

治理通货膨胀，更要警惕经济大幅下滑风险*

——关于解决扩大内需和抑制通货膨胀两难的政策建议

田国强 黄晓东

(上海财经大学经济学院、高等研究院)

随着全球经济增长趋缓，国际通胀压力不断加大，我国经济正面临着两难局面，即在扩大内需以防止经济大幅下滑风险的同时，又要抑制通货膨胀的双重任务。然而，两者的风险是非常不对称的。我们认为，只要维持较高的经济增长速度，通货膨胀高一些也许可以承受，但是一旦经济出现大幅下滑，无论是低通胀还是高通胀，经济及社会的深层次问题都会集中显露，造成很大被动。因此，当前的政策目标不应该优先放在抑制通货膨胀上，简单地由央行出台单一的从紧货币政策，而应该是主要防止经济大幅下滑，同时兼顾抑制通货膨胀，采用更高层级的基于一般均衡的综合治理。

为此，我们提出了“慎紧缩、稳股市、拉两头、控中间、停升值、缓提价”18字的综合治理方针。所谓“拉两头、控中间”指的是：加大对第一产业——农业投入，提高农产品供给和农民的需求；促进第三产业——服务业发展(房地产行业除外)；要适度控制原材料消耗大的第二产业——制造业发展。

当前，在美国次贷危机蔓延、国际大宗商品价格持续走高、美元大幅贬值等因素的作用下，世界经济已经进入本轮经济周期的下行区间。特别是美国次贷危机的影响已远远超出金融和地域限制，对全球金融市场和世界经济稳定构成空前挑战。美联储前主席格林斯潘称，美国经济可能陷入滞胀，次贷危机的影响目前已波及亚太地区。最近，国际货币基金组织作出预测，2008年世界经济增长率将由2007年的4.9%降至3.7%，比2008年1月份时的预计下降0.5个百分点，并可能进一步下滑。

世界经济增长的放缓已经使我国的出口增速出现明显回落，社会总需求和投资都出现下降，经济面临下滑风险，国务院已经将防止经济下滑的风险纳入工作重点，这就迫切需要通过扩大内需来拉动经济增长。然而，由于国际市场上的

* 致谢：作者感谢上海财经大学、学界和政策研究部门许多同仁对本文的完善所提供的帮助，但我们对本文的观点负完全责任。

资源,能源类产品和初级产品价格的高涨,给我国构成了一定的输入型通货膨胀,加上国内基本原材料价格上涨、劳动力和环境成本上升等所引发的成本推动型通货膨胀,二者交互作用,使得我国面临着通货膨胀不断上升的压力。

面对扩大内需和抑制通货膨胀这一两难困境,如果政策处理不当,中国经济长期以来的“低通胀、高增长”局面有可能被“低增长、高通胀”所替代。从一些经济数据看,中国经济已经具备了“滞胀”的一些初步特征,如不加以充分重视,未雨绸缪,对已经出台或即将出台的政策措施不加以慎重的检视,对政策的效应不进行准确的评估,则有可能滑向“滞胀”的泥潭。我们的亚洲邻居越南已给我们敲响了警钟。

当前我国的经济形势与 1998 年亚洲金融危机造成的经济低迷不一样的地方,就在于当前我们正面临巨大的成本推动型通货膨胀压力,政府的可操作空间不大,不能再像九八年那样靠大兴基础设施建设来扩大内需,拉动经济增长了。那么,我们到底应该如何解决这个两难问题呢?我们将在分析导致该两难问题的三大成因以及风险不对称之后,给出六条综合治理的政策建议,希望可以为政府解决当前复杂、困难的经济难题提供一些参考意见,以实现经济的持续、快速、健康发展。

一、造成两难问题的成因

首先,当前的通货膨胀压力不仅来自于货币市场供求失衡,而且更有结构性和成本推动性方面的原因,这就要求我们的政策应对不是简单由央行出台单一的紧缩性货币政策,而应该是一个一般均衡的综合治理,由此需要出台更高层级别的整体性配套政策措施。

如果仅仅是货币供求失衡引致的通货膨胀,那么紧缩性的货币政策应该发挥作用,但事实并非如此。2008 年以来,实际上是从 2007 年开始,央行就出台了一系列的紧缩性货币政策,但是不仅 M1 没有降下来,而且 M2^①还在持续上升,并且今年 5 月份还超过了 M1 的增幅(见表 1)。与此同时, CPI 也一直处于高位运行(见表 2),5 月份的 PPI 更是超出 CPI 零点五个百分点,达到 8.2%,初级产品和资源类产品价格普遍高涨还会陆续传递至中下游产品,通货膨胀压力依然巨大。

