V 型反弹,资产泡沫与新宏观分析框架

——金融危机后宏观经济形势分析与展望

李稻葵 张双长

内容提要:本文的基本观点是:截止 2009 年 7 月初,中国经济已基本走出了金融危机冲击所导致的低谷,宏观经济发展的上升态势和冲力已经形成,经济增长的信心已基本恢复,如果不出大的意外,经济出现二次探底的可能性非常小,中国经济基本上已经进入了一个 V 型反弹的上升通道,全年 GDP 增长 8%以上的目标应该可以实现。支撑本轮经济较迅速反弹的直接原因是投资、消费和流动性的迅速上升,而深层因素则是中国经济增长的巨大潜力、改革开放以来积累形成的市场经济和发展型政治经济体制,以及国际经济环境比较迅速的逆转。本文提出了一个以资产价格为核心的新宏观分析框架,从理论上解析并说明金融危机之后经济刺激政策的重要作用。本文认为我国经济在发展势头良好的同时,仍存在若干风险。为应对这些风险,需要在继续落实已出台的各项宏观经济刺激方案的基础上,着重推进促进中国经济长期持续发展的若干重大措施,包括采取有效措施,促进股市理性化;研究实施政府主导的"二次房改",以避免中国经济染上以地价和房价狂涨为表象的"日本病";推行"绿色产能革命"和重启地方政府改革等。

关键词:V型反弹 新宏观分析框架 资产泡沫

爆发于 2008 年 9 月的国际金融危机,对世界经济正在产生深刻而广泛的影响。作为世界上发展最快的经济体,中国经济由于其对外经济开放度近年来迅速加大,已经位居全球各大经济体的前列,[©] 因而也迅速感受到了这场金融风暴所产生的重大影响。自 2008 年 9 月以来,中国各大经济指标都出现了不同程度的下滑。为应对金融危机的冲击,中央政府出台了一系列宏观经济和产业政策,地方政府也积极配合,提出了各自的经济刺激计划,兴起了一场以"保增长、保民生、保稳定"为目标的宏观经济调整热潮。

直至今日,半年多过去了,这轮宏观经济调整的效果如何,中国经济到底处于什么状态,未来半年到一年将会出现怎样的变化,金融风暴过去之后的中国经济又将呈现出何种发展态势,这些问题都亟待我们回答。尽管要得出完美答案尚需更深入的研究,其中某些问题甚至还须在金融风暴完全过去之后若干年才能进行全面研判。但是时不我待,我们必须在今天就对这些问题进行认真分析,做出基本判断,从而力求为政策制定者、企业界提供一定的决

策参考和支持。

一、当前宏观经济形势的基本判断

对于当前中国宏观经济,我们的基本判断是:截止 2009 年 7 月初,经济增长率下滑的势头已得到遏制,宏观经济已经进入稳定的、增长速度不断提升的 V 型反弹期。

我们的这一判断来源于三个主要的观察:

1. 各宏观经济的主要指标已经逆转了持续下滑的态势,走向全面回升的通道,各指标向上的冲力已经形成。首先看国内生产总值(GDP)。我国的GDP增长速度从 2008 年第三季度以来逐步下滑(见图 1),从 2008 年第三季度的 9.0%到第四季度的 6.8%,再到 2009 年第一季度的 6.1%,并以第一季度为低谷,第二季度上升到了 7.9%,形成一个 V型反弹的格局。根据中国与世界经济研究中心的宏观经济预测模型(这一模型运用的是国际上通用的多变量贝叶斯向量自回归模型),我们预测 GDP 增长速度在今年下半年仍会继续上升。

其次看固定资产投资速度。全社会固定资产投

资增速从去年下半年开始逐步下降,到今年一季度上升到 28.8%,今年二季度更是上升到了 35.7%。而今年上半年新开工项目计划总投资增速更是达到了 87.3%,这表明仍有大规模的项目投资正陆续开工,固定资产投资速度在今年下半年将会得到进一步提升。

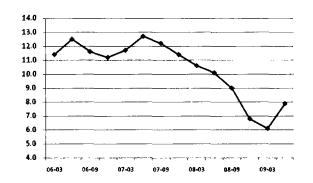


图 1 中国 GDP 增长速度 2006Q1~2009Q2(季度同比增长率,%)

数据来源:中宏统计数据库。



图 2 中国工业增加值增长速度 2006. $2\sim2009.6$ (月同比增长率,%)

注:缺少一月份数据,2月数据实际上是1-2月累计;数据来源于国家统计局。

第三个重要指标是工业增加值增长速度。工业增加值增长速度从 2008 年 10 月不断下降(见图 2),在 2009 年年初的 2 月份出现了 11.0%的高速度增长,但是 3、4、5 月份又出现了一定的下降(分别同比增长 8.3%、7.3%、8.9%),6 月份上升到10.7%。工业增长速度在波动中不断走高,也基本上是一个 V 型反弹的格局。特别值得关注的是,2009 年上半年,在 39 个大类行业中,有 36 个行业实现了同比增长。

总之,GDP、固定资产投资、工业增长速度都出

现了上升,6月份的发电量也自3月份以来首次出现了明显的正增长,同比增长了5.2%。

2. 信心的全面恢复。信心的全面恢复主要体现在三个方面: 首先是制造业采购经理人指数 (PMI)。PMI 能够迅捷反映市场动态,是最受市场参与者关注的指数之一。从去年 11 月份起,中国的 PMI 就开始逐步上升,到今年 3 月份首次出现并一直保持在 50%以上,这标志着企业经理信心已经回暖,企业经理信心的回暖对经济的恢复无疑起到了重要的支撑作用。

支撑信心恢复的第二个指标是股市的上升。股市的上升毫无疑问部分是由流动性增加所带来的。不可否认的是以高增长率和高储蓄率为内生机制的流动性过剩问题,一直就是中国经济的一个重要特征(徐茂魁、李伟平和尹利永等,2007),中国经济的流动性从来就不短缺,尤其是考虑到占 GDP 超过150%的银行存款,以及占 GDP 近 75%的城乡居民存款的长期存在,这些因素对股市的发展无疑起到了重要的推动作用。但是,中国股市最近半年多来的迅速上升,应该是中国投资者信心回升的体现。中国股市自去年 10 月末出现低谷后逐步上升,到今年 7 月已经增长了接近 100%,其中今年 1~7 月增长了 80%,恢复速度之快高居全球各国股市之首。股指的上升不仅是投资者信心恢复的表现,它反过来也会提升全社会对宏观经济增长的信心。

信心恢复的第三个重要指标是房地产。全国房地产行业自2008年以来进入了一个比较长期的低迷,房地产的价格和交易量都在萎缩。宏观经济的政策制定者、学者们,包括本文作者,在过去半年以来,一直在呼吁要帮助房地产市场迅速恢复交易量,以此来拉动中国宏观经济的恢复和增长。但是房地产市场一直到2009年4月份都没有出现明显的回升,2009年4月以后出现了相对迅速有力的反弹,主要城市的房地产价格和交易量迅速上升。由于中国房地产市场的特点,房地产价格和交易量的上升不仅反映的是居民住房需求的上升,更重要的是它反映了居民对宏观经济形势、个人收入的增长、全国城市化的信心的提升。

