

# 中国经济跌宕起伏的五年

Huw McKay

## 一 简介

21 世纪第一个十年中的后五年，对于中国经济和世界经济来说，无疑是一段跌宕起伏的时期。这个时期以宏观经济政策立场向紧缩性倾斜为开始和结束。在此期间，一个大规模的经济刺激计划先后被提出、执行和放弃。此外，这个经济体经历了两个时期，一个是棘手的高通货膨胀率时期，另一个是价格完全下滑时期。本章提供了一个思考最近几年中国经济表现的框架，此外，还追踪了在这个不稳定时期不断变化的政策轮廓。

本章接下来将用以下方式讨论问题。第一，展现了一个通过行业循环投资来了解中国经济周期的框架。第二，调查了何种经济状况是造成经济危机的导火索，尤其是审视了在急速扩张时期累积的国内经济失衡。第三，概述和分析了为抵御巨大的外部冲击和国内经济增长放缓所制定的经济刺激政策。第四，从周期性和结构性的角度思考和评估了实现经济复苏的关键因素。第五，阐明了使最重要的宏观经济和特定行业政策标准化的方法，以及最近的举措，即积极抑制增长和通货膨胀。

## 二 一个追踪中国经济周期的简单框架

中国经济周期的核心是通过行政手段，努力去实现国有和私有经济活动

的平衡发展。中国经济增长波动的主要因素来自于固定资产投资（见图1）。对中国固定资产投资增长最大的三个贡献因素分别是——房地产行业、重工业和基础设施行业。为了更好地说明，我们可以形象化地将房地产活动认为是私营部门的代理人，基础设施活动认为是公共部门的代理人，重工业活动认为是反映这两个终端用户行业发展的派生需求。

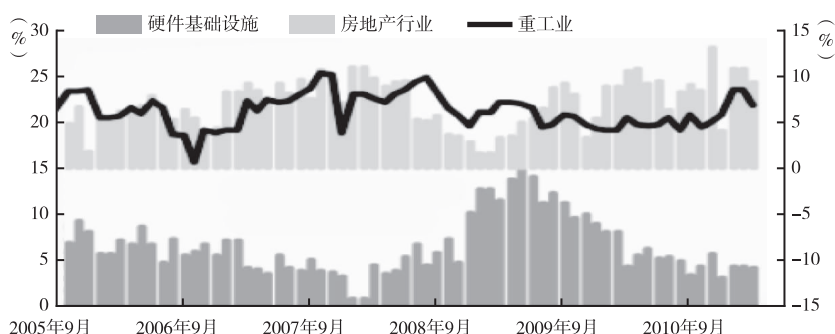


图1 对固定资产投资增长的贡献因素

注：对年终增长率的贡献以百分数表示。参见附录1 获得这些类别的定义

考虑重工业活动在这种情况下的逻辑影响，同时见到房地产活动和基础设施活动增多是不寻常的。若真出现此类情况，则该经济体将很快变得过热。同样的，如果房地产行业 and 基础设施行业的发展同时受到抑制，衰退也会不可避免地对经济发展造成威胁。若减缓基础设施行业的发展速度，则房地产行业将具备发展势头。同时，当私营经济活动减少时，要迅速以发展基础设施建设的计划来应对，这就是中国制定的反周期政策。

该框架提供了一个简单且易懂的透镜，来追踪中国经济的增长。特别在21世纪的前10年中最有效。20世纪90年代末期受到热烈欢迎的住房制度改革已经将民用住宅地产提高到了一个主要宏观经济的地位。中国每位工人相对较低的股金，以及显而易见的基础设施赤字，加上观测到的高水平资本积累占国内生产总值（GDP）的比率（McKay 和 Song, 2010: 4~7），以及整合现时分立的省级经济的长期必要性，这些都说明，对于中国来说将基础设施建设放在增长模式的核心，是十分有必要的。

很多人会批评这个图例（见图1），认为它未明确提及出口行业对此的影响。在讨论中国经济增长时，这种情况已经出现很多次了。在尝试给出口

分配一个主要角色时，无论是中国还是外国的观察家，所得出的结论都是相同的（Akyuz, 2011；Ljungwall, 2006；Xu, 2010）。但其他人认为出口的影响被极大地夸大了（Anderson, 2007；He 和 Zhang, 2010；Keidel, 2008）。该争论在很多情况下可归结为出口是如何界定的，或者更精确的是，出口的进口组成允许到何种程度。

Herrerias 和 Orts（2010）以及 Roberts 和 Rush 提供了对该讨论的均衡总结。他们的结论是，每个因素都是经济增长的主要贡献因素。但本章的重点不是重新讨论这个问题。笔者一直持有的立场是——出口是十分重要的，但并非是促进中国经济增长的主导因素（Mckay, 2008：17 ~ 25）。接下来的讨论更加适合以传统方法进行。

### 三 经济危机的导火索

伴随着这个时代而来的是一条现成的分界线。该分界线以全球金融市场和国际贸易在 2008 年早些时候突如其来地崩溃为转折点。尽管中国封闭的汇率安排体制使中国经济成功抵御了这场最糟糕的金融动荡，但贸易活动的萎缩依然是实体经济的主要威胁。即便如此，与很多人的期望相反，总体经济活动水平在面对贸易萎缩的时候更加具有弹性。国内需求的主要杠杆从容以各种正在实施的经济刺激政策来回应，这使得在面对反常的外部拖累时，维持固有的经济增长成为可能。

