

Document

# 当前价格形势与未来趋势分析

## 中国人民银行课题组

■ 课题组负责人:张健华 宣昌能 杨子强 ■ 执笔:纪敏 伍超明 袁鹰 王月 马志扬等

(本文为课题研究成果,仅为作者观点,不代表作者供职单位。部分内容和图表有删节)

2008年9月份以来,受国际金融危机和全球实体经济迅速恶化的影响,国际大宗商品价格持续暴跌。与此同时,国内经济增长明显放缓,企业存货周转期大幅调整。受此影响,近期国内各类价格呈现快速回落走势。总体看,前一时期通货膨胀风险已基本消除,通货紧缩风险有所上升。

预计未来1-2个季度内,外需及房地产投资的继续放缓将进一步下拉国内物价,但总体上国内价格仍将趋缓并逐渐企稳,2009年下半年有望逐步回升。一是受多种因素影响,国际大宗商品价格跌幅将明显趋缓;二是前一时期源于存货大幅调整产生的价格冲击效应将明显趋缓;三是一系列扩大内需及价格改革措施对稳定价格的作用将逐步显现。

综合以上因素,预计2008年GDP增长9.3%,CPI为6%左右;2009年GDP增长为8%左右,CPI在3%以内。

为有效应对迅速上升的通货紧缩风险,关键是落实好一系列扩大内需支持经济增长的政策措施,加快推进基础产品价格改革,推动价格稳定和经济增长又好又快发展。

### 第一部分 当前价格形势评述

受国际大宗商品价格持续暴跌和国内经济增长明显放缓影响,2008年9月份以来国内价格呈现快速回落走势。从分类指标看,居民消费价格环比趋势周期项目2008年8月份以来已出现负值,且降幅逐月扩大;在进口价格大幅下降的带动下,国内原材料购进价格和工业品出厂价格急剧回落。总体看,当前价格形势正在由前一时期的通货膨胀向通货紧缩转变。

#### 一、主要物价指标的变动态势

##### (一)居民消费价格快速回落

2006年末以来,在食品价格尤其是猪肉价格大幅上涨的推动下,居民消费价格上涨逐步加快,2007年全年涨幅达4.8%。2008年2月,受当时雨雪冰冻灾害影响,CPI月度同比涨幅升至8.7%的最高点。此后尽管4月份有所反弹,但基本呈现逐月回落态势。近期随着翘尾因素影响逐渐消除和新涨价因素回落,CPI同比涨幅回落明显加快,2008年9、10、11月份,CPI同比分别上涨4.6%、4.0%和2.4%,11月份涨幅分别比9、10月份回落2.2和1.6个百分点。

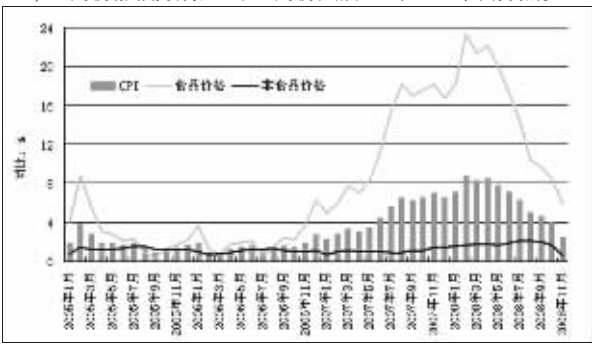


图1 CPI走势(2005.1-2008.11)

从趋势周期因素看,CPI环比趋势周期项从8月开始出现负值,降幅逐月扩大。2008年8、9、10、11月份,趋势周期项分别为-0.1%、-0.2%、-0.3和-0.4个百分点。

