

于学军◆著

全球视角

中国宏观经济解

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

2009 以防御性策略应对全球金融危机

2010 后金融危机时期的发展战略选择

中国社会科学出版社

于学军◆著

全球视角

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

全球视角:中国宏观经济解析(第三版)/于学军著. —北京:中国社会科学出版社, 2010. 9

ISBN 978-7-5004-9136-1

I. ①全… II. ①于… III. ①宏观经济—中国—文集 IV. F123.16-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 185605 号

策划编辑 冯 斌
责任编辑 刘其昌
责任校对 侯 玲
封面设计 人文在线
技术编辑 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

印刷装订 三河君旺印装厂

版 次 2010 年 9 月第 1 版 印 次 2010 年 9 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 19.5

字 数 256 千字

定 价 40.00 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

第三版说明

本书第三版与第二版相比有两处变化：首先，新增《后金融危机时期的发展战略选择》一文并放为首篇。为便于读者阅读，本书“倒排序”，新作放在前面。其次，为节省篇幅，删掉了2005年写的《净出口：上半年中国经济高速增长的主要动力》一文。

其他说明事项在前两版已有交代，这里不再赘言。唯要指出的是：虽然从目录上看本书变化不大，但内容却与原书大相径庭。这概因2008年全球金融危机的发生，导致世界以及中国宏观经济形势剧变，前后相比，截然不同。而作者在危机发生后的两篇新作篇幅较长，从而使全书大致划分为两个部分：前三篇与后五篇。但两部分之间是相互联系的，并清晰地反映出作者一贯的思维脉络及分析方法，也清晰地反映了我国宏观经济的发展情况。

新作《后金融危机时期的发展战略选择》内容全面、规模宏大、结构严谨，并直面后金融危机时期我国经济发展及宏观调控中出现的各种矛盾，诸如房地产市场、收入分配不公平、资产泡沫、通货膨胀预期、地方政府融资平台、经济

全球视角：中国宏观经济解析

保持合理增长、货币控制等许多热点问题，深入、系统地予以阐述、分析、解答，提出了相应的对策和措施。相信关心我国宏观经济的各界读者定会受益匪浅。

中国社会科学出版社

2010年9月19日

第二版说明

本书第一版由我社 2008 年上半年出版，但自下半年爆发的全球金融危机却使中国宏观经济及其调控形势发生了根本性改变，前后相比，早已面目全非。因此，本次再版时特增加了作者近两年的两篇新作，分别反映了发生金融危机背景下我国宏观经济形势的发展变化情况。《宏观调控政策效用显现 准确把握调控力度改善调控方式至关重要》发表于 2008 年宏观经济及其调控形势转变之前，作者敏锐地感受到即将发生的这种变化，准确地做出“人民币升值或可告一段落”的判断，并力主放松宏观调控力度等政策措施，遂引起社会广泛响应，而且事后被证明所提的大部分建议正确而及时。《以防御性策略应对全球金融危机》完成于 2009 年上半年，所提六大方向性政策意见抓住了我国宏观经济及其调控形势的核心问题，立意深远，引起人们的广泛共鸣。

本书第二版与第一版一样，仍然采用按所作时间“倒排序”的方式。其好处是尽可能维持原书的特征，并且意在突出《对我国宏观经济形势的几个认识问题》一文的核心位置；此外，对节省时间的读者可以直面最新的宏观经济及其调控形势，也能够便捷了解作者的最新研究成果。当然，如果有读者不辞辛苦希望透彻掌握 2003—2009 年我国宏观经济及其

调控形势的来龙去脉，分享作者长期以来对这些问题的观察与思考，那么也可按时间顺序从后向前阅读，应有顺其自然之便。同时，应部分学者的提议，将书名改为《全球视角：中国宏观经济解析》，以更好、更全面地反映本书之特点。

中国社会科学出版社

2009年8月8日

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集结出版，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

全球视角:中国宏观经济解析

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

我们需要彻底改变宏观经济思维模式

(代序一)

美联储8月10日货币政策例会，对美国经济复苏前景深表悲观，多家机构将2010年美国经济增长速下调至2%以下（年初预测是2.7%）；2010年6月的最新数据，美国失业率依然高达9.5%（某些州的失业率甚至超过15%）；私人投资、消费、信贷持续萎靡不振。日本经济第二季度增速只有微不足道的0.1%，全年估计连0.4%都达不到（年初预测是1.7%）。

