

从制度变迁的尺度看当前经济增长

摘要:制度通过影响经济参与人的激励和行为从而影响经济绩效。本文把制度聚焦于优先改革权纵向分配下的地方政府的激励和政企关系,通过分析地方政府激励机制的变化对投资的影响来剖析当前中国经济增速放缓背后的制度原因。我们认为,导致 GDP 增速放缓的直接原因是投资增速下降,而投资增速下降本质上反映了地方政府激励机制变化以及由此带来的政商关系变化,具体表现为官员考核机制变化和传统政商关系破裂,在新的制度尚未建立的条件下政府和企业投资激励不足。政府和企业投资激励迅速下降是当前投资增速放缓的重要原因。从制度变迁的尺度看,外部环境的变化导致传统政商关系难以维系,只有尽快理顺政商关系建立新的制度,投资才能稳固,增长才能持续。

一、当前经济增长放缓的制度原因

从直接因素看,当前中国经济增长放缓的主要原因是投资增速显著放缓。投资增速放缓与政府行为变化密切相关。特别是地方政府激励机制的转变以及由此引发的政府和企业关系变化是导致投资增速放缓的重要原因。

2015 年 3 月,固定资产投资累计增长仅为 13.5%,而此前 2003—2011 年固定资产投资平均增长 25.6%。尽管中国政府通过调整经济结构,刺激消费需求,定向调控等政策积极稳定经济增长,但是投资增速的大幅下降还是不可避免地对经济增长产生了深刻的负面影响。图 1 显示,中国的投资增长与 GDP 增长速度具有非常强的正相关。当前投资增速的下滑必然拖累经济增长。换句话说,想要把中国经济增长稳定在较高水平,没有较高的投资增长是无法实现的。那么,什么原因导致投资增速放缓呢?

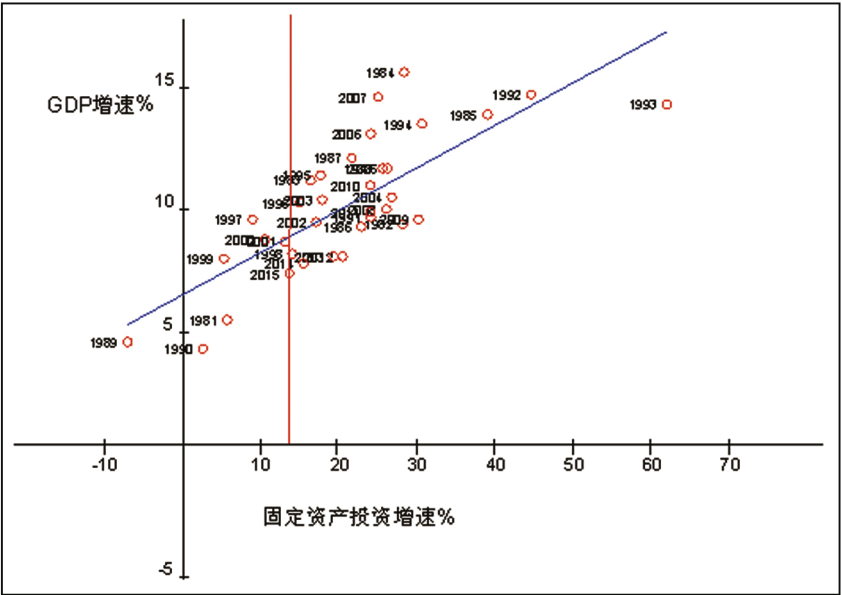


图 1 中国的投资增长与经济增长

注:数据来源 1982—2013 年数据来自《中国统计资料汇编 2013》,2014 和 2015 的数据来自国家统计局的公开发布。其中 2015 年投资增长为 3 月份固定资产投资同比增长,GDP 增速为一季度 GDP 增速。图中反映了中国投资增长对经济增长具有重要影响。

目前流行的观点主要有以下几方面：第一，传统产业产能过剩，国家大力调整经济结构，导致投资放缓。例如房地产市场增长放缓导致投资增长放缓。第二，环境保护的要求增加，环保标准一定程度上抑制了投资增长；第三，出口下滑导致投资下滑；第四，资金成本较高导致投资增长缓慢。上述分析都有一定道理，但也都忽视了制度对投资增长的影响。

在制度经济学家看来，制度是约束人们行为的正式的或非正式的规则，制度是决定经济增长的根本原因，制度决定了资源配置的方向和资源配置的效率。投资作为一种资源配置活动，必然受到制度的影响。如果把制度聚焦在地方政府的激励机制上，在晋升激励和权力租金的双重驱动下，过去地方政府具有强烈的投资激励，而企业预期到地方政府的隐形保护也会促进投资增长，这种政商关系相互作用构成了投资高速增长的重要原因。而随着外部环境的变化，官员考核机制变化，特别是反腐力度增加导致权力租金迅速下降，传统政商关系难以维系，成为当前投资增速下滑的重要诱因。

我们认为，更确切地说，中国的投资波动与特定制度下的政府行为密切相关，特别是与地方政府的行为密切相关。即从制度的视角看，地方政府一直是中国过去投资高速增长的重要推手。在改革开放的大背景下，地方政府具有推动经济增长的内在激励，因为较快的经济增长能够提高地方官员的晋升机会和权力租金。在晋升与权力租金的双重因素驱动下，地方政府积极招商引资，为企业提供税收优惠，支持房地产发展过程中的强力拆迁；与此同时，虽然缺少了相应的正式的制度安排，但是企业在地方政府较强的增长激励下，企业愿意进行高投资以换取高回报。给定政府的激励机制，企业可以预期到地方政府会对企业的投资行为进行保护，因为投资增长有利于政府提高晋升机会和权力租金，地方政府可以给企业提供隐性的产权保护。

最终，地方政府和企业维系了一种共同推动经济增长的局面。尽管这种政商关系具有一定的负面影响，但当中央政府和普通民众在经济发展的早期阶段，都具有较强烈的经济增长愿望时，中央政府和普通民众都会相应减少对这种传统政商关系的约束。当然，随着外部环境的深刻变化，即经济发展带来利益集团的分化，各种矛盾不断增加，在制度转型时期，传统投资激励的下降必然导致投资增速放缓。因此，与流行的分析不同，我们认为在关注影响投资放缓的直接原因的同时，需要深入分析中国投资增速放缓的深层体制原因。解决投资的制度根源才能稳定投资和经济增长。

看待中国过去的经济增长以及当前经济增长速度的变化,不能离开对中国制度变革的讨论,我们认为需从制度变迁的尺度审视中国经济增长,需从制度变迁的高度理解中国经济的路径和当前的困难。换句话说,经济学者不仅要研究什么样的政策是好政策,而且要理解经济参与人如何对政策做出反应,才能认识政策的实际效果。而理解人们对政策作出的反应的关键,就是经济参与人所面临的制度环境。正如李克强总理指出:“政策千条万条,不干就等于‘白条’!”^①

理解中国经济增长的本质,需要理解中国的制度变迁。立足于当前投资增速显著放缓,且投资增长是稳定经济增长的重要手段,本文试图从制度层面剖析投资增速放缓的原因。我们把制度聚焦在地方政府的激励机制以及由此衍生的政商关系。分析激励机制与政商关系如何影响投资增长和经济增长。

本文的结构安排如下:第二部分对研究政治经济周期的文献进行梳理。第三部分讨论本文的一些关键概念和基本的理论框架。第四部分分析中国过去投资高速增长的制度原因。我们认为,尽管存在人口红利,加入世贸组织等有利投资增长的外部条件,但没有制度改革,中国不可能实现过去的高投资和高增长。讨论传统的政商关系下的投资模式为什么难以持续。第五部分讨论如何从传统的政治经济周期中突围,实现投资的稳定增长。

二、制度如何对经济产生影响:文献与中国事实

虽然中国已经经历了 30 年高速增长,市场化改革的进程也在不断推进,但中国经济增长的模式仍然深受体制性因素的影响。其中,投资受制度影响因素的影响更为明显。从季度投资波动看,中国的投资增长与制度因素密切相关。通常每年 1 季度投资增长较低,2、3 季度增长较快,4 季度增长再次放缓。这背后反映了中国的制度因素。每年 3 月召开全国人民代表大会,批准全年的投资计划,之后各地开始具体落实全国的计划。一般到 5 月份,全国的投资计划会传导到微观企业。虽然从表面看全部或部分由政府直接控制的投资占全部投资的比重并不高,但这并不能说明政府对投资的影响较少。实际上,政府对各个层面的投资都具有较强的控制。在中国,各种投资活动一般都需要经过政府的审批。虽然市场导向的改革已经进行了较长时间,但政府引导了投资决策,国有银行和国有企业仍然带有较

^① 李克强总理察东北时指出,问题是“土地给了,一直闲着;钱下拨了,仍然‘趴’在账上;项目批了,迟迟未见开工!政策再好,不干有什么用?”

多的计划色彩。整个经济活动仍然反映中国的政治经济特征。Rawski(2002)指出的中国投资体制中的制度问题,政府对投资进行审核,政府从政治的角度考虑投资,企业投资需要满足政府的需要,国有银行和企业负有投资的政治任务,这些问题在某种程度上仍然存在。Rawski(2002)认为有三个指标可以用来观察投资体制是否经历了制度变迁:1.投资的季节波动是否减少,2.未完成或未销售的商品房比例是否降低;3.收息率是否明显上升。图2给出了2011—2015年季度GDP增速环比波动。仍然能够发现GDP变化存在较为明显的季节波动。

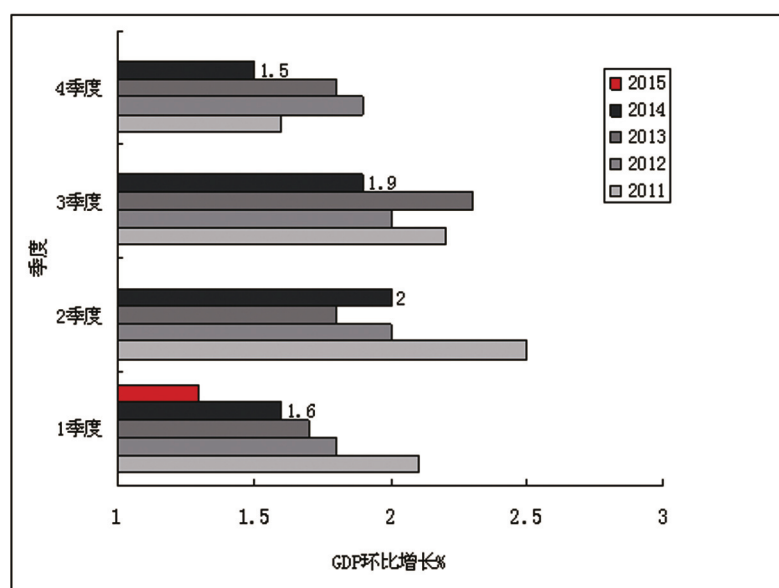


图2 2011—2015年季度GDP增速环比

基于导致我国经济周期性波动的主要因素之一是固定资产投资的变化这一认识,陶仪芬(2004)发现:自1987年以来,每次党的代表大会期间,都有放松银行信贷的现象;而且,总固定资产投资增长率的4次峰值分别出现在我们党的13大、14大、15大和16大召开的次年(Tao,2003)。但Tao承认,自1993年以来,中国的政治经济周期已经出现了逐步减弱的迹象。但她认为,这种正常化是领导人更为熟练地运用宏观调控工具的结果。从这个意义上说,似乎并不能认为中国经济的政治周期是像西方一样,由国家领导人有意造成的,而更可能是源于党代会所出台的改革措施给人们所带来的良好预期,这种预期鼓励了投资者的信心。

政治商业周期理论最初来自诺德豪斯(Nordhaus)对美国总统选举和商业周期关系的观察。为了赢得选举,执政党会选择扩张性的宏观经济政策,在选举年通常

经济会处在相对繁荣的阶段。然而,扩张性的宏观政策不可持续,在选举年之后,经济会出现收缩。而在下一次选举之前,经济又会出现一个繁荣。如图 3 所示,自 1976 年之后,美国经济存在一个为期 4 年的商业周期。经济增长率在选举年最高,接下来的两年增速下降^①。

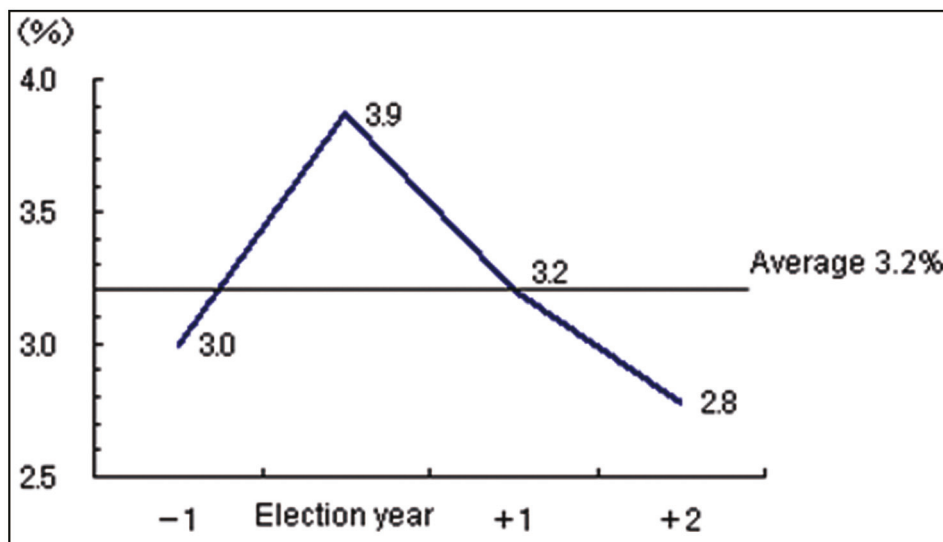


图 3 美国的政治经济周期

注: Average growth rate from 1976 to 2003

数据来源: U.S. Bureau of Economic Analysis。

中国政治家并不受选举影响,但是来自数据分析发现,中国经济也存在五年的商业周期。在党的全国代表大会召开年和之后的第一年,经济增长率最高,随后经济增长率下降。图 4 通过分析 1976—2003 年中国的数据,发现党代会召开年平均经济增长率为 9.9%,第二年为 10.7%。随后经济增速明显下滑。

鲁政委(2004)曾对中国的投资周期假说进行了理论上的梳理。基于对中央计划经济的系统观察,科尔奈(Kornai)以预算软约束为出发点,首先提出了“投资周期假说”。他认为,既然国有部门的预算约束是软的,那他们就总会有强烈的投资冲动;这样,当投资需求增长到超过经济的供给能力时,经济过热就会发生。最终,由于过热所造成严重的经济和社会问题,政府便不得不采取强硬措施来使经济“降温”。

^① 引自 <http://www.rieti.go.jp/en/china/04071401.html>。

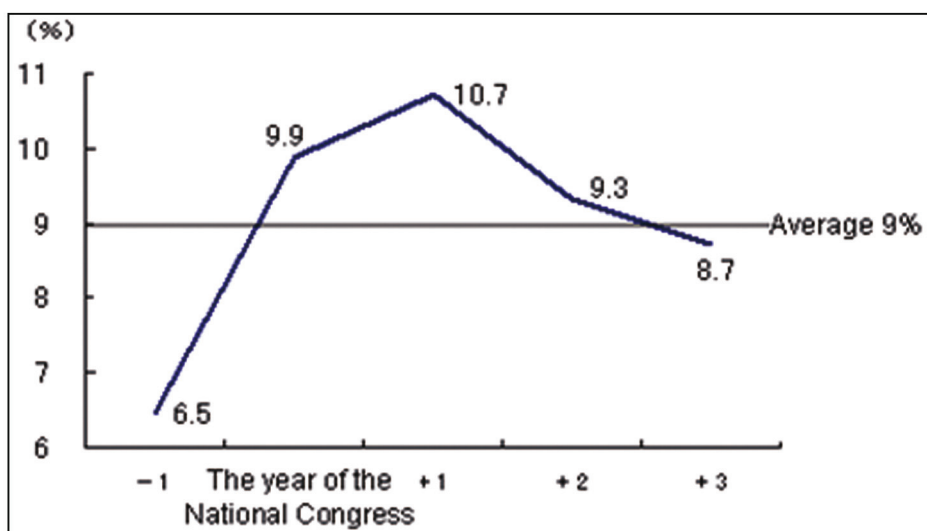


图 4 中国的政治经济周期

注: Average growth rate from 1976 to 2003, 中共全国代表大会 5 年召开一次, 2002 年是党的十六大。

数据来源: U.S. Bureau of Economic Analysis.

基于 Kornai 的思想, Naughton(1986)首先提出了一个关于中国的投资周期模型。他发现,每当消费品部门不足以满足居民需求时,在需求拉动下国有部门的固定资产投资就会有一个较大幅度的扩张;相反,如果消费需求显著下降(相对于居民收入而言),随后就会出现国有部门固定资产投资的收缩。在 Naughton 模型中,消费品短缺程度指标与国有部门固定资产投资水平呈现出滞后正相关关系。进一步地,Naughton 在把中央投资和地方投资(under central and local authorities)区分开之后发现,真正决定中国经济周期性过热的是地方政府控制下的投资扩张。因为他发现,每次投资的急剧扩张都与大幅度的分权(decentralization)有关;而每次的投资紧缩,则总与权力的重新集中(recentralization)相联^①。

尽管仅从衡量经济紧张程度(tension indicators)的指标来看,Naughton 认为其模型对 1973 年以后的中国经济分析并不适用,但是,如果从审批权重新集中作为每次(包括眼下正在经历的这一次)治理过热的必要措施来看,Naughton 模型似乎到目前为止依然具有一定的解释力。

Imai(1994)如果考虑到一个企业无论其所有权归属如何,只要其承担了国家

^① 参见鲁政委(2004)

的政策性负担,对其后果国家就往往不得不买单。所以,(准)国有经济部门的涵义实际上比单纯从所有权角度定义的更为广泛(我们不妨称之为“广义的国有经济部门”)。这就使“投资周期假说”即使对纯粹国有企业已大幅度减少的转轨经济波动依然会具有一定的解释力。

三、关键概念与理论框架

为了建立我们的基本理论框架,我们首先介绍本文使用的几个关键的概念。

(一) 关键概念

制度:制度是政治经济活动中,影响参与人激励和协调参与人活动的基本机制。这些机制决定了中国改革与发展过程中最重要的参与人的激励。

政治经济模式:影响经济增长的直接因素是资本,劳动和技术,但这些直接因素能否有效发挥作用依赖制度和政策。制度和政策的制定和执行又受到政治因素的制约。特别是受到官员激励和约束机制的影响。

不同层级的政府:中国幅员辽阔,人口众多决定了中国行政管理具有多个层级或多个地区。从空间看,中央与地方关系扮演了重要角色。地方政府主要对中央政府负责。但是地方政府也存在对中央政策执行不力的情况。

中央与地方关系:在权力划分上看,中央政府对经济增长负责,地方政府对中央政府负责。影响中央与地方政府激励的因素:1.经济增长对职业晋升的重要程度;2.潜在租金的大小;3.不同地区的重要性程度。

经济增长目标的一致性:经济活动中包含了不同参与人之间的博弈。当参与人具有一致的目标时,利益冲突较小,但随着参与人目标冲突加剧,参与人之间的利益冲突也会加剧。如果考虑中央政府和地方政府两个参与人,那么改革之初,中央政府和地方政府正在追求经济增长目标上具有较高的一致性。但随着经济发展,中央政府越来越重视民生和环境方面的目标,而在这些目标不能有效纳入地方政府考核体系的时候,中央与地方之间经济增长目标的一致性将会受到破坏。

权力与寻租:政府具有干预经济的权力,这种权力会产生相应的租金。当政府官员考虑私人利益时,就有强烈的动机获取租金,把权力货币化,进而产生了大量的腐败现象。也有人把这一过程理解为:权力寻租。就是把权力商品化,或以权力为资本,去参与商品交换和市场竞争,谋取金钱和物质利益。即通常所说的权物交

易、权钱交易、权权交易、权色交易等等。

企业家保护：经济发展离不开企业家的投资活动。企业家投资离不开产权保护。尽管中国正式的产权保护程度并不高，中国似乎在缺失制度的情况下实现了经济增长。但实际上，地方政府为企业家的投资活动创造了非正式的产权保护。一方面，在 GDP 竞争的条件下，企业家相信地方政府会全力支持经济发展，地方政府通过补贴、低价出让土地等方式支持企业发展；同时，企业与政府官员之间形成了特殊的保护关系，官商交织为企业提供了隐形产权保护。

(二) 基本理论框架

如果把市场参与者分为居民、企业和政府，那么中国经济发展过程，最重要的参与者就是政府。政府不仅制定发展经济的政策，而且还通过多种方式直接参与生产过程。同时，相比于前苏联的 U 型组织结构，在中国特殊的 M 型的组织格局下，即中国经济以地方政府为单位被分成多个“块块”，这些块块中的省、市、县具有相对独立和完备的经济部门。在改革开放以来，国家经济的发展权被授予给地方政府。地方政府负责辖区经济发展，公共品提供。地方政府可以控制企业，土地，金融和能源。政府对资源配置具有至关重要的影响。在全部的财政支出中，大约 70% 的财政支出是由地方政府执行的，而这当中，省以下的地方政府又占全部支出的 55% (World Bank 2002)^①。在“四万亿”计划中，中央政府的直接投资仅为 30% 左右，很多一部分资金也是由地方政府配套的。地方政府主导了中国经济的发展。进而，这种格局导致地方政府激励和协调机制的变化必然影响中国的投资路径，进而也必然影响中国经济的增长路径。图 5 中反映了地方财政支出占全部财政支出的比重，不难发现，地方政府实际主导了财政支出。2013 年地方财政支出已经占全部财政支出的 85%。

经济发展离不开制度创新。制度创新通常有两种方式：自上而下的制度创新和自下而上的制度创新。中国并没有直接采取这两种方式，为了避免政治风险和改革的平稳推进，同时推动经济发展，改革初期，中央政府鼓励地方政府进行制度创新来推动经济发展，这被称作“中间诱致型”的制度变迁。所谓的中间，就是不同层级的地方政府。

^① World Bank, 2002. China: National Development and Sub-national Finance, A Review of Provincial Expenditures.

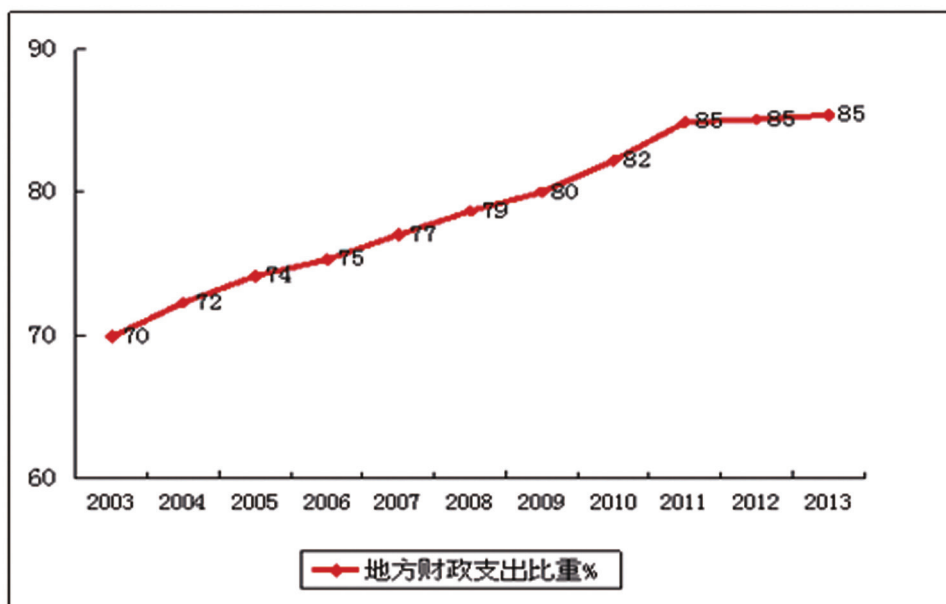


图 5 地方政府对经济的影响力——基于财政支出考量

中央政府把改革优先权进行了纵向分配。鼓励地方政府推动经济发展。虽然没有明确的规定,实际上地方政府具有优先改革权,即在没有正式制度确认的改革领域,地方政府可以先行试验,成功后再由中央政府确认。优先改革权给地方政府带来了两个重要激励:第一,通过发展经济,地方官员获得了更高的晋升机会;第二,发展经济也带来了大量的寻租性租金收入。政治升迁和权力货币化导致地方政府具有极高的发展经济的热情。在没有中央的监督下,地方政府也具有较高的发展经济的内在激励。

(三)核心观点

综上,从传统计划经济向市场经济过渡的过程中,中国仍然保留了较多政府对经济的干预。政府发展经济作为自己的一项任务,设定相应的目标。在具体执行经济增长的目标中,中央政府负责政策制定和调控监督,地方政府负责政策的具体落实和执行。地方政府能否有效地落实中央的政策不仅依赖中央的监督,更加依赖地方政府自身的内在激励。在改革早期,中央政府与地方政府在增长目标上具有高度的一致性:中央政府通过增长目标评估地方政府的表现,而增长在提高地方官员晋升机会的同时,也会提高地方官员的权力租金,所以增长与地方政府的激励具有内在一致性。投资是促进经济增长较为直接和快速的手段,地方政府为了追

求政绩和租金,具有较强的投资激励。在这种激励下,即使没有正式的制度保护,地方政府也会对投资的具体实施主体企业进行隐性保护,为企业提供审批、税收以及拆迁等方面的支持,这会相应降低企业的成本,提高企业的利润,进而也刺激了企业的投资。从而确立了政府和企业相互收益的高投资模式^①。而此时,由于中央和普通民众同样关注经济增长目标,而对环境问题,不平等问题的关注度较低,所以导致对政商结合下的高投资模式不会进行过多约束。高投资的结果是带来了高速增长。

我们的逻辑与有些分析类似,例如 Guo(2009)从财政预算的角度讨论了地方政府官员对预算支出的影响。随着经济绩效激励的增加和官员晋升体制的变化,地方官员会策略性地安排政府支出,增加上级对其能力的认识进而以增加晋升的机会。同时,经济和财政分权增加了官员策略性安排政府支出的能力。基于 1997—2002 年县级层面的面板数据分析表明,地方财政支出在领导人任期的第 3 年和第 4 年增长最快。但与我们的观点相比,我们更注重政府行为对投资的影响,并且,除了政府直接投资外,政府会通过其激励机制来影响企业的投资行为,进而影响整个经济的投资。

狭义的政治经济周期主要关注围绕党代会召开的五年时间内经济增长的变化。这类研究也强调经济分权与辖区竞争导致地方官员追求短期内的经济增长,地方官员为了晋升具有强烈的投资冲动,但受到供给能力的约束,中央政府会对经济过热进行抑制,从货币政策和财政政策方面对地方政府的行为进行约束(Li, 2012)。但这种周期性研究主要关注五年一期的经济波动。本文认为,中央与地方的互动关系贯穿于整个改革进程中,尽管中央政府可以通过宏观调控对地方的投资热情进行控制,但如果没有制度变迁存在,地方政府的投资冲动就一直存在,持续的投资推动了经济的高速增长。然而,在经济新常态下,传统激励机制积累的问题已经不能通过周期性的调控来进行解决,随着官员考核机制的转变和反腐败的持续深入,必须重构政府激励促进经济健康发展。

Imai(1994)认为,尽管改革使中国经济出现了一系列变化,但导致经济周期性波动的核心特征却依然未变:国有部门的固定资产投资在总固定资产投资中仍占

^① 一项“2013 年中欧国际工商学院中国商务调查”显示,在接受调查的 1214 位中外企业高管中,有 90%的高管认为,与中国政府搞好关系对其企业重要或者非常重要,中外企业的情况都一样。有 53%的外企宣称,在中国为了维系关系投入的资源比在本国市场多。 http://guancha.gmw.cn/2015-03/13/content_15091645.htm

主导地位；国有企业面临的依然是弱金融约束；投资依然受到官僚体制内讨价还价的影响。中国经济的周期性波动是由投资的周期性波动所导致的；投资增长率与上一年的（调整过的）通货膨胀率负相关，而（调整过的）通货膨胀率则与固定资产投资水平正相关。Rawski(2002)的研究也与 Imai 的结论不谋而合。通过对中国固定资产投资季节性波动特征的观察，Rawski 发现：虽然改革使中国在很多方面发生了变化，但投资季节性波动的规律并未因此而改变。他由此推断：中国的投资体制并未真正被改革所触动，它在本质上依然遵循着计划时期的模式。据此，Rawski 断言：如果不改变投资领域的旧体制特征，它必将构成中国经济长期稳定增长的障碍。

四、中国政商关系视角下的投资波动

（一）政治经济驱动的投资增长

根据前文，改革开放以来，为了稳步推动改革和促进经济增长，中国选择了中间扩散型制度变迁，地方政府成为推动制度变迁的重要力量。中央政府通过控制地方官员政治升迁来对地方政府进行控制。较高的 GDP 增长会提高晋升的概率。这进一步推动了政企合谋，带来两方面投资激励的增加。一方面政府投资激励增强，另一方面，企业具有较高投资。优先改革权租金的垂直分配带来增长的同时，也导致了一些负面结果。许成钢教授(2011)把上述体制总结为“向地方分权的威权主义体制”，其主要特点是中央对政治、人事权的高度集权与在行政、经济控制权方面向地方高度放权相结合。这一体制决定了中国改革与发展的轨迹，也同时制造了我们面临的严重结构性问题。分权式威权体制是创造中国地区间竞争的基本的体制结构，是地区竞争和地区实验的制度基础。这个机制解决了地方政府的激励机制问题、信息问题。地区竞争和地区实验使得中国的经济在向市场经济转轨的过程中，在市场经济还没有很好发展的阶段，就能产生强劲的驱动力，造就 30 年的快速增长。

图 6 给出了中国固定资产投资增长率的时间变化，不难发现投资增长存在较为明显的周期行为，除了一些经济因素外，投资波动与政府行为密切相关。在经济进入“新常态”之前，投资高速增长与地方政府的内在激励机制密切相关。

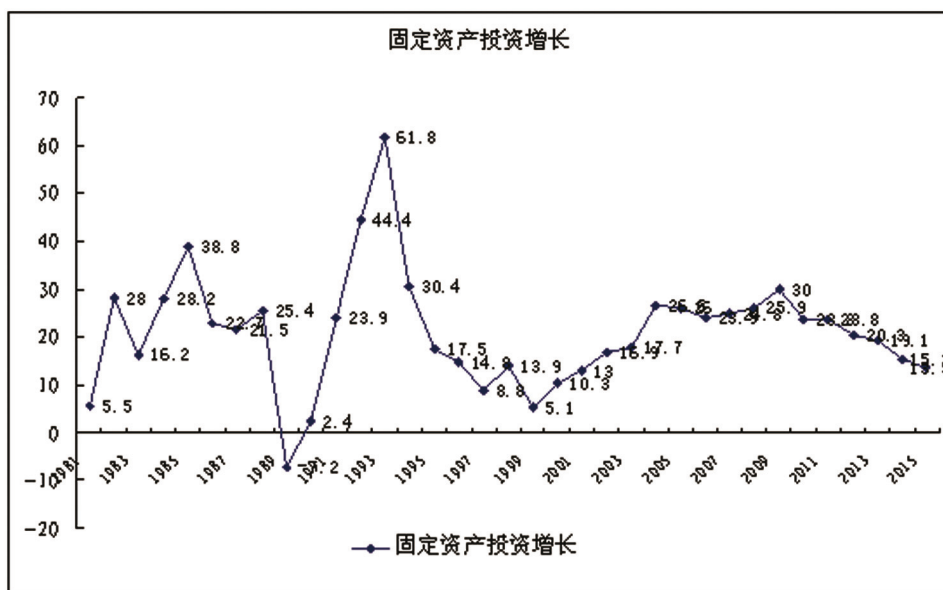


图 6 1981—2015 年中国固定资产投资增长率

传统的政企关系在促进投资增长的同时,也产生了一些负面后果。例如,政府干预经济权力较大,权力结构的失衡会影响市场发育,使规则性契约失去作用,而关系型契约则大行其道,从而导致市场滑入成一个“权贵资本主义”(吴敬琏, 2008)。根据王小鲁(2006)一项涵盖全国四千家企业的调查,对于“贵企业去年用于政府和监管部门人员的非正式支付有多少?”这一问题,只有 19.8%的企业负责人回答“没有”;回答“有一点”、“比较多”、和“非常多”的,总共占到了 80.2%,其中回答“比较多”和“非常多”的占了 18.1%。

随着传统制度下的投资模式问题日渐突出,新一届政府开始革除传统激励体制的弊端。例如,加大了反腐力度,改变官员考核体制,增加对环境问题的考核。激励机制的变化必然影响政府的行为。从激励角度看,处在转型期的地方政府和部分企业投资激励显著下降。图 7 表明各地区投资增速都有所下降。同时,各地区增速下降幅度存在差异。例如,北京 2015 年投资增速 8.4%,但与上一期相比,投资增速降低幅度为 3.6%;但是宁夏和新疆虽然投资增速仍在 15%,与上一期投资增速相比,投资增速下降了 10 个百分点。后面我们把投资增速降幅与市场化程度相关联,我们发现市场化程度越高的地区,投资增速降低幅度越低。

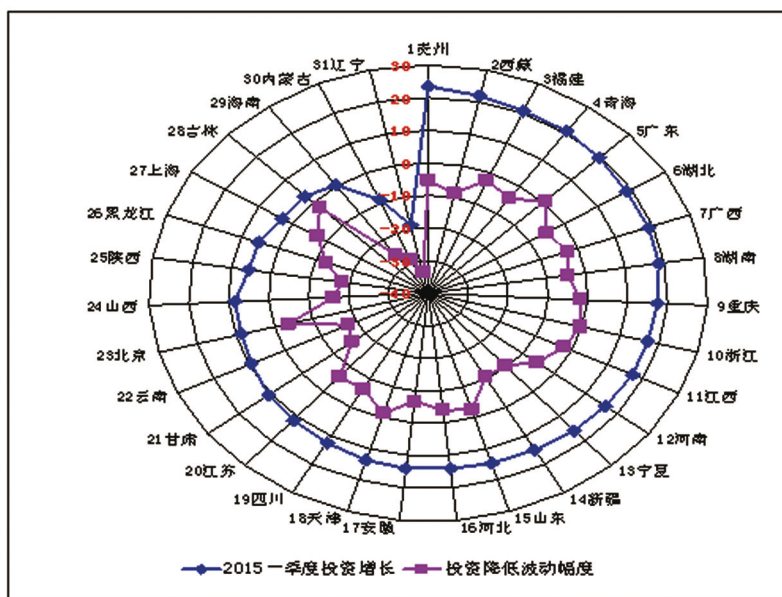


图7 2015年1季度各省投资增速排名

(二)为什么过去的政治经济模式难以持续

即使没有中央的大力反腐败,传统的政企互惠关系也难以持续。原因在于,传统政企关系的成本日益提高,特别突出的问题是,产能过剩严重,收入分布不均加剧,地方政府债务增加,自然环境恶化,腐败问题突出。传统考核机制在逐渐退出,新的考核机制尚未建立。官员激励处在一个转型时期。

第一,产能过剩日益严重,传统政治经济运作模式下的投资空间不断萎缩。在过去的政治经济模式下,地方政府展开经济增长竞争,推动经济增长的主要动力来自投资,导致经济增长主要来自外延式增长而不是内涵式增长。换句话说,经济增长主要依靠投资增加,企业规模增加带来产出增加实现高速增长,而不是依靠提高自身效率实现经济增长。这种增长模式导致严重的产能过剩。地方政府追求GDP、税收等政绩,促使地方政府给予产能过剩行业企业土地、税收等优惠,又进一步扭曲了企业行为。

工信部原部长李毅中接受和讯网访谈时指出,2012年中国粗钢产能是10亿吨,占全球46%,产量是7.2亿吨,利用率是72%;电解铝产能是2765万吨,产量是1988万吨,占全球42%,利用率是72%;水泥产能是29.9亿吨,产量是21.8亿吨,占全球60%,利用率是73%;平板玻璃产能是10.4亿标箱,产量是7.1亿标箱,占

全球 50%，利用率是 68%。“按照世界公认的标准，小于 75%就是严重过剩，中国 39 个行业中有 21 个都属于产能严重过剩。”^①根据 IMF2012 年的估计，产能利用率从危机前的 80%下降到 2011 年底的 60%左右。

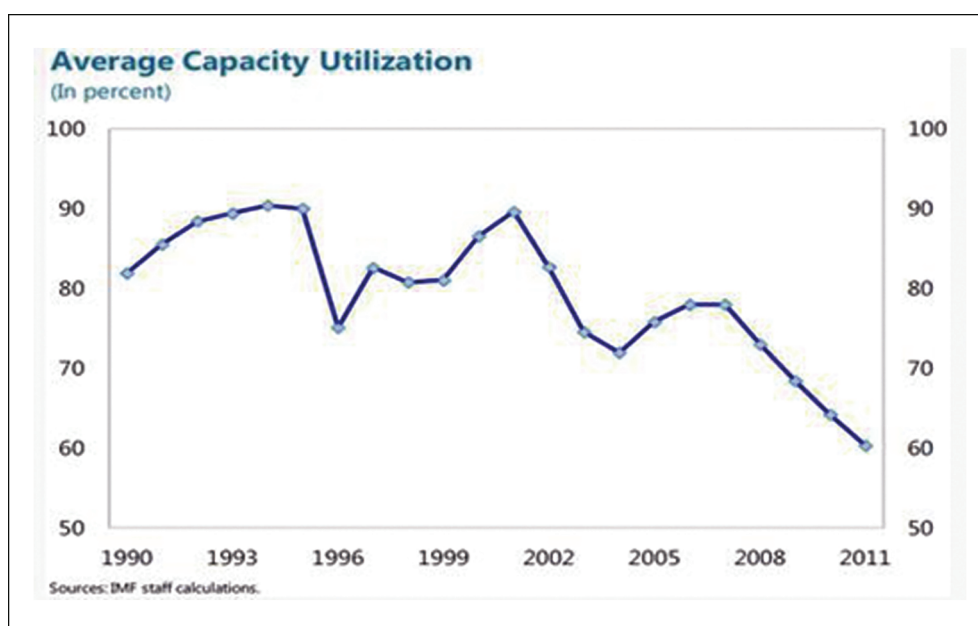


图 8 中国产能利用率的变化趋势

数据来源：IMF 计算。

在 2012 年 12 月的中央经济工作会议上，习近平指出，要充分利用国际金融危机形成的倒逼机制，把化解产能过剩矛盾作为工作重点。在 2013 年 4 月、7 月和 9 月，习近平多次强调要做好产业结构调整，化解产能过剩。国务院总理李克强也曾表示，产能过剩越来越成为经济运行中的突出问题。要坚定不移地化解产能矛盾。造成产能过剩的一个重要原因就是地方违规上马项目。过滤掉数据周期性因素，自从 2007 年以来中国一直是负产出缺口，即便价格压力基本不存在，同时过剩的产能仍然继续增长。

第二，传统模式的收入分配问题。当前，收入分配不平等逐渐加剧。在传统政商关系下，政府和企业收入不断增长，但居民收入增长缓慢。居民收入长期增长缓慢，不仅容易引发社会冲突，而且容易导致经济中内需不足，经济增长依赖外部需求，而当世界经济增长放缓的时候，国内经济就会受到较大的冲击。

^① <http://news.hexun.com/2013-10-16/158760584.html>

第三,地方政府驱动投资增长需要一定的资金支持。随着政府投资不断增加,政府通过负债融资的模式难以持续。根据审计署的统计,截止 2013 年 6 月,地方政府负有偿还责任的贷款约为 10 万亿^①。此后,政府债务仍然保持增长。随着经济增长速度放缓,财政收入增速放缓,税率难以大幅提高,如果中央政府对地方的转移支付比例也不会上升,那么地方政府通过举债来投资的空间将会不断缩小。最新数据显示,2015 年一季度全国财政收入增速只有 2.4%,而 2014 年同期的增速为 9.3%,今年的财政收入压力不小。

第四,自然环境恶化。前文论述的激励机制导致追求短期经济增长的激励较强,忽视了生态环境的成本。社科院副院长李扬表示,“如果在 GDP 中扣除生态退化与环境污染造成的经济损失,我国经济增长速度仅有 5%左右。”生态环境的持续恶化已经到了不容忽视的地步。“十八大”报告将“建设生态文明”写入其中,也正说明了无论决策层还是更为关注当下经济发展现实的地方政府,都应形成在尊重、重视自然生态的基础上发展经济的共识,将保护环境生态内生为我们社会文明的组成部分。

第五,腐败问题突出。十八大后,中国新一届政府大力推行反腐败。许多政府官员、国有企业老总都因腐败问题被查处,中国反腐迎来了高潮。据统计,自 2012 年 11 月底到 2014 年,大约有近 60 位省部级以上干部被查处,被查处的处级以上干部则成百上千。中国进入了反腐败的高潮时期。

(三)政商关系转型下的投资变局

图 9 和图 10 再次描绘了投资增长率的时间序列变化。从民间投资增长速度看,最近两年民间投资增速下降较快。2015 年 3 月,固定资产投资完成 77511 亿,民间固定资产投资完成 50349 亿。但是民间固定资产投资增长速度大幅下滑。从 2012 年 3 月的 28.9%下降到 2015 年 3 月的 13.6%。

从划分中央项目和地方项目投资增速看,2012 年中央政府投资仍然保持相对稳定的增速,然而地方政府项目的固定资产投资增速显著下降。尽管上述变化可能是多种因素共同作用的结果,但本文认为这种增速变化蕴含了中国的制度性特征。本文认为,地方政府和企业面临的激励机制变化是产生投资变局的重要原因。

导致传统政商关系转变的主要原因有三点:一是 GDP 考核机制发生变化;二是反腐败不断深入;三是经济发展环境发生显著变化。这导致投资激励减弱,传统

^① 审计署发布的全国政府性债务审计结果,2013 年 12 月 30 日公告。

宏观调控政策失效,短期内加强监督也不足以解决问题。

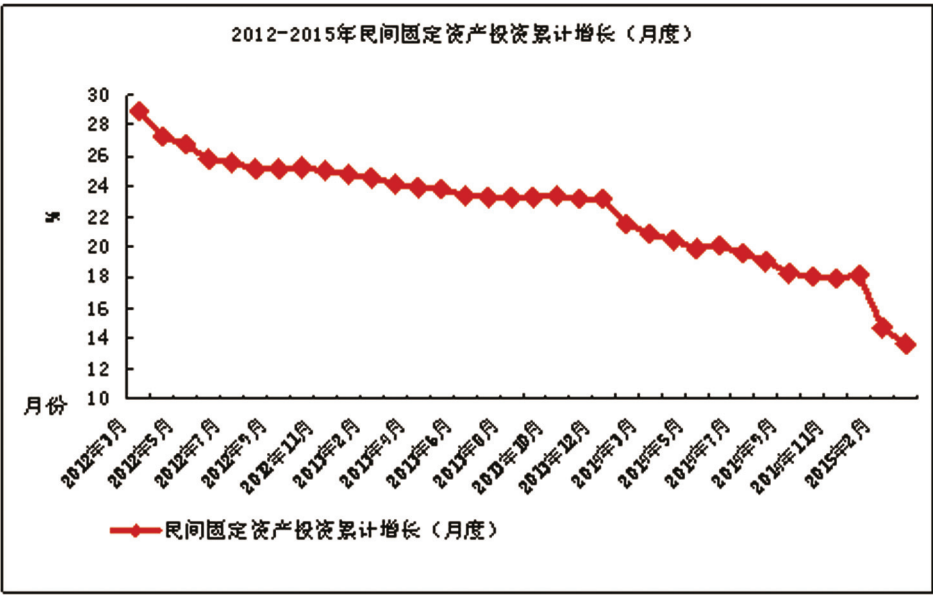


图 9 月度民间固定资产投资增长

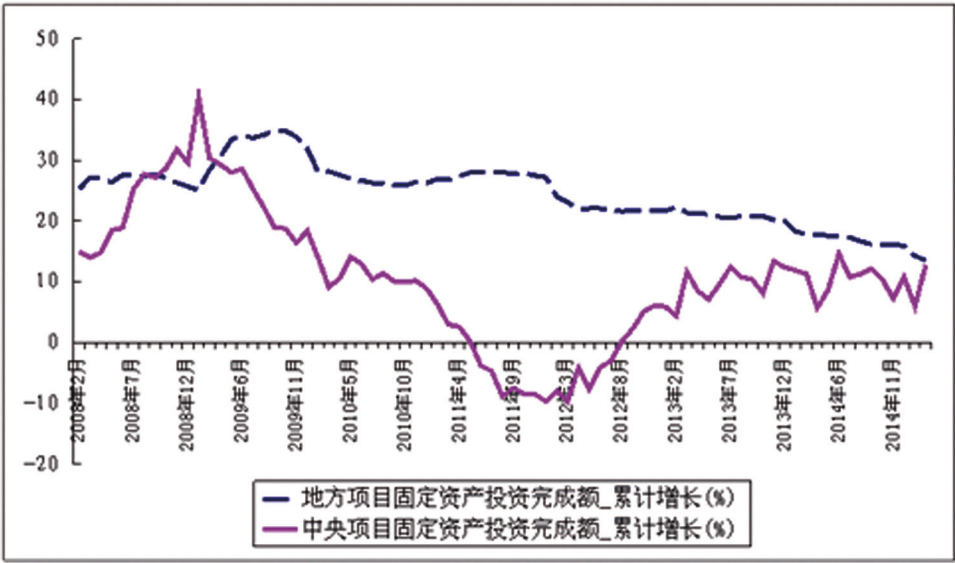


图 10 固定资产投资:中央与地方增速对比

2013 年中组部印发《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》(以下简称《通知》),其中强调落实地方官员政绩考核机制改革。此举将加快政府职能和经济发展方式的转变,对短期内政府投资增速构成影响。

反腐败不断深入。这次反腐运动的外生性主要表现为时间短、突发性强,很多官员和企业都无法预料。图 11 为 2003—2014 年中国由于腐败而被查处的中国副厅级及以上干部的数量。



图 11 反腐态势

经济发展环境发生显著变化。传统投资模式下的投资项目回报率不断降低,生态环境成本不断提高,导致原有投资激励的相对成本不断降低。

如果官员行为会对投资产生重要影响。从制度变迁的角度看,不同的制度给官员提供了不同的激励,官员自利的人性不可能改变,唯一可以改变的就是制度,如果找到一套激励相容的制度,就可以让官员追求自利与政府实现公共利益能够在方向上契合。那么为了重构地方政府和企业的投资激励,并且寻找有效率的投资项目,就需要进行相应的制度改革。

五、如何重构地方官员的激励体系和投资

当下,社会各界对经济增速下行形成了一定的共识,对经济放缓的容忍度也不断提高,形成了一些“新常态”共识。然而,惯于在高增长的环境中前行的中国经济,是否能够承受增长速度显著下滑带来的冲击,仍是各方忧虑的焦点。随着一季度经济增速 7% 成为近年的最低点,经济增长速度的底部在哪里? 经济增速何时

见底？经济增速迅速回落是否会引起经济硬着陆？如何稳定经济增长再次成为决策层关心的重要问题。特别地，较为宽松的货币政策和财政政策也逐渐失去昔日提振经济增长的威力。如何稳定经济增长，再次成为社会各界关注的焦点。实际上，如果没有配套的制度改革，技术层面的调控作用可能日益收缩，制度经济学认为，制度是决定经济增长的根本原因。资本、劳动等生产要素，甚至技术创新只是经济增长的直接原因。制度决定了要素和技术的结合方式，资源使用方式和资源配置效率。如果不能正确认识中国经济增长的制度动因，不能把握当前经济增长的制度困境，不能推进有效的制度变革，中国经济增长的困境可能会继续加深。寄希望简单地创新宏观调控的思路，调整货币政策和财政政策等政策工具，通过特定的定向调控稳定经济增长的政策可能会大打折扣。从制度变迁的角度看，当前为了重构投资激励机制，需要进行更深层次的简政放权和市场化改革。

（一）更深层次的简政放权

针对庸政和懒政的问题，一个解决的方法是增加对官员的监督和审查。通常监督能够起到一定作用，但这种作用也不能高估。主要的问题是：第一，监督者自身可能发生腐败；第二，且不容易找到有效的监督方法；第三，腐败的官员能够找到腐败的替代形式。在研究方面，Olken(2007)提供了一个案例说明了监督官员腐败可能存在的问题。在印度尼西亚进行的一个关于修筑乡村公共道路的实验研究中，增加监督确实减少了道路修建过程的腐败，但并没有消除腐败。增加政府审查，腐败性支出减少了，但增加了裙带关系，乡村领导更容易任用自己的亲朋参与修路。增加监督导致90%的项目发现存在腐败的证据，但最终这些证据并不足以对腐败人员进行刑事惩罚。Olken还发现除了上级监督外，还可以引入群众监督。相比群众代表出席审查大会的形式，通过填写匿名表格对官员进行监督的形式更能抑制腐败行为。

布坎南在1960年写的著作《公共财政》中指出，政府也是经济人，公务人员的政治行为的目的和市场中的个人一样，也追求个人利益最大化。但公务人员的利益与企业家又是不同的。企业家追求的是利润，而官员不是。政府关心自己的威信和权力如何维系。他们会利用其特有的身份地位和掌管的权力，扩张预算，掌控资源，将其用于追逐自己的政治地位和影响力上。因此，更深层次的简政放权才能约束政府的权力租金，保护企业的产权，刺激社会资本投资增长。

(二) 转向新的激励体制与市场经济相对接

为了考察投资增速下降的制度原因,我们使用市场化指数作为各地区制度水平的测度,把省级地区投资增速的降低幅度作为被解释变量进行了一个简单回归分析。我们预期,尽管整体上中国普遍存在地方政府对经济的干预,但不同地区的干预程度存在差异。在市场化水平越高的地方政府对经济的干预越小,政府对经济干预越小的地区投资增速首要由市场驱动,那么由政治经济驱动的投资下降水平就会相对较低,进而市场化程度越高,投资增速降低幅度也会越低。图 12 给出了线性回归结果。我们发现,尽管经济新常态下投资增速全面放缓,但是越是市场化程度较高的地区,投资增速放缓的程度越弱,越是市场化程度低的地区,投资增速放缓的程度越大。如果投资受到政府激励和政企关系变化的影响而发生变化,那么市场化程度提高则有利于减弱这种作用。

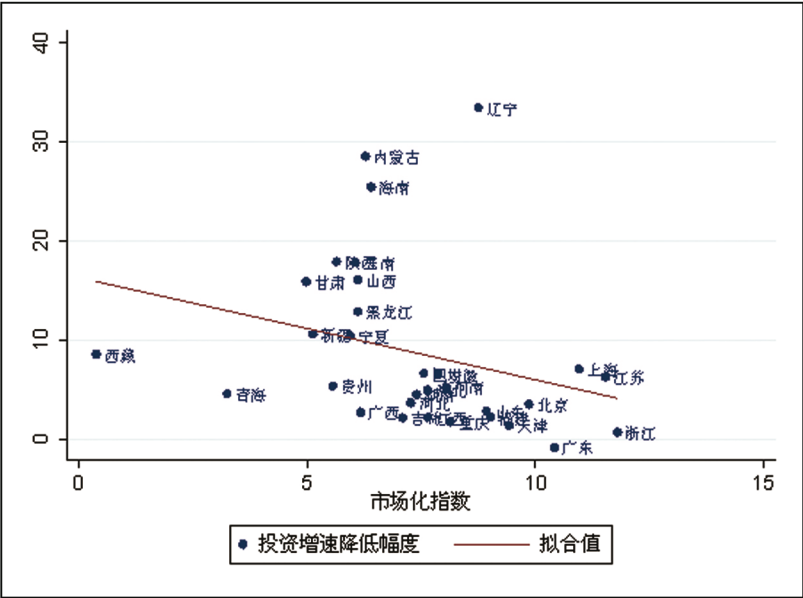


图 12 市场化程度与投资增速下降

参考文献

- [1]鲁政委,《中国的经济波动:理论假说与宏观调控》,《社会科学辑刊》,2005 年第 5 期。
- [2]许成钢,《从体制认识中国经济的结构性问题》,《比较》2011 年第 5 期。
- [3]许成钢,《地方竞争的困境》,《中国改革》,2011 年第 9 期。
- [4]Guo, Gang. 2009, "China's Local Political Budget Cycles." *American Journal of Political Science*, Volume 53, Number 3, July 2009, Pages 621—632.
- [5] Imai, Hiroyuki, 1994, China's Endogenous Investment Cycle, *Journal of Comparative Economics* 19: 188—216.
- [6]Naughton, Barry, 1986, Macroeconomic Policy and Response in the Chinese Economy: The Impact of the Reform Process, *Journal of Comparative Economics* 11: 334—353.
- [7]Olken, B., 2007, "Monitoring Corruption: Evidence from a Field Experiment in Indonesia." *Journal of Political Economy*, 115: 200—249.
- [8]Rawski, Thomas G., 2002, Will Investment Behavior Constrain China's Growth? *China Economic Review* 13: 361—372.
- [9]Shleifer, A. and Vishny, R. (1993). "Corruption" *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3): 599—617.
- [10]Tao, Yi—Feng, 2003, Rationalization of Political Business Cycle in China, [iir.nccu.edu.tw/meeting paper/陶仪芬.pdf], acc. July 24, 2004.
- [11]World Bank, 2002. "China: National Development and Sub—national Finance: A Review of Provincial Expenditures." World Bank Poverty Reduction and Economic Management Unit Report 22951—CHA.

分报告二

政府制定经济目标对经济增长和波动影响

摘要:预期往往是经济波动的重要推动力量。本文以中国政府两会报告中提到的经济增长目标作为引导社会预期的重要导向,观察这个经济计划对实际经济影响。我们发现政府增长目标基于过去实现增长,同时又显著影响本年实现增长。这个结果对全国两会效应和地方两会效应都存在。这意味着政府设定目标有可能起到了推动经济波动的结果。这个影响也随时间在发生变化。整体上说,近年相对稳定的经济增长目标显著降低了经济波动可能。检验发现政府目标对实际增长影响主要是政府采用相应政策发生作用,预期效应相对不明显。一些政策意见最后被提出讨论。

一、研究目标与依据：

(一) 本文目标

本文主要目的是分析政府设定经济增长目标如何影响之后经济实际表现。不同于美国等国政府主要“预计”经济增长速度而非“设定”经济增长速度目标,我国政府特别是胡温时代后每年都会制定较明确经济增长目标。今年两会,李克强总理将 2015 目标定在 7%。由于中国政府有极大经济控制力,因此政府设定经济目标有可能会引导社会投资从而影响实际实现的经济增长,对这个效应的验证对于理解中国经济波动来源有一定意义。当然,政府也可能通过一系列配合其目标的财政政策和货币政策来影响之后实际经济表现。不同的路径验证也是本文的研究内容。

(二) 相关理论基础

预期是解释宏观经济波动的重要因素。阿瑟·庇古 (Arthur Pigou) 早在 1927 年著作中就指出“商人们的预期变化——此外再没有别的东西,构成了产业波动的直接原因或者前导。”按照 Pigou (1927) 的论述,当人们获得关于未来的好信息(即对未来乐观预期)时,他们将开始积累资本以应对未来总需求的增加,经济将经历一段繁荣时期。但是,如果这些好信息最后被证实是错误的(即预期未实现或预期修正),人们将削减投资,经济将经历一段衰退时期。预期变动驱动经济波动这个想法在上世纪八十年代后更多地受到关注。日本、东亚和美国在上世纪八十年代后发生的经济周期驱动了这个想法的相关深入研究,认为预期未来高增长将促进真实增长并且对这个预期的修正将引导之后的衰退。进而,一些经济稳定器如中央银行等进入预期研究,如 Bernanke and Gertler (2000) 指出中央银行作为一个经济稳定器,当预期到经济要上行物价上涨时,可能提高短期利率,反之则采用相反方法,这种做法有助于经济稳定。

由关于未来的信息引起的经济周期被称为预期驱动的经济周期。这种经济周期具有以下特征:面对预期的变化,经济总量如消费、投资、就业和产出同方向波动。早期研究商业周期的学者强调了预期冲击在驱动商业周期波动方面的重要性,但定量分析不足。一些较新的研究如 Beaudry and Portier (2004) 构建三部门

模型模拟预期冲击,并带动了之后一批理论研究,如中国学者庄子罐等(2012)分析中国经济波动也采用模拟方法。也有一些学者寻找经验证据来识别预期冲击,以便证明预期冲击确实引起了经济周期波动,而且是驱动经济周期波动的主要力量,如 Beaudry and Portier(2005)、Leduc and Sill(2010)等。

已有的对预期的研究中,很少有明确指出可信预期的来源。一些理论模拟简单的加入一个随机变量反映预期波动,也是相对抽象的做法。相比于国外,中国政府对经济有更强的控制力,并且政府每年都会制定经济目标,这些经济目标很容易影响社会各个群体对未来的预期。检验中国政府经济目标对之后实际经济行为影响,对于检验预期驱动经济周期的理论有直接贡献,也对中国政府对经济的目标设定行为有指导意义。

二、对全国数据的简要分析:

(一)历届政府两会中的经济目标及影响

全国政府经济目标主要从每年的“两会”反映。“两会”一般在每年三月初召开,之前的两个月由于有春节因素是每年经济的最低时期,因此经济目标主要靠之后几个月实现。从图1基本上可以看出,不同总理执政期间他们的两会报告关于经济增长预期有较大明显不同。在赵紫阳及之前的时代(1981—1987),当时统计的是“工农业总产值”,概念和之后的GDP统计有不同,并且只有1987年有预计“七五期间保持平均7.5%增长”^①,之前没有类似言论。

到李鹏总理时代(1988—1998)后,除了1989年,其他年份都提到了预期经济增长。在李鹏总理领导国务院前期,政治形势很不稳定,经济波动大,经济预期指标都比较谨慎地低,后期则保持8%左右稳定稍降,但实际经济增长率则呈现不断下降趋势(1992年12.8%到1998年7.8%)。到了朱镕基总理执政5年中(1999—2003),除了开始和结束的1999及2003年预计增长7%,其他年份没有提到预期增长目标,主要是当时国企改革动作较大,潜在影响难以估计,也就较难提出明确经济增长目标。到了温家宝总理时期(2004—2013),每年两会都会提到经济增长目标,并且在2011年前不断调高并最后维持在8%目标,在2012—2013年调低到7.5%,经济在这段时间发展也比较快,基本都超过了预定目标。到2014年李克强总

^① “七五”指1986—1990年这五年。

理上任后(2014—至今),2014 年经济增长目标定在 7.5%,但实现为 7.4%,以至于 2015 年目标进一步降低为 7%。

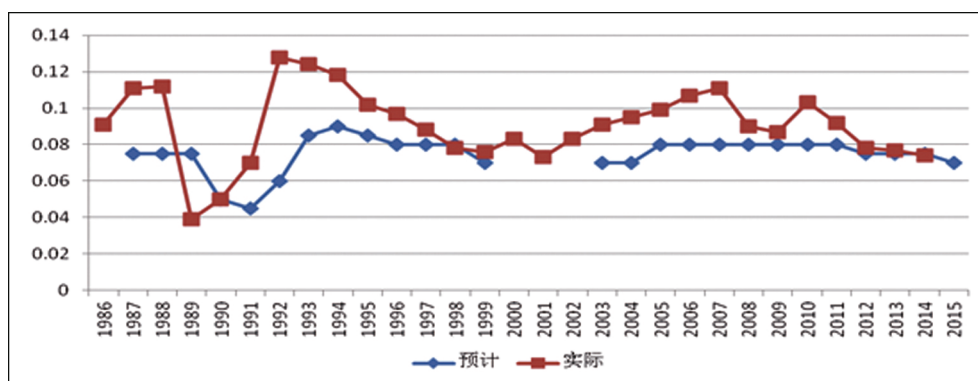


图 1 1986 年后“两会”设定经济增长目标与之后实现增长间关系

从图 1 可以看到,政府提出的经济增长目标和实际实现的增长之间存在显著正相关关系。近期,我们可以看到政府很多场合认为今后中国经济可能长时间维持在 7% 及以下的增长速度,进入“新常态”。这种宣传最早见于习近平主席 2014 年 5 月,而当年年底经济增速下降到预期目标之下。近年两会再提新常态,并调低经济目标后,各种投资同比增速相对下降,外资投资在年初更是负增长,直观地说明了政府目标对经济行为的引导作用在加强。

为了反映这个经济目标设定对实际经济增长的影响显著性,我们进行简单地定量分析。经检验发现二者都为平稳序列,以实际增长率为因变量、计划增长率为自变量的回归估计发现计划增长率的系数达到 0.92,高度显著。如上文所说,由于计划增长在前而实际实现增长在后,可以认为二者存在因果关系。另外,由于数据来自各年政府两会报告的收集,报告中提到了经济预期增长目标,也提到上一年实现增长,这个实现增长有时与之后核实并在统计年鉴上公布的增长稍有不同。由于制定经济目标有可能依赖于已有的对实现增长的认识,我们对两个实际增长指标和预期增长间关系都进行分析,结果都是高度显著。另外,我们按照已有一些研究在增长方程中加入资本存量对数和总就业对数进行回归分析,结果仍然发现预期增长显著正向影响当年实际增长。^①

需要指出的是,预期增长率也受到之前实际增长率的影响。以滞后期实际增

^① 此处资本估计采用孙文凯等(2010)公布的资本存量数据,劳动数量采用统计年鉴中公布的城乡就业人口总数。

长率为解释变量、预期增长率为被解释变量,回归分析发现滞后期实际增长显著正向影响预期增长率,系数为 0.43.以上结果可见于表 1.

