

# 我国经济处于本轮增长周期高峰阶段

目前我国宏观经济处于本轮经济周期中的高峰阶段,下阶段经济增速将或有下降。在对未来经济增长的贡献方面,消费将对我国经济增长发挥越来越大的作用,固定资产投资增速长期处于较高的绝对水平则决定了其对经济增长的贡献相对稳定,出口的前景也不乐观。顺利实现这种转换,将有助于我国经济结构调整。

◎刘铁军

## 经济增速与通胀压力关系微妙

从GDP增速和通货膨胀两个方面判断,目前我国宏观经济仍处于经济周期中高峰阶段。

从GDP增速和通货膨胀两个方面来看,我国宏观经济依然保持强劲的增长态势。2005年第一季度开始一直到2007年第四季度,GDP增速累计的季度数据均保持在10%以上,2007年GDP增速达到11.4%。

再看通货膨胀的变化情况。居民消费价格指数月度数据在1992年初就处于比较高的水平,之后一路攀升,1994年10月达到最高点127.7。然后逐渐下滑,1997年3月已经落到正常的状态之中,此后消费价格基本平稳运行,在1998年到2006年这段时间在100上下波动,总体涨幅不大,处于经济学认为正常的范围之内。但是,2007年6月的居民消费价格指数已经达到104.4,之后继续上升,近几个月都超出106。2008年1月,CPI达到107.1,创11年来最高。从这些数据来看,目前我国通货膨胀压力比较明显,且通货膨胀水平并未因政府采取的各种调控措施而得到有效遏制。

将两者结合起来考察,我们可以得出关于目前经济所处阶段以及未来发展趋势的更为明确的论断。

经济增速在未来6个月内将出现下滑。理由:一是目前的增速水平相对于14.3%的历史峰值不远。考虑到当前的经济规模相对于彼时已经扩大了很多,根据边际效应原理,在如此高的基数水平再实现并保持高速增长不太现实;二是我国经济增长的主要推力:出口、投资和消费无法承担更高速增长的重任。

近期,通货膨胀水平将进一步缓慢上升。我们预计居民消费价格指数将在今年下半年达到高点,然后下行。理由:一是2007年上半年通货膨胀并不严重,物价指数基数水平不高,而2008年上半年各项产品价格的上涨态势依然延续;二是各项宏观调控政策存在时滞效应,不断出台和力度越来越大的调控政策在下半年将显现效力。

GDP增速的拐点将先于通货膨胀

的拐点出现。依据之一:我国经济数据的历史走势。考察1992年到1994年底这个时段内GDP增速与居民消费价格指数之间关系发现,两者走势都是“先升后降”,但GDP增速的高点在时间上要领先于居民消费价格指数的高点,GDP增速在1993年3月就达到峰值14.3,而居民消费价格指数在1年半后才达到峰值;依据之二:基本经济原理。经济增长的初期阶段伴随着轻微的通货膨胀,随着经济越来越热,过热的需求和抬高成本使得通货膨胀程度加深,而不断攀升的通货膨胀水平将稀释企业利润和个人收入,制约投资和消费的增长并最终拖累经济增速。

综上所述,目前我国宏观经济处于经济周期中的高峰阶段,下阶段经济增速将下降。

我们将GDP进行分解,重点考察其主要构成方面的情况及其演进趋势。从支出口径统计的GDP公式:GDP=C+I+(X-M)+G来看,消费、投资和出口是推动我国经济增长的主要力量,也就是经常所说的“三驾马车”。从消费、投资和出口的历史数据中探寻其周期性特征,我们分析影响其未来发展的主要因素的变化情况,在此基础上对其演进趋势作出判断。

## 消费支出:增速回升,进入上升通道

消费支出项为城镇家庭人均消费性支出和农村家庭人均现金支出中消费性支出两项加总。

如果扣除通货膨胀的影响,用实际消费支出增幅来衡量,实际消费支出增幅周期性变化特征还是比较明显的。最初大概是一个周期持续两年,波峰与波谷之间跨度非常大;最近3年来,实际消费支出增幅的周期缩短,大概在1年到1年半之间,波峰和波谷的差值缩小,变化更趋平缓,总的实际消费支出增速水水缓慢上移。按照曲线的周期走势,未来半年内实际消费支出增速走出低谷,步入新一轮上升通道。