##### (二)原材料、燃料、动力购进价格涨幅加大

2007年9月以来,原材料、燃料、动力购进价格逐月走高,今年7月创下15.4%的单月历史最高涨幅,此后由于经济增长放缓,需求下降和国际大宗商品价格暴跌,原材料、燃料、动力购进价格涨幅加大回落。2008年9、10、11月份,原材料、燃料、动力购进价格分别上涨14.0%、11.0%和4.7%,11月份涨幅比9、10月份分别回落9.3和6.3个百分点。其中,燃料、动力类价格分别上涨29.0%、24.6%和13.2%,黑色金属类价格分别上涨23.2%、17.7%和9%,有色金属类价格分别下跌1.5%、8.2%和18.4%。

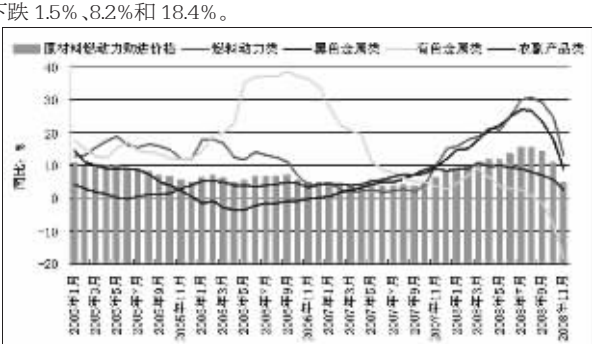


图2 原材料燃料动力购进价格趋势(2005.1-2008.11)

##### (三)工业品出厂价格涨幅大幅回落

2007年9月以来,工业品出厂价格一路走高,2008年8月份上涨10.1%,为有统计以来的最高涨幅,但此后受国际大宗商品价格快速回落等因素影响,PPI走势快速掉头向下,2008年9、10、11月份同比涨幅分别为9.1%、6.6%和2.0%,三个月时间就回落7.1个百分点。

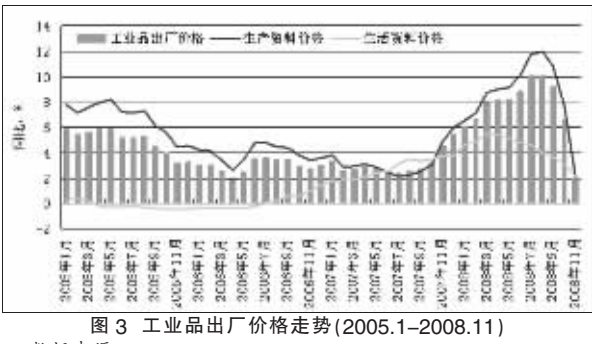


图3 工业品出厂价格趋势(2005.1-2008.11)

##### (四)企业商品价格继续呈下降趋势

2008年11月份,企业商品价格环比下降3.0%,同比下降0.4%,同比涨幅较上月回落4.4个百分点;1-11月份平均较上年同期下降7.8%。其中,投资品价格降幅较大,11月份环比下降3.8%,同比下降0.6%,同比涨幅较上月回落5.2个百分点;消费品价格11月份环比下降1.3%,同比下降0.1%。

#### 二、国际价格水平的基本情况

##### (一)进口价格涨幅有所回落,出口价格涨幅有所回落

国际初级产品价格大跌带动进口价格涨幅大幅回落。2008年8月份进口价格上涨22.7%,为本轮价格上涨以来的最高涨幅,此后国际大宗商品价格暴跌快速回落。2008年9、10、11月份,进口价格分别上涨17.5%、10.8%和1.9%,11月份涨幅比9、10月份分别回落15.6和8.9个百分点。其中,初级产品进口价格分别上涨46.2%、21.0%和0.1%,三个月就回落了46.1个百分点;工业制成品进口价格分别上涨10.0%、4.9%和5.9%。

出口价格涨幅有所回落。2008年9、10、11月份,出口价格分别上涨6.9%、8.4%和5.5%,11月份涨幅比9、10月份分别回落了1.4和2.9个百分点。其中,初级产品出口价格分别上涨32.9%、30.0%和22.4%,工业制成品出口价格分别上涨6.3%、7.7%和5.6%。



