



博源文库

中国经济观察丛书

国际经济复苏与 中国经济持续增长

——博源经济观察报告(2010)

Recovery of Global Economy and
Sustainable Growth of China's Economy
Annual Report of BOYUAN Economic Observer (2010)

一博源基金会／编一



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

 博源文库
中国经济观察丛书

国际经济复苏 中国经济持续增长 ——博源经济观察报告(2010)

Recovery of Global Economy and
Sustainable Growth of China's Economy
Annual Report of BOYUAN Economic Observer (2010)

博源基金会/编



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

国际经济复苏与中国经济持续增长: 博源经济观察报告: 2010/博源基金会编. —北京: 社会科学文献出版社, 2011. 1

(博源文库·中国经济观察丛书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 2082 - 0

I. ①国… II. ①博… III. ①经济 - 中国 - 文集 IV. ①F12 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 004096 号

· 博源文库· 中国经济观察丛书 ·

国际经济复苏与中国经济持续增长

——博源经济观察报告 (2010)

编 者 / 博源基金会

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 59367077

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目经理 / 恽 薇

责任编辑 / 张景增

责任校对 / 白秀君

责任印制 / 蔡 静 董 然 米 扬

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 59367081 59367089

经 销 / 各地书店

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 三河市文通印刷包装有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/20

印 张 / 29.6 字数 / 511 千字

版 次 / 2011 年 1 月第 1 版 印次 / 2011 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 2082 - 0

定 价 / 79.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,
请与本社读者服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

前言

曹远征*

如果说 2009 年是世界经济陷入国际金融危机冲击的困难境地的一年，那么 2010 年则是世界经济踏上了复苏进程的一年。然而与 2009 年相比，2010 年的世界经济形势却更复杂。2009 年，金融危机带来的全球经济衰退是主要威胁。尽管形势严峻，但目标明确，各国全力应对危机促进经济增长成为唯一选择。2010 年，世界各国经济相继进入复苏，但复苏的进程却出现了分化。在新兴经济体，经济复苏是以就业增长为标志的实质性复苏；而在发达经济体却出现了“无就业增长的复苏”。世界各国经济复苏进程的分化导致了各国复苏管理政策的不一致性，并由此为不平衡的世界经济带来了新的不平衡因素，世界经济呈现出扑朔迷离的复杂局面。

“小心驶得万年船”。2010 年复杂的经济形势，虽然没有 2009 年那样惊心动魄，但暗礁险滩仍比比皆是。以“瞭望手”自居的博源基金会经济学家座谈会不敢有丝毫松懈，更加小心翼翼地辨别动向，报告航程。是年，共召开了 8 次经济学家座谈会，出刊 26

* 曹远征，中银国际（BOCI）董事兼首席经济学家，博源基金会理事兼首席经济学家。

期，形成报告 80 多篇，共计 40 余万字。依照惯例，年末，我们将其结集出版。除因出版技术的需要，在文章排序上略作调整外，文字未作修改，并基本上按时间序列编辑。目的仍如初衷，忠实记录这些“瞭望手”在当时的情景下的观察和分析。博源基金会希望这一记录为诸位读者提供参考，同时也成为可供学术批评和讨论的素材，从而为社会提供高品质的学术资源。

二

2009 年末，随着世界各国经济陆续进入了复苏，一个问题自然面生，是否应对金融危机的非常政策可以退出？亦即反危机宏观经济政策是否应该回归常态？对中国经济而言，自 2009 年第二季度，经济增长就开始强劲回升，那么经济复苏早是否也意味着政策退出也要早？针对这一问题，2009 年 11 月 27 日，博源基金会召开第 10 次经济学家座谈会。会议认为，“保增长”已经不是主要矛盾，中国经济复苏较美欧早 6~9 个月，如果反危机的宏观经济政策退出过晚，“有可能在拉动欧美经济的同时而陷入经济过热，从长期看会出现产能过剩，从短期看，房地产泡沫令人担忧。为了避免这一局面的出现，货币政策的收紧已十分必要”。其中包括利率、汇率在内的资金价格的上调是重要手段，而这又牵涉整个生产要素价格体系的市场化改革。于是在宏观经济已开始复苏的背景下，启动改革议程至为关键，并应将改革的任务和顺序放在未来十年中国经济面对的重大问题的框架中予以明确。会议认为：在未来十年中，中国经济至少面临以下几个重大挑战：“第一，人口结构的变动即人口老龄化所带来的‘人口红利’的消退；第二，农村剩余劳动力基本转移完毕所带来劳动成本的上升；第三，城市化的加速发展所带来的城市形态变化及农民工市民化的转变；第四，全球经济失衡而使中国扩大内需不可避免并由此导致居民收入需要持续提高的压力；第五，中国经济发展而不得不面对国际收支资本项目开放的挑战；第六，全球产业向低碳方向升级以及由此形成的清

