

中国当前的内外部经济形势 及其宏观经济政策前瞻

一、外部经济形势：金融危机远未结束

当前国际经济形势的基本特点可以用“三F”来表示，即 Financial Crisis（金融危机）、Fuel Crisis（石油危机）和 Food Crisis（粮食危机）。索罗斯日前曾指出，美国当前可能面临“60年来最严重的一次金融危机”。这并非危言耸听。

目前，随着美国房地产市场的不断下滑，金融危机已经从次贷蔓延到优级抵押贷款。美国最大的两个房地产贷款公司——房利美、房地美近期陷入困境便是证明。这两家金融机构持有大约 5.3 万亿美元的抵押贷款债权，占整个市场规模的 44%。这两大公司面临财务困境，势必会对美国经济造成巨大冲击。因此，要对当前国际经济形势保持高度警惕，不要掉以轻心，不要以为最坏的时候已经过去。危机还远未到达“结束的开始”（the beginning of the end），很可能仅仅是“开始的结束”（the end of the beginning）。

二、内部经济形势：金融危机对中国的影响及其国内的通货膨胀

1. 次贷危机影响中国的直接和间接途径

这场发端于美国的次贷危机直接影响到了中国，部分中资银行机构购买的次级抵押债券价格缩水，更严重的是，由于中国是美国机构债的最大持有国，而房利美和房地美又是美国最大的两家机构债发行人，因此中国持有的机构债不仅会账面缩水，而且还会面临违约的风险。无论如何，“两房”危机已经对中国外汇储备的安全造成极大冲击。

次贷危机给中国带来的损失还会表现在资本流动、贸易保护等诸多方面。随着次

贷危机的发展，可能会改变国际资本流动的方向，极可能导致短期性投机热钱流入中国，也可能导致热钱的迅速抽逃。次贷危机和美国经济下滑将导致美元持续贬值，以美元计价的国际大宗商品价格上涨，进而造成中国国内输入型通货膨胀。而美国经济下滑又会引发美国国内贸易保护主义思想抬头。

2. 美国经济减速或衰退对中国出口的影响

根据中国社科院世经政所的研究人员测算，中国出口对美国收入的弹性大约为 4。就是说，美国经济增长下降 1%，中国对美出口增速可能下降 4%。考虑到其他国家经济增速也会因美国经济减速而下降，加上中国出口对许多重要贸易伙伴的收入弹性也在 3~4 左右，因此，以对美出口占中国出口比重 1/5 左右计算，美国经济增速下降 1%，中国的总出口增速大致下降 2%。

3. 对中国的通胀形势必须继续保持高度警惕

当前中国的通货膨胀，既有成本推起也有需求拉动的性质。但本轮通货膨胀的发生，从根本上、从源头上说，是经济过热的结果。当前国际石油价格、粮食价格和其他商品价格的暴涨，以及国内工资成本的上涨（还有天灾），对中国通货膨胀的发生也有重要作用，而且正在起着越来越大的作用。但是，当前世界范围内的通货膨胀，从根本上说，也是世界范围内经济过热的结果。

在今后一段时间内，中国的通货膨胀形势依然不容乐观：

第一，通货膨胀的发生和发展，滞后于经济过热的发生和发展数个季度甚至 1 年以上。2007 年（甚至此前）的经济过热，不但对当前的通货膨胀，而且对和未来的通货膨胀将会发生影响。目前，中国的经济增长速度依然高达 10.4%，依然高于潜在经济增长速度。通货膨胀压力在今后一段时间内将继续存在。

第二，中国目前的通货膨胀水平是在依然存在物价管制条件下的通货膨胀水平。为了改善资源配置，增加供给，政府必然会逐步放松物价管制。由于价格下调的刚性，一旦解除对关键性产品的物价管制，通货膨胀率将会上升。

第三，国际石油价格、粮食价格和其他商品价格（如铁矿石）的上涨—尽管目前已经有所回落，已经而且还将增加中国产品的生产成本，从而导致中国 PPI 的上升。

第四，中国的 PPI 在最近几个月持续上升，目前已经超过 10%。下游企业将越来越难以消化 PPI 的上涨。一些企业将因亏损而倒闭、减产，但这并不意味产品价格不会上涨。因而，CPI 很可能将因越来越多的产品的价格上涨而上涨。此外，CPI 并不是衡量通货膨胀的唯一尺度。例如，GDP-减缩指数依然在快速上升。中国面对的不仅

