

# B 经济蓝皮书<sup>®</sup>

BLUE BOOK OF CHINA'S ECONOMY

## 2012年 中国经济形势 分析与预测

ECONOMY OF CHINA ANALYSIS AND FORECAST (2012)

主 编 / 陈佳贵 李 扬  
副主编 / 刘树成 汪同三



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

2012  
版



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

经济蓝皮书

BLUE BOOK OF  
CHINA'S ECONOMY



# 2012 年 中国经济形势分析与预测

ECONOMY OF CHINA  
ANALYSIS AND FORECAST (2012)

主 编 / 陈佳贵 李 扬  
副主编 / 刘树成 汪同三



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

## 图书在版编目(CIP)数据

2012年中国经济形势分析与预测/陈佳贵,李扬主编. —北京:  
社会科学文献出版社, 2011. 12  
(经济蓝皮书)  
ISBN 978-7-5097-2901-4

I. ①2… II. ①陈… ②李… III. ①经济分析-中国-2012  
②经济预测-中国-2012 IV. ①F123.2

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第236881号

### 经济蓝皮书

## 2012年中国经济形势分析与预测

主 编 / 陈佳贵 李 扬  
副 主 编 / 刘树成 汪同三

出 版 人 / 谢寿光  
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

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127      责任编辑 / 任文武 彭 战  
电子信箱 / pishubu@ssap.cn                      责任校对 / 南秋燕  
项目统筹 / 邓泳红                                  责任印制 / 岳 阳  
总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部 (010) 59367081 59367089  
读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季峰印刷有限公司  
开 本 / 787mm × 1092mm 1/16                      印 张 / 25.5  
版 次 / 2011年12月第1版                          字 数 / 436千字  
印 次 / 2011年12月第1次印刷  
书 号 / ISBN 978-7-5097-2901-4  
定 价 / 59.00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

## 主要编撰者简介

**陈佳贵** 中国社会科学院经济学部主任、研究员，长期从事中国经济研究，代表作有《现代大中型企业的经营与发展》、《经济改革与发展中的若干重大问题研究》、《经济改革与经济发展战略》等。

**李扬** 中国社会科学院副院长、研究员，长期从事中国经济相关研究，领域涉及货币、银行、金融市场等，专著《财政补贴经济分析》获1990年孙冶方经济科学奖著作奖。其他代表作还有《中国金融改革研究》、《金融全球化研究》等。

**刘树成** 中国社会科学院经济学部副主任、研究员，长期从事经济周期理论研究，著有《中国经济的周期波动》、《中国经济周期波动的新阶段》、《繁荣与稳定——中国经济波动研究》等。

**汪同三** 中国社会科学院经济学部学部委员、研究员，长期从事经济模型理论、方法论及其在经济预测和政策分析方面的研究工作。著有《技术进步与产业结构》、《产业政策与经济增长》、《宏观经济模型论述》等。

## 摘 要

本书是在中国社会科学院经济学部“中国经济形势分析与预测”课题组召开的“中国经济形势分析与预测——2011年秋季座谈会”的基础上，由政府部门、科研机构、高等院校等各方专家、学者共同撰写的关于中国经济形势的研究成果。

全书分为综合预测篇、政策分析篇、财政金融篇、专题研究篇、区域经济篇、台港澳经济篇及国际背景篇，运用定量与定性相结合的方法，对2011年中国宏观及微观经济层面形势，特别是全球经济形势以及中国经济增长中出现的新情况、新问题进行了深入分析，并且提出了对2012年经济走势的预测。

2011年是“十二五”开局之年，也是经济形势异常复杂的一年。总体来看，中国经济平稳快速发展，总体运行态势良好。具体来说，国家出台系列政策，加强了农田水利建设力度，有效保证了粮食和农业稳定发展，夏粮、秋粮连续8年增产，工业生产延续好转态势，继续朝宏观调控的预期方向前进，服务业发展加快；全年财政收入大幅增加，居民收入有所提高。但是物价指数CPI连创新高，引起各界广泛关注，对此，各位专家给出了权威分析。

预计2012年国内外经济形势愈加复杂。发达经济体活力不足、市场信心下降，世界经济可能将在较长时期内持续低迷。虽然我国经济增速可以保持在合理较快增长区间，物价涨幅也将逐步回落，但宏观调控依然面临众多挑战，因此也要作好应对复杂经济局面的准备。

# Abstract

This book is on the basis of the conference: *Analysis and Prediction of China's Economy* ( Fall 2011 ) directed by the Project Group of Analysis and Prediction of China's Economy in CASS. Experts, researchers and economists in governments, research organizations, and universities contribute to the book.