洁贸易机制的中国追赶问题。对中国经济而言，研究这些新因素并制定出长远的战略安排已十分迫切。”而“十二五”规划则至关重要。本书的第一章以“2010年宏观经济展望”为题收入了相关思考与讨论。

随着世界经济的复苏，外需逐步扩大，中国的出口加速。进入2010年，中国出口已摆脱负增长局面，对GDP开始变为正贡献，并日趋加大。在中国经济结构具有出口导向性质的情况下，中国经济对世界经济的复苏高度敏感，当世界经济高涨，出口加快，则经济有可能走向过热，反之则有过冷之嫌。中国经济今后的走势成为人们关注的焦点。2010年1月22日，博源基金会召开第11次经济学家座谈会，重点讨论了2010年中国经济走势及其背后的结构原因。本书第二章收入了相关讨论，并以“宏观经济的表象和隐忧”为题。在这次会议上，经济学家们回顾了出口变化对中国经济的影响后认为：“当把投资、出口叠加在一起观察，可以发现，投资并非是拉动经济增长的独立自变量，而是依附于外需的因变量。当出口增长时，出口带动了非国有部门的投资；当出口下降时，为拉动经济和应对产能过剩，国有部门就必须投资。长期形成的出口导向型的经济结构决定了短期宏观经济运行的出口引领特征，并日渐形成了宏观经济政策的路径依赖，呈现出宏观经济政策被迫锁定于出口波动上，以刺激或控制投资作为应对波动的手段，而使用的工具主要依赖于国有部门投资的进退。这意味着，如果不加快结构转变，不把经济增长的基础放在国内消费上，就难以打破宏观经济政策被出口引领的路径依赖。”在当下世界经济已开始复苏的情况下，摆脱宏观经济政策出口引领的路径依赖日显迫切。从短期看，2010年，“如果出口快速恢复，经济将呈现2005年后的经济过热局面，如果出口依然低迷，经济将面临2010年后较低增长和较高通胀的‘滞胀’局面”。而“这两种局面的共同点是通货膨胀水平开始逐步高企”。“为防范未来通货膨胀显性化的风险，降低整个经济的‘杠杆率’已成为政策选择的方向。”“从长期看，如欲将这一政策选择方向付诸实施，则有必要突破目前这种等待出口变化

的被动政策状态，将政策基点转到主动调整结构上。退一步讲，即令出口增长或下降，也只是影响短期的宏观总量平衡，至多影响GDP可容忍限度内的波动。而一旦长期政策为这一波动所牵制，会损害政策的持续稳定性。”会议建议：“2010年财政政策应着手向中性化转变，财政赤字不再扩大并有所削减。在此前提下，货币政策应加速向中性化方向转变，再次提高准备金率，特别是提高利率应纳入考虑议程。为了对冲利率上升引致热钱流动的风险，汇率的浮动是必要的。”“然而，由于人民币与美元事实上的挂钩，使利率工具与汇率焊接在一起，不松动汇率，利率工具难以启用。在很大程度上限制了利率工具的灵活性，降低了货币政策的有效性。从这个角度观察，为使货币政策灵活起来，并向中性化方向转变，汇率机制的改革已实为必要。”“更为重要的是，汇率机制改革也释放了一个信号，对国际社会而言，中国正在试图进行世界经济的‘再平衡’，对国内而言，中国正在启动以消费为中心的经济结构调整，并开始打破引领的被动宏观经济政策循环。”