仅是猪肉或其他农产品价格的上涨，而是物价的普遍上涨。

第五，随着时间的推移，如果通货膨胀的上升趋势得不到扭转，通货膨胀预期将会加强，通货膨胀预期下的企业和个人的自我保护行为（如要求增加工资、囤积、抢购等）将使通货膨胀进一步恶化。在目前条件下，抢购之类的现象不大可能发生，但工资-物价的上升螺旋却可能形成。

三、2008年下半年及2009年中国宏观经济政策前瞻：坚决遏制通胀

国务院最近召开的经济工作会议提出，要将保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出的位置。笔者认为，尽管CPI的上升速度可能会因基数和农产品价格回落等原因而出现回落，但对通胀的警惕不能放松，宏观经济政策仍应该坚持把抑制通胀作为宏观经济政策首要目标的方针。如果中国能够及时采取措施抑制通胀，经济就不需要急刹车；如果过早放松宏观经济政策，通货膨胀就可能反弹。最终不得不急刹车，损失则要大得多。

1. 抑制通胀不要惧怕经济增长速度适度降低

由于中国通货膨胀的根本原因是经济过热，抑制通货膨胀的主要途径应该是抑制总需求。换言之，控制通货膨胀就要降低经济增长速度。在中国的总需求中，固定资产投资和出口是增长最快的两部分。其中，固定资产投资增速持续高于GDP增速。中国的投资率超过45%，是世界之最。由于房地产投资对总投资的增长贡献最大，且存在较严重的泡沫，因此应该成为宏观调控的重点。

抑制经济过热所造成的通货膨胀，必须付出经济增长速度下降的代价，所谓“鱼与熊掌不可得兼”。中央政府关于“两防”的方针是绝对正确的，在通货膨胀回落到可接受的水平之前，切不可改变。投资增长速度和出口增长速度的下降符合中国经济结构调整和宏观调控的方向，我们没有必要对两者增长速度的下降，特别是对出口增长速度的下降过于担忧。目前速度降一点，是正常的，不必紧张。没有增长速度的适度回落，就不能有增长质量的提高，也不可能产业结构的升级。

防止经济过度下滑可以做些预案，但还没有到需要立即实施的程度。在当前形势下，释放出政府将会对“反通胀”方针加以调整的信号是绝对有害的。即便需要对某些具体政策进行微调，也不应使公众产生“政策将会放松”的印象。例如，基于货币政策松动的预期，许多银行提前放贷，夸大信贷紧张程度，营造信贷需求旺盛、规模

紧张的氛围，以倒逼中央银行。温总理关于经济增长速度不低于 8% 的提法，显示了政府治理通货膨胀的决心，为治理通货膨胀预留了充分的余地。笔者认为这是完全正确的。通胀率 4.8% 的目标今年恐怕难以实现，可以延长实现这一目标的期限，但没有必要对此目标加以改变。而且，中国的通货膨胀率应该最终维持在 3% 左右。

2. 治理通胀离不开货币紧缩

货币主义者认为，“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”。话虽然不能说得那么极端，但宽松的货币供应环境毕竟是出现需求拉动型通货膨胀的必要条件。因此，治理通货膨胀离不开货币紧缩。除非通货膨胀形势有了根本的好转，否则，货币紧缩的大方向是不会也不应该改变的。紧缩性货币政策可以通过各种渠道，减少有效需求，从而达到抑制通货膨胀的目的。

治理成本推起型通货膨胀，自然要增加供给，但为增加供给所能选择的宏观经济政策工具是有限的（减税是最常见的一种），且难以在短期内见效。一般情况下，即便通货膨胀是由供给方原因所造成的，为了抑制通货膨胀，除实行其他政策外，实行紧缩性货币政策也是必不可少的。必须看到，在这种情况下，为求抑制通胀，需要付出更大的经济增长速度下降的代价。遗憾的是，我们没有更好的选择。1980 年代，为了抑制由于石油冲击造成的通货膨胀，美联储采取了紧缩性货币政策，美国经济一度陷入“滞胀”。但历史表明，美国当时的经济衰退换来了以后 20 多年的低通货膨胀。而这种低通胀，则为美国经济的振兴打下了坚实基础。中国多年的低通胀来之不易，一旦失去，要想重新获得，所付代价将是十分巨大的。由于就业对经济增长的弹性已经越来越低，经济增长速度下降所带来的失业问题应该、而且可以通过其他方法（如财政政策和产业结构调整）来解决。

目前世界许多国家都面临着经济放缓与油价、食品价格高涨导致通货膨胀的两难抉择，但是，它们无不把治理通货膨胀作为当前面临的首要任务。例如，欧盟预测委员会预测欧元区 2008 年全年的经济增速将由去年的 2.6% 下降到今年的 1.7%，而 2009 年会进一步减速到 1.5%，但是面对通货膨胀，欧央行仍加息 25 基点至 4.25%；2008 年年初到 7 月 8 日已经有 24 个发展中经济体实施紧缩货币政策，其中 22 个国家实行加息政策。金砖四国中巴西已加息 100 基点、俄罗斯加息 50 基点、印度 6 月内第二次加息并累计紧缩达到 75 基点，金砖四国外印尼也累计加息 75 基点。