图4 进出口价格指数(2005.1-2008.11)

##### (二)国际原油价格大幅回落

WTI原油期货价格在2008年7月11日创下147美元/桶的历史新高,此后受金融危机迅速恶化的影响,国际油价持续暴跌,2008年9月中旬降至90美元/桶左右,9月下旬虽然一度反弹至120美元/桶,但受实体经济日益恶化和投机因素破灭的双重影响,此后一路下行,2008年底跌跌40美元/桶。

##### (三)国际粮价继续回落

CBOT农产品期货价格在2008年年中创出历史新高后逐步回落,近期回落势头明显加快。截止12月31日,大豆、小麦、玉米和稻米期货价格比最高价分别回落了41.4%、52.3%、46.1%和37.3%。

##### (四)黑色金属价格回调明显

随着金融危机加剧,经济前景日益黯淡,住宅、汽车、家电等耗钢产品销量迅速下降,钢材价格大幅回落,并向铁矿石、焦炭、废钢等蔓延。国际钢铁价格指数在2008年8月份创出292.8的历史高点后开始回落,12月底已下跌至155.2,接近2007年年初的水平,比8月份的高点回落了137.6,回落幅度接近一半。

#### 三、主要资产价格走势

##### (一)房价涨幅回落势头明显

近几个月来房价涨幅回落势头逐渐明显。2008年9、10、11月份,全国70个大中城市房屋销售价格分别同比上涨3.5%、1.6%和0.2%,环比分别下降0.1%、0.3%和0.5%。其中,新建商品房价格分别同比上涨3.9%、1.8%和0.2%,环比分别下降0.3%、0.3%和0.6%;二手房分别同比上涨2.6%、0.8%和0.1%,环比涨幅分别为0.3%、-0.4%和-0.2%。

##### (二)国债价格指数大幅攀升,收益率曲线呈陡峭式下移

2008年8月份以来,中债总净价指数和中债国债总净价指数出现快速上涨,分别从8月初的109.3521和108.2582上行到12月16日的120.2388和120.9829。2008年11月份,受资金面以及央票发行利率下调影响,债券收益率继续一路下行,整个债券收益率曲线呈现陡峭化下移趋势。固定利率国债收益率曲线各期限点平均下移41.89个百分点,其中中短期收益率降幅超过60个基点,但由于中长期债券供给较大,尤其是15年期国债的发行,使收益率曲线中端跌幅相对较小,在15年期处还出现了一定幅度的上调。总体看,近期债券价格和收益率变化显示通胀预期急剧下降。

### 第二部分 当前价格走势的成因分析

进入2008年9月份以来,国际金融危机明显加剧,全球经济迅速恶化,国际大宗商品价格持续暴跌,这一变化通过进口价格渠道迅速传导到国内;从国内看,受全球经济走势影响,在总需求特别是外需和房地产需求明显放缓的背景下,国内企业存货调整力度明显加大,这一因素不仅加剧了当前工业生产的下滑,也加剧了国内物价特别是原材料价格的调整。

#### 一、国际大宗商品价格大幅下跌导致PPI快速回落

2008年9月份以来,随着国际金融危机的加剧,金融机构纷纷寻求流动性降低负债水平,加之全球实体经济迅速恶化,出于安全性考虑,美国国债需求迅速上升,美元大幅升值。全球资金流向的迅速改变导致国际大宗商品价格持续暴跌,并通过进口价格渠道引发国内物价特别是PPI快速回落。

##### (一)全球资金流向改变导致国际大宗商品价格暴跌

金融部门“去杠杆化”。在商品价格上涨时期,国际金融机构通过借入资金或衍生品交易等手段,建立了较高的财务杠杆,也创造了大量流动性,刺激了商品价格持续上涨。随着金融危机迅速加剧,金融机构资产大幅缩水,负债率急剧上升,被迫将所有流动性用于补充资本以降低杠杆率避免破产,国际大宗商品市场陷入流动性失血和价格不断下跌的恶性循环。