2010年一季度，世界经济仍在复苏，但复苏的格局却出现了分化。新兴经济体就业改善迅速，复苏强劲，但发达经济体却是“无就业增长的复苏”。如何评估这一形势，成为人们关注的热点。为此，博源基金会于2010年3月4日召开第12次经济学家座谈会。本书第三章以“主权国家债务危机与人民币国际化”为题收入了相关的讨论。会议认为：所谓“无就业增长的复苏”表明经济复苏主要体现在金融市场上，但实体经济尚未完全走出衰退。“全球经济复苏格局的分化使各国不再恪守一致化行动，而是根据自身情况制定‘退出’策略。”“各国退出时机、退出力度将不尽一致，出现政策的分野。总的来看，全面复苏态势不明朗是构成西方发达国家在刺激政策‘退出’上犹豫不决的主要原因。”与此同时，在发达经济体中，欧洲主权债务危机更加剧了宏观经济政策的分野。欧洲主权债务危机的深层次原因是“为应对以次贷为代表的个人债务危机引发的金融机构‘去杠杆化’性质的资产负债表衰退，国家财政采取了‘再杠杆化’措施，虽修复了金融机构的

资产负债表，但却是以国家债务换取个人债务”。“尽管以希腊为代表的主权债务问题尚不会构成金融危机第二波，但由此衍生的各国财政刺激政策的可持续性问题浮出水面”，“受此影响，西方发达国家，尤其是欧洲国家的经济复苏步伐将远慢于预期”。“全球经济复苏格局的分化，给中国出口带来一定的影响。但是，新兴经济体经济增长强劲，西方发达国家中，美国经济复苏较快”，“从总体上讲，中国出口的大环境明显好于2009年，预计2010年出口增速将超过20%”。“受出口拉动的影响，中国制造业产能利用率开始大幅度回升”，“经济上行风险进一步加大”。“鉴于此，建议加大刺激性政策向中性或稳健方向的转变力度。在货币政策方面，除现有的控制流动性政策外，应加大对通货膨胀预期的控制，时时保持实际利率为正是必要的。在财政政策方面，应着手于降低赤字水平，特别是防范地方政府债务水平的进一步高企。”

随着欧洲主权债务危机演进，欧元是否会解体并由此产生金融危机的第二波以及对中国经济的冲击成为普遍担心。2010年5月24日博源基金会召开了第13次经济学家座谈会。本书第四章以“宏观经济短期态势：过热还是回落”为题收入了相关的讨论。会议认为“欧元不会解体，欧洲主权债务危机不会导致第二波金融海啸，其最大的风险是欧元贬值”，但“却为世界经济的复苏蒙上阴影”。“大体来看，在未来几年，新兴市场国家将取经济较高增长和通货膨胀之势，而发达国家则取经济低速增长和通货紧缩之势。反映在国际金融格局上，新兴市场国家货币有升值之势，而发达国家货币有贬值之势，其中欧元将长期贬值。世界经济‘再平衡’不完全是新兴市场国家对发达国家的‘再平衡’，也包括发达国家内部的‘再平衡’。世界经济分化态势更趋复杂。”“在这种局面下，国际资本出现短期化倾向并频繁流动”，“使国际货币体系改革和金融市场监管变得日益紧迫起来，其中克服货币锚的漂移和控制金融投机炒作成为重心。这将构成未来几年重建国际经济和金融秩序的基调”。“随着世界经济形势的新变化，对中国经济而言，人们担心以下几个风险：①经济是否二次探底；②是否会通货膨