Integrated prediction chapter, policy analysis chapter, fiscal and financial chapter, special studies chapter, regional economy chapter, economy in Taiwan, Hong Kong and Macau chapter and global economy chapter are included. Based on the quantitative and qualitative methods, China's macro-economic and micro-economic conditions, especially in the global economic situation, some new circumstances and problems of China's economic growth, are analyzed profoundly, and China's economic trends are predicted.

Economic condition of China in 2011 was very complex, and 2011 was the first year of China's Twelfth Five-year Plan. Generally speaking, China's economy developed at high rate and performed well in 2011. In particular, a series of policy about enhancing irrigation and water conservancy were carried out, leading to the stable development of agriculture. Furthermore, industrial production constantly developed to the objective of national macro-control with improved situation, and the service industries developed with accelerating pace. Additionally, national revenue increased significantly, and resident income also rose. However, the CPI sharply ascended, which has attracted wide attention. All the above aspects were analyzed credibly by the experts of this book.

Economic conditions in 2012, according to the prediction, would be more complicated. According to lack of vitality in advanced economies, decline in market confidence, global economy would be in swamp with long period. Although China's economy would continue to develop with high rate, and the CPI would decline, the mission of macro regulation and control is very arduous with multi-targets and multi-challenges. Therefore, China should get ready for the intricate economic situations.

# 在 2011 年秋季经济形势分析会上的讲话

(代前言一)

陈佳贵

2011 年以来,我国经济平稳快速发展,夏粮增产,秋粮丰收在握,工业增长态势良好,服务业发展加快,财政收入大幅度增加,城乡居民收入有一定提高,物价上涨的幅度趋缓。经济运行态势总体良好。

但是经济发展中的一些深层次矛盾依然存在,而且还出现了一些值得重视的新问题:高耗能产业发展速度加快;小企业、微型企业经营环境趋紧;物价上涨幅度回落的基础还不牢固,存在反弹的可能。这些问题需要认真对待。

分析当前的经济形势,要回答以下几个主要问题。

## 1. 我国当前面临的经济形势是否与 2008 年下半年相类似

有一种意见认为,我国当前面临的国内外经济形势与 2008 年非常相似,因此,要防止经济增长速度大幅度下滑,防止出现硬着陆和第二次探底。这些意见应该引起我们的高度重视,并进行认真分析,正确对待。

我认为,我国当前面临的经济形势与 2008 年下半年有相似的地方,但是又有很大不同。

相似之处有三点:一是都面临复杂多变的国际经济环境。美国经济恢复乏力,日本经济由于受核电站事故的影响复苏受阻,欧洲一些国家的主权债务危机还在发展,主要发展中大国面临通胀压力。这些问题必然对我国经济产生不利影响,尤其对我国扩大出口带来重重困难。二是经济增长速度都出现了下滑。2010 年,我国经济增速达到 10.4%。2011 年我国的经济增长速度逐季下滑,第一季度为 9.7%,第二季度为 9.5%,第三季度为 9.1%,第四季度可能向 9% 靠近。三是宏观经济政策都是由偏松转向偏紧。2008 年上半年,为应对经济的快速增长,我国实行的是稳健的财政政策和适度宽松的货币政策。2010 年第四季度,国家把积极的财政政策和适度宽松的货币政策调整为积极的财政政策和稳健的货