这仅是从数据曲线走势推出来的未来可能演进方向,我们还需对影响消费的因素进行分析,以佐证由数据曲线推测的未来发展方向的可能性。

个人收入是消费支出的主要驱动力,考察个人收入的变化就可以更好

地把握消费支出的未来走势。根据实际工资增速曲线显示,实际工资增速近期有明显反转的态势。个人收入作为消费支出的先导性指标出现这样的变化,使我们对未来消费支出走出低谷的判断更为坚定。而且,宏观政策层面的诸多因素也有利于居民收入的增加。另外,随着各种社会保障制度的完善,居民消费顾虑减轻,消费意愿增强。综合这些因素,居民收入水平未来将有切实改善,这有利于消费保持高速增长,因此我们对未来消费支出增速的上升持乐观态度。

最新统计数据显示,2007年全社会消费品零售总额89210亿元,比上年增长16.8%,提高3.1个百分点。12月份9015亿元,同比增长20.2%,比上月加快1.4个百分点,创出新高。12月份实际消费增长13.8%,比上月加快1.7个百分点。国家统计局有关负责人表示,2007年,消费对GDP的贡献7年来首次超过投资。在11.4%的GDP增长中,消费、投资、净出口分别拉动4.4、4.3、2.7个百分点。

综合这些数据以及相关影响因素,消费的上升趋势非常明显,而且未来前景也比较乐观。

## 出口增速放缓,前景不容乐观

由于数据频率相对较高,出口额当月同比增速的数据曲线看似杂乱,但仍可以将这一曲线分成两个时间段来考察。

第一阶段是1992年1月至2002年6月。现阶段我国出口增速波动剧烈,存在周期性特征,周期时间大概在2年半至3年左右。一个很明显的表现是,出口增速月度数据在1992年10月、1995年10月、1998年10月和2001年10月几个时间点前后下滑到0或者负值。

第二阶段是2002年7月份开始,出口增速开始基本平稳,基本维持在20%附近,周期性特征减弱。然而,从最近几个月的数据来看,出口增速存在比较弱的下滑趋势,2008年1月份增速虽有回升,但比去年同期低。这种趋势值得引起足够的重视,未来很有可能重现历史上的大幅度下滑走势。

我们做出上述预测的主要理由有以下三个:

第一,人民币升值。在国际压力和巨额贸易顺差下,未来人民币还将继续升值。而且,不再是单对美元升值,对欧元和日元等主要国际货币也存在很大的升值可能性,事实上这种压力一直存在。如果全球经济形势恶化,欧盟和日本势必对人民币升值施加更大压力。根据国际贸易理论,本币不断升值将给出口带来负面影响;

第二,通货膨胀下出口企业生产成本会增加。我国出口企业大多不掌握商品定价权,成本无法转嫁,企业利

润减少,出口意愿减弱。国家各项节能环保政策的推行使得企业的环境保护成本增加,通货膨胀背景下企业生产所需的各种原材料价格大幅提升,鼓励出口的各项优惠政策不断调整甚至取消,所有这些都造成了出口企业的成本大幅攀升。由于不掌握定价权,抬升的成本向商品价格传递存在困难,主要由出口企业自行消化,本已微薄的利润空间被进一步压缩,企业的出口意愿将降低;

第三,主要出口国经济增长前景不容乐观,贸易保护主义盛行,我国出口环境恶化。在全球通货膨胀的大背景下,主要经济体经济增长不容乐观,尤其是美国经济,在次级债危机影响不断扩大情形下,经济低迷似乎难以避免。在此形势下,贸易保护主义更为盛行,形式多样,一个明显的例子就是以产品安全为借口的妖魔化“中国制造”出口快速增长。这将加大我国的出口压力,减缓我国出口增速。

综上所述,我国出口增速的前景不容乐观,未来很可能出现大幅下滑。

## 固定资产投资虽受宏观调控影响,但绝对水平仍较高

我们用固定资产投资增速来反映投资变化情况。为了真实反映经济事实,我们用扣除固定资产价格指数影响后得到的实际固定资产投资增速来代表投资增速。由此可见,我国实际固定资产投资增速具有周期性特征。但是,每一个周期差异比较大;周期的时间长度、波峰与波谷的差值都不相同。自2004年以来,我国实际固定资产投资增速趋于平缓,周期时间跨度拉长。近几个月的数据显示,实际固定资产投资增速有所下滑,但绝对水平依然较高。