2007年下半年以来,以信用创造指数(MZM/MB)表示的整个经济部门杠杆率快速上升(其中MZM(狭义货币)“money zero maturity”)指流通货币供应,减去M2减去定期存款再加上货币市场基金,MB表示基础货币(Monetary Base。),推动国际商品价格大幅上涨。2008年6月份以来,金融部门纷纷“去杠杆化”,该指数从6月份的10.5急速下降到10月份的7.7;与此同时,CRB国际商品价格指数也从462点大幅下跌至11月份的242点。在杠杆形成和“去杠杆化”过程中,国际资本对FFA(forward freight agreements)的投机炒作也使国际海运运费暴涨暴跌,波罗的海干散货运价指数从2008年5月20日11793点的历史高点跌至2008年底的774点。以铁矿石运输为例,巴西到中国海运运费从最高接近110美元/吨下跌到10美元/吨左右。

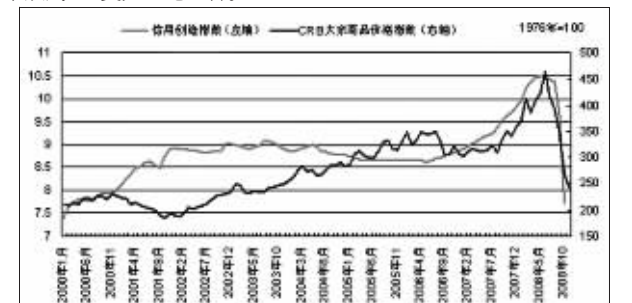


图5 美国信用创造指数(MZM/MB)和国际大宗商品价格指数(CRB)

避险资本回流推动美元急速升值。金融危机爆发强化了全球资金的避险需求,大量资本从新兴市场国家向美国回流,导致美国国债收益率持续下降(注:2008年6-11月,美国1年期国债收益率从1.72%下降到0.09%,历史最低水平。)和美元持续升值,反过来加剧了国际大宗商品价格的下跌。



图6 美元升值指数和CRB指数

##### 数据来源:CEIC BIS

(二)国际大宗商品价格暴跌引发国内PPI快速回落  
2008年9月份以来,随着国际大宗商品的持续下跌,我国进口价格、原材料、燃料、动力购进价格、工业品出厂价格均呈快速回落态势(参见第一部分对当前价格形势的描述及图17)。根据对2005年1月以来三个不同时期进口价格与原材料购进价格、工业品出厂价格的相关分析,其相关性呈逐步上升趋势,2008年8月-11月,进口价格与工业品出厂价格、原材料购进价格的相关系数已高达0.9841和0.9814,表明近期国内PPI加速回落的一个重要原因,来自国际大宗商品价格的持续下跌。

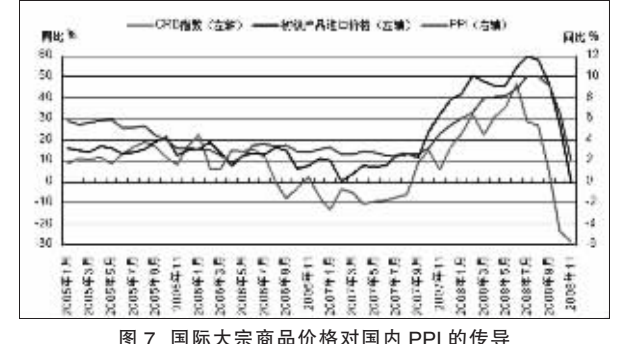


图7 国际大宗商品价格对国内PPI的传导

#### 表1 进口价格与工业品出厂价格、原材料购进价格相关关系

时期	进口价格与工业品出厂价格	进口价格与原材料、燃料、动力购进价格
2005年1月-2008年11月	0.8041	0.7053
2007年1月-2008年11月	0.9428	0.9165
2008年8月-2008年11月	0.9841	0.9814

