

于学军 著

全球视角

中国宏观经济解析

第四版

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 以财政资金购买外汇
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
2011 预测2013-2014年爆发金融风险
2013 中国经济增长模式面临的严峻挑战

中国社会科学出版社

子军·著

全球视角

中国宏观经济解析

第四版

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 以财政资金购买外汇

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

2011 预测2013-2014年爆发金融风险

2013 中国经济增长模式面临的严峻挑战

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(第四版)/于学军著. —北京:中国社会科学出版社, 2013. 9

ISBN 978 - 7 - 5161 - 3269 - 2

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 224065 号

出 版 人 赵剑英
选题策划 冯 斌
责任编辑 冯 斌
责任校对 韩海超
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号(邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名:中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 三河市君旺印装厂
版 次 2013 年 9 月第 1 版
印 次 2013 年 9 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 23.25
插 页 2
字 数 273 千字
定 价 58.00 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联系调换

电话:010 - 64009791

版权所有 侵权必究

第四版说明

第四版的主要变化，是新增《结构性矛盾：问题的由来已久与来龙去脉》一文。该文最早写作于2012年上半年，历时却长达一年多，于2013年下半年才告完成，是作者耗时最长的文章。这本来是不情愿之事，但却产生了独特的效果：观察的时间越长，不同阶段面对的宏观经济问题就越多样、越复杂；而如何将这些看似多样、复杂的问题在一篇文章中得以统一，在逻辑上却是一个较大的难题。好在作者较好地把握了这一点，并力求将这一阶段发生在国内外的重大经济金融事件有所涉及，以全面、深入地给出分析与解释。本书自2008年首次出版已历经四年，期间由美国引发了本次国际金融危机，使世界经济金融形势开始变得更加纷繁复杂，每时每刻都牵动着经济界人士及社会各界的高度关注。作者以其深厚的理论功底与丰富的实践经验为基础，长期坚持观察与研究，探本溯源，精益求精，为读者提供了一把打开中国宏观经济形势分析的钥匙。本书值得读者认真品鉴。

中国社会科学出版社

2013年9月1日

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

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，对节省时间的读者来说，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结集出版，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

出版说明

是按照时序倒排的，即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

诸位请安静,听听于学军先生的观点

(代序一)

叶 檀

看事物有不同视角,有实践经验、理想与责任感的人,常常会发挥自己的优势,得出自己独特的见解。

于学军先生就是如此,监管者的身份使他与市场有亲密接触的机会,因此得以洞察到经济现象的幽微之处;而严谨的学术自律使其行文异常谨慎,很少做石破天惊之语,他的洞见隐藏在朴实的话语之后。

于学军先生的大著《全球视角:中国宏观经济解析》即将发行第四版,对于一本货币理论统领下的宏观经济学著作而言,这是令人惊奇的数字。

于学军先生的三个观点让人印象深刻,对于当下转型经济有着极其现实的意义。

第一,对于通货膨胀与资本市场的关系的理解,主张在新型的通货膨胀中纳入资本市场的价格。这一观点现在看来似乎平淡无奇,特别是许多人都在货币方面发表惊人之论的时候。但在金融危机来临之前研究这一命题,只有深刻的思考者才能做到。

在这个架构中,中国的通货膨胀悖论能够得到合理的解

释，中国基础货币大量发行时却没有引发高通胀，这个谜题没有得到合理的解释，也没有得到数据分析的支撑。如果引入资本与货币市场的变量，把房地产市场、股票市场、期货市场、债券市场等作为资金蓄水池，综合几个变量加权解释，资金的走向与泡沫的方向也就洞若观火了，如果在这方面有强有力的数据分析，不难索解所谓的中国式通胀之谜。

这一理论不仅仅作用于中国市场，国际市场同样适用。金融危机之后，美国经济刚开始温和复苏，道琼斯指数就在货币的刺激下创出历史新高，而欧洲的主要股指没有受到欧债危机多大的负面拖累，德法等国的股票投资者比中国投资者舒适，货币成为理解金融危机之后宏观经济、资本市场的枢纽。

