

# 中国经济周期与首次软着陆的基本特征分析<sup>①</sup>

魏巍贤<sup>②</sup>

(厦门大学金融研究所)

**【摘要】**研究了中国自改革开放以来的经济周期与首次实现“软”着陆的基本特征。中国经济的周期性行为主要反映在总需求过度膨胀方面,尽管这是中国经济周期的一般特征,但每个周期的具体表现都有所不同。通货膨胀率在不同周期下降的方式各不相同,反映出中国经济结构变化的程度和每个周期的反通胀的政策措施各不相同。尽管我们试图界定出第4周期在某一方面突出特征,但第4周期的软着陆的实现却有力地说明,软着陆的出现是许多积极因素共同作用的结果。

**关键词:** 经济周期,经济增长,通货膨胀,损失率,软着陆

**分类号:** F121

## 0 引言

自改革以来,中国经济取得了巨大成功。其突出表现是持续20年的经济高速增长和向市场经济转轨。但在此期间,中国经济也受到周期性的经济过热和随之而来的经济紧缩的困扰。经济繁荣增加了经济活力,从而刺激了经济增长,而通货膨胀恶化了宏观经济环境。为了抑制通胀,政府一般采取紧缩政策,紧缩政策在抑制通胀的同时,也使经济活力明显下降,进而抑制了经济增长<sup>[1]</sup>。

根据通货膨胀率(指零售物价指数)和经济增长率(指GDP)的波动,可将1978年以来的中国经济分成4个周期:1978-1981 1982-1986 1986-1990和1991年至今。

表1 通货膨胀率和经济增长率的基本统计特征(1979-1997)

	均值	标准差	最大值	最小值
通货膨胀率(%)	7.5	6.5	21.7	1.5
经济增长率(%)	9.7	3.3	14.6	3.8

资料来源:《中国统计年鉴》各期,1997年统计公报。

经济周期中的突出事件是通货膨胀。由表1可知,自1979年以来,零售物价指数年均增长7.

5%,其标准差高达6.5个百分点,最小值分别是1983年和1990年的1.3%和1.9%(1997年除外),最大值分别是1988年和1994年的18.5%和21.7%。一般而言,低(高)通胀与低(高)增长之间是有联系的<sup>[1]</sup>。1979年以来GDP年均增长9.7%,但在1981年和1990年却分别下降到4.4%和3.8%。在1991年至今的这次经济周期中,通胀得到了明显地抑制,经济增长只有轻微的减缓,仍保持在较高的水平,首次成功实现“软着陆”,这是中国经济走向成熟的最重要标志。

为了定量描述治理通胀所带来的经济增长减缓的代价,定义“损失率”(sacrifice ratio)指标如下

$$SR = \frac{\Delta ER}{\Delta PR} \quad (1)$$

其中SR是损失率, $\Delta ER$ 和 $\Delta PR$ 分别是经济增长率和通货膨胀率增量。该式表示通胀下降1个百分点所产生的经济增长率的下降量。显然,“软着陆”意味着这次周期的损失率比以前任何一次都低。

关于经济周期的研究可分为两大类。首先,自改革以来,中国经济中是否存在经济周期?如果存

① 中国博士后科学基金资助项目(中博基第22批[1997])。

② 魏巍贤:博士,副教授。通讯地址:厦门大学金融研究所,邮编:361005。  
本文1998年3月27日收到。

在,中国经济呈现出周期性行为的根源是什么?其次,是什么决定了每次周期中的通货膨胀行为?特别地,是什么促使经济在最近这次周期中顺利实现软着陆?

关于中国经济中是否存在经济周期的问题,目前尚有许多争议.大多数学者认为中国经济存在周期性的波动<sup>[2, 3]</sup>;中国经济周期性波动与许多因素有关<sup>[4, 5, 6]</sup>:① 固定资产投资及其它需求因素的周期性扩张,② 国有企业存在的问题,③ 价格改革和调整.例如,Naughton认为<sup>[6]</sup>:中国经济非均衡的基本根源在于政府保持了过高的固定资产投资水平.由于政府并不直接控制资源,银行系统通过信贷计划向企业贷款,产生了货币扩张和通货膨胀.樊纲等人认为<sup>[4]</sup>:中国经济周期性波动的根源在于过度消费和过度投资.扩大企业的自主权导致了工资的过快增长和投资膨胀,而企业融资的主要渠道是银行贷款.林毅夫指出<sup>[5]</sup>,实际利率过低甚至有时为负对中国经济的周期性行为具有重要作用.当信贷控制放松时,投资和信贷迅速扩张.