^① 通常通货膨胀与更广义的货币供应 M3 关系可能更为紧密,但由于中国并没有采用更广义的 M3 作为货币供应衡量指标,因此在此采用 M2 作为观察数据。

表 1 2007 年以来 M1/M2 同比增速一览

日期	货币和准货币[M2] (万亿元)	M2 同比增速(%)	货币[M1](万亿 元)	M1 同比增速(%)
2007 年 1 月	35.15	15.79	12.85	19.80
2007 年 2 月	35.87	17.78	12.63	20.99
2007 年 3 月	36.41	17.27	12.79	19.81
2007 年 4 月	36.73	17.09	12.77	20.01
2007 年 5 月	36.97	16.74	13.03	19.28
2007 年 6 月	37.78	17.06	13.58	20.92
2007 年 7 月	38.39	18.48	13.62	20.94
2007 年 8 月	38.72	18.09	14.10	22.77
2007 年 9 月	39.31	18.45	14.26	22.07
2007 年 10 月	39.42	18.47	14.46	22.21
2007 年 11 月	39.98	18.45	14.80	21.67
2007 年 12 月	40.34	16.73	15.25	21.02
2008 年 1 月	41.78	18.88	15.49	20.54
2008 年 2 月	42.10	17.39	15.02	18.95
2008 年 3 月	42.31	16.19	15.09	17.97
2008 年 4 月	42.92	16.94	15.17	19.05
2008 年 5 月	43.62	18.07	15.33	17.93

表 2 2008 年 1-5 月份 CPI/PPI

	CPI	PPI
2008 年 1 月	107.1	106.1
2008 年 2 月	108.7	106.6
2008 年 3 月	108.3	108.0
2008 年 4 月	108.5	108.1
2008 年 5 月	107.7	108.2

M2 居高不下，我们分析有两大原因：一是由于对人民币升值的预期，导致热钱持续大规模流入中国。数据显示，今年 1-4 月外汇储备新增 2284 亿美元，而同期贸易顺差和 FDI 仅为 756 亿美元，“不可解释性的外汇流入”达 1528 亿美元。德意志银行最新的研究报告更是大胆估算，今年前 4 个月，实际流入中国的热钱规模甚至超过了官方外汇储备增量，达到 3700 亿美元。不管具体数量是多少，其规模十分巨大这一点上大家没有异议。这就导致我国外汇占款的增加和货币的大量投放，带来了广义货币供应量（M2）的持续反弹，进一步加剧了通货膨胀。二是由于信贷增速的上升。5 月末，金融机构人民币各项贷款余额 28.29 万亿元，同比增长 14.86%。自 07 年 12 月份以来，中国的定期储蓄存款直线上升，近 5 个月的月均增加额超过 3000 亿。

其次，以提升存款准备金率和信贷规模控制^①为主要手段的紧缩性货币政策，增加了企业从银行贷款的融资难度，给企业的经营状况带来负面影响，加上世界经济环境的整体恶化，中国经济进入下行区间，使公众形成上市企业的利润即将下降的心理预期，并在一次次应验中不断强化这一心理预期，而从 2008 年开始并将持续到 2009 年的大规模的大小非减持，以及不减的增发扩容压力，此外由于管理部门监管不力带来的金融腐败、金融失范，如内幕交易及市场操纵行为，也伤及了金融稳定性，破坏了金融运行环境。这些都打击了投资者的信心，带来了中国股市的整体短时间大幅度下挫。

虽然自去年 10 月以来前几次股市大跌在一定程度上是对股市泡沫的修正，是市场机制的内在作用。然而，近期来不断实施的紧缩性货币政策对于本已处于低迷的股市而言，就如同雪上加霜，使得投资者更加确认自己悲观的心理预期，从而用脚投票，纷纷逃离股市^②。2008 年 6 月 7 日，央行年内第五次（也是 2007 年以来第 15 次）宣布调高存款准备金率，公布后的首个交易日（6 月 10 日）沪指从开盘 3202.11 点下跌至收盘 3072.33 点，下跌 7.73%，其后的 6 月 12 日上证指数轻松跌破 3000 点；6 月 15 日，存款准备金率上调 0.5 个百分点，上证指数大幅下跌，跌破 2800 点。截至本文完成之日（7 月 1 日），股市一路飞速下滑，跌破 2700 点，达 2651.60 点，为去年 10 月以来新低。恐慌和悲观的情绪正在蔓延，投资者对于市场前景普遍感到不确定，对于政策风险的担心也越来越强烈，使得基金、机构等大股东投资者大量减仓，引致居民的恐慌性抛筹，大量资金包括热钱纷纷进入银行，寻求固定收益。

