

CMRC 中国经济观察

目 录

2012年夏季（总第 30期）

2012年 7月21日

林毅夫：全球金融经济危机：原因与教训	1
易 纲：抓住机遇、防范风险，以平常心看待企业“走出去”	9
会议上半场问答	21
王志浩：官方数据有问题时，如何观察中国经济	27
宋国青：CPI 与 PPI 不同变化带来的难题	40
会议下半场问答	49
2012 年第 3 季度“朗润预测”	50
“朗润预测” 特约机构名单	51
附：历次“中国经济观察”精彩回顾	53

全球金融危机：原因与教训

林毅夫

世界银行前首席经济学家、高级副行长

北京大学国家发展研究院名誉院长

林毅夫教授主要探讨了全球金融危机产生的原因与教训。他首先介绍了国际理论界和舆论界关于国际贸易不平衡和全球金融危机原因的三种假说，分别为东亚经济体的出口导向战略、自我保险假说以及中国汇率政策假说。这三个假说都认为东亚经济体是造成国际贸易不平衡以及全球金融危机的主因。林毅夫教授对此表示质疑，他从理论和实证两方面对这三种假说进行了一一批评。在此基础上，林毅夫教授提供了一种新的假说，他认为这一次的国际经济金融危机，以及此前的国际贸易不平衡，根本原因在于美元作为储备货币，以及美国的政策失误造成美元货币和信贷资金急剧增加和过度的投机行为，导致美国房地产和股市的泡沫。在此基础上，他总结了这次全球金融危机的教训，并再次论述了他先前对中国前景的乐观看法，认为中国还有 20 年保持年均 8% 的增长率的潜力。

一、关于国际金融经济危机的三种假说

全球金融危机突如其来，到现在还是在继续发展，它产生的原因是什么？它给我们的经验教训是什么？以后我们怎样来避免同样情形的发生？

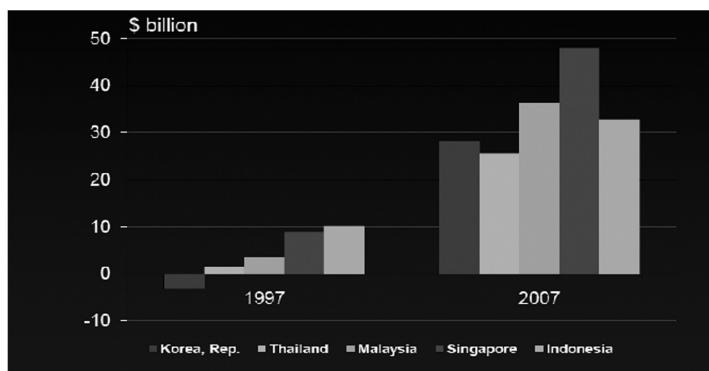
众所周知，国际金融危机是由美国的房地产泡沫破灭所引发。关于美国出现房地产泡沫的原因，国外理论与舆论界普遍认为，是由于国际贸易不平衡，中国和东亚经济体积累了大量外汇，购买美国国债，压低利率，导致大量的资金流向房地产和股票市场，引起了房地产的泡沫和股市的泡沫。这一观点把这场国际经济金融危机产生的根源归结为外部贸易不平衡的东亚国家和经济体。

那么，为什么东亚经济体积累了那么多外汇而造成这样的国际不平衡？理论界提出三种假说：第一，东亚经济体奉行的出口导向战略。出口多了，贸易盈余当然就多。第二，东亚金融危机爆发后，东亚经济体为了自我保险而增加出口，以积累外汇。1998年东亚金融危机以后，东亚经济体，像韩国、泰国、马来西亚等吸取了一个经验教训，就是如果外汇储备不足的话，很可能给投机家一个机会来狙击一国的货币，造成金融经济危机，所以为了自我保险，就开始增加积累外汇。除了这两种说

法之外，一个更流行的说法是中国压低人民币真实汇率的政策。中国政府人为的压低人民币汇率，造成中国出口大量增加，外汇大量积累。

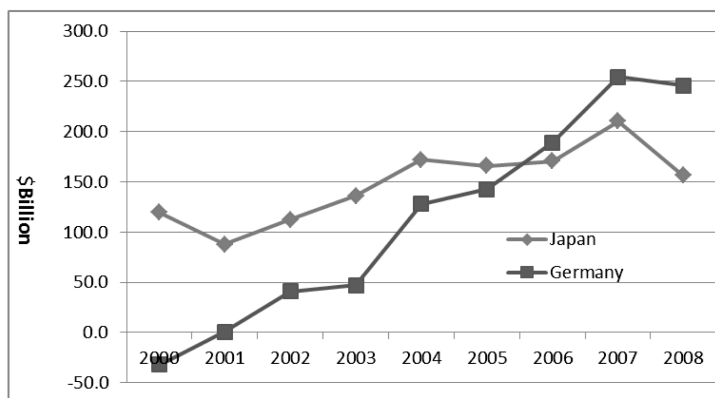
上面这三种假说所阐述的机制似乎都可能增加东亚经济体大量的出口和外汇积累，然而危机发生前所出现的国际贸易不均衡是否真的由这三个可能的假说所阐述的原因引起？对此需要结合经验数据进行考察。首先，关于东亚经济的出口导向战略，东亚经济体在近几年贸易顺差确实激增，但是，东亚经济体从1960年代以来一直奉行出口导向战略，在2000年以前贸易基本平衡，就算有盈余数量也很小（图1所示）。因此，出口导向战略不会是2000年以后国际贸易不平衡剧增的主要原因。

图 1. 若干东亚经济体 1997 年和 2007 年贸易余额



其次，关于自我保险假说。如这个假说所述，东亚经济体在1990年代末的金融危机之后，经常账户的顺差剧增。然而，如图2所示，日本和德国拥有储备货币地位、无需以积累外汇来自我保险的国家，其经常账户的顺差在同一时期也一样猛增。而且，中国从2005年以后的经常账户盈余和外汇积累也远远超过自我保险的需要。

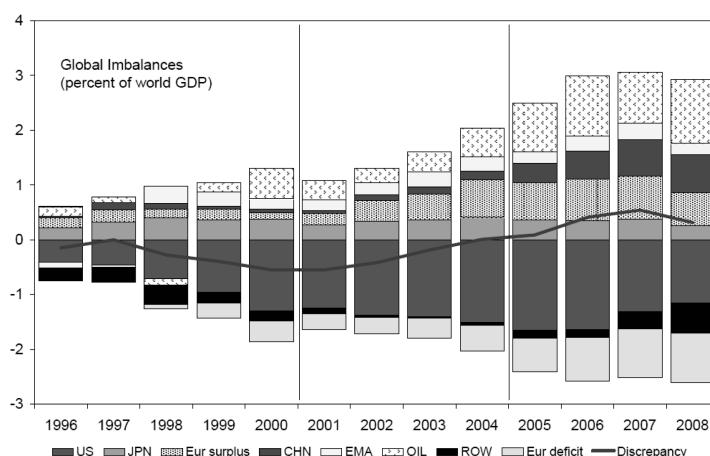
图 2. 若干国家 2006 年和 2008 年经常账户余额



再次，是否是由于中国的汇率政策造成的呢？国际贸易不平衡的现象在2002年开始引起关注，其后愈演愈烈。中国从2003年开始即被指责人民币真实汇率低估，认为

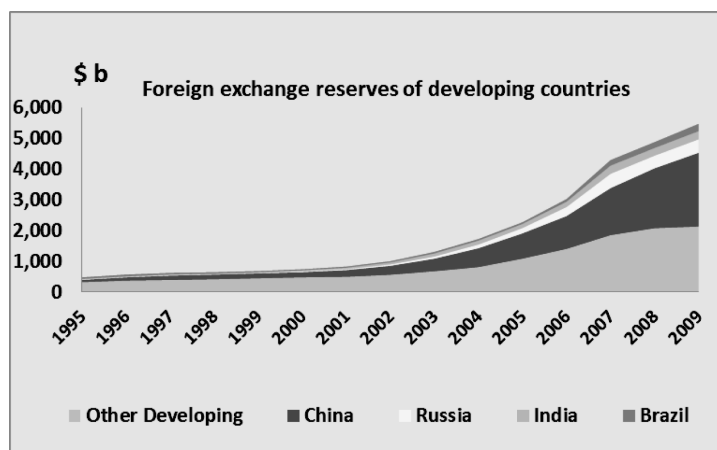
是国际贸易不平衡的罪魁祸首。然而，以下事实与此说法相去甚远：中国的贸易顺差直到2005年后才变大。在2003年时，贸易顺差比1997、1998年小，而那时人民币币值普遍被认为是高估而非低估。不可能顺差变小，反而币值是低估。在2005—2008年间，人民币对美元升值20个百分点，但国际贸易不均衡和中美贸易不均衡继续扩大（图3所示）。

图 3. 全球贸易失衡占世界 GDP 比重



另外，其他发展中国家的贸易顺差和外汇储备也同样增加。假如中国的汇率低估是国际和美国贸易不均衡的罪魁祸首，那么，其他和中国在国际市场上处于竞争地位的发展中国家的贸易盈余和外汇储备应该都会减少。然而，如图4所示，整个发展中国家的外汇储备从2000年不到1万亿美元，急剧增加到2008年的5万多亿美元。

图 4. 发展中国家外汇储备



上述三个假说都认为东亚经济体是造成国际贸易不均衡的主因。然而，美国对中国的贸易赤字虽然增加颇多，但东亚在美国的贸易逆差中所占的比重却明显地下降，如图5所示，东亚在美国的贸易逆差中所占的比重，从90年代占61.8%降为2000—2009

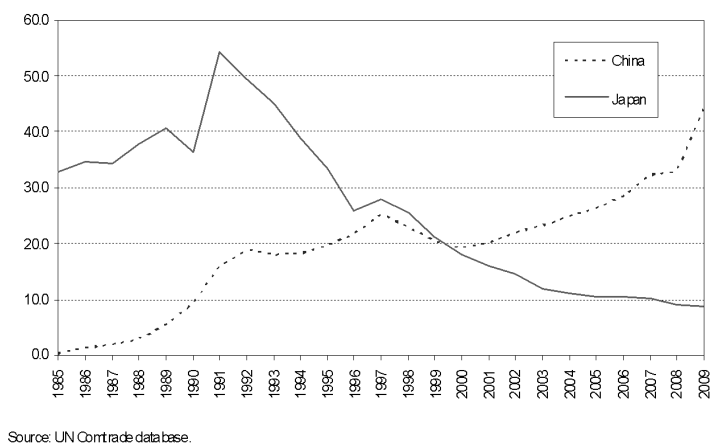
年间的44.9%。以上事实说明上述三个普遍被接受的说法不可能是造成国际贸易不平衡和这次国际金融经济危机的根本原因。

图 5. 东亚和其他国家占美国贸易逆差的比重



实际上，中美贸易不均衡反映的是通过地区产业链的整合，轻加工制造业从其他东亚经济体转移到中国，随着这种转移，原来美国与东亚贸易的逆差也转移到中国，这从图6可以得到印证。

图 6. 中国和日本占美国商品贸易逆差的比重



二、和所有事实都能一致的新假说

因此，我们需要一个和所有事实都能一致的新假说。新假说认为，国际不均衡是美元作为国际储备货币以及美国如下两个政策变化所致。第一，1980年代开始的放松金融管制政策，允许金融机构高杠杆运作；第二，2001年互联网泡沫破灭，美联储采取了低利率政策刺激经济。以上政策造成货币和信贷资金急剧增加和过度的投机行为，导致美国房地产和股市的泡沫。从八十年代开始，美国，包括欧洲，开始推行放松金融管制政策，放松金融管制一个最直接的结果就是允许金融机构高杠杆运行，所以信贷资金增加，流动性增加。同时从2001年，美国互联网泡沫经济破灭，照理说泡沫经济破灭要进入一段萧条时期，但当时格林斯潘为了避免美国经济深度衰退，实

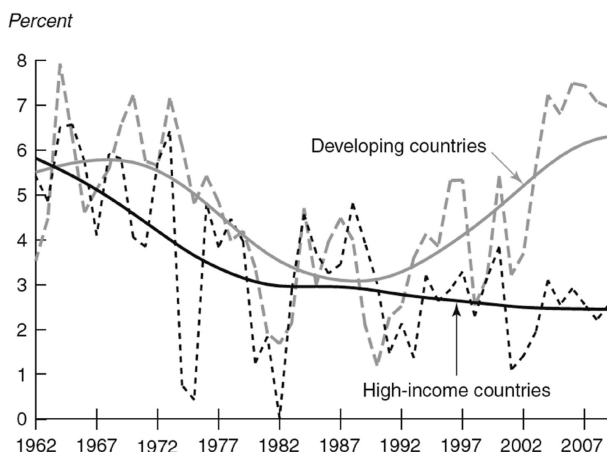
行非常宽松的货币政策，利率从2001年泡沫经济破灭之前年利6.5%连续23次降息到18个月以后的1%，接近零利率。这就造成流动性过剩，造成大量投机行为。这些投机的钱在美国国内就流到房地产市场和股票市场，造成房地产和股市的泡沫。

泡沫的财富效应使得美国的家庭过度消费。泡沫还没有破灭之前，大家都感觉到自己有钱了，有财富效应，再加上金融衍生产品的开发，金融创新允许家庭把房地产增值的部分套现出来销售，消费需求就增加了，美国老百姓负债占可支配收入的比重急剧增加。再加上美国政府因为阿富汗和伊拉克战争增加了财政赤字，使得国内需求和贸易赤字猛增。由于美元是国际储备货币，这种赤字增加得以长期靠增发货币来维持。

到了2000年中国已经成为美国劳动密集型的加工制造消费品的主要供给国，美国和中国贸易逆差逐年扩大，中国和给中国提供中间制造品的东亚经济体的贸易逆差，也就是它们的贸易顺差，也逐年扩大。

由美国政策变化引起的流动性过剩同时导致大量资本外流到发展中国家，从2000年的2000亿美元，增加到2007年的1.2万亿美元，给发展中国家带来了投资拉动的快速增长。如图7所示，2002-2007年间发展中国家的经济增长率达到了历史新高。发展中国家投资拉动的经济增长，导致许多以出口资本品的发达国家，如德国、日本等的贸易也产生大量顺差。许多国家的加速发展导致对能源、原材料等自然资源需求的快速增加、价格上涨和资源出口国的贸易盈余。

图 7. 发展中国家和高收入国家经济增长趋势和周期

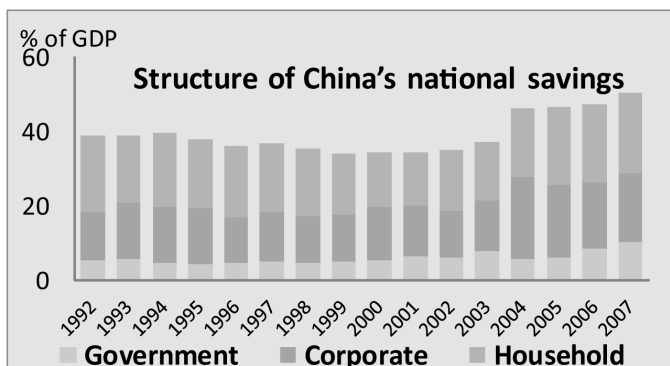


由于美元是国际储备货币，在其他国家的国内不能流通，各国中央银行，只能将外汇收入用于购买美国的政府公债或其他金融资产，造成了发展中国家资金大量外流到美国而压低了美国利率的假象。

那中国的贸易顺差为何增加那么多？大的贸易顺差反映的是高的国内储蓄。国内储蓄高的原因，一般学者认为是缺乏社会保障体系和人口老龄化。然而，上述原因不可能是中国国内储蓄率高的主要原因，这是因为，中国的家庭储蓄只占国内生产总值

的20%左右，和印度处于同一水平。如图8所示，中国的储蓄率高的一个特色是企业的储蓄率高，其原因则是作为双轨制改革的一个后遗扭曲问题：金融过度集中在大银行和资本市场，形成对大企业的隐性补贴；自然资源的低税费；某些产业的垄断。上述扭曲的消除是中国改善收入分配，增加家庭收入和消费，减少外贸顺差的治本之策。

图 8. 中国国民储蓄结构



三、全球金融经济危机的教训

这次国际金融经济危机中有些经验教训值得吸取。中国有一句古话叫做对症下药才能药到病除。国际贸易长期不平衡，对逆差国来讲，不管是不是外汇储备国，都绝对是不可长期维系的。如果在国际贸易不均衡开始出现的2002、2003年，发达国家能够实事求是，面对问题，提出有效对策，而不是推卸责任，把自己的政策造成的问题说成是别人的政策引起的，那么，这场二次大战以来最为严峻的国际金融、经济危机或许可以避免或是缓解。

发达国家政府的委过于人的政策固然有其政治的考量，但是也和学界的推波助澜有关。学者在研究问题时固然有基于政治原因而指鹿为马的，但更多的是瞎子摸象。学者在研究问题时对现象的理解应该力求全面，不要局限于一点，满足于理论假说和所要解释的主要现象一致，对任何理论假说应该多做推论，看是否每个推论都和已知事实一致。如果发达国家的学界能做到这一点，在国际贸易不平衡逐年加大时，他们也早就能够发现出现这个不可持续的现象的真原因，而帮助他们的国家制定药到病除的政策，或至少不会为他们国家委过于人的政策摇旗呐喊。

随着中国国际经济地位的提升，中国经济政策对国际经济的影响会越来越大，各种矛盾冲突也会越来越多。从这次全球金融经济危机爆发前，国际贸易不均衡问题的争论中，我们可以发现利用外国的理论作为依据来制定政策或谈判，中国会永远处于被动的地位。中国的学者有责任，根据事实自建内部逻辑自洽而各种推论又能和各种事实一致（外恰）而不是和单一现象一致的理论，这样才能把握我们自己的命运，不随别人的音乐跳舞。在国际谈判中，我们才能理直气壮，化被动为主动，发挥崛起的

大国所能发挥的积极作用。

四、中国经济增长前景

在最近的一个演讲中，我提出的中国经济还有20年年均8%增长潜力的看法在媒体和学界引起不少评论。关于到2030年中国有保持年均增长8%潜力的观点在1994年出版的《中国的奇迹》上已经谈过，2009年出版的《中国经济专题》上也做过详细的论证。以后几年，在国内、国外的各种会议上也多次谈及。

为何需要对中长期的增长潜力进行判断，这是因为这一判断会影响短期的政策选择和长期发展的绩效。一头小毛驴吃得再多也不可能长得和马一样大，但一匹马不给足够多的草料，也可能真的只能长得和一头毛驴一样大。

中国还会有20年8%增长潜力的说法之所以会被有些学者怀疑，原因有二：其一，还不曾有任何一个国家曾经维持50年年均8%以上的增长；其二，高速增长的国家，在人均收入按购买力评价计算达到1万美元左右时，增长速度都放缓。然而，小平同志在改革开放初期提出20年翻两番，年均增长7.2%时，历史上也不曾有过像中国人口这么多，底子这么薄的国家，曾经达到那样的增长速度。而我们现在实际达到的是32年年均增长9.9%。

其次，从新结构经济学的视角来看，一个国家的增长速度决定于其技术创新和产业升级的速度，而一个发展中国家的增速潜力，主要不是由绝对收入水平决定，而是由后发优势大小决定的。按 Maddison 的数据，以1990年的购买力平价计算，当日本、德国等人均收入达到1万美元时，其人均收入已达到美国的65%，而我们达到1万美元时，人均收入还不足美国的25%。所以，同样是1万美元的水平，其后发优势的潜力相差甚大。

2008年我国人均收入是美国的21%，相当于日本1951年，台湾地区1975年、韩国1977年和美国的差距水平，在这个差距上，日本维持了20年9.2%，台湾地区8.3%，韩国7.6%的年均增长。改革开放后，我国的发展轨迹和日本等东亚经济体相似，所以，我国应当仍有同样的20年年均增长8%的潜力。

当然，上述所谈只是潜力，能否变为事实还需要我国一方面充分利用后发国家的优势来进行技术创新和产业升级，另一方面应不断克服困难，改革、完善作为发展中国家和转型国家所必然存在的各种经济、社会、制度问题，给稳定、健康、快速、可持续发展的科学发展创造条件。

The International Financial Economic Crisis: Causes and Lessons Learned

Justin Yifu LIN

Former Chief Economist and Senior Vice President of the World Bank
Honorary Dean of National School of Development, Peking University

Professor Lin discusses the causes and lessons of the global financial and economic crisis. The global financial and economic crisis happened all of a sudden, and has continued to develop until now. What are the causes? What lessons can be learned? How to avoid the occurrence of the same situation in the future? In this regard, Professor Lin brings us unique insights.

He first introduces three hypotheses of international theorists and public opinion on the causes of the global financial crisis, i.e. the export-oriented strategy for the East Asian economies, self-insurance hypothesis and the hypothesis of China's exchange rate policy. These three hypotheses all consider the East Asian economies as the causes of the international trade imbalances as well as the main cause of the global financial and economic crisis. Professor Lin expresses his doubts, and critiques all of the three hypotheses one by one, using theoretical and empirical evidence.

On this basis, Professor Lin provides a new hypothesis. He believes that the international economic and financial crisis, as well as the international trade imbalances, is the results of the policy mistakes of the U.S. currency with the U.S. dollar as reserve currency, which caused the U.S. currency and credit funds to a sharp increase and excessive speculation, resulting in U.S. real estate and stock market bubble.

Professor Lin sums up the lessons of the global financial crisis. As the developed countries, they should be realistic and face the problem and come up with effective countermeasures, rather than to shirk its responsibility. As Chinese scholars, we are supposed to carry out theoretical innovation, so that we can regain the initiative in international negotiations.

At the end of the lecture, Professor Lin once again discusses his earlier optimism about the prospects of China. He believes that China still has 20 years to maintain an average annual 8% growth potential.

抓住机遇、防范风险，以平常心看待企业“走出去”

易纲

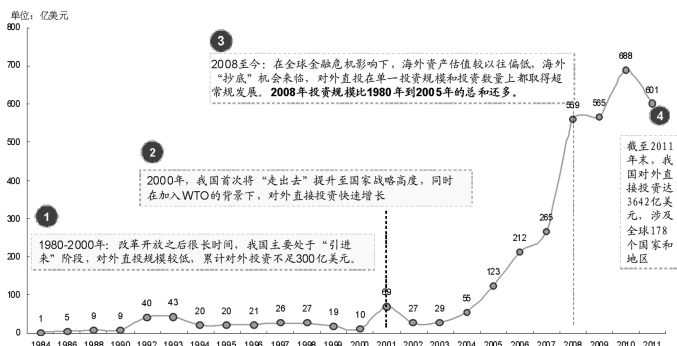
中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长

易纲行长主要探讨了中国企业“走出去”的相关问题。他首先分析了中国企业“走出去”的现状和趋势，并对国际经验和中国经典案例进行总结，在此基础上介绍当前我国对企业“走出去”的相关政策支持，提出企业“走出去”应注意问题和应遵循原则，最后强调以平常心看待“走出去”的重要性。

一、中国企业走出去的现状和趋势

改革开放以来，中国企业“走出去”主要经历了三个阶段：1980—2000年，我国主要处于“引进来”阶段，对外直接投资（ODI）规模较低，累计对外投资不足300亿美元；2001年至金融危机前，我国首次将“走出去”提升至国家战略高度，同时在加入世界贸易组织（WTO）的背景下，对外直接投资快速增长，“走出去”进入加速期。如图1所示，2005年中国企业对外投资首次超过百亿美元；2008年到现在，在全球金融危机影响下，海外资产估值较以往偏低，海外“抄底”机会来临，我国进入大规模海外投资阶段。其中，2008年投资规模比1980年到2005年的总和还多。截至2011年末，我国对外直接投资达3642亿美元，涉及全球178个国家和地区。

图1：中国企业“走出去”每年对外直投流量

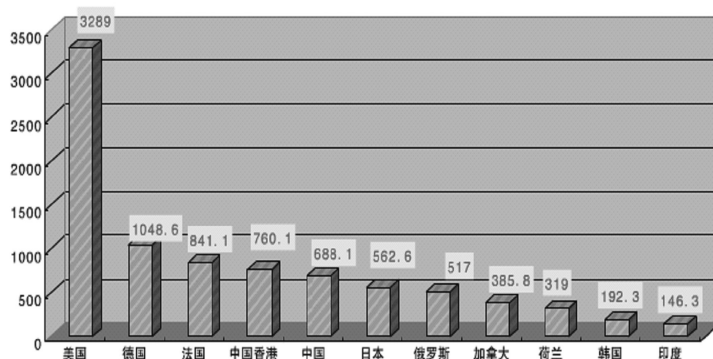


资料来源：商务部统计数据，联合国贸发会议世界投资报告，CICC

*：对外直接投资指我国国内投资者以现金、实物、无形资产等方式设立、参股、兼并境外企业，拥有该企业10%或以上的股权，并以拥有或控制企业的经营管理权为核心的经济活动。

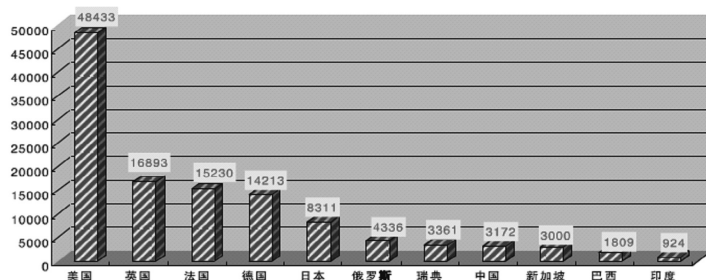
但是，与美、英、德等老牌发达国家相比，无论从流量还是从存量来看，中国都是“走出去”的后发国家，对外直接投资最近才成规模。如图2所示，从流量看，2010年，美国海外投资3000多亿美元，德国也有1000多亿，而中国只有688亿美元。如图3所示，从存量看，截至2010年，美国企业在海外投资存量有4万多亿美元，英国1.6万亿，德国1.4万亿，说明这些老牌的发达国家在海外投资的累计量还是比较大的。相对美国、英国、德国，到目前为止，中国现在在海外企业投资累积只有3000多亿美元，所以从存量上看我们与这些国家的差距还是比较大的。

图 2：2010 年中国对外直投与全球主要国家地区流量对比



资料来源：商务部《2010年中国对外直接投资统计公报》，联合国贸发会议《2011年世界投资报告》

图 3：2010 年中国对外直投与其他国家存量对比



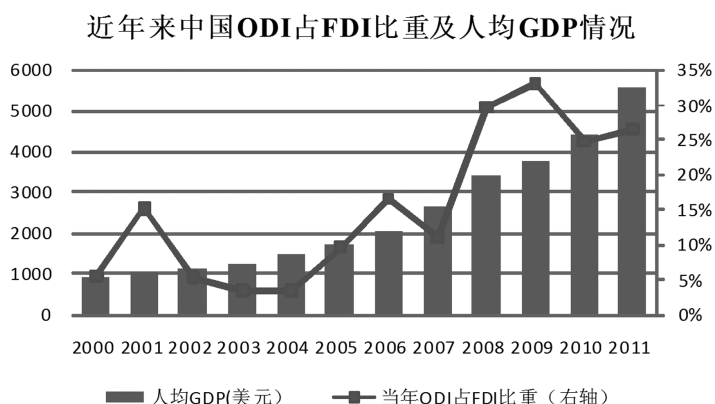
资料来源：同上。

虽然与老牌发达国家存在差距，但是借鉴英国经济学家邓宁（John Dunning，1981）的理论，可以看出我国对外直接投资发展空间很大。如图4所示，邓宁认为，对外直接投资可分为四个阶段，人均国内生产总值（GDP）越高，ODI净额越大。当一国人均GDP达到四五千美元时，该国“走出去”的速度会加快。从美国、德国、日本等国的发展经验来看，这一点是适用的。由图5的中国人均GDP与ODI占FDI的比重可知，我国人均GDP 5414美元，剔除通胀等因素影响，当前处于ODI大幅增加时期（邓宁理论中的第三阶段），未来发展空间很大。

图 4：ODI 四个发展阶段

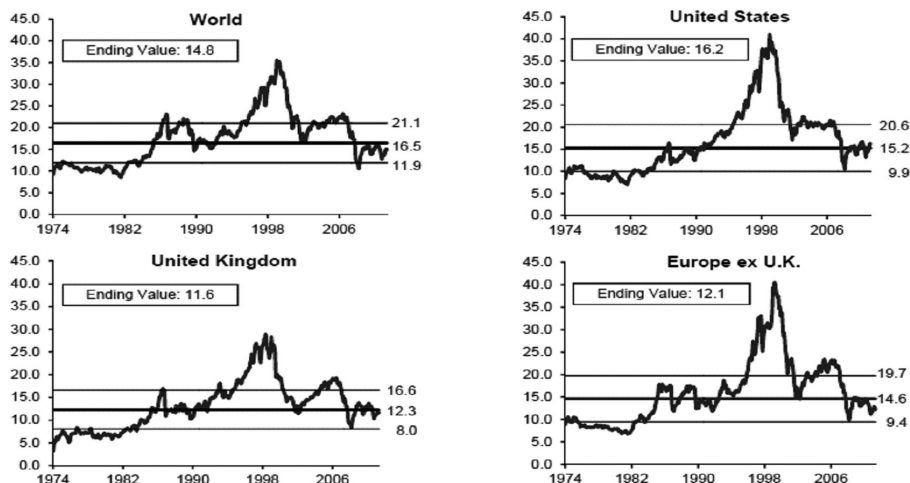
阶段1	人均GDP≤400美元	吸引外资≈0；对外投资≈0
阶段2	400美元—2000美元	吸引外资>0；对外投资≈0
阶段3	2000美元—4750美元	吸引外资>对外投资>0（净流入）
阶段4	人均GDP≥4750美元	对外投资>吸引外资>0（净流出）

图 5：中国人均 GDP 与 ODI 占 FDI 的比重



同时，我们也应看到，当前的国际经济金融形势，为国内企业提供了比较好的“走出去”的机会。一是欧美企业经营压力加大，接受并购和国际化的意愿增强。二是市场估值水平显著下降。如图6所示，当前全球发达市场股票估值水平虽然不是最低，但也算处于一个相对合理的阶段。尽管ODI不是投资到国外股市二级市场，但不管是兼并重组还是新项目ODI都是与股市估值相联系的。三是国外监管层对中国资本态度总体上是友善的。

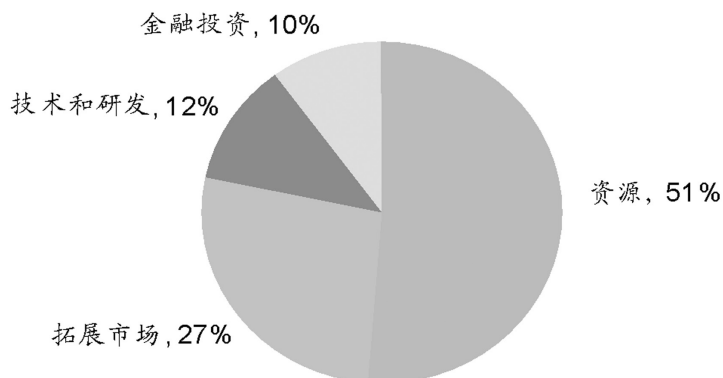
图 6：全球发达市场股票估值水平 (MSCI ROE—Adjusted P/E)



资料来源：Cambridge Associate

全球化提供了“走出去”的契机，而我国经济实力的壮大为走出去提供必要保障。在重工业化发展使国内资源供给紧张后，“走出去”向海外寻求资源就成为了当然的战略选择。从“走出去”的构成来看，由于我国不管是能源还是铁矿石或其它金属等都比较缺乏，是资源、能源和原材料的进口国，所以对很多企业来说，“走出去”的初衷是为了获得资源。如图7所示，2000年以来，按交易目的统计，有51%的对外直接投资以获取资源为主要目的。

图 7：2000 年以来按交易目的分类的 ODI 构成

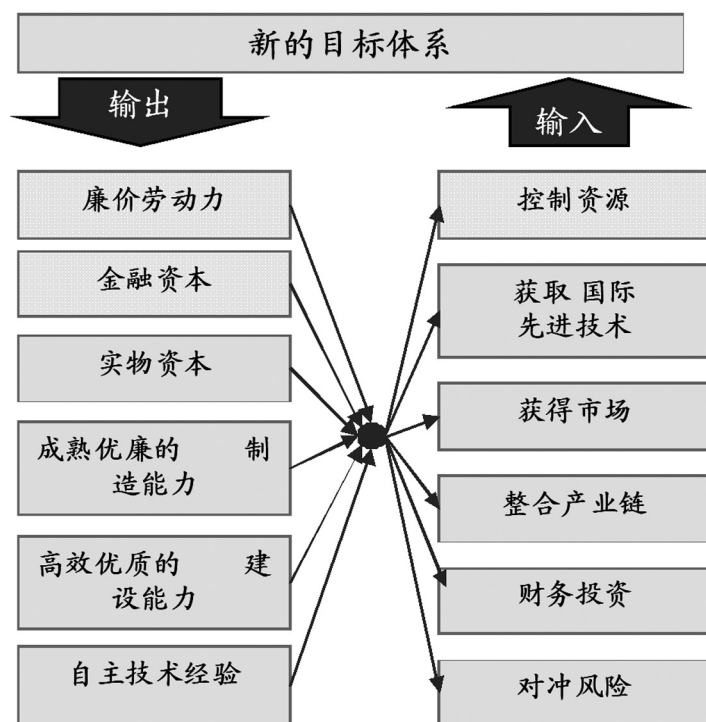


资料来源：Deallogic、CICC，上述按交易金额统计分类。

随着产业升级和结构转型的发展，中国企业海外并购将更加注重获取先进技术、品牌、市场和进行产业链整合等，“走出去”将由单一的资源需求，向多元化目标过渡。如图8所示，当前中国的比较优势包括相对便宜的劳动力、成熟优廉的制造能力和相对富裕的资本，这些都是企业“走出去”可以使用的要素禀赋。通过“走出

