

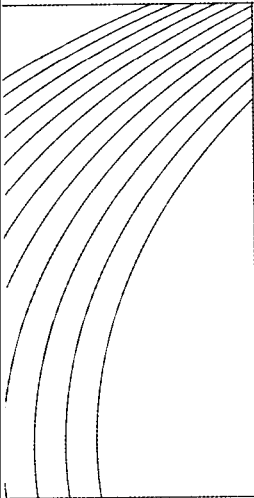
中国宏观经济 分析与预测

(2007—2008)

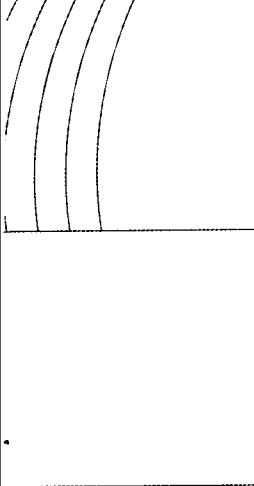
财富结构快速调整中的
中国宏观经济

中国人民大学经济研究所 著

中国宏观经济 分析与预测



(2007—2008)
财富结构快速调整中的
中国宏观经济



中国人民大学经济研究所 著

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国宏观经济分析与预测. 2007—2008/中国人民大学经济研究所著.

北京: 中国人民大学出版社, 2008

ISBN 978-7-300-08989-8

I. 中…

II. 中…

III. ①宏观经济—经济分析—中国—2007②宏观经济—经济预测—中国—2008

IV. F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 019861 号

中国宏观经济分析与预测 (2007—2008)

——财富结构快速调整中的中国宏观经济

中国人民大学经济研究所 著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京新丰印刷厂

规 格 150mm×230mm 16 开本 版 次 2008 年 3 月第 1 版

印 张 27.5 插页 2 印 次 2008 年 3 月第 1 次印刷

字 数 295 000 定 价 38.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



目 录

总报告	宏观经济分析与预测： 2007—2008 年 ——财富结构快速调整中的 中国宏观经济	1
分报告一	中国宏观经济形势与政策： 2007—2008 年	72
分报告二	中国经济增长的速度、结构 与效益	98
分报告三	中国经济中资产结构的变化 及其对货币政策的含义	118
分报告四	流动性过剩条件下的货币政策 选择	139
分报告五	中国金融部门和实体经济的 分离：原因、可能的结果与 对策	174



分报告六	股权分置改革对股票市场效率和宏观经济的影响分析	208
分报告七	金融动荡下的世界经济与中国失衡调整及中国经济的外生风险	231
分报告八	调整转移支付制度, 优化财政支出结构	269
分报告九	财政分权、公众偏好和环境污染——来自中国省级面板数据的证据	293
分报告十	能源价格调整对产业、物价与长期增长的影响——基于投入产出方法的定量分析与测算	329
附录一	2007 年中期宏观经济分析与预测——流动性过剩条件下的中国宏观经济	355
附录二	中国外资、外贸现状分析——基于全球经济失衡的视角	393



总报告

宏观经济分析与预测： 2007—2008 年

——财富结构快速调整中的中国宏观经济

内容摘要

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

依据中国人民大学“中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型”，预计中国 2007 年全年 GDP 增长达到 11.44%，投资增



增长速度为 25.6%，社会消费增长 16.2%，出口增长 25.6%，进口增长 21%，贸易顺差达到 2 598 亿美元，狭义货币供应达到 20.7%，M2 增长 17.4%，CPI 上涨 4.5%。2008 年经济将在 2007 年的基础上小幅回落，GDP 增长速度将达到 10.5%。

基于分析和预测，报告得出以下结论和政策建议：

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

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

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

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

关键词

宏观经济分析与预测 财富结构



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

与本经济周期其他年份不同的是，2007 年宏观经济的季度波动规律发生了一系列重大变化：上半年政府采取的各项紧缩措施并没有收到明显的紧缩效果；GDP 在上半年逐季加速增长的基础上没有出现明显回落；CPI 在食品类价格和居住类价格的支撑下持续走高；“双顺差”的进一步扩大使外部不平衡问题进一步突出；外汇储备的大幅度增加进一步加剧了货币政策与汇率政策的冲突；货币政策组合式的紧缩调控效果并不明显，流动性总量过剩与结构性不足相并存的问题依然严重；在流动性过剩与金融进一步深化的双重作用下，中国的财富结构开始进行快速的调整，并推动了财富总量进一步的加速增长，使资产的财富效应已经显现，中国传统的宏观经济政策传导机制和资产价格形成机制开始改变，金融资产与不动产的价格自我强化机制初见端倪。中国宏观经济在金融层面与实体层面进一步分离的进程中不仅获得了进一步发展的动力，也出现了全新的动荡因素。

