

厦门大学宏观经济研究丛书

XIAMEN DAXUE HONGGUAN JINGJI YANJIU CONGSHU

中国宏观经济分析与 预测(2007年)

——全球化背景下的中国流动性过剩

Analysis and Forecasting for China's Macro-economy in 2007

主 编 / 李文溥

副主编 / 林致远 郭 晔

2007年中国宏观经济运行回顾

资产价格上涨迅速,流动性过剩问题突出

全球流动性过剩的特征与成因

中国流动性过剩的内、外部原因

实体经济对流动性过剩的影响

资产价格波动与我国货币政策

流动性过剩下的资产价格行为

人民币汇率调整与中国贸易顺差变化趋势

2008年中国宏观经济预测与展望



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学重点研究基地基金资助项目

厦门大学宏观经济研究丛书

XIAMEN DAXUE HONGGUAN JINGJI YANJIU CONGSHU

中国宏观经济分析与 预测(2007年)

——全球化背景下的中国流动性过剩

Analysis and Forecasting for China's Macro-economy in 2007

主 编 / 李文溥

副主编 / 林致远 郭 晔



经济科学出版社
Economic Science Press

F12
L42/2007-1

图书在版编目 (CIP) 数据

中国宏观经济分析与预测. 2007 / 李文溥主编. —北京:
经济科学出版社, 2008. 5
(厦门大学宏观经济研究丛书)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7139 - 7

I. 中… II. 李… III. 宏观经济 - 经济分析 - 中国 -
2007 IV. F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 055544 号

责任编辑: 沙超英
责任校对: 张长松
技术编辑: 董永亭

中国宏观经济分析与预测 (2007 年)

——全球化背景下的中国流动性过剩

主 编 李文溥

副主编 林致远 郭 晔

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印刷

海跃装订厂装订

787 × 1092 16 开 16. 25 印张 310000 字

2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7139 - 7 / F · 6390 定价: 34. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《厦门大学宏观经济研究丛书》编委会

编委会主任：王洛林

编委会副主任：张 馨

编委会成员：刘树成 管中闵 杨瑞龙 范从来
李文溥 龚 敏 林致远

开篇心语

——写在“厦门大学宏观经济研究丛书”出版之际

• 李文溥 •

“厦门大学宏观经济研究丛书”是体现教育部人文社会科学重点研究基地——厦门大学宏观经济研究中心研究成果的系列丛书。因此，说丛书，还要先谈厦门大学宏观经济研究中心。

众所周知，长期以来——而且至今仍然——我国宏观经济理论与政策的研究中心在北京，其中道理不言自明。可是，教育部却将其唯一一个命名为宏观经济研究的重点基地布点于地处天涯海角，置身政治经济漩涡之外的厦门大学^①，似乎有一点不合情理。

当然，这首先是申请者的意愿：厦门大学经济学院五系一所：经济系、财政系、金融系、统计系、国际经济与贸易系、经济研究所，内含四个国家级重点学科：财政学、统计学、金融学和政治经济学。这些系所及其重点学科，研究的重点领域是政府经济管理实践及相关的经济学理论。在此基础上，申请建立一个研究政府宏观经济管理实践与理论的研究中心，就其本身而言，是一个合理的选择。尽管正如识者所言：政府的宏观经济管理与规范意义上的宏观经济学还有些差别，但是，在既有基础之上，通过组建这个中心，集中一支队伍，研究宏观经济理论及其在中国的政策实践，带动一个有85年悠久历史的学院向适应中国特色社会主义市场经济需要的现代经济学教育 and 研究体系的转轨，却是申请者的决心和期望。因此，尽管知道还有差距，需要付出的努力多多，仍然义无反顾地做出了这一选择。

现在需要谈另一个方面。对于教育部而言，将宏观经济研究中心设立在哪个大学，显然有着诸多选择的可能，然而，最终选择了看似未必具有地利人和的厦门大学。此刻，愚钝的我只能找出两点理由：

