

目 录

2011年春季（总第25期）

2011年4月23日

李 实：最低工资人群与最低工资政策.....	2
华 生：破解中国房地产调控困局.....	11
卢 锋：BRICS合作背景和前景.....	18
会议上半场问答.....	40
魏凤春：2011年二季度宏观经济分析： 嬗变—穿越刚性.....	43
苏 畅：高油价对中国经济和投资的影响.....	53
宋国青：贸易条件变化与顺差下降.....	68
会议下半场问答.....	79
第24次“北大CMRC朗润预测”：2011年第2季度.....	83
“CMRC朗润预测”特约机构名单.....	84

最低工资人群与最低工资政策

李实

北京师范大学收入分配与贫困研究中心主任、教授

李实教授从问题研究背景、低工资人群描述统计分析、最低工资标准的决定因素和影响、最优最低工资标准等方面对中国低工资人群和中国最低工资政策做了详尽深入的分析^①。

一、研究背景

关于低工资人群和中国最低工资政策的研究背景有如下四个方面。

第一，关于收入分配和城镇收入差距的研究表明过去三十年中我国的收入差距在不断扩大。基于四次住户抽样调查数据的测算显示1988年中国城镇职工基尼系数只有0.23—0.24，但在以后不断扩大，1995年扩大到0.3，2002年扩大到0.34，2007年扩大到0.36。在这种情况下，我们有必要对工资差距扩大过程当中低收入与低工资人群的收入增长问题做一些比较全面的分析。

第二，上世纪九十年代中期以来的企业改制造成了城镇职工，特别是国有和集体企业职工大量下岗失业，下岗职工再就业以低工资岗位为主，从而形成了一个新的低工资人群。另外过去十年当中大量农村劳动力进城务工，由于自身人力资本禀赋比较低和城镇当中各式各样的歧视，农民工也比较容易成为低工资的人群。一些相关研究也表明，不管是从小时工资还是基本工资来看，农民工基本上构成低工资人群的主体。然而，尽管有大量的低工资人群存在，学术界对中国低工资人群的研究却非常匮乏。

^①这次发言内容主要来自于Deng Quheng and Li Shi (2011), "Low-paid Workers in Urban China" (Research report for the project of Low-paid Workers in Asian Countries supported by ILO).

第三，为了缩小工资差距，使得城镇职工工资尽快增长，中国政府在2004年引入了最低工资政策，然而该政策并没有得到严格执行。长时间内，地方政府考虑更多的是就业问题，从而对提高最低工资或者通过最低工资提高工资水平并不抱有太大希望。

第四，最低工资在不同城市之间差异也非常大，三百多个城市最低工资最新标准的统计数据表明在最低工资最高的100个城市当中，最低工资标准的差距也非常大，最高的月工资达到1300元而最低的不到600元。

第五，自2010年起各地方政府竞相提高最低工资标准，很多地方提高幅度非常大，比如深圳的最低工资提高20%，天津提高20%，陕西提高27%，重庆提高了28%，万州则提高了33%。在这种情况下，最低工资如果进一步提高或者最低工资提高并加以严格执行，它确实会对我们劳动力市场、对就业产生一定影响。通过最低工资解决收入差距可能最后结果是适得其反，收入差距没有减小反而被拉大，因为虽然一部分人的工资得到了提高，但还有一部分人会因此退出劳动市场而成为失业人员。这种情况下收入差距就有可能被进一步拉大。

二、低工资人群描述统计分析

国际上对低收入（工资）人群的定义一般采取两个标准：一是设定一个工资额，低于该工资额的人群就是低工资人群，这是一个绝对标准；二是根据工资分布，制定出一个相对标准。为了考虑国际可比性，我们在研究中采用相对标准，以小时工资中位数的2/3作为基准，低于该基准的人群称之为低工资人群。

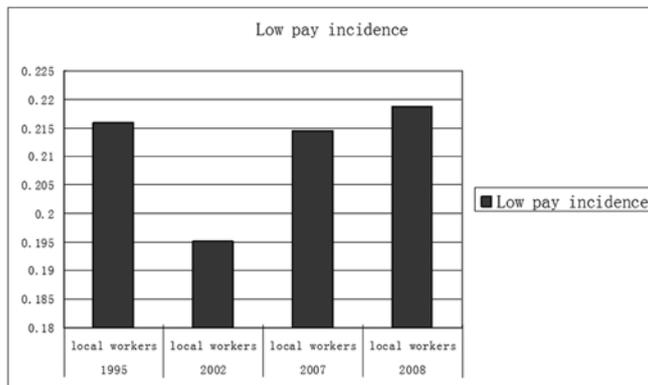
我们的研究覆盖了1995、2002、2007和2008四年的CHIP数据。研究表明相对标准的低工资水平在这四年中逐年提高（见表一）。

表1、低工资阈值和平均工资

	1995 local workers	2002 local workers	2002 migrant workers	2007 local workers	2007 migrant workers	2008 local workers
Low-pay thresholds	2.12	2.99	2.99	5.12	5.12	5.67
Mean wage of the low paid	1.50	1.96	1.82	3.59	3.45	3.98
Mean wage of the high paid	4.09	6.60	5.03	12.08	7.63	13.53
Mean wage of the whole sample	3.53	5.29	2.90	9.66	5.02	10.84

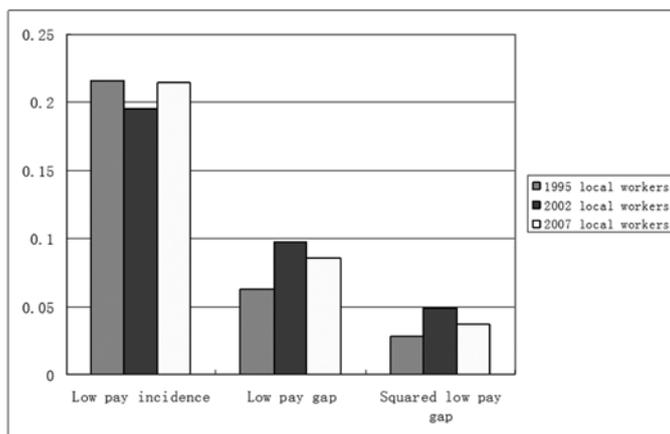
低工资人群发生率(low pay incidence) (见图1) 除2002年有小幅下降外, 2007年和1995年基本持平, 而2008年较2007年有所上升。我们认为2007和2008年的变化主要原因是工资差距拉大, 提高了平均工资水平和低工资标准, 从而带来了更高比例的低工资人群。

图1、低工资人群发生率



我们还计算了低工资人群平均工资和低工资标准之间距离距离(low pay gap)和该距离平方项(squared low pay gap), 从而勾勒出最低工资人群工资分布情况 (见图二)。

图2: Low pay incidence, Low pay gap and Squared low pay gap



首先看城镇职工情况, 数据表明1995年、2002、2007年最低工资人群比例基本上没有发生太大变化, 但从最低工资人群平均收入和低工资标准之间距离来看, 02、07年相对95年来说有所上升。这意味着低工资标准以下的人群平均工资相对水平没有上升反而是下降。平方项数据也意味着当城镇收入差距扩大的同时, 很多低工资人群相对收入基本上没有发生很大的改变, 而且他们的平均收入在一定程度上还有所下降。

再看农民工的情况，数据表明农民工中的低工资人群比例从2002年的66%下降到2007年的42%左右。如此大的下降幅度表明农民工工资在这期间有很大上升，而且相对城镇职工的工资也有所上升。其平方项的下降趋势也表明农民工工资的分布趋于平等。通过上面的分析，我们指出低工资标准对于城镇职工工资分布的影响不大，但是对于农民工工资得到了很大改善。

我们对低工资人群的组成结构做了进一步的分析。从性别结构看，女性较男性占比更高（见表2），2002年城镇职工女性低工资人群比例高出男性两个百分点以上，农民工当中女性占低工资比例更高一些，比男性高出近21个百分点。与2002年的数据相比，2007年低工资人群的男女比例发生了较大的变化，城镇男性职工比例略微上升但变化不大，女性职工占低工资人群比例则上升了将近8个百分点，这样结构上的变化反映女性更容易陷入低工资人群中。

表2、低工资人群性别分布

	2002 local workers	2002 migrant workers	2007 local workers	2007 migrant workers	2008 local workers
Male	0.1626	0.5682	0.1714	0.4139	0.1687
Female	0.1872	0.7746	0.2635	0.4266	0.2795

从地区分布结构来看，中西部地区较东部地区占比更高（见表3）。地区结构差距在2002年并不特别明显，低工资人群比例最高的中部地区只比东部地区高出2.5个百分点，但是到了2007年发生了非常大的结构性的变化，东部地区低工资人群比例大幅度下降到11%左右，而中西部地区大幅度上升到32—33%。2007年农民工低工资比例在不同地区间也有很大差别，其中东部地区的比例为29%，而西部地区比例则高达64%。因此，经济增长在一定程度上使东部地区工资增长大大超过西部地区，从而带来了低工资结构上的变化。

表3、工资人群地区分布

	2002 local workers	2002 migrant workers	2007 local workers	2007 migrant workers	2008 local workers
Eastern	0.1648	0.6493	0.1075	0.2885	0.1049
Middle	0.1882	0.5972	0.3172	0.5463	0.3310
Western	0.1748	0.7108	0.3264	0.6433	0.3124

从受教育水平上看，低学历较高学历占比更高（见表4）。

表4、低工资人均受教育水平分布

	2002 local workers	2002 migrant workers	2007 local workers	2007 migrant workers	2008 local workers
Primary school or below	0.1669	0.7963	0.4013	0.3926	0.4918
Junior high	0.2285	0.6780	0.3431	0.4541	0.3629
Senior high	0.1921	0.5085	0.2467	0.4148	0.2898
College or above	0.1057	0.3500	0.1147	0.2887	0.1010

从低工资人群和家庭贫困发生率的相关关系看，低工资人群通常有较高的家庭贫困发生率。在2002年，城镇职工中低工资人群的家庭贫困发生率是2.7%，中高工资人群的贫困发生率低于1%；农民工中低工资人群的家庭贫困发生率高达64%。到2007年，城镇职工中低工资人群陷入贫困的概率不但没有减少，反而由原来的2.7%上升到4.8%；农民工中低工资人群的贫困发生率则大幅下降将近20个百分点，而中高工资人群下降比例更是将近30个百分点。和贫困联系最密切的是失业人群，当政府把最低工资标准上提的时候可能带来更多失业，从而导致更多贫困人口和更大收入分配差距（见表5）。

表5、不同工资水平下的贫困发生率（%）

	2002 local workers	2002 migrant workers	2007 local workers	2007 migrant workers
Low pay	2.69	64.09	4.79	45.36
High pay	0.64	43.05	1.22	13.93
Unemployed	5.24	71.43	9.35	66.27

三、最优最低工资政策

在清楚了解低工资人群分布的前提下，采取何种最低工资政策是最优的是一个值得深入研究的问题。最优最低工资政策是指最低工资政策的制订正好可以实现缩小收入差距的目标又不对失业造成影响。最低工资政策的制定需要同时考虑最低工资的决定因素和最低工资标准的影响。

从最低工资标准的决定因素来讲，有两个假设可以加以检验：一是最低工资主要由不同地区的生活成本来决定；二是相对富裕地区的政府倾向于提高最低工资标准来限制外来务工人员就业量，从而缓解该地区的人口压力。这些地方政府认为当地就业已经解决，其就业压力主要来自于外来人口，特别是农民工的就业。中央政府同时提出要给外来人口提供平等的权利和公共服务。因此，外来人口的不断涌入导致了这些地方就业岗位、人口、教育等方面面临压力。在这种状况下，相对富裕地方的政府希望提高最低工资标准，并按照此标准介绍就业，从而增加用人单位的劳动力成本，而直接受这一措施影响的就是外来务工人员的就业。

从最低工资的影响来看，最低工资的提高（1）在一定程度上缩小工资差距，但是它收入差距的改善作用并不大；（2）对失业的影响很大程度上取决于工资分布、最低工资政策的选择和企业利润（尤其是中小企业利润）的分布状况。当低工资人群比例比较高的时候，或者有大量的微利企业的时候提高最低工资有可能对就业产生不良影响。

四、现行最低工资政策

根据前面对最优最低工资政策的分析，判断目前最低工资标准是否最优尚需一系列的工作。这些工作主要涉及城市层面上的低工资标准及其分布关系；企业利润分布；企业利润水平和劳动力成本之间关系等方面的深入分析，从而判断出企业应对最低工资上调的对策，如提高工人工资、减员或者破产；以及最低工资标准水平处的失业弹性进行估计，从而可以推算出一个既对失业不会产生太大影响，又能缩小工资差距的最优最低工资标准。

表6测算了以现行最低工资标准作为低工资人群阈值前提下，我国的劳动力市场状况。若按各个城市2007和2008年的最低工资标准作为当年低工资人群的阈值，那么2007年将近30%城镇职工实际工资低于当地最低工资标准，这一比例在2008年稍微有所下降，到27%；对于农民工来说，在2007年约54%农民工实际工资低于最低工资标准。

如果上述统计数据可靠的话，则粗略的讲，即便不再提高最低工资标准，而只是严格执行现有最低工资标准也会带来至少19%的失业率，而这些是需要进一步研究的问题。

表6、低工资人群发生率

	2007 local workers	2008 local workers	2007 migrant workers
Low pay incidence	0.2981	0.2713	0.5425

注：以现行最低工资标准作为低工资人群的阈值

Low wage workers and optimal minimum wage policy in China

Shi LI

Professor of Beijing Normal University

Based on the former studies on wage/income inequality, Prof. Li first points out that the problem of low-paid workers and the minimum wage policy in China deserves more attention of academic research.

Through closely investigating the 1995, 2002, 2007 and 2008 waves of CHIP and taking the two-thirds of the median of hourly wage as the threshold of low pay, Prof. Li finds that for local workers, the low pay incidence doesn't change much during this period, while the low pay gap and squared low pay gap suggests that the average wage of the low-paid workers decrease relative to the enlarging income inequality. On the contrary, for the rural migrant workers, the data reveals that the low pay incidence decreases significantly during this period and the distribution of wage becomes more equal.

As for the structure of the low-paid workers, it is in line with our intuition that women, middle and west areas, and relatively less educated workers take a large proportion of the low-paid group. Further, a significant positive correlation between the low pay incidence and poverty rate is also observed.

To reduce the wage/income inequality while not to result in unemployment, it's necessary to take both the determinants and effects of the minimum wage into consideration for an optimal minimum wage policy. On the determinants of minimum wage, Prof. Li provides two hypotheses to be tested: (1) It is mainly determined by local living costs; (2) Governments in rich cities have a motivation to raise low-wage standard to reduce population pressure. On the impacts of rising minimum wage standard on wage/income inequality and unemployment, Prof. Li gives another two hypotheses: (1) Rising minimum wage standard reduces wage inequality, but it has ambiguous effect on income inequality; (2) Its impact on unemployment largely depends on wage distribution and profit distribution of enterprises, particularly of SMEs.

Prof. Li claims that, to evaluate the optimality of the current minimum wage policy, a series of work to be accomplished, such as the generating actual wage distribution and profit

distribution of enterprises at city level, estimating unemployment elasticity of minimum wage at city level, and estimating the effects of minimum wage on wage inequality and unemployment. Only based on these results can we set up criteria for optimal minimum wage at city level.

破解中国房地产调控困局

华 生

著名经济学家，燕京华侨大学校长

华生教授报告了他对中国房地产市场调控的理解和看法。他通过比较中日韩三个国家城市化进程和在城市化进程中政府采取的调控房地产市场的需求管理政策措施，对解决当前中国房地产市场所出现的调控困局提出了相关政策建议。

华生教授的演讲分为三个部分。首先，他介绍了本次演讲的背景，由于房地产市场关乎人民大众的切身利益，近年来，关于中国房地产市场所出现问题的讨论也就非常热烈，他注意到这一年多来中国房地产市场情况和宏观政策环境都出现了进一步的恶化；其次，他比较了中日韩城市化的进程，进而对中国城市化过程中房地产市场的变化进行了分析；最后，他从日本和韩国对本国房地产市场成功调控的经验中得出了有益于中国房地产市场调控在需求方面的政策建议。

华生教授认为中国房价高企主要是房地产制度设计出了问题。中国急需改变当前的现状，在一系列制度上面进行根本性的重新构造。借鉴于日韩的经验，在需求方面他提出了三个主要措施来对房地产市场进行调控。第一，从重视交易税和流转税转移到重视所得税上来；第二，设定固定资产保有税；第三，将房屋作为遗产的一部分，在一定条件下对该部分征收遗产税。

一、中日韩城市化进程的比较

中国城市化进程现在处于哪一个阶段？有的观点表明中国城市化水平已经不低了，城市化发展已经够快了。这样的观点到底对不对呢？这就需要将中国目前所处发展阶段的城市化水平与其它国家所处同样发展阶段的城市化水平进行比较。由于欧美国家的城市化是经过工业革命后数百年自然形成的，与中国的可比性不高，因此，我

们选择日本和韩国这两个亚洲国家，比较了日本、韩国和中国的城市化水平。作为后发国家，日本和韩国也经历了经济发展的赶超阶段，这一点和中国的实际情况非常接近。通过比较，我们发现，中国、日本和韩国之间最大的相同之处是人口密度和人均可耕地面积。通过表一，我们可以看到，中国人口密度略低于日本和韩国，但是如果考虑西部地区基本荒芜人烟、无法居住的情况，那么实际上，中国、日本和韩国在经济发展加速阶段的人口密度相差并不多。中国、日本和韩国的人均可耕种面积也非常类似，分别为1.37亩、1.05亩和1.2亩，大概都为1亩耕地左右。

表1、中日韩城市化加速期的土地资源对比

国家/时期	人口密度 (人/平方公里)	耕地面积 (万公顷)	人均耕地面积 (亩)
中国(2009年)	139	12199	1.37
日本(1950年)	221	584	1.05
韩国(1960年)	251	204	1.2

从表二，我们可以看到，中国城市化水平从1978年的18%上升到2010年的47.5%，上涨了29个百分点，但是城市化水平的计算包括了城市里的外来务工人员，实际上，外来务工人员并不能算成是真正的城市居民，如果在统计中去除掉外来务工人员，那么中国的城市化水平仅仅为34%，相对于1978年只提高了16个百分点。我们再来看看日本和韩国在经济高速发展阶段时的情况。日本1950年的城市化水平已经达到了37.4%，到了1975年更是上升到78.6%，该统计中并没有包括农民工，全国大部分人口都安置在城市，而且主要安置在大都市圈内。韩国1960年城市化水平为27.7%，到了1990年上升到了74.4%，城市化水平提高了46.7%。韩国用短短三十年左右的时间便完成了国家从农业国向工业国的转变，大部分人口进入城市，城市化水平年均增长速度比中国快一倍。值得注意的是，日本和韩国不仅完成了农村人口向城市的转移，农业国向工业国的转变，而且在这个过程中，他们均没有出现拉美陷阱，也没有出现贫民窟，所有外来移民和外来打工者都被安置进了城市，并且绝大部分人口都被安置进了大都市圈。同时，上世纪八九十年代，日本和韩国在城市化进程结束的时候，收入分配的平等状况也要好于中国，其基尼系数均在0.3以下，相当于中国计划经济时代的水平。日本和韩国能够以较快速度迅速的完成城市化进程，并且在这个过程中，没有出现贫民窟，也没有出现收入分配差距扩大的现象，这要归功于日本和韩国在城市化过程中对房地产市场实施的有效的调控政策和措施。

表2、中日韩城市化过程中的人口转移情况

国家/时期	起点城市化率	终点城市化率	城市化率提高	年均提高率
中国（考虑流动人口） （1978~2010）	18%	47.5%	29.5%	0.92%
中国（不考虑流动人口） （1978~2010）	18%	34%	16%	0.5%
日本 （1950~1975）	37.4%	78.6%	41.2%	1.648%
韩国 （1960~1990）	27.7%	74.4%	45.7%	1.557%

二、中日韩房地产市场的比较

中国要完成城市化过程，城市化水平需要从现在的34%上升到78—80%，按照日本和韩国的经验，在未来的20—30年内，中国就会达到80%的城市化水平，进而完成整个城市化进程。因此，我们可以认为中国的城市化进程刚刚进入加速阶段，现在研究房地产市场调控问题也并不算太晚，尽管我们现在已经走了很多弯路，包括最近采取的限购和限价措施。限购和限价措施正好限制了代表着城市化发展方向的外来人口向城市的转移，把最应该得到帮助的、最应该得到扶持的向城市转移的人口变成限制的对象，这是一个方向性的错误。现在各地已经纷纷出现这样的情况，就是不卖价格较高的城市中心住房，而专门卖价格较低的城市郊区住房，不卖精装修的住房，而专卖毛坯房，这样通过加权平均，住房价格就出现了增幅下降的情况，而事实却并非如此，所以行政性的限购和限价措施会带来一系列的扭曲。面对这种情况，究竟应当从什么地方入手来解决房地产市场调控的困局呢？我这次将仅从需求面方面来对这一问题进行分析和说明。

在分析需求之前，我们先看看表三中的中日韩大城市的房价收入指标。中国虽然是经济强国，但是人均收入依然比较落后，其人均收入水平仅仅为日本的十分之一，韩国的五分之一。但是北京和上海的房价却与东京和首尔的房价不相上下。表三中的统计数据表明，北京和上海的收入房价比都在35以上，而东京的收入房价比仅仅为8.7，首尔的收入房价比也仅仅为11.6。房价收入比所呈现的强烈对照表明了中国房价已经太高。在城市化进程加速的阶段，住房已经成为中国城市就业的普通工薪阶层最大的负担和压力，也成为中国城市化发展的最大障碍。

