

# 九十年代以来 中国宏观调控研究

余永定 著

CHINA'S MACROECONOMIC REGULATION SINCE THE 1990S

# 九十年代以来 中国宏观调控研究

余永定 著

CHINA'S MACROECONOMIC REGULATION SINCE THE 1990S

贵州师范学院内部使用

## 图书在版编目(CIP)数据

九十年代以来中国宏观调控研究 / 余永定著. —北京: 中国社会科学出版社, 2019. 10

(国家智库报告)

ISBN 978 - 7 - 5203 - 5452 - 3

I. ①九… II. ①余… III. ①中国经济—宏观经济调控—研究  
IV. ①F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 284164 号

---

出版人 赵剑英  
项目统筹 王 茵  
责任编辑 喻 苗  
特约编辑 马 明  
责任校对 冯英爽  
责任印制 李寡寡

---

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>  
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 北京君升印刷有限公司  
版 次 2019 年 10 月第 1 版  
印 次 2019 年 10 月第 1 次印刷

---

开 本 787 × 1092 1/16  
印 张 10.25  
插 页 2  
字 数 110 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营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

贵州师范学院内部使用

**摘要：**我的宏观经济研究主要包括两个方面。一是对中国宏观经济中、短期变化趋势的判断；二是对中国宏观经济的一些争议问题的理论探讨。

在整理自己横跨 20 多年的宏观经济文章的过程中，我突然发现：当前学界所争论的大部分重要宏观经济问题，在 20 多年前就已经争论过了。我现在的许多观点其实在 20 多年前就说过，而且所用的语言也几乎同现在完全一样。这种感觉源于宏观经济自身的“重复性”：尽管每次重复都不尽相同，但模式是相同的。这样，研究宏观经济史、宏观经济调控史，研究说对了什么、做错了什么？为什么会做出错误判断，对在今后不重犯过去的错误就显得很有意义了。

**关键词：**宏观经济；货币政策；财政政策；通货膨胀

**Abstract:** My research on China's macroeconomy mainly includes two aspects: one is my analysis of China's the medium-and short-term macroeconomic situation; another is my views on various controversial issues on China's macroeconomic situation and macroeconomic policied.

When I was compiling these essays, I suddenly found that most of the current debates over important macroeconomic issues had been debated decades ago, and that the arguments and even words used currently are exactly the same as those used decades ago. As a result, I was inspired to choose the title for the collected essays as "There Is Nothing New under the Sun" . This feeling stems from the repetitiveness of macroeconomic situation over time. Although the repetition each time is somewhat different, the pattern is the same. Hence, the refreshment of memories of history of China's macroeconomic development and macroeconomic management, and the reflection on the causes that led to right or wrong judgements made in the past is important for us to avoid making similar mistakes.

**Key Words:** Macroeconomy, Monetary Policy, Fiscal Policy, Inflation

# 目 录

|                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| 导 言 .....                            | (1)   |
| 一 对 90 年代以来中国宏观经济调控的<br>回顾 .....     | (3)   |
| (一) 1990—1997 年：抑制通胀 .....           | (3)   |
| (二) 1998—2002 年：克服通缩 .....           | (10)  |
| (三) 2003—2008 年：寻找增长与<br>通胀的平衡 ..... | (24)  |
| (四) 2009—2010 年：克服危机 .....           | (54)  |
| (五) 2011 年到现在：“后危机”和<br>“新常态” .....  | (71)  |
| 二 对过去 20 多年宏观调控政策的<br>几点思考 .....     | (127) |
| 参考文献 .....                           | (146) |

# 导 言

自 20 世纪 70 年代末到 1988 年秋负笈牛津之前，我一直在中国社会科学院世界经济与政治研究所从事世界经济和西方经济理论，特别是西方宏观经济理论的研究，对国内经济体制改革和宏观调控的实际问题关注不多。1991 年，我选择了“中国宏观经济和稳定政策设计”作为博士学位论文题目。选择这个题目的原因：一是我对宏观经济理论有兴趣；二是我自认为比西方学者更了解中国的实际情况，可以写出他们写不出的东西。为了完成博士学位论文，我开始恶补中国宏观经济和中国政府宏观经济政策的知识。1994 年 8 月论文答辩通过，我于同月打道回府。回国后，中国宏观经济调控成为我的主要研究领域之一。