在执行货币政策的时候也存在尽量使用市场手段的问题。除目前最经常使用的货币工具之外，应该加速利率市场化的步伐，尽快实现由控制商业银行存贷款利率

转到控制银行间短期拆借市场利息率。通过改变银行信贷成本，间接影响商业银行业务。信贷管制将导致金融资产配置的低效率，从长远来看，不利于通货膨胀的治理。

3. 为了改善经济结构应继续使人民币升值

中国的本次通货膨胀不能不说同其汇率政策有关。中国本轮通货膨胀的货币源头及其发展可以分为这样几个环节：

第一，优惠的引资政策和出口导向政策导致了中国的双顺差。随着时间的推移，这种双顺差日益固化为结构性的双顺差。中国经济增长的对外需依赖度日益提高。

第二，由于对外依存度过高，中国不希望人民币升值。在双顺差条件下，为了维持汇率的稳定，中央银行不得不大规模干预外汇市场：买进美元，释放出人民币。

第三，央行的干预导致外汇储备和基础货币的大量增加。为了防止基础货币的增加导致通货膨胀，央行进行了大规模地对冲操作：卖出央票，回收人民币；提高准备金率。央行的对冲是成功的，但由于存在种种制约因素，对冲难以完全冲销掉过剩的流动性。事实上，中国的广义货币的增长速度一直明显高于 GDP 的增长速度。这就为通货膨胀的发生创造了货币条件。

第四，中国的持续、巨额双顺差必然导致对人民币升值预期的产生，这种预期进而导致了外贸顺差和外国直接投资之外的资金的流入，从而进一步导致了人民币的升值压力和央行的对冲的负担。过剩流动性进一步增加。

第五，解决由双顺差和人民币升值预期造成的流动性过剩的最简单办法是让人民币根据市场的需求自由浮动。但是，由于人民币币值长期低估，人民币汇率一旦自由浮动，上升幅度可能过大。由于担心对中国的出口造成严重打击，中国选择了人民币缓慢升值这一路径。

第六，人民币缓慢升值和中美利差的倒挂导致热钱流入。在人民币升值速度缓慢条件下，防止热钱流入的唯一方法是实行资本管制。但是，中国的资本管制存在许多漏洞，在一段时间内，未能采取有效措施遏制投机资本的流入。可以说，缓慢升值加资本管制诸多漏洞是造成中国当前流动性过剩的最重要原因。

公众对所谓的“人民币对外升值、对内贬值”颇有微词。这是出于对通货膨胀和升值之间关系的误解。货币升值有助于抑制通货膨胀，这是经济学的常识。正是担心人民币升值会导致通货收缩，才促使许多人在 2003-2004 年强烈反对升值。当前的通货膨胀不是人民币升值而是经济过热引起的。升值降低石油、大豆、铁矿石等重要大宗进口商品的价格，从而抑制了通胀应该是不争的事实。认为人民币升值导致通货膨

胀是错误的。唯一可以讨论的是：升值预期导致热钱流入，而热钱流入导致流动性过剩，并进而导致通货膨胀。但这种说法值得商榷。第一，在结构性双顺差不断累积，同时又要维持货币政策独立性的条件下，升值是迟早的事。升值拖延的时间越长，汇率对基本面的背离就越大，未来的升值幅度就越大。对汇率的控制，可以影响汇率预期于一时，但不可能消除升值预期。与其说升值预期是由于升值所至，不如说是双顺差所致。第二，如果升值速度足够快，升值并不会导致热钱的流入。理论上说，在一次性升值情况下，热钱根本没有机会流入。第三，在现实中，并不能笼统说热钱流入是升值预期引起的。2004年-2005年大量热钱流入的目标是房地产市场投机受益，没有投机资本会为3%的升值预期而流入中国。2006年-2007年初热钱流入的另一个重要目标是股市。第四，即便升值预期会导致吸引大量热钱，只要增强资本管制就可以抑制热钱的流入。现在有了外管局、海关和商务部的共同努力，相信热钱的流入将得到较好的抑制。

