

目 录

主报告：2019 年中期中国宏观经济报告	
——外部冲击下韧性显现的中国宏观经济·····	01
分报告 1：构建支撑制造业高质量发展的	
中国现代金融体系发展路径与突破方向·····	119
分报告 2：逆全球化、贸易战与全球贸易发展·····	143
分报告 3：长期停滞现象及其对中国的影响·····	185
分报告 4：中国企业创新效率提升的制约因素分析·····	205
分报告 5：补短板专项债加速发行，稳增长基建托底经济	
——地方政府债券撬动投资规模的测算及展望·····	219
分报告 6：增值税减税的短期效应·····	241

报告总负责人：

杨瑞龙 毛振华 刘元春

报告执笔人：

主报告：于 泽 闫 衍 刘晓光

分报告一：张 杰

分报告二：王孝松 杜桢成

分报告三：范志勇 杨柳青

分报告四：刘小鲁

分报告五：闫 衍 袁海霞 汪苑晖

分报告六：尹 恒

主报告

2019 年中期中国宏观经济报告^① ——外部冲击下韧性显现的中国宏观经济

摘要:2019 年上半年中国宏观经济的“弱企稳”。从需求侧来看,对上半年宏观经济边际贡献最大的是净出口,1—5 月份贸易顺差持续上升。净出口从 2018 年对 GDP 负向拉动 0.6 个百分点,到 2019 年一季度正向拉动 1.46 个百分点,对 GDP 影响变动了 2 个百分点。同时,房地产投资持续高位运行和基础建设投资逐步回暖对冲了制造业投资下行,稳定了投资。从供给侧来看,最为显著的改变是金融业增加值提速,对服务业的增长起到了稳定作用。这些变化既有意料之外的外贸形势和房地产市场变化,更有情理之中的金融业增速和基建回暖。上半年面对不利的贸易形势和全球经济下行的压力,我国有效稳定了出口和外资,进出口数据亮眼。一季度的房地产市场“小阳春”在调控不变的情况下显得特立独行。上述超预期变化之外,更多的是宏观政策发力和改革提速带来的意料之中。松紧有度的货币政策稳定了金融形势。一方面,股市走强带动券商,另一方面,补充资本金后,银行表内信贷扩张加之稳定的利差,提升了银行业盈利水平。同时,在积极的财政政策带动下,地方政府专项债提前发力,稳定了基建投资。有更是政策因素支撑,“弱企稳”背后的国内市场基础还不牢固。

^① 本报告是中国宏观经济论坛课题组集体讨论的产物,执笔人为:于泽、闫衍、刘晓光。本报告数据除注明出处之外,皆出自统计局和中国人民大学中国宏观经济论坛测算。

展望下半年,意料之外的因素难以继续维持,情理之中的政策性支撑因素还在。由于前期更多是在政策支撑下的经济暂时性企稳,随着总需求政策的边际走弱、改革红利的释放存在一定的时滞,在市场内生需求不足局面无法改观的持续作用下,宏观经济未来继续低位运行,结构性下行压力较大。

当前和未来一段时期,我国宏观经济面临最大的冲击是来自于外部的国际贸易和国际金融条件变化。在国内市场趋势性疲弱问题没有解决之前,这会对我国经济产生很大的下行压力,需要判断清根源,找到合理应对措施。从2018年开始,美方屡次单方面提高关税。当前对贸易战的分析通常从经济逻辑出发,认为美方的做法是一种威胁,以关税为手段,希望重构中美之间的经济关系,获取更大经济利益。但是,仔细分析美方征税的范围和内容,可以发现更多是对中间投入品和资本品征税。美方的关税举措不仅仅是一种谈判技巧和经济方面的考虑,更是美国国内制造业衰落多年之后的政治反映。中美贸易摩擦更多是政治驱动而不是经济驱动的。美国的很多关税举措是希望能够加速全球价值链的重构,从全球价值链更多向北美、美国国内收缩,形成更加牢固的区域价值链,提升国内制造业地位,满足广大中低收入白人群体的政治诉求。国内政治驱动力不仅仅发生在美国。全球化在过去30年以来的快速发展,更多是经济动因,掩盖了全球化的政治、文化和意识形态维度。当前的国际组织框架无法有效应对全球产品价值链和资金自由大规模流动的收入分配与经济波动后果,这导致了各国国内政治问题纷纷涌现,反全球化浪潮在全球各地出现。但是,在全球价值链紧密联系和新技术推动的数据流全球化趋势下,经济的全面隔离已经无法办到,同时各国国内政治问题诉求也不相同,全球化不会重现“冷战”中意识形态维度下的全球冲突格局,而是国内政治议题冲击主导型的全球化。这意味着未来全球化进程中不确定性日益加大,“黑天鹅”事件逐渐常态化。在这种国内政治议题冲击主导型的全球化中,经济逻辑依然会起作用,中美贸易摩擦更可能的走向是一定意义上的以国家安全名义的“科技脱钩”,不会也无法走向全面“经贸脱钩”。科技冲击对我国确实存在一定影响。我国显性技术优势主要在通信行业,美国打击中兴、华为确实对我国优势技术领域产生冲击,对经济增长产生一定影响。

面对着国内政治维度日渐占据上风的全球化阶段,在前期积极布局的作用下,我国经济是有足够韧性来抵御各种不确定性的。所谓韧性是面对着冲击依然可以保持稳定的中高速增长。这来自于三个方面,韧性需要经济有好的长期增长基础,足以抵御短期各种波动;改革开放红利,尤其是中国参与新的全球化体系抵御各种

国内政治议题冲击；国内稳健的宏观调控。具体包括六个方面。1)增长潜力巨大的国内市场。全球价值链正在逐渐向大消费市场集中,在扶贫提高收入、户籍城镇化等政策推动下,我国国内消费市场长期看还有很大潜力。美国超越英国正是凭借着庞大的国内市场,我国在这方面同样具有显著优势。2)研发为基础的国内产业体系。随着技术进步,全球价值链逐渐从劳动套利走向研发、知识密集型的产业,多年的积累造就了我国具备相应的基础。3)数字经济为基础的数据全球化和相关服务。当前的全球化从贸易、金融日益走向数据跨境流动,借助阿里巴巴等构建的网络平台,我国具有雄厚的数据全球化实力。4)一带一路为基础的包容性全球化。国内政治议题冲击下的全球化核心在于各国不能合理分配全球收益,合作解决全球问题。我国推动的一带一路建设在国际产能合作等方面可以解决现有全球化存在的问题。特别是加强与东南亚国家的合作,利用好东南亚的产业链与市场。5)国内要素市场改革红利。我国经济增长中不足很大一部分来自于资源配置效率低,通过要素市场改革可以有效提升资源配置和效率。6)日益成熟的宏观调控体系。经过多年的摸索和实践,我国逐渐形成了有自身特色的宏观调控体系,能够有效应对各种短期冲击。

从我国具有的经济腾挪空间来看,未来长期是向好的。但是,很多潜力的发挥需要国内改革以进行结构调整。下半年,我国经济存在一些短期风险需要防范。1)全球经济持续走弱。在不确定性日益增强的全球化进程中,全球投资和贸易下降,拉低各国增长。特别值得注意的是,随着全球制造业份额的下降,当前的非洲等后发国家面临着更大的发展挑战,传统的出口导向型模式会逐步失灵,需要寻找新的模式。更进一步,目前全球有陷入“永久停滞”增长阶段的可能。全球经济走弱对我国下半年总体出口提出了更大挑战。2)地方财政恶化的风险。由于我国的税制主要是和经济增速联系在一起,在经济弱企稳的情况下,地方收入受到冲击,面对减税降费的压力,地方政府财政资金存在一定风险。3)金融条件变化的风险。在全球资产配置的压力下,我国面对着较大的汇率冲击。要实现进一步金融开放,需要特别关注汇率市场变化。同时,在经济,尤其是制造业压力较大的情况下,中小商业银行不良问题没有见底,下半年可能会集中爆发。由于包商银行事件对银行间市场产生的影响,需要重点防范金融市场情绪变化。4)新经济逐步回归常态,泡沫消失。新经济模式等的发展对中国经济风险主要是三个方面:毁灭性创造导致的经济波动与摩擦性失业、学习滞后和新经济泡沫。2019年最大的冲击是新经济泡沫破裂。这包括互联网和科技公司不断的裁员,数字经济模式运行异化

等。5)服务业进一步下滑。由于出口减少,信息服务业可能会进一步下降。同时,在制造业疲弱的大环境下,生产性服务业受到很大抑制。6)就业质量降低的风险。我国总体就业还相对平稳,但是就业质量降低会直接拉低消费等国内需求。7)国内市场结构性下滑的风险。房地产投资下半年面临回调,投资效率依然较低,汽车消费会在下半年见底,但是不会回到快速增长态势。

根据上述定性判断,设定系列参数,利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型,预测如下:

1、2019年上半年维持“弱企稳”,预计上半年实际GDP增速为6.3%,较2018年回落0.3个百分点。同时,由于GDP平减指数降至1.3%,名义GDP增速为7.6%,较2018年大幅回落1.9个百分点,短期下行压力较大。

2、2019年下半年下行压力将持续强化,虽然中国经济展现了一定韧性,短期内还需要政策加大支撑力度。预计2019年实际GDP增速为6.1%,比2018年下滑0.5个百分点,由于GDP平减指数下降为1.5%,名义GDP增速为7.6%,较2018年下滑1.9个百分点。投资增速持续下滑的趋势有所缓和,但疲软的态势难以根本扭转,预计全年增速为6.0%。消费短期内下滑压力加大,预计增速为8.2%。外部环境可能会继续恶化,预计全年出口增速负2%,进口增速为负4%,贸易顺差为3866亿美元,顺差大幅提高。随着内外供需环境进一步调整,2019年价格水平总体保持相对平稳状态。预计全年CPI上涨2.2%,PPI上涨0.5%,GDP平减指数涨幅为1.5%。

在上述判断和预测的基础上,报告提出了系列政策建议:

一、中美贸易摩擦驱动力是美国国内政治问题,这些与美国制造业等产业相关的政治问题已经摆上台面,将会在长期中持续。选举年这些问题影响会逐步加大,今明两年是高峰,需要积极应对,但是不会随着选举结束消失,未来将会持续。

二、面对全球化驱动因素的变化,必须对全球化的未来有更加清晰的认识,不能简单从经济角度分析全球化。一方面,由于全球化的经济动因还在,全球经济不会脱钩,我国要以更加开放的姿态推动经济全球化。另一方面,要时刻准备应对各国国内政治议题的冲击。这就要求大力加强对各国的国别研究,不能简单从一个统一的国际观点看各国。同时,积极推动WTO改革,借助一带一路倡议等,推动更加包容的全球化,降低国内政治冲击力度。

三、未来的全球产业链是建立在知识密集、研发密集和数据密集基础之上的,相关政策要有针对性,以此为目标精准降成本、补短板。不用过于担心工资上涨对

产业迁出的影响,一方面劳动套利型价值链在下降,另一方面,重要的是生产率基础上的实际工资,而不是简单的名义工资。建立必要的工资调整机制,提高国民收入中劳动收入份额。

四、为了更好地发挥中国经济的潜力,需要加大供给侧结构性改革。随着外部环境和国内发展条件的变化,我国经济结构必然要随之发生调整。但是,目前还存在很多阻碍结构调整的因素。在这种环境中,简单用总需求政策稳定经济可能会加剧结构调整问题。

1、供给侧结构性改革中心从上游去产能逐步调整为下游行业的竞争环境构建,全面提升下游产业竞争力。

2、加快推进产品市场改革与要素市场改革的协调。产品市场的很多问题是要素市场化不足导致的,加快劳动、土地、科技和资金市场改革。特别是面对“科技脱钩”等问题要加快科技体制改革。我国科技并不是资金投入不足的问题,而是在数字科技时代建立适宜的科研体制。加大对数据资源经济使用和隐私保护等问题的协调。

3、加快微观会计准则和宏观统计规则修订,适应数字经济,更好地体现经济的价值创造来源。

4、加快构建公务员正向激励体制。在目前职务与职级并行等政策的基础上,加大基层奖励性绩效的实施。

五、短期稳增长政策需要适应新的开放和改革要求。在设计短期政策时候,更多考虑未来的改革开放要求,考虑政策叠加后果,构建与未来适应的宏观调控框架。

1、通过各种适应市场需求的保障房建设,稳定房价和房地产投资。同时,还需要加大力度稳定基建投资,与我国当前的储蓄率相协调,建议基本稳定在6%左右。

2、稳定当前对新兴产业等财政补贴,放缓政策退坡力度,利用前瞻指引,提升预期的稳定性。

3、为了稳定基建投资和新兴产业,财政政策要更加积极有效,可考虑进一步扩大财政赤字。更为重要的是,由于我国经济增速未来在6%一线,原有以速度为基础的税制不再适合,需要加快向存量财产税收逐步过渡,进一步降低增值税等,加大公共服务力度。

4、下半年货币政策保持结构性宽松,建议下调一次基准利率和一次准备金率,

保持金融行业盈利平稳。维持汇率基本稳定,在加大金融开放的同时,提前准备市场化资本流动调节工具,实现资本流动有序。

5、宏观审慎监管政策加大对于科技金融的规则制定,推动科技金融在正规渠道内发展,提升金融资源配置效率。

第一部分 总论与预测

2019年上半年,在“六稳”政策和系列改革举措的提振作用下,中国经济成功抵御了各种下行风险的冲击,总体保持了平稳运行,处在合理区间。概括上半年经济企稳的动因,总体呈现了“意料之外,情理之中”。从需求侧来看,上半年主要是净出口起到了超预期支撑作用。除了意料之外的因素,更多的是宏观政策发力和改革提速带来的意料之中的动因。松紧有度的货币政策稳定了金融形势。一方面,股市走强带动券商,另一方面,补充资本金后,银行表内信贷扩张加之稳定的利差,提升了银行业盈利水平。同时,在积极的财政政策带动下,地方政府专项债提前发力,稳定了基建投资。综合这些因素来看,“弱企稳”背后国内市场内生的动力还不足,面对外部冲击,下行压力依然较大。

1. 实际 GDP 增速“弱企稳”,但动能结构的变化和名义 GDP 增速加快下滑,反映总需求偏弱。1 季度实际 GDP 增速为 6.4%,与去年 4 季度持平;名义 GDP 增速为 7.8%,较去年 4 季度下滑了 1.3 个百分点。其中,二产实际增速较去年 4 季度提高了 0.3 个百分点,但一产增速下降了 0.8 个百分点,最为关键的是,过去几年支撑中国经济平稳的第三产业实际增速下降了 0.6 个百分点。因此,1 季度实际 GDP 增长边际上弱于去年 4 季度,经济动能持续衰退。从名义 GDP 增速的过快下调来看,1 季度经济总需求仍然偏弱。持续的价格收缩对下半年生产存在一定的抑制作用。

2. 从投资方面看,上半年投资增速总体平稳,主要受房地产投资、采矿业投资和基建投资增速回升拉动,但核心动力的制造业投资增速则明显回落。1—5 月份,固定资产投资增速为 5.6%,较去年全年增速回落了 0.3 个百分点,较 1 季度回落了 0.7 个百分点,“稳投资”压力不减。其中,房地产开发投资增速达到 11.2%,较去年增速继续提升 1.7 个百分点;采矿业投资大幅增长 26.1%,较去年增速回升 22 个百分点;基建投资增速也缓慢回升至 4.0%,虽仍低于总体投资增速,但较去年增速回升 0.2 个百分点。然而,最为主力的制造业投资增速则出现大幅下滑,1—5 月仅增长 2.7%,较去年增速大幅回落了 6.8 个百分点,也拖累民间投资增速下

滑至 5.3%，较去年回落了 3.4 个百分点。因此，当前“稳投资”的结构性压力有所加大。

3. 从消费方面看，继 1 季度消费增速短暂企稳后，进入 2 季度以来呈现加速下滑的趋势。1—5 月份，社会消费品零售总额名义增速为 8.1%，比去年全年增速下降 0.9 个百分点；剔除价格因素的实际增速为 6.4%，比去年全年增速回落 0.5 个百分点。实际上，1—5 月份消费已经受到了小长假加强的刺激，否则将进一步下滑。主要原因在于汽车为代表的耐用消费品销售遇阻，网上消费回归常态。

3. 上半年贸易顺差显著扩大，但进出口增速均出现明显回落，“衰退型顺差”特征明显。1—5 月份，出口同比增长 0.4%，进口负增长 3.7%，进出口总额负增长 1.6%，增速分别较去年全年增速回落了 9.5、19.5 和 14.2 个百分点。但由于进口增速回落幅度更大，1—5 月份累计净出口规模达到 1305 亿美元，同比大幅增长了 38.3%。但这种“衰退型顺差”一般难以持续，随着下半年外需可能出现进一步回落，“稳内需”的必要性加大。

4. 从供给侧来看，受益于金融政策宽松，金融业成为上半年亮点，稳定了服务业增速，但是市场生产意愿不足。1—5 月份，工业增加值累计同比增长 6.0%，制造业同比增长 6.4%，比去年同期回落了 0.9 和 0.6 个百分点。上半年工业增加值短期主要得益于制造业增值税率下调对企业生产的提振作用而并非需求面的企稳回升，这也导致 3、4 月份工业增长波动较大。服务业中最为重要的信息传输、软件和信息技术服务业显著回落 7.9 个百分点。

5. 核心 CPI 处在下行区间，价格收缩向上游传导。影响今年 CPI 上涨的重要因素是食品价格的大幅上涨。5 月份，食品 CPI 同比大幅增长 7.7%，创下近 3 年来的最高点，主要原因是鲜果价格同比上涨 26.7%，猪肉价格上涨了 18.2%。但 5 月份，核心 CPI 涨幅仅为 1.6%，继续运行在下行区间。与 CPI 高位运行形成鲜明对比的是，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 和工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 在 2019 年持续低位运行。2019 年价格的回调在于上游企业合并效应逐渐减弱，下游需求不足逐渐向上游传导，导致了上游价格下降。

总体来看，上半年经济主要是在政策和超预期的外需支撑下获得了“弱企稳”，国内市场基础不牢，总需求不足从下游向上游传导，从逐渐饱和的传统行业向新兴行业传导。

下半年经济运行的主逻辑与上半年并没有变化，主要变化在于超预期的外需会不会在外部冲击下发生质变，持续的国内市场基础不牢会不会产生非线性的快

速下滑。

当前和未来一段时期,我国宏观经济面临最大的冲击是来自于外部的国际贸易和国际金融条件变化。从 2018 年开始,美方屡次单方面提高关税。仔细分析美方征税的范围和内容,可以发现更多是对中间投入品和资本品征税。美方的关税举措不仅仅是一种谈判技巧和经济方面的考虑,更是美国国内制造业衰落多年之后的政治反映,体现了铁锈地带的政治反抗。中美贸易摩擦更多是国内政治议题驱动而不是经济驱动的。美国希望能够加速全球价值链的重构,从全球价值链更多向北美、美国国内收缩,形成更加牢固的区域价值链,提升国内制造业地位,满足广大中低收入白人群体的政治诉求。国内政治驱动力不仅仅发生在美国。全球化在过去 30 年以来的快速发展,更多是经济动因,掩盖了全球化的政治、文化和意识形态维度。当前的国际组织框架无法有效应对全球产品价值链和资金自由大规模流动的收入分配与经济波动后果,这导致了各国国内政治问题纷纷涌现,反全球化浪潮在全球各地出现。但是,在全球价值链紧密联系和新技术推动的数据流全球化趋势下,经济的全面隔离已经无法办到,同时各国国内政治问题诉求也不相同,全球化不会重现“冷战”中意识形态维度下的全球冲突格局,而是国内政治议题冲击主导型的全球化。这意味着未来全球化进程中不确定性日益加大,“黑天鹅”事件逐渐常态化。在这种国内政治议题冲击主导型的全球化中,经济逻辑依然会起作用,中美贸易摩擦更可能的走向是一定意义上的以国家安全名义的“科技脱钩”,不会也无法走向全面“经贸脱钩”。科技冲击对我国确实存在一定影响。我国显性技术优势主要在通信行业,美国打击中兴、华为确实对我国优势技术领域产生冲击,对经济增长产生一定影响。

总之,中美今后将更多在国内政治议题的推动下重塑国际经济关系,各种摩擦将会更加频繁。尤其在今明两年选举中,摩擦会达到局部顶峰。这种摩擦具有长期性,之后还会延续,中美的科技脱钩将在更多领域展开。这种局势加之下半年国际经济总体走弱,对净出口具有较大影响,上半年的超预期增长不可延续。

面对下半年会加剧的外部冲击,我国具有较大经济腾挪空间,未来长期是向好的。但是,很多潜力的发挥需要国内改革以进行结构调整。下半年,我国国内市场有三方面风险要特别关注。

1) 新经济逐步回归常态,泡沫消失。新经济模式等的发展对中国经济风险主要是三个方面:毁灭性创造导致的经济波动与摩擦性失业、学习滞后和新经济泡沫。2019 年最大的冲击是新经济泡沫破裂。这包括互联网和科技公司不断的裁

员,数字经济模式运行异化等。

2)服务业进一步下滑。由于出口减少,信息服务业可能会进一步下降。同时,在制造业疲弱的大环境下,生产性服务业受到很大抑制。

3)在房地产调控进一步深入之际,下半年房地产投资会逐步减速,对固定资产投资拉动作用降低,结合目前较低的投资效率,全年固定资本形成对 GDP 的贡献率进一步降低。

根据上述的一些定性判断,利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型,设定主要宏观经济政策假设:(1)2019 年名义财政预算赤字率为 3%;(2)2019 年人民币与美元平均兑换率别为 6.9:1。预测 2019 年下半年中国宏观经济形势,其预测结果如表 1 所示。

表 1 2018—2019 年中国宏观经济指标一览表

预测指标	2016	2017	2018	2019 *	
				上半年	全年
1. GDP 增长率(%)	6.7	6.8	6.6	6.3	6.1
第一产业	3.3	4.0	3.5	3.0	3.4
第二产业	6.3	5.9	5.8	6.0	5.8
第三产业	7.7	7.9	7.6	7.0	6.8
2. 固定资产投资完成额(亿元)	596,501	631,684	635,636	315,155	675,045
(增长率,不完全可比,%)	8.1	7.2	5.9	5.8	6.0
社会消费品零售总额(亿元)	332,316	366,262	380,987	194,419	412,228
(增长率,不完全可比,%)	10.4	10.2	9.0	8.0	8.2
3. 出口(亿美元)	20,976	22,633	24,867	11,724	24,369
(增长率,%)	-7.7	7.9	9.9	0.2	-2.0
进口(亿美元)	15,879	18,438	21,357	10,037	20,503
(增长率,%)	-5.5	16.1	15.8	-3.0	-4.0
净出口(亿美元)	5,097	4,196	3,509	1,686	3,866
(增长率,%)	-14.2	-17.7	-16.4	24.7	10.2
4. CPI 上涨率(%)	2.0	1.6	2.1	2.1	2.2

续表

预测指标	2016	2017	2018	2019 *	
				上半年	全年
PPI 上涨率(%)	-1.4	6.3	3.5	0.3	0.5
GDP 平减指数上涨率(%)	1.1	3.8	2.9	1.3	1.5
5. M2 增长率(%)	11.3	8.1	8.1	8.5	8.5
M1 增长率(%)	21.4	11.8	1.5	3.0	3.0
社会融资规模存量增长率(%)	12.8	13.4	9.8	10.5	10.5
社会融资规模流量(亿元)	178,022	223,969	192,584	120,867	231,101
6. 政府收入(亿元)	206,171	234,029	258,757	139,535	264,908
(增长率,%)	6.0	13.5	10.6	2.9	2.4
公共财政收入(亿元)	159,552	172,567	183,352	109,547	192,520
(增长率,%)	4.5	7.4	6.2	5.0	5.5
政府性基金收入(亿元)	46,619	61,462	75,405	29,988	72,389
(增长率,%)	11.9	34.8	22.6	-4.0	0.0

注：* 表示预测值。

根据前面的分析逻辑,在净出口的拉动下,2019 年上半年维持“弱企稳”,预计上半年实际 GDP 增速为 6.3%。由于固定资本形成和消费相对疲弱,较 2018 年回落 0.3 个百分点。同时,国内市场动能不足导致 GDP 平减指数降至 1.3%,名义 GDP 增速为 7.6%,较 2018 年大幅回落 1.9 个百分点,短期下行压力较大。

2019 年下半年下行压力将持续强化,虽然中国经济展现了一定韧性,短期内还需要政策加大支撑力度。

1) 预计 2019 年实际 GDP 增速为 6.1%,比 2018 年下滑 0.5 个百分点。在外需下滑和国内市场耐用消费品逐渐饱和的情况下,制造业延续下滑态势,第二产业全年增速预计 5.8%。在贸易摩擦的作用下,影响最大的是信息通讯产品,拖累信息传输、软件和信息技术服务业进一步回落,虽然国内 5G 建设会有所弥补,但是下行压力依然较大,预计第三产业增长 6.8%。在需求不振的情况下,GDP 平减指数下降为 1.5%,名义 GDP 增速为 7.6%,较 2018 年下滑 1.9 个百分点。

2) 投资增速持续下滑的趋势有所缓和,但疲软的态势难以根本扭转,预计全年增速为 6.0%。2018 年下半年基建投资基数较低,考虑到基数效应,2019 年全年基

建投资会稳步回升。但是,由于房地产投资会逐步回落,制造业投资在需求不足情况下难以回暖,总投资预计增长 6%。

3)消费短期内下滑压力加大,预计增速为 8.2%。汽车消费在 7 月份国六执行标准逐渐明确的情况下,会在下半年逐渐稳住下滑态势。同时由于 2018 年下半年基数相对较低,增速也会企稳。但是,由于人口结构和出行方式的变化,汽车消费难以恢复原来增长态势。在家庭负债攀升,收入增速放缓的综合作用下,预计全年消费增速 8.2%。

4)外部环境可能会继续恶化,预计全年出口增速负 2%,进口增速为负 4%,贸易顺差为 3866 亿美元,顺差大幅提高。下半年全球经济持续放缓,同时美国选举推动国内政治议题升温,会在多个领域产生经济摩擦,外部需求放缓,预计出口呈现负增长。由于国内价值链增长,进口需求会有放大,预计降幅 4%。由于进口大幅度下降,推升贸易顺差。

5)2019 年价格水平总体保持相对平稳状态。预计全年 CPI 上涨 2.2%,PPI 上涨 0.5%。从消费者价格指数来看,鲜果价格难以在短时间内评议,加之猪肉生产周期,食品价格压力大。但是总需求不振降低其他价格,综合判断全年 CPI 上涨 2.2%。在生产资料价格下行的压力下,PPI 上涨 0.5%,明显回落。

6)M2 增速为 8.5%,社会融资总额存量增长 10.5%。在地方政府专项债推动基建投资引致银行贷款的渠道下,M2 增速有上升的趋势。但是,其他国内需求不振,抑制了货币内生增速。同时,面对下半年较大的汇率压力,金融条件放松空间有限,预计全年 M2 增速 8.5%。

7)政府收入下滑放缓。下半年个人所得税等收入同比增速会有所回升。当前个人所得税税率上半年在收入累计较低的情况下会有较大的下滑,随着累积收入提高,下半年收入会逐步回升。预计全年政府收入增长 2.4%,政府财政压力较大。

第二部分 2019 年中国宏观经济形势分析与展望

自 2018 年下半年以来,中国经济增速出现明显下滑,主要宏观经济指标出现全面回落,市场信心较为低迷。2019 年上半年,在“六稳”政策和系列改革举措的提振作用下,中国经济成功抵御了各种下行风险的冲击,宏观经济、金融市场和劳动力市场保持平稳运行,市场信心得到有效逆转,多数经济指标较去年下半年企稳或改善。但是,结构性下行压力有所加大,中国经济总体保持低位运行,部分经济指标出现恶化迹象,值得未来警惕。

表 2 2018—2019 年中国宏观经济指标一览表

预测指标	2016	2017	2018	2019 *	
				上半年	全年
1. GDP 增长率(%)	6.7	6.8	6.6	6.3	6.1
第一产业	3.3	4.0	3.5	3.0	3.4
第二产业	6.3	5.9	5.8	6.0	5.8
第三产业	7.7	7.9	7.6	7.0	6.8
2. 固定资产投资完成额(亿元)	596,501	631,684	635,636	315,155	675,045
(增长率,不完全可比,%)	8.1	7.2	5.9	5.8	6.0
社会消费品零售总额(亿元)	332,316	366,262	380,987	194,419	412,228
(增长率,不完全可比,%)	10.4	10.2	9.0	8.0	8.2
3. 出口(亿美元)	20,976	22,633	24,867	11,724	24,369
(增长率,%)	-7.7	7.9	9.9	0.2	-2.0
进口(亿美元)	15,879	18,438	21,357	10,037	20,503
(增长率,%)	-5.5	16.1	15.8	-3.0	-4.0
净出口(亿美元)	5,097	4,196	3,509	1,686	3,866
(增长率,%)	-14.2	-17.7	-16.4	24.7	10.2

续表

预测指标	2016	2017	2018	2019 *	
				上半年	全年
4. CPI 上涨率(%)	2.0	1.6	2.1	2.1	2.2
PPI 上涨率(%)	-1.4	6.3	3.5	0.3	0.5
GDP 平减指数上涨率(%)	1.1	3.8	2.9	1.3	1.5
5. M2 增长率(%)	11.3	8.1	8.1	8.5	8.5
M1 增长率(%)	21.4	11.8	1.5	3.0	3.0
社会融资规模存量增长率(%)	12.8	13.4	9.8	10.5	10.5
社会融资规模流量(亿元)	178,022	223,969	192,584	120,867	231,101
6. 政府收入(亿元)	206,171	234,029	258,757	139,535	264,908
(增长率,%)	6.0	13.5	10.6	2.9	2.4
公共财政收入(亿元)	159,552	172,567	183,352	109,547	192,520
(增长率,%)	4.5	7.4	6.2	5.0	5.5
政府性基金收入(亿元)	46,619	61,462	75,405	29,988	72,389
(增长率,%)	11.9	34.8	22.6	-4.0	0.0

注：* 表示预测值。

(一)上半年经济总体平稳,但基础不牢

2019年1季度的宏观政策发力和改革提速,从总需求和总供给两方面带来了中国宏观经济形势的“弱企稳”。但由于前期更多是在政策支撑下的经济暂时性企稳,随着总需求政策的边际走弱、改革红利的释放存在一定的时滞,在市场内生需求不足局面无法改观的持续作用下,宏观经济2季度继续低位运行,同时结构性下行压力较大。

1、实际GDP增速“弱企稳”,但名义GDP增速加快下滑,反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。

1季度实际GDP增速为6.4%,与去年4季度持平;名义GDP增速为7.8%,较去年4季度下滑了1.3个百分点。其中,二产实际增速较去年4季度提高了0.3个

百分点,但一产增速下降了0.8个百分点,最为关键的是经济最大比例的第三产业实际增速下降了0.6个百分点。因此,1季度实际GDP增长边际上弱于去年4季度。从名义GDP增速的过快下调来看,1季度经济总需求仍然偏弱,带动GDP平减指数较去年4季度继续回落。特别是PPI在2017年触顶之后,开始了持续下降,2019年降至“零时代”,个别月份PIRM指数甚至出现负增长,生产领域的价格紧缩效应增强,带动了GDP平减指数的下滑。正是由于名义总需求持续不足,支撑了1季度货币政策边际宽松和财政支出力度加大的部分逻辑。



图1 GDP增速变化趋势

从GDP增长拉动来看,1季度GDP增长主要来自消费和净出口增长拉动,而投资对GDP增长的拉动力则过快衰竭。1季度,最终消费支出拉动GDP增长4.2个百分点,货物和服务净出口拉动GDP增长1.5个百分点,消费和净出口的贡献率分别达到65.1%和22.8%;相比之下,1季度,资本形成总额仅拉动GDP增长0.8个百分点,对GDP增长的贡献率下降为12.1%。

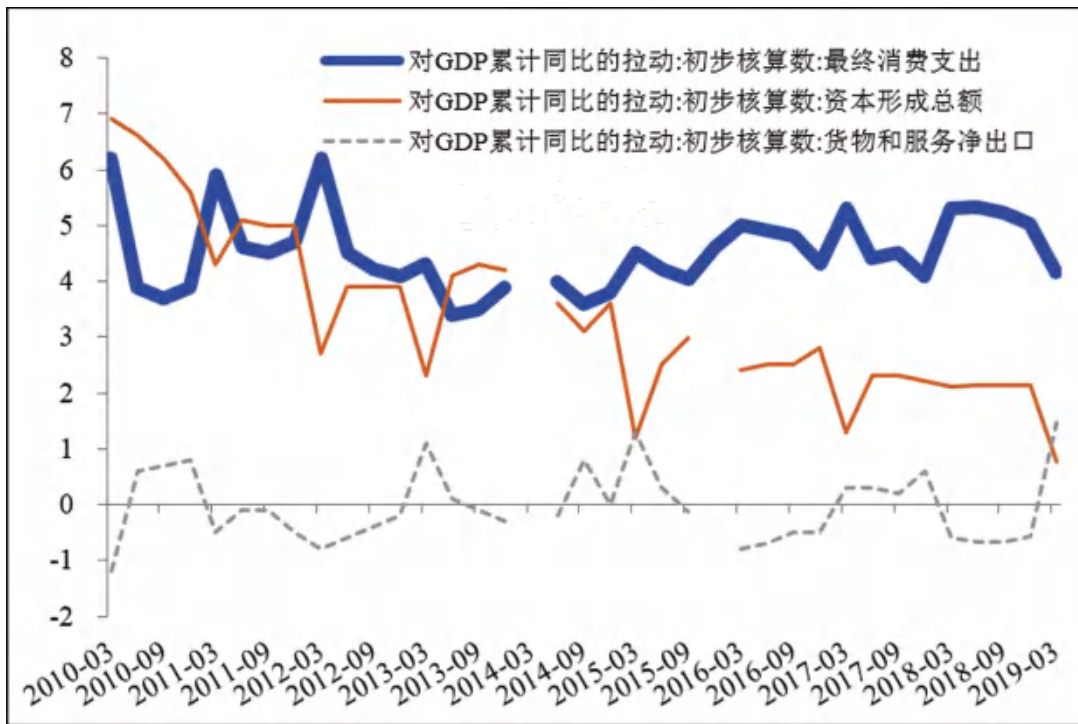


图 2 支出法下三驾马车对 GDP 增长的拉动

2019 年上半年需要特别注意的是净出口对经济的拉动作用。2019 年上半年,我国贸易差额一直呈现了高位运行,5 月份累计同比增速 38.27%。2018 年全年,净出口对于经济都是负向贡献,对 GDP 拉动平均幅度是-0.6%。2019 年一季度拉动了 GDP 增长 1.46 个百分点,对 GDP 影响变动了 2 个百分点,起到最为重要的边际作用。

分地区看来,经济增长分化的格局依然延续。总体而言,2018 年增长较快的地区,在 2019 年 1 季度继续保持较快增长,而 2018 年增长乏力的地区,在 2019 年 1 季度仍未实现强劲增长。其中,在高于全国平均增速的经济体中,云南、甘肃、宁夏、浙江、河北等省的 1 季度增速较去年增速有明显提升,保持在 7.0%以上;而在低于全国平均增速的经济体中,吉林、陕西、青海、上海、山东等省的 1 季度增速较去年增速出现明显回落。

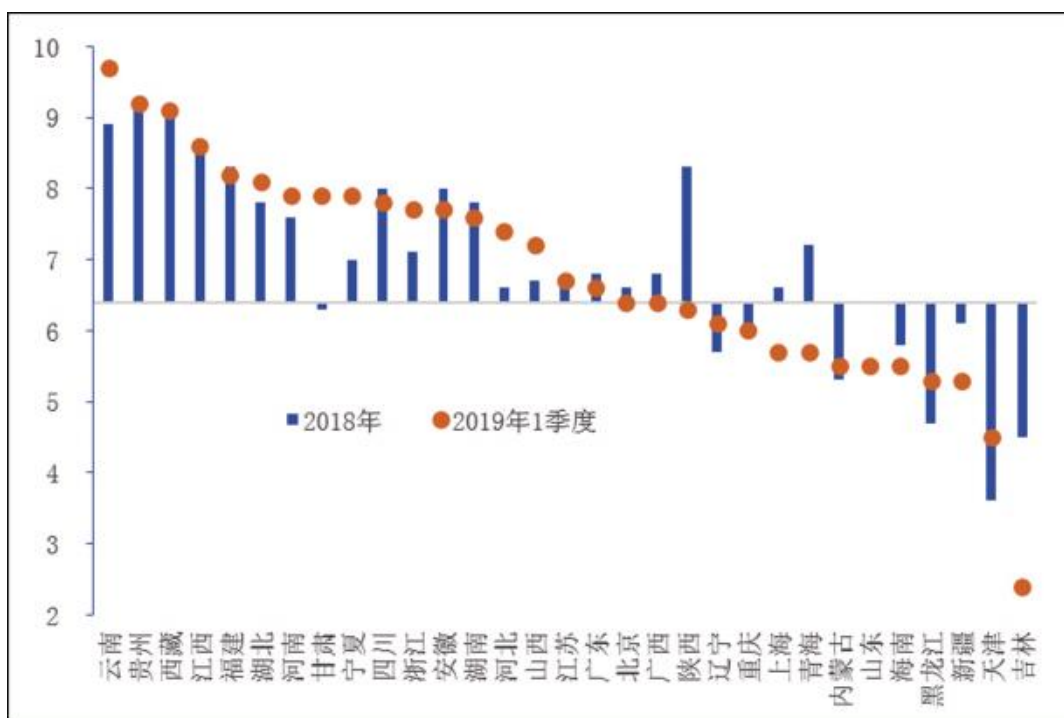


图3 分省(市、区)GDP增长情况

2、总需求边际改善,但整体依然较弱,且结构分化特征更加明显。

(1)从投资方面看,上半年投资增速总体平稳,主要受房地产投资、采矿业投资和基建投资增速回升拉动,但核心动力的制造业投资增速则明显回落。1—5月份,固定资产投资增速为5.6%,较去年全年增速回落了0.3个百分点,较1季度回落了0.7个百分点,“稳投资”压力不减。其中,房地产开发投资增速达到11.2%,较去年增速继续提升1.7个百分点;采矿业投资大幅增长26.1%,较去年增速回升22个百分点;基建投资增速也缓慢回升至4.0%,虽仍低于总体投资增速,但较去年增速回升0.2个百分点。然而,最为主力的制造业投资增速则出现大幅下滑,1—5月仅增长2.7%,较去年增速大幅回落了6.8个百分点,也拖累民间投资增速下滑至5.3%,较去年回落了3.4个百分点。因此,当前“稳投资”的结构性压力有所加大。

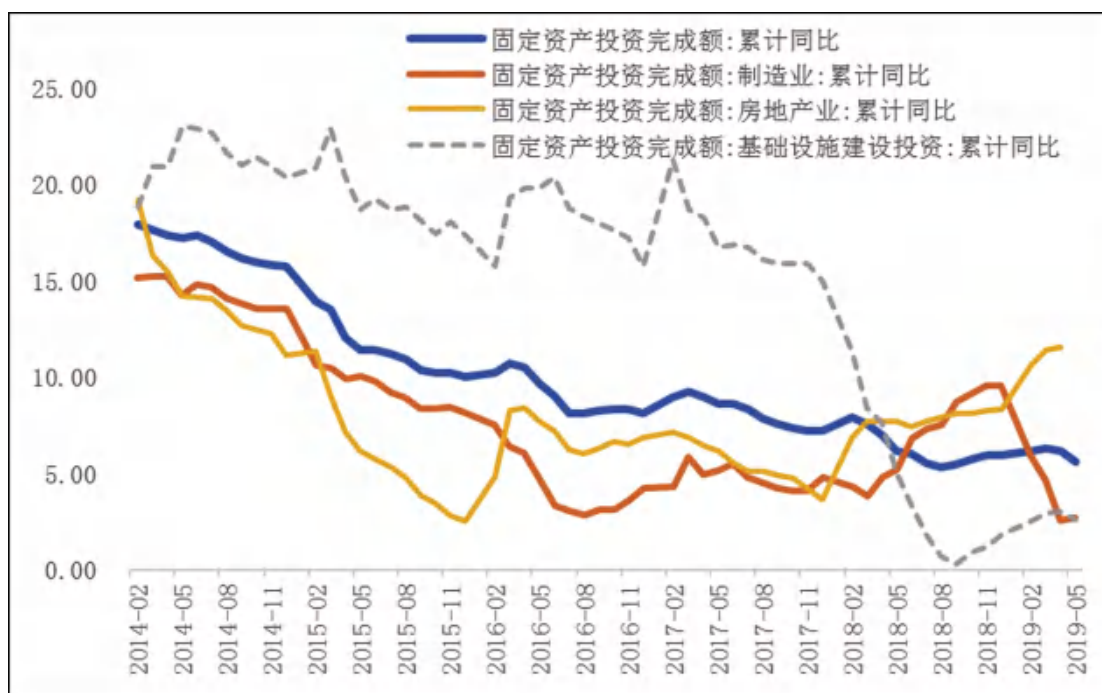


图 4 固定资产投资增速变化趋势

从投资构成和建设性质看,购买设备工器具投资和扩建投资持续低迷,说明目前投资意愿尚未出现明显的好转,投资企稳的基础有待进一步夯实。1—5 月份,固定资产投资中的其他费用投资增长了 13.7%,但购置设备工器具投资增速则由去年全年的正增长 2.6%转为负增长 2.2%,增速比 1—4 月份进一步回落了 0.8 个百分点。不仅如此,近几年扩建投资增速也持续在低位徘徊,2016—2018 年增速分别为 2.5%、-0.4%和-5.1%;今年 1—5 月份,扩建投资增速为负增长 8.8%,跌幅进一步扩大。不过,今年以来,新建投资和建筑安装工程投资增速呈现企稳回升迹象。1—5 月份,新建投资和建筑安装工程投资均增长 5.4%,分别较去年全年增速回升 0.1 和 1.8 个百分点。但是总体而言,以上情况说明企业在生存空间挤压下,真实投资意愿始终没有出现明显的好转。

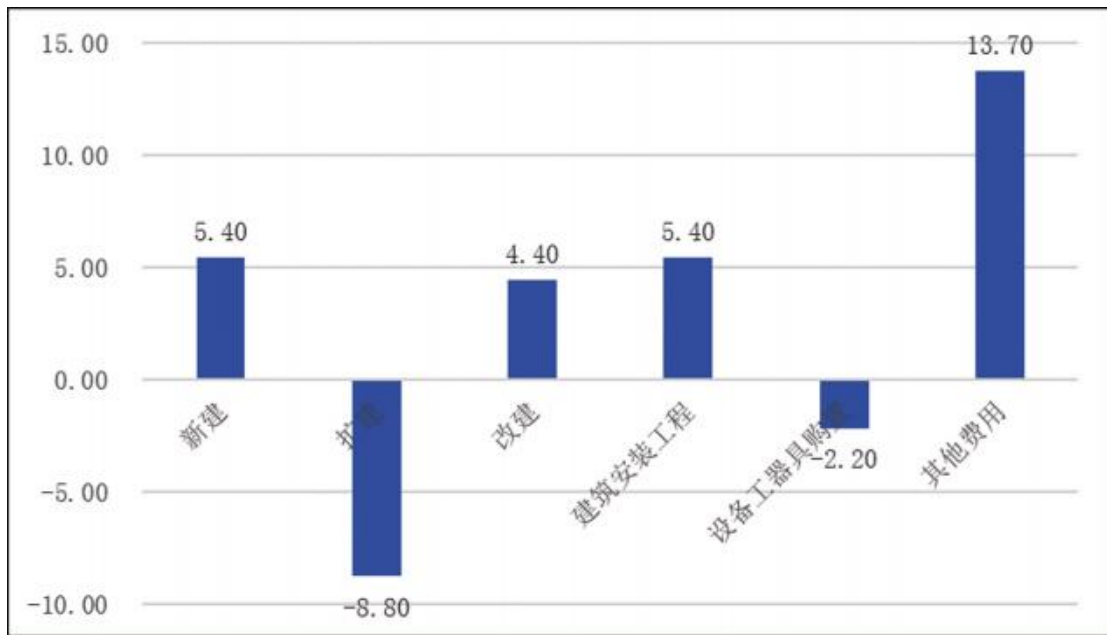


图5 2019年1—5月份按投资构成和建设性质分项投资增速对比情况

从对全年投资增速的展望看,总体投资增速依然很难出现很大幅度的回升,不过,在各地保障性住房和基建投资两方面补短板的作用下,从剔除价格因素的实际增速来看,总体投资低点在去年3季度已经出现,至今年1季度已连续两个季度企稳。

具体来看,进入3季度后,基建投资增速有望继续回升至6.0%左右;而受利润大幅下滑影响,制造业投资短期内难以出现明显改观,不过随着针对制造业和民营企业的大规模减税政策和融资支持政策开始发力,下半年制造业和民间投资有望重新得到提振。由于采矿业利润增速大幅下滑,从去年的正增长40.1%转为今年1—4月份的负增长0.7%,预计下半年采矿业投资增速将出现明显放缓。

(2)从消费方面看,继1季度消费增速短暂企稳后,进入2季度以来呈现加速下滑的趋势。1—5月份,社会消费品零售总额名义增速为8.1%,比去年全年增速下降0.9个百分点;剔除价格因素的实际增速为6.4%,比去年全年增速回落0.5个百分点。从分月指标来看,由于五一假期较去年增长,5月份消费名义同比增长8.6%,较4月增速大幅上升1.4个百分点;实际同比增长6.4%,较4月上升1.3个百分点。

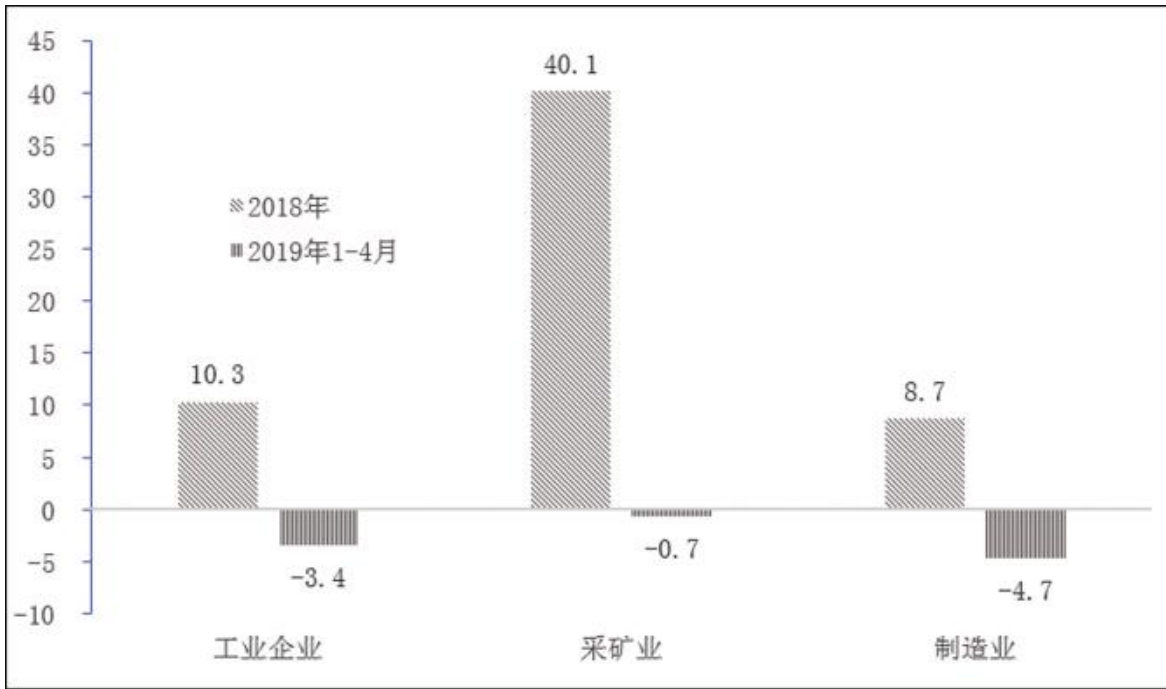


图6 工业部门利润增长变化情况

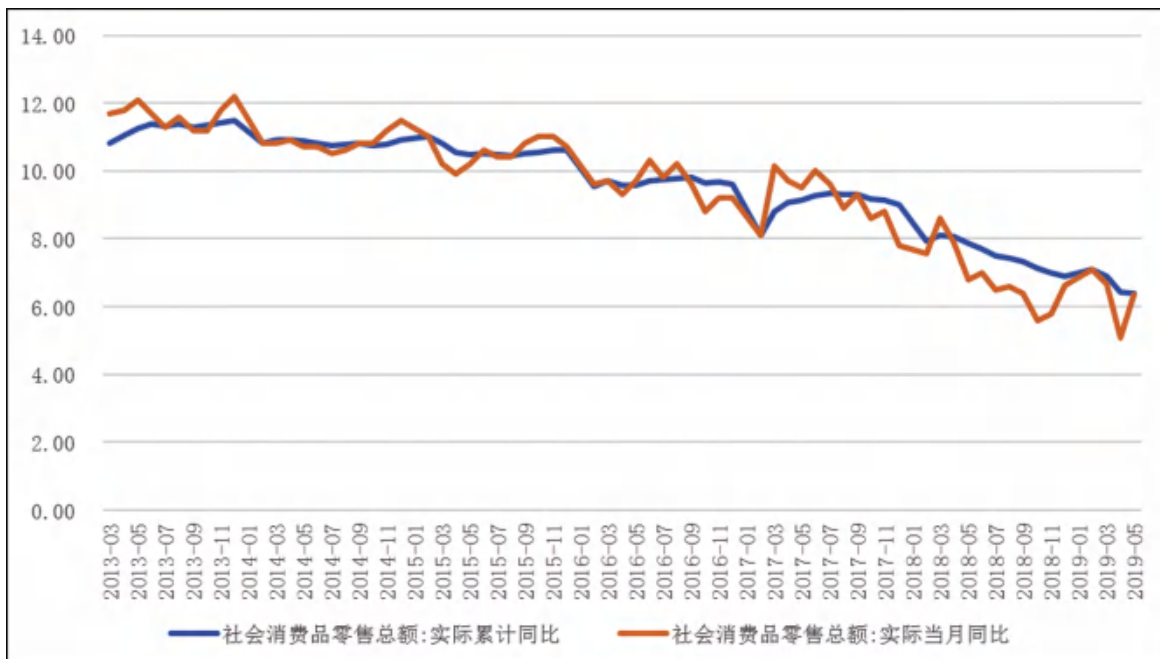


图7 消费增长变化趋势

从全年消费展望看,能否扭转限额以上消费特别是汽车消费的持续较快下滑,

成为今年“稳消费”的关键。1 季度,限额以上消费仅增长 4.1%,较去年同期增速回落 4.4 个百分点,特别是汽车类消费为负增长 3.4%,较去年同期增速回落 10.8 个百分点。目前国家发展改革委正在征求关于《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案》的意见,针对性较强,有望扩大汽车、家电、消费电子产品更新消费市场需求,拉动消费增长。

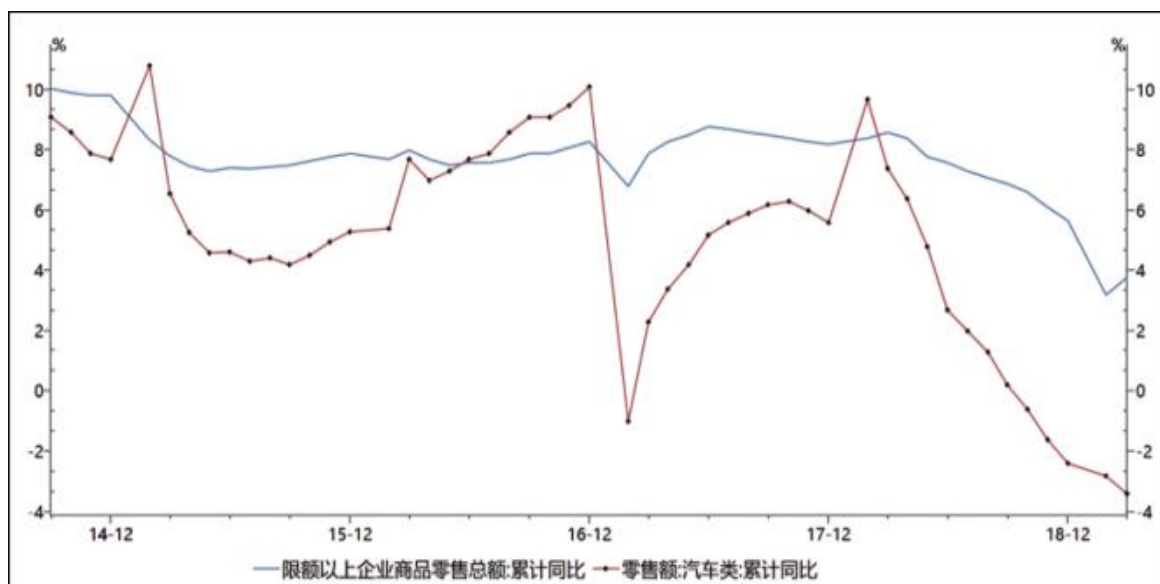


图 8 限额以上消费和汽车类消费增长变化情况

(3)从外需看,进出口增速均出现明显回落,但贸易顺差显著扩大,“衰退型顺差”特征明显。1—5 月份,以美元计价,中国出口同比增长 0.4%,进口负增长 3.7%,进出口总额负增长 1.6%,增速分别较去年全年增速回落了 9.5、19.5 和 14.2 个百分点。但由于进口增速回落幅度更大,1—5 月份累计净出口规模达到 1305 亿美元,同比大幅增长了 38.3%。但这种“衰退型顺差”一般难以持续,随着下半年外需可能出现进一步回落,“稳内需”的必要性加大。

