

目 录

2010年冬季（总第24期）

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.....	2
会议上半场问答.....	14
王小鲁:灰色收入与政府改革.....	16
黄海洲:后危机时代全球政策、机会和资产配置.....	22
宋国青:货币增长有所抑制及货币度量的一些问题.....	30
卢锋 陈建奇:美国经济走势与对华政策重估.....	37
会议下半场问答.....	58
第23次“朗润预测”:2011年第1季度.....	62
“朗润预测”特约机构名单.....	63

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

北京大学中国经济研究中心教授

一、为什么强调“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”

应对发达国家量化宽松货币政策的最佳选择是扩内需、调结构、减顺差、促平衡。这个政策组合实际上是我国一直以来都坚持的一个方针。

2006年，胡锦涛主席在中央经济工作会议上提出“调结构、减顺差、促平衡”。2009年，温家宝总理提出“我们不追求过大的贸易顺差”。刚刚通过的“十二五”规划建议提出：“十二五”期间我国经济社会发展的主要目标之一是国际收支趋向基本平衡。同时还提到的很重要一点是，发挥进口对宏观经济平衡和结构调整的重要作用，促进贸易收支基本平衡。

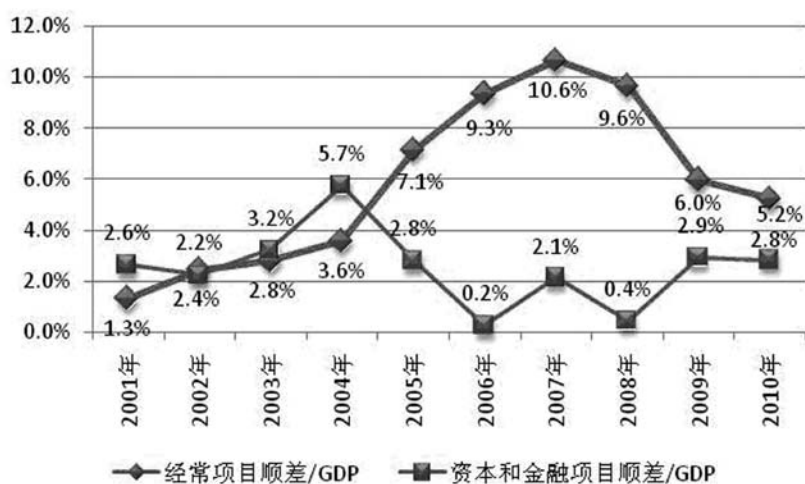
为什么要强调扩内需、调结构、减顺差、促平衡？宏观经济政策有四大目标，分别是经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。

前三个目标中国政策执行的效果都非常好。经济增长方面，2001年到2010年的十年间，我国GDP年均增长10.5%，这是全世界绝无仅有的快速增长，而且基数也越来越大，令全世界赞叹不已。就业方面，过去十年城镇新增就业平均每年达到1021万。近年来，国家对城镇新增就业的计划目标在多数年份为900万，2008年为1000万，实际每年都超额完成任务。最近各种媒体上有关长三角、珠三角民工荒的报道从另外一个侧面说明中国就业在过去这些年增长非常快。物价方面，虽然现在有一定通胀压力，但过去十年我国CPI平均增速2.2%。这是一个非常令人羡慕的数字，实际上欧洲央行通胀的理想目标也就是2%。如果说通胀比2%还要低，那离通货紧缩也就不远了。如通货膨胀一样，通货紧缩也是非常可怕的事情。某种意义上讲，对付通货紧缩是更难的，

最典型的例子是日本，持续多年都在对付通货紧缩。针对中国这样的发展中国家，通货膨胀理想目标有可能比2要再稍微宽松一点，甚至有人说可以到4，而我们取得了2.2的骄人成绩。

第四个目标，即国际收支方面，我国的国际收支不平衡问题较为突出。顺差还比较大，外汇储备规模增长较快。图1报告了2001年到2010年我国国际收支平衡状况。其中，粗线代表经常项顺差占GDP百分比，细线代表资本和金融项目顺差占GDP百分比。图形显示，经常项顺差在2007年占到GDP的10.6%，2007年后的三年在逐步下降，2010年降到GDP的5.2%。资本和金融项目差额比经常项差额要小得多，但也是顺差。所以在过去这么多年中国一直维持了双顺差的局面。双顺差意味着什么？意味着外汇储备要不断地增长。

图 1、2001—2010年我国国际收支平衡状况



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

回顾宏观经济政策四大目标，我们在三个指标上执行得非常好，国际收支平衡则还有待进一步改善，这就是为什么“十二五”规划提出国际收支趋向基本平衡的要求。趋向基本平衡并不意味着压出口，我们要更加重视进口在宏观调控和结构调整中的重要作用。这一思路实际上是符合科学发展观的。“十二五”规划的主题就是科学发展，主线就是加快转变经济发展方式。

另外，从2009年G20匹兹堡峰会开始，包括中国在内的20国领导人都共同支持了一个增长框架，这个框架叫做“强劲、可持续和平衡增长”框架。面对当时由于金融危机造成的衰退和增长乏力，各国领导人要求通过各项政策实现经济强劲增长，同时也

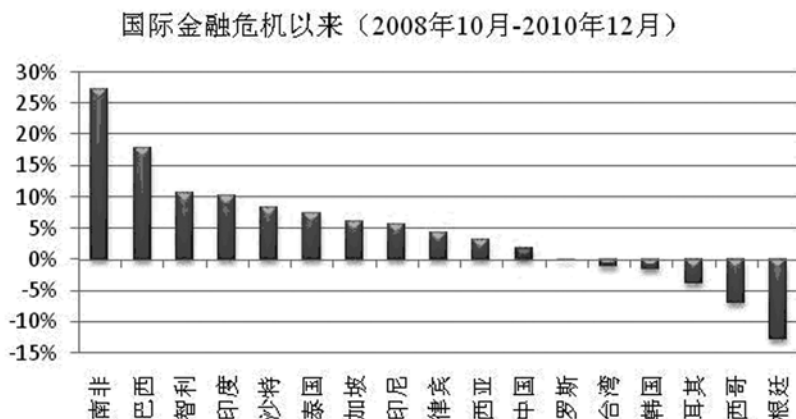
要求增长模式是可持续的。可持续的含义就包括了发达国家和发展中国家在资源、环境、碳排放等领域的可持续。同时各国领导人还强调，增长模式应当是平衡的。平衡就意味着，赤字国家与盈余国家在发展中实现更为平衡的关系。总体而言，经济增长要能够长期持续下去，就一定要强劲、可持续并且平衡的增长。

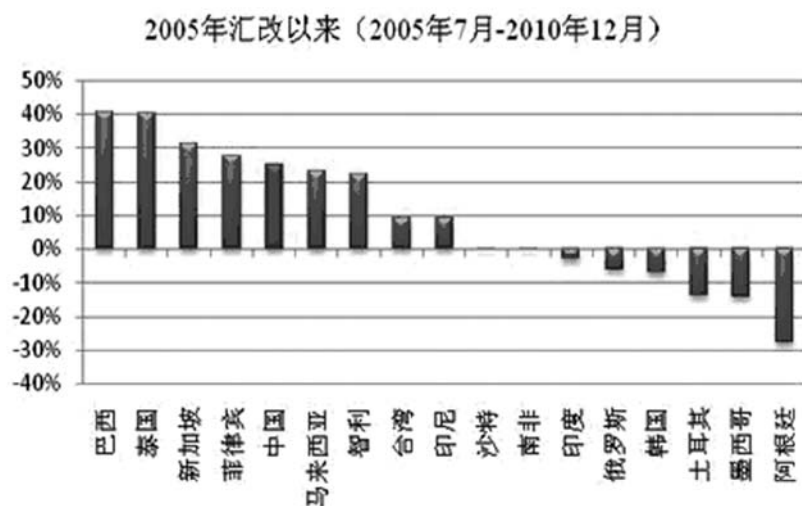
可以说，“十二五”规划的科学发展、转变经济发展方式的主题和主线，与G20共同提倡的“强劲、可持续和平衡增长”框架之间，有一个巨大的交集。前者是中国模式，也是我们的指导思想，后者是G20这个当前全世界最重要的经济治理平台上，各国领导人经过认真研究和长期讨论所形成的框架。两个思维模式中实际上存在很大的交集，这个交集就是我们和世界其他主要国家增长框架的共同之处。扩内需、调结构、减顺差、促平衡，则是我理解的这个交集中最核心的部分。这也是为什么我用这十二个字作为今天讲演的题目。

二、我国跨境资金净流入规模与实体经济基本相符

图2提供了一组数据，比较主要新兴市场经济体的货币对美元双边汇率在两个时段中的变动情况。新兴市场包括像南非、巴西、印度、马来西亚、印度尼西亚这样一些国家。从2008年10月到2010年12月的这一时期，南非、巴西、智利对美元升值幅度比较大。人民币对美元升值了3%左右，在新兴市场国家的排位中较为靠后。

图 2、主要新兴市场经济体货币对美元双边汇率变动比较

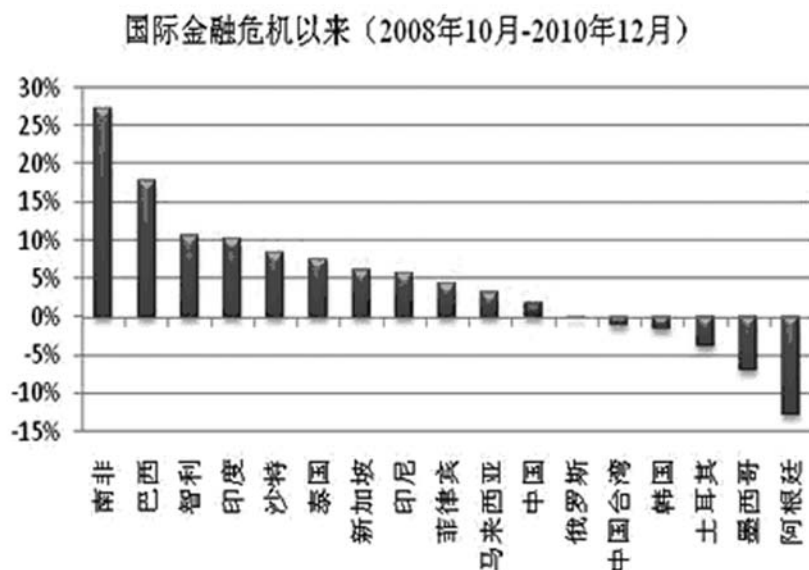




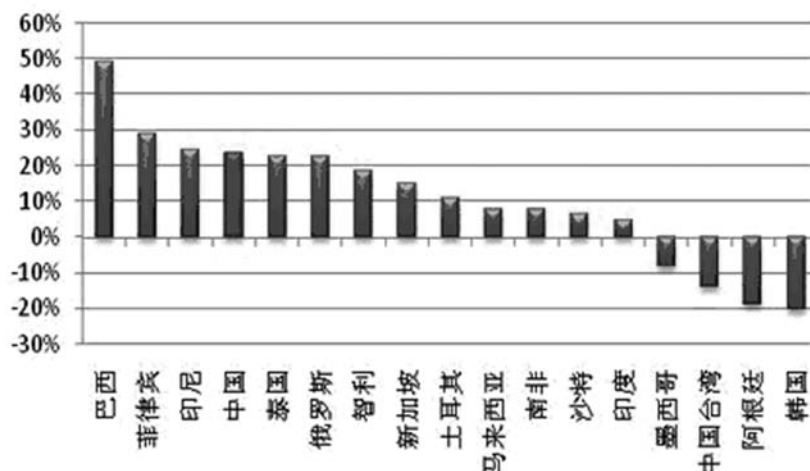
数据来源与说明：国际清算银行。图中正数表明升值幅度，负数表明贬值幅度。

图3报告了主要新兴市场经济体货币的实际有效汇率在两个时段的变动情况。实际有效汇率和双边汇率有所不同，它对比的是以贸易加权的一篮子货币。从2005年7月到2010年12月，人民币实际汇率升值幅度约为25%，排位比较靠前，在第四位。这两组图主要说明我国汇率变动相对于其它新兴市场是什么情况。强调新兴市场经济体的原因在于，我们和这些国家有更大的可比性和更多的竞争关系。

图 3、主要新兴市场经济体货币实际有效汇率变动比较



2005年汇改以来（2005年7月-2010年12月）



数据来源与说明：同上。

在这一基础上，再来谈国际收支不平衡的问题。提起国际收支不平衡，除了说我国顺差比较大、外汇储备增加比较快以外，还有很多学者提出热钱的问题。那么怎样估算所谓的热钱？怎样看待中国国际收支不平衡？通过把各种因素汇总在一张表进行比较分析，就能清楚说明很多问题。

表1列出了中国国际收支近十年来几个主要项目的情况。第一项是外贸顺差，第二项是直接投资净流入，第三项是境外投资收益，第四项是境外上市融资。这四项涵盖了经常项和资本项的主要内容。在计算热钱时，很多专家学者经常用外汇储备增量减去贸易顺差和FDI这一口径来度量热钱。在这里，我们用外汇储备增量减去贸易顺差、直接投资净流入、境外投资收益、境外上市融资所得到的差额作为对热钱的度量。实际上，对2010年这个数字还要减去用人民币支付的跨境贸易大约400亿美元贸易量，所以最后2010的数字应该是355而非755亿美元。之前年份由于用人民币支付的贸易额比较小，可以忽略不计。

应当说在这一定义下所估算的热钱也不全是非法的，因为还有很多合法项目包含在其中，譬如说老百姓汇回来的赡家款、企业的一些贸易融资方式及银行头寸的一些变化等。不过暂且先将这一计算结果称之为热钱。这样计算，十年下来热钱总共不到2900亿美元，每年不到300亿美元。所以，伴随着中国经济的快速增长，经常项目顺差和资本项目顺差所揭示的资金流入，解释了绝大部分外汇储备的增加。或者说，我国

跨境资金净流入规模与实体经济基本相符。

表 1、2001—2010年外汇储备增量与四项主要贸易投资项目差额测算表

	外贸顺差 ①	直接投资 净流入②	境外投资 收益③	境外上市 融资④	前四项合计⑤ =①+②+③+④	外汇储备 增量⑥	差额测算 ⑦=⑥-⑤
2001年	225	398	91	9	723	466	-257
2002年	304	500	77	23	905	742	-163
2003年	255	507	148	65	974	1377	403
2004年	321	551	185	78	1136	1904	768
2005年	1021	481	356	206	2063	2526	463
2006年	1775	454	503	394	3126	2853	-273
2007年	2643	499	762	127	4032	4609	577
2008年	2981	505	925	46	4457	4783	326
2009年	1957	422	994	157	3530	3821	291
2010年	1831	467	1289	354	3941	4696	755
合计	13313	4785	5330	1459	24887	27777	2890

数据来源与说明：①外贸顺差数据来自海关，直接投资（非金融领域）数据来自商务部，境外上市融资数据来自证监会，境外投资收益数据来自外汇局。②剔除人民币跨境净支付400亿美元后，2010年差额为355亿美元。

这一结论在《2010年跨境流动资金监测报告》上发表以后，很多学者认为这一工作非常好，因为我们努力把热钱晒在阳光下，努力把所能得到的质量最好的数据交给社会公众。这样能使得学者也好、国内国际公众也好，对中国国际收支和跨境资金流动有更全面的了解。但也有一些人提出这个算法假定前四项是合法的，而热钱很可能混在这四项当中。这是对我们这个算法的最大质疑。

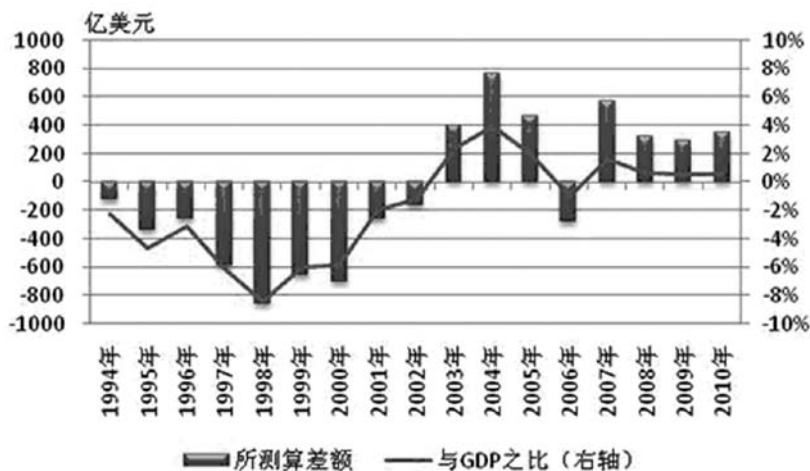
对这个质疑，可以就各个项目具体分析。譬如第一项是贸易顺差。近几年中国贸易顺差很大，一些人认为在对外贸易中通过高报或低报价格，又比如跨国公司通过贸易形态转移利润，热钱其实已经混在当中。对此我们的一个分析思路是，中国的贸易顺差实际上是美国、欧洲等经济体的逆差，所以可以通过研究美国、欧洲等最大贸易伙伴的海关数字，对中国海关的数字进行交叉检验。我们初步研究的结果显示，别国统计对中国的逆差比我国统计的顺差还略大一些。也就是说，作为一个整体，贸易顺差数据经过交叉检验应当还是立得住的，当然个案的故事肯定有。第二项是FDI减去ODI，也可进行交叉检验。第三项是境外投资收益。随着中国海外金融资产越来越多，境外投资收益也应当逐步放入考虑视野内，因为这是我们投资理所当然应该得到的回报。第四项境外上市融资不包括外债，仅是证监会批准的企业及金融机构在海外的融资额。这些融资额绝大部分是要调入境内的。每年外汇储备增长减去这四项目，就得到