去”，我们不仅可能获得一些资源、还能获得国际先进技术和市场、整合产业链、获得财务投资收益，同时分散和对冲风险。

图 8：未来“走出去”的多元化目标体系



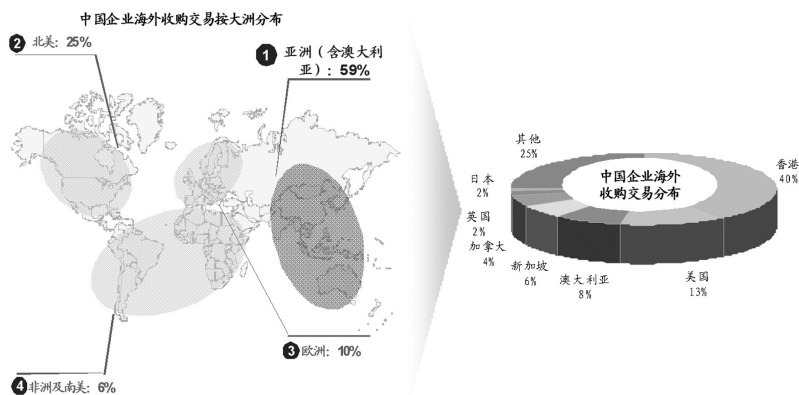
也许有人会问，中国是一个在过去30年全世界发展最快的国家，也应该是投资回报最好的国家，我们完全可以投中国自己，那为什么还要“走出去”？其实，我国民间和国有部门的投资大部分还是投在中国了，之所以要“走出去”是考虑到外汇储备这块金融资产要走出去，同时中国企业也开始意识到走出去的重要性，而且从分散风险和对冲风险以及充分发挥比较优势的角度来看也是非常必要的。

以非洲为例，非洲最需要的是桥梁、隧道、铁路、高速公路、水网电网、移动通讯设备等基础设施，而中国在基础设施建设方面有比较优势，能够最有效地建设基础设施。欧美在很多年以前，也有过大规模的基础设施建设，也有很多的桥梁专家、隧道专家。但是，他们的大规模的基础设施建设是在五十年甚至更早以前进行的，当年参加建设并有丰富经验的工程师已经退休了，而对发达国家新一代工程师来说，由于当前没有太多大规模的工程，基础设施建设方面的专家也就不多，他们的设计理念和经验也不一定适合非洲国家。相比之下，中国现成的桥梁专家、道路专家、电网专家很多，生产能力和提供解决方案的能力非常强，因而“走出去”的竞争力也很强，竞争优势非常明显。

从“走出去”的区域来看，到目前为止，中国企业“走出去”第一步往往是香港，而亚洲（包括澳大利亚在内）是其海外收购交易金额中占比最大的区域。根据

2010年中国企业海外收购交易金额的地理分布，亚洲地区占比为59%，北美为25%，欧洲为10%，非洲及南美仅占6%（见图9）。未来中国海外收购覆盖区域会不断扩大，将逐渐向欧美等拥有先进技术、品牌和市场的区域扩张。

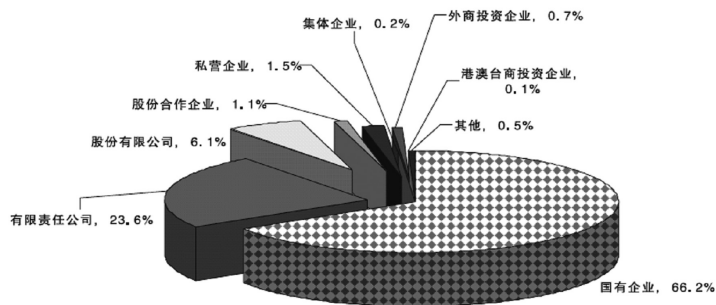
图 9：2010 年中国企业海外收购分布



资料来源：CICC；汤姆森金融

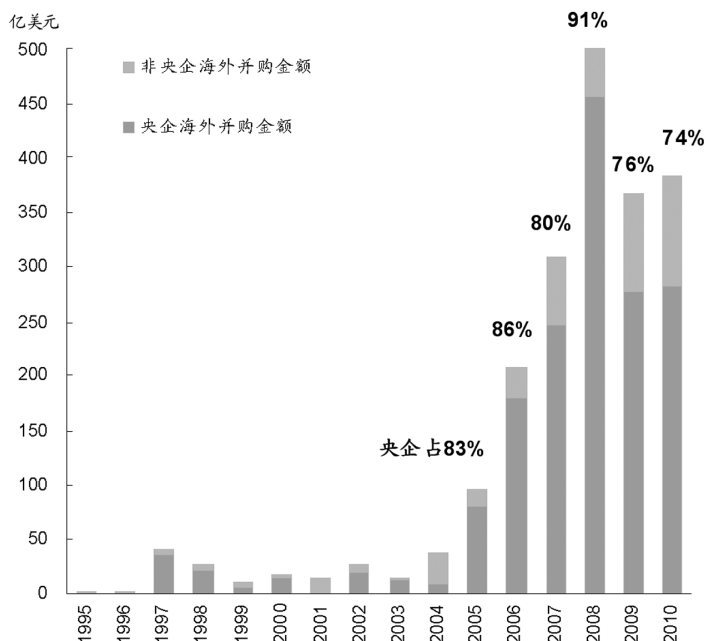
从中国企业走出去投资主体来分析，国有企业是中国对外投资的主力军。如图10所示，截至2010年末，在非金融类对外直接投资存量中，国有企业占66%。在海外并购方面，1995年至2010年1,000万美元以上的中国企业对外并购案例600余个，央企占并购数量的1/3和并购金额的80%，是中国海外并购的绝对主体（见图11）。未来我国民营企业、非央企、非国企海外兼并收购增长速度也会加快，无论是在竞争力上还是在增长方面它们的表现都将更加突出。

图 10：非金融类对外直投占比情况



资料来源：CICC；商务部《2010年度中国对外直接投资统计公报》。按照工商登记类型进行分类。国有企业 指企业全部资产归国家所有，并按《中华人民共和国企业法人登记管理条例》规定登记注册的非公司制的经济组织。不包括有限责任公司中的国有独资公司。有限责任公司指根据《中华人民共和国公司登记管理条例》规定登记注册，由两个以上，五十个以下的股东共同出资，每个股东以其所认缴的出资额对公司承担有限责任，公司以其全部资产对其债务承担责任的经济组织。有限责任公司包括国有独资公司、其他有限责任公司。股份有限公司 指根据《中华人民共和国公司登记管理条例》规定登记注册，其全部注册资本由等额股份构成并通过发行股票筹集资本，股东以其认购的股份对公司承担有限责任，公司以其全部资产对其债务承担责任的经济组织。

图 11：海外收购央企与非央企并购金额占比

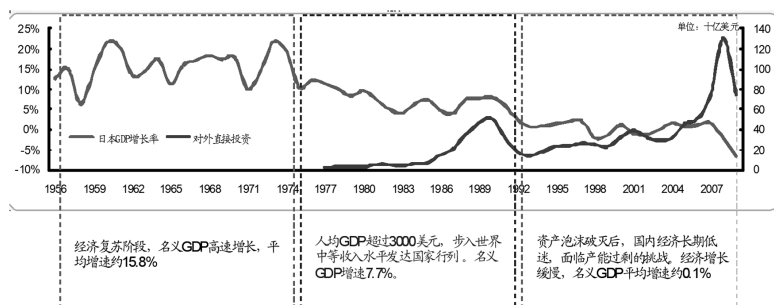


资料来源：CICC；Dealogic

二、国际经验与经典案例

无论是日本还是美国和德国，都是“走出去”的老牌国家，它们的经验教训是有借鉴意义的。如图12所示，二战后至今，日本经济大致可以分为三个阶段：20世纪50—70年代初期属于经济复苏阶段，名义GDP高速增长，平均增速约15.8%，但并没有“走出去”。20世纪70年代后期至90年代初，人均GDP超过3000美元，步入世界中等收入水平发达国家行列。这一阶段名义GDP平均增速为7.7%，经济增速逐步下降。由于《广场协议》后日元对美元升值，日本向全世界输出资本。从1986年到1991年，日本企业赴美大规模收购房地产等各类资产，日本的海外投资总额高达4000亿美元，成为全球最大的对外直接投资国。20世纪90年代初至今，日本在资产泡沫破灭后，国内经济长期低迷，名义GDP平均增速约0.1%，但ODI依然强劲。

图 12：战后日本经济增长与对外直接投资的三阶段



资料来源：WIND、CEIC、Bloomberg、白益民《三井帝国在行动》、詹姆斯麦克莱恩《日本史》，中金公司战略研究部，张宗斌《日本大规模对外直接投资的经验教训》

日本企业“走出去”有其失败的教训，也有成功的经验。90年代初经济泡沫破灭后，部分日本企业只得低价抛售在美资产。日本在80年代进行的15桩规模最大的并购案中，只有4桩成功。例如，三菱集团收购洛克菲勒中心后不久，以半价卖给原主。其经验教训是，企业“走出去”对收益前景过于乐观，而对风险估计不足。此外，日本企业绝对服从观念和美国强烈的自我意识所产生的企业文化格格不入，并购后整合困难。

虽然日本国内经济增长较慢，但它每年从海外能获得大量收益，也就是说日本的GDP比GNP小，GNP是很强劲的。从海外金融资产和实物资产来看，日本还是有很多成功的案例。譬如三井物产用几十年的时间整合其投资的产业链，从采矿到运输到冶炼一直到金融期货等都做得比较好，从中可见其战略研究有多么超前和多么长期。另外日本企业“走出去”时不求控股，开始往往以少数股权投资的形式进入，然后在合作方出现困难的时候逐步扩大股权。

美国企业“走出去”的规模全球第一，存量和流量均占据世界主导地位。同时，他们非常重视企业的发展战略，开拓国际市场时不计短期利益，严格要求知识产权保护。德国的对外投资以发达国家和制造业为主要对象，多以自有资本为主，企业杠杆率比较低，投资项目控股程度高，70%以上投资为独资企业，大企业和大项目占绝对优势。在金融支持方面，美国、德国，包括日本在内，都会有银行和其他金融机构以及国家层面的支持。

关于中国的经典案例中，相对成功的案例有联想、吉利和中联重科：联想收购IBM的PC业务，虽然盈利不是特别高，但是总体来讲还是比较平稳的；吉利收购沃尔沃，虽是刚开始，但总体来讲第一步算是走出去了；中联重科在意大利收购混凝土设备，三一重工在欧洲收购一些设备厂，应当说还是比较平稳的，有比较优势的，从财务上来看也还是不错的。教训的案例有中国平安、中铁建、上汽集团和中信泰富。中国平安收购富通银行，时机不好，正好在危机以前，损失比较大；中铁建在沙特修轻轨，由于对工程困难和成本估计不足，咬着牙修下来了，亏损40亿人民币出头；上汽集团在韩国收购双龙汽车，工会对其形成阻力；中信泰富在澳大利亚寻找资源，由于对成本估计不足，对当地国家法律环保要求和当地老百姓可能的诉求了解不清楚，预

计20亿美元，现在已经投资70亿美元出头，将来可能继续追加一些投资才能达到预期目标。

企业“走出去”会面临诸多风险，包括宏观风险、政治风险、产业风险、微观风险、交易风险、操作风险，以及后续风险等等。这里我主要想讨论一点对“走出去”拿资源的看法。中国是一个资源相对缺乏的国家，我们的企业、公众舆论、业界及媒体都呼吁走出去获取资源，实际上对这一问题的认识还可以再商榷和进一步提高。在海外投资，不管是买石油、铁矿石还是买农地种大豆等等，实际情况与我们的想象是不一样的。

以石油为例，假设在海外又发现了一个大庆，这与我们在国内发现几千万吨油田的概念是完全不一样的。海外资源的游戏规则基本上是我们在哪儿开采，就要在最有效的市场把开采的资源卖掉。我们可以在海外通过投资资源赚钱，可以通过投资资源形成产能后增加全世界的供给，但在海外开采的油或资源是不是要拉回中国，完全取决于市场格局。在距离远的地方，最有效的方法一定在当地市场卖掉，而不是拉回中国。所以，即便是我们在海外发现一个大庆，如果距离比较远的话，实际上我们还是会选择从中东往回运油，而我们在距离比较远的地方开采出来的油，即便是我们的份额油，还是会在当地出售，因为拉回来不合算。海外捕捞也是这样，远洋捕捞到的鱼也会在当地市场出售，绝对不是要都拉回来，因为保鲜以及运输都是有成本的，在某个半径以内可以拉回来，在这个半径以外的都会在当地市场出售。

此外，不管是非洲、拉美、中亚还是我们的近邻，无论哪个国家，资源都是高度政治化、高度敏感的话题。如果我们大张旗鼓地说要去拿资源，那么这些国家的民众、媒体和政治家都会对这个问题高度敏感。试想一下，如果有一个外国企业家在中国买了一块耕地、一块资源，中国的民众会是什么反应？所以，在涉及到与资源相关的“走出去”时，一方面我们需要从成本与收益的角度去考虑问题，另一方面应当尽量遵守国际市场的游戏规则，遵守当地法律，减少或避免将高度政治的话题敏感化。

三、“走出去”的相关政策支持

当前，我国对企业“走出去”提供了相关的政策支持，主要表现在以下几方面：ODI汇兑管理便利化程度大幅提升；取消ODI汇兑限制，实行登记管理，可兑换程度与FDI相当；国企、民企公平对待，一视同仁。具体政策上，对于ODI事先允许前期费用先行汇出，事中则取消外汇来源审查和购付汇核准，企业只需办理外汇登记，同时允许国内企业以自有外汇资金、国内外汇贷款、人民币购汇或实物、无形资产、留存境外利润等多种方式开展对外直接投资。事后加强对“走出去”的融资支持，允许境内母公司向境外企业放款，简化境内机构对外担保等。

强制结售汇制度已经退出历史舞台。在许多场合不断有朋友问，中国外汇储备已经这么多了，为什么中国还实行强制结售汇制度。我可以告诉大家，中国的强制结售汇制度已经完全退出历史舞台。强制结售汇制度通常被学界、媒体等使用，一般是指企业取得的外汇收入必须卖给国家指定的金融机构，使用时需经批准在国家指定金融机构购买的管理安排。实际上中国外汇管理官方文件和法律上从来没有用过这个字，

大家都这么说也就约定俗成了。

有人说强制结售汇制度是1994年实行的，这样一说，好像之前管理还松一点。实际上，从1952年一直到改革开放，对外汇一直实行严格的计划管理。从1978到1994年，虽然我们有了双轨制等政策，总体上外汇管制还是很严格。1994年之后，建立银行结售汇制度，允许人民币在经常项目下有条件可兑换。除外商投资企业外，其他企业出口收汇必须卖给银行，用汇时可以凭有效凭证到银行购汇。1996年12月1日起，实现经常项目可兑换。1997年1月14日，国务院修改《外汇管理条例》，明确对经常性国际支付和转移不予限制，但仍要求企业外汇收入原则上须卖给银行。

2001年起国家逐渐放宽企业保留外汇收入限制，明确企业可以根据经营需要自行保留外汇收入，并在2007年宣布取消强制结汇要求。2008年以修订《外汇管理条例》为标志，法规层面正式确立强制结售汇制度的取消。2009年以来，我到外汇局后开展了大规模的法规清理，宣布废止和失效400余份文件。过去这六七年，尤其是2005年以后，从外汇储备的快速增加可以看出，实际上是企业和居民在有人民币升值预期的时候，尽量早的卖出美元，而不是强制结售汇导致外汇储备快速增加。外汇积累这么快也可以反证这一点。当然我们服务工作还是有很多可以进一步改进的余地。

在服务配合企业“走出去”时，我国还可以充分利用多边开发平台，通过多边开发机构投资可以减少和降低一些问题的敏感性。当前，我国在这方面也做了很多工作、搭建了一些平台，主要包括举办商业研讨会，推介多边开发银行（MDB）商业机会；承办MDB各类活动，为中国和亚洲、非洲、拉美企业搭建沟通平台；利用人民银行牵头的“利用多边开发银行促进对非洲、拉美及加勒比地区工作协调机制”，在部委、金融机构、企业层面进行政策协调；利用我与MDB的双边技术合作协定，支持我咨询企业和专家“走出去”。

四、“走出去”应遵循的原则

综合以上分析，以下提出企业“走出去”应遵循的一些原则。

第一，企业“走出去”应该坚持市场化原则、尊重市场规律，将本求利。很多企业说现在满世界都是黄金，别的国家情况不好，东西都很便宜。当前就是缺乏资金，有了资金就什么都可以买回来。但是在市场条件下，企业没钱就意味着企业资产负债率高、资本金不够，而资产负债率和企业资本金在市场经济条件下是衡量一个企业风险和信誉最主要的指标。我们总结日本、美国、德国的经验，凡是高资产负债率高杠杆在海外收购的项目风险都比较大，因为高杠杆时企业都比较乐观，对后续危险和今后现金流能不能覆盖资金成本没有很好的认识，这才敢用很高的杠杆。一旦收购以后、“走出去”以后，发生一些没有料想的情况，高杠杆就使得风险非常大。很多企业在海外经历过的艰难阶段，往往是由于对风险估计不够，对当地工会、文化冲突估计不够，另外就是面临巨大偿债压力，现金流出现问题。此外，企业“走出去”要强调遵循市场经济规律、遵守游戏规则的形象，淡化政府色彩，避免外国设障、攻击，这样才能提高成功率。

第二、产权归属要清晰，责任明确，建立有效的激励约束机制，谁决策，谁负责，谁承担风险，谁获得收益。完善激励约束机制和公司治理结构，防范道德风险。部分国企和民企的企业家在海外投资时没有区分清楚产权主体，以给国家拿资源或者保障国家战略安全为由，要求政府给予优惠政策的支持，包括降低换汇成本等。但任何一个走出去的决策，谁决策谁负责，产权主体必须清楚，这一点需要有清醒的认识。

第三、“走出去”项目应能承担合理融资成本，确保现金流覆盖资金成本。合理成本有利于筛选出优质项目，保证对外投资经济可持续，提高资金配置效率。有的企业认为，它们“走出去”是为国家拿资源，要求国家给予非常低的融资成本，甚至要求无成本融资。需要说明的是，如果融资是无成本的，那么很多人都可以做非常伟大的事情。我们企业在“走出去”时要充分考虑收益与成本的关系以及现金流如何安排的问题，以此来保证对外投资的可持续性，提高资金配置效率，保障流动性安全。

第四、保障资金安全与合理收益。安全第一，建立合理的退出机制。

第五、要注意社会责任、环境保护、公益事业、企业形象、教育培训、当地员工等问题。比如，“走出去”时我们对当地雇员的培训教育没有充分准备，习惯于我的工程我自己干。虽然中国工人吃苦耐劳、具有很好的专业精神，但“走出去”时不能不考虑如何将中国工人和当地工人有效地结合起来，因为每个国家在制定外资政策的时候都会考虑外资给当地创造了多少就业。最近发生的一个案例是，一个国家的政权发生变动，在有限的时间内我们有很多中国工人需要撤回来。

第六、要特别注意对外投资的安全问题。审慎评估地缘政治、政变、恐怖袭击、海盗及绑架等投资风险。

总的来说，我们现在正逢时机，在看到这个时机的同时也要把防范风险放在第一位，以平常心看待“走出去”。平常心就是不温不火，不慢不急，一个商业决策、一个稳健的经营，要把所有风险考虑到，以一个按部就班的速度，按照市场规律“走出去”。如果政策对口的话，我们会拥有一个比较长的战略机遇期，所以不能太着急，不能急功近利，一定要非常稳健的以平常心看待企业“走出去”。

Carmly Dealing with "Going Out" While Seizing the Opportunity and Preventing Risks

Gang YI

Deputy Governor of the People's Bank of China,
Administrator of the State Administration of Foreign Exchange

Since initiating the reforms and open policy, Chinese enterprises "going out" mainly experienced three stages: from 1984 to 2000, we were in the "bringing in" stage, the scale of overseas direct investment (ODI) was very low; from 2001 to the financial crisis, ODI experienced a rapid growth stage; from 2008 to the present, under the influence of the global financial crisis, overseas asset valuation was lower, China has entered the large-scale overseas investment phase.

Compared with the United States, Britain, Germany and other developed countries, in terms of flow or from a stock point of view, China is only recently into the scale of the country, we still have a gap.

However, according to British economist Dunning' theory (John Dunning, 1981), there is still much room for China's ODI development. For the question of why should Chinese enterprises "going out", Gang YI believe that from the point of risk diversification, integration of industrial chain and our comparative advantages, "going out" is necessary.

The United States, Japan, Germany, and China, they all have the experience and lessons of the failed cases. The lessons of the case is mostly due to overly optimistic earnings prospects, is not clear to the local state laws, environmental requirements, the demands of local people, may underestimated the risk.

Currently, China has provided some policies to support enterprises "going out", mainly in the following areas: the facilitation of ODI exchange increased significantly; cancelled ODI exchange restrictions, implementing the registration management , the degree of convertibility is the same to FDI; fair to state-owned enterprises, private enterprises, non-discriminatory.

Overall, we are now coincides with the timing, and we should not only seize the opportunity but also should guard against the risk, just normal to see "go out". The sense of balance is not slow, not hurry, a business decision, a sound business, we should take into account all the risks to promote it at the speed of a step-by-step, in accordance with the laws of the market to "going out". If the policies are right, we will have a relatively long period of strategic opportunities, so we could not worry too much, must be very stable and steady, just to see enterprises "going out" normally.

会议上半场问答

问题1：林老师所说的20年8%的增长，在我们理解相当于经济学所说的TPF的20年外移，依赖于技术进步和产业升级，那么按照经济发展规律来讲，下一步服务业比重会越来越大，服务业相对制造业更依赖于良好的制度、自由思想、公民权力。但政治体制改革目前显然停滞，这会不会影响到林老师关于20年增长的判断？

林毅夫：经济基础决定上层建筑，经济基础很高，上层建筑也必须跟着变动。各种制度变革当然必须给生产力的发展、给产业结构的变迁创造条件。但是什么样的制度？这里是需要研究的，因为我们现在谈制度，一般是以目前发达国家的制度作为标准。比如说华盛顿共识所推行的就是以现代发达国家制度作为标准，看到发展中国家制度跟它有差距，就认为这些制度扭曲是经济发展潜力发挥不出来的因素，因此就必须进行一套改变，把这个制度推行下去。我在世行工作的时候，企业经营指标也是以发达国家市场制度作为标准来衡量发展中国家。我们现在实际看来，在九十年代的这些社会主义国家还有八十年代开始的发展中国家进行的这些制度变革，按照华盛顿共识推行的结果普遍不好。比如说八十年代以前，第一版发展经济学是结构主义，当时推行的跟中国五十年代推行的重工业优先发展是一样的，要用政府主导来克服市场去发展没有比较优势的产业，当时以发达国家产业作为标准，带来一系列扭曲，效果非常不好。进入到八十年代以后，发现发展中国家经济发展不好，当时看到发展中国家制度跟发达国家制度不一样，有各种扭曲，所以提出华盛顿共识。但是，实行华盛顿共识结果怎么样？学者进行详细分析，发现发展中国家八九十年代平均增长速度比六七十年代还要慢，不仅经济增长速度相对比较慢，而且经济波动的程度比六七十年代还更高，所以学者称八十年代、九十年代是发展中国家以及转型国家迷失的20年。

这些制度变革是需要的，需要什么样的制度？实际是不同发展阶段国家需要制度是不一样的，有差异的。尤其是转型中国家，并不是在理想的制约条件之下运行，而是在各种扭曲条件之下运行，经济学上一个最基本理论，如果说是 在一个次优环境之下，进行最优制度变革导致结果可能比原来更差。这种情况下怎么样进行制度变革是需要创新的，这也是我现在提出新结构经济学想解决的问题。所以制度变革是需要的，什么样的制度必须跟发展阶段相适应，所需要的制度不一样。比如金融体制改革，过去谈金融体制改革无非按照发达国家建立大银行、建立股票市场，在华盛顿共识之下，不管国际货币基金组织或者国外学者推行的所谓金融体制改革，无非建立大银行体系、建立股票市场体系。但是发展中国家90%以上生产活动是农户，是制造业，起码是劳动力密集型，服务业也是相对中小型，如果按照他们所讲的金融体制改革，造成的结果就是百分之八九十以上生产活动根本得不到金融支持。实际上，这被认为是发展中国家从二次世界大战以后尤其华盛顿共识以后收入分配不断恶化的原因，因为只有大企业才能得到金融支持，包括中国的收入分配跟我们的金融改革滞后。我们金融改革滞后并不是说我们应该跟发达国家一样的金融体制，而是根据中国

现有发展阶段推行能够给中小型农户制造业、服务业提供金融支持的地区性中小企业为主。我们谈制度改革不能简单拿国外理论跟经验，而是必须结合我们目前发展阶段结构特性来进行研究，这样的政策才能让我们发挥年近8%的增长速度潜力出来。

问题2：林老师提到了我们用自己的政策，在08年我们政府实施经济刺激政策，我们用的是自己的理论还是什么？有没有从08年经济刺激政策过程中学到一些经验教训，对此次经济减速提供一些借鉴？

林毅夫：中国从08年这一场国际金融经济危机以后的宏观调控有没有根据自己的理论和经验，我的看法是有，因为08—09年国际金融经济危机发生以后，国际上理论界普遍受到理性预期经济学派影响，认为发生经济危机经济萧条的时候，政府作用是加强社会保障维持社会稳定；第二，因为政府财政税收一定减少，社会支出一定增加，所以政府财政赤字一定增加，这是自动的。当然，中国政府跟其他政府推行的是凯恩斯主义，但是中国政府超越了凯恩斯主义。因为凯恩斯主义一个是减税，一个是投资，而中国政府做的是积极财政政策的时候，用的是这样一个政府刺激，主要用在能够提高突破性消费生产上，这样一个经验我总结为超越凯恩斯主义，这是中国从97、98年东亚金融危机以后执行的，现在国际金融经济危机推行的百分之七八十是这样的项目。现在经济增长放慢是不是当时推行经济刺激的问题，我认为现在放缓是必然的，一个是上一轮投资项目都在收尾当然速度要放慢，第二是国际金融经济危机还没有走出去，欧洲市场、拉美市场相对疲软。中国经济出口目前占的比重还是相当多的，外部环境不好，国家投资没有回升，当然经济增长相对慢一点。所以新一轮有可能启动一定的相对宽松的反周期政策。前一轮有没有经验教训可以吸取，我觉得有，上一轮积极反周期政策更多是货币政策，比较少采用财政政策，用货币政策流向比较难监控，因此带来了物价上涨、房地产价格上涨，我觉得下一轮反周期政策同样是超越凯恩斯主义，更多是用财政方式而不是用货币方式。

问题3：过去强调收入分配讲到二次分配的难点在哪儿，富人征税有什么困难？

林毅夫：收入分配一直是当前中国最重要的问题，解决收入分配问题我在多次场合提到，包括上一次国际EMBA返校活动也说到，必须在收入分配当中得到应有的体现。如果我们能够按照比较优势来发展的话，一次分配能够同时达到公平跟效率统一。按照比较优势发展的话，即使目前人均收入达到五千美金，我们有比较优势能够形成优势产业主要在劳动力相对密集产业或者资本密集产业当中劳动力比较密集的区段，这是我们的比较优势，也是真正能够形成竞争优势的，政府给点帮助不需要补贴就能赚钱。如果我们发展这样的产业会创造很多就业机会，穷人收入主要靠劳动收入，如果有就业机会就能够分享经济增长的果实。尤其我们现在已经进入到刘易斯拐点，就业增长很多工资就增长很快，劳动者拥有比较优势资源价格不断上升。富人赚钱靠资本，资本回报率相对不断下降，这种过程中经济发展的又快又好，收入分配可以不断改善。我一再强调一次分配为主，一次分配靠市场。市场有产业结构升级，有

国际经济周期，所以这个过程当中有临时失业，必须有社会保障。社会中一定会有对鳏寡孤独的配给，这是二次分配。对于富人收税属于二次分配，二次分配是解决社会保障的问题，不是根本解决收入分配问题。对收入分配同时达到效率和公平统一，这样才能达8%的增长潜力。

问题4：美国货币宽松政策、美元贬值对美国贸易盈余的影响好像有限，如何解释？

林毅夫：美国汇率相对中国贬值，但是它的贸易逆差相对中国没有减少，因为必须把结构的概念引进去，现在国际上最重要的问题是没有结构概念，中国卖给美国的主要是生活必需品，美国卖给中国主要是资本品。生活必需品，美元相对人民币汇率，中国相对它升值，美国只有两种选择，一种是从其他国家进口，但他现在不从其他国家进口代表从其他国家进口比从中国进口更贵，这些生活必需品收入弹性和价格弹性很小，不管价格多高都要消费，这种状况之下进口成本增加；他卖给中国是资本品，现在中国买资本品不是中国没钱，或者中国不想买，而是中国买不到，那么人民币相对美元升值导致结果必须是美国贸易逆差加大。

问题5：林老师说中国经济成长很快，背景条件是全球环境下美元是储备货币，可是，分析危机时又讲美元作为储备货币导致了危机，成也萧何败也萧何。那么未来中国经济增长是不是跟这样一个条件有一些矛盾或者一些关系，怎么解释？

林毅夫：刚才说成也萧何败也萧何，美国货币作为国际社会储备货币，它是国际中央银行。如果一段时间货币增发很多，投资很多，消费很多，必然一段时间增长很快，消费拉动，但这种拉动不可持续，这是美国作为世界中央银行对世界结果是这样。中央银行要奉行这样的货币政策也必然会有一段由货币支撑的虚假繁荣，虚假繁荣之后经济就要下滑。对中国从经济实质角度来看，我不是从货币面来看，我们现在讨论问题回到亚当斯密，我们必须回到经济增长的本质是什么，经济增长的本质就是技术不断创新、产业结构不断升级，然后我们来决定什么东西能够让这个本质实现。我觉得不管是发展中国家和发达国家有一个共同的东西就是技术不断创新、产业不断升级。作为一个发展中国家，有一个特性是后发优势，我们如果利用后发优势，从实际来讲，还有20年的8%增长的可能性在里面。

问题6：当前，我们的问题是政府对经济的干预太多，政府运营成本太高，包括三公经费都非常之高。易老师是否认为中国经济的发展一定要有政府主导，像我们常常看到政府牵头做产业园、开发区等。如果离开了政府的引导行为中国是否还能保持林老师说的未来20年8%的经济增长？

易纲：关于政府在市场经济中的作用的问题，我认为主要有三点。第一、中国的现状。我们的现状有很多人羡慕，很多发展中国家如非洲的朋友，谈到中国能够在过

去三十年有这样好的发展，都非常羡慕，可以说是一个奇迹。另一方面，刚才这位同学观察的现象是否存在，我认为他的观察是有道理的。这个现象的原因非常深刻，也可以说我们谁也不能赖，因为我们都是中国人，我们的国情、民情以及发展阶段就决定了现在大概是这样一个格局，对此我们要有比较深刻的认识，要耐心地做好长期的思想准备。

第二、面对这样一个格局，怎样才能将其变得越来越好？一个好的政策就是两个毫不动摇，我们毫不动摇发展民营企业、非公企业，我们毫不动摇发展国有企业。我相信通过两个毫不动摇的发展，未来中国经济中民营企业所占比重，不管对就业也好、对税收也好、对整个GDP贡献也好都会越来越大。

第三、政府的作用。政府在一个市场经济中应该是什么作用？我认为可以归纳四点：1.保护产权，执法；2.经济上的宏观调控；3.社会管理；4.提供公共服务。如果我们的政府将来做好这四点，政府的作用在市场经济中就会是一个合适的作用。如果在座的同学谁和他有类似的想法或有类似的担忧——这是忧国忧民，这是好的——那我邀请你们将来有机会的话加入公务员的队伍，使得我们的政府能够朝着刚才说的四点方向变成一个非常有效的、一个服务型的政府。

林毅夫：刚才易行长讲的是政府在市场经济中应发挥的基本功能，我做一些补充。如果说经济发展的本质是一个产业结构跟技术结构的不断变迁，产业结构跟经济结构不断变迁过程当中市场不足必然存在。一个地方经济要发展，在劳动力比较密集阶段，或者以制造业加工阶段，这个地方产业能不能发展的好，跟这个地方能不能形成产业集群有很大的关系。这个产业集群能不能在这个地方形成，跟不同产业集群所需要基础设施以及同时进入的时间有相当大的关系。如果完全靠市场自发的话，可能这些基础设施没办法解决，如果靠市场自发，私营产业进入太多，到最后没有竞争力。因此这种状况之下，同学看到的有些是问题，但反过来，中国经济发展这么快跟地方政府在地方都有支柱产业，为了让这个支柱产业形成给予一定的助推也有关系。

刚刚易老师说的是基础，但是只有基础还不够，我举两个国家的例子，一个是突尼斯，他在世界银行的指标上全世界排名第41位，在发展中国家中发展是非常全面的，市场介入等等非常好。但是它的产业发展速度非常慢，创造就业非常慢。你可以说突尼斯家族政治上有问题，那么我说另外一个国家，智利在全世界排名第40位，智利在七十年代以后基本上没有新产业出现，没有解决产业升级所必然带来的所需要协调的问题跟外部性的问题。所以我为什么提出新结构经济学，新结构经济学必须以市场为基础，所以产业发展能够按照比较优势，解决竞争和资源配置激励问题，这也需要政府协调，才能够比较好的有技术创新和产业创新。这两个应该是两只手，同发并举。当然在这个过程当中会不会出现问题？一定会有问题，不管是靠市场或者靠政府。但是我们看问题还是看主流，另外我们有一个比较好的理论框架，对哪些干预是正常干预，哪些是不正常的干预，靠社会监督，让政府助推作用发挥积极作用，尽量避免是负面作用。