币政策，适当减少了财政赤字。2011年以来，央行已经连续六次提高存款准备金率，三次提高银行的基准利率，收紧了银根。

但是，我们也应该看到，当前我们面临的国内外经济形势又与2008年有很大的不同。首先，美国经济恢复乏力，是2008年金融危机的持续，并不是新问题。一些研究金融危机和经济危机的专家早就指出过，历史上发生的经济方面的危机一般都会持续数年，有的甚至长达10年才有可能调整过来。欧洲主权债务危机虽然是美国金融危机发生以后出现的新问题，但是它与美国金融危机向全世界传播有关，而且成因很复杂，要解决起来也需要很长的时间。这必然要对我国的出口产生影响，是我们要高度关注的。其次，金融危机之后，出口对我国经济增长的贡献率已经大幅度下降。2008年前的几年，出口对我国经济增长的贡献率一般在2~3个百分点，2009年出口对我国经济增长的贡献率下降到负3.9个百分点，2010年也只有0.8个百分点，2011年上半年为负0.1个百分点，全年很可能也是负贡献。换句话说，近几年我国经济主要是靠内需拉动的，出口增幅下降会对我国经济带来一定冲击，但是比2009年时要小得多。再次，2011年我国经济增速回落幅度不大，仍在合理区间内。从年度看，2010年我国GDP增速为10.4%，如果2011年我国GDP的增速达到9.2%左右，只比上年回落1.2个百分点；从季度之间的同比增速看，第一季度我国GDP增长9.7%，第二季度增长9.5%，从2010年第三季度到2011年第三季度已经连续一年保持在9.1%~10%之间，即便第四季度的增速降低到9%左右，仍在合理区间内。许多国内外机构预测，2012年我国经济仍可保持9%左右的增长速度，在主要发达国家经济不景气的情况下，这已经是一个很高的增速了。最后，社会对国际经济变动可能带来的负面影响的思想准备已经比过去要充分，企业不会像2009年那样张皇失措，国家应对国际经济环境变化的经验也更加丰富，采取的措施会更加得当。

因此，当前宏观调控的方向不应该是由紧转松促增长、防止二次探底和经济的硬着陆，而应是使经济增长速度在适度回落中逐步趋稳，最好能保持在8%~9%之间，为深化改革、治理通胀、进行结构调整、转变经济发展方式创造良好的宏观环境。我们不能再重复过去一热就紧、一紧就叫、一叫就松、一松又热的怪圈。经济增长速度过高，结构调整和转变经济发展方式就很难取得实质性进展，也会使经济发展中的一些深层次矛盾更加尖锐，不利于深化改革，进而影响经济长期平稳健康发展。



## 2. 2011 年第四季度和 2012 年的物价走势如何

2011 年中央把治理通胀作为宏观调控的首要任务，这个决策是非常正确的，经过几个月的努力已经初见成效，物价快速上涨的势头已经得到一定程度的抑制。

然而我们也应该看到，治理通货膨胀的工作虽然取得了一定进展，但是宏观调控的重点仍不能改变。治理通货膨胀、稳定物价仍然是当前宏观调控的首要任务。

第一，目前物价总水平仍在高位运行。2011 年前三个季度居民消费价格平均上涨 5.6%，除 1、2 月份保持在 4.9% 的水平外，其余 7 个月上涨都在 5% 以上，其中 7 月创 2011 年的最高水平，达到 6.5%。之后涨幅开始回落，8 月 6.3%，9 月 6.1%，今后几个月物价涨幅虽然可能趋缓，但 CPI 全年仍可能达到 5.5% 左右。其他价格指数，如投资品价格指数、工业生产者出厂价格指数等，上涨幅度都明显较高。

