

2008年6月20日

报告编号2008003(S)

特别评论

中诚信与中国人民大学经济研究所《中国宏观经济预测与分析—2008中期》课题组总报告

其它联系人

陈代娣

010-66428877-553

ddchen@ccxi.com.cn

公司评级部

任伟红

评级副总监

010-66420807

whren@ccxi.com.cn

客户关系部

李 静

010-66426187

jli@ccxi.com.cn

公司网站

<http://www.ccxi.com.cn>

中国宏观经济的外部环境恶化， 通胀压力增大，经济增速下滑，中国经济 或将面临滞胀风险

- 在美国次贷危机、世界商品价格上涨、全球新技术扩散效应下滑、全球化红利递减、全球流动性过剩以及全球不平衡逆转等因素的作用下，世界经济将于2008年告别"大缓和"的黄金阶段，进入本轮世界经济周期的下行区间，经济增长的回落和通货膨胀的飙升将使全球滞胀威胁加剧，中国宏观经济所面临的外部环境恶化不是一个短期问题，而是一个中期问题。
- 2008年中国GDP增长可能出现大幅回落，在总需求和总供给增速同时下降的过程中，产出缺口的快速逆转标志着中国宏观经济开始步入周期下行区间。三大产业增速和三大需求增速的同时回落说明了中国宏观经济调整具有十分明显的顺周期效应，中国宏观经济很可能重蹈以往下行区间的调整模式——"短期小幅回落引领中期加速性衰退"。

- 在世界经济周期与本国政策调整的双重作用下，净出口的大幅度回落将引领中国宏观经济的下滑，而国际资本的异常流动将增加中国宏观经济调控的难度和不确定性，在内部结构刚性严重存在的情况下，外需的过度调整将引发宏观经济总量收缩和结构进一步恶化的问题。
- 在部分部门利润水平依然较高、灾难的需求创造效应较为明显以及房地产市场的反向调整等因素的作用下，中国名义固定资产投资增速依然维持在较高的水平，但实际增速下降明显。未来固定资产投资价格的持续高涨以及上述各种因素的短期性影响意味着中国固定资产投资可能在 2009 年进入加速下滑区间。
- CPI 结构性的上涨，实际收入水平增长乏力以及消费变动内在的规律，决定了我国难以在短期再次出现消费结构升级与总量加速，实际消费水平的缓慢上升不仅意味着我国需要进一步对国民收入分配格局进行重大调整，而且要求我们适当放缓结构性调整和外需收缩的节奏。
- 雪灾和震灾将轻微改变 2008 年宏观经济的运行状况，其“供给损失效应”与“需求创造效应”的不对称性在短期内延缓了中国经济下滑的趋势，宏观经济政策应当在短期分层次做出不同的调整。
- 在延续 2007 年结构性价格上涨的基础上，各项价格指数进一步上扬，通胀压力日益加大。价格上涨的国际输入性、结构上涨的持续性、货币政策的两难选择、经济下滑与 CPI 持续上涨的矛盾、输入型通胀压力与要素价格改革的冲突、收入分配格局的调整与工资型通胀的冲突、价格释放与价格控制的错位等因素不仅决定了价格治理的复杂性，同时也要求从全球视野、历史比较、中期角度来合理统筹价格释放与价格控制、需求总量控制与供给结构调整、短期工具与长期工具之间的关系。

2008 年中国宏观经济将明显的回落

2008 年在外部环境恶化和国内政策调整的双重压力下，中国经济增长速度在外需增速大幅度下滑的带动下出现明显的回落，宏观经济开始进入本轮经济周期的下行区间。实际 GDP 向潜在 GDP 的快速回归，大幅度缓解了实体经济层面的过热压力，但由于各种原材料价格和农产品价格的快速提升，中国面临的结构性价格上涨依然严峻。“经济大幅放缓”与“通货膨胀抬头”可能成为自 2008 年以来中国宏观经济下行区间的总体特征。

从上半年运行情况看，2008 年宏观经济将出现以下系列的变化：

（1）世界经济的周期性调整将成为引导中国宏观经济波动的核心因素之一，全球经济下滑和全球通货膨胀抬头将使中国在中期阶段面临外部环境持续恶化的挑战；

（2）在国内贸易政策调整和世界经济减速的双重作用下，中国外部需求存在调整过度的威胁，外需的过度回落通过“出口-投资联动机制”不仅会引起内需总量的收缩，而且会导致内需结构的恶化；

（3）汇率的调整以及国际资产定价的重构将导致中国国际资本流动的异样变动，投机资本的过度进入可能会加剧中国流动性过剩的困境；

（4）在国际商品价格高涨、国内大宗商品紧平衡以及流动性总体过剩的多重压力下，结构性价格上涨将成为中国宏观经济在中期内必然面对问题，价格上涨的多元性以及国际输入性决定了目

前价格治理的战略定位和措施存在巨大的偏差；

(5) 在部分行业利润率高企、房地产市场的反向调整以及灾害的需求创造效应的作用下，名义投资水平依然高位运行。但这些因素的短期性决定了 2009 年可能面临投资增速的大幅度回落，预示着中国宏观经济可能重蹈以往下行区间的调整模式——“短期小幅回落引领中期加速性衰退”。

(6) 结构性价格上涨将通过不对称效应打击实际消费的增长，“消费加速”与“消费升级”难以在“实际收入下降”、“经济大幅放缓”与“通货膨胀抬头”的下行区间得以实现。

(7) 震灾和雪灾通过“供给损失效应”和“需求创造效应”将对总供给和总需求带来不同的冲击，在短期内对中国宏观经济变量带来小幅影响，但不会影响宏观经济下滑的总体趋势。

2008 年下半年，中国经济应当密切关注世界经济周期性的调整，重视外部环境中期恶化的严峻性，适当收缩汇率调整与贸易调整的力度；在做好各项救灾和灾后重建工作的基础上，密切关注房地产市场的反向调整带来的投资逆转；在正视结构性价格上涨的合理性与不对称效应的基础上，改变以往价格治理工具短期化和单一化的格局；在切实解决民生问题的基础上，制定价格释放与价格治理的中长期战略；在适当放松财政政策的基础上，保持货币政策相机调整的能力；在加强国际经济协调的基础上，密切关注国际资本的流动，坚持以数量型货币政策工具调整为主，适时转换货币政策的工具。

依据中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，分年度预测 2008 全年中国宏观经济运行的状况。预计中国 2008 年全年 GDP 增长达到 10.4%，比 2007 年回落 1.5 个百分点，三大产业增速同时回落，其中第二产业出现大幅度回落达到 1.9 个百分点；名义投资增长速度较 2007 年略微上升，达到 25.1%，但实际增速下滑明显；名义社会消费增长 19.0%，高于 2007 年 2.2 个百分点，但实际增速轻微下滑；按照美元计价的出口增长速度达到 19.0%，与 2007 年相比下降了 6.2 个百分点，进口增长 25.2%，与 2007 年比提高了 4.4 个百分点，贸易顺差达到 2588 亿美元，与 2007 年比下降了 34 美元；货币增长较 2007 年出现下降，狭义货币供应达到 18.5%，M2 增长 16.3%；而 CPI 持续上涨，达到 7.1%。

中国宏观经济增长的外部环境不断恶化

1、从表层看，美国次贷危机、能源和国际大宗商品价格上涨将使世界经济在短期内陷入增长放缓和通货膨胀抬头的困境，2008 年中国宏观经济的外部环境将面临短期恶化的危险

2008 年，美国次贷风波对世界经济增长的滞后负面影响已经显现。美国经济从去年的 2.7% 的增长速度下滑到 2008 年一季度的 0.9%，房地产销售率以及消费增速等实体经济指标处于不断下滑状态，失业率从 4 月份的 5.0% 急剧攀升至 5.5%；欧元区经济增势拐点已现，一季度的增长速度同比下滑 0.7 个百分点；而亚洲板块，一季度经济增长回落高达 1.4 个百分点。经济放缓已弥漫了整个世界的角落。与此同时，受美元贬值、过剩流动性的投机炒作以及供求关系变化等因素影响，全球石油、有色金属、农产品等国际原材料及大宗商品价格延续 2003 年以来的态势，出现了加速攀升（参见图 1）。截至 5 月底，石油价格上升了 26%，达到历史最高点 139 美元/桶；美国出口小麦价格上涨了 17.3%，达到 440 美元；泰国出口大米价格上涨了 54%，达到 562 美元/吨。

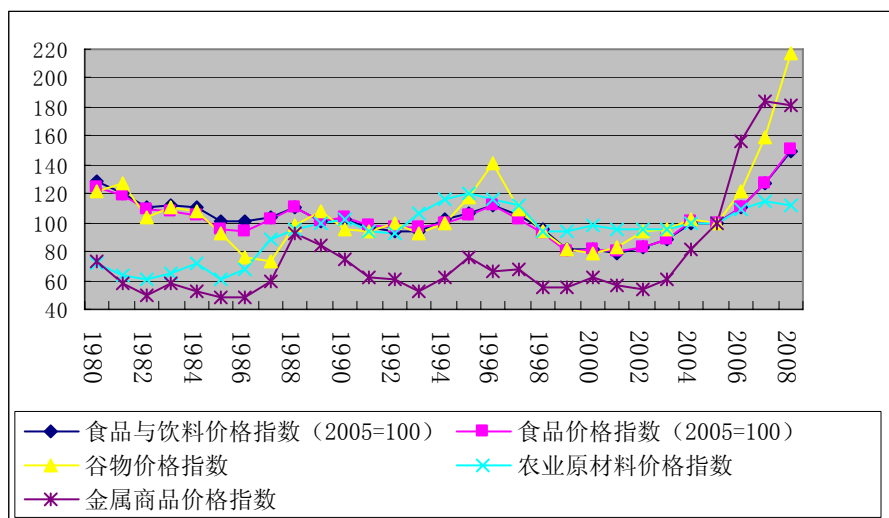


图 1、世界商品价格指数

这些价格的飙升，导致世界 CPI 和 PPI 出现普遍大幅度上涨。2008 年全世界 CPI 同比上涨率从 1 月的 3.9%，升至 3 月的 4.1%；美国 4 月份的 PPI 从去年的 3.8% 上升到 6.9%，CPI 从去年的 4.1% 上升到 4.3%；欧元区从 1 月的 3.2% 升至 4 月的 3.6%；英国从 2.2% 升至 2.5%；发展中国家 CPI 平均上涨率从 1 月的 7.6% 升至 3 月 8.4%，其中包括越南在内的部分国家通货膨胀率超过了 20%。

在价格飙升和经济增长放缓的同时，部分国家的失业率出现了恶化的迹象。例如，2008 年 1 月至 3 月，美国非农就业人数分别减少 7.6 万、7.6 万和 8 万人，失业率分别为 4.9%、4.8% 和 5.1%，其中 3 月的非农就业人数降幅创 2003 年 3 月以来的新高，失业率创 2005 年 9 月以来的新高。

2、从深层次看，在新技术扩散效应下滑、全球化红利递减、全球流动性过剩以及全球不平衡难以持续等内在因素的作用下，世界经济将于 2008 年告别“大缓和”的黄金阶段，进入本轮世界经济周期的下行区间，经济的回落和通货膨胀的抬头将使全球滞胀的威胁加剧。中国宏观经济所面临的外部环境恶化不是一个短期问题，而是一个中期问题。

正如大量研究机构所预测的那样，世界经济将在短期出现增长回落和通胀抬头的现象。但是，这种增长的回落和通胀的抬头并不是一种临时的短期现象，而是一种十分深刻的周期性调整。世界经济将由 2003-2007 年的高涨阶段进入全面下滑的阶段。

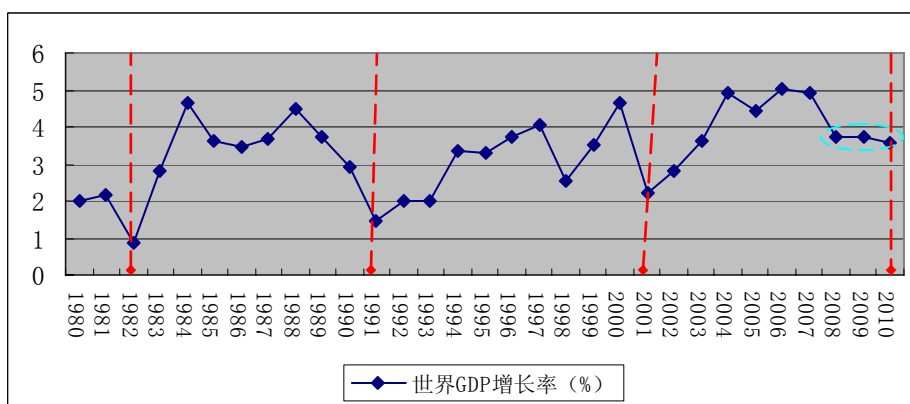


图 2：世界经济周期图¹

¹本图数据来源：1980-2007 年数据来源于IMF数据库， 2008-2010 根据本研究机构测算得出。

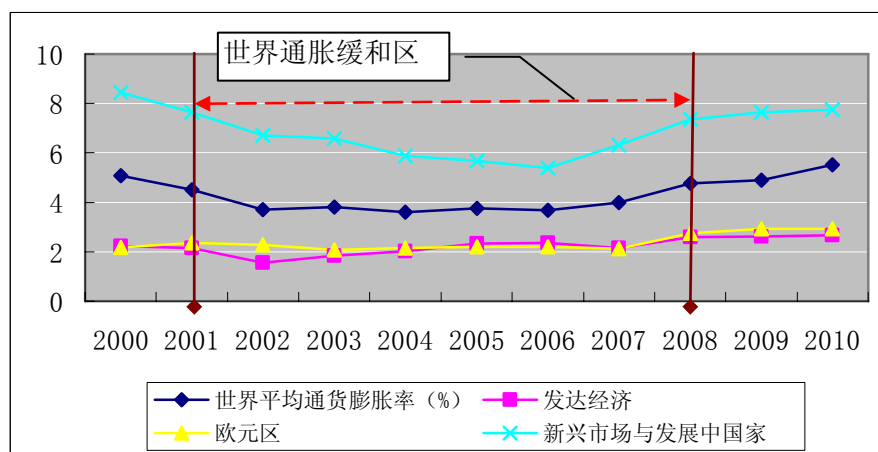


图 3、世界通胀缓和时期的结束

如图 2 和图 3 所示，按照滤波方法测算，世界近 30 年的周期变化大约为 9-10 年，即 1982-1991 年、1992-2001 年、2002-2010 年，因此，2008-2010 年处于经济周期 2002-2010 的下行区间，其核心特征就是，经济增长不断下滑和通货膨胀开始抬头，世界滞胀威胁加剧。

目前世界经济增长下滑与通货膨胀抬头并非一个短期现象，而是一种十分深刻的周期性调整，其核心原因在于，次贷危机与商品价格上涨只是世界经济增长下滑与通货膨胀抬头的导火索和表象因素，决定世界经济周期的三大核心力量——“新技术扩散效应”、“全球化红利”与“全球经济不平衡”都在发生转折性的变化。