在中国经济自改革以来发生了显著结构变化的背景下,预计这些变化将使主要经济变量之间的联系是时变的,并会改变经济增长和通货膨胀的动态过程.本研究发现:过度需求对中国经济的周期性行为起着重要作用.特别地,主要由过度投资而导致总需求快速扩张的第4周期,具有与前几次周期不同的特点,投资拉动对软着陆起着促进作用.虽然周期开始时的过度投资产生了通胀压力,但它最终增加了生产能力和潜在产出.潜在产出增加又减轻了通胀压力,再加上适度从紧的财政货币政策和经济改革带来的结构变化,使中国经济顺利实现了软着陆.

## 1 经济周期的基本特点

### 1.1 第1周期: 1979 - 1981

1978年12月,中共中央召开了具有划时代意义的十一届三中全会,这标志着中国经济改革的开始.价格改革的第1个重要举措是,1979年3月,国务院决定从当月起陆续提高18种主要农产品的收购价格,提高幅度为24.8%.之后,其他部门的相对价格也得到了调整,允许某些工业品在

政府设定的指导价格的一定范围内自由定价.

随着农民收入的提高和企业增加投资及提高工资,导致总需求明显增加.政府财政从1978年的略有盈余,转向1979年达到新中国历史上最高水平的170.6亿元赤字.其主要原因是:政府没有将所提高的农产品收购价格全部转嫁给消费者;并减少了来自于国有企业的财政收入,企业不必将其全部利润上缴财政.与此同时,零售物价的上涨率从1978年的不足1%,转向1980年的6%.虽然上涨幅度并不大,但却标志着价格稳定时代的结束<sup>[7]</sup>.

针对需求过旺问题,政府主要采取如下措施:削减了一部分基建项目,严格控制信贷总量并提高利率.其结果是:总需求明显回落,实际GDP增长率下降到1981年的4.4%.这一增长水平低于估计为8%以上的潜在产出增长率(见后面的图1及潜在产出和产出缺口的定义),实际产出小于潜在产出,产出缺口相当于GDP的4%以上.在1982年,通胀率下降到2%以下.

### 1.2 第2周期: 1982 - 1986年初期

在1982 - 1984年期间,尽管通货膨胀率仍相当低,但经济增长率却迅速上升,1984年达到14.6%.在1982和1983两年间,政府调整了许多商品的价格结构,指导价格的作用逐渐增强.在此期间进行了重要的结构改革,其中包括扩大企业的自主权.1984年1月,中国人民银行成为中央银行,其商业银行业务由新成立的中国工商银行接管.同时,向自由化迈进的外汇外贸体制改革也不断深化.

然而,这些改革措施并没有得到强有力的货币政策的配合.中国人民银行并没有成为真正意义上的中央银行<sup>①</sup>,它缺少货币政策的有效工具,在执行信贷总量控制上遇到了重重困难.企业大量从国有银行借款来投资和增发工资与奖金.1984年第4季度,工资总额大约上升45%.信贷总量的年增长率从1984年初的9%上升到第4季

① 一般而言,中央银行的基本目标是控制货币供应量和维持价格稳定.为实现这一目标,中央银行应当相对独立于政府,有权制定货币政策.中国人民银行的组织结构恰恰是在每一层次上都与各级政府相对应.中央政府控制着中国人民银行总行,其第一级分行受总行和相应的省级政府的双重领导,依次向下直至县级都是如此.在这种体制下,中国人民银行很难独立行事.

度的 76%。

1985年,经济过热进一步加剧,经济增长高于潜在水平几个百分点。由于上年信贷基金的大幅增加,使两年间固定资产投资膨胀,导致生产资料极度紧张,进口急速增长,对外贸易陷入赤字。零售物价从 1984年 2月的低于 1%,上升到 1985年 9月的 10.9%,反映出经济过热。价格双轨制下的市场价格上升得更快,消费品的市场价格在 12个月之内几乎上涨 30%。事实上,由于引入价格双轨制,零售物价上升主要是由市场价格上升推动的。

为了给过热的经济降温,当局采取紧缩信贷政策。这一政策措施主要是通过加强控制人民银行向专业银行贷款实现的。另外,贬值人民币汇率并提高利率。紧缩政策的结果是,工业生产、零售商品和投资的增长率都在 1986年中期下降。早期过热的经济指标变得很温和。进口在 1986年第 2季度明显下降,GDP增长率收敛到潜在增长率附近。相应地,零售物价指数迅速下降。

