



No. C200910

2009-10

总需求 V 型回升

——2009 上半年我国宏观经济与政策述评¹

卢锋

北京大学国家发展研究院

中国经济研究中心

¹本文部分内容在“CCER 开放宏观经济研究组”组会上讨论。在理解很多问题方面借鉴吸收了宋国青教授、周其仁教授等人分析观点和研究成果。李远芳、陈建奇、王健、谢亚、唐杰、刘鋈、杨业伟等课题组成员参加本文讨论，感谢刘鋈、杨业伟、王健帮助收集整理部分资料和数据。笔者文责自负。

总需求 V 型回升

——2009 上半年我国宏观经济与政策述评²

卢锋

北京大学国家发展研究院

中国经济研究中心

内容简介

2009 年上半年我国总需求 V 型回升，在国际金融危机形势下领跑全球增长，也为加深认识我国开放宏观经济规律提供了新鲜实践经验。本文主要利用上半年经济数据以及截至 8 月底公开发表资料，系统观察讨论 V 型回升的事实、根源、问题和政策应对情况，为这个时段宏观经济运行表现和学界不同分析观点提供一个备忘性梳理和描述。本文还探讨 V 型回升对加深认识我国开放宏观经济规律和改进宏观政策的启示意义。

²本文部分内容在“CCER 开放宏观经济研究组”组会上讨论。在理解很多问题方面借鉴吸收了宋国青教授、周其仁教授等人分析观点和研究成果。李远芳、陈建奇、王健、谢亚、唐杰、刘鋈、杨业伟等课题组成员参加本文讨论，感谢刘鋈、杨业伟、王健帮助收集整理部分资料和数据。笔者文责自负。

章节目录

- 1、宏观经济 V 型回升的事实观察
- 2、V 型走势根源探讨和历史比较
 - 2-1、V 型走势观察提出的问题
 - 2-2、我国宏观政策近年演变态势
 - 2-3、四万亿元投资计划和实施情况
 - 2-4、适度宽松货币政策和实施情况
 - 2-5、经济所处发展阶段的有利条件
 - 2-6、财务基础充实稳健的有利条件
 - 2-7、与应对 98 通缩经验比较
- 3、刺激政策成功带来的新问题
 - 3-1、超强刺激措施操作过程派生问题
 - 3-2、超量货币增长与通胀预期影响
 - 3-3、资产价格快速回升和超调风险
 - 3-4、回升过速对大宗商品市场影响
- 4、夏季宏观政策观察
 - 4-1、宏观政策方针稳定不变
 - 4-2、相关宏观部门夏季微调
 - 4-2-1、央行动态微调
 - 4-2-2、银监会加紧监管
 - 4-2-3、证监会 IPO 调节
 - 4-3、宏观政策走势展望
- 5、V 型回升对宏观分析与政策的认识启示
 - 5-1、宏观调控政策工具特征观察
 - 5-2、改进完善宏观政策的现实课题
 - 5-3、总需求 V 型回升的认识启示
 - 5-2-1、我国内需增长与合意总需求关系
 - 5-2-2、货币供应与总需求以及通货膨胀关系
 - 5-2-3、追赶型产能过剩与投资增长关系

引用文献

图表目录

- 图 1、我国钢材月度产量和增长率（2006M1-2009M6）
- 图 2、我国月度发电量和增长率（2006M1-2009M6）
- 图 3、我国工业增加值指数和同比增长率（2006M1-2009M6）
- 图 4、我国制造业采购经理人指数（2005M1-2009M6）
- 图 5、我国汽车销售量（2005M1-2009M6）
- 图 6、我国商品房月度销售额（2006M1-2009M6）
- 图 7、上交所 A 股指数（1997M1-2009M6）
- 图 8、我国固定资产投资同比增长率（2003M1-2009M6）
- 图 9、我国社会消费品零售总额同比增长率（2001M1-2009M6）
- 图 10、我国进出口月度数据（2006M1-2009M6）
- 图 11、我国季度 GDP 同比增长率与预测（1997Q1-2009Q4）
- 图 12、我国月度物价环比指数（2000M1-2009M6）
- 图 13、我国月度物价同比指数（2000M1-2009M6）
- 图 14、我国利率与法定准备金率（2005M1-2009M6）
- 图 15、央行债券余额（2006M1-2009M5）
- 图 16、货币贷款同比增长率（2003M1-2009M6）
- 图 17、货币贷款增量（2007M1-2009M6）
- 图 18、中国城市化与世界平均水平比较（1950-2050）
- 图 19、各国人均 GDP 与城市化水平（2005）
- 图 20、我国基础金属制品业产值与 OECD 国家比较（1993-2007）
- 图 21、我国机械设备制造业产值与 OECD 国家比较（1993-2007）
- 图 22、我国汽车产量占世界比重（1999-2008）
- 图 23、我国规模以上工业企业负债率和利润率（1993-2008）
- 图 24、银行资本充足率与达标银行比重（2003-2008）
- 图 25、商业银行不良贷款率（2004-2008）
- 图 26、我国居民贷款与存款比率（2007M1-2009M6）
- 图 27、美国家庭负债率（1952Q1-2009Q1）
- 图 28、我国国债占 GDP 比重（1994-2008）
- 图 29、我国 GDP 和 CPI 年增长率（1978-2008）
- 图 30、我国广义货币和贷款增长率（1979-2009）
- 图 31、全社会固定资产投资增长率（1982-2009）
- 表 1、四万亿元投资计划提出和实施过程
- 表 2、四万亿元投资分布和演变

总需求 V 型回升

——2009 上半年我国宏观经济与政策述评

本文主要利用截至 2009 年上半年经济运行数据以及截至 8 月底公开发表有关资料，系统观察和评论我国宏观经济最近走势特征、根源、问题和启示。

去年下半年，我国经济面临全球金融危机冲击和增长速度大幅下滑罕见困难。得益于政府强劲刺激政策和经济基本面有利条件，2009 年上半年总需求出现 V 型回升走势，并在年中就增长后劲如何引发新讨论。本文对这个特定时段经济形势演变和学界不同分析观点，提供一个备忘性质的描述和评论。本文还以外需与总需求关系、货币与总需求关系、投资与产能过剩关系为对象，探讨这次 V 型回升对加深认识我国开放宏观经济规律以及改进宏观政策的认识启示意义。

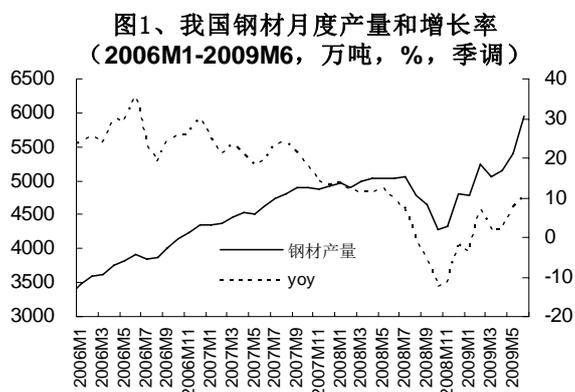
本文分 5 部分。第一节利用相关数据系统描述我国经济 2009 年上半年呈现 V 型回升走势。第二节从刺激政策和基本面条件两个层面探讨我国总需求超预期回升的根源。第三节考察总需求 V 型回升成功转折派生的新矛盾和新问题。第四节观察夏季宏观政策应对总需求 V 型回升演变情况。第五节观察我国宏观政策特点，探讨 V 型回升对加深认识我国开放宏观经济规律和改进宏观政策的启示意义。

1、宏观经济 V 型回升的事实观察

去年年底和今年年初我国经济增长速度快速下滑，推动政府出台空前规模的刺激经济政策，评论人士分析我国宏观经济走势提出 L 型、U 型、W 型、V 型等不同预测观点³。经济刺激政策已实施半年有余，上半年经济数据已经陆续公布，为进一步探讨上述推测观点提供了经验证据。下面通过几方面十多个指标比较系统观察相关经济数据，从事实层面对上述预测观点提出阶段性检验和评估。

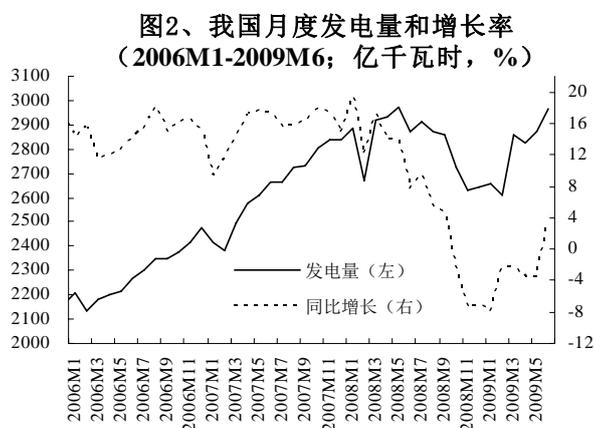
³ 2009 年 1 月 22 日《中国新闻网》刊发一篇题为“U 型 V 型还是 L 型？专家研判 2009 中国经济走势”报道，指出经济学领域常用 U 型、V 型、L 型来描述经济增长的轨迹，并报道几位经济学家署名文章发表不同观点。朱民：“中国经济将呈 V 型调整”，2008 年 12 月 2 日《证券日报》。陈云贤：“中国经济已现 V 型走势征兆”，2009 年 4 月 1 日《中国证券报》。樊纲：“2009 年世界经济走 L 型，中国走 U 型”，2008 年 12 月 30 日《潇湘晨报》。鲁政委：“V 型反弹可能是奢望 中国经济将出现 W 型轨迹”2009 年 3 月 5 日《中国经济时报》。余斌：“此轮经济周期可能呈现 W 型走势”，2009 年 4 月 1 日《中国证券报》。陆红军：“中国经济复苏过程将呈现 W 型”，2009 年 3 月 5 日《中国经济时报》。陈道富：“世界与中国经济呈 W 型复苏概率更大”，2009 年 3 月 5 日《中国经济时报》。银国宏：“中国经济复苏将呈 L 型走势”，2009 年 3 月 5 日《中国经济时报》。曹红辉：“全球和中国经济 L 型将坚持较长时间”，2009 年 3 月 5 日《中国经济时报》。贺铿：“中国经济或迟于美国复苏”，2009 年 3 月 30 日《潇湘晨报》。刘明康：“经济复苏将呈 U 型 银行业风险增加”，2008 年 12 月 15 日《上海证券报》。祝宝良：“8%左右经济增长或持续，未来呈 L 型走势”，2009 年 1 月 6 日《新华网》。王志浩：“今年中国经济的复苏会呈 L 型走势”，2009 年 3 月 30 日《新浪财经讯》。直到 6 月份某报纸进行一项调查，47%基金经理和投研高官认为我国复苏路径是 W 型，38%认为是 V 型（程亮亮，2009）。上述媒体报道未必都能准确反应有关人士对形势判断，然而应能足以说明学界和业内人士去年底和今年初对宏观经济未来走势存在不同类型推测。

第一，从若干关键生产部门产出增长数据以及制造业采购经理指数角度看，宏观经济呈现 V 型走势。图 1 显示钢产量从 2008 年 5 月 5075 万吨下跌到 10 月份谷底 4281 万吨，5 个月跌幅高达 18.5%，但是 11 月开始最早反弹到 4319 万吨，2009 年 2 月突破 5000 万吨达到 5126 万吨，超过下滑前 2008 年 5 月的峰值水平。3 月份略有回调，此后强劲上升，达到 6 月份 5942 万吨月度纪录水平。可见钢产量 V 型走势相当明显⁴。



数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年各期《中国经济景气月报》，经季节调整。

图 2 显示发电量从去年 5 月 2970 亿千瓦小时下降到今年 2 月低谷时 2606 亿千瓦小时，同比增长率今年 1 月低谷时下跌到-7.9%，过去几个月也止跌回升，6 月份增长到 2968 亿千瓦小时，同比增长率改变 2008 年 10 月以来 8 个月负增长“转正为”3.6%⁵，显示 V 型走势特征。



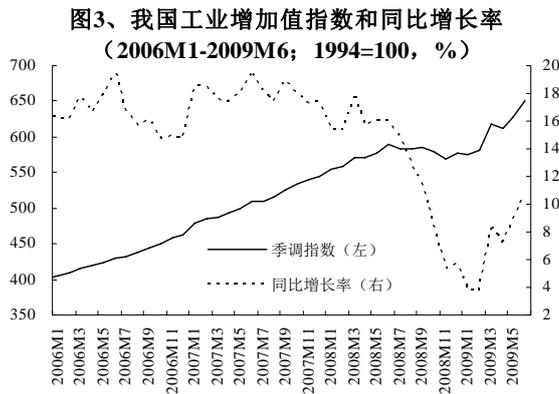
数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年各期《中国经济景气月报》，经季节调整。

图 3 报告工业增加值以 1995 年为基期指数从去年 6 月 598 下降到 11 月的 568，同比增长率从此前 16%-18% 左右下跌到今年 2 月份 3.8%。此后两个指标分别显著回升：今年 6 月份工业指数到回升 650，同比增长率回升到 10.7%，同样

⁴ 钢产量受季节性因素影响集中表现为春节所在月份会显著下调。图 1 报告的是经过季节调整数据。2009 年春节正月初一在 1 月 26 日，如果采用未经调整数据，钢产量会由于春节因素在 1 月份再次下跌，显得似乎更像一个 W 型走势。这个因素对年初判断宏观形势、钢铁供求关系以至铁矿石谈判也许产生某种影响。

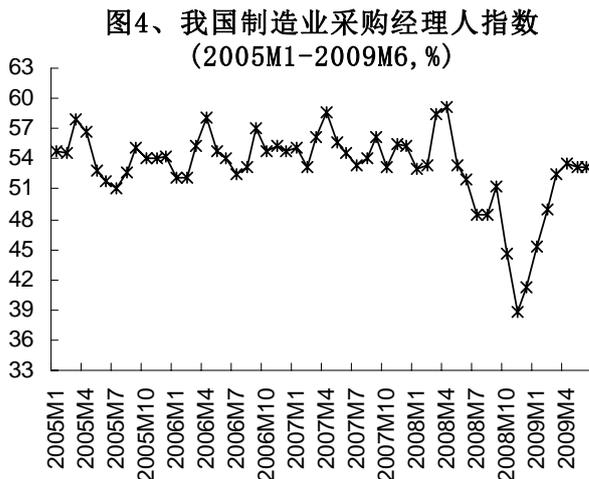
⁵ 有观点认为今年 6 月高温是推动该月发电量上升重要因素。刘鎏（2009）整理分析过去 20 多年有关统计指标月度数据，初步认为气温异常上升可以解释今年 6 月季调后发电量环比增长的 4.8% 左右，即大约 0.25% 个百分点发电量变动。

走出 V 型轨迹。



数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年各期《中国经济景气月报》，经季节调整。

图 4 显示制造业采购经理指数 (MPI) 从 2008 年 4 月 59.2% 下跌到 2008 年 11 月 38.8%，此后强劲回升到今年 4-6 月的 53 上下，V 型走势非常清晰。截止 6 月该指数已经连续 4 个月维持在 50% 这个显示经济景气的临界值以上。测算该指数机构“中采咨询”董事总经理于颖女士告诉记者，按照往来的经验，6 月份 PMI 指数要低于上个月，但今年 6 月还略有上升 (肖明，2009)。



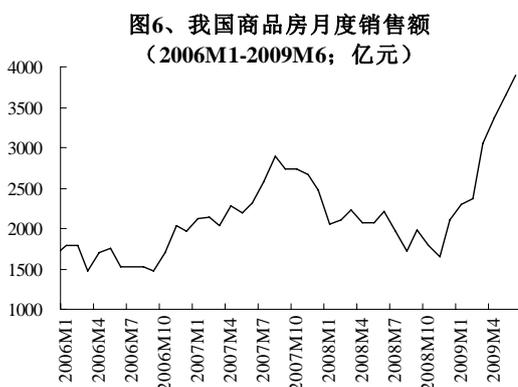
数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年各期《中国经济景气月报》。

第二，从汽车、房地产、股票市场等关键市场表现看，同样清晰显示 V 型走势。图 5 报告汽车销售市场数据显示，我国汽车月度销量从从 2008 年 1 月 92.6 万辆下降到 62.8 万辆，过去 5 个月回升到 111.9 万辆。V 型走势明显。



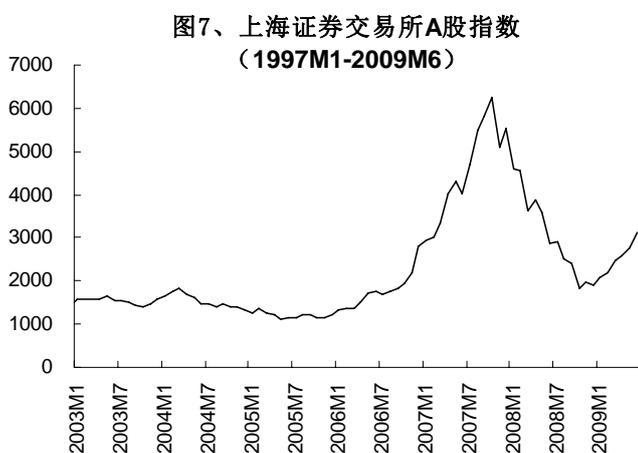
数据来源和说明：数据来自 2005-2009 年《中国汽车工业产销快讯》，经季节调整。

从房地产销售市场情况看，图 6 显示销售额从上次峰值 2007 年 8 月 2898 亿元下降到 2008 年 11 月低谷时 1641 亿元，此后强劲回升今年 6 月 3900 亿元，V 型走势显著。



数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年各期《中国经济景气月报》，经季节调整。

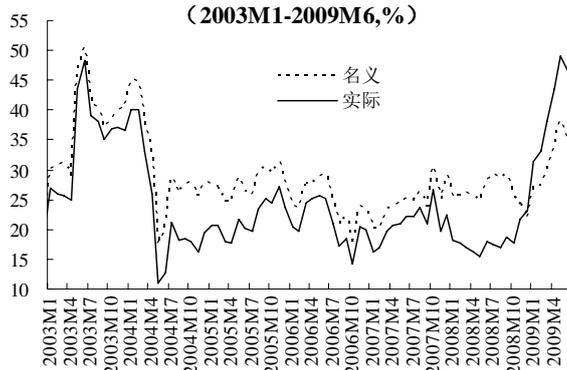
从股票市场看，图 6 报告上海证交所 A 股股票指数从 2007 年 10 月 6251 点下降到 2008 年 10 月 1816 点，此后反弹到今年 6 月 3123 点，增幅约为 80%? V 型走势清晰。



数据来源：CEIC。

第三，从国民经济核算账户若干基本指标角度看，图 8 显示投资从 2008 年 9 月 29% 左右，下降到 2008 年 12 月 21% 上下，但是此后一路回升到今年 5 月份 39.6%，6 月略有下降仍在 35% 高位。实际投资从 2008 年 5-10 月的 15%-17% 低位，上升到 5 月份 49.5%，超过 2004 年查处铁本事件为标志紧缩性调控措施出台时投资增长水平，也成为 2003 年以来月度投资数据最高值，6 月实际投资增长率仍在 46.5% 增长高位。需要指出，一段时期以来我国月度投资数据质量存在较多问题，初步公布结果与后续年度调整数据衔接误差较大，解读具体数值需要预留较大误差区间。即便考虑晚近数月统计存在显著高估可能，投资增长率“此前降幅较小近来回升强劲，呈现‘左短右长’V 型走势”判断应仍能成立。

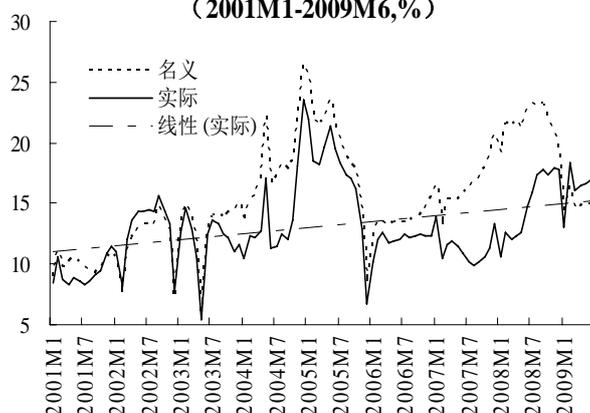
图8、城镇固定资产投资同比增长率
(2003M1-2009M6,%)



数据来源和说明：数据来自 2003-2009 年《中国经济景气月报》，经季节调整。下调了 2008 年以前各年 12 月投资额，使得各年份 12 月投资占全年比重与 2008 年 12 月投资占全年比重相等，并将各年 12 月下调金额按比例分摊在当年 1-11 月中。实际增长率经 PPI 减缩。

从消费角度看，名义同比增长率从 2008 年 9 月 23% 下降到今年 2 月 15%，随后企稳并略有上升。然而上述较大幅度下跌主要由于消费物价指数变动造成。实际零售消费同比增长率从 2008 年 17.8% 下降到今年 1 月 14.7%，随后很快回升到 2 月份 18% 以上，过去几个月维持在 16%-17% 高于趋势值以上水平。从较长时期看，最近大半年我国实际零售消费增长变动幅度较小，显示我国消费对这次危机没有特别显著反应。

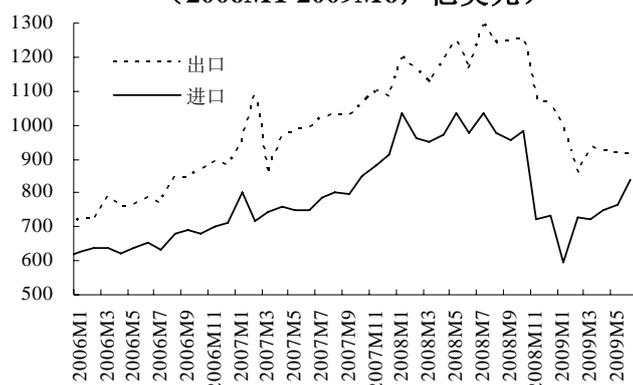
图9、社会消费品零售总额同比增长率
(2001M1-2009M6,%)



数据来源和说明：数据来自 2001-2009 年《中国经济景气月报》，经季节调整。实际增长率经 CPI 减缩。

对外贸易大幅下跌是这次经济下滑的重要特征之一。图 10 报告进出口数据显示，进口从 2008 年 7 月 1039 亿美元下降到 2009 年 1 月 593 亿美元，降幅高达 43%。此后受国内投资和工业增长带动，持续回升到 6 月份 841 亿美元，虽仍低于危机前峰值水平，但是呈现出明显的 V 型走势。与进口在年初企稳后没有显著回升假设情况比较，V 型回升代表 1000 多亿美元进口增量，等于在外国严重总需求不足危机时为我国贸易伙伴提供 1000 多亿美元需求刺激。

图10、我国进出口月度数据
(2006M1-2009M6, 亿美元)



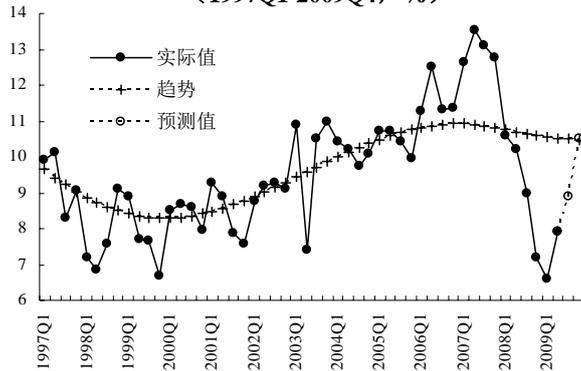
数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年《中国经济景气月报》，经季节调整。

出口从 2008 年 7 月 1297 亿美元下跌到 2009 年 2 月 860 亿美元，3 月份回升到 934 亿美元，但是 4-6 月又微弱下降到 916 亿美元上下。由于外部危机经济环境尚未实质转变，上半年我国出口虽大体企稳但回升乏力，是宏观指标中罕见甚的接近 L 走势指标。在出口受外部危机影响萎靡不振时，我国总需求 V 型回升，说明我国总需求并非注定依赖外需才能实现合意增长。

从 GDP 增长率数据及其预测值角度看，北京大学中国经济研究中心 4 月 25 日举办第 17 次“CCER 中国经济观察报告会”，发布了综合近 20 个研究机构相关分析意见的第二季度“朗润预测”，预测值认为我国第二季度 GDP 增长率为 7%。考虑第 1 季度经济增长率为 6.1%，这一预测结果显示宏观经济预测专家普遍认为经济下滑已经触底。这个当时被认为可能过于乐观的预测，与 2 季度实际增长率 7.9% 对照仍存在较大程度低估。

7 月 25 日第 18 次“CCER 中国经济观察报告会”上，依据 23 家研究机构预测结果汇总的第三季度“朗润预测”认为第三季度 GDP 增长率为 8.9%。有理由认为，如果宏观政策对经济反弹没有及时进行反向政策调整，今年第四季度增长率可能会超过两位数，明年可能出现总需求增长显著偏热局面。如果及时进行政策回调，明天可能出现约 10% 增长率和 CPI 增长 1%-2% 比较适当组合。GDP 在一季度探底后强劲反弹，如果下半年预测不出现大尺度误差，应是提示宏观经济 V 型走势最具有综合意义指标。

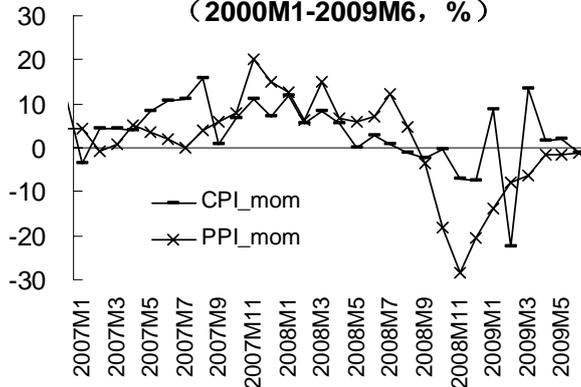
图11、季度GDP同比增长率与趋势
(1997Q1-2009Q4, %)



数据来源和说明：2009年3季度增长率8.9%来自北京大学中国经济研究中心第17次“朗润预测”，4季度增长率10.5%是笔者综合有关预测结果数据所得预测数。其他数据来自2003-2009年《中国经济景气月报》。

第四，从一般物价、就业市场等比较之后宏观指标看，图12数据显示，PPI环比增长率呈现明显V型回升走势，CPI则剧烈波动，绝对水平仍略低于零值。图13数据显示，部分由于去年上半年较高物价增长率派生的所谓“洼地”效应，两个物价指数同比增长率仍处于显著负增长状态。第三季度“朗润预测”CPI预测值为-1.0%。有理由推测年底一般物价增长率会由负转正⁶。

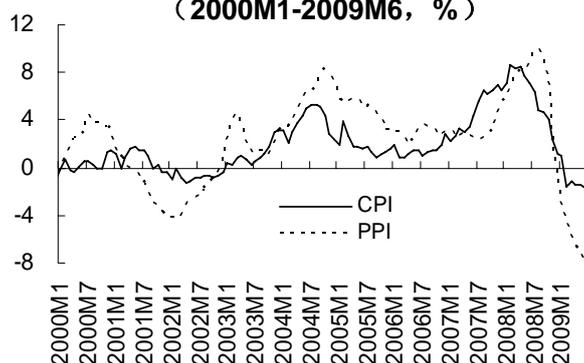
图12、我国月度物价环比指数
(2000M1-2009M6, %)



数据来源和说明：数据来自2006-2009年《中国经济景气月报》，经季节调整。

⁶ 钢材价格在4-7月“已连续15周上涨，7月份更是创下了8年以来最大单月幅度，最近一周建筑钢材市场也出现了罕见的暴涨行情，华北、西部地区部分市场一周内上涨超过400元/吨”（樊婷，2009年）。

图13、我国月度物价同比指数
(2000M1-2009M6, %)



数据来源和说明：数据来自 2006-2009 年《中国经济景气月报》。

最后看比较滞后的就业情况，“人社部数据显示，前三个月新增就业人数增长，分别为 69 万、93 万、106 万个，3 月份数据与去年持平。但是 4 月数据下降到 97 万人。沪、浙、苏、闽下降幅度较大。一些农民工输出大省也传出春节后外出务工农民二次返乡消息。……新增就业不代表能向社会提供同样数量就业机会，这些行业冗员很多，新增岗位主要在行业内部调配，释放到社会上岗位并不多”（郭晋晖，2009a）。

进入 5-6 月以后就业形势加快好转，推动上半年就业数据好于预期。“人力资源和社会保障部新闻发言人尹成基介绍，1-6 月，全国城镇新增就业 569 万人，完成全年 900 万目标的 63%；下岗失业人员再就业 271 万人，完成全年 500 万目标的 54%；就业困难人员实现再就业 79 万人，完成全年 100 万目标的 79%；城镇登记失业率为 4.3%，与一季度末持平。……尹成基表示，中国就业形势呈现出明显的 V 型反弹的局面，下降的很快，但回升的也很好，好于预期”（郭晋晖，2009c）。来自农民工流入大省广东和输出大省安徽用工市场的信息表明，农民工就业明显回暖。8 月 4 日人社部有关负责人在国新办举行的新闻发布会上透露，截至目前，春节前返乡的 7000 万农民工，有 95% 回到城里就业，剩下的还有 5% 在农村就地就近就业、创业。在宏观经济企稳向好的情况下，农民工就业形势开始回暖。年初头痛的是没有订单，现在头痛的是招不到人（邓圩、朱磊，2009）。

不同宏观指标与景气周期领先和滞后关系存在差异，当宏观经济经历周期性转折时，不同指标演变走势不可能完全同步。上述十多种宏观相关指标最近走势可分为三种类型。一是个别情况，如由于外部原因我国出口企稳然而回升乏力。二是少数情况，如一般物价和就业等相对滞后指标，或虽经 V 型回升但绝对水平仍处于负值，或企稳回升较晚较慢。三是基本情况，无论是国民经济核算账户基本指标如 GDP、投资等，还是楼市股市等关键市场指标，抑或具有全局意义工业部门如钢铁、发电生产等，都陆续呈现明显清晰 V 型走势。当然，对于我国这样大国来说，宏观经济复苏在区域、部门、不同经济类型方面都会有差异性和不平衡性⁷。然而就宏观总量关系而言，超出人们早先预期和预测，快速形成和展开 V 型回升轨迹，应是上半年我国宏观经济运行基本特征。

⁷ 例如有评论人士认为“正在展开的 V 型反转只是政府支出的结果，其背后是非政府的 U 形复苏”（傅勇，2009）。

2、V 型走势根源探讨和历史比较

2-1、V 型走势观察提出的问题

去年底我国经济增速大幅下滑收缩，外部环境方面主要发达国家面临罕见金融和经济危机冲击，总需求不足成为制约我国经济增长的主要矛盾和严峻挑战。今年上半年宏观经济 V 型回升，在较快扭转总需求不足方面取得超预期成功。然而在解读其宏观经济超预期增长发生机制以及推测其未来走势方面存在不同观点探讨，关键在于现有 V 型走势在提振总需求意义上是否具有内在动力或可持续性⁸。对此大体存在两种视角不同的互补性观点。

一种观点认为总需求增长不乏后劲。考虑上半年数据显示的经济基本面对刺激政策的强有力反应，宏观经济运行下半年会继续目前 V 型回升轨迹，较快走出前段时期总需求不足局面，甚至可能在半年到一年出现总需求增长偏快偏热问题。依据这一判断，宏观经济运行去年底面临的可能衰退和紧缩的单边风险，正在逐渐转变为经济运行失速紧缩和过速扩张双重风险并存的新局面，需要对上半年超常力度刺激政策适当调减⁹。