我的宏观经济研究主要包括两个方面：一是对中国宏观经济中、短期变化趋势的判断；二是对中国宏观经济的一些争议问题的理论探讨。

中国经济从宏观调控的角度来看，自 20 世纪 90 年代以后大致经历了五个主要阶段：1990—1997 年、1998—2002 年、2003—2008 年、2009—2010 年以及 2011 年至今。

在整理自己横跨 20 多年的宏观经济文章的过程中，我突然发现：当前学界所争论的大部分重要宏观经济问题，在 20 多年前就已经争论过了。我现在的许多观点其实在 20 多年前就说过了，而且所用的语言也几乎同现在完全一样。当然，这里我并非想说自己有什么先见之明，或思想如何一以贯之；相反，我想说的是，在宏观经济领域真是“已行的事，后必再行。阳光之下，并无新事”。或许，这种感觉源于宏观经济自身的周期性（或“重复性”）：尽管每次重复不尽相同，但模式是相同的。这样，研究宏观经济史、宏观经济调控史，说对了什么、说错了什么？为什么会做出错误判断，对在今后不重犯过去的错误就显得很有意义了。但年轻一代学者在技术分析层面早已超过我们这一代人，他们并未亲身经历两个（更不要说三个）以上的经济“周期”，如果他们能够通过我们的思想历程感受到什么是“阳光之下，并无新事”，或许就可以不必再次回到原点，不犯或少犯我们这些过来人所犯的错误。

# 一 对 90 年代以来中国宏观经济调控的回顾

## (一) 1990—1997 年：抑制通胀

由于特殊的历史原因，1990 年中国经济增速仅有 4.1%。1991 年，经济迅速反弹，GDP 增速达到 9.5%。<sup>①</sup> 1992 年，在邓小平南方谈话的激励下，伴随货币供给和信贷的井喷式增加，固定资产投资增速迅速提高，在 1992 年和 1993 年分别飙升到 44.4% 和 61.5%。同期，GDP 增速分别上升到 14.2% 和 13.5%，CPI 增速也从 1990 年、1991 年和 1992 年的 3.1%、3.4% 和 6.4% 上升到 1993 年的 14.7%。在这个时期，房地产开发投资增速惊人，在 1992 年和 1993 年分别达到 93.5% 和 124.9%。1993 年 8 月，朱镕基兼任中央人民银行行长，严令各级银行收回计划外贷款，严控银行资金流入房地产。金融乱象得到初步整治。

---

<sup>①</sup> 如未特别说明，统计数字都是当时公布的数字，而不是在 2016 年经调整过的统计数字。

1994年政府开始执行“适度从紧”的财政政策和货币政策（“双适度”）。财政政策主要是推进税改、压缩财政开支；货币政策则包括严格控制信贷规模，大幅提高存贷款利率，存款利息率同通货膨胀率挂钩。尽管经济增长率因政府的调控而下降，1994年通货膨胀率却上升到24.1%，创下自改革开放以来的最糟糕记录。通货膨胀率持续上升的原因是多重，其中包括旨在促进价格结构合理化的行政价格调整、由于供应短缺导致的粮食价格上涨、由于粮食流通系统重组导致的交易成本增加和资本流入导致的外汇占款增加未能得到充分对冲等等。朱镕基认为，经济过热的根本原因是基础设施和房地产的投资过热。<sup>①</sup>

面对不断恶化的通货膨胀，政府在1995年进一步收紧货币供给<sup>②</sup>，并分别在1月和7月两次提高金融机构贷款利率。政府的“双适度”政策终于取得成效：1995年固定资产投资增速回落到17.5%，1996年进一步下降到14.8%；1995年通货膨胀率下降到14.8%，1996年进一步下降到8.3%。由于经济在1995年开始显现需求不足迹象以及通胀形势的好转，自1996年4月1日起停办保值储蓄。1996年5月1日，中国人民银行将银行存款利率平均降低0.98个百分点，贷款利率平均降低0.75个百分点，是为自1993年7月强化宏观调控以来首次降息。

1996年10月，生产资料批发价格（WPI）首现负增长。

---

<sup>①</sup> Zhu Rongji, Speech at Central Economic Work Conference, 1994.