问题7：刚才易老师提到现在是“走出去”最好时机，为什么是现在而不是在2008年金融危机爆发之后？当时别的地方都一片萧条，在那时候我们中国“走出去”的机会不是更好吗？

易纲：为什么是现在？是因为我们国家的人均GDP刚刚超过5000美元，而ODI到了人均GDP超过五千美元之后才能比较成规模、比较符合经济规律。为什么我说用平常心，平常心就是说不是要那么急，也就是说从现在开始在未来很多年，可能都是中国企业“走出去”的机会，不用那么着急。

问题8：在新的国际经济、国内经济和市场环境之下，您对人民币汇率制度有什么思考？

易纲：关于汇率，我认为人民币现在非常接近它的均衡汇率，过去一年外汇储备总量都比较平稳，在3.2到3.3万亿美元这个水平上，这说明央行大幅度地减少了市场干预，市场的供给和需求大致匹配，大致相等。我们国家现在跨境资金的流出和流入也大体平衡。从香港CNH/NDF市场和国内的CNY远期市场等各方面看，都可以看到人民币汇率目前非常接近均衡。

问题9：有关人民币对美元汇率走势，易老师说目前汇率大体均衡，长期来讲会怎样？中国需要在宏观政策上跟国外进行协调，如何评估现在G20集团峰会，包括财长和央行行长会议平台，这种国际协调的贡献或者能够发挥的功能什么？另外，刚才说的几个ODI案例中，成功的都是民企案例，失败的都是国企案例，易老师如何评价这样一个分布特点？另外，今年6月底，外管局出台了《支持民营企业境外投资细则》，你认为这个文件对民企到底有多大的支持上的含金量？

易纲：关于人民币对美元汇率，我能看到目前和未来一段时间非常接近均衡，至于长期，这取决于两国劳动生产率的变化和两国货币政策相对的松紧程度。

我高度评价目前G20以及其他多边和双边的国际合作平台，特别是在财经领域的合作都是非常务实的，在贸易上、经济上还有其他很多领域解决问题的态度都是互利共赢的。最近在国际经济危机和贸易保护主义抬头的环境下，中国还能有这样一个比较平稳的外部环境和出口投资的平稳环境，我觉得这与目前我们双边和多边协调的各种平台的有效工作是分不开的。

关于案例成功和失败是民企还是国企，我没有注意到这一点，但是中国平安绝对不是一个国企，这个分类可以再推敲。这里，我想说一些自己的感想，希望大家不要炒作国企业。现在随着股份制改造和上市，国企民企的股权结构越来越多元化，越来越复杂，实际上有许多混合所有制。炒作这个问题很容易使人们卷入意识形态的争论，造成一些不必要的感情纠葛，而最终也不会有什么结果。我刚才为什么说两个毫

不动摇，是提醒媒体也好经济学家也好，如果炒作“国进民退”这类的提法，对解决问题没有太大帮助，而且激起很多不必要的情绪。

最后，我们最近出台的支持境外投资的政策是有含金量的，有针对性的，在解决目前企业呼声较高的问题上取得了进展。

官方数据有问题时，如何观察中国经济？

王志浩

渣打银行大中华区研究主管

中国经济增长受到世界的广泛关注，但许多观察人士对中国官方发布的统计数据持怀疑态度。渣打银行大中华区研究主管王志浩分 GDP、投资、消费、就业和网络经济五部分，介绍了各种数据存在的问题，并分析如何利用各种数据监测中国经济运行状况。

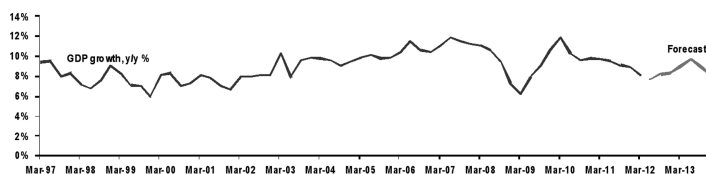
一、GDP

中国 GDP 增长率数据的可靠性一直受外界质疑。为此，渣打银行最近几年一直研究如何利用各种经济数据监测中国经济。到目前为止，我们还没有完整的结论。国家统计局采集的数据是最多的，外界能够得到和使用的数据非常有限。我们可以看不同的指标。每个经济数据背后都有其故事，生成数据的样本、统计方法也各不相同。单个指标难以代表中国经济。你不能只看数据表面，比如发电量，据此猜测 GDP 增长。如果想得到一个清晰的画面，必须要将各种不同的数据放在一起，考虑多种数据，考虑每一种数据存在的问题。在今天的演讲中，我将向大家介绍我们的做法——不过不仅仅是提出一些生硬的结论，我还想提出一些问题和观点，期待大家的回应。

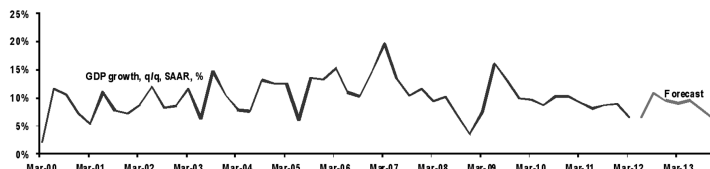
说到这里，现在存在着一种观点，认为中国 GDP 数据受官方调整较多。如果只看官方数据，容易得到中国没有经济周期的结论。这很奇怪。如图一和图二所示，经过季节调整和去趋势后，中国 GDP 经济增长率是一个平稳的时间序列。1998 年亚洲金融危机发生时，中国 GDP 增长率仍达到 7.8%。奇怪的是金融危机似乎几乎丝毫没有影响到中国。疑点在于当增长疲软时，GDP 数据却还在加速增长。

我们还看到 2006 年和 2007 年中国经济高速增长时，中国 GDP 增长率令人惊异地保持稳定，虽然 GDP 数据在最初发布之后又向上修正。部分国外学者认为，中国政府有可能为了避免西方国家担心中国经济过快增长而低报 GDP 增长率。或许是数据太高会让国内一些人担心中国经济过热。总之，很多经济研究者（包括我们在内）认为，长期以来官方 GDP 数据是经过处理的。中国经济增长实际的波动性要比大于官方数据。因此想了解中国 GDP 增长情况需要配合其他数据。

图一、中国 GDP 年增长率 (%)



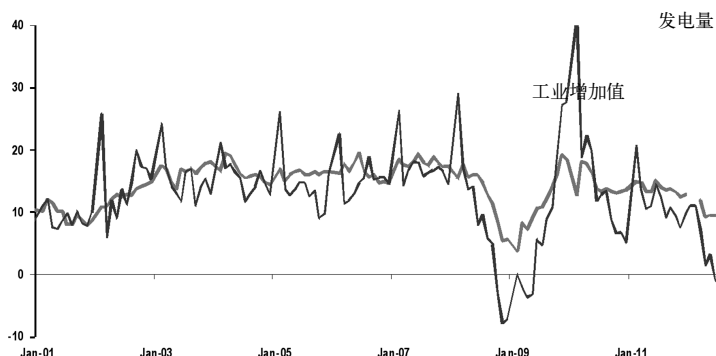
图二、中国 GDP 季度增长率 (%)



发电量是帮助我们监测中国 GDP 常用的数据，或者至少，监测 GDP 中相当大的一部分，因为工业在中国经济中的比重占到大约 50%，而工业依赖电力。2008 年前发电量和工业增加值波动非常一致，如图三所示，但之后两个数据的走势出现较大差异。在 2008 年末的金融危机期间，发电量同比增长率 6 个月为负增长，而规模以上工业增加值增长只是略有滑坡，没有成为负数。有几种可能的解释。从较长时间看，工业在节能方面有所改善，但很难相信在这么短的时间里去的如此巨大的进步。一些研究者认为电力消耗大户重工业在危机中受到的冲击最大。但是，如果我们看轻工业的生产数据，就会发现重工业与轻工业之间的差距很小。因此对于这一解释难以信服。我们仍然认为，当时的工业增加值数据是有问题的，这一点非常重要，因为工业增加值数据进入 GDP。

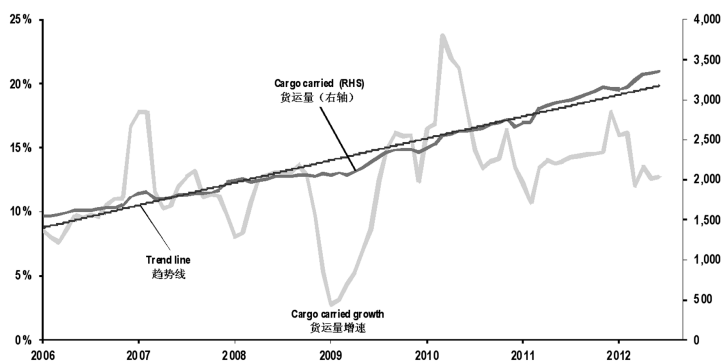
最近几个月，类似的事情又在发生：发电量疲软的速度快与规模以上工业增加值。但这一次，又有一个新的问题：发电量数据是准确的吗？有说法称电力公司出于多个原因，高报发电量数据，包括受到来自地方政府的压力——如果人们认为发电量是衡量经济增长的良好指标，那地方政府愿意让它看上去好看一点。另外一种推测是上市电力公司希望让公司业绩显得相对健康。

图三、规模以上工业增加值和发电量（同比，%）



发电量增长率显示 2012 年第二季度中国经济大幅度减速。但是如果发电量数据被高估，我们该怎么办？与发电量相比，货运量（包括公路、铁路和水运）和柴油产量或许更为可信。货运量也在 2008–09 年危机期间剧烈减速，之后又大幅度反弹，此后货运量一致保持稳定增长。如图四所示，去趋势和季节调整后，2012 年以来货运量同比增速仍在 12%–15% 的区间，这暗示 2012 年二季度经济减速非常的温和。

图四、季调和 3 个月移动平均的货运量（百万吨）



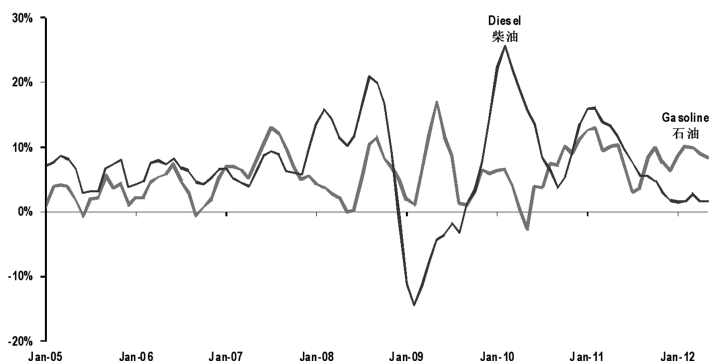
另外一个我们愿意选择的能源类指标是柴油加工量。相对汽油，柴油的加工量与净进口数据更能够体现出消费的状况（相对于工业）。

我们没有使用石油进口数据，因为石油进口中一部分进入国家战略储备。相比之下，柴油和汽油没有库存量问题，可以反映经济的增量变化。如图五所示，柴油产量与工业、货运量变化和农业发展密切相关。从柴油产量的历史性趋势看，它能够较好地反映宏观经济的表现。例如，从 2007 年到 2008 年美国金融危机发生前，中国柴油产量非常快地上升。到了 2008–09 年，柴油产量与发电量一样较大幅度减少，之后又强烈反弹，符合经济运行的经验事实。

但 2012 年上半年柴油产量只有 2% 的增长，我们认为这或许反映了 2012 年上半年工业增长率下降。汽油用量与消费的关系更密切。2008–09 年期间消费的增长比工业活动稳定很多，汽油产量也更加稳定。2012 年以来汽油产量增长率高于柴油产

量增长率，反映中国 2012 年消费状况比工业更为平稳。

图五、3 个月移动平均的汽油和柴油的加工量与净进口（同比，%）



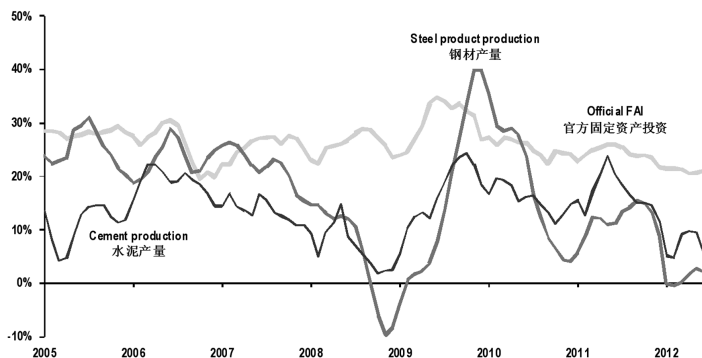
因此我们喜欢以这两个指标来跟踪工业和消费。但它们也不是没有问题。虽然发展工业经济必须有货运量作为基础，货运使用柴油，但货运量和柴油产量（也包括发电量）不是增加值指标，不能真正代表 GDP。

二、投资

波动性大的投资是 GDP 增长波动的重要来源。找到一个合意的指标来反映真实投资变化非常重要。我们认为钢材产量和水泥产量可以从侧面检验官方固定资产投资数据是否合理，并可作为投资的风向标。在图六中，2008 年钢材、水泥产量增长率明显下降，2009 上半年大幅回升，我们认为这两个指标比固定资产投资数据（这个指标显得非常平缓）更加真实地反映了整体投资的状况。

我们认为，水泥产量指标可能优于钢材产量指标，原因是钢材产量受库存影响大，但水泥运输和库存的成本都很高，水泥新增的产量可直接反映今天的固定投资的增量。钢材产量和水泥产量这两个指标都表明 2012 年上半年投资增长为危机以来最弱，但投资没有进入负增长状态。

图六、3 个月移动平均的水泥、钢材、固定资产投资增长率（同比，%）

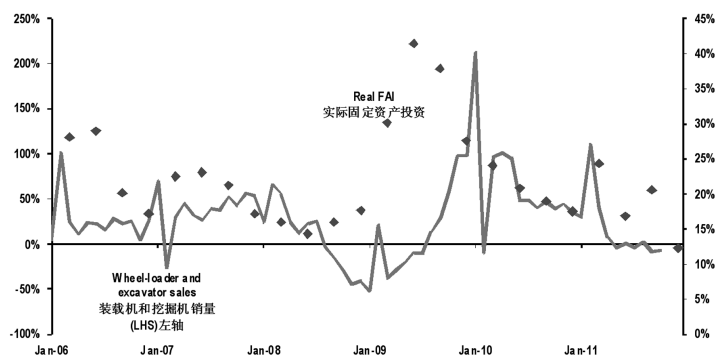


鉴于投资对中国经济增长的重要性，以及中国的投资对于大宗商品价格的重要性，宏观经济研究者和市场分析者希望能够找到较好的投资活动领先指标。这比找到同步指数更难。

部分分析者建议使用建筑设备，例如轮式装载机的销量作为领先指标现期挖掘机销售可能代表未来投资，因为项目实施需要购买挖掘机。但是我们的数据分析给出了相反的结论。轮式装载机销量是官方固定资产投资增长率的滞后指标，而不是领先指标。实际情况是，企业往往在挖掘机完全折旧后才会更新装备，挖掘机销售量滞后于项目投资。

图七的装载机、挖掘机销量增长率与实际固定资产投资增长率两个时间序列的走势也支持我们的结论。

图七、装载机、挖掘机销量增长率与实际固定资产投资增长率（同比，%）

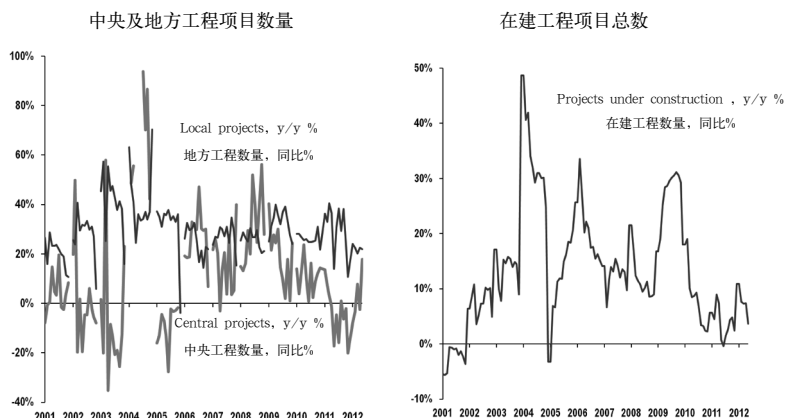


我们认为在建工程项目总数或许能够作为 固定资产投资的领先指标。理论上，一旦项目开工后的 3 到 6 个月内，实际活动应该会提高。图八中右边的图显示在建工程项目总数的变化情况。在建工程项目包括国有企业，以及非国有企业的的项目。2009 年 4 万亿政策实施后，在建工程项目总数同比增长率明显上升，最高时达到 30%。2010 年以来发改委放慢项目审批速度，在建工程项目总数同比增长率下降到 10% 以下，2011 年有的季度甚至是零增长。2012 年有一定程度的复苏，但当前的趋势并不很积极。从结构上看，地方在建工程项目增长率比中央的稳定。图八中左边的图显示中央及地方工程项目数量的变化情况。中央在建工程项目的特点是波动性大，且有很大的供应链效应。

目前地方政府资金比较紧张，银行给地铁项目、高速公路的贷款意愿下降，刺激经济政策主要靠中央项目推动。2012 年后中央在建工程项目增长率明显反弹，反映了中央宏观调控的意愿。这让我们感觉实际政策正在改变以支撑经济增长。相比之下，地方在建工程项目非常平稳（即使 2010 年后也没有出现大幅度下降）。

当然，这一数据不能告诉我们项目的实际活动状况。2011 年很多地方基建项目的融资非常紧张。且近期地方政府融资平台已经稍微放松，建设部有资金供地方政府项目使用，并已经在输送给地方，这应该意味着实际活动已经开始增加。

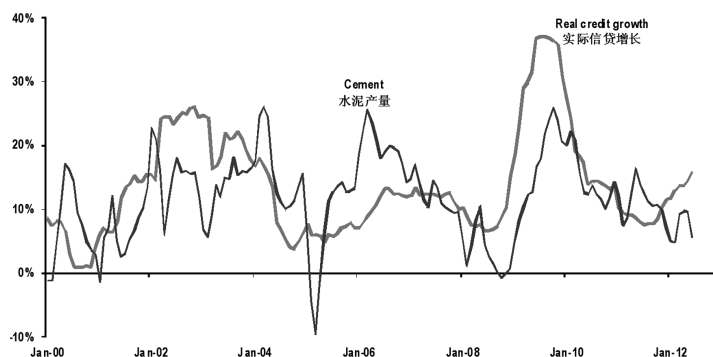
图八、在建工程项目数量增长率（同比，%）



我们认为预测固定资产投资最好的指标是实际贷款增长率，进而该指标还可以预测 GDP 增长率。相比名义信贷增长，我们更青睐实际信贷增长因为我们认为企业能够获得资金的购买力是一个重要的考虑因素。近几个月，通胀下降增加了贷款量的实际作购买力，因此实际贷款增长率其实明显反弹。我们也认为以这一方式衡量信贷比仅看每月新增贷款数据更好（7000 亿元，8000 亿元等）。

如果用水泥产量代表固定资产投资，实际贷款增长率很好的领先于投资。如图九所示，实际贷款增长率先投资在 2004 年和 2008 年表现的很明显。实际贷款增长率反弹事实预示，未来水泥产量和固定资产投资量也会随之上升，这给下半年的稳定和 U 型反转带来希望。

图九、水泥产量和实际信贷增长率（同比，%）



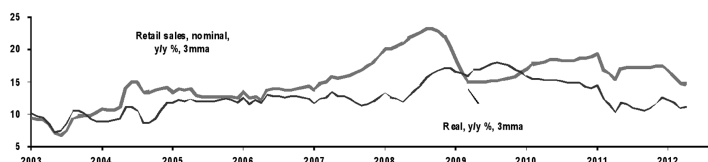
三、消费

很难找到一个合适的指标代表中国消费。消费分两类——商品零售额和服务的消费。在中国服务业很难衡量——统计体系很难跟得上经济中的变化和服务业的发展。估计服务业活动的统计对于国家统计局也是个难题。由于服务业消费数据匮乏，分析

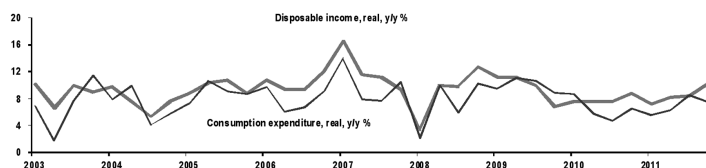
消费只能依靠非服务业的数据，如零售额、城镇居民可支配收入（图十一）等。

在图十中，从名义值看社会零售额增速在 2008 年初的一段时间里没有下跌，似乎没有对金融危机做反应。但是零售额实际增长率在 2008 年出现明显下降，反映了外需的负向冲击也影响了国内消费业。实际值和名义值背离的情况并不少见，中国很多现象如果只看名义数据会无解。2012 年来零售额实际增长率有所下滑，但是没有真正较大幅度放缓。家庭收支调查也存在挑战——高收入家庭低报收入和支出是最广为人知的一个问题。另外一个问题是当前的收支调查不包括非本地户籍的农民工收支，或者在统计归类上可能出现错误。据我们所知，国家统计局正准备采用新的住户调查方法以纠正这些问题。

图十、包括政府和企事业单位采购的零售总额增长率（同比，%）



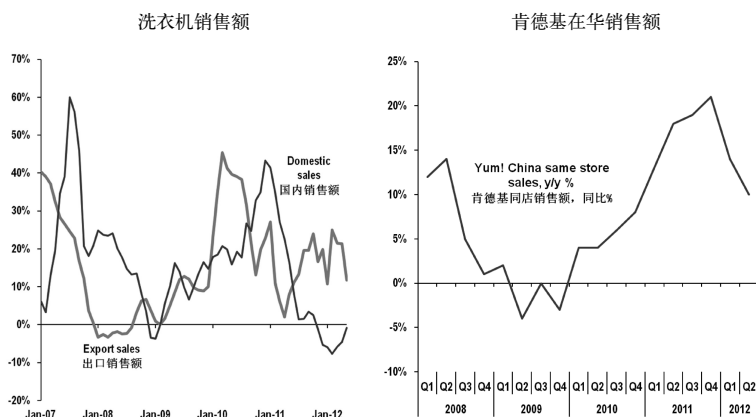
图十一、城镇居民可支配收入增长率（同比，%）



分析中国消费还可以参考一些产品销售量增长率，但不同部门情况差异很大。如图十二左面的图所示，洗衣机国内销售量增长率为负，但出口增长率仍达到 10%。这一点非常奇怪，除非你意识到洗衣机销售额在 2009—10 年期间受到很大的政策提振，并且很多家庭的购买提前了。

肯德基在华销售量的数据也和洗衣机销售数据有一定的相似性。2012 年上半年肯德基销售额增长放缓，但销售数据仍然非常积极。很幸运能够看到这些数据。目前很少有一家跨国企业公布中国市场数据，包括渣打银行。但是肯德基每季度都公布中国市场数据，为我们观察中国的消费提供了有益的参考。在图十二右面的图中，肯德基销售增长率也明显放缓，二季度销售量增长率仅为 10%。此外，肯德基工资上涨幅度也从 18% 下降到目前 15% 的水平。洗衣机销售额和肯德基在华销售额的数据都显示出中国消费下滑的趋势，但很难知道下滑幅度。显然其他行业和企业也发布数据，我们能够看到汽车销量，IT 企业的游戏和广告收入，或者移动电话支出等。这些数据都能够给我们一些信息，但将这些信息放在一起，作一个整体的消费指数是我们还没有做的事情。

图十二、洗衣机销售额和肯德基在华销售额增长率（同比，%）



我们也将目光放在大陆之外去跟踪中国的消费趋势。香港和澳门的数据也有助于分析中国大陆的中高层消费情况。大陆消费者贡献了香港零售额的 30%，澳门赌场收入的一 BIG 部分也来自大陆消费者，且这两部分收入属于中国大陆的中高层消费状况。在图十三中，香港零售额和澳门赌场收入同比增长率自 2011 年以来开始下降，且最近几个月下降的幅度更加明显，这表明中国大陆高端消费已经明显放缓。

图十三、香港零售额和澳门赌场收入增长率（同比，%）



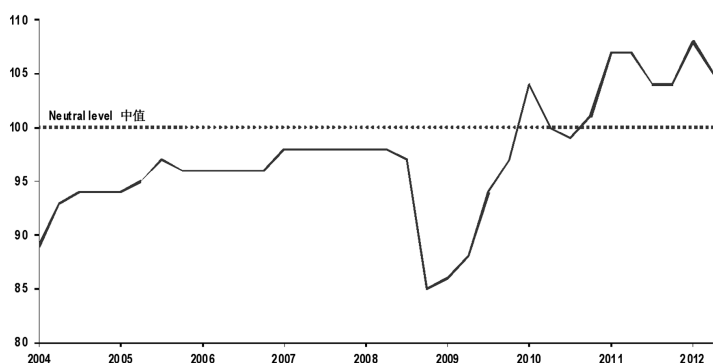
四、就业

就业滞后于宏观经济，经济减速时，企业到实在非常困难的时候才会裁员。同理，当经济周期开始转变，企业只有在确保经济真正复苏后，才开始招工。并且，在中国公开的就业数据有限，跟踪就业变化的难度也有所增加。城镇失业统计只涵盖那些为享受失业救济等进行失业登记的失业者。通常最容易失业的农民工没有被计算在内。

劳动和社会保障部经由 100 个城市调查得到的劳动力需求－供给比例能较好反映就业状况。在 2008 年大约两三千万农民工下岗，但由于农民工失业不在城镇居民失

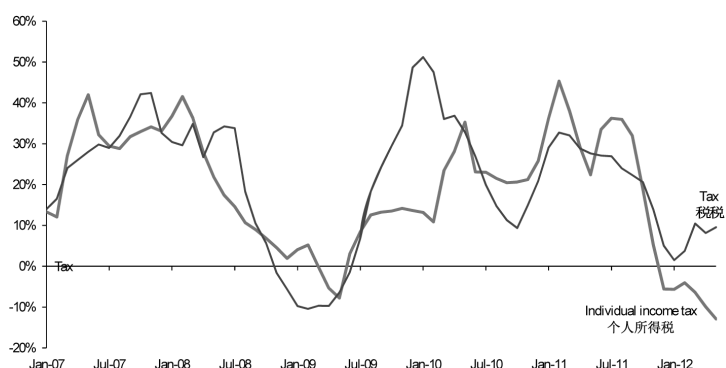
业的统计口径内，官方公布的数据低估了实际失业率。劳动力需求－供给比例指标却明确反映出金融危机给中国就业市场带来的负面冲击。在图十四中，2010 年至今劳动力需求－供给比例指标一直在 100 以上的区间，反映了中国劳动力市场结构性的变化——中国已脱离劳动力过剩的阶段，呼应了学界关于刘易斯拐点的讨论。2012 年后劳动力需求－供给比例指标有所下降，和前面提到的投资、消费下降的事实相吻合。但整个就业市场，从宏观角度看仍然非常健康。

图十四、劳动力需求－供给比例（%）



国外常用的个人所得税增长率难以反映中国劳动力市场状况。在图十五中，2012 年后中国个人所得税增长率为负值，但总税收增长率却出现反弹。造成两个指标走势不一致的原因是中国个人所得税政策调整。2011 年末，由于个税起征点调高，几百万人不需要缴纳个人所得税。如果不注意政策变化的影响，从个人所得税增长率的角度容易得到非常悲观的预测。但是由于很难准确知道到底多少人由于政策调整不再缴纳个人所得税，我们无法对数据进行调整。

图十五、三个月移动平均的个人所得税和税收（同比，%）



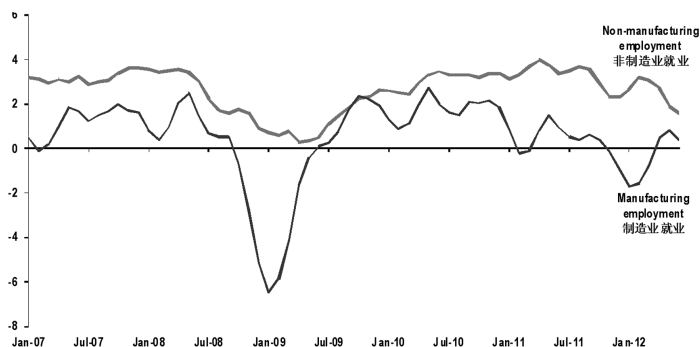
我们认为，就业的最好的适时指标来自 PMI（采购经理指数）指数。因为这一指数直接来自企业。。PMI 就业指数是反映劳动力市场变化的很好指标。该指标分为制造业和非制造业两部分，月环比数据减去 50 后如高于 0 说明就业增长，低于 0 说明就业减少。唯一的问题是，所有 PMI 指数只能告诉我们样本中的企业的状况，样本之

外当然还有成千上万个企业，并且随时有新开的和倒闭的。

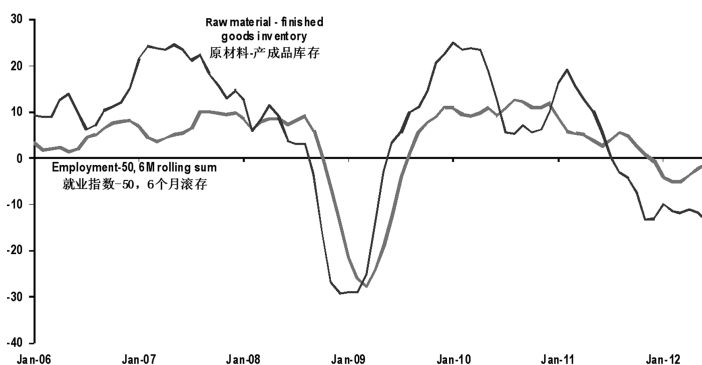
图十六显示，目前制造业就业指数略减，非制造业就业优于制造业就业，增长速度也有所下降。同样，从整体看就业市场增长仍然是积极的。

有没有可能找到就业的领先指标？这对于决策者制定就业市场政策是非常有用的。我们认为原材料—产品库存指标领先于PMI就业指数，可作为中国就业趋势的预测指标，至少在制造业。服务业的情况比较复杂，难以跟踪。将产成品与原材料分开应该能得到一个库存周期。当图十七中的蓝线高于零时，暗示原材料正在增加，产成品正在下降（暗示需求旺盛）。当蓝线位于零以下，企业产成品库存增加，不再购进原材料，企业需要降低产成品库存。当企业不得不经历去库存化时，企业更倾向于缩减用工量。图十七显示，2008年和2009年原材料—产品库存指标都有一定领先作用。最近原材料—产品库存指标一直处于下降趋势，这表明中国工业企业生产还没开始反弹，因此就业增长率也可能还没开始反弹。

图十六、PMI（采购经理指数）就业指数减去 50



图十七、制造业就业和库存指数



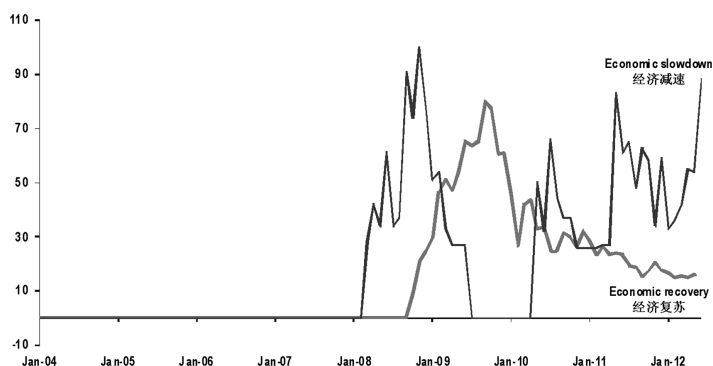
五、网络经济

消费者信心和预期也影响未来经济的走势。谷歌在中国只占 10—15% 的市场份额，

但在搜索方式上能比国内引擎提供更多数据。谷歌把一定时期内热门搜索词的流行度做了区间从 0—100 的标准化处理，该指标可在一定程度上反映人们的心理变化。

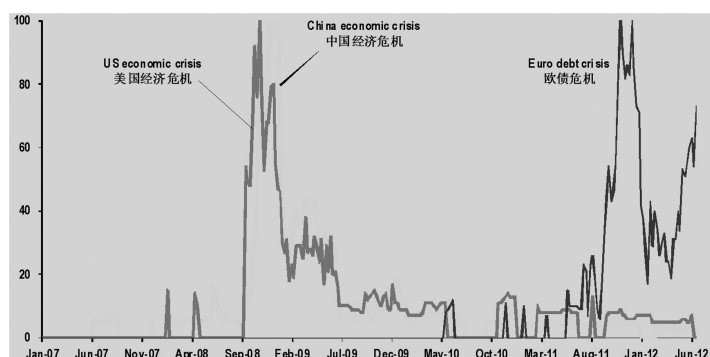
如在图十八中，2009 年“经济复苏”的搜索频率远远高于“经济减速”，因为人们感觉到经济开始复苏。但 2011 年后两者的关系发生过逆转，这反映了人们担心经济减速，觉得经济还没有开始复苏，不过认为出现经济危机的人也不多。

图十八、一定时期内热门搜索词的流行度（0—100 标准化衡量）



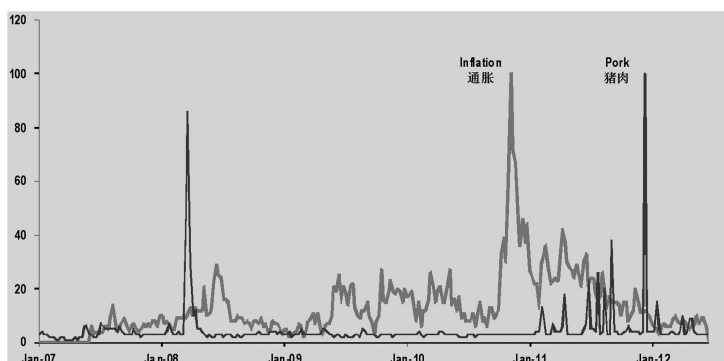
而在图十九中，2008 年和 2009 年“美国经济危机”和“中国经济危机”两个关键词的查询频率非常高。金融危机过后，2011 年“经济危机”被“欧债危机”取代。

图十九、较长时期内搜索词热门度（危机）



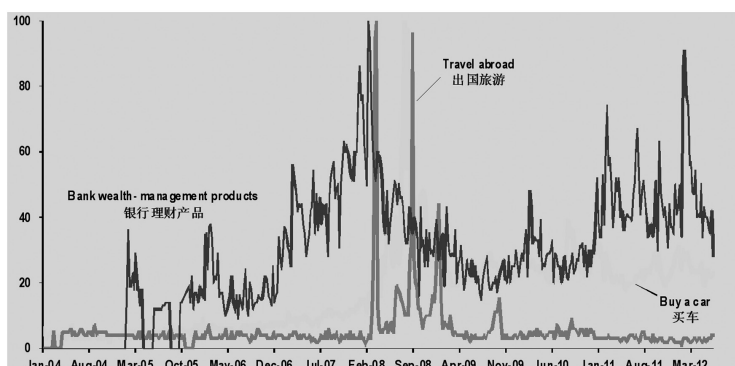
在图二十中，2012 年以来“通胀”和“猪肉”的查询频率很低，这反映人们对通胀预期并不强烈。

图二十、较长时期内搜索词热门度（通胀、猪肉）



最后，在图二十一中，金融危机发生前很多人找“出国旅游”、“买车”，危机发生后几乎没有人查询“出国旅游”。“买车”和“银行理财”的查询率仍很高，尤其是银行理财产品，这反映人们对买车和理财产品仍然非常有兴趣。

图二十一、较长时期内搜索词热门度（银行理财、买车、出国旅游）



总体而言

中国的 GDP 周期数据可能经过加工。

货运量和柴油产量以及发电量数据能反映工业 GDP 增长。

水泥产量、在建工程项目总数可以代表当前投资的变化。

实际新增贷款可以预测未来投资的变化。

消费的衡量没有统一的指标，各部门情况差异很大。

对就业市场而言，劳动力供求比例以及 PMI 就业数量比较合理，而个人所得税可能是较不可靠的指标。

谷歌热门搜索词的流行度指标可以反映人们各种心理变化，可反映消费者信心和未来预期。

How to Monitor China's Economy When the Official Numbers Have Problems?