另一种观点倾向于担心总需求增长后劲不足。这一观点肯定到目前为止总需求出现回升态势及其积极意义，然而考虑内外部环境不确定性，倾向于假设总需求回升可能是暂时现象，基础尚不稳定。如果不继续实施追加刺激政策，经济总需求难以回升到与我国现阶段潜在总供给大体相近或均衡的水平。考虑总需求不足作为宏观经济基本问题判断在一段时期内不会改变，总需求增长偏快风险在政策前瞻性视野中还不显著，有必要按原定计划继续实施上半年总需求刺激政策。

从有关讨论情况看，担心后劲不足观点较多从以下方面阐述。一是从财政刺激政策与 V 型走势关系角度考虑，倾向于认为目前呈现的 V 型走势主要是去年底以来实施超强力度财政刺激政策结果。担心目前刺激政策效果逐步释放后，经济可能会重回快速下滑困境，因而担心中国经济回升向好基础不稳¹⁰。这方面考虑可表述为“一次性政策效果推论”，即认为 V 型回升源自超常刺激政策，担心效果释放后经济会再次大幅下滑

二是从外部需求与国内总需求关系角度分析，认为中国经济成长面临产能过剩制约，因而在我国出口复苏滞后背景下，目前总需求回升基础不稳，因而应当继续实行一揽子需求刺激政策，防止经济增长可能还会再次下滑探底，走出 W

⁸ 就满足探讨问题可证伪概念要求而言，这里所谓内在动力或可持续性，主要是指提振短期总需求而言，而不是考虑经济结构和增长方式所有短期和长期矛盾因素而言的可持续性。如果把去年底总需求不足导致经济紧缩，比作一个人发生食欲不振或厌食症，讨论厌食症能否实质好转或恢复到正常进食状态，与对象是否还有其他机体或病理上问题相对独立，也不以是否同时解决所有问题为前提。

⁹ 依据国际清算银行分析，即便是经济刚现“绿芽”然而仍在负增长泥潭中挣扎的西方国家，到 6 月份也开始面临退出过晚风险。据记者报道，在 6 月 29 日举行的国际清算银行（BIS）年会上，被称为“全球央行之央行”的 BIS 也开始警告这一风险。当日在其公布的年度报告中表示，各国央行存在着升息过慢和回收流动性过迟的风险，并有可能导致通货膨胀。“历史经验表明，政策制定者害怕过快过早地实施紧缩政策，但这可能导致回收流动性过迟。”报告中这样写道。而 BIS 总裁 Jaime Caruana 在当日的记者会上称：“确实存在刺激政策退出过早的风险，但相比较而言，更大的风险是刺激政策退出过慢和过迟”（赵刚，2009a）。

¹⁰ 如国务院研究中心宏观经济研究室主任李建伟认为，二、三季度经济将反弹，四季度或回落。当前经济好转可能仅仅是一种政策性的反弹，能不能转换为经济的回升，还需要继续观察。在政策拉动下，我国经济会在 2、3 季度出现反弹。但是如果政策力度出现弱化，那么我国经济在第四季度时则有可能再度回落（《中国经济时报》2009 年 6 月 24 日第 5 版）。

型甚或所谓 VVV 型轨迹¹¹。这方面理解可表述为“外需复苏前提论”，即认为“全球经济没有实质性反弹，以外需为主要增长动力的中国经济也不可能迅速复苏”。

三是从历史经验与当前形势关系角度讨论，强调 1998 年那次与外部危机冲击联系的危机，经历 4-5 年增长乏力和通货紧缩的低迷徘徊，类推这次难以通过 V 型回升一气呵成走出紧缩局面¹²。这方面认识可称为“98 通缩经验类推论”。如笔者参加 7 月初参加国家某部门领导召开的宏观经济形势座谈会上，一位经济学家同行发言中强调阐述了这一分析思路¹³。

上面两种观点具有互补性。其中后劲不足观点确有一定依据，并且较多体现了防范紧缩风险增长的审慎性优点。不过考虑经济增长与刺激政策关系关系，考虑我国经济基本面条件，笔者个人认为更有理由采取总需求 V 型回升不乏后劲假说。下面通过考查已有 V 型回升走势驱动根源，展开阐述不乏后劲分析假说观点的依据，同时结合分析探讨后劲不足观点。

2-2、我国宏观政策近年演变态势

可以从两个层面解释我国总需求 V 型回升走势形成根源和机制。直接根源是以投资和消费为主轴的财政刺激政策和全方位宽松货币政策较快发生效果，深层根源则是受我国所处快速追赶阶段及基本经济主体良好稳健财务状况等基本层面条件支持。下面首先观察近年宏观政策演变大势，然后考察 4 万亿元投资计划和信贷扩张情况，接着讨论我国经济发展基本面因素支持作用，最后在比较目前需求刺激和上次反通缩时间基础上探讨“98 通缩经验类推论”观点。

近年宏观经济走势大体是：2008 年 7 月中央经济工作会议把对宏观经济政策做出显著调整，从此前“双防”¹⁴调整为“一保一控一抑”¹⁵。针对 2008 年 9

11 如王一鸣认为“出口大幅下滑不可逆转。出口动力消失，中国 GDP 增速很难在 2-3 年内恢复到金融危机前水平。……希望在政策上调整，使中国经济形成一种内生经济增长机制，靠自身力量维持 7-8% 增速水平（《第一财经日报》2009 年 6 月 29 日 A6 版）”。又如世界银行中国办事处研究人员认为，目前面对未见乐观的外部经济形势，中国经济在未来一段时期将遭遇出口下滑、就业压力升高、利润下降、市场投资低迷和经济增长放缓诸多困难。如果全球经济没有明显的实质性反弹，那么以外需为主要增长动力的中国经济也不可能迅速复苏。预测 2009 年 GDP 增长 6.5%，比 2008 年 11 月预测值下调 1 个百分点。其中政府主导 GDP 贡献为 4.9 个百分点，其中三分之二来自政府主导型投资，其他来自政府消费（《中国经济时报》2009 年 6 月 19 日第 2 版）。再如 7 月初国务院召开专家咨询会，来自央行、国家统计局、国务院发展研究中心、中国社科院、中金公司、中信证券等多家机构的权威学者与会，就宏观政策发表了建议。有与会专家对 CBN 表示，专家建议，在世界经济仍然充满不确定性、过去拉动中国经济高速增长的外部需求仍然难以复苏的背景下，中国积极的宏观经济政策应当继续执行，包括积极的财政政策和适度宽松的货币政策（《第一财经日报》2009 年 7 月 8 日第 1 版）。夏斌认为：“中国经济严重下滑的原因，固然有自身经济周期需要调整的原因，但主要的、直接的原因是受金融危机影响，整个全球贸易增长严重萎缩，中国外需严重减少引起的。这是分析当前中国经济发展的基本逻辑框架。而美国和世界经济的持续低迷，决定了今后几年内中国经济持续稳定高速增长的基础是不牢固的”（夏斌，2009）。

12 2009 年 2 月 14 日，在北京大学举行的“C C E R 中国经济观察”第 16 次报告会上，王庆分析说，一方面，1997 年亚洲金融危机发生后，第二年初就出现因财政刺激信贷开始增长的现象，但八九个月后，信贷增长势头开始触顶，随后因出口增长的进一步下滑，信贷增长没能持续下去。同样在 2000 年—2001 年全球经济因纳斯达克泡沫破裂出现经济衰退的时候，也出现类似现象。从基本面看，现在我国整体出口前景比那个时候更加严峻，所以很难想像，快速的信贷增长能持续下去（张娜，2009）。

13 研究人员可能会从其它角度阐述 V 型走势内在动力不足。如有评论人员从我国经济增长仍面临深层矛盾困扰，如经济结构不合理、缺乏创新能力等，因而由此推论目前经济回升基础不稳。这些深层结构性问题都很重要，并且更多需要通过改革完善经济体制和微观机制加以应对。然而应对解决这类深层结构问题，毕竟与侧重总需求与总供给关系的宏观管理政策、与目前保内需促增长政策主要应对总需求不足问题，具有相对独立性。

14 2008 年 3 月温总理在政府工作报告中指出：“2008 年的经济工作，要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务”。同时在报告中还指出：“鉴于当前

月后美欧金融危机深化和我国经济增速加快下滑形势，11月5日国务院常务会议决定，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并确定促内需、保增长十项措施。在随后半年多时间，政府还配套实行多方面鼓励需求政策，使2009年上半年前后成为实行需求刺激政策范围最广、密度最高、力度最大时期。

十项措施包括加快建设保障性住房，农村基础设施以及铁路、公路和机场等重大基础设施建设，医疗卫生、文化教育事业，生态环境建设，自主创新和结构调整，全面实施增值税转型改革，加大金融对经济增长支持力度等广泛内容¹⁶。在实施过程中进一步增加和充实了降低房地产交易税、降低汽车购置税、提高出口退税率等内容，还提供400亿元财政补贴开展家电、农机、汽车、摩托车下乡促销活动¹⁷。作为经济刺激政策一个部分内容，政府在2009年年初还决定实行十大产业振兴计划¹⁸。

还有其它很多部门性刺激经济措施，如下文将系统介绍的适度宽松的货币政策措施。另外比较具有全局含义的包括就业政策调整。例如，“从去年9月到今年2月，中国政府5个月出台7个保就业文件，密集程度历史罕见。目的是通过轮班工作、在岗培训、调整工时、协商薪酬等方式稳定岗位，努力做到不裁员、少裁员。7文件中力度最大的是12月人社部、财政部、税务总局下发《关于采取积极措施减轻企业负担稳定就业局势有关问题的通知》，明确了减轻企业负担稳定就业岗位相关政策，业内概括为“五缓四减三补两协商”，缓缴和减免社会保险费等于给困难企业提供一笔无息贷款，通过失业保险资金提供的补贴困难实现对员工轮休和培训，部长尹蔚明认为，通过这些措施预计稳定2000万个岗位

国内外经济形势发展的不确定因素较多，要密切跟踪分析新情况新问题，审时度势，从实际出发，及时灵活地采取相应对策，正确把握宏观调控的节奏、重点和力度，保持经济平稳较快发展，避免出现大的起落。”¹⁵国务院2008年8月27日向十一届全国人大常委会第四次会议提交的报告指出，下半年将把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控首要任务，把抑制通胀放在突出位置。要进一步促进资本市场稳定健康发展，强化跨境资本流动监管，防范系统性金融风险。

16 进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施具体内容：一是加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。二是加快农村基础设施建设。加大农村沼气、饮水安全工程和农村公路建设力度，完善农村电网，加快南水北调等重大水利工程建设，并病险水库除险加固，加强大型灌区节水改造。加大扶贫开发力度。三是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路，完善高速公路网，安排中西部干线机场和支线机场建设，加快城市电网改造。四是加快医疗卫生、文化教育事业。加强基层医疗卫生服务体系建设，加快中西部农村初中校舍改造，推进中西部地区特殊教育学校和乡镇综合文化站建设。五是加强生态环境建设。加快城镇污水、垃圾处理设施建设和重点流域水污染防治，加强重点防护林和天然林资源保护工程建设，支持重点节能减排工程建设。六是加快自主创新和结构调整。支持高技术产业化建设和产业技术进步，支持服务业发展。七是加快地震灾区灾后重建各项工作。八是提高城乡居民收入。提高明年粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准，增加农民收入。提高低收入群体等社保对象待遇水平，增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担1200亿元。十是加大金融对经济增长的支持力度。取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模，加大对重点工程、“三农”、中小企业和技术改造、兼并重组的信贷支持，有针对性地培育和巩固消费信贷增长点。初步匡算，实施上述工程建设，到2010年底约需投资4万亿元。为加快建设进度，会议决定，今年四季度先增加安排中央投资1000亿元，明年灾后重建基金提前安排200亿元，带动地方和社会投资，总规模达到4000亿元（“温家宝主持国务院常务会 确定扩大内需十项措施”《新华网》2008年11月9日）。

¹⁷温家宝总理在2009年3月5日“政府工作报告”中指出：“做好‘家电下乡’、‘农机下乡’、‘汽车、摩托车下乡’等工作，把中央财政的400亿元补贴资金用好用活，使企业增加销售、农民得到实惠”。

¹⁸从1月14日起至2月25日，历经41天国务院召开6次常务会议，出台了具体调整振兴规划的十大产业，实施时间将从2009年至2011年对钢铁工业、汽车工业、纺织工业、装备制造、船舶工业、电子信息产业、轻工、石化、有色金属、物流等十大产业实施振兴计划，通过减税、投资、产业引导等措施，帮助这些行业开拓市场、技术升级、产业重组，从而得到更好发展。

(郭晋晖, 2009b)。

2-3、四万亿元投资计划和实施情况

去年底开始实行经济刺激计划内容广泛, 出手快、出拳重、措施实。从宏观经济分析角度观察, 通过财政政策实行四万亿元投资和其它支出计划, 适度宽松货币政策推动信贷高速扩张, 构成理解短期宏观经济刺激作用的两大关键因素。

去年 11 月国务院常务会议提出四万亿计划。那次会议在全面部署刺激经济十项措施基础上, 对实施这一计划所需财务费用规模提出初步匡算, 指出“实施上述工程建设, 到 2010 年底约需投资 4 万亿元。为加快建设进度, 会议决定, 今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元, 明年灾后重建基金提前安排 200 亿元, 带动地方和社会投资, 总规模达到 4000 亿元”。于是四万亿投资成为财政刺激政策的关键内容。表 1 列举截至 2009 年上半年中央有关部门通报计划内容和项目推进的部分事例。

表 1、4 万亿元投资计划提出和实施过程

2008 年 11 月 5 日	国务院常务会议	做出 4 万亿投资决定
2008 年 11 月 27 日	国务院新闻办新闻发布会	国家发展改革委主任张平介绍了 4 万亿投资的一些细节
2009 年 5 月 21 日	国家发改委网站	公布了 4 万亿投资的投向构成及资金来源
2009 年 5 月 27 日	国务院新闻办公室新闻发布会	中央纪委常委、监察部副部长王伟, 发展改革委副主任穆虹, 财政部副部长张少春, 审计署副审计长董大胜介绍中央扩大内需促进经济增长政策落实检查情况
2009 年 6 月 4 日	财政部新闻办公室	公布截至 5 月 31 日中央财政已累计下达的 2009 年中央政府公共投资数据

所谓四万亿元概念, 大体指 2008 年底之后两年多时期, 政府承诺用于经济和社会建设投资和支出总额。计划所需资金将从不同渠道筹措。根据 2009 年 5 月 21 日国家发展改革委网站公布信息, 4 万亿元中 1.18 万亿元是“新增中央投资”, 其它投资 2.82 万亿元来自“地方财政预算、中央财政代发地方政府债券、政策性贷款、企业(公司)债券和中期票据、银行贷款、吸引民间投资”。

表 2 报告有关部门两次公布的 4 万亿投资部门分布情况, 可见该计划涵盖经济建设和社会发展广泛部门, 资金投放比较集中在居民保障房建设、城乡基础设施建设投资、医疗卫生和社保支出、四川汶川地震灾后建设等若干重要领域。比较有关部门 2009 年 5 月和 2008 年 11 月公布的投资支出构成, 可见第二版计划加大了对医疗卫生、廉租房等民生领域投资, 更加重视对自主创新和结构调整资助。

表 2、四万亿元投资分布和演变

	资金概算	
	2008 年 11 月 27 日公布	2009 年 5 月 21 日公布
总计	40000	40000
廉租住房、棚户区改造等	2800	4000
农村水电路气房等民生工程 and 基础设施	3700	3700
铁路、公路、机场、水利、城市电网	18000	15000

医疗卫生、教育文化等事业发展	400	1500
节能减排和生态建设工程	3500	2100
自主创新和产业结构调整	1600	3700
汶川地震灾后恢复重建	10000	10000

中央投资计划安排是：“2008年4季度新增投资1040亿元，2009年安排新增投资4875亿元，2010年预计安排新增投资5885亿元”（刘琳，2009）。在评估2009年1季度末投资情况时，有关部门负责人指出，一季度投资1300亿元，加上四季度约1000亿元投资，已落实2300亿元中央新增投资，需要地方相应配套1700亿。当时“中央预算内投资资金到位率94.01%，地方配套资金到位率47.98%”。

如果把积极财政政策内容归结为应对2008年下半年国内总需求增速下滑和全球危机深化而额外增加的财政支出，那么四万亿元是否应当全部看作严格意义上的积极财政政策支出增加还需要进一步讨论。四万亿元计划一些项目如四川地震灾后重建，部分可理解为即便没有总需求下滑中央政府也会提供的重灾救助投资。另外计划中预期带动民间投资，大体可看作是刺激政策预期的乘数效应。比较严格意义上积极财政政策支出规模，在概念上应指针对总需求增速快速下滑新形势额外追加的中央投资，还要包括中央代地方发债融资投资部分，另外或许还应包括刺激经济环境下对地方政府各类投融资平台操作较为宽容默许带来的投资增量。

上述意义的积极财政支出数量很难准确估算，粗略估测至少应包括三部分内容：2008年四季度1040亿元投资；2009-2010两年新增投资；2000亿元财政部代地方政府发债，假定在2009-2010年间平均支出。这样看来，在2008年四季度与2009年共5个季度，边际增量意义上财政刺激支出大约为6915亿元

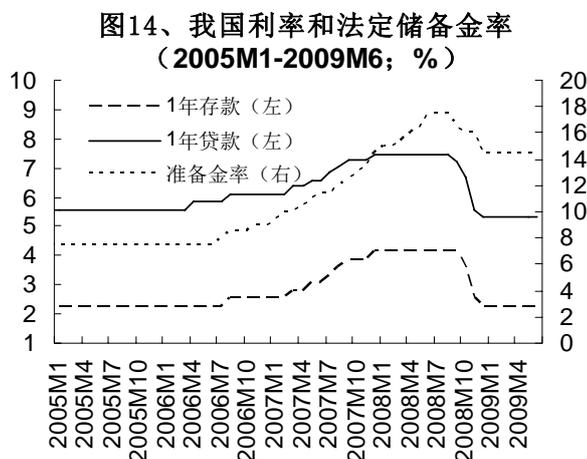
（1040+4875+1000），整个四万亿计划实施时期增量支出规模大体在1.38万亿元（1040+10760/2+2000）之数¹⁹。国家发改委负责人在2008年11月27日国务院新闻办新闻发布会介绍说，4万亿元投资每年能拉动经济增长约1个百分点，不过没有说明这一结果具体估计方法。假定两年多财政刺激支出规模近1.4万亿，显然能对经济增长全局发挥显著推动作用。

2-4、适度宽松货币政策和实施情况

针对经济增长较快减速和总需求不足形势，2008年11月5日国务院常务会议把货币政策方针表述从强调“稳健”改变为“适度宽松”，有关政策调整措施主要包括四个方面内容。一是降低利率。如图14数据显示，一年期贷款利率从2008年8月7.2%下降到2008年12月5.31%，一年期存款同期从3.87%下降到

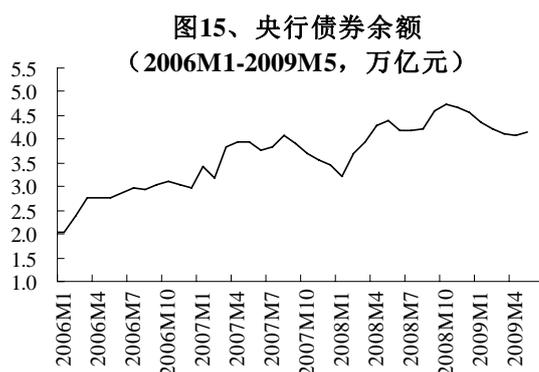
¹⁹上述估计存在两点疑问。一是新增中央投资是否应当全部算作严格意义上财政刺激支出。关键在于“新增”相对于什么基数。如果在去年刺激经济政策出台前，已经大体有随后两年中央投资增加计划，去年底考虑经济增速大幅下滑形势进一步追加中央投资为“新增”，则中央新增投资应当全部计算为积极财政政策支出部分。正文简略估计大体采取这一假设。然而如果没有危机形势发改委每年也会增加投资，公布的新增投资数据同时包含本来会增加投资和因应危机形势追赶投资部分，则不应把公布的新增中央投资都看作是狭义财政刺激政策支出。这一情形下，笔者估计方法就会高估财政刺激支出规模。二是在需求刺激成为宏观经济政策优先目标前提下，考虑一些地方财政提供配套资金存在各种困难，中央有关部门对地方各类融资平台客观上采取了比此前较为容许态度，由此带来额外投资增量也有理由归为财政刺激范畴。笔者上述估计未考虑这一因素，就此而言可能低估财政刺激支出规模。

2.25%。二是降低准备金率，如图 14 数据显示，准备金率从 2008 年 8 月的 17.5% 下调到同年 12 月的 14.5%。给定 2008 年下半年广义货币 M2 规模为 44 万到 47 万亿元上下，法定准备金率下调相当于释出 1 万多亿基础货币，并使之成为可贷资金。



数据来源：中国人民银行网站。

三是公开市场操作通过停发或减少央票发行增加货币供应。国务院办公厅（2008）126 号文件指出：“密切监测流动性总量及分布变化，适当调减公开市场操作力度，停发 3 年期央行票据，降低 1 年期和 3 个月期央行票据发行频率”。央行依据这一政策方针调整公开市场操作，结果使央票余额从 2008 年 10 月 4.7 万亿元下降到 2009 年 4 月 4.1 万亿元，直接效果等于增加基础货币投放 6000 亿元。2006 年 1 月到 2008 年 10 月 34 个月间，央票余额增加 2.7 万亿元，平均每月增长近 800 亿元。相对此前近三年央票操作平均力度，2008 年 10 月到 2009 年 4 月半年间公开操作市场累积效果等于间接增加 4800 亿元基础货币扩张。



数据来源：中国人民银行网站。

四是取消对商业银行贷款数量控制。2007 年下半年以后通货膨胀压力加大，作为宏观紧缩“双防”措施一部分，央行实行对商业银行信贷数量控制。依据央行新闻发言人对媒体说明，从 2008 年年中开始对这一政策调整，到 11 月份已经取消这一政策²⁰。国务院 11 月 5 日常务会上明确提出“取消对商业银行的信贷

²⁰ “据新华社电，央行新闻发言人李超 10 月 31 日在接受记者专访时表示，为灵活有效应对正在蔓延的国际金融危机带来的影响，保持中国经济平稳较快增长，央行目前已不再对商业银行信贷规划加以硬约束。

规模限制，合理扩大信贷规模”。由于早先货币数量额度控制措施在边际上对信贷增长直接制约作用，取消这一管制措施对货币扩张具有特殊效果。

有关政策文件还提到信贷增长原则性数量指标。国务院 2008 年 126 号文件要求，“保持银行体系流动性充足，促进货币信贷稳定增长。根据经济社会发展需要，创造适度宽松的货币信贷环境，以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度作为 2009 年货币供应总量目标，争取全年广义货币供应量增长 17% 左右（国务院办公厅，2008）”。大体可解读为以 12%-17% 为货币供应量增长目标。由于 2008 年 12 月 M2 为 47.5 万亿元，广义货币增量目标可理解为 5.7 万-8.1 万亿元。温家宝总理在 2009 年 3 月《政府工作报告》表述适度宽松货币政策时进一步提到“广义货币增长 17% 左右，新增贷款 5 万亿元以上”。考虑 2008 年末信贷总额为 30.3 万亿元，5 万亿元新增贷款大体相当于 16.5% 年增长率。

后来媒体讨论某部门官员一次讲演提到的数据，把 6 万亿信贷增量看作保持宏观稳定的信贷增长上限标准（程志云等，2009），引发媒体一度就 6 万亿指标展开广泛讨论²¹。考虑去年底信贷总额为 30.3 万亿元，6 万亿增量大约代表 20% 增长率。也有研究人员从不同角度解读有关指标性质，如认为“3 月政府工作报告与货币政策目标相关的约束性指标有三个。一个是‘宽松’指标：信贷增长 5 万亿以上。还有两个‘适度’指标：广义货币增长 17% 左右，CPI 总水平涨幅控制在 4% 左右。去年底执行政策难度在于宽松。但是 1 季度数据显示，3 月份公布的宽松指标已经实现。两个适度指标，一个离目标越来越远，一个可能大起大落。执行难度从宽松转变成适度”（吴庆，2009）。

取消信贷数量控制，加上调节利率、准备金率、央票公开市场操作等常规性手段，与经济基本面条件以及财政刺激政策相互激荡，推动货币供应和信贷快速飙升²²。实际信贷和货币扩张速度超过事先估计情况。图 16 数据显示，贷款同

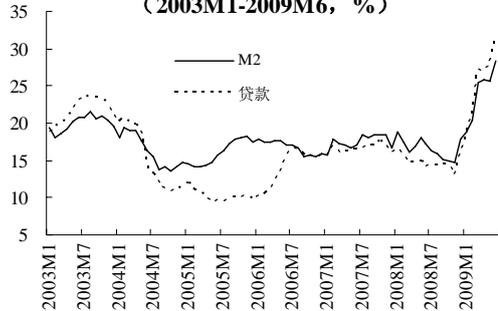
他介绍说，针对去年下半年开始出现的物价上涨、投资信贷高增等现象，为了防止经济出现大起大落，央行采取了一些临时性措施，合理调控信贷总量，商业银行根据宏观调控的要求，根据各自需求提出了在信贷方面的规划，央行从宏观政策层面加以指导。从当时情况看，需要对信贷投放加以约束，从之后的效果看，这些措施对防止产能过剩、信贷扩张过猛等问题产生了积极效果。“这些措施是必要的，也是有效的。李超表示，从今年年中开始，国内外经济环境发生了快速变化，特别是快速蔓延的国际金融危机席卷全球，我们根据这些新形势进行适时调整。目前，央行已不再对商业银行信贷规划加以硬约束”（张旭东，2008）。

²¹ “（2009 年）3 月中旬，中国银监会高层官员在天津的一个专题报告会上说，6 万亿是一个大致的风险控制底线。上周，在全国人大财经委关于一季度宏观数据的讨论会上，副主任贺铿也提醒说，当前，已经出现财政与信贷‘双扩张’趋势，而且大量贷款是以‘政府信用’为依托的。这样做违背市场规则，贷款质量有可能保证不了，风险很大，需要高度关注。……6 万亿红线……是一个并未明示，也未得到官方公开确认的信贷红线。大约一个月前，中国银监会高层官员在天津的一个专题报告会上，谈到了贷款高增的问题。当时，3 月份数据尚未披露，不过前两个月新增贷款达到 2.69 万亿元，超过全年计划新增贷款总量的一半。一位与会的地方官员说，这位高层官员曾两次提到 6 万亿这个风险控制底线，并且表示，如果这些贷款都能用到点子上的话，比如说中小企业、民营企业和国有企业一样，都能得到优惠，保增长可以无虞。不过，银监会官员在接受采访时却表示对此并不知情。此前，对于今年的新增贷款规模，无论是官方内部和学界都有测算。一位央行人士解释说，按照理论派学者们的说法，国务院要求以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3% 至 4% 的增长幅度作为 2009 年货币供应总量目标，按照这个基础计算，2009 年的新增信贷大约就是 6 万亿元”（程志云等，2009）。

²² 宋国青在 2009 年 2 月 CCER 中国经济观察第 16 次报告会上强调放松数量控制因素的影响：“当央行同时操控多个货币政策工具包括准备金率、信贷额度和多个利率时（美联储只盯住联邦基金利率，其余利率都由市场决定），很难将所有利率全部调节的恰到好处。尤其是采用信贷额度控制货币供应量时，所有利率调控不当可能带来的问题全被隐藏起来，银行富余资金只能在银行间市场交易。信贷额度一旦放开，银行间市场和信贷环节就打通了。最后的均衡是，在扣除经营成本和风险贴水后所有利率趋于一致。……去年 10 月取消贷款额度以后，贷款大幅增长。只要企业仍然愿意以 0.72% 的利率贷款，只要超额准备金率仍然很

比增长率从 2008 年 11 月 13.2% 大增到 2009 年 6 月 31.8, M2 同比增长率从去年 11 月 14.7% 飙升到今年 6 月的 28.4%。即便下半年有所降低, 全年增长率估计也会大幅超过前面提示目标。

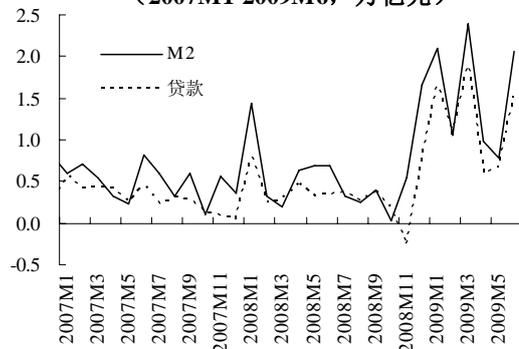
图16、货币贷款同比增长率
(2003M1-2009M6, %)



数据来源：中国人民银行网站。

图 17 报告数据显示, 信贷从 2008 年底 30.3 万亿元, 增长到 2009 年 6 月底 37.7 万亿元, 上半年信贷累计增量为 7.4 万亿元, 超过此前媒体讨论提到的全年新增 6 万亿元假设目标。广义货币 M2 从 2008 年底 47.5 万亿元, 增长到 2009 年 6 月 56.9 万亿元, 上半年累计广义货币增量为 9.4 万亿元, 超过政府工作报告提到的广义货币 17% 年增长率对应的 8.075 万亿元全年增量目标。

图17、货币贷款增量
(2007M1-2009M6, 万亿元)



数据来源：中国人民银行网站。

2-5、经济所处发展阶段的有利条件

上述讨论表明, 我国总需求快速回升的直接原因, 是由于决策层实行刺激政策果断有力, 政府部门实施政策雷厉风行。我国现行体制下政府干预经济能力特别强大, 在这次全球范围应对危机中再次得到集中体现。另外从客观形势和经济基本面比较, 我国和美欧等发达国家面临经济困难性质不同, 加上我国目前所处发展阶段以及基本经济部门较好财务条件, 也为较快扭转总需求不足局面提供客观有利条件。下面先从比较货币乘数入手简略评论中外经济困难性质差异, 然后侧重从我国经济发展阶段和财务状态角度讨论基本面条件特点及其影响。

我国与美欧等发达国家总需求不足问题产生根源存在实质性差异, 对此可以

高, 贷款就会通过介于法定利率和准备金利率之间某个利率实现” (宋国青, 2009)。

通过广义货币与基础货币关系加以观察和讨论。例如美联储基础货币从 2008 年 8 月 8420 亿美元扩大到 2009 年 5 月 17700 亿美元，不到一年时间内基础货币急剧扩张 9240 亿美元，增幅一倍以上。但是与贷款存在密切关系的广义货币 M2 从 76730 亿元到 82620 亿美元，增长 5890 亿美元，小于基础货币增量，二者比率显示简单货币乘数估计值为 0.62。我国基础货币从 2008 年 10 月 11.2 万亿元，增长到 2009 年 5 月 11.9 万亿元，增量为 0.7 万亿元，但是广义货币从 45.3 万亿增长到 54.8 万亿元，增量为 9.5 万亿元，简单货币乘数为 13.4。