了前面的结论。

我亲手处理过很多资金违规流入的案例，也知道这些案例都是存在的，但我要强调一个宏观图象，即这些年外汇储备增加的大部分都可以用中国实体经济行为和国际收支状况来解释。得出这个结论并不意味着我们可以放松对热钱流入的管制。对外汇违法违规行为及非法跨境资金流动我们一定坚决予以打击，绝不留情。在打击热钱的同时我们也不能够忘记宏观数据面的基本判断。

图4报告了从1994到2010年依据以上方法测算的热钱总量及占GDP比重。1994年到2010年这17年中热钱净流入主要发生在2003到2010年。1994到2002年都是净流出。最严重的一年是1998年，当年贸易顺差是400多亿美元，FDI减去ODI是400多亿美元，但外汇储备几乎未增加。实际上，前半段的净流出和后半段的净流入在量级上差不多，总的来说，前者比后者还稍微大一点。

图 4、1994—2010年所测算差额及其与GDP之比



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

国际金融危机以来，随着发达经济体实行量化宽松的货币政策，巴西等部分新兴市场经济体采取了对资本流入征税等管制措施。有人提议我国应当像巴西一样对资本流入征税。巴西对资本流入征税是因为巴西有开放的资本项目。我国资本项目尚未完全开放，仍实行部分管制，只有QFII和QDII等若干通道。境外金融机构和个人并不能够未经批准来中国投资股票和债券市场，也不能在这些市场上融资。境内居民和企业除了QDII这个小口子以外，在理论上不能任意把资金调出并投资在海外金融市场。可能有个别境内居民通过某种途径绕开管制实现了这种投资，但总体来说，现在国内和

国外的正规金融机构在资本项下的流入和流出还是受到管制的。

三、当前于我不利的“怪圈”

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商品，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。

战略上，我们要想办法跳出这种恶性循环的“怪圈”，变被动为主动。有人建议用外汇储备买实物。但如果能以储备大量购买实物，那中国的贸易项也就不会有那么大顺差了。比如去年中国就进口了三百多吨黄金，进口黄金的外汇就花掉了。但外汇储备是否都能买成实物，特别是能否以国家行为去买实物？这实际上非常困难。如果外汇储备在大宗商品现货市场上大量购买石油、铁矿石、黄金这类商品，那么价格会被迅速打高。这些商品的现货市场容量与中国外汇储备规模相比都非常有限。由于中国是这些大商品的主要需求国，价格涨高后，最后受害者还是中国。像去年黄金暴涨，由于中国老百姓消费黄金是刚性的，就容易受到很大影响。

还有人说拿外储去收购兼并。现在中国这类型案例很多，比如吉利收购沃尔沃等，但短时间内能做的还很有限。这些年我国用市场的方式而不是行政的方式支持了各种各样的“走出去”，很多企业在海外购买了技术、品牌和工厂。但即便有这些交易，仍发生了外汇储备的较大增长。

也有人提出买地，但购置土地的成功案例不多。实际上，一牵涉到购买资源、土地，各国政府都非常谨慎。即便是石油这类资源，也是把产品就近销售收取投资收益，而并非投资开采了资源就可以自由运回中国。各国政府对这类自然资源市场都有

很多限制条件。举一个简单的例子，譬如远洋捕捞，受到各国政府的限制是最少的，但远洋捕捞所打捞的海鲜基本上没有托运回国的，都是卖到当地国际市场。不运回国的原因是经济上不合算。托运海鲜的冷冻运输船是专业运输船，和捕渔船是两类船。远洋捕捞后再用冷冻运输船运回来的海鲜太贵，中国老百姓吃不起，还是就近销售能够利益最大化。

四、扩内需、调结构、减顺差、促平衡刻不容缓

在人民币汇率问题上这些年我们做到了渐进改革，一方面保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，另一方面用大规模对冲收回流动性，保持了物价基本稳定。实践证明，以上两方面均做得不错，缓解了矛盾。

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。

有人对外汇储备的性质还不太理解，认为外汇储备是老百姓的资产，可以无偿分享给大家。外汇储备的来源是央行在外汇市场通过投放基础货币购买的。企业和居民将持有的外汇卖给商业银行，获得银行支付的等值的人民币。商业银行在外汇市场上将外汇卖给中央银行，中央银行支付等值的人民币获得外汇，形成外汇储备。这里的交易都是等价自愿的，商业银行、企业和居民的经济利益都得以实现，不是征税，不是白拿。人民币升值之后银行、企业和居民在降低进口成本、增加投资收益等方面也获取了巨大的收益。截至2010年年底，我国外汇储备2.85万亿美元，央行吐出了将近20万亿人民币。这20万亿人民币是央行对社会公众的负债，从更广的意义上说，外汇储备是央行对全社会的间接负债。法定存款准备金和央行票据都要付息，若是把外汇储

备直接分给老百姓，那谁来管负债。现在央行是拿外汇储备投资海外所得收益来支付负债成本，如果把外汇储备分掉了，老百姓又拿外汇来换人民币，那就等同于开动机器印钞票发给大家。

为什么要吐出这么多基础货币，为什么货币供应量比较松，其中一个重要原因就是经常项目顺差过大。为了保持人民币汇率的基本稳定，央行在外汇市场上要买进外汇。如果不买，人民币就没有现在这么稳定。在买外汇过程中，央行吐出基础货币，尽管非常努力对冲，但也还是面临通货膨胀的压力。面临这样的情况，扩内需、调结构、减顺差、促平衡刻不容缓。减顺差不是压出口，重点是增加进口，大力发展服务业，并且限制“两高一资”产品的出口。

五、一副中药方

总言之，扩内需、调结构、减顺差、促平衡是当前应对国内形势和国际上发达国家量化宽松货币政策的关键。我们要综合运用经济、法律和必要的行政手段，我还是比较提倡以经济杠杆为主、以市场配置资源为主的手段，力争在2011年内需扩大一点，对外需依赖减少一点；工资和社保提高一点；环保和节能减排要求严格一点；资源产品价格改革推进一点；资本项目对外直接投资放一点，更方便一点；汇率弹性增加一点；物价涨一点；顺差缩小一点；增长速度放慢一点，质量提高一点。

这么多“一点”，就如同一副中药，开药方的依据是一个完整的宏观经济分析框架，药方里有多种元素，它们在调整逻辑上是一致的，工作起来在机制上是互相配合的。如果在每个元素上都能做一点，那么中国经济就会向扩内需、调结构、减顺差、促平衡的方向发展。采取这样一副中药，而不是极端或激进的措施，是根据多年改革的经验，可能一副什么都做一点的中药方式效果会更好，能更有效的促进科学发展。

Optimal Choice to Counter QE Monetary Policy in Developed Countries:

Expanding domestic demand, adjusting economic structure,
narrowing external surplus, facilitating balanced growth

Gang YI

Professor of China Center for Economic Research, Peking University

The optimal choice to counter QE monetary policy in developed countries is to expand domestic demand, adjust economic structure, narrow external surplus, and facilitate balanced growth. The policy combination has long been a guiding principle for China.

In terms of four major macroeconomic goals, China has performed extremely well. China has achieved robust economic growth, large employment expansion, and a low average inflation. However, there is still room for improvement in going towards balance of international payments. China's 12th five-year plan has set requirement in this aspect. In G20's 2009 Petersburg Summit, leaders of the G20 countries including China endorsed the framework for "strong, sustainable and balanced growth". There is a large intersection between the theme of our 12th five-year plan and the G20 framework.

Except for the relatively large current account balance and accumulation of foreign reserve, many experts also raise the issue of "hot money" in the discussion on imbalances of China's international payments. According to SAFE's study, the cross-border capital flow has been basically in accordance with China's international payments.

China is now facing a vicious circle. QE monetary policy in developed countries is running money-printing machine in nature. Part of the money is spent on China's products. While low-priced, high-quality products flow abroad, pollution and CO₂ discharged in production are left in China. The trade surplus turns out to be foreign reserve accumulation in the hands of the central bank. The foreign reserve has been invested in foreign assets. However, due to the QE policy with nearly zero interest rate, to seek a good return on foreign reserve has been more and more difficult.

To maintain the stability of RMB exchange rate under appreciation expectation, the central bank has to buy in US dollars. In this way, base money is issued to the public. Then the central

bank has to issue bills or raise the required reserve ratio to mop up any rise in base money that would have resulted in inflation. The central bank also has to pay interest on required reserve and central bank bills. We have to consider the marginal cost and benefit of continuing these operations.

Finally a Chinese-medicine-style therapy has been suggested to move in the direction of expanding domestic demand, adjusting economic structure, narrowing external surplus and facilitating balanced growth.

会议上半场问答

问题1：您开的中药方里有很多措施对就业的支持力度并不是很强，请问您对就业是怎么考虑的。

易 纲：我觉得改革开放三十年，中国政府的重要政策包括货币政策的制订中，可以说第一考虑的就是就业。就业非常重要，过去十年平均每年增加城镇就业一千万以上。以前说就业三大难：“四零五零”、大学生、农民工。看看现在的大学生就业，虽然还很困难，但实际上有很大改进，有些高附加值服务业吸纳了大量大学生。去年服务外包业吸纳了10%的大学生就业，而且中国服务外包业还在迅速发展。对“四零五零”，我们的政策比较到位。而对农民工，现在已经有点农民工荒了。最近重庆、长三角、珠三角的农民工荒问题已经影响到我们的订单能不能完成、出口任务能不能完成。现在最牛的不是拿到订单，而是能不能拿到农民工。所以，就业始终是我们最重要的考虑，但目前我们要把问题考虑的更加全面平衡一些。

问题2：存款准备金率有没有上限？

易 纲：全世界横向比较看，我国现在的法定存款准备金率水平是比较高的。在理论上，现在还很少有研究法定存款准备金率上限的文章。但分析起来，法定存款准备金率对商业银行存贷款机制、资金运转、社会流动性及国民福利的影响机理应当说非常重要。北大是学术圣地，希望在座的学者能够对这一问题有所研究。

问题3：现在国际贸易中人民币结算是出口用得少进口用得多。这样一个不平衡的贸易结算过程对外汇储备、以及国内货币供给有什么影响？

易 纲：现在确实付出去的人民币比较多。我们进口付人民币人家很欢迎，因为现在所有的贸易伙伴都愿意要人民币资产。从去年一直到现在，香港人民币存款增加很快，到去年已经超过三千亿人民币。

这个现象是我们最初设计这个政策时就已估计到的。现在海外存留的人民币还很少，要使得人民币在区域上有更广泛的应用，最初肯定要先出去，在海外有一些存

底。随着存底增加，才能派生出来各种各样的应用。比如说付回来，比如说海外人民币债券市场等等。也只有等它积累到一定程度，产品市场还有来回支付的渠道才能畅通。这里面包括市场渠道、基础设施建设等等，譬如海外支付清算系统是否支持人民币作为大量交易手段，这都需要时间。去年在对外贸易中付出的人民币替代了400亿美金。如果不拿人民币支付这些进口，那么就要多支出400亿美金，也就是国内要购汇再付出去。

总体来说，这个过程应当是平稳的，发展应当是健康的。原来我们的政策有一点歧视人民币，很多事情硬通货可以做，人民币不可以做。现在并没有给人民币任何优惠，但是起码做到不歧视人民币了。跨境进口贸易伙伴愿意要美元给他美元，愿意要人民币给他人民币，这样，各种货币都有平等的机会。

问题4：十二五规划建议提出要基本实现外部平衡。以前讨论十一五规划时也说目标是走向平衡。现在再讨论，您觉得今后几年可能看到哪些和过去不一样的地方？

易纲：我们以前也说趋向平衡、转变发展方式，但总体看来进展得不尽如人意。这一次的十二五规划会怎么样？就我个人体会而言，希望我们的工作能够真正解放思想，对平衡问题有一个新认识。

过去我们总觉得顺差、创汇对中国有利。出口是占领人家的市场，进口是人家占领我们的市场。虽然口头上说均衡管理，实际上并没有做到。很多地方政府还是鼓励创汇，鼓励吸引外资。创汇大户、吸引外资大户在地方上都有奖励。大家可以调查，有没有说进口多有奖励的。我还没太听说过。

但现在问题是什么？中国现在这么多的外汇储备已经成为影响宏观四大目标的问题了。我们的思路到现在还没有转过来，还是奖出限入。外汇管理也是一样，主要管的是外汇不能流出，由于中国过去一直是缺少外汇的国家，所以欢迎流入管理流出。

你要问我十二五期间有什么变化，我希望能够通过我们的努力工作，在十二五期间真正做到均衡管理。我想这五年大家在思想上转过这个弯，真正做到均衡管理才能够解决我今天说的这个问题。

灰色收入与政府改革

王小鲁

中国改革基金会国民经济研究所副所长

王小鲁所长报告了其领导的项目小组利用全国19个省份64个大中小城市的调查数据对中国灰色收入问题进行的研究，详细的介绍了中国灰色收入的测算方法和测算结果。整个报告内容共分为四个部分。首先，他介绍了中国居民统计数据中的一个有趣现象，即根据不同来源的统计数据所推算得到的居民收入间存在不可忽视的差距；其次，他着重介绍了灰色收入的测算方法；再次，他分析了灰色收入的主要来源及其对国民经济的主要影响；最后，他简要阐述了解决灰色收入问题的措施。

其研究得出的一些重要结论有：第一，中国2008年灰色收入的测算值约为5万亿元；第二，中国灰色收入的存在恶化了居民收入分配的格局，不利于宏观经济和社会的稳定；第三，政府管理体制和财税体制改革是解决灰色收入问题的关键。

一、问题的提出

为什么要研究中国的灰色收入问题呢？从中国的统计数据中，我们发现了这样一个有趣的现象。根据2009年城乡住户调查数据，城乡居民的收入为14.4万亿元，其中，居民消费为10.5万亿元，居民储蓄为3.9万亿元。另一方面，如果我们看一下其它来源的统计数据，就会发现居民收入的数据在口径上有明显的冲突。其它方面的统计数据表明，2009年，商品住宅销售额为3.8万亿元，其中消耗了近3万亿元的居民储蓄，同期的居民存款额增加了4.3万亿元，股市、债市、期货和外汇等金融投资按保守的估算吸纳了2.7万亿元居民储蓄，私人实业投资和居民自建房投资吸纳了2.6万亿元的居民储蓄。因此，2008年居民的总储蓄约为12.3万亿元。居民消费按国民经济核算账户的数据应当是12.1万亿元，而不是居民收入统计的10.5万亿元。因此，消费和储

蓄合计，居民的实际收入超过了24万亿元，高出根据城乡住户统计数据所得到的居民收入约10万亿元。这意味着根据城乡住户调查数据所得到的居民收入中，有相当一部分的收入是没有被统计到的隐性收入。这些情况不仅仅发生在2009年，我们发现历年的不同来源的统计数据之间都有很大的差别。那么居民的实际收入到底有多少呢？没有反映在居民收入统计中的隐性收入又有多少呢？

二、灰色收入的测算

针对统计数据中存在的这一问题，我们进行了更加细致的调查研究。2009至2010年间，我们的项目小组采取定向调查的方法，对全国19个省份64个大中小城市的不同职业、不同收入水平、不同年龄和不同教育程度的人群进行调查，共获得了4909个样本，其中有效样本为4195个，重点考察了城镇居民的真实收入状况。我们这一调查采取了一系列方法，重点在于取得真实可信的居民收入和支出数据。但是这一样本也有两个缺点，即样本数量较小，而且没有采取随机抽样方法，因此就无法通过该样本直接推算居民收入的总体分布情况。最后我们找到了一个方法，在学术上，这个方法是一个新的探索，它究竟最后能不能被学术界广泛接受呢？我们还可以继续研究，继续讨论。这个方法就是利用样本数据提供的信息，找到一系列变量之间的相互关系，取得若干有用的参数，据此对居民真实收入水平进行推算。

在此，我们考虑的一个关键变量便是恩格尔系数。当收入水平提高时，人们就会增加非食品的消费支出，比如文化、艺术、娱乐、教育等各方面的消费支出，食品消费占消费总额的比重自然会下降，因此恩格尔系数便会随着收入的上升而出现下降。反过来，当居民收入水平不确定，但是居民恩格尔系数相对确定时，我们能不能利用恩格尔系数对居民收入水平进行推断呢？进行这样推断的前提是，需要控制其它影响恩格尔系数的变量。为此，我们利用调查数据，建立了一个计量模型，在控制了城市规模、地区消费习惯、家庭规模、家庭教育水平和家庭就业变量对恩格尔系数的影响的情况下，考察了恩格尔系数和收入水平之间的关系。随后，我们结合已有的居民统计数据，利用计量模型估计所得变量系数，来推算在给定城市规模、家庭规模和家庭教育水平等变量的条件下，某一个恩格尔系数水平上的2008年分组居民真实收入水平。

图1和表1是根据我们推算的结果得出的。它们反映了隐性收入分布的四个特征。第一，隐性收入随居民收入水平上升而上升；第二，低收入城镇居民的收入水平与国家统计局的数据非常接近；第三，高收入城镇居民的收入水平与国家统计局的数据差别十分显著，这些差别反映的便是隐性收入。其中，隐性收入中的80%集中在20%的城镇高收入居民家庭，隐性收入中的60%集中在10%的城镇最高收入居民家庭；第四，根据测算所得到的收入，2008年占10%的城镇居民最高收入家庭与最低收入家庭的比值，从之前根据统计计算的9倍上升到26倍，如果再加上农村居民，那么10%的全国居民最高收入家庭与最低收入家庭的比值，将从之前统计计算得到的23倍上升到65倍，因此收入差距问题更显突出。