表3、中日韩一线城市的房价收入比

城市	全国人均 GDP	房价	全国城市人(户)均收入	房价收入比
北京	4283	23242/平方米	19109 元	35.04
上海	4283	21263/平方米	19109 元	38.5
东京	42325	5260 万日元 (约 420 万人民币) (套)	50 万日元 (月家庭)	8.7
首尔	20165	4 亿 4646 万韩元 (约 260 万人民币) (套)	320 万韩元 (月家庭)	11.6

注：东京房价：以住宅商品房平均建筑面积90.76为基准（日本总务省，《住宅/土地调查全国各地区自住房建筑面积排名》），单价为8.6万日元/平方米的（根据日本国土交通厅《房地价调查公告 2008》计算）；韩国房价及月收入来源于《韩国国民银行2010年速报》<http://news.onekoreanews.net/detail.php?number=57298&thread=01r04>；北京、上海的房价为2010年12月数据，来源于安居客，<http://www.anjuke.com/>。

中国的房价为什么如此之高呢？不受节制的需求膨胀、住房分配的严重不公不均，金融杠杆的扭曲放大效应，以及对富裕阶层将房产占有的不均转化为收入的惊人差距敞开大门，是中国房地产市场需求出轨的主要原因，而究其根本原因还在于房地产制度设计本身存在问题。因为，中国仍然处于高速城市化的进程之中，所以，中国急需改变现状，在一系列制度层面进行根本性的重新构造，缓解伴随高速城市化进程而出现的社会经济问题。过去中国基本上没有房地产的需求管理，这导致了房地产开发商会以盈利性较高的大户型住房为主要的建设目标。政府曾经提出的每户平均住房面积为70-90平米的指标也基本上是一个软指标，因为，房地产开发商有很多办法来应付规避这一指标。比如，现在出现的一房两证，一个大房子给两个证，140平米的房子给住户两个70平米房子的证，可谓上有政策，下有对策。从2005年开始，城市新建住房的平均面积为110多平米，甚至连经济适用房户均面积也在90-100平米之间，而日本住房平均面积是94.13 平米，韩国住房平均面积为86.5平米。可见，中国虽然有约2亿城市就业人口无住房，但在房价和新建房屋面积方面确实是在人均2000-4000美元的城市化起步阶段就已经赶超日本和韩国，可以与他们在高度发达的后城市化时代的水平相比。当前，中国建造的住房数量已经不小，但问题是平均住房面积太大。由于，现在中国均以小家庭为主，于是，小家庭的刚性需求与大户型套数之间便产生了矛盾，造成了绝对的住房刚性缺口。

三、解决中国房地产问题的方法

在外来人口大量移居城市的历史发展阶段中，日本和韩国的做法都是把房地产

政策放在城市化这个大背景之下，优先和充分满足外来人口对城市的基本住房需求，以适应高速发展的人口城市化的需要，体现了必须防止对劳动者和移居者财富剥夺的理念。日本和韩国主要是通过税收和金融信贷来进行房地产市场的调控，在住宅的流转、保有和继承的各环节建立完整的税收调节体制，全面保护自住需要、挤压投资投机需求，解决房价高企的问题。其中，有三个主要措施值得我们借鉴。

第一，从重视交易税和流转税转移到重视所得税上来。中国房地产市场主要为交易税和流转税，这部分税种在房地产交易当中最容易转嫁，中国基本上全部转嫁到买方，对卖方没有太大的影响。日本和韩国在住房交易中征收的是所得税，所得税是不能转嫁的或者转嫁是非常困难的。然而，对此所得税的征收需要区分自住房跟非自住房。日本和韩国的基本做法是保护自住房交易，自住房交易在一定额度以内，特别是普通自住房基本是免税的，如果不是自住房就要缴纳个人所得税。对非自住房进行征税，一方面保障了住房的基本供给，另一方面也基本遏制了房地产市场的投机空间。

在中国，个人转让住房应当征收20%的所得税，但是由于成本信息的不对称，一般按照房屋交易额的1%征收交易税和流转税，如果一套原价5万元的房改房现在卖300万，所得额是295万，按照交易额的1%征税只需要缴纳税金3万元，而事实上这部分所得应当作为个人所得而征收个人所得税，如此低的税率将无法阻止房地产的投机行为，这也反映了中国的税收设置中存在一定的扭曲。这是我们在交易环节上与日本和韩国的巨大差异，理解了这些差异，就完全可以理解为什么中国有那么大的房地产投机需求。

第二，设定固定资产保有税。日本和韩国基本上都设置了固定资产保有税。日本对120平米以下的普通住宅征收0.7%的固定资产保有税，对超过120平米以上的住房征收的固定资产保有税则翻倍为1.4%，这是日本119.5平米的房子在市场上最受欢迎的原因。在这种情况下，政府也根本不用提倡居民购买小户型，因为大家都会买小户型，而且如果住房面积更大一些，那么边际税率还会继续上升。在2005年，日本政府甚至取消了固定资产保有税的上限，以更好的对房地产市场进行调控，打击房地产投机行为。韩国则对高档公寓楼、商住两用房征收固定资产保有税，对别墅高档住房征收高达5%—7%的固定资产保有税，也就是说如果住一个一亿元的豪宅，每年需要缴纳700万元的固定资产保有税。如果中国能够实施这样程度的固定资产保有税，那么现在的房屋供给量也就不会有这么大的缺口。

第三，将房屋作为遗产的一部分，在一定条件下对该部分征收遗产税。日本和韩国遗产税都很高，差不多在50%以上。在日韩的遗产税征收制度中，有一个规定值得中国借鉴，即子女继承父母房子的时候，如果继承者是无房户，那么继承普通商品房可以免交遗产税，但是如果是高档住房，无论继承者有无住房，都必须缴纳遗产税。这意味着，如果父母有房子，子女重新购房的动机就会下降，这样便又省下一大批房源，有效减少了购房的需求。

四、对供给面因素的简单提示

最后，我简单提示一下我还在研究的中国房地产市场供给方面的问题。中国在土地供给制度上还存在很大的问题。虽然中国社会经济各个方面都呈现出欣欣向荣的局面，但是中国的土地制度是非常混乱的，导致令不行禁不止，各种违规没有办法禁止的情况屡屡出现。而房地产的核心问题便是土地，事实上，一个房子从建成那一天开始，它的地面部分就在贬值，唯一升值的是土地而不是房子。房地产市场的问题没有解决好就是因为没有一个正确有效的土地供给制度。现在的主要问题是土地供给的制度设计存在缺陷，耕地增减平衡挂钩和土地招拍挂的制度需要迅速的加以纠正。

Dealing with the Dilemma of Real Estate Regulations in China

Sheng HUA

President of Yanjing Overseas Chinese University

In his speech, Dr. Hua reports his opinion on the real estate industry regulations in China. He compares the urbanization processes and the real estate regulations of China, Japan and Korea. Based on the successful experiences in Japan and Korea, he proposes some policy suggestions.

The speech is divided into three parts. First of all, Dr. Hua introduces the background of this speech. There is a big debate on the real estate industry recently as the real estate industry has the closest relation with the immediate interest of the resident. He notices that the situation of real estate industry and the environment of macroscopic policy have been deteriorating since this year. Secondly, Dr. Hua compares the urbanization processes of China, Japan and Korea and thus analyzes the change of the real estate industry in China during the urbanization process. Finally, he proposes some useful policy suggestions on the real estate industry regulation in China.

Dr. Hua regards the problem of high housing price as a result of the deficiency in real estate system in China. The current situation needs to be changed immediately and the reconstruction of some institutions of real estate industry can be a way towards to solve the dilemma in real estate industry regulations. Drawing lessons from Japan and Korea, he comes up with three measures including transferring the focus from transaction tax and turnover tax to income tax, setting up the fixed asset possession tax and collecting the inheritance tax as the house can be taken for a kind of heritage.

BRICS合作背景和前景^①

卢锋

北京大学国家发展研究院教授

南非加入BRICS，使这个新兴经济体组合从四国“扩容”为五国。BRICS首脑4月中旬在中国海南三亚会晤，峰会发表“三亚宣言”系统阐述BRICS合作理念、方针以及对国际重大问题看法观点，代表BRICS合作机制化努力的最新进展。三亚峰会使BRICS这个新兴经济体国家集团再次成为全球瞩目焦点。

什么因素把全球最具代表性新兴经济体大国推到一起谋求合作？BRICS合作进程面临什么有利因素和制约条件？这一合作机制未来发展前景如何？本文尝试以中国发展为视角探讨上述问题。虽然对象涉及国际政治关系和外交领域多方面复杂问题，本文探讨侧重于问题的经济背景和内涵。

BRICS概念提出及其合作机制产生，是BRICS等新兴经济体实力壮大并伴随全球经济格局深刻演变的产物。证据显示BRICS已成为决定全球经济格局基本力量，在增量贡献上已成为最重要增长极。中国相对规模和增量贡献最大，通常超过其余四个BRICS国家总和。BRICS合作前景取决于如何处理几组关系，中国如何认识内部推进改革转型与外部参与全球治理关系，将以间接然而实质方式对BRICS合作前景产生深刻影响。

本文分6节。第1节介绍BRICS概念缘起，第2-3节定量考察中国和其他BRICS国家在全球经济和增长中相对地位和影响，第4节观察中国与其他BRICS国家双边经贸关系特点，第5节分析BRICS合作机制化的有利驱动因素和不利制约条件，第6节点评BRICS合作需要处理几组关系及其面临的几种前景。

^①感谢杨业伟同学整理相关数据所做大量工作，李远芳博士、陈英楠同学、陈思丞同学也参与文本研究。

一、从BRICs到BRICS：缘起和进程

BRICs概念最早起于2001年高盛研究员完成的一份研究报告。这份报告观察到2001年BRICs标示的中国、印度、巴西、俄国等四个新兴经济体较快增长事实，并在假设其较快增长势头持续的四种情形下推测新世纪最初十年全球增长格局改变，推论以往G-7作为最大经济体代表构成将不可避免发生改变，全球经济将进入包括BRICs的G-8或G-9时代^②。

2003-2004年，高盛研究团队进一步阐述上述命题，发表题为“与BRICs一起梦想：走向2050年之路”研究报告^③。报告认为到21世纪前半期接近尾声时，BRICs将跻身全球六个最大经济体之列，与当时六个最大经济体中美国和日本一起构成“新六强”组合。预测模型中包括人口规模、晚近时期经济增速、与发达国家相对差距等基本变量。这几个国家近年增长强劲，使BRICs报告产生远远超出普通投行研究结果的影响。创造出BRICs这个缩写词，是高盛这份报告的重要卖点；中文翻译依据BRICs英文类似“砖头”谐音“再创造出”“金砖国”流行概念。

早在2003年，巴西卢拉总统就建议巴西、中国、俄罗斯、印度、南非展开五国对话机制，虽然后来仅实现俄印巴三国对话，这一事实说明BRICs概念成为激发相关国家谋求合作行动的灵感来源。后来BRICs外长和领导人在联合国会议或其他国际会议期间曾多次聚会，2008年5月四国外长在俄罗斯本土举行会议，2009年6月16日BRICs四国领导人在俄罗斯叶卡捷琳堡举行首次正式会晤，成为启动BRICs合作机制的标志。

首次峰会重点就应对国际金融危机冲击、二十国集团(G20)峰会进程、国际金融机构改革、粮食安全、气候变化等重大紧迫问题交换了看法，讨论了BRICs未来对话与合作的前景。叶卡捷琳堡次峰会声明呼吁各国和相关国际组织积极落实2009年4月2日伦敦G-20金融峰会共识，强调应提高新兴市场和发展中国家在国际金融机构中的发言

^②Jim O' Neill: "Building Better Global Economic BRICs", GS Global Economics Paper, No: 66, 30th November 2001.

^③Dominic Wilson and Roopa Purushothaman: "Dreaming With BRICs: The Path to 2050", Goldman Sachs Global Economics Paper No: 99, 1st October 2003. 该报告2004年展开成一本小册子发表: Jim O' Neil, Sandra Lawson, Dominic Wilson et al.: Dreaming With BRICs: The Path to 2050, 2004 The Goldman Sachs Group, Inc.

权和代表性。四国认识到国际贸易和外国直接投资对全球经济复苏的重要作用，呼吁各方共同努力改善国际贸易和投资环境；声明敦促各方保持多边贸易体系稳定，遏制贸易保护主义，并推动世界贸易组织多哈回合谈判取得全面、平衡的成果。

四国表示愿根据“共同但有区别责任”原则，就应对气候变化开展建设性对话，并将有关措施与落实各国经济社会发展目标的任务相结合。声明强调并支持，在国际法治、平等合作、互相尊重、由各国协调行动和集体决策的基础上，建立一个更加民主和公正的多极世界。声明支持联合国在应对全球性威胁和挑战方面发挥中心作用，重申需要对联合国进行全面改革，使其更具效率，更有效地应对当今全球性挑战。声明表示将以循序渐进、积极务实、开放透明的方式推动四国对话与合作，强调“金砖四国”对话与合作不仅符合新兴市场国家和发展中国家的共同利益，而且有利于建设一个持久和平、共同繁荣的和谐世界。

BRICs四国首脑第二次正式会晤于2010年4月15—16日在巴西的巴西利亚举行，议题主要包括世界经济、金融形势、G-20事务、国际金融机构改革、气候变化及四国合作等。巴西总统卢拉在第二次峰会召开前夕指出，BRICs不再是一个空泛的概念，而是已成为一种政治现实。在国际事务的决策过程中，四国集团扮演必不可少局内人和行动者角色。为更有效地应对当今全球性挑战，四国应加强合作以建设一个开放透明的对话渠道。卢拉认为，BRICs 应继续倡导多边组织中决策过程民主化，坚持争取发展中国家的话语权，随时准备在世界事务中承担更加重大责任。

与首次峰会时国际经济形势相比，第二次峰会召开时国际金融危机对世界各国威胁已有所降低，中国、印度和巴西等一些国家已率先走出危机，俄罗斯、美国、欧盟的一些国家的经济也明显好转。但在巩固应对金融危机成果、加速改革国际经济秩序、完善“20国集团”运作机制、应对全球气候变化、加强环保和节约能源等现实紧迫问题上，仍需“金砖四国”和“20国集团”及世界各国继续做出更大努力。

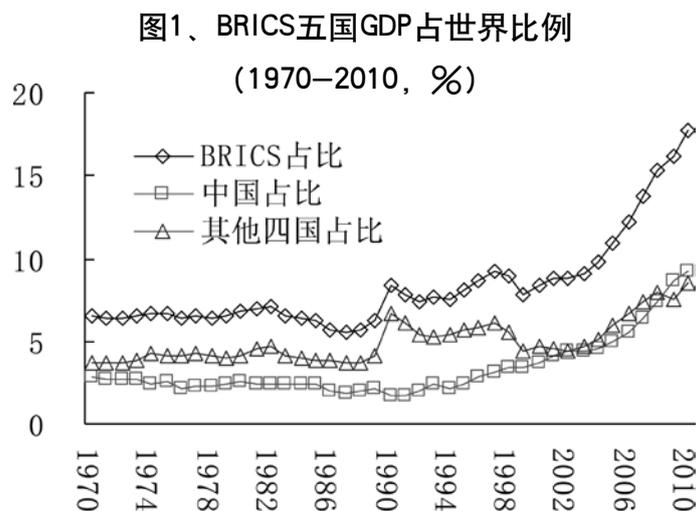
第二次峰会上四国领导人发表联合声明，就世界经济形势等问题阐述了看法和立场，并商定推动BRICs合作与协调的具体措施。2010年11月二十国集团会议在首尔举行，南非在此次会议上申请加入BRICs。2010年12月，中国作为BRICs合作机制轮值主席国，与俄罗斯、印度、巴西一致商定，吸收南非作为正式成员加入“金砖国家”合作机制，“金砖四国（BRICs）”变成“金砖五国（BRICS）”。

二、BRICS若干基础经济指标全球总量占比观察

BRICS概念提出及其合作机制产生，是BRICS等新兴经济体实力壮大并伴随全球经济格局深刻演变的产物。中国经济快速追赶和相对体量增长的直接和间接影响，在这个历史性转变进程中具有特殊重要地位。中国经济地位举足轻重，中国体制转型尚在深化推进之中，决定了中国对BRICS合作具有特殊影响力，也决定了中国相关政策方针和影响方式具有较大可塑性。

下面选择若干宏观经济变量和大宗商品消费指标，观察中国和其他金砖国这些指标的全球总量占比和增量贡献比率，以定量描述BRICS在全球增长中地位以及中国增长特殊重要性。接着观察中国与其他金砖国经贸关系并评估其相对重要性，然后再探讨BRICS合作前景及面临策略选择。

图1报告BRICS的GDP全球占比变化。五国GDP全球占比在上世纪70年代约为6%，80年代末和90年代上升到8%—9%，2010年达到18%。中国GDP全球占比从2000年4%上升到9%，贡献了这一时期BRICS全球占比增长的一半。目前中国GDP全球占比略高于其他四国总和。

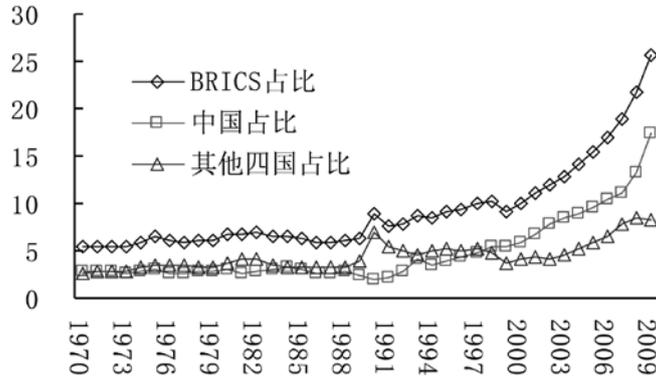


数据来源和说明：1970—2009年数据来自UN statistic，2010年数据来自IMF WEO（截止2010 Oct），俄国数据从1990年开始。

图2报告BRICS资本形成全球占比变化。上世纪70—80年代五国资本形成占比在5%—6%上下，90年代末上升到接近约10%，2010年跃升到25.7%，是基本宏观变量中全

球占比最高的指标。中国资本形成全球占比从上世纪70—80年代2%上升到90年代6%，去年增长到17.5%。目前中国资本形成占比是其他四国总和两倍多。

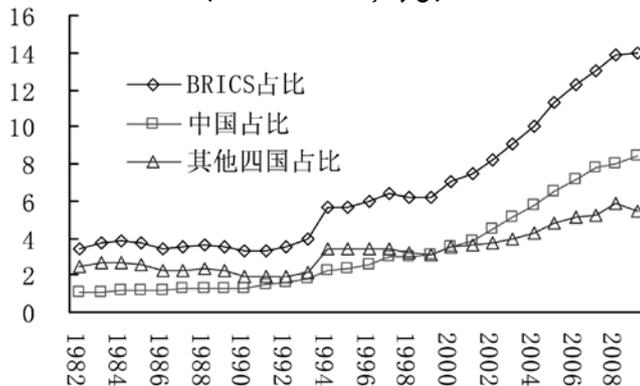
图2、BRICS资本形成占世界比例
(1970—2009, %)



数据来源和说明：UN statistic，俄国数据从1990年开始。

图3报告BRICS出口全球占比变化。五国出口全球占比从2000年7%到2010年翻番增长到14%，中国占比从2000年3%上升到8.5%，贡献这一时期BRICS全球占比提升量的79%。目前中国出口全球占比是其他四国总和一倍半。

图3、BRICS出口占世界比例
(1982—2009, %)

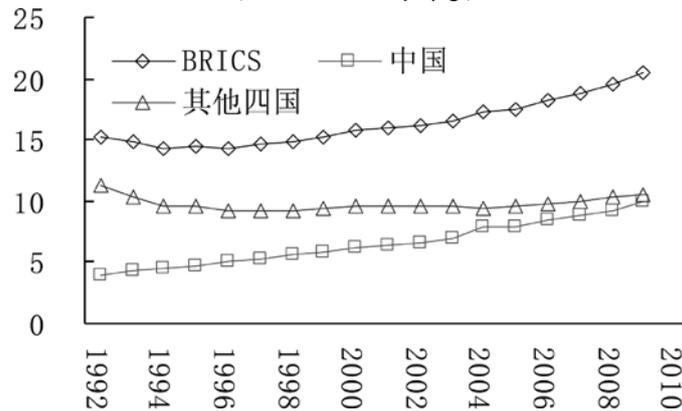


数据来源和说明：世界银行WDI数据库中“货物与服务出口份额 (export of goods and service Bop)”，俄国数据从1994年开始。

图4至图8报告1992年以来BRICS五国对石油、粗钢、铁矿石、铜、铝等金属材料、原料和能源大宗商品消费全球占比变化数据。显示两个特点。第一，中国这几种大宗商品消费全球占比，除石油为9.9%，略低于其他四国共和10.6%，其余消费占比都几倍于其它四国。第二，BRICS石油、粗钢、铁矿石、铜、铝等消费占比分别从15%

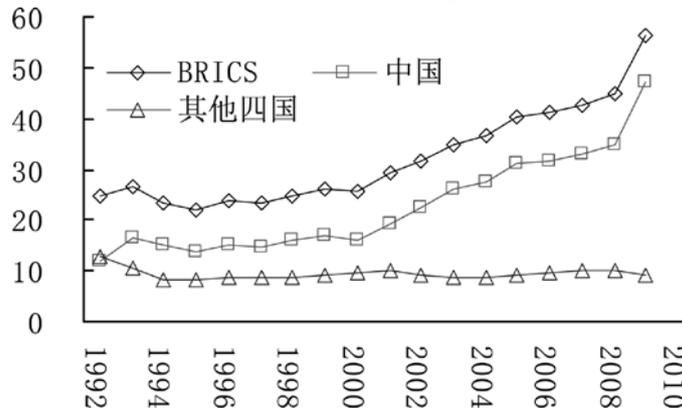
上升到20%，25%到56%，40%到70%，15%到47%，18%到49%。这些增长基本来自中国消费占比快速增长。其余四国除了铜消费占比略有增长外，其他四种商品消费占比还略有下降。

