

中国经济的夏天

◎ 中国经济的温度逐渐升高，这是因为发生了季节性的变化



当前宏观经济形势和宏观政策分析

◎ 余永定 何帆 主编

中国青年出版社

◎ 中国经济的温度逐渐升高，这是因为发生了季节性的变化

中国经济的夏天

当前宏观经济形势和宏观政策分析

◎ 余永定 何帆 主编

中国青年出版社

(京)新登字 083 号

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济的夏天：当前宏观经济形势和宏观政策分析/余永定、何帆主编. —北京：中国青年出版社，2005

ISBN 7-5006-6184-3

I. 中... II. ①余... ②何... III. 宏观经济-经济分析-中国 IV. F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 020791 号

*

中国青年出版社出版 发行

社址：北京东四 12 条 21 号 邮政编码：100708

网址：www.cyp.com.cn

编辑部电话：(010) 84046485 营销中心电话：(010) 64965904

北京中科印刷有限公司印刷 新华书店经销

*

880×1230 1/32 8.75 印张 2 插页 200 千字

2005 年 4 月北京第 1 版 2005 年 4 月北京第 1 次印刷

印数：1-5000 册 定价：16.00 元

本图书如有任何印装质量问题，请与印务中心质检部联系调换

联系电话：(010)84047104

前言

“那是最美好的时代，那是最糟糕的时代；那是智慧的年头，那是愚昧的年头；那是信仰的时期，那是怀疑的时期；那是光明的季节，那是黑暗的季节；那是希望的春天，那是失望的冬天；我们全都在直奔天堂，我们全都在直奔相反的方向。”当我们审视中国当前宏观经济形势的时候，狄更斯《双城记》中的这段名言萦绕在我们的脑海中。进入 21 世纪，各种迹象表明，中国经济正进入一个新的扩张时期。2003 年，即使遭遇 SARS 冲击，中国经济仍奋力达到出人意料的 9.1% 的高速增长。2004 年经济增长的势头更加迅猛，出于对经济过热的担心，政府实施了宏观调控措施，中国经济从亢奋走向平稳，实现了 9.5% 的增长率。在这一轮狂飙突进的经济增长中，掺杂着太多的故事：消费升级、投资过热、粮价上涨、能源危机、低效的银行、错位的政府、非凡的企业家精神……在中国经济的舞台上齐奏着看似杂乱无章的大合唱。更令人迷惑的是，政府和公众均表现出对宏观经济的热切关注，他们期望宏观经济学家们能够对宏观经济的现状和未来走势做出较为准确的分析，然而这一次恰恰是经济学家歧见纷呈，对经济形势的判断与政策主张莫衷一是的时候。

我们在本书中试图寻找一个讨论宏观经济的较为严格的分析框架。我们希望能够用现代经济学的语言对当前宏观经济讨论所涉及的问题进行重新表述，以便使得有关的讨论能够更有针对性和建设性。

当前宏观经济讨论中最有争议的词可能就是“经济

过热”。严格来说,这并不是一个经济学术语。翻开经济学教科书,我们几乎找不到关于经济过热的说法,甚至查找权威的经济学词典,也找不到经济过热这样一个辞条。所谓“经济过热”,仅仅是大众媒体喜欢采用的一个说法,而且用“过热”来判断当前的中国经济显然是有误导性的。以自然界的变化来讲,8月份的气温一定会比3月份的气温要高,但是这并不意味着8月份是“过热”,而是因为出现了季节的变化,从万物萌动的春季进入了热火朝天的夏季。我们将书名定为《中国经济的夏天》,就是想表述如下判断:

我们认为,中国经济刚刚走出通货收缩,进入快速增长阶段。中国的经济增长速度并未严重背离历史趋势。2004年中国的通货膨胀一度出现升温,到目前为止仍然面临着一定的通货膨胀压力,但是从历史比较和国际比较的角度来看,中国的通货膨胀率仍处于较低水平,经过适当的政策措施,完全可以被控制在可以忍受的程度之内。2003年以来投资的“超常”增长(特别是在房地产、基础设施、汽车、某些出口部门的投资增长)在很大程度上是1997年以来政府实行扩张性财政、货币政策的结果。一些部门如电力、钢铁等出现了瓶颈,但这有可能是对过去投资不足的补偿。换言之,2003年以来的投资增长中,有些增长是一次性的,有些虽然不是是一次性的但增长速度会自动下降。从经济周期的角度来看,中国正处于一个上升时期,中国经济在走完了崎岖山路之后,将驶上风驰电掣的高速路;经过20多年的改革,中国经济的自主增长力量有了很大的提高,市场经济已经从涓涓细流汇成

滔滔江水；改革初期人人获益的帕累托改进已经结束，中国经济和社会中的深层次问题逐渐浮出水面。中国的改革一直走的是渐进式道路，在增长的过程中逐渐化解矛盾。不难看出，持续稳定的经济增长对于中国的改革进程至关重要，颇有点像《生死时速》中的那辆公共汽车，速度太快或太慢都会引发爆炸。如果不在经济形势较好的未来20年内想办法拆除隐藏的炸弹，到车速降下来，必定大难将至。

审时度势，我们认为，目前中国政府经济政策的主要目标应该是稳定经济增长速度，进一步深化经济改革，改善经济结构，包括需求结构，特别是投资结构。由于经济发展中的诸多不确定性，以及经济政策与政策对实际经济产生作用的非同步性，这种调整必须是非常谨慎的。在对经济结构进行调整的同时，应该尽量采用间接调控的方式，以便避免在纠正经济失衡的同时制造新的失衡。

赵晓和覃东海在第一章里介绍了当前国内外经济学界对中国经济形势的分析和争论。尽管围绕着对宏观经济的判断，各家观点不一，但是如果动态地观察各派的争论，能够看出，一是在经济是否过热的问题上，争执在弱化，共识在达成，即越来越多的学者对投资的高速增长表示忧虑，局部过热之说非常流行。二是就通货膨胀是否会重现的问题，共识在弱化而争执在抬头，但始终坚持严重通货膨胀将降临的学者仍然鲜见。三是对中国经济潜在增长率的想法差距并不大。大抵判断过热的经济学家与判断经济增长健康的经济学家都认为9%是中国经济增长的正常水平。经济学界同时出现了宏观经济调控的

争论,各家学者对于究竟使用行政措施还是市场手段、中国经济究竟会出现硬着陆还是软着陆、宏观调控应该着眼于总量调控还是结构调整等问题展开了激烈的辩论。这些辩论不仅反映出了学者们所应用的分析框架和逻辑的不一致,而且也体现出来宏观调控过程中各种利益之间的博弈。

中国经济的增长也越来越多地引起世界各国的关注。由此引发了国际上对于中国宏观经济走势和中国在世界经济中地位的讨论。尽管国际有名的投资银行、国际机构和著名学者围绕中国经济纷纷发表了自己的观点,其中也不乏真知灼见,但也有很多判断不免有雾里看花之嫌。如何判断中国在世界经济中的地位呢?我们大致可以得到以下几个判断:第一,中国经济对世界经济的影响更多是增量上的而不是存量上的,中国经济还不能影响世界经济发展趋势,但是已经影响到了世界经济的波动;第二,中国经济对世界经济的影响更多是区域性的而不是全球性的,中国经济已经成为东亚地区经济增长的引擎;第三,中国经济对世界经济的影响更具有将来意义而不是现实意义,随着中国经济实力的不断增强,全球经济中的中国色彩将越来越强。

余永定教授在第二章首先回顾了中国宏观经济在过去20多年来的发展轨迹,并得出了一些经验上的“拇指法则”。余永定教授指出,中国的经济增长速度和通货膨胀率有着高度的相关性。通货膨胀变化对经济增长变化的滞后大致有一两年左右。当经济增长处于上升阶段时,只要经济增长速度超过10%,通货膨胀率在第二年就会