<sup>②</sup> 在1995年出现了一个令人费解的现象：尽管货币供给增长率迅速下降，但信贷增长率意外地上升了，而且在1996年6月达到顶点的44%。

进入1997年，各类型价格指数进一步下跌，产能过剩现象日趋严重。政府似乎并不能确认这种情况到底是产业结构问题，还是有效需求不足问题，因而并未进一步放宽货币政策。1997年夏季部分经济学家发出进一步降息的呼声，但政府未予理睬。事实上，权威经济学家认为：“当前并不是出现了总需求严重不足的问题，而是需要改善与提高供给面的问题。因此，适度从紧的基本方针和抑制通货膨胀的首要任务不应改变……1997年宏观经济政策的着力点应该是：调整供给结构、提高供给质量、降低供给成本、提高供给效率。”<sup>①</sup>关于货币政策，权威人士的观点是：“目前主要危险恰恰是放松银根，再度出现‘一哄而起’。”<sup>②</sup>不难看出，20年前经济学界权威人士对“供给侧改革”的强调绝对不输今日。他们对1997年经济形势的判断是：1996年是1993年紧缩后的谷底，从1997年起经济将稳步地回升。事实上，1997年全年GDP的增长率为9.2%；CPI年增长率2.8%，而12月为0.4%。看上去，政府自1993年开始的以实现“软着陆”为目标的宏观调控取得圆满成功，中国经济即将进入一个低通胀、高增长的新阶段。但1997年实际上是中国进入通货收缩阶段的转折年。

1997年10月零售物价指数下跌至1.5%<sup>③</sup>，政府终于在10月23日宣布再降低银行贷款基准利率，其中1年前贷款基

---

① 《1997年中国经济形势分析与预测》，中国社会科学出版社1996年版，第3页。

② 同上书，第34—35页。

③ 但当时认为是负增长。参见谢平《通货收缩与货币政策》，《经济研究》1999年第8期。

准利息率下降 1.44 个百分点。央行 10 月的降息是一个强烈的信号，表明货币政策方向从“适度从紧”转向了“放松”。

在 1994 年 8 月到 1997 年的大部分时间，我一方面研究世界经济问题，另一方面了解国内经济实际情况，并未介入国内宏观经济政策的辩论。1997 年一些学者开始呼吁调整宏观经济政策方向，其主要政策建议是降息。尽管之前不久因发表的一篇关于中国“双顺差”的文章，<sup>①</sup> 处境比较微妙，但我在夏天广西北海召开的一次会议上也呼吁中央银行降息。在同年 8 月发表的会议论文中，我讨论了“货币政策的无效性”，指出：“货币政策的放松，利息率的下调并未达到刺激实际部门的预期效果……新增加的资金仅仅流入了证券交易所而未流入实际部门。”一方面是股票价格暴涨，“1997 年 5 月，在深圳和上海上市的 595 个公司的市盈率分别高达 47.74% 和 51.62%。在 1996 年同期，这两个数字分别为 18.20% 和 23.75%。两个证券交易所的股票价格指数的增长速度分别达到 162.14% 和 117.25%”。另一方面是投资不振，“由于实体经济对利息率变动的不敏感性，为了刺激经济增长，看来政府应该进一步降低利息率。然而，由于担心进一步降息将会导致股票价格的另一轮暴涨，中国政府对于是否进一步降息还处于犹豫状态”。<sup>②</sup> 勿须说，在其后的 20 多年中，政府还要一再面临这种左右为难的形势。

在 1998 年 7 月的一篇文章中，我对 1993 年以来政府执

---

① 余永定：《见证失衡：双顺差、人民币汇率和美元陷阱》，生活·读书·新知三联书店 2010 年版。

② 余永定：《当前中国货币政策的某些问题》，载《中国宏观经济稳定和货币政策的新进展》，1997 年 8 月，广西北海国际研讨会；另见氏著《一个学者的思想轨迹》，中信出版社 2005 年版，第 304—305 页。