图4、BRICS石油消费占世界比例
(1992–2009, %)



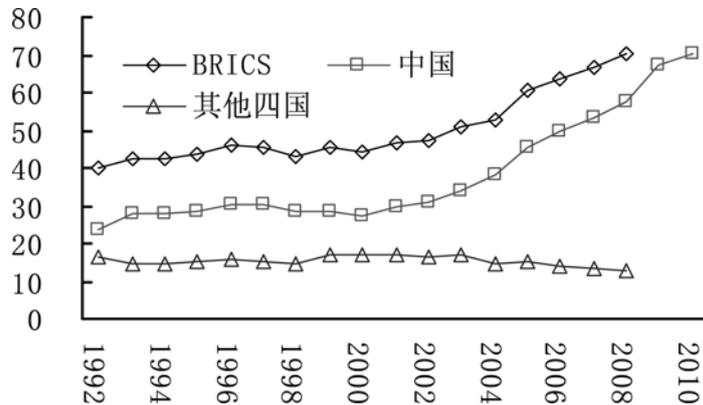
数据来源：EIA数据。

图5、BRICS粗钢消费占世界比例
(1992–2009, %)



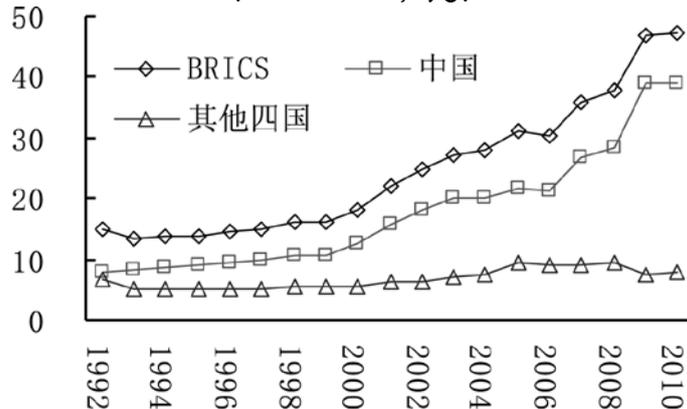
数据来源：“粗钢表观消费量=粗钢产量+粗钢净进口 (crude steel equivalent)”方法计算，1992–1996年利用粗钢产量和净出口数据计算而得，粗钢产量数据来自《帕尔格雷夫历史统计》，粗钢净进口数据来自OECD《world steel trade》数据。1997–2009年数据来自《steel statistical yearbook》，统计口径为apparent steel use(crude steel equivalent)。

图6、BRICS铁矿石消费占世界比例
(1992-2010, %)



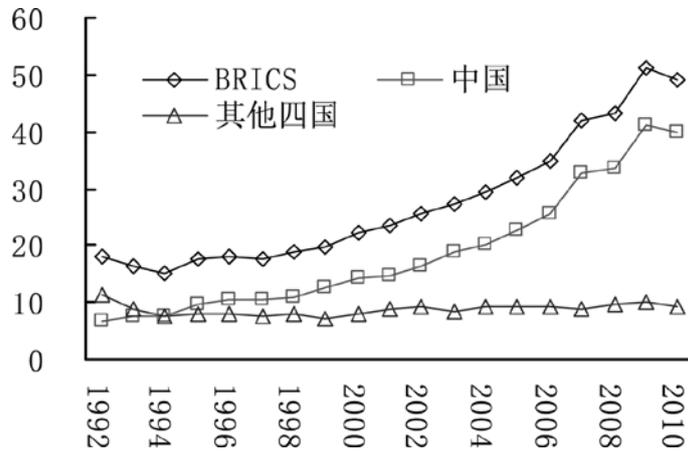
数据来源：1995年及以前数据来自《Iron Ore Statistics》(prepared by the UNCTAD Secretariat, published by Congressional Information Service, Inc., Volumes of 1993 and thereafter), 1997年及以后数据根据《steel statistic yearbook》(World Steel Association, 来自USGS网站)中产量和净出口数据计算的表观消费量, 1996年数据为前后两年平均值估计。2010年中国数据依据统计局铁矿石产量和净出口量数据计算的表观消费量。

图7、BRICS铜消费占世界比例
(1992-2010, %)



数据来源：来自《World Metal Statistics》，其中2010年数据由2010年1-11月消费量数据估算而得，估算方法为：2010年消费量=2009年消费量*(2010年1-11月消费量/2009年1-11月消费量)。

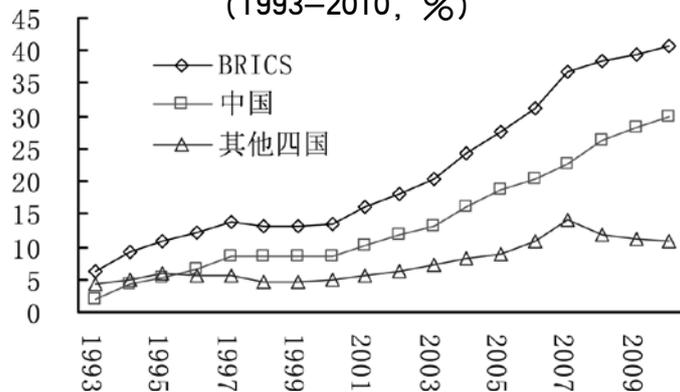
图8、BRICS铝消费占世界比例
(1992-2010, %)



数据来源：来自《World Metal Statistics》，其中2010年数据由2010年1-11月消费量数据估算而得，估算方法为：2010年消费量=2009年消费量*(2010年1-11月消费量/2009年1-11月消费量)。

图9报告BRICS外汇储备全球占比变化。五国外汇储备占比过去近20年从1993年6.4%到2010年40%，增长5倍半。中国从2%增长到30%，增幅为14倍。其中四国从4.4%增长到10.4%，增幅为一倍多。这个时期中国外汇储备全球占比增长28个百分点，是其它四国占比值增长量的4.5倍。

图9、BRICS外汇储备占世界比例
(1993-2010, %)



数据来源：世界银行WDI数据库。

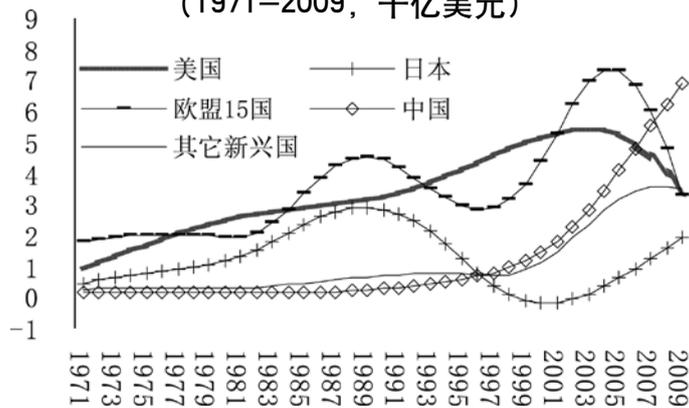
三、BRICS若干基础经济指标全球增量贡献观察

对中国和其它BRICS国家经济相对体量还可以从特定时期增加量以及“增量贡献

比”角度加以观察。如果给定时期全世界某个指标如投资增加量为100单位，BRICS或中国同期相应指标增加量为30，则相对世界增加量比例30%被定义为“增量贡献比”。从增量比较和增量贡献比角度看，中国与其它BRICS经济增长在全球范围内重要性更加凸显。

图10报告BRICS与全球主要国家用美元衡量的GDP增加量趋势值。数据显示，欧盟和美国长期以来一直是最大经济增量贡献国，部分受汇率变动因素影响，用美元衡量的欧盟GDP增量波动较大。中国增量趋势值从2000年1440亿美元增长到2009年6900亿美元，2006年超过美国，2008年超过欧盟15国，成为全球增量贡献最大国家。日本上世纪80年代经济追赶全盛时期GDP增量趋势值曾一度逼近美国，但是进入90年代后增势走弱，近年增量趋势值有所回升，但仍显著低于其上世纪峰值水平。中国以外四个新兴经济体加总GDP增量趋势值在2009年也增长到与美国和欧盟15国大体相等水平。

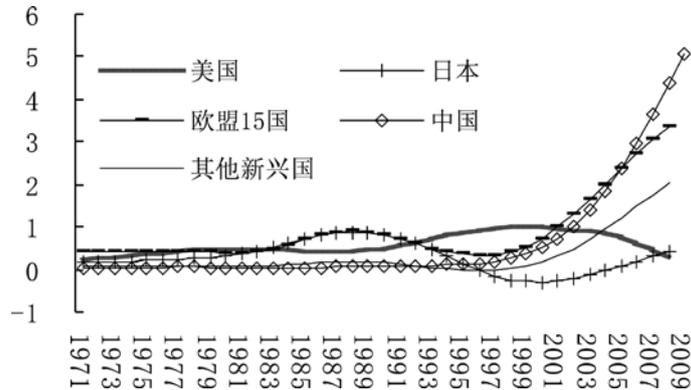
图10、BRICS与主要经济体GDP增量趋势
(1971-2009, 千亿美元)



数据来源和说明：欧盟15国包括德国、法国、意大利、西班牙、英国、荷兰、比利时、卢森堡、丹麦、爱尔兰、希腊、葡萄牙、奥地利、瑞典、芬兰。其它新兴国指中国以外的BASIC中四个国家即印度、巴西、俄国、南非。对各经济体GDP年度增加量提取HP趋势。1970-1979年数据来自UN statistics "GDP and its breakdown at current price in US \$", 1980-2009年数据来自IMF World Economic Outlook。

图11报告BRICS与主要国家用美元衡量的资本形成增量趋势值。日本该指标值在上世纪80年代曾超过美国，并在80年代中后期和90年代初与欧盟15国并驾齐驱，成为投资增量最大国家，但是进入90年代后不久增势也趋疲软。中国2002年投资增量趋势值超过美国，2006年超过欧盟15国成为投资增量最大国家。中国以外四个新兴经济体加总投资增量在2004年也超过美国，成为在中国和欧盟15国之后的第三大投资增量经济组合体。

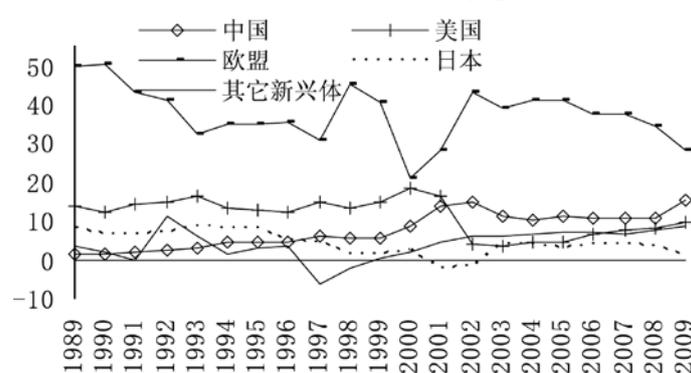
图11、BRICS与主要经济体投资增量趋势
(1971-2009, 千亿美元)



数据来源和说明：UN statistics。欧盟15国包括德国、法国、意大利、西班牙、英国、荷兰、比利时、卢森堡、丹麦、爱尔兰、希腊、葡萄牙、奥地利、瑞典、芬兰。其它新兴国指中国以外BASIC中四个国家即印度、巴西、俄国、南非。对各经济体投资年度增加量提取HP趋势。

图12报告主要国家和经济体出口对全球三年增量贡献比数据。欧盟15国出口增量贡献比平均水平较高，除个别年份一直是对全球出口增长贡献最大区域。但是受危机出口深度下跌影响，欧盟2009年对应的三年增量贡献下降到7.5%低位。中国该指标值1996年超过日本，2001年超过美国，此后在10%上下波动，是仅次于欧盟15国的第二大出口增量贡献国。由于这次危机时出口收缩量较小，中国2009年对应的三年增量贡献比从上年11%上升到27%，暂时超过欧盟首次成为最大增量贡献国。日本1985年出口增量贡献比曾名列前茅，不过此后大幅下降，到90年代中后期低于美国和欧盟退居第三位。其它四个新兴经济国出口增量贡献比近年与美国基本持平。

图12、BRICS与主要经济体对全球出口增量贡献比
(1989-2009, 千亿美元)



数据来源和说明：世界银行WDI数据。各经济体每前后三年出口增量占全球增量比例。欧盟15国

包括德国、法国、意大利、西班牙、英国、荷兰、比利时、卢森堡、丹麦、爱尔兰、希腊、葡萄牙、奥地利、瑞典、芬兰。其它新兴国指中国除外的BASIC中四个国家即印度、巴西、俄国、南非。

表1报告过去30年BRICS几种基础性大宗商品消费量对全球增量贡献比，从中可见这些指标在过去30年总体水平通常都比较高，过去十年除铁矿石下降外其它几种商品增量贡献比进一步大幅上升。具体而言，过去十年BRICS石油增量贡献比最低，但是也有三分之二，铝和铁矿石接近百分之百，粗钢和铜超过百分之百。中国在这些增量贡献比指标上同样占据支配地位：石油最低为47%，铝和铁矿石超过80%，粗钢和铜超过百分之百。

表1、BRICS若干大宗商品消费全球增量贡献比（1980–2010）

	石油	粗钢	铜	铝	铁矿石
五国					
1980–1990	29.3	59.3	-3.4	35.0	277.6
1990–2000	13.7	32.6	32.2	34.9	108.1
2000–2010	67.3	128.4	156.5	92.8	94.8
中国					
1980–1990	14.8	59.0	11.0	8.7	128.7
1990–2000	24.8	53.2	31.5	42.5	87.9
2000–2010	46.6	120.3	138.7	81.9	85.4
四国					
1980–1990	14.5	0.3	-14.4	26.3	148.9
1990–2000	-11.0	-20.5	0.7	-7.6	20.2
2000–2010	20.7	8.2	17.8	10.9	9.3

数据来源和说明：与图4–图8数据来源相同。把数据延伸到1960年并计算增量贡献比。粗钢是产量增量贡献比，其余指标是消费量增量贡献比。

选择若干基础性宏观经济和大宗商品消费全球总量占比和全球增量指标，我们系统观察了中国与BRICS目前相对体量和晚近时期增长贡献。应指出上述指标组合还不够全面完善。例如对大宗商品度量消费而没有度量产出，如度量产出巴西和俄罗斯对铁矿石和能源增量贡献会更大。另外如考虑尖端科技和军备实力，俄罗斯相对重要性会提升。不过从常态增长结构角度看，上述系列观察指标应能一定程度刻画特定经济体在当代开放环境下增长整体表现特点和相对重要性。

上述观察结果显示几点基本事实。BRICS确实已经成为决定全球经济格局的基本力量，特别是在全球经济增量贡献上已成为超过发达国家的最重要增长极。考虑经历金融危机后中国等新兴国经济快速回升，美欧受深层结构性矛盾困扰复苏劲道不足，

BRICS等新兴国家作为全球增长极地位有望持续和进一步加强。这些事实表明全球经济版图正在发生前所未有深刻演变。

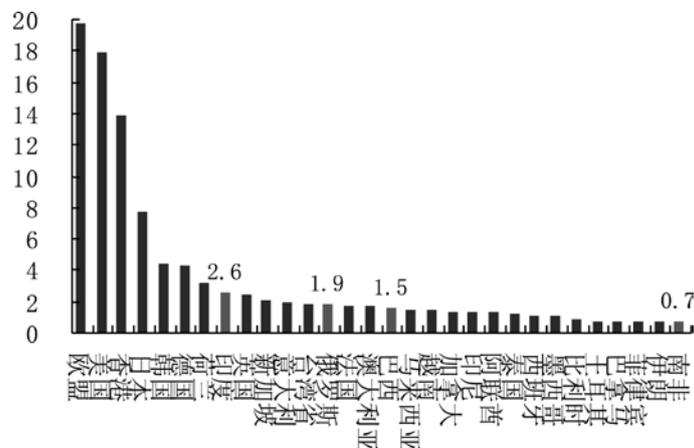
BRICS成员国增长贡献各有特点，如巴西、俄国在全球大宗商品供给方面具有特殊地位，印度作为人口规模10亿大国如能长期保持快速增长势头未来将对全球增长作出更大贡献。不过现阶段中国正经历最快速追赶阶段，由于两方面因素中国增长客观上拥有特殊影响力。

一是中国经济相对规模和增量贡献最大，而且通常会超过其余四个BRICS国家总和。二是中国快速成长较大程度推动大宗商品需求增长，构成俄罗斯、巴西这样资源丰富国家快速增长的重要推动因素。在这两点意义上，中国增长具有更多主动性，其他国家增长有一定程度派生性；没有中国追赶BRICS概念难以流行，反过来看在全球化时代中国追赶则是一个可自我演绎和叙述的故事。

四、中国与BRICS成员国经贸关系特点

上面定量描述中国与BRICS其他国家在全球经济中相对体量及增量贡献，下面观察中国与BRICS其他成员国经贸关系及其相对重要性，以便对BRICS合作的经济背景有更全面理解。图13报告2010年中国前30个主要出口对象国占中国出口总量比例数据。以出口相对规模排序，印度、俄国、巴西、南非分别占第8、13、16和30位，出口比重分别为2.6%、1.9%、1.5%和0.7%。四国总共占中国出口比重6.7%，不到日本一国7.7%占比。

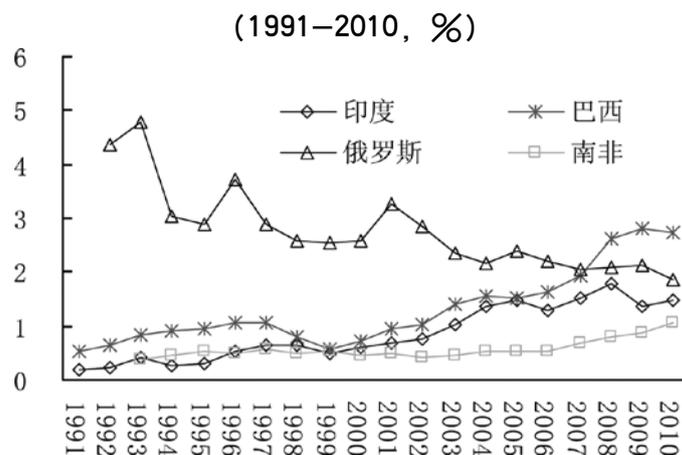
图13、中国货物出口前30经济体占比
(2010, %)



数据来源：中国海关数据。

图16报告近20年来中国从BRICS四国进口占比变化数据。从巴西和印度进口占中国进口总额比例增长最快，分别从1991年0.5%和0.2%上升到2010年2.7%和1.8%。从南非进口占比相对平稳增长，从1993年0.4%上升到2010年1.1%。从俄国进口占比在波动中呈现下降趋势，从上世纪90年代初4.5%下降到世纪之交3%上下，进一步下降到2010年1.9%。四国总计占中国进口比重，从1993年6.4%增长2010年7.1%，增长约一成。

图16、中国从四国进口占进口总额比例



数据来源：中国海关数据。

表2和表3分别报告2010年中国与四国十种主要进出口商品及其占双边进出口贸易比重。对四国出口相对集中在电器设备，机械及其它各类制成品。前两个最大出口项目是“电器设备”和“机械设备”，二者占比印度最高达到47.5%，最低为俄罗斯也有31.5%。中国从这四个国家前三项最大进口品，都是矿产品、矿物燃料、棉花木材等各类资源性产品，前三项资源性产品进口占中国从这些国家进口额比重在66%和80%之间。

表2、2010年中国对四国出口主要商品类别占比 (%)

序号	印度		巴西		俄罗斯		南非	
	商品	占比	商品	占比	商品	占比	商品	占比
1	电器设备	23.8	电器设备	23.4	机械设备	16.5	电器设备	18.5
2	机械设备	23.7	机械设备	20.1	电器设备	15.0	机械设备	15.3
3	有机化学品	10.0	精密仪器	7.5	鞋	7.9	针织服装	8.0
4	钢铁	5.0	钢铁	4.5	非针织服装	6.1	非针织服装	6.3
5	肥料	4.7	有机化学品	4.4	针织服装	5.6	鞋	5.3
6	钢铁制品	3.5	车辆	3.4	车辆	3.4	家具	3.8
7	塑料	2.1	钢铁制品	2.8	钢铁制品	3.3	车辆	3.6
8	精密仪器	1.9	皮革制品	2.0	精密仪器	2.9	钢铁制品	3.1
9	车辆	1.9	针织品	1.9	塑料	2.9	塑料	2.7
10	纺织品	1.8	塑料	1.9	皮制品	2.4	有机化学品	2.6
总计	409 亿美元	100	247 亿美元	100	296 亿美元	100	108 亿美元	100

数据来源：中国海关数据。

表3、2010年中国从四国进口主要商品类别占比 (%)

序号	印度		巴西		俄罗斯		南非	
	商品	占比	商品	占比	商品	占比	商品	占比
1	矿产品	56.6	矿产品	48.0	矿物燃料	49.4	矿产品	40.0
2	棉花	10.3	油料	21.4	木材	10.7	特殊交易	22.9
3	铜	4.1	矿物燃料	11.1	镍	5.9	贵金属	15.8
4	贵金属	4.0	纸	4.3	鱼	4.9	钢铁	7.3
5	有机化学品	3.4	油脂	2.2	矿产品	4.7	矿物燃料	4.8
6	电气设备	2.2	钢铁制品	1.6	肥料	3.9	镍	1.2
7	非金属矿	2.1	鱼	1.5	有机化学品	3.1	铜	1.0
8	塑料	2.0	糖	1.3	木浆及废纸	2.5	生皮及皮革	0.9
9	钢铁	1.8	生皮及皮革	1.3	橡胶	2.2	毛及织物	0.7
10	矿物燃料	1.6	船舶	0.9	无机化学品	2.1	塑料	0.7
总计	208 亿美元	100	381 亿美元	100	258 亿美元	100	149 亿美元	100