尽管 1986年实际 GDP增长率在 10% 以下,但仍高于潜在产出大约 3%。其他过度需求指标依然存在:对外贸易仍是赤字,尽管社会商品零售额在 1986年初停止增加,但到 1988年后期又很快反弹至增幅 10% 左右。在 1986和 1987年,固定资产投资与 GDP之比继续上升。

### 1.3 第 3周期: 1986年中期 - 1990

由于上一周期放松了金融政策,经济对此迅速作出响应。1987年,实际 GDP大于潜在产出,正产出缺口达到 GDP的 5%,货币供给迅速膨胀。1987年第 1季度,广义货币和国内信贷增长率高于 30%,零售价格增加 9%,自由市场价格上升 20% 以上。这种情况促使当局采取了紧缩信贷政策。1987年第 4季度,由货币和信贷总量增长临时减缓而导致扩张政策的少许改变,促使了零售商品和投资增长减慢,特别是强烈的出口增长大大地减少了贸易赤字。然而,严格的信贷控制并没有坚持多久,即使在信贷增长率达 25% 时,1988年初又再次放松信贷政策。

经济又再次过热,实际产出大于潜在水平,正产出缺口大于 GDP的 5%,特别是能源、交通运输和原材料等关键部门出现瓶颈问题。1988年 5月,政府宣布物价补贴由暗补转为明补,随即又放开

了 4种主要副食品(蔬菜、肉、糖和鸡蛋)的价格。6月份,国家领导人一再表示要下决心克服价格改革的障碍,并将着手进行一场包括废除双轨制在内的全面的价格改革。7月初,政府尝试着放开了名牌烟酒的价格。这一系列努力曾使全国尤其是大城市的谣言四起,改革以来全国范围的最大一次抢购风旋即刮起。8月份,银行存款减少了 26亿;1988年官方宣布的通货膨胀率为 18.5%。

政府采取一系列措施来抑制通货膨胀<sup>①</sup>。9月份,人民银行提高了几乎所有银行存款的利率,并且引进了保值储蓄,其利率与官方通货膨胀率挂钩。<sup>②</sup>政府宣布 1989年将不再放开重要原材料(主要是生产资料)的价格,近期将不再出台新的价格改革措施。<sup>③</sup>政府严格控制信贷规模增长,减少基本建设投资。到 11月底,据估计价值 334亿元的超过 10200个基建项目被中止或推迟。<sup>④</sup>政府决定抑制社会集团消费,在全国范围内对统制价格进行检查,整顿和清理公司,尤其是那些新成立的与政府机构有某种联系的公司。这样做的结果是,从 1988年 9月起,储蓄存款回升;价格虽继续上涨,但上涨率降低了。毫无疑问,中国政府获得了通过行政性措施控制价格的成功经验。

紧缩政策带来了两个主要结果。一是经济连续三年处于衰退之中,二是大多数价格收敛到均衡价格水平<sup>[7]</sup>。另外,人民币汇率的贬值促使出口继续增长,进口下降,对外贸易在 1990年第 1季度出现盈余。

可将 1985年和 1988年的通货膨胀高峰看作是 1984 - 1989年间经济长周期的一部分。第一个峰值主要是由价格自由化和消费需求过旺、固定资产投资增长过快引起的。虽然由于采取了临时性的紧缩信贷政策,使得 1986年的通胀率下降,但需求压力依然存在。投资增长似乎在第 3周期并没有起太大作用,总需求主要是由商品零售和出口推进的。总需求的过快增长以及由价格调整所引发的通货膨胀预期,是引发 1988年恶性通货膨胀的主要原因。政府采取了类似于上一周期的措施:控制货币、紧缩信贷,使投资增长明显下降,并推迟价格改革。经济增长和通货膨胀迅速对当局的紧缩政策作出了响应。

### 1.4 第 4周期: 1991 - 现在

1991和 1992年,政府进行了相当稳健的价格

改革.在农业部门,缩小计划价格的覆盖面,将计划价格提升到市场价格水平,建立了区域性和全国性的主要商品批发市场.在工业部门,主要工业品以国家定价出售的比例从 1990年的几乎一半下降到 1992年底的 20%,并提高石油、煤和天然气的价格.在零售商品方面,价格控制的范围大大缩小.其他结构改革也在加速,继续国企改革.特别是邓小平南巡讲话的发表,使中国跃上了改革开放的新起点.

在 1992 - 1993年期间,信贷增长加速. 1993年第 1季度,固定资产投资增长近 70%, 1993年固定资产投资与 GDP之比为 37.5%. 主要是由工业生产带动实际 GDP在 1992和 1993年迅猛上升. 1992年,通货膨胀不到 6%.