比较简单乘数显示我国信贷与广义货币等货币政策中间目标变量对政策工具变动极为敏感，美国则一段时间调节效果极为微弱²³。这一对比现象成因并不难理解，关键在于我国与美国虽共同面临总需求不足困难，然而困难产生根源和性质根本不同。美国金融系统受到次贷-次债等所谓“有毒资产”损害，面临严重资产负债表危机²⁴。调整资产负债表存量严重失衡，需要较大幅度降低负债率即所谓去杠杆化，伴随流动性偏好和惜贷倾向短期急剧上升，从根本上抑制信贷和广义货币增长。这时虽然货币当局通过各种手段向经济系统注入基础货币，采取包括近乎零利率、扩大再贷款对象机构、购买银行问题资产、甚至购买国债使财政赤字货币化增发基础货币，但是与信贷和总需求联系紧密的广义货币仍难以正常增长。好比进行化学治疗会给患者造成身体机能紊乱，美国治理资产负债表危机阶段货币乘数出现异常表现。

我国近年也面临资产价格虚高甚至泡沫因素困扰，房地产 2007 年前后超常增长及其后续调整对随后总需求增速下滑产生推波助澜影响。然而这次总需求不足主要根源，在于前一阶段经济景气时期扩张过快，特别是 2007 年经济增长明显偏热，宏观应对措施略显滞后，最后紧缩调控抑制住过度扩张后出现经济增幅较大下滑。从中长期角度看，我国可贸易部门快速追赶要求本币实际汇率相对灵活调整情况下，相关政策调整滞后导致总需求外部依赖程度过高，在外部需求伴随美欧等发达国家面临金融危机冲击大幅下跌后，外需部门尤其是部分沿海地区面临严峻调整压力。我国总需求不足是多重调整过程重叠发生和交叉影响结果，与美欧等国次债危机引爆金融危机进而导致经济危机具有本质差异。

从经济基本面方面看，我国应对总需求不足具备多方面有利条件。对此从我国所处发展阶段以及基本经济部门主体良好财务状况上加以观察。考察基本面因素支持作用，不仅有助于全面理解我国经济较快复苏反弹的经济根源，也有助于认识实现我国经济又好又快增长目标与短期刺激政策之间匹配关系，从而合理评估宏观政策适当调整问题。

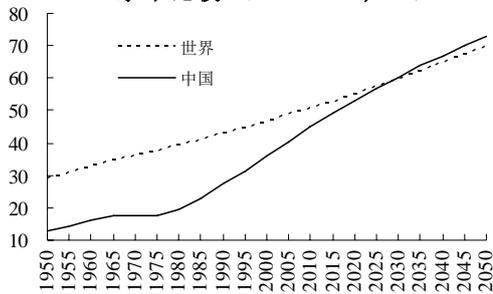
首先看发展阶段方面有利条件，仍与我国处于城市化和工业化快速推进阶段这个基本国情特征有关。图 18 和 19 报告世界银行统计数据显示，2010 年我国城市化程度为 44%，不仅低于发达国家，也低于全球 50% 平均水平。即便考虑

²³ 不过需要说明，上述简单乘数天壤之别与实行刺激政策前货币政策和体制安排不同有关。如上面讨论说明，我国早先不得不实行较高法定准备金率甚至数量控制措施，应对 2007 年前后总需求偏热和显著通胀局面，当时汇率和利率实际处于非均衡状态。去年年底以后降低法定准备金率，通过减少基础货币和增加银行可贷资金刺激经济。另外给定早先信贷数量控制措施，取消行政数量限制就可能收到信贷货币扩张效果。与此对比，美国通常不采用配额限制手段运作货币政策，自然缺少上述变动对货币扩张影响。如果剔除我国降低法定准备金率影响，上述时期我国基础货币增量可能达到 2 万亿，相应货币乘数约为 5 左右，还远高于美国可比指标值。

²⁴ 英国和其他一些西方主要经济体也较大程度面临类似危机。

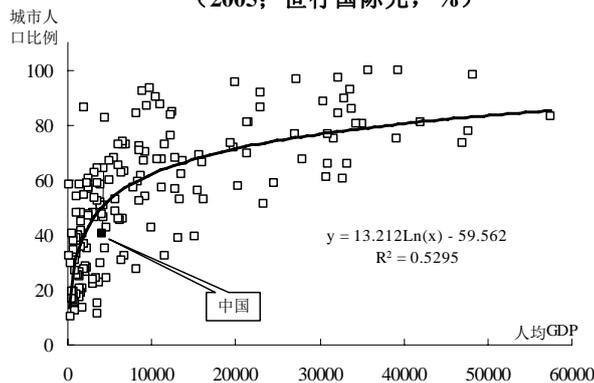
人均收入对城市化水平影响，我国城市化水平也低于简单回归线估计的正常形态，显示我国城市化水平偏低。

图18、中国城市化与世界平均水平比较（1950-2050；%）



数据来源：世界银行 *World Urbanization Prospects: The 2007 Revision*。

图19、各国人均GDP(PPP)和城市化水平（2005；世行国际元，%）



数据来源：人均 GNI 来自世界银行 World Development Indicators。城市人口比例来自世界银行 *World Urbanization Prospects: The 2007 Revision*。

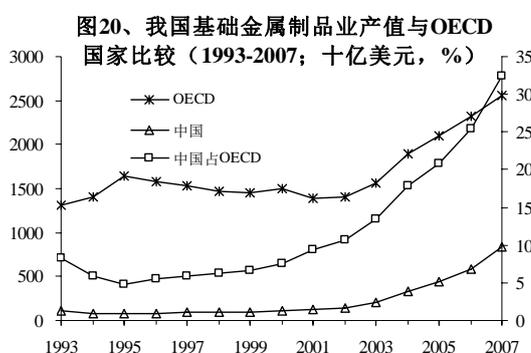
城市化快速发展阶段与短期刺激政策见效较快关系，在上次扩大内需和本轮刺激经济政策实践中都清晰体现出来。上世纪末扩大内需时，公路等基础设施成为政府投资重点。从资源配置合理性评估角度看，这类投资也可能发生过早和过度问题，如一些高速公路修筑成功后，行驶车辆寥寥无几，说明基础设施投资实际也面临适度或均衡标准约束。另外在目前体制转型条件下，大规模行政投资客观上可能提供寻租机会甚至滋生腐败，也是一个挥之不去的问题。然而给定短期需要刺激内需的宏观经济环境，基建投资毕竟能在一定程度克服政府直接投资其他制造和服务产能更为低效问题，有可能在代价较小和较短时期把大量储蓄转化为物质资本。在此意义上政府刺激内需投资重点向基础设施转移调整具有积极意义。其相对合理性前提，在于我国处于城市化和工业化快速推进阶段，很多地区存在迅速扩大基础设施的客观需要。

这次刺激政策重头戏 4 万亿元投资计划，其投资取向更为鲜明体现“借城市化东风，集中投资基础设施”特点。主要投资部门分布情况显示，“铁公基”代表的交通运输和大型基础设施，加上主要针对城市低收入居民的保障性住房这两

类与城市化进程密切相关的投资，占据整个投资一半左右²⁵。其中铁路建设达到令人惊叹地步：2008 年完成投资 3375 亿元，同比增长 88.6%。而今年前 7 个月，已完成 2474.9 亿元，同比大增 136%。铁道部负责人透露，未来三年提阿路建设计划已经确定，平均每年投资金额将在 7000 亿元以上（宋蕾，2009）。另外 1 万亿元汶川地震灾后重建投资类别特殊，实质上也跟城市化推进环境存在密切联系。

其次是中国仍处在工业化快速推进阶段。工业化是推动中国经济增长的主力引擎之一，这是由大国经济现代化基本规律决定的。计划经济下试图通过行政手段推动工业化，由于受体制弊端束缚难以持续。改革开放以来市场取向的工业化进程，在前后两个时期体现出不同特征。上世纪 80-90 年代，轻工业和农产品加工业活跃增长构成工业化推进的主要动力。世纪之交以来随着内外经济环境演变，基础材料工业、装备工业、机械工业等重工业部门成为排头兵，这些新增长工业集群伴随中国开放型经济架构初步建立，快速增长伴随其国际相对竞争力提升²⁶。

图 20-22 提供的初步整理数据显示，中国正处于这类部门快速追赶阶段。如 2000-2007 年间，我国基础金属制品和机械设备产值占 27 个 OECD 国家比重分别上升了 24 和 19 个百分点，同期汽车产量占全球比重上升约 10 个百分点。粗略看去，这类相对指标现在仍大都处于中间陡直阶段，快速增长可能还要维持一段时期，甚至可能跨越不止一次宏观经济周期。在大体开放环境中重工业快速增长，为企业和投资方选择和评估可行性项目提供了较多参考信息。与美国这类处于产业前沿国家比较，我国处于高速工业化阶段，客观上也有利于实施大规模投资项目。

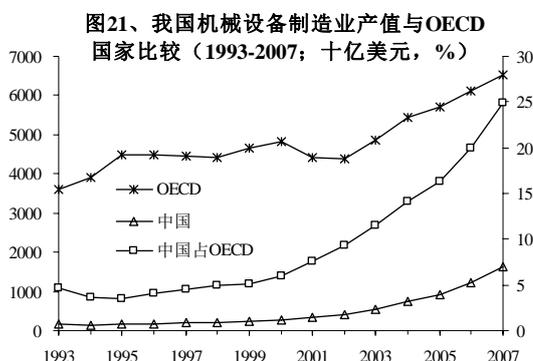


数据来源和说明：OECD 数据来自 OECD ilibrary，中国数据来自《中国统计年鉴》。OECD 数据包括爱尔兰、墨西哥、土耳其以外 27 个 OECD 国家。澳大利亚总产值数据用增加值除以 0.35 计算。个别 OECD 国家部分年份数据缺失，缺失数据年份利用相应国家临近年份占 OECD 国家比重推算。中国和 OECD 国家工业总产值均用名义汇率换算为美元名义值。中国金属制品业包括国民经济行业分类第 32-34 类行业（黑

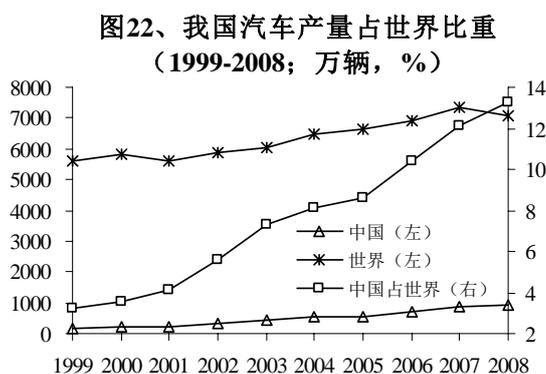
²⁵表 2 数据显示，2009 年 5 月二版计划与上年 11 月一版比较，廉住房等投资增加 12 亿元，“铁公基”等部门投资减少 3000 亿元。

²⁶工业化代表社会经济物质条件的深刻演变，其推进过程必然带来很多新矛盾并引发批评和质疑。对晚近时期重工业化提速提出的批评，主要集中在能耗和排放增长加大环境压力，或者批评这类部门快速增长一定程度是汇率低估扭曲结果。批评有一定事实依据并需要相应调整。然而也要认识到，这类工业部门在目前大体开放的市场环境中快速增长，与上世纪 50 年代我国实行赶超战略完全通过财政投资发展重工业具有本质不同。从经济成长基本规律看，对中国这样巨型经济体而言，要实现经济现代化目标，必然要经历在符合比较优势原理基础上，这类产业集群在国内快速发展阶段，从而为改变大国基础物质条件奠定生产力基础。

色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业)。OECD 金属制品业包括 ISIC Rev.3 第 27-28 类行业(27, Manufacture of basic metals, 28, Manufacture of fabricated metal products, except machinery and equipment)。



数据来源和说明: OECD 数据来自 OECD ilibrary, 中国数据来自《中国统计年鉴》。OECD 数据包括爱尔兰、墨西哥、土耳其以外 27 个 OECD 国家。澳大利亚总产值数据用增加值除以 0.35 计算。个别 OECD 国家部分年份数据缺失, 缺失数据年份利用相应国家临近年份占 OECD 国家比重推算。中国和 OECD 国家工业总产值均用名义汇率换算为美元名义值。中国机械设备制造业包括国民经济行业分类第 35-41 类行业(通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业、仪器仪表及文化、办公用机械制造业)。OECD 机械设备制造业包括 ISIC Rev.3 第 29-35 类行业(29, Manufacture of machinery and equipment n.e.c.; 30, manufacture of office, accounting and computing machinery; 31, manufacture of electrical machinery and apparatus n.e.c.; 32, manufacture of radio, television and communication equipment and apparatus; 33, manufacture of medical, precision and optical instruments, watches and clocks; 34, manufacture of motor vehicles, trailers and semi-trailers; 35, manufacture of other transport equipment)。



数据来源: International Organization of Motor Vehicle Manufacturers。

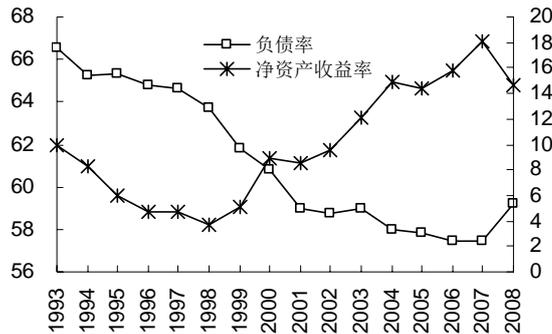
2-6、财务基础充实稳健的有利条件

我国主要经济部门财务状态比较充实稳健,是有助于刺激政策较快发挥作用和总需求回升的又一有利基本面条件。得益于改革开放体制转型成效以及晚近时期经济景气增长,我国家庭和政府部门财务状态良好,企业部门资产负债表稳健充实,对配合和呼应需求刺激政策提供了有利条件。对此可以从以下几方面观察。

一是工业企业代表的非金融企业资产负债表较好。图 23 数据显示,规模以

上工业企业资产负债率从1993年67%下降到2007年57%。虽受危机影响去年该指标回升到59%，但是总起来看非金融企业资产负债表仍属稳健良好。另一方面企业资本回报率上世纪末以来持续强劲增长，以净资产收益率为例，从1998年3.7%持续上升到2007年18.1%，受宏观经济周期下行因素影响，该指标2008年较大幅度下降，然而绝对水平仍在14.6%较高水平。给定融资成本，较高投资回报率构成合意投资较快增长的微观基础。

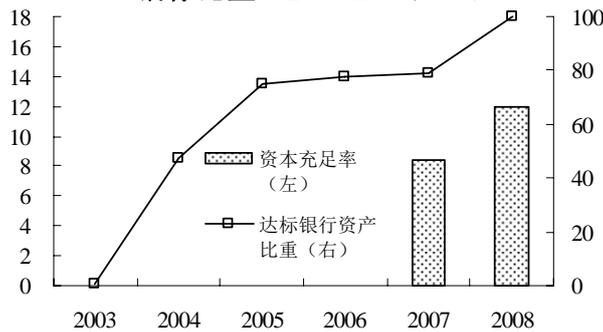
图23、我国规模以上工业企业负债率和利润率（1993-2008，%）



数据来源和说明：数据来自历年《中国统计年鉴》。规模以上工业企业数据。负债率由总负债除以总资产计算，净资产收益率由利润除以年末所有者权益计算。

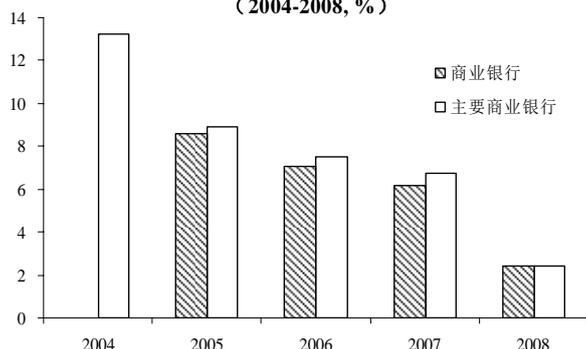
二是银行部门资本充足率改善，坏账率降低。图24-图25数据显示，我国银行资本充足率过去几年大幅改善，从2003年几乎很少银行达标，到2008年几乎所有银行达标，平均资本充足率为12%。同时不良贷款率大幅度下降，从2004年13.1%下降到2008年2.5%上下。银行资产负债表稳健良好，有利于呼应支持总需求刺激政策。

图24、银行资本充足率与达标银行比重（2003-2008，%）



数据来源：中国银行业监督管理委员会年报。“达标”指资本充足率达到8%。

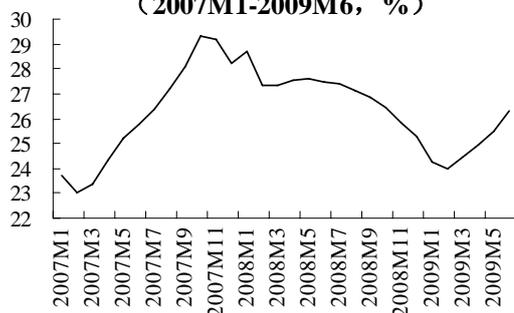
图25、商业银行不良贷款率
(2004-2008, %)



数据来源和说明：中国银行业监督管理委员会年报。商业银行包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行；主要商业银行包括国有商业银行和股份制商业银行。

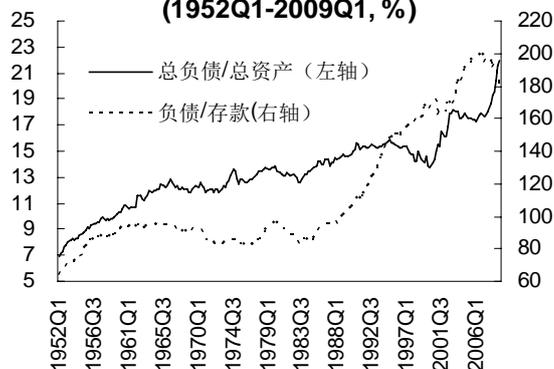
三是虽然缺少我国家庭部门资产负债表数据，图 26 数据显示，我国的家庭部门储蓄率较高，贷款负债占存款资产比重近年在 20% 上下。与图 27 报告美国相关情况比较，美国家庭部门总负债相对存款资产比重高达 192%，最近总负债对总资产比率约 21%，接近我国负债占存款资产比重。如果考虑我国居民部门拥有住宅、土地、金融资产，则我国居民总资产负债率会大大低于美国。我国家庭部门储蓄充沛和负债率较低，有利于响应需求刺激政策。

图26、我国居民贷款/存款比率
(2007M1-2009M6, %)



数据来源和说明：数据来自中国人民银行。居民本外币贷款与居民本外币存款比例。

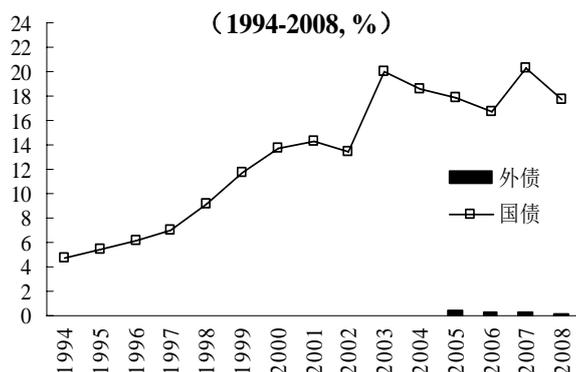
图27、美国家庭负债率
(1952Q1-2009Q1, %)



数据来源：US Board of Governors of the Federal Reserve System。

四是政府负债率较低而财政稳健度较高。上世纪 90 年代前中期开始加快银行金融体制改革，强化政府财政赤字约束，伴随国债增长较快。加上世纪之交通货紧缩和经济增长较慢，我国国债占 GDP 比重一度较快增长，图 28 数据显示该指标从 1994 年 4.7% 上升到 2003 年 20%。然而近年随着宏观经济进入多年景气增长，国债比率稳中有降，2008 年为 17.7%。数据还显示，我国国债中外债比重微乎其微，外债占 GDP 比重不到 0.5 个百分点。需要说明，我国处于体制转型历史时期，显性债务在衡量国家实际债务负担方面存在某些局限性。然而与美欧很多发达国家债务率接近甚至超过 100% 债务率比较，我国政府债务率在国际比较范围处于较低水平，便于实行短期需求刺激政策。

图28、我国国债占GDP比重
(1994-2008, %)



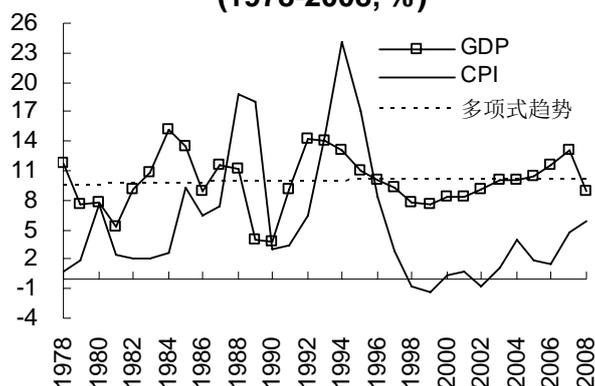
数据来源：历年《中国市场年鉴》和财政部网站。

2-7、与应对 98 通缩经验比较

与 1998 年以后几年我国应对通货紧缩政策实践进行比较，是研究目前宏观形势和政策的一个分析视角。一种观点认为，那次我国也大力实行刺激内需措施，然而经济增长仍经历 4-5 年相对低迷时期，由此判断应对目前总需求不足也要经历较长时期才能逐步复苏。这方面理解构成担心总需求回升后劲乏力观点的一个辅助证据。笔者赞同研究问题借鉴历史经验方法，然而如何更准确地比较认识两次紧缩形势和政策得失，还需要更全面分析探讨。

1998 年以后几年我们确实面临总需求严重不足和通货紧缩困难。图 29 报告数据显示，以 GDP 实际增长率偏离其长期趋势水平作为衡量总需求状态简单指标，上世纪 80 年代初和 1989-90 年前后都出现过总需求偏软问题，但是 1998 年开始的总需求不足持续时间较长，1998-2002 年 5 年前后总需求疲软都是困扰宏观经济的突出问题。图 29 数据还显示，这五年消费物价指数是过去 30 年唯一一次出现负增长并在通货紧缩区间多年徘徊时期。

图29、我国GDP和CPI年增长率
(1978-2008, %)



数据来源和说明：数据来自历年《中国统计年鉴》和国家统计局网站。2009年为上半年同比增长率。

1997年底开始的延续多年总需求疲软和通货紧缩，是国内外多方面特殊条件产物。从国内因素看，政府通过强有力紧缩措施治理1990年代中期严重通货膨胀局面取得巨大成功，然而在放松紧缩政策方面比较滞后，经济从过热状态回落过程中出现超调，构成通缩的宏观周期性背景。当时政府推进“国有经济战略性改组”这项具有勇气和远见的改革措施，对后来经济长期增长奠定重要体制基石，然而政策实行后一段时期难免带来大量“下岗分流”人员和失业压力，对消费增长产生短期抑制作用。当时企业投资资本回报率较低，银行面临大量坏账困扰，企业在紧缩形势下资本金不足不利于银行信贷融资²⁷，对宏观经济运行引入“债务-通货紧缩效应”。另外当时为应对部分行业产能过剩限制企业和地方投资，对市场投资构成政策抑制作用²⁸。

外部原因也很重要，1997年底爆发亚洲金融危机，导致我国对周边国家和经济体出口增长受阻。当时政府实行人民币不贬值政策，对稳定内外局势发挥积极作用，在客观上也加剧了出口困难。1998和1999年出口增速分别降到0.5%和6.1%低位，2000年出口回升到27.8%，然而互联网泡沫破灭和美国等主要发达国家陷入经济衰退，2001年出口增速再次下降到6.8%低位。

针对当时总需求疲软和通货紧缩形势，给定人民币汇率不贬值政策立场约束，政府主要通过财政货币政策扩大内需²⁹。货币政策主要包括四方面内容。一是1996年5月到1999年6月7次降息，1年期贷款存款利率从10.98%分别下降到5.85%和2.16%；其中1998年三次降息。二是1998年5月26日开始恢复以国债回购为主要形式的公开市场操作，到1998年底累计向商业银行融出资金1761亿元，净投放基础货币701亿元。1999年共进行60次公开市场操作，累计向商

²⁷ 下面将报告有关数据比较说明当时与目前这方面情况重要差异。

²⁸ 1998年《政府工作报告》指出，“要支持中西部地区的资源开发和重大基础设施建设。严格控制新开工项目，原则上不上新的一般工业项目，集中力量加快有市场前景、效益好的在建项目建设，支持企业引进关键设备和高新技术设备，促进产品更新换代。加强产业政策引导和信息发布，引导企业按照市场需求确定和调整投资方向”（李鹏，1998）。1998年《政府工作报告》要求“制止重复建设，加快行业调整和改组的步伐。今年，除少数属于提高技术水平、产品升级又有市场的项目之外，各级政府要停止审批工业建设项目，银行也要停止向这类建设项目贷款。要继续压缩纺织、煤炭、冶金、石化、建材、机电、轻工等行业过剩的生产能力，坚决淘汰那些技术落后、浪费资源、产品质量低劣和污染严重的小企业；同时，要按照打破垄断、鼓励竞争的原则，通过联合、兼并、改组，形成技术水平高、有竞争能力的企业集团。这样坚持几年，就可以逐步形成优胜劣汰的机制，为企业发展创造良好的宏观环境和市场条件（朱镕基，1999）。

²⁹ 以下对这一时期积极财政与货币政策介绍，主要参见卢锋（2002）第535-543页。

业银行融出资金 7076 亿元，净投放基础货币 2933 亿元，占当年基础货币增加额的 80%。三是下调法定准备金率，1998 年 3 月 21 日，法定准备金比率从 13% 下调到 8%，1999 年 11 月 21 日进一步降低到 6%。四是 1998 年 1 月 1 日，中国人民银行正式取消对商业银行的贷款数量限额控制，给商业银行充分的贷款选择空间³⁰。

我国长期面临财政捉襟见肘和较高赤字困扰，有时维持吃饭财政都有困难，财政政策在调节总需求方面作用较小。1998 年第一次通过较大力度财政政策手段实现扩大内需这一宏观政策目标。当时财政政策主要有国债投资、减少税费、转移支付等方面内容，其中增发国债用于投资与补充商业银行资本金具有突出意义。1998 年 9 月 24 日，九届人大常委会第四次会议审议批准财政部增发 1000 亿元国债，作为国家预算内基础设施建设专项投资，用于国民经济和社会发展急需的基础建设投入³¹。1000 亿元的举债一分为二，中央、地方各 500 亿元，相应使 1998 年中央预算支出扩大 500 亿元，中央财政赤字由年初预算的 460 亿元扩大到 960 亿元。

增发国债筹集 1000 亿元资金项目安排重点是：（1）增加农田水利和生态环境建设投资。结合防汛抗洪，抓好大江大河干流堤防的除险加固，中小河流治理，水毁工程修复，以及长江、黄河中上游天然林资源保护、植树造林等。（2）继续加快铁路、公路、电信和一些重点机场建设。铁路主要安排京九南段复线建设等；公路按照“五纵七横”的规划，重点加快“三纵两横两个重要路段”的建设进度；电信建设主要发展数字通信和移动通信网络。（3）扩大城市环保和城市基础设施建设规模。重点用于大中城市污水和垃圾处理，供水、供暖、供气、城市道路和绿化等。（4）建设 250 亿公斤仓容的国家储备粮库，全年国家直属储备粮库建设投资达到年初计划的 17.5 倍，超过建国以来的投资总额。这些粮库主要由地方政府按统一标准包干建设，地方无偿提供建设用地，免除相关的税费，并由国家粮食储备局选派工程监视，保证工程质量。（5）实施农村电网改造和建设工程，同时抓紧进行城市电网改造。（6）扩大经济适用住宅建设规模。此外，运用新增国债所筹措资金，还将增加公检法设施建设投入（贾康，2002）”。

1999 和 2000 年 8 月，九届人大常委会第 11、17 次会议，批准财政部分别增发 600 亿、500 亿国债用于投资和经济建设。1998 年 8 月 7 日，财政部发出《关于 1998 年特别国债的有关事宜公告》，发行 2700 亿元，期限为 30 年的记帐式长期国债，该国债面向工商，农业，中国和建设四大国有银行定向发行，用于补充这些银行的资本金。向国有独资商业银行发行了 2700 亿元特别国债（期限为

16 “年前，中国人民银行宣布，决定从今年（1998 年）元月 1 日起，取消对国有商业银行贷款限额的控制，改为在推行资产负债比例管理与风险管理的基础上，实行新的管理体制。……贷款限额控制，是指中央银行通过下达指令性计划指标直接控制商业银行贷款增加量上限和安排商业银行贷款结构的一种方法。我国对商业银行的贷款限额控制，其基本做法是，中国人民银行根据国民经济发展计划和财政、信贷、物资、外汇综合平衡的要求，编制综合信贷计划，按年分季确定贷款增加的总规模，分门别类确定各项贷款增加量，以指令性计划下达各家商业银行执行。未经人民银行批准，各行不得突破规定的计划规模发放贷款，并不得相互挪用。对国家专业银行实行贷款限额控制，长时期以来，曾经对控制货币总量和调整经济结构发挥了重要作用。但是，今天随着多种金融机构、多种融资渠道的出现，其弊端日益明显，已经不能适应新形势下金融宏观调控和商业银行加强管理的需要”。“中国人民银行负责人就取消对国有商业银行贷款限额控制答记者问”（<http://www.pbc.gov.cn/rhwg/980101f.htm>）。

³¹这 1000 亿元国债只对国有商业银行发行，中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行 4 家分别认购 500 亿元、200 亿元、100 亿元和 200 亿元，还债期限为 10 年，年利率 5.5%。

30 年)，把这笔资金如数打入 4 家国有独资银行的资本金账户，从而使我国国有商业银行的资本充足率和抗风险能力大大提高。

依据上述粗线条观察，可以从四个角度对 1998 年与目前情况进行比较讨论，从而对评估目前总需求 V 型走势是否可持续提供认识借鉴。一是从积极财政政策角度看，按照 2.3 节估计，假设 2009 年比较严格意义上积极财政支出估计近 5850 亿元，占今年预估 33 亿 GDP 比重为 1.77%。1998 年增发国债 1000 亿元，占当年 8 万亿元 GDP 的 1.25%。前文讨论了通过四万亿元投资计划严格意义上财政刺激支出规模的困难，给定本文粗略估计结果，可推测今年财政支出刺激绝对水平远远大于 1998 年，以总体经济规模作为参照的相对力度也可能显著大于 1998 年。

二是从外部环境角度看，这次面临外需冲击力度大于 1998 年。1998 年外部环境冲击主要来源于东南亚金融危机的区域危机冲击，这次则是由于美欧等主要发达国家作为重灾区引发全球性金融经济危机，影响外需广度和深度更甚。前面讨论数据显示，1998 年我国出口增速下降，然而仍维持较低水平正增长。相比之下，2008 年 10 月出口额为 1258 亿美元，下降到 2008 年 12 月 1060 亿美元，进一步减少到 2009 年 6 月 916 亿美元，今年上半年出口降幅为 13.6%，与 2008 年 10 月峰值比较降幅更大。

三是从货币政策角度看，两次操作方向虽然类似，然而调整速度和相对力度差别明显，尤其是从真实利率角度看效果大不相同。上世纪 90 年代我国开始建立市场经济体系和宏观调控框架，然而对货币等需求管理政策工具的短期调节性质和功能，仍处于早期接受和认识阶段，在因应形势演变及时调整政策方面比较迟缓滞后。1993-94 年经历超过严重通胀冲击，消费物价指数上升到超过 20%，方方面面面对通胀危害高度重视，对总需求不足和通缩潜在风险重视不够，在 1996-1997 年总需求增长态势发生实质性转变后对从紧货币政策调整滞后³²。1998 年下调利率过于保守，年底官方 1 年期名义贷款和存款利率仍在 6.93% 和 4.77% 较高水平，利用 CPI 计算的全年各月贷款实际利率在 10.4% 和 7.5% 之间，全年分月实际利率简单平均值为 9%，比 2009 年贷款实际利率高出一大半（3-4 个百分点）。1998 年实际存款利率平均值为 6.48%。1999 年名义利率和平均实际利率仍然维持在 5.7%-5.8% 相对高位。在经济快速步入通货紧缩过程中，名义利率调整过慢导致实际利率居高不下，应是不利于宏观经济走出通缩的最重要单个政策因素³³。