表 1

计划增长与实际增长间关系

	实际增长率 1	实际增长率 2	预期增长率
计划增长率	.9261 * * * (.3123)	1.0038 * * (.4382)	
滞后一期实际增长率			.4311 * * * (.0449)
R2	0.2602	0.1794	0.7794
样本数	27	26	28

注释:实际增长率 1 为两会政府工作报告中提到的实现增长,实际增长率 2 为统计年鉴中(GDP 指数/100-1),预期增长率为两会报告中提到的计划增长,滞后一期实际增长率指报告中实际增长的滞后项。括号内为标准误。

在政府两会制定目标时,有一些时候是很明确的指出“确保”经济增长达到预期目标,有些时候则是指保持经济增长在预期目标“左右”。这种表达背后也可能反应了政府稳增长的决心,也可能更大地带动预期。我们将“确保”和“左右”的不同说法分为两个子样本进行回归分析发现,“确保”的年份计划增长对实际增长的影响确实更大,系数为 4.3,高于“左右”的系数 2.0.如果采用交叉项的形式进入表 1 的回归方程,交叉项系数是显著的。

由于我们使用的年度样本主要覆盖了李鹏、朱镕基和温家宝总理的任期,也包括李克强总理两年任期,我们在表 1 的回归中加入了是否处于朱镕基总理任期和是否处于温家宝总理任期这两个哑变量以及这两个哑变量与计划增长率间的交叉项,以反映可能的不同届政府效应异质性,发现这几个增加变量都是不显著的。这意味着计划增长率与实际增长率间的关系可能是具有共性的。

(二)可能机制分析

上文通过图形和简单回归分析印证了政府预期经济增长目标对之后经济实际增长影响,这种影响的传递路径是什么呢? 这二者间存在因果关系,但是要解释这个因果关系则需要更多信息。根据理论和一些现实依据,我们估计政府设定的经济目标影响现实经济增长主要来自于三个可能途径:一是政府可能按照经济规律

正确预测了经济走势,并且实现的经济增长目标契合了政府的预计;二是政府在制定经济目标后,采用相应的货币政策和财政政策来促成相应目标实现;三是政府制定的目标引导了社会投资,使得其目标自动实现。当然,也有可能三者共同各起一定作用。

对于第一个可能,我们采用最简单的方法来考虑:如果政府正确预计之后增长,那么更可能的是预测最近的一个季度走势。也就是说,由于两会召开公布政府的经济增长目标是在3月初,如果这个预测符合经济自发走势,那么第二季度经济增长率应该更符合政府预计目标。从表2的第一行回归结果看,结果说明政府预计的结果似乎并不准确,第三、第四季度突然地带动实际增长,很有可能是由于其他因素而不是政府预期准确的因素。

进一步地,观察其他可能影响经济增长因素对预期经济增长的反应,如表2中余下各行所示。可以看到,从总投资来看,当计划经济增长率较高时,第二季度投资增长率甚至明显出现了下降趋势,而在第三、第四季度显著回升,这可能意味着政府计划在短期引导投资有限。但是,政府计划对引导国有企业短期投资计划有显著作用,表现为国有企业投资增长在第二季度显著提高。但由于国有企业投资在三四季度不高,而总投资、外商投资在三四季度提高,意味着在年终为了完成任务指标而可能采取较强的刺激计划,从而最终引导了社会投资增长。这些刺激计划可能是使用货币政策或财政政策。从表2的对财政政策的分析看,当计划增长高时,政府支出在第四季度往往会提高很显著,意味着财政政策有稳增长的意图。从最后两个估计结果可以看到,M2增速在第三四季度要明显高于第二季度,意味着货币政策在计划高增长时会最后发力确保经济目标实现。而利率则相反,更多地是起到一个稳定器的作用。

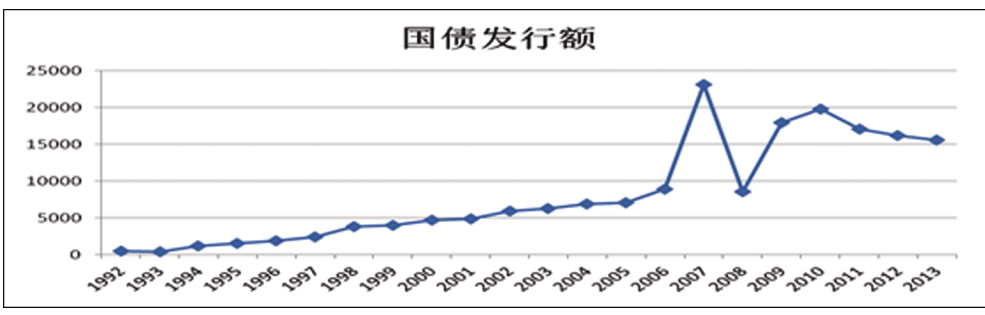


图2 历年国债发行额 单位:亿元

表 2

各个因素对预期增长率的简单回归结果

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
GDP 增长	78.5135 (101.9561)	-97.8028 (66.9194)	291.1556 * * * (87.0628)	255.1887 * * * (25.5851)
投资增长	-161.8017 (272.9574)	-393.6147 * * (195.3328)	1360.489 * * * (417.1749)	1293.717 * * * (150.0412)
国有企业投资增长	2695.555 * * * (613.0486)	1149.333 * * * (156.5322)	-1180.584 * * * (271.6721)	558 (350.2572)
外商投资增长	-3104.679 * * * (348.6964)	5.7619 (582.3406)	1010.755 * * * (273.4992)	1250.636 (847.4293)
社会零售额增长	2.5383 * * * (.6507)	5.4641 * * * (1.2810)	5.0177 * * * (1.2763)	5.9221 * * * (.4215)
财政支出增长	384.7863 * * * (66.5734)	36.3655 (94.3100)	262.7627 (307.0909)	282.9342 * * * (69.2380)
利率	-.6247 * * (.2830)	-1.2286 * * * (.46053)	3.7490 * * * (.5911)	-.2771 (.3230)
M2 增速	616.8798 * * * (141.0514)	261.4316 * * * (118.5722)	493.9026 * * * (108.6467)	448.2708 * * * (65.2836)

注：括号内为标准误

另外的证据可以参考历年国债发行额。图 3 列出了近年国债发行额变动趋势。可以看到，在近几年为了维持适当的经济增速，政府通过大量发行国债筹资以应付必要支出。这和表 2 的估计结果比较一致。

当然，以上使用国家数据的分析虽然发现一些规律，但这些规律更应该解释为相关性而非因果关系，因为使用国家数据不能控制可能遗漏变量等统计问题，估计出来的系数可能是其他遗漏变量影响。下文我们进一步使用省级数据验证这种可能因果关系。

三、基于地方政府两会经济目标与实现发展目标的分析

各个省地方政府也每年会做政府工作报告，并设定本省经济发展目标，大概在

每年一月上旬召开。地方政府对本地经济可以通过财政政策、税收优惠等措施产生一定控制力,因此其经济计划指标对本地经济实现也有可能有一定作用。一个现象是,各省计划增长率与国家的计划增长率间具有高度相关性,简单计算发现这个相关系数达到 0.9912,高度显著。一方面,国家设定经济目标会参考地方政府对经济的目标,另外一方面,各地政府和国家对宏观经济判断经常是相似的。因此,二者呈现高度相同的趋势。这也意味着中央和地方对经济增长的预期近似,我们使用省级数据分析时避免了预期不一致可能带来的解释困难。

限于两会报告的公开性等数据可得性原因,省份数据主要使用了 2003 年以后数据,主要覆盖了温家宝总理任期。

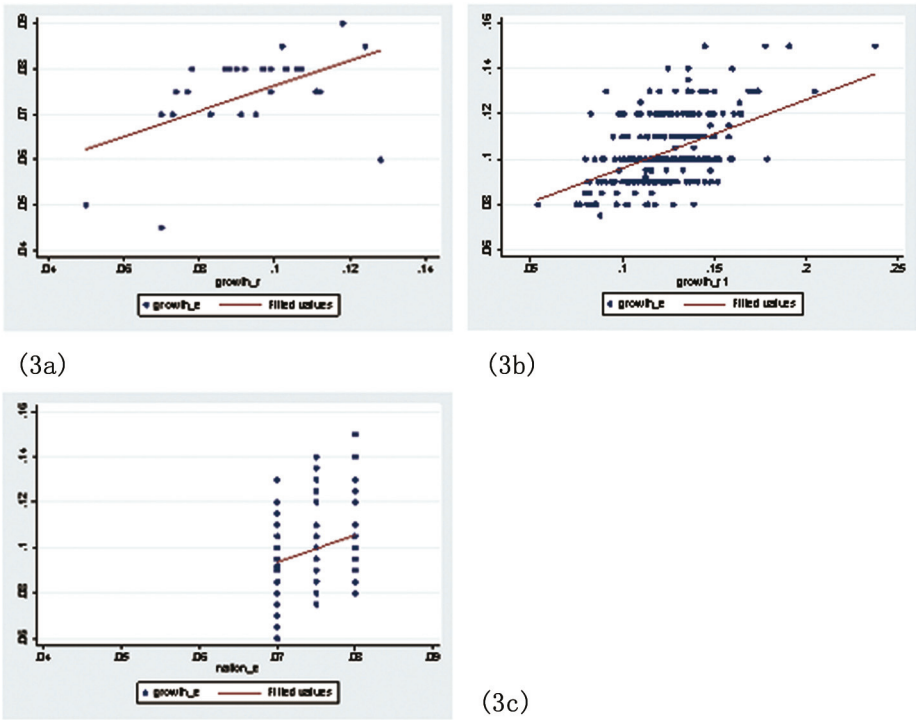


图 3 全国及省级计划增长率与实现增长率关系

注:(3a)为全国实际增长率与计划增长率关系;(3b)为省级实际增长率与计划增长率关系;(3c)为全国与省级计划增长率关系图。(3a)(3b)横轴皆为实际增长率,(3c)横轴为国家计划增长率。

省份的数据给我们提供了验证政府设定经济目标与实际增长结果间关系的更多信息,这主要是因为面板数据可以控制一些不随时间变化又难以测度的经济变

量,可以弥补简单年度数据的一些统计问题。同时,使用省级数据使得可用于分析的样本量显著提高了。由于各省经济目标公布在一月份,因此使用省级数据的另外一个直接好处就是可以认为全年该省经济实现值为计划值的影响结果,这比三月份才开始的国家级计划数据要更有好的解释力。

使用省级数据也有两个问题。第一个问题是没有季度数据,只有年度数据不能看到年内不同季度为了保持经济达到预期目标而进行的不同努力。第二个问题是,由于各省没有独立的货币政策,因此在验证二者影响的传递路径较少。

(一)关系验证

类似于上文的分析,我们首先观察计划增长对实际增长的效应,即直接采用普通线性回归方法验证年度上预期增长对实现增长的影响。由于使用的是面板数据,我们可以控制省份固定效应项,以及年份固定效应,从而尽可能控制可能的遗漏变量问题。结合计划增长率在先实际增长率在后的现象,较好地做到二者间影响的识别。

从表3逐步增加控制变量的结果看,地方政府设定的经济目标对实际经济增长率有很显著的影响,不论是在普通OLS分析、面板数据固定效应模型分析、省份年份双固定效应还是增加资本劳动解释变量后,结果都高度稳健,即地方政府设定的经济目标显著促进了当年经济增长。

另外,地方政府两会报告中,也有类似于全国的对经济目标“左右”“确保”“以上”的不同描述。可以想象,对应于这三种不同表达,政府要做到相应目标的投入努力也会很大不同。我们直接将这三种以两个哑变量形式带入表3中最后一列回归方程中,发现以“左右”为参考变量时,“确保”与“以上”都显著提高了经济实现增长率。同时,计划增长率对实际增长率的影响仍然高度显著,达到1.07。如果按照“左右”“确保”“以上”三类样本分别进行回归,则发现“确保”和“以上”的省份预期增长率对计划增长率是有显著影响,而“左右”则不显著。

进一步地,我们可以分地区观察计划增长率对预期增长率的影响。平均来看,中西部地区计划增长率高于东部地区,最终实现的增长率也高于东部。从分地区回归结果看,控制省份、年份固定效应以及资本劳动投入后,结果如表4后三列,中西部地区计划增长对实际增长具有显著高的正向效应,而东部地区则为正的不统计显著的影响。这可能反映了经济较发达地区同时也是市场化程度高地区,政府控制经济能力相对较弱。

表 3 各省计划增长对实际增长影响被解释变量:实际增长率

	全国	全国	全国	全国
计划增长率	.7590 * * * (.0764)	.5438 * * * (.0989)	.9094 * * * (.0817)	.9430 * * * (.2055)
省份固定效应	否	是	是	是
年份固定效应	否	否	是	是
资本、劳动变量	否	否	否	是
R2	0.2295	0.2295	0.5876	0.2776
样本数	333	333	333	140

注:括号内为标准误,此处采用的资本存量为张军教授等估计的 2005—2009 各省资本存量,劳动数量采用统计年鉴各省总就业数据。

需要进行的另一个稳健性分析是:由于预期多半是基于之前的实际经济增长,而之前经济增长有可能对之后增长有一个惯性影响,因此,只是控制预期增长有可能只是反映了实际增长的滞后效应。我们加入实际增长滞后项,使用动态面板常用的 GMM 方法重新估计,得到结果如表 4 第一列所示。可以看到,加入实际增长滞后项后,计划增长率仍然对实际增长有显著正向影响,而实际增长的滞后项并无显著影响。

表 4 几个稳健性分析 被解释变量:实际增长率

	全国动态面板	东部	中部	西部
计划增长率	.7612 * * * (.2150)	.4055 (.3436)	1.9345 * * * (.4689)	.8448 * * * (.3143)
省份固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
资本、劳动变量	是	是	是	是
R2 or Wald	131.94	0.0085	0.2022	0.0335
样本数	104	52	38	49

注:第一列回归控制了上一期实际增长率,以体现可能的惯性效应,方法利用了 Arellano and Bond (1991)的 GMM 方法。实际增长的滞后项系数为.0381,但统计不显著。括号内为标准误。

和之前全国数据分析一样,表 5 报告了计划增长率的形成。可以看到,全国及

不同地区省级计划增长率基本是受到之前一年实际增长率影响的。这同时也可能意味着：如果之前经济保持上涨的趋势，那么政府计划有可能进一步助推经济繁荣，反之相反。这意味着政府计划有可能促进经济波动。

表 5 计划增长率的形成 被解释变量：计划增长率

	全国	东部	中部	西部
滞后实际增长率	.4306 * * * (.0261)	.3847 * * * (.0430)	.2579 * * * (.0598)	.4806 * * * (.3436)
省份固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
R2	0.5808	0.6049	0.4341	0.7231
样本数	364	129	91	144

注：括号内为标准误。

(二) 影响路径验证

和之前对全国的分析一样，我们从 GDP 增长构成以及对应政府行为观察可能的省级计划增长率对实际增长率的影响路径。从表 6 的各项估计结果可以看到，各个经济产出构成要素都对计划增长有正面反馈，其中，反应最大的是投资增长和政府支出增长。这个结果，尤其是政府支出增长，反映了计划增长对实际增长的影响主要来自于政府的努力。

表 6 省级各个因素对预期增长率的简单回归结果

	消费增长	投资增长	政府支出增长
计划增长率	.9735 * * * (.3135)	1.7751 * * * (.5157)	1.7799 * * * (.6711)
省份固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
R2	0.6607	0.4917	0.3399
样本数	334	334	334

注：括号内为标准误

四、案例分析：从李鹏到温家宝

虽然以上数据分析显示计划增长对实际增长有一定作用,但为了更好地认识这个作用机制,我们本部分采用案例分析的方式观察其中细节。就发展趋势来说,中国对西方经济理论和市场经济规律的把握是在不断加深的过程,同时各个时期面临经济环境也不同,因此各个时期采用的政策必然有很大不同,但殊途同归地达到使经济达到预计增长的目的。

(一)1989 年~1991 年:反复不定,波动较大

背景:1988 年,受到改革开放以来连续经济快速增长,同时,国家《关于价格、工资改革的初步方案》决定将多数商品价格放开,且当时大量商品还供不应求,银行利率也较低,在当年出现了席卷全国的“抢购风暴”,物价飞涨。1988 年 9 月,中央不得不进行治理整顿,采取提高居民存款利率、限制工资奖金发放、对部分产品征收消费税等措施抑制消费,1989 年初开始又继续提高利率并提高准备金率一个百分点,并实施大规模的压缩基建投资、减少财政赤字和控制信贷规模的政策。由于政策实施力度较大,随着这些措施的落实,国内迅速出现严重的市场疲软,产成品库存大幅度增加,企业生产陷入困境,经济增长速度迅速下滑。这是在当年两会时期所没有预料到的,凸显了当时宏观调控和对经济发展认识的不成熟以及对经济状况把握不深入。在 1989 年两会召开时,没有提经济增长目标,只是以抑制过热为主要目的。当经济出现疲软时,1989 年 10 月起,宏观经济政策方向迅速转为刺激经济增长。具体采用了宽松货币政策和积极财政政策的做法。在货币政策方面,国家采取了放松银根的措施,先后增加了对商业部门和生产企业流动资金的贷款,在一年多的时间里先后 3 次调低了存贷款利率,加大中央银行贷款的投入量。全面恢复银行托收承付制度,以减少企业间的相互拖欠。在财政政策方面,适当增加投资性支出,主要用于计划内重点建设项目和企业的技术改造,用于在城市建设一些中低档职工住宅。这些做法使得 GDP 从 1990 年的 3.9% 上升到 1991 年的 9.3%。在这之后,政府不断调高经济增长目标,并进一步带动了之后的发展和进一步的通胀。可以说,在这段时期,政府调控是经济波动的一大原因。

(二)1997—1998—1999:宽松货币、积极财政、扩大内需

背景:1997 年亚洲金融危机迅速扩大蔓延,世界经济增势减缓,贸易和投资受

到重大影响。我国出口需求急剧减少。与此同时,国内出现买方市场,部分商品因多年来的重复建设严重供大于求。内外因素的综合作用,使物价出现下降,公众预期降低。1998年我国出口仅增长0.5%,进出口总额下降0.4%,实际利用外资下降9.1%,外汇储备增速减缓。同时,国内供大于求的格局加剧,社会商品零售总额仅增长6.8%,增幅为20世纪90年代以来的最低水平。当年10月份零售物价开始出现负增长,国民经济出现通货紧缩的迹象,1998年经济增速较上一年下降一个百分点,没有达成1998年两会时制定的经济目标。政府因此继续下调了经济增长目标,由1998年的8%降低为1999年的7%。制定扩大内需的方针,实行积极的财政政策和稳健的货币政策,以促进宏观经济运行出现重要转机。

这一阶段采取的措施主要有宽松的货币政策和更广泛的积极财政政策。在货币政策方面,同时采取了降低利率和降低存款准备金率的措施。1997年10月将基准利率从7.47%降到5.67%,后又连续多次降低利率,到2002年降到1.98%的历史最低水平,并在1999年9月开征利息税,相当于变相对储户降息,以促进消费。同时,1998年3月将法定存款准备金率一下从13%降到了8%,1999年再次下调到6%。1999年2月,发布《关于开展个人消费信贷的指导意见》,全面推广消费信贷,1998年、1999年和2000年消费信贷分别增加300亿元、925亿元和2868亿元。1998年5月发布《个人住房贷款管理办法》,重点发展住房贷款。中央银行坚持把发展个人住房贷款放到突出位置,作为消费信贷业务的重中之重来抓。另外,中央要求各金融机构对资信状况良好、有还款来源的外贸企业积极支持,扩大对出口企业的贷款利率浮动范围,允许商业银行在对出口企业出口退税账户进行托管的前提下,以出口退税应收款作为还款保证,向出口企业发放短期流动资金贷款。

在财政政策方面,1998年上半年由于外贸出口增长速度大幅度回落和国内需求对经济拉动的力度不够,上半年经济增长速度出现减缓趋势,国务院增发1000亿元财政债券,重点用于增加基础设施建设投资。从1998到2004年连续7年增发国债共9100亿元,主要投资均为基础设置建设。1999年7月起减半征收固定资产投资方向调节税,以促进投资。1999年7月日起对国家产业政策的技术改造项目购置国产设备的投资,按40%比例减免企业所得税。连续多次提高出口退税率,政府从1998年6次提高了出口退税率。1999年又2次提高了出口退税率。两年9次提高出口退税率推动了出口的增长。2000年出口比上年增长27.9%,2002年比上年增长22.3%。

除了这些货币政策和财政政策,政府还于1999年10月成立四大金融资产管理公司,国家将四大商业银行及国家开发银行近1.4万亿元不良资产剥离至四家资产管理公司,增强银行抗风险能力,促进银行在信贷政策中发挥更好的作用。推进城镇住房制度改革,支持居民购买住房和大件耐用消费品;积极引导居民增加文化、娱乐、体育健身和旅游等消费,拓宽服务性消费领域。1999年到2003年三次提高机关事业单位职工基本工资标准和离退休人员离退休金,实施年终一次性奖金制度,建立艰苦边远地区津贴制度,提高国有企业离退休人员的待遇,较大幅度地提高各类社会保障对象补助标准。

这些更广泛的政策收到了一定效果:1997年底开始,通过财政和货币双松的配合,在严峻国际国内形势的基础上保住了1997年8%和1999年7%的增长目标,分别完成实际增长9.2%和7.6%。在1998年全国严重洪涝灾害的情况下也达到了7.8%的增长。

可以说,这个阶段的政策主要是反衰退政策,对于维持经济平稳起到了作用。

(三)2008/2009年“四万亿”投资计划

背景:2008年,两会制定了8%增长目标,这一目标已经持续维持了四年。2008年9月,国际金融危机全面爆发后,中国经济增速快速回落,出口出现负增长,大批农民工返乡,经济面临硬着陆的风险。为了维持稳定,中央于当年11月上旬及时出台了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施,明确把促进经济平稳较快增长作为经济工作的首要任务,果断实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,大规模增加政府投资,带动总额达4万亿元的两年投资计划。2008年会议确定的扩大内需、促进经济增长的十项措施:加快建设保障性安居工程、加快农村基础设施建设、加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设、加快医疗卫生、文化教育事业的发展、加强生态环境建设、加快自主创新和结构调整、提高城乡居民收入、全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革,鼓励企业技术改造,减轻企业负担1200亿元、加大金融对经济增长的支持力度,取消对商业银行的信贷规模限制,合理扩大信贷规模,加大对重点工程、“三农”、中小企业和技术改造、兼并重组的信贷支持,有针对性地培育和巩固消费信贷增长点。同时,着力扩大居民消费。中央财政投入资金450亿元,补贴家电汽车摩托车下乡、汽车家电以旧换新和农机具购置。减半征收小排量汽车购置税,减免住房交易相关税收,支持自住性住房消费。货币政策方面继续适度宽松,2008年9月底开始四个月内四次下调存款

准备金率,5次下调金融机构存款基准利率。

效果:虽然中国国内情况远好于金融危机波及严重的发达国家,但这轮危机一旦发生,政府就迅速出台强烈刺激政策,积极稳定社会信心,2008年和2009年,在出口恶化的情况下,消费保持稳定增长,投资大幅提升,经济实现9.6%和9.2%的增长,超额完成8%的增长目标。可以说,这个阶段的政策运用越发大胆和成熟,对于降低可能衰退有一定短期效应,但一些研究认为长期效应甚至是负的。

五、总结讨论

本文就政府制定经济目标带来的预期效应对实际增长影响进行了定量分析,发现政府制定目标对经济实际增长有显著正向影响。这个正向影响在短期主要影响国有企业投资,但当年主要依靠各种政策投入引导社会投资和消费以达到相应目标。可以说,带动民众预期效应并不明显,政策的努力是计划目标对实现结果影响的主要传递手段。

虽然从统计上得到一些一致结论,但也要看到不同时期政策目标实现的手段不同。随着对市场经济规律的把握和宏观调控工具运用的熟练度日益提高,政府目标实现的手段越发多样。在早期,有限的政策手段甚至带动了经济波动的增大,而越到后来政策对于稳定的作用更大。总体上讲,政策对于中国短期经济增长影响巨大。

从这些结论中,我们可以有一些政策建议。我们认为,政府相关部门不应轻易公布计划目标,特别是近年向下预期的目标。原因有二:(1)在长期8%左右经济增速目标下,突然调低目标可能改变预期,并带动引导社会投资向下;(2)设定目标将给自己增加政策操作压力。已有一些研究对中国潜在经济增长率认识不同,理论模拟及国际经验借鉴得到不同结论。中国目前的经济困境是短期周期现象还是长期趋势体现难以定论。因此,盲目公布计划目标特别是较低经济增长目标仍然可能使经济增速自我实现并带来政策操作难度。

参考文献

- [1] Beaudry, P. , and F. Portier, 2004, “An Exploration into Pigou’s Theory of Cycles”, *Journal of Monetary Economics*, 51, 1183—1216.
- [2] Beaudry, P. , and F. Portier, 2005, “The News View of Economic Fluctuations: Evidence from Aggregate Japanese Data and Sectoral US Data”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 19 (4) , 635—652.
- [3] Bernanke, B. , Gertler, M. , 2000. “Monetary policy and asset price volatility.” *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7559*
- [4] Leduc, Sylvain and Keith Sill, “Expectations and Economic Fluctuations: An Analysis Using Survey Data”, *Federal Reserve Bank of San Francisco working paper series*, 2010. Available at <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp10-09bk.pdf>
- [5] Pigou, Arthur, 1927, *Industrial Fluctuations*, MacMillan, London.
- [6] 孙文凯, 肖耿, 杨秀科, 资本回报率对投资率的影响: 中美日对比研究, 《世界经济》, 2010 年第 6 期
- [7] 庄子罐, 崔小勇, 龚六堂, 邹恒甫, 预期与经济波动——预期冲击是驱动中国经济波动的主要力量吗? 《经济研究》, 2012 年第 6 期

重视预期管理以应对中国货币政策有效性的下降

①当前,中国经济不仅出现了周期性下滑,而且通货膨胀率也已大幅低于 3% 的政策目标水平,表明货币政策并没有能够有效地应对经济波动,其调控能力已大幅下降。货币政策有效性下降的原因之一是在金融创新的影响下数量型货币政策发挥作用的前提条件发生变化,货币供应量作为数量型货币政策中介目标的有效性也大幅下降,从而降低了数量型货币政策的调控效率;原因之二是,由于中国尚未构建起成熟的市场化基准利率和健全的利率传导机制,价格型货币政策无法充分发挥作用;另一个重要的原因是,在传统数量型和价格型货币政策有效性下降的过程中央行对预期管理不够重视,没有能够有效利用预期管理来缓解货币政策有效性的下降。国际经验表明预期管理能够缓解传统货币政策有效性的下降,这意味着加强预期管理是中国货币政策失效困境下提高中国货币政策有效性的关键。因此,本文通过构建一个包含预期管理的动态随机一般均衡模型,检验了传统货币政策失效情况下加强预期管理的作用,发现预期管理可以使得福利损失降低至少 50%,能够有效地提高货币政策有效性。基于此,本文认为央行应通过明确货币政策目标和增加与市场的沟通等方式加强预期管理,以应对中国货币政策有效性的下降。

① 摘要:

一、中国货币政策的有效性已明显下降

2008 年金融危机以后,中国经济实际运行状况发生了翻天覆地的变化。在这一过程中,货币政策进行了较为频繁的调控以应对宏观经济波动。以利率工具为例,据笔者统计,2008 年以来央行累计调整基准利率的次数达 14 次,其中 5 次升息和 9 次降息,一年期存款基准利率已由 4.14% 降至 2.25%,一年期贷款利率已有 7.47% 下降至 5.1%。2014 年 11 月以来货币政策调控又尤为频繁,已实施了 2 次降息、2 次降准以及多次定向降准等政策。然而,尽管货币政策进行了频繁的调控,调控效果已明显减弱。^①

货币政策有效性下降的表现之一是经济增速出现了周期性下滑,货币政策不仅没能提振经济,而且未能阻止产出缺口进一步扩大。2008 年金融危机发生后,中国实际 GDP 增速由 2000~2007 年的年均 10.51% 下降至 9.65%,并于 2012~2014 年间进一步下滑至 7.58%。中国经济增速放缓在很大程度上是中国经济在经历高速增长后的必然趋势,社会各界对于中国经济增速由高速增长转向中高速增长也已达成了共识。但增长核算表明,在当前中国经济增速的下滑中有一部分是周期性下滑。从表 1 结果可以看到,2008~2011 年以及 2012~2014 年中国实际经济增速均小于潜在增速,并且产出缺口由 2008~2011 年的 1.2 个百分点进一步扩大至了 2012~2014 年的 1.8 个百分点,表明金融危机之后应对经济增速周期性下滑的货币政策并没有能够起到有效的调节作用。

表 1 中国实际 GDP 增速与潜在 GDP 增速的对比

	1979~1989	1990~1999	2000~2007	2008~2011	2012~2014
实际 GDP 增速	9.54	10	10.51	9.65	7.58
潜在 GDP 增速	9.67	9.74	9.87	10.82	9.37

资料来源:郭豫媚和陈彦斌(2015)

货币政策有效性下降的表现之二是难以保持通货膨胀水平在 3% 的政策目标水平上运行。2008 年金融危机之后,在宽松货币政策的影响下,中国的 M2/GDP

^① 盛松成和翟春(2015)利用 VAR 模型对中国货币政策有效性进行的实证检验也证实,金融危机后货币政策对宏观经济的影响已有明显的减弱。

之比快速上升。2007 年 M2/GDP 之比约为 152%，2010 年上升至 181%，至 2014 年底该比值进一步上升至 192% 的高位。较高的 M2/GDP 之比反映出中国的货币流动性十分充裕，更有不少学者认为中国已经出现了货币超发问题。理论上，在 M2/GDP 之比处于高位时，通货膨胀率水平应该较高。然而，从通货膨胀的走势来看，2011 年以后中国通货膨胀率却逐步下降，这表明货币政策在保持合理通货膨胀水平方面的能力也大幅下降。尤其是 2014 年以来，尽管实行了两次降准和两次降息的货币政策，并配合以定向降准、SLO、SLF、MLF 和 PSL 等宽松货币政策操作，但通货膨胀率仍在继续下降，2014 年 8 月已降至 2% 以下，2015 年 1 月更是降低至了 0.8%，大幅偏离 3% 的政策目标水平。

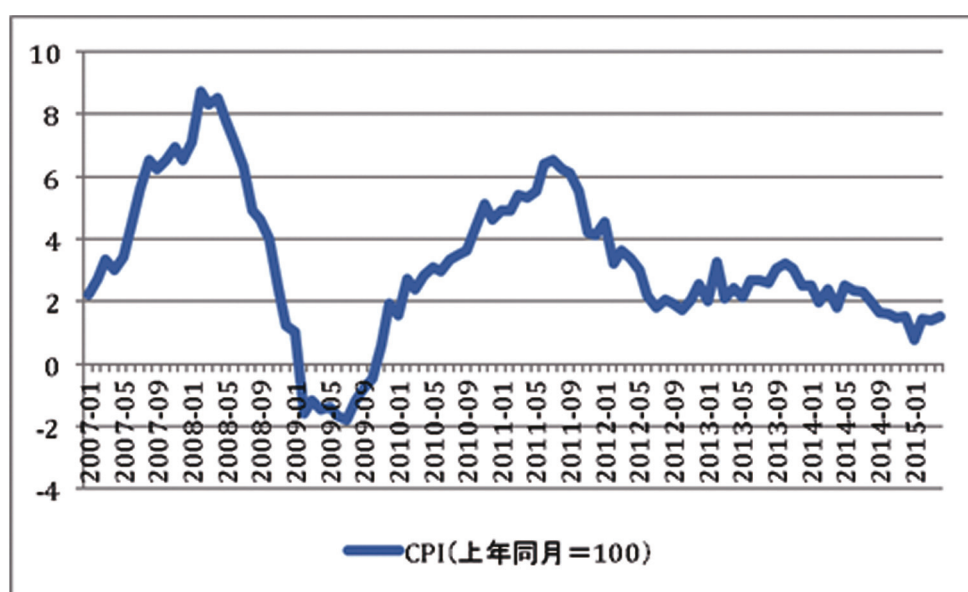


图 1 2007 年 1 月～2015 年 4 月中国 CPI 走势

此外，2013 年以来央行除了使用存贷款基准利率、准备金率和正逆回购等常规工具，还创设了 SLO、SLF、MLF 和 PSL 等新型货币政策工具进行调控，这实际上也是货币政策有效性下降的表现。在这些新型货币政策工具中，SLO（短期流动性调节工具）主要用于调节短期流动性，是对公开市场业务的补充和完善。SLF（常备借贷便利）是央行流动性供给的渠道，主要功能在于满足金融机构期限较长的大额流动性需求。MLF（中期借贷便利）是提供中期基础货币的货币政策工具，旨在引导金融机构向实体经济提供低成本资金。PSL（抵押补充贷款）的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较

长的大额融资。试想,如果传统的货币政策工具能够有效提供流动性、引导社会融资成本下行,那么就完全没有必要设立如此复杂和多样的货币政策工具。因此,新型货币政策工具不断的出现实际上也正反映出传统货币政策工具的有效性已逐步下降。由于新型货币政策工具的操作十分不透明,且设立的时间并不长,这些工具的效果还有待检验,其能否弥补传统货币政策工具有效性的下降方面的作用尚不明确。

二、货币政策有效性下降的原因分析

1、从数量型货币政策的角度看,货币政策有效性下降的原因之一是在金融创新的影响下数量型货币政策发挥有效作用的前提条件发生变化,并且货币供应量作为数量型货币政策中介目标的有效性也大幅下降。

中国长期以来采用数量型货币政策框架,在这一框架下,货币渠道和信贷渠道是中国货币政策的重要传导渠道,其中信贷渠道是主要传导渠道。信贷渠道起作用有两个重要前提,一是借款者依赖于银行贷款,二是货币政策可以改变贷款相对于其它信用形式的供给量。随着金融创新的出现和融资渠道的增加,人民币贷款在社会融资规模中的占比逐步降低,借款者越来越不依赖于银行贷款,第一个条件已发生根本性改变。^① 2002年~2014年间,社会融资总额中新增人民币贷款占比大幅下滑;2002年,新增人民币贷款占社会融资总额的比重达到91.9%,2009年以后该比重已下降至60%以下,2013年更是降低至了51.4%(图2)。人民币贷款在社会融资中的比重越来越小是金融发展的结果。一是,以企业债券和股票为代表的直接融资迅速发展。2002年,中国企业债券和股票融资规模分别为367亿元和628亿元,两者合计仅占社会融资规模的4.9%。2013年,企业债券和股票融资规模已分别达到18113亿元和2219亿元,两者合计占社会融资规模比重上升至11.7%,2014年这一比重进一步上升至17.4%。二是,除银行贷款以外的其他融资渠道逐渐增多。以最典型和发展最为迅速的影子银行为例,截至2012年底中国影子

^① 已有研究也认为金融创新和融资渠道的拓展已改变了信贷渠道的传导机制。例如,彭兴韵(2008)认为,银行信贷与货币政策最终目标之间的相关性受金融结构变动的深远影响;随着金融市场的发展,企业融资和居民资产选择正在出现托媒的趋势,对银行机构传统的存贷款金融服务需求在逐步下降。项卫星和李宏瑾(2012)指出由于金融创新、直接融资、金融机构表外业务和非银行金融机构的发展,传统的银行信贷以外的融资迅速增长,新增信贷与经济的相关性逐渐减弱,很难成为一个理想的货币政策中介目标。

银行体系规模已达到 20.5 万亿元,占 GDP 和银行业总资产的比重分别为 40% 和 16%。^①

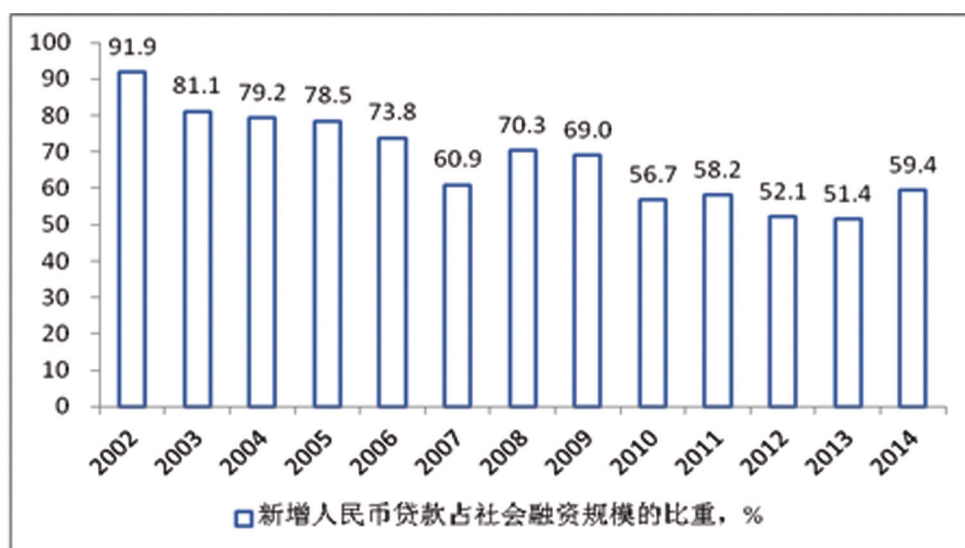


图 2 2002~2014 年间新增人民币贷款占社会融资规模的比重

数据来源:中国人民银行。

同时,货币供应量作为货币政策中介目标的有效性也逐步降低,这进一步使得数量型货币政策的调控能力大幅下降。货币政策中介目标的选择需要满足三条标准,即可测性、可控性和相关性。其中,可测性是指该目标能够被迅速和精准地测量,可控性是指中央银行能够对该目标实施有效控制,相关性是指该中介目标对货币政策最终目标存在可预计的影响。^② 2008 年以来,以银行理财和余额宝为代表的金融创新产品不断涌现。这些金融产品既具有较好的流动性,又能作为价值储存手段赚取利息,是一种介于货币资产和非货币资产之间的准货币形态的资产,这就要求货币供应量的测算口径进行相应调整。然而,由于对金融创新产品的监管不够规范,很多产品的实际规模无法测定,因此也就难以准确测算经济中的货币供应

^① 资料来源:《中国金融监管报告 2013》,中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地, 2013 年 10 月。

^② 具体请参见:米什金:《货币金融学》,中国人民大学出版社,2006 年。

量水平,这就使得货币供应量的可测性大幅下降。^①与此同时,人民币贷款在总社会融资中的地位显著下降,使得数量型中介目标的可控性大幅减弱。此外,货币供应量指标与实体经济之间的稳定关系逐渐消失,数量型中介目标与货币政策最终目标的相关性很弱。20世纪80年代以来,中国货币供应量与GDP的比值一直在不断上升,尤其是2008年美国金融危机爆发以来,M2与GDP之比迅速由153%(2008年)上升至193%(2014年),这意味着以M2为代表的货币供应量指标的变化已不能很好地反映GDP的变动。^②

2、从价格型货币政策的角度看,货币政策有效性下降的原因之一在于中国市场化基准利率体系和利率传导机制尚不健全。

随着贷款利率管制的解除和存款利率管制的逐步放松,中国利率市场化进程接近尾声,但中国的基准利率体系依然没有市场化。根据国际经验,基准利率需具备市场化、基础性和可控性的特点。^③依据这一标准,当前世界各个国家所选择的基准利率主要有两种,一种是同业拆借利率,另一种是国债回购利率。例如,国际金融市场通用的LIBOR和美联储使用的联邦基金利率属于同业拆借利率,而英国、法国、德国和西班牙等国家采用的则是国债回购利率。两种基准利率的选择并没有实质上的优劣之分,关键是就各国实际情况而言哪一种利率更具有上述市场化、基础性和可控性的特点。^④然而,中国的存贷款基准利率并不是通过再贴现和公开市场操作等工具来间接影响的,而是直接由央行决定。这意味着中国的基准利率体系尚没有市场化,央行在基准利率定价中并不是起到一个间接干预的作用,而是充当了一个具有绝对定价权的角色。并且,由于中国基准利率的调整不需要

① 基于上述原因,央行在2010年提出了“社会融资总量”的概念,试图将其作为货币政策中介目标。“社会融资总量”本质上是一个比M2口径更大的货币供应量统计口径。但事实上,社会融资总量依然遗漏了很大一部分社会融资,比如国债、外商直接投资、私募股权投资以及规模庞大的民间借贷。

② M2与GDP之比的快速上升在理论上被称为货币数量论的失效。2008年金融危机之后,中国货币数量论失效的一个重要原因在于房地产泡沫的膨胀和地方政府债务的扩张吸收了大量的货币,导致真正流入实体经济的货币量并没有M2表面上增加的那么多(陈彦斌等,2015)。

③ 市场化是指利率由市场对资金的需求与供给决定,能够真实反映市场中的供需状况。基础性是指基准利率能够作为一定期限内无风险利率的信号,从而为其他金融产品定价起到参照和指引的作用,并在这一过程中能够以金融市场为媒介进而影响实体经济的活动。可控性是指央行能够通过再贴现和公开市场操作等工具间接影响基准利率。

④ 例如,英国选择短期国债回购利率是因为英国金融市场上国债交易量比重很大,这一利率最能反映资金市场的供需状况,因此对于英国而言选择短期国债回购利率作为基准利率更为合适。然而在美国,对商业银行流动性影响最大的是联邦基金市场而不是国债市场,因此美国选择联邦基金利率作为基准利率。

再贴现和公开市场操作,没有直接影响市场的流动性,因此目前中国必须同时进行降息和降准操作才能够等价于美联储的降息政策。这也进一步表明中国价格型货币政策体系还十分不成熟,需要依靠数量型政策配合才能产生效果。除了存贷款基准利率外,2014 年央行推出了一种新的基础货币投放工具——抵押补充贷款(PSL),试图借助 PSL 的利率打造一个中期基准利率。然而,在利率市场化没有完全实现的情况下,通过 PSL 利率引导中期利率具有一定的现实意义,但这不是培育基准利率的最终方向和目标。纵观世界各国利率体系,鲜有既存在短期基准利率又存在长期基准利率的国家,并且由于 PSL 的利率也是由央行和少数金融机构协商确定,依旧不符合基准利率的市场化要求。

此外,由于中国利率传导机制不健全,基准利率与其他市场利率间的传导不畅通,使得价格型货币政策难以发挥有效作用。以近两次的降息操作为例,2014 年 11 月与 2015 年 2 月的两次降息均没有显著影响到民间借贷市场和国债市场的利率水平。从民间融资利率来看,自 2014 年 3 月以来温州地区民间融资综合利率始终维持在 20%左右,2014 年 11 月的降息不仅没有降低民间融资成本,而且该利率在降息之后还大幅上升,达到全年最高值 21%(图 3)。不同期限的国债收益率在近两次的降息之后也不降反升,上升幅度达近 2 个百分点(图 4)。利率传导机制不健全的根源是中国特殊的利率双轨制(张辉和黄泽华,2011)。由于中国利率市场化改革尚未完成,存款利率仍然受到政府管制,而银行间市场、由金融创新推动的理财产品和余额宝等金融产品以及民间借贷利率已实现市场化,这就形成了政策化利率和市场化利率的双轨利率。在双轨制的分割下,政策化利率的变动总是难以完全传导至市场化利率上,而且正如近两次降息的结果那样,政策化利率越是被压低,刺激政策化利率信贷需求的上升,这进一步挤出了市场化利率轨道上的可贷资金,使得市场化利率出现进一步上升。此外,资金供给端的双轨制事实上也直接导致了资金需求端的利率双轨制。在中国现有体制下,国有企业不仅受到政府扶持而且具有政府信用背书,因此银行往往愿意把资金贷给国有企业,这对民营企业贷款产生了挤出效应(汪伟等,2013)。由于银行存款利率处于利率偏低的计划轨,因此能够从银行获得贷款的国有企业的贷款利率也就较低。与此同时,由于国有企业占有了大量廉价贷款,民营企业只能通过利率较高的银行通道业务或者民间金融市场获得贷款。这就使得央行的利率调控难以传导至融资成本高问题最为严重的中小民营企业。



图 3 温州地区民间融资综合利率(%)

数据来源：WIND 数据库。

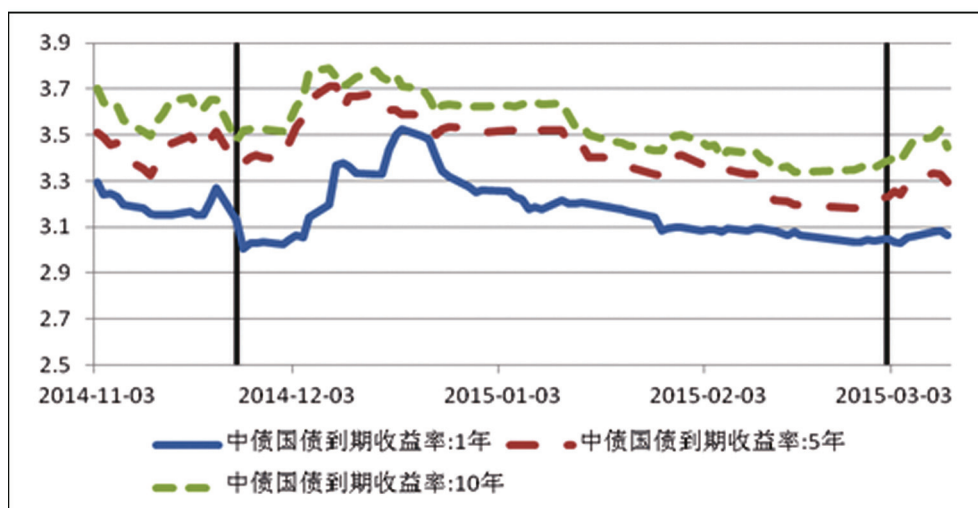


图 4 中债国债到期收益率(%)

数据来源：WIND 数据库。

3、货币政策有效性出现大幅下降的另一个重要的原因是，在传统数量型和价格型货币政策有效性下降的过程中央行对预期管理不够重视，没有能够有效利用预期管理来缓解货币政策有效性的下降。

预期管理 (Expectation Management) 这一术语最早出现在 Woodford(2001) 中，在这篇文献中 Woodford 指出预期管理对货币政策的有效性起到重要的作用。

目前,学界并没有对预期管理进行严格定义,但通过对相关研究的梳理和归纳可以发现,学者对预期管理的理解并没有很大差异。预期管理是指政府通过一些手段和方法来引导市场预期从而达到政策目标的过程。传统预期管理是通过政策工具(如利率、货币供应量、信贷等)来影响预期,现代预期管理则强调通过信息的沟通和交流来重塑预期。预期管理主要涉及两个对象,一是通货膨胀预期管理,即通过影响和引导市场通货膨胀预期,使市场预期保持稳定和理性。二是货币政策预期管理,主要是指央行通过信息披露和沟通的方式增加货币政策透明度,使公众能够更加了解货币政策变化和未来走势。

加强预期管理不仅可以提高货币政策有效性,还可以弥补传统货币政策的不足,因此在传统货币政策有效性下降的情况下具有十分重要的意义。首先,国际经验表明预期管理有助于提高货币政策有效性,这意味着加强预期管理是中国货币政策失效困境下提高中国货币政策有效性的关键。2008年金融危机以来,前瞻性指引作为预期管理的手段之一在美国和欧洲均发挥了重要的作用。Bernanke(2012)指出,在名义利率受到零下界约束时预期管理能够有效推动经济复苏。由于中国传统货币政策的有效性已大幅下降,因此中国应该比发达国家更加重视预期管理。第二,预期管理是一种成本很低的宏观调控方式。预期管理的低成本可以从两个层面来理解。从以附加预期的菲利普斯曲线为基础的理论视角来看,通过预期管理引导市场预期可以在不影响产出或就业的情况下达到降低通货膨胀的目标。从预期管理实践来看,在信息全球化的互联网时代,沟通和信息披露作为预期管理的主要手段,操作成本极低。第三,预期管理可以克服传统货币政策的不足,因此即使中国构建起了完善的价格型货币政策体系,也依然需要预期管理。价格型货币政策有两个缺陷:一是受到零下限约束,当名义利率调至零后无法再下降,这使得价格型货币政策在萧条期的调控能力受到限制;二是金融危机以来的实践表明,在萧条时期传统的利率调控虽然能够有效影响短期利率,但难以有效影响与投资活动联系更为密切的长期利率。然而预期管理不仅没有零下限的约束,而且根据利率期限结构,预期是连接短期利率与长期利率的关键因素,通过加强预期管理能够有效引导长期利率。第四,预期管理在政策时滞性方面优于传统货币政策工具。传统货币政策存在一定的时滞,这是因为从央行认识经济运行的问题到货币政策的制定与决定,再到政策效果的实现都需要时间。以沟通和信息发布为主要途径的预期管理可以通过信息的迅速传播,更快地影响公众的预期以达到政策效果,从而节省政策效果实现环节所需要耗费的时间,缓解了政策时滞问题。

然而,中国的预期管理总体上是失败的,市场预期不仅十分混乱,而且时常与央行意图相背离。例如,2014年5月央行表示对国开行和建设银行进行再贷款,这一政策出台后,市场上形成了两种截然相反的解读。部分人士认为,定向宽松表明央行不会采取总量宽松的货币政策,体现了央行坚持稳健货币政策的姿态。但也有许多机构和学者认为,尽管央行反复重申货币政策要保持定力,但定向宽松政策实际上意味着总量宽松政策即将到来。再比如,对2015年2月和4月的降息操作市场也产生了不同解读。2014年以来,中国宏观经济环境发生了显著变化。经济增速方面,2012~2014年间中国实际经济增速已由2000年~2007年的10.51%和2008年~2011年的9.65%下滑至7.58%;通货膨胀率方面,2013年1月至2014年8月间CPI基本维持在2%~3%的区间之内,9月之后CPI徘徊在1%左右,至2015年1月又进一步下滑至0.8%;同时,新增外汇储备开始减少,2014年12月末,国家外汇储备余额为3.84万亿美元,相比2013年的3.82万亿美元,仅增加了200亿美元,这一增量不仅远低于2013年5000亿美元的水平,而且创下10年来新低。在这一复杂背景下,央行实施了两次降准,但对于这两次降准的政策意图市场产生了不同的解读。一方面市场把降准解读为应对经济增速和通货膨胀率双双下滑的宽松货币政策操作,另一方面市场又认为这仅仅是为了应对外汇占款下降导致的货币供给不足问题。

中国预期管理失败的原因之一是货币政策最终目标过多。《中国人民银行法》第三条明确规定“货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。而央行行长周小川则在公开场合明确表示,中国货币政策的目标不仅包括低通货膨胀和经济增长,还包括保持较高就业和国际收支平衡。2008年金融危机以来,央行货币政策操作中又逐步将金融稳定、促改革、调结构和惠民生等多项内容纳入到货币政策工作目标中。其中,2008年第三季度货币政策报告中,央行首次将金融稳定列为货币政策的重要目标,明确指出要“根据形势变化及时适度调整货币政策操作,确保货币信贷稳定增长及金融体系流动性充足……维护币值稳定和金融稳定,加大金融对经济增长的支持力度”。2014年,随着融资贵问题的凸显,降低社会融资成本也被纳入到货币政策目标之中。^①过多的目标使得市场难以明确货币政策操作的根本目的,增加了预期形成的难度,同时也降低了预期的稳定性。

^① 2014年7月,国务院常务会议部署多措并举缓解企业融资贵问题,十条措施中的第一条就指出“要继续坚持稳健的货币政策,保持信贷总量合理增长,着力调整结构,优化信贷投向”。2014年第二季度货币政策报告中也将降低社会融资成本作为下一阶段的主要政策思路,2014年第四季度报告中又再次强调了这一点。

预期管理失败的原因之一是央行对货币政策基调的表述不明确。自 2011 年第一季度以来,尽管宏观经济形势与货币政策操作已发生了巨大变化,但央行却连续 17 个季度声明“实施稳健的货币政策”。更为糟糕的是,央行还曾说明,稳健货币政策的含义“既包括防止通货紧缩,也包括防止通货膨胀”^①,因此“实施稳健的货币政策”的含义事实上十分模糊,根本无法让市场了解政策的真实意图,自然也难以引导市场预期。正是因为央行没有充分让市场理解政策意图,所以央行在进行再贷款和降准操作后市场会产生“宽松”和“稳健”两种截然不同的解读。

原因之三是央行与市场的沟通不够充分。央行与市场存在多重沟通方式。以美国为例,美联储与市场进行沟通的最重要途径是定期发布联邦公开市场委员会会议纪要。美联储会提前一年时间公布联邦公开市场委员会的会议时间,在会议结束后会发布少则 10 页多则 20 页(正常 PDF 格式 11 号字体)的会议纪要。在会议纪要中,不仅包含会议讨论的详细内容和会议决定,还会公布各个委员对这一决定的支持与反对情况。在每年 3 月、6 月、9 月和 12 月召开的联邦公开市场委员会会后,美联储还会公布具体的对美国未来经济增速、失业率和通货膨胀率的定量预测,并会对这些预测数据进行解释。除此之外,美联储的沟通方式还包括记者招待会、货币政策报告、美联储官员讲话、官员访谈、新闻发布会、专栏文章和美联储官员研究成果等。在上述所列的沟通方式中,既有书面形式又有口头形式,既有会议讨论记录又有正式的研究成果,既有具体政策操作又有对政策操作的解读,足以显示出美联储对沟通的重视。相比之下,中国央行并没有及时和充分地公布货币政策委员会会议内容。根据《中国人民银行货币政策委员会条例》第四章第二十条的规定,“货币政策委员会实行例会制度,在每季度的第一个月份中旬召开例会”。然而,在央行网站货币政策栏目项下的货币政策委员会一栏里,央行仅公布了 2009 年第四季度、2010 年第一季度、2010 年第二季度和 2015 年第一季度这四次例会的信息。并且,每期会议公布的内容只是寥寥数百字,内容多为官方的行政性和描述性语言,与美联储联邦公开市场委员会会议纪录相去甚远。另外,虽然中国央行也有类似的货币政策执行报告、政策操作新闻发布、央行官员讲话和央行内部工作论文等,但沟通的内容和质量仍显不足。以最受市场关注和对市场预期具有重要影响的《货币政策执行报告》为例,其中第五部分“货币政策趋势”中关于中国未来宏观经济的走向是披露央行对宏观经济预测的重要板块。但从各季度报告来看,这一板块充斥着模糊的描述性语言,没有给出明确的央行对宏观经济走势的定量判断,从而丧失了引导预期的功能。

^① 具体请参见《2010 年第 4 季度中国货币政策执行报告》。

原因之四是央行的信息披露存在较大滞后性,极大地降低了货币政策透明度。例如,2014年9月,央行创设了中期借贷便利(MLF)以为市场提供中期基础货币。并且在2014年9月和10月,央行向国有商业银行、股份制商业银行、较大规模的城市商业银行和农村商业银行等分别投放期限为3个月、利率为3.5%的中期借贷便利5000亿元和2695亿元。而上述操作央行一直到2014年11月6日发布的第三季度货币政策执行报告中才予以明确说明,货币政策操作的信息披露时滞长达2个多月。更为严重的是,在此之前市场始终认为央行投放的是短期借贷便利(SLF),对期限的误判事实上不可避免地导致了预期的错位。

三、加强预期管理对提高货币政策有效性的定量分析

为了定量评估预期管理的作用,尤其是预期管理在中国传统货币政策有效性下降的过程中对于提高货币政策有效性的效果,本文在借鉴 Justiniano et al.(2010)模型的基础上构建了能够在货币政策转型背景下研究预期管理的动态随机一般均衡模型(DSGE)。本文模型与 Justiniano et al.(2010)的主要差别在于对货币政策的刻画。Justiniano et al.(2010)将货币政策设定为泰勒规则形式从而研究了投资冲击对美国经济周期的影响,泰勒规则形式的设定是与美国价格型的货币政策框架相符的。然而中国过去的货币政策框架是数量型的,2009年之后数量型货币政策开始逐步失效从而陷入了一个数量型价格型双失效的困境,而未来将逐步过渡到价格型货币政策。据此,本文设定了四种不同货币政策情形,以刻画货币政策框架从数量转向价格过程中有效性的变化,并考察双失效情况下加强预期管理的作用。

表 2 四种货币政策情形的设定

货币政策情形	数量有效 (情形 1)	双失效		价格有效 (情形 4)
		双失效+无预期管理 (情形 2)	双失效+有预期管理 (情形 3)	
说明	利率受到管制,价格型货币政策不起作用;数量型货币政策有效;无预期管理	利率受到管制,价格型货币政策不起作用;货币内生性,数量型货币政策失效;无预期管理	利率受到管制,价格型货币政策不起作用;货币内生性,数量型货币政策失效;有预期管理	利率管制解除,价格型货币政策有效;数量型货币政策失效;无预期管理

1、模型设定

A.最终产品厂商

代表性最终产品厂商根据以下的 Dixit—Stiglitz 生产技术,将连续统的中间产品, $Y_{it}, i \in [0, 1]$ 合并产生唯一的最终消费品 Y_t , 并在完全竞争的最终产品市场上将其销售:

$$Y_t = \left[\int_0^1 Y_{it}^{\frac{1}{1+\lambda_{f,t}}} dj \right]$$

其中 $\lambda_{f,t}$ 为价格加成冲击, 遵循如下的随机过程

$$\log(1+\lambda_{f,t}) = (1-\rho_f) \cdot \log(1+\lambda_f) + \rho_f \cdot \log(1+\lambda_{f,t-1}) + \epsilon_{f,t}, \epsilon_{f,t} \sim i.i.d. N(0, \sigma_f^2)$$

