

V. R. F. Series

No.436

Mar. 2008

中国宏观经济与结构变动：
从中日比较的视角分析

袁 钢 明

日本貿易振興機構 アジア経済研究所

INSTITUTE OF DEVELOPING ECONOMIES, JAPAN EXTERNAL TRADE ORGANIZATION

Visiting Research Fellow Monograph Series

This series aim at disseminating the results of research done by Visiting Research Fellows at the Institute of Developing Economies.

However, no part of this paper may be quoted without the permission of the author, since some of the results may be preliminary.

Further, the findings, interpretations and conclusions expressed in this paper are entirely those of the author(s). Paper does not imply endorsement by the Institute of Developing Economies of any of the facts, figures, and views expressed. The Institute of Developing Economies does not guarantee the accuracy of the data included in this paper and accepts no responsibility whatsoever for any consequence of their use.

目 次

中国のマクロ経済と構造変動—日中比較の観点からの分析（和文要旨）	1
中国宏观经济与结构变动：从中日比较的视角分析（中文摘要）	17
中国宏观经济与结构变动：从中日比较的视角分析	
一、日本泡沫经济崩溃后长期萧条	32
1. 泡沫暴涨后崩溃	32
2. 泡沫经济崩溃后政策失误	38
3. 大力改革措施与经济景气回升形成矛盾	47
二、中国经济与日本经济比较的相似之处	50
1. 90年代初中国经济出现泡沫而后崩溃	50
2. 90年代后半期经济下滑、通货紧缩	50
3. 货币调控宁紧不松、加重通货紧缩	51
4. 内需不足、出口依赖度过大	52
5. 消费需求下滑、构成深层制约	54
三、中国经济与日本经济比较的政策启示	59
1. 预防泡沫过早过度、造成经济持续下滑	59
2. 防范泡沫、不宜谨慎过度造成经济下滑	59
3. 市场化改革力度应适当	60
4. 推进社会保障改革、增强财政公共功能	61

四、当前中国宏观经济争论及政策选择	62
1. 2003年以来宏观经济热度升高	62
2. 过热论：中国经济已经过热	63
3. 不过热论：中国经济并不过热	63
4. 宏观经济趋势与宏观调控选择	69
参考文献	78

中国のマクロ経済と構造変動—日中比較の観点からの分析

(要旨)

2003年以来、中国経済は高度成長を続けている。2007年に経済成長のスピードはさらに加速した。人民元の為替レートは上昇し、株式市場、不動産、消費者物価指数も大幅に上昇した。経済過熱と資産バブルリスクの圧力が増大している。同時に、中国経済は他にもリスクにさらされている可能性がある。もしも経済過熱と資産バブルを防止する政策的措置が正しくなければ、経済の過度の低迷の持続を引き起こす可能性がある。現在の中国経済には日本のバブル経済の騰落に似た現象があらわれている。マクロ経済の情勢を判断し、経済過熱とバブルのリスクを抑止する政策選択の面で議論が起きている。このような状況下で中国と日本のマクロ経済および構造変動の比較研究を行うことは、中国経済が日本のバブル経済の失敗を繰り返すのを避けることに対し、重要な理論と政策的意義を有するのである。

一、日本のバブル経済崩壊後の長期不況

資産バブル暴騰後の崩壊。1985年以降、日本経済は円高景気の影響を受け、株式市場と不動産価格は大幅に上昇した。1990年以降、株式市場と不動産バブルはそれぞれ破裂し、銀行界に大量の不良債権が発生した。

1998年以前、不良債権はおおむね30兆円前後で推移してきた。1998年以降、不良債権

解決の力が増したが、銀行の不良債権額は減少せず、かえって大幅に増加した。日本債権信用銀行、日本長期信用銀行等の大手銀行が相次いで倒産した。バブル経済が崩壊し、資産と財産は縮小、消費需要は下落した。1992年以降、日本経済は長いデフレに突入し、1998年以降、消費需要と価格のスパイラル的下落状況はさらに悪化した。

1. バブル経済崩壊後の政策の誤り

・ 通貨政策の過度の引き締め

調整当局による緊縮政策がバブルを破壊した。引き締め政策がすでに明らかな効果をあらわしている状況において、調整当局はバブルの再来を懸念して引き続き引き締めに入力を入れた。そのため冷え込んでいた経済をさらに悪化させた。銀行の不良債権は増加し、融資のリスクも大きくなり、銀行は企業向けの融資に消極的になった。1994年以降、都市銀行の融資はマイナス成長へと変わった。銀行融資は引き続き減少し、企業および実体経済に対してきわめて強い収縮作用をもたらした。日本経済がバブル崩壊後に長期低迷し、かつ悪化したのは、単にバブル崩壊による市場の不安定さがそれを作り出したというばかりでなく、より重要なのは政策的対応のまずさが招いたのだということである。

・ “金融ビッグバン” の過激さ

1997年に政府が取り入れた“金融ビッグバン”は過激なやり方であり、銀行が多数倒産する主な原因となった。政府が“金融ビッグバン”を取り入れ、経営難の銀行に対して救援を与えなかったことは銀行倒産の連鎖的発生を招いた。“金融ビッグバン”を停

止したことで、銀行倒産の勢いはようやく落ち着いてきた。2003年に銀行株が下落し、りそな銀行が倒産の瀬戸際に追い込まれたが、政府が公的資金を投入して救済したことで倒産は回避され、株式市場もこの時点から上昇基調へと転じた。政府によるりそな銀行救済策は多くの批判を受けたが、結果的に見て政府が倒産の危機に瀕している銀行を救済したことは、倒産を放置することによる結果よりもよいはずだ。2003年と1997年の2つの異なるやり方を比べてみれば、1997年の“金融ビッグバン”のやり方による悪い結果を理解することができる。経済が深刻に悪化してゆく状況下で政府が採った過激な措置は、銀行の危機と経済の悪化に拍車をかけた。

- ・デフレーションへの対応力の不足

日本経済にはバブル崩壊後デフレがあらわれた。デフレは主にバブル崩壊後の家計の消費性向低迷の影響を受けている。政府は通貨政策の適切な緩和によってデフレに対処しなければならないと表明しているが、しかし通貨政策の緩和がバブルを導くのではないかということに対して懸念しており、金融を緩和する措置は完全にはとられていない。日本内外の多くの学者が金融の緩和を提案しているが、適度なインフレに導いてデフレーションを解決する方法（インフレターゲット）は日本銀行総裁の速水優がかたくなに拒否している。融資の増加速度が継続的に下落し、マネーサプライは低く抑えられている。デフレは次第にひどくなり、その緩和と根本的な解決ができない。

2. 強力な改革政策と景気回復は矛盾を作り出す

日本経済は長い間不況にあり、回復が難しい。バブル経済崩壊の強い衝撃を受けた以

外にも、日本の経済体制の深層部にあるさまざまな弊害の制約を受けている。日本政府は改革の推進による景気回復を表明している。しかし、日本政府が推進する構造改革は、結局のところ経済、景気回復に対する衝撃となる。構造改革と景気回復は矛盾を生み出す。例えば、構造改革が銀行の不良債権問題の強力な処理を強く打ち出して“金融ビッグバン”方式を採用すれば、多数の企業と銀行の倒産を引き起こす。多数の企業は市場化改革の圧力に耐えられずに倒産に追い込まれ、経済の全面的な衰退を招く。多くの企業資本が大幅に縮小することは銀行の不良債権問題の処理に有効である。本来ならば経済、景気の回復促進に有利でなければならない。しかし、不良債権処理の効果が芳しくなければ、処理すればするほど（不良債権も）増えてしまう。2002年に改革が衝撃をとどろかせている下で、銀行株が暴落し、日経平均株価が8000円あまりの底値をつけるといふ株式市場全体の下落を引き起こした。1989年につけた最高値38000円超の端数にも及ばず、1983年時点の水準まで下落した。2003年4月、りそな銀行が不良債権問題により倒産の危機に瀕し、政府がりそな銀行に対して資本注入を行って救済したが、日本経済にはその後好転への変化があらわれてきた。日本政府による改革を後退させるやり方は多くの批判をあびたが、しかし日本経済は緩やかに回復している。

日本のバブル経済が崩壊してから10年を経て以降、バブル崩壊が残した問題は、すでに次第に改革方式と政策的対応が適切でなかったために生み出された新たな問題として重要になってきている。日本政府が推進する市場化改革と経済回復は矛盾を形成する。日本政府が推進する改革は景気回復を後押しするものではなく、景気回復に打撃を与え、改革を推進するほど経済の低迷をもたらすことになった。これがバブル経済崩壊後、日本の政策が失敗した問題の所在である。

二、中国経済と日本経済の比較における類似点

- ・前世紀90年代後半、中国経済には日本のバブル経済崩壊後と類似した現象があらわれた。

1991年、中国沿海の一部地域で不動産バブルがあらわれた。不動産価格は数カ月間に数百倍に膨れ上がり、日本の不動産価格の上昇が最も速かった東京都心部の不動産価格の上昇速度よりもさらに速かったはずだ。1993年の中国沿海の一部地域の不動産バブルおよびその崩壊は、範囲が狭く、時間も短かったが、しかし中国経済のそれ以降現在に至るまでの金融システムおよびマクロ政策の決定に対し、長期間にわたってマイナスの影響をもたらした。

- ・マネーコントロールを引き締めて緩和しないことが、デフレーションを悪化させる

1998年～2002年の間はデフレであり、経済は全面的に低迷した。同時期、広義流動性M2の増加スピードは15.2%に低下し、1980年～1997年の期間の平均増加率24.6%のスピードよりも9.4%低かった。インフレが遠のいた状況にあって、通貨政策は依然としてインフレに対する高度な警戒を維持する緊張状態にあり、マネーサプライと融資の増加速度はきわめて低い水準に抑えられていた。このようなコントロール方法は、バブル崩壊後の日本銀行のマネーコントロールに非常に似ている。マネーコントロールを行う当局は、通貨政策の緩和と引き締め の 尺度の把握が難しく、インフレを防止するだけでなくデフレの抑制も行うことが難しい状況にあっては、たとえ通貨収縮の実施がデフレをもたらしたとしても、金融緩和をしなければインフレを招くリスクは増加しないと感じていた。

- ・消費需要の低迷は深層部の制約を形成する

農村所得の増加速度減退と農村消費成長の緩慢さが消費成長を緩やかにしている主要な原因である。農村所得成長の減速は農村消費成長の速度を引き下げる。農村人口の比重が比較的高いので、農村消費の成長が緩やかになれば消費比重の低下が早くなり、全国の消費成長に対して非常に悪い影響をもたらす。都市部における家計消費性向下落は、主に社会保障リスクの負担増大の影響を受けているからである。家計消費の成長が比較的ゆっくりであることは、家計消費性向下落の影響をまだ受けているからである。90年代上半期から、都市家計が負担する医療、教育、住宅などの費用の負担および将来支出の増加圧力がきわめて大きくなった。多くの家計において所得の負担力を超過した場合、都市の失業率は上昇する。失業保障と退職保障が脆弱であることも、都市住民の後々への不安を悪化させている。

- ・消費性向の持続的低迷

90年代以来、特に90年代中盤以来、消費需要は弱含みに変化しており、日本で高度成長期が終わったあと、70年代から80年代前半期までの変化の状況と類似している。中国政府はインフレを抑制するため一貫して都市部における給与所得の増加スピードを抑えてきた。90年代後半の時期、消費需要は引き続き低迷して内需は不振となり、経済は下振れした。政府の内需拡大政策の重点は投資拡大にあったが、消費低迷、投資強化、内需の不足と過剰な輸出をもたらした。こういった局面は現在まで続いており、日本の70年代以降現在まで続く局面ときわめてよく似ている。90年代以来、中国経済の市場化プロセスにおいてあらわれた、社会保障への抛出の過大な負担は、都市家計消費性向の低迷と言う問題を引き起こしたが、これは、日本における高齢化社会の経済に突入して

以来の社会保障圧力の急激な増加、という問題と同時にあらわれた。中国では経済発展のレベルがとても低い時期にこのような問題があらわれたのであり、その圧力は日本よりずっと高い。中国経済にあらわれた農村所得成長の速度低下、都市と農村の格差拡大の問題は、国家が実施する都市化、工業化戦略の政策的な偏りとも関係している。日本が戦後実施した「(先進国に) 追いつき追い越す」タイプの戦略には消費の不足と投資過剰の問題が出現したが、しかし都市と農村との格差が過度に拡大するという問題は起きなかった。日本、韓国等アジアの新興工業国と地域の政府は、経済の高度成長期に都市と農村経済の協調的発展に注意を払ってきた。中国政府は都市と農村の所得格差が拡大してゆく矛盾に対して敏感ではなく、現在に至るまで格差拡大の問題に対して、やはり日本や韓国などの国や地域の政府のように重視していない。

三、中国経済と日本経済の比較による政策的示唆

バブルの予防が早すぎ、かつ行き過ぎると、日本のバブル経済の暴騰およびその崩壊という重大な結果から理解することができるように、バブル経済による損害がきわめて大きくなる。バブルが一旦発生すると処理が難しい。ここから見るに、バブルは事前に予防しなければならない。しかし、事前に予防することの難易度はとても大きい。景気の上昇期に、とりわけ新興工業化国家における経済の高度成長期に、バブルの予防と抑制に有効な措置をとることは容易にマクロ経済および経済発展に対して過度の打撃を与えることになる。もしバブル予防の時期と措置が的を射たものであるなら、予防措置がもたらす引き締めによる損失をバブル崩壊による深刻な損失を比較すると、代償は相

対的にわりと小さいものである。しかし、1990年以来、日本と中国でともに発生した時期尚早かつ過度のバブル経済防止政策の誤りは、経済の長期にわたる継続的な低迷をもたらし、大きな代償を払うこととなった。

- ・バブルの防止は慎重になりすぎて経済の低迷をもたらすべきではない

日本のバブル経済崩壊後、経済が低迷して振るわなかったのはマクロ経済政策の誤りが重要な原因である。日本銀行等のマクロコントロール部門はバブル経済の再発を恐れ、過度に慎重になったため、金融緩和が遅すぎ、金融の監督は厳しすぎた。バブルは防止したが、しかし経済の回復を阻害した。中国のマクロコントロール部門にも、バブルと経済過熱を防止するため慎重になりすぎて経済の低迷をもたらすという問題が出現した。経済の冷えすぎとデフレが続けば、もたらされる経済的な損失も同様に非常に大きい。日本経済の低迷はまもなく15年にも及ぼうとしている。すべてがバブル経済崩壊の悪影響によるものではなく、政府のマクロコントロールが慎重すぎ、引き締めを継続したことによるマイナスの影響がより大きい。

- ・市場化改革への力は適切なものでなければならない

日本政府が経済低迷の根本的問題を解決するために採った改革施策の力が強すぎ、経済運営、企業経営、庶民の心理に対し大きな衝撃をもたらした。それはいつも経済回復のプロセスを混乱させて株式市場の反復的下落を招き、経済は回復してはまた低迷した。中国の経済改革が90年代に入って以降は、80年代末の“価格暴騰”が引き起こした住民の買い付け騒動のような事件は起きていない。しかし人員削減による効率化、医療の市場化、教育の産業化、住宅の商品化等の改革施策の方面においては、市場化改革の力が

強すぎて所得増加の不足等といった関連する一連の施策は家計では受け入れがたくなり、消費需要が低迷する等の問題もあらわれた。日本が推進した市場化改革は家計では受け入れがたく、その結果、事が思い通りに運ばないという問題がしばしばあらわれた。中国は計画経済を実行してきたことから市場化の程度と観念は日本に及ばず、市場化の推進の難度は日本よりも大きい。中国は市場化改革を推進するなかで、より庶民の利益と受容力に注意を払い、改革のプロセスと力をしっかり把握しなければならない。

- ・ 社会保障改革を推進し、財政の公共的な機能を増強する

日本経済が長期の低迷に陥り、遅々として回復しない根本的な原因は恐らく不良債権、銀行体制、資本市場、企業制度、雇用制度等々の問題がまだ完全に解決されていない、ということにあるのではなく、家計消費需要の不足という頑固な症状にあるだろう。家計消費需要が盛り上がらないことの問題の鍵は、社会保障に対する懸念が深まっていることにある。日本政府は社会保障を強化するため保険料負担を引き上げざるを得ず、企業と家計の保険料負担を引き上げた。将来への不安は軽減されたかもしれないが、しかしながら目前の経済回復は阻害された。現在、日本政府は財政によって行う政府の投資を引き下げ、これによって財政による公共福祉と社会保障の機能回復と強化のスピードを速めている。中国の社会保障は日本よりはるかに脆弱で、かつ社会保障の不備と市場化改革もたらした家計負担の重さと消費性向下落の問題はすでに充分突出している。中国は社会保障問題の強化を重視し、積極的に財政による社会保障の機能を発揮しなければならない。日本の教訓と調整の経験は汲み取るに値する。

四、当面の中国マクロ経済の議論と政策の選択

2003年以来マクロ経済の温度は上昇している

多くの研究機関がマクロ経済は部分的発熱から過熱へ転じる趨勢がさらにはっきりしてきたと表明している。マクロ経済が部分的発熱あるいは過熱へ移行しているとみならず観点は、大部分が政府が公表した目標あるいはわずかに上方修正した指標を判断材料としている。政府が公表した目標と1998年～2002年間の経済運営状態は比較的近似している。

・過熱論－中国経済はすでに過熱している

多くの研究者が中国経済の過熱リスクはとても大きいか、もしくはすでに過熱していると考えている。それは、一つには経済成長の速度が速すぎ、マクロ経済の主要な指標が合理的な限界を超えている。二つには資産価格の上昇が速すぎる。2007年の年初から9月末までの間、上海総合指数は2.08倍まで高騰した。2007年の不動産価格は年初の5.3%から10月期の10.6%まで上昇した。三つにはマネーサプライおよび流動性が多すぎる。2007年9月の広義流動性M2の増加は18.5%、融資の増加は17.1%で、政府のコントロール目標を2%超過した。貿易黒字の急速な増加と外資の大量流入はマネーサプライの速すぎる増加をもたらした。