胀；③资产价格的泡沫；④国际资本的冲击。”会议认为：“净出口变化对 2010 年及今后一段时间 GDP 的增速变化是关键变量。”根据测算，2010 年“出口将恢复到 2008 年水平。换言之，与 2009 年不同，净出口将对 GDP 呈正贡献”，“中国经济已全面高涨”，同时“以通货膨胀显性化为特征的经济过热已有迹象”。“尽管全年 CPI 上涨不会超过 4%，但 CPI 上涨态势已经显现。”“防止 CPI 过快上涨的重心应放在 PPI 向 CPI 的传导上，即防范工业品成本推动型通货膨胀。”目前，“资产价格上涨已成为威胁中国宏观经济的主要因素，而这与流动性过剩有密切关系”，而“资本成本过低并引起通货膨胀预期和资产价格泡沫预期。从这个意义上讲，加息并且是对称性加息，以纠正实际利率为负的状况，对控制通货膨胀及资产价格泡沫预期实属必要并迫在眉睫”。相应的，“利率调整应和汇率调整相配合，国际经验表明，浮动利率将会有效地缓解这一冲击。鉴于此，人民币应及时走向有管理的浮动汇率制，人民币汇率机制弹性已至关重要”。“在欧洲主权国家债务危机的背景下，在人民币升值的外部压力有所缓解的情况下，目前是人民币汇率机制弹性化的最好时机。”

进入 2010 年下半年，世界经济复苏的势头放缓更加明显，中国的经济增长月度同比也在回落，关于中国经济出现“二次探底”的担心加剧，甚至有呼声要求再次加大对经济的刺激力度。2010 年 7 月 16 日，博源基金会召开第 14 次经济学家座谈会。会议认为：“世界经济仍然在复苏进程中，中国经济不会出现‘二次探底’。”“之所以有这样相对乐观的预测是因为中国经济仍然处于工业化和城市化的进程之中，经济增长中的一些趋势性因素虽在发生变化，但尚未发生本质性的改变。”“在供给侧劳动和资本仍然充裕的条件下，只要包括内外需求侧不出现大的意外，供给能力将会转化为现实的经济增长。统计分析表明，这些潜在的供给能力所构成的趋势性增长因素，将可在未来几年中支撑中国 GDP8% 以上的增长率，这表明在未来几年中中国经济也不会有 2009 年那样的‘二次探底’。目前‘中国经济正在自然回落到合意增长区间’。”

“从改革开放三十余年的经济发展历程来看，中国经济存在着一个客观区间，即 GDP 增长率维持在 7% 以上，而以 CPI 表示的通货膨胀率应维持在 5% 以下。一旦 GDP 增长率超过 10%，则以 CPI 表示的通货膨胀率超过 5% 的风险加大，经济有过热之嫌；一旦 GDP 增长率低于 7%，则财政收入、企业利润及居民收入都可能难以维持。中国经济之所以形成这样一个客观区间，是由中国经济特定历史发展阶段所形成的特定历史结构所决定的。换言之，只要这一结构不发生重大改变，这一区间的存在就是客观的。宏观经济政策的意义就在于把低于或超出这一区间的，调控回归到这一区间。”“2010 年中国经济 GDP 增长将会达到 9% ~ 10%，而以 CPI 表示的通货膨胀仍会在 4% 以下，这意味着中国宏观经济政策目前不需要作方向性的调整。”亦即是没有必要再次加大对经济的刺激力度，但“有针对性的稳定市场的政策微调因此而显必要”。“就经济增长波动而言，目前市场主要是房地产调控、地方融资平台治理和节能减排措施等多项措施、多项政策叠加效应所引起的 GDP 不正常回落，建议以上三项措施可在力度和时间上做些调整。”就通货膨胀而言，“主要体现在工资大幅上涨和农产品涨价预期以及由此引起市场利率水平的上升。为稳定通货膨胀预期，建议制定工资增长规划并建立工资正常增长机制”，“遏制借农产品减产而搭车涨价”；做好加息的准备，“另外，如有必要，从 2011 年起，可适当将通货膨胀控制目标放宽到 4% 左右，以增加宏观调控的政策弹性”。会议认为：“为使中国经济保持可持续的增长，不仅需要供给上将经济增长的基础更多地放在技术进步上，而且需要在需求上将经济增长的基础更多地放在国内消费上，而‘十二五’期间将是这一转变的关键时期。结构调整必须未雨绸缪，及早安排。”上述有关讨论，本书以“宏观经济政策方向无须调整”为题收入第五章。