图1、 2008年推算收入与统计收入

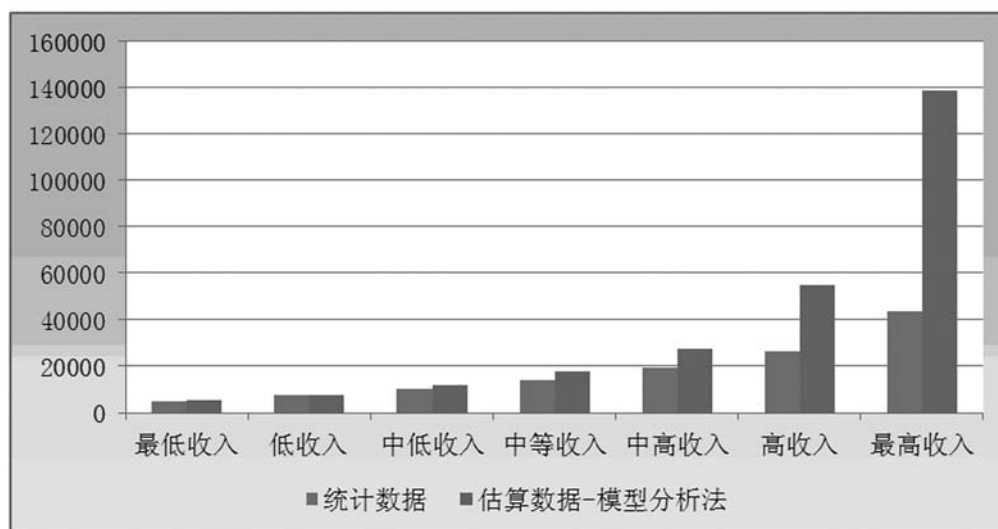


表1、推算收入与统计收入之比

%	最低收入	低收入	中低收入	中等收入	中高收入	高收入	最高收入	全部城镇居民
A组	99.1	101.8	106.9	114.0	130.6	138.7	337.6	177.7
B组	112.5	100.9	117.4	128.0	143.1	209.1	318.7	190.4
C组	0.4	0.0	2.3	5.1	10.9	18.8	62.5	100.0

注：A组为2005年推算收入与统计收入之比；B组为2008年推算收入与统计收入之比；C组为2008年隐性收入的分布。

三、灰色收入的来源及影响

在国民收入分配中，出现如此大量的隐性收入，并且分布高度集中，这不能简单的用统计遗漏来解释，相反，隐性收入中的大部分可以用灰色收入来解释。那么什么是灰色收入呢？我们将灰色收入定义为无法确认其合法性的收入。具体而言，它包括以下三种不同的情况。第一，现行法律制度对某些收入或者某些情况没有做出明确的界定，因此存在一个灰色地带，在这个灰色地带上的收入是合法还是非法的边界不清楚，这部分收入可以称为灰色收入；第二，收入的来源是合法的，但是没有纳税，为了逃税隐藏了的这部分收入也可以称为灰色收入；第三，收入的来源实际上是非法的，但是暂时没有足够的证据认定它是非法的，所以也需要把这部分收入纳入灰色收入的范围之内。国家统计局“资金流量表”中的数据显示，2008年居民可支配收入为18.2万亿，而我们根据前面说过的方法推算出的居民可支配收入为23.2万亿，二者之间5万亿的差额便可称为灰色收入。这大约占当年GDP的15%左右。

我们认为灰色收入的主要来源有：第一，围绕权利产生的腐败和寻租行为。根据2006年全国4000多家企业的问卷调查，有超过80%的企业承认对政府工作人员有“非正式支付”，其中18%的企业领导人表示这部分非正式支付比较多或非常多；第二，公共资金和公共资源的流失和不合理配置。比如，2010年国家审计署的报告指出，京沪高铁和西气东输二线工程审计所发现的建设成本列支其他费用和虚假发票报销的数额就高达17.9亿；第三，土地收益分配不当。本应当用来补偿失地农民和用于社会长远发展的土地收益，在大多数情况下被当成了地方政府当期额外收入，其使用严重缺乏监督，导致了涉及土地收入的贪污腐败和违法拆迁现象大量涌现；第四，垄断性行业收入分配不合理。垄断行业职工的平均工资是其它行业职工平均工资的2至3倍，再加上其他的工资外收入，实际的收入差距为5到10倍。在垄断性行业内部，收入差距更远远大于一般行业。这差距的大部分来自垄断性收益。

此外，灰色收入的存在对国民经济具有重要的影响。这主要表现在以下两个方面：第一，劳动报酬占GDP的比重降低了，而非劳动报酬占GDP的比重则出现了大幅度的上升，这部分即为灰色收入。灰色收入的存在恶化了收入分配状况，急剧扩大了收入差距，这也是导致社会不稳定的主要原因之一；第二，灰色收入通过影响收入分配状况也间接导致了经济结构的失衡。长期以来存在的内需不足、经济过度依赖出

口、贸易顺差过大、产能过剩等问题，都与收入分配状况息息相关。

表2、国民总收入结构的调整

%	调整前		调整后	
	2005	2008	2005	2008
住户部门	60.1	58.1	68.6	66.7
劳动报酬	50.4	46.7	46.4	42.3
非劳动收入	9.7	9.9	22.2	24.4
企业、金融	20.3	17.7	16.0	13.6
企业部门	19.6	16.4	15.5	12.6
金融部门	0.7	1.3	0.5	1.0
政府部门	20.8	25.9	16.4	19.9

表2表明与调整前的数据相比较，居民收入占国民收入比重有所提高。而同时，调整后的劳动报酬占国民收入的比重出现了下降，非劳动收入占国民收入的比重则出现了较大幅度的上升，2008年该比重从调整前的9.9%上升到调整后的24.4%。此外，企业收入和政府收入占国民收入的比重都出现了一定幅度的下降，这说明一部分企业收入和政府收入实际上已通过隐性渠道流向了私人部门。

四、解决灰色收入问题的措施

由于灰色收入的存在反映的是一个扭曲了国民收入分配状况，扩大了收入差距，其原因主要来自制度缺陷，因此，解决这一问题的办法，应当着重于制度层面的改革，尤其是要分步骤地推进政府管理体制和财税体制改革，否则便无法解决由于灰色收入导致的腐败问题和收入差距不断扩大的问题。具体措施有：第一，促使政府的管理透明化、规范化、制度化，从而真正使得社会公众能够对政府实行有效的监督；第二，应当改革现行的土地征用、拆迁和出让制度，以透明的房产税收入代替地方政府的土地出让收入，打破高地价——高房价——逆向收入再分配这样一个怪圈；第三，土地制度的改革必然会带来一系列的相关问题，相应的，政府财税体制也需要进行改革，根据公共服务的要求重新界定各级政府事权和财权，做到财权和事权统一。此外，政府还要做到公平税负，建立比较健全的转移支付制度；最后，应当转变政府的职能，进一步改善政府提供的社会保障和公共服务，逐步实现公共服务均等化和全民覆盖。

The Gray Income and the Government Reform

Xiaolu WANG

Deputy Director, National Economic Research Institute,
China Reform Foundation

In this speech, Prof. Wang presents the estimated result of the gray income in China by the survey data of 64 cities in 19 provinces of China.

First, he compares the official data from different sources and finds an interesting phenomenon that the household incomes from different sources are inconsistent. The result implies that some gray income may exist.

Second, he tries to examine the magnitude of the gray income by using the independent survey data. Particularly, he introduces the method to estimate the amount of gray income and its implications. Although it is difficult to infer the real income directly, it can be deduced indirectly from the close relationship between the Engle coefficient and income.

The main results drawn from this research include: first of all, the gray income in China is estimated around 5000 billion RMB. Moreover, the gray income in China has worsened the situation of household income distribution and has been harmful for the stability of both economy and society. Lastly, the reforms of government administration, fiscal and tax systems are the key measures to solve the problems induced by the gray income presence.

后危机时代全球政策、机会和资产配置

黄海洲

中国国际金融有限公司首席策略师

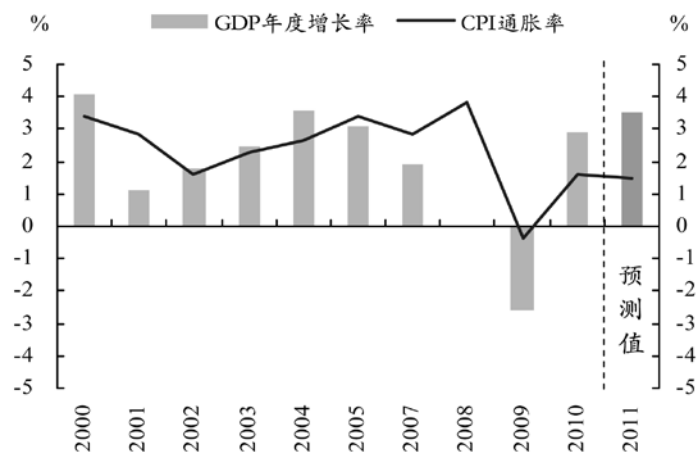
黄海洲博士从市场投资角度出发，对后危机时代全球宏观经济形势及国际流动性动向进行详细论述，其内容涉及美国、欧洲、新兴市场和中国等经济体。

黄博士首先对2010年全球股票、债券、大宗商品和货币市场进行了简要回顾，并指出目前分析全球市场的一个框架可能是 2×2 结构：发达国家分成两块，美国是一块，美国以外是一块（主要是欧洲市场）；发展中国家也分成两块，中国是一块，中国以外是一块（主要是新兴市场国家）。在 2×2 框架基础上，黄博士提出了以下四点判断：美国结构失业，宽松政策两年难改；欧洲两极分化，货币中庸泥猪入海；新兴市场抑制泡沫，继续加息热钱多彩；中国调控转型，货币从紧市场摇摆。

一、美国结构失业，宽松政策两年难改

美国经济已经恢复增长，2011年美国GDP增长速度可能超出市场预期，达3.5%（图1）。现在市场上对美国2011年GDP增长率的高端估计达4%。

图 1、美国2011年经济走势预测



对美国经济的看好是各方面因素共同作用的结果。

首先看私人消费情况（图2）。从居民的资产负债表来看，居民部门的总资产已经从谷底回升；就业市场复苏，工资进入上升轨道，提升了消费者的信心；消费信贷的正增长时代到来；QE2带动的股价上涨，财富效应开始显现，刺激私人消费增长；奥巴马政府的减税政策也直接推动了消费的增长。而这其中的QE2（2011年上半年继续购买国债）和财政政策（预计2012财年开始退出）在2011年继续为美国经济增长提供政策支持。以上这些因素共同促进了私人消费的增长。

图 2、美国私人消费部门基本情况

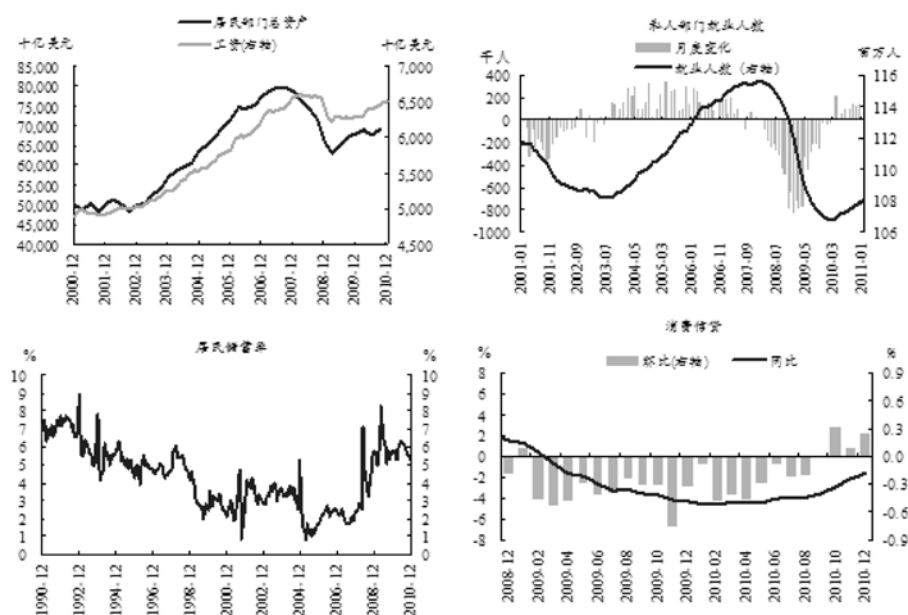
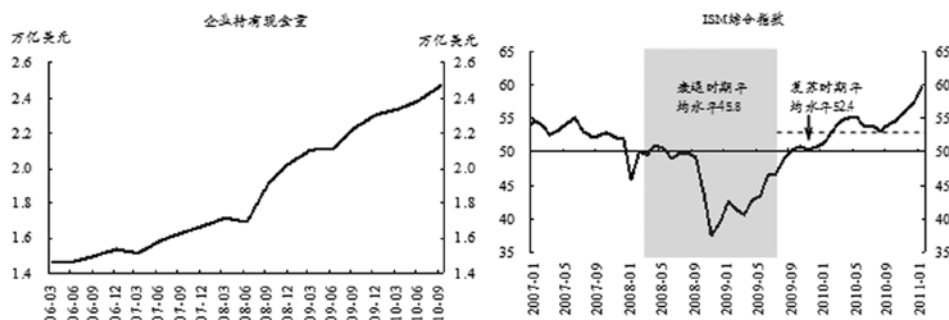


图 3、美国企业基本情况

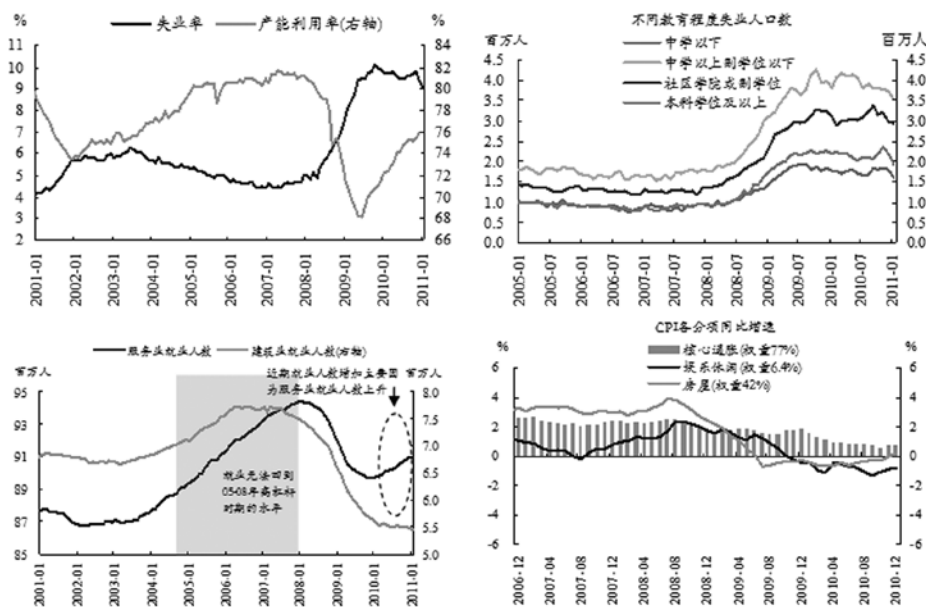


其次看企业情况（图3）：企业信贷及债券融资状况良好；现金流不断上升，企业持有现金量接近2.5万亿美元。美国企业充沛的投资能力将成为经济持续复苏的动力之一，另外目前制造业及非制造业ISM均在高位，预示经济将持续复苏。

最后，美国的出口在强劲复苏。这三个方面的利好因素奠定了美国经济复苏的良好基础，也是市场各方看好美国2011年度经济运行状况的重要原因。

尽管美国经济的基本面向好，非农业就业开始复苏，但复苏的速度依然相对缓慢，美国失业率有可能在2012年底才可能从高点降到7%左右。如果这一判断是正确的，那么美国宽松货币政策的基调难以改变，可能直到2012年都不会加息。其理由可以从以下几个方面进行分析：

图 4、美国失业率及CPI基本情况

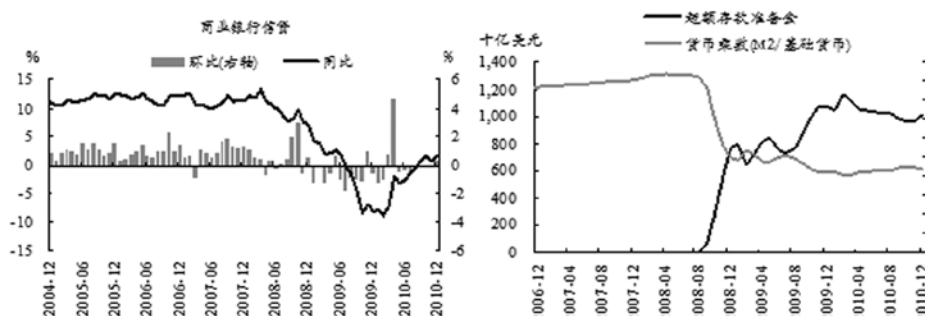


从美国的失业率情况和CPI走势上看，图4显示目前非农就业复苏目前主要依赖于

服务业，我们预计失业率下降比较缓慢，2011年底可能降至8—9%，2012年底降至7—8%左右。结构性失业将成为长期困境，达200—300万人，特别是低教育人群失业率近16%，而岗位技能不匹配将长期存在。预计2011年核心通胀对CPI贡献0.7%，非核心通胀贡献0.8%，目前房屋及娱乐（CPI 权重近50%）仍在通缩之中。因此，在美国核心CPI持续低迷而失业率居高不下的情况下，以宽松的货币政策来促进美国经济增长，并在经济恢复的过程中解决就业问题将是美国重要的政策手段。