2008 年，中国宏观经济管理应该改变“货币政策为主、财政政策为辅”的调控模式，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策；在缓和外部不平衡的基础上，积极调整内部经济结构，使 2008 年实



际 GDP 增长速度向潜在 GDP 增长速度缓慢回归, 在消除经济过热压力的同时, 延缓本轮经济周期的繁荣形态; 在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中, 隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制, 以缓和财富效应对中国宏观经济的冲击。

本报告基于上述判断, 设定相应外生参数^①, 依据中国人民大学“中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型”, 分年度预测 2007—2008 年间中国宏观经济运行的基本形势, 得到以下预测结果: 中国 2007 年全年 GDP 增长达到 11.44%, 投资增长速度为 25.6%, 社会消费增长 16.2%, 出口增长 25.6%, 进口增长 21%, 贸易顺差达到 2 598 亿美元, 狭义货币供应达到 20.7%, M2 增长 17.4%, CPI 上涨 4.5%。2008 年经济将在 2007 年的基础上小幅回落, GDP 增长速度达到 10.5%。其主要预测结果如表 1 所示。

表 1 2007 年与 2008 年中国宏观经济指标预测

预测指标		2007	2008
1. 国内生产总值 (GDP) 增长率 (%)		11.44	10.50
其中: 第一产业增加值		4.7	5.0
第二产业增加值		13.4	11.8
第三产业增加值		11.0	10.4
2. 全社会固定资产投资	总额 (亿元)	138 158	171 454
	增长率 (%)	25.6	24.1
全社会消费品零售	总额 (亿元)	88 788	103 971
	增长率 (%)	16.2	17.1

① 其中, 2008 年预测的主要宏观经济政策假设包括: (1) 2008 年中央财政预算赤字为 1 950 亿元; (2) 2008 年人民币与美元的平均兑换率为 7.00 : 1。



续前表

预测指标		2007	2008
3. 出口	总额 (亿美元)	12 174	15 095
	增长率 (%)	25.6	23
进口	总额 (亿美元)	9 576	11 606
	增长率 (%)	21.0	21.2
4. 狭义货币供应 (M1) 增长率 (%)		20.7	18.5
广义货币供应 (M2) 增长率 (%)		17.4	16.8
5. 居民消费价格指数 (CPI) 上涨率 (%)		4.5	3.7
GDP 平减指数上涨率 (%)		3.2	2.9

注：预测日期为 2007 年 11 月。

结合上述预测，我们对 2007 年宏观经济分析如下：

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

从表 2 中我们可以看到，中国宏观经济在 2007 年虽然延续了 2006 年增长的持续势头，但其季度波动规律却发生了明显变化。第一，2007 年一改本轮经济周期中以往年份的低速度起步的格局，全年经济增长的起点很高，从 2006 年第四季度不足 10% 的增长速度上升到 2007 年第一季度 11.1% 的增长速度；第二，2007 年全年的季度波幅减小，下半年经济回落不明显，全年经济增长基本保持了高位运行的趋势，改变



了以往“第二季度扩展、6月紧缩、下半年回落”的季度波动规律，全年各季度增长都超过11%。这说明从2006年下半年以来的各种宏观经济政策的紧缩效果并不明显。

表 2 2006—2007 年中国 GDP 增长速度季度数据 (%)

	2006 年 第一 季度	2006 年 第二 季度	2006 年 第三 季度	2006 年 第四 季度	2006 年 全年	2007 年 第一 季度	2007 年 第二 季度	2007 年 第三 季度	2007 年 全年	2008 年 全年 预测
GDP	10.3	11.3	10.7	9.62	10.7	11.1	11.9	11.5	11.44	10.5
第一产业	4.6	5.1	4.9	5.8	5.0	4.4	3.8	4.5	4.7	5.0
第二产业	12.5	13.2	13.0	12.9	12.5	13.2	13.8	13.4	13.4	11.8
第三产业	8.9	9.4	9.5	9.4	10.3	9.9	11.3	11.6	11.0	10.4