在 2003 年，经济开始从东亚金融危机和 2001 年全球衰退的阴影中强劲复苏。经济复苏的中心是重工业的投资热潮，以及中国 2001 年正式加入 WTO 后国际贸易的激增。但国内当局认为先前的趋势破坏了经济稳定，需要一个缓和的政策来回应。伴随着大量能源、资源和高排放的行业以一个过热的步伐占用了过多的新空间，政策干预于 2004 年 4 月开始。一份过热的重工业部门的清单被编制出来。这些行业将有权获得数目可观的紧缩性信贷。在实施紧缩性财政政策的时期，获批用于新计划的标准提高了，并且由中央主导的合理性程序被设置好了（Huang 和 Jha, 2004）。

实施紧缩性宏观经济政策，来应对 2004 年的特殊经济形势，成功减缓了重工业的扩张能力，使得我们在 2005 年和 2006 年连续两年见证了相对均衡投资的增长。在紧缩性财政政策立场的保护伞下制定出来的第十一个五年

计划（2006～2010年），推动了资本积累的一次健康但非急剧的扩张。进口增长的减缓同重工业扩张速率的减缓，以及本地机器和资本货物制造商更加有效的竞争相联系，全球对中国出口产品的需求旺盛，戏剧性地提高了中国的贸易地位。所以，当国内需求增长在这个时期相对稳定时，净出口对于国内生产总值增长的贡献大大提高了，使总体增长率超过了11%。

随着行政当局开始放松对2004年框架的解释，重工业投资在2007年得到了复苏，这使得经济活动所需要的原材料大大增长。该复苏在一个房地产行业同样繁荣的时间来临（价格快速上涨，高营业额以及重要的建设改善），净出口对年度国内生产总值增长的贡献率提高了2.5个百分点，资本流入的增长极其强劲，通货膨胀的压力也不断提高。因此，实施新一轮的宏观经济紧缩政策已不可避免。

货币和信贷政策从2007年前半年以来开始逐渐收紧，这其中是价格手段、市场基础手段和行政手段的结合（包括提高利率，扩大公开市场操作，提高银行法定准备金率，实行定量信贷紧缩和汇率升值）。随着这些政策的实施，中央财政开始实现盈余，但中央政府的基建工程计划实质上依然处于停滞状态。政府对房地产活动以及一些2004年特定的“经济过热”行业实行直接的行政干涉。这些举措包括降低位于长名单上高能耗产品的出口补贴，报废一些高能耗产品或者对其征收100%的出口税。中国允许汇率水平更快提高，速度甚至要超过人民币温和的升值速度。人民币升值的阻力在2005年6月消失后，升值在最初几年按照安排好的速率推进。

据报道，中国经济在2007年达到了一个引人注目的增长率——14.2%（实际增长率），但增长的势头在那年第一季度达到顶峰后（经季节性调整后的年均增长率为18.1%），随着紧缩性政策的实施，开始从最高点逐渐下降。在幕后，支撑中国经济增长的动力——对外贸易，同样出现了萎缩。第一个表明财政困境的明确信号在大约2007年中期出现在美国，当时，该国金融领域严重依赖的住房市场，显露出了衰退的迹象。

即使这样，商品价格过热导致中国的贸易条件急剧恶化。随着能源和铁矿石的价格在2008年前半年达到历史记录水平，中国的进口额急剧增加。与此同时，一次全球粮食危机导致农产品价格居高不下，推动中国的年度消费物价通胀达到8.5%的顶峰。而GDP平减指数亦达到了12.2%的年度最

高点（见图 2）。通货膨胀的激增使人们事后才明白，唯有将“周期延迟”的紧缩性措施应用于经济体上，才能使通货膨胀的速度放缓。

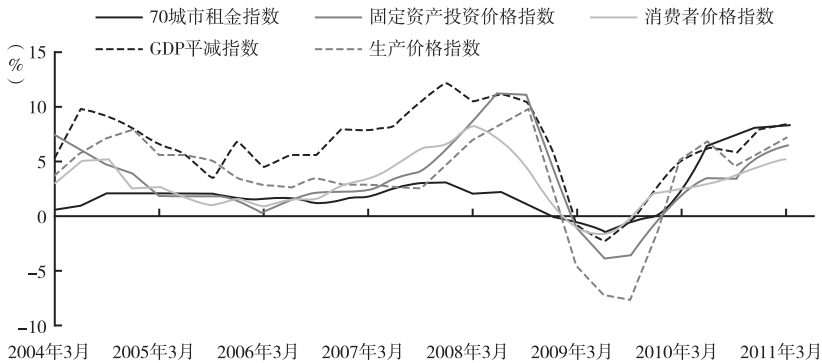


图 2 中国应对通货膨胀的各种举措

在这时，一个特别脆弱的行业就是房地产行业。该行业主要受到流动储蓄的刺激，正处于一个狂热增长的状态。这些流动储蓄寻求从银行存款和股票市场中获得更高的扣除通货膨胀后的长期利益。前者受到行政指令的控制而实际利率低，因此显得无吸引力。而后者因为回报的高度不稳定亦显得无吸引力。行政当局所选择带到市场上的国有股潜在的超量供应带来了无处不在的威胁（Rule，2005；Walter 和 Howie，2011）。房地产行业，在另一方面，从资本收益和住宅保有税的真空中获益（Morinobu，2006），从新城市居民中衍生的强烈的潜在需求和从那些提升的收入规模中派生的升级需求，加上地方政府公开支持的立场，使那些从土地买卖获得的收入变得日趋重要。

这些牢固的基础和政府的扶持政策，加上推进“价格发现”的努力，随着总体住房供应不断的商业化，引发了一次重大的繁荣。这反过来吸引了一些投机者，他们有些人将资金从股票市场中转移出来。但由于资产流动性开始变差，这些投机活动变得十分困难。在一定程度上，随着境内的投资者将资金从国外抽调回本国，资本流入也支撑了房地产市场。银行系统提高按揭贷款的供应量（从一个非常低的初始水平）使得这个局面最终形成。

