

朗润评论

利率是车 汇率是马

宋国青◎著

——中国宏观经济评论集



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

朗润评论

利率是车 汇率是马

宋国青◎著

——中国宏观经济评论集



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

利率是车 汇率是马: 中国宏观经济评论集/宋国青著. —北京: 北京大学出版社,

2014.4

(朗润评论)

ISBN 978-7-301-24075-5

I. ①利… II. ①宋… III. ①中国经济—宏观经济—文集 IV. ①F123.16-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 063493 号

书 名: 利率是车 汇率是马——中国宏观经济评论集

著作责任者: 宋国青 著

责任编辑: 周 莹

标准书号: ISBN 978-7-301-24075-5/F · 3918

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: em@pup.cn QQ: 552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

730 毫米×1020 毫米 16 开本 25 印张 450 千字

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 52.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

编者序

揭示数据背后的经济逻辑

宋国青教授是我国著名的经济学家。他在 20 世纪 80 年代初就参与农业改革研究，提出粮食统购改税的重要观点。1985—1988 年，国青教授在当时经济改革最重要智库之一——国家体制改革委员会中国经济体制改革研究所担任宏观经济研究室主任；1988 年 10 月—1995 年 6 月，他先后在美国普林斯顿大学经济系和芝加哥大学经济系访问与学习，1995 年 9 月回国在北京大学中国经济研究中心（CCER）任教至今，2012 年 3 月任中国人民银行货币政策委员会委员。

国青教授在北京大学工作近 20 年间，中国经济经历了世纪之交通货紧缩的洗礼，见证新世纪初年开放景气增长，近年又面临全新调整格局。面对开放宏观经济不断涌现的新现象、新矛盾、新问题，国青教授以其扎实的经济理论修养、独到的经济分析方法、深刻的国情体认与高度的职业专注，对宏观经济演变涉及的广泛问题作出非同凡响的分析评判。他的研究成果，无论是长篇报告还是短篇评论，都往往有异乎寻常的视角和力透纸背的洞见，引发学界和业内人士广泛关注。

国青教授研究学问与为人处世都十分谦和低调。作为一名热心的读者和同事，我劝他把研究成果结集出版，他或笑而不答，或顾左右而言其他。我曾建议出版社编辑约稿，也被婉言谢绝。今年恰逢北京大学中国经济研究中心成立 20 周年，我想借机采用“先斩后奏”的策略促成这本评论集的出版。于是，我先收集国青教授过去十余年发表的宏观经济评论文章，待出版社排版完成后再回头“倒逼”他许可授权。虽小费周折，这本评论集终究成功出版。

前期我共搜寻到国青教授 1998 年以来发表的约 60 万字的经济评论与访谈文字。去掉文字质量良莠不齐的访谈文章，又舍去不同媒体转载内容重叠度较高的文章，剩下 40 多万字。考虑到出版社编辑一再强调评论集篇幅合意上限，又割爱部分与特定时点经济形势联系紧密的时评，最后挑出本书辑录的文稿。文章大体以发表时间为序，我通读全书仅订正文字错漏，对极个别字句做技术性处理，但

对分析观点不做改动。另又按出版社责编要求对不同部分内容拟定一个标题，最终形成文集的目前样式。由于国青教授最终也不肯审校书稿，对本书文稿选择、内容编排、形式设计等方面可能存在的不妥或失误，应由我个人负责。

在 30 多年前大学读书时，我就对国青有关粮食统购改税报告的印象极其深刻。1995 年侥幸忝列 CCER 教职成为国青教授的同事，特别是近十年协助他主持 CCER/CMRC “中国经济观察”季度报告会，有幸多年就近动态地观察领悟他的经济思想和研究方法。我相信，如同国青教授早年统购改税研究成果已成为中国农业改革设计的精彩案例，他对世纪之交中国宏观经济进入以及走出通货紧缩的分析将成为这个时期宏观分析史的必读文献，他针对宏观经济短期形势的评论文章也具有重要学术价值。对于本书辑录的大部分文章，我在发表的第一时间就曾拜读，这次审订文集再次系统研读仍被国青教授的治学方法和研究成果的特点及成就吸引。

“经济预测第一人”