超过 10%。如果经济增长速度不超过 9.5%,通货膨胀率就不会超过 5%。但是,遗憾的是,在过去 25 年中,中国政府从未能够成功地将经济增长速度维持在 9%左右的水平,哪怕是將这一速度维持两年。当中国经济增长超过 9%之后,要么政府因为没有作为而听任通货膨胀率急剧提高,要么政府实行严厉的紧缩政策并导致通货收缩。作为从经验中得出的中国宏观经济的“拇指法则”,我们就能理解,政府对经济过热表示担心是理所当然的。但是,现在的情况可能和过去真的不同了。余永定教授指出,从潜在总供给的不断增长来看,当前中国经济的高速增长有其客观性,从创造更多就业机会的需求来看,保持高速增长又有其必要性。为了实现中国政府确定的就业增长目标,GDP 增长率至少应该在 8.5%以上。

余永定教授指出,当前中国经济中的突出问题是投资的增长速度过快。从各部门对投资增长的贡献来看,房地产开发、地方政府主导的基础设施建设、出口部门(特别是轻工、纺织、机械部门)和汽车的投资增长是 2003 年以来投资增长的主要推动力量。而在所有这些部门之中,房地产开发投资的增长是最重要的推动力量。房地产开发、基础设施投资的增加带动了冶金、电力和机械工业等部门投资的增加。显然,如果认为出现投资过热,就应该从抑制最终产品和基础设施投资着手,否则,由于原材料、能源和其他投入品供不应求,原材料、能源和其他投入品的价格必然进一步飙升。

如何判断未来宏观经济的走势?余永定教授特别指出,我们需要关注的并不是通货膨胀率,而是通货膨胀是

否会出现加速恶化的趋势。而这又需要判断总供给和总需求之间的缺口的动态变化。从供给的角度来看,中国的潜在产出增长率应该在8-9%左右。这意味着只要中国经济的增长速度能大致维持在这一水平上(特别是不要超过10%),中国的通货膨胀率是可以维持在一个可以接受的水平上的(例如5%左右)。从需求的角度来看,本次需求的增长主要是投资需求的增长。而在投资需求增长中最重要的推动因素是房地产投资的增长,其次可能是地方政府主导的基础设施投资的增长。这种增长在很大程度上是政策导致的,因而,只要对在通货收缩期间所制定的鼓励房地产发展的政策(包括土地使用政策)进行适当的调整,对地方政府的投资严加控制,中国决策者就能够将总需求的增长速度稳定在9%左右的水平上。

余永定教授对于货币政策和财政政策提出了自己的建议。当前货币政策处于捉襟见肘的局面,在很大程度上是因为可以采用的货币政策工具少于货币政策目标。由于需要维持汇率水平稳定,事实上制约了货币政策的自主性。由于中国政府选择了固定汇率和资本自由流动(或加速放松资本管制)的某种结合,为消除经常项目顺差和资本项目顺差导致的本币升值压力,中央银行必须买入外币卖出本币。流通中本币数量的增加必然导致通货膨胀压力的增加。为了防止(或抑制)通货膨胀,中央银行必须提高利息率和(或)降低货币供应量的增长速度。如果要控制货币供应量的增长速度,中央银行就必须对因干预外汇市场而释放出的货币增量进行对冲。当前,央行的对冲政策主要依赖于发行“央行票据”。然而,商业银行对

央行票据的需求是有限的，对冲操作还能持续多久值得关注。关于利率政策，余永定教授指出，长期的低利息率和负利息率不利于资源的优化配置和经济效益的提高。利息率低是造成企业过度投资和投资效益低下的重要原因。由于中国企业对于间接融资的高度依赖，投资效益低下必然导致不良债权的增加，并通过银行危机和金融危机影响中国的宏观经济稳定。在理想的市场经济中，自由浮动的利息率是决定企业投资还是不投资以及投资多少的重要“筛选器”。提高利息率将迫使企业停止投资于低效率的项目，从而改善资源配置、提高经济的整体效益。对于中国而言，只有适当提高利息率、加速利息率自由化的步伐，让利息率充分发挥“筛选器”的作用，才能从根本上解决当前投资结构失衡、效益低下的问题。