当前的净出口扩大存在一定的人民币贬值因素。截至 6 月 10 日,人民币兑美元汇率达到 6.93,比 2 月份贬值了 3.6%,而 5 月份外汇储备比 1 月份增长了 0.4%。下半年,人民币汇率面临“破 7”考验,但在很大程度上取决于货币政策取向。

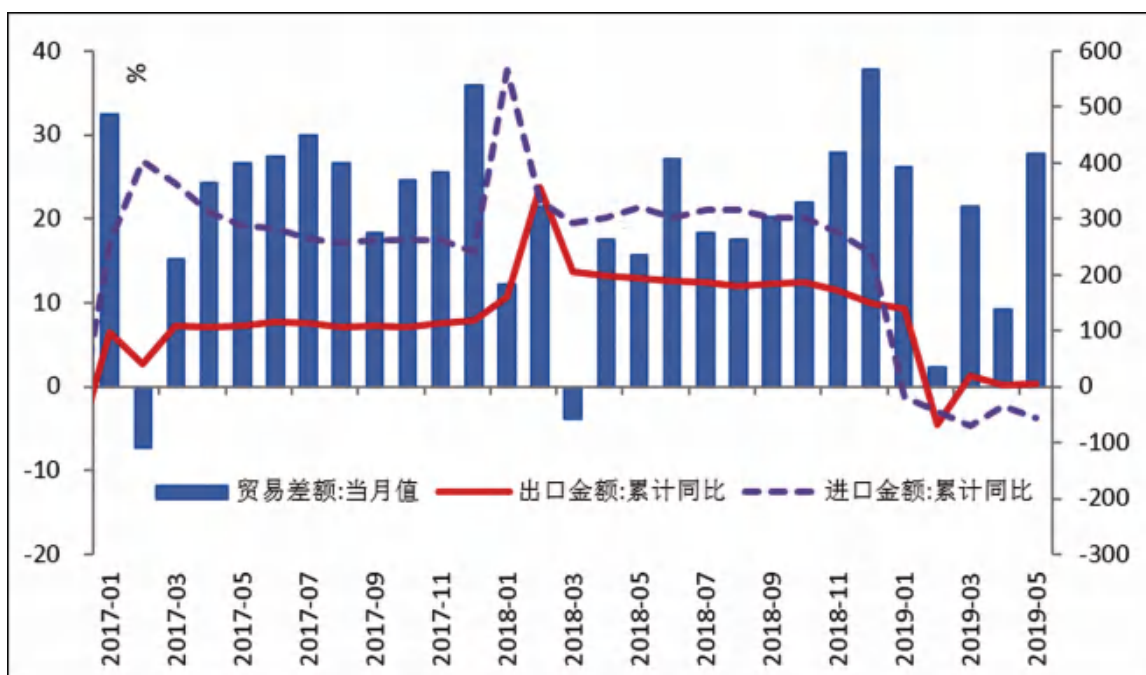


图 9 进出口贸易增长变化趋势

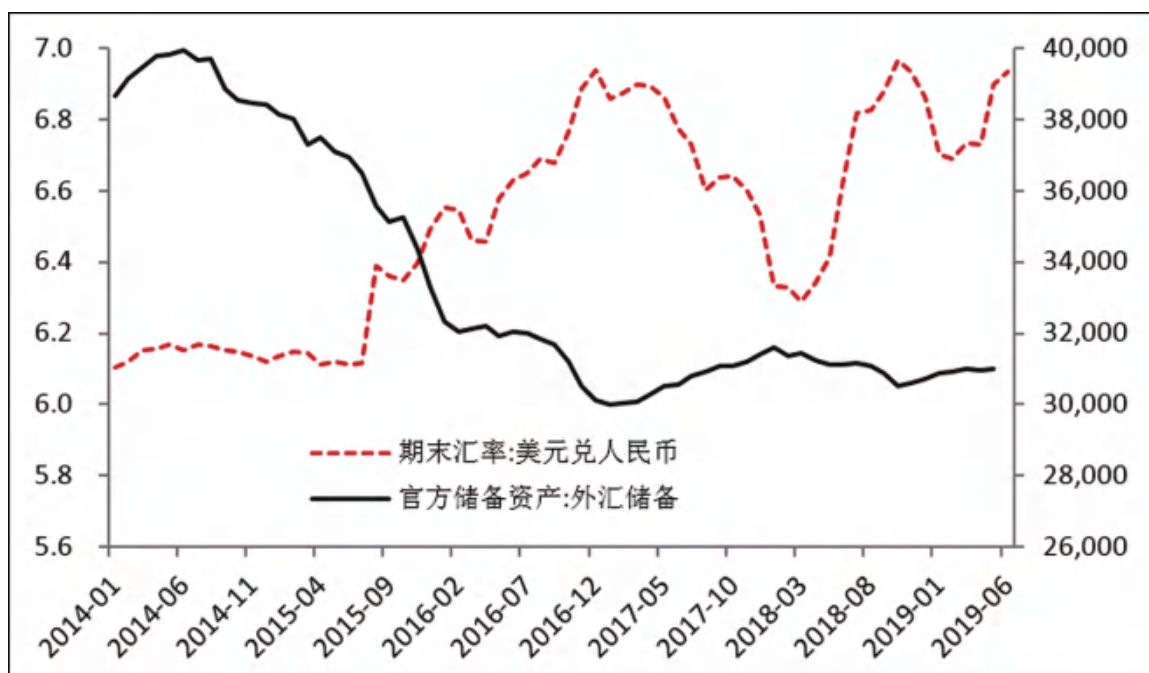


图 10 人民币汇率变化趋势

3、总供给短期冲高回落，下半年下行风险依然较大

(1)从工业生产来看，继 3 月份工业和制造业增加值增速明显回升后，5 月份

以来再度出现下滑。1—5 月份,工业增加值累计同比增长 6.0%,制造业同比增长 6.4%,比去年同期回落了 0.9 和 0.6 个百分点。2019 年工业增加值短期主要得益于制造业增值税率下调对企业生产的提振作用而并非需求面的企稳回升,这也导致 3、4 月份工业增长波动较大,具体表现为:1)受增值税率 4 月 1 日下调预期的影响,3 月份企业提前补库存带动上游企业的销售和生产,导致 3 月工业同比增长 8.5%,制造业同比增长 9.0%,创 2015 年以来的同期最高点;2)但由于 3 月工业较快增长部分“透支”了 4 月份的增长空间,叠加消费和投资需求走弱,4 月份工业增加值仅增长 5.4%,比 3 月份大幅回落 3.1 个百分点;制造业增长 5.3%,回落 3.7 个百分点。5 月份制造业持续走弱。发电量数据进一步印证了工业的下行压力。5 月份当月发电量增速仅为 0.2%,反映了总需求下滑。因此,下半年工业增速能否企稳回升将取决于总需求的走势,目前来看下行压力较大。

从前瞻性指标来看,制造业 PMI 指数持续走弱,5 月份跌入“枯荣线”以下,预示着短期增长压力加大。作为制造业生产的先行指标,5 月份 PMI 仅为 49.4%,较 4 月份回落 0.7 个百分点,再度跌入“枯荣线”以下,意味着 6 月份制造业生产下行的可能性较大。实际上,制造业 PMI 从去年 6 月进入下行区间,自 10 月份起已持续在“枯荣线”附近徘徊。分项来看,PMI 下行主要受新订单特别是新出口订单的持续走弱影响,新订单和新出口订单指数分别从去年 5 月份的 53.8%和 51.2%波动下滑至今年 5 月份的 49.8%和 46.5%,特别是新出口订单指数已连续 12 个月位于“枯荣线”以下。1 季度,工业产能利用率为 75.9%,比上年同期下降 0.6 个百分点;4 月份,工业企业产品销售率为 97.2%,比上年同期下降 2.4 个百分点。



图 11 工业增长变化趋势

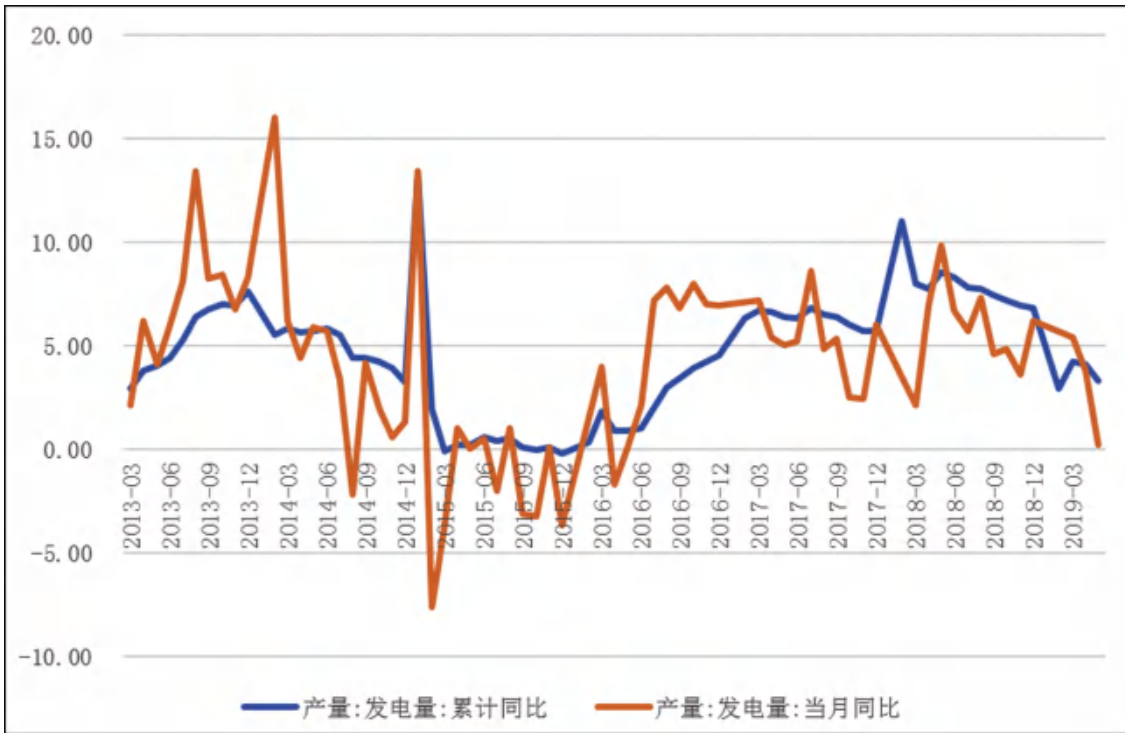


图 12 发电量

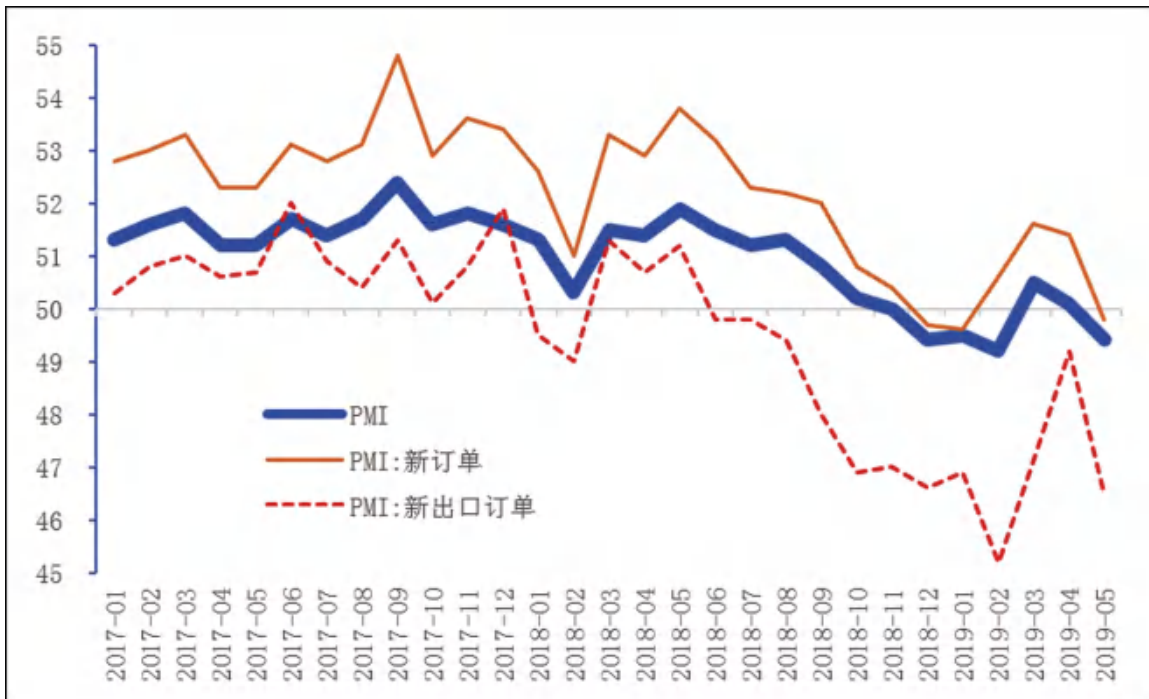


图 13 制造业 PMI 指数变化情况



图 14 服务业生产指数增长变化趋势

(2)从服务业生产指数看,得益于金融业回暖,服务业增长出现企稳迹象。1—5 月份,服务业生产指数同比增长 7.3%,比去年全年增速回落 0.4 个百分点,但比去年 4 季度增速提高 0.1 个百分点;其中,5 月份同比增长 7.0%,较 4 月增速回落 0.4 个百分点,下阶段走势值得高度关注。分产业来看,虽然 1 季度租赁和商务服务业、金融业、住宿和餐饮业、批发和零售业增速均比去年 4 季度有所提升,但增速较高的信息传输、软件和信息技术服务业显著回落 7.9 个百分点,今年服务业最大的亮点在于金融业增加值增速的回升。

从图 15 中可以看出,与服务业生产指数大趋势一致,2019 年以来服务中主要细分行业的增速都呈现下滑态势,对 GDP 的贡献率呈现下降趋势。最为特别的是金融业。在 2015 年贡献率达到高点之后,在去杠杆的政策的作用下,尤其是在资管新规发布之后,对影子银行中表外业务的监管日益严格,金融业出现了业务大规模回表,增速下滑。2019 年以来,金融业出现了全面回暖,增速加快,对 GDP 贡献率从 2018 年 4 季度 5.4%,上升到 2019 年一季度 9.9%,拉动了 GDP0.6 个百分点。

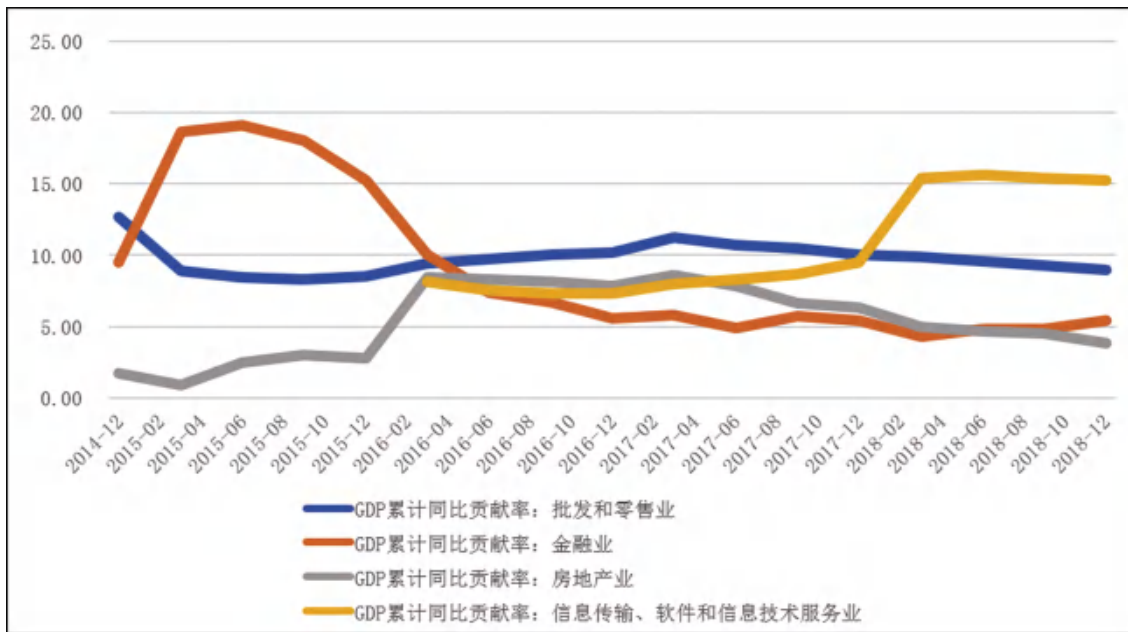


图 15 服务业各行业贡献率



图 16 同业存单利率和贷款利率

我国金融业回暖部分原因 2019 年以来股市持续走强，提升了券商的收益。我国金融最重要的还是银行，金融走暖关键是银行利润上升。一季度末，我国金融业

机构总资产为 302.71 万亿元,同比增长 8%,其中,银行业机构总资产为 275.82 万亿元,同比增长 7.7%;证券业机构总资产为 7.78 万亿元,同比增长 9.6%;保险业机构总资产为 19.11 万亿元,同比增长 10.9%。银行主要收入还是来自利差,2019 年最为关键的是利差的持续上升。图 16 可以看出,能够代表商业银行成本的同业存款利率在 2016 年 8 月份之后持续攀升,保持高位运行,在 2019 年回到了 3%左右的水平。同期限的贷款基准利率和银行最优利率保持不变,这就使得银行获得了足够的利差,提升了银行业增加值。

4、从价格走势看,总需求不足的总体趋势下食品价格上涨等结构性因素扰动推升了价格水平位于阶段性高位。

货币政策的相对宽松和食品价格的大幅上涨,带来了 CPI 涨幅的明显回升。5 月份,CPI 同比涨幅由 2 月份的 1.5%大幅回升至 2.7%,PPI 同比涨幅由 0.1%小幅回升至 0.6%,这与 M2 增速由 8.0%回升至 8.5%、M1 增速由 2.0%回升至 3.4%,较为一致。影响 5 月份 CPI 上涨的重要因素是食品价格的大幅上涨。5 月份,食品 CPI 同比大幅增长 7.7%,创下近 3 年来的最高点,食品中主要原因是 2019 年 4 月份鲜果价格同比上涨 11.9%,而 5 月份同比上涨 26.7%,对 CPI 上涨影响很大。此外,猪肉价格在 5 月份上涨了 18.2%。但 5 月份,核心 CPI 涨幅仅为 1.6%,继续运行在下行区间。

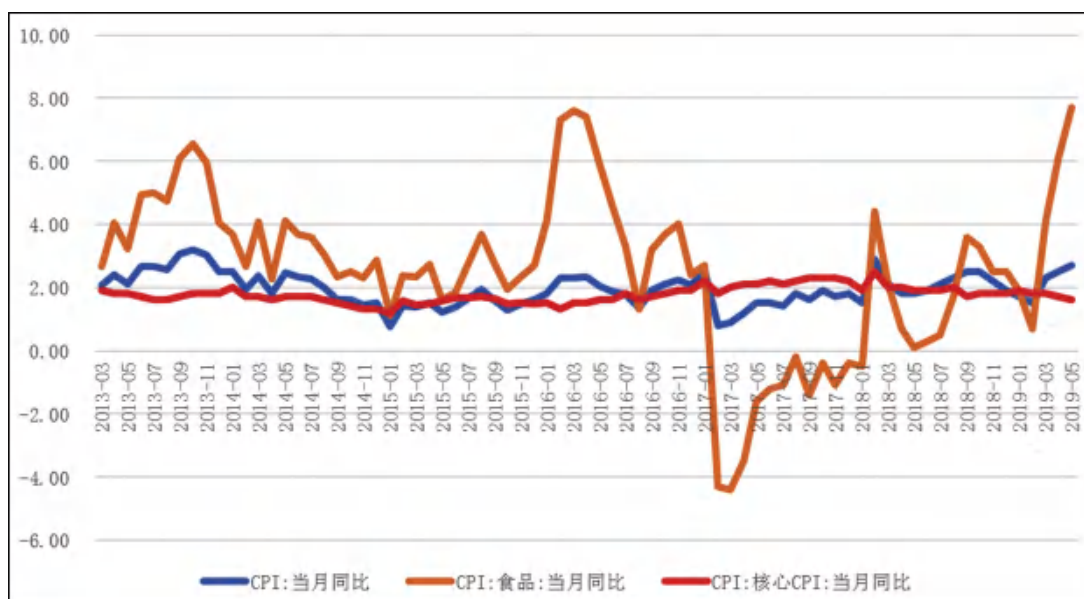


图 17 CPI 增长变化趋势

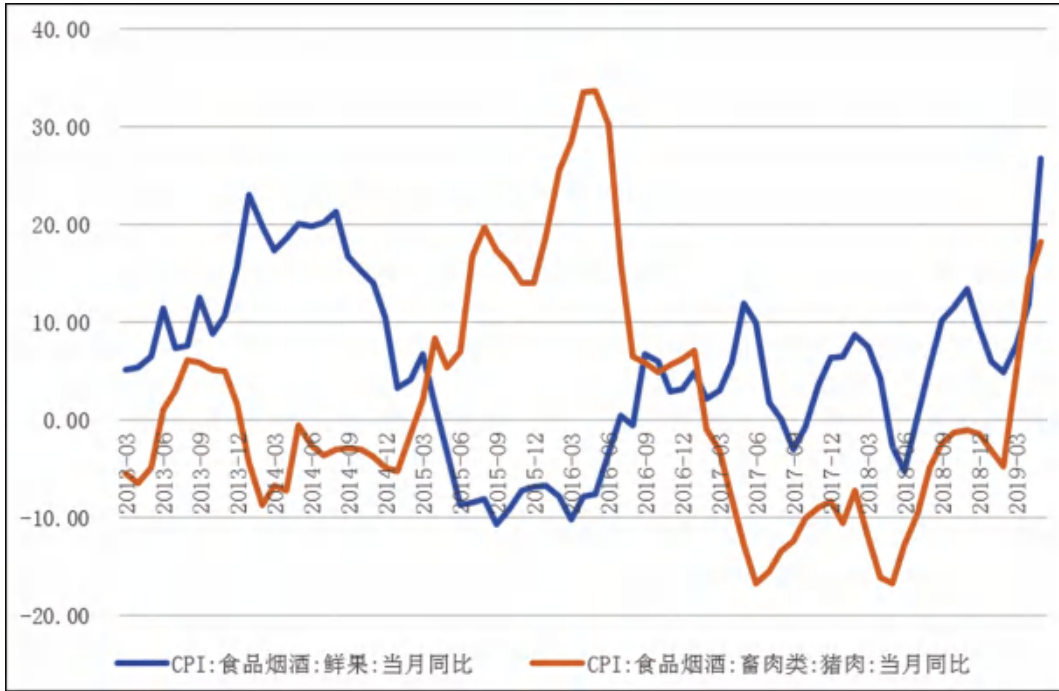


图 18 鲜果和猪肉价格

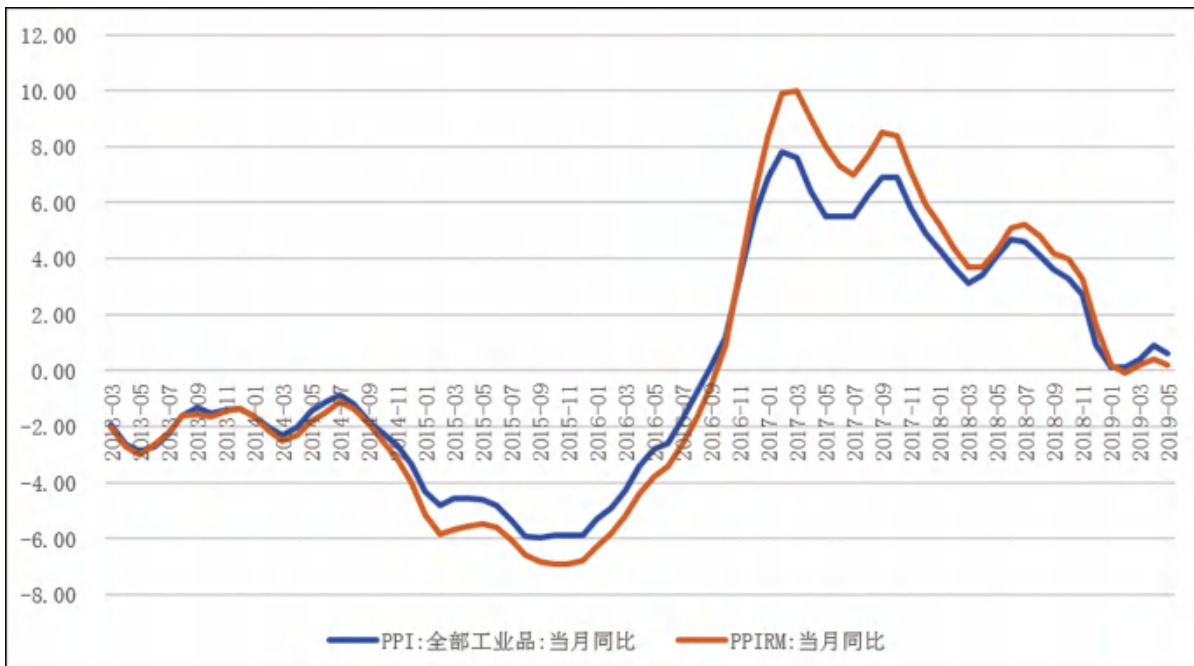


图 19 PPI 增长变化趋势

与CPI高位运行形成鲜明对比的是,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)在2019年持续低位运行。5月份,PPI涨幅0.6%,比去年同期下降了3.7个百分点。PPI涨幅的回落主要是由于生产资料价格的回落,生活资料价格基本上保持平稳。生产资料价格的变化主要是在供给侧结构调整之后,采掘业大规模兼并重组,在2017—2018年维持了较高的价格涨幅。这也印证了2018年采矿业较高的利润。2019年价格的回调在于合并效应逐渐减弱,下游需求不足逐渐向上游传导,导致了上游价格下降。

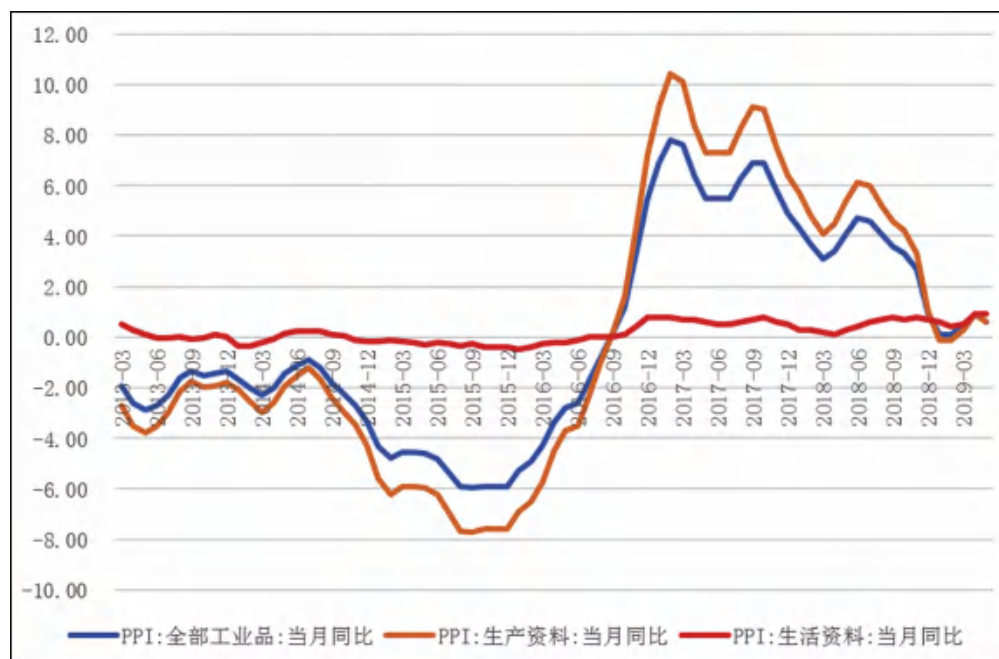


图 20 PPI 分项价格涨幅

总体来看,总需求不足的局面进一步延续。作为最敏感的周期性产业,耐用消费品的价格持续下降。GDP平减指数持续下滑至低位。1季度,GDP平减指数为0.9%,较去年4季度进一步下滑了0.7个百分点;其中,第二产业GDP平减指数为0.2%,较去年4季度进一步下滑了2.2个百分点,第三产业GDP平减指数为1.7%,与去年4季度持平,但也较去年同期下滑了0.8个百分点。

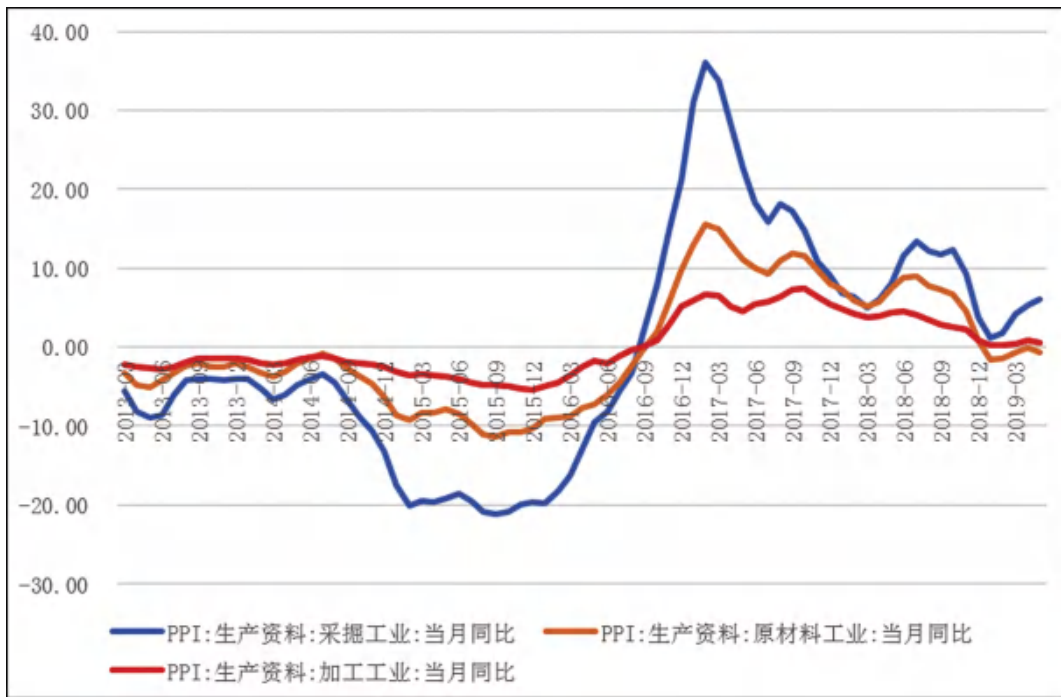


图 21 生产资料价格分项变化

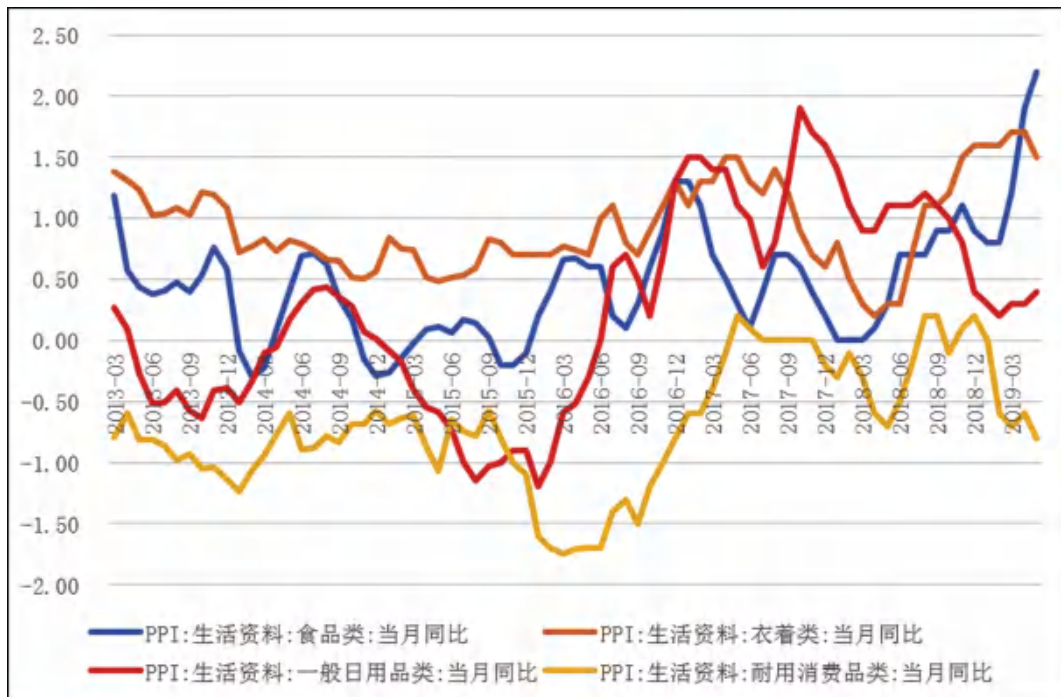


图 22 生活资料价格分项涨幅

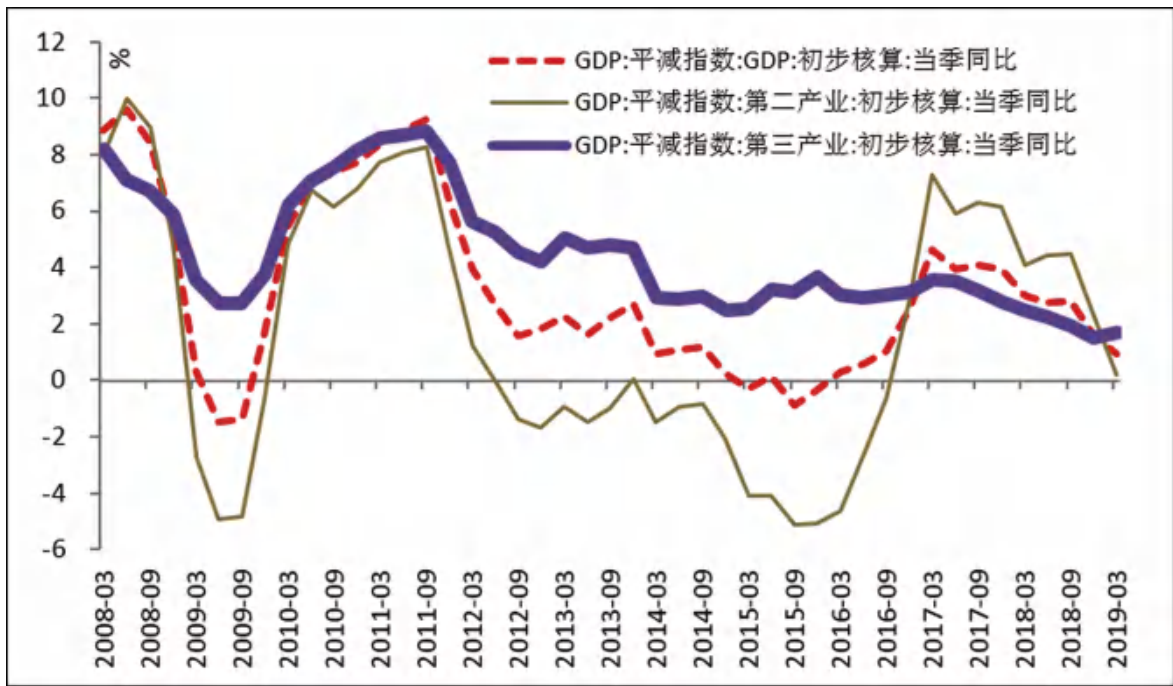


图 23 GDP 平减指数变化情况

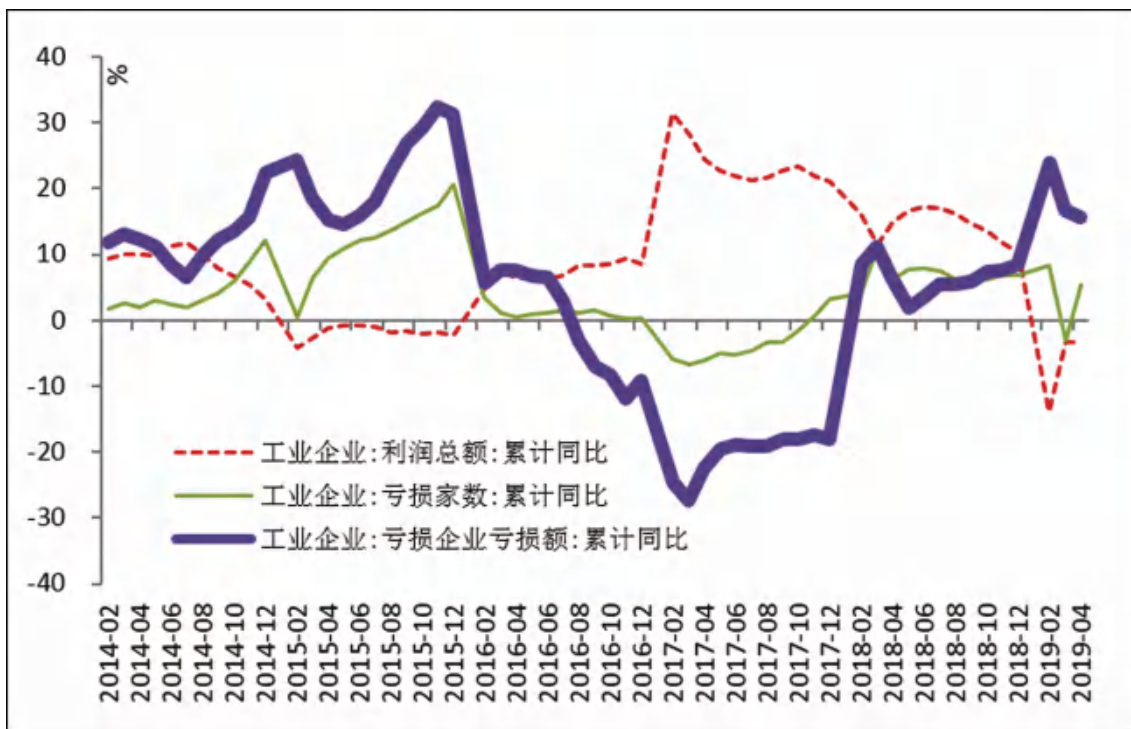


图 24 工业企业财务绩效恶化

5、从微观市场主体看,企业、居民和政府的财务绩效和收入状况恶化,微观市场活力下降,成为影响宏观经济走势的关键机制。

2019年上半年,工业企业绩效出现一定程度的恶化。1—4月份,工业企业利润总额出现负增长3.4%,而去年同期和全年则为正增长15%和10.3%;1—4月份,工业企业亏损企业亏损额同比增长15.6%,比去年同期和全年增幅分别扩大9.3和7.1个百分点;而且,值得注意的是,工业企业亏损家数同比增长5.4%,比去年同期和全年增幅缩小,这可能意味着,工业企业的亏损呈现集中的特征,部分工业企业出现了“巨亏”现象,这可能会引起债务风险和就业风险出现非线性变化,值得警惕。

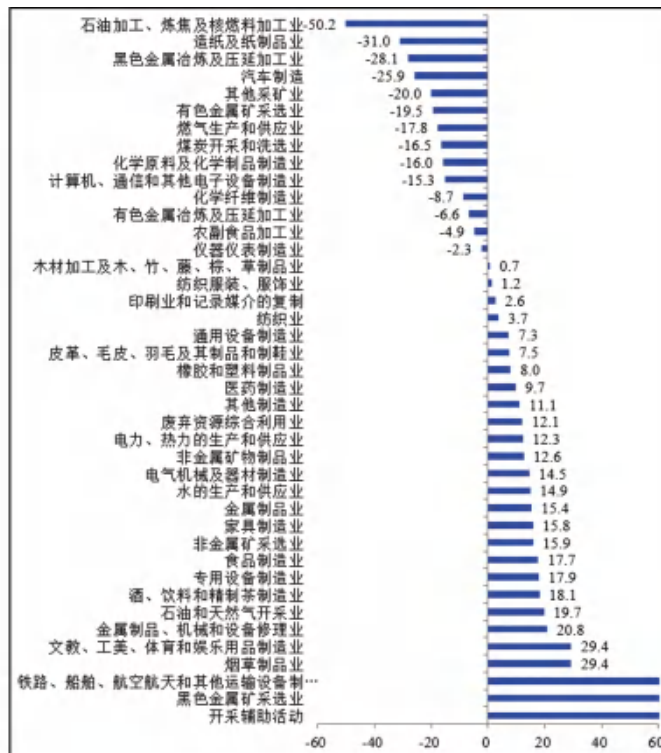


图 25 2019 年 1—4 月份分行业利润总额增长率情况

分行业来看,不同行业间的利润分化现象明显。1—4月份,亏损较为严重的行业集中在“计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业、煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业、有色金属矿采选业、其他采矿业、汽车制造、黑色金属冶炼及压延加工业、造纸及纸制品业、石油加工、炼焦及核燃料加工业”,这些行业利润总额跌幅均超过15%。这些数据与总需求的变化一致。尤其需要

注意的是计算机、通信和其他电子设备制造业利润的大幅下降来自贸易摩擦出口减少,导致了服务业中信息传输等增速快速下降。

上半年就业市场总体平稳,但新增就业出现负增长,调查失业率较去年微升,就业人员平均工作时间下降,说明缓冲区间缩小。1—5月城镇新增就业597万人,较去年同期减少2.6%。同时,上半年城镇调查失业率从去年的5%以下上升至5%以上,其中2月份创下5.3%的高点,不过自3月份以来,在“稳就业”政策的作用下,城镇调查失业率有所下降,5月份降为5.0%,仍较去年12月份高出0.1个百分点。5月份,31个大中城市城镇调查失业率为5.0%,较去年12月份上升0.3个百分点,同期,25—59岁就业人员调查失业率也上升了0.1个百分点。同时,就业人员平均工作时间从46.2小时/周,上升为46.3小时/周。

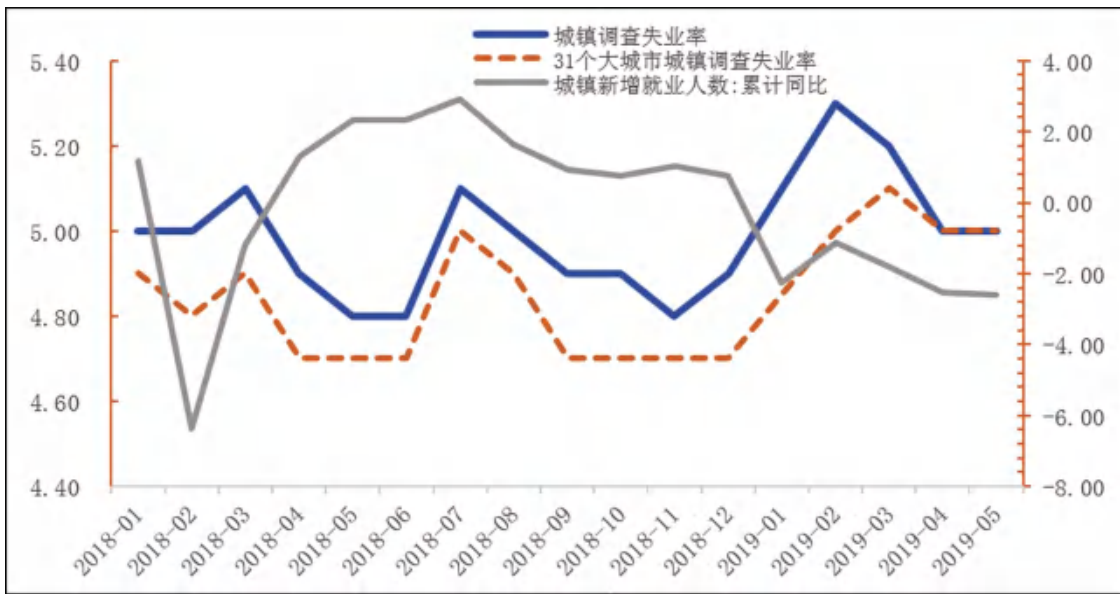


图 26 劳动力市场走势

居民收入增速放缓,叠加就业压力和未来收入预期下降,居民消费支出增速出现较大幅度下降。1季度,城镇居民人均可支配收入名义增长7.9%,扣除价格因素的实际收入增长5.9%,持续处于低位;城镇居民人均消费性支出名义增长6.1%,实际增长4.1%,增速保持较低水平,且明显低于收入增速。这说明居民消费不仅受到了当前收入增速放缓的影响,也受到失业压力加大和未来收入预期下滑的影响,居民消费信心不足。

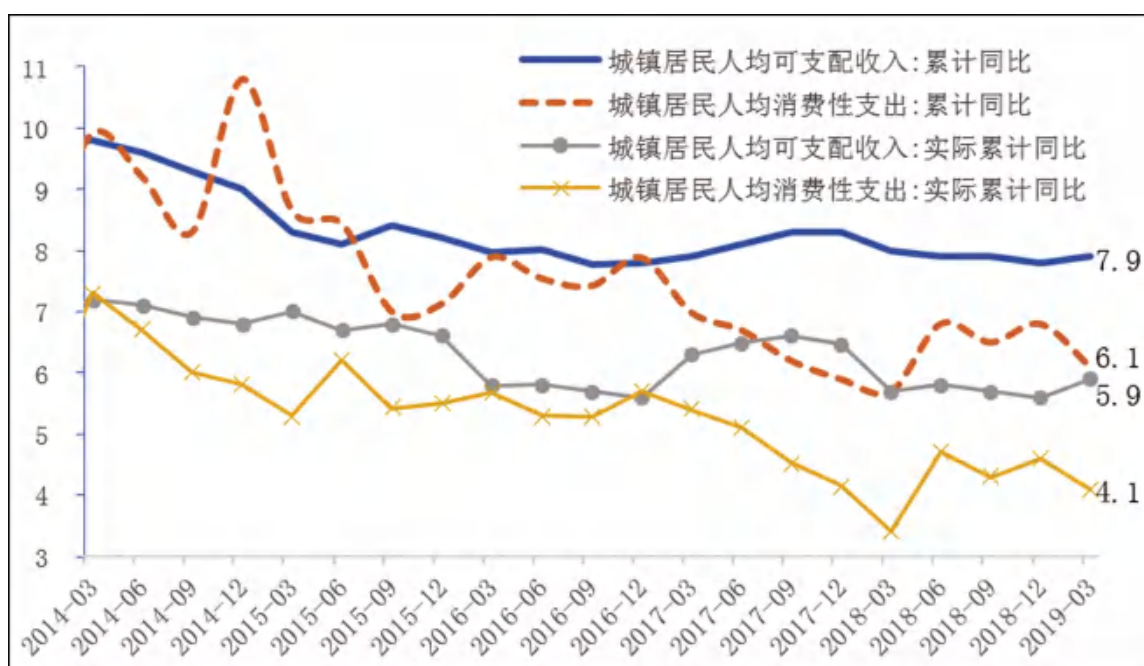


图 27 城镇居民收入和消费支出变化情况

上半年,相比财政支出和政府性基金支出增速的“双升”,财政收入和政府性基金收入增速“双降”,政府收支平衡压力加大。1—5 月份,全国公共财政收入增速为 3.8%,较去年同期和全年增速分别回落 8.4 和 2.4 个百分点;其中,税收收入仅增长 2.2%,增速分别回落 13.6 和 6.1 个百分点,回落幅度更大。1—5 月份,全国政府性基金收入为负增长 3.8%,较去年同期和全年增速分别回落 42.7 和 26.4 个百分点;其中,地方本级政府性基金收入为负增长 4.0%,增速分别回落 45.9 和 27.8 个百分点,回落幅度更大,主要由于国有土地使用权出让收入负增长 6.0%,增速分别回落 51.9 和 31 个百分点。两项合计,全国政府收入仅增长 2.0%,较去年同期和全年增速分别回落 15.3 和 8.6 个百分点。在债务水平已经较高的情况下,2019 年地方政府财政恶化的风险较大,上半年很多支出的前移可能带来下半年政府投资资金不可持续的问题。

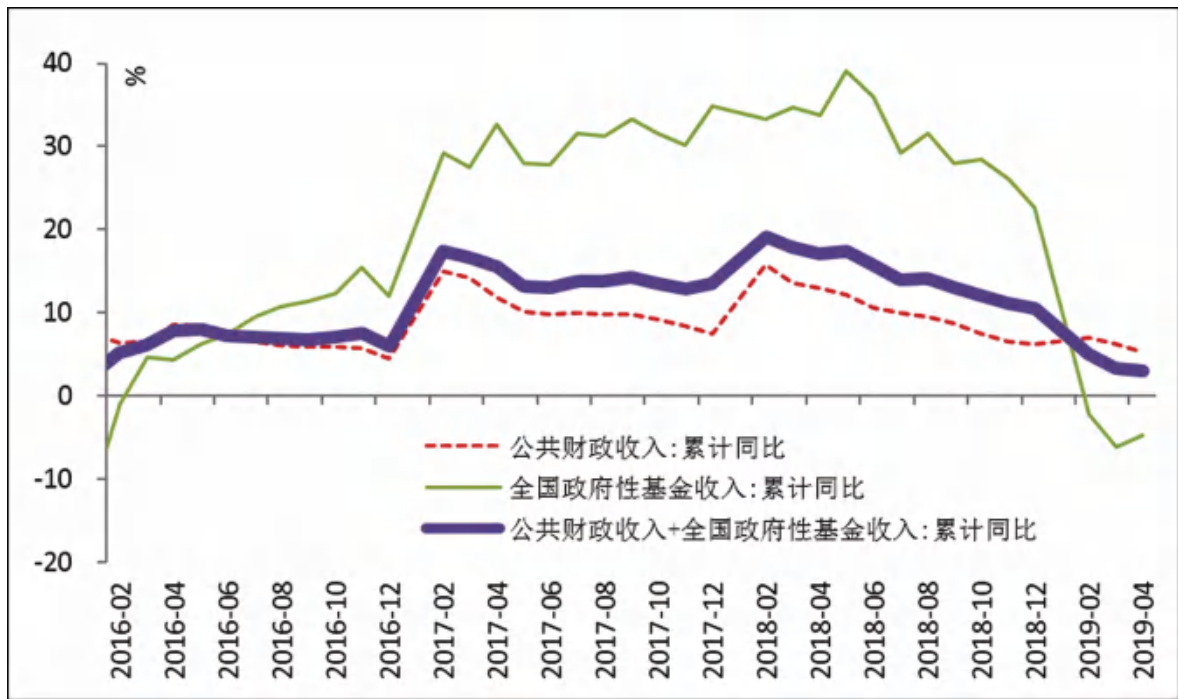


图 28 政府收入变化情况

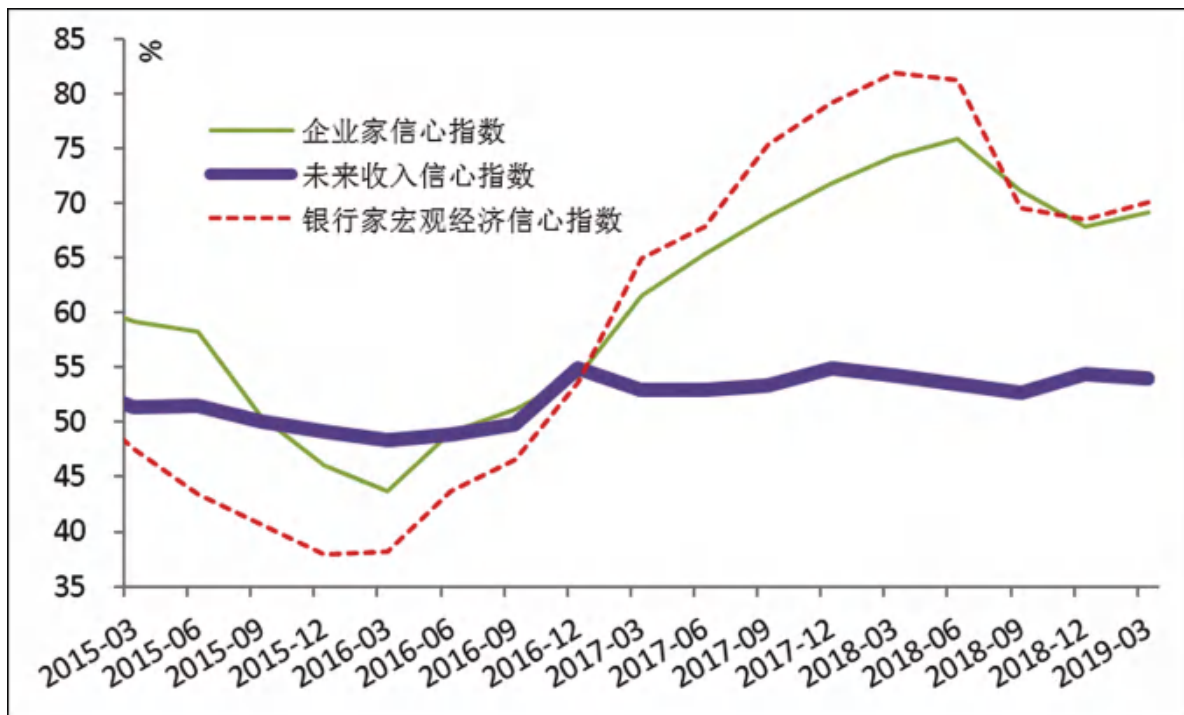


图 29 市场主体信心变化情况

总得来看,上半年,在宏观经济下行压力不减、微观主体绩效恶化的情况下,微观市场主体行为模式发生了不利变化,企业家信心指数、未来收入信心指数、银行家信心指数均较去年有所下滑,保持在较低水平。因此,下半年,“稳预期”的重要性加大。需要通过加强宏观政策的逆周期调节功能和深化改革,来重新提振微观主体信心,增加市场活力,避免陷入悲观预期自我实现的恶性循环。