四是两次通缩时期企业资本回报率水平和银行资产负债表状态不可同日而语。1998 年我国商业银行改革受到历史形成大量不良资产和坏账困扰，坏账率根据不同估计高达 20%-40%，政府不得不设立资产管理公司剥离四大国有银行坏账。当时企业投资回报率也很低。如 2-6 节报告数据显示，1998 年全国规模以上工业企业净资产利润率只有 3.7%，此后多年企业投资回报率显著低于实际利率，银行受高比例不良资产拖累，贷款增速下降并不奇怪。目前我国银行资产负债表总体稳健良好，规模以上工业企业净资产利润率虽比前几年景气时期有所下降，2008 年仍维持在 14.6%，远远高于同期实际利率水平。在货币政策从 2008

³² 这方面一个典型例证，是国家计委制定“九五计划”要求在“九五时期”实行从紧货币和财政政策。

³³ 宋国青教授一直重视实际利率对总需求调节作用，当时在分析宏观经济形势时就强调指出这一因素对通货紧缩的影响，认为那次通货紧缩持续很久在此意义上是政策作用的结果。

年紧缩态势回归宽松后，有利经济基本面条件成为支持信贷快速增长的重要动因之一。

回到本小节讨论主题：在评估目前总需求 V 型回升前景时，如何借鉴我国 98 反紧缩经验？那次经验是否一定支持目前总需求 V 型回升后劲不足判断？上面初步考察对此提供两个方向解答。后劲不足观点似乎可以从以下两方面获得支持：目前财政刺激力度大于 1998 年，因而担心目前一次性刺激政策效果减弱会拖累回升，甚至导致经济再次掉头向下。这次外部危机广度深度及其对外需影响严重程度，大大超过上次危机冲击，因而从“产能过剩和外需增长前提论”角度看，上次政策实践经验支持后劲不足担忧。

然而另外两方面对比情况，则提示目前 V 型回升虽得益于财政刺激，然而更是我国经济基本面对货币政策宽松调整合意反应结果，为不乏后劲判断提供支持。世纪之交我国企业平均投资回报率很低，当时货币政策调整滞后并且力度欠缺，加剧了积极财政政策难以启动信贷和民间投资的困难，使政府投资在刺激内需上面临孤掌难鸣局面。当时商业银行自身面临坏账压力，企业利润下降和资本金不足，加上改革后实行严格监管出现惜贷行为，导致信贷增长疲软这类债务通货紧缩的突出症状，在很大程度上加剧了上述困难。这次我们虽也面临总需求不足挑战，然而真实投资回报率显著高于实际利率，银行和企业资产负债表稳健充实，政府大力刺激措施得以较快扭转总需求疲软局面。可见如果全面观察总结世纪之交反通缩经验，有理由推论目前 V 型回升态势在推动总需求达致合意水平上具有足够内在动力。

3、刺激政策成功带来的新问题

去年底外部经济环境恶化伴随国内总需求增速大幅下滑，引发对我国经济增长短期前景的担忧。2009 年上半年经济运行情况显示，我国较快成功扭转经济增速大幅下滑势头，而且通过进口较早较快增长对全球经济复苏产生积极助推效应。第二节考察说明，总需求超预期快速回升局面出现，首先是我国政府果断实施强有力需求刺激措施结果，同时得益于我国发展阶段性特点以及主要经济部门主体良好财务状态等基本面条件支持。

在充分肯定经济形势积极转变意义同时，也需要重视超预期回升带来的新问题和新风险。利用截至 8 月底有关公开发表资料，本节梳理考查 V 型回升背景下出现的一些苗头性问题。初步观察是，虽然经济内外部某些紧缩性因素尚未完全消失，信贷扩张过快和刺激力度偏大可能正在从相反方向积聚不利于宏观经济稳定运行的风险因素。宏观经济面临风险类型，从去年底主要表现为需求不足、增速下降、通货紧缩的单向风险，逐步转向预期意义上通缩与通胀、增长失速与过速双向风险并存，并且过度扩张风险增长较快的更为复杂局面。

下面首先考察信贷、投资快速扩张推动总需求快速回升情况及其前景，说明宏观经济会比早先预期较快走出总需求不足困境，并在不久将来面临总需求增长偏快及相应通胀压力。接着分析总需求快速回升和通胀前景预期，对大宗资源性商品、房地产和股票等资产价格产生影响。

3-1、超强刺激措施操作过程派生问题

4 万亿计划制订和实施，体现我国决策层危机干预决策果断和执行部门雷厉

风行优势，对较快扭转经济下滑走势发挥了关键影响。在去年底全球面临罕见危机冲击，国内经济增速大幅下滑特殊困难局面下，采取大剂量刺激政策对于防范出现更大危机局面是必要的。在肯定刺激政策成功前提下，也需要关注大规模投资计划制订和实施，难以避免会由于干预政策性质以及操作过程特点而发生其他方面问题。媒体报道和评论从不同方面反应这类情况。

例如研究人员通过地方调研对中央投资拉动经济效果评估提出四个问题：“一是地方配套资金到位率不高。二是有些已经上报的项目由于某些原因一直没有开工。三是部分投资项目利润率极低，有可能导致还贷风险从而形成坏帐。四是投资项目太多集中于国企，对于民间资本的刺激几乎没有涉及”（李雨谦，2009b）。

2009年7月初，社科院工经所公布对我国252位经济学青年学者调查结果，对中国政府大规模基础设施投资将对经济产生的影响，42%认为会损失效率，但能大幅度提高中国经济潜力，而45.8%学者认为短期可能会使中国经济增长，但长期看会严重影响中国经济效率（《第一财经日报》2009年7月4日，A2版）³⁴。

11届全国人大常委会第9次会议听取审计报告，中央部门违规资金40.5亿元，六银行违规资金逾300亿元。……一些银行基层分支机构违规发放土地储备贷款、虚假按揭贷款、向不符合条件的房地产企业提供贷款215亿元（《第一财经日报》2009年6月25日A3版）。这些问题可能并非都与需求刺激政策相关，但在显示政府直接干预经济需要承担第二类干预成本方面具有警示作用。

虽然中央政策方针一直重视产能过剩治理问题，然而强劲刺激政策对某些供大于求行业调整客观上带来不利影响。例如有织部门业内人士认为，“中国纺织业本来产能过剩严重，金融危机正好是一个调整的机会，但是由于调整出口退税等政策的扶持，不少企业仍然能够活下来，‘该死的企业没死’”。医药部门业内人士评论，“金融危机本来是推进结构调整、提高产业集中度的大好时机，虽然医药产业在进行转型和结构调整，但是冲击还是不够，反而可能会把转型时间拉长”（熊剑锋，2009b）。

另一点引起较多关注问题，就是刺激政策客观上对国有企业提供更多资源，国有企业不再满足于此前定义的有美国计民生制高点行业，开始向其他竞争性行业扩张，出现评论人士关注的国退民进局面。在刺激经济过程中，产业振兴要求企业做大做强，在钢铁、煤炭等行业出现国有企业兼并扩张新趋势。这与中共十五大确定的国有企业退出竞争性行业战略是否吻合，都引起较多关注和讨论。

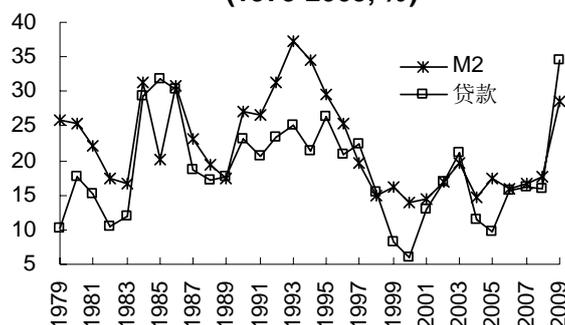
3-2、超量货币增长与通胀预期影响

与今年年初担心第一轮刺激政策不足以激活总需求不同，经济运行在扩张效果方面显著超出早先普遍估计。第二季度宏观数据显示，需要考虑防范总需求过快增长在今年底明年初成为宏观经济运行主要矛盾。对此可结合信贷、投资、总需求、物价指数综合信息加以分析评估。

³⁴据报道李扬教授评论上述调查结果时认为，“在国民储蓄率不下降的情况下，货币供应增长率较大提高，不会对物价形成重大的上升压力。由于我国目前货币供应主要来源是国民储蓄，因而即使货币供应量增长20%以上，也不需要太大的顾虑。欧美如不能采取有效措施，使救市过程释放的天量资金有序、有效退出，通胀危险较大，但是我国基于国民储蓄的货币供应增长，对物价影响是中性的。因此，下一步扩张性宏观政策仍将继续”（《第一财经日报》2009年7月4日，A2版）。

图 30 报告信贷和投资规模增长年度数据。二者晚近时期月度数据已在第 1 节讨论 V 型回升走势时报告，年度数据便于以更长时期为背景观察分析。从数据上看，我国信贷今年上半年增长折年率达到改革时期最高水平，广义货币增长率成为仅次于 80 年代中期和 90 年代初之后第三峰值。不过估计有关部门会采取措施调节，下半年增长速度可能会下降。不过即便把信贷增长控制在近 10 万亿元水平，折合 25% 左右年增长率仍是 90 年代以来最高水平。依据历史数据推测，信贷年增长率超过 20% 通常会通过或长或短滞后期引发总需求增长过快和通货膨胀压力，使决策层不得不实施紧缩性宏观调控。因而，货币信贷过量扩张会引发市场通胀预期³⁵。

图30、我国广义货币和贷款增长率*
(1979-2009, %)



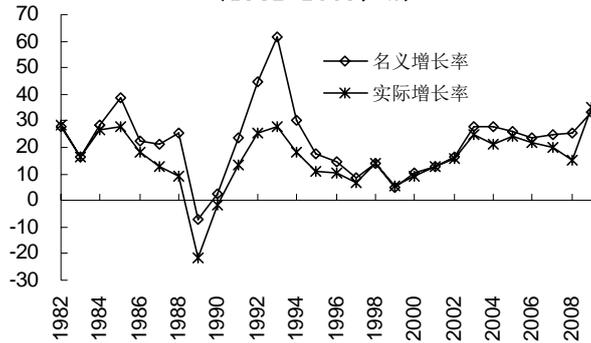
数据来源和说明：数据来自《中国统计年鉴》、《新中国 50 年统计资料汇编》、《中国金融统计（1949-2005 年）》、中国人民银行。1990 年及以前 M2 指国家银行非财政存款与流通中现金之和。1978-1989 年贷款增长率指国家银行各项贷款增长率，1990 年及以后贷款增长率指金融机构各项贷款增长率。2009 年为上半年同比增长率。

由于目前主要发达国家仍未能从危机阴霾中走出，外需对总需求增长负贡献局面难以很快改观。这一背景下，如果新一轮经济增长出现偏快问题，内需特别是投资会是主要因素。图 31 报告上世纪 80 年代初以来我国年度投资数据并与今年上半年比较。1984 年前后、1993 年曾出现实际投资增长率接近 28%，是改革时期投资增长率峰值；2003 年实际投资增长 24.8%，是 2009 年以前 15 年最高纪录。今年上半年实际投资增长率高达 35.1%，如果这一数据大体靠谱，并且下半年增速没有显著下降，今年实际投资增速将再创改革时期增速纪录。即便下半年增速大幅下调，比如说下降约三分之一，全年实际投资增长率大概在 27% 左右，仍是 1993 年以来增速最高年份。

如果资本形成实际增长 25%，资本形成占总需求比重为 40%，则该项增长将对 GDP 贡献 10 个百分点增长。假定消费实际增长 10%，给定消费比重 40% 左右，将贡献 GDP 的 4 个百分点增长，假定外部需求缩减相当于 GDP 的 2-4 个百分点，资本形成和消费增长抵消外需萎缩影响后仍能提供相对于 GDP 两位数百分比增长贡献。可见如果不考虑短期存货投资减少即所谓去库存化因素，内需主体部分具有把总需求推到与潜在总供给一致甚至超过水平。

³⁵ 1 季度广义货币增长率数据公布后，周其仁（2009a）较早提醒货币显然已不能说是“适度”宽松，而是“已属非常宽松”，评论我国经济面临第三类“货币困境”。

图31、全社会固定资产投资增长率*
(1982-2009, %)



数据来源和说明：数据来自历年《中国统计年鉴》和国家统计局网站。实际增长率经固定资产投资价格指数（1991-2009年）和PPI（1980-1990年）减缩。2009年为上半年同比增长率。

从GDP增长数据看，第一季度同比增长率仍低于潜在总供给增长速度，但是2季度反弹强劲。根据宋国青教授6月份预测，今年3、4季度可能会达到9%和11%，如果宏观政策反向调节较慢，明年会达到13%³⁶。由于目前宏观经济处于从早先深度下跌转向快速回升的拐点时期，同比增长率受到前期“翘尾巴效应”影响，在定量显示增长最新态势变动方面受到制约，环比增长数据对度量总需求回升速度更具有参考意义。第1节报告数据显示，2009年2季度GDP环比增长率达到13.8%，今年第3、4季度预测环比增长率也将在11%-12%，超过潜在总供给增长速度。

最后看宏观周期中比较滞后的一般物价水平变动。第1节讨论显示，目前CPI和PPI同比增长率仍然为负，环比增长率则已悄然转正。依据宋国青教授6月份预测，PPI即工业平出厂价指数同比增长率在2009年2季度到2010年4季度将分别为：-7.1%、-8.7%、-2.7%、3.5%、7.9%、10.2%、11.4%，2010年全年8.2%，将达到十多年新高。CPI走势需要结合农产品供求关系及食物价格变动判断，粗略估计为4.5%。从最近几个月钢铁价格快速回升等方面情况看，实际情况与宋国青几个月前预测情况大体一致。

上述讨论显示，在一揽子刺激政策作用下，信贷与投资增长相互激荡³⁷，总

³⁶对中国经济增长预测学术界和研究机构有不同意见。世界银行中国代表处预测属于比较悲观和误差较大观点，该机构直到今年6月一直维持总需求增长6.5%预测观点，直到6月下旬才把预测值上调到7.2%，同时把2010年中国增长预测从7.2%调到7.5%。……国内研究机构和相关机构也都持乐观态度，甚至预计中国下半年GDP增长率将逐季增长。……如6月底范剑平认为四个季度GDP增速分别是6%、7%、8%、9%。安信证券高善文认为“6、7、8、9”可能属保守或常规估计，乐观看法是“6、7.5、8.5、10”。国家统计局相关专家估计为接近8%（唐福勇，2009）。汇集23家研究机构7月下旬出炉的“朗润预测”认为预测第三季度GDP增长率为8.9%。

³⁷一季度信贷数据发布后引起财经观察人士广泛关注。4-5月信贷增长有所下降，但是6月份再现快速增长，再次引发广泛分析评论。分析人士认为信贷扩张与降低投资资本金存在密切关系。5月末项目资本金下调政策使6月信贷新增量再次出现冲锋潮。日前国务院下发《关于调整固定资产投资项目资本金比例通知》中要求，对钢铁、电解铝、煤炭、房地产等项目资本金比例作出下调，其中房地产项目中保障性住房和普通商品房最低资本金比例为20%，其他房地产开放项目最低比例为30%（引者注：实际上钢铁等部门资本金要求从以前40%以上改变为40%）。下调使受制于资本金不足而压抑已久的地方政府圈地上项目热情将急剧爆发，使其能够向属地特性更强的小金融机构施加更大压力，从而增加信贷总量（李雨谦，2009a）。“6月份信贷狂涨，主要是资本金效应。一方面是5月份中央投资资金投放700亿元，同时降低资本金比例结果。中央财政拨款和银行贷款之间‘茶叶和水’的关系。下调准备金使原本不符合贷款条件项目获得‘通行证’。但是7月初贷款可能负增长，全月新增4000亿元”（《第一财经日报》2009年6月30日第1、

需求迅速回升。从货币信贷与总需求关系角度推测,明年我国宏观经济有可能面临总需求增长偏快和通胀压力³⁸;如果政策调整受复杂因素影响出台滞后和力度不足,刺激过度问题可能更为明显一些³⁹。另外这次刺激政策以所谓“铁公基”为主要领域,中长期贷款投放比重较高⁴⁰,后续应对可能出现偏热形势在政策选择上面临较多限制。从这一角度看,也更需关注反向风险,为后续政策调整拐大弯预留必要空间⁴¹。

3-3、资产价格快速回升和超调风险

依据货币学派学说和国内外有关经验,货币信贷过量扩张通常会推高总需求增长超过潜在总供给导致通货膨胀。然而目前形势新特点在于,在货币信贷扩张通过CPI增长等常规通胀度量指标表现出来之前,市场对未来通胀预期可能会通过人们投资套利行为,推动资产价格迅速走高,对此前估值过低资产价格形成超调甚至派生泡沫因素。由于资产价格泡沫比CPI通胀更难测定识别⁴²,资产价格

4版)。

³⁸观察人士对此看法存在差异。如有研究人员认为“在国民储蓄率不下降的情况下,货币供应增长率较大提高,不会对物价形成重大的上升压力。由于我国目前货币供应主要来源是国民储蓄,因而即使货币供应量增长20%以上,也不需要太大的顾虑。欧美如不能采取有效措施,使救市过程释放的天量资金有序、有效退出,通胀危险较大,但是我国基于国民储蓄的货币供应增长,对物价影响是中性的。因此,下一步扩张性宏观政策仍将继续”(《第一财经日报》2009年7月4日A2版)。有观点认为“我们应当欢迎温和的通胀”(《投资者报》2009年6月22日第A2版:“像中国这样GDP增速较快国家,通胀只要控制在5%以下,低于同期GDP三个百分点以上,也属温和通胀。从经验角度,温和通胀可以使经济各环节相对良性循环,资源提供者、产业投资者、最终消费者、金融投资者都能分享增长红利,经济瓶颈不会那么突出。中国最近20年的发展,及美国刚结束的这一轮长周期繁荣,都是温和通胀值得欢迎的最好证明”。“在CPI依然为负的背景下,大谈特谈通胀的肯定是“货币派”,他们只盯住有多少过剩的货币,而不计算有多少过剩的商品卖不出去、有多少产能闲置,就妄言通胀;在资本市场刚刚恢复融资功能、地产市场投资刚刚开始活跃时就开始担心资产泡沫的肯定也是“货币派”——假如按照他们的观点收缩货币而不幸造成地产和资本市场重新陷入低迷,那么中国刚刚开始的经济复苏之路必然夭折。通胀的意思是一般物价水平的上涨,按照货币派的定义是“过多的货币追逐过少的商品”。因此,单位产能对应的货币供应量,才是我们分析未来中国到底会不会有通货膨胀的核心要点。美国有部门专门计算年度单位产能货币供应量的变化,发现单位产能货币供应量与通胀有着显著的相关性,但是通胀的出现一般比产能货币供应量开始增加要推后3年。前美国联邦储备银行主席格林斯潘判断通胀的依据也不仅仅是货币供应量的变化,而是产能货币供应量。根据这一指标格林斯潘在今年6月份撰文指出,美国可能在2012年出现通胀。如果美国要到2012年才会出现通胀,中国的货币派们妄谈通胀,简直是杞人忧天了,因为中国的产能过剩远远比美国严重”(滕泰,2009)。³⁹有评论人士肯定经济运行面临双向风险置换关系,不过认为通胀风险短期还不重要。防通胀还是保增长?下一步货币政策的走向主要取决于经济下行的风险和出现坏账的对比。“要用一个相对稳健的货币政策去承担经济衰退的风险,还是用一个适度宽松的货币政策去承担通胀的压力”。美国保持超级宽松货币政策不变,更看重经济衰退可能带来风险,中国目前情况是一样的。……通胀风险短期内不会出现,当务之急还是使中国经济走出衰退(侯美丽,2009年)。

⁴⁰“为什么说目前很难做到政策大的调整呢?从小的方面来看,目前贷款构成里,中长期贷款占到50%~60%,这是用来为长期项目尤其是基建项目投资提供资金支持的,这些项目本身需要数年完成。如果现在把贷款卡住,很可能形成相当大的损失。而从大的方面来看,我们现在经济复苏的基础还不够稳固,一方面私人部门投资还不够强,此次经济出现反弹还是依靠政府的投资带动。另一方面,外需还是比较弱。等到这两个方面有所改观,政策可能才到调整的时刻”(王斌、肖飞,2009)。

⁴¹“今年以来,银行对信贷集中度的控制要比以前有所放松。此前,银行对制造业、中小企业等多样化客户的信贷需求还比较重视,现在则盯住政府背景的项目和大型国有企业等投向不放。”浙江一银行业人士认为,这种信贷集中背后潜伏的风险应引起各方的警惕。他认为,经过大半年的信贷狂飙,银行资金大量投入基础设施建设项目,主要依靠政府背景和土地出让平衡信贷风险。在地方财政收入不增反降的情况下,这么大的信贷集中投放,银行面临一定压力。“由于50%~60%为中长期贷款,目前风险不会一下子暴露,但中长期肯定会对金融行业产生影响。”(韩婷婷,2009)。对此也有不同看法。例如有观点认为:“信贷的增长与通胀之间并不存在必然的因果关系。如果突然收紧货币,前期大量由信贷支撑的工程项目可能因资金链断裂而陷入停滞。因而要保持货币政策稳定性”(《中国经济时报》2009年7月10日第1版)。

⁴²实际上用CPI等流量产出物价指标测定通胀也明显或潜在存在不同意见和认知方法。学术界和不少国家央行操作货币政策时区分核心CPI与一般CPI,说明人们认为CPI不同部分对通货膨胀具有不同含义。对我国2007年前后CPI上升是否表示已经出现通货膨胀,学术界也有不同意见讨论。至于什么水平通胀才是

波动幅度和速率更大，在货币信贷扩张过度背景下，资产交易失衡以及价格泡沫因素可能会以某种出其不意形式出现并造成损失。我国年中股市房市价格快速回升，部分受到通胀预期因素推动，显示两市可能成为信贷货币过量扩张风险聚集领域⁴³。

最近半年我国股市基本情况是，沪市 A 股指数从 2008 年 10 月 1816 点低位，一路飙升到 8 月初一度超过 3400 点。随着央行货币政策微调及证监会恢复和加大 IPO 力度，股市出现快速回调，8 月底下跌到 2800 点以下，提示我国股市对宏观政策和行业调控政策相当敏感。房市 2007 年前后与宏观经济大体同期经历增长偏快偏热问题，随后经历下行调整并于今年年初开始回升，目前销售面积、金额、价格指标都已回升到长期趋势和或超过趋势水平。打破土地拍卖单价的各地地王频频出现，全国地王纪录也在被刷新，说明存货调整大体告一段落，今后一段时期有望进入预期需求增长推动投资和供给快速增长新阶段。

过去十多年股票住宅资产价格变动，与总需求和货币信贷宏观形势演变关系大体经历几个阶段变动。世纪之交 6-7 年间，宏观经济形势特点是，货币信贷增长速度下降，宏观经济受总需求不足和通货紧缩困扰。楼市这一阶段总体处于销售面积稳定增长然而价格上涨较慢⁴⁴。股市因为受到上世纪末美国互联网概念和泡沫影响，上证 A 股从 1999 年初 1100 多点上升到 2001 年 6 月 2300 多点，但是随后大幅回调和振荡，直到 2005 年底仍处于 1100 多点低位，与 1997 年初价位比较没有趋势性上升。

2000-2003 年信贷和广义货币增长逐年回升，信贷从 6% 上升到 21%，M2 从 14% 上升到 19.6%，推动总需求逐步走出通货紧缩，2003 年下半年和 2004 年上半年连续 4 季度经济增长超过 10%。2004 年宏观紧缩政策导致信贷和货币增长大幅回调，但是 2005-2006 年 M2 和信贷增长率先后回升到 16% 上下水平。2005 年前后经济增长速度有所回落，但是 2006 年以后总需求在波动中节节攀升，直至 2007 年全年经济增长率达到 13%，成为 1994 年后十多年经济增速最高年份。股市楼市在 2006-2007 年价格飙升并出现泡沫，上涨 A 股指数从 2006 年初 1300 点上冲到 2007 年 10 月近 6300 点，创造不到两年股市价格上涨近四倍的罕见纪录。此后约一年内回调到 2008 年 10 月的 1800 多点。房价从 2005 年初不到 3000 元/平方米上升到 2005 年 11 月超过 3800 元/平方米，此后震荡上升到 2008 年 10 月近 4200 元/平方米。

2003-2007 年前后我国开放宏观经济景气增长总体特征大体表现为：总需求增长偏快，一般物价明显上涨，本币实际汇率面临升值压力，资产价格在剧烈波动中趋势增长。这一时期信贷货币实际增长水平，对现阶段合意增长具有某种经验阈值含义。上述 6 年信贷年均增长率为 15%，广义货币年均增长率为 17%，

具有负面影响的坏通胀更是意见不一，有的认为 5% 以内通胀不会有负面影响，甚至认为只要通胀不超过经济增长率就没有问题。

⁴³6 月底就有评论人士认为“中国经济已处在经济复苏第一阶段，但同时目前国内经济金融形势跟历史性比较，资产泡沫形成的各种条件基本都已具备”（巴曙松）《每日经济新闻》2009 年 6 月 23 日 B8 版。“最近楼市亢奋，房价一再上扬，重新引发人们对资产价格泡沫的担忧。房地产市场的繁荣与经济复苏之间，存在着紧密的联系。但如果楼市繁荣的基础不牢固，带有某种饮鸩止渴的意味，则可能为将来的危机埋下伏笔。另外还导致腐败现象……”（《第一财经日报》2009/6/29，1-2 版“社评”）。

⁴⁴ 销售面积从 1997 年 2531 万平方米上升到 2003 年 1 月 9100 平方米。价格虽有显著波动，然而 2003 年初均价仍与 1997 年初 2400-2500 元/平方米大体一致。考虑住宅质量改进幅度可能超过 CPI 下降幅度，这一时期房屋考虑质量功能改进后实际价格可能有所下降。

二者 2003 年最高值为 20-21%，大体可以看作合意增长率上限水平。换言之，如果一年货币信贷增长率超过 20%，多年平均超过 15%-17%，则需要注意信贷货币扩张过度，防范总需求增长过快或（和）资产需求过度增长导致价格虚高和泡沫问题。

过去半年多股市楼市回升，相当程度反映对此前低迷行情的正面调整，也是积极宏观政策与相关行业政策鼓励推动的结果⁴⁵。股市楼市复苏与总需求 V 型回升具有良性互动效应，对推动宏观经济又好又快增长具有积极意义。从中长期角度看，我国仍处于快速追赶阶段，本币实际汇率升值长期趋势也会通过不可贸易品相对价格上升效应，对两市复苏和走高产生积极影响。

在肯定上述转变积极意义同时，也要看到目前股市楼市复苏也客观存在某些不稳定因素，集中表现为在信贷货币过度扩张背景下，未来通胀预期构成两市走高和繁荣的重要推手，因而使得这次本来健康的复苏回升一开始就被注入令人担忧的不稳定因素⁴⁶。房地产行业新地王频频刷新拍地价格记录，住宅价格开始快速上升，显示在征地制度以及对建设用地实行严格数量管制的特殊体制背景下，信贷货币超常扩张将使这一行业正常健康发展受到新考验。股市半年多增长近 1 倍，股指对最近 IPO 和货币政策微调的敏感反应，都说明目前快速增长基础并不稳固。有关部门对 IPO 开关、节奏、数量、力度的行政调节，在对提升资本市场运行效率构成约束前提下，客观上为政府应对股市行情偏高提供了短期调节手段。然而在征地制度改革推进过程比较缓慢背景下，房价这个同样容易受到过量货币损害的基础经济部门，在如何经历这次海量货币发行冲击方面，可能会面临更为复杂和严峻考验。

对过量货币信贷扩张与资产价格虚高和泡沫化可能存在的因果关系，研究人员从不同角度加以分析评论。一种是通过估计信贷资金流入股市和房市加以定量推测，如媒体一度密集报道有关信贷推动股市讨论有关推测结果⁴⁷。二是从相关

⁴⁵ 如评论人士指出：“如同 2001 年美国新经济泡沫破灭后情况，种种迹象表明，政府已做出方向性选择，信贷超级宽松，资本金比例 30-20%，契税、赠与税减免等，很多政策比 2003 年房地产调控前还要松”（刘熠辉，2009）。

⁴⁶ 6 月份以来，媒体有较多关于楼市泡沫评论。《中国经济时报》2009 年 7 月 9 日第 7 版报道：楼市泡沫已现，下半年情况更严重。一线城市房价存在泡沫，专家称未来泡沫将扩大。“房价又涨了！近来，很多市民发现，身边房价上涨的速度出乎意料，仿佛一夜之间，楼市又回到似曾相识的疯狂岁月。……仅仅经历一年左右的寒冬便迅速反弹，楼市此次调整，周期十分短暂。从相关统计数据看，截至目前，北京房价半年上涨近三成，6 月，北京商品房住宅成交均价为 13302 元/平方米，比 1 月上涨 2864 元，涨幅为 27%。进入 6、7 月，上海楼市持续升温，如上周上海一手商品住宅成交环比均价上涨 10.4%，达 17002 元，创去年 7 月以来新高。深圳房价已连续四月上涨，6 月一手房成交均价 14908 元，较上月大涨约 2000 元。杭州今年上半年商品住宅成交 31284 套，除去经济适用房后，和去年同期同比上升 184.9%，比 2007 年同期上升 75.6%。截至上月末，杭州主城区商品房库存量仅剩 1.6 万套，……全国许多城市都在经历短暂调整后强势反弹。……基本事实是已经全面反弹，原因多方面，除刚性需求释放，与老百姓对未来可能产生预期有关。政策托市、减免税费、鼓励百姓消费购房，也有促进作用”（周雪松，2009）。《第一财经日报》2009 年 6 月 26 日 C2-4 版报道：北京、深圳、成都楼市，用井喷、疯狂、亢奋字眼表述。……出于避险考虑，有多少普通市民已经或正在将家里的积蓄不约而同的投向同一个地方：楼市！在预期可持续资产价格上涨时泡沫推动消费，但是作为避嫌动机推动的购买行为可能对消费产生挤压作用。这些评论可能不无偏激，也反应通胀预期推动楼市行情走向虚高成为财经界一种重要观点。

⁴⁷ 据一位研究人员测算，20%左右信贷资金流入股市，30%信贷资金流入票据市场，这意味着一般左右资金是在金融系统内部自我循环，推动金融泡沫形成。成思危也认为不能否认一部分资金流入股市和楼市，从而造成股市楼市暂时回暖。……这位研究人员认为资金在金融系统内循环就是制造泡沫。要积极引导信贷资金进入实体经济，首先要整顿票据市场，防止票据市场自我循环，不为实体经济服务。监管系统要加强对信贷资金流行的监管，引导资金流向中小企业（郭茹，2009a）。这个分析有一定价值，不过对于拥有多方面资金的微观主体来说，利用一定资金投资股票测定资金到底是自有资金还是信贷资金，还存在需要

监管政策角度切入，讨论是否存在通过银行信贷融资违规投资股市问题⁴⁸。三是从总量货币分析角度看，过多货币会最终导致总需求增长过快和通货膨胀，在CPI等流量指标显示通胀压力之前，通胀预期成为股市和房市需求一个因素显著发挥影响，从而推高这类存量资产市场行情和价格出现虚高甚至泡沫因素⁴⁹。