我们预计固定资产投资增速将维持下滑趋势,尽管短期下滑幅度不会太大甚至可能出现反复。

理由:一是预计随着通货膨胀水平的提高,国家将采取更严厉的宏观调控措施,其中受影响最大的就是固定资产

投资,未来实际固定资产投资增速将进一步下滑;二是全社会对环境保护的重视和节能减排等政策逐步落实将拖累投资高速增长的脚步。我国的投资以粗放型为主,相当多的项目对环境有负面影响,今后此类项目上马的可能性将越来越小;三是成熟健康的大国经济结构中,高速增长的投资难以长期持续。虽然我国经济发展所处阶段决定投资仍将长期对我国经济发挥作用,但贡献度将略有下降,投资增速下滑是一个长期必然的趋势。

## 经济增长转折有助于经济结构调整

综上所述,目前处于高峰阶段的中国未来增长速度将放慢,通货膨胀拐点将会滞后出现。

从这个角度而言,近期A股市场出现的调整有一定的合理性。但是,我们也不能就此认为市场已转熊。尽管GDP增速下滑,但我国经济增长绝对速度依然很高,在趋向低迷的全球经济中依然靓丽。

在推动我国经济增长的三个主要力量中,出口和投资的增速都将下滑,消费增速则走出低谷开始上升。

在对经济增长的贡献方面,消费将对我国经济增长发挥越来越大的作用,固定资产投资增速长期处于较高的绝对水平决定了其对经济增长的贡献相对稳定,出口的前景则最不乐观。消费能否消除投资和出口增速下滑的影响,将成为推动我国经济增长的最主要力量,也是决定未来我国经济走向的关键。

对于社会总体而言,这种转换可使我国经济结构更趋健康,同时也给国内居民带来更多福利,目前这种出口比例很高的经济现实事实上是将更多的福利转移给国外消费者。顺利实现这种转换的关键在于国内居民的实际收入持续、快速增长,如果这一条件实现,那么消费对经济增长的贡献继续加大,将成为未来我国经济增长的支柱力量。

(作者单位:海通证券)

## 今日看板

## 关注中国经济两大导向性变化

◎亚夫

中国经济的增长动力与增长方式正在发生导向性变化。这是关注今年政府工作报告传递的政策信息与相关经济数据的人们,很容易就能察觉到的变化。这种变化对中国经济的基本面将会产生全方位影响,也为经济界特别是投资界带来了全新机遇。

先来看增长动力的变化。很长一段时间以来,中国经济的增长主要依靠投资与出口拉动。投资率偏高与对外依存度高企,虽然在资本积累、吸纳海外资金与技术方面有明显效果,对中国经济的持续快速增长有所贡献,其历史作用不能一笔否定。但这样的增长方式带来的问题也是显而易见的。

概而言之,至少有三个问题值得思考。一是投资率偏高,投资效率曲线却没有同步跟上,相反,对资源与环境的压力日益增大;二是对外依存度高企,造成经济的外部影响因素加大,经济的不稳定性增加;三是中国人自己的消费受到挤压,中国人给全世界打工,为全世界提供价廉物美的产品,但自己的老百姓却在教育、医疗、住房“三座大山”压制下,难以释放自己的消费潜力。

现在,从总理报告提出的工作思路与目标看,至少有三个指标将对老百姓释放其消费潜力、免除其后顾之忧之实质性影响。

一是教育,教育投入,教育投入是老百姓最烦心的事。在本次政府工作报告中,总理指出,要优先发展教育。在全国城乡普遍实行免费义务教育。要适当提高农村困难家庭寄宿生的补助标准,保障经济困难家庭、进城务工人员子女平等接受义务教育。今年中央财政用于教育的投入,将由去年的1076亿元增加到1562亿元;地方财政也都将增加投入。这是实实在在的为老百姓“减负”之举。

二是社保,看病难、看病贵,也是老百姓的一大心事。在政府工作报告中,总理指出,要建立和完善覆盖城乡的社会保障体系,让人民生活无后顾之忧。今年重点要扩大农民工、非公有制经济组织就业人员、城镇灵活就业人员参加社会保险。为加快社会保障体系建设,今年中央财政将安排2762亿元,比上年增长458亿元。低收入阶层老百姓如果能够减少社保之忧,对于启动这一巨大人群的消费,将有实质性影响。