欧元区愈发不妙。希腊债务危机余音未了，爱尔兰债务黑云再度压城。8月17日，爱尔兰中央银行行长霍诺翰教授访问中国，我邀请他到中国人民大学国际货币研究所发表演讲。他的讲话显然经过事先精心准备，避重就轻，没有直接讨论爱尔兰和欧元区债务难题，只是一般性地讨论金融危机如何大幅度增加政府财政负担。霍诺翰深知爱尔兰面临严峻挑战，作为刚刚上任一年多的央行行长，他承受着巨大压力。可不是吗，自2007年底以来，爱尔兰的名义GDP已经降低了17%，CPI目前正在以4%~5%的速度下降，几年之内，爱尔兰的名义GDP有可能会萎缩25%~30%，预算赤字与GDP之比高达14.3%，是欧盟3%上限的近5倍，失业率达到13.1%。多么严重的衰退！爱尔兰是欧元区的一个缩影，整个欧元区似乎都面临着同

样的困境。

德国似乎是发达国家唯一的亮点。2010年8月13日，德国政府公布，德国最近一个季度经济增长为2.2%，换算成年增长率，接近9%。是德国自金融危机以来最好的经济表现，也是1990年德国统一以来最好的经济表现。好些论者欢呼雀跃，说德国人民和政府一下子扬眉吐气了，德国模式不仅战胜了美国模式，而且也击败了中国模式。他们高声责问：谁叫你们说高福利就必然带来高失业？谁说高税收、严管制、强工会就必然病入膏肓、经济衰退？德国给了你们一记响亮的耳光！

然而，一个季度的高增长是不是就能够保证全年和长期的高增长，却是一个巨大的疑问。我到欧洲参与各种讨论，总是有朋友提醒我：千万不要低估德国的经济！诚哉斯言！德国经济的表现总是好于其邻国。德国朋友告诉我，金融危机之后，德国劳动人民主动下调工资，维持且提高了德国经济竞争力。不过，今年3月1日在德国中央银行（Bundesbank）举办的一次会议上，该行行长阿莱克斯·韦伯教授的悲观预言，却把大家都吓傻了。他说未来10—15年内，德国经济增速可能只有0.75%，远远低于IMF预测的2%—3%。悲观预言的根据是什么，行长却语焉不详。他简短讲话之后起身离去，留下满屋子与会者乱吵一气，没有结论。

面对如此暗淡的全球经济前景，世界各国负责经济政策的决策者有什么高招呢？8月10日美联储的货币政策会议清楚表明：世界最强大中央银行之货币政策看来已经弹尽粮绝。伯南克“黔驴技穷”矣，只好重施故技，宣布继续维持联邦基金利率“零水平”，增加购买长期国债（美联储将把到期的机构债券和机构支持证券之本金收入，用于增加购买国债），并对到

期国债实施展期。重启量化宽松货币政策之目的，是维持长期国债低利率，期望借此刺激信用市场和真实经济复苏。

对于美联储新的货币政策走向，我的判断很简单：伯南克将再度失望。重启量化宽松货币政策无法刺激美国真实经济复苏，却会对全球货币金融体系产生深远的负面影响。短期内真实经济看似是通缩，长期内全球性通胀已成定局。量化宽松货币政策所释放的货币和信用必将大幅度加剧全球货币金融体系之风险和动荡。

问题是：量化宽松货币政策所释放的货币和信用跑不到真实经济里面去，都跑到哪里去了呢？答案是：一部分（可能是大部分）在全球金融货币市场（尤其是债市和衍生金融市场）自我循环，一部分跑到大宗商品市场，一部分以热钱形式跑到了发展中国家的资产市场（楼市和股市）。所以我们看到全球经济出现相当怪异的现象，真实经济总体萎靡不振，绝大多数股市和大宗商品价格却基本回到危机之前水平；以传统 CPI 衡量的全球通胀水平处于很低水平，好些发展中国家资产市场却剧烈飙升（譬如中国楼市），通胀预期急剧恶化（譬如印度）。

欧洲和日本之财政政策和货币政策又如何？除了继续维持低利率、量化宽松货币政策之外，再没有其他锦囊妙计。财政赤字和政府债务规模扩大之空间已经非常有限，甚至根本就没有空间了。

纵观世界，几乎所有国家，尤其是发达国家之经济政策，皆面临三个“两难困境”。（1）财政政策：持续大规模财政刺激（继续扩大赤字和债务）之需求与财政赤字和债务规模无法持续上升之“两难”。（2）货币政策：持续维持定量宽松货币政策与避免资产价格泡沫、抑制长期通货膨胀预期、防止虚拟