行的以抑制通货膨胀为首要目标的“双适度”做了比较全面的评述。文章的主要观点包括：第一，中国应该更早由“双适度”转向积极的财政政策和稳健的货币政策。“现在回过头来看”（with benefit of hindsight），中国宏观经济政策目标的“转变应该实施得早一些”，“许多重要经济变量的变动具有巨大惯性，而政策变量效用的发挥又具有极大滞后性，因而，在运用经济政策调控经济变量时，应考虑‘提前量’”。<sup>①</sup> 第二，在通货收缩期间，货币政策失效，财政政策在抑制通货收缩、稳定经济增长的过程中应该起主导作用。<sup>②</sup> 第三，抛开一些技术细节不谈，货币政策之所以失效主要是因为银行“惜贷”和企业的“惜借”。而银行和企业行为的这种变化又同体制改革、不良债权的处理、经济的结构性和对宏观经济发展前景的预期有关。应该“建立鼓励银行按商业原则积极发放贷款的激励机制”，但“对银行发放贷款规定下限之类的做法则是十分有害的……银行迫于完成放款任务的压力，很可能放松对借款人资信的审查。其结果必然是不良债权的增加”。<sup>③</sup> 第四，“增加政府支出主要是指增加……基础设施的投资支出。在中国目前情况下政府中的行政开支等非生产性支出还是应该尽量压缩的”。<sup>④</sup> 第五，增加

---

① 余永定：《中国宏观经济管理的新阶段》，《改革》1998年第5期；另见氏著《一个学者的思想轨迹》，中信出版社2005年版，第309页。

② 余永定：《一个学者的思想轨迹》，中信出版社2005年版，第310—315页。

③ 同上书，第311页。

④ 同上书，第313页。

政府支出特别是投资支出的资金从何而来呢？在政府财政收入无法提供融资的情况下，应该向商业银行增发国债。“中国目前 60% 以上国债由公众持有，商业银行持有债券仅占其资产的 6%。中国商业银行持有政府证券的比例远远低于一般发达国家的水平……政府向银行借贷，不但可以解决政府资金不足的问题，还可以解决金融机构无法扩大高质量资产的问题。一举两得，何乐而不为呢！”<sup>①</sup> 第六，“从政府决定开始实施公共工程建设到工程真正全面展开，再到形成最终投资需求并使 GDP 的增长速度得以加快，是需要花费相当一段时间的。希望一蹴而就、立见功效是不现实的。公共工程是‘百年大计’，必须坚决避免任何仓促上阵的做法。与其通过浪费来刺激经济，还不如通过‘用直升飞机撒钱’的办法来刺激经济”。<sup>②</sup> 以上六点，听起来是不是有些耳熟？十年后的 2008—2009 年和二十年后的 2018—2019 年，我们是不是还在讨论同样的问题，说同样的话？

有意思的是，此文还谈到了从供给方、从长期看，中国经济增速下降的必然性。这点同我们二十年后的今天论证中国经济增速为什么必然下降的方式几乎完全一样。文章指出，从长期增长的观点来看，中国经济的最大难题还是如何维持可持续的增长。“一系列使中国在过去 20 年中得以保持高速增长的因素正在或将要消失。首先，制度变迁、结构调整对经济增长的贡献将会消失和大大减少……其次，中

---

<sup>①</sup> 余永定：《一个学者的思想轨迹》，中信出版社 2005 年版，第 313—314 页。

<sup>②</sup> 同上书，第 307—316 页。

国正以极高的速度进入老龄社会，劳动力的增长速度将显著下降……由于老龄化和其他原因，中国的储蓄率也将随之下降。而近40%的高储蓄率是过去20年间中国经济高速增长的主要推动力。再次，由于在过去的高速发展时期，中国的环境遭到巨大污染，生态环境遭到巨大破坏，为了治理环境污染、恢复生态平衡，中国将不得不相应付出牺牲经济增长的巨大代价。再次，随着中国经济的发展，中国利用后发（later comer）效应所取得的技术进步速度可能会明显下降。再次，随着印度等南亚次大陆国家和非洲国家更多地进入国际市场，中国低劳动成本的比较优势将逐步丧失，国际资本流入的势头也会逐步减弱。最后，由于边际效用递减规律的作用，中国人均GDP的增长速度也很可能会明显下降。”<sup>①</sup>除第一点外（对中国经济改革和结构调整进程中出现反复的可能性估计严重不足），其他各点大概在二十年后的今天也不会有什么争议。问题是，对未来增长潜力的看法不能作为制定短期宏观调控政策的基础。前述关于未来增长潜力的判断在现在看是正确的，在十年前看是正确的，在二十年前看也是正确的。正因为如此，对长期趋势的判断并不能作为决定短期经济政策的依据。即便对潜在经济增速的判断是正确的，我们也无法从中推出当下经济增速应该比上年下降几个百分点。如果十年前、二十年前我们就根据上述推断来制定当时的宏观经济政策（包括确定经济增长速度目标），降低经济增长速度目标，今天中国经济如何能够成为体量超过90

