

于学军◎著

全球视角：【第二版】 中国宏观经济解析

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

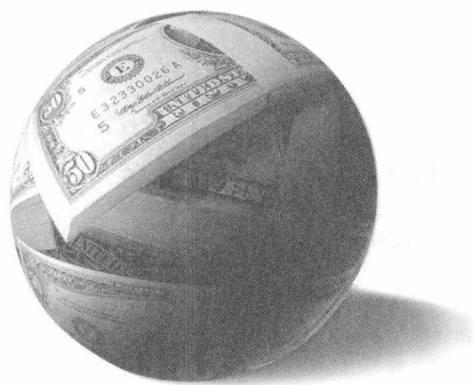
以防御性策略应对全球金融危机



中国社会科学出版社

全球视角：【第二版】 中国宏观经济解析

于学军◎著



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/于学军著. —北京：中国社会科学出版社，2009. 9

ISBN 978 - 7 - 5004 - 8182 - 9

I. 全… II. 于… 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 (2009) 第 167416 号

策划编辑 冯 斌
责任编辑 刘其昌
责任校对 韩 聪
封面设计 部落艺族
版式设计 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 装 三河君旺印装厂

版 次 2009 年 9 月第 1 版 印 次 2009 年 9 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 15

字 数 200 千字

定 价 30.00 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

源自真实世界的理论创新（代序一）

找到一个正确的视角，透彻、清晰地阐释中国宏观经济，是一项巨大的学术挑战，是决策者面临的最困难问题。不幸的是，历久以来的经济学术，总免不了理论模型与真实世界脱节的困扰。专于理论之学者，往往对现实经济的具体问题不甚了了，其学说很可能是空中楼阁、纸上谈兵，看起来逻辑严谨、美妙绝伦，却派不上什么用场；埋头实务之人士，往往就事论事、挂一漏万，其分析判断亦无法成为总体宏观经济政策之指南。曾国藩当年慨叹洋务人才之匮乏，说“士贵知古，尤贵通今，天下不乏知古之人，却难得通今之才”。借用他的话，我们可以说：今天知道一些经济学理论或名词术语之人士，比比皆是，却难以找到一个理论和实务兼通之人才。

正是在这个意义上，于学军博士的宏观经济分析显得难能可贵。他长期担任深圳人民银行和银行监督管理局的领导职务，直接负责经济特区的货币政策执行和银行业监督管理，对货币政策传导机制、实际效果和金融体系之运行，了如指掌；对宏观经济之观察，细致入微。与此同时，他从未停止对经济理论的深刻反思，数十年如一日；他非常清楚眼花缭乱的诸多经济理论，哪些可用、哪些不可用，哪些正确、哪些错误。易

言之，于博士真正称得上是一位脚踏实地、理论和实物兼通之才。他的宏观经济研究视野广阔、观点独特、逻辑严谨、资料翔实，是不可多得的实证分析成果，蕴涵重要的理论创新。

个人之见，于博士之研究令人耳目一新，乃是他真正洞悉了中国经济正在经历的划时代深刻变化。从宏观经济和货币政策角度考察，中国经济最引人注目的特征有三：

其一，中国经济与全球经济之整合程度、中国经济增长对全球总供给和总需求之依赖程度，已经超过其他主要经济体系（美国、欧洲和日本）。主要衡量指标是进出口总额与 GDP 之比。2007 年，中国进出口贸易总额将突破 2.1 万亿美元，与 GDP 之比超过 70%。此比例日本约为 20%，欧洲和美国均小于 20%。此一重大特征具有两个重要含义：（1）全球总需求和总供给之变动，将对中国经济增长产生巨大而且越来越大之影响。纵然我们可以调控国内总供给和总需求，亦无法确保国内经济之稳定和持续增长。（2）进出口的增长或波动、相应的贸易顺差、出口项目掩盖下的国际热钱流入（总称为流动性过剩），已经成为而且将继续成为我们经济周期波动的主要决定力量。

其二，中国资本市场之规模与 GDP 之比例，已经超过 100%，接近主要发达国家经济体系，平均市盈率是发达国家资本市场的 3 倍以上。对于一个 60% 以上人口依然为农业人口的发展中国家，此比例之急速上涨，非比寻常。此一重大特征亦具有两个重要含义：（1）相当程度的国内资金和国外资金，进入资本市场参与炒作；所谓流动性过剩，体现为资金分配或配置的两极分化：资金没有流入到急需资金的地区和产业，却参与投机炒作，制造资产价格泡沫。（2）中国金融体系缺乏效