当初确定人民币升值的初衷是为了促进中国经济结构的转变——减少中国经济对外需的依赖，加快非贸易部门的发展等，而不是抑制通货膨胀。因而，人民币升值的方针，不应因为经济周期的变化而变化。升值并未屈从美国压力，而是维护中国自身利益。以低汇率维持出口势头实际上是以牺牲中国的利益补贴外国，特别是发达国家。在美元贬值、美国通货膨胀加剧、美国资产贬值且风险急剧上升的情况下，继续追求外贸顺差的实质是保护局部利益牺牲总体利益。中国应该利用升值的机会，推动“三个转变”。应该看到升值给中国出口业带来的困难，但更应该看到，升值正在带来的一些积极的变化。

4. 必须加强资本项目管制

如果已经确定了人民币缓慢、渐进升值的方针，——尽管我不认为这是最佳方针，我们就不需加强资本管制。人民币升值的速度取决于资本管制的有效性。只有当资本管制完全有效时，才谈得上人民币升值的自主性，即升值速度才可以由中国自行掌握。当前央行对跨境资本流动加强管理的方针是非常必要的。但我认为力度还应该进一步加强、覆盖面应该进一步加宽。“严进宽出”应该调整为对进和出都实行有效管理。在强化对“热钱”防堵的同时，我们也必须对“热钱”突然流出、对中国经济造成冲击而防患于未然。

5. 财政政策应在稳定经济、促进机构调整中发挥更大作用

由于银根紧缩、人民币升值，以及外部经济体增速下滑等，出口形势将会恶化，

中国经济增长速度会下降。这时，财政政策应该发挥更大作用，用于帮助经济增长方式平稳转型和经济结构调整。比如，采取减税政策、增加对低收入者的补贴、完善社会保险体系等举措。值此世界经济增长速度下滑、贸易条件严重恶化的时候，通过增加税收政策刺激出口，以保持中国经济增长速度的办法是不好的。贸易顺差意味着用实际资源换取越来越不值钱的美元资产、或干脆为美国缴纳铸币税。中国与其继续出口廉价商品，换回美元，还不如由财政部出钱把企业无法在海外销售的产品（衬衫、鞋子等等）统统买下，无偿送给汶川地震的灾民。尽管财政政策应发挥更大作用，在中国经济增长速度依然超过 10%，就业形势依然良好的时候，出台以抑制经济减速的目标的财政刺激方案似乎还为时过早。

6. 抑制通胀的同时，应进一步调整相对价格

物价管制可以暂时抑制通货膨胀。但物价管制扭曲了价格信号，造成资源配置的恶化。这种方法不能减少需求，却会减少供给，并最终导致通货膨胀形势的恶化。对汽油价格、电力价格、粮食价格和其他一系列重要产品的价格管制，尽管在短期内对通货膨胀能够起到一定的抑制作用，但最终结果必然是供给的减少和通货膨胀的恶化。价格管制最终导致通货膨胀恶化的国际经验比比皆是。中国政府前不久提高汽油价格的决定是非常正确的，政府应该进一步解除对油价、电价、水价等重要能源价格的管制，用市场手段而不是计划手段配置资源。要发挥升值在中国相对价格调整中的作用。中国石油短缺，需要进口。但由于中国油价过低，中石油却大量出口。解决这一问题不仅是要适当提高国内油价，而且还应该让人民币升值。人民币升值必然导致中国企业石油出口积极性的下降，从而增加国内的石油供应。又如，在合理汇率水平下，中国钢铁出口的数量是不会像今天这样巨大的。当然，为了不使相对价格的调整导致通货膨胀的恶化，当一些价格上升时，必须有另一些价格下降。为了做到这点，就必须拧紧货币供应的水龙头。反过来说，只要继续实行从紧的货币政策，价格管制的放松应该不会导致通货膨胀的严重恶化。对于在相对价格调整中受损的低收入者和中、小企业，政府应该也可以通过财政加以适当补贴。

总之，当前中国经济形势总体上是良好的。中国完全可以有效遏制通货膨胀，实现经济的软着陆。中国必须坚持把遏制通货膨胀放在首位。中国应该继续实行紧缩性货币政策，与此同时，放松对汽油、电力、粮食等产品的物价管制，实行相对价格的调整，改善资源配置，从而增加供给。中国应该继续人民币升值的方针，不仅仅是对美元的升值，而且应该是名义有效汇率的升值。为了保证升值的自主性和渐进性，中

国必须加强对跨境资本流动的管理。财政政策应该发挥更为积极的作用，对在经济调整过程中遭受损失的低收入人群实行补偿，帮助转型中的企业顺利实现转型。值此世界经济形势趋于恶化之际，中国应该对自己的政策作出相应调整，但是，实现“三个转变”的工作不能放松，“双防”的政策不应改变。

声明：本报告的版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经书面许可，任何机构不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，欢迎注明资料来源的引用。