经济暴涨之“两难”。观察多国最近两年之经济局势，货币政策对于刺激真实经济，实际上已经基本失效。（3）汇率政策：渴望货币弱势或贬值来刺激出口与打击外汇市场投机、避免金融市场过度动荡、期望全球贸易稳定增长之“两难”。美联储量化宽松货币政策目的之一，就是要以弱势美元来支持奥巴马的“出口倍增计划”；欧洲希望欧元贬值来刺激出口；日本中央银行干脆大规模入市干预来阻止日元升值！好一幅“以邻为壑、竞相贬值”之乱象！问题是：每个国家都希望货币弱势或贬值，怎么做得到呢？矛头齐指人民币汇率，岂不是缘木求鱼乎？

全球经济政策为什么会出现三大“两难困境”？冰冻三尺，非一日之寒。经济政策之困境乃是过去40年人类经济政策和制度设计错误长期累积之后果，亦是教科书之宏观经济理论思维无法解释当代世界经济现实、无法提出任何切实可行政策之生动证明。“前景黯淡的经济现实，百无一用的经济理论！”

我的判断不是今天做出的。多年前，我已经清楚认识到今天大行其道的主流宏观经济分析模型（即所谓的总供给和总需求模型或IS—LM模型），其逻辑基础有重大缺陷，无法帮助我们理解全球经济。几年前，我开始构思一个新的宏观经济模型，并尝试用新的逻辑架构来分析全球经济。文章写好后，请好些朋友批评，再经过反复斟酌，发表在中国人民大学国际货币研究所《国际货币评论》2010年第2期上，题为《信用体系、真实经济和虚拟经济一般均衡模型》。我的模型对伯南克首创的量化宽松货币政策，有如下明确结论：

“以伯南克式的定量宽松货币政策来挽救金融危机，从最根本意义上是错误的策略。

“信用体系—真实经济—虚拟经济一般均衡模型之最基本假设是：真实经济和虚拟经济之需求和供给行为有本质区别。真实经济之需求和供给是生产性需求和供给（或称之为真实需求和供给）；虚拟经济之需求和供给则是投机性需求和供给（或称之为虚拟需求和供给）。真实需求主要来自占人口大多数之普通百姓（亦即很难获得信用之普罗大众）；投机性需求则主要来自占人口极少数之富裕阶层和各种类型的金融机构或投资机构（亦即最容易获得信用之个人和机构）。

“受金融危机打击最剧烈之人群，恰好就是收入相对微薄之普罗大众，他们之真实需求急剧下降（譬如失业和减薪导致收入急剧下降），导致真实经济急剧衰退和萧条。伯南克式的定量宽松货币政策所释放的货币和刺激的信用，极少可以到达低收入的普罗大众手中，却可以轻而易举地流入富裕阶层和大金融机构、投机机构或投资机构手中。易言之，定量宽松货币政策所释放的货币和信用，可以非常方便地刺激投机性需求，刺激虚拟经济（各种金融资产之价格）快速上涨，与此同时，真实经济却持续萎缩。模型证明：定量宽松货币政策所释放的货币和信用，首先刺激虚拟经济扩张。然而，假若真实经济持续衰退和萧条，虚拟经济亦将回落（资产价格泡沫必将破灭）。

“因此，挽救金融危机之正确策略不是通过定量宽松货币政策，来释放货币和信用，以刺激投机性需求和投机性供给，而是通过资助低收入的普罗大众来刺激真实需求。易言之，挽救金融危机之正确策略既不是凯恩斯式的财政赤字开支（除非财政开支通过转移支付成为普罗大众之真实收入），更不是伯南克—弗里德曼式的货币扩张（弗里德曼将大萧条归罪于当年美联储没有实施定量宽松货币政策，是错误的结论），而是提

升普罗大众之真实收入，包括财政转移支付、税收减免、大力扶持消费信用、大量发放消费券、甚至开动直升机将钞票撒到低收入的老百姓手中（借用伯南克的著名比喻。然而，伯南克的直升机将钞票撒错了地方，他撒给了富裕阶层和各种金融机构，刺激的是投机性需求和投机性供给，真实需求却持续萎靡）。”

我希望该模型能够激发更多人去彻底反思主流宏观经济模型的逻辑基础。主流宏观经济学强调货币总量、货币创造机制、货币政策和财政政策之效果（所谓乘数效应）、总供给和总需求之均衡。相反，我强调信用总量、信用创造机制、真实经济增长机制、信用体系—真实经济—虚拟经济之一般均衡、虚拟经济与真实经济的双向反馈和相互作用。