三是收入,收入差距不断扩大,是对老百姓生活影响最大的问题之一。在政府工作报告中总理指出,要增加城乡居民收入。多渠道增加农民收入,提高企业职工工资水平,从今年1月1日起,再连续三年进一步提高企业退休人员基本养老金水平,要深化公务员工资制度改革,落实职工带薪休假制度。这些增加普通老百姓收入的措施如果得到落实,将会为国内消费需求注入强劲动力。

再看增长方式的变化。从近年来的统计数据看,我国的国内消费需求自2006年四季度起,已经有启动迹象。2007年的数据更说明了国内消费需求开始旺盛。令人欣慰的是,在美国经济不确定性日益加强的情况下,中国自己国内需求的转旺,将对我国规避因美国经济动荡造成的外部风险,提供了难得的避风港。而今年政府工作报告传递的上述信息,不仅关乎民生,也直接引导着我国经济走向新的增长路径。

中国有13亿人,而其中中低收入者又占绝大多数,如果国内消费每年能增加一个百分点,那也是惊人的数字。因此,国内消费是一股强大而持久的增长动力。不仅事关民生,而且从经济的角度看,也是一种重要资源。需要有良好的政策加以引导,只能呵护,不能忽视。

而如何走上一条惠及13亿国民的发展道路,不仅与经济增长动力有关,也与经济增长方式有关。通过完善基本公共服务,化解老百姓的后顾之忧,稳定消费预期,扩大即期消费,把经济发展的成果合理地分配到老百姓手中,将对激发中国经济发展的内生性因素,促进中国经济的良性循环,产生难以估量的影响。

这其中,把目光对准自己的老百姓,坚持好字优先,加快转变经济增长方式;坚持改革开放,推进制度建设和创新;坚持以人为本,加快以改善民生为重点的社会建设,将会在新的历史时期开辟出一条与天和、与人、与心、与心的全新发展道路。



## 多棱镜

# 用市场化手段应对货币政策刚性约束

两个“防止”尤其是防止通胀是未来政策关注的重点,这意味着货币政策在今年宏观调控中将发挥重要作用。但由于货币政策在我国仍面临着严重的刚性约束,暗示了今后紧缩货币政策措施可能会更趋严厉,稍有不当地有可能伤及中国未来经济成长。为此,我们只有通过继续解放思想和不断深化改革,来化解经济发展过程中出现的复杂问题。

◎杨英杰

从目前来看,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,尤其是后者将成为未来一段时间内各项政策关注的重点。如果说2008年的宏观经济政策组合是“实施稳健的财政政策和从紧的货币政策”,那么从紧的货币政策将在今年宏观调控中发挥重要作用。

之所以这么看,一个依据就是我国经济发展是否平稳?也就是说,如何实现“又好又快”的经济发展目标。如果落实到具体的经济指标上,就要观察以GDP为代表的经济增长指标和以CPI为代表的物价指标。但是,如果经济发展一定要在“好”与“快”之间做出选择的话,那么“好”肯定是首选目标,这意味着观察物价指标的重要性要高于经济增长指标。

从经济理论和经济发展实践来看,货币供应量与物价水平之间在长期内存在着极强的正相关关系,即物价水平会伴随着货币供应量增加而上涨,尽管有一定的滞后期(大概在6到18个月之

间,中国的时滞时间可能会更长一些)。但是,货币政策会如何影响通货膨胀,或者说通过什么渠道来影响通货膨胀的,亦即货币政策传导机制如何,至今仍是一个谜。有学者甚至认为,货币政策传导机制是一个黑匣子。

尽管在理论上难以明确地解释货币供应量影响物价水平的路径,尽管货币供应量对物价影响存有滞,但我们仍可得出一个明确判断,货币供应量是影响物价水平变化中最为重要的决定因素之一。从经济理论的发展以及越来越多的国家将通货膨胀目标作为货币政策的唯一最终目标来看,我国货币当局将当前及今后一段时期国内经济政策目标中心定位为控制物价,并作为今后宏观调控的“重中之重”,这一判断是相当合理的。

一般而言,实施货币政策来影响物价水平的中间目标有两个:货币供应量和利率。在上世纪90年代之前,美联储选择货币供给量作为钉住目标;在1990年代之后,美联储选择了钉住利率。之所以会发生这样的变化,是因为随着金融全球化的加速,以及信息

化手段在金融领域的广泛应用,我们已很难确定一国经济中某一阶段需要投放多少货币才正好适合经济发展的要求。因此,越来越多国家的央行转而采用利率作为货币政策的中间目标。