・非過熱論－中国経済は決して過熱していない

私は非過熱論を支持する。中国のマクロ経済運営の状態から見て、現在の経済成長ス

ピードは速く、政府のコントロール目標と1998年～2002年の期間中の成長スピードを超過しているものの、マクロ経済の運営は決して過熱・緊迫状態に変化はしておらず、よりバランスがとれ、安定した状態に変わっている。

(1) 経済成長の速度が速いのは、主にボトルネックである不足部門の成長速度が加速しているからである。エネルギー、原材料は供給不足から基本的にバランスの取れた状況に変化しており、経済の持続的な高度成長を後押ししている。コントロール部門が懸念する投資過熱、生産力過剰の問題はあらわれていない。

(2) 消費者物価指数が比較的速く上昇しているのは、単に一部の食品価格の短期的変動に過ぎない。その他の消費品価格には上昇の変化は見られない。

(3) 株式市場における株価の大幅な上昇は決して速すぎるものではない。中国の株価にはすでにバブルが出現しているのか、標準的な尺度を用いて判断してみる。中国経済および株式市場の発展という角度から見て、中国の株価の急速な上昇は決してバブルによる偽りの上昇ではない。目下の中国の株価の急速な上昇は、資本市場が長い間の艱難辛苦を伴う改革を経て取得した大きな発展、およびそれと実体経済の安定した高速度の発展とが相互に対称を成す合理的発展が体现されたものである。そのため5年来の株式市場改革の探求過程における不安定さと下落を補填する性質の上昇であり、中国の実体経済の持続的な高い成長を補い、すぐ後に続いて進むよう対応しているのである。長期的なスパンで見ると、現在の株価と6年前の株価を比べれば6年間の株価の年平均上昇率は20%前後であり、新興資本市場にとって見ればこのくらいの発展スピード決して速すぎるものではない。資産価格の変動も、完全に実体経済と歩調を合わせて変動する一体的なものでは決してない。資産市場の変動と実体経済の変動との間には距離と違いが存在するのである。前世紀80年代以来、日本、アメリカ等の国家における実体経済

の過熱あるいは低迷の不安定な変化は、主に資産バブルの膨張と崩壊がもたらした結果では決してないのである。これらの国家における実体経済の過熱および低迷といった変動は、主に実体経済の変動と政策の影響を受けてきた。もしもコントロール部門が資産価格に対して過度に警戒し、バブル防止に力を入れすぎたとしたら、資本市場の正常な発展とマクロ経済政策の正常な操作にも悪い影響をもたらしかねないのである。現在の中国の資産価格の高騰は、まだマクロ経済に対して直接あるいは近いところで害となるような程度のものではない。マクロ経済はいまだ一定の距離をおいた安全な区域内にある。

(4) マネーサプライおよび流動性の増加が比較的多いものの、まだ比較的大きなコントロールゾーンにある

2003年～2007年間のマネーサプライ、融資の増加と経済運営の変動状況から見て、マネーサプライ、融資の平均的成長速度は、基本的に経済の安定的な速い成長での運営と互いに適応している。マネーサプライと流動性の過度な増加は資本市場の急激な拡大を引き起こし、マクロ経済により大きなバブルの暴騰による損害をもたらす可能性がある。中国の継続的な高速度の成長がインフレを引き起こしていないという実際の状況から見て、マネーサプライおよび流動性は決してインフレとバブルが爆発するような深刻な状況まで増加していない。もしもマネーサプライの増加スピードを低いレベルに緩めたとしたら、例えばM2の増加スピードを15%以下に抑えたら、インフレとバブルのリスクの圧力は減少するが、しかしデフレと経済の過度の低迷も引き起こすに違いない。マネーサプライと流動性の過多を抑えるのに、現段階では安易にマネーサプライの増加速度を緩めてマクロ経済運営に害を及ぼすようなやり方を取るべきではない。中国の長期債発行の種類と収納スペースの容量はとても大きく、過剰なマネーサプライと流動性

を回収し、(債券に)置き換えることができるので、マネーサプライと流動性過多を軽減するのに有効である。

- ・マクロ経済の動向とマクロコントロールの選択

投資と経済の継続的な高速度の成長によって消費者物価指数の上昇があらわれたが、投資の継続的な高速度の成長がすでに経済過熱とインフレの趨勢を構成するものになったかどうかは証明できない。実際、2003年以來の中国経済に投資過熱と速すぎる経済成長は発生していない。数年来、投資は30%前後と急速に増加しているが、決して投資過熱ではなく、経済成長の正常な回復状況下にあつて供給不足を補うため増加した補填的な投資である。2003年以來、消費需要の増加速度は速くなっているが、まだ合理的な段階にあり、速すぎる成長がインフレを招くほどにはなっていない。消費者物価指数は過去長い間0以下を維持していたところから、緩やかな上昇へと転じている。これは良好な変化である。2003年以來、家計所得の成長速度は過去に比べて明らかに上昇しているが、しかし決して高すぎるという状況には達していない。都市部の家計所得の成長スピードが今年ようやく経済成長の速度を超えただけで、農村所得の成長スピードは相変わらず緩やかであり、消費需要の成長が速すぎるためにデマンド・プル型のインフレを招くほどにはなっていない。

- ・経済過熱は早めに予防すべきかどうか

多くの学者が、経済過熱とインフレがすでに趨勢となったかどうかの予見は、経済過熱とインフレがすでに発生したかどうかの判断よりも一層重要であると指摘している。経済過熱とインフレが発生する前に予測を行い、事前に予防措置を採ることこそが有効

なマクロコントロールである。ある研究者はさらに、経済過熱の前兆があらわれるシミュレーションにおいて、たとえ将来経済が過熱するかどうか確定できなくても、マクロコントロール部門は経済過熱が発生するという趨勢に基づいてコントロールの措置をとらなければならないと指摘する。経済が過熱しているかどうかの確認に自信が持てない状況だとしても、経済過熱発生の確率を高めに見積もってでもデフレ防止措置を採って経済過熱を回避する方が、過熱リスクの見積が不足したために引き締めが足りない、あるいは引き締めが遅いという政策の誤りを起こすことよりまだ良いと考えるのである。

私はこういった考え方に同意できない。経済過熱とインフレが発生しているかどうか確定できない状況下で事前に予防措置を採るという方法は、おそらくマクロ経済の運営に不必要な変動と損失をもたらすはずだからである。消費者物価指数が警戒域まで上昇しても、経済過熱とインフレの動向が確定していない状況下では、単にインフレ悪化の動向だけを見るのみならず、経済回復過程で出現するであろう下落の波動も見なければならぬ。価格上昇は比較的大きく、年初に政府が提起した3%の目標線を超過した。この価格上昇は基本的に予測、コントロール可能な範囲内であり、拙速に引き締め措置を採る必要はない。完全にインフレの兆しを除去するために経済低迷という代償を払う必要はないのである。

・実際の経済成長が高すぎるのか、あるいは成長のコントロール目標が低すぎるのか

政府が発表したコントロールの目標を具体的に表わしているコントロールの構想は、基本的に1998年～2002年の期間までのコントロール目標と運営状態である。しかし実際のコントロール政策と経済運営には大きな変化が発生した。2003年以来の中国のマクロ

経済運営の中には上述の公表された中長期発展計画および年度のコントロール目標とは異なるほかの構想があらわれた。新たなコントロール構想は、マクロ経済の多重的矛盾関係と多元的目標選択の中で庶民の生活を重視し、社会の矛盾を緩和し、経済の迅速な成長という方法を後押しすることによって経済の中にある主要な矛盾と問題を解決するというものである。

・マクロ経済の重要な転換と効果

2003年以降、マクロコントロールの実際の目標と政策には大きな調整が行われた。公表された経済成長、投資成長、消費成長、失業率コントロールの目標は以前と同じだが、事実上通貨、財政、投資、就業、所得分配等の方面で政策を実際に執行してゆく中で大きな変化が発生した。通貨政策はかつてのインフレとバブル経済防止を強調する過度の引き締めから経済の持続的・高度成長を保つ適度な緩和へと変化した。財政政策は以前の国債投資の拡大から国債投資の減少へと変化し、財政による公共サービスと社会保障機能の強化に力が入れた。投資政策は、かつてのような過度に資金を集中した大型プロジェクト建設や、地方と民間企業の投資が国家の重点戦略産業領域に参入することを厳しく制限するものから、地方の投資と民間企業の投資が大規模なエネルギー・原材料等の重化学工業に参入することを許可するようになった。就業政策は、以前のような人員を削減して効率を上げることと資本集約型技術の高度化へのバックアップから、人員削減による効率化を奨励せず、就業増加と労働集約型産業および経済の迅速な発展を支持するように変化した。所得分配政策では、かつて強調された所得を中央に集中し、利潤・収益を企業と資本へ偏重させる政策から、都市と農村の家計所得、とりわけ農村所得の成長が緩慢である問題に注目が注がれるようになった。このような政策の変化

は、以前の過度な引き締め政策がもたらした抑圧を弱め、かつ取り除いて経済成長と効率上昇の潜在力を解き放った。また経済の急速な成長とマクロ経済の順調な運営を実現した。

中国宏观经济与结构变动：从中日比较的视角分析

（摘要）

2003年以来、中国经济持续高速增长。2007年经济增长速度进一步加快、人民币汇率升值、股市、房地产、消费价格大幅度上涨、经济过热和资产泡沫风险压力增大。同时、中国经济还可能面临另一种风险。如果防范经济过热和资产泡沫的政策措施不当、有可能导致经济持续过度下跌。当前中国经济出现了和日本泡沫经济起落涨跌相似的现象、在判断宏观经济形势和防范经济过热和泡沫风险的政策选择上出现争论。在这种情况下、比较研究中国和日本的宏观经济及结构变动、对于避免中国经济重蹈日本泡沫经济覆辙。具有重要的理论和政策意义。

一、日本泡沫经济崩溃后长期萧条

资产泡沫暴涨后崩溃。1985年以后、日本经济受日元升值景气影响、股市和房地产价格大幅度上涨。1990年后、股市和房地产泡沫先后破裂、银行体系出现大量不良债权。

1998年以前、不良债权基本维持在30万亿日元左右。1998年以后、不良债权解决力度加大、银行不良债权数额没有减少、反而大量增加。国债信用银行、长期信用银行等大型银行接连倒闭。泡沫经济崩溃、资产财富缩水、消费需求下落。1992年以后、日本经济进入漫长的通货紧缩、1998年以后、消费需求和价格螺旋下降状况加重。

1. 泡沫经济崩溃后政策失误

货币政策过度紧缩

调控当局采取紧缩政策击破泡沫。在紧缩政策已经明显见效的情况下、调控当局担心泡沫再起、继续加力紧缩、使已经变冷的经济雪上加霜。银行不良债权增多、融资风险增大。银行不愿向企业贷款。1994年以后、都市银行贷款变为负增长。银行贷款持续下降、对企业及实体经济造成很强的收缩效应。日本经济泡沫崩溃后长期低迷并且加重、不只是泡沫崩溃的市场波动所造成、更重要的是政策应对不当所致。

“金融大爆炸”过激

1997年政府采取“金融大爆炸”过激做法、是导致银行大批破产的主要原因。政府采取“金融大爆炸”、对困难银行不予救援、导致银行破产事件连锁发生。“金融大爆炸”停止、银行破产风潮才平息下来。2003年银行股票下跌、理索纳银行濒临破产、政府投入公共资金救援、破产得以避免、股市也由此发生转折性上升。虽然政府救援理索纳银行的做法、受到很多批评、但从结果上看、政府对濒临破产的银行施以救援比放任破产的效果要好。比较2003年和1997年两种不同做法、可以看到1997年“金融大爆炸”做法的不良后果。在经济严重下滑情况下、政府采取过激措施、加重银行危机和经济下滑。

应对通货紧缩力度不足

日本经济泡沫崩溃后、出现了通货紧缩。通货紧缩主要受泡沫崩溃后居民消费倾向下降的影响。政府声称要采用适当放松的货币政策对付通货紧缩、但对宽松货币政策导致泡沫心有余悸、没有真正采取放松货币的措施。日本国内外很多学者建议放松货币、用制造适度通货膨胀的办法解决通货紧缩、遭到日本央行行长速水优的坚决拒绝。贷款增长速度持续下降、货币量增长速度被压得很低。通货紧缩持续加重、得不到缓

解和根本消除。

2. 大力改革措施与经济景气回升形成矛盾

日本经济长期萧条、难以回升、除了受到泡沫经济崩溃的剧烈冲击之外、还受到日本经济体制中种种深层弊端的制约。日本政府提出以改革推进景气回升。但是、日本政府推进的结构改革、总是对经济景气回升造成冲击。结构改革和景气回升形成矛盾。如结构改革强调大力处理银行不良债权问题、采取“金融大爆炸”方式、造成成批的企业和银行破产。大量企业经不住市场化改革压力、被迫倒闭、造成经济全面下降。很多企业资本大幅度缩水有效处理银行不良债权问题、本来应当有利于促进经济景气回升。但是处理不良债权效果不佳、越处理越多。2002年在改革震荡冲击下、银行股暴跌、并引发股市整体下跌到最低日经指数8000多日元、不及1989年最高峰38000万日元以上的零头、跌退到1983年时的水平。2003年4月、理索纳银行因不良债权问题濒临破产、政府向理索纳银行注资援救、日本经济随后出现好转性变化。日本政府改革倒退的做法遭到广泛批评、但日本经济却在稳步回升。

日本泡沫经济崩溃超过10年以后、泡沫崩溃的遗留问题、已经逐渐被改革方式和政策对应不当所造成的新问题所压倒。日本政府推行市场化改革与经济回升形成矛盾。日本政府推行的改革没有对景气回升提供支持、而是对景气回升形成打击、造成改革越推进经济越下滑。这是泡沫经济崩溃后日本政策失误的问题所在。

二、中国经济与日本经济比较的相似之处

上世纪90年代后半期、中国经济出现了和日本泡沫经济崩溃后相似现象。

1991年中国沿海局部地区出现房地产泡沫。房地产价格几个月内上涨数百倍、比日

本房地产价格上涨最快的东京市中心房地产价格上涨速度还要快。1993年中国沿海局部地区房地产泡沫及崩溃、范围小、时间短、但对中国经济以后直至现在的金融体系及宏观政策决策造成长期不利影响。

货币调控宁紧不松、加重通货紧缩

1998年—2002年期间通货紧缩、经济全面下滑。同时期、广义货币M2增长速度降低到15.2%、比1980年—1997年期间平均增长24.6%的速度低了9.4个百分点。在通货膨胀已经远去的情况下、货币政策仍然处在对通货膨胀保持高度戒备的紧张状态、货币量和贷款增长速度控制在很低水平。这种调控做法、和泡沫崩溃后的日本央行货币操作很相似、货币调控当局感到难以把握货币政策松紧尺度、难以做到既防范通货膨胀又控制通货紧缩的情况下、宁可实施货币紧缩造成通货紧缩、也不放松货币造成通货膨胀风险增大。

消费需求下滑、构成深层制约

农民收入增速减慢及农民消费增长缓慢是导致消费增长减缓的主要原因。农民收入增长减慢、导致农民消费增长速度降低。农民人口比重较高、农民消费增长速度减慢、消费比重降低过快、对全国消费增长产生严重不利影响。居民消费增长较慢还受到居民消费倾向下降的影响。城市居民消费倾向下降主要受到社会保障风险负担增大的影响。从90年代上半期开始、城市居民承担的医疗、教育、住房等费用负担及预期支出增长压力过大、超过了很多居民的收入承担能力、城市失业率升高、失业保障和退休保障薄弱、城市居民后顾之忧加重、

消费倾向持续下降。

90年代以来、特别是90年代中期以来、消费需求减弱变化、和日本高速增长期结束后的70年代到80年代前半期时期变化情况相似。中国政府为控制通货膨胀、一直保持对城市工资收入增长速度的控制。90年代后半期、消费需求持续减弱、内需不振、经济下滑。政府扩大内需政策重点在于扩大投资、造成消费弱、投资强、内需不足、出口过剩。这种局面一直延续到现在、和日本70年代以后直到现在的局面极为相似。90年代以来中国经济市场化进程中出现的社会保障支出负担过大导致城市居民消费倾向下降问题、和日本进入老龄化经济以来的社会保障压力急剧增大问题同步出现。中国在经济发展程度很低的时候出现这种情况、压力比日本更重。中国经济出现农民收入增长减慢、城乡差距拉大问题、与国家实施城市化、工业化战略的政策偏向有关。日本战后实施赶超型战略、出现了消费不足投资过剩问题、但没有出现城乡差距过度拉大的问题。日本、韩国等亚洲新兴工业化国家和地区政府在经济高速增长时期注意了城乡经济协调发展。中国对城乡收入差距扩大矛盾感受不敏感、直到现在为止、对差距拉大问题还是没有日本、韩国等国家和地区政府那样重视。

三、中国经济与日本经济比较的政策启示

预防泡沫过早过度、造从日本泡沫经济暴涨及崩溃的严重后果可以看到、泡沫经济危害极大。泡沫一旦发生、难以处理、由此来看、泡沫经济应当提前预防。但是、提前预防难度很大。在经济上升时期、尤其是新兴工业化国家经济高速增长时期、采取预防和控制泡沫的有力措施、很容易对宏观经济及经济发展造成过重打击。如果预防泡沫的时机和措施得当、预防措施造成的紧缩损失与泡沫崩溃的惨重损失相比、代价相对较小。但是、1990年代以来、日本和中国都发生了过早过度防范泡沫经济的政策

失误、造成经济长时期持续下滑、付出了很大代价。

防范泡沫、不宜谨慎过度造成经济下滑

日本泡沫经济崩溃后、经济长期低迷不振、宏观经济政策失误是重要原因。日本央行等宏观调控部门害怕泡沫经济重起而过度谨慎、货币放松过迟、金融管制过严、防范了泡沫、但阻碍了经济回升。中国宏观调控部门也出现了为防范泡沫和经济过热而谨慎过度造成经济下滑的问题。经济持续过冷和通货紧缩、造成的经济损失同样很大。日本经济下滑将近十五年之久、不都是泡沫经济崩溃造成的后果、政府宏观政策谨慎过度、持续收紧不松造成的不利影响更大。