估值的提高见证了支付能力惊人的降低，并从本质上在主要城市里阻止了潜在的首次购房者成为自住阶级。这些购房者往往都处于平均的收入水

平。此外，绝大多数进入市场中的商业股票，最终都倒向奢华，成交量大多数来自于投资者，而不是首次或者升级的自住业主。

尽管房地产行业有着牢固且明显的潜在的需求作为基础，但这些组合趋势却导致房地产行业变得十分脆弱。当投资者在销售里占了大头时，如果实施一个惩罚这个群体的政策立场，将预期对此造成破坏。由于非首次置业购买所需的现金随着利率一起上升，投资者需求开始萎缩，总体的销售增长也相应放缓。

这给开发商手头留下了越来越多未售出的住房。因此，他们将注意力从计划向市场推出更多住房转移到销售已建成的住房，以及将受其控制的主要住房打折出售。但打折销售最初是失效的，销售额（以平方米计算占地面积）一落千丈，导致他们没有足够的资金承受新住房的落成，使得现存住房在市场中大量堆积（见图3）。

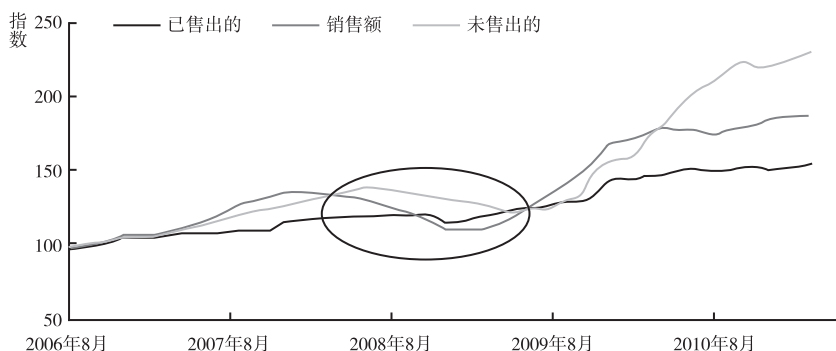


图3 房地产行业：未售出的、实际销售额、已售出的住房数据统计

注：基础数据以平方米来计算，指数来自于2006年8月的数据。

据推测，这种分歧会给建设活动带来消极影响。这种影响对于处于供应链上游的重工业部门，如钢铁和水泥行业来说，是相当严重的。他们对原材料和电力的需求也随着半成品生产商陷入意料之外的库存过剩而减少，为此，他们不得不以降低产量作为回应。

房地产行业最糟糕的时刻与经济危机对经济活动破坏最大的时间一致，均从2008年10月到2009年2月。但是，有一点是显而易见的，对房地产行业的校正将不顾外部冲击，并考虑市场和现行的政策力度，最终以一个实质性的规模结束。与此同时，资本流入出现了逆转，且国际贸易毋庸置疑的

崩溃给人们情绪带来的不利影响在房地产市场的危机中扮演了重要角色。但它们既不是这个过程的催化剂，也不是这个过程的核心因素。

汽车行业在这段时间同样经历了一段困难时期。它每月的汽车销售量从2008年1月的1100万辆减少到2008年12月的仅800万辆（见图4）。汽车工业的幸运之处在于，它熟练地将复杂的相互影响压缩到一个可承受的范围之内。这些相互影响由经济周期和接连不断被发展中的低收入经济体经历的结构性激励的良性循环所带来。它同样展示了同其他行业主要的前后联系（Baker 和 Hyvonen, 2011），伴随着对上游半成品和零部件的大量需求，以及主要的下游分销网络。这些特征，相对较低的进出口渗透比率，使得它在全部国家中成为了经济的领头羊。在2008年，汽车销售量达到了预期目标，如实反映了紧缩性政策使自由经济活动的负担在加剧。

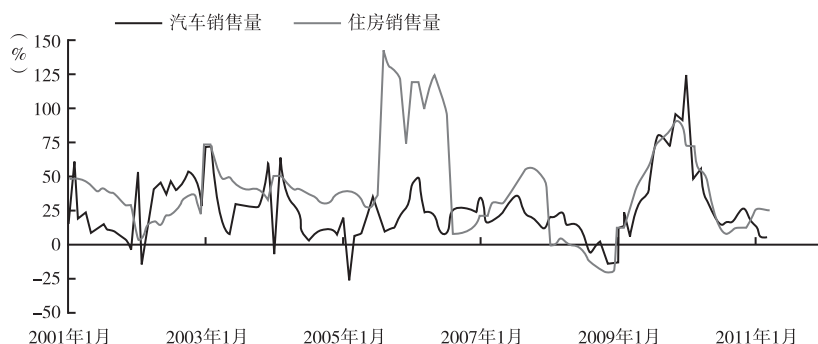


图4 住房销售量和汽车销售量

#### 四 对内部危机和国内经济放缓的反应

面对一个资金大量外流的出口行业，以及亟待校正的住房市场和重工业中重要的库存问题，政府最初的反应是在2008年10月宣布一个小规模的刺激计划，这些特定政策的目的是给经济带来有利的结构性变革。换句话说，它致力于促进消费，遏制直接向房地产行业 and 重工业提供支持。据2008年11月早些时候经筛选的国内外商业调查显示（第一手经济资料来自于大约一个月的数据），国际贸易在10月份出现了明显蒸发，无论如何，这是显