(二)宏观调控政策发力和改革开放进程提速成为主逻辑

2019年上半年能够获得较为平稳的经济走势,两大支柱是宏观调控政策开始发力和改革开放进程提速。也正是由于上半年的经济更多是在政策支撑下,导致了微观基础并不牢固,还需要更大力度启动国内市场。

1、货币政策和财政政策的逆周期调节力度加大

(1)货币政策适度宽松

2019年3月的《政府工作报告》及4月9日的《国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见(国发〔2019〕8号)》(以下简称《意见》),要求稳健的货币政策要松紧适度,广义货币M2和社会融资规模增速要与GDP名义增速相匹配,灵活运用多种货币政策工具,疏通货币政策传导渠道,保持流动性合理充裕。从1季度货币政策的实际执行情况看,货币政策的逆周期调节力度有所加大。5月份,M2同比增长8.5%,社会融资规模存量同比增长10.6%,分别较去年12月份提高了0.4和0.8个百分点。特别是1季度,社会融资规模流量同比大幅增长40%,有力地扭转了去年持续负增长局面。

货币政策的相对宽松,带来了贷款利率的下降和市场流动性的相对宽裕。目前,金融机构人民币贷款加权平均利率逐渐进入下行区间,3个月SHIBOR利率和10年期中债国债到期收益率也呈现下降趋势,处于2017年1季度以来的较低水平。4月份《意见》要求适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段,引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本,特别是明确要求加大对中小银行定向降准力度,国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上,小微企业融资成本在2018年基础上再降低1个百分点。预计下半年信贷市场供给和流动性总体宽裕,金融服务实体经济的能力还会进一步加强。

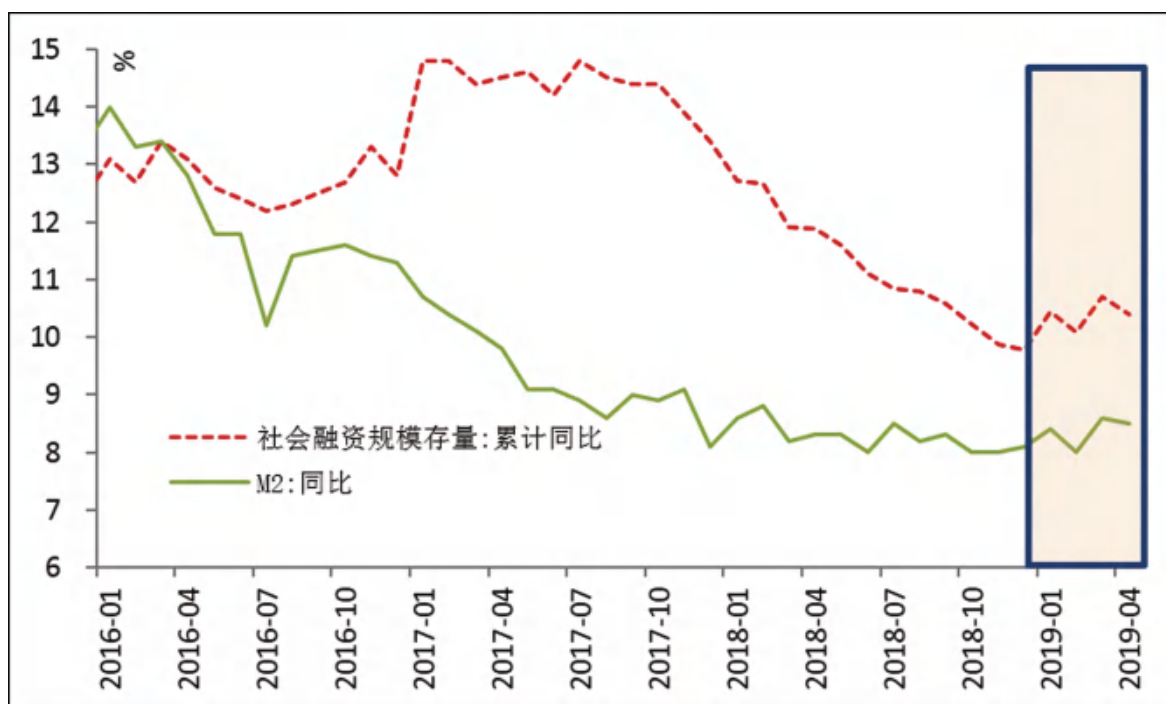


图 30 M2 和社会融资规模存量同比增速变化趋势

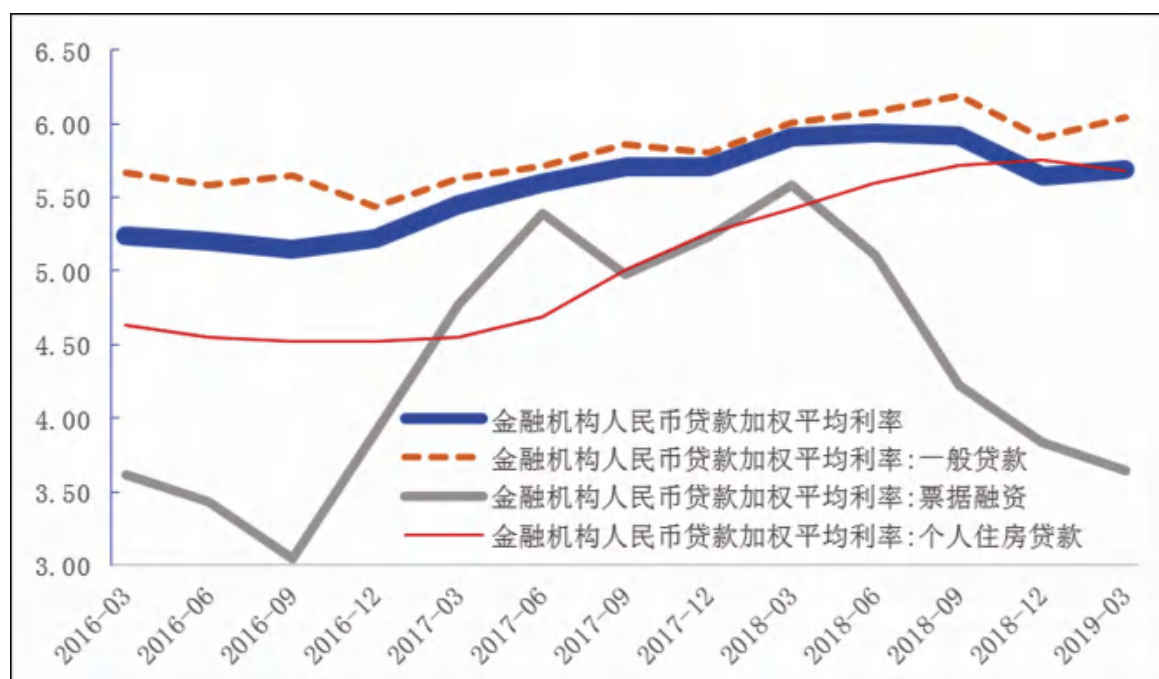


图 31 金融机构人民币贷款加权平均利率走势

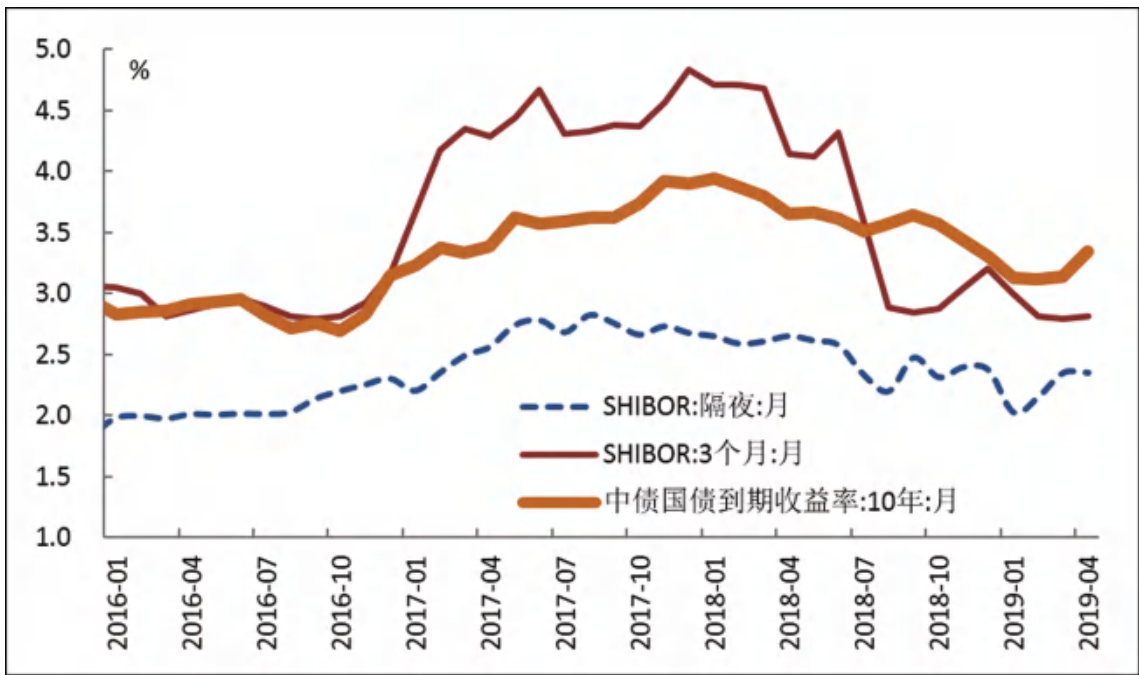


图 32 代表性市场利率走势

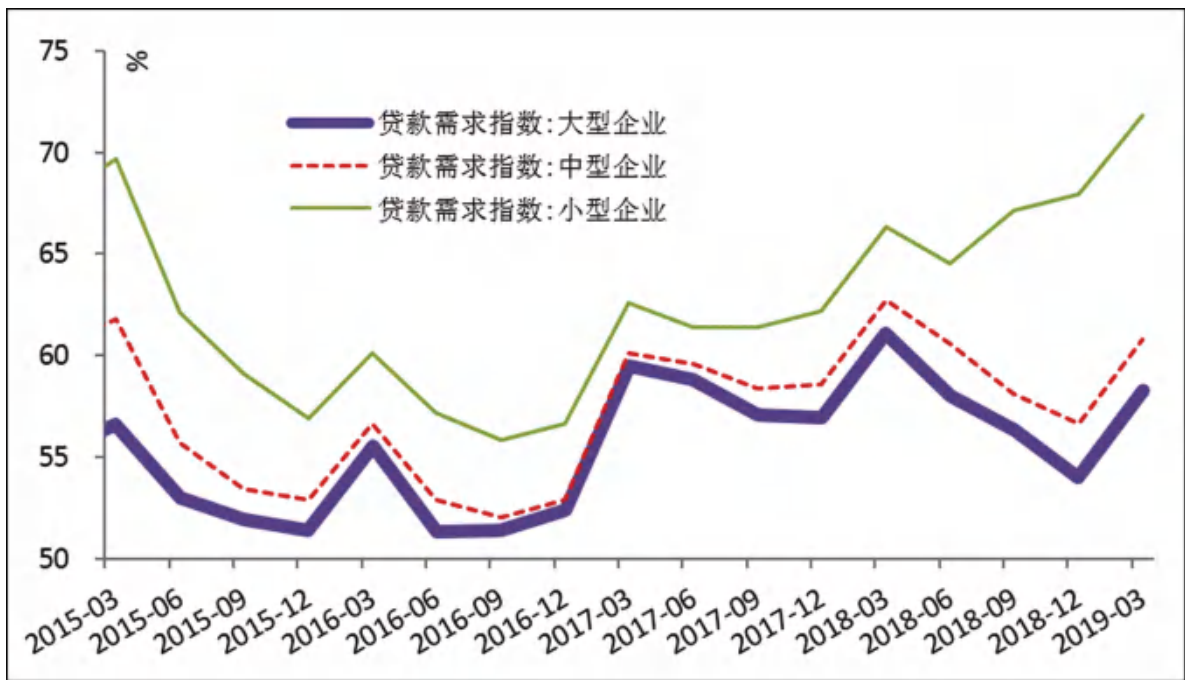


图 33 不同类型的企业贷款需求指数走势

货币政策的相对宽松和利率下行,带来了企业贷款需求的明显回暖。根据中国人民银行的银行家问卷调查,1 季度,大型、中型和小型企业的贷款需求指数均

较去年 4 季度出现明显回升。其中,小型企业贷款需求指数回升 3.9 个百分点,达到 71.8%,为 2015 年 1 季度以来的最高水平;大型企业和中型企业的贷款需求指数也分别比去年 4 季度回升了 4.3 和 4.2 个百分点,扭转了去年 1 季度以来持续下行的局面。

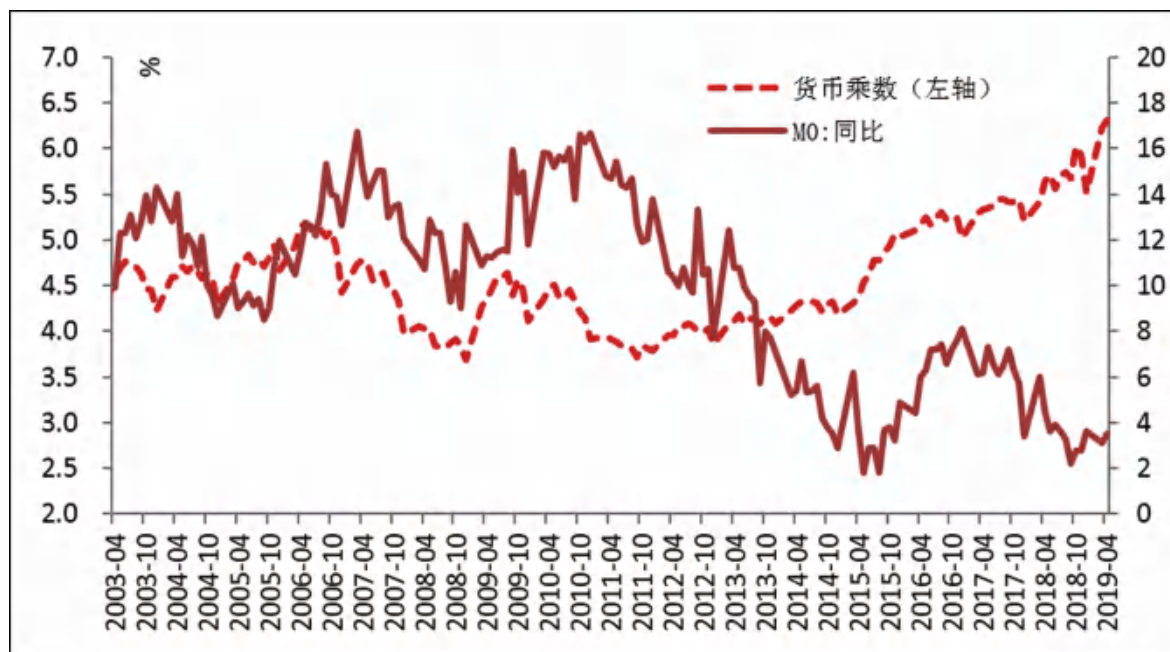


图 34 M0 和货币乘数走势

但是,值得关注的是,由于货币发行和创造机制发生重大变化,M0 增速保持低位运行,货币乘数达到历史最高点,制约了 M2 增速的回升空间。4 月份,货币乘数上升到 6.22 倍,创历史新高,这也是自 1997 年有该数据以来的历史最高点。从更长期的视角看,本轮货币乘数的持续快速上升源于 2013 年 M0 增速开始持续回落,从 12% 的平均水平下降至目前的 3% 左右,货币乘数则从 4 倍左右持续上升到目前的 6 倍以上。

(2) 财政政策更加积极

2019 年《政府工作报告》及《意见》要求,积极的财政政策要加力提效,全年财政支出超过 23 万亿元,减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元。从 1 季度财政政策实际执行情况看,财政政策的逆周期调节力度明显加大。1 季度公共财政支出同比大幅增长 15%,比去年全年增速大幅提高 6.3 个百分点,比去年同期增速也显著提高 4.1 个百分点。相比之下,由于 2018 开始实施的第一批减税政策作用,1

季度公共财政收入同比仅增长 6.2%，与去年全年增速持平，比去年同期增速显著回落 7.4 个百分点。

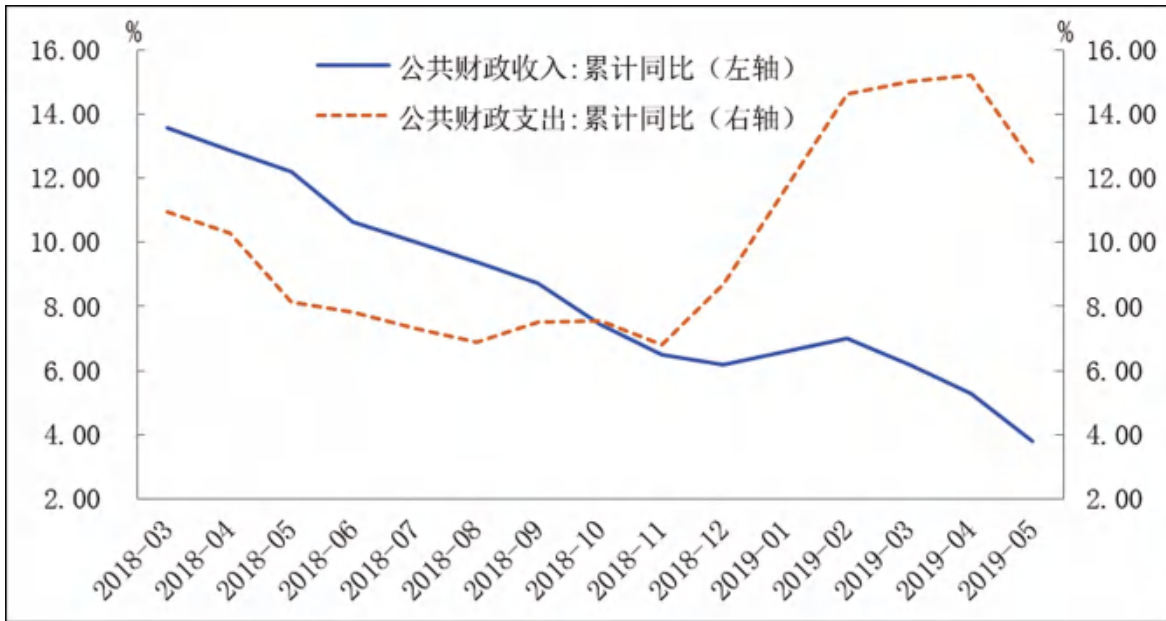


图 35 公共财政收入和支出增速变化趋势

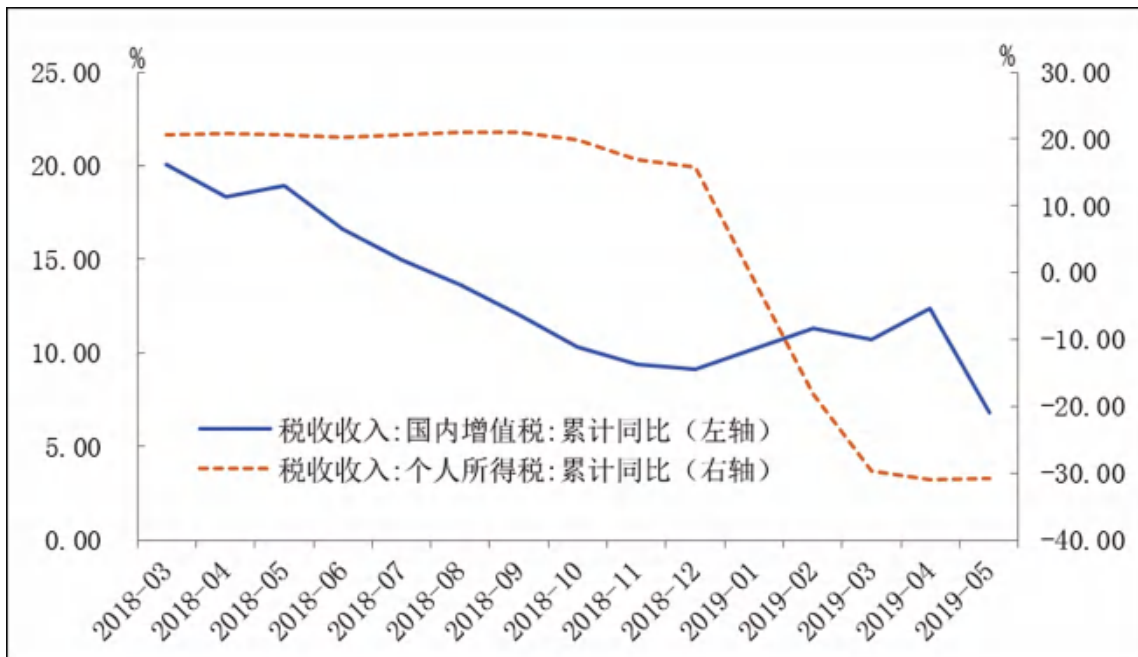


图 36 代表性税收收入增速变化趋势

1 季度财政收入减速主要是由于个人所得税改革的短期政策效果,个人所得税同比负增长 29.7%,相比去年同期 20.7%的增速和全年 15.9%的增速回落幅度巨大。这一减税效果带来了消费的回暖,1 季度国内消费税同比增长 29.3%。此外,由于 2018 年实施的第一批增值税率下调,今年 1 季度增值税同比增速也下降为 10.7%,较去年同期增速回落 9.4 个百分点。

1 季度财政赤字和政府性基金赤字合计达到近万亿元,力度之大创历史记录。通过提高财政支出和加大减税力度,1 季度财政赤字达到 4973 亿元,季度赤字率达到了 9.3%,无论是规模还是赤字率都是历年同期最高水平。同时,1 季度全国政府性基金支出 18881 亿元,同比增长 55.9%,而政府性基金收入 14300 亿元,同比下降 6.2%,政府性基金赤字达到 4581 亿元。两项赤字合计为 9554 亿元,接近万亿规模,可见 1 季度广义财政政策力度之大。

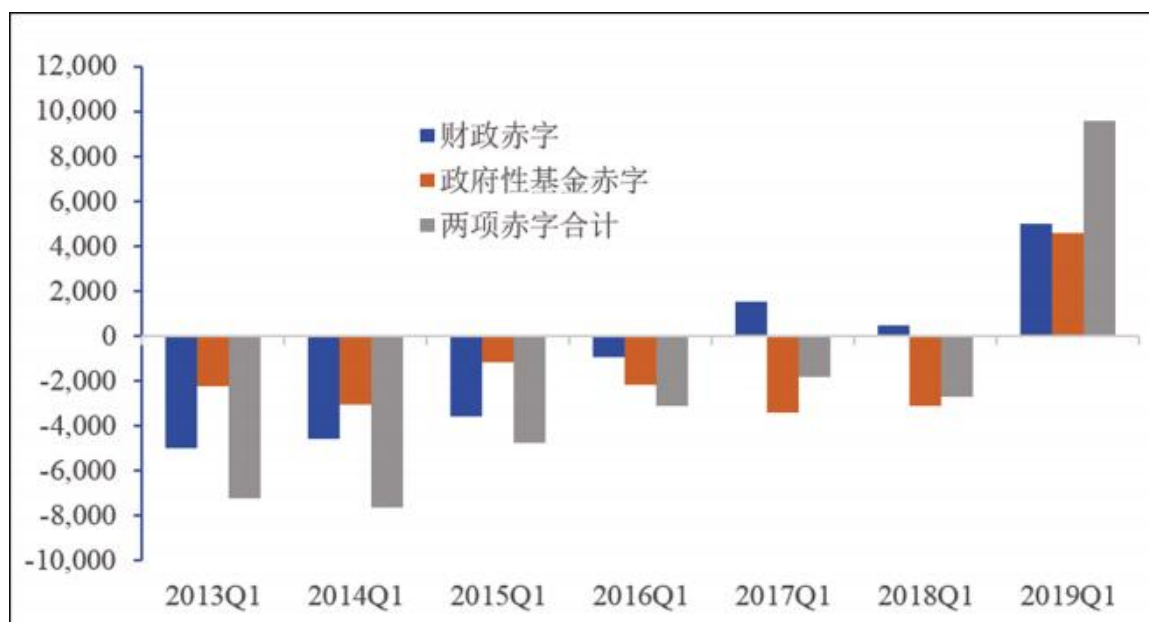


图 37 历年 1 季度财政赤字和政府性基金赤字变化情况

从广义赤字率来看,上半年地方政府专项债助力积极的财政政策更积极。财政赤字率是财政政策扩张度的重要衡量指标,2019 年政府工作报告中,财政赤字率目标为 2.8%,比去年预算高 0.2 个百分点;财政赤字 2.76 万亿元,较上年预期目标和实际发生的赤字高 3800 亿元,其中中央财政赤字 1.83 万亿元、地方财政赤字 9300 亿元。上述赤字率仅仅就一般公共预算而言,而地方政府专项债务收支在政府性基金预算中体现,且专项债的发行可视为积极财政政策的有机组成部分,其募

集资金均用于扩大投资与支出,同样是财政扩张性的表现,因此,狭义的财政赤字率低估了当前财政政策的扩张程度。若将专项债额度(2.15 万亿元)考虑在内,今年更为广义的赤字率【(财政赤字+专项债额度)/GDP】将达到 4.98%,较 2018 年提升了 0.84 个百分点,因此,在专项债的助力下,财政积极力度显著加大。

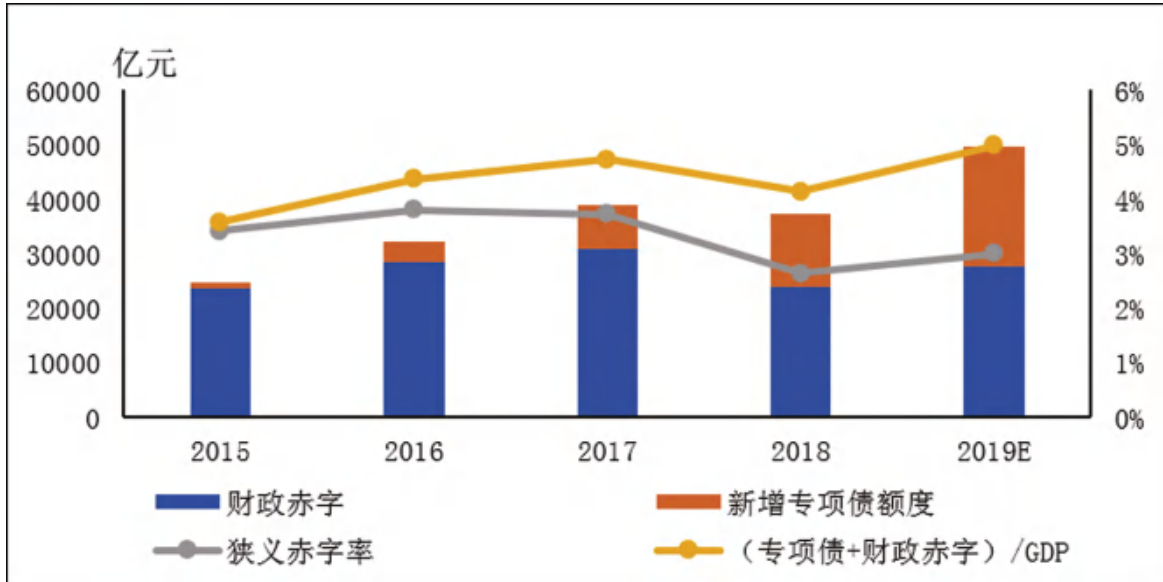


图 38 财政赤字率

财政支出主要用于支撑基础设施。2019 年最为明显的是专项债对基础设施建设的支撑作用。由于普通专项债未详尽披露项目内容,暂以项目收益专项债的资金投向及规模来估算专项债对基建投资的撬动规模,对 1—5 月基建投资的拉动作用估算如下:

首先,根据固定资产投资范围,土地开发的前期作业即土地一级开发并不计入固定资产投资,因此存量规模最大的土储专项债暂无法成为拉动基建的主力,不计入估算范围,剩余资金主要投向基础设施相关领域,如棚户区改造、收费公路、轨道交通等。以此估算,2018 年新增专项债(1.33 万亿元)中投入基建项目的资金规模约 7763 亿元;2019 年前五月新增专项债(0.86 万亿元)中投入基建项目的资金规模约 5655 亿元。

其次,从项目收益专项债的另两大品种看,棚改项目中资本金投入量偏低,新增项目中多依靠专项债的资金支持,专项债占比在 35%—65%之间;而收费公路项目基本采用项目资本金+专项债的模式运作,专项债在其中占比为 45%—60%;综合这两类存量规模较大的专项债,粗略估算专项债在项目投资中的占比约

为 40%—62.5%。若按该比例估算对基建的撬动乘数约为 1.6—2.5 倍,因此,2018 年全年专项债能撬动的基建投资规模约为 1.2—1.9 万亿元,2019 年前五月专项债能撬动的基建投资约为 0.9—1.4 万亿元。伴随未来专项债的持续大幅扩容,对稳投资的作用将更为显著。

表 3 项目收益专项债拉动投资情况(2018 年 & 2019 年前五月)

	2018 年 发行规模 (亿元)	2019 年 前五个月发 行规模 (亿元)	专项债/ 项目总 投资	拉动基建 投资倍数	2018 年 基建投资 撬动规模 (万亿 元)	2018 年 投资撬动 规模 (万亿 元)	2019 年 前五个月基 建投资撬 动规模 (万亿元)	2019 年 前五个月投 资撬动规 模(万 亿元)
土储	5496	2945	/	/	/	/	/	/
棚改	3156	3264	35%—65%	1.5—2.9	/	/	/	/
收费公路	750	241	45%—60%	1.7—2.2	/	/	/	/
新增专项债 (扣除土储)	7763	5655	40%—62.5%	1.6—2.5	1.2—1.9	5—7.6	0.9—1.4	3.6—5.6

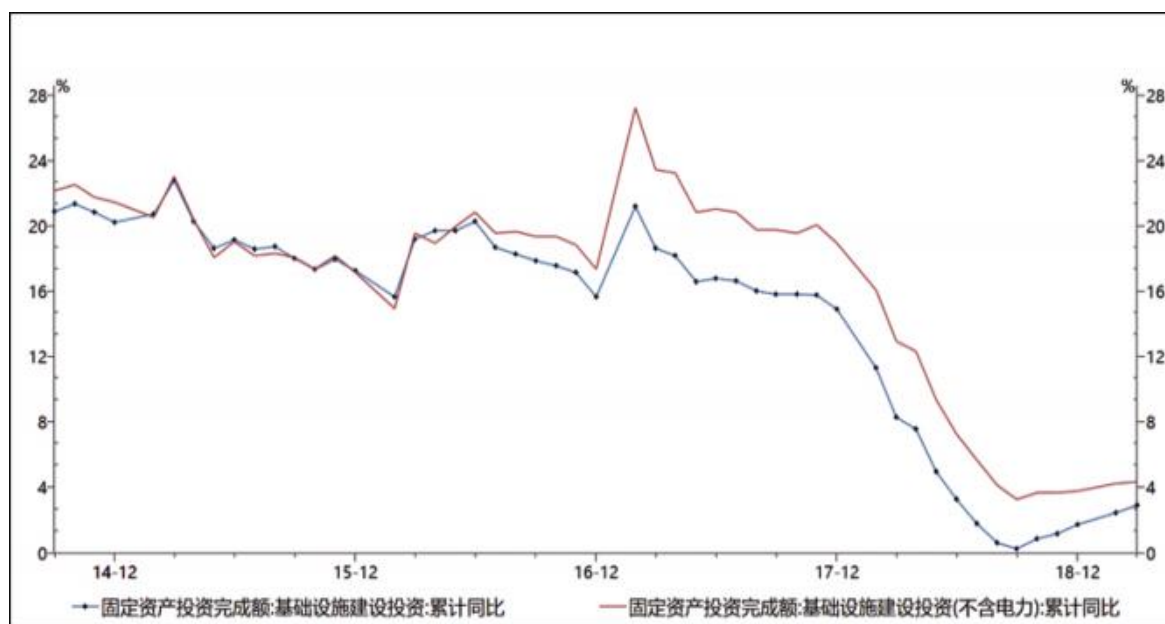


图 39 基建投资增速的变化趋势

2、改革开放的进程提速

在加大宏观调控力度的同时,年初以来特别是3—4月份,政府各部门接连出台了一系列改革举措。这些改革举措既有长期经济结构调整的目标导向,又能够在短期内有效提升总需求,所释放的新一轮改革红利有望在2—3季度逐步发力,支撑全年经济平稳增长。

(1)**增值税改革**。《政府工作报告》及《意见》提出进一步深化增值税改革,实施更大规模的减税降费。在年初出台的小微企业普惠性减税的基础上,推动结构性减税,4月1日起,将制造业等行业现行16%的税率降至13%,将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%,保持6%一档的税率不变但增加税收抵扣等配套措施,并继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。同时,下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例(各地可降至16%),降低企业社保缴费负担。通过以上两项改革,预计全年减轻企业税收和社保缴费负担2万亿元。同时,为确保减税降费落实,还提出了配套改革举措,主要包括:一方面增加特定国有金融机构和央企上缴利润,压减一般性支出5%以上、压减“三公”经费3%左右;另一方面,加快推进养老保险省级统筹改革,继续提高企业职工基本养老保险基金中央调剂比例,划转部分国有资本充实社保基金。

(2)**户籍制度改革**。4月初,国家发展改革委印发了《2019年新型城镇化建设重点任务》,提出继续加大户籍制度改革力度,推动已在城镇就业的农业转移人口落户。在此前城区常住人口100万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上,城区常住人口100万—300万的Ⅱ型大城市要全面取消落户限制;城区常住人口300万—500万的Ⅰ型大城市要全面放开放宽落户条件,并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策,大幅增加落户规模、精简积分项目,确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。同时,推进常住人口基本公共服务全覆盖和深化“人地钱挂钩”等配套政策。

(3)**金融供给侧结构性改革**。2019年2月以来,中央多次提出推进金融供给侧结构性改革,深化利率市场化改革,降低实际利率水平。4月中旬,央行货币政策委员会2019年第一季度例会也提出,继续深化金融体制改革,健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,稳妥推进利率等关键领域改革,进一步疏通货币政策传导渠道。

(4)**《外商投资法》出台**。3月15日,十三届全国人大二次会议表决通过了《中

华人民国外商投资法》。在当前的国际环境下,《外商投资法》的出台成为中国进一步扩大对外开放的重要举措,通过保护外商投资合法权益和规范外商投资管理,进一步提振投资者信心、促进外商投资,推动形成全面开放新格局。

第三部分 多维全球化视野中我国的外部环境变化

当前和未来一段时期,我国宏观经济面临最大的冲击是来自于外部的国际贸易和国际金融条件变化。在国内市场趋势性疲弱问题没有解决之前,这会对我国经济产生很大的下行压力。为此,需要判断外部冲击将会发生的形式、频率和持续时间。在这些外部变化中,最为突出的和显性的是中美贸易摩擦。从2018年开始,美方屡次单方面提高关税。目前对美国提高关税的分析更多停留在经济方面分析动因和影响。从动因来看,认为美方的做法是一种威胁,以关税为手段,希望重构中美之间的经济关系。但是,仔细分析美方征税的范围和内容,可以发现美方的关税举措不仅仅是一种谈判技巧和经济方面的考量,更是美国国内政治局势的变化,是美国国内制造业衰落多年之后的政治反映。因此,中美贸易摩擦更多是政治驱动而不是经济驱动的。全球化在过去30年以来的快速发展,更多是经济动因,掩盖了全球化的政治、文化和意识形态维度。当前的WTO框架无法有效应对全球产品价值链和资金自由大规模流动的收入分配与经济波动后果,这导致了各国国内政治问题纷纷涌现,反全球化浪潮在全球各地出现。但是,在过去全球化导致的产业链紧密联系和新技术推动的数据流全球化趋势下,经济的全面隔离已经无法办到,全球化不会重现“冷战”中意识形态维度下的全球化格局,而是国内政治冲击主导型的全球化。这意味着未来全球化中不确定性会日益加大,“黑天鹅”事件逐渐常态化。在这种国内政治冲击主导型的全球化中,中美贸易摩擦更可能的走向是一定意义上的以国家安全名义的“科技脱钩”,不会也无法走向全面“经贸脱钩”。

(一) 美国国内政治推动中美贸易摩擦,未来持续进入不稳定期

我国外部经济环境变化的最重要方面是美国与中国经贸关系的变化。特朗普政府上台以来,在“使美国再次强大”和“美国优先”两大口号的引领下,对世界各国广泛使用了各种贸易保护政策,尤其是采用关税做为主要手段,动辄对各国和各产

业加征关税^①。2017年8月,特朗普授权美国贸易代表办公室(USTR)依据美国《1974年贸易法》的301条款对中国贸易行为展开调查。调查主要内容是中国在技术转移、知识产权和创新方面的行为、政策和实践是否具有不合理性或歧视性,以及是否对美国商业造成负担或形成限制。半年后,美国贸易代表办公室发布调查报告,认定中国在技术转移、知识产权和创新等领域存在不公平行为,并将中国诉诸WTO,之后于2018年4月宣布将对中国价值500亿美元的产品加征25%的关税。面对美方的指责,中方积极与美方进行谈判,以期能以和平的方式化解双方之间的贸易摩擦,但并未能达成协议。中国于2018年6月宣布将同样对美国价值500亿美元的产品加征25%的关税,中美贸易摩擦就此正式打响。之后,美国对中国加征关税的商品规模不断增加,致使中美贸易摩擦不断升级。面对特朗普的政策加码,我国沉着应对,以极大诚意和耐心与特朗普政府进行谈判。历经十余轮谈判,在已经达成了很多方向性共识的情况下,2019年5月特朗普再次将中国对美国出口的2000亿美元商品关税税率从10%提升到25%。

对特朗普频繁采用关税政策的解读一种观点是谈判工具论,认为特朗普是为了获取最大的经济利益,利用美国的大国地位,以关税为工具欺压他国,逼迫各国就范。在这种观点看来,特朗普采用关税的目的是为了最大化经济利益,其背后还是经济逻辑。持有这种观点的众多人士从经济角度对特朗普进行批评,指责关税不能达到这种目的,征收关税会降低各国的贸易量,对消费者和国内生产者都会产生冲击,降低社会福利。大量的观察家甚至认为特朗普不懂得经济学的基本原理,甚至称之为愚蠢,指责其不了解贸易赤字来自于各国的宏观变量差异,例如美国的低储蓄率和高政府债务必然导致贸易赤字。持有这种观点的人士寄期望于与特朗普政府讲道理,强调贸易战对美国、尤其是美国消费者的巨大成本,希望美国商界和消费者能够抵制特朗普,改变特朗普的关税决策。

但是,实际情况的演进与这种经济逻辑的设想日益背道而驰,部分从经济观点出发的美国媒体甚至都开始怀疑特朗普是不是存在精神问题,不适合再担任总统。但是,如果要对特朗普关税政策进行理性化,关键就是不要坚持特朗普的主要目的是经济,而更多是将关税当做政治工具,实现自身的政治目的。

第一,美国启动贸易战并不是在美国经济周期的下行期进行,其追求的不是短期经济利益。正如2018年3季度宏观报告所阐述的,与以往美国多在经济下行时

^① 对中美贸易摩擦过程更为详尽的分析,参见中国人民大学宏观经济论坛2018年3季度报告《以深化改革开放应对外部环境的不确定性:中美贸易战的属性、影响与对策》。

制造贸易摩擦以对国内进行反周期调节不同,特朗普发动的本轮贸易战是在美国国内经济景气、同时贸易逆差收窄时进行。从中美谈判中,美国似乎也并没有对中国做出的扩大从美国进口的承诺表现出特别大的兴趣。

一方面,特朗普执政以来,屡次对世界各国征收关税,美国经济一直呈现了增速向上攀升的态势。在征税之前,2018年2季度实际GDP增速为4.1%,达到近年来的最高水平。

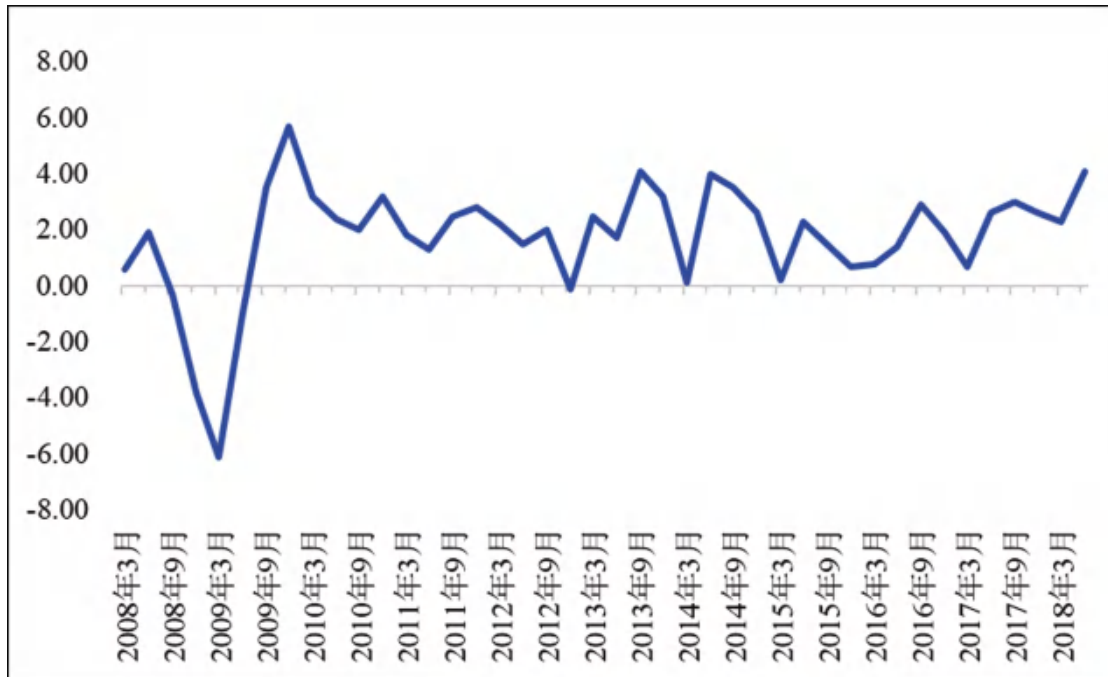


图 40 美国实际 GDP 增长(环比折年率)

在特朗普执政期间,美国失业率持续下降,创下近 10 年来的新低。2010 年以来,美国失业率从 9.9% 的高点持续下降。到 2018 年,美国失业率已经下降至 4% 以下。从失业率指标看,美国经济可能已经进入充分就业状态。

最后,从景气度来看,美国消费者和投资者信心指数不断攀升。2010 年以来,美国消费者信心指数不断回升,特别是 2017 年以来,美国消费者信心指数已经恢复至接近 100 的高位;与此同时,美国投资信心指数也呈现波动上升的趋势,维持在较高水平。



图 41 美国失业率

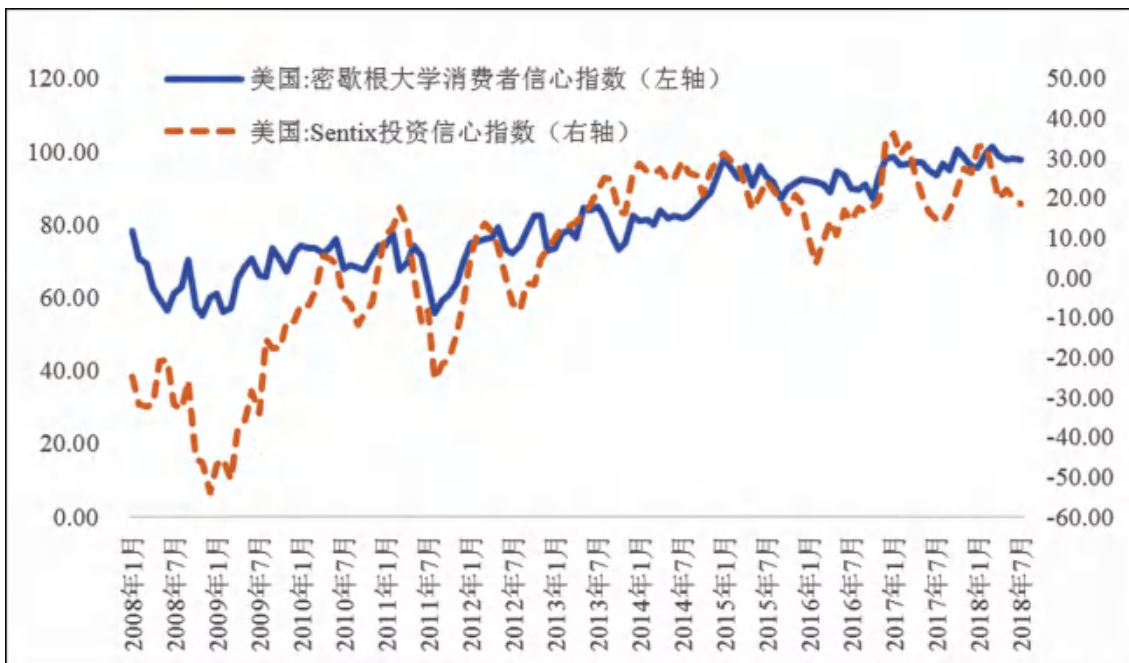


图 42 美国消费者和投资者信心指数

另一方面,从贸易不平衡的角度看,自 2008 年金融危机以来,中美两国的贸易模式在全球再平衡的主题下都已经有了根本性的调整。中国贸易顺差占 GDP 的

比重快速下降,从 2007 年的 8.7%,快速下降至 2017 年的 1.7%,已经低于 2000 年中国加入 WTO 前 2.4%的水平。相应地,尽管美国保持着贸易逆差,但贸易逆差占 GDP 的比重已经从 2007 年的 4.9%,减少至 2017 年的 2.9%,已经小于中国加入 WTO 前 3.7%的水平。

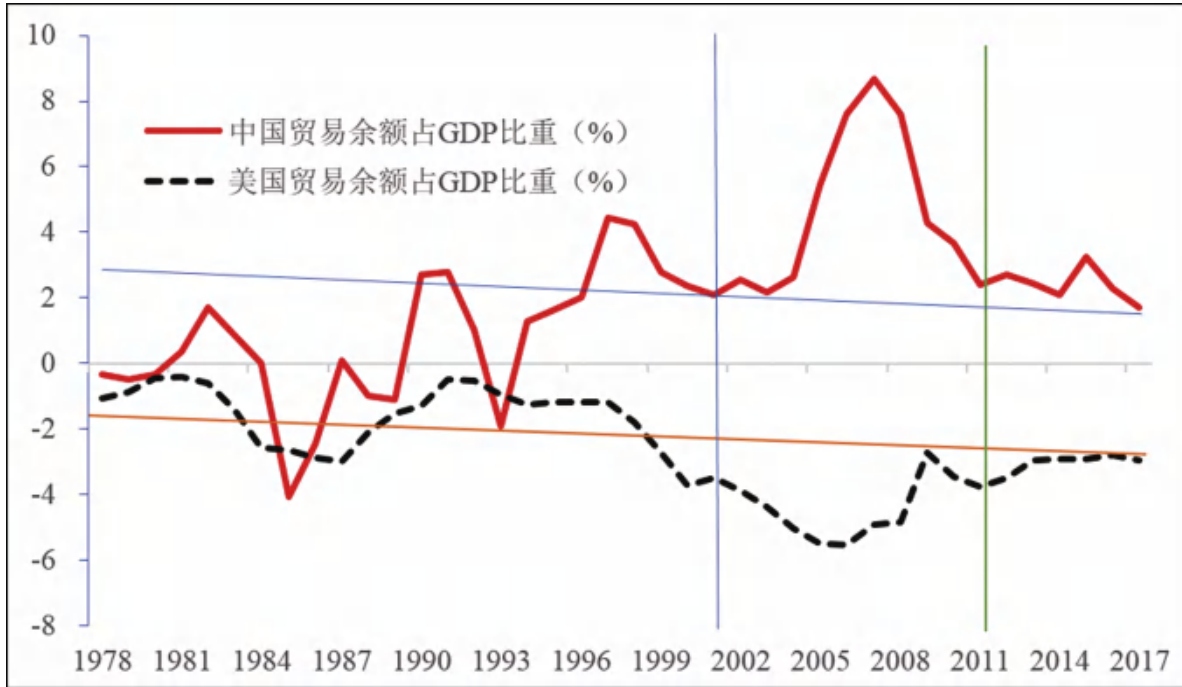


图 43 中美两国贸易余额占 GDP 比重

因此,特朗普的贸易战决不是为了追求短期利益,而是为了实现竞选总统时候的政治追求。特朗普强烈认同美国经济实力衰落,其目的是要重塑美国的国内制造业。2017 年 12 月,特朗普政府公布了执政以来的首份国家安全战略报告,其中将美国国土安全、促进美国繁荣、以力量求和平、提升美国影响力作为四个核心国家利益。伴随着中国在经济规模上的快速追赶令美国感受到压力,特别是制造业规模达到美国的 160%,影响到了“美国的影响力”这一核心利益乃至国家安全。因此,在特朗普政府的国家安全战略报告中,着重提出要保护美国科技创新生态系统,确保美国在科技创新领域的领先地位。正是这种国内政治目的的追求,特朗普政府对传统盟友也展开了大量贸易攻击,在钢铝、汽车方面以盟友为目标保护国内产业,在知识产权领域,以中国为目标,保持美国企业的核心竞争力。

表 4

美国贸易争端主要内容

贸易争端领域	主要事件	依据法律
太阳能板和洗衣机	2017 年 10 月 31 日和 11 月 21 日,美国贸易代表办公室分别认定进口太阳能电池板和洗衣机对相关产业造成伤害,并建议特朗普总统强加“全球保障”限制	1974 年“贸易法”第 201 条
	2018 年 1 月 22 日,特朗普政府在美国历史上罕见地批准了 85 亿美元太阳能面板和 18 亿美元洗衣机的全球保障关税。这种保障性关税在美国历史上上即使总统得到授权也很少使用。	
作为国家安全威胁的钢铁和铝贸易	2017 年 4 月,特朗普总统指示商务部启动调查钢铁和铝进口是否威胁美国相关产业	1962 年“贸易扩展法”第 232 条规定的国家安全
	2018 年 2 月 16 日,美国商务部发布报告,发现进口钢材和钢材铝产品威胁美国国家安全	
	2018 年 3 月 1 日,特朗普宣布,根据国家安理由,对所有贸易伙伴钢铁和钢铁产品征收 25%的关税,对铝制品征收 10%关税。征税范围远远超过商务部的建议,涵盖约 480 亿美元进口品。这些钢铝产品主要来自加拿大,欧盟,墨西哥和南方等盟国。由于之前的反倾销和反补贴关税措施,仅有 6%的进口来自中国。	
	2018 年 3 月 8 日,特朗普政府逐渐对墨西哥、加拿大、欧盟、韩国、巴西、阿根廷、澳大利亚等进行关税豁免	
	2018 年 6 月 1 日,美国结束欧盟、加拿大和墨西哥的关税豁免,征收 25%钢和 10%的铝关税。三个贸易伙伴几乎提供了 2017 年美国一半的钢铁和铝进口量。截至 6 月 1 日,阿根廷自愿采用配额,获得永久关税豁免。巴西接受钢材配额和铝制品 10%关税。澳大利亚是唯一没有限制的钢铁和铝贸易伙伴。	
	2018 年 7 月 24 日,美国政府宣布将以高达 120 亿美元的价格向美国农民提供补贴,理由是总统的所有关税行动导致的出口销售损失(包括中国商品的其他关税)。此时,美国农业出口总计 270 亿美元受到影响,主要是大豆,玉米,坚果,水果和牛肉。	

续表

贸易争端领域	主要事件	依据法律
作为国家安全威胁的钢铁和铝贸易	2018年11月15日,在钢铁关税后的六个月,美国强劲的经济增长实际上增加了美国进口钢材2.2%,但小国和穷国都下降12%,美国钢材出口量和收入减少了15.5%。	
	2018年12月20日,PIIE研究发现,特朗普的钢铁关税提高了钢铁产品的价格接近9%,为美国钢铁行业创造了8,700个就业岗位。然而,钢铁产品使用者为每个创造的工作额外支出了650,000美元。	
	2019年5月17日,美国同意从5月21日起取消加拿大和墨西哥的钢铁和铝关税,以增加三国批准美国—加拿大—墨西哥协议(USMCA)。加拿大和墨西哥将取消他们对美国商品的报复性关税,包括所有农产品和消费品。	
技术和知识产权的不公平贸易	2017年8月14日,特朗普总统备忘录指示考虑调查中国,包括中国的任何法律,可能的不合理或具有歧视性的政策、做法或行动是不是损害美国的知识产权,创新或技术发展。2017年8月18日,美国贸易代表启动对中国的调查。	1974年“贸易法案”第301条
	2018年3月22日,特朗普政府发布报告称中国正在进行不公平贸易与技术转让、知识产权和创新相关的活动。特朗普表示即将出台关税补救措施,世界贸易组织(WTO)诉讼和新的投资规则	
	2018年4月3日,特朗普政府发布总额500亿美元的1,333种中国产品清单,对之考虑征收25%的关税。核心打击产业包括机械设备和电气设备。大约85%的目标是中间投入品和资本品,这些措施会增加美国本土公司供应链成本。	
	2018年6月15日,美国贸易代表发布了一份修订后的产品清单,从2018年7月6日起分两期征收25%的关税。新的500亿美元清单中中间投入品和资本设备比例进一步上升到95%。清单中很多产品是美国企业出口	

续表

贸易争端领域	主要事件	依据法律
技术和知识产权的不公平贸易	2018年7月6日,美国分阶段开始征收关税	
	2018年8月13日,特朗普在2019财政年度签署了约翰·麦凯恩国防授权法案,其中包含对部分外国主体监控的两个关键条款,在美国投资(FIRRMA)和对外技术转让(ECRA)。	
	2018年9月17日,特朗普总统最终确定了从中国进口的2000亿美元产品清单,加征10%的关税,将于9月24日生效。特朗普宣布将于2019年1月1日将税率提高至25%。清单中50%是中间产品,但包含了24%的消费品。	
	2018年9月24日,美国对9月17日宣布的2000亿美元中国进口产品征收关税生效。中国对美国进口600亿美元的报复性关税	
	2018年12月1日在布宜诺斯艾利斯举行的20国集团会议之后,习近平主席和特朗普宣布达成协议,停止1月份谈判结束时预期的关税升级贸易问题。	
	2019年2月24日特朗普总统通过Twitter宣布,将推迟2000亿美元的关税增加计划至3月1日生效的。	
	2019年5月5日特朗普总统在美中贸易谈判期间突然逆转。Twitter宣布(后来正式确认)2019年5月10日从中国进口2000亿美元至25%。他还表示他“很快”将对其他美国从中国进口的产品征收25%的关税,这将主要打击最终的消费产品,如玩具,鞋类,服装和电子产品。	
作为国家安全威胁的汽车	2018年5月23日,商务部跟随钢和铝箱启动第三次国家安全调查,进口汽车和零件,基本来自于美国盟友	

资料来源:Chad P. Bown and Melina Kolb, 2019, Trump's Trade War Timeline: An Up-to-Date Guide, Peterson Institute for International Economics, USTR 和中国商务部发布的官方文件整理而得。

第二,从对中国征税来看,其范围非常具有选择性。特朗普政府对中国贸易的

抱怨一个的关键点是非互惠性,也就是美国做的多,中国做的少。在 1980 年代晚期,美国对中国贸易加权关税在 7%,简单平均关税在 5%,在中国入世之后持续下降,大约在 3%左右。中国实际上在这方面也做出了巨大努力,从 1980 年代晚期 40%左右到 2017 年下降到了 10%。美国对中国的指责是关税虽有下降,但是和美国不对等,显著高于美国,阻止了美国企业的贸易。

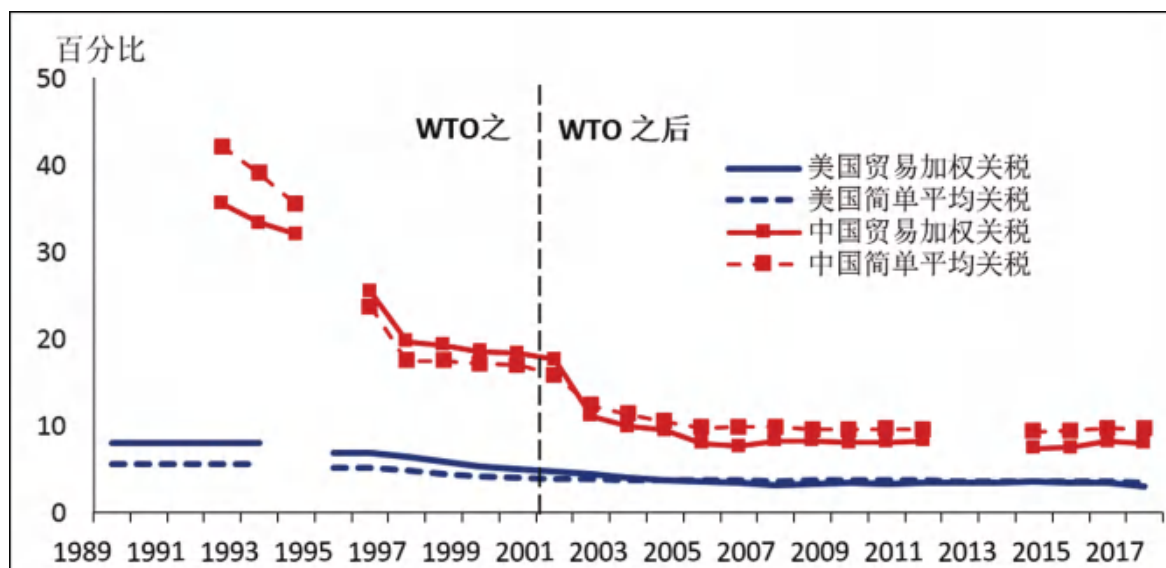


图 44 中美关税

资料来源: Bown, Chad P. 2019, The 2018 US – China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection, Peterson Institute for International Economics.