宏观经济时评重视短期经济走势的定量预测，国青教授为很多业内人士所熟悉关注，部分原因可能是由于他在数量预测方面的出色表现。例如，2008 年年底我国政府针对当时内外经济形势推出一揽子刺激政策，这一政策的实施效果如何成为随后学界讨论的热点问题，流行观点认为经济运行会呈现 L 形走势难以顺利复苏。在 2009 年 2 月 14 日 CCER /CMRC “中国经济观察”第 16 次季度报告会上，国青最早提出“需求快速回升可能性增大”；同年 3 月 30 日，他在评论文章中明确指出“总需求将强烈回升”。后来我国总需求 V 形回升形势证实了国青教授最先提出的预测观点。《证券市场周刊》于 2001 年开始对宏观经济学家有关宏观经济短期指标预测的实际成绩进行评比，在这项评比实施最初五年，国青教授有三年拔得头筹，被媒体誉为“宏观经济预测第一人”。

堪称传奇的事例应是国青教授对 2002 年经济增速“坐八望九”的预测。1998—2001 年我国宏观经济受通货紧缩困扰，2001 年的 GDP 增长率在 2002 年年初的初始公布值只有 7.5%，当时学界普遍认为 2002 年的 GDP 增长率与上年接近。在这一背景下，当年 4 月国青教授提出经济增长率“坐八望九”的高位预测观点可谓卓尔不群，当时引发多位同行学者撰文质疑。2002 年 4 月 22 日，《财经时报》专题报道写过这样的重话：“‘坐八望九’：要是预测对了，可以日进斗金；要是说错了，丢人又赔钱”。

实际情况是,2003年国家统计局公布的2002年的GDP增长率为8.0%,后来又将数值修正调整为9.1%,几乎完美印证了国青教授提出的“坐八望九”的预测观点。正是基于中国经济稳定走出通缩迎来新一轮景气增长的判断,他在2003年夏季再度语出惊人:“现在除了债券和狗屎,什么都可以买”,不久大商品期货价格大涨。这或许是宏观经济学家在投资方面所能提出的最出色建议。我不知道国青教授是否真得如上述媒体评论所言那样“日进斗金”,不过上述争议无疑印证和巩固了国青教授在宏观经济分析预测方面的声誉。

“数据大师”宋国青

经济学研究包括逻辑、历史、定量等基本分析维度。宏观经济变量覆盖经济整体,其状态与变动难以直接观察,而是要借助各类统计数据加以考察评估。研究宏观经济需要借助理论推理、机制分析、案例考察等办法,然而都不能替代对宏观经济变量的定量分析,不能替代对宏观经济数据的考察推敲。当代中国经济经历了长期深刻的体制转型,统计体系随之嬗变演进,因而特定时期在经济统计数据系统性、衔接性、准确性等方面都存在较多的局限与问题。研究者只有长期浸润于数据之中,才能使枯燥无味并且有时看似矛盾和歧义的数据,显现其内在逻辑联系。

国青教授无疑是数据分析的高手。他20世纪80年代初就潜心钻研中国经济数据。正是凭借对数据由来已久的重视与长期研究积累,也得益于其自创方法把官方统计指标同比变动率转换为环比变动率,国青教授才能在1997年年末最早报告中国经济已进入通货紧缩状态,才能在2003年提出中国成为增量意义上的2号超级大国。同样是基于孜孜矻矻的数据工作,他才能在2007年6月写出“货币度量有问题”的短评,指出当时以肉价飙升为表象的新一轮通货膨胀的货币本质。在“中国经济与中国影响力”一文中,国青教授回忆当年研究1989年总需求疲软面临认识困惑,大概有两年多的时间经常看着两张数据图发呆。正是几十年对经济数据打坐禅定般的执着探究,国青教授才达到被汪丁丁教授称誉的“数据大师”境界。

货币分析见功力

紧密结合中国经济改革发展的实际,创造性地借鉴践行货币学派的分析方法,是国青教授研究宏观经济方法的突出特点。国青教授很早就指出,研究宏观经济需重视“统一的逻辑分析框架”,这是科学分析同“拍脑袋”评论和刻意追求耸人听闻观点的本质区别。重视分析框架的一般要求,自然体现为经济学家对基本分

析框架和视角的选择。国青教授显然较多地坚持采用现代货币学派的分析方法，他的研究在某种程度上或可看做中国货币学派研究实践的最重要成果。他从货币分析视角分析不同时期开放宏观经济的重大现象并给出逻辑一致的解释，又在短期问题分析与建立开放型市场经济体制的长期目标之间打通衔接，这为观察分析我国转型期的开放宏观经济提供了认识利器。