数据来源：中国海关数据。

表4进一步观察过去十年中国从BRICS其他成员国进口若干重要资源性商品的特殊重要性。2000-2010年中国铁矿石等矿产品进口额从31亿美元飙升到1086亿美元，增长30多倍。从四国进口矿产品占比从2000年34.4%上升到2004年48.4%，后又逐步回落到到2010年34.3%。巴西、印度在四国中是中国最重要矿产品进口国。2000-2010年中国矿物燃料进口额从207亿美元飙升到1887亿美元，增长约8倍；主要由于从俄国进口飙升，从四国进口矿物燃料占比从2000年4.2%上升到近年10%上下。另外巴西大豆油料和南非贵金属，在中国这类物品进口中都占有较大份额。

表4、中国若干初级产品进口额及BRICS成员国所占比重 (2000-2010)

年份	矿产品 (亿美元, %)				矿物燃料 (亿美元, %)		
	进口总额	巴西占比	印度占比	四国占比	进口总额	俄国占比	四国占比
2000	31	14.3	11.9	34.4	207	3.8	4.2
2001	42	18.2	13.1	38.4	175	4.6	4.9
2002	43	19.1	14.6	41.3	193	6.6	6.9
2003	72	19.1	18.9	43.3	293	7.2	7.3
2004	173	17.0	24.9	48.4	480	8.7	9.7
2005	260	15.6	21.2	42.6	641	10.2	11.2
2006	322	17.5	16.3	38.9	891	10.6	11.9
2007	540	17.9	16.3	39.2	1049	8.9	10.9
2008	864	17.8	16.6	40.5	1691	7.1	8.4
2009	696	18.9	11.4	37.7	1240	7.6	9.0
2010	1086	16.9	10.8	34.3	1887	6.8	9.6
年份	贵金属 (亿美元, %)			油料 (亿美元, %)			
	进口总额	南非占比	四国占比	进口总额	巴西占比	四国占比	
2000	24.2	19.8	22.6	31	15.2	15.5	
2001	9.9	13.9	24.6	33	18.5	18.7	
2002	27.1	19.9	25.0	28	32.6	32.7	
2003	18.5	20.0	32.0	57	29.7	30.4	
2004	26.5	27.8	38.3	74	28.2	28.8	
2005	34.7	27.6	37.6	82	29.2	29.4	
2006	46.2	25.7	32.8	81	37.2	37.4	
2007	62.6	21.4	28.4	123	31.8	32.1	
2008	75.4	22.6	29.3	232	31.4	31.7	
2009	65.5	26.1	35.9	210	35.0	35.1	
2010	108.5	21.6	34.2	271	30.1	30.3	

数据来源：中国海关数据。

虽然中国与其他BRICS成员国双边贸易大都呈现增长趋势，其数量规模相对中国外贸总量的重要性还是比较有限。但是从这些国家进口铁矿石、大豆等资源性商品具有特殊重要地位。可见中国与这些国家双边贸易不同程度具有制造业大国与原料、燃料、大宗农产品供应国之间互补性经贸关系特点，维护发展与这些国家双边经贸对于保障中国经济对资源性商品需求具有超出总量占比的积极意义。

五、推进合作的积极因素与制约条件

三亚峰会和宣言显示，BRICS具有开展全方位合作的意愿。客观分析目前BRICS的全球地位及其内部关系特点，有助于认识BRICS推进合作既有积极有利因素，也面临制约条件。

经济总量相对规模快速扩大和增量贡献全球最大的现实地位，加上金融危机使美欧发达国家遭遇重创，为拓展BRICS合作提供有利的时代条件。在当局全球经济格局经历演变大时代，BRICS合作有助于争取属于新兴国群体权益，督促美欧主导国家认识世界大势主动调整，推进后危机时代全球治理结构改革完善。这可能是现阶段BRICS合作最有积极意义也最可能取得成果的领域。观察目前形势，在国际财经领域存在多方面这类合作议题。

一是推动国际金融监管改革。这次金融危机暴露出必要金融监管缺失和某些金融工具过度扩张的潜在风险，总结经验教训，针对此前漏洞加强监管是未来国际金融体系改革重要内容。由于加强金融监管会涉及到发达国家特别是美国相关金融巨头利益，实际推进过程难免会因为技术和利益因素面临特殊困难。对影子银行监管、对大宗商品指数投资以及其他衍生品交易监管等，都属于这类对象。BRICS以及更多发展中国家合作，包括与德法等欧洲国家协调，对推动上述领域改革应能产生积极影响。

二是推动国际金融机构（IFI）治理结构改革。国际货币基金组织、世界银行等机构旧有投票权分配和高层管理团队任命方式，决定了这些重要IFI基本由美欧控制。这些机构建立时，美欧在世界经济和政治中占主导地位。当时包括中国在内前苏联阵营国家和包括印度在内很多发展中国家，大都尝试计划经济和高度管制经济模式，尚未接受经济全球化理念和对外开放方针，从历史角度看美欧当时对主要IFI拥有支配地位

在所难免。问题在于过去半个多世纪尤其是中国改革开放30多年来，世界经济和政治格局已发生深刻演变，IFI原有治理结构与世界政治经济现实已不相适应，BRICS协调合作有可能对必要改革产生显著推动力。

三是改革国际货币体系特别是储备货币方面制度安排。国际货币体系是指为满足国际商品、劳务、资产交易活动，对货币计价、支付、清偿、储值等媒介性功能要求所形成和建立的规则、组织、运行机制等制度安排的总和。为发挥国际交易媒介或流动性功能，现实国际货币体系至少要回答三方面基本问题。一是货币兑换比率与规则即汇率制度安排。二是国际收支调节机制。三是储备资产选择构成和储备货币安排。目前三个方面在需要改革，发达国家与中国等新兴国都面临调整议题。其中储备货币改革涉及美国作为主要国际货币发行国利益因而面临更多矛盾和困难，在推进这方面改革方面BRICS存在共同利益和加强合作空间。

四是督促发达国家重视其宏观政策的溢出效应。美国实行过度宽松货币政策，美欧财政纪律松弛纵容过度消费，是导致2008年金融危机及后续经济危机的重要结构性原因。危机爆发后美欧针对过去政策偏差调整仍不到位。尤其是美国凭借国际货币发行国地位，仍过度依赖数量宽松货币政策应对其长期结构性问题。这类政策在给美国经济长期增长前景带来消极影响和潜在风险同时，也给全球经济特别是新兴经济体带来多方面负面溢出效应。BRICS合作有利于表达上述诉求并探索有效的监测和督促机制。

另外BRICS合作为成员国提供表达和协调重大关切和利益诉求的平台。例如三亚峰会对俄国入世诉求表示支持，对联合国改革、IMF特别提款权（SDR）改革问题进行沟通协商，体现了BRICS合作上述功能。BRICS峰会对特定时期全球经济政治重大和热点问题表达共识性看法，成为这些国家首脑外交的重要议程。

不过从改变全球治理结构角度看，BRICS合作也存在客观制约条件。BRICS经济总量以及包括前沿创新在内的综合经济实力，与美欧发达国家比较仍然存在可量化的明显差距。在全球事务管理的概念和议程定义能力、思想影响和组织执行力方面，BRICS相对综合能力仍有待提升。以目前全球治理结构改革讨论而言，美欧精英人士和智库在议题定义、思想影响和推动形成共识方面仍明显具有较大优势，本文主题“金砖国”一词源自美国投行报告就是一则佐证。以欧美发达国家主导全球性事务有几百年经验积累，新兴国“软实力”在未来一段时期仍会处于“学习曲线”相对陡直

的历练阶段。在参与全球事务方面BRICS注定要经历志向超过实力、意愿大于能力的成长期。

如何整合BRICS内部利益关系和化解潜在矛盾也会对合作深度广度构成制约。基本情况在于，BRICS成员国经济结构差异性在带来互补性利益同时也带来诉求矛盾性。例如中国钢铁企业和相关机构在铁矿石进口价格问题上与澳大利亚以及巴西供货商艰难谈判和争执，双边投资政策也存在需要磨合的矛盾。对国际市场大宗商品金融投机工具、转基因大豆贸易、气候变化等问题，各国官方立场和社会舆论看法也存在明显差异。

另一方面，成员国利益类似性在带来合作机遇同时也派生出竞争性关系。例如作为大国新兴经济体，都有大力发展本国制造业的意愿，由于发展阶段和要素禀赋结构比较接近，可能存在一些竞争关系。考虑汇率对制造业相对竞争力影响，中国制造业快速增长与人民币汇率灵活性相对不足之间关系难免引发争议。实际上有BRICS成员国财经高官曾不止一次批评人民币汇率政策，G-20讨论外部失衡治理框架时中国与BRICS其他国家立场也有明显差异。

BRICS都是区域性大国，大都有扮演世界大国志向，大国之间如何协调各自雄心壮志也会带来一些特殊复杂问题。即使不论BRICS某些成员国之间历史遗留问题和地缘政治关系上“角力”因素，在政治制度和意识形态层面差异从长期看也会影响对全球重大问题的基本立场和看法，从而制约成员国合作的广度和深度。这方面中国与其他BRICS成员国相对差异可能要更大一些。

六、四组关系与四种前景点评

不完全是由于地缘相近结成的区域性合作机制，也不是由经济联系特别紧密结成的合作机制，而是以共享某些发展阶段和规模特征为纽带形成的特殊多边合作关系，BRICS合作前景将取决多方面复杂因素。BRICS未来在主要宏观指标全球占比上保持增长态势，无疑会有利于提升其合作相对重要性。发达国家整体经济走势及其影响的全球经济外部环境演变，也会反馈于BRICS合作进程。此外，BRICS特别是中国如何处理几组关系将是决定其合作前景的关键，这些关系包括BRICS内外关系，也涉及中

国国内政策调整与外交方针的关系。

一是BRICS与其它新兴经济体之间关系。BRICS自身定位代表新兴经济体，如何能有效代表和反应其他新兴经济体诉求，存在一系列利益协调问题，包括三亚峰会期间媒体关注的BRICS扩容问题。二是BRICS成员国内部关系。经济结构类似性带来合作空间但也造成竞争性因素，结构差异性创造互补合作空间但也派生矛盾性诉求，BRICS如何求同乘异协调成员国利益关系，将构成检验各国为政者战略定位和外交智慧的难题。三是BRICS与现有多边框架特别是G-20框架关系问题：是补充、推动和促进G-20合作机制，还是采取竞争、对峙甚至替代方针，将是定义BRICS合作长期目标和实质议程的挥之不去问题。

四是中国如何认识内部推进改革转型与外部参与全球治理关系，将以间接然而实质方式对BRICS合作前景产生深刻影响。这是由中国经济地位特殊重要性与中国体制仍处于探索转型期的基本因素决定的。对三亚峰会作为时政热点评论时可以忽略这一因素，从长期视角看这可能是决定BRICS前景的单个最重要变量。

外交是内政延续。对于像中国这样大国尤其如此。当早年中国内政以“阶级斗争”为纲，对外判断便以“战争与革命”为中心命题，基本方针是联合革命势力挑战现存国际秩序和霸权。改革开放时代内政转而以经济建设为中心，对外判断中心词转变为和平与发展，政策方针定位于以独立自主原则为前提选择性接受国际惯例，以便利利用全球化环境谋求和平发展。展望未来，尚未完成的中国体制现代化转型真实取向将决定外交政策方针指向。

中国体制转型释放出大国开放追赶的巨大能量，中国开放追赶又正在释放出改写全球经济版图的巨大能量。然而中国体制改革和转型仍在进行之中，即便是经济体制改革也仍面临“行百里者半九十”的挑战。微观构造上仍面临土地等要素制度改革、户口制度改革、民营经济准入和国企产权和治理结构改革等深层改革问题。宏观经济管理体制则面临如何求解“宏调微观化”难题，如果通过深化汇率利率体制改革以建立完善与开放型市场经济大国相适应的总需求管理政策架构挑战。至于推进政治民主化进程，中国或许尚未真正破题。

由于本文定量观察的中国在BRICS中举足轻重地位，中国如能加快深化改革完善开放性社会主义市场经济制度，加快社会主义民主化建设，在尊重普适价值和多边规

则基础上参与全球治理结构创新改造，将对BRICS合作走向产生深刻的积极影响。反过来看，如果中国把外部合作影响力误读为无需深化改革也能做大做强，陷入一种凭借自身实力扩大回避必要改革的消极均衡，则可能面临影响力扩大同时真心可靠朋友越来越少，结果自身发展也因为改革滞后难以持续的困境，并对BRICS合作长期前景带来不确定性和不利影响。

依据上述观察分析，大体可以对BRICS合作提出四种前景探讨和推测。一是认为BRICS合作有望对全球治理提供替代性解决方案的“另起炉灶”思路。国外媒体发表过一幅漫画，把BRICS合作目的在于拆除现有重要国际机构如世界银行和国际货币基金组织等，形象表达了这一观点。国内主流评论并不认同这一观点，不过也不能排除有人从这类偏激视角解读BRICS合作的长期意义和功能。

二是所谓搭建“东西共治”平台前景。国内一些媒体评论表达过这类观点，其中“东西”和“共治”两点要素需分开讨论。“共治”应该没有问题。BRICS等新兴经济体参与全球治理是大势所趋，也是正在发生的现实。“东西”则有待商榷。“东西”是描述冷战时期国际关系格局的概念，如何把这一概念运用到BRICS前景分析场合，至少需要探讨厘清以下几点问题。

首先是如何界定“东西”概念内涵？在早年冷战时代，作为西方资本主义和东方共产主义阵营对峙的形象表达，“东西”概念背后存在基本目标、理念、理论内涵界定支持，也相应具有各自社会政治和经济制度实践基础。随着中国实行改革开放政策，特别是随着前苏联解体世界进入后冷战时代，原先“东西”概念及其制度基础都已发生革命性变化。能否沿用冷战时代“东西”概念来概括新世纪国际政治经济全新格局存在疑问。

其次是如何在理念上把握21世纪世界发展大势？是在尊重各国发展形态丰富多样性前提下，肯定在基本价值、基本制度层面可适当提炼并逐步发展出具有某种普适性的一元性要素或基础性原则，还是认为在基本制度和价值层面也注定会长期存在可称作“东西”的二元对比和对立。“一元多极共治”与“二元多级共治”两个基本概念，哪一个在客观现实和主体追求双重意义上更能反映当今世界的基本精神和长期趋势？

再次假如现在和未来仍存在所谓“东方”阵营，在基本制度和价值体系方面

BRICS是否同属这一阵营？如果“东”指称包括发展中国家一般特征的更为广泛对象，BRICS如何有效代表广大发展中国家？可见“东西共治”其实还存在不少有待探讨问题。

三是超级论坛加项目合作前景。BRICS演变成为与APEC类似的超级首脑论坛及重要合作平台，与APEC不同之处在于更可能推动一些重要具体双边和多边合作项目，如目前已经讨论和实施的^①国家开发金融机构之间合作、城市市长之间合作等不同类型的具有积极意义的合作项目等。不过在应对当代和未来全球治理面临实质问题方面，在主导推动具有特定功能和多边规则含义的制度性建设方面，由于内外种种约束未能产生更大作为。这个前景或许不够理想，但也不算太糟，甚至有一定可能性。

四是在推进全球治理结构改革中发挥重要的建设性作用。对中国而言，要争取这一前景，首先要通过深化改革以完善国内开放市场经济体制，巩固经济增长和追赶势头；要推进政治民主化改革，建立完善社会主义民主制度。要协调好BRICS之间利益关系，在推进多边贸易和投资自由化方面带头进行政策调整。在G-20以及其它全球多边框架内，利用集体协调力量推动美欧主要西方国家进行政策调整，尊重新兴国家和发展中国家利益，改革现有全球治理结构。在继承全人类知识和文明传统基础上，根据经济结构演变现实和趋势，改革完善全球原有治理框架、方针和运行机制，为人类未来更好发展奠定制度基础。

BRICS: Background and Prospects

Feng LU

Professor of National School of Development, Peking University

With South Africa joining the BRICS coalition, leaders of the five countries met at Sanya, China in April. Sanya Declaration on BRICS was launched and attracted global attention. From the perspective of China's long-term economic development, Professor Lu discussed the forces that summoned the most representative members of the emerging economies to seek cooperation, and the favorable factors as well as constraints on the BRICS cooperation.

The BRICS concept and the ensuing cooperation mechanism, have arisen against the background of the profound evolution in the global economic landscape. The emerging economies have been strengthening their economic power and become a basic force in shaping the global economic landscape. In terms of the marginal contribution, BRICS have turned out to be the most important growth engine for the world.

China outperforms the rest in the BRICS in the field of both relative size and marginal contribution. The prospect of BRICS cooperation lies crucially on how several issues concerning China can be dealt with. First, the relationship between BRICS and other emerging economies; second, the internal relationship among BRICS members; third, the relationship between BRICS and the existing multilateral framework, especially the G-20.

Last but not least, how China understand the relationship between advancing domestic reform and involving in global governance, will exert an indirect but substantial influence on the BRICS prospect.

会议上半场问答

问题1: 将个税起征点定在什么水平上比较具有可操作性? 个税起征点的调整会不会对个税征收有一定影响?

李实: 在现有税收体制下, 无论定在哪一点都具有可操作性, 定在三千块元或者五千元, 在操作性方面没有多大差别, 定的越多可操作上会越简单, 因为纳税的人变少了。

第一季度个人所得税增加37%可能有一个结构性变化因素。个人所得税既包括工薪个人所得税, 也包括房屋转让的个人所得税和其他个人所得税。今年出台的很多房地产限购政策使得一季度有大量房屋转让交易, 从而导致个人所得税增加。

增加个税起征点可能会使个人所得税减少, 但是幅度不是很大。同时也应看到, 个人所得税增加过快也不是好事。目前的经济形势下, 政府应当不断增加居民收入而减少政府收入, 个人所得税减少的更多可以使这个目标可以实现的更快一点。

问题2: 您如何评价房屋限购政策呢? 房屋限购政策是限制了外来人口购房, 还是限制了投资性的购房需求呢?

华生: 如果只是限制了投资性的购房需求, 那么房屋限购政策的副作用将会小很多, 但是, 应注意到如果不限外来人口, 限购政策就不具有操作性。同时需要注意, 房屋限购政策也只限制了本地投资性的购房需求。投资性的购房需求在这个地区被限制了, 那么这个需求也会向郊区和卫星城市转移, 从而提高这些地区的房屋价格。我们在现实中已经看到这种情况出现了。

问题3: 个税起征点的调整会不会对个税征收产生一定的影响呢?

华生: 按照现在个税起征点来计算, 个人所得税将会相应的减少一千亿元, 个人所得税占总税收的比重将会下降到4%左右。这种情况对收入分配的调节是不利的。如果要实行减税政策, 那么应该减免商品税和服务税, 而增加个人所得税, 因为只有个人

所得税是直接调节收入差距的。此外，在西方发达国家乃至发展中国家，个人所得税占总税收比重均在20—50%，是第一大税种，按照西方发达国家的经验，中国税制改革的方向应当是大大加强和增加个人所得税。

问题4：据我所知日本房产税的政策是在日本房地产市场泡沫破灭以后才出现的，您能不能介绍一下该政策的演进过程，并对中国的房产税政策做一个判断呢？

华生：我注意到，日本房地产市场泡沫的破灭主要是指商业地产市场泡沫的破灭，普通住宅市场的泡沫基本上没有破灭，它最后才受到日本泡沫经济一定影响。这说明日本普通住宅市场的宏观调控是做的很好的。日本是在1964年就通过一系列法律来对房地产征税，我在演讲中提及到的房地产调控政策都是日本在20世纪60—70年代实行的，而不是在日本房地产市场泡沫破灭之后才出现的，这点需要说明一下。关于中国房产税政策，我想说的是中国房地产市场正处在一个高速城市化的起点上，因此当前重点是要对房地产市场进行顶层设计，从需求到供给，都要设计出一套制度，该制度既能与现有状况进行衔接，又能从根本上改变现在被动局面，挤掉投资性的购房需求。房地产市场需要从根本上进行制度变革，就像以前股市上的股权分置改革那样，积极改变中国房地产市场的生态环境，房地产商基本退出，本来应该唱主角的建筑商走上舞台。当前，中国整个房地产市场的主力并不是从事建筑的建筑商，而是靠开发土地发财的房地产商，这是非常荒唐的现象。

问题5：房地产调控就是增加税收，您怎么能够确保房地产调控所增加的税收就被用于调节贫富差距呢？

华生：这正好说明中国的问题所在，中国的税收结构要做重大调整。中国百分之九十多的税收都是商品税，而商品税都是由最普通的劳动者承担，买一个化妆品支付的费用中有一半是税，一瓶啤酒有几毛钱的税。而西方发达国家的税收主要是个人所得税和财产税，这点值得中国借鉴，在降低总体税负的情况下，让商品税大幅度下降，让财产税和个人所得税大幅度上升，并用这一块税收来调节收入差距。此外，从经济学的角度来分析，对财产征税的效率比对收入征税的效率更高。

问题6: 您非常反对招拍挂, 这是因为您觉得招拍挂的根本思路就是错的, 还是招拍挂在操作中出了很多问题呢?