Stephen GREEN
Head of Research, Greater China

Many experts suspect that China's GDP data is smoothed. Now in the downturn electricity production numbers might also be exaggerated. Freight traffic is preferred (a mix of truck, rail and river), which is currently doing OK (14% y/y in first half), and diesel through-put (which is weak, running at 2% y/y in first half).

Fixed asset investment numbers often look too high. Cement production is an investment proxy, since it is heavy and cannot be stored easily. Wheel-loader sales lag investment, rather than lead it. Real credit growth is a good leading indicator for investment – and thus GDP. Real credit growth has accelerated nicely in recent months, and long-term loan growth has bottomed out, providing some hope for second half stabilization and a gradual U-shaped recovery.

Central government project growth has accelerated, as the “non-stimulus stimulus” has been implemented. Such projects have big supply chain implications. Financing for local government platforms has been loosened a bit; local government project growth is holding steady.

Finding proxies for retail sales is difficult, and different sectors behave differently. Washing machine sales are doing terribly; fast food sales have decelerated less. Hong Kong retail sales and Macau gambling revenues is telling us about higher-middle income spending. Tracking services is really hard.

Since 2009, the NBS has run a 30-city unemployment survey, which is not published. It misses industrial zones and returned migrants. We track the labor demand-supply ratio, as well as movements in the employment numbers within PMI. Individual tax income is not likely a reliable indicator of the jobs market because of the exclusion of low-income groups in 2011.

Google only has a 10-15% market share in China, but it provides more accessible data on search patterns than local search engines. Currently, China's internet users do not appear worried about a China economic crisis, and are less worried about inflation (and pork prices). They seem still interested in buying a car – and are really still interested in wealth management products.

CPI 与 PPI 不同变化带来的难题

宋国青

北京大学国家发展研究院教授

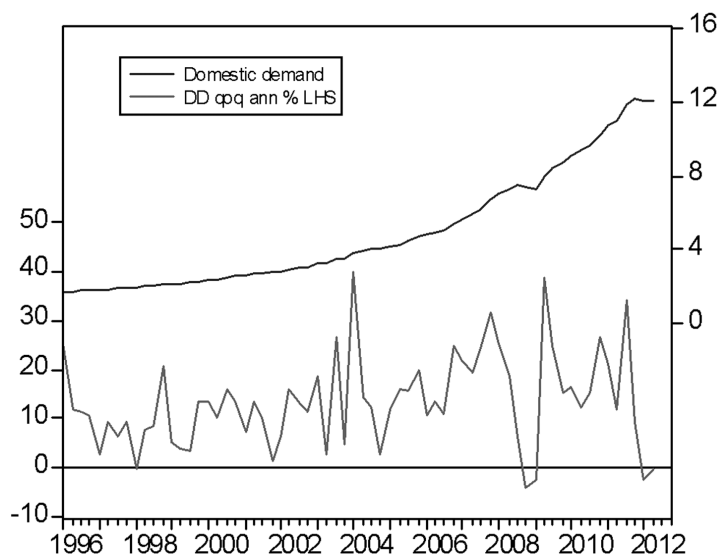
央行货币政策委员会委员

宋国青教授指出今年上半年内需疲软，可能会影响世界其他经济体，进而影响下半年的出口。工业企业投资回报率下降，部分可能已经接近目前的银行贷款利率，预期投资回报率较差使贷款需求受到负面影响。主要原因在于过去一年半，PPI 与 CPI 的比例大幅下降，导致工业企业收入相对于工资的增长率下降。贷款利率相对 PPI 偏高，存款利率相对 CPI 则难说偏高，利率调整面临两难局面。总起来看发生通缩可能性较小，但不能排除发生一个较短时期通缩的可能，合适的政策非常重要。

一、内需疲软，企业资产收益率下降

2012 年一、二季度内需疲软。内需用名义 GDP 减去海关口径货物贸易顺差名义额衡量，图 1 中蓝线表示绝对数，红线表示季环比增长年率。按国家统计局的数据推算，2012 年 2 季度名义 GDP 比上年同期增长 10.1%。由于货物贸易顺差同比增长了 37.7%，估计名义内需即投资加消费的同比增长率在 9.1% 左右。这个增长率表面上看不算很低，但是季节调整后季环比增长年率要低得多（作者估计在 0 左右，图 1）。这个情况和投资品价格迅速下降的情况是一致的，说明内需特别是投资需求很弱。在上半年出口环比增长率相当强情况下，总需求尚且疲弱。如果内需没有明显起色，出口增速再掉下来，总需求就会更弱。

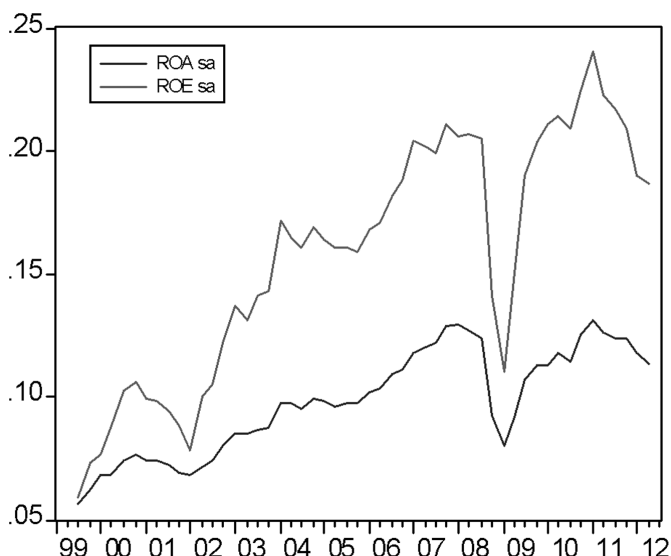
图 1: “内需”水平及环比增长率



内需疲软的情况下，出口可能会受到进一步影响。上半年出口顺差相对较强，反映出国内经济相比于国外经济较弱，可能是由于外部经济尚好，也可能是内部经济较弱导致。目前情况下，外部经济中欧债危机持续演化，而内部经济中内需很弱。中国的内需即国外的外需，内需弱导致国外经济外需弱，外部经济体增长乏力的情况可能进一步加剧，继而影响外部经济的需求。外部经济的需求即中国的外需，因此中国的出口可能由于国内内需疲软以及欧债危机的影响在未来一段时间下降。如果国内政策维持目前的力度，出口情况可能令人担心。如果能在预期到的情况下做相应政策调整，可能可以抵消部分影响。

总需求疲软的情况引起了企业利润的下降，工业企业资产收益率同比下降很强。图 2 给出规模以上工业企业权益和资产收益率季度数据，较高红线为 ROE，较低蓝线为 ROA。ROE 根据工业统计月报数据计算，等于工业企业期内年化利润总额除以期初期末平均净资产（总资产减去总负债）。其中，1 季度为 1—2 月，2 季度为 3—5 月，3 季度为 6—8 月，4 季度为 9—11 月，12 月的利润分摊到年内各月。ROA 根据 ROE 推算，将利息支出（负债乘以贷款利率）算作投资回报，2 季度的 ROA 估计为 11% 多一点，可能由于低估贷款利率而低估 ROA。规模以上工业企业利润总额 5 月份同比下降了 5.3%，而净资产同比增长了 14.9%，由此 ROE 同比下降了 17.6%。由于去年同期的净资产收益率很高，下降以后的水平总的看还相当高。

图 2：规模以上工业企业资产收益率



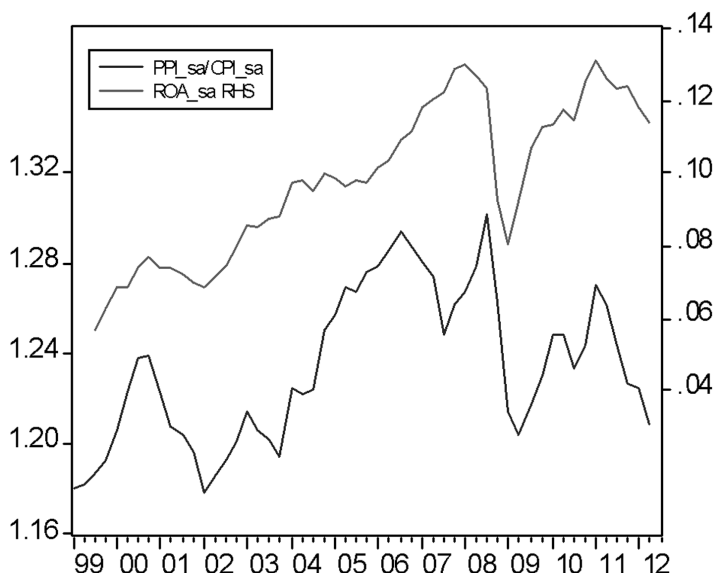
工业企业资产收益率下降反映出企业的投资回报率降低，企业面临困难。投资回报率与资产收益率的计算中还存在些误差，主要是由于煤炭、石油等资源类企业利润的一部分实际上是资源的租，并不是投资的回报。过去企业占用的土地大部分也没有计入成本，利润中也含有土地的租。扣除这部分收益后，投资回报率会大幅度下降，从实现值来看，大约在 10% 左右。此外，不同企业利润率差别很大。考虑到这些，可能相当多企业的扣除资源租金和所得税以后的总资产收益率即投资回报率接近于银行贷款利率有的甚至更低。内生性通缩可能在这样的情况下发生。在投资回报率不及贷款利率的情况下，企业就不向银行贷款，只利用自有资金进行投资。如果进一步自有资金投资回报率不及存款利率，那么企业就会停止投资。目前看，企业的预期投资收益率比较差，工业企业贷款需求和投资意愿受到负面影响。

二、PPI 和 CPI 不同变化带来难题

工业企业资产收益率下降的主要原因在于工业品相对价格在过去一年半时间里持续下降，并由此引起了生产增长率的下降。图 3 中较高红线表示总资产收益率 ROA，较低蓝线表示工业品相对价格，用 PPI 和 CPI 的定基比指数比例衡量。工业品相对价格在过去一年半时间里有着相当大幅度下降，虽然比 2000 年前后的通缩时期要高一些，但是跟 2006—2007 年比大致在下跌。对工业企业来说，工业品价格上升对工业利润的贡献是正的，但是 CPI 上升对工业企业利润的贡献是负的。因为 CPI 上升里面很大一部分是食品价格上升，如果持续时间长，那么农业生产收益会比较高，从机会成本的角度会推动工资上涨，进而导致工业利润下降。不过，在短期内由于工资粘性或者偶然因素的影响，农产品价格上升不一定导致工资的相应上升和利润下降。明显的例子是 2007 年猪肉价格大幅上升并没有引起工业利润的下降。所以 CPI 与工资的增长率在短期里关系不显著，但长期有较强的正相关关系。在过去一年半，PPI 与 CPI 的比

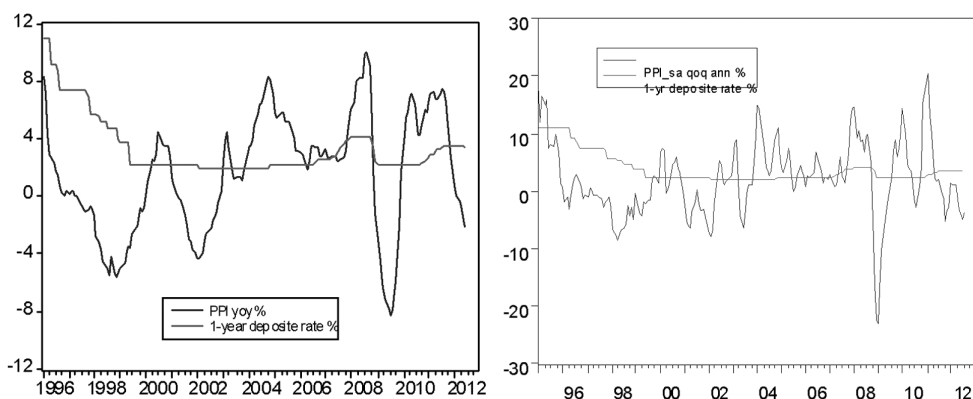
例大幅下降，一方面导致工业企业收入相对于工资的增长率下降，另一方面对利率下调带来压力。

图 3：规模以上工业企业总资产收益率与工业品相对价格



从企业角度来看，贷款利率相对于PPI偏高。6月份PPI同比下降2.1%，过去3个月季调后PPI下降年率为3.8%（作者计算）。即使按2.1%的价格同比下降率，目前超过6.0%的平均贷款利率也偏高。过去9年，工业品生产者价格平均每年上升3.4%，1年期贷款的基准利率平均6.0%。从目前情况看，过去3个月PPI的下降速度仍然会持续一段时间，所以预期的贷款真实利率仍相当高。当前贷款利率相对于PPI偏高的情况虽然远远没有1996—1998年严重，但是跟2002、2003年以来的情况相比算是比较差的。2008年底的情况非常严重，工业品价格大跌，但是持续时间短，现在的持续时间长一些。按目前的情况，如果没有其他方面的重要约束，这样的利率水平也还可以维持。但是房地产投资和基础设施投资受制约较多而比较弱，未来的出口环比增速还可能下降，再加上企业还受很多行政调控的约束，贷款利率明显偏高。此处的偏高并没有隐含说中国均衡利率水平是多少，而是与历史情况相比较来看。均衡的利率水平到底应该是多少，这是一个需要进一步研究的问题。按中国经济增长的潜力，均衡的利率水平应当是比较高的。但是均衡利率水平受各种因素影响，包括行政调控等约束，不是仅仅从经济增长速度这样一些指标就能够推算出来。

图 4-1: PPI 同比变化率与 1 年期存款利率 图 4-2: PPI 三个月变化年率与 1 年期存款利率



从居民角度来看, 存款利率相对于 CPI 难说偏高。6 月份 CPI 同比上升 2.2%, 过去 3 个月季调后 CPI 上升年率为 1.1%。不考虑最近国外农产品价格大幅上升情况, 预期未来一段时间 CPI 环比年率可能在 1.0%—2.0%。这样, 目前 3.0% 的 1 年期存款利率意味着 1—2% 的预期真实利率。从社会投资回报率的角度看, 考虑到正常融资成本, 这样的真实利率不但不高, 还可以说偏低一些。真实利率偏低不仅有收入分配方面的问题, 而且对经济结构有很大负面影响, 特别是导致了对房地产的投资性需求, 成为房价过高的主要推动力。在更早的时候, 真实利率过度偏低还导致了农民大量存粮, 引起粮食和其他农产品价格的大幅波动。

所以目前的利率, 从企业角度看嫌高, 从居民角度看并不高。造成这个情况的原因是 CPI 与 PPI 的差别。按 6 月份的同比上升年率, CPI 比 PPI 高 4.3 个百分点。按过去 3 个月的环比上升年率均值, CPI 比 PPI 高 4.9 个百分点。如此看来, 利率调整有左右为难的感觉。

市场决定的利率是资金供求均衡的结果。由于储蓄对利率的弹性小而投资对利率的弹性大, 目前情况下完全由市场决定的利率会有下行的倾向。但是, 由于需求疲软, 贷款风险增加, 利率下行的空间也不大, 仍然会在短期形成贷款真实利率偏高的结果。持续一段时间以后, 就业和工资也得到调整, 真实利率逐步回归到长期均衡水平。从这个角度看, 即使现在完全放开利率, 也会出现一段时间的需求疲软和增长较慢的结果。

另外一个难处是, 过去多年的真实利率一直偏低, 对储蓄者很不利。如果现在较大幅度下调利率, 从消费者角度考虑不合适。如果考虑到财政税收方面的可能性的话, 政策调整的余地就大多了。至少在短期内, 一个可能的选择是利率随通胀变化情况小调, 这样导致的贷款真实利率偏高和企业困难的问题通过减轻企业税负来缓解。

三、食品相对价格与工业品相对价格

PPI 和 CPI 差别大的情况如果长期持续,也意味着潜在的经济增长速度和长期均衡的真实利率下降。从发达经济长期的情况看,工业生产者价格相对于消费者价格是下降的,主要是因为服务的价格相对上升。对我国来说,在 2007 年以前几年,伴随着 PPI 相对于 CPI 上升,工资份额快速下降而利润份额上升。情况可能已经发生了变化。剔除短期景气波动影响以后,工资份额可能停止下降甚至轻微上升。与这个情况同时发生的是 PPI 与 CPI 的比例逐步回归到长期趋势。

不过过去一年多 CPI 和 PPI 的变化差别更多是短期波动的结果,导致 CPI 上升的主要原因是食品价格上升而不是服务价格上升,而食品相对价格的变化具有明显的向长期趋势回归的倾向。现在看来,食品相对价格有回落的倾向。这意味着过一段时间 CPI 和 PPI 变化的差别会缩小。首先是环比变化的差别缩小,再过些时候才有同比变化差别的缩小。到那个时候,利率调整的困难就会减小。中间这段时间是比较困难的,经济增长速度低一些,企业压力大。

CPI 中食品价格和农产品生产者价格高度相关(图 5),绝大部分通货膨胀波动就是农产品价格的波动。从农产品价格的变化来看,农产品和 CPI 比价的上并非必然的。1985-2012 年农产品比价的大 U 型变化主要是由于经济增长速度和同时发生的城市化进程。另外,全球经济景气的变化导致的石油价格变化也对农产品相对价格的变化有重要影响。次一级的农产品相对价格的变化主要是受宏观经济景气变化的影响。特别是在 1988 年和 1994 年前后,因为真实利率大幅度偏低导致农民增加存量引起粮食价格大幅度上升。长期平均的真实利率偏低导致农民存粮在很长时期内大幅度增加,还有政策因素导致的政府管理的存粮也在后来大幅度增加。最后在通货紧缩期间,真实利率显著偏高引起农民快速减少库存,同时政府存量也在快速消化。这段时间粮食价格大跌。在 2002-2003 年走出通货紧缩后,粮食价格恢复性上升。

图 5: 农产品相对价格和食品相对价格

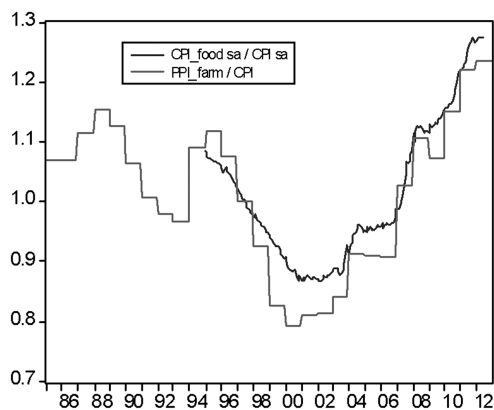
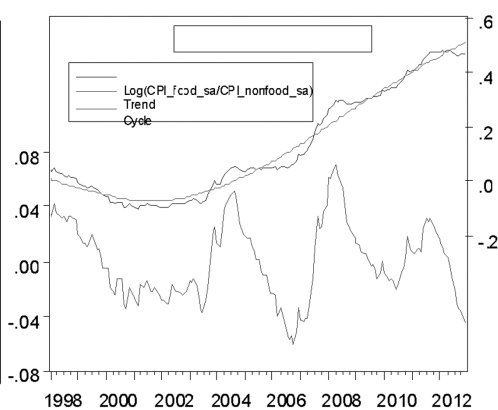


图 6: 食品相对价格的短期波动



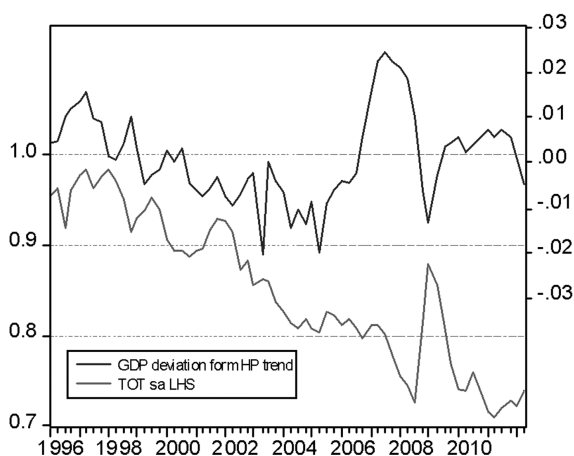
在 CPI 和 PPI 大致同步变化时，通货膨胀情况是比较清楚的。在两者有较大差别特别是食品价格波动主导 CPI 波动的情况下，宏观调控主要看当前 CPI 的做法存在改进的余地。

在对食品价格的社会预测中，过去两年多少有追涨杀跌的影子。一部分问题是与理论、方法有关，也有金融工具多样化引起的货币度量方面问题。另一方面是信息问题。既然食品价格对宏观政策的影响是如此之大，增加在农产品和食品生产供给方面信息搜集和处理的投入就很值得。关于社会农产品库存特别是政府农产品库存的信息披露也很重要。此外从图 6 中可以看出，食品价格的波动有趋势自回归现象，某段时间食品价格高了会在之后一段时间下跌，预测中的追涨杀跌有待商榷。具体地，食品价格的波动幅度、回归速度都是需要仔细分析，简单看数据是存在趋势自回归的。注意图 6 中端点误差很大，作为参考。

四、贸易条件和经济增速

由于大国效应，中国经济增长减慢会带来商品价格下降和贸易条件的改善。贸易条件受到经济增速影响，主要通过进口价格变化引起。中国经济高增长的时候引起进口高增长，带动资源价格因而自己的进口价格上升，贸易条件恶化，反之改善。所以经济高增长效益的一部分会转移给资源出口国。这个情况在 2006 年以前比较弱，2007 年以来非常显著。部分是由于中国影响日益增大，部分是由于其他主要经济问题频发引起内需疲软。图 7 中，4-5 月份，贸易条件（出口价格 / 进口价格）同比分别改善了 5.0% 和 4.0%。按此估计，贸易条件改善在 2 季度大约导致了 1 个百分点同比意义上的国民收入增加，即贸易条件调整后的国民收入同比增长率约为 GDP 增长率加 1 个百分点。2002-2007 年间，贸易条件恶化大约导致了平均 0.5 个百分点的国民收入损失，所以一里一外是 1.5 个百分点。按 2006 年以来的情况估计，GDP 相对于趋势水平高 1 个百分点大约导致 2.0 个百分点的贸易条件恶化，意味着 0.5 个百分点的国民收入损失，反之亦反。不过这是在国内外经济波动很大情况下的短期效果，长期效果完全不同。

图 7: GDP 偏差和贸易条件



一段时间经济增长速度下降带来的贸易条件改善能在相当程度上抵补 GDP 的损失。所以增长速度略低一点如果能带来一定程度的其他方面的改善，未必不是好事情。但是在此调整过程中社会不同方面的损益差别很大。短期内企业受损比较大，时间长了企业的损失也会通过就业和工资传导到居民。

目前看来，下半年的总需求会比较弱，同比的经济增长速度维持在目前水平，同比的 CPI 通胀率继续下降，发生通缩可能性较低。10 年前的通货紧缩，最主要的两条是企业负债率高，特别是国企对退休和下岗职工的隐性负债很大，这样背景下真实利率大幅度偏高情况持续了一段较长时间。目前这两点不同于过去，但是房地产调控是新情况，还有其他一些偶然因素。适时适度的政策调整非常重要。考虑到企业的负债率和其他情况，考虑到货币政策和财政政策调整的余地，较长时间持续通缩的可能性不是很现实，短期轻度通缩的可能性虽然不大但也还存在。

Challenge from Discrepancies between CPI And PPI

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking University

Professor Song points out that domestic demand was weak for the past half year. The growth of global economy may be hurt by this situation, which will further affect domestic export in the next half year.

The return on investment of industrial enterprise sustained downward trend for a long time. Businesses are witnessing a difficult time. Some industrial enterprise just earned the profit to pay for interest of the loan. Entrepreneur had bad expectation for the future return. Demand of capital began to decline.

Entrepreneurs think that the lending rate is too high since PPI had been declining for one and half year. It is the main reason for the declining profit of industrial product. However, consumers think that the deposit rate is not too high since CPI has been just back to normal level. The different variations between CPI and PPI brought challenges to the adjustment of interest rate.

From the current situation, aggregate demand will be weak for the next half year. Year over year growth rate of economy will maintain the current level while inflation rate will continue to decline. The possibility of endogenous deflation for a long time is low. However, it is still possible for short-time endogenous deflation which depends on the economy policy adjustment.

会议下半场问答

问题1：美国天气导致玉米等秋粮谷物减产，是否会影响中国三、四季度的食品价格？

宋国青：进口通胀传导要注意区分量级。现在看大方向是CPI下行，小的波动可能会有。如果没有石油价格全面上升，美国粮价波动对中国的影响应该远小于国内货币的影响。

问题2：去库存周期与PPI走势的关系是什么？

宋国青：去库存数据的不完备对于研究这个问题是很大的缺陷。中国目前来看，经济预期不好的时候库存减少，好的时候就增加，利率不灵活可能是很重要的原因。

问题3：从中长期角度来看去产能周期？

宋国青：去产能是一个比较长期的问题。从部分产业上来讲肯定会有产能过剩，特别是钢铁企业在现在这个情况来看生产能力偏高。长期来看，如果经济可持续发展，利率正常，这个情况下投资回报率高了就证明总量上产能不过剩，投资回报率低，企业投资亏损，说明产能高了，这是通过利率来理解这个问题。短期投资回报率有所下降主要属于经济波动的问题，长期增长没有这么大的波动。

问题4：怎么看国内的外商直接投资开始减速？

宋国青：从过去来看，外商投资减速通常发生在对中国经济预期持续一段时间不好的时候，之后会发生投资增长率比较低，甚至有一段明显的下降。如果说没有到通货紧缩的时候，这种情况至少短期里面没有多大的表现，长期来看，外商投资可能可以带来技术管理方面的经验，这主要是从微观上考虑。而从外商带来资本来看，这一点对中国来说并不重要，中国有的是资本。但在通货紧缩的情况下，外商投资跟任何私人投资一样都是很重要的。从过去这一段时间来看，如果没有发生很大很严重的问题，外商投资增长率稍微低一点，在量级上还不足以和国内投资波动来相比。

如引用本表数据，敬请注明资料来源为“朗润预测”

2012年第3季度：第29次“朗润预测”

预测机构\指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
安信证券	7.4	1.9	9.2	20.5	13.5	10.0	6.0	2.75	6.34
北大 CMRC	7.4	1.5	9.0	20.2	13.0	10.5	7.0	2.75	6.32
高盛高华	7.9	1.8	10.0	22.0	13.5	9.0	5.0	2.75	6.34
工商银行	7.8	2.2	10.8	20.7	14.5	11.2	7.2	3.00	6.25
光大证券	7.8	2.1	10.5	20.5	14.5	9.0	7.0	2.75	6.30
国家信息中心	8.0	2.0	10.5	21.5	13.5	10.0	8.0	2.75	6.35
国泰君安	7.6	1.7	8.8	19.5	12.3	13.0	14.7	2.75	6.30
国投瑞银	7.2	1.2	8.4	19.8	12.3	7.2	3.0	2.50	6.40
花旗集团	7.8	1.8	10.5	NA	NA	8.7	7.8	2.75	6.33
汇丰银行	8.5	2.2	12.4	20.0	15.0	9.0	14.5	3.00	6.33
交通银行	8.0	2.2	9.8	21.0	13.8	12.0	10.4	2.75	6.31
美银美林	8.0	1.8	10.4	20.3	13.6	8.0	8.5	2.75	6.30
农业银行	7.9	2.1	9.7	20.9	14.3	9.3	7.2	2.75	6.30
社科院数量所	8.0	2.1	9.9	20.5	13.2	10.1	8.2	2.75	6.35
申银万国	7.9	2.0	10.2	20.5	13.9	13.5	13.5	2.75	6.32
天则所	7.9	2.5	11.0	21.5	15.0	8.0	7.0	3.00	6.25
湘财证券	7.8	1.6	9.8	20.0	13.4	12.0	9.0	3.00	6.28
渣打银行	8.2	1.7	NA	NA	NA	NA	NA	2.75	6.36
招商证券	8.0	1.9	10.1	20.2	14.0	11.2	10.5	3.00	6.30
中金公司	7.6	2.0	11.3	19.0	14.2	11.0	13.0	3.00*	NA
中信建投	7.5	1.7	10.3	20.8	13.8	6.5	9.2	3.00	6.30
中信证券	8.2	1.6	10.5	21.5	14.3	12.5	12.0	2.75	6.30
简单平均	7.8	1.9	10.1	20.5	13.8	10.1	9.0	2.81	6.32
加权平均	7.8	1.9	10.1	20.6	13.7	9.7	8.0	2.79	6.31

*中金公司对一年期存款利率的预测为：下半年将下调一次，3、4季度均有可能。计算简单平均和加权平均结果时，对这一预测结果取3.00和2.75的均值2.88。

朗润预测点评：

**“内需筑底，外需企稳，宏观有望回稳
通胀回落，利率下调，政策维持宽松”**

2012年第2季度：第28次“朗润预测”

预测指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
简单平均	8.2	3.1	11.9	19.8	15.1	8.8	10.7	3.49	6.26
加权平均	8.1	3.0	11.7	19.6	15.0	6.8	11.0	3.48	6.26
实际值	7.6	2.9	9.5	20.2	14.0	10.5	6.5	3.25	6.32

* 预测机构和指标说明：

1. 预测机构按机构全称拼音字母排序，机构全称见“朗润预测”特约机构名单。
2. 除利率和汇率外，各指标为今年3季度比上年3季度同比增长率。其中GDP和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
3. “工业”指规模以上工业增加值，“投资”指城镇固定资产投资，“零售”指社会消费品零售总额。
4. “利率”和“汇率”分别指季末最后一天1年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。
5. 加权平均是基于预测机构历史预测误差调整的计算结果。平均绝对预测误差越小，加权系数越大。

“朗润预测”特约机构名单*

机构全称	预测人员	职务
安信证券	高善文	首席经济学家
北大中国宏观经济研究中心	宋国青	经济学教授
法国巴黎银行	陈兴动	首席经济学家
高盛 / 高华	宋宇	高级中国经济学家
工商银行	莫扶民	公司业务总监
	张都兴	投资银行部副总经理
	陈耀刚	投资银行部研发处处长
光大证券	徐高	首席宏观分析师
国家信息中心经济预测部	范剑平	主任
	祝宝良	首席经济学家
国泰君安证券	李迅雷	首席经济学家
	姜超	高级研究员
	王虎	高级研究员
国投瑞银基金	吴土金	宏观分析师
花旗银行	丁爽	高级经济学家
汇丰银行	屈宏斌	中国区首席经济学家
交通银行	连平	首席经济学家
	唐建伟	高级宏观分析师
	仇高擎	高级分析师
美银美林证券	陆挺	经济学家
摩根士丹利	乔虹	大中华区首席经济学家
瑞银证券	汪涛	中国首席经济学家
	胡志鹏	经济学家
社科院数量经济与技术经济研究所	李雪松	副所长
	沈利生	研究员
	张涛	研究员
申银万国证券研究所	杨成长	首席经济学家
	李慧勇	首席宏观分析师
天则经济研究所	张曙光	学术委员会主席
湘财证券研究所	李康	首席经济学家
	罗文波	宏观研究员
	牛鹏云	策略研究员
野村证券	张智威	中国区首席经济学家
	孙驰	中国区经济学家
银河证券研究所	王国平	证券研究部总经理
	张新法	宏观研究主管
渣打银行	王志浩	中国研究部主管
招商证券	丁安华	首席经济学家
中国国际金融有限公司	彭文生	首席经济学家
	赵扬	经济学家
	孙淼玲	经济学家
	刘瑾	宏观分析师
中国农业银行战略规划部	胡新智	总经理
	付兵涛	宏观经济研究处副处长
	范俊林	宏观经济研究处高级分析师
中信建投证券研究所	黄文涛	首席宏观分析师
	胡艳妮	宏观分析师
中信证券	诸建芳	首席经济学家
	孙稳存	宏观分析师
中银国际证券	曹远征	首席经济学家
	程漫江	研究部主管

