分报告一

“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应下中国实体经济的发展困局及破解对策

一、对中国实体经济部门“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应的判断

当前，中国经济新常态下，导致经济下行最为突出的因素就是以制造业为主的实体经济部门可持续发展能力的弱化。一方面，中国制造业部门中传统产业出现了加速下滑的态势；另一方面。中国制造业部门中新兴产业的发展还处于孕育之中，并未对中国经济形成足够的支撑力量。这其中，我们发现，当前中国实体经济部门所面临的最为突出的发展问题，就是其正处于“高债务—高税负—通缩”三重因素的叠加效应所造成的发展困局之中，成为困扰和桎梏中国传统制造业转型升级以及新兴产业发展最难以解决的系统性障碍因素。

首先，中国实体经济部门已经处于高负债高杠杆率的特定阶段，而且负债率（杠杆率）还面临持续上升的空间。2014 年末中国实体部门债务规模为 138.33 万亿元，占 GDP 的比重由 2008 年的 157%上升到 2014 年的 217.3%，6 年间急剧上升了 60.3 个百分点。其中，非金融企业部门的杠杆率从金融危机爆发的 2008 年的 98%提高到 2014 年的 123.1%，6 年间大幅度上升了 51 个百分点[①]，即使不考虑地方融资平台的债务，中国非金融企业部门杠杆率在这 6 年间也上涨了 25 个百分点。进一步看，与主要发达国家以及新兴国家相比，最为突出的问题是，中国政府债务占 GDP 比为 57.8%，处于一个相对较低位置。总债务比为 217.3%，相比发达国家也并非处于最高位。然而，中国非金融企业杠杆率（债务占 GDP 比重）高达 123.1%，在主要发达国家以及新兴国家中最高。中国实体经济部门的高负债以及高杠杆率所造成的直接后果是，在中国当前阶段的市场均衡真实利率可能为负和中国银行贷款利率远超市场均衡真实利率的现实背景下，企业必须支付的高额债务利息已经侵占了企业获取正常利润的基本能力，极大地遏制了企业的投资动机以及转型升级与创新能力的提升。



图 1　中国实体经济杠杆率的变化趋势

① 数据来源：李杨、张晓晶、常欣等著，《中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理》，北京：中国社会科学出版社，2015 年。

表 1[①]　　世界主要经济体实体经济债务结构比较(占 GDP 比重) 单位:%

	政府债务占比	居民债务占比	非金融企业债务占比	总债务占比
日本	234	65	101	400
西班牙	132	73	108	313
法国	104	56	121	281
意大利	139	43	77	259
英国	92	86	74	252
美国	89	77	67	233
韩国	44	81	105	231
加拿大	70	92	60	221
中国	57.8	36.4	123.1	217.3
澳大利亚	31	113	69	213
德国	80	54	54	188
巴西	65	25	38	128
印度	66	9	45	120
俄罗斯	9	16	40	65

其次,与世界发达以及发展中国家相比,中国的实体经济部门已经明确存在高税负的重要事实。根据世界银行公布的各国总税率(企业减免掉法律允许部分之后必须缴纳的税额占商业利润的比例),2014 年中国的总税率为 64.6%,远高于发达国家美国的 43.8%、德国的 48.8%、日本的 51.3%,也高于同为发展中国家印度的 61.7%、墨西哥的 51.8%、越南的 40.8%。作为中国国家和地方总税负的核心来源以及税负转移的最终承担者,中国制造业必然首当其中地成为中国高税负最为直接的影响者。其所承受的高税负水平,必然会逐步弱化中国制造业的低成本出口竞争优势,加快中国的低端乃至中端附加值产业向发达国家的回流以及发展中国家的转移。在以 TPP 为主要特征的区域自由贸易投资体系加快替代 WTO 的全球经济变化格局中,高税负对中国制造业部门的负面影响还将进一步凸显和加剧。

① ②、③数据来源:国家金融与发展实验室

表 2[③]　　世界主要发达国家、新兴国家和东南亚国家 2014 年总税率的排名

国家	总税率	国家	总税率	国家	总税率
阿根廷	137.3%	日本	51.3%	马来西亚	39.2%
巴西	69%	俄罗斯	48.9%	新西兰	34.4%
法国	66.6%	德国	48.8%	英国	33.7%
意大利	65.4%	美国	43.8%	韩国	32.4%
中国	64.6%	菲律宾	42.5%	印度尼西亚	31.4%
印度	61.7%	越南	40.8%	泰国	26.9%
墨西哥	51.8%	土耳其	40.1%	新加坡	18.4%

