

于学军◎著

货币视角

中国宏观经济解读

2003

景气已经来临 谨防房地产泡沫

2005

一切归结为汇率

2006

美元主导下的货币泛滥

2007

预测2009—2010年爆发金融风波



中国社会科学出版社



货币视角

中国宏观经济解读

于学军◎著



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币视角:中国宏观经济解读/于学军著. —北京:中国社会科学出版社,2008.5

ISBN 978-7-5004-6925-4

I. 货… II. 于… III. ①货币—研究—中国②宏观经济—研究—中国 IV. F822 F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 067728 号

策划编辑 冯 斌
特约编辑 刘其昌
责任校对 韩 聪
封面设计 部落艺族
版式设计 戴 宽

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 新魏印刷厂

装 订 广增装订厂

版 次 2008 年 5 月第 1 版

印 次 2008 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 13

插 页 2

字 数 160 千字

定 价 28.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

出版说明

进入 21 世纪以后，由于我国加入世贸组织以及改革开放水平的不断提高，我国经济与世界经济的“一体化”进程加速推进。其变化之快常使我们始料未及，也出现了许多新的经济现象如谜团一样扑朔迷离、纷繁复杂，以致我们用旧知识、过去经验难以理解和解释。当然，正因为其复杂、变化快并与百姓生活日益密切，也就越来越引起社会各界的广泛关注和议论。

作者长期在金融管理的第一线工作，又潜心观察和研究我国宏观经济问题，日积月累，遂逐步形成许多独特思考并见诸于报刊，因而引起读者的较大反响。《对我国宏观经济形势的几个认识问题》于近期发表，凡是阅读过此文的人均为作者深入浅出、精辟独到的分析而称快叫好。因此本书特将作者近几年对同一问题所做的研究结集出版，以利于读者系统了解作者对此问题研究的来龙去脉，也是对上文的最好注释。但须说明的是：当时文中所采用的指标均为国家统计局当年公布的统计数据，因国家统计局对这些数据常进行事后调整，也许与《对我国宏观经济形势的

货币视角：中国宏观经济解读

几个认识问题》中所用数据并不一致，但为了维持原貌并符合当时的分析判断逻辑，本书故无调整。此外，所选文章是按照时序倒排的，即文章发表越早排序越后，发表越晚排序越前，务请阅读时加以注意。

中国社会科学出版社

2008 年 4 月 29 日

源自真实世界的理论创新（代序）

找到一个正确的视角，透彻、清晰地阐释中国宏观经济，是一项巨大的学术挑战，是决策者面临的最困难问题。不幸的是，历久以来的经济学术，总免不了理论模型与真实世界脱节的困扰。专于理论之学者，往往对现实经济的具体问题不甚了了，其学说很可能是空中楼阁、纸上谈兵，看起来逻辑严谨、美妙绝伦，却派不上什么用场；埋头实务之人士，往往就事论事、挂一漏万，其分析判断亦无法成为总体宏观经济政策之指南。曾国藩当年慨叹洋务人才之匮乏，说“士贵知古，尤贵通今，天下不乏知古之人，却难得通今之才”。借用他的话，我们可以说：今天知道一些经济学理论或名词术语之人士，比比皆是，却难以找到一个理论和实务兼通之人才。

正是在这个意义上，于学军博士的宏观经济分析显得难能可贵。他长期担任深圳人民银行和银行监督管理局的领导职务，直接负责经济特区的货币政策执行和银行业监督管理，对货币政策传导机制、实际效果和金融体系之运行，了如指掌；对宏观经济之观察，细致入微。与此同时，他从未停止对经济理论的深刻反思，数十年如一日；他非常清楚眼花缭乱的诸多经济理论，哪些可用、哪些不可用，哪些正确、哪些错误。易