第二，造成物价快速上涨的主要因素还没有大的变化，稳定物价还面临很多的挑战。一是流动性过剩的问题并未得到根本改变，因长期外贸顺差多发的货币和 2009 年前后大量的贷款还需要较长时间进行消化，美国实行的量化宽松的货币政策造成的全球性流动过剩对我国的影响也还在发生作用。二是我国农业的基础不牢固，农业劳动生产率低，农畜产品的商品率低；我国人口多，对农畜产品的需求旺盛，农畜产品的供需矛盾将长期存在，价格必然呈上升趋势；如遇大的自然灾害，这种供求矛盾将更加突出，价格上涨也会加快；农业生产资料和劳动力成本的上涨也推高了农畜产品的价格。三是成本上升仍是推动价格上涨的重要因素。提高居民收入在国民收入中的比重、提高劳动者的工资收入在初次分配中的比重是国家既定的大政策，随着这一政策的逐步实施和劳动力人口增速的下降，职工工资必然呈上涨的趋势；推进价格改革，理顺不合理价格关系，也会增加部分企业的产品成本；2011 年上半年，受宏观调控暂缓涨价的部分商品和服务，随着经营成本的上升，下半年可能进行调价，增加新涨价的因素。四是输入性通胀的压力仍然很大。原油、铁矿石、粮食、油料等大宗进口商品价格仍在高位波动，推高国内商品的价格。

## 3. 经济结构调整是否取得了进展

总体看，有进展，但是进展很小。经济增长动力的调整方面，内需对经济增长的拉动力有所增强，出口对经济增长的贡献降低了，这是外部环境变化造成的。但是产业结构、分配结构调整方面还没有取得什么进展。高耗能产业的增长



速度还有所加快；居民收入增长速度低于经济增长速度，也远低于政府财政收入和企业实现利润的增长速度。提高“两个比重”，使居民收入不低于经济增长速度的要求还没有落到实处，还任重道远。

#### 4. 当前的宏观政策需不需要调整

当前国家实行的是积极的财政政策和稳健的货币政策。从实际执行看，与2009年和2010年比较，是适度从紧，特别是货币政策。2011年下半年和2012年的宏观经济政策需不需要调整是大家关心的一个问题，也是一个有争议的问题。

我认为提法可以不改变，仍可以坚持积极的财政政策和稳健的货币政策。从财政政策看，我国正处在结构调整时期，许多民生问题又亟须解决，我国赤字占GDP的比重还没有超过3%，债务余额占GDP的比重也还在可控制的范围内。实行积极的财政政策既有需要，也有条件，但是要严格控制赤字规模和债务余额规模，加强监管，反对搞形象工程，反对铺张浪费，避免出现年终突击花钱的现象。同时要优化财政支出结构，发挥财政政策在改善民生调整经济结构中的积极作用。稳健的货币政策的提法本身就是一个中性的提法，关键在于实际操作时的走向。总之，既要坚持宏观调控的方向、突出调控的重点、保持宏观调控的连续性，又要掌握好宏观调控的力度、节奏，审慎决策。

面对国际经济的复杂形势，下半年宏观调控政策在执行中应该以稳为主。第四季度可以静观其变，在第四季度结束后再来对宏观调控政策的效果进行全面评价，针对经济运行中出现的问题，把握好时机，对宏观经济政策进行微调。经济增长速度回落到8%~9%之间，通货膨胀率降到4%左右，宏观经济政策就应该保持中性。

要加强宏观调控政策和手段的协调性。改变过去偏重需求方、忽视供给方的调控；财政政策和货币政策要很好协调、配合。要改变货币政策偏重利用存款准备金率的手段，忽视利用资金价格手段，特别是当前仍是负利率的情况下，应切实推进利率市场化的改革；要改变积极财政政策偏重扩大政府债务、增加政府投资，忽视税制改革、减轻企业税负的做法；在调控手段上，要尽量减少行政办法，更多运用经济、法律等办法。某些行政性办法看起来见效快，实际上掩盖和积累了矛盾，会带来不良后果，不能多采用，也不能长期采用。要加强各种宏观政策和调控手段的协调性，提高其有效性。

# 当前国际经济形势

(代前言二)

——在 2011 年秋季经济形势分析会上的讲话

李 扬

一年一度的秋季经济形势分析与预测座谈会今天又如期举行了。与往年不同的是，今年的宏观经济形势显得更加复杂，有些问题可能不容易说清楚。但让我们感到欣慰的是，包括这次秋季报告在内的我院有关中国宏观经济形势分析与预测的几个课题组，对今年的形势和明年经济走势的判断得出了基本相仿的结论。

