主报告

第一章　“中国宏观经济论坛”简介

——经济转折点中的中国宏观经济报告

中国经济增长和周期性波动都是在结构性扭曲的大环境下出现的，扭曲虽然促成了中国经济在特定时期的高增长，但是却付出了效率、环境和可持续性的代价。**“改革”一直是中国宏观论坛研究报告所秉承的逻辑。报告始终认为改革理顺宏观经济各组成部分关系和政策传导机制才是经济可持续发展的根本保障。报告不仅关注短期宏观经济政策，更加重视长期结构调整。**

在方法论方面，宏观经济论坛研究报告一贯坚持政治经济学的分析方法。政府在中国经济中扮演重要角色，政府不仅是经济政策的制定者，同时也是市场活动的参与者。中国的经济政策不仅局限于总量的财政政策和货币政策，还有产业政策、土地政策等微观结构性政策。各级政府之间财权事权分配财政竞争也是宏观经济波动的根源之一。中国宏观经济波动具有内生性特征，与西方经济周期理论所描述的从“外生随机冲击”到“内部扩散”的机制不同。

2007 年美国次贷危机发生之后，中国经济大致经历了三个发展阶段，一是危机发生后的紧急应对阶段；二是全球衰退背景下的经济稳定阶段；三是新常态之后的经济复苏阶段。2014 年习近平总书记指出“中国发展仍处于重要战略机遇期，

我们要增强信心，从当前中国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心态”，正式指出中国经济进入新常态阶段。事实上，在此之前，宏观经济论坛报告中就已经指出中国经济将进入“中高速”发展阶段。

为此我们把历次宏观论坛主报告的观点进行总结，并将其分为三个阶段，分别针对中国经济“新常态”时期、“后危机”时代经济复苏时期和应对“金融危机”时期。[①] 在接下来的三章中，我们将总结中国宏观经济论坛在中国经济不同发展时期所提出来的主要观点，从中总结中国宏观经济论坛十年来对中国宏观经济理论研究和政策分析方面的贡献。

在中国宏观经济的转折点，宏观经济论坛研究报告提出了一些有代表性的观点，见图 1－1。

1、2007 年第 4 季度报告指出“2007 年将是中国经济此轮经济周期的最高点”。

2007 年中国宏观经济延续了 2006 年的强劲扩展趋势，在固定资产投资与国际贸易顺差持续扩展的推动下，2007 年 GDP 增长速度继续攀高。**我们认为随着实际 GDP 与潜在 GDP 之间的正向缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步加强。达到本轮经济周期的最高点。**

基于分析和预测，报告提出以下结论和政策建议：

(1)宏观经济在总体上应当继续采取中性定位、偏紧操作、组合实施的策略，以实现中国经济在高速增长中进行自我均衡化的结构调整。

(2)正确认识在金融深化与金融结构转型的时期中货币政策传导机制的变化，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策，为消除经济过热压力、延缓本轮经济周期的繁荣形态创造条件。

(3)充分认识到相对价格调整是中国经济结构转化的重要杠杆，有步骤地进行要素价格改革和本币升值是中国中期调控的必然选择。因此，需要对不同要素价格形成机制改革的次序、力度以及规模进行近期统筹安排，同时，根据货币政策以及世界形势的需要加大汇率调整的力度。

2、2008 年第 2 季度报告指出“中国宏观经济所面临的外部环境恶化不是一个短期问题，而是一个中期问题”。

世界经济于 2008 年告别“大缓和”的黄金阶段，进入本轮世界经济周期的下行区间，经济的回落和通货膨胀的抬头将使全球滞胀的威胁加剧。**中国宏观经济所**

① 在下文中为了突出报告的主题，我们引用报告时均为报告的副标题。

面临的外部环境恶化不是一个短期问题，而是一个中期问题。

第一、世界经济将于2008年告别“大缓和”的黄金阶段，进入本轮世界经济周期的下行区间，经济的回落和通货膨胀的抬头将使全球滞胀的威胁加剧，中国宏观经济所面临的外部环境恶化不是一个短期问题，而是一个中期问题。

第二、**2008年中国GDP增长大幅回落，产出缺口的快速逆转标志着中国宏观经济开始步入周期下行区间。**中国宏观经济很可能重蹈以往下行区间的调整模式——“短期小幅回落引领中期加速性衰退”。

3、2009年第1季度报告就“走出经济低谷的改革措施与宏观治理”问题进行讨论。

报告指出2009年初出台的刺激方法属于投资驱动型方案。它只是延缓了投资驱动型经济增长模式内在的矛盾，不仅无法从根本上解决需求结构转变和内需的持续增长问题，而且还会扭曲政策传导机制，导致当前刺激经济政策效果的不确定性。

报告还指出以投资为主导的短期刺激政策并不足以引领我国走出“周期性”和“全局性”的经济衰退。因此，“扩内需”与“增长模式的转换”必须以体制与机制的“改革”为前提和先导。改革开放为中国带来了持续30年的快速经济增长，创造了一个世界奇迹。解决我们当前面临的困难从根本上说也依赖进一步的改革开放，通过改革开放转换经济增长模式，为启动内需奠定坚实的制度基础。

4、2009年第3季度报告指出中国经济增速将进入“次高速”时期。

中国经济增长的传统支撑点已经开始步入其边际递减或总量衰退的变异阶段——体制转轨带来的的资源配置效应开始衰退；全球化红利开始步入平稳发展阶段，国际贸易的加速增长将被贸易平稳增长所替代；人口红利已渡过拐点，人口负担的反向效应开始出现；城市化产生的增长冲击力量在加速回落；第二产业对整体经济的带动效应已远不如从前。**中国经济增速将进入“次高速”时期。**

从供给结构与需求结构来看，未来“次高速经济增长”将伴随着经济结构的调整，但调整的速度较慢，经济结构的快速调整与增长方式的转换并不会同时出现。调整的模式具有明显的需求先导型、产业内部深化等特点。人们原来所想象的“内需驱动模式替代外需驱动增长模式”、“消费主导型增长模式替代投资主导增长模式”、“技术－人力资本密集增长模式替代资源密集增长模式”、“服务化驱动增长模式替代工业化特别是重化工化驱动模式”的增长模式大转变并非想象得那么迅猛。

5、2009年4季度报告指出未来中国宏观经济将步入“进退两难”的局面，出现

“双 W 轮动”的调整模式。

2009 年第四季度中国宏观经济整体开始进入“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的过渡阶段。这决定了中国宏观经济超预期反弹具有“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点，**未来中国宏观经济将步入“进退两难”的局面，出现“双 W 轮动”的调整模式，**面临多目标约束下的“政策有效组合困境”。

宏观经济政策的核心是，以“以进为退”的策略突破目前所面临的“进退两难”的困境和多目标约束下的“政策有效组合困境”。“以进为退”、保持中国较高的增长速度、在高速中调结构和促改革、在连续性中谋退出，可能是中国近期的最佳选择。在宏观调控中相对弱化“结构目标”、“通胀目标”、强化“速度目标”是解决多目标约束下的“政策有效组合困境”有效之道。

6、2010 年第 2 季度报告指出中国经济将出现“次萧条”局面。

随着 GDP 增速出现强劲的逐季回落的趋势，多重经济下滑力量将使中国出现“次萧条”局面。从周期角度看，中国经济与世界经济都没有步入新的周期。在“周期转换”、“政策调控”与“结构调整”的三重力量的作用下，宏观经济可能步入“振荡”、“波动”与“相对低速”的过渡期。

为适应未来周期交替的过渡期和市场性结构调整启动的拐点期，宏观经济目标应当适度调低增长目标，不宜过度采取行政措施找寻下一个周期的增长源泉。政府应当高度重视市场性结构调整启动拐点期的重要性。围绕投资和出口的各项刺激性政策的全面退出应当慎重。宏观经济政策方面要启动常规性的需求政策；另一方面应当启动供给管理政策，应当将落后产能的淘汰和过剩产能的治理上升到供给管理的层面加以推动，以回避经济上升期进行产能治理带来的各种利益冲突。

7、2011 年第 4 季度报告指出中国经济步入一个趋势性的回缓通道之中，2008—2010 年的“V 型”反弹仅是本轮经济“W 型”调整的一部分。

2011 年在“全球经济复苏受阻”、“国际资本流动变异”、“国内各种刺激政策全面回收”、“货币政策回调”以及“房地产调控政策全面加码”等多重因素的作用下，中国宏观经济复苏的步伐放缓，呈现出“经济增速逐季回落”、“通胀压力高位回缓”、“经济泡沫逆转”、“资源错配加剧”、“金融风险上扬”与“结构刚性持续”的局面。

中国实体经济步入一个趋势性的回缓通道之中。这次回缓是 2010 年经济增

速回缓的延续，并与2008－2010年的“V型”反弹组成了本轮经济“W型”调整的一部分，这种趋势性的回调不是暂时的、而是阶段性的。

地方投融资平台债务高筑、银行表外信贷的膨胀、民间融资的泛滥以及各种监管套利和持续的资金虚拟化标志着中国金融扭曲和金融风险步入一个新时期。中国经济泡沫的持续和数量性货币政策的调控直接导致中国金融资源虚拟化，“泡沫经济”＋“利率管制”＋“不对称的货币数量收缩”是导致中国金融资源错配与价格扭曲大幅度加剧的核心原因，这些资源错配和金融扭曲已严重影响中国经济增长和宏观经济的稳定。

“降速却没有转轨”现象不仅意味着中国经济景气的下滑，同时也意味着中国经济增长模式将从“投资与出口两轮驱动模式”变为“投资单轮驱动模式”，可持续性进一步弱化。

8、2013年第4季度报告指出大改革将在打破传统的利益格局和资源配置的方式，对现有的生产体系，特别是投融资体系和政府经济管理运转模式带来冲击。在中长期内，大改革将重构中国经济增长的源泉，在优化资源配置的效率的基础上释放改革红利。

党的十八届三中全会揭开的全面改革必将在未来相当一段时期内对中国宏观经济运行的机制以及宏观经济的走势产生基础性的作用。在短期内，大改革将在打破传统的利益格局和资源配置的方式，对现有的生产体系，特别是投融资体系和政府经济管理运转模式带来冲击，从而导致政府消费、各类投资速度出现波动；在中长期内，大改革将重构中国经济增长的源泉，在优化资源配置的效率的基础上释放改革红利。

大改革在本质上是一场全面的政治运动，是在经济基础发展的推动下上层建筑的变革与重构。大改革在本质上又是一场轰轰烈烈的社会运动，它不仅改变不同利益集团的权力关系，也改变了社会互动的关系。大改革在本质上也是资源配置方式的变革与经济利益的重构，政府与市场关系的重构、财税体系的改革、土地制度的改革、金融改革深化、社会福利体系的全面重构都会对现有的资源配置模式带来根本性的冲击，短期的“创造性破坏效应”依然较为明显。改革带来的投资空间的释放以及市场信心的重振在短期依然具有一定的不确定性。

9、2014年第4季度报告指出“中国宏观经济步入‘新常态’攻坚期”。

2014年中国宏观经济“新常态”不仅延续了以往的典型特征，同时还在房地产周期性调整、大改革、去杠杆等因素的作用下呈现出一系列的新现象和新的运行模

式，很多参数开始出现超预期调整。这可能标志着中国宏观经济“新常态”开始步入其攻坚期。

政府应当抛弃“唯增长”与“唯改革”的取向，采取“均衡取向”，即在坚守底线管理的基础上全面推进“大改革”与“大调整”。同时，政府应当适度调整宏观经济政策定位，采取“强监管”＋“适度宽松的货币政策”＋“积极的财政政策”＋“常态化的微刺激”政策组合，并防止在实际操作中将“均衡取向”等同于“中庸取向”，使改革在教条式的“稳增长”中流于形式。

10、2015 年第 4 季度报告指出 2015 年 3—4 季度不是本轮“不对称 W 型”周期的第二个底部。2016 年仍将是中国经济持续探底的一年。

由于“通缩－债务效应”不断发酵，宏观经济内生性收缩力量不断强化，去产能与去库存不断持续、基层财政困难陆续显化、部分行业和企业盈亏点逆转，以及“微刺激”效果递减等因素，“稳增长”政策难以从根本上改变本轮“不对称 W 型”周期调整的路径。2015 年 3—4 季度不是本轮“不对称 W 型”周期的第二个底部。2016 年仍将是中国经济持续探底的一年。

2016 年不仅要面对探底的不确定性，同时还将面临两大类风险：一是微观主体行为整体性变异带来的宏观经济内生性加速下滑的风险；二是各种“衰退式泡沫”带来的各种冲击和系统性风险。中国宏观经济的持续探底决定了 2016 年必须对宏观经济政策进行再定位。

11、2016 年报告《供给侧结构性改革的理论逻辑及实施路径》指出马克思主义生产关系必须适应生产力的性质是供给侧结构性改革的逻辑起点；矛盾的主要方面与次要方面的转化是供给侧结构性改革的客观要求；经济中的结构性问题是供给侧结构性改革的重要结点；解决供给侧结构性问题的根本途径在于改革。

供给侧结构性改革的理论思维和战略举措，其理论基础既不是供给学派，也不是结构主义，更不是新自由主义，而是马克思主义理论观点和方法论在新常态下的具体运用，是中国特色社会主义政治经济学在新的历史时期的发展和创新，它标志着我国经济工作的指导思想和发展战略进入到一个新的阶段。其目的是通过改革生产关系，解放和发展生产力，促进我国社会主义制度的自我完善，为跨越中等收入陷阱，到 2020 年全面实现小康社会创造条件，为中华民族伟大复兴奠定更坚实的物质基础。

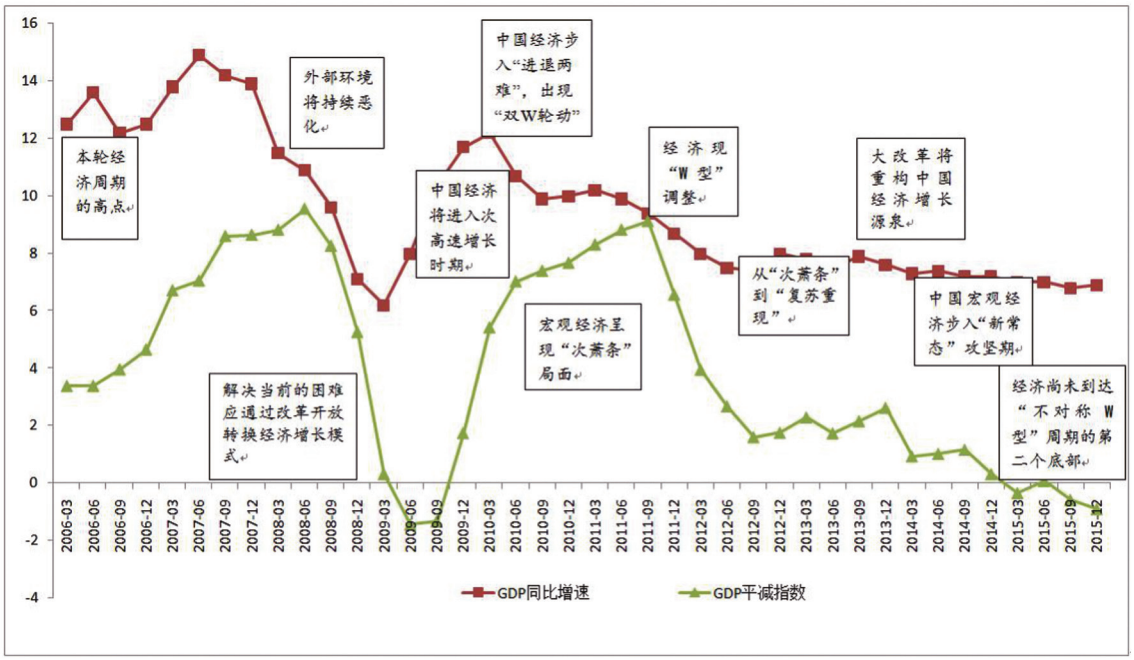


图 1—1　宏观经济论坛研究报告提出的代表性观点

中国宏观经济论坛系列报告(2006—2016)

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
1	中国宏观经济分析与预测报告(2006—2007)	中国宏观经济形势报告	刘元春 闫衍
2	中国宏观经济分析与预测报告(2007 年中期)	中国宏观经济形势分析与预测报告	刘元春 闫衍 朱戎
3	中国宏观经济分析与预测报告(2007 年第三季度)	宏观视野下的外资与外贸	雷达
4	中国宏观经济分析与预测报告(2007—2008)	财务结构快速调整中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
5	中国宏观经济分析与预测报告(2008 年第一季度)	经济繁荣时期的中国财政政策	刘凤良 闫衍 朱戎
6	中国宏观经济分析与预测报告(2008 年中期)	全球滞涨威胁下的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎

续表

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
7	中国宏观经济分析与预测报告(2008 年第三季度)	全球利益调整中的中国宏观金融风险	王晋斌 闫衍 朱戎
8	中国宏观经济分析与预测报告(2008－2009)	深度下滑中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
9	中国宏观经济分析与预测报告(2009 年第一季度)	走出经济低谷的改革措施与宏观治理	杨瑞龙 刘元春 周业安 闫衍 朱戎
10	中国宏观经济分析与预测报告(2009 年中期)	分化、振荡与复苏中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
11	中国宏观经济分析与预测报告(2009 年第三季度)	次高速时期的中国经济增长	毛振华 刘元春 朱戎
12	中国宏观经济分析与预测报告(2009－2010)	走出“进退两难”的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
13	中国宏观经济分析与预测报告(2010 年第一季度)	全球经济再平衡与中国经济的外部风险	雷达 阎衍 朱戎
14	中国宏观经济分析与预测报告(2010 年中期)	“周期调整”与“多重政策”作用下的中国宏观经济	刘元春 阎衍 朱戎
15	中国宏观经济分析与预测报告(2010 年第三季度)	工资形成机制变革下的市场导向型经济结构调整——契机、路径与政策	杨瑞龙 杨继东 阎衍 朱戎
16	中国宏观经济分析与预测报告(2010－2011)	流动性回收与新规划效应下的中国宏观经济	刘元春 阎衍 朱戎
17	中国宏观经济分析与预测报告(2011 年第一季度)	经济增长与民生目标冲突下的中国通货膨胀	陈彦斌 阎衍 朱戎
18	中国宏观经济分析与预测报告(2011 年中期)	寻求增长目标与民生目标协同的中国宏观经济	王晋斌 阎衍 朱戎

续表

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
19	中国宏观经济分析与预测报告(2011 年第三季度)	审慎人民币国际化进程下的香港离岸中心重构——困境、定位与政策选择	雷达、范志勇、赵勇
20	中国宏观经济分析与预测报告(2011－2012)	放缓加速、风险上扬与结构刚性冲击下的中国宏观经济	刘元春 阎衍 段亚林
21	中国宏观经济分析与预测报告(2012 年第一季度)	内需可持续增长的结构基础与政策选择	杨瑞龙 于春海 杨继东 阎衍 段亚林
22	中国宏观经济分析与预测报告(2012 年中期)	复苏受阻与刺激重返的中国宏观经济	刘元春 阎衍 段亚林
23	中国宏观经济分析与预测报告(2012 年第三季度)	多重目标下宏观经济政策的定位与选择	郭杰 于泽 阎衍 段亚林
24	中国宏观经济分析与预测报告(2012－2013)	迈向新复苏和新结构、超越新常态的中国宏观经济	刘元春 阎衍 段亚林
25	中国宏观经济分析与预测报告(2013 年第一季度)	中国经济增长困境的形成机理与应对策略	陈彦斌 阎衍 段亚林
26	中国宏观经济分析与预测报告(2013 年第二季度)	扭曲加剧、复苏乏力与改革重启的中国宏观经济	毛振华 刘元春 闫文涛 阎衍 段亚林
27	中国宏观经济分析与预测报告(2013 年第三季度)	寻求市场驱动与激励相容的产业结构新调整	刘凤良 于泽 闫衍
28	中国宏观经济分析与预测报告(2013－2014)	大改革与大转型中的中国宏观经济	刘元春 闫衍
29	中国宏观经济分析与预测报告(2014 年第一季度)	大改革视野下中国宏观调控体系重构	方福前 闫衍

续表

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
30	中国宏观经济分析与预测报告(2014 年中期)	下行压力和刺激依赖下的中国宏观经济	陈彦斌 闫衍
31	中国宏观经济分析与预测报告(2014－2015)	步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济	刘元春 闫衍
32	中国宏观经济分析与预测报告(2015 年第一季度)	财政困局下经济结构调整路径的再定位	郭杰 闫衍
33	中国宏观经济分析与预测报告(2015 年中期)	低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济	刘元春、闫衍
34	中国宏观经济分析与预测报告(2015 年第三季度)	控风险与稳增长挤压下的货币政策	范志勇、闫衍
35	中国宏观经济分析与预测报告(2015－2016)	探底进程中的中国宏观经济	刘元春、闫衍、刘晓光
36	中国宏观经济分析与预测报告(2016 年第一季度)	后 SDR 时期中国宏观政策框架的重构	曹远征、闫衍、于春海
37	中国宏观经济分析与预测报告(2016 年中期)	供给侧结构性改革下的中国宏观经济	刘元春、闫衍、刘晓光

第二章　进入“新常态”的中国经济

2.1 新时期中国宏观经济调控思路的总结与展望——2014 年第 1 期《大改革视野下中国宏观调控体系的重构》

随着中国经济进入新常态，宏观经济调控需要新的思路和理论支持。特别是经历了反危机时期“四万亿”的刺激计划之后，中国经济面临着一些新的问题，需要及时的总结与调整。2014 年第一季度宏观论坛报告以《大改革视野下中国宏观调控体系的重构》为题，对上述问题进行了详细的梳理与总结。报告的主要执笔人为方福前教授。

一、重新审视我国的宏观调控的逻辑基础

在现代国家，宏观经济政策受两个方面因素支配：一是经济政策目标，二是政策倡导者和决策者的信念或社会哲学。经济政策目标包括短期目标和长期目标，其中最重要的目标是经济稳定和经济发展。政策倡导者和决策者的信念则是根源于对现行的经济制度和（或）经济体制的性质、特征和优势的认识，并且这些认识往往是被固化的或深信不移的。

一般说来，经济政策目标是可变可调整的，特别是短期目标。但是政策决策者的信念则是相对固定的，不易变化的。一个国家的经济政策基调主要是由决策者的信念决定的，而其政策变化是由经济政策目标调整决定的，政策目标调整则是根据经济社会形势的变化做出的。

1.我国宏观调控目标具有“二重性”。我国宏观调控的第一重目标是“改革，发

展和稳定”;第二重目标是“促进经济增长,增加就业,稳定物价和保持国际收支平衡”。前一重目标中的“稳定”包括经济稳定、政治稳定和社会稳定,但主要是后两种稳定,因此第一重目标并非单纯的经济目标。第二重目标则相对单纯,是通常经济学理论中所描述的宏观经济政策目标。由此可见,中国宏观调控比经济学理论中所讲的宏观经济政策具有更宽泛的内涵。

改革、发展、稳定的关系最初在党的十四届五中全会(1995 年 9 月)正式提出和系统论述。十四届五中全会以后,历次党的代表大会和党的重要会议都强调要正确把握和处理好改革、发展、稳定的关系。在改革、发展、稳定这三者关系中,稳定是压倒一切的。正如五中全会强调的:“稳定是发展和改革的前提,发展和改革必须要有稳定的政治和社会环境,……。没有稳定的政治和社会环境,一切无从谈起,……。”近几年我们党的文件更多地强调“和谐社会”建设和“稳中求进”,这些提法的核心还是“维护稳定”。

2.“宏观经济具有可控性”是中国经济政策制定者的基本信念。我国经济政策制定者和相关政府部门一直持有一个基本信念:资源配置、经济比例关系、经济结构、宏观经济指标(总量)、经济发展趋势都是可控的或可调节的。只是这个信念的强弱程度在不同时期有所变化而已。这个信念对我国的宏观调控影响很大,很大程度上决定了我国宏观调控的特色。

“可控性”这个信念并非空中楼阁,它既有客观物质基础作为依据,也有某些认识或判断作为支撑。

首先,我国社会主义制度的优势和特色。我国社会主义经济制度的基础是生产资料的社会主义公有制,在社会主义初级阶段,我国的基本经济制度是公有制为主体、多种所有制经济共同发展。国有经济是国民经济中的主导力量,在国民经济运行中起主导作用;国有企业是我国国有经济的微观基础,是我国宏观调控的主要支点。再加上我国的政治纪律是下级服从上级,全党服从中央。这就使得我国社会主义制度具有强大的动员能力、组织能力和调配资源的能力,我们能够比较容易地调整一些主要的宏观经济总量和一些重要的经济比例关系,从而比较容易实现我们经济政策的数量目标;我们能够对重大突发事件和来自外部的经济冲击做出快速反应,较快地出台应对措施,并且可以出重拳、大力度地应对危机和突发事件。

其次,我国的土地和自然资源(矿藏、水流、森林、山岭、草原、荒地、滩涂等)这些基本的经济资源属于国家所有和集体所有。再次,我国宏观调控体系的主体构成与发达的市场经济国家有很大不同。目前,我国宏观调控体系中的实施主体是

“三驾马车”,这就是国家发展和改革委员会、财政部和中国人民银行;我国的宏观调控手段,不但有其他国家通行的财政政策和货币政策,还有绝大多数市场经济国家所没有的政府计划和行政手段。我国的国家发展和改革委员会通过主管经济发展计划(包括发展任务和目标),制定并监督实施区域和产业发展规划,制定国民经济重大比例关系计划,审批重大项目和一些规章政策,来对经济活动进行干预和调控。在我国宏观调控的“三驾马车”中,国家发展改革委是领头者、主导者。最后,我国实行了40多年的计划经济体制,计划经济思想和传统还在相当程度上影响着我们的宏观调控。

二、中国宏观调控的经验和不足

我国建立社会主义市场经济体制以来的历次宏观调控过程中存在一些明显的不足,主要表现为我国宏观调控的矛盾性、多变性、滞后性和失衡性。

1.我国宏观调控的矛盾性。我国宏观调控的目标是二重的。在改革、发展和稳定这一重目标中,稳定是压倒一切的;在第二重目标中,又包括四个目标,其中经济增长是核心。这使得我国宏观调控的目标具有多重性和矛盾性。当经济失衡或者发生较大波动或衰退时,宏观调控二重目标之间的矛盾和冲突就会凸现。这时政府一方面要维稳,另一方面要通过治理整顿、改革甚至刺激来复苏经济。治理整顿和改革,不可避免地对一些行业、地方、企业和个人的利益造成负面影响。为了维护政治和社会稳定,经济治理、整顿和改革只得放缓脚步,减少力度甚至暂缓。

2.我国宏观调控目标的多变性。我们的宏观调控目标具有多重性和矛盾性,宏观调控不只是玩跷跷板实现两头平衡,而是要实现多头平衡和多目标平衡,这就导致宏观调控目标的多变性。由于实现多头平衡和多目标平衡的难度极高,多数情况下实际上不可能实现,于是导致宏观调控经常在多目标之间来回切换。而调控目标的变化又必然引起宏观经济政策松紧、力度和组合的调整。

3.我国宏观调控的滞后性。我国宏观调控的滞后性说明我们长期坚守的“可控性”信念是有很大疑问的。

4.我国宏观调控的失衡性。我国宏观调控的失衡性主要表现在两个方面,一是反衰退型的宏观调控的副作用和后遗症较多,有些还很严重。二是有些年份的宏观调控目标与宏观经济政策组合匹配不协调。从我国宏观调控的实践来看,以反衰退为目标的宏观调控可以较好地解决数量(包括规模和速度)问题,较快地拉动经济,使经济止跌回升,但是却造成经济质量下降,经济结构失衡,流动性过剩和

经济过热。为了经济稳定和社会稳定，我们不得不放慢改革的步伐和经济发展速度，进行修复式、补救式再调控。

三、重构中国的宏观调控体系

目前我国的宏观调控体系难以适应“市场在资源配置中起决定性作用”的需要，难以适应大改革大发展的需要。我们需要重构中国的宏观调控体系。我们要打造的是适应“市场在资源配置中起决定性作用”的宏观调控体系。建立在“可控性”信念基础上的宏观调控体系正面临来自我国经济体制和经济结构深刻变化的挑战。“可控性”很大程度上是计划经济体制下的思维，经济运行和经济发展必须纳入政府的“掌控”之中的理念是与“市场在资源配置中起决定性作用”是不相容的。要真正实现“市场在资源配置中起决定性作用”，我国现行的宏观调控体系必须改革，必须重构。

1.重构宏观调控理念。就资源配置和调节经济运行来说，由于存在信息约束和政治约束，再考虑到政策时滞和公众预期，政府总体上不可能比市场做得好；市场机制仍然不是万能的，是有缺陷的，但是它是一种自动、灵敏、有效的机制；在有些时候和一定的条件下，政府行动可以改善市场结果。我国社会主义市场经济体制有自己的特色，也有自己的优势。因此，我们未来的宏观调控，必须尊重并充分发挥市场这只“看不见的手”的作用，管好用好政府这只“看得见的手”。在上述理念指导下，我国未来的宏观调控的总体思路或要求是：在资源配置、经济运行、经济结构调整、经济发展中市场机制起决定性作用，政府的宏观调控只是补缺性的和救急性的。

2.重构宏观调控目标。通过全面深化改革，未来我国宏观调控的目标应主要定位于经济稳定。所谓经济稳定，就是减少减缓经济波动，使经济运行和经济发展平稳化。实践表明，宏观调控不宜设定过多的目标，特别是不要为宏观调控设置多重目标。目标过多，目标交叉重叠，往往导致宏观调控顾此失彼，宏观调控在多目标之间的往返切换常常成为经济不稳定的根源。目标过多，政府干预必然是多方面的，广泛的，这会削弱市场的决定性作用。多重目标的宏观调控有可能使公众混淆政府的承诺，不利于公众对政策作出正确的响应和反应，不利于提高政府和政策的可信度。

通过宏观调控减少减缓经济波动，主要是要减少减缓主要宏观经济总量的波动，减少减缓经济结构的周期性失衡。经济稳定的主要内容是物价稳定，宏观调控

要把中期的物价涨跌稳定在一个安全区内。在市场起决定性作用的经济中，经济稳定有助于稳定微观经济主体的预期，减少经济活动的不确定性，而经济增长的动力源泉来自市场机制提供的激励机制和竞争机制。

3.重构宏观调控架构。在我国宏观调控的“三驾马车”架构中，未来应以货币政策为主导，逐步淡化计划调节的作用，重新定位财政政策的功能。计划调节和财政政策在经济活动中覆盖范围过大，干预的力度过大，不利于发挥市场在资源配置中起决定性作用。

目前的国家发展和改革委员会事实上是我国宏观调控的综合部门，它的职能和作用几乎覆盖了全部的微宏观经济活动。国家发改委目前还承担着国民经济中的重要比例关系和重要商品总量的平衡，调整和优化重要的经济结构，编制重要农产品、工业品和原材料进出口总量计划并监督执行，重大项目审批等职责。事实证明，政府可以做到“有计划”，但是难以做到“按比例”，因为经济中的各种比例关系是由需求和需求结构决定的，计划部门无法掌握这些需求信息。经济结构调整主要是靠市场竞争、优胜劣汰来实现的，靠市场机制的自动清除、自动调整的功能来完成的。由于没有足够的需求信息作依托，政府制定的“比例”计划和调结构方案其实都是盲人摸象。

未来的改革应当逐步取消发改委“定比例”，“调结构”的职责，取消其编制计划并监督计划实施的功能，大幅度减少其审批权，重大项目的立项审批可以委托专业机构或第三方机构来评估认定。未来发改委的主要职责是制定发展规划和提供决策咨询。从全面深化改革的视角来看，未来我国财政政策的任务应当与社会主义市场经济下的政府职能想对应，这就是保护国家安全，维护公平正义，提供公共产品和保护弱者。未来我国的财政政策应当定位于经济结构调整和经济发展这些中长期目标和反衰退的短期目标。

4.重新定位货币政策目标。目前我国的货币政策还承担着经济增长和经济结构调整的任务，这与货币政策的功能是不太相称的。在大改革背景下，货币政策目标应主要定位在稳定物价，与这个目标相适应，主要政策工具（中间目标）是调节短期名义利率。

在市场起决定性作用的经济中，货币政策的主要任务是通过稳定物价来稳定人们的预期，从而保持宏观经济的稳定性和经济发展的持续性。只要物价是稳定的，产出缺口就会小而且是稳定的，货币政策就能够实现其稳定经济和保证效率的目的。鉴于货币供应量和社会融资规模是两个不太“靠谱”又难以控制的变量，我

国的货币政策工具应逐步用价格型工具来替代数量型工具。

5.改革宏观调控体制。一是设立大部制的金融委员会,整合现在的中国人民银行、银监会、保监会和证监会,以利于实行统一协调的货币金融政策,以利于强化对金融活动的审慎监管。二是在国家层面上设立非官方的、组成人员定期更换的宏观经济政策咨询机构。

四、对我国宏观调控的若干建议

1.宏观调控的对象由需求管理为主转向需求管理和供给管理并重。

2.设立和调控中国的痛苦指数。

3.宏观调控以规则为基础兼顾灵活性。

4.宏观调控要把经济结构调整放在突出的位置。

5.物价稳定的安全线可以提高到4%。

6.减少行政干预,更多地依靠经济手段和市场调节。

2.2 新常态初期经济政策探索与转型——2014年第2期《下行压力和刺激依赖下的中国宏观经济》

随着中国经济进入新常态,政府"新常态+动态区间管理+微刺激"构成了一套完整的政策体系。政府出台"微刺激"政策的战略意图是希望既能稳增长又能调结构。由于目前中国经济具有明显的"刺激依赖症",因此"微刺激"有其必要性,"微刺激"稳增长方面的作用效果也已经有所显现。2014年第二季度宏观报告《下行压力和刺激依赖下的中国宏观经济》对"新常态+动态区间管理+微刺激"的政策体系进行了研究。主要执笔人为陈彦斌教授。

一、"微刺激"政策存在诸多弊端,不能长期化

主要原因包括:第一,"微刺激"主要立足于上项目搞投资,再加政府频频出招,"微刺激"和"四万亿"几无本质区别。2014年年中已经出台的"微刺激"有多项聚焦在了基础设施和棚户区改造这两个领域,政策核心仍然是拉动投资,与前几年刺激政策的本质是相同的。相关措施主要有增加铁路投资项目和规模;加速推进水利建设项目;发改委公布80个鼓励社会资本参与的基建项目;支持棚户区改造计划。政府频频出招,叠加之后"微刺激"的政策力度被扩大。各地方政府陆续出台

配套的“微刺激”方案。社会各界对于“四万亿”强刺激带来的产能过剩、流动性泛滥、资源环境压力加剧、腐败等严重后果可谓记忆犹新、谈之色变，这些后果直到今天仍未完全消化，全社会已经难以“微刺激”政策可能引发的类似后果。

第二，“微刺激”更多的是稳增长，难以起到调结构的效果，因此其战略意图无法实现。中国经济结构失衡的主要表现是总需求结构严重失衡，即投资率过高而消费率过低。中国的投资率已经从2000年的35.1%大幅提高到了2011年的48.5%。相比之下，全世界平均投资率仅为20%左右，即便放眼历史，各国的投资率峰值也明显低于中国。总需求结构失衡重要原因在于要素价格管制。一方面，要素价格管制下的低要素成本有利于刺激企业投资。利率管制政策压低了贷款利率，降低了资金成本；低工资政策和户籍管制制度大幅压低了劳动力价格；政府凭借其在土地市场上的垄断地位向企业提供大量廉价工业用地；政府还压低了企业投资所应承担的资源环境成本。另一方面，居民部门是资金、劳动力和土地等要素的提供者，要素价格管制导致居民部门收入大幅萎缩，最终抑制消费。由于要素价格管制是高投资和低消费产生的核心机制，所以调结构的根本之道在于深化要素市场改革。一是，推进利率市场化，既可以提高投资的资金使用成本和控制企业投资规模，又可以增加居民的财产性收入。二是，完善劳动力市场，即可以提高劳动收入占比以增加投资的劳动力成本，又可以打破城乡二元结构以大幅提升农民工收入。三是，加快土地制度改革，既可以防止政府继续为大规模投资而廉价圈地，又可以让农民真正得到土地应有的财产收益。“微刺激”政策在要素市场改革方面无能为力，不仅无法从根本上实现调结构的目的，反而还会导致结构越调越糟糕。

第三，经济与社会对“微刺激”的反应程度正在不断减弱，刺激之后的反弹效应大不如前，政府为稳增长很可能将“微刺激”加码为小刺激、中刺激，甚至是强刺激。在稳增长的要求下，2012年、2013和2014年都采取了“微刺激”的方案，与前两轮“微刺激”不同的是，2014年“微刺激”的时间点大幅度往前提，而且力度扩大。但“微刺激”的作用效果出现递减趋势，以后政府继续使用“微刺激”带来的收益将会更弱。为了达到稳增长的目标，政府将不得不对“微刺激”政策进行加码。如此，“微刺激”极有可能逐渐演化为小刺激、中刺激，乃至强刺激。

第四，为应对换挡期出现的增速下滑，更多的要靠“社会政策托底”。要想调结构并促进长期经济增长，必须深化改革。长期里，改革将会创造出经济内生增长的红利，但是短期里改革红利非常微弱甚至可能出现负红利。因此，改革过程中政府很有必要采取措施进行“托底”，以应对换档期里增速下滑给社会带来的冲击。但

是需要特别注意,“托底”是社会政策的职责而非“微刺激”的职责。中国的社会保障体系非常滞后,社会架构较为脆弱、弹性较小,因此哪怕是小幅度的增速下滑都是社会难以容忍的。要想提高社会对经济增速下滑的容忍度,必须要完善社会政策体系。完善社会政策体系既是长期转型所追求的终极目标,也是目前就必须着手去做的重要事情。

二、政策目标与着力点

第一、货币政策在保持定力、避免重返全面宽松的前提下,可以适度加大定向宽松的广度和力度以应对经济下行压力,并加强预期管理以提高货币政策有效性。

第二、财政政策方面,为了给大改革创造宽松的环境,政府应该实施略微偏松的财政政策。

第三、当前经济增速下滑所导致的社会稳定问题不能依仅靠放松财政政策和货币政策来解决,还需要“社会政策托底”,以便从根本上提高社会对经济增速下滑的容忍度、降低社会对刺激政策的依赖。

2.3 新常态攻坚期的基本特征和任务——2014 年第 4 期《步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济》

2014 年是中国大改革与大调整拉开序幕的一年,也是中国宏观经济沿着“新常态”轨迹持续发展的一年。一方面,GDP 增速等宏观参数在外需疲软、内需持续回落、房地产周期性调整以及深层次扭曲等力量的作用下持续回落;另一方面,经济结构在消费升级、不平衡逆转以及政策调整的作用下出现较大幅度的调整,结构参数的良性调整、总体价格水平的小幅回落以及就业状况的持续稳定给 2014 年相对低迷的宏观经济增加了一些亮色。

值得注意的是,2014 年中国宏观经济“新常态”不仅延续了以往几年的 4 大典型特征,同时还在房地产周期性调整、大改革、去杠杆等因素的作用下呈现出一系列的新现象和新的运行模式,标志着中国宏观经济“新常态”开始步入其攻坚期。新常态攻坚期的基本特征和任务是什么? 在 2014 年第 4 期报告《步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济》对此进行了深入研究。本期报告执笔人是刘元春教授。

一、新常态攻坚期的基本特征

2014 年是中国大改革与大调整拉开序幕的一年,也是中国宏观经济沿着“新

常态”轨迹持续发展的一年。2014 年中国宏观经济最为典型的特征就是它延续了 2010 年以来典型的“新常态”模式，这集中反映在以下 4 个方面：

第一、在 GDP 增速逐季回落过程中，价格总水平保持相对稳定的状态。这表明目前中国经济下滑不仅来源于需求的疲软，同时也来源于增长的基本面和潜在增长能力的下滑，潜在 GDP 增速的下滑是中国经济增速下滑的核心原因之一。上述传统经济增长的四大支点出现拐点性的变化直接意味着中国经济将告别高速增长期，并逐步向中高速迈进。在这个迈进的过程中必将产生几大现象：

1、经济增速的换挡不是一个短暂的过程，而是一个不断培育新增长点和新增长模式的过程，因此是一个中长期的过程，这需要足够的耐心。

2、经济增速台阶性的下滑将是常态，但由于各种参数调整的速度具有不确定性，因此潜在增速回落的幅度具有强烈不确定性，这将给宏观经济政策目标的确定带来巨大的挑战；

3、寻找和构建新的增长点将是未来几年改革和调整的核心，新一轮改革红利、新一轮人力资本红利、后工业化红利以及产业升级红利将需要大改革和大调整来构建，因此，在 GDP 增速回落进程中参数变化并不是线性的，它往往会在“大破大立”的构建中出现跳跃性变化。

表 2.3.1　　潜在 GDP 增速回落的几大核心原因

潜在 GDP 增速决定的核心因素	标志性指标
改革红利消失	(1)TFP(全要素生产率)对经济增长的贡献率从 90 年代 35%的贡献率逐步回落到 2008－2014 年的－1.2%； (2)新权贵阶层的出现和改革步入深水区
全球化红利耗竭	(1)贸易顺差占 GDP 比重从 2006 年 7.6%[①]的最高值逐步回落到 2014 年的 1.8%； (2)出口增速从 2010 年的 30.5%回落到 2014 年的 5.6%；进口增速从 2010 年的 38.7%回落到 2014 年的 1.3%