宏观经济讨论中莫衷一是的现象一方面反映了经济现象自身的复杂性，另一方面也同时反映了争论双方缺乏一个可供参照的客观标准和依据。在宏观经济学中，用来判断经济是否过热的标准是看潜在总供给（潜在产出）与实际总供给的缺口即产出缺口。章奇在第三章通过计算中国的潜在总供给和产出缺口，为分析当前宏观经济形势和预测未来经济走势提供了一个参考。

章奇在第三章主要介绍了两类估计潜在产出的方法，一类是趋势法，一类是生产函数法。趋势法主要通过统计方法剔除经济增长中的波动因素，找到一个线性的增长趋势，并用实际值和趋势值进行比较。这种方法中最常用的是HP滤波法（Hodrick-Prescott filter）。生产函数法主要通过估计生产函数和半对数生产函数来模拟潜在

产出,并进一步得到产出缺口。此时的潜在产出水平即在投入水平发生变化的情况下,和稳定的通货膨胀率相一致的最大产出水平。由于生产函数法可以模拟经济结构的变化(例如人口老龄化以及“新经济”的发展,等等),因此这种方法的政策含义更强。通过使用这两种方法计算中国的潜在产出,我们发现:(1)无论采用何种方法计算,潜在产出水平都一直在上升。鉴于中国劳动力相对丰富的禀赋结构,对潜在产出造成上限约束的主要是资本而不是劳动力。从长期来看,资本存量会因为资本积累而不断上升,这导致潜在产出水平在长期内也是不断上升的;(2)按照生产函数法所估计的2003年产出缺口为负,这说明经济还未出现真正的过热。而HP滤波估计的结果却正好相反,说明2003年经济已经开始过热。或者更准确地说,按生产函数法的估计结果是经济正在向过热状态逼近,而按HP滤波方法的估计结果是已经过热;(3)无论是哪种状态,综合考虑它们的即时状态和变化周期,可以得到的结论却是相似的,即经济有点热,但并没有达到过热的状态,并且过热状态在近期内基本上是不太可能的。

姚枝仲在第四章专门分析了中国的高投资率。投资波动一直是决定中国经济大起大落的主要原因。此外,中国的投资率不仅远远高于美国等发达国家的投资率,而且也高于改革开放以前的投资率。这一现象是比较令人费解的,过去的经济学理论总是认为在计划体制下存在预算软约束,因此政府和企业出现了投资饥渴症。市场化的改革本来应该弱化预算软约束和投资冲动问题,为什

么投资率却依然居高不下呢？

姚枝仲提出了城市化假说：随着城市人口的增加，必然伴随着城市规模的扩大和城市基础设施的建设。城市化所带来的城市基础设施投资和房地产投资又必然带来钢材、水泥等建筑材料和家居用品、家庭装修、装饰等行业的增长，进而也带动这些行业的投资增长。另外，城市的积聚效应将使在城市的投资享受到规模经济的好处，城市化本身可以提高投资回报率，促使投资增加。因此，城市化是导致中国高投资率的主要原因。

姚枝仲认为，资本品比消费品有更高的相对价格是城市化过程中的一个正常的现象，宏观政策没有必要通过刺激消费，抑制投资来消除两者的价格差异。宏观调控的目标应该是维持资本品和消费品的比价按照一个适宜的速度逐步上升。如果出现了资本品价格过度上涨，而消费品价格仍然基本不动的情况，并不能认为经济已经出现了过热而采取全面的紧缩政策。为了遏制资本品价格的过度上涨，适宜的宏观调控政策是抑制对基础设施和房地产投资的需求，比如遏制地方政府建设形象工程、重复投资于基础设施的冲动。如果从投资的角度采取紧缩政策，比如对钢铁、水泥等行业采取的压缩规模、停止贷款的方法，反而会引起供不应求，刺激资本品价格的上涨。即使通过行政方式强行地打压了资本品价格，但是，当期的资本品价格下降将刺激下一期投资高涨，所以宏观调控很可能不仅没有熨平投资波动，反而会加剧投资的大起大落。所以，在某些情况下，甚至可以对资本品的生产领域和生产资本品的投资领域采取鼓励政策。