---

<sup>①</sup> 余永定：《一个学者的思想轨迹》，中信出版社2005年版，第309—310页。

万亿元人民币的世界第二大经济体？

## （二）1998—2002 年：克服通缩

由于受到亚洲金融危机的影响，1998 年中国的出口增速急剧下降。不久之后，固定资产投资增速也大幅度下降。尽管央行进一步放松货币政策，中国的经济增速还是一路下降。到 1998 年上半年 GDP 增速已经降至 7%。这样，1998 年并未如所希望的那样成为中国经济成功软着陆，进入增长坦途的一年；相反，1998 年成为中国 90 年代最困难的一年。

虽然政府自 1996 年 5 月就开始微调宏观政策方向，特别是在 1997 年 10 月陆续采取了下调存贷款利率、降低法定存款准备率和取消贷款限额控制等一系列措施，但银行惜贷、企业惜借现象依然严重。1998 年下半年政府转向扩张性财政政策（“积极的财政政策”）。财政部卖给商业银行 1000 亿元人民币债券，为基础设施投资筹集资金。与此同时，商业银行还被要求提供 1000 亿元贷款以满足基础设施投资的资金需求。1998 年“下半年国有单位固定资产投资增长显著加快，全年增长 19.5%，全社会固定资产投资增长 14.1%。投资的较大幅度增加，对拉动经济增长发挥了明显作用”。尽管如此，1998 年全年 GDP 增速仍仅仅达到 7.8%，而 CPI 增速则从 4 月开始负增长，全年为 -0.8%。CPI 指数负增长标志着中国经济进入了一个过去从未经历过的阶段——通货收缩。

从 1997 年到 1998 年我的主要工作是研究亚洲金融危机的发展和中國应该如何从中吸取教训，防止危机的发生。与

此同时，我也开始尝试对年度经济增长率和通胀率做出预判，并对宏观经济的热点问题发表看法。

现在能够找到的 20 世纪 90 年代我的第一篇分析中国宏观经济形势的文章是 1998 年 11 月用英文撰写的。文章认为，政府的目标非常明确，就是要获得 8% 的经济增速，以保证充分就业。由于当时正处于亚洲金融危机过程中，中国宏观经济中的最不确定和最难以控制的因素就是出口增长速度。各种迹象显示，出口增速将是严重负增长。在这种情况下，为了使经济获得 8% 的经济增长速度，唯一可行的办法是提高固定投资的增长速度。因而，对经济前景的分析就归结为分析中国政府是否有能力通过扩张性财政、货币政策刺激固定资产投资。文章触及了货币政策的无效性、执行扩张性财政政策的必要性和可能性等问题。对于 1999 年中国经济的增长前景，当时中国社会科学院的预测是 GDP 增速将为 8.6%。对此，我并无异议，但对 1999 年之后到 2001 年的中期增长前景有些担忧。第一，中国的财政状况可能会迅速恶化，政府难以长期依靠扩张性财政政策。第二，中国的 M2 对 GDP 比过高，通货膨胀威胁不可低估。第三，政府还未形成处理不良债务的综合措施，不能仅仅寄希望于通过增长解决不良债务问题。第四，由于老龄化、环境污染、劳动生产率下降等原因，中国的长期增长潜力正在下降，这种下降将使政府维持较高经济增长速度越来越困难。这些理由同现在不少经济学家论证为什么中国应该容忍 6% 甚至更低增长速度的理由没有很大不同。这篇文章再次说明“阳光之下无新事”。幸好，我仅仅是表示了一些担忧。这些担忧并没有影