

上海金融论丛 2011

ZHONGGUO JINGJI ZHUANXING
YU JINRONG FAZHAN YANJIU

中国经济转型 与金融发展研究

上海市金融学会 编

学林出版社

上海金融论丛 2011

中国经济转型与 金融发展研究

上海市金融学会 编

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国经济转型与金融发展研究/上海市金融学会编.
—上海: 学林出版社, 2011. 11

ISBN 978 - 7 - 5486 - 0249 - 1

I. ①中… II. ①上… III. ①金融事业—经济发展—
中国—文集 IV. ①F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 217669 号



中国经济转型与金融发展研究

编 者——上海市金融学会

责任编辑——齐 力

特约编辑——刘益民

封面设计——周剑峰

出 版——上海世纪出版股份有限公司

学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)

电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——上海世纪出版股份有限公司发行中心

(上海福建中路 193 号 www. ewen. cc)

照 排——南京展望文化发展有限公司

印 刷——

开 本——787×1092 1/16

印 张——21. 25

字 数——37 万

版 次——2011 年 11 月第 1 版

2011 年 11 月第 1 次印刷

书 号——ISBN 978 - 7 - 5486 - 0249 - 1/F · 19

定 价——43. 00 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

目 录

一 宏观经济金融形势

中国经济周期的新趋势与货币政策选择·····	余文建 顾铭德等
人民币发行应由买外汇转向买国债·····	胡海鸥 谈正达
国际金融危机传染与国家经济安全·····	张志波 何立胜等
后世博上海经济及其对银行业的影响·····	孟志芳 黄 靖

二 上海国际金融中心与国际航运中心建设

上海国际金融中心的投融资功能

——基于中国经济转型视角·····	干杏娣 杨玲玲
-------------------	---------

国际航运中心与国际金融中心建设的协同效应

——上海航运金融市场发展的支持政策·····	丁剑平 曹 啸
加快保险业创新发展 服务上海“两个中心”建设·····	徐敬惠 杨晓灵等

三 金融服务与经济转型

中国船舶工业做大做强与金融外汇政策支持·····	郑 杨 孙云飞等
上海银行业“双转型”及其监管对策·····	张光平 马 强等
金融便利服务	

——基于供求状况的分析·····	刘勇奋 胡恩中等
------------------	----------

碳交易机制的运行及其在低碳经济发展中的作用	陈信华
金融控股集团运作模式比较	张红梅 王 健
低碳经济与上海金融业的发展	张国平 于 辉等

四 商 业 银 行

经济转型与新型产业金融服务创新

——商业银行支持上海经济转型路径	成善栋 徐 红等
我国银行理财产品的发展创新分析及政策建议	奚 洁 朱莉莉 张鹤巾
我国商业银行盈利变化影响因素的实证分析	叶 欣 曹 佳 康 蕾
商业银行综合经营的模式、路径和国际经验比较	王 娜
对农村中小金融机构实施新资本协议的若干思考	曹 斌 张 航
新巴塞尔协议对我国商业银行盈利能力的影响	曾 健

五 金 融 市 场

健全投资者保护的民事侵权司法救济机制

.....	张 宁 薛 珍 于 承
在上海建立保单转让市场	邢 炜 涂 欣 李 枢
上海建设电子票据交易中心的路径选择	应俊惠 肖 斐

编后记



1

宏观经济金融形势

中国经济周期的新趋势与 货币政策选择

余文建 顾铭德 刘 斌 傅 勇

一、中国经济周期的波动性加速下降^①

（一）“大缓和”背景下的中国经济周期之问

20 世纪 80 年代中期以来,除日本以外的主要经济体的产出波动均陆续出现持续而显著的下降,并且,在 GDP 平稳较快增长的同时,通胀保持在较低水平。一些经济学家称这一现象为经济周期的“大缓和”(Great Moderation)。经济波动性的降低有很多好处。产出波动性的降低有助于就业的稳步增加,并减少经济主体(企业和家庭)决策时面临的不确定因素,也意味着出现萧条的概率有所降低;而通胀波动的放缓也有助于提升价格体系配置资源的效率。

中国经济是否也出现过类似特征?这是本文研究的第一个问题。众所周知,在全球经济波动趋于缓和的背景下,中国宏观经济在 20 世纪 80 年代和 90 年代中期有过多次大起大落。然而,有迹象表明,1998 年以后,中国宏观经济的波动性明显下降,并且,这一下降差不多持续了十年左右。