华生: 我觉得招拍挂这个制度本身就是错的, 并不是操作问题。如果一个制度在全国执行都走样, 那么这一定是制度本身的问题。招拍挂制度是把住宅当成经营性资产, 但是, 住宅又不是经营性资产, 因此住宅是不应该被招拍挂的。此外, 耕地增减平衡挂钩是造成现在土地城市化, 而人口没有城市化的原因, 因为耕地增减平衡强调是土地的配置问题, 而没有考虑人口配置的问题。一旦实行房地产市场调控, 所有地方最缺的就是建设用地指标, 如果这个指标能够和外来人口安居挂钩, 任何地方想要建设土地就必须安置人口, 那么此时, 制度所产生的作用就会发生方向性变化。

问题7: 如果税收政策有那么管用, 那么为什么还未见实施? 是否在具体实施上存在特殊障碍因素?

华生: 以我参加中国改革这三十多年的经验来看, 这其中主要有两大问题, 第一是信息问题, 这是最主要的, 政策制定者往往会因为缺少信息而对问题的判断产生了偏差, 信息问题背后还有一个制度的缺失, 中国缺少与政策制定者对话的机制, 这是导致信息不对称的关键。第二是利益问题, 制度改革往往涉及到诸多利益, 这会对制度改革产生阻碍。但是, 进行制度改革也并非没有希望。在根本利益上, 执政党政府是要维持政权, 希望社会稳定发展的, 如果一个制度错到一定程度, 并危害到了政权稳定性, 那么不管利益集团的阻力有多大, 政府都会推进制度改革。

2011年二季度宏观经济分析：嬗变—穿越刚性

魏凤春

中信建投证券研究所首席宏观分析师

魏凤春博士从周期视角观察市场运行，从财政视角分析政策实施，讨论2011年2季度宏观经济运行态势。中国经济自2009年2季度进入新的长达十年的中周期。2009年2季度至2010年3季度经济增长依赖于政策外生刺激。2010年10月至2011年4月，经济运行呈现内生性增长特点，市场力量主导周期上行，经济维持惯性增长。自2011年5月，市场将呈现刚性，刚性之下必须谋求突破，突破之后会形成未来的主导产业。魏博士对未来两个季度宏观形势的判断是：经济维持惯性增长，随后环比增长逐季回落，通胀仍将在高位徘徊。

一、市场惯性：被动库存转向主动库存

什么是市场惯性？简言之即是企业由被动库存转向主动库存。2010年10月至今，市场经历三个阶段：2010年10月至2011年2月为被动型库存减少期，供不应求为常态，因此价格快速上升，企业积压库存被消耗；2011年3月至5月为过渡期，供需趋于平衡，企业盈利能力上升受到抑制，但利润达到至高点，因此仍有扩张冲动。自2011年5月将进入主动型库存增加阶段。随着企业继续扩大产量乃至建设新的产能，成本约束凸显，此时必须寻找能够与之匹配的新需求。在这一阶段，新需求的不可侧性使得企业盈利面临的不确定性增大。

魏博士用四点事实支持上述论断。一是2011年1季度资本支出方向符合中周期主导产业：先进服务业、铁路运输和制造业投资增速均在30%左右；单纯从制造业看，超过制造业整体投资增速的子行业包括化纤、电器机械、通信和仪器仪表。

二是资本支出周期向上趋势明显，但高峰将过，之后可能面临回落。从固定资产投资季调环比指标看，2010年12月是固定资产投资的环比高点，之后环比回落。从固定资产投资环比与固定资产投资周期之间的关系看，环比大致领先投资周期3-4个月，这意味着3月份前后是固定资产投资周期的高点（见图1）。同时固定资产环比大致领先工业增加值环比1-2个月，据此判断，4-5月份可能是工业生产周期的高点。

图1、固定资产投资周期与固定资产投资环比走势



资料来源：Wind，中信建投研发部

三是资本支出周期仍将延续，但动力减弱。水利与铁路投资可以期待，就全年而言，投资主导的增长模式难以改变，预计今年固定资产投资将达24%左右；保障性住房建设已由地方政府领导的“军令状”变成“委任状”时，保障房投资进度和1000万套的建设规模应有保障，将进入建设高潮期。

四是库存开始增加，工业品价格下滑。2011年1季度工业品滞销率在连续下降后逆转向上升（见图2），一方面意味着产量的持续扩大，另一方面意味着工业品的供求已经达到了新的均衡点。同时工业品价格PPI的环比增速持续走低（见图3），与CPI的走势相比，PPI的上行高度也相对较弱，这表明在供需平衡的背景下，工业品价格上涨的市场基础其实很薄弱。

图2、工业品滞销率走势

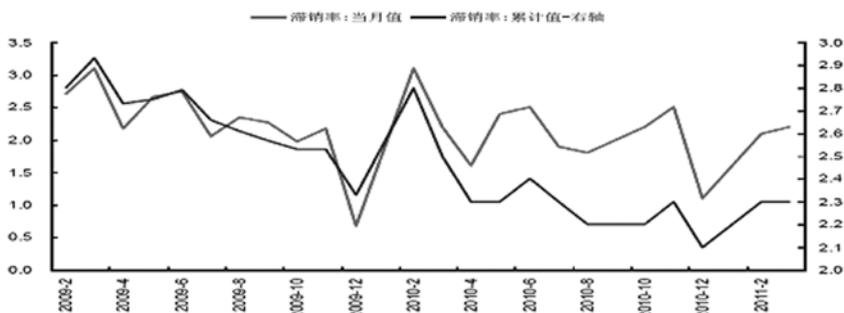
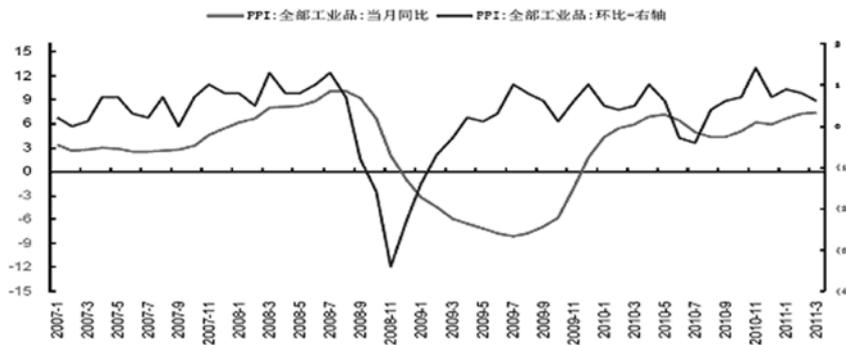


图3、工业产品价格增幅（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

二、市场刚性：成本约束与需求约束

虽然在短时期内经济仍将保持惯性增长，但市场未来将面临成本和需求两重约束。成本约束主要表现在原材料和人工成本上涨。2009—2010年间，原材料成本最低涨幅都达到约15%，电子行业约为35%，餐饮业更是高达100%（见图4）；人工成本增长更快，最低涨幅为20%，大多数行业的涨幅在30—40%之间（见图5）。成本约束的原因之一是信贷管制。信贷管制背景下，一方面融资利率攀升，民间融资利率普遍高于企业毛利率，形成金融部门对产业部门利润剥夺，这是寻租强化的表现。据中信建投对浙江地区的调研结果显示，2008年浙江地区民间贷款利率峰值为156%，而目前个别已达到180%。另一方面贷款标准明显提高，这主要体现在对押品要求上。从北京的典当行可以明显看到，房地产与汽车抵押率降低了半成到一成，例如公寓的抵押率从2月的65%下降至4月的60%；黄金抵押率最高，稳中有升（见图6）。原因之二是价格管制，管制范围从日用品转向可选消费品，从零售商转向生产商，在稳定压倒一切的政策背景下，企业无法通过正常的提价转嫁成本。

图4、2010与2011年原材料价格

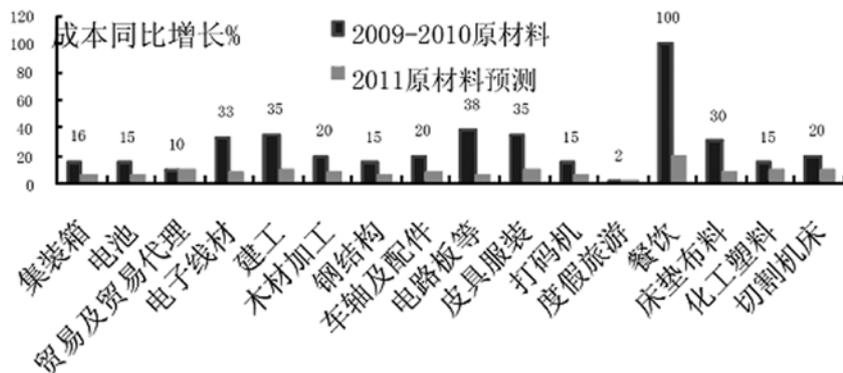


图5、2010与2011年人工成本

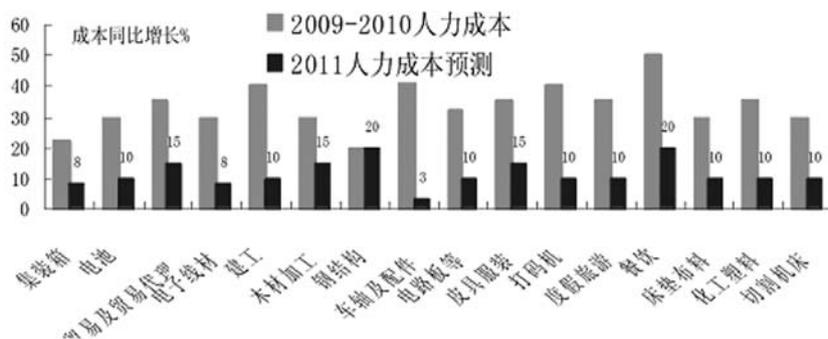
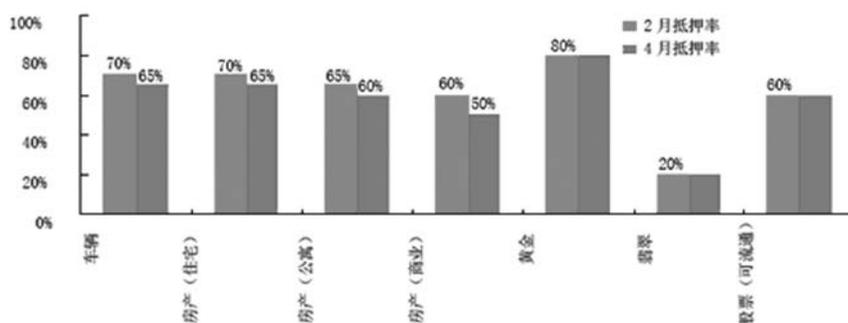


图6、各类押品的抵押率



资料来源：Wind，中信建投研发部

需求约束可从国内外两方面分析。魏博士对国内需求不是特别乐观，也不是特别悲观。在金融危机期间，中国经济增速和居民人均可支配收入增速大幅下滑，社会消费本应声而落，但是在政府积极宏观政策的强烈刺激之下，社会消费逆势上扬：除了金银珠宝类和石油产品，国内消费普遍透支。然而自2010年下半年以来，随着通胀水平不断高企，政府宏观政策由扩张转为紧缩，社会消费规模与增速则快速下滑。但是，消费低迷同样不会一直持续，今后消费将逐渐回归常态，原因之一是收入决定消费，收入增速高于社会消费品零售总额的时间一般不超过两个季度（见图7）；从消费自身运行规律看，环比持续下滑一般不超过四个季度（见图8）。目前这两个条件均已达到。原因之二是政策对消费的外生刺激，尤其是保障性住房的大规模建设。民众购入保障房后需要装修，购买家具、电器和其他生活用品，从而直接扩大消费需求；同时民众在解除住房的后顾之忧后，消费者信心和能力也会增强，从而增加其他商品的即期消费。因此，可以预见消费增速已经见底，出现向上反弹，但不会回复至前三年的繁盛局面。

图7、人均可支配收入增速高于社会消费品零售总额增速一般不超过两个季度

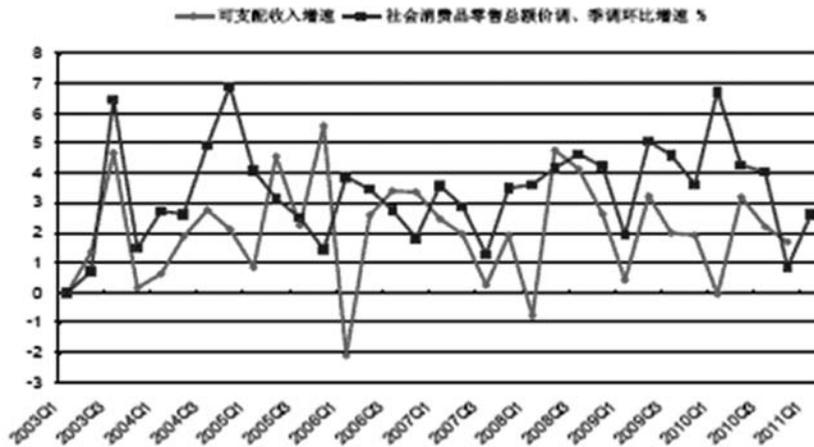
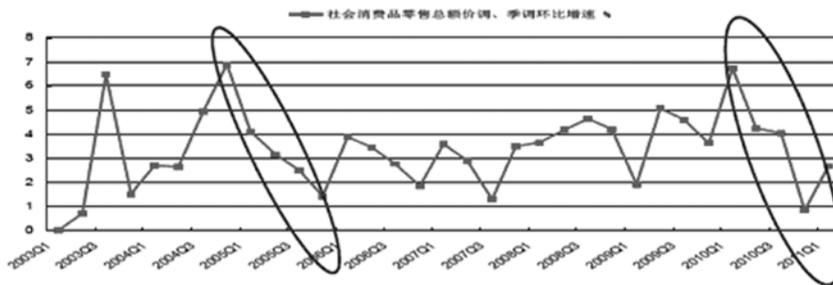


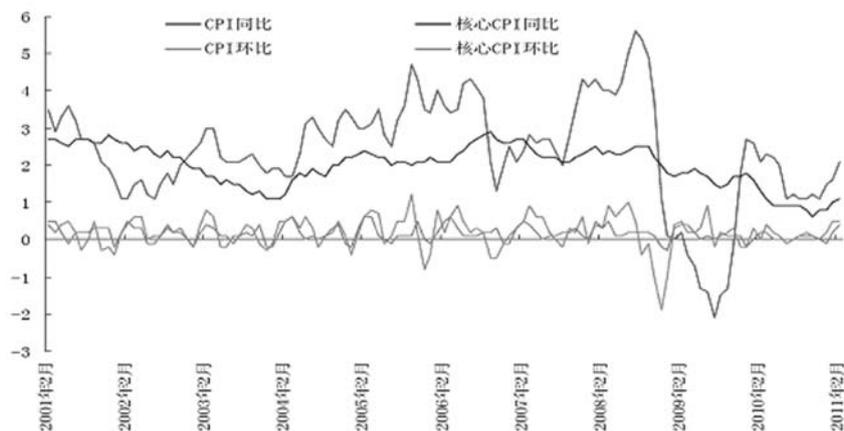
图8、消费增速持续下滑一般不超过4个季度



资料来源：Wind，中信建投研发部

在国外需求方面，魏博士持谨慎乐观态度。美国2月CPI已突破2%目标值，环比也连续保持0.5个百分点的增幅，短期内仍有加速上涨趋势（见图9）。4月7日基于通胀目标制欧洲已先行加息25个基点，美国退出量化宽松政策也是大势所趋。最大的担忧在于日本，震后制造业与服务业下滑，可能拖累世界经济复苏步伐。从中国的贸易顺差看，二季度通常是从低谷开始走高的时期，预计今年也不例外。全年贸易顺差虽有主动缩减的态势，但净出口对经济增长贡献的主动权在我国。

图9、美国CPI同比与环比走势



资料来源：Wind，中信建投研发部

基于上述的成本需求分析，可以做出两个判断。在微观层面，2011年企业的利润中枢将下移。1季度主营业务利润率从13.7%上升至13.9%，但净利润率却从6.9%下降到6.8%（见图10）。全年企业盈利增长率将在20-25%，低于去年38%的增长水平。在宏观层面，二季度同比增长将保持惯性上升，但环比有所回落（见图11）。未来市场的修复是依靠政策推动还是市场自身的力量？魏博士认为，政府放松紧缩政策的可能性不大，市场修复仍主要靠自身。

图10、企业主营业务利润率与净利润率

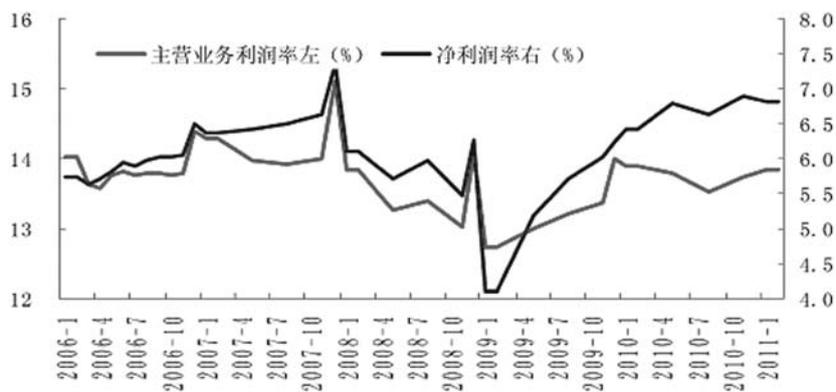
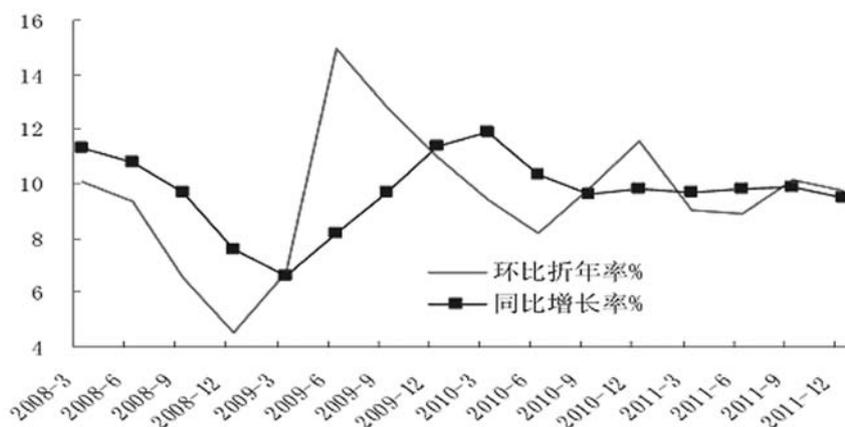


图11、GDP同比与环比增长率



资料来源：Wind，中信建投研发部

三、过渡期政府政策走向

过渡期的政府政策走向主要取决于政府对通货膨胀的态度。魏博士认为政府的态度是通胀已成为慢性病，不能一夜之间彻底解决，而社会稳定才是首要目标。通胀形成有四方面的原因：刘易斯拐点到来后劳动力成本上升，城市化进程中农产品供给紧张，生产效率的提高与要素价格的上涨在时间和进程上的不匹配，以及政府希望借由通胀解决财政困难。当通胀成为慢性病、稳定力压一切背景下，政府不能集聚全部力量打压通胀，只能将通胀控制在可承受的范围之内，即政府可以承受各利益集团因通胀而对其施加的压力。为此政府采取了如下措施：对大众集团保障民生，对权贵集团提高要素价格如煤价和电价，对政治稳定性影响较弱中产集团则要承担较多通胀成本。

魏博士对过渡期货币政策走势做出四点判断：一是保证信贷需求，适当提高利率，以非对称加息为宜；二是加强总量调控，社会融资总量进入操作层面，协调配合各部门和各市场的融资量；三是升值加快可能性高；四是准备金率继续上调。过渡期财政政策则将逐步由积极转变为稳健。

在政府力求稳定的形势下，在增长方面投入的力量就会减弱。据估算，2011年政府为了维稳而多增加的财政支出将高达3372亿元，其中包括国防支出、保障房建设支出、新农合支出等（见图12）。与此同时，中央政府主动将赤字率从2010年2.76%下降至2011年的2%（见图13），不再继续负债扩张，减弱了公共风险扩散可能性，也说明

中央政府不太可能通过财政扩张政策刺激经济增长。而地方政府则没有财力刺激经济增长。保障性住房从“投名状”变成“杀威棒”，惩戒作用大于激励作用时，地方政府压力陡增、经费紧缺。无奈之下，只能谋求变通，地方政府与民间资本相结合，形成增长动力。

图12、2011年相关公共支出较2010年的增加额

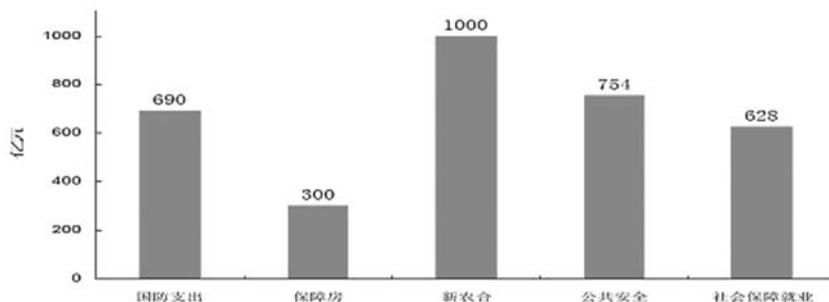
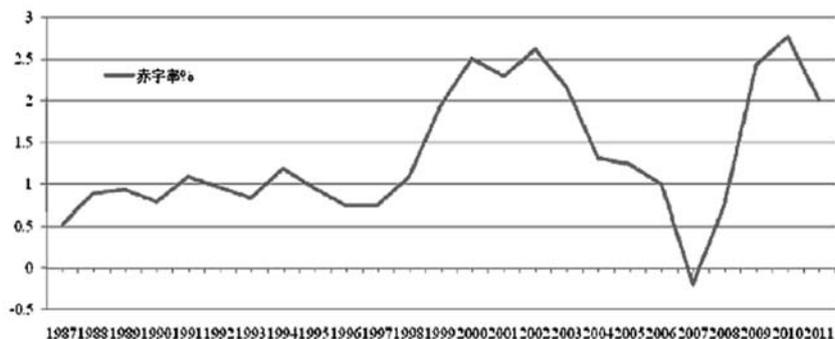