表 3 2007 年以来存款准备金率的调整情况

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度
1	08 年 06 月 25 日	17%	17.5%	0.5%
2	08 年 06 月 15 日	16.5%	17%	0.5%
3	08 年 05 月 20 日	16%	16.5%	0.5%
4	08 年 04 月 25 日	15.5%	16%	0.5%
5	08 年 03 月 25 日	15%	15.5%	0.5%
6	08 年 1 月 25 日	14.5%	15%	0.5%

^① 目前，信贷规模控制比存款准备金率对企业的负面影响更大，在今年原材料、燃料、动力购进价格大幅增长的情况下，如果新增贷款还维持在去年的 3.6 万亿，企业的间接融资规模将紧缩，加上股市不景气造成的直接融资减少，企业将面临巨大的资金缺口。

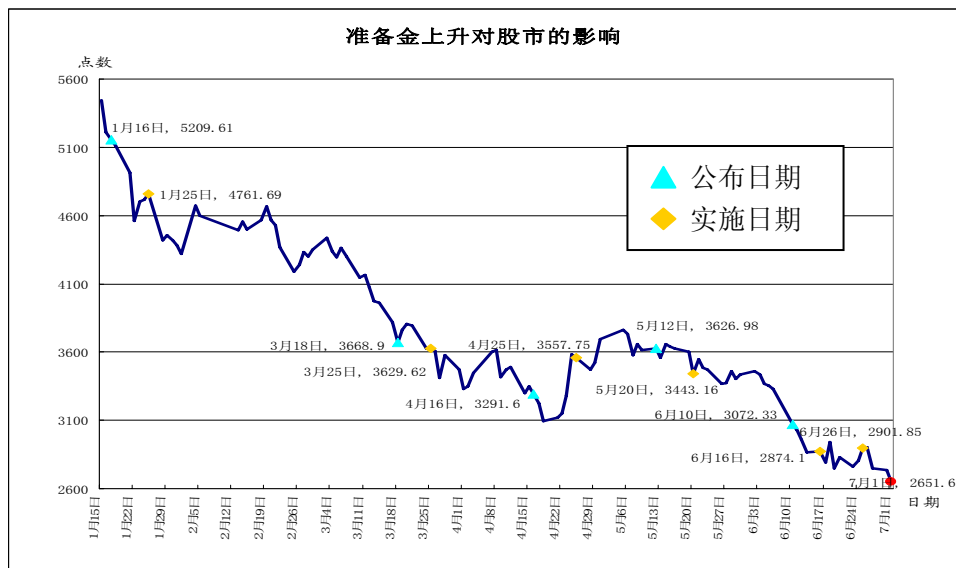
^② 虽然对于股市影响更为直接的利率并没有上调，但是以存款准备金率和信贷控制为主要手段的从紧货币政策所发出的信号，还是应验并强化了股民对于经济的悲观预期，从而加速了股价的下跌。

7	07年12月25日	13.5%	14.5%	1%
8	07年11月26日	13%	13.5%	0.5%
9	07年10月25日	12.5%	13%	0.5%
10	07年09月06日	12%	12.5%	0.5%
11	07年08月15日	11.5%	12%	0.5%
12	07年06月5日	11%	11.5%	0.5%
13	07年05月15日	10.5%	11%	0.5%
14	07年04月16日	10%	10.5%	0.5%
15	07年02月25日	9.5%	10%	0.5%
16	07年01月15日	9%	9.5%	0.5%

表4 2008年以来存款准备金率调整与股市变化情况一览

日期	开盘	收盘	当日 涨跌	三天后	五日后	公布到实 施涨跌	公布间 涨跌	实施间 涨跌	备注
1月16日	5395.28	5209.61	-153.18	-335.28	-884.04		-1654.23		公布日
1月25日	4716.98	4761.69	43.96	-259.79	-334.34	-726.81		-1157.79	实施日
3月18日	3789.56	3668.9	-151.15	-16	-193.86		-470.12		公布日
3月25日	3559.94	3629.62	3.43	-214.7	-153.48	-260.11		-53.64	实施日
4月16日	3349.93	3291.6	-56.75	-253.68	-200.56		200.26		公布日
4月25日	3572.55	3557.75	-25.28	-61.62	175.98	224.2		16.52	实施日
5月12日	3548.61	3626.98	13.49	43.94	10.74		-411.38		公布日
5月20日	3601.55	3443.16	-161.6	-119.13	-240.22	-11.94		-728.47	实施日
6月10日	3202.11	3072.33	-257.34	-372.14	-455.57				7日公布
6月16日	2876.29	2874.1	5.3	72.31	-37.06	-453.38		-74.76	15日实施
6月25日	2794.04	2905.01	101.99	-54.59		-535.63			实施日
7月1日	2743.16	2651.6	-91.56						