1993年上半年,全部零售商品的价格开始加速上涨.为了给过热的经济降温,中央及时采取了加强宏观调控的 16条措施.其中,对经济影响较大的主要是提高利率、清理拆借资金和制止乱涨价等.整顿金融秩序的效果明显,但同时银根也取得较紧.到 8月末,银行各项贷款余额比上年同期仅增长 15.9%,成为近两年的最低点.企业存款下降得更快,8月末比上年同期仅增长 3.5%.考虑到企业普遍感到资金紧张,银行系统于 1993年后期开始放松银根.

1993和 1994两年,商品实际零售额适度增长. 1994年的人民币汇率并轨和提高出口退税率,使出口大幅增长,外贸出现盈余,外汇储备持续增加,刺激了货币供给总量快速增长.另外,外商直接投资增长迅猛.

宏观调控并没有立即遏制住通货膨胀, 1994年通货膨胀率达 20%以上.但从 1994年底开始,经济逐渐降温.同上两年相比,通货膨胀下降显著. 1996年 12月,商品零售价格指数仅上升 4.4%.经济增长率收敛于潜在水平,投资增长适度.尽管投资 /GDP下降较少但仍保持在上一周期的水平之上.

第 4周期的通货膨胀的主要因素是食品价格上涨推动的. 1994年,国家将农副产品收购价格提高 40%.中央采取适度从紧的货币政策,使得非食品价格的月增长率早在 1993年中期就开始下降.直到 1994年下半年,食品价格和全国零售商品价格总指数继续加速上涨.食品价格的大幅

度下降,是农业丰收和粮食进口增加的结果.

第 4周期的显著成就是大幅度降低了通货膨胀并保持了适度的经济增长,成功实现了经济软着陆.

## 2 中国经济周期的决定因素分析

### 2.1 总需求与经济过热

中国经济的周期性行为主要是过度需求引发的.由以上分析可知,总需求的某个分量或全部分量的增势过猛最终导致了经济过热.由图 1可以看出,产出缺口与通货膨胀之间的紧密联系:当实际产出高于潜在产出时,通货膨胀率将上升;当实际产出低于潜在产出时,通货膨胀率将下降.用菲利普斯曲线函数形式表示为<sup>①</sup>

$$c_t - c_t^e = \tau + \sum_{i=0}^y \alpha_i \text{GAP}_{t-i} + X \quad (2)$$

其中

$$\text{GAP}_t = \frac{y_t - y_t^*}{y_t^*} \quad (3)$$

这里 GAP是产出缺口,  $c_t$ 是实际通货膨胀率,  $c_t^e$ 是预期通货膨胀率,  $y_t$ 是实际产出,  $y_t^*$ 是潜在产出.当实际产出高于(低于、等于)潜在产出时,菲利普斯曲线模型预测价格的实际上涨率将大于(低于、等于)价格的预期上涨率;如果给定产出缺口,通货膨胀下降的预期将导致实际通货膨胀的等量下降.

在方程(2)所表示的模型的意义,由于反通货膨胀所带来的经济增长率下降的代价,要受到通货膨胀预期的影响.例如,对前向理性预期而言,有

$$c_t^e = E[c_{t+1} | I_t] \quad (4)$$

该式表示当期( $t$ 时)通货膨胀预期,等于以当期( $t$ 时)的信息  $I_t$ 为条件的下一期通货膨胀的数学期望.显然,旨在降低过度需求的通货紧缩政策,可以使公众形成下一期通货膨胀率将下降的预期,进而使通货膨胀率在目前(当期)就很快下降.其结果是,由于预期的这一重要作用,将使损失率相当低.但在实际中,由于名义刚性和反向通货膨胀

① 刘树成分析了基本菲利普斯曲线对中国改革以后的适用性,请参考文献[8].

预期,损失率可能相当高.例如,在静态预期的假设 ( $c_t^e = c_{t-1}$ ) 下,方程 (2) 变为

$$\Delta c_t = T_+ \sum_{i=1}^y U_i G A P_{t-i} + X \quad (5)$$

该方程说明,为了降低通货膨胀,必须将实际产出降至潜在水平来消除产出缺口.事实上,如果确实出现了产出缺口,一段时期内的经济紧缩是必要的.这样做可以使损失率长期保持较低.也就是说,可使经济避免大起大落.在许多国家,由于后向预期、名义工资刚性、最低工资法、商品市场结构以及劳动力市场管理规则等制度性因素的制约,通货膨胀过程具有明显的惯性.经济运作机制基本具有方程 (5) 的形式.