率，无法将有限的资金配置到真实经济领域里去。易言之，中国金融体系不完善、无法有效配置资金，乃是货币政策和所有宏观调控政策效率低下的基本制度原因。

其三，广义金融性资产与 GDP 之比例，近年急速上升。根据多渠道的数据估算，中国广义金融性资产（股票市值、银行存款、房地产市值，等等）已经超过 70 万亿人民币，是 GDP 的三倍多。对于一个欠发达的大国而言，此比例之急剧上升，是极其异常之现象。它亦有两个重要含义：（1）金融性资产之分布或分配，呈现明显的两极分化趋势。银行体系成为金融性资产急速增长的主要源头，亦是金融性资产潜在风险的主要承担者。说明我国总体经济金融风险已经急剧增大。（2）通货膨胀或通货收缩的主要危险，已经不再是通常 CPI 所衡量的消费物价上涨，而是金融性资产急剧扩张及其相应的“资产泡沫型通货膨胀”。如何妥善应对金融性资产急剧扩张和“资产泡沫型通货膨胀”，是中央银行货币政策面临的重大难题。

要从如此纷繁复杂的宏观经济现象里，抓住最本质的特征，建立一个逻辑一致的分析架构，绝非易事。于学军博士进行了艰辛探索，取得重要成就。我以为他的宏观经济研究，最重要的理论创新有四点。

其一，他自始至终从全球角度来观察中国经济，认识到进出口贸易和顺差的巨额增加，乃是整个宏观经济运行的原动力和出发点。长期以来，中国宏观经济分析有一个基本范式，那就是“固定资产投资分析范式”。易言之，经济学者和决策者往往习惯于从固定资产投资增长角度，来观察中国宏观经济运行。于博士以详尽的实证数据表明：“固定资产投资是由出口及净出口拉动的，净出口的巨额增加，等于从境外为国内带来

了一部分投资需求，从而使国内总需求无端放大，并造成社会总需求事实上大于总供给的局面。”从单纯考察国内固定资产投资，转向考察全球市场对中国经济的总需求，是非常重要的理论视角转换，是经济分析的巨大挑战。的确，一个与世界总体经济高度融合的经济体系，仅仅从国内固定资产投资角度出发，无法找到中国宏观经济波动的根本原因；基于固定资产投资控制的诸多宏观调控政策亦难奏效。

其二，他自始至终从国际货币体系角度来考察中国外汇储备的急剧上升和流动性过剩。他的基本论断是：“流动性过剩由外汇储备巨额增加形成，而其国际大背景则是美元的过滥发行”。这是非常正确、非常重要的结论。中国经济学界多数人的思维模式，依然是封闭经济体系的货币数量论，局限于考察国内货币供应量和货币需求。然而，开放经济体系完全改变了货币供应和货币需求的基本定义和量度，我们必须彻底转向国际货币数量论或全球货币数量论。于博士的《根源：美元主导下的货币膨胀》以及《一切归结为汇率》，是中国宏观经济分析从封闭经济范式转向开放经济范式的重要成果。

其三，他明确定义和详尽阐释“资产泡沫型通货膨胀”，建议改变老生常谈的居民消费价格指数（CPI），以全新指标来量度通货膨胀问题，对未来货币政策理论和实际操作，将产生重要影响。虽然，质疑CPI指标和提出改进意见，并非于博士的创见，经济学者很早就知道该指标有许多不足，然而，迄今为止，真正重视资产泡沫型通货膨胀的经济学者并不多，探索如何将其纳入货币政策总体战略的人士就更少。就我所知，美联储主席伯南克极力主张将资产价格纳入货币政策总体分析架构，但实际上如何操作仍然没有明确。于博士对资产泡沫型通

货膨胀的深入分析，是我们进一步研究的重要参照点。

其四，他深刻认识到：人民币汇率早已成为中国宏观经济政策最重要之关键，却没有简单主张人民币汇率的大幅度快速升值。相反，他是从实体经济（进出口贸易）和外汇管理体制角度来观察汇率问题，明确主张“减少直至全部取消现有的出口退税政策”；“动用一切手段千方百计打击假出口”；“尽快废除结售汇制”等等一系列措施，以缓解人民币升值压力。毫无疑问，只有透彻了解真实经济运作的人，才能有此真知灼见。简单要求人民币名义汇率的大幅度快速升值，绝不是解决外汇储备巨增和流动性过剩的有效政策，从真实进出口贸易和外汇管理制度入手，才是真正治本之策。从真实经济和制度层面考察汇率问题，牵涉到最基本的经济理论问题，是全新的思维模式。