在本模型中, 劳动力市场是完全竞争的, 不存在工资粘性以及工资加成冲击, 因此上述的价格加成冲击是成本推动冲击(cost-push shock)的唯一来源。

B.中间产品厂商

中间产品厂商是生产中间产品的垄断竞争厂商, 其生产函数服从科布道格拉斯形式:

$$Y_{it} = \max \{ K_{it}^\alpha (A_t L_{it})^{1-\alpha} - A_t \phi, 0 \}$$

其中 K_{it} 和 L_{it} 分别代表中间厂商 i 租赁的有效资本以及劳动数量, α 为资本产出弹性, ϕ 为单位技术水平的生产固定成本, A_t 代表中性技术进步, 其增长率 $z_t = \log(A_t/A_{t-1})$ 遵循以下的技术冲击过程:

$$z_t = (1-\rho_z) \gamma + \rho_z z_{t-1} + \epsilon_{z,t}, \epsilon_{z,t} \sim i.i.d. N(0, \sigma_z^2)$$

遵循新凯恩斯 DSGE 的通常做法, 本文按照如下方式引入价格粘性: 每一期有固定比例 ζ_p 的厂商无法按照利润最大化原则对其产品价格进行调整, 只能照如下指数化规则(indexation rule)调整价格:

$$P_{it} = \pi^t \pi_{t-1}^{1-t} \cdot P_{it-1}$$

其中 π 为稳定状态下的通货膨胀, $t \in [0, 1]$ 为对于稳态通胀率与上一期通胀率的相对调整权重。剩余 $1-\zeta_p$ 比例的厂商则可以根据产品的需求函数选择预期利润最优化的价格, 其目标函数为:

$$\max_{P_{it}} E_t \left\{ \sum_{s=0}^{\infty} \zeta_p^s \cdot \frac{\beta^s \Lambda_{t+s}}{\Lambda_t} [P_{it} (\prod_{k=1}^s \pi^{1-\tau} \pi_{t+k-1}^\tau) Y_{i,t+s} - W_{t+s} L_{i,t+s} - r_{t+s}^k K_{i,t+s}] \right\}$$

由于家庭拥有公司, 在对利润的贴现因子 $\beta^s \Lambda_{t+s}/\Lambda_t$ 中, Λ_t 为名义收入对家庭的边际效用。

C.家庭的决策

假设经济中存在连续统的家庭, 最大化其期望终身效用。为了分析从数量型货币政策到价格型货币政策的过渡, 本文在基准模型中通过将货币引入效用函数

(即 Money-in-Utility)的框架来刻画家庭的货币需求方程。借鉴 Fernandez-Villaverde and Rubio-Ramirez(2007)等传统 DSGE 文献中相关货币进入效用函数的设定,本文代表性家庭的最优化问题如下所示:

$$E_0 \left\{ \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\log(C_t - hC_{t-1}) + v \log \left(\frac{M_t}{P_t} \right) - \varphi \frac{L_t^{1+\eta}}{1+\eta} \right] \right\}$$

其中 C_t 为消费, L_t 为劳动时间, M_t/P_t 为实际货币余额, β 为家庭主观贴现因子, $h \in [0, 1]$ 刻画消费习惯程度, η 为劳动供给弹性。同时,家庭拥有原始资本并根据如下方程进行资本积累:

$$\bar{K}_t = (1 - \delta) \bar{K}_{t-1} + \mu_t \left[1 - S \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} \right) \right] I_t$$

其中 I_t 为新增投资, $S \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} \right)$ 为资本调整成本, 稳态时 $S = S' = 0$ 。 μ_t 为稳态投资冲击, 服从以下随机过程:

$$\log \mu_t = \rho_\mu \cdot \log \mu_{t-1} + \epsilon_{\mu,t}, \epsilon_{\mu,t} \sim i.i.d. N(0, \sigma_\mu^2)$$

并且,家庭选择资本开发率 u_t , 根据 $K_t = \mu_t \bar{K}_{t-1}$ 将原始资本转化为有效资本, 并将有效资本 K_t 以 $P_t r_t^k$ 的价格租赁给中间厂商。同时,家庭向名义工资率为 W_t 的完全竞争的劳动力市场提供劳动。因此,家庭的预算约束为:

$$P_t C_t + P_t I_t + M_t + B_t + P_t T_t \leq M_{t-1} + R_{t-1} B_{t-1} + \Pi_t + W_t L_t + P_t r_t^k K_t - P_t a(u_t) \bar{K}_{t-1}$$

其中, T_t 为政府征收的总量税, B_t 为政府债券的持有量, R_t 为名义利率, Π_t 为家庭从其持有的公司所获得的名义利润。 $a(u_t)$ 为每单位资本的开发成本, 稳态时 $u=1, a=0, \chi \equiv \frac{a''(1)}{a'(1)}$ 。

D. 财政政策

政府支出由以下等式决定:

$$G_t = \left[1 - \frac{1}{g_t} \right] Y_t$$

其中 g_t 为政府支出冲击, 遵循以下随机过程:

$$\log g_t = (1 - \rho_g) \log g + \rho_g \log g_{t-1} + \epsilon_{g,t}, \epsilon_{g,t} \sim i.i.d. N(0, \sigma_g^2)$$

E. 货币政策

为刻画中国不同阶段的货币政策并研究预期管理的作用, 本文将中国货币政策从数量型工具过渡到价格型工具的过程划分为四种情形, 以比较分析中国货币政策转型过程中政策有效性的变化以及预期管理的作用。

具体设定如下：

情形 1(基准情形):数量有效

在该情况下,央行采用数量型货币政策,流通在市场上的货币数量完全由中央银行发行。同时由于过去中国在数量型货币政策框架下,利率受到管制,故本文设定管制利率服从以下过程：

$$R_t = \bar{R} + \epsilon_{it}, \epsilon_{it} \sim N(0, \sigma_i^2)$$

数量型货币政策的具体形式如下：

$$M_t = M_{t-1}^{\rho_m} \left[\left(\frac{\pi_t}{\pi} \right)^{\phi_\pi} \left(\frac{Y_t}{Y_t^*} \right)^{\phi_y} \right]^{1-\rho_m} \eta_{m,t}$$

其中, ρ_m 为货币政策平滑系数, ϕ_π 和 ϕ_y 分别为货币政策对通胀和产出的反应系数, $\eta_{m,t}$ 为货币政策冲击, 服从 $\log \eta_{m,t} = \rho_{mp} \log \eta_{m,t-1} + \epsilon_{m,t}, \epsilon_{m,t} \sim N(0, \sigma_m^2)$ 。

情形 2:双失效+无预期管理

在该情况下,利率仍然受到管制,因此价格型货币政策依然不能起作用。同时,随着金融创新的发展,市场能够通过多种方式创造流动性以弥补或吸收市场对流动性的需求,市场总体流动性 $\widetilde{M}_T$ 为央行提供的流动性 M_t 与由金融创新提供的流动性 M_t^f 的总和, $\widetilde{M}_t = M_t + M_t^f$ 。由于流通在市场上的流动性并不完全由中央银行决定,故数量型货币政策失效。

由于上述设定在求解时会产生不确定性(indeterminacy)的问题,故本文借鉴 Farmer et al.(2015)的方法在模型中引入通胀预期误差冲击：

$$\eta_t = \pi_t - E_{t-1} \pi_t$$

其中 $\log \eta_t = \rho_\eta \log \eta_{t-1} + \epsilon_{\eta,t}, \epsilon_{\eta,t} \sim N(0, \sigma_\eta^2)$ 。

情形 3:双失效+有预期管理

本文将在情形 2 的基础上加入预期管理,从而研究中央银行使用预期管理政策代替传统的货币政策会产生的影响。本文假定公众对通胀的预期误差为 $\eta_t = \pi_t - E_{t-1} \pi_t$, 与情形 2 不同的是中央银行可以通过央行沟通、政策信息披露等方式影响公众对通胀的预期误差,从而达到引导公众预期的效果。预期管理作为一种货币政策工具最终的目标是平抑通胀与产出波动,从现实中美国等国家的前瞻性指引政策来看,也正是围绕货币政策最终目标展开政策管理的。并且,有效的预期管理应当在经济过热,即经济增速和通货膨胀率明显高于均衡水平或政策目标水平时,通过降低通货膨胀预期来收缩消费和投资行为,达到抑制经济增速和通货膨胀的进一步上升的目的。反之,当经济增速和通货膨胀率回落至均衡水平或政策目

标水平之下时,应引导通胀预期上升,从而刺激消费和投资。基于上述考虑,本文借鉴经典的泰勒规则形式(Smets & Wouters, 2007),将预期管理政策设定如下:

$$\eta_t = \eta_{t-1}^{\rho_\eta} \left[\left(\frac{\pi_t}{\pi} \right)^{\phi_\pi} \left(\frac{Y_t}{Y_t^*} \right)^{\phi_y} \right]^{1-\rho_\eta} \epsilon_{\eta,t}, \epsilon_{\eta,t} \sim N(0, \sigma_{\epsilon_\eta}^2)$$

ρ_η 为预期管理平滑系数, ϕ_π 和 ϕ_y 分别为预期管理对通胀和产出的反应系数, 且 ϕ_π 和 ϕ_y 均小于 0, $\epsilon_{\eta,t}$ 为预期管理冲击, 服从 $\epsilon_{\eta,t} \sim N(0, \sigma_{\epsilon_\eta}^2)$ 。

情形 4: 价格有效

价格型货币政策体系是中国货币政策的转型方向, 因此本文考虑在利率市场化完成之后, 中央银行可以通过利率规则来实现平抑宏观经济波动的情形。遵循泰勒规则的一般形式, 本文设定价格型货币政策规则如下:

$$\frac{R_t}{R} = \left(\frac{\pi_t}{\pi} \right)^{\phi_\pi} \left(\frac{Y_t}{Y_t^*} \right)^{\phi_y} \eta_{R,t}$$

其中, ϕ_π 和 ϕ_y 分别为货币政策对通胀和产出的反应系数 $\eta_{R,t}$ 为货币政策冲击, 服从 $\log \eta_{R,t} = \rho_{mp} \log \eta_{R,t-1} + \epsilon_{R,t}, \epsilon_{R,t} \sim N(0, \sigma_R^2)$ 。

F. 市场出清条件

在均衡中, 经济体的资源约束可由以下等式刻画:

$$C_t + I_t + G_t + a(u_t) \bar{K}_{t-1} = Y_t$$

2、参数值校准与估计

本文对基准模型(即货币政策采用情形一)参数进行了校准与估计。参数设定主要采用两类方法。一类是根据实际数据或已有研究进行校准, 这些参数包括 $\{\alpha, \beta, \gamma, \delta, g\}$, 校准值参见表 3。家庭主观贴现因子, 已有文献的取值范围为 $[0.95, 0.99]$, 本文取 0.982。 $\{\alpha, \gamma, \delta, g\}$ 四个参数值的校准方法是使得模型稳态下的消费率(消费与产出之比)、投资率(投资与产出之比)、政府支出水平(政府支出与产出之比)和实际利率与现实经济中的数据相匹配。本文根据 1996 年第一季度~2009 年第四季度^①中国实际经济数据计算得到中国的消费率、投资率、政府支出水平和实际利率分别为 34.7%、33.8%、16.7% 和 6%。经校准后, 在 $\{\alpha, \gamma, \delta, g\}$ 分别取附录表 1 中的数值时, 模型稳态下的消费率、投资率、政府支出水平和实际利率分别为 34.97%、37.49%、14.34% 和 6.06%, 较好地匹配了现实数据。

^① 本文在基准模型校准与估计时, 选用 2010 年以前数据的考虑是: 基准模型中数量型货币政策是有效的, 而根据本文的分析, 2009 年之后人民币贷款占社会融资总额的比重大幅降低, 数量型货币政策的有效性大幅下降, 故不适用于基准模型的校准预估计。

表 3 参数校准

参数	描述	校准值
α	资本产出弹性	0.54
β	家庭主观贴现因子	0.982
γ	稳态技术增长率	0.01
δ	折旧率	0.032
g	稳态政府支出比率	1.38

表 4 贝叶斯估计参数

参数	描述	先验设定			后验结果		
		先验分布	均值	标准差	均值	置信区间[10%,90%]	
τ	价格调整权重	B	0.5	0.15	0.0157	0.0067	0.0263
h	消费习惯程度	B	0.5	0.1	0.3991	0.3077	0.4823
λ_f	稳态价格加成	N	0.15	0.05	0.1419	0.0635	0.2131
$\log L^{ss}$	稳态劳动的对数	N	0	0.5	0.0688	-0.6168	0.8660
η	劳动供给弹性	G	2	0.75	0.6960	0.3275	1.0678
ζ_p	卡尔沃定价参数	B	0.66	0.1	0.6757	0.5093	0.8365
X	资本开发成本弹性	G	5	1	7.8248	6.1353	9.5176
S''	资本调整成本	G	4	1	3.1932	2.1192	4.3973
ρ_m	货币政策平滑系数	B	0.6	0.2	0.8921	0.7855	0.9756
ϕ_π	通胀反应系数	N	1.7	0.3	0.0192	0.0148	0.0253
ϕ_y	产出反应系数	N	0.13	0.05	0.1612	0.1116	0.2072
ρ_f	价格加成冲击系数	B	0.6	0.2	0.0106	0.0015	0.0188
ρ_z	技术冲击系数	B	0.6	0.2	0.3655	0.2352	0.5073
ρ_μ	投资冲击系数	B	0.6	0.2	0.1760	0.0466	0.3154
ρ_g	政府支出冲击系数	B	0.6	0.2	0.3901	0.1574	0.6087
ρ_{mp}	货币政策冲击系数	B	0.4	0.2	0.2020	0.0191	0.3537
σ_f	价格加成冲击标准差	I	0.1	1	6.6286	5.6458	7.6590

续表

参数	描述	先验设定			后验结果		
		先验分布	均值	标准差	均值	置信区间[10%,90%]	
σ_z	技术冲击标准差	I	0.5	1	0.0870	0.0691	0.1061
σ_μ	投资冲击标准差	I	0.5	1	0.2895	0.1756	0.3885
σ_g	政府冲击标准差	I	0.5	1	0.0730	0.0645	0.0794
σ_{mp}	货币政策冲击标准差	I	0.1	1	0.0170	0.0141	0.0195

说明:N 代表正态(Normal)分布,B 代表 Beta 分布,G 代表 Gamma 分布,I 代表逆 Gamma 分布。

另一类运用贝叶斯估计方法进行估计,这些参数包括 $\{t, h, \lambda_f, \log L^{ss}, \eta, \zeta_p, X, S'', \rho_m, \phi_\pi, \phi_y\}$ 以及 $\{\rho_f, \rho_z, \rho_u, \rho_g, \rho_{mp}, \sigma_f, \sigma_z, \sigma_u, \sigma_g, \sigma_{mp}\}$ 。本文选取了 1996 年第一季度至 2009 年第四季度的产出、消费、投资、通货膨胀率和 M2 数据对模型参数进行贝叶斯估计。为了消除数据的季节性和趋势项,本文采用 X11 方法对上述观测变量进行季节调整并且采用 HP 滤波将数据的趋势项去除。贝叶斯估计的先验分布设定与后验分布结果见表 4。

其他三种货币政策情形下的参数设定如下。对于情形 2,对除 $\{\rho_\eta, \sigma_\eta\}$ 外的基础参数均采用基准情形下的校准和估计值,并在此基础上采用经处理的 2010 年第一季度至 2014 年第四季度的产出、消费、投资和通货膨胀率数据对 $\{\rho_\eta, \sigma_\eta\}$ 进行贝叶斯估计。对于情形 3, $\{\rho_\eta, \sigma_\eta\}$ 的值采用情形 2 的估计值,其余参数采用基准情形的校准和估计值。对于情形 4,货币政策反应系数和分别取泰勒规则的经典设定 1.5 和 0.5,剩余参数均采用基准情形下的设定。

3、货币政策有效性的数值结果

货币政策是应对宏观经济波动的重要手段,因此平抑经济波动的能力是评价货币政策有效性的最重要指标。理论上评价货币政策有效性的方法主要有以下两种。最常见的是通过构建福利损失函数来衡量经济波动所引起的福利损失大小,从而考察不同货币政策对于福利损失的影响(Barro, 1986; Woodford, 1999; Ball, 1999 等)。近年来,随着适应性学习的引入,新凯恩斯模型逐步放松了对理性预期的假设,在这一视角下货币政策是否能使经济趋于理性预期均衡水平成为货币政策有效性的判断标准(Evans & Honkapohja, 2003)。事实上,实际经济对理性预期均衡水平的偏离也是福利上的损失,因此两种方法的理论基础和内涵是基本一

致的。

本文将使用福利损失评价方法对四种情形下货币政策有效性进行评价。借鉴 Ball(1999),福利损失函数及其参数设定如下:

$$L = \text{var}(y) + \mu \text{var}(\pi), \mu = 0.5$$

依据本文在附录中给出的模型和参数值,可使用 dynare 软件计算得到四种情形下的福利损失如表 5。

表 5 货币政策有效性的比较

	数量有效 (情形 1)	双失效		价格有效 (情形 4)
		双失效+无预期管理 (情形 2)	双失效+有预期管理 (情形 3)	
$\text{var}(y)$	0.07	2.76	1.22	0.23
$\text{var}(\pi)$	0.65	0.96	0.70	0.79
$L = \text{var}(y) + 0.5\text{var}(\pi)$	0.40	3.24	1.57	0.62

数值模拟结果表明,预期管理能够在价格型和数量型货币政策均失效的状况下大幅提高货币政策有效性。如表 5 所示,数量型货币政策或者价格型货币政策只要有一个起作用,全社会的福利损失就会大幅低于两者均失效的情形。在数量型货币政策有效的情形下,由产出波动和通胀波动引起的全社会福利损失仅为 0.4 个单位,在价格型货币政策有效的情形下,福利损失仅为 0.62。相比之下,当经济中的货币政策无法起作用,不能有效平抑经济波动时,经济中的产出波动和通胀波动均会增加:在双失效情形下,产出波动(2.76)和通胀波动(0.97)均高于数量有效和价格有效时的情形,这也进一步导致双失效情形下社会的福利损失(3.24)远高于数量有效和价格有效时的福利损失的问题。更为重要的是,若在双失效的情况下引入预期管理,通过引导公众预期来干预市场的投资和消费决策,则产出波动和通胀波动都会出现明显下降。如表 5 所示,预期管理使得产出波动由 2.76 下降至 1.22,通胀波动由 0.96 下降至 0.7,全社会福利损失由 3.24 下降至 1.57,福利损失降幅超过了 50%。因此,预期管理在价格型与数量型货币政策均不能发挥作用时能够有效地平抑经济波动,降低全社会福利损失,是一种有效的管理手段。这意味着,在当前传统货币政策有效性出现明显下降的情况下,央行应该加强预期管理。

四、货币政策有效性下降背景下加强预期管理的政策建议

加强预期管理的工具有很多,包括通货膨胀目标制、前瞻性指引和加强沟通等,但必须认识到并不是每一种在发达国家具有成功经验的预期管理工具都适用于中国。笔者认为,自20世纪90年代以来盛行的通货膨胀目标制和2008年金融危机后被美联储和欧央行青睐的前瞻性指引目前并不适合中国。就通货膨胀目标制而言,英国、加拿大、德国、澳大利亚和西班牙等发达国家的经验表明,通货膨胀目标制通过锚定公众对通货膨胀的长期预期,较好地稳定了通货膨胀。发达国家之所以比较适合采用通货膨胀目标制是因为他们的经济运行已基本处于稳态水平,经济增长率基本维持在0~2%左右。在不考虑突发事件的情况下,只要维持通货膨胀的稳定就能稳定经济。但是,中国仍然是一个发展中国家,经济仍处于高速发展时期,经济结构依然处于快速变化之中。更为重要的是,中国经济和社会已经长期适应高速增长并形成“高增长依赖症”,经济增长已经成为缓解各类社会矛盾和维护社会稳定的主要方式(陈彦斌和姚一旻,2012)。从现实经济运行状况来看,2012年以来中国CPI基本稳定在1%~3%之间,而产出缺口已达到1.8个百分点(郭豫媚和陈彦斌,2015),因此中国货币政策必须高度关注产出波动。就前瞻性指引而言,美国和欧洲采取前瞻性指引的背景是经济处于衰退期,并且由于美国和欧洲已是成熟经济体、再加上美联储和欧央行的研究实力较强,因此美联储和欧央行对其经济运行的环境有充分的了解和认识,比较容易确定前瞻性指引的方向。然而,中国当前正处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”的特殊时期,经济中充满了各种不确定性。再加上中国经济体制的扭曲、市场机制的不完善以及央行独立性较差且研究能力有限等问题的存在,中国央行若贸然采取前瞻性指引政策可能会适得其反。

中国可以采取的加强预期管理的方式主要有以下几点。一是进一步减少并明确货币政策调控目标,这有利于形成理性和稳定的预期。在中国复杂的经济运行环境下,当前中国货币政策应主要以维持合理的经济增速和物价水平为目标来进行相机抉择的调控。二是加强央行与市场的沟通,提高货币政策透明度,增加市场在形成预期时可获得的信息。央行与市场进行沟通的途径包括央行会议纪要的发布、货币政策报告、记者招待会、官员讲话、新闻发布会、专栏文章和央行官员学术研究成果,内容和形式可以包含央行对未来经济形势的判断、未来货币政策的走

势,尤其应注重对货币政策操作进行事前沟通和事后解释(Woodford,2005),尤其是应及时公布货币政策相关操作及其意图,避免市场误读。三是加强央行的研究能力。较强的研究能力是央行进行有效的预期管理的前提。这是因为,预期管理理论之所以强调央行与市场的沟通,就是认为央行比市场掌握了更多的关于经济运行的信息、对未来经济的走势有更好的判断力。央行的这种优势一部分来源于央行是政府机构的组成部分,具有信息优势,另一部分则来源于央行具有较强的研究能力和专业水平。

当然,预期管理并不是一个万能的工具,对于处于转型中的中国货币政策体系而言最重要的还是构建起健全的价格型货币政策体系。一是要加快培育市场化的基准利率。就目前来看,将上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 作为基准利率来培育是较为合适的。原因之一是,中国国债尚存在期限结构不合理以及二级市场发展滞后等问题,以国债利率作为基准利率难以发挥应有的作用。原因之二是,自 2007 年 1 月 SHIBOR 利率正式运行以来,金融市场已逐步开始形成以 SHIBOR 为基准的定价群,因此更易于被培养成为市场化的基准利率。二是要提高银行业竞争程度以实现真正意义上的利率市场化,从而为价格型货币政策中介目标发挥作用建立起健全而有效的市场机制。自 2013 年 7 月央行全面放开金融机构贷款利率下限管制后,目前只剩下金融机构存款利率上限受到管制。但是,放开存贷款利率上限并不意味着利率市场化的实现。要完全实现利率市场化,还必须提高银行业竞争程度。这是因为,市场的竞争程度是形成市场化利率从而有效配置资源的重要条件,由竞争性的资金市场决定价格的过程才是真正意义上的利率市场化。^①而当前中国银行业存在较强的垄断力量,因此仅放开存款利率上限并不能得到竞争性的市场化利率。三是要打破利率双轨制,完善利率传导机制,疏通价格型货币政策的作用渠道。

^① 市场结构可以主要分为四种:垄断市场、寡头市场、垄断竞争市场和完全竞争市场,前两种市场结构所形成的价格虽然是市场化价格但却不是竞争性的市场价格,只有后两种市场结构所形成的价格才是竞争性的市场价格。

参考文献

- [1]陈彦斌、郭豫媚、陈伟泽,2015:《2008 年金融危机后中国货币数量论失效研究》,《经济研究》第 4 期。
- [2]陈彦斌、姚一旻,2012:《中国经济增速放缓的原因、挑战与对策》,《中国人民大学学报》第 5 期。
- [3]郭豫媚、陈彦斌,2015:《中国潜在经济增长率的估算及其政策含义:1979~2020》,《经济学动态》第 2 期。
- [4]彭兴韵,2008:《加强利率机制在中国货币调控中的作用》,《经济学动态》第 2 期。
- [5]盛松成、翟春,2015:《中央银行与货币供给》,中国金融出版社。
- [6]汪伟、郭新强、艾春荣,2013:《融资约束、劳动收入份额下降与中国低消费》,《经济研究》第 11 期。
- [7]项卫星、李宏瑾,2012:《我国中央银行数量型货币调控面临的挑战与转型方向》,《国际金融研究》第 7 期。
- [8]张辉、黄泽华,2011:《我国货币政策利率传导机制的实证研究》,《经济学动态》第 3 期。
- [9]Ball, L. M., 1999, Policy Rules for Open Economies, University of Chicago Press, 127—156.
- [10]Barro, Robert J., 1986, “Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information”, Journal of Monetary Economics, 17: 3—20.
- [11]Bernanke, B.S., 2012, The Federal Reserve and the Financial Crisis, Princeton University Press.
- [12]Evans, G. W. and S. Honkapohja, 2003, “Friedman’s Money Supply Rules versus Optimal Interest Rate Policy”, Scottish Journal of Political Economy, 50:550—566.
- [13]Farmer, R.E.A., V. Khramov, and G. Nicolo, 2015, “Solving and Estimating Indeterminate DSGE Models”, Working Paper.
- [14]Fernández—Villaverde J, Rubio—Ramirez J. How structural are structural parameters? [J]. 2007.
- [15]Justiniano A, Primiceri G E, Tambalotti A. Investment shocks and business cycles [J]. Journal of Monetary Economics, 2010, 57(2): 132—145.
- [16]Smets, F. and R. Wouters, 2007, “Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach”, American Economic Review, 97(3): 586—606.

- [17] Woodford, M., 1999, “Optimal Monetary Policy Inertia”, NBER Working Paper, No. 7261.
- [18] Woodford, M., 2001, “Monetary Policy in the Information Economy”, NBER Working Paper, No. 8674.
- [19] Woodford, M., 2005, “Central Bank Communication and Policy Effectiveness”, NBER Working Paper, No.11898.

分报告四

牛市解释：一种政治性周期的观点

2015 年的春天是中国股市的春天。3 月 17 日上证综指突破了 2008 年反危机以来的历史高点 3478,并在 4 月 10 日收盘时首次站上 4000 点,在 5 月底达到 4986 点。1 年左右的时间上证综指涨了 1 倍多。与强劲上涨的股指形成鲜明对照的是中国经济的增速下滑的压力不减,2015 年 1 季度 GDP 增速 7.0%,为 6 年来的单季最低增速。“股市不是当前经济的晴雨表、炒股要听党的话”成为这一轮股市大涨的形象概括(表 1)。换言之,当前股市大涨具有强烈的政治因素,体现出政治性牛市周期的性质。依靠政治性的确认,投资者关于未来改革红利预期的贴现反映在当前的股市的大涨中,成为这一轮股市上涨的根本原因。

表 1

积极的股市政策：炒股要听党的话

来源和时间	观点
2015 年 5 月 28 日 新华社	多重利空传闻致 A 股暴跌 适度调整让市场走得更远
2015 年 5 月 04 日 人民日报	股市迎赚钱黄金期 牛市也别忘了风险
2015 年 4 月 22 日 人民日报	股市有望演绎“空中加油”行情
2015 年 4 月 20 日 人民日报	融券新政不改牛市格局 规范市场利长远
2015 年 4 月 11 日 人民日报	上证综指站上四千点 再创七年新高
2015 年 4 月 10 日 人民日报	此轮牛市有利于经济发展
2015 年 4 月 08 日 新华社	政策红利释放催生改革牛 期待成为健康牛
2015 年 4 月 07 日 新华社	经济面临较大压力 尤需股市提供有力支持
2015 年 4 月 06 日 新华社	新股发行提速不影响牛市势头
2015 年 3 月 30 日 人民日报	A 股已处牛市中 把握牛市“红利”
2015 年 1 月 21 日 新华社	规范融资融券,让牛市更加健康地向前走
2014 年 12 月 9 日 人民日报	股市迎来发展机遇 没必要主动调控
2014 年 9 月 17 日 新华社	股市安全 看好股市行情
2014 年 8 月 31 日—9 月 2 日 新华社	3 天连续发表 8 篇文章,关注中国股市

注：本表只列举了部分重要性的发文。

一、股市为什么需要涨？

1、通过股市来改善投资者对整体经济基本面的预期。

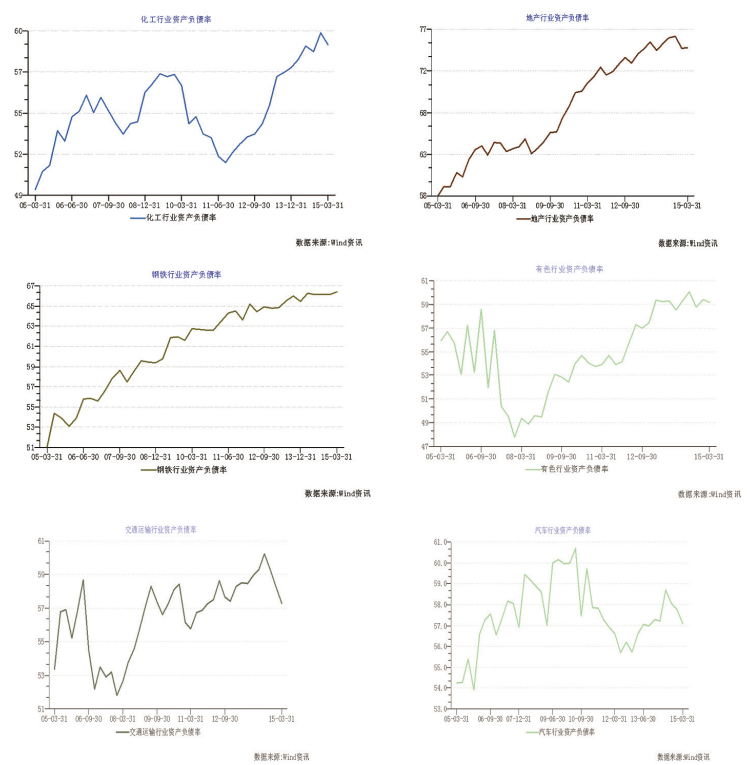
1 季度多项经济指标显示出当前的中国经济下行压力不减,如何管理经济下行的预期,并让市场在资源配置中起决定性作用成为政策制定者需要解决的核心问题。从具体数据来看,投资、消费和净出口三大需求的基本面均显出疲态。今年 1 季度,固定资产投资同比名义增长仅为 13.5%(扣除价格因素实际增长 14.5%);社会消费品零售总额同比名义增长也只有 10.6%(扣除价格因素实际增长 10.8%);而进出口总额同比则下降 6.0%。2009 年大规模的刺激计划、2013 年开始实施的经济微刺激计划并没有使经济走向持续的复苏,根本原因是成本、技术等因素带来的经济潜在产出下滑,这也从另外一个视角说明了经济复苏需要依靠市场内

生力量的培育和逐步释放。而作为要素市场重要组成部分的股票市场就成为激活市场潜力、推动经济复苏和结构调整的关键平台。同时,股票市场作为对未来经济预期的反应,其繁荣程度在很大程度上影响着投资者对未来经济基本面的预期,股市走牛无疑能够改善投资者对整体经济基本面的预期。

2、通过股市去杠杆,发挥企业的净值效应。

去杠杆有三条途径:增加权益资本、降低利率和债务安排。而增大权益资本是去杠杆最佳的、最快的路径。换言之,要破解企业债务率过高的问题,没有股市的繁荣,没有股权融资的顺畅,企业资产负债比率不可能在较短时间内出现明显的降低。麦肯锡的测算显示,2007年以来,中国总体债务水平翻了4倍。2007—2014年,中国新增债务20.8万亿美元,占全球同期新增债务的1/3,其中公司债务占GDP的125%。据CEIC的数据,目前国有企业的负债率从2007年的峰值58%进一步上升到65%,如果把负债率降到50%,大约需要15万亿的资金。

具体从重点行业的上市公司的资产负债率来看,从反危机后企业资产负债率基本都出现了上升态势,呈现出负债扩张型的经营模式。化工、地方行业、钢铁、有色金属等传统行业的负债率上升较快,基本上上升了10个百分点。



从具体的融资来看,2014 年 A 股市场累计融资约 7600 亿元,约是 2013 年的 2 倍。其中 IPO 约 600 亿元,增发和配股融资约 7000 亿元。WIND 的统计数据显示,2015 年 1—5 月的 IPO 约 824 亿元,定增融资约 3425 亿元。这就是说,今年 1—5 月份股市融资高达 4249 亿元,已经占到去年全年股市融资的 56%,这对于降低企业财务杠杆起到了关键性的作用。上图显示出今年 1 季度开始,这些传统行业的上市公司的负债率均有所下降,负债率下降才可能释放出新的投资扩张能力。

另一方面,股价上升带来的股票净值的增长提高了股票质押的价值,降低了银行风险,并通过托宾 q 效应来促进企业投资。

3、通过财富效应刺激消费

从 2008 年美国金融危机后美国复苏的经验来看,股票市场的上涨对于美国经济复苏是至关重要的。股票市场价格上升引发强烈的赚钱效应,居民资产财富的增长,刺激消费并带动产业的升级和就业率的上升。同时,资本市场繁荣,国有资本可以减持一部分,通过充实社保基金来刺激消费。国内外大量的研究表明,财富增值比工资上涨对消费增加的贡献率要大得多,尤其是股票类流动性较高的资产,其财富的增值对消费有显著的正向激励影响。如果按照居民持有的金融资产类别来看,2013 年股票资产占居民持有的金融资产比例只有不到 12%,大约是居民存款资产的 1/5 弱一点。在鼓励储蓄转化为投资的大环境下,股票资产占居民金融资产的比例会逐步提高。

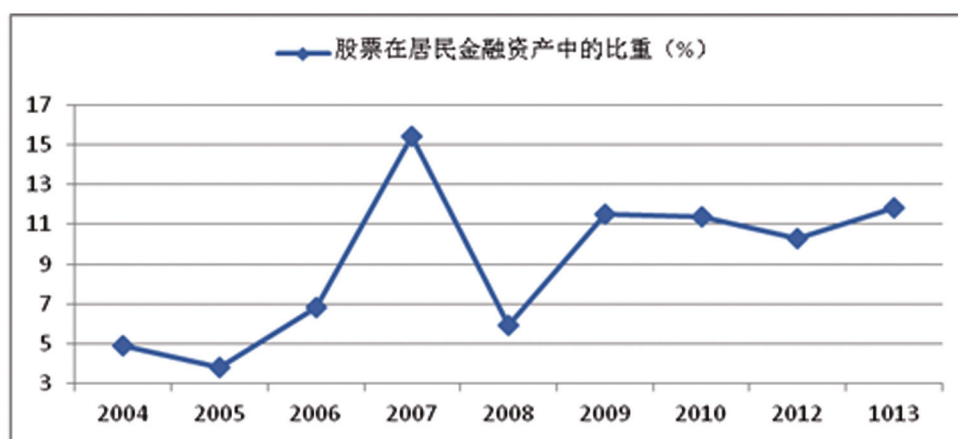


图 1 股票在居民金融资产中的比重。

资料来源:依据 WIND 数据库的数据绘制。

高盛的近期研究表明,大部分基于美国样本的分析估算显示,股市财富对于未来1年消费倾向的边际增长约为3%。假设我们对中国使用相对保守的1%的比例,这意味着未来1年消费有望增长人民币1400亿元,这对于居民消费的提振为0.6个百分点,对GDP的提振为0.2个百分点^①。2015年5月底,中国股市总市值和流通市值均是2014年底的大约1.7倍,整个社会的股权财富增长了70%,财富效应带来的消费效应将是非常显著的。

4、通过资本市场优化资源配置、促进结构转型

1—4月份,沪深两市共有817家公司的股东进行了股份减持,减持规模达到2198亿元,其中国有企业减持大约一半。这样的市场减持规模是2014年前4个月减持规模的4倍。减持不能单纯理解利空,减持也是为企业整合、积淀资金,推进混合所有制改革提供必要的资金支持。

股市上涨带来的股权价值的增值,可以提升地方政府十几万亿的贷款和债务质押品的价值,缓解甚至化解地方债务平台潜在的债务危机风险,释放出新的投资扩张能力。同时,股市上涨可以提升国有股权的价格,使国有资产大幅度增值,有利于国企改革、混和所有制改革,也有利于企业的资产重组,推进经济结构性的转型。据上海万得资讯数据,截至4月底,中国的中央和地方政府管理的976家上市公司的市值增至35.28万亿元,而一年前仅为15.09万亿元,政府持有股份的企业股权价值增长了20万亿元,这极大地缓解和降低了地方债务平台潜在的债务危机风险。

从具体上市数量来看,2015年1—5月共有293家企业发行上市,而在2014年1—5月份只有45家企业上市。而从代表经济新的增长极的创业板来看,今年1—5月份共有58家企业上市,而2014年全年只有51家企业上市;从市值来看,2004年底创业板市值占总市值的5.1%,而2015年5月底创业板市值占总市值达到8.6%,上市公司的结构发生了较大的变化,以创业板代表的新兴产业在整个股市上的比重的上升正在为逐步推进产业结构的调整发挥积极作用。

5、平衡金融体系的结构和风险

过去的“重银行、轻证券”的政策导向造就了中国银行主导型的金融体系。到今年4月底,股票总市值大约56万亿,流通市值不到47万亿,股票总市值不足银行资产规模的50%。但从社会融资规模总量的结构来看,银行融资却占据了整个

^① 高盛: A股牛市乃稳增长神器,或助GDP提振0.7个百分点。 <http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20150506/201522120445.shtml>

社会融资总额的约 70%(图)。

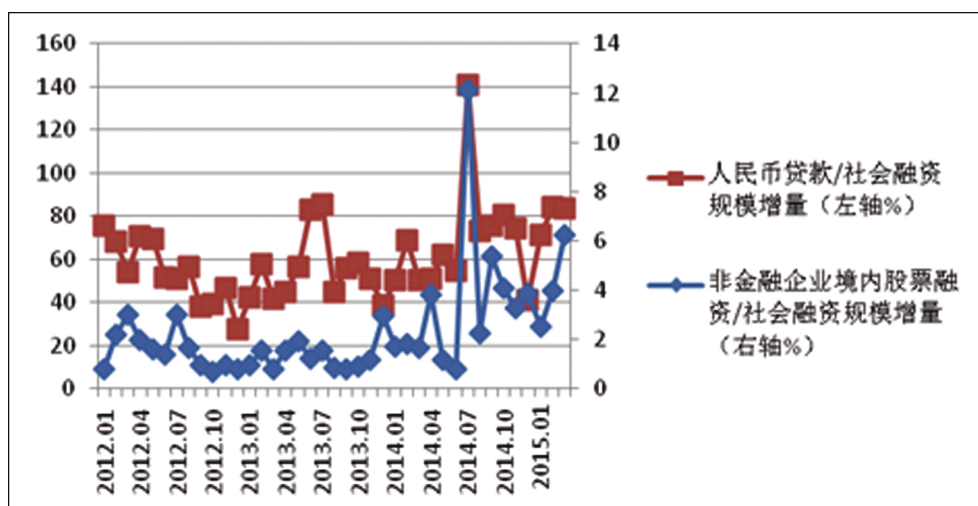


图 2 人民币贷款和非金融企业境内股票融资占社会融资规模增量的比例(%)

数据来源:依据中国人民银行网站提供的数据绘制。

这种国有银行主导下的金融体系便于定向和大规模进行金融资源配置。2009 年的 4 万亿刺激计划就是典型的例证。但这种金融体系最大的问题在于风险过于集中于银行,容易带来金融体系系统性风险;同时,集中度过高的银行体系不利于经济体系的创新。因此,需要大力改变以间接融资为主的融资结构,积极扩大直接融资比例来平衡金融体系的结构和风险,并鼓励创新。股票市场最大的优点在于众多投资者的参与、信息传递和分享速度快,风险是社会化的,创新也是社会化的。随着股价的上涨,IPO、SEO 规模的快速扩大降低了企业财务杠杆、鼓励了创新;而随后的减持除了降低企业负担之外,也化解了银行不良资产,降低了银行的系统性风险。

二、当前企业盈利难以解释股指屡创新高,市场对未来高增长的预期存在一定的过度反应

1、从市盈率(P/E)来看,除了上证 A 股市场外,深证 A 股、中小板和创业板都存在不同程度的泡沫。

表 2 中的市盈率的数据显示,中国股市不同的市场存在明显的分化,有些市场确实存在一定程度的泡沫。目前上证 A 股市盈率(TTM)(5 月 27 日数据,当天收

盘 4941.71 点)21.66 倍,这一数据对应的年收益率大约是 4.6%;沪深 300 的市盈率只有 18.01,这一数据对应的年收益率大约是 5.6%。对比目前市场上的大约 2.5%左右的无风险利率(1 年期定期存款),应该说上证 A 股和沪深 300 的股票是不存在泡沫的。但深圳 A 股存在一定程度的泡沫,目前市盈率达到 73.62,是 2000 年以来的第二高点。这个市盈率对应的年收益率大约是 1.4%,已经远远低于市场无风险收益率水平。目前中小板市盈率(TTM)达到 86.97,创历史新高,这一市盈率对应的年收益率大约是 1.15%;而创业板市盈率(TTM)高达 144.12,也创历史新高,这一市盈率对应的年收益率大约是 0.7%。因此,中小板和创业板存在显著的泡沫。

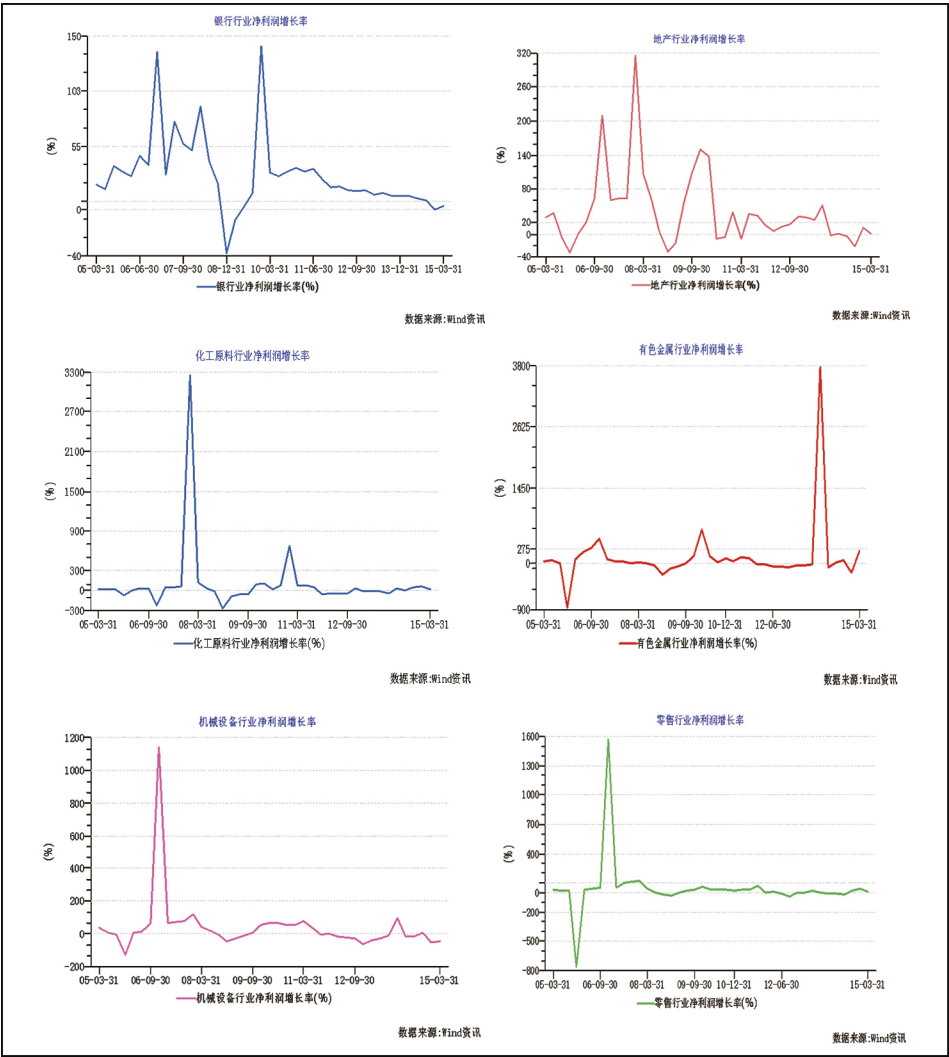
表 2 中国股票市场的市盈率

日期	上证 A 股市 盈率(TTM)	深证 A 股市 盈率(TTM)	沪深 300 市 盈率(TTM)	中小板市 盈率(TTM)	创业板市 盈率(TTM)
2015-5-27	21.66	73.62	18.01	86.97	144.12
2014-12-31	14.20	35.94	12.91	42.59	63.76
2013-12-31	9.69	29.26	8.92	35.94	60.30
2012-12-31	11.75	26.97	11.00	28.33	34.35
2011-12-30	11.06	23.06	10.45	26.81	36.07
2010-12-31	16.73	39.67	15.34	48.99	70.75
2009-12-31	30.75	76.45	28.49	55.31	79.09
2008-12-31	13.93	17.57	12.93	21.91	
2007-12-28	47.64	58.32	43.41	68.59	
2006-12-29	36.67	51.67	32.32	39.95	
2005-12-30	18.19	34.92	14.28	21.69	
2004-12-31	21.48	27.16		31.36	
2003-12-31	36.68	48.67			
2002-12-31	44.59	183.58			
2001-12-31	40.32	55.41			

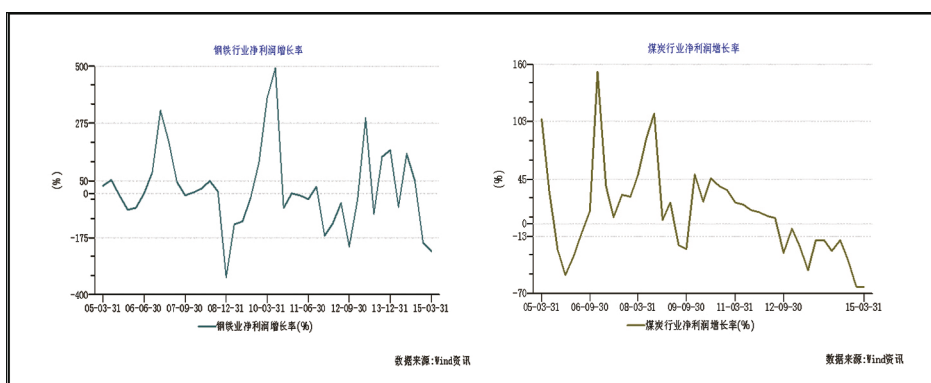
2、上市公司净利润率增速大多呈现出零增长态势,且出现严重分化。当前的

利润率增长不足以支持当前的股价上涨。

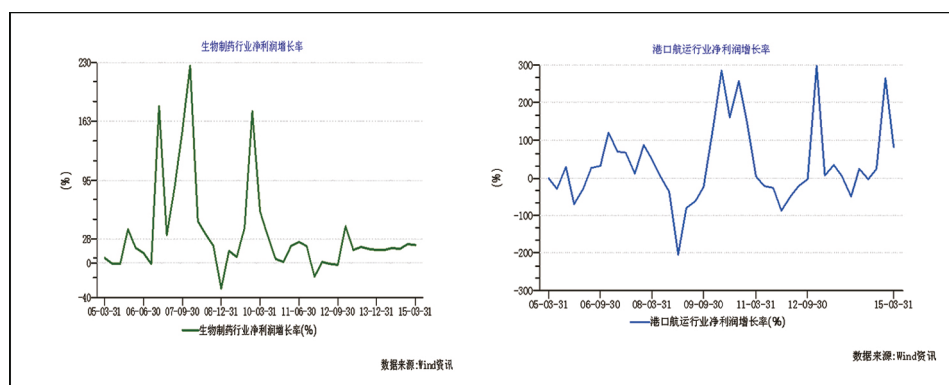
由于经济尚处于下行阶段,绝大多数行业的利润率均呈现出下降态势。下图显示出不同行业净利润率的变化。我们可以看到,到今年1季度,上市公司中银行业、地产行业、化工原料行业、有色金属行业、机械设备行业和零售行业。等六大行业的净利润率基本呈现出零利润增长率的态势。



钢铁行业和煤炭行业的净利润增长率出现了大幅度向下滑。钢铁行业出现了一170%的深度下滑,而煤炭行业也出现了接近一70%的深度下滑,而且这种下滑的趋势目前并没有看到好转的迹象。



与此同时,代表新型经济增长极的生物制药行业出现了相对稳定的高增长,近3年基本维持在20左右的增长率;港口航运行业由于基础设施的大规模扩张也呈现出波动幅度极大的增长率,但很不稳定。



因此,尽管不同行业的增长率出现了显著的分化,但总体上大多数行业的净利润率呈现出零增长态势,不足以支持股价和上证指数的屡创新高。

3、中小板和创业板偏高的市盈率反应了投资者对市场未来高增长的预期有一定的过度反应

如果假定中小板和创业板代表未来技术变革和创新的方向,假定其年复合增长率为15%、20%、25%和30%,并且能够连续维持5年的上述假定增长率,那么我们可以计算出以表2给出的今年5月27日市盈率换算而来的动态市盈率,如表3。

表 3 各种假定增长率下的中小板和创业板的动态市盈率

5 年的当前动态市盈率	增长率 15%	增长率 20%	增长率 25%	增长率 30%
中小板	43.24	34.95	28.50	23.42
创业板	71.66	57.92	47.23	38.82

表 3 的数据显示,创业板的上市公司只有保持 30%的高增长率,其 5 年的动态市盈率为 38.82,基本回到 2012 年底的水平(2012 年底为 34.35,历史最低值);而中小板也只有保持 30%的高增长率,其 5 年的动态市盈率为 23.42,基本回到美国次贷危机时期 2008 年底的水平(2008 年底为 26.81,历史最低值)。从平均水平来看,2012 年开始的中小板至今的平均市盈率为 42.37,中小板只要维持 5 年年增 15%的增长率其动态市盈率可以降低到 43.24;而 2009 年开始的创业板至今的平均市盈率为 69.78,创业板也只要维持 5 年年增 15%的增长率其动态市盈率可以大体降低到这一水平(71.66)。

这里需要进一步说明的是,我们采用了 5 年的连续复合增长率假定。采用最低的维持 15%的连续 5 年增长率,创业板和中小板的市盈率可以回归其平均水平,这一结果显示这两个板块当前的股价是偏高的。维持 5 年的连续 30%的增长率中小板和创业板的动态市盈率才可以分别下降到 23 倍和 39 倍,对应的年收益率只有不到 5%和 2.5%,这一结果同样显示出高增长率幻觉对股价的支持,或者说市场投资者对中小板和创业板存在“高增长幻觉”或“高增长泡沫幻觉”,投资者对这些市场未来高增长的预期有一定的过度反应。

三、此轮股市政治性牛市周期的持续性也许比你想象的要长

上述讨论表明,此轮牛市是依托政治确认,通过政策“呵护”下诞生的,而“呵护”背景恰逢流动性宽裕、利率下行、房地产市场疲软;这样的背景与“呵护”的政策相互作用,不断推高股价的上涨。从股票资产价格的定价公式(DDM)来看,在经济下行时,央行宽松的货币政策降低了利率,并强化了利率下降的预期,也就是降低了资产价格贴现率,推动了股票价格的上涨;鼓励大股东增发、资产注入、重组等一系列的改革措施则降低了企业的财务杠杆,减少了企业财务负担,也推动了股票价格的上涨;企业盈利或预期盈利的改善也可以来自改革、转型以及相伴的技术进步等因素,不一定直接来自市场销售收入的增长。这就是前面讨论在当前盈利状

态无法支持股价上行时,股价却屡创新高的原因。从资产定价公式来看,除了贴现率因素外,另一个重要的因素就是关于未来预期盈利增长模式的来源发生了重大变化,投资者把上市公司未来盈利模式更多地寄托在改革、转型等因素所激发的新增长点上。

“呵护”决定了此轮股市上涨必将是牛市;“呵护”不等于溺爱,当市场成为“疯牛”时,随时就会有鞭打“疯牛”的措施出台,这决定股市将会不断出现振荡,并在震荡中上行,维持至少 2 年的政治牛市周期的“慢牛”态势。

为什么说此轮政治性牛市周期会至少维持 2 年呢? 首先,只有一个较长的牛市周期才能夯实投资者对未来经济发展向好的稳定预期。目前经济状况是出现了通缩风险,名义 GDP 低于实际 GDP,与 2009 年最低点类似;换言之,GDP 平减指数为负值。银行信贷下降;用电量和工业增加值不断创新低;今年 1 季度土地出售额同比下降 32%,等等这些因素表明,经济探底并逐步复苏至少还需要 1 年的时间。

其次,去杠杆和经济结构性的转型需要更长的时间。中国经济中的高杠杆是过去几年,尤其是依靠债务膨胀来应对反危机之后才形成的。即使是通过有效的去杠杆政策,至少也需要 2 年的时间。而通过结构性调整来催生经济增长的新动力是一个长周期,需要更长的时间才会有一定的成效。繁荣的资本市场则是经济结构转型的必备条件,因为转型的基本条件是资源的重新配置,而这只能靠资本市场,尤其是股票市场才能完成。

再次,为促进经济复苏并实现结构性改革与转型的战略,未来一段时间的宏观政策组合更可能是“强改革+宽货币”的政策组合。一些刺激经济或减少企业负担的政策会出台,以拓展企业融资和降低企业债务负担。在预期 2015 年 PPI 仍然是比较大的负值的背景下,未来 1 年时间中还会出现降息、降准等减负、扩融资的政策,这些政策将直接刺激股市上行,决定了牛市会持续比较长的时间。

第四,从中国经济与金融匹配的发展来看,中国要改变传统的、不是以鼓励大众创新为目的的银行主导型金融体系,必须大力发展资本市场。尤其是如何有效的把高储蓄转化为有效的投资,这将是未来金融体系变革的主线索。如果按照银行资产和股票市值基本相当的规模去推测,牛市也会持续比较长的时间。

第五,从中国的新外向型战略来看,“一带一路”这个全球大格局的战略的实施是一个长周期,具体的实施进程在很大程度上由国内企业的参与度来决定,而股票市场的牛市运行则为国内企业参与“一带一路”的建设提供了优化财务杠杆的重要

平台,起到一个较好的开头作用。

最后,从全球范围来看,目前中国股市市值约占全球股市市值的不到 1/5,中国经济和金融发展也需要一个更大规模的股市来支撑,尤其是随着资本账户自由化和人民币国际化的逐步实施,需要给全球投资者提供一个足够大的资产池来分散风险和获取收益。没有一个较长时期的牛市将不可能形成一个足够大的股票资产池。

总体上,如果把繁荣的资本市场作为中国经济转型成功和对外“一带一路”战略顺利实施的必要条件;如果管理层对于股市政策拿捏得精准、“呵护”得到位;如果中国股市通过强化投资者教育使得中国股市投资者能理性选择在“呵护”的牛市中漫步,那么此轮政治性的牛市周期从 2014 年 7 月开始算起将至少持续 2 年,也许比我们想象的还要长。

分报告五

我国债务风险现状、问题与政策分析

近年来,伴随着中国债务规模的不断扩张以及经济增速的持续回落,国内债务问题成为各方关注的热点,并且已经引起了中央层面的重视,2013 年中央经济工作会议首次提到防范控制债务风险,各监管机构也陆陆续续出台了相关治理债务问题的政策。在此背景下,讨论过去几年中国整体债务水平的发展趋势、独有特点以及潜在风险无疑是有价值的。本文将首先介绍最近几年中国整体债务的变化趋势,并分别分析各个部门的债务水平,由此总结中国债务的特点及潜在风险;接着就近年来各个监管机构针对债务风险采取的措施进行剖析,分析其实施的原因及影响;最后在当前宏观经济环境下就如何创造解决债务问题的有利条件和可能造成的问题,以及除现有政策外长久解决债务问题的办法进行探讨。

一、中国债务现状及存在的问题分析

在这一部分,本文将具体分析中国债务的总量和分布结构,并对不同部门的债务水平和风险特点进行分析和说明,由此得出中国债务问题的特点和潜在风险。

1、总债务率相对不高,但银行体系承担的债务风险过于集中,非标债务膨胀加大隐性债务风险

为应对 2008 年国际金融危机对中国经济带来的冲击,政府实施了大规模的刺激政策,中国经济增长逐渐转向了“信贷—投资驱动模式”,导致国内债务规模迅速增加,债务风险不断累积。近年来,无论是间接融资方式下的贷款余额,还是直接融资方式下的债券存量年增长率均在 10% 以上,而非标类债务规模增速更为惊人,平均年增长率接近 40%,个别年份增长速度达到 60% 以上。数据显示,2008 年银行贷款余额^①、债券存量^②及非标类债务^③规模分别为 32 万亿、11 万亿和 5 万亿元,而到了 2014 年底,这三类债务规模分别攀升至 86.8 万亿、35 万亿和 35.4 万亿元,以上述三类债务规模之和来估算中国的总债务规模,可以看出 2008 年以来中国债务规模以年均超过 20% 的增长率逐年上涨,债务率^④也由 2008 年的 140% 升至 2014 年的 227%。尽管如此,与主要发达国家的债务率相比,中国的债务率并不算高。

从融资结构来看,银行贷款是债务规模的主要组成部分。截至 2014 年底,银行本外币贷款余额达到 86.79 万亿元,占全部债务规模的比例约为 55%。大量债务以银行贷款的形式存在,使得银行体系承受了较大的债务风险。债券市场虽然有较大发展,但其中有三分之二的债券是由银行持有,非银行类投资者所持债券规模较小,进一步加剧了银行所承担的风险。考虑到银行在我国金融体系中的重要地位,银行承担的债务风险过于集中,将极大地威胁金融体系稳定,进而影响整个经济的发展。另一方面,非标类债务由于其私募的特性,存在信息不公开、不透明、投资方向不明确、资金期限错配、监督困难、监管不到位等问题,此类债务的膨胀加剧了债务的隐性风险。

① 数据来自中国人民银行,金融机构本外币贷款余额

② 不包括央票、国际机构债、政策性银行债及金融债

③ 包括信托规模、委托贷款、信托贷款、未贴现票据融资,其中信托规模数据来自信托业协会,委托贷款、信托贷款、未贴现票据融资根据 2014 年公布的社会融资存量及构成推算而来,下同

④ 债务率用债务规模占 GDP 的比重来衡量,下同

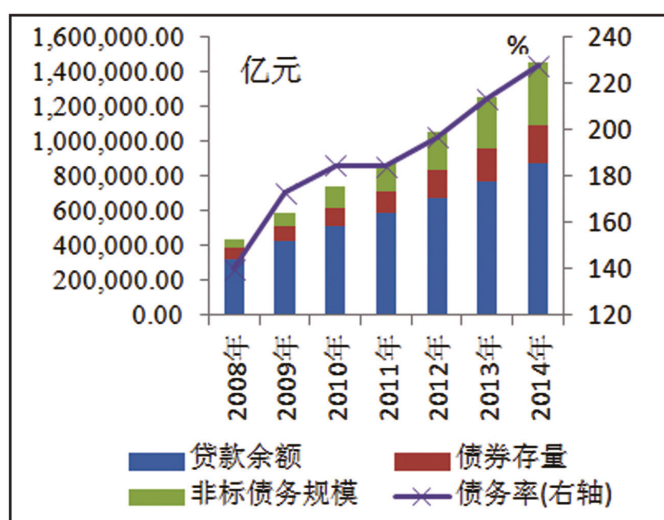


图1 中国债务规模不断攀升，债务率逐步提升

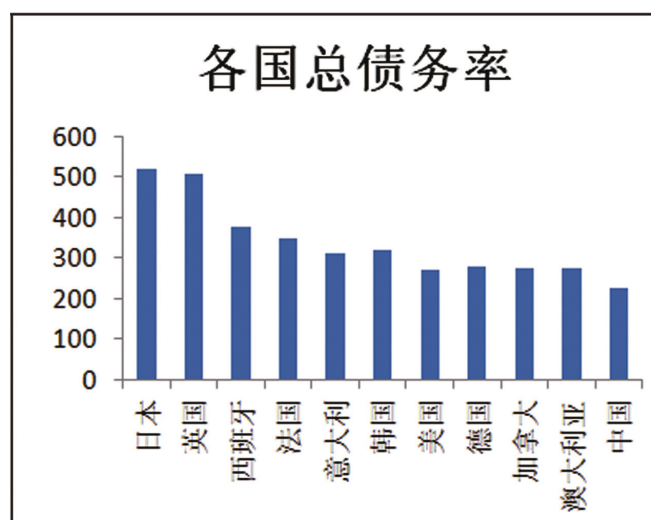


图2 中国总债务率低于主要发达国家水平

资料来源：中国人民银行，IMF、中诚信国际整理

2、居民部门债务率相对不高，债务风险相对较低

国内居民部门的债务构成较为简单，主要由住户贷款构成。居民户贷款余额由2008年底的5.7万亿元攀升至2014年底的23.2万亿元，债务率也从18.2%上升至36.4%。尽管居民部门债务率近年来增速较快，但与发达国家普遍高于50%的居民部门债务率相比，我国居民部门债务率偏低，仍具有一定的加杠杆空间。