第一、世界技术创新的周期和扩散效应的作用规律决定了以信息技术为主题的新技术扩散效应步入下滑期，世界经济将告别“高利润时代”。

新技术革命是决定世界经济大周期变更的核心力量。90 年代以信息技术为核心的新技术革命使世界经济进入高增长和低通胀的“宏观大缓和”时期。但是，这种来自信息技术创新的增长动力在全球化和各行业渗透中开始步入“扩散效应”的衰退期，生产效率增长速度开始下降。这在全球创新的火车头美国反应十分明显。从表 3 和表 4 可以看到，新技术革命在 1995 年发生巨大作用，单位小时产出增长率、全要素生产力在 1995-2007 年都处于不断提升阶段，但是，2006-2007 年却出现大幅度下降，与此同时各项财务指标在 2004-2007 期间开始出现不断恶化迹象。这说明美国经济衰退并非“次贷危机”等表面因素，而是技术创新效应和扩散效应开始处于衰减的阶段。这不仅标志着本轮世界增长根本动力的衰竭，更为重要的是它宣告了世界经济告别了技术创新与快速渗透阶段，世界经济周期开始进行大幅度调整。

表 3、美国生产效率指标的年度增长率 (%)

	1987-07	1987-90	1990-95	1995-00	2000-07	2006-07
单位小时产出增长率	2.2	1.6	1.5	2.7	2.7	1.8
资本贡献	0.8	0.6	0.6	1.1	0.9	0.9
劳动贡献	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
全要素生产力	1.0	0.6	0.5	1.3	1.4	0.7

数据来源：NBER

表 4、美国非金融公司成本与利润 1998-2007 年平均变化率

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
单位劳动成本	2.4	1.2	3.1	2.4	-0.4	0.3	-0.7	2.4	2.8	3.2
单位总成本	1.7	1.1	2.3	3.9	-0.7	0.3	-0.9	2.4	2.4	2.6
单位利润	-11.2	-5.8	-15.8	-24.3	19.2	12.1	31.8	6.6	6.5	-5.7

数据来源：NBER

第二、全球资源再配置效应、规模经济与专业化效应难以抵消原材料价格上涨带来的冲击，世界 PPI-CPI 缺口的全面收窄，全球化红利进入递减区间，世界经济将在能源和原材料价格高涨的冲击下告别“低通胀时代”。

全球化是引导世界经济周期的另一个核心力量。在 21 世纪初，这种力量将中国、印度以及前社会主义国家卷入了国际分工的浪潮之中，使世界资源在全世界范围内重新进行配置，并创造出巨大的“全球化红利”。这集中体现在：（1）中国和印度等发展中国家的大量闲置人口纳入全球生产体系之中，使世界生产的劳动力成本大量下降；（2）美国等发达国家的新技术在全球市场的作用下快速向全球扩散，使全球技术水平大幅度提高，单位产品总成本大幅度下降；（3）制造业和金融服务开始分别在以中国和美国等领头羊的两极中进行专业化生产，从而使世界制造业与服务业产生了巨大的规模经济与专业化效应。这些力量使世界经济在新世纪以来出现“高增长、低通货膨胀”的黄金期，同时也导致在 2003-2007 年出现生产资料价格与工业品价格高涨与居民消费价格低迷的局面，PPI 与 CPI 之间的传递率达到历史最低点，其正向缺口不断扩大。但是，这三种效应不可能长期持续，世界经济一体化、市场化以及专业化的基本完成将意味着“全球化红利”进入递减阶段，能源和原材料价格高涨的持续冲击将逆转 PPI 与 CPI 之间较低的传递率，PPI 与 CPI 之间的正向缺口必将在不断缩小中向负缺口变化。如图 3 所示，2008 年就是 PPI 与 CPI 缺口逆转的临界点。这表明“全球化红利”的递减难以消化目前能源和原材料价格高涨的持续冲击，世界将告别“低通胀时期”。

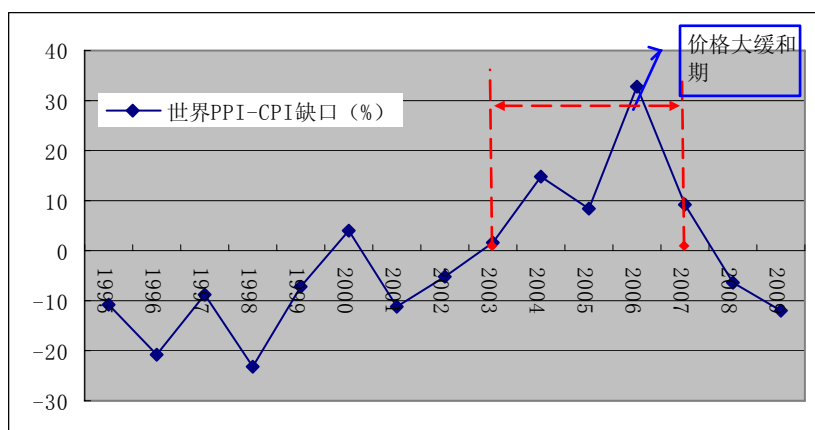


图 4、世界 PPI-CPI 缺口

表 5、不同时段世界 CPI 与其它价格变化（年平均增长率%）

	1973.1-1980.12	1981. 1-1999.12	2000.1-2003.4	2003.4-2007.7
世界 CPI	14.0	15.2	3.9	3.5
美国 CPI	9.0	3.4	2.6	2.9
工业化国家 CPI	10.6	3.7	2.0	2.1
欧元区 CPI	na	na	2.2	2.1
原油	46.5	2.0	5.5	30.3

天然气	29.8	5.1	41.5	16.7
所有商品		2.5	2.8	23.0
非燃油商品		-0.9	0.4	17.9
黄金	31.0	-2.4	4.9	17.7
金属	6.1	0.6	-2.5	32.9
农业原材料	2.3	2.0	0.8	6.2
食物	2.7	-2.4	3.4	9.3
大米	14.0	-1.5	-4.2	13.1
小麦	11.2	-1.7	10.8	14.1
CRB 商品价格指数	5.0	-0.9	3.0	12.8

第三、不平衡问题难以维持，以相对价格调整和汇率调整为主导的调整力量必然通过次贷危机等事件为导火索，对世界经济不平衡进行反向调整，世界将告别“贸易流量大幅度增长时期”。

世界不平衡问题在近 5 年来出现极度恶化的趋势。但这种趋势不可能进一步持续。因为在以纸币本位的后布雷顿森林体系中，不平衡的扩大必将意味着以美元为主体货币的国际流动性过剩，而过剩的流动性必须寻找其载体和恰当的发泄渠道，这决定了各种金融泡沫、房地产泡沫以及大宗商品价格的上涨就成为必然的现象。而这些泡沫的破裂就意味着世界经济不平衡问题已经达到了它的极限，世界经济必须通过不平衡两极各自储蓄-消费结构的调整来逆向调整全球的不平衡。

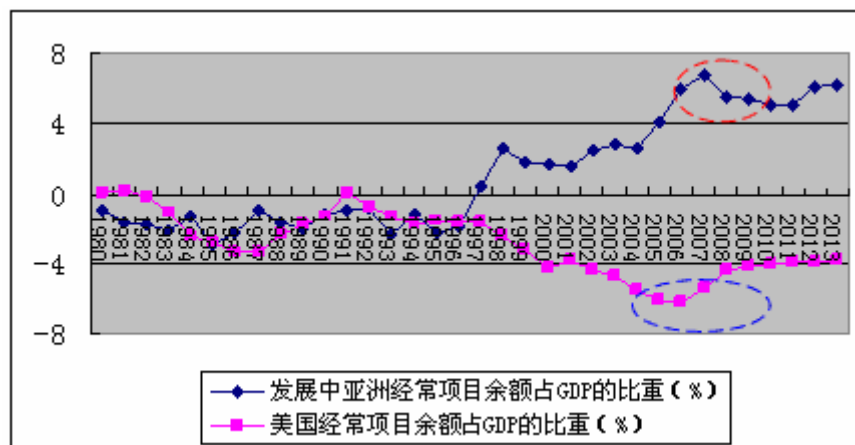


图 5、世界经济不平衡的逆向调整

美国次贷危机的爆发证明美国过度消费与依靠消费拉动经济增长的模式将不能持续，而各种原材料价格和大宗商品价格的暴涨也意味着亚洲过度储蓄与依靠投资拉动的经济增长模式难以为继，贸易赤字和顺差的收缩势在必行。因此，我们可以看到，2007 年美国贸易逆差为 7085 亿美元，比 2006 年下降了 6.5%，是在连续 5 年创下历史最高纪录之后的首次下降，而亚洲区域的顺差于 2007 年的最高点开始下滑。2008 年 3 月份美国商品和服务进口总额为 2067 亿美元，较 2 月份下降了 2.9%，创下了自 2001 年 12 月以来的最大单月降幅。而中国、日本、印度 2008 年的贸易顺差较 2007 年大幅度回缩。事实上，世界经济已经步入一个汇率重构的时代，汇率的大幅度调整以及由此产生的各种摩擦不仅使世界不平衡发生逆转，而且贸易总量也会步入增幅递减区间。如图 5 所示，世界贸易总量在 2007 年就开始进入增长速度递减的区域。据 4 月 9 日国际货币基金组织发布的 2008 年《世界经济展望》春季报告认为，发达国家 2008 年货物和服务进出口将分别增长 3.1%和 4.5%，比上年回落 1.1 个和 1.3 个百分点；发展中国家 2008 年货物和服务进出口将分别增长 11.8%和 7.1%，比上年回落 1.1 个和 1.8 个百分点。

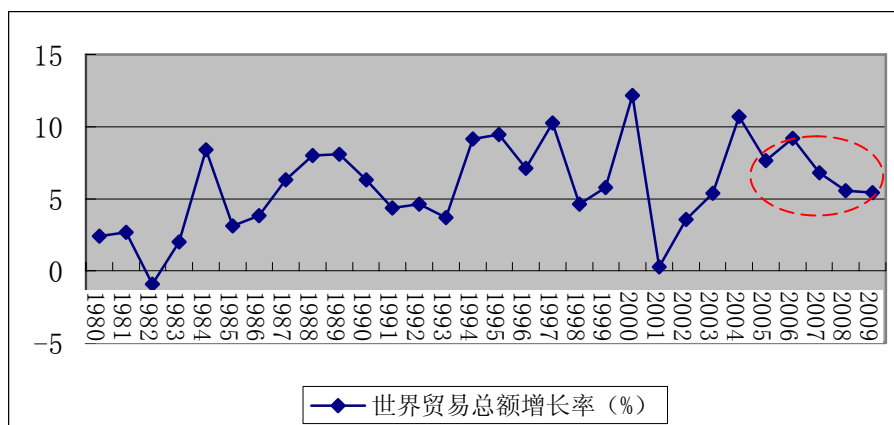


图 6、世界贸易总额增长率

第四、世界各国短期性的调整政策将使世界经济陷入“两难困境”，经济增长放缓、通货膨胀压力加大以及失业增加将进一步加剧，“滞胀”威胁将进一步逼近。

世界各国在面临经济放缓和通货膨胀抬头采取一些短期性的措施。但是，各国宏观经济政策在全球化衍生出来的外部效应影响下无法胜任治理“增长放缓”和“通胀抬头”的重任，即任何一个国家单独控制通胀只会令其自身经济增长下降，但有利于降低其他经济体的通胀。对于中心国家，次贷危机的爆发以及很多发达国家房地产市场的吃紧，使以美联储为首的中央银行为了延缓危机的暴发、挽救本国经济，采取频繁向市场注资、降息等政策。但这些政策却加剧了国际流动性过剩的压力以及汇率相对调整的力度，导致大量流动性从资本市场向大宗实物商品流动，致使能源、材料和农产品价格飙升；而对于外围和次外围国家，为了应对价格上升带来的问题，又采取各项紧缩的政策，这无疑加剧了国际流动的异常变动以及全球经济放缓的步伐。因此，各国宏观调控当局就会陷入一个囚徒困境之中，从而延缓调整，使“滞胀”的威胁将进一步逼近。

世界经济上述深层次的调整对中国宏观经济的外部环境将产生以下值得注意的问题。

第一、必须充分认识到本次世界经济放缓、通货膨胀抬头并不是单纯次贷危机与大宗商品上涨带来的短期产物，它在本质上是世界经济周期性调整的表现。因此，中国必定将在中期范围内面临外部环境恶化的挑战，中国宏观经济政策应当从中期角度进行相应统筹。

第二、决定世界经济周期调整的三大核心力量——“新技术扩散效应的衰退”、“全球化红利的递减”以及“全球经济不平衡的逆转”将直接作用于中国宏观经济，中国短期决策必须充分考虑这些力量作用中国宏观经济的途径和力度。

第三、石油和原材料价格的上涨虽然在表面上属于需求拉动型，但是必须清楚看到这种结构性价格上涨对世界各国的冲击具有严重的不对称性，它在本质上具有国际利益再分配的功能，是国际资本进行价值掠夺的新模式，贸易冲突以及国际宏观政策冲突的再起是各国经济政策制定必须考虑的一个核心要素。

第四、应当认识到本次世界经济周期性调整与上世纪 70 年代的滞胀虽然有本质性的区别，但应当充分重视“新型滞胀”出现的可能，宏观经济政策的使用需要超越传统的管理模式。

中国宏观经济调整具有明显的顺周期效应，未来宏观经济存在加速回落的风险

1、2008 年中国 GDP 增长大幅回落，在总需求和总供给增速同时下降的过程中，产出缺口的快速逆转标志着中国宏观经济开始步入周期的下行区间。三大产业的增长速度和三大需求的增长速度同时回落说明了中国宏观经济调整依然具有十分明显的顺周期效应，未来宏观经济存在加速回落的风险。

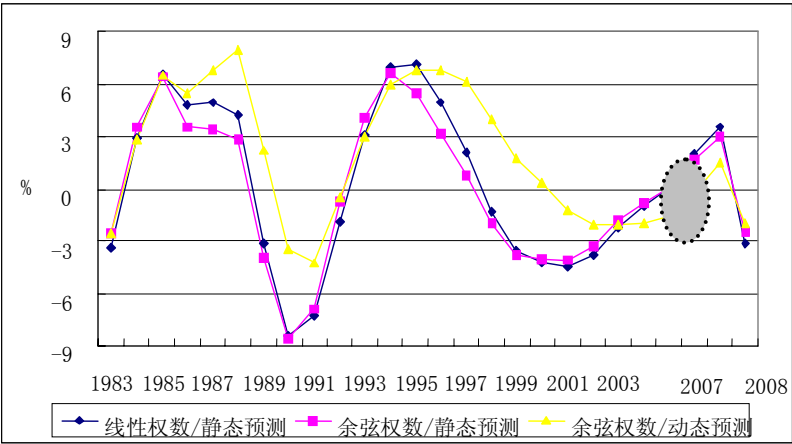


图 7 中国国民收入相对缺口时间路径

2008 年是中国宏观经济增速发生变异的一年，也是经济周期形态进行调整的第一年。全年经济增长速度预计为 10.4%，比 2007 年回落 1.5 个百分点。导致这种变化的核心原因在于，总需求和总供给增长速度同时下滑，并且总供给与总供给增速下滑是不对称的。对于总供给而言，虽然有雪灾和震灾的影响，但在 2003-2007 年高速投资的作用下，其增长速度依然保持较高的水平；对于总需求而言，外需大幅度下滑以及由此引发的实际投资增长速度的下滑将使其增长速度出现明显回落。这种速度、总量和结构的变化是引发 2008 年宏观经济逆转的直接原因。这种情形可以通过 2008 年国民生产总值缺口的模拟清楚表现出来。

