

无论当前的公共及私人债务规模有多大,只要它是一个固定数额,并且世界经济能够在未来十年到几十年中维持稳定的介于5%~10%的通货膨胀率,这些债务都将是可承受的。

美国和日本需要工资和CPI增长(通胀)来消化它们的巨额债务,并维持其资产的价格。中国需要工资和CPI增长(通胀)来鼓励消费、减少过度储蓄,同时确保房地产和金融资产的现价可持续性增长。中国的工资和CPI增长(通胀)应当高于美国和日本,这样中国的名义工资才能逐渐赶上美国和日本的水平。

建议5:在稳定的“工资与消费者物价指数适度增长”全球环境下,实施协调一致的宏观经济政策(例如,避免负实际利率)以保证家庭消费和企业生产活动的高资源配置效率

全球央行联盟以及各自国家的政府应当公布其“工资与消费者物价指数适度增长”的最小目标及最高容忍线,并在未来全球“工资与消费者物价指数适度增长”的环境下保障家庭和企业仍然能够高效配置资源的具体措施。

例如,薪酬和工资、雇员福利和存款利率应当与消费者物价指数挂钩,以确保家庭实际收入的适当稳定性,并最小化对资本实际价格的扭曲。

在未能及时上调名义利率来抵消通货膨胀率的情况下,通货膨胀政策将形成负实际利率,而负实际利率将迟早产生新的资产泡沫。因而,在实施“消费者物价指数适度增长”政策的初期就应当将防御未来的泡沫考虑进去,以此来最小化未来商业周期的波动性。

在通胀环境下,货币政策有可能对实体经济的资源配置造成巨大扭曲,这是需要我们处理的。我提出来的问题实际不是鼓励通胀,而是如何应对有可能出现的高通胀环境。在通胀环境下保证关键的宏观变量合理,比如保证正的资本价格。我并不是鼓吹通货膨胀,而是说,当我们面临不可避免的全球范围内高通胀的情况下,我们如何在宏观经济政策方面实行一定协调,保证对中央银行的约束。提出这个问题主要是考虑到解决目前的泡沫可能会造成将来更大的泡沫,我们在解决现在的问题过程中一定要避免为将来制造更大的泡沫。

但央行独立性本质是个政治问题。央行都是代表国家利益的,这点不能改变。但我们需要向前看,世界贸易组织的成功实际上就是在约束国家主权。中央银行怎样印钞票无所谓,可以通胀但不能造成负利率,因为负利率有外部效应会扭曲资源的有效率配置,对自己不好、对别人也不好,特别是美国的负利率对全球都不好。对央行的货币政策进行适当约束,就是对国家主权中的一些部分有所约束,这与世界贸易组织约束一个国家的关税及非关税贸易壁垒是相似的。周小川行长的几篇文章提出了这个问题,美元只管自己不行,作为全球储备货币,需要有约束。

建议6:实施协调一致的税收减免及公共开支计划,启动全球经济复苏

当失业率相对于各国的经济状况显得过高时,全球央行联盟是无法实现“工资与消费者物价指数适度增长”目标的。基于此,各国政府应当通过尽快实施尽可能大的一篮子财政激励措施来启动经济复苏和拉动就业引擎,其中应包括大幅度税收减免和公共开支计划,直到“工资与消费者物价指数适度增长率”达到5%~10%。

除了投资基础设施、教育、医疗卫生和绿色能源外,政府还应当实施扩大名义收入的政策,诸如减免个人支付的社会保险和养老金、暂时减税等临时补贴政策,以增加名义收入,这些名义收入的增加是启动可持续且可控的“工资与消费者物价指数适度增长”环境的基础。

考虑到金融危机时期政府制造大额财政赤字的可能性,各国政府理论上可以通过匹配支付的方法来实现名义工资的加倍,即无论私营部门支付给工人多少工资,政府同时都支付同样数额的津贴给工人。政府还可以通过投资造福子孙后代的重点基础设施工程来雇佣大部分的失业者。