^① 根据教育部人文社会科学重点研究基地的设立规则，尽管在全国各大学设立了百余家文科重点研究基地，但是任何一个重点研究基地的名称都是唯一的。

1. 申请者的虔诚之心感动了上帝。自古就有民心即天心之说,作为自始参与这个中心的组建和教育部人文社科重点研究基地申报工作的我认为:厦门大学宏观经济研究中心的申报过程及结果可以作为此说的例证之一。

2. 审时度势,反弹琵琶。显然,在北京等政治经济中心设立宏观经济研究中心,可谓顺风顺水,研究者得以享受诸多便利,研究中心成功的概率自然也大,但是,在中国目前的政府主导型市场经济体制下,身处政治经济中心的研究机构不免受磁场中心的引力影响,也是不争的事实。在这种情况下,外地的研究机构或许因此在人所习见的劣势中显出了一点另类优势。网络时代,各种研究所需要的资讯在通都大邑和偏远小城大体都能同样获得,信息差距不断缩小,因此,尽管劣势还存在,要弥补,还要付出艰苦的努力,但是,在非政治经济中心,研究宏观经济理论与实践的条件,还是基本具备了。而且,远离磁力场,从学术逻辑角度阐发其观点的欲望可能更强,有可能因此形成不同的见解。这对于中国的宏观经济理论发展,以及政策实践而言,未始不是一件好事——这大概是教育部下此决心的依据之一吧。

说了这么多,还都是假说和愿望,到底实绩如何呢?一句老话:实践检验。我们的计划是:这套丛书分文集、专著、研究报告三类出版,以期能够比较全面地反映研究中心的学术活动及其成果。其中,文集与学术活动相联系,主要反映研究中心近期在宏观经济理论与应用方面的探索;专著是研究中心课题研究成果的系统体现;研究报告是在研究中心为社会经济重要决策提供咨询研究的成果中,选择部分兼具出版价值的刊行。我们的设想,得到经济科学出版社的大力支持,慨然提供了舞台,使构想转化为现实,在此先行谢过。

但是,我们最关注的还是真正的上帝——读者。众位读者既是看官又是判官。我们希望你们能关心这套丛书,并给予严格的指正。希望在你们的关心和帮助下,厦门大学宏观经济研究中心能不负期望,为中国的宏观经济理论的形成与发展,为改善中国特色社会主义市场经济下的宏观经济政策调控略尽绵薄之力。

市场经济是买方市场,酒香不怕巷子深是过去时代的事了。如今的图书市场也是供大于求。开篇伊始,倾吐心语,以期引起注意,虽系未能免俗之举,也是人之常情流露。书有序,大体本意如此。然吾何能,敢为丛书做序!然而,要吸引读者,仅有心愿还是不成的,关键还要做好文章。至于文章是否精彩,就敬请列位指出了。

2006年6月写于厦门大学白城

前言

呈现在读者面前的这本《中国宏观经济分析与预测（2007年）》是厦门大学宏观经济研究中心主持编写的中国宏观经济分析报告的第二本。本报告沿袭了2007年出版的《中国宏观经济预测与分析（2006年）》的体例：第一篇是对过去一年中国宏观经济运行及政策实践的一个回顾，通过这样一个回顾，我们希望关心这一领域的读者，可以对过去一年中国宏观经济有一个大致的印象；最后一篇列入了厦门大学宏观经济研究中心与新加坡南洋理工大学亚洲研究中心合作项目——中国季度宏观经济模型（CQMM）2007年两次宏观经济预测与政策模拟的结果。这两次预测结果已经分别于2007年的2月和7月在北京和厦门的预测发布会上报告过。收入本书时，编者仅仅做了必要的编辑处理，但是，对于当时预测的数据和结论及政策建议，无论是否应验，都不做任何修改。因为我们知道，任何预测，无论是对自然现象还是社会现象，尽管事前总是希望而且竭尽全力，但是，要想准确无误，在事实上是根本不可能的。正因为如此，任何事后的调整以迎合发生的事实，其实不过是伪科学的心虚表现而已。留存这些准确或不准确甚至“可笑”的当时预测结果及结论，至少可以提醒我们：尽管数千年来，人类已经学会而且知道了许多，但是，与未知世界相比，我们已知的部分是多么的微小！