在研究“大缓和”的众多学者中,有人认为,经济周期的平滑是因为经济结构和运行机制出现了某些变革,甚至已演化成一种“新”经济,从而以往的巨幅波动得以克服。也有学者指出,宏观政策尤其是货币政策的改善,有效地熨平了经济波动,经济周期在某种程度上已被征服。这两种观点都认为经济波动的趋缓是可持续的。而第三种观点认为,“大缓和”仅仅是因为全球经济遭受负面冲击的力度和频率有所下降,只是暂时的好运气。

探究中国经济波动性放缓的原因是本文的第二个任务。中国经济自 1998 年来波动性的放缓有着多重背景。首先,这段时期中国融入全球化的步伐加快,尤其是“入世”之后,外部环境对经济周期的影响显著加大,幸运的是,这段时间全球经济的波动也在减弱。其次,近十几年来,中国的产业结构变化巨大,各产业的市场化进程渐次推进,深刻地影响着中国的经济周期。再次,

^① 感谢实习生张萌的部分数据收集整理工作。

中国国民经济支出结构的变化,从总需求的维度改变着中国经济的运行。其中,存货波动值得特别关注。最后,与1998年来经济高增长相伴随的是,通胀率保持在较低水平,同时通胀波动性明显下降,从这个角度,货币政策控制通胀的努力也帮助了经济波动的趋稳。本文分别评价了这些因素对抑制经济波动的作用。

全球经济的“大缓和”最终被证明不可持续。随后出现的这轮国际金融危机表明,对大缓和的理解以及在经济平稳运行期间实施恰当的宏观政策十分关键。本文最后讨论了中国经济周期的新特点和新机制对宏观调控尤其是货币政策带来的挑战,重点讨论经典政策思路在此轮经济周期中的相对适用性。

(二) 中国的经济周期: 转型与增长

1978年改革开放以来,中国经济增长经历了三个大的周期:一是1978年至1988年,其繁荣源于土地改革导致农村生产潜力释放,终于“价格闯关及其整顿”;二是1989年至1997年,其繁荣源于小平南方谈话、社会主义市场经济体制正式确立,终于银行信贷的严厉调控;三是1998年至2009年,其繁荣源于中国加入WTO,终于内部紧缩调控和外部金融危机冲击。

中国的经济周期有如下特点。一是经济增长是与经济社会转型结合在一起的,经济上升期的出现带有明显的制度改进背景。三次周期性繁荣分别源于一次较大的制度变迁。二是制度红利主要是以提升经济效率的方式推动增长。从图1的全要素生产率来看,三次经济繁荣期的全要素生产率(TFP)^①增长率均高于平均趋势线。三是尽管中国经济周期的底部不断抬升(图2),但TFP增长率有下行趋势,原因大致可归结为制度改进的难度在增加,空间在变小。在上述三个周期中,年均TFP增长率分别为3.3%、3.5%和2.8%,高增长的顶峰已过。四是资本要素贡献度占有绝对优势。1980年以来对经济增长的平均贡献率为65.4%,劳动要素和技术进步对经济增长的贡献分别为11.7%和22.9%。其中引申的含义是,如果未来投资增长率难以增加,中国就需要一次较大的技术进步(制度改进或技术创新潮流)才可以保持经济增速在合理水平,否则经济增速将出现趋势性下降。值得注意的是,2009年以来,在大规模经济刺激计划下,资本对经济增长的贡献率超过100%,而TFP的贡献率变为负值。

^① 总产出的增加,即经济增长有两种源泉:一是增加要素投入;二是提高要素使用效率。全要素生产率是指在剔除要素(资本和劳动)投入增长之后,剩下的由技术进步、制度变革和规模效益等因素导致的产出增长,即后一种增长源泉。参见傅勇、白龙:《中国改革开放以来的全要素生产率变动及其分解(1978—2006)》,《金融研究》2009年第6期。