言之，于博士真正称得上是一位脚踏实地、理论和实务兼通之才。他的宏观经济研究视野广阔、观点独特、逻辑严谨、资料翔实，是不可多得的实证分析成果，蕴涵重要的理论创新。

个人之见，于博士之研究令人耳目一新，乃是他真正洞悉了中国经济正在经历的划时代深刻变化。从宏观经济和货币政策角度考察，中国经济最引人注目的特征有三点：

其一，中国经济与全球经济之整合程度、中国经济增长对全球总供给和总需求之依赖程度，已经超过其他主要经济体系（美国、欧洲和日本）。主要衡量指标是进出口总额与 GDP 之比。2007 年，中国进出口贸易总额将突破 2.1 万亿美元，与 GDP 之比超过 70%。此比例日本约为 20%，欧洲和美国均小于 20%。此一重大特征具有两个重要含义：（1）全球总需求和总供给之变动，将对中国经济增长产生巨大而且越来越大之影响。纵然我们可以调控国内总供给和总需求，亦无法确保国内经济之稳定和持续增长。（2）进出口的增长或波动，相应的贸易顺差、出口项目掩盖下的国际热钱流入（总称为流动性过剩），已经成为而且将继续成为我们经济周期波动的主要决定力量。

其二，中国资本市场之规模与 GDP 之比例，已经超过 100%，接近主要发达国家经济体系，平均市盈率是发达国家资本市场的 3 倍以上。对于一个 60% 以上人口依然为农业人口的发展中国家，此比例之急速上涨，非比寻常。此一重大特征亦具有两个重要含义：（1）相当程度的国内资金和国外资金，进入资本市场参与炒作：所谓流动性过剩，体现为资金分配或配置的两极分化：资金没有流入到急需资金的地区和产业，却参与投机炒作，制造资产价格泡沫。（2）中国金融体系缺乏效

率，无法将有限的资金配置到真实经济领域里去。易言之，中国金融体系不完善、无法有效配置资金，乃是货币政策和所有宏观调控政策效率低下的基本制度原因。

其三，广义金融性资产与 GDP 之比例，近年急速上升。根据多渠道的数据估算，中国广义金融性资产（股票市值、银行存款、房地产市值，等等）已经超过 70 万亿人民币，是 GDP 的 3 倍多。对于一个欠发达的大国而言，此比例之急剧上升，是极其异常之现象。它亦有两个重要含义。一是金融性资产之分布或分配，呈现明显的两极分化趋势。银行体系成为金融性资产急速增长的主要源头，亦是金融性资产潜在风险的主要承担者。说明我国总体经济金融风险已经急剧增大。二是通货膨胀或通货收缩的主要危险，已经不再是通常 CPI 所衡量的消费物价上涨，而是金融性资产急剧扩张及其相应的“资产泡沫型通货膨胀”。如何妥善应对金融性资产急剧扩张和“资产泡沫型通货膨胀”，是中央银行货币政策面临的重大难题。

要从如此纷繁复杂的宏观经济现象里，抓住最本质的特征，建立一个逻辑一致的分析架构，绝非易事。于学军博士进行了艰辛探索，取得重要成就。我以为他的宏观经济研究，最重要的理论创新有四点。

其一，他自始至终从全球角度来观察中国经济，认识到进出口贸易和顺差的巨额增加，乃是整个宏观经济运行的原动力和出发点。长期以来，中国宏观经济分析有一个基本范式，那就是“固定资产投资分析范式”。易言之，经济学者和决策者往往习惯于从固定资产投资增长角度，来观察中国宏观经济运行。于博士以详尽的实证数据表明：“固定资产投资是由出口及净出口拉动的，净出口的巨额增加，等于从境外为国内带来

了一部分投资需求，从而使国内总需求无端放大，并造成社会总需求事实上大于总供给的局面。”从单纯考察国内固定资产投资，转向考察全球市场对中国经济的总需求，是非常重要的理论视角转换，是经济分析的巨大挑战。的确，一个与世界总体经济高度融合的经济体系，仅仅从国内固定资产投资角度出发，无法找到中国宏观经济波动的根本原因；基于固定资产投资控制的诸多宏观调控政策亦难奏效。

其二，他自始至终从国际货币体系角度来考察中国外汇储备的急剧上升和流动性过剩。他的基本论断是：“流动性过剩由外汇储备巨额增加形成，而其国际大背景则是美元的过滥发行。”这是非常正确、非常重要的结论。中国经济学界多数人的思维模式，依然是封闭经济体系的货币数量论，局限于考察国内货币供应量和货币需求。然而，开放经济体系完全改变了货币供应和货币需求的基本定义和量度，我们必须彻底转向国际货币数量论或全球货币数量论。于博士的《根源：美元主导下的货币膨胀》以及《一切归结为汇率》，是中国宏观经济分析从封闭经济范式转向开放经济范式的重要成果。