最近，西方国家有些人唱衰中国，我们自己有些人心里也不踏实，但通过缜密研究和交叉检验，我们有一个共同感觉，虽然中国经济会有波动，但是不会有特别大的问题。当然也要看到事物的另一方面，由于目前形势非常复杂，我们遇到的问题许多都是前所未有的新课题，而现在用来做预测、分析的理论 and 工具基本还是传统的那一套，许多都已被证明并不完全适用了。对这些理论工具还需要重新反思，要批判它、发展它。在此之前，我们用这些理论和工具来分析问题，不可避免地会出现偏差，所以还要密切观察形势的变化，如果出现了比较大的波动，要及时对政策进行调整。

借这次座谈会及经济蓝皮书将要出版的机会，我想就当前的国际经济形势问题同大家交流一些看法。

关于国际形势，现在比较多的看法是：欧美经济很可能会出现第二次探底。但我一直坚持这样一个看法，没有什么“二次探底”问题，因为欧美经济特别是美国经济，在金融危机后就一直没有真正恢复过。简言之，我们仍然处在危机之中。

我们认为：这次危机是一次全球性经济危机，是一次严重程度可以和 20 世纪 30 年代与 70 年代两次全球大危机相提并论的危机。这一判断是在经过多方比



较之后得出的。20 世纪的这两次危机都是在非常深刻复杂的长期因素累积基础上爆发的。由于是大量长期因素累积的结果，所以恢复起来非常困难。30 年代的大危机实际是依靠二战提供的战时需求及战时一系列高新科技的运用才真正走出谷底的。在这方面，研究成果堪称汗牛充栋。对于 70 年代的大危机，我们还研究得不特别透彻，但事实很清楚，此次危机直至 20 世纪 90 年代初才真正得以恢复。那次危机也是一次综合性危机，其间，国际上发生了两次石油危机、国际货币体系危机、美元危机和黄金危机，在发达经济体内部，则发生了滞胀危机、就业危机以及生产率下降危机。这些危机相互交织，国际经济形势动荡不居，只是到了 90 年代初，所谓“新经济”发展起来之后，才算真正恢复。我们做以上类比，意在说明，这次的危机恐怕也不能指望很快就会恢复，更不要对于所谓二次探底有什么诧异。因为，如果此次危机的深重程度与上述两次危机相仿，二次探底、三次探底都有可能。

总的判断是，此次危机，也许需要十年甚至更长时间才会真正得到恢复。形成这一判断的基本根据是：此次全球经济危机，集中反映出发达经济体多年来在经济发展方式、经济结构、金融结构和财政结构等各个层面存在的严重扭曲。因此，危机的恢复须以这些问题基本得到解决为基本前提。但是，解决这些问题不仅十分困难，而且短期内难以奏效，其过程亦十分痛苦。

此外，四年来，在应对危机的过程中，各国均采用了大量非常规刺激政策。这些政策或在短期内有阻止危机急剧扩散的作用，但亦有损害经济长期发展基础的副作用。如今，这些负面影响已开始显露，无疑使艰难恢复过程中的全球经济雪上加霜。

其一，这次危机是全球性经济发展方式的危机。

经济发展方式决定经济运行，而转变经济发展方式又决定经济运行趋势转变。因此，转变经济发展方式非常重要。对于中国来说，转变经济发展方式问题已经讲得很多了，但对于全球经济特别是发达经济体，从经济发展方式角度提出和认识问题，做得还很不够。粗浅地说，就经济发展方式而言，如果说中国等新兴市场经济国家存在低消费、高储蓄，以及对应的高投资、高出口问题，那么，在世界的另一边，我们可以发现高消费、低储蓄，以及对应的投资不振和贸易赤字问题。简言之，发达经济体的经济发展方式同样存在严重扭曲，不同的是，在那里发生的现象与我们这里的相反。长期以来，发达经济体经济运行及经济政策