而易见的，即“好”政策必须服从于对过渡期的务实关注。

中国第二项刺激计划所涉及的金额相当于国内生产总值的 14%，将实行超过两年时间，并且将会着眼于交通运输和电力基础设施建设（占 45%），四川汶川大地震造成的严重损失的重建（占 20%），农村基础设施建设以及环境保护计划（占 18%），社会福利和税收优惠（占 10%），公共住房建设（占 7%）。进一步说，总体的政策环境转向全面适应性——用政府的话来说，就是“适当宽松”（Shu 和 Ng, 2010: 14）以及对特定行业——如房地产行业、汽车行业和家用电器行业的激励政策。

年度贷款限额的解除是放宽货币环境的核心。新的贷款量在 2009 年前半年得到了扩大，它相当于国内生产总值的 52%（见图 5）。存款准备金率的迅速降低增强了银行体系的存款流动性，并且降低了贷款利率（见图 6）。这些以一定折扣补充作为基准的贷款，所占的比例大幅上升。这与国有企业（SOE）快速吸纳银行贷款的现况是一致的。国有企业对全部投资增长贡献的提高，以及基础设施建设戏剧性的增长，合在一起阐明了影响 2009 年增长反弹的决定性因素。

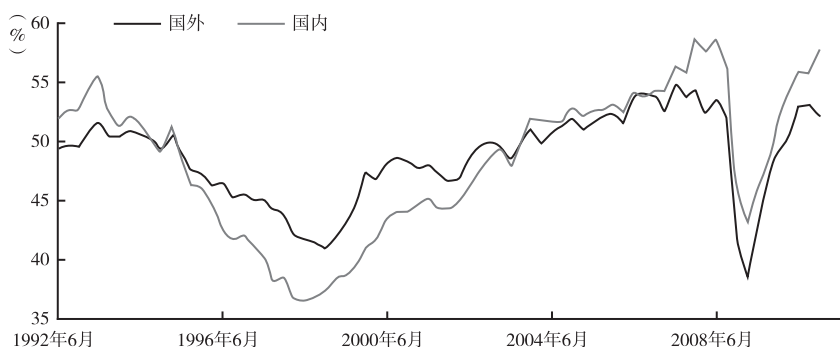


图 5 对 5000 家企业的调查结果：国内及国外的订单量

资料来源：亚洲经济数据库，澳大利亚亚太银行。

这整套措施的性质和规模很好地阐述了行政当局尝试抵消的冲击的大小。从本质上来说，行政当局避开了谨慎的结构性一致政策，另外再寻求一个实现最可靠增长方式的可能性。这种附属于该决定的交易有许多，并且具有负面的结构性影响。这会影响未来一段时间内经济活动的路线和成分。而正面的影响在于，基础设施投资的激增大幅度提高了经济体的供给方的活



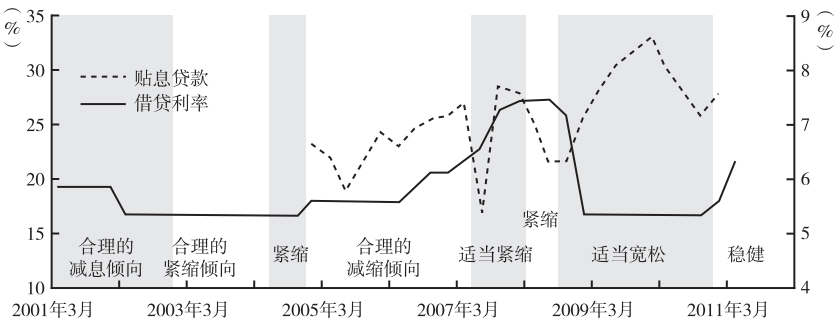


图 6 政策立场、借贷标准和借贷利率

注：阴影部分用于区分实行不同货币政策的阶段，该部分由 Shu 和 Ng（2010）所定义，他们对此进行了叙述性说明。

一系列折扣线的百分比表示贷款所占比例较基准利率至少低 10 个百分点。

资料来源：澳大利亚亚太银行，亚洲经济数据库（Shu 和 Ng，2010）。

力，特别是物流方的活力。因此，鼓励重工业发展、房地产投机和大型国有企业进一步垄断市场，是刺激政策遗留下来的最主要的负面影响，交通基础设施建设的快速增长代表了一次印象深刻的跳跃式增长，该增长旨在将中国破碎的地区经济整合成统一的巨型市场。

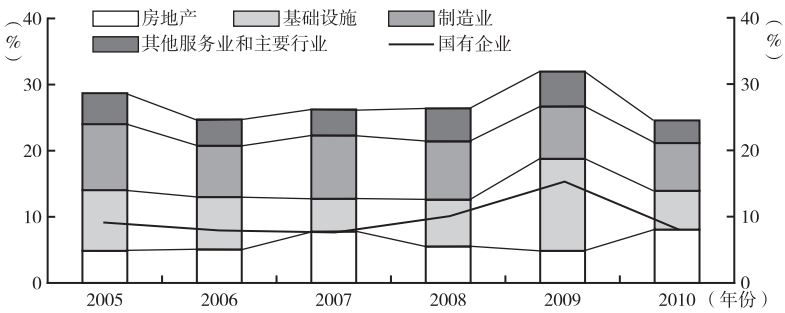


图 7 固定资产投资的贡献因素

注：堆叠圆柱之和为年度固定资产投资增长，但国有企业的贡献作为单独因素来研究。

维持一个宽松的政策立场是为了将通货膨胀造成的负面影响控制在一个合理的范围内。在 2009 年早些时候，生产价格指数以及消费者物价指数连续三个季度双双下滑。而 GDP 平减指数与 2008 年第二季度同期相比下跌到 -2.3%。楼市价格和租赁价格指数同样也下跌了（见图 2）。实际上，中国