3. 外部经济环境在逐步改善。截止 2009 年 7 月初,种种迹象表明,国际经济环境已经得到显著改善,西方发达国家金融体制也已经基本稳定,比如纳斯达克股指已经恢复到 2008 年 10 月份的水平;若干金融机构出现了较大的盈利,如高盛和摩根大通;主要金融机构纷纷增发股票,用于偿还美国政府的 政府贷款;新兴市场国家股指纷纷大幅上涨;资金迅速流向发展中国家,同时企业之间的资金流动也在恢复。IMF最近再次更改对世界经济的预测,指出2009年年底有望看到世界经济实质性的恢复,从而基本走出金融危机的阴影(IMF,2009)。

基于以上判断,我们可以得出两个重要推论:

第一,中国宏观经济二次探底的可能性不太大, 基本可以排除。我们上面的分析表明,各种宏观经 济指标都在上升,中国宏观经济这艘超级巨轮已经 掉头转弯,宏观经济的上升势头已经形成,导致宏观 经济逆转有两种可能:一是来自国际的巨大的新一 轮冲击,这种可能性比较小(李稻葵、江红平和冯俊新,2009);二是国内经济的逆转,包括社会投资的逆 转,这种可能性也比较小。根据上面的分析,全社会 经济发展的各种信心已经恢复,政府主导的投资在 下半年还会加速,在这种形势下,民间投资出现大幅 度逆转的可能性比较小。

第二个推论是全年达到 8%的 GDP 增长目标 应该是完全可能的。根据我们的计算,由于消费的 增长速度比较快,今年2月份以来的社会消费品零 售总额同比增长率一直保持在15%以上,而全年的 固定资产投资应该可以保持在35%左右,在这两个 假设的支撑下,只要中国经济的贸易顺差下半年不 会产生 22.8%以上的负增长,那么全年"保八"的任 务就完全可以完成。而我们认为下半年中国贸易顺 差出现 22.8%以上负增长的可能性是非常小的,一 是因为全球经济在恢复;二是因为根据以往的经验, 下半年中国经济的出口均将会有所上升;三是因为 去年下半年中国的贸易顺差处于较低的水平,基数 较低。因此,我们认为"保八"的任务应该基本上可 以完成,2009年6月初,清华大学中国与世界经济 研究中心预测今年全年的 GDP 增速应该可以达到 8.2%左右。

二、中国经济 V 型反弹的直接因素

推动本轮中国宏观经济 V 型恢复的直接原因有三个,一是投资,二是消费,三是充裕的流动性。

1. 固定资产投资迅速增长。金融危机爆发伊始,中央政府在去年11月便提出了4万亿的财政刺激方案。在4万亿财政刺激方案的推动下,各地方政府又提出了各自的财政刺激计划,据不完全统计,各地方政府的财政刺激方案之和高达20万亿。固定资产投资的方向主要集中在基础设施建设和非生产能力项目上,也包括大量的公共项目、城市化项目

的投资,并以此带来了相当的民间投资。固定资产 投资以新项目为主,今年上半年新开工项目计划总 投资增速基本上维持在87%以上,而总投资中超过 60%是新建项目投资。这使得固定资产投资上升的 速度非常快,固定资产投资项目又直接拉动了经济 的增长。据一些初步的测算,在现阶段固定资产投 资的乘数效应约为两倍左右(刘金山,2007)。中央 4万亿的投资项目,约占 2009、2010 年 GDP(预测 值)之和的6%左右,加上乘数效应,应该能够达到 12%以上。当然这一计算没有考虑到这 4 万亿投资 中有相当一部分属于原计划之中的投资方案。假如 4万亿中有50%的投资方案是已经纳入计划之列 的,它对经济的增长不会产生任何新的作用,那么这 4万亿对经济的拉动每年约为6个百分点以上。而 我国贸易顺差占 GDP 的比重约在 8%左右,也就是 说中央投资方案本身就应该可以基本替代在贸易顺 差方面国际金融危机给我们带来的直接冲击。由于 投资具有滞后性,它的影响还将在未来一段时间之 内不断显现。同时,我们还应该看到,这些投资也正 在引出一系列的民间投资,这将使得投资对经济的 带动作用更为显著。

2. 持续快速的消费增长。尽管消费与零售是不同的概念,但是根据我们对历史数据的分析,消费与零售的增速基本同步,且居民消费与社会消费品零售总额也大致相当。零售总额在过去的半年以来,一直以15%左右增速在上升,这也意味着居民消费的增速可能也达到15%左右。居民消费占GDP的比重近年来基本保持在35%左右,也就是说15%的消费净增长可以带动5.25%的GDP增速。

消费中特别突出的一点是汽车的消费。汽车消费的一部分固然是由政策因素,如排量 1.6 以下小发动机汽车的汽车购置税减半和汽车下乡政策等所带动的。但是汽车消费的上升是全面性的,^② 1.6 排量以上汽车的消费增长速度也在加速。汽车消费的加速甚至在很大程度上超出了许多汽车生产商的预料,使得他们不断地调整他们的生产投资计划。

消费的上升,包括汽车销售的上升,在我们看来其主要原因是过去五六年来,国民经济迅速发展带来的可支配收入上升的滞后效应。消费具有滞后效应,尤其是在中国现行的社会环境下,个人和家庭不会将更高的当期收入马上转化为更高的消费,消费需要在可支配收入上升到一定时间之后才会爆发出来。所以,今天的消费上升实质上是几年前可支配收入上升所带来的滞后效应,因而具有坚实基础。

有理由相信,未来半年到一年消费将会继续全面上 升。

3. 迅速扩大的流动性带来了信心的上升。流 动性的上升是来自于银行迅速扩张的信贷额,以及 与此相关的整体货币存款量的上升。2009年上半 年新增贷款额 7.37 万亿,同比多增近 5 万亿元,已 经远远超出 2008 年全年的 4.9 万亿,其中 6 月份比 上月新增1.5万多亿,新增贷款额的同比增长率达 到了330%。流动性的过度扩张固然会带来一系列 的负面效用,但是不可否认的是,在经济低迷的情况 下,充足的流动性对提升资产价格、启动相关企业运 行和缓解企业经营压力都有着极为重要的作用。最 明显的例子是房地产行业,房地产行业在 2009 年 2 月份普遍出现资金短缺、运转不灵、濒临破产的压 力,但是随着大量银行信贷的发放,房地产市场和大 型的房地产开发商迅速脱离了经营困境,进而导致 了从 2009 年 4 月份开始的房地产市场的复苏。同 样,股票市场的回升也与流动性扩张密切相关。实 际上,支撑全球经济恢复的一个重要支柱就是全球 流动性扩张,流动性的快速上升已经成为当前世界 经济的一大特点。

三、中国经济 V 型反弹的深层原因

投资、消费、流动性是拉动这轮 V 型反弹的直接因素,而在我们看来,拉动这次经济反弹的深层因素则是中国经济增长的巨大潜力和政府应对金融危机政策的恰当速度和力度,以及国际经济环境比较迅速的逆转。以下我们分四个方面进行深入分析:

- 1. 中国经济正处于快速发展时期。自新世纪以来,中国经济进入了一个快速发展阶段,其原因主要是两个:
- 一是城市化速度加快。中国的城市化速度长期以来落后于相当发展水平国家的城市化水平,但其发展规律却基本符合国际城市化规律,发展路径也与世界各国发展路径相吻合,中国正处在城市化高速发展的阶段。城市化所带来的经济发展的各种推动力是不可限量的,包括城市基础建设投资规模上升、由城市规模扩大所带来的消费上升,以及各种经济结构的变化。在当前中国经济反弹的过程中,最快的一些地区就是城市化速度加快的地区,包括天津、湖南(湖南的长株潭地区是城市一体化的重要典范)、重庆、四川(特别是成都市)等。
- 二是中国家庭消费的大规模升级。本世纪初以来,中国家庭消费的升级明显加快。本轮消费升级

的力度、层次与以往消费升级完全不同,对城镇居民而言,新一轮消费结构升级的本质是生活质量从小康向富裕的过渡和转变(胡维平,2009),它所带来的对经济的拉动也远远超过以往。此轮消费升级集中在两个方面,一是住房,二是汽车。对住房的消费升级,集中体现在消费者要求更高档次的、符合现代化生活水平要求的住房,如冷热水、空调、暖气,对这种按现代化生活所开发的商品房的需求,也在很大程度上带来相关产业的消费升级,包括家庭电器、装修材料、家具、保险服务等等;消费升级的另一个重要方面就是对家庭汽车的需求在迅速上升。汽车作为私人消费品,经过十年的酝酿,进入了第二个快速上升期,汽车正以比以往更快的速度进入家庭,而汽车需求所带来的相关产业的拉动力也是非常高的,包括钢铁、橡胶、塑料、电子、电器等。

与住房、汽车消费并行的,但目前强调仍不太多的消费升级是教育。教育在中国家庭支出中占有非常重要的地位,一直位居城镇居民家庭消费支出的前五大类消费之列。近年来,随着中国家庭收入水平的提高,越来越多的家庭愿意花费大量的收入用于子女教育,乃至于个人的职业教育。虽然国家对教育的支出尚未完全达到《教育法》的要求,[©]但是家庭和非政府部门对教育的投入却是迅速上升的。

总之,城市化和消费升级极大地提升了中国经济潜在的 GDP 增长率。如果没有金融风暴冲击,中国自身的增长潜力会推动经济以比过去 20 年任何时期更快的速度发展。根据我们的初步测算,中国目前的潜在 GDP 增长率应该在 12%左右。与这一潜在的增长率相比,8%的增长目标并不算高的,已经考虑了 4%由金融危机带来的外需冲击所抵消的经济增长。中国经济在新世纪以来进入了一个快速的增长期,这一巨大的内需上升在很大程度上抵消了外需的下降。

2. 三十年改革开放的体制积累。中国经过30年的改革开放,市场经济已经深入人心,各种市场化运作的机制已经进入到了中国经济的体制之中。而中国的一些大型企业和机构,包括国有企业和国有银行,也已经在市场经济运作中经受了锻炼。在金融危机爆发之时,他们已经有了相当的应对市场环境变化的能力,这与1997、1998年亚洲金融危机时期的中国经济完全不同。所以,在面对此轮金融危机冲击时,中国的国有企业、国有银行和与此相关的公共财政都处于较好的状态。具体体现在三个方面:

(1)中央财政较为宽裕。从长期看,在考虑政府财政问题时,应该计算政府的资产负债表而不仅是现金流量表。在资产负债表的资产一栏中,中央政府拥有中石油、中石化、中移动以及四大国有商业银行等大规模的优质国有资产,总资产规模为 GDP 的120%~150%;而在负债一栏中,中央政府除了已经发行的国债(2008 年底国债余额约占 GDP 的20%)以及对退休人员的养老承诺以外,相对比较有限。因此,我们认为中央财政处于一个较为宽松的状态,可调整空间仍很大。

(2)国有企业经受住了金融危机考验。虽然金融危机以来,国有及国有控股企业的营业收入和利润有较大下滑,但是其资产质量并没有出现大的问题。同时,与其他国内外大型企业相比,大型国有企业的营业收入排名反而有所进步。在最新公布的以营业收入为主要排名依据的世界 500 强名单中,中国大陆(不含港澳台)共有 34 家公司上榜,全部是国有及国有控股企业,且几乎所有公司的排名都有所提升。

(3)金融体系的稳健。在金融危机中,中国的金融体系仍保持稳健运行。银行的资本充足率大幅提高,截至2008年底,全部商业银行整体加权平均资本充足率达到12%,比年初提高3.7个百分点,达标银行204家,未达标银行仅1家,达标银行资产占商业银行总资产的99.9%;资产质量也有所改善,不良贷款从2008年第三季度的12654.3亿元下降为2009年第二季度的5181.3亿元,不良贷款率仅1.77%。[©]

3. 发展型政治经济体制的推动力。除了市场经济体制,中国经济经过30年的改革开放,也形成了发展型的政治经济体制。这种以发展作为第一要务的政治经济体制,对于本轮中国经济较为迅速地实现V型反弹有着重要的影响。

首先,地方政府的发展倾向已经非常明确。地方政府在过去的5年内一直是宏观经济调控的约束对象,他们的增长潜力处于被压抑状态。在金融危机到来之时,中央政府放开了对地方政府增长速度的约束,不再压抑地方政府增长的积极性,压抑了多年的地方政府增长冲力终于得以迸发。这一政治经济学因素是必须加以考虑的。许多境外的分析家在分析此轮中国经济面对金融危机所做的调整时,忘记了这一重要的制度因素,所以往往给出了比较悲观的预测。在他们看来,中央政府4万亿的财政支出就是全部的政府拉动内需的财政政策,而忽略了

地方政府积极配合的动力和热情。

发展型政治经济体制在中央政府方面则表现为一系列迅速出台的政策。中央政府在金融危机爆发伊始,就迅速出台了一系列刺激拉动内需的政策,从中央政府的投资开始,自上而下地拉动了地方政府的投资,也拉动了社会投资。这些政策的出台不仅力度大、速度快,而且覆盖面非常广,从货币政策、财政政策到名目繁多的产业政策,全面地拉动着整体经济的增长。以上分析的固定资产投资、消费和流动性等三大经济恢复的直接因素都与这些政策密切相关。

4. 国际环境比较迅速的逆转。国际环境的逆 转比较快主要表现在国际金融体系相对比较快的稳 定下来,资产价格比较迅速上升,而资产价格的上升 又反过来促进了许多企业,尤其是金融类企业的盈 利,这在很大程度上支撑了经济的恢复。国际环境 逆转比较快的更深层次原因就是各国政府采取了积 极的救市措施。这些救市措施是基于过去70年以 来凯恩斯主义在各国经济政策制定中,对经济界,尤 其是经济政策界潜移默化的影响。所以,在面对金 融危机的冲击时,各国政府不约而同都采取了扩张 性的财政政策(只要有条件)以及扩张性的货币政 策,步调基本一致。可以说,这次国际经济环境相对 较快地实现逆转,应该归功于凯恩斯主义思想的深 入人心,以及建立在此基础之上的各国政府政策的 相对恰当性。当然,我们也不能排除其中的一些运 气因素,那就是各国在金融危机的过程中,都没有出 现巨大的自然灾害和战争。总之,凯恩斯主义思想 的影响,加上各国政府比较恰当的救市措施,以及相 对比较好的运气,导致了国际经济环境比较快的逆 转。而国际经济环境的较快逆转,又反作用于中国 经济,促进了中国经济的 V 型反弹。