中国经济在第 4 周期中顺利实现软着陆的事实表明,这次反通货膨胀的损失率相当低.在两年内将  $M_0$ 、 $M_1$ 、 $M_2$  增幅分别从 1994 年的 24.3%、26.8%、34.4% 降至 1996 年的 11.6%、18.9% 和 25.3%,同期物价涨幅也从 1994 年的 21.7% 回落到 1996 年的 6.1%,而经济增长仍然保持在 10% 左右.从上述模型的观点来看,中国有如下两个因素使得通货紧缩的代价相当小<sup>①</sup>.中国不存在许多国家具有的通货膨胀惯性.这主要表现在:中国不存在官方的名义工资指数,虽然各大中城市在近期也实行了最低工资保障制度,但最低工资额远远低于企业的实发工资.例如,许多城市的最低工资是 200 元人民币.中国经济改革的措施之一是政企分开,给国有企业让利放权,企业可以根据自身的经营状况自由决定其工资水准.通货紧缩本来就使企业从银行获得贷款很困难,大多数国有企业举步维艰,这时再大幅度提高工人的工资事实上是不可能的.国家对已占国民经济很大比例的非国有经济管理不力,这部分经济中一般没有工会,缺乏必要的劳工保障制度.中国有大量廉价的农村剩余劳动力,劳动力市场是供给市场.三资企业一般只要付出很低的工资就可以雇佣工人.所以,即使在严重通胀时,两种所有制下的经济都可继续增长,而工资总额不会大幅度增加.<sup>②</sup> 通货膨胀预期相当灵活.中国没有长期的通货膨胀历史,1988 年政府抑制通货膨胀非常成功,使恶性通货膨胀持续的时间相当短暂,这使人们产生通货膨胀不会持续长久的预期.另外,政府采取了正确的旨在控制通货膨胀的宏观调控政策,有效地影响了人们对通货膨胀的预期.

## 2.2 第 4 周期的基本特征:软着陆

即使考虑到上述因素的重要作用,第 4 周期抑制通货膨胀的速度也要比用菲利普斯曲线模型预测的要快.图 1 说明通货膨胀从 1994 年的高峰下降到软着陆水平,而软着陆是在社会总需求持续增长的条件实现的.但该周期中总需求增长的特点却表明,第 4 周期的动态行为是符合菲利普斯曲线模型的.具体地说,前半周期总需求扩张是由固定资产投资膨胀拉动的.而固定资产投资膨胀不仅影响总需求,而且影响总供给<sup>①</sup>.因此这一扩张特点具有非常重要意义.开始时,固定资产投资膨胀对总需求的影响要比对总供给的影响大,因而产生通货膨胀压力.由于投资增加了社会生产能力和潜在产出,因此固定资产投资膨胀到后来又转化为减轻通胀的动力.所以,虽然这种投资的有效性值得怀疑,但是中国 1993 年的固定资产投资膨胀确实使资本存量显著增加,再加上中国城乡大量剩余劳动力,两者的结合使潜在 GDP 的增长率上升了.潜在 GDP 的迅速增加,使得经济在菲利普斯曲线的意义上软着陆:经济增长率保持在较高水平,潜在产出增加使产出缺口消失,通货膨胀率显著下降.

单从数据难以推断潜在 GDP 在软着陆中的作用.图 1 给出了所测算的产出缺口,但图中潜在 GDP 增长率的估计值,是基于一种不能说明因投资膨胀而引起潜在产出的变化量的 Hodrick - Prescott 滤波器.其原因是:HP 滤波器不能直接测量作为资本和劳动力增长测度的潜在产出值,而是通过对经济的扩张期和收缩期进行平滑处理,给出实际产出的平均值.所以,如果实际产出并没有因投资膨胀而立即增长,而是增加用于消除正产出缺口的生产能力,那么 HP 滤波器就不能立即显示出潜在产出增加值.换句话说,如果潜在产出增长没有变成现实(的产出增长),而是转变成低通胀,则 HP 滤波器就不能显示出潜在产出增加量.因此,图 1 显示出当通货膨胀率在第 4 周期的后期急剧下降时,产出缺口持续为正的原始

<sup>①</sup> 这是一个涉及到如何衡量产出缺口的问题.一般而言,任何一种影响经济需求方面的冲击,也会影响到供给方面.因此判断冲击对产出缺口和通货膨胀的影响是很困难的.这一问题对中国经济而言尤为重要,因为中国正处于经济转轨时期,经济结构变化和经济体制改革可能使冲击影响的范围很大.