仔细理解体认国青教授的经济思想，需要研究他的研究论文和分析报告，不过从短评文章也能清晰看出其货币分析视角的影响，突出体现在他对实际利率影响宏观经济一以贯之的重视与强调。以过去十余年宏观经济分析为例，不同于流行观点在分析通货紧缩时可能强调产能过剩作用，在解释通货膨胀时又可能强调不同结构变量的影响，国青教授一直重视实际利率变动在宏观经济不同周期阶段的机制作用，这有助于使宏观分析避免套套逻辑而回归科学范式。他在分析 20 世纪 80 年代宏观经济波动时，就已十分重视实际利率变动对宏观经济的影响。他早年采用边际分析逻辑解释统购统销体制下的农民行为，构成其提出统购改税改革观点的经济学基础，他从实际利率角度分析宏观经济多方面的表现在方法上也有异曲同工之妙。

国青教授采用货币分析方法自然不是简单地套用某个原则和理论，而是紧密结合中国经济转型发展的实际特点，在研究特定宏观经济问题时重视与其他相关问题的联系，从而既能体现宏观经济分析的一般均衡立场，又能揭示特定问题的具体内涵和逻辑。例如，他 2003 年就鲜明提出人民币汇率应果断升值的观点。从他提出“利率是车，汇率是马”的“车马效应”来看，实施灵活的汇率体制是搞对价格与管好货币这个基本研究立场的延伸；然而他对问题分析绝非停留在一般逻辑层面，而是具体研究当时走出通货紧缩后国内投资回报率上升的实际情况，并与顺差失衡带来的资本流出加以比较阐述汇率改革的观点，其分析方法和结论体现了理论逻辑与经验现实之间一致性。

宋氏幽默亮点多

在表述方式上国青教授也有佳妙之处，撰文著述时常展现宋氏幽默的特点。国青教授上大学前在陕西关中农村家乡生活多年，曾担任农村基层干部，积累了丰富的生活经验并熟悉农村朴实生动的语言。他上课讨论问题或撰写宏观评论时，对具有浓郁乡土特色的俗语俚语信手拈来，形成其特殊的幽默文风。

他会把宏观经济运行的某种微妙状态形象描述为“多一分嫌肥，少一分嫌瘦”，经济走势扑朔迷离则被比喻为“二八月，乱穿衣”。新世纪初年中国经济增长提速

带动全球经济景气，然而有一段时期国内外股市的表现天壤之别，他以“墙里开花墙外红”为题描述这一观察。1999 年宏观经济复苏受企业财务状况等因素的拖累蹒跚迟缓，又被他形容为“阳春三月乍暖还寒”“病去如抽丝”。在国青教授笔下通常枯燥无味的宏观经济描述，经常能跟乡间地头农村日常语言打成一片，不禁让人眼睛一亮。

农村修水库调节用水供需如误判天气变化可能会加剧供需矛盾，国青教授以此比喻存货投资可能像“上蹦下蹿的跳蚤”对宏观经济波动反向调节，产生“热天放暖气，冷天开空调”效果。他批评我国股市监管过于投鼠忌器导致制度建设难上轨道，指出“没有当年中关村，哪有今天银广夏”。他用房车路作为“新三件”与 20 世纪 80 年代和 90 年代“老三件”比较，用瞄准打飞机需要有提前量说明设计政策要考虑滞后性因素。本书有文章标题是“刀快不怕脖子粗”，强调如能直面调节阵痛，利率等价格调节工具自会达到经济逻辑提示的效果，体现出一位坚持货币分析方法的经济学家在政策和体制取向方面的思想锋芒。

国青教授无论研究还是授课都十分重视分析的逻辑一致性与经验证据的可靠性，不过其内容表达并非总是一开始就给人平易近人之感，需要熟悉他的表述方式后才能登堂入室。国青教授的幽默是表面晦涩而内在灵动的幽默。如以相声艺术做一个未必恰当的比喻，或许不同于马季先生挥洒洋溢与老少皆宜之才，而是有点像马三立先生在听来似乎平淡无奇的叙述中自然流露的冷幽默。记得多年前旁听国青教授上课，时常会和同学们一起开怀大笑，这次通读评论集仍不时会忍俊不禁而击节赞叹。