其次从银行角度来看，如图5所示，美国银行信贷仍然偏紧，超额准备金仍在高位，这也为美国继续实行宽松的货币政策提供了条件。

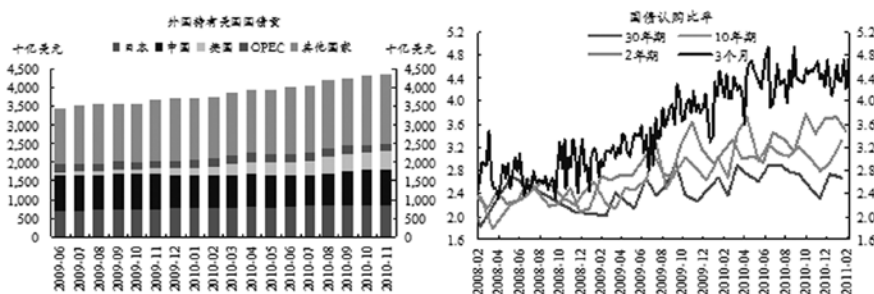
图 5、美国银行信贷情况



从美国财政状况角度来看。奥巴马政府预计，财政收入将从今年的14.9%升至2012年的17.4%，美国的财政刺激将逐渐退出，并将在2012年将财政赤字缩减至占GDP3.6%的水平。这一减赤计划任务相当艰巨，需要有宽松的货币政策作支撑。

最后从美国国债市场看，图6显示外国持有美国国债数量正稳步上升，国内投资者的认购比率稳定上升，这为美国实行宽松的货币政策提供了良好的市场基础。同时，实施宽松的货币政策也是美国解决目前外债负担的一个重要手段。

图 6、美国国债市场情况



IMF首席经济学家Olivier Blanchard曾去年初在一篇文章中（Rethinking

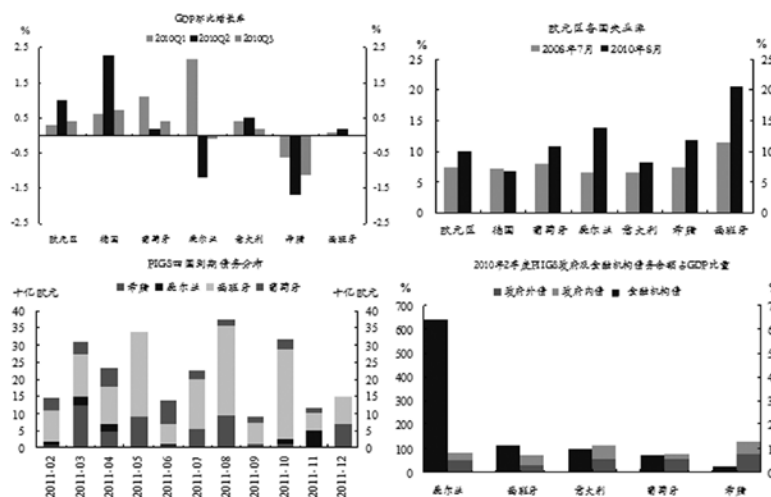
Macroeconomic Policy – 中文发表于《比较》) 公开表达发达国家要把通胀目标提到4%。虽然美国没有采取通胀目标制, 市场一般认为美联储的通胀目标大概是2.5%。通胀水平从2.5%提高到4%对美国是有好处的。美联储作为全世界最主要的央行, 成功应对这么大的危机是一个了不起的成就, 它一定会吸取日本当年的教训, 避免加息太早而抑制经济, 从而保卫成功应对危机的胜利果实。

因此, 在化解结构失业问题的过程中美国货币政策可能会相当宽松。在这样的前提之下, 美国有可能实现比较强劲的增长。果真如此, 这相当于给全世界经济增长提供了新的增长动力。

二、欧洲两极分化, 货币中庸泥猪入海

欧洲问题比较复杂, 表现好的国家和表现差的国家相差很大, 出现了明显的两极分化(图7)。欧洲的核心国家如德国, 经济表现非常不错, 欧元区经济也靠德国经济的强劲拉动。目前欧洲的主要问题在于欧洲五国(PIIGS), PIIGS国家失业率依然居高不下, 经济收缩仍在恶化, 通缩风险上升, 这将对欧元的稳定和欧洲经济的稳定造成相当的冲击。

图 7、欧元区及其主要经济体基本情况

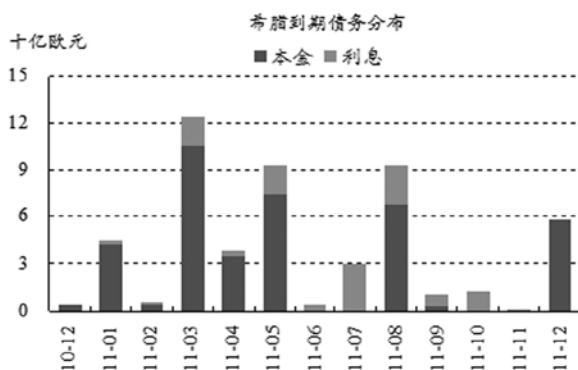


另外, 欧洲债务问题今年还没有完结, 从2011年初开始, PIIGS债务融资压力大增: 希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙的国债融资需求将达2600亿欧元(其中1600亿为

西班牙国债到期），分别达到其GDP的21%、9%、14%、及19%；PIIGS的银行债高于国债，银行间市场流动性紧张；欧元区主要银行对PIIGS银行债务敞口巨大，欧盟对债务危机不可能坐视不救。再融资需求是高债务国面临的一大风险。2011年，PIIGS再融资需求相当于欧元区GDP的7%。

其中更大的冲击可能是在希腊。如图8所示，希腊的压力明显大于其他PIIGS国家，其再融资需求高峰分别在2011年3、5、8月，再融资总额达124亿、92.5亿和93亿欧元，2011全年再融资总额超过500亿欧元，相当于GDP的28%。

图 8、希腊到期债务分布



基于以上分析，我们认为欧洲在未来一段时间里面面对全球增长贡献不大，然而对金融市场波动性却贡献良多，因此还要关注欧洲对全球市场造成的波动性。

三、对新兴市场国家及中国的简单评论

新兴市场国家面临的普遍问题是通胀问题，大宗商品、石油、金属等价格都在上涨；同时还面临较大的宏观不确定性问题；另外，长期资金流入波动性变大，从去年的净流入，到从年底到现在资金是从新兴市场撤离。

美国作为世界流动性最大提供者，其采取季度宽松货币政策为全球市场定了基调，新兴市场在这样的基调下面受到的冲击难以避免。目前除少数国家外，新兴市场国家实施了同步抵制泡沫的政策，这可能降低泡沫风险，但会加剧市场波动性。

美国经济增长企稳加速和近期西亚北非地区的形势动荡，国际流动性开始看淡新兴市场，回流发达市场，尤其是美国。所以我们提出“热钱多彩”，其含义是热钱不

再单一地从发达国家流向新兴市场国家，资金也有可能从新兴市场国家撤出，转而流向美国等发达国家。资金的回流往往导致新兴市场的资产价格大幅下跌。部分新兴市场国家为此也采取了一些措施以限制游资的大进大出。

过去一年中就股市表现而言，中国股市是全世界新兴市场国家里面表现最差的市场之一。除了中小板有22%的涨幅之外，实际上证指数下跌了14%。2011年的中国股市将会是结构分化的一年。股市作为经济活动的晴雨表，经济结构的调整已经在股市上提前发生。

四、总结：国际流动性动向

目前国际流动性回流发达国家，尤其是美国，总结起来有两点原因。

第一，美国经济增长势头看好，而其他国家经济或者没有增长，或者略有下滑，或者面临着宏观调控下的增长的不确定性。经济增长上的较大差异是决定资金流向的重要原因；

第二，美国的政策制定者及其政策措施在可预计的两年内不会出现太大变化，连续性强。欧洲由于今年10月份会有央行行长的更替，市场上担心对其政策倾向的不确定性；欧洲五国的再融资解决办法尚不明了，更增强了市场对政策不确定性的担心。另外，由于欧洲没有真正的中央政府和统一的财政转移支付，其决策机制的特殊性决定了欧洲各国政府在解决这些问题的动力不足，进而导致这些政策措施不可能在短期内确定下来。而新兴市场国家则继续实施宏观调控政策，继续加息，抑制泡沫，限制游资。如此一来，基于美国、欧洲和新兴市场国家的政策确定性和连续性方面考虑，国际流动性回流美国也是在情理之中的。

Global Policy, Opportunity, and Asset Allocation in Post Financial Crisis Era

Haizhou HUANG
Chief Strategist of CICC

From the perspective of investment, Dr. Huang firstly takes a brief review of the performance of the global capital market in 2010. Under the 2×2 analysis framework, Dr. Huang establishes his projection about the macroeconomic prospects in US, EU, the emerging markets (“EM” for short) and China in 2011.

Dr. Huang points out that the US economy has been undergoing a strong recovery from 2010 due to the recovery of private consumption, private investment and export under the stimulus policy package of the government. Through the analysis of Dr. Huang, in 2011, the US GDP growth rate will hit 3.5%, while the unemployment rate still remains at the high level. In view of the deficit reduction task of the Obama administration, the QE2 strategy becomes an inevitable choice for Fed to solve the unemployment problem and provide the engine for the economy. To some extent, this strategy will not be change even there is a slightly increase in CPI in the following two years.

When it comes to EU, Dr. Huang argues that the recovery of Euro area is highly dependent on Germany’s strong growth. Because of the enlarging disparity of economic performances between Euro area membership and the ongoing sovereign debt crises in the PIIGS, especially in Greece, EU will make little contribution to the world economic growth, but the fluctuations.

As a common concern in EM, Dr. Huang notes that inflation, combining with several other macro-uncertainties, urges the government to take actions to squeeze the bubbles and curb the international liquidity, which increases the downward risks of the economic performance. In China, the structural changes in stock market will take place before the structural adjustment in real economy in 2011.

On the basis of the analysis above, Dr. Huang claims that the differences in the economic performance, the certainty and the predictability of macroeconomic policies between US and other areas give rise to the international liquidity’s flowing into US but being withdrawn from the other areas.

货币增长有所抑制及货币度量一些问题

宋国青

北京大学国家发展研究院教授

宋国青教授的演讲主要包括如下几方面的内容。首先从GDP、通胀以及货币信贷的角度对当前中国宏观经济形势做了点评，认为当前的生产活动仍然较强而并非出现所谓结构性的强烈转折，货币政策则仍然趋紧。其次，宋国青教授就央行最近提出的社会融资总量概念及相关货币度量进行了深入分析，认为无论是社会融资总量，还是一直以来使用的M2货币度量口径，从预测价格水平等宏观经济指标上表现都较差，需要加入一些本应包含在内的成分。最后，宋国青教授再次强调了“货币管内需”的命题，并由此指出中国流动性概念的国际意义。

一、生产可能很强，货币政策趋紧

中国去年全年GDP和通胀走势呈现低增长高通胀的特点，许多研究认为这是因为出现刘易斯拐点，即支撑中国长期增长的人口红利的消失，劳动力供给不足所致，并因此认为当前央行不应制定太紧的货币政策。但这一供给面的因素可能并非是导致去年低增长高通胀的主要原因，因为长期劳动力不足不太可能是短期内突然发生的。

年底生产不足的原因可能要考虑到去年下半年以来因十一五计划节能减排和亚运会所导致的企业停产等偶然因素。当然，人口红利变化的影响到底多大，还需要进一步看一月和二月份的生产情况。由于现在统计局没有公布相关数据，所以只能用一些行业数据做初步推算。这些行业数据显示今年一月份的生产活动可能很强，从而佐证了去年年底节能减排等偶然因素的抑制作用是引起低增长高通胀的主要因素。

按照上述逻辑，如果去年年底的生产主要是被人为压低，那么元旦过后压力消失，就应该出现高增长低通胀的结果。但是一月份的PPI出现暴涨，这点和生产强劲恢

复的情况相悖。造成这种不一致的原因可能有两个：一是一月份统计局对CPI和PPI的权重进行调整，部分统计因素可能导致PPI的异常，因此不能用去年年底和一月份的数据进行简单比较；二是全球大宗商品价格上涨，美国强劲恢复，以及市场方面预期未来几个月中国总需求很强等因素也可能使得PPI上升较快。具体这两方面原因哪个更占主导，还需要看二月份的数据。

就货币信贷而言，一月份贷款增速显著放缓。考虑到银行年末控制、年初突击放贷所产生的人为“季节性”因素和企业发奖金等正常的季节性因素，一万亿出头的贷款数量在去掉这些季节性因素影响后其实数量不大¹。贷款的月环比增速可能低于10%甚至低于5%，而货币的增长率也很低。即便考虑外汇占款，货币月环比增速和贷款也差不多。

综合信贷和货币的情况，当前的政策是从紧的，甚至可以说隐隐约约看到了通胀下行的迹象，因为一般来说，不超过10%的月环比信贷和货币增速只要能够持续三个月就基本可以扭转通胀上行的趋势，而现在已经紧缩两个月了。只要央行在三月份继续保持当前的调控，通胀应该就可以管住。

当然现在因为缺少一些关键的数据，管住通胀的说法也只是初步判断，不排除发生意外情况的可能性。特别是考虑到今年的外需可能因为美国经济复苏而增长很快，以及全球性食品价格上涨等因素，从紧的货币政策持续更长一点时间也许更为合适。

二、社会融资总量和M2货币度量方法存在遗漏

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，还是一直在使用的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

¹ 用计量软件进行季节调整选择参数的时候需要一些主观上考虑，如果用软件默认的参数进行季调就可能歪曲真实的“季节性”因素，因为软件无法区分上述两种季节性

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²。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。

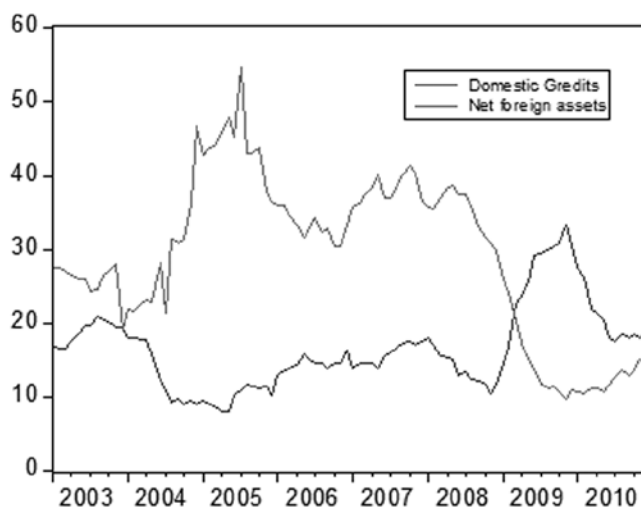
M2的货币统计口径也有遗漏之处。一些股市里的资金（非保证金）没有计入到这个口径中。这一遗漏可能是历史原因造成，因为当时定义M2时还没有股票市场，后来即使有了规模也很小。直到2000年股市规模很大后才加入了保证金，但是仍然有许多股市的资金没有被统计³。M2定义上的问题导致该指标在预测通胀和总需求方面有时候表现很差，甚至不如M1。当股市出现很好的行情，如1999年的519行情和2007年的大牛市时，M2指标因为没有统计许多股市的资金从而没有给货币当局提供很好的预警信息，导致宏观调控滞后。当2008年出现月同比8.7%的通胀后才进行调控为时已晚。因此，在M2指标中加入一些本应该加入的部分，可以明显改善其预测CPI和GDP的效果，而且央行应该有这些相关的数据，在现实操作上应可以做到。如果对M2的统计口径进行修正，同时在社会融资总量的概念中包括外汇占款，那么这两个变量就实现了对等。

而就当前的流动性总量而言，虽然表外贷款、债市以及股市融资等增长很快，但是如果考虑到外汇占款在去年的大幅度下降，全社会流动性可能并没有央行担心得那么严重。作为全社会流动性两个最主要的成分，国内信贷和国外净资产在很多时候呈现的是此消彼长的关系（如图1）。

2 同时也需要注意到存量和流量的对应关系，因为这里社会融资总量是流量，而货币余额是存量。说二者相等当然必须都是流量或者都是存量。另外，流量指标的波动往往很大，所以用存量指标进行统计更好，不会造成市场上对流动性的过度担心。

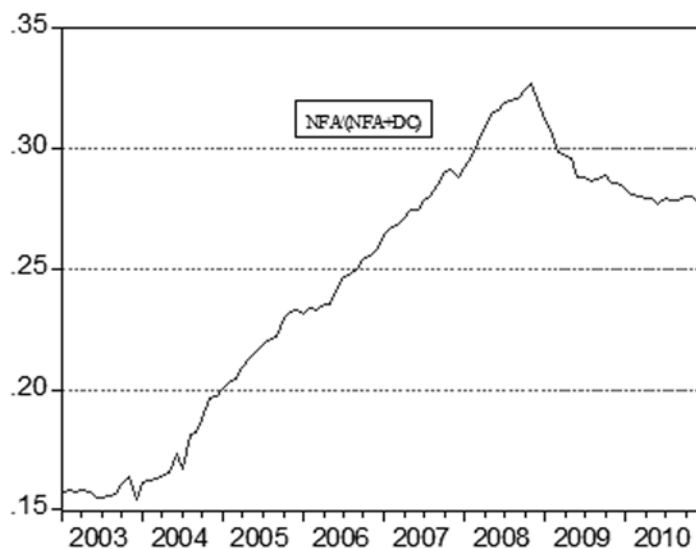
3 加入这部分资金的M2指标暂定义为M2_a，以区别于更大口径的M3，即所有商业银行和非商业银行的存款总和。

图 1、国内信贷和国外净资产同比增速



从图1和图2中都可以看到，从04年下半年开始到08年年中，国外净资产（即外汇占款）增速很高，这段时间内，如果国内信贷被压制，那么通胀就不会起来，反之就会上升很快，这分别对应04年到06年的平稳通胀以及07年到08年的高通胀时期。04到06年外汇占款和国内信贷的走势基本相反，当时通胀就不高；从07年开始后，国内信贷反而和外汇占款同向移动，高通胀就不可避免。08年发现通胀问题时再进行调控，加上货币政策半年的时滞，正好和当年的国际金融危机叠加到一起，导致08年年底和09年年初的相对衰退。

图 2、国外净资产占国内信贷和国外净资产总和的比例



因此，只要保证外汇占款和国内信贷这两大块是此消彼长的关系，通胀就能够基本平稳。在当前外汇占款大幅度下降的前提下，对表外贷款等创造货币的次要成分不需要过于担心。为了使这两大块总和保持稳定，同时考虑到外汇占款自身的外生性（汇率弹性低以及可用杠杆少），央行在制定货币政策时就需要利用贷款来对此进行对冲。

至于M3的统计口径，暂时还不知道其预测效果如何。但是初步测算的结果表明，在M2_a的基础上考虑加入一个按照发行价格计算的流动性总量的指标，可能在预测通胀等指标上表现较好。

三、货币管内需和中国流动性的国际意义

最后再次强调一下货币管内需的命题。虽然各项总量金融和货币指标在预测09年的数据时表现都很差（货币和流动性指标高速增长但是CPI没有起来），但这是因为同时期的外需大幅度下跌，总需求增长较为平稳所致。就出口本身来说，一方面它是总需求的一部分即外需，另一方面因为出口会导致外汇流入从而引起货币发行，因此还会进一步派生新的需求。在货币管内需成立的条件下，中国国内流动性的提高有其国际意义，因为流动性提高后内需上升，就可以通过进口（对其他国家而言是外需）的渠道影响到它们的总需求。

Restricted Growth in Money Supply and Some Measurement Issues of Money

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking
University

China's macroeconomy has been characterized by low GDP growth rate and high inflation since the fourth quarter of the year 2010. Some researchers believe that this is caused by a structural transformation. However, there are some interfering factors at play that may result in the picture we see. What's more, the apparent vigorous production revealed by some industry-level data lends strong support to the latter explanation.