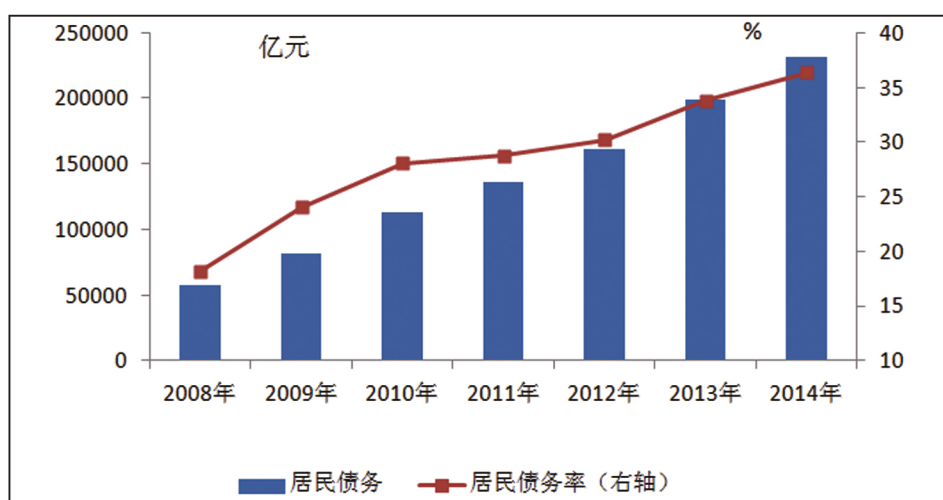


图3 居民部门债务率快速增长

资料来源:中国人民银行,中诚信国际整理

3、地方政府债务增长过快,不透明性加剧风险隐患

政府部门的债务较为复杂,除了政府机构直接负有偿还义务的国债、地方债、外国贷款等,还包括部分事业单位、融资平台债务以及通过BT、融资租赁、垫资施工等方式的项目融资类债务等。国家审计署在2013年底首次披露了《全国政府性债务审计报告》(见表1)。

表1 全国政府性债务情况表(单位:亿元)

年度	政府层级	政府负有 偿还责任债务	或有债务	
			担保责任债务	可能承担救助责任债务
2012 年底	中央	94376.72	2835.71	21621.16
	地方	96281.87	24871.29	37705.16
	合计	190658.59	27707.00	59326.32
2013 年 6 月底	中央	98129.48	2600.72	23110.84
	地方	108859.17	26655.77	43393.72
	合计	206988.65	29256.49	66504.56

资料来源:审计署,中诚信国际整理

如果不考虑政府或有债务,那么在2012年底,中央和地方政府的债务率分别

为 17.7% 和 18%，政府部门债务率合计为 35.7%，而如果将或有债务也纳入政府部门债务，则在 2012 年底，政府部门债务率上升至 52%，提升了约 16 个百分点。假定政府各部门债务增长率保持不变，大致可以推算出 2013 年底和 2014 年底含或有债务及不含或有债务的政府部门债务率（见图 5）。数据显示，如果考虑了政府或有债务，则中央政府债务率每年大约提高 5 个百分点，而地方政府债务率则提高了 10 到 20 个百分点。截止 2014 年底，不考虑或有债务，中央和地方政府的债务率分别为 17.3% 和 24.1%，总债务率刚刚超过 40%，较 2012 年底提升了约 6 个百分点，而如果考虑或有债务，则中央和地方政府的债务率分别达到 22% 和 39%，总债务率超过 60%，较 2012 年底提升了 9 个百分点。在不考虑或有债务的情况下，政府债务率显著低于国际通常使用的 60% 的负债率控制标准参考值，而一旦将或有债务纳入政府债务中，政府债务率就已经超过这一阈值，债务风险值得关注。

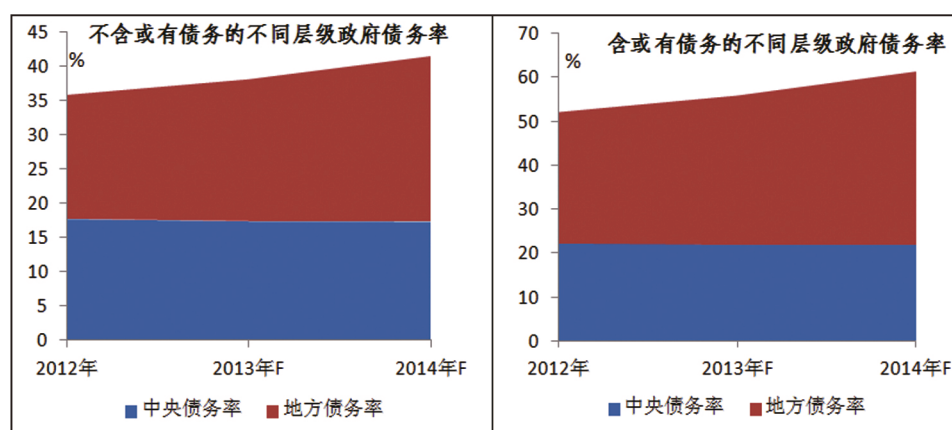


图 4 中央政府债务稳中有降，地方政府债务规模快速增长

资料来源：中诚信国际整理

中国政府债务的风险主要体现在地方政府层面，这既是因为地方债务规模近年来扩张速度较快，远远超过中央政府债务规模，也是因为地方政府债务更加不透明。地方政府债务的不透明主要体现在两个方面：一是财政透明度不高，信息公开披露不完善。现行体制下，地方政府的财政透明度很低，地方政府仅仅公布一些基本的财政数据，缺乏完整的报表，基金预算和预算外财政专户数据基本不公开。尽管中央政府要求地方要逐步公开财政数据以接受社会监督，但不同层级、不同区域的地方政府预算公开进度不一，财政预算与执行、财政体制与管理、债务口径与统计等方面的透明度较低，信息披露的时效性也较弱。另一方面，近年来地方政府及

融资平台通过 BT(建设—移交)、信托融资、融资租赁等渠道举债日益频繁,截至 2013 年 6 月底地方政府性债务余额中,这种新型融资方式带来的债务余额占 31.43%。这些融资方式具有非标准、高成本、透明度差等特点,增加了地方政府债务的隐性风险。

4、企业部门债务率极高,债务风险逐步暴露,国有企业债务问题亟待解决

企业部门的债务工具较多,除了传统的银行贷款,企业还可以通过发行债券进行直接融资,非标产品的快速发展也进一步拓宽了企业的融资渠道,使得企业部门债务规模及债务率远远高于其它部门。2008 年企业部门的债务规模约在 32.7 万亿^①水平,债务率刚刚超过 100%,到 2014 年底,企业部门的债务率已经超过 170%。数据表明,企业部门债务率增长过猛,并且已经大大高于 90%的警戒线。从债务结构来看,随着债券市场及非标产品的发展,企业部门债务结构发生了较大变化,银行贷款规模占比下降了 24 个百分点,而非标类债务及信用债规模分别上升了 17 和 7 个百分点。

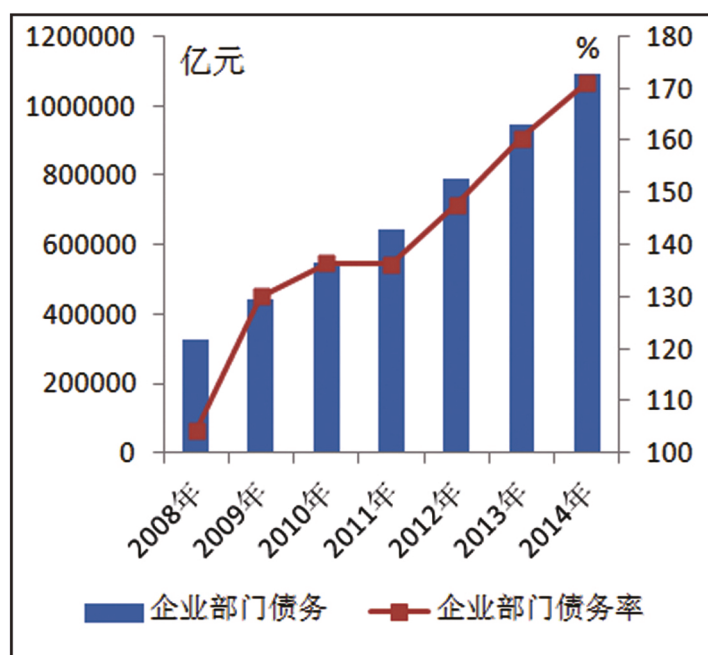


图 5 企业部门债务率远远高于居民及金融部门

^① 以存量信用债、非金融性公司及其他部门贷款以及非标债务加总得到,其中信用债包括中期票据、短期融资券、公司债、企业债、中小企业集合债、中小企业集合票据、PPN、中小企业私募债等,非金融性公司及其他部门贷款数据取自央行金融机构信贷收支平衡表

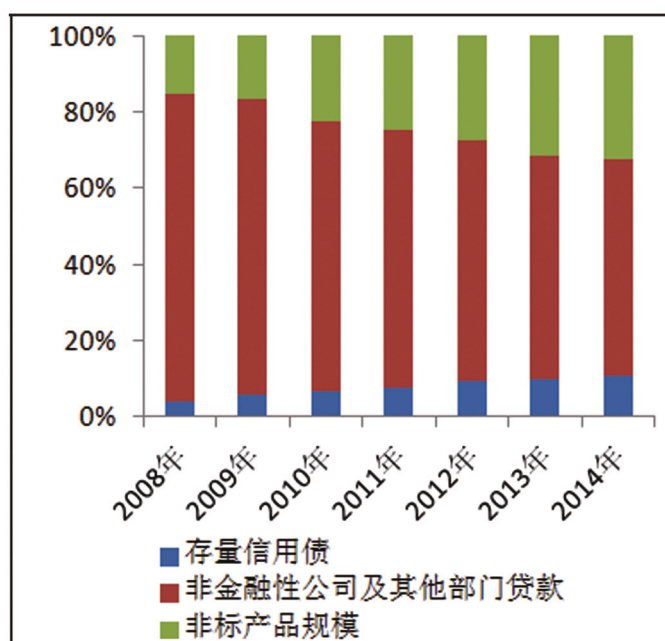


图6 贷款类债务占比最大，非标债务迅速膨胀

资料来源：中诚信国际整理

随着企业部门债务规模的不断累积，其债务风险也开始暴露。其中债券市场信用风险的释放尤其引起市场关注。这一方面是由于相对于贷款及非标债务，债券市场相对公开，另一方面也在于在超日债违约之前，我国债券市场上并没有真正意义的违约，刚性兑付长期存在。

从历史记录来看，由于我国债券市场发展较晚，并且早期债券的发行人往往是信用资质较好的大型国有企业，因此当时市场的信用风险并不明显，只有2006年的“福禧事件”曾在短时间内引起市场的波澜，并随着它的如期兑付而回归平静。为了推动资本市场更好地服务实体经济，债券市场在2005年以后得到了快速的发展，越来越多的企业加入到债务融资的队伍中来，从国有企业、大型企业逐步发展到民营企业、中小企业，使得债券发行人的信用水平逐渐下降。如此，在债券市场发展壮大的同时，风险也逐渐积累；另一方面，自2011年第2季度以来中国经济增速不断下行，部分企业经营状况持续恶化，信用风险进一步加深。在这样的背景下，自2006年以来一直悄无声息的违约风险在2011年以后慢慢浮出水面。具体来看，以“11超日债”违约为界，2011年以后债券市场的信用风险释放大致分为两个阶段：

第一阶段，从2011年底至“11超日债”违约，债券市场由零违约向实质违约过渡，信用风险释放主要表现为信用事件频发，级别下调增多。2011年底，“11海龙

CP01”的发行人山东海龙股份有限公司由于所在的纺织行业不景气加之公司运营不稳定,巨亏 10.02 亿元,资金链极度紧张,甚至发展到资不抵债的程度,债券兑付压力极大。公司的主体级别被降为 CCC 级,债券自身也被降至 C 级,成为债券市场自“福禧事件”以来最接近实质违约的一次风险事件。在接下来的 2012 年里,受番茄制品行业产能过剩、产品价格持续低迷的影响,新疆中基实业股份有限公司也面临着持续亏损,贷款逾期,无力偿还到期债券等问题,遭到信用评级下调。同样在 2012 年,受光伏行业不景气影响,无锡尚德、江西赛维等公司纷纷暴露出负债率超高,还款压力巨大等问题,随之而来就是财务情况的持续恶化和信用等级的连续下调,到期债券难以偿还。另外,部分中小企业集合债券、集合票据发行人也因种种原因无法偿付债券利息或者本金,纷纷发生主体违约,包括高力彩钢、惠佳贝及地杰通信等多家中小企业发行的债券最终或由担保人代偿或发生提前偿付。到了 2013 年,同样属于光伏行业的上海超日太阳能科技股份有限公司发行的“11 超日债”在 3 月份第一次付息时就经历了一定的风波,虽然最终利息如期支付,但信用等级却遭遇连续下调。而整个 2013 年,主体级别下调比例占评级调整的 26%,较 2012 年翻了一番,同时展望调为负面或列入信用观察名单的次数占比更是接近三分之二,债券市场信用风险波及的范围进一步扩大。2014 年一季度,资本市场兑付危机进一步增多。先是上海同捷科技股份有限公司面对即将到期的 1.054 亿元中小企业集合票据本息,迟迟筹集不到偿债资金;紧接着,“11 常州中小债”的发行人之一——常州永泰丰化工用有限公司宣布停止经营并申请重整,由反担保企业代偿即将到期的 3689 万元债券本息,成为 2014 年债券市场首个违约主体;直至 3 月 5 日中小板上市公司 *ST 超日发行的“11 超日债”无法全额支付利息,最终打破了债市零违约的纪录,成为国内债券市场第一个债项违约事件。

第二阶段为“11 超日债”违约至今,债券市场信用及违约事件进一步增多,逐步向违约常态化过渡。超日债违约后不久,中小企业私募债市场便接连被曝出两起兑付危机事件:3 月底,“13 中森债”出现利息支付违约,最终企业设法自偿,避免了投资人受损;紧接着“12 华特斯”发行人向法院申请破产重组的消息也浮出水面,该只债券的本息支付相应地也面临极大不确定性,中小企业私募债再次成为市场关注的违约焦点;7 月中下旬以来,市场上陆续又发生了多起主体与债项违约事件,其中“11 江苏 SMECN1”发行人之一江苏恒顺达与“13 华通路桥 CP001”发行人华通路桥公司在预警债券兑付出现困难后,最终前者由担保公司代偿,后者在地方政府协调下也如期偿付,避免了债项实质性违约,而包括天津市天联滨海复合材料

有限公司(以下简称“天联滨海”)、湖州金泰科技股份有限公司(以下简称“金泰科技”)以及华珠泉州鞋业有限公司(以下简称“华珠鞋业”)等三家民营企业发行的 4 只中小企业私募债则均发生利息或本金的实质性违约。

表 2 超日违约前债券市场信用事件

时点	涉及债券	事件主体	事件	解决方案
2014 年 3 月	11 超日债	上海超日太阳能	“11 超日债”本期利息将无法于原定付息日按期全额支付	目前正在协商重组
2014 年 1 月	11 常州中小债	永泰丰化工	永泰丰化工破产重整	由为其提供反担保保证的常州清红化工有限公司先行代偿本息 3689 万元
2014 年 1 月	11 杨浦 SMECN1	上海同捷科技	上海同捷科技偿债困难	股东配股
2012 年 12 月	11 常州 SMECN II 001	高力彩钢	高力彩钢资产被查封	提前兑付本息
2012 年 12 月	10 黑龙江 SMECN1	惠佳贝	惠佳贝偿债困难	深圳担保代偿本息 708 万元
2012 年 10 月	10 京经开 SMECN1	康特荣宝	康特荣宝偿债困难	由担保方北京首创投资担保公司代偿本息 2053 万
2012 年 9 月—10 月	11 新中基 CP001	新中基	新中基降级	疑由新疆生产建设兵团救助进行兑付
2012 年 4 月—10 月	11 江西赛维 CP001	江西赛维	江西赛维连续降级	疑由地方政府救助或银行贷款兑付
2012 年 1 月	10 中关村债	地杰通信	地杰通信偿债困难	中关村担保提前代偿全部本息 4414 万元
2011 年底	11 海龙 CP01	山东海龙	山东海龙连续降级	疑由银行过桥贷款兑付

资料来源：中诚信国际整理

进入 2015 年,信用违约事件更是频繁出现,其中中小企业私募债仍是信用事件的主角,同时违约主体向国有企业扩展,“担而不保”现象越来越多,由此暴露出个别担保公司的信用风险问题。年初以来,陆续有 3 只私募债发生违约:先是“12 东飞 01”无法按时偿还本息,发生实质性违约;接着“12 蓝博 01”、“12 致富债”也难以行权兑付两年本息,值得注意的是,3 只私募债虽然都有担保公司担保,但“12 东飞 01”担保方对担保责任予以否认,“13 大宏债”,而另外两只债券的担保公司早已被列入国家失信被执行人名单,代偿概率均较低。而在 3 月底,“12 蒙恒达”也被曝出因担保方不愿意代偿而可能发生违约。4 月中下旬,“13 大宏债”的投资人也称未在到期日收到本息,其担保方也没有代偿意愿,且在之后要求投资人减免利息,并将利息减免额度与本金兑付挂钩。在 2014 年发生的中小企业私募债违约事件中,就曾出现担保公司拒绝代偿现象,2015 年这一现象又进一步增多。这其中既涉及规模较小的专业担保公司担保,又涉及非专业的城投公司担保,既有担保公司本身失信的问题,也有担保协议各方对担保内容存有争议的问题。接连出现的“担而不保”现象再次凸显出部分担保公司自身存在的在保余额过高、资本金不足、不注重风险控制等问题。2013 年,中投保就因对钢贸企业大额代偿遭遇主体级别下调,今年一季度河北融投更是因为业务大规模扩张、担保倍数不断扩大而深陷担保兑付风暴,并已被母公司河北建设投资集团托管。这再次提醒投资者应加强警惕,防范债券担保方信用风险。

在公募债券市场上,2015 年 4 月 6 日晚,中科云网发布公告称,无法按时、足额筹集资金用于偿还“ST 湘鄂债”应付利息及回售款项,构成该债券的实质违约。“ST 湘鄂债”由此成为国内首例本金违约债券。不久之后,4 月 21 日,保定天威集团又发布公告称,由于公司发生巨额亏损,未能按期兑付“11 天威 MTN2”利息,成为首家发生违约的国有企业。此后“12 中富 01”也发生违约。除此之外,“14 中澳 CP001”以及“12 桂有色 MTN1”两只债券的发行人也被曝出偿债能力恶化,很可能在债券到期日无法偿付本息。

表 3

超日违约后债券市场信用违约事件

时点	涉及债券	事件主体	事件	解决方案
2015 年 6 月	12 桂有色 MTN1	广西有色金属集团有限责任公司	自身财务难以偿付即将到期的债券本息, 而外部支持存在不确定性	待进一步观察
2015 年 5 月	14 中澳 CP001	中澳控股集团有限公司	经营不佳, 银行抽贷, 即将到期的短期融资券	待进一步观察
2015 年 5 月	12 中富 01	珠海中富实业股份有限公司	5 月 26 日发行人声称因流动性危机导致其未能获得足额偿债资金, 将无法于原定兑付日 5 月 28 日按期全额支付本金。	发行人承诺追加以现在持有的未抵押给现有银团的五块土地和厂房作为偿债担保。
2015 年 4 月	13 大宏债	江苏大宏纺织集团股份有限公司	到期日未兑付本息, 担保方尚未履行代偿义务	担保方要求投资人减免利息, 并将利息减免额度与本金兑付相挂钩
2015 年 4 月	11 天威 MTN2	天威集团	因公司巨额亏损, 无法按期偿还利息	公司表示将通过资产处置筹措偿付资金
2015 年 4 月	14 冀融投债等	河北融投控股集团有限公司	公开资料显示, 公司陷入担保风暴, 已由河北建设投资集团托管	公司已制定计划, 保证所发债券 2015 年付息。就目前安排来看, 上半年可收回资金足可额覆盖今年债券利息。

续表

时点	涉及债券	事件主体	事件	解决方案
2015 年 4 月	ST 湘鄂债	中科云网科技股份有限公司	无法按时偿还债券本息	违约,发行人拟采取第三方贷款融资及应收账款的追收等筹集资金,资金到位时间尚无法确定
2015 年 3 月	12 蒙恒达	内蒙古恒达公路发展有限公司	担保方被曝不愿代偿,而企业现金流较紧张	待进一步确认
2015 年 2 月	13 沈阳 SMECN1	沈阳铭辰汽车有限公司	发行人无法按期兑付本息	中债增信代偿
2015 年 2 月	12 致富债	宿迁市致富皮业有限公司	投资人提前行权,发行人未能进行兑付	待进一步确认
2015 年 2 月	12 蓝博 01	安徽蓝博旺机械集团	2015 年 2 月 4 日为行权日,但未完成兑付	待进一步确认
2015 年 1 月	12 东飞 01	东飞马佐里纺机有限公司	发行人无法按期偿还本息;而作为本期债券担保方东台交投发布声明不承担任何连带担保责任或一般保证责任。	公司拟偿付用资金已被司法冻结
2014 年 8 月	13 华珠债	华珠泉州鞋业有限公司	未能于付息日兑付利息	违约
2014 年 7 月	12 津天联	天津市天联滨海复合材料有限公司	董事长失联,债券未按期偿付	违约,海泰担保仅代偿半年利息

续表

时点	涉及债券	事件主体	事件	解决方案
2014 年 7 月	12 金泰债 01 12 金泰债 02	湖州金泰科技股份有限公司	本息在预定日期未偿付	违约
2014 年 7 月	11 江苏 SMECN1	江苏恒顺达生物能源有限公司	无法按照相关偿付安排计划,将到期应付本息足额划付至偿债专户	由江苏再担保代偿
2014 年 7 月	13 华通路桥 CP001	华通路桥集团有限公司	董事长于短融即将到期前协助相关部门调查,债券偿付存在不确定性	由政府协调偿付
2014 年 3 月	12 华特斯	浙江华特斯聚合物科技有限公司	华特斯申请破产重组	债券利息大概率由担保代偿
2014 年 3 月	13 中森债	徐州中森通浩新型板材有限公司	发债主体无力偿息	中海信达担保代偿

资料来源:中诚信国际整理

总结来看,在“11 超日债”违约之前发生的信用事件,虽然待偿本息最终或由地方政府与银行出手相助,或由担保公司代偿,使得债项本身没有出现违约,但是理性的市场分析者应该意识到兑付危机的频繁出现意味着市场的违约风险已经开始逐渐释放,而无论是市场规模的扩大还是制度的完善都决定了政府出面的兜底行为不可能一直持续下去。超日违约之后发生的一系列违约事件则进一步表明,债券市场风险释放已经进入了违约主体和品种多元化的新阶段,违约的品种已经由私募扩展到公募,尽管出现违约的公募债“11 超日债”的处理最终实现了对债权人的全额偿付,但这与超日太阳上市公司的身份,光伏行业属于新能源的特征,以及涉及较多个人投资者的市场影响密切相关,是资本市场改革尚未完全展开的特殊时期的结果,并不具有普遍意义。而考虑到经济结构调整和改革的推进,此前累积的风险将不可避免地进一步释放,违约常态化是市场化发展的必然趋势。因此,

未来债券市场可能将发生更多违约事件,刚性兑付也可能难以为继。

信贷市场和非标债务因其非公开性质,未能对资本市场产生震动性影响,但无论从银监会公布的不良贷款余额及不良贷款率还是从市场偶尔暴露出来的企业贷款逾期或信托兑付危机来看,这两个市场上的债务风险同样值得警惕。数据显示,自2012年以来,商业银行的不良贷款余额及不良贷款率均呈上升趋势,特别是2014年以来,商业银行的不良贷款余额及不良贷款率增长速度明显加快。从2011年一季度到2013年年底,商业银行的不良贷款余额增加了不到1600亿元,不良贷款率还下降了0.1个百分点,而从2013年年底到2015年一季度,商业银行的不良贷款余额从不到6000亿元增长至接近1万亿元,不良贷款率也从1%上升至1.39%,增加了0.39个百分点。与之相对应,企业贷款逾期问题也逐步暴露。2014年就有部分企业因为贷款逾期而遭遇级别下调,例如二重重装、中钢集团以及一些中小企业,2015年因债务逾期导致主体级别迅速下调的债券发行人进一步增多。在非标类债务市场上,包括中诚信托、平安信托等都曾曝出信托兑付危机。

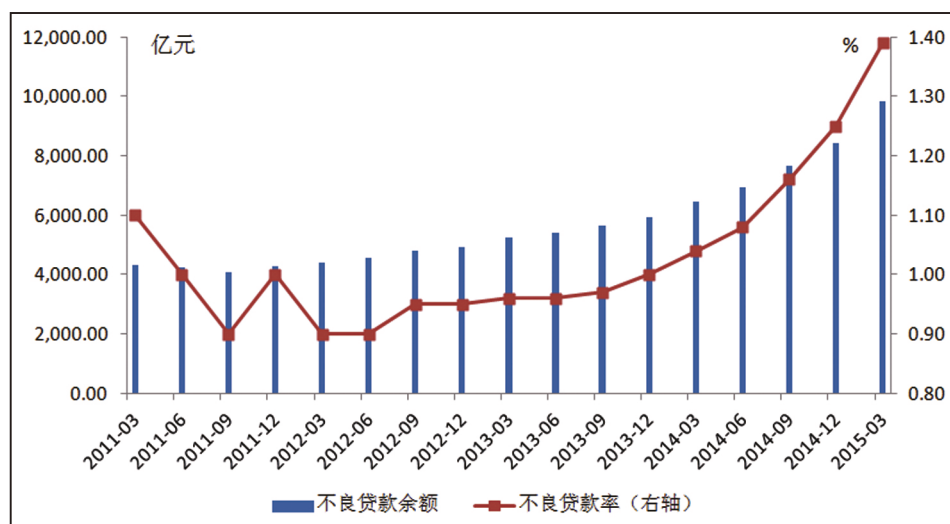


图7 中央政府债务稳中有降,地方政府债务规模快速增长

资料来源:中诚信国际整理

从企业性质来看,虽然中小企业是市场风险较高的债务主体,近年来的信用和违约事件也多集中在这类企业中,但是由于其市场化程度较高,且债务规模占比较小,因此对市场的影响有限,并不容易引起市场的剧烈反应。与之相反,包括融资平台在内的国有企业债务,虽然短时间信用风险没有中小企业暴露得明显,但由于其规模占比大,牵

扯到金融市场的方方面面,同时因其背靠政府信用,对市场信心有重大影响,因此如果国有企业债务偿付危机爆发对市场的影响可能会更大。2014 年部分国有企业暴露出的贷款逾期问题已经揭开了国有企业信用风险的一角,但由于信贷市场的非公开性质,这一问题的暴露并未让资本市场发生震动的影响。2015 年首例国有企业债券违约的发生则让全市场的目光都聚焦在规模庞大的国有企业债务问题上。国有企业大多集中在资本密集型和资源垄断型行业中,近年来由于需求不足、产能过剩和经济结构转型带来的经营压力让部分重资本的国有企业债务负担持续增加,杠杆率有增无减,已经积累了较高的债务风险,其中煤炭、钢铁、重型机械等行业更是重灾区。随着风险持续加深,解决国有企业债务风险加深问题刻不容缓。

5、政府信用与融资平台信用不分,抬高无风险利率,加大系统性风险

中国债务风险的另一个突出特征,还表现在部分债务的权属责任较为模糊,这部分债务表面看来属于企业部门债务,但实际依托的是政府信用,又由于缺乏相应的标准明确此类债务的归属,很难将这些债务明确划分为企业或政府债务。此类债务多体现为融资平台类债务。在分税制财政管理体制下,地方的财政收入并不足以完成相应的支出责任。特别是,随着经济增长和城镇化的加快,地方的基础设施建设规模不断扩大,地方政府的资金缺口越来越大。而过去受制于地方政府不得列赤字、直接向银行借款或发行地方政府债券的法律规定,地方政府便通过建立融资平台公司等途径间接举借债务。

鉴于融资平台身份的特殊性,市场将其看作政府信用的延伸工具,普遍认为平台类债务有政府信用的隐性担保,而这样的认识使得这类以企业名义举借的债务实际上成为变向的无风险投资标的,在融资平台享受预算软约束条件,以及对融资成本不敏感的特征影响下,也让市场上的无风险利率保持着较高的水平,扭曲了风险和收益的对等关系。这种无风险利率被扭曲的现象,不仅抬高了实体经济融资成本,也降低了资金投资实业的积极性,给中国经济的转型和复苏造成很大障碍。同时,较高的融资成本也让政府性债务的风险不断累积,并且沿着“融资平台——地方政府——中央政府”的链条向上层层传导,透支国家信用,形成信用风险“堰塞湖”,推高系统性风险。

通过上述分析,我们可以看出中国债务问题的主要风险点一方面在于企业部门,特别是国有企业杠杆率高而偿债能力低,正面临着较大的违约压力;另一方面在于地方政府性债务增长过快且由于历史原因偿还责任不明确,造成部分企业透支政府信用,给债务的偿还带来潜在的不确定性。而这两方面风险的直接承担者,都是与资本市场稳定密切相关的商业银行体系,这就意味着要守住不发生系统性

风险的底线,就不能让上述两方面信用风险集中爆发,而必须寻找适当的途径,化解上述问题,从而保证资本市场的稳定。

二、当前中国债务处理政策梳理与分析

如前所述,就当前中国的债务水平而言,尽管与主要发达国家相比并不算高,但其中仍存在一些债务隐患问题。而考虑到宏观经济运行处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”的新阶段,如果不能及时有效地处理这些债务隐患问题,则很容易引发系统性危机。在这一部分,我们将结合第一部分总结出来的中国债务风险点,梳理近年来监管层为治理问题而出台的相关的政策,分析这些政策实施的原因、效果及影响。

1、发展资产支持证券,转移银行承担的信贷风险

早在 2005 年我国就开始进行信贷资产证券探索,但 2008 年下半年国际金融危机爆发,又使得国内资产证券化业务一度停滞。2012 年 5 月,银监会和央行发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,标志着银行间市场资产证券化的重启,自此之后,监管层不断出台支持政策推动资产支持证券发展。这些政策包括扩大资产支持证券产品的试点额度、简化资产支持证券产品的发行流程、增加资产支持证券的基础资产等。

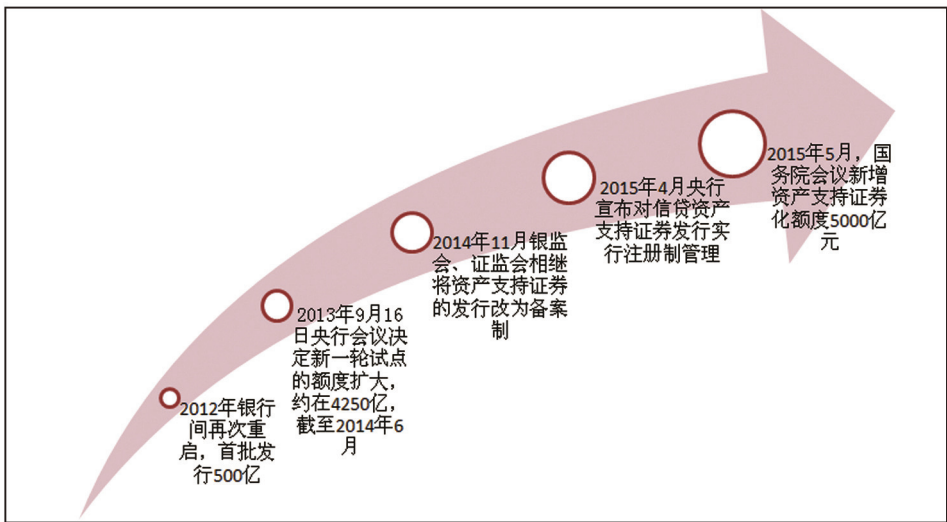


图 8 资产支持证券化主要政策

资料来源:中诚信国际整理

受益于政府的支持政策,资产支持证券迅速发展,2012 和 2013 年分别发行了 245 亿元和 197 亿元,而到 2014 年发行额激增至 2906 亿元。2015 年前 4 个月新发资产支持证券约 538 亿元。考虑到近期国务院又进一步增加了资产支持证券产品额度,而目前资产支持证券化产品的发行均已经改为注册或备案制,未来资产支持证券化的产品发展仍有较大潜力。从基础资产类型来看,随着 2014 年发行数量的大幅增长,基础资产类型也更加丰富和多元,但是对公贷款证券化产品(CLO)仍是最主流的产品,发行金额都占了 90%以上的份额。

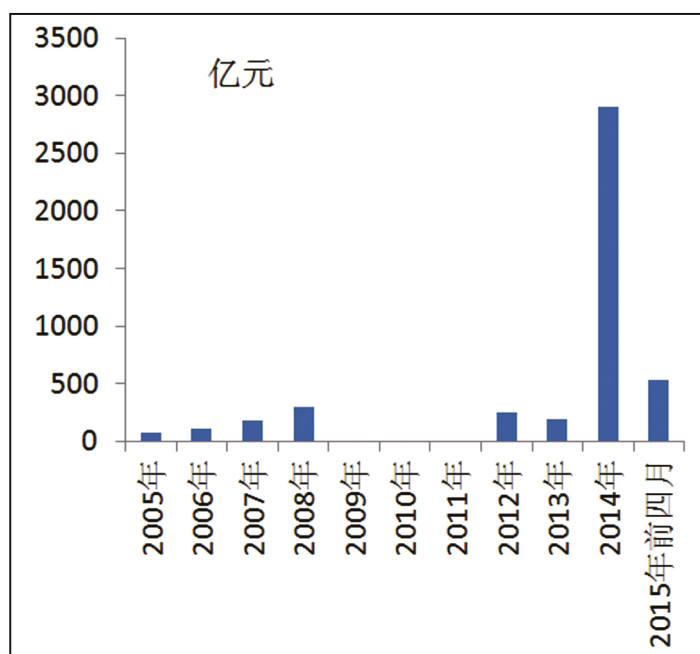


图 9 2014 年以来资产证券化产品规模大幅扩张

我们已经知道,无论是间接融资方式下的贷款损失风险,还是直接融资方式下的债券违约风险,银行均是主要的承担方。随着信贷规模以及债券市场的不断发展壮大,银行体系内部积累的债务风险也越来越大。考虑到国内资产证券化产品大多以对公贷款为基础资产,发展资产支持证券可以实现将资产池内信贷资产从商业银行的资产负债表中移出,并实现风险的转移。将证券化的信贷资产投入市场,让风险承受能力不同的投资机构或个人可以自由地匹配风险与收益,在丰富了市场的投资品种的同时,更降低了银行集中程度债务风险而爆发危机的可能。除此之外,商业银行还可以通过资产证券化释放部分信贷资产,降低银行存贷比,缓

解资本金压力,并可以将长期贷款提前变现,盘活存量贷款,加快信贷资产周转速度,提高资金使用效率,增强其抵抗风险的能力。

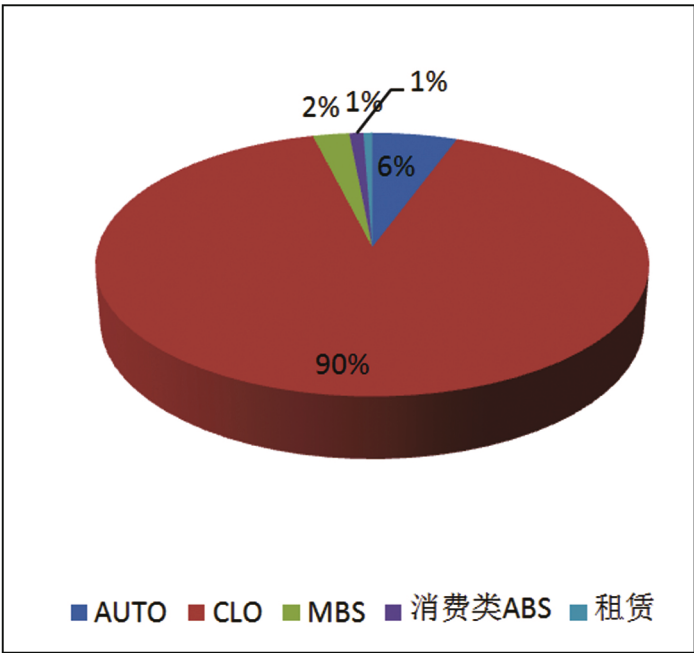


图 10 证券化产品的基础资产以对公贷款为主

资料来源:聚源统计,中诚信国际整理

2、打破刚性兑付、鼓励兼并重组、坚持去杠杆,逐步消化企业债务风险

企业部门的债务率过高是中国债务风险的一大特点。在对待企业债务问题方面,国内长期以政府救济为主,国内债券市场长久以来上演的“零违约”神话,实际依赖于政府对债务的兜底。然而刚性兑付的存在,既造成一部分债务人盲目扩张负债,债务负担不断加重,超过自身所能负担的范围,又使得一些投资者无视债务风险,一味追求高收益,导致债务风险不断积累。近年来随着经济增速的回落,一些企业经营形势不断恶化,债务偿还能力逐步削弱,债务风险也开始逐步暴露。在这种情况下,如果继续对债务风险进行兜底,不仅不利于风险的化解,反而容易引发系统性危机。

从最近两年发生的一系列违约事件可以看出,政府在处理企业债务问题上已经有所转变:从单纯兜底风险到逐步提高违约容忍度,从打破民营企业刚性兑付到允许部分国有企业违约清算。在超日违约后,央行就提出要“有序打破刚性兑付”,李克强总理在两会期间又进一步表示,“允许个案性金融风险的发生,按市场化的

原则进行清算”,由此可见,随着债务风险的逐步加深,政府可能会逐步减少对市场的干预,通过违约释放一部分企业的债务风险,采用市场化的方式解决企业债务问题。

不过考虑到债务风险积累较深,完全通过违约、破产、清算等市场化方式释放出来,可能会对市场造成重大冲击,引发系统性危机。特别是一些国有企业,因承担较重的人员、社会责任,完全市场化的债务解决方式可能会威胁到当地社会经济的稳定。因此短期内违约事件的发生将更多集中在一些对市场系统性风险影响不大的民营企业或受政策支持力度下降的国有企业中,释放出来的风险也较为有限。由于企业债务风险问题突出表现为一些产能过剩行业内企业的债务负担过重,因此,通过去杠杆,控制产能过剩行业债务规模的方式来降低企业债务率也是监管层治理企业部门债务问题的主要对策,包括限制对产能过剩行业贷款、抬高产能过剩企业发债门槛等。除此之外,政府还鼓励企业兼并重组,淘汰过剩、落后产能,将已有资源进行整合并有效地利用起来,以提高企业经营能力,减缓债务风险。

3、降成本、扩渠道、剥离政府与企业信用,缓解地方政府债务风险

在“三期叠加”的宏观背景下,短期内基建投资仍将成为拉动中国经济增长的主要动力。妥善解决地方政府债务问题,对稳定经济增长及防范系统性危机发生具有重要意义。过去几年里,为解决地方政府债务风险问题,监管部门已经出台了不少政策,包括阶段性审计、控制地方政府融资平台贷款风险、企业债发行分类管理以及允许地方政府“借新还旧”等等,这些措施一定程度上延缓了地方政府债务偿付问题,但仍未能解决地方政府债务的不透明性以及其与融资平台信用混淆的问题。2014年以来,以地方政府与融资平台之间信用为核心的地方政府债务改革终于拉开帷幕。从近两年的政策来看,监管机构处理地方政府债务的政策大致分为以下几个方面:

进行债务甄别,明确存量地方政府债务规模。2014年10月,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财政部351号文),要求各个省级财政部门于2015年1月5日前将本地区政府存量债务清理甄别结果上报财政部。1月底,针对各省上报的结果,财政部进一步下发了《关于开展地方政府存量债务初步清理甄别结果自查工作的通知》(以下简称《自查通知》),要求各地对初步清理甄别结果组织开展自查,并于2015年3月8日前将存量债务甄别结果上报财政部。在各地上报债务甄别自查结果后,3月中上旬,财政部、发改委、中国人民银行、银监会又联合发文《关于开展地方政府存量债务清理甄别初步结果核查工作的通

知》，对地方政府直接债务进行核查。从开展债务清理甄别工作，到各地方政府自查初步结果，再到四部委联合核查地方政府直接债务，可以看出地方政府债务清理甄别工作正逐步深化。而在债务初步清理甄别结果上报后，监管机构又接连发布《自查通知》、《核查通知》，表明监管机构对地方债务的认定态度相对谨慎，预计只有少数平台债务最终会被认定为政府债务；而债务消化需要通过平台转型发展和借新还旧来解决。债务甄别之后将进一步明确地方政府债务范围，为后续分类管理地方政府债务、化解及防范地方政府债务危机建立前提条件。

存量债务置换，缓解债务风险，降低债务负担。为了缓解大规模债务到期对地方政府造成的流动性压力，2015年3月初，财政部下达地方存量债务1万亿元置换债券额度，允许地方把一部分到期高成本债务转换成地方政府债券，置换范围是2013年政府性债务审计确定截至2013年6月30日的地方政府负有偿还责任的存量债务中2015年到期需要偿还的部分。为了配合债务置换，缓解大量地方债发行给债券市场带来的供给压力，监管机构先是提高全国社保基金对企业债和地方政府债券投资比例，后又允许期货资金及其资管产品进入银行间债券市场，并通过降准向市场释放资金，助力存量债务置换。同时出台了《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》，采用定向承销方式发行地方债置换存量债务中的银行贷款部分，以缓解地方债务置换阻力，促进地方债的顺利发行。进行存量债务置换，有助于减少地方政府未来的付息压力，部分缓解当前地方政府面临的较大的债务偿还困难问题，从而也有利于遏制债务违约引发的系统性风险。

规范地方政府融资制度，剥离企业与政府信用。从2014年5月下旬起，各主要监管机构就不断强调要“规范政府举债融资制度，剥离融资平台公司政府融资职能，明确划清政府与企业界限”。在这些政策思路的指导下，2014年，上海、广东、浙江、深圳、江苏、山东、北京、青岛、宁夏、江西等十省市开始试点自发自还政府债券，2015年监管部门进一步将自发自还政府债券推广到全国。政府债券的推出，在明确自身政府信用的同时，更重要的是脱掉了部分非政府债券过去拥有的变向无风险资产的外衣，有望纠正无风险利率的扭曲，进而配合货币政策的实施，促进社会融资成本的降低。这种融资方式也使得地方政府债务更加透明化、阳光化，并且通过引进信用评级、信息披露等市场化约束，可以加强对地方政府债务的发行和管理，对政府举债行为建立正向激励约束机制，削弱以往地方政府债务不透明性带给经济运行的隐患。除此之外，监管部门还大力推广公私合营（PPP）模式，鼓励企业发行项目收益债、永续债等创新品种，进一步拓宽地方政府融资渠道，替代通过

融资平台进行融资的这一模式。

回顾近两年来的政策可以看出,解决债务问题的思路大体分为两条线:一是降低债务风险承担者的集中性,二是从风险源头让债务从盲目增长转向有序扩张。就风险承担方而言,债务风险集中在银行体系内,对金融体系的稳定性造成了潜在的威胁,通过发展资产证券化产品,将一些信贷资产从银行的资产负债表内剥离,出售给其它投资者,可以转移部分风险。不过,由于国内资产证券化的发展尚处于初级阶段,基础资产多为一些优质的信贷资产,高风险资产占比较少,且监管对发起人持有次级资产有一定的比例要求,同时银行之间护持证券化产品现象较为普遍,因此短时间内实际通过证券化转移出去的风险较为有限。尽管如此,资产证券化仍为银行机构转移信贷风险指明方向,未来随着证券化产品的深入发展,有望成为银行转移风险的重要工具。就风险来源方而言,债务风险主要来自于地方政府部门和企业部门。这一方面在于近年来这两个部门的债务规模扩张较快,债务率已经超过国际警戒线,另一方面企业与政府信用混淆不清,又使得这两个部门仅仅捆绑在一起,一旦企业债务风险恶化,将极易扩散至政府部门。因而在解决这两个部门债务风险方面,一方面要遏制过快增长的债务规模,另一方面要划清政府与企业边界,剥离二者信用。而考虑到债务风险积聚较深,政府采取了释放与缓解风险并重的政策,既通过违约释放一部分企业债务风险,又通过存量债务置换缓解大量债务到期带来的流动性风险。与此同时,规范地方政府融资方式,明确地方债的政府信用地位,切断政府信用在企业债务上的延伸,最终逐渐实现让政府的归政府,让市场的归市场。

三、如何创造解决债务问题的客观条件及长久解决债务问题的路径探讨

在梳理了政府应对债务问题出台的主要政策之后,我们还有必要考察上述政策想要发挥作用所需要的客观条件是否具备,尤其是在宏观经济转型的轨道上,如何创造有利的条件解决当前债务问题的方式。与此同时,尝试对解决债务问题的长久办法进行探讨。

1、政策实施需要及面对的客观条件

把债务问题作为整体来看,企业降低杠杆是一个较为明确的目标。但从实际的操作层面来看,无论是逐渐化解融资平台债务风险,还是推动国有企业降杠杆,

都不可能一蹴而就,需要一定的时间窗口,并且对这个窗口还有多种条件的要求。

首先,对于大部分企业来说,与直接减少债务规模相比,降低债务成本是更为切实可行的降低偿债压力的办法,因而较低的再融资成本是实现企业减轻债务负担的前提。这就对资本市场保持宽松的资金供给和较低的资金价格提出了要求。其次,企业偿债能力的下降与行业不景气和盈利能力的下降密切相关,想要企业切实减少债务,让企业重新获得盈利能力也较为重要。而当前的经济下行压力较大,内需不足问题十分突出,企业经营情况的改善举步维艰。此外,作为债务人,如果出现通货紧缩将无形中增加企业的偿债负担,对于企业降杠杆的要求十分不利。但从数据来看,PPI连续38个月负增长,且降幅由收窄又转向扩张,CPI重回“1时代”都已经让市场感受到通缩压力的存在。除了上述三点,避免房地产市场的断崖式下跌也是中国企业能够顺利降杠杆的重要条件。因为无论是普通企业债务还是融资平台债务或是地方政府债务,土地和房产都是最主要的抵押物。现有抵押物的价格不出现大幅下跌是让银行坏账不至于大幅上升,企业债务负担不再被动增加的重要保证。然而随着房地产市场爆发式增长的阶段过去,无论是市场价格还是居民需求都趋于理性,而商业地产更是在经济下行的压力下大幅调整,受此影响地方政府备受诟病的土地财政也似乎需要寻找新的出路。

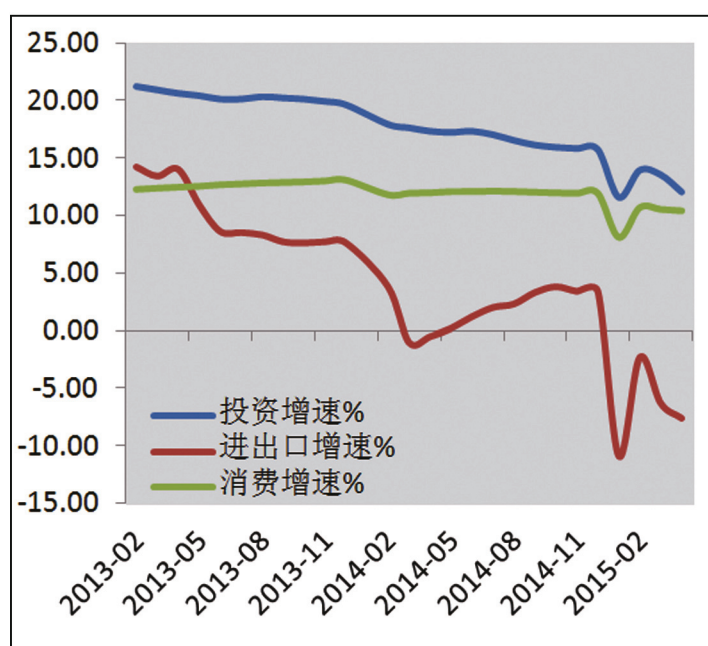


图 11 增速下滑的三驾马车

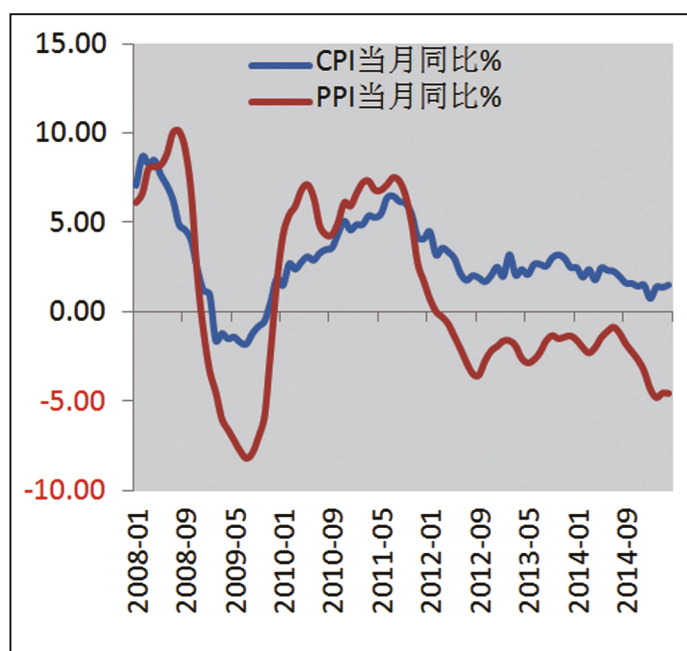


图 12 不断加大的通缩压力

资料来源:国家统计局,中诚信国际整理

通过以上分析不难看出:较低的再融资成本、复苏的盈利空间、不出现通货紧缩以及房地产市场的软着陆,是解决债务问题,让政策有空间发挥作用的重要条件。但是从当前的经济环境来看,虽然融资成本在央行动用多种货币政策工具的努力下已经下行,但疲弱的内需和不断加大的通缩压力都不利于企业部门降杠杆,房地产市场的调整也逐渐成为市场的共识。

2、创造有利客观条件的政策选择

宽松的货币政策显然是低融资成本的重要保证,同时也是避免通缩的重要手段。但从目前的效果来看,多次降息降准虽然使融资成本有所下降,但对于通缩的缓解作用有限。考虑到美联储即将开启加息通道对国内资本流出的影响,未来保持相对宽松的货币政策仍然十分必要。当然,从市场管理者的角度出发,如何让投放的货币实现一部分作为延迟企业和地方政府性债务违约风险的缓冲,另一部分投入到资金利用效率较高的部门才是更为严峻的课题。对于地方政府性债务,固然可以对银行持有部分进行定向置换并与其协商条款,但是对于企业债务,即便是国有企业债务,用市场化的手段避免债务违约也并不容易。虽然商业银行自身作为国有金融机构承担着一定的社会责任,但同时作为以营利为目的的公司,自身也承受着控制不良资产规模的压力,很难无视企业恶化的经营状况和偿还能力对债

务进行展期。在民营企业中,已经出现一批面对经营亏损、流动性紧张的企业,被银行抽贷以致资金链断裂这最后一根稻草压垮,最终倒闭或跑路。相比之下,对于承担公益性项目的融资平台贷款,监管机构已经明确要求银行不得抽贷,而其它国有企业与银行就贷款展期的协商也比民营企业有明显的便利和成本优势。虽然这样的双重标准在维护市场稳定性,避免债务风险大范围爆发的要求下能够部分实现保护市场参与者的信心的作用,但长时间采取这种方式却可能让“四万亿”经济刺激政策后已经严重偏向政府和国有企业的资源配置状况更加扭曲,对于经济转型的需要和激发非公有制经济活力都可能产生不利影响,对于中央提出的让市场在资源配置中发挥决定性作用的方针也有所偏离。显然,以银行信贷为出口对一般国有企业和地方融资平台的救助虽然可能延续几年的时间,但仍然需要明确设置一个停止键,才能避免在解决债务问题之后留下市场资源配置更加扭曲的后遗症。

在保证流动性和低融资成本的同时,给企业创造新的盈利空间也是有利于解决债务问题的重要条件。这一方面要求重新获得市场需求,另一方面也要减少企业经营的行政及税收成本。在激发市场需求方面,中央已经陆续出台了多项经济刺激政策,内部以基础设施建设投资、水利设施、养老产业、保障房等民生工程投资为代表,外部则以“一带一路”经济带为契机,鼓励企业走出去拥抱外部需求,输出过剩的产能和资本。总体来看,想要短期内维持经济增长的速度,增加投资仍然是最主要的手段。不过,由于债务负担已经形成并有一定规模,投资对经济的带动作用已经出现明显的下降,以扩信贷、扩投资为主的经济刺激政策效果也逐渐减弱。外部需求的开发是与以往有所不同的新需求增长点,然而其与内部需求相比更大的不确定性对经济增长和改善企业经营状况的效果还需要更多的研究和论证。从减少企业行政及税收成本方面,简政放权和财税体制改革也已经在开展之中。尽管面对增速下滑的财政收入,实施减税政策对于政府来说是一个痛苦的过程,但在当前的经济环境下减轻企业经营负担、激发企业的活力、扩大企业的盈利空间才是更为重要的目标。在“营改增”之外,还应扩大享受税收优惠政策的企业范围,除了对创新型、中小企业减税,还应对亏损企业减免环节税。这不仅能够增加企业的盈利空间,也是在建立市场对经济复苏的信心。同时还应该考虑对个人减税,通过改善二次分配结构,提高个人消费能力。增加的消费需求不但可以稳定物价,弥补政府消费减少形成的缺口,更有利于实现将增长动力由投资拉动转向消费拉动的重要结构调整。

流动性的充裕和需求的回升都有利于对抗通缩,当前的CPI增速维持在1.5%左右,而PPI负增长再次扩大到4.6%,通缩压力仍然不小,同时国际市场上大宗商品价格在过去一段时间的大幅下跌也向国内输入通缩压力。就对抗通缩的办法而言,除了从货币供给和增加市场需求两方面继续发力,价格改革,尤其是电力等资源类产品的价格改革也能对降低通缩风险有所帮助,但改革的进程有较大阻力。在稳定房地产市场的问题上,前期各地的限购政策已经纷纷解除,部分地区已经再次推出了各种优惠政策重振房地产市场。然而房地产行业去库存的需求客观存在,而前期过快的增长对于未来发展潜力的透支也进入了消化期,因此房地产价格以及与其关联的建筑、材料甚至土地价格等均已告别快速增长的时代,居民和机构的投资资金从房地产市场撤离的趋势正在逐渐形成。这意味着房地产市场已经不再是当前拉动经济增长的引擎,但在政策托底的情况下,也不太可能出现断崖式下跌。

3、长久解决债务问题的路径探讨:鼓励企业扩充资本

通过第二部分的分析已经看出当前解决债务问题的主要思路是以避免发生大规模债务违约和由此引发的系统性金融风险为主要目标,因此更注重对于存量债务的处理:包括用自有资金或出售资产所得偿还部分债务,或者通过债务展期、借新还旧、债务置换实现债务滚动等。对于增量债务,政府部门的一般政府债券和项目收益债券都已经有了较为明确的规模控制政策,但我们认为如何让企业部门的债务规模得到有效控制,避免企业在债务率高企的情况下继续加杠杆从长远来看对经济结构调整和市场发展更为重要,而向企业打开多层次股权融资渠道,鼓励企业扩充资本,加快建设多层次资本市场就是长久降低债务风险的重要一环。

我国股票市场对于公司上市的要求一直较为严格,同时退市制度又不健全,监管机构大包大揽保姆式的管理模式不仅让投资者对其产生依赖心理,也大大减小了公司进行公开市场股权融资的机会。然而增加股权融资正是降低企业杠杆的另一个重要手段。在企业经营的过程中,负债经营较为普遍,想要从分子出发降低杠杆实际较为困难,而从分母出发增加股权融资比例则是改善企业债务水平的重要办法,鼓励企业的资本扩充行为从长期来看更有利于企业的持续经营,降低企业财务成本,避免债务危机发生。同时,增加资金入股企业的比例让投资者直接分享企业的收益,可以降低企业受债务制约的程度,激发企业的活力,对于经济复苏和结构转型都更为有利。

近两年国务院多次对建设多层次资本市场提出具体要求,包括明确提出推进

股票发行注册制改革、培育私募市场、鼓励成立创业投资基金等都会为企业进一步增加股权融资创造便利条件。这意味着多层次的资本市场不仅为发展相对成熟的国有企业和非国有企业,更为中小企业和创业公司创造融资条件。提高企业股权融资的比例虽然不是解决当前债务问题最直接的办法,但却是从长期防止债务问题过度发展的直接手段,因而应该受到决策者、企业和投资者更多的重视。此外,在向企业打开股权融资渠道的同时,还可以出台对企业因资本扩充行为多缴的税收进行返还等优惠税收政策,明确鼓励企业扩充资本金的态度。

四、总结

本文通过对当前中国整体和各部门债务率数据的分析,发现虽然中国债务规模整体处在合理区间,但其中企业部门,尤其是国有企业债务率明显偏高,而地方政府部门则由于历史原因存在债务规模不透明、增长过快且被企业透支信用等问题。同时由于各部门债务的主要风险承担者集中在银行体系,因而随着它们的信用风险上升,存在引发系统性金融风险的隐患。

面对债务问题表现出的主要特点,中央政府 2013 年以来采取了一系列措施,解决债务问题的思路大致可归纳为两条线:一方面从源头上限制债务率过高的企业继续扩大债务规模,并采取一定延缓措施避免存量债务大规模违约,同时明确地方政府的债券融资能力,剥离企业和政府信用;另一方面通过发展资产证券化力求将债务风险从银行体系向外转移。

进一步分析我们发现解决债务问题实际是要对企业和地方政府降杠杆,这要求较低的融资成本、复苏的盈利空间、不发生通货紧缩以及房地产市场软着陆。而创造这些条件采取的政策本身又存在或多或少的问题。其中充裕的资金继续填补国有企业和地方政府债务滚动的需求而没有补充系统重要性较低的非国有企业加剧资源配置能力的扭曲;继续依靠投资拉动需求要面对下降的投资回报以及外部需求的不确定性;资源产品的价格改革可能有助于抵抗通缩,但面临的阻力较大;房地产市场在政策托底的条件下不太可能出现断崖式下跌,但调整不可避免。而从降杠杆的另一个角度考虑,我们认为鼓励企业增加股权融资比例从长期来看是避免债务风险积聚甚至爆发的有效途径,因此政府应鼓励企业扩充资本金的行为。