实施协调一致的税收减免及公共政策计划,启动全球经济的复苏,这方面全球都在做,重点是创造就业,只有就业充分才能使得工资上涨,如果很多人失业怎么可能涨工资?如果涨不了工资怎么可能让房市价格上涨呢?实施财政政策主要的目的是为了创造就业,使得社会充分就业,然后使工资不断增长。▲

## 增长反弹超出预期 结构改善未尽如意 警惕经济增长出现反转\*

□张 斌等(中国社会科学院)

\*本报告系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季度系列报告。参与讨论的成员包括:余永定、何帆、姚枝仲、张斌、张明、徐奇渊、胡新智、管清友、冯维江、李宏瑾、付兵涛、范俊林、李亚培、邹炜、曾省存、金惠卿、郭强。本报告执笔人为张斌、何帆、徐奇渊。感谢中国农业银行战略研究部和中国人民银行海口中心支行的支持。

## 一、V字型的反弹

经历了2008年第四季度的经济急剧下滑之后，2009年第一季度中国经济开始反弹。在全球金融海啸尚未平息、世界经济增长前景低迷的背景下，中国增长反弹的速度和强度都超出预期。我们预期2009年增长势头仍然会持续，宏观经济指标可能会好于预期，但经济增长潜力和居民生活福利类指标并不乐观。由于外部需求难以出现实质性的改善，依赖外需和投资的传统增长模式已经遇到瓶颈，国内经济刺激政策将遇到越来越多的约束，中国经济增长的内生动力非常脆弱。经济复苏过程可能一波三折。

### 1. 实体经济指标

一季度GDP同比增长6.1%，是15年来的最低纪录。但经过季节调整的环比增速显著反弹。能够较好反映短期内实体经济运行活力的发电量、水泥产量、制造业采购经理人指数等指标也显示出强劲反弹的迹象。

制造业采购经理人指数(PMI)经历了2008年11月份最低点38.8%以后，开始了连续四个月的持续上升。截至2009年3月，PMI到达52.4%，突破了传统上被认为反映经济冷热的中间线50%。考虑到国内制造业采购经理人指数主要采集样本是大中型企业，尤其是国有大中型企业，这些企业较多受益于4万亿财政刺激方案以及融资成本的改善。如果把更多受外需下降影响更显著的外贸中小企业纳入到PMI样本企业当中，PMI指数会相应降低。因此，对PMI强劲表现的解读还须谨慎。

图1 近期各月水泥产量、发电量(至2009年2月)



图2 制造业采购经理人指数(至2009年3月)

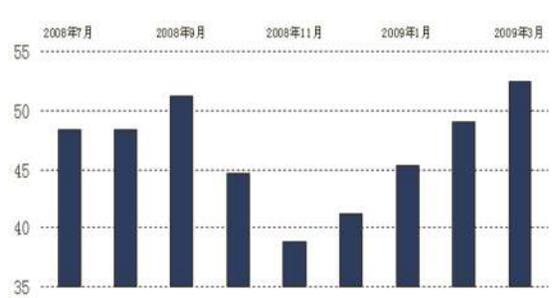
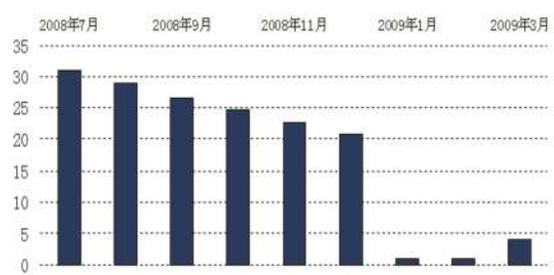


图3 房地产开发投资同比增速(至2009年3月)



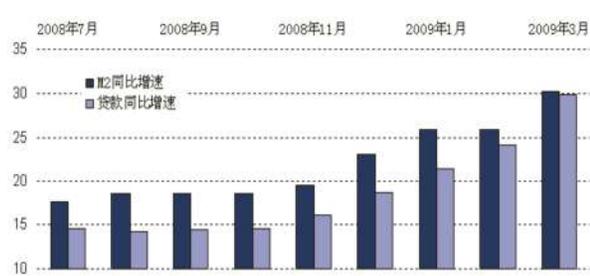
当前的经济反弹主要依赖于投资的带动。一季度全社会固定资产投资同比增长28.8%，其中城镇固定资产投资同比增长28.6%。考虑到投资品价格下跌，一季度实际投资增长已超过30%。新开工项目超常增长，一季度新开工项目计划总投资同比增长高达88%。这预示着政府刺激政策带动的基础设施建设仍将继续增长。