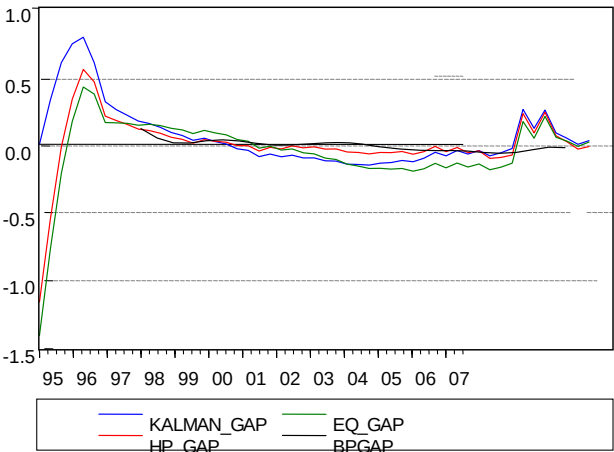


图 8、利用四种方法测算的中国潜在 GDP 缺口

从图 7 和图 8 可以看到，利用AK生产法和四种滤波方法测算出来的GDP缺口表明，2008 年是实际GDP向潜在GDP快速回归的年份，也是中国经济周期变动的年份。如图 7 所示，2003-2007 年间中国实际GDP年度增长速度均超过其自然增长率并且逐年加速，必然通过滞后效应大幅度提升 2008 年中国潜在国民收入水平。即使在 2008 年中国实际GDP增长 10.4%而超过其自然增长率的预测条件

下，中国国民收入相对缺口也将从 2007 年的正值逆转为 2008 年的负值而指示萧条经济景气²。图 8 所模拟的情况也反映了中国经济自 2007 年 GDP 正向缺口快速向负向缺口回落的过程。

表 6、2006-2007 年中国 GDP 增长速度季度数据

	20061 Q	20061 -2Q	20061 -3Q	20061 -4Q	20071 Q	20071 -2Q	20071 -3Q	20071 -4Q	2008 1Q	20081 -2Q	20081 -4Q
GDP	10.3	11.3	11.8	11.6	11.7	12.2	12.2	11.9	10.6	10.6	10.4
第一产业	4.5	5.1	4.9	5.0	4.4	4.0	4.3	3.7	2.8	3.0	3.5
第二产业	12.6	13.6	13.3	13.9	13.2	13.7	13.5	13.4	11.5	11.6	11.8
第三产业	11.3	11.7	11.8	12.1	11.3	12.1	12.7	12.6	10.9	10.8	10.6

从产业结构来看，2008 年三大产业 GDP 出现整体同步回落的趋势。受到雪灾、震灾以及农业生产资料上涨等因素的影响，第一产业出现回落，全年增长速度预计达到 3.5%，较 2007 年、2006 年分别回落了 0.2 和 1.5 个百分点，低于 2003-2007 年平均水平 1.2 个百分点。

受到出口回落，第二产业出现明显回落。第一季度增长速度受到雪灾影响出现大幅度下落，低于 2007 年第一季度 1.7 个百分点，但在工业产业利润持续高涨的作用下以及震灾产生的“需求创造效应”的刺激下，第二季度和第三季度会出现一些反弹，但是第二产业进一步提速可能会受到重新凸现的“煤、电、油、运”供应紧张的瓶颈约束³，全年虽然会出现逐季回升的态势，但全年增长速度预计依然要低于 2007 年 1.6 个百分点，低于 2003-2007 年平均水平 0.4 个百分点；

第一和第二产业的回落将直接引致第三产业的增长速度的大幅度下滑，2008 年第三产业增长速度较 2007 年回落 2 个百分点，仅为 10.6%。

值得注意的是，宏观经济下滑不仅在三大产业中存在一定的联动性，而且在同时下滑的过程中，宏观的产业结构并未得到优化，反而进一步恶化，第二产业占 GDP 的比重将提高 0.04 百分点，第一产业和第三产业分别要下降 0.03 和 0.01 个百分点。

在三大产业增速回落的同时，有效需求的三大组成部分也出现同步增长速度回落的态势，其核心原因就在于在外需下滑的引领下，在“投资-出口”联动机制和“通货膨胀-实际收入”联动机制的作用下，实际投资和实际消费的增速顺势进行回落。这充分表明，以往各个周期中所存在的宏观经济顺周期调整效应依然存在，这预示着本轮经济下调可能延续以往周期中所存在的“短期小幅回落引领中期加速性衰退”。

2、在世界经济周期与本国政策调整的双重作用下，净出口的大幅度回落将引领中国宏观经济的下滑，而国际资本的异常流动将增加中国宏观经济调控的难度和不确定性，在内部结构刚性严重存在的情况下，外需的过度调整将引发宏观经济总量收缩和结构进一步恶化

从表 7 和图 9 可以看到，2008 年中国进出口变动情况基本延续 2007 年 10 月以来的态势，进口增长速度高于出口增速（除 2008 年 3 月），这导致净出口总额同比增长速度下滑，2008 年 1-4 月累计我国贸易顺差为 579.98 亿美元，比去年同期净减少 53.18 亿美元；而 4 月当月的进出口总值为 2207.36 亿美元，同比增长 23.9%，增速低于去年同期 0.4 个百分点。其中，出口额 1187.07 亿美元，增长 21.8%，增速低于去年同期 5 个百分点；进口额 1020.29 亿美元，增长 26.3%，增速高出去年同期 5 个百分点。预计 2008 年贸易顺差为 2588 亿美元，比 2007 年下降了 34 亿美元。事实上，正是外需大幅度的下滑引领了中国宏观经济的下滑，并成为中国宏观经济大幅度下滑的首要原因。

² 线性权数/静态预测情形，-3.1401%；余弦权数/静态预测，-2.4299%；余弦权数/动态预测情形，-1.9676%。参见附录 1 的具体分析。

³ 参见本报告第二部分的“固定资产投资”分析。

考虑到汇率变动的因素，2008 年净出口增长的下滑将直接导致中国经济增长下滑 0.83 百分点，占中国经济下滑的 56%，对中国经济增长的贡献率为-8%。如果考虑出口增速下滑带来的投资增速下滑的因素，那么出口下滑可以说明 2008 年经济下滑的 90%左右。

表 7、2007-2008 年进出口季度数据（亿美元）

	2007-1Q	2007-2Q	2007-3Q	2007-4Q	2008-1Q	2008-1-2Q	2008-1-4Q
进口	2056.3	2285.5	2583.4	2637.4	2645.4	5501	11967
出口	2521.4	2947.9	3314.7	3397.4	3060	6594	14555
贸易顺差	465.1	662.4	731.3	760	414.6	1093	2588

但值得注意的是，中国外需可能存在进一步恶化的可能。

第一、在各种表象因素和深层次力量的作用下，世界经济的持续下滑将使中国出口增速加速下降。

从前面分析可以看到，目前世界经济的下滑并不是由于次贷危机和商品价格上涨所带来的短期冲击的结果，而是世界经济往下行区间进行周期性调整的产物。因此，2008 年只是世界经济下滑的开始。具体而言，世界经济进一步下滑的原因包括：1）美国次贷危机对美国实体经济的冲击没有见底；2）次贷危机对欧元区的冲击刚刚开始，英国经济的下滑和大陆板块对美国经济的反映基本要滞后 6 个月以上；3）由于美元持续下滑和国际商品价格持续上升带来的国际贸易冲突也刚纳入各国应对措施之中；4）“全球化红利”递减、“新技术扩散效应”衰竭以及“全球不平衡的逆转”都刚刚踏上周期变化的轨道；5）在国际投机资本作用下的大宗商品的供求关系将长期处于紧平衡状态。由此我们可以得出的结论是：1）包括美国、欧元区以及亚洲板块在内的中国主要贸易伙伴国的收入将持续下滑；2）世界结构性价格上涨将在中期内持续存在。

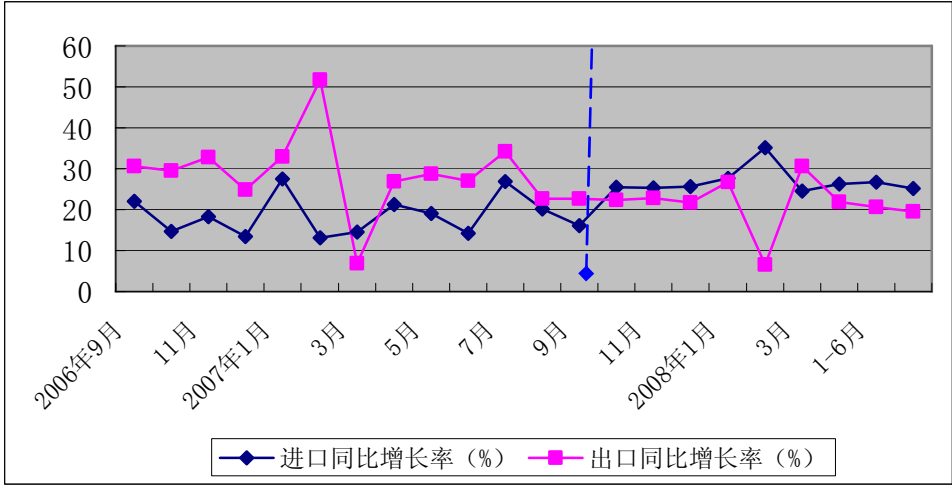


图 9、中国 2005-2008 年进出口同比增速

根据我们的计量研究结果表明，中国的出口，不管是分类别还是分出口目的地，除了少数例外，总的来说都对国外的收入变化有很大的弹性——在主要三个出口市场上，中国出口额的收入弹性都大于 1。并且，对美国 and 欧洲出口的收入弹性都远大于 1，分别达到 7.18% 和 13%，即美国与欧洲经济每下滑 1 个百分点，那么中国出口在其他条件不变的情况分别下降下滑 7.18 个百分点和 13 个百分点；加工贸易与一般贸易出口都有很高的收入弹性，分别为 5.68 和 3.98。这就意味着中国的出口增长很大程度上是为国外的需求所拉动，容易受外部经济周期的影响。所以当世界经济增长持续放缓时，对中国出口需求的增长速度将会持续下降，甚至出现绝对额的下降。

第二、汇率-贸易传递机制的三种特性——“滞后性”、“累积性”与“阈值效应”决定了人民币进一步加速升值将导致出口增速加速性回落，人民币升值速度存在加速过度的问题

自2005年7月21日汇改以来，人民币对美元升值14.4%，对欧元升值8.93%，对日元升值8.81%，对港币升值16.36%。这种大幅度升值使2007年8月成为进出口增速的逆转点。在很多学者看来，2005年7月21日到2007年8月中国贸易变动的规律好像支持现在流行的“汇率无关论”，即由于微观主体的调整，汇率波动对贸易的影响可以忽略不计。但这种看法严重忽视了汇率-贸易传递机制的三种特性：是滞后性、累积性和“阈值效应”，即汇率变动到某一临界点时，市场主体突然进行大幅度调整。我们分报告的研究充分说明了这些特征。中国的出口几乎毫无例外地对以实际有效汇率来表示的相对价格有很高的弹性，远大于1——对美国和欧洲的价格弹性（实际汇率弹性）分别高达11和6；给定其他条件，实际有效汇率每上升1%，各类出口额至少下降4.7%（加工贸易出口），最多下降达17%（初级产品）。这也证实了中国出口商品的竞争力主要由价格优势体现的特征。由于相似的替代品众多，只要出口商品的相对价格小幅上升，就会导致对中国出口的需求数量大量减少，因而出口显著减少。计量表明，2005年的汇率改革则使得中国各类出口的增幅至少下降了5%。

与此相关联的是主要货币之间汇率的调整，特别是美元的贬值，可能在影响中国贸易结构的基础上，影响中国的贸易总量。从表8可以看到，中国贸易结构对于汇率的变动是十分敏感的，人民币对欧元的升值由于欧元对美元的大幅度升值而部分抵消，这导致我国进出口贸易都偏向欧洲和其它发展区域。这种变化由于美国贸易权重过大而出现总量增长幅度下滑。

表 8、中国贸易结构的变动（%）

		2004	2005	2006	2007
美国	出口占比	21.1	21.4	21	19.1
	进口占比	8	7.4	7.5	7.3
欧盟 25 国	出口占比	18.1	18.9	18.8	20.1
	进口占比	12.5	11.2	11.4	11.6
日本	出口占比	12.4	11	9.5	8.4
	进口占比	16.8	15.2	14.6	14
东亚 6 国	出口占比	28.4	27.7	27.6	26.5
	进口占比	32.5	32.5	31.2	30
其他亚洲	出口占比	6.8	6.8	7	7.9
	进口占比	7.5	8.2	8.2	9
非洲	出口占比	2.3	2.4	2.7	3.1
	进口占比	2.8	3.2	3.6	3.8

正是基于这种判断，如果人民币持续进行加速升值，而美元对其它货币持续进行贬值，那么中国净出口下滑的趋势将进一步恶化。

第三、内部需求的刚性和国内贸易政策的顺周期性调整将导致进口增速进一步扩大

进口进一步提高的核心原因在于，1)中国进口需求刚性在最近5年内随着进一步的工业化而大幅度提升；2)2003-2007年我国连续的高投资-高增长将对进口形成持续的高额需求；3)中国进口价格指数的大幅度提升以及进口价格弹性的下降将使美元标价的进口总额大幅度上升；4)美元走软使中国的进口需求将进一步提升。

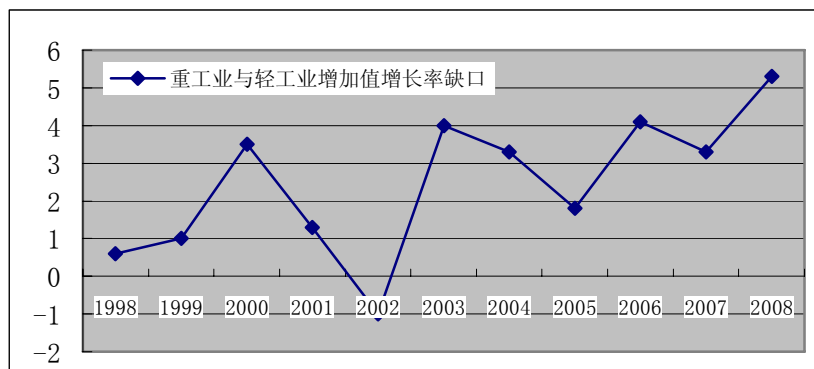


图 10、中国重工业与轻工业增加值增长缺口

上述这些因素决定了未来中国外需调整的过度和存在持续恶化的可能性，而这在中国内部产业结构和需求结构具有刚性的前提下，可能对中国宏观经济带来不利的冲击。在总量上，如果消费水平和投资水平无法大幅度提高，那么外需的持续恶化和过度调整只能意味着总需求的持续下滑和经济的低迷。在结构上，如果内需要弥补外需的下滑，短期调整的模式就是扩大投资，而投资在生产资料和原材料供给紧张的状况下只能引致大规模的进口，导致外需进一步的恶化，中国经济增长的模式可能不是投资、出口与消费联动型增长模式代替了资与出口推动型增长模式，而是投资单一推动型增长模式代替了资与出口推动型增长模式。这可能导致增长的进一步恶化。例如，由于出口对于重工业和轻工业制成品的影响不同，2008 年前 2 个月的出口回落，直接导致了重工业与轻工业增长速度缺口扩大。2008 年 1-2 月重工业增加值增长率达到 17.4%，而轻工业为 12.1%；缺口为 5.3 个百分点，而 2003-2007 年高涨期间的平均缺口仅为 3.3%（参见图 10）。