* 注：1. 按机构全称拼音字母排序；2. 各机构排在第一位的预测人员为预测负责人；3. 今后可能有新的特约机构参与“朗润预测”项目。

历次“中国经济观察”精彩回顾

北京大学国家发展研究院 (NSD)

中国宏观经济研究中心 (CMRC)

2012 年 7 月 21 日

七年有半

卢锋

北京大学国家发展研究院教授

“CMRC 中国经济观察” 季度报告会协调人

2012 年 7 月 21 日第 30 次特别专场致辞

各位同学、各位来宾、各位朋友，欢迎各位相聚雨中朗润园，参加第 30 次 CEO 季度报告会特别专场。

从 2005 年 2 月开场起步，CEO 已经走过 7 个半年头。

刚刚过去的七年有半，中国经济见证过波澜壮阔的开放景气增长，也曾在危机冲击下实施国力度罕见的一揽子刺激经济政策。全球经济空前失衡繁荣后发生危机调整，全球经济版图正经历不可逆转的深刻重构与变革。

七年有半，CEO 共有约 60 多位专家学者发表过大约 300 人次演讲，对中国经济改革发展面临热点问题，对国内外宏观经济形势演变，提供持续深入的观察与分析，与各界听众朋友进行思想交流和互动。精彩纷呈观点不仅给我们思想启迪，也使我们收获无数次欢声笑语。

七年有半，20 多家国内权威学术和金融机构合作提供的中国宏观经济指标“朗润预测”已经持续发布 29 次。这一项目提供信息已成为各界观察人士广为关注的有关中国宏观经济走势的预测指标，也成为经济学研究生有关中国宏观预测及其误差分布特点研究领域论文选题的素材资料。

刚刚出炉的“朗润预测”，特约机构经济学家对今年 3 季度宏观经济走势再次给出群体预测观点。我在“朗润点评”中用两句话概括他们观点：“内需筑底，外需企稳，宏观预期回稳；通胀回落，利率下调，政策有望宽松”。10 月底第 31 次 CEO 上，我们再评估这次宏观经济学家“问诊”中国宏观形势时准确度如何。

七年有半，作为项目协调人，我想借此机会表达对国青教授、其仁教授、毅夫教授、易纲教授以及 CCER/ 国发院其他同仁的谢意。他们的讲演是我们这台戏的精彩保留剧目，他们各自的忠实听众是 CEO 旺盛人气的最重要保障。

今天特别感谢毅夫教授，他新近从世行首席经济学职位离任载誉归来，就在百忙中参加这次特别专场。易纲教授身居央行领导职位，公务繁忙仍坚持每年参加一次 CEO 并发表高水平的演讲，让人由衷感佩。

还想借此机会感谢过去七年半莅临 CEO 演讲的几十位外部特邀专家和嘉宾，他们的支持和参与是 CEO 项目能够保证多样化观察视角和高水平品质内容的基本条件。

要感谢参与“朗润预测 20 多家研究机构和专家，使”朗润预测“项目能够持续实施并为社会提供服务。

还要借此机会感谢国发院行政团队人员对七年有半 CEO 常规活动提供的保障服务，感谢办公室邢惠清老师、陈曦老师、高娟老师到唐师傅和保洁员工等各部门行政团队人员对 CEO 提供了更方面高效支持。李远芳博士、陈建奇博士和唐杰、刘鑒、姜志霄等人直接参与 CEO 协调工作并付出很多努力。好几十位国发院研究生先后参与每次 CEO 结束后加班整理发言内容，保证第二天 CEO 报告会快报能上网发布。

还要感谢广大媒体朋友的长期支持，使得这里提供的有价值分析信息能够用专业方式得到广为传播。最后要特别感谢各位同学与听众，你们的热情参与是对我们工作最大支持。很多次在 4 个半小时会议后，还有不少听众朋友在会场后方站立听讲。在对我们硬件设备条件有限感到歉意同时，我更为大家热情和求知精神所感动。

其仁教授在七年半前 CEO 开场时有句话：CEO 一办就要办十年。现在其仁嘱托的任务已完成四方之三。本次特别专场，我们把 30 次 CEO 的一些精彩内容整理成一个小册子奉献给支持 CEO 的听众朋友。

下面开始特别专场上半场，分别由毅夫教授和易纲教授分别发表 40—50 分钟演讲，然后一起接受大家提问。目前经济形势错综复杂，能够请到他们两位具有特殊学养、身份和影响力的经济学家联袂解读国内外经济大势，是难得幸运之事。毅夫教授演讲题目是“国际金融危机：原因和教训，下面欢迎毅夫教授演讲。

“CCER/CMRC 中国经济观察 (CEO)”

项目介绍

Project Description

经济预测非常重要，由于利益所在，大家不能不关心将来。但经济预测也是非常困难的事情，原因之一可能与美国国家气象局门口这么两行字有关：我们说对的，大家都忘了；我们说错的，大家全记住。中国过去经济预测有些不同：说对说错大家都忘，这对于提高预测质量是不利的。要想提高经济分析能力、经济推测能力，一个有记录的、持续的平台就很重要，所以我们实施“CCER 中国经济观察 (CEO)”项目，由卢锋来主持，主角是宋国青。这个论坛一开要准备开十年，每季度一次。希望大家能记住每次讲的东西，不管是对是错，过一段时间再来看，从看当中来提升分析和预测的能力。

—— 周其仁（2005 年 4 月 23 日，第 1 次季度报告会）

在北京大学中国经济研究中心成立十周年之际，中心的领导和同仁决定组织“CCER 中国经济观察”，对宏观经济、经济改革和投资环境、国内外大宗商品的供求和价格这三个方面问题进行持续的观察和分析。

这个项目主要做几件事。第一是每个季度召开报告会，由中心资深研究人员和其它研究机构专家就所选择问题展开讨论。第二是将讨论结果在第一时间通过中心的简报发布，同时把会议发言的详细内容进行整理并印刷成册以与社会各界分享。第三是由中心发起、约请其它经济研究机构对 GDP、工业增加值、CPI、投资、利率、汇率等若干宏观经济指标进行短期预测，对参与机构所提供预测数据，将在客观、公正、透明的基础上形成一个综合预测结果。第三项工作又称为“朗润预测”。

—— 卢锋（2005 年 7 月 30 日，第 2 次季度报告会）

历次“CCER/CMRC 中国经济观察”季度报告会 主讲嘉宾名录*

蔡昉	中国社会科学院人口与劳动经济研究所所长
曹远征	中国银行首席经济学家
曾湘泉	中国人民大学劳动人事学院院长
查道炯	北京大学国际关系学院教授
陈平	北京大学国家发展研究院教授
陈兴动	法国巴黎证券(亚洲)有限公司董事总经理兼首席经济学家
陈志武	美国耶鲁大学管理学院金融经济学教授
董保华	华东政法大学政治学与公共管理学院教授
樊纲	中国经济改革研究基金会理事长、国民经济研究所所长
范剑平	国家信息中心首席经济师兼经济预测部主任
高善文	安信证券首席经济学家
龚方雄	摩根大通亚太区董事总经理
郭小碚	国家发展和改革委员会综合运输研究所所长
哈继铭	高盛集团中国投资管理部副主席、首席投资策略师
胡大源	北京大学国家发展研究院教授
胡晓明	阿里巴巴集团副总裁、阿里金融总经理
华生	燕京华侨大学校长
黄海洲	中国国际金融有限公司首席策略师
黄益平	北京大学国家发展研究院教授
贾康	财政部财政科学研究所所长
李力行	北京大学国家发展研究院副教授
李实	北京师范大学经济与工商管理学院教授
李迅雷	海通证券副总裁、首席经济学家
李扬	中国社会科学院副院长、金融研究所所长
李振宁	上海睿信投资管理有限公司董事长
连平	交通银行金融研究中心首席经济学家
梁红	中国国际金融有限公司销售交易部主管
林毅夫	世界银行前副行长、北京大学国家发展研究院教授
卢锋	北京大学国家发展研究院教授
陆挺	美银美林大中华区经济研究部主管
彭程	法国巴黎银行经济学家
彭文生	中国国际金融有限公司首席经济学家
平新乔	北京大学经济学院教授
任兴洲	国务院发展研究中心市场经济研究所所长
沈明高	花旗集团大中华区首席经济学家
施建淮	北京大学经济学院教授

宋国青	北京大学国家发展研究院教授
苏畅	申银万国证券研究所首席分析师、宏观研究部联席总监
孙明春	大和资本大中华区首席经济学家
汪涛	瑞银证券中国首席经济学家
汪同三	中国社会科学院学部委员、数量经济与技术经济研究所前所长
王建	国家发展和改革委员会中国宏观经济学会秘书长
王庆	中国国际金融有限公司投资银行部董事总经理
王小鲁	中国改革基金会国民经济研究所副所长
王志浩	渣打银行大中华区研究主管
王志乐	国家商务部研究院研究员、北京新世纪跨国公司研究所所长
魏凤春	博时基金宏观策略部总经理
夏斌	国务院发展研究中心金融研究所所长
肖耿	清华大学-布鲁金斯公共政策研究中心主任
徐滇庆	加拿大西安大略大学休伦学院教授
徐建国	北京大学国家发展研究院教授
许善达	国家税务总局原副局长
许宪春	国家统计局副局长
易纲	中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长
余永定	中国社会科学院学部委员、世界经济与政治研究所前所长
袁钢明	中国社会科学院经济研究所研究员
詹向阳	中国工商银行金融研究总监
张斌	中国社会科学院世经政所世界经济统计与应用研究室主任
张帆	北京大学国家发展研究院教授
张军	复旦大学中国社会主义市场经济研究中心主任
张曙光	天则经济研究所学术委员会主席
张涛	中国人民银行研究局副局长
张长春	国家发展和改革委员会投资研究所所长
周其仁	北京大学国家发展研究院院长、教授
周天勇	中共中央党校国际战略研究所副所长、教授
诸建芳	中信证券首席经济学家
祝宝良	国家信息中心经济预测部副主任

* 注：按姓氏拼音排序

历次“CCER/CMRC 中国经济观察”季度报告会 主讲人及演讲题目一览表

次数	时间	参与人	题目
1	2005 年 4 月 23 日	宋国青	2005 年一季度宏观经济分析
		哈继铭	中国经济过热的风险
		李扬	国际储备分析
		周其仁	中国成本优势的变动
2	2005 年 7 月 30 日	林毅夫	下半年宏观经济走势
		王建	中短期中国经济问题
		袁钢明	通货紧缩来临, 还是放松货币化解?
		宋国青	经济增长速度趋缓
		周其仁	房价的确是一个政治问题
3	2005 年 10 月 29 日	宋国青	通货膨胀阴云散去, 汇率调整机会再来
		梁红	中国宏观经济展望
		张曙光	拓展内需, 提升消费
		卢锋	人民币实际汇率趋势演变 (1978-2005)
		平新乔	增长方式转变与政府行为
		林毅夫	解读“十一五”规划建议
4	2006 年 2 月 11 日	易纲	当前世界经济的失衡和对策
		许宪春	关于经济普查年度 GDP 核算的变化
		卢锋	我国劳动生产率增长速度估测
		胡大源	环境经济评估与预测
		宋国青	总需求走强
5	2006 年 4 月 30 日	林毅夫	关于社会主义新农村建设的几点思考
		蔡昉	新农村建设新在哪里? ——发展阶段变化与城乡关系调整
		余永定	中国宏观经济形势
		宋国青	紧缩货币势在必行
		周其仁	争议四起的经济原因
6	2006 年 7 月 29 日	林毅夫	2006 年上半年宏观经济形势——治理措施和宏观理论思考
		李振宁	股权分置改革的经验和启示
		卢锋	入世五年看农业——我国农产品贸易和供求演变趋势
		梁红	汇率、贸易顺差和宏观调控
		高善文	通货膨胀问题
		宋国青	中国投资率太低
7	2006 年 10 月 29 日	樊纲	当前宏观经济形势
		夏斌	如何看待和运用外汇储备
		卢锋	外汇储备过万亿美元的深层根源和认识启示
		宋国青	国民收入分配偏斜导致消费率下降
		周其仁	收入分配的一个倾向与另一个倾向
		平新乔	中国地方财政支出规模的膨胀趋势与公共管理成本

8	2007 年 2 月 4 日	林毅夫	关于人民币汇率问题的思考与政策建议
		易纲	当前宏观经济金融形势和货币政策分析
		黄海洲	从全球流动性看中国宏观经济政策
		卢锋	我国资本回报率变动及其与投资增长关系
		宋国青	人民币升值效果显著
		周其仁	关注医改：医疗服务的资源动员
9	2007 年 4 月 28 日	林毅夫	中国当前经济的主要问题与出路
		施建淮	中国资本账户开放的进展及评论
		卢锋	我国承接国际服务外包政策亟待调整
		黄益平	中国经济的增长潜力
		诸建芳	警惕要素红利的逆转
		宋国青	顺差之谜
10	2007 年 7 月 29 日	林毅夫	内外失衡条件下的政策选择
		卢锋	今年棉花进口增长与滑准税争论
		宋国青	货币过快增长引起通货膨胀
		陈志武	从“钱化”和资本化看流动性问题
		周其仁	小产权，大机会——农村建设用地转让权的制度变迁
11	2007 年 10 月 28 日	易纲	美国次贷危机：起源、传导与启示
		卢锋	粮价走势观察
		肖耿	中国股市的社会与个人风险及回报
		汪同三	中国经济形势分析与预测
		宋国青	居民收入较快增长的含义
		周其仁	农村建设用地的转让
12	2008 年 2 月 24 日	林毅夫	访欧答问三题
		易纲	市场机制调整见效，经济失衡正在收敛
		贾康	中国财税体制、政策与改革
		祝宝良	2008 年经济发展趋势分析
		宋国青	生产弱共振，需求强脱钩
		周其仁	通货膨胀与价格管制
13	2008 年 4 月 27 日	徐滇庆	房价变动趋势
		张曙光	先收租，后交利，收租与减税并行
		卢锋	输入型通胀？
		沈明高	成本正常化：推动通胀还是挤压利润？
		宋国青	内需猛烈增长
14	2008 年 7 月 26 日	许善达	1994 年税制改革的问题和未来的展望
		董保华	中外劳动法的比较与启示
		卢锋	中美经济外部不平衡“镜像关系”
		龚方雄	中国宏观经济运行的不确定性及政策性风险
		宋国青	农产品价格与通货膨胀
		周其仁	中国要争取独善其身
15	2008 年 11 月 1 日	黄海洲	理解全球金融危机
		卢锋	格林斯潘做错了什么？
		陈兴动	国内需求可以支持的中国经济增长是多少？
		宋国青	收入财富大调整
		周其仁	体制政策要靠前

16	2009 年 2 月 14 日	易纲	零利率和数量宽松货币政策是否有效?
		王庆	2009—2010 年展望: 复苏之路如何走
		卢锋	解读奥巴马新政
		平新乔	关于增值税与营业税及个税起征点的研究
		宋国青	需求快速回升可能性增大
17	2009 年 4 月 25 日	施建淮	现行国际货币体系的问题与改革
		陈平	经济波动、汇率共振和中国对策
		卢锋	追赶—危机—变革 ——国际货币演变历史透视与现实改革
		梁红	全球金融危机下的中国资本市场与宏观经济
		王志浩	2009 年中国经济展望
		宋国青	企业负债率支持信贷高增长
18	2009 年 7 月 25 日	张涛	加大对中小企业支持力度
		王志乐	全球公司——跨国公司发展新趋势
		卢锋	国际大宗商品价格波动——我国开放型经济面临新问题
		汪涛	复苏与调整——中国经济展望
		孙明春	中国经济展望——资产价格通胀的重现
		宋国青	出去投资
19	2009 年 10 月 24 日	陈志武	中国经济转型的挑战
		平新乔	禀赋差异、资产结构与农村金融市场
		周其仁	民营企业很争气
		卢锋	产能过剩治理问题 (1999—2009)
		连平	中国经济有望步入新一轮较快增长
		宋国青	宏观调控下的增长减缓
20	2010 年 2 月 27 日	郭小碚	交通建设与经济增长
		胡大源	气候变化应对与节能减排
		卢锋	复苏不易、景气难再——奥巴马元年美国经济透视
		李迅雷	2010 年中国经济步入“偏热区间”
		宋国青	目前有轻度通胀倾向
		周其仁	向下调整的困难——对 2010 达沃斯论坛的感受
21	2010 年 4 月 25 日	余永定	2010 年中国宏观经济形势
		周其仁	对余永定教授“2010 年中国宏观经济形势”演讲评论
		黄益平	一段历史和一个传说的启示
		彭程	结构失衡与资产泡沫
		卢锋	新时期宏调工具多样化特征
		宋国青	贸易条件与利率汇率
22	2010 年 7 月 24 日	曾湘泉	对当前劳动力市场变化的几点认识和思考
		周天勇	刘易斯拐点来临恐怕要到 2020 年以后
		卢锋	希腊主权债务危机观察
		陈兴动	欧洲大紧缩与中国结构性紧缩
		高善文	转型之痒
		宋国青	短期需求疲软

23	2010 年 10 月 23 日	查道炯	国际能源政治情势与我国的能源路径选择
		张帆	企业对汇率升值的反应
		黄益平	中美汇率之争：根源、发展与应对
		曹远征	宏观调控下的中国经济
		陆挺	四季度经济展望
		宋国青	总需求快速回升
24	2011 年 2 月 26 日	易纲	应对发达国家量化宽松货币政策的最佳选择：扩内需、调结构、减顺差、促平衡
		王小鲁	灰色收入与政府改革
		黄海洲	后危机时代全球政策、机会和资产配置
		宋国青	货币增长有所抑制及货币度量的一些问题
25	2011 年 4 月 23 日	李实	最低工资人群与最低工资政策
		华生	破解中国房地产调控困局
		卢锋	BRICS 合作机制的根源与前景
		魏凤春	嬗变：穿越刚性——中周期复苏的逻辑
		苏畅	高油价给中国经济和投资带来的挑战
		宋国青	贸易条件恶化探讨
26	2011 年 7 月 23 日	贾康	从地方债审计结果应引出的一些基本认识
		詹向阳	辩证看待政府平台融资，稳妥化解地方政府债务风险
		李力行	成都改革的新进展
		周其仁	点评地方债务与土地制度之间关系
		卢锋	宏观过热的福利损失——开放大国经济的“飞起来器”效应
		宋国青	增长的长周期
27	2011 年 10 月 29 日	平新乔	中国保障性住房建设的目标模式探讨
		任兴洲	对保障性住房建设及相关制度与政策问题的认识
		胡晓明	珠三角小企业经营与融资现状调研报告
		彭文生	政策引导通胀回落
		诸建芳	出口负贡献时代来临
		宋国青	通货膨胀：货币决定与国际传导
28	2012 年 2 月 25 日	张长春	基础设施投资规模、结构与效益
		张军	中国的基础设施投资——现状与评价
		汪同三	对当前宏观经济的几点看法
		卢锋	我国就业转型的特征与启示
		宋国青	内生性紧缩可能性不大
29	2012 年 4 月 28 日	张斌	中国的金融市场化改革新浪潮
		黄益平	资本项目开放与对外直接投资
		卢锋	金融改革优先序——人民币可兑换视角探讨
		徐建国	地方债折射财政金融体制落后
		范剑平	当前宏观经济形势和宏观调控政策取向
		宋国青	周期正在消失

2005

CCER / CMRC China Economic Observer

2005 年一季度宏观经济分析

宋国青

2005 年 1 季度货物贸易情况由于两个原因特别引人注目：第一，2004 年 1 季度出现了多年未见的贸易逆差，而 2005 年 1 季度恢复到大额顺差；第二，在出口同比增长率持平的情况下，进口的同比增长率从 2004 年 4 季度的 30.5% 突然降到 2005 年 1 季度的 12.2%。贸易顺差如果按照这个速度接着涨，估计结果是中国工人赚足钱，世界工人都休息。

贸易顺差为何大度增加？一是存货大幅度变化，其中主要是石油和金属材料存货的变化。要么是今年大减库存，要么就是去年大加库存，导致今年一季度石油和金属材料进口相比去年同期大幅减少，贸易顺差大增。二是人民币真实汇率双重下降。按照一般使用的消费者价格指数来度量，人民币对主要贸易伙伴货币的实际汇率自 2004 年 9 月份开始出现了一波猛烈的下降。其实这里发生了两件相对独立的事情，一是美元猛烈下跌，钉住美元的人民币也随之贬值；二是中国通货膨胀率相对于美国下降，相对于美元，人民币实际上也在贬值。自 2003 年 10 月份开始，中国的 CPI 通货膨胀率总的来说高于美国，持续到 2004 年 8 月份。在后来的几个月，随着中国实行宏观调控、控制总需求，中国 CPI 绝对下降。在名义汇率不变的情况下，相对价格的变化直接影响贸易需求，导致内需相对于外需疲软，从而推动了出口。

宏观调控以来，经济没有经历大起大落，就是因为国内需求压下来以后，出口上去了。这说明在比较短的时间内，贸易可能起到平稳总需求的作用。但是，在内需猛烈波动的情况下，靠贸易来平稳总需求必然引起贸易的剧烈波动。对于如中国这样的货物贸易大国来说，贸易的剧烈波动将产生对自己非常不利的贸易价格变化。中国进口的时候商品就涨价，中国出口的时候商品就降价。

—2005 年 4 月 23 日，第 1 次季度报告会

中国经济过热的风险

哈继铭

有人觉得在中国利率根本不起作用，因为企业都是预算软约束。我认为这个观点用在 20 年前可能还是对的，但现在已经不适用了。现在私人经济成分在整个经济成分当中所占的比重越来越大。尽管有些国营企业还是软约束，他们对利润还是很敏感的，即便地方政府对于利润也是敏感的，而利率变化会导致利息支出的变化进而导致利润的变化。对于中国消费者来说，他们面临的预算是最硬的，对于价格非常敏感。所以说涨利率在中国绝对是有用的，不是因为它没用，而是因为它太有用了。只要通过利率将需求方面控制住，房地产需求不那么大，尤其是虚假的需求不那么大，钢铁水泥这些自然而然都会往下来。

中国现在的利率即使用 CPI 来算的话也是负的。中国老百姓的储蓄愿望非常强，在负利率的情况下，他们在选择储蓄工具的时候就非常地谨慎。放在银行里，存款利息是负的，老百姓觉得不合算；在股票很吃香的时候也有人选择将储蓄用于投资股票，但有了股票之后现在吃什么都不香了。现在最能够保值的就是买房子，将来吃得香不香还不知道，至少现在还很好。这里面隐含了很大的风险，这个不是对房地产的真实需求，而是对储蓄的需求被低利率逼成了对房地产的需求，一种扭曲的需求。大家都把那么多鸡蛋放在房地产这个篮子里面。将来房价一旦下跌的话，不光是老百姓，银行业也会受到冲击。

—2005 年 4 月 23 日，第 1 次季度报告会

国际储备分析

李扬

但是，并不是说外汇储备大幅增长没有任何问题。主要问题是什么呢？主要问题有二：一是对货币政策的冲击太大。它通过外汇占款使我们货币供应量大规模增加，而我们现在又缺乏对冲手段；第二，外汇储备的高速增长以及由它引致的很多问题，导致了同世界很多国家，主要是发达市场经济国家的经济摩擦增大；第三，再就是外汇储备的币种风险。除此之外，还有同其他宏观经济政策协调的问题，等等。

根据上述分析，我们认为，发展中国家和转型经济国家外汇储备大规模的增加可能是一个长期现象，只要亚洲地区不建立某种形式的货币联盟，只要全球货币制度不统一，除了美国和欧盟国家之外的其他国家和地区，其中亚洲国家和地区尤甚，就必须持有大量的外汇储备。换言之，要改变目前这样一种状态，根本的解决办法，一是

形成新的国际货币制度，形成新的国际储备资产的产生方式；二是形成亚洲货币区，以与美元和欧元两大货币区相抗。这是我们今后一个相当长时期的任务，鉴于此，我们必须高度重视建立和发展同我们周边国家和地区的经济、文化和政治联系。

—2005年4月23日，第1次季度报告会

2005年下半年宏观经济走势

林毅夫

通货紧缩长期持续下去对经济不利，应当解决，但是也要避免“一放就活，一活就乱”，尤其是不能通过放弃贷款审批应有的审慎原则刺激投资需求的增长。

解决问题的最好办法是启动存量需求。最大的存量需求在农村。限制农村消费的因素主要有两个：一个是收入，一个是基础设施。其中收入是主要原因，但基础设施建设同样重要。我的建议就是，利用通货紧缩时期需求相对于供给不足的状况，解决农村消费不足的结构问题。具体的措施就是推动社会主义新农村的建设运动，即将为了应对通货紧缩而采取的积极财政政策向农村倾斜，多投资一些和生活、商业流通、文化有关的基础设施，改善农村的生活条件。这会带来三方面的好处：第一是启动农村实际上已经有的购买力，消化现在的生产能力；第二是增加农民就业，增加农民收入，形成良性循环；第三是缩小城乡差距。

除了上述措施，从长期来看增加农民收入才能真正的增加农民的消费需求。增加农民收入最重要的问题是要解决劳动力转移的问题。这牵涉到增长模式的转变，还是应该多发展劳动密集型产业。对于劳动密集型产业的限制有市场准入和金融两个方面。现在市场准入的限制少了，但是金融方面的制约还是相当多的，应该多发展能为劳动密集型的中小企业提供融资服务的中小型金融机构尤其是地区性中小型金融机构。

—2005年7月30日，第2次季度报告会

房价的确是一个政治问题

周其仁

今年以来，政府出台了一系列房地产政策，改变了房地产市场的形势。其中突出的一点，是把房价问题提到政治高度来对待。我认为，房价问题确有政治含义。怎样处理有政治含义的经济问题，是转型经济要面对的一个挑战。从历史经验看，尊重经济规律将有助于处理有政治含义的经济问题。要实现平抑房价过快上涨的政策目标，除了审查和管理需求的形成，还特别要注意推进供地机制的改革，发挥房地产及其要素供给方面的竞争机能，减轻供求失衡。……

从体制上看，目前我国只有政府征地然后批租给市场才是唯一合法的途径。这种政府集中供地的模式，除了分配方面的严重问题，最大的缺陷就是不能对市场土地需求的变动做及时灵活的反应。如果是民间私人卖地，地价上涨，各家竞卖，供地数量自动增加，地价就被平抑住了。但是政府集中供地就不一定了，因为政府往往要受许多非经济因素的干扰。就是纯从经济方面打算盘，政府独家垄断供地也能导致供地数量的不足。

我国地方政府之间的竞争，实际上抵消了政府集中供地模式的一部分影响。这应该我国从1998年以来，房价指数通常都低于物价指数的一个基础。去年中央政府为了加强宏观调控，有半年时间在全国范围停止供地。在这种情况下，房价指数迅速超过物价指数，说明供地数量对房地产价格有重要的反向影响。

进一步分析，房地产是非常地方性的市场，由中央政府集中调控，大起大落、此起彼伏的危险性很大。所以当务之急也不是请中央政府指挥全国增加供地来解决问题。重要的是推进供地体制和机制的改革。好在这方面的内容——土地制度的改革特别是农村集体建设用地直接入市的改革——已列入国务院改革的大纲。最近广东省通过地方性法规，从10月1日起率先实行农村集体建设用地直接入市的新体制。这对全国将有重要的影响，也提供了改变我国现行城市化供地机制的契机。

—2005年7月30日，第2次季度报告会

解读“十一五”规划建议

林毅夫

自主创新就我国而言可能主要体现在如下四个方面：一、外国的许多技术适合外国的要素禀赋结构，中国劳动力成本比外国低得多，引进外国技术时，在不牺牲产品质量的前提下，生产流程中许多步骤可能可以用劳动替代资本，这样可以进一步降低成本，这种流程的创新，需要我国的企业自主来完成；二、我国有比较优势，但是，没有比我国发达的国家在此产业有比较优势，这个产业的新产品和新技术的创新只能我国自主来完成。像摩托车，现在中国已经是全世界生产摩托车最多的国家，而且过去生产摩托车的国家都基本上已经退出了，像日本、德国、意大利。在这种情况下，中国的摩托车要创新，当然必须自主研发；三、我国有比较优势，在此产业上我国的企业和发达国家企业的技术差距很小，我国的企业要技术升级时难以从发达国家的企业引进技术，我国的企业也必须进行自主创新。在许多电子产业的终端产品，尤其是那些我国有非常大的国内市场的产品上，我国的企业就处于这个阶段；四、在国防安全上必要，但是又不可能从国外引进的产品和技术。

在前三类的自主创新中，创新的主体是以市场为导向的企业，其研发的技术一般是在企业现有技术基础上的延伸，成功的概率较高，所需的资金投入较少，研发出来的技术、产品较能符合市场的需求，这方面的自主创新的投资效益会较高，只要政府在税收和采购上给以一定的优惠，企业就有可能靠自身的力量在开放竞争的市场上取得成功。

在强调自主创新的重要性时也必须避免一种新的赶超，试图在和我国的产业比较优势距离很远、和我国企业现有的技术差距非常大、研发资金需求巨大的领域，去和资本丰富、风险承担能力强的发达国家的企业直接较量。赶超的行为只有在政府的巨额保护、补贴下才能继续下去，如果要保护的企业太多、范围太广，政府就只能靠扭曲资金、外汇的价格，以行政的手段来配置稀缺的资源才能实现，这样就不可能完善社会主义市场经济体系，经济增长方式的转变就会有困难，科学发展观的目标也难以实现。

—2005年10月29日，第3次季度报告会

通货紧缩阴云散去 汇率调整机会再来

宋国青

不过，通货紧缩阴云能够挥之即去，背后的原因在于企业资本金和利率等等。在这点上，我从未动摇过的看法是，中国根本不存在出现持续时间较长的通货紧缩的无法改变或者很难改变的原因。这个世界上本来就没有这样的原因。日本出现过很长时间的通货紧缩，一个重要原因是见了手术刀就换医生，其实并不需要太大的手术。

治通货膨胀易治通货紧缩难是一个比较次要的理由，目前的最重要理由是给人民币升值做准备。2005 年贸易顺差占 GDP 的比例将接近 6%，按国际收支平衡表的口径将超过 7%，而外汇储备增量占 GDP 的比例将达到 12% 左右。要将这些比例逐个压到零左右，须有内需的大幅度增长。在这样的情况下，培育内需尤其投资需求非常重要。

税收的调整对于刺激消费需求有一定作用，但是相对于需要增加的内需而言远远不够，增加投资是必然的。从这个角度看，比较强的内需尤其投资需求是较大幅度调整汇率的必要准备。在 2002 年底到 2004 年初的两年时间里，调整汇率的机会一直都很好，现在这样的机会再次来临。如果下定决心坚决不调汇率也不通过其他方式抑制外汇储备增量，现在倒是需要考虑控制总需求了。

—2005 年 10 月 29 日，第 3 次季度报告会

增长方式转变与政府行为

平新乔

1994 年财政改革的出发点是控制地方预算膨胀的局面，以缩小地区之间的差别，并逐渐使地方预算外财政转为地方预算内财政。但实际上，除了 1994 年实施新税制当年与 1997 年由于地方预算科目的调整使地方预算外财政规模有所缩小以外，在过去的 10 年内，地方预算外财政规模总的说来是在膨胀的。1994 年当年把国有企业的预算从地方预算拨出来，而使用权还是属于地方政府；1997 年把 12 个基建项目从预算外调整出来，搞一个基金，但控制权还是在地方。1998 年至 2004 年间，预算外财政又恢复到相当于地方预算内财政的 50% 左右。2004 年地方预算内财政收入不到一万亿，但是中央转移支付以后地方预算内的财政支出达到一万六千亿，除此以外，还有八千亿元左右预算外支出是由地方自己解决的。也就是说，地方预算外的财力又达到了预算内规模的一半左右，相当于中央级预算的 1/4 左右。预算外财政规模的扩张在中国有其刚性，数据表明，预算外支出和预算外收入基本上是平衡的，1996 年以后预算外收支的规模有一个下降，以后又上升起来，到 2003 年达到现在的规模。这是总的趋势。

预算外财政对我们国家的地区平等、收入差距有显著影响。预算内财政本来应该是有转移支付功能的，穷的地方多一点，富的地方稍微调剂一点。但是我这一年来的研究发现，地方预算内财政并未具有改善地区间收入差异的功能，而地方预算外财政与非预算资金则显著地扩大了区域间的收入差距。通过反映各省预算外和预算内支出差别的洛仑兹曲线看出：2002年各省预算内财政的差距比1998年略有减小，而预算外支出的差距在扩大。各地之间教育基金、公路基金等各种基金规模的差距比预算外支出的差距还要大。

—2005年10月29日，第3次季度报告会

人民币实际汇率趋势演变（1978—2005）

卢锋

改革开放以来人民币实际汇率演变大势，大体可以在一个包括可贸易品部门劳动生产率、经济体制转型、国际收支结构变动等三方面因素组合构成的观察系统中加以认识和讨论。我国可贸易品劳动生产率变动是解释人民币实际汇率以往走势的一个基本解释变量，也是认识目前人民币实际汇率目前状态和未来走势的基本解释变量。上世纪80年代前后在我国贸易体制、联系双重汇率、出口补贴等相关领域展开的艰难改革，最终成功地通过实际汇率贬值而逐步消化了旧体制累积的人民币汇率高估压力，从体制转型角度体现人民币实际汇率演变进程的中国特色。