从图 1 中我们可以清楚地看到本轮经济周期各年产出缺口的变化及其趋势。2007 年实际 GDP 与潜在 GDP 的正向缺口进一步扩大，从 2006 年的 1.37% 增加到 2007 年的 2.36%，增加幅度虽然接近 1 个百分点，依然处于 3% 的可控区间。在全球菲利普斯曲线与中国菲利普斯曲线同时扁平化的宏观环境中，来自实体经济的需求压力所导致的通货膨胀压力低于 1.5%^①。这说明，虽然总体经济过热的压力已经出现，但中国宏观经济依然在总供给与总需求基本平衡的区间健康运行，11% 左右的经济增长速度具有合理性，未来中国宏观经济在 2~3 年内保持 10%~11% 的较高增长速度并不会存在全面过热的风险。中国经济依然存在保持高速健康运行的实体基础和供给空间。

① 1994 年产出缺口为 6.78%，达到近三十年的历史最高点，进而推动中国通货膨胀达到 24.1%。根据对近十年来中国菲利普斯曲线（参见本书分报告一的技术附录二）的估计，2007 年 2.36% 的产出缺口产生的通货膨胀压力只有 1.24%。需要说明的是，当前菲利普斯曲线的扁平化是技术发展以及市场竞争完善的结果。

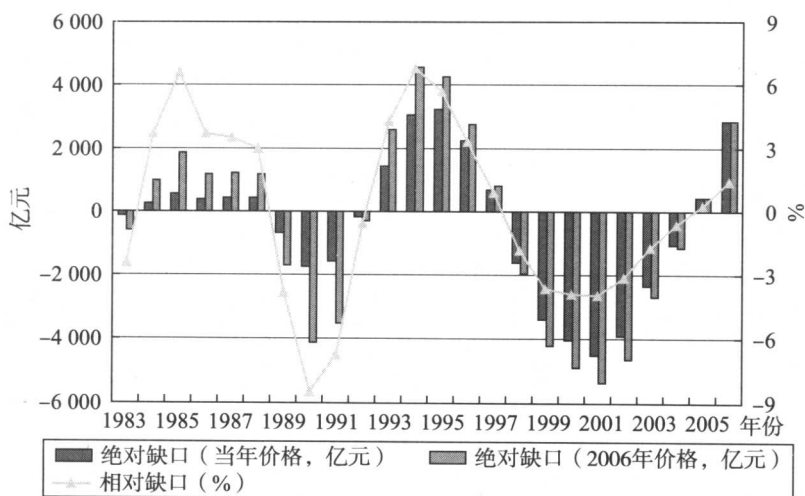


图 1 国民收入绝对缺口与相对缺口

作出这种判断的原因在于以下几个方面。

第一，与消费拉动型经济增长模式不同的是，投资驱动型经济增长模式在本质上是一个资本不断深化的过程。上一时期的投资会在下几个生产时期转变为生产资本，进而扩展生产可能前沿面，增加潜在 GDP 和总供给。因此，当以投资为核心的总需求急速扩张时，总供给也在随后的几个生产时期快速增长，且存在滞后的累积效应。这将导致总需求与总供给前后同步向前移动，缓和下一生产时期总需求扩张带来的宏观冲击，从而降低下几个生产时期实际 GDP 与潜在 GDP 的产出缺口的扩大速度，减弱通货膨胀对国民收入缺口即期反应的敏感性。^①

在本经济周期，中国经济增长的投资主导型的特点更为

^① 具体理论与计量分析，参见本书分报告二《中国经济增长的速度、结构与效益》的第一部分。



突出。同时,技术水平不断提高,全要素生产率大幅度提升。这些因素使生产可能前沿面大幅扩张,宏观经济在总需求与总供给同步快速增长的进程中出现“高增长、低通胀”的景气局面。虽然2007年中国产出缺口较2006年进一步扩大,但由于上述潜在GDP增长的累积滞后效应,2008年潜在GDP的增长幅度将较实际GDP的增长幅度要快,从而缩小产出缺口,在消除过热压力的基础上实现经济的较高速度增长。根据计量测算,如果2008年经济增长速度在10.5%~11%区间,产出缺口将在2%~2.2%之间,较2007年的2.36%有轻微回落(参见图2)。这也为中国宏观管理提供了一个全新的理念,即消除中国经济过热压力的途径有两大类:一是传统的以相对削减总需求为核心的“正向软着陆”;二是以提高总供给为核心的“反向软着陆”^①。以投资驱动和全要素生产率不断提高为特点的本轮中国经济增长模式决定了我们应当采用“反向软着陆”方法来缓解目前过热的压力。如果从季度数据的计量结果来看,可以进一步证明上述判断。与2006年的季度波动相比,2007年的季度产出缺口有一个明显回落的过程。