在关税税率的指责之外,美方认为中国对美国进口没有与世界同等待遇。再加入 WTO 之前,美国给与我国最惠国待遇,但是需要每年进行资格审查。在这种不确定下,对美贸易也有了长足的进步,达到了入世前 1000 亿美元左右,占美国进口大约 10%。在入世后,对美贸易量迅速上升,在美国市场份额迅速上升到 20% 以上。

美方表面上的一个指责是,中国对美有了大量的出口,但是美国却没有获得相应的待遇。虽然在入世之后,美国的进口量也有了迅速的上升,从 2001 年 360 亿美元到 2017 年上升至超过 1500 亿美元。但是,美国出口产品占中国进口的比重从 2001 年的 10% 下降到了 2017 年 8.5%,并没有跟上中国开放的步伐。美方并没有寻找自身产品、出口政策和中国进口结构变化等方面的原因,而是简单指责中方没有采用对等的政策,不积极进口美方产品,只是占美方便宜,单方面获得贸易顺差。

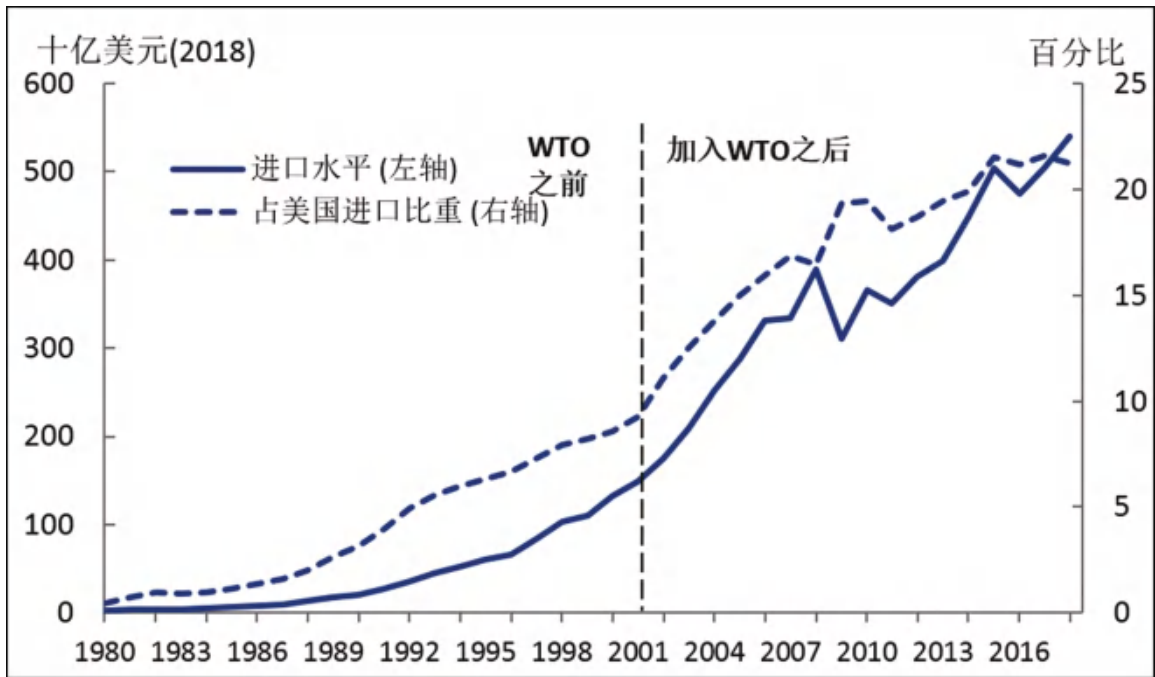


图 45 中国对美出口

资料来源: Bown, Chad P. (2019).

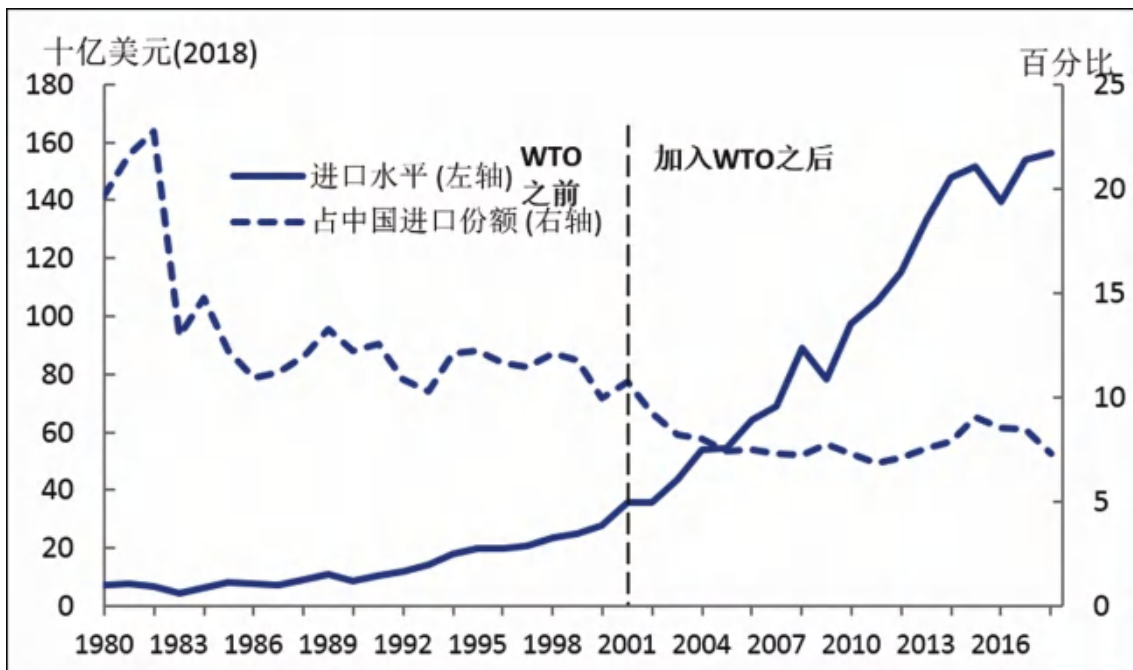


图 46 美国对中国出口

资料来源: Bown, Chad P. (2019).

实际上,美方的这两项指责是存在很大问题的,有意忽视了国际贸易中进出口的诸多决定因素。这点在很多方面已经有讨论。这里需要重点说明的是,美方的这些指责只是表面文章,只是在这个借口下,达到国内政治目的。

在中国加入 WTO 以后,美方就不能采用常规的关税手段,在面对国内政治问题时候,采用非常规关税特别保护措施^①,其依据是一系列的美国国内贸易法。在入世之前,美国对大部分进口中国产品采用了特别保护措施。从趋势上看,保护范围一直在下降,从 1986 年最高的 39%,下降到了 2005 年 4.3%,之后缓慢上升到了 2017 年 8.1%。这种大趋势表明,在之前,美方对中国的贸易问题虽然有很多政治干扰,但是在经济逻辑下两国互赢的模式下运作。2018 年的中美贸易摩擦出现了完全的逆转这个态势,保护比例超过 50%,升至历史高位。

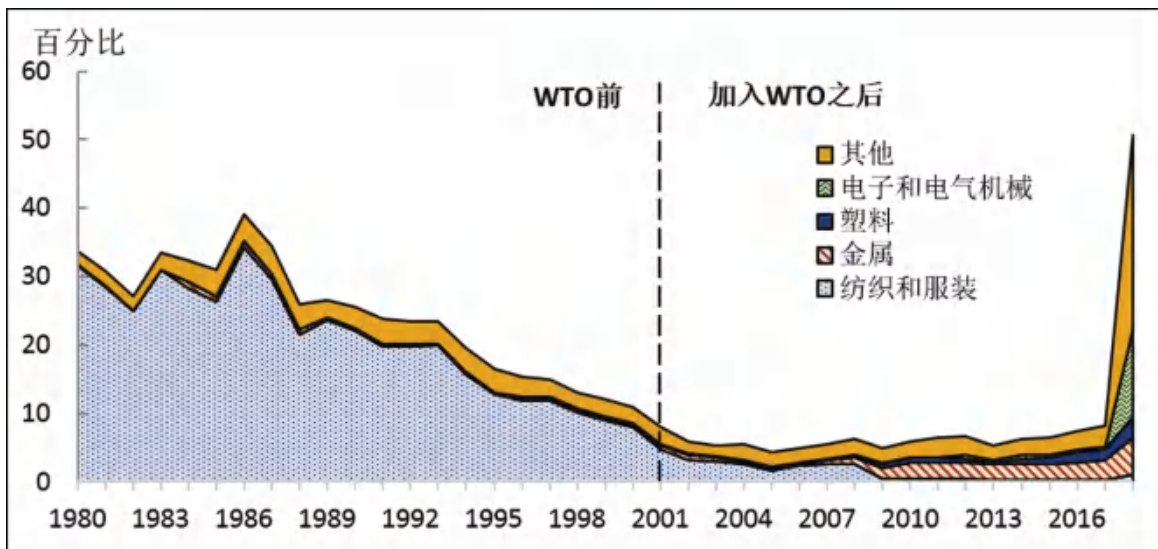


图 47 美国特别保护范围

资料来源: Bown, Chad P. (2019).

仔细看一下特朗普政府对中国产品的征税,我们会发现其并不是像表面所说要解决贸易赤字问题。实际上这个问题并不是特朗普考虑的重点。例如,我国贸易顺差最大的来源是纺织业,占我国贸易顺差的比重超过 50%,美国是我国主要的目的地国。虽然纺织品占中国出口的比重已经越来越小,但是纺织品是中国对

^① 主要包括反倾销关税、反补贴关税、自愿出口限制等

美贸易顺差的主要来源。

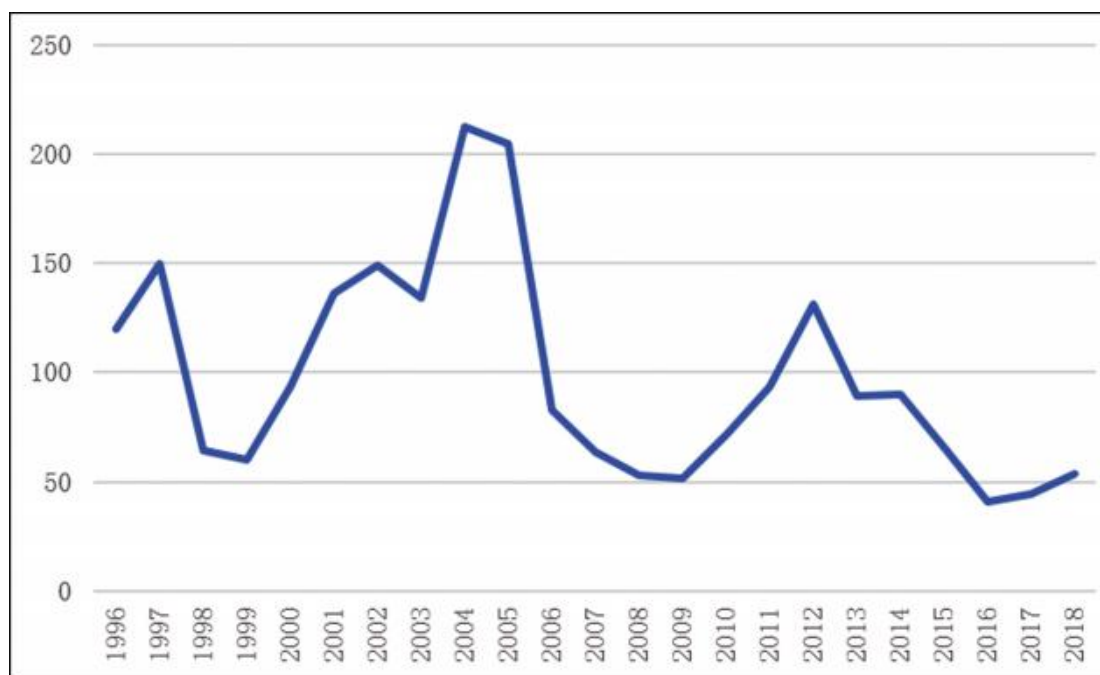


图 48 纺织品贸易顺差比例

表 5 美方征加关税未涉及商品

HS 章	商品	HS 章	商品
01	活动物	62	非针织或钩编的服装及衣着附件
06	活植物;茎、根;插花、簇叶	63	其他纺织制品;成套成品;旧纺织品
09	咖啡、茶、马黛茶及调味香料	64	鞋靴、护腿和类似品及其零件
13	虫胶;树胶、树脂及其他植物液、汁	66	伞、手杖、鞭子、马鞭及其零件
18	可可及可可制品	92	乐器及其零件、附件
30	药品	93	武器
49	印刷品;手稿、打字稿及设计图纸	95	玩具、游戏或运动用品及其零附件
60	针织物及钩编织物	98	特殊交易品及未分类商品
61	针织或钩编的服装及衣着附件		

资料来源:USTR

由于纺织品贸易在中美贸易中的特殊地位,一直是中美贸易争论的焦点。但

在这次征税中，500 亿美元商品清单和 2000 亿美元商品清单均未涉及的商品见下表。这次征收关税非常奇怪的是美国并没有对最大的问题，纺织品进一步下手，而是有意规避了这类产品。

进一步可以发现，美国此次大量对中间品征税，尽量避开消费者和支持其的企业。对中间品征税中，几乎完美避开了特朗普在选举中极力列举的美国衰败特征代表的铁锈地带，而是对政治经济对手的企业进行征税。在对 2000 亿美元商品征税后，美方对各类别商品征税总比例是 56% 左右，但是，可以明显看出对不同类别商品的区分。

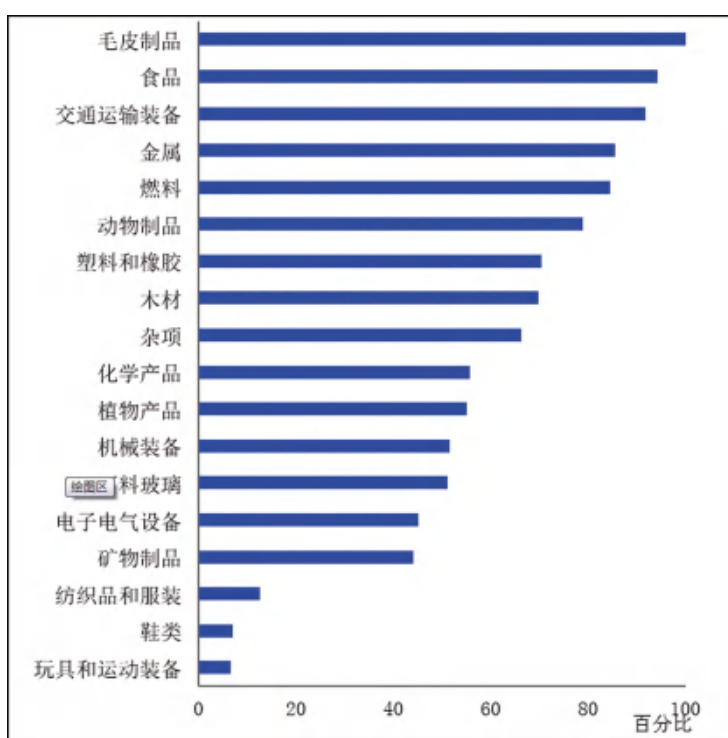


图 49 美方征税商品类别涵盖比重

资料来源: Bown, Chad P. Forthcoming. 2019, The 2018 US – China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection. China Economic Journal.

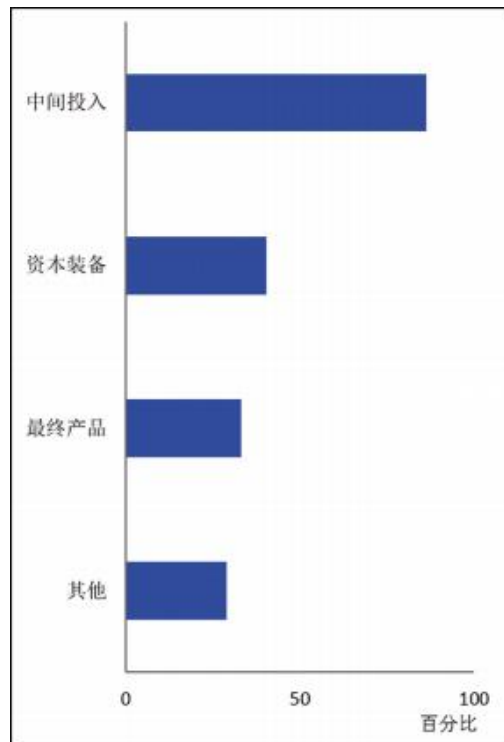


图 50 大类比重

资料来源: Bown, Chad P. Forthcoming. The 2018 US – China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection. China Economic Journal.

通过避免像服装这样的消费品,特朗普的关税目标涵盖了从中国进口中间投入品的 86% 以上。避免对消费品直接征税在很大程度上避免了对消费者产生直接影响。直接体现在 CPI 和核心 CPI 都是在 2018 年 7 月达到了高点,对中国征收关税之后,即 2018 年 8 月份之后,美国的消费者价格指数、核心消费者价格指数的涨幅并没有上升,还在美国经济增速受压的情况下出现了下降。2019 年 5 月 CPI 同比上升 1.9%,距离美联储 2%—2.5% 的目标尚有差距。

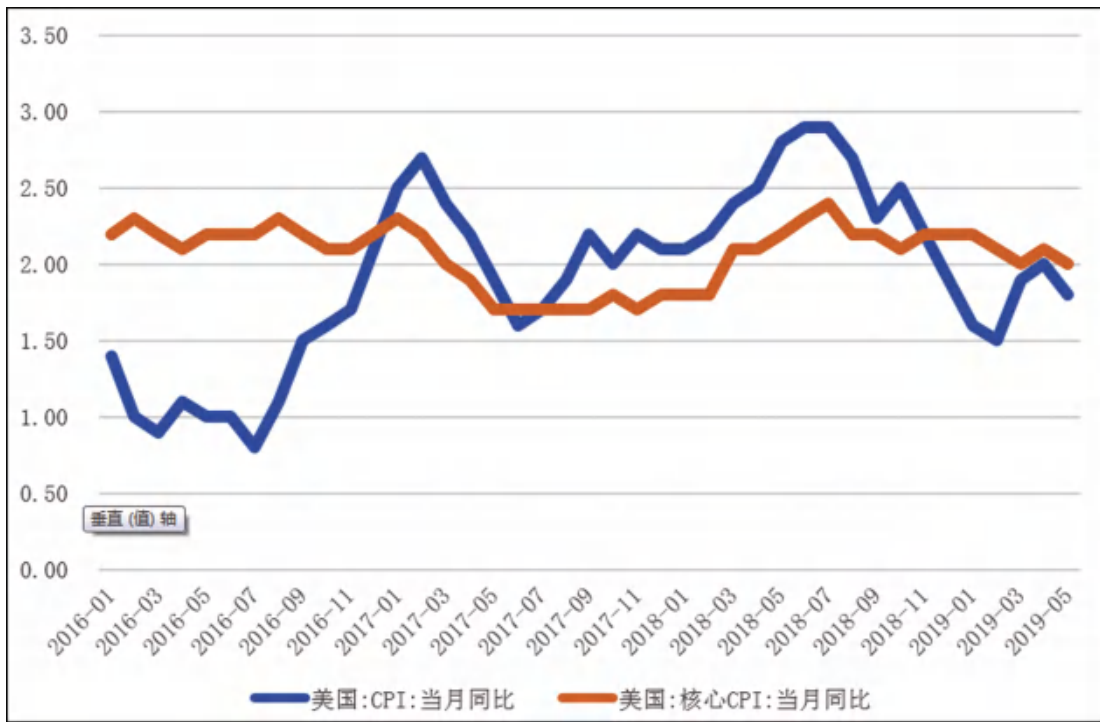


图 51 美国通货膨胀

对零部件征税会增加美国公司的成本,使得美国公司进入全球供应链变得更加困难。因此,美国公司确实承担了此次关税成本,面对世界其他地区的竞争对手时处于成本劣势。然而特朗普的保护选择可能会在政治上得到回报。虽然从特朗普的关税保护中获得的美国经济赢家相对较少,但那些获利的地区集中在具有政治竞争力的摇摆区,如锈带区域。在政治上,中国的关税主要打击了美国中西部平原和西部山区的农村地区。但是这些地区倾向于大幅度地投票给共和党,选举权竞争力较弱^①。但是,可以进一步想象,特朗普精心设计的征税商品范围仅仅是为了选票吗?

第三,追求国内价值链和国家安全。特朗普的目标是“使美国再次强大”。在它看来,美国国内破败的基础设施、制造业的大量外迁正是美国衰落的象征,而衰落的根源在于美国制造的消失。美国长期以来在制造商品和在国内外销售商品的能力上领衔全球国家,在美国经济的几乎每个部门都发挥着至关重要的作用,是美国成为世界头号经济强国的基础。同时,各个时代的先进制造,即用新的制造方法

^① Fajgelbaum, Pablo D., Pinelopi K. Goldberg, Patrick J. Kennedy, and Amit K. Khandelwal, 2019, The Return to Protectionism, NBER Working Paper No. 25638.

和通过创新实现的新产品的生产都是美国经济引擎和国家安全的支柱。制造业随着新技术和创新不断提高生产力,使经济不断提高新产品,创造全新的产业。制造业的进步在 20 美国的全球经济主导地位中发挥了重要作用。然而,21 世纪出现了巨大的变化,美国制造业出现了大幅下滑。2001 年之后美国制造业从业人数急剧下降,2008 年金融危机更是导致美国制造业大衰退。国国家科学技术委员会委员会(2018)报告指出,危机之后虽有好转,到 2018 年制造业就业人数仍然低于经济衰退前的水平。面对激烈的全球竞争,特朗普政府采取了强有力的行动来捍卫经济,扩大制造业就业,确保强大的制造业,维护国防工业基础和有弹性国内供应链。制造业赤字是美国贸易赤字的最主要来源。正如前面看到,在美国的商品贸易赤字中,制造业贸易赤字占据了绝对主力。在 2005 年,制造业贸易赤字达到了顶峰,为 5420 亿美元,之后小幅收窄。美国的制造业贸易赤字主要集中在亚洲,2012 年对亚洲的制造业贸易赤字一度超过了总制造业贸易赤字。在对亚洲的制造业贸易赤字中,对中国的制造业贸易赤字又超过 70%。特朗普认为制造业比例降低,工资收入相对下降,导致了美国工人阶层利益收存,伤害了美国的核心利益。在其任内,特朗普一直试图以买美国货来推动解决这个问题。

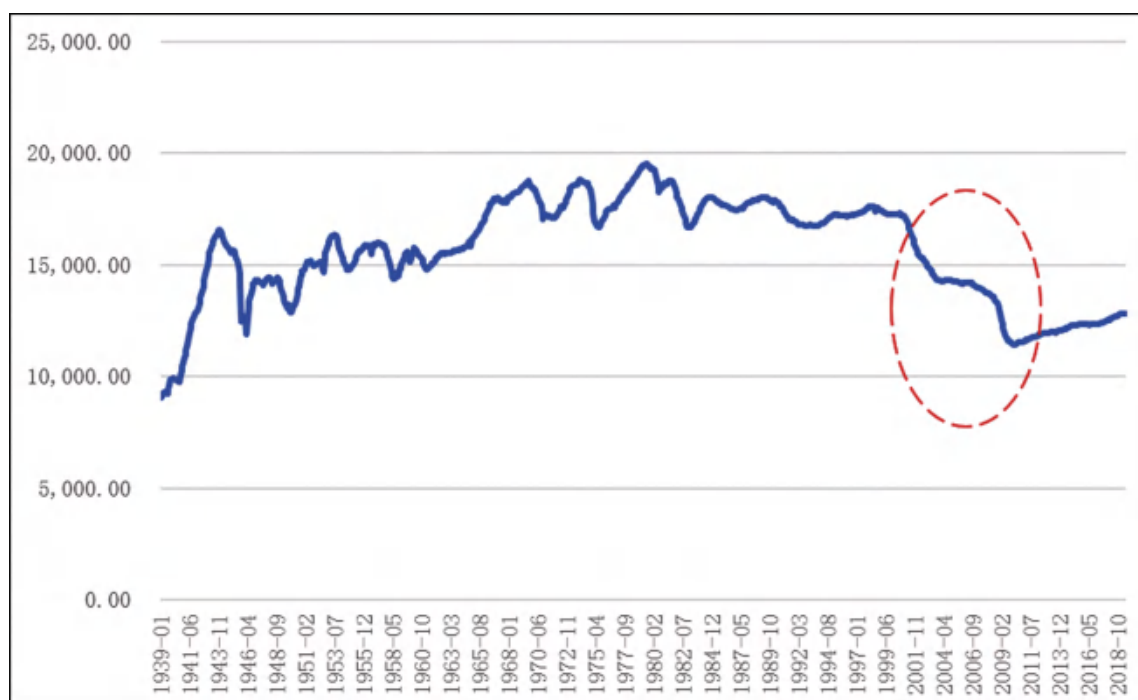


图 52 美国制造业就业人数

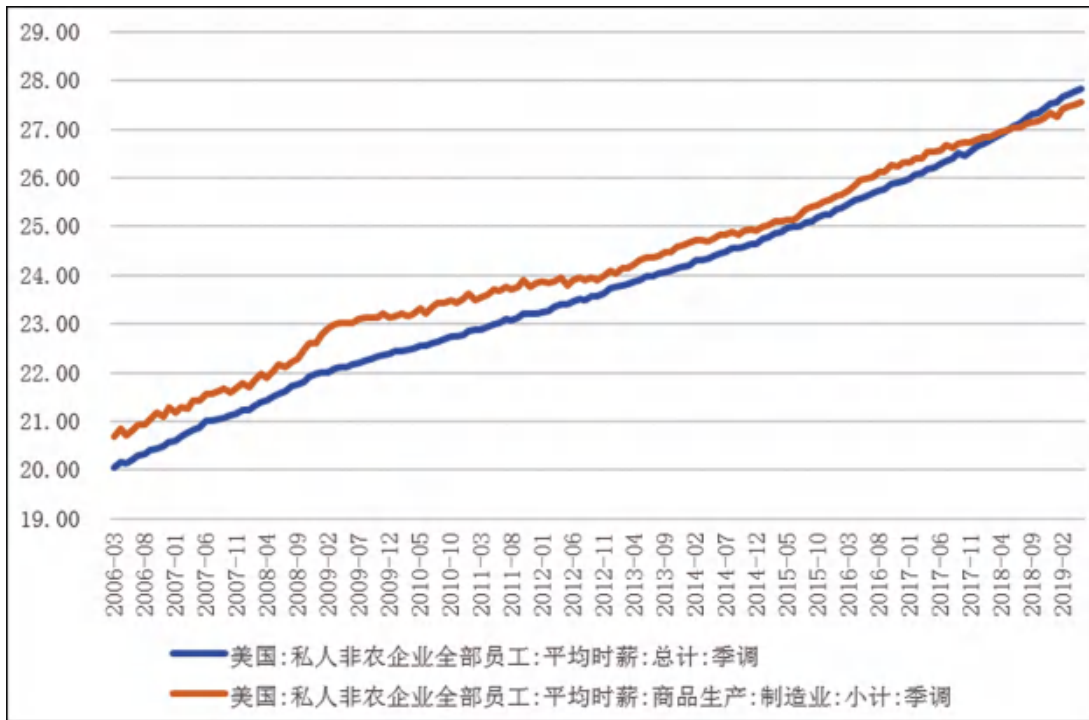


图 53 制造业工资

在特朗普看来,威胁美国制造业的原因主要有国外产业的不公平竞争、对美国企业知识产权的侵犯和非法移民。在这个推理下,需要采取强有力的行动来打击不公平的全球贸易做法,帮助美国制造商充分发挥潜力。表 3 中列举的美国贸易战基本上精准面对这三个问题:太阳能电池板、洗衣机、钢铝产品和汽车贸易战针对的是国外企业竞争,对中国贸易战更多针对在华外企的利益和对美国企业的知识产权,非法移民主要针对墨西哥。特朗普适用关税的目的是要达到重振美国制造业的政治目的。通过制造业,培训美国工人,为美国工人提供高工资,提高国内地位。在每次征收关税的推特上面,特朗普都会增加一个注释,规避关税最好的办法是来美国生产。由于特朗普是要解决美国国内的制造业政治问题,所以他的贸易战范围超越了传统的盟友。传统的盟友是基于国际安全等政治问题形成的,是由美国提供国际公共产品等需要联系在一起,更多是意识形态的产物。特朗普的目的是国内政治,并不是以意识形态来进行划分,其未来依然会打击传统盟友。当然,在这个过程中,特朗普也会联合某些盟友对我国实施特别的制裁。

由于特朗普的目的是将国际价值链收缩至北美、甚至美国国内,其行为表现最

为明显的就是在新版北美贸易协定和对墨西哥征收关税方面。2018年11月30日签署了代替北美自由贸易协定的《美墨加协定》。当然,新协定还需要各国立法机构批准该协议,才能生效,也就存在了一定变数。协定要求,在美国、墨西哥或加拿大生产的至少75%的部件的汽车或卡车可以零关税出售。相比于目前62.5%的需求增加,该交易旨在激励北美汽车的生产。此外,在这些汽车上完成的工作中,有30%必须由从2020年起由每小时收入不低于16美元(未计入通货膨胀率)的工人完成。到2023年,这一比例将增加到40%。特朗普还利用关税为手段,威胁墨西哥解决边境移民问题。这是在战后很少见的经济手段来解决长期政治问题。

总之,当前美国经济已经开始从属于美国政治,在面对不同的政治问题,例如经济增长、国内价值链等的时候,特朗普政府会采用不同的手段。这使得特朗普政府看起来非常不靠谱,出尔反尔,实际上是处于不同时期的政治考虑,不要被一时所迷惑。中美未来经济将会不断面临着摩擦,不会有一个稳定的关系。在于美国国内政治和社会需求。如前所说,美国贸易政策在短期中可能会对资本利益和劳动利益之间的关系进行重新权衡,以纠正多年来对资本利益的过度关注。自上世纪90年代以来,越来越多的美国人认为,“美国为全球经济规则的制定和全球经济增长贡献了巨大力量,但是美国政府却未能有效地帮助美国人赢得全球竞争。”这主要是制造业工人的抱怨。利用非系统性的贸易保护主义措施,促进少数制造工厂回流美国国内,并不会对资本利益带来太大的负面影响,还能够带来舆论宣传口径下的增加国内制造业就业增加的好处。贸易保护主义措施的增加会导致世界经济的混乱和不确定性,会对中国带来较大冲击。

(二)从经济议题主导的全球化逐渐转向各国国内政治议题扰动的全球化

“美国优先”战略不仅仅是美国一国在进行。在各国的大选中可以发现,澳大利亚、英国、法国、德国等都出现类似倾向。实际上,特朗普的当选全面标志着全球化进程正在进入新阶段。

全球化是一个比较含混的概念。我们可以将全球化看成一组社会进程,即将人类的社会状态更加推向全球性。所谓全球性是一种全球经济、政治、文化和环境联系和交流不断加强的进程。这种进程产生了一种超越地方结构的新社会秩序,即全球化状态。

全球化并不是一个新生事物,人类存在以来,全球化一直在持续。在史前时期的全球化是十分有限的。因为能够克服当时存在的地理和社会障碍的先进技术基本上还尚未出现,人类从未实现持久和远程的相互影响。到了这一阶段末期,出现了美索不达米亚地区等集中管理的农业宗教官僚体制,主要以战争的形式逐渐将把世界很多地区越来越多联系在一起。

在公元前三千五百年到公元前两千年出现了书写文字和轮子这两项重要发明。这些发明标志着史前时期的结束。之后在技术推动的可能下,全球化到了新水平。这段时期实际上就是丝绸之路形成的时期。这一时期全球化的主体是帝国,例如波斯帝国、印加帝国、罗马帝国、拜占庭帝国等。持续时间最长、幅员辽阔、技术最发达的就是中国。当时最主要的全球化是通过绸之路将中国与罗马帝国联系在了一起。丝绸之路主要是以中亚作为媒介,形成了一条伟大的欧亚大陆贸易路线。到明朝郑和下西洋,穿越印度洋到达非洲东海岸。这几条贸易路线构成了全球贸易网,将人口最为稠密的欧亚和东北非地区连在了一起。但是澳洲和美洲大陆尚未成为这一不断扩大的经济、政治、文化网络的组成部分。这一时期的全球化网络引发了大规模的移民浪潮,导致人口以及城镇中心的快速形成。在随着贸易而来的文化冲突中,地方性的一些宗教也形成了世界宗教,如犹太教、基督教、伊斯兰教、印度教和佛教。这一时期的全球化主体是各大帝国和草原游牧民族,由于不是发生战争,全球化的产品主要是方便运输的轻质量高价值的奢侈品,例如丝绸和茶叶等。这时候的全球化主要是地方生活的补充,不与当地经济形成竞争关系。

伴随着文艺复兴和启蒙运动,在十六世纪至十八世纪初,理性的思维方式和社会组织形成了早期的现代社会。这时候的全球化的核心驱动逐渐转向了西欧。在这一时期来自中国和伊斯兰文化的技术传播提升了西欧的技术,提高他们扩张的欲望。西欧人转向大西洋试图寻找一条通往印度的可行的海上新航线。在各自政府的大力支持下,刚刚起步的资本家努力实现者世界性扩张。西班牙、葡萄牙、荷兰、法国和英国的君主投入了大量的资源去探索新世界,创建跨地区的新市场。这些君主目的是获取更高的利润。商人承担了探索的成本,获得特许经营权。经济全球化的重心开始从丝绸之路中亚大陆走向以大西洋为中心的欧美时代。这一时期全球化的主体是从威斯特伐利亚国家体系中演化出来的拥有主权和领土的民族国家。这些民族国家之间的相互依存日益加强愈发密切。

有了前面的基础,1815年至1914年西欧实现了百年和平,是近代全球化最为鼎盛的时期之一。1847年的《共产党宣言》记录了这一时期的全球化进入的新层

次。在 1830 到 1914 年间,世界贸易额大幅度增加。在跨国银行的带动下,资本与商品相对自由地跨越国界进行流通。这一时期全球化最基本的基础设施是以英镑计价的金本位制度,这使得英镑等货币有可能在世界范围内流通。大多数欧洲民族国家急于获得自己独立的资源基地,把大半个南半球置于直接殖民统治之下。到第一次世界大战前夕,工业化国家的商品贸易总额几乎占全国总产出量的 12%,这一水平一直保持到 20 世纪 70 年代。这一时期形成了全球价格体系,促进了谷类、棉花和各种金属等重要商品贸易。各国开始以品牌标识产品,在全球形成流行文化,典型代表就是可口可乐等的出现。

这一时期的全球化非常显著的特征是大规模国际移民,如美国、加拿大和澳大利亚充分利用了这一推动力量来提高生产力。工业化进程日益加快,使得财富和福利差距超出了人们的承受限度。由于大规模移民、城市化、对殖民地的争夺以及世界贸易的过度自由化,到 20 世纪初期,国与国之间的敌对开始加剧;随后,极端民族主义最终导致了两次世界大战、长期的全球经济萧条,以及为保护狭隘的政治团体而采取的敌对措施。

第一次真正意义上的全球化是一次完全的自由主义全球化,全球贸易、资金和人员自由流动。由于金本位制带来的调整机制的局限性,国与国之间的利益无法得到有效保障。在一些国家面临困难时期,就会通过关税等手段进行强行调整。这次全球化的倒退主要就是无法在国内利益调整和全球化中取得平衡。这是第一次民族国家的国内政治压到了全球化。

在二战之后,全球化分为两个阶段。第一个阶段是战后《联合国宪章》奠定了民族国家新的政治秩序,展现了全球民主管理的前景。然而在 20 世纪 50 年代,这一世界主义的美好前景随着冷战的到来很快消失。在安全的主题下,以意识形态为区分,在长达 40 年的时间里,世界被划分为两大敌对阵营:美国控制的自由资本主义阵营和前苏联控制的社会主义阵营。这一时期展现了人类有史以来第一次出现了全球冲突背景下的全球化。可以说,这是意识形态支配下的全球化。

在这一时期,借鉴了 1815—1914 之间的经验,西方以布雷顿森林体系、国际货币基金组织和世界银行为支撑的管制资本主义,实施了有管理资本流动基础上的全球化。二十世纪八十年代开始,在英国首相撒切尔夫人和美国总统里根的带领下,新自由主义兴起。在 1991 年苏东剧变之后新自由主义经济秩序获得了更多的合法性,促进了自有资本流动的金融国际化、跨国公司势力的不断增强以及国际经济机构作用的加大。

1990 年以来的全球化是在国际机构多边主义协商的框架下,以跨国公司的全球价值链组织模式为载体,超大规模的国际资本流动为显著特征的国际化 2.0 时期。这是 1815 年—1914 年国家化的加强版。在这段时期主要国家接受了新自由主义的观点撤销利率管制消除信用控制国有银行和金融机构私有化金融交易的全球化增加了金融业不同领区域和领域的流动性在这些金融交易中很大一部分资金与生产性活动并无关系更多的是以高风险的对冲基金以及其他只涉及货币交易的货币市场与证券市场的形式增长这些交易以未来的利润作为赌注快速自由流动产生了很强的繁荣衰退模式例如一九九七年九八年的东南亚金融危机。

表 6 全球化进程简表

时间	全球化特点	主要驱动力
公元前 3500 年—15 世纪末	以帝国为载体,战争扩张频繁发生,丝绸之路为主要通道,奢侈品贸易	生活享受
16—18 世纪	西欧民族国家为主体,海上航线为主要通道,奢侈品贸易	国家财富积累和生活享受为主,商业逐利
1815—1914	西欧民族国家为主体,海上航线为主要通道,殖民地贸易,金融自由流动、大众消费品贸易和人口流动	资本逐利的经济动机
1914—1945	两次世界大战、大萧条,全球化的停滞期	国内政治打断了经济动机
1945—1991	冷战,规模经济从产业间贸易到产业内贸易,有管理的金融自由化	意识形态主导的集团性全球化
1991—2016	金融自由化,跨国公司全球价值链,世界组织干预了各国政府权力	自由资本逐利的经济动机
2017—	全球价值链区域化,资本流动,数据全球流动	经济动因持续,全球化收益不平衡导致国内政治问题频繁发生,驱动全球化更加关注国内问题

在前面的描述中,1991 年之后的全球化主要是在跨国公司全球组织价值链基础上完成的,更多是来自跨国公司自身的经营逻辑和对冲基金的全球追寻利润的逻辑。但是,要完成这些,必须依靠全球的治理体系。这就依靠国际组织的多边协议。在这些多边协议下,各国需要让渡一部分国内政治权利,限制了国内调整经济的空间。例如,国际货币基金组织和世界银行可以提供援助,但是要接受结构调整政策。由于全球化在全球收益方面分配不公正,这就导致了各国内部团体对全球化进程不满。

在 1991 年全球化之后,并没有出现世界收入的收敛。1991 年到 2000 年前后,世界各国人均 GDP 的标准差在迅速扩大,在中印等新兴国家收入上升之后,标准差才有稳定的趋势。即使在发达国家内部,美国是最大获益者,美国 0.1% 最富裕人群的收入在 1990 年之后急剧上升,法国等虽然也有上升,但明显幅度更低。



图 54 全球收入

美国国内收入在本轮全球化中也极为不平等。在 1990 年之后,美国 1% 富人收入迅速上升,但是美国 90% 的人群收入基本不变。美国产业工人的实际工资水平还维持在 1973 年。这导致了在此次危机之后,美国国内对华尔街为代表的金融势力极为不满,发生多次“占领华尔街”运动



图 55 0.1%富人收入

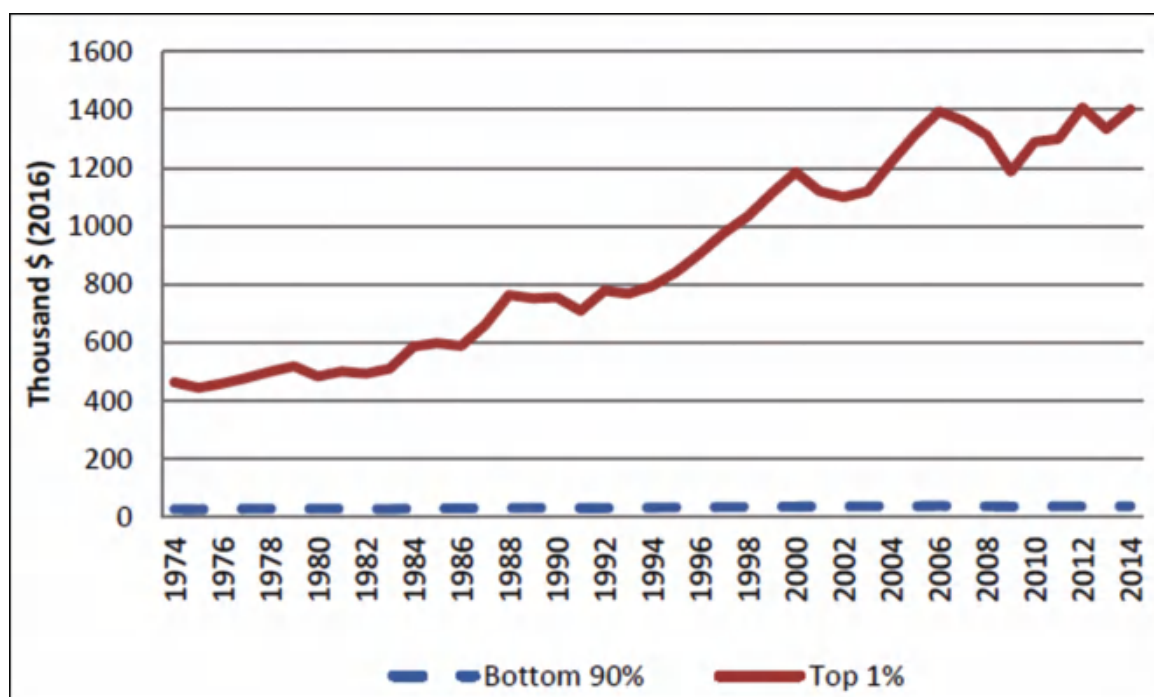


图 56 美国国内平均税前收入

正是由于此次全球化并没有带来包容性全球增长,甚至导致了对发展中国家

的大量环境破坏等不对称影响,各国国内对参与这样的全球化意见不一。跨国公司产业链企业和金融企业积极参与,很多本土公司面临竞争举步维艰。在当前国际组织的调节能力缺失的情况下,全球化回到了类似一战前的情况,国内政治议题开始起到了越来越大的作用,逐渐压过了简单的自由贸易和金融议题。

(三)“科技脱钩”可能性对中国经济冲击

在这种国内政治议题日益主导的全球化趋势下,未来的全球化“黑天鹅”事件会越来越多。这种冲击还不会到两次世界大战打断全球化的程度。由于跨国公司全球价值链、金融流动和国际组织协调机制还在,经济逻辑和议题推动的全球化还会维持。这就意味着不会出现全球大范围的各国经贸脱钩现象。但是,由于国内各种政治议题会不断打断这种经济逻辑,全球化的程度会不断震荡,时强时弱,不确定性加大,各种关税、非关税壁垒会此起彼伏。

在这些壁垒中最值得关注的是,未来在政治推动下,在国家安全的名义下,将来更多是在科技领域。这点在中美贸易摩擦中表现的非常明显。中美之间科技合作有着非常好的历史。1979年1月31日邓小平副总理访问美国时,在白宫与美国总统卡特签署了《中美科技合作协定》。这是中美建交后两国签署的首批政府间协定之一,也是运行时间最长的合作协议之一。至今,中美两国政府有关部门在《中美科技合作协定》框架下共签署了近50个议定书,领域包括能源、环境、农业、基础科学、科技信息和政策、地学、自然资源、交通、水文和水资源、医药卫生、计量和标准、民用核技术与核安全、统计、自然保护、林业、高能物理、聚变、材料科学和工程计量科学、生物医学、地震、海洋、大气、测绘等。中美科技合作已成为我国对外政府间科技领域最大的合作机制。

除了政府的之间的科技协议,我国与美方在企业之间、高校和科研院所之间也有着大量的良性科技互动。客观来说,这些可以合作帮助中美两国提升了科技水平。正如任正非在多次访谈中说道,华为的技术很多来自与各国的合作。在与世界各国的科技合作中,特别是在大量的从业人员和研发投入下,我国形成了自己的显性技术优势。计算各国的技术优势指数,表6蓝色的部分是各国公司技术优势指数高于1的技术类别,从中可以看到世界主要地区的显性技术优势。

表 7

显性技术领域

技术领域	欧洲	美国	日本	韩国	中国	其他区域
电气机械	1.0	0.7	1.1	1.3	0.5	1.1
视像技术	0.4	0.5	1.2	1.6	0.6	2.1
电信	0.7	0.7	1.0	1.4	3.1	1.3
数字通讯	1.1	1.1	0.6	1.3	8.0	1.2
基础通讯	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1	1.7
计算机技术	0.5	1.3	0.8	1.4	1.4	1.8
IT 方法	0.8	1.8	0.7	1.0	0.6	1.2
半导体	0.4	0.7	1.1	2.0	0.1	1.5
光学	0.3	0.4	1.6	1.1	0.2	1.0
测量	1.4	1.1	0.9	0.5	0.3	0.8
生物材料	1.6	1.6	0.7	0.6	0.0	0.1
控制	1.7	1.9	0.4	0.1	0.7	1.3
医疗技术	1.5	1.6	0.9	0.3	0.0	0.2
有机化学	2.0	1.4	0.6	0.3	0.5	0.3
生物技术	1.8	1.6	0.6	0.6	0.1	0.2
制药	2.0	1.8	0.5	0.2	0.1	0.6
聚合物	1.2	0.9	1.1	0.7	0.3	0.5
食品化学	2.1	1.8	0.5	0.2	0.0	0.1
基础化学	1.4	1.3	1.0	0.5	0.2	0.3
冶金材料	1.2	0.7	1.3	0.5	0.3	0.3
表面涂层	0.8	1.1	1.1	0.7	0.1	1.2
微纳米技术	1.2	1.0	0.7	1.3	0.0	1.7
化学工程	1.6	1.4	0.8	0.6	0.3	0.3
环境工程	1.4	1.4	1.0	0.4	0.3	0.1
物流系统	1.2	0.8	1.3	0.2	0.3	0.7
机械工具	1.4	1.1	1.0	0.2	0.6	0.7

续表

技术领域	欧洲	美国	日本	韩国	中国	其他区域
发动机,泵,涡轮机	1.5	1.7	0.8	0.4	0.1	0.2
纺织和造纸机械	0.5	0.6	1.8	0.2	0.2	0.1
其他特殊机械	1.4	1.0	1.1	0.3	0.1	0.4
热装置	1.5	0.8	0.9	0.9	0.3	0.6
机械元件	1.6	1.2	0.8	0.5	0.2	0.5
交通运输	1.5	1.1	1.0	0.7	0.1	0.2
家具,游戏	1.7	0.8	0.9	0.5	0.7	0.7
其他消费品	1.9	0.8	0.7	1.4	0.2	0.4
土木工程	1.9	1.8	0.5	0.1	0.5	0.4

数据来源: Dornis H., Dosso M., Hervás F., Millot V., Squicciarini M. and Vezzani A. (2015).