因可能是潜在产出增长率要比用 HP滤波器测算值高,而产出缺口的实际表现与图 1显示的有所不同.这从技术方面解释了通货膨胀率急剧下降的原因.

尽管第 4 周期固定资产投资的急剧增长增加了生产能力,从而促进了通货膨胀率急剧下降,但是投资支出的短期宏观经济效应是通过影响总需求来实现的,固定资产投资膨胀是 1993 - 1994 年间过度需求的经济非均衡的主要根源.但固定资产投资对增加中国的长期生产能力有重要作用,经济的超高速增长是宏观经济不稳定的潜在根源.继续约束固定资产投资支出的过度膨胀,对于维持目前软着陆的可喜局面、避免以前的周期

模式是非常重要的.

除上述的固定资产投资以外,还有许多其他因素对促使经济软着陆有重要作用,这些因素是:

- ① 政府驾驭宏观经济的能力显著提高,中央政府的宏观调控措施得力,政策制定和执行得当,特别是著名的适度从紧的货币政策;
- ② 中国经济结构的积极变化,其中包括非国有经济比例增大;
- ③ 重视了投资的结构和资金的使用效率;
- ④ 经过改革开放的长期积累,综合国力的显著增强使中国经济抵御风险的能力大大提高,市场配置资源的比例显著上升,对外开放程度和水平明显提高;
- ⑤ 1996 年的农业大丰收使得食品价格显著下降.

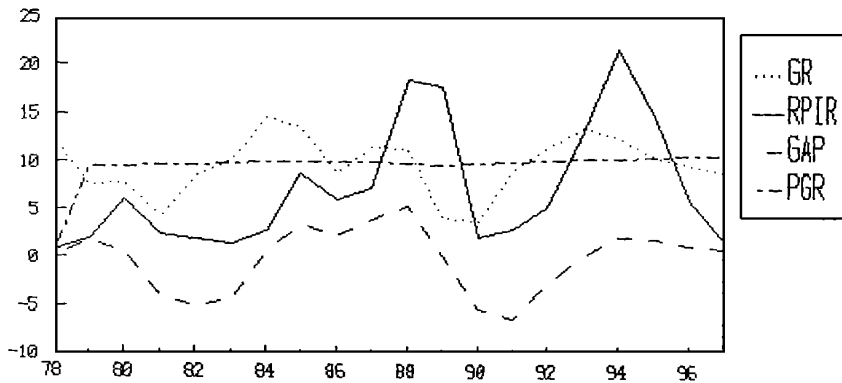


图 1 RPIR是商品零售价格上涨率, GR是实际 GDP增长率, PGR是潜在经济增长率, 而 GAP则表示产出缺口,其定义由文中式(3)给出.

### 3 通货膨胀过程的统计分析

本节对通货膨胀进行计量经济分析.首先,应用 1980 - 1996 的年度数据估计方程(5);其次,使用季度数据将通货膨胀对需求分量进行回归,进而评价它们在经济周期中的作用.

#### 3.1 过度需求的作用

Coe和 Mcdermott对亚洲 13个国家估计了一个类似于式(5)的方程<sup>[9]</sup>,他们发现除中国和泰国外,产出缺口在亚洲许多国家的通胀过程中起着重要作用.模型在中国失效的原因可能是由于他们使用了包括改革前的数据,因为那时的价格不是由市场来决定的.

表 2 通货膨胀方程的估计结果(年度数据: 1980 - 1996)

因变量: 商品零售价格的增长率 (RPIR)										
方程	常数	产出缺口系数				资本缺口系数				$\bar{R}^2$
		滞后	系数和	符号	F-检验	滞后	系数和	符号	F-检验	
1	0.51 (1.26)	0.1	0.414	+ -	185.4					0.40
2	0.92 (0.66)	0.1	1.491	+ -	17.6	0.1	- 0.629	- +	10.03*	0.49

注: 括号内数字是标准差,\* 表示 F检验在 5% 显著水平下拒绝系数之和为零的原假设.

基于 1980 - 1996 的年度数据,表 2 给出了方程 (5) 的估计结果.其中第 1 个估计方程的解释变量只有产出缺口及其一阶滞后,而滞后阶数的决定是基于 Schwarz 准则.尽管产出缺口的一阶滞后的符号为负,但是系数之和仍为正,并且显著异于零.这说明总需求对通货膨胀过程具有重要作用:通货膨胀率上升对应过度需求;通货膨胀率下降对应经济收缩.但方程对最后周期的拟合不理想.这可能是由于最后周期的固定资产投资通过影响资本存量和潜在产出,对通货膨胀有独立影响.为了检验这一假设,使用了计算产出缺口的同样程序计算出资本缺口,资本缺口表示资本存量超出其长期趋势的百分数.并将其加入回归方程进行分析.检验资本缺口的各阶滞后的可能组合,再次使用 Schwarz 准则决定出最优滞后阶数为 1 阶.结果表明,资本缺口的当期及其一阶滞后对通货膨胀有显著强烈的负作用.因此,如果资本存量高于其长期趋势水平,则通货膨胀率下降.这一发现与上述的分析是一致的.第 4 周期的前半周期的投资膨胀,导致生产能力迅速扩大,从而使经济在后半周期有适中的通货膨胀率.