第二,从图3所示的周期相位来看,中国宏观经济直到2003年才走出萧条的困境,在2004年进入均衡运转的轨道。因此,总供给略大于总需求的时期刚经历3年,且每年增长的幅度没有超过1个百分点,所形成的核心通货膨胀压力不足0.5个百分点。所以,中国目前的经济还没有到达本轮经济

^① “反向软着陆”的阐述可以参考本期报告的分报告—《中国宏观经济形势与政策:2007—2008年》以及中国人民大学经济研究所:《中国宏观经济分析与预测(2006—2007)》,北京,中国人民大学出版社,2007。

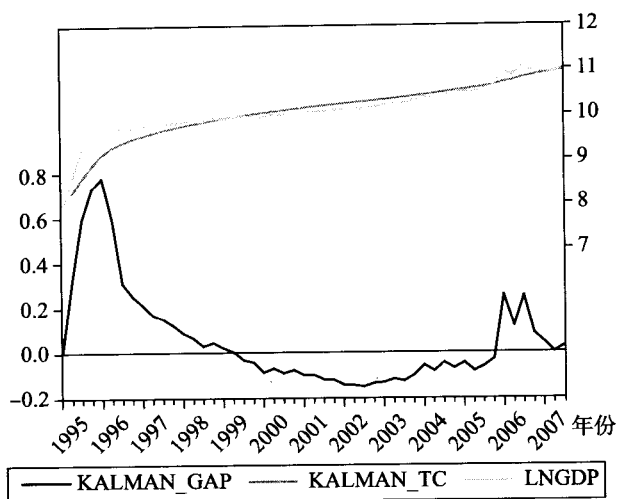


图2 通过卡尔曼滤波法获得的潜在产出及产出缺口

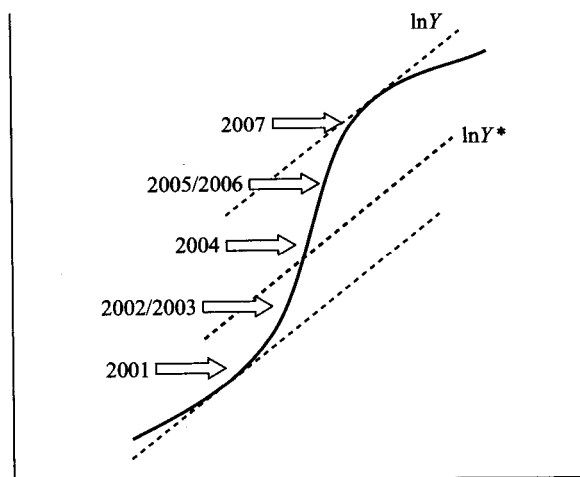


图3 经济扩张过程与经济周期相位

周期的最高点，全面经济过热问题并没有凸现。同时，应当注意的是，中国经济在近十年内顺应了整个世界经济大潮流，在技术革命和全球化的作用下，出现大缓和（great moderation），使经济周期在波幅减小的同时，周期跨度增



大,经济高涨期得到十分明显的延长。因此,延续目前 11% 左右的经济增长态势在周期相位来看在未来 2 年中是具有上升空间的。

第三,我们的其他深度分析研究表明,从全要素生产率、资本收益率以及投资率等参数指标来看,中国经济增长并没有出现动态无效率,增长轨迹基本符合最优经济增长的标准。同时,增长的三驾马车——消费、投资以及出口的增长基础依然十分坚实,没有出现增长幅度明显回落的迹象。

第四,从中国宏观经济近十年来增长速度与结构之间的关系来看,要解决中国经济长期面临的产业联动性增长缺乏等结构性问题,采取高速增长的策略是必须的。从图 4 和表 3 我们可以看到,改革开放以来,中国经济增长的速度与结构的关系在总体上呈现一种冲突的状态,即在高速增长的同时,各产业部门的离散系数也随之大幅度增加(相关系数为 0.517 4)。也就是说,中国的高速增长往往是以部门间的非平衡增长为基础,例如第二产业的超高速发展、城市经济的超高速增长以及外向型经济的超高速发展。