可以发现,总部位于美国和欧盟地区的公司在大多数的技术类别上占有优势,例如,测量、生物材料、医疗技术、有机化学、生物技术、医药、食品化学、基本化学、化学工程、环境技术、机械工具、机械原件、民用交通工程等。需要特别注意的是,上述技术类别很多是环保、生物工程等领域的基础性技术,目前仅有美国和欧盟地区的公司占有相关技术优势,例如,其在“医疗技术、医药、食品化学、生物技术、环境技术”等类别的技术优势指数都超出 1.4。在这些领域,中国还是处在模仿赶超的阶段。

中国企业主要在信息通信技术相关的 4 个技术类别具有优势,包括“电信、数字通信、基础通信和计算机技术”。这是和我们在这些领域这些年的广泛研发有着密切关系的。在前面的分析中可以看到,这些领域实际上是这些年来世界技术前沿的主要进步领域。因此,我国目前在这些领域已经具有了技术优势,能够为未来的发展打下良好的基础。在这些领域我们的主要竞争对手是韩国公司。韩国公司技术优势集中在信息通信相关技术类比,如在“视听、电信、数字通信、基础通信、计算机技术、信息技术方法、半导体”等类别的技术优势指数都大于 1。

美国在此次贸易摩擦中,不断加大对华为等公司的攻击力度,瞄准的就是中国的通信行业。在通信领域,美国还掌握着通用芯片等最核心产品的设计和制造。实际上,关键产品的供应能力是美元成为国际储备货币的重要支撑。美国已经对

我国在电子设计和制造领域切断了供应链,这对我国的是存在重大风险的。

(四)外部冲击的短期影响

运用标准静态 GTAP(Global Trade Analysis Project)模型对不同情景展开模拟。GTAP 是一个多地区和多部门的可计算一般均衡模型(Computable General Equilibrium,CGE),其假设主要有:在生产者方面,产品市场为完全竞争市场,生产规模报酬不变,生产函数为 CES 函数;在要素市场上,劳动力在国内可以自由流动,土地在部门间不能自由流动;在消费者方面,社会、政府、私人的效用函数分别为社会柯布一道格拉斯、CES(Constant Elasticity of Substitution)、CDE(Constant Difference of Elasticity)形式,国内商品与进口商品之间存在不完全替代关系等。使用的数据是 GTAP 第 9 版数据,以 2018 年为基年。

根据中美贸易摩擦的实际发展进程设定三种模拟情景,情景一为美方对中方加征关税,中方不采取反制措施。情景二为美方对中方加征关税,且中方对美方采取相应的反制措施。情景三在情景一和情景二的基础上,考虑美国与欧盟、日本达成零关税的自由贸易协定。三种情景下均有六个模拟方案,如表 1 所示,其中,情景二在情景一生效的基础上生效,情景三在情景一和情景二均生效的基础上生效。

表 8 模拟方案设定

	美国单方面征税	中美互征关税	中美互征、美日欧零关税
方案一	美 340 亿生效	中 340 亿	美日欧达成自贸协定
方案二	美 160 亿生效	中 160 亿	美日欧达成自贸协定
方案三	美 2000 亿生效(10%)	中 600 亿(5%和 10%)	美日欧达成自贸协定
方案四	美 2000 亿生效(25%)	中 600 亿(5%—25%)	美日欧达成自贸协定
方案五	美对全部产品征税(10%)	中对全部产品征税(5%—25%)	美日欧达成自贸协定
方案六	美对全部产品征税(25%)	中对全部产品征税(25%)	美日欧达成自贸协定

表 8 为情景一的模拟结果。当美方 340 亿美元清单生效而中方不采取反制措施时,中国社会福利约下降 26.4 亿美元,GDP 增长率下降 0.15%,我国 2018 年的 GDP 增速为 6.6%,因此美方对 340 亿美元产品的加征关税的影响有限;中国出口价格下降,而进口价格略微上升,贸易条件轻微恶化,贸易规模下降,贸易顺差略微

增长；中国国内的价格水平下降，居民收入出现小幅度下降。而美国存在正向社会福利收益，GDP 有所增加，贸易条件和贸易逆差均有所改善，居民收入上升，但价格水平有一定上升。随着美方对中方加征关税规模的增加，中国社会福利和 GDP 下降幅度也随之增加，贸易条件恶化，价格水平和居民收入下降幅度加大，而美国与中国的情况基本相反。

表 9 贸易摩擦对中美的影响(美国单方面征税)

	GDP	进口	出口	贸易平衡	贸易条件	出口价格	进口价格	价格指数	生产要素价格	收入	社会福利
中国											
方案一	-0.15	-0.26	-0.20	4.44	-0.11	-0.10	0.01	-0.14	-0.14	-0.15	-26.40
方案二	-0.19	-0.34	-0.26	5.77	-0.15	-0.14	0.01	-0.18	-0.19	-0.20	-34.32
方案三	-0.27	-0.48	-0.36	8.32	-0.20	-0.20	0.01	-0.25	-0.26	-0.28	-48.40
方案四	-0.70	-1.20	-0.94	13.92	-0.54	-0.50	0.04	-0.66	-0.68	-0.73	-129.23
方案五	-1.29	-2.08	-1.68	16.09	-0.95	-0.89	0.07	-1.18	-1.22	-1.35	-250.80
方案六	-1.35	-2.27	-1.81	22.56	-1.03	-0.96	0.07	-1.27	-1.32	-1.41	-258.92
美国											
方案一	0.05	-0.23	-0.15	31.88	0.04	0.04	0.00	0.05	0.03	0.05	12.40
方案二	0.07	-0.32	-0.23	42.60	0.06	0.05	0.00	0.07	0.04	0.06	17.56
方案三	0.20	-0.81	-0.68	90.07	0.17	0.16	-0.01	0.21	0.13	0.20	47.15
方案四	0.40	-1.56	-1.36	163.09	0.34	0.32	-0.02	0.41	0.25	0.39	91.65
方案五	0.38	-1.38	-1.28	129.01	0.32	0.30	-0.02	0.39	0.24	0.37	78.77
方案六	0.85	-2.97	-2.85	259.35	0.70	0.66	-0.04	0.87	0.54	0.84	170.58

注：GDP、进口、出口、贸易条件和价格单位为%，贸易平衡和社会福利单位为亿美元，下同。

在情景二中，中方对美方采取相应的反制措施，模拟结果如表 9 所示。方案四是截至 2019 年 6 月，中美双方互征关税的实际情况，即美方对中国 2500 亿美元产品加征 25% 关税，中方对美国 500 亿美元产品加征 25% 关税，对美国 600 亿美元产品加征 5% 至 25% 不等的关税。此时，中国社会福利下降 126.35 亿美元，GDP 增速下降 0.55%，略小于中国不采取反制措施的影响；相比于出口，中国进口下降比重更多，从而贸易顺差不降反增，贸易条件恶化，但略好于中国不采取反制措施；

价格和居民收入下降幅度也小于情景一方案四的结果。与情景一的模拟结果类似,随着美国清单规模的增加,对中国经济的负向影响幅度增加,但基本上优于不采取反制措施,且在此情景下,美国经济发展也将受到负面冲击。值得注意的是,中国经济的下降程度大于美国的下降程度。

表 10 贸易摩擦对中美影响(中美互征关税)

	GDP	进口	出口	贸易平衡	贸易条件	出口价格	进口价格	价格指数	生产要素价格	收入	社会福利
中国											
方案一	-0.11	-0.40	-0.24	18.04	-0.08	-0.07	0.01	-0.09	-0.13	-0.11	-26.93
方案二	-0.14	-0.51	-0.31	23.45	-0.10	-0.09	0.01	-0.11	-0.17	-0.15	-35.01
方案三	-0.19	-0.86	-0.55	36.38	-0.15	-0.10	0.04	-0.15	-0.24	-0.20	-47.63
方案四	-0.55	-2.00	-1.40	56.90	-0.43	-0.32	0.11	-0.47	-0.63	-0.59	-126.35
方案五	-1.20	-3.07	-2.27	65.45	-0.93	-0.79	0.14	-1.09	-1.26	-1.27	-247.92
方案六	-1.10	-3.09	-2.29	63.50	-0.83	-0.66	0.16	-0.95	-1.14	-1.17	-254.15
美国											
方案一	-0.06	-0.43	-0.27	62.59	-0.10	-0.08	0.02	-0.05	-0.09	-0.07	-20.80
方案二	-0.14	-0.73	-0.50	102.57	-0.18	-0.14	0.04	-0.13	-0.17	-0.15	-42.92
方案三	-0.20	-1.61	-1.18	207.89	-0.25	-0.17	0.08	-0.19	-0.28	-0.22	-68.15
方案四	-0.21	-2.36	-1.86	280.79	-0.08	-0.01	0.07	0.02	-0.15	-0.02	-23.76
方案五	-0.11	-2.38	-1.91	276.35	-0.20	-0.10	0.10	-0.10	-0.26	-0.15	-63.57
方案六	-0.29	-4.27	-3.69	450.98	0.05	0.16	0.11	0.24	-0.11	0.17	-72.32

中美贸易摩擦爆发以来,美国和欧盟称将进一步加强贸易合作,此后也同日本一起商讨建立零关税自贸协定的方案。尽管美日欧之间的贸易合作谈判是一个漫长而复杂的过程,但将这个可能纳入模拟方案,有助于我国应对未来可能面临的各种局面。情景三的模拟结果如表 10 所示。对比情景三和情景二的结果可以发现,若美国和欧盟达成零关税协议,将加剧对中国的不利影响,但幅度有限;与此同时,协定达成将有利于美国的经济发展。

表 11

贸易摩擦对中美影响(中美互征关税、美日欧零关税)

	GDP	进口	出口	贸易平衡	贸易条件	出口价格	进口价格	GDP价格指数	生产要素价格	收入	社会福利
中国											
方案一	-0.15	-0.44	-0.26	23.73	-0.09	-0.10	-0.01	-0.13	-0.17	-0.15	-33.66
方案二	-0.20	-0.58	-0.33	30.85	-0.12	-0.13	-0.01	-0.16	-0.22	-0.20	-43.75
方案三	-0.25	-0.93	-0.56	43.77	-0.16	-0.15	0.01	-0.20	-0.30	-0.25	-56.37
方案四	-0.60	-2.06	-1.42	64.29	-0.45	-0.37	0.08	-0.53	-0.68	-0.64	-135.09
方案五	-1.25	-3.14	-2.28	72.83	-0.95	-0.83	0.11	-1.14	-1.31	-1.32	-256.66
方案六	-1.15	-3.15	-2.31	70.90	-0.85	-0.71	0.14	-1.00	-1.19	-1.22	-262.90
美国											
方案一	0.06	0.04	0.11	11.53	0.02	0.00	-0.02	0.06	0.05	0.06	15.84
方案二	-0.01	-0.27	-0.11	51.30	-0.05	-0.05	0.00	-0.01	-0.03	-0.02	-6.24
方案三	-0.07	-1.15	-0.80	156.83	-0.13	-0.08	0.05	-0.07	-0.14	-0.09	-31.50
方案四	0.13	-1.90	-1.48	229.52	0.04	0.08	0.04	0.14	-0.02	0.10	12.92
方案五	0.01	-1.91	-1.53	225.30	-0.08	-0.02	0.06	0.02	-0.13	-0.02	-26.93
方案六	0.13	-3.81	-3.30	399.92	0.17	0.25	0.07	0.36	0.03	0.30	24.32

第四部分 宏观经济运行的韧性和短期风险

国内政治议题驱动的全球化是我们分析当前宏观经济形势的时代背景,也是我们进行改革调整和宏观调控的基本出发点。面对更多的国际冲击,中国经济是不是能够承受,中国经济有足够的韧性吗?

4.1 中国宏观经济的韧性

(一) 经济史视角的中国经济新动能方向

为了看清楚中国经济韧性所在,可以借鉴美国赶超英国时期的经验,看一看如何实现动能转换。进行跨国比较的时候,需要特别注意的一点是,不能简单地将同等收入水平时候美国所具有的样子,就看成是中国经济的可能的韧性所在。因为现在所处的国际时代不同,中国和美国的人口结构不同,当前的技术环境不同,这些基本参数决定中美两国不会有完全相同的经济结构。在思考美国经验的时候,重点是理清美国赶超英国的机制,从经济学中提炼基本规律,而不是简单的进行类比。

美国 19 世纪经济增长动力的转变来源于劳动投入拉动向劳动生产率提高的转变;到了 20 世纪,在劳动生产率增长因素中,实物资本的贡献率迅速降低,全要素增长率提高成为增长的主要源泉。美国是怎么做到这点的呢?

1840 年前后,英国率先完成工业革命,成为世界工厂的同时表现出了对初级产品的巨大需求,美国最初是凭借其丰富的自然资源充当欧洲国家的原材料进口国。伴随着经济增长动力转变,美国于 20 世纪初超越英国,人均 GDP 位列世界第一,并长期保持经济增长。

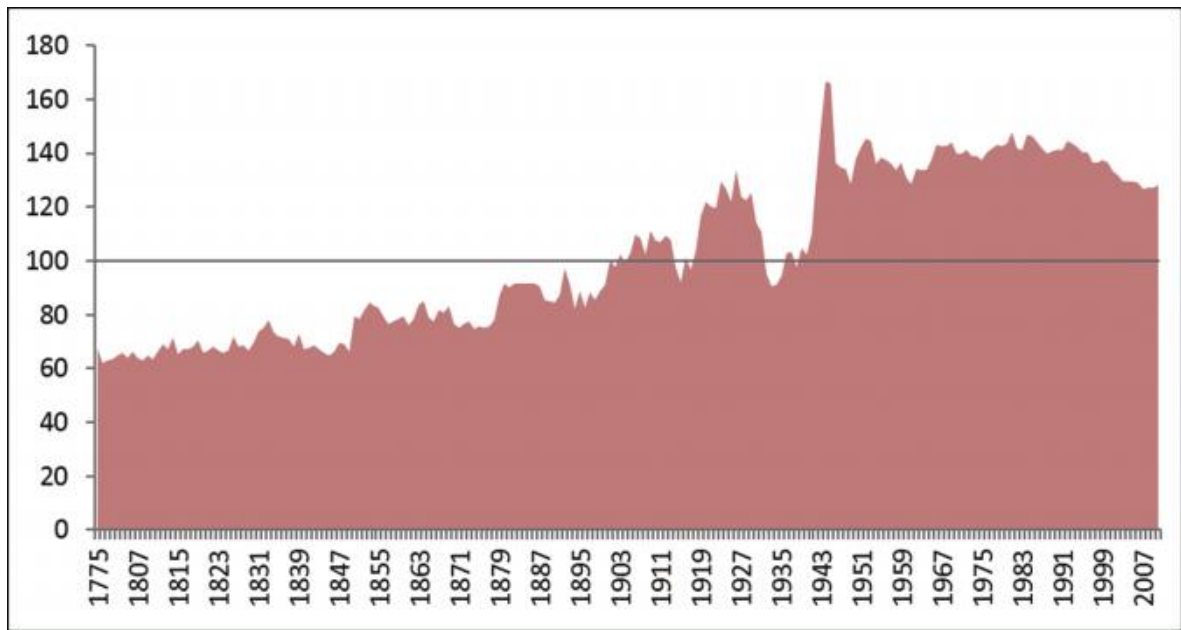


图 57 美国人均 GDP 相对水平,1775—2010(英国=100)

数据来源:Maddison(2013)

19 世纪美国经济增长动力的转变来源于劳动投入拉动向劳动生产率提高的转变。19 世纪上半期,两者对增长的拉动力基本持平,后半期劳动投入的贡献率逐渐降低,增长动力主要来自生产率提高,且生产率提高的源泉主要来自实物资本拉动。这一阶段,增长表现出粗放型特征,人口增长,土地和自然资源的大量使用,铁路、公路、运河等交通基础设施的建立扩大了经济规模,技术进步对增长的拉动力主要体现在使用资本和资源替代劳动带来的生产成本降低和规模效应上。而到了 20 世纪,在生产率增长因素中,实物资本的贡献率迅速降低,全要素增长率提高成为了主要的增长源泉。随着资本不断积累和经济逐渐达到有效生产规模,投资回报率递减,单纯依赖实物资本对增长的拉动力达到极限。因此,这一时期,引进前沿技术使用资本替代劳动的激励转向了通过自主创新提高要素使用效率的激励。20 世纪初的两次教育投入浪潮促进了人力资本积累,为技术创新提供支撑,组织形式创新为大规模的商业管理提供了支持,技术进步类型从实物资本密集型逐渐转向无形资本。从产业结构来看,20 世纪初美国 TFP 增长率主要集中于制造业,农业部门 TFP 增长率偏低。

表 12

美国劳动生产率分解,1800—1989(年均增长率,%)

	19 世纪					20 世纪				
	1800— 1855	1855— 1871	1871— 1890	1890— 1905	1905— 1927	1890— 1905	1905— 1927	1929— 1948	1948— 1966	1966— 1989
人均产出	0.87	0.14	2.61	1.85	1.66	2.34	1.67	1.21	2.29	1.84
劳动	0.48	0.00	0.75	0.49	-0.77	0.36	-0.36	-0.74	-0.82	0.60
单位劳动时间产出	0.39	0.14	1.84	1.36	2.45	1.93	2.05	1.96	3.11	1.23
资本	0.19	0.53	0.84	0.45	0.73	0.55	0.48	0.07	0.81	0.57
TFP	0.20	-0.39	1.00	0.91	1.72	1.38	1.57	1.89	2.30	0.57
要素份额										
劳动	0.65	0.54	0.55	0.54	0.54	0.56	0.60	0.63	0.65	0.65
资本	0.35	0.46	0.45	0.46	0.46	0.44	0.40	0.37	0.35	0.35

资料来源:Moses and Paul(2001)

在这一过程中,美国实现了对英国的赶超,主要来源于美国国内生产结构与前沿技术的一致性,以及国内市场扩大带来的规模效应。

第一、技术一致性。19 世纪美国的经济增长过程中,美国的技术进步主要来自欧洲前沿技术的引进和消化。由于前沿技术不一定能够对所有要素投入带来相同的收益,对资本、劳动、资源的偏向性不同,如果后发国家的资源禀赋或要素结构与前沿技术相反,就无法享受技术进步带来的收益。回顾工业革命的爆发在于随着工资水平提高,劳动力成本上升,企业有动力通过技术创新使用资本和能源替代劳动,降低生产成本,提高生产率,扩大生产规模。因此,当时的前沿技术为资本密集型生产技术。19 世纪美国国内要素结构与前沿技术形式极度契合,相对英国更具有先天优势。首先,在原材料和初级产品市场上,美国丰富的自然资源禀赋和低成本开采技术使得美国原材料和初级产品价格相对英国较低,工资水平相对较高。引进欧洲国家资本密集型的前沿技术有利于美国使用相对廉价的资本和资源替代更加昂贵的劳动力,降低生产成本,充分享受前沿技术进步对生产率的拉动。

第二、规模效应。事实上,规模效应是技术一致性的另一个表现。19 世纪至 20 世纪初的前沿技术具有规模依赖性。更高的生产规模有利于降低单位成本,实现规模收益。美国在国际市场上的价格优势和国内市场扩大共同保证了规模效应的实现。从外需表现上来看,一方面,美国具有地理优势,相对南美洲而言地理位

置距离欧洲更近,运输成本较低,交通基础设施建设进一步降低了运输成本;另一方面,美国本身资源开采的成本就相对较低,使得美国自然资源密集型制造业产品在 1880—1929 年具有较强的比较优势。然而,随着矿石资源在世界其他地区被陆续发现,以及技术进步降低了矿石原料开采成本,交通运输成本降低,产品复杂度提高、原材料占最终产品的份额降低、服务业比重上升等多重原因的作用下,美国在初级产品出口上的比较优势逐渐减弱。相对而言,美国国内市场规模扩大对经济快速增长起到了更为持久的作用,使得美国能够更多地享受专业化分工和规模化生产的利益,且避免了产能过剩问题。首先,如前所述,美国工资水平高于欧洲国家,工资收入较高有助于扩大国内消费;其次,美国收入分配更加平等,中产阶级比重较高,在国内铁路等交通网络的支持下,形成了国内规模化、同质化的消费需求,保证了生产规模,并且有利于推动需求升级。1870 年,美国国内市场已经超过其他欧洲国家,1913 年,美国经济规模是英国的 2.5 倍。

表 13 英美产值规模对比(美国=100)

	人均 GDP	GDP
1820	152	289
1840	149	192
1870	132	102
1900	112	59
1913	95	43
1929	76	30
1950	72	24
1973	72	19

资料来源:Maddison Database (2013), Moses and Paul (2001)

与美国的情况类似,日本和韩国在赶超过程中同样伴随着增长模式和增长动力的转换,大体模式也与美国类似,区别在于美国借助的是国内大市场,日韩借助的是冷战期间欧美的大市场。从规律的角度看,从劳动力驱动向投资驱动再向创新驱动的转变过程中,技术一致性、规模效应、创新能力、工资水平和需求因素起到了重要作用。

(二) 中国经济韧性所在

分析中国经济有一个误区要特别注意,不能简单将北上广深当做标准,凡是地方还没有的就意味着潜力,就是中国经济的未来。例如,地方还没有地铁,都修了地铁还有很大空间。任何实现都是有机会成本的,要从经济价值最大化的角度判断中国经济的潜力和韧性。所谓韧性是面对着冲击依然可以保持稳定的中高速增长。这意味着经济有好的长期增长基础面前,冲击都是在暂时的;改革开放红利,尤其是中国参与新的全球化体系抵御国际政治冲击;稳健的宏观调控。这三个方面实际上是两个维度,一个维度是我国拥有坚实的国内经济基础和日益成熟的宏观调控手段,更重要的另一个维度是来自于我们对全球化新阶段的应对。

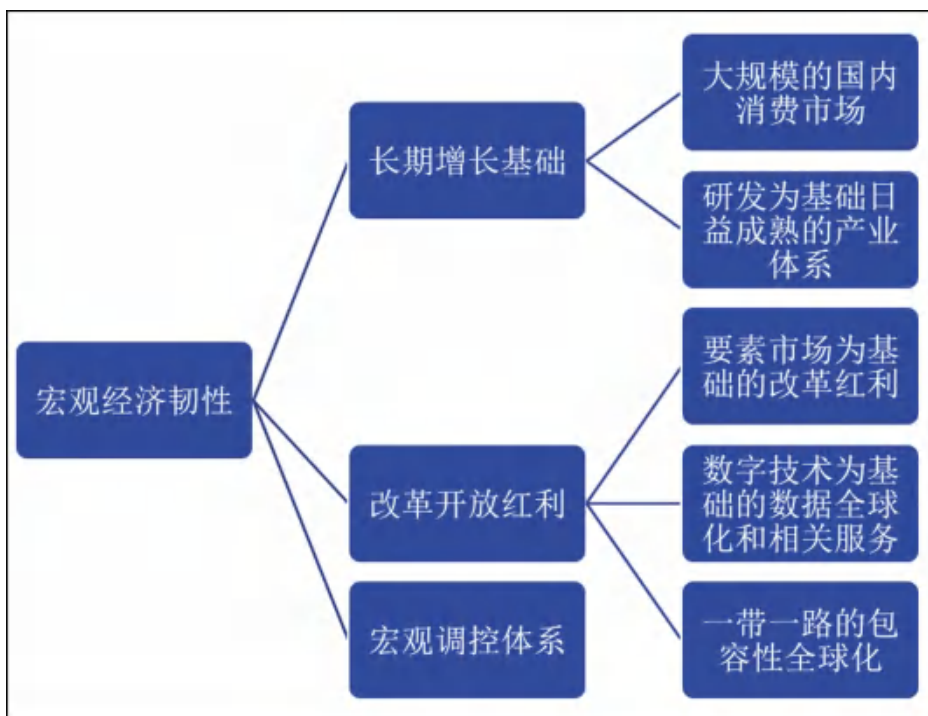


图 58 中国经济韧性

1. 大规模的国内市场

从美国的经验可以看出大规模的国内市场对于实现增长潜能所具有的重要意义。美国经济学家、历史学家罗斯托在分析世界各国经济增长阶段时,将最后一个阶段称为“高级大众消费时代”。满足社会各阶层人民需要的大众消费模式,是消费对经济发展起到基础性作用的根本途径。大众消费模式重要表现就是各种产品

的渗透率不断提高,从高收入家庭逐步进入中低收入家庭。中高端消费为新产品提供了初始的空间,随着生产成本逐步降低,产品价格下降,消费人群扩张。消费市场的扩大又通过规模经济进一步降低产品成本和售价,更多人群可以进行消费。产品在不同消费层次的传递,带动经济可持续发展。只有成熟有序的多层次消费市场,才能为经济发展提供持续的动力。

根据联合国的标准,我国已有 4 亿中产阶级。经过多年发展,与人民息息相关的物质生活产品消费得到了很大满足,2017 年,限额以上单位粮油食品饮料烟酒、服装类商品零售分别是 1978 年食品和服装类商品零售额的 34 和 52 倍,年均分别增长 9.4%和 10.7%。在人民生活全面迈向小康的新时代,消费需求升级明显。在实物产品方面,吃、穿等基本生活类商品占社会消费品零售总额的比重明显降低,汽车等为代表的耐用品消费增长较快,社会信息化程度不断提高,电脑、手机等信息产品消费快速增长。服务性消费日益成为居民消费的主要构成,文化娱乐、休闲旅游、大众餐饮、教育培训、医疗卫生、健康养生等服务性消费成为新的消费热点,体验类消费快速发展。

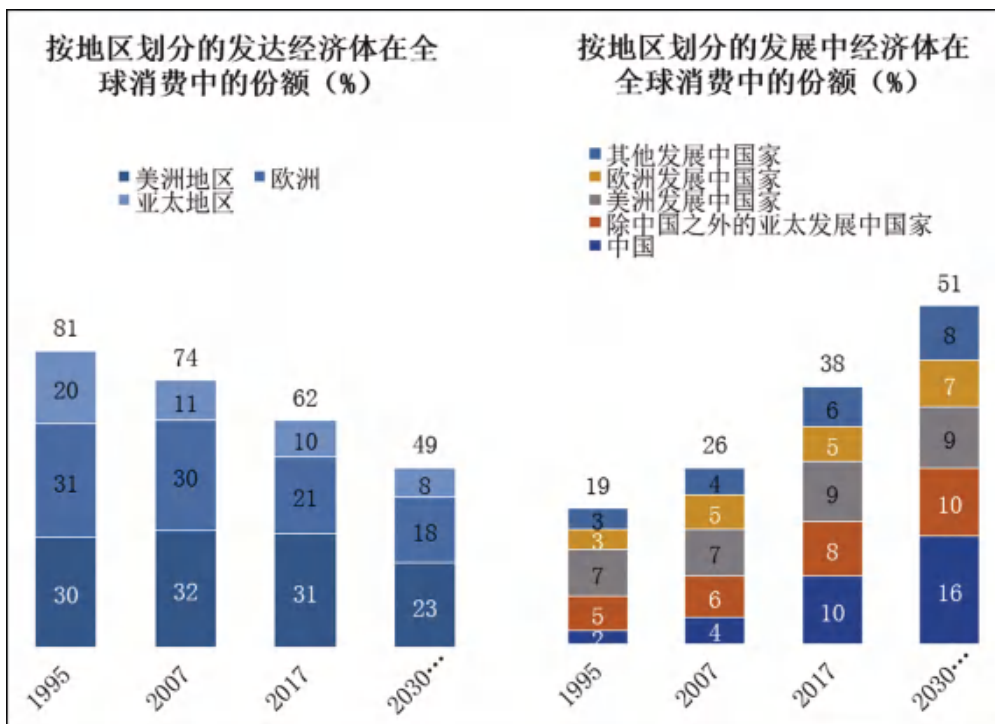


图 59 2030 年世界消费变化

资料来源:Globalization in Transition: The Future of Trade and Value Chains, McKinsey Global Institute, 2019.

在过去十年,全球消费增长最快的地区就是亚太。根据麦肯锡的预测,2030年世界的消费额将达到 10.6 万亿美元,是 2017 年的一倍,其中 60% 来自亚太地区的消费上升。到 2025 年,发展中国家将消费 2/3 的工业制造产品。在这个变化中,最大部分就来自中国。2017 年,中国占到了世界消费的 10%,2030 年,将占到世界消费的 16%。在中国的消费中,90 后正在成为主力,这个全体正在积累财富,消费观念更加接近西方,愿意提前消费,更加适应新零售技术,移动端消费占比持续攀升。

在面对国内大市场,中国企业就可以提供更多的内销产品,减少出口的必要性。在劳动密集型的产品中,中国 71% 已经内销,在以创新为基础的价值链产品中,更是高达 85% 实现了国内消费。

中国消费的增长,不仅为本国产业创造了更多的市场,也为世界其他国家创造了更多的出口机会。在过去十年,发达国家的出口虽然最大比例还是相互之间的贸易,但已经大幅度下降。对中国出口比例从 1995 年 3% 提升到了 2017 年 12%。

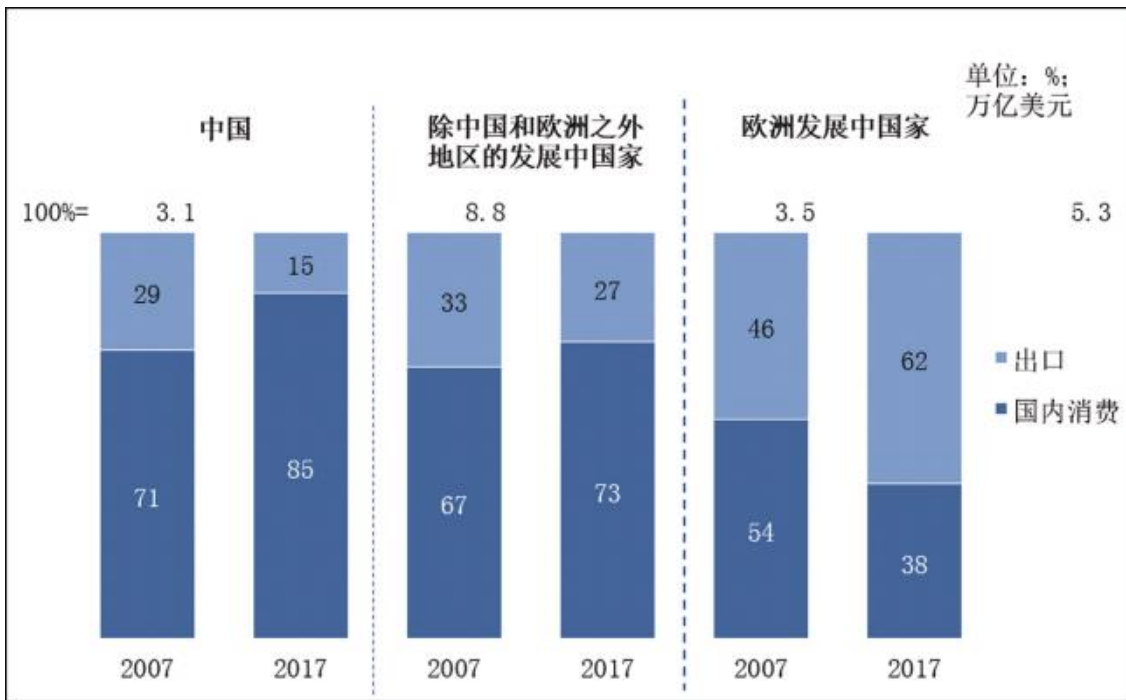


图 60 劳动密集型和全球创新价值链的总产出比例

资料来源: MGI, 2019.

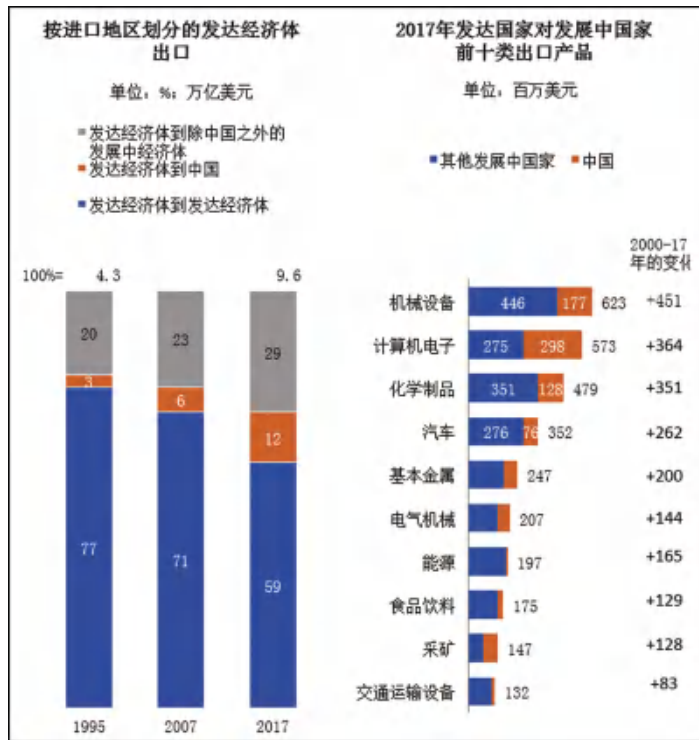


图 61 发达国家出口

资料来源: MGI, 2019.

2. 研发为基础日益成熟的产业体系

经过 70 年的建设,我国已经建立了世界上最为完整的工业体系,220 多种产品产量世界第一。在前期打下的良好基础上,加入 WTO 之后,我国的生产能力实现了跃升。1995 年,我国的制造业产能为世界 6%,2007 年达到 16%,到了 2017 年攀升至 32%。我国的汽车、纺织服装、电子机械、计算机等产能得到了迅速提升。

在国际贸易的初期,我国更多是进口原材料和中间品,在国内进行组装。在过去十年,我国国内供应链长度越来越长,产业在国内实现了更多的垂直一体化。同时,我国还进入了很多新产品领域。

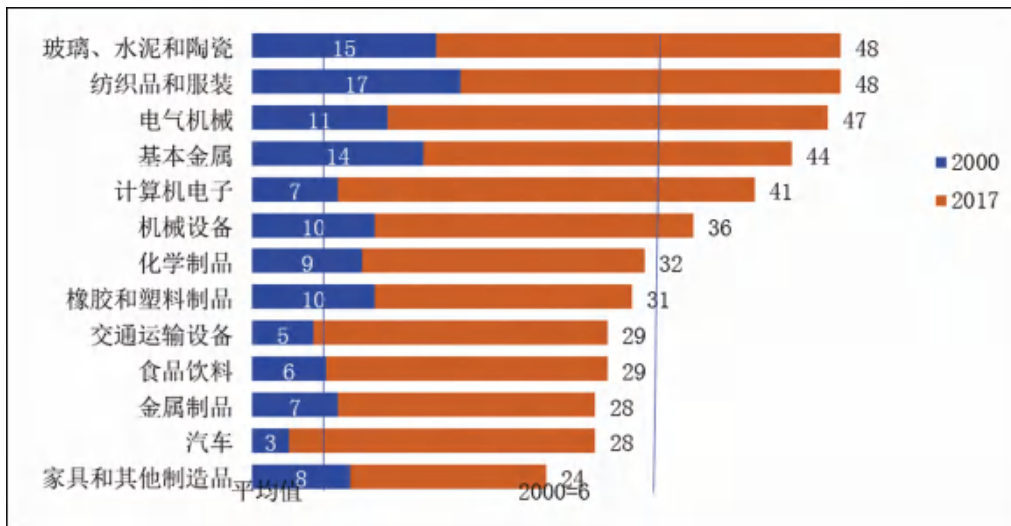


图 62 中国在全球总产出中所占份额

资料来源: MGI, 2019.

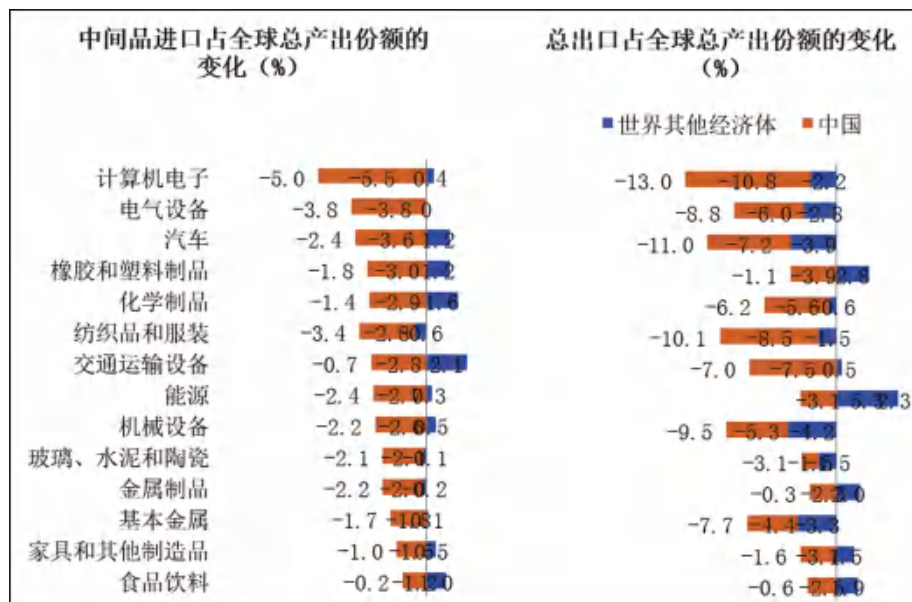


图 63 全球供应链缩短

资料来源: MGI, 2019.

由于中国国内产业链越来越完善,跨境中间品贸易量越来越小,这在一定程度上导致了世界贸易量的减少。在 2007 年至 2017 年期间,中间品贸易下降了 5.1%。这完全是中国进口的减少。中国目前还是世界上最大的纺织品进出口国,但是由于我国国内产业链的完善,降低了世界纺织品贸易 8%。

表 14

贸易密度变化

		贸易密集度的变化(%)		
		贸易密集度(2017)	2000—2007	2007—2017
全球创新	化学制品	27.4	7.8	-5.5
	交通运输设备	38	11	-6.2
	汽车	29.1	8.9	-7.9
	电气机械	27.9	6.2	-8.3
	机械设备	29.5	7.3	-8.9
	计算机电子	43.8	13	-12.4
劳动密集型产品	家具和其他制造品	24.2	7.3	-0.8
	纺织品和服装	27.3	8.2	-10.3
区域处理	造纸和印刷	15.6	3.7	0.3
	金属制品	17.8	5.5	-0.6
	橡胶和塑料制品	22.8	7.6	-0.9
	食品饮料	12.7	2.4	-0.9
	玻璃、水泥和陶瓷	8.7	2.2	-3.2
资源密集型产品	农业	8.4	0.6	-0.7
	能源	20.6	7.4	-1.2
	基本金属	19.6	5.1	-6.2
	采矿	25	11.4	-14.4
劳动密集型服务	批发和零售	10.7	3.5	2.4
	医疗保健	0.5	0	0.1
	运输和储存	14.6	1.7	-2.5
知识密集型服务	IT 服务	18.4	5.6	4.9
	专业服务	9.8	2.3	0.1
	金融中介	8	3.6	-0.8

资料来源:MGI, 2019.

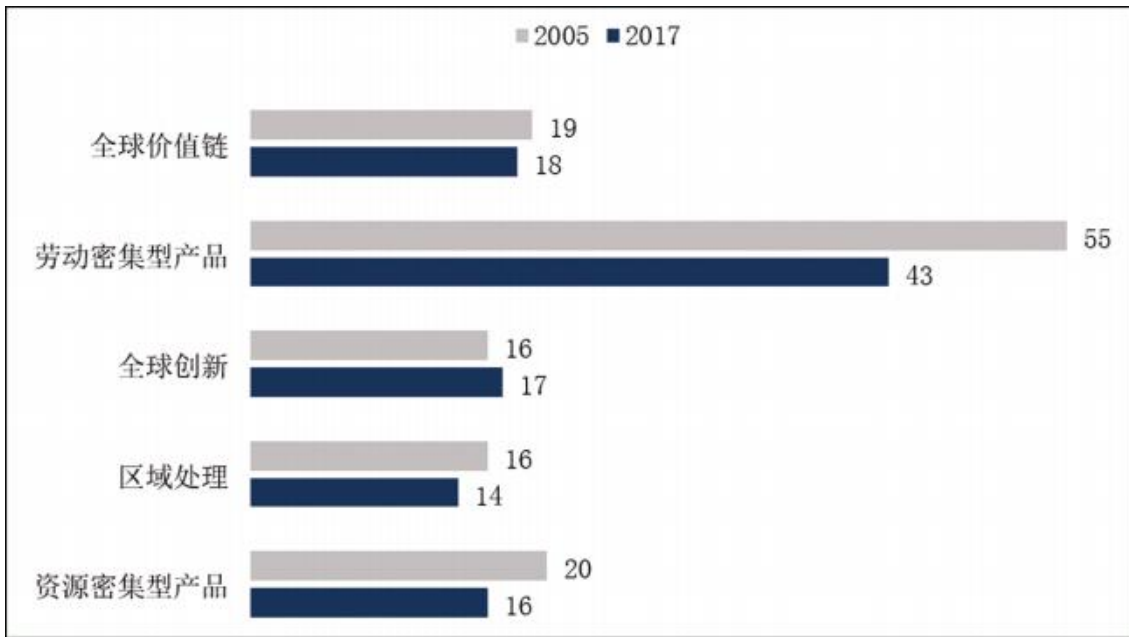


图 64 按全球价值链类型划分的产品贸易份额(%)

资料来源: MGI, McKinsey Global Institute, 2019.

正是由于我国国内产业链的完整,世界贸易的总体密度下降^①。我国能够实现国内产业链的升级,主要来自于我国长期投入的研发。实际上现在下降幅度最大的是劳动密集型产业,简单依靠工资套利进入产业链已经越来越困难。整个产业链中知识和创新的密度越来越高。

3. 数字技术为基础的数据全球化和相关服务贸易

传统的全球化是在国际支付系统的支撑下,物的交易、资金流动和跨国移民。随着 IT 革命的不断深化,最新的全球化趋势是信息流全球化。在过去十年,全球跨境带宽增长了 148 倍。在这种数据连接的全球化下,交易成本迅速下降,这导致了全球化组织模式正在迅速发生变化。

^① 贸易密度是出口的中间品和最终品占总产品的比重。

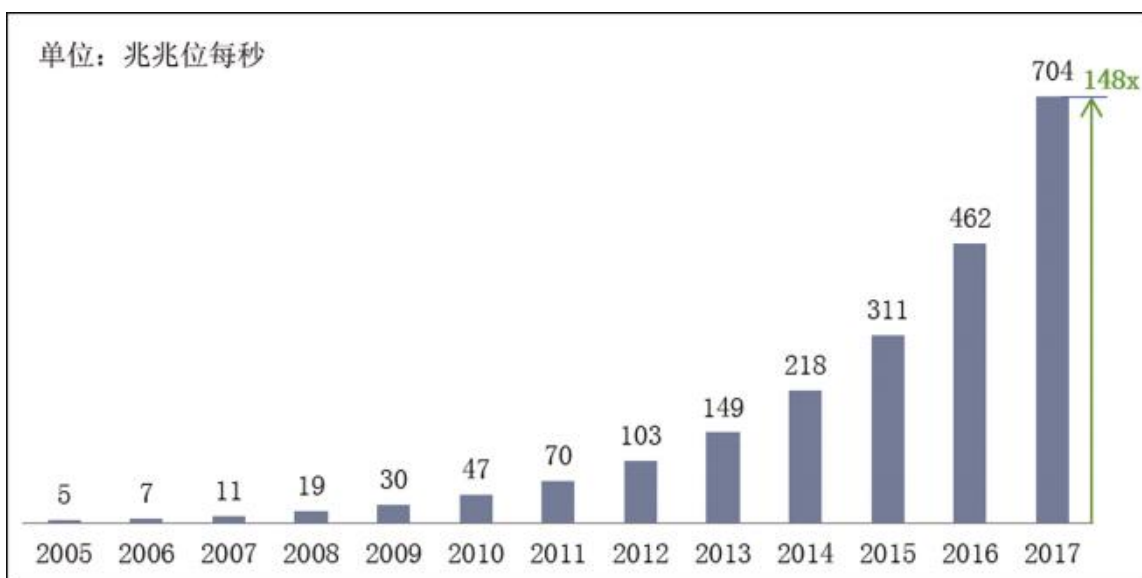


图 65 带宽

资料来源：MGI，2019。

一方面，数字技术会降低跨境交易费用，这在一定程度会进一步促进群求贸易的发展。而另一方面，数字技术会改变生产的逻辑。对于企业来说，生产是为了利润最大化，这可以通过降低成本和提高产品销售金额两个渠道完成。在传统意义上的全球化，就是跨境进行生产布局，降低成本，同时扩大交易对象，提高交易额。数字技术在这两方面都会发挥作用。通过增材制造等技术，可以在区域内更好地缩短价值链，减少对国际依赖。同时，数字技术会提高整个供应链的效率，降低成本。

在跨境数据流和新技术的支持下，以数字平台为基础的全球市场正在形成。供销双方从简单见面，各种会展，日益走向网络交易。预计到2020年，跨境B2C的电子商务达到10000亿美元，B2B有望达到70000亿美元。

我国在数据流服务方面具有非常大的优势。以阿里巴巴、腾讯、京东等为代表的跨境支付、交易、物流网络正在形成。我国有望成为新一代全球化最关键的基础设施提供方，取代美国在传统国际贸易中的基础设施提供方地位。

在提供数据服务的同时，我国也提供了大量的通讯相关设备。现在全球一半的数据量来自于机器之间通讯。在5G时代来到之后，这个数量会迅速上升，为我国提供广阔的发展空间。

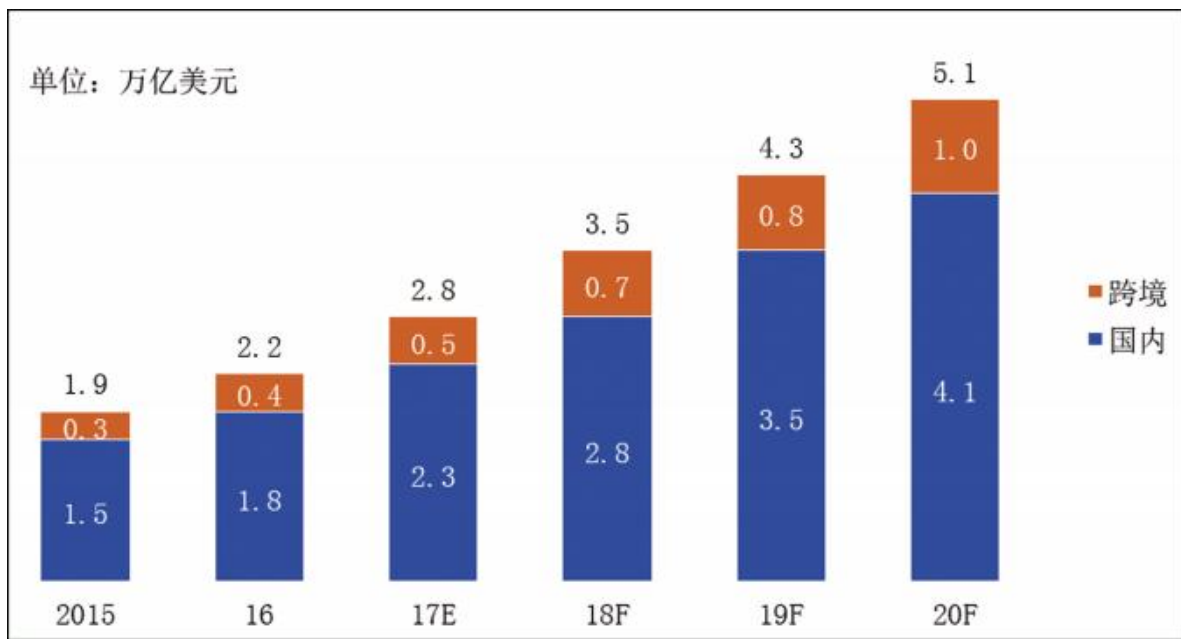


图 66 电子交易

资料来源：MGI，2019。

4. 一带一路推动的包容性全球化

2013年，中国向世界发出了共同建设“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路经济带”的倡议，获得世界各国的广泛响应。根据商务部统计，2013年到2018年，中国与“一带一路”沿线国家货物贸易总额超过6万亿美元，年均增长4%，高于同期中国对外贸易的增速，占中国货物贸易总额的比重达到27.4%；2013年到2018年，中国企业对沿线国家直接投资超过900亿美元，年均增长5.2%；其中，中国企业在“一带一路”沿线国家建设了一批境外经贸合作区，累计投资超过300亿美元，成为当地经济增长产业集聚的重要平台，带动东道国就业近30万人。

正如习近平主席所言，我们推进“一带一路”建设不会重复地缘博弈的老套路，而将开创合作共赢的新模式；不会形成破坏稳定的小集团，而将建设和谐共存的大家庭。“一带一路”倡议的国际影响力日益提高，与相关国家和国际组织的战略对接工作不断推进，朋友圈和合作范围持续扩大。目前，中国已与100多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作文件；“一带一路”倡议及其核心理念被纳入联合国、二十国集团、亚太经合组织、上合组织等重要国际机制成果文件。

中国一带一路倡议推动的全球化正是我们应对未来国内政治议题主导全球化的基础和利器。一带一路并不是简单的将沿线国家当贸易对象，将中国产品销售

过去。而是在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通基础上的包容性增长,将全球化的收益惠及各方,从而能够更好地推进全球化发展。

5. 要素市场改革为基础的资源配置红利

2017年12月18日的中央经济工作会议指出,我国经济“结构性矛盾的根源是要素配置扭曲,要彻底解决问题,根本途径是深化要素市场化配置改革”。党的十九大报告进一步指出,“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点”。这些认识是供给侧结构性改革的重要论断,是对我国经济运行面临的重大结构性失衡根源的深刻认识。生产要素是生产关系的核心部位,加快要素市场化改革是解决制约全局深层次矛盾的重要突破口,对于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力具有重要意义。

过去十年,经济学取得的最大一个共识是一个国家,不管是发展中国家还是发达国家,生产率增长的最大来源是资源配置效率的提升。我国有土地、劳动、资本、科技和数据等生产要素还存在着各种流动障碍,导致了资源配置效率低。

从劳动要素来看,我国不同地区、不同部门和不同企业间还存在工资差异。同时,对工资自由协商的显著制度性约束。另外,部分隐性制度对劳动力流动进行限制,继续阻碍并引导劳动力流动,造成劳动力市场供应面的扭曲。

我国政府对生产资料继续保有大量的所有权和控制,例如土地所有权和土地使用权制度。中国对土地拥有明显的控制权。我国所有的土地都是国家财产,即集体所有的农村土地或国有的城市土地。因为政府控制农村土地征用并垄断了城市土地使用权的分配,政府仍然是谁来使用土地和用于何种目的最终决定者。政府做出分配土地使用权的决定,一方面要依照为地方政府创收的激励目标,另一方面则需依照分配建筑配额、限制耕地用于非农业用途的国家政策。土地使用权人反过来也面临着使用期限和使用权范围的限制。农村土地使用权人还面临文件资料不齐全和失去使用权时补偿不充分的额外挑战。这些情况造就了一个无效率的土地市场,在这一市场中农村和城市的土地是分割开的,大量的土地被错配给小的农业用地或低使用率的城市基础设施。

我国政府在资源配置中发挥着过多的作用。例如,高度控制其认为重要或具有战略性的价格。政府设定和指导要素投入价格的能力,造成了整个经济中成本和价格的扭曲。在这之中,金融部门扮演着举足轻重的角色。政府拥有对最大商业银行的所有权和控制,同时大多数银行和银行间贷款以及公司债券交易,都发生在国有和国家控制的各方之间。即使债务已经处于很高水平,国有投资企业仍能

继续获得贷款,从而引发了削弱市场定价风险的软预算约束和隐性政府担保。新兴的“影子银行”行业,主要是作为国家所有和国家控制的相关方,通过正规银行部门之外的不透明的机构和渠道,借出和借入资本的手段。这些根本性的扭曲已经渗透到整个中国金融业。

在科技领域同样存在着很多体制问题。夏晓华(2019)指出,从科研机构内部来看,目前,中国的科研机构缺少专业的科技成果转化组织体制安排,往往是科研机构全体科技人员参与,不但科技成果转化成效不大,也严重影响了科技创新。也有一些科研机构,将科技成果转化工作集中于某一部门,但因仍然采用传统的行政管理运作机制,难以在市场机制中发挥市场主体作用。

从创新产品的微观管理来看,存在着企业创新产品目录更新缓慢,导致海关审批设备进口的程序缓慢;创新产品审批流程繁琐,国内外企业存在差别对待的情况;对民营中小企业市场准入存在一定的歧视,企业技术人员职称评审困难等问题。

上述这些问题表明我国在要素市场还存在很多改善空间,通过提高资源配置效率,提升我国生产率,稳定经济增长。

6. 日益成熟的宏观调控体系

建立科学有效、富有中国特色的宏观调控是构建有为政府、完善社会主义市场经济体制、建设现代化经济体系、实现社会主义现代化的必然要求。我国的财政政策、货币政策是在借鉴西方现有经验的基础上结合中国的国情,更加考虑了中国市场的双轨制等问题,以中国的制度为基础建设,形成中国特色。刘元春(2019)总结,中国的宏观调控体系经历了从无到有,科学化、市场化、系统化的建设过程,大体可以分为4个阶段。第一阶段,20世纪80年代,现代宏观调控体系探索中进行。这一时期,“以经济建设为中心”的基本路线的确立,极大地激发了投资热情,出现了经济过热,这一阶段宏观调控的主要目标就是防止经济过热。但由于现代宏观调控体系尚未建立,调控方式主要依靠控制财政支出与信贷投放以及叫停基建项目等行政性手段进行直接管控,导致经济波动较大。第二阶段,20世纪90年代。这一阶段的宏观经济形势更为复杂,宏观调控目标不仅要防止过热,还要防止过冷。调控方式开始以经济手段与行政手段并重。自此,具有中国特色的宏观调控体系逐渐建立起来,开始大量采用市场化的调控手段,调控力度更好。第三阶段,新世纪最初十年。2001年我国加入WTO,开始逐渐减少对进出口的贸易保护,资本流动性加强,利率和汇率浮动性增大,宏观调控面临更加复杂的形势,尤其是货

币政策实施面对的外部环境更加复杂。这一时期,我国宏观调控体系建设有了进一步发展,调控工具更加多元,调控目标更加注重结构调整和效率,调控经验更加丰富,调控力度和方向更加准确,实现了宏观经济软着陆。第四阶段,2013年以来,我国经济从高速增长转为中高速增长,经济增长动力从要素驱动转为创新驱动,原有的很多宏观调控政策和工具不再适用,同时面临上阶段应对全球金融危机的大规模经济刺激政策留下的后遗症,宏观调控目标逐渐调整为“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”。

在整个的宏观调控历程中,中国走出了一条与西方不尽相同的宏观调控道路。一方面,我们经济手段与行政等手段并行,体现了中国特色的市场与政府的关系。另一方面,我们并不是机械的采用政策规则,而是在相机抉择的基础上实现微调、预调,更好的引导预期,既包容了政策规则的前瞻性,又体现了中国经济的突变性导致的相机抉择的需要。

4.2 短期风险点

在上述六个方面的支撑下,我国经济长期是向好的。但是,这些潜力的兑现有些还需要时间,在2019年下半年我国宏观经济运行将面临以下七大短期风险点的考验,可能存在着非线性下降。

(一) 全球经济持续走弱的风险

自2018年3季度以来,美国、德国、意大利、日本、英国等发达经济体增速出现了回落并在今年1季度有所恶化,阿根廷和土耳其等新兴经济体在短期稳定之后也开始呈现出第二轮动荡。这些冲击直接反映在全球PMI指数持续回落、政策不确定性指数快速上扬、全球出口新订单指数开始步入负增长时期。2019年以来,全球主要发达经济体增速明显放缓,在贸易摩擦、英国脱欧、地缘政治等不确定性因素加大的影响下,世界经济和贸易增长的前景更加黯淡。4月份,国际货币基金组织(IMF)最新的《世界经济展望》,将2019年全球经济预期下调至3.3%,成为2009年全球金融危机以来的最低水平,这也是IMF近半年来连续三次下调经济展望。其中,发达经济体2019年增长预期为1.8%,较去年增速大幅回落0.4个百分点;新兴市场和发展中经济体增长预期为4.4%,较去年增速小幅回落0.1个百分点。特别是美国、德国、意大利2019年预期增速显著回落,分别较去年增速大幅下

滑 0.6、0.7 和 0.8 个百分点,值得高度关注。从几大区域来看,2019 年亚洲、欧洲、北美、南美、撒哈拉以南非洲的经济增长预期分别为 5.4%、1.2%、2.2%、1.1%、3.5%,亚洲经济继续引领全球经济增长。在全球范围内,2019 年增长预期保持在 6.0%以上的国家,只有中国(6.3%)、印度(7.3%)、菲律宾(6.5%)、越南(6.5%)、土库曼斯坦(6.3%)等五个亚洲国家以及埃塞俄比亚(7.7%)等个别几个非洲国家。从全年出口展望看,2019 年全球经济下行压力加大,总体上对中国出口形成不利局面。

表 15 国际货币基金组织(IMF)下调 2019 年世界经济增长预期

	2019 年增速 (4 月预测值)	2019 年增速 (1 月预测值)	2018 年增速 (实际值)
全球经济	3.3 ↓↓	3.5	3.6
全球贸易	3.4 ↓↓	4.0	3.8
美国经济	2.3 ↓↓	2.5	2.9
欧元区经济	1.3 ↓↓	1.6	1.8
德国经济	0.8 ↓↓	1.3	1.5
意大利经济	0.1 ↓↓	0.6	0.9
法国经济	1.3 ↓↓	1.5	1.5
英国经济	1.2 ↓↓	1.5	1.4
日本经济	1.0 ↓	1.1	0.8

注:↓↓表示低于 1 月份增长预测和 2018 年实际增速;↓表示低于 1 月份增长预测。

全球不确定性在美国 5 月份对中国加征关税之后进一步上升。反映不确定性的一个指标是避险资产黄金与全球需求反映的油价比值。在 2018 年 9 月份之后,随着美国对中国加征关税,比值上升。在 1 月份贸易战缓和之后,该指数下降。在 6 月份之后,指数又开始了攀升。在美伊关系紧张,油价存在着意外扰动的情况下金价大幅度上升表现了全球避险情绪持续升温。



图 67 黄金油价比

如果我们将视野放长一点,实际上从 2008 年金融危机以来,西方主要国家的增长率就没有恢复到危机之前。面对长时间低速增长,在 2013 年,萨默斯复兴了上世纪三十年代美国经济学家汉森的“永久停滞”假说。假说的重要一个内容是全球经济陷入了总需求不足,即投资低于储蓄,总需求无法将经济带回到原来的增长水平。这个假说中关键的证据是主要西方国家自然利率的持续下行。图 61 可以看出,在 2008 年金融危机之后,美国、加拿大、欧盟和英国的自然利率都在下降,尤其是欧盟,要让经济维持充分就业,需要负自然利率。

如果实际利率在正常时期就较低,则西方经济体在面对贸易摩擦,不确定性等不利宏观经济冲击更多可能需要负实际利率才能恢复充分就业的投资储蓄平衡。在今天的低通胀环境中,这往往难以办到。面对这种状况,唯一的办法是通过非常规货币政策降低期限溢价,尽量拉低利率。但是,这就导致全球又面临着资产泡沫风险。



图 68 自然利率

资料来源:by Kathryn Holston, Thomas Laubach, and John C. Williams(2019).