最后，中国制造业部门已经全面处于通货紧缩的状态之中，而且有固化乃至逐步加剧的可能态势。截止 2015 年 11 月，中国的 PPI 发生了连续 45 个月同比下降的重大现象，而且，特别是 2015 年 6 月后中国的 PPI 进入了一个深度下跌阶段，这些现象深刻表明，不仅至少在中国制造业部门已经全面发生了通货紧缩的现象，而且中国制造业部门的通货紧缩可能正在发生进一步加剧的态势。通货紧缩不仅会对中国以制造业为主的实体经济部门的正常运转、自主创新能力提升以及转型升级，造成了不可低估的拖累效应乃至损害效应。而且，也会使得中国实体经济部门成为诱发中国宏观经济风险的重要来源。随着中国以制造业为主的实体经济部门通货紧缩的进一步加剧，其引发系统性金融风险和就业风险等宏观经济风险的概率在进一步加大。

最为关键的是，当前以制造业为主的中国实体经济部门，实质上已经处于“高债务—高税负—通缩”这三种因素的叠加效应所造成的发展困局之中。叠加效应对中国制造业部门和工业部门所带来的发展困局，已经远超单个因素所带来的负面效应，造成了中国制造业部门传统产业出口竞争力的全面且持续弱化，造成了制造业部门投资收益率急剧下降以及转型升级的投资不足现象，对中国传统产业进行转型升级的内在动力造成了深刻的负面影响。而且，叠加效应对中国制造业部门和工业部门所带来的发展困局，对中国制造业部门新兴产业的兴起和扩张，也造成了不容忽略的阻碍效应和拖累效应，在很大程度上成为影响中国新兴产业发展的决定性因素。