当然，于博士理论创新之处，远不止上述四点。我相信，凡是严肃认真研究中国宏观经济之学者，不可能不重视于博士的重要成果。

第二版补序

学军先生大著《货币视角：中国宏观经济解读》再版，改名为《全球视角：中国宏观经济解析》，新收录两篇文章详尽分析了中国应对全球金融危机之战略和策略。《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》一文较早预见美元贬值即将见底、人民币升值或可暂告一段落，并力主改变宏观调控政策方向等，事后被证明其意见极其准确且及时。《以防御性策略应对全球金融危机》一文更是视野宏阔、

逻辑严谨、见地深刻、数据翔实，是我拜读过的关于中国经济问题和策略最系统、最具创造性的论文之一，令人钦佩。特草此短文，以为补序，祝贺先生新著问世。

《以防御性策略应对全球金融危机》是学军先生独特分析方法和理论架构的深化和扩展。他首先致力回答一个最基本的问题：2002—2008 年期间，中国经济何以保持高速增长并取得如此瞩目的巨大成就呢？此乃今日国际上非常热门的“中国问题”或“中国之谜”（China Problem），数之不尽的学者在努力寻找逻辑与事实相符的答案。学军先生进一步发展了《全球视角：中国宏观经济解析》中的分析逻辑，以翔实的数据证明：“我国经济近六年的高速增长，主要得益于持续高增长的外贸出口。外贸出口不仅体现为本身在外需拉动上的作用，而且影响到固定资产投资等形成的国内需求，一里一外，一明一暗，是中国经济增长的主要动力。”

这个基本结论有几个异常重要的含义或推论。其一，“只要外贸形势得不到彻底好转，中国经济增长困局便难以根本改变。”那么外贸形势短期内有望好转吗？学军先生通过对全球金融危机根源和机制的深入剖析，得到的基本判断是：“我认为本次金融危机对经济的影响可能远超过我们原来的预测，甚至是长期的、深远的，或许 5 年都难以恢复到危机爆发前的经济增长水平。即使危机在两年之内能够结束，经济开始复苏反弹，国际经济增长的格局、结构也会进行深度调整，预计将难以很快恢复到危机发生前的那种繁荣景象，世界经济增长也许从此即进入一个长期调整的低迷期”。此一判断异常重要，尽管似乎是少数派，却可能是最正确的判断。最近美国民意测验表明：高达 67% 的民众认为政府刺激经济之政策无效，尽管有

一些令人鼓舞的数据，关键经济指标显示全球经济依然没有迈向快速复苏和增长的道路。“因此，指望在短期内重现中国经济在 2008 年之前高速增长的那种繁荣景象，是不切实际的幻想。”其二，外贸出口拉动固定资产投资，二者再同时拉动中国经济之高速增长，从而形成“出口 + 投资”的经济增长模式。全球金融危机标志着此种模式难以为继，中国经济必须再次实现经济方式的转变或发展战略的转变。以此为基本出发点，学军先生提出“六大政策”，核心是建立促进内需的长效机制和确保经济体系的内外均衡。“六大政策”最具创新之处有二：

第一，为确保我国经济体系之内外均衡，避免造成经济发展的内外结构扭曲，学军先生之方略是：“找准和把握好人民币的市场均衡汇率水平，应成为今后我国实施宏观经济政策的首选和前提。”此一论断绝非寻常见解。开放经济之宏观经济政策组合，乃是近四十年国际经济学辩论的首要课题，高手云集，论点纷纭，至今尘埃未定。不过积四十年之历史经验和理论探索，真理似乎早已昭然若揭：汇率政策的确是影响经济内外均衡之最关键力量，汇率稳定是整体宏观经济稳定之“锚”。全球金融危机再一次迫使人们全面深入考察汇率动荡制度安排之利弊得失。学军先生将汇率政策提升到整个宏观经济政策组合之枢纽地位，高明之至。

第二，建立促进内需之长效机制，核心是改革收入分配结构。此一重大策略值得我们反复思考、多方论证并切实贯彻执行。众所周知，全球金融危机爆发以来，许多真诚的学者和别有用心的“学者”齐声欢迎伯南克的“全球储蓄过剩”说，将全球金融危机、全球经济失衡、中国内需不足等等诸多问题，