Despite this, the money supply, as well as the credit and loans, remains rather tightened. Considering the current rapid recovery of U.S. economy, and the potential expectation of high inflation for the next two or three quarters, such tightened monetary policy should continue for about another month to reverse the current inflation situation.

To better supervise social liquidity, the central bank starts to use the statistic called "total social financing". Although this definition by itself is clear, there remain some problems in this concept. Since the funds outstanding for foreign exchange is also one important financial resource of the central bank, and it indeed causes large amounts of liquidity injected into the economy. The concept of total social financing is just the opposite side of the money balance. And there are also some problems about the definition of M2. Some items are not covered by M2. As a result, during the big boom of the stock market such as the "5.19" in 1999 and the year 2007, M2 failed to outperform M1 in predicting CPI. If adding these missing items to the definition of M2, predicting CPI by M2 would be more robust and precise.

The funds outstanding for foreign exchange and domestic credit constitute the majority of the social liquidity. In most cases, they are negatively correlated. That's why CPI remains moderate from the year 2004 to 2006. But as the domestic credit rose along with the foreign reserve since 2007, inflation started to skyrocket.

Finally, what money supply affects is the aggregate domestic demand. If this proposition holds

for all countries, then liquidity expansion in China will generate more domestic demand of our trading partners by means of our imports. For China, other countries' expanding demand for our goods will not only generate more domestic demand as being mentioned above, but also generate more liquidity through our exchange rate regime, thus creating more domestic demand. This double channels of exports in generating domestic demand should be given much attention when analyzing China's economy.

美国经济走势与对华政策重估

卢锋* 陈建奇†

*北京大学国家发展研究院教授

†中央党校国际战略研究所教师

2010年初我们用“复苏不易，景气难再”概括2009年美国经济形势特点^①。今年元月本文第一作者参加在纽约召开的中美经济学者第三次对话会，随后访问华盛顿五个联邦机构、两个国际组织和两个智库^②，与美国各界交流对美国经济形势和中美关系看法，也感受到美国朝野反思重估中美经贸关系和战略方针的某些动向。

美国经济2010年走势基本特点是：复苏态势进一步明朗，结构性困境愈加清晰，政策腾挪空间更为逼仄。具体表现可用“四喜四忧”和“喜忧参半”描述。“喜”的积极变化较大程度得益于短期刺激政策作用，“忧”的被动表现更多与基本面和结构因素相联系。被战略焦虑心态困扰的美国朝野，对中国经贸和战略方针进行重新评估和反思。我国应在客观评估美国经济和政策动向基础上，坚持独立自主方针加以应对，更好实现利用战略机遇期稳健和快速追赶目标。

一、经济复苏更趋明朗与失业率居高不下

美国经济形势第一重喜忧参半，是短期经济回升形势好于预期，然而经济回升力度仍显著低于早先复苏通常水平，失业率居高不下更使美国人感到压力沉重。

美国预算办公室（CBO）和美联储（FED）预测美国2010年GDP增长率约为

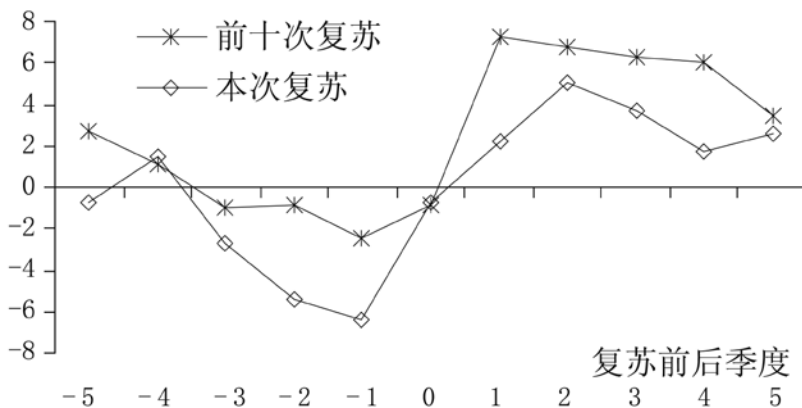
^① 卢锋，陈建奇等：“复苏不易、景气难再——奥巴马元年美国经济透视”，《国际经济评论》2010年第3期，第45—68页。

^② 美联储、国务院亚洲司、众议院、白宫办公室、商务部、世界银行、国际货币基金组织、布鲁金斯学会和国际经济研究所。

2.9%，今年预期增长率为4%。这些数据显著好于2010年初美国主流预测观点，说明美国经济复苏态势进一步明朗。不过目前美国经济复苏表现，与战后10次危机复苏均值描述的通常状态比较仍显疲软。这次危机可以2008年1季度美国GDP出现负增长作为起点，以2009年3季度GDP出现正增长作为复苏起点。负增长从2008年1季度到2009年2季度共有6个季度^③，到本文成文时能获得总需求分解数据截止期2010年3季度经历5个季度复苏增长。

图1比较美国本次复苏后5个季度GDP增长与战后十次复苏最初5个季度增长率均值，数据显示前十次复苏最初五个季度总需求增长均值累计为29.8个百分点，本次复苏同一可比指标只有15.3个百分点，为此前10次均值一半略强一点。但是前十次复苏前6个季度GDP总共下降1.3个百分点，不考虑其中正增长年份下降5.2个百分点，这次复苏前6个季度GDP总共下降14.5个百分点。可见与战后10次危机复苏均值衡量的通常状态比较，本次危机经济跌幅比较深重，复苏相对疲软。

图1、美国本次复苏GDP增长与战后十次复苏均值比较（%）

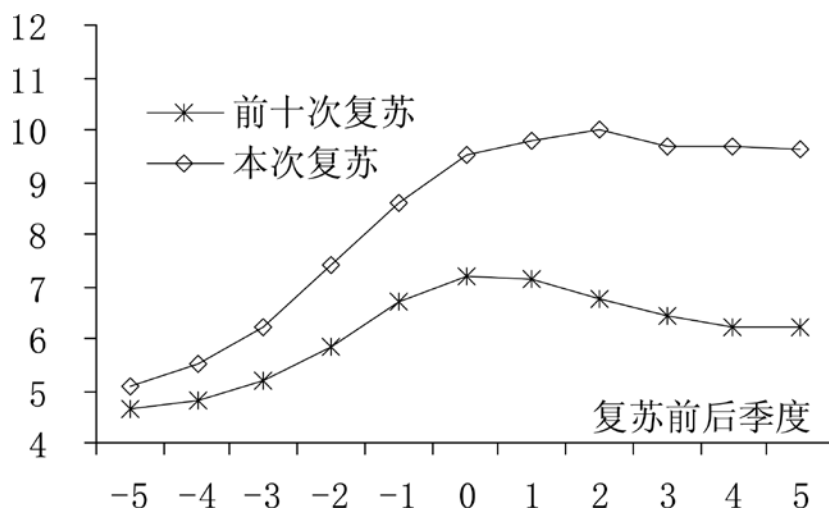


更让美国人困扰的是，经济复苏同时失业率居高不下。本次危机出现大萧条以来第一次连续20个月超过9%。图2比较美国本次经济复苏后五个季度失业率与战后十次复苏同一指标均值，可见前十次复苏通常同时伴随失业率下降，但是这次复苏第三个季度失业率才开始下降。前十次经济复苏最初五个季度失业率均值为5.05%，这次高达9.85%。中国经济学者访问团与美联储董事Kavin Warsh先生座谈，对方在描述美国经济形势时显得信心满满，然而也承认美国失业率大概要36个月后才能达到5%—6%比

^③ 其间在2009年2季度录得折年率0.6%的微弱增长率。

较正常水平^④。

图2、美国本次复苏失业率与战后十次复苏均值比较 (%)



二、私营部门调整与公共财政恶化

第二重喜忧参半是美国私营部门在金融危机冲击下进行的资产负债表调整已大体完成，然而做到这一点很大程度是由于美国政府多方救助，代价是美联储资产负债表和政府财务状况恶化，并且公共部门高杠杆化风险在经济复苏一年多后未见实质性缓解。在此意义上，美国是通过透支国家信用转移不良资产而控制住危机，能否根治危机并使美国经济重归良性增长轨道仍有待观察。

金融危机前美国私营部门普遍存在杠杆化过高风险。受金融危机直接或间接冲击，私营部门金融资产大幅缩水并伴随财务状况困境迅速加剧。不过经过美国政府空前救助，加上市场本身调整作用，目前私营部门财务状况业已趋于稳定，显示已大体完成阶段性调整。

图3报告数据显示，美国家庭和非盈利组织净资产危机前2007年3季度为64.3万亿美元，危机后下降到2009年低谷时48.9万亿美元，不过此后便企稳回升，到2010年3季度增长到54.9万亿。金融净资产也经历类似调整。美国家庭和非盈利组织净资产在经历较大程度下调后稳中有升，显示所谓百年不遇危机启动的调整过程大体完成。

^④奥巴马总统2011年1月31日宣布，正式成立白宫就业与竞争力委员会，以促进就业和美国的经济竞争力，表明美国政府对失业率压力尤其感到棘手。

图3、美国家庭和非盈利组织净资产

(2003Q1—2010Q3, 万亿美元)

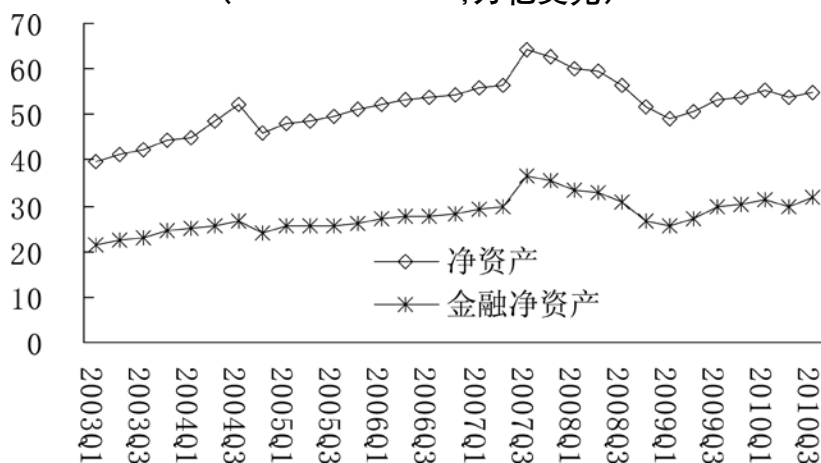


图4报告数据反应美国商业银行资产负债表调整情况。银行总资产从危机前12.28万亿美元峰值，下降到2010年1月低谷时11.63万亿美元，减少6000多亿美元，跌幅不过5%左右，随后在波动中呈现缓慢回升趋势，到2010年底回升到11.94万亿美元。总负债从11.1万亿美元峰值，下降到低谷10.2万亿美元，减少约9000亿美元，随后也趋稳回升，2010年底回升到10.58万亿美元。由于负债调减快于资产收缩，净资产变动仍大体维持上升走势，从2008年底1.27万亿美元上升到2010年初1.34万亿美元，2010年底进一步增长1.36万亿美元。

图4、美国商业银行资产负债情况

(1973M01—2010M12, 十亿美元)

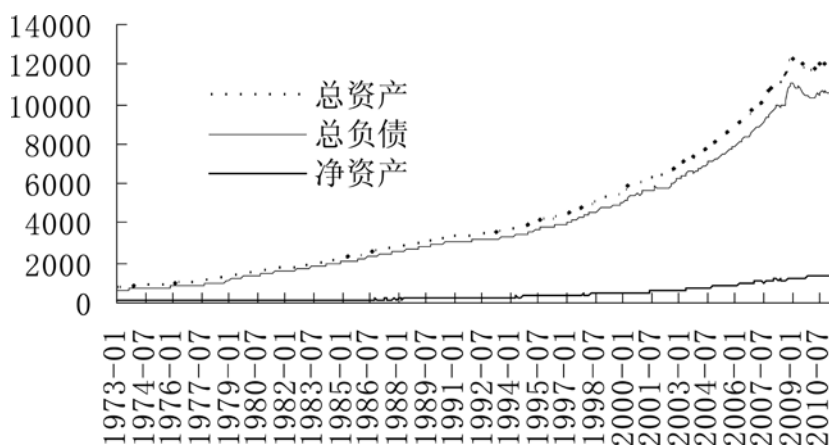
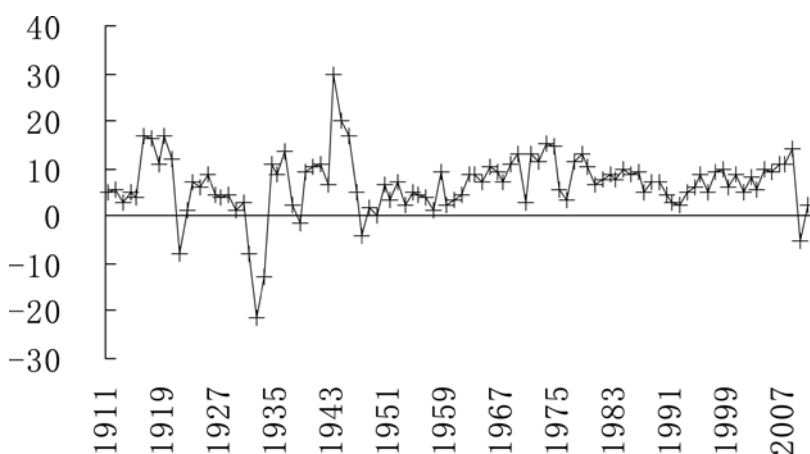


图5观察包括上世纪30年代大危机时期美国商业银行资产变动率。虽然两次危机

都被称为百年不遇，但是银行资产负债表调整程度大相径庭。30年代大危机冲击下，美国商业银行总资产在1931—1933年连续三年负增长，下降幅度分别为8%，21.5%和12.5%，总共下降42%^⑤。本次危机银行总资产仅在2009年出现5%负增长，虽然这个下跌调整与通常情况比较也属罕见，但与上世纪30年代调整深度对比不啻天壤之隔。

图5、美国商业银行资产年变动率
(1911—2010, %)

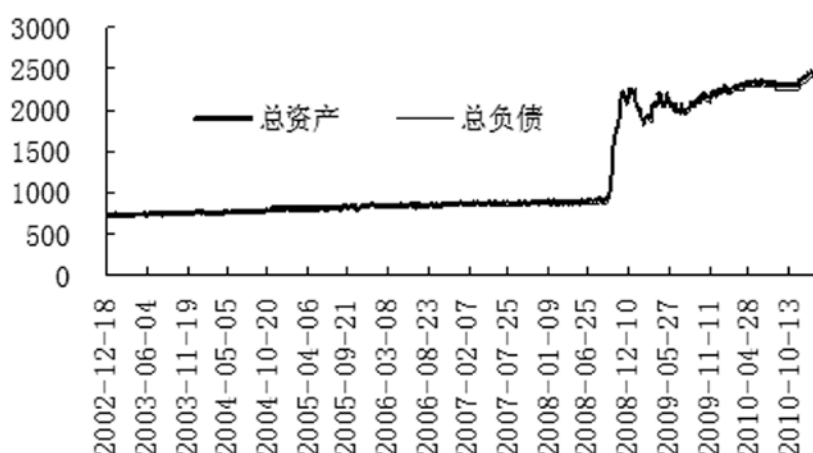


对这个似乎令人诧异现象或许可以从两方面理解。这次危机由“次贷—次债”崩盘所引爆，主要冲击对象是在投行和银行表外业务上集中的以衍生品作为金融工具的高风险业务，传统商业银行信贷业务受影响程度相对较低。另外美国政府大手超常救助，把大量风险资产重负直接和间接转移到美联储和财政系统方面，代价是美国公共部门财务状况空前恶化。

代价表现之一是美联储资产负债表肿胀难消。图6报告美联储资产负债表周数据，总资产在危机前2008年9月17日为9970亿美元，2008年12月17日上升到2.256万亿美元，三个月增长1.3倍。同期总负债也出现类似变化，从2008年9月17日9950亿美元上升到2008年12月17日2.211万亿美元。

⑤三年负债总共调减42.5%。

图6、美联储资产负债表周数据
(2002/12/18–2011/02/23, 10亿美元)