* * *

本书即将付梓之际，首先要感谢国青教授对我在执意编辑出版这本评论集上忤逆尊意越俎代庖的容忍。感谢姜志霄同学、张杰平博士协助我搜集和编辑文章。更要特别感谢北京大学出版社的林君秀女士和刘京女士春节前后加班工作使本书得以在最快时间高质出版。我相信，国青教授的经济思想与著述对理解中国当代经济改革与发展自有其学术价值。要全面了解他的经济思想，仅有这本评论集自然不够，还应编辑出版两种更具有学术性著述：一是国青教授的学术论文和研究报告集，二是他给 CCER 研究生开设多年的中国宏观经济课程讲义。但愿将来有机会与认同国青教授研究成果价值的“青菜”们一起促成这两件工作。

卢锋

2014 年 3 月于北京大学朗润园

目 录

一 世纪之交论通缩（1998—2001）

关注真实利率 / 3

实话实说 / 6

未来 10 年中国经济增长的预测 / 9

病去如抽丝 / 12

三种经济金融体系及金融危机 / 18

需求被盗 / 20

降息减税 资本重组 / 28

越少越多的货币 / 33

生产资料价格与消费价格反向变化 / 36

注意同比增长率错觉 / 39

没有必然的经济周期 / 41

摒弃诛心之论 / 44

工业生产增速持续下滑 / 47

消费继续强劲增长 / 50

净出口下降 / 52

假日因素 / 54

丢失的货币 / 57

2000 年个人可支配收入分析 / 59

出现了通货紧缩卷土重来的苗头 / 61

投鼠忌器 / 63
通货紧缩死灰复燃 / 65
识假有术 / 67
货币数量增幅锐减 / 71
收入度量与纳税 / 73
中国股市的“老鼠仓”模型 / 77

二 “坐八望九”迎拐点（2002—2003）

调低经济增长预期 / 81
经济高增长与资本净流出 / 83
存货大幅下降 / 85
社会粮食库存大减 / 87
出现了经济增长复苏的苗头 / 89
国际大商品价格回升 / 91
关于统计数据这回事 / 93
中美经济同喜同忧 / 95
我们不理睬它 / 97
房车路正火 / 99
多年不遇的高速增长 / 102
工业利润大增 / 104
货币数量大幅增长 / 106
债券也疯狂 / 108
货物进出口大幅度增长 / 110
32 万亿中国居民总资产的含义 / 112
经济增长速度放缓 / 114
穷与富的度量 / 116
货币的配方 / 118
关于“坐八望九” / 120
经济增长数字扎眼 / 122
中国汽车正起飞 / 124

居民收入和储蓄增长 / 126
大商品不负 GDP / 128
增量意义上的 2 号超级大国 / 130
增加透明度 / 133
说三道四话拐点 / 136
浮动汇率有利经济稳定 / 138
需求、利润与货币 / 140
面临考验的“黄金增长” / 142
增加医疗卫生供给 / 144
病来如山倒 / 146
石油大进口 / 148
二八月，乱穿衣 / 150
曲线融资 / 152
令人震惊的贸易数字 / 154
墙里开花墙外红 / 156
经济过热的判断依据 / 158
存货投资变化的意义 / 160
商品价格与存货 / 162
全球粮价要大涨 / 164
信贷控制下手太重 / 166
短期看淡 / 168
不及犹过 / 170

三 “汇率是纲”（2004—2005）

负利率与资产价格 / 175
“黄金增长”还将持续 20 年 / 177
商品价格上升的含义 / 179
利率是车，汇率是马 / 181
政府行为与经济周期 / 183
刀快不怕脖子粗 / 185

通货膨胀动态与利率时期结构 / 187

“5·19”行情 / 189

阴错阳差数字乱 / 191

中国没有升息理由 / 193

现在需要的是微调 / 195

到底有多热? / 197

预测错误后遗症 / 200

先刺激,再抑制 / 202

通货膨胀歪曲企业会计 / 205

教育大跃进 / 207

房子不爱 GDP / 209

中国经济与中国影响力 / 211

全社会投资效率在上升 / 216

现在房价比较高 / 218

眼睁睁闭管土地 / 220

一江春水向西流 / 222

A 股的问题不容再拖 / 224

总需求回升 / 226

货币供应量减少拉低 CPI / 230

汇率是纲 / 234

总需求堪忧 / 235

外汇储备累卵 / 237

四 成本推不动通货膨胀 (2006—2007)