图1 法定存款准备金率调整与股市变化的相关图



再次，股市的不景气，使得居民的现期财产性收入大幅下降，不少人损失过半，而基于担心将来“生(生计)、老(养老)、病(治病)、居(居住)、教(子女的教育)”等费用得不到保障，从而不敢多消费的考虑，居民对于将来的消费预期会不断增加，这就使得居民会减少现期的消费，会造成内需下降。

随着居民消费和投资趋向于保守，居民的储蓄意愿大幅增强。截至5月底，我国居民储蓄高达19.07万亿元，占去年我国GDP的77%左右。5月份，储蓄存款大幅增加，比去年同期多增加了5000多亿元，为近年来同比增加额度最大的月份。这从一个侧面反映出消费增长缓慢，内需不足的事实，再加上世界经济环境的恶化，人民币升值和通货膨胀导致出口利润下降，使得我国的出口大幅度放缓，使得外需不振，总需求下滑的风险非常大。

二、两难的风险不对称

扩大内需和抑制通货膨胀双重任务并行，不仅仅是中国面临的困境，而且已经成为一个全球性的难题。当前美元贬值、通胀压力加大、经济增长减缓使得各国货币当局都面临着一个两难选择：一方面，控制通货膨胀的目标要求各国政府减少货币发行，控制货币供应增长率，另一方面，世界经济增长放缓可能带来的衰退要求各国中央银行增加货币投放。对此，一些主要发达国家，如美联储、加拿大、英国央行为防止经济衰退和稳定股市，还是选择了顶住通胀压力，实行从松的货币政策来刺激经济增长，直至最近连续大幅降息，向市场大量注入流动性。欧央行和日本央行则选择了维持现行利率不变，以保证中长期价格水平和公众预期的稳定。只有澳大利亚和瑞典等国央行选择了加息以应对通货膨胀的风险。

在当前国内外经济增长趋缓的背景下，如果继续紧盯“低通胀”目标，有可能雪上加霜，进一步加大经济下滑的风险，带来“低增长”的经济后果。另一方面，如果我们将政策调控的重点聚焦在稳定“高增长”上来，则有可能需要冒“高通胀”的风险。

尽管如此，但两者的风险是非常的不对称。从历史和现实的角度观察，我们认为前者的风险要显著高于后者：一、上世纪80年代中后期和90年代早中期，中国曾出现20%左右的通货膨胀，但是由于经济依然保持两位数的增长，通货膨胀的问题也在经济增长中得到逐步缓解；二、中国当前的经济增长方式仍然是一

个比较粗放的增长方式，必须依靠较高的增长速度（我们认为至少不能低于 8%）来维系，否则经济、社会及至政治等各领域的深层次问题都会集中显露。

两害相较取其轻。我们认为，在这样的情势下，当前的政策取向应该是在优先保证较高增长速度的前提下，来合理控制通货膨胀水平，而不是盯住过去十年高增长，低通胀这样极其罕见的理想目标不放，继续坚持从紧的货币政策，否则会加大经济大幅下滑的风险。只要经济出现大幅下滑，无论是低通胀还是高通胀，后果都十分严重。

事实上，由于一些外生的不可控因素以及内生的政策失灵因素的叠加负面效应，经济大幅下滑的风险正不断累积。之所以得出这样的判断，我们是基于以下三点理由：

其一，上世纪 1997-98 年仅仅只是局部的东亚金融危机，已对中国经济造成了重大影响，导致了中国经济的低迷。这一次我们面临的却是由世界经济的领头羊、也是中国最大的外部市场——美国的次贷危机而引发的全球性金融危机，美国经济可能正在陷入衰退，欧元区、日本经济也出现疲态。世界经济一旦出现大幅度下滑，对于外贸依存度超过 60% 的中国而言，这无疑是一次重大考验。数据显示，2008 年以来，我国的出口增长特别是贸易顺差增速已经出现大幅回落（见表 5），如果再剔除美元贬值和国内物价上涨的因素，今年外贸出口增长已经降至近 10 年来的最低水平。