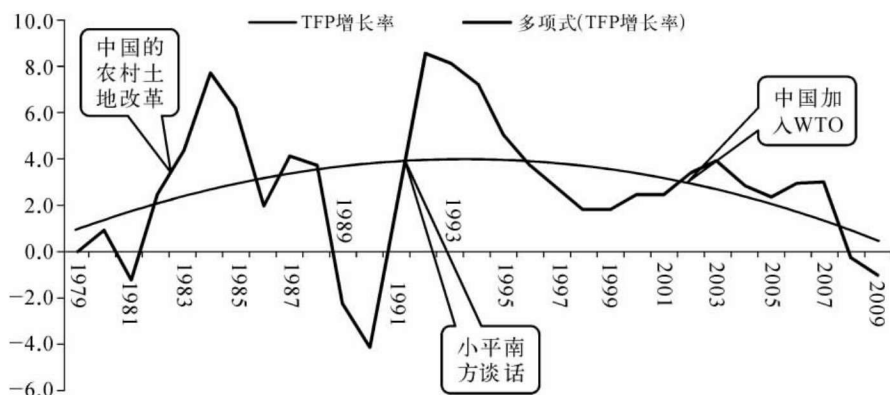


图 1 从 TFP 变动看改革开放以来的经济周期

资料来源：CEIC 及课题组计算。

（三）1998 年来经济波动出现加快趋缓特征

中国经济的波动性出现了持续性的放缓。图 2 的周期数据显示出两个特征：一是周期波动的顶部不断降低，而底部不断抬高；二是经济波动的区间不断收窄。其中，1998 年至 2008 年这轮周期，经济上升期更加平滑，经济波动趋缓态势更加显著，新中国成立以来“一放就乱、一收就死”的格局大为改观。

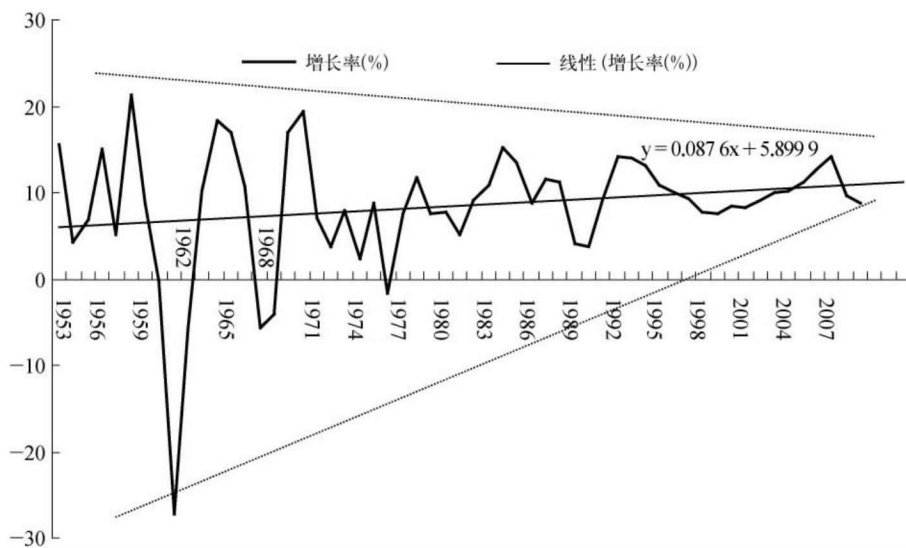


图 2 经济波动性的历史性下降

资料来源：CEIC 及课题组计算。

1998 年来的经济上升周期,通胀高度也显著降低。计划经济时期,通胀以隐性的方式存在,名义的通胀率很低。1988 年“价格闯关”启动后,通胀压力迅速显性化,该年 CPI 达到 19%,在此后的经济上升期中,CPI 更在 1994 年创下 24%的纪录。与这两轮通胀周期相比,1998 年至 2008 年经济上升期的物价波动明显放缓,2008 年 CPI 接近 6%。