参考文献

- [1]巴曙松,牛播坤,何佩.《防范经济结构调整中的“债务冲击”——经济体系去杠杆背景下的经济金融改革逻辑》.华创证券.2013
- [2]邓海清,林虎.《中国债务杠杆周期的特色及出路》.宏源证券.2013
- [3]郭新华,廖知航.中国分部门债务水平与经济增长的动态关联性分析:1997~2013[J].当代经济管理. 2015(06)
- [4]黄志龙.我国国民经济各部门杠杆率的差异及政策建议[J].国际金融. 2013(01)
- [5]李杨等.中国国家资产负债表 2013[M]. 中国社会科学出版社.2013
- [6]审计署.《全国政府性债务审计结果》.2013
- [7]魏加宁,宁静,朱太辉.我国政府性债务的测算框架和风险评估研究[J].金融监管研究. 2012(11)
- [8]杨佩鸿,唐荣.中国分部门债务水平与经济增长关系研究:1997—2012[J].Business. 2013(20)
- [9]张茉楠.非金融部门去杠杆的路径[J].中国金融.2014(12)
- [10]中国人民银行杠杆率研究课题组,徐诺金,姜再勇.中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究[J].金融监管研究. 2014(05)

分报告六

本轮国际油价调整对我国物价水平的影响研究

摘要:去年6月底以来国际原油价格经历了先急跌后震荡回升的大幅度调整,本轮调整不但对产油大国造成重大的冲击,也给今年4月份刚刚成为世界最大原油进口国的中国带来了明显的影响。根据本报告测算,本轮国际原油价格的调整使我国CPI、PPI和GDP平减指数在过去12个月平均降低了0.90%、2.21%和1.03%;因此,排除油价因素后今年一季度我国CPI、PPI和GDP平减指数约为102.9、99.5和100.8,可见由非油价因素推动的物价水平变动相对平稳。从部门角度看,除了油气开采和加工部门外,交通运输和仓储业以及化学工业的生产成本下降最明显。此外,原油价格下降所节省的经济成本在农村居民、城市居民、财政、投资者和出口贸易伙伴之间的分摊比例分别为4.80%、21.54%、6.89%、39.73%和27.04%,可见油价的低迷对投资具有明显的支撑作用,而消费者直接从原油降价中获得的福利增进则应当通过经济结构的调整来适当放大。

1.引言

自去年6月底以来国际原油价格经历了先急速下跌后震荡回升的大幅度调整。以布伦特原油现货为例,其价格从去年6月20日115.71美元/桶下跌到今年1月13日的46.40美元/桶,跌幅接近60%,但其后又于今年5月7日反弹到69.63美元/桶。然而由于近期的油价反弹一定程度上受到多种短期因素的影响,因此本轮原油价格的调整似乎仍未完成,稳定的油价预期仍未形成。

作为世界上最大的三个产油国,沙特阿拉伯、俄罗斯和美国在本轮油价调整过程中受到的影响无疑是巨大的,但是由于经济结构和能源消费生产消费结构的差异,这三个国家所受影响及其反应措施各不相同。

在本轮油价调整过程中,沙特阿拉伯所遭受的收入损失超过任何一个国家。但是,在阴谋论盛行的今天,无论是“沙特阿拉伯联合美国打压俄罗斯”,还是“沙特阿拉伯与美国进行价格战打击非常规石油开采”的论调,均认为沙特阿拉伯是降价的主动发起者。这是因为沙特阿拉伯虽然是最大的原油出口国,但短期的低油价对其国民福利的影响却是在各主要产油国中最小的。据国际货币基金组织(IMF)测算,沙特阿拉伯2014年的储蓄率居全球第七(IMF,2015)^①,加上全球第三多的外汇储备^②,该国具有相当充足的能力来抵抗低油价带来的短期冲击。另一方面,不减产决定事实上是沙特阿拉伯在“囚徒困境”中维护自身利益可以选择的最佳决策:与其主动减产使自己的市场份额被其他石油生产国所占有,不如维持产量和低油价来保证自身的长期利益。

虽然俄罗斯政府财政收入对出口原油的依赖程度低于沙特阿拉伯,但是在原油价格调整过程中其所受到的冲击无疑比前者更加严重。这是因为两国具有一个很重要的差别:沙特阿拉伯货币沙特里拉实施与美元挂钩的固定汇率制度,而俄罗斯货币卢布的汇率却是自由浮动的。因此,在油价急跌的过程中俄罗斯还需要应对卢布的汇率压力,卢布汇率的快速降低将导致俄罗斯海外资产的贬值,控制不当的话甚至可能引起超速通货膨胀以及资本外逃。在油价下跌的过程中,卢布兑

① 根据 IMF World Economic Outlook 2015 database (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>) 整理

② 数据来源于 <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html>

美元汇率从 2014 年 7 月初的 34:1 贬值到 12 月底的接近 60:1,贬值达到 43%,并且其中还经历了圣诞节前的过山车行情。意识到卢布危机的本质是油价危机这一事实,俄罗斯除了动用外汇储备来稳定汇率外,也尝试通过“治本”的方式来解决这一问题。虽然在多个场合号召石油生产国联合减产以支撑油价,但是俄罗斯政府显然知道这是难以实现的,因此决定通过税制改革的形式自救。具体的做法是在维持目标产量不变的前提下降低原油出口税税率,并将所需的税收缺口通过提高资源税来弥补,这样做的结果能够降低国家财政收入受国际油价波动的影响,但由于此举会鼓励原油出口,因此对全球原油市场来说是一个利空因素。

作为世界第一大石油生产国和消费国,美国在这次石油价格急跌过程中受到的影响总体来说利大于弊。油价下降可以视为是对消费者的变相减税,这有助于刺激消费以加快其经济复苏的步伐。根据牛津经济研究院(Oxford Economics)的估算,与每桶 84 美元的原油价格情景相比,每桶 40 美元的原油价格能够使美国 2015 年的 GDP 上升大约 0.8%^①。当然,美国的致密油生产企业在这轮油价下跌过程中受到了很大的损失,根据摩根士丹利(Morgan Stanley)的估算,美国 18 个主要致密油主产区中只有 4 个生产成本低于 60 美元^②。由于美国的致密油生产企业的主要融资渠道是垃圾债券市场,而当前美国能源债务占其垃圾债券市场的 16%左右,因此,油价下跌很容易转变为垃圾债券市场的广泛违约事件,从而引发金融不稳定以及企业融资困难。受油价下跌影响的能源产业不单单是致密油生产者,也包括那些期盼 LNG 出口的页岩气生产商,当前的低油价很有可能导致其出口期盼落空。美国政府针对当前油价趋势的一个措施是放开石油出口禁令,为国内的致密油生产企业扩大市场,毫无疑问,这一措施和俄罗斯的税制改革的相同之处在于保护国内石油产业的同时会增加国际市场的原油供应,长远来说会持续打压油价。

追溯本轮原油价格调整的原因,最关键的应该是原油供需失衡以及对这种失衡长期存在的预期。首先,过去几年的高油价导致原油大量增产。原油价格自 2009 年年中以来长期处于每桶 60 美元的非常规石油开采盈亏点以上,特别是 2011 年后油价一直围绕着每桶 100 美元的价格波动,这使得大量新增投资进入非常规石油特别是北美致密油开采行业。受此影响,美国原油日产量从 2011 年初的

① 数据来源于 <http://fortune.com/2015/01/07/oil-winners-losers/>

② 数据来源于 <http://wallstreetcn.com/node/212976>

550 万桶上升到 2014 年底的 915 万桶,成为全球最主要的新增原油供应国^①。

虽然近期的油价回调削弱了非常规石油开采投资的热情,投资额已经在最近半年达到峰值,但是由于石油开采行为具有勘探期长、开采寿命长、前期投资高、生产成本低等特点,非常规石油产量的峰值仍将滞后一段时间才会出现。因此美国能源信息署(EIA)在今年初的预测 2015 年美国原油产量会继续上升,达到仅次于 1970 年的历史第二高值^②。

长期以来,石油输出国组织(OPEC)充当着全球原油供应量调节者的角色,但是,在近几年非 OPEC 国家增产的过程中,OPEC 国家的原油产量并没有相应地下降,去年三、四季度利比亚原油产量的恢复甚至导致 OPEC 整体产量的轻微提升。而 OPEC 在本轮油价下行过程中坚持的不减产政策看起来并不会随着油价的继续震荡而改变。沙特阿拉伯石油部长 Ali Al-Naimi 在多个场合强硬声明无论油价是多少,减产都不符合 OPEC 国家的利益,这一立场无疑会坚定人们对未来 OPEC 原油供应量将保持高位的预期。

除了北美非常规石油资源产量上升和 OPEC 的不减产政策外,美元升值是导致油价调整的另外一个重要原因。这一轮油价的下跌和美元升值具有很强的同步性,去年下半年美元指数累计上升约 15%。由于美元是原油贸易的主要计价货币,美元对石油贸易国货币的升值无疑会导致供给的增加和需求的减少,从而加剧石油的供过于求。

短期来说,地缘危机的发生与解决通常成为油价波动的重要原因。与以往的地缘危机事件常常支撑油价不同,近期的地缘危机事件呈现出新的特点。除了也门局势对油价形成上升压力外,利比亚局势趋缓、伊朗核谈判前景看好以及乌克兰局势平息等都从反向抑制油价。

在石油产量上升的同时石油需求并没有同步上升。EIA 估计全球原油库存量 2014 年前两季度日均上升 87 万桶,这一结果说明对原油产量已经明显超过需求了^③。需求不足的原因经常被归结为中国经济增长的放缓,然而,如果仔细观察数据就可以发现,中国原油需求放缓这一现象早在油价下跌之前的 2013 年已经出现。因此,本轮的需求放缓应该被视为一个全球性的问题。

综上所述,由于石油供给在短期内无法回落,而需求的提振也将会是一个缓慢

① 数据来源于 <http://www.eia.gov/forecasts/steo/>

② 数据来源于 <http://www.eia.gov/forecasts/steo/>

③ 数据来源于 <http://www.eia.gov/forecasts/steo/>

的过程,因此本轮油价的调整得到了来自于基本面的支撑,而非早前一些乐观观察者所认为的是一种短期波动。

总体而言,本轮国际原油价格的调整对今年4月份刚刚成为世界最大原油进口国的中国而言是一个利好因素。例如,今年4月份我国CPI和PPI指数(去年同月为100)分别为101.5和95.4^①,根据我国今年政府工作报告的保持CPI涨幅3%左右的目标,当前较低的物价指数似乎给货币政策和财政政策提供了非常宽松的空间。但是,由于当前较低的物价指数很大程度上是因为近期油价与去年同期相比的大幅度下降所带来的,因此无法很好的反映我国内部经济运行所造成的物价上涨压力,特别地,由于油价下调过程中非常规石油开采的投资已经受到了一定的打压,油价失去了进一步大幅度下滑的基础,因此近一年来油价调整给我国宏观经济带来的外部性利好条件将难以持续出现。如果油价在今年下半年保持稳定而非继续下探的话,我们会发现下半年的物价水平将因为失去油价下降带来的压力而出现上升,因此,在考虑我国下半年的货币政策和财政政策力度时,有必要对当前国际油价调整所带来的影响进行分析,从而正确认识我国下半年可能面对的宏观经济形势。

基于这样的考虑,我们在本报告中使用投入产出模型分析由于国际油价调整所带来的物价影响,从而对我国的物价指数进行校正,了解在失去油价调整这种外生性冲击的条件下我国面临的物价压力,进而对我国进一步的宏观经济政策提供借鉴。

2.方法与数据

2.1 理论方法

为了调查原油价格是如何通过产业链的传导效应引起一般商品的价格变动,本报告应用了非竞争型投入产出模型来模拟中国经济的网络结构。这个模型有两个主要优点:第一个优点是它提供了所有经济部门的详细信息,从而不仅适用于国家层级,也适用于产业部门尺度的分析(Guo et al., 2010; Fu et al., 2013);第二个优点是非竞争型的模型配置让国内的价格变动以及进口的价格变动得以区分(Su and Ang, 2013),这在能源市场的全球化程度迅速加深、本地与国外带来的价格变

① 根据国家统计局网站统计数据栏目(<http://data.stats.gov.cn/>)整理

动对经济影响大有不同的背景下十分重要(Massot and Chen, 2013)。但需要注意的是,对全球供应链意义重大的国际反馈效应无法在本报告所采用单边模型中反映出来的(详见 Su and Ang, 2011, 2013)。

表 1 刻画的是典型开放国家经济的非竞争性投入产出表格,其中经济部门包括 n 个国内工业部门(表示为部门 1 到 n)从 m 个国外部门(表示为 $n+1$ 到 $n+m$)。

表 1 开放国家经济下非竞争性投入产出表图解

		中间使用				最终使用				
		部门 1	部门 2	⋮	部门 n	本国使用				外国使用
						农村消费	城镇消费	政府购买	其余使用	出口
本土产业投入	部门 1									
	部门 2									
	...									
	部门 n									
进口产业投入	部门 $n+1$									
	部门 $n+2$									
	...									
	部门 $n+m$									
非产业性投入（增加值）	工资、税收、折旧、盈余等									

从投入角度看,国内的任何一个经济部门需要购买中间投入品、支付劳动者工资、缴纳税费、分摊折旧费用并最终获得合理的利润来维持生产。在输出侧,此部门通过售出产品从而获得足够的收入来维持其运行。在均衡状态时,每个部门货币的流入和流出是平衡的,可被描述为:

$$P_i Q_i = \sum_{j=1}^{n+m} P_j Q_{j,i} + V_i \quad (i=1, 2 \cdots n), \tag{1}$$

其中 P_i 和 P_j 分别是部门 i 和部门 j 输出的价格, Q_i 是部门 i 的总产量(物理

单位,例如,吨、立方米或工时), $Q_{j,i}$ 是被部门 i 使用的部门 j 的产量(物理单位), V_i 是部门 i 的增加值(表格 1 中显示的非产业性投入),包括工资、固定资产的折旧、生产税净额和利润。

为了检验外部价格冲击对单个部门以及整个经济的影响,受以前的投入产出模型启发,本文运用了三个假设(Berument and Tasci, 2002;Chen, 2014):(a)假设企业短期内无法通过改进技术使减少物资投入量;(b)假设每个部门的增加值保持不变;(c)假设全部产品的价格弹性为 0,这意味着价格变动将不会使需求与供给变动。由于上述假设的存在,本报告的测算忽略了经济结构应对油价冲击而进行的调整,因此测算结果一定程度上反应了油价作为一种外生冲击时可能带来的影响的上限。

在上述三个假设之下,遭受外部价格冲击之后的部门货币平衡为:

$$P'_i Q_i = \sum_{j=1}^{n+m} P'_j Q_{j,i} + V_i \quad (i=1, 2 \cdots n), \quad (2)$$

其中 P_i' 和 P_j' 指部门 i 到部门 j 在冲击之后的产出价格

(2)式减去(1)式得

$$(P'_i - P_i) Q_i = \sum_{j=1}^{n+m} (P'_j - P_j) Q_{j,i} \quad (i=1, 2 \cdots n). \quad (3)$$

在等式(3)中 $(P'_i - P_i)$ 和 $(P'_j - P_j)$ 指的是部门 i 到部门 j 的产出价格变动。然后用 $P_i Q_i$ 分别除等式的两边,得:

$$(P'_i - P_i) / P_i = \sum_{j=1}^{n+m} (P'_j - P_j) Q_{j,i} / (P_i Q_i) \quad (i=1, 2 \cdots n). \quad (4)$$

在这里引入相对价格变动的符号 $\partial_i = (P'_i - P_i) / P_i$ 和直接消费系数的符号 $a_{j,i} = P_j Q_{j,i} / (P_i Q_i)$ [22],则等式(4)可简化为:

$$\partial_i = \sum_{j=1}^{n+m} a_{j,i} \partial_j \quad (i=1, 2 \cdots n). \quad (5)$$

当所有进口产品(从部门 $n+1$ 到部门 $n+m$)和一些国内产品(假设它们来自本地部门 k 到 n ,其中 $1 \leq k \leq n$)的价格是外生决定的(即为本研究检验的外部冲击来源),等式(5)可被分解为以下矩阵形式:

$$\Delta_{1,k-1} = A_{1,k-1}^t \Delta_{1,k-1} + A_{k,n+m}^t \Delta_{k,n+m} \quad (6)$$

$$\text{其中 } \Delta_{i,j} = \begin{bmatrix} \partial_i \\ \vdots \\ \partial_j \end{bmatrix} \text{ 和 } A_{i,j} = \begin{bmatrix} a_{i,1} & \cdots & a_{i,k-1} \\ \vdots & \vdots & \vdots \\ a_{j,1} & \cdots & a_{j,k-1} \end{bmatrix} \text{ 中 } i \text{ 和 } j \text{ 的组合满足 } 1 \leq i < j \leq n$$

+ m 。解等式(6)可得:

$$\Delta_{1,k-1} = (I_{k-1} - A_{1,k-1}^t)^{-1} A_{k,n+m}^t \Delta_{k,n+m} \quad (7)$$

其中 I_{k-1} 是由 $k-1$ 阶的单位矩阵。注意到? i 表示部门 i 产品的相对价格变

动,所以 $\Delta_{1,k-1}$ 提供的是所有内生部门(部门 1 到 $k-1$)的产品相对价格变动。然后一般价格变动和价格变动成本的分摊,也就是不同组别由通货膨胀诱发的额外开支可以根据他们购买商品的相对价格变动进行分配。例如,如果使用 c_i 和 e_i 来标示部门 i 的用来作为消费品和出口的产出(根据投入产出表格用货币单位衡量),则向量

$\begin{bmatrix} c_1 \\ \vdots \\ c_n \end{bmatrix}$, $\begin{bmatrix} P_1 \sum_{i=1}^n Q_{1,i} \\ \vdots \\ P_n \sum_{i=1}^n Q_{n,i} \end{bmatrix}$ 和 $\begin{bmatrix} P_1 Q_1 \\ \vdots \\ P_n Q_n \end{bmatrix}$ 分别代表消费者的商品篮子(即生活消费品),生产者的商品篮子(即中间投入),国民经济的商品篮子(即国内产出)和外国人的商品篮子(即出口商品)。因此消费者物价指数(CPI)、生产者物价指数(PPI)和 GDP 平减指数的变动可以计算为:

$$\text{消费者物价水平变动} = \Delta_{1,n}^t \begin{bmatrix} c_1 \\ \vdots \\ c_n \end{bmatrix} / \sum_{i=1}^{n+m} c_i, \quad (8)$$

$$\text{生产者物价水平变动} = \Delta_{1,n}^t \begin{bmatrix} P_1 \sum_{i=1}^n Q_{1,i} \\ \vdots \\ P_n \sum_{i=1}^n Q_{n,i} \end{bmatrix} / E_{j=1}^{n+m} (P_j \sum_{i=1}^n Q_{j,i}), \quad (9)$$

$$\text{GDP 平减指数变动} = \Delta_{1,n}^t \begin{bmatrix} P_1 Q_1 \\ \vdots \\ P_n Q_n \end{bmatrix} / \sum_{i=1}^n (P_i Q_i). \quad (10)$$

值得注意的是,上述公式是通过运用投入产出数据来粗略估计官方商品篮子数据,因此得出的结果能否很好地反应实际物价变动取决于在研究期间的投入产出数据与实际的经济结构有多接近。更多概念上和技术上的详细资料,包括理论依据和计算方法,可以参考文献(例如 Leontief, 1936, 1986; Gay and Proops, 1993; Hondo et al., 2002; Liang et al., 2007; Chen and Chen, 2013 等),在此不作说明。

2.2 数据来源

本报告研究运用了 2010 年中国经济 41 部门的投入产出表来计算直接消耗系数以及相应货币价值流入^①。根据 Su and Ang (2013)的研究,中国早前投入产出表编制过程中由于再出口数据的影响导致研究结果出现偏差,从 2007 年开始我国

^① 投入产出表来源于中国投入产出学会网站相关下载栏目 (<http://www.iochina.org.cn/Download/xgxz.html>)

采用了删除再出口部分的投入产出表编制标准,因此可以纠正相关的偏差问题。此外,在原始投入产出表中,本国和进口商品流入被合并,且所有进口商品根据国内产业部门划分以进行区分。为区分国产和进口商品流,我们根据各部门之间投入比例将总进口商品量分为中间产品需求量以及非出口的最终产品需求量(参见 Davis and Caldeira, 2010; Chen, and Chen, 2011a, b)。因此在研究中国内国外经济部门数量均为 41 个。为了便于识别研究中的内生价格变化和外生价格冲击,在本报告中对原有投入产出表的部门顺序进行重排,详细部门排序可见附录。

本研究使用布伦特原油现货价格的变动率来代表我国进口原油的价格波动,这样做的原因是原油现货价格具有较强的一致性,因此在缺乏我国实际原油进口数据的情况下使用布伦特原油现货价格的变动率可以较好地反应原油价格的一般性波动情况。

此外,我国正在实施与国际原油价格对接的成品油批发价格机制,根据 2009 年 5 月 7 日国家发改委公布的《石油价格管理办法》^①,当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时,可相应调整国内成品油价格,而 2013 年 3 月 27 日对该价格机制进行了调整^②,调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日,但当汽、柴油的涨价或降价幅度低于每吨 50 元(折合到每升调价金额不足 5 分钱),为节约社会成本,零售价格暂不作调整,纳入下次调价时累加或冲抵。因此,我国的成品油价格是在政府管制下的与原油价格挂钩,其价格调整反映出作为成品油最主要投入品的原油价格的变动,但是并未反应其他经济环节的投入成本变化。由于主要成品油价格变化幅度具有较强的一致性,而柴油是我国生产活动特别是物流运输中最主要的液体燃料,因此本报告使用我国国家储备柴油价格的变动率来代表我国成品油的价格波动。

下表 2 是布伦特原油现货和我国批发柴油的平均成交价格(2013 年 1 月至 2015 年 5 月)^③和价格同比变动数据(2014 年 1 月至 2015 年 5 月)^④。

① 详见 http://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1388673.htm

② 详见 http://wenku.baidu.com/link?url=gfRR7sK29gX7pQvqfiMO7GPd1MHmoQyJY--Jf-CKSmCXTyuSNzTLIFN_uZK_mR61LqeqVECYc0aymSNMvRpHG8MZb7uK-Q4iQFyskpX8HCLa

③ 根据新浪网财经栏目(http://vip.stock.finance.sina.com.cn/q/view/vFutures_History.php?jys=IPE&pz=OIL&hy=&breed=OIL&type=global&start=2013-01-01&end=2015-05-28)整理

④ 数据由作者根据发改委文件整理

表 2

布伦特原油现货和我国批发柴油平均价格及价格同比变动

		布伦特原油现货		国家储备柴油	
		价格(美元/桶)	同比变化	批发价格(元/吨)	同比变化
2015 年	5 月	66.26	—39.19%	6273.06	—18.08%
	4 月	61.40	—43.00%	5848.67	—22.63%
	3 月	57.08	—47.09%	5907.90	—22.66%
	2 月	58.48	—46.04%	5493.39	—26.50%
	1 月	50.43	—52.93%	5529.35	—27.20%
2014 年	12 月	63.64	—42.53%	6074.19	—20.93%
	11 月	79.51	—26.35%	6484.00	—14.38%
	10 月	88.35	—19.01%	6974.03	—9.66%
	9 月	98.74	—10.96%	7272.17	—8.07%
	8 月	103.46	—6.23%	7542.42	—1.44%
	7 月	108.11	0.94%	7779.19	4.18%
	6 月	112.22	8.93%	7638.58	3.80%
	5 月	108.96	5.53%	7657.58	3.80%
	4 月	107.72	4.59%	7559.00	—0.93%
	3 月	107.89	—1.43%	7639.03	—4.05%
	2 月	108.37	—6.63%	7474.29	—6.69%
	1 月	107.14	—4.21%	7595.48	—5.17%
2013 年	12 月	110.75	—	7681.77	—
	11 月	107.95	—	7572.67	—
	10 月	109.09	—	7720.00	—
	9 月	110.89	—	7910.33	—
	8 月	110.33	—	7652.26	—
	7 月	107.11	—	7467.10	—
	6 月	103.02	—	7359.00	—
	5 月	103.25	—	7377.42	—
	4 月	102.99	—	7630.00	—
	3 月	109.46	—	7961.61	—
	2 月	116.06	—	8010.00	—
	1 月	111.85	—	8010.00	—

根据表 2 数据可以看出在 2014 年 1—7 月份我国柴油批发价格的调整基本围绕布伦特原油现货价格的变化而出现一致性的波动,部分月份柴油价格调整幅度较大而另外一些月份布伦特原油价格变动幅度大,仅在 4 月份出现布伦特原油现货价格上升而柴油批发价轻微下降。而在 2014 年 8 月份以来,布伦特原油现货价格和我国柴油批发价格均出现持续的同比价格下降,但是前者的下降幅度比后者更大,造成调价幅度较低的主要原因包括除了原油价格外炼油其他成本波动较小以及我国连续三次实施的成品油消费税上调。

在本报告中,我们假设所有进口产品价格与我国石油加工、炼焦及核燃料加工业(部门 40)以及石油和天然气开采业(部门 41)的价格调整是外生的,而其他所有国内部门的产品价格作为内容变量受上述外生价格冲击的影响。其中,石油和天然气开采业(部门 41)的本国产出和进口产品价格变动程度以表 2 中的布伦特原油现货价格变动程度来代表,石油加工、炼焦及核燃料加工业(部门 40)的本国产出价格的变动程度以表 2 中的我国柴油批发价格的变动程度来代表,而其他的外生部门产品的价格均假设保持不变。

3. 结果与讨论

表 3 中列出了从 2014 年 1 月份到 2015 年 5 月份我国实际物价水平的变化和国际石油价格调整对我国物价水平的调整压力,其中调整压力为正表明油价变动引起了通货膨胀,而负值表明油价调整有助于我国降低通胀压力。

通过表 3 可以看出,国家原油价格的调整从 2014 年 8 月份以后一直对我国具有降低通货膨胀压力的贡献,且其贡献程度在 2015 年 1 月前逐渐上升而在此后逐渐下降,总体而言,原油价格对 PPI 的影响大于对 CPI 和 GDP 平减指数的影响。

我国 2015 年一季度 GDP 平减指数下降了 1.17%,这是自 2009 年二季度以来的首次下降,加上我国 PPI 下降幅度自 2014 年第四季度以来持续增大,这引起了很多人对我国可能出现通货紧缩的担忧。另一方面,由于翘尾因素的存在一般而言我国在每年的年初会出现相对较高的 CPI,但是今年头 1 月份我国 CPI 指数同比只上升了 0.8%,较 2014 年 12 月水平明显降低,导致传统 CPI 指数对我国经济运行规律的解释似乎失去效力。

表 3 实际物价水平变化和原油价格调整对我国物价水平的调整压力

		实际物价指数同比变化			原油价格引入的物价调整压力 ^①		
		CPI	PPI	GDP 平减指数	CPI	PPI	GDP 平减指数
2015 年	5 月	—	—	—	—1.22%	—3.05%	—
	4 月	1.50%	—4.60%		—1.48%	—3.62%	
	3 月	1.40%	—4.60%	—1.17%	—1.52%	—3.76%	—1.91%
	2 月	1.40%	—4.80%		—1.70%	—4.10%	
	1 月	0.80%	—4.30%		—1.79%	—4.39%	
2014 年	12 月	1.50%	—3.30%	0.30%	—1.39%	—3.44%	—1.13%
	11 月	1.40%	—2.70%		—0.93%	—2.27%	
	10 月	1.60%	—2.20%		—0.64%	—1.57%	
	9 月	1.60%	—1.80%	1.07%	—0.49%	—1.15%	—0.15%
	8 月	2.00%	—1.20%		—0.12%	—0.34%	
	7 月	2.30%	—0.90%		0.22%	0.44%	
	6 月	2.30%	—1.10%	1.63%	0.26%	0.66%	0.18%
	5 月	2.50%	—1.40%		0.23%	0.55%	
	4 月	1.80%	—2.00%		—0.01%	0.06%	
	3 月	2.40%	—2.30%	0.52%	—0.21%	—0.44%	—0.35%
	2 月	2.00%	—2.00%		—0.39%	—0.87%	
	1 月	2.50%	—1.60%		—0.29%	—0.64%	

然而,如果我们仔细分析表 3 种的原油价格引入的物价调整压力相关数据,可以缓解上述通缩担忧并对 CPI 反规律运行进行合理解释。例如,刨除由于原油价格下跌所导致的物价变化后,PPI 与 2014 年上半年相比不但没有持续下跌反而是稳步回升(见图 1);而校正后的 CPI 也显示出合理的变化趋势(见图 2);此外我国 2015 年一季度的校正后 GDP 平减指数保持在正值区间(见图 3)。因此可见,如果

^① 由于测算价格指数所需要的官方商品篮子的构成数据无法获得,本报告使用投入产出表的最终消费、中间投入以及最终产出结构来代表相应的商品篮子构成。

2014 年下半年以来的油价调整趋势无法持续的话,当前的物价水平指数将会高估我国的通缩压力,或者低估我国的通货膨胀压力。

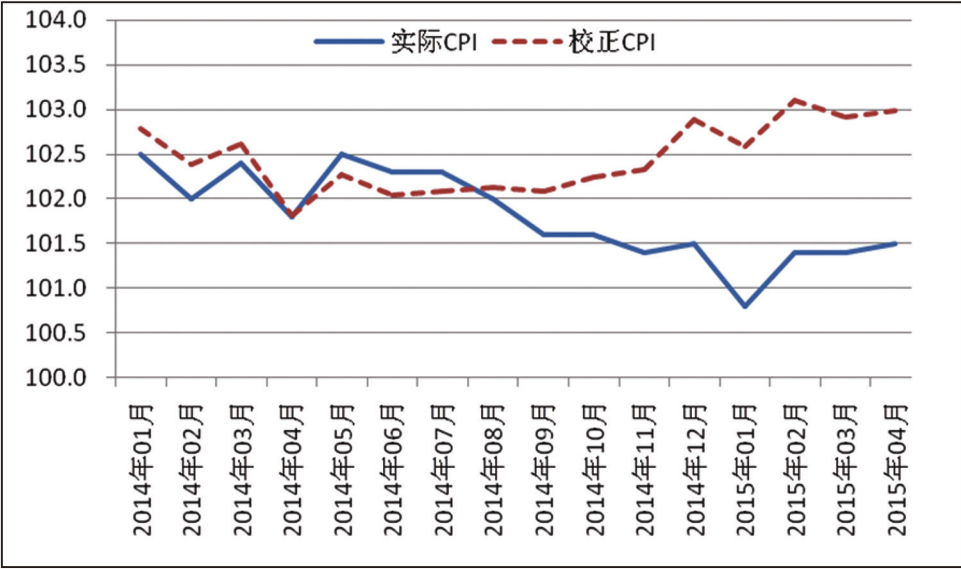


图 1 实际与校正 CPI 变化趋势

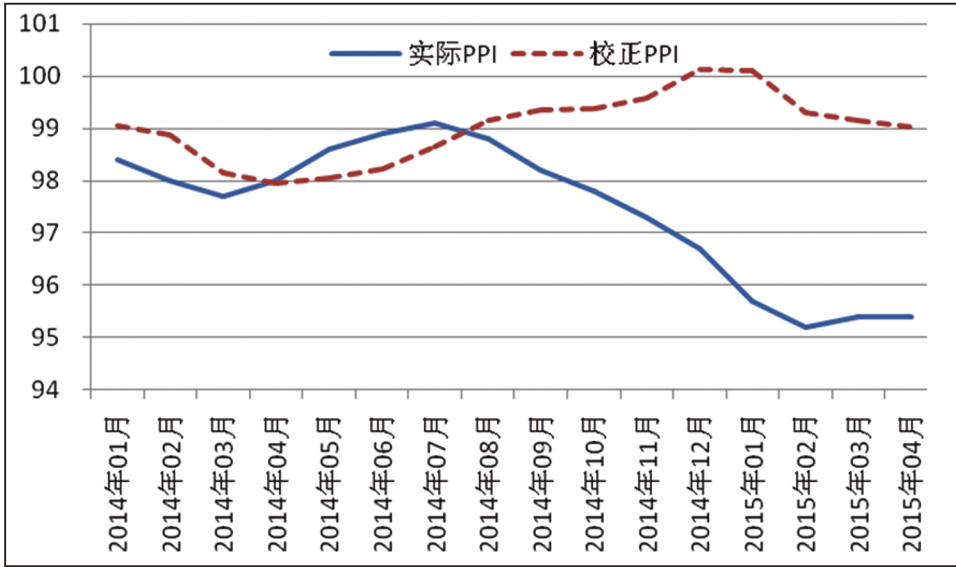


图 2 实际与校正 PPI 变化趋势

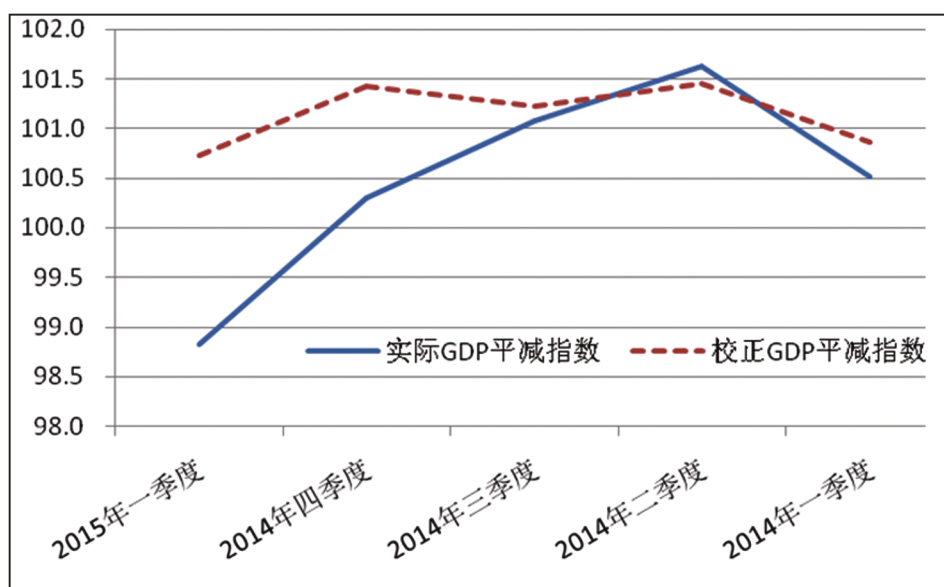


图 3 实际与校正 GDP 平减指数变化趋势

根据上述分析,我们参考 2015 年 5 月份的《能源展望报告 (Short-term Energy Outlook)》^①,选取其 2015 年 12 月国际油价 95%置信区间估计(WTI 油价在 41.04 美元/桶至 96.95 美元/桶之间)及布伦特对 WTI 溢价 6 美元/桶估计,本报告设定高、中、低三种油价情景对今年 6 月份至 12 月份油价波动对我国通货膨胀压力影响进行估算。在三种情景下,布伦特原油 12 月现货价格分别为 47.04、74.99 和 102.95 美元/桶,并假设价格将以相同的月度变化率进行变化,而我国成品油价格将内生于模型。表 4 列出了不同情景下油价对物价水平造成的影响。

表 4 三种油价情景下国际油价及其对我国物价水平指数的影响

	低油价情景			中油价情景			高油价情景		
	CPI	PPI	GDP 平减指数	CPI	PPI	GDP 平减指数	CPI	PPI	GDP 平减指数
12 月	-1.00%	-1.00%	-1.15%	0.68%	0.68%	0.79%	2.37%	2.37%	2.72%
11 月	-1.45%	-1.45%	-1.67%	-0.28%	-0.28%	-0.32%	0.83%	0.83%	0.95%
10 月	-1.58%	-1.58%	-1.82%	-0.69%	-0.69%	-0.80%	0.11%	0.11%	0.12%

① 数据来源于 <http://www.eia.gov/forecasts/steo/>

续表

	低油价情景			中油价情景			高油价情景		
	CPI	PPI	GDP 平减指数	CPI	PPI	GDP 平减指数	CPI	PPI	GDP 平减指数
9 月	-1.72%	-1.72%	-1.98%	-1.07%	-1.07%	-1.23%	-0.52%	-0.52%	-0.60%
8 月	-1.71%	-1.71%	-1.97%	-1.24%	-1.24%	-1.43%	-0.87%	-0.87%	-1.00%
7 月	-1.70%	-1.70%	-1.96%	-1.40%	-1.40%	-1.61%	-1.17%	-1.17%	-1.34%
6 月	-1.68%	-1.68%	-1.93%	-1.53%	-1.53%	-1.76%	-1.42%	-1.42%	-1.64%
全年	-1.55%	-2.48%	-1.77%	-1.10%	-2.04%	-1.26%	-0.70%	-1.63%	-0.80%

根据表 4 的情景分析结果,如果实现低油价情景,原油价格在 2015 年全年对我国 CPI、PPI 和 GDP 平减指数的抑制作用使得相应指数分别下降 1.55%、2.48% 和 1.77%。但是,如果国际原油市场实现了高油价情景,则油价对全年三个物价指数的抑制作用会大幅下降到 0.70%、1.63% 和 0.80%。特别地,如果下半年油价持续上扬,在年底甚至可能由于油价高企而造成严重的输入性通货膨胀。

考察不同产品的价格变化可以识别经济结构中各个部门受到原油价格调整影响的大小,图 4 中展示了 2015 年 5 月份 38 个内生部门产品价格与上年同期相比的变化率(其中燃气的生产和供应业(部门 39,价格下降 20.07%)没有包括),总体而言,38 个内生部门的产品价格比上年同期平均下降了 1.31%。根据图中结果,这 38 个部门中受原油价格波动影响最大的部门是交通运输及仓储业(部门 23)和化学工业(部门 10),其产品价格分别降低 3.88% 和 3.52%。

根据厦门大学能源经济与能源政策协同创新中心主任林伯强教授的估计,如果按 2013 年中国原油进口量来计算,油价每下降 1 美元将为我国石油进口节省 21 亿美元。然而,原油价格下降所节省下来的经济成本并不是均匀分摊至每个人的,而油价下降所带来的财富效应以及对宏观经济的刺激作用又很大程度上取决于其经济成本的分摊方式,因此本报告分析了农村居民、城市居民、财政、投资者和出口贸易伙伴的节省成本分摊。以 2015 年 5 月为例,原油价格下降所带来的成本节省在上述五种支出之间的分摊比例列于图 5 中。从表中可见,城镇消费者所节省的支出是农村消费者的 4.5 倍左右,考虑到实际城镇居民消费额度是农村居民消费额度的 3.4 倍左右,本次原油价格调整对我国城乡居民收入分配差距具有拉大作用。而投资品支出方面的成本节约接近 40% 不但说明原油价格的下降对刺激投

资具有很重要的效果,而且很大一部分的成本节约将体现在未来而非当期的生产和生活成本当中。最后,出口品支出方面的成本节约占比超过四分之一说明国际油价下降不但对本国消费和投资带来显著效应,而且还会通过降低出口企业成本的方式刺激我国的出口贸易。

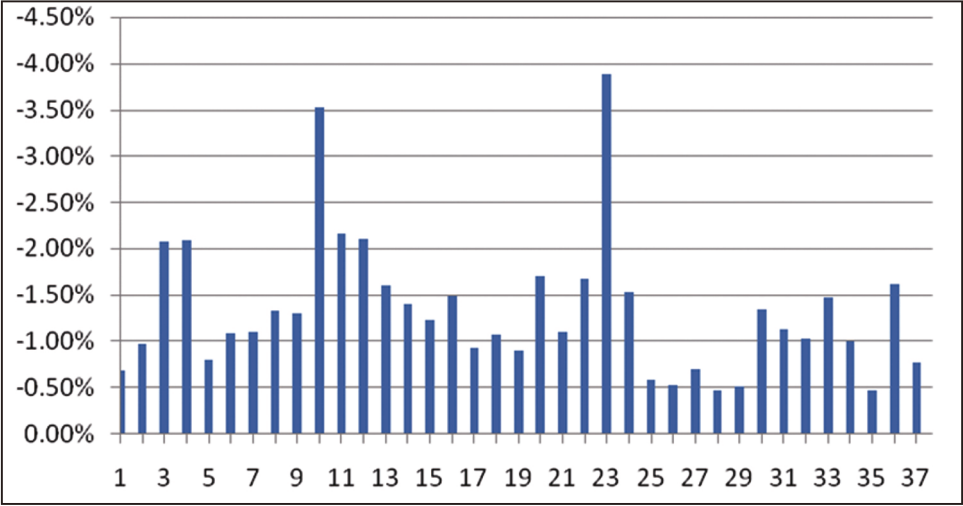


图 4 部分部门产品价格变化(2015 年 5 月相对去年同期))

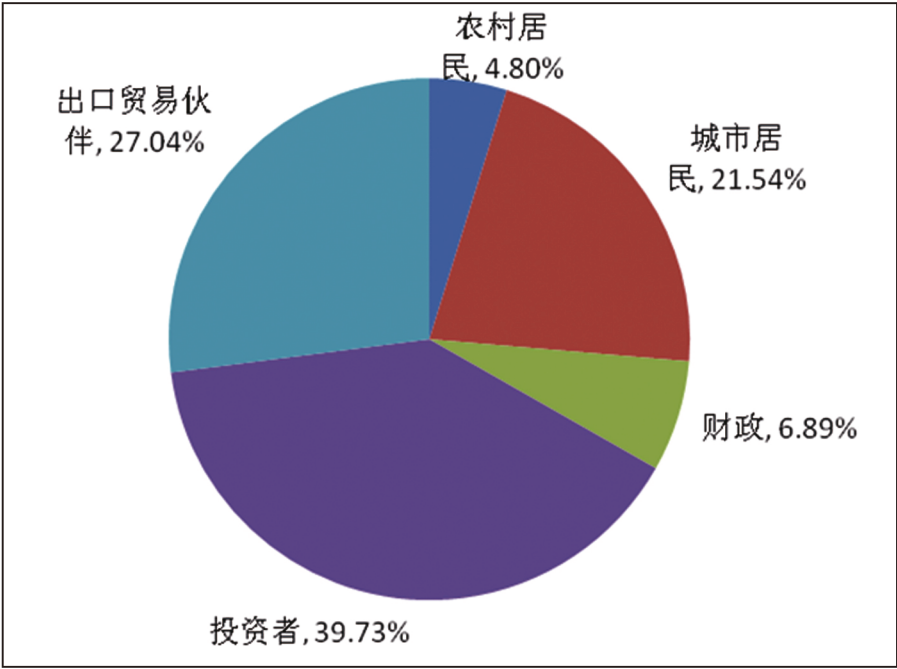


图 5 原油价格下降所节省的经济成本分摊比例(2015 年 5 月)

4. 结论与政策建议

去年以来国际原油价格先急跌后震荡回升的大幅度调整不但对产油大国造成重大的冲击,也给今年4月份刚刚成为世界最大原油进口国的中国带来了明显的影响。本报告采用投入产出模型测算了本轮国际原油价格的调整对我国物价水平造成的影响程度,根据测算结果,油价的下降使我国CPI、PPI和GDP平减指数在过去12个月平均降低了0.90%、2.21%和1.03%,可见当前较低的物价指数很大程度上是因为近期油价与去年同期相比的大幅度下降所带来的,无法很好的反映我国内部经济运行所造成的物价上涨压力。排除油价因素后今年一季度我国CPI、PPI和GDP平减指数约为102.9、99.5和100.8,由非油价因素推动的物价水平变动相对平稳,如果油价在今年下半年保持稳定甚至掉头向上的话,我们会发现下半年的物价水平将因为失去油价下降带来的压力而出现上升,因此在考虑我国下半年的货币政策和财政政策力度时需要特别注意国际油价的变动趋势。

从部门角度看,油价的整体下降使得各个部门的生产成本都在一定程度上下降了,其中除了油气开采和加工部门外,交通运输和仓储业以及化学工业的生产成本下降最明显。此外,原油价格下降所节省的经济成本在农村居民、城市居民、财政、投资者和出口贸易伙伴之间的分摊比例分别为4.80%、21.54%、6.89%、39.73%和27.04%,可见油价的低迷对投资具有明显的支撑作用,而消费者直接从原油降价中获得的福利增进所占比例并不突出,一定程度上说明了当前消费在我国经济结构中占比较低的现状,因此需要通过经济结构的调整来适当扩大消费占比。

与美国类似,中国从低油价中的收益将大大超过损失。根据牛津经济研究院的估算,40美元油价情景下中国2015年GDP将比84美元情景下上升大约0.9%^①。中国从原油价格调整中获益的主要途径在于进口原油价格下降导致的生产原材料成本下降,并带动消费品价格下降,从而增加居民实际收入水平并提振消费,另外整体物价水平的下降还会带动投资和出口的增加,消费、投资和出口的上升会进一步推动收入水平的上升并进一步拉动消费。

当然,油价的下降也会带来一些隐含的不利因素。例如油品价格的下降造成汽柴油消费的增加,从而对我国的节能减排目标的达成造成压力;另一方面,油品价格下降也降低了风能、太阳能等新能源项目的可获利性,因此打压新能源投资的

① 数据来源于 <http://fortune.com/2015/01/07/oil-winners-losers/>

积极性;第三个不利影响体现在对我国石油开采方面,由于我国的油藏开采条件的限制,很难像一些中东国家那样对产能进行暂时性闲置,因此较低的油价使得石油生产企业需要做出是接受亏损进行生产还是永久放弃生产成本较高油井的抉择,而我国石油生产企业的国有性质导致企业管理者对利润的关注低于对完成产油行政任务的关注,因此可以预见我国原油产量并不会因为油价下降而明显降低,从而造成无效率的额外原油开采、企业亏损以及国家补贴资源浪费;对油品提炼企业而言,原油价格的不确定性导致炼厂害怕生产出来的油品价格持续下降,因此尽量减少存货,从而造成开工不足这一生产能力浪费现象。

当然,上述不利因素其实可以通过合理政策手段进行调节。例如,对应汽柴油价格的下降,我国政府已经连续三次提高汽柴油消费税,向市场传递出要稳定终端价格的信号;而对新能源项目,从长远来看政府需要做的是准确核算新能源包含正外部性和传统能源包含负外部性的全社会成本,从而通过理想的矫正政策对项目进行干预,使社会生产具有效率;对于石油开采企业和油品提炼企业,最好的措施应该是让行政和财政干预退出,让市场因素成为企业生产的唯一依据,因此当前的成品油定价机制有比较进一步缩短调价周期甚至完全取消。

除了上述针对性的应对措施外,本轮油价下跌也为我国的能源战略的实施和能源市场的完善提供良好的机遇。首先,低油价使得我国国家石油储备的建立成本降低,因此可以在低油价时期尽可能增加储备。其次我国应该顺势推进能源消费税和能源资源税的改革。本轮汽柴油消费税由国务院相机推出的做法虽然从法理上有据可依,但却造成了人们对推进“税收法定”原则的质疑,因此应该加速相应税种的立法进程。对于我国的石油生产而言,应该利用本次油价低迷时期抓住机遇扩展海外项目并购。应该认识到当前石油市场已经从卖方市场向买方市场转变的特点,调整我国的能源战略思路,在与石油输出国的石油贸易谈判中保障国家利益。另一方面,需要加快建立以中国为中心的区域石油期货期权交易市场,提高我国在国际石油市场价格形成机制中的作用。此外,由于低油价有助于全球经济复苏,这将提升我国的出口,对商贸企业而言,低油价利好明显的欧、美、日、韩市场是近期的最理想出口目的地,而在与石油出口国(特别是俄罗斯、伊朗、委内瑞拉)以及能源相关企业(包括但不限于致密油生产企业)签订合同时则需要关注额外的汇率风险和破产风险。

参考文献

- [1]Berument H, Tasci H. Inflationary effect of crude oil prices in Turkey. *Physica A* 2002;316:568—80.
- [2]Chen, ZM. Inflationary effect of coal price change on Chinese economy. *Applied Energy* 2014;114:301—309..
- [3]Chen ZM, Chen GQ, Chen B. Embodied Carbon Dioxide Emission by the Globalized Economy: A Systems Ecological Input—Output Simulation. *J Environ Inf* 2013;21: 35—44.
- [4]Chen ZM, Chen GQ. An overview of energy consumption of the globalized world economy. *Energy Policy* 2011a;39:5920—8.
- [5]Chen ZM, Chen GQ. Embodied carbon dioxide emission at supra—national scale: A coalition analysis for G7, BRIC, and the rest of the world. *Energy Policy* 2011b;39: 2899—909.
- [6]Davis SJ, Caldeira K. Consumption—based accounting of CO₂ emissions. *Proc Natl Acad Sci U S A* 2010;107:5687—92.
- [7]Fu F, Liu H, Polenske KR, Li Z. Measuring the energy consumption of China's domestic investment from 1992 to 2007. *Appl Energy* 2013;102:1267—74.
- [8]Gay PW, Proops JLR. Carbon—dioxide production by the UK economy: An input—output assessment. *Appl Energy* 1993;44:113—30.
- [9]Guo J, Zou L—L, Wei Y—M. Impact of inter—sectoral trade on national and global CO₂ emissions: an empirical analysis of China and US. *Energy Policy* 2010;38:1389—97.
- [10]Hondo H, Sakai S, Tanno S. Sensitivity analysis of total CO₂ emission intensities estimated using an input—output table. *Appl Energy* 2002;72:689—704.
- [11]Leontief WW. Environmental repercussions and the economic structure: An input—output approach. *Rev Econ Stat* 1970;52:262—71.
- [12] Leontief WW. *Input—output Economics*. New York: Oxford University Press, 1986.
- [13]Leontief WW. Quantitative input and output relations in the economic systems of the United States. *Rev Econ Stat* 1936;18:105—25.
- [14]Liang Q—M, Fan Y, Wei Y—M. Multi—regional input—output model for regional energy requirements and CO₂ emissions in China. *Energy Policy* 2007;35:1685—700.

- [15]Massot P, Chen Z—M. China and the global uranium market: Prospects for peaceful coexistence. *Scientific World Journal* 2013;2013:Article ID 672060.
- [16]Miller RE, Blair PD. *Input - Output Analysis: Foundations and Extensions* (2nd Edition). New York, NY: Cambridge University Press, 2009.
- [17]Su B, Ang BW, Low M. Input—output analysis of CO2 emissions embodied in trade and the driving forces: Processing and normal exports. *Ecological Economics* 2013;88:119—125.
- [18]Su B, Ang BW. Input—output analysis of CO2 emissions embodied in trade: Competitive versus non—competitive imports. *Energy Policy* 2013;56:83—87.
- [19]Su B, Ang BW. Multi—region input—output analysis of CO2 emissions embodied in trade: The feedback effects. *Energy Policy* 2011;71:42—53.

附录

附表 1 本报告采用的投入产出表部门编号与部门名称对应表

部门编号	部门名称	部门编号	部门名称
1	农林牧渔业	22	建筑业
2	煤炭开采和洗选业	23	交通运输及仓储业
3	金属矿采选业	24	邮政业
4	非金属矿及其他矿采选业	25	信息传输、计算机服务和软件业
5	食品制造及烟草加工业	26	批发和零售贸易业
6	纺织业	27	住宿和餐饮业
7	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	28	金融业
8	木材加工及家具制造业	29	房地产业
9	造纸印刷及文教体育用品制造业	30	租赁和商务服务业
10	化学工业	31	研究与实验发展业
11	非金属矿物制品业	32	综合技术服务业
12	金属冶炼及压延加工业	33	水利、环境和公共设施管理业
13	金属制品业	34	居民服务和其他服务业
14	通用、专用设备制造业	35	教育
15	交通运输设备制造业	36	卫生、社会保障和社会福利业
16	电气、机械及器材制造业	37	文化、体育和娱乐业
17	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	38	公共管理和社会组织
18	仪器仪表及文化办公用机械制造业	39	燃气生产和供应业
19	工艺品及其他制造业(含废品废料)	40	石油加工、炼焦及核燃料加工业
20	电力、热力的生产和供应业	41	石油和天然气开采业
21	水的生产和供应业		

中国产业结构转型：需求政策还是供给政策

摘要：改革开放以来，中国经济在运行过程中经历了不同的经济周期。当前加快产业结构转型升级已成为“新常态”环境下中国经济改革的工作重点之一。本文在已有的产业结构转型模型的基础之上考虑周期因素，通过分周期对模型参数进行重新校准和模拟，分别测算了各个经济周期扩张阶段和收缩阶段的收入效应、技术进步效应和资本深化效应在我国产业结构转型中的贡献度。测算结果显示，在经济周期的不同阶段，三种效应在我国产业结构转型中的相对重要性有所差异。该结论表明，产业结构转型政策的制定应考虑周期因素。就当前中国经济面临较大下行压力的现状而言，可以考虑通过提高收入和增加投资来强化收入效应和资本深化效应在我国产业结构转型中的作用，进而促进我国产业结构转型。

一、引言

历史经验表明,周期性波动和产业结构变动是经济发展过程中的两种较为常见的经济现象。就经济周期而言,依据康德拉基耶夫(Nikolai Dimitrievich Kondratiev)的经济长波理论,自 18 世纪 70 年代以来,世界经济在发展过程中呈现出周期性波动。就产业结构变迁而言,一些跨国数据表明,经济增长过程中常常还伴随着经济活动在各个产业部门之间的再分配,这一现象被称作“库兹涅茨事实(Kuznets Facts)”,也即所谓的结构转型。

就中国而言,自 1978 年实施改革开放政策以来,中国经济在运行过程中也同样经历了周期性波动和产业结构变迁。已有的研究表明,1978—2009 年间中国经济在运行过程中大致经历了 4—5 个大小周期(连平,吴金友 2011)。历经 30 多年的改革开放,中国已经从落后的农业国家跨越式发展进入到了现代工业国家的行列,当今中国经济正处在工业化中期的发展阶段。过去几十年的追赶式发展模式使得我国当前产业结构与经济发展阶段之间存在一定的矛盾。诸如,三次产业之间比例不协调、产业内部结构不合理、产业结构效益低、区域之间产业结构趋同现象严重等等。这些问题如果不能及时得以纠正,最终会阻碍中国经济发展。

一些经济波动理论表明,经济周期和产业结构变动之间存在一种有机的联系;与此同时,现有的一些实证研究也表明,经济周期与产业结构变迁之间存在一定的相关性。随着宏观政策的不断调整,中国的经济周期也在发生着一些变化。因此,在当前经济增速放缓,经济发展面临着较大下行压力的背景下,如何更加有效地进行产业结构转型升级,使得我国产业结构与经济发展阶段相适应,从而促进中国经济平稳健康发展,已成为当前中国经济改革的工作重点之一。

要想对我国产业结构做出合理的调整,首先需要弄清楚我国产业结构问题的来源。依据中国人民大学宏观经济分析与预测课题组在其《我国产业结构调整的新取向:市场驱动与激励相容》一文中的报告可知,我国产业结构的问题是在市场内生驱动力、外部环境变迁和政策扭曲多重压力共同作用下形成的。本文从市场内生力量的角度,结合我国经济周期,采用数值模拟的方法,定量分析我国产业结构转型的动因。

首先就理论层面而言,依据前人已有的研究,促使产业结构转型背后的市场力量主要来自供给和需求两个方面。

就需求端而言,Fisher 于 1952 年指出第一产业、第二产业和第三产业需求的收入弹性是依次提高的。为此,收入水平的提高引起人们需求层次的提高,从而引起经济活动依次从第一产业向第二产业,进而向第三产业转移,产业结构也随之发生变动。从另一个角度来讲,收入水平的提高,降低了恩格尔系数,从而提高了人们的消费层次,产业结构也随时发生转移。这种由于收入水平的变动所应起的产业结构转型我们称之为“收入效应”也即“恩格尔效应”。

就供给端而言,由供给端引起产业结构转型的因素主要来自两个方面:一个是不同产业品之间技术进步的差异;另一个是资本深化即资本劳动比的上升,它意味着资本积累速度要快于劳动的增长速度。这两个因素都是通过引起不同产业品之间相对价格的差异进而来推动产业结构转型。由于鲍莫尔(Baumol)最早提供技术进步对结构转型的影响,为此该效应也称作“鲍莫尔”效应。由资本深化所带来的产业结构转型的效应称作“资本深化效应”。

上述三种效应共同构成产业结构变迁的三种动力。从市场驱动力角度分析市场力量对产业结构转型的影响通常就是指分析这三种效应对产业结构转型的影响。

其次,就数值模拟方面,为了具体分析上述三种效应在我国产业结构转型中的作用大小,于泽(2014)等构造了一个包含上述三种需求和供给因素的结构转型模型,并利用 1978—2011 年的数据对模型参数进行校准、模拟和定量分析。其结论表明,收入效应和资本深化效应对我国产业结构转型的贡献度较大,技术进步效应的对我国产业结构转型的贡献度较小。依据这一结论,研究者建议保持一定的投资速度,从而稳定增长,提高居民收入,深化资本劳动比是调整产业结构的重要量;与此同时,为了在未来推动产业结构升级,需进一步提高第一产业和第二产业的技术进步。该定量分析从方法上为后续研究提供了一个良好的思路;从应用的角度来看,其研究结论为我国制定产业结构调整政策提供了有利的依据。

就当前“新常态”环境下中国经济所面临的增速下滑的困境而言,我们认为经济周期环境下的产业结构调整政策,应依据经济周期的不同阶段来制定。因此,为了分析在经济周期的不同阶段,哪种因素更能够促进我国产业结构转型,从而达到依据经济周期来“有的放矢”的调整产业结构的目的,本文在前人基础上将结构转型动力因素的定量分析更进一步细化和完善。概括说来,本文结合经济周期,对 1978 年以来中国经济在各个周期的上升阶段和下降阶段收入效应、技术进步效应和资本深化效应在我国产业结构转型中的贡献度进行了独立测量。其结果显示,

经济周期的不同阶段促使产业结构转型的动力有所差异。由此可知,产业结构转型的政策在制定时应充分考虑周期因素。此外,依据该测算结果,我们就当前如何进行产业结构调整给出了相关的政策建议。

本文其余部分安排如下:第二节就经济周期对我国产业结构转型的影响做了简要描述。第三节给出了本文刻画产业结构转型的理论模型。第四节对模型参数进行了分周期校准和模拟,并对数据进行了详细分析。第五节为本文的政策建议部分。

二、经济周期对中国产业结构转型的影响

下图是以 1978 年为测算起点,测算的是自 1978 年以来,中国三次产业增加值占 GDP 比重和三次产业就业份额占比变化图^①。

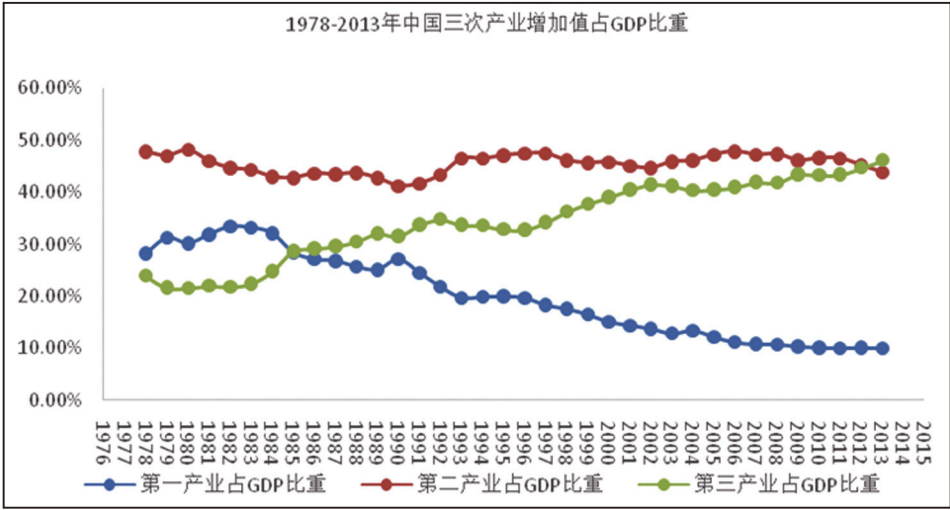


图 1

图 1 和图 2 的变化趋势表明,中国经济发展过程中表现出较为明显的结构转型特征。具体表现为,从三次产业增加值占比数据来看,第一产业增加值占 GDP 比重整体呈现出明显的下降趋势;第二产业增加值占 GDP 比重 1978 年至 1990 年间呈现出下降趋势,1990 至 2013 年期间虽有些波动,但整体呈现出上升趋势;第三产业增加值占 GDP 比重呈现出较为明显的上升趋势,并于 2013 年首次超过第

① 数据来源于国家统计局,中国统计年鉴。

二产业占 GDP 的比重。从三次产业就业份额占比情况来看,第一产业就业份额整体呈现出下降趋势;第二产业和第三产业的就业份额整体呈现出上升趋势,其中第三产业就业份额于 1995 年超过第二产业。

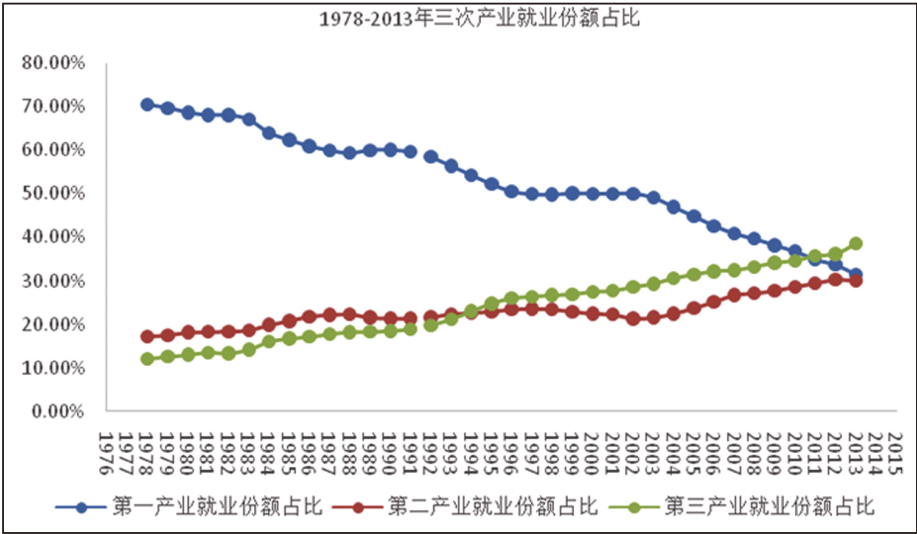


图 2

为了说明我国产业结构转型受到周期因素的影响,我们首先利用 HP 滤波对 1978 年至 2013 年间中国经济周期进行测算,测算结果见下图 3 和表 1。

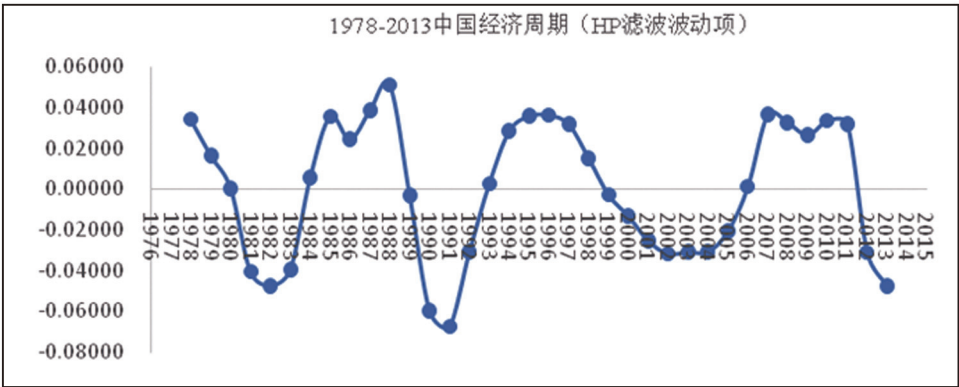


图 3

从测量数据来看,中国自 1978 年至 2013 年间,大致经历了 4 个主要周期(为了后面模型的校准,小的周期我们在此不单独划分),各个周期时间有所差异。在这 4 个主要经济周期中,一共经历了 4 次收缩阶段和 3 次扩张阶段。

表 1

1978—2013 年中国经济周期 HP 滤波分解

周期	年份	周期时长	阶段	峰值
1	1978—1982	5	1978—1982 收缩	—
2	1983—1991	9	1983—1988 扩张	1988
			1989—1991 收缩	
3	1992—2002	11	1992—1996 扩张	1996
			1997—2002 收缩	
4	2003—2013	11	2003—2007 扩张	2007
			2008—2013 收缩	

经济周期对中国产业结构转型影响的几种表现：

(1)消费结构的周期性变化

依据已有的统计数据,我国的消费结构受到经济周期的影响,在经济周期的上升和下降阶段呈现出不同的趋势。鉴于数据的可得性,以现有的 1996—2007 年消费数据为例来加以说明^①。

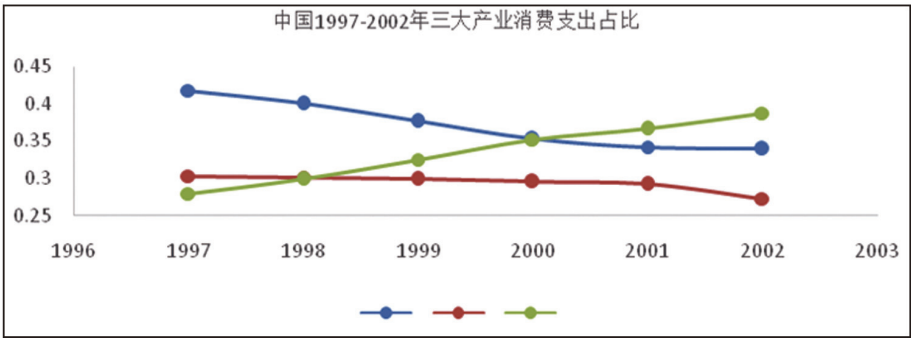


图 4

^① 依据上述 HP 滤波分解结果,1997—2002 为经济周期的收缩阶段,2003—2007 为经济周期的扩张阶段。表 2 和表 3 中的部分数据是根据已有的数据计算得来的。已有的三次产业消费数据来源于曹誉波《我国居民消费与经济增长之间的影响研究—基于三次产业消费支出模型的实证研究》,商业经济[J],2010 (24):135—137.