总体来看,世界经济可能一直处在永久停滞假说所描绘的低经济增长状态。在各国的政策刺激下,才出现了近两年经济增速的回暖。随着美联储实施货币政策常规化,逐步加息打破了回暖的基础,经济重新掉头向下。加之国内政治议题推动全球化进程不确定性持续加大,面对不利的宏观冲击世界经济下行压力尤为突出。这就使得未来很长一段时间全球经济复苏的前景并不乐观,也就在一定程度上会拖累我国的出口。

(二)地方财政恶化的风险

1—5 月份,地方财政收入同比增长 3.9%,较去年同期增速下滑 5.6 个百分点;地方本级政府性基金收入为负增长 4%,较去年同期增速回落 45.9 个百分点,主要由于国有土地使用权出让收入负增长 6%,较去年同期增速回落 51.9 个百分点。

在地方政府收入下降的同时,地方政府支出在持续攀升。1—5 月份,地方财政支出同比增长 12.5%,较去年同期增速上升 4.2 个百分点;地方本级政府性基金支出增长 32.2%,国有土地使用权出让支出增长 15.8%。收支一降一增,在债务水

平已经较高的情况下,2019年地方政府财政恶化的风险较大。

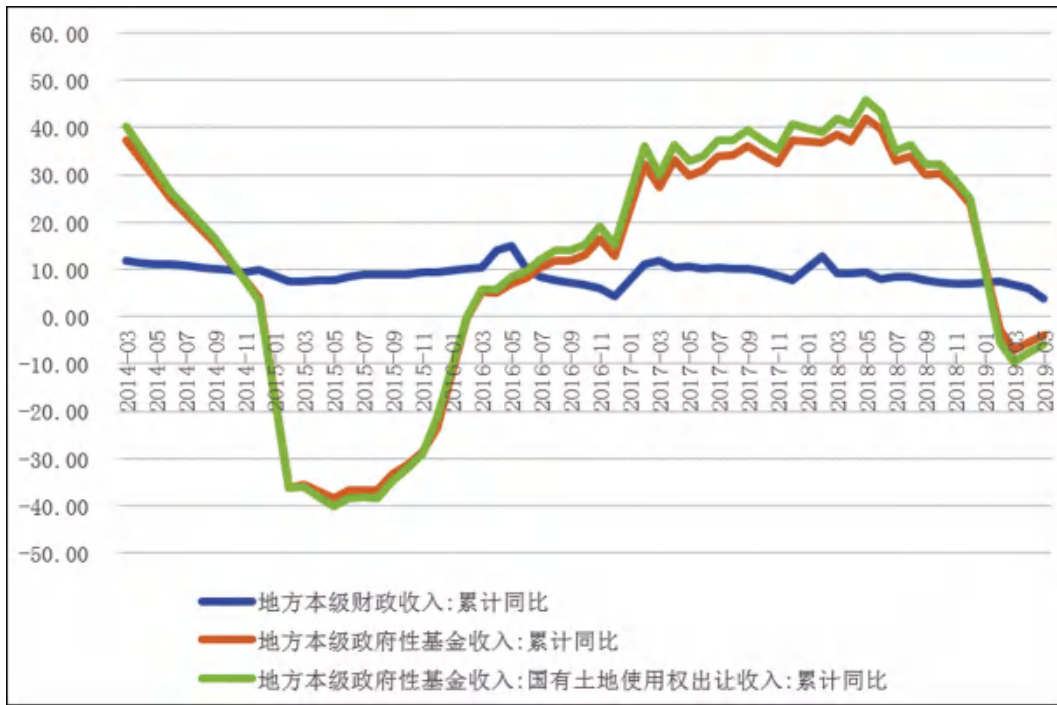


图 69 地方政府收入增长变化趋势

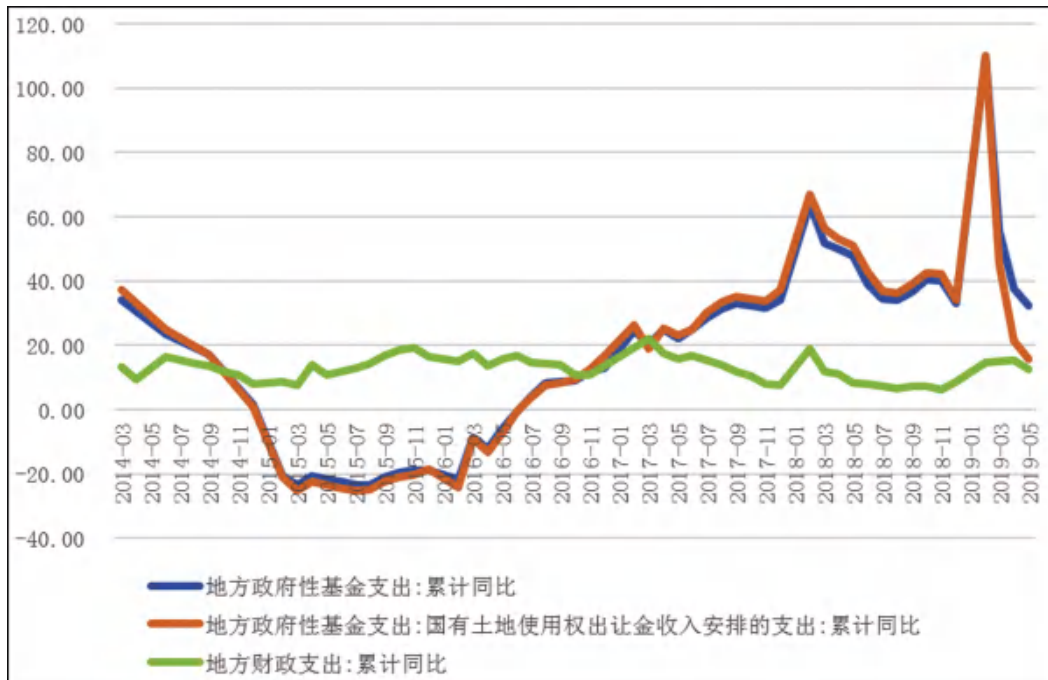


图 70 地方政府支出变化趋势

(三) 金融条件变化风险

在金融开放的大环境下,下半年需要特别关注汇率走势。为了获得更好的安全性和回报,国内资金需要在全世界各种金融资产来配置投资。当然,海外的投资者也有对中国资产的需求,产生人民币升值动力。人民币走势取决于这两种力量的相对大小。由于长期对国内资金在资本账户下流出的强管制,国内资金全球资产配置需求长期没有得到释放,这导致双向全球资产配置需求在未来一段时间内还不能达到平衡,我国资本外流压力将会在较长时间内持续。中美贸易战的不确定性会进一步放大资本外流压力,汇率在下半年将会一直处于承压态势。在这种态势下,金融全面放松的空间较小,通过金融对经济进行支撑力度有限,更多是稳定金融,提升效率。

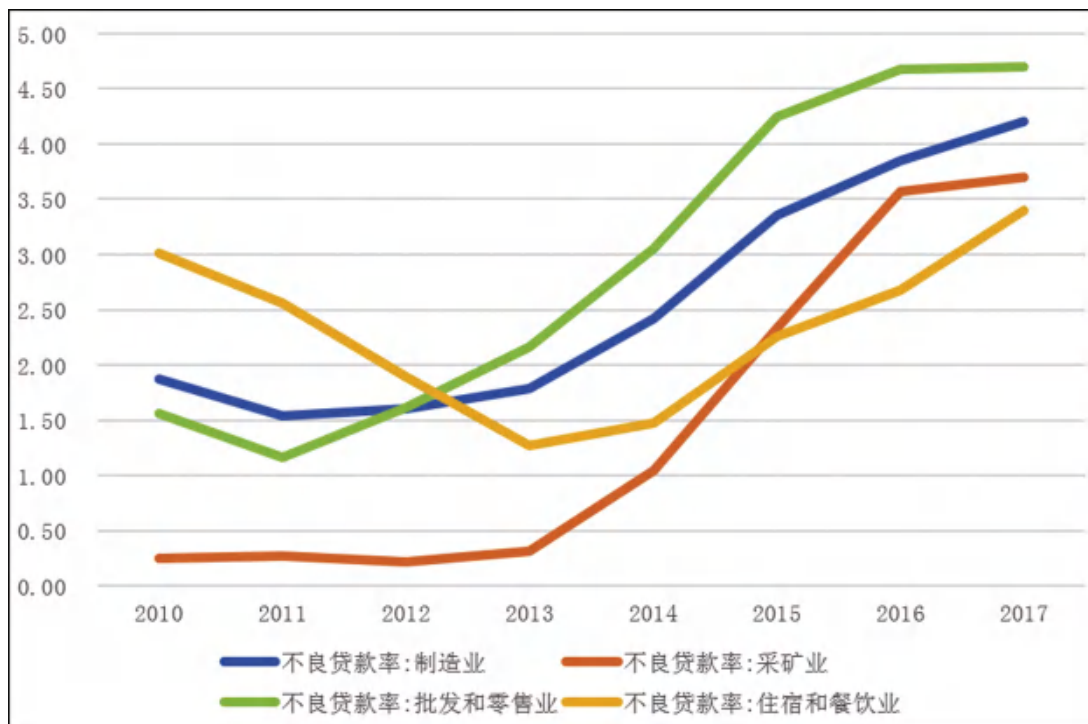


图 71 不良贷款比率

以包商银行被接管为标志,中小银行机构的资产质量风险需要特别关注。广义来讲,银行业资产质量在经济下行期间压力较大。目前商业银行机构采矿业、制造业、批发零售和住宿餐饮四大不良来源在最近的经济下行中压力最大的行业。

特别是 2019 年以来采矿业出场品价格迅速下降、制造业利润大幅回落等压力下，不良难言见底。在资产质量恶化的情况下，中小商业银行由于融资中大量采用同业存单等形式，就产生了信用风险传递等可能性，对整体银行业产生风险冲击。包商银行事件中 5000 万以上同业重新协商在一定程度上降低了市场信心。虽然监管层将维护中小银行同业稳定当做了重要任务，采用 SLF 等工具进行了市场平抑，但是风险依然存在。最大的风险是市场情绪波动。目前接管组的信息并不够透明，市场传言多，这就导致了银行间市场信心波动。

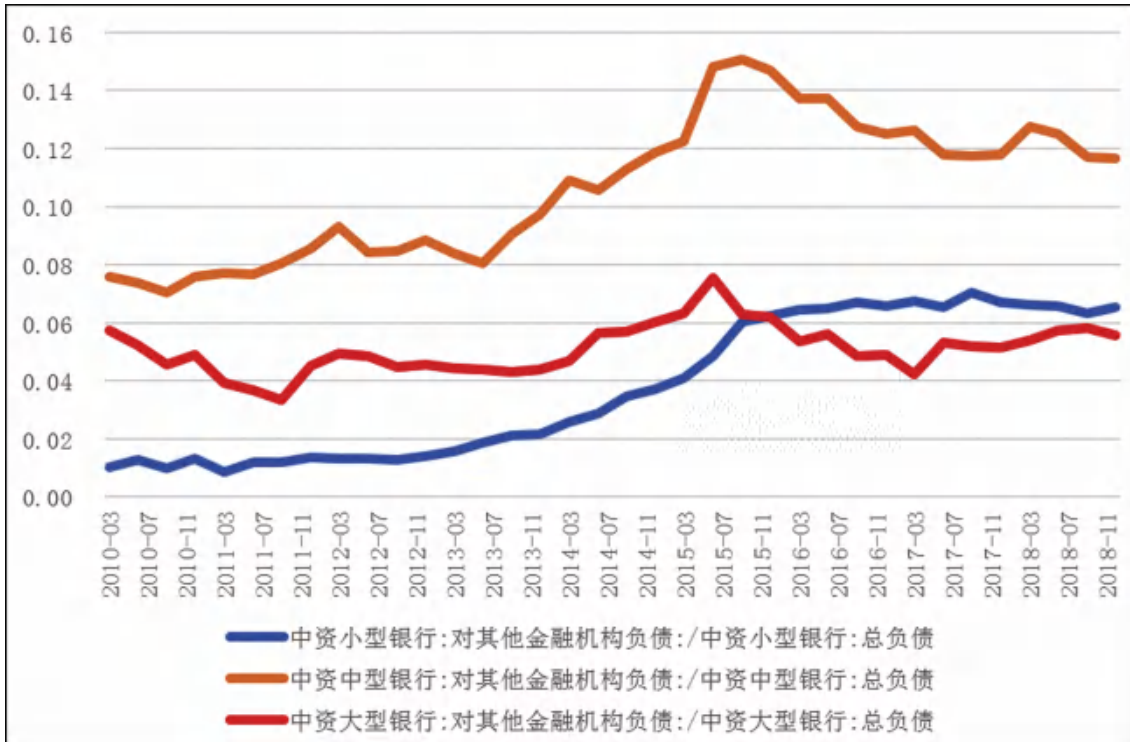


图 72 各类商业银行同业负债比例

2019 年上半年我国资本市场在多年沉寂之后开启稳健的走势。这波股市上涨并不是上市公司基本面发生了变化，而是资本市场改革推动的制度性牛市。基于对改革的信心，今年以来资本市场的情绪有了明显好转，交易人数重回高位。最突出的一点转变是今年券商多次发出卖出评级的报告，显示了市场重回理性，对当前市场环境各方都努力珍惜。科创板是资本市场改革的重中之重，需要引导好预期，防止市场大起大落。

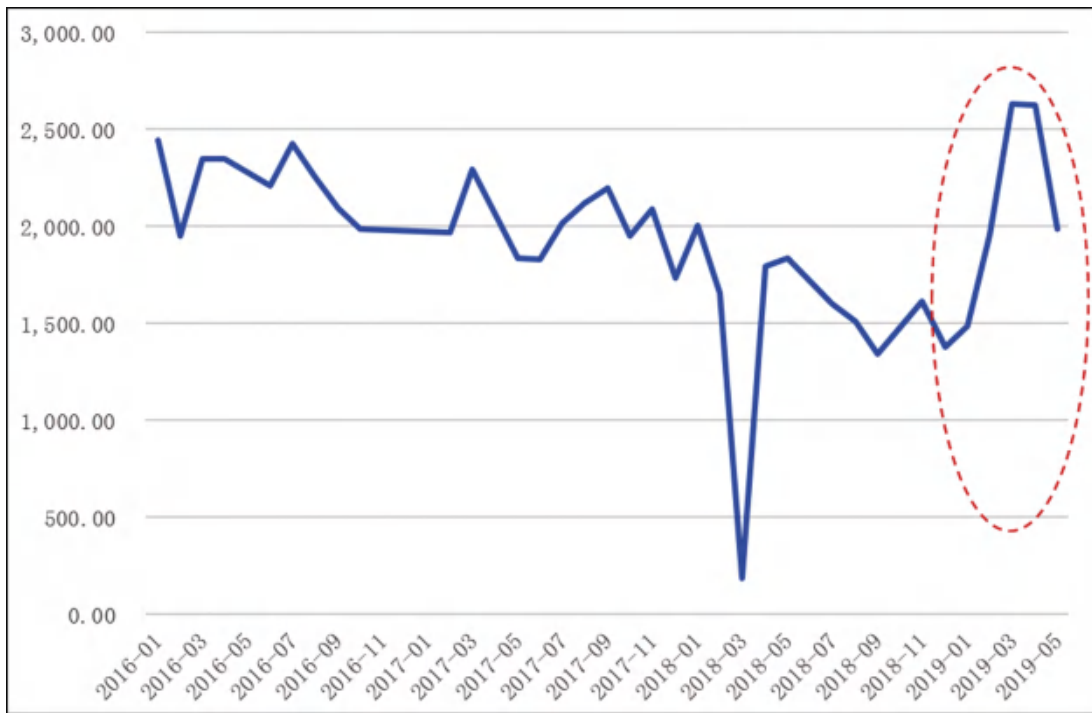


图 73 深交所交易户数

(四) 新经济回归常态化风险

新经济的崛起会对社会产生一定的结构调整正成本。一般来说,这种成本主要在三个方面。第一,新行业崛起替代原有行业,原有行业资产价格大幅度贬值,在资产价格变化后,引发全社会财富重新调整,金融机构坏账,原有行业工人摩擦性失业大规模发生。第二,由于学习滞后效应,大量投资后并没有带来生产率提升,最为典型的就索罗之谜。在 IT 革命发生初期,美国的生产率出现了十年左右的下降,经济动能不足。第三,政府补贴、资本风口促成的新经济泡沫破裂,回归常态化。新兴产业近年表现十分不理想。高技术制造业和战略新兴制造业增速快速回落。战略新兴服务业和科技服务业增速也呈现下滑态势。

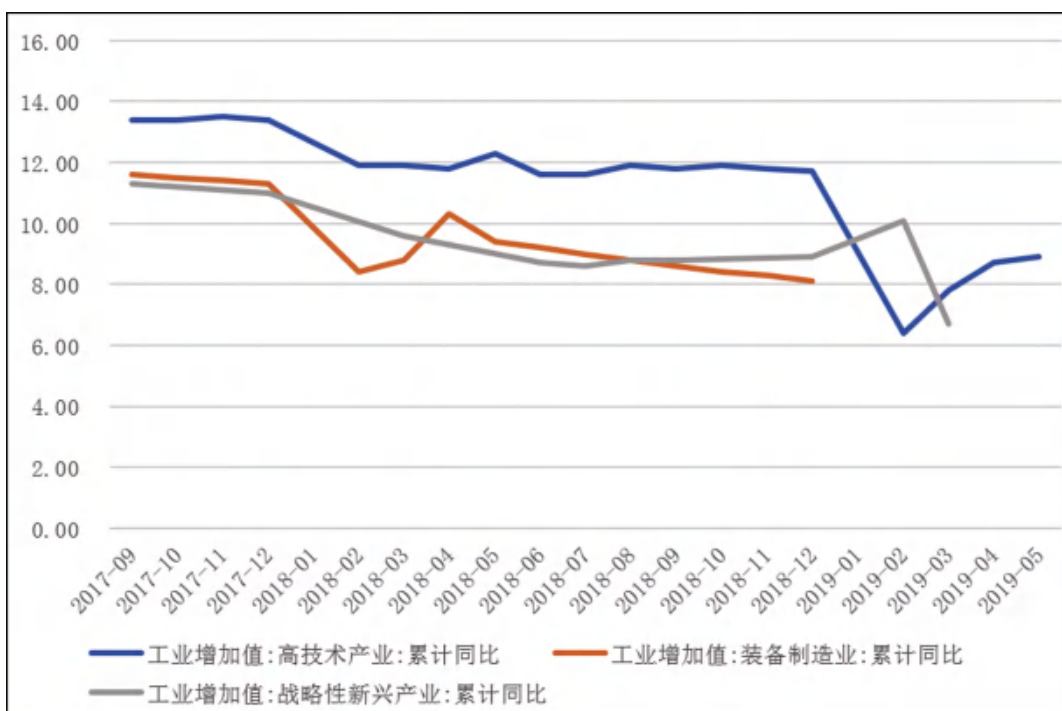


图 74 工业新动能

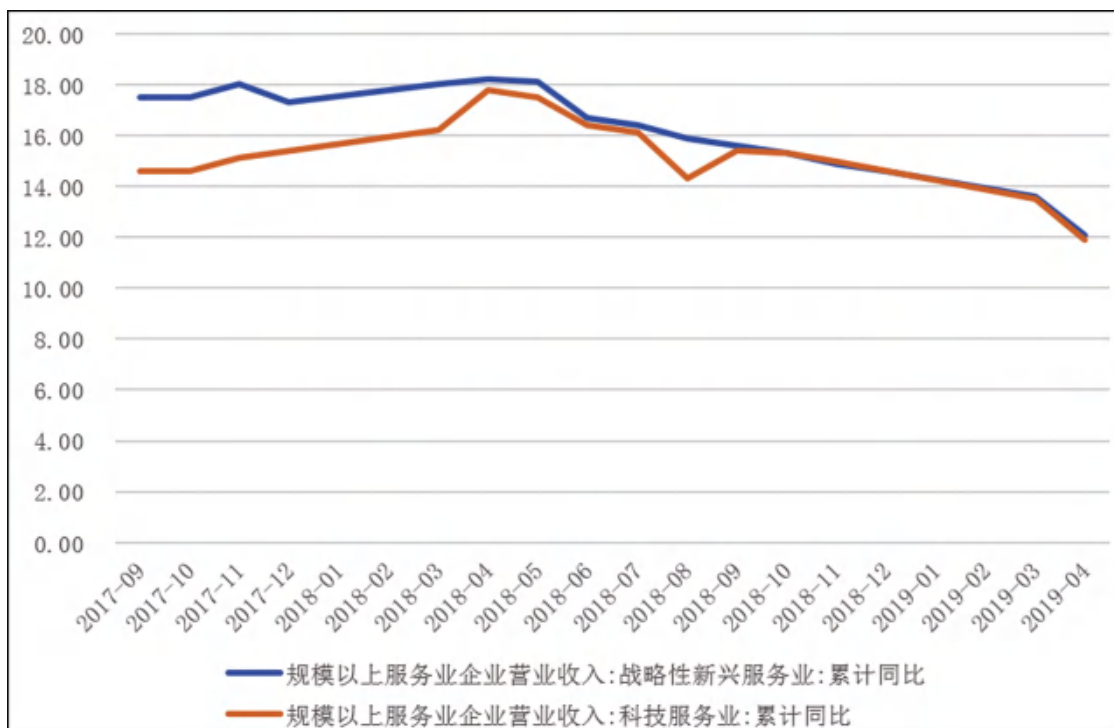


图 75 服务业新动能

今年这种情况提示下半年需要特别注意的第三类风险：1)从 2014 年启动双创政策到 2019 年刚好 5 年，大量风险型投资和创业都会进入到成功与失败的分界期，按照一般创新创业成功率来测算，将会有很大一部分的创新和创业退出，成为双创的正常成本和代价；2)很多补贴政策也开始退出，将对没有造血功能的企业带来冲击，如新能源汽车补贴政策的调整必将对新能源汽车生产带来冲击；3)外部环境变化以及美国技术反制的举措也会对部分高新技术部门产生冲击。建议提前做好相应预案，增加政策缓冲区间和对冲举措，提高对局部产业下行调整风险的容忍度。

在第三类风险中要特别注意的是这次数字经济革命与蒸汽机、电气化和信息革命不同，数字经济会全面变革企业的盈利逻辑，这使得传统对企业估值的方法失灵，盲目的新方法导致了前期新经济企业估值虚高，在发现新经济企业无法兑现利润前景之后，新经济估值泡沫破裂，企业融资困难。新经济企业在自身业务回归常态化之后，只能通过裁员等方式来维持。

我国前期宏观政策调控存在一个前提假设，短期的宏观调控是为了支撑经济企稳，未来互联网经济、数字经济的全面升级会提升中国增长动力，增长重回正轨。但是数字经济运行的逻辑传统与传统工业革命并不相同。从美国赶超英国的经济历史中可以很容易看出，前三次工业革命是以提高生产效率为导向的，通过大规模生产造就了大众消费时代。虽然数字化会提升整个价值链的效率，降低成本，提高生产效率，但是更多是与客户精准定位，社交化互动提升产品价值，表现为各种网红产品大行其道，B 站等为代表的亚文化流行。这就产生了 2017 年以来的名义 GDP 与实际 GDP 的背离，11%左右的名义 GDP 只对应 6.8%左右的实际 GDP，名义总需求对经济的拉动减弱，传统宏观经济调控模式逐渐失灵。

我国当前新经济模式很多并不是数字经济的核心所在。例如，我国的共享经济更多是分时租赁，在结合了地图数据之后，传统的固定租赁变得更加灵活。共享经济是在存量资产中盘活资源，提高资源使用效率，创造更多的价值。但是，这种模式不会带来传统意义上的经济增长，因为这不需要太多的新的固定资产投资，主要是软件等无形资产投资。这种轻资产模式在投资等方面远远小于重资产的模式。

(五)服务业快速下滑风险

在新经济以外，传统产业要特别关注服务业可能存在的快速下降。在服务业

中,传统四强是批发和零售业、金融业、房地产业与交通、运输和仓储业。在这之中,房地产业同比增速在持续下滑,随着下半年调控力度加大,房地产业还会有所回调。关键问题是,批零和运输业下半年能稳定住吗?

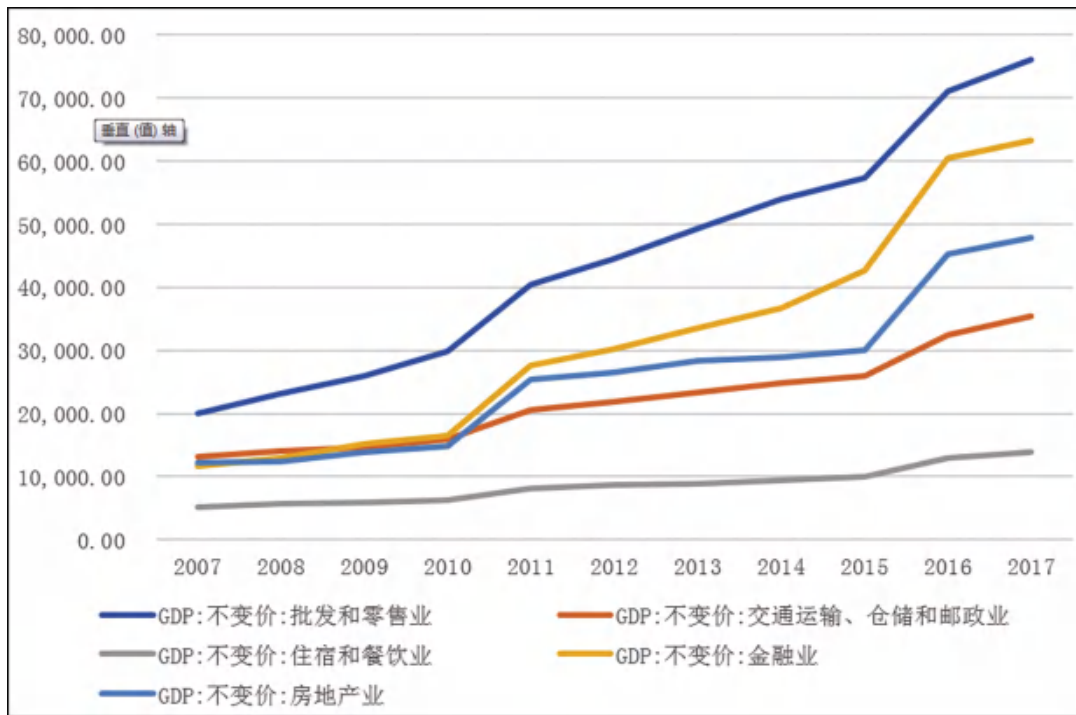


图 76 服务业总量

2019 年以来,上述两个行业增速都已经放缓,其中一个重要动因是网上销售增速回归正常。1—5 月份网上销售增速 17.8%,比 2018 年同期下降了 12.9 个百分点。2018 年双 11 网上销售额增长的主要动力是汽车,汽车以外因素已经增长乏力。在网购带动全国物流网络下沉之后,物流的发展动力逐渐减退。

更为严重的是,2019 年服务业增长的新动能,信息传输、软件和信息技术服务业出现了增速的快速下滑。1 季度同比 21.2%,比 2018 年全年回落了 9.5 个百分点。这主要受到中美贸易摩擦的影响,计算机、通信和其他电子设备制造业利润下降了 15.3%。例如,华为今年营收减少 300 亿美元,在欧美销量下降了 40%。在中美贸易摩擦,尤其是通信等行业不能短时间内解决的情况下,这种趋势还会延续,下半年信息传输、软件和信息技术服务业增速会进一步下滑。进一步,在制造业乏力的情况下,整个生产性服务业会受到影响。

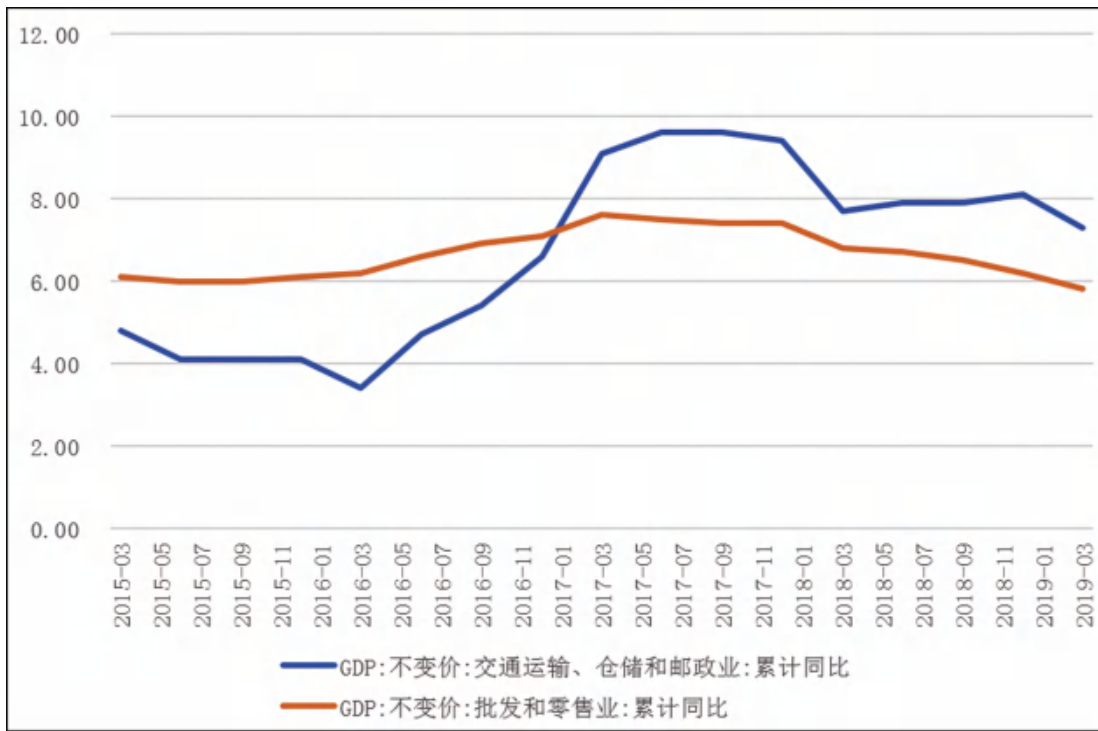


图 77 批零和运输业增速

(六) 就业质量降低的风险

虽然目前就业市场总体平稳,但缓冲区间已经缩小。特别是考虑到贸易战升级的影响,以及部分行业和企业巨幅亏损的出现可能导致就业市场出现非线性变化,建议密切关注局部地区、局部产业增长失速可能对就业产生的非线性变化,特别是双创进入产业调整期的新风险。

在总量就业承压的情况下,更要关注就业质量。我国 31 个大城市失业率低于全国水平,表明了中小城市就业压力大。同时 25—29 岁人群失业率低于全国水平,大量失业人员是 35 岁以上的中年人。由于中年人承担了父母养老、孩子教育和社会主要的房、车等耐用消费品支出,失业率的上升对社会冲击大。同时,25—29 岁人群虽然失业率并不高,但 2019 年失业率在持续上升。这部分 90 后群体正在贡献中国越来越多的消费,同时也是高负债群体,未来的信用风险值得关注。

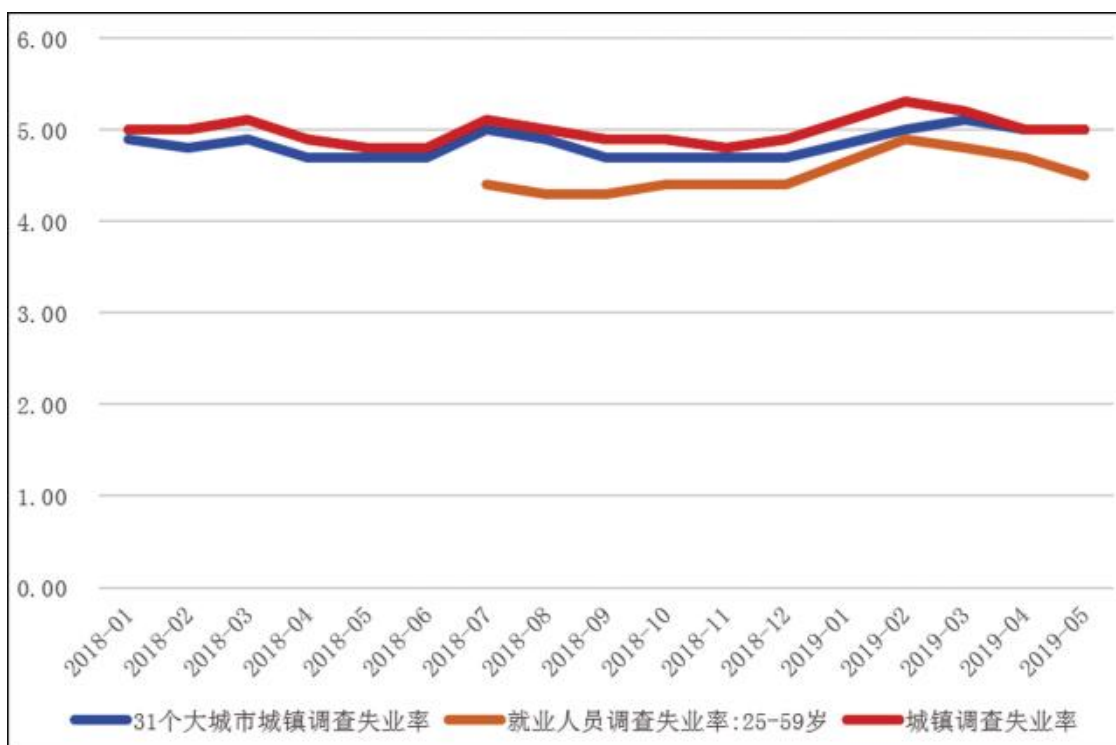


图 78 失业率

(七) 国内市场结构性下行风险

对投资而言,在各类企业利润和经营绩效下降的环境中,特别是工业企业利润总额增速由正转负,投资增速在 2019 年中期还将面临很多不确定性。一方面,民间投资和制造业投资增速已经见顶回落,而房地产投资也已经见顶,下阶段持续回落的压力较大;另一方面,国有企业和地方政府基建投资的积极性难以在年内得到有效提升,在利润下滑、各类整顿、巡视、债务考核以及其他深层次问题的约束下,国有企业和地方政府投资低迷有可能成为常态。对消费而言,目前拖累消费增长的主要是限额以上消费和汽车类等商品消费增速的持续较快下滑,短期内得到根本扭转的难度也较大。因此,对冲结构性下行风险,必须将加大宏观调控与深化改革和市场开放相结合,释放新的增长来源,包括打破行政性垄断体制制约,改进低效率部门,推断城乡之间要素自由流动,促进中低收入阶层收入和人力资本提升,推动消费结构和产业结构转型升级。

首先,房地产增速下半年存疑。房地产新开工面积仍保持较高增速,但销售面积、竣工面积和土地购置面积等指标增速已出现不同程度的下滑,下半年房地产投

资存在下行压力,但考虑到目前房地产库存处于历史较低水平,还有补库存动机,短期内出现大幅回落的可能性也较小。截至4月份,商品房待售面积为5.1亿平方米,较2016年2月高点累计减少30.5%;其中,住宅待售面积为2.4亿平方米,较2016年2月高点累计减少47.8%。

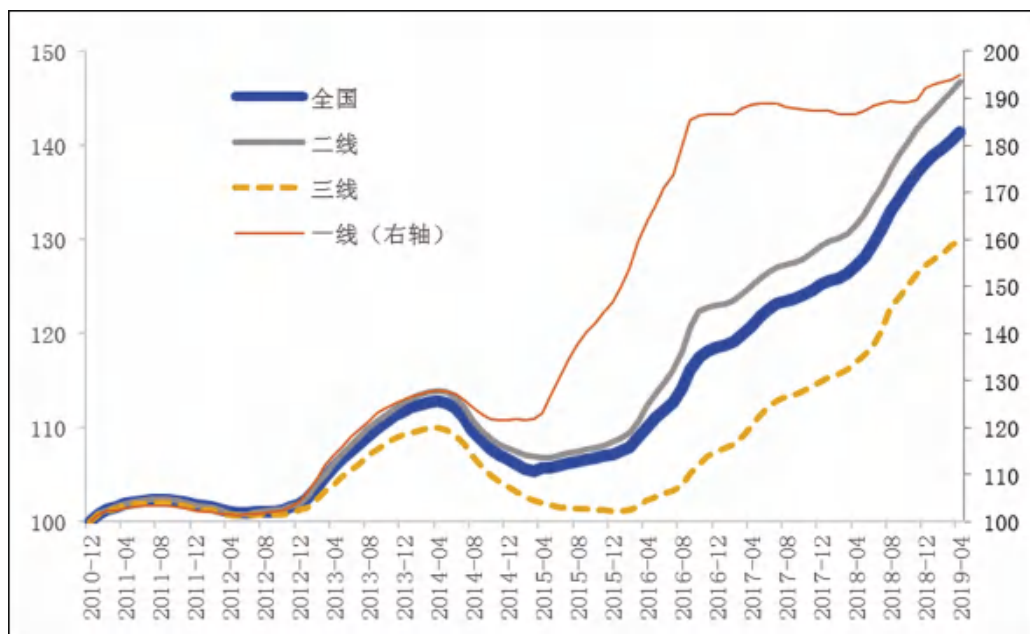


图 79 全国各线城市房价指数变化趋势(2010年12月=100)

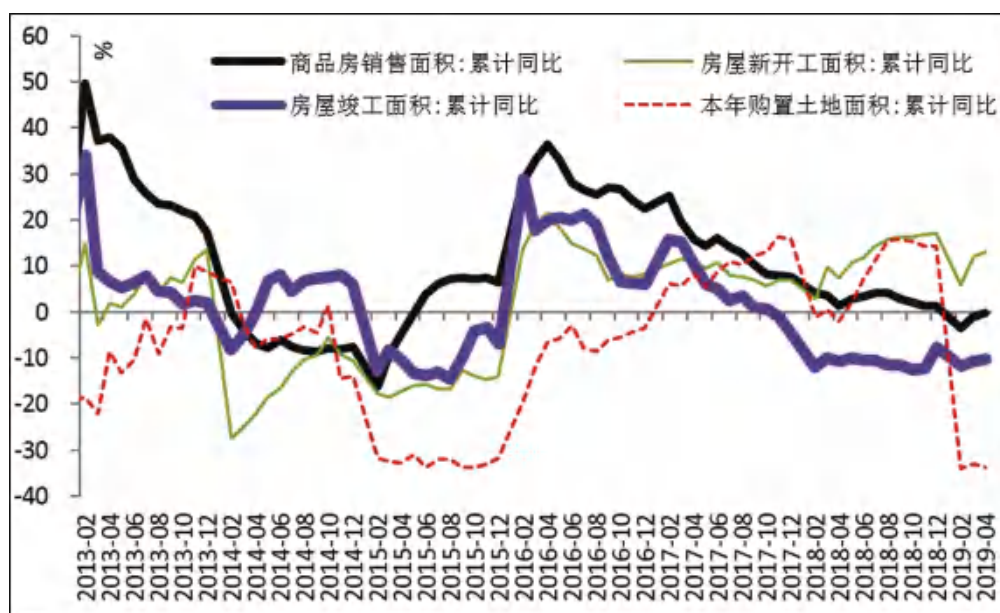


图 80 房地产相关指标增长变化情况

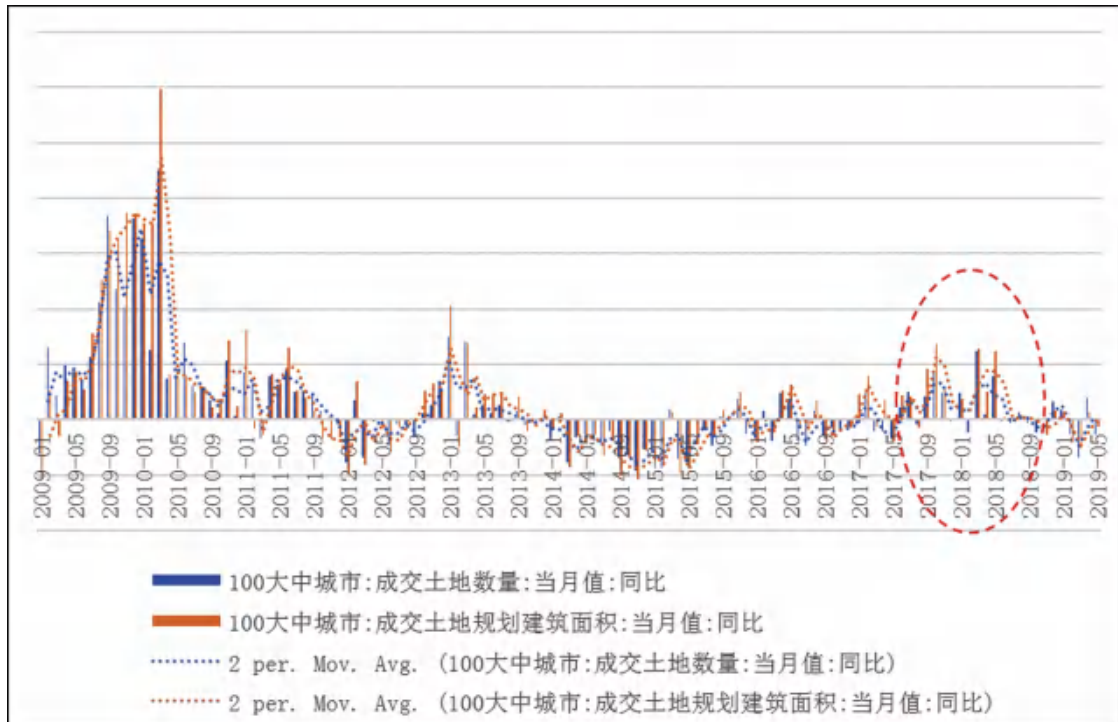


图 81 土地交易量

投资的结构性下行除了房地产市场值得特别关注之外,更为需要注意的是投资效率的持续下降。投资效率可以从两个维度来衡量,一个是投资品价格,另一个是投资转换为固定资产的能力。从全世界来看,投资品价格持续下降,体现了投资品种包含的技术进步。但是,我国的设备购置价格在2016年之后出现了上升的态势,降低了企业从资本中获取技术进步的效率。另一方面,我国固定资产投资转换为资本品的能力在持续下降。在2003年之后,由于土地购置费用等大幅度上升,投资中更多是用于支付相关费用,但是直接转换为资本的比例越来越低。这就意味着通过政策进行总需求拉动的难度越来越大,需要花费的资源在越来越多。

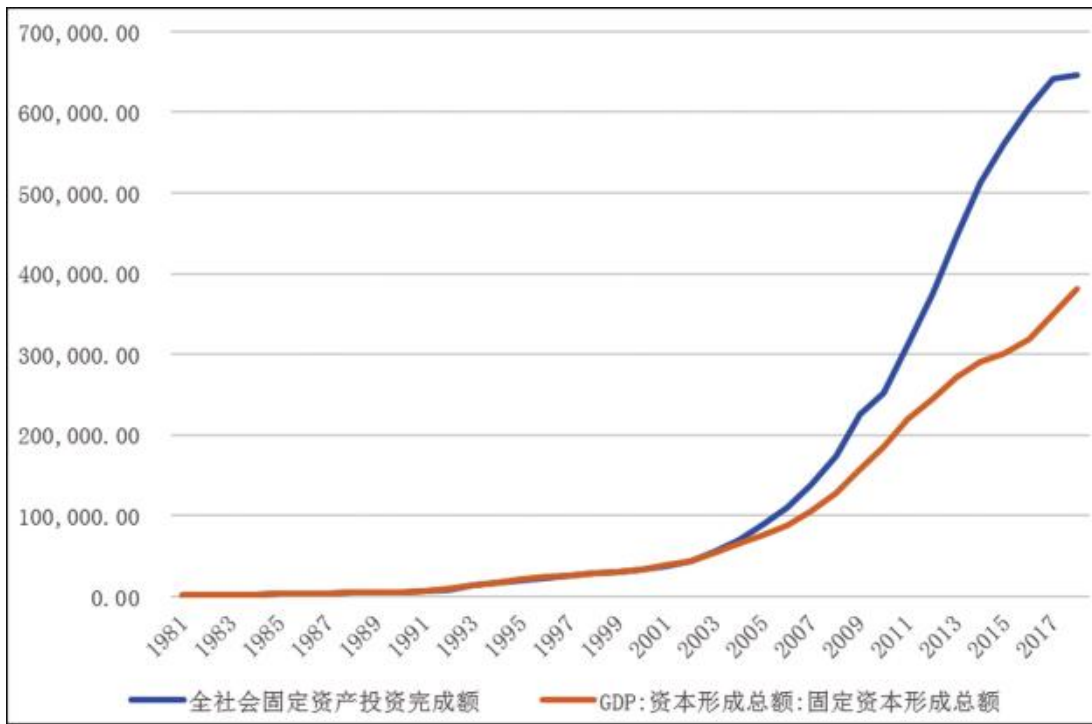


图 82 投资效率

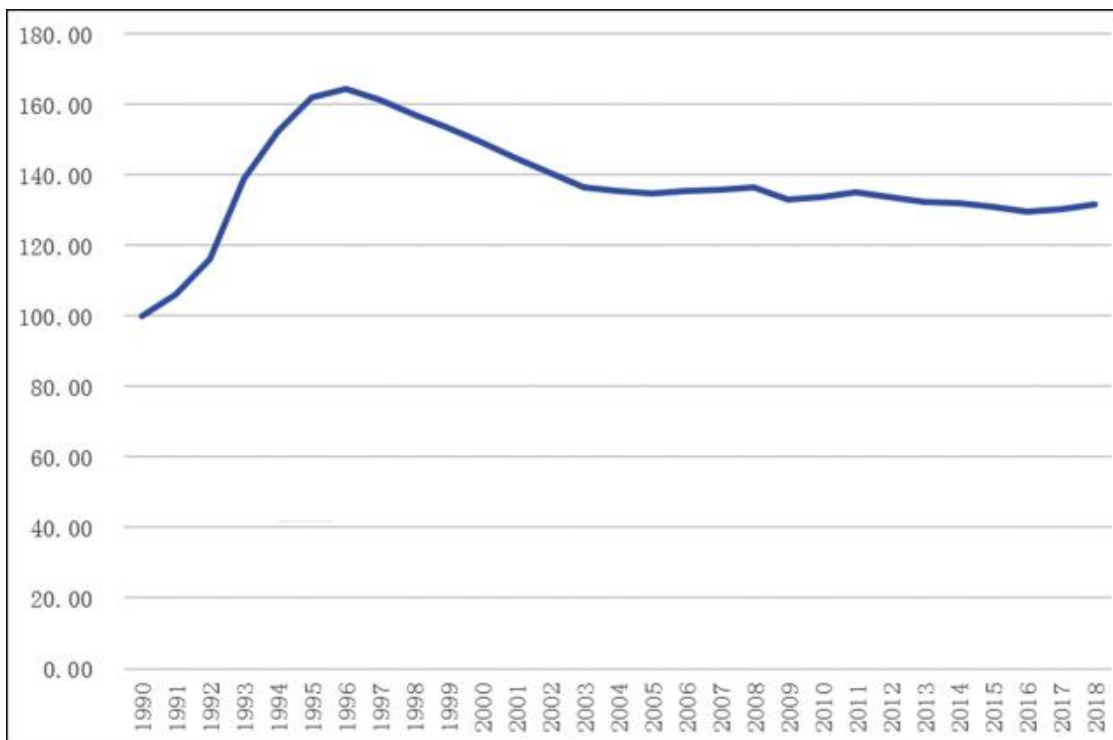


图 83 设备购置价格指数

在投资面对着结构性减速的同时，居民部门的资产负债表也在一定程度上抑制着消费潜力的发挥。从 2008 年之后，我国居民部门负债率持续上升，主要来源是房贷。根据人民银行资产报告，短期消费等负债也在迅速上升。在债务的压力下，居民净资产增速持续下降。