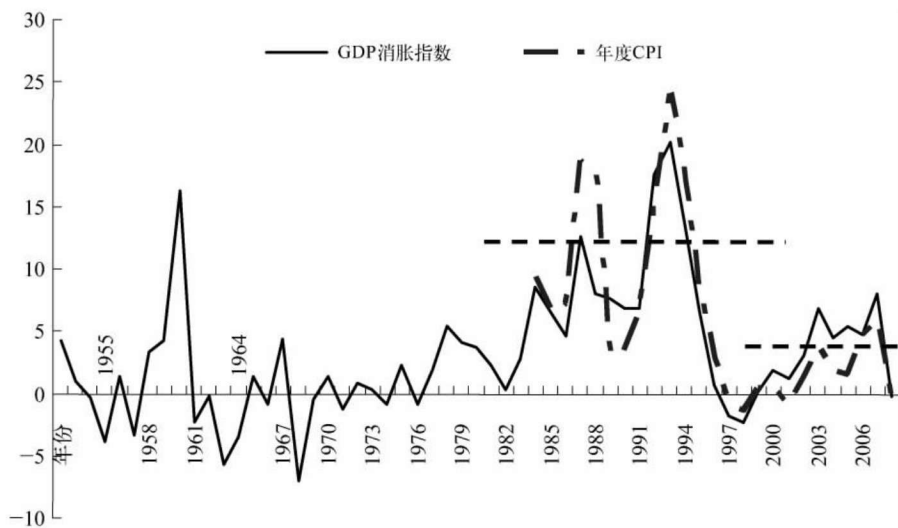


图 3 经济上升期的通胀高度明显下降

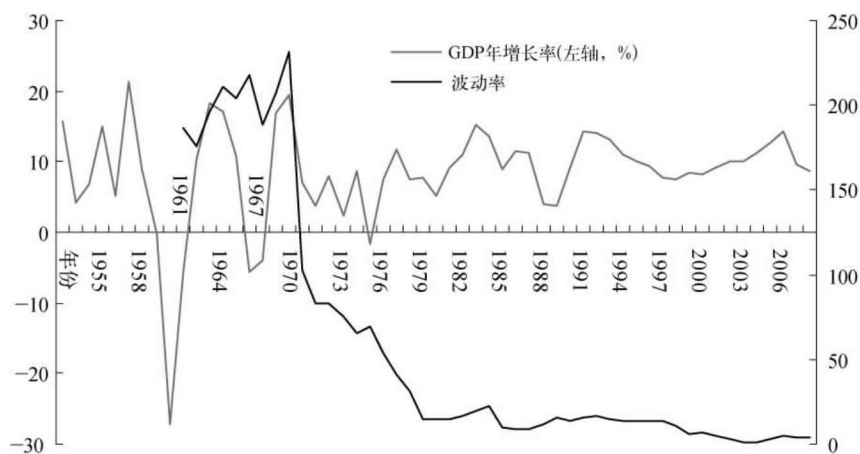
资料来源:CEIC 及课题组计算。

综合经济增长和通胀两方面,与此前周期相比,1998 年来的这轮周期首次出现了“高增长、低通胀”的新特征,经济上升期的通胀压力较前两轮经济周期有所下降。

(四) 1998 年至 2008 年经济波动性加速下降的统计证据

按照布兰查德(Blanchard)等人^①的方法,我们用 GDP 增长率的 10 年滚动方差度量经济的波动性。首先,中国经济的波动性经历了长时期下降。图 4 显示,宏观经济在 20 世纪 60 年代巨幅动荡,不过从 70 年代波动性就开始大幅下降,但由于基数较高,波动幅度仍相对较大,直到改革开放以后,经济波动性才稳定在相对低位。

^① Olivier Blanchard; John Simon, “The Long and Large Decline in U. S. Output Volatility”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2001, No. 1. (2001), pp. 135 - 164.



注：波动性以 10 年滚动方差表示。

图 4 国民经济波动性的历史性下降

资料来源：CEIC 及课题组计算。

其次，上一轮经济周期经济波动性显著下降。图 5 显示，20 世纪 80 年代和 90 年代中期的经济波动性虽然较改革开放以前明显下降，但经济运行依然起伏明显，自上一轮经济上升周期(1998—2008)开始，经济波动性才再次出现显著下降到一个较低波动平台运行。

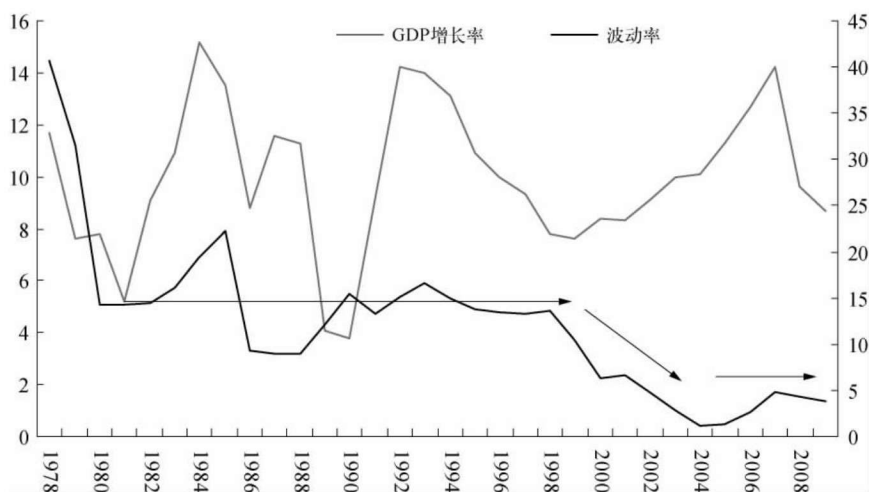
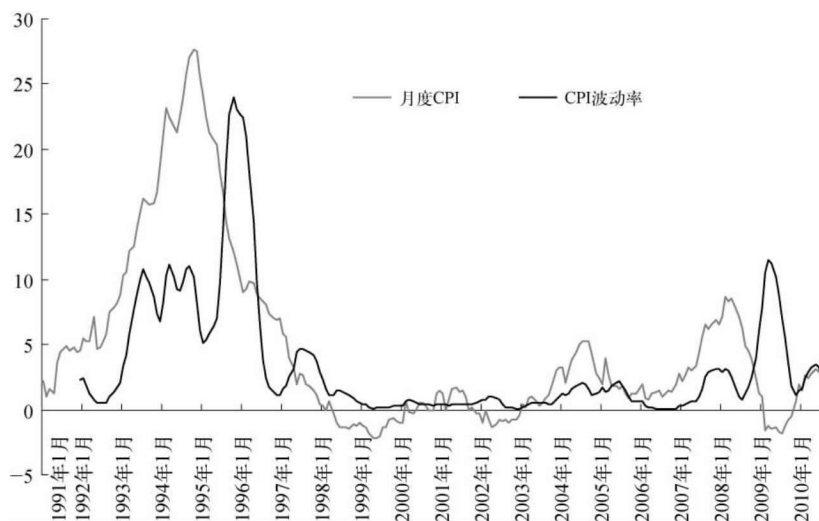