① 7.6%是人民币计价测算的，如果按照美元测算为 8.3%。

续表

潜在 GDP 增速决定的核心因素	标志性指标
工业化红利递减	(1)2008 年第三产业占 GDP 比重超过工业占 GDP 比重； (2)2013 年第三产业占比超过第二产业占比； (3)2014 年第一产业占比仅为 9.2%。
人口红利逆转	(1)16－65 岁人口 2013－2014 年达到 10.1 亿的顶点，其中 16－60 岁劳动年龄人口于 2012 年达到顶点 9.22 亿； (2)人口抚养比于 2011 达到 31.17%的最低点； (3)全国储蓄率于 2102 年达到最高点 48.31%； (4)刘易斯拐点已经在 2008 年左右出现。

第二、在 GDP 增速与工业增加值增速持续回落的同时，就业状况却保持较为良好的态势。这不仅表明中国就业已经随着经济结构的变化而发生明显的质变，同时也表明中国菲利普斯曲线在结构变异中发生漂移，宏观经济政策目标的约束函数已发生重大调整。

经济增速与就业之间的传统关系已发生了革命性的变化，带来的直接产物就是必须要破除过去“经济增速教条”。依据 2013－2014 年的各类参数，在假定线性变化的前提下进行测算，在现有劳动力供给的状况下，要保证就业水平相对稳定，GDP 只要达到 7%即可，而不需要 8%或 7.5%的增速。

表 2.3.2　　2015 年保就业的经济增速下限测算(基于绝对量的方法)

	第一产业	第二产业	第三产业
GDP 占比	0.10	0.42	0.48
经济增速(%)	4.3(设定)	6.5(只要达到)	8.0(假设)
新增就业(万)	——	360	840
合计新增就业(万)	1200		
国民经济增速(%)	7.0		

第三、结构参数开始发生较大的变化，中国结构大调整的时代已开启。结构性

变化主要体现在7个方面：

1、需求结构持续发生重大调整，在资本形成贡献率回落的同时，消费贡献率保持稳定，内外需的结构开始向相对合理状况迈进。2、国民经济的总储蓄与总消费结构发生结构性大拐点变化，总消费率开始稳定地超过总储蓄率。这表明中国消费驱动的持续性力量开始形成。3、贸易品与非贸易品、工业品与服务在内部需求结构调整和外部不平衡逆转等因素的同时作用下，发生了明显的景气分化、相对价格调整和结构变化。4、刘易斯拐点的到来不仅标志着中国总体劳动力供需状况发生变化，同时也意味着劳动力就业与工资结构也必将发生重大调整。这体现在，一方面以农民工为主体的低端就业市场持续繁荣，但另一方面大学生就业难的问题日益加剧。5、金融结构在金融创新和监管套利等多重因素的推动下持续发生调整。这主要体现在人民币贷款占社会融资总量的总量大幅度下降。6、区域结构也正在发生十分快速的变化，无论是消费、投资、出口以及GDP的重心都在向中西部漂移。这集中体现在区域GDP增速在持续回落中出现分化之上。7、在低端就业阶层的工资增速持续提升的作用下，收入分配结构有所改善。

第四、前期刺激政策性政策的后遗症十分严重，2008－2010年期间大规模救助和非常规政策使中国经济增长模式从“出口－投资驱动模式”转向了“信贷－投资驱动模式”，这导致中国宏观经济在相当长一段时期内将一直面临“流动性泛滥”、“债务高筑”、“经济泡沫化”、“产能过剩大幅度上扬”等问题的困扰，经济系统性风险难以在短期化解。

在2008年以前，中国出现持续的大规模投资的核心原因在于有大规模的出口。但受到全球金融危机的冲击，出口增速大幅度下滑，从而导致中国总需求与总供给出现大规模失衡。为了弥补这种外需下滑带来冲击，4万亿刺激计划通过季度扩张的货币政策和财政政策来刺激投资大幅度提升，以填补外需下滑带来的缺口。但出口增速回落不是一个短期现象，而是世界在中期面临的问题，因此，大规模投资形成的产能和供给将在刺激计划之后进一步扩张，导致总供给与总需求进一步失衡，为了平衡这种失衡，政府不得不进一步启动各种“微刺激”，利用信贷投放来推动新投资，利用新投资来缓解旧投资带来的产能与供给的扩张。这直接导致中国患上“刺激依赖症”，使增长模式不仅没有从过去“出口－投资驱动模式”转向“消费－内需驱动模式”，反而转向更为糟糕的“信贷－投资驱动模式”。因为这种模式的持续不仅会带来经济的泡沫化和过度杠杆化，而且会带来大量的系统性金融风险和金融扭曲，从而导致资源配置效率大幅度恶化。如果不能得到快速的

遏制，它不仅会导致潜在 GDP 增速以更快的速度下滑，同时可能引发宏观经济“硬着陆”的可能。

这主要体现在以下几个方面：1、总体流动性增长过快。2、大量的货币发行通过信贷的形式发放，导致中国总体债务率水平和企业债务率持续攀升，并超过警戒水平。3、宏观经济陷入“债务依赖症”的困境，“借新还旧”开始日益严重。4、各类杠杆倍数持续上升，泡沫化趋势没有得到缓和。

二、2014 年“新常态”的 4 大新因素

由于大改革和大调整序幕在 2014 年全面揭开，它还呈现出很多值得关注的新力量和新因素。这些新力量好新因素的出现可能标志着中国宏观经济“新常态”步入新的阶段。

第一、与前几年经济持续下滑相比，2014 年房地产市场的周期性逆转是经济下滑的新因素。未来几年中，房地产周期型调整成为左右中国宏观经济“新常态”的核心力量。

第二、大改革在三中全会和四中全会的推动下全面拉开序幕，虽然经济领域的改革还没有全面展开，但以“反腐倡廉”、“四风整顿”、“群众路线”以及党建体系的重构为核心的改革已对传统资源配置的政治经济运行模式和政商环境带来了巨大震动。这虽然在短期加剧了宏观经济下行的力量，但却是中国经济摆脱“新常态“，走向新黄金增长模式的核心关键。大改革的力度和路径将左右未来“新常态”持续的时间和变异的幅度。主要表现在以下几个方面：

1、在资金日益紧张、考核体系调整以及反腐等因素的作用下，地方政府开始改变过去 30 年来的“投资饥渴症”的政治经济运行体系。2、“八项规定”和“四风整顿”对于高档餐饮和奢侈消费的冲击持续发生左右。3、地方政府的“唯 GDP 主义”开始改变，各地往 GDP 数据中注水的现象开始得到部分遏制。

第三、政府一直在倡导的“去杠杆”在 2014 年开始步入到实质性阶段，初见成效。各种金融杠杆的回落将成为未来“新常态”的新内容。

第四、“微刺激”虽然常态化，但政策效果却出现强劲递减的迹象。与此同时，“定向宽松”的政策效应也并不明显。这说明，宏观经济政策调控在“稳增长”中实施的传导机制已经发生根本性的变化，利用“大改革”来重构宏观经济政策的传导机制已经成为未来的核心。与前几轮“微刺激”来看，本轮“微刺激”的启动时期教以往更为提前，力度相对更大，但刺激带来的反弹相对较弱。

三、2015 年将进入新常态的攻坚期和变异期

2015 年将延续 2014 年中国宏观经济运行的逻辑。一是“新常态”的 4 大典型特征将进一步持续;二是 2014 年出现的 4 大新因素还将进一步扩张。但值得注意的是,“新常态”运行逻辑的延续并不是线性的,“新常态”在 2014 年的延续已经使中国很多宏观经济参数接近临界值,2015 年中国宏观经济将面临更大的冲击,各类参数可能出现更多的变异和超预期的变化。

2015 年“新常态”的 6 大挑战与变异点:

1、由于工业萧条的进一步扩张、流动性回收的持续以及去杠杆与去产能的全面实施,中国第三产业难以维持持续景气的状态,2015 年第三产业疲软很可能出现。

2、在持续的价格下滑、成本上升以及“去杠杆”的作用下,部分企业的经营状况将面临突变的可能。

3、在债务率持续上扬、利率水平高居不下以及国家收紧资金面等因素的作用下,借新还旧的“信贷—投资驱动模式”必然出现拐点,一些金融参数波动幅度的加剧,甚至局部区域风险出现变异将是常态。自 2014 年以来中国众多宏观经济参数依次连续出现超预期波动并不是季度偶然波动的产物,而是宏观经济运行体系发生质变的征兆。借新还旧的“债务—投资驱动模式”在 2015 年的延续必将意味着局部债务违约的大幅度上扬。

表 2.3.3　　**不同企业在负压下的违约率**

	第 25 百分位	第 50 百分位	第 75 百分位
建筑	2.1	10.81	25.07
房地产	0.76	6.15	16.26
批发	0.88	4.83	14.59
公共事业	0.17	3.04	13.8
采矿	0	0.33	6.02
其他	0.17	2.44	12.08

4、失业数据的缺失使我们在判断中国劳动力市场发展的趋势时常常出现错误,不同数据的测算显示中国就业状况不仅较为脆弱,同时也面临着突变的可能。

5、在内外需疲软的作用下，通缩压力也可能全面上扬。

6、房地产调整虽不存在崩溃性下滑的可能，但局部区域和市场结构出现较为激烈的调整依然是大概率事件。

四、新常态攻坚期和变异期的政策取向

通过比较不同政府取向下的宏观经济运行效果，政府应当抛弃“唯增长”与“唯改革”的取向，采取“均衡取向”，即在坚守底线管理的基础上全面推进“大改革”与“大调整”。同时，政府应当适度调整宏观经济政策定位，采取“强监管”＋“适度宽松的货币政策”＋“积极的财政政策”＋“常态化的微刺激”政策组合，并防止在实际操作中将“均衡取向”等同于“中庸取向”，使改革在教条式的“稳增长”中流于形式。

第一、宏观经济政策依然应当采取“均衡取向”，而不宜采取“唯增长”或“唯改革”的取向。2015 年政府的目标应当是在坚守底线管理的同时，全力推进 2014 年已经开启的“大改革”与“大调整”，同时对于可能出现的 6 大挑战和变异点做出充分的政策预案。

第二、积极破除各种“数字教条”，特别是在目前大转型期间，各类利用历史数据测算的潜在增速和底线参数都可能存在系统偏误，因此，一方面不宜过分看重传统宏观经济目标的设定，另一方面也不宜过度的大幅度调整宏观经济政策目标，而应当在不断试探底线的过程中来逐步修正各种政策变量。

第三、要防止把“均衡取向”等同于“中庸取向”，尤其要防止利用“稳增长”的借口使改革和调整流于形式，从而错过“大改革”和“大调整”的机遇期。“均衡取向”的本质是在强调底线管理基础上的“改革取向”。

第四、“改革取向”在底线管理约束下还必须强调改革的逻辑。不同改革的顺序和组合所带来的宏观经济效应是不同的，对于底线管理的冲击是不同的，所需要的宏观经济政策配合也是不一样的。在金融改革优先定位的时候，“定向宽松”的货币政策可以调整为“适度宽松”＋“强监管”；在财税体制改革进程中，积极的财政政策不仅可以更为积极，同时应当考虑“中央政策的赤字政策”＋“宽松的改革专项转移”；在企业债务约束强化的同时，必须提前通过资本市场的振兴、强化债权向股权的转化，以有效降低杠杆，才能实施全面的利率市场化，因此资本市场改革应当先于债券市场，债权市场改革应当先于利率市场化的彻底改革。在利率市场化全面推行之前，资本项目的完全开放依然是不可取的，同时汇率波动幅度的加大也是构建安全网的关键。

第五、要坚守“不破不立”的大改革与大调整的基本哲学，落后产能、落后行业、落后企业以及落后人员没有一个市场清除的过程，也就不能为新产业、新企业和新生代的发展提供充分的空间，也就不可能真正调节利益结构、资源配置的方式和发展模式。

第六、为应当2015年新常态的“攻坚期”，货币政策可适度宽松，但应当避免重返全面宽松，短期内可以适度加大定向宽松的广度和力度以应对经济下行压力，同时为配合金融改革，“适度宽松的货币政策”与“强监管”组合是配合金融改革的恰当选择。

第七、为配合财税体制改革，财政政策应当给大改革创造宽松的环境，更为积极的政策取向是2015年财政政策的定位。

第八、储蓄率虽然拐点已现，但依然处于高位。因此，投资增速过度下滑必然引发宏观经济供求的总体失衡，“稳投资”依然在2015年宏观经济政策定位中十分重要。一方面要关注房地产投资和制造业投资下滑的情况，并适度加强以基础设施为主的公共投资的力度，但另一方面必须转化投资的主体和投资的领域。一是应当进一步出台促进民间投资的各类政策；二是公共投资应当强化在公共服务领域的投入。

第九、鉴于2015年经济增速和收入增速进一步的回落，为了防止消费下滑，进一步出台各类新型消费的促进政策十分必要。但同时，通过补贴和转移支付等方式保证低收入人群的收入水平相对稳定，通过提高公务员工资来推动中国居民收入占比同等重要。

第十、当前经济增速下滑所导致的社会稳定问题不能依仅靠放松财政政策和货币政策来解决，还需要“社会政策托底”，以便从根本上提高社会对经济增速下滑的容忍度、降低社会对刺激政策的依赖。

2.4 新常态下实体经济与虚拟经济的分化——2015年第2期《低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济》

2015年之后经济新常态在大改革、大调整等多重因素的冲击下已发生变异。一方面，经济下滑开始从过去“新常态”潜在增速回落主导的模式转化为“趋势力量”下滑与“周期性力量”回落并行的格局。另一方面，在不平衡力量持续发力与结构性政策的助推下，中国经济在总体疲软中出现了深度的分化，地区间的繁荣与低

迷、生产领域的萧条与股票市场的泡沫、传统制造业的困顿与新兴产业的崛起同时并存。新常态时期是中国经济结构深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期。

那么在新常态时期，中国经济面临的核心问题是什么？2015 年 2 季度《低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济》对该问题进行了深入研究，主笔人为刘元春教授。

一、生产萧条与股市泡沫并存的宏观经济

经济下滑开始从过去“新常态”潜在增速回落主导的模式转化为“趋势力量”下滑与“周期性力量”回落并行的格局。实体经济收缩和萧条主要体现在以下几个方面：

第一、GDP 增速在总体持续回落中出现部分区域塌方式的下滑。名义 GDP 下滑较大，且近 5 年来首次低于实际 GDP 增速。东北和西部部分区域出现塌方式的下滑。

第二、在房地产投资和制造业投资的引领下，总需求呈现加速回落的态势，有效需求不足的问题日益凸显，有所强化。

第三、在第二产业的引领下，总供给持续疲软，工业领域的萧条已步入新的阶段。

第四、在总需求不足、国际大宗商品价格下滑以及内生性收缩等因素的作用下，宏观经济整体通缩的压力大幅度上扬，工业领域的通货紧缩问题向深层次迈进。

第五、在表外业务清理、银行惜贷以及整体性去杠杆的冲击下，社会融资规模和货币供应增速回落趋缓，金融内生性收缩现象明显。

在生产萧条的背景下，金融市场和资产泡沫初步呈现：

第一、泡沫替换，即房地产市场持续调整的同时，股票市场快速上扬，股票泡沫开始替换房地产泡沫。

第二、生产领域收益与金融收益背离，导致生产领域的萧条与股市泡沫的并存。

第三、全国经济在整体低迷中出现剧烈的区域分化，繁荣与低迷相共存。

表 2.4.1　　区域分化严重

	增速过度下滑地区						增速相对稳定区域				
省市	吉林	山西	辽宁	海南	新疆	黑龙江	天津	江苏	江西	重庆	贵州
实际GDP增速	5.8	2.5	1.9	4.7	6.9	4.8	9.3	8.4	8.8	10.7	10.4
名义GDP增速	3.7	−2.1	1.0	3.1	−4.2	−3.2	16.3	13.4	15.5	10.9	16.5
财政增速	−4.9	0.4	−30.4	7.1	−5.9	−20.7	11.5	10.1	12.9	23.5	6.2

第四、在需求与政策等多重因素的驱动下，增长动力的转换使行业也出现剧烈的分化，在传统产业持续下滑和低迷的同时，战略性新兴产业和新业态都表现出强劲的增长态势。

(1)战略性新兴产业在需求转型以及政策扶持的作用逆势上涨。(2)传统制造业与高端新型制造业出现分化。(3)新型消费和新型消费业态增速依然迅猛，但部分传统消费出现较大幅度下滑。(4)行业利润在整体回落中分化更为严重。

二、新常态下中国经济面临的核心问题

2015 年上半年，总体上处于趋势性的回落和周期性下滑的阶段，各类宏观总体指标下滑较为明显，并超越市场的预期，有开启新一轮萧条的迹象。与此同时，结构性调整进一步深化，使低迷中存在繁荣，萧条还有泡沫，转型中存在新的生机和新的动力，回落中触底迹象开始出现。上述这些新特征和新表象同时蕴含着大量新的问题和风险。

这些风险除了 2014 年 4 季度报告我们关注的“服务业景气变化”、“企业绩效恶化”、“就业质量下降”、“债务风险上扬”、“房地产周期调整”[①]等风险和问题以外，2015 年还有以下几个更为深层次的问题和风险。

第一、趋势性力量与周期性力量的叠加，使中国宏观经济面临失速的风险，部分区域和部分行业超预期的塌陷导致中国经济的脆弱性步入新的阶段，未来有效

① 参见 2014 年 4 季度中国宏观经济报告：步入攻坚期的中国宏观经济。

需求不足和局部问题的恶化随时可能触及中国经济社会发展的底线。

导致这种超预期的状况的出现很重要的原因就在于我们对于中国新常态的理解还流于表象，使很多战略和政策定位出现系统性的偏误。这集中表现在：

1. 过于将经济下滑的因素归结到人口红利、改革红利、工业化红利、全球化红利等中长期趋势性因素之上，认为中国经济下滑是潜在增速下滑的产物，因此在政策定位上过分采取自然主义，认为只要保持改革和结构调整的力度，中国经济将会自然地向一个先验的潜在水平逼近，自然地由高速增长回归到中高速。

2. 低估了结构性改革带来的短期冲击，忽视了经济结构的调整、政治版图的重构和社会改革的重启对于宏观经济政策传导机制的影响，从而高估了传统框架中的各类政策工具的效果。

3. 低估了中国在大转型中的区域性差异和结构性差异，平均用力反而导致宏观经济在结构性和区域性张力之中出现整体性问题，局部坍陷带来强烈的“连带效应”。宏观管理中的短板决定的“木桶效应”在目前已经强烈出现。

4. 过度强调了中国新常态的中国特色，把很多问题简单归结到中国的一些特色性因素之上，例如中国人口问题、中国的信贷问题、中国阶段问题等因素之上。

第二、过快的债务增长以及企业债务和地方政府债务过高的问题在 2015 年开始与生产领域的通货紧缩相叠加，导致“通缩与高债务效应”出现，局部风险恶化和蔓延的程度随时可以加剧，对宏观经济带来的内生性紧缩效应也将更为严重。

上述这些加速性的变化是由于我们低估了生产领域“通货紧缩－高债务效应”对于宏观经济和微观主体的冲击。很多人都认为 CPI 没有为负，宏观经济就没有问题，PPI 为负主要是由于石油价格下滑导致的，不仅不会带来企业困难，反而使企业成本下降更快，不会出现系统性的问题。

但这种认识存在以下几个致命的问题：(1)对于生产企业而言，特别是工业企业而言，其价格水平对应的是工业品出厂价格指数，而不是 CPI；对于整体国民经济而言，对应的是 GDP 平减指数，也不是 CPI。如果企业贷款利率下降的幅度低于 PPI 下降的幅度和 GDP 平减指数的幅度，那么整个生产领域和国民经济的实际利息负担就上升了，如果名义利率水平高于名义 GDP 增速就意味着即使没有新增债务，该国的债务率和杠杆倍数依然在上升。(2)通货紧缩产生的最大冲击不是对当期财务的冲击，而是对未来财务的冲击，即导致各类企业对于未来利润预期和现金收益预期大幅度下滑，从而导致企业在存货投资、货款融资以及生产扩张等领域出现大幅度收缩，这种收缩一旦形成将产生强劲的正反馈效应，导致债务累计速度

和外溢效应加大。(3)如果这些价格的变化传递到土地和房地产等领域,那么由于抵押品的杠杆效应,这些价格下滑带来的财务效应和宏观经济运行的收缩效应更为猛烈。

第三、政治经济环境的变异导致传统宏观调控政策的传递机制发生变异,传统的宏观经济政策失灵问题十分严重。

传统宏观经济政策通过产业政策、投资闸门、信贷闸门、土地闸门以及财政政策等措施来调控宏观经济波动,使中国在过去经常出现"一放就乱,一抓就死"的局面,宏观经济政策的调控效果十分明显。但自 2014 年以来这些政策调控的宏观效果却并不明显。这一方面与投资和刺激的边际效应递减有关,但更重要的是由于各种宏观环境、政治经济生态以及社会结构的变化导致传统宏观经济政策失灵。

首先、由于地方政府以及职能部门的庸政、懒政现象以及财税体制改革的衔接期等因素,2015 年积极的财政政策不积极,紧缩效应十分明显。其次、由于实体经济的贷款需求以及商业银行的风险控制,导致当前定位的稳健的货币政策不稳健,货币条件指数紧缩,金融对于实体经济的渗透性大幅度下降,货币政策明显偏紧。第三、由于财政紧缩、地方政府行为的变异以及投资收益的下滑等原因,传统项目投资产生的刺激效率大幅度下降 。

第四、利用大腾挪来实施"宏观去杆杠",利用股市繁荣来达到启动经济,对冲生产领域的低迷,虽然是顺应潮流的、恰当的战略选择,但依然会带来巨大的风险。能否有效地驾驭这些风险,不仅关系到宏观去杠杆的成败,同时也对宏观经济的稳定会带来巨大的冲击。

首先、利用融资融券等杠杆手段来提升股市的景气,会带来巨大的泡沫。其次、股市在短期的快速回落所带来的宏观冲击将大大超越以往的水平。如何驾驭目前中国这个脆弱的宏观去杠杆支点,如何在完成股票市场战略性融资和制度完善的同时,保持股票市场相对平稳的运转,已经成为当前宏观调控的核心任务之一。

三、新常态时期基本的政策取向

1、不断深化对于"新常态"内涵的理解,不能将新常态沦为新的教条和庸政懒政的借口。要避免在趋势面前过度悲观,在世界经济大周期面前过分能动,在大改革面前过于理想。

2、充分重视"萨伊定律的逆否命题"在当今中国的指导意义。"新常态"是趋势

性力量与周期性力量叠加的产物，同时中长期趋势性变化在本质上是短期行动和变化的累积产物，“持续的需求不足将自动带来中长期供给和潜在产出水平的下滑（萨伊定律逆否命题）”。只要有效需求不足在一定时期内长期存在，它必定会使潜在增长速度出现跟随性的回落。

3、强化对于“超级债务周期理论”、“长期停滞理论”和“世界技术周期理论”的研究，中国“新常态”依然是世界经济大周期的一部分，不能脱离世界经济周期过分强调中国因素。

4、不仅要高度重视在总量上趋势性力量与周期性力量的叠加带来的中国宏观经济面临失速的风险，同时也要重视部分区域和部分行业超预期的塌陷带来的中国经济的高脆弱性，新常态攻坚期必须强化“底线管理”，高度重视总量和结构指标的变异。

5、高度重视中国在大转型中区域性和结构性的差异，避免政策整齐划一的实施激化宏观经济在结构性和区域性之间的张力，导致局部坍陷带来强烈的“连带效应”。“木桶效应”已经在中国区域政策管理中强烈显化。

6、高度重视大改革、大调整以及新常态时期所带来的传统宏观经济政策失灵问题。一方面要在中期采取促进改革，重构宏观经济政策传导机制来提高传统宏观经济政策工具的效率，但另一方面还必须创新宏观经济政策框架和工具，适度采取非常规宏观经济政策和过渡性政策安排。

7、高度重视生产领域的通货紧缩与高债务叠加产生的内生性紧缩效应。一方面要采取积极的货币政策对冲价格过度回落带来的冲击，另一方面还必须通过大腾挪等措施，多途径解决企业高债务的问题。因此，债务置换、资产证券化、利用股市实施的宏观债转股以及利率水平的较大幅度下调应当同时并举。

8、高度重视中国宏观经济与股市背离的问题。一方面要从战略上认识到利用股市繁荣来降低企业债务率、启动经济和推动资本市场改革的必要性，但另一方面还必须认识到股市泡沫对中国宏观经济带来的风险。一是宏观审慎政策必须在本文建议的几大时点上重点监测资产价格的变化，例如7月初、美国加息日、房地产投资反弹点和注册制的实施等；二是要利用改革和上市公司的改造来缓释目前的泡沫，使“资金牛”和“政策牛”向真正的“改革牛”转变；三是要协调好企业减持、增发、IPO之间的关系。

9、进一步通过差别化政策推进新兴产业的发展，进一步从体制机制上促进创业、创新活动。但应当吸取以往我们在新兴产业、创新活动中失败的教训，不能把

中国战略转化了各级部门短期的行政运动，更不能通过国家补贴等模式形成新的寻租活动。第一、要尊重创新创业的规律，不能运动式地进行政府扶持；第二、要利用资本市场的力量来甄别创新中的风险，避免一次性的行政性补贴；第三、要建立各种创业创新的社会安全网，为创新创业的失败者打造软着陆的缓冲垫，以避免运动式创新创业之后所出现的倒闭潮对经济社会的过度冲击。

10、“贸易超调”、“投资超调”以及“资产价格效应”是本轮世界后危机时代的新现象和新规律，不能简单从历史视角来认识中国投资、中国外贸的增速下滑，必须从世界角度认识中国竞争力的变化，从而避免在外贸扶持、投资促进等领域用力过猛。

11、针对积极的财政政策没有有效落实的现状，政府应当在积极推行财税体系改革的同时，建立相应的过渡机制，缓解经济下滑和改革所带来的财政政策传导机制失灵的问题，全面落实积极的财政政策。

12、货币政策应当根据新时期的要求全面重构，其哲学理念、理论基础、政策框架和工具都难以适应中国新常态艰难期的要求。

第一、要摈弃传统货币政策规则中关于潜在增长速度的理念，货币政策在大转型期间需要更为积极的哲学理念。

第二、由于大改革与大转型期间的波动源具有多元性和叠加性，因此，货币政策工具必须多元化，常规政策工具难以应对目前的格局。

第三、货币政策应当明确盯住名义 GDP 增速，不能简单盯住实际 GDP 增速、CPI 和就业，因为在中国当前经济结构和统计体系中，传统的这些指标已经不能科学反映中国宏观经济运行的状况。

第四、资产价格的盯住在后危机去杠杆时代是货币当局的主要任务，当前股票价格以及房地产价格的变异已经成为宏观经济调控的核心。

第五、强化货币投放、信贷投放、社会融资投放之间的关系，使货币政策与金融监管相互配合，建议持续采取“适度宽松的货币政策”＋“金融改革”＋“监管强化”的组合，以保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。

第六、由于需求不足问题已经强烈显化，货币政策不宜保持以往模糊的稳健定位，必须旗帜鲜明地采取宽松定位，但宽松货币的实施模式应当有别于传统模式，原则上坚持“项目挖渠、财政先导，货币放水”。

第七、在改革继续推进、金融创新不断涌现、利率市场化尚未彻底完成的情况

下，货币政策应注重加强预期管理，更加注重引导社会预期[①]，以提高货币政策的有效性。包括汇率调整、存款准备金以及利率的调整应当更加明确其偏宽松的内涵，不宜过分含糊其辞，在货币政策定位上玩文字游戏。当前宽松货币政策的声明有利于提振信心和引导预期。

第八、与财政政策、产业政策和社会政策相比，货币政策应当采取配合的姿态，而不宜主导目前稳增长的政策诉求。除非 CPI 和 GDP 增速进一步全面回落，全面宽松的货币政策或中国 QE 不能出台。

13、金融改革应当持续推进，特别是正对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革、资产证券化和国有企业改革等组合性措施应当快速推进。

第一、不宜过度关注股票市场指数过快增长、局部监管存在漏洞等问题，应当在促推资本市场繁荣的基础上快速加大注册制改革，快速推进 IPO，以切实做到通过债权性融资向股权性融资的转化来降低中国宏观经济的整体杠杆倍数和系统性风险。

第二、面向非金融性机构的资产证券化应当加速。

第三、在影子银行监管力度强化的同时，债券市场的并轨和债务融资规模的加大可以并行，特别是国债市场的扩容和企业债券并轨十分重要。

14、采取分类处理的方法，对 2015 年中国房地产市场进行调整，一方面防止部分区域房地产价格过快上涨形成新一轮房地产泡沫，另一方面防止三四线库存过高的城市出现局部房地产崩溃的问题。

15、“稳增长”督导和问责制在本质上只是治理地方政府庸政懒政的临时措施，我们必须从制度层面构建新型地方政府与经济发展共融的激励机制，以代替地方政府过去“跑部前进”、“投资膨胀和投资饥渴”的政治经济动力体系。

2.5 新常态中国经济增长趋势：不对称 W 型——2015 年第 4 期《探底进程中的中国宏观经济》

2015 年是中国宏观经济新常态步入新阶段的一年，是全面步入其艰难期的一年，也是中国宏观经济结构分化、微观变异、动荡加剧的一年。GDP 增速的“破 7”，非金融性行业增速的“破 6”，工业主营业务收入的“0 增长”，GDP 平减指数、企业

① 资料来源：2015 年中央经济工作会议公报。

利润和政府性收入的“负增长”,“衰退式顺差”的快速增长以及“衰退式泡沫”的此起彼伏,都标志着中国宏观经济于2015年步入深度下滑期和风险集中释放期。

由于“通缩—债务效应”不断发酵,宏观经济内生性收缩力量不断强化,去产能与去库存不断持续、基层财政困难陆续显化、部分行业和企业盈亏点逆转,以及“微刺激”效果递减等因素,“稳增长”政策难以从根本上改变本轮“不对称W型”周期调整的路径。2015年3—4季度不是本轮“不对称W型”周期的第二个底部。2016年是中国经济持续探底的一年。2015年第4期报告《探底进程中的中国宏观经济》对此进行了深入研究,报告执笔人是刘元春教授。

一、中国经济步入深度下滑期和风险集中释放期

在出口下滑和投资增速持续回落的作用下,中国经济增长出现超预期下滑,各类指标创近20年来的新低。GDP增速的“破7”、非金融性行业增速的“破6”、现价工业增加值和主营业务收入的“0增长”、企业利润以及政府性收入的“负增长”都标志着中国宏观经济于2015年步入深度下滑期。

在输入性通缩、有效需求不足以及产能过剩等因素的作用下,GDP平减指数步入“负增长区间”。这标志着中国经济下滑的核心因素开始由长期趋势性因素转向中短期周期性因素,有效需求不足的问题以及通货紧缩的全面显化逐步成为宏观调控的核心问题,持续的工业萧条开始向服务领域和消费领域扩展,宏观景气开始承受全面回落的压力。

出口小幅负增长、进口大幅负增长以及由此带来的“衰退式顺差”的快速增长,不仅标志着中国宏观经济存在过剩的储蓄,同时也表明内需回落速度要远大于外需回落的速度,全球不平衡逆转所引发的中国结构性调整压力以及内部不平衡引发的扭曲已经成为中国经济下滑的主导因素,结构性再平衡应当成为治理总量失衡的核心任务之一。

在收益下滑、预期回落和价格下降等因素的作用下,资金运转速度出现下滑,社会融资和银行贷款出现内生性收缩,资金链条出现变异。在流动性向实体经济渗透能力大幅度下滑的同时,“衰退性泡沫”的持续出现——2014年底到2015年二季度的股市大涨、4月份以来一线城市房价的飙升以及二季度以来债市的繁荣——已表明中国流动性困局已经出现。

利用股权融资以及地方债等手段来实施去杠杆、降债务的阻力重重,“天威债违约”、“6.15股灾”、“8.11汇率恐慌”以及“中钢债违约”不仅说明中国金融风险上

升到新的高度，同时也表明中国结构性调整需要精确制导，货币政策和金融政策在现有的利益格局和监管体系下不仅不能达到既定的目标，反而成为新的风险源和风险触发器。

稳增长的各类举措已步入“效果加速递减阶段”，各类政策在地方政府懒政庸政、部门利益冲突、政商关系重构、动力激励体系转换等因素的作用下难以发挥应有的效果，宏观经济政策面临全面失灵的风险。积极的财政政策不积极、稳健的货币政策不稳健、扩张的产业政策难以到位以及精英阶层的懈怠是当前经济下滑的核心根源。

在各类宏观指标恶化的同时，企业微观指标出现变异，中国宏观经济正处于微观行为模式整体性变异的边缘。从企业角度来看，“通缩－债务效应”开始显化。一方面生产价格水平的持续回落大大降低了经济主体的盈利能力，另一方面持续高涨的债务导致企业债务成本加速上涨，中国生产主体已经从“借新还旧”开始全面进入“借新还息”的阶段，部分企业步入“盈亏”与“倒闭”的临界点。这直接导致资金全面收缩、投资下降、去库存加速以及预期低迷等内生性收缩全面显化。从政府角度来看，在税收疲软和土地出让金大幅度下滑的作用下，政府收入增速回落明显，局部区域政府运转困难现象开始显现，庸政懒政现象常态化，各级政府行为模式正处于新旧动力机制转换的空档期。从居民角度来看，收入分配政策的加速和维稳政策的加码保证了居民收入增速暂时没有随着 GDP 增速的回落而下滑，但宏观景气的持续下滑和资产价格的异常波动直接导致收入预期和消费信心的回落，居民持续繁荣的消费局面也面临下行的压力。

值得高度重视的是，中国经济本轮深度回落的经济低迷期与以往经济深度下行期和其他新兴经济体经济疲软有本质的不同——中国经济在总体低迷中出现了深度的分化，转型成功省市的繁荣与转型停滞省份的低迷、生产领域的萧条与消费领域的繁荣、传统制造业的困顿与新型产业的崛起、劳动密集型产业的低迷与创新领域的活跃同时并存。这不仅标志着中国经济结构深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期已经到来，同时也意味着中国经济在疲软中开始孕育新的生机，在艰难期之中曙光已现，在不断探底的进程中开始铸造下一轮中高速增长的基础。

持续的稳增长政策在四季度开始有所收效，多项宏观经济指标有趋稳的迹象，但由于外部环境的持续低迷、内部增长动力的弱化以及各类周期性力量和趋势性力量还没有探底，2015 年 3－4 季度不是本轮经济运行的底部。

二、中国经济探底期的基本逻辑与预测

2016年将是中国经济探底过程全面展开的一年。一方面，它将延续中国经济“新常态”攻坚期的基本逻辑，各类宏观经济指标将在趋势性力量和周期性因素的叠加作用下继续呈现下滑探底趋势；另一方面，随着内部结构调整的深化、新的增长动力机制的形成以及外部环境出现边际改善，2016年中国经济将在持续探底中开始出现底部趋稳的迹象。

从周期角度来看，2015年不是本轮“不对称的W型”周期调整的第二个底部，世界经济周期、中国房地产周期、中国的债务周期、库存周期、新产业培育周期以及政治经济周期决定了2016年中后期才能出现坚实的触底反弹。这种结论的逻辑依然成立，但考虑到世界经济在2016年可能存在的变异、2015年3－4季度受股灾的影响较为强烈、五中全会之后各类政策进行了较大的再定位，2016年将是中国持续探底的一年，并在年末出现筑底趋稳的迹象，本轮底部运行的长度将持续1年左右，2017年中后期到2018年初期宏观经济将逐步回暖。

第一、世界经济的整体反转在很大程度上决定了中国经济的外部不平衡和内部产能过剩问题的缓解。在世界经济底部未显现之前，中国经济底部难以出现。

第二、去产能实质性的展开是决定中国经济底部的第二大因素，僵尸企业、高债务企业以及过剩产能行业的企业如果没有在市场力量和行政力量作用下得到全面调整，中国经济底部难以出现。

第三、从目前库存周期来看，2014－2015年处于本轮库存周期的下行阶段。因为企业的债务率过高、市场价格紧缩以及投资预期收益下滑，使很多企业采取现金为王的策略，尽可能减少库存投资。

第四、房地产周期对于中国经济的作用依然巨大，房地产投资的触底和底部运行的长度也将强烈影响宏观经济触底的时点和持续的长度。

第五、新旧结构交替进程中，新产业、新业态和新动力的培育状况决定了中国经济企稳反弹的基础和性质。

第六、债务周期是决定本轮中国经济周期的最直接力量。2015年6－7月的大股灾加速了中国债务率的上扬，2016年中国IPO的全面重启、地方债务的加速置换以及不良资产的剥离和处置将直接决定中国债务周期运行的状况。

第七、新一轮大改革与大调整的激励相容的动力机制的缺乏是经济持续回落的深层次核心原因。2016年大改革与大调整的再定位是否能够构建出新一轮激

励相容的动力机制是中国宏观经济能够实现触底反弹的关键。

三、2016 年面临的两大类风险

2016 年中国宏观经济具有巨大的不确定性，这种不确定主要来源于我们对于潜在风险的认识和化解这些风险的应对措施。在 2014 年 4 季度报告我们关注的“服务业景气变化”、“企业绩效恶化”、“就业质量下降”、“债务风险上扬”、“房地产周期调整”以及“货币政策失灵”等 6 大风险，在 2015 年 2 季度报告中我们指出需要重点关注“增长失速与破底”、“通缩－债务效应”、“宏观大腾挪”和“宏观经济政策总体性失灵”等 4 大类风险。

2016 年，上述这些风险将持续存在，并在经济持续下行的压力下进一步叠加和相互作用。这将导致 2016 年将集中出现两大类风险：一是微观主体行为集体性变异，从而导致内生性下滑力量加速；二是“衰退式泡沫”进一步集聚，导致金融扭曲进一步加剧，局部风险扩大。

1、微观主体在在盈利预期下降和亏损面扩大、“通货紧缩－高债务效应”的双重挤压下，其行为发生整体性变异，诱致中国经济出现加速性收缩，导致 2016 年经济触底的深度加剧、周期延长。(1)企业绩效指标全面恶化。(2)企业债务在持续攀升中步入新阶段。中国企业债务在持续攀升中已经步入新阶段，它不仅从过去的“借债投资”的模式演化到“借新还旧”的模式，更为重要的是部分企业已经全面走向“借新还息”的阶段，中国经济可能处于资产负债表衰退的前夜。(3)企业行为变异前兆初现。

2、各类“衰退式泡沫”进一步集聚，导致金融扭曲进一步加剧，局部风险扩大。

随着我国经济进入风险的集中释放期，各种“衰退性泡沫”危机接连发生。金融风险开始在击鼓传花中不断扩大，局部风险已经开始显露中国经济全局性的脆弱性。这集中体现在“民间融资困局”→“同业拆借利率飙升”→“超日债、天威债等债券违约”→“近期的大股灾”→“8 月汇率恐慌”的传递。这说明了中国风险在传递中不断累积，不断放大，不断成为宏观经济异变的触发点。在 2016 年中国经济探底过程中，新的风险点的防范、释放及其治理效果，决定了中国经济企稳回升的时点和幅度。

近年来，我国经济金融系统风险不断累计和释放，资金“脱实就虚”的流动不时表现为不同类型的“衰退性泡沫”，各种泡沫危机接连发生。从 2010－11 年的温州和鄂尔多斯民间借贷危机，到 2011－12 年的“城投债”危机，到 2013 年的流动性危

机“同业拆借利率飙升”,再到2014年的“超日债”等公司债危机,再到2015年上半年的“天威债”危机、年中的“大股灾”和下半年的汇率恐慌,各种衰退式泡沫所引发的危机接连发生。每次危机的爆发都会对市场信心和金融系统产生一定的冲击,而且危机发生的频率越来越高。那么,2016年下一个风险点会是什么?我们认为主要有以下四方面需要特别关注。

(1)债券市场泡沫。股市泡沫破灭后,随着股价持续下跌和IPO暂停,股市繁荣期间筹集的巨额投机资金开始寻找新的投资替代品,资金大量流入债市,新的泡沫开始开始在债市酝酿。

(2)局部地区房地产泡沫。2015年4月份以来,受一系列宽松政策影响,房地产销售出现明显的回暖迹象。

(3)战略性新兴产业泡沫。政府主导下的创新创业活动、运动式地扶持和过度补贴以及缺乏资本市场力量来甄别创新中的风险,正在引导战略性新兴产业酝酿新的泡沫。而我国针对创新创业的社会安全网尚未有效建立,缺乏为创新创业失败者打造的软着陆的缓冲垫,运动式创新创业之后可能出现的倒闭潮将会对经济社会产生巨大冲击。

(4)国际金融市场动荡。从未来世界经济与国际资本市场的走向来看,不仅全球外部需求将进一步低迷,而且以新兴经济体为主的金融大动荡和经济下滑可能进一步直接挤压中国经济复苏的空间,并成为中国宏观风险的下一个暴露点。特别是人民币汇率波动以及中国资本的外逃是可能继股灾之后诱发中国风险的关键点。

四、2016年与两大类风险相关联的四个问题

2016年,与上述两大核心风险相关联的是以下四个需要重点关注的问题。

1、新一轮大改革和大调整的激励相容的动力机制是否得到有效构建。2016年亟需构建新的利益共容激励体系。驱动经济增长最根本的动力激励机制已经被打破,但适应新常态的利益共容体系和激励机制却没有出现;反腐倡廉和全面整顿堵住了很多的“歪门”和“旁门”,但却没有很好地开启“正门”;各级精英阶层的积极性呈现消退的态势,各类传统的共谋格局被打破,但却没有围绕“新常态”改革调整的阶段使命,形成一致行动和良性合力。