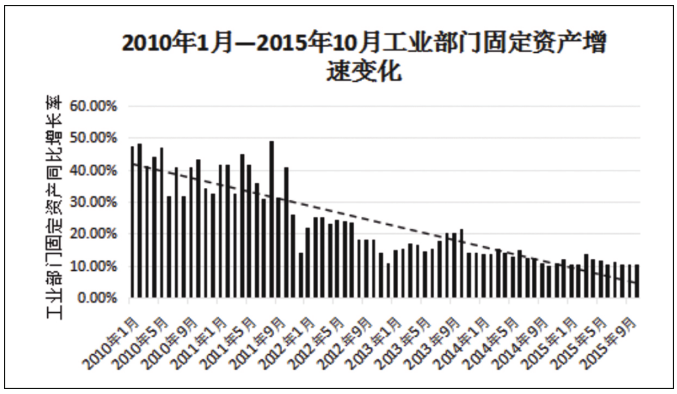

图 2[①]　中国工业部门固定资产增速变化

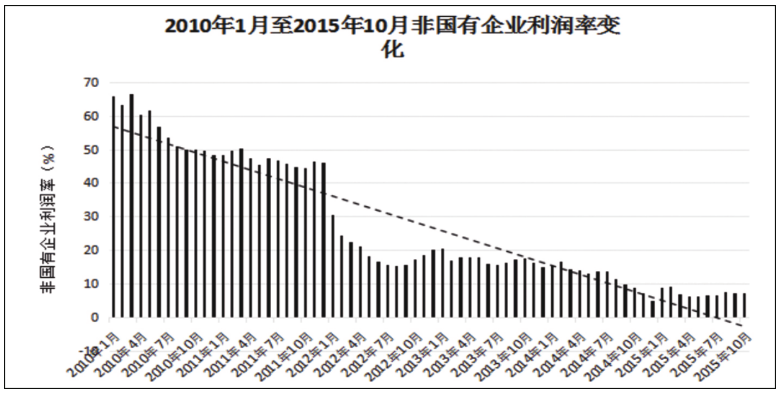

图 3[⑤]　中国非国有工业企业利润率变化趋势

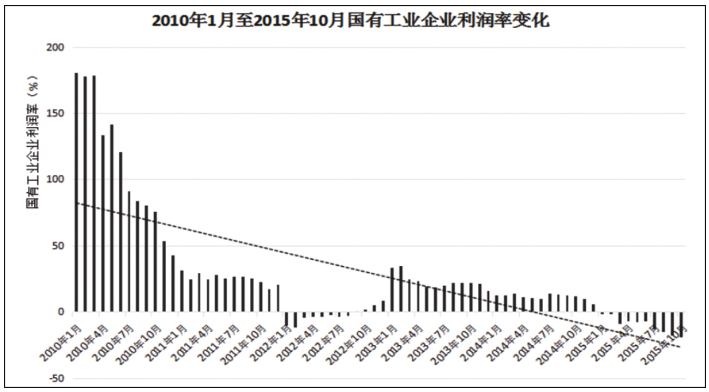

图 4[②]　中国国有工业企业利润率变化趋势

（图 2—图 4 数据来源：中国统计年鉴）

① ④，⑤数据来源：中国统计年鉴

② 数据来源：中国统计年鉴

二、中国实体经济部门“高债务—高税负—通缩”的成因分析

要破解中国实体经济部门“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应所造成的结构性和内生性发展困局，就要准确理解造成中国实体经济部门“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应的内在动因以及可能的作用机理。依据我们的思考和观察，我们认为，导致以制造业为主的中国实体经济部门发生“高债务—高税负—通缩”的原因和内在机理可能在于：

第一，造成中国实体经济部门高债务高杠杆率形成的逻辑机制是：垄断大大银行为主金融抑制体系＋4 万亿元的积极财政刺激计划→企业主要通过借债来筹措发展资金→高杠杆和高负债。我们认为，中国实体经济部门的高负债现象主要是由中国当前的金融抑制体制所造成的。首先，中国以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策，对中国实体经济造成了显著的资本结构错配问题，这主要反映在实体企业的资产负债表中，其基本表现形式就是债务形式的负债率持续增高以及杠杆率的过高特征。由于中国的银行信用只能以贷款方式提供，而中国的实体企业特别是制造业企业只能以负债形式融资，必然会造成实体经济企业负债率过高的后果。其次，在银行体系垄断地位以及金融抑制政策的双重激励下，加大了实体经济的债务成本，挤压和侵占了实体经济的利润，抑制了实体经济发展的内在动力，成为中国实体经济杠杆率攀升以及经济泡沫频繁发生与资源配置扭曲的重要动因。仅以中国上市银行 2006 至 2014 年的净利润为例，16 家上市银行的利润总额每年均远超所有 2000 多家制造业上市企业的利润总额。在中国经济面临持续下行压力的态势下，2014 年中国商业银行净利息收入高达 3.3 万亿元，净利润仍然高达 1.55 万亿元，同比增长 9.7％，比 2013 年还增加了 1369 亿元。而且，中国商业银行平均资本利润率仍然高达 17.59％ ，而同期，中国工业企业的平均利润率不超过 7％，工业企业 500 强是 2.3％，规模以上工业企业主营活动平均利润率也只有 6.04％，二者利润率的对比与落差非常鲜明。

第二，造成中国实体经济部门高税负形成的逻辑机制是：特殊政治体制→政府规模扩张＋政府权力边界扩大→税负的高增长＋寻租活动导致的企业交易成本加大→企业真实税负水平高企。造成中国实体经济部门高税负水平的根本原因在于：在政府和市场功能边界定位没有完全科学界定的情形下，中国形成了政府权力扩张和财政供养人员队伍“越收越扩张、越紧越膨胀”的双重循环扩张怪圈。依据

陈剑的研究成果，到2014年底，中国财政实际供养人数已经超过6400万，财政供养比已高达23:1。中国当前如此规模巨大以及仍然在膨胀的财政供养人员队伍压力，必然最终会传导到企业的税负承担方面，不可避免地造成中国实体经济部门的高税负效应。而且，中国长期针对公务员队伍的相对低薪政策，必然会在一定程度上激励掌握政府权力的公务员的各种寻租腐败活动，导致企业在获得发展所需关键要素过程中必然会遇到各种额外的隐性交易成本，进一步推高中国实体经济部门的高税负效应。客观来看，只要在中国政府和市场功能边界尚未界定清楚的情形下，中国政府权力扩张和财政供养人员队伍扩张的怪圈就无法破解，中国实体经济部门面临的高税负以及各种隐性高交易成本，也就无法从根本上得以解决。