资本市场与房地产市场健康有序发展，是现代经济持续增长的重要推动力量。然而这类资产市场对宏观经济环境比较敏感，可能会因为利率、信贷、汇率等宏观经济参数扭曲影响出现失衡甚至价格泡沫，最终面临调整时又对实体经济带来冲击。虽然学术界对资产价格泡沫定义、根源、应对方式等问题存在不同意见，然而当代很多背景各异国家都曾吃过资产价格泡沫苦头，尤其是美国次贷次债危机更是突出体现宏观参数扭曲催生资产泡沫可能造成危害⁵⁰。真实世界经验

探讨的概念困难和问题。

⁴⁸ 高清辉认为，“目前，我国的房地产、股市及新能源的发展上存在泡沫迹象。……他特别提到，有迹象表明，这次把股市撬起来的力量很多来自银行，一部分信贷资金可能流入股市，如此风险也集中在股市。”（《第一财经日报》2009/6/29，A6版）

⁴⁹ 媒体很多评论从不同角度强调目前资产市场对政策敏感的所谓政策市特征。如观察人士认为，“目前3000多点的股指，早已经超越了年初时大家对今年行情最高点的预测，再接下去又会怎么走？分析显示，现在股票的平均市盈率已经并不低了，从估值角度来说，似乎已经没有什么太多的股市可讲。那么，后市如果还要涨，应该靠什么。导致股市上涨的四大动力，估值偏低是一个、企业业绩提升是一个，市场资金多是一个，还有一个就是新形成的通胀预期。这与年初的时候相比，推动股市上涨的动力已经发生了变化。人们注意到，在近期的市场表现中，房地产板块十分活跃，他们成为引领当前行情向上的一个主要动力。房地产股票为什么要上涨呢？从业绩角度来看，恐怕很难找到什么充分的依据，一个比较可靠的解释是市场存在通胀预期。经验告诉我们，最能抵御通胀的，应当是房地产。现在市场上房地产销售的活跃，早已超出了刚性需求释放的层面，具有投资需求增加的特征。此时，购买或持有房地产股票，应改说与投资房地产一样，都具有抵抗通胀的作用。……可以说，如果没有通胀预期，房地产股票不可能如此大幅度上涨，同样的股市也不可能这样轻易站上3000点，并且随即继续向更高的目标推进”（桂浩明，2009）。领导人在（6月）17日国务院常务会议上表示坚定不移主张，这些信息有效打消货币政策可能调整的预期。最直接效果就是在15日开始的一周里，上证指数上涨5%，从2744点到2880点。……资产价格上升带来的繁荣假象持续不了多久，反而会吧中国推向次债危机境地。由于受到扩张信贷压力，一些商业银行已经开始发放“两成首付、七折利率”的房地产贷款，一旦利率上调，这类贷款风险会显著增加。随着这种危险逐渐暴露并被决策者认知，必适度更宽松的货币政策注定会被抛弃。信贷增长越快，泡沫形成得越迅速，同时发生金融危机的风险暴露得越早，货币政策的调整也会越早。……国有商业银行做大数字、完成任务的迹象（《中国经济时报》2009/6/22，2版）。励石投资管理有限公司董事总经理肖世明认为，本轮行情起码会持续两三年，“国内的股市只能做多，资金为了获得更多收益可能会将市场继续推高甚至出现严重泡沫”，介绍“宏观对冲的价值投资”方法（《第一财经日报》2009年7月11-12日，第A8版）。

⁵⁰ 7月初一些评论分析结合美国经验教训和我国目前政策实践，分析过度刺激和资产泡沫可能带来风险。

《第一财经日报》2009/7/9第B1版：新华社评论“信贷狂飙下的通胀迷局”：“美联储曾于2001年开始宽松的货币政策，到2004年通胀抬头之初开始加息的三年时间里，全面通胀虽未发生，但过多货币引发的通胀预期却在市场中暗流涌动，助推房地产价格不断膨胀并形成泡沫，直接为几年后的全球金融危机埋下祸根。如今，这一现象似乎在我国某些地区正在上演。半年来，北京、上海等地的房价不断飙升，一些楼盘的新房价格上涨超过3成，一些地区的二手房价格出现几天涨几万的现象，一些中介甚至推出了二手房期的业务，泡沫程度可见一斑。与此同时，在企业经营未见好转同时，我国股票市场却再现火爆场景，股票分析是开始提示投资者警惕资产泡沫”。孙明春（2009）强调“超级资产泡沫”风险：“在短时期里投资和贷款增速过快，会带来严重的流动性过剩，催生资产泡沫。如果投资项目继续大幅增加，有可能会倒逼货币政策在明后年继续采取宽松政策，从而为一个超级资产泡沫自身和膨胀提供温床。而一旦泡沫破灭，势必会对企业、银行、家庭和政府部门资产负债造成损害，并对实体经济造成难以估计的负面影响。因此必须尽早采取宏观政策的微调，刹住投资项目的审批闸门，严格控制信贷进一步增长。从经济指标来看，2009年投资、新开工项目投资、银行信贷、货币供应量M2、股票和房地产市场等关键指标，已经达到十多年来最强的、甚至堪比1992-1994年超级经济过热时期，这预示着中国经济可能很快步入偏热和过热的区域，因此不得不引起我们的关注。……投资与货币增速达到罕见水平，资产价格上升速度也相当惊人。加上我们对存货调整已经结束分析，中国经济在接下来的1-2年里所担心的根本不是过冷的问题，而是偏热或过热的问题。在1992-1994年那一轮过热中，由于当时中国尚处于短缺经济状态，高投资和高信贷带来的是高通胀。如今我们经济中的产能过剩问题相当严重，意味着只要不出现特大自然灾害或畜禽疫病，食品价格不会出现大幅度上涨，就不会重演2007-2008年那样高CPI通胀。……新一轮经济过热过程中，虽然我们并不担心CPI通胀，但货币信贷增速过快增长所带来的流动性过剩，却可能带来资产价格膨胀的

教训，加深了人们对资产泡沫危害认识，使宏观审慎方针在学术界和决策层引起更多关注和共鸣。

受经济体制演变大背景制约，我国当代资本市场和房地产市场发展历史还不长，然而这些部门也曾经历过较大程度起落波动。由于过去我国相关政策应对较为理性和及时，资产价格泡沫至今尚未对我国经济发展造成全局性严重损害。不过从过去经验以及目前一些苗头性动向观察，资产市场发展失衡和价格虚高会带来各方面问题。一是对行业发展会产生大起大落不利影响，不利于行业发展通过提升质量改进管理更好提升行业水平⁵¹。二是剧烈波动会对居民储蓄买房造成潜在巨大损失⁵²。三是如果信贷控制不严，可能造成金融风险累积隐患。四是鼓励外部热钱涌入，加剧内外失衡程度⁵³。如何通过优化宏观经济环境，保证资产市场健康稳定发展，是宏观经济政策面临的又一重大课题。

3-4、回升过速对大宗商品市场影响

2003-2007 年前后我国经济景气增长表现的又一特征，表现为由于受我国经济成长阶段、开放模式、巨型规模等组合条件作用，宏观经济波动伴随和派生对上游大宗商品进口需求相应波动，并对全球市场供求和价格产生不同程度显著影响。我国在经济快速追赶阶段对资源性产品需求较快增长具有经济合理性，一定阶段进口价格出现某种趋势性增长并伴随贸易条件不利变动难以避免。然而在我国总需求增长与潜在供给偏差足以显著影响国际商品市场、进口价格、贸易条件背景下，通过改进完善宏观管理体制和政策，避免信贷、投资、经济增长过快过

问题。有人认为目前信贷到实体经济，比如固定资产投资或生产项目，而不是直接流到股市和房地产市场，不必担心资产价格泡沫。实际上只要货币信贷总量宽松，即便主要发给投资和生项目，也会通过多种渠道（工资、利润、分红）最终渗透到各个领域，包括股市和房市。我们担心的是，今年大量开工的大型固定资产投资项目，在明后两年将面临进一步融资的问题。如果得不到第二、三期融资，很多项目都会被拖延甚至成为烂尾项目，这不仅违背我们进行此类投资初衷，还会对银行资产质量产生巨大压力。这意味着，央行可能被迫在 2010-2011 年继续执行宽松货币政策，以避免大量烂尾工程和银行坏账的出现。……倒逼央行继续采取宽松货币政策。……坦率讲，即便我们现在就采取货币紧缩政策，严格控制新增贷款和开工项目，估计今明两年货币供应量增长都很难抵御 20%。……资产泡沫会更大。……虽然对信心有益，但是其破裂对经济金融系统损害最大。要采取措施：压缩新开工项目审批，对审批但没开工项目推迟开工时间，严格控制贷款规模，控制在 8 万亿以内（同比增长 26%），最多不超过 9 万亿（30%）。对资产价格窗口指导，明确货币政策从宽松转向中性，条件成熟时及早加息，加快 IPO 步伐，抓紧推出中线板块，加大企业债发行力度。

⁵¹ 《第一财经日报》2009/7/9 第 A14 版：“地王频现背后，楼市泡沫风险加剧”，直接原因是，从去年下半年开始，房地产市场增量投资减少，新楼盘不开，地没人敢拿，炒房者离场，购房者观望，市场在去年底和今年春节前后几乎冷到极点。随着 4 万亿元刺激措施实施，公众心理预期改善，地方政府出台强力的减税费措施，银行和地方联手放宽放贷政策，如放宽公积金的准入门槛和提供公积金的可贷额，取消限制措施，多种力量角力博弈，终于在二季度以后，市场积蓄的购买力被“哄起来”后集中释放，短时期内房地产库存量消化殆尽。大幅度的货币扩张和低利率必然导致价格上升。……地王频现，房价急升，并不必然意味着房地产市场的繁荣。相反，在房价虚高，地王荣耀的背后，加剧的是楼市泡沫的风险。

⁵² 记者这样描述普通百姓受通胀预期影响抓紧购房：一周前，老婆突然开始看房了，说想买房。一周后，“老公，快下单吧，我们明天就去签合同。”“怎么这么快就买啊，不再看看？”“都快通货膨胀了，还犹豫啊？今年我们还能买个一百多平米的，明年可能只够买袖珍小户型了。”老婆一脸不快。这篇报道用“活在通缩，忧于通胀”结束（曾子建，2009）。

⁵³ “实体经济好转时，资金似乎正在加速回流，5 月份外汇占款 2426 亿元，环比增加 900 亿元，创年内新高。去年 3 季度金融危机全面爆发以来，资金流入速度放慢，外汇占款增速明显下降。今年前 4 个月月均占款增加 1433 亿元。资金流入放缓趋势在外汇储备上有所体现，1 季度外汇储备增长仅 77 亿美元。……与此相关，结汇占收回比例上升，这意味着资金流入境内加快活境内存量外币加速结汇。假如美元 FDI 和贸易顺差为当月实际收汇数量，外汇占款变动为企业和居民净结汇量，外汇占款占前两者之和的比例可粗略反映结汇占收汇比例。去年 10 月开始，这一比例急速下降，个别月份降到 20-30%，但是 5 月上升到 100% 以上。……随着各国救市政策陆续发挥作用，金融市场流动性从去年 4 季度极度稀缺渐渐宽松，处于避险目的回流美国的资金重返新兴市场。我国经济较早走出阴影，资金回流境内也属情理之中！（邱壑，2009a）。

猛，除了具有宏观稳定通常积极意义，还有助于抑制国际大宗商品需求增长过速从而降低国际价格剧烈波动，避免我国企业作为需求方不得不面临过于陡直的国际供给线区段。

进入新世纪后，国际大宗商品价格剧烈波动，成为世界经济形势变动一个新特点。如 CRB 价格指数从 2002 年 5 月的 211 增长到 2008 年 6 月的 476，六年增长 1.25 倍，是过去半个多世纪的最大涨幅之一。随后急剧下降到 2009 年 2 月 311，33% 降幅是半个多世纪最剧烈下跌。今年 3-5 月反弹 17% 回升到 365 点位。这一轮波动有几个特点。一是金属类商品价格波幅最高。二是 CRB 指数没包括的原油价格波动幅度在大宗商品中名列前茅。三是国际海运费用尤其是干散货运费同时出现大幅波动⁵⁴。

从供求关系角度看，除了原油部门由于一些国家大油田衰老显示供给面负面冲击，2002-2007 年前后价格飙升主要驱动力应是需求面因素变动。2001-2007 年间全球石油消费增长 11%，铝材增长 51.4%，铁矿石增长 68%，铜增长 18.4%，干散货海运量增长 45%，比早先时期平均水平显著提升。大宗资源商品短期产能扩张受较大限制，增加产出边际成本上升较快，供求关系变动推动价格飙升。金融危机导致全球需求下跌后，价格随之暴跌。除各类商品供求基本面因素外，世纪初美元贬值和流动性过剩，商品衍生品市场金融投资者大规模资金进出，对大宗商品价格涨落发生推波助澜作用。

近年国际大宗商品价格波动另一突出特点，就是中国因素推动市场行情的重要性。中国因素主要表现为我国目前处于城市化和工业化快速推进阶段，经济追赶派生对资源性商品和海运量需求较快增长，对全球供求平衡关系中具有关键影响。2007-2008 年我国原油消费量是 10 年前两倍，铜和铁矿石消费量是 10 年三倍，铝消费量是 10 年前四倍左右。2002-2007 年间我国钢铁产量从 1.82 亿吨增长到 4.89 亿吨，增量为 3.07 亿吨，占同期全球钢铁产出增长 4.4 亿吨的 70%。2002-2007 年我国四种矿物原料能源需求增长对全球消费增量贡献比分别为 51%、56%、89% 和 33%。同期进口和出口海运增长全球增量贡献比分别为 43% 和 20%。观察截至 2009 年 6 月最新数据，我国钢产量和发电量等工业生产指标变动，与近期国际大宗商品价格大幅涨落有显著联系。我国进口波动对国际商品价格以及干散货海运费用指数近年大幅波动、特别是最近反弹具有相当解释作用。

我国利用相对开放的全球化市场环境，通过增加国内生产和扩大国外进口，得以大体满足城市化和工业化快速推进对大宗资源性商品海量需求增长，说明我国选择和实行的市场取向的开放发展战略确实具有可行性。然而近年发展经验也显示，商品价格波动反转对我国带来一系列新挑战。

一是通过进口价格上涨对我国宏观经济运行稳定性造成压力。数据显示我国进出口价格变动几个特点。一是进口价上涨高于出口价上涨。二是初级品进口价上涨高于制成品进口价上涨。三是原油和矿产品涨幅最高。商品进口价格飙升在汇率未能灵活调节前提下，一定程度转化为物价上涨压力即所谓“输入性通胀”。

二是用进出口价格比率衡量的狭义贸易条件变动对国民经济福利带来不利

⁵⁴ 本小节数据来源参见卢锋、李远芳、刘鉴（2009）。

影响。简略估计结果显示，狭义贸易条件变动导致 2003-2008 年国民经济福利损失超过 1 万亿元，约相当同期经济增长 1/10。2008 年贸易条件变动导致经济福利损失约为 4789 亿元，相当于同年经济增长 15% 上下。当然，如果考虑我国劳动生产率变动因素，这一时期我国要素贸易条件仍会大幅持续改善。

三是在我国对外经贸关系领域带来新矛盾和新问题。例如我国作为世界上铁矿石最大进口国，代表企业和行业组织与国际寡头供应商一年一度铁矿石定价谈判持续发生超出一般商业谈判的分歧和争论。特别是今年中钢协与国际铁矿石供应商谈判陷于僵局，发生外资驻华高管人员因涉嫌窃取机密被执法部门刑拘事件，对我国涉外经贸关系甚至外交关系带来影响甚至某种冲击。

大宗资源性商品供求价格波动对中国和全球经济系统提出的新挑战，本质上应当是伴随中国高速经济追赶阶段全过程的长期问题，未来调整方式可能具有多样化和长期性特点。包括市场机制作用下中长期供给面积极反应调整，鼓励企业学习逐步“走出去”，在全球范围更好地配置资源。我国应在中美双边和多边场合推动加强和改善对商品衍生品市场金融监管，限制过度投机放大价格波动。努力寻求替代能源并逐步最终改变人类依赖石化能源的难以持续局面，则构成更为长期范围和更具有实质意义的应对措施。

上述形势下，避免经济增长偏快对防止全球大宗商品价格回升过速也有积极意义。在我国经济追赶目前阶段，宏观经济扩张会伴随上游行业对大宗商品需求快速增长。由于我国增量超级大国地位，需求激增会导致全球供求关系显著变动。在我国总需求波动对国际大宗商品市场行情具有相当程度支配性影响条件下，通过结构调整转向更加均衡增长模式，通过改进宏观政策提升宏观经济运行稳定程度，不仅是我国经济可持续增长要求，还有助于抑制进口商品需求上冲过猛，避免进入国际短期供给线过于陡直部分。如果我国总需求刺激过猛，有可能推动国际市场价格和我国进口价格回升过早过快，造成我们自身双手互搏的利益矛盾局面。

4、夏季宏观政策观察

4-1、宏观政策方针稳定不变

中央决策层高度关注宏观经济形势演变。入夏以来领导人赴各地密集考察调研经济形势，召开不同类型座谈会集思广益⁵⁵，并不断阐释和强调对宏观形势判断和宏观政策主基调。下面依据媒体公开报道信息，按时间顺序对 6-8 月决策层有关宏观经济形势和政策方针表述部分内容做一个简略梳理。

⁵⁵8 月初一篇媒体报道概括宏观形势讨论和高层地方调研情况。“去年底到今年年中，对中国宏观经济判断就一直处于争议和矛盾之中。4 月下旬公布重要宏观经济先行指标——3 月 PMI 指数经过了连续四个月反弹后突破了 50 点分水岭至 52.4 点，但随即路透公布 PMI 指数却仍然处于不景气区间这引发了公众和经济学家对于 4 万亿经济刺激计划到底拉动了国有企业还民营企业疑问。在 4 月份和 5 月份经济数据出台之后，各项统计数据出炉使得这种争论更加激烈。一方面，消费增速、投资增速和工业增速不仅没有改变前期高增速态势，而且继续加速增长；另一方面，发电量、出口和 PPI 等数据，维持萎靡不振甚至进一步恶化态势。同时，对于通胀担忧也成为学者专家和公众关注焦点在一季度新增信贷总额达到 4.58 万亿元天量情况下，6 月份新增信贷更导致上半年新增信贷达到了 7.37 万亿元这样史无前例数字，与去年同期相比增长 200% 以上。在此背景下，从 6 月初，多位中共中央政治局常委奔赴各地调研，短短一个月内，中央最高层已对全国 31 个省（自治区、直辖市）中 15 个省（自治区、直辖市）完成调研（熊剑峰，2009a）。

温家宝总理6月17日主持召开国务院常务会议，分析当时经济形势，研究部署下一阶段经济工作。会议强调，我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善⁵⁶。此前6月12日至14日温家宝在湖南考察，此后6月19日至20日在河北考察，6月27日至28日在山东考察，都指示要坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策⁵⁷。

7月初，国务院总理温家宝先后两次召开座谈会，分别听取经济专家和企业、行业协会负责人意见和建议。温家宝在会上强调中国经济发展正处在企稳回升的关键时期，由于经济回升基础还不稳固，必须坚定不移地实施积极财政政策和适度宽松货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机一揽子计划，并根据形势变化，丰富和完善政策（熊剑峰，2009a）。7月4日至5日温家宝在山西考察时，再次强调必须保持宏观经济政策的连续性和稳定性。

⁵⁶会议强调，我国经济运行正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划，并根据形势变化不断丰富和完善。会议指出，当前，经济运行出现积极变化，有利条件和积极因素增多，总体形势企稳向好。主要表现在：投资增速持续加快，消费稳定较快增长，国内需求对经济增长的拉动作用逐步增强；农业生产形势良好，夏粮再获丰收；工业增速稳中趋升，结构调整和节能减排取得新进展，区域协调发展呈现新态势；金融市场运行平稳，市场预期继续向好，社会信心进一步提升；城镇就业继续增加；灾后重建加快推进。实践证明，中央应对国际金融危机采取的方针和一揽子计划是正确有效的。同时也必须看到，经济回升的基础还不够稳固，不确定性因素还不少，一些地区、一些行业、一些企业还比较困难。出口下降、产能过剩、企业经济效益下滑、财政收支矛盾和就业困难等问题尚难根本缓解。特别是国际经济走势还不明朗，外部需求下降，贸易保护主义加剧，国际金融领域还存在潜在风险，我国经济发展的外部环境仍然十分严峻。对此我们必须保持清醒的认识，做好在较长时间内应对各种困难和复杂局面的准备。

会议强调，巩固和发展企稳向好的形势，必须抓好以下七项工作：（一）进一步调整结构，大力培育和扩大消费需求，保持投资稳定增长，全面增强国内需求对经济增长的拉动作用。抓紧实施家电下乡、汽车下乡、农机下乡、家电汽车以旧换新等政策，引导住房消费和房地产市场平稳健康发展，积极发展旅游休闲消费，拓宽文化消费市场。认真落实中央投资计划，扎实做好项目建设各项工作。重视引导和扩大民间投资，破除垄断和限制。（二）进一步巩固农业基础地位，保持农业稳定发展。抓好“三夏”农业生产，认真落实小麦、稻谷最低收购价政策，切实做好粮油收储工作，确保农民增产增收。稳定生猪、肉禽和奶业生产，保持市场和价格基本稳定。加强防汛抗旱工作。（三）进一步发挥科技支撑作用，大力推进自主创新。抓紧出台重点产业调整和振兴规划配套实施细则，进一步推进企业技术改造、兼并重组和淘汰落后产能。加快实施科技重大专项。加强对中小企业融资担保、自主创新、技术改造、人才培养、市场拓展等方面的服务和支持。大力培育新兴产业和新的经济增长点。（四）进一步做好节能减排工作，大力发展环保产业、循环经济和绿色经济。抓好抓实节能减排重点工程建设、高效节能产品推广和循环经济试点工作，组织实施“节能产品惠民工程”，从严控制“两高”行业低水平重复建设。（五）进一步推动城乡统筹和地区协调发展，拓展新的发展空间。积极稳妥地推进城镇化。加强城镇基础设施建设，发展城市轨道交通，提高城镇的承载力。全面实施区域发展总体战略，鼓励各地充分发挥自身优势，积极拓展新的发展空间，培育新的经济增长地带。（六）进一步深化改革开放，增强经济发展的动力与活力。扎实推进已确定的各项重大改革，力争取得突破性进展。抓紧落实稳定外需的各项政策，尽快推出稳定和扩大利用外资的综合性政策，支持企业“走出去”。（七）进一步改善民生，加强社会保障体系建设，全面提高人的素质。把刺激经济增长与有效增加就业结合起来，着力抓好高校毕业生、农民工和困难群体的就业工作。尽快出台养老保险转移接续办法，做好新型农村养老保险试点工作，健全城乡社会救助制度。高度重视教育事业发展和人才队伍建设，加快制定教育中长期规划。抓紧落实已经出台的医药卫生体制改革方案，力争早见成效。

会议要求，各地区各部门都要认真贯彻中央的部署，坚定信心，狠抓落实。一要明确责任，密切配合。加强督促检查，把各项政策逐一落实到位。要紧密结合实际，创造性地开展工作，做好各项政策之间的衔接，提高可操作性和工作效率。二要转变政府职能，改进工作作风。要切实将政府职能转到为市场主体服务和创造良好发展环境上来。各级政府工作人员特别是领导干部，要深入实际，深入基层，帮助企业和群众解决困难。三要未雨绸缪，完善政策。要密切跟踪分析形势，及时调整和完善政策。根据国内外经济形势变化和中长期发展需要，加强储备性政策的研究，提高宏观调控的前瞻性和针对性，促进经济社会又好又快发展（2009年06月17日 19:36:10，来源：新华网）。

⁵⁷ 《新京报》2009年8月25日整理新华社电，转引自 <http://www.sina.com.cn>。

国家主席胡锦涛在7月21日党外人士座谈会上指出，今后要继续把保持经济平稳较快发展作为经济工作首要任务，保持宏观经济政策连续性和稳定性，继续实施积极财政政策和适度宽松货币政策。7月23日召开中共中央政治局会议，研究了当前经济形势和经济工作⁵⁸，指出当前我国经济发展正处在企稳回升的关键时期，经济回升基础还不稳固。因此必须把困难和挑战估计得更充分一些，宏观政策取向不能改变，调控工作不能放松，调控重点更加突出。

7月25日至27日，温家宝总理到吉林省考察。他指出，面对复杂的国内外经济环境，必须认真贯彻落实中央政治局会议精神，继续把促进经济平稳较快发展作为首要任务，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，全面落实和完善促进经济增长的一揽子计划，面向市场需求，加快结构调整，推进科技创新，努力增强经济增长和企业发展的内在动力和活力。强调要确保粮食安全；要依靠科技创新，提高经济发展质量和效益；要以市场需求规划企业发展，防止产能过剩（李斌，2009）。

8月7日到9日，温家宝总理先后到江苏无锡、南通等地调研。6日至9日，李克强副总理在黑龙江佳木斯、双鸭山、大庆、哈尔滨等地考察。在考察中，两位中央领导人都提出，要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，加快经济结构战略性调整，培育新经济增长点，挖掘经济增长潜力。考察中，温家宝指出，在当前我国经济发展企稳向好的形势下，中央强调要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，坚持实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策不动摇，这是因为我们面临的困难和挑战还仍然很多，国际经济前景还不明朗，外需下滑的压力仍然很大；经济自主增长的动力还不强，一些行业、企业经营还比较困难，产能过剩的问题十分突出，结构调整的任务十分艰巨；扩大内需在短期内还受到各方面因素的制约，一些刺激经济发展的政策效应会递减，一些关系长远的政策收到成效需要时间。因此宏观经济政策的导向不能改变。要把保持经济平稳较快发展与调整经济结构结合起来。以平稳较快的经济发展为结构调整提供基础、创造条件，通过转变发展方式、调整经济结构使经济发展更具有可持续性和竞争力⁵⁹。

8月25日温家宝总理在浙江考察时强调，当前国际国内经济向好，但不稳定、不确定因素还很多，形势仍然复杂严峻。我们正处在不进则退的关键时期。要保持清醒头脑，认清形势，凝聚共识，把思想统一到中央对形势的分析判断上来，把行动统一到落实中央的决策部署上来，坚持宏观经济政策方向不动摇，保持政策的连续性和稳定性，继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划⁶⁰。

8月26日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展。会议指出，目前部分产业结构调整进展不快，一些行业产能过剩、重复建设问题仍很突出，不仅钢铁、水泥等产能过剩的传统产业仍在盲目扩张，风电、多晶硅等新兴产业也出现重复建设倾向。会议强调，要坚持控制增量和优化存量相结合，分类指导和有保有压相结合，培育新兴产业和提升传统产业相结合，市场引导和宏观调控相结合，综合运用法律、

⁵⁸这次会议一项重要内容是决定今年9月在北京召开中共十七届四中全会。

⁵⁹“中央高层调研：宏观经济政策导向不变”，《第一财经日报》2009年8月10日A3版，综合新华社、中广网报道。

⁶⁰“温家宝在浙江考察强调保持政策连续性”《新京报》2009年8月25日，转引自<http://www.sina.com.cn>。

经济、技术、标准以及必要的行政手段，协调产业、环保、土地和金融政策，形成引导产业健康发展的合力⁶¹。当前要重点加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业发展的指导（熊剑锋，2009b）⁶²。

上述报道内容体现年中宏观政策指导层面多方面特点。一是入夏以来高层特别重视研判宏观经济形势演变，问政勤、着力实、用心细，从国际比较角度看很突出，与我国其他年份比较也罕见。二是决策层评估夏季宏观形势体现两点基本判断：明确肯定经济运行发生企稳回升的积极转变，同时认为经济回升基础还不够稳固。三是宏观政策主基调确定为坚定不移实施适度宽松货币政策和积极财政政策不动摇，继续全面贯彻执行应对国际金融危机的一揽子刺激经济政策。四是关注新出现的苗头性问题，丰富和完善已有政策。如8月底国务院常务会议重点讨论产能过剩问题，体现宏观政策重心微妙演变，也可解读为对刺激政策适当退出路径的提前思考谋划。

4-2、相关宏观部门夏季微调

给定宏观政策主基调稳定不变前提，面对总需求 V 性回升和货币信贷超常扩张形势，入夏以后政府有关部门开始在各自管理职能范围和操作层面进行调整，7-8 月前后形成部分宏观政策夏季微调局面。这个时期，央行、银监会、证监会一行两会出手比较活跃并引起较多关注；发改委、财政部、国土部等其他部门也有动作，不过受到政策工具局限或其他方面因素影响，政策微调实际参与程度较低。

4-2-1、央行动态微调

年初信贷高速扩张曾引起央行关注⁶³。上半年信贷增长呈现超常扩张势头

⁶¹会议前一天，工业和信息化部在北京召开《2009 年中国工业经济运行夏季报告》发布会，也提出产能过剩问题突出，并特别指出：目前在一些新兴产业如风能和光电产业等，一些地方已经表现出比较明显的产能过剩现象。工信部上述报告披露数据显示，目前钢铁行业产能过剩超过 1 亿吨，而今年以来新开工项目同比增长 20% 左右；水泥产能过剩近 3 亿吨，而在建水泥生产线超过 200 条，将新增产能超过 2 亿吨。铝冶炼行业产能利用率仅为 65% 左右，在建氧化铝、电解铝产能仍达 560 万吨和 200 万吨。此外，造船、化工、平板玻璃等行业也都存在较为严重的产能过剩问题，太阳能、风能等新兴产业重复建设、无序上马的问题也不容忽视。

⁶²会议提出多项治理产能过剩措施。一要严格市场准入。进一步加强钢铁等产能过剩行业项目审批管理，不得下放审批权限，严禁化整为零、违规审批。严格核发螺纹钢、线材、水泥等产品生产许可证。提高能源消耗、环境保护、资源综合利用等方面的准入门槛。对多晶硅等新兴产业要建立和完善准入标准。二要强化环境监管。加强对区域产业规划的环境影响评价，并将其作为受理审批区域内高耗能项目环境影响评价文件的前提。未通过环境影响评价审批的项目，一律不准开工建设。达不到污染物排放标准或超过排污总量指标的生产企业必须限期治理，限期治理不合格的必须停产处理。三要严格依法依规供地用地。对不符合产业政策和供地政策的项目，一律不批准用地。对未按规定履行审批手续的项目，一律不得供应土地。四要实行严格的有保有控的金融政策。按重点产业调整和振兴规划以及相关产业政策要求发放贷款。严格发债、资本市场融资审核程序。五要建立信息发布制度。建立部门联合发布信息制度，加强行业产能及产能利用率的统一监测，适时向社会发布产业政策导向及产业规模、社会需求等信息。充分发挥行业协会作用，引导企业和投资者落实国家产业政策和行业发展规划，加强行业自律，提高行业整体素质。要深化改革，从体制上解决产能过剩的深层次问题。

⁶³例如 2009 年 3 月 6 日举行第十一届全国人大第二次会议记者会上，发改委、财政部、央行负责人就应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展问题回答记者提问，周小川行长在回答“今年 1 月份新增贷款达到了 1.6 万亿，您对此有何评价？”问题时指出：“应该说，国务院这次特别强调了应对金融危机出手要快、出拳要重。本轮国际金融危机是多年不遇的，不太容易事先测算得很准确，但是我们特别要防止如果出手慢了、如果出拳不够重，很有可能会出现我们所观察到的世界上一些其它国家曾经出现的现象，就是信心下滑了以后，出手晚了以后，就遏制不住。如果信心再恢复起来，则需要花较长的时间。这个教训我们已经在其它一些国家看到了。所以，我们宁可出手快一点，出拳重一点。政策出去以后，有可能有些数据涨得太猛，包括货币供应量、信贷总量。一月份的信贷总量是有些超乎我们的预期。但是，如果它能够及时