相对价格水平是现时实际汇率贬值的来源，而名义汇率却在有效期限内大幅升值（见图9）。

## 五 经济复苏的因素

从活动的角度来看，经济复苏的本质决定了它是一个高资源消耗（高排放量）的过程。起初，金属和能源的价格在2008年末随同经济增长率一起，出现了暴跌，并且一直到2009年初，价格仍承受着较大压力。不过，在2009年第二季度，随着刺激经济的努力取得了成果，中国强劲的国内需求将原材料的进口量放到了一个清晰的复苏轨道上，并且在普通的季节性增长之上。铁矿石的进口量在2009年2月时，已经呈现出强劲增长的势头，而原油进口量的恢复则仅仅落后了几个月。

住房销量的复苏同样引人注目，其被抑制需求来自于业主和投资者，这些需求在2008年的大部分时间由于购买力不足和政策限制的缘故，潜藏了起来。现在这些需求得到了彻底释放。政策措施支持了这项变化，其措施包括降低住房购买的最低分期偿还额，放弃征收购房印花税和增值税，将免税住房转让的最短持有期从5年缩减到2年。相对于二次购房者，扩大对首次购房者的补贴（HKMA，2010）。最终的房地产紧缩政策（2008年8月）向最初的宽松政策（2008年10月）转变，表明经济衰退的势头得到了遏制。

由一系列举措驱动的强劲的销售需求使得开发商开始清理在经济衰退期间积压下来的过量库存。此外，他们也在寻找时机，准备再次扩大库存。从历史上看，住房销售量的增长导致新开工建设的住房（以数量计）连续6个月增加。这种关系在经济复苏阶段被严格地约束着（见图8）。新开工建设住房的激增充分地支持了固定资产投资的增长。这在响应基础设施设计计划上，已经呈现出更强的增长趋势。重工业产品制造商订单已重新安排满了。在年度国内生产总值增长量方面，2009年4个季度的增长率如下：第一季度为7.1%，第二季度为14.8%，第三季度为10.6%，第四季度为10.9%。在2009年末，国内需求不但完全恢复，而且还实现了高速增长。

读者应该注意到由文章开头提出的框架所引出的组合趋势。该框架假设，如果提高基础设施投资，那么经济就无法同时支持房地产行业的繁荣，

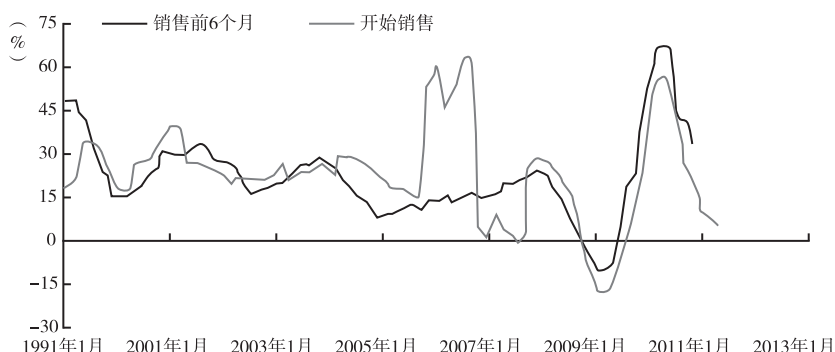


图 8 住房销售量和新开工建设的住房数量

注：基础数据以平方米计算。

资料来源：亚洲经济数据库，澳大利亚亚太银行；基础数据以平方米计算；12 月份平均原始增长率；

随后，重工业将受到鼓舞，从而以惊人的速度增长。这会不可避免地出现经济过热的压力。中国在 2010 年上半年恰好经历了这种情况。

虽然等到住房市场恢复到初始状态时，作为刺激计划一部分被排进日程表的基础设施建设项目仍在进行中，但通货膨胀的苗头开始显露。个别城市的住房市场开始呈现出泡沫化趋势。尤其是北京，率先出现了这种现象。这表明，实施紧缩政策已经迫在眉睫。

在 2009 年下半年，初步迹象显示政府正在寻求使政策立场正常化的方法。首先，中央经济工作会议规定投资必须着眼于完成现有项目，而非开始新的项目。这是一个明确的声明，即经过深思熟虑后，经济活动已经规划得足够多了，没有必要再积极补充新的项目。当局暗示道，减缓增长速度是他们今后所希望的结果。对住房市场的公开支持在 2009 年末同样开始减少，最明显的举措是，将免税持有期在 12 个月恢复到原来的 5 年。在 2010 年 1 月份，对二次购房者的最低预付押金重新恢复到一贯水平——即 2008 年末规定的，40% 的优惠率。

由于 2010 年 1 月的危机，货币当局首次提高银行存款准备金率。接下来，又分别在 2 月和 5 月再次提高银行存款准备金率。行业紧缩政策在 4 月正式开始实施，与之伴随的还有对房地产市场的严格管制。新举措推翻了原先全部的宽松住房政策。无论对于投资者还是首次购房者，新采用的信贷标准都要比产生于危机之前的标准繁琐。新举措主要是针对北京市场设计的，

但法令的措辞同时给了其他行政区域更大的自主权来从当地情况解释新举措。可预见的结果主要是，当北京的住房销量大幅下降时，其他城市却在初期的下跌后迅速恢复。开始的下跌主要是因为地方政府没有彻底地执行限购政策。即便如此，限制住房销量的紧缩政策仍在全国范围内缓慢但稳定地推行。与此同时，住房价格也在不断提高，住房销售量表明，在 2011 年初，房地产市场发展放缓。