的主导倾向是高消费，消费超过收入水平就会变成高负债。这种情况长期延续，就会演变为负债经济。负债经济的恶化，便形成债务危机。这个脉络，现在看起来已经非常清楚了。问题在于，由于经济是全球化的，某些国家高消费和高负债，便有另一些国家的低消费和高储蓄相对应。这样看，在一定意义上，是我们的低消费支持了发达国家的高消费。那么，在全球经济体系中，这种长期失衡是如何实现并得以持续的？这就不能不论及以美元为中心的国际货币体系。由于美元在国际货币体系中居于核心地位，美国事实上可以通过印制美元的方式来平衡其长期的贸易逆差。于是，上述在实体经济中存在的失衡便进一步发展为全球金融债券债务的失衡，即：在发达经济体特别是美国一方，是国际债务的不断积累，并导致其主权信用不断下降；在新兴经济体一方，则是外汇储备不断增长，并通过储备的进入渠道引入通货膨胀。此次危机其实是这种平衡方式再也不能继续下去的表现。因此，要真正走出危机，各国均须转变经济发展方式。诚如我们要转变发展方式十分困难一样，在西方，以美国为首的发达经济体，要转变高消费、低储蓄，高负债、高逆差的经济发展方式也非常困难。鉴于问题的严重性和长期性，这种转变没有十年恐怕很难见效。

其二，此次危机是全球经济结构失衡的危机。

我们在讨论国内经济转型问题时，紧接着转变经济发展方式的，便是要调整经济结构。这个问题，在全球各经济体中也普遍存在。

20世纪80年代末期以来，世界产生了一波由发达经济体主导的全球化浪潮。这一浪潮导致全球分工体系发生重大变化，生产链在全球范围内大规模重组。形成的结果是，一方面，作为全球经济体系的“核心”，发达经济体主要集中于发展高端制造业、高附加值的服务业特别是金融业，同时致力于“制造”并向其他国家输出各类“规则”、“标准”和“秩序”；另一方面，作为全球经济体系的“外围”，广大新兴经济体则主要依赖低廉的劳动成本，以资源的浪费和环境的破坏为代价，从事传统的制造业，并被动地接受各种冠以“国际惯例”、“最佳实践”等基于发达经济体之实践和价值标准之上的规则、标准和秩序。

现在，随着新兴市场经济体在全球产出中的增量贡献继续超过发达经济体，并成为世界经济增长的主要引擎，完全由发达经济体主导的全球发展模式已趋式微。面对这一事实，发达国家不得不提出调整产业结构（包括劳动力市场结构）的任务，所谓“再制造”、“再出口”、“再工业化”，乃至建设“智能地球”、

“低碳经济”、“创新型国家”等，便是这种努力的具体体现。因为它们那里长期以来是服务业、虚拟产业过度发展，是把资源过多地配置在华尔街，现在则要配置到制造业上，配置到出口部门。因为，只有制造业发展了，出口部门发展了，大量失业人口才可以就业，然后才有收入，才有社会的稳定。

应当清醒地看到，经济结构调整是全球性问题。目前世界各国都认识到经济结构调整的紧迫性，但迄今为止都还没找到调整的切入点和方向。论及经济结构调整，我们就必须讨论另一个因素，即科技革命以及高新科技的产业化问题。现在我们已经看到，不论是20世纪30年代的大危机还是70年代的大危机，其复苏的轨迹大致上和科技引领的长周期都是吻合的。如果是这样的话，当前全球性的经济结构调整，正在等待着一次具有革命意义的科技革命。但遗憾的是，那种具有全面创新意义的科技革命，目前还没有清晰地显露。

其三，此次危机是金融业过度发展的危机。

此次经济危机发端于金融领域。金融部门的问题千头万绪，概括起来主要有五：第一，金融的发展，大规模地脱离其实体经济基础而“疏远化”了。我们看到，从金融衍生产品到证券化类产品，再到CDO、CDS等，金融产品及金融市场运行逐渐脱离实体经济基础。第二，衍生品过度发展，并放大了风险倍数。第三，大宗商品市场全面“类金融化”，致使商品价格暴涨暴跌，干扰实体经济正常运行。第四，市场中介机构行为扭曲，投资银行“对冲基金化”，其他机构则投资银行化。第五，金融监管不能“与时俱进”。显然，必须假以时日，方能消除所有这些弊端。