图 5 改革开放以来国民经济波动性

资料来源：CEIC, 及课题组计算。

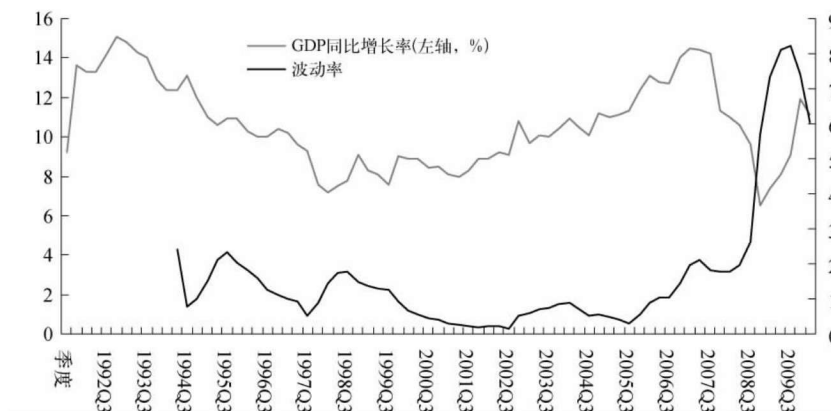
最后,在物价方面,从1998年开始通胀波动性进入了前所未有的平稳期。这里的波动性以月度CPI的12个月滚动方差表示。通胀的波动性在2004年至2005年和2008年略有上升,但与20世纪90年代中期的大幅波动相比,是相当平稳的。



注：波动性以12个月的滚动方差表示。

图6 1990年来的通胀波动性

资料来源：CEIC。



注：波动性以12个季度的滚动方差表示。

图7 1990年来国民经济波动性

资料来源：CEIC。

显然,金融危机的冲击大幅加大了经济的波动性。图7用较近的季度数据展示了金融危机对经济波动趋缓趋势的干扰。其中,波动性用12个季度的滚动方差表示。2008年下半年以来,经济波动明显加剧。值得追究的是,冲击过后,国民经济是否会重新回归平稳?对此我们将在后续文章中讨论。同样,金融危机的影响打破了物价波动的波澜不惊。图6显示,2009年物价从2008年的温和通胀进入了通缩区间,通胀的波动性随之大幅增加。

二、经济周期波动性下降的新机理

(一) 有关经济波动趋缓的各种流行解释

20世纪80年代中期以来,美国等主要经济体出现了所谓“大缓和”(Great Moderation)时期,表现为高产出、低通胀,同时产出和通胀的波动幅度明显下降。对全球经济波动性趋缓,有三种流行解释。

一是经济运行出现了结构性变革。这种观点认为,经济制度、技术、企业行为以及经济运行中的其他结构性改变,提高了经济吸收冲击的能力。首先,以信息互联网技术为核心的“新经济”的崛起,显著提高了劳动生产率,使得产出扩张和物价稳定同时得以持续。美联储前任主席格林斯潘就是“新经济”这一概念的首创者和鼓吹者。其次,一些经济学家强调,存货周期对经济波动的影响很大,而计算机和通讯技术进步,帮助企业提升了存货管理的能力,从而减少了存货波动的影响。最后,其他结构性因素,比如金融市场深度的拓展和金融创新的加快、产业管制的放松、经济结构从制造业向服务业的转型,以及经济开放度的提升和国际资本流动都有助于提升经济的弹性和稳定性。