房地产业在过去几年可能是发展最为迅猛的行业之一,同时也是争议最大的行业之一。在当前的宏观经济讨论中,房地产业受到普遍关注,不仅是因为房地产业的投资增长是导致投资高速增长的最重要因素,而且也因为所谓房地产泡沫的争论。在这种众说纷纭的背景下,全面地考察和评价当前的中国房地产行业,不仅对经济决策提供有益的参考,而且可以帮助我们正确分析经济形势。第五章为此提供了三种角度不同甚至在有些方面可以说是针锋相对的观点。

尹中立分析了房地产业高速发展的原因以及其对中国经济的影响。他的基本观点是在某些地区的房地产业已经存在着泡沫,因此需要采取措施禁止房地产的炒作,同时增加对经济适用房供给。殷剑峰博士则认为就全国房地产市场而言,房地产价格的形成是由供求基本面决定,房价工资倍数基本合理。“泡沫”论得不到数据支持,因而难以成立。就部分地区而言,房地产价格的形成存在疑问。其中,北京房地产市场的利润空间很大,地价上涨速度以及地价占造价的比例过大;上海、福建、安徽、海南住宅售价增速远远快于工资上涨速度和城市就业比例的增速,应该警惕;浙江、福建、辽宁、安徽的地价上涨速度过快,这是房价上涨压力的主要来源之一。由于我国大部分地区的城市化水平较低,因此,房地产市场必然会随着城市化进程而逐步发展,房地产业将是我国经济自主增长的主要动力之一。姚枝仲博士回避了房地产是否存在泡沫这一争议,他认为,是否需要对房地产行业实行宏观调控措施,关键要看房地产市场波动是否会带来宏

观经济的波动。如果房地产市场造成了重大的宏观经济不稳定,那么不管是不是存在价格泡沫,不管房地产市场的波动是不是市场自发形成的,也不管从长期来看房地产价格是不是还会高出很多,都应该对房地产市场采取一定的宏观政策措施。

巴曙松和华中炜在第六章讨论了通货膨胀问题。有两种因素会影响通货膨胀率的变化。有一类通货膨胀是由需求拉动的。在菲利普斯曲线中表现为较低的失业率将推动通货膨胀率提高,而较高的失业率将推动通货膨胀率降低,这说明影响通货膨胀主要来自于总需求方面的因素;另一类通货膨胀是由供给推进的,比如在总供给方面出现了外来的冲击,如西方国家在 20 世纪 70 年代遭遇的石油价格提价。一般我们将这种通货膨胀称为成本推进或供给冲击型的通货膨胀。

从总需求的角度,尽管农民收入有了较大水平的提高,中国经济中也出现了一些消费热点,但是制约消费的根本因素并未好转,目前的消费需求不太可能达到与投资同步的热度和效果。在消费需求没有明显提升的状况下,一些过热行业投资若不降温,一段时间后可能出现生产能力全面过剩、物价水平不断下降的通货紧缩情形。从总供给的角度来看,粮食和食品价格上涨是导致 2004 年通货膨胀抬头的主要原因。但是,随着粮食价格走稳,其对通货膨胀的压力正在缓解。不过,需要注意的是,由于电力、钢铁和石油等能源和原材料的价格不断走高,上游产品提高价格是否会传导到下游产品的价格并最终引起全面的通货膨胀,这是一个值得关注的问题。巴曙松和

中炜也分析了上游产品和下游产品之间的价格传导机制。随着中国经济的开放度的逐渐加大,国内经济受到来自全球的影响也随之加大。输入型通胀有价格传导、需求传导、流动性传导、预期效应传导等途径,其中,国际间的价格传导影响最为明显。