美联储资产负债表急剧膨胀主要与对私人部门救助相关。表1报告美联储应对危机时期资产主要项目和总负债变化。美联储在危机期间推出各种救助政策工具，包括购买联邦机构债券和抵押贷款债券，定期拍卖信贷，商业票据融资工具，定期资产支持证券贷款工具，购买AIG和贝尔斯登资产等，这些工具资产规模从2007年6月27日零值上升到2011年2月23日1.168万亿美元，占总资产比重达47.4%，占此期新增总资产比重70%以上。美联储成为私营部门垃圾资产收储站，是美联储应对危机超常干预结果，也是救助危机留下的新隐患。

表1、美联储主要资产项目及负债变化
(2007/06/27–2011/02/25, 10亿美元)

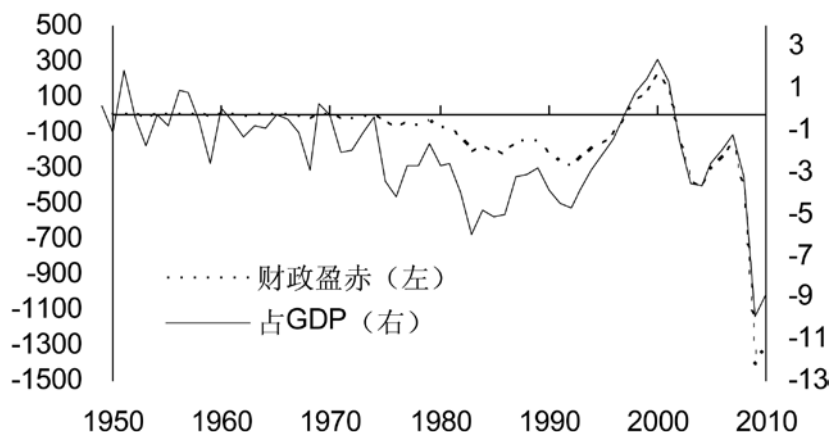
	2007年6月27日	2008年8月27日	2008年12月31日	2009年12月30日	2010年12月29日	2011年2月23日
总资产	868.9	911.5	2240.9	2237.3	2423.5	2537.2
联邦机构债券	0.0	0.0	19.7	159.9	147.5	144.1
抵押贷款债券	0.0	0.0	0.0	908.3	992.1	958.2
定期拍卖信贷	0.0	150.0	450.2	75.9	0.0	0.0
其他信贷*	0.2	19.0	193.9	89.7	45.1	21.0
商业票据融资工具	0.0	0.0	334.1	14.1	NA	NA
救援美国国际集团和贝尔斯登购买资产	0.0	29.2	73.9	65.0	66.3	64.9
定期资产支持证券贷款工具(TALF)	0.0	0.0	0.0	0.3	0.7	0.7
中央银行货币互换	0.0	67.0	553.7	10.3	0.1	0.1
总负债	835.7	870.7	2198.8	2185.1	2366.9	2484.1
净资产	33.1	40.8	42.2	52.1	56.6	53.0

* 包括向AIG贷款、向消费者及小额贸易贷款支持资产担保证券持有者提供贷款等。

如果说美联储在危机紧迫时大举收购不良资产属于短期救助行为，随经济复苏和私营部门资产负债表改善，美联储理应收缩资产负债表回归常态。然而实际情况是，经济复苏后美联储资产负债规模反而进一步上升，到2011年2月23日总资产和总负债分别增长到2.537万亿和2.484万亿美元。美联储高杠杆化正在成为保证经济复苏的“常态化条件”。

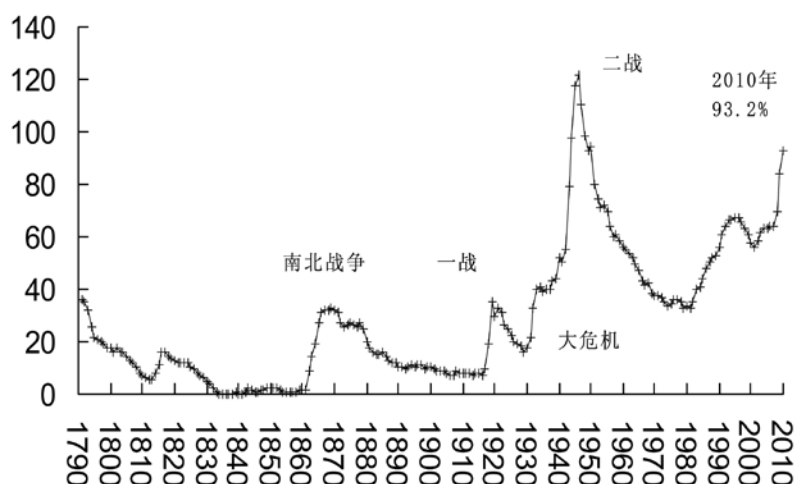
危机救助还导致美国财政赤字和债务负担空前加剧。图7数据显示，危机爆发前2007年美国联邦政府财政赤字为1620亿美元，占GDP比重为1.2%。危机爆发后财政赤字空前飙升，2009年上升为1.42万亿美元，比2007年上升7.7倍；财政赤字占GDP比重上升到9.9%，比2007年上升7.25倍。2010年财政赤字总额及GDP占比有所下降，但仍分别高达1.29万亿美元和8.9%。

图7、美国财政盈赤及其占GDP比重
(1950-2010; 十亿美元, %)



流量意义上财政赤字急剧增长，导致存量意义上债务负担空前加剧，美国联邦政府债务总额从危机前8.95万亿美元飙升到2009财年11.88万亿美元，两年增长近三分之一。根据美国白宫预算管理办公室近期发布的《2012年美国政府预算报告》（Fiscal Year 2012 Budget of the U.S. Government）显示，到2010年9月30日截止的2010财年末，债务总量已上升至13.53万亿美元。图8报告美国联邦政府债务占GDP比重，这个指标值从2007年64.4%上升到2009财年84.2%，2010财年进一步上升到93.2%。

图8、美国联邦债务占GDP比率
(1790—2010, %)

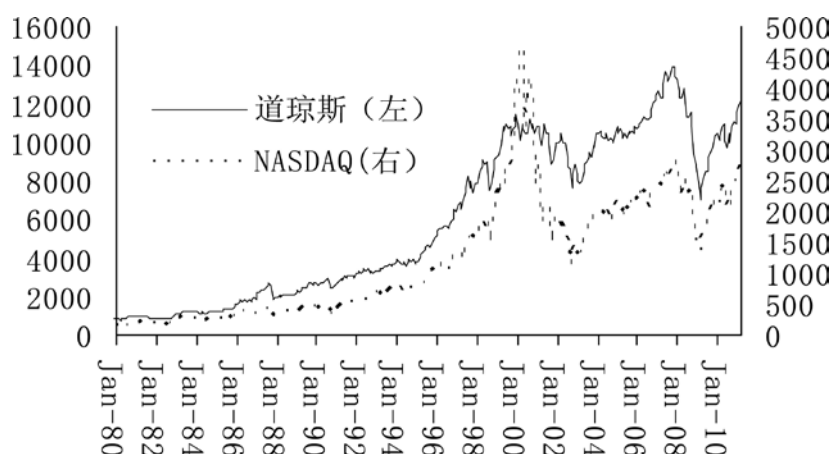


三、股市迅速回暖与房市持续低迷

第三重喜忧参半是股票市场较早明显回升，预示资本市场对美国经济复苏前景较早作出积极反应；然而本次危机重灾区房地产行业，价格持续疲软和投资不振成为拖累宏观经济正常复苏的重要因素之一。

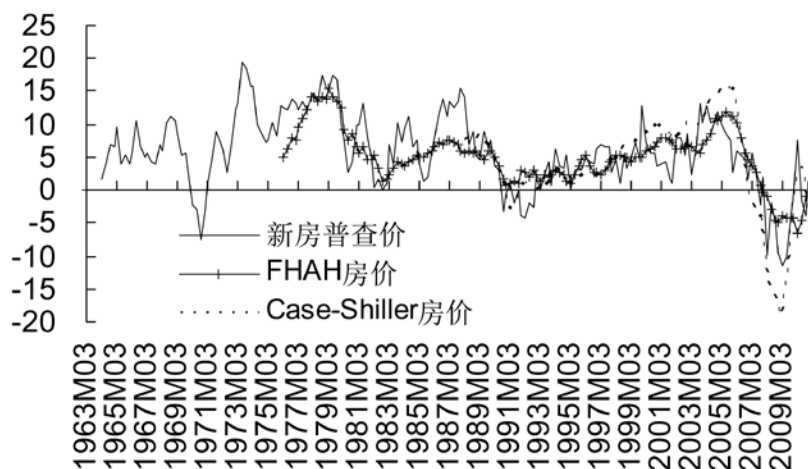
金融危机爆发大多伴随股票市场的剧烈震荡，本次危机也不例外。图9数据显示纽约道指与纳指分别从2008年8月11543.6点和2367.5点下降到2009年2月7062.9点和1377.8点，降幅分别为38.8%与41.8%。然而随着美国政府实施紧急救市政策，加上奥巴马上台后很快通过总额7800亿美元经济刺激法案（ARRA），股票市场在宏观经济复苏之前就出现止跌回升拐点。2009年2月以后两大股指持续回升，2010年12月分别上升到12226.3点和2782.3点，超过2008年秋季美国金融危机全面爆发时水平。这次危机后美国股市与其宏观经济走势关系，再次显示股市作为美国宏观经济走势动向晴雨表的功能。

图9、美国股票指数
(1980.01—2011.02)



与股市活跃表现比较，美国房地产市场持续萎靡。图10报告美国住宅三种价格指数数据。上世纪90年代后美国房地产价格持续多年增速不断提升，直到2007年次贷危机发生前后逐步逆转，三种价格指数先后出现不同程度负增长。2008年金融危机全面爆发，房地产价格更是急速下降，2009年第1季度新房普查价格指数与Case-Shiller房价指数分别出现-11.5%与-18.9%的深度下挫。此后尽管房地产价格一度出现正增长，但没能抵挡房价再次下滑。去年3季度三种房价指数都在小幅下降，4季度新房普查价格指数增长1.35%，Case-Shiller指数下降4.16%。

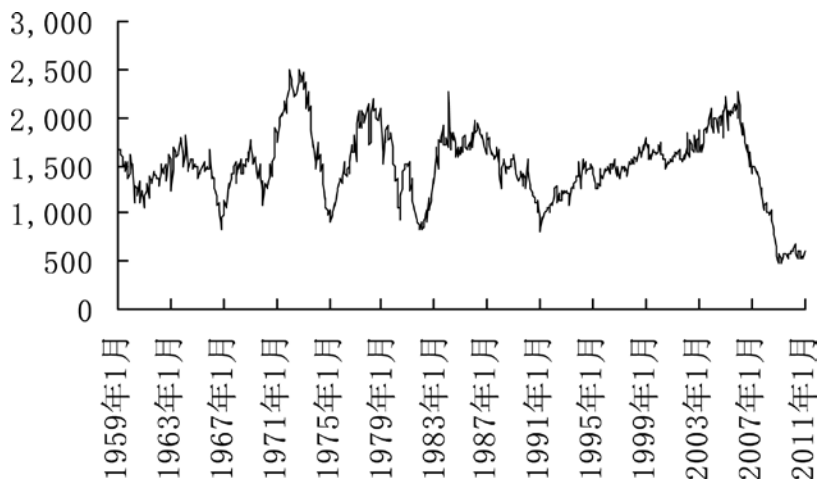
图10、美国住宅三种价格指数变动
(yoy%, 1963Q1—2010Q4)



美国房地产市场疲软另一表现是房地产投资表现持续低迷。图11报告美国新房开

工折年率数，该指标从2006年初227万套峰值一路下跌，2009年以后在50—60万套低位间波动，与这次危机前大约半个世纪均值150万套比较减少六成到三分之二。2011年1月新房开工折年率59.6万套，与金融危机前2008年8月84.4万套相比下降29.4%，与危机前的峰值227万套相比降幅超过七成。房地产业在美国经济体系内上下游联带性强，影响面广，房地产何时稳定走出危机泥潭是观察美国经济走势的重要看点之一。

图11、美国新房开工折旧率
(1959M01—2011M01, 千套)

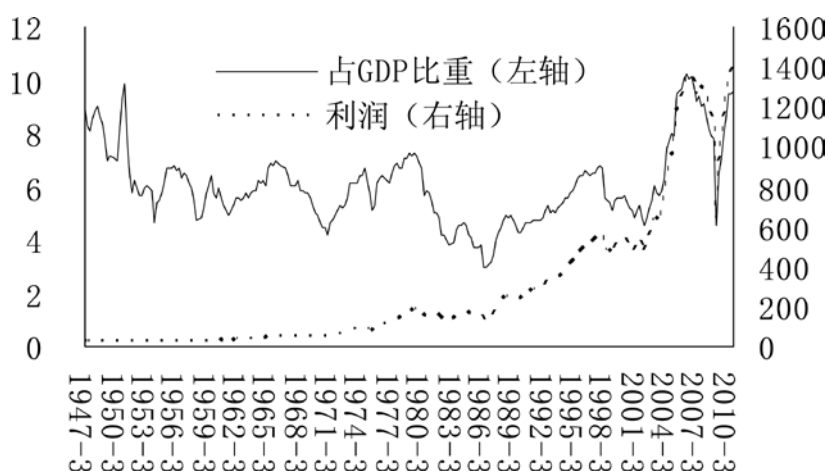


四、利润快速回升与投资劲道不足

第四重喜忧参半是美国企业利润已较快回升，银行系统资金也相当充裕，应有利于美国经济强劲复苏；然而由于受房地产复苏迟缓和其他结构因素制约，美国信贷增长参差人意，固定投资回升劲道不足，未能充分发挥固定投资在此前通常复苏中发挥的主要增长源功能。

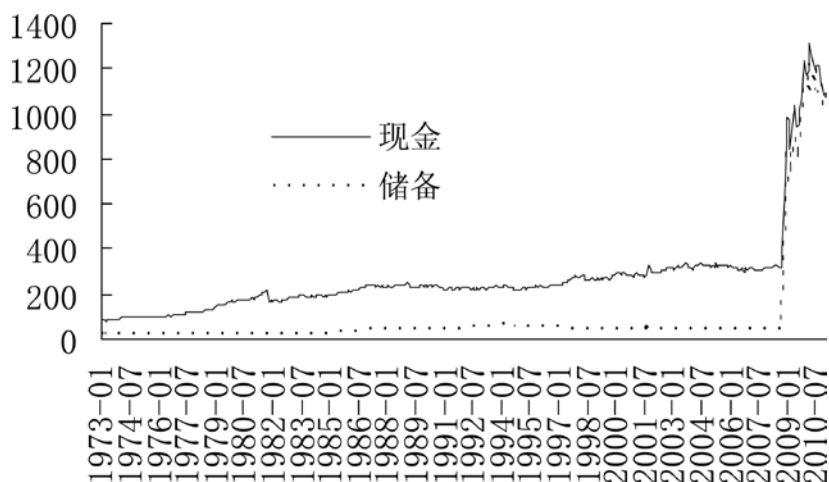
图12报告美国企业税后利润数据显示，受金融危机打击影响，利润额从危机前1.344万亿美元下跌到6415亿美元，占GDP比重从2006年略高于10%峰值下跌到2008年4季度4.5%。然而此后美国公司利润快速复苏，到2010年3季度利润额回升到14161亿美元，超过危机前水平；占GDP比例也回升到9.6%相对高位。

图12、企业税后利润
(1947Q1-2010Q3%, 10亿美元)



另外与上述银行系统资产负债表调整大体完成相一致，银行等存款机构现金和储备大幅飙升。图13数据显示，美国存款机构现金和储备金额从2008年7月3165.5亿美元和435.8亿美元，急速飙升到2009年5月10352.5亿美元和9008.1亿美元。2010年2月现金和储备达到峰值时分别为13094.7亿美元和12247.9亿美元，近来虽有所下降，去年底仍分别在10897.6亿美元和10778.1亿美元高位。

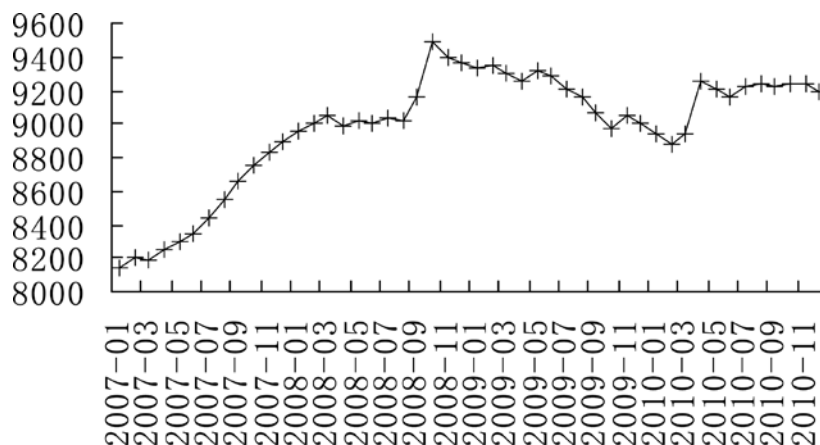
图13、美国存款机构现金和储备
(1973M01-2010M12, 十亿美元)



虽然公司利润快速恢复，存款机构资金也很充裕，然而银行信贷回升较慢。图14报告美国商业银行信贷总额变动情况，显示商业银行信贷总额从2008年10月9.475万亿美元下跌到2010年初8.874万亿美元。2010年2月开始回升后，从数据看除2010年4月有

一次反常性强劲增长外，其它月份增长势头一直较弱。即便包括2010年4月超常增长，目前银行信贷规模仍显著低于危机前水平。

图14、美国商业银行信贷规模
(2007M1—2010M12, 十亿美元)