面对着美国次贷危机影响持续蔓延和世界经济出现下滑甚至萧条的外部局势，我们一定要充分估计国际风险，未雨绸缪，制定宏观经济政策应相机抉择，科学把握宏观调控的节奏和力度。

表 5 2008 年 1-5 月份与 2007 年同期出口增速与贸易顺差增速对比

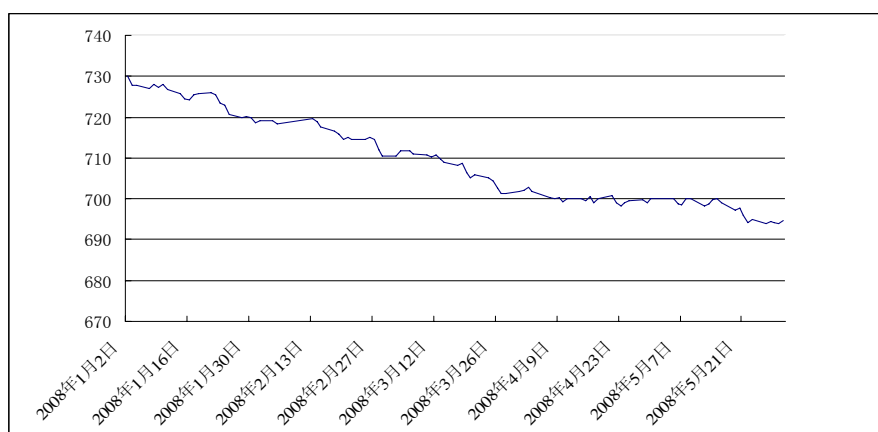
	出口额同比增速 (%)	贸易顺差同比增速 (%)
2008/2007 年 1 月	26.6/33	22.6/67.31
2008/2007 年 2 月	6.5/51.7	-63.97/880.07
2008/2007 年 3 月	30.6/6.9	95.12/-38.59
2008/2007 年 4 月	21.8/26.8	-1/61.1
2008/2007 年 5 月	28.1/28.7	-10.07/72.82

其二，人民币的快速、大幅升值及全球性的成本推动型通货膨胀也对我国的出口部门带来了沉重的压力。2008 年以来，人民币升值幅度大大加快（见图 2），单第一季度人民币升值幅度就达 4.27%，相当于 2006 年以前平均一年的升值幅

度。与此同时，由于国际市场资源，能源类产品和初级产品价格的高涨给我国构成了一定的输入型通货膨胀，加上国内基本原材料价格上涨、劳动力和环境成本上升等所引发的成本推动型通货膨胀，二者交互作用，使得我国面临巨大的通货膨胀压力。今年以来 CPI 一直处于高位运行，5 月份的 PPI 更是比 CPI 还要高。这两项因素叠加使得我国企业的出口成本抬高了 30% 左右，这在世界经济形势正常的情况下也是不可想象的，何况是在当前世界经济形势持续恶化的环境下。

如果再将因新劳动合同法实施带来的用工成本上升考虑进来，生产成本的大幅上升已经导致很多出口型企业，特别是那些传统的劳动密集型以及从事低附加值的加工贸易型企业面临或倒闭或外迁的选择，一些产业甚至濒临凋零。这一方面会带来大量失业人口的严重社会问题，另一方面也会导致因国内外消费需求萎缩从而使投资需求萎缩的严重经济问题。

图 2 2008 年 1-5 月份人民币汇率中间价变化趋势图（人民币元/100 美元）



其三，股市的全面、连续下行，造成投资者财产性收入的大幅缩水，股市的负财富效应正在逐步显现。日前，经济半小时栏目对四家网站发起调查，截至 6 月 19 日上午 11 时，共有 764588 名投资者参加了调查。调查显示，从 2007 年 1 月 1 日起至今，参与调查的投资者中，亏损者的比例达到了 92.51%，盈利的投资者仅有 4.34%，勉强保本的投资者为 3.15%。亏损的投资者中有 59.98% 的人目前亏损占其金融资产的 50% 以上，14.50% 的人亏损占其金融资产的 40%。如果说现有的 1.1 亿多个股票账户代表了中国的中产阶级，在他们的资产大幅缩水后，再指望他们来拉动内需，恐怕多少有些力不从心了。德意志银行大中华区首席经济学家马骏认为股票市场的调整可能令城镇居民消费增长下降 1.7 至 2.2 个百分点，这意味着 GDP 增长可能会放缓 0.5 个百分点。