报告的中间部分是中心研究人员对中国宏观经济问题的一个专题研究。2007年我们选择的研究专题是全球化背景下的中国流动性过剩。选择这一问题进行研究的原因很简单：流动性过剩已经成为近年来影响中国宏观经济运行的重要因素；以出口拉动为重要动力的本轮中国经济高速增长，造成了急剧增长的外贸顺差，迄今世

界第一的外汇盈余，因此，人民币不仅面临着极大的升值压力，而且自2005年7月21日至2007年末，以对美元的汇率计，人民币实际上已经累计升值13.31%。^① 高速的经济增长，急剧增长的外贸顺差，人民币升值以及对人民币未来仍将继续升值的强烈预期，必然导致了世界范围已经过剩的流动性大量地向中国流动。^② 因此，尽管采取了诸多措施，但是，流动性过剩不仅没有消除而且已经给中国宏观经济运行造成了许多不容忽视的影响：固定资产投资不断增长，物价一改此前的负增长零增长态势，从结构性物价上涨向全面通胀逐步逼近，房地产市场及股票市场如火如荼，财富效应开始影响居民的生活方式，政府面对不断升温的宏观经济运行，从单一的货币政策从紧到财政、货币政策以及行政手段相互配合，左右开弓，直指流动性过剩……但是，有研究指出，流动性过剩并不是一个单纯的从而短期的货币现象，它是社会经济发展到了一个阶段之后必然会出现的一个综合反应。世界经济史上，不同国家的经济发展过程中，已经不止一次地出现过类似的经济现象。中国近年发生的流动性过剩，究竟只是一个由于政策不当而产生的短期问题呢，还是由于多年发展而累积，经济进入一个新的发展阶段之前必然要出现的一种阵痛呢？

可能更多是基于后一种认识，我们几经讨论，最后选择了全球化背景下的中国流动性过剩作为2007年宏观经济预测与分析报告分析篇的主题。在本报告中，宏观经济研究中心的研究人员们研究了流动性的以下几个问题：林致远讨论了流动性过剩的含义及其度量方法。林致远的研究发现：尽管流动性过剩可以通俗地称为“闲钱太多”，然而，要识别什么是闲钱，以及在何种程度上可以称为闲钱太多，事实上很难找到一个令人满意的答案。这意味着，在度量流动性过剩方面，很难找到一个理想的方法。林致远的研究从一开始就提示我们：流动性问题远比我们想象的更为复杂。郭晔对全球范围的流动性过剩问题进行了一个全景式的扫描。扫描的结果发现，国人甚为担忧的流动性过剩问题不仅仅发生在中国，而且近年来在世界许多国家都不同程度地存在着。然而，这一发现并不能使我们因此松一口气，因为与此同时郭晔还发现了：全球过剩的流动性正在流向中国等一些新兴工业化国家。这意味着发展中的中国可能将要为世界范围的流动性过剩问题买单！沈小波把目光对准了国内，分析了流动性过剩对货币市场、商品市