首先、各级政府官员特别是基层政府官员“懒政”“庸政”现象不断蔓延,传统的政绩考核体系已经打破,但新的政绩考核和激励体系却没有树立,政府改革的主动

性和创新性大幅度下滑，各级政府都宁愿墨守成规，让大量财政资金趴在账上，也不愿积极打破陈规，进行积极探索。这导致各类宏观经济政策缺乏基层推动和实施抓手，出现整体性的失灵。其次、传统的官商关系和政企关系被打破，但新的政商关系却没有形成，政府资本和民间资本之间的利益共同体被打破，而新的合作关系和信任关系又没有构建起来，导致政府资本难以大规模启动民间资本，政府项目投资产生的刺激效率大幅度下降。第三、科技创新人员受到现有财务审计和财务报销制度的困扰，大量高级科研人员和知识分子愿申报项目，不愿承担科研项目。这导致大量科研经费宁愿大规模趴在账上、被财政收回，也不愿展开积极的科研活动。

2、房地产市场复苏情况，特别是房地产投资是否会在明年二季度成功反转。房地产市场复苏状况很大程度上决定了2016年的经济增速。尽管房地产销售已经出现明显的回暖，但2016年房地产市场复苏可能不会一帆风顺，不仅复苏过程会比想象中漫长，而且脆弱复苏下市场分化加剧还可能诱发“虹吸效应”，加重局部地区困难和引发系统性风险。

3、外部经济环境变化，特别是世界经济是否将在2016年出现二次探底。2016年全球外部需求低迷对中国出口造成巨大压力，直接挤压中国经济复苏的空间，而国际金融市场动荡又会加剧中国经济的脆弱性。在外部经济环境中，尤其值得关注的是新兴市场经济体的形势变化。

第一、外部需求通过影响中国对外贸易，可能会给中国经济增长带来较大压力。第二，2016年大宗商品价格预计仍将保持低位运行，总体上有利于中国经济增长。第三，在外部经济环境中，2016年尤其值得关注的是新兴市场经济体的形势变化。新兴经济体是中国贸易的核心支点之一，占总体贸易的比率达30%，该板块的低迷将严重影响中国出口。

4、经济探底进程中的宏观经济管理政策是否合意，特别是能否有效改变微观主体的悲观预期，并有效化解“通缩－债务效应”的全面显化；能否大规模启动中国的存量调整，并有效切断内生性紧缩机制；以及能否有效地治理各类衰退式泡沫，并防控局部风险的扩大。

第一、宏观经济的底部管理。2016年将是中国经济探底过程全面展开的一年，它不仅将延续中国新常态攻坚期的基本逻辑，使各类宏观经济指标继续呈现下滑探底趋势，而且内生性紧缩和外部需求疲软将全面扩展，企业行为很可能发生重大变异。宏观经济底部管理的成败的关键在于内生性紧缩机制的切断。这主要取

决于货币政策和财政政策能否从“稳健”转向“适度宽松”，稳定市场预期，打破“债务—通缩”的恶性循环，扭转内生性回落的悲观情绪。第二、衰退式泡沫的防范与治理。伴随资金“脱实就虚”流动的加剧，各种类型的“衰退式泡沫”接连发生，金融风险在传递中不断累积，不断放大，不断成为宏观经济异变的触发点。第三、启动存量调整。当前中国经济面临产能过剩、房地产库存、债务高企等严重的存量问题，实际上已经对中国经济的中长期发展前景构成了威胁。存量调整是增量调整的基础。尽管通过增量改革所形成的新的增长点，在一定程度上能够对冲存量问题所造成的经济下行压力，然而不解决存量问题，中国的改革不可能成功。

五、宏观经济探底期的政策建议

1、要高度重视世界经济在大停滞和大分化进程中对中国经济的冲击，通过深入研究本轮世界危机爆发的本质以及传递的规律，把握中国经济调整的性质和可能的方式。世界经济不平衡的逆转和基本参数的变化决定了“取长补短”式的供给侧增量调整与存量调整是本轮危机治理中的基本政策定位，需求侧管理具有辅助性，其核心在于防止转型过猛带来的总量性过度下滑和系统性风险的爆发。

2、近期出现的“衰退式顺差”说明全面启动供给侧管理和改革的同时，还需要重新定位需求侧管理政策，进一步积极的需求管理政策具有必要性。

3、要从战略层面认识到调动各级精英阶层的积极性是当前以及未来经济成功转型升级的核心。要认识到过度下滑甚至出现持续的萧条已经成为中国最大的政治社会风险，因此在反腐倡廉取得重大战略性胜利之后，应当在稳增长的基础上，积极构建新一轮大改革、大调整的激励相容的新动力机制。

4、高度重视 2016 年面临的两大类风险和四大核心领域。一方面要利用供给侧调整政策和需求管理政策阻断内生性下滑的各种强化机制，防止微观主体行为出现整体性变异；另一方面在强化监管的基础上关注可能出现的各种“衰退式泡沫”。

5、在进一步扩大财政赤字的基础上，强化积极财政政策的定向宽松。货币政策应当根据新时期的要求全面重构，其哲学理念、理论基础、政策框架和工具都难以适应中国新常态艰难期的要求。金融改革应当持续推进，特别是针对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革、资产证券化和国有企业改革等组合性措施应当快速推进。

第三章　“后危机”经济复苏时期中国经济

3.1 “金融危机”之后中国经济复苏需要大改革和大转型——2013 年第 4 期《大改革与大转型中的中国宏观经济》

“金融危机”之后中国经济复苏具有长期性。从短期经济运行和发展趋势来看，2013 年中国宏观经济表现不仅宣告了全球悲观主义者所持的“中国崩溃论”的失败，同时也没有证明乐观主义者在 2012 年底所持的“中国周期逆转论”。中国宏观经济一方面没有出现系统性风险全面爆发、经济增长直线下滑的局面，但同时也没有在反周期的刺激政策的作用下出现持续性的反弹。2013 年第 4 期《大改革与大转型中的中国宏观经济》对该问题进行了深入研究，本期报告主要执笔人是刘元春教授。

一、“信贷－投资驱动型经济增长模式”加剧深层次资源错配与体制扭曲

世界经济危机的爆发宣告了中国传统的“出口－投资驱动型经济增长模式”走到了尽头，但中国宏观经济并没有转向预期中的“消费－内需驱动型经济增长模式”，反而在错误的宏观经济政策定位的作用下走向了“信贷－投资驱动型经济增长模式”。这种模式在 2013 年的延续，使中国宏观经济面临的深层次的“产能过剩”、“流动性泛滥”、“金融扭曲”、“地方政府债务”以及“房地产泡沫”等问题不仅没有在局部改革和短期管制下有所缓和，反而在传统利益格局和权力体系的作用下不断恶化。M2/GDP、投资/GDP、企业贷款总量/GDP、债务水平/GDP、房地产销售/GDP 等参数在 2013 年持续攀升，产能利用率的持续低迷以及“钱荒”问题的出

现说明了中国经济面临的深层次资源错配与体制扭曲已经到了一个全新的阶段，其带来风险积累达到新的临界点，简单的“头痛医头，脚痛医脚”的传统局部调整模式难以化解这些深层次的系统问题，新的历史时期需要中国启动系统性的全面改革。

二、2014 年中国政治、社会和经济状况的复杂性

2014 年是中国全面落实三中全会精神、全面推行结构性改革的第一年，是近 20 年来政治、社会、经济最为复杂的一年。

1. 大改革决定政治、社会和经济状况的复杂性 。大改革在本质上是一场全面的政治运动，是在经济基础发展的推动下上层建筑的变革与重构。改革不仅是政治调整的产物，同时也是新政治开启的手段和促推剂。大改革要得到顺利、全面的推行，就必须打破传统利益格局，削弱传统政治势力，瓦解反改革联盟，凝聚大改革所必需的政治力量。因此，三中全会后，包括反腐倡廉、八项政策、群众路线、四风整顿等政治运动必将持续深入地展开。而这些运动持续深入展开一方面将引发政治图景的重构，引发利益集团的冲突，打破既有的政治社会运行模式，但另一方面又会产生强烈的经济外溢效应，特别是对于政府消费与政府投资的影响尤为突出。大改革在本质上又是一场轰轰烈烈的社会运动。它不仅改变不同利益集团的权力关系，也改变了社会互动的关系。三中全会公布改革决议之后必将引发社会的大讨论，引发社会预期的重构和社会信心的调整。不同群体对于三中全会决议的不同解读对于社会的冲击在短期依然具有强烈的不确定性。大改革在本质上也是资源配置方式的变革与经济利益的重构。政府与市场关系的重构、财税体系的改革、土地制度的改革、金融改革深化、社会福利体系的全面重构都会对现有的资源配置模式带来根本性的冲击，短期的“创造性破坏效应”依然较为明显。改革带来的投资空间的释放以及市场信心的重振在短期依然具有一定的不确定性。

2. 中国政策再定位与政策转型之间的激烈冲突。2014 年宏观经济政策的定位虽然在名义上将与 2013 年保持一致，但大改革却使 2014 年的宏观经济政策具有双重特性：一方面大改革的开启要求货币政策和财政政策按照新机制来实施，以摆脱信贷－投资驱动型经济增长模式的困境，使 2008 年到现在所实施的各项反周期政策回归到常态。例如，金融改革和金融监管体系的强化要求大规模回升流动性以治理流动性泛滥带来的各种问题，政府职能的转变和财税体系的改革要求全面约束地方政府 GDP 政绩工程竞争、投资冲动、大幅度扩张债务等行为模式，全面

降低中央预算财政赤字和地方隐性财政赤字的规模;但另一方面大改革的顺利推行却需要宏观经济环境的稳定,这要求调控当局必须灵活运用宏观经济政策来对冲大改革带来的各项震荡,以避免经济的过度波动。这两方面最终导致的结果就是宏观经济政策将偏离 2013 年的定位,出现相机抉择较强、变动幅度较大等特点。2014 年也是世界经济步入"宏观政策逐步常态化、结构性改革全面深化"的大调整与大过渡的一年。一方面,美联储 QE 政策的退出将标志着全球非常规货币政策与超常的危机管理政策将向常规化宏观经济政策转变,另一方面,新兴市场经济体系在经济疲软中开启的结构性改革政策将全面启动,欧美等发达国家的结构性改革也将步入关键的深化期,结构性改革的全球竞争在大调整与大过渡阶段全面展开。这必将导致世界经济未来复苏的路径不是简单的线性模式。在短期,世界经济必定受制于宏观政策常态化、结构性改革深化的冲击,"底部波动、缓慢复苏"将成为世界经济复苏初期阶段的明显特征;在中期,全球结构性改革的深化不仅有利于资源配置效率的全面提升,帮助世界经济寻找到下一轮经济增长的新源泉,更为重要的是它将全面改变现有低迷、悲观的经济预期,在全面提振市场信心的基础上帮助全球经济复苏加速前进。世界经济这种"短期缓慢、中期加速"的复苏模式也决定了中国外部环境将在 2014 年出现小幅改善,在中期加速提升,并将逐步缓和国内改革带来的各种压力。

中国经济的大改革与大转型,世界经济的政策大转型与大改革,以及全球经济周期性力量的轮转这三大力量决定了 2014 年中国宏观经济运行的基本框架。这也决定了 2014 年宏观经济具有"底部修复"的运行特征。

三、理解中国经济复苏的长期性不应脱离国际大背景

中国宏观经济变量的变化与世界经济具有高度的同步性。

1、GDP 增速的波动模式与世界经济是一致的。

2、出口增速与世界出口的变化也是同步的。

3、中国 CPI 的变动与世界也基本一致,都出现了"低速的 GDP 与不低的 CPI 并行"的新现象。

4、中国与很多发展中国家都在 2010－2013 年出现了"GDP 增速回落,新增长就业上扬"的新现象。

5、我们将中国与美国经济的经济周期进行比较发现,2005 年以来中国与美国的经济周期是高度耦合的。

世界经济总体的同步性说明本轮中国经济的波动不能单纯归结到中国因素之上，中国经济放缓的核心原因必须从全球性结构性问题、周期性问题以及引发的国内周期性问题和结构性问题等多角度来寻找。由此，中国宏观经济的周期状态如何判断，中国的结构性问题如何治理，中国宏观经济调控与结构性改革方案如何定位等问题必须在认识全球周期状态和结构性问题的基础上来解决，而不是把中国经济从世界经济隔离开来进行问题的思考和问题的解决。

四、世界周期和结构性问题

1、2008年的世界经济危机标志着世界经济已经渡过技术创新的高速扩张期，世界经济开始步入到技术的平缓扩散期、制度重构期和结构调整期，过去20多年中世界经济所拥有的技术革命的红利将逐步消失，世界经济增速将面临拐点性回落。世界经济危机状态的结束、全球制度体系的逐步重构以及ITC技术的进一步拓展等因素虽然会带领世界经济摆脱危机，走出低迷，出现一定程度的反弹，但在未来相当长一段时期中世界经济增速难以重返危机前的状态。

2、全球化红利已随着美国技术的扩散、中国和印度等国纳入到全球化体系的剩余劳动力的枯竭而步入到递减阶段，这将导致利益分配的模式以及由此产生的经济政治交往模式发生重大的调整。

3、收入分配的两极分化和劳资分配关系的恶化是全球经济下滑的另一个结构性因素，全球性收入分配改革已在世界各国全面拉开。

4、金融危机的爆发和全球化红利的递减同时也标志着世界经济不平衡逆转以及相应的世界经济结构调整的开始。

5、在世界经济摆脱经济危机最困难的时点之后，各国宏观参数的改善将促使各国政府陆续推出危机时期采取的各种非常规刺激政策，从而宣告世界经济步入“宏观经济政策的大调整期”。

6、从目前的世界经济周期性参数的测算来看，世界经济目前依然处于周期的低迷期，产出缺口和周期性增速都处于负值状态，但从明后年的变化来看，周期性力量开始缓慢的逆转，上行期可以期待。

五、结构视角下的中国宏观经济

第一、资源配置效率持续恶化，“要素投入驱动模式”有所强化。

第二、资本形成对增长的贡献度持续上升，经济增长模式并没有从“出口－投

资驱动型模式”转向“消费驱动型模式”，而是向更为糟糕的“信贷－投资驱动模式”转变。

第三、消费驱动模式并没有出现，消费占比、居民收入占比等相关参数依然处于不断恶化的路径之中。

第四、“信贷－投资驱动模式”的形成不仅没有改善中国经济增长的质量，反而弱化了传统投资扩张的市场基础和需求基础，使中国经济深层次的结构问题进一步恶化。

“出口－投资驱动型模式”向“信贷－投资驱动模式”的转变导致中国结构问题不仅没有改善，反而进一步加重，中国结构性问题在全球结构性调整的压力下进一步附加上了本国政策调整失误带来的泡沫问题。这导致中国深层次结构调整具有了一定的中国特色——“全球结构调整”＋“中国模式调整”＋“政府失灵调整”。

六、大改革与大转型中国宏观政策取向

党的十八届三中全会所出台的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》顺应这种历史性的要求，揭开了以“完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化”为目标，以经济体制改革为核心，以“处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”为核心问题，以“加强顶层设计和摸着石头过河相结合，整体推进和重点突破相促进”为方法，以成立“中央深化改革领导小组”为核心实施保障的全面改革。这些改革必将在未来相当一段时期内对中国宏观经济运行的机制以及宏观经济的走势产生基础性的作用。一是在短期内，大改革将在打破传统的利益格局和资源配置的方式，对现有的生产体系，也别是投融资体系和政府经济管理运转模式带来冲击，从而导致政府消费、各类投资速度出现波动；二是在中长期内，大改革将重构中国经济增长的源泉，在优化资源配置的效率的基础上释放改革红利。

3.2 复苏时期重启改革——2013 年第 2 期《扭曲加剧、复苏乏力与改革重启的中国宏观经济》

2013 年中国宏观经济并没有延续 2012 年第 4 季度反弹的趋势，反而在“八项政策”和“国五条”等政策性调整以及深层次结构性问题和体制扭曲等因素的作用下出现非预期性的回落，经济复苏乏力。这不仅说明中国经济依然处于趋势性回

落的路径之中，而且证明了中国宏观经济无法依靠政策宽松与刺激来重返经济持续复苏的轨道。

在此背景下，中国经济复苏必须重启改革之路，2013 年第 2 期报告扭曲加剧、复苏乏力与改革重启的中国宏观经济》对此进行了深入研究，报告执笔人是刘元春教授。

一、2013 年复苏乏力、扭曲加剧的表现与分析

（一）经济复苏乏力的六大表现

2013 年上半年，中国宏观经济继续延续了此前逐季回落的趋势，一季度经济增速低位开局，经济复苏乏力，主要体现在以下六个方面：

1、GDP 同比增速继续回落，经济增速非预期性下滑。

2、“三驾马车”中除出口温和回升外，消费需求回升速度相对缓慢，投资对经济增长贡献大幅降低，并成为总需求持续下滑的主要因素。

3、在第二产业和第三产业下滑的主导下，全社会总供给增速出现明显放缓，其中中小企业生产持续疲软显得尤为突出。

4、在总供给和总需求下滑的作用下，消费领域通胀压力减轻，生产领域通缩压力较大。

5、在关税、增值税和消费税增速下滑的影响下，税收收入和财政收入增幅下滑明显。

6、工业企业收入和利润增速均出现小幅回落，企业绩效进一步下滑。

（二）结构扭曲加剧，经济运行中呈现八大矛盾和数据冲突

1、经济增速放缓的同时，社会流动性不论是存量还是增量都大幅增加，货币供应量增速与经济增速和 CPI 间的缺口日益扩大，实体经济和虚拟经济脱节趋势明显。

2、CPI 和 PPI 之间缺口逐步拉大，深刻反映了实体经济疲软，行业产能过剩问题不断凸显。

3、人民币升值与经济复苏乏力背道而驰。

4、出口增速数据反弹过快，但事实上外贸疲软，规模以上工业企业出口交货值增速较慢，出口增速远高于出口交货值增速，出口增速与出口交货值增速缺口不断扩大。

5、在工业部门绩效下滑的同时，旧产能还没有淘汰，新产能却大幅度增长，不

少行业利润大幅度下滑，但产能却不断增加，产能过剩矛盾激化。

6、官方 PMI 和汇丰 PMI 再次冲突，相比大中型企业，中小企业的经营环境更为困难。

7、地方政府投资规划大幅度上扬，但实际投资却逐步乏力，“雷声大、雨点小”超出预期。

8、我国就业市场结构性矛盾凸显，民工荒不断扩大，但以高校毕业生为代表的高端劳动力就业问题日趋严峻。

二、复苏乏力背景下风险累积

中长期来看，根据我们之前的报告研究，中国正由于人口红利的递减、全球化红利的消失、制度红利的逆转以及 TFP 的下降等多重因素，潜在增长速度在处于快速回落的区间。潜在 GDP 间断性回落或拐点性下降的核心原因主要在于：一是部门间闲置资源转移开始大幅度减少；二是由于创新下降和结构性问题严重导致 TFP 下降。

而在中国宏观经济持续放缓回落的背景下，多种风险由于“水落石出”而集中上扬和显化，并成为当前市场关注的热点，总的来看，当前宏观经济中主要存在五大风险：

随着地方投资规模的持续扩大，地方投融资平台风险不断凸显；影子银行和监管套利风险也逐步显现；房地产市场的回暖再次成为威胁金融体系稳定的潜在冲击来源；深层次的产业结构问题和资源配置扭曲加剧带来的产能过剩风险也将在短期“稳增长”政策的作用下进一步恶化；流动性泛滥带来的潜在风险。可以预见，以上五大潜在风险交织捆绑在一起，成为当前宏观经济的主要风险来源，通过我们的研究发现以上五大风险并不如外界认为的那么严重，五大风险均存在一定高估，但这并不代表化解风险的紧迫性不足。事实上，五大风险是当前宏观经济深层次内生性矛盾和资源结构性错配加剧的集中体现，从某种意义上说，五大风险也是当前我国经济复苏乏力的根源所在。

1、从地方政府负债结构和地方政府资产负债表来看，地方政府融资平台债务风险总体可控，偿债能力仍在可控范围内，尤其是地方政府经营性资产可为其偿债提供一定的保障。此外，投融资平台风险的根本性问题在于其债务的不透明，未来随着地方政府成为真正的负债法律主体，投融资平台的风险问题将会得到有效化解。

2、影子银行和监管套利属于宏观审慎监管的管理范畴，总体来看，通过金融监管的进一步完善，影子银行和监管套利风险将会得到有效化解。

3、房地产市场的回暖再次成为威胁金融体系稳定的潜在冲击来源，但事实上，就中期而言，我国房地产市场呈现一定的结构性特征，一线城市较高房价仍将获得一定支撑，泡沫风险较低。

4、部分行业产能过剩风险仍在积聚，经济增长的惯性和产业结构调整的长期性使得产能过剩以及由此可能引发的银行呆坏账风险成为威胁我国经济系统稳定的系统性风险。在短期“保增长”的背景下，“调结构”的任务将变得更加复杂化，但长期来看，通过兼并重组淘汰落后产能、化解产能过剩矛盾将成为我国经济结构调整的重心，也是中央经济调控的重中之重。

5、在全球流动性宽松的背景下，我国流动性泛滥风险凸显，在货币空转现象加剧的同时也要警惕其可能引发的潜在通胀风险。

三、未来改革的思路、着眼点和路径选择

（一）我们对未来改革的思路可总结为“开放统一的大市场，有限有为的小政府、广泛低度的大福利”。

“开放统一的大市场”是指要坚持市场导向的改革方向，按市场经济规律要求完善市场制度建设，破除区域和部门保护主义、放宽市场准入、鼓励竞争，使市场不仅在商品领域，而且在生产要素领域有效发挥资源配置的基础性作用，减少政府干预，在全国形成统一、有效和开放的大市场。同时，要防止贸易保护主义，坚定不移走开放之路。加强法制建设，在依法治国的总框架下建立产权、契约、竞争为基础的市场经济秩序，尊重企业家精神、提振民间投资和创业信心。

“有限有为的小政府”是指合理界定政府职能，规范政府的权力边界和行为，减少政府对经济生活的直接干预，纠正政府“越位”、“缺位”甚至是“错位”的问题，尤其是要清理和退出 2008 年以来反危机的临时应对措施，防止行政干预固化。从经验来看，缩减政府机构和人员的规模是行之有效的措施。同时，政府要加强公共服务和宏观调控职能，在这些领域有所作为。

“广泛低度的大福利”是指建立广泛的、低标准均等化的社会保障体系，完善最低工资和基本医疗养老保险制度，形成全国统筹的覆盖全社会的“社会安全网”。与此同时，要根据我国经济的发展阶段和公共财政能力合理规划社会保障安全网的推进速度，充分认识福利刚性并汲取其他国家的经验和教训，防止贪大求快、不

切实际的大包大揽，扶贫不扶懒。特别是在当前经济调整期，企业面临困难的宏观环境下，不宜再增添企业负担。

在新一轮的改革过程中，政府自我改革是改革顺利推进的关键。要认识到改革的落脚点应该在政府本身，合理界定政府职能，纠正政府“越位”、“缺位”甚至是“错位”问题才是改革的核心，需要提醒的是在这个过程中，不能把调控误读或视为改革，要认识到类似之前的增量改革并不能带来真正的帕累托改进。

（二）、在改革过程中，具体要处理好“政府和市场”、“中央和地方”、“国企和民企”和“初次分配和二次分配”等四个方面的关系。

1、正确处理好政府和市场的关系是改革的核心

政府和市场之间并非简单的此消彼长的关系，而应该是互补融合的关系。关于政府和市场的分工，经济学理论和国内外的实践表明，政府应当在外部性强、自身具备优势、能够给企业和市场带来补充支撑效应的领域发挥其主导作用；而在一般竞争领域，政府应当放权，交由市场有效发挥资源配置的主导作用。而当前，我国经济的实际情况在于，政府部门在市场失效的公共产品的提供上作用不足，而在竞争领域，政府部分参与程度过深，即存在明显的“缺位”和“越位”。

事实上，政府退出竞争领域并无意味着政府所发挥的作用递减，恰恰相反，随着市场经济的发展壮大，政府的相关职能作用也会随之增长。政府发挥作用的合理范围也是随着经济发展的阶段和经济环境相应变化的。在经济初期阶段，政府应该重点在基础设施等公共产品领域发挥作用；而在经济发展成熟阶段，随着基础设施大规模投入的完成，政府应当更多的提供创新的机制和政策环境，推动产业升级。在经济遭受冲击时，政府有必要介入经济中去以平缓经济波动，但在经济危机渡过以后，应逐步退出。

因此，现阶段处理好政府和市场的关系，政府应当逐渐减少行政审批，这也是政府切实转变职能的一个重要体现。行政审批实际上增加了企业经营的不确定性和交易成本，阻碍了正常的市场竞争，并导致寻租腐败行为，对企业发展不利。

具体而言，我国要真正实现“统一开放的大市场”，对政府而言，应采取以下措施：停止干预市场价格和交易，逐步废除对土地、劳动力、能源、矿物以及资本价格（利率和汇率）的管制；同时改革垄断企业；改革税收制度，以全面落实改善社会福利的目标；增加在社会保障、医疗、教育、住房和环境等公共服务领域的开支。此外，政府政策要注意以下方面：一是平衡，即宏观政策的松紧平衡，该压的要压，但该保的一定要保；二是服务，政府应该为放松微观经济提供服务，创造环境；三是采

取渐进的政策措施，保持社会稳定，防止出现经济和社会的较大波动。

2、理顺中央和地方的关系，以事权重新确定财力配置，同时在这个过程也可以清理和整顿地方债务问题，防范融资平台风险。

3、自 2008 年全球金融危机以来，为应对经济危机冲击，国有企业发挥了重要作用，为平滑经济波动作出了重要贡献；但与此同时，本轮国有企业的规模扩张进一步激化了国企与民企的矛盾，民间投资和活力减退，民企生存空间进一步压缩。在当前经济复苏乏力的背景下，重新调整定位国企和民企的关系，激活社会资本，成为未来经济快速复苏的基础。

2008 年经济危机以来，中国经济中“国进民退”趋势愈发明显，国有企业对民营企业的挤压更为严厉，这不仅体现在国有企业全方位向各个行业延伸，同时在资源的获取具有先天的强势，比如在获得银行贷款上，国有企业能过以很低的成本获得资金，而私企要么无法获得融资要么为资金支持高昂的成本。这这种背景下，国企对民企的“挤出效应”不断放大，并直接导致当前以政府投资为主导的经济增长乏力，社会投资日渐萎缩。

4、我国收入分配结构今年来没有得到真正改善，反而出现持续恶化的局面，这种收入分配格局的刚性决定了中国消费加速和消费升级难以在短期内得以实现。未来初次分配和二次分配关系的重新调整到位，将突破当前中国经济投资效率递减的困境，真正改善当前需求结构，使消费成为三驾马车的主动力。

（三）、在未来的改革过程中，需要一个整体的改革框架、全方位的改革维度以及对改革步骤的准确拿捏，具体涉及到未来改革的着眼点、时间表和路线图问题，这些都关系到改革的成败。

1、通过我们前期的分析，当前产能过剩、监管套利、影子银行等几大风险归根结底反映了我国市场调节效率趋减和结构性资源错配的实质，因此未来改革的着眼点应在于要素市场改革以及制度层面的改革。

2、在确定了新一轮改革的思路和原则之后，改革的时间表和路线图问题就显得尤为重要。在“开放统一的大市场，有限有为的小政府、广泛低度的大福利”的改革思路下，新一轮改革主要的领域应包括政府行政体制改革、金融改革、财税改革、户籍改革、土地改革、国有资产管理体制改革等六大领域。

表 3.2.1　　改革的具体领域及先后顺序

改革领域	具体改革内容	先后顺序
政府行政体制改革	大幅减少行政审批，增强政府运作透明性、改进和创新行政审批服务方式、依法行政	改革共识性强、相对简单，应当加快推进
金融改革	利率市场化、汇率市场化、人民币国际化、降低金融行业准入门槛、资本账户开放等	共识性高、紧迫性强，但比较复杂，应当稳步推进
财税改革	进一步推进全面预算、扩大营改增范围、匹配中央和地方事权和财权、清查政府债务	分歧少、紧迫性强，但较为复杂，涉及利益分配，目前财税改革领域已开始启动
户籍改革	放开城市户籍限制、实现人员的自由流动	共识性强、但非常复杂，难点在于附着在户籍上的社会福利，对农村而言又涉及到土地流转问题，该领域改革可以适当推后
土地改革	明确土地产权、加快土地流转、改变供地方式、构建土地公平交易市场、改变土地财政	分歧大、涉及面广、复杂程度高、可以放在改革的最后
国有资产管理体制改革	放开市场准入、国有资产有序退出竞争领域、提高国有资产运行效率	分歧小、涉及到深层次的利益格局的调整，难度高，但相对紧迫，应当稳步推进

3.3 从“次萧条”、政策性“复苏重现”进入次高速增长期的中国经济——2012 年第 4 期《迈向新复苏和新结构、超越新常态的中国宏观经济》

2012 年是中国经济从“次萧条”到“复苏重现”的一年。在消费持续逆势上扬、基础建设投资大幅增长、房地产政策微调带来的“刚需”释放、货币政策和财政政策的持续放松以及全球市场情绪稳定带来的外需稳定等因素的作用下，中国宏观经

济开始在2012年9月出现“触底反弹”，并在十八大政治换届效应、存货周期逆转、消费持续增长、外需小幅回升、投资持续加码等因素的作用下，重返复苏的轨道。2012年前3季度回落超预期，而第4季度复苏幅度也可能超预期。

2013年将延续2012年第4季度复苏的势头，随着换届效应的持续发酵、房地产困局的破解、外部环境的轻度改善、金融困局的缓和以及中期力量的释放，中国宏观经济将超越“新常态”，步入“次高速增长期”。2013年不仅是中国宏观经济完成由“复苏”向“繁荣”的周期形态转换的关键期，也是中国迈向“新结构”、超越“新常态”的关键年，更是新政府全面确立和落实新经济发展战略的一年。因此，2013年中国宏观经济将是在复杂中充满朝气的一年。

一、从“次萧条”到“复苏再现”的2012：不对称的“W”型周期调整与2012年的“次萧条”

正如2009年本论坛宏观报告分析的那样，“在经济内在惯性、政策持续刺激和世界经济反弹等多元因素的作用下，中国宏观经济将在2010延续增长的态势，但从周期角度来看，中国宏观经济调整很可能呈现不对称“W”模式，即从GDP同比增速来看，中国宏观经济在短期为“V”型，但中期却呈现为“W”型，中国宏观经济在2010虽然没有“二次探底”的可能，但内在矛盾累积的作用下，在2011－2012年依然存在较强的中期下行力量。”

中国宏观经济在2009年成功实现“V”型反弹以后，于2010年2季度开始出现逐季下滑的态势。这种回落的态势在2012年1季度出现加速，季度降幅达到0.8个百分点，并于第2和第3季度连续两个季度同比增速跌破8%，使中国经济步入了以“低增长”、“低贸易”、“不低的价格水平”和“稳定的就业水平”为内涵的“次萧条”[①]的局面，成为不对称“W”模式的第二个底部。

第一、全球经济持续疲软导致输入性萧条严重。世界经济复苏步伐的放缓，特别是欧洲主权债务危机的持续发酵，导致发达国家和新兴市场国家需求下滑，贸易需求回落迅猛。

第二、“金融困局”持续发酵，导致企业的“去杠杆”、“去库存”和“去产能”比想

① 根据中国人民大学经济研究所宏观经济报告研究，在过去30多年中，一般认为在GDP增速连续两个季度跌破8%之后就宣告中国经济步入萧条状态。但与以往不同的是，本轮连续两个季度GDP增速跌破8%并没有带来萧条期两大标志性现象：1）通货紧缩；2）大规模的失业。所以本报告将这种现象称为“次萧条”。本研究团队在2010年报告中明确提出中国在2011－2012可能步入“次萧条”状态。

象的时间要长、规模要大，内生性紧缩超预期。

第三、周期性因素和结构性回落因素持续发力，导致企业经营环境恶化，订单减少、成本上扬、企业利润下滑，进一步导致企业投资意愿下滑，出现内生性回落。

第四、受困于“民间融资问题”的深度持续和扩大、地方投融资平台清理的持续以及地方政府收入增速的下降等因素，5月份出台的“稳增长”一篮子政策并没有产生预期之内的立竿见影效果，政策效应的超预期滞后。

二、复杂但富有朝气的2013年

2013年一方面将延续2012年4季度反弹的趋势，另一方面将在政府换届效应的基础上进一步落实政治换届的效应，全面落实新政府的经济社会施政纲领。这直接彰显了中国宏观经济中的“中国因素”，使2013年中国宏观经济率先超越世界经济复苏疲软的“新常态”，GDP增速在内需持续发力和外需逐步稳定的作用下重返9%，最终在持续复苏的基础上开始向“繁荣”阶段转化。但是，由于世界经济复苏基础十分脆弱、结构性趋势力量依然较大、中国宏观经济传导机制的变异以及新政府在多重目标之间的权衡等因素，2013年依然是一个充满朝气但却十分复杂的一年，宏观经济依然面临大量的风险。

1、随着世界金融环境的逐步改善、悲观情绪的提前释放、新兴经济体和美国经济的稳定以及全球新一轮宽松政策的全面实施，2013年世界经济将在波动中略有改善，这决定了中国出口将出现小幅回暖，资本外逃的局面出现逆转。

第一、以发达国家为首的新一轮全球货币宽松将有效缓解世界金融环境的低迷。第二、在欧洲中央银行和欧盟委员会陆续通过欧元救助方案和财政调整方案的作用下，债务货币化、债务分摊化以及债务的重构开始快速推进。这将有效降低2012年来欧洲金融市场的震荡，从而使2013年欧洲经济在低迷中难以再现2012年1—2季度金融市场的大幅度波动，欧洲经济在2013下半年依然存在走出“停滞”的可能。第三、美国经济虽然面临“财政悬崖”的冲击，但政治妥协将避免出现极端情况，在就业改善、房地产市场向好、消费提升以及金融市场稳定等因素的作用下，2013年美国经济小幅回升的概率较大。第四、在新兴经济体和美国制造业回升的作用下，全球生产状况得到改善，世界经济有望在2013年走出“全球制造业萧条”的困境。第五、世界贸易也将随着世界经济增长的缓慢复苏而出现复苏，进而使外向型经济体的经济增长约束大幅度放松。

2、2013年在新政府换届之后，宏观经济政策不仅将延续2012年的积极定位，

同时，还将为构建新的经济增长点、落实“十八大”的新战略目标而进行进一步的积极操作，这将进一步巩固和推动2013年中国内需持续改善的势头。

第一、2012年持续回落的价格水平为中国货币政策提供了空间，同时按照简单货币政策规则，中国依然有积极货币政策的空间。第二、为配合十二五规划的全面实施以及启动新一轮“城市化”、“工业化”、“信息化”和“农业现代化”，国家需要采取积极的货币政策。第三、随着“民间融资困局”的缓解，“投融资平台”清理的完成，宽松货币政策的传递效率将大大提高，流动性向实体经济参透将迅速提高，特别是地方政府资金困局可能在经济回暖、房地产调控常态化以及投融资平台融资常态化得到有效缓解，从而使地方项目投资“规划大、资金少、投资小”的局面全面改观。第四、财政政策赤字空间依然较大，结构调整的大幅度推进和培育新经济增长都需要新政府保持较高的财政支出增长速度，使赤字率适度扩大。

三、超越“新常态”的2013年

“新常态”已经成为目前宏观经济分析的热门词汇。其核心内容包括两个方面：一是世界经济复苏疲软的状态将长期存在，“低增长”、“低出口”、“不平衡逆转”等将成为未来经济的常态；二是从中国2012年出现的“GDP增速连续跌破8%，但就业却相对良好”、“GDP增速连续几个季度回落，但却没有出现通缩，核心CPI依然高于1%”两大新现象出发，很多研究者断言中国潜在GDP已经出现大幅度下滑，“7.5%的增速”、“2%以上的通货膨胀”可能就是中国经济的“新常态”。

导致中国出现“新常态”的核心原因是什么呢？一般认为包括以下几个因素：1)刘易斯拐点的到来、人口负担系数的上升以及农村剩余劳动力的枯竭，意味着中国人口红利的消失；2)全球不平衡的逆转意味着中国的全球化红利的结束；3)TFP值的快速下降意味着中国改革红利的消失；4)东部大部分区域人均GDP超过10000美元，意味着中国核心区域的工业化已基本完成；5)劳动密集型产品出口增速的下降和产业的转移意味着中国比较优势的丧失；6)各种资源价格和劳动力成本的上扬意味着中国将告别到“低成本时代”。

应当说上述判断有一定的道理，也成为专家的共识。但是，将这些长期趋势性的判断简单化处理可能存在以下几个致命的问题：

第一、低端劳动力力市场供求关系的变化是否就意味着中国人口红利的全面消退？

第二、全球不平衡是否就会继续直线型逆转？这种逆转是否就意味着中国外

需必然出现大规模的缩减？从历史经验来看，并非任何国家在全球不平衡调整中都会经历大幅度贸易顺差占比的减少，甚至完全逆转。

第三、中国劳动力密集产品出口增速的下降和产业的转移是否就意味着中国比较优势的丧失呢？

第四、要素价格上升是否就引起单位产品成本和成本费用利润率的大幅度上升，从而导致物价大幅度上升和物价的持续上扬呢？答案是否定的。

第五、中国潜在 GDP 即使出现明显下滑，其合理区间就是在 7.5％左右吗？应当明确的是，中国潜在增速率的确处于下降的趋势。但是简单利用目前的数据来估算其区间在 7.5％可能存在几个问题：一是潜在增长率的各类测算方法在本质上都是事后认定，并不具备前瞻性预测能力，特别是利用趋势法从本质上无法处理来自结构变异带来的增长问题。二是潜在 GDP 增速测算对于参数选择过于敏感，细小的参数调整可能导致对于增长形态和周期判断的变化；三是目前很多研究没有考虑中国区域纵深效应，如果按照各个区域来进行潜在增长率测算，可能使目前潜在经济增速提高 2－3 个百分点。东部可能步入工业化后期，但中西部的工业化却刚刚处于加速阶段。四是利用 2012 年出现的“两个新现象”来说明中国“新常态”的出现可能也存在问题。2012 年“增速低、但就业却很良好”可能部分来源于劳动用工制度的改革和十八大因素而导致中国失业数据的滞后性加大了，部分来源于我们对于中端失业率统计不足，部分还来源于对于劳动力工作时间大幅度减少带来的隐性失业。

因此，简单说中国经济的“新常态”已经到来可能存在问题，简单地说未来经济增速的目标就维持在 7.5％左右可能导致政策定位的失误。这种情况曾经在 1998－2000 年学术出现过。那时很多学者也是依据潜在增速的测算方法和判断方法，认为中国经济增长在 9％就是最优了，但 2002－2008 年高达 11％的经济增速说明了依据这些方法所进行的预测都是错的。

考虑到中国消费的加速、中国新型城市化的加速、中国比较优势在产业和区域的转换，中国工业化在梯度转移中的加速，附加人力资本的人口红利的到来，我们没有理由认为中国步入了悲观主义的“新常态”。我们应当在试探中来找寻中国合意的经济增长速度，而不能简单教条地认定何种增速是合意的。2013 年应当是中国持续复苏、步入新结构、超越“新常态”、富有朝气的一年。正是这个原因我们预测 2013 年中国 GDP 增速将重返“9％区间”而达到 9.3％。

3.4 中国宏观经济的增长动力变轨与政策冲突——2011 年第 2 期《破解“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”两难的政策选择》

2011 年中国宏观经济将努力凸现出以增长保民生、以民生促增长的协同发展路径，协同增长目标和民生目标是 2011 年中国宏观经济政策的主旋律。这表明 2008 年次贷危机冲击后中国宏观经济的调控将从最初“保增长”的短期被动调控逐步过渡到强调“增长与民生协同”的长期主动调控。这一转变也意味着 2010 年已处于“常态化”增长路径中的中国宏观经济的增长动力将发生变轨，宏观经济由复苏期进入转型期。在经济增长模式期望步入“投资少一点、消费多一点、顺差（储蓄）少一点”的“黄金律”增长路径时，短期宏观政策却遇到了“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”的两难选择，而破解“两难”选择成为短期和中长期宏观政策的着眼点。

2011 年中国宏观经济面临五大重大问题：1、中国经济增长速度会出现实质性放缓吗？2、全年通胀会出现什么样的特征？3、房地产市场会出现“硬着陆”吗？4、结构性调整困难吗？5、汇率政策是控制当前通胀的重要手段吗？要回答上述问题，必须探究增长目标和民生目标的协同方面以及风险和不确定性。2011 年第 2 期《破解“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”两难的政策选择》对上述问题进行了深入研究，报告执笔人是王晋斌教授。

一、2011 年中国宏观经济的基本态势

在增长动力变轨引致经济增长方式转型的进程中，中国宏观经济将面临一系列的不确定性因素，使得 2011 年上半年的中国宏观经济一方面延续 2010 年的某些运行特征，另一方面又呈现出一些新的运行特征。这些新特征主要表现在以下八个方面：

1、消费成为拉动中国经济增长的第一要素，而“平衡贸易战略”的推进加速了中国经济逐步、主动进入靠内需拉动经济增长的“次高速”时期。

2、产出缺口不大，但 CPI 压力很大，菲利普斯曲线发生变异。

3、工业增加值增长率虽处于正常态势，环比上涨，但累计同比出现放缓态势。同时，反危机刺激性周期的结束和成本上升使得工业企业利润增幅放缓。

4、消费名义增速有一定程度放缓，考虑到通胀率的实际增速明显放缓。但由于基数效应和前期刺激性消费计划存在一定的透支效应，消费下滑基本符合预期。

5、房地产价格调整进入“疲劳期”，在严厉的调控和天量的保障房预期压力下，商品房价格涨幅放缓，并在局部地区出现价格下降态势，但到5月份房地产价格仍未出现明显的“拐点”。