投资复苏情况呈现类似矛盾，不过表现方式更为复杂，意义也更重要，需稍加展开探讨。美国私人投资包括固定资产投资（fixed investment）与存货投资(inventory investment)两大块，固定资产投资又分为设备和软件(equipment and software)与结构(structures)^⑥两部分。2010年美国投资增长最大亮点，是设备与软件投资增幅高达15%，为1984年以来最高水平。这一表现成为一些研究机构看好美国整体经济增长前景的重要证据。从图15报告固定资产投资包含两类内容增长率来看，设备和软件投资2010年确实增长较快。不过全面观察最近投资回升表现并与此前十次复苏情况比较，美国投资增长仍存在劲道不足问题。

⑥主要是新建住宅建筑与非住宅建筑（new nonresidential and residential buildings）投资，同时包括对建筑的改进以及某些附属设施投资等。参见Table 6.1—Content of Private Fixed Investment，美国政府BEA网站<http://www.bea.gov>。

图15、美国固定投资年度增长率
(1948-2010, %)

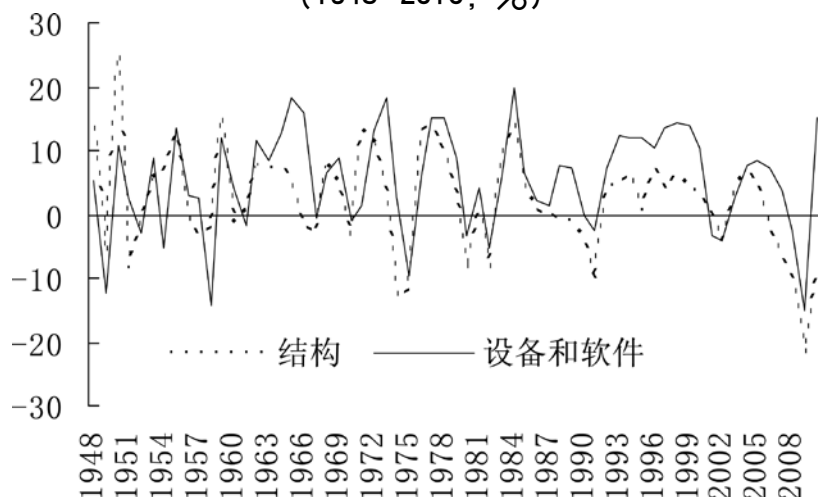
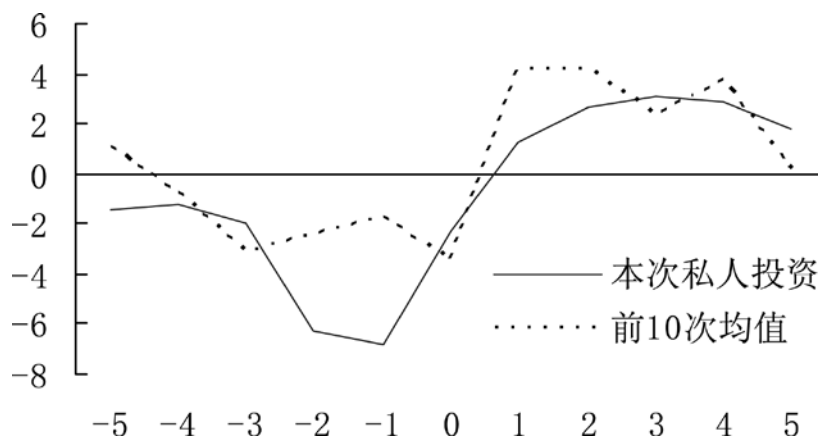


图16报告本次与战后十次危机-复苏中私人投资对GDP贡献百分数。本次危机中私人投资在复苏前6个季度下跌对GDP负增长贡献约为20个百分点，5个季度复苏对GDP增长贡献为11.6个百分点，私人投资回升对GDP增长贡献尚不及危机时负贡献的六成。比较之下，前十次危机中私人投资在复苏前6个季度下跌对GDP负增长贡献均值为10.6个百分点，5个季度复苏对GDP增长贡献为14.6个百分点，私人投资回升对GDP增长贡献在全部抵消危机时负贡献还有4个百分点净贡献。可见本次危机与此前比较私人投资仍具有跌幅深而回升弱的特点。

图16、美国最近危机-复苏中私人投资对GDP影响及历史比较



但是私人投资不同部分表现形态大相径庭。图17数据显示本次危机中存货投资在

复苏前6个季度下跌对GDP负增长贡献约为5.5个百分点，略低于前十次危机中存货投资下跌对GDP负增长贡献均值6个百分点，说明本次危机中实体经济“去库存化”对经济衰退影响并不太大。然而本次存货投资回升在复苏最初5个季度对GDP增长贡献9个百分点，在完全抵消此前对总需求增长负贡献基础上还产生3.5个百分点净贡献。此前十次复苏最初5个季度存货投资对GDP增长贡献均值为7.5个百分点，比这次复苏可比数还要低1.5个百分点。在这个比较意义上，本次复苏较大程度具有存货回升推动特点。

图17、美国最近危机—复苏中存货投资对GDP影响及历史比较

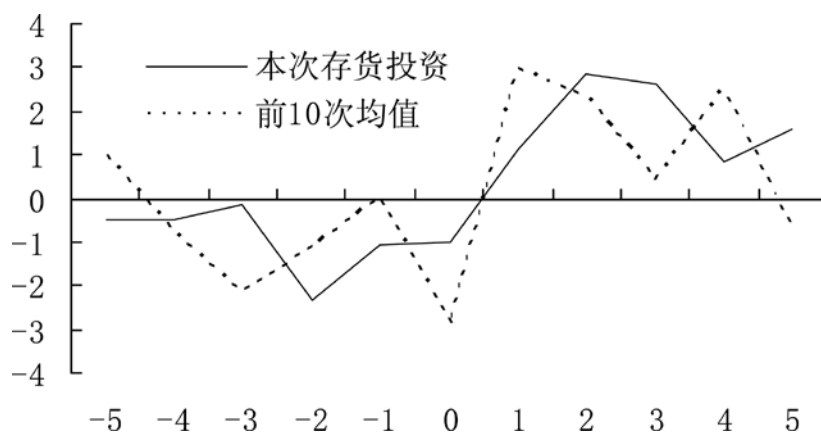


图18数据显示固定投资比较形态。本次危机中固定投资在复苏前6个季度下跌对GDP负增长贡献约为14.5个百分点，但是复苏最初5个季度回升对总需求增长贡献仅有2.6个百分点。比较此前十次危机—复苏情况，固定投资复苏前6个季度下跌对GDP负增长贡献为4.6个百分点，复苏最初5个季度回升对总需求增长贡献高达14.6个百分点。在这个比较意义上，本次复苏一定程度受到固定投资回升乏力的拖累。

图18、美国最近危机—复苏中固定投资对GDP影响及历史比较

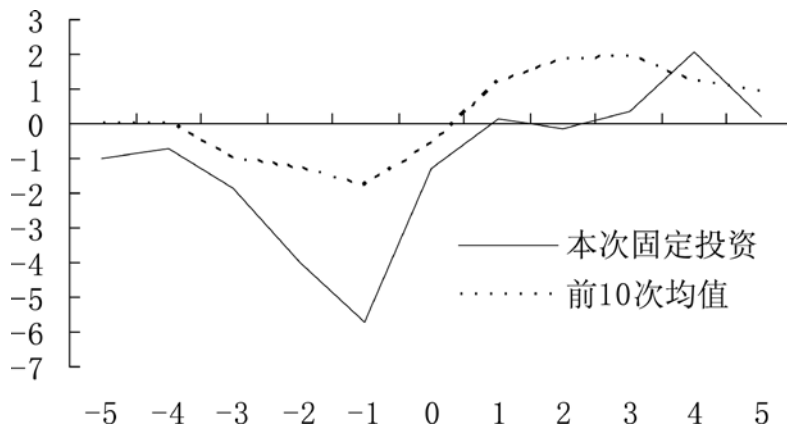


表2概括上述比较结果，并把复苏贡献与危机影响比率绝对值定义为复苏指数，该指数值越大说明该变量回升对总需求复苏相对贡献越大，反之亦然^①。复苏指数显示本次复苏几个特点。一是具有存货推动特点：其复苏指数超过1.64，高于此前十次复苏对应指标值1.25。二是私人投资总体增长贡献相对不足：复苏指数0.58，不到此前十次复苏对应指标值1.38一半。三是固定资产投资尤其乏力：复苏指数仅为0.18，远远低于前十次复苏对应指标值3.17。

表2、本次危机-复苏与前十次危机-复苏中投资影响比较

	本次危机-复苏			战后十次危机-复苏平均		
危机跌幅	私人投资	存货	固定资产投资	私人投资	存货	固定资产投资
累计复苏	-20.1	-5.5	-14.5	-10.6	-6.0	-4.6
复苏指数	11.6	9.0	2.6	14.6	7.5	14.6
	0.58	1.64	0.18	1.38	1.25	3.17

说明：危机时期定义为复苏前六个季度，复苏时期包括复苏最初5个季度，“复苏指数”是“危机跌幅”除以“累积复苏”所得比率值。

总起来看，在本次危机设备和软件投资大幅下跌基础上，2010年美国设备和软件投资确有较大幅度回升，对推动美国经济复苏发挥了积极作用，对观察美国经济未来走势也有相应意义。不过与早先经济危机-复苏通常形态进行比较可以看出，美国投资复苏动力仍相对不足，尤其是固定资产投资总体表现仍相对疲软。这方面困境是有多方面根源造成的。房地产市场尚未稳定恢复无疑是重要原因之一，另外公共部门投资缺少执行力，在新兴经济体快速追赶的开放环境下美国企业缺少具有较好盈利预期投资机会，也对美国投资回升构成约束。

五、政策调节腾挪空间更见逼仄

还可以观察到美国经济其他方面喜忧参半表现。如美国外贸逆差近年大幅下降，不过逆差减少主要发生在危机爆发前和2009年，2010年数据显示外部失衡出现与经济复苏一起“复苏”势头。又如危机时人们担忧的通缩风险得到较好控制，然而大宗商

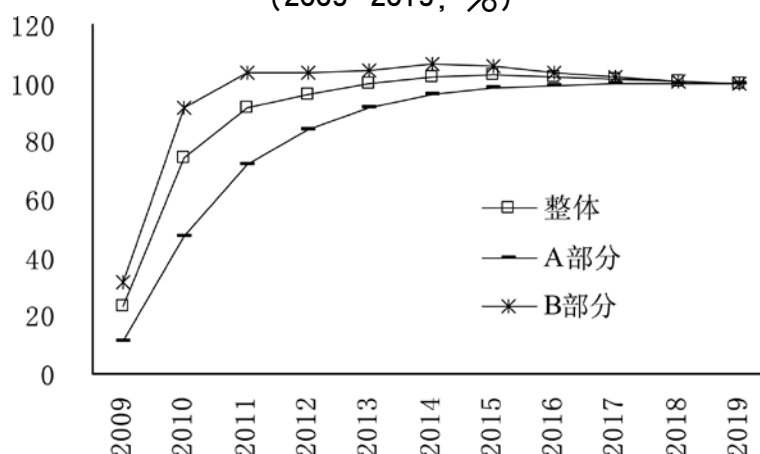
^①如果复苏期特定对象变量仍是负增长，则该指标值没有意义。可权宜性把这种情况设定为指数值为零。

品和进口价格上涨可能引入通胀压力。这些现象说明，美国经济复苏态势虽更趋明朗，然而深层结构矛盾也更清晰浮出水面，从而使奥巴马政府利用政策手段调节经济的腾挪空间更为逼仄。

奥巴马政府执政后全力推进金融监管、医疗和应对气候变化方面立法和改革。三项改革都有积极意义并有不同程度推进，一定程度兑现奥巴马竞选承诺。然而改革具体内容对助推美国经济复苏影响有限。更令奥巴马政府困扰的是，医疗改革对美国主流理念带来冲击同时，还被认为将在财政带来显著负面影响。如“美国人税制改革”网站发表报告，列举医改包含21项引入新税或增加税负内容^⑧。这类政策在美国民意中引发负面反弹，透支了奥巴马竞选胜出所集聚人气，民主党在2010年11月中期选举遇挫并失去众议院多数党地位，未来独立推动形成政策能力受到明显削弱。

从财政刺激角度观察，2009年7870亿美元ARRA预算已耗去大半，新减税计划主要是延续此前已有财政刺激措施，虽能勉强维持刺激力度，然而在财政负担方面天阴背稻草很是被动。2009年奥巴马总统就职后不到一个月就快速签署总额7870亿美元的《美国复苏与再投资法案》(American Recovery and Reinvestment Act: ARRA)，该法案预算按计划在2009至2019财政年度拨付。图19报告ARRA预算在各财年拨款比例，2009—2011财年分别拨付23%，51%和17%，三年占总金额的91%。美国财年起止日期为上年10月1日到当年9月1日，假定2011财年支出大体均匀分布，到2011年初美国ARRA法案资金大约已完成78%，2011年还将支出13%，后续年度逐步拨付剩余9%。

图19、ARRA法案预算拨款进度
(2009—2019, %)



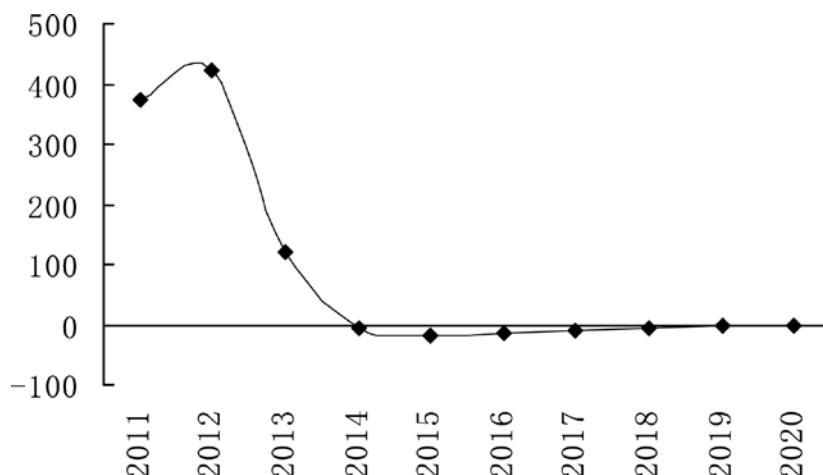
资料来源：Table 2 “Estimated Cost of the Conference Agreement for H.R.1: The American Recovery and Reinvestment Act of 2009” in CBO (2009)。

^⑧Americans for Tax Reforms, WWW.ATR.Org. Jan. 14, 2011 Press Release “Comprehensive list of tax hikes in Obamacare; Health care law contains over twenty new or high taxes”。

鉴于ARRA已近强弩之末，奥巴马政府实施新减税法案，以求延续对宏观经济刺激。新减税法案名为“税收减免、失业保险扩展及就业岗位创造法案”^⑨。2010年11月15日美国国会参议院以81票赞成、19票反对结果通过该法案框架协议；美国国会众议院2010年11月16日以277票赞成、148票反对的投票结果通过上述议案；2010年11月17日奥巴马在白宫签署该法案。

新减税法案涉及资金总额8580亿美元，主要是延长已有减税政策，例如小布什政府2001年推出个人减税法案^⑩，将私人税率从15%、28%、31%、36%及39.6%分别调减为10%、15%、25%、28%和35%，该法案原定于2010年12月31日到期。民主党反对小布什政府为高收入阶层减税，不过出于刺激经济需要这次还是将该法案延长两年。此外还将资本收益与分红所得税优惠政策延长两年，将最低选择税(Alternative Minimum Tax, AMT)的免税额调整延长两年^⑪。

图20、美国新减税法案预算赤字影响
(2011–2010, 十亿美元)



对于此前实行的一定期限具有扩大需求效果的财政政策法案，如果奥巴马政府听任到期中止不加延长，客观上会对经济产生收缩性影响。不过即便延长这类法案，也只能保持微观主体收支与此前相比的延续性，不会产生新的额外刺激效果。另外延续这类政策会进一步加剧美国政府财政负担。图20提供新减税法案对预算赤字影响估测

⑨ (the Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization and Job Creation Act of 2010, S.A. 4753)

⑩即2001年经济增长与税收减免法案 (Under the Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001, EGTRRA)。

⑪ J.H. Cohn, Tax Relief/Job Creation Act of 2010, http://www.jhcohn.com/Repository/Files/CCH_TaxBriefing_Dec17.pdf

数据，显示上述政策将使2011—2013年美国预算赤字增加9168亿美元¹²。穆迪等国际评级机构甚至警告要下调美国债务评级。由此可见美国财政政策运作空间更加逼仄。

在早已实行零利率背景下，美联储常规货币政策几近弹尽粮竭，却别出心裁实施第二轮量化宽松政策（Quantitative Easing II, QEII）。2010年11月3日美联储推出第二轮量化宽松货币政策，宣布将在此后8个月逐步实施6000亿美元国债购买计划，预计每月将购买750亿美元美国长期国债。虽然美联储主席伯南克教授极力阐述QEII积极作用，不难看出这项政策对美国走出困境弊多利少，真实目的是在避免通缩说辞下人为制造通胀，从而舒缓其巨额债务负担。正因为如此，这项政策在美国国内和国际社会引发广泛质疑和批评¹³。

奥巴马政府还推出出口促进计划。在2010年1月份发表的首份国情咨文中，奥巴马提出在5年内将美国出口翻番目标，并由此创造200万个就业机会。2010年3月份，美国政府正式提出“国家出口倡议”，设立出口内阁并成立“总统出口委员会”，负责就如何促进出口向总统建言献策。

实现五年出口翻番目标要求2010—2015年出口年均增速达到约15%。美国过去100多年曾出现过两次较长时期出口年均增长率超过15%，发生在上世纪40年代及70年代，出口年均增长率分别达到18.4%与16.5%。40年代那次得益于美国在二战期间和战后初期出口超常增长¹⁴，70年代那次则与布雷顿体系崩溃前后美元大幅贬值和全球通胀有关¹⁵。但是过去30年美国出口增速远不及15%。如1980—1989年年均增速为8.5%，1990—1999年年均增速为7.1%，2000—2009年年均增速仅有5.2%。2010年美国出口增长率达到16.5%，但这发生在2009年出口下跌14.4%基础上，具有一次性恢复作用。要想达到出口五年翻番目标，就需要美国加快调整包括对华高科技产品出口限制在内的贸易政策，同时还