第二，对中国固定资产投资与外贸出口关系的考察。

产能过剩是近年来中国经济的顽疾，通过信用周期的分析，于学军先生发现，从 2002 年到 2007 年中国固定资产投资与外贸出口保持稳定的相关性，且相关度极高，比中国与澳大利亚的经济相关性都高。

这是个新颖的视角。

通常道德主义论者指责固定资产投资上升是政府盲目追求 GDP 的产物。这个现象确实存在，本书中就有描述。但政绩不是固定资产上升的唯一原因，政府成为追求 GDP 的经济理性人，不一定必然复制一个注定失败的经济模式。

中国固定资产投资之所以疯狂上升，是因为这一发展模式曾经非常见效，由此形成了严重的路径依赖。由于出口涨落不定，政府宏观调控曾经处于非常尴尬的地步，刚开始打压钢铁与水泥的过剩产能，接着就出现了产能不足。

净出口巨额增加使国内的过剩产能被国际需求抵消，于

是,一切看上去花团锦簇——出口增加,固定资产投资增加;出口再增加,固定资产投资同步再增加。游戏的关键是,如果有一天出口下降了怎么办?

这个噩梦在2008年金融危机爆发后终于来临了,于是从出口导向的制造企业开始到周期性的资源企业,经营环境严重恶化,并直接影响了鄂尔多斯、温州等地的房价。此时,在稳增长的压力下,只能通过进一步增加固定资产投资解决过剩产能,并且假设这部分产能将被飞速发展的城镇化和伴随城镇化而来的消费扩张所消化。希望这个美梦能够成真。

未来三到五年是中国经济结构转型的关键时期。但在那之前,为了消化过剩产能,我们已经看到了房价在金融危机之后两度飞速增长。固化既有的路径依赖,当然不是什么好消息。

第三,对于政策的明确建议。

鉴于于学军先生的身份,政策建议已经成为他的工作习惯。尊重市场的意志,调整经济结构,抑制资产泡沫,减少出口增加内需,进行稳健的汇率与利率改革,成为首选综合方案。

即使了解现实、务实如于学军先生,在改革方案中也掺杂了不少理想主义的色彩,如希望政府厘清与市场之间的关系,如抑制房地产泡沫、如深切地改变中国经济结构等——其言也易,其行也难。任何身处中国社会的人,都深刻体会到牵一发而动全身的深水区改革之艰难,比“触动灵魂”还难:从顽固的既得利益群体,到民众在广场效应下的盲目,甚至政府在短暂危机下的应急之举,形成合力推动社会向不可知的方向走,经济发展与伦理越来越远,政府之手可能在大项目的引领下越伸越长。这是理想主义者的悲哀。

有趣的是，于学军先生表现出对美元的特殊关注，根据我的观察，在 2005 年，他就提出“一切归结为汇率”的主张，认为美元的宽松政策，导致人民币升值预期强烈，大量国际热钱涌入中国，推高了中国的物价，是中国房地产等资产泡沫出现的重要原因。到 2006 年，他丰富了自己的见解，正如他书中所描述的那样，美元主导下的货币泛滥使中国成为美元膨胀最大受害国，呼吁决策者重视“美元陷阱”。看来，国人尤其是金融专家对于美元的关注已经超过美国人。美元挟自身威力，能够在国际上保持汇率的相对稳定，而在国内能够保持购买力稳健，尤其是在基本食品、服装等必需品上，十年变化不大。即使在美国房地产泡沫期，其房价走势也与中国高峰期的房价走势不可同日而语。因此，美国人享受美元的威力带来的好处，可以不那么关注美元，而国人必须关注。这大概也是货币被挟制者的共同悲哀吧。

如果说，在货币之门封闭时代，中国的通胀、紧缩与国际主要货币无关；那么，外向型经济时代，输入型通胀来临，将迫使每个人都成为“货币国际主义者”。未来五到十年，人民币汇率改革将进入深水区，汇率与利率改革必然伤筋动骨，是对中国经济的严峻挑战，能否走出陷阱，在此一役。希望于学军先生先行一步，继续深入思考研究，得出有前沿理论而接地气的结论。

一切尽在书中。

嘘，安静下来，让我们静听，听听于学军先生在说什么。

2013 年 6 月于上海

我们需要彻底改变宏观经济思维模式

（代序二）

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（Brundesbank）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