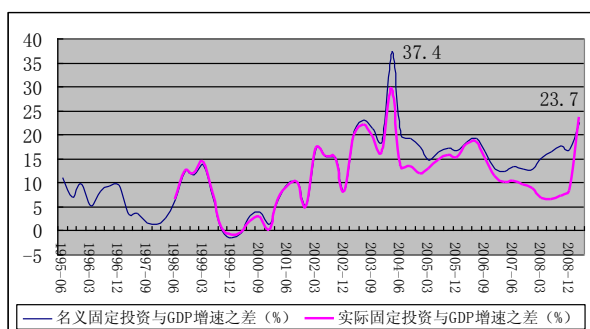
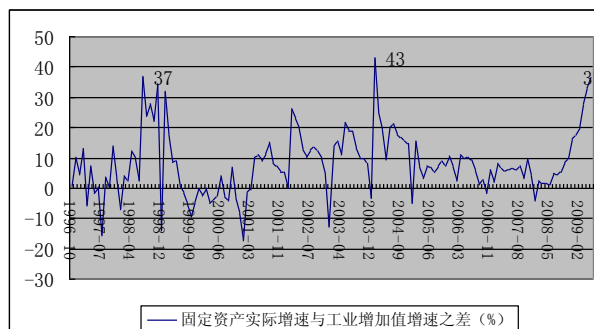


图 23 固定资产与工业增加值增速之差

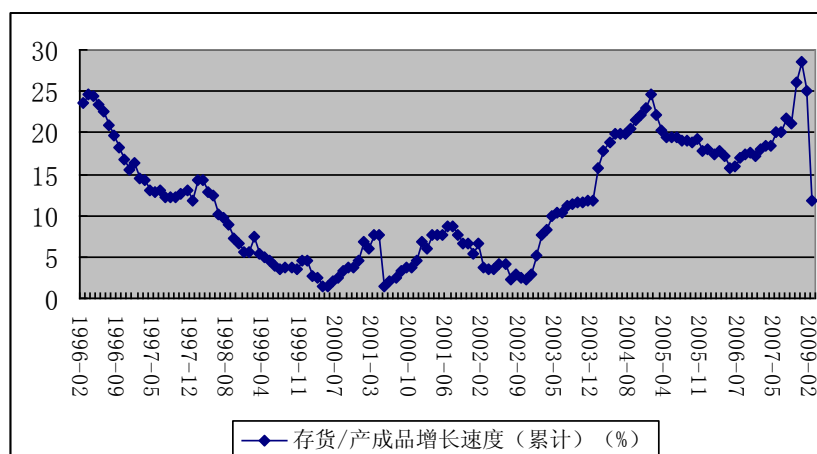


第一季度中国城镇固定资产投资高达 28.6%，全社会固定资产实际增长率为 24%，资本形成实际增长率只有 7%，对 GDP 增速的贡献 3 个百分点左右，这意味着负存货投资的左右将高达 2 个百分点左右。这种大规模存货调整与紧随其后的反向存货投资运动，在很大程度上将左右中国宏观经济在底部的波动规律。

如下图所示，在中国经济萧条时，都会带来存货的巨大调整，1996-2000 年

存货增长速度从 24.6% 下降到 1.39%，而目前存货增速从 2008 年 8 月的 28.54%，下降到 2009 年 2 月的 11.7%，下降幅度和时间都小于前一次经济调整，因此，我们会看到中国存货调整将进一步进行，这在很大程度上会引起未来经济增长速度的提升。

图 24 中国存货调整状况



第三、居民收入增长与失业率上升、实际收入水平上升与居民收入感受指数下降之间存在着一定冲突，说明政府转移性支付力度较为强劲，未来收入政策的可持续性对于收入的稳定十分重要。

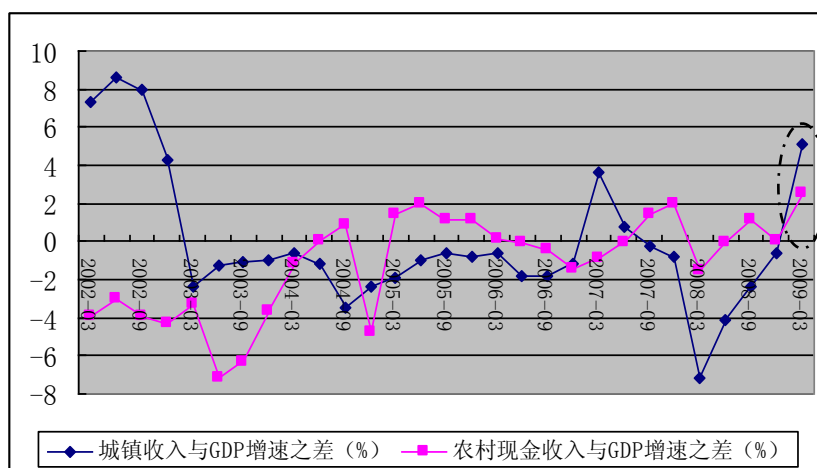
一季度城镇居民人均可支配收入 4834 元，同比增长 10.2%，扣除价格因素，实际增长 11.2%。一季度农村居民人均消费性支出 3130 元，同比增长 8.6%，扣除价格因素，实际增长 9.6%。农民工工资性收入人均 655 元，同比增长 7.7%。其中，农村居民务工收入人均 383 元，增长 8.2%。在务工收入中，本地务工收入人均 135 元，增长 9.7%；外出务工收入人均 248 元，增长 7.2%。农村居民财产性现金收入人均 51 元，同比增长 9.8%。转移性现金收入人均 121 元，增长 36.9%。

而与此同时，中国失业水平出现大幅度的上升：一是国家公布的城镇登记失业率上升到 4.3%，连续两个季度平均每季度新增 43 万城镇失业人员；二是农民工失业严重，按照不完全统计，中国共有 1.3 亿外出农民工，其中约有 2000 万外出农民工因金融危机失业返乡，失业率达到 15.3%；三是按照中国人民大学利用投入产出和弹性系数反复测算的整个非农失业规律将高达 3650 万左右，失业率将超过 9.1%。

因此，其间可能存在以下背离：1) 居民实际收入增长率超过 GDP 的增长水平，其中城市和农村分别差 5.1 个百分点和 3.5 个百分点；2) 农民工 15.3% 的失业率与农民工工资性收入增长 7.7% 之间存在着背离，因为农民工工资性收入主要依赖于农民工外出打工的收入；3) 农民收入增长与失业率之间存在背离，因为务工收入占农民人均纯收入的近 40%，农民失业必将大幅度影响其收入。

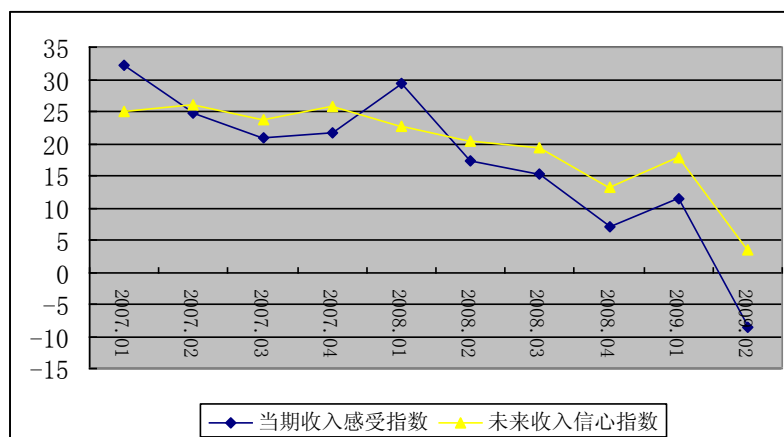
弥补上述背离的唯一可能就是国家在经济危机时大规模增加转移支付，将国家财政收入向居民大规模地转移。事实上，如果扣除转移性现金收入增长的部分，农村现金收入同比仅增长 5.6%，与 2003 年水平相当。上述这种背离在历史上也曾经出现过，特别是政策转移支出大规模增加的时候。但是，应当值得注意的是：第一、对于农民现金收入的增长可能会存在高估的情况；第二、历史上城镇居民收入和农村居民收入增速同时高于 GDP 增速的状况没有出现过。这种状况是否能够持续出现，应当给与高度关注。

图 25 居民收入增速与 GDP 增速之差



另外，根据人民银行全国城镇储户问卷调查结果显示，国家统计局的居民收入增长的数据与现实居民的收入感受状况和收入信心指数的变化是完全不一致的。2008 年第二季度以来，居民当期收入感受指数和未来收入信心指数一直处

图 26 城镇居民收入感受指数与未来收入信心指数 (%)



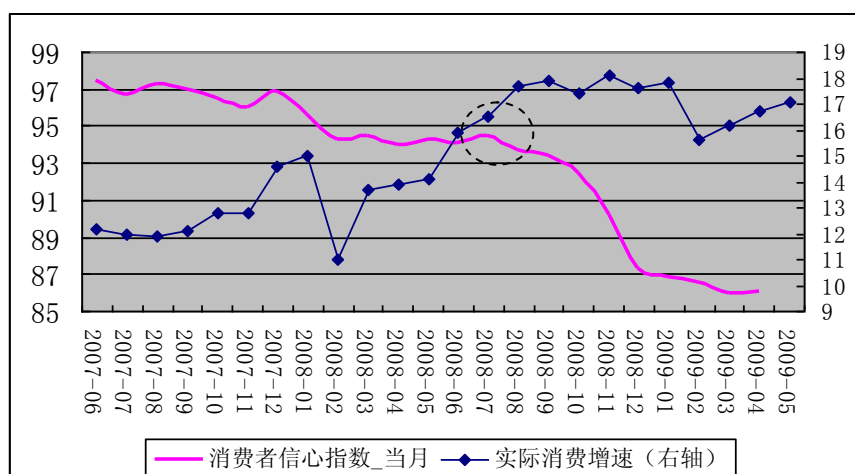
于下滑状态。其中 2009 年第一季度到第二季度的下滑尤为迅猛。2009 年第二季度城镇居民当期收入感受指数为-8.6%，比 1 季度大幅下降 20 个百分点，是 1999 年开展调查以来的最低水平。居民对未来收入预期也不乐观，未来收入信心指数仅为 3.4%，比上季和去年同期分别降低了 14.3 和 16.9 个百分点。如何解释这种

矛盾呢？一个可能性的解释就是，居民并没有将政策在危机时增加的一次性转移支付纳入其决策体系之中。不过，应当值得注意的是，实际收入增速与收入感受指数和收入信心指数的长期偏利益方面将意味着实际收入增速难以维持，另一方面也将意味着消费信心和消费支出将下滑。

**第四、中国经济深度下滑的萧条状况与目前实际消费增速依然坚挺存在着冲突。这说明消费中可能存在大量“强制性”消费，自愿性引致消费依然处于低迷状态。**

在中国经济萧条和世界经济萧条的历史，实际消费（用“社会消费品零售总额”来表示）总是要伴随经济的下滑而下滑，虽然这种下滑有一定的滞后期（一般为3个月）。但是目前中国实际消费增速的变化却一反常态，在经济下滑过程中出现实际增速高水平坚挺：1）2009年1季度与去年同期相比，GDP增速下滑高达4.7个百分点，实际消费增速提高了2.5个百分点，而且实际增速的同比扩大幅度越来越大；2）消费信心大幅度下滑，达到8.2个百分点，而消费实际增速上升；3）收入感受度指数大幅度下滑，而消费持续上升。

图 27 消费者信心与消费之间的背离



根据中国人民银行 2009 年 2 季度全国城镇储户问卷调查，47%的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”，比上季提高 9.5 个百分点，升至历史最高位；仅有 15.1%的城镇居民选择“更多地消费”，比上季下降 14.6 个百分点，降至历史最低位。这一升一降表明，伴随着居民收入减少范围的逐渐扩大和对未来收入的不确定性感受，城镇居民消费更加谨慎。与此同时，选择“更多投资”的居民占比升至 37.9%，连续两个季度增加，累计提高 8.8 个百分点。

对这种数据的矛盾有一种较为合理的解释：由消费政策支持“强制性消费”可能大幅度增加，而自愿、引致消费的量依然在下降。同时，很有可能大量消费是对以往生产的产成品的消费。



上述各种宏观变量所呈现出来的“结构分化”、“变量冲突”、“内部矛盾”的特点有其十分深刻的宏观经济运行机制基础。这集中体现在以下几个方面：

第一、在世界经济危机的影响下，中国传统的宏观变量的传递机制发生变异。例如传统的“投资-出口联动机制”、“发电量-工业增加值-GDP 联动机制”、“内贸-外贸联动机制”都发生了巨大变化。

第二、总供给和总需求的动态运行模式发生了变化，潜在总供给在以往高速固定资产投资扩张的作用下大幅度提升，实际供给会在短期政策性需求的提升下进行大幅度放量，从而导致物价水平波动，绩效水平出现波动，进而影响市场型需求的复苏，从而出现总需求的波动和实际供给水平的波动。

第三、在政策的不连续性以及市场对政策预期的波动等因素的影响下，政策性需求和市场性需求会产生相应的波动，进而导致体系性的波动。

第四、在政策层面反弹的力量与市场下行的力量之间的较量，存在大量的不确定性，这些不确定性将导致总体经济出现波动。

第五、2004-2007 年的经济高涨在投资领域产生了大量的泡沫，这些泡沫导致宏观经济的存货投资达到历史前所未有的高度，这决定了在萧条期间，中国经济始终面临了“去存货投资”与“增加存货投资”之间交替作用的冲击，同时由于不同产业的“去存货投资”和“存货投资增长”的步调不一致，这将导致很多行业出现波动，进而产生相应的宏观波动与振荡。这些波动在目前宏观经济止跌之后会逐渐展开。

### 三、“底部振荡”的初步表现

中国宏观经济目前呈现的“结构分化”、“变量冲突”、“内部矛盾”等特点在经济运行中表现为“振荡与波动”的运行模式。在宏观经济刚步入“止跌-复苏”进程的第一阶段时，这些“振荡与波动”初步体现为以下几个方面：