二是宏观经济政策特别是货币政策有了明显改善。以伯南克为代表的经济学家认为,货币政策对经济波动性的下降功不可没。^①一些学者发现,美国等发达经济体产出波动性和通胀波动性具有很强的关联。比如,美国经济在战后初期的波动性很高,但1955年至1970年间,通胀率波动性下降之后,产出的波动性也显著下降。产出和通胀的波动性在20世纪70年代和80年代上半期均大幅上升,而在1984年后两者又都进入下降通道。经济学家普遍相信,70年代的高通胀与当时货币政策的失误有关。同样,经济学家认为,货币政策对于80年代中后期以来的通胀下降至关重要,既然通胀波动性和产出波动性有着明显关联,那么,货币政策也就对产出的稳定发挥了很大的作用。得益于宏观经济学和货币经济学的发展,80年代以来中央银行家更好地理解经济波动的原因,尤

^① Ben S. Bernanke, “The Great Moderation”, At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC. February 20, 2004. <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2004/20040220/default.htm>.

其是对 70 年代“滞胀”机理的理解。在货币政策实施上,货币当局注意增加了政策透明度,改善了与公众的沟通,减少了反通胀的成本。学者们发现,1979 年上台的沃克尔以及其后的格林斯潘担任美联储主席期间,美联储的货币政策出现重要转折,调整利率更加按照泰勒规则。更加温和的通胀以及菲利普斯曲线效应使得产出的波动性随之下降。

三是经济系统遭受冲击的力度和频率显著降低。这意味着,宏观经济波动性的下降只是因为“好运气”,而不是因为经济内在稳定性的增加,或者是政策方面的改进。一些实证分析支持了这一论点。特别是,1973 年至 1974 年的阿拉伯国家石油禁运,以及 1979 年至 1980 年间出现的伊朗革命和随后的两伊战争,导致了石油价格在 70 年代和 80 年代初两度高涨,并对主要经济体造成重大的供给面冲击,并致使总产出减少和通胀上升,进而诱发滞胀,而此后的油价波动相对平稳。

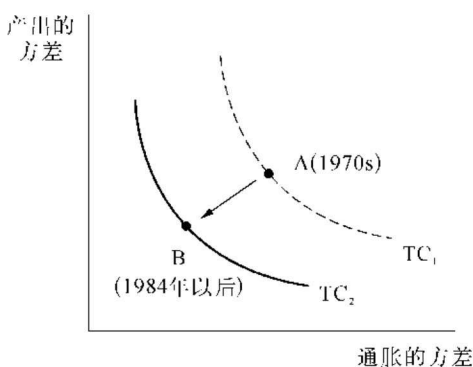


图 8 全球经济趋稳各种理论的图解

资料来源:伯南克(Bernanke,2004)。

用图 8 对上述三个解释做个简单比较。在一些假设下,可以证明,决策者长期面临着产出波动和通胀波动之间的权衡。产出波动和通胀波动之间的替代关系,被命名为泰勒曲线。以滞胀情形为例,决策者可以降息来缓解衰退(减少产出波动),但这将进一步推高通胀(增加通胀波动);相反,决策者可以加息抑制通胀(减少通胀波动),但这会加剧衰退(增加产出波动)。图中 A、B 两点分别代表(高产出波动、高通胀波动)和(低产出波动、低通胀波动),它们分别在 TC_1 和 TC_2

两条泰勒曲线上。第一和第三种解释都认为,70 年代经济在 TC_1 上运行,而在 1984 年后,因经济结构的改变或负面冲击的减少,经济改在 TC_2 上运行,产出和通胀波动的组合也就从 A 点过渡到 B 点。第二种解释认为,70 年代的经济政策没有让产出波动和通胀波动达到最优组合,即现实中达到的组合(A 点)不在泰勒曲线 TC_2 上,而之后政策的改进让产出波动和通胀波动组合回到了泰勒曲线上的 B 点。

这些解释所指向的政策含义有着重大区别。如果经济波动的缓和是货币政策带来的,那么这种波动减缓就是有益的,政策应该持续努力减少波动;如果波动是技术创新或企业管理水平的提升,那么政策就应该激励企业继续改善;而如果仅仅是因为好运气,那么政策就应该意识到,经济波动趋缓只是暂时的,政策