### 3.2 过度需求分量

中国经济研究的很大局限是数据的可得性问题.但我们至少有近十年来关于总需求分量(固定资产投资、商品零售及出口)的高频数据,这使对

不同的总需求分量的相对重要性进行详细的计量经济分析成为可能.具体地说,可用总需求分量的缺口变量来替代方程 (5) 中的产出缺口:

$$\Delta c_t = T_t + \sum_{i=0}^v (U_i G A P_{t-i} + V_i R S G A P_{t-i} + \theta_i E X G A P_{t-i}) + X \quad (6)$$

其中变量  $IGAP$ 、 $RS GAP$  和  $EX GAP$  分别表示投资缺口、零售缺口和出口缺口.事实上,方程 (6) 表示方程 (5) 对应的需求方面,作为供给变量的产出缺口被总需求分量代替.

表 3 给出的估计结果说明,两个周期的零售缺口对通货膨胀有很强的正影响:当零售额高于(低于)其趋势时,通货膨胀率上升(下降).这说明过度的消费需求对通货膨胀具有推波助澜作用.我们也将零售缺口作为被解释变量,而以通货膨胀率作为解释变量经济回归,结果表明通货膨胀率对零售缺口也有正影响,这一结果说明中国老百姓具有买涨不买跌的消费心态.在第 4 周期,投资缺口对通货膨胀率有正影响,即当投资高于其趋势时通货膨胀率将增加,而当投资低于其趋势时,通货膨胀率将下降;在第 3 周期,投资对通货膨胀率没有显著影响.在计量经济学意义上,两个周期中的出口缺口对通货膨胀都没有显著影响.

表 3 通货膨胀方程的估计结果(季度数据:1986(3) - 1996(3))

因变量: 商品零售价格的增长率 (RPIR)					
解释变量	滞后阶数	系数		F-检验	$\bar{R}^2$
		系数之和	符号		
<i>A</i> 第 3 周期					
1986(3) - 1990(3)	0, 1, 2, 3				0.99
投资缺口		0.427	+++ +	5.21	
零售缺口		0.997	+++ +	40.68	
出口缺口		0.285	+++ +	5.66	
<i>B</i> 第 4 周期					
1990(4) - 1996(4)	0, 1, 2, 3, 4				0.92
投资缺口		1.660	++++ +	28.33*	
零售缺口		2.903	++++ +	7.23	
出口缺口		- 0.296	++ -- -	1.96	

注: \* 表示 F 检验在 5% 显著水平下拒绝所有系数都为零的原假设.

## 4 结束语

本文的分析说明,中国经济的周期性行为主要反映在总需求过度膨胀方面.尽管这是中国经济周期的一般特征,但每个周期的具体表现都有所不同.如果考虑到中国自改革以来发生了显著的结构变化,中国经济的上述特点就不足为奇了.

通货膨胀率在不同周期下降的方式各不相同,反映出中国经济结构变化的程度和每个周期的反通胀的政策措施各不相同.第 1 第 3 周期都以收缩结束,而第 2 周期经济滑坡所持续的时间却极为短暂,很快进入第 3 周期的扩张阶段.尽管人们试图界定出第 4 周期在某一方面的突出特征,但第 4 周期所出现的软着陆的可喜局面却有力地说明,软着陆的出现最有可能是许多积极因素共同作用的结果.这些因素主要包括:① 党和国家始终将加强农业放在经济工作的首位,坚定不移地发展农村经济.党在农村稳定的基本政策有力地保证和促进了农业的发展,其中包括近几年的粮食大丰收.② 经济结构变化,非国有经济的比例上升.③ 宏观调控政策得当、实施得力,特别是适度从紧的货币财政政策.④ 投资体制也得到了一定程度的改善,国家非常重视投资的构成和投资的有效性,投资的行政审批也非常谨慎.⑤ 市场配置资源的作用逐步增强,对外开放的程度显著提高.⑥ 第 4 周期的初期阶段的总需求扩张的主要特点是固定资产投资膨胀,从而导致生产能力增大,有力地促进了通货膨胀率的回落.