6、发达经济体复苏缓慢以及国内高通胀、调房价等紧缩性政策的刺激下，消费者信心指数出现了明显的波动；与此同时，宏观经济景气一致指数和预警指数也出现了明显的分化，意味着经济转型对经济主体预期的冲击力度开始显现

7、信贷在整个社会融资中的比重进一步下降，社会融资额将成为货币政策监控的核心指标。

8、人民币升值和人民币区域化进入“双提速”期。

二、寻求增长目标与民生目标协同进程中的五大风险与不确定性

（一）、2011年中国通货膨胀将呈现“前高后不低”的态势。本轮通胀是成本推动和前期刺激性计划超额货币投放的负作用共同导致的，通胀性质复杂化和长期化，使得本轮通胀调控至少具有“中期化”特征。季节性因素以及国际市场不确定因素导致部分农产品价格的大起大落，粮食价格的上涨以及非食品价格的上涨压力不减，短期中通胀压力依然严峻。2011年下半年大宗商品总体上不具备持续上涨的实体需求基础和进一步的流动性推动基础，大宗商品价格基本维持在次高位运行，进口通货膨胀的压力依然存在，但下半年会减轻。在流动性宽裕的背景下，中国城市化进程中的刚性需求和大宗商品价格的顺周期特征在国内企业缺乏定价权的背景下进一步被放大

（二）、消费连续几个季度成为拉动中国经济增长的第一边际要素，在被寄予厚望的同时存在明显的隐忧，以消费扩内需的战略可能受挫。首先、消费者信心指数和消费者满意指数处于低位，预期消费出现了不确定性。其次、社会商品零售总额增速存在放缓的趋势，考虑到通胀因素，实际增速放缓的幅度更大。第三、、最终消费增速度慢于经济增速，居民总体上对分享增长的感受不足，“无感”增长成为制约经济进入“黄金律”增长路径的核心障碍。从长期来看，“十二五”期间的“收入倍增计划”是形成“内需”的长效机制和关键机制，但居民要素分配在国民收入初次分配中的弱势地位短期中难以有大的改观。

（三）、结构性转型困难重重，依靠行政性的结构性调整来降低能源强度不是最佳办法，更好的办法是通过技术进步和市场手段来提高能源使用效率。第一、前期刺激计划带来的重工化复苏的惯性加重了结构性调整的难度。第二、基础设施的

庞大投资规划和制造业为主体的经济结构，重工业快速增长的趋势难以改变。而基础设施的快速扩张使得产能过剩问题不成为实质性问题。第三、效率提高是降低能耗的第一要素，强制性的结构调整对于降低能耗的作用有限。这从另外一个层面说明了中国仍处于工业化阶段，强制性的结构性调整的难度很大。

（四）、国际短期资本流入、主要经济体在增长乏力和通胀可忍状态下的延迟加息因素以及贸易摩擦等政治经济因素加大了人民币升值的压力，带来了出口下降风险和汇率暴露风险，并在劳动成本刚性上涨的压力下加速了产业向外转移的风险，形成对国内区域内产业转移的替代风险，并将带来就业的压力。从中国对东亚的贸易顺逆差结构来看，中国主要在劳动密集产品上拥有贸易顺差，而在资金技术密集的产品上基本是贸易逆差，人民币过快升值和“刘易斯拐点”效应的重叠会放大劳动密集型行业向外转移的速度。从产业内贸易来看，无技术创新复苏进程决定了未来数年全球分工大格局不会发生实质性变化，人民币过快升值和“刘易斯拐点”效应的重叠会加速产业内贸易的向外转移，带来整体上的就业压力。

（五）、中国经济面临的外部形势整体上存在一定的不确定性。发达经济体刺激经济的重要性要高于反通胀的重要性，在增长乏力和通胀压力的权衡中将选择延迟加息。美国经济呈现缓慢改善的态势，实体经济的复苏步伐要明显快于房地产市场的改善。但在就业无显著改善和房地产市场的低位盘整的态势下，美国经济复苏尚需时日。

三、迈向增长目标与民生目标协同的宏观政策选择

要使中国经济的增长方式逐步步入“黄金律”增长路径，必须寻求到增长目标和民生目标协同的政策组合来破解目前面临的“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”的“两难”局面。可行的途径是宏观政策需要立足于中长期视野来破解短期的“两难”困境，以更加积极的民生财政政策来对冲短期紧缩性的货币政策。货币政策坚持“控通胀、去泡沫”，但要避免库存调整、信贷紧缩、房地产市场严控、外部随机冲击等因素叠加带来的“超调”。中长期中必须坚持结构性改革，以更加积极的财政政策来支持民生改善、促进消费。民生政策力度的加大将使中国经济具有充沛的中长期增长动力，从而防止了中国经济步入下滑趋势。具体如下：

1、在货币政策上，全年应该坚守 M2 年增长率 16％左右的目标。与过去相比，相对于 4.7％的通胀和 9.6％的经济增速来说，还是留有一定空间的。由于融资渠道的多元化，社会融资额应该成为央行重要的监控指标，那么加息将是控制通胀的

重要手段，考虑到通胀的高企和房价的“泡沫化”，货币政策可以适度加息。

2、在信贷政策上，进一步采取结构性信贷政策，信贷要趋向一定的平衡。要使有限的信贷资金，在在建项目和新扩建项目，在大企业和中小企业之间的做适度的调整以支持中小企业的发展。

3、在房地产政策上，目前的紧缩政策可以进入“观察期”。只要坚持和落实既有的紧缩政策，部分地区房价的“去泡沫”并逐步趋稳就具有时间缓冲机制，并看到调控的预期成果。中国经济不允许被房地产“绑架”，部分地区房价的去“泡沫”和防止“泡沫”蔓延是中长期的艰巨任务。

4、在财税政策上，要实行更为积极的民生财政政策，政府政策需要从四个方面进行调整。第一，稳规模、调结构。在稳定政府规模的过程中，调整政府的收入结构和支出结构，以支持增长方式从“产能扩大”向“消费最大化”转型，为了解决消费中的收入分配问题，可以考虑在“十二五”期间开征遗产税和赠予税。第二，调关系。为了顺利实施公共部门的结构转型，中央和地方关系需要调整，中央政府的政策制定需要向公共服务转型，加大对教育、医疗、养老、失业保险和低收入救助体系的民生支出。第三、重农业。加大对农业的支持力度。完善最低收购价政策，逐年提高主产区小麦、稻谷最低收购价水平；强化农业补贴政策和实施重大技术推广补助。第四、降成本。使用财税工具来降低物流成本，尤其是农产品的物流成本。

5、在汇率政策上，坚持防御性人民币汇率政策。可以提高单日人民币对美元浮动幅度，但要依托储备来防止人民币对美元进入大幅度升值通道。同时要实施审慎金融监管，防止资金的大进和大出，尤其是要防止国际资金的逆转风险。

6、在产业结构性调整政策上，首先，降能耗、减污染。高耗能、高污染的企业必须下马，以结构调整来降低能耗和环境污染；其次，促研发。更有效的办法是增加研发资金、以技术进步来降低能耗和环境污染。再次，重市场支点的杠杆作用。注重依靠劳动市场工资机制、资源价格调整机制和开征“污染税”来调整产业结构，最后，降补贴。降低或进一步取消这些行业的出口退税。

7、在收入政策上，必须严格实施民生目标中的“收入倍增计划”，提高收入、降低收入分配不平等是核心。在居民收入增长问题上，中央政府对地方政府官员业绩考核应该实行事前事后“双向考核”的办法。规划的居民收入增长目标高于GDP目标要与事后的居民收入实际增长率高于GDP增长率一致，唯有如此，才能逆转居民收入分配在GDP中比例不断下降的趋势。

8、为降低大宗商品价格变动对中国经济冲击，要利用大量的外汇储备建立主

要大宗商品平准基金，发挥储备资金的“财政功能”，降低未来进口通货膨胀的风险和稳定企业的生产成本，降低未来成本推动型通胀的风险。

9、为了发挥金融对贸易的促进和平稳功能，人民币区域化步伐应该审慎提速，要在扩大人民币国际支付功能的基础上逐步过渡到投、融资功能，以时间来换取人民币国际市场规模的增长。

3.5 中国经济增速将进入“次高速”时期——2009 年第 3 期《次高速时期的中国经济增长》

利用“总供给－总需求分析框架”，对过去 30 年中国经济高速增长的传统源泉进行定量和定性分析，结果表明，由于中国市场经济体系基本建立、新型的全球分工格局已经出现、人口结构逐渐向老年社会过渡、城市化进程已经渡过其加速期、重化工化阶段已经完成，中国经济增长的传统支撑点已经开始步入其边际递减或总量衰退的变异阶段——体制转轨带来的的资源配置效应开始衰退；全球化红利开始步入平稳发展阶段，国际贸易的加速增长将被贸易平稳增长所替代；人口红利已渡过拐点，人口负担的反向效应开始出现；城市化虽然依旧会稳步提高，但其产生的增长冲击力量在加速回落；工业化虽将进一步发展，但第二产业对整体经济的带动效应已远不如从前。

该报告《次高速时期的中国经济增长》指出，中国经济将从此进入“次高速增长时期”，报告执笔人是刘元春教授。

一、中国高速经济增长的传统源泉及其变异

1、利用“总供给－总需求分析框架”，对过去 30 年中国经济高速增长的传统源泉进行计量分析，其结果表明，改革开放 30 年来经济高速增长的动力和基础主要有市场化、国际化、工业化、人口红利、以及高储蓄高投资等五大载体。这些载体在中国 30 年高速增长的不同阶段具有不同的作用和发展趋势，其中很多变量对于经济增长的边际贡献率开始处于递减阶段。

利用“总供给－总需求分析框架”，我们可以把改革开放以来的中国经济增长划分为两个阶段：第一个阶段从 1978 年到 20 世纪 90 年代中期，这一阶段我国经济经历了由短缺经济到基本供求平衡的一个过程，这期间供求变化的内在推动力在于通过“解放生产力”来发展生产力，以供给能力的扩大来弥补短缺经济的缺口，

从而引致中国经济实现超高速增长。第二个阶段从20世纪90年代中期到2008年，这一阶段是我国经济从基本供求平衡到总供给逐渐大于国内总需求的阶段。但同时这一阶段赶上了经济全球化、信用消费和电子通信技术革命三者重叠的历史性机遇，这使得中国经济经历了一个“黄金”的高速发展时期。

2、中国经济体制转轨的完成和市场经济体制的基本确立标志着中国市场化改革对于中国资源配置效率提高的作用已达到顶点，未来进一步市场化所带来的制度红利对于未来中国经济增长的拉动作用将步入强烈的递减区域。以收入分配、社会保障、政府体制为核心内容的社会政治体制改革将取代以价格改革、企业改革为核心的市场化改革，并成为中国未来经济增长和资源配置效率改善的制度性动力来源。

中国市场化改革是中国改革开放30年中推动中国经济增长的核心要素之一，其平均贡献率达到15.89%。但是随着中国市场化改革全面的推进，它对中国经济增长和资源配置效率改善的作用开始步入递减区域。按照份报告计量研究的成果，市场化对中国经济增长的年均贡献率在1978－1989年为14.13%，在1990－1999年为23.69%，在2000－2008年仅为8.56%。这可以充分说明市场化对于中国经济增长的作用在新世纪已经处于边际递减的区域。由此产生的一个问题就是，在中国经济复苏之后，这种边际递减的趋势将会持续呢，还是会出现逆转？该问题的答案是，不仅递减的趋势会持续，而且递减的速度很可能步入加速衰减区间。

3、中国高达60%的外贸依存度已超过历史上任何大国经济的极限。在全球外部不平衡逆转、全球分工体系格局日趋稳定、中国出口产品集中度不断上升所逐步界定的国际市场容量、出口退税政策难有提升空间、劳动和资源成本上升和汇率升值的压力以及逆周期的贸易政策盛行六大因素的影响，未来出口作为中国经济增长的核心动力和主要源泉难以维持，并将步入递减区域。

4、中国工业化已达到重化工化的顶点，工业占比已经达到历史和国际的高位，在工业产能过剩严重、资源与环境等瓶颈因素日益突出、投资效益开始下滑、技术鸿沟日益扩大等因素的约束下，中国工业化的传统模式难以为继，必将面临巨大的变革，传统工业化驱动的经济增长模式将步入其衰退期。

5、人口红利逐渐衰竭，随着人口老龄化以及劳动力低成本优势的削弱，中国较长时期内依靠人口红利带来经济高速增长的时代将不复返。

二、中国经济未来增长可能的新源泉

在中国高速经济增长的传统源泉发生变异的情况下，我们认为未来我国经济可能的新增长源泉主要体现在以下五个方面：改善居民消费结构并提高消费率、继续推进城市化、大力发展现代服务业、在加大自主创新和和技术进步的条件下加快推进经济结构转型，以及加快社会改革和政府体制改革进一步提高资源配置的效率。

1、中国消费存在大幅度提升的空间，由“投资大国”、“制造大国”以及“高储蓄大国”向“消费大国”的转变将成为中国经济持续高速增长的第一边际推动力。

2、城市化是中国经济未来增长的重要载体和源泉，是促进投资、改善经济结构，促进第三产业发展和国内有效需求的重要手段。从长期来看，中国的城市化水平每提高 1 个百分点，人均 GDP 将提升 2.25 个百分点。

3、服务业提升的空间巨大，未来现代服务业大力发展的根本来自于消费需求的提升以及生产型服务业围绕制造业的展开与深化，最终形成服务业与制造业的良性互动。

4、明确自主创新和技术进步作为一个高附加值竞争源泉是未来中国经济是否具有国际竞争力的核心要素，也是未来中国在成本优势削弱的情况下新的经济增长源泉。在加大自主创新和和技术引进的条件下加快推进经济结构转型、促进产业升级，是维持未来中国经济竞争力的必要条件。在开放条件下，自主创新是突破“有限后发优势”，规避高技术产品的低附加值化现象，深化专业化潜力的关键。

三、次高速经济增长时期的动态平衡术

从供给结构与需求结构来看，未来“次高速经济增长”将伴随着经济结构的调整，但调整的速度较慢，经济结构的快速调整与增长方式的转换并不会同时出现。与此同时，调整的模式具有明显的需求先导型、产业内部深化等特点。

人们原来所想象的“内需驱动模式替代外需驱动增长模式”、“消费主导型增长模式替代投资主导增长模式”、“技术－人力资本密集增长模式替代资源密集增长模式”、“服务化驱动增长模式替代工业化特别是重化工化驱动模式”的增长模式大转变并非想象得那么迅猛。因此，我们一定要在注重转型调整的同时，防止急于求成的思想和运作，漫长的增长模式转变中需要坚持六大动态平衡术：

1、在需求结构转型过程中必须注重总需求三驾马车的动态平衡术，外形驱动

转向内需驱动并不是等于简单降低净出口的规模，投资驱动转向消费驱动也不是等于单纯地压制投资的规模。中国出口投资驱动增长模式不仅有其深厚的国际分工体系基础，更为重要的具有内部储蓄基础，调整出口－投资驱动型增长模式不仅依赖于传统粗放的开放政策和投资政策的调整，更重要依赖于国际分工环境和内在分配－储蓄体系的变化，简单进行压低出口和投资的转型方法只会导致中国宏观经济在需求快速下滑与结构冲突激化的双重压力下出现崩溃的局面。

2、在城市化加速的进程中必须重视经济转型与社会转型之间的平衡，城市化带来的投资和消费的增长是以全社会的社会改革为前提的，城市化的速度快于社会改革的速度不仅会带来城市化成本急剧增加的问题，更为重要的是它很可能成为中国社会结构崩溃的导火索，使高速经济增长失去稳定的社会环境。

3、工业化驱动模式向服务业驱动模式转型中必须高度重视服务业与制造业、服务业与消费之间的互动，而不能简单通过打压工业投资和工业发展来提升服务业的比重，也不能通过简单提高服务业的投资来增加服务业在 GDP 的份额。进一步工业化、消费水平的提升与服务业投融资体制的改革依然是服务业增长贡献率进一步提升的三大要点，服务业的发展需要层次化分类处理。

4、在向新技术、新能源、新产业驱动型经济发展模式转变进程中，必须重视需求型技术变迁与供给型技术变迁之间的匹配，重视产业的技术基础与经营基础的匹配、技术变迁与制度变迁之间的匹配，避免在产业升级和技术创新的盲动症驱使下，陷入“新能源陷阱”与“动态比较优势狂躁症”之中。

5、应当重视后工业社会目标与工业化社会目标之间的平衡，避免过度利用后工业社会的目标来评判工业化发展的各种措施，防止出现盲目跟随发达国家的发展目标和发展措施，使我国政策目标出现“内在冲突”、“目标无解”的困境。

6、中国社会与政治结构往往需要中国经济应当保持一定的增长速度，未来中国经济在增长模式转变和新轨道运行的进程中依然有保证高速增长的基础，增长目标不宜进行大幅度的压低，结构调整、增长方式变轨并非与高速增长存在必然的冲突，“在高速增长中调结构”不仅过去是今后依然是中国未来经济发展的基本原则。

四、中国经济增长源泉转变的政策建议

在向未来经济增长新的源泉转变的过程中，需要给予合适的政策配套，因此，主要的政策建议有以下几点：

第一、把当前以“反危机、防恐慌”的短期应对政策，转向以经济转型和培育新增长源为着力点兼顾短期的宏观经济政策。正确理解经济周期性调整的必然性、在调整中建立新的经济结构与新竞争能力。

第二、改革收入分配制度，扩大居民收入占比，建立有利于提高消费率的消费需求刺激政策，形成以内需为主的需求结构。

第三、积极、稳健推进城市化进程，探索并推进农村土地，尤其是宅基地的

资产化将扩大城市化的资本供给，进而扩大国内需求。

第四、构建以社会保障制度为核心的社会安全网。

第五、推进自主创新和技术引进、加快产业结构调整与结构转型。

第四章　高速增长期的中国经济

从中国经济增长现状来看，2007 年达到中国经济周期的最高峰。进入新常态之后，经济增长率难以再从达到此前的高增长率。在 2007 年底的报告《财富结构快速调整中的中国宏观经济》曾经指出 2007 年中国 经济增速达到最高峰。在 2008 年第 2 期报告《全球滞胀威胁下的中国宏观经济》指明中国经济进入转折期。

4.1 中国经济增速的最高峰——2007 年第 4 期《财富结构快速调整中的中国宏观经济》

2007 年中国宏观经济延续了 2006 年的强劲扩展趋势，在总需求与总供给同步提升过程中，实际 GDP 与潜在 GDP 的正向产出缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步加强，但由于技术进步与资源配置效率的提升大幅度缓和了成本提升和需求加速的冲击，来自产出缺口的通货膨胀压力依然在可控区间，中国宏观经济依然在总供给与总需求基本平衡的健康轨迹之上运行。

基于实际 2007 年 GDP 与潜在 GDP 的正向产出缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步扩大，但由于产出缺口和其带来的通货膨胀压力依然没有超过可控范围，宏观经济在总体上应当继续采取中性定位、偏紧操作、组合实施的策略，以实现中国经济在高速增长中进行自我均衡化的结构调整。

2007 年第 4 期报告《财富结构快速调整中的中国宏观经济》对上述问题进行了深入分析，报告主要执笔人是刘元春教授。

一、2007 年是中国经济周期的最高峰

2007 年中国宏观经济延续了 2006 年的强劲扩展趋势，在固定资产投资与国

际贸易顺差持续扩展的推动下，2007 年 GDP 增长速度继续攀高，达到本轮经济周期的最高点。虽然实际 GDP 与潜在 GDP 之间的正向缺口进一步扩大，来自实体层面的过热压力进一步加强，但由于技术进步与资源配置效率的提升大幅度缓和了成本提升和需求加速的冲击，来自产出缺口的通货膨胀压力依然在的可控区间，中国实体经济依然在总需求与总供给基本均衡的健康轨道上运行。

与本经济周期其他年份不同的是，2007 年宏观经济季度波动规律发生一系列重大变化：上半年政府采取的各项紧缩措施并没有收到明显的紧缩效应；GDP 在上半年逐季加速的基础上没有出现明显回落；CPI 在食品类价格和居住类价格的支撑下持续走高；“双顺差”的进一步扩大使外部不平衡问题进一步突出；外汇储备的大幅度增加进一步加剧了货币政策与汇率政策的冲突；货币政策组合式的紧缩调控效果并不明显，流动性总量过剩与结构性不足相并存的问题依然严重；在流动性过剩与金融进一步深化的双重作用下，中国的财富结构开始进行快速的调整，并推动了财富总量进一步的加速增长，使资产的财富效应已经显现，中国传统的宏观经济政策传导机制和资产价格形成机制开始改变，金融资产与不动产的价格自我强化机制初见端倪。

中国宏观经济在金融层面与实体层面进一步分离的进程中不仅获得了进一步发展的动力，也出现了全新的动荡因素。2008 年中国宏观经济管理应该改变“货币政策为主、财政政策为辅”的调控模式，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策；在缓和外部不平衡的基础上，积极调整内部经济结构，使 2008 年实际 GDP 增长速度向潜在 GDP 增长速度进行缓慢回归，在消除经济过热压力的同时，延缓本轮经济周期的繁荣形态；在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中，隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制，以缓和财富效应对中国宏观经济的冲击。

二、中国经济高增长期的特征

第一、在金融深化和金融结构转型的时期，过分强调流动性过剩在总量上对宏观经济的冲击可能导致对数量型工具的过度依赖，从而加剧“流动性总量过剩与结构失调”的冲突，进而导致了货币政策的失效。

中国非均衡式发展注定了外汇储备要对货币供给带来的外生冲击。但是，这些外生数量冲击在中国金融深化和金融结构调整的转型期并没有形成实质性的总需求冲击。一方面高速经济增长对货币的交易需求迅速提升，另一方面在国民财

富结构变动中，大量的货币引向金融市场，在金融层面进行自我循环。高货币供给增长并没有转化为通货膨胀。传统的货币缺口与通货膨胀之间一一对应关系已在金融全球化和金融创新浪潮的冲击下被打破了。

宏观流动性总量过剩问题并不是一个实质性问题，而是一个伪问题，将减少流动性总量作为货币政策的调控目标是不科学的。只要外部失衡问题是一个中长期问题，中国将在相当一段时期内面临流动性总量过剩的问题，利用发行央行票据、发行特别国债、连续提高存款准备金率这些短期数量工具来治理流动性总量过剩这个中长期现象，不仅无法真正压低流动性总量，反而会对国内货币市场带来巨大的冲击，使其丧失中长期的资金价格显示功能。

第二、翘动中国宏观经济的核心工具是真实利率，而不是流动性；真实利率对中国消费、投资、名义总需求、货币流通速度以及资本价格具有十分明显的推动作用；名义利率调整的滞后不仅抵消了货币当期通过数量工具收缩流动性的效果，而且在很大程度上放大了由于流动性过剩所造成经济过热的风险，而与整体货币政策操作方向背道而驰；通过利率政策的调整，维持实际利率的稳定性对于中国宏观经济的平稳运行具有十分核心的作用。

第三、在货币政策与汇率政策的冲突中，本币对内过度贬值的福利成本显然高于人民币对外升值的成本，加息与人民币的渐进升值的组合策略有利于突破货币政策的两难选择。

第四、高速的经济增长意味着快速的财富积累，在外部经济不平衡、流动性过剩以及金融深化等多重力量的作用下，中国的财富结构开始进行快速的调整，财富结构的快速调整进一步推动了资产价格和财富总量的加速增长，资产的财富效应已经显现，并开始改变中国传统的宏观经济政策传导机制和资产价格形成机制，金融资产与不动产的价格自我强化机制初见端倪。中国宏观经济在金融层面与实体层面进一步分离的进程中不仅获得了进一步发展的动力，也出现了全新的动荡因素。

中国非均衡发展模式所导致的中国国民对外债权的快速积累是中国国内财富结构变化的引擎。中国国民财富积累到一定规模要求中国提供更多的金融工具来分散资产风险，同时提高跨期资源配置的效率，资产结构多元化需求日渐强烈。中国金融深化和金融创新为中国资产结构的大规模调整提供了供给空间。

在新世纪中，中国非银行融资渠道得到全面的发展。这集中体现在以下几个方面：1)居民在流动性过剩、利率过度低下以及储蓄风险过于集中等因素的推动

下，开始大规模重新组合资产。一是将在消费贷款创新的带动下，将银行储蓄资产提前转移到不动产之上；二是在证券市场高收益的驱动下，将银行储蓄转化为股票、基金、保险以及债券等金融资产，出现近期居民储蓄活期化和大搬家的现象。2)企业在融资成本和资源配置效率的驱动下改变传统的融资渠道，开始大量利用直接融资渠道进行融资。3)金融企业为了转移和综合金融风险进一步进行金融创新，使大量衍生金融产品出现。4)在流动性过剩环境中，企业获利方式的变化引起企业进行投资行为的改变。这些力量直接引起中国金融资产结构和实物资产结构的大变动。

三、财富结构变化的宏观意义

财富结构的各种快速变化具有十分重要的宏观意义。它不仅引起了财富增长模式的变化，使资产价格在财富结构转移中出现攀升，而且使资产价格形成模式和宏观经济传导机制发生巨大变化，未来宏观经济政策实施方式必须进行相应的调整。具体体现在以下几个方面：

第一、财富形式的金融化导致大量货币资产在金融体系内部循环，推动金融经济与实体经济的分化，M2 和金融机构金融资产的增长速度远远超过 GDP 的增长速度，呈现加速上涨趋势，货币缺口与 CPI 之间的经典关系发生变化，货币政策的传统数量目标失去可控的基础和相应的价值。

第二、金融资产结构的变化使宏观经济的资金运用结构发生巨大变化，进而使金融机构的资产价值对利率变化将更加敏感，金融机构资产的市场价值将面临越来越严重的利率风险暴露，实际利率调控在宏观经济中的核心作用日益显示。

第三、在消费信贷创新的作用下，不动产的加速累计改变了利率与中国固定资产的关系，导致利率调节效果在房地产业和非房地产业发生分化，增加利率调控的难度。

第四、财富结构的快速调整使资产价格的形成机制发生变化。在宏观流动性过剩的推动下，财富的相互转化和相互融合使资本市场和不动产市场的价格自我强化机制开始显现，并进一步推动资产价值的重估、资产价格的快速上涨与财富的加速膨胀。这些变化使居民的经济生活方式和企业的盈利模式发生了基本变化，宏观经济的微观基础革命已经爆发。

第五、财富的快速累计使财富效应开始显现，使利率与居民消费之间的关联加强。

四、财富结构变化背景下的政策选择

(一)基于实际GDP与潜在GDP的正向产出缺口进一步扩大,来自实体层面的过热压力进一步扩大,但由于产出缺口和其带来的通货膨胀压力依然没有超过可控范围,宏观经济在总体上应当继续采取中性定位、偏紧操作、组合实施的策略,以推动中国经济在高速增长中进行自我均衡化的结构调整。具体表现为:

1、必须充分认识到保持一定的投资增速对中国宏观经济实施"软着陆"的宏观价值,在不对投资规模和投资增速产生全面紧缩效应的前提下,通过利率政策、要素价格改革、环保政策以及节能指标等途径调整投资结构,提高投资效率。

2、必须深刻认识中国初次分配格局的调整在中国宏观经济结构调整中的中长期战略意义,要推动消费增速的提高和消费结构的升级必须改变以往"以再分配调节为主"的政策导向,将初次分配格局调整与再分配结构调整放在同样重要的地位。通过工资形成机制、财产收益分红机制和其他要素价格机制的改革,加速国民收入初次分配机制的调整;通过社保体系的加速建设、支农政策的进一步推行、财政转移支付力度的提高、公益性服务供给的提高以及新型政府住房补贴等手段,进一步推动居民收入的增长和补偿性消费的提高,为进一步消费升级以及消费增速的进一步提高打下基础。

3、鉴于本轮价格上涨具有结构性、补偿性、成本推动性、国际联动性以及中期持续性,宏观经济政策一方面应当采取宏观经济政策应当采取财政补贴、农产品价格稳定机制的建设等措施进行分类治理,而不宜采取全面的紧缩货币政策,另一方面应当在恰当安排各种要素价格改革次序的基础上,适度提高利率,改变真实利率下滑的局面,以稳定实际利率的水平,降低结构性价格上涨向全面物价上涨转化的风险。

4、中国非均衡增长所具有的战略性意义决定了我国不宜过度收缩贸易顺差增速,在保持出口增速的同时,调整进口政策,促进进口增速的提高,以缓和"双顺差"对实体经济结构和货币供应带来的外生冲击。同时,外部非均衡的自发性和中长期性决定了我们应对改变"以调内为主,调外为辅"的政策定位,"内调收入分配结构,进而调整储蓄-消费结构"应当与"外调进口和资本流动,进而缓和双顺差的过度增长"并举,具有同等地位。

5、高度重视美国次级抵押贷款危机对世界经济的影响,密切关注全球经济不平衡的自我均衡调整机制的启动,中国贸易政策的中期定位应当相机决策。

（二）正确认识在金融深化与金融结构转型的时期中货币政策传导机制的变化，改变以往“货币政策为主、财政政策为辅”的调控模式，强化不同宏观经济政策的组合管理，采取稳健的财政政策与稳中偏紧的货币政策，为消除经济过热压力、延缓本轮经济周期的繁荣形态创造条件。具体体现为：

1、在货币流通速度发生异变的环境中，改变传统的货币供应总量目标导向的货币政策调控模式，正确认识中国外部不平衡带来的流动性过剩的属性，确定真实利率目标导向的货币政策定位，保证真实利率的稳定，避免低利率政策对中国宏观经济过热压力产生放大效应，通过适当加息与升值的组合消除过热压力，走出“资产收益虚高与升值的不良循环”。

2、重视频繁使用数量型政策工具带来的“流动性总量过剩与结构失调”的困境，改变以往“数量为主，价格为辅”的货币政策工具组合模式，重视名义利率调整的滞后带来的各种负面影响，根据实际利率的变化，优化利率调整的时机。

3、在货币政策与汇率政策的冲突中，本币对内过度贬值的福利成本显然高于人民币对外升值的成本，适度加大人民币的升值幅度有利于突破货币政策的两难选择。

4、在财政收入高速增长的环境中，一方面应对进一步减少财政投资的力度，防止财政的顺周期操作；另一方面还必须加大支出结构的调整，利用财政充裕的条件加速社保体系得建设、加大公益性服务的投资、提高廉租房和经济适用房的投入力度。同时注重财政政策与货币政策的配合，克服货币政策在固定汇率制度下的失灵，通过特别国债的发行、各种进出口关税和补贴的调整等手段为货币政策和汇率政策的实施扩大空间。

5、加强对国际资本流入的监控，防止投机资本通过假贸易、假投资以及地下结汇系统进入。

（三）充分重视财富结构快速调整的宏观意义，理清由此导致的中国宏观经济微观基础革命所蕴含的发展契机和整体风险，在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中，通过各种方法来隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制，以缓和财富效应对中国宏观经济的负面冲击。

1、财富结构的快速调整改变了货币循环的方式和货币政策中利率工具的效率及其传递机制。国家必须根据财富结构变化的进程，适当调整货币政策的操作模式。

2、在规范投资行为模式、进一步推进资本市场的制度建设，积极推动股票市场

的再融资与扩容，增加收益率适中的新金融资产，提高金融产品的多元化，以减少财富结构调整中供给短缺带来的资产泡沫问题。

3、积极进行房地产市场的调控，在落实前期各项调控政策的基础上，严控土地价格的暴涨与相应的投机行为，严格股权质押、房产抵押以及其他房地产与金融资产相互转化、相互估价、资金自我循环的各种通道，防止资产价格自我强化机制的形成。

（四）必须充分认识到相对价格调整是中国经济结构转化的核心杠杆，有步骤地进行要素价格改革和本币升值是中国中期调控的必然选择。因此，需要对不同要素价格形成机制改革的次序、力度以及规模进行近期统筹安排，同时，根据货币政策以及世界形势的需要加大汇率调整的力度。

1、通过能源价格体制的改革与资源税收体系改革可以适度先行。根据分报告的研究，能源价格的调整在目前技术深化和利润空间较大的环境中对于整体价格和经济的影响并不大，以“行政调控与市场引导”并行的模式可以有效缓解能源紧张的困境。

2、由于工资上涨对于未来结构性物价上涨是否转化为全局性通货膨胀起着至关重要的作用，因此劳动工资形成机制不宜再短期全面展开。

3、本币升值不仅与通货膨胀之间存在替代的关系，也与关税以及各种补贴存在着替代的关系。人民币应当在实际汇率缓慢升值的前提下，以关税以及各种补贴的调整为辅助，进行名义汇率的调控。短期内贸易政策调控与货币政策调控都不宜过猛。

第五章　供给侧结构性改革专题研究
——《供给侧结构性改革的理论逻辑及实施路径》

供给侧结构性改革是在新的历史时期，为适应新常态，引领新常态，跨越中等收入陷阱，实现2020年全面达到小康社会目标的重大战略举措。改革开放以来，从联产承包责任制，到国有企业减员增效，我国曾实行了大量的供给侧改革，以提高微观经济主体活力，解放和发展生产力，满足人民群众日益增长的物质文化需求。但是，随着经济步入新常态，传统的供给侧和需求侧改革措施，效果都在日益减弱，这就客观上要求我们的发展需要有新的思想来指导，以便实施新的战略措施。

《供给侧结构性改革的理论逻辑及实施路径》对供给侧结构性改革问题进行了深入研究。报告主要执笔人是郭杰教授。

报告在厘清供给侧结构性改革在理解和操作上容易产生的一些误区的基础上，系统地梳理了供给侧结构性改革的理论逻辑。我们认为，马克思主义生产关系必须适应生产力的性质是供给侧结构性改革的逻辑起点；矛盾的主要方面与次要方面的转化是供给侧结构性改革的客观要求；经济中的结构性问题是供给侧结构性改革的重要结点；解决供给侧结构性问题的根本途径在于改革。通过这样几个层次的论证，我们得出了一个合乎逻辑的结论：供给侧结构性改革的理论思维和战略举措，其理论基础既不是供给学派，也不是结构主义，更不是新自由主义。而是马克思主义理论观点和方法论在新常态下的具体运用，是中国特色社会主义政治经济学在新的历史时期的发展和创新，它标志着我国经济工作的指导思想和发展战略进入到一个新的阶段。其目的是通过改革生产关系，解放和发展生产力，促进

我国社会主义制度的自我完善，为跨越中等收入陷阱，到2020年全面实现小康社会创造条件，为中华民族伟大复兴奠定更坚实的物质基础。

在此基础上，本报告阐述了供给侧结构性改革所要遵循的基本原则、主攻方向和政策着力点。我们认为：

一、供给侧结构性改革需要遵循的基本原则

为了实现上述供给侧结构性改革的目标，针对生产关系的这些问题，需要在四个全面战略布局的指引下，让市场发挥主体地位，减少政府对经济的过度干预，通过改革创造新供给。改革的过程中，需要注意以下几个方面。

1.社会主义原则。供给侧结构性改革是解决新常态时期供求矛盾的总纲领。社会主义的本质是解放和发展生产力，实现共同富裕。这个理念的现代发展就是创新、协调、绿色、开放、共享五大理念。创新是发展生产力的根本手段，协调、绿色、开放式发展生产力的途径和要求，共享是发展生产力的终极目的，即共同富裕。供给侧结构性改革必须要在这五大理念的指引下完成。

2.从增量改革向存量改革过渡。在以量的提升为主的特征下，我国以往的改革都是在增量意义上的改革，提升供给数量。新常态下，我们需要从存量改革入手，将不适合需求的供给退出，化解产能过剩，向新领域投入，创造新供给，才能满足人民的个性化品质需求，调整生产结构，改变收入分配状况，实现共同富裕。

3.将化解产能过剩和创造新供给的指挥权还给市场，政府不要划定领域，指定任务，需要的是退出干预。在存量改革中，主导权需要全权交给市场。产能过剩是一种市场行为，是市场不能自由将资源转移到新兴领域。要界定产能过剩，需要由市场来决定，不能简单由政府判断。在创造新供给中，政府干预问题更为严重。政府并不能比市场更好地判断什么是新供给。通过政府刺激方式发展新供给只会产生新的产能过剩。新能源汽车骗补等问题就是明证。

造成产能过剩的重要原因是资源要素市场化改革滞后，市场机制作用未能有效发挥，落后产能退出渠道不畅，导致产能过剩矛盾不断加剧。同时部分行业产能过剩也与政府干预市场有关。一些地方过于追求发展速度，过分倚重投资拉动，通过廉价供地、税收减免、低价配置资源等方式招商引资，助推了重复投资和产能扩张。

鉴于产能过剩行业市场供需出现了严重矛盾，要完成化解产能过剩的任务，就

必须要强化以市场需求为导向。一方面,运用市场机制,通过拓展国内外需求来消化产能,通过市场竞争引导落后产能退出;另一方面,要调整生产要素和资源向战略性新兴产业转移。这既依赖于政府职能的转变,又凸显出地方投融资体制改革的必要性和紧迫性。

在淘汰落后产能的过程中,要防止过去那种生硬的通过行政手段进行干预的方式。现在把化解产能过剩作为政绩考核指标或者任务化解到各级政府,但更应该发挥市场机制在配置资源中的决定性作用,形成市场对过剩产能特别是落后产能和绝对性过剩产能的"倒逼机制",加快使其退出。其次,在淘汰过剩产能的过程中,还要防范失业的风险。特别是那些劳动密集型的产业和企业,在过剩产能化解过程中,应研究如何合理安置这些剩余劳动力。政府应发挥作用,做到既化解过剩产能,又不引起社会动荡。这在政府面临财政困局的情况下,显得尤为突出。由于存在财政困局,政府用于公共开支的资金增长速度有限,因此应该适度控制淘汰过剩产能的节奏,防止运动式行政干预,给社会稳定和财政安全造成过度负担。

4.在国内国外两个大局中,先以国内改革,逐步放开,防止迅猛的大开放。新常态中国内国际两个大局联动性强。在国内进行供给侧结构性改革的过程中,会发生经济增速的暂时性下滑等问题,如果过度开放,会加大国际资本流动,汇率波动加剧,牵制进一步的改革举措。为此,在目前资本账户还可控的情况下,国际大开放速度需要注意适度放缓,先有国内稳固的基础,再大规模推动资本项目开放。

5.适度扩大财政赤字,稳定总需求,以市场机制培育新兴产业。收入是产业结构升级的拉力,因而稳定增长是转型的重要推动力。未来我国从调整结构的角度,也需要经济增长维持在一个合理的水平。在较长一段时期内,稳增长的关键还是稳定投资。在经济增速下降时期,所谓消费对于 GDP 的拉动作用增强,仅仅是由于投资增速下降而造成的被动改观,具有一定的"误导性"。依靠消费推动经济增长并不牢固,还只能是未来很长一段时期之后的可能选项。要稳定经济增速,提高企业盈利空间,还是需要稳定投资。

在经济下行压力下,如何稳定投资,又不会造成新的扭曲?经济下行期间私人部门总需求不足,政府需要通过积极的财政政策,扩大财政赤字,稳定总需求增长速度,为经济转型赢得时间、创造空间。因此在未来几年内,我们应该容忍财政赤字一定规模的扩大。

除此之外,做大财政赤字的关键还改进政府鼓励私人投资的方式和方法。在传统的政府"引导"模式下,政府为了引导市场,制定了很多特定的行业发展规划。

这些行业发展规划往往规定，凡是属于鼓励的行业，就可以享受到相应的税收、土地和融资等方面的优惠。这就扭曲了市场对行业的选择，不利于市场效率的发挥。在以市场为主导的结构调整模式下，政府应该做的是将选择权交给市场，关注特定技术而不是特定产业。

产业政策不能定位于“引导”市场，而应该是“补充”市场，是为市场发挥作用创造良好环境，政府要关注重大技术而不是特定产业。“引导”市场这个定位看似发挥了市场的主体地位，实质上是计划经济的思路。在这样的思路下，是政府自己决定应该发展什么产业，每个产业应该怎么发展。这种产业政策干预了企业的决策，导致企业为了获得相应的税收、土地、融资等方面的优惠，不再考虑市场供需状况，而是跟着规划走。违背市场规律、不当行政干预等非市场化发展途径和监管手段，同样使一些地方的战略性新兴产业发展受到了市场的“惩罚”。比如光伏、风能等新能源领域，在地方政府的补贴政策鼓励下，一度造成了投资过热、产能过剩，并带来了恶性市场竞争。因此，越是前景可观、越是社会和投资者关注的领域，政府越应该放松干预，让企业自主把握市场，避免重蹈蜂拥投资和产能过剩的老路。未来我国可以在智慧城市等主题引导下，从互联网等角度对城市基础设施进行改造。财政在这个方面加大投资，目的是拉动一般性总需求，为企业生产新产品等提供空间。

二、供给侧结构性改革的主攻方向

供给侧结构性改革是一个系统性工程，需要做的事情千头万绪。我们需要抓住重点，在明确供给侧结构性改革目标和思路的基础上，从一些重点方面开启。

1.我国的供给侧调整首要是在全球大环境中对各经济体分别对待。在国际大格局中，美日欧和新兴市场国家不同的政策考虑将为我国结构调整提供外部机遇。美国以军事霸权和技术创新力为基础，提供了全球最多的安全资产，因此美元在未来几年将维持强势地位。同时美国为了解决政府债务问题，将利用强势美元进行经济再平衡。在超级铸币税的推动下，美国再工业化中产生的智能制造业还是会向外转移，本土留存的更多是与之相关的高端服务业。欧洲目前的区域内贸易增速超过了对外贸易增速，未来将更侧重于内向型政策。日本受困需求不振，增长的持续性面临极大挑战。新兴市场国家为了各自利益，难以形成有效合力。这种大环境下，国际贸易将会维持低速增长，国际投资更多向欧美汇聚，大宗商品价格承