正如本课题组在 2007 年“财富结构快速调整的中国宏观经济”中所分析的那样，适度调整中国外部不均衡是中国宏观经济调整的任务之一，但这并非意味着中国必须简单地从“不平衡战略”转向“平衡战略”，适度的经济不平衡在中国目前的发展阶段依然具有十分重要的战略意义。

另外，在分析贸易收支过程中，我们还必须高度关注国际投机资本的利用贸易进出口流入和流出我国对贸易收支的影响。在国际资本大举进入中国的状况下，利用贸易季度波动规律所测算的 2008 年 1-4 月的“假贸易”规模可能高达 100 亿美元左右。如果该方法具有可信性，那么中国外需变化的情况更应当成为宏观经济政策关注的焦点。

3、在部分部门利润水平依然较高、灾难的需求创造效应较为明显以及房地产市场的反向调整等因素的作用下，中国名义固定资产投资增速依然维持在较高的水平，但实际增速下降明显。未来固定资产投资价格的持续高涨以及上述各种因素的短期性却意味着中国固定投资可能在 2009 年进入加速下滑区间。

从表 9 的数据可以看到，2008 年固定投资名义增速与 2007 年基本持平，1-4 月同比增速达到 25.7%，全年同比增速预计达到 25.1%。但是考虑 2008 年固定资产投资价格大幅度上涨，由 2008 年的 4.5%加速上涨到今年第一季度的 8.6%，2008 年的实际投资增速却出现了大幅度的下滑，全年较 2007 和 2006 年分别下滑 4.8 和 3.4 个百分点。这是仅次于外需对中国经济增长回落的第二大因素。2008 年中国的投资为何会出现这样得变化，未来还可能发生什么变化呢？到底会发生什么样的变化

表 9、2006-2008 固定资产投资增长速度

	2006 年				2007 年				2008 年		
	1-3	1-6	1-9	全年	1-3	1-6	1-9	全年	1-4	1-6	全年
名义增速	29.8	31.3	28.2	24.0	25.3	25.9	25.7	25.6	25.7	25.5	25.1
实际增速	27.3	29.5	26.7	22.5	22.6	22.7	21.6	21.1	17.1	18.0	17.7

第一、利润率波动是影响投资的核心因素，利润增长率的下滑决定了实际投资增速的下滑

2008 年 1-2 月的工业利润增长率为 16.5%，不仅低于 2007 年 36.7% 的增长率 20.2 个百分点，远远低于 2000-2007 年 35.84% 的平均利润增长率 19.34 个百分点，也低于 2003-2008 年 34.22% 的平均增长率 17.72 个百分点。一般认为，利润回落的核心原因就在于，石油加工及炼焦由于石油价格大幅度上涨导致由 2007 年 1-2 月盈利 156 亿元变为亏损 206 亿元。如果剔除该行业，2008 年 1-2 月的利润增长率为 32.86%。如果再剔除受到雪灾严重影响的电力行业（电力行业由去年 2007 年同期利润增长率 66.7%，变为 2008 年 1-2 月的 -61%），其它行业实现利润同比增长 37.5%，上升 6.1 个百分点，总体工业利润的增长率依然处于较高的水平。这是 2008 年第一季度名义固定资产投资增长速度达到 25.7% 的核心原因。

但是，如果我们参考其他几项指标，我们会发现，在剔除石油加工及炼焦和电力行业之后，其他行业的利润可能存在不实的问题。一是从上市公司的毛利率来看，2008 年一季度 17 大主要行业毛利率合计为 16.69%，剔除石油和天然气开采业后为 17.62%，剔除电力、煤气及水的生产和供应后为 16.82%，剔除石油、电力后为 17.84%，而去年同期则分别为 17.15%、17.52%、16.94%、17.27%。在销售收入增长回落的前提下，利润增幅难以达到 37.5%，二是从工业增加值的变化情况来看，2008 年的工业增加值增长率 1-4 月仅为 16.22，低于 2007 年水平高达 2.3 个百分点。从中国利润增长率与工业增加值同步增长的规律来看，2008 年的利润增长率应当较 2007 年出现明显回落。因此，解释其他行业利润依然高速增长的一个重要原因就是，很多企业在 2007 年隐藏的许多利润于 2008 年反映在帐面了。所以，如果考虑这种因素，我们可以得出，即使剔出了两个特殊行业，中国整体利润增长率依然存在明显的下滑。从 4 月份财政收入增速下降 7.7 个百分点、企业所得税同比下降 11.9%，比上月回落 11.7 个百分点的情况来看，中国企业利润的确进入了下滑区间。2008 年是中国告别“高利润时代”的拐点。

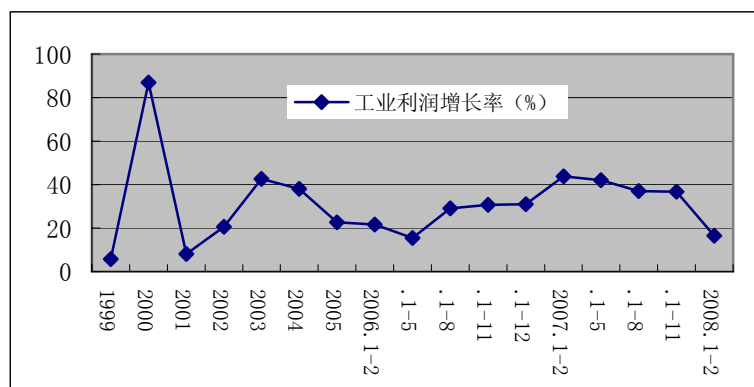


图 11、中国工业利润增长率

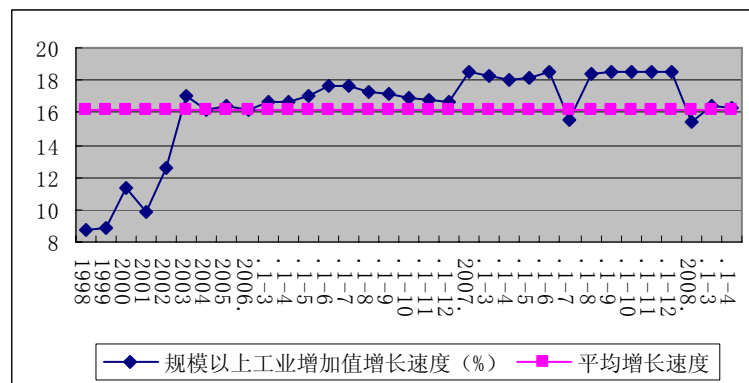


图 12、工业增加值增长率

第二、固定投资价格、原材料价格以及动力价格大幅度上升提高了固定资产投资的成本，从而制约了实际投资的增长。

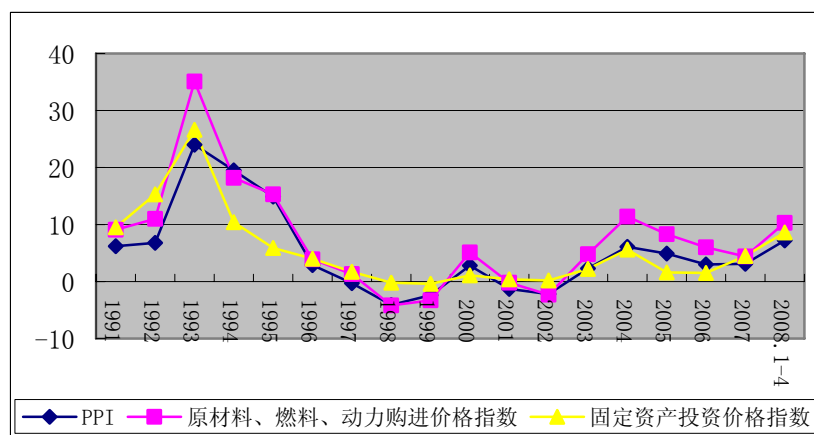


图 13、各种价格指数

从图 13 可以看到，与固定投资相关的价格指数在 2008 年都发生了巨幅增长，PPI 由 2007 年的 3.1% 上升到 2008 年 1-4 月的 7.2%，原材料、燃料和动力购进价格指数由 2007 年 4.4% 上升到 2008 年 1-4 月的 10.3%，而固定资产投资价格指数由 2008 年的 4.5% 上升到 2008 年 1-4 月的 8.6%。

第三、在“出口-投资联动机制”的作用下，出口增速的大幅度回落将导致投资的回落

正如本课题组在 2006 与 2007 年度报告分析的那样，中国宏观经济作用机制中，并不是单纯的投资推动了出口，更不是产能过剩导致了出口被动的增加，而是出口的增加导致出口收益的增加，进而导致投资的增加，而投资增长又在供给上给予出口的支持。因此出口与投资之间存在着联动关系。2008 年出口增长速度下滑 6.2 个百分点，必定带动投资增长的回落，虽然这种回落具有一定的滞后期，不会在 2008 年上半年出现，但它可能引发下半年以及 2009 年投资的下滑。

表 10、投资与出口的因果关系

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
投资不是出口的格兰杰原因	13	4.05272	0.02815
出口不是投资的格兰杰原因		6.08574	0.01492

第四、由于价格形成机制的问题，在利润大幅下滑的重挫下，“煤、电、油、运”等传统瓶颈产业的供给约束将重新凸现

由于缺乏有效的“煤电联动机制”以及“国内-国际油价联动机制，电力行业和石油加工及炼

焦行业的利润在原材料价格的大幅上涨的冲击下，出现巨幅亏损。这直接导致电力和成品油供应紧张，从而制约工业生产和固定资产投资。据国家电网统计，当前国网系统内直供电厂煤炭库存 2087 万吨，较去年同期下降约 617 万吨；公司经营区域存煤低于 3 天的电厂超过 62 座，涉及发电容量约 6186 万千瓦；缺煤停机容量合共 269 万千瓦电煤市场价也还在持续攀升。以秦皇岛动力煤平仓价格为基础，年初至 5 月 26 日，大同优混、山西优混、山西大混、普通混煤的涨幅分别达到 29.82%、30.19%、26.60%、22.35%。另外，全国市场 5500 大卡以上动力煤涨幅也达到 10.69%。在目前全国性通货膨胀压力很大的环境下，国家以价格管制为主的治理措施决定了这些行业由于定价机制的不合理将面临长期的生产激励不足的问题。

同时，受到雪灾和震灾的影响，各项运输也会受到不同程度的影响，虽然该影响程度是短期的。

第五、信贷的进一步收缩也将引起投资的进一步收缩

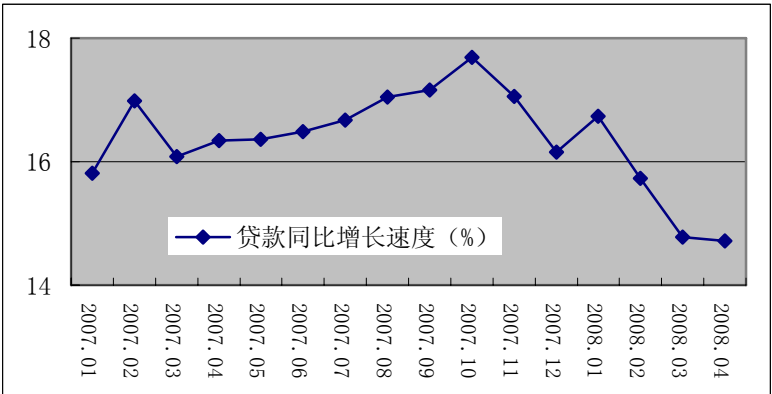


图 14、中国信贷收缩

从图 14 可以看到，除 2008 年 1 月外，贷款同比增速度大幅度下降，2-4 月较 2007 年同比下降幅度分别达到 1.26、1.30、1.63 个百分点。这种信贷收缩虽然对应付通货膨胀有十分重要的必要性，但是对企业投资的影响是很大的。这集中体现在，1) 固定资产投资资金来源中贷款的比重持续下降，比重不到 15%，大部分依赖于自有资金；2) 企业得经营性现金流大幅度下降，以扣除 2008 年一季度新上市公司以及金融和中石油后的全部 A 股公司为样本计算，2008 年一季度企业经营性现金流较去年同期下降了 64.2%，而筹资性现金流大幅增长近 200%，投资性现金流仍然保持了净流出状态且规模略有扩大。

第六、房地产投资的反向调整可能是影响中国固定资产投资的核心因素和中国宏观经济下滑的焦点

房地产投资占中国固定资产投资的比重达到 20%，同时由于该行业的辐射性很强，对其他行业的投资具有决定性的影响作用，因此，房地产投资的变化在很大程度上左右着中国固定资产投资增速的变化。2008 年上半年名义投资速度接近 26% 的一个重要原因就是房地产开发投资提速。1—4 月，全国完成房地产开发投资 6952 亿元，同比增长 32.1%，增幅同比提高 4.7 个百分点，与此同时，今年 1-4 月，房地产开发土地购置面积 10176 万平方米，同比增长 11.1%，增幅同比提高 11.7 个百分点；完成土地开发面积 8065 万平方米，同比增长 5.9%，增幅同比提高 1.3 个百分点。房屋施工面积 178864 万平方米，同比增长 25.4%，增幅同比提高 4.1 个百分点，其中，新开工面积 32970 万平方米，同比增长 20.4%，增幅同比提高 5.7 个百分点。因此，房地产快速投资可以支撑中国固定资产投资名义速度不会下滑。