上述三大因素中，外部世界环境是不可控变量，但是人民币升值以及从紧货

币政策是政策当局可以相机抉择的。因此，鉴于单一的从紧货币政策并未起到治理通货膨胀的预期效果，相反却对经济造成了雪上加霜式的打击，加上人民币快速升值之后对出口部门产生的负面效应开始释放，进一步加大了经济下滑的风险，这有可能在未来几个月或者一两年内得以显现。我们认为，政府当前的政策目标不再应该优先放在抑制通货膨胀上，简单地由央行出台单一的从紧货币政策，而应该是放到防止经济大幅下滑上来，采用更高层级的基于一般均衡的综合治理。

三、政策建议

第一、慎紧缩。我们建议实行稳健的货币政策，对是否应该继续实施从紧的货币政策持谨慎态度。如上所述，无论是提升存款准备金率或者加息，都会对企业利润、股市、房市形成打压，导致基金、热钱流出股市、房市，进入银行寻求固定收益，从而既不能解决 M2 持续高速增长和通货膨胀的问题，也会引起需求下跌，加大经济下滑风险。

因此，我们认为应该保持货币政策的稳定性和连续性，以促进国民经济结构性调整和实现经济持续快速增长为目标，调整和优化信贷结构，引导银行加大对于农业、服务业、节能环保和自主创新的信贷支持，继续控制中长期贷款，严格限制对高耗能、高污染企业贷款。

第二、稳股市。我们认为政府当前的首要任务是稳定股市。如果股市不能稳定，又没有更好的投资渠道，居民的现期收入上不去，生、老、病、居、教等消费预期不断增加，现期的消费就会受到挤压，内需不足的情况会不断恶化。

这就要求我们对于进一步采取紧缩性的货币政策要谨慎，以存款准备金率为主要手段的宏观政策现已被证明是失灵的，它不仅没有很显著地解决通货膨胀的问题，而且还使企业的融资成本提升，让投资者对于企业利润形成悲观的心理预期，进而打击股市，对于进一步扩大内需形成了阻碍。需要指出的是，利率更是动不得，提升利率带来的负面效应更大。一方面加息将会吸引更多的国际热钱涌入中国，进行投机套利活动，加剧国内的流动性过剩，抵消加息的反通胀效果；另一方面加息将会直接造成企业的筹资困难，进一步打压股市。在这方面，我们应该学习美国，在经济形势一旦好转就择机逐步提升利率，从而为未来经济出现逆转时，进行政策调整预留空间，而不是在经济形势坏的时候，为了过低的通货

通胀目标而提升利率，成为压死骆驼的最后一根稻草，美联储前主席格林斯潘曾经谈到尽管他的操作目标不是股票价格，但他不得不关心股市的上涨是如何转化为消费支出的增长和对商品服务需求的增长。

我们建议管理层要改变对股市发展的含糊态度，采取有力措施缓冲大小非减持的压力，限制增发扩容的圈钱行为，打击金融腐败，规范金融市场，通过稳定政府政策和规范市场，建立人们对政府、对股市的信心，从而稳定股市。需要指出的是，我们所指的稳定股市，不是短期行为的救市，不是像某些专家所建议的采取平准基金或动用社保基金的方式，由政府通过财政部或证监会等特定的机构以法定的形式建立基金，来进行逆向操作，进行所谓的救市。因为这些只是短期化的措施，只会让基金、热钱在股市的反弹中外逃。在当前中国经济形势恶化、股市不断大幅下降，房市萎缩，而美国经济一旦开始复苏，美元重新转向走强的情况下，采用这种方式救市最可能的结果就是引发国内热钱的大量出逃。这对于一个国家的资本市场，乃至于一国的金融体系和金融秩序将会产生致命的打击。上个世纪末爆发的东南亚金融危机和目前越南的危机都清楚地说明了这一点。

第三、拉两头。首先，我们认为要增加对农业的投入，使粮食供给保持稳定增长，建立让农民增收的长效机制，增强 8 亿农民的消费能力，有效激活农村消费市场。这无论是对于确保粮食安全，还是对于摆脱当前两难困境，都是重要的一环。