第三，导致中国实体经济部门通货紧缩发生的逻辑机制是：政府和市场的边界界定不合理→政府对微观经济活动的过度干预→（产能过剩＋政府优惠政策和补贴激励下的企业规模扩张）→实体经济部门的供需关系失衡＋全球危机复苏缓慢情形下的出口阻力→实体经济部门通缩紧缩的全面发生。造成中国制造业部门全面发生通货紧缩的原因比较复杂，既有国内也有国外因素。首先，从国内因素来看，中国各级政府在现有的政绩考核体制之下，积极利用各种土地、金融以及税收优惠招商引资政策以及制定各种不符合本地区实际情况的产业发展规划，来谋求本地区GDP的竞争式快速增长。各级政府完全不顾市场竞争资源最优配置逻辑和要素价格信号，竞相发展那些短期内能获得投资资金和产出的大项目和国有投资项目，以及短期内能够快速带来GDP规模增长的重化行业投资项目，造成了这些行业的产能过剩。而且，在强调本地区就业安全风险以及“稳增长、保增长”的行政思维逻辑下，对于那些产能过剩行业中落后产能的淘汰以及僵尸企业的集中破产倒闭，往往又显示出过于谨慎和保护的行为。这就激发了产能过剩行业的企业通过继续扩大产能来谋求“尾大不掉、国家兜底”的扭曲思维，进一步促使产能过剩沿着产业链前后方向的蔓延和加剧。最终导致中国制造业部门相比比例行业的供需关系的彻底失衡，导致通货紧缩的全面发生。其次，作为中国最主要的出口部门，中国制造业部门的产能扩张既与全球经济的周期性特征紧密相关，也与中国劳动密集型出口成本优势的变化紧密相关。在全球经济危机触发的全球贸易“大停滞”和中国各要素快速上升造成的双重挤压之下，中国的出口增长面临停滞乃至下滑的现象，在中国出口结构调整慢于低成本出口优势降低的情形下，这进一步造成中国制造业部门产能过剩的加剧和通货紧缩的全面恶化。

三、对中国实体经济及宏观经济的多重扭曲性影响

中国实体经济部门现阶段所遭受“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应带来的冲击，既对实体企业的行为特征造成了显著的扭曲性影响，也引致了中国宏观经济的发展困局和宏观调控政策的失效，甚至会诱发一系列金融风险乃至经济风险的爆发，对中国新常态下的宏观经济稳定以及维持经济中高速增长的内在动力造成重大负面冲击。这具体表现为：

(一)对中国实体经济企业的行为特征造成了扭曲性影响

1、固化了出口依赖＋低利润＋低端生产能力的脆弱型发展模式

现阶段，中国实体经济部门遭受的“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应所带来的复合冲击，首当其中的是造成中国制造业企业出口依赖＋低利润＋低端生产能力的脆弱型发展模式的固化以及转型升级能力的缺失。客观来看，中国特定时期农村劳动力具有的勤劳忍耐品质和人口红利结合所构造的独特低成本出口优势条件下，在发达国家主导的以产品环节全球价值链分工体系和中国加入 WTO 的双重激励相容外部环境下，在中国各级政府利用对要素市场的控制和干预来创造的以 GDP 增长竞争为主要形式的招商引资发展优势以及中国对人民币汇率长期控制以及实施各种出口退税政策的多重激励相容内部环境下，中国制造业在全球价值链的低端生产与组装环节获得了巨大的低成本出口优势，使得中国经济在从低收入阶段向中等收入的经济起飞发展阶段中，依靠出口导向战略实现了要素粗放型的较低层次经济增长。当前，中国经济已经面临进入由中等收入向中高收入乃至高收入的跨越式发展阶段，中国制造业所依赖的以上多重低成本出口竞争优势已经在加快衰退乃至丧失，迫切需要中国通过的全面改革，特别是对中国政府行政行为模式的约束和改革，来重塑实体企业发展所需的新制度激励环境和新内生动力，摆脱中国实体经济部门对原有的出口依赖＋低利润＋低端生产能力的粗放型发展模式的依赖。然而，中国实体经济部门当前遭受的“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应，正如我们以上的分析，本质上是中国各级政府对微观经济发展的过度和不合理干预模式以及特有的政府行政体制带来的必然后果，而政府的干预行为模式和行政体制往往具有路径依赖和利益集团固化的基本特征，这就会造成短期内中国实体经济部门遭受的“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应的持续