后，央行从6月底开始运用公开市场操作多种政策工具进行对冲调整，体现出央行试图抑制信贷过快扩张和通胀预期的政策意图⁶⁴。

一是加大正回购和央票发行力度。6月30日（周二）例行公开市场操作日上，央行在银行间市场进行800亿元正回购操作，包括500亿元28天和300亿元91天正回购。91天操作是自4月底暂停以来的重新‘出山’。7月9日央行重启1年期央票，标志央票发行力度加大⁶⁵。

二是提升货币市场政策利率。6月末正回购力度加大伴随利率提高。记者注意到“今年以来铁板一块的央行正回购利率也出现松动，其中28天正回购利率为0.95%，较前期上涨5个基点；而91天正回购利率上涨到1.00%，较此前上涨4个基点”。（《第一财经日报》2009/7/1，B3）。7月9日重启1年期央票后，央票发行利率也开始攀升。8月18日短期政策利率暂停上升时，央行500亿元28天正回购利率与上周持平于1.18%，此前7周该利率累计上涨26个基点⁶⁶；同日在银行间市场发行450亿元1年期央票，1.7605%利率与上周持平，是7月9日重启1年期央票以来发行利率首次企稳（郭茹，2009b）⁶⁷。

三是结合窗口指导手段发行定向央票。7月中旬央行计划重启一年期定向票据。一位银行债券交易员告诉记者，最近接到通知，央行计划发行总规模约1000亿元人民币的定向票据，发行利率为1.5%，将于9月份缴款。央行昨日面向部分公开市场一级交易商发行定向央票，被认为是央行用来警告过度放贷银行的一种调控手段。央行此前最后一次发行定向央票为2007年9月份，正是上一轮信贷扩张最快，资本市场泡沫膨胀的时候（程志云，2009）。这是时隔两年央行采用这个带惩罚性的紧缩流动性工具。虽然有关银行已将定向央票的发行额度“领

制止住在金融危机情况下造成的信心下滑，如果能对克服金融危机快速的起作用，加上我们事后也还有相当的空间对货币政策进行微调，使得将来在整体数量上、在一个中期范围内，保持一个合理的水平。也就是说，我们应对金融危机，既要有短期的考虑，也要有一个中期的考虑”。

⁶⁴央行7月8日晚间提前公布了6月份的存贷款数据。据央行调查统计司初步报告，6月金融机构人民币各项贷款较上月新增15304亿元，各项存款较上月新增20022亿元。按照惯例，央行会在每个月15日之前公布上个月的金融运行数据，其中包括货币供应情况、存贷款变化情况和货币市场利率情况等内容，通常情况下这些数据都会在10日到15日之间公布。据业内人士分析，央行此次打破常规提前公布存贷款数据可能基于两种考虑，一是希望以较为正面的贷款数据对冲前几日公开市场操作引发的货币政策调整预期；二是可以避免个别媒体猜测信贷数据从而造成不良影响。今年以来，信贷数据逐渐成为判断经济形势非常重要的先行指标，因此不少媒体热衷于“抢报”这类数据（“央行破常规提前公布数据6月新增信贷1.5万亿”2009年7月9日《证券时报》）。

⁶⁵观察人士注意到，“本次1年期央票的发行公告中，与此前一直维持的‘最高发行量’措辞相反，修改成了‘最低发行量’”。“这显示了央行加大流动性回笼力度，遏制未来信贷可能继续过量投放的政策意图，这也意味着，如果继续出现信贷‘冲锋’，不排除未来定向央票会再度以非公开的方式重新启动。”由于此前主要采取1年以内的短期工具调节流动性，因而使累积到第三季度的公开市场操作到期量陡增。因此，急需发行1年期等长期央票。如果继续以短期工具回笼，则未来滚动操作压力会越来越大（李雨谦，2009c）。

⁶⁶7月初货币市场已经出现利率上升预期变动。记者注意到，人民币利率互换IRS在近期货币市场利率持续走高时尤为敏感，各期限利率互换报价已经明显高于同期现券的水平。分析师认为，IPO重启对利率市场产生一定推动，但是市场对货币政策微调预期，为IRS强劲上涨添了一把火。IRS指交易双方约定在未来一定期限内，根据约定数量人民币本金交换现金流的行为，其中一方现金流根据浮动利率计算，另一方现金流根据固定利率计算。IRS报价变动，体现市场对未来利率走势的一种判断。进入6月以来，面对诸多利空因素冲击，IRS品种所表现出来的敏感性要明显强于现券品种。1年期品种由6月初1.35%上行到1.79%，3年期品种也有月初的1.92%上升到2.44%。上周，IRS涨幅都比较大，不少期限产品上涨近20个基点。……同时财政部发债认购倍数仅为1.2，为今年以来国债发行认购倍数新低（《第一财经日报》2009/7/9第B9版）。

⁶⁷业内人士分析央行利率企稳原因，“除了信贷如期回落外，国泰君安分析师姜超还指出，目前股市的调整引发了人们对我国经济“二次探底”的担心，央行目前也需要把短端利率稳住来保证对经济的持续复苏。“央票利率至少会稳定一段时间。”姜超说，如果经济复苏不尽如人意，1年央票利率不会有大幅的上涨，不会超过2%（郭茹，2009b）。

回家”，但这并不意味着届时央行一定会按这一既定额度发行定向央票，发行力度仍然要看银行的“表现”：如果第三季度银行对信贷投放节奏自行调控得当，有望在发行额度上给予一定减免，并有可能略微提高定向央票的利率，降低惩罚性（邱壑，2009b）。

上半年宏观经济走势不确定性增加，货币政策操作微调引发市场高度关注和敏感反应，使央行政策执行力面临新挑战。例如“7月28日，央行调查统计司首次公布季度宏观经济形势分析，提及CPI（居民消费价格指数）下半年将走稳，存在反弹可能。29日，市场突然盛传存款准备金率存在上调可能，上证指数创下8个月最大单日跌幅。30日晚间22时30分，央行发布副行长苏宁的讲话，再次强调‘适度宽松的货币政策’，并明确央行不会使用规模控制的手段进行调控；央行还通过新华社向外界重申这一立场，并首次提出‘动态微调’。8月5日，央行发布二季度货币政策执行报告又一次强调坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策的同时，同时提出‘根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调’。当日A股市场再次下跌（邱壑，2009c）⁶⁸。

4-2-2、银监会加紧监管

银行是信贷发放主体，银监会对银行系统稳健运行和控制风险负有监管职责。面对上半年信贷超量扩张，银监会入夏以来分阶段推出信贷监管新措施：6月份重提加强信贷监管，7月份强调应对四大风险，8月份提示降低银行资本金中次级债比重。

今年前5月数据显示，上半年信贷发放将超过6万亿元，达到历史上任何一年全年新投放总量。为控制信贷过快增长，6月上旬银监会办公厅向各地银监局和各政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行等下发《关于进一步加强信贷管理的通知》（王丽娟，2009a）。据报道，这份标注“特急”字样的《通知》重申贷款发放必须用于满足实体经济的有效信贷需求和贷款发放必须坚持“区别对待、有保有压”的原则，并要求银行业机构调整完善相关业绩考核机制，确保信贷均衡投放。指出要防止企业利用票据贴现套利等造成信贷资金“空转”，不得通过贷款转存等手段虚增存贷款，不得脱离客户的有效信贷需求发放贷款。对于信贷投向，《通知》再次明确银行业金融机构围绕国家“保增长、扩内需、调结构”的要求以及国家产业政策、产业调整和振兴规划的实施，将信贷资源有效配置到国家重点支持和鼓励发展的领域，严格限制对“两高一资”、产能过剩行业的新增授信（唐真龙，2009）。文件还要求银行取消对存贷款时点指标的考核，当前首先要防止月末、季末“冲规模”现象⁶⁹。

⁶⁸ 2009年8月7日财政部、发改委、央行联合召开宏观形势发布会，苏宁副行长政策阐述被解读为“专门在问答中对媒体‘纠错’”：“首先不是货币政策微调，我看很多媒体都叫‘货币政策微调’，有的叫‘货币政策调整’，这没有反映央行的意思。”他解释说，央行所说的“微调”，不是对货币政策的微调，是对货币政策的操作、货币政策的重点、力度、节奏进行微调。然而这番解释似乎并不尽如人意，记者以“央行的难题”为题评论道：“何为‘适度宽松’？适度宽松和从紧的边界是什么？何为‘动态微调’？微调的手段和幅度是什么？这些问题并无清晰的解释和定义”（邱壑，2009d）。

⁶⁹ 如一家国有银行某省分行的人士表示，月末、季末存贷款增量考核是银行顽疾。该国有银行总行近日已下发通知，将对有此行为的分、支行进行处罚。导致银行“冲规模”顽疾的正是现行绩效考核办法。上述国有银行人士指出，四大国有银行的考核方法大同小异。一方面是考核1月1日至6月30日的半年增量，另一方面考核同业占比，主要为6月末数字及同业金融机构余额占比。“行领导半年总结、述职报告，一般就看这个时点数字。”这位人士表示，分、支行平时表现如何难以反映，月末、季末一般都会抢份额，时点指标的“最实惠”之处在于，数据与上级机构下划费用挂钩。根据《通知》，近期各银行总行要对内部业绩考核机制进行必要的调整完善，防止因激励不当而导致弄虚作假或短期行为（王琦、邱壑，2009）。

6月19日，银监会下发加强按揭贷款风险管理文件（银监会，2009）。文件指出最近部分地区房地产市场出现较大波动，房地产信贷尤其是按揭贷款业务中诸如“假按揭”、“假首付”、“假房价”、“二套房贷”标准放宽等问题也开始有所暴露。要求各商业银行严格贷前审查和按揭贷款发放标准，并坚持重点支持借款人购买首套自住住房的贷款需求，严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇⁷⁰。

7月中旬银监会召开2009年第三次经济金融形势通报会，银监会负责人指出上半年我国银行业贷款规模迅速扩张，对推动经济企稳起到重要作用，但贷款高速投放积聚的风险隐患也在增加，银行业金融机构经营活动中的不审慎行为和冲动放贷、粗放经营的倾向有所抬头。银监会负责人强调当前要特别防范四项风险：（地方融资）项目资本金不实或不足风险⁷¹、票据融资风险、贷款集中度风险和房地产市场风险等新的风险点⁷²（周静雅，2009）。“这次会议还要求银行业金融机构要切实加强风险管理，年内须将拨备覆盖率⁷³提高到150%以上”（谢少萍，2009）。

8月银监会准备出台一项更大力度动作，对银行部门产生更大影响。政策内容是银监会提出准备调整次级债计入银行资本金方法，并由此提升银行资本充足率标准。这个更具有量化指标调整措施，8月份处于定案之前的讨论阶段，有关文件以“征求意见稿”示人，然而足以在银行部门和资本市场引起较大反响。下面简略梳理这一政策背景情况和具体内容。

资本充足率是银行资本总额（核心资本加附属资本）相对加权风险资产总额比率。次级债券（Subordinated debentures or debt, or junior debt）指银行发行的偿还次序优于股本权益但低于公司一般债券（包括高级债务和担保债务）的债务合约⁷⁴。依据某些金融学理论，如果银行和投资方满足产权界定清晰、治理结构完备、信息披露充分条件，利用次级债以及次级债加权益资本构成的混合资本工具充实资本金，有助于加强银行业市场纪律和金融系统效率（吴军，2007）。新巴塞尔协议允许银行资本金中计入一定比例次级债⁷⁵。“根据1988年巴塞尔银行监

⁷⁰ “2007年9月，央行和银监会联合规定，居民购买第二套住房的首付比例提高至40%，贷款利率按基准利率上浮10%”（郝婧，李娟，2009）。

⁷¹ 据媒体报道，银监会特别强调重视地方融资风险。不少商业银行都接到了银监会“口信”，要求各商业银行在和地方政府融资平台合作时注意风险。几天前，在分析当前经济形势时，刘明康特别提醒商业银行在贷款前核查项目资本金情况。一位商业银行授信部门的人士说，银监会要求各商业银行在和地方政府投融资平台（尤其是县市级融资平台）合作时注意风险，并提醒商业银行在贷款前检查项目资本金到位情况，已经贷款的项目同样要定期清查前期资本金到位情况。银监会还要求商业银行终止在年初和地方政府签订的没有实质项目内容的战略合作协议。这位商业银行授信部门负责人说：“监管层提示，根据国内的法律，即便是地方人大表决，承诺为城投公司贷款提供担保的函同样不具有法律效力。”据悉，在7月中旬召开的第三次经济金融形势通报会上，中国银监会主席刘明康特别提到了银行与地方政府融资平台合作的风险。此后，各地银监局开始对地方政府融资情况进行大范围调研。（程志云 赵红梅 张晓晖 张向东，2009）。

⁷² 银监会负责人再次强调要控制房地产贷款风险，严格执行“二套房”标准，严格按照规定执行住房按揭贷款首付款比例和贷款利率，对投资性住房要坚持首付高成数、利率严格风险定价和资信严格审查的原则，严格执行与借款人100%“面谈”、“面签”制度，采取切实有效措施防范“假按揭”、“假首付”现象的发生。（周静雅，2009）。

⁷³ 拨备覆盖率是贷款损失准备对不良贷款的比率，主要反映商业银行对贷款损失的弥补能力和对贷款风险的防范能力。

⁷⁴ 次级债名称的“次级”，是针对债务清偿顺序而言，与银行贷款五级分类法（正常、关注、次级、可疑、损失）中“次级贷款”的“次级”概念具有实质差异：五级分类法中“次级”则与“可疑”、“损失”一并划归为不良贷款范畴，次级债不代表信用等级一定“次级”。

⁷⁵ 依据新巴塞尔协议，商业银行可通过补充一级、二级或三级资本来扩充资本金：其中一级资本包括股本金、公开储备、在子公司股本中的少数股权、创新一级资本；二级资本包括非公开储备、资产重估准备、普通贷款损失准备金、混合（债务/股票）资本工具、次级定期债务；三级资本为短期次级债务（吴军，2007）。

管委员会关于“统一资本计量与资本标准的国际协议”的原则，各国监管当局可根据所在国的会计政策和监管条例，自行决定将符合一定条件的次级定期债务计入银行的附属资本。这些条件包括：债务关系无担保、原始期限最少在5年以上、不用于分担银行日常经营损失、在最后5年内每年累积折扣20%等”⁷⁶。发达国家商业银行通常利用这类金融工具作为部分附属资本来源。

我国从90年代初开始加强对银行资本的监管，遵循巴塞尔协议要求制定监管指标和考核办法，然而未将“次级定期债务”规定为银行附属资本的组成部分。银行资本来源除增资扩股、利润分配和准备计提外，缺乏相应可操作的债务工具，商业银行在资本充足率下降或不能满足监管要求时，难以迅速在传统渠道之外弥补资本不足。当时一般认为，附属资本所占比重非常低，资本补充渠道单一，导致我国商业银行核心资本充足率普遍达到监管要求。

2003年银监会成立⁷⁷后，开始积极探索商业银行资本补充新机制。2003年11月，银监会参考巴塞尔协议对附属资本中“长期次级定期债务”的规定，发布了《关于将次级定期债务计入附属资本的通知》，推动商业银行发行次级定期债务补充附属资本。2004年6月，银监会与人民银行联合发布了《商业银行次级债券发行管理办法》，允许商业银行在银行间市场发行次级债券，进一步扩大商业银行融资渠道，改变我国商业银行资本不足、资本补充渠道单一的状况。银监会于2005年12月23日下发《关于商业银行发行混合资本债券补充附属资本有关问题的通知》，允许符合条件的商业银行发行混合资本债券，并计入附属资本。2006年9月6日，央行下发（2006）第11号公告，对商业银行混合资本债券进行了说明和规范，并就混合资本债券的发行方式、信用评级、信息披露、风险揭示等方面对商业银行发行混合资本债券进行了规定。

银监会等部门推动出台上述政策，对我国银行资本充足率以及补充资本初步建立起监管框架。与最近拟议改变内容相关规定主要有以下几点。第一，我国商业银行核心资本充足率统一要求不低于5%。第二，主要商业银行能够计入附属资本的次级债务从不能超过核心资本的50%。第三，混合资本加上长期次级债占核心资本比率不能超过100%。第四，商业银行持有他行发行的次级债和混合资本债总额不得超过其核心资本的20%。

近年银监会力推我国商业银行资本多样化来源改革，然而面对最近信贷扩张形势下商业银行发行次级债表现，银监会准备改变此前推出的监管要求。去年底开始的信贷规模激增给银行保持必要资本充足率带来压力。考虑股市低迷难以定向增发资本，减少股东分红利润留成远水不解近渴，银行通过成本较低次级债补充资本金成为有吸引力的举措。据统计，从2008年9月到2009年4月，共计21家银行发行总规模计1012亿元的次级债。还有包括工行、中行、交行、兴业在内的多家商业银行陆续公布了次级债和混合资本债发行预案，计划发债规模达3000亿元以上（“商业银行密集发行次级债引监管机构关注”，2009-4-13 中国证券网-上海证券报）。据业内人士观察，自四大国有银行筹备上市以来，这样的次级债发行密集程度以及规模大小确属罕见。各商业银行发行的次级债总规模在4000亿元左右。由于商业银行是债券市场最主要的参与者，商业银行间互持次

⁷⁶ “中国银监会出台文件拓宽商业银行资本补充渠道”《百灵新闻》2003年12月9日。

⁷⁷ 2003年3月10日，十届全国人大一次会议通过了国务院设立中国银行业监督管理委员会的方案，2003年4月28日银监会正式挂牌办公。

级债是普遍现象（韩婷婷、周静雅，2009）。

8月初市场已传银监会拟将银行交叉持有其他银行的次级债从附属资本中扣除，引发市场讨论甚至股市反响（杨练，2009）。8月18日银监会发出《关于完善商业银行资本补充机制的通知》（征求意见稿），对上面介绍的此前规则提出修改意见。第一，要求主要商业银行核心资本充足率不得低于7%，其他银行核心资本充足率不得低于5%，第二，主要商业银行发行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度不得超过核心资本的25%，其他银行不得超过核心资本的30%。第三，“商业银行次级债务及混合资本债券等监管资本工具原则上应面向非银行机构发行，商业银行投资购买单一银行发行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度不得超过自身核心资本的15%，投资购买所有银行发行次级债务及混合资本债券等监管资本工具总额不得超过自身核心资本的20%。商业银行在计算资本充足率时，应从计入附属资本的刺刺激债务及混合资本债券等监管资本工具中全额扣减本行持有其他银行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度”。第四，“银监会将根据前述各项原则和相关法律法规的规定，对商业银行实行审慎的资本监管，并参考监管评级结果设定差异化的审慎监管标准”（银监会办公厅，2009）。观察人士认为银监会可能会对特定银行单独设定资本充足率触发比率要求，并由此形成新的窗口指导工具⁷⁸（杨练，2009）。

由于此前信贷扩张已使多数银行面临或接近资本充足率要求下限，并且附属资本中包含次级债，如实施上述修改意见，很多银行需不同程度通过增加资本市场融资或减少放贷来达到新规定的资本充足率要求。一些机构估计这方面措施将使银行系统资本充足率平均下降0.6-1.0个百分点⁷⁹。据中金公司有关分析，该措施影响贷款潜在发放能力约6000亿~7000亿元（韩婷婷、周静雅，2009）。据中信证券银行业分析师测算，银行业整体扣减附属资本中银行互持的刺刺激债及混资本债，将影响近3.5万亿元的信贷增长（王丽娟，2009b）。

4-2-3、证监会 IPO 调节

伴随宏观经济 V 型回升和信贷快速扩张，股市快速反弹。沪市 A 股从去年 10 月低谷 1816 点，增长到今年 6 月 3123 点，8 个月涨幅七成；7 月底一度接近 3500 点，显著超出早先市场预期⁸⁰。我国股市是否会脱离经济基本面出现价格虚高甚至泡沫因素成为各方面关注问题。由于股市行情与信贷货币扩张以及通胀预期存在联系，央行、银监会等部门对货币信贷数量调整客观上会对股市也会产生

⁷⁸ 所谓资本充足率触发比率单独设定，是指银监会可以根据单家银行监管资本要求设定其资本充足率的触发比率，而不是像以前一律是 8% 的下限，银行资本充足率降低至触发比率时，应当制定提高资本水平的计划，并及时报告银监会。

⁷⁹ 如中金公司认为，这一新规如果最终实施将会降低银行体系资本充足率约 0.6 个百分点。申银万国测算认为这一数字为 0.8 个百分点。兴业银行首席经济学家则预计整个银行业资本充足率将在现有基础上下降约 1 个百分点（韩婷婷、周静雅，2009）。

⁸⁰ 政府四万亿投资给股市带来的刺激反弹是否已结束？明年投资采取何种策略更稳妥？华富基金研究总监程坚昨表示，明年市场走势动荡，估值中枢将在 1800 至 2000 点，围绕价值中枢股市运行区间将在 1300 至 2500 点之间。上投摩根投资总监孙延群表示，目前看不到特别大的行情。程坚认为：更乐观看，此轮反弹可以封闭 2008 年 6 月 6 日留下的 3312 点的缺口，但是这个概率较低。”程坚表示，预期长期底部区域在 1200 点至 1600 点，从估值角度来说，市场有可能在 10 月 28 日已触底，但此轮调整的时间尚不充分，从高点到低点共调整了 13 个月，而预计此次经济周期调整的时间将至少跨越 2008、2009 和 2010 年，这使得明年重归牛市的概率很低。上投摩根投资总监孙延群日前接受记者采访时则表示，目前看不到特别大的行情或者是牛市的基础，但大部分的系统性风险在 2008 年得到释放，整体的市场风险程度也不是特别高。2009 年面临更多的是流动性和政策驱动的一些局部的、阶段性的行情（周裕妩、吴倩，2008）。

影响。在我国体制转型背景下，股市调整还受到具有中国特色的供给调节机制影响，表现为大小非减持趋于活跃，推出创业板步骤加快，尤其是重启和加大 IPO 力度作为政策调整措施对股市 8 月盘整回调产生显著影响。

我国体制转型背景下，证监会掌控上市公司一级市场股票发行资格审查和时间安排，因而 IPO 暂停和重启、频率和规模，都具有某种政策工具属性。我国资本市场近 20 年历史中，已经历 5 次 IPO 暂停和重启⁸¹。去年 IPO 一次暂停与当时宏观经济形势和股票二级市场行情存在关联。最近重启 IPO 时点选择与随后扩容提速，虽主要出于恢复发展资本市场融资功能目的而为，同时兼具调节股价上冲过猛考量，因而也可看作夏季微调一个侧面内容⁸²。

考虑去年夏秋季以后宏观经济增速下滑和股市大跌形势，2008 年 9 月 17 日湖南博云新材料股份有限公司成为通过上会审核后，证监会便停止审核新上市公司并停止已通过审核公司上市⁸³。业内人士对停止 IPO 意见不一，其中不乏批评意见，然而直到今年 5 月以前仍未见重启动向⁸⁴。

⁸¹根据百度百科整理资料，第一次暂停 IPO 时间为 1994 年 7 月 21 日-1994 年 12 月 7 日：1994 年 7 月 20 日粤宏远 A 发行后，一直到当年 12 月 8 日中炬高新发行，新股暂停发行约 5 个月。第二次暂停 IPO 时间为 1995 年 1 月 19 日-1995 年 6 月 9 日：1995 年 1 月 18 日，仪征化纤招股后，到当年 6 月 12 日，创业环保招股，期间新股暂停发行时间约 5 个月。第三次暂停 IPO 时间为 1995 年 7 月 5 日-1996 年 1 月 3 日，其间虽有洛阳玻璃、东北电气两家新股发行，但是直到 1996 年 1 月 4 日黔轮胎招股后新股发行才密集进行，因此也可作为暂停新股发行来看待。第四次暂停 IPO 时间为 2004 年 8 月 26 日-2005 年 1 月 23 日：自双鹭药业发行之后，新股发行再度暂停，到 2005 年 1 月华电国际发行宣告 IPO 重新启动。第五次暂停 IPO 时间为 2005 年 5 月 25 日-2006 年 6 月 2 日：新股发行因为启动股改暂停一年，是 A 股历史上新股发行暂停时间最长一次，直至 2006 年 6 月 5 日新老划断第一股中工国际招股上市。

⁸²“没有只跌不涨的股市，也不会有只涨不跌的股市。今年 A 股指数涨幅超过 80%，回调很正常。决策层也正是看准了这一契机，适时重启了 IPO 的闸门。股市扩容才是 A 股市场盘整乃至回调的主因”（华强，2009）。

⁸³自 2008 年 4 月至 9 月，总共有 32 家拟上市公司已经通过证监会审核等待上市。其中，拟发行股份超过 1 亿股的公司除了中国建筑股份有限公司外还有光大证券股份有限公司、四川成渝高速公路股份有限公司和招商证券股份有限公司。而拟发行股份数量最少的为杭州新世纪信息技术股份有限公司，仅拟发行 1350 万股。

⁸⁴暂停两个月后某报曾有一篇专题报道反映业内人士对这一做法评论。当时“除了 36 家已‘过会’企业外，现在在会里面排队的企业已有 300 多家，各地证监局掌握的准备报送材料的企业还有 600 多家。”9 月下旬管理层刚刚暂停 IPO 时，大家还比较欢迎。毕竟，大家都希望通过 IPO 短期暂停，达到稳定二级市场、进而稳定一级市场估值的效果，确保公司股票发行时能够融到所需资金。”9 月下旬华昌化工(002274.SZ)发行时，由于二级市场出现雪崩式下跌，IPO 发行市盈率已明显下降。另外路演时机构投资者已开始明显表现得不活跃。网下发行时，部分机构投资者更是没有兑现承诺，只象征性地认购了一小部分股份。但暂停 2 个多月后，发行人的心态注定要发生微妙变化。“四季度以来，国内宏观经济形势下滑趋势很明显，现在看，明年的形势更难判断。因此，A 股市场未来几个月走势将扑朔迷离。”近两个月 A 市场的表现说明，暂停 IPO 对于稳定二级市场的作用已不大。

“维持二级市场的稳定是管理层过去 2 个多月暂停新股审核、发行的主要原因。”很多市场人士认为，为了大盘的稳定，管理层应该停止新股上市。“考虑到目前二级市场刚刚企稳，很多市场人士认为，继续停止新股上市是管理层必须做出的选择。”但是也有已“过会”企业高层认为，“这种以牺牲资本市场的长期融资功能来换得短期二级市场稳定的做法，注定是会引起各方争议。”对此，上述深圳知名券商投行部高层表示高度赞同。他指出，今年以来，A 股市场暴跌并不是市场上股票发行太多。另外近 2 个多月来，A 股的走势表明，暂停新股上市，也没有从根本上使二级市场有根本的起色。而 IPO 暂停却从另一个角度证明，监管层自股改以来推行的市场化改革方向，陷入了停顿，其监管之“定位锚”又有意无意地指向了“稳定指数”这一目标。“我认为，管理层对于目前市场上还在呼吁要暂停新股上市的声音，应重新‘考量’。”一券商投行部高层指出，管理层以不发上市批文来控制发行节奏的方式，并不是百利无一害的做法。“要知道，投行就是管理风险的。管理层把风险关闭了，我们还怎么管理风险呢？”该高层指出。另外，该高层认为，“长期暂停新股上市，对于正在深化中的国内发行体制来说，也是一个不小的打击。”平安证券北京投行部一位高层告诉本报记者，目前，不管是欧美市场还是相对成熟的香港市场，企业聆讯(即我们的“过会”)一旦通过，就必须在规定的时间内完成发行。如果没有完成发行，或者发行失败，监管层没有任何责任。“目前市场处于一个相对低的估值区间，对于一些融资量并不大的中小板企业来说，适度发放上市批文，应该是不会对二级市场产生太大的冲击。此时发行股票，这也是对培养券商抗风险能力的良好机会。”该高

随今年上半年经济回升和股市快速反弹，证监会 5 月开始重启 IPO 进程。5 月 22 日证监会就新股发行体制改革公开征求意见，6 月 10 日新股发行体制改革指导意见正式发布。6 月 18 日桂林三金药业正式获发行批文，6 月 22 日 IPO 重启首单桂林三金开始询价，6 月 26 日桂林三金网上路演举行，6 月 29 日 IPO 重启首单桂林三金申购。7 月 1 日重启后第二单 IPO 万马电缆日网上申购。7 月 10 日桂林三金和万马电缆挂牌交易。7 月 13 日中国建筑 IPO 获批，7 月 27 日主板首单成渝高速上市，7 月 29 日 IPO 重启后最大单中国建筑上市。

重启 IPO 新股选择也意味深长。重启首单桂林三金是小盘股，超额认购倍数高达 165 倍，中签率仅有 0.17%，新股挂牌首日遭遇爆炒。在确认首单 IPO 规模较小而资金量供大于求差距巨大后⁸⁵，证监会立即放行大盘股和启动新股发审，加大股票供应力度。不久超级大盘股中国建筑股份有限公司“意外”获得发行批文，还恢复暂停 10 个月之久的首发申请上会审核，证监会宣布将召开发行审核委员会工作会议，审核安徽鑫龙电器股份有限公司和上海超日太阳能科技股份有限公司首发申请（《第一财经日报》2009/7/11-12 第 1-2 版）。

今年 6 月底 IPO 重启后，7、8 月份 A 股市场融资潮陡然高涨。据统计，从 6 月底到 8 月下旬，沪深两市 IPO 公司家数达到 21 家，共募集资金约 713 亿元，相当于去年全年沪深两市 IPO 募资总额的 69.25%。若承销与保荐费收入按照 IPO 项目募资额 3% 的行业平均水平计算，粗略估计券商投行 7-8 月进账约 20 亿元（“7 至 8 月 IPO 融资额接近 08 全年七成”《中财网》2009 年 08 月 27 日）。8 月 26 日，中国冶金科工股份有限公司与深圳市日海通讯设备股份有限公司 IPO 通过了中国证监会的审核，其中中国冶金科工股份有限公司拟发行 35 亿股，计划募集资金 168.48 亿元，双双创下 2009 年恢复 IPO 审核以来之最。至此，2009 年过会的拟在 A 股 IPO 公司达到 23 家，拟发行股份数量达 94.93 亿股，计划募集资金总额共计 407.3 亿元。