谁决定总需求 / 249

内需走强 / 252

紧缩货币势在必行 / 254

周期正在消失 / 257

粮价暴涨 10 年祭: 真实利率偏低的一个结果 / 259

货币政策“三个一” / 261

紧缩总力度调整等等看 / 264	
存贷款利差与壳价值 / 266	
不盖房子干什么? / 268	
中国投资率太低 / 271	
按下葫芦浮起瓢 / 277	
消费者太“瘦” / 279	
国内收入分配的偏斜导致消费率下降 / 282	
储蓄分流: 麻绳从细处断 / 285	
藏富于民与李嘉图等价 / 287	
人民币升值效果显著 / 289	
真实粮价没有明显的上升动力 / 291	
是税三分毒 / 293	
肉价波动和通货膨胀 / 295	
特别国债是中性的 / 297	
总需求膨胀是通货膨胀率上升的主因 / 299	
居民收入较快增长的原因 / 301	
货币度量有问题 / 303	
农产品价格和通货膨胀高度关联 / 305	
通胀洪峰可能已过 / 307	
粮价的关键是粮食库存 / 310	
总需求明显降温 / 312	
成本推不动通货膨胀 / 314	
中美利差与套汇 / 316	

五 经济快速回升 (2008—2009)

20 年前高通胀的启示 / 321	
货币投放主客易位 / 323	
防止总需求过快下降 / 325	
当前经济下的财富大调整 / 327	
拉动内需不能忽略项目效益评估 / 330	

少出口多进口 / 332

汇率利率过于稳定，导致经济波动加剧 / 334

需求快速回升可能性增大 / 338

总需求将强烈回升 / 340

中国经济迅速回升 / 342

企业负债率支持信贷高增长 / 344

贷款是否进了股市？ / 348

投资大幅增长或致逆差：中国需求将拉动全球经济增长 / 350

内需高增长 / 354

真实利率长期过低才会导致资产泡沫 / 357

六 更应改变宏观调控模式（2010—2013）

买车还是修路？ / 361

中国食品价格上升的推力 / 363

为何低利率会催生股权融资？ / 365

贸易顺差下降可能是中期趋势 / 368

中国贸易条件变差之后 / 371

中国未来增长靠生产率提高 / 373

通胀受货币供给和国际传导双重影响 / 375

更应改变宏观调控模式 / 377

中国的国际影响和投资 / 379

中国经济的周期性正在消失 / 381

住房作为储蓄方式推高了房价 / 386



世纪之交论通缩

(1998—2001)

关注真实利率*

真实利率是国内需求变动的主要原因

什么是国内需求变动的主要原因呢？一些宏观经济学家认为货币数量能在某种程度上刺激真实经济活动，这同时可能带来较高的通货膨胀率。从经济现象上看，这表现为高增长高通货膨胀、低增长低通货膨胀，经济学将之描述为菲利普斯曲线。从到目前为止的中国数据来看，真实经济活动水平和通货膨胀率之间存在着明显的正相关关系。但这并不意味着二者必定有因果关系。一种比较流行的观点认为，解决目前市场疲软问题的办法是增加货币供给。很多人是希望运用财政政策的，但是最后的结果和起作用的还是增加货币数量。仅仅依靠货币供给量的增加就一定能启动经济吗？可以举一个反例说明并非如此。

1990—1991年，中国市场极为疲软，这是中国宏观经济史上可与美国20世纪30年代“大萧条”相比的一件大事。但1990—1991年的中国货币供给增长率超过了20%。就货币数量而言，这应该给经济增长创造了极为宽松的环境。但经济却仍然出现了萧条，由此可见货币供给量变动不是国内需求变动的根本原因。

在关于中国经济波动和通货膨胀率关系的简单讨论中，被漏掉的变量是利率。是真实利率的波动而不是通货膨胀率的波动导致了真实经济的波动。纵观中国经济的历史可以发现这一点。在中国改革开放之后，有三次真实利率的大波动，从而带来了经济的三次相对衰退：1981—1982年，1990—1991年，以及1997年到现在。在名义利率变化不大的情况下，这三个时期的通货膨胀率显著低于平均水平，使得真实利率大幅度提高，导致消费需求和投资需求严重不足，最终造成市场疲软与经济滑坡。由于在名义利率一定时，真实利率与通货膨胀率呈反向变化，

* 原文刊于《中国经济信息》1998年第14期，1998年7月23日。