乃至进一步的恶化，放大扭曲中国实体企业的行为模式和决策动机，固化以制造业为主的中国实体经济部门的出口依赖＋低利润＋低端生产能力的脆弱型发展模式，形成相互锁定乃至自我强化性质的发展困境。

2、固化了官商结合＋政府优惠政策依赖型的企业盈利和发展模式，弱化了中国实体经济企业自主创新能力的内生激励机制

针对当前的中国发展模式而言，最为核心的问题是如何科学界定政府和市场的权力边界，客观来看，造成中国当前众多经济发展困局的根源，很大程度上均来自于中国情形下政府和市场权力边界的核心原则缺位以及在操作过程中定位和实施的混乱。事实上，在中国原有的政府行政体制和各级政府官员自身功能定位的既定模式下，必然会造成微观企业官商结合＋政府优惠政策依赖型盈利和发展模式的形成。一方面，中国的市场化改革存在的一个典型不对称现象，就是要素市场的市场化改革严重滞后于产品市场的市场化改革。这种市场化改革的不对称性本质上是中国现行政府行政体制定位变异以及政府和市场边界尚未科学界定的必然结果。这种不对称性的典型表现就是中国以垄断性大银行为主的金融抑制体制的形成以及国有企业在核心行业和特定产业链环节的“国大民小”、“国强民弱”、“国垄断民竞争”乃至2008年金融危机后出现的“国进民退”现象。金融抑制政策以及国有企业的存在，在某种程度上为中国实体企业依靠官商结合来谋求发展企业所需的关键资金要素，创造了实施空间和操作途径。另一方面，中国各级政府在制定本地区产业发展规划来谋求经济发展优势的过程中，路径依赖式地依靠出台各种显性和隐形的招商引资优惠政策以及实施各种形式的政府补贴奖励资金政策，而非创造普惠制的公平市场竞争环境和提供有效公共服务平台，来帮助本地区企业特别是大企业或国有企业获得竞争优势。中国各级政府官员对优惠政策以及运用财政资金实施各种政府补贴奖励政策，不仅仅是出于为了在短期内获得GDP规模增长的晋升锦标赛竞争优势，也是官员个人通过其掌控的权力资源获取寻租和腐败收益的重要途径，这二者在中国现有的政府行政体制和经济发展模式下形成了互为内嵌式的激励相容机制。这种特定的激励相容机制必然造成的结果是，中国微观企业对官商结合＋政府优惠政策依赖型的企业盈利和发展模式的依赖。由于中国当前“优胜劣汰”的市场竞争机制并未真正建立，即便中国实体经济部门遭受了“高债务—高税负—通缩”的三种叠加效应，由此造成的发展困局可能会激励微观企业进一步地对官商结合＋政府优惠政策依赖型的生存模式的依赖。最终在相当程度上导致中国实体经济企业通过提升自主创新能力，来获得生存和发展机会

的内生激励机制的普遍缺失。

3、造成了实体经济企业追求短期化、多元化和泡沫化的投资偏好特征，导致了微观企业转型升级的内生能力不足

在中国政府为了应对2008年金融危机冲击而推进的4万亿投资刺激计划的负面激励效应下，特别是在2008年的金融危机之后，中国实体经济部门遭受的“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应所形成的发展困局开始发酵、显现并逐步加剧，在此情形下，中国微观企业的投资决策行为发生了重要的变异现象，最为突出的变异行为就是体现出短期化、多元化和泡沫化的投资偏好特征。一方面，“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应造成的最为重要后果是，中国制造业企业总体上无法获得较高的利润率，自从2011年开始，中国工业企业部门利润率的增长率就面临一个“断崖式”的下滑态势，中国规模以上工业企业的净利润率从2012年就进入逐步下滑通道之中，到了2015年已经处于5－6%左右。这种情形下，不少中国制造业企业为了保障自身投资的相对正常盈利性（相对银行的贷款利率），从2008年就开始大规模进行多元化的投资经营策略，偏离自身的主营业务将企业的留存资金乃至流动资金投入到与主营业务和企业核心竞争力相关性较小的投资项目之中，而非投资到企业主营业务的质量、品牌、劳动生产率以及自主创新能力提升为核心的市场竞争力强化方面，以图投资收益的多元化和组合化；另一方面，鉴于中国特定发展阶段中股票、信托、房地产、民间金融甚至高利贷等行业存在较大的获利机会，特别是由于监管制度不完善、利益集团控制以及金融抑制体系造成这些行业中普遍存在泡沫形态的短期高风险高收益机会，这激发了大量本应用于企业创新研发活动、提升企业产品质量和劳动生产率投资的资金，从制造业部门流向这些投机泡沫行业，进一步抑制了中国制造业部门微观企业进行转型升级的内在动力。