表 2

1997—2002 年中国三产消费支出数据

年份	第一产业	第二产业	第三产业	总的消费	第一产业 消费比重	第二产业 消费比重	第三产业 消费比重
1997	1700.854	1233.153	1137.97	4071.977	41.77%	30.28%	27.95%
1998	1700.577	1279.209	1267.849	4247.635	40.04%	30.12%	29.85%
1999	1729.636	1371.159	1490.56	4591.355	37.67%	29.86%	32.46%
2000	1745.829	1461.865	1743.08	4950.774	35.26%	29.53%	35.21%
2001	1783.168	1525.361	1914.205	5222.734	34.14%	29.21%	36.65%
2002	2027.676	1631.928	2320.32	5979.924	33.91%	27.29%	38.80%

备注：数据为人均消费，单位（元）

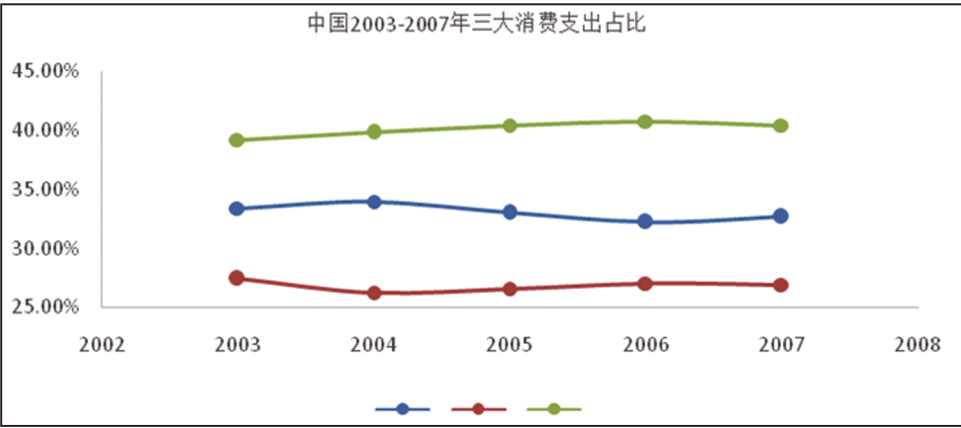


图 5

表 3

2003—2007 年中国三产消费支出数据

年份	第一产业	第二产业	第三产业	总的消费	第一产业 消费比重	第二产业 消费比重	第三产业 消费比重
2003	2131.595	1748.763	2500.007	6380.365	33.41%	27.41%	39.18%
2004	2300.069	1777.902	2696.019	6773.99	33.95%	26.25%	39.80%
2005	2430.187	1954.609	2974.333	7359.129	33.02%	26.56%	40.42%
2006	2556.333	2144.787	3236.559	7937.679	32.21%	27.02%	40.77%
2007	2843.843	2344.752	3518.683	8707.278	32.66%	26.93%	40.41%

备注：数据为人均消费，单位（元）

从上述数据可知,经济周期的收缩期(1997—2002),第一产业和第二产业每年平均消费占比分别为 37.13%和 29.38%;经济周期的扩张期(2003—2007),第一产业和第二产业每年平均消费占比分别为 33.05%和 26.83%。该数据表明,该收缩期(1997—2002)第一产业和第二产业的年均消费占比要高于扩张期(2003—2007)第一产业和第二产业的年均消费占比。就第三产业而言,收缩期(1997—2002)和扩张期(2003—2007)的年均消费占比分别为 33.49%和 40.12%。从而可知,对于第三产业,扩张期(2003—2007)的年均消费占比高于收缩期(1997—2002)的年均消费占比。由此可知,经济周期中的消费结构在不同阶段存在差异性。

(2)三次产业投资增长率的周期性变化^①。

表 4 2003—2007 年三次产业固定资产投资数据

年份	第一产业固定资产投资	第一产业投资增长率	第二产业固定资产投资	第二产业投资增长率	第三产业固定资产投资	第三产业投资增长率
2003	1607.077		20767.12		31669.12	
2004	1741.431	8.36%	26471.42	27.47%	36698.61	15.88%
2005	2106.506	20.96%	35207.29	33.00%	43163.4	17.62%
2006	2456.107	16.60%	43299.05	22.98%	52489.53	21.61%
2007	2925.73	19.12%	52569.24	21.41%	62551.96	19.17%

备注:固定资产投资单位(亿元),上述数据按照 2000 年固定资产价格指数折算;2003—2007 为经济周期的扩张阶段。

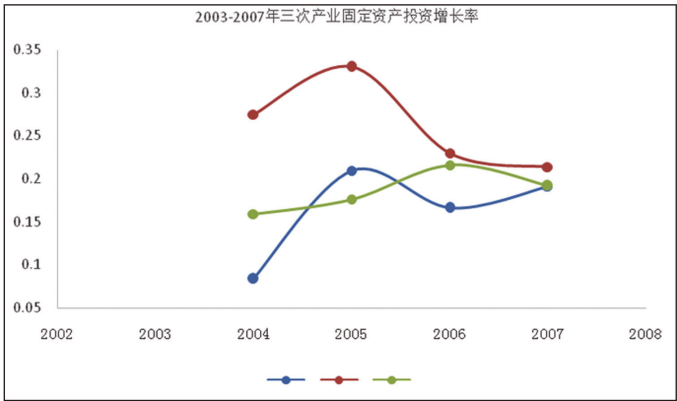


图 6

^① 鉴于数据的可得性,我们对 2003—2013 三次产业投资数据进行分析;2003—2013 年三大产业的投资数据依据中国统计年鉴(2014)分行业投资数据计算得到。

表 5

2008—2013 年三大产业固定资产投资

年份	第一产业固定资产投资	第一产业投资增长率	第二产业固定资产投资	第二产业投资增长率	第三产业固定资产投资	第三产业投资增长率
2008	3997.725		60750.93		71676.67	
2009	5576.429	39.49%	77845.75	28.14%	98228.76	37.04%
2010	6185.369	10.92%	92199.52	18.44%	118738.3	20.88%
2011	6413.717	3.69%	97018.23	5.23%	124681.6	5.01%
2012	7965.531	24.20%	114641.2	18.16%	148812.3	19.35%
2013	9734.498	22.21%	134085.1	16.96%	178497.1	19.95%

备注：固定资产投资单位(亿元)上述数据按照 2000 年固定资产价格指数折算；2008—2013 为经济周期的收缩阶段。

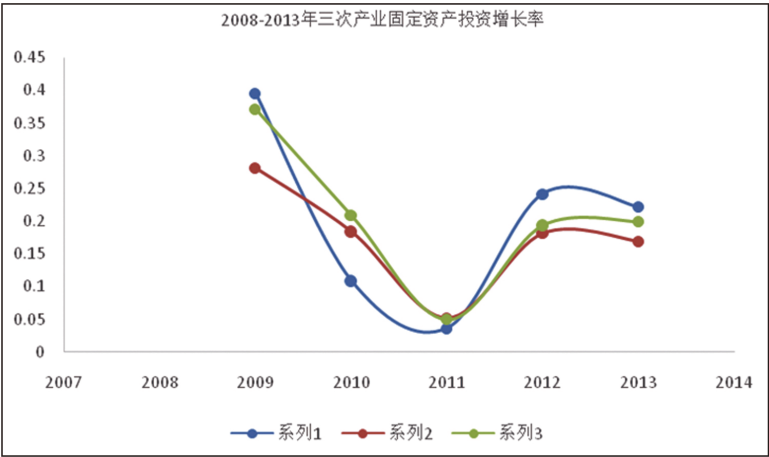


图 7

从图 6 和图 7 可以看出,经济周期的扩张阶段和收缩阶段,投资增长率的变化趋势具有明显的差异性。扩张期第一产业、第二产业、第三产业投资平均增长率分别为 16.26%,26.22%,15.57%;收缩期第一产业、第二产业、第三产业投资平均增长率分别为 20.10%,17.39%,20.45%。数据显示,扩张期第一产业和第三产业投资的平均增长率要比收缩期慢,扩张期第二产业投资平均增长率要比收缩期快。

(3)三次产业劳动增长率的周期性变化^①

^① 劳动就业份额数据依据国家统计局《中国统计年鉴》计算得来。

表 6 收缩期三次产业劳动增长率变动数据

	1978—1982	1989—1991	1997—2002	2008—2013	平均增长率
第一产业 劳动增长率	-0.86%	-0.29%	0.04%	-4.53%	-1.41%
第二产业 劳动增长率	1.60%	-0.57%	-2.01%	2.06%	0.27%
第三产业 劳动增长率	2.53%	1.61%	1.62%	3.02%	2.20%

表 7 扩张期三次产业劳动增长率变动数据

	1983—1988	1992—1996	2003—2007	平均增长率	
第一产业 劳动增长率	-2.41%	-3.61%	-4.52%	-3.51%	
第二产业 劳动增长率	3.68%	2.01%	5.54%	3.75%	
第三产业 劳动增长率	5.21%	7.06%	2.55%	4.94%	

依据上述表 6 和表 7 的数据可以,中国经济在产业结构转型过程中,扩张期的转型速度要快于收缩期,产业结构转型与周期因素之间有一定的联系。想要具体分析经济周期的不同阶段,哪些因素是促进结构转型的主要因素,则需要借助于模型和数值模拟进行定量分析。

三、理论模型

(一)

产业结构转型的分析框架需假设经济体中存在不同的产业部门。通常人们会按照三次产业将经济划分为第一产业(农业)、第二产业(制造业和建筑业)和第三产业(服务业)三大部门。

本文在对三大效应(收入效应、技术进步效应和资本深化效应)在经济周期的不同阶段对产业结构转型贡献度进行定量分析的过程中,沿用了已有的三部门产

业结构转型模型。和已有的理论模型相比,不同之处在于我们在本文中将净出口看作是对第二产业部门的一个随机冲击加入模型部分的均衡条件中去,从而使得模型中存在一个干扰因素。该模型具体描述如下:

三个部门的生产函数为:

$$Y_{it} = A_{it} K_{it}^{\alpha_i} L_{it}^{1-\alpha_i} (i \in \{a, m, s\}, 0 < \alpha_i < 1)$$

上述式子中 $\{a, m, s\}$ 分别代表农业部门、制造部门和服务业部门。 $K_{it}, L_{it}, A_{it} > 0$ 分别表示部门 i 在 t 时期的资本、劳动和技术水平。模型中假设技术水平是外生的,并假设三部门的技术进步率为常数且互不相同:

$$\frac{A_{it+1}}{A_{it}} = 1 + \gamma_i \quad (i \in \{a, m, s\})$$

按照通常的做法,假设家庭拥有资本,厂商租用资本,从而厂商不存在资本积累。对于部门 $i \in \{a, m, s\}$ 而言,作为生产方其追求的是利润最大化,该问题可以表述成如下形式:

$$\max_{K_{it}, L_{it}} P_{it} A_{it} K_{it}^{\alpha_i} L_{it}^{1-\alpha_i} - R_t K_{it} - w_t L_{it}$$

其中, P_{it}, R_t 和 w_t 分别表示产品的价格、资本的租金率以及劳动的工资。模型假设要素市场是完全竞争市场,从而各个部门所支付的劳动和资本的要素价格是相同。

上述最优化问题的一阶条件为:

$$R_t = \alpha_i P_{it} A_{it} \left(\frac{K_{it}}{L_{it}} \right)^{\alpha_i - 1}$$

$$w_t = (1 - \alpha_i) P_{it} A_{it} \left(\frac{K_{it}}{L_{it}} \right)^{\alpha_i}$$

由上述一阶条件,我们可以得到部门产品之间的价格之比:

$$\frac{P_{at}}{P_{mt}} = \left(\frac{A_{mt}}{A_{at}} \right) \left(\frac{1 - \alpha_m}{1 - \alpha_a} \right) \left(\frac{K_{at}}{L_{at}} \right)^{-\alpha_a} \left(\frac{K_{mt}}{L_{mt}} \right)^{\alpha_m} \quad (1)$$

$$\frac{P_{st}}{P_{mt}} = \left(\frac{A_{st}}{A_{mt}} \right) \left(\frac{1 - \alpha_s}{1 - \alpha_m} \right) \left(\frac{K_{st}}{L_{st}} \right)^{-\alpha_s} \left(\frac{K_{mt}}{L_{mt}} \right)^{\alpha_m} \quad (2)$$

(二) 消费

假设消费者是无限期生存的,代表性家庭的效用函数表示成如下形式:

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \log(C_t) = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \log(\eta_a^{\frac{1}{\epsilon}} (C_{at} - \bar{C}_a)^{\frac{\epsilon-1}{\epsilon}} + \eta_m^{\frac{1}{\epsilon}} (C_{mt})^{\frac{\epsilon-1}{\epsilon}} + \eta_s^{\frac{1}{\epsilon}} (C_{st} + \bar{C}_s)^{\frac{\epsilon-1}{\epsilon}})^{\frac{\epsilon}{\epsilon-1}}$$

其中, β 表示时间贴现因子, ϵ 表示工业品、农业品和服务业产品之间的替代弹性; $\eta_a, \eta_m, \eta_s > 0$,分别表示农产品、工业品和服务业产品在家庭效用中的权重,其表示各种

产品对家庭的重要性; $\bar{C}_a > 0$ 表示维持基本生存所必须的农产品的最低消费量, $\bar{C}_s > 0$ 表示最低服务业消费量。模型中假设资本归家庭所有,企业向家庭租借资本,因此对于家庭而言,其收入来源有两个劳动收入和资本租金收入。家庭预算约束方程为:

$$P_{at}C_{at} + P_{mt}C_{mt} + P_{st}C_{st} + K_{t+1} - (1 - \delta)K_t = R_t K_t + \omega_t$$

消费者在上述预算约束下,通过选择消费品和投资来实现效用最大化,其最优化行为可以表述成如下形式:

$$\begin{aligned} \max_{\{C_a, C_m, C_s, K_{t+1}\}} \quad & U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \log(C_t) \\ \text{S.T.} \quad & P_{at}C_{at} + P_{mt}C_{mt} + P_{st}C_{st} + K_{t+1} - (1 - \delta)K_t = r_c K_t + \omega_t \end{aligned}$$

其中 δ 为折旧率, R_t 实际利率。上述优化问题可以通过拉格朗日方程求解,可以得到如下式子:

$$\frac{P_{at}}{P_{mt}} = \left(\frac{\eta_a}{\eta_m} \right)^{\frac{1}{\varepsilon}} \left(\frac{C_{mt}}{C_{at} - \bar{C}_a} \right)^{\frac{1}{\varepsilon}} \quad (3)$$

$$\frac{P_{st}}{P_{mt}} = \left(\frac{\eta_s}{\eta_m} \right)^{\frac{1}{\varepsilon}} \left(\frac{C_{mt}}{C_{st} + \bar{C}_s} \right)^{\frac{1}{\varepsilon}} \quad (4)$$

(三) 市场出清

经济体系中的一般均衡需要满足产品市场出清和要素市场同时出清。模型中假设第一产业和第三产业的产品只用做消费,第二产业的产品可用于消费、投资和出口。由此,产品市场出清条件为:

$$Y_{at} = C_{at}$$

$$Y_{st} = C_{st}$$

$$Y_{mt} = C_{mt} + I_{mt} + EX$$

资本市场和要素市场出清条件为:

$$K_{at} + K_{mt} + K_{st} = K_t$$

$$L_{at} + L_{mt} + L_{st} = 1$$

通常,测量产业转型的测量方法有两类:一类是以消费支出占比作为测量指标的消费性测量,另一类是以增加值份额和就业份额作为测量指标的生产性测量。本文以就业份额作为测量指标来衡量产业结构转型。

为此,结合(1)–(4)式和市场出清条件,我们有:

$$L_{at} = L_{mt} \cdot \frac{\eta_a}{\eta_m} z_{at}^{1-\varepsilon} \frac{1-s_{mt}}{1-s_{at}} \left(\frac{1-a_a}{1-a_m} \right)^g \left(\frac{k_{mt}^{am}}{k_{at}^{a_a}} \right)^{1-\varepsilon} \quad (5)$$

$$L_{st} = L_{mt} \cdot \frac{\eta_s}{\eta_m} z_{at}^{1-\epsilon} \frac{1-s_{mt}}{1+s_{st}} \left(\frac{1-a_s}{1-a_m} \right)^g \left(\frac{k_{mt}^{am}}{k_{st}^{as}} \right)^{1-\epsilon} \quad (6)$$

$$\text{其中, } z_{at} = \frac{A_{mt}}{A_{at}}, z_{st} = \frac{A_{mt}}{A_{st}}, k_{at} = \frac{K_{at}}{L_{at}}, k_{st} = \frac{K_{st}}{L_{st}}, s_{ac} = \frac{\bar{c}_a}{c_{at}}, s_{st} = \frac{\bar{c}_s}{c_{st}}, S_{mt} = \frac{I_{mt} + EX}{Y_{mt}}$$

依据 Dennis et al.(2009)的结构转型动力分解方法,可以从上述式子中分解出恩格尔效应、鲍莫尔效应和资本深化效应的表达式。

1. 恩格尔效应:

$$S_{at} = \frac{\bar{C}_a}{C_{at}}$$

$$S_{st} = \frac{\bar{C}_s}{C_{st}}$$

产业结构转型中的“恩格尔效应”的概念是从“恩格尔定律”引申出来的。恩格尔效应反应的是收入水平的提高对人们消费结构的影响,而消费结构的变动又反映了需求层次的变动。这一变动会使得劳动力在各个部门之间发生转移,各个部门就业份额也随之发生变化。

2. 鲍莫尔效应

$$\rho(z_{at}) = \frac{\eta_a}{\eta_m} z_{at}^{1-\epsilon}$$

$$\rho(z_{st}) = \frac{\eta_s}{\eta_m} z_{st}^{1-\epsilon}$$

鲍莫尔效应反应的是不同部门之间技术进步的差异所导致部门之间产品相对价格的差异所引起的三部门劳动占比的变化。

3. 资本深化效应

$$s_{ka} = (k_{at}, k_{mt}) = \left(\frac{1-\alpha_a}{1-\alpha_m} \right)^\epsilon \left(\frac{k_{mt}^{a_m}}{k_{at}^{a_a}} \right)^{1-\epsilon}$$

$$s_{ks} = (k_{st}, k_{mt}) = \left(\frac{1-\alpha_s}{1-\alpha_m} \right)^\epsilon \left(\frac{k_{mt}^{a_m}}{k_{st}^{a_s}} \right)^{1-\epsilon}$$

资本深化效应反应的是各个部门资本劳动比和资本收入份额的差异所导致的部门之间产品相对价格的变化所引起的三部门劳动占比的变化。

依据上述分解式子和劳动力市场出清条件,我们可以将农业部门、制造业部门和服务业部门的劳动占比进一步写成如下形式:

$$L_{mt} = \frac{1}{\rho(z_{at}) \frac{1-s_{mt}}{1-s_{at}} s_{ka} + \rho(z_{st}) \frac{1-s_{at}}{1+s_{st}} s_{ks} + 1}$$

$$L_{at} = \frac{\rho(z_{at}) \frac{1-s_{mt}}{1-s_{at}} s_{ka}}{\rho(z_{at}) \frac{1-s_{mt}}{1-s_{at}} s_{ka} + \rho(z_{st}) \frac{1-s_{at}}{1+s_{st}} s_{ks} + 1}$$

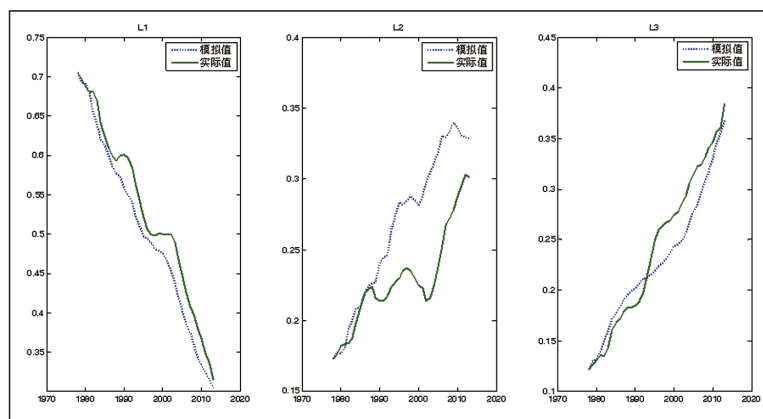
$$L_{st} = \frac{\rho(z_{st}) \frac{1-s_{at}}{1+s_{st}} s_{ks}}{\rho(z_{at}) \frac{1-s_{mt}}{1-s_{at}} s_{ka} + \rho(z_{st}) \frac{1-s_{at}}{1+s_{st}} s_{ks} + 1}$$

四、校准和数值模拟

在这一部分,我们将通过数值模拟定量分析收入水平、技术进步和资本深化各自在 1978 年至 2013 年间不同经济周期的不同阶段对我国产业结构转型的影响。

(二)1978—2013 模型整体校准和模拟

参数类型	1978—2013 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, S_{mt}=0.37488, \eta_l=0.39580, \eta_m=0.25250, \eta_l=0.35170$
技术参数	$a_{st}=0.10580, a_{ns}=0.61090, a_{rt}=0.52310, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



上图为基准模型的模拟结果。在实际中,第一产业劳动力占从 1978 年 70.52% 下降到 2013 年的 31.40%, 下降幅度为 39.12%; 基准模型模拟得到的第一产

业劳动力占比下降幅度为 40.19%，和实际相比，高估了 1.06%。实际中，第二产业劳动力占比从 1978 年的 17.30% 上升到 2013 年的 30.10%，增幅为 12.80%；基准模型模拟得到的第二产业劳动力占比增幅为 15.59%，和实际相比，高估了 2.79%。实际中，第三产业劳动力占比同 1978 年的 12.18% 上升到 2013 年的 38.50%，增幅为 26.32%，基准模型模拟得到的第三产业劳动力占比增幅为 24.60%，和实际相比，高估了 1.72%。整体而言，估计误差在 3% 以下，从而模型能够较好的反应我国产业结构转型过程。

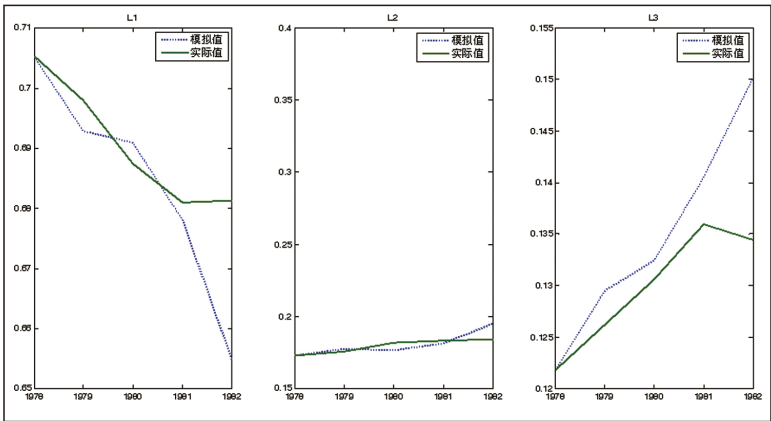
为了分析收入水平、技术进步和资本深化三者各自在经济周期的不同阶段对我国结构转型有何影响，接下来我们在经济周期的不同阶段分别对模型参数进行校准和模拟。在此，我们对校准方法进行简要说明。我们采用完整的基准模型即包含收入效应、资本深化效应和技术进步效应的模型和实验模型即关闭相关效应的模型的方法，来测量被关闭的产业结构转型效应对产业结构转型的贡献度^①。

(三) 不同经济周期下的参数校准与模拟

1. 收缩期参数校准和模拟

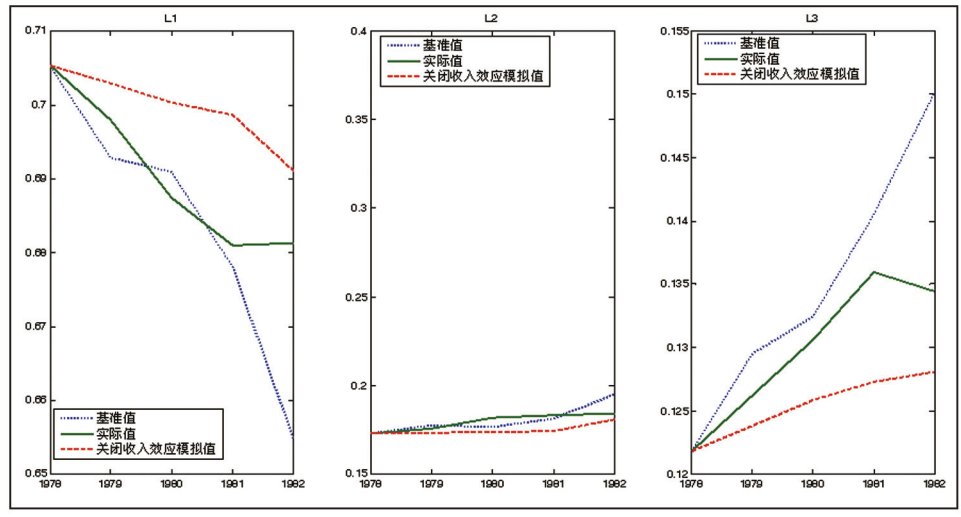
(1) 1978—1982 参数校准和模拟

参数类型	1978—1982 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_2=1487.67608, s_{mt}=0.37488, \eta_t=0.39580, \eta_m=0.25250, \eta_z=0.35170$
技术参数	$a_{st}=0.10580, a_{st}=0.61090, a_{li}=0.52310, Y_z=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$

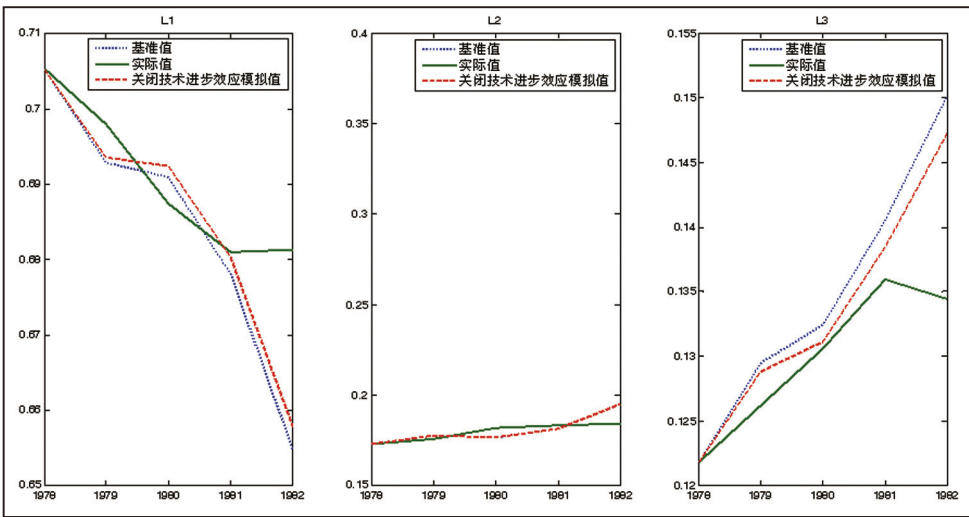


^① 由于分解过程不能够完全剔除交互影响，从而每一个产业的各结构转型动力贡献度的加和不等 于 100%

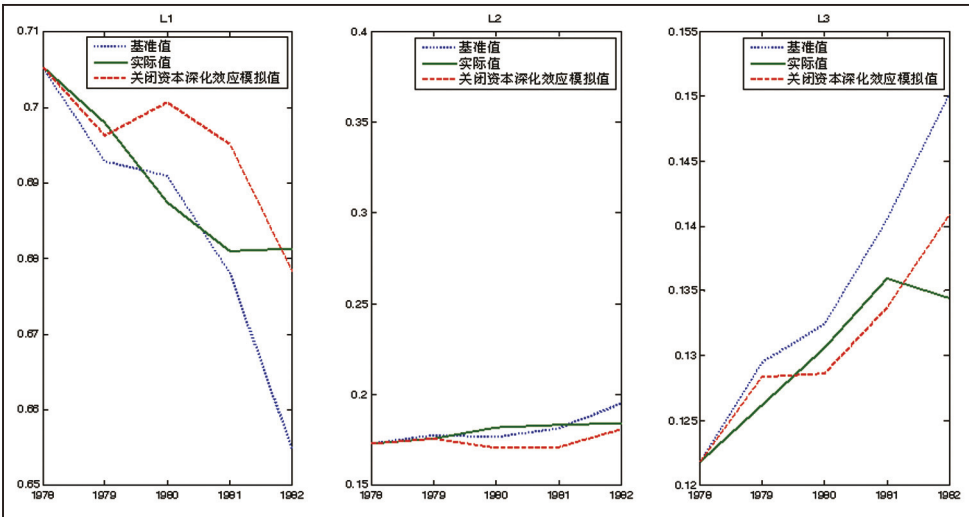
参数类型	1978—1982 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_1=0, S_{mt}=0.37488, \eta_l=0.56847, \eta_m=0.21376, \eta_l=0.21777$
技术参数	$a_{st}=0.10580, a_{mt}=0.61090, a_{rt}=0.52310, Y_z=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	1978—1982 关闭技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, S_{mt}=0.37488, \eta_s=0.39580, \eta_m=0.25250, \eta_s=0.35170$
技术参数	$a_{st}=0.10580, a_{mt}=0.61090, a_{rt}=0.52310, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$

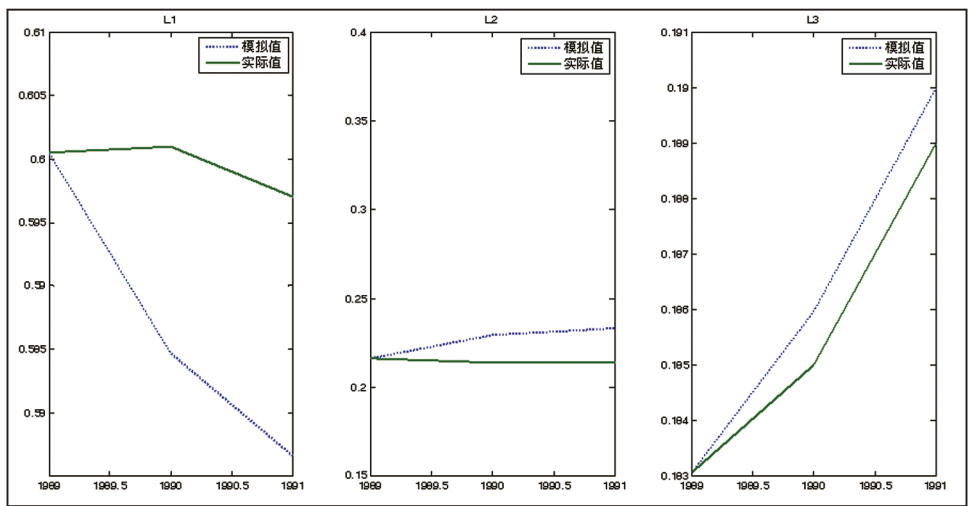


参数类型	1978—1982 关闭资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.37488, \eta_l=0.53617, \eta_m=0.17574, \eta_z=0.28809$
技术参数	$a_{st}=0.40826, a_{nt}=0.40826, a_{rt}=0.40826, Y_z=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$

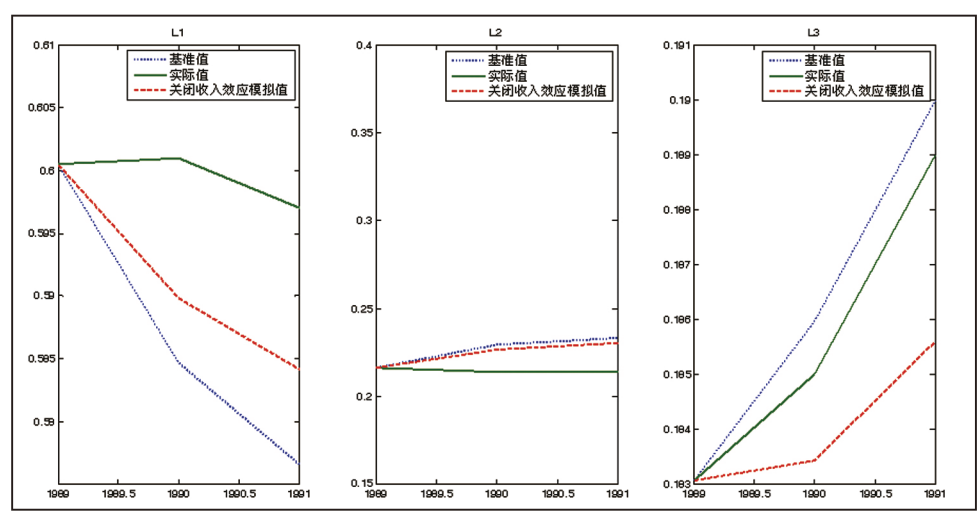


(2) 1989—1991 参数校准和模拟

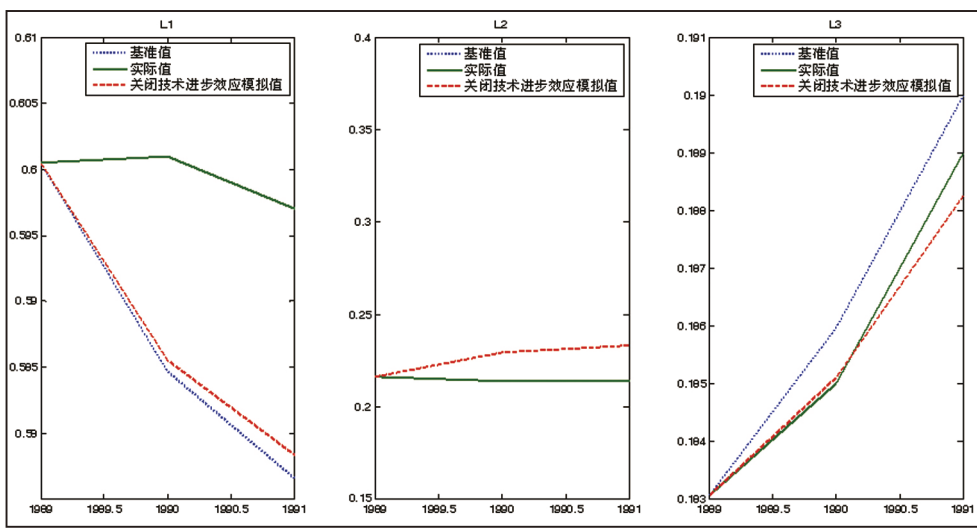
参数类型	1989—1991 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.36157, \eta_l=0.39012, \eta_m=0.25667, \eta_z=0.35321$
技术参数	$a_{st}=0.12830, a_{nt}=0.55168, a_{rt}=0.47722, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



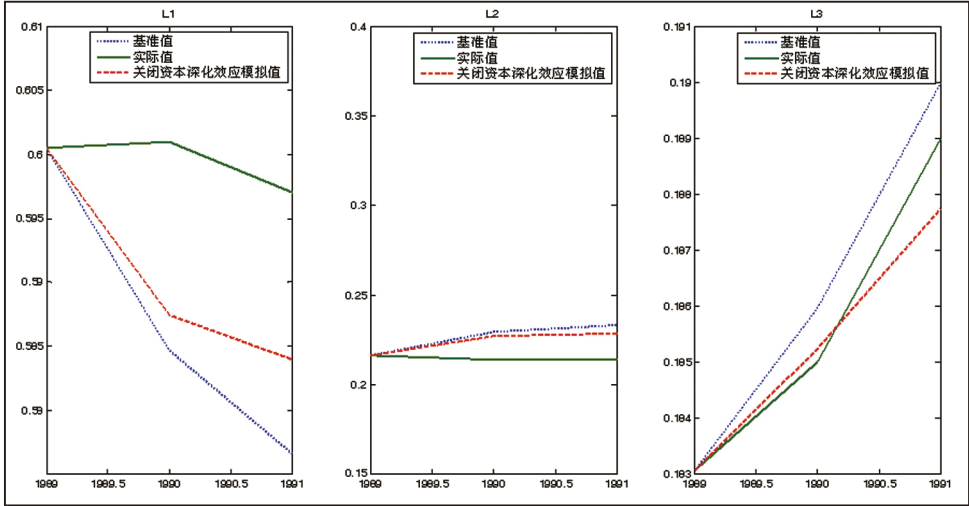
参数类型	1989—1991 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_1=0, s_{mt}=0.36157, \eta_l=0.46800, \eta_m=0.23680, \eta_z=0.29520$
技术参数	$a_{st}=0.12830, a_{nt}=0.55168, a_{rt}=0.47722, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	1989—1991 关闭技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.36157, \eta_l=0.39012, \eta_m=0.25667, \eta_z=0.35321$
技术参数	$a_{st}=0.12830, a_{nt}=0.55168, a_{rt}=0.47722, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$

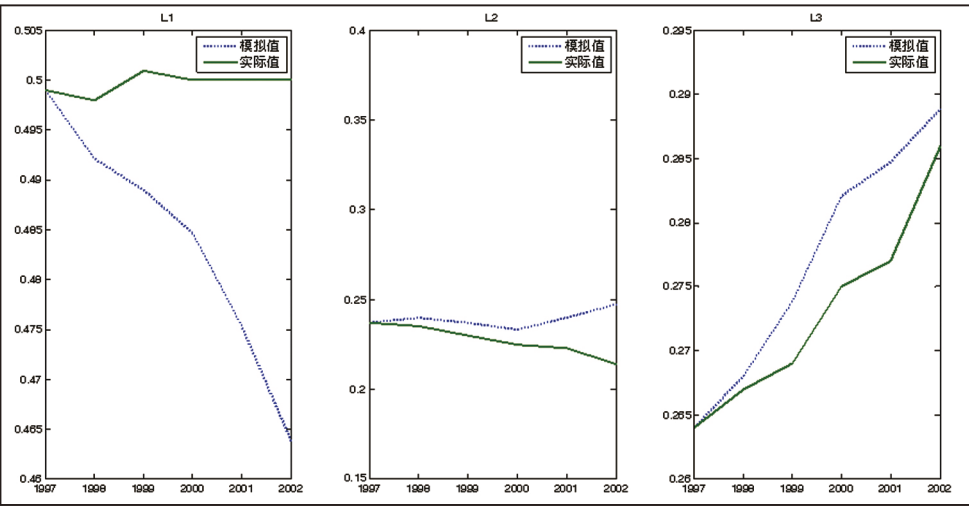


参数类型	1989—1991 关闭资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.36157, \eta_l=0.50303, \eta_m=0.19442, \eta_z=0.30255$
技术参数	$a_{st}=0.38323, a_{rs}=0.38323, a_{rs}=0.38323, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$

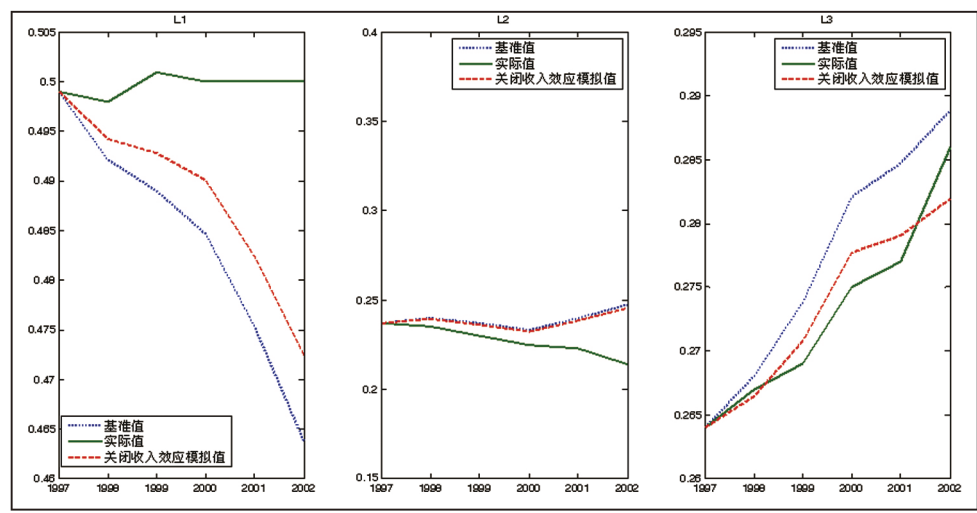


(3) 1997—2002 参数校准和模拟

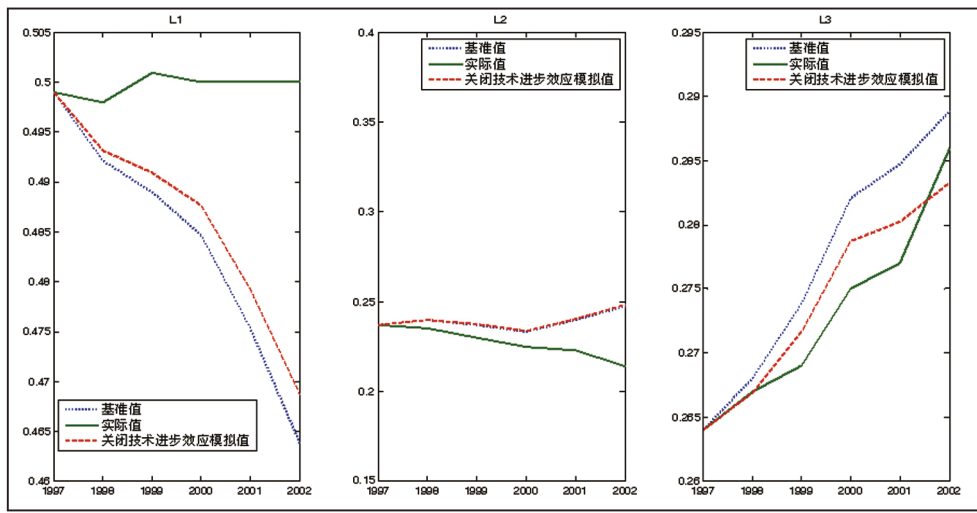
参数类型	1997—2002 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.42938, \eta_l=0.33947, \eta_m=0.23972, \eta_z=0.42081$
技术参数	$a_{st}=0.14467, a_{rt}=0.50862, a_{rt}=0.44385, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



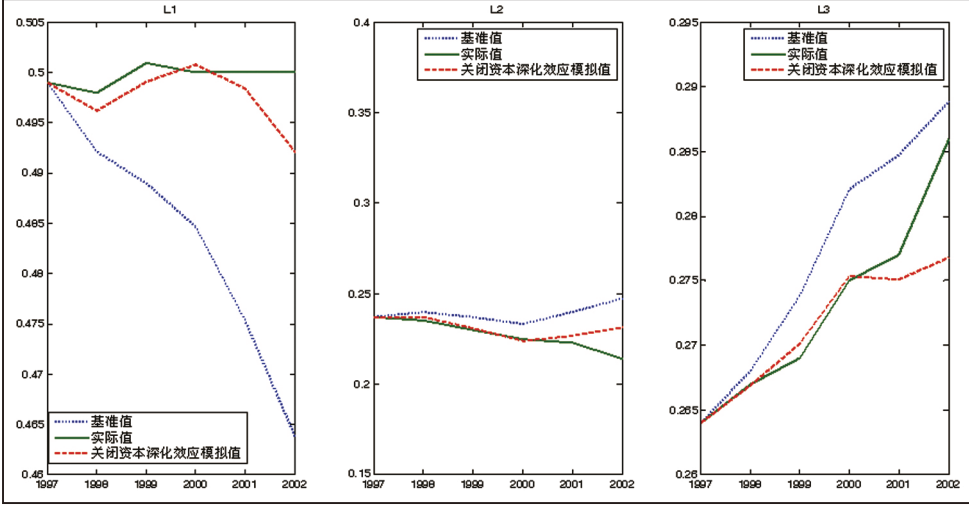
参数类型	1997—2002 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_1=0, s_{mt}=0.42938, \eta_l=0.38726, \eta_m=0.22933, \eta_z=0.38341$
技术参数	$a_{st}=0.14467, a_{mt}=0.50862, a_{rt}=0.44385, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	1997—2002 关闭技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.42938, \eta_l=0.33947, \eta_m=0.23972, \eta_z=0.42081$
技术参数	$a_{st}=0.14467, a_{ns}=0.50862, a_{rt}=0.44385, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$

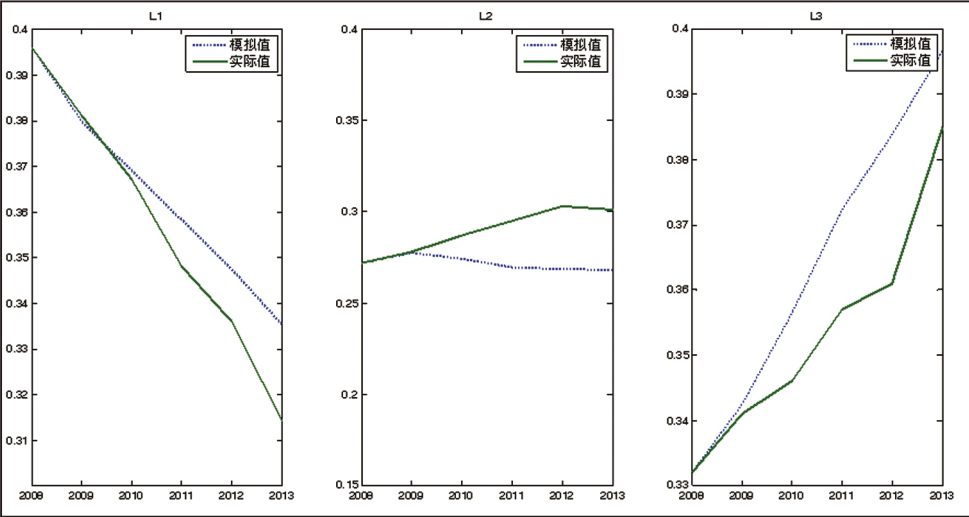


参数类型	1997—2002 关闭资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.42938, \eta_l=0.42886, \eta_m=0.19438, \eta_z=0.37675$
技术参数	$a_{st}=0.35946, a_{nt}=0.35946, a_{rt}=0.35946, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$

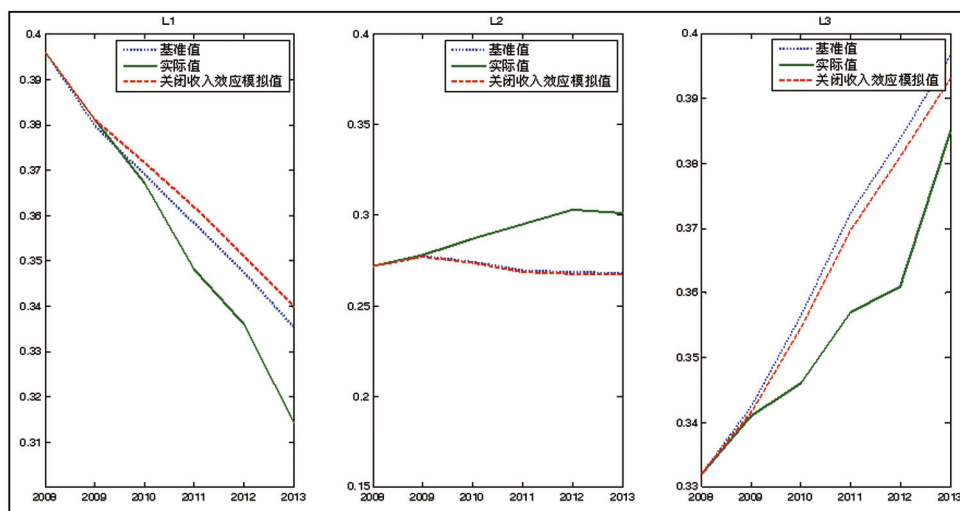


(4)2008—2013 参数校准和模拟

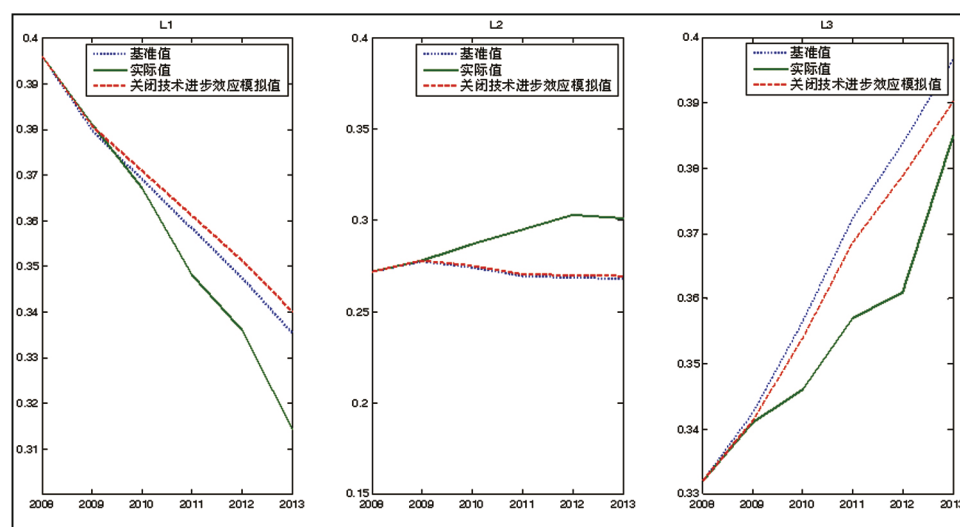
参数类型	2008—2013 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.51436, \eta_l=0.29651, \eta_m=0.23972, \eta_z=0.42081$
技术参数	$a_{st}=0.17998, a_{nt}=0.23133, a_{rt}=0.47216, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



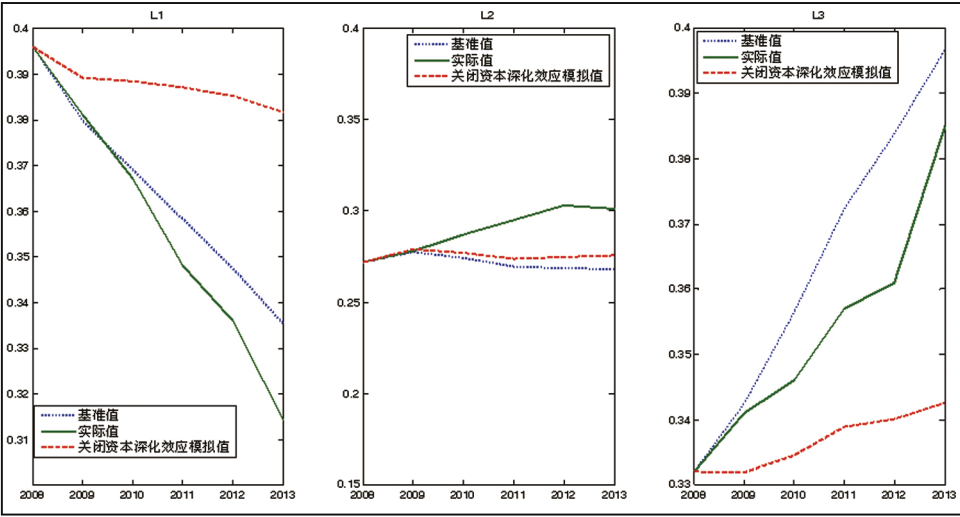
参数类型	2008—2013 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_1=0, s_{mt}=0.51436, \eta_l=0.32053, \eta_m=0.22582, \eta_z=0.45366$
技术参数	$a_{st}=0.17998, a_{nt}=0.23133, a_{rt}=0.47216, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	2008—2013 关技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_1=1487.67608, s_{mt}=0.51436, \eta_l=0.29651, \eta_m=0.23972, \eta_z=0.42081$
技术参数	$a_{st}=0.17998, a_{nt}=0.23133, a_{rt}=0.47216, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$



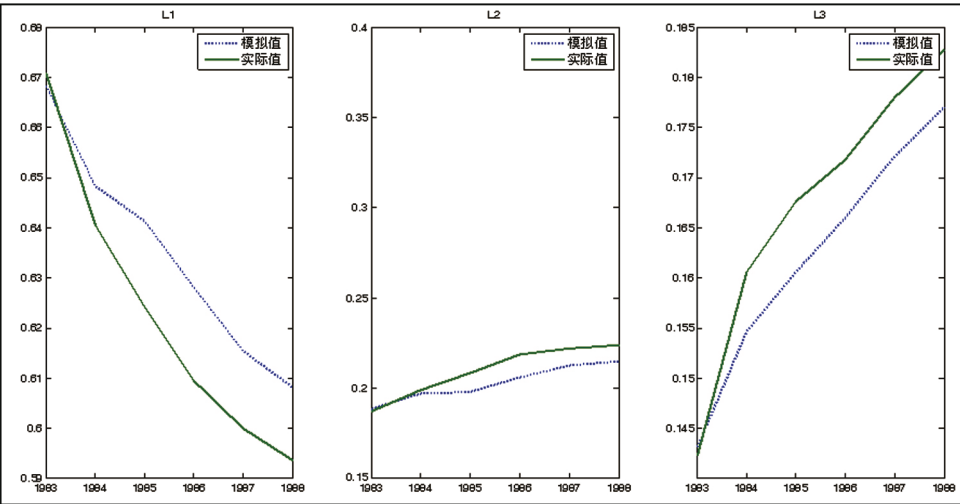
参数类型	2008—2013 资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.51436, \eta_l=0.34563, \eta_m=0.19375, \eta_z=0.46062$
技术参数	$a_{st}=0.32390, a_{nt}=0.32390, a_{rt}=0.32390, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