市场化改革力度应适当

日本政府为解决经济下滑深层问题采取的改革措施力度过大、对经济运行、企业经营、公众心理造成很大冲击、不断地打乱了经济回升的进程、导致股市反复下跌、经济起而复落。中国经济改革进入90年代以后、没有出现80年代末“价格闯关”引发居民慌乱抢购事件、但是、在推进减员增效、医疗市场化、教育产业化、住房商品化等改革措施方面、也出现了市场化改革力度过大、缺少收入增长等相关配套措施、居民难以承受导致消费需求下滑等问题。日本推行市场化改革时常出现居民难以承受、结果事与愿违的问题。中国实行过计划经济、市场化程度和观念不如日本、推进市场化的困难比日本大。中国在推进市场化改革中更应该注意公众利益及承受力、把握好改革的进程和力度。

推进社会保障改革、增强财政公共功能

日本经济陷入长期低迷、迟迟回升不起来、根本原因可能不在于不良债权、银行体制、资本市场、企业制度、用人制度等等问题尚未完全解决、很可能在于居民消费需求不足的顽症。居民消费需求难以提高、症结在于对社会保障担忧加重。日本政府为加强社会保障、不得不增大缴费力度、加大企业和居民缴费负担、有可能使未来担忧减轻、但使当前经济回升受阻。现在、日本政府正在加快政府投资从财政中退出的进度、以恢复和增强财政提供公共福利和社会保障的功能。中国社会保障远比日本薄弱、而社会保障不足及市场化改革造成的居民负担加重、消费倾向下降问题已经十分突出。中国必须重视加强社会保障问题、积极发挥财政的社会保障功能。日本的教训和调整经验值得汲取。

四、当前中国宏观经济争论及政策选择

2003年以来宏观经济热度升高

很多研究机构称宏观经济偏热转向过热的趋势更加明显。认为宏观经济偏热或转向过热的观点、很大程度上以政府宣布目标或略微向上调整的指标为判断依据。政府宣布目标与1998年—2002年期间经济运行状态比较相近。

过热论：中国经济已经过热

很多研究者认为中国经济过热风险很大甚至已经过热。一是、经济增长速度过高、宏观经济主要指标超过了合理界限。二是、资产价格上涨过快。2007年年初到9月底、上证指数上涨了1.08倍。2007年房地产价格从年初的5.3%上涨到10月份的10.6%。三

是、货币量及流动性过多。2007年9月广义货币M₂增长18.5%、贷款增长17.1%、超出政府调控目标2个百分点。贸易顺差快速增加和外资大量流入、造成货币量过快增长。

不过热论：中国经济并不过热

我持不过热论。从中国宏观经济运行状态来看、虽然当前经济增长速度升高、超过了政府调控目标和1998—2002年期间的增长速度、但是宏观经济运行并没有变得过热和紧张、而是变得更为均衡和平稳。

(1) 经济增长速度加快、主要是瓶颈短缺部门增长速度加快。能源原材料从供不应求转变为基本平衡、对经济继续高速增长提供了支持。调控部门担忧的投资过热、产能过剩问题没有出现。

(2) 消费价格较快上涨只是部分食品价格的局部短暂波动。其他消费品价格没有出现上涨变化。

(3) 股市价格大幅度上涨、并不过快。中国股市价格是否已经出现泡沫、用常规标尺难以衡量。从中国经济及股市发展角度看、中国股市价格快速上涨并不是泡沫虚涨。当前中国股市价格的快速上涨、体现出资本市场历经多年艰苦改革所取得的重大进展及其与实体经济平稳快速发展相对称的合理发展、是对5年来股市改革探索过程中波动低落的补偿性上涨、是对应于中国实体经济持续高速增长的补充性跟进。拉长时间跨度看、拿当前股价和6年前股价比、6年间股价年平均上涨20%左右、对于新兴资本市场来说这样的发展速度并不过快。资产价格变动并不完全和实体经济同步变动连成一体。资产市场变动和实体经济变动之间存在距离和差异、上世纪80年代以来日本、美国等国家实体经济过热或过冷的动荡变化、并非主要是资产泡沫暴涨及崩溃带来的后果。这些国家实体经济过热及过冷变动、主要受到实体经济变动及政策影响。如果调控部门对资产价格变动警惕过度、防范泡沫力度过大、有可能对资本市场的正常发展和宏观经济政策的正常操作造成不利影响。目前中国资产价格高涨、还没有构成对

宏观经济直接或近距离危害的程度。宏观经济还在一定距离之外的安全区内。

(4) 货币量及流动性增加较多、还有较大调控空间。

从2003—2007年货币贷款增长和经济运行变动情况看、货币贷款的这一平均增长速度基本上和经济的平稳快速增长运行相适应。过多货币和流动性增多、资本市场过快扩张、有可能造成对宏观经济危害更大的泡沫暴涨。从中国经济持续高速增长并没有发生通货膨胀的实际情况来看、货币及流动性并没有增大到通货膨胀和泡沫爆发的严重程度。如果将货币增长速度减慢到较低水平、比如M₂增长速度降低到低于15%、通货膨胀和泡沫风险压力减小、却会造成通货紧缩和经济过度下落。控制货币及流动性过多、目前阶段不宜简单采取减缓货币增长速度以致损害宏观经济运行的做法。中国的长期债券发行种类及空间容量很大、可以大规模地回收和置换过多货币及流动性、有效减轻货币及流动性过多压力。

宏观经济趋势与宏观调控选择

投资和经济持续高速增长并出现消费价格上涨、不能证明投资持续高速增长已构成经济过热及通货膨胀趋势。实际上、2003年以来中国经济没有发生过投资过热和经济过快增长。几年来投资高速增长30%左右、并不是投资过热、而是经济增长正常回升情况下为填补供给缺口所增加的补偿性投资。2003年以来、消费需求增长速度升高、还处在合理阶段、还没有形成过快增长导致通货膨胀的程度。消费价格指数从过去多年持续下降到0以下转变为平缓上升。这是一种良好变化。2003年以来居民收入增长速度比过去明显升高、但是并没有达到过高。城市居民收入增长速度只是今年才超出经济增长速度、农民收入增长速度仍然缓慢、还达不到消费需求增长过快导致需求拉动型通货膨胀的程度。

经济过热是否应及早预防

很多学者指出、预见经济过热和通货膨胀是否已成趋势比判断经济过热和通货膨胀

是否已经发生更加重要。在经济过热和通货膨胀发生之前作出预测、提前采取预防措施、才是有效的宏观调控。有的研究者进一步提出、在出现经济过热前兆的情况下、即使不能确定将来经济是否过热、宏观调控部门也应该按发生经济过热趋势采取调控措施。认为在没有把握确认经济是否过热的情况下、宁可把经济过热发生概率估计得高一些、采取紧缩防范措施、避免经济过热、也不能因为对过热风险估计不足而发生紧缩不足或紧缩过迟的政策错误。

我不同意这种看法。在经济过热和通货膨胀是否发生并不确定的情况下、提前采取预防措施的做法、可能会给宏观经济运行带来不必要的波动和损失。当消费价格上升到警戒位置、经济过热和通货膨胀走向并不确定的情况下、不应只看到通货膨胀加重趋势、还应该看到经济回升过程中可能出现的下落性波动。价格上涨较大幅度超过年初政府提出的3%目标线。这种价格上涨基本上处在可预测可调控的范围内、无需过早采取紧缩措施、不必为完全消除通货膨胀隐患而付出经济下滑的代价。

实际经济增长过高还是增长调控目标过低

政府宣布的调控目标所体现的调控思路、基本上保持了1998年至2002年期间的调控目标和运行状态。但实际调控政策和经济运行发生了很大变化。2003年以来的中国宏观经济运行中出现了和上述公开宣布的中长期发展规划及年度调控目标不同的另一种思路。新的调控思路、在宏观经济的多重矛盾关系和多元目标选择中、重视人民生活、缓解社会矛盾、用支持经济快速增长的方式解决经济中的主要矛盾和问题。

宏观政策重要转变及效果

2003年以后、宏观调控实际目标和政策作出重大调整、虽然公开宣布的经济增长、投资增长、消费增长、失业率调控目标和以前一样、事实上在货币、财政、投资、就业、收入分配等方面政策实际执行中发生了重大转变、货币政策从过去强调防范通货膨胀和泡沫经济的过度紧缩转变为保持经济持续高速增长的适度放松、财政政策从过

去扩大国债投资转变为减少国债投资、注重加强财政公共服务及社会保障职能。投资政策从过去过度集中资金建设大型项目、严厉限制地方和民营企业投资进入国家重点或战略产业领域转变为允许地方投资和民营企业投资大规模进入能源原材料等重化工业。就业政策从过去支持减员增效和资本密集技术升级转变为不鼓励减员增效、支持就业增加和劳动密集型产业及经济快速发展。收入分配政策从过去强调将收入集中于中央、利润收益向企业和资本倾斜转向关注城乡居民收入特别是农民收入增长缓慢问题。这样的政策转变、削弱和消除了以前过度紧缩政策所造成的压抑、释放了经济增长和效率提高的潜力、推动实现了经济高速增长和宏观经济顺畅运行。

中国宏观经济与结构变动

— 从中日比较的视角分析 —

2003年以来、中国经济持续高速增长。2007年经济增长速度进一步加快、人民币汇率升值、股市、房地产、消费价格大幅度上涨、经济过热和资产泡沫风险压力增大。同时、中国经济还可能面临另一种风险。如果防范经济过热和资产泡沫的政策措施不当、有可能导致经济过度下跌长期低落。当前中国经济出现了和日本泡沫经济起落涨跌相似的现象、在判断宏观经济形势和防范经济过热和泡沫风险的政策选择上出现争论。在这种情况下、比较研究中国和日本的宏观经济及结构变动、对于避免中国经济重蹈日本泡沫经济覆辙。具有重要的理论和政策意义。

一、日本泡沫经济崩溃后长期萧条

1. 泡沫暴涨后崩溃

日本泡沫经济出现于上世纪80年代后期。1985年日元升值以后、股市和房地产资产价格加速上涨。1987年年末、日本股市市价总额上涨到占全球总额41.7%、超过美国成为世界第一。股价总额上涨到630万亿日元、相当于当年GDP的1.5倍。1989年12月、日经平均股价上涨到38915日元、相当于1985年日元升值初期时股价的三倍。日本城市地价在日元升值以前的10年期间里上涨了12倍。日元升值后、从1986年到1990年的5年间、地价在已经很高的水平上又上涨了4倍。1990年年末土地资产总额达2389万亿日元、比1985年年末增大1.4倍、所增大的1385万亿日元相当于当时GDP的三倍。土地担保价值升高、企业从银行获得贷款增多。地价和股价相互推动、资产价格和实体经济循环上涨、形成巨大泡沫。

日本泡沫经济从1990年起开始崩溃。股价和地价先后于1990年和1991年大幅度下降。股价从1990年起下降、连续数年大幅度下降共有3次。股价从1989年最高点约39000日元下降到2002年最低点约8000日元、下降了约80.5%、股市市值总额与当年GDP比值从1.4倍下降到0.5倍。(表1)。地价从1991年起开始下降、到2004年连续下降了13年、累计下降了50.3%。土地资产价值急剧缩水。2003年全国土地等资产价值比1990年最高时减少了约1153万亿日元、减少了约47%。土地等资产占国民资产总额比重从1990年最高时的31%下降到2003年的16%。

表 1 日本国民经济资产变动

	G D P 总额 (万亿)	资产 总额 (万亿)	土地等 资产 (万亿)	占资产 总额 (%)	金融 资产 (万亿)	占资产 总额 (%)	股市市值 总额 (万亿)	市值 总额 / G D P
1989	408.5	7757.2	2241.8	28.9	4569.0	58.9	590.9	1.4
1990	440.1	7925.7	2457.0	31	4446.3	56.1	365.2	0.8
1991	468.2	7996.2	2270.9	28.4	4621.8	57.8	365.9	0.8
1992	480.5	7830.8	2059.5	26.3	4620.1	59	281.0	0.6
1993	484.2	7934.3	1967.7	24.8	4792.3	60.4	313.6	0.6
1994	490.0	8098.0	1911.1	23.6	4996.5	61.7	342.1	0.7
1995	496.6	8191.1	1826.6	22.3	5160.4	63	350.2	0.7
1996	510.0	8270.8	1794.8	21.7	5235.4	63.3	336.4	0.7
1997	521.2	8419.0	1751.1	20.8	5388.1	64	273.9	0.5
1998	514.9	8352.4	1678.8	20.1	5404.0	64.7	267.8	0.5
1999	507.5	8555.2	1608.4	18.8	5680.6	66.4	442.4	0.9
2000	511.8	8452.1	1538.3	18.2	5637.6	66.7	352.8	0.7
2001	506.2	8290.8	1442.6	17.4	5588.0	67.4	290.7	0.6
2002	498.2	8147.0	1368.7	16.8	5523.7	67.8	242.9	0.5
2003	497.8	8144.0	1303.0	16	5594.9	68.7	309.3	0.6
2004	505.2						353.6	0.7
2005. Q1	123.7						365.5	

注：土地等资产包括土地、森林、地下资源、渔场
资料来源：日本内阁府：《经济财政白皮书》、2005年

不良债权大量产生、银行大批倒闭

地价和股价暴跌、银行出现大量不良债权。日本的银行及金融机构财务不透明、银行不良债权有多种不同说法。1993年3月、政府首次公布各类银行的不良债权为8万

亿日元。有的研究机构估计为40—56万亿日元。差距悬殊。1998年3月以前、不良债权基本维持在30万亿日元左右。1998年至2001年3月的四年间、银行采用直接注资冲销、置换间接冲销、卖出抵押资产等方式、共处理了约45万亿日元的不良债权、但银行的不良债权数额没有减少、反而大量增加。

1995年9月、兵庫银行破产。日本银行不倒神话结束。1997年、十大城市银行之一的北海道拓殖银行和四大证券公司之一的山一证券公司破产。以后、国债信用银行、长期信用银行等大型银行、大型保险公司接连倒闭。一些地方出现恐慌性挤提。

通货紧缩螺旋式加重、持续不退

泡沫经济崩溃后、各种价格指数自1992年起开始明显下落或变成负增长、日本经济由此进入漫长的通货紧缩（表2）。1992年—1995年、消费价格指数从1991年的3.3%下落到1995年的-0.1%、工业品价格指数1992年下降为负数、持续下降、出现通货紧缩明显症状。1998年以后、消费价格指数下落并持续为负、工业品价格持续下降。2004年到2005年1—3月、工业品价格略微上升、消费价格仍然落在零及负数区域内、通货紧缩加重并且持续不退。通货紧缩的形成及变动与泡沫经济崩溃后居民消费需求下滑直接相关。1991年—1995年居民消费支出增长率明显下落、价格指数也明显下落或下降。1998年以后消费增长率持续下落、消费价格也出现同方向及同等程度的起落变化。2000年—2003年、消费增长率下落幅度较大、消费价格下降幅度也较大。消费需求变化受劳动者就业和收入状况变化的影响。自1992年起劳动者就业和收入状况开始恶化、失业率逐年上升、有效求人倍率（劳动力需求数 / 劳动力供给数）下降、劳动者报酬增长率减慢。1998年以后劳动者就业和收入恶化状况加重、居民消费、消费价格大致发生同样的变化。泡沫崩溃后、地价、股价等资产价格下降、财富缩水效应导致消费增长率下落。1992年以后、日本经济进入消费需求和价格相互影响同步下落的通货紧缩、1998年以后、消费需求和价格螺旋下降状况加重。

表2 日本宏观经济主要指标变动

%

年份	G D P 增长	消费 增长	投资 增长	出口 增长	消费 价格	地价 变动	股价 变动	股价 指数
1989	5.3	4.8	15.7	3.8	2.3	7.6	22.2	2881.4
1990	5.2	4.6	10.1	5.5	3.1	14.1	-39.8	1733.8
1991	3.4	2.9	4.3	2.6	3.3	10.4	-1.1	1714.7
1992	1	2.6	-7.1	1.6	1.6	-1.8	-23.7	1307.7
1993	0.2	1.4	-10.3	-1.8	1.3	-5.5	10.1	1439.3
1994	1.1	2.7	-5.7	1.7	0.7	-4.6	8.3	1559.1
1995	2	1.9	3	3.9	-0.1	-3.7	1.2	1577.7
1996	3.4	2.5	4.7	1.1	0.1	-4.4	-6.8	1470.9
1997	1.8	0.8	11.3	11.8	1.8	-4.1	-20.1	1175.0
1998	-1	-0.2	-1.6	-1.3	0.6	-3.5	-7.5	1087.0
1999	-0.1	0	-4.5	2.1	-0.3	-4.8	58.4	1722.2
2000	2.4	0.5	8.7	9.4	-0.7	-5.8	-25.5	1283.7
2001	0.2	1.1	0.8	-9.5	-0.7	-6.3	-19.6	1032.1
2002	-0.3	0.5	-6.7	7.9	-0.9	-6.7	-18.3	843.3
2003	1.4	0.2	6.3	4.9	-0.3	-7.1	23.8	1043.7
2004	2.7	1.5	6	10.6	0	-8.4	10.2	1149.6
2005. Q1	1.3	0.8	6	-1	-0.2		2.8	1182.2