近一两年来，中国以及世界范围内的农业生产资料（如柴油、化肥之类）价格在不断上涨，这严重挫伤了农民的生产积极性。已有迹象表明，一些农民不愿种地，不愿增加投入。我们建议政府应该向农民预先承诺在一段时期内以一个高于现行市场价的收购价收购今后的粮食，提高农民的生产积极性。粮食收购价格的提升是粮价将要上涨的一个重要信号。只要收购价上升幅度明显，将增强农民对来自农业的收入会有所上升的预期，扩大自己的粮食生产。与此同时，政府再出台一些对农业投入要素进行补贴的政策优惠举措，以抵消农资价格过快增长的负面效应，就能有效激发农民种粮积极性，增加粮食供给，确保农民增产也增收。（详细建议可见上海财经大学高等研究院另一份关于粮食安全的政策建议书）

其次，我们认为要大力促进服务业发展。相对而言，服务业（房地产除外）对能源、资源等要素的消耗较低，它并不会像需要大量基本原材料投入的行业一样，由于当前持续高企的原材料价格而显著地引致结构性和成本推动通货膨

胀。相反地，促进服务业发展对于有效增加就业、扩大消费需求具有显著的带动作用。

因此，要加大对于教育、医疗、卫生事业等这些不用太多原材料行业的投入，也要加大对于 R&D 的投入，这不但解决了短期发展问题，而且对国民素质的整体提高有显著的正面影响，增强中国的长期竞争力。特别是像基础教育、高等教育和科学技术等对于推动中国的长期科学发展，以及医疗、卫生等对于促进和谐社会的构建，都具有十分重要的作用。这与 1998 年中国大兴基础设施建设，修建大量高速公路有点类似，既可以拉动了当期的内需，又为其后 10 年乃至更长时期的发展奠定坚实基础。同时，政府要出台政策便利居民出国旅游、出国留学，鼓励企业走出去投资，这虽然没有直接增加内需，但是对于减缓国际上人民币升值压力和国内的通货膨胀压力却有好处。

第四、控中间。中国经济的主体是第二产业，这决定了资源、能源消耗的主要部门是工业。随着国内煤、电、油、水、气等资源能源要素价格的持续上涨，如果再不出台政策适当控制第二产业中基本原材料消耗大的工业部门的发展，那么成本推动型通货膨胀将难以得到有效缓解。与此同时，我们还要出台政策鼓励工业部门加大科技投入，提升工业生产技术水平和能源利用水平，推动中国经济实现由高能耗、高污染为基础的“高碳”经济向低能耗、低污染为核心的“低碳”经济的转变。总之，在当前，凡是基本原材料消耗比较大的行业要控制发展，凡是基本原材料消耗小的行业要鼓励发展。当然，将来还是要通过市场化的手段，让资源能源要素价格逐步与国际市场并轨，通过价格杠杆来抑制过度的能源资源消费需求，使产业结构自动优化调整和升级换代。

关于房地产市场，我们建议政府在谨慎使用从紧货币政策，使得股市稳定之后（否则这个政策措施不会有效），除了控制房地产行业新增投资，还要制定相应措施去消化市场上大量出现的空置房，这样不仅可以刺激消费，增加 GDP，还可能促使开发商将回收的资金转向稳定后回报率更高的股市。

第五、停升值。我们认为中国政府要顶住国际压力，稳定人民币汇率，避免人民币短期过快升值，遏制人民币升值预期，一方面，堵住热钱的继续涌入，避免制造新的流动性过剩和通货膨胀压力。庞大的热钱在投机人民币升值的同时，催生了金融市场和房地产市场泡沫，加剧了我国国际收支失衡，给政府宏观调控施加了巨大的压力。另外一方面，停止人民币升值将缓解中国企业的出口成

本的进一步上升。因此，有必要从源头上打破人民币短期内大幅升值（特别是对美元）的预期。当然，稳定人民币汇率只是为解决两难问题而制定的一个过渡性制度安排。从长期来看，人民币汇率应由市场来决定。

第六，缓提价。在当前，为了控制由成本推动的通货膨胀，我们认为中国的电力、煤炭、成油等国家控制的能源价格要严格控制，**暂缓提价或逐步提价，而不能一步提升。**原因有二：首先，国际油价近期的连续走高主要由于美元大幅贬值所致，中国成品油市场目前尚不具备市场定价条件，如成品油价格迅速和国际油价接轨，国内用油企业将难以承受；其次，目前解禁电力、成品油价格不利于控制 CPI，作为重要的能源、电力物资，成品油、煤炭和电力价格如果大幅上涨必将传导到居民消费品生产部门，从而推动 CPI 上涨。