关于国际环境对中国经济的影响,当前政策制定者和学术界大都关注的是中国的对外出口或者进出口总值,这是存在误解的。实际上,在进行国民经济统计时,计入支出法 GDP 统计的是货物和服务净出口,即贸易顺差。对外出口是反映外需的指标,它仅仅是整个对外贸易的"收益",没有计算作为"成本"的进口;而进出口总额则更多地被用于来描述对外依存度,是一国与其他国家贸易交往的总值。因此相比对外出口或者进出口数量,在讨论对外贸易对整体经济的贡献时,我们更应该关注的指标还应该是贸易顺差,它是对外贸易的"净收益",也反映了"净外需"的作用。而中国自金融危机以来的对外贸

易表现出进出口增速同步大幅下降、贸易顺差增速下降则较小的态势,2009年1~6月份贸易顺差仅仅下降了1.3%,在对外贸易的净收益方面,中国经济所受的影响还不大。当然,2009年以来中国贸易顺差一直呈下降的态势,我们还必须加以重视。

四、以资产价格为核心的宏观经济学模型

当前的中国经济形势是在百年罕见的国际金融危机的背景下出现的,而这场国际金融危机不仅给全世界的经济带来了冲击,对经济学,尤其是宏观经济学的分析,也带来了相当的影响。周学(2009)在总结百年来宏观经济理论的基础上,认为 2008 年以来的这场国际金融海啸,宣告了 20 世纪 90 年代以来所流行的宏观经济理论和分析方法——利率主义的失败,我们需要进行理论反思和创新,提出新的宏观经济理论和更有效的宏观调控工具和方法。虽然系统的反思需要较长时间的讨论,但是为了更深层次地理解金融危机的本质,解释当前中国经济形势的形力。

首先,我们认为,传统的宏观经济分析过分强调 对产品价格的分析,忽视了资产价格的重要作用。 资产价格在现代经济中,对家庭的消费、企业的投资 乃至于金融机构的借贷和中央银行的货币政策都有 重要的影响。因而,必须将资产价格引入到短期宏 观经济分析的框架中。

资产价格对宏观经济波动的影响体现在两个方面:[©]

首先,资产价格的上升与总产出之间存在正向关系。由于资产价格可以通过托宾 Q 效应、资产负债表效应、金融加速器效应以及财富效应和流动性效应等渠道对企业投资和个人消费产生正向影响,其剧烈变化可以在短期内直接传导到实体经济的变化(Case, Quigley & Shiller, 2005; Poterba, 2000; Hassapis & Kalyvitis, 2002; 余元全、周孝华和杨秀苔, 2008)。

因此,简单起见,我们可以在传统宏观经济学中的菲利普斯曲线引入资产价格,而定义为产出缺口 是由产品价格和资产价格共同所决定的:

$$Y - Y^* = \beta(P - P_0) + \gamma(I - I_0)$$
 (1)

其中 Y* 和 Y-Y* 分别为潜在产出和产出缺口,P、I 分别表示产品、资产价格,P。、I。分别为实际产出等于潜在产出时对应的价格水平。我们把资产

价格与产出的这种关系称之为扩展的菲利普斯曲线,或者总供给曲线(AS曲线)。

另一条曲线是资产价格与总产出的负向关系。这条曲线源于货币需求的分析,货币既可以在实体经济中运转,也可以转移到投资金融资产而持有,资产市场存在对实体经济的货币抽取效应(徐茂魁、李伟平和尹利永等,2007)。在我们的扩展框架中,货币不仅作为产品交易的中介,也作为资产市场交易的中介。给定同样的货币供应量,当总产出上升时,它留给资产下降;反之,当资产价格上升时,如果总货币量不变,这时留给产品市场交易的货币量就会下降,导致产量下降,当然也会导致物价下降,但我们暂时把产品价格作为固定量不变。于是,我们就可以得到资产价格与产出的负向关系。这相当于将传统的货币数量论扩展到了资产市场,从而得出了资产价格与 GDP 的反向关系。

$$M_{V} = PY + IQ \tag{2}$$

M 为货币数量,v 为货币流通速度,Q 为资产交易量。我们将资产价格和产出的这种关系称之为广义的货币数量论,并将这条曲线称之为总需求曲线(AD曲线)。

由此,我们可以得出扩展的总需求一总供给分析框架(见图 3 的实线部分)。

合并(1)(2)两式,可得①处的均衡产出和资产价格:

$$\begin{cases} Y_{1} = \frac{\gamma M_{1} v_{1} + Q[Y^{*} + \beta(P - P_{0}) - \gamma I_{0}]}{P\gamma + Q} \\ I_{1} = \frac{M_{1} v_{1} - P[Y^{*} + \beta(P - P_{0}) - \gamma I_{0}]}{P\gamma + Q} \end{cases}$$
(3)

其中,我们假设系数 β 、 γ 固定不变,潜在产出 Y^* 及其对应的产品和资产价格 P_0 、 I_0 已事先确定, 而产品价格 P 和资产交易量 Q 则在短期内为常数, M_1 、 v_1 为金融危机前的基础货币供给和货币流通速度。

在这一框架下,我们就能够分析金融危机带来的影响。金融危机的影响是突然的、系统性的金融系统崩溃,它虽然不会直接对各国央行当局货币量造成影响,但由于它能够导致各种形式的贷款下降(Ivashina & Scharfstein,2008),使货币流通速度从v₁降低到 v₂,从而带来整体货币供给 Mv 的大量萎缩。货币供给的萎缩使得总需求曲线迅速左移,宏观经济的短期均衡点从图 3 中的①移动到了②,造成了资产价格的下降,以及总产出的萎缩。这就是

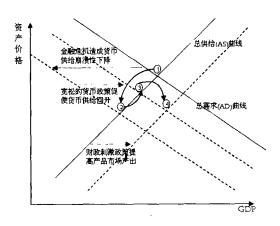


图 3 以资产价格为核心的新宏观经济分析框架 说明:图中点①是金融危机前的均衡点。金融危机 的爆发导致货币供给迅速萎缩,均衡点是②,资产价格大幅下降。金融扩张政策效力较快,导致货币供给上升,资产价格上升到点③。财政刺激方案效力相对较慢,但是一旦发挥作用,GDP上升,吸纳部分流动性,导致资产价格回落到点④。