思维模式转变的一个重要成果，是对全球失衡的重新定义。美国政府将美国的国际收支赤字（包括贸易收支和经常账户收支）定义为全球失衡，并据此开出压迫人民币升值和鼓励汇率浮动之药方。然而，依照我的“信用体系—虚拟经济—真实经济一般均衡模型”，当今全球经济体系或人类经济体系最根本的失衡表现为两个方面。其一，从全球经济整体来看，是虚拟经济和真实经济的严重背离。其二，从全球经济结构来看，则是虚拟经济创造中心和真实财富创造中心的严重背离。

全球失衡集中体现为全球制造业中心（真实财富创造中心）和货币金融中心快速分离。制造业中心已经决定性地转移到发展中国家，尤其是转移到亚洲（重心又是中国），货币金融中心却依然由发达国家掌控。易言之，东方拥有真实财富创造中心，西方掌控货币金融中心；东方制造真实产品，西方创造货币购买力；东方为全世界制造产品，西方为全世界产品定

价；西方大量发行债券和创造各种金融产品，东方则用自己的储蓄去购买这些金融产品；东方储蓄，西方消费；东方节俭，西方挥霍；西方向东方借钱，东方给西方融资。

虚拟经济和真实经济之背离，真实财富创造中心和金融产品创造中心之背离，是今日全球经济的基本模式，是过去四十年人类经济出现的奇特历史现象，史无前例。它是全球金融危机和一切重大宏观经济难题的总根源。

一个最基本的后果是，西方经济体系里的虚拟经济或金融经济规模急速膨胀，愈来愈大，金融经济或虚拟经济形成一个自我膨胀、自我循环的体系。美联储等西方中央银行创造的货币，大部分进入虚拟经济体系自我循环，债券市场越来越大，衍生金融产品规模越来越大，货币或外汇交易量越来越高，股票市值越来越高，楼市和其他资产泡沫愈演愈烈，人们的虚拟财富（以持有的股票、房地产市值和其他金融产品市值衡量）越来越多，高杠杆经营模式，高负债消费模式顺理成章。

与此同时，真实经济和就业率始终维持低水平。整个经济的投机赌博气氛非常浓厚。然而，虚拟经济或金融经济是极度不稳定的体系，其运行主要取决于人们对未来的预期和中央银行的货币政策操作，一有风吹草动，可以瞬间崩溃。

虚拟经济一旦崩溃，虚拟财富就快速缩水，人们的预期从极度乐观转为极度悲观，金融机构、实体公司和家庭个人全部被迫“去杠杆化”，消费萎靡，投资不振。虚拟经济呜呼哀哉，真实经济雪上加霜，衰退和萧条几乎就是自然规律。大幅度扩张货币的量化宽松货币政策之所以无效，因为无论货币怎么泛滥，它都无法帮助金融机构、实体公司和家庭个人修复资产负债表，无法帮助他们完成“去杠杆化”过程。更重要的是，货

币泛滥解决不了西方早已根深蒂固的经济社会结构僵化难题，譬如人口日趋老化、最低工资和福利制度完全刚性、政府赤字居高不下、整个社会债台高筑。后者才是制约真实经济增长最大的麻烦。20 世纪初，法国政治家、银行家和经济学家李斯特说过一句意味深长的话：“民主扼杀了金本位制！”我想说的是：“民主和福利制度扼杀了经济高速增长！”应该是人类的宿命，谁也没有办法。

最近多次到欧美开会，话题总是少不了全球失衡。因为牵涉到中美之间的贸易不平衡、人民币汇率和中国经济增长模式转换等诸多重大政策问题，我就不厌其烦地向西方学者们宣传我对“全球失衡”的新定义。7 月 10 日国际货币圆桌会议上，我长篇大论之后，蒙代尔和 Jacob Frankel 对我说，你对全球失衡的新定义确实有点儿意思，怎么不写成文章给我们看？下次会议我们可以专门辩论你的新模型。我笑笑回答：文章早写好了，可惜您们看不懂中文！

我们再看美联储和伯南克的货币政策。支持者和反对者皆大有人在。支持者譬如炙手可热的克鲁格曼，大声疾呼美联储应该继续放胆刺激，他批评一些美联储官员（尤其是区域联储官员）胆小怕事，畏缩不前。克氏近年来的许多言论早与经济学无关。他曾经宣称最近 30 年的西方宏观经济学“说得好听一点儿，是百无一用，说得难听一点儿，是贻害无穷”。不过他自己的宏观分析逻辑也是毫无新意。克氏 10 年前就建议日本大肆放松货币以刺激经济，“零利率货币政策”其实就是日本人的创举，效果如何，举世皆知。今日克氏以诺奖得主之尊，也只能重弹老调，西方经济学真的是江河日下了。

反对者譬如堪萨斯联储主席 Thomas Hoenig，始终呼吁美联