其三，他明确定义和详尽阐释“资产泡沫型通货膨胀”，建议改变老生常谈的居民消费价格指数（CPI），以全新指标来量度通货膨胀问题，对未来货币政策理论和实际操作，将产生重要影响。虽然，质疑CPI指标和提出改进意见，并非于博士的创见，经济学者很早就知道该指标有许多不足，然而，迄今为止，真正重视资产泡沫型通货膨胀的经济学者并不多，探索如何将其纳入货币政策总体战略的人士就更少。就我所知，美联储主席伯南克极力主张将资产价格纳入货币政策总体分析架构，但实际上如何操作仍然没有明确。于博士对资产泡沫型通

货膨胀的深入分析，是我们进一步研究的重要参照点。

其四，他深刻认识到：人民币汇率早已成为中国宏观经济政策最重要之关键，却没有简单主张人民币汇率的大幅度快速升值。相反，他是从实体经济（进出口贸易）和外汇管理体制角度来观察汇率问题，明确主张“减少直至全部取消现有的出口退税政策”；“动用一切手段千方百计打击假出口”；“尽快废除结售汇制”等一系列措施，以缓解人民币升值压力。毫无疑问，只有透彻了解真实经济运作的人，才能有此真知灼见。简单要求人民币名义汇率的大幅度快速升值，绝不是解决外汇储备剧增和流动性过剩的有效政策，从真实进出口贸易和外汇管理制度入手，才是真正治本之策。从真实经济和制度层面考察汇率问题，牵涉到最基本的经济理论问题，是全新的思维模式。

当然，于博士理论创新之处，远不止上述四点。我相信，凡是严肃认真研究中国宏观经济之学者，不可能不重视于博士的重要成果。



2008 年春

目 录

源自真实世界的理论创新（代序）	向松祚（1）
一 对我国宏观经济形势的几个认识问题	（1）
二 根源：美元主导下的货币膨胀	
——兼议当前我国宏观经济金融形势	（46）
三 净出口：上半年中国经济高速增长的主要动力	（68）
四 一切归结为汇率	
——兼议当前我国宏观经济形势	（83）
五 经济已经过热 谨防通货膨胀	（97）
六 景气已经来临 谨防房地产泡沫	（107）
附一：英文稿	
Several Issues of Macro Economy in Contemporary	
China	（120）
附二：读者评论	（172）
1. 独立思考、视野宽阔、长期执著	葛兆强（172）
2. 学者本色	陈 雪（177）
3. 冷静与热情之间	姜欣欣（186）
4. 大智慧来源于思考的兴趣	欧明刚（189）
后记	（193）



对我国宏观经济形势的几个认识问题^{*}

2007 年上半年，我国经济延续了 2006 年的过热增长势头，并且通货膨胀明显。具体特点有：（1）经济增速不断加快，上半年全国 GDP 增长 11.5%，不仅明显快于去年，而且第二季度比第一季度更快，分别增长 11.1% 和 11.9%。（2）通货膨胀呈现，上半年居民消费价格指数（CPI）同比上涨 3.2%，其中 6 月份更上涨 4.4%（7 月份报出 5.6%），从而改变了近几年我国资产类及生产资料价格大幅上涨、CPI 相对平稳的局面。（3）进出口贸易及其顺差依然表现强劲，外汇储备则增加更猛，上半年全国进出口总额同比增长 23.3%，其中出口增长 27.6%，进口增长 18.2%，进出口顺差 1125 亿美元，半年即超过千亿美元，大得有些离奇；外商实际直接投资达到 319 亿美元，同比增长 12.2%；外汇储备 6 月末达到 13326 亿美元，