① 与此同时，对欧元汇率累计贬值6.12%，对日元汇率累计升值14.04%。

② 本书第3章的考察发现：发生在中国的流动性过剩其实是全球性的，在各种因素的综合作用下，全球性的流动性过剩又主要流向新兴工业化国家和地区。

场、资产市场造成的不同影响，沈小波的结论是：流动性过剩实际上是中国
经济面临的深层次结构性矛盾的一个表现，因此，可以预计，它在短期内尚难以扭
转，而且还有进一步加剧的趋势。许文彬认为：流动性过剩虽然表现为一种货币
现象，但是，问题却出在实体经济：产业结构没有随着经济增长而实现必要的升
级换代，导致了实体经济部门的边际收益递减，经济发展积累起来的资本投资无
门，大量地流向了房地产和股票市场，形成了资产泡沫。正是基于这一认识，许
文彬寄希望于产业结构的调整尤其是第三产业的发展。陈涛则从对外经贸的角度
讨论流动性过剩问题。他发现缺乏弹性的钉住汇率制度、大量国外资本尤其是短
期投机资本的流入以及持续的贸易顺差加剧了中国银行体系的流动性过剩。陈涛
由此引起了对中国渐进式汇率改革路径的思考。他认为，在情况发生较大变化的
今天，适当加快汇率体制的市场化改革进度应是可行的应时选择。同样是对实
体经济对流动性过剩的影响表示关注，卢盛荣讨论的面显得更为广泛。他从经济周
期、经济增长方式、贸易结构、经济结构转轨、经济制度转型和经济秩序等六个
方面讨论了产生流动性过剩的原因，正是基于这样一个视角宽广的讨论，卢盛荣
得出了比前面两位研究者基于单一领域的研究更为广泛的政策结论。流动性过剩
对我国经济运行的一个重大影响是资产价格的剧烈波动。因此，我们有两篇研究
着重讨论了这个问题。高清晖关注的是货币政策与资产价格波动之间的关系。她
应用计量模型检验了股票市场价格对通货膨胀率的影响，发现货币供应量、股指
收益率是通货膨胀的格兰杰原因。但是此前许多研究结论表明，对通货膨胀有显
著影响的房价，在她的研究中却对通货膨胀率并没有显著的影响。与高清晖不
同，王艺明更为关注房地产市场的泡沫。他构建了一个理论模型分析房地产市场
投机泡沫发生的条件，然后进行实证检验，发现北京、上海等地存在显著房地产
投机泡沫，它与银行信贷资金的投入密切相关，银行资金对房地产需求方和供给
方都给予了巨大的支持。因此，王艺明建议：一个可行的策略是推动房地产市
场融资体制从间接融资向直接融资转化，建立由抵押债权人、担保机构、抵押债券
创造者、投资者组成的一个完整的房地产业直接融资体系。

当然，关于流动性过剩，它所涉及的方方面面，可以追根溯源进行深入研究
的远不止于本报告中所讨论的这些问题。我们不能不坦率地承认，呈现在本报告
中的，仅仅是我们认为可以研究而且也做了一些研究的部分，没有得到研究的部
分与其说是不重要的，不如说是我们眼界或者研究能力的阙如，对此，我们只能
寄希望于学界其他同仁以及我们今后的研究。

当然，细心的读者也会发现，本报告对流动性问题的研究，不同研究人员的风格和观点是不尽相同的。当然，我们不否认中心在组织对流动性问题进行研究时是有一个提纲的。在研究过程中，中心的研究人员围绕着这一专题，举行过多次研讨会，彼此报告研究进展，交换研究心得，沟通研究观点。但是，呈现在本报告中的各个研究，尽管内容是相关的，但却更多保留了个人研究的特点。主编在编辑本书时，只做了必要的文字处理，并不刻意追求观点的一致。这样做，并非要放弃主编的责任，而是基于这样的考虑：科学研究就其本质而言，是一个存同求异的过程，对于一个正在发展中的社会经济现象，更是应当鼓励不同视角不同观点的研究。厦门大学宏观经济研究中心作为一个研究机构，应当更多地体现这样的研究文化。我们认为：就科学研究而言，研究结论的差异性应当是永存的。它提示我们：任何问题的研究，与我们对世界的认识一样，都是永无止境的。