人民币实际汇率升值趋势形成和走强，是改革开放以来我国经济发展所派生的客观要求，也是今后经济持续成长并实现远景发展目标的前提条件。如果说实际汇率升值是与经济增长基本面因素相联系的趋势，从体制和政策配套性角度看，则有必要建立一个具有弹性的市场化汇率体制，来认可和支持这一客观要求。反过来看，假如长期维持固定汇率制不让名义汇率变动，同时采用强势宏观调控措施阻止一般物价相对上升，则实体经济成长可能会因为实际汇率升值要求不能得到体制和政策面响应而受到负面影响。从这一视角观察，今年7月21日汇改新政是“中国经济成长进入实际汇率升值新时期”的一个标志。

—2005年10月29日，第3次季度报告会

2006

CCER / CMRC China Economic Observer

当前世界经济的失衡和对策

易纲

最后我再讲几个不平衡。我已经多次讲过“不可能三角形”。Y 代表货币政策独立，M 代表资本管制，X 代表着汇率稳定。我跟汤弦做了一个坐标系，相应的有一个定理，这个定理就是 $X+Y+M=2$ ，即这三件事当中只能做两件事。克鲁格曼已经提出这个定理，我和汤弦把这个定理一般化。原来只是在角点上有这个定理，我们的理论是在任何一个点上都有 $X+Y+M=2$ 这个定理。

现在看如何运用“不可能三角形”来分析中国的情况。货币政策独立性方面，中国确实受到很大的挑战，因为要对冲外汇占款，但是总体上来说中国还是有货币政策独立性的。比如说利率，中国的利率和美元利率就是不一样。中国的货币政策独立性即便不是 1 也是很接近于 1 的一个数。汇率方面，汇率完全浮动时 X 等于 0，汇率固定时 X 等于 1。中国过去汇率稳定在 8.28，从而 $X=1$ 。现在汇率有一点浮动，但还是相当稳定，所以 X 也是一个比较大的数字。既然这两个加起来这么大，那么资本自由流动程度应该很小，但是实际上大家从经验感到中国的资本流动也有相当大的自由。那么这和不可能定理有点不符合， $X+Y+M$ 可能大于 2。

根据丁伯根原则，为达到一个经济目标，政府至少要运用一种有效的政策工具；为达到 N 个经济目标，政府至少要运用 N 个独立、有效的经济政策工具。这跟上面的三角形有一点联系。为什么看起来在中国三者之和要大于 2？这是因为中国央行和国外货币当局比起来，还多了半个独立的货币政策工具，也就是中国的利率还没有完全市场化，现在货币当局还可以控制贷款利率的下限和存款利率的上限。

—2006 年 2 月 11 日，第 4 次季度报告会

关于经济普查年度 GDP 核算的变化

许宪春

为避免经济普查之后 GDP 数据大起大落，要改革和完善非经济普查年度的统计调查制度。例如建立部分服务业企业和个体经营户的抽样调查制度，建立、健全有关管理部门的服务业常规性统计调查制度，建立资质等级以下建筑业企业和个体经营户的抽样调查制度，建立规模以下固定资产投资和计算机软件支出抽样调查制度，建立健全价格指数统计制度。

GDP 历史数据的修订是为了保证以往年度的 GDP 数据和经济普查年度的 GDP 数据之间的可比性。而要保证以后年度的 GDP 数据和经济普查年度的 GDP 数据之间的可比性，就要制定非经济普查年度的 GDP 核算方案，规范它的核算范围、基本分类、资料来源和计算方法等等，从而也保证地区数据和国家数据之间、地区数据与地区数据之间的可比性，并提高非经济普查年度 GDP 核算的透明度，便于用户正确理解和使用 GDP 数据。

此外，对于统计指标的涵义也需要更加明确的表述。例如中国官方统计中的投资包括专业统计中的固定资产投资额和 GDP 核算中的固定资本形成额两个不同的指标。专业统计中的固定资产投资额包括土地投资额，而土地并不是当期生产的，所以不包含在 GDP 核算的固定资本形成额里。专业统计中的固定资产投资额与国际标准中的固定资本形成额指标是不可比的，而 GDP 核算中的固定资本形成额与国际标准中的固定资本形成额指标是可比的。此外，房地产开发商建房的销售收入和投资成本之间有一个差额，专业统计中的固定资产投资是不包括这个差额的，而 GDP 核算中的固定资本形成额中包括这个差额。很多人对此不是很了解，因此需要在制定方案时把这些问题明确写出来，避免统计数据的误读。

—2006 年 2 月 11 日，第 4 次季度报告会

关于社会主义新农村建设的几点思考

林毅夫

要增加农民收入，最关键的是要把农民从第一产业转移到城市的第二、三产业。那么为什么还要在农村里面投入那么多钱去改善跟生活有关的基础设施？原因是即使农民能够不断的转移出来，留在农村的人还是会很多。比如，现在农村居民占总人口的 58%，到 2020 年实现全面建设小康社会的目标，农村人口降低到 60%，那时，农村还会有将近六亿人。如果那时农村还是像非洲，我国就不会有全面小康社会的建设。即使到 2050 年我国达到中等发达国家的收入水平，像现在的韩国那样人均收入达到 14000 美元左右，那时仍然会有相当数量的人居住在农村。原因之一是我国人口的密

度很高，城和乡的距离相对近；原因之二是，那时的道路交通条件好，绝大多数家庭有小汽车，即使在城里工作，也有不少人宁愿居住在农村。所以，即使到 2050 年我国的农业人口降低到 15%，住在农村的人口可能还有 30%，达四亿人以上，这些人同样必须有现代化的基础设施。因此建设社会主义新农村跟城市化应该是并行的。

—2006 年 4 月 30 日，第 5 次季度报告会

新农村建设新在哪里？——发展阶段变化与城乡关系调整

蔡昉

工资上涨和劳资关系（以及政府立场）向有利于劳动方的变化也表明劳动力市场的阶段性转折。以前我们都在呼吁给农民工涨工资，但是没有用。政府不能给农民工涨工资，企业家不听我们的。但是现在我们确实看到了农民工工资的上涨。珠江三角洲地区农民工的工资在过去十年只涨了 60 块钱，但是在去年一年就涨了 100 块钱，比过去十年涨得还要多。企业家真的雇不到人了，只好涨工资，不是因为学者的呼吁。从国际比较来看，中国现在制造业的工资水平在国际上是非常低的，但是和发达国家、转轨国家、其它发展中国家相比，中国是全世界制造业工资上涨速度最快的国家，而且快出很多。我预计在今后几年里，这个速度还会加快。

这一转折出现的原因是，我国的人口结构已经发生了显著变化。计划生育政策使得中国较早地迎来劳动年龄人口不断上升、占总人口比例越来越大的黄金时期，这正是中国改革开放二十几年经济发展最快的时期。劳动年龄人口比例不断上升对经济增长的贡献大概占 1/4 以上。同样，这个额外的经济源泉来得早去得也早，现在已经开始式微了。我国劳动年龄人口的增长率连续多年在下降，只需要六到七年时间增长率就会下降到零。同时，劳动人口的年龄也变得越来越大，不像早期以年轻人为主。

……即使按照最悲观的劳动力需求假设，到 2009 年也要出现劳动力短缺的现象。宽泛一点说，在 2004—2009 期间，劳动力的总供给和总需求已经开始平衡了。这并不意味着中国从此就没有就业问题了，毕竟自然失业即摩擦性失业、结构性失业还是会一直存在的，而是说剩余劳动力就要淘干了。

—2006 年 4 月 30 日，第 5 次季度报告会

中国宏观经济形势

余永定

宏观经济政策的组合问题：现在应该考虑中国宏观经济政策的组合问题。我主张货币政策要从紧，与此同时，财政要做好准备，一旦需要就可以实行扩张性的财政政策。经济增长不能主要用货币政策来推动，而要主要用财政政策来推动。不过，尽管目前政府财力还比较宽裕，但无论是银行注资还是新农村建设，每走出去一步都要非常谨慎，否则又会浪费很多金钱。如果财政都用光了，中国就没有办法了。从这个意义上来说，中央采取了对财政政策非常谨慎的态度是非常对的。另一方面，中国的货币政策目标太多，包括经济增长速度、通货膨胀、汇率稳定等。让中央银行同时负责很多相互矛盾的目标，货币政策就会失去有效性。此外，中央银行的独立性还有待加强，否则难免造成一些信号上的混乱。比如升息或升值需要国务院的批准。在国务院批准之前，中央银行可能会说不会升息或升值，甚至解释为什么不应该升息或升值；在国务院批准之后，中央银行立即实施升息或升值。公众可能会感到十分突然。中央银行应该给企业、给民众一个非常稳定的预期。虽然需要由国务院协调各种各样的利益关系，但是中央银行的独立性应该得到加强。

2006年中国经济前景将会很好，我对中国经济的发展前景是非常乐观的。这是个学习的结果。在1980年代我总是预言中国经济会出问题，但中国经济却一直在不断发展。所以我学会了乐观，也希望大家对中国经济前景比较乐观。

—2006年4月30日，第5次季度报告会

争议四起的经济原因

周其仁

能不能减少一点无谓的争议呢？我以为难。在权利主体不清楚的限制条件下，一项选择的收益成本难以清楚衡量，经济问题非转化为公共政治问题。比如上文讲到国资转让有代价，不转让也有代价，原则上可能对，但是孰轻孰重，大家的看法又不可能一样，又要吵，还是免谈为上。

不过要是勉为其难，在思路中寻找减少争议之道，我还是可以列出以下三个方向来供读者参考。第一是治本之策，讲过了，就是干脆停止国资转让。事实上，只要转让的代价过大，特别是形成政治和社会的压力，国资转让势必减缓速度、缩小范围。这在局部上，已经是经验的事实。在这种情况下，就要考虑上文提到的“不转让代价”，并据此判断国资转让政策的趋势变化。在学理上，也要考虑废止转让权的国资怎样

运营？一个可能的模式是“免费开放的高速公路”，就是国资不作为经营型资产，甚至不收费，对所有国民开放。另一个稍加变通的模式是不要求国资增值，但可以收取一个营运成本保持资产得到良好管理并为国民提供公共服务，类似一个国家公园，对大众开放，好好管理，但不许盈利。这些问题看来要讨论起来，不过很明显，目前仍然庞大的国资不可能全部进入上述模式。

第二个方向是规范国资的转让权。这里也有几个层面，一是行政性规范，就是由政府主管部门即国资委主导，以行政规章的形式对国资转让进行规范。二是把国资转让提交到人大层面，由人大立法并监督行政机构。三是公民行使国资主人权利的制度安排。这个方向也不可能直接解决国资转让的定价问题，但可以为国资的转让定价提供“程序合法性”。这个方向也要求争议各方提供建设性意见，因为无论哪一种规范都需要吸收大量信息。

第三个方向是近年我自己在调查观察中看到的，就是从国资的实际产权状况出发的改革探索。这里包含几个要点。首先，中国那样大，国资那样多，不能全部到国家一级来解决问题。十六大文件讲的“产权分级”是一个基础。就是说，最大量的国资由地方一级管理和决策，比如海尔的事情由青岛去讨论，相关各方接受就可以；联想的事情由科学院相关各方决定，不能因名责实，全部由全国人民来讨论。其次，国家一级的中央国有资产，国资委管理，但也要一定可行的程序去决策。

总之，围绕国资转让和定价的争议四起，是进入转型的国资派生出来的一种经济现象，根源在于国企业资的经济性质。“争议四起”本身已构成国资转让的一项制度成本。在经历了地方国企大规模改制、中央国企成批海外上市之后，国资转让的步伐在客观上可能减缓，并需要一个时间来准备进一步完善规范国资转让和定价制度。从长期看，实践不会终止，探索还将继续。

—2006年4月30日，第5次季度报告会

紧缩货币势在必行

宋国青

贷款高速增长的基本原因是利率太低。目前，中国的真实利率远低于其他主要国家。虽然当前的消费价格通货膨胀率比较低，但这是不合意的，社会预期的通货膨胀率也是比较高的。从预期通货膨胀率的角度看，利率显著偏低。……

在这样的情况下，如果基本不动存款利率，就只能靠其他方式来平衡。第一类方式是行政调控包括央行的窗口指导，第二类方式是提高存款准备金率或者类似手段，第三类是单边提高贷款利率即继续扩大存贷款利差。这里没有提增发央行票据，是因为，如果只是将央票发行给商业银行，在导致商业银行存贷款比例上升方面，其效果

等于提高存款准备金率；如果将央票发行到商业银行以外的机构甚至个人，其效果是很值得怀疑的。对这些机构和个人来说，央票和债券以及银行存款等是可以替代的，只要改一下 M2 的定义或者另外定义一个包括央票的 M3，什么事情都没有。其他的办法如大幅度提高超额准备金的利率，央行不愿意采取，这里用不着考虑。

认为存款准备金率变动是猛药的看法肯定是有问题的。因为准备金率是个连续变量，在准备金率变化的效果小到微不足道与大到非常猛烈之间，总有一个既不太小也不太大的幅度。提高存款准备金率的问题不在这里而在于人为增大了存贷款利差。提高准备金率有效的前提是超额储备的利率比较低。在这样的情况下，商业银行要通过提高贷款的利率来补超额储备的损失。

人为增大存贷款利差就是增加交易成本。很多抑制总需求办法的一个重要结果是人为增大交易成本，如同通过在公路上挖坑的办法来减慢车辆行驶速度一样。与其这样做，还不如直接征收贷款税或者存款税，而相比更好的办法是征收投资税，尽管增加投资税本身是一个很糟的办法。

—2006 年 4 月 30 日，第 5 次季度报告会

入世五年看农业

卢锋

推动我国未来食物需求增长因素主要来自人口和收入增长。人口增长贡献不到一个百分点，假定人均收入增长率在较长时期达到 6—7%，由此导致的食物需求增长率大约是 3.5—4%。因而实物需求年增长率应在 4.5—5% 以内，并且会呈现长期逐步下降趋势。如果农产品劳动生产率的增长速度维持在过去 20 多年平均水平（6—7%），再扣除一个百分点劳动力转移因素，差不多和食物需求增长速度保持平衡。由此可见，即便不考虑食物净进口，我国农业系统总体供给能力增长大体应能满足相当于过去 20 多年我国膳食结构快速改进的需求增长。进一步考虑我们处于经济全球化环境中，通过国际贸易利用外部资源，有可能在更有效率前提下满足我国国民在经济起飞时代对农产品的增长需求。

依据上述观察，可以提出一个供讨论的看法：随着改革开放体制转型，依托当代农业科技进步提供的全部可能性，传统农业社会时期和计划经济时期以食物供给绝对量不足和阶段性匮乏饥荒为特征的所谓“农业问题”，其实早已通过制度和技术约束条件改变以及几亿农民实践得到基本解决。从经济史角度观察，我国第一次彻底摆脱马尔萨斯陷阱约束，在实现食物安全目标上独立于外在性和宿命性的规律作用，是过去 20 多年制度变革和经济发展的最重要成就之一，也是人类改善自身福利状态的历史性成就之一。农业作为一个产业部门永远会有新问题，然而现实问题的真实内涵和

应对措施，与历史时期相比已经发生了本质变动。观察理解上述基本约束条件变动，对我国新时期土地制度和政策调整，对我国在国际农产品贸易自由化谈判中立场设计选择等其它问题，也都有重要引申含义。

—2006年7月29日，第6次季度报告会

汇率、贸易顺差和宏观调控

梁红

汇率到底是低估还是高估？这个问题可以换个角度考虑：如果所有央行、外管局的官员都表示不想再增加外汇储备了，那么汇率会达到什么水平？将中国和日本外汇储备占GDP比值进行对比，一般认为，日本当年外汇储备很多，汇率低估很多。可以看到，中国外汇储备占GDP的比值直线上升，连一点走平的趋势都没有。没有一个大国有过这样的现象，只有新加坡等小国拥有过占GDP百分之几百的外汇储备。造成这种现象的原因很简单，就是外汇储备的增速远远高于名义GDP的增速。反观日本，日本当时外汇储备的增速也很快，达到20—30%，但名义GDP增速约为30%（GDP实际增速平均是10%左右，而受石油危机影响，GDP平减指数是20%），外汇储备占名义GDP的比值还是很稳定的。

不管有多少经济学家不同意，我认为汇率低估是比较客观的说法，而且不是简单的低估，是很大幅度的低估。现在的问题是怎么让这条线变得平缓。正如我刚才所讲，只靠减少出口退税根本解决不了问题，因为它不能增加进口。2004年大家认为内需过热、投资过热的时候，上半年都是贸易逆差，而且贸易逆差的数额还相当的大。为什么这次经济这么热，顺差还越来越大？我认为有两个原因：第一，汇率低估的程度比想象的要大；第二，过去两三年汇率没有调整，新增的产能有很多进入到进口替代部门。大家都在讨论产能过剩，我不太接受这个看法，但如果在结构上真的存在产能过剩，那么产能过剩的那部分一定是在按照8:1这个汇率算还能赢利的进口替代部门，而用于中国老百姓自己的产能投资多不到哪里去。如果汇率信号是错的，新增产能、新的产业结构会越来越糟。在下次真的想通过汇率调整来解决问题的时候，面临的问题会更大。

—2006年7月29日，第6次季度报告会

中国投资率太低

宋国青

居民消费倾向一直在下降，最近几年的下降速度或许有所减缓，居民消费占 GDP 比例下降更快的原因在于可支配收入份额的变化。……财政收入份额的变化导致了居民可支配收入份额的相反变化，后者引起了居民消费份额的变化。这是一个很简化因而不准确的说法，实际情况要更复杂一些。

增大居民消费份额的唯一办法是减税。考虑这个问题，应当将国家财政的盈亏和国有企业尤其大型国有企业的未分配利润放在一起看。即使在保持财政收支状况不变的情况下，减税也有很大余地，比如将资源性国有企业利润的一部分收缴财政用于减税。其实做不做这个转化并不重要，只要国有企业的利润放在帐上，财政帐上出现赤字并没有什么问题，整体上仍然是平衡的。

给定目前的收入分配结构，包括财政收入和国有企业利润份额继续上升的趋势，扩大居民消费的想法看来只是一相情愿。消费想扩大而不能扩大，投资能扩大而不想扩大，剩下的就只有净出口了。这样说来，给定收入分配结构，扩大内需几乎等价于提高投资率；反过来说就是，压低投资率几乎等价于压内需。现在的宏观经济政策是朝着后一个方向走。由此来看，“投资率过高”是目前政策的最重要的假定。对于认为中国应当抑制贸易顺差的说法来说，必须明确回答投资率是高是低的问题。我在过去几年就汇率和贸易顺差问题谈过一些看法，有时候也使用扩大内需的说法，指的就是扩大投资。其中的假定就是投资率不高甚至太低。

—2006 年 7 月 29 日，第 6 次季度报告会

当前宏观经济形势

樊纲

众所周知，中国现在面临一个新的大问题，即外部不平衡问题。中国的外部不平衡问题和其它发展中国家不一样。其它发展中国家的外部不平衡问题是外汇储备太少，而中国现在是外汇储备太多。也许此时此刻，外汇储备正在突破一万亿美元的大关。经常项目顺差的总额并不重要，重要的是它和 GDP 的比例关系。今年年底很有可能出现的情况是，美国的经常项目逆差达到 GDP 的 7%，我国的经常项目顺差达到 GDP 的 7%。而且这种趋势还没有逆转的迹象。明年出口可能会继续强劲，进口仍然较低，仍有可能像今年一样增加两、三千亿美元的外汇储备，后年也许还会继续。外汇储备增长何时结束是值得研究的大问题。钱多了不一定是好事。经济学原理告诉我们，不均衡总是不好的，不管是短缺还是过剩。所以我们要仔细研究顺差过大可能带来的风险。

—2006 年 10 月 29 日，第 7 次季度报告会

如何看待和运用外汇储备

夏斌

超适度的外汇储备能不能用？个人认为可以用。首先是要区分超适度外汇储备和适度的外汇储备。根据中国的对外负债、进出口规模的现状、投资回报利润以及统计项目的遗漏，个人认为当今中国 7000 亿外汇储备就足够了。当然，这是一个动态的概念，可以适当的调整和变动。7000 亿之外的就应该积极地去用，不用就是国民福利的损失，不用就是国家战略利益的损失，不用就会面临美元贬值的风险。而且这里说的“用”，是在海外使用，并不会影响国内经济稳定和物价稳定，这对中国有什么不好？

那么，怎么用？国际上没有统一的标准。个人认为，超适度的外汇储备可以用于解决历史问题，比如注资国有商业银行；也可以用于解决国民经济短期运行问题；同样，更可以用于国家的经济战略利益。因此，使用的方向是全面的。现在形成共识的用途包括：购买石油和其他稀缺资源，参股收购国外重要的企业，购买有利于中国自主创新的各种技术、人才。购买黄金也是一个方向，目前国家黄金储备的比例太低太低。但这不是说现在就大量买进黄金，现在的金价不一定合适。鼓励企业走出去、鼓励居民对外投资理财，藏汇于民这些也都是有效的途径。根据麦金农的统计，中国民间持有的对外资产占中国整个对外资产的 24% 左右，而日本该比例是 55% 左右。表面上看中国的外汇储备超过日本，但是老百姓持有的外汇并不多，因此藏汇于民的工作还可以做。此外，在合同允许的情况下，有些机构与企业欠外债的可尽快还外债；还可以鼓励海外企业在中国上市或者发行美元债券。

这些措施还不够。我认为可以对当前的外汇储备管理体制进行适度的改革。长期以来，国家比较穷，外汇储备比较少，由人民银行一家来管理是可以的。但最近有不同的意见，财政部也想管理外汇储备。外汇储备的功能，一个是防范国家金融风险、满足外汇流动性需要，另一个是获得投资收益。外汇储备现在主要用于流动性需要、防范金融风险，用于投资的还很少。随着外汇储备的增长，可以考虑将超适度的外汇储备不仅用于一般的投资收益，而且有条件去用于国家经济战略。我认为大的体制不要变，主要的外汇储备还由人民银行来管，但可以拿出一小部分外汇储备，由财政部或者成立专门机构来管理，重点放在投资收益和国家经济战略利益方面。这个由央行一家来做有难度，因为其本身宏观调控的责任也很重大，人员也有限，而且有些投资又不仅仅局限于金融投资。

—2006 年 10 月 29 日，第 7 次季度报告会

外汇储备过万亿美元的深层根源和认识启示

卢锋

把人民币汇率争论拉回到经济分析基本常识层面求解，需要在分析思路上做两点调整。一是要建立实际汇率概念，把名义汇率作为实际汇率一个能动调节因素来理解；二是要从经济追赶长程背景着眼，抓住本币实际汇率与经济成长动态关系这一认识关键。实际汇率定义为经过名义汇率调整的国内外相对价格，是调节开放型经济长期对外关系的基本价格变量。一个经济实体基本竞争力很弱时，本币实际汇率需要定在较弱水平，才能在国际竞争中发挥资源比较优势并支持开放发展战略。如果经济竞争力持续增强，则需要实际汇率升值以协调内外部经济关系。实际汇率短期波动受复杂因素影响，然而依据国际经济学巴拉萨－萨缪尔森效应理论假说，本币实际汇率长期走势由可贸易部门相对劳动生产率决定，名义汇率由可贸易部门相对单位劳动成本决定。如果一国经济追赶伴随可贸易部门劳动生产率相对增长，本币实际汇率内生出通过一般物价相对上涨和（或）名义汇率走强而展开实现的长期升值趋势。

近年关于人民币汇率政策表达的意见分歧，显示中国经济开放成长与本币实际汇率关系这一现实问题对经济学现有知识提出挑战，需要结合中国经济发展实际经验加以分析考察。外汇储备过万亿美元这一几年前可能还难以想象的变化，应当是提示人民币汇率低估的最新经验证据。对我国经济强劲追赶背景下固定汇率制的不可持续性，还可以通过对近年我国外汇储备增长轨迹做简单外推加以讨论。2002年以来我国外汇储备增长大体采取指数轨迹增长。如果坚持汇率不变立场并且外汇储备继续2002年以来指数增长轨迹，简单模拟五年后会达到近五万亿美元，也许可以作为坚守固定汇率政策假设下外汇储备增长的理论极限值。这一简单外推结果成为现实的可能性不大，然而它间接显示近年外汇储备激增不可持续性，提示近年人民币实际汇率确实具有低估失衡性，也说明2005年七月政府放弃盯住汇率制改革是必要的。

—2006年10月29日，第7次季度报告会

国民收入分配偏斜导致消费率下降

宋国青

国民收入分配比例的变化是很大的事情。居民可支配收入占GDP比例的变化，从1978年到现在是一个大的倒U型，1994年以前快速上升，1998年以来下降，最近几年快速下降。这种状况持续下去会有很大的问题。且不说居民消费倾向能不能改变，就算可以发生一些变化，也赶不上收入比例下降的影响。所以，在国民收入分配格局的趋势没有非常大的变化的情况下，居民消费占GDP的比例只能下降，也就是投资加上贸易顺差占GDP的比例只能上升。

从现在的情况看，国民收入分配格局的调整有非常大的空间。个人储蓄是为退休

后养老做准备，但国家储蓄很多就没有必要了，特别是没有必要让国有部门储蓄占国民收入的比例在已经比较高的水平上持续大幅度上升。这个问题可以说是“藏富于民”还是“藏富于国”的问题。一个有关的理论是李嘉图等价，其意思是，“国”本来就是“民”的，财富放在“国”的口袋与放在“民”的口袋是一样的。但事实上差别很大，“民”并不认为“国”口袋里的财富是自己的或者不知道国家口袋里有多少，其中又有多少最后与自己有关。具体到消费上面，居民消费还是与居民财富而不是国民财富关系更大。

—2006年10月29日，第7次季度报告会

收入分配的一个倾向和另一个倾向

周其仁

当人们觉得收入分配出现很大问题，需要调整和干预时，有两个选择。如果把收入差距问题放到第一位，或者仅仅着眼合法的货币收入差异，那就会围绕这个目标采用一系列手段，也会由此产生一系列的结果。但是也有另外一个目标，就是集中解决分配不公的问题。这是另外一个概念，不同于收入差距，但很容易混到一起。

分配不公是收入差距大的一个成因，但是收入差距大还可能还有其他原因，比如说姚明和农民工的收入差别很大，但至少我不认为这个差距里面有多大的分配不公。市场供求使某一些职位的收入非常高，只要其他社会成员有权对此作出反应，就没有必要大动干戈加以干预——非要干预也可以，只不过会带来其他副产品就是了。比如中国的制造业，正在成本变化的条件下升级，对具有创新意识和能力的企业家以及各种各样的专业才能产生了新的市场需求，也导致相对市场价格的变化，这时如果人为地抑制，创新和升级的动力就减弱了。

所以我认为要把分配不公的问题和收入差距过大的问题分开，如果纠缠在一起，还有一个派生的后果，就是动员大家把很多货币收入作非货币化的处理。比如，今年中纪委和国家监察部专门发文，禁止党政机关集资盖房。什么叫集资盖房？原来的改革已经把福利分房停掉了，实际上现在不少地方已经死灰复燃，因为一些部门有超大的权力，可以动用权力，用低价的地和建筑材料盖房，然后便宜地分给干部，通过集资盖房大幅度地转移了收入。所以仅仅对货币收入的差距采取措施，可能派生其他问题。

总之，我们要看到收入分配方面的一个倾向，就是不同社会成员之间的当期货币收入差距很大，这是市场化经济改革、货币化进程、以及行政和政治体制改革滞后的一个共同结果。同时我们还要注意收入分配问题的另一个倾向，那就是把“降低当期（合法）货币收入差距”作为看问题的着眼点和落脚点，由此忽略了“分配不公”这一严重问题，并可能带出一些政策副产品，对持续的经济增长和社会发展造成不良影响。

—2006年10月29日，第7次季度报告会

中国地方财政支出规模的膨胀趋势与公共管理成本

平新乔

总起来看，中国地方政府在目前中国财政资源格局中并不处于“弱势”。如果我们将 2004 年地方政府手中的预算外收入 4323 亿元（地方占当年预算外收入的 92.5%）与上述地方政府留用 6151 亿元土地出让收入两者相加，其和为 10474 亿元。这已经接近于 2004 年地方预算内收入 11893 亿元的水平，相当于地方预算内财政收入的 88%。再加上中央政府转移给地方政府的财政收入，2004 年中国地方政府的实际可支配财力为 30367 亿元。这个数字，是当年中国中央政府财政支出 7894 亿元的 3.85 倍，是 2004 年中国 GDP 总额 159878 亿元（普查后数字）的 19%。我们并不否认不少地区尤其是一些农业产区的县、乡政府财政状态窘迫的事实，但从以上计算的结果看，中国地方政府总体说来没有“哭穷”的理由。

—2006 年 10 月 29 日，第 7 次季度报告会

2007

CCER / CMRC China Economic Observer

当前宏观经济金融形势和货币政策分析

易纲

据美国学者计算，由于中国向美国出口物美价廉的商品，中国每年补贴每个美国家庭500美元，每年补贴美国约400亿美元。也就是说，如果美国不从中国进口而从第二便宜的进口国进口，要多花400亿美元。中国购买美国国债等资产使美国长期利率降低了20-25个基点，降低了美国住房抵押贷款利率的水平。粗略估算，利率的下降使美国家庭总共少付200-400亿美元的利息。两项加总，2005中国每年对美国补贴约为600-800亿美元。但是美欧日对中国的压力越来越大，我们这种策略不但没有得到好报，反而受到了越来越多、越来越激烈的批评。

下面我们看看其他国家面临和我们相似压力时情况如何。首先看日本。在1985年9月15日广场协议时，230日元兑一美元；到了1987年2月22日卢浮宫会议时，140日元兑一美元。日本用了两年多时间完成了汇率的大幅升值。有人说，日本在这过程中犯了很多错误。我认为，尽管日本的货币政策在一些小地方有失误，但总体来说还是使日本国民的福利最大化了。“广场协议”和“卢浮宫协议”之间也是德国马克大幅升值的时期。有人说处理升值问题最好的就是德国，德国没有发生大面积的资产泡沫。我们可以从德国的经验中学到很多东西。新台币也是用了大约两年多的时间从大约40新台币/美元升值到26新台币/美元。台湾有许多做法我们也需要认真研究。

总之，看待人民币汇率问题还是应采用更全面视角。很多事实际上是和货币升值等价的，比如保护环境、提高劳动标准、加大社保力度、严格执法。这些都意味着提高成本、降低竞争力、减少利润，使得经济向均衡位置靠拢。但是这些都是慢变量，不是一朝一夕就能做好的事，而通常认为汇率是个快变量。所以在经济分析中我们要把价格变量和其他实质变量、快变量和慢变量这些工具的组合运用好。中国是幸运的，有很多历史经验可以借鉴，比如日本、德国、台湾省的经验。我相信通过不断的研究，我们对这些问题的认识会更加深刻，使中国未来在宏观经济政策和其他经济政策上犯错误的概率上进一步降低，使中国的经济有一个光明的前景。

—2007年2月4日，第8次季度报告会

关注医改：医疗服务的资源动员

周其仁

以上情况表明我国医疗卫生资源的动员，严重跟不上社会对卫生医疗服务需要。医卫领域尚保留鲜明的短缺特征。医疗资源为什么没有好好动员起来满足医疗需求？这里不谈没钱看病或被抑制的医疗需求。现在是政府和个人的钱花出去了，要有医院和医生提供医疗服务。不管什么理论，都要回到这个最基本的问题。为什么不能增加很多医院？为什么不能增加很多诊所？为什么不能增加很多医生？医院和医生数量变化不大，而医疗费用猛增，当然会导致看病贵。

为了回答上述问题，先看一下体制特征。从1997开始民营资本在法律上被允许进入医院，但面临两个选择：盈利机构和非盈利机构。非盈利机构不用缴税，而盈利机构要象工商企业一样缴税，包括增值税和公司所得税。如果民营资本选择盈利机构模式，就会面临高额的税收；如果选择非盈利机构模式，就有投资回报问题，纯粹出于慈善目的资金投入是非常少的。有些地方采取捆绑模式，把非盈利医院和高盈利土地捆绑在一起，但是费用很高，适用面窄。这样就不能普遍动员很多社会资源进入卫生医疗领域，结果非盈利机构的比重非常高。目前96%的床位按非营利机构注册；82.8%的医院、95.1%的床位、90.4%的卫生人员、88%的执业医师属于国有和集体机构；52.8%的医院、80.7%的床位、77%的卫生人员、74.2%的执业医师属于政府办医疗机构。

很多研究人员包括世界银行和世界卫生组织将医疗问题归结为过度市场化。医疗算是哪门子的市场化？怎么概括医疗领域并不重要，问题在于组织特征是和资源动员有关系的，非盈利规定使很多资源进入不到医疗领域。

要想根本解决看病难、看病贵，就要动员资源、增加服务。动员资源离不开一套体制，叫什么名称没有关系，但要看到供求之间的巨大缺口。现在卫生部的医改方案是让政府为看不起病的人埋单。这个思路是好的。政府想为低收入者花钱，我怎么会反对？我要问的是，能不能动员资源来参加服务？如果不考虑资源动员的问题，政府埋单后会导致需求更大。在现在体制下，我不相信官员会把办公室缩小、把车卖掉来省钱为老百姓看病，这种可能性几乎等于零。从长期来看，政府埋单还是会导致税负增加，会对就业机会产生影响。天下没有免费的午餐。