图13、中央财政赤字率走势



资料来源：Wind，中信建投研发部

四、穿越刚性：政府创新与市场创新

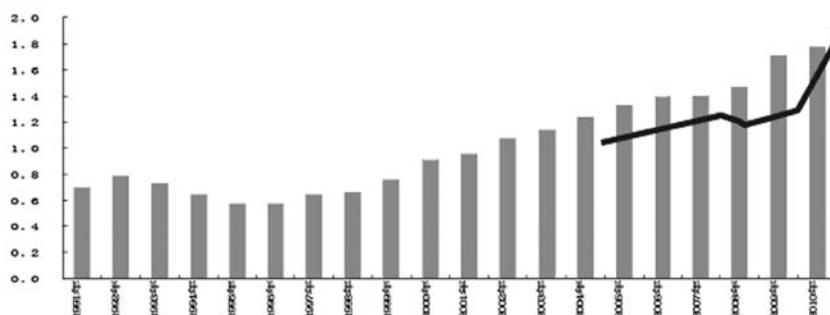
中国经济如何通过创新突破成本约束与需求约束，穿越刚性？在经济中周期中，企业会不断面临多方面的约束：过渡刺激形成的通胀与泡沫，公权侵占私权，国际市场收缩，内生性增长放缓，资本回报边际递减和劳动力成本边际上升等。创新的作用即在于消除这些约束，打破僵局，加快经济复苏。创新有三要素：目标是创新的动力；财政约束是创新的能力；而领导者作为创新的发起者和组织者，是创新活动的灵

魂与核心。中国的创新领导者最主要是企业家和官员。政府官员即将面临换届，在换届过程中需要权衡利与孰轻孰重，为了获取稳定现金流和完成上级指派的任务，政府的创新便是资源整合。整合资源的方式包括：（1）对地方金融机构的整合，政府积极牵头中小银行的重组和改制，并以上市为目标，发达地区鼓励民间资本参股甚至控股；（2）对地方企业的整合，扶植龙头企业，鼓励新兴产业，给予优势企业土地、金融乃至节能减排方面的优惠措施，促进企业和产业集中，推动企业上市；（3）对能源的整合，这主要出现在中西部地区，以山西的煤矿资源整合为样本，地方上收资源权，然后通过将资源注入当地上市公司等方式获取现金流；（4）对内外资源的整合，寻求与中央、央企、外地大型企业、权贵等外部资源合作，适当让渡利益，解决地方的资金约束、土地约束和行政管制造成的制度约束；（5）对医疗、教育和文化等社会保障资源的整合。

除了政府创新，穿越刚性还需要市场创新，包括三类：一是技术创新，提高产出效率，以期消化成本。据计算，中国的技术扩散指数已达到1.77%，表现出明显加速的特征（见图14）。金融危机时期，中国从国外引进大量技术，如高铁、汽车和纺织技术等，技术扩散加快；日本大地震之后，日本企业无法在国内恢复生产，技术势必也会向中国进行转移。二是组织创新，打通产业链，降低交易成本，从而固化成本。这主要表现为行业的整合和垄断的加强。在节能减排、地方财政压力大增的背景下，政府会帮助企业实施实际上的垄断，通过限量保价以提升利润。三是商业模式创新，以更合适的盈利模式转嫁经营成本。

创新的结果从微观上说是形成主导产业，从宏观上说是化解增长乏力的系统性风险。

图14、中国技术扩散指数走势



资料来源：Wind，中信建投研发部

Market transition: How to break the Ice

Fengchun WEI

Chief Strategist of China Securities Co., Ltd.

China economy has stepped into a new 10-year cycle since the second quarter of 2009. During the period of Oct. 2010 and Apr. 2011, the economy has transformed to endogenous growth, so that business inventories have been quickly running down and the demand and supply tend to balance. Since May 2011, the enterprises will replenish the inventories actively. The economy is expected to maintain the growth trend in the second quarter of 2011. However, it will be faced with two constraints: one is the rising material and labor cost, caused by tight credit and price controls; the other is the relatively weak domestic and foreign demand.

During the transition period, the policy orientation depends on the government's attitude towards inflation. Currently, the government regards inflation as a chronic disease which cannot be resolved instantly, while social stability becomes the priority. Doctor Wei expects that the government might increase the interest rate modestly, speed up RMB appreciation, and raise the reserve requirements in the next period. Considering government's emphasis on social stability, the government will increase 337.2 billion fiscal expenditures to maintain social stability in 2011 compared with last year. Meanwhile, the government claims to cut down the deficit rate to 2% in 2011, in order to lower the likelihood of expansion of public risks. These evidences indicate that the central government might not exert stimulus policies to prompt economic growth. Hence, the economic development is dependent on innovation.

One obvious innovation lies in that Chinese local government creatively integrate the resources. For instances, they provide preferential policies for dominant enterprises to promote industrial agglomeration; they actively take the lead in the merge and reform of small and medium size banks. The other innovations include technological innovation, industrial integration, and the adjustment of business models.

高油价对中国经济和投资的影响

苏畅

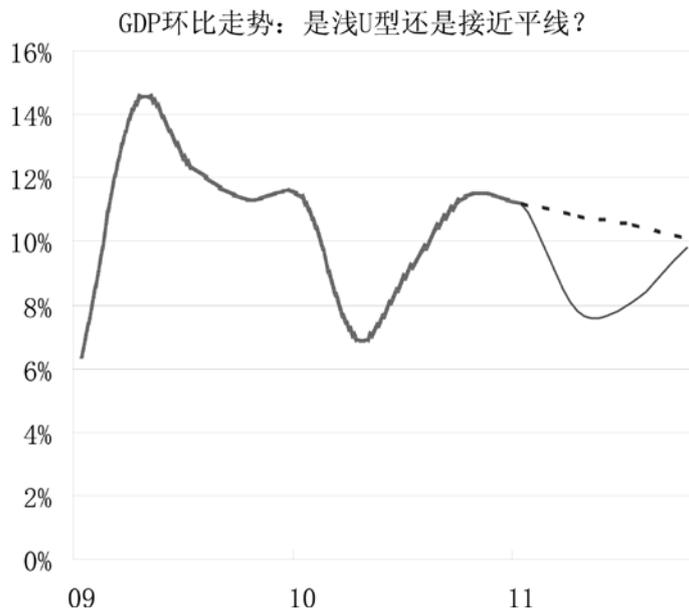
申银万国证券研究所首席分析师、宏观研究部联席总监

苏畅博士主要从四个方面对石油价格对中国经济和投资的影响作了阐述。首先他总结了2011年一季度宏观经济数据的一些矛盾，就未来几个季度内宏观经济的走势作了大致的判断，认为中国经济增长速度可能会在第二季度进行调整，之后出现回升，而不是一直保持在目前的较高水平。由于未来油价的走势与这一判断的关系非常密切，因此他在第二部分讨论了可能影响油价短期走势的主要因素，其中包括全球大宗商品需求、欧美央行货币政策指向目标、美元汇率的技术因素以及当前供给面的不确定性。这些因素都是短期内影响油价的重要因素，苏博士认为近期暂时还很难说油价已经见顶。在第三部分，苏博士从中周期的视角论述了能源问题对中国未来增长可能造成的制约，并在最后简要介绍了今年申万研究所建议投资者所应该采取的投资策略。

一、短期经济走势、数据矛盾和油价

现在对2011年度中国宏观经济走势的判断，业界基本有两种看法。一种观点认为GDP环比增速基本保持稳定（如图1蓝色虚线所示），另一种认为GDP环比增速会先经历一个向下调整的过程、然后开始回升（如图1红线所示）。如果是第一种情况，那么未来几个月内的CPI都将在5%左右的高位运行；如果是第二种情况，那么走势就和去年非常接近，因为去年二季度GDP环比增速的回调，特别是汽车行业的生产回调是非常显著的，可以认为是一个去库存化过程。我们虽然无法确定知道未来属于那种情况，但是我们倾向于认为，生产出现回调的可能性更大。

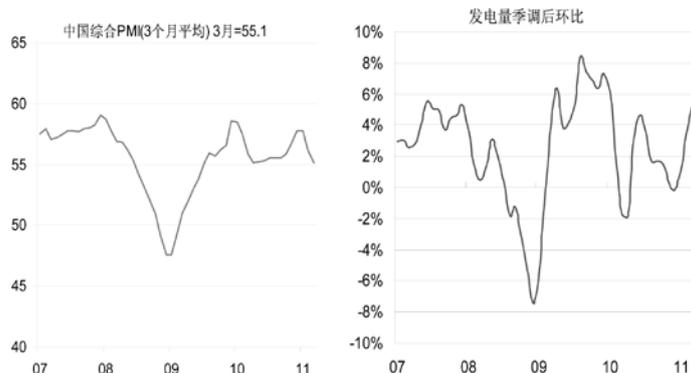
图1、2011年度宏观经济形势判断



资料来源：申万研究所估计

导致我们无法确定地知道走势的一个重要因素是一季度数据中出现了诸多不匹配甚至矛盾的现象：PMI指数在第一季度出现了显著的回调（图2左），显示生产活动减弱，PMI分项中也显示出订单量的下降，但是发电量却出现了强劲增长（图2右）；微观层面上，企业数据之间也相互矛盾：潍柴动力的重卡订单情况比较差，库存水平比平均值高，而三一重工等企业的工程机械销售情况却相对较好；投资和货币信贷的矛盾最为明显：一季度的货币信贷紧缩程度很大，社会融资总量也少增长了几千亿，同时民间融资成本也显著上升；但是在如此大的投资压力下，房地产开发投资的同比增速却达到了34%，整体固定资产投资的增速也小幅反弹；最后，对保障房建设来说，虽然普遍预期今年的保障房建设投资将成为维持投资增速的中坚力量，但是我们实际了解到的情况是，有的保障房开发商从去年项目开始，到现在还没有获得过政府的资金支持，而且尽管两会提出让保险资金进入保障房投资，我们从个别保险公司了解到的情况却是他们也不愿意出资，认为保障房的建设项目是鸡肋。

图2、PMI综合指数3个月平均值和季调后发电量环比增速



资料来源：申万研究所估计，CEIC

反映一季度内需是否强劲另外一个因素是进口。一季度5种大宗商品进口额增长很快，好像显示内需很强，但是要注意的是，其中进口量的增长只有10%多一点，而5种大宗商品的进口价格平均却上升了30%（图3）。这和03、04年的情形是不同的，当时进口的强劲表现在进口量的上升。这说明内需其实并不是非常好，也就是说第二季度的GDP环比走势更有可能还是会出现回调。

图3、5种主要大宗商品进口量进口均价



资料来源：申万研究所估计

综合以上信息，考虑到货币和信贷的紧缩以及融资成本非常高的现状，未来的投资如果要增长压力非常大；而进口的增长实质上价的增长大于量的增长，也很难说内

需很强劲；如果消费没有出现大幅度的增长，那么可以认为更有可能看到的GDP环比走势将是图一中红线所示的情形。如果内需下来了，那么CPI也就会略微有所缓和。我们初步判断，2011年的CPI会落在图4所示的红线与蓝线之间（红线对应的就是图1中GDP环比出现红线所示的情形，通胀水平会随着内需走弱而下降，蓝线对应的是图一中蓝色虚线的情形，表示内需一直很强，通胀维持在较高位置运行）。

图4、2011年CPI可能落入区间



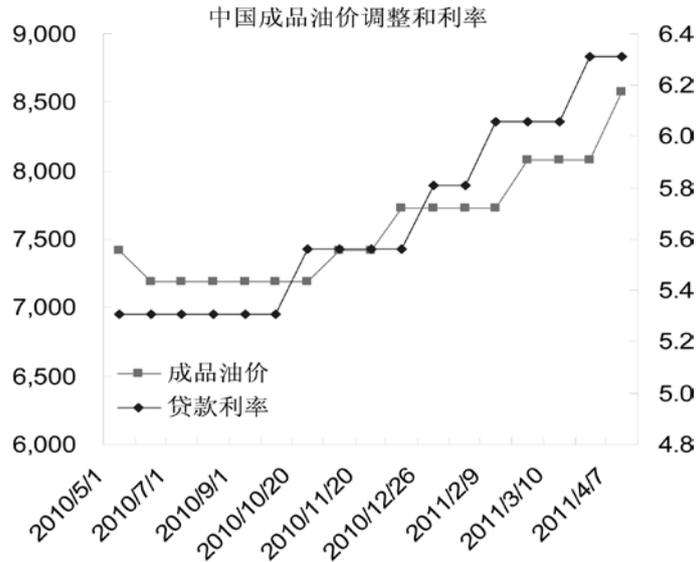
资料来源：申万研究所估计

但是即便是做出了这样的初步判断，也需要注意到油价的影响。油价对中国经济的短期影响主要通过两个途径实现：一是通过影响通胀预期来影响国内的通胀以及央行的货币政策；二是通过影响美国和发达经济体的需求，间接地对中国产生影响。第一种途径的佐证之一是2010年下半年以来4次成品油价格调整和加息基本都是在同一个月内进行（图5），这说明油价可能影响到国内的通胀预期，从而迫使央行在货币政策方面也要有所考虑。

第二种途径的逻辑在于，因为美国等发达经济体对石油的需求中，许多部分是刚性需求（如自驾或乘用车用油），这部分的需求很难因为油价的提高而减少，因此油价的上升就导致这些国家的居民在其他可选消费上的支出降低，从而内需会受到挤压，经济就容易发生衰退（现在已经看到一些这方面的趋势）。为了验证这一逻辑，我们将美国历史上利率与油价的序列，按照按揭贷款支出和能源支出在美国居民消费中的比重（分别为20%多和8-9%）进行加权，合成为一个指数。每当这个指数接近或超过

6，就会出现经济衰退（图6）。现在这个指数已经超过5，因此我们认为，美联储退出量化宽松货币政策还为时尚早，加息的可能性也不大（后面还会从核心通胀的角度提供这一判断的另一个根据）。上述两方面的渠道，都有可能对年内通胀以及GDP的走势造成影响。

图5、中国成品油价格和贷款利率



资料来源：WIND

图6、长期国债利率和油价的合成指数



资料来源：St Louis联储，申万研究

二、当前油价是否已经见顶

第一部分已经谈到了油价对中国经济短期走势的可能影响途径，当前油价是否已经见顶就是一个非常重要的问题。我们从以下几个不同的方面对此进行讨论。我们认为，国际油价短期内还难以言“顶”，对油价未来的走势还需要保持相当谨慎的态度。

首先，全球工业生产已经超过了长期趋势水平。尽管美国的工业生产很弱，但是受到以中国为代表的新兴经济体推动，全球工业生产指数已经超出趋势2个多百分点（图7左），同时我们编制的发达经济体扩散指数也处于高位（图7右），显示发达经济体增长也是很强劲的。新兴经济体和发达经济体的这种强劲需求是推动油价以及全球通胀水平的基本面因素。

图7、全球工业生产指数对趋势的偏离、申万计算的发达经济体扩散指数



资料来源：CPB^①，申万研究所估计

其次，考虑主要央行的货币政策未来的可能性。目前欧洲央行已经先于美联储加息，需要注意的是二者的目标通胀的定义是不同的。欧洲央行盯住的是名义通胀，美联储盯住的是核心通胀。核心通胀比名义通胀少统计了诸如能源和蔬菜等一些农产品

^①CPB是荷兰经济政策研究局的简称。

的价格，这些价格波动较为频繁的商品不是核心通胀的统计范围。美国90年以来的历史数据显示的情况是没有明确证据显示名义通胀能够传导到核心通胀（图8）。

图8、美国核心通胀和名义通胀

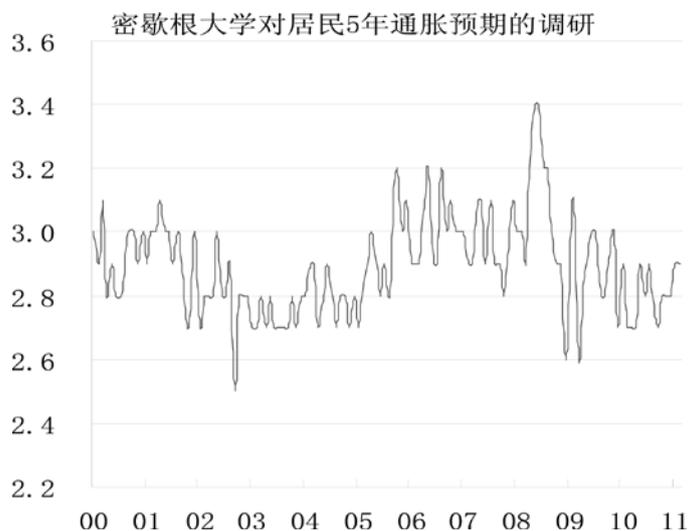


资料来源：美联储St Louis分行

伯南克认为，从名义通胀上升如果要传导到核心通胀水平，需要经过通胀预期上升和薪酬上涨两个环节。密歇根大学对居民5年的通胀预期调研显示当前美国居民的长期通胀预期基本还是在正常状态，并没有因为美联储实行了两轮定量宽松货币政策而出现很大幅度的上升（图9），加上目前美国的失业率还是很高，因此我们预计美联储所盯住的核心通胀政策不会改变。近期标准普尔刚刚下调美国主权债务评级展望，美国财政方面削减支出的压力可能很大，为了缓和财政紧缩的冲击、保持对经济的刺激美国货币政策可能维持在低利率水平更长的时间，美联储短期内是不太可能加息的。

这里还要提及的一点是，像欧洲央行这样盯住名义通胀的做法其实也是有争议的。2008年上半年，全球大宗商品价格上涨，欧洲名义通胀大幅上升，在08年夏天欧洲央行还进行了一次加息，但是紧接着发生金融危机，欧洲经济在环比上的波动比危机发源地美国还要严重。此时欧洲央行才被迫紧急扭转自己的利率目标，降低利率到1%的水平。而如果欧洲央行盯住的是核心通胀，由于08年核心通胀变化不大，那么利率就不会有这么大的起伏，经济所受到的冲击也会更小。

图9、密歇根大学调查的居民5年通胀预期



资料来源：Bloomberg

图10、欧洲央行在08年年中的利率政策变化

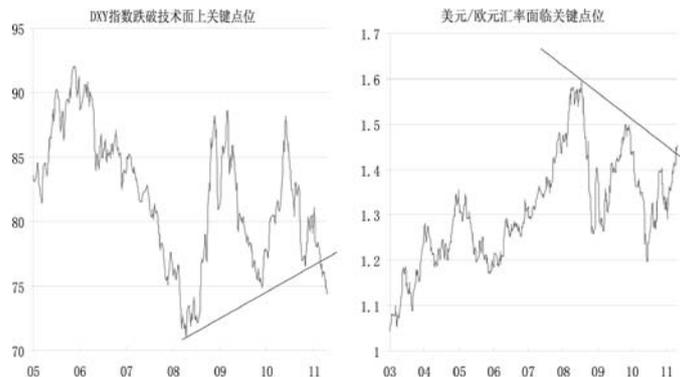


资料来源：Bloomberg，申万研究

对油价持怀疑态度的第三方面的证据是美元汇率可能仍然会持续贬值（这一点也和上面美联储和欧洲央行货币政策的分歧有关）。从技术分析的角度看，美元DXY

指数^②已经跌破支撑线（图11左），美元对欧元的汇率也已经向上冲破阻力位（图11右），按照技术面的经验判断，美元可能还会贬值一段时间。这个趋势会因为美联储可能在相当长时间内不加息而得到加强。虽然市场可能预期在5、6月份QE2结束后联储可能开始紧缩，但是到时候大家会看到联储的资产负债表会在QE2结束后的3个月甚至更长一段时间内QE2保持稳定，因此即便美元在5、6月小幅反弹，之后还是会继续走弱，除非联储之后表露出明显的紧缩意图。考虑到欧洲也无法承受对美元升值太快的后果，我们预期5、6月份过后，DXY指数可能会到达72左右，也不会下滑太多。同时，如果人民币真的像目前的传言所说会出现一次性升值的话，就必然会推高欧元，而美元的贬值会加速。综合这些技术面和政策面的因素，我们认为“大宗商品价格现在已经见顶”的说法还为时尚早，投资者还需要非常谨慎，很有可能是在看空的时候，市场继续上涨。

图11、美元DXY指数和美元对欧元汇率



资料来源：大智慧，申万研究

最后一个因素是近期内的原油供给危机，这也表明短期内油价以及大宗商品价格可能不会见顶。借鉴历史上中东北非等石油输出地区的政治冲击的经验（表一），我们认为今年的WTI高点可能在120美元，也就是比现在的水平还要高一些，并且见顶的时机可能要到7、8月份才能看到。现在的情形和去年比非常相似，当时大家都预期后半年通胀会下去，但没想到后来通胀不仅没降反而上升。因此，我们认为对当前油价已经见顶的说法还需相当谨慎。

^②DXY指数是外汇市场投机操作所用的一个指数，其走势和常用的美元指数USDIX基本相同，计算方法也是用美元对主要货币的汇率按照一定的权重进行加权计算。只不过DXY指数更加常用于外汇市场短期投机操作。DXY指数降低表示美元贬值。