4、加速了传统产业竞争优势的衰退，抑制了中国新兴产业的兴起，阻碍了中国经济结构的调整

在“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应对中国实体经济部门特别是制造业部门所带来以上各种负面冲击的多重作用效应下，中国出现了经济发展动力转换的困境，一方面，传统产业竞争优势在加速衰退，劳动密集型产品的出口优势在快速弱化，在全球经济复苏乏力的整体外部环境制约下，导致中国传统产品的出口规模在加快下滑，对中国经济增长的拉动力由正转负，负面效应进一步加剧；另一方面，由于中国实体经济部门的自主创新能力提升一级转型升级的内生动力，深受“高债务—高税负—通缩”三种叠加效应的拖累效应和桎梏效应，新兴产业并没有

相应地跟随中国内需能力和要求的升级而同步升级，存在明显的滞后效应，导致中国的高端需求未能及时成为中国本土企业的内生拉动力量，中国国内的高端消费市场已经被国外高质量产品占据或转向国外高品质产品的消费，进而从需求层面进一步制约了中国经济结构的转型升级。

（二）引发宏观经济增长动力缺失、宏观传统调控政策失效以及宏观风险

首先，在“高债务—高税负—通缩”三种因素的叠加作用效应下，中国实体经济部门的发展困局不仅仅对宏观经济的供给侧面造成了短期内难以避免的负面冲击，而且，中国宏观经济供给侧面的持续疲软和恶化，会进一步扩散和传递影响到中国宏观经济的需求侧面，导致宏观需求层面的进一步恶化，即形成制造业为主的实体经济部门发展能力弱化→宏观经济供给侧面发生问题→宏观经济需求侧面出现问题→宏观经济供侧面的持续恶化的负反馈循环机制。因此，中国宏观经济供给侧面的恶化局面如果进一步传递到需求侧面，在今后一段时期内，其可能会导致失业增加以及城乡居民收入增幅降低和停滞的现象，从而对维持中国当前经济增长最为关键的消费内需造成负面冲击。而不断升级转型的消费内需，是推动中国当前经济结构转型升级以及推动创新驱动发展战略实施最为核心的动力机制。中国宏观经济供给侧面的恶化导致需求侧面动力机制的弱化乃至恶化，会触及中国经济增长的安全底线，最终会导致中国无法摆脱“中等收入陷阱”。

其次，在“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应所造成的中国实体经济部门的发展困局，造成当前中国传统货币政策的失效和财政政策的困境。一方面，在银行遵循商业操作规则而关注自身贷款风险的前提下，中国实体经济企业偿债能力的恶化风险，阻隔了银行体系资金对实体经济部门提高产品质量、提升自主创新能力以及打造转型升级能力的投资活动的传递性和渗透性，导致降息、降准政策以及其他中国特色的货币宽松政策，并不能将金融资金有效地渗透到迫切需要长期资金来实施转型升级活动的实体经济部门，相反，却一定程度上造成了银行体系对中国实体经济企业的高贷款利益要求、“惜贷”行为甚至“逆向抽贷”行为，极大地加剧了中国实体经济部门的发展困局。事实上，当前中国实体经济发展的核心困境是维持发展所需资本的长期化和实际获得资金的短期化之间的错配和扭曲，迫切需要货币政策的全面创新来彻底解决中国金融体系与实体经济无法相互衔接和支撑的困境；另一方面，制造业为主的中国实体经济部门作为中国地方和中央税收的主要来源，“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应所造成的发展困局，必然会导致中

国税收增速的整体快速下降，由于当前“稳增长、调结构、惠民生、防风险”的四大宏观经济目标，无论何种目标均会内在地倒逼中国各级政府运用财政资金来对之加以解决，运用积极财政政策的发力来引导和破局，这造成了中国财政支出高增速的刚性特征。而且，短期内缓解中国实体经济部门的“高债务—高税负—通缩”带来的发展困局，需要针对实体经济部门的全面减税政策的推进。再加上，在当前的经济下行周期中，货币政策边际效应减弱，经济托底和结构调整也需要财政政策的发力配合。因此，今后一段时期内中国财政收支的矛盾必将进一步凸显和扩大。当前的数据就深刻验证了这一问题，2015 年 1－10 月全国一般公共预算收入比去年同期增长 7.7%，同期，全国一般公共预算支出比去年同期增长 18.1%，二者的不对称效应在今后相当一段时期内必将成为常态。