尽管很多经济指标呈现了超过45度角的V型反弹。但是考虑2008年第四季度下跌幅度惨烈，经历了反弹之后的经济活力还处在低位。国内目前还没有正式公布的经季节调整后GDP真实环比增速。我们对名义GDP增速做出季节调整，然后利用CPI和PPI合成的价格作为GDP缩减因子的代理变量对名义GDP增速做出调整。第一季度季节调整之后的环比名义GDP增速-3.99%。按照-4%，-5%和-6%的GDP deflator计算，季节调整后的真实季度环比GDP增速分别对应为0，0.5%和2.1%，折合成成年率分别达到0，4.3%和8.8%。考虑到工业部门在GDP中较大的比重，我们认为PPI(季度环比下降大概5%)在GDP deflator当中占据较大比重；服务类和农产品等价格(季度环比下降大概2%)占据比重较小。我们认为第一季度GDP季度环比增速6%~7%，低于历史平均水平。

### 2. 名义指标

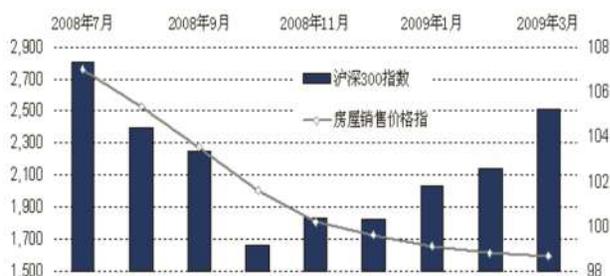
名义指标的反弹比实体经济指标反弹更加强烈。尤为突出的是一季度新增贷款4.58万亿，甚至超过了原来预定全年信贷增长5万亿的90%。与信贷增长相对应，同期广义货币(M<sub>2</sub>)同比增长25.5%，狭义货币(M<sub>1</sub>)同比增长17%。

图4 信贷与广义货币增速(至2009年3月,%)



一季度国内股票市场也强劲反弹,上证和深证指数上涨超过20%。房地产价格环比还在下降,但是新房销售和二手房销售价格下降幅度较前几个季度已经显著收窄。

图5 股票与房屋销售价格指数



## 二、增长反弹为何超出预期

从表面上看,V型增长反弹似乎预示着中国经济已经走出谷底,率先复苏,但是,我们认为,导致近期V型反弹的主要动力仍然是短期性因素,据此判断中国经济已经出现了周期性的复苏可能过于乐观。

首先,金融危机之后贸易条件的改善有助于维持国内消费需求的增长。尽管金融危机导致外部需求减少,影响到出口的增长和出口部门的收入,但进口大宗商品的价格出现了下跌,导致贸易条件改善,由此能带来支出的节省。与2008年第一季度相比,2009年第一季度出口收入下降600亿美元。据估计,出口收入中国内创造的附加值大约占20%。据此推算,一季度出口收入下降带来国内收入下降大概为120亿美元。2009年第一季度单位产品进口价格指数较去年同期下降大约15个百分点。按照2009年第一季度的进口支出计算,因为价格下降较2008年同时期进口同样商品节省支出330亿美元。进口成本减少会导致出口价格下降,这部分支出节省并非留在国内。即使不考虑劳动力成本下降等国内因素,假定第一季度出口价格下降完全归因于进口成本下降,那么节省下来的330亿美元中大约有196亿美元流到了国外(第一季度出口2454亿美元出口\*出口价格下降8%),而国内至少还有134亿美元的开支节省。出口收入下降会迅速导致出口部门削减库存和减产,影响到短期内的投资,并且,出口部门压缩生产和投资又会波及其他上下游产业,带来更大范围的投资下降。但进口成本下降一方面会通过价格下降的形式让利给国内的消费者,另一方面也可能导致企业利润和职工福利增加。国内零售消费总额在2009年3月同比增长速度出现回升,可能亦和这一因素有关。