^{*} 本文写于 2007 年 7—9 月，在《金融时报》、《中国证券报》、《第一财经日报》等多家报刊以不同形式发表，引起读者较大反响。

半年增加 2663 亿美元，更是一个天文数字。（4）固定资产投资维持高位增长，同期比为 25.9%，虽比上年同期回落近 4 个百分点，但比第一季度却加快 2.2 个百分点。（5）社会消费品零售总额增长明显加快，同比达到 15.4%，是 1997 年以来的最高增幅。（6）货币供应量增势迅猛，M2、M1、M0 分别比上年同期增长 17.1%、20.9% 和 14.5%，金融机构各项存贷款余额则分别增长 16% 和 16.5%。此外，还有几个单项指标也值得关注：全国规模以上工业增加值上半年同比增长 18.5%，实现利润增长 31.5%；财政收入同比增长 30.6%；城镇居民和农民人均收入（扣除价格因素）分别实际增长 14.2% 和 13.3%，等等。总之，从各种经济指标来看，无论是总量，还是单项，2007 年上半年均表现出比前几年更强的增长性。因此，目前在社会上引起了一场关于我国经济增长是否过热的争论；官方也显然注意到了经济增长中的问题，因而中共中央政治局专门召开会议研究当前我国经济形势并告诫要防止从“偏快”走向“过热”。这里，我们姑且不去讨论经济过热与否的争论，只是感到统计部门报出的半年数据可能存在某些偏差，因为上述所有的各类统计数据几乎均在 15% 以上，部分指标甚至超过 20%，而结果 GDP 何以只增长 11.5% 呢？从以往历年统计数据的比较中，我们可以做出一个大胆推断：2007 年上半年我国 GDP 所报数据可能过于保守，预计在适当时候又会进行一些调整。

尤其值得注意的是：2007 年上半年我国经济的强势增长是在前 4 年连续保持双位数增长之上实现的，因而可以联系近几年我国经济高速增长的情况对其做一个总体概括。近几年来我国经济增长的总特征有三点：其一是经济持续数年保持平

稳、均衡、高速增长，未有大起大落，这在改革开放后近 30 年的发展历程中极为罕见；其二是在固定资产投资规模膨胀、经济过热增长的情况下，CPI 上涨却始终不高，并且经常还受制于通缩阴影的威胁（2006 年下半年之后才基本上摆脱了有关通缩论的纠缠），因而出现了所谓“高增长、低通胀”现象；其三是针对这些问题，政府进行了一系列的宏观政策调控，但总的看效用有限。与此相联系，近几年出现了权威机构和专家学者针对宏观经济形势预测连连失误的现象，大多表现为低估中国经济的增长速度；因屡屡预测不准，2006 年以后这些机构及专家学者开始变得谨慎起来。连续、普遍预测不准，说明我们并未找准经济增长的脉搏。因此，看起来宏观经济运行中出现的许多前所未遇的新情况、新问题，值得我们深入探索。

（一）本轮经济高速增长周期始于 2002 年， 当时是由主动性宏观经济政策操作和 外汇储备巨额增加双重因素造成的

溯本求源，探讨我国目前经济形势中的诸多问题，有必要跳出当前就事论事的窠臼，从研究本轮经济高增长的源头及成因开始，这才能够从时间层面给我们一个纵向视角，有利于发现我国经济运行中的深层问题。

从各种情况来分析，2002 年是我国经济增长由冷变热、货币供应由紧到松的一个转折年。提出这样一个看法，十之八九会遭到多数学者的反对，因为在大家的印象中，那个年份正是我国经济增长困难并千方百计刺激经济走出通缩阴影之时。但

有数据为证：2002 年全国 GDP 增长 9.1%，是之前连续 6 年增长率首次超过 9% 以上，反弹明显。货币供应量 M2、M1 分别增长 16.9% 和 18.4%，增幅是 1998 年以来最高的，并且已经明显过快；全部金融机构本外币贷款增长 16.9%，不仅是 1998 年以来的最高增幅，而且也是之后直到 2006 年第二个增长高峰（2003 年最快为增长 21.1%）。外贸进出口增长 21.8%，虽然与之后的年份相比并不算高，也低于 2000 年的增长水平，但与之前的其他年份相比却是极高的（前一年只增长 7.5%）；贸易顺差增长 34.7%，十分突出，而在此之前从 1998 年开始却是连续 4 年出现增长下滑局面；外汇储备一年增加 742 亿美元，增长近 35%，无论是增加额，还是增长率，在当时都是空前而惊人的。并且，反映在外汇市场上出现了许多新现象，一是银行结售汇顺差大幅增加，达到 649 亿美元，其中贸易结售汇顺差是进出口顺差的 2 倍以上，即外汇顺收远大于贸易顺差；二是居民个人结汇剧增，增加 2.5 倍，而购汇则下降 50% 多，遂实现个人结售汇顺差 158 亿美元，是上年的 7 倍左右；三是因外汇充裕，这年允许中资银行购汇补充资本金等，相应抵消了一部分外汇储备增加额，若以 2001 年的相同口径计算，则当年实际应增加近 1200 亿美元。此外，这一年美元汇率出现大幅下降，人民币因维持与美元挂钩的汇率制度，结果造成人民币对欧元、日元分别贬值 14.4% 和 4.7%。唯一的负增长指标是物价指数，当年零售价格指数和 CPI 分别下降 1.3% 和 0.8%，延续了前几年因亚洲金融危机而导致我国经济增长困难、出现通货紧缩的态势（以上指标、数据见表 1、表 2）。