最后，“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应对中国实体经济部门所造成的发展困局，可能会引发中国银行体系和影子银行体系的金融风险。在中国的实体经济部门主要仍然是依赖银行贷款以及影子银行体系贷款为主的间接融资渠道金融体系的约束条件下，实体经济部门蕴含的各种发展风险会直接感染银行体系和影子银行体系，导致银行效益的不良贷款率急剧上升，进而诱发中国银行体系的系统性金融风险。而且，其可能会引发僵尸企业倒闭的集中爆发，进而引发中国的就业安全风险。事实上，“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应所造成的中国实体经济部门的发展困局，已经造成大量“僵尸”企业的出现，导致制造业部门资金加速向泡沫行业转移的现象，一方面，僵尸企业的倒闭破产在今后某一特定时期的集中爆发，可能会在短期内造成大规模的失业现象，冲击中国的就业安全底线；另一方面，考虑到中国实体经济部门的基础性地位，这会使得中国实体经济的发展困局所引发的金融风险和就业安全风险，成为诱发各种宏观经济金融风险爆发的来源以及关键连接点所在，加剧中国系统性金融风险的爆发。

四、解困思路与根本性改革取向

“高债务—高税负—通缩”三重叠加效应对中国实体经济部门所造成的发展困局，导致中国政府解决实体经济部门发展困局的政策组合工具的复杂性和政策工具本身的内在冲突性，造成中国传统思维逻辑的宏观调控政策工具的失效。事实上，当前中国实施的稳健乃至宽松货币政策，在中国当前以大银行为主的间接融资形式的金融体制之下，均无法使得金融资金有效地渗透到迫切需要资金的实体经

济部门，相反，在银行遵循商业规则操作的情形下，其成为加剧中国实体经济发展困局的催发剂。而且，当前中国各地政府仍然还是采取已有各种产业扶持政策和优惠政策的传统逻辑思路，积极的财政政策在一定程度上只能扩大中国实体经济部门的产能过剩现象，进一步扭曲中国实体经济摆脱发展困局所需的最为重要的公平市场环境。基于以上分析，我们认为，要从根本上真正解决中国实体经济部门由于“高债务—高税负—通缩”这三种因素的叠加效应所造成的发展困局，仅仅依赖短期的降息降准、出口退税、出口贸易便利化以及结构性减税等政策，可能难以从根本上得以解决。当然，也不可否认这些短期政策的合理性，这些政策措施短期内是可以起到缓解中国实体经济部门发展困局的功效。按照我们的思考，从长期来看，根本性的改革措施应该着眼于：

首先，要解决中国实体经济部门的高负债难题，就有必要从切实全面推进金融体制的大改革入手。一方面，加快银行体系的混业经营，通过针对银行体系发展直接融资方式的创新举措，来从根本上来解决银行体系的贷款资金短期化倾向和实体经济长期发展资本之间的内在矛盾，构建真正适宜于中国实体经济发展内在需求以及转型升级特征的金融体系。重新审视禁止商业银行从事投资活动的规定，中国金融体系的改革，已经不要再仅仅局限于是否逐步放松利率管制与利率市场化的表层次讨论，而是要彻底进入到银行体系的定位和发展思路的全面深层次改革的思考和探索。我们认为，在当前中国金融体系仍然是以银行主导的金融格局的现实背景下，通过发展直接融资形式的资本市场，来解决中国实体经济长期发展资本的错配与扭曲困局，短时期内可能难以有效实现。而且也“远水解不了近渴”。而且，在全球对外开放的现实背景下，冒进式的或者快速推进型的直接融资形式的资本市场发展策略，可能会遭受国外金融危机冲击的风险，甚至在国家之间残酷发展竞争情形下遭受发达金融体系的干预与控制。这种背景下，通过对中国银行体系禁止发展直接融资方式的管制政策的逐步解除，鼓励银行业的混业经营以及直接投资业务的创新，可能是中国情景下解决实体经济部门高负债率的可行思路与破解途径。