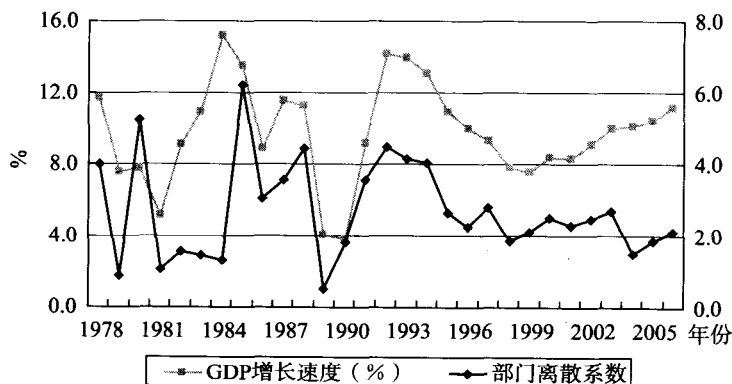


图 4 中国经济增长速度及其部门离散系数的时间途径

表 3 中国经济增长速度与其部门离散系数相关性： $\rho(x, y)$

x	y	g		
	时期	$i=-1$	$i=0$	$i=1$
X	1978—2006	0.281 0	0.517 4	-0.014 9
	1978—1999	0.286 4	0.548 2	-0.010 1
	2000—2006	-0.468 7	-0.462 1	-0.449 6

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

因此，在很多人看来，中国结构性问题是高速增长的产品。但是，如果以 1999 年作为分界线，我们将会发现，传统的速度与结构之间的关系在本轮经济周期的高速经济增长冲击下发生了巨大的变化。在 1978—1999 年期间，增长速度与部门离散系数出现高度的正相关关系，相关系数为 0.548 2；而在 2000—2006 年期间，中国经济增长速度与部门离散系数却呈现出较高的负相关关系，相关系数为 -0.462 1。也就是说，自 2000 年以来，在经济高速增长过程中，中国部门间的均衡速度的差异在逐步降低，产业部门间的联动性和均衡性开始显现。这解释了本轮经济高涨时期产业瓶颈问题大幅度缓和的原因。中国经济增长速度与部门离散系数之所以出现这种质的变化，其原因有以下几个：第一，在全球化驱动下，中国产业一体化程度大幅度提升；第二，高增长速度带来的产业收益和投资收益使大量瓶颈性产业继续加速投资，各行业在利润驱动下，投资增长速度的差异系数（方差）大

幅度缩小 (参见图 5); 第三, 中国主导产业在经过持续二十多年的增长之后, 其外溢效应开始在新世纪显示出来, 低增长产业面临的各种约束得到大幅度放松; 第四, 本轮高速增长提供的高企业利润、高居民收入和高财政收入为解决结构性调整中面临的利益冲突提供了基础; 第五, 高速度产生的规模效应以及技术深化效应为缓解结构性调整带来的价格冲击提供了基础, 使结构性调整中核心环节相对价格的调整不会带来总体性的通货膨胀。

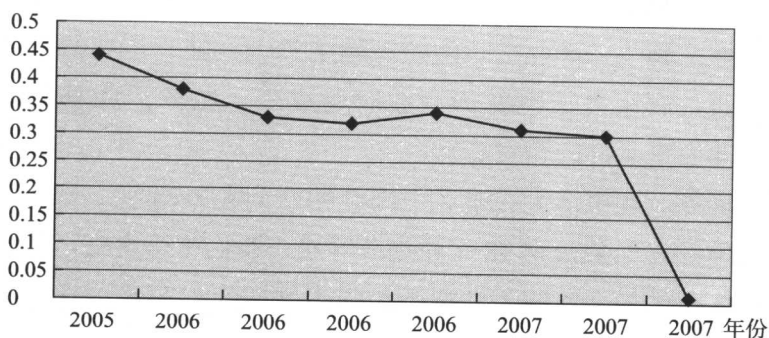


图 5 各行业季度投资增速方差

另外, 我们还看到在高增长—高投资的过程中, 投资的区域结构也出现优化的趋势。在本轮经济周期中, 高速度改变了以往中国东部偏向型经济增长, 中部在 GDP 中的比重提高了近三个百分点。同时, 投资也出现了中部崛起的现象, 投资比重持续呈现出“东部地区比重下降、中部地区比重上升、西部地区比重基本不变”的特点 (参见图 6)。环渤海经济圈、中原经济圈、成渝经济圈以及闽东南经济圈正在成为投资增长和经济增长的热点区域, 使我国经济增长的区域格局逐步呈现长三角、珠三角、环渤海、中原、成渝、闽东南经济圈多极参与拉动的特点。高经济增长不仅没有带来更大