本书第六章是以“中国经济增长的可持续性”为题的。这是因为 2010 年夏季之后，关于“十二五”规划的讨论日益活跃。2010 年 8 月 24 日博源基金会召开第 15 次经济学家座谈会，会议在

回顾短期经济形势的基础上，将注意力转向“十二五”期间中国经济面临的中长期问题。会议认为：就短期经济增长而言，GDP“从环比情况看2010年三季度应当是底部，因为多种紧缩性政策举措陆续会在三季度产生效果。从政策层面来讲，不必对这个回落产生过度反应，因为经济增长的一些上升力量会导致经济增长2010年四季度到2011年二季度之间逐步有所恢复”。从物价的情况看，“预计全年物价高点会适当延后到9~10月份，高点会突破4%”。经济形势仍然在合意区间内。但是“要研究未来5~10年我国的潜在经济增长水平变化”，“从需求方考察增长潜力，需要考虑出口、房地产和城镇化的增速”，“一是出口增速下滑趋势比较明确”，“出口持续高速增长的状况可以说今后是无法复制的”；“二是房地产需求是否持续旺盛存疑”；“三是中国城镇化速度是否放缓值得关注”。“从供给方考虑增长潜力，需要考虑劳动力、技术进步和利率水平的状况”。“一是‘人口红利’因素对经济增长的贡献是否会大幅下降”；“二是全要素生产率的增长速度是否会显著下降，遭遇‘拉美陷阱’”；“三是利率将逐步提高，从而增加投资成本”。基于以上的考虑，在“十二五”规划中，建议：①“将GDP增长目标定在7%，提高对稍低增长的容忍度”。“只有将GDP增长目标定得低一些，才有利于推动经济结构转型”。②深入研究改革对增长潜力的影响。“改革对增长的影响非常复杂，不同的改革在不同的时点对经济增长有正面或负面的影响。所以，有必要深入研究，尤其是量化各种改革方案对增长潜力的影响”。③“要考虑忍受相对较高水平的通胀率”，“如果要下决心让各类要素价格市场化，就必须做好准备在一段时间内忍受通胀率处于相对较高水平”，同时“未来全球农产品价格依然会出现上涨。当全世界的30亿中国、印度、印尼人开始脱离农业时，全世界将会遭遇一次比工业品更为强劲的农产品价格上涨，这对于中国今后的经济发展和社会稳定都会带来一系列冲击，必须未雨绸缪”。④“要注意未来几年国际环境的变化。一是流动性过剩常态化；二是全球经济增长格局的分布将出现重大改变；三是新兴国家城镇化进程影

响深远”。与此同时，在“十二五”期间“要注意两大风险。一是国债风险，现在美国、欧洲、日本两年期国债收益率都在1%以下，根本无法体现其负债状况蕴涵的重大风险。二是汇率走向。美元、欧元、日元目前都是弱势货币，未来汇率变动可能持续不断地给金融市场带来振荡”。

2010年9月后，世界各国经济的复苏差异终于使各国复苏管理政策出现了方向性的分歧。发达经济体，尤其美国经济改善乏力，“宏观经济始终面临着因为高失业率而恶化的风险，即‘二次探底’的风险。出于这种担忧，美国开始通过加大实施宽松的货币政策的力度来刺激经济进一步向好”，即QE2。面对世界经济这种新变化，2010年10月21日和26日，博源基金会召开第16次经济学家座谈会。本书第七章以“中国经济增长与长期宏观环境”为题收入了相关的讨论。会议认为：复苏政策的不平衡是当前全球的主要矛盾。“由于美元是现行国际货币体系中的主要锚货币，量化宽松的货币政策意味着美元持续加大供给、流动性泛滥和美元持续贬值，相应使各国货币相对于美元出现大幅升值，进而不得不采用汇率干预措施。”“从长期看，全球各经济体复苏进程不一致导致的复苏政策差异和分化，会使各国利率和汇率的差异化更加明显。增长的差异、利率的差异和汇率的差异诱导国际资本频繁流动，汇率的波动将变成一个常态，贸易摩擦、汇率摩擦将经常化。这表明，世界经济的不平衡在原有基础上，又添加了复苏政策不平衡的新因素，并可能随着不平衡状况的存在而持续。”就中国经济而言，从短期看，经济下行风险降低，但通胀风险上升；从长期看，“与过去30年相比，中国经济的增长条件正在发生变化”。一是“出口导向型经济将难以持续”；二是“劳动力无限供给状态将结束”，“以劳动力便宜为代表的中国制造的低成本竞争优势将受到削弱”；三是中国经济已开始步入老龄化时代，“投资驱动性经济增长模式将面临挑战”；四是“资源耗费型和环境不友好型经济增长方式将难以为继”。“在未来10年间增长条件的变化，既意味着经济结构调整开始具有外在的压力和内在的动力，同时也意味