另一方面，在中国经济“新常态”的特定背景下，通过鼓励中国资本市场的全面发展，容忍资本市场适度的泡沫化，特别要对创业板、新三板以及主板市场适当容忍一定程度的泡沫性。中国当前经济发展进程中的突出难题是，旧的发展优势已经逐步弱化，而新的竞争优势还未全面确立。而且，无论是实体经济还是地方政府，共同面临的困局是无法获得有效的长期发展资本，只能依靠短期借贷资金的长

期错配化使用，造成了中国经济发展进程中典型的三大不匹配与风险，即地方政府债务风险和实体经济转型升级之间的不匹配和风险；金融体制利益集团和实体经济发展之间的不匹配和风险；产能过剩和实施大众创业万众创新战略之间的不匹配和风险。因此，在这种背景下，借助中国资本市场适度的泡沫化，通过引导社会资金、金融体系资金流向实体经济，积极促进大众创业万众创新战略的实施。而且，适度的资本市场泡沫可以增加投资者的投资信心，通过投资者的财富效应和收入增长激励效应，促进中国宏观经济供给和需求侧面关系的有机平衡，逐步解决中国当前经济发展进程中的长期有效需求升级动力缺失引起供给不足的内生发展困局。

其次，针对“高债务—高税负—通缩”这三种因素的叠加效应所造成的中国实体经济发展困局，从中国的基本现实来看，短期内可操作的政策组合是：一是增加支出，可以通过盘活存量（前期沉淀财政资金流向实体经济）＋借助金融资本加杠杆（专项债与下调固定资产资本金）＋社会资本加杠杆（加速推进 PPP 和政府股权投资基金）；二是实施推进针对实体经济的全面性的大幅度结构性减税政策。而且，在中国已经面临财政收入增速的不对称效应下，财政收入增速既定下滑的基本事实造成的财政预算的硬化和有限性，就决定了更加积极的财政政策只能依赖地方债务的置换、存量资金的盘活、杠杆比例的提升等方式来实现。

然而，我们认为，以上的一系列降低中国实体经济部门高负债高杠杆率的短期政策组合，很大程度上只能起到“治标不治本”的短期作用效应。要从根本上解决中国实体经济高税负和高交易成本的难题，减少政府非公共性的权力，减少政府层级，科学合理设置政府权力清单和机构设置，可能是最为持久，同时也是最为彻底的重大体制改革举措。事实上，早在 2005 年中央就首次明确提出了减少行政层级，“十一五”建议对深化体制改革提出了许多新的重要要求，其中就包括深化政府机构改革，优化组织机构，减少行政层级，理顺职责分工。实际上，政府权力改革和行政层级改革是相辅相成的，二者的改革推进缺一不可。中国现行的五个层级政府，即中央、省市区、地市、县市区、乡镇和街道。由于行政层级较多，必然会导致政府机构权力不可遏止的内在扩张和财政供养人口的内在膨胀动力的发生。依据我们的长期调研和思考，当前改革的突破口可以从大规模合并和取消镇级政府机构入手，一方面，中国多数镇级政府事实上已经沦为“吃饭财政”，提供公共服务的功能已经基本丧失，导致多数镇级基本公共服务严重缺位。可以将维持镇级政府运行的资金节省下来由上一级政府转移到提供本镇区的公共服务方面；另一方面，镇

级政府财政供养人员由于薪水相对较低，监管机制难以渗透到位，必然激发大量腐败寻租行为的发生，激发政府和群众之间的矛盾。基于这些思考，从缩小镇级政府入手，依次倒逼和科学界定上一级政府的权力边界和财政供养人口规模，应该是合理且可行的改革逻辑。

最后，要彻底解决中国实体经济部门由于产能过剩导致的全面通货紧缩困局，要有“壮士断腕”的大勇气以及“举重若轻”的大智慧。不要再局限于过剩产能的淘汰以及僵尸企业的集中破产是否会造成短期大规模失业诱发社会安全风险的过度担忧，而是要积极通过构建失业保障安全网和打造社会安全托底机制，扎实推进僵尸企业倒闭破产以及落后产能全面淘汰的善后工作，来重塑中国实体经济可持续发展的公平市场环境。这才是中国破除产能过剩和实体经济部门通货紧缩现象的唯一的且根本性的改革道路。