从理论和实践上都证明,利率与物价水平之间存在着十分明确的相关关系。在证实二者之间存在的确定之关系方面,以维克塞尔为代表的瑞典学派功不可没。维克塞尔把利率分为“自然利率”和“货币利率”,“自然利率”被认为是资本预期收益率。瑞典学派认为,物价水平的变动起源于“自然利率”与“货币利率”之间不一致。当“自然利率”高于“货币利率”时,企业会获得超额利润,并刺激企业扩大投资,从而导致生产资料和消费品价格上涨。反之,当“自然利率”低于“货币利率”时,企业会压缩投资,进而又会降低物价水平下降。由此,银行在提升或降低利率时,必然会以物价水平作为重要参考,预期物价上涨时会升息,预期物价下降时则会降息。

不过,这里有一个前提条件,那就是利率必须充分市场化。这里,利率市场化是指金融机构在货币市场经营融资的利率水平是由市场供求决定的,利率市场化包括利率决定、利率传导、利率结构和利率管理的市场化。实际上,就是将利率的决策权交给金融机构,由金融机构自己根据资金状况和对金融市场动向的判断来自主地调节利率水平,最终形成以中央银行基准利率为基础,以货币市场利率为中介,由市场供求决定金融结构存贷款利率的市场利率体系和利率形成机制。

但是,囿于经济发展初级阶段和金融机构风险控制机制不完善等因素影响,迄今我国仍未真正实现的利率市场化,且仍有很长一段路要走,这使得利率在调控经济中的作用大打折扣。重要实物资源(如能源、土地)市场供求的扭曲,使得金融资源供应方(银行体系)无法合理判断企业的资本预期收益率(“自然利率”),“货币利率”制定的依据则付之阙如。

因为,一是货币政策当局无法判断到底是多高的利率才适应当前经济发展之需,既不过分刺激,又不过分抑制;二是现行财税体制无法有效地约束地方政府投资冲动,使得地方政府固定资产投资膨胀在历次经济过热中都是始作俑者,更谈不上利率对其固定资产投资约束;三是诸多企业对利率也并不敏感,原因前面已有所及,相比资金使用成本来说,其它生产要素使用成本(如劳动力、特别是作为自然资源代表的土地使用成本等)之低下,完全可以抵消资金使用成本的提高,甚至是绰绰有余。有的成本(如空气、水、自然环境的污染等)根本没有计入企业生产成本,企业生产成本外部化或社会化刺激了企业不断增加投资,通过增加物质资源消耗和加大环境损害成本来追逐更多的利润。

因此,不同的市场环境往往会影响到利率手段抑或准备金率手段对经济的作用和效果。对于我国来说,从去年的情况可以看出,货币政策采用价格型调控手段(如利率和准备金率)并没有起到其应有的效果,与成熟市场经济国家相比,差距则更大。相反,数

量型调控手段(如窗口指导、惩罚性定向票据)在货币政策调控中仍居于重要地位。

我们的判断是,货币政策在我国仍面临着严重的刚性约束。也就是说,尽管外部经济环境面临了巨大的不确定性,放松货币政策在导致国内投资猛涨的同时,也为随之而来的经济硬着陆埋下了伏笔。由此判断,加息和上调准备金率等货币紧缩措施仍会不断出台(可能频率会有所调整)。从目前来看,今年央行首次上调存款准备金率,商业银行存款准备金率已达15%,创下了自1985年央行将法定存款准备金率统一调整为10%之后新高,但这仅暗示了今年实施从紧的货币政策才刚刚开始。

但是,目前的政策效果似乎仍不尽如人意,暗示了今后货币政策的紧缩措施可能会更趋严厉,这是否会对中国未来经济成长产生负面影响?这一点值得关注。

怎么办?思路只有一个,那就是继续解放思想,不断深化改革,坚定不移地走中国特色社会主义市场经济之路。拿出更大的勇气和魄力,彻底打破有害于改革开放的陈旧观念,真正让市场充分发挥在配置资源中的基础性作用。

就金融资源而言,一定要让市场这只无形之手为其定价,结合中国金融发展现实,加快利率市场化步伐,进一步完善人民币汇率形成机制,让作为经济血液的金融资源运转通畅,为经济机体源源不断地输送营养,为中国经济的扎实成长提供不竭的动力。(作者系中央党校副教授、经济学博士)