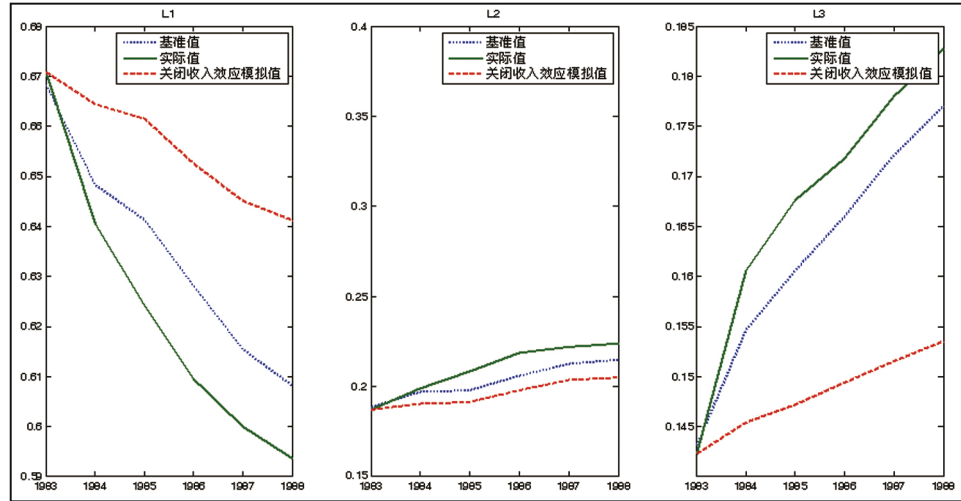
2 扩张期参数校准与模拟

(1) 1983—1988 参数校准和模拟

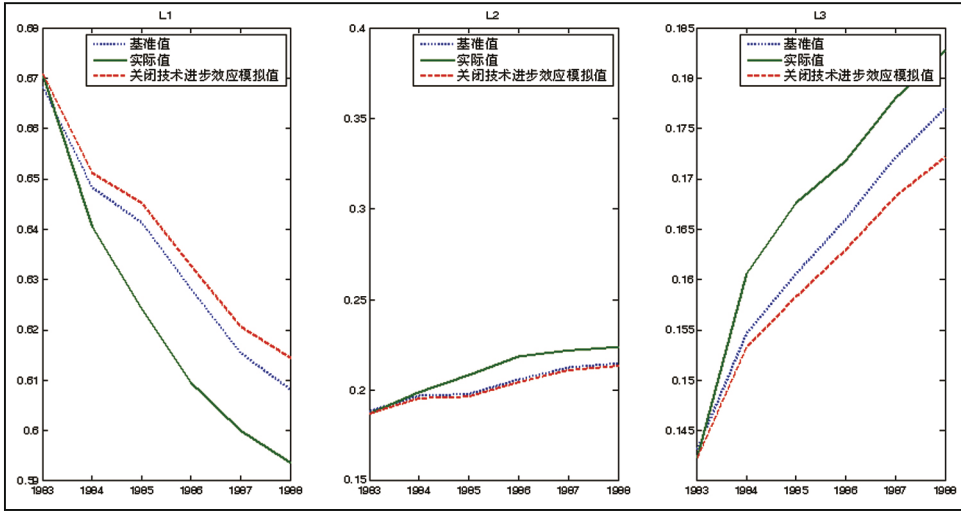
参数类型	1983—1988 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.34914, \eta_l=0.41951, \eta_m=0.24910, \eta_z=0.33139$
技术参数	$a_{st}=0.11603, a_{nt}=0.58398, a_{rt}=0.50225, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



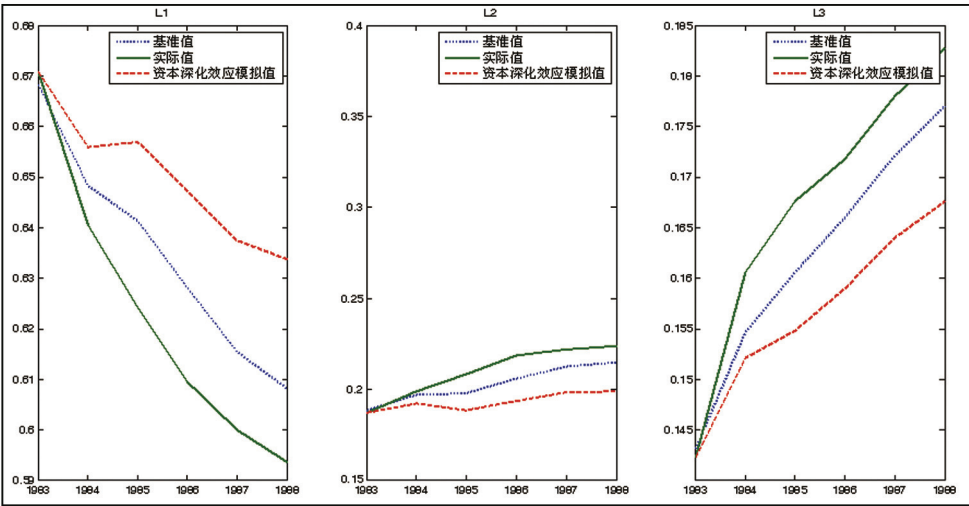
参数类型	1983—1988 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_t=0, s_{mt}=0.34914, \eta_l=0.53677, \eta_m=0.22194, \eta_z=0.24129$
技术参数	$a_{st}=0.11603, a_{nt}=0.58398, a_{rt}=0.50225, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	1983—1988 关闭技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.34914, \eta_l=0.41951, \eta_m=0.24910, \eta_z=0.33139$
技术参数	$a_{st}=0.11603, a_{nt}=0.58398, a_{rt}=0.50225, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$

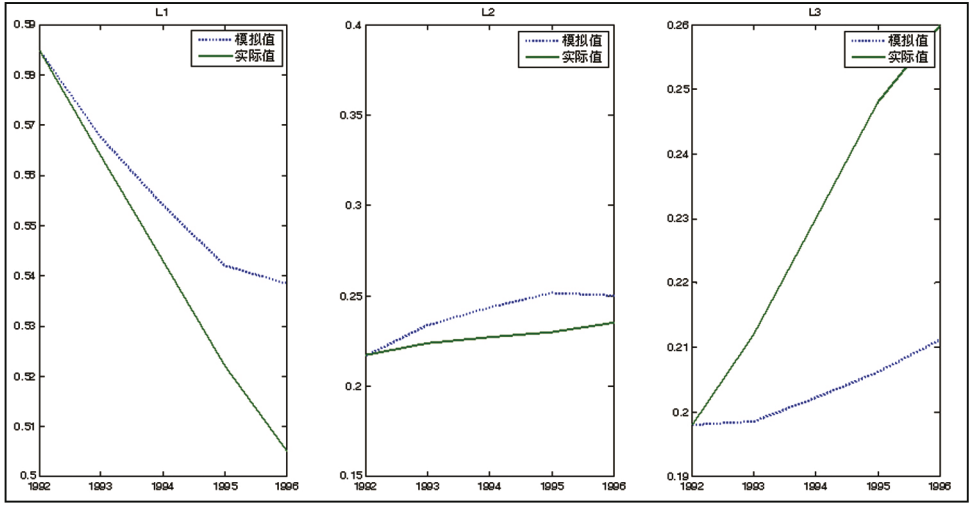


参数类型	1983—1988 关闭资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.34914, \eta_t=0.54829, \eta_m=0.17815, \eta_z=0.27356$
技术参数	$a_{st}=0.39450, a_{nt}=0.39450, a_{rt}=0.39450, Y_1=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$

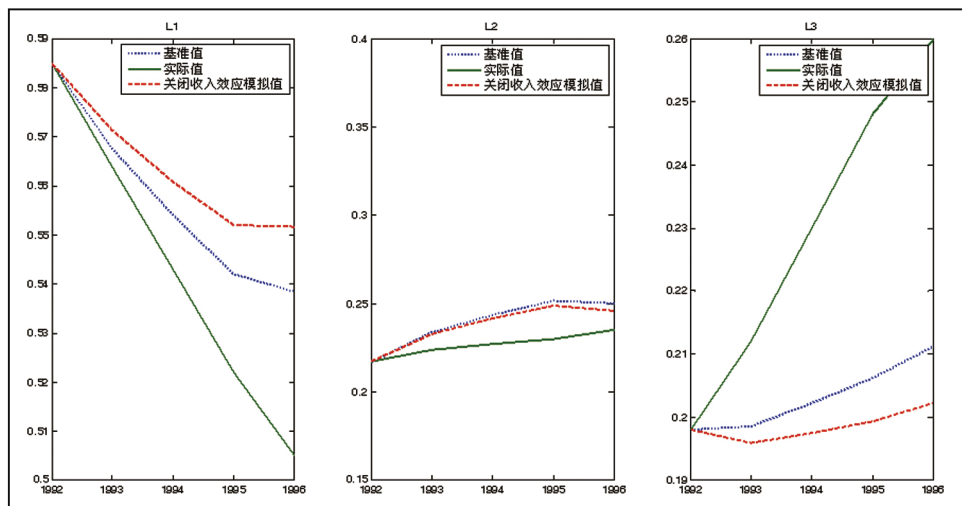


(2) 1992—1996 参数校准和模拟

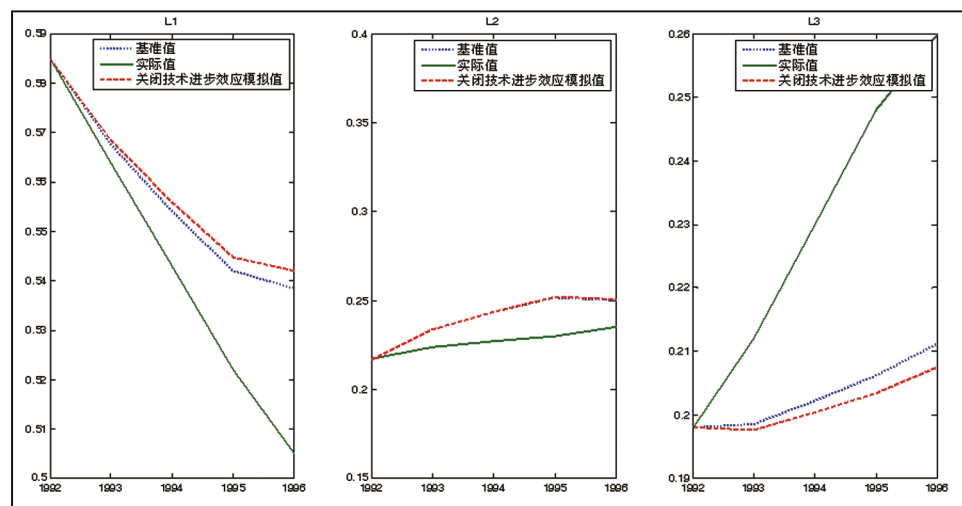
参数类型	1992—1996 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.34914, \eta_t=0.39190, \eta_m=0.24670, \eta_z=0.36140$
技术参数	$a_{st}=0.13444, a_{nt}=0.53553, a_{rt}=0.46471, Y_1=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



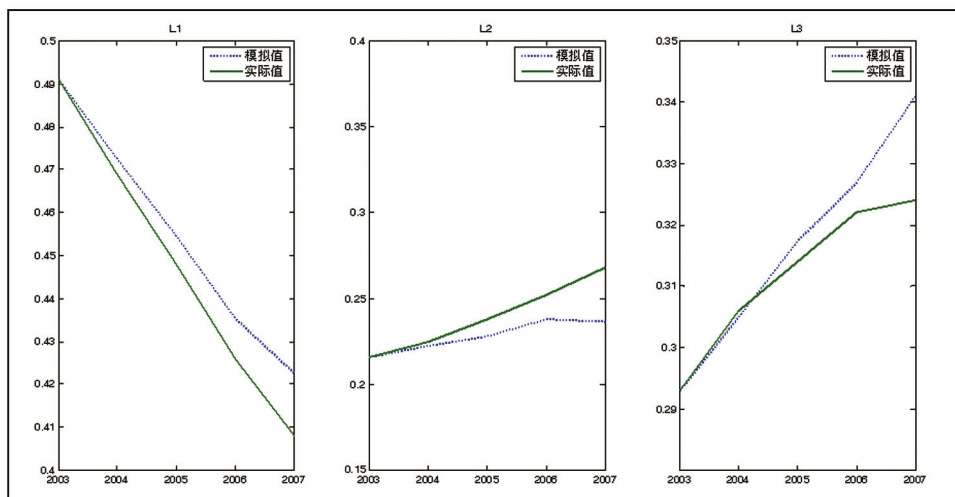
参数类型	1992—1996 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_t=0, s_{mt}=0.34914, \eta_l=0.45792, \eta_m=0.23043, \eta_z=0.31165$
技术参数	$a_{st}=0.13444, a_{nt}=0.53553, a_{rt}=0.46471, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	1992—1996 关闭技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.34914, \eta_l=0.39190, \eta_m=0.24670, \eta_z=0.36140$
技术参数	$a_{st}=0.13444, a_{nt}=0.53553, a_{rt}=0.46471, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$

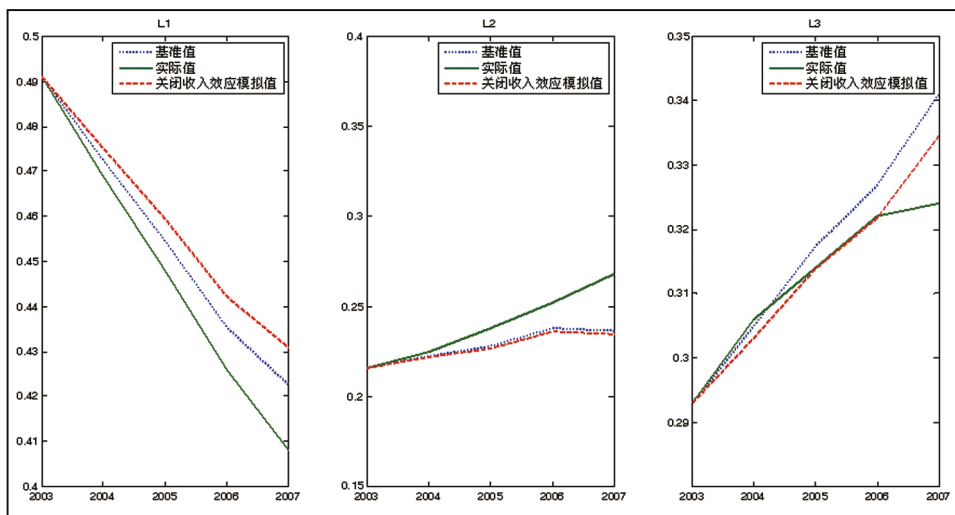


参数类型	1992—1996 关闭资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.34914, \eta_l=0.49740, \eta_m=0.19033, \eta_z=0.31227$
技术参数	$a_{st}=0.37322, a_{nt}=0.37322, a_{rt}=0.37322, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$

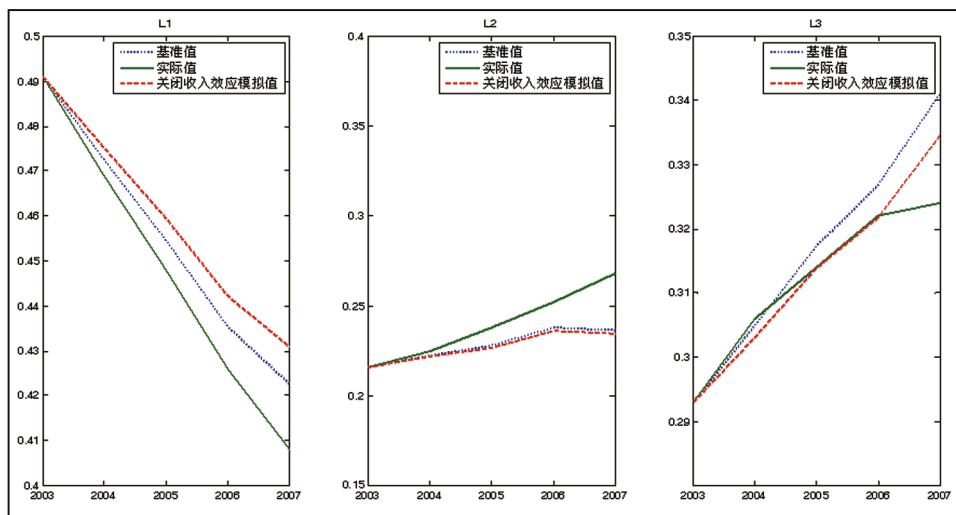


(3) 2003—2007 参数校准和模拟

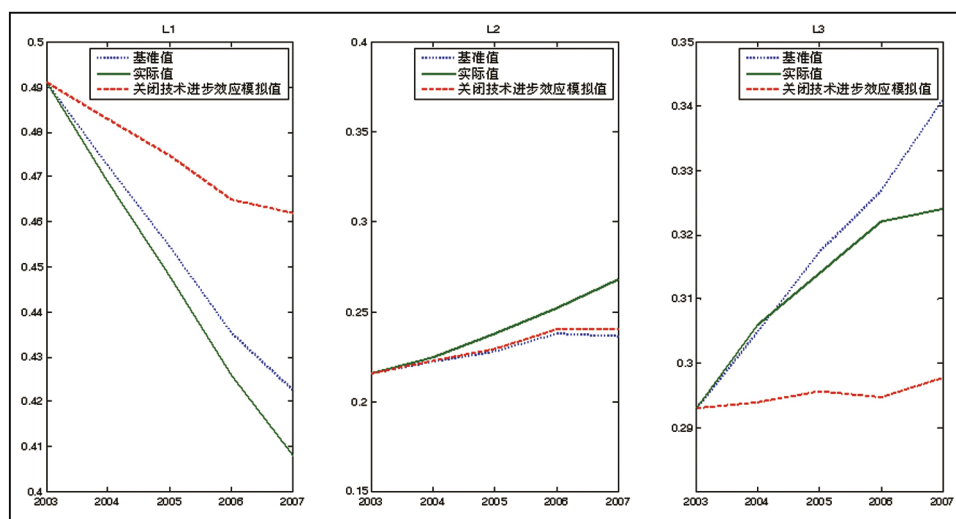
参数类型	2003—2007 基准模型的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.43658, \eta_l=0.33680, \eta_m=0.21792, \eta_z=0.44528$
技术参数	$a_{st}=0.15908, a_{nt}=0.47885, a_{rt}=0.41119, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



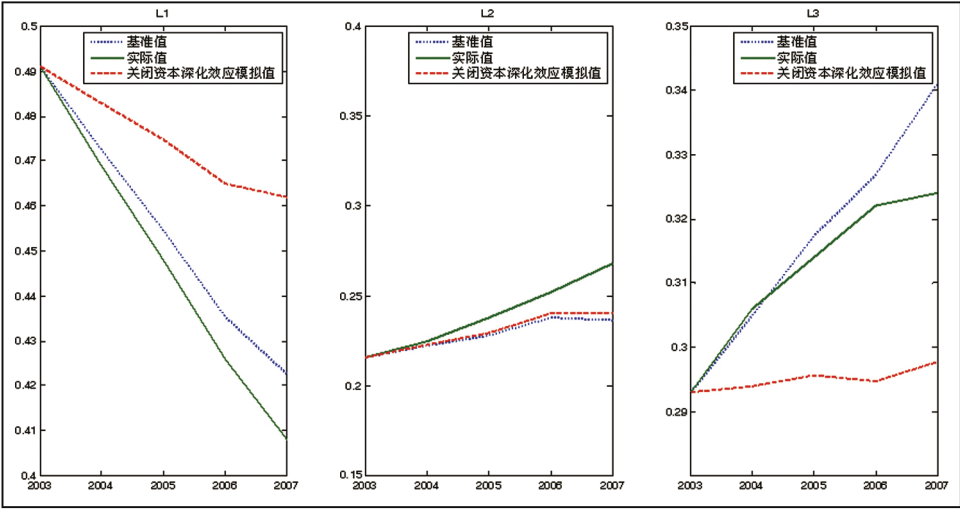
参数类型	2003—2007 关闭收入效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=0, \bar{C}_t=0, s_{mt}=0.43658, \eta_l=0.37481, \eta_m=0.20937, \eta_z=0.41583$
技术参数	$a_{st}=0.15908, a_{nt}=0.47885, a_{rt}=0.41119, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



参数类型	2003—2007 关闭技术进步效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.43658, \eta_l=0.33680, \eta_m=0.21792, \eta_z=0.44528$
技术参数	$a_{st}=0.15908, a_{nt}=0.47885, a_{rt}=0.41119, Y_l=0, Y_m=0, Y_z=0$



参数类型	2003—2007 关闭资本深化效应的参数值
偏好参数	$\bar{C}_1=2214.19008, \bar{C}_t=1487.67608, s_{mt}=0.43658, \eta_l=0.41062, \eta_m=0.18118, \eta_z=0.40820$
技术参数	$a_{st}=0.34272, a_{nt}=0.34272, a_{rt}=0.34272, Y_l=0.05864, Y_m=0.05083, Y_z=0.02711$



(4)经济周期下产业结构转型动力分解数据与相关结论

收缩期结构转型动力分解数据

	1978—1982	1989—1991	1997—2002	2008—2013	
收入效应贡献度					平均贡献度
第一产业收入效应贡献度	71.88%	31.80%	24.36%	7.57%	33.90%
第二产业收入效应贡献度	64.25%	18.82%	16.35%	-25%	18.61%
第三产业收入效应贡献度	77.82%	63.77%	28.11%	5.41%	43.78%
技术进步效应贡献度					平均贡献度
第一产业技术进步效应贡献度	6.14%	7.11%	13.88%	7.73%	8.72%

续表

	1978—1982	1989—1991	1997—2002	2008—2013	
第二产业技术进步 效应贡献度	0.90%	0%	-7.69%	45%	9.55%
第三产业技术进步 效应贡献度	10.21%	24.64%	22.49%	9.89%	16.81%
资本深化效应贡献度					平均贡献度
第一产业资本深化 效应贡献度	40.40%	31.00%	80.17%	76.15%	56.93%
第二产业资本深化 效应贡献度	62.90%	30%	156.73%	197.50%	111.78%
第三产业资本深化 效应贡献度	22.89%	31.88%	48.59%	83.62%	46.75%

扩张期结构转型动力分解数据

	1983—1988	1992—1996	2003—2007		
收入效应贡献度					平均贡献度
第一产业收入 效应贡献度	50.83%	27.96%	12.26%		30.35%
第二产业收入 效应贡献度	30.15%	9.28%	9.31%		16.25%
第三产业收入 效应贡献度	66.76%	75.57%	13.51%		51.95%
技术进步效应贡献度					平均贡献度
第一产业技术进步 效应贡献度	6.98%	7.53%	5.84%		6.78%

续表

	1983—1988	1992—1996	2003—2007		
第二产业技术进步 效应贡献度	4.00%	-0.30%	-0.41%		1.10%
第三产业技术进步 效应贡献度	12.06%	28.24%	10.40%		16.90%
资本深化效应贡献度					平均贡献度
第一产业资本深化 效应贡献度	38.37%	55.05%	57.66%		50.36%
第二产业资本深化 效应贡献度	55.34%	49.40%	-18.62%		28.71%
第三产业资本深化 效应贡献度	25.29%	69.47%	90.02%		61.59%

由上面的动力分解数据我们可以得知：

第一、总体情况。无论是扩张期还是收缩期,收入效应和资本深化效应在我国产业结构转型过程中的作用相对而言要强于技术进步效应的作用。由此可见,促进中国产业结构转型的主要动力是收入效应和资本深化效应。

第二、收入效应。首先,从各收缩期和扩张期动力分解具体数据来看,收入效应对第三产业劳动份额变动的贡献度普遍强于第一和第二产业。其次,对于第一产业和第二产业的劳动就业份额变动而言,收缩期收入效应的平均贡献度分别为33.90%和18.61%,扩张期收入效应的平均贡献度分别为30.35%和16.25%。该数据表明,收缩期收入效应对于第一产业和第二产业的劳动就业份额变动的贡献度要强于扩张期。对于第三产业的劳动就业份额变动而言,收缩期收入效应的平均贡献度为43.78%,扩张期收入效应的贡献度为51.95%。由此可知,扩张期收入效应对第三产业劳动就业份额变动的贡献度要强于收缩期。

第三、资本深化效应。收缩期资本深化效应对第一产业、第二产业和第三产业劳动份额变动的平均贡献度分别为56.93%、111.78%和46.75%;扩张期资本深化效应对第一产业、第二产业和第三产业劳动份额变动的平均贡献度分别为50.36%、28.71%和61.59%。该数据表明,收缩期资本深化效应对第一产业和第二产业的劳动就业份额变动的贡献度要强于第三产业;扩张期资本深化效应对第三产业的劳动就业份额变动的贡献

度要强于第一产业和第二产业。此外,对于第三产业的劳动就业份额变动而言,扩张期资本深化效应对第三产业的劳动就业份额变动的贡献度要强于收缩期。

第四、技术进步效应。从各收缩期和扩张期动力分解具体数据来看,扩张期和收缩期,技术进步效应对第三产业的劳动力份额变动的贡献度普遍强于其对第一产业和第二产业劳动力份额变动的贡献度。

五、政策建议

就当前中国经济增速放缓,经济面临较大下行压力环境下要进一步促进产业结构调整,可以侧重于发挥收入效应和资本深化效应在结构转型中的作用。因此,我国当前阶段的产业结构调整可以重点考虑从提高收入和促进投资两个角度来进行政策引导:

首先,就提高收入方面而言,总得来讲,可以通过建立促进居民收入增长的宏观调控体系以提高收入水平。具体而言,可以从以下几个方面着手:第一、完善工资增长机制,保证工资水平的稳定增长,来提高各阶层劳动者的工资收入水平,尤其农民阶层的工资收入水平。第二、发挥税收调节功能,通过降低中等收入人群和低等收入人群的纳税比例,来提高中、低收入人群的可支配收入水平。第三、进一步扩大社会保障体系的覆盖程度,强化人们对收入稳定性的预期。第四、注重提高最低社会保障水平和社会救济水平,进而提高贫困阶层的收入。

其次,就促进投资方面而言,在当前阶段可以通过降低利率和信贷门槛来提升整体投资水平。此外,可以对第一产业的相关行业投资实施补贴政策和投资优惠政策,例如为了促进农业投资,中央和地方财政部门可以对农业投资实施专项贴息补贴政策;对外商投资农业基础设施开发的企业实行税收优惠政策。对于第二产业,则可以采用加速固定资产折旧政策来促进投资。对于第三产业,则可以采用放松信贷约束、降低信贷成本的方式促进投资。

需要指出的是,虽然技术进步效应在我国产业结构转型中的贡献度较弱,但是技术进步作为促进结构转型的一个因素,其对第三产业的贡献度普遍强于其对第一产业和第二产业。因此,在我国当前结构转型过程中也应当发挥技术进步的功能。为此,政府可以通过设立技术创新基金为相关产业尤其是近年来所出现的新兴产业的技术创新提供资金支持;与此同时,还可以制定相应的激励政策,例如实施技术补贴政策来促进我国第三产业转型升级。

参考文献

- [1]李子成,陈锋,王稳妮.产业结构变动与经济周期波动的关联性分析[J].会计与经济研究,2013(1):91—96.
- [2]李云娥.宏观经济波动与产业结构变动的实证研究[J].山东大学学报,2008(3):120—126.
- [3]陈柏福.经济周期波动与产业结构变动:一个文献综述[J].湖南社会科学,2010(6):109—113.
- [4]宁晓青,陈柏福.中国经济周期波动与产业结构变动关系的实证分析[J].中央财经大学学报,2008(11):61—90.
- [5]连平,吴金友.中国经济周期波动研究(1978—2009年).世界经济研究[J].2011(9):6—9.
- [6]徐敬君,刘恒.中国经济周期波动的产业结构特征.云南民族大学学报(哲学社会科学版)[J].2005,22(3):31—37.
- [7]于泽,章潇萌,刘凤良.中国产业结构升级内生动力:需求还是供给.经济理论与经济管理[J].2014(3):25—35.
- [8]中国人民大学宏观经济分析与预测课题组.我国产业结构调整的新取向:市场驱动与激励相容[J].改革 2013(10).
- [9]卫兴华,侯为民.中国经济增长方式的选择与转换途径.经济研究[J].2007(7),15—22.
- [10]曹誉波.我国居民消费与经济增长之间的影响研究—基于三次产业消费支出模型的实证研究.商业经济[J].2010(24):135—137.
- [11]尹敬东.云南省收入政策调整的效应分析.学术探索[J].2001,2:73—75.
- [12]周燕.我国当前内需不足的原因分析.思想战线[J].2013,39:63—65.
- [13]樊明.内需不足条件下的财政政策货币政策和收入政策.当代经济研究[J]2000,6:36—41.
- [14] Allan G. B. Fisher. A Note on Tertiary Production. The Economic Journal[J].1952, 62(248):820—823.
- [15] W. J. Baumol. Macroeconomics of Unbalanced Growth: The Anatomy of Urban Crisis[J]. American Economic Review, 1967, 57(3).
- [16] D. Acemoglu, V. Guerrieri. Capital Deepening and Non-Balanced Economic Growth [J]. Journal of Political Economy, 2008(116).
- [17] B. N. Dennis, T. B. Iscan. Engel Versus Baumol: Accounting for Structural Change

- Using Two Centuries of U.S. Data[J].Explorations in Economic History,2009(46).
- [18]R.Deke,G.Vandenbroucke. A Quantitative of Analysis of China's Structural Transformation[J].Journal of Economic Dynamics and Control,2012(36).

我国对外贸易的特点及其对国内经济的传导效应

——基于全球生产价值链思维的分析

早在 20 世纪 60 年代,产品内分工就已出现在发达经济体之间,但是这一新的分工形式直到 20 世纪 90 年代中期才普遍出现在发达经济体与发展中经济体之间。^① 随着国际分工的深化和细化,制造业分工调整和产业转移过程深入到产品内部,根据同一产品内部不同生产环节的要素投入要求,把不同生产环节或任务配置到具有不同区位优势的国家或地区。国际分工的基础从一国在最终产品生产上的比较优势演变为一国在特定环节上的比较优势,由此带来“全球制造”和“全球生产价值链”的概念。^②

① 发达经济体与发展中经济体之间的产品内国际分工关系的形成,被很多学者看成是影响整个世界经济的“革命性变化”。学界的一个共识是,这一变化是在 20 世纪 80 年代中期至 90 年代中期之间完成的。参见:R. Baldwin, J. Lopez-Gonzalez. Supply Chain Trade: A Portrait of Global Patterns and Several Testable Hypotheses [EB/OL]. <http://www.nber.org/papers/w18957.pdf>, 2013-12-05.

② 相关分析参见:R. Baldwin, J. Lopez-Gonzalez. Supply Chain Trade: A Portrait of Global Patterns and Several Testable Hypotheses [EB/OL]. <http://www.nber.org/papers/w18957.pdf>, 2013-12-05. WTO. Global Value Chains in a Changing World [R]. Geneva: WTO Publication, 2013. M. Grossman, E. Rossi-Hansberg. Trading Tasks: A Simple Theory of Offshoring [J]. American Economic Review, 2008, 98 (5). IMF. Trade Interconnectedness: the World with Global Value Chains [R]. Washington: International Monetary Fund, 2013. World Economic Forum (WEF), The Shifting Geography of Global Value Chains: Implications for Developing Countries and Trade Policy, 2012; UNCTAD, World Investment Report 2013, United Nations Publication, 2013; UNCTAD, Global Value Chains and Development: Investment and Value Added Trade in the Global Economy, United Nations Publication, 2013.

进入新世纪,以加入 WTO 为契机,我国迅速融入全球生产价值链,并逐步成为其中最重要的加工和组装中心。^① 这为我国推进工业化进程的深入发展带来了难得的机遇,是促成我国经济高速增长的重要力量之一。对全球生产价值链的参与程度和参与方式的变化,改变了我国的对外贸易结构,使得我国与世界不同地区之间的双边贸易关系具有了越来越明显的多边属性。这同时也改变了对外贸易对我国国内经济活动的传导效应。

本文基于全球生产价值链的思维模式,探讨我国对外贸易结构与双边贸易关系的特点,分析我国在全球价值链上的位置变化,厘清出口对我国国内经济活动的直接和间接传导效应,分析制成品出口对我国非制造业行业的拉动效应。

一、我国对外贸易结构与双边贸易关系的新特点

外向型工业化战略是我国过去 20 多年的经济发展战略的核心。在外向型工业化战略之下,贸易结构必须适应工业化进程的基本需求,帮助工业化进程克服在生产投入和市场实现两方面的约束。所以,虽然在一般意义上可以把进口的作用界定为满足国内对中间产品、投资品和消费品的需求,但是我国的进口却主要是为了满足国内的生产投入需求。如图 1 所示,中间产品和投资品进口占我国总进口的比重超过了 90%。与此相对应,进口中间产品和投资品在国内中间产品总投入和投资品总投入中的占比,也远高于进口消费品在国内总消费中的占比。

我国外向型工业化战略所取得的巨大成功,一个很重要的原因是充分利用了产品内国际分工发展的机遇,从最末端的加工和组装环节融入全球生产价值链,推动我国制造业的迅猛发展。这一点在 2000 年以后表现得尤为明显。处于全球生产价值链上的加工和组装环节,必然有大量中间产品从国外进口而来,经过加工和组装后再次流向下一个生产环节或进入最终需求市场。这带动我国中间产品进口的迅速增长,中间产品在总进口中的比重不断上升。如图 2 所示。

^① Los 等人认为,在 2001 年加入 WTO 的带动下,中国迅速融入全球一体化生产网络。参见: B. Los, M. Timmer, G. De Vries. China and the World Economy: A Global Value Chain Perspective on Exports, Incomes and Jobs [EB/OL]. <http://www.ggdc.net/publications/memorandum/gd128.pdf>, 2012-10-02.

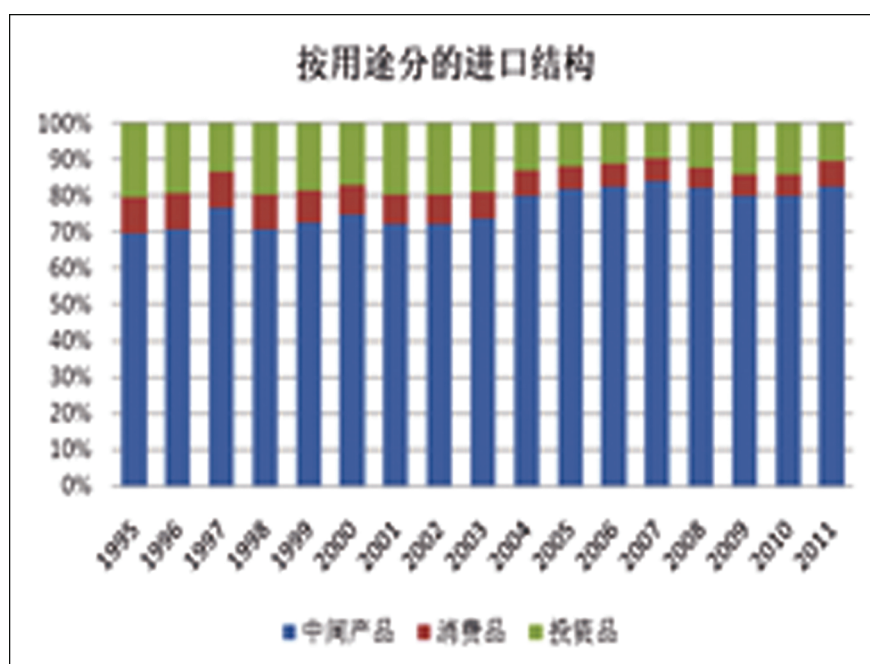


图1 按最终用途区分的进口结构

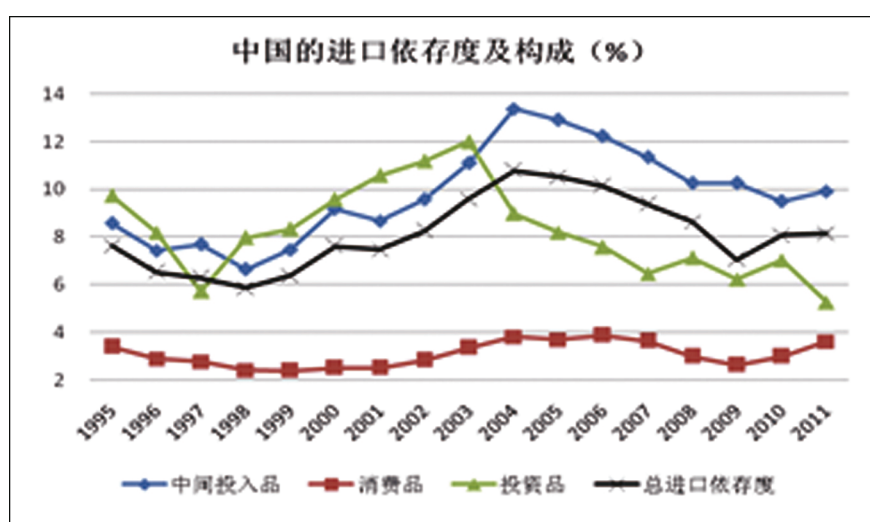


图2 我国生产和生活投入对进口的依赖性^①

随着我国工业化进程向重工业化阶段的发展,对原材料、零部件和资本品的需

^① 分类进口依存度是指中间产品进口、投资品进口和消费品进口占我国总中间产品投入、总投资和总消费的百分比,总进口依存度总进口占国内生产和消费总投入的百分比。根据 WIOD 的投入产出数据计算而来。

求超出了国内禀赋条件和供给能力,国内生产过程所需要的中间产品和投资品对进口的依赖性越来越高,这导致中间产品投入的进口占比和投资品投入的进口占比迅速上升。如图 3 所示,在 1990 年代末期到 2005 年左右,我国国内中间投入品和投资品对进口的依赖性迅速提高。

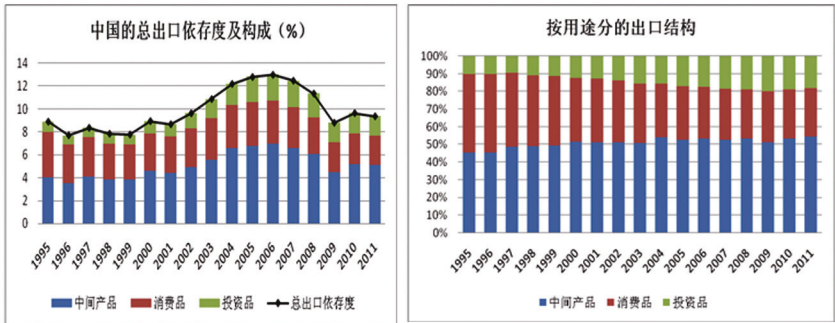


图 3 我国出口占比与出口结构^①

我国总供给能力在工业化进程的推动下迅速扩张,并超过了国内市场的吸收能力,总产出的市场实现过程越来越依赖于国外市场,这推动我国出口占总产出的比重不断提高。如图 3 所示,我国出口占总产出的比重从 1990 年代末期的 8% 左右上升至 2006 年的 13% 左右。伴随工业化进程的发展,不仅我国的总供给能力显著扩张,我国的总供给结构也出现明显变化。最终消费品的供给相对下降,资本品和零部件的供给能力相对上升。表现在出口结构上就是投资品占比和中间产品占比上升、消费品占比下降。

国内供给能力和结构的变化,不仅会影响我国的出口结构,也会改变国内生产投入对进口的依赖性。国内资本品和零部件供给能力的提升,最终会推动国内生产投入对进口的依赖性不断降低。如图 3 所示,我国在中间产品和投资品上对进口的依赖性在 2004 年以后迅速下降。由于我国对全球生产价值链参与度的不断提高,在承担特定生产环节的生产任务时,必然需要来自上一生产环节的中间产品。如果上一生产环节处于其他国家,那么,就必然需要进口相关中间产品。此外,对于初级产品这样的中间投入,供给能力受非再生性禀赋条件的严格制约,国内供给缺口只能由进口来弥补。这两方面因素在一定程度上阻碍了我国中间投入的进口依赖性的下降。因此,我国在中间投入上的进口依赖性的下降速度小于在

① 图中的出口依存度分别是指投资品出口、消费品出口和中间产品出口占国内总产出的百分比。

投资品上的进口依赖性。如图 2 所示,2004 年以后,我国中间投入的进口占比超过了投资品投入的进口占比。

总之,中间产品在进口和出口的比重同时上升,不仅意味着我国对全球生产价值链参与程度的提高,而且也显示出我国在这一链条上不断升级的趋势^①;投资品在进口中的占比不断下降,在出口中的占比不断上升,意味着我国制造业结构的完善,设备或装备制造业能力不断提高;投入的进口占比和产出的出口占比从上升到下降的转变,意味着我国生产供给能力的提高和国内市场吸收能力的提高,这种转变显示我国“两头在外”的增长模式已经出现明显转变。

置身于全球生产价值链,传统贸易统计下的双边贸易收支掩盖了增加值的真实来源和流向。这使得我们无法在多边联系中准确判断双边贸易关系的地位和影响。考虑由 A、B 和 C 三国组成的世界经济。第一种情况是,来自 A 国的增加值先以中间产品为载体进入 B 国,经过 B 国的加工或组装后,再以最终产品的形式回流 A 国。在这种情况下,无论是 A 与 B 之间的双边贸易余额、还是 C 与 B 之间的双边贸易余额,在两种统计口径下都是一样的。如果来自 C 国的增加值先以中间产品为载体进入 B 国,经过 B 国的加工或组装后,再以最终产品为载体进入 A 国。在这种情况下,因为存在 C 对 A 的间接增加值出口,所以,B 对 A 的增加值贸易余额小于总贸易余额,C 对 A 的增加值贸易余额大于总贸易余额。

依附于全球生产价值链,我国与世界不同地区之间的贸易关系不再是简单的、平行的双边贸易关系,而是依据从上游到下游的顺序,组成了一个复杂的序贯联系。接下来,我们通过测算增加值贸易统计口径下的贸易收支,并与传统的总贸易统计口径下的贸易收支进行比较,由此分析我国与不同地区之间的双边贸易关系是如何构成这一序贯联系的。我们利用 WIOD 数据和 KWW 方法,测算我国与国外不同地区间的双边净出口额,并与总贸易统计口径下的贸易余额进行比较,结果如图 4 所示。

^① 中间产品贸易的迅速增长通常被看成是产品内国际分工发展的直接表现。参见: Athukorala and Yamashita (2006)、JN (2011)、Lamy (2013)、KWW (2008,2012,2014)、Kemal, Meltzer and Foda (2013)。

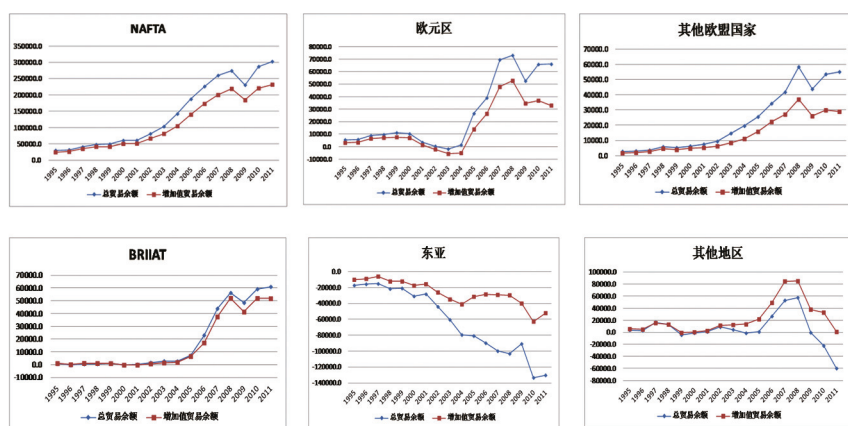


图 4 不同统计口径下的双边贸易余额(百万美元)^①

从图 4 中可以看出,在我国与北美、欧盟以及 BRIAT 的双边贸易关系中,两种统计口径下的都处于顺差状态,但是增加值统计口径下的顺差规模小于总贸易统计口径下的顺差规模。这意味着,通过我国的出口进入这些市场的增加值并不是完全来自我国,其中有一部分是来自其他国家。^② 在我国与东亚的双边贸易关系中,贸易收支在两种统计口径下都处于逆差状态,但是增加值统计口径下的逆差规模小于总贸易统计口径下的逆差规模。这意味着,在我国与东亚的贸易关系中,东亚创造的增加值在进入我国后,并没有全部被我国国内吸收,有一部分通过我国的出口最终被第三方市场吸收。在我国与世界其他地区的贸易关系中,总贸易统计口径下的贸易收支经历了从顺差向逆差的转变,但是增加值贸易统计口径下的贸易收支基本都处于顺差状态。这同样意味着,这些地区创造的增加值在进入我国后,并

① NAFTA 是指北美自由贸易区国家,即美国、加拿大和墨西哥;东亚包括日本、韩国和中国台湾;BRIAT 包括巴西、俄罗斯、印度、印尼、澳大利亚和土耳其。总贸易统计口径下的双边贸易余额来自 WIOD 数据。增加值贸易统计口径下的双边贸易余额是根据 WIOD 数据,利用 Koopman, Wang and Wei (2014)的方法计算而来。

② 以我国与欧美的双边贸易收支为例。如果欧美创造的增加值首先通过中间产品进口的形式进入中国,在中国被进一步加工后再以中间产品或最终产品的形式回流欧美。那么,在核算增加值贸易余额时,需要对中国的进口和出口进行同样的调整。因此,这不会导致总贸易余额与增加值贸易余额的差异。如果是来自我国和欧美以外的增加值,在进入我国以后通过进一步的加工,再以中间产品或最终产品的形式流向欧美市场。这不仅是出口中包含的外国增加值的概念,而且是第三国通过中国实现的对欧美的间接增加值出口。那么,在核算我国与欧美之间的增加值贸易余额时,就需要在总出口中减去这一部分增加值,进而导致增加值贸易余额小于总贸易余额。

没有全部被我国国内吸收,有一部分通过我国的出口最终被第三方市场吸收。^①

通过上述的对比分析,可以将我国与不同地区的双边贸易关系界定为如下的序贯联系:其他地区和东亚→中国→欧美和 BRIIAT。既然我国与不同地区之间的双边贸易关系并不是平行的,而是具有序贯联系的特征,那么这就意味着,在我国的对外贸易关系中,不同地区之间替代性可能不如我们想象的那么高。至少在短期中,在全球生产价值链没有出现大的调整的情况下,不同地区在我国对外贸易关系中的相互替代性是很低的。因此,特定地区的需求或供给冲击会对我国经济产生较为持久的影响。

二、我国在全球生产价值链上的位置及变化

2001 年以后,我国迅速融入全球生产价值链,并逐步成为这一链条上最重要的加工和组装中心。处于这样的地位,我国大量进口中间投入,在国内完成加工和组装环节的增值活动后,向国际市场出口最终产品。作为全球生产价值链上主要加工和组装中心的地位,以及与此相适应的贸易模式,带动了我国贸易规模和国内生产规模的迅速膨胀。但是,这种分工地位和贸易模式的弊端也是显而易见的。由于国内生产过程大量使用进口中间投入,国内收入和就业的增长滞后于生产规模和出口规模的增长。

通常观点认为,我国作为全球生产价值链上的加工和组装中心的地位,在 2005 年左右已经完全形成,在这个环节上进一步扩张的空间越来越小。自此以后,我国在全球生产价值链上的位置开始出现变化和调整。接下来,我们通过考察总出口中的增加值出口、增加值回流和外国增加值等指标,对我国在全球生产价值链上的地位变化进行具体分析。

首先是总出口中的增加值出口指标及其变化。增加值出口是指本国创造、并最终被国外吸收的增加值。增加值出口是本国 GDP 的直接组成部分之一。这一

^① 当然,在逻辑上还可能存在另一种情况。在我国对欧美出口中所包含的中国增加值,并没有全部留在欧美,而是通过欧美进一步进入东亚或其他地区。在核算我国对欧美的增加值出口时,需要将这一部分增加值减去,这会导致我国对欧美的增加值贸易余额小于总贸易余额。在核算我国对东亚和其他地区的增加值出口时,需要加上这一部分增加值,从而导致我国对东亚和其他地区的增加值贸易余额大于总贸易余额。问题是,这种情况在我国的出口中是否显著存在?在总出口的增加值分解中,这种情况就是我国以欧美为中间渠道实现的对其他市场的间接增加值出口。在下文的分析中我们将会指出,在我国总出口的增加值分解结果中,间接增加值出口的比重非常低。因此,我们可以不考虑这种情况的影响。

指标直接反映了本国国内增值活动对国外的依赖性,而且这种依赖性主要表现为对国外最终需求的依赖,或者说是生产过程最后的市场实现环节对国外的依赖性。

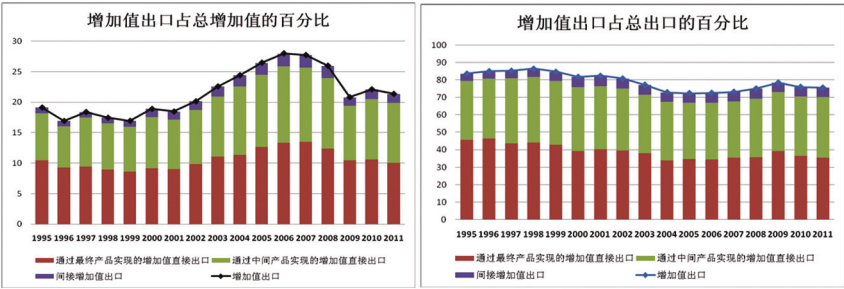


图 5 我国增加值出口的构成(%)

从图 5 中可以看出,2006 年以后,增加值出口占国内总增加值的比重明显降低,这意味着我国国内生产增值活动对国外最终需求的依赖程度下降。与此同时,总出口的增加值出口占比不断提高,这意味着单位出口对国内生产增值活动的拉动作用不断增强。在我国增加值出口的构成中,通过中间产品出口实现的增加值出口比重不断上升,包括直接增加值出口^①和间接增加值出口^②。这意味着,我国在国际生产价值链上的位置开始向上游的中间产品生产环节移动,越来越多地生产零部件等中间投入,对最终产品加工和组装环节的依赖性开始下降。

其次是总出口中的增加值回流指标及其变化。回流本国的增加值是指,国内创造的增加值先以某种中间产品为载体出口到其他国家,在其他国家被进一步加工成最终产品或中间产品,然后重新运回本国,并用于满足本国的最终需求。这是本国创造的增加值,因此属于本国 GDP 的范畴;但是最终回流本国,因此不属于本国的增加值出口。这一指标反映的是国内生产和国内最终需求之间的联系过程中存在对外依赖性。也就是说,国内存在最终需求,但是国内提供最终产品的能力是不完全的,不能独自完成最终产品的全部生产环节。同时,这也反映了一国在全球生产价值链上的位置。在国际经验中,发达经济体处于全球价值链的上游,增加值回流比率相对较高,发展中经济体处于全球价值链的下游,增加值回流比率相对较低。

① 我国出口的中间产品被进口国用于生产最终产品,并满足其国内最终需求。这样,中间产品中包含的我国增加值最终留在直接进口国。

② 中间产品被进口国加工成其他产品,然后出口到第三国,并用于满足第三国的最终需求。这样,中间产品中包含的我国增加值被间接出口到第三国。

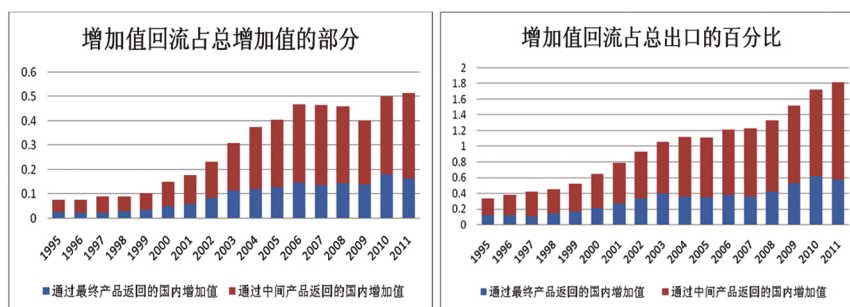


图 6 我国增加值回流占比及构成 (%) ^①

我国出口的中间产品有一部分被其他国家加工成最终产品或其他中间产品，然后重新运回我国，并被我国的最终需求所吸纳。与此对应，初始中间产品出口中包含的我国增加值，有一部分在出口后重新回流我国。这就是我国的增加值回流。从图 6 中可以看出，我国总出口中的增加值回流比率很低。2011 年，增加值汇率占总出口的比重只有 1.8%。这远低于发达经济体的水平。根据 KWW(2013)对中美双边电子和光学设备贸易的分解，中国对美出口中的增加值回流几乎可以忽略不计，2011 年只有 0.7%。美国对中国出口中的增加值回流在 2011 年达到 7.0%。这反映出我国在全球价值链上依然处于较为下游的环节。^②

但是从动态变化趋势来看，自 2000 年以来，无论是以国内总增加值还是以总出口为基数，我国增加值回流的比率都有了非常明显的提高。作为衡量一国在全球价值链上位置的重要指标，增加值回流占比上升意味着我国已经逐步向全球生产价值链的上游环节移动，越来越多地为其他国家提供生产投入。另一方面，回流的增加值最终是被我国国内最终需求吸收，所以，增加值汇率比率的提高也意味着我国作为最终需求市场的地位不断上升。因此，从这一指标的动态变化中可以看出我国不断向全球生产价值链两头移动的趋势，一方面提供上游的生产投入，另一方面提供最终需求市场。这种变化预示着我国对全球生产价值链的控制力不断增强。^③

最后是总出口中的外国增加值。总出口中包含的外国增加值衡量的是来自国外的增加值，被用于生产本国的出口产品，最终流向国外。这一指标既不属于本国

^① 占总增加值的百分比。

^② Wang Zhi, Wei Shang-Jin and Zhu Kunfu, Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels, NBER Working Paper 19677, November 2013.

^③ 增加值回流占比是衡量一国在全球价值链上位置的重要指标。这一比重较高，意味着处于全球价值链的上游，对全球价值链的控制力较强

的增加值出口,也不属于本国的 GDP。但对于本国的国内增值活动和出口,却是不可或缺的。出口本身就意味着对国外市场的依赖性,而出口中包含的外国增加值反映的是国内生产过程对外国中间投入的依赖性。所以,这一指标反映了在生产投入和市场实现环节的对外双重依赖性。

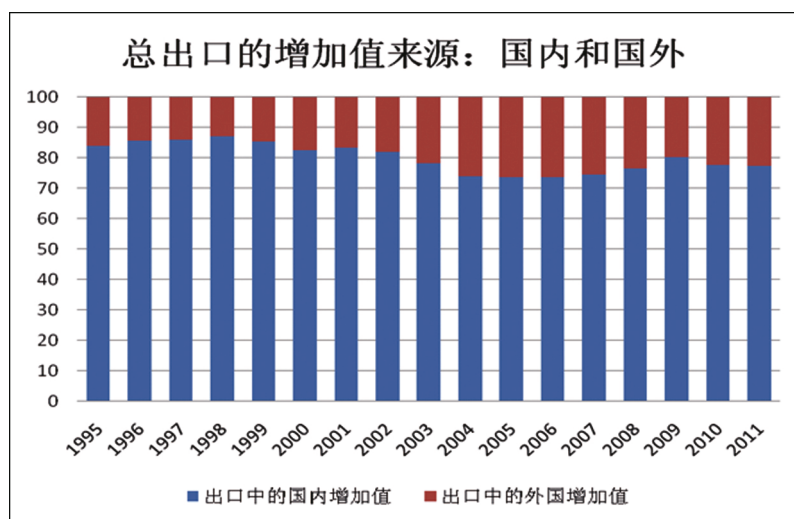


图 7 我国总出口的增加值来源 (%) ^①

从图 7 所示的我国总出口的增加值来源看,来自国外的增加值占比在 2005 年以来显著下降。2005 年至 2011 年下降了将近 4 个百分点。这反映我国生产过程从生产投入到最终市场需求两个方面对国外的双重依赖性显著降低。这与前述增加值回流指标的变化趋势形成了相互印证。

结合总出口中的增加值出口指标、增加值回流指标和外国增加值指标的动态变化趋势,可以认为,我国虽然还处于全球生产价值链的下游环节,在生产投入和最终市场两个方面对国外具有很高的依赖性,但是近年来的动态变化中已经显示出较为积极的变化趋势。一方面,我国开始不断向全球生产价值链的上游环节移动,提供中间产品的能力不断提高;另一方面,为全球生产价值链提供最终需求市场的能力也不断增强。

三、出口对我国经济的直接和间接拉动效应

考虑到产业内部以及不同产业之间的投入—产出联系,出口会通过两个渠道

^① 总出口等于本国增加值加上外国增加值。参见 KWW(2013、2014)。

拉动国内经济活动。假定一个由初级产业、制造业和服务业组成的经济对外出口 1 单位制成品。为此首先需要生产出 1 单位制成品,这是对出口带来的直接需求或直接拉动效应。进一步,为了生产 1 单位用于出口的制成品,还要消耗各种中间投入,包括制成品、初级产品和服务等,这就对初级产业、制造业和服务业形成第一轮间接需求;为了生产用于中间投入的初级产品、制成品和服务,依然需要投入初级产品、制成品和服务,这样就对相关产业形成第二轮间接需求;如此不断循环下去。所有因生产投入而产生的间接需求,就是最初的制成品出口带来的对国内经济的间接拉动效应。

现有基于海关统计得出的总出口数据只能测度最终需求,不能反映通过生产投入需求产生的间接需求。以此计算而来的出口依存度,我们称之为直接出口依存度。这一指标只能反映出口的直接拉动作用,从而低估出口对国内生产活动的影响。为了全面刻画出口最终需求和生产投入需求对于国内生产活动的全部影响,我们利用 KWW(2014)的方法,通过核算完全需求系数^①,计算出包括最终需求和全部生产投入需求在内的完全出口需求^②,并由此计算完全出口依存度。见图 8。

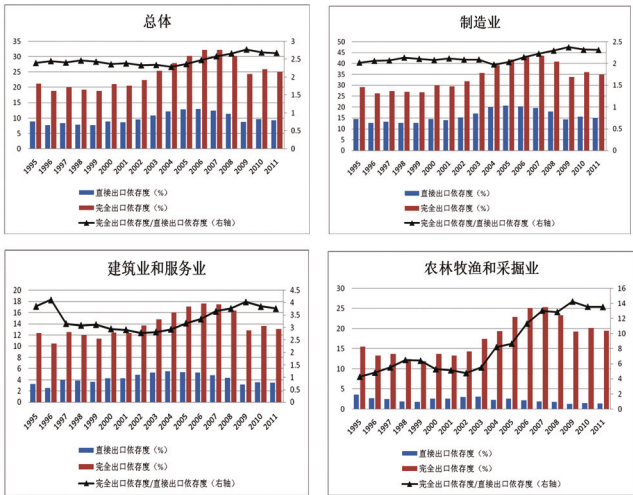


图 8 我国直接出口依存度与完全出口依存度的比较^③

① 完全需求系数不仅包括对最终产品自身的需要,还包括对中间产品的需要。
② 为了支持总出口所需要的国内总产出。
③ 直接出口是指现有贸易统计下的出口,直接加总 WIOD 数据的中间产品出口、投资品出口和消费品出口。完全出口是指直接出口引发的对国内产品的完全需求,利用 WIOD 数据和 KWW (2014) 的方法计算而来。

从图 8 中可以看出,完全出口依存度是直接出口依存度的两倍以上。这意味着,基于海关统计得出的总出口数据系统地低估了出口对于我国国内生产活动的拉动作用。甚至可以说,出口的间接拉动作用更加重要。基于直接出口依存度,出口变化只能影响我国国内生产活动的 10%左右。但是基于完全出口依存度,出口变化能够影响我国国内生产活动的 25%左右。这种联系放大了出口增速下降对我国国内生产活动的负面冲击。

在不同产业的对比中,制造业对直接出口的依赖性相对较高,农林牧渔、采掘业、建筑业和服务业等对间接出口的依赖性更高。建筑业和服务业完全出口依存度是直接出口依存度的 3 倍以上;农林牧渔和采掘业甚至达到了 14 倍。对于建筑业和服务业来说,由于国际贸易成本较高,所以更加依赖于以制成品为载体,通过制成品的出口实现间接出口。对于农林牧渔和采掘业,在我国过去的工业化模式下,其产出更多地被用做国内制造业的生产投入,并通过制成品的出口实现间接出口。因此,虽然我国非制造业行业对出口的直接依赖性较低,但是外需变化会通过影响制造业的生产投入需求,对我国非制造业行业产生非常大的间接影响。

完全出口依存度衡量的是一国总生产活动在市场实现环节对国外的完全依赖性,或者说是出口对一国国内生产活动的完全拉动作用。要准确刻画出口对于一国国内生产增值活动的影响,还必须在增加值意义上核算出口依存度。首先,需要在总产出的基础上扣除中间投入,核算出一国在给定时期内新创造的价值。其次,在产品内国际分工的背景下,一国的出口产品中包含来自外国的中间投入,因此出口产品中包含的增加值并不完全归属出口国。另一方面,有些产品在出口后经过国外的再加工,会重新流出初始出口国,因此,一国出口产品中包含的本国增加值并没有全部留在国外。为了在增加值意义上刻画我国国内经济活动对出口的依赖性,需要从总出口中剔除外国增加值和重新回流本国的国内增加值。我们利用 KWW(2014)的方法和 WIOD 数据,对我国的出口进行增加值分解,从中得到增加值出口指标^①,在此基础上算出增加值出口占总增加值的比重。见图 9。

^① 增加值出口是指本国创造并且最终被外国吸收的价值,属于本国的 GDP。参加:Koopman, R., Z., Wang and S. Wei, “Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports”, *American Economic Review*, 2014, 102(2): 459—494.