表 4 中国部分宏观经济指标振荡的初步表现

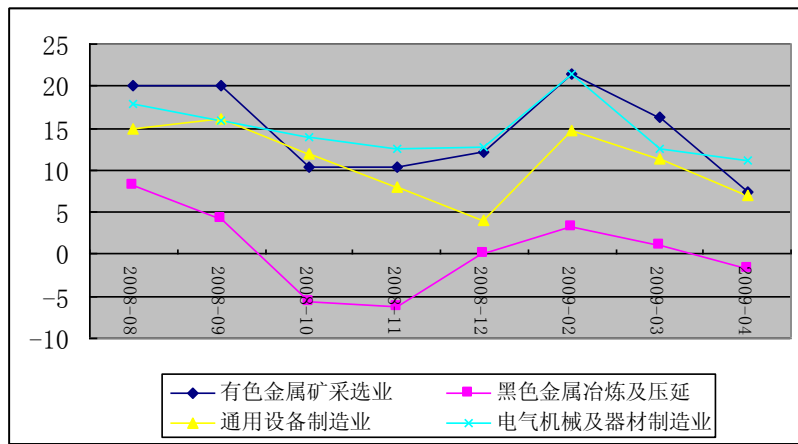
指标	振荡的初步表现
工业增加值	规模以上工业企业增加值 2008 年 11-12 月、3-4 月下降，而 1-2、5 月回升。 有 25 个行业，3 月比 1-2 月加快，4 月比 3 月减缓
部分企业利润的波动	剔除投资性收益和资产减值计提转向等因素，大部分行业的经营性利润在 2、3 月反弹，而 4、5 月出现下滑
部分行业的产值和价格	4 月份产量同比增速较 3 月份回落（或降幅扩大）的产品有 268 种，占 54.3%；工业品价格 3-5 月环比发生波动。

PMI 指数	5 月 PMI 指数回落
财政	剔除制度性因素，财政增速在-10%上下波动。

### 第一、工业增加值在政策性因素与“去库存”的作用下，出现波动。

中国工业增加值增速在 2008 年 11 月达到底部，仅为 5.4%，到今年 1-2 月份出现反弹，但 3-4 月又出现持续回落，5 月份出现轻微反弹。这种变化趋势反映在行业层面体现为，4 月比 3 月减缓，3 月比 1-2 月加快的行业有 25 个，占总体的 70%，其中有色金属矿采业、黑色金属冶炼及延压业、通用设备制造业以及电气机械及器材制造业表现十分明显。

图 28 部分工业行业波动状况



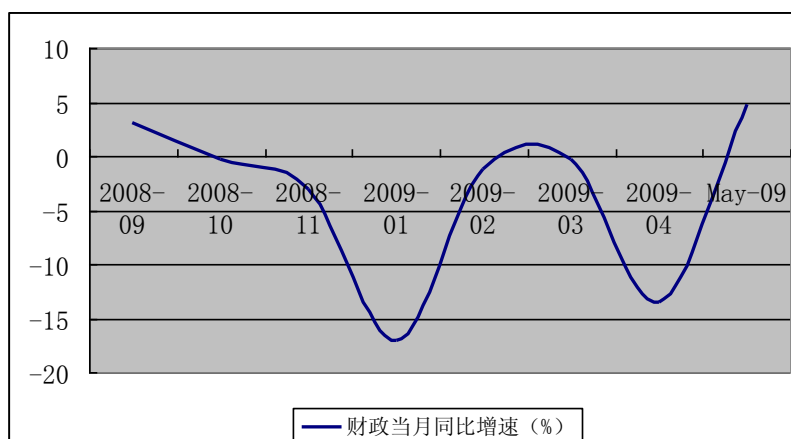
### 第二、在价格和利润的波动下，很多行业的产量出现了波动。

虽然工业企业利润同比增速从 1-2 月的-39.5%上升到 1-3 月的-32.2%和 1-4 月 27.9%。但是，如果考虑 1-5 月份股票市场价格攀升导致的按照公允价值记帐带来的投资性收益的增加，以及原材料价格回升导致的资产减值计提转向等因素，工业企业利润在 2-4 月份出现了一个明显的波动。按照统计局抽样调查表明，1-4 月份，22 个地区工业实现主营业务收入 108896 亿元，同比下降 0.8%，降幅比一季度加大 0.1 个百分点。这种波动在中央国有企业体现得更为突出，3 月利润环比大幅度上升，达到 85.7%，改变 1-2 月急剧下滑的局面，但 4 月其营业收入和利润总额深度下降。

利润波动一方面反映了价格在供求相对变化作用下的波动之上，另一方面也导致了产量的波动之上。按照统计局数据，4 月份产量同比增速较 3 月份回落（或降幅扩大）的产品有 268 种，占 54.3%。其中，增幅回落（或降幅扩大）10 个百分点以上的产品有 126 种，占 25.5%，主要有程控交换机、电子计算机、手机、洗衣机等；增幅回落（或降幅扩大）5-10 个百分点的产品有 57 种，占 11.5%，主要有电冰箱、焦炭、化肥、十种有色金属、电解铝等；增幅回落（或降幅扩大）3-5 个百分点的产品有 28 种，占 5.7%，主要有天然气、化学纤维、卷烟、粗钢、生铁等。

第三、由于经济活动的波动，财政收入也呈现出底部波动的态势。

图 29 财政同比增速



财政收入从 2008 年 9 月的 3.0% 一直下滑到 2009 年 1 月额度-17.1%，然后在 2-3 月回升到-0.3%，4 月再回落至-13.6%，虽然 5 月同比上升到 4.8%，但是如果在 6569 亿元财政收入中扣除消费税中由于成品油税费改革增设的 162 亿元，以及加大税收增收力度多增加的非税收收入增加的 701.5 亿元，5 月份财政收入同比增速为-9%，环比增速为 3.2%。这表明财政收入基本处于一种底部波动的状态。这在某种程度上也反映了中国宏观经济底部波动的特点。

### 第三部分 “止跌-复苏” 进程中的宏观风险与问题

从第二部分的分析，我们可以得到以下结论：

1) 中国宏观经济在政府强大的刺激政策作用下，于 2009 年第二季度实现“止跌、触底”，但这种局面并不坚实；

2) 在萧条和政策性救助的双重作用下，中国宏观经济呈现出明显的两面性——政策层面的反弹与市场层面的下滑相并存，宏观经济政策在止跌的过程中并没有形成启动市场和逆转市场的效应；

3) 在宏观经济两面性的作用下，很多传统的宏观经济传递机制和运行规律被打破，导致大量宏观变量出现“结构分化”、“相互冲突”的态势，全面复苏面临巨大的不确定性；

4) 这些分化与冲突的宏观变量在动态上的调整将导致中国宏观经济呈现“底部振荡”的运行特征。

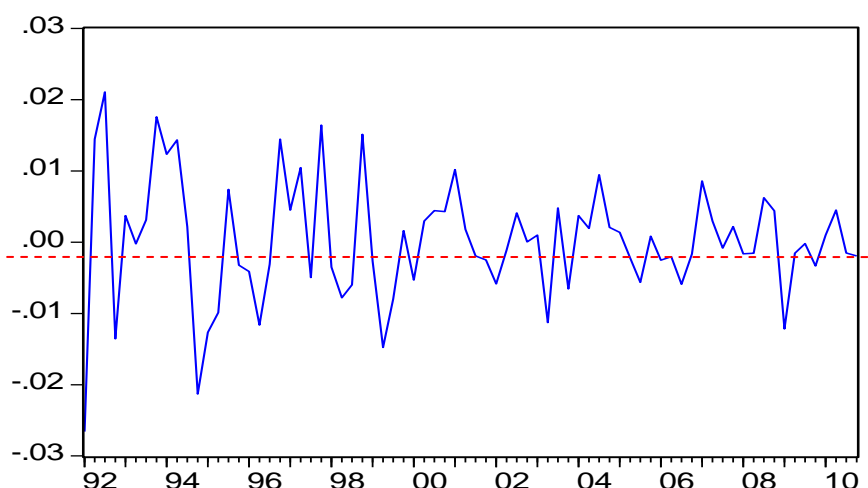
事实上，中国宏观经济所呈现的“止跌触底”、“分化矛盾”、“底部振荡”的这些运行特征蕴含了大量的风险，这些风险是我们在“止跌-复苏”进程中所面临的主要难题。

## 一、潜在供给扩大与产能过剩带来的宏观经济过度波动与再度探底的风险

根据分报告的各种测算，2006年Q2-2008年Q2，产出缺口持续为正，而自2008年第二季度开始，产出缺口由正转负，表明我国宏观经济出现了由总需求大于总供给转为总供给大于总需求的方向性变化。而从2009年第一季度的数据来看，产出缺口不但仍为负值，而且仍然处于下降趋势，并未出现反转。导致这种状况发生的核心原因在于两个方面：一是在外需下滑的引领下，总需求出现下滑；二是在2004-2008年持续投资膨胀的冲击下，潜在总供给和产能大幅度提升。因此，2008年第四季度虽然我国政府实行的大规模刺激经济的反周期政策，利用政策性需求弥补了部分市场型需求的下滑，但难以改变潜在总供给量的发展趋势，负向产出缺口不仅没有缩小，反而在市场下滑力量和供给放量的双重作用下恶化了，产能过剩成为很多行业普遍的现象。

这种产出缺口扩大持续扩大的情况虽然会随着国家持续性扩张政策的实施而在第三季度出现轻微收窄。但是，这种收窄的基础并不稳定，在目前以基础投资为主体的刺激计划的持续作用下，产出缺口面临波动甚至再度探底的风险。这种风险形成的核心原因在于：第一、产能过剩将导致中国供给弹性很大，少量的总需求的增加往往会引来过多的厂商提供供给，从而使宏观经济在出现短暂需求上扬之后出现供给的大幅度增加，进而导致市场价格进一步下滑，厂商亏损加剧，闲置产能增加，宏观经济正常的产业循环被打破，需求扩张效应大打折扣，经济出现波动和振荡。

图 30 用 kalman 滤波和 dmey 小波法估计的产出缺口 (%)



第二、单纯的凯恩斯需求管理政策可能面临失灵的问题，特别是以投资为核心的需求扩张政策，将无法改变投资驱动型增长模式的内在冲突，使宏观经济在短期出现反弹，中期面临产能进一步放量的压力，继而导致产出缺口进一步扩大，以及宏观经济在巨大的供求失衡冲击下出现产业链和资金链的断裂，产出水平进一步探底。

这种风险产生的根源就决定了中国要走上坚实的“产出缺口缩小”的复苏阶段，不仅要对目前单纯的以投资为核心的需求管理政策进行调整，以增加消费需求，同时还必须进行供给管理，对过剩的产能进行全面的调整和收缩，以避免总需求与总供给联动调整中带来的各种问题。因此，GDP 增速的简单回升并不是中国宏观管理的核心。

从理论层面上讲，宏观经济从大萧条向全面复苏转变要经过 4 个阶段：

第一阶段是“政策性需求反弹与 GDP 止跌阶段”，该阶段的主要表现就是，政府出动大规模的刺激性政策进行危机救助，政策性总需求的大幅度提升部分弥补市场需求的下滑，从而阻止 GDP 增速下滑的趋势。

第二阶段是“市场性需求回升阶段”，该阶段的主要表现就是，在政府扩张性政策的作用下，市场预期发生逆转，市场性投资和市场性引致消费止跌回升，产业循环和资金运行恢复正常。

第三阶段是“产出缺口收窄阶段”，该阶段的主要表现是，即在总需求提升的同时，潜在总供给出现相对反向运动，而不是更大幅度的提升，从而价格水平开始全面上涨，整个宏观经济出现 GDP 上升加速的态势。

第四个阶段是“产出缺口消失”阶段，该阶段最大的表现就是，产出缺口为零，总供给与总需求开始处于平衡状态，价格水平开始有加速上涨的态势，而 GDP 增速基本恢复到正常的水平。

从经济大萧条进入第一阶段往往只需要大规模采取扩张性需求管理政策即可。但是由于该阶段只是政策性需求的反弹，没有真正的市场性需求的支撑，因此，这种反弹往往基础不扎实，会产生政策层面反弹与市场层面下滑相共存的分化局面，并往往会因为潜在供给和产能过剩的压力、政策性刺激的不可持续等原因，经济增长和很多宏观指标会出现振荡和反复。因此，第一阶段的政策核心应当保持一段时期刺激政策的连续性。同时，在危机救助任务完成之后，随着 GDP 增速低水平的稳定，政府应当对前期刺激性政策的内涵和结构进行局部调整，特别是对投资主导政策的调整。

“市场性需求回升阶段”是经济复苏的具有实质性意义的阶段。在第一阶段成果相对稳定之后，第二阶段的核心任务就是如何全面启动市场性投资和市场性消费的回升。在中国目前的环境中，要成功进入第二阶段，除了在政策层面上启动消费刺激政策以外，我们还需要两个关键的外生因素：一是在世界经济回暖进程中中国外需下滑局面的逆转；二是房地产等非贸易部门成功走出调整期。因此，中国宏观经济成功步入第二阶段并非单凭政策之力就可以完成的。我们应当在促进刺激性政策拉动效应提升的基础，耐心等待外部环境的变化和周期性力量的调整，而不是无节制的刺激和拉高 GDP 增速。

“产出缺口收窄阶段”是宏观经济全面步入上升通道的标志，因为它一方面决定于需求增速的快速提升，另一方面也决定于供给的相对收缩和调整。因此，进入该阶段的核心要点就在于全面进行供给管理和结构调整，避免那些在危机救助中存活下来的落后产能和供给抵消需求全面提升带来的复苏效应。