如果当前的宏观经济被确诊为“过热”,那么,造成经济过热的原因当中人民币升值预期难辞其咎。如果不是人民币升值预期,不会有那么多的外资争先恐后地进入中国的房地产业,为局部的房地产泡沫推波助澜;如果不是人民币升值预期,货币当局也不会面临那么大的外汇占款压力,基础货币供给上升速度也可能要平稳得多;还是因为人民币升值预期作怪,货币当局在通过控制供给预防经济过热的时候,手中传统货币政策空间越来越小,无论是公开市场业务、再贴现政策还是准备金政策,收缩市场流动性的同时也意味着人民币资产收益率的提高,这可能会进一步加重人民币升值预期以及货币当局外汇占款的压力。在政策调控上,克服人民币升值预期与遏制经济过热对货币政策提出了截然相反的要求,一个要求降低利率,一个要求提高利率,货币当局在克服通货膨胀潜在压力的时候进退维谷,左右为难。

人民币升值预期还会持续下去吗?这个问题对于当前的宏观经济政策,尤其是汇率政策与货币政策调整方向与政策着力点具有至关重要的意义。如果人民币升值预期迅速消退,货币政策空间自然也就被释放出来,货币当局可以把注意力放在调整国内利率、稳定货币供给方面。如果人民币升值预期还会进一步持续下去,通过货币

政策为国内宏观经济过热降温的政策空间会越来越小,解决问题的关键是汇率政策的调整。只有通过恰当的汇率调整释放了货币升值预期的压力,国内货币政策才有可能保持维护货币供给稳定与遏制宏观经济过热的能力。张斌在第七章讨论了人民币汇率政策调整的目标,评价了当前流行的几种汇率制度改革方案,并提出了汇率调整的时机和次序。

在国内的宏观讨论中,定性分析往往多过定量分析,对于重大政策决策的制定而言,缺乏相应的定量分析往往会使得决策者对政策的效果难以判断。中国社会科学院世界经济与政治研究所近年来一直非常重视宏观经济模型的开发。以何新华为首,中国社会科学院世界经济与政治研究统计分析研究室研制开发了中国宏观经济季度模型(China_QEM),该模型采用了协整分析技术并强调了各项估计参数的时不变性,主要就是以政策分析为目的而设计的。何新华在第八章中利用 China_QEM 模型对上调存贷款利率和人民币升值进行了模拟。结果表明,上调存贷款利率虽然对控制固定资产投资十分有效,但却无助于抑制通货膨胀的加剧。而上调人民币汇率却可在通过进口价格的下降使通货膨胀降温的同时,也使固定资产投资得到适当的控制。因而得出的结论是:在当前宏观经济环境下,选择人民币升值优于上调利息率。值得注意的是,何新华的研究是在 2004 年 10 月央行加息之前做的,这一方面说明模型分析有很多留待现实进一步检验的地方,另一方面也说明理论研究需要有一定的前瞻性。

何帆在第九章主要回顾了宏观政策的最新动向,并对 2005 年宏观经济形势以及宏观调控措施进行了展望。我们认为 2005 年中国经济仍然将保持较为强劲的增长趋势,但和 2004 年相比,增长率会有所下降。2005 年宏观调控政策似乎可以顺水行舟,无为而治,但是改革措施却需要逆流而上,主动出击。2005 年决定经济增长趋势的是周期因素,过度的宏观干预,无论是从紧还是从宽,可能都只能带来不必要的扰动,所以宏观调控应该在巩固成果的基础上进行微调。中国经济运行的深层矛盾日益突出,但是稳定而相对高速的经济增长为推进改革提供了宽松的环境。金融部门改革滞后带来了资源的错误配置,引起经济周期的过度波动并积累了大量的潜在风险。只有进一步建设公共财政体制,才能够从根本上遏制地方政府的投资冲动,理顺中央地方关系,促进教育、公共卫生、减贫、农村发展等社会发展目标的实现。国有部门的垄断力量似乎有所回升,这对于非公有经济的发展是不利的。2005 年将考验我们的远见和智慧。

何 帆

2005 年 1 月