压。我国供给侧结构性调整需要因势利导,在大宗商品价格不振的条件下,发挥我们的成本优势,把握以下三点:(1)加强与美国高科技企业合作,努力承接智能制造业转移,攀升国际价值链;(2)积极参与欧洲的基础设施投资计划,输出能源、建材等领域的过剩产能;(3)在国际资本流出的环境下,加大对新兴市场国家投资,整合我国的原材料产业链,以资本优势巩固传统制造优势。

2..将人民币建设成为新兴市场国家的区域性货币,通过获取铸币税降低企业成本。加入SDR,标志着人民币国际化进入了新阶段,但当前我们还不具备和美元直接竞争、成为世界储备货币的能力。我们需要在加强对新兴市场国家投资的大方向下,在资本账户中加大对这些国家的人民币输出,使得人民币成为整合这些国家产业的计价货币,更大程度地获取人民币铸币税。考虑到新兴市场国家很多是我国的原材料来源地,人民币作为计价货币将降低我国的原材料成本,创造新的供给优势。

3.以提高国内产品标准为手段,推动企业兼并重组,加大存量改革。随着收入提高,人民对产品品质的要求日益提高。当前国内产品标准低,产品安全问题屡见不鲜,导致大量购买力向海外转移。这需要国家强力实施高过世界水平的国内标准,达不到标准的企业必须退出,集中优势资源。在资源再配置过程中,随着优质企业规模扩大,规模经济和标准倒逼的创新会抵消日常担心的品质上升产生的额外成本。当前,质量标准检查等权力在现行分税制下部分集中在地方政府手中。地方政府以此为手段,招商引资,促进本地短期经济增长,但也危害了全社会的竞争力。我们需要借助财政体制改革来将监管权力上移,加强统一监管。

4.在要素成本上升的大环境中,规模经济、范围经济和创新是未来降低企业成本的三大动力。供给侧调整的核心是降低成本。我国的产能过剩除了周期性等因素外,重复建设、成本高企导致难以产生有效需求也是一个重要方面。在劳动等要素成本上升的大趋势下,企业竞争力降低也就部分表现为行业产能过剩。僵尸企业吸纳社会资源勉强为生,进一步降低有效供给推高社会成本。企业成本、产能过剩和僵尸企业问题就形成了一个逆向循环,严重拖累中国经济。为了降低成本,适应需求升级,我国供给侧结构性改革不能简单从要素市场改革入手降低成本。原因在于,推动要素市场一体化确实可以在短时间内降低成本,提高有效供给,促进结构升级;但随着人口红利消失,环境约束加大,我国的总体要素成本随着经济发展必然进入上升通道,要素价格市场化带来的短时价格下降难以抵挡长期趋势。考虑到可以通过提高生产率来抵消要素价格上涨,降低企业成本,在要素价格呈上

行趋势的前提下，只有在供给侧实现了规模经济、范围经济和创新，生产效率才能提高，在抵消要素价格上升的同时降低成本，提高供给质量和效率，促进结构调整。中国的优势是我们的经济体量、生产能力，这种规模优势是任何一个制造业为主的国家都不具备的，我们需要发挥规模产生的比较优势，提高效率。

5.以制造高端化为主要着力点，提升产业结构，带动服务业发展。供给侧改革的一个目的是要提升产业结构，但是提升服务业不能脱离制造业。二战后成功跨越中等收入陷阱的国家情况分化非常大，例如韩国等制造业比重并不一定随着人均收入提高而降低。当前全球经济正在从产业间、产业内分工逐步转向产业链分工转变，各国均可凭借比较优势找到自身在产业链中的位置，并不必然会重复农业到制造业到服务业的道路。因此，如果强行推动服务业升级，容易导致制造业的人为衰落，降低经济增长。美元的国际地位创造了美国服务业的竞争优势，这是我们短时间内难以撼动的。需要从制造业高端化为切入点，带动相关服务业发展。

6.有序废止审批权，加强事中事后监管，进一步简政放权。现在简政放权的一个手段是审批权下放，期望在当地审批提高效率。但是，审批权下放之后还是审批，市场的活力还是受到抑制。当前需要进一步通过废止部分审批权，来实现真正的简政放权。我国的改革走的是先产品市场、后要素市场的道路。审批在要素投入、投融资中的约束作用尤为明显。在产品市场竞争的环境下，企业要盈利，就会在政府掌握的要素市场端行贿。这一方面带坏了社会风气，另一方面也提高了企业成本。只有废止部分审批权，才能根本性解决问题。政府权力需要向后移动，以监管代替审批，发挥企业自由兼并重组、要素资源再配置的能力。

7.利用城乡收入差，通过新产业带动新型城镇化发展。城乡收入是全面建成小康社会的巨大阻碍，但也是巨大机遇。简单将农村人群城镇化带来的还是以往排浪式的消费，例如住房和汽车。这对调整产业结构益处不大。新型城镇化需要的是新产业带动的城镇化，核心是产业化，利用互联网等技术将农业等传统产业升级，发挥聚集优势和规模经济，带动农村产业融合发展，自然地从简单农业走向现代产业。

8.区域再平衡提供了巨大的结构调整空间和动力，需要以新产业积极融入国际价值链。我国巨大的区域差距为经济提供了广阔的回旋余地，通过原有产业转移，会带动地区和全国经济。但是，这还只是表面上的调整。在新常态下，更为需要的调整是发挥后发优势，积极融入国际价值链，成为新产业的发源地。

三、供给侧结构性改革的政策着力点

为了有效地推进上述供给侧结构性改革的重点领域，在政策制定和实施中，需要注意这样几个着力点。

1.为了配合供给侧结构性改革，宏观上需要有选择性的主动加杠杆。要进行供给侧结构性改革，就需要给企业空间。我们不能再主动执行一刀切、全社会性的去杠杆，而是要对不同部门选择性加杠杆。我们经常担心的企业杠杆率高并不可怕，因为企业的杠杆率是逆周期的，随着供给侧结构性调整深入会自然逐步降低。在结构性调整过程中，需要政府或者中央银行主动加杠杆，通过提供流动性，给企业提供兼并重组、发挥规模优势的空间。

2.发挥市场的基础性调节作用，产业政策定位于市场失灵。成功的产业政策更多的应是发挥市场力量在产业发展中的关键性和基础性作用，而政府仅仅作为市场失灵的补充。实现这个目的的最为行之有效的办法就是找到产业发展中存在的市场失灵。一般来说政府需承担起推进通用技术发展的责任。这是因为这类技术在产业发展过程当中具有很强的外部性特征，有些甚至具有公共产品的特性，导致企业对它的研发投入不足，以致难以达到社会最优水平。在政策实践上，最能体现这点的就是美国。

20 世纪 80 年代以来，由于国际竞争日趋激烈，特别是日本和欧洲对美国形成强大压力。老布什在 1990 年的《总统经济报告》中涉及政府对经济发展的作用时强调指出："我仍然强烈反对任何产业政策，按照这种政策，是政府而不是市场将选择优胜者和失败者。""必须允许资本自由流动到'能生产最佳效益'的地方。私人资本市场受寻求最高回报率的驱使，把预期效益的不成功的投资铲除掉。因此市场是投资机会最好的裁判，成功和失败在竞争性市场中能够得到最好的裁决。"克林顿政府时期主张联邦政府制定具体的技术政策以促进美国制造业的复兴，1993 年做了《技术促进美国经济增长，创建经济强国的新方向》的报告，强烈主张联邦政府对技术开发进行投资。美国商务部推行了先进技术计划（ATP），目的是在高技术产业中加速新技术的开发；制造技术推广伙伴计划（MEPP），目标是帮助各州支援小公司采用最好的生产工具和方法。在国防部，技术再投资计划（TRP），推出了军民两用技术的创新，并且承诺推进国防工业的转轨。环境保护署则提出环境技术倡议（ETI），帮助产业创造更有效的、减少污染的制造工艺。这些政策取得了较

好的效果。

从上述政策可以看出，美国在促进产业发展中主要针对的是基础科研等具有外部性的研究。因此，不是由政府选择行业，而是由市场选择。政府推动的是一般性技术的研发和使用。

3.政策要与市场激励相容。改革政策要落到实处，重要的是要与经济主体激励相容。我国的很多政策之所以落地很困难就因为虽然有好的初衷，但是与经济主体的激励不吻合。例如新能源汽车骗补等事件表明，政府希望激励消费者购买新能源汽车，但是结果是企业利用政策瑕疵进行套利、骗补。改革措施的出台顶层设计，更需要与市场沟通，要加强对市场的预期管理，对社会做出积极回应。

4.着力构建宏观经济自动稳定器和社会安全网。供给侧结构性改革更多会将决策权交给市场。政府要做的是提供维护市场稳定运行所要的基础设施。最为重要的就是能够平抑周期、稳定经济的宏观经济自动稳定器和帮助市场平稳转移资源的社会安全网。只有经济稳定了，才能为供给侧结构性改革创造好的环境。正如生产关系的不足中描述的，我国一个重要的问题是宏观调控中政府的积极行动与结构调整往往有矛盾。为此，就需要建立市场内在的自动稳定器，通过完善累进的个人所得税和失业保险，维护市场稳定。同时，因为结构调整就是资源的再分配，这就会导致出现资源转移中的失业等问题，为此，需要加大社会安全网建设，为资源转移兜底。

最后，本报告对“三去一降一补”的供给侧结构性改革的具体任务，就它们性质、成因以及解决问题的具体措施等方面，做了初步的探讨。

第六章　经济结构调整专题研究

6.1 如何在新常态财政困局下实现经济结构调整——2015 年第 1 期《财政困局下经济结构调整路径的再定位》

进入新常态后，经济增速放缓，财政收入增长面临压力，经济结构改革迫在眉睫。稳定财政收入和经济结构调整关系密切，如何在财政压力不断加剧的情况下，加速实现经济结构调整？在 2015 年一季度报告《财政困局下经济结构调整路径的再定位》进行了深入探讨。报告主要执笔人是郭杰教授。

一、财政困局将严重制约结构调整的路径选择

中国进入经济新常态阶段中，财政收入增速下降以及与财政支出的不对称效应所导致的财政困局将成为常态，这就会对中国今后一段时期内财政政策的实施空间和经济结构调整方式造成重大挑战。

1、中国各级政府现行的政策支配型财政支出思路造成的财政困局，将会进一步对经济结构的转型升级造成显著障碍以及扭曲效应。

现阶段，中国各级政府针对经济结构调整以及促进企业创新能力提升的规模快速扩张的各种财政支持方式，既没有真正起到有效促进经济结构转型升级的激励作用，也没有切实起到促进微观企业自主创新能力提升的激励效应，相反，在一定程度上起到了扭曲经济结构转型升级和抑制企业自主创新能力提升的作用效应。而且，政府对运用财政资金来直接干预和扶持企业以及新兴产业发展的固有模式，也是使得中国各级政府财政支出压力进一步固化和加大，造成中国各级政府

财政困局概率和风险加大的主导因素之一。

首先，中国各级政府惯常使用的以奖励、贷款贴息和无偿资助等财政资金扶持资助形式，来激发企业创新研发活动和激励企业专利申请活动的做法，本质上还是体现了政府政策主导的资助思路。事实上，这些政府政策主导型的促进经济结构转型升级以及企业创新能力提升的财政资金扶持资助思路，在中国的现实背景下，出现了各种类型的普遍性的扭曲性问题，比如，出现了地方政府官员和企业合谋来骗取中央资助企业创新研发的资金现象，出现了企业弄虚作假套取各级政府创新补贴资金的现象，出现了专门和企业勾结合谋骗取政府创新补贴资金的专业化公司等现象。而且，政府政策主导型的创新补贴政策以及新兴产业扶持资金，并不能真正甄别和筛选出具有市场前景的创新项目和新兴产业，相反，“锦上添花”而非“雪中送炭”式的创新扶持方式很大程度上加剧了在位创新企业的垄断势力，既阻碍了新的创新企业的兴起，又对在位创新垄断企业的自身研发投入形成了替代效应乃至挤出效应，不利于持久激发企业自主创新的可持续性，也不利于创新对全社会溢出效应的整体发挥。

其次，中国各级政府出于促使 GDP 增长而普遍采用的“促增长、稳增长、保增长”等各种类型的政府补贴扶持资金，是导致中国部分行业普遍出现产能过剩现象，削弱经济结构调整内生动力的主要因素之一。事实上，那些资本投入强度高、能够在官员任期内带来 GDP 规模快速扩张的、且通常是资源型行业或重化工行业的企业，往往更容易获得政府扶持资金和各项优惠政策的青睐。而且，资源型行业或重化工行业的企业一旦出现经营问题，往往又会迫使地方政府使用大量财政资金进行扶持和救助，更加激励这些企业采用“大而不倒”的规模扩张战略，来获得行政性的生存能力以及垄断竞争优势势，从而造成企业形成对政府持续扶持政策的依赖体制。这就是造成中国资源型行业或重化工行业普遍出现产能过剩现象的政府政策行为的扭曲性后果。

最后，中国各级政府现行的政策支配型财政支出思路，一定程度上造成了国进民退，滋生了大量的寻租腐败活动，对中国经济结构调整及转型升级造成了不可忽略的阻碍效应。一方面，中国的现实情况是国有企业比民营企业获得了更多的政府补贴和优惠政策以及银行低成本资金支持，客观上造成了国有企业相对于民营企业的垄断性的、行政性的竞争优势以及特定环节、特定形式的“国进民退”，造成了国有部门对民营部门投资的挤出效应以及对全社会生产效率增长的“拖累效应”，削弱了中国经济的潜在增长率。而且，国有企业由于特殊的官商联系机制和

利益输送机制的存在，导致了国有企业更容易成为各级官员寻租和腐败的温床，进一步削弱了中国经济增长的内生动力。

2、经济持续下行和通缩风险概率加大的双重压力下，稳增长和调结构目标之间冲突性的加剧，以及带来的财政支出刚性需求压力的持续加大，可能会进一步固化与扩大现行财政政策对经济结构的扭曲效应。

值得关注的是，在中国经济当前可能出现通货紧缩风险的情形下，短期内稳增长和调结构平衡的内在矛盾已经凸现，这具体表现在：一方面，从当前稳增长和调结构的平衡关系来看，就是要依靠“精心谋划用好中国经济的巨大韧性、潜力和回旋余地，依靠促改革调结构，坚持不懈推动经济发展提质增效升级，努力做到调速不减势、量增质更优”。然而，一旦经济持续下行导致通货紧缩真实发生，中国经济巨大韧性、潜力和回旋余地将会受到极大的制约，从而打破稳增长和调结构平衡关系的政策调控空间，导致通过调结构来实现稳增长目标的失效，造成稳增长和调结构在短期内冲突矛盾的加大；另一方面，如果中国近期内发生通货紧缩的可能性加大，为了积极预防或解决通货紧缩难题，在其他政策空间相对有限的情况下，可能会倒逼各级政府按照惯性思路，出台以大规模政府投资刺激计划为主的全面抗通缩政策措施。这就造成的结果是，一方面，则会进一步加大财政困局发生的概率与风险，另一方面，而中国正处于消化以往大规模政府刺激计划的关键时期，此时出台大规模政府刺激投资计划，将会进一步对中国调整经济结构的目标造成干扰效应甚至负向冲击效应，甚至固化和扭曲原有的经济结构，造成一段时期内稳增长和调结构再平衡策略的失效。

中国当前存在众多扭曲现象的经济结构，是造成经济增长下行压力乃至通货紧缩风险的主要原因。不容忽视的是，通缩风险下中国经济结构的扭曲可能会进一步的加剧，从而加大调结构的政策复杂性和难度，第一，通货紧缩导致实体经济进一步加剧萎缩，造成大批民营性质的“僵尸工厂”集中倒闭破产。而政府出台的大规模政府投资刺激计划将可能会偏向于国有企业，造成持续的“国进民退”现象，进一步恶化和扭曲中国的经济结构；第二，通缩风险下大批制造业企业倒闭破产的集中爆发，将造成第二产业比重被动的下降和第三产业比重被动的上升，造成从数据表面来看，中国的经济结构似乎发生了优化的现象，然而，这种被动式变化格局背后反映的是中国制造业发展和国际竞争力整体发生弱化的事实，从较长时期看，如果中国第二产业的发展出现持续弱化的现象，考虑到第二产业和第三产业之间密切的互动性和第二产业对第三产业影响作用的滞后性，依附于第二产业的第三

产业的发展终究会滞后性地出现下滑和弱化的态势;第三,通缩风险概率逐步加大的背景下,随着中国大批“僵尸工厂”的倒闭破产以及第三产业延迟性下滑现象的发生,中国的就业安全底线可能会在今后某个时点受到根本性的冲击,从而导致调整经济结构的政策空间受到极大挤压甚至丧失,从而从根本上增大调结构的复杂性和难度。

二、中国经济“新常态”条件下财政政策仍然是调结构的主要手段

当前中国经济的“新常态”条件下,财政政策仍然是调结构的主要手段,这是由以下因素所决定的:第一,在当前中国仍处于重新界定和调整政府与市场之间权力边界的进程中,在市场主导型的经济发展模式还没有完全构建起来之前,仍然需要利用财政政策来缓解、消除、转化中国经济发展过程中阻碍市场主导型调结构的各种体制性障碍和利益集团;第二,中国仍然是处于追赶型和后发优势的发展中国家,中国结构转型升级中新兴产业的发展、企业自主创新能力提升、具有公共性质基础创新能力的培育、产业结构升级以及促使全社会“大众创业、万众创新”格局的形成,均需要通过适度和合理的财政支持引导资金来加以促进和激发;第三,中国的“调结构”的战略目标能否最终顺利实现,与当前“稳增长、保就业”的“托底”目标任务密切相关。2015 年是维持稳增长和调结构之间平衡关系的关键年份。在中国经济进入新常态的特定发展阶段,特别需要把稳增长和调结构作为“组合体”来考虑。“稳增长”与“调结构”之间并不是相互对立或排斥的关系,二者是“你中有我、我中有你”的相互包容与相互促进的关系。在中国经济当前可能出现通货紧缩压力的情形下,短期内稳增长和调结构平衡的内在矛盾已经凸现,而且当前经济下行和可能出现的通缩风险双重压力下中国经济结构调整的内在冲突与风险,可能会对保障中国社会安全的就业“托底”的硬性要求,造成突发性的重大冲击。这种情形下,需求通过采取积极的财政政策来保证“稳增长、保就业”基本任务的推进,从而为“调结构”战略目标提供有利的外部环境保障。

三、市场主导型结构调整路径的再定位和政策取向

结合我国面临财政困局的事实,财政困局下探索市场主导型结构调整之路应该明确,财政扩张的目的不是用公共支出代替私人支出,也不是代市场选择未来产业发展的方向,而是通过积极的财政政策拉动私人部门的投资和消费。政府在经济转型形式时期,应通过财政政策增加私人部门可支配收入,引导私人部门扩大投

资。具体来说，可以在以下几个方面着手：

1、构建经济结构友好型财政体系改革。在财政困局下探索结构调整问题应该首先应该解决财政问题自身的问题，即构建一个所谓的经济结构友好型财政体系。这个看似不相关的问题其实具有极其重要的意义。我国经济结构扭曲恶化以及前期调整政策没有实现预期效果，很大程度上是由于“相对财政”困局下，地方政府行为扭曲造成的。构建经济结构友好型财政体系改革的根本有两条：一是解决好中央政府和地方政府财权与事权的划分，降低地方政府收入缺口。另一方面，要注重规范各级政府的权利分配。

2、完善市场体系，矫正市场失灵。在结构调整过程中，不能将一般意义上的市场缺陷、市场失灵等同于我国源自计划经济转型过程中的市场缺陷。真正意义上的市场机制是在制度建设完备的基础上，各种构成要素之间自发形成的自我调节、寻求动态平衡的自组织能力。具体表现为商品或要素的供求状况与价格的互动关系及其背后各方当事人按照共同约定的规矩（法治），利益角逐、公平竞争、互相博弈制衡。

3、合理有序地通过市场机制化解过剩产能，注意控制节奏。造成产能过剩的重要原因是资源要素市场化改革滞后，市场机制作用未能有效发挥，落后产能退出渠道不畅，导致产能过剩矛盾不断加剧。同时部分行业产能过剩也与政府干预市场有关，一些地方过于追求发展速度，过分倚重投资拉动，通过廉价供地、税收减免、低价配置资源等方式招商引资，助推了重复投资和产能扩张。鉴于产能过剩行业市场供需出现了严重矛盾，要完成化解产能过剩的任务，就必须要强化以市场需求为导向。一方面，运用市场机制，通过拓展国内外需求来消化产能，通过市场竞争引导落后产能退出；另一方面，要调整生产要素和资源向战略性新兴产业转移。这既依赖于政府职能的转变，又凸显出地方投融资体制改革的必要性和紧迫性。在淘汰落后产能的过程中，要防止过去那种生硬的通过行政手段进行干预的方式。其次，在淘汰过剩产能的过程中，还要防范失业的风险。

4、扩大财政赤字，稳定总需求，以市场机制培训新兴产业。收入是产业结构升级的拉力，因而稳定增长是转型的重要推动力。未来我国从调整结构的角度，也需要经济增长维持在一个合理的水平。在较长一段时期内，稳增长的关键还是稳定投资。经济下行期间私人部门总需求不足，政府需要通过积极的财政政策，扩大财政赤字，稳定总需求增长速度，为经济转型赢得时间、创造空间。因此在未来几年内，我们应该容忍财政赤字一定规模的扩大。产业政策不能定位于“引导”市场，而

应该是“补充”市场，是为市场发挥作用创造良好环境，政府要关注重大技术而不是特定产业。

6.2 经济复苏期的产业结构新调整——2013 年第 2 期《寻求市场驱动与激励相容的产业结构新调整》

经过 30 多年的改革开放，我国已经实现了从落后的农业经济向工业经济的大转型，并已跨入工业化中期阶段。然而，在各种市场内生驱动角力、外部环境变迁和政策扭曲等多重因素的作用下，我国产业间、区域间存在的不协调以及各产业内部的若干矛盾和问题也不同程度地反映出来。特别是工业制造业内部，重化工业比重过大、产能过剩矛盾突出、产业低度化问题明显。从产业结构的生成机制和外部环境两个方面寻找我国产业结构特征及问题的内生驱动和扭曲因素，以实现二者的兼容才是合理确定我国产业结构调整基础与政策取向的关键所在。

2013 年第 2 期报告《寻求市场驱动与激励相容的产业结构新调整》对经济复苏时期中国产业结构的新调整进行了研究，主要执笔人是刘凤良教授。

从市场需求角度看，经济发展导致的人均收入提高降低了居民的恩格尔系数，提高了消费层次，是促进产业结构从低端到高端变迁的主因。同时，在特定的国际经济产业链条约束之下，积极参与国际分工塑造了我国的制造业大而不强的局面。从市场供给角度看，投资促进了产业结构的正向变迁。城镇化起到了放大器的作用。房地产投资的迅猛发展支撑了近年来我国重工业比重较高的局面。单纯的区位优势决定着我国的产业空间分布。总体来看，收入因素和资本深化对我国结构转型的影响较大，技术进步率差异的影响程度较小。

以土地和能源等要素价格扭曲为代表的激励扭曲因素导致了错误的市场信号，加剧了我国产业体系中的结构性矛盾。金融数量型调控模式有利于国有企业和重工业行业等抵押品充裕的企业和部门，阻碍了资源在行业间的转移，放大了产能过剩，推动了过度重工业化。在分税制和晋升考核制度的激励下，地方政府进一步放大对要素市场的扭曲，导致了“资本深化过度”与“重工业化偏离本地资源禀赋”等现象的发生。以大规模刺激计划为主、短期保增长为导向的政府干预行为，加之产业政策设计不当，使得现阶段产能过剩更加趋于复杂化。

产业结构调整路径是一根限制重重的平衡木。产业结构形成有其必然的逻辑和经济基础，产业结构调整需要在一国的资源禀赋和特定国际环境的约束下进行，

我们不能盲目追求西方发达经济体已经拥有的产业结构，而是应该根据自身的经济发展路径选择相适应的产业结构。产业结构调整更不能急于求成，剑走偏锋，简单地进行大规模调整有可能会给经济社会带来额外的调整成本。政府应致力于在长期与短期、供给与需求、经济与社会之间寻求平衡，以阶段约束、市场导向为原则设计改革思路，最大限度地减少扭曲，全面开启市场内生驱动与激励相容的结构调整。

未来，国际贸易快速增长的外部环境不会在近期重现，国际分工格局又存在着刚性制约，产业结构调整的内生市场需求将主要来自于国内。因此，现阶段则应该通过稳定投资实现稳定增长，并通过收入分配制度改革增加消费。在市场供给方面，应进一步挖掘内生技术进步的动力。当前，需要加大以制造业企业为主体的技术创新，以数字制造为突破，全面提升第二产业的技术水平。在部门之间，则应重视工业化对服务业发展的引领作用，特别是以工业化促进生产服务业的发展，以弥补近期消费型服务业相对不足的状况。上述市场内生动力也需要借助来自制度创新的激励，近期应加快市场化改革特别是要素市场化改革，以提高资源配置效率。与市场导向相一致，产业政策则应重新定位于市场失灵，以避免好心办坏事。

一、产业结构的市场内生驱动与激励扭曲

在特定制度和技术条件下，一个经济通过专业化和社会分工形成一定的产业结构，一个经济的产业结构是特定分工条件下的生产方式决定的。所以，推动我国经济增长的各种动力以及由此产生的人均收入增长本身塑造了当前的产业结构。从静态角度来看，我国的产业结构是宏观经济增长的产物，是中国经济发展的一个重要特征，也是经济成果的重要标志。而从动态意义上说，产业结构又是下一阶段经济发展的起点，它与经济发展互为因果。在这个意义上，我国的产业结构有其必然与合理性。同时，由于我国对经济增长方式的选择以及经济增长机制本身的动力开始发生转换，这又使得原有的产业结构存在不合理之处，当前的产业结构也就不可避免地存在着某些潜在问题。因此，识别这些合理与不合理之处就为我们调整产业结构指明了道路和转变方式。

（一）产业结构的市场内生驱动

第一、人均收入提高是三次产业比例变化的主要原因

第二、对外贸易是我国第二产业比重和内部结构变化的主要成因

第三、资本深化是产业结构形成的主要供给驱动力

第四、城镇化:资本深化的动力和放大器

第五、单纯区位优势决定了产业空间分布

(二)产业结构困境中的激励扭曲

如前所述,我国产业结构有自己的内在驱动力。因此,在外部环境及其扭曲既定的条件下,报告第一部分描述的产业结构及其存在的问题有其形成的客观必然性,因此不能过分夸大产业结构对中国经济的负面影响。例如,重工业比例的提高是我们的城市化的一个结果,产能过剩在当前具有一定的政策周期性。那么,这是否意味着我们不需要主动进行产业结构调整呢?答案是否定的。这是因为前述产业结构问题形成的背后还有很多是扭曲的激励结构导致的。如果不进行调整,这些问题将会越来越严重,并还将影响到我国未来经济增长的潜力和质量。同时,这些产业结构问题,还将因目前外向型发展环境的变化,而变得日益凸显。因此,只有把握好当前产业结构调整的最佳时期,才能以较低的成本取得产业结构调整攻坚战的胜利。不过,总的来看,产业结构问题还处在可控的范围内,并可通过调整扭曲的激励机制,发挥市场对产业结构转型升级的关键引导力,可以成功实现产业结构的转型与升级。

第一、要素价格扭曲。我国的要素价格扭曲主要集中于土地、劳动力、资本和能源等要素市场上。(1)土地作为最基础的生产性资源,在我国受到了极大的行政性扭曲,由此严重影响了我国三次产业的基本构成。(2)与土地要素价格受到显著扭曲的同时,我国的劳动、资本、能源等生产要素价格也受到了不同程度的扭曲,并通过不同产业的要素密集程度差异,对我国的产业结构造成了至关重要的影响,甚至还阻碍了我国比较优势的发挥。

第二、金融数量型调控模式。(1)货币存量虽然加大,但中小企业仍然长期面临资金饥渴,融资成本依然高企。(2)企业定期存款激增,货币沉积加重。(3)资金使用效率较低,不良贷款率攀升。

这些现象产生的根本性原因是目前我国银行业在价格管制的条件下受到严格的数量控制。贷款规模管制强化了商业银行对于贷款质量抵押品的要求,导致了商业银行在表内贷款资金配置上“抓大放小”、“重公轻私”,使得国有企业较民营企业更容易以较低成本获得资金,重工业由于其抵押品充裕,相较智力密集型的新兴行业更容易获得资金。这就从供给层面阻碍了资源在行业间的转移,放大了产能过剩,推动了过度重工业化。

第三、地方政府行为扭曲。在整个政府与市场调整定位、相互适应的过程中,

最为核心的因素是中央政府与地方政府之间的关系。中国经济类似一个三明治。上层是进行较少决策的中央政府，底层是大量企业，中间层是具有巨大自由裁量权的地方政府。地方政府一直是中国经济中最重要的推动力，是政府与市场相互协调的中坚力量。即使在中央政府最为权威的计划经济时期，由于交通和通信不太发达，中央也无法实施有效控制。

由于当前分税制责任与收入不对等，当前分税制与扭曲的要素市场纠缠在一起，相互放大，对中国经济产生了强烈的扭曲。事实上，在我国现阶段的政治体制中央集权、经济财政体制地方分权的格局下，地方政府拥有了较计划经济时期更多的权力，逐步成为一个相对独立的利益主体和投资决策主体，地方官员在有限任期内为晋升展开锦标赛式的政绩竞争，强化了地区间经济财政竞争的短期化。于是，各地方政府纷纷利用行政权利、财政手段干预经济，比如，对企业土地价格减免、税收减免、优惠贷款、财政补贴等等，吸引外部资本的同时，控制本地资源流出，以实现本地财源最大化目的。因此，在现行地方政府政绩考核体制的驱动下，大量资源必然是向资本密集型、高能耗、高产值的重化工业、或者是低技术水平的加工工业倾斜。进而在客观上对我国产业结构的调整与优化升级产生了扭曲性的重要影响，导致了“资本深化过度”与“重工业化偏离本地资源禀赋”的现象发生。一方面，工业的“资本深化过度”使得城市就业增长受限，必然使城市化进程受阻，而服务业的发展又特别依赖于城市化，于是服务业的发展又间接受到了制约。另一方面，如果高投资形成的生产能力并无足够的国内需求来消化，那么，持续增长的低端出口扩张就是必然的选择。从而导致我国的出口部门的产业结构长期被“锁定”在劳动密集型、低技术水平和低附加值的生产组装制造环节。只要我国地方官员持续面临着经济增长上激烈竞争的政治体制依然存在，或地方政府肩上的财政压力不断增加，地方政府对产业结构的“扭曲之手”就不会得到根本上的矫正和扭转。

第四、周期政策与产业政策不协调。(1)当前我国以财政政策为主要实施手段的政府干预行为和产业结构优化升级的发展方向存在不相匹配性。(2)以大规模刺激计划为主、短期保增长稳增长的财政政策为导向的政府干预行为，加剧了我国现阶段的产能过剩，极大地削弱了中国产业结构调整与优化升级的内生动力。

表 6.2.1　　我国产业结构调整的内生驱动因素与激励扭曲因素

内生驱动因素	激励扭曲因素
➡人均收入提高 ➡对外贸易 ➡资本深化 ➡行业技术进步	➡要素价格扭曲 ➡数量型金融调控模式 ➡94 版分税制 ➡周期政策与产业政策配合不当 ➡产业政策本身设计缺陷

二、产业结构调整政策定位

第一、应对国际分工固化，挖掘有限的外需增量。这次金融危机被认为是国际失衡的集中爆发。因此，危机后，许多研究分析认为国际分工将会发生变化，从而改善国际失衡。实际上，在这次危机调整之后，国际经济的大格局不会发生本质的变化，国际分工有固化的趋势。

在国际分工固化和外需增量有限的情况下，我国传统的产业结构变迁动力消失了。为此，我们需要开发新兴市场国家市场，通过拓宽销售渠道，改变对于欧美市场的依赖。同时，需要利用好目前的国际需求，培育新的比较优势。近年来，发达经济大规模向发展中经济转移或外包服务业的趋势已经明确出现，并成为国际间产业转移的主导。在这一趋势之下，可能会制造业价值链条之外产生一个全新的服务业全球价值链条。服务业价值链条的形成和延伸，不仅会将更多的价值成分从制造业价值链条上分离出去，进一步降低我国在当前国际分工体系中能够获取的利益；而且对我国国内服务业发展构成更大的竞争压力，因此需要进一步培育新的比较优势，继续深入参与国际分工。

第二、创造国内需求是未来产业结构调整的前提。随着外向型高速增长阶段的结束，推动产业结构升级的主要动力不在外部而在内部，即主要依靠国内需求。因此，当务之急是稳增长和扩内需，这是未来一段时期转型的主要动力。

第三、以协调为导向，促进第三产业发展。随着第二产业技术进步，更多的工人可以解放出来进入第三产业。但是，要想有第三产业的迅猛发展，还需要找到其需求。服务业的需求可以归纳为两个方面：作为最终产品的需求与作为中间产品的需求。在西方发达经济发展的早期，服务业的发展主要是最终需求，或者是消费需求拉动。但是，随着一些产品设计、市场销售越来越多地分包出去，服务业从制

造业中分离出来，这加大了服务业作为中间产品的需求。

第四、推进要素市场化改革为核心的体制改革。前面看到，我国的要素市场、分税制和金融调控模式都存在扭曲，导致了产业结构也随之发生扭曲。在这之中，要素市场扭曲是核心，因为资源配置最终都会落在价格激励上。所以，需要进一步推进要素市场化改革为核心的体制改革，将相关的制度安排与市场自主实现结构调整的基础作用相容。

第五、构建国内价值链体系，协调区域发展。随着全球经济一体化的不断深入，国际产业分工形式已从行业之间发展到行业内的不同产品，以及同一产品的不同生产工序，因此产业转移的空间分工也相应地从产业发展到产品，甚至同一产品的不同工序，从而利用地区之间的发展层级形成全球价值链。我国地区差别巨大，地区之间不同的资源禀赋和发展条件为不同产业和同一个产业内部的不同环节和生产工序都提供了较大的选择空间，完全有可能进行基于产品内分工的产业布局和产业转移。事实上，从上述我国产业转移困境中全国范围的成本差异梯度和自主创新能力对产业转移的约束可以看出，必须转变传统的产业转移思路，打破现有区域间和产业间的纵向分工体系，构建一个在产品内分工框架下的多元分工体系，通过构建国内价值链进行产业转移和产业结构调整，这不但有助于提升东部地区的创新能力和产业升级，而且可以避免中西部与东部产业联系的割裂，改变中西部地区内向型发展模式。

第六、发挥市场的基础性调节作用，产业政策定位于市场失灵。首先，产业政策不能定位于“引导”市场，而应该是“补充”市场，是为市场发挥作用创造良好环境。其次，政府要关注重大技术而不是特定产业。

6.3 市场导向型经济结构调整——2010 年第 3 期《工资形成机制变革下的市场导向型经济结构调整》

2010 年，中国低端劳动力市场发生了一系列深刻的变化。主要表现在：在金融危机的影响下，以农民工为代表的低端劳动力工资不降反升，且增速超过城市工人工资的涨幅；伴随经济的触底反弹，中国经济对低端劳动力的需求大幅度反弹，大规模的“农民工返乡潮”快速被“民工荒”所替代，低端劳动力的供给已经由总量过剩转向结构性过剩；各种民营和外资企业大幅度提高招工工资，各级政府大幅度提高最低工资标准；“劳资关系”冲突进一步加剧，工资集体协商和罢工事件开始频

繁发生。

这些现象的涌现不仅说明了中国低端劳动力市场出现了结构性拐点变化，更为重要的是它宣告了中国低端劳动力市场的工资形成机制正从传统的“生存工资定价法则”转向“保留工资约束下的市场议价法则”转变。这种低端劳动力工资形成机制变革具有深刻的内涵。因为它将进一步带动中高端劳动力市场的劳资关系和工资形成机制的变革，从根本上改变中高端劳动力市场政府导向型的工资调整机制。低端劳动力市场的变化必将使中国工资形成机制迎来全面市场化的新时期。

2010 年第 3 期《工资形成机制变革下的市场导向型经济结构调整》对工资形成机制变革下的市场导向型经济结构调整问题进行了专门研究，报告执笔人是杨瑞龙教授。

一、生存工资法则向市场议价型工资法则转变

（一）中国低端劳动力市场出现了结构性拐点变化，由总量过剩向结构性过剩转变，它宣告了中国低端劳动力市场的工资形成机制发生了深刻的变革，工资水平的上升成为趋势性现象。

2010 年，中国低端劳动力市场发生了一系列深刻的变化。主要表现在：(1)在金融危机的影响下，以农民工为代表的低端劳动力工资不降反升，且增速超过城市工人工资的涨幅；(2)伴随经济的触底反弹，中国经济对低端劳动力的需求大幅度反弹，大规模的“农民工返乡潮”快速被“民工荒”所替代，低端劳动力的供给已经由总量过剩转向结构性过剩；(3)各种民营和外资企业大幅度提高招工工资，各级政府大幅度提高最低工资标准；(4)“劳资关系”冲突进一步加剧，罢工事件开始频繁发生。

这些现象的涌现不仅说明了中国低端劳动力市场出现了结构性拐点变化，更为重要的是它宣告了中国低端劳动力市场的工资形成机制正从传统的“生存工资定价法则”转向“保留工资约束下的市场议价法则”转变。这种工资形成机制的变革将进一步带动中高端劳动力市场的劳资关系和工资形成机制的变革，从根本上改变中高端劳动力市场政府导向型的工资调整机制。低端劳动力市场的变化必将成为中国劳动力工资形成机制全面变革的支点。

1、即使在金融危机的冲击下，以农民工为代表的低端劳动力工资仍然不降反升，持续上涨。2、劳动力市场供求关系出现大幅度逆转，局部出现“民工荒”。3、我

国人口结构已经发生显著变化，低端劳动力增长幅度放缓，低端劳动力供给水平下降。按照联合国的预测，中国将于2010年劳动力占人口的比重见顶回落，同时其总抚养比也将见底上涨。4、“劳资关系”冲突进一步加剧。各种民营和外资企业大幅度提高招工工资，各级政府大幅度提高最低工资标准。

（二）工资水平的上涨是由人口因素、周期因素、政策因素、结构因素等多因素导致的，其反映的是在保留工资和劳动力市场供求关系的共同推动下，农民工工资形成机制正在从传统的生存工资法则转向保留工资约束下的市场议价型工资法则，并将使中国经济迎来工资快速上涨的新时期。

1、随着我国经济发展水平的提高，保留工资不断上涨，推动低端劳动力价格上涨。2、留守劳动力的家庭分工型特征使劳动供给曲线变得缺乏弹性。尽管农村仍存在大量的剩余劳动力，但劳动供给不再具有无限弹性。3、随着中国制造业国际地位的确立，制造业对劳动力需求持续增长，劳动力供给已经由总量过剩转向结构性过剩，低端劳动力供求关系发生根本性变化，未来中国工业化进程加速，会进一步催生工资上涨。4、随着中国重化工阶段和加工贸易化阶段达到顶点。在全球化日益加深的条件下，过去长期被压抑的中国制造业工资水平存在回补趋势。

（三）低端劳动力价格上涨的传导作用将导致中高端劳动力市场工资水平的相应变动，最终导致要素市场总体发生变化，促使要素市场价格机制在资源配置中的主导作用得到加强。

1、工资形成机制变革有助于缩小各部门工资收入水平之间的差距，改善收入分配结构。2、工资形成机制变革，有利于居民收入增长。对增加国内需求，对经济保持平稳较快发展具有重要的意义。3、从长期趋势看，劳动生产效率的提高是促进我国工资上升的根本动因，而技术进步对资本使用效率的影响作用以及资本投入变化则逐渐表现为推动劳动生产效率增长的主要因素。可以预计，这种技术进步的资本偏向特征以及投资快速增长趋势还将继续呈现，工资增长趋势将会在较长的一段时间内持续下去。

二、工资上涨对经济结构的影响

尽管工资上涨将给部分出口行业，部分地区和部分产业带来负面冲击，但从总体上说，工资上涨并不会影响我国制造业的整体竞争优势，而且工资上涨也为产业升级提供了新的契机。

（一）工资的上涨必定会带来成本上涨的压力，但中国劳动生产率水平的持续

提高，使单位产品的劳动力成本上升压力并不会在近期转化为通货膨胀的压力。

（二）工资上涨并不会对所有行业形成同样的冲击。不同行业工资上涨对价格的影响存在差异。农业部门和服务业部门工资上涨的影响较大，而建筑业和制造业工资上涨对价格的影响相对较小。

（三）从对出口的影响来看，工资上涨并不会对我国出口比较优势带来根本性的改变。非加工贸易出口品的生产受到工资上涨的影响较大，而加工贸易出口品的生产则受工资上涨的影响相对较小。

（四）劳动力成本上升有利于我国出口产业结构和出口地区结构的优化调整。劳动力成本效应为正的行业主要集中在工业化学品行业、金属制品业等具有规模经济特征的中技术水平行业，以及机械制造业、电器制造业等高技术水平含量的制造业。由于这些行业的行业特性优势，劳动力成本的上升不但不会制约这些产业的发展，反而会在一定程度上促进这些产业贸易竞争力的提高。

（五）工资上涨不会对我国制造业的大国地位形成根本冲击，从中美贸易关系看，中国对美国出口具有较为显著的互补性优势，中国外贸发展的外部需求基础稳固。从单位劳动成本的跨国比较看我国对外贸易仍然有很大的发展空间。