四、结论

总体而言，我们认为宏观政策要体现及时性和前瞻性，在近期经济增长面临下滑的背景下，仍然盯住过低的通货膨胀目标，继续实施单一从紧货币政策，显然是不合时宜的，这有可能将近 10 年来形成的良好经济增长势头压下去。

因此，在面临扩大内需以推动经济增长和抑制通货膨胀双重任务并行的两难局面时，我们不应该采用见效不大，甚至可能导致经济大幅度滑坡的单一宏观紧缩政策，而是应该采用更一般的综合治理措施，如本文提出的“**慎紧缩、稳股市、拉两头、控中间、停升值、缓提价**”的综合治理方针，来推动中国经济的持续、快速、健康发展。

需要指出的是：第一，这六大综合治理措施是针对当前我国经济发展面临的两难困境，而提出的过渡性政策建议，重在“治标”，“治本”还要靠市场化的改革。长期而言，一旦经济的两难问题得到解决，经济发展状况恢复正常后，就需要加速深层次的改革，特别是要素市场的改革，并允许国内原材料价格、能源价格、粮食价格和国际水平逐渐接轨，人民币汇率也要向均衡水平调整，以真正增强中国经济在全球经济中的生存能力。然而，在经济大幅下滑风险愈加凸显的情况下，当前显然并非推进这些改革的最佳时机。第二，我们分析的逻辑和解决两难的政策建议是基于对本文中提出的两难成因符合现实这一先决条件的。但是由于我们手中数据有限和不权威，还需要有关部门进一步研究、确认。

附录一 作者简介

田国强	美国明尼苏达大学经济学博士（1987年）。现为上海财经大学经济学院、高等研究院院长、长江学者讲座教授，美国德州 A&M 大学经济学教授（终身教职）。曾任中国留美经济学会会长（1991-1992），目前担任上海市人民政府特聘决策咨询专家，国际英文学术期刊《经济与金融年报》和《中国经济评论》共同主编、中文学术期刊《经济学（季刊）》、《经济学报》等的编委。主要研究方向：经济理论、经济机制设计、幸福经济学、中国经济、转型经济等。
黄晓东	美国明尼苏达大学经济学博士（1998年）。现为上海财经大学经济学院特聘教授、美国 Vanderbilt 大学经济学副教授（终身教职），曾担任美联储堪萨斯分行高级经济学家、美联储费城分行经济顾问等职务。主要研究方向：宏观经济学、金融经济学。

附录二 上海财经大学高等研究院简介

上海财经大学高等研究院成立于 2006 年 7 月，为校直属的处级科研实体机构，是一个高起点、多层次、全方位的体制内的综合性学术和政策研究机构。高等研究院实行董事会领导下的院长负责制，现任院长为海外著名华人经济学家、美国德州 A&M 大学经济系终身教授、上海财经大学经济学院院长、“长江学者讲座教授”田国强博士。

作为国家“985”工程优势创新平台项目——上海财经大学“经济学创新平台”建设项目的重要组成部分，高等研究院的宗旨在于以准确的数据为依据，先进的理论为指导，科学的研究方法为手段，理论结合实际，定性与定量分析并举，凝聚海内外的研究力量，以项目的形式凝聚海内外研究力量，发挥群体作战的规模优势，联合攻关，来研究中国改革和发展中出现的重大战略性问题和当前难点、热点问题，力图打造成为集科学政策咨询、重大项目研究、学术前沿探讨和高级人才培养于一体的大型综合研究机构。

近年来，高等研究院依托“经济学创新平台”从哈佛大学、耶鲁大学、加州大学伯克利分校、牛津大学、多伦多大学等欧美名校引进了 30 多名优秀海归博士，同时整合上海财经大学经济学院、金融学院、国际工商管理学院、公共经济与管理学院、统计学系等院系的学术带头人和骨干力量，形成了一支高层次的创新团队。与此同时，这也是一个开放式的国际化研究平台，对所研究的课题，研究院面向全世界的学者公开招标，综合国内学者对于问题现状的宏观把握及认知和国外学者对于微观严谨逻辑分析及科学实证的把握两个比较优势，形成有影响力的研究报告，真正为中国的改革发展出谋划策。

目前，高等研究院下设数据调研中心、全球教育研究中心、环境与自然资源研究中心、中国农业与城乡协调发展研究中心、卫生经济研究中心、政策效应评估中心、中国宏观经济研究中心、管制与竞争政策研究中心、博士后中心以及商业咨询中心等多个常规研究中心，分别对中国的经济改革与社会发展的长远战略问题和当前热点问题进行攻关。