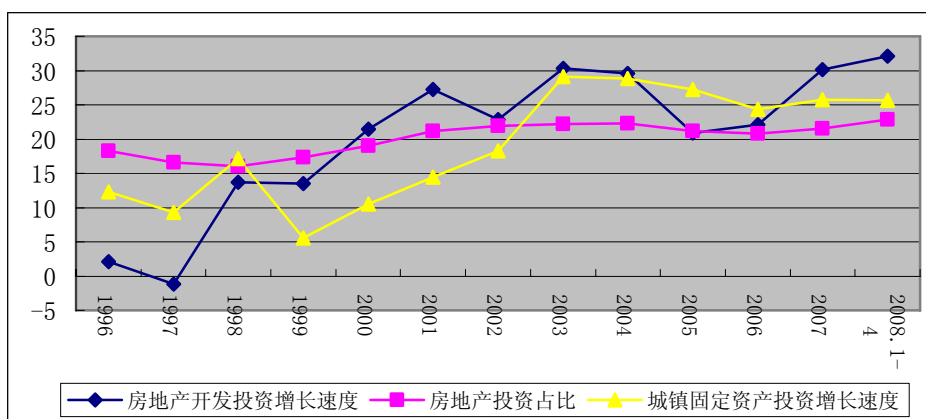


图 15、房地产开发投资速度

但是，房地产开发投资在房地产价格徘徊，房地产企业开发投资资金紧张以及房地产销售面积不断下滑的环境中进行加速，却蕴含着房地产市场面临着深度的反向调整。2008年1-4月，全国商品住房竣工面积8448万平方米，同比增长20.2%，增幅同比提高10.3个百分点；销售面积13664万平方米，同比却下降了4.0%，增幅同比下降20.6个百分点，其中，现房销售面积3438万平方米，同比下降11.9%，增幅同比下降16.2个百分点；期房销售面积10226万平方米，同比下降1%，增幅同比下降23个百分点。虽然4月70个大中城市的房地产价格同比上涨了10.1%，但深圳、三亚、泉州、合肥和广州等城市却面临房地产价格不断下挫的压力。这些数据集中反映了以下几个方面的信息：1）房地产捂地牟利模式被资金链过紧打破；2）房地产在需求下滑情况下供给大幅度增长，预示房地产价格将面临整体下滑的可能，房地产企业的投资收益将进一步下滑，资金链将进一步收紧；3）房地产市场将出现大整合。而这些变化则预示着2008年下半年以及2009年将迎来房地产投资和价格双双下滑的局面。而这对中国经济的影响是十分严重的。

第七、雪灾和震灾通过“需求创造效应”相当程度上抵消了中国固定投资下滑的趋势，但这种效应所具有的短期性和加速衰减性等特点决定了2009年的固定投资可能面临加速下滑的危险

从数据上看，雪灾虽然导致中国第一产业和第二产业的供给在第一季度受到重大影响，但灾后的农业设施、电力和交通的投资导致受灾的6省市在4月份的固定投资增长速度高出全国平均水平6个百分点。而对于震灾带来的灾后重建带来的投资拉动效应可能要高许多。根据我们的测算，四川固定资产受损规模超过4540亿元。由于灾后重建的标准要高于当地原来的标准，加上价格上涨的因素，重建投资以及灾害应对的投资估计超过5000亿元，按照3年完成重建工程以及第一年加速投资来进行测算，第一年重建工程的固定资产投资规模应当在2000亿元左右。这将直接导致2008年固定资产投资提高估计每年的投入规模在1500亿元以上。如果按每年1500亿的规模估算，要比2007年重灾区的投资规模高出3倍左右，灾后重建将使全国固定资产投资增速提高1.3个百分点左右。但是这种刺激只是短期的，因为在2009-2010年灾后重建的支出将加速下滑，远离政府关注的焦点（具体分析请参看第三部分第7小部分）。

结合上述分析，我们可以看到，2008年名义固定投资速度维持的格局将在2009年被打破，利润的下降、投资成本的提高、房地产市场的反向调整、出口的进一步下滑、瓶颈产业的出现以及灾后重建效应的递减，2009年中国固定投资可能面临名义增速和实际增速双双下降的局面。

4、CPI结构性的高涨、实际收入水平增长的乏力以及消费变动内在的规律决定了我国难以在短期再次出现消费结构升级与总量加速，实际消费水平的缓慢上升不仅意味着我国需要进一步国民收入分配格局进行重大调整，而且要求我们适当放缓结构性调整和外需收缩的节奏。

表 11：2006-2007 年社会消费品零售总额同比名义增长速度（%）

	2006 年				2007 年				2008 年		
	1-3	1-6	1-9	全年	1-3	1-6	1-9	全年	1-4		
名义增速	12.8	13.3	13.6	13.7	14.9	15.4	15.9	16.8	21.0	21.5	19.0
实际增速	11.8	12.2	12.4	12.2	12.5	12.4	11.8	12.0	12.8	13.2	11.9

从社会消费零售总额名义增长率我们可以十分轻易得出中国消费正处于加速期，中国经济增长正在从投资拉动型向消费拉动型转变的结论。因为，社会消费零售总额名义增长率从 2006 年初的 12.5% 上升到 2008 年 4 月的 22.0%。但是，如果剔除物价因素，中国目前的实际消费增长水平并没有实质性的增长。2008 年上半年实际消费增长可以达到 12.6-12.8%，只比 2007 年提高了 0.5% 百分点。

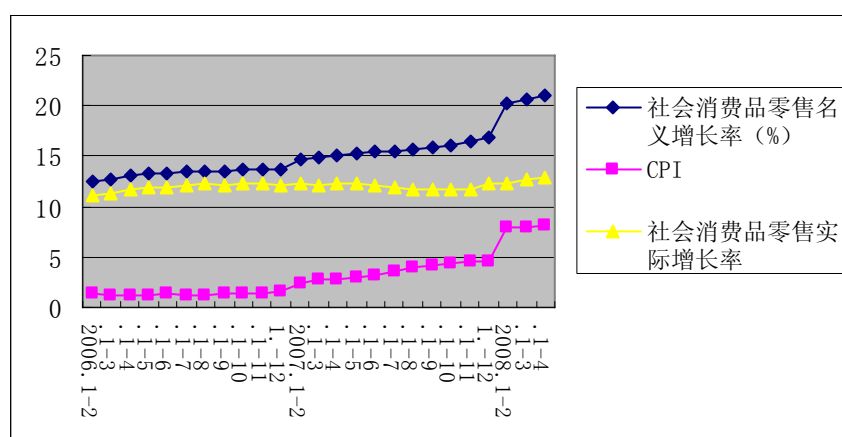


图 16、中国消费实际与名义增长率

总体而言，2008 年中国消费速度呈现“名义加速，实际下降”的局面，一些研究人士所鼓吹的“消费加速，增长转型”是一个伪命题。其原因在于以下几个方面：

第一、通货膨胀及其预期对消费者行为的冲击决定了 2008 年上半年消费上升只是一个短期现象，进一步的通货膨胀冲击将使消费者行为发生逆转

根据对中国消费模式的分析，我们会发现一个规律，在通货膨胀形成的初期，名义消费和实际消费增长速度都会出现提升。因为，当人们预期到物价会进一步上涨，那么人们会提前进行部分支出和采购，使名义消费增长速度在短期内出现超过通货膨胀的现象。但是，这种现象是难以持续的，因为当人们看到通货膨胀的持续对实际收入产生负面冲击时，人们会大幅度收缩开支并进行防御性储蓄。从计量分析我们可以看到，通货膨胀预期以及实际收入分别在短期和中期支配着中国居民的消费行为，中国的实际消费将在 2008 年下半年发生逆转，出现下滑。

第二、2008 年居民实际收入的下滑以及国民收入分配格局的进一步恶化都不足以支撑中国消费的加速和升级

从图 17 和 18 可以看到，虽然 2003-2007 年中国农村和城镇居民的名义和实际收入都在持续攀升。但是，这种攀升的幅度都小于 1991-1994 年期间，其中城镇居民实际增长率在 1991-1994 达到 11.5%，而 2003-2007 年仅为 10.0%。同时，2003-2007 年城镇居民收入的名义和实际增长攀升的趋势被 2008 年的通货膨胀所打破，2008 年 1-4 期间的城镇名义与实际收入都出现下滑的趋势，下滑程度分别达到 5.7 和 9.1 个百分点。虽然农村居民实际收入虽然由于农产品大幅度上升而得到很大的提高，但提高的幅度依然比 2007 年低 0.3 个百分点。

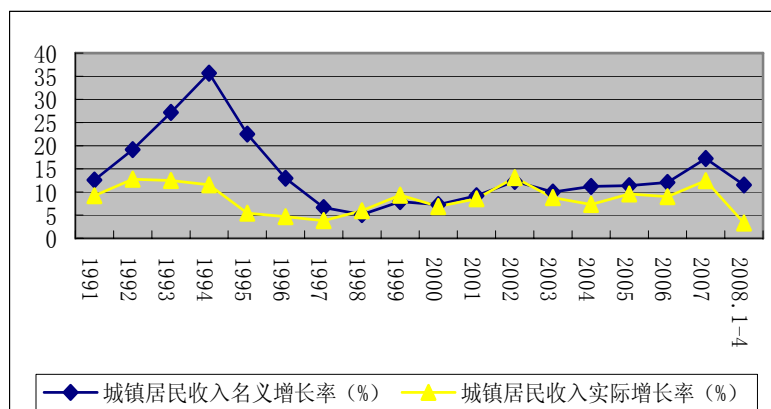


图 17、中国城镇居民收入增长速度

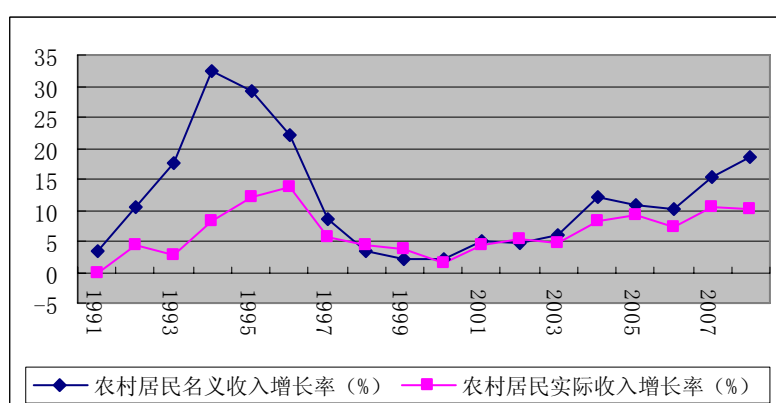


图 18、中国农村居民收入增长速度

在居民收入实际增长速度下滑的同时，我们看到，国家财政收入和企业利润的名义和实际增长率都高于居民收入的增长率。其中 2008 年 1-4 月国家财政增长 29.4%，而 1-2 月剔除两大特殊行业的工业企业利润增长率达到 37.5%，1-4 月上市公司的利润率达到 17.6%，而 1-4 月城市和农村居民收入增长率只有 11.5%和 18.5%。这种增长速度之间的差异意味着在国民收入分配结构中，居民可支配收入将在 2008 年中出现持续下滑的局面。正如本研究组在 2007 年底 4 季度的研究报告所得出的结论那样⁴，在国民收入结构，特别是初次分配结构不发生根本性变化的情况下，居民消费支出不可能得到加速和结构的升级。

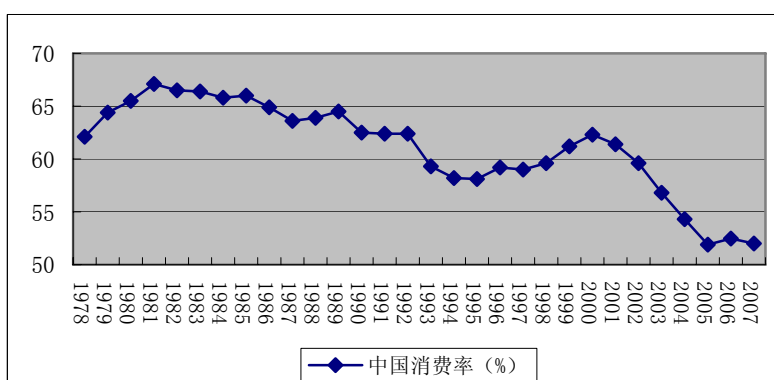


图 19、不断下滑的中国消费率

⁴ 参见《中国人民大学宏观经济分析与预测报告 2007：财富结构快速调整中的中国宏观经济》

第三、在中国消费加速和消费升级完成的前提下，中国消费难以期待在短期内发生下一个消费革命

消费升级和消费加速可以接连发生吗？目前对世界消费模式的研究成果都给出了否定性的答案。因此，我们对 1995-2008 年以来消费总量和消费结构的考察可以十分清楚的发现，我们时常呼吁的消费升级和消费加速在 1998-2002 已经完成。得出这种结论的理由有：1) 中国消费总量占 GDP 的比重在该期间处于上升状态；2) 消费增长速度高于收入增长速度；3) 消费结构发生了巨变，例如食品占得比重从 1998 年的 44.5% 下降到 2002 年的 37.3%，下降了 6.8 个百分点；教育文化娱乐服务从 11.5% 上升到 15%，提高了 3.5 个百分点；医疗保健从 4.7% 上升到 2002 年 7.1%，上升了 2.4 个百分点。而在 2003-2006 年期间，消费增长速度再不断提高，但消费增速比 GDP 增长速度低，消费率在不断下降，而消费结构却没有明显的变化，例如食品比重仅下降了 1.3 个百分点，1998-2002 少 5.5 个百分点；教育文化服务开支比重反而 2002 年的 15% 下降到 13.8%；医疗保健也从 2003 年的 7.3% 下降到 2006 年的 7.1%（参见表 12）。因此，中国真正的消费升级和消费加速刚刚完成，我难以期待在人们收入没有发生质的变化的时候，在消费升级刚完成 4-5 年之后再次出现“消费革命”。

表 12：1998-2002 年与 2003-2006 年中国消费支出结构的比较

	1995	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
食品	49.9	44.5	39.2	37.9	37.7	37.1	37.7	36.7	35.8
衣着	13.5	11.1	10.0	10.1	9.8	9.8	9.6	10.1	10.4
家庭设备用品及服务	8.4	8.2	8.8	8.3	6.5	6.3	5.7	5.6	5.7
医疗保健	3.1	4.7	6.4	6.5	7.1	7.3	7.4	7.6	7.1
交通通信	4.8	5.9	7.9	8.6	10.4	11.1	11.7	12.6	13.2
教育文化娱乐服务	8.8	11.5	12.6	13.0	15.0	14.4	14.4	13.8	13.8
居住	7.1	9.4	10.0	10.3	10.4	10.7	10.2	10.2	10.4
杂项商品与服务	4.3	4.5	5.2	5.4	3.3	3.3	3.3	3.5	3.6

如果在今后几年中国收入结构、国民收入结构以及居民实际收入水平发生根本性变化的情况下，我们把中国经济将增长的发动机寄托在“消费升级”之上，无疑会犯战略性的错误。1) 消费增长无法弥补出口与投资增长速度回落的缺口，进而导致总体经济增长的全面下滑；2) 在总量增长速度下滑的同时，区域结构和产业将进一步恶化。因为，不同产业和不同区域对于出口与投资下滑的敏感度不同。同时，由于速度下滑往往会激化结构调整中的利益冲突、挤压利益缓冲的空间，给结构优化带来阻力。