皆归咎于中国人的储蓄偏好（顺便说一句：最先提出“储蓄是罪不是德”之说者，不是伯南克，而是凯恩斯）。“许多中外学者把中国内需不足归结为中国人的储蓄偏好，而储蓄率过高则与中国尚未建立完善的社会保障体系有关。”学军先生引用大量事实和有趣故事，证明伯南克之类的“储蓄过多或过剩”论点错得离谱。“中国启动内需的困难所在，即基础问题是一个经济管理体制不科学、社会收入分配不合理的结构性难题，社会保障不健全只是一个其次问题。”放眼世界，全球经济失衡之关键不是伯南克等人鼓吹的“全球储蓄过剩”学说（哈佛大学有名的国际经济学者柯伯令人信服地证明：美国并不存在伯南克意义上的储蓄不足，东亚各国包括中国亦没有所谓的储蓄过剩），正是全球性收入分配之失衡，尤其是美国单纯依靠美元霸权体系无限度制造购买力，凭空分配或掠夺了全球大量资源，以长期支持美国的过度消费或全球军事扩张。由此引申出学军先生两项深谋远虑的重要政策：

一是“制定长期稳定的房地产市场政策，切不可短期化和功利化。房地产市场过热增长，最大的问题是它破坏了住房实际需求的稳定预期，造成房价大幅波动，为炒房等投机活动提供了可乘之机。尤其是房地产泡沫一旦形成，其后遗症及危害性极大，造成房地产商一夜暴富，购房者群众利益严重受损，社会财富向少部分人集中，对经济稳定增长及社会和谐极为不利。长期来看，这种情况如得不到改变，社会将十分危险。”这真是“盛世危言”，亦为严谨的经济学理论和长期历史经验所支持。不幸的是，人们似乎还没有高度重视资产价格泡沫对收入分配、资源配置、经济结构的深远影响。

二是“实行利率自由化，建立市场化金融体系。解决中小

企业融资难及三农金融服务不足的问题，根本途径就是要打破金融体系的管制与垄断。”学军先生长期担任人民银行和银监系统的基层领导职务，对我国金融体系之弊端、金融体系对整体经济发展之极端重要性，皆有深切体认和长期思考，他多年来呼吁建立市场化金融体系，确实抓住了未来中国经济战略转折之核心。笔者数月前发表文章《金融战略应该成为十二五规划之核心》，其中说：“刺激内需之长效机制必须依靠现代金融服务之普及，没有现代金融或信用手段之帮助，刺激内需之长效机制永远是一句空话。”与学军先生之战略思想可谓不谋而合。

上述粗浅认识，远远不能概括《以防御性策略应对全球金融危机》的创新思想和丰富内容。譬如继续深入推进市场化改革和“去行政化”、防止信用风险和通货膨胀重现尤其是资产价格泡沫引发通货膨胀，是学军先生近年来深入探讨和反复强调的重大政策课题。他曾经明确定义和详尽阐释“资产泡沫型通货膨胀”，并建议改变老生常谈的居民消费价格指数（CPI），以全新指标来量度通货膨胀。所有这些理论观点和政策建议，对于我们全面深刻把握今天的中国经济和全球经济，弥足珍贵。



2009 年夏

实践出真知（代序二）

国内对宏观经济形势的关注从来没有像今天这样热烈与重视。去年上半年以前长达六年的国内宏观紧缩使社会各界感受到了宏观形势与政策对其微观经营、管理甚至投资理财的重要影响，而去年下半年发生的全球金融危机更是令社会各界从关注国内宏观转向了关注国际宏观。当前各类有关宏观经济的分析、评论、论坛、讲座真可谓汗牛充栋、比比皆是，其中的见解观点更是五彩斑斓、芬芳桃李。同一时期看待同一经济形势为什么观点各有千秋甚至大相径庭，即使在“神秘”的经济学家们之间也是如此？因为宏观经济本身就是云雾缭绕且变幻莫测，非一般之辈能洞察秋毫。

于学军博士现为江苏银监局局长，此前长期担任深圳特区人民银行与银行监督管理局的领导职务，与其说是学者，更可能被社会尊为官员。但就是这样一位学者型官员，近年来单独发表和出版了许多宏观经济研究成果：《中国经济改革二十年货币和信用周期考察》（2000年）、《金融实践中的理论思考——特区、创新、借鉴、形势》（2002年）、《从渐进到突变：中国改革开放以来货币和信用周期考察》（2007年）、《货币视角：中国宏观经济解读》（2008年），如今呈现