其次,企业从锐减库存到稳定库存,对2008年第四季度的超调行为进行了纠偏。宏观经济波动的一个

基本特征是库存调整的剧烈程度大大超过整体经济的波动幅度,库存调整在很大程度上主导了短期内的宏观经济波动。2008年第四季度,在金融危机的影响下,国内制造业及其相关的上游企业与国外企业(主要集中在流通环节)大规模压缩库存。经过几个月的消化以后,国内生产企业和进口商的库存调整进入稳定期,新的订单和生产开始恢复。虽然国内目前还没有好的指标反映工业部门总体库存的变化,但是从诸多重要商品存货变动中,不难看出从2008年第四季度到2009年第一季度期间的剧烈库存调整。

图6 消费品零售额同比增速(剔除价格因素,%)

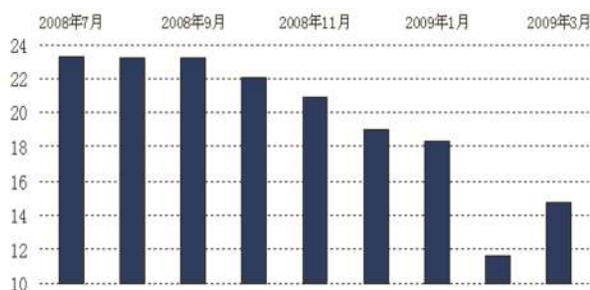
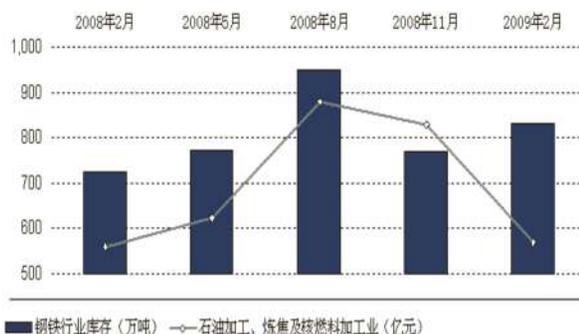


图7 代表性出口行业库存(亿元)



图8 重要上游工业品库存变化



最后,财政和货币政策刺激了工业部门恢复库存和产能提升。2008年第四季度开始出台了包括4万亿美元的财政刺激计划、适度宽松的货币政策与十大产业振兴政策等一系列经济刺激方案,这些政策对提升短期需求具有强烈刺激作用。4万亿财政刺激方案包括了

大量的基础设施建设,拉动了对工业部门产品的需求。据香港金融管理局何东等基于投入产出表的估计,在当前财政支出结构下财政支出的短期乘数效应大约是0.84。考虑到4万亿财政刺激方案影响到的不仅是短期内投入和产出的增加,还有信心改善以及由此带来的库存变化,4万亿财政刺激方案在短期内的影响会大于0.84这个短期乘数。适度宽松的货币政策让企业贷款以及居民住房和消费信贷成本迅速下降,对于帮助企业恢复库存和增加产量,对消费和房地产股票等资产价格也起到了推进作用,造成了更大范围的需求提升。

### 三、经济刺激方案的“得”与“失”

为了应对金融危机和经济下滑,政府及时出台了各项经济刺激计划。这些经济刺激计划一方面着力于通过基础设施的投资提升短期需求,另一方面则实施了针对受到冲击较大且对国民经济意义重大的各行业的保护和振兴政策。中国经济近期出现超出预期的强劲反弹,经济刺激方案居功甚伟,但与此同时,我们也注意到,经济刺激方案在保增长方面有余,而在促进结构调整方面则略显不足,某些政策在执行过程中甚至出现了回归传统发展模式的倒退。如何评价经济刺激方案的得失?我们试图设计一个初步的指标体系,以期对经济刺激方案的作用做出较为全面的评价。