金融危机的本质。

在基础货币供给不变的情况下,金融危机使得 总产出和资产价格分别下降至:

$$\begin{cases}
Y_{2} = \frac{\gamma M_{1} v_{2} + Q[Y^{*} + \beta(P - P_{0}) - \gamma I_{0}]}{P\gamma + Q} \\
I_{2} = \frac{M_{1} v_{2} - P[Y^{*} + \beta(P - P_{0}) - \gamma I_{0}]}{P\gamma + Q}
\end{cases} (4)$$

在金融危机之后,各国都积极采取了金融救市措施,从而使得各国经济恶化的现状迅速得到了缓解,部分国家甚至出现了反弹。我们可以利用扩展的总需求一总供给分析框架对这一过程进行理论分析。

金融救市的第一道措施是货币政策:扩大基础货币发行,即提高 M,同时改善银行效率,加大信贷投放力度,加快货币流通速度 v。货币政策相当于把左移的总供给曲线又部分地往右移。当然,它很难回到过去的水平,因为整个货币体系的货币供给量需要一定时间来形成。但相比其他政策,这一政策发生效力是比较快的,尤其是其对资产价格的影响。这就使得均衡点由②回到了③,造成了资产价格I的上涨和总产出 Y 的部分扩张。

$$\begin{cases} Y_{3} = \frac{\gamma M_{2} v_{3} + Q[Y^{*} + \beta(P - P_{0}) - \gamma I_{0}]}{P\gamma + Q} \\ I_{3} = \frac{M_{2} v_{3} - P[Y^{*} + \beta(P - P_{0}) - \gamma I_{0}]}{P\gamma + Q} \end{cases}$$
(5)

其中 M_2 、 v_3 分别是提高后的基础货币供给量和货币流通速度。

相比金融危机发生后的情况,货币政策使得总产出和资产价格分别上升了:

$$\begin{cases} \Delta Y_{m} = \frac{\gamma (M_{2} v_{3} - M_{1} v_{2})}{P \gamma + Q} \\ \Delta I_{m} = \frac{M_{2} v_{3} - M_{1} v_{2}}{P \gamma + Q} \end{cases}$$
(6)

应对金融危机的另一个措施是财政政策:加大财政支出,增加固定资产投资,刺激社会消费等。由于我们讨论的是当前受总需求约束的宏观经济,财政的刺激政策提高了企业产能利用率,从而相当于在保持同样的资产价格水平下,由政府主导推进了总产出 Y 增加 Ŷ,这使得总供给曲线右移,总供给曲线变为:

$$Y - (Y^* + \hat{Y}) = \beta(P - P_0) + \gamma(I - I_0)$$
 (7)

但是,我们应该注意到,与货币政策相比,财政政策发生作用比较慢,需要经过一段时间调整,其短期均衡点才由③变到了④,资产价格适度下降和产出恢复将同时出现。

在货币供给不变的情况下,总产出和资产价格 分别增加(下降)至:

$$\begin{cases} Y_4 = \frac{\gamma M_2 v_3 + Q[Y^* + \hat{Y} + \beta(P - P_0) - \gamma I_0]}{P\gamma + Q} \\ I_4 = \frac{M_2 v_3 - P[Y^* + \hat{Y} + \beta(P - P_0) - \gamma I_0]}{P\gamma + Q} \end{cases}$$
(8)

相比货币政策发生效力后的情况,财政政策使得总产出和资产价格分别上升了:

$$\begin{cases}
\Delta Y_{i} = \frac{Q\hat{Y}}{P\gamma + Q} \\
\Delta I_{i} = \frac{-P\hat{Y}}{P\gamma + Q}
\end{cases}$$
(9)

相比金融危机发生后情况,货币政策和财政政 策的共同作用使得总产出和资产价格分别上升了:

$$\begin{cases} \Delta Y_{t} = \Delta Y_{m} + \Delta Y_{f} = \frac{\gamma (M_{2} v_{3} - M_{1} v_{2}) + Q\hat{Y}}{P\gamma + Q} \\ \Delta I_{t} = \Delta I_{m} + \Delta I_{f} = \frac{M_{2} v_{3} - M_{1} v_{2} - P\hat{Y}}{P\gamma + Q} \end{cases}$$
(10)

由于 $M_2v_3>M_1v_2$; Y>0; 产出缺口与产品和资产价格均正相关,即 $\beta>0$ 、 $\gamma>0$; 同时市场中的产品价格 P 和资产交易量 Q 也应该大于等于零,故经过货币政策和财政政策的共同作用,总产出显著要比金融危机后未采取刺激措施时得到提高,而资产价格则无法直接判断其大小。

根据以上的分析,我们就可以解释当前世界各国,包括中国在内的经济形势。在金融救市措施中,

— 9 **—**

由于扩张性的货币政策率先发力,所以全球资产价格上升,产出部分恢复,这是由于总需求曲线迅速外移所造成的。但财政政策还没完全发力。所以当前所看到的是资产价格迅速上涨,而产出的上涨并不太明显。待财政政策发力之后,它将使得供给曲线往右移,其均衡点的资产价格将略有下降。因为给定同样的货币供应量,将会用于提升了的产品交易,所以资产价格有向下走的压力,也就是从③变到④的过程。

总结我们的理论分析,我们认为,金融危机所带来的是资产价格的迅速下降和产出的下降,而金融救市的财政政策和货币政策两种措施由于其发挥效力的不同步性,首先发挥作用的货币政策将恢复资产价格,使资产价格上升,并带动产出的部分上涨;然后财政政策效力得以体现,加上各种实体经济调整到位,会使得在给定同样的货币发行情况下,资产价格有所下降,但是实体经济上升。

因此,我们可以认为,在金融救市措施逐步体现效力的当前,出现资产价格的适度上涨是不可避免的,这也是货币政策效力先行、而财政政策效力滞后所形成的一个金融危机爆发之后宏观经济特有的现象。有人担心,当前中国的资产市场泡沫是否已经形成,是否只是出现了资产价格的空涨而产出不涨的情况,就全球范围而言,我们认为得出这一结论为时过早。

五、值得关注的风险和问题

尽管中国经济出现了明显的企稳向好局面,V型反弹的基本格局已经形成,但我们必须关注若干存在的风险,以及亟待解决的问题。

1. 外部经济恢复进程的不确定性。世界经济自 2009 年下半年基本上进入了一个降幅减缓的大格局,但是在这一过程中仍然存在降幅加大、不利因素增加、反复波动的可能。造成这种可能的原因是多方面的,它既可能是地区性的国际政治军事冲突,也可能是部分国家发生突发事件,还可能来自于发达国家,尤其是美国,若干地区和部门经济基本面的继续恶化。比如说美国加利福尼亚州由于地区财政情况不断恶化,今年9月有可能出现比较大规模地收缩地方开支,从而导致实体经济的下滑;而由于制造业恢复较慢,美国以制造业为主的个别地区,如底特律、芝加哥一带,失业的情况仍在恶化,这可能会带来下半年局部的金融冲击和企业运行状况的恶化。对于这种可能性,我们应该给予充分的重视。