12 J.H. Cohn, Tax Relief/Job Creation Act of 2010, http://www.jhcohn.com/Repository/Files/CCH_TaxBriefing_Dec17.pdf

13 据报道，美国太平洋投资管理公司（PIMCO）旗舰投资载体、由比尔·格罗斯管理的2370亿美元的TOTAL RETURN基金，有史以来第一次将美国政府相关债券的持有量削减至零。目前债券市场上有不少人都在担心，6月份美联储结束债券购买计划——即“量化宽松”时，债券价格将大幅下跌，收益率将急剧上升。有“债券之王”之称的格罗斯在3月份投资展望中表示，太平洋投资管理公司估计，自从第二轮量化宽松（QEII）启动以来，70%的美国国债发行量是美联储购买的。他去年将这轮量化宽松比作“庞氏骗局”。另外30%则是外国投资者在购买。格罗斯表示，这预示着一旦QEII结束，债券需求可能暂时出现真空。“为了吸引购买兴趣，收益率可能必须上升，甚至或许必须大幅上升。”（“形势要点：‘债券之王’格罗斯高度看空美国国债”《每日安邦简报—每日金融》2011年3月10日。

14 美国1940和1941年出口增长率分别为22.5%和12.2%，1944—1947年分别为22.5%，38.8%，108.8%和31.7%。

15 美国1972—1974年出口增长率分别为12.4%，34.6%和32.9%。

要快速提升美国可贸易部门相对竞争力，即便各方面做得都不错，也可能是难度不小的高指标。

六、美国重估对华经贸和战略关系

在全球经济格局深刻变动，美国传统增长模式和国际影响力面临新挑战背景下，中国作为重要新兴经济体的地位和影响，注定要受到美国的重新审视和定位。受战略焦虑心态困扰，又借胡锦涛主席对美展开国事访问时机，美国朝野对如何处理对华经贸和战略关系问题进行反思探讨，主要表现在以下几个方面。

一是全面拓宽和梳理关键经贸争议问题，试图推动与中国就相关问题新一轮对话。对人民币汇率和国际收支失衡问题仍然紧盯不放。在政策应对方面除了国会试图立法单边施压，同时重视双边对话以及在G-20框架下寻求协调方案。美国人更加强调人民币汇率是多边性问题，认为中美经贸失衡与全球经贸失衡的重要环节。此外还对我国知识产权保护（IPR）、政府采购协议（GPA）、自主知识产权问题提出质疑和诉求。这些经贸政策和产业政策议题，与美国商界利益具有比较密切联系。

二是提出“几个基本判断能否继续成立”来表达重估对华经贸和战略关系的意图。例如依据对近年我国国内有关“国进民退”讨论的片面理解，提出对我国走向市场经济体制的判断能否继续成立？依据对我国涉外经贸关系一些争议问题观察，提出我国走向开放型经济判断能否继续成立？依据对中国与周边国家关系出现的一些争议现象，提出原来认为中国发展会有利于地缘政治格局健康稳定发展的判断能否继续成立？还有对中国愿意接受国际规则并在参与制定未来国际规则上发挥积极作用的判断能否继续成立？甚至包括对一个繁荣强大中国符合美国和世界根本利益的判断能否继续成立？

三是从历史对比角度加强反思纵深感。笔者参与对美国政府与学界资深人士座谈访问，印象中对方好像刚刚上完近现代世界史Seminar一样，不约而同却又大同小异地大谈新兴国与原有中心国关系问题。基本观点认为，近现代世界历史的经验教训表明，在世界格局因为新兴国相对追赶发生转变时期，新兴国（emerging power）与已有强国（established power）之间关系管理对于历史转变顺利推进具有重要意义。他

们认为问题关键在于，一方面要使新兴国受到足够尊重，另一方面也取决于新兴国是否愿意接受已有规则，是否愿意在参与制定新规则时发挥积极而建设性作用。

美国对华政策重估反思，相当程度体现美国政学两界在胡主席对美国事访问前放话施压制造舆论动机，同时也折射出面临深层挑战背景下美国精英的战略焦虑心态；既有在老大多居傲慢心理支配下要求他国配合摆脱自身困境的诉求，也有迫于现实形势试图积极务实求解的愿望。“几个能否继续成立”的质疑，对我国形势和政策解读多有片面和偏见，尤其是对美国陷入目前困境的自身政策和结构根源缺乏必要检讨和反思。

中国是在制度、历史、文化各方面都具有自身特色的大国，目前正在全球化环境中探索和平发展道路，正确处理对美欧等已有主要发达国家关系是管理这一发展过程的挑战性议程。我们应在坚持独立自主基本方针前提下，重视经贸领域较多存在双赢机会特点，结合国内改革议程推进与外部世界的务实合作。在这方面开放宏观政策调整较有潜力，加强知识产权保护也有助于双赢。还应重视我国改革与开放互相促进的“转型动力学”成功经验，加快国内土地改革，国企改革，开放宏观政策架构改革，为新十年持续快速追赶拓宽夯实制度基础同时，进一步经营和改善外部经贸环境。

Economic trends in the U.S. and its reevaluation of the China policy

Feng LU* and Jianqi CHEN†

*Professor of National School of Development, Peking University

†Assistant Professor of the Party School of the CPC Central Committee

The economic trends of the U.S. economy in 2010 can be characterized as follows: the recovery unfolds more brightly, while the structural difficulties appear more clearly and the room for policy maneuver has been narrowing. We can describe the situation with four folds of "mingled hope and worry".

First, the short-term economic pick-up has been better than expectation. However, its vigor has been less than former recoveries. High unemployment rate still upsets Americans.

Second, while the balance sheet for the private sector has been largely restored, it comes mainly from various forms of bailout conducted by the U.S. government. The cost is the deterioration of Fed's balance sheet and the government's fiscal health.

Third, although the stock market rebounds clearly, showing the market's positive attitude on the U.S. recovery, the continual weakness of the real estate sector has been an important factor in slacking the vigor of normal economic recovery.

Forth, the enterprise profit has risen quickly and the bank system is no more in short of liquidity. Nevertheless, the credit growth has been barely satisfactory, due to the sluggish real estate sector and other structural factors.

The U.S. economy has shown more clear trend of recovery, but the deep-seated structural contradictions emerge too. The room for further fiscal stimulus and monetary policy has been narrowed. With the global economic landscape changing profoundly, the U.S. government and the public has been re-evaluating its China policy.

会议下半场问答

问题1：请问王所长，统计数据中，不仅仅收入统计存在误差，而且消费统计也存在误差，在您的分析框架中有没有考虑消费变量存在误差的情况呢？

王小鲁：统计数据中的消费也存在误差，但是我们的分析结果表明，消费误差要远远小于收入的误差。这是因为对于被调查户而言，消费信息的敏感度较低，而收入信息的敏感度较高，被调查户不太忌讳告知实际消费。在实际收入的推算中，我们使用一个指标是恩格尔系数，因为消费存在误差，恩格尔系数会不会也存在误差呢？我们假定如果消费被少报，那么相应食品消费也会被少报，而恩格尔系数是食品消费占全部消费支出的比例，这个比例可能保持不变或只有较小的变化。因此恩格尔系数的信息仍然是比较准确的，不会有太大的误差。如果我们将统计局住户调查数据和资金流量表中的数据进行对比，可以发现消费数据可能也有百分之十几的误差，但是这个差别相对于收入的误差就小多了。

问题2：请问王所长，您在演讲中提到2009年商品住宅销售为3.8万亿元，其中使用居民储蓄3万亿元，这个储蓄是存量意义上的储蓄还是流量意义上的储蓄呢？如果购房所用的储蓄为过去很多年积累的储蓄，那么，以此来计算当期的灰色收入是不是有问题呢？

回答2：一般而言，居民会动用过去的储蓄来购买房子，但是当居民动用过去的储蓄时，就会相应的减少其它资产，比如，居民会减少银行存款，或者会从股市上撤出资金。而我们在计算了居民用储蓄购买房子的同时，也考虑到了居民储蓄存款的变动和其它方面的投资变动。因此，从总量上来看，我们使用储蓄的各项变动额和消费额来计算当期的居民实际收入是合适的。

问题1：黄博士的观点非常有趣，美国现在实行宽松货币政策，从现实利害关系的逻辑考虑好像是最优策略，这这一策略对伯南克有利，对民主党有利，对美国经济也

有利。但如果站在经济学家的立场上从规范的角度给美国提建议，这套做法对美国真的就是完全好，没有一点坏处吗？

答：一般来讲，经济学里面的Positive（实证）和Normative（规范）分析是不太一样的，涉及到美国这一问题的分析，需要明确两种分析如何划界。从美国角度出发的规范分析得出的答案与我之前的分析相差不大，因为我在这里做的分析都是以美国为中心的，以美国政府、美联储和伯南克本人为分析的出发点的。如果从全世界角度来看，答案当然是不一样的。这是因为美联储是全球的央行，但不代表全球的利益（Fed is the world central bank but without world representation），它只代表它自己的利益。

问：这一次北非和中东的事情以后，黄首席认为油价有可能会突破08年的高点吗？您认为这种变化是短期的还是长期的？对美国、欧洲以及新兴市场的影响是怎样的？对大宗商品会产生什么影响？

黄海洲：这几个问题都是关系到中东、北非的局势，涉及到大宗商品和原材料。关于这方面的预测很难的，但我们的基本判断是问题不是太大。此次事件会有两三个月左右的短期影响，而产生长期影响的可能性不大。我们的研究表明导致石油危机的事件会使油价立即上涨10美元以上，但其影响前后时间一般不超过5个月。所以从这个意义上讲，以目前的事态发展判断，油价短期内超过2008年的水平的可能性不是很大。

关于大宗原材料价格，我们看到的情况是，油价上涨过程当中，小麦和铜的价格回调。大宗原材料价格指数总体在上涨，但其中的结构则已经发生了变化。

问题1：不少研究认为中国目前流动性仍然较为过剩，同时银行间同业拆借利率却较高，反映资金缺口比较大，如何解释这种矛盾？

宋国青：流动性过剩实际上是说以前的情况。从一月份有限的信息来看，我感觉当前流动性其实并不过剩。同业拆借利率主要反映短期资金需求，和长期利率有时候走势可能相反。一开始紧缩货币的时候可能导致短期利率偏高，但是如果市场预期未来通胀率低的话，长期利率就会偏低。长短期利率走势不一致的情况在调控过度的时

候容易出现。

问题2：许多国内居民到香港或者日本购物，因此国内物价是偏高的，这样一来人民币似乎应当贬值才对，但是现在人民币反而是升值的，如何解读这个矛盾？

宋国青：我对到国外购物的情况听说许多但了解不多，不过我认为这里可能需要考虑一个增值税的问题。到香港或国外买东西入关还要交税，因此是否更加便宜这个事情不好说。

问题3：中国当前潜在生产能力的变化如何？

宋国青：现在粗略估算的情况是潜在生产能力可能每年下降0.2%。潜在生产能力的计算主要是按照劳动力供给给出的，0.2%是通过建立一个考虑到年龄、就业、教育、经验的模型得到的结果。今年潜在GDP增长率可能是9.5%。尽管如此，我还是认为劳动力供给突然发生结构性变化的可能性不大。

问题4：最近亚洲国家的通胀率都很高，同时国际大宗商品价格也上涨很快，这是不会对我国的通胀造成影响？国家是否会出台价格补贴的政策？

宋国青：我个人一直对所谓输入型通胀的说法持保留态度。如果央行就给你10块钱，即使国际价格上升了，但是因为总的货币数量就是这么多，进口了东西的话，用于买国内产品的钱就少了，这样国内价格水平就会下跌，总的物价指数就还是不变。这样来看，货币就可以管住总体价格水平，输入型通胀的逻辑就不成立，特别对PPI来说基本上不认为是国际价格传导导致的上升。当然，在超短期内可能会因为进口产生一些输入型的价格上升，但稍微放长时间看这种上升是不会持续的，只要货币管住了。即使考虑到中国进口对国际价格的影响，也同样不支持输入型通胀。

不过，就食品价格来说货币管通胀的观点需要有所修正，因为食品的需求没有弹性，在居民名义收入不高的中国，许多人收入不足，但是还要吃饭，所以就会动用自己的储蓄去购买食品。这个时候货币是管不住通胀的。这种情况在短期会出现，但长期来看仍然是货币决定物价，因为即使是挖储蓄也不可能一直挖下去，居民手里如果

一直都没钱，到最后还是只能少吃东西，这样对食品的需求就会回调，物价还是会因为管住了货币从而回到稳定水平。因为食品价格的这一特点，美联储考虑CPI的时候还专门制定了去掉食品价格的核心CPI，就是为了专门考虑货币可以管住的通胀。但是完全去掉食品价格的做法于中国来说不合适，同时像现在这样全都计入CPI也确实不妥，因此可以考虑计算出一个折扣，反映出货币和物价的真实关系。这个折扣可以通过考察通胀时食品价格对储蓄率的影响来得到。

关于价格补贴，我觉得不一定会出台。因为补贴的办法不见得就是对老百姓有利，以前油价搞补贴等导致司机排长队去加油，由此可见补贴本身对经济的扭曲作用很大，可能反而导致低效率的结果。个人认为这些办法能少用就尽量少用，当然短期内有时候为了省事也可以考虑这种做法。

问题5： 现在许多在建工程项目都面临严重的资金缺口问题，如果货币紧缩，问题就会更加严重，如何解决调控通胀与缓解资金缺口的两难问题？

宋国青： 央行在治理通胀的时候坚决不能相信资金缺口的说法，因为资金出现缺口的前提是给定物价水平不变。如果因为资金缺口给大家发钱，央行多印钞票后就会引起通胀，通胀起来后对资金的需求更多缺口更大，这样下来恶性循环治理通胀就不可能了。毕竟货币本身不能产生任何社会资源，在社会资源不增加的情况下，多发钞票就好比碗里加水不会增加米的数量一样，到最后只能导致通货膨胀。对所谓资金缺口的说法坚决不能听。

问题6： 去年下半年贷款增加了5千亿，一月份贷款增加一万亿，央行是否会因此进行进一步的紧缩？

宋国青： 一万亿的贷款需要剔除正常的季节性因素以及人为的季节性因素。正常的因素是指每年年初单位发奖金以及商业企业购买存货时产生的资金需求，人为的因素是指银行年末紧缩贷款年初突击放贷。计量软件无法对这两种季节性因素区分开来，所以季调时需要自己设定一下参数。我认为一万亿的贷款是偏紧的，因为环比增速的年率低于10%甚至5%，再继续紧缩一个月，也就是从年初开始紧缩三个月（不是从现在开始再紧缩三个月）就差不多可以控制住通胀了。

如引用本表数据，请注明资料来源为“CMRC朗润预测”

第23次“CMRC朗润预测”：2010年第4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	9.7	5.2	13.6	26.1	19.3	22.5	24.0	3.00	6.51
北大CMRC	10.1	5.1	14.2	26.0	20.0	30.0	40.0	3.25	6.55
巴黎银行	9.7	4.6	13.4	21.5	18.0	21.5	24.0	3.25	6.58
工商银行	9.4	4.8	13.8	24.1	18.9	28.2	30.1	3.25	6.52
国家信息中心	9.0	4.7	13.0	25.0	19.0	23.0	27.0	3.25	6.50
国泰君安	10.2	4.7	12.2	18.8	19.9	34.5	41.6	3.00	6.56
国信证券	9.7	5.0	13.0	21.4	19.0	22.0	19.4	3.25	6.50
汇丰银行	9.0	5.0	13.0	20.4	19.0	20.0	25.0	3.00	6.52
交通银行	9.6	5.2	15.0	23.0	19.0	21.5	24.5	3.00	6.45
美银美林	9.3	4.9	13.2	23.0	18.5	25.9	27.0	3.00	6.55
瑞银证券	9.8	5.2	13.0	22.0	19.5	20.0	22.0	3.00	6.50
社科院数量所	9.8	4.8	14.5	24.5	18.5	23.0	30.0	3.25	6.53
申银万国	9.3	5.2	13.5	24.5	19.2	29.1	35.6	3.25	6.50
天则所	9.2	4.8	15.0	22.0	19.6	22.0	28.0	3.00	6.50
野村证券	9.4	4.1	12.8	23.0	20.1	18.0	12.0	3.00	6.50
银河证券	9.4	5.1	13.0	23.8	21.0	21.0	32.0	3.00	6.49
招商证券	9.0	5.1	13.6	22.5	18.0	25.0	35.8	3.00	6.53
中国经济政策 (伦敦)研究中心	9.5	5.0	13.0	24.0	20.0	35.0	50.0	3.25	6.50
中金公司	9.8	4.9	13.0	23.5	18.5	20.0	22.0	3.00	6.50
中信建投	9.7	4.6	14.5	26.3	19.2	30.5	38.5	3.00	6.54
中信证券	9.2	4.8	14.5	22.1	18.6	28.4	30.7	3.00	6.53
中银国际	9.4	5.1	13.0	24.0	19.0	22.0	28.0	3.00	6.54
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

朗润点评：

“经济增速不低，通胀压力未减，内需增长强劲，顺差趋于收窄，

汇率温和升值，利率或许上调！”

第22次“CMRC朗润预测”：2010年第4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	8.9	3.4	12.4	22.8	18.4	19.6	21.0	2.55	6.57
加权平均	8.9	3.4	12.4	22.4	18.6	21.7	22.0	2.51	6.54
实际值	9.8	4.7	13.5	23.4	18.7	24.9	29.7	2.75	6.62

* 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。

“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
国信证券	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
中信建投证券研究所	彭砚苹	所长
	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。