数据来源:CEIC,作者整理

#### 二、国内企业库存调整加剧了价格下跌

大量研究表明,在市场化程度较高的经济体中,存货水平变动更多取决于企业对合意存货水平的调整,存货变动的顺周期特征更为显著。存货水平变动可能从产出和价格两方面加剧由需求变化引发的经济波动。在经济上行、需求增加时,企业倾向于增加存货从而使生产的

边际成本随规模扩大而降低,企业存货需求的上升一方面会推动价格上涨,另一方面,存货上升又会进一步增加企业的存货需求,形成经济上行期“增加存货-价格上涨”的循环;在经济下行阶段,企业存货会出现剧烈的向下调整,形成“减少存货-价格下跌”的反向循环。这一现象在本轮国际大宗商品价格剧烈升降的背景下表现得尤为显著。

2006年4季度特别是2007年下半年以来,国际大宗商品价格开始急剧上涨,国内生产企业出于锁定成本甚至投机获利的目的,通过增加进口和生产等途径超额囤积了大量存货特别是原材料存货。2008年9月份以来,国际金融危机加剧,全球大宗商品价格持续暴跌,国内经济也迅速转入下行周期,企业需要迅速消化前期过高的存货水平,开始大规模减少采购甚至可能直接抛售原材料存货,导致上游产成品存货被大幅增加,并加剧了部分生产资料价格下跌。以钢材为例,2008年3季度钢材销售同比下降3.5%,与此相对应,2008年9月底钢材库存余额达到921.1万吨,同比增长59.3%。从生产资料价格走势看,2008年7-11月份,优混煤、圆钢、铝锭、电解铜、橡胶等商品价格均下跌了30%-50%。

#### 表2 部分生产资料批发价格(2008年6-11月)

月份	优混煤	圆钢	铝锭	电解铜	橡胶
6月	871	5854	18978	63037	24347
7月	1026.2	5809	19292	63773	25329
8月	978.75	5664	18731	62091	25272
9月	973.75	5296	17204	60161	24615
10月	957.5	4634	15146	47912	22062
11月	690	4103	14024	34258	17772
7-11月跌幅(%)	32.76	29.37	27.31	46.28	29.84

数据来源:CEIC WIND 资讯

#### 三、食品供给改善加速了近期CPI的回落

(一)全球粮食增产,我国粮食连续五年丰收  
根据联合国粮农组织的最新报告,2008年全球谷物产量可能达到创纪录的22.4亿吨,比上年增长5.3%。其中,小麦产量将达到6.77亿吨,增长11%;大豆将达到2.38亿吨,增长7.8%;玉米将达到7.98亿吨,增长2%;稻米将达到6.74亿吨,增长2.4%。2008年我国粮食生产连续五年喜获大丰收,总产量有望达到5.1亿吨以上。

(二)国际粮价回落,国内外粮价价差缩小  
原油等能源价格高涨,大量粮食被用于制造生物燃料,加剧了粮食供求紧张,引起粮价飙升。随着国际油价下跌,粮食的工业需求下降,国际粮价出现回落,国内外粮价价差缩小,减轻了国际粮价高涨向国内传导的压力。

##### (三)猪肉供应明显改善

猪肉价格大幅上涨是本轮物价上涨的重要因素,在一系列扶持养猪产业发展的政策的支持下,生猪供给明显增加,猪肉价格回落明显。据农业部统计,截至2008年11月份,猪肉平均价格已经连续9个月下降,比2月份最高价下降25.4%;20个主产省能繁母猪存栏连续11个月同比增幅超过18%。

##### (四)全球油料产量明显增长,我国油料增产

联合国粮农组织预计,2008/09年度全球油料产量4.2亿吨,增长6.7%,其中大豆、油菜籽和葵花籽分别增长7.9%、12.5%和11.6%,棉籽增长3.9%。据农业部统计,今年我国油料播种面积比去年增长11.2%,产量较去年有较大提高,扭转了连续三年下滑局面。根据发改委价格监测中心数据,36个城市月均食用油零售价格逐步回落。