应该为运气的转换做好准备。

（二）评价各因素的影响：来自经济运行新特征的证据

1. 外部环境因素

发达经济体整体性地出现了波动放缓,这意味着“大缓和”存在一些国际因素。中国宏观经济的波动性从 1998 年开始出现了显著而持久的下降,而这一时期也是中国全面融入全球化的时期。推动经济增长的动力由此前的农村和乡镇企业发展,转为全球化红利。中国经济外向型程度大幅增加,也意味着外部因素对经济周期影响的加大。

如果说世界主要经济体在 80 年代中期后遇上了油价波动下降的“好运气”,那么中国经济的好运气则是经济开放赶上了全球经济的大缓和。图 9 显示,在 1998 年至 2008 年经济上升的这段时期里,美国经济波动性一直保持在历史低位。2000 年至 2001 年的高科技泡沫破灭和“9·11 事件”也没有明显加剧美国经济的波动性,2000 年以后中国宏观经济波动更是明显下降。同样地,中国经济在金融危机冲击下波动明显加剧(参见图 7),则在一定程度上源于好运气的结束,这也从反面证明外部环境的重要性。

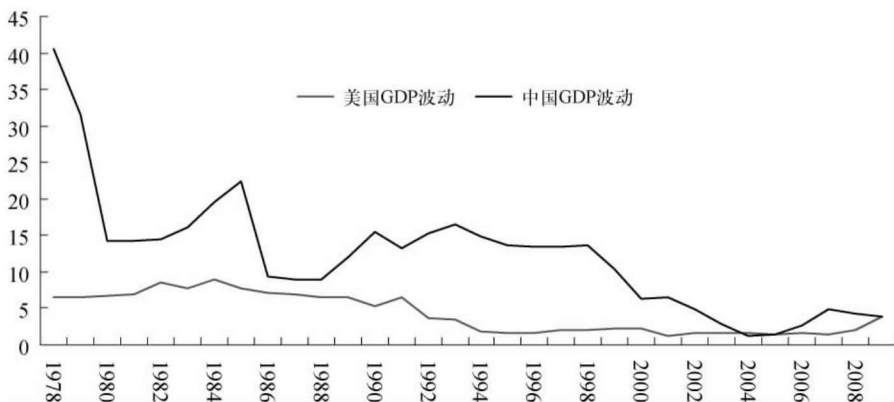


图 9 中国经济波动性下降的“好运气”

资料来源：CEIC 及课题组计算。

进一步的统计分析支持了这一猜测。表 1 的恩格尔—格兰杰因果检验显示,改革开放以来,美国产出波动性的下降是中国经济波动趋缓的原因,而两国 GDP 增长波动性的回归系数显示,美国经济波动性下降 1 个单位,中国经济波动性会下降 2.56 个单位。检验同时表明,中国经济波动性的下降并不是美国增长波动性下降的格兰杰原因。这显示出在过去 30 年中,美国在中美经济互动中占据主导地位。

表 1 美国波动冲击与中国经济波动趋缓(1978—2009)

美国增长波动性下降是中国增长波动性的格兰杰原因吗?	是***
美国增长波动性与中国增长波动性的回归系数	2.56***
中国增长波动性下降是美国增长波动性下降的格兰杰原因吗?	否***

注：恩格尔—格兰杰检验的滞后期为默认值 2；*** 表示在 1% 以下的显著水平。

2. 产业结构变化

对中国经济而言,经济运行出现的最大变化之一在于产业结构变化。图 10 描述了一二三产业增长率的滚动方差。可以发现,随着市场经济体制的推进,第一和第三产业的波动性在改革开放以来都经历了倒 U 型曲线变动,而第二产业的波动则从 1978 年的高位大幅回落,并从 1986 年开始经历了一个倒 U 型周期。相比之下,第一产业的波动从 1985 年就进入下降周期,第三产业从 1994 年开始进入下降周期,而第二产业的波动下降最晚,从 1998 年才开始。出现这种差异的一个解释是,市场化进程越早,波动下降得也越早。市场化改革最早在农村发轫,第三产业主要是在体制外发展,而第二产业在经历 20 世纪 90 年代中期艰难的国有企业改革之后,才明显加快了市场化进程,波动性也才出现持续下降。