政府总体住房政策包括需求方和供给方的措施。地方政府被要求服从改善辖区内住房购买力这个政策目标。第十二个五年计划（2011 ~ 2015 年）包括一个建造 3600 万套保障住房的目标。其中 1000 万套保障住房必须在 2011 年内完成<sup>①</sup>。中国将上海和重庆列为房产税的试点，并计划在全国内推广。同时，禁止囤积土地的政策也被采用，同样被采用的还有设置价格上限，限制所有权和通过法令固定价格。保障住房计划的土地供应目标同样急速增加。

有迹象表明，在总体水平上的住房供求基本面正趋于一致。这将在未来几年内提高住房购买力。同时，新建住房总量在 2010 年超过了销售量。有人担心，新供给的构成——一旦这些观测到的新建住房完工——将会出现严重的偏差，从而面向高端市场。据推测，这将导致业主需求和实际可销售财产之间的失调。

地方政府项目融资的平台，在 2009 年放松银根时，是一个主要的传导机制。而在 2010 年前几个月中，这也首次作为宏观审慎风险被提及。银行很快把注意力集中到减少汽车贷款和严密监控这些贷款所产生的绩效上。随后，地方政府控制了公共资本筹集，并对大约 90% 的计划负有直接责任。这个步骤是一个明确的指示，即政策立场发生了转移。它同时确认，刺激计划更深层的负面影响即将浮出水面：由于政策性贷款的影响，它将削弱金融系统的资产负债表。

从另一个角度来审视这个问题，危机前的紧缩政策表明，2007 年和 2008 年头两月，在中国沿海的省份，新投资计划规模的缩水是已经被制定好的了。从 2009 年初开始，新投资大幅增长，这是一个表明投资将会强势反弹的信号。讨论的强度也随着 2010 年初所报道的壮观的投资计划规模而增强。2010 年下半年更新的紧缩政策正在产生影响的这个事实，在 2011 年初开始的缩水计划

① 《中国副总理要求今年必须建造 1000 万套保障住房》，2011 年 2 月 25 日《新华社》，[http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2011-02/25/c\\_13748574.htm](http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2011-02/25/c_13748574.htm)。

里面读到。此外，中国最近决定在 2011 年减缓高速铁路建设速度<sup>①</sup>这个决定将贯穿整个“十二五”规划。该决定主要是为了消除 2011 年 2 月铁道部丑闻的影响，在该事件中，铁道部部长被免职。这个决定算是一个行业的自我陈述，即在经济总量中，什么东西正变得清晰明了。

从一个周期性的角度来看，当局正面临着一个具有挑战性的前景。以三行业框架来看 2011 年至 2012 年两年，若政策仍然按照目前的轨道来走，则同时发生衰退的可能性似乎非常高。而事实是，若是通过寻求一个双刺激政策来促进基础设施行业和房地产行业的发展，则政府必须面对一个现实，即这两个行业都非常容易同时遭受衰退的困扰。这反过来创造了一个可能性，即衰退有可能是刺激政策被放弃，政策开始倒向限制经济活动的产物。考虑到以下事实：基础设施建设的蓬勃发展在前些时候达到了顶峰，财政政策正处于一个紧缩性轨道上，地方政府融资受到限制，新建住房的数量在全国范围内减少，以及沿海省份的计划规模也相应缩小。这种减速在 2010 年被强势的房地产投资所抵消。从 2010 年中开始，全国的住房销售量基本上处于平均水平。一旦所观测的新建住房完工，新的住房供应量无论如何看起来都显得多余。这意味着，开发商手头将积压大量未出售的住房。这反过来将促使他们将精力从扩大新建住房转移到减少住房库存上。若该调整过程出现时，基础设施活动仍旧萧条，那么重工业将面临着由自己创造出来的，意想不到的多余库存。此时，增长率的修正将是可避免的。

若上述一连串假设的事件在现实中出现，当局需站到一边，并允许基础设施周期和房地产周期按照它们自己的节奏持续循环下去，在此期间，当局不能从中施加更多的干预。若放松政策立场，要么给基础设施规划注入新的活力，要么就不能向房地产活动过度倾斜。如果能实现，则将缓解人们对于两个领导产业同时出现衰退的担心。此类干预的长期机会成本，不管怎样，都会使政策演算变得更加复杂。第一，普通民众的住房购买力将由于住房供应量的激增而大大提高，并在一段时间内超过实际需求。第二，大量关于公开“促增长”的资源、能源和高排放政策的负面影响，现在已经被理解透彻了。因此，采用它们的条件门槛也比在先前周期时要高得多。第三，通货

---

① 《中国计划减少高速铁路的投资》，2011 年 4 月 5 日《中国证券报》，[http://www.cs.com.cn/english/ei/201105/t20110504\\_2866408.html](http://www.cs.com.cn/english/ei/201105/t20110504_2866408.html)。

膨胀预期以一个令人不安的高水平嵌入到它们之间，给经济带来了风险，这个风险是真实的，政府正严阵以待。第四，高通货膨胀率拥有和累退税相同的效果，但也因此同政府在公平领域提高成效的目标相矛盾。第五，金融系统的资产负债表由于最近大量发放的政策性贷款而有点不堪重负。第六，初期由市场驱动的资本配置机制的滞后，是由刺激措施所引起的。这种形势必须作为任何标准化进程或者“退出策略”予以扭转。

这些有分量的论据似乎指向设置一个旷日持久的紧缩政策，即使增长率已经记录了多项成果，在本章下边，指明是9%。实际上，以一个旷日持久的低水平经济增长率来扩张是减少金融体系中累积的巨大通货膨胀压力的必然选择。作出一个事前的判断，即经济增长的放缓是必需的，且在经济增长的放缓以一个非常不同的方式来临时，要保持冷静。