层指出。同时，眼下正当国家刺激经济的关键时期，资本市场固有的融资功能，此时当大有作为，方可使直接融资、间接融资比例渐趋合理。如果此时，资本市场融资功能的大门仍然紧闭，不仅无法为中国内地经济复苏贡献力量，也势必影响到资本市场在国民经济中的地位。“我们理解监管层的处境，也理解其用心，某种程度上，监管层确是一片好心，但其收效却未必佳。”某业内专家指出，“如果此时监管层打开融资大门，让市场的事市场自己说了算，则既符合当前市场化改革的大方向，也不必自己背负上所有的指责，‘把所有问题都自己扛’。”“IPO 暂停 2 个月，上市公司保荐机构心情复杂” 2008-12-05 《21 世纪经济报道》。2009 年 5 月 15-16 日第二届陆家嘴论坛在上海浦东香格里拉酒店召开，在 5 月 16 日下午举行的“中国资本市场的新机遇”的分会上，中信证券董事长王东明称，IPO 从 08 年 9 月开始停滞至今，未来 IPO 的发行也不知道什么时候才能开启。但用行政的手段干预股票发行的时间、节奏、规模和价格，试图调整二级市场的涨和跌，这种做法非常值得商榷，实际效果也非常不好。中国资本市场的功能，尤其是直接融资的功能，绝对不是企业融资需求的下降。根据目前我们得到的信息，A 股市场 IPO 未发行积压的项目有很多，公司债券发行也有很多。可见，市场对于直接融资的需求还是相当旺盛的。中国资本市场直接功能萎缩，我们觉得不是源于融资需求的下降，而是源于发行市场制度改革的落后。从 2008 年 9 月开始，因为担心二级市场产生的冲击，IPO 就停止发行审批。过去 9 个月当中 A 股市场没有一单 IPO 的发行，未来 IPO 的发行也不知道什么时候才能开启。咱们国家需要资本金融资的时候，实际上资本市场并没有提供它起到的作用。我们感觉用行政的手段干预股票发行的时间、节奏、规模和价格，试图调整二级市场的涨和跌，这种做法非常值得商榷，实际效果我们也认为非常不好。一方面二级市场股价的暴涨、暴跌，限制了资本市场融资发展的壮大。新的和有竞争的证券品种也无法持续进入二级市场当中去。由于限制股票的融资，资本市场直接融资功能对经济发展的贡献度，已经远远没办法和银行间接融资相比。当时我记得最高的时候直接融资占到总体融资的 10%，现在远远低于那个数字。资本市场对我国经济复苏和投资增长所能起到的作用现在越来越有限了。这种局面如果长期持续下去，资本市场会进一步地被边缘化。当前各种类型的行政管制已经严重地制约了资本市场和证券行业的发展，股票发行，市场管制就是其中一个例子（王东明，2009）。

⁸⁵当时有业内人士建言监管部门“对于规模较小的 IPO，可以同时放出 5-10 个公司，这样可能会分散一下资金，使资金的使用效率更高，也可避免股价的大幅波动”（《第一财经日报》2009/7/1，B1）。

另外大小非减持自发调节、创业板组建过程提速也可结合宏观经济和股市行情加以理解。与我国股票市场特殊历史背景相联系，上市公司所有股份分为流通股和非流通股两类，并派生极具中国特色的股市“大小非”问题：持股低于5%的非流通股叫小非，大于5%的叫大非。2005年股改措施赋予上市公司非流通股分期分批解禁流通权利。对于解禁后具备流通过权资格大小非，何时减持、减持多少无疑受到多方面复杂因素影响。从一个角度观察，如果股票价格高涨时其减持规模扩大，等于资本市场上卖价有效供给增加，对股票市场价格也许具有某种调节影响，可以看作市场自发调节机制。

7月股票指数扶摇直上迭创新高，月末沪指更是直逼3500点大关。与此同时，大小非也加快了减持的步伐。据《投资者报》数据研究部统计，今年3月和6月大小非减持数量均超过10亿股，减持金额也均超过百亿元。大小非大幅减持同时股指暴涨，上述两个月沪指分别大涨13.9%和12.4%（[讯息]“7月大小非套现92亿元 减持量环比降三成”，《股市在线》2009年8月4日）。中登公司数据显示，大小非7月单月减持13.6亿股，环比增长近一成，再创去年6月以来14个月的新高，同时比6月增长9.9%，大、小非减持量分别为7.29亿股、6.34亿股，小非月减持量同时创高。7月大小非日均减持量0.59亿股，达到年内高点，与今年5月的日均减持量持平。值得注意的是，4月以来，大非减持比重日渐增多，同此前小非减持占绝对主力情形形成对比。近四个月大非减持量占实际减持量的比重分别为40.5%、46%、52.6%、53.5%。截至7月底，两市累计产生大小非4754.45亿股，未解禁存量大小非仍有2404.69亿股；实际解禁的大小非已有2338.12亿股，占比49.2%；其中实际减持的累计为360.56亿股，占比15.4%⁸⁶。

我国创业板设计可追溯到十多年前。在1998年1月召开的国家科技领导小组第四次会议上，决定由国家科委组织有关部门研究建立高新技术企业的风险投资机制总体方案进行试点。1998年12月，国家计划发展委员会向国务院提出“尽早研究设立创业板股票市场问题”，国务院要求证监会提出研究意见。标志创业板问题提上议事日程。世纪之交互联网泡沫破灭，2000年中以纳斯达克为代表的国外科技创业板行情大跌，暂时阻缓我国推出创业板计划实施。此后多年创业板处于研讨准备状态，直到2009年3月31日证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》为标志，办法自5月1日起实施，意味着建立创业板进程进入倒计时。

虽然创业板建立是我国资本市场体系建设大势所趋，然而最近推进过程特别加快出乎意料，可能也受到宏观经济和股市快速回升影响，因而有些出乎市场意料。证监会宣布7月26日开始接收首批创业板企业申报材料，尽管此前证监会官员曾在多个场合透露过关于创业板的时间表，但26日接收材料的消息还是让不少保荐机构感到很意外。“根据行政许可安排，扣除企业修改资料反馈时间，完成审核一家企业工作的上限为3个月。初步估算，如果一切正常，第一批创业板企业将在10月底或者11月正式上市”（赵晓辉、陶俊洁，2009）。

除上述一行两会调整政策，其他部委如发改委、财政部、国土资源部等也采取不同类型措施。例如发改委8月底提出宏观经济面临6大难题⁸⁷，表示将采取

⁸⁶ “中登：7月大小非减持再创去年6月以来的新高”，《上海证券报》2009年8月18日。

⁸⁷ “发改委主任称我国经济运行面临六大困难和挑战（<http://www.sina.com.cn> 2009年8月25日新华网）。新华网北京8月25日电（记者陈菲 雷敏）国家发展和改革委员会主任张平25日向十一届全国人大常委会

包括扩大内需特别是消费需求、稳定对外经济特别是外贸、落实各项惠农政策等八项措施⁸⁸。发改委鼓励和促进民间投资调研，相关政策规划 8 月已进入各部委会商阶段⁸⁹。又如发改委 8 月 27 日在网站上发布通知，要求各地加强价格监管，努力稳定重要商品价格。同日稍晚，发改委以答记者问的形式在网站上再次强调，近日肉蛋价格上涨是正常的恢复性上涨，不会导致通胀。被媒体解读为发改委关注通胀预期，并可能会采用行政手段控制通胀⁹⁰。财政部把落实各项重大财税政策措施，着力保障和改善民生，狠抓增收节支，深化财税制度改革四个方面工作作为重点。国土资源部坚持执行两保（保增长、保耕地）方针，同时上半年根据形势发展需要审慎扩大供地规模⁹¹。人社部推迟了本来要出台的旨在保障工资增长机制的有关条例⁹²。这些政府管理部门政策内容本身具有重要意义，不过或由

第十次会议报告今年以来国民经济和社会发展计划执行情况时说，当前我国经济回升向好的势头还不稳定、不巩固、不平衡，经济运行面临六大困难和挑战。首先外需严重萎缩对我国经济的影响仍将持续。总体来看，世界经济仍处在衰退之中，实现复苏是一个缓慢曲折的过程。在这种情况下，我国全年的外贸形势将十分严峻。二是部分行业和企业生产经营还比较困难。在当前生产能力较大、对外依存度较高、外需难有明显恢复的情况下，市场竞争加剧，产品价格下跌，许多企业订单不足，销售收入下降。三是农业稳定发展和农民增收难度较大。实现全年粮食丰收还存在很多不确定因素，还要经受洪涝、干旱、早霜、病虫害等的考验。尽管农民工的就业形势好于预期，但就业人数增速和工资水平增幅均有明显下降，加上主要农畜产品价格下行压力仍然较大，影响了农民收入较快增长。四是推进结构调整和节能减排任务十分艰巨。上半年，结构调整虽取得一定进展，但还不平衡，产能过剩、自主创新能力弱等问题依然突出。企业兼并重组进展较慢。五是就业压力仍然较大。部分应届高校毕业生尚未实现就业，同时仍有一批往届毕业生还没就业；尽管返城农民工绝大多数找到了工作，但工作不稳定的情况较为普遍。六是支撑经济增长的内生动力还不强。在居民收入持续较快增长难度较大、社会保障水平总体不高、消费环境亟待改善，以及鼓励引导非公有制经济加快发展的体制机制尚不健全的情况下，增强国内需求自主增长的动力还有很多工作要做。

⁸⁸国家发展改革委主任张平 25 日说，当前我国经济发展正处在企稳回升的关键时期，一旦松懈就有可能出现反复，因此下半年要采取八大措施巩固这种回升势头。这八大措施包括：一是继续扩大内需特别是消费需求。继续实施好促进汽车、家电等消费的政策措施，加快城乡流通网络建设；继续发挥好投资对拉动经济和调整结构的重要作用。二是努力稳定对外经济特别是外贸出口。落实已确定的稳定外需的各项政策，引导企业加快调整出口结构和开拓新兴市场。三是保持农业农村经济稳定发展。落实各项强农惠农政策。抓好秋季作物田间管理，加强防汛抗旱、病虫害防治等工作，力争全年粮油生产再获好收成。落实主要农产品最低收购价政策。四是下更大力气推进结构调整。抓紧实施重点产业调整和振兴规划，积极推进企业技术改造、兼并重组和淘汰落后产能。五是加快科技创新和培育新兴产业。及早谋划和培育节能环保、信息、新能源、新材料、新医药等一批发展潜力大、带动作用强的新兴产业，尽快形成新的经济增长点。六是毫不放松地抓好节能减排。强化节能减排目标责任，落实奖惩措施。加强节能减排重大项目建设。坚决防止经济形势好转后一些落后产能死灰复燃。七是深化重点领域和关键环节改革。抓紧研究进一步调整国民收入分配格局、提高居民收入占国民收入比重的政策措施。积极改革资源性产品价格形成机制，稳妥推进水价、成品油价格和电力价格改革。八是加大改善民生工作力度。实施更加积极的就业政策，着力抓好高校毕业生、农民工和城镇困难群体的就业工作。尽快出台养老保险转移接续办法继续探索建立适度普惠型老年福利制度（雷敏、陈菲，2009）。

⁸⁹“三部委：中国宏观调控政策下半年不变”（<http://hz.house.sina.com.cn> 2009 年 08 月 10 日《21 世纪经济报道》）8 月 7 日，国家发改委副主任向记者透露，国家发改委有关启动民间投资的调研已经结束，相关政策规划目前已经进入各部委会商阶段，相信很快就会出台。

⁹⁰国家发改委 8 月 27 日在网站上发布通知，要求各地加强价格监管，努力稳定重要商品价格。发改委认为，我国社会总供给与总需求基本平衡，当前价格总水平不会出现全面、持续、大幅上涨。同日稍晚，国家发改委以答记者问的形式在网站上再次强调，近日肉蛋价格上涨是正常的恢复性上涨，不会导致通胀。王安评论认为：在一天内国家发改委两次表态，从反面理解，恰恰告诉大家通胀压力正在加强。这是明摆着的，巨额信贷压下来，M2 增速高于 GDP 增速 25 个百分点，资产价格焉能不上涨？通胀焉能不来？不过是早晚的事，是近期和远期的差别。发改委否认通胀的根据是，目前我国粮食储备充足，消费品市场竞争充分。但生产资料价格呢？资源品价格呢？……实际上，对于通胀，政府并没有更多的办法，仍然是以行政手段为主，尽管改革开放 30 年了（王安，2009）。

⁹¹在扩内需保增长的诉求下，地方城市基础设施建设提速，这也使得各地对用地的需求大为增加。记者昨日从国土资源部（下称“国土部”）获悉，2009 年报国务院批准城市建设用地审批工作已全部完成。全国 81 个城市获批的城市新增建设用地规模较去年增加 16.7%（刘展超，2009）。

⁹²2008 年年中经济形势较好时各地工资指导价曾达到多年以来新高，后来经济急转直下工资指导价也随之下调。早在 2008 年初人社部等部委已基本完成企业工资条例的制定，该条例将从工资决定的方式（工资集

于对形势分析角度不同⁹³，或由于职能分工差异以及可选择政策工具限制，在夏季微调阶段这些部门与央行等部门比较，在边际调整和影响方面较为持重滞后，或无法发挥更为活跃的能动作用。然而 8 月底强调产能过剩问题和价格监管问题，提示发改委等部门在后续可能展开的宏观政策操作过程中，可能会以各自更为擅长方式行使中国特色宏观调控职能。

4-3、宏观政策走势展望

以 8 月底为观察截止时点，我国夏季宏观政策与年初比较，表现出“求稳与谋变”两重因素相统一特征。决策层审慎防范经济回升基础不稳风险，强调坚定不移实行适度宽松货币和积极财政政策，重申继续贯彻实施应对国际金融危机一揽子刺激政策方针。在宏观政策主基调不变前提下，7 月底政治局会议提到执行宏观政策三点方针，8 月底国务院常务会议强调产能过剩，也透露出夏季决策层对宏观形势和刺激政策动态审视和务实评估的微妙信息。在政策执行层面，“一行两会”在小心恪守刺激经济保增长方针前提下，针对信贷货币增长过度和资产价格回升较快局面，在各自监管职能范围内出台具体调节措施，试图更好实现宽松货币政策的适度性标准，并对股市楼市价格行情回升过猛态势加以节制。这些新动作绝大部分可用微调概括，不过有些举措被媒体评论为力度不小⁹⁴。

“求稳与谋变”相统一的夏季宏观政策平衡，将随着国内宏观经济形势发展以及全球经济特别是主要发达国家经济复苏情况而演变。从逻辑分析角度看，仍有理由假设两种可能性。一种可能是最近股市调整以及房地产投资个别月度数据提示的看空观点得到其他数据支持，美欧等发达国家复苏进程不如人意，甚至如有评论人士预测那样面临新一轮危机冲击。上述假设形势下，总需求回升后劲不足观点将得到证实，上半年超常力度刺激总需求扩张政策立场会继续切实执行一段时期，上述组合中“求稳”因素会得到进一步重视和加强。

另一种可能是如果第三、四季度总需求仍较快回升，超量货币信贷在人们关注方向进一步显现影响或在其它部门出乎意料发力，国外经济环境如主流预测复苏态势进一步发展，我国宏观政策也会加快调整，政策组合中“谋变”因素会得到强调和支持。上述推测情形下，动态微调之后可能会跟进法定准备金率调节以及产业政策限制投资措施，直至今年底或明年调整利率，并以重新表述宏观政策方针形式退出总需求刺激政策。6 月本文研究开始时笔者采取总需求不乏后劲假定，推测下半年宏观政策中应变因素将会逐步增大，夏季宏观经济演变初步支持这个推测。结合今后一段时期经济演变事实以推敲和证伪本文分析思路，是观察理解我国宏观经济的难得学习机会，也是本文写作的主要目的之一。

体协商)、最低工资制、工资支付、特殊情况下工资支付、工资的宏观调控、工资法律责任等九大方面，规范分配行为，保障劳动者权益。此外，人社部还牵头起草了全国企业职工工资正常增长指导意见，拟从国务院层面推动，建立普通职工工资增长的保障机制。但由于经济形势的急剧变化，这些文件不得不暂缓推出。稳就业优于涨工资。(申剑丽，2008)。

⁹³ 如发改委网站夏季发表有关评论认为目前投资结构合理，在上述六大问题分析中也没有涉及信贷货币扩张过度问题。

⁹⁴ “一年期央票重启、正回购利率上升、提前公布存贷款数据……近期央行的种种“反常”行为难免让人感觉，货币政策虽名义上仍为“适度宽松”，但实际上已经开始收紧，而收紧的力度可能已不限于“微调”。(邱壑，2009b)。有评论人士认为，“在银行信贷投放量暴增的背景下，如果立即强制实行更严格的附属资本计算方式和资本充足率要求，实际上就构成了比央行窗口指导更加严厉的数量控制，这样剧烈的政策转向与适度宽松货币政策的大背景相抵触”(杨练，2009)。

5、V 型回升对完善宏观政策的认识启示

一般而言，短期宏观政策或总需求管理政策基本目标，在于实现一国总需求及其决定的短期经济增长与潜在总供给大体一致。包含几点理解。一是潜在总供给由制度、技术、物质及人力资本存量等真实因素决定，短期内大体稳定，基本不受宏观需求管理政策影响。二是总需求决定短期经济增长速度以及通货膨胀水平，合意总需求是指与潜在总供给大体相等的总需求，过犹不及。三是政府可以并应当通过货币、财政以及其他政策手段影响总需求，以实现总需求和短期经济增长与长期潜在总供给增长大体协调的目标。

在改革开放、技术创新、人力和物质资本积累、资源配置改进等因素推动下，过去 30 我国潜在总供给大约以年 10% 罕见高速增长。晚近十余年我国步入大国经济追赶提速新阶段，开始在一些重要部门以至某些宏观总量指标方面不同程度领跑全球增长⁹⁵。开放宏观经济约束条件、运行机制、焦点矛盾发生深刻演变，推动宏观政策不断探索和调整。这个时期曾经历两次通货紧缩，政府实行扩张性宏观政策刺激总需求加以应对；2003-2007 年前后则间歇性面临增长偏快偏热问题，推动各类紧缩性宏观政策出台。

新世纪初年宏观政策对保证高速增长同时总供求必要平衡做出贡献并取得成就，同时也出现一些新矛盾和新问题。例如我们在应对宏观经济波动尤其是经济偏热失衡时，有时还不得不诉诸要素数量控制、行政价格干预等超常规政策手段。上一轮经济景气时期外需和内需同时强劲增长推动总需求增长偏快，在汇率等外需调节手段受到较大限制背景下，权宜性采用与产能过剩概念相关的产业干预政策作为宏观调控手段，也在理论和实践上提出一些新问题。如本文观察，去年底以来保增长促内需刺激政策成功推动总需求 V 型回升，然而在如何评估、识别和应对可能存在的过度刺激风险方面也面临挑战性问题。

中共十七大报告指出，“要深化对社会主义市场经济规律的认识，从制度上更好发挥市场在资源配置中的基础性作用，形成有利于科学发展的宏观调控体系”（胡锦涛，2007）。改进完善宏观调控政策，既需要更好地设计和实施具体宏观政策内容，也需要透过目前经济 V 型回升最新表现，系统回顾探讨晚近十余年宏观经济和政策实践经验，加深认识我国大国转型追赶阶段开放宏观经济规律。对这个重大而复杂课题，本节仅做点题式探论：首先概括我国现阶段宏调政策工具特点，接着提出改进完善宏观调控政策的现实课题，然后评论目前经济 V 型回升对认识开放宏观经济规律和改进宏观政策的启示意义。

5-1、宏调政策工具特征观察

观察目前刺激政策与上一轮景气时期相关政策实践，不难看出我国宏观管理政策既不同于比较成熟市场经济体制下倚重货币和财政政策手段情形，也与早先时期我国宏观调控措施存在显著差异。一个简单事实是宏调政策工具多样化。观察 2003 年景气增长以来扩张性和紧缩性宏观调控实践，宏调工具不仅有现代市

⁹⁵ 2009 年 7 月中旬 IMF 发表《世界经济展望》中更新全球经济增长预测，认为尽管复苏缓慢而且乏力，但世界经济正走出二战以来最严重衰退。IMF 称，受益于前所未有的宏观和金融政策支持，世界经济正趋于稳定，今年世界经济将预计收缩 1.4%，比今年 4 月份预计的 1.3% 略有上升。明年世界经济可望增长 2.5%，比 4 月预期高近 0.6 个百分点（赵刚，2009）。我国今年经济增长有望达到和超过 8%，在危机时期领跑全球增长。

市场经济环境下各国普遍利用的货币政策和财政政策手段，也包括银行监管、投资项目或部门准入审批、土地数量调控、信贷数量调控，还包括特殊情况下可能采用的临时价格行政干预、暂时冻结农地转建设用地、查处重大案例助推宏观调控等超常手段。

多样化政策工具可大体可划分为三种类型。一是常规性或参数性调节工具，包括央行掌控的公开市场操作工具、法定准备金率、利率等货币政策工具，特点在于比较适合市场经济环境下对宏观总量进行边际调节，并且调节机制主要通过银根变动等间接性和参数性作用实现，因而政策操作中受执行者主体判断影响的差异性 or 歧视性因素较少。另外一些财政政策工具和银行监管措施，如各类税率、银行资本充足率、投资项目资本金比率要求、房贷首付要求和二套房贷款政策等，也在较大程度上具有参数调节性质。

二是部门准入型和数量型调节工具。主要包括对特定部门限制市场准入、收紧或暂停特定部门投资项目审批等。这类政策工具往往与特定行业部门为对象，类似于通常意义上产业政策措施。依据市场经济制度原则，政府对特定部门进行准入和数量干预具有特例性，需要从市场机制缺乏有效调节能力并且政府干预效果较好方面阐述依据和理由。从新世纪宏观政策实践角度看，这类政策较多在两高一资、产能过剩概念基础上设计和实施。后面将讨论，如何更好协调配合这类具有产业政策性质干预与周期性宏观调控目标之间关系，是近年宏调实践提出的一个需要探讨的问题。另外宏观调控措施还包括信贷数量控制，收紧土地数量供应指标等手段，这类数量型政策作用对象虽具有跨部门性质，然而在具体运用时也可能区别性地“有保有压”，与针对特定部门的产业政策目标相互配合。

三是干预力度更大的行政性调控手段，如特定时期暂停建设用地供应，直接干预市场调价，通过严厉查处某个典型案例助推调控政策等。2004年4月宏调高潮时暂停建设用地审批供应⁹⁶，严厉查处铁本案例，2008年初发改委出台“临时价格干预措施”⁹⁷，是近年这类政策工具利用的比较重要事例。这类措施往往

⁹⁶ 2004年4月29日国务院办公厅发文要求各地制止乱占滥用土地，防止突击批地，抑制一些行业、地区固定资产投资过快增长，在全国范围内继续深入开展土地市场治理整顿工作。文件包括“三个暂停”内容：“治理整顿期间，全国暂停审批农用地转非农建设用地；治理整顿结束后，对因检查和改不力，经验收不合格的地方，报经国务院同意后，继续暂停审批农用地转非农用地，直至达到规定的整改要求。能源、交通、水利、城重大公共设施等重点建设项目用地，确属急需的，报国务院批准；……暂停涉及基本农田保护区调整的各类规划修改。对新批的县改市（区）和乡改镇，要暂停修改涉及土地利用的各类规划”（国务院办公厅，2004）。5月，国土资源部发出《关于贯彻落实国务院紧急通知精神进一步严格土地管理的通知》。这两个政策实质上暂停半年农地转用审批，媒体讨论有时称为土地供应冻结。2004年10月28日国务院召开电视电话会议，下发《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》，从11月1日起执行。《决定》的主要内容包括：强化依法对土地的管理，严格土地审批的法定权限，严格保护基本农田，健全征地程序，完善征地补偿和安置制度，加快建立和完善征地补偿安置争议的协调和裁决机制等。被专家评析为迄今为止“最严格的土地管理制度”。这意味着三个暂停政策执行半年期满退出。

⁹⁷ “根据《价格法》第三十条的规定，经国务院批准，决定对部分重要商品及服务在全国范围内实施临时价格干预措施，对达到一定规模的生产、经营企业实行提价申报；对达到一定规模的批发、零售企业实行调价备案”。对下列实行市场调节价的商品及服务实行提价申报和（或）调价备案：成品粮及粮食制品；食用植物油；猪肉和牛羊肉及其制品；乳品；鸡蛋；液化石油气（政府制定出厂价格和零售价格的除外）；其他重要商品及服务。“各省、自治区、直辖市人民政府可以在前款范围内确定在本行政辖区部分重要商品及服务提价申报和调价备案的具体目录，由省、自治区、直辖市价格主管部门报国家发展改革委备案”（发改委2008年58号令）。媒体讨论有时称为行政限价。依据我国1998年颁布的《价格法》第三十条，“当重要商品和服务价格显著上涨或者有可能显著上涨，国务院和省、自治区、直辖市人民政府可以对部分价格采取限定差价率或者利润率、规定限价、实行提价申报制度和调价备案制度等干预措施。省、自治区、直辖市人民政府采取前款规定的干预措施，应当报国务院备案。第三十一条 当市场价格总水平出现剧烈波动等异常状态时，国务院可以在全国范围内或者部分区域内采取临时集中定价权限、部分或者全面

是在宏观失衡已经发生并且上述两类调控手段不能较快有效调节,或者高层认为宏观经济局势出现某种难以控制的比较紧迫形势时才会启动采用⁹⁸。

参数调节、数量准入、行政干预三类手段呈现超越市场干预因素程度从低阶到高阶递进关系⁹⁹。另外三类调节手段使用频率和透明度存在明显区别:第一类干预具有日常性特点,如货币政策公开市场操作通常每周进行,频率和透明度最高。另一些市场参数型手段,如银行资本充足率、税率等政策工具,虽然变动频率较低,然而政策内容和操作透明度较高。第二类数量型干预工具变动频率较低。这类政策要旨大都公布于众,然而由个案具体审批核准过程性质决定,执行过程透明度较低。第三类行政性干预发生频率更低,具有偶发性甚或突发性,对公众而言预知性和透明度自然更低一些。

三类调节手段在某个宏观经济周期或景气时期展开过程,也大体表现出递进延伸的演变轨迹。例如 2003 年房地产和宏观经济出现偏热苗头时,央行较早通过货币政策和信贷政策调整。2004 年初经济和投资快速增长并伴随某些部门投资超常增长,较多评估意见认为此前较多具有参数型调节措施效果不佳甚至失效,宏观调控干预力度随之上升,年初转向较多采用准入和数量调控,4-5 月份进一步出台暂停建设用地审批和查处铁本案例等更严厉调控措施¹⁰⁰。

5-2、改进完善宏观政策的现实课题

对我国现阶段宏观调控特点,需要结合我国体制和发展两重转型背景理解。改革开放以来我国宏观经济政策演变趋势,大体表现以指令性计划、直接数量控制、行政干预为基本特征的国民经济管理旧模式,逐步向以总量关系为首要对象、经济手段为主要方法、与市场机制发挥资源配置基础性作用目标相互兼容的宏观管理体制转变。

随着 1992 年中共十四大确立社会主义市场经济体制这一改革目标模式,1993 年 11 月十四届三中全会通过中共中央关于经济体制改革决定,指出“宏观调控的主要任务是:保持经济总量的基本平衡,促进经济结构的优化,引导国民经济持续、快速、健康发展,推动社会全面进步。宏观调控主要采取经济办法”(中共中央,1993)。第一次明确提出,主要采用经济方法调节宏观经济总量达致平衡,是社会主义市场经济体制下宏观调控的首要目标和主要方法。

2003 年中共召开十六届三中全会,系统总结 1993 年以后体改决定颁布十年来我国经济增长和宏观调控经验教训,通过完善社会主义体制改革决定,进一步阐述市场经济条件下宏观调控内涵。指出要“完善国家宏观调控体系。进一步健全国家计划和财政政策、货币政策等相互配合的宏观调控体系。国家计划明确的宏观调控目标和总体要求,是制定财政政策和货币政策的主要依据。财政政策要

冻结价格的紧急措施”。

⁹⁸如媒体报道,2004 年年初,温总理在国土资源部上报的一份反映耕地流失的材料上批示:“三令五申,收效甚微;触目惊心,后患无穷”(邓瑾,2004)。

⁹⁹不过对此理解不宜绝对化。即便是市场参数型干预,也可能采取区分对象和行业的所谓有保有压方式,从而包含限制和鼓励特定行业、区域、企业的区别性内涵。如不同类型银行设定不同资本充足率标准,投资项目资本金比率要求不同,央票定向发行方式等。另一方面,信贷数量控制也可能较快达到银根收紧的参数调节效果。

¹⁰⁰调控手段阶次递进机制,对展望目前宏观政策调整演变也有借鉴意义。如果总需求 V 回升不乏后劲,并有能力推动经济进入增长偏快甚至偏热状态,宏观政策也可能从目前第一类参数性调节转变到同时利用第二类措施,并且不能排除在特殊情况下出台更高阶干预政策。

在促进经济增长、优化结构和调节收入方面发挥重要功能，完善财政政策的有效实施方式。货币政策要在保持币值稳定和总量平衡方面发挥重要作用，健全货币政策的传导机制”（中共中央，2003）。

2003 年体改决定还要求“转变政府经济管理职能。深化行政审批制度改革，切实把政府经济管理职能转到主要为市场主体服务和创造良好发展环境上来”。决定要求“深化投资体制改革。进一步确立企业的投资主体地位，实行谁投资、谁决策、谁收益、谁承担风险。国家只审批关系经济安全、影响环境资源、涉及整体布局的重大项目和政府投资项目及限制类项目，其他项目由审批制改为备案制，由投资主体自行决策，依法办理用地、资源、环保、安全等许可手续。对必须审批的项目，要合理划分中央和地方权限，扩大大型企业集团投资决策权，完善咨询论证制度，减少环节，提高效率。健全政府投资决策和项目法人约束机制。国家主要通过规划和政策指导、信息发布以及规范市场准入，引导社会投资方向，抑制无序竞争和盲目重复建设”（中共中央，2003）。

无论从 30 年改革开放还是从中共十四大提出社会主义市场经济和宏观调控命题以来发展历程看，近年宏观政策实践在一些重要方面体现了我国市场取向体制转型的积极演变和进步。例如近年贯彻科学发展观和促进经济又好又快发展方针，丰富和发展了上述体改决定阐述的经济发展和宏观调控目标内涵。央行公开市场操作、利率和准备金率调整政策架构建立和操作经验积累¹⁰¹，财政政策近年应对通胀和紧缩两个方向实践，对建立完善开放宏观经济政策体系具有积极意义。有关银行资本充足率、房贷首贷比例等监管措施实行，也显示我国银行体制改革和金融监管体制建设成效，对金融危机后国际社会得到广泛重视的宏观审慎方针具有某种预先实践意义。

另一方面也需看到，随着我国经济进入加速追赶深水区，在体制转型、增长方式、内外关系方面都面临新挑战，改进完善宏观经济管理政策探索面临新问题。世纪之交以来宏观政策不断演进并取得总体成功同时，也还存在一些与开放型市场经济环境不尽协调的矛盾。如应对经济过热和通胀时还不得不启用信贷数量控制这类早先改革中本已决定弃置不用的低效手段，在产能过剩概念下较多采用产业政策抑制投资作为宏观调控工具也面临目标与手段之间协调问题，价格行政定价、冻结土地供应等措施更显然属于不得已采用的权宜之计¹⁰²。如何改进完善开放宏观政策仍是重大现实课题。

从上述宏观调控政策工具分类特点看，改进和完善宏观调控政策一个简化思路或许可表述为：更多更好利用第一类工具，逐步减少利用第二类工具，尽量避免利用第三类工具。从近年政策实践看，改进完善宏观调控政策，既要在短期形势分析以及具体政策设计层面更好地体现科学性、务实性和前瞻性。另一方面也需要理论结合现实，系统探讨总结深入探讨改革开放以来特别是晚近十余年开放宏观经济实际经验，加深认识我国大国快速追赶阶段开放宏观经济规律，并将这方面认识成果转化为政策实践。就此而言，新一轮应对紧缩政策实践以及最近总需求 V 型回升具有多方面认识启示意义。

¹⁰¹如彭兴韵（2004）指出，“2000 年以来，公开市场已经成为了中国人民银行对货币进行微调的基本工具，其在中国宏观调控体系中的作用日益彰显”。同时该文分析公开市场操作尚存问题，讨论改革国债管理体制和改革商业银行存款准备金利率制度等途径以改进公开市场业务的观点。