2. 社会投资能否继续快速地跟进政府投资。 这一轮 V 性反弹的主要动力是政府主导的固定资 产投资,但种种迹象表明,在这一过程中,社会投资 也在比较快速跟进(见图 4,在固定资产投资资金来 源中自筹资金与国家预算内资金投入的增长率变化 情况近期基本保持同步)。但是,这一趋势能否维 持,尤其是在明年年终以后能否有大幅度的上升,从 而弥补政府主导的投资增长势头的下降,这是特别 值得我们关注的。社会投资能否跟进的担忧还来源 于当前普遍存在的生产能力过剩的困境,生产能力 过剩使得民间投资对经济恢复的信心尚未完全恢 复,同时节能减排、环保等要求的提高又使得民间投 资的空间有所下降。相关的政策和体制改革也需要 跟进,包括想方设法促进民营企业进入一些对他们 尚未开放的部门,以及扩大对民营企业和中小型企 业的融资等。社会投资能否较快跟进,是本轮经济 增速上升、V型恢复的最根本的标志。对此,我们应 该给予最高度的关注。

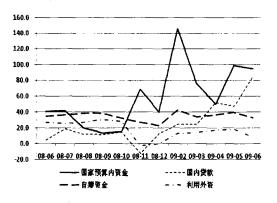


图 4 中国固定资产投资各资金来源同比增长率 2006.2~2009.6(未调整价格,%)

注:(1)均缺少一月份数据,2月数据实际上是1-2 月累计;(2)由于无法获取月度固定资产投资价格指数, 且本图目的是比较不同资金来源之间的增长关系,故未 作价格调整;(3)数据来源于中国国家统计局。

3. 投资质量的问题。在大规模政府主导的固定资产投资中,部分投资项目质量低下是难以避免的。投资质量低下的一种表现是重复性建设。比如风力发电,近年来吸引了大量的投资项目进入,全国已形成80多家风机设备生产公司,而国外风电设备生产公司仅有10家,显然如此众多的风电设备投资不可能都有很高的盈利率,相当一部分投资将面临回报率低下甚至亏损。投资质量低下的另一个原因是基础性建设投资过于超前。如部分省市的高速公路建设,可能存在着投资过早过快的问题,在高速公路建设,可能存在着投资过早过快的问题,在高速公

路完工之后可能面临流量不足,从而造成回报率低下的困境,城市地铁建设也面临类似的问题。对此,各个方面应该有充分的估计和准备:各融资机构,包括商业银行,对此需要增加呆账的拨备;各投资方也需要明确投资者的责任,以便于在投资回报率低下的情况下进行项目的重组调整和再融资。

4. 部分地方政府公共财政状况不容乐观。在 这轮投资的热潮中,地方政府扮演了重要的角色。 从总量上讲,中央政府 4 万亿财政刺激方案仅仅是 总体投资的一小部分,而大部分是由地方政府主导 的公共投资项目所完成的。根据我们调研的结果, 不少地区成立了城市投资公司,获得了地方政府的 潜在担保,并以此担保向银行贷款进行投资。但是, 近年来中央财政的增长速度比较快,而很多地方政 府则已经陷入了财政收支的困境。在国际金融危机 爆发之前,很多地区的地方政府公共财政情况本来 就不容乐观。地方公共财政恶化的一个表现是许多 公共投资项目在实施之前是规定由地方政府寻找配 套资金的,但我们的调研发现,事实上这些配套资金 往往无法到位,或者是将同一笔资金反复用作不同 项目的配套资金。在这种情况下,也造成了许多工 程项目不能完工,或者工程质量达不到设计要求等 问题,很多县、乡、村也因此背上了沉重的财政包袱。 对此,中央政府应该给予高度的关注,要做好一定条 件下,中央政府补贴地方财政的准备。

5. 闲置货币和资产价格泡沫化问题。首先,上半年已经发出了7.4万亿贷款。我们把全国固定资产投资的资金来源和人民银行公布的贷款流向结合起来进行分析,发现这7.4万亿贷款尚未形成固定资产投资,而大概有1.45到2.97万亿,即19.6%到40.2%的贷款处于闲置状态(见图5)。这些"闲置货币"对经济会产生各种不利的影响(周学,2009),应当引起我们充分的重视。

可能正是在这些"闲置货币"的作用下,这轮经济反弹的一个重要特点是股票市场先于整个经济的反弹,而房地产市场也在今年2季度初开始了反弹。股市和房地产价格的上升,无疑对整个经济的回升起到了提振信心的重要作用。但是,我们必须予以重视的是股票价格已经远远超过了其基本面所能够长期维持的价格水平,7月23日的流通A股平均市盈率已达38倍,[®]许多股票的市盈率更是达到了100以上(共342家公司市盈率大于100,780家大于平均市盈率水平)。在这种情况下,股票市场一定不可能长期维持,而股票市场的下降又会带来一系

列的问题。其中一个问题就是在当前信贷扩张的情况下,不可避免的是有相当一部分银行信贷流入了股市,尤其是在 4、5 月份后流入股市的那部分。一旦股票市场的泡沫破裂,股票价格下降,这部分在股票市场价格相对较高时进入股市的银行贷款资金将面临着巨大的损失。这不仅会对银行贷款的质量造成巨大冲击,而且也会影响到这些贷款所原本支持的固定资产投资项目的完工。

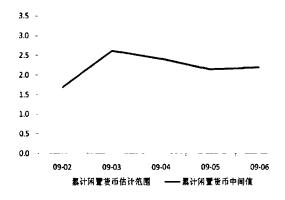


图 5 中国 2009 年以来累计信贷闲置货币估计

注:计算方法为上半年累计新增贷款一上半年固定资产投资中资金来源(银行贷款+自筹资金一企事业单位自有资金一地方财政支出),其中地方财政支出为按照历史中央财政支出与地方政府财政支出估计出的当期可能的地方/中央财政支出比值,然后用投资来源中的国家预算内资金乘以这一比值得到地方财政预算内资金。考虑到地方财政支出的部分也可能来自贷款,因此我们取值为"0~地方财政预算内资金"这一区间。

资产价格上升的另一个表现是房地产价格的上升,房地产价格上升更主要的是社会问题和竞争力问题。当前某些大城市,尤其是特大城市的房地产价格已经远远超过居民的承受能力。在这样的背景下,房地产价格高企以及它所带来的地价的高企,引发了广大民众的议论和不满。更重要的是,由于房屋是企业和相关机构成本的重要组成,如此高的房地产价格将导致相关地区用工成本、住房成本的提高,极大削弱了相关城市的竞争力,因此必须加以重视。

6. 通货膨胀的预期。随着大量银行信贷和流动性的扩张,很多人担心通货膨胀在不久的将来将会光临中国经济。我们的分析认为,这种可能性是存在的,但是并不是最重要的,对于通胀的预期可能比实际通胀更为可怕。因为中国经济的基本问题是生产能力过剩,如此巨大的信贷扩张,最有可能的是流入了资产市场,进而带来资产价格的上升。但是,