目

录

Contents

前言 / 1

第1篇 回顾篇

第1章 2007年中国宏观经济运行回顾 / 3

第1节 2007年前三个季度宏观经济政策回顾 / 3

第2节 国内生产总值(GDP)运行情况分析 / 5

第3节 社会消费需求变动分析 / 7

第4节 固定资产投资变动分析 / 10

一、固定资产投资的特征表现 / 10

二、国内信贷的变化 / 12

三、下半年固定资产投资升势有所回落 / 12

四、房地产开发投资持续加温 / 12

第5节 物价水平变动分析 / 14

一、居民消费价格水平上升较快,上涨显现结构失衡 / 14

二、上半年工业品价格上涨的动力较弱,下半年则 强势反弹 / 17

第6节 国际收支不平衡持续加大 / 18

一、对外贸易总量持续增长,顺差扩大加剧 / 19

二、实际利用外资增速反弹上升 / 22

三、国际收支保持“双顺差”格局,外汇储备继续 大幅增加 / 24

	四、人民币汇率双向浮动, 名义和实际有效 汇率升值 / 26
第7节	资产价格上涨迅速, 流动性过剩问题突出 / 28
	一、货币供应量持续迅速增长 / 28
	二、货币市场利率变动起伏幅度较大 / 29
	三、货币供应宽松, 银行贷款增长出现反弹 / 31
	四、房地产价格高位涨幅, 增长迅速 / 33
	五、股票市场交易活跃, 股票价格上涨飞快 / 36

第2篇 直面流动性过剩

第2章 流动性过剩及其度量 / 41

第1节	什么是流动性过剩 / 41
第2节	流动性过剩的度量 / 43
	一、价格缺口 / 43
	二、实际货币缺口 / 44
	三、名义货币缺口 / 44
	四、货币过剩 / 44
	五、货币与 GDP 之比 / 45
	六、贷款与 GDP 之比 / 45
	七、其他方法 / 45
第3节	评述: 流动性过剩的度量方法 / 46
	参考文献 / 47

第3章 全球流动性过剩的表现 / 48

第1节	全球流动性的含义 / 48
第2节	分区域分析全球流动性过剩 / 49
	一、世界总体经济发展情况以及流动性状况 / 49
	二、发达国家总体经济发展情况以及流动性状况 / 52
	三、亚洲新兴发达国家总体经济发展以及流动性状况 / 55
	四、非洲国家总体经济发展以及流动性状况 / 58
	五、亚洲发展中国家总体经济发展以及流动性状况 / 60
	六、欧盟国家总体经济发展以及流动性状况 / 63

	七、中东国家总体经济发展以及流动性状况 / 63
	八、小结 / 67
第3节	分国家(或地区)流动性指标分析 / 67
	一、美国 / 67
	二、日本 / 69
	三、欧元区 / 72
	四、中国和印度 / 72
第4节	全球流动性过剩的特征与成因分析 / 78
	一、导火索:美国、日本、欧元区等全球主要国家的 低利率政策 / 79
	二、放大器:金融创新的深化 / 80
	三、持续因素:全球经济失衡 / 81
	参考文献 / 83
第4章	中国流动性过剩的表现 / 84
第1节	货币市场:货币供给量增长迅速,价格总水平上扬 / 85
	一、货币供给量增长速度较快,规模庞大,通货膨胀 压力加大 / 85
	二、商业银行超额准备金率虽趋于下降,但起伏不定, 超额准备金总量增加 / 89
	三、银行同业拆借市场活跃,交易量放大 / 90
	四、商业银行存贷差扩大,存贷比下降 / 91
	五、金融机构中长期贷款和短期存款比重上升,说明 商业银行流动性充裕 / 92
第2节	商品市场:消费需求疲软,紧缩风险与通胀压力并存 / 92
	一、国内消费需求不足,相对过剩问题突出 / 93
	二、就商品市场价格水平来说,是通货紧缩风险与通货 膨胀压力并存 / 95
第3节	资产市场:资产价格高涨,泡沫化现象严重 / 96
	一、资产价格的决定与货币政策的影响 / 96
	二、我国流动性过剩与资产市场泡沫 / 98
第4节	小结 / 100
	参考文献 / 102