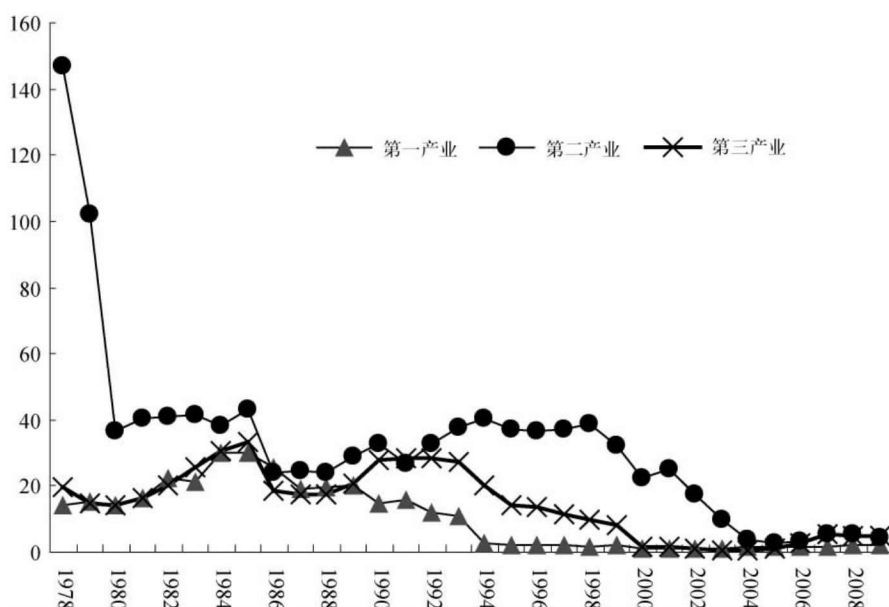


图 10 三次产业的滚动方差

资料来源：CEIC 及课题组计算。

为考察各产业本身波动性变化以及产业份额变化的综合影响,我们进一步计算了各产业的加权增长率的方差,其权重为上一年各产业占国内生产总值的比重。图 11 显示,考虑到权重的变化,第二产业波动性的下降是宏观经济波动从 1998 年持续下降的决定性因素。对照图 10,第一产业本身的波动性在 1998 年前后没有发生变化,但由于其波动性要远小于二三产业,同时第一产业的权重持续下降,因而也降低了整体波动性。第三产业在 2000 年至 2004 年间的波动性下降明显,但此后波动有所上升。

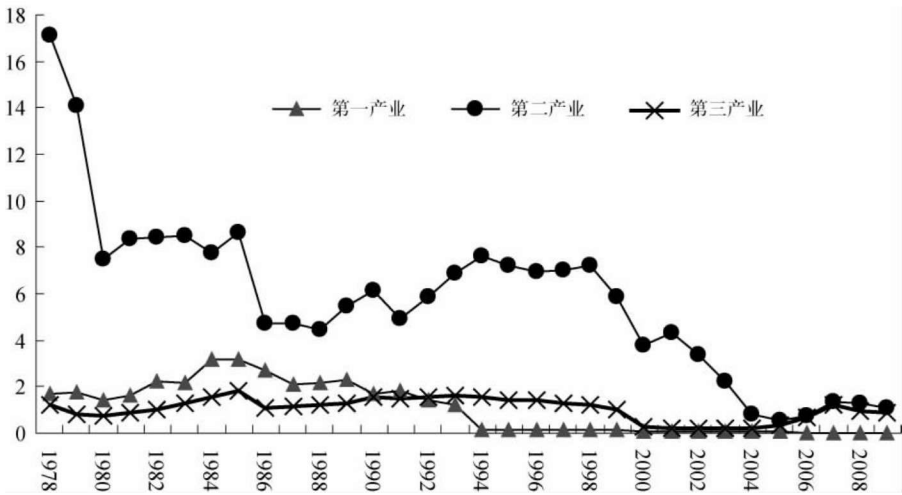


图 11 三次产业的加权滚动方差

资料来源:CEIC 及课题组计算。

下面考察各产业对总体经济波动性的贡献。国内生产总值增长率的方差 (σ_{gdp}^2),可以分解成三次产业增长率的方差以及它们之间的协方差:即

$$\sigma_{gdp}^2 = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^3 \sigma_{ij} \quad (1)$$

其中,当 $i=j$ 时, σ_{ij} 为相应产业加权增长率的方差, $i \neq j$ 时, σ_{ij} 为 i 和 j 产业加权增长率的协方差。各产业对 GDP 增长率方差的贡献度为:

$$r_i = \left(\sum_{j=1}^3 \sigma_{ij} / \sigma_{gdp}^2 \right) \times 100 \quad (2)$$

我们将计算结果用图 12 展示。在整个时期,第二产业都是经济波动的最大来源,平均的贡献度超过 50%,即便在 1998 年经济波动开始持续下降时,第二