金融领域的问题集中起来，便是过高的杠杆化。病因在此，发达经济体的全面恢复，显然就以金融部门全面“去杠杆化”为必要条件。但是，去杠杆化也是个非常痛苦的长期过程。首先，去杠杆化所需的资本只能得自实体经济的储蓄，这是一个缓慢的过程。其次，去杠杆化的本质是修复资产负债表，而这个过程将大大降低金融部门支持实体经济发展的动力和能力。

关于调整资产负债表问题，理论界过去重视不够。在解释此次危机的过程中，理论界提出了所谓“第四代全球金融危机理论”，集中讨论的就是资产负债表失衡及其再均衡的过程。可见，资产负债表分析代表了金融理论发展的前沿。如果问题出在资产负债表上，则经济恢复特别是金融体系恢复的过程，就会呈现复杂的局面。我们知道，为了救助危机，各国货币当局都投放了大量流动性。采



取这种政策的目的是，希望取得新增流动性的居民、企业增加支出，扩大就业，希望金融机构增加贷款。但是，如果经济主体将重点置于恢复资产负债表上，则它们取得流动性之后，首先就会用于还债，而不是增加新的支出；金融机构获得新增资金，首先要做的事是充实资本金，而不是增加贷款。于是就出现了目前令货币当局极为头痛的问题：一方面，货币供应已经过多；另一方面，社会上的资金依然十分紧张。

例如在今天的美国，虽然联储和财政部联手投放美元并已达到造成全球流动性泛滥的程度，但其国内信贷市场依然不振，流动性依然奇缺。加之，诸如“巴塞爾Ⅲ”之类以提高资本充足率为核心的加强金融监管的措施，客观上也会对金融部门的放贷能力施以极强的约束。在这个意义上，我们对欧洲理事会将于10月27日宣布的在2012年6月底前将欧洲主要银行的核心资本充足率提高到9%的决定持怀疑态度：我们不仅认为该目标难以实现，同时也对其政策效果存在质疑。

关于资产负债表调整，日本是一个最好的例证。20世纪80年代末发生杠杆化危机（资产泡沫）之后，日本一直在通过修复资产负债表来“去杠杆化”。最乐观的研究认为，日本已于2006年左右基本完成修复任务，而这已用去了15年的时间。更何况，目前的事实说明，日本的修复任务远未完成。这一问题还可上升到更宏观的层面进行分析。现在大家都十分关注政府负债问题。近来很多国家的主权信用评级不断下降，反映的就是政府负债过高的事实。有些分析家就此推断日本政府主权信用也会降级，因为日本政府的债务与GDP的比例达到200%多，居全球首位。但是，国际评级机构至今尚未给日本政府主权信用降级。关键在于，虽然日本政府的债务率已经高悬，但是，作为总体的日本经济却处于正债权地位。也就是说，日本的居民、企业的资产负债表并没有恶化，他们良好的资产负债表足以吸收政府的负债而有余。这样，日本政府的负债行为，从国民经济总体来看只是“左口袋掏到右口袋”，汇总了政府、居民、企业的国家综合资产负债表依然健康。这一状况，有利于我们理解资产负债表分析对于观察一国经济运行的极端重要性。

大家都知道，几个月前，美国纽约发生了“占领华尔街”的民众风潮。到目前为止，这一风潮已经席卷了80多个国家的数百座城市。我们现在还难以对此风潮作切实的分析。但是，有一点可以肯定，发达经济体近几十年片面发展金