第四阶段一般是第三阶段的自然延续。但应当注意的是，一般刺激性的宏观经济政策应当全面退出。

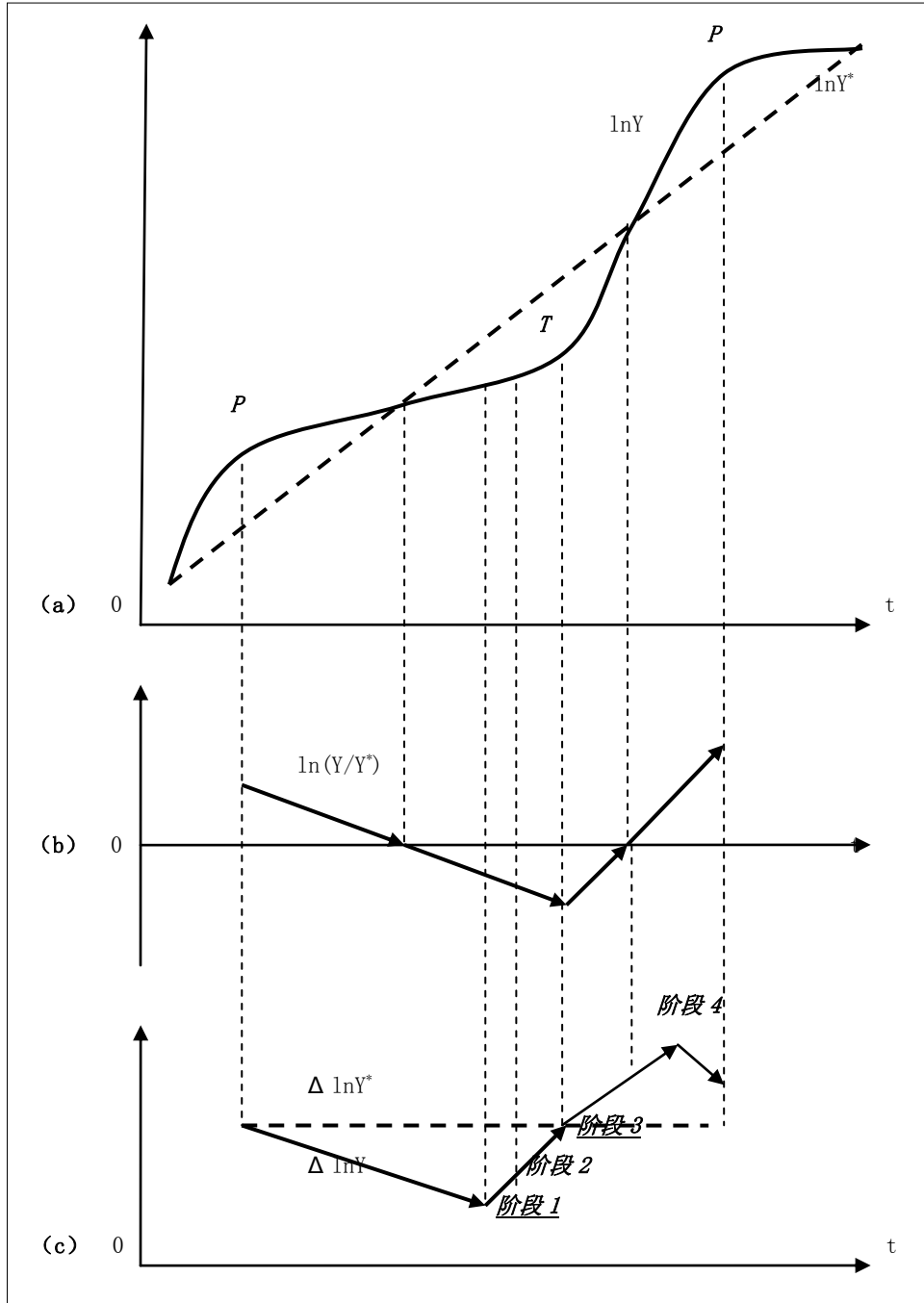
目前，中国宏观经济刚刚步入“止跌-复苏”的第一阶段。这也是上图测算中产出缺口进一步扩大、随后出现波动的核心原因。

表 5 “止跌-复苏”四阶段论

	主要表现	进入的前提
第一阶段： “政策性需求反弹与 GDP 止跌阶段”	政策性投资和政策性补贴大幅度增加，GDP 增速企稳；政策性行业出现反弹，市场性需求依然下滑；产出缺口持续下滑；价格水平下滑；部分宏观变量出现分化、波动和冲突。	大规模实施需求导向的危机救助政策，使政策性需求的扩张弥补市场性需求的下滑。
第二阶段： “市场性需求回升阶段”	市场性投资和市场性消费止跌回升；GDP 增速有小幅加速，	刺激性政策的拉动效应开始显现；外需下滑

	产出缺口下滑的速度减小，价格水平呈现底部波动的局面。	局面逆转；房地产行业稳步回升；市场预期逆转。
第三阶段： “产出缺口收窄阶段”	总需求全面回升，并超过总供给回升的速度；价格水平全面快速反弹，GDP 加速回升	需求管理政策及其启动效应具有持续性；供给管理政策以及结构性调整政策全面实施。
第四阶段： “产出缺口消失阶段”	产出缺口为零，总供给与总需求处于平衡状态，各行各业出现繁荣景象，价格水平在正常水平稳定	需求管理退出，而供给管理与结构性政策持续。

图 31 “止跌-复苏”四阶段论的理论相位图



增长型经济周期：(a) 国民收入；(b) 产出缺口；(c) 增长速度

## 二、外需进一步恶化及其累计性冲击效应加速的风险

1-5月，中国进出口总额同比下滑24.3%，其中进口同比下滑-21.8%，出口同比下滑-28%，贸易顺差同比增长13.8%。但在对这些数据的解释中，应当注意三个变化：第一、虽然1-5月进口同比增速下滑程度比出口要深，但是从月度变化情况来看，出口依然处于持续下滑的通道之中，而进口却开始出现反弹。1月



与 5 月相比，出口同比增速从-17.5%扩大到-26.4%，而进口却从-43.1%上升到-25.2%；第二、虽然贸易顺差 1-5 月按照美元价值测算同比出现了 13.8%的增长，但是该参数在 2009 年基本处于逐月下降的趋势，其中 1 月与 3 月贸易顺差较大幅度上升，而其他月份却出现明显下降；第三、由于进口价格指数和出口价格指数存在很大的差异，在剔出价格因素之后，中国贸易恶化的趋势更为严峻：1) 出口实际增速直线下降，从 1 月 1.8%下滑到 5 月的-8.4%；2) 进口则从 2 月出现明显反弹，从-32.5%回到-6%水平左右；3) 实际贸易顺差出现全面的负增长。

图 32 中国贸易名义同比增速(%)

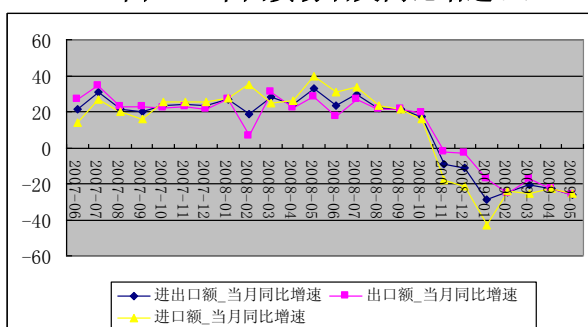


图 33 中国进出口同比实际增速(%)

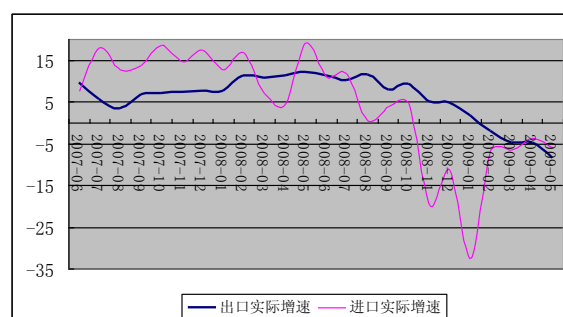
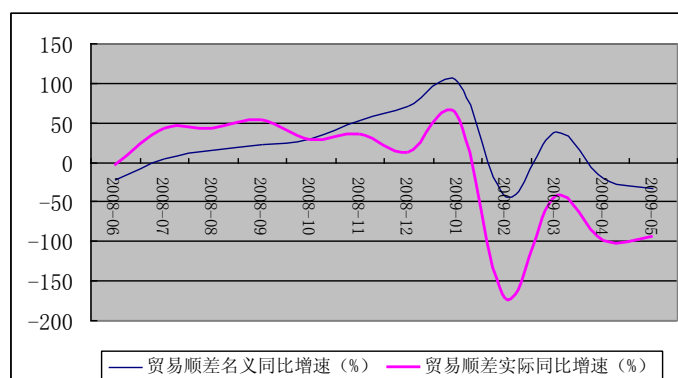


图 34 中国贸易顺差名义与实际增速 (%)



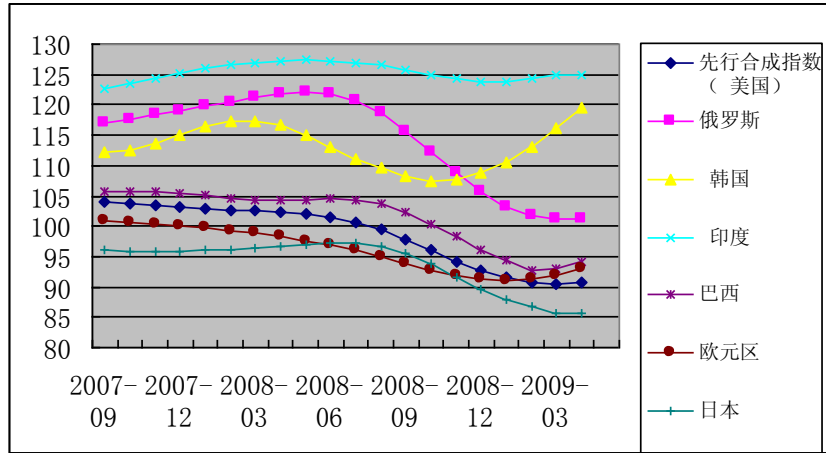
因此，中国贸易状况与 2008 年出现了一个明显的变化：一是进出口增速变化可能完全逆转；二是对外贸易成为经济增长下滑的最大因素。不过，这种贸易恶化的态势可能在 2009 年下半年会进一步扩大。其核心原因在于：

1、世界经济虽然出现了一系列回暖的迹象，但是，金融危机并没有消除，实体经济依然处于下滑区间，世界经济难以在 2010 年一季度之前实现触底反弹，全球增长的前景依然乏力。这决定了中国出口将面临需求持续恶化的局面。

第一、虽然部分国家的消费者信心、经济先行和景气指数等指标出现触底回升，但这些指标的触底只能说明世界经济下滑的幅度开始缓和，而不能说明世界经济已经步入回暖的通道。同时，美国、日本以及欧元区的先行合成指数依然处于谷底下滑的局面。例如日本先行合作指数位于 20 年来的历史低位。根据先行综合指数的性质，我们可以判断，在 2010 年第一季度之前，世界实体经济难以

真正触底反弹。

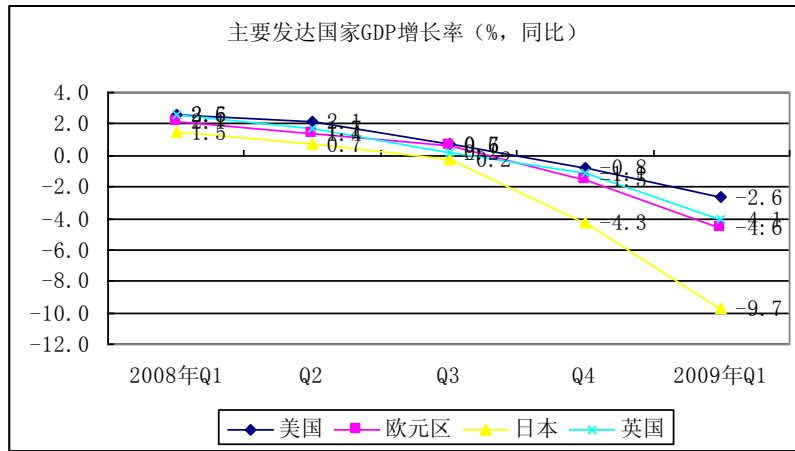
图 35 各国先行合成指数



第二、从实体经济层面的各种核心指标来看，世界下滑的深度超过以往的预期，并且有持续恶化迹象。

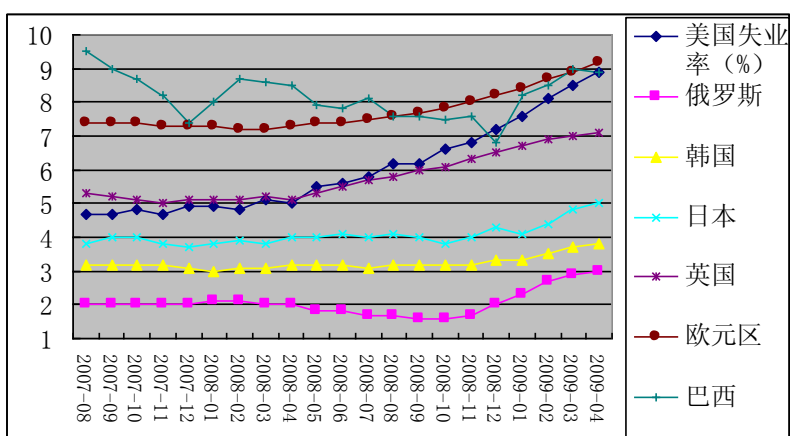
1) GDP 增速持续下滑。例如美国、欧元区、日本以及英国在 2009 年第一季度 GDP 同比下滑分别为-2.6%、-4.6%、-9.7%和-4.1%，远远超出去年的预期。