注：1) 增长率和变动率与上年比。

2) 股价指数以1968年股价为100、根据各年年末值计算。

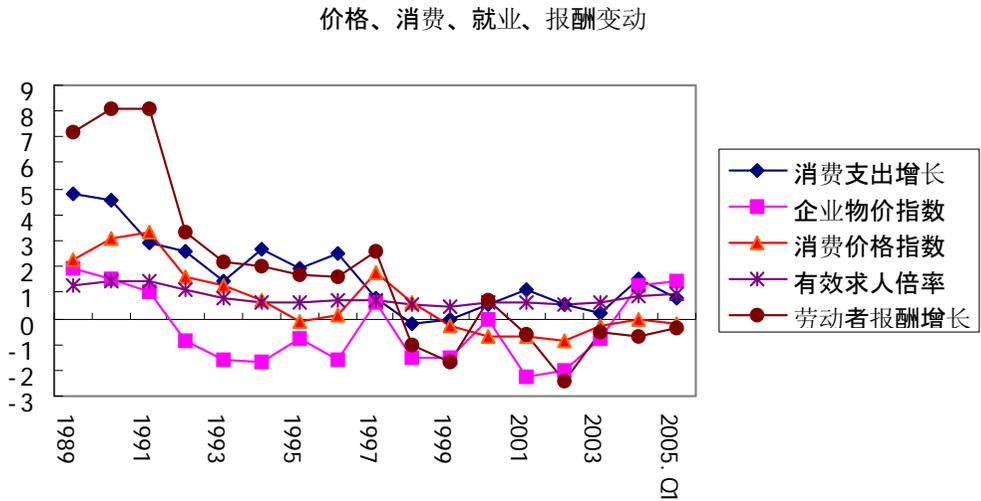
资料来源：日本内阁府：《经济财政白皮书》、2005年

表3 价格、消费、就业、劳动报酬变动

年份	企业物价%	消费价格%	消费支出增长%	失业率%	有效求人倍率(倍)	雇佣者报酬增长%
1989	1.9	2.3	4.8	2.3	1.25	7.2
1990	1.5	3.1	4.6	2.1	1.4	8.1
1991	1	3.3	2.9	2.1	1.4	8.1
1992	-0.9	1.6	2.6	2.2	1.08	3.3
1993	-1.6	1.3	1.4	2.5	0.76	2.2
1994	-1.7	0.7	2.7	2.9	0.64	2
1995	-0.8	-0.1	1.9	3.2	0.63	1.7
1996	-1.6	0.1	2.5	3.4	0.7	1.6
1997	0.6	1.8	0.8	3.4	0.72	2.6
1998	-1.5	0.6	-0.2	4.1	0.53	-1
1999	-1.5	-0.3	0	4.7	0.48	-1.7
2000	0	-0.7	0.5	4.7	0.59	0.7
2001	-2.3	-0.7	1.1	5	0.59	-0.6
2002	-2	-0.9	0.5	5.4	0.54	-2.4
2003	-0.8	-0.3	0.2	5.3	0.64	-0.5
2004	1.3	0	1.5	4.7	0.83	-0.7
2005. Q1	1.4	-0.2	0.8	4.6	0.91	-0.4

资料来源：日本内阁府：《经济财政白皮书》、2005年

图 1 价格和消费螺旋下降



资料来源：日本内阁府：《经济财政白皮书》、2005年

经济陷入长期低迷

泡沫经济崩溃以后、消费、投资、出口及GDP等宏观经济主要指标全面下滑。自1991年起、居民消费、企业设备投资、出口增长速度明显减慢。1991年—1992年矿工业生产增长、企业开工率、企业销售利润率等指标先后大幅度下落或下降（表4）。GDP增长率在1996年前后略显回升、1998年—2002年又变成负增长和低增长。

表4 企业生产、利润变动情况

	矿工业生产 增长 %	制造业 开工率 %	企业利润 增长 %	企业销售 利润率 %
1989	5.8	113.0	14.7	3.7
1990	4.1	114.1	-6.9	3.1
1991	1.7	111.8	-8.8	2.7
1992	-6.1	102.6	-26.2	2.0
1993	-3.9	97.4	-12.1	1.8
1994	1.0	97.0	11.9	1.9
1995	3.2	99.5	10.9	2.0
1996	2.3	100.5	21.9	2.4
1997	3.6	103.9	4.8	2.5
1998	-6.8	96.1	-26.4	1.9
1999	0.2	95.8	17.7	2.3
2000	5.7	100.0	33.7	3.0
2001	-6.8	92.4	-15.5	2.5
2002	-1.3	93.5	-0.7	2.7
2003	3.3	97.3	12.6	3.0
2004	5.5	102.0	27.70	3.6
2005. Q1	1.4	103.2	15.80	3.8

资料来源：日本内阁府：《经济财政白书》、2005年

2. 泡沫经济崩溃后政策失误

日本经济自1991年泡沫崩溃陷入低迷、到2002年为止长达10年之久。日本经济低迷时期之长远超出了当初预想。日本经济在刚刚从泡沫顶峰崩溃下来的时候、还没有意识到是一种崩溃、应对不及时、措施力度不够。以后明确认识到泡沫崩溃的严重性、积极应对、采取了各种措施、但是、经济下滑问题没有减缓反而加重、1998—2002年

银行大批倒闭、经济严重下降。日本经济泡沫崩溃后长期低迷并且加重、不只是泡沫崩溃的市场波动所造成、更重要的是政策应对不当所致。

货币政策过度紧缩

日本央行的货币政策自1989年5月起开始由松变紧、自当年5月31日起到1990年8月30日的一年零三个月时间里、连续5次将贴现率从2.5%提高到6%、总共提高了3.5个百分点。当时地价暴涨、蔓延到全国各地、地价上涨引起资产差距扩大、引发不满。政策当局急速提高利率、控制地价过热。1990年8月贴现率提高到6%、直到1991年7月、保持了10个月的高贴现率。1989年到1990年、银行贷款平均利率从5.8%上升到7.7%、短期利率超过了8%、货币紧缩效应开始产生明显效果、银行贷款增长率明显减慢、城市银行贷款增长速度从11.1%减慢到8.8%、虽然广义货币(M2+C D)增长率还在上升、但这种上升其实是滞后效应、1991年以后就转变成大幅度下落。货币政策急速紧缩、对泡沫崩溃及经济持续下滑的影响很大。

表5 贴现率变动

日期	贴现率	日期	贴现率	日期	贴现率
1983/10/22	5	1989/12/25	4.25	1993/02/04	2.5
1986/01/30	4.5	1990/03/20	5.25	1993/09/21	1.75
1986/03/10	4	1990/08/30	6	1995/04/14	1
1986/04/21	3.5	1991/07/01	5.5	1995/09/08	0.5
1986/11/01	3	1991/11/14	5	2001/02/13	0.35
1987/02/23	2.5	1991/12/30	4.5	2001/03/01	0.25
1989/05/31	3.25	1992/04/01	3.75	2001/09/19	0.1
1989/10/11	3.75	1992/07/27	3.25	~2005	0.1

资料来源：《2004数据年鉴》朝日新闻社2003年

当时、调控当局判断宏观经济是否存在过热趋势的难度较大。宏观经济过热、除了发生资产泡沫之外、还出现了通货膨胀苗头。1989年到1991年、日本国内劳动力需求大于供给、劳动者报酬快速增长、居民消费支出速度升高、日元汇率较大幅度下落、进口品价格上升、1991年受海湾战争影响国际油价上涨。这些因素集合在一起、导致国内物价升高。1989年12月末第三次提高贴现率、股价从最高点跌落下来、1990年3月跌破30000日元、一路下落。当时日本国内大多数人认同政府采取的挤压泡沫的措施、认为股价大幅度下跌是货币紧缩政策的合理效果、同时也都赞成采取紧缩政策防止通货膨胀。1990年3月20日日本央行第四次升息、27日大藏省紧跟着出台房地产融资总量限制措施。1991年9月地价刚开始下落时、大多数人还以为出现了和70年代曾经发生过的列岛改造计划后地价落而复起的相似情况。当时大多数人对严厉的紧缩政策给予了肯定性评价、认为宏观经济由此转向了挤掉泡沫的正常轨道。只有很少的人对当时严厉的紧缩政策持不同意见、对紧缩政策下的股价、地价及实体经济走势做出极为悲观的估计。但是防止泡沫再起的警戒声压过了恐怕暴跌不起的担忧声。在紧缩措施已经明显见效的情况下、调控当局为防止泡沫再起、继续加大紧缩力度。

地价和股价暴跌之后、自1991年起消费、投资、出口全面下滑。居民资产价值缩水、财富负效应导致居民消费倾向下降。企业经营效益下滑、开工率、生产和投资增长速度低落或下降。企业财务状况恶化、银行不良负债大量发生。金融市场风险增大、银行不愿对企业贷款。虽然日本央行自1991年7月1日起将连续提高贴现率转变为连续降低贴现率、但是转变速度缓慢。贴现率从6%降低到2.5%、用了一年八个月、与提高贴现率时相比、同样的调整幅度、多用了五个月。1991年、股价、地价泡沫已经破裂、宏观经济全面急剧下滑、企业效益全面严重恶化、1992年、企业设备投资、矿工业生产增长等已经变成负数、GDP增长率从两年前的5%下落到了1%、股价与高峰时相比下跌了一半多。在这种情况下、货币政策由紧转松已经为时过晚、节奏过慢、力度过小、不足以扭转已经恶化的局势。1992年1月增加征收地产税、加大控制泡沫再起的力度、使已经急速变冷的经济雪上加霜。

自1991年7月起、货币政策放松、贴现率下降、但没有产生出货币放松效果。企业财务状况恶化、银行不良债权增多、融资风险增大。银行不愿向企业贷款。1991年、银行贷款增长速度从去年的7.5%大幅度降低到4.1%、银行不予融资的企业数从去年的5292家增多到9066家、增多了70%（表6）。1991年广义货币量（M2 + CD）增长

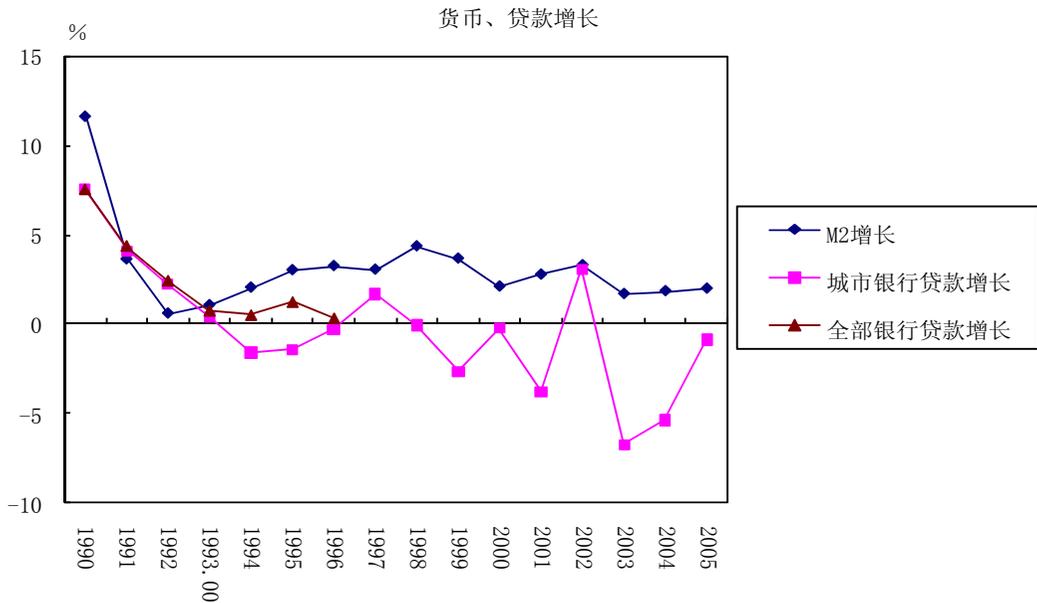
表6 货币量、贷款增长变动、

年份	广义货币增长 (M + CD) %	城市银行 贷款增长 %	全部银行 贷款增长 %	银行贷款 平均利率 %	银行不予 融资企业数 (个)
1985	8.4	14.2	12.0	6.5	15337.0
1986	8.7	14.7	12.1	5.5	13578.0
1987	10.4	13.6	12.5	4.9	9040.0
1988	11.2	10.3	10.2	4.9	7819.0
1989	9.9	10.4	10.8	5.8	5550.0
1990	11.7	7.5	7.5	7.7	5292.0
1991	3.6	4.1	4.4	7.0	9066.0
1992	0.6	2.2	2.4	5.6	10728.0
1993	1.1	0.4	0.8	4.4	10352.0
1994	2.1	-1.6	0.5	4.1	10246.0
1995	3.0	-1.4	1.3	2.8	10742.0
1996	3.3	-0.3		2.5	10722.0
1997	3.1	1.7		2.4	12048.0
1998	4.4	0.0		2.3	13356.0
1999	3.7	-2.7		2.1	10249.0
2000	2.1	-0.2		2.1	12160.0
2001	2.8	-3.8		1.9	11693.0
2002	3.3	3.1		1.8	10730.0
2003	1.7	-6.7		1.8	8189.0
2004	1.9	-5.3		1.7	6374.0
2005	2.0	-0.9		1.7	1348.0

注：1) 2005年的广义货币（M2 + CD）增长率、贷款平均利率为1 - 3月数据、贷款增长率为10月数据

资料来源：日本内阁府：《经济财政白皮书》、2005年

图2 贷款增长速度比货币量增长速度降落得更低



速度降低到3.6%、比上年降低了8.1个百分点、1992年进一步降低到接近0、1995年—2002年维持在3%左右的低水平上。银行贷款增长速度比货币量增长速度降得更低（图2）。1994年以后、都市银行贷款变为负增长。都市银行贷款占全部银行贷款近50%。全部银行贷款和都市银行贷款增长走势大体一致。虽然货币供应量表现出正的低缓增长、但银行贷款持续下降、对企业及实体经济造成很强的收缩效应。

不良债权情况不明、银行解决方式过激

1990年3月、政府出台土地融资总量限制措施、银行开始出现巨额不良债权问题。1992年10月、政府发布不良债权数据、主要银行逾期不良债权为12万亿日元。1993年、政府公布的不良债权额比上年多出一倍、达到25.7万亿日元。银行被迫用收益处理不良债权。21个主要银行中17个出现赤字。政府出资的住宅金融专门会社（住专）暴露

表7 主要银行报表公布1991—1996年不良债权情况

	冲销不良债权额 (万亿日元)	不良债权额 (万亿日元)	不良债权 / 贷款 (%)
都市银行	17.6	11.8	5.1
长期信用银行	4.4	3.5	8.1
信托银行	6.4	4	7.1
总计	28.4	19.3	6.8

引自及能正男：《金融机构—表面安祥内心惨淡》、《经济学家周刊·1997年经济白书特集》

表8 政府公布的储蓄业务金融机构不良债权情况（1996年9月） 万亿日元

	不良债权	不良债权	
		破产逾期债权	利息减免债权
主要银行	17.4	13.1	4.3
地方银行	5.6	4.7	0.9
全国银行	23	17.9	5.1
全部储蓄金融机构	29.2	23.9	5.4

经济企画厅：《1997年经济白皮书》

出严重不良债权问题、住专不良债权占储蓄业务银行（都长银、地银、农林系统）发布的不良债权 1 / 3。朝野各党在国会就住专不良债权是否使用公共资金进行处理的

问题展开激烈辩论。不良债权问题演变为政治问题。社会各方认为、银行和政府公布的不良债权数据隐瞒了真实情况、暗中处理不良债权实际上耗费了大量资金。据各大银行报表、从1991年到1996年、使用利润和自有资本共28万亿日元用于冲销不良债权之后、不良债权额仍达将近20万亿日元之多。泡沫经济崩溃后、银行不良债权中无法回收的债权损失巨大。政府公布大约20万亿日元、较为普遍的估计为50万亿日元左右、最为严重的估计超过100万亿日元。到现在为止、不良债权到底有多少、仍然很不清晰、很不确定。1995—1996年处理住专不良债权陷入一片混乱。日本大银行、大金融机构长期以来受到政府保护、但所有大银行都出现严重不良债权问题、无法全部保护。在野党、学术界批评政府使用大量公共资金救援银行、银行治理结构得不到改善、致使公共资金不能产生有效作用。

从1994年起、东京协和信用组合、兵庫银行等地方金融机构和银行破产事件零星发生。1997年—1999年、银行破产事件集中爆发、破产的银行及金融机构越来越大。1997年、名列日本证券金融机构前列的山一证券公司破产、1998年、日本最大的私营银行长期信用银行破产、1999年、日本最大的城市银行幸福银行破产。

1997年政府采取“金融大爆炸”过激做法、是导致银行大批破产的主要原因。政策部门认为、银行不良债权过多的主要原因在于银行缺乏独立强健的市场经营能力、只有大力改革银行体制才能彻底解决不良债权及泡沫经济问题。政府采取“金融大爆炸”、对困难银行不予救援、导致银行破产事件连锁发生。后来、政府停止了“金融大爆炸”做法、对濒临破产银行采取救援措施、银行破产风潮平息下来。2003年银行股票下跌、理索纳银行濒临破产、政府投入公共资金救援、破产得以避免、股市也由此发生转折性上升。虽然政府救援理索纳银行的做法、受到很多批评、但从结果上看、政府对濒临破产的银行施以救援比放任破产的效果要好。对2003年和1997年两种不同做法的后果进行比较、可以看到1997年采取“金融大爆炸”做法的不适当性。在经济严重下滑、公众对银行信心动摇、困难银行难以承受冲击的情况下、政府加大了对银行核查的压力、困难银行信任危机加重、无可奈何地陷入破产绝境。

表9 破产银行一览表

年份	月、日	破产银行
1994年	12月9日	东京协和信用组合、安全信用组合
1995年	8月1日	宇宙信用组合
	8月30日	兵庫银行、木津信用组合
1997年	11月17日	北海道拓殖银行
	11月24日	山一证券
	11月26日	德阳城市银行
1998年	10月23日	日本长期信用银行
	12月13日	日本债券信用银行
1999年	4月11日	国民银行
	5月	幸福银行
	6月	东京相和银行
	8月	纳密哈亚银行
	10月	新泻中央银行

财政扩张政策失败

日本政府采取的放松货币政策、受到银行贷款风险的制约、没有起到推动经济回升的效果。从1992年起、日本政府把推动经济回升的政策重点转向采取扩张性财政政策。从1992年到1997年、政府实施了6次财政紧急扩张措施、规模一次比一次大。开始几次似乎还有效果、以后效果越来越弱。连续多年的财政扩张措施、没能扭转经济下滑局面、反而造成财政收支状况急速恶化。1996年经济景气出现回升、消费、投资、GDP等增长率上升、由于当时财政收支状况趋于恶化、政府在经济景气回升未稳的情况下、采取了一系列改善财政收支状况的措施。1997年4月将消费税率从3%提高到5%、停止实行1994年出台的特别减税措施、9月提高医疗费为主的社会保障税、增加税收