## 六 汇率

有点奇怪的是，当其他的政策手段开始支持2008年末的扩张时，汇率政策也随着间接的紧缩倾向而调整。从2008年8月开始，当美元在广泛的战线上升值时，中国突然结束美元和人民币间固定的弹性汇率，这使得中国的名义和实际有效汇率也大幅升值（以国际清算银行的算法为基础，见图9）。但与此同时，它的出口商们却忙于处理销售量的急速下滑和销售利润的急剧萎缩。这在本质上是亚洲金融危机时所采取的外汇政策回应的重演，那时候，尽管贬值对于维持一个表面的、胜于其他新兴经济体的竞争力来说是极具诱惑的事情，但中国依旧保持人民币与美元挂钩。中国因为20世纪90年代末期克制的表现，而从它的贸易伙伴那里赢得了掌声，但它的经济在这次危机中获得的成就却寥寥无几。实际上，在经济危机过了不久后，中国重新面临着继续让人民币兑美元名义汇率升值的国际压力，一些国家，比如巴西和印度，也加入到要求人民币升值的大军中。尽管从事实上说，人民币汇率在实际上已经大大高于经济危机前的水平，但升值压力仍出现了。然而，绝大多数新兴市场并没有恢复到超过其内部危机实际有效贬值的适当部分。

从贸易数据来看，中国并没有明显地遭受到升值的实际汇率的打击。当国外订单量和新的出口订单分别落后于它们在5000家企业调查中的国内等价物以及制造业采购经理人指数时，进口量先于出口量五个月回到了它们在

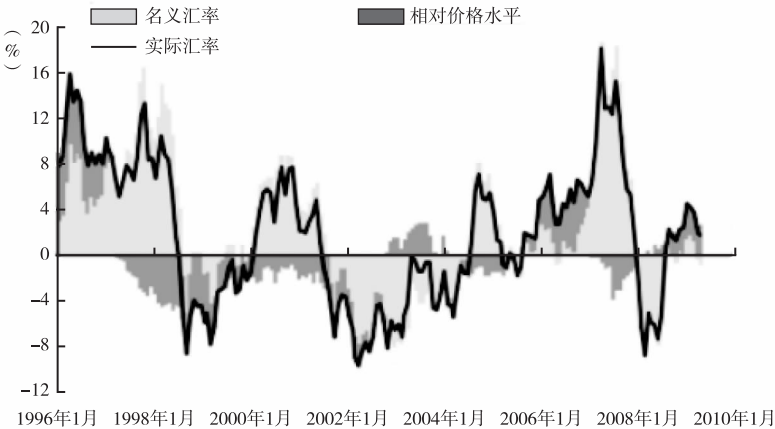


图9 年均实际汇率变化的分解因素

资料来源：国际清算银行，澳大利亚亚太银行。

注：从相同的渠道和镶嵌在实际估算中的通货膨胀差异，以国际清算银行的广义实际有效汇率来分解为名义有效汇率来测量。年均百分比变动测为剩余。

危机前的水平，中国和它的贸易伙伴之间的国内需求有着明显的区别。这些结果可能是在未考虑货币的情况下推测出来的。出口的增长本身看起来足够强劲，按照年度条件来计算，出口在6个月之内，于2009年8月恢复到了20%的初始增长率，并且从那时起保持了32.4%的平均增长率（相对来说，进口的增长量为41.8%）。净出口对GDP增长的贡献率在2009年4个季度内为负，且在2010年第一季度也如此。但它在2010年剩下的3个季度里却为GDP的增长作出了积极贡献。从每年的情况来看，净出口的贡献率从2007年的2.5%下降到2008年的0.8%，但在2009年又再次上升到3.7%，而2010年又降回0.8%。

出口利润率，有可能被解读为名义汇率购买力升值的一个门槛，尽管遭受着巨大压力，但却表明，收益率是人们在经济动荡最坏的时刻主要关注的方面。出口代理利润率从2007年的6.8%缩小到2009年1月的3.6%，达到了低谷，但在2011年2月又重新恢复到6%。

美元兑人民币的名义汇率在2008年8月到2010年6月期间保持在1:6.83，低于原先1:8.28的限制水平17.5%。自那时以来，似乎被校准的两种趋势在总体外汇市场中和国内通货膨胀状态上，其升值的幅度已经被观测到了。随着通货膨胀的加快，升值的步伐实质上也相应加快了，美元兑人民

币汇率年度升值率的波动有时候会接近 10%。食物价格是导致通货膨胀增长的一个因素，它们之间的紧密联系在图 10 中可以很清晰地看出来。从 2011 年 5 月 5 日开始，美元兑人民币汇率再次下降 5%，低于 1:6.83。虽然在危机之中汇率保持不变，但相对于先前的限额来说，已经降低了 21.6%。