—2007年2月4日，第8次季度报告会

农村建设用地的转让

周其仁

我国改革的历史经验说，行政配置资源转向市场机制，是可以从清楚界定的“指标交易”入手的。比如中国的市场化改革过程中出现过外汇指标交易，就是一个可以参照的例子。过去，我国外贸是国家垄断的，妨碍企业出口创汇的积极性。1980年，国家为了激励企业从事出口业务，规定外汇可以留成。问题是有外汇留成指标的企业未必需要用汇，需要进口设备的企业可能手中没有外汇，于是，供求之间就开始买卖留成的外汇指标。当时还不敢称为“买卖”，只能叫“调剂”。中国银行在上海、北京等12个地方建立了外汇调剂中心。1985年之前调剂价还有价格管制：管理部门制定了比官方汇率略高的内部结汇价，在外汇调剂中心以不得高于内部结汇价10%的价格进行外汇指标的买卖。1985年，深圳做出了一个重要举措，即取消了价格管制，让出价高者得。后来，外汇调剂中心由12家发展到了120家。这其实就是外汇公开市场。1993年，进行外汇制度改革、实行汇率并轨的时候，实际上就是参照外汇公开市场确定并轨后的汇率水平的。

这段经历对我们现在解决土地问题还是很有启发意义的。我们目前对土地进行管制，管制必然导致额度问题。国家的土地额度按照行政区划分配，但是行政区划与城市化并不一致，出现不同地区对土地的需求供给不一致的情况，这是不是也可以通过一个土地指标交易的市场来解决？国家现在批了重庆和成都做全国城乡综合改革试验区，不过试验内容还有待确定。重庆很重视这个试验区资格，重庆市委书记和市长在网上向全球征求试验建议。我就把我的建议寄给了他们。我建议他们搞土地交易所，买卖土地指标。重庆很感兴趣，于是我又把浙江的做法、成都的做法拿去和他们讨论。

自然，将这个建议付诸实施还是有很大难度。土地和外汇指标交易不同。外汇是标准化的商品，在质量上不会有问题。但是土地的情况就复杂得多，比如土地指标对应的土地在哪里、原来是不是建设用地、是否确实变成农业用地了等问题都需要考虑。这是对我们现行的政治体制、行政体制和考核体制的一大考验。将来的价格走势则是另一个挑战性的问题。初始阶段，市场不愿意往农村投资，农村的土地指标供给很少，指标价格就会很贵；等到指标供给多了，指标价格就会下降，最后会服从级差地租定律。

—2007年4月28日，第9次季度报告会

内外失衡条件下的政策选择

林毅夫

除了改革不到位，内外失衡问题还和现在的发展阶段有关。首先，投资增长过快、消费相对不足与我国发展阶段有关。我国仍是发展中国家，即使不少行业产能过剩，也存在很多产业升级空间。由于资金相对丰富和投资机会较多，投资增长就非常快。不仅国内企业投资快速增长，外资也大量进入。改革开放30年为制造业发展打下良好基础，吸引大量劳动力密集型外资企业将生产转移到中国，将中国作为出口基地；国内由于收入快速增长而形成巨大市场，也吸引大量外资企业为进入中国市场而到中国投资和生产。这是投资过快增长的一个原因，和目前发展阶段有关。

其次，“潮涌现象”也与我国的发展阶段有关。一般而言，发达国家产业处于世界产业链前沿，企业对下一阶段具有竞争优势的产业不会达成共识。每个企业根据自己的判断进行投资，大量企业投资会失败，少数企业投资成功，产业升级由少数成功企业带动。只在某些特定情况下，发达国家企业有可能形成下一阶段优势产业的共识。比如上世纪90年代美国的互联网产业和20年代美国的汽车产业，投资也曾出现潮涌现象，结果同样是产能严重过剩，大量企业破产。在快速发展的发展中国家，产业升级基本上沿发达国家走过的道路逐级而上。当经济发展水平提高、产业需要升级时，什么产业符合下一阶段比较优势有迹可寻，企业间容易形成共识。同时我国银行业很集中，银行也会同时看好那些产业。这样既有投资需求，又有资金供给，结果投资特别容易集中在少数行业，建成后出现产能过剩，国内消化不了，一方面，导致出口增加，一方面，有些企业无法获得预期盈利，投资不能收回成为银行呆坏帐的根源。

—2007年7月29日，第10次季度报告会

从“钱化”和资本化看流动性问题

陈志武

中国改革开放以后的情形和19世纪后半期的美国比较类似。改革开放前人们出差要自带粮食、自带被褥等等，而不是带钱，因为当时没有太多东西被钱化。在这样以货易货的社会里，对钱的需求和供给都不会太高。后来外出可以不再自带粮食、被褥等，而是兴起了很多餐馆、宾馆，这种市场化当然增加对钱的需求和供给。另一个变化是，原来“在外靠朋友”的经济支持方式开始弱化，也就是说把原来在朋友之间一直发生的经济活动货币化，比如相互帮忙搬家转变为请搬家公司，钱的收入因此多了，钱的供应量自然也多了。社会结构方面的变化也和美国类似。在过去28年中，中国原来通过家庭和朋友圈来获得经济安全的方式，随着城市化、人口流动的增加而变得越来越不可靠，保险公司、银行、基金公司等等都在慢慢取代原来家族网络和朋友圈

络所提供给我们的经济保障，很多原来在家庭、朋友网络内部的隐性经济交易都在被外部化、显性化，都在以货币计算。比如，中国保险业上个月底的金融资产是2.5万亿。在我看来，其中很大一部分是过去在家庭和朋友网络内部所提供的隐性保险功能的货币化、显性化，过去的隐性交易被保险公司取代后产生了2.5万亿的显性金融资本！中国的钱当然因此也多了。

市场化缩小了钱和财富之间的距离，使财富“钱”化了。下面来看资本化。据我所知，以前研究资本主要集中在资本的好处和坏处上，而很少着力在这个“化”字上，也即如何使财富和未来的收入流转化为现在可以重新配置的金融资本。总体而言，资本的来源在一个社会包括以下四个方面：（1）企业的资产（包括厂房、土地和其他有形资产）以及企业未来收入流，这是美国式金融资本主义的一个核心内容。

（2）土地和自然资源。（3）个人的未来劳动收入流，这可能是任何一个社会最难资本化的，因为一个核心问题是人不能拿来直接作抵押。个人的未来收入流的资本化很难，但也有一些替代的方式，下面我们会具体再讲。（4）政府的未来收入流。我去年的文章“治国的金融之道”专门谈过这个问题，政府要敢于把未来的收入流资本化，促进国家和人民福利的增进。

作为总结，我想说的是，对于今天的中国，尽管流动性越来越多，我们应该思考钱多的因素到底有哪些、有哪些因素会对通胀有很大影响、有哪些没有多大影响、还有哪些会对中国金融业结构调整会形成非常大的压力。只有这样，才能更清楚和准确的看待当前的流动性问题。不要因为人们表面上钱多了或者因为货币供应相对GDP比重上升了，就认定有“流动性过剩”问题。钱再多、流动性再丰富，如果没有通货膨胀，就不存在流动性过剩的问题。

—2007年7月29日，第10次季度报告会

小产权，大机会

周其仁

所以还不是利用小产权房平抑房价这样的权宜之计。“小产权”的挑战包含一个大机会，就是根本改革早就不适合社会主义市场经济要求的土地流转制度。改革开放以来，农地的包产到户奠定了农民家庭长久承包农地的权利，城市国有土地则学习香港批租方式逐步形成市场。唯独原农地——包括农业用地和农村建设用地——要转为非农地，还是国家征地这华山一条道。目前城市化的绝大多数用地项目，都是商业性、经营性的，仍沿用政府强征拿地、然后竞价批租给市场的办法，实在没有任何道理。无数纠纷、冲突、贪渎事件大幅度升高了现行土地制度的运行成本。从长期看，“征地”不但带不来“便宜的”城市化，反而是一套其贵无比的制度。它只不过看来便宜而已，原因在于源源不断地延期支付。

症结就是政府既当政府、又当惟一的“批地地主”。这不能不使土地资源的配置在某种程度上屈从于行政指令和长官意志，在急速的城市化进程中造成浪费和资源误配置。在民主和法治远不健全的现实条件下，也做不到公正地分配土地地租史无前例的上涨。结果，政府扮不好“地主”的角色，也演不好政府的角色。审时度势，改革国家工业化时期留下的土地流转制度，是横在中国制度变革道路上一个回避不了的任务。其可行的第一步，就是顺势承认农地进入城市一级土地市场的合法权利，打破土地流转的行政垄断。

这是历史性的大机会。从2004年发表“农地产权与征地制度”以来，我自己一直这样看。不过，对中国能不能主动抓住这个机会，还不敢有乐观的估计。要害还是政府充当独家地主的既得利益，外加对土地流转权的莫名恐惧和重重错误观念，一再妨碍中国抓住土地制度变迁的机会。见怪不怪，当年席卷神州的包产到户，其实也是从“小产权”开始的。从1956下半年浙江永嘉第一波包产到户算起，到2002年全国人大通过《农地承包法》，先后费时46年。非农地流转涉及的既得利益和观念远比农地承包复杂，因此我们有理由对这场伟大的制度变迁，继续耐心地拭目以待。

—2007年7月29日，第10次季度报告会

美国次贷危机一起源、传导和启示

易纲

次贷的发生与低利率有关系。2000年美国利率比较高，2001年开始降息，后来发生“911”事件，之后降息持续进行。经过25次降息联邦基金利率从6.5%降到了1%，并从2003年6月26日到2004年6月30日期间保持了一年多的时间。此后又加息17次，将利率从1%提高到5.25%。数据显示，次贷发生最快的时期是2003-06年，这几年也恰恰是利率最低的一段时期。当然，二者关系稍微存在一点滞后，但基本逻辑是很明确的。由于次贷很容易申请，美国在2003-06年房价涨得很厉害。美国的单户新房销售价格中值和美国房屋价格指数在2001-06年都涨得很快。可以说，高房价的部分原因是次贷过速发展造成的虚高需求。

美国次贷危机对我国的影响是加大我国宏观调控的难度。美国有可能进入减息周期，美联储已经减息50个基点，市场预期本月底美联储还要减息25个基点。我国目前面临一些通胀的压力，今年央行已经五次提高利率。这样，美国减息，我国加息，就会增加美元贬值的压力，加大我国宏观调控的难度。我国还是要加强市场基础设施建设，发展直接融资，分散风险。虽然次贷危机造成了全世界的恐慌，但从正面上看，美国这种金融创新还是分散了风险，对我国还是有启示意义的。

—2007年10月28日，第11次季度报告会

居民收入较快增长的含义

宋国青

通货膨胀率大幅度高于利率并导致农民大规模增加存粮的情况，政府用不合适的价格大量收购粮食导致库存猛烈增加的情况，都是非常不正常的。可以认为由此引起的农产品价格波动倾向于消失，但是能源价格的变化可能成为未来农产品价格波动的推动力。

农产品价格不仅直接影响农民收入，而且进一步影响城镇的工资水平。在城乡收入差别扩大的时候，会有更多农民进城就业，使城乡收入比例向其长期趋势回归。对于非熟练工人来说，除了就业转移成本之外，务农收入可以理解为城镇就业的机会成本。在1997-2003年间，因为农产品比价大幅度下降，非熟练工人的工资很少增长，有些地方有农民工10年工资不上升的说法。

在短期内，熟练工人工资水平与农产品价格的关系比较弱。但是在较长时期，这个差别就比较小了。除了干中学引起人力资本的增加之外，工资差别的扩大还引起受教育需求的增加。1999年起高校扩招引起此后高校学生数量的大幅度增长，从一个方面看是教育政策的变化，从另一个方面看也有城乡收入差别扩大和城镇工资差别扩大的影响。所以，农产品比价的下降也会引起受教育需求的增加。

—2007年10月28日，第11次季度报告会

2008

CCER / CMRC China Economic Observer

访欧答问三题

林毅夫

随着中国近年来强劲的经济增长，加上出口增加，外贸盈余越来越多，外汇储备超过 1.5 万亿美元，中国主权财富基金和越来越多的中国企业走出去，在国际上引起了一些贸易保护主义的声音，甚至被认为影响了一些集团的利益和安全。

我们应该认识到，随着中国这样一个大国的兴起，国际关系的重新平衡甚至摩擦是不可避免的。但是，在各种利益中，经济利益是占主要地位的。中国的发展，在出口增加的同时，购买的外国产品也越来越多。中国从国外买进的除了一些资源产品外，绝大多数是技术含量高、资本密集的现代发达国家主要产业的产品。中国经济的高速增长为发达国家的主导产业提供了一个不断扩大的市场，对发达国家的经济增长和就业至关重要。至于中国大量出口的是传统的劳动密集型的产品，这些传统产业在发达国家已是微不足道，所以影响面非常有限。虽然，这些产业的工人经常制造出很大的声势，引起媒体和公众的关注，但实际牵扯的金额非常小。以 2005 年为例，中国遭受 51 起反倾销控诉，占当年全球反倾销控诉案件的一半，但涉及金额仅为 17.2 亿美元，只占当年 7619.5 亿美元出口额的 0.2%。真可谓是“雷声大雨点小”。

中国对外的投资引起了一些关于安全和国际关系的争论。然而，仔细看我们会发现，中国目前的对外投资都是商业行为，可以在商业利益回报上得到支撑，并不是国外媒体和政治学者所讲的“战略性投资”。一个战略性的投资必然要接受远低于市场的回报率，反过来讲，追求市场回报的投资就是商业性的投资。目前，中国石油、中国石化等在非洲购买石油，而美国的石油公司也在国外购买石油；中国的发展银行在一些非洲国家提供贷款、修建港口，其他发达国家的发展银行以及国际发展机构也在从事这样的活动。所以说，中国对外的投资都是正常的商业行为，不会威胁发达国家的安全或根本利益。

—2008 年 2 月 24 日，第 12 次季度报告会

市场机制调整见效 经济失衡正在收敛

易纲

资本管制有这样的规律：刚实行管制的时期有一定作用，但时间长了市场将会以更大反弹、更大规模的流入来抵消政策的有效性。资本管制无法根除资本大规模流入。局部性的资本管制对于开放经济体作用有限，被管制的资本总可以通过未被管制的渠道流入国内。如果实行全面的资本管制，则代价太大，不仅影响经济效率，还可能导致腐败问题，因为不可持续。对于中国来说，中国还有台港澳、海外侨胞等特殊情况，资本管制的难度更大。此外，衍生工具的发展降低了资本管制的有效性，投资者会研发新的金融产品来规避资本管制。

比较有效的办法是放松对国内资本外流的限制，更重要的是加强宏观经济政策的协调，接近合理水平的汇率、利率以及宏观经济政策对于调节资本流动是最重要的。

—2008年2月24日，第12次季度报告会

中国财税体制、政策与改革

贾康

我国在1994年以后分税制的发展道路上取得了一系列的进步，但是我们必须注意到一个引起各方关注的问题，就是在省以下财税体制方面出现了难题。五个层级的政府和财权中，除了中央财力比重提升以加强对欠发达地区的转移支付之外，地方四个层级的财力重心也越来越向较高层的省和市来提升，而事权出现了向基层县和乡下压的情形，因此加剧了财力与事权的背离，造成了基层财政的困难。省以下财税体制问题是在我们综合国力不断提升、财政总收入不断增长、地方财政总收入也在不断增长、即使在相对意义上也不存在财力萎缩的情况下发生的。那么它的解释只能是整个体制没有理顺、社会转轨过程中有效制度供给不足在基层的集中体现。看起来问题发生在基层，但真要解决必须标本兼治，做全局性的系统改造。

我和其他研究者提出了一个解决省以下财税体制问题的基本思路就是推行财政管理体制的扁平化改革。只有推行财政体制的扁平化改革，才能真正在省以下实现分税制。扁平化改革的具体做法是通过乡财县管、省管县两个层面的改革实验，将原来的五级财政简化为中央、省和市县三个层级，在这三个层级之间实行税基的合理配置，进而推进配套改革，按照十七大的要求，减少行政层级和落实省以下的分税分级财政。财政实际层级的改革可以先行一步，在这方面改革空间较大，浙江等地的经验可以佐证。最终实现三级政府和财权，实现“一级政府，一级政权，一级事权，一级财权，一级税基，一级预算，一级产权，一级举债权”。这样一个体制在政府和企业、中央

和地方、政府和居民这三大经济关系的交汇点上都能够和市场经济内洽，再加上中央和省的自上而下的转移支付，就能解决欠发达地区的财力问题，实际上达到财力与其公共职能相匹配的目的。如此一来，整个的财政体制就柳暗花明，跳出了多年来困扰我们的由技术困难而带来的体制难题。这是一个改革思路方面的简要勾画。

—2008年2月24日，第12次季度报告会

房价变动趋势

徐滇庆

有人说，北京三环以内已经没有2万元以下的楼房了。按照一套房100平米计算，就需要200多万。他们认为老百姓买不起房，因而房价将会下降。我认为，这种说法是错误的，因为“老百姓”并不是一个确切的定义。中国有13亿人口，贫富差距很大，官方公布的基尼系数已达0.47，12%的人拥有将近80%的银行存款。13亿人口的12%就是1.5亿人。这部分高收入人口分布在北京、上海、广州、深圳等城市。我到佛山调查时，当地官员很得意地告诉我，不要小看佛山，佛山的银行存款已经超过了甘肃全省。这是事实，而佛山还不是广东最富的地区。这反映出居民收入很不平衡。要知道，1.5亿高收入人口已相当于一个世界大国，远远超过英国和法国，这些高收入群体足以将未来五年新建的商品房全部购完。所以不是没有需求，关键问题是贫富差距太大，12亿人不在商品房市场上。这就是为什么老百姓买不起房、房价还涨的原因。所以，要解决住房问题，必须针对贫富差距过大的状况，区分商品房和保障性住房，多建设一些经济适用房和廉租房。

……在房价上升过程中，最重要的是要照顾好民生，以民为本，多盖一些廉租房、经济适用房和小户型房。让老百姓能够安居乐业。从资产定价的角度来观察，房价很可能还要涨上一段时期。等到金融结构调整到一个新的稳定状态，房价暴涨的趋势才能得到根本性的逆转。

—2008年4月27日，第13次季度报告会

先收租，后交利，收租与减税并行

张曙光

资源要素的低价格使得国家向国有垄断部门进行大量的利益输送，造成两个非常荒唐的后果。首先，它把租金变成了利润，变成了企业经营者的经营业绩。这就给企业经营者占取全民财富打开了方便之门。在此情况下，我们无法评价国有企业的经营状况，于是国有垄断企业管理者可以拿几十万、几百万、上千万的年薪。其次，通过这种利益输送养肥了一个庞大的利益集团，利益集团凭借手中垄断权力挥霍老百姓的财富，要挟政府。大家想一下，最近油荒中两大石油公司的行为表明，随着垄断利益集团坐大，严重的问题还在后面。

总结一下，国家与国有企业利益分配问题很重要，在处理上应该是先收租，后分利。如果租金的问题不解决，其他的问题都解决不了。这个问题还牵涉到另一个重要的问题，现在国家税收去年五万一千多亿，今年一季度又增长 33%。这种情况下，我们能不能实行一些减税的办法，以避免经济下滑危险？政府在这个问题上行动相当迟缓。对他们来说，有钱当然是好的，能多收钱更好。所以政府在收钱上的积极性很高，而在减税上的积极性相对差得多，两税合一的姗姗来迟和增值税转型的久拖不决就是证明。根据本文建议，收租必然进一步增加政府收入。我认为，政府收入增加为减税提供了条件，使减税的政策能够得以实施。如果收了租而不减税，那国家的收入会更多。国家收入更多，我们改革可能就更难，因为改革都是在日子混不下去的时候推进的，日子很好过的时候是不可能改革的。所以收租和减税要同行，而且收租和减税的后果是不一样的。收租主要来自国有垄断部门的交纳，减税是面向全社会的，对整个社会有利。通过这样一个办法就可以对整个社会财富分配政策进行一个重要的调整。如果搞得好，我想不仅资源问题可以解决，而且中央和地方一些利益关系也可以解决。中央和地方的利益竞争虽然促进了中国的经济发展，但也确实扭曲了中国的市场行为和政府行为。所以，税制改革是中国改革的核心问题，要引起大家的关注。

—2008 年 4 月 27 日，第 13 次季度报告会

输入型通胀论实证探讨

卢锋

2007 年以来我国为何发生新一轮通货膨胀？非货币通胀解释观点之一是强调国际粮价和资源性商品价格上涨引入或加剧通胀压力，被称为输入型通胀观点。然而对我国大宗商品进口数据系统梳理分析发现，过去五年我国四种基本矿物产品需求增量全球贡献率在 34%—85% 之间，其国际价格近年较快上涨相当程度内生于我国需求增长。第二，近来国际粮价猛涨，然而由于国内贸易和流通政策等方面原因，国内粮价

最近两年上涨相对温和，外部粮价飙升对我国传导效应至今较小。第三，近年我国棉花消费和净进口量大幅上升推动国际棉价上升，然而我国国内棉价仍显著高于国际价格。输入型通胀观点比较缺乏经验证据支持。

新一轮通胀主要原因在于过去一段时期总需求较快增长以及货币扩张过多，因而需要更多采用货币政策和其他总量性措施加以治理。现阶段我国在一些重要经济领域需求增量全球贡献度很高，客观具有“巨型经济体”地位，国际经济学“小国模型”、“价格接受者”等标准假定基本不适用。认识中国经济成长具体规律，需要重视和运用大国分析思路和方法。

—2008年4月27日，第13次季度报告会

1994年税制改革的问题和未来的展望

许善达

保留营业税是分税制的要求，营业税改增值税会牵涉到整个中央和地方的关系，相应的，整个分税制就得重新设计。把整个分税制重新设计一遍，我估计现在时机还不太成熟。目前我认为一个比较重要的、应该考虑的问题是，如果营业税在一段时间内不能改成增值税，那我们是否能够扩大增值税和营业税互相抵扣的范围。刚开始确定了两税并存的格局后，就明确了相互不能抵扣的原则。但是，当时经贸委反映制造业的购进中运费占的比重很大，运费营业税如果不能抵扣，相当多的企业会增加税收负担。经过协商，经国务院批准，根据税务局有关工作人员对运费中所含营业税和增值税的税款占运费7%的比重测算结果，决定以3%的营业税为依据允许抵扣10%的增值税，实行一段时间以后，由于税收收入压力较大，又将抵扣率降到7%。10%也好，7%也好，减轻税收负担不是关键，承认购进中非增值税也需要或应该抵扣才是这项政策的价值。实际上，十几年来，已经有几十项允许营业税在营业税中抵扣的政策付诸实施了。实践证明，营业税的弊端，光靠这些小打小闹的调整是不能解决问题的。……

我认为可以比照抵扣运费营业税的原则，扩大若干项营业税抵扣的范围。比如说，企业现在卖技术专利都要收营业税，企业买技术专利时价格中包含了营业税。我们对这类的营业税，可以像对运费的营业税一样，定一个抵扣的比例在增值税中抵扣，这样就鼓励企业买技术专利。这对买技术专利的企业是降低税负的问题，对搞技术创新的企业是扩大市场的问题，对我国的产业升级、技术创新绝对是一个重要的政策环境。此外，允许某些增值税抵扣营业税也是可以做到的。譬如，企业卖技术专利要交营业税，它购进的增值税应该可以抵扣营业税。如果我们在增值税和营业税的相互抵扣方面采取一些措施，将会对提高技术水平、调整产业结构等等起到不小的作用。

—2008年7月26日，第14次季度报告会

理解全球金融危机

黄海洲

危机之所以严重，是因为危机机制——四个恶性循环同时发生，相互交织，相互加强，发生的概率也是百年一遇。第一个恶性循环是流动性问题。虽然危机以各种各样的面貌出现，但任何一次危机都必然是流动性危机。可能有些机构不缺流动性，正常情况下他们愿意把自己的流动性放到市场上交易，但因为担心自己明天也遇到流动性问题，就把本来应该交易出去的流动性留在手里。从另一方面考虑，如果流动性问题变得非常之大，也带来几十年一遇甚至百年一遇的机会，可以把竞争对手消灭。因此，应该留着现金做兼并、收购，其回报远远大于把流动性贷出。所以流动性危机时，流动性交易的激励和平衡机制都被颠倒过来，进一步加剧了流动性紧张。

第二个恶性循环是资产价格。投资者可能什么都没做，第二天一觉醒来发现资产缩水 10% 甚至 20%。在资产价格下跌压力下，投资者会急于抛售，造成资产价格进一步下跌。而推动资产价格疯狂下跌的另两个因素是外汇市场波动和流动性枯竭导致 carry trade 纷纷平仓，而巨大的赎回压力和 Margin call 又逼迫对冲基金、共同基金等大型机构投资者不计成本的抛售。

第三个恶性循环是资本金。金融机构本来有一定风险敞口，而资本金本来足以覆盖这个风险敞口。然而一夜之间，这些机构发现风险敞口扩大，资本金就不够了，需要马上开始寻求资本金。这时其他人也在寻求资本金，而风险升高让资本金供应减少，这样资本金越来越稀缺。雷曼在这方面出现比较大的问题。第四个恶性循环是经济周期下行问题。经济下行会造成就业降低、投资降低、消费降低，后者会进一步加重经济下行，第二轮又是压低就业、压低投资、压低消费。

一般的经济周期下行只是第四个恶性循环。亚洲金融危机是第一个循环加上第四个循环，资产价格有所调整但不是很严重，发达国家金融机构的资本金没有问题，出问题最大的仅是对冲基金。三个恶性循环同时发生的概率已经很小了，四个恶性循环同时发生的危机机制概率可以是一百年一次。简单概括，从发生危机的市场指标、政府反应和危机机制三方面看，都可以判断我们遇到了“百年一遇”的危机。对于有兴趣研究金融市场和经济学的人来说，可说是生逢其时。我们见到了这种危机，我们经历了这种危机，而我们的孙子辈可能都未必有这种机会。把危机看透了，可以终生受益。

—2008 年 11 月 1 日，第 15 次季度报告会

收入财富大调整

宋国青

目前宏观形势需要加快降息。从货币与总需求关系看，今年一季度存在严重通胀压力，到三季度通货紧缩前景就显现出来。过去几个月钢铁价格猛跌。宏观经济变动速度很快，利率一回降 0.27%，十次才降 2.7%，速度太慢。应当改变传统加息周期思维方式，在通货膨胀率迅速变化环境中，利率调整应尽可能一步到位。回顾 1998 年的通货紧缩经验，由于利率调整滞后，存款利率比企业投资税前报酬率还高，导致企业不愿投资从而引发通货紧缩。相比之下，亚洲金融危机只是次要因素。

财政政策方面有很大的空间。主要是国民收入分配中居民可支配收入占比太低，企业主要是国有企业的未分配利润占比很高，这样减税有很大空间。一个办法是将国有企业的部分利润收交财政以支持减税，这样对财政赤字可以没有大的影响。从短期平衡的角度看，在目前总需求尤其投资需求疲软的情况下，国有企业利润交不交财政并不重要，因为企业利润的相当一部分并没有用于投资，财政可以将这部分利润实际上运用起来，走不走账并不重要。增值税对于不同收入群体大体上是中性的，应当也有可能成为削减的重点。

—2008 年 11 月 1 日，第 15 次季度报告会

体制政策要靠前

周其仁

有一种看法，认为是 2005 年开始的人民币升值，打击了中国的出口行业。这个看法没道理，因为吵得很热闹的人民币升值问题，吵来吵去只不过是名义汇率。国家控制外汇，名义汇率可以不升，但实际汇率你是控制不了的。只要名义汇率低估本币，顺差铺天盖地而来，到国内绕一圈就把生产成本顶上去。结果殊途同归：不升名义汇率，国内市场上的人工、原材料等生产成本急升；升汇率，中国出口产品国际市价上升。唯一的差别，就是名义汇率不动（人民币不升值），出口厂家看着最后产品的美元卖价还好，大家还是纷纷冲着外需布局，等到投资的产能形成，反正沉没成本不是成本，就慢慢受可变成成本急升的煎熬吧。一些专家建议的以出口退税代替人民币升值，短期是安抚人心，长远看其实是留住了更多人。

所以，实际的人民币汇率是注定要升的。谁让中国制造业生产率的进步率升得比较快？谁让 90 年代中期以来的人民币比较“硬”呢？名义汇率不反映实际经济的相

对情况，其他压力终究要来。这样看，人民币不是升早了、升过了，而是升晚了、升少了。结果就把外向产业、企业、部门结结实实套住了：早该离场的不离场，不该进入的还进来。

两个月前广东省听意见的一个会上，我问了一个问题：广东是做内需起家的，当年所谓“经济北伐”，还不是广东产的商品呼呼地往北方走？那时上海、北京、沈阳、乌鲁木齐，服装商人还不是都到广东进货？可是曾几何时，广东就变成了一个纯出口基地？有统计说去年广东出口占 GDP 的 91%，进出口占 GDP 的 162%。那是一个相对价格（汇率）机制作用的结果。中国的企业家不是生下来就赌注发誓，非一定要做出口生意不可的，无非是汇率给的信号，出口走得顺。现在东莞很多工厂关门，我去看的时候，问当年是根据什么信号投资建起来的？就是那个十年不变的名义汇率。真的守得住也好，问题是最后还是守不住。

—2008 年 11 月 1 日，第 15 次季度报告会

2009

CCER / CMRC China Economic Observer

零利率和数量宽松货币政策是否有效？

易纲

中国的特点是人民币不弯曲可兑换、巨额贸易顺差和巨额外汇储备。考虑到以下因素，零利率或者是准零利率政策不一定是中国的占优选择：中国储蓄存款余额占GDP比重非常高；劳动生产率和全要素生产率还在不断提高；平均资本回报率和边际资本回报率都不支持零利率政策；商业银行收入主要来自利差收入，中间业务比重小、收费少、业务结构亟待优化，如果没有收费业务单靠不到1个百分点利差银行经营是没法持续的；中央银行反通缩和维护币值稳定的决心是坚定的，完全可以通过各种货币政策工具的最优组合（包括较低的利率）来有效实施适度宽松的货币政策。

在比较中国与其他国家的利率水平时，应特别注意两点：一是不同种类利率之间的可比性，二是利率下限的制度因素。美国联邦基金目标利率是0至0.25%，欧元区主要再融资目标利率是2.0%，日本隔夜拆借目标利率是0.1%，而中国的公开市场操作利率是0.9%。这里不能用中国一年期存款利率和美国联邦基金利率（即隔夜利率）来进行比较，要“苹果比苹果、桔子比桔子”。此外，短期利率的下限是中央银行制定的超额准备金利率。中国人民银行一直对超额准备金付利息，美联储以前不能对超额准备金付利息，他们很羡慕我们。金融危机之后美国国会授权美联储对超额准备金付利息，目前超额准备金利率是0.25%，我们中国是0.72%，公开市场操作利率不能低于这个水平。

除了上述各国中央银行利率的比较，还可以比较各国金融市场的利率：银行间市场、债券市场、对客户的零售利率。虽然美国是零利率，但美国一年期CD的利率是2.14%、最优贷款利率3.25%、住房抵押贷款利率在5.25%左右。欧洲金融市场的利率也是相当高的，唯一例外的是日本，日本的利率较低，一年期CD利率0.63%、最优贷款利率1.47%、住房抵押贷款利率3.71%。中国的一年期存贷款利率分别是2.25%和5.31%，住房抵押贷款利率如果按七折优惠计算还不到5%。有人说中国降息空间还很大，其实和美国相比，中国的利率并不高。

—2009年2月14日，第16次季度报告会

现行国际货币体系的问题与改革

施建淮

中国还需要着力推进人民币国际化，力争在未来实现美元、欧元和人民币三足鼎立的国际货币体系。现在中国加速了这方面的改革，包括和其他国家签订货币互换协议。但仅仅签订货币互换协议还不足以让其他国家的私人部门愿意使用人民币作为结算货币，如果其它国家的进口商获得人民币不如其它货币方便，出口商得到的人民币无法进行资产运作，人民币在国际贸易中的作用将难以扩大。因此，中国不能回避人民币资本账户下可自由兑换问题。中国最近提出加快和推进上海国际金融中心建设的设想，明确了在 2020 年基本建成的时间表，这对于人民币国际化战略是非常重要的，因为一个国家的货币要成为国际货币，该国必须拥有一个具有深度和广度的国际金融市场。既然有“国际”两字，这个市场的参与主体必然是大量的非居民，而且非居民的交易必须非常自由，所以这也要求中国加快资本帐户开放的改革。

—2009 年 4 月 25 日，第 17 次季度报告会

中国经济转型的挑战

陈志武

私有经济和国有经济中的经济增长对百姓收入具有不同的影响。私有制经济下，一方面 GDP 增长带动劳动收入上涨，另一方面土地、住房和股权等资产升值收益也能够被居民分享。例如美国 1999 年互联网鼎盛时期 4% 的 GDP 增长启动强劲消费增长。国有制经济下，GDP 增长带来的土地等国有资产升值难以惠及百姓，直接制约居民消费增长。近年来在北京等城市出现了许多“地王”，土地成交价不断上涨，但是土地升值的收益却较少被百姓分享。此外，北京的一些事业单位与区政府拥有自己的资产管理公司，其中最大的可能是北京市国有资产经营公司，拥有数千亿资产。这些资产很多已经变现，并投资到对冲基金、私人股权基金和开放式基金中，为这些单位而不是为全民谋福利。建立国有制初衷是通过国有资产升值降低居民赋税、完善社会保障、实现共同富裕，这些目标并未兑现。近年来赋税不断增长，1995—2008 年间国家预算内财政收入增加了 7.5 倍，这其中还不包含国企利润、国有资产和国有土地升值带来的政府收入；而同期城镇居民人均可支配收入和农民人均纯收入仅上涨 2.8 倍和 2.3 倍。目前中国的预算内财政税收占 GDP 的 22% 左右，而美国联邦政府虽不享受国有资产和土地升值的收益，总税收也仅占 GDP 的 17% 左右。

—2009 年 10 月 24 日，第 19 次季度报告会

治理产能过剩问题（1999—2009）

卢锋

从行业运行和成长稳定性角度看，如果有关部门基于不准确预测限制投资，可能导致后来市场供不应求并反转刺激投资超常增长，于是又被看作盲目投资并追加严厉调控，结果干预政策偏差可能放大市场波动。如1999年决定三年不上火电项目，与几年后电力部门遭遇产能瓶颈，不少地方出现“停三供四”甚至“停四供三”局面或许不无联系。又如第一次治理产能过剩时抑制钢铁投资，后来经济景气出现后钢铁供不应求，2003年钢铁进口量飙升到3700多万吨，刺激钢铁业投资“补课性”较快增长，结果又被看作盲目投资受到强势调控。应当指出，这些部门投资和市场波动是由多方面因素决定的，然后有关部门干预投资实际效果如何确实也有探讨余地。