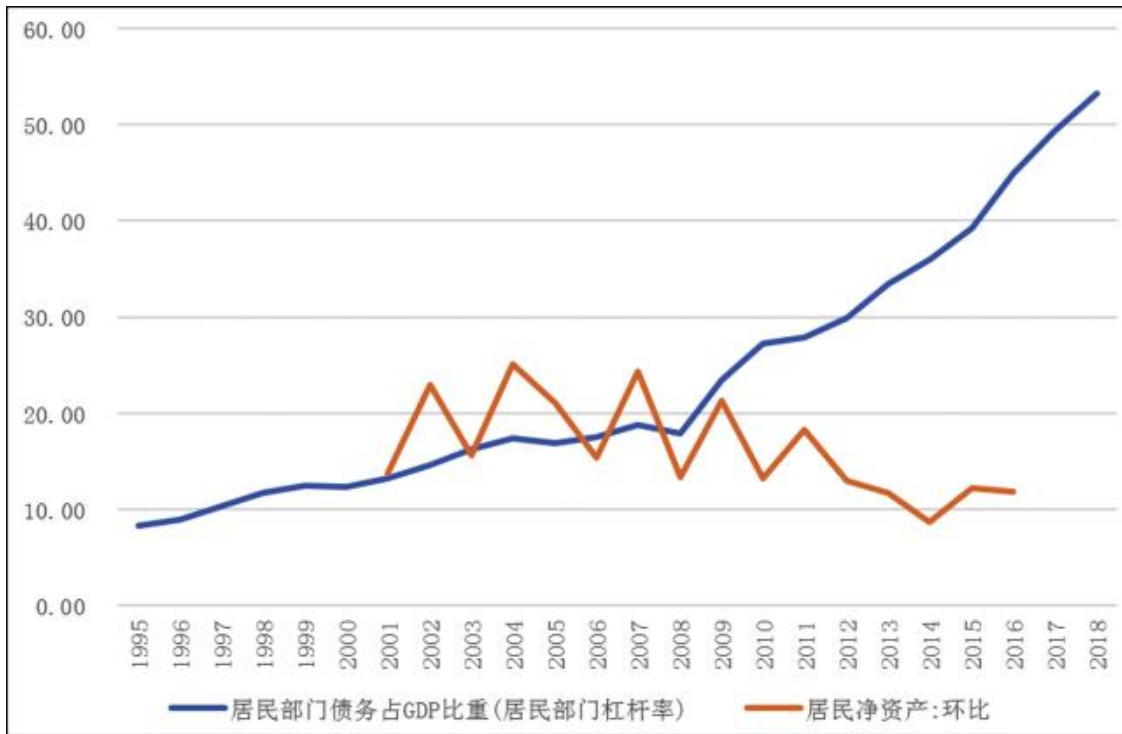


图 84 居民部门金融情况

国内消费市场稳定，短期内最关键的是稳定汽车消费。我国消费在 2000 年左右基本上完成了吃穿基本需求和家用电器的升级需求，进入住和行的时代。在耐用消费品中，只有汽车保持了快速增长。在服务需求相对平稳的情况下，短期内稳消费，关键在稳定汽车消费。当前汽车销量下滑有国 5 标准将要升级为国 6 标准，国 5 车清库存，国 6 车供给不足，消费者持币代购这个一次性因素。但这个因素并不是当前车市孱弱的根本原因，不能寄期望于下半年标准切换后销量回稳，车市主要问题是多年渠道下沉之后，基本已经进入饱和状态。

由于合资车和国产车都面临着标准切换问题，如果仅仅是标准问题，二者表现会比较接近。但是，国产品牌明显压力更大。例如，5 月份，自主品牌汽车销量仅为 56.5 万辆，同比下滑 28.1%，市场份额 36.2%，较去年同期下降了 5.4%，市场份额创 3 年以来低点。

根据罗兰贝格公司统计,我国过去几年汽车消费的主要动力来自于渠道下沉,也就是三四线城市的消费。这些城市的收入增量主要来自于棚户区改造等拆迁带来的资金投入。在这部分资金投入于 2018 年 6 月份大幅度下降之后,汽车销量随之出现了明显的下滑。今年棚户区改造等政策大幅收窄,尤其是货币化安置比例下降,三四线城市消费者收入增量渠道急剧减少,对车市无法产生有效支撑。从这个角度看,对北上广深一线城市放开限购作用有限。例如,广州、深圳在未来一年内会新增 10 万个指标,但是,相对于中国 2000 万辆的产能来看,杯水车薪。未来如不能提高消费者收入,渠道进一步下沉,车市无法真正回稳。

另一个我国车市的重要变量是新能源汽车。在政策补贴退位后,新能源增速也开始了放缓。新能源汽车的消费更多是在燃油车限购和补贴导致跨期替代的作用下所推升,还并不具备稳固的消费基础。

在这些因素以外,还有两个基本面因素,一是人口,二是出行方式。我国主力购车人口是 15—64 岁人群,但是这部分人口比例在 2011 年之后就开始下滑,在这种大趋势下,随着渠道下沉基本完成,未来新增购车人口会越来越少。同时,随着无人驾驶技术越来越普及,网约车等出行方式效率会越来越高,未来自驾车人群会受到很大冲击,汽车的购买动力下降。

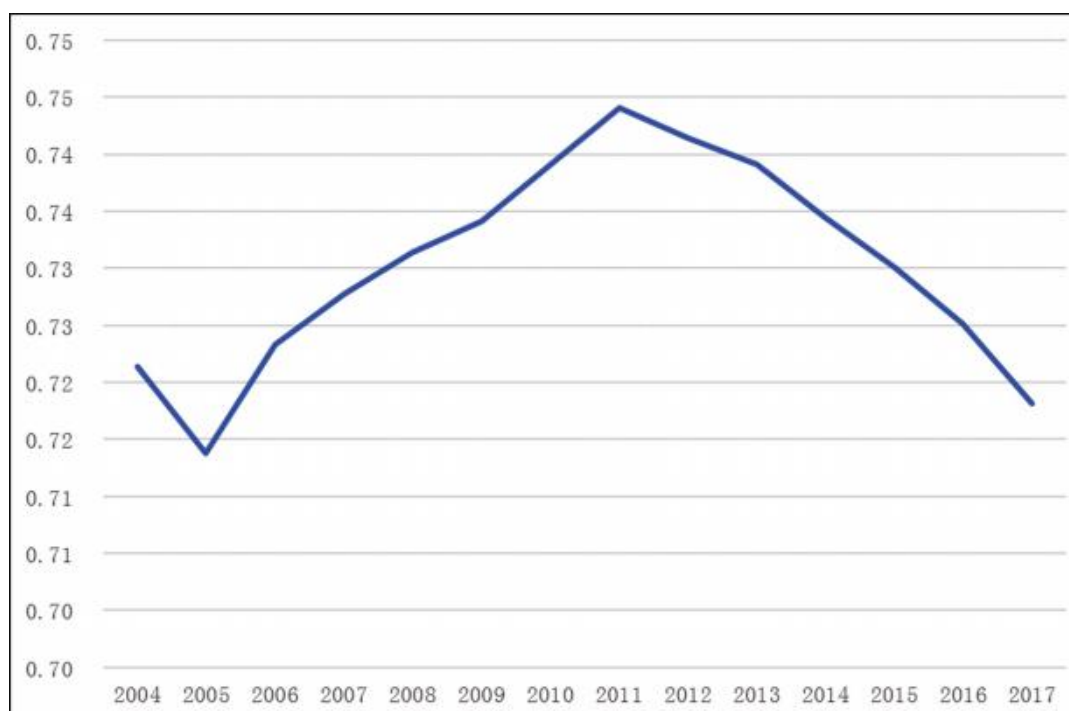


图 85 抽样人口数:15—64 岁:/抽样人口数

综合上述判断,在国标转换完成,汽车销量会有所恢复,但是不会再回到原来的高速增长阶段。在人口、出行方式等基础面因素的变化下,增量空间越来越小,未来更多在于庞大存量的汽车服务和相关竞赛等市场方面。

第五部分 结论与政策建议

2019年上半年中国经济有两大超预期因素,分别是净出口和房地产投资。2019年上半年,我国贸易差额一直呈现了高位运行,5月份累计同比增速38.27%。2018年全年,净出口对于经济都是负向贡献,对GDP拉动平均幅度是-0.6%。2019年一季度拉动了GDP增长1.46个百分点,对GDP影响变动了2个百分点,起到最为重要的边际作用。2018年底,房地产界对未来并不看好,很多企业喊出了“活下去”的口号,各种出售资产,转型重组。但是1-5月份房地产投资非常亮眼,增速达到11.2%,较去年增速继续提升1.7个百分点。

在净出口和房地产投资出人意料之外,更多是意料之中的因素在支撑中国经济。由于金融条件逐步放宽,沉寂一时的金融业再次发力,成为稳定服务业的核心力量。同时,在财政政策的推动下,基建投资增速也缓慢回升至4.0%,虽仍低于总体投资增速,但较去年增速回升0.2个百分点。我们要特别注意到,由于2018年上半年基建投资增速较快,基数效应的存在使得数据不是很亮眼,但确实比2018年下半年有了实质性变化。

上半年经济更多是意料之外的外需和情理之中的国内政策支撑,但是国内市场动能不足。制造业投资增速出现大幅下滑,1-5月仅增长2.7%,较去年增速大幅回落了6.8个百分点,也拖累民间投资增速下滑至5.3%,较去年回落了3.4个百分点。1-5月份,社会消费品零售总额名义增速为8.1%,比去年全年增速下降0.9个百分点;剔除价格因素的实际增速为6.4%,比去年全年增速回落0.5个百分点。由于国内需求不足,制造业增加值增速再次下滑,企业利润大幅下降。反映在价格上,核心CPI、PPI和GDP平减指数都在下行区间。

下半年,外需和房地产因素都难以持续。上半年的外需是“衰退式顺差”,主要由于进口减少。但是,下半年在全球经济放缓、贸易摩擦滞后影响等因素作用下,出口会进一步下行。房地产投资增长主要是2017年底到2018年上半年开发商拿地增多的影响,随着2018年6月份以后拿地数量减少,未来房地产投资增速会逐步放缓。

需要明确的是,当前的外部冲击不是简单的经济问题,而是全球化走入了新阶段。从2018年开始,美方屡次单方面提高关税。仔细分析美方征税的范围和内容,可以发现更多是对中间投入品和资本品征税。美方的关税举措不仅仅是一种谈判技巧和经济方面的考虑,更是美国国内制造业衰落多年之后的政治反映。中美贸易摩擦更多是政治驱动而不是经济驱动的。美国目的是希望能够加速全球价值链的重构,从全球价值链更多向北美、美国国内收缩,形成更加牢固的区域价值链,提升国内制造业地位,满足广大中低收入白人群体的政治诉求。国内政治驱动力不仅仅发生在美国。全球化在过去30年以来的快速发展,更多是经济动因,掩盖了全球化的政治、文化和意识形态维度。当前的国际组织框架无法有效应对全球产品价值链和资金自由大规模流动的收入分配与经济波动后果,这导致了各国国内政治问题纷纷涌现,反全球化浪潮在全球各地出现。但是,在全球价值链紧密联系和新技术推动的数据流全球化趋势下,经济的全面隔离已经无法办到,同时各国国内政治问题诉求也不相同,全球化不会重现“冷战”中意识形态维度下的全球冲突格局,而是国内政治议题冲击主导型的全球化。这意味着未来全球化进程中不确定性日益加大,“黑天鹅”事件逐渐常态化。在这种国内政治议题冲击主导型的全球化中,经济逻辑依然会起作用,中美贸易摩擦更可能的走向是一定意义上的以国家安全名义的“科技脱钩”,不会也无法走向全面“经贸脱钩”。科技冲击对我国确实存在一定影响。我国显性技术优势主要在通信行业,美国打击中兴、华为确实对我国优势技术领域产生冲击,对经济增长产生一定影响。

在面对外部冲击的时候,中国经济拥有足够的韧性。中国经济的韧性一方面来自于我国拥有坚实的国内经济基础和日益成熟的宏观调控手段,更重要的是来自于我们对全球化新阶段的应对。1)增长潜力巨大的国内市场。全球价值链正在逐渐向大消费市场集中,在扶贫提高收入、户籍城镇化等政策推动下,我国国内消费市场长期看还有很大潜力。美国超越英国正是凭借着庞大的国内市场,我国在这方面同样具有显著优势。2)研发为基础的国内产业体系。随着技术进步,全球价值链逐渐从劳动套利走向研发、知识密集型的产业,多年的积累造就了我国具备相应的基础。3)数字经济为基础的数据全球化和相关服务。当前的全球化从贸易、金融日益走向数据跨境流动,借助阿里巴巴等构建的网络平台,我国具有雄厚的数据全球化实力。4)一带一路为基础的包容性全球化。国内政治议题冲击下的全球化核心在于各国不能合理分配全球收益,合作解决全球问题。我国推动的一带一路建设在国际产能合作等方面可以解决现有全球化存在的问题。特别是加强

与东南亚国家的合作,利用好东南亚的产业链与市场。5)国内要素市场改革红利。我国经济增长中不足很大一部分来自于资源配置效率低,通过要素市场改革可以有效提升资源配置和效率。6)日益成熟的宏观调控体系。经过多年的摸索和实践,我国逐渐形成了有自身特色的宏观调控体系,能够有效应对各种短期冲击。

从我国具有的经济腾挪空间来看,未来长期是向好的。但是,很多潜力的发挥需要国内改革以进行结构调整。下半年,我国经济存在一些短期风险需要防范。1)全球经济持续走弱。在不确定性日益增强的全球化进程中,全球投资和贸易下降,拉低各国增长。特别值得注意的是,随着全球制造业份额的下降,当前的非洲等后发国家面临着更大的发展挑战,传统的出口导向型模式会逐步失灵,需要寻找新的模式。更进一步,目前全球有陷入“永久停滞”增长阶段的可能,需要特别防范。全球经济走弱对我国下半年总体出口提出了更大挑战。2)地方财政恶化的风险。由于我国的税制主要是和经济增速联系在一起,在经济弱企稳的情况下,地方收入受到冲击,面对减税降费的压力,地方政府财政资金存在一定风险。3)金融条件变化的风险。在全球资产配置的压力下,我国面对着较大的汇率冲击。要实现进一步金融开放,需要特别关注汇率市场变化。同时,在经济,尤其是制造业压力较大的情况下,中小商业银行不良问题没有见底,下半年可能会集中爆发。由于包商银行事件对银行间市场产生的影响,需要重点防范金融市场情绪变化。4)新经济逐步回归常态,泡沫消失。2019年最大的冲击是新经济泡沫破裂。这包括互联网和科技公司不断的裁员,数字经济模式运行异化等。5)服务业进一步下滑。由于出口减少,信息服务业可能会进一步下降。同时,在制造业疲弱的大环境下,生产性服务业受到很大抑制。6)就业质量降低的风险。我国总体就业还相对平稳,但是就业质量降低会直接拉低消费等国内需求。7)国内市场结构性下滑的风险。房地产投资下半年面临回调,投资效率依然较低,汽车消费会在下半年见底,但是不会回到快速增长态势。

面对未来国际冲击发展趋势和国内主要风险,建议政策取向考虑如下方面。

第一,中美贸易摩擦更深层的驱动力是美国国内政治问题,这些与美国制造业等产业相关的政治问题已经打破了政治正确的禁忌,摆上台面,将会在长期中持续。选举年这些问题影响会逐步加大,今明两年是高峰,需要积极应对,但是不会随着选举结束消失,未来将会持续。在今年,特朗普可能会出于竞选的需要与我国达成一些协议,但是,这并不会改变他及其代表的政治观点的转向,中美的摩擦还会在更多领域,尤其是在国家安全的名义下,在政府可以控制的各个方面展开。

第二,面对全球化驱动因素的变化,必须对全球化的未来有更加清晰的认识,不能简单从经济角度分析全球化。一方面,由于全球化的经济动因还在,全球经济不会脱钩,我国要以更加开放的姿态推动经济全球化,引领经济全球化。另一方面,要时刻准备应对各国国内政治议题的全球化进程的冲击。这要求大力加强对各国的国别研究,不能简单从一个统一的国际观点看各国,制定国际政策更考虑各国国内政治问题。

第三,积极推动 WTO 改革,借助一带一路倡议等,推动更加包容的全球化,降低各国国内政治冲突对全球化的冲击力度。全球化之所以从经济逻辑更加偏向各国国内政治议题,是由于目前的全球化无法形成一个完善的估计治理体系。在跨国公司和全球对冲基金等推动下,国际组织尤其是 WTO 无法有效完成各国利益的调整。WTO 目前主要是国际贸易政策的制定者。但是多哈回合谈判没有获得有效进展,就表明目前的规则制定体系已经无法适应形势发展,需要大力进行改革。我国应当在这个进程中承担主要的推动者作用,建立一个更加包容的全球化体系。尤其是数字时代,赢者通吃日益严重的情况下,如何更好的实现全球利益协调。

第四,未来的全球产业链是建立在知识密集、研发密集和数据密集基础之上的,相关政策要有针对性,以知识、数据等要素为目标,精准降成本、补短板,提高我国在知识密集、研发密集和数据密集的比较优势。不用过于担心工资上涨对产业迁出的影响,一方面劳动套利型价值链在下降,另一方面,影响价值链重要的是生产率基础上的实际工资,而不是简单的名义工资。只要有生产率的提升,工资提高就是合理的。未来要建立必要的工资调整机制,提高国民收入中劳动收入份额。只有实现更加平等的高收入机制,才能这正启动国内消费市场。

第五,为了更好发挥中国经济的潜力,需要加大供给侧结构性改革。随着外部环境和国内发展条件的变化,我国经济结构必然要随之发生调整。但是,目前还存在很多阻碍结构调整的因素。在这种环境中,简单用总需求政策稳定经济可能会加剧结构调整问题。未来的供给侧结构性改革需要注意以下几个方面:

1、供给侧结构性改革中心从上游去产能逐步调整为下游行业的竞争环境构建,全面提升下游产业竞争力。我国在基础原材料和家用消费品等领域生产能力庞大,但是升级缓慢,尖端材料和高端装备大量依赖进口。我国改革开放正值二战后全球化的大发展时期。这段时期全球化的特点是产品生产任务分工,大量发达国家将生产环节外包,国内主要留下研发和市场营销等高附加值产业。我国依托

原有完整的工业结构和较低的劳动成本,正好切入到此次分工中。我国承担了世界上最大的基础原材料,例如钢铁、初级化工品等生产,依托这些原材料和劳动力优势,我国成为了世界工厂。在上游加大去产能后,我国根本性的结构性问题是生活必需品和耐用品制造业生产率快速提升后,没有产生相应的产业升级。在我国特有的产能扩大型创新模式下,必需品部门的技术快速进步降低了产品价格,这原本会使得资本转移向新行业。但是,我国产业升级缓慢,资源转移不畅,在这种情况下,产品价格的降低直接导致企业利润下滑,效益不佳。企业为了应对这种状况,企业策略是扩大生产,期望通过自身产能提升挤出其他对手来生存。相对低端产业产品价格弹性低,为了实现更多利润,企业研发会推动生产过程更加标准化、智能化,资本密度越来越高。虽然生产规模扩大提高了劳动需求,增加了就业,带来了经济增长,但是这降低了国民总收入中劳动收入份额,带来了收入差距急剧扩大。由于富人与穷人的需求存在较大差异,而且还存在不可替代性,加剧了传统的供给体系与现实的有效需求的矛盾。

供给侧结构性改革的着力点应该在下游。上游生产资料是下游消费端产品的引致需求,在消费端升级之后,通过调整生产关系,搞活要素市场,优化资源配置,自然会引致上游行业的升级。在现有政策推动下,没有下游需求的上游行业升级实际上没有内生动力的,同时,这种升级有抑制了下游行业升级。因此,未来工作重点需要在消费端。

2、加快推进产品市场改革与要素市场改革的协调。产品市场的很多问题是要素市场化不足导致的,加快劳动、土地、科技和资金市场改革。特别是面对“科技脱钩”等问题要加快科技体制改革。我国科技并不是资金投入不足的问题,而是在数字科技时代建立适宜的科研体制。加大对数据资源经济使用和隐私保护等问题的协调。

3、加快微观会计准则和宏观统计规则修订,适应数字经济,更好地体现经济的价值创造来源。新经济回归的部分原因在于自身造血能力弱化,在很大程度上与现有会计规则有关。现有会计规则更多是记载了实物资产的历史价值,对无形资产处理没有跟上经济发展需要。这就导致了会计信息不能很好地反映企业经营活动。由于企业的激励是获得更好看的会计报表,获得更多的会计利润。这种处理方法就在一定程度上抑制了企业转型,需要考虑将更多无形资产从费用项尽快列支到资产项中,与经济升级相适应。现有一些无形资产已经进入资本支出,例如软件开发、数据库开发和研发等。但是,产品设计(产生实用新型专利等资产)、职工

培训、市场开发费用、商业组织模式设计等费用是成本项。数字经济的一个核心就是在与消费者的文化互动中创造商品价值。营销费用是企业用于投资形成无形资产的重要方式。可以考虑将部分营销费用等列入资本支出进行税收减免。同时,这部分创造价值的部分由于是成本,没有在现在的 GDP 统计体系中体现。这使得统计数据不能很好地反映经济发展,同时造成企业微观行为与宏观统计的差异,不能利用统计局数据反映国民经济进展。现在这些问题美国、欧盟正在逐步纳入。在我国向高质量转型过程中,无形资产越来越重要,对这些问题需要争取早日纳入 GDP 统计框架。

4、加快构建公务员正向激励体制。在目前职务与职级并行等政策的基础上,加大基层奖励性绩效的实施。进行经济结构调整最核心的是调整政府,尤其是地方政府行为。现有地方政府行为已经发生了很大变异。这在于原有的纯正向激励正在逐步转向约束型激励。在这种转换过程中出现的主要问题是约束型激励过多,而正向激励不足。现有职务职级并行改革是一个进展,但是对于基层公务员尤其是科级以下实际工作人员效果相对有限。建议加大基层尤其是科级等基层单位更灵活的绩效支出权利,更好的发挥基层单位积极性。

第六,短期稳增长政策需要适应新的开放和改革要求。在设计短期政策时候,更多考虑未来的改革开放要求,考虑政策叠加后果,构建与未来适应的宏观调控框架。总体来说,面对下半年的风险,政策力度还需加大。

1、在制造业投资短期内难以有效回升的情况下,需要稳定房地产和基础建设投资。通过供给各种适应市场需求的保障房建设,稳定房地产投资。通过保障房建设一方面可以改变现有房地产开发格局,更有利于通过供给侧来稳定房地产市场调控,而不是单纯通过限购等方式控制需求侧。另一方面,通过保障房等项目投资也可弥补未来有可能产生的房地产开发企业投资下滑。

同时,还需要加大力度稳定基建投资,与我国当前的储蓄率相协调,建议基本稳定在 6%左右。为达此目标,可以考虑适当使用 2018 年留存专项债额度。

6月初,中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,此次《通知》的出台弥补了上述不足,“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”,此举将进一步推动专项债发挥稳投资及稳增长的重要作用,专项债对基建投资的拉动效果或将有所改善。因此,针对专项债能撬动的基建投资规模,我们综合考虑了 2019 年地方政府新增专项债限额及 2018 年专项债留存额度,基于对项目性质以及项目资本金比例的分析及估算,从《通知》

落地前后专项债对基建投资的拉动作用的变化出发,从留存额度的使用与否两个角度分别进行了全年专项债对基建投资及总投资撬动规模的估算,如果,不使用上年专项债留存额度:全年基建投资撬动规模约 2—3 万亿元,拉动基建投资 4.5—6.3 个百分点,拉动名义 GDP 增速 0.9—1.2 个百分点。考虑上年专项债留存额度:全年基建投资撬动规模约 3—4.6 万亿元,拉动基建投资 10—15 个百分点,拉动名义 GDP 增速 2—3 个百分点。

表 16 专项债对基建投资及经济增长的拉动作用(未考虑上年留存额度)

	2019 年前 5 月	2019 年 6 月《通知》出台后		全年合计
	整体专项债	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	
投入基建领域的专项债类型	除土储外	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目	除土储及国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目外	/
投入基建领域的专项债规模	5655 亿元	900 亿元	5600 亿元	1.2 万亿元
项目资本金或配套融资情况	作为配套融资,比例为 40%—62.5%	作为资本金,比例为 35%—50%	作为配套融资,比例为 40%—60%	/
撬动杠杆	1.6—2.5 倍	2—2.8 倍	1.7—2.5 倍	/
基建投资撬动规模	0.9—1.4 万亿元	1800—2520 亿元	0.9—1.4 万亿元	2—3 万亿元
投资撬动规模(按基建投资占比 25%估算)	3.6—5.6 万亿元	0.72—1 万亿元	3.6—5.6 万亿元	8—12 万亿元
对基建投资的拉动	1.7—2.4 个百分点	1—1.4 个百分点	1.7—2.4 个百分点	4.5—6.3 个百分点
对名义 GDP 增速的拉动	0.3—0.5 个百分点	0.2 个百分点左右	0.3—0.5 个百分点	0.9—1.2 个百分点

表 17 专项债对基建投资及经济增长的拉动作用(考虑上年留存额度)

	2019 年前 5 月	2019 年 6 月《通知》出台后		全年合计
	整体专项债	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	
投入基建领域的专项债类型	除土储外	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目	除土储及国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目外	/
投入基建领域的专项债规模	5655 亿元	1700 亿元	1.09 万亿元	1.8 万亿元
项目资本金或配套融资情况	作为配套融资，比例为 40%—62.5%	作为资本金，比例为 35%—50%	作为配套融资，比例为 40%—60%	/
撬动杠杆	1.6—2.5 倍	2—2.8 倍	1.7—2.5 倍	/
基建投资撬动规模	0.9—1.4 万亿元	3400—4760 亿元	1.8—2.7 万亿元	3—4.6 万亿元
投资撬动规模 (按基建投资占比 25% 估算)	3.6—5.6 万亿元	1.4—1.9 万亿元	7.2—10.8 万亿元	12—18.4 万亿元
对基建投资的拉动	1.7—2.4 个百分点	2—2.7 个百分点	3.4—4.8 个百分点	10—15 个百分点
对名义 GDP 增速的拉动	0.3—0.5 个百分点	0.3—0.5 个百分点	0.6—1 个百分点	2—3 个百分点

2、对于新兴产业回归常态化，建议稳定当前对新兴产业等财政补贴，放缓政策退坡力度，利用前瞻指引，提升政策预期的稳定性。为了稳定基建投资和新兴产业，财政政策要更加积极有效，可考虑进一步扩大财政赤字。更为重要的是，由于我国经济增速未来在 6% 一线，原有以速度为基础的税制不再适合，需要加快向存

量财产税收逐步过度。

3、下半年货币政策保持结构性宽松。下半年首要任务是维持汇率基本稳定，在加大金融开放的同时，提前准备“托宾税”等市场化资本流动调节工具，实现资本流动有序。为了稳定预期，建议加大发行离岸人民币国债，增加人民币计价的安全资产供给，提升离岸汇率的市场化控制程度，稳定现有的汇率锚。另一方面加紧国内人民币外汇期货上市，争夺远期交易定价权，提供更好的汇率预期锚。

货币政策更加关注我国自身的核心 CPI。2019 年在下行区间，建议下调一次基准利率。由于降低利率会降低银行业利润，为了稳定金融业，对冲服务业的下行，同时一次准备金率，保持金融行业盈利平稳。随着货币供给渠道的改变，原来为了锁定大量外汇占款的准备金意义越来越小。在货币供给增速地位运行的大趋势下，建议进一步降低准备金，并持续置换 MLF，继续改变现有货币政策双高模式，回归正常的资产负债表结构。同时，通过释放准备金，也可以弥补存款下降带来的部分压力，维持更为健康稳定的银行资产负债表，降低实体经济融资成本。

4、审慎管理适当允许风险暴露，通过长期资金介入，完成资产价格调整期。我国当前的核心挑战是从传统制造业向先进制造业转型，这涉及到资产重估，旧有行业资产价值会大幅度下降。现在我国信贷风险增大部分原因也与此有关，这是必然的，因此，需要加大金融机构的风险容忍。此时，不宜在外部进一步紧缩信贷条件，降低金融机构贷款意愿。需要在内部加强金融机构治理结构建设，提升风控水平，加大风险定价和相关金融产品的开发。

5、宏观审慎监管政策加大对于科技金融的规则制定，推动科技金融在正规渠道内发展，提升金融资源配置效率。由于处于不同企业生命周期阶段的企业对资本的需求是不同的。企业在创立期、成长期、成熟期和衰退期这几个阶段的经营规模、盈利模式、公司治理等都有着不同的特征，对于资本的需求期限和利率等要求也就不同。面对多种融资需求，我国的资本市场供给方却较为单一。在银行市场中，以国有大型银行为主。在股权市场，又是大量追求短期利益的散户，大量长期资金入市限制较多。同时，我国间接融资占比高，直接融资在各种信息不对称的约束下发展缓慢。这种需求和供给主体偏好的差异极大降低了我国融资效率。改变目前的金融格局，最有效的方法是通过科技金融改变利益结构和供给主体。数字科技对目前的金融格局具有颠覆性，能够有效提升对中小企业和普惠金融的满足。前期监管不规范，科技金融野蛮生长，这并不意味着科技金融本身是一个错误方向。未来需要加大通过数字监管应对数字科技，尽早推动科技金融能够正常发展。

构建支撑制造业高质量发展的中国现代 金融体系发展路径与突破方向

张 杰

摘要：一国最优动态金融结构体系的决定性因素是产业结构特征和经济发展阶段，最为基础的决定性因素是经济体中代表性企业和典型产业的发展周期、创新阶段以及所内涵的外部融资需求特征。针对发展中国家而言，一国的金融结构演进逻辑和发展路径是：银行主导的间接型金融体系→银行主导的间接型金融体系+资本市场全能银行主导的混合型金融体系+金融市场金融市场主导的直接型金融体系+全能银行体系。按照我们对当前阶段中国金融体制发展和改革历程的长期调研、观察和思考，主要呈现出以垄断性大银行主导的、间接融资功能为主的金融体系，突出显现出短期利润最大化的经营逻辑倾向和自身利益集团藩篱固化的内在特征，重点表现出对“市场竞争中性”和“所有制中立”原则的偏离这三大典型结构性问题。这就导致了中国金融体制发生了两个方面的背离现象或错配效应：一方面，银行体系与中小微企业诸多内在需求之间的背离和错配现象；另一方面，金融扩张、金融创新与推进制造业为主的实体经济转型升级、培育制造业自主创新能力和建设创新型国家诸多内在融资需求之间的背离和错配现象。在针对当前中国构建现代金融体系中四大重要关系辨析的基础上，本文提出了中国金融结构性改革的突破方向以及可能的具体改革举措。

关键词：中国现代金融体系 金融供给侧结构性改革 结构性矛盾 发展路径 突破方向

一、金融体系的结构性能演变路径和匹配机制分析

(一)不同类型金融体系的金演变路径和内在特征分析

按照我们对全球各国金融发展和金融深化经验的理解和分析,一国的金融结构演变路径大致可区分为五种类型,即大银行主导的金融体系、中小商业银行主导的金融体系、全能制商业银行主导的金融体系、PE和VC等资本市场主导的金融体系、股市和各种形式科创板等资本市场主导的金融体系。这五种不同类型金融体系的内在特征具体表现在:

第一,针对大银行主导的金融体系而言,较为突出的特征是,一方面,在那些金融市场化改革处于逐步完善或相对滞后的发展中国家,大银行或者由于自身的规模优势造成的市场进入壁垒,或者由于自身拥有的特定行政垄断地位优势,会导致大银行机构体系依靠自身的垄断地位或者依赖特定存贷差盈利模式的路径依赖发展模式,另一方面,大银行的组织架构和治理机制,一般遵循的是上下级的垂直型层级治理机制,适合于满足那些能够提供有效的硬信息(Hard information),比如,完整的财务信息和审计信息,或者能够提供严格抵押担保物的相对低风险的融资项目需求。正是由于大银行主导的金融体系具有这两个方面的基本特性,导致其一般适宜于市场风险较小、盈利能力比较稳定的成熟性产业结构(比如,出口导向的制造业或房地产行业)的短周期融资需求,或国家资本主导的铁公基等基础设施项目的融资需求。

第二,针对中小商业银行主导的金融体系而言,值得重视的特征是,一方面,中小商业银行的出现和兴起,一般意味着该国的银行机构体系已经经历了比较深入的市场化改革,在市场竞争的压力下,原有的大银行主导的垄断性金融格局逐步被削弱或打破,这会激励大银行和中小商业银行实施以市场化导向的内部治理机制和经营盈利模式的改革,刺激大银行和中小商业银行依据金融市场中微观经济行为主体的多样化融资需求特征,进行相应的金融工具和金融盈利模式的创新,并倒逼着金融监管制度体系的完善和提升,另一方面,与大银行机构体系相对而言,中小商业银行体系的独特市场竞争优势就在于,其可以利用专业化的信息甄别能力、灵活的组织架构治理机制和特定的风险筛选识别优势,通过银行放贷经理主动调

研和充分掌握贷款人的各种市场交易活动信息和信誉机制信息,利用在银行和贷款人之间构造的特定软信息(Soft information),并进行与市场经济行为主体融资需求动态变化特征相适宜、相匹配的金融工具创新,比如供应链金融,来降低银行和贷款人之间的信息不对称,进而缓解和弥补由于银行和贷款人之间的硬信息和抵押担保物缺乏,所导致的针对中小微企业的信贷歧视或贷款成本过高难题。正是由于中小商业银行主导的金融体系具有这两个方面的基本特性,导致其一般适宜于市场风险较大、盈利能力相对不稳定、个性化和多样化消费需求引导的发展型产业结构的短周期融资需求。

第三,针对全能制商业银行主导的金融体系而言,值得关注的核心特征是,一方面,全能制商业银行,是指既具有间接融资功能也具有直接融资功能的银行体系,其综合优势就在于,银行体系能够依据企业或产业在不同发展周期所蕴含的不同特征的融资需求,提供不同类型的融资产品服务,通过覆盖和满足企业或产业在产品链和产业链较长生命周期中的成长阶段、扩张阶段和成熟阶段的异质性外部融资需求,化解和熨平由于企业在不同产品链和产业链生命周期蕴含的局部时期的高发展风险而导致的集中性或集聚性高贷款风险难题,彻底扭转银行机构过度关注短期贷款风险和一味追求短期利益最大化的经营策略,促进银行和企业或产业之间长期利益共同体的形成,增强银行机构盈利能力的可持续性以及服务实体经济的内在能力,另一方面,全能制的商业银行体系,可以通过间接融资和直接融资渠道的独特切换功能和投资融资多样化功能,来分散和化解自身由于外部环境的高不确定性或产业特定发展环节的风险释放期,所蕴含的贷款风险以及对银行短期盈利能力的负面冲击。最为关键的是,全能制商业银行主导的金融体系,具备独特的能够为资本密集型和创新密集型产业等的战略性新兴产业的可持续发展,提供较长周期资金的融资服务功能,这就能从根本上解决创新产业的高风险特征必需的长周期融资需求和银行股体系的风险保守经营逻辑之间的内在冲突和诸多矛盾。

第四,针对 VC(天使风险投资)、PE(私募股权投资基金)等资本市场主导的金融体系而言,值得关注的核心特征是,一方面,VC、PE 等资本市场主导的金融体系,特别适合于产业或产品的创新链环节中,从应用基础研究到中间实验环节,从中间实验环节到工程化环节的各种高不确定性、高风险的外部投资融资需求(见表 2)。按照一般逻辑来看,VC、PE 等形式的投资属于直接融资模式,能够为那些高

风险的创新研发企业、创业初期企业和战略性新兴产业,提供具有较长周期特征的非公开市场股权投资类型的直接融资服务;另一方面,VC和PE之间存在比较明显的差异性特征,天使风险投资是偏重产业链和创新链前端的非公开市场股权投资,而各种形式的私募股权投资基金是偏重产业链和创新链相对后端的非公开市场股权投资。而且,在一些比较特殊的情形下,VC(天使风险投资)可以变异为直接融资和间接融资相互切换的混合模式,而PE(私募股权投资基金)则具有比较稳定的直接融资模式。

表 1 不同类型金融结构适宜的融资需求比较分析

金融结构类型	金融功能特征	处理融资贷款信息类型	融资风险类型	融资成本类型	融资周期类型
大银行主导的金融体系	间接融资功能	硬信息 (财务信息+抵押担保物)	低风险	低成本	短周期的间接融资
中小商业银行主导的金融体系	间接融资功能	软信息(市场交易信息)	中风险	中成本	短周期的间接融资
全能制商业银行主导的金融体系	间接融资功能+直接融资功能	硬信息+软信息	中风险	中成本	较长周期的间接融资+直接融资
PE、VC等资本市场主导的金融体系	直接融资功能+间接融资功能	能否成功的高不确定性信息	高风险	高成本	较长周期的直接融资
股市、科创板等资本市场主导的金融体系	直接融资功能	能否成长成熟的较高不确定信息	高风险	高成本	更长周期的直接融资

第五,针对股市、科创板等金融市场主导的金融体系而言,值得关注的核心特征是,以股市、科创板等金融市场主导的金融体系,特别适合于产业或产品的创新链环节中,进入产业化商业化环节的各种较高不确定性、较高风险的外部投资融资需求,能够为那些进入大规模商业化阶段的高创新企业、创业中后期企业以及处于成熟期的战略性新兴产业,提供具有较长周期特征的公开市场股权投资类型的直

接融资服务,帮助这些企业或产业扩大市场占有率,快速实现稳定的市场盈利能力,并协助这些企业或产业完成从基础研究到工程化环节的所有前期创新研发投入的收回和补偿任务和目标。

表 2 基于创新链不同环节视角的融资需求和金融结构分析

创新环节和创新类型	外部性和风险特征	融资需求特征	投入资金特征	适宜的金融体系
基础研究	纯公共产品、高风险	长周期的巨额投资	政府财政资金或企业自有资金	
应用基础研究	纯公共产品、高风险	长周期的巨额投资	企业自有资金或政府财政资金	
应用开发研究	半公共产品、高风险	中长周期的巨额投资	企业自有资金	各种偏重前端投资的天使投资基金(VC),即所谓风险投资、创业投资,是相对靠前的非公开市场股权投资
中间实验研究	半公共产品、高风险	中长周期的巨额投资	企业自有资金	各种偏重前端投资的天使投资、风险投资、创业投资等相对靠前的非公开市场股权投资
工程化阶段	私人产品、高风险	中长周期的巨额投资	企业自有资金+外部融资	各种形式的私募股权投资基金(PE)、特别是相对靠后的股权投资+金融市场体系
产业化商业化	私人产品、高风险	短周期的巨额投资	外部融资+企业自有资金	全能制商业银行+金融市场体系

(二)基于产业主导特征和经济发展阶段视角的金融结构演变路径分析

从图 1 所描述的基于产业或产品生命周期的发展阶段来看,在产业或产品的初创周期,由于普遍存在的创新创业企业高发展不确定性及所内涵的高风险因素,导致企业难以通过金融机构获得外部融资,主要依赖企业自有资金或股权资金的

支持；在产业或产品的成长周期，由于产业或产品被多数消费者和市场接受的可能性，仍然存在较为突出的高不确定性和较高的发展风险因素，导致企业主要依赖风险偏好型的资本市场以及金融市场主导的金融体系；在产业或产品的成熟周期，由于产业或产品的工程化和商业化的前途已经比较明确，企业快速扩张的市场占有率和自身盈利能力的风险和信息的相对比较确定，企业主要的融资需求集中在固定资产扩张投资和产品质量提升为主的创新投入活动，此时比较适宜风险保守型的银行主导的金融体系；而在产业或产品的衰退周期，在别的新产品的竞争和替代效应的作用下，企业的市场占有率逐步萎缩，企业自身的固定资产投资和创新研发投入需求下降，企业自身的盈利能力逐步下降，造成企业的外部融资需求也发生下降的现象，企业可能只是由于现金流的需求而产生外部融资需求，导致只要银行主导的金融体系就可以满足此时阶段产业或产品的外部融资需求。

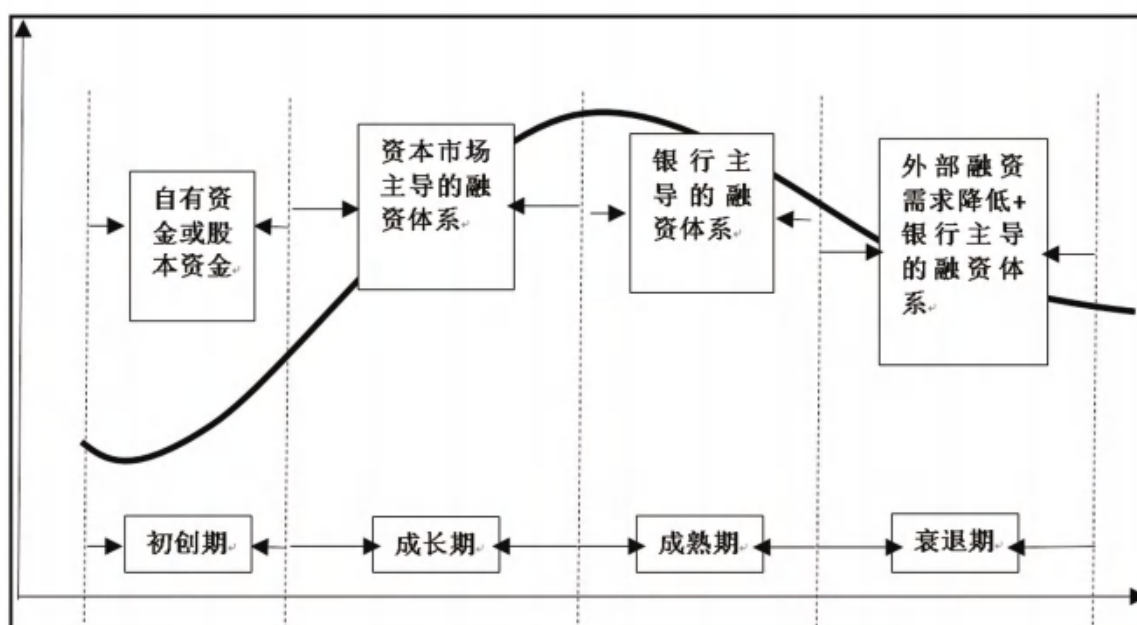


图 1 基于产业生命周期的金融体系特征分析

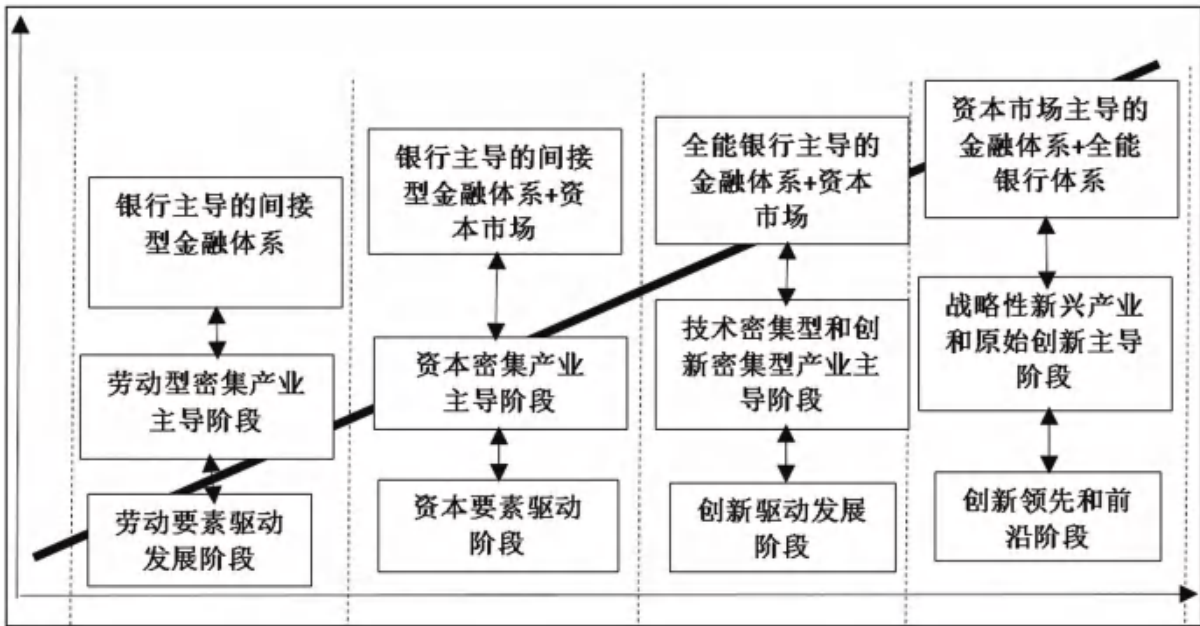


图 2 基于经济发展阶段的金融结构演进路径分析

从图 2 和表 3 所描述的基于经济发展阶段的金融结构演进路径视角来看,在经济发展的初级或起飞阶段,在主要依赖相对低成本的劳动要素和出口导向驱动的发展阶段,经济发展依靠的是劳动密集型主导的产业结构。在此经济发展阶段,企业类型主要呈现出的是国有企业+地方产业集群(中小微企业)的分布特征,匹配和适宜的是具有间接融资功能的银行主导型金融体系;在经济发展的规模持续扩张阶段,由于劳动要素成本的持续增长以及资本要素价格的相对降低,经济进入了资本要素驱动的发展阶段,主要依靠的是资本密集型产业主导和劳动密集型产业转型升级的产业结构特征。在此经济发展阶段,企业类型主要呈现出的是股份制大企业+地方产业集群(中小微企业)的分布特征,匹配和适宜的是具有间接融资功能的银行主导和具有直接融资功能的资本市场配合的混合型金融体系;在经济发展由数量型规模扩张阶段转变进入质量持续提升阶段后,在技术进步和全要素生产率成为影响经济发展质量核心内生动力机制和决定性因素的情形下,经济进入了技术密集型和 innovation 密集型企业主导的产业结构特征。在此经济发展阶段中,企业类型主要呈现出的是龙头企业+世界级先进制造业集群+新兴产业集群的分布特征,匹配和适宜的是具有间接融资和直接融资渠道功能的全能制银行主

导以及具有直接融资功能的资本市场和金融市场配合的混合型金融体系；在经济
发展全面进入创新引领以及处于创新前沿的特定阶段后，在经济体内生动力必须
依赖对前沿技术创新探索和创造力为主的自主创新能力体系培育和提升的情形
下，经济进入了战略性新兴产业和原始创新、基础研究、颠覆性技术创新、关键核心
技术创新全面突破主导的产业结构特征。在此经济发展阶段中，企业类型主要呈
现出的是跨国企业+独角兽企业+新兴产业集群的分布特征，匹配和适宜的是具
有直接融资功能的资本市场和金融市场主导和具有间接融资和直接融资渠道双重
功能的全能制银行配合的混合型金融体系。

表 3 不同经济发展阶段中的适宜金融体系特征匹配分析

经济发展阶段	产业特征	企业规模分布特征	适宜的金融体系特征
经济起飞阶段	劳动密集型产业	国有企业+地方产业 集群(中小微企业)	银行主导的间接型 金融体系
经济规模扩张阶段	资本密集型产业+ 劳动密集型产业	股份制大企业+ 地方产业集群 (中小微企业)	银行主导的间接型金融 体系+资本市场
经济质量提升阶段 (创新驱动型阶段)	技术密集型产业+ 创新密集型产业	龙头企业+世界级 先进制造业集群+ 新兴产业集群	全能银行主导的混合型 金融体系+金融市场
经济前沿发展阶段 (创新领先阶段)	创新密集型产业+ 创新引领型产业	跨国企业+独角兽 企业+新兴产业集群	金融市场主导的直接型 金融体系+全能银行体系

综合以上分析，在我们看来，一国最优动态金融结构体系的决定性因素是产业
结构特征和经济发展阶段，最为基础的决定性因素是经济体中代表性企业和典型
产业的发展周期、创新阶段以及所内涵的外部融资需求特征。因此，针对发展中国
家而言，一国的金融结构演进逻辑和发展路径是：银行主导的间接型金融体系
银行主导的间接型金融体系+资本市场全能银行主导的混合型型金融体系+金融市
场金融市场主导的直接型金融体系+全能银行体系。特别要关注的是，在多数发展
中国家的经济起飞阶段，银行主导的间接型金融体系也可以区分为垄断性大银行
主导的金融体系和股份制商业银行+地方性中小股份制商业银行体系主导的金融
体系两种类型。按照一般的金融功能匹配逻辑是，倘若一国的经济体中的多数企

业是大型企业,则匹配的是垄断性大银行主导的金融体系,倘若一国的经济体中的多数企业是中小微企业以及处于模仿性创新阶段的创新创业企业,则匹配的是股份制商业银行+地方性中小股份制商业银行体系主导的金融体系。

二、当前阶段中国金融体系的结构性矛盾与锁定效应分析

(一)当前阶段中国金融体系的发展定位和结构性特征

当前阶段,依据中国经济正由数量规模扩张阶段转型进入高质量发展阶段和创新驱动发展阶段,国内产业结构正处于由出口导向的劳动密集型产业向基于国内消费市场导向的资本密集型产业和创新密集型产业转变的特定阶段,企业分布特征也由大规模的国有企业和劳动密集型的中小微企业组成的地方产业集群形态,向大规模的股份制企业、产业链龙头企业、独角兽企业和新兴产业集群形态转变。在此特定的经济发展转型阶段中,以制造业为主的实体经济部门中微观企业的竞争优势,正由劳动力低成本带来的国际比较优势向全要素生产率的可持续提升和自主创新能力体系的培育带来的高附加值国际竞争优势,微观企业的外部融资需求特征,必然由出口需求增长所引致的规模扩张带来的低风险投资需求和生产经营流动资金需求,转向以提升产品质量、创造新产品活动、突破关键核心技术创新以及培育自主创新能力体系,所引致的高风险自主创新研发投入需求和先进生产设备引进需求。在这种特定的发展阶段情形下,由此就决定了中国既有的由垄断性国有大银行主导的金融体系,向股份制商业银行体系+地方性中小股份制商业银行体系主导的金融体系转变,向具有间接融资和直接融资双重功能身份的全能制银行体系主导的金融体系转变,向多层次的资本市场和金融市场合理发展的现代金融体系转变。

然而,按照我们对当前阶段中国金融体系发展和改革历程的长期调研、观察和思考,其表现出的典型结构性特征具体体现在以下三个方面:

第一,当前发展阶段,中国的金融体系始终呈现出以垄断性大银行主导的、间接融资功能为主的金融体系。中国以银行机构为主的金融体系虽然经历了以市场化导向和构建现代银行公司治理机制的多轮次改革,然而,始终存在的一个困局或症结是,经过这些多轮次的改革,并没有从根本上破解以国有银行为主的大银行垄断体制和间接融资功能,也没有从本质上扭转银行机构中垂直管理型的官僚治理

组织机制,也没有从基础层面改变银行依靠存贷差来获取利润利益的经营模式,更没有从机制层面提升银行机构的风险识别、筛选和监管能力制度,导致中国银行机构的体制性交易成本和非市场化交易成本仍然高企,造成银行机构难以适应和匹配产业结构的动态变化特征和微观企业转型升级所蕴含的外部融资需求变化信息。

第二,当前发展阶段,中国的银行体系日益显现出短期利润最大化的经营逻辑倾向和自身利益集团藩篱固化的内在特征。一方面,在中国以银行为主的金融体系仍然呈现出大银行垄断地位和金融体制的既定情形下,在银行体系出于自身不良率难以控制前提下所设计的放贷者个人风险责任终身追责制的刺激放大效应下,银行的经营策略和放贷活动日益呈现出短期利润最大化的基本倾向和行为逻辑,这既表现在银行的贷款成本已经远远超过了中国制造业为主的实体经济部门中微观企业的利润创造能力和承担能力,甚至造成了银行体系对实体经济的“掠夺”效应,突出表现在近年来中国银行体系的总利润额远远超过制造业部门的总利润额,也表现在银行体系等金融机构的相对较高贷款利率和风险最小化之间的内在冲突性;另一方面,不可否认的是,中国以银行机构为主的金融体系,在相当程度上已经成为既得利益者和作为突出的利益集团藩篱,在维护自身的垄断地位和超额利润的利益导向机制激励下,金融体系的市场化改革和银行机构的现代公司治理机制的内在动力严重不足甚至长期缺位,成为推动金融供给侧结构性改革的最大制度性阻碍因素。

第三,当前发展阶段,中国现有银行主导的金融体系重点表现出对“市场竞争中性”和“所有制中立”原则的偏离。一方面,无论是从银行机构的设立条件和市场结构来看,还是从其他类型金融机构的进入门槛和市场结构来看,一个显著存在的基本事实是,迄今为止,中国的金融体系或多或少存在显性或隐性的政府政策管制和行政进入壁垒,特别是针对由民营或外资完全设立或控股的金融机构有着严格的法律管制,这就造成了中国以银行为主的贷款市场结构,仍然呈现出的是大银行主导的垄断性市场结构,金融体系的市场公平竞争机制受到了较为突出的机制体制性障碍。偏向于大企业、国有企业和“铁公基”项目的贷款行为,使得中国的金融市场偏离了“市场竞争中立”原则,造成贷款资金的市场配置效应的扭曲和资金边际贡献效率的低下;另一方面,在中国的各种类型金融机构仍然是由不同层次国有控股的情形下,由于国有企业(包括中央国有企业和地方国有企业)本质上和国有控股的商业银行体系是同一个“出资人”和“最终偿债者”,这就必然会导致中国银

行体系对国有企业的相对“偏好”行为,具体表现为,国有企业无论是在获得信用贷款的贷款数量和贷款成本方面,或是在贷款所需要的严格抵押担保品方面,或是在贷款周期方面,相对于民营企业均具有独特的优势,使得不少国有企业成为银行贷款转移到民营企业和中小微企业的“中间贷款者”,成为食利和套利阶层,最终造成中国银行体系和金融市场对“所有制中立”原则的极大偏离。

(二)当前阶段中国金融体系的结构矛盾与锁定效应分析

在我们看来,现阶段中国以只具有间接融资功能的银行主导型金融体系,其结构性矛盾和内在冲突,突出表现在以下两个方面的背离现象或错配效应:

一方面,银行体系与中小微企业诸多内在需求之间的背离和错配现象。当前,中国的金融体系始终存在的一个突出困局是,无论是中央政府采取降低银行基准利率或准备金率的货币政策利率工具,还是针对大型商业银行或县域的地方城市商业银行和农村商业银行实施鼓励为中小微企业增加贷款的鼓励政策,均难以使得银行体系的贷款资金有效渗透和注入到急需外部融资资金的中小微企业部门,特别是民营经济中的小微制造企业。而且,银行体系提供的有限贷款资金,根本无法匹配和满足中小微企业可持续发展的诸多内在融资需求特征,对中小微企业造成了市场性和非市场性的信贷歧视,突出表现在体制性的融资难融资贵难题。这具体表现在:首先,强制要求中小微企业提供完全无风险的严格抵押担保品,既背离了中小微企业发展和经营活动的基本特征,也造成了超过中小微企业自身发展能力和承担能力的非市场性高贷款利息成本。我们的调查发现,大部分中小微企业从银行机构获得贷款的真实贷款利率超过了15%甚至20%以上,而民间融资年利息均在30%以上,远超中小微企业6%的平均净利润率;其次,针对中小微企业成长和发展所迫切需要的长周期融资需求,只能提供一年期的短期贷款,这就使得银行体系的贷款资金,从根本上无法满足中小微企业的投资规模扩张和创新研发投入需求。