三、市场导向型经济结构调整机制的开启与培育

工资形成机制的变革将促使企业自发地、内生地进行产业调整，以适应国际分工变化、国内消费升级、技术进步的需求。工资上涨将加速产业梯度转移，巩固我国的贸易地位，提升消费。以企业自发调整为主体的中国市场化的结构性调整将全面展开，并将取代以往行政性结构调整，改变以往结构性调整缺少支点的困境，使中国经济结构的调整更多地反映了市场机制的要求。

（一）工资形成机制的革命将带来中国收入分配格局的变化，从而启动中国市场化的收入倍增变化，并加速中国“收入－消费升级”的台阶效应的到来。这种变革必将改变中国工资占 GDP 比重过低和消费启动大大落后于同类国家的局面，从而加速推进中国消费升级和产业升级。

农民工的工资形成机制由以往的“生存工资定价法”向“劳资双边协商定价机制”的转变是中国市场化工资形成机制变革的核心。因为它不仅推动了低端劳动力工资与正常劳动生产效率增速同步增长，而且它也必将成为其他层级工资形成机制改革的风向标。这种变革必将改变中国工资占 GDP 比重过低和消费启动大大落后于同类国家的局面，从而加速促进中国的消费升级和产业升级。

（二）工资形成机制变革将加速推行中国产业在区域上的“梯度转移”，并使中国产业在“加速性梯度转移”中实现产业升级，克服以往行政化产业转移带来的各种问题。

（三）长期来看，低劳动力成本会严重制约产业结构升级。工资形成机制的变革有利于克服以往行政化产业升级和政府主导型的技术替代带来的各种问题。

1.劳动力工资水平低会使得相对劳动力而言资本的价格显得更加昂贵，那么企业对廉价劳动力这一资源进行过度使用，而不愿意投资新设备和新技术。提高工资水平，使得资本要素的相对价格降低，那么进行技术改进和设备更新的相对成本就会下降，从而有利于促进企业加大设备投资和技术改进的力度。2.基于低劳动力成本的“世界工厂”使我国多数行业处于国际分工低端。在国际分工中，我国处于低端，对高端存在较强的外部依赖性，承担生产制造和“消费”角色。3.低劳动力成本致使产业提高效率的动力不足。

（四）工业结构演进的一般规律是从以轻工业为中心到以重化工业化为中心，再从以重化工业为中心转向以高加工度工业为中心，最后才转向以技术集约化工业为中心。工资形成机制的变革有助于工业化进程从重化工业化转向高加工度化，资源配置的主导力量也具有内在的可能性由行政力量主导转向市场力量主导。

（五）工资形成机制变革有利于增加居民收入，增加了农民工进城的机会，将进一步推进我国的城镇化进程。城镇化水平与城市人均消费水平正相关。而目前农村居民消费水平仍然大幅低于城镇居民消费水平，更多的农民工进城成为城市人口，将大幅提高整体居民消费水平。

四、市场导向型经济结构调整的政策建议

工资上涨是顺应工资形成机制变革的外在表现。保留工资变化、低端劳动力供求关系发生变化、全球化背景下中国制造业工资的回补以及政府为应对宏观经济形势对工资形成机制干预增强，多种因素共同作用导致工资形成机制发生变革。工资形成由传统的生存工资定价法则向市场议价型工资法则转变。

未来工资上涨的较快上涨必将给部分地区、部分产业以及整体宏观经济的稳定带来冲击。但是，在当前中国劳动力市场效率持续提高、居民可支配收入占国民收入比重持续下降以及中国贸易依存度偏高等条件下，未来持续加速的工资上涨不会影响我国制造业的总体竞争优势，也不会在近期转化为通货膨胀的压力，影响中国宏观经济的稳定。更为重要的是，它将有利于改变目前存在的各种深层次结

构性困境。中国低端工资形成机制的变革必将成为引领市场导向型经济结构调整的重要支点，为中国经济结构调整带来了新的契机，开启中国市场驱动型经济结构调整的新阶段：

(1)工资形成机制的变革将从根本上改变劳资关系，改变工资上涨严重滞后于国民收入上涨的局面，使中国国民收入的初次分配发生革命性的变化，从而启动中国市场化的收入倍增变化，改变中国收入分配不公，提高国民的整体消费率，加速中国“收入－消费升级”的台阶效应的到来。

(2)低端劳动力市场工资的上涨将对不同区域的生产成本带来不同的影响，从而使各种传统产业在区域成本差异的推动下，向中西部加速进行“梯度转移”，使东部流出产业升级的空间，同时克服以往行政化产业转移带来的各种问题。中国必将在迎来在“加速性梯度转移”中实现“产业升级”的新时期。

(3)工资水平的快速上涨将从根本上改变中国各种要素价格之比，使市场主体自发进行要素替代，采取技术密集型和资本密集型生产方式，促使企业提高自主研发和技术进步水平，积极探索新的盈利模式，提高企业的核心竞争力。这将从根本上改变中国以往行政性产业转移和产业升级缺乏内在动力的弊端，开启市场化创新的新时期。

随着工资形成机制变革，要素相对价格变化将引发资源配置发生变化，进而引发的工业化进程加快和区域经济结构调整，为经济结构调整提供了支点效应，推动市场导向型经济结构调整不断深化。结构调整的步伐将加快，工业化进程可能会藉此向高加工度化阶段推进。工资上涨会对部分产业和地区产生负面的冲击。但从总体而言，工资上涨并不会影响我国制造业的大国地位，有利于产业结构的升级和产业地区转移。工资形成机制变革将为市场导向型经济结构调整提供一个有力支点。借助工资形成机制变革的杠杆作用，中国经济结构调整将迎来新的发展机遇。从根本上改变收入分配的格局，促进消费驱动型社会的加速形成。加大产业结构梯度转移，促使产业结构调整从行政调整向市场调整转变。将进一步巩固中国制造业的优势，为中国未来国际分工奠定坚实基础。工资形成机制变革，将为我国推进城镇化带来新的助推力量。

市场议价型工资上涨是我国要素市场发育的必然产物，是要素价格形成机制市场化的一个突出表征，它预示着未来的结构调整将从行政驱动型转向市场驱动型。工资形成机制变革标志着中国发展新阶段的到来。

市场导向型经济结构调整要求政府在两个方向提供政策支持。发挥政府行政

调解的积极引导作用，补足过去政府政策缺位部分，让政府的力量弥补市场的不足，让市场力量更充分地发挥作用。克服转变过程中政府形成的制度障碍，改革政府的不当干预，消除政府调节的负面作用。

第一，要从战略发展的高度，把低端劳动力市场的工资形成机制的变革与要素价格市场化作为未来经济结构调整的核心，通过价格机制的杠杆作用撬动整个经济结构的重塑。

第二，要积极推动低端劳动力市场工资形成机制的变革，引导和规范低端劳动力市场“市场协议”工资形成机制的培育。

第三，尽管市场力量成为未来结构调整的基本驱动力，但劳动剩余与工资上涨的并存格局决定了结构调整还要辅之以政府的适度干预，防止单一的市场机制将中国经济过早地引入到偏废就业的新古典轨道。

第四，加大改革力度，完善要素市场，让要素价格更多地反映要素市场的供求关系。

第五，在产业加速梯度转移的进程中，政府一方面要顺应市场化转移的潮流，加强中西产业转移承接的基础设施和制度建设，另一方面必须出台政策应对东部在传统产业转出后所面临的各种问题，必须出台相应的扶持政策，使东部进行全面产业升级和技术创新，以形成东部新一轮经济增长的产业基础。

第六，改革户籍制度，降低农村人口向城市转移的成本，为加快城镇化进程创造条件。

第七，加快优化出口结构，扭转粗放型贸易增长方式；充分利用境外经贸合作区等方式促进贸易增长；继续深化与新兴市场国家的贸易合作。

第八、在劳动力结构和供求关系发生重大变化的新时期，人力资本战略和人才战略的实施具有高度的经济战略意义。

第九，降低民营资本的“进入壁垒”，让民营企业在未来的结构调整中扮演更重要的作用。

第七章　经济增长专题研究

7.1 如何破解中国经济增长困境——2013 年第 1 期《中国经济增长困境的形成机理与应对策略》

改革开放以来，中国经济发展取得了举世瞩目的伟大成就，实现了连续 30 多年接近 10%的高速增长。但是，中国经济增长的代价也是巨大的：一是导致了资源的大量消耗和环境的严重污染；二是导致了严重的贫富差距和大量的社会冲突，使政府为了维持社会稳定而支付了巨额成本。然而，高代价的高增长是不可持续的，这与中国社会的“高增长依赖症”存在强烈冲突，中国因此陷入了增长困境。如何破解中国的经济增长困境？2013 年第一期《中国经济增长困境的形成机理与应对策略》对此进行了专门研究。本期报告执笔人陈彦斌教授。

一、我国的增长困境集中表现为“高代价的高增长不可持续”与“高增长依赖症”之间的强烈冲突

我国三十多年高速增长的伟大成就举世瞩目，但是代价也是巨大的，并且形成了“高代价的高增长不可持续”与“高增长依赖症”之间的强烈冲突。

1、我国的经济增长之所以造成了高资源环境代价，是因为在增长主义发展模式下，政府为了降低企业成本、刺激经济增长，忽视了对自然资源的节约使用和对生态环境的保护。长期以来，我国大部分资源类产品实行低于国内市场均衡价格和国际一般水平的政府定价或者政府指导价格，这有利于降低企业成本，但是也必然会导致资源的过多投入和粗放型使用。

2、高增长导致了日益扩大的贫富差距和严重的社会冲突，政府为维持社会稳定投入了巨大开支，这是高增长的另一个巨大代价。

首先、我国贫富差距日益扩大，收入基尼系数早已突破国际警戒线，并且持续维持在高位，财富差距则更为惊人。如果将“隐性收入”考虑在内，那么2008年我国城镇居民家庭最高收入组与最低收入组的实际人均收入差距是26倍，远高于官方数据所给出的9倍；城镇居民家庭最高收入组与农村居民家庭最低收入组的人均收入相差65倍，也远高于官方数据所给出的23倍。

其次、各种形式的社会矛盾和冲突日益凸显，社会稳定面临严峻的挑战。不论是非法形式的社会矛盾和冲突（主要有非法群体性事件、违法活动和犯罪活动等），还是合法形式的社会矛盾和冲突（主要有民间纠纷、劳动争议、民事诉讼和行政诉讼等），都呈现出骤增之势，对我国社会的稳定造成了严峻的挑战。

第三、在贫富差距和社会矛盾的高压之下，政府维持社会稳定的开支迅速增加。由于各种形式的社会矛盾和社会冲突的数量逐年增加，而“零指标”和“一票否决”的巨大压力使得各级地方政府不得不把维持社会稳定当作重要任务。

二、中国当前的经济增速放缓具有长期化趋势，过去30多年平均接近10%的高增长已经难以重现

中国当前的经济增速放缓具有长期化趋势，可以从总需求和总供给两个视角来解读中国经济增速放缓的原因。就总需求而言，长期以来出口和投资是驱动中国经济高速增长的主要动力，然而当前及未来出口增速和投资增速都将显著放缓。就总供给而言，以往的低成本优势将不复存在，TFP增速也将显著下降。

1、出口增速由于全球技术进步速度减缓、发达国家深陷债务困境以及中国突出的大国经济特征而大幅下滑。造成出口增速下滑的原因主要有三个：一是全球技术进步速度减缓从根本上降低了全球潜在经济增速，抑制了中国外部需求的扩大。二是发达国家深陷债务困境，使得居民消费增速大幅下滑，对中国商品和劳务的需求增速趋于降低。三是中国突出的大国经济特征决定了出口规模难以继续高速扩张。

2、投资增速将由于工业化进一步推进的空间明显收窄、投资效率出现恶化趋势和“出口—投资”联动机制的消失而显著放缓。改革开放以来，高投资增速促使中国资本得以快速积累，为经济增长提供了重要的动力源泉。而在未来，中国投资增速将出现显著放缓：一是进一步工业化的空间明显收窄，继续通过提高工业化程度来推动投资的模式难以为继。二是当前中国投资效率出现恶化趋势，低效率投

资所带来的低回报将阻碍投资的增加。三是外部需求的萎缩使得“出口—投资”联动机制消失，由此导致投资收益降低，投资需求随之逐渐减少。

3、以往的低成本优势将随着人口老龄化加速和储蓄率的高位回落而不复存在。劳动力成本将由于人口老龄化加速而显著提高。利率将由于储蓄率的高位回落而趋于升高。

4、TFP 增速由于制度红利的衰减和技术进步放缓而显著下降。制度红利由于进一步推进市场化改革的难度和风险大幅提升而步入较长期的衰减阶段。

三、中国经济与社会具有明显的“高增长依赖症”，“保增长”或“稳增长”事实上成了经济政策的首要目标

当前我国社会建设严重滞后于经济建设，没有充分地发挥其扶助社会弱势群体、促进社会公平、提供基本公共服务、协调利益关系、遏制社会失序等功能。社会建设不足严重降低了居民（尤其是中低收入群体）的福利水平和居民对社会的满意度，大幅提高了社会动荡风险。由于短期内社会建设难以取得突破性进展，只能主要通过保证居民就业稳定、快速提高居民部门（尤其是中低收入群体）的收入水平和增加必要的民生财政支出等途径来缓解其对于解决社会建设领域深层次矛盾的迫切程度，而这必然要求我国经济总量保持高速增长，确保“把蛋糕继续做大”。

1、我国经济增长的就业弹性持续走低，而当前和未来的就业形势仍将严峻，这要求我国保持较高的经济增长速度，从而创造足够多的就业岗位来容纳新增劳动人口。我国经济增长的就业弹性长期以来呈现出不断下降的趋势。

2、居民部门（尤其是中低收入群体）在收入分配格局中处于弱势地位，这就必然需要高速经济增长以提高其收入水平。

3、我国在社会保障、教育、医疗和住房等民生领域的支出明显不足，社会建设严重滞后，严峻的民生压力需要财政支出快速增长，进而要求经济总量保持快速增长以获取相应的财政收入。

4、人口老龄化的快速推进将进一步加大财政支出压力，提高社会对高速经济增长的依赖程度。

5、为了避免精英人才移民所导致的物质资本和人力资本“双重流失”现象进一步恶化，需要高速经济增长来保持我国对精英人才的吸引力。当前我国已经出现了严重的社会精英流失问题，以富裕人群和知识精英为主体的第三次移民热潮可能正在形成。社会精英的流失意味着物质资本和人力资本的“双重流失”，将对国家的发展前途造成严重的不利影响。

四、从“增长崇拜”到“增长依赖”的演变逻辑

在“增长崇拜”的推动下，再加上国际大环境逐渐由“战争与革命”转向“和平与发展”，我国政府在改革开放以后确立了“以经济建设为中心”的基本路线，并将发展作为党执政兴国的第一要务，这就意味着我国政府事实上采取了增长主义发展模式。

增长主义发展模式下的官员考核机制和财税体制极大地调动了地方政府发展经济的热情，地方政府将发展经济作为首要任务，并运用其强大能力通过推动投资扩张来刺激经济增长，充分发挥了集中力量办大事的体制优势，使得我国形成了“高投资驱动型的高增长”。这就是增长主义发展模式推动经济增长的核心政治经济机理。

1、地方政府官员所面临的以经济增长为核心的相对绩效考核机制促使其高度重视经济增长。改革开放之后，全党的工作重心从阶级斗争转向经济建设，这就使得地方政府官员的考核标准发生了实质性变化：不再如以往那样高度强调政治表现，而是将地方官员在任期内所取得的经济绩效作为政治升迁的核心依据之一；经验证据发现省级官员的升迁概率与省区 GDP 增长率的确呈现出显著的正相关关系。在这种考核机制下，地方官员为了获取更大的晋升机遇，必然高度重视经济增速。而且，中央在考核地方官员的绩效时倾向于使用相对绩效评估的方式，这就使得地方官员热衷于 GDP 和与之相关经济指标的排名，进而引起了地方政府之间的竞争，进一步强化了其推动经济增长的意愿。

2、既有财税体制也为地方政府推动经济增长提供了强大的激励。1994 年实行分税制改革之后，我国地方政府事权大于财权，而且无法通过政府间转移支付得到有效纠正。

3、各级政府运用其强大能力推动投资扩张，从而刺激经济高速增长，使得我国形成了“高投资驱动型的高增长”。增长主义发展模式下，政府刺激投资的主要渠道可以概括为以下几方面：第一，国有银行体系以低成本掌握了大量资金，为政府和国有企业扩大投资提供了便利。第二，政府凭借其在土地市场上的垄断地位以低价向企业提供大量的工业用地，极大鼓舞了企业的投资热情。第三，政府压低了企业所应承担的资源环境成本，刺激企业扩大投资。第四，政府能够通过宏观调控方便地促进经济增长，货币政策和财政政策“双松”频现，产业政策也大力扶持和推动了重点产业的发展。第五，出口导向型发展战略形成了有利的“出口—投资”联

动机制，消化了投资扩张所形成的大量产能，维持了可观的投资收益。

五、宏观调控政策无法根治增长困境

我国宏观调控政策的本质是，通过以调节投资为核心的短期总需求管理政策来保障经济的平稳、较快发展。[①] 这就决定了宏观调控显然在降低“增长依赖”方面很难发挥实质性作用。而且，宏观调控政策往往只能在短期实现“稳增长”或者“保增长”的目标，无法长期维持经济的高增长，因此无法根治我国的增长困境。

1、宏观调控政策无法改变我国未来潜在经济增速放缓的大趋势。造成我国未来潜在经济增速放缓的因素主要来自于国际大环境、人口自然规律和经济发展规律等，而宏观调控无力改变这些因素。

2、在潜在增长下滑背景下，长期依靠刺激性的宏观调控政策维持高增长必然会导致经济过热。刺激性宏观调控政策所产生的高投资直接增加了总需求，却不能带来总供给的相应增加，容易导致经济过热。

3、“稳增长”的宏观调控政策主要着力于基础设施建设项目，不利于资源节约和环境保护，甚至可能导致资源环境问题进一步恶化。

4、我国宏观调控的政策空间趋于缩小，更加无力解决增长困境。

财政政策方面，当前我国政府债务水平已居于历史高位，预计未来还将继续上升，这将严重影响政府的财政能力，未来政府运用积极财政政策的自由度大不如前。货币政策方面，当前我国 M2/GDP 已经居于绝对的历史和国际高位，常规的数量型货币政策调控工具的使用空间大幅缩小。产业政策的效力将由于市场机制的逐步完善、“后发优势”的逐渐弱化和社会对权力寻租容忍度的降低而逐渐减弱。

六、通过深化改革来降低“高增长依赖”是破解当前困境的根本之道

破解增长困境的根本之道应该是：通过深化改革来转变政府职能，从而减轻经济增长的高代价并且降低“增长依赖”，使得我国在经济增速放缓的同时仍然能够维持社会稳定和提高人民的福利水平。由于实质性地转变政府职能是一个长期的过程，“高增长依赖症”也难以较快地消除，为了确保社会稳定，在中短期内我国仍然需要维持较快的经济增长速度。

---

① 由于出口受制于外部环境的恶化而下滑，国内居民消费需求在短期内也难以快速增加，因此在经济增速下滑至社会的合意水平以下时，政府只能更多地通过推高投资需求来扩大总需求，进而稳定经济增长。

中短期内，应该通过加快推进城镇化、总量减税以及使用宏观调控措施来进行“稳增长”，防止经济出现“硬着陆”。在长期内，需要通过转变政府职能来降低增长依赖，这才是破解增长困境的根本之道。

第一、政府的职能要从“做大蛋糕”转变为“分好蛋糕”和“做绿色蛋糕”，降低经济增长的“高代价”。改变政府的增长主义定位，将经济发展的主导权由政府转移到企业和居民。完善对地方政府的绩效考核机制。改变以 GDP 为核心的相对绩效考核机制，提高市场经济法制建设、经济增长能耗和公共服务水平等指标在地方政府绩效考核体系中所占的权重。进行财政体制改革。合理降低用于经济建设的财政支出占总财政支出的比重，将节省出来的财政资源用于提供基本公共服务。按照财权与事权相匹配的原则进一步理顺并调整各级政府之间财政分配关系，为地方政府的基本公共服务提供相应的财力保证，以减轻地方政府为了弥补财政收入不足而干预市场的动机。继续深化行政审批制度改革。在进一步清理、减少和调整行政审批事项的同时，强化对审批权力运行的监督和制约，并改进和创新行政审批服务方式，提高审批透明度和审批效率。

第二，建立体现社会公平的分配方式，着力降低贫富差距。在初次分配环节，逐步完善工会制度、健全工资的制定和增长机制；严格执行最低工资制度；加强对垄断行业工资水平的调控力度，缩小行业收入差距；加快建立收入分配监测系统，整顿和规范收入分配秩序，增加收入分配的透明度，坚决取缔非法收入。在二次分配环节，通过税制改革合理调整税率结构，加强其调节收入分配的作用：完善税制结构，提高直接税在税制中的地位；适时推出财产税，填补我国的税制在财产层面调节居民贫富差距的巨大空缺，建立更加完整的调节贫富差距的直接税税制体系；增强个人所得税累进性，减轻中低收入者的税收负担，加大对高收入者的税收调节。提高再分配性财政支出的总量，并促进城乡居民在基础教育、医疗卫生和社会保障等财政公共服务支出方面的均等化。在三次分配环节，加强和完善慈善事业相关的立法，进一步引导、规范和促进慈善事业的发展。

第三、大幅提高对社会建设的重视程度，积极推进社会改革，降低社会对经济高速增长的依赖。社会建设明显滞后于经济建设是导致我国出现社会架构的稳定性持续降低、对高速经济增长的依赖性逐步增强的主要原因。要想降低社会对高经济增速的依赖度，就必须加快推进社会改革，弥补社会建设领域的历史欠账。具体来说，应该从完善社会基本公共服务体系、提高社会管理水平和扩大就业三个方面推进社会改革。

第四、加强法治建设，全面推进依法治国。加强法治建设对于降低“高增长依赖症”的重要意义在于：其一，加强法治建设可以维护社会的公平正义，保护居民（尤其是弱势群体）的合法权益不受权力阶层的侵害。其二，加强法治建设可以使得居民更方便地通过法律途径解决各类矛盾和提出利益诉求，保证及时、妥善地化解各种社会不安定因素。其三，加强法治建设是完善市场经济制度的根本，而诸多解决当前“高增长依赖症”的应对策略正是基于良好的市场制度来发挥作用的，因此加强法治建设是诸多其他应对策略发挥效力的重要保障。例如，加强法治建设有助于更顺利地规范收入分配秩序和实现资源品市场定价机制。具体来说，有法可依是全面推进法治建设的首要前提，因此应该加强立法、完善中国特色社会主义法律体系；推进依法行政，加快建设法治政府，做到严格规范公正文明执法；进一步深化司法体制改革，努力提高司法公信力。

7.2 中国内需可持续增长研究——2012 年第 1 期《内需可持续增长的结构基础与政策选择》

中国经济结构面临的两重压力已经使中国经济增长的可持续问题步入到一个新的历史阶段。一方面，自 2007 年以来的金融危机宣告了世界经济将步入结构大调整时期，这意味着以超前消费、高贸易赤字与金融创新为主导的美国模式，以高投资、高出口、低消费与高储蓄为主导的中国模式，以高福利为内涵的欧洲模式都将面临前所未有的冲击，全球性的结构大调整不仅将导致中国外需的持续下滑，更为重要的它将通过对国际分工模式、国际利益分配方式、资本格局以及贸易格局的冲击，使中国面临速度、结构与模式的多重冲击；另一方面，中国持续 30 多年的快速增长累积了大量内生性的矛盾、冲突和结构性问题，利益结构的固化与深层次改革的延缓使大量经济转型的措施落空，中国经济依然沿着“高投资、低消费、高储蓄”的路径前行，结构缓冲的空间大幅度收窄，宏观经济波动的脆弱性与日俱增，防止经济大起大落的政策空间逐渐缩小。这种内外夹击的双重压力不仅决定了中国经济结构的调整具有双重性，同时也决定了全面启动以消费为主体的内需扩展已成为中国经济可持续发展的核心。

2012 年第 1 期《内需可持续增长的结构基础与政策选择》对中国内需可持续增长问题进行研究，执笔人杨瑞龙教授。

一、总需求结构失衡与我国宏观经济的动态脆弱性

改革开放以来，我国总需求结构发生了显著变化，最终消费占比大幅度下降，投资占比大幅度上升，这构成了我们所界定的总需求结构失衡状况。在时间节点上，我国总需求结构失衡状况的加速发展主要发生在1988年至1994年以及2000年以后，这刚好对应着我国改革开放加速推进和增长战略发生重大调整的两个阶段。在横向国际比较中，我国家庭消费占GDP的比重不仅低于发达经济体和世界平均水平，也低于其他发展中经济体。

在拉动GDP增长的需求力量中，家庭消费的内在稳定性相对较高，投资和出口的内在稳定性较低。所以，随着家庭消费占比的下降、投资和净出口占比的上升，我国GDP增长的内在稳定性不断下降。在总需求结构失衡条件下，我国宏观经济的动态平衡高度依赖投资和出口，这导致我国宏观经济对外需冲击的脆弱性提高。随着GDP增长内在稳定性的下降，在各种外生冲击下，政府熨平经济波动的政策力度必须不断提高，政策性干预带来的负面影响会不断加大。

第一，伴随着总需求结构的变化，宏观经济内在稳定性下降。伴随着总需求结构的变化，投资、家庭消费和净出口作为GDP增长的主要拉动力，强弱对比发生了显著变化。

第二，伴随总需求结构变化，宏观经济对外需冲击的脆弱性提高。在过度依赖于投资和出口的总需求结构中，投资增长和出口增长之间形成了一个相互强化的联系机制。在投资和出口的相互强化机制中，外需冲击的影响不断放大，宏观经济对外需冲击的脆弱性显著提高。

第三，宏观经济调控成本不断增加。GDP增长的内在稳定性下降并不必然意味着GDP增长率波动性提高，因为政府会采取各种政策手段抑制宏观经济可能出现的波动。但是，随着GDP增长内在稳定性的下降，在各种外生冲击下，政府熨平经济波动的政策力度必须不断提高，政策性干预带来的负面影响会不断加大。这也意味着宏观经济调控的效率下降、成本上升。

经济增长的就业创造效应和劳动收入增长效应下降。在就业创造效应和劳动收入增长效应不断下降的背景下，只能通过更高的增长速度，才能抑制失业问题的加剧和维持必要的居民收入增长速度。由此导致我国政府对高增长速度的严重依赖，也可称之为“速度饥渴”。在这种背景下，一旦投资和出口受制于国内外约束而无法维持过往的高增长趋势，经济总量扩张速度的下降将会使得就业和家庭收入

增长问题恶化，并带来较为严重的社会问题。

二、总需求结构失衡的根源及其速度依赖症

总需求结构失衡的根源内生于我国的传统经济增长模式之中。政府实施赶超战略的政治动因与增长目标定位，国际分工与国际市场的变化，国内发展阶段和资源禀赋条件等因素，共同决定了当前总需求结构失衡。借助于要素市场扭曲、收入分配体制和政策、产业政策、供给政策以及生产和投资补贴等手段，一方面能够增加国内储蓄供给，使得资本积累有了充足的来源；另一方面能够维持资本收益和资本成本之间持久的、较大的差异，进而维持企业强烈的投资动机。这是支持我国高投资最为重要的内部因素。由此带来的结构问题具有较强的刚性特征，改革和转型日益艰巨。

1、我国总需求结构对投资和出口的高度依赖性在根本上源于经济赶超战略的政治动因和实现过程。为了在短期内实现经济赶超目标，经济总量的扩张成为政策层面的首要目标。由于技术进步和生产率增长面临较多的约束和不确定性，促进资本投入的迅速增长就成为实现经济总量迅速扩张的首要选择。

第一，在中国传统增长模式下，适应于经济赶超战略，经济总量的扩张成为政策层面的首要目标。由于技术进步和生产率增长面临较多的约束和不确定性，促进资本投入的迅速增长就成为实现经济总量迅速扩张的首要选择。

第二，处于经济发展的特定阶段，我国的高投资有其必然性与合理性。

第三，资本投入的增长不仅受制于资本形成的来源——即储蓄的供给，而且受制于资本成本和资本收益的权衡。为了加速资本的形成过程、推动投资的迅速增加，需要通过各种手段增加国内储蓄的供给，提高资本收益率，压低资本成本。

2、从外部条件来看，中国出口在 2000 年以来的高速增长，主要得益于亚洲地区垂直分工体系以及服务于这一分工体系的区域内贸易关系和东亚－中国－欧美“三角贸易模式”。

3、消费增长面临收入与供给的双重制约，这两方面的制约都内生于我国传统的增长模式之中。

第一，传统增长模式决定了当前的收入分配模式。这表现在如下几个方面：1）为了快速推进工业化进程，必须通过劳动市场和金融市场等要素市场的扭曲，压低劳动价格和资金价格，降低工业部门的生产成本和资本形成成本，推动资本形成过程的加速；2）高资本密集的重化工业部门的迅速发展，资本替代劳动的能力显著提

高;3)金融市场扭曲人为压低了资金成本,在劳动力成本上升的背景下,资本替代劳动的动机不断增强;4)工业部门特别是重化工业部门的生产特点,决定了劳动与资本在生产过程中地位的不对等,资本处于强势地位,劳动处于弱势地位,这与要素市场的扭曲结合在一起,进一步制约了初次分配中劳动收入占比的提高;5)服务于资本积累的生产性财政,在二次分配方面难有作为,无法从根本上扭转劳动收入占比过低的初次分配格局。

第二,在特定发展阶段、资源约束和国际分工条件下,出口导向型工业化战略有助于实现经济总量的快速扩张,从而实现经济赶超目标。但由此导致国内供给结构与家庭消费结构的错配,并从供给层面制约家庭消费的增长。

4、传统增长模式下失衡的总需求结构,导致总需求的增长难以持续。在宏观经济的动态平衡关系中,投资兼顾了需求和供给两方面属性,投资增长不仅意味着当期需求的增加,还意味着未来供给能力的更快扩张。在失衡的总需求结构中,这要求出口持续快速扩张。受制于国际分工体系的演变趋势及国外市场的竞争态势,我国出口持续快速增长的空间越来越小。这必将制约国内投资的增长。另一方面,高投资还直接受制于国内环境和资源成本的加剧和约束的强化。在原有的过于依赖高投资的增长模式下,我国经济增长的就业创造效应和收入创造效应不断降低,为了解决就业和收入增长问题,必须依赖于高增长速度,这是所谓的"速度饥渴"或"高增长速度依赖症"。所以,一旦投资和出口驱动的增长模式无法持续,这将意味着我国经济超高增长的时代趋于结束。由此将会带来严重的就业和社会问题。

第一、在全球外部不平衡逆转、全球分工体系格局日趋稳定、中国出口产品集中度不断上升所逐步界定的国际市场容量、出口退税政策难有提升空间、劳动和资源成本上升和汇率升值的压力以及逆周期的贸易政策盛行六大因素的影响下,未来出口作为中国经济增长的核心动力和主要源泉难以维持,并将步入递减区域。

第二、随着中国经济发展,资源环境的透支,造成的社会成本越来越大,在监管缺失的条件下,这些粗放式增长模式不可持续。伴随着资源枯竭和环境成本上升,粗放型投资主导的经济发展模式必须转变。

第三、人口红利逐渐衰竭,随着人口老龄化以及劳动力低成本优势的削弱,中国较长时期内依靠人口红利带来经济高速增长的时代将不复返。

第四,在原有增长模式下,产生"速度饥渴"的根本原因在于,只有通过高速增长,才有可能避免各种社会矛盾的积累和集中爆发。但是另一方面,高投资驱动的

增长模式导致经济中各种结构性失衡的加剧。在不改变原有增长模式的条件下，我国将面临两难选择。其一，陷入高投资→高增长→结构性失衡加剧→需要更高的增长速度→需要更高的投资→…这样的恶性循环之中。其二，随着投资和出口的增长约束不断强化，经济增长速度下降，结构性矛盾依然存在甚至继续恶化，但是却可能导致各种社会矛盾集中爆发。为了突破这样的两难选择，以改革促进增长模式的转型，就成为我们必然的选择。

三、内需可持续增长的结构基础

过于依赖投资和出口的总需求结构使得我国宏观经济动态平衡的脆弱性显著提高。在国际分工调整和国内投资约束下，原有结构模式下投资和出口高速增长路径难以持续下去。在此背景下，如何构建家庭消费需求长期可持续增长的基础？事实上就成为影响我国宏观经济在未来中长期表现的关键问题。我们认为总需求结构失衡是传统增长模式内生决定的，而随着经济增长约束条件变化，传统增长模式不可持续。尽管增加消费被看作中国经济结构调整的关键，但是在既定的增长模式下，无法通过调节收入分配来刺激消费增长。如果增长模式不变，收入分配格局不可能从根本上得到改善。从长期来看，可通过增长模式转换来改变收入分配格局，进而提升消费需求对 GDP 的贡献率。但在短期内，受社会经济条件的制约，只能更多依赖投资稳定经济增长。因此，一方面我们要依赖投资稳定经济增长；另一方面，我们要在增长过程中推动增长模式转变。走出困境的根本出路是深化经济体制改革。

1、从总需求结构的表象来看，为了扭转投资和出口占比过高、家庭消费需求占比过低的失衡状况，需要用家庭消费需求替代外需和内需中的投资需求。然而，在给定的结构和制度特征下，这两种替代过程都是难以完成的。短期内，实现总需求结构平衡并不是要使消费替代投资对经济增长的贡献。压制投资可能加剧中国经济的波动风险。

第一，从家庭消费需求与外需之间的替代关系来看，相对于国内总供给，我国的家庭消费需求更加偏向于非贸易品，而出口的则是以制成品为主的贸易品。

第二，鉴于消费和投资支出中非贸易品类别的差异，降低投资支出并不能有效缓解国内供给对非贸易品消费支出的强制约束。非贸易品供给约束直接制约非贸易品消费支出的增长，而且还使得总消费支出也无法迅速增长，单纯的需求管理政策无法刺激消费支出的迅速增长。

第三，从家庭消费行为来看，消费不仅受制于供给约束，还受制于家庭的收入和消费倾向。影响家庭收入增长和消费倾向提高的因素很多。人均可支配收入的提高是一个缓慢的过程。并且收入提高不一定马上带来消费迅速增加。

第四，实际上中国的消费增速已经在加快；中国的发展阶段表明，我们并没有到达发达经济体的消费水平。片面压投资不仅无法提升消费，而且在短期内不利于中国经济的健康发展。投资速度调整甚至是简单地压低投资速度，不是可行的选择。

第五，尽管改革收入分配制度有助于提升消费水平，但在既有增长模式下，收入分配制度反映总体利益结构，如果不通过改革打破利益结构，收入分配结构就难以调整，因此透过收入分配改革来提升消费就是一句空洞的口号。

2、增长模式变革下的投资转型是内需可持续增长的关键。在投资结构优化和效率提高的支持下，产业结构逐步升级，就业增加，进一步导致收入增加，收入的持续增长将为消费升级奠定基础。进一步结合收入分配制度改革，增加社会保障力度，减少收入的地区之间，城乡之间和家庭之间的差距，促进最终消费需求的稳定增长。而最终消费需求的增长又将进一步促进投资增长，形成投资增长与消费增长的良性互动。如果当前仅仅强调通过收入分配改革促进消费增长，忽视投资领域的改革，消费最终将变成无源之水。

收入分配制度对应了一种权力关系和动力机制，对经济增长具有重要的影响。投资体制转型的关键困难就是要化解行政分配权力和市场分配权力之间的冲突。过去的分配体制决定报酬机制和结构矛盾不断叠加，最终导致政府、企业和居民收入分配失衡。居民收入在企业和政府的挤压下受到抑制。这种分配格局导致两种效应：国家财富迅速增长，政府和企业共同推动的高投资加速经济增长，产品出口加速财富累积；居民收入增速缓慢，企业没有动力支付高工资，政府没有强制动机和措施减少税负。以内需可持续增长为目标的结构调整下，需要平衡政府，企业与居民之间的分配关系。

在投资结构方面，基于我国制造业比重相对过高、服务业比重相对过低的情况，结构调整的基本方向是服务业对制造业的替代，因此，需要实现投资结构向服务业的倾斜。但是必须强调的是，为了实现消费增长和投资增长的良性循环，服务业发展的重点应该是医疗、教育、养老和社会保障等公共服务业，因为这类服务业不仅与家庭需求直接相关，而且是过去一段时间内制约我国家庭消费增长的最重要的“供给短板”。

3、在长期中，为了实现投资转型和投资持续增长，关键在于投资结构和投资领域的拓宽和转型，即从传统低效率的、依赖出口市场的生产领域转向创新高效、适应国内家庭消费需求的产业部门。这种转变应该是市场力量引导下的自发演进，为此，必须通过完善要素市场、放松政府管制和投资领域的准入限制、推动财税改革、限制国有企业的垄断力量，推动投资结构转型与投资持续增长走向市场力量引导下的自发演化的路径。

所谓投资转型，就是通过劳动力、技术、资本、自然资源、环境承载与制度资源等生产要素在不同产业部门或行业之间的重新配置，实现整体经济增长效率的提升，实现产业结构协调发展并逐步向更高水平演进，即实现经济结构的优化并与社会发展相适应。在投资动力机制和方向转变的条件下，将带来新的消费升级机会。一方面，投资转型将改变产品市场的供给结构，满足居民更多样的消费需求；另一方面，投资转型将会创造新的就业机会，并提高劳动者收入占比，增加居民收入，促进消费的可持续增长。

为了实现投资转型，必须创造如下几方面的条件：1）完善要素市场、理顺价格机制，使得不同产业部门或行业的投资成本与收益在市场上得到真实显露；2）推动政府的自身改革，打破利益格局，避免政府“与民争利”，政府更多地专注于创造公平竞争和市场秩序；3）限制国有企业的垄断力量，放松民间资本的投资领域限制和行业准入限制。这样，供给和需求力量的对比才能在市场价格机制中得到真实体现，真实显露投资成本和收益的市场价格信号才能充分发挥其对投资结构转型和投资增长的引导作用。

4、由于家庭消费增长面临着比投资增长更多的约束，所以，投资转型带来的供给结构变化、就业模式变化和初次分配格局的变化不足以保证家庭消费的持续增长，还必须其他方面的变革，包括：1）完善包括初次分配和再分配在内的整个分配体系；2）通过城市化和区域发展政策缩小城乡差距和地区差距；3）完善社会保障体制。

5、无论是分配结构、总供给结构还是总需求结构，其特征都根植于我国传统的增长模式。我国传统增长模式的制度基础在于政府主导的渐进式增量改革。所以，传统增长模式的困境不仅预示着增长模式调整的必要性，更预示着调整改革路径和模式的必要性。随着改革的推进和新的利益格局的形成，增量改革不再具有帕累托改进的特性，原有改革路径下形成的既得利益集团对于进一步改革施加越来越大的阻力。“先试点、后推广”模式创造了改革的垄断权租金，由此引发的寻租

活动削弱了这一模式的优势。在此背景下的进一步改革的关键是政府的自我改革。

第一，随着经济发展水平的提高和内外部环境的变化，传统增长方式留给我们的选择只有两个：不改革，继续依赖增长解决社会经济矛盾，社会矛盾不断累积。一旦增长停滞，矛盾爆发。改革，重新调整经济增长路径，适当降低经济增长速度，深化结构调整，实现内需的可持续增长。

第二，过去的改革模式能否继续？原有的改革路径已经遇到困境，改革必须进行重新调整和规划。

第三，政府自我改革是改革顺利推进的关键。我们需要继续坚持渐进式改革，但同时需要保持社会稳定。然而，随着各种失衡和矛盾的加剧，包括市场与政府的关系失衡、资本与劳动的利益失衡、地区发展失衡和收入分配失衡等，不改革就无法继续保持社会的稳定。因此没有政府推动自我改革，深层次的改革难以推进。当前政府需要认清改革的局面，坚定改革的决心。从利益关系调整的过程中寻找改革的动力，挑动各方的积极因素，促进改革不断推进。

根据中国现实和国情，政府自上而下的改革是改革成功的关键。由于进一步的改革主要涉及全局性改革，特别是中央政府层面的改革，因此，改革需要依赖中央政府自上而下的推动，并保证地方政府具有落实中央政策的有效激励。从中国历史经验来看，改革的道路虽然任重而道远，但只要社会形成改革的共识，理解改革的利害关系，以史为鉴，改革促进发展值得期待。

第四，改革的四个突破口在于：1）政府功能重新定位；2）限制国有企业的垄断力量，发展民营经济；3）完善要素市场和分配体制；4）社会改革。政府功能重新定位。市场经济的充分发展需要政府提供相应的服务，政府必须从增长型政府向发展型政府转变。限制国有企业的垄断力量，放松对投资主体和投资领域的限制，为民营经济的发展创造条件。消除劳动力市场和金融市场在内的要素市场的扭曲，配合再分配体制的改革。

四、推进内需可持续增长的政策建议

第一，推进政府自我改革。通过政府自身改革，打破政府、企业和家庭之间的传统利益分配格局，转变政府职能，避免政府“与民争利”。1、政府有选择地逐步从竞争性领域退出；2、减少“审批制”，特别是限制有可能产生大规模寻租活动的审批；3、改革财税体制。由生产性财政向公共财政转变；4、推动政府决策等行为的公

开性与透明性。

第二，转变经济增长方式。首先是增长方式转变的动力机制，不应该是政府主导下的转变，而是在政府放松管制条件下，市场力量引导的自发演进过程。其次是增长的制度基础的变迁，从政府主导向市场主导的转变。三是转变增长方式的目标是实现投资增长与消费增长的良性互动，为总需求和总供给的长期持续增长构建基础。