共计9万亿日元、相当于GDP的1.8%、消费的3%。大规模增加税收、对经济回升形成沉重打击。当年10—12月国内需求比上年同期下降2%、第二年消费、投资、出口、GDP等全部变为负增长。此后经济又陷入长期低迷难以回升的困境。

财政扩张政策没有起到扩大需求、推升经济回升的作用、主要原因在于、泡沫经济崩溃后市场自主回升机能遭到很大破坏、财政扩张政策的扩大需求效应缺少市场机制的支持；财政状况恶化、居民认为国家负担增大最终会转移到居民身上、如增大税收、减少社会保障等、家庭消费支出因此变得谨慎起来；居民消费倾向下降、造成财政投资乘数效果弱化。财政持续扩张、被迫不断增大税收和国债、造成一脚踩油门（扩大财政投资）、一脚踩刹车（增大税收和国债）、财政支出效果被财政增收措施所抵消。财政支出持续扩张、持续发行国债、而经济始终没有回升起来、使财政政策陷入进退两难的深重困境之中。2001年与1991年相比、日本的财政长期负债余额、从278万亿日元占GDP约60%、上升到666万亿约为GDP的130%、财政赤字占GDP比重、从1.9%上升到6.3%。日本财政收支恶化状况、超过了发达国家中历来财政收支恶化程度最为严重的意大利。

反通货紧缩措施力度不足

日本经济泡沫崩溃后、出现了通货紧缩。1992年、企业产品出厂价格下降-0.9%、自此之后连续十几年下降不止。1995年、消费价格变为下降0.1%、1999年以后连续下降、直到2005年仍在下降。从出现通货紧缩现象起、日本经济进入了更加困难的时期。物价下降、收益下降、需求下降形成螺旋下降的恶性循环。物价下降还使实质利率上升从而促使降低利率扩张货币的政策失效。房地产、股票等资产价格下降也继续发展、企业财务调整陷入困境、市场自主恢复机能遭到破坏。在通货紧缩发生的多年时间里、日本政府对通货紧缩没有给以足够重视。政府研究部门有关报告认为通货紧缩利大弊小、物价下降提高了国民实质所得、有利于需求上升从而推动景气上升。有些人认为

日本经济的通货紧缩是技术进步引起的良性通货紧缩、和英美早年经历过的经济增长和价格下降并存的通货紧缩一样。政府研究部门在分析通货紧缩问题时、一直把低价进口商品的冲击视为第一位原因、把国内消费需求减弱和货币供给不足等原因摆在后面。实际上、通货紧缩主要受泡沫崩溃后居民消费倾向下降的影响。政府研究报告这样说、很大程度上含有对通货紧缩及内需不足问题的淡化和回避。虽然政府声称要采用适当放松的货币政策对付通货紧缩、但实际上并没有真正采取放松货币的措施。政府对宽松的货币政策导致泡沫膨胀的恶果心有余悸、对松弛的金融管理酿成银行及金融体系巨大风险的教训牢记在心。日本国内外很多学者建议放松货币、用制造适度通货膨胀的办法解决通货紧缩、遭到日本央行行长速水优的坚决拒绝。虽然央行下调贴现率、但是对银行贷款实施严格的窗口管理、贷款增长速度持续下降、货币量增长速度被压得很低。通货紧缩持续加重、得不到缓解和根本消除。

3. 大力改革措施与经济景气回升形成矛盾

日本经济长期萧条、难以回升、除了受到泡沫经济崩溃的剧烈冲击之外、还受到日本经济体制中种种深层弊端的制约。日本政府反复强调、要想使经济从长期萧条走向自主回升、不仅要采取有效的宏观调控措施、还要实施推进市场化的结构改革。结构改革、是要解决泡沫经济崩溃所暴露出来的体制低效率问题、应当有利于经济的回升、但是、日本政府推进结构改革、总是对经济景气回升造成冲击。结构改革和景气回升形成矛盾。如结构改革强调大力处理银行不良债权问题、采取“金融大爆炸”方式、造成成批的企业和银行破产。政府要求银行和企业实行新的时价会计制度、改变以泡沫经济时期高涨的资产原置价格计算资本的旧会计制度、用下跌后的价格重新计算资本。这些改革措施、使很多企业用假账遮盖的问题暴露出来、有利于企业更好地展开规范的市场化经营、但是大量企业经不住市场化改革压力、被迫倒闭、造成经济全面

下降。很多企业资本大幅度缩水有效处理银行不良债权问题、本来应当有利于促进经济景气回升。但是处理不良债权问题的力度难以把握、左右为难。加大处理力度、银行难以承受、经济动荡不安；减轻处理力度、银行问题加重、经济负重不堪。政府处理不良债权的方式及其效果、受到各方质疑。一方面、“金融大爆炸”失败、处理不良债权的“休克”疗法思路遭到批评；另一方面、银行不良债权积压、经济低沉不振、政府无计可施、被斥责为犯了“无作为罪”。批评政府处理不良债权力度过小的观点认为、日本金融界规则不明、官银勾结、与西方市场经济特别是美国经济规则严明的金融秩序相比差之甚远、改革会带来暂时痛苦、如股市下跌、经济下滑、失业增加等、改革应当承受痛苦、体制缺陷问题得到根本解决之后、经济便可由下滑转变为回升。主张大力改革的观点认为、制度改革比景气回升更重要、对银行不良债权应采取有力措施尽快处理。重视景气回升的观点认为、改革要考虑到国民承受力、日本式经济体制及经营方式存在的缺点应当慢慢改、处理银行不良债权等问题、不应过激、不良债权可通过景气政策及经济回升逐步消化。主张大力改革的观点在政府内占上风。2002年10月、大力改革、强力处理不良债权的方案公布、遭到各方面强烈反对。按照美式会计计算、日本绝大多数大银行自有资本比率达不到标准、要由政府进行整改。在改革震荡冲击下、银行股暴跌、并引发股市整体下跌到最低日经指数8000多日元、不及1989年最高峰38000万日元以上的零头、跌退到1983年时的水平。股市下跌、银行资本缩水、危机加重。改革方案的冲击之大和公众承受力之弱、出乎政府意料。政府被迫退步、对改革方案作出大幅度修改、放松美式会计计算方法、对银行坏账的核算尺度放宽50%；搁置银行整改方案；原定即将实施的储蓄保险由全额改为限额的制度推迟两年；采取刺激股市的措施；重视对承受力较弱的中小企业提供贷款融资支持、防止过多破产；重视社会保障、减轻失业痛苦；重视对衰退企业及产业进行援助、支持产业更新、防止经济下滑。2003年4月、理索纳银行因不良债权问题濒临破产、政府决定由国家向理索纳银行注资、使担心改革风暴冲击的日本银行界松了一口气、给银行股持有者吃了颗定心丸、银行股随即转而上升、并带动股市整体回升、日本经济随后

出现好转性变化。日本政府改革倒退的做法遭到广泛批评、但日本经济却在稳步回升。

日本政府推出的很多强硬改革措施、或者造成剧烈震荡、或者遇到强烈抵抗而流产。大力改革被迫转变为对受冲击较大的弱势群体、中小企业提供援助、政策重点调整到安定人心、提升景气上、日本经济才得以稳定下来。日本泡沫经济崩溃超过10年以后、泡沫崩溃的遗留问题、已经逐渐被日本经济长期低迷、改革方式和政策对应不当所造成的新问题所压倒。日本经济长期低迷的首要原因是需求不足。需求小于供给的缺口超过GDP的5%、企业生产能力发挥不足、裁员增多、工资削减、居民消费欲望减退、企业收益恶化。日本政府推行市场化改革与经济回升形成矛盾、问题实质不是两派所争论的改革不改革、而是改革的方式适当不适当。日本政府推行的改革没有对景气回升提供支持、而是对景气回升形成打击、造成改革越推进经济越下滑。这是泡沫经济崩溃后日本政策失误的问题所在。

二、中国经济与日本经济比较的相似之处

上世纪90年代后半期、中国经济出现了和日本泡沫经济崩溃后相似现象。

1. 90年代初中国经济出现泡沫而后崩溃

1991年中国沿海局部地区出现房地产泡沫。深圳、三亚、北海、浦东等城市开发区地价、办公楼房价短时间内暴涨。三亚、北海等投机资本聚集的地方、房地产价格几个月内上涨几百倍、比日本房地产价格上涨最快的东京市中心房地产价格上涨速度快。1993年7月、国家采取调控措施、沿海局部地区房地产泡沫迅速崩溃。卷入房地产投机的很多银行、金融机构、企业资产损失巨大。银行、信托公司等金融机构出现巨额不良资产。广东国际信托投资公司、中国农业信托投资公司、中国新技术创业投资公司、海南发展银行等一大批金融机构陷入危机或破产、对整个中国金融体系及宏观经济运行造成冲击。到目前为止、三亚、北海等地仍有泡沫崩溃遗留下来的未完工建筑及未处理的不良资产。中国的房地产泡沫只集中沿海局部地区、虽然上涨速度快、但范围小、时间短、造成的损失和后患没有日本那么严重。这一次房地产泡沫的爆发及崩溃、对中国经济以后直至现在的金融体系及宏观经济运行造成难以消化的严重后果。

2. 90年代后半期经济下滑、通货紧缩

1993年下半年宏观调控部门控制经济过热。调控采取软着陆方式、过高的经济热度逐渐降温。1994年—1996年、投资、消费、价格先后下落、经济增长速度逐年减缓（表

10)。到1996年、宏观经济成功软着陆、各项宏观经济指标落入正常水平。中国经济在三年多的时间里从过热状态逐渐下落到正常水平、不像日本经济在一年时间里从过热峰巅急剧下跌造成震荡冲击。1997年宏观经济各项指标继续下落、从正常变成为偏冷。1998年消费价格由微弱上涨变为下降0.8%、宏观经济过冷、出现通货紧缩。1998年至2002年、消费价格指数连续五年为负数或在负数边缘。与此同时、GDP增长率落低到7%—8%、商品零售额增长率、投资增长率、出口增长率都下落到较大幅度低于改革开放以来平均增长率的低水平。1998年、1999年、通货紧缩严重、消费价格下降到-0.8%、-1.4%、消费、投资、出口、GDP增长率都下落到改革开放以来罕见的低水平、是除1989年后特殊情况之外的最低水平。价格下降和消费、投资需求减弱同时发生、出现了价格与需求相互影响、螺旋下落的通货紧缩。

3. 货币调控宁紧不松、加重通货紧缩

1998年—2002年期间通货紧缩、经济全面下滑。同时期、广义货币M2增长速度降低到15.2%、比1980年—1997年期间平均增长24.6%的速度低了9.4个百分点、贷款增长速度降低到12%、比1979年—1997年期间平均增长21.7%速度低了9.7个百分点。这期间、宏观经济已经不存在过热与通货膨胀可能性、放松货币政策、提高货币量和贷款增长速度、不会造成经济过缓和通货膨胀、可起到减缓和消除通货紧缩的作用。但是、这期间、货币量和贷款增长速度始终控制在大幅度低于改革开放以来平均水平近10个百分点的低水平。在通货膨胀已经远去的情况下、货币政策仍然处在对通货膨胀保持高度戒备的紧张状态、货币量和贷款增长速度控制在很低水平。这种调控做法、和泡沫崩溃后的日本央行货币操作很相似、货币调控当局感到难以把握货币政策松紧尺度、难以做到既防范通货膨胀又控制通货紧缩的情况下、宁可实施货币紧缩造成通货紧缩、也不放松货币造成通货膨胀风险增大。在通货紧缩现象已经十分明显、宏观

表10 中国宏观经济主要指标

%

	G D P 增长	消费价格 指数	消费品零 售额增长	投资增长	出口增长	M 2 增 长	贷款增长	失业率
1990	3.8	3.1	2.5	2.4	18.2	28	23.1	2.5
1991	9.2	3.4	13.4	23.9	15.8	26.5	20.7	2.3
1992	14.2	6.4	16.8	44.4	18.1	31.3	23.4	2.3
1993	13.5	14.7	13.4	61.8	8.0	37.3	25.1	2.6
1994	12.6	24.1	30.5	30.4	31.9	34.5	23.9	2.8
1995	10.5	17.1	26.8	17.5	23.0	29.5	23.8	2.9
1996	9.6	8.3	20.1	14.8	1.5	25.3	21.0	3.0
1997	8.8	2.8	10.2	8.8	21.0	19.6	22.5	3.1
1998	7.8	-0.8	6.8	13.9	0.5	14.8	15.5	3.1
1999	7.1	-1.4	6.8	5.1	6.1	14.7	8.3	3.1
2000	8.0	0.4	9.7	10.3	27.8	12.3	6.0	3.1
2001	7.5	0.7	10.1	13.0	6.8	17.6	13.0	3.6
2002	8.3	-0.8	8.8	16.9	22.4	16.8	16.9	4.0
2003	9.3	1.2	9.1	28.4	34.6	19.58	21.1	4.3
2004	9.5	3.9	13.3	27.6	35.4	14.6	11.6	4.2

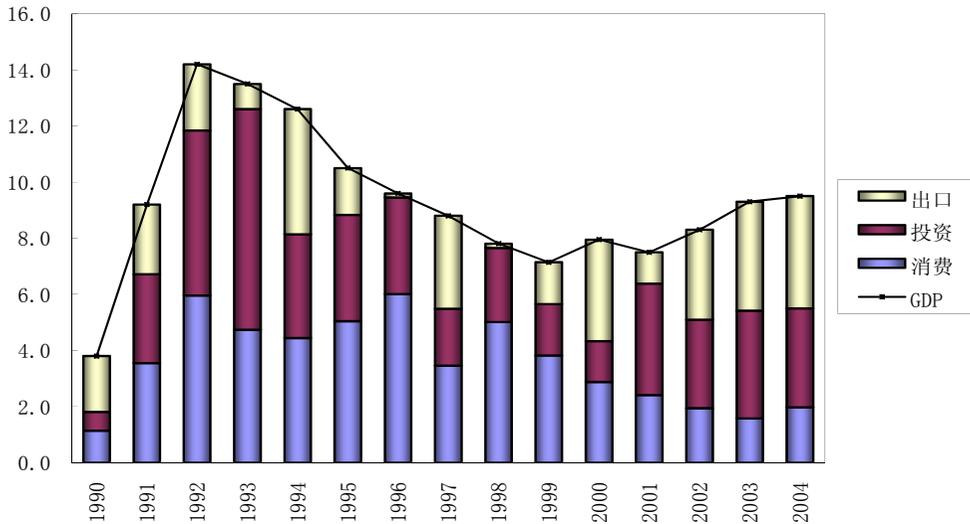
资料来源：国家统计局《2005中国统计年鉴》

经济严重下滑的情况下、货币调控当局仍然宁紧不松、严防通货膨胀、可能还没有从前一段时期泡沫膨胀和通货膨胀的灾难冲击压力下摆脱出来。

4. 内需不足、出口依赖度过大

1997年、中国经济明显下滑。当年东南亚发生金融危机、对中国出口贸易形成冲击、中国出口增速剧烈波动。出口环境恶化、出口贸易很不稳定。当时、出口波动造成中

图3 消费、投资、出口对经济增长的贡献分解



资料来源：国家统计局《2005 中国统计年鉴》

国经济下滑的说法盛行。实际上，1997年当年中国出口实现了高增长、以后几年波动不定。1997年—2002年通货紧缩时期、国内消费需求和投资需求明显减弱。2003年宏观经济全面回升、投资增长速度加快、消费需求启动较慢。政府对出口企业落实了出口退税政策、效果明显。中国经济的贸易依存度和出口依存度迅速升高。1997年以来、无论中国经济下滑还是上升、中国经济的贸易依赖度和出口依赖度都向上升高。内需扩大相对缓慢、出口贸易快速增长。2003年上升期、贸易依存度上升速度进一步加快。在内需不足、政策效果较为缓慢的情况下、支持出口的政策比扩大内需政策容易见效、导致政策更大程度向出口倾斜。中国经济发展现阶段出现了内需减弱、出口增强的情况、政策向出口倾斜、效果明显、和日本80年代前半期内需下滑、出口快速增长的情况相似。出口产业自主扩张加上政策支持、增长强劲、贸易顺差和外汇储备增多、贸易摩擦加剧、本币升值及资本流入的压力增大。

5. 消费需求下滑、构成深层制约

90年代后半期中国经济下滑、消费、投资、出口三大需求中、消费需求下滑幅度最深、持续低落时间最长、回升最为困难。外部冲击及出口波动、并不是引发经济下滑的主要原因。投资增速明显下落、但下落幅度没有消费大、对整体经济的下滑性影响没有消费强。1997年以来、消费需求对经济增长的贡献率大幅度降低（图4）。在经济由热转冷的转变时段上、城市消费和农村消费先后于1996年和1997年大幅度下落（表11）。按当年价格计算的1996年城市消费增速和1997年的农村消费增速、分别比上年下

表11 中国城乡居民消费增长和收入增长

%

	按当年价格计算				按不变价格计算			
	城市居民消费支出增长	农村居民消费支出增长	城市居民收入增长	农村居民收入增长	城市居民消费支出增长	农村居民消费支出增长	城市居民收入增长	农村居民收入增长
1990	5.6	9.2	9.9	14.1	4.3	4.5	8.5	1.8
1991	13.7	6.0	12.6	3.2	8.2	3.6	7.2	2.0
1992	15.0	6.3	19.2	10.6	5.9	1.6	9.7	5.9
1993	26.3	16.8	27.2	17.6	8.8	2.7	9.5	3.2
1994	35.2	32.1	35.6	32.5	8.2	7.1	8.5	5.0
1995	23.9	28.9	22.5	29.2	6.1	9.7	4.9	5.3
1996	10.8	20.0	13.0	22.1	1.8	11.2	3.9	9.0
1997	6.8	2.9	6.6	8.5	3.6	0.4	3.4	4.6
1998	3.5	-1.7	5.1	3.4	4.1	-0.7	5.8	4.3
1999	6.6	-0.8	7.9	2.2	8.0	0.7	9.3	3.8
2000	8.3	5.9	7.3	1.9	7.4	6.0	6.4	2.1
2001	6.2	4.2	9.2	5.0	5.5	3.4	8.5	4.2
2002	13.6	5.4	12.3	4.6	14.7	5.8	13.4	4.8
2003	8.0	5.9	10.0	5.9	7.0	4.3	9.0	4.3
2004	10.3	12.4	11.2	12.0	6.8	7.3	7.7	6.8