#### 第三部分 未来经济增长与价格变动趋势预测

预计未来1-2个季度内,随着最终需求特别是外需及房地产投资的继续下滑,价格下跌走势仍将延续。但在以下因素的推动下,目前的跌势有望明显趋缓,一是国际大宗商品价格跌幅将明显放缓;二是前一时期价格调整对价格下拉的作用将明显减弱;三是扩大内需的一系列政策效应将逐步显现。综合以上因素,预测2008年GDP增长9.3%,CPI为6%左右;2009年全年GDP增长8%,CPI在3%以内。

##### 一、短期内最终需求将继续下滑,推动价格继续回落

(一)先行指标采购经理人指数(PMI)加速下滑  
短期经济趋势变化先行指标PMI指数近几个月加速下行,2008年11月降至38.8%,其中生产指数、新订单指数、采购量指数、新出口订单指数下降幅度达到7个百分点以上,尤其新出口订单指数降幅最大,达到12.4个百分点。目前除供应配送时间指数高于50%以外,其余各项指数均在50%以下,尤其以购进价格指数、新出口订单指数为最低,不足30%。这预示未来一段时期我国将继续面临内需和外需不足、物价下行压力加大的局面。

##### (二)外需继续放缓

根据主要国际机构对2009年的经济预测,2009年1季度主要经济体衰退程度将进一步加深,发展中国家经济也将继续下行,短期进出口仍面临进一步减速压力。从2005年以来的经济及价格变动情况看,由外需变化导致的出口变动是这次经济周期及价格变化的一个重要直接原因。从历史上看,在亚洲金融危机和美国互联网泡沫破灭后,我国CPI曾分别经历过长达24个月和16个月的同比负增长。

##### (三)房地产开发投资增速加快下降

2008年下半年以来,房地产开发投资增速加快下降,单月和自年初累计增速分别由6月的37.5%和33.5%跌至11月的7.7%和22.7%,其中单月增速创三年来新低。房地产市场调整通过两条渠道对物价产生影响:一是房地产投资下降直接导致相关上下游产品价格的下跌,二是引起CPI构成中居住类价格的下降。从2008年1月开始,我国房屋销售价格同比涨幅从11.3%快速下降到11月的0.2%,同期居住类价格也分别从年内最高点的7.7%下降到11月的1.1%。总体看,由于前一时期房地产价格下降伴随销售量的下降,预计未来随着房地产企业存货的进一步调整,对生产资料及居住类价格仍会产生下拉压力。

##### 二、国际大宗商品价格跌幅将明显放缓

短期来看,金融部门“去杠杆化”仍在持续,国际商品价格将继续走低;但由于美元难以长期保持升值趋势,主要大宗商品产量显著减少,以及部分大宗商品价格已接近或低于生产成本,预计未来国际大宗商品价格将明显放缓。

##### (一)美元升值难以长期维持

近期美元升值主要是因为大量国际资本为了避险而回流美国。但从长期看,当前美国的基本面难以长期维持强势美元。首先,从经济增长前景看,美国经济将进一步陷入衰退,新兴市场仍将维持相对较快增长率,2008年11月份美国失业率已达到6.7%,是1993年以来的最高水平;2008年10月和11月份消费者信心指数分别只有38.8和44.9,创该指标的最低水平。其次,从资本流动看,美联储注入了大量流动性,联邦基金利率也降到了0-0.25%的超低水平,随着恐慌情绪逐步稳定,预计大量资本仍可能重新流向经济增长相对较快的新兴市场国家。再次,从美国贸易收支看,当前美国仍然保持巨额贸易赤字,2008年11月份商品和服务项目下的赤字高达571亿美元。第四,美国政府的巨额赤字计划导致了日益扩大的财政赤字。