第三，充分发挥市场机制的作用完善要素市场、理顺价格机制，使得不同产业部门或行业的投资成本与收益在市场上得到真实显露；限制国有企业的垄断力量，放松民间资本的投资领域限制和行业准入限制；促进供给和需求力量的对比在市场价格机制中得到真实体现，以真实显露投资成本和收益的市场价格信号引投资结构转型和投资增长。特别是积极推进金融体制与国有银行改革。

第四，推进收入分配改革增加企业支付给劳动者的劳动报酬，以提高国民收入初次分配中居民收入所占的比重；优化资本市场结构，拓宽投融资渠道，发展、完善各类金融市场主体，以提高居民财产性收入的比重；通过财政手段、金融手段、法律手段等诸多方式调节过高收入、保护合法收入、取缔非法收入，保障低收入者的生活需求。

第五，推进供给结构改革在发展服务业的大趋势下，重点是解决制约我国家庭消费增长的最重要的“供给短板”，以实现消费增长和投资增长的良性循环，为此，服务业发展的重点应该是医疗、教育、养老和社会保障等公共服务业。供给结构变化应该是市场力量引导下的自发演化过程。

第六，消费与投资协调增长。投资持续增长的关键在于投资转型，包括结构变化和动力机制的变革。但是投资转型带来的供给结构变化、就业模式变化和初次分配格局的变化不足以保证家庭消费的持续增长，还必须其他方面的变革，包括：1)完善包括初次分配和再分配在内的整个分配体系；2)通过城市化和区域发展政策缩小城乡差距和地区差距；3)完善社会保障体制。

第七，正确处理内需与外需的关系内外需之间的关系并不是完全替代的，二者之间应该协调发展。不能因为强调内需发展而忽视外部需求的增长。根据中国的出口地区结构和产业结构，我们发现中国的外部需求仍然具有一定的增长潜力，政府应该继续支持外需发展。

第八章　宏观经济政策专题研究

8.1 开放条件下中国的宏观经济政策框架——2016 年第 1 期《新常态下我国宏观经济政策框架的挑战与思考》

经济新常态业已出现的特征以及大调整、大变革和大开放战略，对我国宏观经济政策框架提出了调整要求。首先，在我国宏观经济调控中，增长和就业目标的重要性相对下降，而宏观经济短期稳定性的重要性相对上升。其次，物价稳定性和金融稳定性在我国宏观经济调控中的重要性凸显。第三，我国的宏观经济政策应该从生产导向和长期导向转变为消费导向和短期导向，应该更多地通过消费渠道去影响宏观经济的动态平衡。第四，财政政策因其具有很强的结构效应和市场扭曲效应，应该避免直接介入甚至主导结构调整过程，而是针对市场化结构调整路径必然出现的短期阵痛；宏观经济和金融稳定性问题应该更多地依靠货币政策手段，并且货币政策操作要从以非市场化的数量型工具为主转向以价格型工具为主。

需要特别关注的是 2015 年我国国际收支的新变化，这种变化预示着我国国际收支的平衡模式将会发生深刻调整。国际收支平衡从过去的官方储备逆差与私人部门顺差相配合的模式，转向私人证券投资顺差与其他私人部门逆差相配合的模式。这样一种新的、可持续的国际收支平衡模式，首先依赖于国内金融市场深度、广度以及效率和流动性的不断提高。其次，这种平衡模式使得我国宏观经济和金融暴露在跨境私人资本流动的波动性和易变性之下。由此要求对国际收支实施主动的、市场化的宏观经济政策管理。

2016 年第 1 期报告《新常态下我国宏观经济政策框架的挑战与思考》对开放

条件下中国经济政策调控框架转型问题进行了深入研究，报告执笔人是曹远征教授。

一、我国现有宏观经济政策框架的特征

在我国现有的宏观经济政策框架中，增长和就业是首要目标，物价稳定和国际收支平衡是次要目标；为了实现增长和就业目标，宏观政策调控主要针对出口和投资，通过鼓励出口增长来拉动投资增长，或者直接推动投资增长；为了更有效地刺激出口增长和投资增长，政策层面倾向于替代市场机制或扭曲市场机制，在政策组合中往往是以非市场化的、具有结构效应的财政政策为主导，作为辅助性的货币政策也是以非市场化的数量型工具为主。

1、不同于理论逻辑与国际实践经验，我国宏观经济政策在目标定位上的长期经济增长导向远比短期宏观经济稳定导向重要。

2、对于长期增长导向下的宏观经济政策，首要任务是配合特定时期的经济增长战略。因此，经济增长模式从根本上界定了我国宏观经济政策框架的特征。

3、在以工业化为主要动力来源的经济增长模式下，我国宏观经济政策在调控中对高 GDP 增长速度具有强烈偏好。

4、投资成为整个宏观经济调控的首要着力点，这种选择既有现实必要性、也有现实可能性。

5、兼顾国内外约束条件和突破手段，我国以工业化为基本动力来源的增长模式必然具有明显的非均衡性。国际收支平衡不是宏观经济政策的目标，而是非均衡增长模式下的被动结果。

6、服务于非均衡增长模式下的投资和增长目标，政策层面需要具备直接控制金融体系的能力，由此形成政府控制下的以银行为主的金融体系。在信贷驱动型投资增长模式下，与高投资相对应的必然是实体经济部门的高杠杆率。

7、服务于非均衡增长模式，政策层面倾向于替代市场机制或扭曲市场机制，在政策组合中往往是以非市场化的、具有结构效应的财政政策为主导，作为辅助性的货币政策也是以非市场化的数量型工具为主。

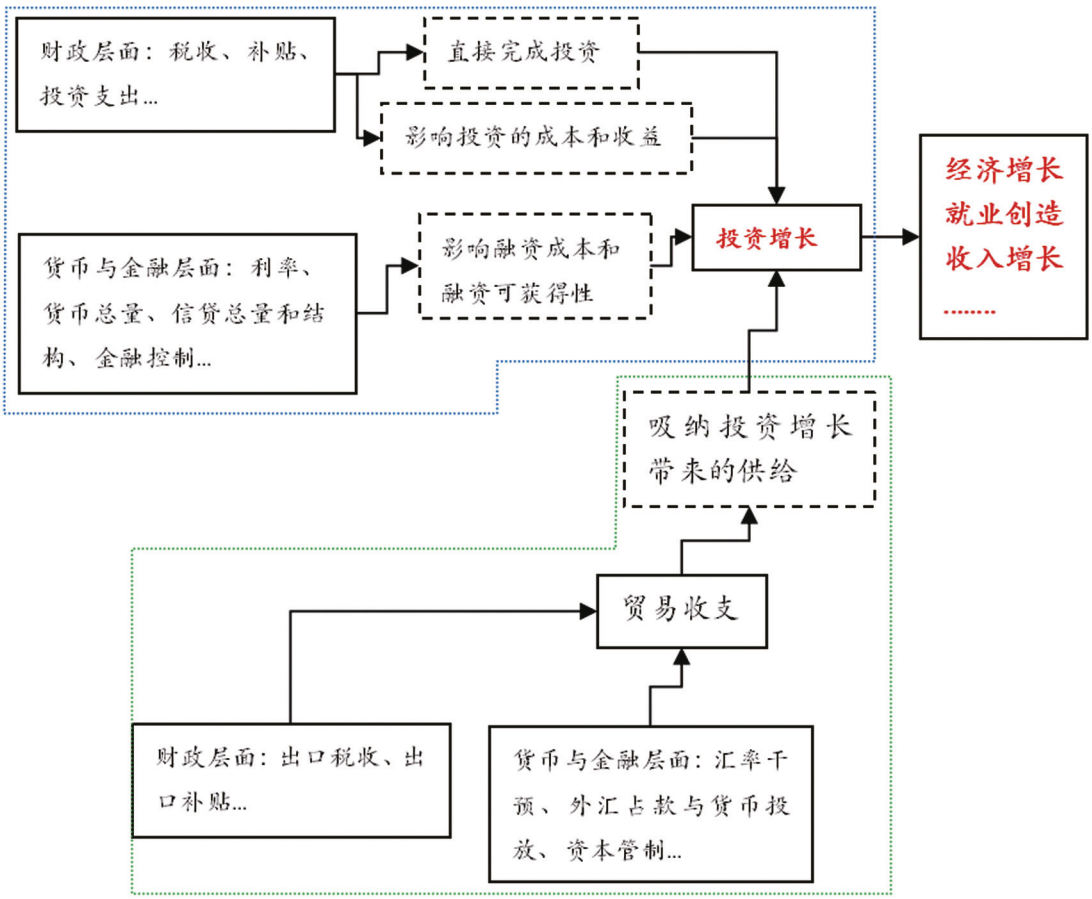


图 9.1.1　长期增长导向下我国宏观经济政策的主要调控模式

二、新常态对我国宏观经济政策框架提出的挑战和新要求

面对经济新常态下的种种深刻变化，过去一段时间所出现的宏观调控效果下降和强政策刺激带来严重后遗症的问题，并不是政策松紧缩程度、具体工具选择和传导机制方面的问题，而是我国宏观经济政策框架的整体性问题。因此，我们认为在未来较长一段时间内，中国所需要考虑的政策再定位，不只是政策松紧程度或政策刺激力度的简单调整，也不只是政策工具的调整和政策传导渠道的完善，而是宏观经济政策框架的整体性调整，尤为重要的是政策目标的再定位、政策调控宏观经济动态平衡关系的着力点的重新选择，此后才是政策工具的调整和政策传导机制的重构。展望未来的调整之路，我们尤其需要关注 2015 年我国经济在新常态中出现的新变化。这就是我国国际收支在 2015 年从过去常态化的双顺差变为“一顺一

逆”,即经常项目顺差和资本金融项下私人资本流动逆差。具体考察经常项目顺差和私人资本流动逆差的构成,我们将会发现这种状况中蕴藏着巨大的风险,并对我国宏观经济政策框架提出更深层次的调整要求。

1、在实现经济赶超战略之后,我国宏观经济政策框架的总体目标定位需要改变。宏观经济政策层面在考虑是否能够创造出更多产出,即关注所谓的经济增长的同时,应该更加关注经济增长的成本与质量,应该更加关注增长的结果能否转化为家庭消费的增长和社会福利的提高。

2、世界经济再平衡使得我国出口增速趋势性下降,不仅导致我国面向全球市场的产能出现全面过剩,而且使得我国企业部门的高杠杆率难以维系。去产能与去杠杆交织在一起,加大了我国宏观经济的短期波动风险。与此同时,人口结构变化和产业结构调整结合在一起,降低了我国就业目标和收入目标对高经济增长速度的依赖性。这两方面变化使得增长和就业目标的重要性相对下降,宏观经济短期稳定性的重要性相对上升。

3、通货紧缩不仅会压低实体经济中的生产收益,对实体经济的投资和生产活动产生负面影响。通货紧缩与企业高债务水平及高债务负担相互叠加,导致通缩—债务效应不断发酵,不仅带来了内生性紧缩效应,也削弱了我国价格型货币政策工具向实体经济的传导效率。这凸显了物价稳定目标在宏观经济政策中的重要意义。

4、世界经济再平衡过程与我国国内经济再平衡过程的相互交织,降低了我国继续推行出口—投资驱动型增长模式的可能性和必要性。供给侧管理或者结构调整,在加速淘汰落后过剩产能和培育新产业的过程中,要面对短期必然出现的“创造性破坏效应”,宏观经济政策要积极的需求管理为整个社会提供福利托底。这两方面都要求我国的宏观经济政策框架从生产导向和长期导向转变为消费导向和短期导向。

5、处于大调整期的中国经济,将会更加频繁地面临金融失衡积累乃至泡沫的产生和破灭等问题。大开放背景下,跨境资本的双向流动性显著上升,使得我国的金融体系全方位地暴露在国际金融冲击之下。缺乏深度和广度的国内金融市场会放大内生金融冲击和外生国际金融冲击的影响。这就凸显了金融稳定性的重要意义,要求在宏观经济政策框架中纳入金融稳定目标。

6、国际收支的新变化预示着我国国际收支的平衡模式将会发生深刻调整,国际收支平衡应该成为我国宏观经济政策框架中的显性目标,成为宏观经济政策主

动调控和管理的对象。国际收支平衡从过去的官方储备逆差与私人部门顺差相配合的模式，转向私人证券投资顺差与其他私人部门逆差相配合的模式。这样一种新的、可持续的国际收支平衡模式，首先依赖于国内金融市场深度、广度以及效率和流动性的不断提高。其次，这种平衡模式使得我国宏观经济和金融暴露在跨境私人资本流动的波动性和易变性之下。由此要求对国际收支实施主动的、市场化的宏观经济政策管理。

三、关于调整我国宏观经济政策框架的思考

我国现有的宏观经济政策框架已经无法适应经济新常态的特征以及大调整、大变革和大开放战略的要求。也正因为此，过去一段时间所出现的宏观调控效果下降和强政策刺激带来严重后遗症的问题，并不是政策松紧缩程度、具体工具选择和传导机制方面的问题，而是我国宏观经济政策框架的整体性问题。为此需要思考如何调整我国的宏观经济政策框架。在探讨我国宏观经济政策框架的调整战略时，尤其需要关注我国经济在新常态中出现的新变化及其风险，特别是我国国际收支平衡模式的变化。

1、宏观经济政策框架调整的战略定位、总体原则与突破口

当前及未来一段时间内，对我国宏观经济政策框架所进行的调整，目的不只是应对短期的宏观经济和金融问题，而要指向长期中更加均衡、更加市场化、更加开放的经济体系中可能出现的宏观经济波动与风险。因此，我国宏观经济政策框架调整的战略定位应该包括短期、中期和长期三个层次。第一个层次是针对短期中已经显露的宏观经济和金融风险，提升和强化维持宏观经济和金融稳定的能力。第二层次是针对中期的问题，特别是在较长时期持续存在的结构调整、去库存、去产能以及去杠杆等问题，提升应对这些问题相互叠加后可能带来的负面冲击，应对大调整、大变革和大开放战略可能带来的“创造性破坏效应”。第三个层次是针对长期将会出现的均衡、开放和市场化的经济体系，构建高效的、可持续的和动态一致的宏观经济调控模式和政策框架。

宏观经济政策框架内部的调整则涉及：1）增长、就业、宏观经济与金融稳定和国际收支平衡等目标及其相互关系的重新定位，2）各种政策工具及其匹配和组合原则的重新考量。3）政策传导机制的重构。调整需要遵循如下总体原则。首先是政策目标定位。宏观经济和金融稳定性问题凸显，物价稳定、金融稳定和国际收支平衡应该成为宏观经济政策的显性目标。其次是财政政策和货币政策的相对分工

与定位。财政政策应该减少对市场主导型结构调整路径的直接介入，更多地针对结构调整期必然出现的短期阵痛，为社会福利提供托底；宏观经济经济和金融稳定性的实现应该更多地依靠货币政策。第三是政策操作方式和传导机制。宏观经济政策应该遵循市场化、可预期的操作模式，避免自身成为宏观经济和金融波动的来源；宏观经济政策应该围绕市场机制的作用方向去传导其意图和影响。

对于政策层面，短期问题往往更为紧迫、也更为重要。一方面，如果不能解决短期问题，任由宏观经济和金融形势持续恶化，甚至演变为全面的动荡和危机，那么，所有的中长期设想都将变得毫无意义。另一方面，如果短期问题的解决方案不合理，还是通过扭曲甚至是替代市场的方式来解决，那么，中长期的调整战略将会无以为继。因此，在目前不仅要积极应对短期宏观经济和金融风险，而且要选择一种符合中长期调整方向的解决方案。就短期而言，我国最大的宏观经济波动风险来自去产能与去杠杆的交互作用。所以，政策层面需要在推进去产能的过程中避免过快的去杠杆，或者说，要在稳住杠杆的同时推进去产能过程。当然，如前分析，企业部门高杠杆已经失去了动态平衡基础。要稳住杠杆，只能是政府部门加杠杆，即提高财政赤字水平。相对而言，我国的财政赤字水平较低，在短期中增加财政赤字是有足够空间的。问题是，如何操作才能不对中长期调整过程形成干扰和阻碍？依据前文的分析，沿着短期导向和消费导向去增加财政支出，是符合中长期调整方向的。因此，关键问题就转变为如何解决财政赤字的融资问题。

从我国的宏观经济和金融现状出发，一个可行的突破口是通过转变国债发行模式和方式推动债券市场的大发展和大开放。首先，这能够为财政赤字提供可持续依赖的融资模式，提升财政政策为社会福利托底的能力。其次，这能够为转变货币政策操作模式创造条件。只有借助于国债市场的大发展，货币政策才能利用公开市场上的国债交易去影响政策性利率。同时，国债市场作为整个金融市场的基础，其发展也有助于提高整个金融市场的深度、广度和效率，这有助于完善价格型货币政策工具的传导机制和传导效率。第三，随着国债市场的发展，可以利用国债置换央行的外汇储备，解决央行资产负债表的币种结构失衡问题，打破外币资产占比过高对货币政策操作的制约。第四，国债市场的大发展有助于打破利率－汇率平价关系对货币政策的牵制。以国债市场的发展和开放为突破口，提高人民币资产市场的规模、稳定性、流动性和效率，为人民币国际地位的提升奠定基础。随着人民币资产作为国际范围内的安全性和流动性资产的地位的提升，可以借助流动性和安全性溢价打破利率与汇率之间的平价关系及其对我国货币政策的制约。第

五，通过国债市场发展带动整个证券市场的发展，不仅能够满足人民币加入 SDR 后国际范围内对具有较高安全性和流动性的人民币资产的需求，而且也能够充分满足国际投资者对高风险－高收益的人民币资产的需求，这就为我国吸引非 FDI 私人资本流入创造了最关键的条件。

在理清宏观经济政策调整的战略定位、总体原则和突破口之后，还需要进一步思考接下来的几个具体方面的调整。

2、在未来的宏观调控中应该强调短期需求管理的重要性，调控的着力点应该逐步从外需和投资转向居民消费。

这与当前的供给侧改革方向并不矛盾。供给侧改革的目的调整产业结构，为长期可持续增长夯实基础，具体来说，就是实质性地推动去产能、去杠杆、去库存，以此加速落后、过剩行业的淘汰过程；通过降成本和补短板，为新产业的新业态的成长创造更好的条件。对于过生产能的淘汰，重点是取消过去的对过生产僵尸企业的财税、信贷或其他政策性支持。对新产业和新业态的培育，重点也是取消体质和政策层面的制约因素。所有这些在总体上都是让宏观政策不再承担或从事过去的某些活动，这就为政策指向新的目标留下了空间。

对于新产业和新业态的培育，当然需要财税和信贷层面的支持。但是过于的经验启示，这种支持力度不能过大，不能扭曲甚至完全抑制市场的筛选和淘汰机制。供给侧改革在根本是一种制度性调整，通过理顺政府与市场的关系，让市场在资源配置中起决定性作用，通过市场竞争淘汰产能过剩的低效产业、筛选和培育新兴产业。所以，即便是配合供给侧改革，宏观政策在投资和生产层面要做的主要是减少人为的支持和扭曲，发挥的作用应该偏于消极或辅助性的。

而供给侧管理或者结构调整，在加速淘汰落后过剩产能和培育新产业的过程中，总会面临旧产业业已退出、新产业尚未补进的状态。在这种所谓的主导产业真空状态中，整个社会的就业和收入等必然会出现问题。这就要求政策在此发挥关键作用。也就是面对短期必然出现的“创造性破坏效应”，宏观经济政策通过减税、增加转移支付和强化社会安全网等，为整个社会提供福利托底。从这个意义上说，供给侧改革需要需求管理的配合。在需求管理方面，过去通过外需和投资渠道影响宏观经济动态平衡的政策实践，扭曲了市场机制的作用，也带来严重产能过程等后遗症。因此，未来需求管理方面的重点则应该从外需和投资转向居民消费。无论是为了更加有效影响宏观经济动态平衡关系、并避免政策调控带来扭曲和负面后果，还是为了在结构调整和增长动力机制转化时期发挥宏观经济政策的社会福

利托底作用，我国宏观经济政策框架的总体目标定位应该从生产导向和长期导向，转变为消费导向和短期导向，在收入调节、社会保障和社会福利等方面发挥更加积极和主导的作用。

3、财政层面在配合新常态下的结构调整的同时，应该重视和强化财政因素在金融发展和金融稳定性等问题上的重要性。

在财政政策方面，主流经济学思维通常认为其缺乏灵活性、速度、可逆性和独立性，因此排斥相机抉择的逆周期财政政策。全球金融危机的爆发，凸显了传统货币政策的失灵以及财政政策对宏观经济短期稳定性的重要性。不同于此，在我国的宏观经济管理中，源于目标定位的差异与宏观经济动态平衡关系的特殊性，财政政策具有更重要的地位，往往表现出更为积极、主动的姿态。

新常态下所要求的经济结构调整和增长动力机制转变，并不是要求财政政策转向消极被动，而是要求财政政策的运作模式发生变化。供给侧改革所指向的是一种市场主导型结构调整路径，这就要求在财政支出方面取消针对企业投资和生产行为的各项优惠或补贴，改变大方为运用财政资金直接结构调整过程的做法；改变财政支出的优先顺序，相对增加教育、医疗、基础设施、社会保障和社会安全网方面的支出。在财政收入方面，降低企业税费负担，降低社会保险费，清理各种不合理收费，营造公平的税负环境。总体而言，在财政支出方面，在不同类别上有增有减，改变的主要财政支出中不同类别的优先次序；在财政收入方面，为了降低整个社会的税负成本，财政收入总体呈现下降趋势。这就带来了在财政赤字上升的时候如何解决赤字融资的问题。

为了更有效地解决财政赤字的融资需求，需要大力完善国债市场。首先是改善国债的品种结构，增加短期国债的发行规模和发行频率，提高国债市场的流动性，为中长期国债的发行营造有效的国债市场环境。其次是统一国债市场，打破银行间市场、银行柜台市场和交易所市场的分割状态，形成统一的国债价格形成机制和合理的国债利率期限结构。国债市场的发展和完善，不仅是财政自身的需求，也能够为货币政策操作和金融体系的发展与完善创造有利条件。

4、货币层面应该更加关注货币稳定性和金融稳定性，在调控模式上应该从倚重数量型工具转向倚重价格型工具，同时应该保留调控甚至是管控跨境资本流动的能力和手段。

供给侧改革在根本是一种制度性调整，通过理顺政府与市场的关系，让市场在资源配置中起决定性作用，通过市场竞争淘汰产能过剩的低效产业、筛选和培育新

兴产业。在这样的改革思路下，具有很强的结构效应和市场扭曲效应的财政政策，应该避免直接介入甚至主导结构调整过程，而是针对结构调整期必然出现的短期阵痛，通过收入转移和社会保障支出等为社会福利托底。这就意味着针对宏观经济和金融稳定性问题，应该更多地依靠货币政策手段，并且货币政策操作要从以非市场化的数量型工具为主转向以价格型工具为主，通过影响价格来影响货币和金融资源的配置。

价格型和数量型手段、市场化和非市场化手政策工具的综合使用，合理性在于我国的利率传导机制以及货币数量传导机制各自都存在问题，而且在数量与利率之间也不存在固定的联系机制。其背后的根源是我国整个金融体系存在的内在缺陷。因此，新常态下的货币政策框架，不仅需要在目标定位上做出调整，强化物价稳定和金融稳定目标，而且要配合于发展和完善金融市场的目标。这就与前面所说的国债市场的发展和完善相呼应。

5、在整体金融发展纬度下完善货币政策的传导机制，以货币市场和债券市场为突破口推动我国金融市场的发展。

最后是政策传导机制的构建问题，主要是货币和金融政策的传导机制。这涉及我国金融体系的发展方向问题。在我国原有的金融发展模式下，金融发展在多维度的定量指标上呈现明显的不对称性和不协调性。在全球主要经济体的横向比较中，我国的总体金融发展水平处于中等偏上的水平，超过大部分发展中经济体和新兴市场经济体。但是从分类指标来看，也就是金融发展的多维度特征，却存在显著的差异。以股市流动性、银行体系盈利性以及国内资产分散程度等衡量的金融体系效率指标非常高，仅次于美国和韩国；金融深度和金融广度等数量指标却依然较低；金融体系的支撑性制度条件很差，不仅低于主要发达经济体，甚至低于大部分发展中和新兴市场经济体。金融发展的效率指标显著高于金融深度、金融广度和制度指标，这是我国当前金融发展过程不对称和不协调的表现。

在进一步推动国内金融深化的过程中，应该摆脱关于金融结构的狭隘争议。首先，从国际经验中可以看出，银行与金融市场之间存在互补关系，没有必要刻意在两者之间进行非此即彼的选择。其次，多年以来银行体系在我国金融体系的主导地位是我国的经济结构相适应的，在未来一段时间内，现代服务也和高新技术产业不可能成为我国的主导产业，在我国经济中占主导地位仍然会使工业和传统服务业。第三，由于银行在我国金融体系中的主导地位，银行的稳定将决定着我国的金融稳定性和整体经济的稳定性。刻意地通过政策和制度调整来引导金融市场对

银行的替代，不利于我国金融和宏观经济稳定。第四，金融体系的经济作用依赖于与之相适应的监管制度和金融基础设施，这些支撑性条件是在金融发展过程中逐步积累起来的。我国目前的监管制度和金融基础设施在总体上是与银行的主导地位相适应的。

放松利率管制有助于推动货币政策调控方式从数量型为主向价格型为主转变，这是提高宏观调控效率的必要条件之一。进一步还需要形成一个辐射整个金融市场的利率形成、传导和调控机制。这依赖于金融市场体系的发展和完善。目前的突破口应该是货币市场和债券市场。货币市场和债券市场不仅是联系银行和整个金融市场的关键环节，也是连接银行和实体经济的关键渠道之一。货币市场和债券市场的发展，有助于降低整个社会总体利率水平的刚性程度。一方面，在银行的融资来源中，货币市场和债券市场可以成为传统银行存款以外的替代资金来源；另一方面，对于企业而言，货币市场和债券市场的发展可以降低其对于传统银行贷款的依赖。对于家庭而言，货币市场和债券市场投资工具也可以替代银行存款。所以，在未来几年中，我国金融深化的重点应该是，大力推进货币市场和债券市场的发展以及鼓励货币市场和债券市场的工具创新与机构创新。通过货币市场和债券市场的发展，在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上，引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此，一方面促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心；另一方面，使银行的作用更多体现为金融体系的中介，而不是家庭和企业储蓄与投资行为的中介。

8.2 货币政策与反向“去杠杆”——2015 年第 3 期《控风险与稳增长挤压下的中国的货币政策》

2015 年以来，总需求加速下滑。“名稳实紧”的货币政策已经不能适应我国当前的宏观经济现状，货币政策总体思路亟待调整。过高的债务率所导致的债务—紧缩效应以及目前市场上所采取的“杠杆率硬着陆”的方式不仅加剧了金融市场的潜在系统性风险，而且还导致货币政策陷入传导困境。由于市场化改革不完善，金融市场上预算软约束、刚性兑付现象大量存在，抬高了无风险利率，而且导致市场丧失风险定价功能。产品市场上大量僵尸企业存在，企业“借新债还旧债”现象普遍，降低银行信贷使用效率。基于上述分析，我们认为当前货币政策取向应该从“名稳实紧”调整为“适度宽松”。在“杠杆率软着陆”的思路下，通过创新货币政策

目标，调整传统货币政策工具水平，配合市场化改革，尝试探索新型货币政策工具并结合市场监管体系的完善，早日实现经济复苏。

2015 年第 3 期《控风险与稳增长挤压下的中国的货币政策》对该问题进行了深入研究，主要执笔人是范志勇副教授。

一、“明稳实紧”的货币政策思路亟待调整

2007 年金融危机爆发以来，全球经济经历了长达八年的萧条，至今尚未出现全面好转的迹象。国内经济也呈现萧条与通缩并存的局面。从 2012 年开始，宏观政策“微刺激”已经常态化，但其效果却处于强烈的递减区域。地方政府在政治新常态的作用下，庸政、懒政和待政现象十分严重，导致增长的传统发动机基本熄火，产业政策、财政政策和货币政策都失去了抓手。

“中国宏观经济分析与预测”2015 年中期的主报告中曾经指出中国宏观经济政策定位在 2008－2012 年和 2012－2014 年在过度能“动主义”和“无为主义”两个极端之间摇摆徘徊，从过度强调有效需求不足和危机管理向过度强调潜在供给能力下滑和结构性改革转变。导致宏观经济政策难以完全适应当前形势变化的要求，反而成为宏观经济波动的根源之一。

2015 年 1 季度，GDP 名义增速多年来罕见地低于实际增速，GDP 平减指数显示经济进入通货紧缩状态。此前所采取的常规“稳增长”政策并没有收到预期效果，甚至部分区域和行业出现塌陷式的下滑。政治局在 2015 年 4 月 30 号召开会议，要求把“稳增长”放在更为重要的地位。6 月份之后中国股票市场出现的剧烈波动以及 8 月份人民币兑美元中间价近 5％的调整将中国的货币政策当局推向舆论的焦点。尽管资产价格稳定是否应该纳入常规货币政策框架仍然存在争议，但是在金融市场出现动荡后，货币政策当局作为 “最终贷款者”都不得不参与到金融市场中。

目前来看，货币政策虽然已经进行了一定调整，但我们认为力度仍然不足。结合多个宏观经济指标来看，货币政策实际处于“明稳实紧”的状态。首先、货币供给增长率过低。2015 年 1 季度和 2 季度 M2 同比增速 3 个月移动平均分别在 12％和 11％左右，是亚洲金融危机以来的最低水平。其次、货币构成结构的变化也削弱了总体流动性。2008 年之后广受争议的中国货币超发问题，即 M2 与 GDP 比例的上升有一半是由企业定期存款增加造成的。很难想象在融资难成为一个全社会普遍现象的同时，为什么企业部门会持有如此大规模的定期存款。第三、实际利率因通

货紧缩而不断升高。虽然中国人民银行从2011年7月份就开始逐步降低存贷款基准利率,但由于此间价格指数,特别是生产者价格指数同比下降,导致实际利率不断升高。第四、人民币名义有效汇率和实际有效汇率持续升值。2014年5月到2015年7月人民币名义有效汇率指数升值幅度达到15%;实际有效汇率指数升值达到16%。但是无论是从实体经济层面,还是从金融市场层面似乎都难以找到近期人民币快速升值的充分理由。

在当前金融市场动荡和宏观经济萧条的大背景下,我们认为货币政策的目标应聚焦于更好地实现"控风险"与"稳增长",并将二者有机的结合起来。通过采取"杠杆率软着陆"模式实现宏观去杠杆的同时结合金融市场和企业制度改革,将货币政策的基本定位从"名稳实紧"转向"适度宽松"。

二、金融动荡与经济萧条背景下货币政策的困局

为什么名义上稳健的货币政策实际上却是相对紧缩的呢?在宏观经济萧条和金融市场动荡的大背景下,货币政策客观上面临着着种种困局。

第一、"杠杆率硬着陆"加剧债务紧缩,和阻塞货币政策传导。美国次贷危机之后,中国"4万亿经济刺激计划"导致中国全社会杠杆率快速提升。随着宏观经济减速以及偿还压力增加,金行系统坏账率、潜在系统风险都存在上升压力。沉重的债务负担导致企业和地方政府财务压力巨大,无力扩大生产和投资。同时银行系统的坏账比例也随着债务率的上升而快速上涨,造成银行惜贷严重。出于自身安全需要,银行采取减少放贷或者提前收回贷款等"杠杆率硬着陆"的方式去杠杆,结果导致债务一通缩恶性循环加剧。

从企业的角度看,经济萧条期间企业的资产负债表会受到重创,资产价格和利润下降导致企业负债和偿债的能力下降。为了偿还银行债务,企业不得不出手更多资产,从而造成资产价格的进一步下降和企业价值的进一步缩水。

从金融机构特别是商业银行的角度看,企业资产价格及其利润下降直接影响到金融机构的资产安全及其坏账比例。如果出现大范围企业破产和资产价格下降,将会拖累金融机构自身的安全。自2014年以来,商业银行坏账率不断上升,2015年2季度已达1.5%。

从整个宏观经济来看,银行为了自身资产安全减少信贷供给,将会减少社会总需求。特别对于高度依赖间接融资的中国来说,信贷供给不足将直接影响宏观经济稳定。

从货币政策来看,“杠杆率硬着陆”的模式往往会破坏货币传导渠道,导致货币政策传导阻滞。企业无力借、银行不愿贷使得信贷作为货币供给的主渠道无法正常发挥作用。而在经济萧条时期,金融监管机构往往会逆周期地强化金融体系安全监管,也会影响货币供给的资产购买渠道发挥作用。上述两个方面将导致货币政策传导受阻。

第二、萧条时期货币政策有效性被削弱。

1、常规货币政策目标无法及时引导政策调整。

仅仅盯住产出缺口和通货膨胀缺口的货币政策无法全面反映中国宏观经济现状,引导货币政策调整。仅从产出缺口和消费者价格来看,中国经济整体上都处于相对“健康”的状态。但当我们将注意力集中到总需求时,可能会发现不一样的结论。2015 年 1 季度名义 GDP 增速仅为 5.8%,二季度累计名义增长率为 6.5%,均低于同期的实际 GDP 增长率。根据累计 GDP 增长速度计算得到的 2015 年 1 季度和前两季度 GDP 平减指数分别为-1.2%和 0.5%。这意味着从 GDP 平减指数角度衡量,中国已经进入了总需求不足和通货紧缩时期。不仅如此,东北和西部部分地区出现塌方式下滑。总需求不足的危害至少体现在三个方面:第一、总需求下降直接导致当前收入和就业下降;第二、总需求下降损害了企业的盈利和未来融资的能力,导致货币政策传导阻塞,阻碍经济复苏;第三、持续的总需求不足将会导致未来潜在产出下降。

2、金融市场扭曲导致数量型工具和价格型传导受阻。

对于数量型工具而言,在利率市场化完成之前我国货币政策仍然以货币数量作为中间目标。然而在经济萧条时期,由于银行惜贷和企业偿债能力下降导致央行的货币增长目标往往难以实现。此外,为了稳定金融市场,短期内对非银行金融机构贷款大幅增加可能会对实体经济的贷款需求产生挤出效应。与对实体经济的贷款相比,稳定金融市场的资金带来的是财富的再分配而不是有效需求与经济增长。对于价格型工具而言,我国目前正处于货币政策的转型过程中,传统非市场化工具在削弱,市场化工具和体系尚在建设过程之中。刚性兑付现象长期存在,不仅导致无风险利率水平居高不下。而且使得资金加速流向高收益的理财产品和非标准化债权产品。面对高昂的融资成本,实体企业难以从金融市场获得融资。部分地方融资平台和国有企业存在“预算软约束”,对资金价格不敏感,占用了大量信贷资源,加剧了中小企业“融资难”、“融资贵”。

而在数量型工具向价格型工具的转型过程中,货币市场基准利率和整个利率

体系以及央行对货币市场的干预能力尚未培育起来。我国既没有建立起美国那样完备的公开市场操作体系，也没有欧洲货币市场的“利率走廊”制度，中央银行无法稳定掌控银行间市场利率。在贷款利率限制放开之后，中央银行缺少有效调节长短利率的工具，导致短期利率无法引导长期利率下行。

3、资本跨境流动导致央行国内目标和国外目标冲突。

2015 年 3 月份起我国外汇占款存量开始出现持续负增长，平均每月下降比例在 1%左右。根据测算，截至 2015 年 7 月份累计资金流出 4667 亿美元，超过去年全年 3724 亿美元的水平。资本短期内的快速外流无疑会对人民币汇率造成冲击，而汇率的过度波动必然会影响到金融市场的稳定和宏观经济复苏。从稳定资本流动和汇率的角度看，提高利率是正当的选择；然而从稳定宏观经济的角度看，经济萧条下货币政策应该选择降息。国内目标和国外目标之间的冲突加剧了货币政策的难度。

第三、金融市场安全掣肘货币政策实施

历次金融危机的教训表明货币政策正常发挥作用的前提是健康的金融体系。虽然维持资产价格稳定并非常规货币政策的目标，但金融危机期间的货币政策形象地说就是一场金融稳定保卫战。近年来，随着金融市场的快速发展，金融市场网络结构以及各市场、机构之间的相互联系程度日益加深。随着资本市场近期出现的剧烈波动，银行资产不同程度的受到冲击。影子银行在帮助商业银行规避监管的同时迅速发展壮大。在正常情况下，“影子银行”在某种程度上是目前国有垄断银行体系的一个较好的补充。但这一体系最根本的问题在于其抗波动和抗风险的能力较弱，一旦出现大面积的资金链断裂，那么其结果将变得更具有蔓延性和恐慌性，并很容易打击实体经济的表现。

三、货币政策转型的新思路

根据当前全球及国内的经济形势，在总结此前货币政策得失的基础之上，我们认为可以从以下几个方面反思货币政策的新思路。

第一、货币政策总基调由“名稳实紧”转为“适度宽松”

在全球经济下滑和中国经济萧条已成现实的情况下，货币政策的基本定位应该从“名稳实紧”转为“适度宽松”。适度宽松政策将对中国经济复苏产生积极贡献，主要有以下几个方面的原因：

1、“适度宽松”的货币政策有利于稳定总需求。从全球经济和中国宏观经济的

现状看，我国目前处于潜在增速下滑和有效需求双重打击之下。持续的总需求不足将带来中长期供给和潜在产出水平的下滑。因此稳定总需求无论对稳定中国当前宏观经济还是未来的经济增长都有重要意义。

2、“适度宽松”的货币政策可以为恢复信贷市场功能和货币政策传导机制创造必要的条件。一方面，通过宽松货币政策推高价格水平，可以使一国摆脱通缩境况，减轻企业和家庭的偿债负担，从而使投资需求和消费需求有所扩张。更重要的是，通过企业资产负债表的修复提升企业的偿债能力，增加银行贷款和投资需求。

3、在当前宏观经济背景下，“适度宽松”的货币政策不会导致经济过热现象。由于地方政府债务约束，新的政企关系尚未建立起来，当前财政政策对宏观经济的刺激力度和规模相对有限，不会导致大规模的派生货币供给增加。此外在企业债务和银行坏账规模的背景下，金融机构风险意识提升，扩张性的货币政策的刺激效应也会在金融市场传递过程中被一定程度削弱。

4、当前我国通货膨胀整体处于低位，股市泡沫经过调整已经处于较低水平，为宽松货币政策提供了外部条件。

第二、通过“杠杆率软着陆”恢复信贷市场功能

债务－通缩理论指出高债务和高杠杆是导致金融体系不稳定的根源。根据这一理论，去杠杆是让经济恢复稳定的重要手段。但政策当局应该关注的是整体资产负债表而非仅仅是杠杆率，不同的资产负债表结构意味着不同的杠杆率均衡水平。宏观去杠杆只是让金融体系功能恢复的一个外在表现，而经济恢复最终依靠的手段依然是恢复金融体系的正常功能。

由于我国金融市场主要依赖间接融资，因此去杠杆除了要规避金融风险之外，更重要的目的还在于重建信贷市场的宽松环境和货币政策传导渠道。从这个角度看，我们认为与通过减少信贷或者企业负债的“杠杆率硬着陆”方式相比，通过增加企业净资产来实现“杠杆率软着陆”可能更有意义。“杠杆率软着陆”不仅达到降低金融风险的目的，更重要的是，通过增加企业的净资产提高其偿债能力，能够理顺贷市场内部关系，恢复信贷市场融资功能，助力总需求和宏观经济复苏。

实现“杠杆率软着陆”的根本方式在于增加企业的净资产或者自有资本，其资金来源有二：一是依赖外部股权资金注入；二是依赖内源融资，即通过企业利润转增资本金。

就依赖外部股权资金注入渠道而言，虽然“长期停滞”理论认为局部泡沫可能是医治总体债务困境的好办法，而且确有一些国家在企业业绩下滑、宏观去杆杠和

修复资产负债表的过程中出现股市快速上升。但是利用股市繁荣来启动经济依然会带来巨大的风险。能否有效地驾驭这些风险不仅关系到宏观去杠杆的成败，同时也对宏观经济的稳定带来巨大的冲击。随着中国股市在6月份之后出现剧烈波动，监管机构已经暂停了新股发行。从降低杠杆率的角度看，吸引外资同样具有重要的意义。由于我国吸引的外资主要以外商直接投资为主，外资注入不会增加企业债务，相反由于增加了企业自有资本反而有利于企业杠杆率的下降和偿债能力的提升，有利于信贷市场功能的恢复。

除此之外，解决杠杆率过高这一问题的主要手段还是要依靠企业内源融资，即企业的未分配利润。从货币政策来看，增加企业利润和自有资本金的方式是通过包括降息和降准在内的宽松货币政策，降低企业财务名义成本。不仅如此，宽松货币政策所造成的通货膨胀率上升还会达到降低企业实际债务余额的作用。由于我国企业主要依赖间接融资，通过宽松货币政策降低企业名义和实际债务的效果要远远高于通过股市融资和吸引外资的效果。

然而这种方式本身的局限性在于：首先、在贷款基准利率放开后，央行货币降息的政策效果是否能有效传达到信贷市场乃至更广义的金融市场；其次、即便是信贷市场利率下降，企业财务成本要想下降也需要在新的贷款合同生效后才能发生，因此这种方式可能会有较长的时滞。

第三、市场秩序和微观主体重建。

通过软着陆的方式去杠杆本质上是在宏观经济政策引导下通过市场机制实现杠杆率下降。在相对宽松的宏观政策环境下，有竞争力的行业和企业通过盈利或者吸引注资实现资产负债表的修复以及负债能力的重建。而产能过剩或者竞争力差的企业则被市场淘汰。为了帮助更快地实现“杠杆率软着陆”，有以下几个方面的工作需要进行：