5、在延续 2007 年结构性价格上涨的基础上，各项价格指数进一步上扬，通胀压力日益加大。价格上涨的国际输入性、结构上涨的持续性、货币政策的两难选择、经济下滑与 CPI 持续上涨的矛盾、输入型通胀压力与要素价格改革的冲突、收入分配格局的调整与工资型通胀的冲突、价格释放与价格控制的错位等因素不仅决定了价格治理的复杂性，同时也要求从全球视野、历史比较、中期角度来合理统筹价格释放与价格控制、需求总量控制与供给结构调整、短期工具与长期工具之间的关系。

2008 年的通货膨胀基本延续了 2007 年 4 月以来价格逐季上升的趋势，各项价格指数都出现了大幅度的攀升。1-4 月 CPI 达到 8.2%，PPI 达到 7.2%，原材料、燃料、动力购进价格指数达到 10.3%，固定资产投资价格指数达到 8.6%，比 2007 年分别上涨了 3.4、4.1、5.9 和 4.1 个百分点。这种大幅度的上涨引起了社会各界的关注，导致大量认识的分歧和行为的分化。因此，我们需要从历史、从国际以及内在机制等角度深入研究目前的价格上涨问题。

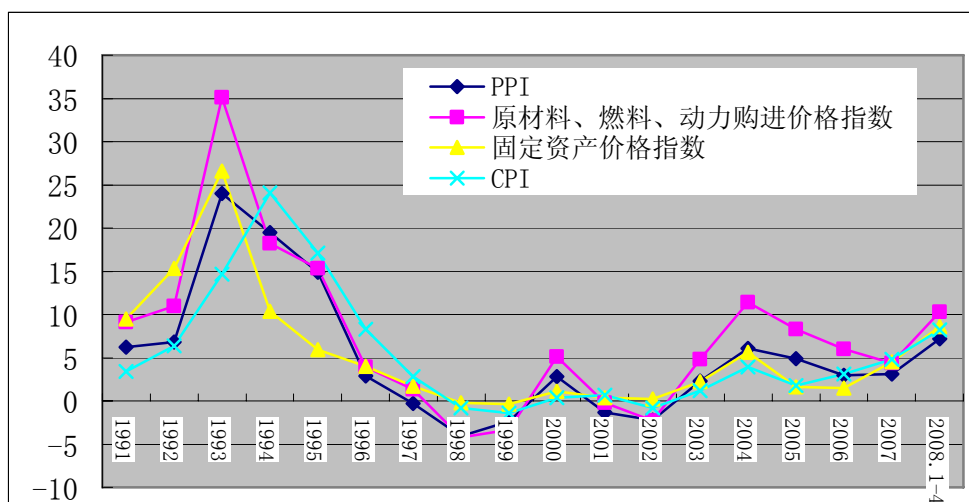


图 20、各种中国价格指数 (%)

第一、2008 年无论是从 CPI 还是 RPI 来看，其内部结构与 2007 年基本是一致的，依然是结构性的价格上涨。与 1988 和 1994 年通货膨胀比较，中国短期内难以出现全面物价上涨。

从图 21 和 22 可以看到，2008 年 CPI 结构与 2007 年基本没有变化，8 类中依然是 1 大类大幅度上涨，1 大类中幅度上涨，3 类小幅度上涨，3 类小幅下降。RPI 的结构也没有发生变化，3 类大幅度上涨，1 类中度上涨，5 类小幅上涨，2 类基本不变，5 类小幅下降。如果与 1988、1994 年两次历史上的通货膨胀相比较，我们发现以下几个要必须注意：

1)中国前两次通货膨胀都是全面物价的上涨，其中大约 80%的因素是所有价格同步上涨导致的，大约 20%是由相对价格变化引起的。而 2007-2008 的物价上涨并没有出现全面的物价上涨，其中 80%以上是由相对价格的变化引起的。从 2007 年 4 月-2008 年 4 月的结构变化来看，本次物价上涨在本质上是初级产品与制成品相对价格的调整，还不能归结为全面上涨的通货膨胀。

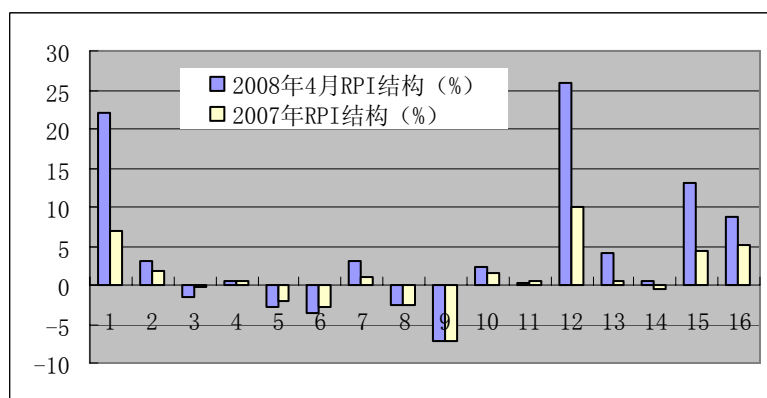


图 21、2008 与 2007 年 RPI 结构比较

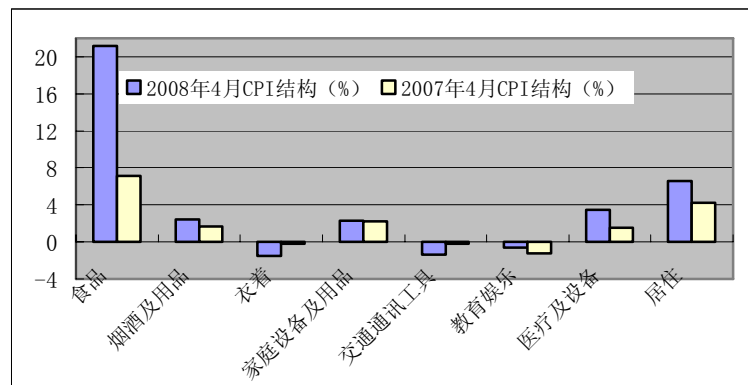


图 22、2008 与 2007CPI 结构比较

2) 无论那次物价上涨或通货膨胀时期，食品类价格都是处于核心地位，例如 1988 和 1994 年食品价格上涨在 CPI 上涨的贡献都超过了 55%，而同期的农业供求状况都没有明显的波动。这说明食品价格本身在价格上涨环境中具有“超调”的性质，同时也起着“预期风向标”的功能。食品价格的稳定在价格稳定中具有十分重要的作用。目前食品价格的大幅度攀升，一方面反映了中国农产品“紧平衡”的现状，但更重要的是反映了人们对通货膨胀的预期和担忧。

3) 1988 与 1994 年的通货膨胀都是在经济持续高速增长以及货币供给快速增加情况下发生。其中 M2 的增长速度在 1988 和 1994 年分别达到 31.2%和 34.4%，分别高于实际 GDP 的增长速度 19.8 和 21.3 个百分点，而 2007 和 2008 年虽然依然处于高速增长的时期，但 M2 增长率远远低于 1988 和 1994 年的增长量，同时，贷款增长速度出现了明显下落的状况，基本与 GDP 增长的状况相适应。因此，本次价格上涨虽然有流动性过剩以及国际流动性的存量影响，但是来自货币冲击的影响几乎可以忽略，中国目前还没有出现高速通货膨胀的货币环境。

4) 1988 和 1994 年的通货膨胀都出现了“名义工资-物价”螺旋上升的互动机制，工资的上涨与工资形成机制在全面通货膨胀的出现中起着十分重要的推动作用。2007-2008 年的名义工资和实际工资都出现了上涨的趋势，但是名义工资增长速度与 CPI 的变化并没有同步，同时实际工资在 2008 年出现了下滑，因此，“名义工资-物价”螺旋上升的互动机制在目前还没有显现，向物价全面上涨的推动机制还没有形成。但是，实际工资的过快调整依然可能形成导致成本推动型通货膨胀的压力。

5) 从更深层次的分析来看，1988 与 1994 年的通货膨胀在本质上是国民经济总需求和总供给失衡的产物，其核心标志就是正向的 GDP 产出缺口过大。1988 年和 1994 年中国的产出缺口分别达到了 7.96%和 5.92%，导致的核心 CPI 上涨的压力超过 10%。这也表明，从中长期来看，产出缺口和核心 CPI 依然是衡量价格全面上涨的关键指标。与此相对应的是，2007 年和 2008 年的产出缺口分别为 1.54%和 -1.97%，导致的核心 CPI 的变动不足 2%。这反映 2007-2008 年的物价上涨并不是总供给与总需求失衡的产物。

表 13、1994 年与本轮价格上涨的结构比较

	1988	1994	2007	2008.4
M2 增长率	31.2 ⁵	34.4	16.7	16.9
贷款增长增长率	NA	37.1	16.4	14.7
外汇储备增长额/GDP	1.5	4.2	13.3	NA
名义工资增长速度	22.1	35.4	17.5	18.3

⁵ 根据各项贷款以及其他相关数据推算而得。

实际工资增长率	3.6	11.3	12.7	10.1
GDP 增长率	11.4	13.1	11.9	10.6
产出缺口 ⁶	7.96	5.92	1.54	-1.97
PPI	16.7	19.5	3.1	7.2
原材料购进价格指数		11.7	4.4	10.3
CPI	18.8	24.1	4.8	8.2
食品	23	31.8	12.3	21.2
烟酒及用品	12.2	11.3	1.7	2.4
衣着	12.7	17.1	-0.6	-1.5
家庭设备及用品	35	12	1.9	2.3
交通通讯工具	NA	7.8	-0.9	-1.4
教育娱乐	NA	12.5	-1	-0.6
医疗及设备	24.8	11.7	1.9	3.5
居住	16.1 ⁷	21.3	4.5	6.6

第二、超越“成本推动型通货膨胀”与“需求拉动型通货膨胀”的争论，需要从世界经济循环和周期变化的角度来审视中国结构性物价上涨的本质。中国价格上涨的结构性特征不仅决定于中国的全球化、工业化以及结构调整等因素，也决定于全球分工体系的调整、世界不平衡、美元贬值以及金融全球等因素。

自 2007 年以来，围绕中国价格上涨形成的根源展开了大量的争论。其中最具有代表性的就有“成本推动论”和“需求拉动论”。前者认为中国价格上涨的核心原因是由于原材料、各种生产资料、工资成本的上涨导致的，与货币供应量等需求因素无关，治理该种价格上涨应当以供给导向型政策为主；而后者认为包括原材料、各种生产资料价格上涨是由于需求本身膨胀导致的，任何通货膨胀都是由于货币发行过多引起，治理该类型的价格问题必须以紧缩货币政策为主。虽然这两派的观点都给出自己的根据和计量模型。但是，这些模型和计量方法如果进行细微的调整，我们利用相同的数据会得出十分不同的结论。如果利用表 14 所提供的成本推动型通货膨胀与需求拉动型通货膨胀的特征值分布，我们会发现，在“成本推动”与“需求拉动”的二分框架中难以理清目前结构性价格上涨产生的根源。因为，如果是成本推动型通货膨胀，就业应当下降，产出会减少，利润会减少，但 2007 年就业增加了，产出和利润增长都达到近 10 年来的高点；如果是需求拉动型通货膨胀，特别是货币扩张导致的需求拉动，那么真实工资会下降，投资会增加，名义利率会下降以及利润会增加，但是，我们从 2007-2008 年的数据看到，真实工资出现了 10% 以上的增长，名义利率特别民间借贷的利率大幅度上涨，利润也在 2008 年出现大幅度下滑的局面。简单利用“成本推动”与“需求拉动”的二分框架可能会将我们引入歧途。因此，我们需要一个更大的视野和一个更全面的分析框架。这个框架就是全球分析框架。

表 14、成本推动型和需求拉动性通货膨胀的特征⁸

	成本推动	需求拉动	
		财政扩张	货币扩张
真实工资	+	-	-
就业	-	+	+
产出	-	+	+
投资	-	-	+

⁶ 本产出缺口采取了 AK 生产函数—余弦权数/动态预测情形方法。

⁷ 该数据主要指燃料价格上涨，与后面的统计口径有区别。

⁸ 其中“+”表示上升，“-”表示下降。

名义利率	+	+	-
利润	-	-	+

通货膨胀抬头的现象不是中国独有的现象，而是一个全球性的现象。如果我们深入分析各国通货膨胀的特征和产生的根源，我们会发现大量的共同性：

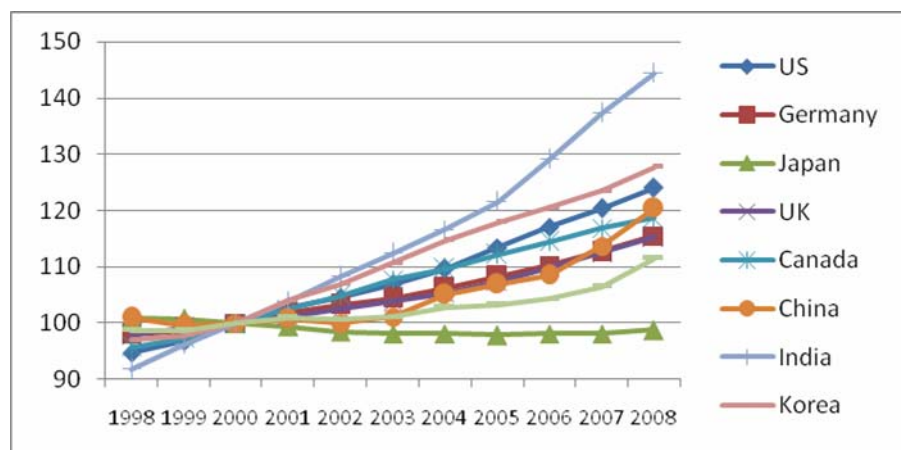


图 23 世界主要经济体的 CPI 变化趋势 1998-2008 (以 2000=100 为基准)

资料来源：依据 International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (April 2008) 提供的数据绘制。

1) 都是以PPI冲击为先导的，PPI的上涨速度基本都高于CPI的上涨速度。从CPI/PPI的增长率对比来看，除了韩国CPI/PPI的增长率之比在1以上以外，美国、欧元区和日本的CPI/PPI均在1以下，并且呈现出下降趋势（参见图24）。这表明了在这些发达国家和地区市场结构变化不大的条件下，CPI/PPI增长率比例下降的趋势充分表明美国国内、欧元区内的物价水平上升具有更多的成本推动的成分，价格上涨也因此具有一定的刚性。

2) 所有国家的物价上涨都是结构性的，都是以能源、食品以及基本原材料为主体，初级产品价格的上涨具有更大的幅度。在农产品和食品价格指数变化上，除了日本和韩国的农产品价格没有呈现出明显上涨态势外（日本和韩国的农产品价格的变化不大与其比较封闭的农产品贸易政策有直接关联），美国和欧元区这类产品价格均有较大幅度上涨。其中美国的农产品、食品和能源CPI分别由 2000 年的 100 上升到 2008 年 2 月的 139.76、124.1 和 176；欧元区的食品和能源价格指数则从 2000 年的 100 分别上升到 2008 年 2 月的 122.73 和 141.45。而日本能源CPI和韩国的矿产品PPI均有较大幅度上涨，均从 2000 年的 100 分别上升到 2008 年 2 月的 117.9 和 136.5⁹。