图 36 各国 GDP 增速



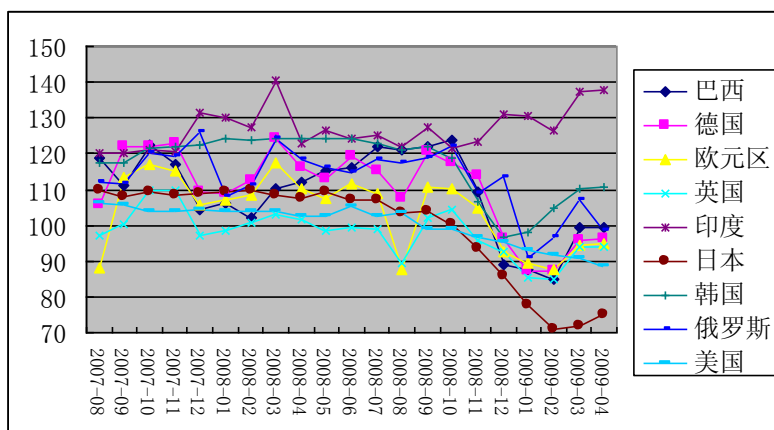
2) 失业率持续大幅度攀升。例如仅 4 月份美国、英国、日本和欧元区的失业率分别上升了 0.4、0.1、0.2、0.3 个百分点，5 月份则进一步恶化。

图 37 各国失业率 (%)



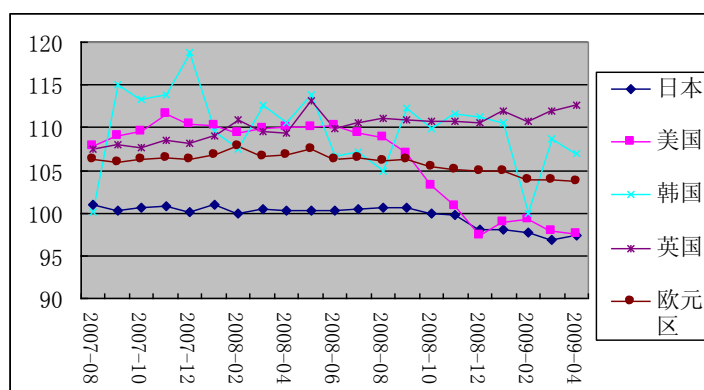
3) 工业生产下滑, 生产增长率大幅度下滑, 尤其是制造业十分明显。例如美国的市场指数在 2009 年 4 月下滑了 2.5 个百分点, 日本的工业生产增长率同比回落了 35%, 德国的制造业指数下滑了 3 个百分点。

图 38 各国工业生产指数 (2005 年=100)



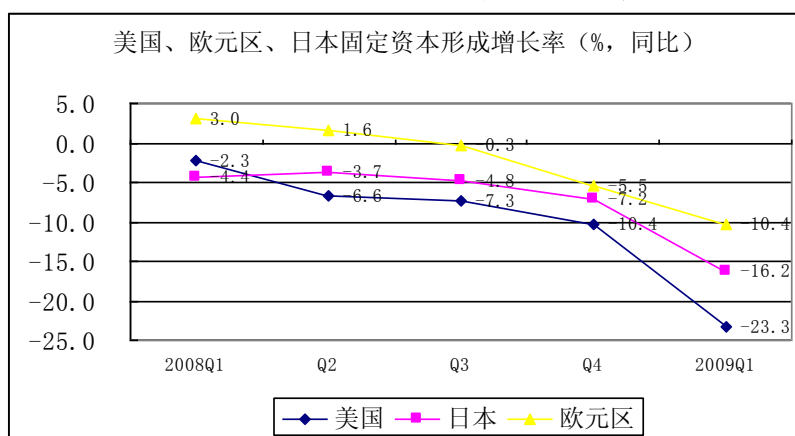
4) 主要国家的消费下滑依然十分明显。2009 年 4 月美国、日本和欧元区的零售总额同比增速分别下滑了 2 个百分点左右。5 月份, 美国居民收入环比增长 0.5%, 而消费支出下降 0.1%, 储蓄率则升到 5.7%, 是 1995 年以来的最高水平。这表明美国过度消费模式在危机中正在进行调整。

图 39 各国零售总额指数（2005 年=100）



5) 固定投资出现更大幅度的下滑，其中美国、日本、欧元区在 2009 年固定资产形成增长率同比分别下滑了 23.3%、16.2%和 10.4%。

图 40 主要国家固定资本形成增长率



第三、金融危机虽度过最困难时期，但金融萧条并没有解除，并存在危机反复的可能。

1) 导致金融危机直接产生的核心根源之一——美国房地产市场依然低迷，房价持续下跌的压力依然明显，住房抵押贷款违约率和住房止赎比例继续上升，待售房规模依然很大。4 月份，美国次贷住房抵押贷款违约率平均上涨了 3.4 个百分点。2009 年第一季度，美国次贷固定利率丧失抵押品赎回权比例上升 0.6 个百分点，达到历史新高的 2.8%。4 月，美国待售现房月供量为 10.2 个月，待售新房月供量为 10.1 个月，远远高于历史平均水平。

图 41 美国次贷住房抵押贷款违约率

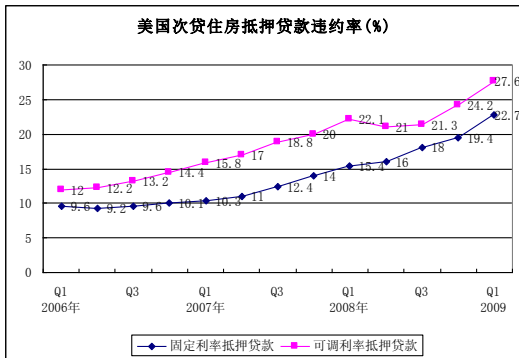
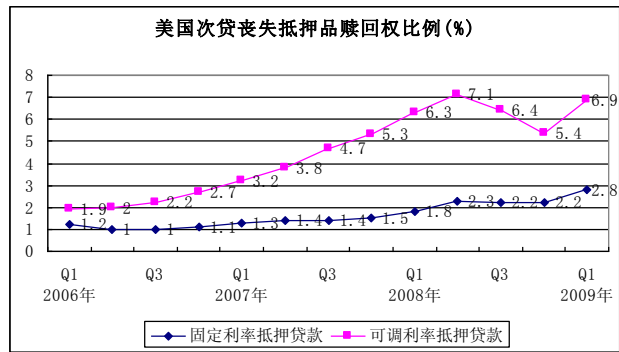


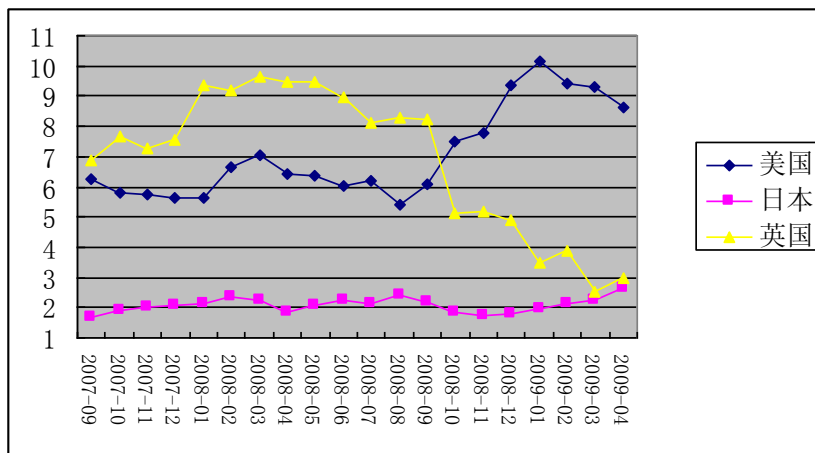
图 42 美国次贷丧失抵押品赎回权比例



2009 年 1-2 季度，在房地产抵押贷款恶化的同时，居民汽车抵押贷款违约以及居民信用卡违约率也大幅度上扬。这些数据的恶化将意味着以这些资产打包的金融产品价格将进一步下滑，并进一步引发相关金融机构资产的恶化，因此，目前美国并没有从根本上消除金融危机持续的隐患。

2) 金融危机最直接的产物——流动性紧缩依然存在。虽然政府进行了大量注资等救市政策，但是，银行信贷供给与信贷需求依然处于相对收缩状态。一方面，在银行亏损和负债率进一步上升、信贷资金不足等因素的作用下，银行信贷依然偏紧，对居民住房抵押贷款和消费信用卡贷款条件持续收紧；另一方面，受经济前景不明和失业率上升的影响，企业和居民对信贷需求也在减少。今年 2、3 月，美国消费信贷分别下降 3.8%和 5.2%；英国消费信贷同比增长率从去年 8 月的 5.9%降至今年 4 月的 2.9%。这种流动性紧缩状况从发达国家的 M2 增速变化可以得到充分体现。4 月末美国、日本、英国的 M2 增速分别为 8.6%、2.9%和 2.6%，都处于较低的水平，并且有持续下滑的趋势。

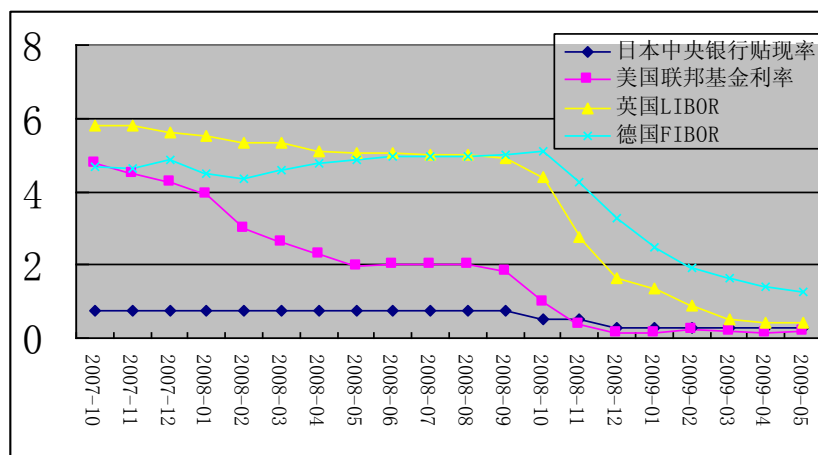
图 43 部分发达国家的 M2 同比增速 (%)



第四、发达国家各种宏观刺激政策已经处于历史最宽松的状态，2009 年下期和明年的持续刺激将面临各种约束，从而难以强化目前经济局部回暖的基础。

1) 世界各国的利率水平已经处于历史的低位，宽松的货币政策基本到头。例如到5月底，日本、美国、英国、德国的基准利率分别为0.3%、0.18%、0.41%和1.28%，比2007年底分别下调了45、406、419、357个基点。

图 44 各国的基准利率 (%)



2) 同期各国的财政赤字大幅度攀升，已达到历史的警戒水平，持续扩张性财政政策可能带来强烈的挤出效应。在2008年，由于各国采取各种金融救助政策和经济刺激政策，财政赤字大幅度攀升。到2009年预计发达国家财政赤字占GDP的比重将攀升到5%，从而达到历史高位。其中很多欧洲国家已经超过欧洲中央银行规定的警戒线。一些国家由于国债发行过度，已经出现国债价格大幅度下降的局面。因此，未来财政支出力度很可能难以为继。

表 6 主要国家中央财政赤字占 GDP 比重 (%)

	2006	2007	2008	2009F	2010F
美国	-2.2	-2.9	-6.4	-12.0	-8.9
英国	-2.6	-2.7	-4.2	-7.2	-8.1
日本	-4.0	-3.4	-4.7	-7.1	-7.2
法国	-2.4	-2.7	-3.3	-5.5	-6.3
德国	-1.5	-0.2	-0.1	-3.3	-4.6
印度	-5.7	-5.2	-7.8	-8.5	-7.4

### 第五、石油和国际大宗商品价格的攀升也将阻碍世界经济复苏。

目前，国际石油平均价格从1月初每桶40美元升至6月下旬的72美元，上涨幅度达到80%，远远超过市场人士的预期。在石油价格和国际资本投机的推动下，其他初级品价格也在回升。6月份，非能源价格比1月上涨5.1%。其中，粗金属和矿石产品价格上涨21.9%。这些价格的回升会导致各国生产成本的上升，进而导致企业主体利润的挤压，导致复苏力量的削弱。

正是从上述五个方面来看，世界经济在短期难以见底。世界各国研究机构

对世界经济的预测也证实了上述的判断。

表7 各机构对世界经济增长的预测

	2006年	2007年	2008年	2009年 F	2010年 F
世界经济增长率(%)					
英国共识公司	4.0	3.9	2.0	-2.3	1.9
美国穆迪公司	3.8	3.6	1.8	-2.6	1.9
联合国			2.1	-2.6	1.6
世界银行	3.9	3.8	1.9	-1.7	2.3
IMF(汇率法加权)	3.9	3.8	2.1	-2.5	1.0
(PPP法加权)	5.1	5.0	3.2	-1.3	1.9
美国	2.8	2.0	1.1	-2.8	0.0
欧元区	2.8	2.6	0.9	-4.2	-0.4
英国	2.8	3.0	0.7	-4.1	0.4
日本	2.0	2.4	-0.6	-6.2	0.5
中国	11.6	13.0	9.0	6.5	7.5
印度	9.8	9.3	7.3	4.5	5.6
俄罗斯	7.7	8.1	5.6	-6.0	0.5
巴西	4.0	5.8	5.1	-1.3	2.2

2、在世界实体经济深度下滑以及贸易保护主义的多重因素作用下，世界贸易已经进入同步下滑的共振期，贸易企稳将滞后于实际经济的复苏，中国贸易将不断受到世界贸易同步下滑产生的共振效应的冲击，从而导致中国出口下滑将持续相当一段时期。