我们主要关心三类指标。一是短期经济增长指标,二是长期经济增长潜力指标,三是居民生活福利指标。短期经济增长指标中包括GDP增速、投资和企业利润、出口、就业四项。长期经济增长潜力指标主要包括人力资本和资源配置效率两项。居民生活福利指标主要包括持久性真实收入增长、收入分配、贸易条件和环境四项。贸易条件的改善意味着同样的出口品能够换到更多的进口商品,实现了国内真实购买力水平的提高,本应该纳入真实收入增长的范畴以内,但是考虑

到其重要性专门列出。我们以“+”号表示正面贡献,一个“+”号表示仅有微弱的正面贡献,“+++”表示有非常显著的正面贡献;“-”号表示负面贡献,一个“-”号表示仅有微弱的负面贡献。

从短期经济增长指标来看,经济刺激计划对GDP增速、投资和企业利润具有非常显著的促进作用。出口的增长主要取决于外部需求。在金融危机的影响下,国外市场尚未回暖,全球国际贸易继续萎缩,国内经济刺激方案中通过增加出口退税和保持人民币汇率稳定等措施对出口的增长作用非常有限。就业压力主要来自农民工失业和大学毕业生求职难,在当前的经济刺激方案中,尚未出台直接有效的促进就业政策。考虑到新增就业中服务业的贡献最大,有效的就业政策应着重于产业结构的改善,同时增加对教育培训的政府投资、加速教育体制的改革。

从长期经济潜力指标来看,经济刺激方案对提升人力资本的作用尚不明朗。一方面,失业压力依然较大,劳动力收入增长前景不容乐观,会影响到劳动力对人力资本的投资需求;另一方面,现有的劳动力培训、教育体制陈旧落后,但针对教育体系的改革仍然付之阙如,这影响到对人力资本投资的供给。同时,经济刺激方案可能会对资源配置效率的改善有负面影响。过去,企业之间存在恶性竞争,在经济低迷时期,竞争力差的企业会被淘汰,竞争力强的企业能得到更多的发展机会,但某些经济刺激政策阻碍了这一调整。过去,过多的资源集中在低附加值的工业部门和出口部门,经历了金融危机洗礼之后,将会有更多的资源在经历了破产或兼并重组以后进入更高端的工业部门或者服务业。这些转变将提高服务业在国民经济中的比重,降低工业在国民经济中的比重,摆脱国内经济增长依赖于外部需求增长的难以持续局面,但目前的某些经济刺激政策正在阻碍这种良性的产业结构调整。

从居民生活福利指标来看,经济刺激方案中包括

表1 经济刺激计划的得与失

	经济刺激方案的作用
短期经济增长指标	
GDP	+++
企业投资和利润	+++
短期出口	+
短期就业	+
长期经济增长潜力指标	
人力资本	?
资源配置效率	-
居民生活福利指标	
真实收入增长	?
收入分配	-
贸易条件	-
环境	-

了众多民生项目支出,作用在于减轻低收入群体的生活负担,提高可支配收入并改善收入分配。但是在短期内密集出台的大量基础设施建设项目和银行贷款可能会暴露越来越多的问题,比如重复建设、形象工程和贪污作弊。如果出现了资源的浪费,不仅会降低居民未来的真实收入水平,而且会进一步恶化收入分配。假设地方政府草率上台一项投资项目,由于地方财力紧张,地方政府会设法从银行贷款。假设这一项目最终以失败告终,要么形成地方财政亏损,要么转换为银行不良贷款。如果政府为弥补地方财政赤字增加征税,则居民的真实收入减少。而在项目投资的过程中,得到最大好处的是相关的企业家和官员,他们的过失由国家财政最终埋单,相当于用财政资源直接补贴给相关企业家和官员,这导致收入分配恶化。经济刺激计划还可能在某些方面阻碍产业结构的调整,导致工业和服务业的比例依然失衡,这将不利于收入分配的改善(产业结构的改善有助于提高劳动者报酬,降低资本所有者报酬。可参阅:张斌、何帆,《货币升值的后果》,《经济研究》2006年5期)。经济刺激计划提高了大宗商品国际价格,并通过出口退税降低了出口品价格,贸易条件是净损失。经济刺激计划虽然不乏针对保护环境的支出,但是大量的项目上马,尤其是工业部门的产量增加势必给环境带来更大压力。