##### (二)主要大宗商品产量大幅下降

随着大宗商品价格大幅下跌,供应商开始限产保价。从石油产量看,欧佩克分别在2008年11月份和12月份两次大幅降低产量,累计减产达到每日350万桶,接近其总产量的10%,这也是有史以来最大规模的减产。从钢铁产量看,世界主要产钢国也大幅削减了产量,2008年10月份全球钢铁产量同比下降12.4%。

#### 表3 2008年10月主要钢铁生产国产量及同比增速

国家	产量	同比增速(%)
中国	35901	-17.0
意大利	10097	-2.7
美国	7056	-16.8
俄罗斯	4514	-27.1
印度	4805	3.8
韩国	4585	5.9
全球合计	100513	-12.4

数据来源:国际钢铁协会

##### (三)部分大宗商品价格大跌后已接近生产成本

2008年6月份以来,主要大宗商品价格均大幅下跌,下表显示,截至2008年12月15日,原油、有色金属等大宗商品价格较本年初最高价格下跌了60%-70%,农产品价格跌幅在40%-60%。目前很多大宗商品价格已接近生产成本。以原油为例,2007年国内外主要大型石油公司的油气成本约33美元/桶,而截至2008年12月18日的WTI原油期货价格已跌至36美元/桶。

##### 三、国内存货调整对价格下拉的压力将逐步缓解

##### (一)存货调整已进入后半期

从存货调整顺序看,企业减少原材料采购将使上游企业产成品存货被动增加,因此,下游企业原材料存货调整领先于上游企业产成品存货调整,只有当上游企业产成品存货调整结束,工业生产和生产资料价格才能企稳。

目前,上游企业产成品存货调整已经开始,显示存货调整已经进入后半期。根据中国人民银行5000户工业企业调查数据判断,本轮存货调整始于2008年9月份,9月份5000户企业存货投资(注:存货投资是指期末存货余额与期初存货余额的差额。)只有117亿元,比7、8月份分别大幅减少542亿元和638亿元,到2008年11月份,5000户企业当月存货投资已降至-448亿元,比9月份减少565亿元,其中原材料和产成品存货投资(注:根据中国人民银行5000户企业的数据库,截止2008年11月底,原材料和产成品存货分别占存货总额的35.8%和26%)分别比9月份减少213亿元和203亿元(详见表6)。制造业PMI指数也显示,2008年11月份上游企业特别是重工业部门的产成品存货指数为51.2,比10月下降2.6个百分点,预示着上游企业产成品存货将逐步下降。

#### 表4 5000户企业存货投资情况

月份	总存货投资	原材料存货投资	产成品存货投资
2008年5月	587	188	92
2008年6月	217	178	46
2008年7月	659	192	176
2008年8月	765	185	207
2008年9月	117	35	101
2008年10月	-11	-76	-12
2008年11月	-448	-178	-102

数据来源:中国人民银行

##### (二)上游企业大幅限产有利于存货快速消化

在本轮存货调整过程中,上游企业减产力度普遍较大,水泥、钢材、有色金属、汽车以及化肥等产量均出现大幅下滑,这既有利于产成品存货的顺利调整,也减小了后期上游产品(生产资料)价格的下跌压力。

#### 表5 国内主要生产资料产量同比增速

月份	水泥产量	钢产量	有色金属	汽车产量	化肥产量
2008年3月	26.3	11.47	14.47	21.35	12.91
2008年4月	10.84	10.16	17.8	22.16	4.14
2008年5月	7.45	10.55	15.3	21.72	2.9
2008年6月	7.95	10.18	18.36	14.8	7.56
2008年7月	6.3	7.5	15	13.2	9.5
2008年8月	1.5	1.3	11.6	-3.3	8.6
2008年9月	3.1	-9.1	9.7	3.2	-1.5
2008年10月	1.08	-16.97	3.56	-0.63	-9.91