注：资料来源：《2005中国统计年鉴》、中国统计出版社。

落13.1和17.1个百分点。按当年价格计算的消费大幅度下落中包含价格下落因素。剔除价格因素影响、按不变价格计算的1996年城市消费增速和1997年农村消费增速比上年下落4.3和10.8个百分点。从实质变化看、消费增速下落幅度很大。消费增长速度下落、消费价格涨幅也随之下落。1996年—1998年的三年期间、城市消费增速下落到很低水平、农村消费增速下落比城市迟缓一年、落到接近0或0以下的更低水平。2002年以后、城市和农村消费增长速度回升。

居民消费需求变化主要受居民收入增长的影响。1995年—1998年间、城镇居民货币名义收入和实质收入增长速度明显降低、农民收入增长速度缓后一年降低、一直持续低落到2003年。农民收入增速减慢及农民消费增长缓慢是导致消费增长减缓的主要原因。从改革开始的1979年到1996年的十八年期间、农民人均收入平均每年增长8.2%、城市居民人均收入平均每年增长6.3%、农民人均收入增速平均每年高出城市居民近2个百分点。自1997年以后的8年期间、农民收入平均每年增长速度减慢到4.4%、城市居民收入增长速度加快、农民收入增长速度比城市居民收入增长速度低了3.7个百分点。农民收入增长减慢、导致农民消费增长速度降低。农民人口比重较高、农民消费增长速度减慢、消费比重降低过快、对全国消费增长产生较大不利影响。1997年、农民消费在全国消费总量中比重明显降低、从上年的47.8%降低到45.2%、以后持续快速下降、到2004年降低到29.8%。农民消费比重降低、与农民人口比重下降有关、但并不全是农民人口比重下降的结果。从1997年到2004年、农民人口占全部人口比重下降了11.3个百分点、农民消费占全部消费比重下降了18个百分点。农民消费比重下降速度快于农民人口比重下降速度。农民消费比重下降的1/3部分是农民人均消费增长相对缓慢所造成的。

居民消费增长较慢还受到居民消费倾向下降的影响。1990年以来、居民消费倾向持续下降(表13)。1992年、1993年城乡居民消费倾向显著下降。1996年—2001年、农民和城市居民消费倾向先后较大幅度下降。1996年以后、农民消费倾向下降和农民收入增长缓慢同步发生、农民消费倾向下降主要受收入增长减慢的影响。同一时期、城市

居民收入增长速度加快、城市居民消费倾向下降主要受到社会保障风险负担增大的影响。从90年代上半期开始、城市居民承担的医疗、教育、住房等费用负担及预期支出增长压力过大、超过了很多居民的收入承担能力、城市失业率升高、失业保障和退休保障薄弱、城市居民后顾之忧加重、消费倾向持续下降。

表12 中国城乡消费比重和人口比重

%

	消费品零售额		居民消费支出		人口	
	城市	农村	城市	农村	城市	农村
1990	63.0	37.0	44.0	56.0	26.4	73.6
1991	63.9	36.1	46.4	53.6	26.9	73.1
1992	65.1	34.9	49.0	51.0	27.5	72.5
1993	74.3	25.7	51.6	48.4	28.0	72.0
1994	74.2	25.8	52.8	47.2	28.5	71.5
1995	74.2	25.8	52.5	47.5	29.0	71.0
1996	73.6	26.4	52.2	47.8	30.5	69.5
1997	73.8	26.2	54.8	45.2	31.9	68.1
1998	73.8	26.2	57.7	42.3	33.4	66.7
1999	73.8	26.2	60.9	39.1	34.8	65.2
2000	74.2	25.8	63.0	37.0	36.2	63.8
2001	74.8	25.2	64.8	35.2	37.7	62.3
2002	75.8	24.2	67.8	32.2	39.1	60.9
2003	76.4	23.6	69.5	30.5	43.8	56.2
2004	77.4	22.6	70.2	29.8	42.4	58.2

注：1) 消费品零售额按地区统计、县及县以上为城市、县以下为农村。

2) 城乡居民人口按户籍统计

资料来源：国家统计局《2005中国统计年鉴》

表13 中国城乡居民收入、消费及消费倾向

	人均收入（元）		人均消费支出（元）		消费倾向（消费 / 收入 %）	
	城市居民	农村居民	城市居民	农村居民	城市居民	农村居民
1990	1510	686	1279	585	84.7	85.2
1991	1701	709	1454	620	85.5	87.5
1992	2027	784	1672	659	82.5	84.1
1993	2577	922	2111	770	81.9	83.5
1994	3496	1221	2854	1017	81.6	83.3
1995	4283	1578	3538	1310	82.6	83.1
1996	4839	1926	3919	1572	81.0	81.6
1997	5160	2090	4186	1617	81.1	77.4
1998	5425	2162	4332	1590	79.8	73.6
1999	5854	2210	4616	1577	78.9	71.4
2000	6280	2253	4998	1670	79.6	74.1
2001	6860	2366	5309	1741	77.4	73.6
2002	7703	2476	6030	1834	78.3	74.1
2003	8472	2622	6511	1943	76.9	74.1
2004	9422	2936	7182	2185	76.2	74.4

资料来源：国家统计局《2005中国统计年鉴》

90年代以来、特别是90年代中期以来、中国经济出现的消费需求减弱变化、和日本高速增长期结束后的70年代到80年代前半期时期变化情况比较接近。城市家庭家电普及率提高所带动的经济增长热潮、随着城市家电市场饱和而结束。中国政府为控制通货膨胀、一直保持对城市工资收入增长速度的控制。90年代后半期、消费需求持续减弱、内需不振、经济下滑。政府扩大内需政策重点在于扩大投资、造成消费弱、投资强、内需不足、出口过剩。这种局面一直延续到现在、和日本70年代以后直到现在的局面极为相似。90年代以来中国经济市场化进程中出现的社会保障支出负担过大导致

城市居民消费倾向下降问题、和日本进入老龄化经济以来的社会保障压力急剧增大问题同步出现。中国在经济发展程度很低的时候出现这种情况、压力比日本更重。中国经济出现农民收入增长减慢、城乡差距拉大问题、与国家实施城市化、工业化战略的政策偏向有关。日本战后实施赶超型战略、出现了消费不足投资过剩问题、但没有出现城乡差距过度拉大的问题。日本、韩国等亚洲新兴工业化国家和地区政府在经济高速增长时期注意了城乡经济协调发展、这和这些国家和地区政府受到农民持续不断的抗议压力有关。中国政府感受不到这种压力、直到现在为止、对差距拉大问题还是没有日本、韩国等国家和地区政府那样重视。

三、中国经济与日本经济比较的政策启示

1. 预防泡沫过早过度、造成经济持续下滑

从日本泡沫经济暴涨及崩溃的严重后果可以看到、泡沫经济危害极大。泡沫经济出现以后、如果采取措施击碎泡沫、金融体系及宏观经济会受到剧烈冲击；如果担心剧烈冲击而采取轻柔措施维持泡沫、很可能只是把泡沫崩溃发生的时间后推、还有可能使泡沫继续涨大、酿成更大的灾难。泡沫暴涨起来以后、处理很难。目前上海等城市房地产价格已经上涨到泡沫严重的程度、既不能放任不管任其继续高涨、又不敢采取强硬措施压碎泡沫、只能花很长时间慢慢化解。从道理上看、泡沫经济应当提前预防。但是、提前预防难度很大。在经济上升时期、尤其是新兴工业化国家经济高速增长时期、泡沫发生、既有投机炒作的虚假因素、也有经济真实发展的实质支持。到底什么算泡沫、什么不算泡沫、有时候找不到标准、很难辨别。采取预防和控制泡沫的有力措施、很容易使经济发展遭受压抑损失。如果预防泡沫的时机和措施得当、预防措施造成的经济压抑损失与泡沫崩溃的惨重损失相比、代价相对较小。但是、1990年代以来、日本和中国都发生了过早过度防范泡沫经济的政策失误、造成经济长时期持续下滑、付出了很大代价。

2. 防范泡沫、不宜谨慎过度造成经济下滑

日本泡沫经济崩溃后、经济长期低迷不振、宏观经济政策失误是重要原因。日本央行等宏观调控部门害怕泡沫经济重起而过度谨慎、货币放松过迟、金融管制过严等等、防范了泡沫、但阻碍了经济回升。中国宏观调控部门也出现了为防范泡沫和经济过热

而谨慎过度造成经济下滑的问题。控制泡沫和经济过热、难免付出一定代价、但不应确保控制而不计代价。控制泡沫和经济过热、不应走向反面、造成经济过冷和通货紧缩。经济持续过冷和通货紧缩、造成的经济损失同样很大。日本经济下滑将近十五年之久、不都是泡沫经济崩溃造成的后果、政府宏观政策谨慎过度、持续收紧不松造成的不利影响更大。日本央行2002年以后放松货币、经济出现回升。2003年中国宏观经济政策转变、货币政策由谨慎变为放松、宏观经济立即摆脱通货紧缩、走上持续上升之路。宏观经济政策防范泡沫和经济过热的措施适时适度、完全可以避免经济持续下滑的过大损失、实现经济稳定快速增长。

3. 市场化改革力度应适当

日本政府为解决经济下滑的深层问题、所采取的市场化改革措施力度过大、对经济运行、企业经营、公众心理造成很大冲击、不断地打乱了经济回升的进程。经济长期陷入低迷、日本政府压力很大、很想用快刀斩乱麻的改革方式、毕其功于一役、通过解决体制深层问题来解决经济回升问题。一些大力改革方案、看去目标透彻、不思妥协、如实施“金融大爆炸”、裁减人员、引入时价会计制度、强化社会保障市场化改革、等等、大范围的企业、居民承受不了、出现恐慌和混乱、导致股市反复下跌、经济起而复落。日本的市场化改革、受到美国很大压力、也受到国内激进市场化思潮的很大影响。日本学术界、政府部门、公共媒体讨论改革问题、改革力度适当不适当和改革不改革的问题搅在一起、很难分辨清楚。推进改革和经济回升形成矛盾、一改革就下滑、一妥协就回升、到底是以改革进退定成败、还是以经济起落为标准、说不清楚。到现在为止、日本政府也很难把握。中国经济改革进入90年代以后、再也没有出现80年代末“价格闯关”引发居民慌乱抢购的事件、但是、在推进减员增效、医疗市场化、教育产业化、住房商品化等改革措施方面、也还是出现了市场化改革力度过大、缺少

收入增长等相关配套措施、居民难以承受导致消费需求下滑等问题。日本推行市场化改革时常出现居民难以承受、结果事与愿违的问题。中国实行过计划经济、市场化程度和观念不如日本、推进市场化的困难比日本大。中国在推进市场化改革中更应该注意公众利益及承受力、把握好改革的进程和力度。

4. 推进社会保障改革、增强财政公共功能

日本经济陷入长期低迷、迟迟回升不起来、根本原因可能不在于不良债权、银行体制、资本市场、企业制度、用人制度等等问题尚未完全解决、很可能在于居民消费需求不足的顽症。居民消费需求难以提高、症结在于对社会保障担忧加重。日本很多学者和普通居民认为、现在日本经济除了社会保障问题之外已经没有什么积重如山的大难题了。人们对社会保障的要求提高、而加强社会保障资金到位、则使财政、企业、家庭的预算压力增大、矛盾突出、顾此失彼。日本政府为加强社会保障、不得不增大缴费力度、加大企业和居民缴费负担、有可能使未来担忧减轻、但使当前经济回升受阻。现在、日本政府正在加快政府投资从财政中退出的进度、以恢复和增强财政提供公共福利和社会保障的功能。中国社会保障远比日本薄弱、而社会保障不足及市场化改革造成的居民负担加重、消费倾向下降问题已经十分突出。中国必须重视加强社会保障问题、积极发挥财政的社会保障功能。日本的教训和调整经验值得汲取。加强社会保障、不能因为财政投资造成收支缺口而增大居民缴费压力、而应当让财政尽快从扩大投资的重压下解脱出来、发挥出财政本来应有的公共福利和社会保障功能。

四、当前中国宏观经济争论及政策选择

1. 2003年以来宏观经济热度升高

2003年以来、中国经济增长速度加快、宏观经济指标全面上升、明显高于政府宣布目标。2003年至2007年G D P平均每年增长10.4%、比1998年至2002年期间平均增长率高2个多百分点、投资、消费、出口等宏观经济主要增长指标都明显升高（表14）。主管宏观经济运行的有关部门不断警告称经济增长和宏观经济运行偏离了调控目标、增长偏快、投资偏热。2007年经济增长速度进一步升高、上半年G D P增长11.5%。很多研究机构称宏观经济偏热转向过热的趋势更加明显。认为宏观经济偏热或转向过热的观点、很大程度上以政府宣布目标或略微向上调整的指标为判断依据。政府宣布目标与1998年—2002年期间经济运行状态比较相近、基本上是以那一段时期的调控目标和实际运行状况为基准而延续下来的。

表14 政府宣布目标和宏观经济实际状况

	政府宣布目标	1998-2002 (平均)	2003-2006 (平均)	2007.1-9
G D P	8	8.2	10.4	11.5
投资	15	11.8	26	25.7
消费品零售额	10	8.4	12.3	15.9
出口	15	12.7	31.4	27.1
消费价格	3	-0.4	2.1	4.1
失业率	4.5	3.4	4.2	4.1
M 2	15	12.0	17.2	18.5
贷款	15	12.7	15.2	17.1

资料来源：《中国统计年鉴》、《中国统计月报》。

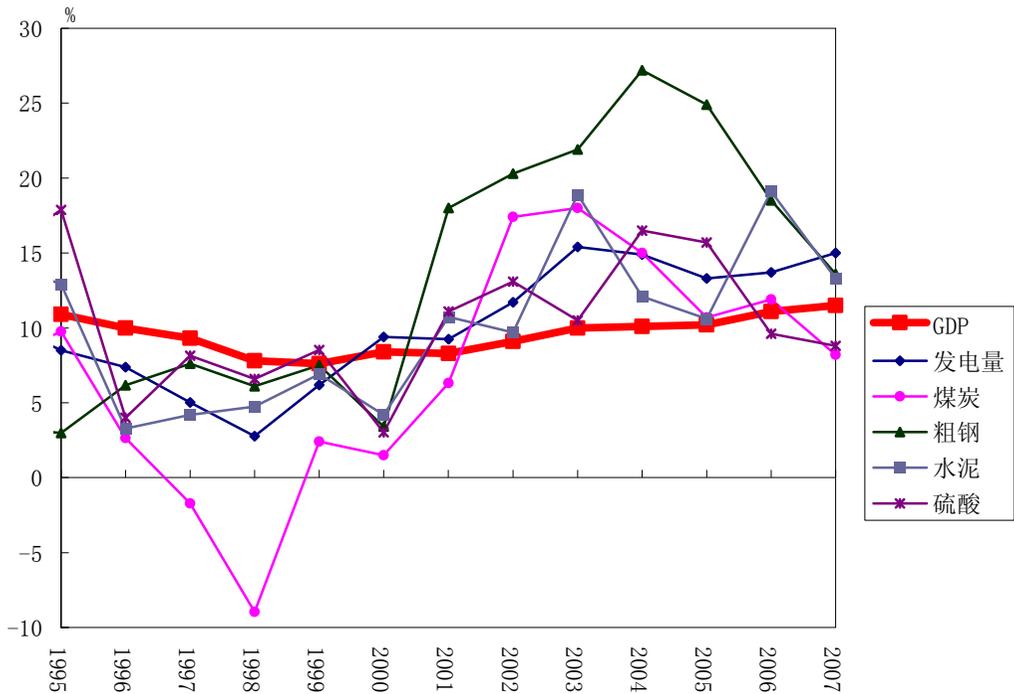
2. 过热论：中国经济已经过热

很多研究者认为中国经济过热风险很大甚至已经过热。一是、经济增长速度过高、宏观经济主要指标超过了合理界限。2003年至2006年、G D P 平均增长10.4%、2007年升高到11.5%、超过了经济增长调控目标可允许放松上浮的最高界限、大幅度突破了政府提出的调控目标。钢铁、水泥、电解铝等行业投资连续几年过快增长、产能过剩趋势严重、消费价格同比上涨6.5%、通货膨胀征象明显。二是、资产价格上涨过快。股市价格从2005年下半年开始快速上涨、上证指数从2005年7月下旬1000点起动、到2007年9月底上涨到5552点、上涨了4.5倍。2007年年初到9月底、上证指数上涨了1.08倍。房地产价格出现2003年以来的第二轮快速上涨。2003年至2004年第一轮上涨、房地产价格从3.5%上涨到11.1%、随后因房地产调控措施出台而下落、2007年房地产价格再次上涨、从年初的5.3%上涨到10月份的10.6%。北京、上海等大城市房价投机性疯狂上涨、房价高涨狂潮蔓延到更多城市。股市和房地产价格上涨过快、已经形成泡沫、上涨越高崩溃风险越大。三是、货币量及流动性过多。2007年9月广义货币M2增长18.5%、贷款增长17.1%、超出政府调控目标2个百分点。贸易顺差快速增加和外资大量流入、造成货币量过快增长。目前中国外汇储备13326亿美元、2007年上半年外汇储备增加2663亿美元、比去年年底增长25%、比去年同期增长速度快10个百分点。只要国内货币资金和流动性过多、就势必推动形成经济过热、通货膨胀和资产泡沫。

3. 不过热论：中国经济并不过热

我持不过热论。从中国宏观经济运行状态来看、虽然当前经济增长速度升高、超过了政府调控目标和1998-2002年期间的增长速度、但是宏观经济运行并没有变得过热和紧张、而是变得更为均衡和平稳。