着中国经济总量增长将呈衰减之势。按现有的趋势估计，如果中国经济增长完全建立在国内消费的基础上，经济增长速度将不会超过6%。因此，在极端意义上，中国经济正呈由目前10%左右的经济增长率朝6%的方向收敛之势。所谓宏观经济政策的基调就是避免这一收敛速度过快，收敛幅度过大，并以此为基础为缓慢进行的结构调整创造稳定和宽松的环境条件。”“因此，熨平投资周期应成为今后几年宏观经济政策的重心。”2011年，“宏观经济政策的定位应是中性并适当偏紧。在货币政策方面，建议定位为稳健的货币政策，在财政政策方面，建议仍维持积极的财政政策的定位，但财政赤字水平不宜再扩大”，建议将人民币汇率形成机制改革列入“十二五”规划，作为重要改革任务予以完成。

2010年12月8日，博源基金会召开了第17次经济学家座谈会。经济学家们回顾了2010年的世界经济历程，并展望了2011年的世界经济前景。本书第八章以“全球再平衡下的中国经济增长格局”为题收入了相关讨论。会议认为：“世界经济复苏进程具有不对称性，但总体复苏仍在持续，并且通货膨胀态势明显化。”“预计2011年全球经济增长略低于2010年，达到4%左右，而复苏进程的不对称性导致复苏政策的不一致性，并构成2011年世界经济的新风险。”一是在发达经济体，尤其是美国，“金融机构‘去杠杆化’的结束和工商企业的‘再杠杆化’尚未开启，两者之间的差距构成金融市场极大的流动性，而美联储为刺激经济增长的第二轮量化宽松货币政策则使流动性过剩更趋严重，全球资产价格将呈明显上涨趋势，尤其是以美元定价的大宗商品金融化趋向更加显著。与此同时，在各国经济增长率、利率及汇率存在差异的情况下，流动性在各国游荡，各国金融市场有可能呈现巨幅波动的动荡局面”。二是“发达国家金融市场复苏步伐不一致。在美国金融市场基本恢复，从而缓解债务危机的同时，欧元区仍在债务危机中挣扎，只不过由私人债务危机转化成国家债务危机”。“2011年3月、4月，葡萄牙和西班牙将有大量债务到期，财政需要融资将成为考验国际金融市场的关口”。三是“在上述原因的影响下，各国汇率

将波动不一，并且有可能丧失方向”。结论是“新兴经济体因实质性复苏，通货膨胀态势出现，其经济政策向偏紧方向转变；而发达经济体尚未有实质性复苏，仍然处于通缩之中，其经济政策仍呈宽松状态。两类政策的差距、博弈与变动将影响着世界经济走势。其中，由于美元作为国际货币和主要储备资产，美联储的货币政策走向影响着国际金融市场，进而影响着世界经济”。“世界经济复苏曲折凸现了再平衡的重要性，孕育着实质性的调整。”对中国市场而言，要“将经济结构调整纳入全球再平衡的视野，有步骤有重点地推进改革”。其中，通过国有企业分红制度建立，打破垄断并完善国有资产管理体制；理顺资源价格体系，推进利率市场化和从支出责任入手，启动财税体制改革应成为优先改革选项。