⁹ 参见分报告“汇率传递与中国国内的通货膨胀”的详细分析。

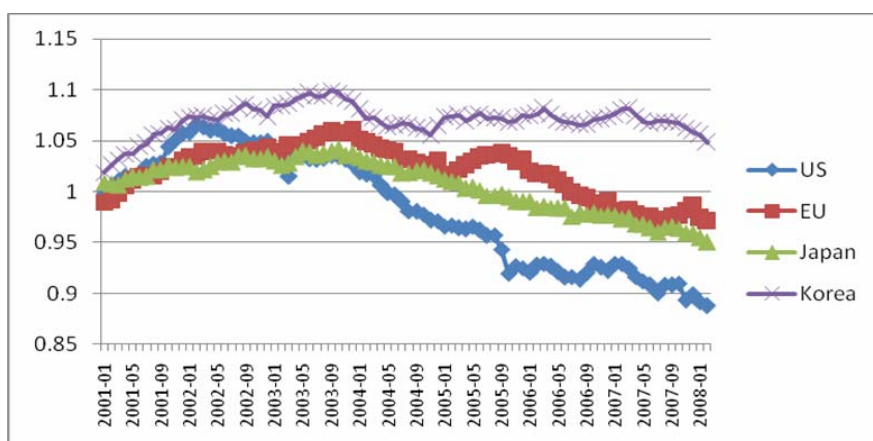


图 24 中国主要贸易伙伴国和地区物价水平的变化 (CPI/PPI)

注：CPI和PPI数据均以2000年=100为基期。由于数据可获得性问题，美国和欧元区的PPI是中间品PPI，日本的PPI是加工品PPI，韩国的PPI是工业PPI。数据来源：中经网数据库、Wind资讯。

3) 大量大宗商品价格的上涨不仅与全球结构调整导致的“供求紧平衡”有关，更重要的是与全球流动性过剩、美元贬值以及金融投机资本转向等因素相关

大宗商品的价值属性的变化以及金融全球化导致了这些商品价格普遍具有“超调”的特型。具体来说，第一、全球化导致的分工体系的变化使大量落后国家进入工业化加速阶段，从而增加了对全球能源以及原材料的需求；第二、全球经济的持续增长带来的消费层次的提升以及石油价格攀升导致的生物能源需求的提升等因素，使全球对食品的需求量提高；第三、各种原材料、石油以及农产品的供给弹性与需求弹性都很小的特点决定了这些产品总会处于“紧平衡状态”；第四、在世界流动性过剩、美元贬值以及金融资产接连发生危机的前提下，世界大宗商品被赋予了金融投机以及资产储备功能，从而导致这些商品价格出现大幅度的攀升。

在这种背景下，我们来探究中国的价格上涨问题可能就可以发现一个统一的分析框架和思路。

1) 全球结构性价格调整的根本力量来源于国际分工调整所导致的新一轮工业化，即中国和印度等国大规模工业化一方面加速提升了工业原材料和农产品的需求，另一方面加速降低了工业制成品及服务的成本。中国结构性价格调整不仅是自身全球化、工业化以及结构性调整的产物，更是世界结构性调整的产物。这决定了中国以相对价格调整为主导的价格上涨不仅有内生的特征，也有外生决定的特征，因此具有长期性和合理性。

2) 由于美元贬值以及全球经济不平衡所导致的全球流动性过剩是加速世界需求提升的推动力量，这种国际分工调整的货币表现形式必然通过贸易的不平衡以及国际资本流动，引起非中心国家出现流动性过剩问题。全球总需求的提升既有货币的因素也有结构性因素。而这些因素分别通过不同的途径对中国价格上涨产生十分重要的影响。因为中国的流动性大部分来源于全球不平衡所累积的贸易顺差和国际资本流入，中国原材料价格的上涨依赖于世界市场的价格上涨。世界不平衡问题的解决以及国际货币的协调成为各国通货膨胀货币因素调整的基本前提，任何单个国家企图从中长期来解决流动性过剩以及投机资本流动的问题都可能带来沉重的负担。

通过分报的研究表明，第一、国际石油价格及国际大米价格的上涨对国内商品起到了成本推动的作用，同时也是当前物价总水平的上扬起到了主要原因；第二、国际热钱的涌入和巨额的外汇储备在此轮通胀中也发挥着相当重要的作用，其贡献率达到了 6%，外生性的货币扩张是中国货币扩张和需求扩张的核心，中国的需求膨胀不能单纯在本国内在体系中寻找根源；第三、通过建立包括各种内在因素和外部因素的综合计量模型表明，汇率、外汇储备、国际石油价格及国际大米价格四

个因素对通货膨胀的贡献率大于国内因素的贡献率。在滞后 10 期，国际因素的贡献率达到 31.38%，而国内因素的贡献率仅为 9.35%，这证明了此轮通货膨胀具有国际输入型通货膨胀的特性。

第三、不能简单化目前我国价格上涨的国际传导路径，正确把握汇率与通货膨胀之间的关系，必须充分重视国际市场价格变化对本国通货膨胀预期的影响以及国际资本的异样流动对通货膨胀形成的压力。

在开放条件下如何治理价格上涨问题，取决于我们对通货膨胀国际传递机制的判断。通常的方法是：1) 本币升值； 2) 进口商品价格管制； 3) 顺差调整；

对于第一种方法，大部分人主张利用人民币加速升值来缓解中国的通货膨胀，其理由就是在开放的市场经济体系中，本币对外升值与本币对内贬值是相互替代的，本币升值将缓和本国通货膨胀的压力。这种观点无论在理论上还是实证上都存在致命的问题。因为它忽略了汇率预期与资本流动的关系以及汇率传递效率的高低。

分报告的专题研究表明，初级产品和原材料价格进口指数和工业品进口价格指数的价格传递系数分别为 1 和 0.62，而两者的汇率传递系数分别为 0.61 和 0.95，人民币升值能够有效减低工业品进口价格指数，但对初级产品和原材料价格进口指数的下降影响程度相对要低。从总体上讲，尽管人民币升值能够有效降低进口品物价水平，但对有效降低国内 CPI 的作用有限。于此同时，人民币加速升值并没有降低人民币未来升值的预期，反而加速了国外资本进入中国的步伐。例如 2008 年以来人民币对美元累积升值达到 5%，但引起的却是非贸易和非 FDI 的国际资本流入大幅度增加，前 4 个月累计到达 1300 多亿美元。而这却成为中国货币供应和流动性过剩的核心原因。

表 15、各种价格指数的短期汇率传递系数

样本区间	2001-01—2008-02	2001-01—2005-06	2005-06—2008-03
总体进口品价格指数	0.75 ^{***}	0.72 ^{**}	1.07 ^{***}
初级产品和原材料进口价格指数	0.61 ^{**}	0.61 ^{**}	0.78 ^{**}
工业进口品价格指数	0.95 ^{***}	0.79 ^{**}	1.18 ^{***}
对 CPI 的传递系数	0.18 ^{***}	0.11 ^{**}	0.37 ^{***}

进口商品价格管制在本质上是一个短期工具，但在中国却成为一个中期工具。不过，这种管制并没有完全隔绝国际商品市场和国内市场之间的价格联动，因为中国的市场主体往往根据国内价格与国际市场价格的差额来消除通货膨胀预期的。通过计量研究表明，中国的价格预期决定于两者因素，一是前一期的通货膨胀水平，另一个就是国内外差价。因此，进口价格的管制虽然可以延缓价格的国际传递速度，但它依然可以通过预期的调整进行传递。这同时也说明，目前单纯采取紧缩货币政策来稳定通货膨胀预期的方法并不全面，还需要考虑通过部分价格释放来调整通货膨胀预期。

第四、必须充分重视本国经济的内在结构关系以及运行机制所面临的困境，选择各种相应的治理措施。

1) 中国资源和原材料的价格上涨具有十分深厚的内在结构变动基础，而农产品的价格上涨却表现为输入型和偶然性的特征，因此，对于前者应当进行适当的价格释放，而不是简单的价格控制。而对于后者则应当则可以在供求缓和的基础上加大相应的价格管制和价格干预活动。

本研究的分报告 7 支持了上述的判断。基于投入产出分析框架以及 1997 至 2005 年间的投入产出数据，让我们能够对我国长期内技术、工资与收益率变化，以及相对价格相互间关系进行分析。结果表明，我国资源原材料产品的价格上涨在这一期间内明显受到来自内在结构关系的推动，但是农产品的价格上涨显然是由于其他一些偶然的和外部的短期因素所造成的，包括自然因素、国际因素、市场条件变化以及收入分配调整带来的短期需求结构变动等。

事实上，只要我们通过经济增长对资源和原材料供求的分析，我们可以得出这些价格上涨的必然性，而通过资源价格上涨的计量也可以看到（参见表 16），资源价格的放开在目前技术水平大幅度提升的基础上对经济的冲击并非想象那么大。

表 16、国际石油价格上升 100%对中国经济的影响（单位，%）

		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	累计
第一种假设	通货膨胀	0.2668	0.0477	0.0083	0.0017	0.0003	0.322
	产出缺口	-0.3128	-0.0560	-0.0101	-0.0018	-0.0004	-0.377
第二种假设	通货膨胀	0.6090	0.1090	0.0189	0.0040	0.0006	0.735
	产出缺口	-0.7140	-0.1279	-0.0231	-0.0042	-0.0008	-0.861
第三种假设	通货膨胀	0.5220	0.0934	0.0162	0.0034	0.0005	0.630
	产出缺口	-0.6120	-0.1096	-0.0198	-0.0036	-0.0007	-0.738

2) 在国际游资大规模迁移的背景下，货币政策的两难困境决定了通胀治理的货币方法应当以数量型工具为主。

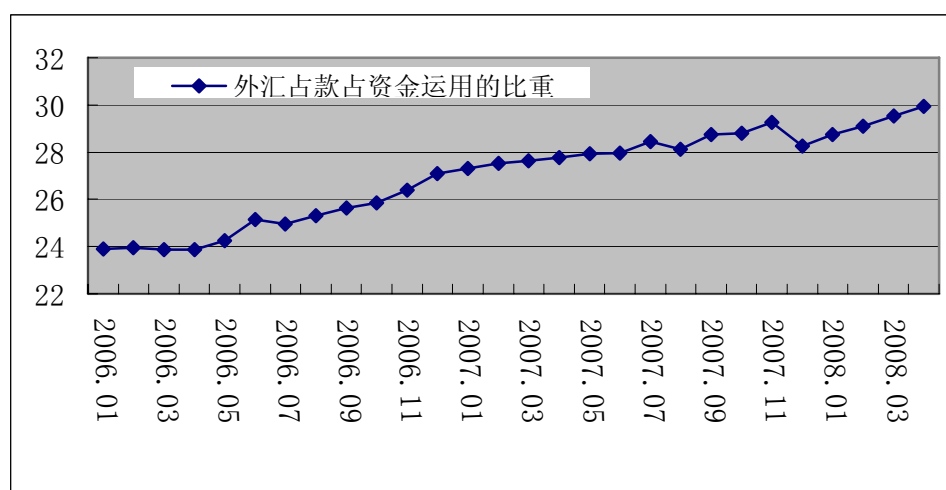


图 25、中国货币供应的外生冲击

中国货币政策陷入了两难困境，外生性货币扩张的长期存在使货币政策的有效性大幅度降低。但与此同时，国际资本的大幅度调整，使中国面临资本大量流入的压力，对人民币升值以及人民币利率上调的预期使大量游资进入中国，从而使货币供应量被动地大幅度增长。因此，货币政策中价格工具基本处于失灵的状态，难以启动对治理通货膨胀起到决定性的作用，而另一方面属良性工具在没有得到价格型工具的帮助也难以起到全副性的作用。但是，我们应当认识到，货币政策的数量型工具与价格型工具之间的严重脱节，即在大幅度提高存款准备金率的同时，利率没有任何变化的状态可能是我们相当一段时期内的合理选择。不过另一个很重要的原则应当明确，中国单方面紧缩流动一是会让中国承受过多的调整成本，二是也无法真正起到压制流动性增长的作用。货币政策的国际协调在中国全球化时代显得额外重要。

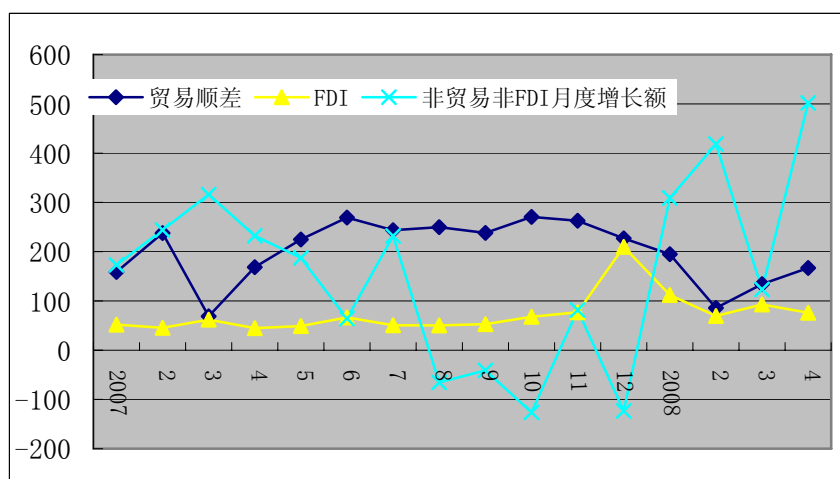


图 26 中国外汇储备月度增长的结构

3) 在调整国民收入分配格局时必须重视中国出现“名义工资-物价”相互作用的通货膨胀机制的形成。

如前所述，中国目前经济结构调整的关键并不时简单的调整外需，而是在通过大幅度调整收入分配格局的基础上，加速消费的结构升级和总量增长。但是，改变收入分配结构的核心环节就是要降低政府和企业国民收入的比重，其手段主要体现在工资水平的提高。但是通过分报告 6 和分报告 7 研究表明，工资增长虽然目前还有一些空间，但进一步大幅度提高工资可能通过农产品价格的提升以及市场效率提高较慢的产业价格的提升而带动全剧性的价格上涨。

4) 必须注意中国经济增长速度与结构调整之间的深层次关系，较高速度的经济增长与目前结构性价格上涨的治理在中期并不存在必然的冲突。

前面分析和以往宏观经济分析报告的研究成果都表明，中国较高的经济增长具有十分重要的战略性的意义，因为中国经济往往是在高速度中完成结构调整的，低速增长或负增长不仅无法为结构调整带来必要的空间，反而会恶化结构调整的动力。结构性价格上涨在本质上是对高速经济增长中进行结构调整所做出的积极的市场反应。因此，牺牲高速经济增长来治理结构性价格上涨不仅不能使中国结构性问题得到改善，反而使之更加恶化。事实上，中国 2003-2007 年的高速经济增长的核心来源是技术的提升、规模效应和范围效应的形成以及市场配置效率的提高，而这在很大程度上恰恰是防止结构性物价上涨演变为全局性物价上涨，消化成本性价格上涨向最终消费品价格上涨的关键所在。因此，简单的紧缩政策和价格控制并不使中国宏观经济的最佳选择，在经济下滑与 CPI 结构性持续上涨之间，宏观经济政策目标应当更偏向于前者。