从宏观经济稳定性角度看，总需求不足和通货紧缩会加剧产能过剩，通常情况下投资增长是推动宏观经济走出通缩的关键因素之一。这时如果因为治理产能过剩大张旗鼓限制企业投资，客观上不利于通过投资增长走出通货紧缩。世纪之交我国通货紧缩延续多年，是国内外多方面因素交织作用的结果，大力严控投资可能也是原因之一。去年底总需求不足加剧产能过剩，政府实行一揽子刺激经济计划，鼓励投资和消费以扩大内需，比较符合宏观经济周期运行规律。当然如何做到刺激措施适度，如何适时退出并趁势改革建立完善开放宏观调节体制以更自如地应对总需求波动，则是需要探讨的新问题。

—2009年10月24日，第19次季度报告会

民营工业很争气

周其仁

对民营企业政策不能大起大落。2003年的铁本事件历历在目，到今天几千亩地还闲置着、机器设备还锈在那里。在经济过热要压时，恨不能挥之即去，但要想想还有希望召之即来的时候。经济有起伏，上帝也不能保证经济是一条平线，经济有起有落，所以体制政策要稳定，下去的时候不必那么着急的刺激，但经济过热的时候，需要处理的时候至少要一视同仁。铁本最后的罪名就是税收，其实非民营企业也有税收问题，但是并没有受到同样的处理，这个事件不仅仅是公司的损失，而且其中还有二三十亿的银行贷款，最大的损失是大家对法制的信心。法律面前人人平等，我国各类企业都有这样那样的缺点，问题是处理这些事件的方式要大体平等，不能有例外，尤其不能够跟着周期走，过热了就打得狠一点，处理环保问题、环境问题、社会责任问题、劳工关系问题的时候都应该注意这一点。

—2009年10月24日，第19次季度报告会

2010

CCER / CMRC China Economic Observer

气候变化应对与低碳经济

胡大源

影响政府气候变化对策的因素主要有以下几个方面：各国面临的具体情况、不同收入阶段对环境问题的评价及科学研究成果与媒体宣传。各国的具体情况差异决定了各国在应对气候变化对策的差异性。欧盟经济成熟，新能源技术先进，人口下降，能源需求相对稳定，减排优势明显。美国则提出要以中国等主要发展中国家减排行动公开透明为附加条件，即排放的“可量度、可报告与可核实”。“三可”不仅将发展中国家自主减排行动与发达国家为偿还历史排放债务而应承担减排义务置于同样标准之下，而且会限制自身为了发展和脱贫而必须的排放空间，短期内不具有可操作性，但长期来看却是一个趋势。

我国能源发展面临的主要问题是，以煤炭为主的能源消费结构污染物排放高，可再生能源价格高和稳定性差，未来发展离不开国家有关扶持政策。关于我国的减排承诺，主要包括两方面的内容。一是 2020 年中国非化石能源占一次能源消费的比重达到 15%。二是 2020 年我国单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40% 至 45%。以 2005 至 2008 年每年平均下降速率 3.33% 推测至 2020 年单位 GDP 能耗下降 39.8%。此外，能源消费结构调整，即煤炭比例下降，石油、天然气上升，核电及可再生能源上升至 15%，碳排放强度可下降 10%。

—2010 年 2 月 27 日，第 20 次季度报告会

新时期宏观调控工具多样化特征

卢锋

我国上世纪90年代上半期初步建立市场经济体制框架,市场经济条件下常用的总需求管理方法,包括公开市场操作、利率调节等货币政策工具开始得到重视,与宏观经济周期联系的财政收支自调节效应也逐步增大。另一方面,我国市场经济体制以及宏观政策架构仍有待改进和完善,在应对总供求不平衡冲击特别是过热和通胀失衡时,或由于间接性、参数性、总量性调节政策收效不够理想,或对此类与市场经济基本原则兼容度较高调节工具重视不够,仍会较多采用部门性、准入性、行政性干预措施。宏观调控工具多样化现象,实质是由我国体制转型阶段特点在总需求管理政策上的反应。我们习以为常的“宏观调控”概念,就同时包含与市场经济原理相比较一致的总量“调节”内容,也与计划体制原理更为接近的“控制”因素一脉相承,与宏观调控工具多样化特征构成表里名实关系。

对转型进程中演化而来现象的利弊得失,当然也应从辩证理性视角全面分析。面对经济追赶提速背景下宏观经济出现的新问题和新矛盾,采用多样化措施加以治理,在政策设计上体现了尊重现实、求真务实的正确方针。从政策效果看,新时期宏观调控对宏观经济环境基本稳定发挥了保障作用,为大国转型追赶阶段总需求管理探索和积累了有益经验,其积极功能和意义无疑应充分肯定。

宏观调控工具多样化也提示两方面需要探讨和改进的问题。一是与市场经济原则兼容度较高的参数性、总量性、间接性调节工具利用还受到较多限制,突出表现为汇率弹性不足和利率相对呆滞。大国开放追赶需要增加本币汇率弹性,由于人民币汇率体制改革推进比较滞后,汇率弹性不足使得我们难以充分利用价格手段调节国际收支失衡。近年我国开放宏观经济管理实践经验表明,在生产率革命助推经济追赶阶段,在总需求增长偏快和通胀成为主要矛盾的宏观环境中,过于看重盯住汇率制的表面稳定功能,在实质性推进汇率体制市场化取向改革方面犹豫和滞后,不利于“下活”总需求管理这盘棋,也难以真正掌握宏观调控主动权。

—2010年4月25日,第21次季度报告会

一段历史和一个传说的启示

黄益平

中国作为经济大国，经常项目长期失衡，可能会带来严重的政治、经济后果。第二，盯住一个走向衰落的货币，恰恰可能成为不稳定的根源。第三，在提高汇率灵活性的同时，也要解决货币锚的问题。第四，广场协议并非导致日本经济衰退的主要因素。短期内大幅升值必然会有严重后果，但日本为什么大幅升值，原因之一是它一直在抵制升值，抵制时间越长意味着扭曲程度越大，最终被迫作出大规模调整。第五，日本一直以宽松的货币政策遏制日元升值，致使资产价格泡沫十分严重。最后一点是，许多专家认为中国应该抵制人民币升值，以免重蹈日本的覆辙。但我们现在的行为，如抵制升值、放松货币政策，可能才是在重犯日本三十年前的错误。

—2010年4月25日，第21次季度报告会

贸易条件与利率汇率

宋国青

八九十年代初的低利率加上高通胀使得真实利率为负，这导致农民存粮。存粮需求一起来，粮食就开始涨价。而农民一抢粮食，政府也着急，也增加进口增加收购。进口能增加供给，但增加库存使市场供给减小。政府和农民存量增加使得粮食价格过高，进一步导致粮食产量偏大、边际生产成本上升。同时进口增加引起国际粮价的上升。当中国粮食净进口增加时，国际粮价就高了。

九十年代中期的低利率在当时导致国内增产以及进口增加，其后继效果是很糟糕的。光从进口角度看，95、96年美元利率非常高，那时借了高利率的美元去买了高价粮，从国外用船运回一大堆粮食存起来，结果虫吃耗子偷，若干年后连年处理陈化粮，一不小心陈化粮还流入市场害人害畜。这是低利率导致资源配置歪曲的一个例子。

存货导致的涨跌，简单地说，就是怎么涨起来就会怎么跌下去。现在的房子怎么看怎么像当年的粮食。从长远来看，房价很可能也是怎么涨起来的就怎么跌下去。这个过程中，大幅度的投资把资本品价格拉得很高，而投资跌的时候，中国也就少进或者净出口一些投资品了，就像在95年进口粮食而在99年出口粮食一样。

所以说，低利率造成的后果是多方面的。对于一些大的歪曲，可以来一个堵一个，但毕竟它与经济的方方面面都有联系，单堵一方面又会引起其他的下一步的歪曲。

—2010年4月25日，第21次季度报告会

转型之痒

高善文

在上一个经济周期的末端，经济扩张产生了很大的压力，银行体系不良贷款数量巨大，尽管各方面估计值不太一样，但不良贷款占比可能达到 20%—40%，这主要是由于 1993 年经济扩张形成的。另外，当时 A 股市场也经历了显著的泡沫化，2001 年上半年静态市盈率上升到接近 70 倍的水平，随后经历了五年时间泡沫才被消除。

站在本轮经济周期的末端，我们同样可以看到各领域存在的一些严重问题。从银行体系压力来讲，目前最重要是银行体系与地方融资平台的压力。今年年初的数据是地方融资平台贷款余额占到银行贷款余额 20% 左右，大多数地方融资平台都是空手套白狼，如果银行不能对这些贷款进行不断展期，这些地方现金流很快就会爆发出来压力。不过短期内这个问题还不会暴露。

第二个问题是房地产市场存在相当严重的泡沫，中国一线城市今年一季度租金回报率在 2%—2.5% 附近，上一轮如果说泡沫集中在股票市场，这一轮可以说集中在房地产市场。如果房地产市场泡沫不能得到很好解决，地方融资平台债务问题就会非常严重，如果房地产市场价格出现大范围下跌，地方土地很难卖出去或者很难卖到很好的价钱，这样银行资产质量就会出现很大问题，更不要说房地产牵连广泛，包括对资本市场也有深远影响。

2011

CCER / CMRC China Economic Observer

应对发达国家量化宽松货币政策的最佳选择：

扩内需、调结构、减顺差、促平衡

易纲

当前中国遇到一个于我不利的“怪圈”。发达国家实行量化宽松货币政策，实际上是开动机器印制钞票。其中一部分用于购买中国产品，中国大量价廉物美的商品流向国外，生产过程中的污染和二氧化碳排放留在国内，耗费的资源能源也记在中国头上。如果我们输出商品后换回美元，用美元再买国外的商品，实物换实物还比较健康。但现在我们贸易顺差过大，大量美元流入国内，银行、企业和居民都不愿持有美元，就在市场上卖给中央银行，造成外汇储备大量增加。外汇储备投资于国外资产，但由于现在量化宽松、近似零利率的政策，投资经营和保值增值难度越来越大。虽然经过努力经营得到了比较好的收益，但总体来讲收益环境并不乐观。这个怪圈对我们是一个很大的挑战。

在当前的升值预期下，保持人民币汇率基本稳定，央行就要在市场上购进美元，就意味着储备的增加，储备增加就意味着投放大量基础货币，大量基础货币投放后就必须用对冲方法锁定多余流动性，以保持物价的稳定。这就是为什么多年来有很多次法定存款准备金率的上调和大量央行票据的发行。法定存款准备金率是商业银行必须存在中央银行的一部分流动性，提高法定准备金率可以有效控制基础货币的派生，现在对大型金融机构已经达到 19.5% 的水平。发行央行票据可以回收市场上的流动性，从 2003 年 4 月以来，央行发行票据进行对冲操作已经持续了八年。所有这些操作都有成本，对存款准备金和央行票据都要付息。我们要考虑这样下去的边际成本和边际收益有多大。

—2011 年 2 月 26 日，第 24 次季度报告会

货币增长有所抑制及货币度量的一些问题

宋国青

央行最近开始关注社会融资总量这个概念，关注的原因可能是为了更好地制定货币政策，对货币政策和流动性总量有更好的监控。考虑到目前表外融资方式发展迅速，这一概念的提出有其积极意义。但无论是社会融资总量的概念，还是一直使用的 M2 的货币口径，虽然定义本身清楚无误没有问题，但是就其宏观经济的含义来说，这两个指标在口径上似有不妥之处。

社会融资总量和货币这两种定义方式是一枚硬币的正反两面。从发行方角度看就是融资，从持有方角度看就是货币。因此二者理论上必须是相等的。现在定义的社会融资总量实际上是国内融资总量，对外汇占款没有纳入统计。这样的定义本身没有问题，但是考虑到融资和货币的对等关系，有一块钱的货币创造就意味着有人拿到这一块钱（即融资）。那么，外汇占款作为央行的融资可能也需要纳入社会融资总量的范畴。

—2011 年 2 月 26 日，第 24 次季度报告会

几点点评

周其仁

现在大家讲土地财政，可实际上远远不止，还要加上土地金融。地方融资平台把征来的土地抵押给银行，贷出更大量资金。这是宏观经济中非常有中国特点的地方。2004 年我们进行土地调研后就提出，中国不仅有“银根”的问题，还有“土根”的问题，因为供地量会影响货币量，这是全世界罕见的。从 2002 年到 2010 年，八年之间 M2 从 18.5 万亿人民币增加到 72 万亿。货币供应量快速增长一方面是通过汇率机制。为维持汇率稳定，支持出口，央行购汇就向银行体系输入了基础货币。另一方面则是通过政府主导的城市化利用土地从银行撬动资金的机制。不仅仅是地方政府，中央的条条即部门也没有闲着，比如铁道部。

把政府债务与土地制度打通来看，我们会对中国经济有新的理解。征地进财政、财政又扛银行，这是支持国民经济过度倚重投资的微观基础。

如何改革这个财政和金融模式？参考当年改革统购统销的经验，先走一步两轨并行，因为只有一轨，要维持体系运转，就啥也不能动。土地制度能不能形成两轨？就是除了政府征地，能否发展十七届三中全会决议中讲过的农村经营性集体建设用地直接入市？这些推导不出来，总要试了才知道。

这几年在成都的改革试验中看到，出现一个新轨道的所有要素都已经齐备。土地指标可以交易，实物地产可以交易，不论是靠近城中心、还是远离的农村，都可以靠

非强制征地的交易方式完成城市化的土地配置。我们觉得基本看清楚了。剩下的政策作为不作为，修法作为不作为，立新法作为不作为。改革方面不作为，什么问题也解决不了，喊一万年口号还只是个口号。

—2011年7月23日，第26次季度报告会

中国贸易条件与福利变动：开放大国经济的“飞去来器效应”

卢锋

2001—2010年我国贸易条件除2009年外持续下降，累计降幅23%，年均下降约两个百分点。对贸易条件变动直接和隐含福利损益估测结果显示，过去十年除2009年都有福利损失，损失最大为2010年8400多亿元，2008年达到4800多亿元。损失占GDP比例最高值分别为2.2%（2010年）、1.6%（2004年）、1.5%（2008年）。过去十年福利影响占GDP比例损益相抵，累计损失9.46%，年均造成接近我国经济总量一个百分点的福利损失。

从长期看，中国城市化工业化高速推进阶段特点可能对贸易条件变动具有决定作用。另外总需求扩张周期涨落也会影响贸易条件。观察有关经验证据，可以发现国内宏观经济过度扩张会对贸易条件恶化发挥推波助澜作用。总需求扩张影响贸易条件的可能传导机制是：货币扩张导致实体经济扩张并派生进口数量上升，又通过大国效应推动价格上涨和贸易条件恶化。可以把上述大国工业化城市化特定阶段发生的货币和总需求扩张，通过一系列传导效应导致自我不利的福利影响，称作大国开放经济的“飞去来器效应（Boomerang effects）”。其政策含义是：经济增长是好事，但是应管好货币，防止总需求过度扩张。

中国保障性住房建设的目标模式探讨

平新乔

综合以上的分析，我们提出关于保障性住房建设目标模式的三点建议，第一，保障房不能作为房地产调控政策，它只能解决“保民生”的问题，不能解决“调房价”的问题，让保障房“身兼二任”，反而可能引发“保民生”和“调房价”两大政策目标的相互掣肘，甚至导致其双双落空。

第二，在土地财政的制度背景下，保障房建设与地方政府的土地出让金规模存在着此消彼长的关系。如果保障房占住房比率上升太快，就会使土地财政萎缩，反过来

会产生“保障房财力无保障”的局面。换言之，不能因为保障房的建设而使政府“破产”，那样就没有资金来建设保障房，因为任何向银行进行的借贷，将来都要用土地出让金来还本付息，所以保障房建设多少取决于商品房建设多少，应该用商品房来养保障房。如果政府一定要追求保障房和商品房之间的比例，那也不应该追求二者总量的比例而应该追求二者增量的比例，保证增量中，保障房占有一定比例。

第三，保障房建设不能实行“一刀切”，保障房建设解决的是大城市、特大城市平民、低层次老百姓和新来农民工的住房问题，而现在连青海、甘肃这些经济欠发达地区也开始从乡县市开始一层层的摊派保障房建设的任务，事实上这与保障房的需求并不一致。我国保障房体系的设计和建设的重点应当在大城市和特大城市，也应当与各地区的财政实力，尤其是土地财政规模相协调，与其城镇化程度相匹配，与其经济开放程度相适应。

—2011年10月29日，第27次季度报告会

对保障性住房建设及相关制度与政策问题的认识

任兴洲

目前住房保障有一些亟需要研究探索和突破的制度性和政策性的问题。住房保障体系整体思路目标整体设计需要进一步的清晰和完善，不能头痛医头脚痛医脚，而要有一个总体思路。特别是在城镇化工业化快速推进的背景下，如何把握保障体系的规律、确定总体规模以及区域分布和不同群体的需要，并根据这些特点来确定保障目标、方式、对象、以及如何形成和完善建设、管理和退出机制，形成一个可操作的、可持续发展的系统工程。这样的总体设计非常必要。

住房保障需要通过一定法律法规形式予以保障落实和实施，明确中央和地方在住房保障上财权和事权关系。保障房（尤其是公租房）的社会资金参政策还需要突破，加快投融资模式创新，并通过财政税收鼓励因地制宜探索多种保障方式。比如北京、江西一些地方采取PPP方式，把政府资源和民间私人资本资源结合，利益共享风险分担，政府在其中给予很多的支持，把它和商品房捆绑开发发展。

特别需要完善信用体系建设，提高保障过程中的公平和效率。建成保障房要提供给谁，要有科学的依据，避免寻租行为，要真正地让需要保障的人住进保障房。过了几年以后，如果他的资产和收入变化了，他能不能退出保障房，从而让更需要的人能住上保障房。所以，整个信用体系和分配过程中的公平、公正是非常重要的。当然，更重要的是要加快建立和完善为住房保障科学决策、公平合理分配、科学有效管理依据的信息系统。有了这样的系统才能保证我们住房决策科学性、政策针对性和实施的有效性。

—2011年10月29日，第27次季度报告会

出口负贡献时代来临

诸建芳

出口调整对就业也不一定有很大的冲击。出口转型并不见得相关企业全部倒闭，这些企业会有一个转变的过程，所以它们对就业的吸纳不会有太大的减少。在调整过程中服务行业也会吸纳一部分就业，城市化推进也能吸纳一部分就业。虽然出口部门就业人数有一亿多，但是实际调整过程当中可以通过政府培训转到其他领域，出口部门做一些调整并不会带来对经济很大的冲击。

综上所述，现在出口到了负贡献的阶段，以后每年都会是这样。尽管现在全球经济放缓带来对出口的短期压力，还是应该对出口领域进行调整。这样的调整具有正向的意义：第一，能够促进国际收支平衡；第二，使资源消耗环境污染状况得到改善；第三，低端劳动力紧张状况可以得到一定程度的缓解。近几年来低端劳动力工资大幅度增长具有一定的合理性，但是如果按照目前的结构不进行调整，低端劳动力工资会继续大幅度上升。这种不是基于效率方面提升带来的工资上升会给经济带来负面影响。因此，从整个宏观战略格局方面进行一定的调整会使得中长期的经济走得更好，增长带来的福利也会更多。

—2011年10月29日，第27次季度报告会

2012

CCER / CMRC China Economic Observer

中国的基础设施投资——现状与评价

张军

地方政府偿还融资平台贷款的一个可能资金来源是通过征收目的税种，如房产税、房产税等，但设立这些税种的阻力比较大，原因在于对拍卖的土地再进行征税实际上是双重征税。地方政府为融资平台贷款融资的另一个资金来源是对一些基础设施形成的公共服务进行收费，这种方法涉及到的一个重要问题是如何为公共服务定价。目前中国铁路、城市轨道交通等公共服务定价机制还是按过去计划体制形成的做法，没有太大改变，总体上缺少一个比较灵活，充分考虑需求变化的定价机制。以上海地铁为例，目前上海地铁票务收入只能勉强用于偿还银行利息，本金依然需要靠财政收入偿还。因此，研究制定一个灵活合理的公共服务定价机制对地方政府偿还融资平台贷款有重要意义。

地方政府还可以通过资产经营获得收入，以偿还融资平台贷款。由于城投模式在形成债务的同时，也形成了大量资产，如果很好地开发这些资产，就能形成稳定收入。目前主要资产经营方式有出让专营权、股权转让组建合资公司、组建上市公司、托管经营和授权经营等，但讨论最多的还是资产证券化。以沪宁高速为例，1997年沪宁高速在香港通过资产证券化募集资本遭遇挫折，因为投资者并不看好沪宁高速的回报。但2000年以来沪宁高速净利润增长速度很快，去年其经营收入是42亿，毛利率高达80%，是非常优良的资产。

关于基础设施的投资回报率，我们根据上市公司披露的数据进行框算，高速公路平均回报率在10.5%左右，也即十年即可收回投资。由于涉及折旧，对基础设施资本回报率估计较为复杂。我们的估算结果显示电力和水汽供应行业资本回报率在12—14%，而铁路则只有5%左右的资本回报率，需要20—25年才能收回成本。基于这些判断，我们认为回报率较高的行业向民营企业开放相对容易，但在基础设施投资周期长、回报率相对低的情况下如何很好吸收社会资本是一个值得研究的问题。

—2012年2月25日，第28次季度报告会

我国就业转型的特征与启示

卢锋

作为世界上人口最多国家，我国有最大量新增劳动力需要就业；作为最大发展中国家，我国有最大量农村劳动力需转移就业；作为计划经济转型国家，旧体制隐性失业显性化需创造大量新工作岗位加以消化。三重因素叠加决定了我国必然面临极具特色的就业转型难题。

依据对就业转型基本事实梳理观察，可对我国劳动市场和就业形势提出几点判断。改革开放三十多年中国就业转型取得了巨大成就，其中最关键的有两点：一方面释放和消化了旧体制转型过程特别是企业制度改革带来的失业下岗冲击。另一方面依托现代开放经济增长实现了 2.5 亿原本应属农业劳动力转向非农就业。

世纪最初十年特别是十一五时期，我国就业与工资双双较快增长。无论是非农产业扩张规模还是农业劳动力净减少数量，都显著超过早先可比时期。世纪之交我国就业领域面临严重失业压力形势已逐步发生实质性缓解和改观。

我国劳动力供应总量增长不久或将见顶，16—45 岁青壮年劳动力今后将持续下降，年青劳动力供应将会面临增量下降甚至总量减少的约束。不过未来 20 年前后每年仍有约 400 多万农业劳动力转移到非农部门就业，十二五时期平均每年仍需要创造和提供约千万非农就业岗位。从劳动力供给面角度看我国就业压力仍将长期存在，保持就业创造活力仍应是我国长期经济政策基本目标之一。

—2012 年 2 月 25 日，第 28 次季度报告会

资本项目开放与对外直接投资

黄益平

有关利率、汇率与资本项目改革之间先后顺序的问题，讨论的一个核心理论问题是利率平价到底成立不成立。利率平价简单来说就是国内水位和国外水位处在一个相对均衡的位置，这样如果把闸拉开后不会出现资金大进大出。如果一个水库两个水位不一样，闸拉开了之后肯定会有比较大的冲击，冲击小影响经济波动，影响大的话可能引起金融危机。如果利率平价理论成立的话是要考虑先后的次序的问题，不然就可能酿成较大的金融风险。

但这并非意味着现在不应推进资本项目开放，恰恰相反，我觉得现在应该抓紧时机推进。除了上面讨论的资本管制对经济增长已经造成负面影响这一个事实以外，还有以下五个方面的理由：第一，有些管制已经开始失效，既然管制已经开始失效，实际上资金已经在不断的进出，与其继续任其发展不如主动开放积极监管这样的资本流动。第二，条件需要在改革中逐步创造，例如有人说银行竞争力不够所以不能开放，

但是反过来说，如果不开放，政府一直进行保护，银行的竞争力能够增强吗？所以有一些条件也许需要在开放过程当中创造。第三，如果现在不改革，有一些相对有利的条件也可能开始发生逆转，比如经常项目顺差和人民币升值压力，比如财政状况等等。因此，现在不改，也许将来更难。第四，我们有一些机制需要建立，一般大家认为资本项目开放以前利率市场机制、汇率市场机制应该建立起来，没有建立起来不能开放。但其实在机制没有完全建立以前，央行还是有一定的干预能力，比如说利率市场化是一个非常漫长的过程，但是我们完全有可能通过央行的调控使得利率水平不至于过多地偏离市场均衡，降低国内外两个水库水位的落差。这样，放开来的时候尽管利率市场机制尚未完全具备，但是也不会导致非常大的资金的大进大出。第五，资本项目开放是一个渐进的过程。

—2012年4月28日，第29次季度报告会

周期正在消失

宋国青

中国经济的周期性正在消失。如果简单地从图形上来看，中国的经济走势好像有一个周期，但这个周期性虽不能说马上就消失，但至少是在淡化，逐步走向一个周期越来越不明显甚至更接近于随机波动的过程。现在宏观调控的频率比过去要快得多，过去一个周期平均是八年，现在看是一会儿起一会儿落，这是一个新的情况。

按照银行间利率反映的情况推测，如果调控就这样走碎步或者双向波动，在不出现明显货币过多或过少的大前提下，紧缩而不出现明显周期的调控最后导致的结果其实比出现明显周期的情况更好一些。从短期预测的角度可能希望，根据过去的周期预测方法，仍能看到一放商品价格和股市就会涨而一紧缩商品价格和股市就会跌的情况，但这种情况会有变化。大起大落毕竟不是什么好事情，尤其对股市来说有风险。股票估值本来就不应当过分跟随短期经济景气，主要应是随机波动，而总的波动幅度在减小。总言之，根据过去的周期经验预测经济景气包括商品价格面临新的情况，目前需要更慎重一些。

—2012年4月28日，第29次季度报告会

历次朗润预测结果与实际值对比

图 1、国内生产总值同比增速 (%)

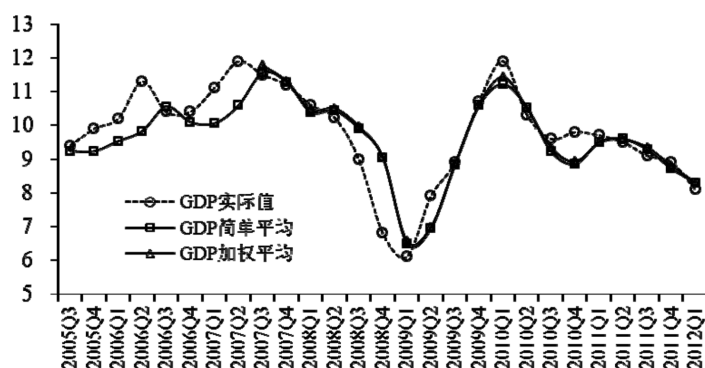


图 2、CPI 同比增速 (%)

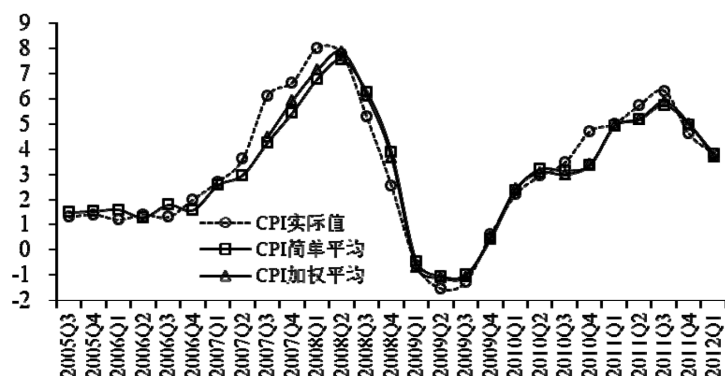


图 3、工业增加值同比增速 (%)

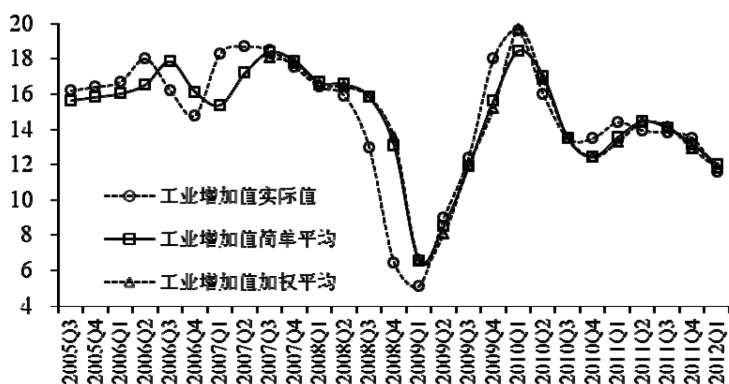


图 4、固定资产投资同比增速 (%)

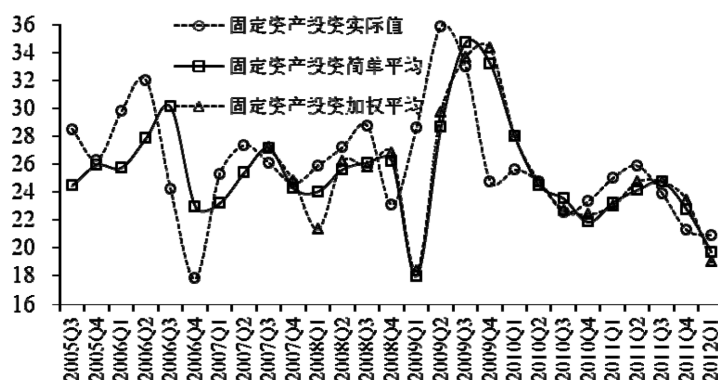


图 5、社会零售总额同比增速 (%)

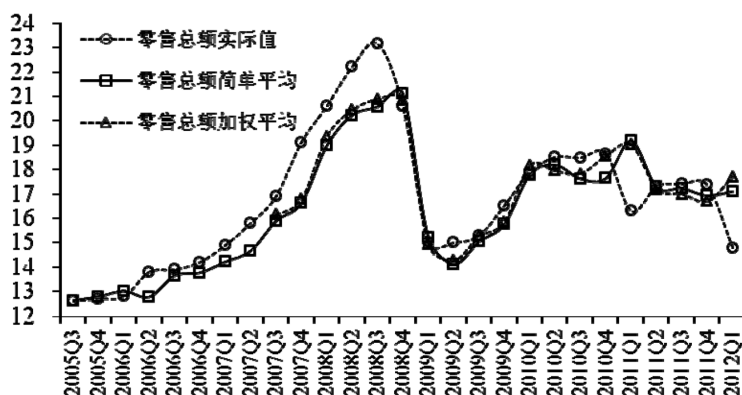


图 6、出口名义额增速 (%)

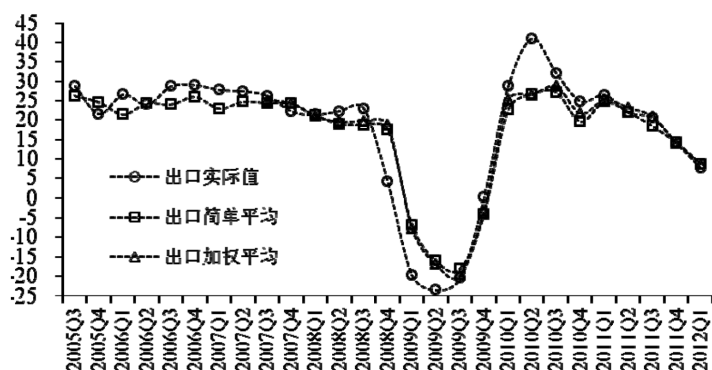


图7、进口名义额增速

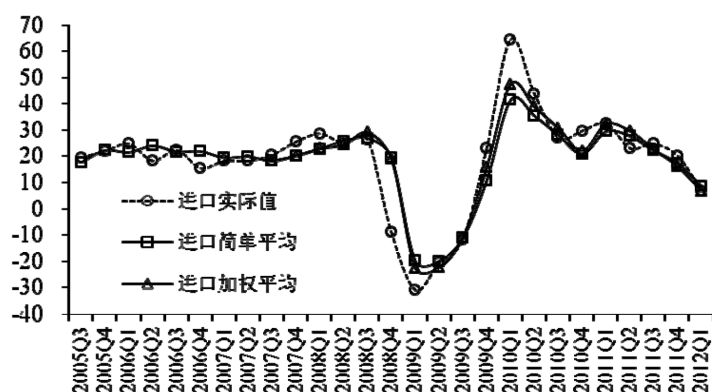


图8、一年期存款利率（%）

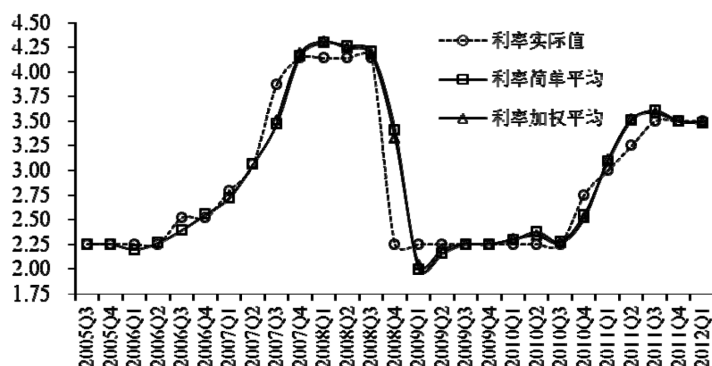


图9、人民币兑美元季度末汇率（人民币 / 美元）