面对 2011 年世界经济形势，尤其“去杠杆化”带来的“去全球化”势力的抬头。经济学家们共同认为：“经济全球化有利于中国经济发展，符合中国的国家利益。中国应该旗帜鲜明地坚持经济全球化立场，并从这一立场出发有理有节地应对世界经济的变化和挑战，为世界经济再平衡提供新贡献。”

三

一如前述，在航行中，尤其是在风浪中航行，担任“瞭望手”是有风险的。2010 年扑朔迷离的世界经济，更考验着“瞭望手”的眼光。在编辑本书的同时，我们回溯了过去的“瞭望报告”，发现多数的预测与随后发生的事实相吻合，有些建议还甚有远见。例如在 2009 年 10 月 23 日第 9 次经济学家座谈会纪要中，建议 2010 年“在总体上控制投资规模，尤其是控制贷款规模的前提下，可使财政政策与货币政策调控方向适度分离，亦即是在维持现有财政政策方向不变的同时，将货币政策向中性方向调整”。但与此同时，我们也发现许多误判和误报，有些还颇为严重。仍以上述纪要为例，当在前瞻世界经济时，曾“预计 2010 年第二季度 G20 各国

的退出将会形成高潮，届时，美国也将采取以加息为标志的较为明显的退出政策”。而现实的情况是2010年世界各国经济复苏的不同步，使复苏管理政策出现重大分野，欧洲出现了主权债务危机，日本经济飘忽不定，而美国则实体经济始终低迷，不仅使它们宽松的货币政策依然如旧，甚至变本加厉，利率也始终保持在零左右。反观中国经济，在同一纪要中，当时曾认为“对2010年宏观经济稳定运行形成威胁的诸多经济上行风险因素中，资产价格上涨威胁最大，产能过剩次之，通货膨胀再次之”。而现实的情况是，尽管资产价格上涨威胁预测较准，但却低估了通货膨胀的威胁，高估了产能过剩的威胁。

事实是残酷的。瞭望航向，不仅要注意浮在水面上的冰山，更要关注在水面以下的深层次结构，尽管它是若隐若现的。它告诉我们瞭望不能用逻辑来剪裁历史，只能用历史来修正逻辑。有以下学理上的问题值得深思。

在传统的宏观理论中，注意到流动性问题，并在模型中为此预留了位置。但传统经济学假定，由于货币中性，而不予特别关注。流动性基本上是金融学的概念，是指资产以合理价格顺利变现的能力，反映了某种投资资产的时间尺度（卖出所需时间）和价格尺度（与公平市场价格相比的折扣）之间的关系，它与个人或厂商的资产负债期限匹配有关。既然流动性是投资资产能以合理价格顺利变现的能力，那么就意味着两个问题：为什么形成这样的资产？什么是合理的价格？资产是投资形成的，受利润最大化规律支配，而合理价格是预期收益率与风险大小的权衡，体现为公平市场的折扣。在资产时间价值一定的情况下，反映资产暴露于市场的风险价值，而风险价值的大小又取决于人们的主观偏好。一般而言，人们厌恶风险，从而具有流动性偏好，尤其当人们认为不确定性加大，即风险加大的情况下，这一流动性偏好会加大。这时，货币需求函数会发生剧烈变动。由于这一变动，即使在货币供应一定的情况下，对现金的渴求也会出现流动性短期陷阱，反映在宏观经济上就是“凯恩斯流动性陷阱”。但与此同时，这也是极端现象，通过加

大货币供应也会把经济推出这一陷阱。其作用的逻辑如下。

经济周期是由固定资产更新周期，即投资周期决定的。在利润最大化的支配下，厂商注定是会发生投资的，厂商的投资取决于预期利润率和投资成本的变化。在预期利润率一定的情况下，投资成本是影响厂商投资决策的主要因素，其中，在借入资本经营的情况下，财务成本，即利息是边际因素。如果加大货币供应量，就会降低整个市场的利息水平，从而就会降低厂商的财务成本，使其利润率相对升高，刺激厂商早日并大幅度发生投资，进而熨平经济周期。如果经济进入“凯恩斯流动性陷阱”只意味着货币供应尚不够大。这便是我们熟知的凯恩斯《就业、利息和货币通论》中的货币政策原理。