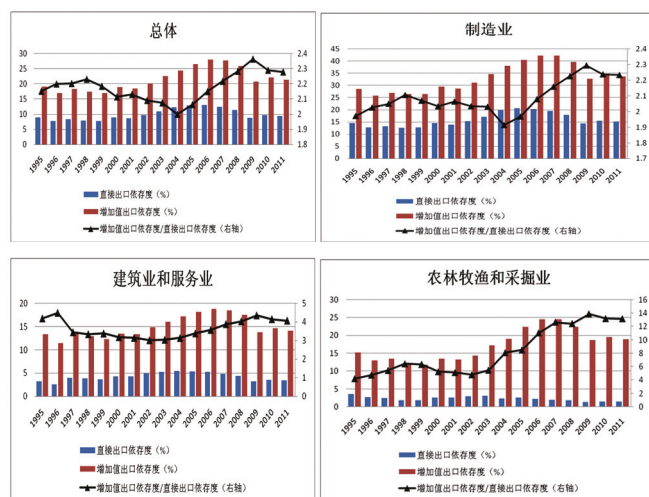


图 9 我国直接出口依存度与增加值贸易依存度的对比

对比图 9 中的直接出口依存度和增加值出口依存度,可以看出,我国的增加值出口依存度是直接出口依存度的两倍以上。直接出口依存度反映的是国内总生产活动及其对出口的依赖性。根据增加值分解,总出口中增加值出口、回流的国内增加值和外国增加值。因此,增加值出口依存度衡量的是本国增加值对国外最终需求的依赖性。由此可以认为,我国国内生产增值活动、就业创造和收入创造等对国外最终需求的依赖性远高于直接出口依存度。

在不同产业的对比中,初级产业、建筑业和服务业的直接出口依存度和增加值出口依存度都低于制造业,但是增加值出口依存度对直接出口依存度的倍数更高。建筑业和服务业的这一倍数在 3 倍以上,初级产业的这一倍数超过了 10 倍。由此可以看出,出口对我国的初级产业和服务业的直接拉动作用较小,但是间接拉动作用却很强。

四、制成品出口对我国非制造业行业的拉动效应分析

制成品是我国最主要的出口产品类别,而且制造业本身的直接出口依存度也是最高的。这可以很直观地反映出口对于我国制造业的重要性。但是考虑到经济体系内部不同产业之间的投入—产出联系,制成品出口还会对非制造业行业产生拉动效应。

不同产业之间的投入—产出联系包括前向联系和后向联系。从后向联系来

看,一个部门的产出中既有本部门创造的价值,也有其他部门的价值。从前向联系来看,一个部门的产出既可以直接满足最终需求,也可以通过其他部门的产出间接满足最终需求。因此,在核算部门增加值出口指标时,首先需要将部门总出口中包含的来自国内其他部门和国外所有部门的增加值扣除,其次还要将通过国内其他部门实现的间接增加值出口计算进来。^①

由于部门总出口中没有包含间接增加值出口,因此,如果间接增加值出口较多,部门增加值出口就可能超过部门总出口。由于部门总出口中包含有来自本部门以外的增加值,因此,如果来自本部门以外的增加值较多,部门增加值出口就会小于部门总出口。

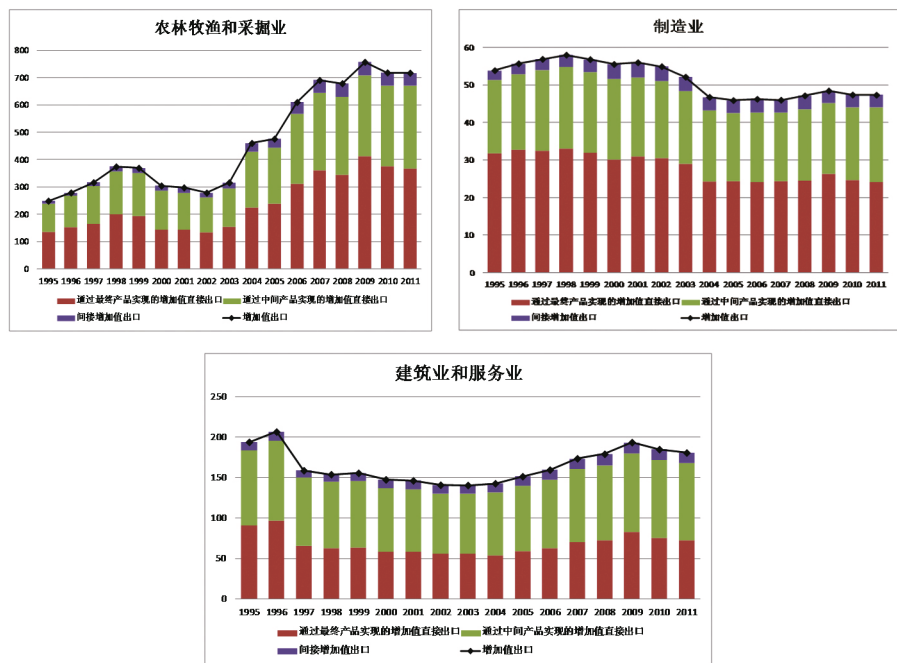


图 10 我国不同产业增加值出口占总出口的比重(%)^②

^① 参见: Johnson, Robert and Guillermo Noguera, 2012. Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value-added. *Journal of International Economics*, Vol. 86:224—236; Timmer, M. P., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G. J. 2013, Fragmentation, Incomes and Jobs: an Analysis of European Competitiveness. *Economic Policy*, 28: 613—661; Wang Zhi, Wei Shang-jin and Zhu Kunfu, Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels, NBER Working Paper 19677, November 2013.

^② 占相关产业总出口的百分比。

在我国不同部门的对比中,制造业增加值出口小于总出口,增加值出口占总出口的比重在 2004 年以来维持在 46%左右。农林牧渔、采掘业、建筑业和服务业增加值出口则明显大于总出口。建筑业和服务业增加值出口是总出口的 1.5 倍以上,农林牧渔和采掘业增加值是总出口的 3 倍以上。对于服务业,特别是生产性服务业,因其产出普遍被其它部门用做生产投入,所以,普遍存在通过国内其它部门总出口实现服务业增加值间接出口的情况。另一方面,服务业的贸易成本相对较高,服务业总出口规模相对较低。因此,在服务业中普遍存在增加值出口规模超过总出口规模的情况。

对于农林牧渔和采掘业,受制于我国国内的资源禀赋约束,加之国内重化工业旺盛的投入需求,我国在农林牧渔和采掘业上的直接出口规模较小。农林牧渔和采掘业的增加值主要是通过制成品实现间接出口。因此,在农林牧渔和采掘业中也普遍存在增加值出口规模大于总出口规模的情况。

在动态变化趋势上,自 2004 年以来,制造业增加值出口对总出口的比率较为稳定,而其他产业增加值出口对总出口的比率则迅速提高。这意味着初级产业和服务业等通过制造业实现了更多的间接增加值出口。从图 10 所示的制造业中间投入的国别和产业来源可以看出,2004 年以来,在我国制造业中间投入的国别来源中,国内中间投入不断替代国外中间投入。这是推动了我国制造业增加值出口对总出口比率稳中有升的变化趋势。

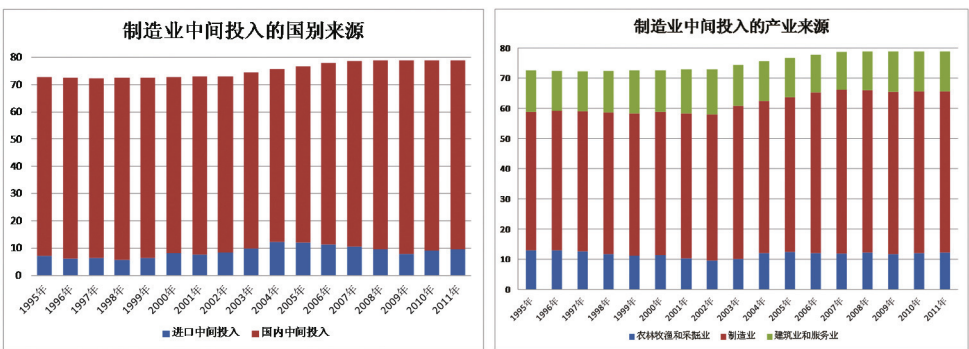


图 11 我国制造业中间投入的来源(%)

受制于产品属性、用途和贸易成本的差异,以及国内供求约束,不同产业对直接出口和间接出口^①的相对依赖性存在显著差异。制造业相对更依赖于直接出口,

① 首先作为中间投入进入国内生产过程,然后再以最终产品为载体出口到国外。

而农林牧渔业、采掘业、建筑业和服务业则更加依赖于间接出口模式。从图 11 和图 12 对不同产业间接出口比率和增加值出口比率的比较中可以看出,我国农林牧渔业、采掘业、建筑业和服务业对间接出口模式的依赖性明显高于制造业,这些产业的增加值出口比率也明显高于制造业。2004 年以后,随着农林牧渔业、采掘业、建筑业和服务业间接出口比率的迅速提高,与制造业之间的差距不断扩大。同期,这些产业增加值出口比率也迅速上升,并且与制造业之间的差距不断扩大。

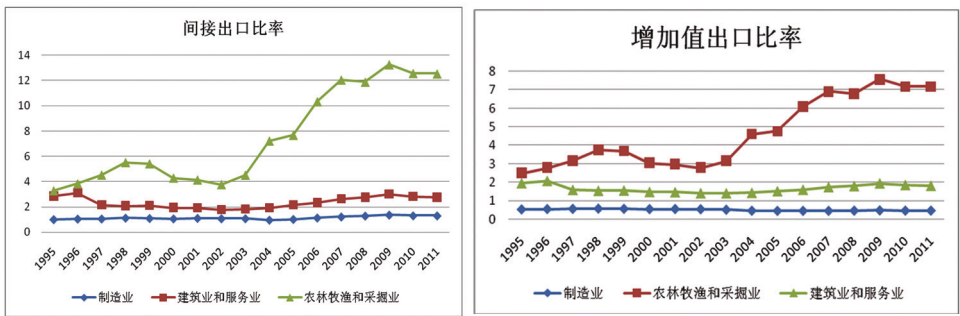


图 12 我国不同产业的间接出口比率与增加值出口比率^①

在我们把整体经济分为农林牧渔和采掘业、制造业以及建筑和服务业以后,农林牧渔和采掘业与建筑和服务业的间接出口应该主要是通过制成品出口实现的。这意味着,制成品出口增长通过影响制成品生产过程的投入需求,对我国的初级产品和服务业的增值活动产生强烈的拉动作用。当然,国内不同产业之间的投入产出联系也同样会放大外需负面冲击的影响,制成品出口的下降会对我国初级产业和服务业的增值活动产生强烈的负面影响。

五、主要结论

本文基于全球生产价值链的思维模式,对我国的贸易结构、双边贸易关系、国际分工地位以及出口对国内经济的传导效应展开分析,从中得到如下几个方面的结论:

1、中间产品在进口和出口中的比重同时上升,不仅意味着我国对全球生产价值链参与程度的提高,而且也显示出我国在这一链条上不断升级的趋势;投资品在

^① 相关指标是对总出口的比率。

进口中的占比不断下降,在出口中的占比不断上升,意味着我国制造业结构的完善,设备或装备制造业能力不断提高;投入的进口占比和产出的出口占比从上升到下降的转变,意味着我国生产供给能力的提高和国内市场吸收能力的提高,这种转变显示我国“两头在外”的增长模式已经出现明显转变。

2、结合总出口中的增加值出口指标、增加值回流指标和外国增加值指标的动态变化趋势,可以认为,我国虽然还处于全球生产价值链的下游环节,在生产投入和最终市场两个方面对国外具有很高的依赖性,但是近年来的动态变化中已经显示出较为积极的变化趋势。一方面,我国开始不断向全球生产价值链的上游环节移动,提供中间产品的能力不断提高;另一方面,为全球生产价值链提供最终需求市场的能力也不断增强。

3、我国与不同地区之间的双边贸易关系并不是简单的平行关系,而是具有明显的序贯特征。这意味着,在我国的对外贸易关系中,不同地区之间替代性可能不如我们想象的那么高。至少在短期中,在全球生产价值链没有出现大的调整的情况下,不同地区在我国对外贸易关系中的相互替代性是很低的。因此,特定地区的需求或供给冲击会对我国经济产生较为持久的影响。

4、考虑到产业内部以及不同产业之间的投入—产出联系,出口会通过两个渠道拉动国内经济活动。现有的总出口数据系统性地低估了出口对于我国国内生产活动的拉动作用。基于直接出口依存度,出口变化只能影响我国国内总产出的10%左右。但是基于完全出口依存度,出口变化能够影响我国国内总产出的25%左右。

5、在不同产业的对比中,出口对我国的初级产业和服务业的直接拉动作用较小,但是间接拉动作用却较强。其背后的原因在于,制成品出口增长通过影响制成品生产过程的投入需求,对我国的初级产品和服务业的增值活动产生强烈的拉动作用。在初级产业和服务额的对比中,制成品出口对初级产业的拉动作用更强。

从美国再工业化的困难看 中国制造业产品的出口空间

摘要:金融危机后,美国政府采取了一系列振兴美国制造业的再工业化措施。在此背景下,本文主要就美国再工业化的性质、成效和前景进行分析,并在此基础上探讨中国制造业产品出口所面临的挑战和风险。我们认为,美国再工业化的实质并不是强调美国制造业绝对竞争力的提高,而是追求制造业部门相对产出地位的提升。但在服务业特别是金融服务业高度发达的背景下,制造业部门国民经济地位的提升将面临着资本边际收益递减的现实困难。同时,就再工业化战略的经济绩效而言,虽然美国再工业化战略的实施带来了经济的总量复苏,但并没有在根本上提高制造业部门在美国国民经济中所占的比重。因此,美国的再工业化战略在中短期内并不会对中国制造业产品的出口带来较大的冲击,但在美国致力于制造业部门产品高端化以及新的国际竞争规则制定的背景下,中国经济的未来发展也面临着一定的风险。

一、引言

从 20 世纪 50 年代开始,服务业特别是金融服务业在美国国内产出中的作用和地位不断上升。金融和保险业占美国国内生产总值的比重从 1950 年的 2.8% 逐渐上升到了 2013 年的 7.2%。而包括房地产租赁、专业和商业服务、教育服务业等部门的整个服务业在 2013 年国内产出中所占的比重则超过了 76%。但与此同时,伴随着服务业的快速发展,制造业部门在整个美国国民经济中的地位却在不断下降。1950 年,美国制造业部门的产业增加值为 793 亿美元,占美国国内生产总值的比重为 27%,是按产业大类分类下占国内生产总值比重最大的部门。而到了 2013 年,虽然制造业部门的产值相比 1950 年增长了接近 25 倍,但产业增加值在整个美国产出中的比重却下降到了 12.1%。因此,从这个角度来说,在美国经济发展的过程中,美国经济呈现出非常明显的去工业化特征(图 1)。

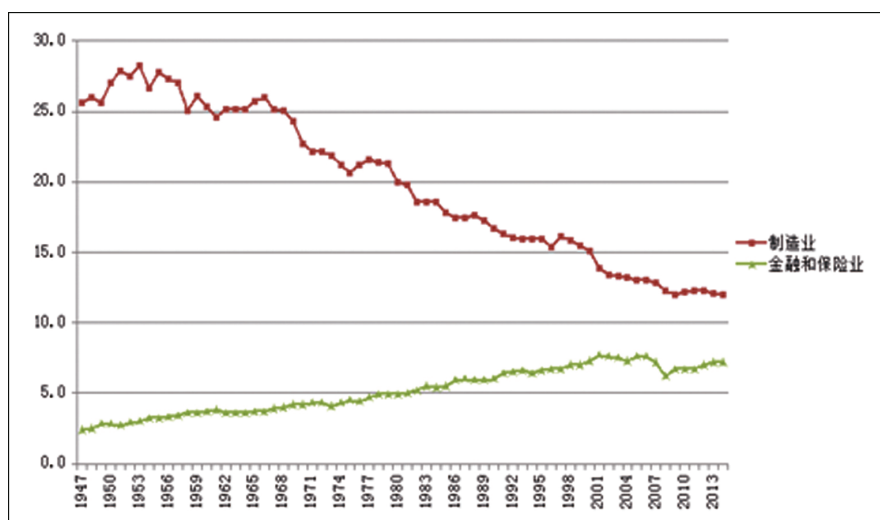


图 1 美国制造业部门产业增加值占国内生产总值的比重(单位:%)

数据来源:美国商务部经济分析局

服务业更为明显的正外部性和就业效应为美国经济的长期发展注入了持久动力,但从宏观经济发展的平衡和稳定性的角度出发,制造业部门的发展仍然要给予较多的关注。而美国金融危机后,服务业特别是金融服务业过度发展下的风险累积更是凸显了美国产业经济不平衡发展的弊端。在这样的背景下,美国再工业化的概念被加以提出。事实上,再工业化并不是一个全新的概念。早在 20 世纪 70

年代,伴随着美国制造业部门产出份额的下降,很多学者和政策制定者便基于夯实美国经济和工业基础的考虑,提出了美国再工业化的主张。而在此之后,每当经济下滑和失业上升的时候,再工业化的概念都会被加以提及,成为事实上的经济刺激政策。美国金融危机后,“避实就虚”和“避重就轻”的产业结构发展的弊端以及经济萧条和失业高企的现实压力再次使得再工业化政策成为美国政府经济刺激政策的主要手段。在奥巴马政府的“新经济战略”下,以《美国制造业促进法案》和《国家制造业战略法案》等为代表的体制设计均将制造业部门的重振作为了核心目标。

但是需要注意的是,虽然从表述形式上,再工业化以及制造业重振等措辞强调了去工业化背景下,美国制造业竞争力的重新回归。但事实上,虽然制造业在美国国内产出中的份额在不断下降,但从全球范围来讲,其并没有真正失去其绝对的制造业竞争力。从图 2 可以看出,在很长一段时间内,美国制造业在全球范围都表现出了很高的竞争力。在 2010 年之前,美国一直是全球制造业增加值最大的国家,只是在 2010 年之后,美国制造业全球第一大国的地位被中国替代,成为制造业产出仅次于中国的国家,但即便如此,在全球制造业的产出份额中,美国制造业增加值在全球制造业增加值中所占的比重仍然接近 20%。因此,从这个角度来说,美国的再工业化强调的是美国国民产出中制造业产出份额特别是相对于服务业产出份额的提升,而并非指绝对的制造业产出水平和竞争力指标的提升。而对于美国再工业化战略实施的成效以及美国再工业化的前景和影响的判断也必须在这个意义上有所体现。

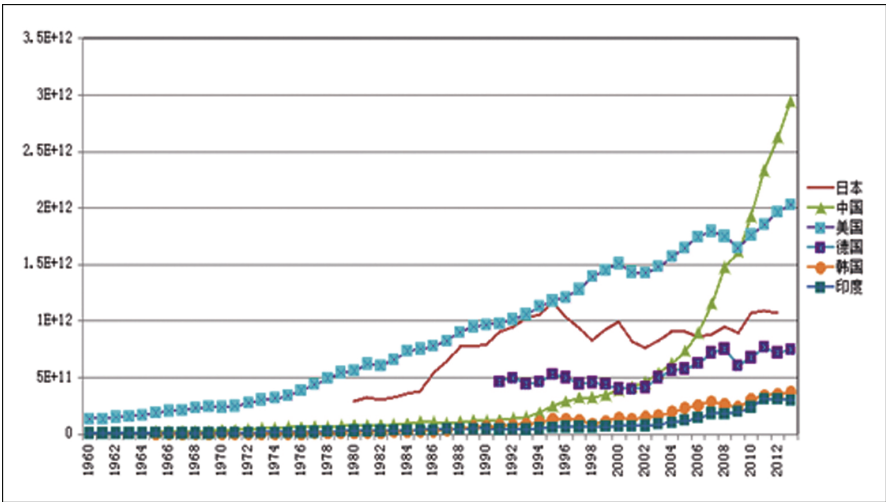


图 2 世界主要制造业大国的制造业增加值(单位:美元)

数据来源:世界银行世界发展指数数据库

二、美国再工业化战略的实施效果

美国再工业战略的本质在于国民经济中制造业部门地位的相对提升。从这个视角出发,对于美国再工业战略的实施效果,也应该在关注制造业部门整体发展状况的同时,更多的对于制造业部门相对水平和地位的变化给予更多的关注。对此,我们从以下四个维度对金融危机后美国再工业化战略的实施效果进行考察。

(一)制造业部门呈现整体复苏的趋势

我们首先从总量意义上对金融危机后美国制造业的发展状况进行考察。图 3 给出了金融危机后美国制造业生产指数、总订单指数、出口订单指数以及 PMI 指数的变化情况。从图 3 可以看出,金融危机的发生极大地影响了美国制造业部门的产出变动。在 2009 年,无论是制造业生产指数、订单指数还是 PMI 指数都出现了极大的下滑,几个指数的数值都在 40 以下,总订单指数更是一度下滑到 23.2 的历史地位。进入 2010 年,伴随着美国经济的企稳以及再工业化战略的实施,美国制造业部门也呈现复苏趋势。在 2010 年到 2014 年期间,制造业生产指数、订单指数以及 PMI 指数绝大多数时间都保持在 50 以上,显示出相对良好的增长态势。与之相对应,美国制造业部门的产业增加值也由 2009 年的 1.7 万亿美元上升到了 2013 年的 2.10 万亿美元,五年的时间增长了 24 个百分点。

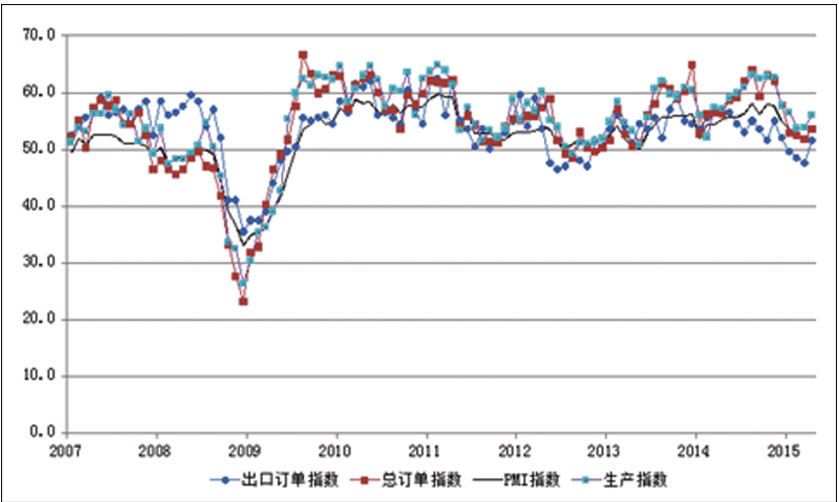


图 3 美国制造业的生产景气变动

数据来源:美联储圣路易斯分行

(二) 制造业的产出份额并未呈现明显变化

在再工业的战略背景下,美国制造业部门呈现出整体复苏的增长态势。但需要指出的是,这样的一种产出增长虽然受益于美国再工业战略的实施,但也离不开美国经济整体增长环境的改善。而从当前美国国内产业结构的构成来看,不但制造业在美国国民经济中的作用和地位没有明显提升,其他部门的产业构成也相对稳定,这一点,在表 1 中体现的非常明显。

从表 1 可以看出,金融危机的发生并没有在根本上改变美国国内的产业结构特征。在 2007—2013 年期间,大部分产业在国民经济中所占的比重都相对稳定,这一点,对于制造业也不例外。在金融危机尚未影响实体经济的 2007 年,制造业增加值在美国国内产出中所占的比重为 12.1%。金融危机发生后,尽管制造业在美国国内产出中所占比重有所波动,但变化幅度不大。2013 年,美国实现制造业增加值 2.03 万亿美元,占国内生产总值的比重为 12.1%,相对于 2007 年还出现了 0.7 个百分点的下滑。这说明,尽管美国政府针对制造业部门的发展采取了诸多内外政策,但相对于其他产业而言,制造业的发展并没有明显的特别之处,其在美国经济中的地位并没有出现根本变化。事实上,在 3D 打印和新能源技术等新兴行业还不具备全面产业化所需条件的前提下,美国实体经济中短期内还不会出现高收益的新兴行业。在这个意义上来说,至少在中短期内,美国国内的产业结构和经济增长源泉还不具备根本调整的内在动力。

表 1 美国不同部门产业增加值占国内生产总值的比重(单位:%)

国民经济部门	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007— 2013 变化
农林渔猎	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.2	1.4	0.4
采矿业	2.2	2.7	2.0	2.2	2.6	2.5	2.6	0.4
建筑业	4.9	4.4	4.0	3.6	3.5	3.6	3.7	-1.2
制造业	12.8	12.3	12.0	12.2	12.3	12.3	12.1	-0.7
批发业	5.9	6.0	5.7	5.8	5.8	6.0	6.0	0.1
零售业	6.1	5.8	5.8	5.8	5.7	5.8	5.8	-0.3
交通运输和仓储业	2.8	2.9	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	0.1

续表

国民经济部门	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007— 2013 变化
信息产业	4.9	5.0	4.9	4.9	4.7	4.6	4.6	-0.3
金融和保险业	7.2	6.2	6.7	6.7	6.7	7.0	7.2	0.3
房地产及租赁业	12.7	12.9	13.2	13.0	13.0	12.9	13.0	0.3
专业和商业服务业	11.4	11.9	11.5	11.6	11.7	11.9	11.8	0.4
教育、健康和社会援助业	7.4	7.8	8.4	8.3	8.3	8.3	8.2	0.8
艺术、娱乐和食品服务业	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	0.0

数据来源:美国经济分析局。

(三)制造业产品出口虽然有所增长,但出口倍增计划已告失败。

2010年初,作为再工业战略的重要组成部分,奥巴马政府在政府国情咨文中提出旨在“缩减贸易赤字、实现经济增长、增加就业岗位”的出口倍增计划,争取在5年时间内实现美国出口的翻番。这也就意味着,在2010—2015年期间内,美国对外出口的平均增长速度要维持在15%以上。事实上,在出口倍增计划提出之初,美国经济的确呈现出非常良好的出口增长态势。2010年和2011年的出口增速分别高达17%和15%,制造业产品的出口增长速度则分别为19%和12%,远远高于美国金融危机前的出口增长速度。但在进入2012年后,美国对外出口的增长速度开始大幅下滑,2012年和2013年总出口的增长速度分别只有4%和3%,在2013年,美国制造业产品的对外出口更是只增长了14亿美元,增速只有0.1个百分点(图4),出口翻番计划宣告失败。因此,初步的可以看出,美国再工业战略的实施对于美国制造业产品乃至整个出口的对外扩张而言,只具有短期解释力,在长期内,美国出口持续快速增长的动力仍然有所不足。

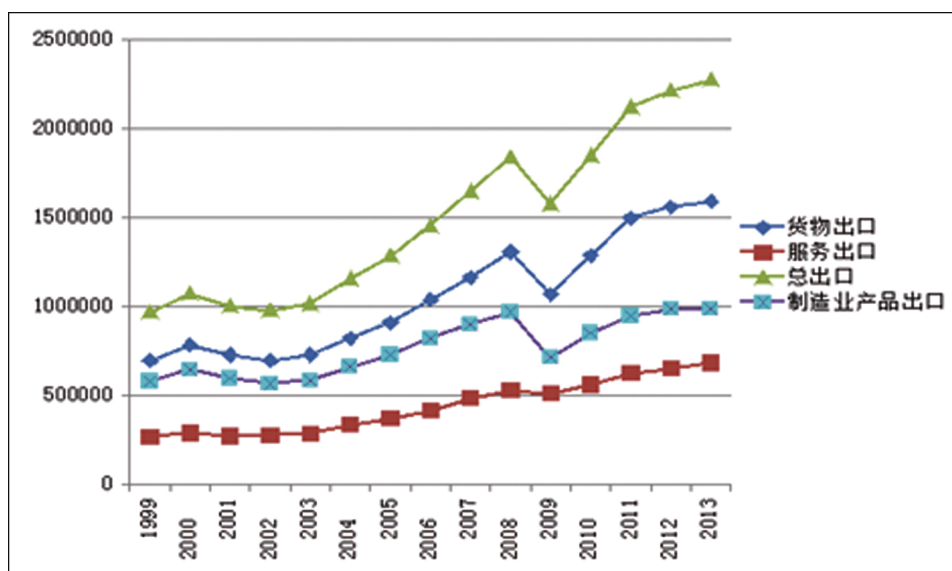


图 4 美国出口的变动情况(单位:百万美元)

数据来源:美国经济分析局和 UNCTAD 数据库

(四)劳动力就业状况改善,但制造业部门就业比重并未明显提升。

从美国再工业化战略实施的初衷来看,除去夯实工业基础、平衡产业结构之外,在经济复苏初期典型的“失业型复苏”的背景下,创造更多的就业岗位,解决失业率高企的问题也是重要的目的之一。从美国劳动力市场的就业情况来看,2010年是劳动力就业状况最差的一年,在2010年2月份,非农就业人数仅有12965万人,而制造业部门的就业人数则只有1145万人,占整个非农就业人数的8.8%(图5)。从2010年3月份开始,劳动力就业状况开始得到改善,到2010年底,非农就业和制造业部门就业人数分别上升到13075万人和1160万人。失业率则从2009年10月份的高位分别下降到2012年底的7.9%和7.5%(图6)。因此,在这个角度上来说,伴随着美国经济复苏态势的延续以及再工业化战略的实施,美国的就业条件得到了较大改善,再工业战略的就业目标基本实现。但应该注意的是,在制造业部门就业岗位增多的同时,制造业就业人口占整个就业人口的比重却呈现出下降的趋势。2008年底,制造业就业人口占整个就业人口的比重在9.5%左右,而到了2015年4月份,这一比重则下降到了8.7%。这一点,再次印证了我们前文分析的结论。也就是说,美国制造业的复苏和发展更多的体现在绝对意义上,相对于美国国民经济中的其他部门而言,制造业部门的复苏和发展并没有呈现出特别之处。

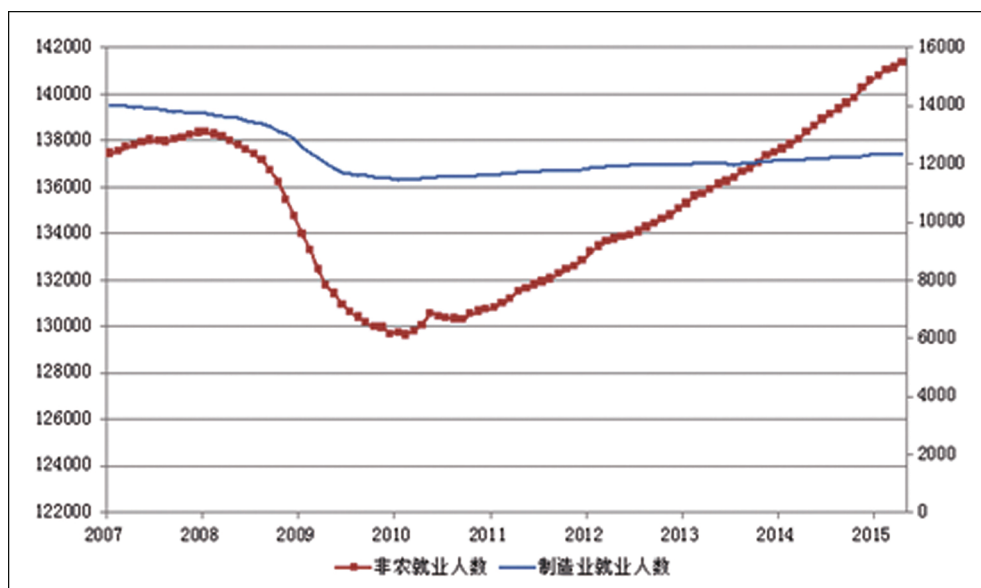


图 5 美国就业人数的变动情况

数据来源:美联储圣路易斯分行

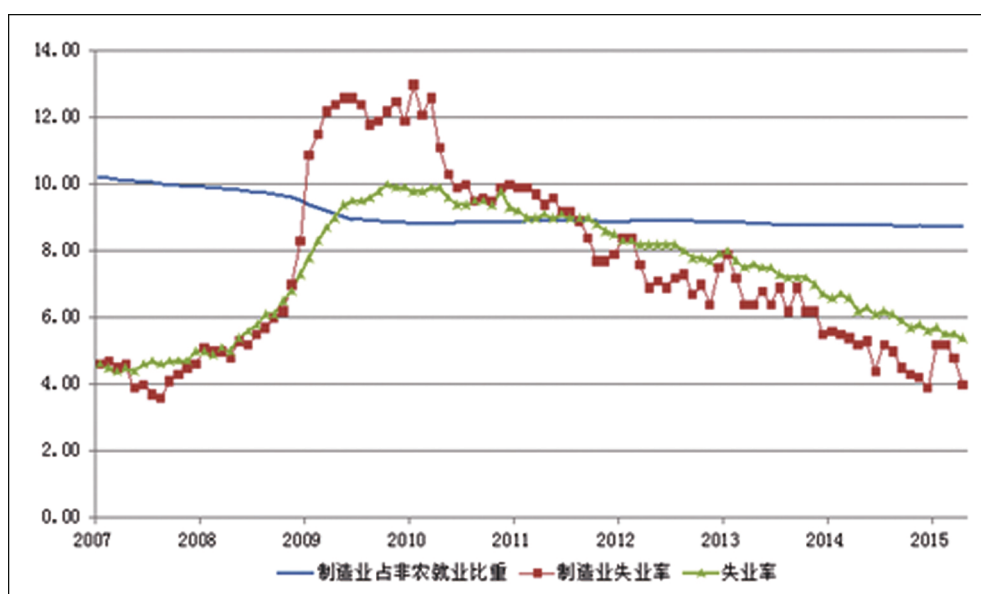


图 6 美国失业率的变动情况

数据来源:美联储圣路易斯分行

三、美国再工业化战略受阻的原因——一个金融发展视角

在上文的分析中,我们可以看出,美国再工业化战略的实施在总量意义上促进了制造业部门乃至整个国民经济的复苏,但相对于服务业和其他国民经济部门而言,美国再工业化战略的实施到目前为止并没有在根本上带来制造业部门在美国整个国民经济中地位的上升。因此,如果我们将再工业化战略的本质定位于美国去工业化背景下制造业地位和作用的上升的话,美国的再工业化战略的政策效果可以说是收效甚微。至于其中的缘由,相对较高的劳动力成本、消费结构和生产结构调整的刚性以及海外资本回流的困难可能都是制约美国制造业部门相对地位提升的因素。对此,我们不再一一进行分析,而是从金融发展的视角下,从美国服务业特别是金融服务业与制造业部门发展的相互影响出发,来分析美国再工业化战略实施困难的深层原因。我们认为,在金融服务业发展的过程中,制造业部门的收益率会呈现先增加后减少的倒 U 型变化特征。而在美国金融服务业过度发展的背景下,美国制造业部门的收益率已经进入收益递减区间。在这样的背景下,美国制造业部门海外投资的收益要远远大于国内投资收益率。因此,在这个角度来说,美国国内制造业部门的相对萎缩有其必然性,在金融服务业高度发达的背景下,再工业化战略的实施有悖于资源的最优配置原则,缺乏福利改进的微观条件。

为了对此加以说明,我们将基于制造业部门收益率的简单公式加以讨论。

在不存在外部金融约束的条件下,企业可以自由的在外部市场进行借贷,此时企业的内部融资成本和外部相同,外部金融市场的发展也不会对企业的产出和收益率产生影响。而在存在外部金融约束的背景下,生产企业在进行外部融资时,必须将其拥有的初始禀赋作为信用抵押,从金融机构获得所需的贷款数量。在市场存在融资约束的条件下,企业所获得的贷款数量是有限的,其能获得的资金总数为其初始资本禀赋(假定企业的初始禀赋为一个单位)的一个固定比例,即有下式成立。

$$K_T \leq \theta, \theta > 1$$

参考 Antras 和 Caballero(2009), Bernanke 和 Gertler(1989)以及 Aghion, Howitt 和 Mayer-Foulkes(2005)的研究,的大小反映了一国金融发展水平的高低。事实上,上式反映的是一个生产企业事后道德风险问题,当企业的单位资本收益大于市场利率,即成立时,上式成为一个紧约束,生产企业将最大限度的进行外

部融资。在不存在外部融资约束的背景下,不同类型的资本要素之间是完全替代的。而在存在外部融资约束的条件下,生产性资本将会变得稀缺,因此,相比于市场利率,实物资本收益将获得一定的风险溢价,相应的厂商的单位资本收益见下式。

$$q = \theta(r + \lambda) - (\theta - 1)r = r + \lambda\theta$$

其中,为融资约束方程的拉格朗日算子。

结合上式,我们可以分析外部金融市场发展对制造业部门投资收益率的影响。

具体来说,外部金融市场的发展会在三个层面对制造业部门的投资收益率产生影响。首先,当增加时,金融部门识别企业投资状况的能力以及风险分散能力都相应增加,这导致了企业外部融资环境的改善,一单位企业自有资本作为资产抵押所能够获取的外部融资数量增加,这反映了企业自有资本较高的抵押价值,使得企业实物资本的投资收益率存在上升的趋势。其次,伴随着金融市场发展水平的提高,企业的外部融资环境不断加以改善,企业生产规模扩大以及外部融资需求的增加推动了无风险利率的上升,这也在一定程度上导致了企业自有资本收益率的提高。最后,在外部融资条件不断改善,融资杠杆增加的背景下,企业所面临的外部融资约束状况不断得到缓解,外部融资相对于内部资金的融资溢价下降,这又在相反的方向形成了实物资本收益率下降的力量。特别地,当外部市场过于发达时,企业将不存在外部的融资约束,将下降为0,此时实物资本的收益率恰好等于无风险利率。

综合以上分析,在金融市场不断发展的过程中,实物资本投资收益率的变化将取决于上述三种力量的相对大小。为了对金融发展对实物投资收益率的影响进行进一步的分析,我们通过参数模拟的形式给出了贸易开放条件下不同的金融发展水平对实物投资收益率的影响的变化情况(图7)。^①

结合图7,可以看出,在贸易开放条件下,随着金融发展水平的提高,企业自有资本收益率呈现出一种倒U型的变化趋势。事实上,与前文的数理逻辑相对应,一方面,随着金融发展水平的提高,企业的外部融资环境不断加以改善,企业生产规模扩大以及外部融资需求增加所带来的市场竞争加剧以及融资成本上升仍然对企业收益形成了负向的冲击;但在另一方面,随着一国金融发展水平的提高,企业的外部融资约束不断加以缓解,那些外部融资依赖程度较高的产业发展将获得更

^① 更为详细的过程可以参见雷达、赵勇(2012):“金融发展、金融一体化与货币国际化模式”,《中国人民大学学报》第3期。

多的支持,因此这些产业往往具有较高的产业竞争力,从而在贸易开放条件下,金融发展水平较高的国家将获得更多的市场份额,而这有利于国内企业总收益的增加。在这两方面力量的相互作用下,随着一国金融发展水平的提高,企业的自有资金收益率便呈现出先提高后降低的倒 U 型变化趋势。

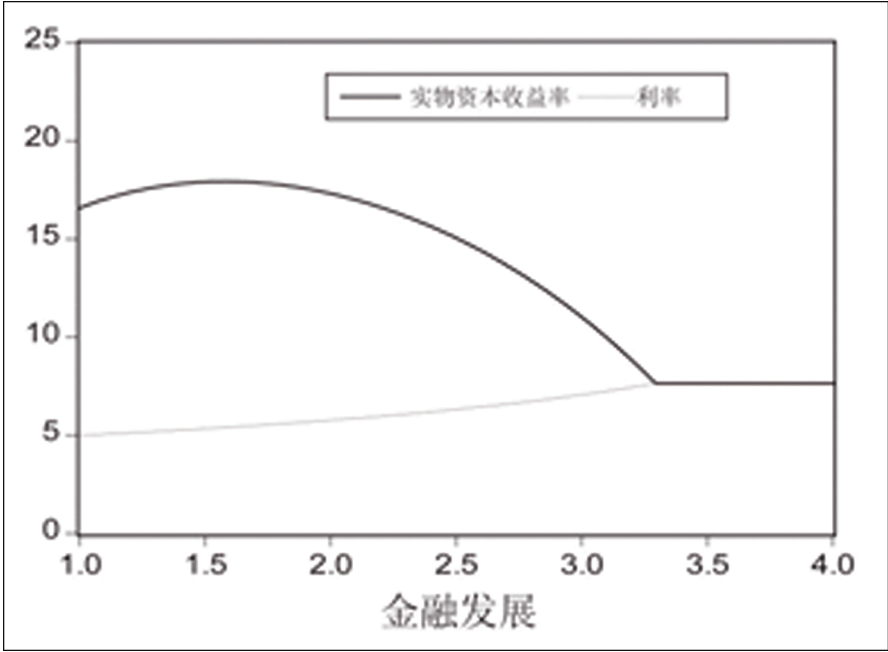


图 7 贸易开放条件下的市场利率与实物资本收益率

在实物资本收益率存在倒 U 型变化趋势的条件下,当一国的金融市场发育水平达到一定阶段以后,制造业部门的投资收益率将呈现出下降的趋势。而从美国金融市场的发育程度来看,从 20 世纪 80—90 年代,美国开始逐渐推动一系列旨在放松国内金融管制、强化金融机构竞争、消除市场垄断因素的国内金融自由化改革,伴随着美国这些金融自由化改革措施的实施,美国的金融市场规模不断扩大,运行效率也相应提高。到新经济结束后,美国全球金融中心的地位得以确定,其金融发展水平不仅大大高于中低收入国家,也远高于其他高收入水平国家(表 2)。具体来说,在信贷部门的发展方面,2007—2013 年美国私人部门信贷占 GDP 的比率平均在 190%左右,不仅大大高于世界的平均水平 130%。而且还高于高收入国家的 155%。而在股票市场的发展水平上,美国的金融发展水平优势更为明显,2012 年的股市市值与交易额占同期 GDP 的比率分别为 115%和 198%,比高收入国家分别高出 35%和 80%。

表 2

中美金融发展水平的国际比较

金融发展 指标	国家	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
私人 信贷 /GDP (%)	美国	206.3	188.0	196.5	190.7	182.4	186.0	192.3
	中国	107.5	103.7	127.2	129.9	127.0	133.7	140.0
	高收入国家	154.0	148.7	158.6	153.9	147.8	149.1	150.9
	中收入国家	60.4	61.6	72.2	73.0	75.0	80.4	85.8
	中低收入国家	59.5	60.7	71.2	72.1	74.1	79.3	84.7
股市 市值 /GDP (%)	美国	137.8	79.7	104.6	114.5	100.8	115.5	
	中国	178.2	61.8	100.3	80.3	46.3	44.9	
	高收入国家	117.0	61.3	85.0	92.2	75.1	85.5	
	中收入国家	110.8	43.7	71.4	66.9	44.2	48.2	
	中低收入国家	109.8	43.3	70.7	66.2	43.9	47.9	
股市 交易额 /GDP (%)	美国	294.3	434.9	324.1	203.5	198.2	132.2	
	中国	223.0	121.0	179.5	135.4	104.8	70.8	
	高收入国家	199.3	211.4	158.7	116.0	110.9	81.8	
	中收入国家	94.9	62.3	83.7	66.3	54.3	41.0	
	中低收入国家	93.9	61.6	82.6	65.5	53.7	40.5	

数据来源：世界银行世界发展指数数据库。

结合之前我们的分析,当一国金融发展水平高于一定的门槛之后,一国的实物资本收益率将呈现下降的趋势,而在一国的金融发展水平处于中等程度的时候,一国的实物资本的收益率则相对较高。因此在美国国内产业结构调整的过程中,美国不但不断的将资源从制造业部门向金融部门开始转移,也将制造业部门从美国向其他外围国家进行转移。但是需要提及的是,美国制造业产出比重的下降并不是美国制造业绝对竞争力下降的结果,而是因为美国的金融服务业相对制造业而言具有更为明显的优势。事实上,在美国金融中心地位日益巩固的背景下,美国制造业部门的萎缩是在美国国内产业结构调整优化的内在要求下,通过制造业部门利益的让渡,使得外围国家为其居民消费和企业生产提供廉价的商品和资本供给,从而实现其国内资源优化配置和国际经济势力扩张的内在需要。这既是美国直接投资

对外流出的内在原因,也成为美国再工业化战略收效甚微的关键所在。也就是说,在考虑资本的逐利属性和全球经济一体化的大背景下,美国实物资本的对外输出以及美国国内制造业部门的萎缩将是一种必然趋势,无论是强调实物资本向美国的回流还是资源从金融服务业向制造业部门的转移都不符合资源配置的最优条件。

四、美国再工业化战略下中国制造业产品的出口前景和政策选择

在上面的分析中,我们认为美国的再工业化战略尽管在总量意义上对制造业的发展具备一定的促进作用,但由于其很难影响到美国的产业结构,其对世界经济分工结构的影响也就相对有限。在这个意义上说,至少在中短期内,美国的再工业化战略不会动摇中国的制造业大国地位。但尽管如此,考虑到美国再工业化战略下对高技术产品出口的强调和国际贸易规则制定的重视,中国未来的发展过程中也存在着一定的风险。

(一)中国制造业大国地位的形成是资源最优配置的结果

对于中国制造业大国地位的形成原因,现有的研究大多强调中国的劳动力成本优势、大市场优势以及制造业集聚的自我强化特征。但除去这些因素之外,我们前文提到的金融部门的发展也是中国制造业大国地位形成的原因之一。由于在金融部门发展的过程中,制造业部门的投资收益率呈现倒 U 型的变化趋势,中等金融发展程度的国家拥有最高的投资收益率。因此,在美国对外产业转移特别是资本密集型产业转移的过程中,东道国金融发展水平的高低成为一个重要的决定因素。而从中国的金融发展水平来看,虽然中国的金融发展水平相对美国不占优势,但从金融发展水平的国际比较来看,无论是私人信贷率、股市资本化市值/GDP 还是股市交易额/GDP 所衡量的金融发展指标,中国的金融发展水平都基本与中等收入国家水平持平,这反映了中国金融发展水平的中等程度特征(表 2)。因此,从这个角度来说,中国制造业大国地位的形成是与我们前文强调的制造业收益倒 U 型变化的特征相对应的,恰好是世界经济一体化背景下,市场资源最优配置的结果。

(二)危机后中国在美国对外贸易中的作用和地位进一步提升,但再工业化背景下失衡调整的风险依然存在。

美国再工业化战略效果的有限意味着在制造业领域,中美两国直接进行竞争的可

能相对下降,但这并不意味着其他制造业出口国与中国在美国市场上竞争程度的降低。在美国制造业本身发展受限的背景下,美国仍然可能通过其他国家制造业产品对中国的替代来限制中国的制造业部门的发展。因此,接下来我们将对危机后中国在美国对外贸易特别是对外贸易平衡中的作用和地位进行进一步的考察。

如果在一个较长的历史区间内对美国经常账户失衡的国别结构进行考察的话,我们可以发现在美国作为全球经济失衡中主要逆差国的地位没有发生变动的情况下,在失衡的另一端,顺差国的国别构成却在不断进行调整(表 3),美国外部失衡的变动是贸易失衡对象的转换,而不是贸易余额的逆转(廖泽芳和彭刚,2013)。进入上世纪 90 年代之后,美国经常账户失衡,中日本顺差国的地位不断下降,印度、墨西哥特别是中国逐渐成为美国主要的顺差国。2000 年,美国对外失衡中只有 21%来自于对中国的贸易逆差,而在 2012 年,这一比例达到了 68%。更为重要的是,这样的一种变动趋势伴随着金融危机的发生进一步得到了强化。如果考察美国金融危机后经常账户失衡调整的过程,可以看出,中国元素的重要性更为突出。伴随着美国金融危机的发生以及美国政府再工业化战略的实施,金融危机后美国的对外失衡开始进行调整。但从调整的国别结构看,英国、加拿大成为主要的调整对象,在危机发生前,这两个国家在很长一段时间内都是美国的逆差国,但在金融危机后,这两个国家迅速转变为美国的顺差国,成为美国外部失衡再平衡的主要力量。而对于中国经济而言,尽管在危机发生前,中国已经是美国最大的逆差来源国,但在金融危机后,在美国再平衡政策运用的过程中,中国在美国外部失衡中的地位不降反增,占美国对外失衡的比重从 2006 年的 32.6%迅速上升到了 2012 的 67.6%。这充分说明,在美国进口市场选择的过程中,伴随着金融危机的发生,中国世界主要出口大国的地位不断没有得到削弱,反而得以加强,在某种程度上替代了其他国家的出口份额。而这一点,也进一步印证了中国当前全球制造业大国地位的稳固。

表 3 美国经常账户失衡的国别结构

年份	日本	中国	印度	韩国	墨西哥	英国	法国	德国	加拿大
1992	75.38	—	—	—	-4.93	13.25	-7.22	10.70	-6.58
1993	60.28	—	—	—	2.18	2.00	-1.24	8.33	-1.02
1994	49.72	—	—	—	1.24	9.97	1.04	9.91	2.25
1995	45.51	—	—	—	19.87	11.51	0.69	9.50	3.01
1996	33.47	—	—	—	19.26	8.23	0.68	10.33	5.35

续表

年份	日本	中国	印度	韩国	墨西哥	英国	法国	德国	加拿大
1997	41.68	—	—	—	15.20	9.92	1.78	12.27	—1.16
1998	33.09	—	—	—	10.70	6.46	2.06	10.29	1.71
1999	26.69	24.11	1.99	2.63	9.71	6.11	2.37	9.36	3.77
2000	21.77	21.15	1.82	2.80	7.66	4.43	2.49	6.34	6.72
2001	19.57	22.36	1.58	3.00	9.43	5.96	2.97	5.30	7.02
2002	17.48	24.04	1.63	2.45	10.27	5.09	1.60	6.70	5.29
2003	14.31	25.41	1.44	2.39	9.72	4.48	2.07	7.87	5.58
2004	14.34	27.44	1.41	3.06	8.58	2.05	1.50	8.12	6.44
2005	12.84	29.41	1.63	1.85	7.91	2.82	1.77	7.93	6.85
2006	14.10	32.64	1.77	1.39	9.35	1.67	1.86	7.47	5.43
2007	15.41	41.57	1.57	1.63	11.81	0.52	0.26	6.78	4.67
2008	13.48	45.32	1.80	1.22	11.26	—1.11	1.07	8.74	4.19
2009	12.70	68.87	3.53	1.50	14.99	—2.77	2.88	10.16	—3.20
2010	17.32	67.96	4.48	1.02	16.43	—1.45	3.12	10.35	—4.09
2011	17.53	67.61	5.38	1.04	14.88	—3.10	2.69	13.65	—5.81
2012	13.69	67.61	5.63	1.98	12.32	—2.48	1.77	15.02	0.97

注：图中数据表示的是美国对每个国家的逆差占美国总逆差的比重，负值表示美国的对外顺差，数据来源于美国经济分析局。

但与此同时，中国元素在美国再工业化和再平衡调整中地位的短期加强并不意味着中国一定是美国主导的再平衡调整战略的收益者。相反，从历史经验的视角来看，美国经济再平衡调整的潜在风险仍然需要加以防范，而这一点成为我们理解美国再工业化战略实施目的的关键所在。结合前文分析，我们可以看出，美国的再工业化战略不但在短期内收效甚微，长期内也缺乏产生收益的经济学基础。既然再工业化战略的实施并不符合美国国内资源配置的最优要求，那美国再工业化战略实施的目的又作何解释？我们认为，从美国经济历次调整的过程来看，尽管部分承担了调整的损失，但在调整过后，随着新一轮全球经济分工的出现，美国的收益却仍然能够得到保障。而对于其他外围国家而言，在承担了调整的成本之后，其

经济增长的长期收益很难得到保证。上世纪 90 年代之后,日本顺差大国地位的逐渐消失与经济增长的停滞便是最好的例证。

也就是说,美国再工业化战略实施的短期经济效果如何并不重要,重要的是这样一种战略实施过程中调整成本的分配以及不同国家承担调整成本的能力。在以再工业化战略推动的全球经济失衡调整的过程中,调整成本相对较小、成本承担能力相对更强的国家尽管在一定时期内会出现经济增长的停滞,但从长期战略的角度讲,其相对经济实力却可能会得到进一步的增强。

中美两国作为全球经济失衡的两端,虽然存在着利益的共赢,但在中国经济地位逐渐上升,双方实力不断接近的情况下,势必会伴随着国际分工格局和利益分配格局的变化,“赶超”与“抑制”的矛盾将不可避免。相对于国家生存和发展的非零和博弈,新旧经济大国的博弈具有典型的零和博弈特征。^① 也就是说,一国国际经济分工地位的提升必然意味着其他国家国际分工地位的下降。在这样的背景下,传统的领先国对相对利益的追逐可能会超过对绝对利益的关注,在成本承担能力占优的情况下,以短期的利益损失来换取长期的战略收益将成为最优决策。而这一点,也可以帮助我们理解上世纪 80 年代美日经济失衡调整过程中,美国政府对短期经济下滑的坐视不管。同时,相对于日本的“体制内崛起”,由于中美两国在政治体制和观念认同上的差异,资本主义政治体制外的中国在国际经济地位提升的过程中所面临的外部压力会更为突出。在这个角度上说,中美两国共同观念和制度协调框架的缺失进一步放大了中美两国“赶超”与“限制”的矛盾,这既带来了中美两国在汇率政策和贸易手段上的激烈冲突,也进一步凸显了失衡调整对领先国家的重要意义。而制造业部门在中国经济发展中的重要地位,也使得制造业部门成为美国经济政策制定过程中率先针对的部门。因此,在这个角度来说,再工业化战略的效果、贸易赤字的改善以及经济的平衡发展并不是美国对外经济政策的终结目的,对赶超国家的外在限制才是再工业化战略等再平衡政策推出的真正起因。

(三)中国的政策选择

中短期内,在缺乏重大的技术和制度创新的前提下,现有的世界经济格局仍然会沿袭金融危机发生前的旧有模式,中国经济增长的动力也仍然来源于外部需求的增加,而经济增长方式的转变也需要一个相对较长的过程才能够实现。稳定和巩固中国在现有国际分工体系中的制造业出口大国地位,既是中国经济规避失衡

^① 王亚飞:“大国兴起与国际经济摩擦”,《当代财经》2009 年第 3 期。

调整成本的最优举措,也构成了我国未来经济结构调整及经济发展的现实基础。因此,虽然在长期内中国经济的未来增长离不开世界经济和国内经济的平衡调整,但在短期内,仍然需要防范经济再平衡调整的风险,切不可“为了平衡的调整而进行平衡的调整”。

同时,中国制造业出口大国地位的完善仍然离不开经济全球化过程中政府职能的强化。政府职能的引入实质上是政府对经济的参与和干预。虽然从资源配置的角度讲,政府职能的引入可能会带来资源配置的扭曲,但在开放条件下,政府引入的扭曲成本可能会外溢到其他国家。因此,出于对本国经济利益的关注,在开放条件下,政府政策在强调刺激本国经济需求的同时,也加入对不同国家红利分配的考虑。这一点,不但在萧条时期适用,也适用于对外部发展机会的争取和利用上。相比于拉美国家,东亚国家的“强政府”职能对于美国出口市场的进入和占领至关重要。中国的情形也不例外,中国制造业出口大国地位的形成虽然离不开中国的大市场效应及低廉的劳动力成本,但政府对于外来资本的“超国民待遇”以及竞争性的汇率制度也具有举足轻重的地位。因此,维持竞争性的汇率制度,吸引优质外资持续流入,给予外贸企业必要的补贴,实现内外资企业的协调发展仍是未来的重要政策取向。

更为重要的是,政府职能的加强还在于国际贸易规则制定的积极参与上。在美国再工业化和再平衡调整战略的制定中,为现有竞争优势产业和未来潜在优势产业的发展扫除制度和政策障碍是再平衡调整的主要路径。而在亚太和欧洲地区推进广泛的、高质量的自由贸易协定则是主要的现实政策。对于中国而言,如果 TPP 和 TTIP 成为未来国际贸易规则的制定平台,那么,这意味着中国再次被排除在国际规则的制定过程之外。对于一国在国际竞争中的地位以及利益分配,国际规则具有至关重要的影响,这已经无需赘述。因此,一旦被排除在新国际规则的制定过程之外,在未来很长一段时间内的国际竞争和国际分工利益的分配中,中国都将处于非常不利的地位。对于新国际规则制定权的竞争,应该成为中国未来一段时间内国际战略的重点之一。类似于上海自贸园区这样的单边行动,有助于改善中国内部贸易环境,也有助于进一步提升中国在国际分工和贸易中的地位。但是如果不能融入地区性或多边性行动中,就无法改变我国目前在新国际规则竞争过程中所处的不利地位。为此,需要在单边贸易自由化的基础上,利用自身的经济和贸易影响力,主动发起地区性贸易政策协调。同时,应该重视 WTO 框架下的多边贸易谈判,在多边框架下借助于利益和力量结盟,推动多边贸易体系走出目前的多哈困境。借助于地区行动和多边行动,对抗新国际贸易规则制定过程中可能出现的“霸权模式”。

参考文献

- [1]雷达、赵勇：“金融发展、金融一体化与货币国际化模式”，《中国人民大学学报》2012 年第 3 期。
- [2]廖泽芳、彭刚：“全球经济失衡的调整趋势——基于美国中心的视角”，《经济理论与经济管理》2013 年第 1 期。
- [3]王亚飞：“大国兴起与国际经济摩擦”，《当代财经》2009 年第 3 期。
- [4]Aghion, P., P. Howitt, and D. Mayer—Foulkes (2005). "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence." *Quarterly Journal Economics* 120: 173—222.
- [5]Antras, P. and R. J. Caballero (2009). "Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective." *Journal of Political Economy* 117(4): 701—744.
- [6]Bernanke, B. and M. Gertler (1989). "Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review* 79(1): 14—31.