2009年世界经济之所以出现超预期下滑，其核心的原因就是世界主要国家和地区进出口贸易同比均以两位数的速度下降。其中发达国家在4月份进口平均下滑了27.8%，出口下滑了24.5%，其中最为突出的日本贸易数据，其4月进出口同比下滑幅度分别达到39.1%和35.8%；而发展中国家进出口同比在4月则平均下滑了37.2%和31.2%，其中最为突出的就是俄罗斯，其4月进出口分别同比下滑达到62%和54%。4月份这种深度下滑加剧了世界贸易进一步收缩的力度，并远远超出各种预测机构的预测值，持续下滑基本成为今年世界贸易发展的态势。导致这种结果的原因在于以下几个方面：

图 45: 各国出口同比增长速度 (%)

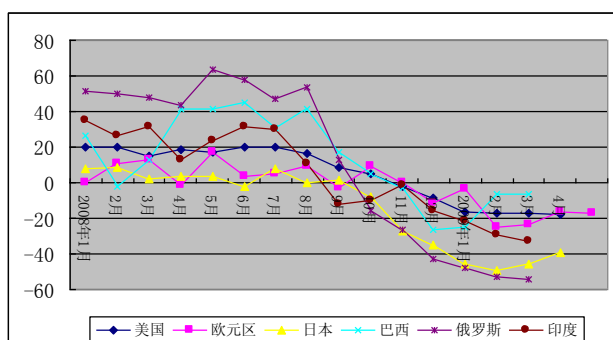
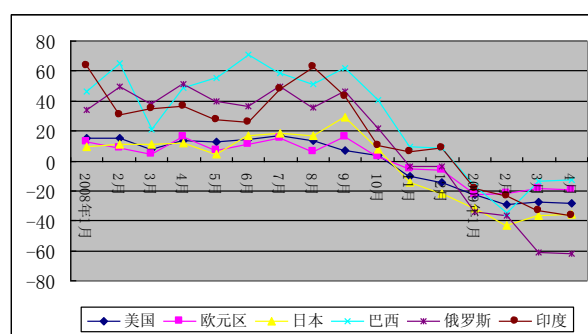


图 46: 各国进口同比增长速度 (%)



第一、世界各国 GDP 超预期深度下滑是导致各国进口需求下滑的直接原因, 由于贸易指标相对 GDP 的滞后性, 世界经济持续下滑将在今后一段时期内引起贸易的进一步下滑。根据测算, 正常年份的世界收入-进口需求弹性在 3.5 左右, 即 GDP 每增长一个点, 进口需求增长 3.5 个点, 在世界下滑时, 该弹性将大幅度上升到 6-7 左右。同时, GDP 与进口之间存在着 3-6 个月的滞后期。如果按照这种测算进行类推, 即使 2009 年底世界 GDP 增速见底反弹, 世界贸易依然会在 2010 年上半年出现高达两位数的持续下滑。

第二、由于贸易的全球化, 世界实体经济的一体化已经达到很高的各高度, 各国的相互贸易依存度大幅度提高, 从而导致各国贸易需求会产生强烈的共振效应, 从而使世界贸易需求产生同步加速下滑的压力。这种同步下滑的状况在 2009 年第 2 季度开始显现。

第三、全球贸易保护主义在萧条时期的兴起将直接导致世界贸易总量进一步下滑。按照中国人民大学不完全统计, 2008-2009 年中国与贸易伙伴国之间的贸易冲突比以往年份激增了 25% 左右, 涉及金额增长了 50% 左右。

第四、对于中国而言, 由于其加工贸易比重高、制造业比重高以及劳动密集度高等特点, 其贸易下滑的幅度可能低于德国和日本, 但由于东亚板块贸易的超深度下滑, 其下滑水平应当略高于世界平均水平。

表 8 各机构对全球贸易量的预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 F	2010 年 F
联合国(2009 年 5 月)					
世界贸易			2.4	-11.1	4.1
世界银行(2009 年 4 月)					
世界出口量		7.6	4.1	-6.1	3.9
IMF(2009 年 4 月)					
世界	9.4	7.2	3.3	-11.0	0.6
进口					



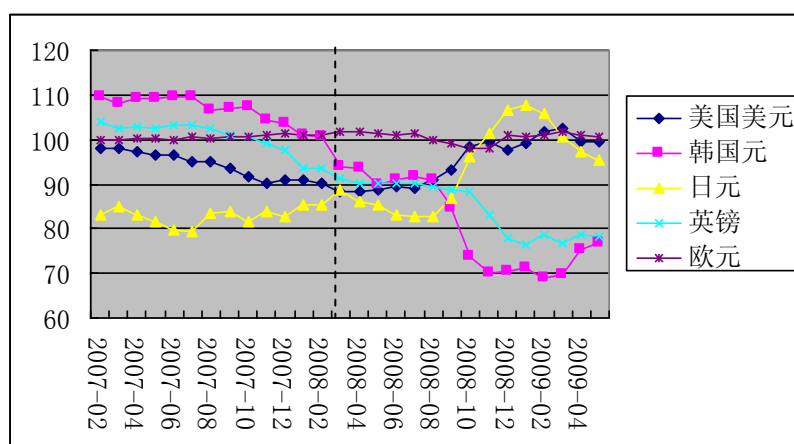
发达国家	7.5	4.7	0.4	-12.1	0.4
发展中国家	14.9	14.0	10.9	-8.8	0.6
出口					
发达国家	8.4	6.1	1.8	-13.5	0.5
发展中国家	11.2	9.5	6.0	-6.4	1.2

3、在金融危机的冲击下，国际资本的异常流动、各国汇率的巨幅波动以及贸易融资缺口的急速扩大等因素将使世界贸易复苏的金融成本急剧增加，而中国贸易竞争国的货币大幅度贬值，将在未来一段时期内对中国外贸产生持续的冲击。

金融危机引发的国际资本异常流动直接导致2008-2009年期间世界汇率进入大波动时期，世界主要货币的名义汇率波动超过24%，而实际有效汇率波动超过了15%，这直接导致很多贸易企业汇兑和冲销成本大幅度增加，如果将有关投机损失纳入在内，该成本激增了3倍。另外，国际投机资本在期货市场的大进大出直接导致国际大宗商品价格的巨幅波动，并导致这些产品生产和投资遭到巨大的冲击，这对世界贸易的恢复也是一个沉重的打击。

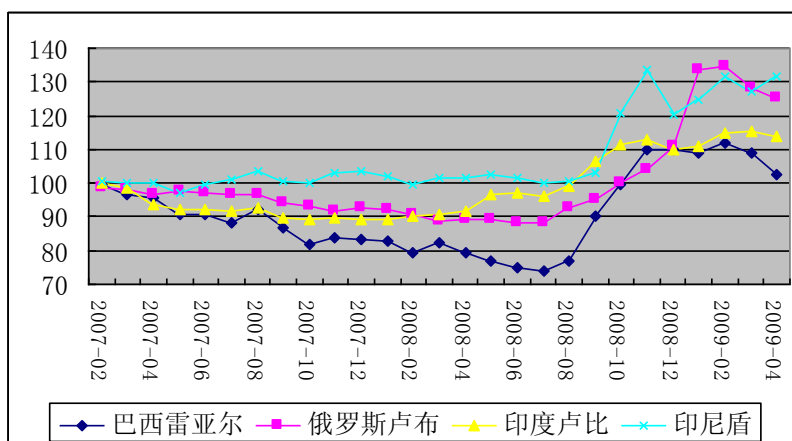
与此同时，金融危机还直接导致世界流动性的萎缩，使贸易融资条件恶化，全球贸易融资的短缺十分严重。据美国经济研究局研究，2009年全球贸易融资缺口将高达1000-3000亿美元。

图 47 世界主要货币的实际有效汇率指数（2005年=100）



对于中国而言，由于主要贸易竞争国的货币在2007-2009进行了大幅度贬值，这将直接对中国出口带来强烈的替代效应。例如，巴西贬值了12%、俄罗斯贬值了25%、印度贬值了15%、印尼贬值了31%、韩国贬值了23%。这些货币贬值按照我们的计量测算，将按照滞后3-6个月、有效期1.5年对中国出口带来直接的冲击。

图 48 中国主要贸易竞争者对美元的汇率指数（2007 年=100）



另外，如果考虑人民币升值压力、欧洲等主要贸易伙伴国经济的深度下滑、美国贸易赤字的调整、中国产业升级带来的进口提升以及深度冲击的结构性因素等其他原因，2009 年下半年中国贸易状况持续恶化基本成为定局。

外需的持续恶化将会成为中国宏观经济底部振荡和经济下行的最大力量和风险。这种风险主要体现在：

第一、出口可能面临持续下滑的压力，而进口开始回升，进而导致 2009 年贸易顺差出现大幅度的负增长，直接拖累宏观经济增长。按照测 2009 年贸易顺差名义增速将超过 10%，而实际降幅可能将达到 18%左右，导致 GDP 直接下滑将达到 1.3-1.5 个百分点。

第二、由于出口占中国 GDP 的 32%左右的份额，占制造业市场销售份额的 40%左右，外需的持续下滑将通过传统的“出口-投资联动机制”和“出口-收入-消费联动机制”对市场型投资和市场性消费带来直接的冲击，并且这种冲击会随着时间的持续而加速。

第三、政策性内需的扩张不仅在规模上难以弥补出口下滑带来的市场性需求的下滑，而且在结构上存在更大的缺口和不对称。这种结构上的差异会随着出口下滑层次的递进而不断显现。按照分报告的研究，欧美对中国出口的冲击将从耐用消费品向资本品进发，而中国资本品在国际市场的国际与国内市场的供给存在着巨大的结构性差异，有些差异系数高到 80%。因此，即使采取各种振兴计划和刺激方案，这些行业也难以实现产业的正常循环和景气的复苏。

### 三、货币冲击与输入型价格上涨双重冲击下通货紧缩突然逆转的风险

目前中国宏观经济到底是面临通货紧缩的压力还是面临通货膨胀的压力，这已经成为宏观经济争论的核心。这也是未来货币政策决策的核心。本报告认为，目前低价格水平状态将在一定时期持续，但由于内部持续高速度货币冲击、外部

输入型价格上涨以及内在通货膨胀形成机制的特殊性等原因，中国将在 6 个月左右面临通货紧缩快速逆转的风险，从而使中国宏观经济在结构性价格快速上涨冲击下放慢复苏的脚步。

1、由货币供给、贷款存量、实际利率和实际有效汇率等变量综合而成的名义货币条件指数和实际货币条件指数都表明，当前货币政策环境已经达到十分宽松的环境，当前的货币政策状况大致相当于中国刚走出通货紧缩时的水平。

图 49 名义货币条件指数

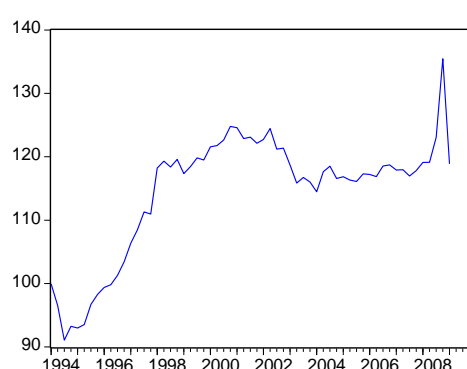
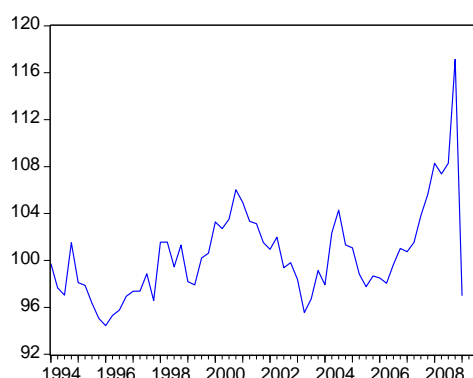


图 50 实际货币条件指数



从货币条件指数来看，由于通货紧缩造成的实际利率上升和实际汇率上升导致 1996 年至 2000 年货币政策环境趋于紧缩，这一时期正是中国进入通货紧缩的阶段。2000 年至 2003 年货币条件指数下降伴随着中国经济走出通货紧缩。2004 年上半年伴随着政府宏观调控以及随后的政策调整，货币条件指数也相应的呈现上升和下降。2007 年之后稳健的货币政策再次导致货币条件指数上升。图中同时显示从 2008 年年底，在一系列扩张性政策的推动下，货币条件指数迅速下降，表明在这一段时期内货币政策环境已经达到相当宽松的环境，无论实际货币条件指数还是名义货币条件指数均显示当前的货币政策状况大致相当于中国刚走出通货紧缩时的水平。

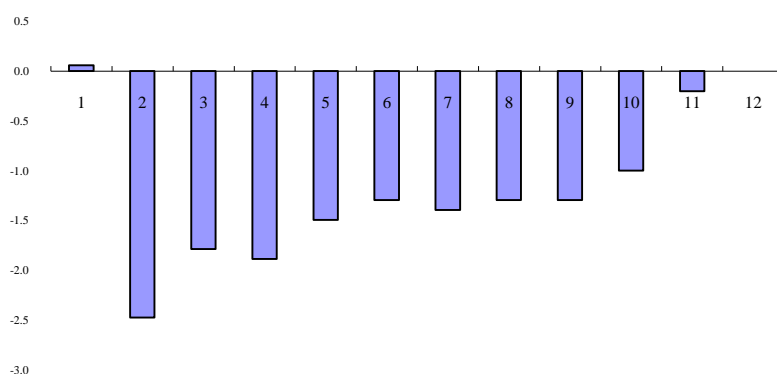
该指数的宽松状况也可以从前面分析的 M2-CPI 增速缺口、M2-GDP 增速缺口的大幅度攀升得到体现，其数额分别达到创近 20 年的历史高点的 27 个百分点和 19 个百分点。

实证研究发现，长期来看货币供给和通货膨胀具有显著的正相关性，并且货币供给大约会在 1-2 个季度之后传递到通货膨胀当中。此外，通货膨胀上升还会导致货币流通速度加快，通货膨胀每高于预期 1%，将导致未来一年内货币流通速度缺口上升 0.8%，因此货币供给对总需求的冲击是相当显著的。在经济危机期间，货币冲击的传导渠道会由于金融机构和厂商财务状况恶化而阻塞，货币的价格效应可能延迟产生，但这并不意味着通货膨胀与货币扩张不敏感。