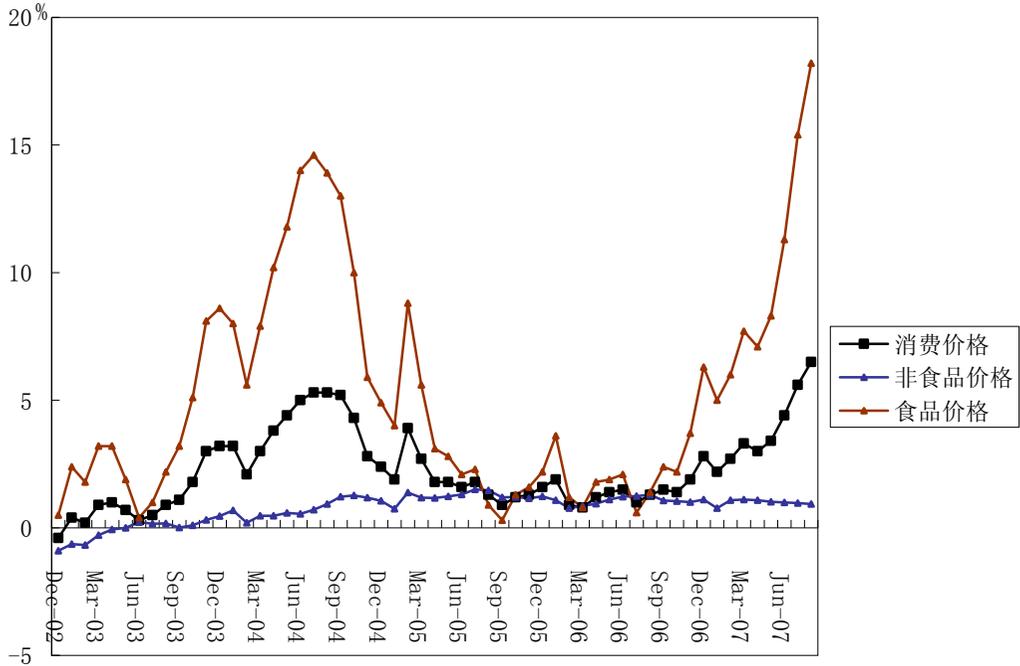
图4 1995-2006年GDP和主要能源原材料产量增长



(1) 经济增长速度加快、主要是供给短缺部门增长速度加快。2003年以来、电力、煤炭等能源产能大幅度增长。2003年至2007年、发电装机容量和发电量平均每年增长15%和14.6%、与1998年至2002年期间相比、分别提高8和6.7个百分点。电力、煤炭、钢铁、水泥、有色金属、化工原料等能源原材料工业增长速度、在经济偏冷时低于GDP增长速度、在经济升温以后高于GDP增长速度、在连续5年的经济高速增长中实现了比GDP更快的高速增长(图4)。能源原材料从供不应求转变为基本平衡、对经济继续高速增长提供了支持。调控部门担忧的投资过热、产能过剩问题没有出现。

(2) 消费价格较快上涨只是部分食品价格的局部短暂波动。粮食价格从2006年下半年开始上涨。除粮食、猪肉等部分食品价格上涨外、其他消费品价格没有出现上涨变化。粮食、猪肉价格上涨只波及到食品价格(图5)。猪肉价格上涨及其所波及影响的商品价格上涨只是局部的、暂时的、对除食品之外的消费品价格几乎没有产生影响。

图5 2003-2007年消费价格、食品价格、非食品价格变动



(3) 股市价格大幅度上涨、并不过快。2007年、上证指数上涨1倍多、流入股市资金急速增大。5月份股价升上4000点高点时、股市日成交量增大到2000亿元、日成交量增大了50倍。中国股市价格是否已经出现泡沫、用常规标尺难以衡量。2007年9月21日、上证所平均市盈率62倍。各国发生重大股灾时的市盈率、1990年1月东交所69.5倍、台湾综合指数68.9倍、1997年7月亚洲金融危机香港恒生指数15倍、泰国综合指数11倍。各国股市泡沫崩溃时的市盈率数值在10倍-70倍之间、差异过大、无法参考。中国股市市值对GDP比值最近超过100%、和世界平均水平大致相当。用多种标尺衡量、中国股市可能已经形成泡沫。但从中国经济及股市发展角度看、中国股市价格快速上涨并不是泡沫虚涨。当前中国股市价格的快速上涨、体现出资本市场历经多年艰苦改革所取得的重大进展及其与实体经济平稳快速发展相对称的合理发展、是对5年来股市改革探索过程中波动低落的补偿性上涨、是对应于中国实体经济持续高速增长

补充性跟进。拉长时间跨度看、拿当前股价和6年前股价比、6年间股价年平均上涨20%左右、对于新兴资本市场来说这样的发展速度并不过快。

资产价格变动并不完全和实体经济同步变动连成一体。资产市场变动和实体经济变动之间存在距离和差异、有些情况下、资产市场变动和实体经济变动距离很远、资产市场的剧烈波动对实体经济的影响很小。上世纪80年代以来日本、美国等国家实体经济过热或过冷的动荡变化、并非像很多研究所叙述的那样主要是资产泡沫暴涨及崩溃带来的后果。这些国家实体经济过热及过冷变动、主要受到实体经济变动及政策影响。资产财富变动存在很大程度的虚拟性、虚拟财富价格变动幅度越大、虚拟性越强。虚拟财富价格上涨下跌变动空间远比实体经济大得多。日本泡沫经济崩溃后、世界各国包括中国对资产泡沫高度警惕。很多研究者主张宏观经济监测应该对资产价格和商品价格同等重视甚至更加重视。但是、如果调控部门对资产价格变动警惕过度、防范泡沫力度过大、有可能对资本市场的正常发展和宏观经济政策的正常操作造成不利影响。近年美联储主席和欧洲央行主席提出货币政策无需关注资产价格变动。中国人民银行最近的货币政策报告注意到美联储和欧洲央行的这一政策观点。中国股市变动与实体经济变动之间的风险防火墙正在一道一道地修筑起来、例如、不允许违规贷款资金进入股市、股市投资主体完全自负盈亏、国有控股上市企业的背后支持尽可能减小、等等。这些防火墙有利于隔断或削弱股市剧烈波动对实体宏观经济及政策的风险影响。股市剧烈波动的损失、其中包括很大部分的虚拟损失、由股市自己承担和消化、尽可能少地外溢到实体经济中。这样、宏观经济政策测量股市变动风险的尺度也可以相对放宽。从目前股市运行状态、股市投资者风险防范行为及股市波动对实体经济的影响看、股市价格快速上涨到5000点以上、还没有构成对宏观经济直接或近距离危害的程度。宏观经济还在一定距离之外的安全区内。

(4) 货币量及流动性增加较多、还有较大调控空间。

2007上半年、广义货币(M2)增长17.1%、贷款增长16.5%、与2003年以来4年平均增长速度相比、M2增长速度基本一样、贷款增长速度略高一些。从2003-2007年货

币贷款增长和经济运行变动情况看、货币贷款的这一平均增长速度基本上和经济的平稳快速增长运行相适应（表14、图6、图7）。2003年以来货币和贷款增长16%-17%、宏观经济实现了无通货膨胀和无通货紧缩的持续快速增长、货币存量及流动性随之增多。目前广义货币量积累到相当于当年GDP值的160%、大幅度高于大多数国家的100%上下的比值水平。从这一比值上看、目前中国货币量及流动性可能过多。货币及流动性过多、造成银行体系金融效率下降、经营风险上升、经济过热、通货膨胀及泡沫经济危险增大。货币和流动性快速增加、影响银行体系贷款快速增加、可能增大投资过热和经济过热风险。宏观调控采取控制贷款和投资措施、过多货币和流动性滞留在银行金融体系内、造成银行金融体系经营压力及风险负担增大。资本市场快速扩张发展、成为吸纳过多流动性、减轻银行体系和实体经济压力的重要场所。但是、资本市场过快扩张、有可能造成对宏观经济危害更大的泡沫暴涨。因此、减弱或消除货币及流动性过多隐患的根本措施是减缓货币增长速度、将货币及流动性对国内生产总值的过高比值降低下来。但是、流动性增多随经济高速增长而出现、从中国经济持续高速增长并没有发生通货膨胀的实际情况来看、货币及流动性并没有增大到通货膨胀和泡沫爆发的严重程度。如果将货币增长速度减慢到较低水平、比如M2增长速度降低到低于15%、通货膨胀和泡沫风险压力减小、却会造成通货紧缩和经济过度下落。1998年—2002年期间、M2和贷款增长速度降低到12%左右、出现了通货紧缩和经济持续下滑。

贸易顺差和资本流动顺差快速增加是造成货币较快增长的重要原因。2003年—2006年出口平均每年增长31.4%、2007年上半年、出口增长27.6%、贸易顺差1125亿美元、同比增长84.3%。6月份贸易顺差269.1亿美元、同比增长86.6%、为历史上月度贸易顺差最高额。贸易顺差和外资顺差共同形成大量外汇流入、造成外汇兑换的人民币货币量大量增多。流入外汇兑换为人民币余额在人民币余额总量中所占比重（外汇占款/人民币余额）、四、五年前约为10%、2007年6月底升高到28%、外汇储备增加到13326亿美元。

图6 1998-2007年货币和贷款增长

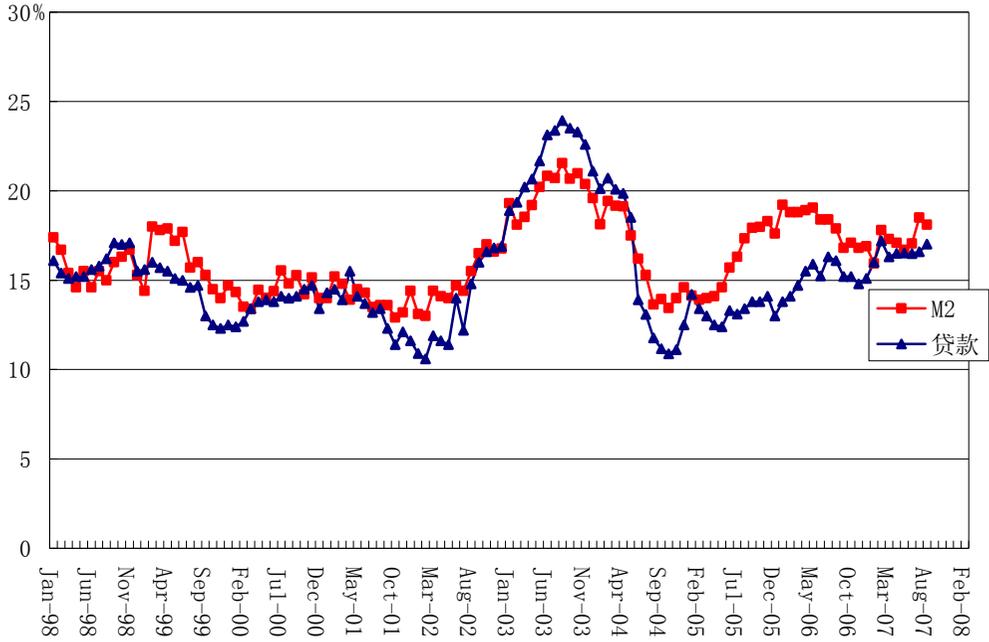
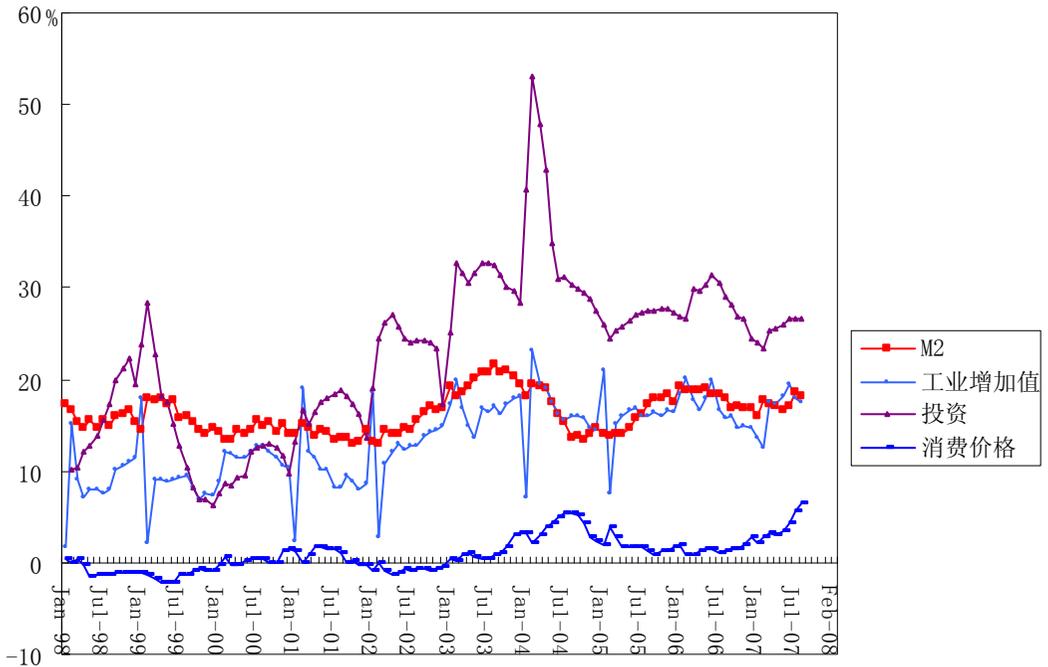


图7 1998-2007年货币与宏观经济主要指标变化



控制货币及流动性过多、目前阶段不宜简单采取减缓货币增长速度以致损害宏观经济运行的做法。目前、出口贸易及顺差增长过快、影响货币增长速度加快。出口贸易及顺差增长过快与实体经济运行有关。减缓出口贸易及顺差增长速度、既有利于减轻货币及流动性增加过快压力、也有利于调整实际经济运行中出口过多内需相对不足的结构不平衡问题。央行采取提高存款准备金率、发行央行票据等措施、可回收大量过多货币及流动性。如果货币及流动性过多压力仍然很大、央行还可以再加大实施此类措施的力度。最近财政部计划并开始发行1.5万亿元特别国债、用于向央行购买外汇组建对外投资公司。此项措施、有助于减轻央行购买外汇造成的货币发行过快压力。财政部还可采取类似措施、大量发行长期债券、协助央行收回过多流动性很强的货币及流动性、再把此项资金用于支持欠发达地区经济发展和社会保障等长期投资及公益事业、虽然国内货币及流动性总量没有变化、但流动性很强的货币及流动性置换为流动性较弱的货币及流动性、既有助于减轻货币及流动性过多的金融风险压力、又有利于促进实体经济的均衡发展。中国的长期债券发行种类及空间容量很大、可以大规模地回收和置换过多货币及流动性、有效减轻货币及流动性过多压力。

4. 宏观经济趋势与宏观调控选择

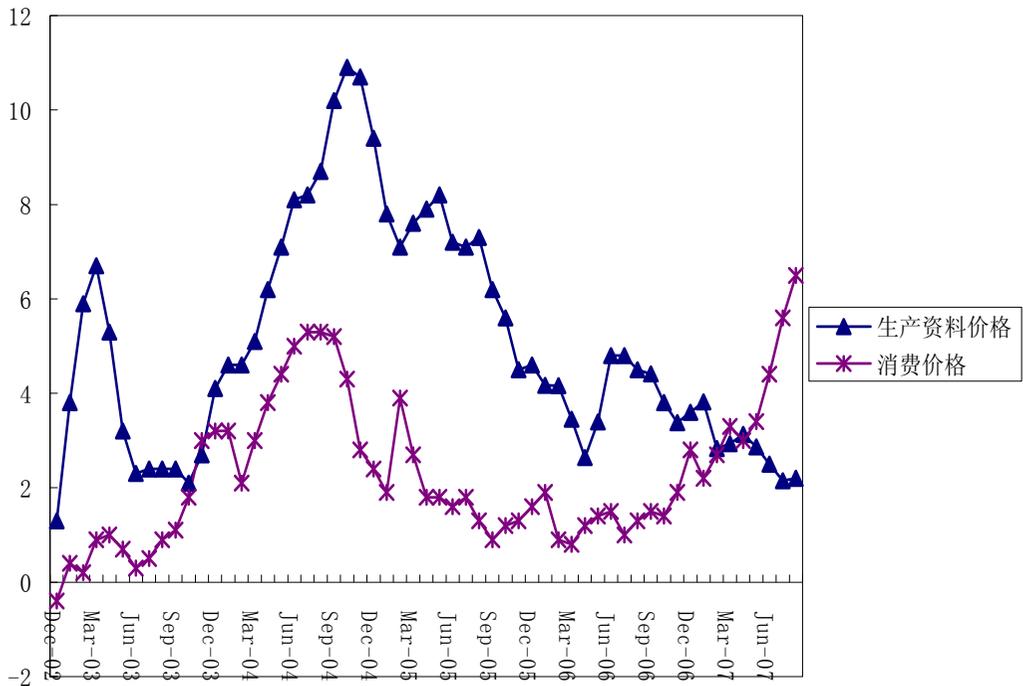
(1) 经济过热与通货膨胀是否已成趋势

投资和经济持续高速增长并出现消费价格上涨、不能证明投资持续高速增长已构成经济过热及通货膨胀趋势。实际上、2003年以来中国经济没有发生过投资过热和经济过快增长。几年来投资高速增长30%左右、并不是投资过热、而是经济增长正常回升情况下为填补供给缺口所增加的补偿性投资。原材料工业和制造业工业之间供求关联关系与前几年相比均衡度增强。从5年来投资变化情况看、2007年投资运行最为平稳、

三、四年前煤电油运瓶颈制约所形成的投资刺激、因供求趋于平衡而呈减弱之势。

2003年、生产资料价格从前几年的连续下降变为上升7%、很多人认为已经形成了成本推动型通货膨胀趋势。2004年第一季度投资增长47.8%、生产资料价格上升5.1%、消费价格上升3%、很多人认为投资过热及成本推动型通货膨胀已经十分明显。其实、当时投资高速增长下的生产资料价格上涨、并不是投资过热和通货膨胀前的成本推动。由于消费需求较弱、生产资料价格上涨不可能将消费价格推升起来、消费价格下落反而会将生产资料价格拉低下去。从2004年第四季度起、消费价格先从上升变为下落、随后生产资料价格也从上涨高峰滑落下来。2003年以来、生产资料价格高涨的时候、作为成本上升推动力量没能将消费价格推升起来。现在、生产资料价格指数还在持续下落、不但可能推升消费价格、甚至这几种价格指数有可能在今后不长时间内变成负数。现在以至将来一段时间、除石油以外、不大可能出现近几年出现过的部分生产