第3篇 剖析中国流动性过剩

第5章 中国流动性过剩的内部原因分析 / 105

第1节 经济增长与产业结构演进的一般规律：一个简要回顾 / 106

第2节 我国的产业结构现状考察 / 110

第3节 我国现有产业结构下流动性过剩问题的形成机理 / 112

第4节 流动性问题求解：产业结构演进 / 115

第5节 若干政策建议 / 117

参考文献 / 120

第6章 中国流动性过剩的外部原因分析 / 121

第1节 国际收支失衡、央行对冲操作与货币供给 / 122

第2节 外部冲击与物价水平 / 126

第3节 结论 / 129

参考文献 / 130

第7章 实体经济与流动性过剩的关系 / 132

第1节 实体经济对流动性过剩的影响 / 133

一、经济周期与流动性过剩 / 133

二、贸易结构、经济增长方式与流动性过剩 / 136

三、经济结构转型与流动性过剩 / 139

四、经济制度转轨与流动性过剩 / 146

五、经济秩序与流动性过剩 / 147

第2节 几点结论与政策建议 / 148

参考文献 / 149

第8章 资产价格波动与我国货币政策 / 150

第1节 问题的提出 / 151

第2节 模型构建与实证分析 / 152

一、模型变量与样本数据的选择 / 152

二、宏观经济变量的时间序列平稳性检验 / 153

三、构建VAR模型 / 153

	四、通货膨胀率的脉冲响应函数分析 / 154
	五、方差分解 / 156
	六、格兰杰因果检验 / 157
	七、结论 / 158
第3节	结论与政策建议 / 159
	参考文献 / 160
第9章	流动性过剩下的资产价格行为：理论与政策研究 / 162
第1节	流动性过剩下的资产价格行为 / 162
	一、流动性过剩与资产价格泡沫 / 162
	二、理性预期下的房地产价格模型 / 163
	三、房地产价格模型的估计与检验方法 / 165
第2节	我国房地产价格行为的实证研究 / 168
	一、样本数据来源 / 168
	二、实证结果与分析 / 169
	三、房地产价格行为的研究结论 / 173
第3节	政策研究：以提高法定存款准备金比率为例 / 174
	一、调控流动性过剩与资产价格泡沫的宏观政策 / 174
	二、法定存款准备与信用配给的文献回顾 / 175
	三、一个法定存款准备与信用配给的理论模型 / 175
	四、流动性过剩、法定存款准备与信用配给 / 181
	五、关于法定存款准备的结论与政策建议 / 183
	参考文献 / 185

第4篇 预测与展望

第10章 中国季度宏观经济模型2007年春季预测报告 / 189

第1节	前言 / 189
	一、中国季度宏观经济模型简介 / 189
	二、CQMM的主要优势和特点 / 190
	三、2007年春CQMM第二期预测的主要目的 / 191
第2节	2007~2008年中国宏观经济主要指标预测 / 192
	一、模型外生条件的假定 / 192

	二、2007~2008 年中国宏观经济主要指标预测 / 194
第 3 节	人民币加速升值效应的模拟分析 / 202
	一、人民币升值效应的宏观传导机制 / 202
	二、人民币加速升值的宏观效应模拟 / 204
第 4 节	人民币汇率调整与中国贸易顺差变化趋势分析 / 210
	一、中国进出口贸易的变动特征分析 / 211
	二、人民币汇率形成机制调整后人民币汇率的走势 / 216
	三、人民币汇率形成机制调整下中国贸易顺差的 变动趋势分析 / 217
第 5 节	主要结论与政策建议 / 224
第 11 章	中国季度宏观经济模型 2007 年夏季预测报告 / 226
第 1 节	2007 年夏 CQMM 第三期预测的主要目的 / 226
第 2 节	2007~2008 年中国宏观经济主要指标预测 / 227
	一、模型外生条件的假定 / 227
	二、2007~2008 年中国宏观经济主要指标预测 / 230
第 3 节	当前宏观经济形势的基本判断: 物价基本平稳, 经济 并未过热 / 235
	一、居民消费价格指数的结构性变化趋势及同比 增长率 / 236
	二、其他物价指数的变化趋势 / 240
第 4 节	主要结论与政策建议 / 242

第1篇

回顾篇

经济增长靠投资和进出口驱动明显。消费需求增速加快，对经济增长的拉动作用加强。国际收支保持双顺差格局，外汇储备大幅增加。居民消费价格水平上升较快，上涨显现结构失衡。资产价格上涨迅速，流动性问题突出