2、从环比 CPI、定基比 CPI 以及 CPI 翘尾等数据的动态变化来看，目前面临的通货紧缩可能接近尾声，处于变异的边界时期。

目前通货紧缩产生的核心原因有两个：一是 2008 年物价变化的翘尾效应，按照人民大学的测算，2009 年的翘尾因素高达-1.5%，并且主要集中在 2-10 月，呈现先高后低的发展态势；二是 2009 年的负潜在产出缺口在 3 季度之前大幅度放量。但是，这两种核心因素可能在 6 个月后发生变异：一是翘尾因素会快速消失；二是产出缺口持续下行的趋势可能在波动中发生逆转。

图 51 2009 年 CPI 翘尾因素



这种变化趋势可以从 CPI 环比和定基比发展趋势得到良好的反应。定基比消费者价格指数显示，以消费者价格衡量的通货紧缩发生在 2008 年的 8 月份，在 2009 年 3 月份 CPI 的定基比数据显示通货紧缩结束，CPI 指数进入相对平稳的阶段；4 月份延续了 3 月份的势头，价格指数基本平稳。当前的价格相当于 2008 年 1、2 月份的水平。季节调整后环比数据在 3、4 月份均为正值，虽然 4-5 月环比有所波动，但三个月增长年率也显示消费者价格已经呈现上升趋势，据此判断通货紧缩已经接近尾声。

图 52 CPI 定基比指数<sup>1</sup>

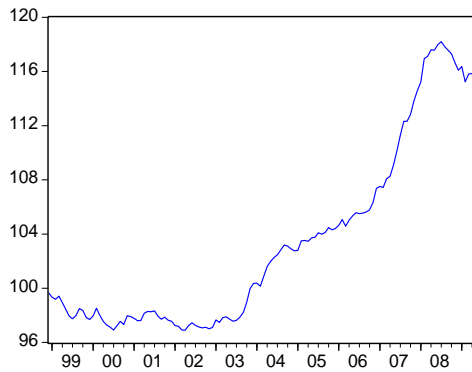
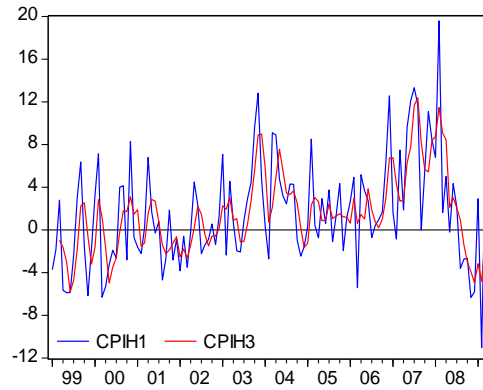


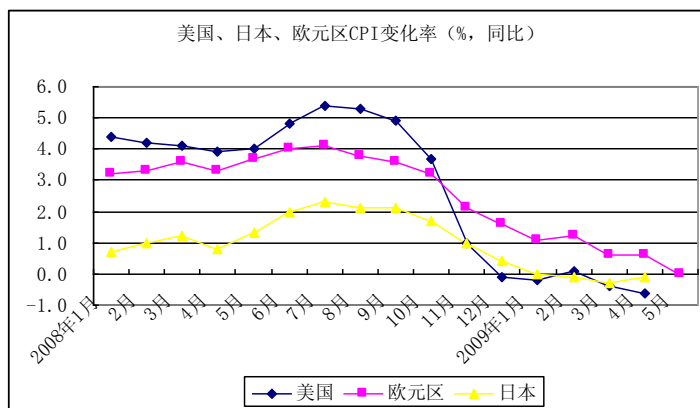
图 53 CPI 环比和三个月增长年率<sup>2</sup>



3、虽然世界在中期处于通货紧缩的状态，但石油价格和大宗商品价格的上涨对不同国家产生的不对称性冲击以及中国价格形成机制的特殊性可能使中国成为世界通货紧缩逆转的急先锋。由此，中国可能过度承担世界经济复苏的成本。

目前大量学者认为，中国通货紧缩不仅是当前最为严峻的问题，而且也是未来相当一段时期面临的问题，通货膨胀不会存在，即使存在也是目前所期望达到的目标。这种观点的核心理由就是，目前全世界都处于通货紧缩的下行通道，世界流动性不会在世界潜在产出缺口扩大时带来通货膨胀。这种世界主义的观点最大的问题就是忽略了中国通货膨胀形成的特殊机制。石油价格和大宗商品价格的飙升对于不同国家通货膨胀的冲击存在巨大的差异。中国经济的二元性以及中国重工业化增长模式决定了它对这些国际商品价格波动的敏感性，输入性通货膨胀在目前阶段应当成为宏观决策关注的核心之一。

图 54 发达国家 CPI



<sup>1</sup> 1999 年 1 月=100, (图 9) 和 (图 10) 均经过季节调整。

<sup>2</sup> 其中 CPIH1 表示 CPI 环比年率, CPIH3 表示 CPI 三个月增长年率。

目前国际大宗商品和石油已经度过价格深度下滑期，而进入价格复苏的通道。由于目前这些商品的投机性和保值性，因此，这些商品与一般金融产品一样具有强烈的价格超调特征。因此，未来这些商品价格上升的幅度和速度将进一步加速。国际大宗商品 CRB 综合指数表明：2006 年 1 月的 306 点一直攀升到 2008 年 3 月的 486 点，上升了 180 点；而到 2008 年 12 月下降到 298 点，下降了 188 点，2009 年 1 月之后出现恢复，到 6 月上涨到 372 点，涨幅达到 24.8%。而农产品价格 2009 年 3-6 月上涨了 20%。而石油价格从 2009 年的 34 美元/桶上升到 6 月的 72 美元/桶，上升了 112%。但是这些价格冲击对于一般发达国家和中国的冲击是完全不一样。

图 55 国际大宗商品价格指数

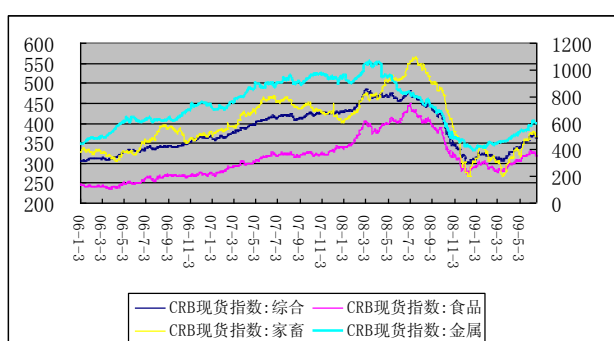
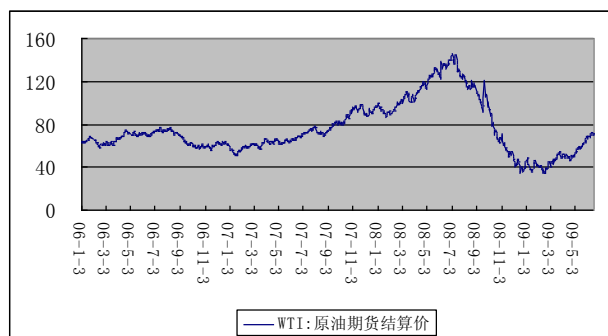


图 56 原油价格（美元/桶）



第一、中国食品价格占 CPI 的权重达到 34%，高出发达国家 20 点左右。因此，国际市场农产品价格的飙升对中国价格的影响要高出 2 倍多。从 2006-2008 年的测算中，中国输入性价格上涨因素中食品价格上涨占的比重高达 40%。

第二、中国正处于重化工化阶段，石油价格对中国的影响也会比任何一个后工业社会国家要大。按照我们的测算，目前石油价格飙升每 1 倍，将带来中国总体价格水平提高接近 0.8 个百分点，同时也会导致负产出缺口扩大接近 0.9 个百分点。

表 9 国际石油价格上升 100%对中国经济的影响（单位，%）

		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	累计
第一种假设	通货膨胀	0.2668	0.0477	0.0083	0.0017	0.0003	0.322
	产出缺口	-0.3128	-0.0560	-0.0101	-0.0018	-0.0004	-0.377
第二种假设	通货膨胀	0.6090	0.1090	0.0189	0.0040	0.0006	0.735
	产出缺口	-0.7140	-0.1279	-0.0231	-0.0042	-0.0008	-0.861
第三种假设	通货膨胀	0.5220	0.0934	0.0162	0.0034	0.0005	0.630
	产出缺口	-0.6120	-0.1096	-0.0198	-0.0036	-0.0007	-0.738

第三、中国经济下滑产生的基本逻辑与发达国家完全不一样，因此，大规模扩张性货币政策带来的宏观经济反应是不一样的。美国的危机发源于金融领域，

随后扩张到实体领域，而中国经济的下滑来源于外部环境和内部实体经济的周期性力量。因此，美国扩张性货币政策在金融救助中并没有带来 M2 和贷款的大幅度上升，美国贷款等流动性一直都存在下滑的压力，而中国为刺激实体经济而采取的扩张性却直接反应在 M2 和贷款的急剧攀升之上。因此，在扩张性货币政策的作用下，中国通货膨胀的压力与美国存在本质性的区别，中国将先于世界发达国家和其他发展中国家出现通货膨胀的压力。

3、中国通货膨胀所固有的机制也决定了中国通货紧缩逆转的突然性、非预期性和快速性。中国货币政策在未来面临的最大的挑战不是简单的价格水平的轻微逆转，而是价格水平大落大起的逆转。

根据我们的研究，中国通货膨胀形成机制还具有以下特点：1) 产出缺口和通货膨胀之间存在明显的正相关性；2) 货币流通速度具有明显的顺周期行；3) 货币增长与固定资产形成有显著的正相关性；4) 产出缺口与货币增长有显著的正相关性；5) 货币供给与未来通货膨胀具有较强的正相关性；6) 实际利率与产出之间具有显著的负相关性，并存在内在非稳定机制。因此，随着中国高速增长的固定投资完全落实、产出缺口开始逆转以及实际利率的降低，中国通货紧缩的逆转将会十分突然地发生。这种现象在近 20 年的中国经济史上多次出现。

当然，需要重点强调的是：1) 年内通货膨胀到来的可能性依然很小；2) 未来的价格上涨依然与 2006-2008 年的上涨特点具有相同的结构性特征；3) 我们要警惕的不是一般的价格水平增速的逆转，而是可能发生的价格水平大起大落的情况。不是防一般的物价上涨，而是要防“高通货膨胀”。

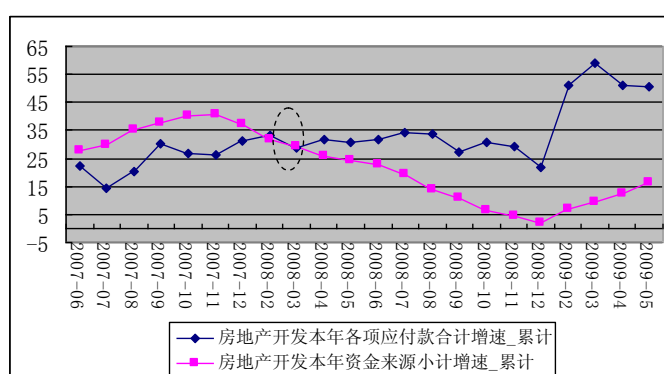
#### 四、房地产行业在“去库存”冲击下调整反复、复苏乏力的风险

房地产是中国是仅次于制造业的支柱产业。房地产是否能够在 2008 年 1 月到 2009 年 2 月的调整之后走上稳定复苏之路，在很大程度上决定了中国市场性需求是否能够实现逆转。因为房地产复苏不仅涉及本行业高达 3-4 万亿的投资，而且也关系到大量相关产业的复苏。虽然 2009 年 3 月以来房地产销售和投资同比增速都出现了上涨，但是，从目前的各种存量数据、流量数据以及这些数据的动态发展趋势来看，由于利益格局的固化、存量过于庞大、资金链条依然偏紧等因素的作用下，房地产行业依然存在着较长的调整期，大幅度波动的风险依然很大。

1、资金紧张并没有消除，随着房地产销售的下滑和银行贷款的收紧，房地产行业随时都有资金链再度恶化的风险。

从资金来源和各项应付款的动态变化来看,2008年2-3月份中国房地产资金链条随着房地产销售下滑和银行银根收紧等因素出现了逆转,到2008年10-12月资金缺口扩大到20%以上,到2009年3月达到历史最高点49.7个百分点。随着3月房地产销售回暖、房地产贷款的展期和新资金来源的提高,房地产资金缺口开始收窄。但是,我们必须重视的是,即使到5月底,整个房地产行业资金缺口依然偏大,比2008年底还高出12个百分点,达到34.6个百分点。如果考虑房地产资金分布不均匀的特点,半数以上的房地产企业依然面临资金紧张的压力。因此,只要房地产市场销售出现轻微波动,而不是直线上扬、银行信贷轻微回收,而不是持续放松,整个房地产行业依然面临资金链全面恶化的风险。

图 57 房地产资金供求关系



2、库存压力依然紧张,未开发土地的存量和在建工程面积的过于庞大决定了未来房地产市场供求关系很可能逆转。这也决定了未来房地产市场开发投资增速很难恢复到以往的水平。

虽然1-5月房地产销售面积同比上涨了25.5%,基本恢复到2007年的水平。但是,1-5月房地产开发投资依然在低水平徘徊,增速仅为6.9%。这种背离核心原因在于,房地产存货过高,未来房地产市场可能面临再度恶化的风险。

第一、空置房产面积依然偏高。1-5月的销售大增长与竣工面积的萎缩,直接导致目前空置面积有较大幅度的收缩,今年5月较去年同期空置面积下降了。



图 58 空置面积指数 (%)