6、雪灾和震灾将轻微改变 2008 年宏观经济的运行状况，其“供给损失效应”与“需求创造效应”的不对称性在短期内延缓了中国经济下滑的趋势，宏观经济政策应当在短期分层次做出不同的调整。

2008 年初的雪灾和 5 月的震灾是否对上述分析的中国宏观经济的走势以及中国宏观经济政策调控的方向产生巨大的影响呢？要回答该问题必须处理两个方面的问题：一是必须明确各种灾害通过哪些途径会对于宏观经济产生冲击；二是此次地震灾害通过不同途径对宏观经济产生影响的幅度。地震对宏观经济增长的影响必须从供给和需求两个方面来进行把握。在供给方面主要体现为，财富存量的损失和劳动力的损失导致受灾地区生产能力的损失，即“供给损失效应”。因此，它与财富损失存在本质的差异。在需求方面，则会体现在灾难应对和灾后重建所形成的对其他区域的需求增长之上，即“需求创造效应”。一般而言，只要其他区域的生产供给不存在问题，或供给弹性

很大，灾害导致的“供给损失效应”应当远远小于“需求创造效应”，因为几十年的财富累积将在几年中得到加速重建，同时，灾后重建的支出在重建恢复阶段具有加速递减的性质，前 1-2 年因为救灾的紧迫性所产生的支出远远大于后面几年所产生的支出。所以，只要经济体系没有供给上的大问题，灾害对于前几年的经济增长往往有一个拉动作用。这在经济学中一般称为“破窗效应”或凯恩斯的“挖坑经济学”。

结合具体的数据，我们可以得出以下结论：

第一、震灾对存量冲击较大，“供给损失效应”较小。

根据官方公布的数据和相关估价方法，本次大地震对于中国经济的损失是严重的，财富性损失估计在 4200-5000 亿之间（参见表 17）。但是正如前面所言，这是存量的损失不能直接等同于今年 GDP 的损失。整个四川地区的 2007 年 GDP 总额为 10505.3 亿元，占全国 GDP 的 4.2%，本次重灾区 13 县市的 GDP 总额仅为四川的 8.17%，占全国 GDP 的比重 0.34%。即使这些区域 2008 年不进行任何生产，2008 年中国 GDP 直接下降幅度也不会超过 0.34%（参见表 18）。事实上，在各方面共同努力下，灾区的灾后生产恢复得比想象好得多。因此灾害带来“供给损失效应”不会超过 2%。

第二、“需求创造效应”很大，有效缓解了 2008 年内需与外需增长速度同步下降带来的经济下滑压力。

灾害应对和灾后重建所支出的庞大开支直接构成了宏观经济的需求。这些支出主要包括灾区居民的日常生活费用支出、住房重建支出、医疗费用支出、过渡房以及住房重建支出、基础设施重建支出、灾后防疫支出以及其他救灾支出，虽然很多支出是分几年进行，但 2008 年是主要开支年，其费用支出规模较为庞大。

对于消费而言，重建过程中灾区居民的消费处于非正常状态，基本依靠救济，除了正常的生活消费，还有大量的医药救济和疾病防治。因此，总消费水平应当略有上升。2007 年四川省社会消费品零售额占全国的比重为 4.48%；2006 年遭受重灾的 13 个县区占四川省的 6.39%，重灾的 13 个县区仅占全国的不足 0.3%，因此，灾区消费水平的上升占全国的比重可以忽略不计。

对于投资而言，灾后重建将在废墟中进行。由于四川财富受损的规模在 4500-5000 亿元，灾后重建的标准又要高于当地原来的标准，同时由于目前固定资产投资价格高涨，灾后重建在 3 年内完成，因此估计 2008 年的灾后固定资产投入规模在 1500 亿元以上。该规模要比重灾区 2007 年 370 多亿的固定投资规模高出 3 倍多，灾后重建将直接导致全国固定资产投资增速提高 1 个百分点左右。当然，这些支出本身可能导致其他区域的加速生产和加速投资，特别是在水泥、建材以及帐篷生产等行业。因此，灾后重建可以使全国的固定资产投资加快 1-1.5 个百分点。这种灾后重建的投资拉动效应在 2008 年年初的雪灾重建中得到集中的体现。今年年初，我国遭受了罕见的冰冻雨雪等极端自然天气灾害，为保证农业生产和农民生活，中央和各级地方在农业投资方面加大力度，今年一季度，第一产业（农业）投资增速高达 80.8%，农村固定资产投资 3529 亿元，增长 18.3%，而雪灾 6 省市在第一季度中的固定投资速度比其他区域平均高出 6 个百分点。

第三、在供给略微减少和需求拉动明显的双重力量作用下，2008 年价格上涨压力将轻微增强。

由于地震在短期内造成供给减少和需求的增加，地震灾害将使我国已经偏高的物价面临进一步上行的压力：一是由于本轮 CPI 上涨主要是由食品引起的，而四川是全国的农业大省，农业生产占全国的比重达 7.2%。地震使大米和生猪生产受到影响，加大物价上行的压力；二是大规模的灾后重建，固定资产投资增加，可能使建筑材料等投资品价格指数进一步提高；三是减少受灾地区信贷控制，货币供应和流动性增加，也会加大物价上行的压力；四是灾害将影响人们的价格预期和行为模式，在“紧平衡”约束下产生系列的放大效应。第五、四川为全国输送了大量的农民工，灾后大量工人

返乡，造成其他地区劳动力短缺，企业劳动力成本上升。当然，正如前面所言，由于供给损失不超过 0.2%，需求拉动不超过 0.6%，根据中国以往的产出缺口-通货膨胀关系推算，所导致 CPI 上涨的幅度应当在 0.2% 以内。因此，地震对总体通货膨胀的压力不会十分明显，只是在部分行业中会凸现。

第四、中国宏观经济政策在总体调控方向不变的前提下，进行一定程度上的结构性调整和操作方式的调整。

正如上面分析的那样，灾害对中国宏观经济增长有轻微的拉动作用，对物价会产生可以承受的上涨压力。因此，中国宏观经济政策在总体上不应当受到灾害的影响进行调控方向的改变——在紧货币数量控制的前提下，适度调整外需下滑的速度；在控制结构性价格上涨幅度的基础上，继续推进结构性调整；在强化国际协调的基础上，展开汇率政策和货币政策的深度调整；在提高瓶颈部门供给的目标下，适度调整财政开支的总量和结构，而只进行局部的结构性调整，具体体现在：1）在财政支出总量不变条件下，继续结构性的调整，估计 2008 年的财政应当超过 6.2 万亿，财政增收应当在 1.1 万亿，超收应当超过 2007 年的水平，因此依赖政府财政结构的调整、财政稳定基金的拨付以及民间捐助，完全可以满足灾害应对和灾后重建的资金需求；2）在信贷控制以及利率控制不变的情况下，对灾区进行局部区别对待，以财政冲销相关住房信贷损失，以政策性贷款解决部分相关农业重建、基础设施重建的资金需求，以重建基金解决各种补贴和其他资金需求。3）对于部分与灾后重建密切相关的供给产业，应当采取一定的定向价格补贴措施，防止这些部门出现过激的价格调整。

中国宏观经济政策应当从中期角度进行相应统筹

1、必须充分认识到本次世界经济放缓、通货膨胀抬头并不是单纯次贷危机与大宗商品上涨带来的短期产物，它在本质上是世界经济周期性调整的表现，因此，中国必定将在中期范围内面临外部环境恶化的挑战，中国宏观经济政策应当从中期角度进行相应统筹。

（1）在深入研究美国次贷危机和国际商品价格上涨等现象的基础上，系统把握“新技术扩散效应的衰退”、“全球化红利的递减”以及“全球经济不平衡的逆转”等深层次调整力量对中国宏观经济的作用，密切注视中国宏观经济在全球化进程中与世界经济耦合的规律变化。

（2）从全球视野的角度，全面调整中国宏观经济调控政策的战略定位和工具选择，将贸易冲突以及国际宏观政策冲突等因素作为我国经济政策制定必须考虑的核心要素之一。

（3）充分重视世界经济周期下行区间出现的国际贸易流量增速下滑、世界经济不平衡开始逆转等因素对中国外需的持续冲击，有步骤地放缓我国外需调整的节奏。

（4）高度重视国际资本异常流动对中国宏观经济的冲击，在加强投机性资本流入管制的基础上，防止出现国际资本流动大幅度逆转对中国宏观经济带来巨大冲击的可能。

（5）重新认识中国在国际货币和国际金融体系中的重要地位，强化货币政策的国际协调，防止单边调整带来的巨大宏观经济风险，积极通过双边和多边体系进行汇率协调和资本监管协调，要求美国等中心国家承担必要的国际货币和国际资本协调义务，发挥中国在国际金融协调中重要作用

（6）积极推动国际大宗商品协调机制的建设，从实物交易和金融交易两个层面展开相应的国际商品价格形成机制的干预，使中国价格治理具有开放视野和国际方法。

（7）应当认识到本次世界经济周期性调整与上世纪 70 年代的滞胀虽然有本质性的区别，但应当充分重视“新型滞胀”出现的可能，宏观经济政策的使用需要超越传统的管理模式。

2、基于产出缺口快速逆转、三大产业和三大需求同步出现增速下降、宏观经济调整顺周期效应十分明显以及结构性价格上涨没有明显恶化等原因，2008 下半年中国宏观经济政策在总体上应当对双紧政策进行调整，以防止中国经济重新步入以往“短期小幅回落引领中期加速性衰退”的顺周期调整模式。

(1) 防止增长模式转型过程中急于求成的冒进心态，充分认识目前“不平衡发展战略”以及外需适度下调的阶段性意义，避免外需大幅度回落过程中中国经济出现“硬着陆”的可能，在保证外需一定增长速度的前提下，适度调整出口和进口的结构。因此，需要重新审视自 2007 年以来的各种贸易调整政策的力度，适当回调部分产业出口退税率或进口关税，同时应当控制人民币升值的幅度，防止加速升值对贸易带来的“阈值效应”冲击。

(2) 中国经济的外部非均衡所具有的自发性、国际性和中长期性决定了我们应改变“以调内为主，调外为辅”的政策定位，“内调收入分配结构，进而调整储蓄-消费结构”应当与“外调进口和资本流动，进而缓和双顺差的过度增长”并举，具有同等地位。

(3) 密切重视产业利润下滑、投资瓶颈产业重现、灾害重建带来的需求创造效应具有加速递减的特性以及房地产投资的反向调整等现象，避免投资出现名义增速与实际增速双双下降的大幅下挫局面，尤其要重视房地产市场因资金链断裂所出现的崩盘的可能，投资紧缩政策应当进行适度调整，适度进行信贷结构调整。

(4) 在国际游资大举进入中国市场的情况下，货币政策应继续坚持以数量型格局调整为主的策略，价格型工具的启用应当根据国际利率的变动以及世界汇率结构性调整的状况进行相机决策，积极地进行国际货币和国际金融协调应当是中国货币当局的核心任务之一。

(5) 消费升级和消费加速在目前是一个伪命题，结构性价格上涨的加速、实际收入水平的下滑以及中国消费革命刚刚完成等因素决定了我国将经济增长的发动机转向消费可能带来战略性的错误，消费的缓慢上升或实际增速的下降不仅意味着大幅度调整外需的战略定位存在问题，也意味着中国收入分配改革存在严重的滞后。

(6) 财政政策应当采取中性定位，积极操作的定位，改变年初从紧的政策取向，适度扩大支出的规模。主要体现在：1) 全力抓好灾后重建工作，积极支持灾后重建的固定资产投资和各种救济工作，对特殊行业进行相关的财政补贴，防止灾害对宏观经济的短期冲击；二是应当加强各种生产和消费价格补贴，以缓和结构性价格上涨带来的民生问题；三是确定经济下行区间财政支出的中期规划，积极弥补由于外需、投资以及消费下滑带来的需求短缺。

3、中国结构性价格上涨所具有的国际输入型特征超越传统的“供给推动”和“需求拉动”分析框架，传统的价格治理模式不仅无法在短期解除通货膨胀的威胁，反而会在价格管制中妨碍合理的相对价格释放及其经济结构的转化。中国价格治理必须要有国际视野，在加大国际协调、进行必要的国家商品价格形成机制干预的基础上，展开国内结构性价格上涨的治理。

(1) 正确认识食品价格冲击在中国历次通货膨胀时期的作用，高度重视食品价格在“紧平衡”条件下的“超调”特性，在加强国际粮食价格协调的基础上，采取粮食出口的短期管制，强化粮食生产的投入，进一步加强粮食自给战略的地位。

(2) 中国资源和原材料的价格上涨具有十分深厚的内在结构变动基础，不能简单采取价格管制模式进行治理，而宜采取价格释放和价格疏导相结合的方法。价格管制虽然在短期内可以防止国际通货膨胀的传递，但在中期，国内外价格的高额差异必然通过提高本国通货膨胀的预期而传递通

货膨胀。因此，能源价格体制改革不仅是中国结构转型在中期的必然选择，也是稳定通货膨胀预期的中期选择。有步骤地部分放开能源价格不仅不会对中国结构性价格上涨带来全局性的影响，反而会有效解除瓶颈产业的约束，消除瓶颈产业存在所带来的价格形成机制扭曲的问题。

（3）本币升值虽然与本国的通货膨胀之间存在着替代关系，但是，由于汇率传递效率的低下，采取人民币加速升值难以起到控制中国通货膨胀的作用，反而会引起外需的加速下滑以及国际游资的进一步进入。因此，近期不宜进行人民币加速升值。中国名义汇率的调整取决于国际利率和汇率结构调整，通货膨胀因素不宜成为汇率政策的目标函数。

（4）虽然工资上涨对目前结构性价格上涨的加速没有产生重大冲击，但从历史和发展的趋势来看，工资水平持续的上涨可能是中国从结构性物价上涨向全面价格上涨转变的关键，因此，中国在调整收入分配格局时，必须控制工资水平上涨的幅度，劳动工资形成机制不宜在短期内全面展开。

（5）目前结构性物价价格上涨依然具有合理性、必要性、国际性和多元性，同时也处于国民经济可承受的区间。因此，不要希望紧缩性的货币政策能够对这种价格上涨带来直接性的效果，也不要一国单独承担全球结构性价格调整带来的成本，货币政策的紧缩只能定位在预期引导的作用上，不宜进行持续的紧缩。

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a)中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b)即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限公司 (穆迪投资者服务公司成员) 地址: 北京市复兴门内大街 156 号 北京招商国际金融中心 D 座 12 层 邮编: 100031 电话: (86010) 66428877 传真: (86010) 66426100 网址: http://www.ccxi.com.cn	CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD An Affiliate of Moody' s Investors Service ADD:12 TH Floor,Tower D. Beijing Merchants International Finance Center No.156,Fuxingmennei Avenue,Beijing,PRC.100031 TEL:(86010) 66428877 FAX:(86010) 66426100 SITE: http://www.ccxi.com.cn
---	---