1998年 3月 19日闭幕的第九届全国人民代

表大会第一次会议为中国经济绘制了一幅宏伟的蓝图.人们普遍认为这次会议是近几年来中国推进经济和政治体制改革最为彻底的一次.其中最著名的并且与本文关系最为密切的是,适度从紧的货币财政政策和适度增长的投资政策,这将为中国经济软着陆后继续保持低通胀的良好经济环境奠定基础.而其雄心勃勃的改革计划和经济目标又将为中国经济的高速增长注入活力.朱基总理将其概括为“一个确保、三个到位和五项改革”.具体地说,(1) 一个确保是指:确保实现经济增长率达到 8%,将通货膨胀率控制在 3% 以下;确保人民币不贬值.(2) 三个到位是指:① 三年内使大多数国有企业彻底摆脱困境,进而建立现代企业制度;② 三年内完成金融体制改革,彻底改革金融系统,中央银行强化监管,商业银行自主经营;③ 三年内完成政府体制改革,政府机关减员一半.(3) 五项改革是指:① 改革粮食流通体制和销售渠道,由于近几年的农业大丰收,中国目前又面临粮食大量过剩问题;② 改革住房分配体制,加快分房体制的商品化和货币化进程,1998年内将废除福利性分房制度,进而使其成为新的经济增长点;③ 改革投融资体制,逐渐弱化投资的行政审批方式,加强市场对资源的配置作用;④ 改革医疗制度,保证全民的基本福利;⑤ 财政税收体制的深化改革和完善.如果这些改革措施能切实得以实施,中国经济很可能继续保持软着陆后的高增长、低通胀的良好态势.作者期待着 5 年后再来研究中国宏观经济的发展历程时,上述经济体制改革和宏观经济政策目标能顺利实现.

## 参 考 文 献

- 1 韩文秀.经济增长与通货膨胀之间关系研究.管理世界,1996; 6: 30~ 47
- 2 张立群.我国的经济周期问题研究.管理世界,1997; 6: 34~ 40
- 3 郭建泉.我国的生产潜力线及其对经济思想的影响.管理世界,1997; 6: 41~ 51
- 4 Fan Gang, Wei Hai, Wing Thyee Woo. Decentralized socialism and macroeconomic stability: lessons from China in the 1980s. In Manuel Guitian and Robert Mundell ed. Inflation and Growth in China. Washington: International Monetary Fund, 1996
- 5 Lin, Justin Yifu. Inflation and growth in China's transition: A comparison with Eastern Europe and the Former Soviet Union. In Manuel Guitian and Robert Mundell ed. Inflation and Growth in China. Washington: International



Monetary Fund, 1996

- 6 Naughton, Barry. China's macroeconomy in transition. *China Quarterly*, 1995; 144: 1083~ 1104
- 7 易纲. 中国的货币、银行和金融市场: 1984- 1993. 上海: 上海人民出版社, 1996. 221- 227
- 8 刘树成. 论中国的菲利普斯曲线. *管理世界*, 1997, 6: 21- 33
- 9 Coe David C, John McDermott. Does the gap model work in Asia? *International Monetary Fund Staff Papers*. 1997; 44( 1): 59- 80

## An Analysis on the Characteristics of the Economic Cycles and the Soft Landing for the First Time in China

*Wei Weixian*

Institute of Finance, Xiamen University

**Abstract** This paper investigates the macroeconomic cycles China has experienced since the onset of reform in the late 1970s. First, a detailed description of each of the four cycles since 1978 focuses on developments in key economic variables in each episode. Subsequently, employing a simple Philips curve model, an econometric investigation confirms the anecdotal evidence that the inflationary episodes have generally been associated with surges in aggregate demand. It is argued, however, that the factors behind the upswings and relative importance of the components of aggregate demand have differed across cycles. The most recent cycle stands out in having achieved a soft landing for the first time, combining a significant reduction in inflation with only a moderate slowing of growth. While the paper underscores the role of a number of structural and policy factors widely believed to have facilitated the soft landing, it argues that there is an additional important factor. The fourth cycles differed from previous cycles in that aggregate demand in the upswing was fueled mainly by a surge in investment spending. Although the strong investment demand initially increased aggregate demand more than supply – increasing inflationary pressures – it eventually led to an increase in capacity and potential output, which tended to dampen inflationary pressures and allowed the economy to settle into a soft landing despite continued strong real GDP growth.

**Keywords** business cycles, economic growth, inflation, sacrifice ratio, soft landing