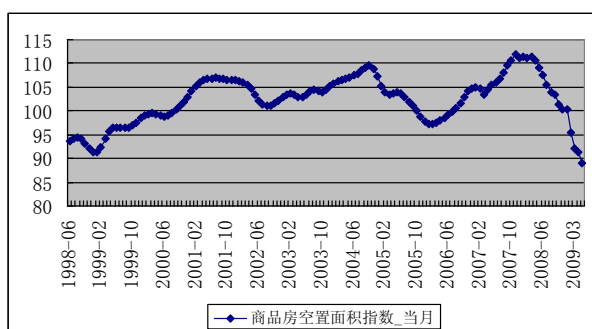
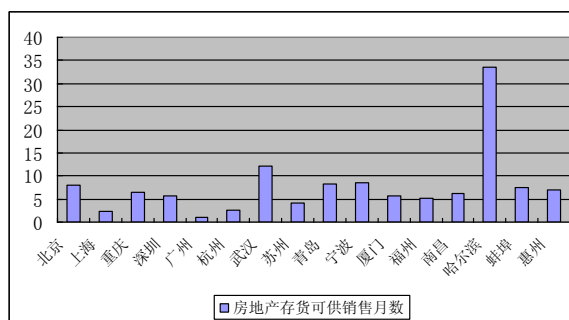


图 59 部分城市存货可售月份



11%。但是，由于以往积存的空置面积过但是与 2000 年 5 月相比，全国空置面积依然上涨了 26%。到 2009 年 5 月全面房地产商品房存货按照 5 月销售状况，平均可供销售 7.8 个月，高于世界平均的 4-5 个的水平。

第二、土地储备和在建工程数量过高，导致资金挤占以及未来的供给压力偏高。2002-2009 年全国未开发土地为 11.2 亿平方米，年均增加 1.69 亿平方米，其中 2007-2009 年 5 月未开发土地面积总和为 2.55 亿平方米。这些未开发土地所积压的资金可能达到 6-7 千亿，超过今年 1-5 月的销售利润的总和。2000 年 5 月-2009 年 5 月的新开工面积总计达到 24.82 亿平方米，而已销售面积为 12 亿平方米，如果按照 2 年的施工周期来算，全国未来可供销售的完工项目和即将完工的房地产总面积将达到 4.9 亿平方米，按照现有先前的销售增速，这些即将完工的工程将可供 10 个月销售。这与美国次贷危机中的可销售月数相当。因此，未来几个月中，即使房地产销售依然旺盛，如果开发商正常进行存量生产，供求关系也会出现一定程度的逆转。

图 60 全国土地未开发面积

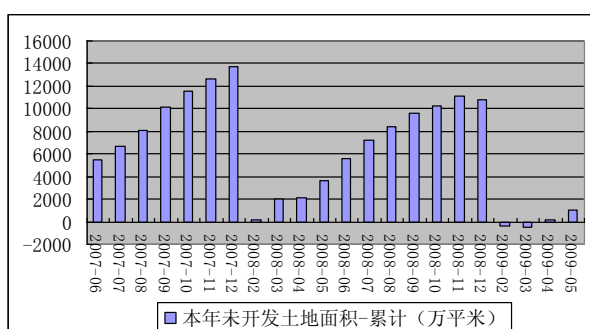
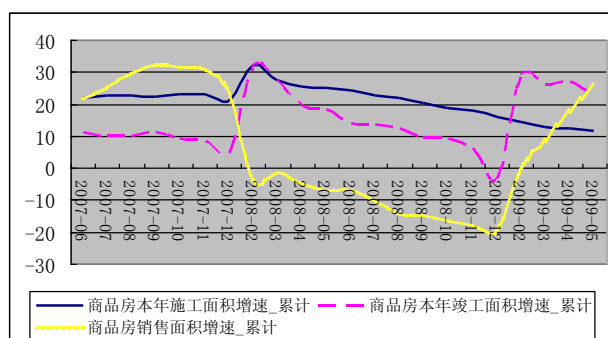


图 61 动态供求关系



3、由于目前的房地产市场结构的约束、居民收入的下滑、房地产政策调控方向的逆转等因素，土地价格和房地产价格在市场轻微复苏刺激下的暴涨很可能将带来中国房地产需求的再次下滑。

2009 年 2-6 月房地产市场呈现反弹，但是这些反弹主要是刚性需求、房地产

政策放松、房地产商前期降价以及部分高收入人群投机性需求回升的产物。但是，这种回升所刺激起来的土地价格和房地产的暴涨将会使上述需求反弹的因素消失。

第一、价格的快速上涨将导致大量自住型需求大幅度下降，因为我国目前的居民收入无法承受目前的高房价。按照我们的调查分析，目前我国只有高收入阶层的房价收入比位于国际正常区域，而其他人群的房价收入比严重超过国际平均水平。

第二、土地价格上涨导致土地囤积投机的行为重新抬头，将进一步导致房价进一步上升，房地产商资金更加紧张，市场需求也可能进一步下滑，出现“有价无市”的局面。据不完全统计，目前一线城市的土地价格在 2-5 月上涨了 30% 左右，这直接将导致未来开发的楼盘价格上涨 10% 以上。

第三、政府不希望看到房地产价格暴涨带来的巨大社会压力，前期出台的很多有利于房地产的政策很可能再持续房价上涨压力出现逆转。

表 10 近年城镇居民房价收入比

单位：元、%

	高收入组	中上收入组	中等收入组	中下收入组	低收入组	合计（平均）
样本分布	20%	20%	20%	20%	20%	100%
人均居民收入	25410	14049	10270	7554	4657	11760
每套房屋总价 (元)	438600	438600	438600	438600	438600	438600
家庭人口数	3.00	2.98	3.04	3.06	3.25	3.08
家庭年收入	76230	41866	31221	23115	15135	38220
房价收入比	5.75	10.48	14.05	19.0	29.0	11.48

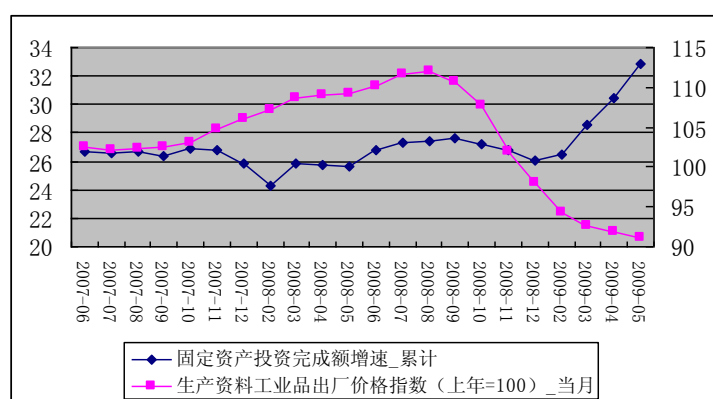
结合上述几个方面的分析，我们发现，近期房地产市场可能呈现“销售旺盛、投资低迷、价格上涨、交易下滑”的发展模式，而中期却有进一步调整的风险。这将直接导致房地产市场无法迅速拉高投资增长速度，无法产生上游产业的拉动效应。因此，房地产持续高速回暖具有强烈的不确定性。

## 五、“政府性投资的悬空”与“市场性投资的挤出”并存的风险

所谓“投资悬空”主要是指计划的投资项目没有落实，该到位的资金没有到位，到位的资金该进行固定资产购买的却没有产生实质性的投资活动，使资金在金融体系中“自我空转”；而所谓的“挤出效应”是指大量资金投放依附于财政项目，从而导致资金无法投入到市场性项目之上，进而导致市场性投资在资金约束和利润下滑的双重打击下进一步下滑。

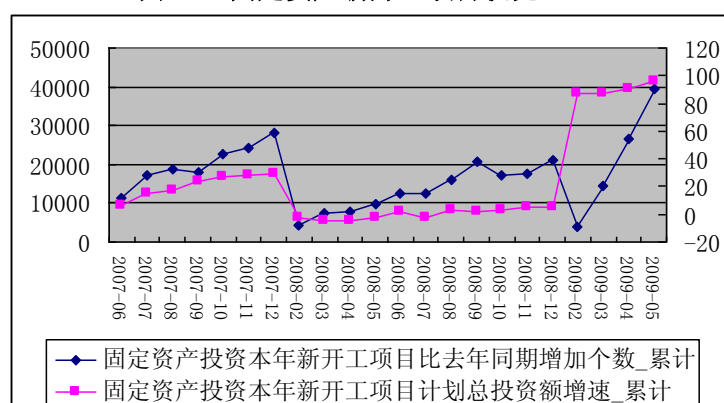
第一、固定资产完成额的高速增长与投资品价格和生产资料出厂价格的下滑存在冲突。这意味着要么很多计划投资的资金没有形成相应的购买，要么固定资产投资完成额存在虚报的现象。1-5 月全国城镇固定资产投资增长 32.9%，并呈现出逐月加速的态势。但与此同时我们却发现固定资产投资品价格 1 季度同比下滑了 1.2 个百分点，1-5 月生产资料出厂品价格持续下滑，到五月同比下滑达到 8.8 个百分点，环比下滑 1 月百分点。这种冲突说明，目前我们的固定资产完成额并没有完成实际的固定资产购买，大量的项目只是停留在银行款项划拨之上，而没有反映在实际经济活动之上。

图 62 固定资产投资增速与生产资料出厂品价格指数



第二、新增投资项目数量太大，所需资金数目庞大。这意味着要么很多项目得不到资金的支持，资金到位率很低；要么项目数量实施存在虚报的情况。1-5 月，我国新开工项目达到 12.39 万个，同比增加 3.95 万个，新开工项目本年计划总投资达到 5.33 万亿，增长速度都超过 80% 达到历史的高位。按照国家规定的资本金比率，现有项目所需要资本金可能高达 1.33 万亿。这与目前各种项目资本金增长情况不相符合。

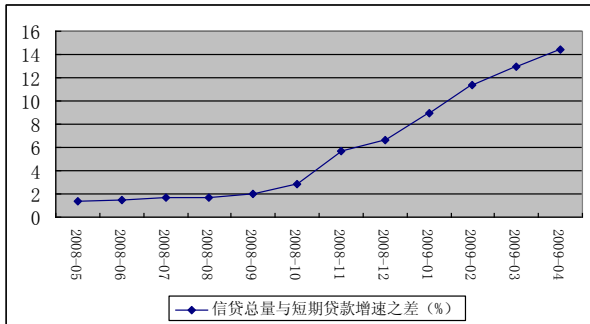
图 63 固定资产新开工项目状况



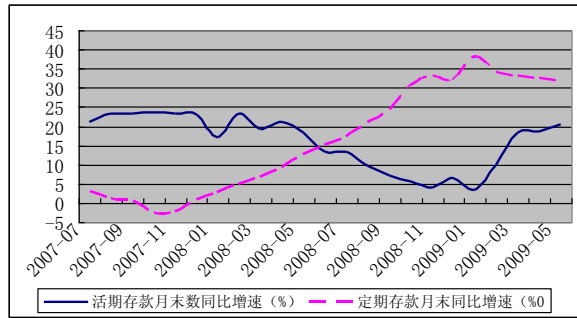
第三、中长期贷款与中长期存款同步增长的现象日益突现。1-5 月，短期贷款出现明显下降，而中长期贷款出现上涨，占信贷增量的 68.9%，与此同时中长期存款却明显增加，新增定期存款接近总量的 60%。这种现象说明很多企业获

得资金后的投资意愿大幅度下降，很多资金在金融体系“内部打转”。

图 64 信贷结构变化



65 存款增长结构



第四、由于大量资金流向大中国有企业和政府规划的大型项目工业之上，从而导致大部分中小企业和外向型企业难以获得扩张性货币政策带来的资金效应和成本效应，与此同时在销售价格与成本价格不同步的变化冲击之下，市场性投资将被强烈地挤出。1-5 月，我们看到，资金 50% 以上的中长期资金被投入政府规划项目之中，与此同时，大量政府性项目的推出，使民营企业 and 外资企业的投资领域进一步收缩。这种现象最为明显的就是在企业债的发行中，1-5 月地方各城市投融资公司发行的规模达到总发行量的 41%，在加上其他国有企业发行的数量，其他类型的企业发行规模只有不到 30% 的比重。

这种状况与出口的持续下滑、生产成本的回升、房地产市场的波动等因素相结合就决定了中国市场化投资回暖的路程依然漫长，总体投资持续上涨面临着一些不确定性。

## 六、总量可持续掩盖下财政结构性恶化的风险；

根据我们的测算，我国财政赤字空间维持在为 2.5-3.83% 之中，从周期平衡角度是没有问题的。因此，目前中国扩张性的财政政策的空间依然很大。但是这种总量宽松之下存在大量的结构性问题。其中最为突出的就是地方财政和中西部财政的恶化问题。

2002-2007 年期间的高速经济增长、房地产市场的繁荣、资源价格的保障、企业利润的高速增长等因素直接导致 1997-2001 年面临的地方政府财政恶化问题突然消失了。但是，2008 年中国经济的急转直下却使地方财政改善的几大支柱全部崩塌了，地方财政恶化问题重新显现。但是，在新一轮扩张性的财政政策和信贷政策的作用下，这个问题被以新的融资方式掩盖了。这将孕育出更大的风险。这种新形式就是各个地方政府通过大规模构建城市投融资平台，通过发行各种债券以及“银行-信托-城市融资平台”新型模式，将地方政府进行基础建设投资和其他政府活动产生的债务信贷化，从而出现地方政府利用中央政府进行危机救助

和经济刺激之便与金融系统共谋，对银行的信贷行为进行倒逼和绑架。目前，新一轮低效率的地方政府投资膨胀和债务膨胀已经出现了。

据财政部财科所估计，2008 年地方债务总额接近 5 万亿，其规模相当当年 GDP 的 16.3%，全年财政的 81.6%和地方财政收入的 183%。例如陕西省债务总额达到 1272 亿元，相当 GDP 的 23.2%，其中直接债务为 886 亿元，占债务总额的 69.7%、担保债务为 345 亿元，占债务总额的 27.1%；注册性挂账 40 亿元，占 3.2%。而这还不包括其他隐性债务。