如此之高的信贷所带来的需求上升,不太可能在产品市场上造成巨大冲击,因为绝大部分产品市场都存在产能过剩、需求相对不足的局面。通胀最有可能的来源是资源性价格的上升,如原材料和土地价格的上升,以及由此带来的工资的上升,这种成本推动型的通货膨胀很可能成为通胀的主要成因。在这种情况下,对于通胀的预期所带来的危害将会是非常大的。在通胀预期的作用下,资产价格会继续攀升,同时也会带来一系列经济决策的扭曲,比如大家对资源型产品的需求不断高涨,囤积资源性产品的现象也可能发生。因此,合理控制通胀预期是非常重要的、值得关注的一项工作。

六、可以考虑的对策

面对这一系列风险和潜在的问题,理论界和政策界需要集思广益、深入研究,从而提出一系列的可供选择的方案。根据以上的分析,我们提出以下政策建议,供参考。

- 1. 巩固和扩大已有的成果。由于这轮经济反弹的基础尚不牢靠,需要继续落实已有的财政、金融刺激方案以及产业振兴重组计划,调整基本的政策取向为时过早。尤其值得关注的是要落实一系列的已经出台的产业振兴重组计划。落实好这些产业振兴重组计划,不仅是有利于提升这些产业的活力,增加这些产业增长的动力,而且也利于这些产业长期的健康发展。同时,在财政政策和货币政策基本取向不变的条件下,应当注重经济结构调整。例如加强对贷款去向的控制,加紧落实贷款的拨备,并强化对财政刺激方案中投资的进度和质量的监督,并逐步探讨建立以信贷为主要调控工具的动态调控模式(周学,2009),以满足国民经济长久发展的需要。
- 2. 密切关注国际形势的发展,出台各种应对的备选方案。由于国际经济形势尚不稳定,今年9、10月有可能出现一些比较重要的变化。根据经验,9、10月是西方发达经济在夏季之后,信息量最大、决策最密集的季节,因此尤其要注意这段时间的国际经济形势的变化。我们认为,比较有可能出现的金融方面的波动是美元汇率的较大幅度贬值,以及美国国债市场价格的下降。对此我们建议,要谨防人民币升值的压力。在美元迅速贬值的大前提下,出于各种国际经济的考虑,人民币对美元适当的升值也许在所难免。但是我们要对外贸企业推出相应的措施,包括减税、退税等,帮助他们应对人民币升值的压力。另外,面对美元贬值、美国国债价格下降的

可能,我们应该在外汇储备方面事先做出调整,以备不测。当然,在这一过程中需要向美方阐明我国所面临的金融风险,并积极与美方谈判,争取相关的战略利益。

- 3. 中央财政宜更加积极主动。目前中央财政 尽管财政税收增幅减少,增加财政收入的困难很大, 但是基于宏观经济整体的考虑,以及中央财政长期 状态的考虑,可以考虑采取更加积极的态度。对于 一个国家而言,其中央财政不仅要看短期的收支,更 主要看它的长期资产负债表,而根据上面的分析,我 国中央财政的资产负债表是非常健康的。在这种情 况下,中央在短期内增加一些赤字、多发一些国债, 用于支持经济结构调整和应对国际金融危机,不仅 有必要而且非常合理。我们建议扩大中央财政债券 的发行,尤其是可以考虑在香港扩大以人民币计价 的中央财政发债,这样不仅可以推进人民币国际化 的进程,因为人民币国际化的重要障碍就是缺乏高 质量的、信誉良好的、固定收益的金融工具;更重要 的是发行国债可以为未来减持国企资产、进行新一 轮国有企业改革提供最有力的承诺。财政方面,我 们建议考虑进行结构性减税改革,结构性减税不仅 是为了应对金融危机冲击,更是为了合理化我国财 政税收结构。例如个人所得税的改革,可以考虑在 若干地区将目前分项征收的个人所得税转变为对综 合收入的征税,同时大幅度降低税率,这样不仅可以 增加个人所得税的税收总额,而且可以减轻相关企 业的税收负担,促进服务性企业的发展。同时,我们 建议中央财政应该更多地向地方财政倾斜,因为利 用扩大了的短期财政支出来减轻地方财政包袱,化 解地方政府由于财政困难所带来的各种矛盾,并帮 助地方财政更加规范地运行是非常有意义的。
- 4. 积极应对股市价格上涨过快所带来的问题。 股市价格上涨过快这是不争的事实,对于这一问题, 应该逐步的、合理的、艺术性的解决。如果股市价格 迅速下降,这对整个宏观经济,尤其是对近期内进入 股票市场的信贷基金,毫无疑问会造成重大的损失; 但是股市价格的继续高速上涨,也会带来一系列问 题。因此,我们建议应该尽快推出创业板,同时推出 一批 IPO 企业,并进一步落实对上市公司信息披露 和现金分红制度的要求。其中,现金分红制度对于 股票市场投资者的理性化进程尤其重要,当前股民 主要的回报来源是股票价格的上涨,而不是现金分 红。如果能够落实现金分红制度的话,将会为股市 的健康理性发展提供有力的支撑。

5. 研究探讨"二次房改"。当前全国性的房地 产价格上涨,尤其是部分特大城市房地产价格的上 涨引起了广泛的关注。对于这一问题,我们建议,短 期内要采取各种措施防止房价不合理的上升,比如 说限制资金进入房地产市场的开发,限制无资质的、 非房地产企业拍卖土地和进行房地产开发,收缩二 套房的贷款政策,对投机性住房的投资进行一定限 制等。更重要的是要积极研究新一轮的房地产改 革,我们称之为"二次房改"。二次房改的基本想法 是由各地方政府为主体,进行大规模的廉租房和平 租房投资,其对象是中层和中低层收入群体,覆盖面 应该达到某些城市一半以上的居民,而房租可以略 高于包括土地价格在内的房屋成本所蕴含的租金。 实施新一轮房改的好处一是可以缓解社会矛盾,二 是能够提高城市竞争力,三是为相关城市提供了长 期的可持续的公共财政,这部分由政府控制的廉租 房和平租房可以成为长期的公共财政基础。

6. 实施绿色产能革命。中国经济当前的基本 格局是产能过剩,产能过剩是高国民储蓄带来的。 投资的迅速上升使产能过剩更加严重,但是消费在 短期内又比较难以提升。为保证国民经济的高速发 展,我们建议,中国经济在未来十年可以考虑进行一 场绿色产能革命,有计划、有布置地通过财政补贴、 提高环保要求以及调整资源价格,来推动全社会对 现有生产能力进行淘汰更新改造。根据测算,中国 整个生产能力所占用的资本量大概是 GDP 的 2.5 倍,假如其中有一半的产能通过更新改造、转型换代 变得更加绿色的话,如果我们准备用十年来完成这 场绿色革命,就意味着平均每年至少应该对占 GDP10%的产能进行更新改造和绿色化。这么大 规模产能投资所带来的内需无疑能在很大程度上替 代外部市场的需求,从而在未来十年里长期拉动中 国经济增长。

7. 发挥地方政府积极性,启动新一轮改革热潮。我们所面临的金融危机,凸显了中国经济许多尚未到位的制度和结构问题,这些问题显然需要深入的改革来解决,如户籍改革、资源定价改革、税收体制改革等等。而新一轮改革的突破口,最有可能是来自一些具有改革意识,同时也最迫切需要改革的地方。所以,新一轮改革的基本方向应该是鼓励一批地方政府因地制宜地进行改革,中央在总结和修正地方政府经验的基础上加以推广。新一轮改革的重点则是与城市化相关的政策,以及与资源环保、节能减排和低碳发展相关的政策。这些改革完全可