图8 2003-2007年生产资料价格、消费价格变动

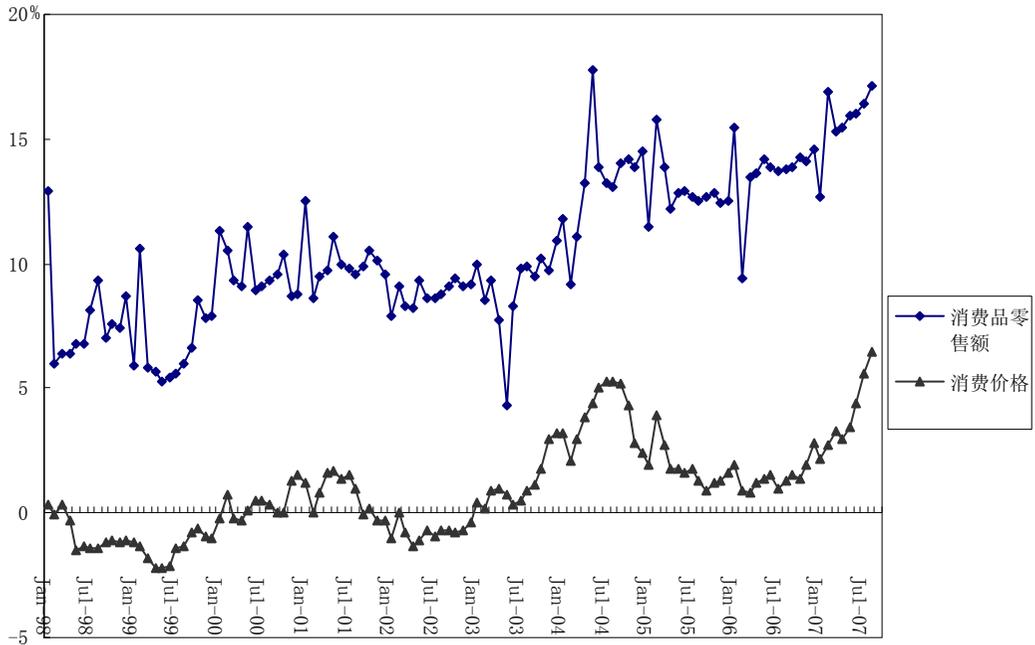


资料价格或投资品价格大幅度上涨、几乎不可能发生某种生产资料或投资品价格突然大幅度上涨引致消费价格大幅度上涨的事件。

2003年以来、消费需求增长速度升高、还处在合理阶段、还没有形成过快增长导致通货膨胀的程度。消费价格指数从过去多年持续下降到0以下转变为平缓上升。这是一种良好变化。1998年—2002年期间、消费需求持续低弱不振、消费品零售额增长速度大多数月份低于9%。1998年消费品零售额增长速度下落到5%—6%低点的时候、消费价格也下降到—2%左右的历史低点。2003年1月份以后、消费品零售额增长速度逐渐升高到10%以上、消费价格指数由负转正、走出了通货紧缩。2005年8月份以后一年左右时间里、消费价格指数从上年3%以上迅速下落到1%左右、甚至出现了临近通货紧缩的迹象、工业品生活资料价格指数持续下降一年多变成负数。消费价格的这种下落性变化、跟上年实施严厉紧缩措施所导致的消费需求减弱有关。这段时间里、消费品零售额从上年增长13%以上下落到13%以下、影响消费价格持续下落。2006年第二季度以后、消费品零售额增长速度回升到13%以上、2007年进一步升高到15%以上、同时、消费价格也出现回升（图9）。目前消费需求刚刚开始增强、对消费价格上升的影响力尚在初始阶段。除食品价格外的消费品价格基本上处于微弱上升和微弱下降之间。

2007年食品价格上涨、可能跟居民消费能力增强有关。2003年以来城乡居民收入增长加快。2007年上半年、城市居民人均可支配收入和农民人均现金收入增长速度升高到14.2%和13.3%、预计2007年全年城市居民人均可支配收入和农民人均纯收入增长14%左右和8%左右、预计2003年—2007年5年间城市居民人均可支配收入和农民人均纯收入平均每年增长10.1%和6.5%。居民收入增长速度比过去明显升高、但是并没有达到过高。城市居民收入增长速度只是今年才超出经济增长速度、农民收入增长速度仍然缓慢、比经济增长速度低3个多百分点。目前、居民收入增长和消费增长速度加快、有利于改变多年来消费过低的不合理局面、还达不到消费需求增长过快导致需求拉动型通货膨胀的程度。

图9 1998-2007年消费品零售额、消费价格变动



(2) 经济过热是否应及早预防

很多学者指出、预见经济过热和通货膨胀是否已成趋势比判断经济过热和通货膨胀是否已经发生更加重要。持这种观点的研究者认为、经济过热和通货膨胀在已经发生的时候被确认并采取应对措施、为时已晚、在经济过热和通货膨胀发生之前作出预测、提前采取预防措施、才是有效的宏观调控。有的研究者进一步提出、在出现经济过热前兆的情况下、即使不能确定将来经济是否过热、宏观调控部门也应该按发生经济过热趋势采取调控措施。这种观点、在宏观经济分析时、强调风险防范为先原则、在宏观调控中体现为以稳为上的风格。大多数人赞同这种观点、认为在没有把握确认经济是否过热的情况下、宁可把经济过热发生概率估计得高一些、采取紧缩防范措施、避免经济过热、也不能因为对过热风险估计不足而发生紧缩不足或紧缩过迟的政策错误。

我不同意这种看法。在经济过热和通货膨胀是否发生并不确定的情况下、提前采取预防措施的做法、可能会给宏观经济运行带来不必要的波动和损失。2004年提前采取强力预防措施造成了经济剧烈波动。2004年3月份统计数据公布、消费价格上涨到3%、气氛一下子变得非常紧张。很多人认为、从2003年年初开始的投资高速增长及生产资料价格上涨已经推移到消费价格上、形成了成本推动型通货膨胀趋势、在消费价格上涨到3%的时候、就应该提前采取控制措施。从4月底开始、调控部门采取了一系列严厉紧缩措施、M2和贷款增长速度大幅度下落。5月份、钢材价格出现恐慌性暴跌、主要钢材品种价格下降50%左右、跌到成本以下、投资月同比增长速度从34.7%大幅度下落到18.1%、下落约17个百分点。下半年、M2和贷款增长速度最低下落到13%和10%。生产资料价格和消费价格迅即从快速上涨转变为急剧下落、2004年年底到2005年下半年、消费价格最低下落到1%以下。通货膨胀隐患很快消除、通货紧缩压力卷土重来。价格急剧下落、造成企业效益下滑。企业利润增长速度从40%以上下滑到20%以下、企业亏损增长速度从10%以下升高到60%以上。

当消费价格上涨到警戒位置、经济过热和通货膨胀走向并不确定的情况下、不应只看到通货膨胀加重趋势、还应该看到经济回升过程中可能出现的下落性波动。2003年年底、消费价格上涨到3%、主要是粮食价格恢复性上涨所推高、不是经济热度上升所造成的价格持续上涨、价格局部暂时上涨并不表示通货膨胀趋势、局势表现比较清楚、调控部门没有感到紧张、没有采取过度紧缩措施。2004年一季度粮食价格继续上涨并且加上生产资料价格上涨的影响、通货膨胀发生趋势可能性增大、但并不确定。很多学者、包括一些研究功力很深的宏观经济研究者认为、在价格上涨到有可能出现通货膨胀但并不确定的情况下、采取有力的预防措施是避免通货膨胀更大损失的优选决策。事实上、经济回升的基础并不稳固、虽然投资扩张起步速度很快、但消费需求较弱、消费品生产及价格竞争激烈、消费品价格存在很强的下落压力。调控部门看到了过去长期货币紧缩造成的消费需求过低问题、在2003年下半年采取的紧缩调控措施比较轻微、过快的投资增长速度平缓下落、过低的消费增长速度持续上升。2004年前

两个月、投资增长速度过快、3月份开始明显减缓、表现出市场投资主体对投资饱和和的警惕感。投资主体既有扩张冲动又有下滑担忧。4月底实施强力紧缩措施、投资、消费、价格经不住过度紧缩措施打击、宏观经济运行全面急速下滑。为避免经济过热和通货膨胀而提前采取防范措施、造成经济下滑的剧烈波动。在既存在通货膨胀隐患又存在通货紧缩压力的情况下、提前防范通货膨胀、可能会引来通货紧缩。在通货紧缩压力增大情况下、从2005年下半年到2006年上半年、货币政策过度紧缩改变为适度放松、M2增长速度恢复上升到18%左右、贷款增长速度升高到16%左右。2006年和2007年经济增长速度高位加速、投资增长居高不下、价格指数由低变高、防范经济过热和通货膨胀呼声四起。调控部门没有像2004年那样采取紧急紧缩措施。2006年下半年以来、M2和贷款增长速度基本保持在17%和16%左右、投资、消费继续平稳快速增长、价格上涨较大幅度超过年初政府提出的3%目标线。这种价格上涨基本上处在可预测可调控的范围内、无需过早采取紧缩措施、不必为完全消除通货膨胀隐患而付出经济下滑的代价。

（3）实际经济增长过高还是增长调控目标过低

2003年以来、中国经济是否过热增长是否过快的争论始终没有停息。每年的调控目标都明确宣布增长8%、实际经济增长总是高于10%。调控目标和实际运行的差异、实际上体现两种不同调控思路的差异。政府宣布的调控目标所体现的调控思路、基本上保持了1998年至2002年期间的调控目标和运行状态。这种调控思路主要遵照中长期发展规划。2006年年初公布的“十一五”规划提出目标、2006年至2010年GDP年均增长7.5%、失业率5%、居民人均收入增长5%、单位GDP能源消耗降低20%。“十一五”规划中的宏观经济指标和政府年度宏观调控目标一样、保持了和1998年至2002年期间基本相同的宏观经济状态。1998年至2002年的宏观经济运行状态如前述表14所示、GDP每年增长8%左右、投资和出口每年增长12%左右、消费品零售额增长不超过

10%、消费价格平均下降0.4%、广义货币M₂和贷款平均增长12%左右、城市登记失业率平均3.4%。这一期间宏观经济运行实绩不佳、掉落到改革开放以来最低水平。“十一五”规划制定的经济增长速度目标比1998年至2002年期间的实际增长速度和2003年以后的年度调控目标水平还要低、为保证能源和环境对经济的支撑能力、为推进重点部门的技术进步和产业升级、着力控制经济增长速度过高。1998年至2002年5年期间、宏观调控完全按照这种中长期规划思路贯彻实施、经济增长保持在目标控制的8%左右、其他各项宏观经济指标都未超出目标控制水平。2003年以来、政府宣布的调控目标保持不变、但实际调控政策和经济运行发生了很大变化。自实际经济增长速度达到和超过10%以来、有关部门始终认为经济增长速度过高、偏离了调控轨道。有关部门以1998年至2002年期间经济增长8%左右的运行状态为基准、不断警告经济增长速度过高及其所引发的种种问题：各地区低水平投资规模过大、能源原材料消耗过多、环境污染加重等等。

2003年以来的中国宏观经济运行中出现了和上述公开宣布的中长期发展规划及年度调控目标不同的另一种思路。这种新的调控思路、没有作出公开明晰的表述、主要通过宏观调控实际政策体现出来、在宏观经济的多重矛盾关系和多元目标选择中、重视人民生活、缓解社会矛盾、用支持经济快速增长的方式解决经济中的主要矛盾和问题。新的宏观调控思路、不拘限于公开宣布的增长目标及其他相关控制指标、也没有公开向上修正增长目标及相关宏观经济目标、而是基本上以经济高速平稳增长、无通货膨胀为目标进行调控。2003年以来经济增长持续达到或略高于10%、没有通货膨胀、增长平稳快速。这一调控目标的实现、在2007年的政府工作报告中得到确认。

（4）宏观政策重要转变及效果

2003年以后、宏观调控实际目标和政策作出重大调整、虽然公开宣布的经济增长、投资增长、消费增长、失业率调控目标和以前一样、事实上在货币、财政、投资、就

业、收入分配等方面政策实际执行中发生了重大转变、基本上按照经济增长加速、运行升温的目标实施调控。货币政策从过去强调防范通货膨胀和泡沫经济的过度紧缩转变为保持经济持续高速增长的适度放松、广义货币M2平均每年增长17.1%、比过去升高5个百分点、贷款增长16.5%、比过去升高近4个百分点。财政政策从过去扩大国债投资转变为减少国债投资、注重加强财政公共服务及社会保障职能。投资政策从过去过度集中资金建设大型项目、严厉限制地方和民营企业投资进入国家重点或战略产业领域转变为允许地方投资和民营企业投资大规模进入能源原材料等重化工业。就业政策从过去支持减员增效和资本密集技术升级转变为不鼓励减员增效、支持就业增加和劳动密集型产业及经济快速发展。收入分配政策从过去强调将收入集中于中央、利润收益向企业和资本倾斜转向关注城乡居民收入特别是农民收入增长缓慢问题。这样的政策转变、削弱和消除了以前过度紧缩政策所造成的压抑、释放了经济增长和效率提高的潜力、推动实现了经济高速增长和宏观经济顺畅运行。

从货币政策的变化上、可以清楚地观察到2003年以来宏观调控政策的转变及其调控效果。1998年至2002年的5年期间、宏观调控以防范金融风险 and 通货膨胀为主要目标、实行紧缩的货币政策、制定了货币和贷款增长15%的控制目标、大多数时候广义货币M2和贷款增长速度低于15%、最低时M2和贷款增长速度被压低到12.9%和10.6%。2002年9月份以后、M2和贷款增长速度升高到16%以上、突破了货币贷款控制线。货币政策由此发生了从过度紧缩到适度宽松的转折性变化。2003年货币贷款增长速度上升、最高时M2和贷款增长速度升高到21.6%和23.9%、比两年前货币贷款增长最低速度高出1倍左右。消费价格从2002年年底以前持续下降转变为2003年以后适度上升、通货紧缩局面得到扭转。2004年下半年货币贷款增长速度降低到15%以下一段时间、只是针对可能出现的投资过热波动所作的短期调控。2005年下半年以后、M2增长速度重新回升到15%—20%之间。2007年年初以来、M2增长保持在17%—18%的水平上。2003年—2007年5年间、M2平均每年增长略高于17%、比1998年—2002年的5年间M2平均增长速度高出5个百分点。货币量增长从过去压低到15%以

下过低速度调整升高到17%左右的适中速度、反映出宏观政策从高度防范金融风险和通货膨胀变为既支持经济快速增长又保持价格稳定的重大转变。

货币和贷款增长速度适当升高以后、经济持续增长效果很快显现、宏观经济主要指标迅速从低落转变为高涨。2003年第一季度、投资、工业、G D P 增长速度急速升高、价格明显上涨、与前几年相比、城镇固定资产投资增长速度从10%或略高于20%升高到30%以上、工业增加值增长速度从10%左右升高到17%、G D P 增长速度从8%左右升高到10.7%、生产资料价格和消费价格从下降变成上升约7%和1%。居民就业和收入增长发生了很大变化。1998年—2002年、城市登记失业率从3.1%上升到4.0%、城镇居民收入和农民收入分别平均每年增长8.7%和3.8%、农民收入增长速度大幅度降低。2003年—2006年、城市失业率从4.3%下降到4.1%、城镇居民收入和农民收入增长速度升高、分别平均每年增长9.2%和6.2%。1998年—2002年期间增发国债、扩大财政投资、没能将宏观经济从下滑低谷中推升起来。自从货币从过度紧缩转变为适度宽松以来、财政扩张措施逐渐退出、国债增发量逐年减少、货币政策支持市场机制、调控经济运行。货币和贷款增长速度比2002年以前时期加快、投资过热、通货膨胀、资产泡沫风险压力增大、争论增多。面对这些变化、调控政策没有退回到全面紧缩的老路上去、基本上保持货币中性政策不变、既防止通货膨胀、又防止通货紧缩、实现了宏观经济平稳运行和经济持续高速增长。

参考文献：

- 滨田宏一：《日本经济的宏观分析》东京大学出版社1987年
- 岩田规久男：《金融政策经济学》日本经济新闻社1993年
- 吉富胜：《日本经济的真实情况》东洋经济新报社 1999年
- 西村吉正：《金融行政的败因》文艺春秋出版社1999年
- 堀内昭义：《日本经济与金融危机》岩波书店1999年
- 吉川洋：《日本经济与宏观经济学》东洋经济新报社1992年
- 吉川洋主编：《宏观经济政策的课题与争论》东洋经济新报社 2000年
- 吉川洋主编：《循环与成长的宏观经济学》东京大学出版社2000年
- 深尾光洋等：《零利率与日本经济》东洋经济新报社2000年
- 细野薰等：《金融政策的有效性与局限性》东洋经济新报社2001年
- 小宫隆太郎主编：《金融政策争论》日本经济新闻社2002年
- Jesper·Koll等：《平成通货紧缩的终结》有乐出版社2003年
- 东谷晓：《经济学家有信用吗？》文艺春秋出版社2003年
- 西村清彦：《日本经济结构转换》日本经济新闻社2004年
- 滨田宏一等主编：《日本经济危机争论》日本经济新闻社2004
- 安达诚司：《通货紧缩结束了吗？》东洋经济新闻社2005年
-
- 袁钢明：《警惕中国经济重蹈日本之覆辙》、《港澳经济》1999年10月
- 袁钢明：《日本经济是否有想象的那么坏》、《中国经营报》2002年3月
- 袁钢明：《日本经济可否从改革中回升》、《经济研究参考资料》2002年6月
- 袁钢明：《日本经济何时走出通货紧缩》、《环球》2005年7月

**Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization
3-2-2 Wakaba, Mihama-Ku, Chiba-Shi, Chiba 261-8545, Japan**