这一货币政策的传导是通过厂商的资产负债表进行的，需要假定厂商的行为目标自始至终都是利润最大化，从而货币需求函数基本不变，即使有变动也是短期的，长期仍是稳定的。但是如果厂商的行为不是利润最大化从而货币需求函数发生了重大改变呢？这似乎是个未曾想象的问题，但它好像正发生在当下。在金融危机爆发后，美国采取了量化宽松的货币政策，美联储的资产负债表扩大了两倍有余，但商业银行贷款规模却下降了 50%，厂商不再借入资本，金融机构有钱贷不出，形成流动性过剩但经济不振的局面。它预示着厂商的行为发生了某种变化，在高负债的情况下，厂商不再以利润最大化为主要目标，取而代之是负债最小化目标。于是，即使货币供应不断加大，使利率水平降到零，甚至是零以下也并不能诱导厂商借入资本投资。如果微观经济的行为真的发生上述变化，那么宏观经济的萎靡将是必然的，复苏进程将远远拉长。事实上，20 世纪 90 年代后的日本经济已是前车之鉴。当时的日本企业在高负债中挣扎，经营收入首先用于还债，而不是用于投资，其行为颇似当下流行的“房奴”行为，其结果是日本“失去的十年”。

鉴于此，逻辑似应修改为：在高杠杆的经济中，个人和厂商极易过度负债。一旦“去杠杆化”出现，厂商将进入“债务陷阱”，其资产负债表修复时间一般会长于金融机构。在个人和厂商资产负

债表未完全修复前，宏观上“无就业增长的复苏”是必然现象。换言之，这时的货币需求函数发生了意义深远的变化，使“凯恩斯流动陷阱”常态化。货币政策出现了失效。

一旦上述逻辑成立，那么政策含义变成为：货币政策对阻止经济的衰退有意义，而对经济复苏作用不大。显然，这个逻辑结论对现行的宏观经济学而言是灾难性的。于是，从货币需求侧研究货币需求函数是否发生了长期意义的改变十分重要。这就需要将货币政策与个人、机构乃至国家的资产负债表联系在一起，观察其传导机制的变化。这也是为什么“宏观审慎监管”被引入经济政策之中的重要原因之一。所谓“宏观审慎监管”，从某种角度观察，就是将金融活动规则作为一个控制变量，引入对宏观经济的调控之中。鉴于这种努力意义重大，本书专辟一章，即第九章以“国际金融监管新趋向”为题对其进行了讨论，试图寻找出金融监管与宏观经济政策之间的关系。本书的第十章，以“中国经济可持续发展的制度支撑”为题收入了三篇文章。首先是秦晓博士的文章《从“规模红利”转向“制度和劳动生产率红利”》，它综合了我们这些“瞭望手”对中国经济长期发展的关切。“过去三十年，中国经济起飞和崛起的基础和特征可以归结为规模红利。其外在因素是制度创新，主要包括中国市场化导向的体制改革和冷战后全球经济一体化进程。其内生因素是‘人口红利’。前者扩大了生产边界，即市场需求，后者使供给得以保障。在新三十年，我认为支持中国经济高速增长的基础性因素，包括内生、外生、需求、供给都将发生重大的变化。在这个意义上讲，未来三十年中国的经济发展不是前三十年的简单外推，而是具有不同特征的新时期，经济增长将会从高速转向常规，增长的动力将会从‘规模红利’转向‘制度和劳动生产率红利’。这也标志着中国经济从前一个三十年高速发展的战略机遇期进入接近转型的战略机遇期。”“制度改革的重点是转换政府职能，摒弃‘东亚发展政府’模式，充分发挥市场的功能；劳动生产率的提高，重点是人力资源的改善和技术进步。”

中国经济的未来，应当以获取“规模红利”转向“制度和劳