一 对我国宏观经济形势的几个认识问题

表 1 1996—2006 年各项重要经济指标值 单位：亿元、亿美元

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP	68594	74772	79553	82054	88618	109655	120333	135823	159878	182321	209407
固定 资 产 投 资	23660	24941	28406	29876	32918	37213	43500	55567	70477	88774	109870
消费品零售 总额	24774	27299	29342	31135	39106	43055	48136	52516	59501	67177	76410
零 售 价 格 指 数	106.1	100.8	97.4	97.0	98.5	99.2	98.7	99.9	102.8	100.8	101.0
消 费 价 格 指 数	107.0	100.4	99.0	98.6	100.4	100.7	99.2	101.2	103.9	101.8	101.5
货 币 供 应 量 M1	28515	34826	38954	45837	53171	59872	70882	84119	95971	107279	126028
货 币 供 应 量 M2	76095	90995	102298	119898	134610	158302	185007	221223	253208	298755	345578
金融 机 构 本 外 币 贷 款	61153	74914	86524	93734	99371	112315	131294	158996	178198	206838	238280
外 汇 储 备 增 加 额	314	349	51	97	109	466	742	1168	2067	2090	2474
实 际 利 用 外 资	417	453	455	403	408	469	527	535	606	724	695
进 出 口 总 额	2899	3249	3209	3606	4743	5097	6208	8510	11546	14221	17607
出 口	1511	1828	1807	1949	2492	2661	3256	4382	5933	7620	9691
进 口	1388	1421	1402	1657	2251	2436	2952	4128	5612	6601	7916
进 出 口 差 额	122	407	405	292	241	226	304	255	321	1019	1775

资料来源：《中国统计年鉴》、中国人民银行相关报表。

表 2

1996—2006 年各项重要经济指标增长率

单位: %

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP	10.0	9.3	7.8	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7
固定资产投资	18.2	5.4	13.9	5.2	10.2	13.1	16.9	27.7	26.8	26.0	23.8
消费品零售总额	20.2	10.2	7.5	6.1	25.6	10.1	11.8	9.1	13.3	12.9	13.7
零售价格指数	6.1	0.8	-2.6	-3	-1.5	-0.8	-1.3	-0.1	2.8	0.8	1.0
消费价格指数	7.0	0.4	-1.0	-1.4	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5
货币供应量 M1	18.9	22.1	11.9	17.7	16.0	12.6	18.4	18.7	14.1	11.8	17.5
货币供应量 M2	25.3	19.6	12.4	17.2	12.3	17.6	16.9	19.6	14.5	18.0	15.7
金融机构本外币贷款	21.0	22.5	15.5	8.3	6.0	13.0	16.9	21.1	12.1	16.1	15.2
外汇储备增加额	42.7	33.2	3.6	6.7	7.0	28.1	35.0	40.8	51.3	34.3	30.2
实际利用外资	11.2	8.5	0.4	-11.3	1.1	15.0	12.5	1.5	13.3	19.4	-4.1
进出口总额	3.2	12.2	-0.4	11.3	31.5	7.5	21.8	37.1	35.7	23.2	23.8
出口	1.5	21.0	-1.1	7.9	27.8	6.8	22.4	34.6	35.4	28.4	27.2
进口	5.1	2.3	-1.3	18.2	35.8	8.2	21.2	39.8	36.0	17.6	19.9
进出口差额	-26.8	233.2	-0.6	-27.8	-17.5	-6.5	34.7	-16.1	26.0	217.5	74.2

从以上这些经济金融指标来看, 2002 年我国经济增长回暖之势非常明显, 但当时由于存在通货紧缩状态, 经济恢复增长似乎又不稳定, 因而我们并未认识到这一点。比如, 在 2001 年 11 月份召开的中央经济工作会议上, 把当时及 2002 年所要面临的经济形势依然估计得非常严峻, 认为是自 1998 年亚洲