以由地方政府来实行,而那种以立法为起点和突破口的改革在中国现有的环境下可能比较困难,也不应该是未来改革的主要形式。过去几年的经验表明,以立法为先导的改革往往会处于理念性改革的困境,实施起来存在诸多问题;而且此类立法一旦出台,出于对法律的尊重和严肃性的考虑,即便是错误的,也很难加以纠正。此类教训应当仔细汲取。

七、结语

本文分析了当前宏观经济的基本形势。我们认为中国经济已经基本走出低谷,进入了一个比较明显的 V 型反弹通道。这轮 V 型反弹的主要动力是来自于固定资产投资和信心的恢复,处于高速增长的全社会消费是其辅助因素。而这一轮反弹的深层原因则是中国经济目前正处在高速增长的周期,以及 30 年改革开放积累形成的市场经济和发展型政治经济体制。另外,不可否认的是国际环境相对较快的逆转速度也是这一轮 V 型反弹的重要原因。

本文还建立了一个以资产价格为核心的新宏观 经济分析框架,这一框架可以从理论上解析和说明 金融危机之后经济刺激政策的重要作用。

在可喜的中国经济 V 型反弹的大格局下,仍然存在着一些比较明显的风险和问题,包括外部经济恢复中的波动和反复、民间投资能否迅速跟进、固定资产投资质量问题、部分地方政府公共财政恶化以及资产泡沫化等等问题。

根据这些分析,我们建议,下一轮经济政策调整 的方向:一是要巩固已有的成果,落实已经出台的各 种各样经济刺激方案;二是要特别关注国际经济形 势在今年第三季度可能出现的种种新波动,做好相 应的预案,尤其是要注意美元在9月份出现迅速贬 值的可能性;在财政上要采取更加积极的措施,中央 财政要向地方财政倾斜,积极扩大国债的发行,以此 奠定中国经济长期发展的基础;对于股市,要采取比 较艺术的、渐进式的调整方式,逐步增加资产的供 给,力求股市的平稳发展,避免大起大落;在房地产 市场,我们积极主张进行"二次房改",其主要方向是 由政府主导的大规模的廉租房和平租房供给;同时, 我们建议要进行绿色产能革命,用以支持未来十年 的经济发展;最后,我们还建议要重启新一轮以地方 政府为主导的自下而上的改革,这轮改革如果得以 成功推进,对中国经济的未来发展将会起到十分重 要的作用。

我们相信,中国经济的发展前景是光明的,我们

应该能够在不久的将来就走出这一轮经济调整,实现经济的全面恢复。

注:

- ①从外贸依存度的角度看,在 2007 年 GDP 总量(2000 年美元计价)大于 5 千亿的国家和地区中,中国的外贸依存度(进出口总量占 GDP 的比重)位列第三,仅次于韩国和德国,而高于美国(2006 年数据)、日本(2006 年数据)、英国、法国、印度、巴西、墨西哥等国;而根据测算(陈柏福,2008),我国的经济开放度在 1986~1999 年间一直略低于世界同期水平,但 2000 年之后陡然增长,不仅高于同期世界水平,也远高于美、日等经济强国和印度、俄罗斯、巴西等发展中大国,甚至是印度的 2.48 倍。
- ②据中国汽车工业协会统计分析,2009年6月,在乘用车主要品种中,与上月相比,除交叉型乘用车销量略有下降外,其他品种均呈现不同程度增长,其中运动型乘用车(SUV)增速位居前列;与上年同期相比,乘用车各品种均呈现一定增长,其中轿车和交叉型乘用车增速居前。
- ③《中华人民共和国教育法》要求中央和地方政府都要切实保证教育经费实现"三个增长",国务院也提出了"逐步提高国家财政性教育经费支出占 GDP 达到 4%"的目标。但实际上,我国国家财政预算教育支出仅占 GDP 的 3% 左右,且没有完全做到"三个增长",除国家财政性教育经费占教育总经费的比重近年来逐步下降(非国家财政性教育经费的比重逐步上升)外,财政预算内教育支出占财政支出、国家财政性教育经费占 GDP 的比重近年来也均基本保持不变,且在某些年份有所降低。
- ④数据来源:《中国银行业监督管理委员会 2008 年报》和巨灵数据库。
- ⑤此模型是在李稻葵、汪进和冯俊新(2009)分析框架的基础上建立的。
- ⑥1561 家 A 股上市公司(7月23日停盘的42家公司未计算在内)今年的半年报和一季度报(只有很少的公司披露了半年报),将利润额简单调整为全年值,我们可算得全部 A 股上市公司利润额为7818亿元,按流通 A 股所占比例调整后利润额为2529亿元,剔除利润小于等于零的446家公司后,流通 A 股利润总额为2892亿元,按2009年7月23日收盘价计算,流通 A 股市值为10.983万亿元,从而得出流通 A 股市场的平均动态市盈率为37.98倍;如果

直接按 2008 年年报业绩计算可得 A 股市场平均市盈率为 35.24 倍。如果采用总股本计算,则上市公司平均动态市盈率为 31.53 倍,按 2008 年年报,业绩的平均市盈率为 31.2 倍。

参考文献:

Case, Quigley & Shiller(2005), "Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market", Advances in Macroeconomics(1).

Hassapis & Kalyvitis (2002), "Investigating the links between growth and real stock price changes with empirical evidence from the G-7 economies", The Quarterly Review of Economics and Finance(3).

Hufner & Schroder (2002), "Forecasting economic activity in Germany: How useful are sentiment indicators?", ZEW Discussion Paper, No. 02-56.

IMF(2009), "World Economic Outlook", July.

Ivashina & Scharfstein(2008), "Bank lending during the financial crisis of 2008", EFA 2009 Bergen Meetings Paper.

Poterba, J. M. (2000), "Stock market wealth and consumption", The Journal of Economic Perspectives (2).

胡维平,2009:《我国新一轮消费结构升级的障碍与对策》, 《商业时代》第5期。

李稻葵,2009:《未来十年中国需要—场绿色产业革命》,《新财富》第7期。

李稻葵 江红平 冯俊新,2009:《预判国际金融危机之演变》,《经济学动态》第6期。

李稻葵 汪进 冯俊新,2009:《货币政策需对冲市场情绪:理论模型和政策模拟》,《金融研究》第6期。

刘金山,2007:《乘数效应的区际差异》,《财经科学》第6期。 徐茂魁 李伟平 尹利永等,2007:《货币需求、金融资产膨胀与 流动性过剩》,《经济学动态》第9期。

余元全 周孝华 杨秀苔,2008:《资产价格对我国产出的影响——基于 IS-PC 模型的实证分析》,《财经科学》第 1期。

周学,2009:《宏观经济理论创新:从事后调控到事前调控——兼论主要调控工具的转变》,《经济学动态》第6期。

(作者单位:清华大学中国与世界经济研究中心)

(责任编辑:孙宝臣)