¹⁰² 有研究人员注意到技术决策层与政治决策层释放目标不完全一致，根据历史经验和中国决策形成机制，主要参数性调节手段的“技术决策层的声音可能在最后只能是一些噪音而已”（刘元春，2009）。

5-3、总需求 V 型回升的认识启示

5-3-1、我国内需增长与合意总需求关系

首先是对认识内需与合意总需求关系具有启示意义。世纪之交我国经济发展和政策环境多重特殊因素导致当时内需孱弱，结果显得外需增长对我国总需求达到合意水平具有不可或缺作用。部分受这一特殊经验影响，外需较快增长构成合意总需求必要前提的“外需优先”判断成为比较流行观点，不利于我们冷静认识大国生产率快速追赶阶段本币趋势性升值调整必要性，不利于建立灵活利用利率等市场兼容性较高工具为主要调节手段的总需求管理政策架构。面对外需和内需同时增长推动的总需求过热，如果不能采用汇率以及其他手段有效调节外需，利率工具运用受到汇率和外部平衡牵制，只好较多采用非参数手段抑制投资和内需。因而如何正确认识外需与总需求关系，对正确制定我国开放宏观政策方针具有关键性影响，对一段时期宏观政策演变具有某种路径依赖作用。

这次全球金融经济危机使我国主要贸易伙伴国经济遭受重创，一段时期内我们不再可能通过出口拉动总需求快速增长。罕见的全球危机伴随出口外需剧烈下跌本身是负面冲击，然而对理解和检验我国内需增长是否有能力支持合意总需求提供了一个天然试验环境。我国如果能够依靠内需较快推动较快经济复苏，则与前几年我国出现总需求增长过快和通胀局面相辅相成，从另一方向显示内需足以支持合意总需求增长。本文系统观察的上半年宏观经济 V 型回升经验证据，再次说明我国内需增长足以提供合意总需求，目前更需要关注的反倒可能是刺激力度过大和不久将来面临总需求增长过快以及通胀压力问题。

需要说明，认为长期贸易顺差增长并非合意总需求必要条件，并非否认开放环境下发展对外贸易本身具有积极意义。对外开放是发挥国际比较优势的制度条件，自由贸易是实现静态和动态国际比较优势利益的重要途径，构成一国潜在总供给和长期均衡增长的重要决定因素。实质性问题不在于是否应当鼓励外贸，也不在于是否可以有短期顺差和逆差，而在于国内需求是否足以支持短期总需求达到与潜在总供给大体一致的合意水平。换言之，没有贸易盈余持续单边高速增长，或在贸易大体平衡背景下，能否通过内需增长实现足够数量的短期合意总需求。近年宏观政策实践经验表明，透彻思考和明确回答这一问题，对我国经济追赶阶段基本依靠内需实现合意总需求树立必要信心，我们才能更理性务实地理解大国经济追赶对灵活汇率制要求，更好发挥汇率这个开放经济最基本相对价格的调节功能，从而为改进完善开放宏观政策奠定必要基础。

5-3-2、货币扩张与总需求以及通货膨胀关系

这次 V 型回升对认识货币与总需求和通货膨胀关系具有多层次借鉴涵义。第一层借鉴意义是再次提示货币供应数量与总需求变动之间内在联系，广义货币和信贷变动通过或长或短滞后期提示总需求演变轨迹。依据对去年 12 月以来贷款货币增长数据分析，宋国青今年 2-3 月较早提出“需求快速回升可能性增大”（宋国青，2009a），预测“以后一段时间可能出现非常强的总需求增长率和经济增长率”（宋国青，2009b）。梁红认为 2008 年 12 月份信贷增长 7700 亿元就支持宏观“看多”，“事实证明，中国经济在逐月回暖，逐季回暖，而且回暖的速度在加快。这里最重要的一个指标，也是中国经济中唯一的被证明有先行指数含义的

指标，就是货币信贷”（梁红，2009）¹⁰³。总需求 V 型回升经验，再次说明货币分析视角对观察宏观经济走势重要性，对科学制定宏观政策具有借鉴意义。

第二层涵义是为认识货币投放与商品以及资产价格之间关系提供检验环境。面对货币信贷超常增长，一些研究人员认为由于我们仍面临产能过剩困难，或者由于我国货币增长建立在本国储蓄增长基础上，因而货币投放在一段较长时期不会带来通货膨胀。另一些人研究人员认为，货币交易方程式包含对象不限于 CPI 等以增加值为统计基础的流量宏观指标，而应涵盖所有需要利用货币作为媒介的交易行为，过多货币投放会造成商品和资产价格上升表现的广义通胀压力。周其仁（2009b）“结合中国经济 2004 年以来惊心动魄的起伏”，提出“货币似蜜，最后还是带黏性之水”观点，认为“货币进入市场，受黏性支配改变相对价格，然后推高物价总水平”。这次 V 型回升伴随的货币信贷超常扩张，将为推敲探讨上述不同假说提供新的经验证据。

第三层涵义在于，虽然宏观经济运行会周期性面临总需求增长过快和不足两方面困扰，然而在当代不可兑换货币（fiat money）制度和政府垄断货币发行权条件下，扩大纸币发行为应对总需求不足提供了釜底抽薪的解决方案。虽然这次危机严重程度被公认为具有世纪水平，然而即便从危机最严重欧美国家看，无论是实际经济衰退程度，还是对居民生活和社会稳定影响，都与上世纪 20 年代末金本位体制下爆发的大萧条有霄壤之别。上述差别原因无疑是多方面的，例如现代社会保障制度对于应对危机和控制危机影响发挥显著作用，然而政府通过纸币发行调节危机和总需求具有更深刻意义。事实表明，信奉现代货币学派理论的央行官员与短期增长和民意支持目标最大化的政治家们相互合作，即便在最坏情况下也有能力绕过总需求崩溃带来大萧条暗礁，从而使“萧条经济学回归”预言落空。虽然这次危机尚未尘埃落定，我国经济 V 型回升态势和其他国家复苏迹象提示，在纸币体制下更具有常态性和更棘手问题，可能不是总需求不足和及其带来长期萧条，而是机制性货币发行过多诱发商品和资产价格飙升的间歇性通胀顽症。

5-3-3、追赶型产能过剩及其与投资增长关系

晚近时期我国开放宏观经济运行经验显示，经济追赶阶段内需增长潜力深厚，企业对外竞争力快速提升。这时以汇率稳定为前提规划宏观政策会面临两方面困难。一是外需内需同时高涨，会导致总需求过热和通胀问题。二是运用参数型宏观政策工具应对通胀受到“车马效应”约束¹⁰⁴，只好较多采用产业政策抑制投资，于是部门性产能过剩干预与宏观政策结下不解之缘。考察产能过剩一般属性及其在我国转型追赶阶段特征性表现，探讨产能过剩、投资增长、宏观调控之

¹⁰³在这个笔者看到最早斩钉截铁根据信贷 V 型回升推论宏观经济快速回升的演讲中，梁红还讨论了分析今年宏观形势如何进行历史比较问题。“近期货币供应量与人民币贷款增速正是一个急剧上升的 V 型。货币信贷这种走势在中国近 30 年历史上只出现过一次，就是 1992-1993 年。很多经济学家把现在跟 2001-2002 年比，甚至跟 1997-1998 年比，我认为这是找错了镜子。1992-1993 年期间基本上是在一年之内中国经济从非常萧条到非常热，以至于政府需要宏观调控。当年中国既没有出口也没有房地产，靠的是地方的基建和老百姓的消费。所有对中国的内需没有信心的朋友都要指导，中国在 1998-2001 年这段时期之外的大部分时间都是在跟内需过热、通货膨胀、资源瓶颈、贸易逆差做斗争”（梁红，2009）。

¹⁰⁴ 依据不可能三角定理，开放经济汇率低估失衡时运用利率应对通胀会受到资本流入或热钱限制。宋国青评论 2004 年我国宏观经济形势时指出：“在以总需求管理为中心的宏观经济调控中，利率相当于中国象棋中的车，现在的汇率也很重要，大概是马这样的角色。该出车的时候不出车很被动。现在的问题看来像是马挡车路，汇率压了利率”（宋国青，2004）。这里简称“车马效应”。

间关系，构成理解现阶段宏观政策的关键问题。本文收尾前就此讨论几点尚不成熟思路和看法，并结合评论这次扩大内需政策实践的相关启示意义。

一般而言，产能过剩是以制造业或工业实物生产部门行业为对象的概念¹⁰⁵，大体可理解为这些部门闲置产能超过某种合理界限的现象，因而可在产能闲置概念基础上定义产能过剩。行业或部门包含若干企业，企业具备一定生产能力，生产能力实际利用构成生产过程，生产过程成就产品或商品，商品流通满足社会消费。上述生产、流通、消费平稳顺利实现的循环流转过程中，前后环节对应变量的数量关系可能有不同情况：产量大于消费构成闲置产品即库存，消费大于产量为挖库存或所谓“去库存化”¹⁰⁶；产能大于产量形成产能闲置，产量大于产能则是超负荷运转。

一定程度产能闲置对市场经济正常运行具有相应功能。例如一定程度闲置产能有助于调节和平滑需求波动，发挥类似于合理库存的调节功能。一定程度产能闲置剩余，对于保证较高竞争程度提升消费者福利，实现市场经济优胜劣汰机制，客观上具有某种促进作用，构成充分发挥市场竞争机制的一个因素。在宏观总量周期变动过程中，库存调整需要通过产能闲置程度变动加以实现。

闲置产能具有常态性并承担一定功能，因而适当定义的产能过剩概念，不是泛指经济生活中任何一种“能大于产”的产能闲置现象，而是在逻辑上暗含产能闲置程度超过某种合意数量界限情况。观察晚近十余年来我国有关部门三次比较集中实行干预产能过剩政策情况，每次确定数目不等行业和产品作为产能过剩调控对象，这些对象行业与现实存在闲置产能行业和产品数量比较仍应占较小部分，说明有关政策设计与上述理解也具有逻辑一致性。由于评估判断不同行业合意闲置产能标准存在具体问题，衡量现实产能存在统计和数据困难，因而识别产能过剩比通常理解得要更为复杂。

如果能识别特定部门存在产能过剩问题，应对、化解、治理产能过剩也存在市场调节和政府干预选择。市场具有多种调节产能过剩机制。一是价格下降调节。在需求弹性不为零值假设下，产能过剩产品价格下降增加需求并消化部分过剩产能。二是市场范围调节。全球化环境下各国产品相对竞争力是影响市场份额的长期最重要因素，比较成本较低部门产品存在产能过剩，有助于推动合理进口替代和扩大出口从而消化部分产能过剩。三是企业退出调节。如果产能过剩部门价格调节过程造成部分企业持续亏损，在沉没成本较低情况下面临预算硬约束企业会较快退出，存在沉没成本条件下价格进一步降低逼近可变成本时企业最终会退出，退出减少产能从而缓解产能过剩。

政府至少在两方面承担治理产能过剩职能。一是通过宏观总量调节。宏观经济运行具有周期性，总需求不足和通货紧缩通常会不同程度派生部门性产能过剩，这时政府实行扩张性货币、财政等宏观政策推动投资和消费增长，也同时具

¹⁰⁵ 从总量上看，总供给大于总需求通常不称作产能过剩，而称作总需求不足。这是现代宏观经济学基本分析视角。马克思经济理论大体也采取这一理解，不过对总需求不足根源解释不同，认为社会化大生产的生产力性质与生产资料私有制制度条件根本矛盾，决定了资本主义社会不可能改变总需求不足局面。另外由于界定服务业产能存在较多困难，或者产能上限弹性较大（例如 2007 年京沪铁路线平均每公里客运密度为 4782 万人公里，货运密度为 6277 万吨公里，分别为全国铁路平均密度的 5.2 倍和 2.1 倍，见“京沪高铁：智能化铁路集大成者”《第一财经日报》2009 年 9 月 21 日 A8 版），因而少有服务业产能过剩讨论。农业中种植业产能闲置表现为耕地休耕或抛荒，动物部门产能无法闲置，因而一般也少有农业部门产能过剩讨论。

¹⁰⁶ 这里没有考虑进出口数量调节因素。即便考虑进出口，对全球经济这个封闭系统而言上述关系仍成立。

有治理宏观紧缩派生的产能过剩功能。二是产业政策干预。如果过度进入导致产能过剩和福利损失，如果市场机制和宏观总量调节效果受到限制，政府可以采取信息发布、政策引导以至数量管制方法加以协调和治理。大体而言，现代市场经济条件下，市场性调节方法和总量性宏观政策是应对和治理产能过剩主要手段，政府部门产业政策发挥辅助作用。

从产能过剩角度看，或许可以把不同发展阶段经济体粗略分为三种类型。第一类是处于前现代发展阶段的社会经济系统，由于社会生产力和经济发展水平落后，不能提供最基本的生活必需品，因而经常存在状态是短缺、紧缺和匮乏，无论相对于基本生活需求还是市场有效需求而言，更为常见状态不是产能过剩而是供不应求，基本属于“产能过剩不可得”状态。传统农业社会大体属于这种状态¹⁰⁷。“一大二公”高度计划经济体制下，软预算约束和价格机制缺失导致短缺成为常态，虽也存在少数未能适销对路产品积压情况，总体上也属于“产能过剩不可得”状态。

第二类是发达国家或已完成经济追赶的比较成熟现代市场经济国家，由于在常规经济部门已经历过投资和增长冲动，因而大范围产能过剩发生几率下降。这类经济体仍会面临总需求不足和衰退派生的周期性产能过剩。另外发生产业技术革命时，由于投资者对新产业未来前景缺乏经验参数，发达国家在这些新兴行业具有阶段性比较优势，有可能出现不同程度产能过剩，如美国上世纪末 IT 革命诱致互联网泡沫，光纤等部门出现严重产能过剩属于这类情况。不过这类国家和经济体一般不再面临多部门、大范围、经常性产能过剩，在此意义上具有“产能过剩不再来”类型特征。

第三类是经济全球化时代正处于快速追赶国家，一般更有可能面临常态性和动态性产能过剩。在生产率快速追赶环境中，具有比较优势和竞争优势的产业和产业区段快速演变，企业家面对快速变动环境不断做出进入投资决策，在静态场合往往出现“能大于产、产能过剩”与“产大于能、供不应求”并存局面，动态意义上形成“投资新行业推动产业升级，投资饱和出现产能过剩，再投资推动产业进一步升级，更高阶段投资饱和出现产能过剩”的矛盾发展格局。另外在开放追赶模式下，国内企业依托产品相对竞争力提升向外扩张，对国外市场预期发生偏差或者遭遇外部保护措施抵制，也可能派生产能过剩问题。上述静态和动态意义上产能过剩与追赶过程相互交织密不可分，甚至可以说“如果一丁点产能过剩都不允许发生，经济追赶过程就难以实际展开”。在这个意义上，或许可以把“产能过剩常相随”理解为经济追赶国家的必经洗礼。

我国不仅面临开放追赶国家“产能过剩常相随”问题，还因为体制转型背景在产能过剩发生范围、频率、根源、影响等方面具有特殊属性。首先是转型体制和政策环境派生更多类型产能过剩出现。一是国内不同所有制类型企业竞争会增加产能过剩发生概率。观察现实情况可以看到，存在不同类型企业的非垄断部门中，经营效率较低国有企业存在为非国有企业进入提供激励，在竞争加剧背景下如果国有企业退出受阻可能出现或加剧产能过剩。二是地方政府投资冲动，一定程度可能加剧产业结构趋同和产能过剩问题。三是存在较多市场准入干预措施以

¹⁰⁷传统农业社会下，农户小生产者有时在粮食收获季节遭遇“谷贱伤农”困难，来年青黄不接时又不得不接受高利贷盘剥。这类困境是粮食生产高度季节性与小农贫困化并面临信贷约束所致，“谷贱伤农”不同于超过一定合理界限产能闲置意义上产能过剩。

及行政性部门垄断政策环境中，民间投资受到较多限制，在允许投资领域容易出现产能过剩¹⁰⁸。

可见我国现阶段产能过剩具有特殊属性。首先是一种特殊结构性产能过剩。不仅指特定时期具有特定部门分布特点，而且具有超越宏观周期意义上的结构性。二是动态性和追赶型产能过剩。依托比较优势和竞争优势动态演变，快速追赶阶段企业家不断进入新领域投资并测试市场饱和点，于是不断面临产能过剩挑战。随着产业结构和贸易结构升级，产能过剩部门分布状态在历时性过程中自我演进。三是具有转型性特点。一方面表现为受经济类型竞争、政府投资行为、较多垄断和管制等方面特殊体制因素影响，另一方面表现为在体制关系尚未完全理顺条件下价格和退出调节产能过剩功能受到较多限制。

因而推进改革对根本治理我国转型追赶阶段产能过剩具有重要意义。要进一步破除垄断和扩大公平准入为民间投资提供更广阔平台，更好发挥价格调节市场供求和资源配置功能，贯彻科学发展观合理规范政府干预经济行为，增加劳动力市场灵活性并推进社保体制改革以减少企业退出困难……这类体制改革创新措施，目的在于为市场机制发挥基础性调节作用创造条件，从而对产能过剩发挥标本兼治作用。增加汇率对国际收支失衡调节作用，在双边、区域、多变场合倡导自由贸易和反对保护主义，防止外需部门投资过度以及出口快速增长引发外国保护措施导致产能过剩。政府有关部门应加强向市场发布行业产能利用率信息，对可能出现产能过剩风险给以提示指导。在市场调节产能过剩受到限制前提下，针对产能过剩的产业政策干预也是应对措施选项之一，不过考虑行政性准入限制和项目审批措施本身可能存在局限，采用这类规制政策需克制和审慎¹⁰⁹。

过去十余年间两次应对通货紧缩，有关政策方针在对投资与产能过剩关系认识上表现出重要进步。通货紧缩通常会伴随产能过剩程度增加，这时市场自发驱动以及政策鼓励投资增长，是推动宏观经济走出通货紧缩以及缓解产能过剩压力的重要动力。上世纪末我国遭遇通货紧缩，我国实行积极财政扩大内需，是符合宏观经济周期的正确政策。然而另一方面受制于当时体制和利益格局，加上外部因素和其它因素影响，同时为治理产能过剩实行相当力度限制投资政策。这类限制投资政策虽取得一定成效，然而客观上不利于较快走出宏观紧缩，也未能根治产能过剩。去年底再次面临总需求不足困难，宏观周期因素加剧产能过剩困难，然而在总结此前相关政策经验教训基础上，不再实行限制投资治理产能过剩政策，而是实行一揽子刺激经济计划，鼓励投资消费以扩大内需。通货紧缩时鼓励投资符合宏观经济周期规律，也符合“投资-升级-产能过剩-再投资-再升级-再产能过剩……”的经济追赶和结构提升动态规律。这次政策应对在较快走出通货紧缩目标上取得成就，然而在如何避免过度刺激和平稳有序退出方面可能会面临新挑战。

在市场经济体制基础上处理好产能过剩与宏观政策关系，还需要探讨两方面问题。一是前面讨论的，从前几年宏观经济形势看，给定汇率稳定作为宏观政策

¹⁰⁸如周小川认为，“……投资范围面临限制，特别是对民营企业而言，如果允许投资的范围较窄，可能导致某些允许投资的领域投资过度，造成过剩产能。同时，在限制准入的领域又缺乏活力，导致供给不足，进一步导致消费受到影响。较鲜明对比是，工业领域投资过剩而服务业领域投资不足”（邱壑，2009c）。

¹⁰⁹需要区分针对产能过剩采取的准入限制等产业干预政策，与控制污染排放外部性等环保目标相联系进行的准入限制和投资审批干预。以环保为目的结构性产业干预政策，学理基础在于调整外部性，本质上属于“搞对价格”要求，对所有企业具有普遍对象性，这类政策经过科学论证确定后应稳定执行。

前提，面对外需内需两头快速增长推动总需求偏热形势，总量性工具调节宏观失衡受到较大限制，于是需要采用某种抑制投资的产业政策作为替代工具，产能过剩命题变得具有吸引力。二是给定目前总需求 V 型回升，如果下一步出现总需求增长过快和通胀压力增加形势，如果出于种种原因不便及时采用有效总量调节措施，可能再次需要采用较大力度产业政策抑制投资，使治理产能过剩客观上成为应对宏观偏热失衡的单边紧缩工具。上述两种情况类似处在于，由于宏观政策关系尚未理顺，需要产能过剩概念支持的产业政策承担某些额外职能。

由此可见，需要回顾总结晚近十余年开放宏观经济运行和政策实践经验，系统探讨外需与总需求关系、货币与总需求关系、动态产能过剩与投资增长关系，加深认识我国大国转型追赶阶段开放宏观经济规律。这不仅有助于理顺完善宏观调控体制和政策，也有助于更有效应对我国转型追赶阶段特有的产能过剩难题。

引用文献

程亮亮（2009）：“中国经济复苏路径再预测：47%W形，38%V形”，《第一财经日报》2009年6月29日B1版。

程志云（2009）：“信贷温和刹车”《经济观察季报（夏）》2009年7月27日第8页。

程志云 赵红梅 张晓晖 张向东（2009）“刘明康警示地方融资风险”《经济观察报》2009年7月27日第1-2版。

程志云、胡蓉萍、赵红梅、张向东、席斯（2009）：“6万亿信贷红线，风险隐患重重”《经济观察报》2009年4月21日，引自 http://www.eeo.com.cn/Politics/beijing_news/2009/04/21/135747.shtml。

邓瑾（2004）：“2004，土地风暴——中国政府铁腕整治全国违规用地纪实”《南方周末》2004年12月31日，引自 <http://www.sina.com.cn> 2004年12月31日。

邓圩、朱磊（2009）：“宏观经济企稳向好 农民工就业形势明显开始回暖”《人民日报》2009年8月24日，引自中央政府门户网站 www.gov.cn，2009年8月24日。

樊婷（2009）：“轮到板材了”，《证券市场周刊》2009年第29期，2009年8月8日，第40-42页。

傅勇（2009）：“经济复苏前景如何”，《第一财经日报》2009年8月13日A13版。

郭晋晖（2009a）：“新增就业回落，就业形势仍不容乐观”《第一财经日报》2009年6月22日A3版。

郭晋晖（2009b）：“就业复苏形势未明，人社部力推失业保险基金补贴企业”，《第一财经日报》2009年6月26日A2版。

郭晋晖（2009c）：“就业形势V型反弹 新增就业已完成全年目标63%”《第一财经日报》2009年7月24日。

国务院办公厅（2004）：《关于深入开展土地市场治理整顿、严格土地管理的紧急通知》（国办发明电[2004]20号），2004年4月29日。

国务院办公厅（2008）：《关于当前金融促进经济发展的若干意见（2008，第126号）》。

桂浩明（2009）：“抗通胀成多方动力：顺势而为，继续做多”，《第一财经日报》2009年7月4日，第A5版。

郭茹（2009a）：“信贷资金‘流向股市说’风声再起”，《第一财经日报》2009年6月29日，第1-2版。

郭茹（2009b）：“1.76%：央票利率见天花板”，《第一财经日报》2009年8

月 19 日第 B3 版。

韩婷婷（2009）：“集中化跟风式信贷投放暗藏风险”《第一财经日报》2009 年 7 月 10 日 A8 版。

韩婷婷、周静雅（2009）：“次级债拟受限 银行资本充足率临大考”《第一财经日报》2009 年 8 月 25 日 A6 版。

郝婧、李娟（2009）：“江浙收紧二套房贷，或成楼市政策紧缩‘第一枪’”《第一财经日报》2009 年 7 月 10 日 C1 版。

侯美丽（2009）：“货币政策：左转？右行？”《中国经济时报》2009 年 6 月 30 日第 5 版。

胡锦涛（2007）：“高举中国特色社会主义伟大旗帜 为夺取全面建设小康社会新胜利而奋斗——在中国共产党第十七次全国代表大会上的报告”，第 5 部分“促进国民经济又好又快发展”，2007 年 10 月 15 日。

华强（2009）：“央行微调货币的‘五种轻武器’”，《投资者报》2009 年 8 月 10 日第 A4 和 A7 版。

贾康（2002）：“对我国 1998 年以来实施的积极财政政策及其效果的评析”《税务研究》2002 年第 6 期第 2-8 页。

雷敏、陈菲（2009）：“发改委：将采取八大措施巩固经济企稳回升势头”2009 年 8 月 25 日 19:24《新华网》引自 <http://www.sina.com.cn>（2009 年 8 月 25 日）。

梁红（2009）：“全球金融危机下的中国资本市场与宏观经济”，《CCER 中国经济观察》2009 年春季、总第 17 期，第 40-46 页，2009 年 4 月 25 日。

李彬（2009）：“马建堂：不能“妖魔化”中国投资”《第一财经日报》2009 年 7 月 6 日第 A7 版。

李斌（2009）：“保持政策的连续性稳定性 增强经济发展的内在动力——温家宝总理在吉林省考察纪实”，《新华网》2009 年 7 月 27 日 18:19。

李鹏（1998）：《1998 年政府工作报告》1998 年 3 月 5 日在第九届全国人大第一次会议上报告。

李雨谦（2009a）：“6 月信贷高潮再现？”《中国经济时报》2009 年 6 月 30 日 6 版。

李雨谦（2009b）：“经济企稳不易，复苏障碍待解——受访经济专家推测，我国第二季度 GDP 增长速度最多只能达到 7%”《中国经济时报》2009 年 7 月 1 日第 2 版。

李雨谦（2009c）：“信贷再创天量 央行紧急‘制动’”《中国经济时报》2009 年 7 月 14 日第 5 版。

刘琳（2009）：“中央财政明年将新增投资 5885 亿元”《每日经济新闻》2009 年 6 月 27 日第 1 版。

刘鑒（2009）“6 月份气温异常变化对发电量上升的影响”《CCER 中国经济

观察》2009年夏季（总第18期），2009年7月25日，第60-66页。

刘熠辉（2009）：“当子弹打得差不多时，唯有求索于房地产”《每日经济新闻》2009年6月23日第B8版。

刘元春（2009）：“货币政策调整的实质是什么？”《第一财经日报》2009年8月3日A14版。

刘展超（2009）：“国务院加大土地供应量助力‘保增长’”《第一财经日报》2009年8月13日第1版。

卢锋（2002）：《经济学原理（中国版）》北京大学出版社，2002年。

卢锋、李远芳、刘鋈（2009）：“国际商品价格波动与中国因素——我国开放经济成长面临新问题”北京大学中国经济研究中心《中文讨论稿》，No. C2009009，2009年9月22日。

彭兴韵（2004）：“循序渐进改革公开市场业务”，《中国证券报》2004年3月4日。

邱壑（2009a）：“5月外汇占款创年内新高，‘热钱’归来？”《第一财经日报》2009年6月23日第A5版。

邱壑（2009b）：“银行人士：定向央票额度领回家 发多少看‘表现’”《第一财经日报》2009年7月16日。

邱壑（2009c）：“周小川：应鼓励民间投资并放宽准入”，《第一财经日报》2009年7月20日。

邱壑（2009d）：“央行的难题”《第一财经日报》2009年8月11日A5版。

申剑丽（2009）：“工资指导线普跌，工资条例缓发”《21世纪经济报道》2009年8月11日第6版。

宋蕾（2009）：“铁道部今年发债千亿，铁路投资掀高潮”《第一财经日报》2009年8月14日第1版。

宋国青（2004）：“利率是车，汇率是马”《财经》2004年第7期，2004年4月5日。

宋国青（2009a）：“需求快速回升可能性增大”《CCER中国经济观察》2008年冬季（总第16期）2009年2月14日，第48页。

宋国青（2009b）：“总需求将强烈回升”，《财经》2009年第7期，2009年3月30日。

孙明春（2009）：“警惕：超级资产泡沫正在形成”《第一财经日报》2009年7月13日第A14版。

唐福勇（2009）：“谨慎判断经济形势”，《中国经济时报》2009年6月30日第5版。

唐真龙（2009）：“季末放贷冲动强烈 银监会紧急‘窗口指导’”《上海证券

报》2009年6月24日第1版。

滕泰(2009):“勿患通胀 勿忧泡沫 勿信货币派”《21世纪经济报道》2009年8月11日第22版。

王安(2009):“杀猴给猴看法官挥刀,兰世立被指绑架政府——似水流年之7日”《证券市场周刊》2009年8月24日-8月31日,第8-9页。

王斌、肖飞(2009):“哈继铭:短期货币政策转向不现实”,《第一财经日报》2009年7月13日A7版。

王东明(2009):“用停止IPO来护市的做法值得反思”《新浪财经》发布时间2009年5月18日。

王丽娟(2009a):“宽松政策料将继续”《中国经济时报》2009年6月30日第5版。

王丽娟(2009b)“银行业期待次级债能‘新老划断’”《中国经济时报》2009年9月1日第6版。

吴军(2007):“关于我国银行业附属资本补充的思考”《商业时代》2007年第3期。

吴庆(2009):“货币政策的难点在‘适度’”,《中国经济时报》2009年7月15日第2版。

王琦、邱壑(2009):“防月末季末冲规模,存贷款时点指标考核叫停”2009年6月25日A5版。

夏斌(2009):“如何实现‘消费为纲’”《第一财经日报》2009年7月14日A13版。

谢少萍(2009):“国内上市银行大幅提高拨备覆盖率 绸缪信贷风险”,《第一财经日报》2009年8月31日。

肖明(2009):“6月PMI指数为53.2%,连续四个月位于临界点以上”《21世纪经济报道》2009年7月2日。转引自《和讯网》
<http://news.hexun.com/2009-07-02/119221298.html>。

熊剑锋(2009b):“宏观风向微调:抑过剩调结构”2009年8月27日《第一财经日报》第1版。

熊剑峰(2009a):“决断60天 中央定调下半年宏调”《第一财经日报》2009年8月3日第1版。

杨练(2009):“‘动态微调’的力道”,《证券市场周刊》2009年第26期第52-54页,2009年8月8日。

银监会(2009):《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》银监发[2009]59号,中国银行业监督管理委员会,2009年6月19日。

银监会办公厅(2009):《关于完善商业银行资本补充机制的通知(征求意见稿)

稿)》2009年8月18日。

赵晓辉、陶俊洁(2009):“创业板企业料10月底上市,路线图与时间表渐明确”《深圳商报》2009年7月22日。

张娜(2009):“信贷增速全年可达15%”,《中国经济时报》2009年2月16日。

赵刚(2009a):“全球央行面临大考:极端货币政策墙角转身”《第一财经日报》2009年07月1日A8版。

赵刚(2009b):“全球经济复苏即将到来”《第一财经日报》2009年7月11-12日第A6版。

曾子建(2009):“通胀魔影”《每日经济新闻》2009年6月27日1版。

张旭东(2008):“对商业银行信贷规划 央行不再硬约束”《人民日报》2008年11月4日,第9版。

中共中央(1993):《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》1993年10月14日??(核对)第十四届中央委员会第三次全体会议通过。

中共中央(2003):《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》2003年10月14日第十六届中央委员会第三次全体会议通过。

周静雅(2009):“刘明康:银行业要特别防范四大新风险”《第一财经日报》2009年7月20日。

周其仁(2009a):“还算‘适度宽松的货币政策’吗”?《财经》2009年第9期,2009年4月27日。

周其仁(2009b):“货币似蜜,最后还是水”《财经》2009年第13期,2009年6月22日。

周雪松(2009):“下半年楼市上行,‘蓄水池’是否变成‘堰塞湖’”《中国经济时报》2009年7月9日,第7版。

周裕妩、吴倩(2008):“股市走势预测”,《广州日报》2008年12月30日。

朱镕基(1999):《1999年政府工作报告》1999年3月5日在第九届全国人大第二次会议上报告。