表1、历史上石油供给危机对油价的影响

	日期	产能损失	原油价格涨幅 第一年	原油价格涨幅 第二年比危机年
运河危机	1956	10.0%	8%	8.4%
阿拉伯石油禁运	1973	7.5%	168%	188%
伊朗革命	1978	7.0%	51%	152%
两伊战争	1980	6.0%	67%	64%
第一次海湾战争	1990	9.0%	25%	10%
第二次海湾战争/委内瑞拉	2003	4.0%	19%	59%
利比亚危机	2011	<2%		

资料来源：EconBrowser，申万研究

三、中周期中能源供给不足的影响

以上说明了油价对短期中国经济的影响，以及我们对油价未来走势的初步判断。从中周期的视角来看，中国未来的投资还将快速增长，对能源需求巨大，能源供给的瓶颈将是一个非常重要的问题。在这个大背景下，油价在长期内还是会有走高的趋势。

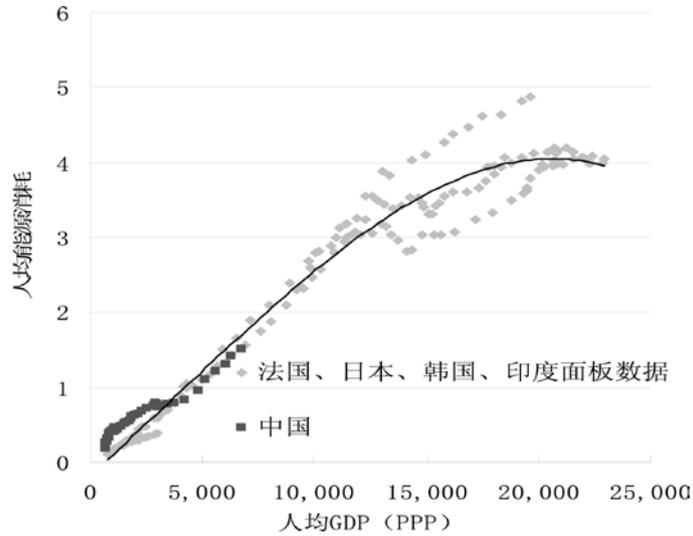
十二五规划可能仍然是把投资作为经济增长的主要动力（图12）。很多人基于此认为现在是系统性的买入时点，因为后续几年中国经济将处于中周期中的扩张阶段。但是油价对这轮扩张的影响仍然需要引起注意。我国人均能源消费水平，和其他发达国家比如法国、日本以及新兴经济体韩国和印度相比，尚处于起步阶段（图13）。我国未来对能源的依赖还是很强，因此不可避免地会受到油价升高的影响。

图12、三驾马车对GDP增长的贡献



资料来源：GGDC，申万研究

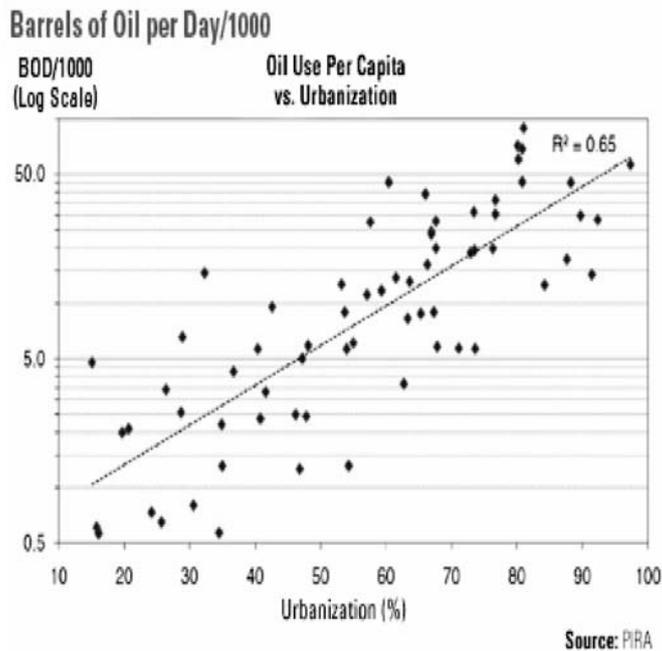
图13、人均能源消费与人均GDP——跨国比较



资料来源：GGDC，申万研究

中国尚未完成城镇化过程，而国际数据显示，城镇化过程和原油消费是正相关的。图14是PIRA做的城镇化率与石油消费的关系，基本是线性的。这也说明我国未来对石油的需求量非常巨大。现在的人均原油消费同比增长达到5%，就是一百多万桶石油。按照这个增长速度计算，全球石油供给能否跟上还很难说。

图14、城镇化与原油消费的关系



资料来源：PIRA，申万研究

石油供给如果无法跟上，紧接着就是油价的大幅度上涨。观察油价的历史数据（图15）可以看到，油价的大幅度升高都和经济衰退有关。现在中东北非政治局势动荡，这也对石油供给造成不利影响。可能的解决出路是发展其他的替代能源，但是这些也需要时间去尝试。石油的问题如果解决不了就会导致较高的大宗商品价格，这样一来通胀预期就会很强，政府在制定政策的时候就难以把握。如果实行紧缩则可能需要牺牲就业来稳定通胀，而通胀下来后放松紧缩政策，商品价格还会继续反弹。这就可能使得未来的经济周期变短，并且波动更大，这对投资者来说是很不利的。

图15、全球石油价格



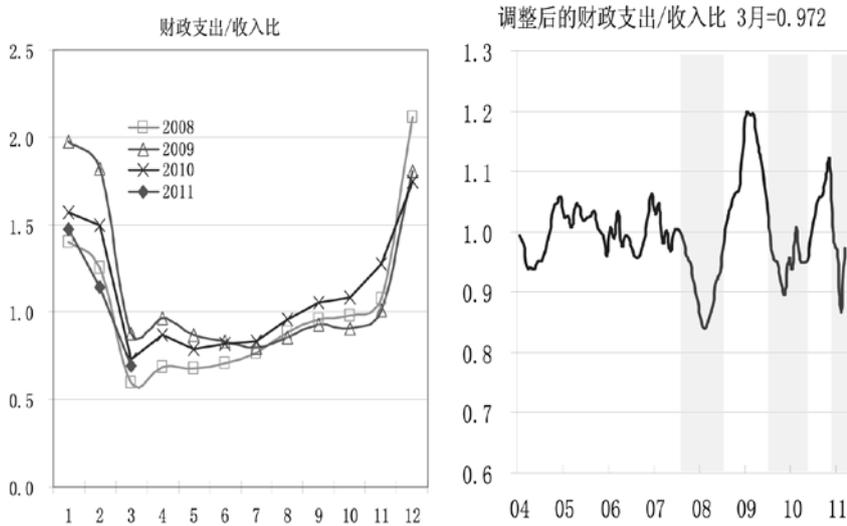
资料来源：Inflation Data，申万研究

四、2011年度投资策略简介

今年的投资策略和上述对油价走势的判断密切相关。对油价的判断直接影响到对未来几个月内GDP和CPI走势的判断，而这又会影响到财政政策从而影响到股市。综合各方面因素，我们比较看好房地产、金融等周期性行业。

在实施积极财政政策的背景下财政支出从两个方面来提振股市：一是直接拉动配套资金，促进更多项目的投资，使得内需增强；另一个是财政资金从央行进入商业银行，改善了资本市场上的流动性。这可以从观察前三年财政支出与收入比例的变化（图16左）、季调后的财政支出收入比（图16右）以及同期股市的表现中得到佐证：08年11月A股反弹，08年12月财政支出最高；09年上半年财政支出很大，股市很好；10年上半年股市很差，下半年财政支出力度起来后，6-11月，股市开始好转。

图16、财政支出与收入的比例——季度趋势和年度趋势



资料来源：CEIC，申万研究

今年的财政政策窗口可能和前几年类似，在第三季度财政支出会有所提速。这是因为12个月滚动的财政赤字（图17）显示，过去12个月累计的财政赤字为4000亿，而今年预算赤字是9000亿，即便是最后只执行7000亿的财政赤字，还是有一个很大的财政刺激的空间。而决定是否出现财政刺激政策的主要因素就是能否看到二季度GDP的放缓，以及从此导致的通胀缓和。如果能看到，那么财政支出很有可能出现提速，股市就会有反应，二季度的情形就会出现类似于去年和前年的时间窗口。基于这些因素，我们看好金融等周期性行业。

图17、12个月累计财政赤字（滚动计算）



资料来源：申万研究估计

Influences of High Oil Price to China Economy and Investment

Chang SU

Chief Analyst and Associate Director of Shenyin & Wanguo Securities

Dr. Su gives a speech on the influences of high oil price to China economy. He first summarizes several main contradictions revealed by 1st-quarter data, and then predicts that it's more likely for the sequential GDP growth rate to reverse in the next quarter, and then rise up till the end of this year. The contradictions include the rising electricity production and a decreasing PMI; a high growth in fixed capital and real estate investment, and a lowering money supply, as well as the tightened lending rate. Someone argues that the significant rise in our imports indicates booming domestic demand, but most of the rise in imports is attributed to rising import prices. Therefore, considering the tightening credit market condition, Dr. Su believes that GDP, as well as CPI growth rate will be more likely to exhibit a downward process, instead of staying in current high level.

But uncertainties in oil price may revert the above judgement. If the oil price continues to rise, then expectation for inflation, together with the effect of continuous QE2 policy carried out by U.S. Fed, may induce CPI decreases more slowly, or even remains high during the rest of the year.

Second, current oil price is still likely to increase. The strength of global production, particularly in emerging market and developed countries, recovers quickly, indicating soaring demand for commodities, oil and other raw materials in near future. Although European Central Bank (ECB) has raised the interest rate, one should note the difference in the targetting inflation between ECB and U.S. Fed: ECB focuses on controlling nominal inflation, but U.S. Fed aims at stabilizing core inflation. Right now the core inflation in U.S. is rather stable despite the QE2 policy, and the Michigan survey reveals that the expectation for the next 5 years' inflation is also not very high. Moreover, technical analysis of foreign exchange market indicates a devaluated dollar, and the current political crisis in Middle East and North Africa has further tightened the supply of oil. These factors all imply that the oil price may have not reach its peak now.

From the perspective of Juglar's Cycle, Dr. Su also believes that oil prices may become a restrictive factor for China's growth and investment in the long run. On one hand, compared with other countries in the world, the per capita energy consumption of China remains in low level, and its urbanization process has just been started. On the other hand, production capacity of oil exporting countries cannot grow in a comparable speed as China economy. Thus the rising oil price may shorten and magnify the Juglar's Cycle in China, because it will be very hard to use the macro policy to regulate inflation given a persistent, large energy demand gap.

Finally, Dr. Su briefly introduces their investment strategies for the year 2011. Since there is a large fiscal deficit to be accomplished in this year, if CPI becomes lower in the next quarter, then expansionary policy will be carried out, inducing more related investment and more money supply, both of which could stimulate the stock prices. Therefore investing in stocks in cyclical industries could be a proper choice.

贸易条件变化与顺差下降

宋国青

北京大学国家发展研究院教授

宋国青教授在演讲中对一季度宏观经济形势做了简要分析和判断，主要就中国所面临的贸易条件恶化问题进行深入阐述，分析了一季度贸易逆差的原因、商品价格上涨的根源、及顺差长期下降趋势中应对贸易条件恶化等矛盾的国内经济政策调整方向，其中涉及加息、改善内需及保障房建设有关政策等重要方面。

一、一季度宏观经济形势

首先分析短期宏观经济形势。货币方面，一季度的前两个月，货币政策紧缩力度较大，贷款数量减少很多。财政政策方面，由于财政支出减少很多导致财政存款增速很高，因此计算的广义货币量M2的同比增速很低，不到16%，这是前两个月的情况。

到三月份，原本担心货币量会出现过度紧缩，但这一月贷款以及财政支出都增加很多。财政支出增加有可能和保障房建设拨款等开支有关。另外，社会融资总量这个指标里面还讲到一些情况，特别是债券融资增长很多。这是一个主要担心，但由于统计数据中缺少这些指标的历史记录，很难对它们在一个月或者一个季度增加情况作出明确判断，不过总体感觉还是多了一点点。

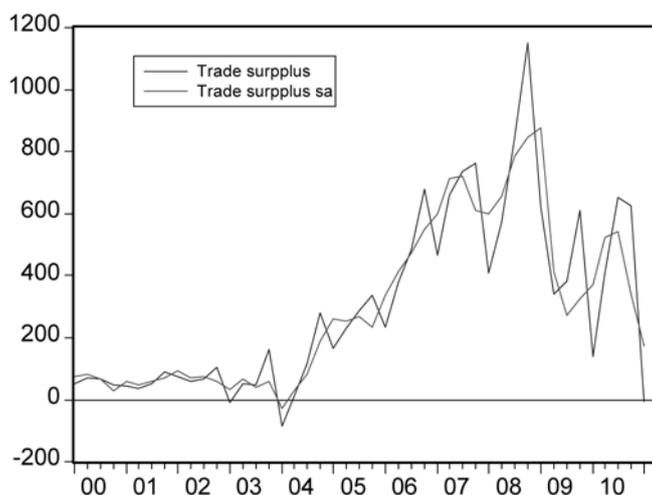
生产方面，二月份的生产下跌严重，但三月份数据显示一个反弹。因此，综合货币和生产面的因素，总需求可能还是稍微偏强。不过目前来看，政策面对宏观形势变化的反应还是很及时的，继续执行一个月的紧缩货币政策，不要紧缩太厉害，就可以基本控制住通胀。

二、顺差下降与贸易条件恶化

一季度出现7年以来首次季度货物贸易逆差，总额为10.2亿美元，是2004年第二季度以来的首次。虽然这个数量相比现在的中国经济规模还算不上什么，但从两年前零八年三季度超过1000亿美元的巨额顺差，到现在出现逆差，可说是沧海桑田的变化。零八年之前些年很难想到能有什么因素导致顺差下降，外汇储备增长似乎难以看到尽头。但自从金融危机开始后，顺差就处于下降趋势，到现在还没有看到抬头的迹象。

图 1 报告2000年以来的季度贸易顺差原始值及经季节调整后的序列。可以看到，即便剔除了季节因素，从而一季度不再是逆差而是顺差，这个顺差也比两年前减少了许多，占GDP的比例更是大幅下降。一季度贸易逆差有短期景气的影响。不过，一季度GDP环比增速年率只有8.7%，按照以往数据其实不算是景气，但这次贸易余额仍然按照以往景气时的情况出现下降，可能存在一些预期的因素，从而导致存货以及进口的增加。

图 1、经季节调整的季度贸易盈余及原始值
2000Q1—2011Q1，亿美元



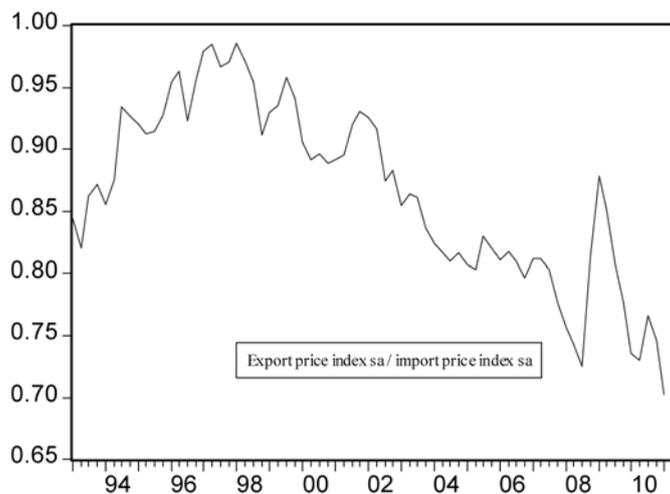
对于扩大进口以减小贸易顺差的政策来说，这似乎是个好消息。但一季度贸易盈余的大幅减少主要来自我国进口产品价格的上升或者说贸易条件的恶化。海关公布的进口量一季度同比增长32.6%，似乎是实现了扩大进口的目标。但同时进口价格同比上升约14.5%，这相当于进口实物量只增长了15.8%。进口实物量同比增长率在过去几年的算术平均值为16.9%，所以一季度进口实物量同比增长率与历史相比并不高，甚至

可以说进口货物数量相对下降。

如果扩大进口的结果就是扩大花钱，而买到东西的数量没有扩大，这种意义上的扩大进口对中国并不有利。另外要注意的是，15.8%的进口量增加虽然对中国并不多，但对其他经济体却是非常大的增量，它会对全球资源供给造成很大压力。扩大进口不是想扩大就可以扩大的，它还受制于供给。所以，对这一说法还需更多考虑，至少要考虑到进口价格弹性的大小。如果进口价格对进口量的变化太敏感，还不如不扩大进口。

从贸易条件的历史情况看，目前的贸易条件水平是93年以来的最低点（见图2）。最近一次贸易条件改善是在金融危机期间。当时油价每桶二三十美元，而现在则是100多美元。当时听说国内油库都已满仓，无法再储存更多石油。然而，仅仅过了两年，石油却再度珍贵起来。

图 2、贸易条件走势1993Q1—2011Q1



注：贸易条件用季节调整后的出口价格定基指数除以季节调整后的进口价格定基指数得到。

从总的进口价格指数来看，金融危机期间到现在，进口价格指数上升了32%，贸易条件恶化了20%。假设一年的进口额是现在一季度进口额的四倍，即18000亿美元或者将近12万亿人民币。贸易条件恶化20%，就相当于多花了2.4万亿人民币，这是非常巨大的损失。这个数字的规模可以从以下计算中体现出来。金融危机期间，假设全国有五千万人失业，每个人发一万块钱也才五千亿，相比于2.4万亿还少一个量级。也就是说，贸易条件恶化所导致的国民收入损失用来发放失业救济，仍然是绰绰有余。所

以，金融危机虽然导致国内很多人失业，政府救济失业所花销的开支，却都可以从贸易条件改善上得到弥补，且还有余量。这样计算下来，还是危机好。

以上计算的损失是从国民收入这个概念出发，并非指GDP减少了2.4万亿。封闭经济条件下，GDP和国民收入相等。但开放条件下，二者出入可以非常大。贸易条件恶化使国内生产出来的同样数量的产品换回了较少的商品。在名义额上，国民收入核算的等式是成立的，但是消费和投资的价格涨幅高于国内生产者价格的涨幅，由此引起了国民产品生产和使用的真实增长率的差别。一个极端的情况是，假定石油输出国今年石油产量和去年一样，也就是GDP零增长，但是今年石油价格涨了一倍，那么名义国民收入就涨了一倍。但若是按生产法计算，该国GDP零增长。因此，国民收入账户和生产法计算的GDP可以出入很大。

由于全球经济是封闭的，资源输出国国民收入提高，必然意味着其他国家国民收入在下降。中国就是这些国家中最大的利益受损方。建议国家统计局或有关部门，在贸易条件发生重大变化时另单独报告国民收入变化情况，以引起决策部门重视，因为光看生产法计算的GDP是不够全面的。

三、贸易条件恶化的根源

贸易条件的恶化与近年来大宗商品价格变化有重要关系。图3和图4报告了中国贸易条件分别与国际大宗商品价格及其细类——金属材料价格的关系。可以看到，无论对于总的商品价格指数还是细类的金属价格指数，从2002年开始都与中国贸易条件的倒数呈现显著正相关关系^①，后者与中国贸易条件关系更为突出。中国经济正是从2002年后开始新一轮高速增长，伴随着这个高速增长过程的是贸易条件的不断恶化和国际商品价格的不断上涨。这个过程体现了中国出口制造业产品进口资源这一越来越明显的趋势。

^①取倒数仅是为突出图形特征。

图 3、贸易条件倒数及经美国CPI平减的CRB商品价格指数

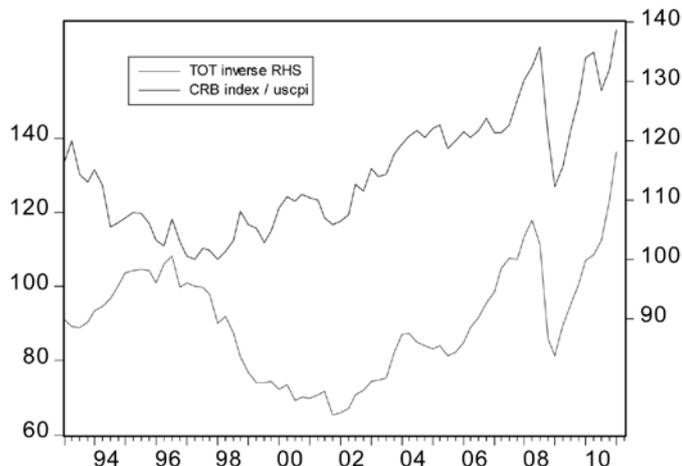
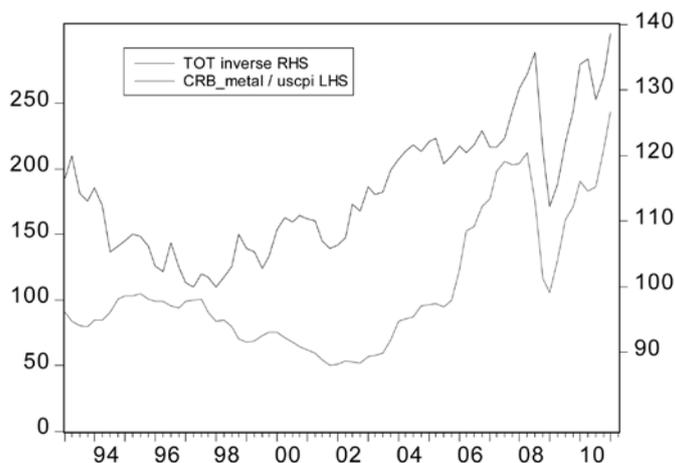