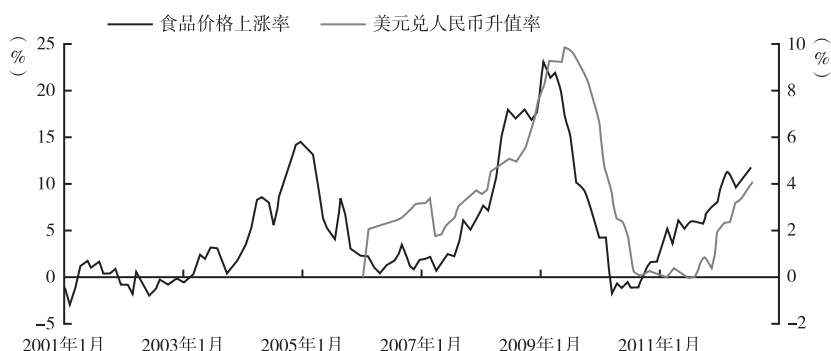


图 10 食物价格和名义汇率

## 七 结论

这章为我们展示了在中国经济跌宕起伏的时期一个高水平的发展回顾。该回顾以 2003 年重工业的投资热潮为开端，并追踪到 2011 年最初几个月的经济活动和政策的大致轮廓。讨论以一个框架作为背景，该框架将固定资产投资认定是中国经济发展的主要动力。所回顾的时期，以总体政策向积极限制经济活动倾斜为开端和结束，同时，财政和货币紧缩政策向三个关键的投资循环因素施加了压力：房地产、基础设施，还有重工业。在此期间，当局对一次巨大的外部冲击作出反应，一道同行的还有由政策引致的国内经济增长放缓，此外，一系列主要的刺激政策用于巩固经济发展成果，而不是改善现存的结构性问题。因此，尽管它在恢复经济高增长率上取得了显著的周期性成就，但刺激政策同时也留下了一个负面的结构性影响和一些周期性的影响。

随着下一个十年的开始，当局的挑战是，再次取回它作为引发积极的结构性变化和消除不公平的发起人角色，与此同时，还要维持经济的高增长和将通货膨胀率控制在一个可接受的范围内。其中直接的挑战是，要处理令人不安的高通胀。更进一步，一个最基本的问题将浮现：如何在不忽视结构性



重要问题的前提下，处理潜在的三个核心产业发展同时减缓问题。当局如何处理这个问题对中国如何平稳地从低收入国家过渡到中等收入国家具有重大影响。这是一个全世界都参与其中的问题。

## 附录 1

在图 1 中，固定资产投资的类别被定义为以下两类。

### 重工业

- 石油、炼焦和核燃料加工
- 化工原料和产品
- 医药产品
- 橡胶制品
- 塑料制品
- 非金属矿物产品
- 黑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
- 通用设备制造业
- 专用设备制造业
- 废弃资源和材料回收处理
- 交通运输设备制造业

### 硬件基础设施

- 燃气及水生产供应业
- 水利保护及环境管理业
- 运输、仓储和邮政服务业

在图 7 中，固定资产投资的类别定义如下。

制造业是第二产业，但不包括采掘业。

基础设施包括图 1 中所定义的硬件基础设施产业，此外还有软件基础设施产业。

- 信息传输，计算机和软件
- 教育
- 医疗保健、社会保障和福利（硬件）
- 公共管理和社会组织

房地产包括建筑业的投资。

其他服务业和主要行业包括农业，采掘业和别处未分配的服务业。

## 参考文献

- Anderson J. (2007), “Is China Export-led?”, *UBS Investment Research “Asian Focus”*, 27 September.
- Baker, M. and Hyvonen, M. (2011), “The Emergence of the Chinese Automobile Sector”, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, March Quarter, pp. 23 – 30.
- Chinese Economic Review (2011), “China Slashes Railway Budget, Slows Rail Speeds”, *Chinese Economic Review*, 14 April, < <http://newcer.chinaeconomicreview.com/en/content/china-slashes-railway-budget-slows-rail-speeds> >.
- Herrerias, M. J. and Orts, V. (2010), “Is the Export-led Growth Hypothesis Enough to Account for China’s Growth?” *China and World Economy*, vol. 18, no. 4 (July-August), pp. 34 – 51.
- Hong Kong Monetary Authority (HKMA) (2010), “Mainland Economic Outlook for 2010”, *Mainland Economic Monitor*, Special Note 01/2010, 12 January, Hong Kong Monetary Authority.
- Huang, Y. and Jha, R. (2004), “China and India: Short-term Macroeconomic Outlook”, in R. Garnaut and L. Song (eds), *China: Is Rapid Growth Sustainable?*, Asia Pacific Press, Canberra.
- Keidel, A. (2008), *China’s Economic Rise—fact and Fiction*, Policy Brief No. 61 (July), Carnegie Endowment for International Peace, Washington, DC, < [http://www.carnegieendowment.org/files/pb61\\_keidel\\_final.pdf](http://www.carnegieendowment.org/files/pb61_keidel_final.pdf) >.
- Ljungwall, C. (2006), “Export-led Growth: Application to China’s Provinces, 1978 – 2001”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, vol. 4, pp. 109 – 26.
- McKay, H. (2008), *Asian Industrialisation: A Strategic Analysis with a Memorandum on the Australian Response*, Global Dynamic Systems Centre Working Papers No. 4 (June), The Australian National University, Canberra.
- McKay, H. and Song, L. (2010), “China as a Global Manufacturing Powerhouse: Strategic Considerations and Structural Adjustment”, *China and World Economy*, vol. 18, no. 1 (February), pp. 1 – 32.

Morinobu, S. (2006), *The Rise and Fall of the Land Myth in Japan: Some Implication to the Chinese Land Taxation*, PRI Discussion Paper Series No. 06A – 08 ( March ), Japanese Ministry of Finance Policy Research Institute, Tokyo.

Rule, T. (2005), “How are Equity Markets Performing in China?”, in R. Garnaut and L. Song ( eds ), *The China Boom and Its Discontents*, Asia Pacific Press, Canberra.

Shu, C. and Ng, B. (2010), “Monetary Stance and Policy Objectives in China: A Narrative Approach”, *HKMA China Economic Issues*, no. 1/10 (January).

Walter, K. E. and Howie, F. J. T. (2011), *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, John Wiley & Sons, Singapore.

Xu, Y. (2010), “China's Export-led Growth Strategy: An International Comparison”, *China and World Economy*, vol. 18, no. 4 (July-August), pp. 18 – 33.

(黎建良 译)