综上,经济刺激计划的所“得”在于维持了短期经济增长的强劲反弹,但所“失”可能是未来的财政压力以及银行贷款坏账,还有过去累积的经济结构问题因为过度的干预措施不能通过市场手段解决,这将进一步威胁未来的经济增长潜力和居民生活福利改善。

#### 四、警惕增长反弹出现反转

得益于外部环境的改善和国内刺激性经济政策的延续,反弹在未来几个季度还将持续。反弹持续的时间取决于反弹强度,当前反弹得越快,反弹持续的时间越短。我们预测当前的经济反弹难以成为持续的经济增长,反弹的终止可能快于市场预期,经济会再次探底。

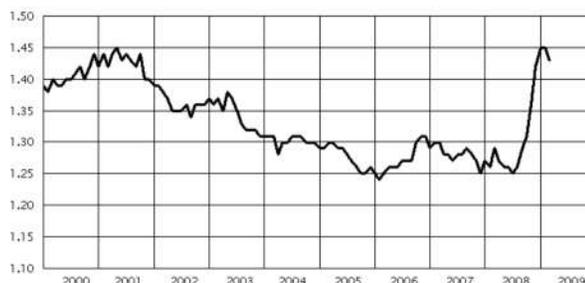
##### 1. 外部经济环境

短期内,得益于金融部门的功能恢复与实体经济部门库存调整的稳定,美国经济会朝着向上的方向发展。反映市场对风险评价的Ted利差(利差越窄,市场对风险评价越小)虽然较金融危机前还较高,但已经在持续下降过程当中。实体经济也出现了正面变化,新房销售和新房开工许可在2月份都出现了正增长,库存/销售比率开始下降。不仅是美国,欧洲、日本等经济体的库存调整也都进入稳定时期。尽管美国经济可能已经度过了最艰难的时期,但是未来阶段的整体经济运行并不乐观,经济可能在较低水平上长时间持续。

图9 TED利差



图10 美国商业库存/销售比率(2000至2009年)



##### 2. 国内适度宽松货币政策不会迅速逆转

急剧扩张的信贷、快速的广义货币增长和快速的经济反弹使得货币当局没有必然采取进一步的扩张政策。未来阶段货币当局和银监会会对市场上过多的流动性局面和新增贷款加强警惕,新增贷款增长可能回落。但是此轮经济反弹对提升劳动力需求有限,对中小企业帮助有限,就业压力依然严峻,广大中小企业经营环境不容乐观。再考虑到由于短期内国内劳动力成本上涨空间有限,短期内消费物价水平也不会面临显著上涨压力。货币当局在这种环境下不会骤然转变当前相对宽松的货币政策环境。

##### 3. 经济反弹反转可能在2010年

促成经济反弹的主要力量来自存货调整和政府的经济刺激政策。经济刺激政策一定程度上打断了经济内部要求的破产、兼并重组以及随之而来的人财物重新配置,再加上没有显著的改革措施提升效率和改善经济结构,中国经济供给面过分集中在工业部门,而需求面过度依赖外部经济的供求不匹配局面没有改观。经济内生的增长动力非常脆弱。随着存货调整的逐渐完成,以及政府经济刺激政策约束的加强,经济反弹会因为缺乏内生动力而中断,难以实现持续的经济增长。

给经济反弹划上句号的是通胀预期和加息预期。这个预期可能来自中国,也可能来自美国。我们认为美国的加息会快于中国,快于市场预期。充裕的市场流动性和实体经济的抬头为大宗商品价格上涨已经铺平了道路,接下来的就是通胀预期。美联储为了防止通胀,将不得不尽快释放加息意愿以维护美联储货币

政策信誉。从事数十年货币政策研究的伯南克在研究当中反复强调货币政策信用在维护通胀和产出稳定方面的积极作用。如果说前一段时间的数量型宽松货币政策是伯南克对大萧条研究和金融加速器相关理论的运用,下一个阶段将是他对通货膨胀目标制、货币政策信誉、大宗商品价格对宏观经济影响的