融业的战略，在国内外均难以为继。现在是改变这种状况的时候了。

其四，此次危机是财政赤字危机。

我们知道，反映在国民经济各个领域、各个层面的问题，归根结底都会反映在财政上。尤其是金融领域的问题，最终都需要财政用税收或者用未来的税收等“真金白银”予以解决。在中国，传统理论将此称作财政金融“穿连裆裤”。如今，市场经济发展了，财政与金融部门的关系复杂了，但说到根本上，财政与金融“穿连裆裤”的格局依旧。如果说，这种内在的联系在经济正常运行的条件下不易看得清楚，那么，危机发生之后，其内在联系便一下子清晰地显现出来。大家知道，在大部分国家，所谓货币当局，实际上指的是财政部。这种体制安排的经济基础，就在于两大部门间存在着“连裆裤”的关系。正因如此，我们并不特别关心美国会不会推出QE3的问题，因为，只要国债在增发，其货币供应事实上就在增加。因为，在一个主权国家范围内，发债就是发货币，无非是不同形式的货币，不同流动性、不同层次的货币而已。

概括而言，经济危机在政府部门的集中表现，就是居高不下的财政赤字率和相应的不断上升的债务率。因此，平衡预算，构成发达经济体经济恢复的最重要环节。但是，实现这一目标更是困难重重。平衡预算，必须减少支出，增加税收。这意味着要裁减公职人员，减少福利支出，缩减政府投资；同时，需要增加税收，增加居民与企业的负担。这一战略举措的宏观效果就是削减需求，增加失业。这不仅不利于经济的恢复，而且会带来无尽的社会动荡，抗议、罢工和社会对抗接踵而来。毋庸置疑，在社会动荡的环境下，经济势难较快恢复，更难稳定发展。

以上从发展方式、经济结构、金融结构、财政结构四个方面分析了当前的危机。由于经济危机是由上述四个方面的问题引起的，危机的恢复则须以这些问题得到基本解决为前提。问题在于，一方面，解决这些问题十分困难；另一方面，解决问题的手段都有延缓经济恢复的副作用。结论自然就是：此次危机还会持续很长时间，还会有各种各样的后续表现。

关于危机仍将长期持续的看法，随着危机不断以各种形式表现出来，逐渐在国际上获得了共识。2010年9月美联储公开市场委员会会议之后，多名美国央行官员与经济学家集体推出了一项关于经济危机的最新研究。该研究在分析、比较了20世纪十余次经济危机，特别是30年代和70年代两次全球经济危机的原



因和恢复的进程之后，明确指出，后危机时期将有“至少十年的过渡期”。

从各国货币当局最近采取的政策措施，我们也能读出类似的信息。例如，今年9月21日，美联储异乎寻常地公布了三项政策措施，即：政府债券期限延展计划、对机构抵押债券再投资计划（用到期的机构债和抵押贷款支持证券之所得），以及再次确认于2013年中期之前将联邦基金利率维持在0~0.25%的低水平之上。不得不采取这些通常只有在长期萧条情势下才会采取的异乎寻常的政策，显示了美联储对美国经济恢复的前景缺乏信心。欧洲的情况比美国更糟。虽然，经过艰苦的讨价还价，欧元区成员领导人近期就解决债务危机问题达成了一揽子协议，在欧洲金融稳定机制、充实银行核心资本、减记希腊国债、敦促意大利整顿财政纪律等方面达成共识，但这充其量只是制止危机恶化的临时举措。若干更为深刻的问题，如居高不下的各国债务、创历史水平的失业率、产业竞争力低下，以及欧元区的未来发展方向不明等，仍然对欧洲人的智慧提出严峻的挑战。

面对如此国际形势，我们要建立这样一个思想准备：在未来一个相当长的时期内，中国经济要在全球经济长期低迷的环境下运行。果若如此，我国对外部门的发展就不会特别乐观，净出口对我国经济增长的贡献率就可能大大降低。但是，在净出口的经济增长贡献率降低的背后，蕴涵着一个更大的机遇，那就是，我国经常项目顺差占GDP的比重会下降到4%以下，从而满足了上届G20峰会对各国提出的宏观调控国际协调的“参考性指标”的要求。进一步，我国经济长期依赖进出口的局面可能会从根本上扭转，实现向内需为主的经济发展方式转型因而便有了根本保证。

2011年10月10日