数据来源:WIND 资讯

##### (三)扩大内需和出口政策调整将加速存货消化

我国实施了扩大内需政策,预计这些基建投资将分布于铁路、公路、电力设备、管道建设等主要类别。2009年春天开始,项目开工备货将加速当前的存货消化。

我国还调整了出口关税和出口退税政策,取消了钢铁、化工产品、粮食三大类中部分产品的出口关税和特别出口关税,降低部分化肥、铝材等产品的出口关税和特别关税。这有利于刺激相关产品的出口,减少国内存货。

综合以上判断,截至2009年上半年存货调整将基本结束,上游生产资料产品价格将逐步企稳。

四、政策效应逐步显现有助于减缓通货紧缩压力  
为应对国际金融危机冲击明显加剧,内外需明显减少的不利局面,国家已经及时调整了宏观政策方向,预计2009年上半年还会有后续政策出台。随着这些扩张性政策效应显现,通缩压力有望得到缓解。

(一)扩张性的财政政策将促进投资和消费增加,进而对投资品和消费品价格形成支撑

首先,对基础设施行业的财政投资形成的购买力将直接拉动经济增长,推动物价回升。从已列入4万亿投资计划的項目看,政府投资主要集中在公路、水利、城市轨道交通、电网和保障性住房领域,没有产能过剩和两高项目,在增加投资、拉动内需的同时,不会造成产能过剩和通货膨胀压力,而且这些项目的投资与私人部门投资竞争性不强,不会对私人部门投资形成“挤出”效应。其次,本轮扩张性财政政策不仅扩大了基础设施行业的投资,而且更加突出了对民生工程、“三农”、医疗卫生、文化教育和社会保障等公共服务业领域的投入。政府在公共服务方面投入的增加,有利于减少居民个人在这些方面的支出,实际上相当于增加了居民可支配收入和形成稳定的消费预期。



图8 我国政府预算投资对私人部门投资具有拉动作用

资料来源:国家统计局 作者整理

(二)宽松的货币政策能够刺激私人投资和消费增加,推高名义价格

首先,历史经验表明,在经济衰退阶段,由于货币流通速度降低,往往会加剧通货紧缩状况,此时实施宽松的货币政策,能部分抵消货币流通速度下降对物价的下降压力。其次,宽松的货币政策还有助于消除扩张性财政政策的“挤出”效应。根据IS-LM模型,单侧实施扩张的财政政策,在增加产出的同时,会推高利率,导致私人部门的投资降低,产生所谓“挤出”效应而削弱财政政策的效果。如果在实施扩张性财政政策的同时实行宽松的货币政策,就可能将利率维持在原有水平甚至降低得更多,同时通过窗口指导,鼓励商业银行加大贷款投放,就不会出现所谓“挤出”效应;第三,利率低于投资收益有助于刺激企业投资热情。随着企业微观治理结构的逐步完善,企业投资对利率的敏感性已大大增加。从历史数据看,当企业投资收益率高于贷款利率水平时,企业会有较高的投资热情,图23显示,1999-2002年通缩时期,贷款利率和工业企业资产收益率倒挂比较严重,固定资产投资实际增速较低。但随着先后8次降息,利率水平大幅下降,企业相对于融资成本而言的盈利水平随之上升,对随后的投资恢复发挥了重要作用,为2003-2007年的高速增长奠定了基础。但从2007年下半年开始至今上半年,随着国际大宗商品价格和国内原材料价格的快速上升,企业利润遭遇成本上升的侵蚀;下半年特别是9月份以来,随着国际金融危机明显加剧,国内外需求大幅放缓,库存调整又成为侵蚀企业利润的新因素,短期内依靠实体经济自身需求恢复带动利润增长难以实现,甚至增加货币供应量也难以转化为当期需求而成为定期存款,但通过大幅下调利率能够迅速提高经济下行时企业的相对投资回报率,有助于企业配合积极财政政策的实施增加投资。此外,保持适当的低利率也有利于活跃