作用机理等理论的应用(伯南克在上述每个问题研究中都有被广为引用的经典论文)。后面这些理论的共识是货币政策信誉在对抗大宗商品价格上涨带来的通胀和产出损失方面至关重要。只有维护信誉,才能把损失降到最低。▲

## 如何看待中国当前的对外直接投资

□姚枝仲(中国社会科学院)

美国金融危机之后,国际资本流动开始减缓,跨国直接投资与并购活动也急剧萎缩,2008年全球对外直接投资流量下降20%以上,但是中国的对外直接投资不仅没有减少,反而大幅上升。2008年中国对外直接投资总额高达521亿美元,相比2007年增长将近1倍。其中非金融类直接投资406.5亿美元,比2007年增长了64%。中国的对外直接投资规模恐怕已经能排进世界前10位。中国的这种情况总是很容易让人想起日本在20世纪80年代日元升值之后的大规模对外投资活动,因而,也存在一些对中国加快对外投资步伐的质疑。这些质疑包括:第一,中国还是一个发展中国家,企业还处于低附加值的生产阶段,规模还不小,国际化程度较低,还不具备并购发达国家企业的能力,加快对外投资可能会因为“消化不良”而得不偿失。第二,中国对国外能源和资源企业的大规模投资和并购活动可能会遭遇其他国家的政治阻力并引发对华仇视行为。第三,中国的对外投资会加快资本外流,减少国内投资,在总需求不振的情况下,将不利于中国经济的复苏。

如果上述质疑都是正确和重要的,那么,无论是中国政府和中国的企业,都应该更加谨慎地对外投资,甚至要减缓对外投资的步伐,而不是像现在这样增加对外投资和并购活动。因此,对上述质疑的回答,将在很大程度上决定对当前对外投资形势的判断,也将在很大程度上决定中国政府和企业对当前对外投资和并购活动的态度,甚至也将在很大程度上决定中国未来的经济发展模式。为此,本文试图对上述质疑提供一个初步的理解。

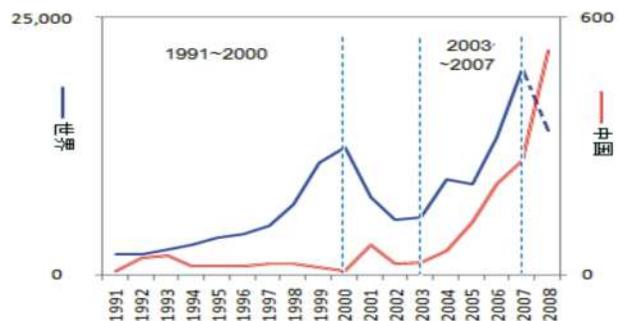
### 一、假如没有金融危机

假如没有美国金融危机,中国的对外直接投资会是什么情况呢?要理解这个问题,可以考察一下在美国金融危机之前,中国的对外直接投资正处于一种什

么状态和趋势。美国金融危机发端于2007年8月爆发的次贷危机,因此,有必要考察2007年之前中国对外直接投资的状况。

2006年中国对外直接投资总额为211.6亿美元,在全球排名第17位,在亚洲仅次于日本和中国香港,已经超过韩国和新加坡等新兴市场经济国家。中国的这一投资规模在当时全球1.3万亿美元的对外直接投资总额中也许不算什么,但是,其增长速度是非常惊人的。中国的对外直接投资总额2003年才区区28.5亿美元,2003年以后开始高速增长,2003—2006年期间,年均增长95%,是同一时期全球对外直接投资总额增长率的三倍。在另一个全球对外直接投资年均增长22%的高速增长期(1991—2000年),中国的对外直接投资流量在同期内几乎是零增长(见图1和图2)。为什么长期停滞的对外直接投资在2003年以后突然开始爆发式地增长了昵?

图1 中国与全球的FDI流出量(1991—2008年)



注:全球FDI流出量用左纵轴表示,中国FDI流出量用右纵轴表示。单位为亿美元。

资料来源:1991—2007年数据来自UNCTAD FDI Statistics;2008年的全球数据来自UNCTAD Investment Brief No. 1 2009中的估计值;2008年中国数据来自中国商务部公告。