1、加快推进市场化改革进程，清理政府隐性担保，完善货币政策向信贷市场的传递渠道。在信贷市场上大量拥有政府隐性担保和预算软约束的融资平台和国有企业等等存在，这些企业不仅对资金需求量大而且对缺少价格弹性，导致信贷市场超额需求长期存在，致使民营企业和中小企业融资难融资贵现象长期普遍存在。

2、有序打破刚性兑付，完善金融市场风险定价功能。刚性兑付导致市场无风险利率居高不下，信贷市场利率水涨船高。因此要想实现货币政策在信贷市场的顺利传导，打破刚性兑付仅仅是必要步骤之一，应该配合对政府隐性担保和预算软约束的清理，才有可能实现基准利率向信贷市场利率的顺利传递。

3、加速清理僵尸企业，鼓励通过兼并、重组等市场化手段进行债务重组。当前企业借新债还旧债的现象相当普遍。许多银行贷款仅仅是维持一些僵尸企业的生存，并没有转化为现实的投资需求。特别是在一些地方政府的行政干预下，导致一些僵尸企业“死而不僵”，大量占用信贷资源，直接影响去杠杆策略的成败。

4、通过法律手段淘汰落后、过剩产能，强化市场主体重建。宽松货币政策不可避免地在一定程度上产生“大水漫灌”的后果。为了使得货币政策能够更加精准地传递到实体经济，并在尽可能短的时间内发挥作用，应该通过法律而非行政手段加速市场主体重建，淘汰落后产能。

第四、完善多目标广义货币政策框架

2007 年金融危机的爆发使得经济学家和政策制定者深刻认识到“保持价格稳定并不能避免金融危机的爆发”，货币政策需要有更广阔的视野。危机之后，除了量化宽松等非常规货币政策之外；为了避免金融危机再次爆发，宏观审慎监管成为政策革新的主要方向。在当前复杂宏观经济形势下，货币政策除了稳增长、促改革和调结构等各项宏观政策目标之外，还应该肩负维护金融安全与推动金融市场改革的任务。

所谓的“金融安全”并非简单地指金融资产价格稳定，而是指货币政策当局和监管机构应该致力于消除金融市场潜在的“系统性风险”。在我国金融混业经营已成现实的情况下，随着利率市场化加速推进，金融创新越来越复杂，以金融市场为代表的虚拟性经济与实体经济的相关性进一步弱化，金融风险与经济周期的同步性也在弱化。

作为新兴市场国家，我国无论是金融市场还是市场监管都尚处于动态发展阶段，极易发生两者发展速度不匹配的现象。事实上，从各国的经验来看，金融创新的速度往往快于监管制度发展的速度。金融体系市场化改革的根本目的是为了提高资源配置效率。但是从全球的历史经验来看，金融市场化改革和开放的过程中也伴随着爆发金融危机的风险。历史上比较严重的经济衰退或者萧条都伴随着金融危机。金融危机的爆发不仅会葬送多年经济建设的成果，而且会中断既定的改革进程。

货币当局兼具金融市场的“最终贷款人”和货币政策执行者双重身份。在经济萧条和金融市场动荡加剧的背景下，中国人民银行不仅负责日常货币政策实施的职责，同时还肩负着维护金融安全与推动金融体系市场化改革的重任。因此应该在混业经营已成事实的情况下，重构以央行为核心的统一监管框架。

四、可能的政策选项

中国货币政策的定位应从此前的“名稳实紧”向“适度宽松”调整。未来货币政策可能的选项包括以下几个方面：

1、降低存贷款基准利率

利率市场化改革后，央行虽然不能直接控制信贷市场贷款利率，但是基准利率下降对于引导信贷市场利率下降仍然可以发挥一定的作用。此外央行还可以通过公开市场操作，利用多种流动性管理工具，降低银行间市场利率，降低金融机构资金成本。

2、逐步引导存款准备金率回归正常水平

随着外汇占款的逐渐下降，中国基础货币的供给渠道业已发生改变。与经济新常态相适应，存款准备金率也因该逐步恢复到正常水平。在通缩和高债务情形下，降准虽然不能必然带动贷款增加，但是通过存款准备金率下降，可以为信贷市场提供更多的流动性，有利于银行放款。除此之外，在宏观经济萧条的大背景下，包括降息和降准在内的宽松货币市场环境可以稳定消费者和投资者的信心，通过提高通胀预期引导实际利率向其均衡水平收敛。同时宽松的货币政策也有利于央行通过前瞻性指导进行预期管理。

3、通过明确盯住名义 GDP 增速保证货币政策宽松的“适度性”。

仅仅盯住产出缺口和通货膨胀的货币政策规则在当前中国可能并不适用。在经济步入新常态初期，潜在增长率的估计仍处于试错过程中。尽管 PPI 同比增长率已经联系三年下滑，GDP 平减指数更是连续两个季度出现负增长，但 CPI 或者核心 CPI 都处于相对稳定的较低水平。所以仅从产出缺口和通货膨胀两个目标无法全面反映中国经济的现状。而盯住名义 GDP 增长率的好处在于可以将总需求的稳定作为货币政策的目标，有利于经济的长期稳定发展。

4、加强金融市场培育，引导无风险利率回归均衡水平

货币政策在传导过程中之所以遭遇阻滞，与金融市场不健全有关。加强金融市场培育主要包括以下几个方面：第一、通货国有企业改革和政府考核目标改革减少政府隐性担保，提高市场对资金价格的敏感程度，避免国有企业对民营企业的挤出；第二、逐步有序打破金融市场的刚性兑付现象，培育投资者风险自担意识，实现金融市场无风险利率回归正常。

5、加强微观市场主体培育，引导货币信贷资金进入实体经济

加强微观市场主体培育主要包括以下几个方面：一、鼓励企业通过兼并重组消除“僵尸企业”；二、通过法律手段对于不符合国家法律规定的企业或者落后产能进行淘汰。通过企业重组和落后产能淘汰不仅可以实现企业债务减免，减少企业借新债还旧债，引导银行贷款进入生产领域，还可以带动投资需求和总需求回升。

6、结合总需求增长目标，探索通过“前瞻性指导”引导公众预期

由于需求不足问题已经强烈显化，货币政策不宜保持以往模糊的稳健定位，必须旗帜鲜明地采取宽松定位。为了引导公众预期，除了果断采取包括降息、降准等常规性的宽松货币政策之外，还可以探索通过前瞻性指导的方式，设定名义 GDP 增长率或者生产者价格指数等参考的临界指标，引导公众稳定通胀预期。

7、借鉴西方国家非常规货币政策经验，通过市场化手段干预利率期限结构

利率市场化之后，人民银行丧失对信贷市场利率的直接控制。在当前宏观经济萧条和金融市场不稳定的大背景下，银行惜贷现象严重，中长期利率居高不下，抬高了企业和政府的融资成本。因此可以借鉴西方国家非常规货币政策经验，通过市场化手段干预利率期限结构。例如可以借鉴央行在二级市场购买长期债券的方式进行扭曲操作，将中长期利率降低到合意水平。

8、重构监管框架，构建维护金融安全与稳定宏观经济的币政策

市场经济中货币当局兼具金融市场的“最终贷款人”和货币政策执行者双重身份。随着金融市场混业经营既成事实，金融市场安全不仅影响宏观经济稳定而且关系货币政策传导渠道是否通畅。在经济萧条和金融市场动荡加剧的背景下，人民银行不仅负责日常货币政策实施的职责，同时还应肩负着维护金融安全与推动金融体系市场化改革的重任。通过加强事前监管，采取“适度宽松的货币政策”与“金融改革”和“监管强化”的组合，以保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。

第九章　全球经济失衡专题研究

9.1 经济复苏时期中国面临的外部风险——2010 年第 1 期《全球经济再平衡与中国经济的外部风险》

在全球经济的复苏阶段，世界经济仍然受到美国失业率居高不下、贸易保护主义势力抬头，欧洲板块不止一个国家面临主权财务危机困扰、欧元体系面临考验，发展中国家外部需求恢复乏力、未来外部融资成本高企等不确定因素的影响。目前的全球经济复苏能否持续，是否存在二次“触底”的可能？后危机时代的再平衡过程是否意味着全球经济失衡格局的改变？本报告从对 2007 年全球经济危机性质判断、全球科技创新的周期变化、全球产业结构、国际金融体系的再平衡调整，以及中国在全球经济再平衡过程中所面对的外部风险等方面，分析了本轮经济复苏过程中全球经济格局的变化趋势。

2010 年第 1 期《全球经济再平衡与中国经济的外部风险》研究了经济复苏时期中国的外部风险问题，报告主笔为雷达教授。

一、2008 年经济危机与危机的性质

随着对本轮危机认识过程的深化，我们认为有两方面的认识意义重大，它直接影响到我们对未来全球经济走势和格局的判断。

（一）本轮危机与全球化的系统风险

在危机爆发初期人们过多地将关注点放在了与房地产相关的金融衍生品的分析上，即认为投资银行家的贪婪与金融监管的失灵是本轮危机的根本原因，进而推

论出美国金融自由化及其理论基础——市场原教旨主义是本轮危机的替罪羊，而必须予以抛弃。借次贷危机之机反思和批判经济自由主义与市场原教旨主义，这在打破人们对西方主流经济理论的盲目崇拜的思想桎梏上无疑有着十分重要的理论和实际意义。然而，从次贷危机出发来否定金融自由化，本身在经济逻辑上是不能成立的。因为，金融自由化及其金融工程学的发展，主要针对的是经济运行过程中的非系统风险，从表面上看，次贷危机是一个非系统风险，金融自由化在次贷危机面前的无所作为，似乎表明了金融自由化理论的缺陷和失灵。但是，这种推论的逻辑错误可能在于次贷危机的爆发可能并不是非系统风险积累的结果。

美国在房地产泡沫形成的年代，恰好也是美国经常性项目赤字和对外负债急剧增长的年代，美国过度的需求增长和外围国家的过度供给，既是危机前全球经济增长的模式，也是世界经济失衡的根本原因。由此我们可以判断，本轮经济危机的出现是对以美国为中心的全球经济增长方式的一次调整，这种调整是对美国过度消费，外围国家过度生产所积累起的全球经济风险的纠偏。

其次，为什么全球性的系统风险会首先从美国的房地产价格以及与之相关联的金融资产价格泡沫的破灭为突破口，对这一问题的回答我们必须从美国的需求增长方式的变化及美国政府的利益实现上寻找答案。从美国居民消费来源的结构来看，主要来源于两个方面：一个是来源于工资收入；另外一个就是财富的增长，主要是指股票和房产等金融资产。

最后，也是最为重要的，如果我们把本轮全球经济危机的性质定位在全球经济失衡的调整上的话，那么，如下的结论便具有了很强的现实意义：(1)对全球经济中的东亚经济体来说，由于 1990 年代的金融危机的冲击，各国都采取了审慎的金融自由化政策，特别是资本账户的对外开放进程逐渐放缓，因此金融危机对这些国家的直接冲击程度有限，然而，全球经济失衡调整所伴随的中心国家的需求下降，必然对这些国家的生产产生直接的冲击。(2)根据历史的经验，全球经济增长方式的调整必须建立在制度创新或技术创新的基础上，1929－33 年的大危机之后，至少是在全球货币体系的创新、福特制度的管理创新、以及美国凯恩斯主义顺周期的扩张性财政政策创新的基础上，才逐步步入了 1960 年代的增长繁荣；而 1973－75 年的危机也是在 IT 技术创新的基础上，才迎来了 1990 年代的新经济时代。然而从 2007 年危机爆发至今，我们还没有看到任何技术和制度创新的迹象，有关新能源和环保产业的技术也还只停留在概念炒作的层面上。因此，任何经济指标所反映出的经济复苏迹象目前都缺乏创新的基础。(3)在缺乏创新的前提条件下，全球经

济的复苏现象又该作何解释呢?

从积极的意义上讲,这说明现存的经济全球化的发展模式依然没有发展到极致的地步,它仍然还能够维持下去,即复苏意味着全球经济还会回到全球经济失衡的状况中去。从历史的角度看,自上个世纪 90 年代以来的经济全球化的格局,尽管存在着"中心—外围"不平衡发展的特征,但是,这种国际经济格局是建立在金融中心和制造业中心相分离的国际分工格局的基础上的,这种分工格局与历史曾经出现过的工业中心与金融中心相融合,与落后农业国的国际分工体系相比较,至少避免了发达国家之间的制度演进的同质化趋势,因而也就避免了发达国家间在资源、市场及殖民地控制权上的纷争。当然,在全球失衡的格局中,各国利益间的差异始终是存在的,而危机之后,各国间的博弈如果不是以军事冲突的形式表现出来的话,那么现存的国际经济格局的维持就是有可能存在下去的。从消极的意义上讲,在缺乏创新基础的情况下,全球经济出现复苏的迹象,则说明针对现存全球经济格局的调整远没有到位,今后若干年中类似的经济调整还会反复的出现,直至新的全球经济的增长方式的出现,新一轮的全球经济的繁荣阶段才会到来。

(二)周期性危机与再平衡的实质

在中国改革开放 30 年的进程中,由发达国家的危机所引发的世界经济危机,第一次对中国经济形成了直接的冲击和影响。同时,本轮危机与以往危机的最大不同之处在于中国因素在危机之后的复苏过程中起到了重要的作用。如果本轮危机的性质是全球经济失衡风险的系统释放的话,那么,人们会希望通过危机——作为强制性调整的手段,来消除全球经济失衡,实现全球经济的再平衡。

然而,对于经济危机的认识,我们认为有必要在方法论上作周期性危机和总危机的区分。只有在经济危机与社会危机相伴随的情况下,导致全球经济格局发生根本改变的总危机才会出现,这种革命性的变革或以战争为手段(如上个世纪初叶的两次世界大战,实现了世界经济中心的转移以及两个并行市场格局的形成)、或以国内政局的动荡为表现形式(上个世纪 90 年代原苏东体系的瓦解,推动了经济全球化进程的加速和新的全球分工格局的形成),而在这样总危机爆发之前,周期性的经济危机作为强制性的调节手段,其作用在于,实现社会化大生产各部门之间的客观比率的要求,使价格趋近于价值或均衡价格,使虚拟经济趋近于实体经济。因此,只有总危机才是对制度、格局以及相应的结构的否定,这是长期的趋势;而周期性危机则是对价格偏离价值的量的调整,其最基本的特征是周期性。

每当全球性危机来临之时,人们总会用对总危机的认识来替代周期性危机性

质的判断。然而,即便我们对总危机的判断是正确的,那也是一种长期趋势的判断,在总危机真正出现之前,它也不能用于替代我们对周期性危机性质的判断。特里芬在 1960 年就得出了布雷顿森林体系必然崩溃的结论 7,在布雷顿森林体系崩溃之后,美国为了获取“估值效应”而不断贬值美元,美元贬值的长期走势,必然会使美元的国际货币地位走向终结。这种判断,作为国际货币体系总危机的认识,无疑是正确的,但是,每当世界经济出现危机时,人们总是会预期美元的汇率会走低,而事实上,在后布雷顿森林体系危机时代,每次危机期间美元并不是一味地贬值,相反,很多情况下,危机期间,美元对多数发达国家的货币而言是升值的。

同样的逻辑在对 2007 年以来的全球金融危机的分析中也依然存在,即认为这轮危机中中心国家的需求调整,必然意味着对全球经济失衡的调整,全球经济的格局必然在再平衡的结构调整中发生根本性的改变。然而,从近百年的历史来看,全球经济的失衡主要出现过四次,第一次较明显的失衡出现在是英国主导下的全球经济失衡(1880 后的近十年中),后三次是以美国主导下的全球经济失衡(分别是:1960—1973,1974—1989,1990—2008)。这三次失衡都导致了全球经济危机的出现,但只有英国主导下的经济失衡在危机过程中实现了再平衡,另外两次失衡,只是在危机过程中出现了失衡量的逆转,而危机过后,非但全球经济失衡的趋势没有出现逆转,相反,失衡的规模还存在进一步增大的趋势。

二、无创新的经济复苏不会改变全球经济的基本格局

当今全球经济的基本格局表现为:美国作为金融和研发中心,日德为高端产品制造业中心,以及东亚新兴国家为中低端制产品制造业中心,这样的一种新三角分工格局虽然还遗留着一些雅尔塔体系的地缘政治的因素,但是,这一体系最为重要的推动力在于上个世纪 90 年代信息技术革命以及美国金融霸权地位的确立。因此,全球经济基本格局的改变,必然意味着替代信息技术的创新浪潮的出现或以美国为中心的国际金融体系的变革。从目前全球经济的复苏进程来看,信息技术革命对全球经济的推动作用正在逐渐衰减。而与此同时,通过从世界技术进步的整体变化趋势、技术研发活动的主要领域以及世界技术进步趋势对国际贸易所产生的影响这几个方面进行考察,我们认为市场诱导性和范式变革性的技术创新局面并没有真正形成。依据这些分析,我们认为,代替信息技术革命的新技术周期尚未形成,未来技术进步将表现出以信息技术为核心的平稳发展过程。在这样的技术创新的平稳周期中,全球经济的基本分工格局不会发生重大变化。

三、全球经济再平衡的主要特征及具体表现

从全球技术创新的周期来看，全球经济的基本格局不会发生根本性的变化，全球经济的失衡的总体趋势也将在一个低水平状态下继续维持。但是，全球经济的再平衡依然会对现存的全球经济的失衡进行某些局部的微调，这种局部微调的特征及具体表现是由美国和欧洲国内供求结构的差异、金融危机后全球进口产品的技术构成特征以及全球金融格局的相对变化等三个方面的因素所决定的。

第一、美欧供求结构的差异决定了欧洲更具备外部失衡调整的可能。

第二、从发达国家进口产品的技术构成来看，全球经济再平衡过程中，商品的出口结构可能会向中端产品进行调整全球经济的再平衡，首先是发达国家内部的产业结构的调整，其次是发达国家外部贸易结构的调整，最后才是发展中国家经济结构的调整，因此，发达国家进口产品结构的变动趋势是影响全球经济再平衡的重要因素之一。

第三、美国金融中心地位不变前提下的全球金融体系的微调在美国金融危机发生后，美国的金融市场不可避免的受到一定程度的冲击，但从美元的国际货币储备地位来看，金融危机的发生虽然可能为美元外的储备货币地位的上升提供一定的空间，但金融危机后的全球金融格局不会有根本的改变。对此，我们可以通过对外汇储备结构的变动情况以及现实中的国际债券市场格局来加以分析。

四、全球经济再平衡过程中中国经济的外部风险及现实选择

金融危机发生后，从全球经济再平衡的主要特征和现实表现来看，我国经济的未来发展空间有望进一步得到提升。这其中的原因一是由于欧元区国家产业结构的未来调整有望由服务业向高端制造业进行转移，二是来自于发达国家进口需求中中端技术产品所占比例的增加，第三则与中国经济在未来国际金融格局上升空间的增加有关。但应该提及的是，中国经济未来发展空间进一步提升的基础仍然在于全球经济再平衡过程中现有国际分工格局的维持。只有中国在现有国际分工格局中的地位进一步得到稳固的前提约束下，中国经济的未来发展空间才会有所保证。而从金融危机后的国际经济环境来看，中国经济的发展仍然面临着诸多不确定因素。（一）全球经济再平衡过程中中国经济所面临的外部风险。

从全球经济再平衡的基本特征以及当前中国经济发展所面临的外部环境来看，未来中国经济发展所面临的外部风险主要在于以下几个方面。

1. 对中国分工地位错误定位的风险

本次金融危机在导致美国的金融市场巨大动荡的同时，也通过直接的或间接的渠道在一定程度上制约了美国实体经济的发展。在这样的背景下，部分学者开始强调本轮金融危机后美国经济实力的下降，认为中国应加速国内产业结构的调整升级，主动挑战美国的国际分工地位。我们认为，这样的一种认识恰恰是今后中国经济发展中所应格外注意的。在前面的分析中，我们可以看出，在中短期内，金融危机的发生虽在一定程度上冲击了美国的金融市场，但从美国的国际金融中心地位以及实体经济领域中技术创新的现实表现来看，当前的全球经济分工格局即便有所调整，也是以现有全球分工体系为基础的微小调整，在中短期内不会有根本的改变。而在全球经济的分工格局没有根本改变的前提条件下，全球经济的增长方式也不会有较大的调整。因此，在中短期内，我国经济增长的动力仍然来源于外部需求的增加，而稳定和巩固中国在现有国际分工体系中的制造业地位，也构成了我国未来经济结构调整以及经济发展的现实基础。事实上，至少有两个方面的原因决定了当前我国经济发展的定位要以稳定和巩固中国在现有国际分工体系中制造业的大国地位为主要目标。一方面，当前中国的制造业对应的是发达国家的服务业，这是国际分工体系加以维持的根本前提。在中国将产业结构由制造业向服务业调整后，很难找到一个市场容量与中国的服务业相匹配的制造业生产体系。另一方面，中国产业结构优化升级以及国际分工地位提升的基础在于中国经济对未来产业创新方向的把握和引领，但在当前世界经济的“中心——外围”格局未有根本改变的前提下，外围国家不可能持续的引领产业创新的未来方向。因此，在中短期内，中国经济发展的动力仍然在于现有国际分工体系中制造业大国地位的稳定和巩固，而对于外部流动性冲击和进口需求冲击所可能导致的中国经济增长速度的下降，也需要一个平常的心态来加以看待。

2. 红利争夺的风险

在全球经济失衡时期，虽然有关全球经济失衡的原因尚存有争论，但在全球经济失衡的背景下，由于美国和发展中国家在当前国际分工体系下的分工不同，全球经济失衡的存在确为美国和外围发展中国家的经济发展提供了一种有效的利益实现机制。对于外围的发展中国家而言，在国内消费需求增长有限的情况下，出口贸易的快速增长是国民经济增长的重要推动力量。而美国则通过大量消费产品的进口，在满足居民消费需求的同时，将有限的资源集中于附加值含量较高的产品研发和销售环节，实现资源利用效率的提高和产业结构的优化调整。在这样的一种共

生模式中，虽然处于失衡两端的国家的经济增长机制不同，但经济利益的创造却是显著的。因此，在这个意义上说，外部经济失衡的程度不仅与美国实体经济内部的投资收益率有关，也在一定程度上反映了可能实现的经济利益的水平。而在金融危机发生后，由于缺少重大的技术和制度创新的条件，在全球经济再平衡调整的背景下，全球经济失衡的程度只能停留在一个较低水平的层面上，这也就意味着中短期内世界经济的增长将在一个低水平的区间内波动运行。

3. 流动性紧缩风险和外部需求的逆向冲击在金融危机发生后，美国政府开始反思原有金融监管体系中存在的问题，并通过了一系列加强金融监管防范市场系统性风险的金融监管改革方案。可以预见的是，伴随着银行资本准备金的提高、最大杠杆率以及最低流动性水平的设置、政府对非银行金融机构的全面监管等一系列金融监管改革措施的实施，发展中国家的外部融资环境将有所恶化，外部资金供给的短缺以及借贷成本的不断上升将在很长一段时间内加以维持。也就是说，不但金融危机的发生使得过去的流动性繁荣趋于萧条，同时，伴随着发达国家金融监管改革措施的实施，在今后的一段时期内，也很难再现这轮流动性繁荣的景象。在全球流动性由繁荣转向萧条的背景下，对于中国而言，国内经济增长所面临的冲击可能是多方面的。一方面，随着金融危机的发生以及之后一系列金融监管政策的实施，中国所面临的外部融资约束必然趋紧，流动性繁荣时期的融资便利对经济增长的促进效应也就无从继续加以体现，在当前中国的金融发展水平尚不足以完全满足企业外部融资需求的背景下，国际融资条件的恶化必将会对国内的生产型企业形成较大的流动性冲击。另一方面，随着流动性繁荣的结束，危机后的美国经济必须借助于技术创新来激发新的经济增长点，而从之前我们的分析来看，美国国内新的技术和制度形式创新的迹象并不明显。在中短期内，美国经济很难出现可靠的经济增长点，其对外进口需求已经很难再恢复到危机前的水平。因此，伴随着流动性繁荣的结束，在新一轮发达国家市场份额再分配的过程中，中国经济的优势尚不突出，所面临的外部竞争也必然有所加剧，未来中国经济的发展必将面临着较大的外部需求冲击。

（二）全球经济再平衡过程中超越小国外向型发展模式

在中短期内，中国经济的定位仍然在于国际制造业大国地位的稳定和巩固。但从长期来看，伴随着全球流动性繁荣的结束，以及全球经济增长速度趋于平稳，中国经济的外部需求约束会进一步显现。在流动性繁荣时期，融资便利机会的增加为我国的经济增长创造了良好的前提条件，这为我国的经济发展提供了必要动

力的同时，也使得我国经济增长对外部需求的依赖相对增加。

基于这样的背景下，我国未来的经济政策取向应该在以下几个方面有所侧重。首先，我国应在完善金融监管体系的同时，推动金融体制改革，进一步提升国内金融市场发展水平。在流动性繁荣逐渐褪去后，国内金融市场的健康发展可以有效缓解企业不断趋紧的融资约束，提供必要的生产性资金，为国内产业的发展以致整体的产业竞争力提供必要的支撑。同时，从减少预防性储蓄，提高储蓄向投资转化效率的角度讲，国内金融部门的发展也是国内需求替代外部需求继而实现经济增长方式顺利转变的关键。对此，一方面，我国应积极促进金融监管体系改革，确保交易监管的全面性，强调对金融机构的稳定性监管，切实建立完善系统性风险的处置制度，最大可能的降低金融机构的系统性风险；另一方面，我国应进一步推动我国的金融体制改革，加强信用体制建设，加快推动金融中介和资本市场发展，提高我国金融系统的整体运行效率，在为企业特别是中小企业的融资提供必要支持的同时，也从根本上为居民消费需求的提升创造条件。

其次，积极推进多边框架下的区域经济和金融合作，维护我国应得的政治经济利益。随着全球流动性由繁荣转向萧条，以及美国纳斯达克和房市泡沫的相继破灭，全球经济的关注点由利益创造转向利益分配。而从全球利益分配的一般原则来看，利益分配的大小往往与不同国家间经济实力以及相互依赖程度有关。虽然从个体上看，发展中国家的经济都表现为对美国经济的单向依赖，但对于发展中国家的整体而言，美国经济对外部市场的依赖同样非常明显。在这样的背景下，区域经济合作可能是维护外围国家应得利益的有效途径。因此，我国应在进一步深化国内经济体制改革的同时，积极加强国际合作，特别是加强东亚区域内的经济和金融合作，以区域经济带的紧密依托为基础，努力构建全球多极化的制衡体系，通过主动谋求与我国经济实力相对称的话语权，切实维护我国所应得的政治经济利益。

最后，从经济增长方式转变的内在要求看，我国应以出口产品结构的提升作为经济增长方式转变的逻辑起点。从广义上理解经济增长方式的转变，它的内涵首先应该强调的是对国民收入分配中不合理结构的调整，在收入结构调整趋于均衡的前提下，国内整体收入水平继而需求水平才能提高，内外部的需求结构才会因此而趋于均衡。从这个角度上来说，收入结构和需求结构的调整方向必然是相统一的。但问题在于，长期以来，我国经济增长的动力在于外部需求水平的稳定增加，而外部需求的增长动力则是建立在我国丰富廉价的劳动力资源基础之上的，在居民收入水平有所提高的情况下，我国劳动力成本的上升势必会影响到我国出口产

品的比较优势，继而消弱我国外部需求进一步增长的动力，而这又会限制我国居民收入水平的增长空间。因此，如何打破这样一种我国居民收入水平提高的悖论循环成为实现我国经济增长方式转变以及产业结构优化调整升级的关键。而以提升出口产品结构作为经济结构调整的基础和逻辑起点有利于这一问题的解决。一方面，随着出口产品结构的提升，整个出口产业的附加值将有所增加，这为行业经济效益的提高继而劳动力收入水平的提高提供了保证；另一方面，出口产品质量和结构的提升，有利于在我国劳动力成本上升的同时维持我国出口企业的整体竞争力，从而为外部需求的持续增加提供必要的动力。因此，从这个角度上说，以出口产品结构的提升作为经济增长方式转变的逻辑起点有其现实合理性和可行性。

9.2 全球经济失衡与中国宏观金融风险——2008 年第 3 期《全球利益调整中的中国宏观金融风险》

一、全球经济失衡下的利益调整：低增长高通胀下的组合式渠道

不同于 80 年代美日之间通过高增长背景下的刻意制度设计——以日元升值的方式来调整外部不平衡，也不同于 90 年代东南亚通过高增长背景下的货币“错配”和资本流入逆转带来的货币危机进行调整，新一轮的调整是在金融资本主义、工业资本主义与发展中国家这样一个三层全球经济结构背景下出现的，是在全球经济处于下行区间、次贷风波蔓延、大宗产品价格急剧上涨以及高通胀压力的环境下展开与继续的。金融渠道成为当前和未来全球利益调整的主渠道。受此轮调整负面冲击影响最大的是外贸依存度高、出口制造加工品并进口大宗产品、有大量外汇储备的国家。而全球经济增长的下滑、中心国家外部不平衡的调整、次贷危机风波的蔓延和通胀压力的持续共同决定了此轮调整具有中长期特征。

（一）新一轮调整是在全球金融资本主义、工业资本主义与发展中国家这样一个三层全球经济结构背景下展开的，受此轮调整负面冲击影响最大的是高速增长的发展中国家。工业化国家的技术密集性生产特征能够在一定程度上缓解大宗产品价格上涨的冲击，但制造业本身难以抵御由美元贬值和大宗商品价格投机带来的成本冲击。

1、美元贬值降低了美国的贸易赤字，又通过估值效应起到了平衡贸易赤字的作用。与此同时，美元贬值和大宗产品价格急剧上涨使得美元体系下美国和英国

的石油金融期货交易商获得了巨额收益。

2、尽管工业化国家技术进步等因素能在一定程度上缓解大宗产品成本急剧上升带来的负面冲击，但在美元货币体系下，工业化国家的制造业本身还是难以抵御由美元贬值和大宗商品价格投机带来的成本冲击。

3、大宗产品价格的上升恶化了工业制成品输出国的贸易条件，对发展中国家的经济产生了显著的负面冲击。

（二）金融渠道调整成为未来全球利益调整的趋势。美元贬值和大宗产品的资产化使得金融市场上的投机行为仍将持续；“价格损耗”和“估值效应”将继续降低外汇储备的实际购买力，同时，次贷危机调整成本的消化还需要一段时间。这些因素共同决定了金融渠道的调整是一个中长期过程。

1、大宗商品价格上涨有多种原因，但美元国际货币体系下金融市场中的投机行为是引起大宗商品价格上涨，尤其是石油等能源价格急剧上涨的主要原因。同时，能源等大宗产品的价格存在位居高位和上涨的风险。

2、美元贬值是导致发展中国家贸易条件恶化的原因之一，这一趋势仍将延续一段时间。

3、能源出口国的外汇储备及其实际购买力大幅度上升，而非能源出口国的外汇储备受到“贬值耗损”和“价格耗损”的双重冲击，实际购买力大幅度缩水。

4、大规模组合投资的流入和流出是引发货币危机的导火线，盯住美元的汇率制度将面临更大的压力。

（三）全球经济增长下滑与高通胀压力决定了此轮调整具有中长期性的特征。此外，技术进步的周期性、基础能源价格居高位持续时间的不确定性以及盈余国家的多元化，也决定了此轮调整是一个中长期过程，但也存在短期无序调整的风险。

1、新兴与发展中国家货物与服务贸易增长率的下降，世界经济增长的多极化与增长速度放缓，以及全球性的通胀压力会减缓以美国为代表的中心国家调整经济外部不平衡的速度。

2、技术进步带来的服务贸易创新对于调整美国经济的外部不平衡有一定的作用，但短期内作用并不显著。

3、如果美国加快其经济外部不平衡的调整步伐，则会出现无序调整的风险，逆周期的贸易政策将重新抬头并扩大。若考虑到欧元区也会为降低外部不平衡而采取相应策略时，逆周期贸易政策出现的可能性和实施力度会更大。

二、全球利益调整中中国宏观金融所面临的冲击

（一）从金融层面来看，投机行为导致的大宗产品价格的快速上涨，通过“价格损耗”和“估值效应”使得本币计价的外汇储备的资产价值明显缩水。与此同时，受次贷危机和人民币升值等因素的影响，流入中国的外国资本急剧增加，对现有的汇率制度形成了一定的压力。中国金融资产的风险更多地暴露在国际资本之下，过大的资产价格波动，会冲击金融市场的稳定性。

1、金融市场上投机行为导致的大宗产品价格的快速上涨通过“价格损耗”渠道大幅度降低了中国外汇储备的实际购买力。

2、受美元贬值、投资收益等因素的影响，人民币对美元升值通过资产的“估值效应”使得本币计价的外汇储备的资产价值明显缩水。

3、受次贷危机和人民币升值等因素的影响，流入中国的国外资本急剧增加，对现有的汇率制度形成了一定的压力。与此同时，中国金融资产的风险更多地暴露在国际资本之下，过大的资产价格波动，会冲击金融市场的稳定性。

（二）从实体经济层面来看，通过金融渠道调整所导致的大宗产品价格上涨与美元贬值等因素，可能会导致中国未来一段时期内贸易条件进一步恶化；而大宗产品价格上涨带来的“价格超调”进一步增加了中国进口通货膨胀的压力。与此同时，通胀压力下的紧缩政策与不景气的房地产市场降低了企业的财务流动性。所有这些因素都会导致企业财务状况与经济基本面的恶化，进而降低银行信贷资产的质量，增加整个金融体系的系统性风险。

1、从实体经济层面来看，受大宗产品价格上涨和美元贬值等因素的影响，中国未来一段时期内的贸易条件可能进一步恶化。此外，美国可能采取的逆周期的贸易政策，在短期中会进一步降低中国出口推动经济增长的潜力，恶化经济基本面，带来就业压力，并增加银行系统性风险。

2、大宗产品价格的上涨带来的进口产品的“价格超调”进一步增加了中国进口通货膨胀的压力。

3、通货膨胀压力下的紧缩政策与房地产市场的不景气所导致的企业财务流动性的下降和财务状况的恶化，通过企业资产负债表传递到银行的资产负债表，给整个金融系统的资产质量带来负面影响，增加了银行的系统性风险。

（三）从货币政策来看，目前尚不存在使用汇率和利率政策来调控资本流入与宏观经济的空间。货币政策依然存在两难困境，汇率和利率政策仍将持续目前以

稳为主的态势。但是，国际金融市场对人民币升值预期出现下降，这使得稳定汇率升值预期成为可能，并将在一定程度上缓解国内金融系统性的风险。

三、应对和化解全球利益调整中中国宏观金融风险的政策建议

为了应对此轮调整的冲击，我们必须明确金融已成为国际利益调整的主要渠道，明确全球利益调整具有中长期性，必须实施金融大发展战略，抛弃传统的“重实体、轻金融”的发展思路，采用“重金融、重实体”的双重发展战略。金融大发展战略包括两个基本方面：一是在国内金融市场不可能完全开放的条件下，要利用香港的国际金融中心地位，实施中国金融局部“大推进”发展战略。二是要明确在未来相当长的一段时期内，加工制造业仍是促进中国经济与就业增长的重要部门，因此必须进一步加大金融资本与产业资本的结合，促进加工制造业的产业升级和“梯度”转移，扩大内部需求。

1、重新审视已有的金融“渐进”开放战略，传统的按照产品渠道开放的金融“渐进”开放战略已经走到了极限，必须用区域金融“大推进”战略替代原有的金融产品“渐进”开放战略，以形成局部经济体中市场化的金融资产价格来为整个经济体提供可用的参照系。

2、重新定位金融监管和金融创新，以“硬堵”的方式割断国内外资本市场的联系将不复存在。重点是加强审慎监管，在对现有各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项与资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。与此同时，要依据时机加速金融衍生品的创新，培养企业利用金融工具对冲风险的能力。

3、进一步使用国家主权资金来参与和稳定国际金融市场，并通过区域性的货币合作，增加中国经济对美元货币体系冲击的弹性。

4、宏观政策要关注资产价格的变化，要使用金融政策与其他政策的组合来降低金融资产的市场价格大幅度波动的风险。对于股票市场，要防止价格进一步下跌；对于房地产市场，在投资增长和销售降低的条件下，要密切关注企业的财务状况。

5、外部需求下降是挑战更是机遇。要通过金融资本与产业资本的进一步融合，整合产业结构，加快产业结构的升级，减小外部需求给中国经济增长带来的压力。与此同时，依靠中国经济的纵深性，通过相关的产业政策来帮助企业消化成本的上升，并达到调整区域产业结构的目的。

6、继续推行价格体制改革与产能限制等措施，以降低对大宗产品的国际需求，减缓由于需求因素对大宗产品价格上涨的拉力。同时也迫使资源密集型企业通过技术进步降低能耗，达到促进产业升级和降低过剩生产能力的双重目的。

7、加强国际合作，稳定原油来源。应该着力与伊朗、尼日利亚、沙特阿拉伯等石油供应国建立起长期的稳定关系，使石油的进口价格能够独立于受英美金融力量和石油卡特尔控制的期货交易价格，降低油价波动的风险。

附录　中国宏观经济论坛实时预测总结

附表　　宏观论坛报告主要预测结果

报告时间	预测年份	GDP 增速（%）	全社会固定资产投资同比增速（%）	社会消费品零售同比增速（%）	出口同比增速（%）	进口同比增速（%）
2006Q4	2006	10.48	27	13.6		
	2007	9.25	23	12.9		
2007Q2	2007	10.8	21.8	16.2	26.5	21
2007Q4	2007	11.44	25.6	16.2	25.6	21
	2008	10.5	24.1	17.1	23	21.2
2008Q2	2008 上半年	10.6	25.5	21.5	20.6	26.7
	2008	10.4	25.1	19	19.5	25.2
2008Q4	2008	9.6	26.2	21.6	21	25.2
	2009	8.42	18.7	16.1	14.1	19.1
2009Q2	2009	8.4	27.5	15.4	－17.1	－18.9
2009Q4	2009	8.57	33.4	15.6	－16.1	－12.5
	2010	9.42	24.6	18.2	12.2	13.3
2010Q2	2010	9.5	23.1	17.9	24.5	29.8
	2011	9.1	21.3	16.5	19.2	21

续表

报告时间	预测年份	GDP 增速（%）	全社会固定资产投资同比增速（%）	社会消费品零售同比增速（%）	出口同比增速（%）	进口同比增速（%）
2010Q4						
2011Q2	2011	9.63	24.6	17.1	22.4	29.5
	2012	9.49	22.3	17.5	20	24.2
2011Q4	2011	9.37	25.1	17.1	20.5	25.2
	2012	9.22	22.3	16.6	17.4	21.7
2012Q2	2012	8.6	22.3	15.3	12	13.3
	2013	9.3	24.7	16.4	18.2	17.9
2012Q4	2012	7.95	21.2	14.7	9	4.8
	2013	9.29	24.3	16.1	14.2	12.1
2013Q2	2013	8.1	24.8	15.8	9.9	9.5
2013Q4	2013	7.77	20.3	13.3	7.4	6.8
	2014	7.72	20.1	13.2	10.4	10
2014Q2	2014	7.5	18	12.7	9	8.2
2014Q4	2014	7.41	15.9	12	5.6	1.5
	2015	7.18	12.3	11.8	5.7	1.1
2015Q2	2015	6.9	12.1	10.7	2.6	－8
	2016	6.6	10.1	11	6.1	1.1
2015Q4	2015	6.9	10	10.6	－1.3	－12
	2016	6.6	9.6	10.3	2.1	1.1
2006Q4	2006	14.9	17.2	1.5	3.2	
	2007	14.2	16.4	1.9	3.6	
2007Q2	2007	18.1	17	3.17	3.95	
2007Q4	2007	20.7	17.4	4.5	3.2	
	2008	18.5	16.8	3.7	2.9	

续表

报告时间	预测年份	GDP 增速（%）	全社会固定资产投资同比增速（%）	社会消费品零售同比增速（%）	出口同比增速（%）	进口同比增速（%）
2008Q2	2008 上半年	19	16.8	8	9.5	
	2008	18.5	16.3	7.1	8.4	
2008Q4	2008	11.1	16	6.1		
	2009	12	15.7	2.3		
2009Q2	2009	17.2	22.6	－0.5	－2.5	
2009Q4	2009	26.6	24.8	－0.7	－2.5	
	2010	17.1	18.3	2.4	2.9	
2010Q2	2010	20.2	18.7	2.8	4.1	
	2011	18.4	17.5	2.6	3.7	
2010Q4						
2011Q2	2011	15.8	16.5	4.7	5.6	
	2012	16.4	17.2	3.4	5.1	
2011Q4	2011	14	15.7	5.4	6.1	
	2012	16.2	17.1	3.3	4.7	
2012Q2	2012	10.3	14.9	3.2	4	
	2013	15.8	16.5	3.4	5.7	
2012Q4	2012	10.8	15.1	2.6	2	
	2013	14.4	16.5	4.1	5.2	
2013Q2	2013	13.6	15.5	2.9	2.4	
2013Q4	2013	10.1	14.4	2.7	2.2	
	2014	10.2	14.1	3.2	3	
2014Q2	2014		13.5	2.6	2	
2014Q4	2014		13	2.2	1.3	
	2015		12.5	2.4	1.5	

续表

报告时间	预测年份	GDP 增速（%）	全社会固定资产投资同比增速(%)	社会消费品零售同比增速(%)	出口同比增速(%)	进口同比增速(%)
2015Q2	2015		11.8	1.5	－0.5	
	2016		11.6	1.8	－0.1	
2015Q4	2015		13.3	1.4	－0.5	
	2016		13	1.3	－0.1	