图 4、贸易条件倒数及经美国CPI平减的CRB金属价格指数



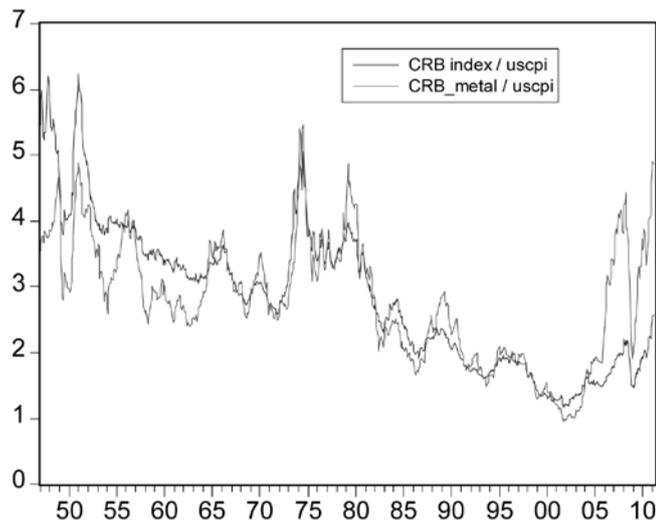
2002年以来，也是中国城市化进展最快、投资率最高的时期。以中国自身的指标度量，2002年以来的情况并不是特别突出。但是，在此期间，中国经济在国际经济中的份额快速上升，中国贸易在国际贸易中的份额更快上升。2002年至今，进口实物量的增长率平均为16.9%，约三倍于除中国外世界其他部分的经济增长率。

2002年之前贸易条件和国际商品价格关系不明显的原因在于，当时中国参与国际市场的程度还不够，中国进口量占国际市场份额不够大，影响还不够显著。回头看，中国70年代基本不参与国际市场，80年代外汇很少进口量也很低，90年代开始对国际

粮食价格有一些冲击，但对其他东西的进口不大影响也很小，但现在对几乎所有大宗商品价格都产生重大影响^②。

近年金属和商品价格上涨与中国进口猛增关系密切。从更长的时间序列看，如图5所示，与之可比的是上世纪70年代的商品价格上涨。当时推动商品价格上涨的一个重要因素是东亚经济体的大量进口。虽然日本最快速的增长是在五六十年代，但和中国八九十年代的情况一样，由于当时基数小，虽然速度快但增长的量也不大，所以国际商品价格没有出现很大幅度的上升。七十年代日本经济已经是全球第二大经济体，即便增长率回落但增量却很大，全球商品价格便开始猛涨。

图 5、经美国CPI平减的CRB综合指数和金属价格指数



导致20世纪70年代初级产品价格上升的另一个重要原因，甚至最主要的原因是，全球真实利率过低。由于美国等国的货币当局认为控制通胀会抑制GDP，对通胀的控制不力，真实利率不断下降。过低的真实利率不仅推动了存货的增加，也推动了很多地方房地产价格和投资的上升，带动了初级产品的需求。表面上看起来，20世纪70年代的石油危机主要是政治事变引发的，但真实利率太低其实是深层原因之一：当石油输出国将石油卖掉换成美元储备的时候，真实利率太低造成了相对的亏损，与其拿着不增值甚至贬值的美元，还不如把石油留在地下升值。

^②中国在国际市场上对石油的影响暂时还没有美国大。

直到后来通胀非常高时，美国才任命沃尔克为美联储主席并通过加息等手段控制通胀，扭转过低真实利率的局面。加息不仅抑制了通胀，而且也抑制了房地产投资的扩张。这使得八十年代初级产品价格迅速下降。

这给中国提供了一个经验，一定不要让利率低于房价上涨率。利率提高后对房屋的需求就会被抑制，从而对国际资源性产品的需求也会被抑制。商品价格增速放缓，贸易条件就可能改善。对中国而言，国际商品价格较低的年份，如八九十年代，才是建房的大好时机。在这之后开始大规模、集中性地投资建设房地产，甚至现在提出20—30年内完成城镇化进程，并非最优选择。房地产投资扩张伴随的是对石油等大宗商品需求的快速扩张，最终结果是全国人民买单。真正到了中国城镇化基本完成的那个阶段，石油、铁矿石等资源价格也许会跌到非常低的水平，这倒是会给其他国家带来额外的好处。

所以，千万不可认为大国经济规模大，就能在国际市场上为所欲为。这就像一艘大船在狭窄的河道里航行，如果总是采取横冲直撞的态度，大规模、集中性地做一些事情，将会自己给自己制造一些不必要的波动。大国经济必须做到平稳过渡，应尽量把自己对资源的需求平滑分摊到尽可能长的一个历史时期。这样才能尽可能减少对全球经济带来的影响，进而减少给自己带来的负面影响。

但就目前情况而言，还很难看到油价及其他商品价格下跌的希望。短期油价走势较为随机，受各国央行政策影响很大，但从中长期来看，油价的确还会呈现上涨趋势。前几年油价上涨，中国需求是一方面原因，中国积累外汇储备压低美国真实利率是另一方面原因。现在，中国需求依然强劲，不过外汇储备不再快速增长，但石油输出国却在大量购买美国国债，同样还是会压低美国真实利率。几方面因素综合起来，仍很难看到油价下跌的希望。所以，油价上升给中国带来的不止是进口这一方面的亏损，石油输出国对美国国债的购买，使得中国外汇储备收益下降，这是第二个方面的亏损。里里外外几个层次的损失，加起来大得惊人。

四、顺差趋势变化与应对贸易条件恶化

从上文图 1 与图 2 可观察到，我国贸易条件在03—08年期间虽然不断恶化，同时05

年开始人民币升值，但贸易盈余却在不断增加。这和08年以来贸易条件恶化但同时顺差下降的情况形成鲜明对比。因此，简单用贸易条件来解释顺差大小并不充分。

这一问题的解释变量很多，其中与贸易条件恶化相抗衡的一个主要因素应是中国劳动生产率的提高。03—08年顺差扩大可能主要是因为劳动生产率提高所带来的竞争优势超过了我国在进口价格上的损失。而08年以来的顺差下降则可能是因为贸易条件恶化占了上风。这一变化的背景是，当前我国进口占GDP的份额与早年情况不可同日而语。按此考虑，贸易顺差下降可能是中期的趋势。果然如此，则对许多国内经济乃至全球的很多方面都有重要影响。

基于以上分析，应对贸易条件恶化中国目前可以考虑的主要对策应是加息。这点央行已经做了不少。从去年以来，加息以及提高法定存款准备金率已经实施多次，尤其是上调准备金率。上调准备金率的实质是用存款准备金替代央行票据。由于央行票据利率高，存款准备金利率低，准备金率提高其实是用低收益率的准备金去替换高收益率的央票，这将加大商业银行亏损的压力，对加息是不利的。综合来看，用提高法定存款准备金率来控制通胀，并不是很有效。

除有效性存在问题，提高法定存款准备金率这一措施在今后的可行性也有问题。今年的情况下，由于贸易顺差和国内信贷的增长速度差不多，若是央票增长率不变，准备金率调整空间很小。另外，在未来几十年内如果顺差下降是一个主要趋势，那么只要对热钱控制基本到位，外汇储备就不会有剧烈增长。给定外汇储备增长受到限制，央票本身数量也不大，准备金率提高的空间也就不大。这样一来，央行可以用来对抗大宗商品价格上涨的有力武器就只剩下加息。

当然，加息不是没有成本。一个主要的顾虑是，由于现在美国基本不太可能提高利率，加息会加重外汇储备的利差损失。前几年外汇储备每年增长40—50%，这块的收益损失很大。但现在外汇储备增长率很低甚至可能减少，其实可以考虑采取外汇储备账户损失“挂账”的办法，暂不考虑外汇储备损失，而是放到一段时间后再处理。这样就降低了央行加息的压力，提高存款利率也不会让商业银行感到太难受。

当然，由于思想上行政上还需要很多准备，加息肯定得是一个缓慢的适应过程，不可能现在就让央行一年内提高利率到超过国内预期房价上涨率的水平。但是，只要保证每年有一个适度的提高，几年以后也就会产生效果。存款利率上升会提高买房的

机会成本，住房需求相应会受到抑制，房价也就不会上升那么快，从而也就减少对大宗商品和石油的进口依赖。

五、改善内需的空间

就现在“扩大内需”的提法，一些人认为扩大内需就是扩大消费，但这只是理想，最后还只能靠投资。但一上投资就要靠实物资源，实物资源就得买，一买就涨，涨了就赔。那么怎么才能打破这样一个怪圈？

现在看来，化解这个问题并不存在特别好的办法，只能向改善投资的方向努力。投资中，房地产投资是投资，人力资本投资也是投资，不过前者需要消耗大量原材料，而后者在这方面的消耗要少得多。所以投资不一定非得是实物投资，可以是研究开发、人力资本投资。这方面投资在定义上没有问题，在核算中应该计入投资，但实际统计过程中却很少被计算^③。

人力资本投资在中国未来几十年内都将是很有价值的投资方式。几十年后中国城镇化基本结束，人口也将绝对下降，那时房地产价格会下跌很多，未来城市生活最需要的将转为融合相当多高科技、知识、创造力要素的产品。因此，现在投资人力资本已经完全可以纳入考虑范围内。虽然两三年看，这方面投资可能没有房地产投资回报率高，但二十年后很可能发现一些小城镇现在盖的房子从开始到倒塌之前就一直空着。另外，增加人力资本方面的投资，对改善我国贸易条件，缓解进口价格上升也有重大意义。

当前阶段改善投资还涉及到目前保障房建设的一些具体安排。在利率提高的背景下，这一政策可有许多改进之处。政府目前已安排了1000万套保障性住房指标，完成这个指标就意味着更多铁矿石、石油等资源投入，就还要蒙受资源涨价的损失。如果将这一策略作调整，结果就可能大不一样。

假设每套保障性住房在市场上出售后可以盈利20万，那么政府承担建设这些房子的最终成本就相当于财政拨款2万亿。假设政府将这些钱不是用来进行实物补贴，而是

^③美国对此有统计但数量不大。

直接发给1000万个家庭（每个家庭分到20万），再让每个家庭自由选择是买房住或者做其他用途，那么最后的结果肯定比建设1000万套保障性住房要好。

假定利率此时已经提高到较高水平，使得某些地区投资房地产的收益率已经低于利率，那么1000万个家庭中有一部分，譬如说300万个家庭，就不会选择买房而是把钱存入银行。这样就可少盖300万套住房，大宗商品价格相应也会低一些。从而，国民收入可有明显改善，政府收入也会有所改善。这一收益至少还可抵消2万亿财政拨款中的一部分。因此，从政府的角度看，这一办法最后的净结果是花少于2万亿的钱就达到了比花2万亿更高的福利水平。另外很明显，这个做法也具有可操作性。

Worsening Terms of Trade and Decreasing Trade Surplus

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking University

Prof. Song first gives a short comment on current macroeconomic situation. He said that although the money and the credit supply have contracted during the first two month of the 1st quarter of 2011, the fiscal expenditure, as well as the quantity of loan, has increased significantly in March. In addition, the unusual jump of debt issuance also indicates that the central bank may have to continue to carry out its current tightening monetary policy for another month in order to control the inflation and liquidity.

Prof. Song then goes on to talk about the negative influence brought by China's aggravating terms of trade and decreasing trade surplus. During the 1st quarter of this year, China's trade balance is negative, which is the first time since 2004. This trade deficit is mainly caused by soaring import price, not increasing amount of imported goods. From 2008 when the import price was very low, the terms of trade has been dropped by 20%. If multiplied by China's yearly imports, this decreasing terms of trade could translate into a huge loss of national income of about 2.4 trillion yuan. This is the loss in national income, not GDP, but it should be reported when the terms of trade has undergone such significant changes.

It seems that the terms of trade is closely and positively correlated with commodity prices. Before the year 2000, since China's share in global trade volume is relatively low and there were some administrative constraints in imports, such relationship is not significant; but after that, because China keeps growing very fast, its overwhelming demand in metal, oil and other commodities drove the commodity prices go up quickly. Such situation could also be seen during the 1970s, when Japan, South Korea and other emerging North Eastern economies were taking off and consuming large amounts of resources.

Another reason for the increasing commodity prices is the low interest rate. During 1970s, the Federal Reserve insisted on carrying out expansionary interest rate policy, which stimulated

the real estate investment and consequently spurred the demand for oil. The increasing trend of commodity price continues to hold until in 1979 when Volcker started to raise interest rate.

Therefore, the effective way to fight against the current aggravating terms of trade is raising the deposit rate gradually. If the deposit rate is higher than expected growth rate of real estate prices, demand for housing construction, and furthermore for commodities, will be significantly dampened. Apart from this, another realistic method to alleviate the losses in imports is to stimulate human capital and R&D investments. These types of investments are not as resource-intensive as real estate or infrastructure investment, and their investment return will be very high after decades when China's urbanization is almost completed.

会议下半场问答

问题1：加工贸易中，大宗商品价格上涨不仅会导致贸易条件的急剧恶化，似乎也会使得加工贸易的出口额以及出口价格上升。贸易条件一季度的恶化是否代表长期趋势？二三季度贸易条件是否会改善？

苏畅：中国贸易条件恶化不仅和大宗商品价格有关，而且也和人民币升值以及企业成本的上升有关。目前劳动力成本的上升以及要素价格改革过程中各种资源成本的上升，都会使贸易条件在一个阶段内持续恶化。贸易条件可能反转的情况是中国的制造业升级到一个较高的水平，不是现在的出口简单机械和轻工产品，而是开始出口中高端的、附加值更大的机械产品，我认为到那时，中国的贸易条件才会有改善。但是升级到这个阶段需要一段时间。

问题2：可是许多年来我国顺差不断扩大，其中加工贸易的贡献很明显，我国出口产品的竞争力不是还在增强的吗？

苏畅：过去的情况的确如此，前几年国外超市里最便宜的是商品基本都是中国制造，但是现在中国制造已经不是最便宜的了。在伦敦的超市里最便宜的是斯里兰卡、越南等国家的出口产品，所以说中国在低端产品上的出口竞争优势已经没有以前那么明显，中高端机械上如能实现技术升级可能时我们的一个突破口，促进产品技术更新换代，才有可能使得我国的贸易条件得到改善。

问题3：贸易条件和中国的福利水平关系紧密，和大宗商品价格关系很紧密。目前的货币政策又和商品价格关系紧密，是否可以推论说利率政策是宁紧勿松？如果是这样的话，刚才也说到担心货币政策偏紧，如何协调短期宏观调控需要和长期改善贸易条件的需要？

宋国青：这涉及到短期和长期利率政策调控目标的差异。刚才说的提高利率，是从长期的角度看的。过去5—6年的利率平均来说是负的，因此至少还有两个点的提升空

间。另外，企业投资报酬率也大大超过存款利率水平，所以提高利率不会影响企业盈利。但这是长期的角度。短期来看，利率政策还是要做到减少经济波动，要维持通胀平稳，不能说为了缓解进口大宗商品价格上的损失从现在开始就一直紧缩提高利率。

短期和长期目标之间其实有协调的余地，因为政府除了利率之外还有许多可以稳定宏观经济的手段，包括房屋限购等行政手段。如果利率上升太多导致紧缩过度，可以考虑放松其他行政管制措施，比如逐步取消限购，放松准备金率等办法。这种以管制放松换利率上升的办法调整到实在无法调整的地步，最后才考虑降息。

问题4：提高利率是说短期利率还是长期利率？宋教授以前文章有提到，治理通胀，应该是短期利率大幅提升，而长期利率不要提升太多？这与目前的思路似有不同的原因在何处？另外，目前存贷款利差很大，企业实际融资成本很高，这里说的提高利率是提高官方利率还是提高企业的实际融资成本？

宋国青：首先必须明确的是短期调控目标和长期调控目标的关系。与之前回答类似，短期调控还是必须照顾宏观平衡，不要紧缩过度；长期来看，能加息则尽量加息，除非发生金融危机。如果加息后发现紧缩过度，就应利用其他手段上的调整，抵消部分对宏观经济的紧缩性影响。

就企业融资成本和官方利率来说，这里要提高的是央行制定的存款基准利率。因为这个利率是个人买房的直接机会成本，是和房地产投资及大宗商品需求相关度最高的利率。贷款利率实质上已基本市场化，也很难提高。提高存款利率后，商业银行利润被挤压，因此需要将准备金率适当下调以弥补损失。另外，央行外汇储备方面会出现利差损失，但其实问题不大，一年顶多两三千亿。现在外汇储备增长不大，可考虑用挂账的办法拖到后面再解决。以前外汇储备每年按照40—50%增长率上升时是不能挂账的，因为越拖到后面亏损越大。另外，央行每年还有一些铸币税收入，所以加息所造成的亏损并不会太多。

以前写文章区分短期和长期利率，当时面临的情况与现在情况有所不同。当时还不涉及到现在这么复杂的调控工具替换问题，只是在讨论在不动其他调控工具的情况下，利率应该怎么调节。所以当时可以说不宜提高长期利率，而现在则是需要提高长期利率。二者情况不同所以结论也不同。

问题5：请问除了商品价格上涨外还有什么原因导致贸易条件的恶化？大宗商品价格之后是否还会继续上升？

宋国青：其他肯定也有一些因素导致贸易条件的恶化。譬如高关税、进口配额等对贸易限制的因素就与贸易条件的变化有一定关系。非市场的管制慢慢放松，一定程度上促进了中国对大宗商品的进口。另外，中国进口占全球贸易的份额以及初级产品在全球贸易中的份额不断上升，也和贸易条件的恶化有关。

关于未来的趋势，基本上在不远的将来不太可能看到大宗商品的价格下跌。中国城镇化完成后，住房和基础设施等消耗大宗商品的需求减少后，大宗商品价格才可能有下跌的趋势。虽然印度和非洲等国家还需要进口大宗商品，但是不至于在量上带来和中国同样大的影响，同时在时间上也可能不像中国这么集中。总之，现在的判断是城镇化基本完成时才可能看到大宗商品价格的明显下降。

如引用本表数据，敬请注明资料来源为“北大CMRC朗润预测”

第24次“北大CMRC朗润预测”：2011年第2季度

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	10.1	5.5	15.4	25.8	17.0	23.8	35.0	3.50	6.47
北大CMRC	10.3	5.2	15.9	24.0	17.0	24.0	36.0	3.50	6.48
巴黎银行	9.1	5.4	12.8	22.5	16.5	20.5	27.3	3.75	6.49
工商银行	9.5	4.8	14.8	24.6	17.0	23.3	32.4	3.50	6.50
国家信息中心	9.7	5.4	14.5	25.0	17.5	23.0	29.0	3.50	6.45
国泰君安	9.7	5.4	15.4	23.0	17.2	25.8	28.6	3.25	6.50
国投瑞银基金	9.6	5.2	14.5	25.6	16.0	26.2	33.0	3.50	6.48
花旗银行	9.5	5.6	14.0	NA	NA	19.0	23.5	3.50	6.45
汇丰银行	9.0	5.2	14.0	24.0	17.5	22.0	25.0	3.50	6.48
交通银行	10.0	5.0	14.5	24.0	17.5	25.5	34.5	3.50	6.45
美银美林	9.5	5.3	14.2	23.8	16.5	23.0	30.5	3.50	6.45
农业银行	9.8	5.3	13.6	24.0	19.4	30.0	28.8	3.50	6.46
瑞银证券	9.7	5.3	14.0	25.0	17.5	22.0	27.0	3.50	6.40
社科院数量所	9.6	4.9	14.5	24.0	16.5	22.0	28.0	3.75	6.45
申银万国	9.5	5.0	14.3	24.0	16.8	18.8	26.8	3.50	6.44
天则所	9.5	5.2	15.0	24.5	17.0	21.0	28.0	3.75	6.39
野村证券	9.7	5.2	14.2	23.5	19.7	18.5	20.0	3.50	6.40
银河证券	9.6	4.6	14.1	26.2	17.2	20.0	26.0	3.50	6.48
招商证券	9.0	4.8	14.2	22.3	17.8	18.0	23.0	3.25	6.45
中国经济政策 (伦敦)研究中心	9.4	5.2	14.0	24.0	16.0	20.0	25.0	3.50	6.45
中金公司	9.7	5.2	14.6	22.2	18.1	23.0	25.0	3.50	6.40
中信建投	9.9	5.2	15.6	25.5	17.5	21.0	25.0	3.50	6.44
中信证券	9.7	5.1	14.5	23.9	17.3	20.7	28.1	3.50	6.43
中银国际	9.2	5.3	14.5	24.0	17.0	17.0	20.0	3.50	6.50
简单平均	9.6	5.2	14.5	24.1	17.3	22.0	27.7	3.51	6.45
加权平均	9.6	5.2	14.4	24.7	17.2	23.2	29.7	3.52	6.46

朗润预测点评：“经济快速增长，通胀压力显著，内需增势强劲，外贸重回顺差，汇率持续升值，利率有望上调！”

第23次“北大CMRC朗润预测”：2011年第1季度

预测指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
简单平均	9.5	4.9	13.5	23.3	19.2	24.7	29.4	3.09	6.52
加权平均	9.5	4.9	13.3	23.0	19.0	25.2	32.3	3.11	6.52
实际值	9.7	5.0	14.4	25.0	16.3	26.5	32.6	3.00	6.56

* 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“‘北大CMRC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。

“CMRC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
	孟原	高级经济学家
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
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	彭程	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	王庆	大中华区首席经济学家
	章俊	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	汪同三	所长
	李雪松	副所长
	沈利生	副主任
	张涛	副主任
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
野村证券	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
	张智威	经济学家
中国经济政策（伦敦）研究中心	Michael Taylor	首席经济学家
	叶桐	首席执行官
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	魏凤春	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“北大CMRC朗润预测”项目。