同时，根据不完全统计表明，目前地方政府利用企业债、中期票据、短期融资权以及各种“银信证”产品获得的资金规模在第一季度已经高达 5000 亿左右。而这些资金使用大部分在效率低下的交通基础设施和其他类公共建设项目之上。这无疑给未来地方债务进一步恶化埋下伏笔。

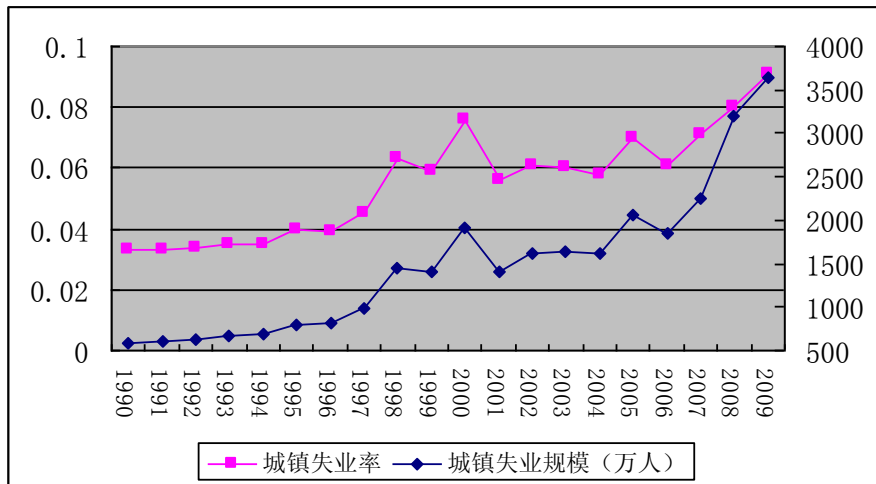
表 10 城市投融资公司发行的企业债总额及其占比

	2007	2008	2009 (1-5 月)
总额 (亿元)	216	331	606
占企业债总额的比重 (%)	12.6	14.0	41.8

## 七、周期性失业的持续攀升与“无就业经济复苏”双重冲击下的社会风险

中国失业水平的激增已经成为社会各界关注的核心。按照中国人民大学利用新劳动就业弹性和投入产出方法测算，2009 年中国非农经济失业的人数将高达 3650 万人，失业率达到 9.1%左右。同时由于农民工、大学生以及退伍军人成为新增失业的主体，现有失业对目前脆弱的社会结构带来的冲击是巨大的。在 2008 年-2009 年几大报告中，我们已经对目前失业规模和结构如何对中国社会结构和宏观经济管理产生致命的冲击进行了系统研究。。除了以往强调的各种问题，在目前经济持续低迷的状态下，应当格外注意以下几个问题。

图 66 中国非农领域失业状况



第一、持续性的失业将带来累计性的经济下滑拉力。即由于失业的持续和失业率的上升将直接导致居民收入在中期出现下滑，消费信心出现逆转，进而导致消费的下滑。这种“失业-消费”传递机制将在未来几个月中大幅度上升，形成新一轮内生的经济下滑压力。

第二、根据对以往危机史的研究，导致信心逆转的核心是失业率的持续攀升。目前在各种宏观救助政策的刺激和新闻舆论的引导下，整个民众的乐观信心在蔓延，但是持续失业带来的收入下滑、消费逆转以及社会问题，可能使目前国度乐观的态势发生逆转。因此，失业救助和制度性的失业安置是防止这种信心逆转的核心方法。

第三、目前失业率攀升的格局将持续相当一段时期，因为失业率在宏观经济中是一个“滞后量”，一般在 GDP 逆转 1.5-2 年之后才会出现逆转。同时，由于中国目前经济刺激方案主要投入到资本密集的产业，而不是一般的劳动密集的产业，因此中国经济可能会出现“无就业的经济复苏”现象和“无就业的经济增长”现象。这将使我们面临的失业问题超出一般的经济增长的范围。

## 八、过度救助带来的更大的市场扭曲的风险

宏观经济“止跌”之后政府如何作为，以及政府行为模式是否应当调整？这已经成为关注的核心。但是，由于中国政策实施机制具有刚性，很可能在放大初期目标的基础，进一步推行新的刺激政策，并在延续以往政策路径的基础上出现失控的状况。产生这种状况的主要原因在于：第一、各级政府存在内在的扩张冲动，从而绑架初期的救助政策，使刺激方案被放大；第二、不同的行政主管部门根据各自的利益进行危机救助，从而放大危机救助的力度；第三、中央政府对于宏观治理的目标定位错误，过分看重短期增长速度的快速提升，而忽视了周期性

调整的内在规律。

从目前来看，过度危机救助已初现端倪，带来的市场扭曲问题也逐渐凸现。

第一、完全放任的信贷政策破坏了前 10 年金融体制改革带来的金融秩序，政策性放款的商业化打破了商业银行的基本信贷规则。

第二、财政政策对货币政策的绑架导致信贷有过度扩张的趋势，并使信贷配置的格局发生强烈的扭曲，财政结构性风险加剧。

第三、大规模的基础项目在中西部实施，使这些区域生产的资本集约程度大幅度提升，从而导致这些区域的资本配置与其比较优势发生冲突，未来中西部“无就业的增长”可能比东部更为严重。

第四、利用各种降低成本的方法来应对外部需求下滑带来的贸易恶化，不仅难以提高贸易顺差下滑的幅度，反而使大量落后产能被保护，致使以往的结构调整出现重大的反复。

## 九、过度乐观情绪蔓延与信心逆转的风险

正如前面分析所言，中国宏观经济刚刚步入“止跌-复苏”进程中的第一阶段。因此，中国宏观经济将面临“底部振荡”的各种风险。但是，很多机构在各种利益的驱使下，片面夸张世界经济和中国宏观经济复苏的力度和进程，使过度乐观的情绪在民众中蔓延。这种乐观情绪的蔓延在一定程度上有利于市场性投资和消费的启动和扩张。但是，一旦宏观经济出现反复和波动，世界经济的持续低迷、失业率的持续上升、收入水平的下滑以及企业利润的恶化都可能直接导致这些过度乐观情绪的逆转，从而带来全面性的经济下滑，甚至再度探底。因此，为了避免这种乐观情绪带来的负面作用，我们必须防止简单鼓吹经济上涨、投资加速、消费提升的宣传。

从历史上看，如何一次大的经济萧条都会在短期出现起伏，甚至多次探底，例如 1932-1933 年期间美国经济的短期反弹，1981-1982 年的美国经济的再次深度下滑，中国 2001 年的再次探底都是在过度乐观情绪蔓延中出现的。因此，如何清除认识“底部振荡”的规律，如何在“刺激过度”与乐观情绪孕育的“刺激不足”之间进行权衡，已成为目前政策定位的核心。

## 第四部分 对策与政策建议

面对中国宏观经济出现“止跌触底”、“结构分化”、“指标冲突”、“底部振荡”与“风险孕育”的运行特点，我们应当采取怎样的应对策略和相应的措施，以达

到“启动市场”、“巩固企稳”、“减少冲突”、“化解风险”并最终步入宏观经济全面复苏的通道呢？

一、不宜过度频繁地改变现有的经济刺激方案，以避免出现后来刺激方案的出台导致前一种刺激方案实施落空、无法发挥效益的局面，避免发生经济主体对政策预期不稳定的现象。

1) 由于经济已基本“止跌触底”，政府不宜再出台另外的大规模刺激方案，以补充或完全替代4万亿刺激方案；

2) 由于“止跌触底”的基础并不坚实，不宜对目前扩张性政策方向进行全面的调整。因此，当前的政策方针应当以强调政策的延续性和稳定性为主，以局部战术性调整为辅。

二、要辩证认识投资在中国经济增长及危机救助中的作用。虽然政府投资效率步入强烈的递减区间，但4万亿刺激方案对于稳定内需、保证产业循环的不断裂起着核心的作用。因此，一方面我们不宜启动另外的投资刺激方案，另一方面也不能大幅度减少原有投资计划的规模。目前工作的重点应当在于：

1) 落实目前的投资计划，在防止“政策性投资的落空”的同时，重点监控地方政府利用刺激政策之便进行变相的地方债务融资和投资膨胀；

2) 局部调整政府性投资的渠道和行业方向；

3) 强化各种有利于政府投资的拉动效应的政策措施，注重投资的就业效应、产业调整效应；

4) 应当改变目前投融资体制进一步扭曲的格局，全面放开对民间资本进入的行业管制，促进民营资本的实体化。

三、出口下滑已成为定局，但政府不宜对外需进行过度的救助，贸易政策的调整依然应当保证其战略高度，目前出台的政策应当进行分类调整。

1) 不宜过度使用出口退税政策来保证出口，在调整外需时，不宜过多在出口企业成本方面做文章，因为减少成本的贸易政策不仅无法应对外部需求下滑带来的贸易恶化问题，反而会产生保护落后的效应，为下一步结构性调整带来过多的负担。

2) 应当扩大出口信用保险和外商融资担保等有利于外部需求扩大的金融措施，以解决我国贸易伙伴国受金融危机中贸易融资短缺的问题。

3) 可以利用用于出口退税和关税减免的各种费用创建外向型企业产业转型基金，改变对外向型企业危机救助的方式，促进这些企业在向内销转移过程中进行技术和产业升级。

四、中国目前消费政策的重点不应当是简单地进行一次性转移支付或通过补贴提高居民的“半强制性消费”，而应当通过全局性的、规划性的社会改革来改



变居民的消费信心，提高居民的边际消费倾向。因此，我们在短期应当在进一步扩大家电下乡、以旧换新、降低部分产品消费税的同时，出台 5-10 年的一揽子社会改革计划，“改革促进消费”依然是我们消费政策的核心。

1) 扩大家电下乡的品种和范围，全面扩大家电、汽车以旧换新的试点范围和区域。但应当考虑在大中型城市推行这些计划时，充分考虑家电、汽车的环保和技术标准，以避免在刺激消费的同时保护了这些行业中的落后产能。

2) 加大对于消费倾向高、人力资本积累效果明显的人群的消费补贴和收入补贴。其中最为突出的就是对大学生的生活补贴和伙食补贴，同时也可以考虑试点 12 年义务教育体系改革。

3) 改变目前社会福利体制改革过于分散、过于渐进的现状，应当与产业计划一样，出台 5-10 年一揽子社会改革计划，以稳定人们的预期。

**五、结构改革是中国在“止跌-复苏”进程中的政策核心，但是，结构改革应当注意以下几个原则和方法：**

1) 结构改革是一个战略性方向，在具体落实中必须避免“战略问题、战术性处理”的困境，必须避免与“需求管理政策”产生过大的冲突。因此，结构改革需要战略性规划，同时在近期应当多考虑那些与扩大内需相契合的政策措施。

2) 结构改革不仅应当关注传统产业的技术改造，更重要的是应当落实到新产业的促进上，因此，新行业的战略规划、新行业进入的开放、新行业技术的研发补贴以及基础设施建设就显得十分重要。

3) 对于产能过剩的治理应当是目前结构调整的一个重点，落后产能的淘汰以及亏损企业的淘汰应当是任何危机治理遵循的基本原则，因此，应当避免不分技术水平和行业分布的直接的或间接的生产型补贴。

4) 政府可以考虑推行大规模的固定资产更新的补贴计划，但对于更新的固定资产要制定较高的技术和环保标准。这样的补贴不仅有利于投资需求的提升，同时也达到结构调整的目的。

**六、财政支出在总量上依然存在扩张的空间，但投资性的财政支出不宜增加，而消费性和转移性的财政支出应当提高，与此同时应当重点关注财政结构性恶化的源头——地方财政信贷化的问题。**

1) 政府不宜过分关注财政赤字率，从而受制于个别年份财政赤字的扩大。

2) 财政支出结构应当进行调整，一是对于失业救助和失业安置的费用应当提高，政府应当从简单的“提高就业、保稳定”向“加强安全体系，保稳定”进行转变，因为中国在相当一段时期内要面对“无就业的增长”、“无就业的复苏”所带来的失业规模增加的问题。

3) 寻找新的实施政府财政补贴的着力点。可以考虑加大对大学生的生活和

收入补贴，加大对高技术固定资产更新的补贴。

4) 约束地方政府行为。一方面约束政府新一轮基本建设投资的膨胀，另一方面加强对于各地城市投融资平台融资行为的监管，防止信贷被地方财政绑架。

**七、货币政策不能进行方向性的调整，但必须对实施工具和措施进行调整，货币政策在短期应当稳定预期，在中期应当防止通货紧缩向高速结构性价格上涨突然逆转。因此，未来货币政策操作的难度很大。**

1) 应当保证货币政策的相对独立性，防止货币政策完全沦为财政政策的附庸，特别要防止地方政府和各个职能部门借经济救助而绑架货币政策进行超预期的扩张。

2) 在强化对市场性主体融资的同时，还必须强调银行的商业原则，切忌商业贷款政策性使用，因此，国家强调向中小企业进行商业贷款的全面开放可能是一个错误的引导。“中小企业融资难”不仅是一个世界性的命题，也是市场经济特有的问题。

3) 价格扩张应当部分取代现有的数量扩张，人民银行应当在考虑局部收缩信贷规模的同时，进行 1-2 次的减息政策。这对于改变目前流动性对实体经济的渗透性不强的局面有好处。

4) 虽然发达国家将面临相当一段时期的通货紧缩，但由于中国经济下滑产生的逻辑与中心国家不同、中国通货膨胀形成机制较为特殊等原因，中国必须高度关注中国在率先走出世界性通货紧缩的同时不入较高的结构性价格上涨的局面

5) 人民币汇率应当保持稳定，一方面不宜屈从于贸易恶化而进行大幅度的贬值，另一方面也不宜屈从美国的压力而进行升值。