另一方面,金融扩张、金融创新与推进制造业为主的实体经济转型升级、培育制造业自主创新能力体系和建设创新型国家诸多内在融资需求之间的背离和错配现象。中国以制造业为主的实体经济部门正处在转型升级的关键发展期,而制造业转型升级活动所蕴含的外部融资需求具体表现在:首先,当前阶段,中国多数制造业企业普遍存在通过引进更为先进的生产设备和生产工艺,来提升产品质量,满足消费者对高质量产品高端市场需求,这就蕴含着先进生产设备和智能制造生产

线替代劳动力类型为主的巨额固定资产更新投资需求；其次，无论是从促进传统制造业或是提升高新技术产业自主创新能力的角度来看，抑或是从发展战略性新兴产业或是壮大高端生产装备产业的角度来看，必须依靠中国本土企业自身掌握基础研究和应用基础研究为主的原始创新能力，强化应用开发研究、中间实验研究、工程化研究以及产业化商业化环节等方面的自主创新能力，实现中国本土企业在产业链、产品链中的关键核心技术创新、颠覆性技术创新和关键共性技术创新等方面的全面突破，进而通过提升产品的全球竞争优势和附加值创造能力，满足国内和全球消费者的个性化、多样化、高质量产品的市场需求，这也就蕴含着以培育和壮大自主创新能力体系为主的巨额创新研发投入融资需求。然而，当前阶段中国金融体系的多轮改革和金融产业的快速扩张，并未使得金融资金有效进入到以制造业为主的实体经济部门之中，匹配和满足制造业企业的巨额固定资产更新投资需求和创新研发投入融资需求，相反，却发生了金融资金“脱实入虚”、金融产业链依附于影子银行体系膨胀以及金融资金在金融体系内部循环等各种金融不当创新和金融泡沫乱象，严重背离了现代金融体系的本质是服务以制造业为主的实体经济发展的基本要求。

进一步来看，现阶段中国以只具有间接融资功能的银行主导型金融体系，具体表现在以下三个方面的停滞或锁定效应：

第一，这突出表现为由垄断性的大银行体制向市场化导向的股份制商业银行体制和地方性中小股份制商业银行体制的转化停滞和改革困局。随着中国经济由规模扩张型的高速增长阶段，全面转入创新驱动的中高速高质量增长阶段，迫切需要由垄断性的大银行体制主导的金融体系，向股份制商业银行体系+地方性中小股份制商业银行体系主导的金融体系转变。然而，依据我们的实地调研和观察，中国金融体系的这种转变转化过程中，发生了突出的转化停滞和改革困局现象。一方面，尽管中国各级政府一直在推动以遵循市场公平竞争原则和构建现代银行公司治理机制逻辑为主要目标的银行体制改革，既主动让原有的中、农、工、建、交五大国有银行转变为上市股份制银行，以此来促进银行体制的市场化改革和现代公司治理机制的形成，也设立了允许全国范围经营的13家股份制商业银行以及其他2000多家地方性商业银行，主要是推动原有的城市信用社和农村信用社转变为城市商业银行和农村商业银行，并允许设立了不少地方性的新商业银行。然而，这些市场化导向的改革举措，虽然在一定程度上推动了中国银行体制的市场竞争结构，但是，并没有从根本上打破原有的五大国有大银行主导贷款市场的垄断性市场结

构,五大银行的贷款市场份额至今仍然高达 60%以上;另一方面,新设立和改造的股份制商业银行体制和地方性中小股份制商业银行机构的组织架构和治理机制,并没有充分体现现代银行公司治理机制的改革价值和运营逻辑,相反,从某种程度上来看,小银行的组织架构、风险治理机制、经营和盈利模式呈现出与垄断性大银行经营和行为模式趋同的现象,造成不同市场定位的大小银行体系的功能定位和金融结构转化停滞现象。

第二,这突出表现为间接融资体系向直接融资体系的转化停滞和改革困局。随着中国制造业企业从依赖劳动密集型产品的出口导向发展模式,向依靠本土市场消费结构的转型升级和全球价值链的中高端转移的发展模式转变,从依赖低成本劳动力的国际竞争优势,向依靠提升产品质量、创造新产品的国际竞争优势转变,从依赖模仿性创新向培育自主创新能力体系的国际竞争优势转变,在此特定的发展阶段,这就意味着多数的微观企业特别是制造业企业的外部融资需求特征,由以满足流动资金和规模扩张型的购买生产设备为主的短周期的外部融资需求,向以产品质量提升、新产品创新研发以及自主可控的前端创新研发投入为主的长周期的外部融资需求转变,由短周期向长周期的外部融资需求转变,由债券融资向股权融资模式转变。然而,我们观察到,在这些以制造业为主的外部融资需求特征的转变过程中,由于银行体系作为自我利益集团的桎梏,导致具有间接融资功能的银行机构转型升级内生动力的不足甚至缺失,造成间接融资体系向直接融资体系的转化停滞和改革困局,突出表现为单一制银行体系向全能制银行体系的改革方向迷失和改革动力缺失的重大问题。

第三,这突出表现为资本市场和金融市场发展的相对停滞和改革困局。随着中国全面进入建设现代化经济体系和构建创新型国家的特定阶段,促进制造业为主的实体经济部门的关键核心技术创新全面突破,培育中国的自主创新能力体系的全面形成,成为中国推动经济高质量发展的核心途径,成为谋求突破美国为首的技术封锁和关键核心产品出口管制的重要手段。针对制约中国产业产品塑造国际竞争新优势的关键核心技术、颠覆性技术和关键共性技术等一系列关键短板,倒逼着中国的本土企业必须主动进行和开展巨额的各种形式、各个环节的创新研发投入活动,特别是要在基础研究和应用基础研究方面强化自身投入。然而,由于中国原有的以劳动密集型为主传统制造业部门,因为全球价值链体系中的低端锁定和俘获效应以及进入门槛相对较低造成的局部产业产能过剩,导致了中国制造业企业普遍面临相对低利润率的发展困局,造成多数企业利用自身利润积累进行高风

险的自主创新研发投入的内在能力和动力普遍缺失,特别需要依据产业发展特征形成的新型金融生态构建与之匹配的现代化金融体系,尤为需要能够全覆盖从创新链的基础研究和应用基础研究环节,到应用开发、工程化和产业化商业化环节的、具有风险处理能力差异性的、能够提供长期股权资金的多层次资本市场和金融市场加以支撑。然而,依据我们的实地调研和观察,当前,中国多层次的资本市场和金融市场的可持续发展,既面临投资投机行为盛行以及金融资金“脱实入虚”陷阱的干扰,也受到短期利益最大化目标导致的经营行为扭曲的桎梏,更受到一体化、贯穿式金融监管体制相对改革滞后的困扰。事实上,中国的资本市场和金融市场发展,已经严重滞后于推动以制造业为主的实体经济部门的转型升级和培育自主创新能立体绣的诸多方面的内在需求。成为当前阶段阻碍建设创新型国家重大战略目标的最为突出因素之一。

三、中国金融结构转化停滞和改革困局发生的深层次因素分析

第一,针对现代金融体系体制中政府和市场关系和功能边界的认知模糊和误区,是导致当前中国金融结构转化锁定效应和改革停滞现象发生的核心因素。在现代金融体系中,对动态变化关系和规律有着明确的认知,对政府和市场的功能边界有着明晰的界定。按照一般的逻辑来看,政府针对各种类型的金融机构有着两个方面的基本责任:一是对金融机构经营和运行风险的各种监管功能和监管制度设计;二是在全球开放背景下由于金融危机和经济危机的传染性,无论是对发达国家还是对发展中国家而言,各国政府或多或少均承担重要金融机构的最终偿债者或最后破产接盘手的隐性或显性责任。而从市场功能的角度来看,现代金融体系的定位就更加明确,任何类型的金融机构均遵循垄断竞争的市场结构运行规律,一方面,必须通过对同一类型和不同层次的金融机构保持适当的贷款业务市场竞争,利用市场竞争压力来始终倒逼着各种类型金融机构的创新活力和改革动力,优化和提高金融资金的市场配置功能和使用效率;另一方面,太过激烈的市场竞争,非但不能有效激励金融机构的业务创新和工具创新,相反,会造成融资市场的“向底部竞争”,恶化金融机构的正常利润创造能力,增加金融机构的贷款风险。因此,多数的金融机构必须维持合理的垄断竞争市场结构。然而,从中国当前以银行机构为主的金融体系来看,一方面,在中国地方经济仍然程度不等地呈现官员政绩驱动的前提下,在各级政府通过控股和委派金融机构官员渠道来控制中央和地方金融

机构频繁干预金融资金配置功能的情形下,以国有大银行主导的寡头垄断市场结构尚未被根本性地打破,另一方面,新设立的 13 家全国性的商业银行、转制或新设立 2000 家地方性商业银行机构以及其他的金融机构,特别是那些地方性的中小商业银行机构,在多数受到地方政府控股和直接委派金融机构高级管理人员的前提下,更容易受到地方政府的干预和控制,导致小银行经营模式向垄断性大银行的趋同现象,使得地方性中小银行体系中市场竞争机制的失效和金融资金市场配置功能扭曲效应的发生。

第二,针对现代金融结构中直接融资体系和间接融资体系关系和功能的认知不到位,是导致中国金融结构转化锁定效应和改革停滞现象发生的主要因素。正如我们前文所分析的那样,在一国金融结构的演变路径和转化过程中,随着产业结构向高风险的、投资周期长的创新密集型、资本密集型和人力资本密集型产业的全面转型升级,甚至部分产业处于全球创新前沿和领先地位,在产业结构所面临的彻底变革型转型升级进程中,唯有以风险分散型的、长期利益捆绑型的直接融资功能主导、股权融资为主的金融体系,才能从根本上解决这些创新成功概率不确定高、市场风险大、融资周期长、融资成本相对合理的创新型密集产业、战略性新兴产业和高新技术企业的外部融资需求和风险保守型的金融机构之间的内在冲突和矛盾。从具有直接融资功能的金融体系形成逻辑来看,一种是对具有间接融资功能的银行体系赋予其直接融资功能,由只具有间接融资功能的单一制银行体系转变为具有间接融资和直接融资双重功能的全能制银行体系,另一种是发展以各种天使基金、风险基金等私募基金以及股票市场、科技创新板、新三板、新四板等具有股权融资和直接融资功能的多层次资本市场和金融市场。这差异性的二者体系形成的机制和逻辑,既与一国金融体系的产业结构基础和发展路径依赖特征密切相关,也与一国法律体制的历史沿革和变革特性紧密相关。然而,中国各级政府针对现代金融结构中直接融资体系和间接融资体系的功能差异性特征和动态变化关系认知不到位,特别是对发展具有直接融资功能的现代金融体系对培育自主创新能力体系的极端重要价值认知不足,而且,在以垄断性银行体系自身已经成为巨大的利益集团,成为阻碍金融结构改革的重要因素的前提下,中国的金融结构出现了由间接融资功能主导的金融体系,向具有直接融资功能主导的金融体系的转变停滞和改革困局。

第三,针对现代金融体系中对外开放和对内开放关系的认知错位,是导致中国金融结构转化停滞和锁定效应发生的重要因素。在全球化背景下,一国金融结构

的演进路径和转化进程,必然会受到对外开放所蕴含的诸多外部环境条件的诸多制约。针对多数发展中国家而言,其金融结构的改革和转化,既受到开放条件下市场竞争的强化带来的改革倒逼效应,也受到资本的双向国际流动所带来的金融风险的额外影响冲击,从而造成开放背景下金融体系的脆弱性以及本土金融机构和金融市场的被控制性和俘获性,进而造成本国金融体系的自生性和货币政策的独立性的丧失。对于中国而言,一方面,迫切需要借助和依靠金融市场和资本市场的逐步对外开放以及国际领先金融机构的成熟经验,来激活中国国内金融市场的市场竞争活力、改革动力和自主创新能力,提升资本市场的资金配置效率,进而匹配和促进实体经济的可持续发展,另一方面,中国当前的资本市场和金融市场对外开放所陷入的一个困局是,在本土金融机构和金融市场自身改革变革还仍未到位和充分的情形下,在中国本土市场的金融机构仍然在一定程度上处于各级政府干预和控制所导致的市场竞争能力相对不足的情形下,特比是在银行体系为主的金融体系对内开放还未真正启动的情形下,过早过快过急的对外开放,很有可能会放大加大中国本土金融机构和金融市场的脆弱性,诱发中国原有的局部性甚至系统性金融风险。更为重要的是,针对中国的金融体系体制改革而言,需要正确认清的基本逻辑是,对内开放是对外开放的基础和前提,只有优先且充分地推进对内开放,形成国内良好的银行体系和金融市场相互之间的有序竞争机制和环境,才能确保对外开放的成效成功。然而,中国各级政府对金融体系中对内开放和对外开放的相互作用关系,却远远认识不足,甚至有只需要对外开放而无需对内开放的认知错位倾向,导致对内开放步骤相对滞后于对外开放的战略目标,事实上,中国金融体系体制改革中这种对内开放对于对外开放的相对滞后现象,已经成为导致中国金融结构转化停滞和锁定效应发生的重要因素之一。

第四,针对“竞争中性”和“所有制中立”原则的偏离,是导致中国金融结构转化停滞和锁定效应发生的突出机制体制性障碍因素。不可否认的是,当前中国金融体系体制中,存在两个突出的问题:一是对“竞争中性”原则的偏离。这突出表现在:一方面,无论是从银行机构的设立条件来看,还是从其他金融市场机构的成立条件来看,均或多或少存在众多不合理的显性或隐性的政府管制限制所导致的过渡型行政进入壁垒,这些行政进入壁垒,有的是出于保护国内金融机构正常成长环境的目的,有的则变异为对金融利益集团甚至政商联合组织利益集团的地方保护主义,这就必然会导致中国的金融体系中垄断性市场结构特征的延续和固化,使得市场竞争机制对金融资源的配置效率出现异化效应和扭曲效应,另一方面,由于中

国的公开市场操作业务市场和银行间隔夜拆借市场并未充分引入的其他非国有控制的金融机构,导致基准利率长期并未形成市场决定机制,政府对银行机构的存款贷款利率在较长时期内存在管制式的指导意见,即便当前放开了对银行机构存贷款利率的管制,但是,银行体系的存贷款利率并未完全市场化,银行体系对存贷差的盈利模式也未受到根本性的打破。二是对“所有制中立”原则的偏离。这突出表现在:一方面,中国的银行机构以及其他类型的金融机构,均或多或少呈现出各种政府的绝对控股现象,其他类型的资本进入各种金融机构存在突出的显性或隐性市场进入壁垒;另一方面,银行机构等金融体系对不同所有制类型企业的贷款行为,存在较为明显的信贷歧视和所有制偏向行为,特别偏向于中央控股企业以及部分地方国有企业,使得这些国有企业在获得贷款数量、贷款周期、贷款成本以及抵押担保品要求方面存在显著的所有制差异。在我们看来,在当前情形下,所有制偏向行为,是造成“竞争中性”原则偏离现象的核心因素,是导致中国金融体系对“竞争中性”原则偏离的深层次制度性原因。实质上,这就造成有限的金融资源和金融资金,无法完全有效地供给和配置到全要素生产效率相对较高、自主创新活动较为活跃、对中国新动能形成有着决定性作用的民营企业、中小微企业以及创新创业企业部门,只能多数滞留和堆积在中央和地方控制的国有企业或上市企业部门中,导致金融资源配置效率相对低下及金融结构性扭曲效应加大等现象的普遍发生。

四、当前中国构建现代金融体系中几个重要关系的辨析

第一,发展直接融资导向的金融体系,还是维持间接融资导向的金融体系?当前,始终困扰中国金融体制改革的一个基本问题是,困扰金融结构调整方向的一个关键问题是,究竟是维持和改革现有的具有间接融资功能、以银行机构主导的金融体系,还是全面推动和发展具有直接融资功能的现代金融体系。事实上,中国在推动和发展具有直接融资功能的金融体系的改革方面。出现了较为突出的利益集团阻力和改革停滞的问题,一方面,既有庞大的银行体系,在现有的间接融资经营盈利模式和监管管制制度下攫取了实体经济部门的巨额垄断利润,必然导致内部主动推行和实施改革的动力必然弱化和不足。更为重要的是,如此庞大的银行体系,在巨额垄断利润利益的刺激下,必然会形成一个巨大的政企利益集团来保护自身的既得利益,从而阻碍中国金融体制任何针对银行体系的改革举措;另一方面,客观事实是,中国的金融体制改革虽然已经明确了“提高直接融资比重”的基本发展

方向,但是,却没有明确将发展具有直接融资功能的金融体系,列入中国金融体制改革的重点方向。在这种情形下,实质上中国的金融体制改革就出现了由间接融资体系向直接融资体系转化的重大改革停滞困局。我们认为,正如前文所论证的逻辑,当前中国金融体制改革的突破方向,就是必须依据经济发展阶段和产业结构动态变化的基本特征和内在需求,由维持间接融资导向的金融体系,主动发展直接融资功能导向的金融体系。

第二,是全面构建以资本市场和金融市场主导的现代金融体系,还是优先发展全能制银行体系?正如我们前文所指出的问题,即便从发展直接融资功能主导的金融体系角度来看,发达国家也有两种经验可供借鉴,一种是发展以资本市场和金融市场主导的现代金融体系,另一种是打造具有间接融资和直接融资双重功能的全能制银行体系。从中国的现实情况来看,要针对只具有间接融资单一功能的、以大银行主导的金融体系进行调整和改革,有两个基本立场无法回避或超越,一是不可能绕过中国现有的庞大银行体系,或摧毁既有的银行体系,直接发展具有直接融资功能的资本市场和金融市场。这种激进的改革思路和改革方案,必然会引起既得利益者的阻碍以及金融体系的不稳定现象,甚至造成既有深层次系统性风险的集中爆发,造成不必要的制度性改革对立面和阻碍者,二是中国现有的法律制度和金融监管制度存在突出的相对改革滞后问题,也不适宜激进地全面发展以资本市场和金融市场主导的现代金融体系。既有的金融深化理论表明,越是资本市场和金融市场主导的现代金融体系,越是需要具有“及时监管型”的、可以快速调整变化的法律制度以及前瞻性的、穿透式、协同性的金融监管制度。很显然,中国当前的法律制度和金融监管制度,均难以匹配激进地发展以资本市场和金融市场主导的现代金融体系,因此,最为合理地发展直接融资功能金融体系的改革思路是,以现有的银行体系为基础,逐步改革和构建具有间接融资和直接融资双重功能的全能制银行体系。在我们看来,这既可以避免激进改革方案可能造成的金融稳定和金融风险问题,暂时绕过可能的既得利益集团阻力,也可以立足于中国既有的金融产业基础,使得改革更符合中国的基本制度条件。

第三,发展市场化导向的股份制商业银行体系,还是鼓励民营银行发展?在我们看来,中国以银行机构主导的金融体系的改革方向,容易产生认知和改革误区,也是必须科学澄清的一个重要问题是,究竟是优先发展民营银行,还是率先发展市场化导向的股份制商业银行体系?我们以上分析均论证出的一个客观事实是,从中国的现实状况来看,中国的银行体系中存在的一个突出问题,就是国有大银行主

导的垄断性市场结构以及“竞争中性”和“所有制中立”原则的相对偏离,因此,这就很容易引发的一个改革思路是,打破国有垄断性银行体制的途径就是积极发展民营银行,特别是主动发展中小民营银行体系,就可以有效解决中国金融体系体制中的一系列机制体制障碍因素,使得中国的金融结构达到理想中的最优结构状态。然而,依据我们的观察和思考,当前中国以银行机构为主的金融体系中,最为突出的弊端和关键的短板是,尚未真正构建出市场化导向的现代银行公司治理机制和金融发展的市场制度。因此,在这种制度性的阻碍和制约条件下,即便降低了民营银行的成立门槛,放开了民营银行的设立管制,很有可能发生的现象是,民营银行的成立并不能从根本上促进中国金融市场垄断性问题的解决,也未必能够有效促进现代银行公司治理机制的形成和变革,相反,在制度性环境短板没有得到根本性改善的前提下,民营银行体系的组织架构可能会变异为官僚僵化体制,治理机制可能会变异为过多垂直层次化,风险识别和控制机制可能会变异为严重依靠严格的抵押担保制度,经营盈利模式可能会变异为严重依赖存贷利差模式,成为欠发达地区和广大农村地区金融资金的“抽水机”以及向发达地区和城市转移的“中介机构”,成为现发展阶段阻碍地区经济发展的重要因素之一。由此,我们认为,当前阶段,强化金融机构转型升级所内嵌的市场化环境该散和制度建设,要优于发展金融机构本身,强化金融机构的现代化公司治理机制的完善,要优于简单强调经营盈利模式的变革。因此,全面建设市场化导向的、由多数民众持股的股份制商业银行体系,要优于一味鼓励发展民营银行的改革策略。

第四,发展偏向大银行导向的金融体系,还是鼓励地方化、专业化的股份制中小商业银行体系?我们以上的分析表明,随着中国经济进入创新驱动发展阶段,作为自主创新主导力量之一的中小微型创新企业,在塑造经济新动能中的重要性日益凸显。因此,一味依赖偏向大银行导向的金融体系,已经完全不适宜中国经济“新常态”条件下的产业结构特征和企业发展生态特征,鼓励适宜中小微企业外部融资需求特征的地方化、专业化的股份制中小商业银行体系,就应该是今后一段时期内中国深化金融体制改革的重点突破方向之一。按照十九大报告指出的深化金融体制改革的基本精神,“增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展”。特别是按照第五次国家金融工作会议指明的“发展中小银行和民营金融机构”的基本精神,必须积极探索和发展具有直接融资功能的地方化、专业化的股份制中小商业银行体系。所谓的“地方化”,就是指这些地区性的中小商业银行,其经营业务范围应该被限制在特定地区之内,专门服务于特定地区的

经济发展以及满足实体经济部门的各种融资需求,将自身的盈利空间和生存发展机会,与地区的经济发展和实体经济部门的发展机会充分融合在一起,互利共赢,共生共长,所谓的“专业化”,就是指特定的中小商业银行,其经营业务范围应该被限制在特定产业行业,专门服务于满足特定产业和企业的各种融资需求,将自身的盈利空间和生存发展机会,与产业的发展机会深度融合。发展具有直接融资功能的中小商业银行体系,就是指赋予地区性、专业性的中小商业银行的直接融资功能,发展全能制银行式的中小商业银行,强化中小银行机构利用直接融资渠道对地区实体经济部门的支撑功能。而且,针对积极探索和发展具有直接融资功能的地方化、专业化中小商业银行体系的既定目标,迫切需要前瞻性地研究和构建全能中小商业银行体系下的新型金融监管体制。更为重要的是,要积极鼓励具有直接融资功能的地方化、专业化的股份制中小商业银行体系,与战略性新兴产业、企业集团、本土跨国公司的相互融合发展机制和银企一体化机制,并前瞻性地研究由此带来的金融风险监管制度设计与创新。

五、中国金融结构性改革的突破方向与改革举措

第一,高度认识发展具有直接融资功能的现代金融体系,是中国今后深化金融体制改革的核心任务。中国当前以大银行机构为主的金融体系,已经到了全面推进金融供给侧结构性改革的关键时期,战略性的核心改革任务就是要打破间接融资功能主导的旧有金融体制,逐步构建具有直接融资功能的现代金融体系。需要着重布局部署的改革举措是,一方面,要在发展具有直接融资功能的现代金融体系过程中,同时,要主动推进既有的垄断性金融市场结构的全面变革,主动推动金融机构现代公司治理结构和机制的彻底改革。另一方面,要在发展具有直接融资功能的现代金融体系过程中,逐步扭转中国金融体系对“竞争中性”和“所有制中立”基本市场原则的扭曲效应,消除制度性根源。特别是要加快中国金融供给侧的“去产能”、“降风险”、“补短板”这三项重点工作。“去产能”的工作重点,就是要强制收缩金融泡沫部门和过度虚拟化的金融机构,可以将适当收缩和调整间接融资功能为主的金融结构作为改革目标;“降风险”的工作重点,就是要严格降低金融泡沫部门带来的局部性金融风险以及与其他风险叠加和诱发的系统性金融风险,特别是要高度关注特定地区的地方性中小商业银行的不良贷款率高企的金融风险;“补短板”的工作重点,就是要积极构建和扩张与实体经济的自主创新能力体系培育和提

升相匹配的直接融资功能主导的现代金融体系。

第二,必须将发展具有直接融资和间接融资双重功能的全能制银行体系,作为今后中国深化金融体制改革的重点突破方向之一。当前阶段,要高度认识到发展有直接融资和间接融资双重功能的全能制银行体系,对维持中国经济可持续发展的重大价值。为此,重要的改革举措是:一方面,当前最为重要的改革举措是,要全面取消 1994 年颁布的《银行法》对禁止银行机构从事直接投资活动的法律限制,将鼓励银行机构积极稳妥地实施和增加直接融资功能的业务种类创新以及相应的金融风险监管制度设计,作为新银行法的重点改革内容;另一方面,在充分借鉴德国和日本等发展国家的经验教训基础上,加快具有中国特点的全能制商业银行体系。既要针对五大国有上市银行以及 13 家全国经营范围的 13 家股份制上市银行机构,优先赋予股票市场投资以及各种针对创新型企业股份投资的业务权力,也要针对地方性的中小商业银行体系,重点赋予针对本地区创新型企业、高新技术产业、有前途的传统型制造业以及地区重点产业股份投资的业务权力,鼓励银行机构主动探索和创造与企业或产业生命周期的不同融资需求相适宜和全覆盖的金融业务和金融产品,鼓励银行体系与产业体系的长期利益捆绑模式和“互利共赢”机制的构建。

第三,积极发展具有直接融资功能的地方化、专业化的股份制中小商业银行体系,这是中国深化金融体制改革的重要组成部分。当前阶段,构建多层次的商业银行体系的核心任务,除了要推进大型商业银行体系的市场化改革和治理现代化改革之外,就是要积极发展地方化、专业化的股份制中小商业银行体系。要高度关注的客观事实是,当前发展地方化、专业化的股份制中小商业银行体系,对中国多数县域经济、乡镇经济以及农村经济落实高质量发展战略目标,所具有的基础性作用和决定性作用。因此,当前最为重要的改革举措是:一方面,要放宽和破除地方政府和大型商业银行,对成立地方性中小股份制商业银行的股份制控制要求,鼓励有实力的企业集团和产业集团作为地方性中小股份制商业银行的发起人和主要出资人,鼓励地方性中小股份制商业银行依据地方性产业结构转型升级和产业发展内在融资需求的经营模式创新和金融工具创新,鼓励地方性股份制中小商业银行的股权分散以及实施上市机制;另一方面,要主动限制地方化、专业化的股份制中小商业银行体系的跨地区设立分行和盲目扩张经营区域的服务活动,要强制要求地方化、专业化的股份制中小商业银行对地区特定产业和经济发展的利益捆绑式服务模式,特别是要鼓励地方化、专业化的股份制中小商业银行体系对本地区制造业

企业、中小微企业和个体经济的普惠金融式服务能力创新。

第四,构建与创新型国家的内在需求相匹配的多层次资本市场和金融市场。全能制的商业银行体系和具有直接融资功能的地方化、专业化的股份制中小商业银行体系,主要是支撑微观企业创新链中后端环节的外部融资需求,支撑产业链和产品链的中后期生命周期阶段的外部融资需求,却难以支撑企业创新链前端环节以及产业链和产品链的前期生命周期阶段的外部融资需求。因此,必须加快与中国全面建设创新型国家的诸多内在需求相匹配的多层次资本市场和金融市场。因此,当前最为重要的改革举措是:一方面,要彻底认清各种形式的股票市场的核心功能和基础定位。中国当前发展各种形式的股票市场的目的主要有两种,其一是提升和强化金融资金的市场配置效率,要充分体现优胜劣汰的市场公平机制,而不是为特定类型的企业解困或提供额外的发展机会,其二是通过股票市场的人民持股计划,为最可能多的普通民众通过持有股票获得公平财富的创造性载体平台,充分体现社会主义核心价值观;另一方面,在积极鼓励各种形式的天使基金、创业基金为主的等公募私募基金发展的同时,尤其是要推动天使基金、创业基金等金融机构,为产业关键核心技术创新突破有效服务导向的经营模式和治理机制变革,使之与产业和企业的关键核心技术创新全面突破、战略性新兴产业的培育和发展的长周期资金需求以及股权投资需求相匹配。

第五,全面构建系统性的新型金融风险识别机制和贯穿式、协同性的现代金融监管制度。中国深化金融体制改革进程中,对发展具有直接融资功能的全能制银行体系,对打造具有直接融资功能的地方化、专业化的股份制中小商业银行体系,对构建与创新型国家的内在需求相匹配的多层次资本市场和金融市场体系,这些叠加性的改革目标,既意味着中国的金融风险并不会停留或被隔离在某个特定的金融部门之中,相反,金融风险会穿透和贯穿于银行体系、资本市场和金融市场等整个金融系统之中,局部性的金融风险很容易蔓延成为系统性的、复杂性的金融风险,同时,这也意味着对中国的现代金融监管制度,提出了贯穿式、协同性的更高设计和构建要求。有鉴于此,今后金融体制的重点突破方向,就是要前瞻性地设计具有贯穿式、协同性的现代金融监管制度,使得配合和适宜打造系统性的新型金融风险传播的防范机制要求。

参考文献

- [1] 张杰,我国金融体制改革的演进轨迹与取向观察,改革,2018(5)。
- [2] 张杰、杨连星,中国金融压制体制的形成、困境与改革逻辑,人文杂志,2015(12)。
- [3] 张杰,中国金融体系偏向性发展的典型特征、错配效应与重构路径,探索与争鸣,2018(1)。

逆全球化、贸易战与全球贸易发展

王孝松 杜桢成

摘要:本文旨在考察 2008 年全球经济危机以来世界贸易的发展趋势与特征, 特别关注逆全球化动向对贸易发展所产生的影响, 以及中美贸易战爆发之后两国贸易发展的具体状况。基于 2008 年至 2019 年的总体贸易数据, 以及细分国别、行业、产品的贸易数据, 本文发现, 尽管在一些年份存在波动, 但世界贸易在 2008 年危机后整体上呈现增长的趋势; 世界 GDP 增长率与世界贸易增长率波动的方向并不总是一致, 而且世界 GDP 增长率的波动幅度也显著小于世界贸易的波动。从全球贸易平衡的视角来看, 在 2008—2017 年期间, 中国、东盟、欧盟一直处于贸易顺差, 美国一直处于贸易逆差, 而非洲和拉美则经历了从贸易顺差到贸易逆差的质变, 但量变幅度较小。在危机后的十年, 逆全球化趋势虽然在特定时间影响了主要地区的关税水平, 但非关税措施被滥用的风险更大, 其阻碍国际贸易的深度和广度也在不断加大。

在贸易战的影响下, 2018 年以来, 中美贸易持续波动, 特别是 2019 年以来, 中国对美出口占总出口份额已经显著下降。2018 年以来, 中国贸易差额的波动很大, 未来中国依靠出口、维持贸易顺差以拉动经济增长的压力有所增大, 难以维持稳定的贸易顺差水平。为了克服阻力, 避免再次被排挤在全球经济治理框架之外, 中国应该坚持推进“中国方案”, 把握“一带一路”的契机, 弥补贸易战带来的损失, 满足新兴发展中国家在国际经贸规则重构背景下的利益诉求, 缩小与发达国家之

间的地位和经济差距,逐步实现全球经济再平衡。中国应继续以推进供给侧结构性改革为主线,提高资源配置效率,化解结构性失衡,解决中国经济发展过程中产生的深层矛盾,实现可持续发展,向长期目标迈进。同时,中国应积极鼓励技术创新,完善科技创新的激励机制,使企业通过科学技术的创新和发展不断提升自身竞争力。

一、全球经济危机以来世界贸易的发展

2008年,美国的次贷危机引发为全面的金融危机。作为世界第一大经济体和全球金融中心,美国的金融海啸不可避免地波及到了世界各个国家和地区,触发了环球股灾,严重阻碍了世界经济增长和金融市场发展,对各国的发展潜力也产生了深远的影响,最终导致了一场全球性的经济危机。为了尽量最小化经济危机的影响,各国纷纷出台一系列刺激经济的各项措施,在试图拯救金融市场的同时,更加注重对实体经济的保护和刺激。另外,全球性的合作愈加紧密,各国共同抵御国际金融危机已逐渐成为各国共识,一系列为应对危机、寻求对话与合作的会议相继召开。尽管世界各国积极救市,但世界经济的复苏仍比较乏力。

(一)世界总体情况

如图1所示,就世界总体贸易情况来看,世界贸易在2008年危机后整体上呈现增长的趋势。具体来说,2008年危机直接导致世界贸易总量下降了近20%。在危机发生的后三年中,世界贸易总量发展迅速,2010年实现近20%的增长,这说明在各国采取的刺激经济的救市措施以及国际贸易合作逐渐加强的共同影响下,世界贸易呈现复苏的趋势和较强劲的发展势头。但从2011年到2014年,世界贸易基本处于停滞的状态,在贸易总量上并没有显著的增长,维持在1.6%到3%的增速,这说明各国救市措施的效果开始减退,加之逆全球化浪潮的出现在一定程度上抵消了世界贸易的发展,使得贸易总量在整体上变化不明显,因此,各国在这一阶段开始调整国内经济政策和对外贸易政策。随着逆全球化倾向加剧,从2014到2016年,世界贸易总量减少至危机时的水平,2017年又有所恢复,实现了10%的增长。

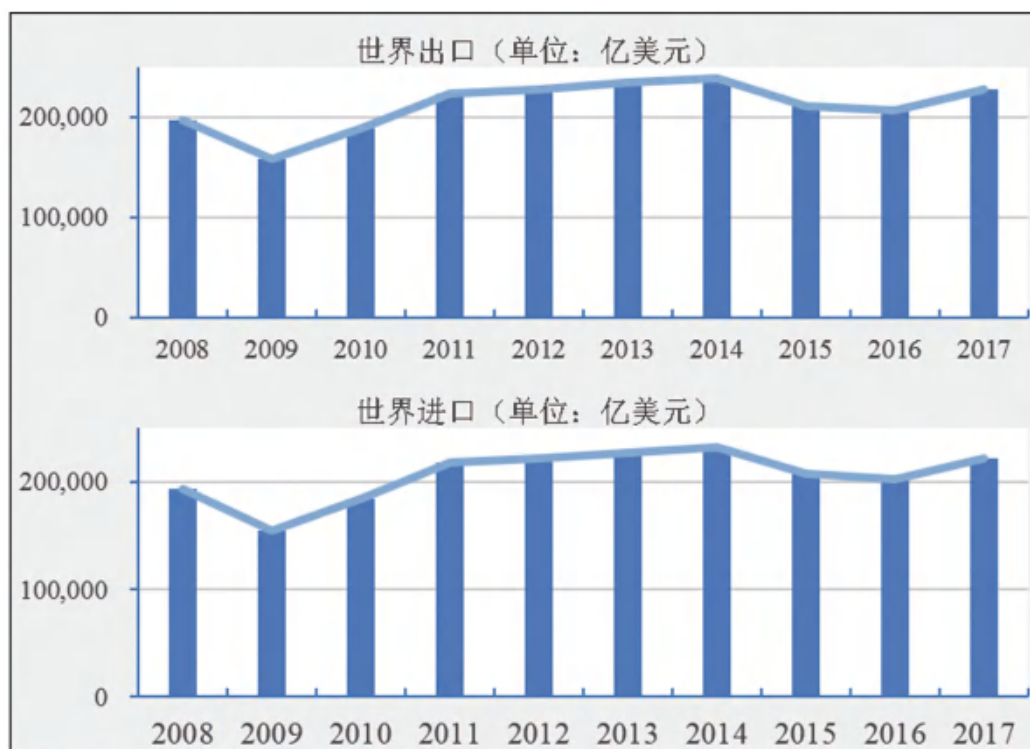


图1 世界出口和进口(单位:亿美元)

资料来源:联合国贸发会议数据库

细分类别来看,一方面,如图2所示,仅就服务贸易总额而言,2008年危机使得世界服务贸易总额缩减约10%,在危机后的2009—2017年中,2010年的服务贸易总额就已基本恢复至危机前水平,总体来看,除2015年有所下降外,服务贸易总额始终处于增长的状态,最高增长幅度近13%。就服务贸易额在贸易总额中的占比情况而言,2008年危机使得服务贸易占比由20%上升至2009年的23%,说明经济危机对商品贸易的影响比服务贸易显著,这一比例在之后两年中持续下降,2012年下降到危机前水平,在2012—2017年中,服务贸易占比持续缓慢增长,说明服务贸易在国际贸易中的地位和重要性持续增强,贸易量也不断增长,这得益于电子商务和数字贸易的快速发展以及一些国家在服务领域采取的更加开放的贸易政策。

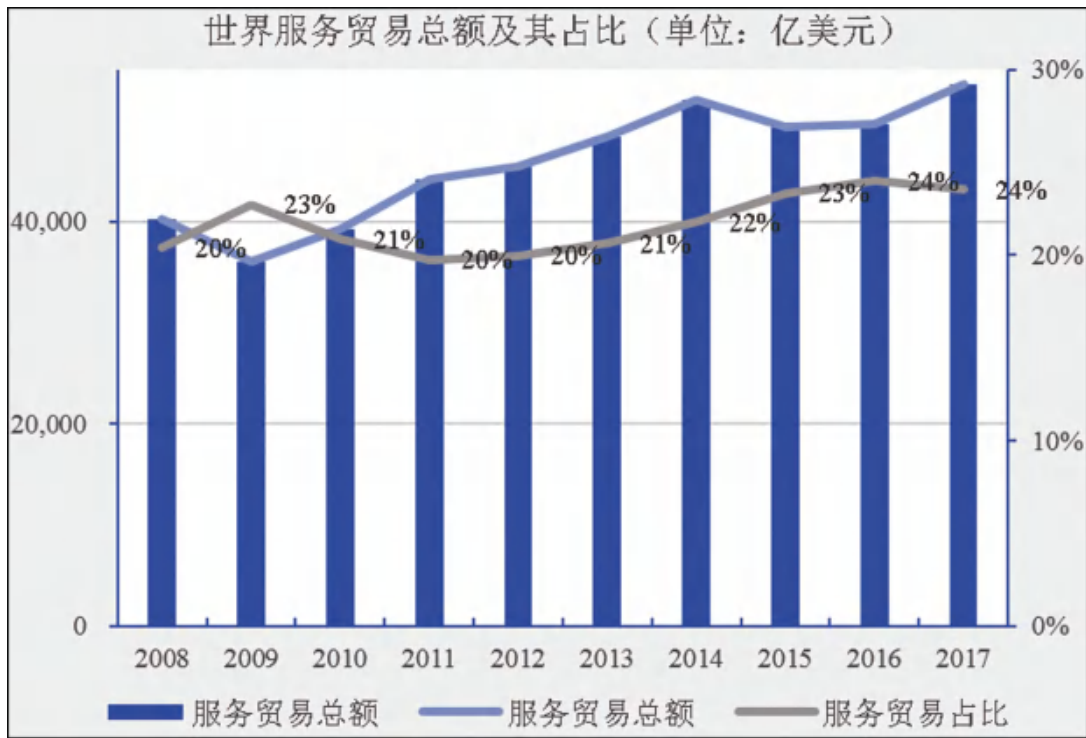


图 2 世界服务贸易总额及其占比(单位:亿美元)

资料来源:联合国贸发会议数据库

另一方面,如图 3 所示,仅就商品贸易总额而言,2008 年危机使得商品贸易下降约 22%,在 2010 年又迅速回升近 22%,2011 年继续以近 20%的高增长率恢复,2012—2014 年陷入瓶颈,增长率几乎为零,商品贸易增长缓慢。2015 年下降了 13%,结合世界贸易总量下降了约 11%和服务贸易下降了约 5%,可知世界贸易总量的下降很大程度上是商品贸易缩减导致的。2016 年下降幅度有所减小,2017—2018 年再次攀升并保持在 10%左右的高增长率水平。

从商品贸易总数的角度出发,总体而言,贸易数量波动的幅度要小于贸易额。具体来说,2008 年危机使得商品贸易数量下降近 15%,在 2010 年又迅速回升约 15%,在其后的两年中,增长率持续下降至 2012 年的 2%,直到 2018 年一致保持在较低水平的增长,增长率最高为 2017 年的 4.7%。由此可知,在 2008—2018 年期间,除 2015 年外,贸易数量波动方向与贸易额一致,贸易数量增长率与贸易额增长率的差异体现了国际贸易商品平均价格的变化,贸易数量增长快于贸易额增长表明商品均价下降,反之亦然,这是受到通货膨胀、贸易结构变化等因素影响的结果。



图3 世界商品贸易总额及总数增长率

注：世界进口总数以数量指数为计算基础，2005=100

资料来源：联合国贸发会议数据库

进一步地，在商品结构方面，本文根据《国际贸易标准分类》(Standard International Trade Classification)对世界主要商品贸易的结构进行了汇总和分析。如图4所示，在2008—2017年期间，世界贸易量最大的商品为机械和运输设备(SITC 7)，十年间增长了17.9%；其次是其他制成品(SITC 6+8-(667+68))，即钢铁、与纺织和服装相关的制成品，十年间增长了13.6%，二者在国际贸易中始终处于主导地位。矿物燃料、润滑剂和相关材料(SITC 3)在2015年的贸易量减少了39%，幅度大于危机时的37%，主要是价格的急剧下跌导致的，2016年继续减少，2017年恢复缓慢。化学品(SITC 5)、食品(SITC 0+1+22+4)、矿石和金属(SITC 27+28+68)、珍珠、宝石和非货币黄金(SITC 667+971)以及农业原料(SITC 2-(22+27+28))的国际贸易总量较小，在国际贸易中的占比合计少于30%。

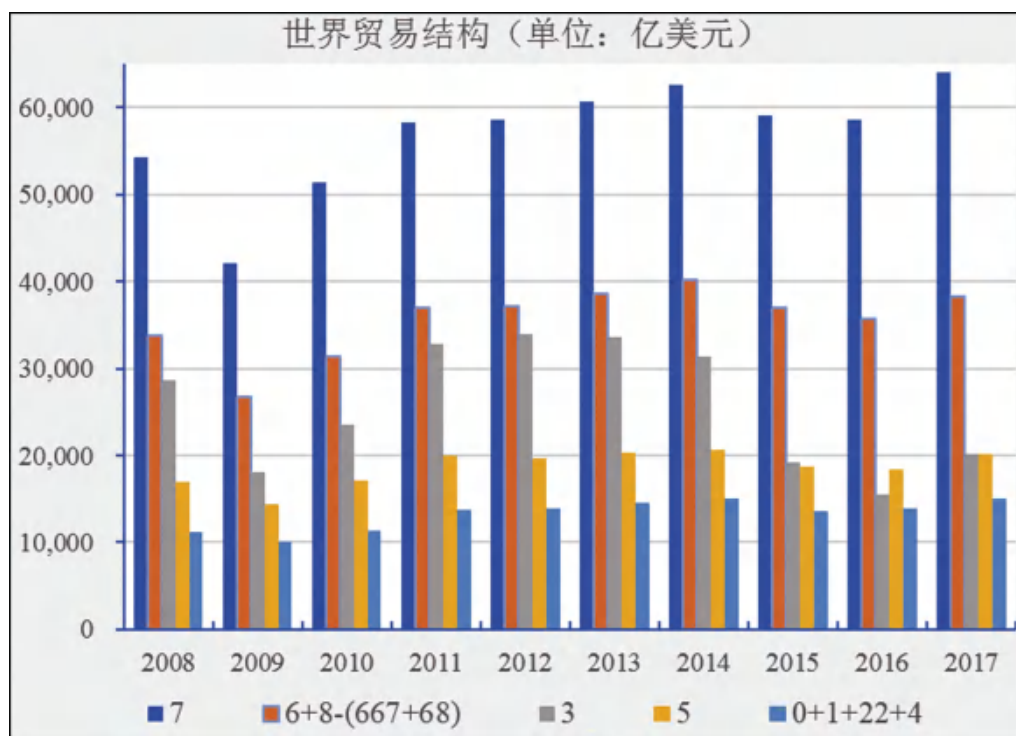


图 4 世界贸易结构(单位:亿美元)

资料来源:联合国贸发会议数据库

虽然对外贸易在国民经济中具有很重要的地位,但其对 GDP 的影响有限。如图 5 所示,在 2008—2013 年期间,世界 GDP 增长率与世界 GDP 增长率波动方向一致。具体来说,2009 年,世界贸易和 GDP 都有所缩减,但 GDP 缩减幅度相对较小,下降了 1.7%,2010 年,世界 GDP 迅速恢复,达到了 4.3% 的高增速,在随后两年增速放缓至 2012 年的 2.5%,2013 年,世界 GDP 增速几乎与前一年持平,这与世界贸易增长情况类似。在 2014—2016 年期间,二者波动方向不一致,在世界贸易于 2014 年增速放缓至 1.7%、2015 年缩减 11.3% 的同时,世界 GDP 保持在 2.8% 的相对高点,在 2016 年才放缓到 2.4%,2017 年又攀升至 3.1%。由此可知,世界 GDP 增长率与世界贸易增长率波动的方向并不总是一致的,而且世界 GDP 增长率的波动幅度也显著小于世界贸易。



图5 世界贸易及GDP增长率

资料来源:联合国贸发会议数据库

(二) 主要经济体发展域状况

就出口总额而言,如图6所示,在2008—2017年期间,主要经济体出口总额的波动方向十分一致,格局也比较稳定,除中美两国的排位有所变化之外,其他区域没有出现排位变化的情况。欧盟一直是出口总额排位第一的区域,排位后三名的分别是东盟、拉美、非洲,而中国在2013年实现了对美国的赶超,从第三跃为第二,但赶超之后有较大的波动,与2015年资源价格下跌有关。另外值得注意的是,与东盟相比,在大多数情况下,拉美出口额增长幅度更小,而下降幅度更大,这导致二者的差距不断拉大;类似地,拉美和非洲的差距也在不断拉大。在十年中,欧盟、美国、中国、东盟和拉美的出口总额分别增长了5.7%、26.8%、65.2%、40.4%和12.9%,只有非洲的出口总额下降了22.0%。

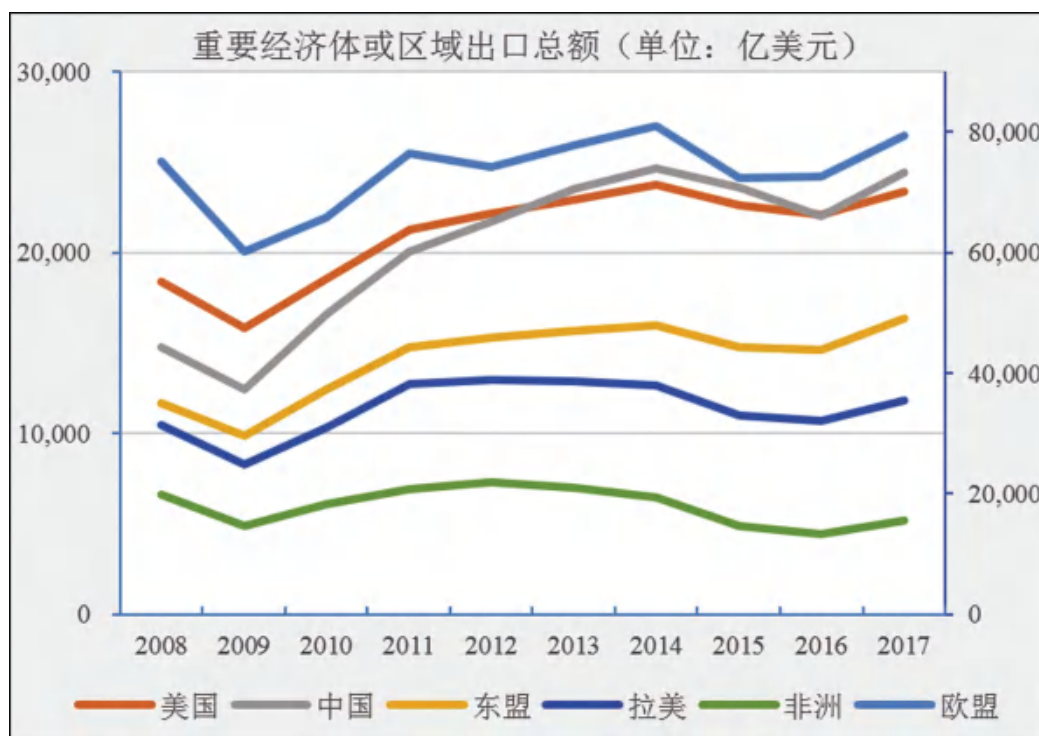


图6 重要经济体或区域出口总额(单位:亿美元)

注:欧盟出口总额数值较大,故应对照次坐标轴

资料来源:联合国贸发会议数据库

就进口总额而言,如图7所示,在2008—2017年期间,主要经济体进口总额的波动十分一致,格局也很稳定,没有出现排位变化的情况,排位依次是欧盟、美国、中国、东盟、拉美、非洲,后三个经济体的进口总额增长缓慢,中国与美国差距在缩小,但并没有赶超美国。在十年中,美国、中国、东盟、拉美和非洲的进口总额分别增长了13.7%、92.6%、38.0%、15.1%和5.5%,只有欧盟的进口总额略有减少,幅度为1.4%。

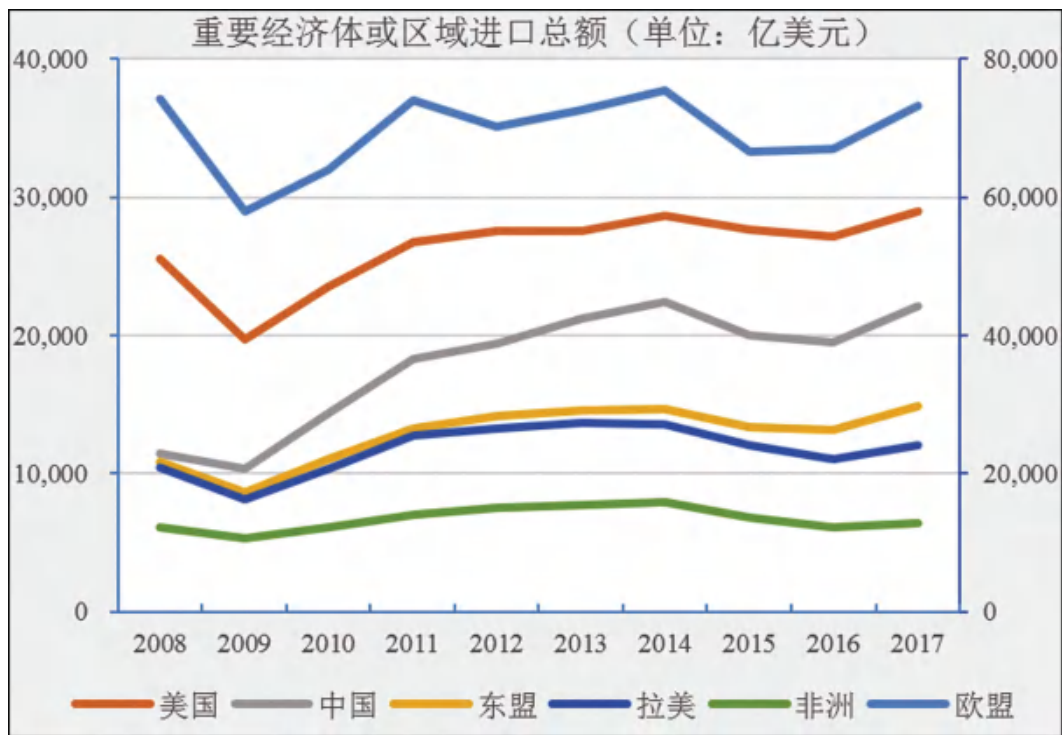


图 7 重要经济体或区域进口总额(单位:亿美元)

注:欧盟进口总额数值较大,故应对照次坐标轴

资料来源:联合国贸发会议数据库

在贸易平衡方面,由图 8 所示,在 2008—2017 年期间,中国、东盟、欧盟一直存在贸易顺差,美国一直存在贸易逆差,而非洲和拉美则经历了从贸易顺差到贸易逆差的质变,但量变幅度较小,在危机发生时,中国、非洲和美国的逆差增加了,而欧盟、东盟和拉美的顺差增加了。具体来说,中国在危机发生后的贸易顺差增长比较稳定,在 2015 年增长了 62%,根据上述讨论可知,中国在 2015 年的进口和出口都有所减少,减少幅度分别为 10.7%和 4.8%,进口减少较多,所以表现为顺差增大;东盟在这十年间有两次幅度较大的波动,2009 年顺差增加了 35%,2012 年减少了 27%;欧盟在 2009 年和 2010—2013 年期间的贸易顺差都有十分明显的增长,贸易顺差在十年间增长了 610%;非洲在危机后转变成贸易逆差国,贸易逆差在 2013—2015 年扩大了近 200%;拉美在 2012 年开始转变为贸易逆差国,贸易逆差额在 2015 年达到最大,2016—2017 年迅速缩小,达到几乎平衡的状态;依赖美元的国际货币地位,美国成为牙买加体系下最大的贸易逆差国,其较为明显的特点是,美国在经济不景气时的贸易逆差规模减小,如危机后;而在国内经济发展较好时的贸易逆差规模加大,如在 2015 年年末开始加息之后。

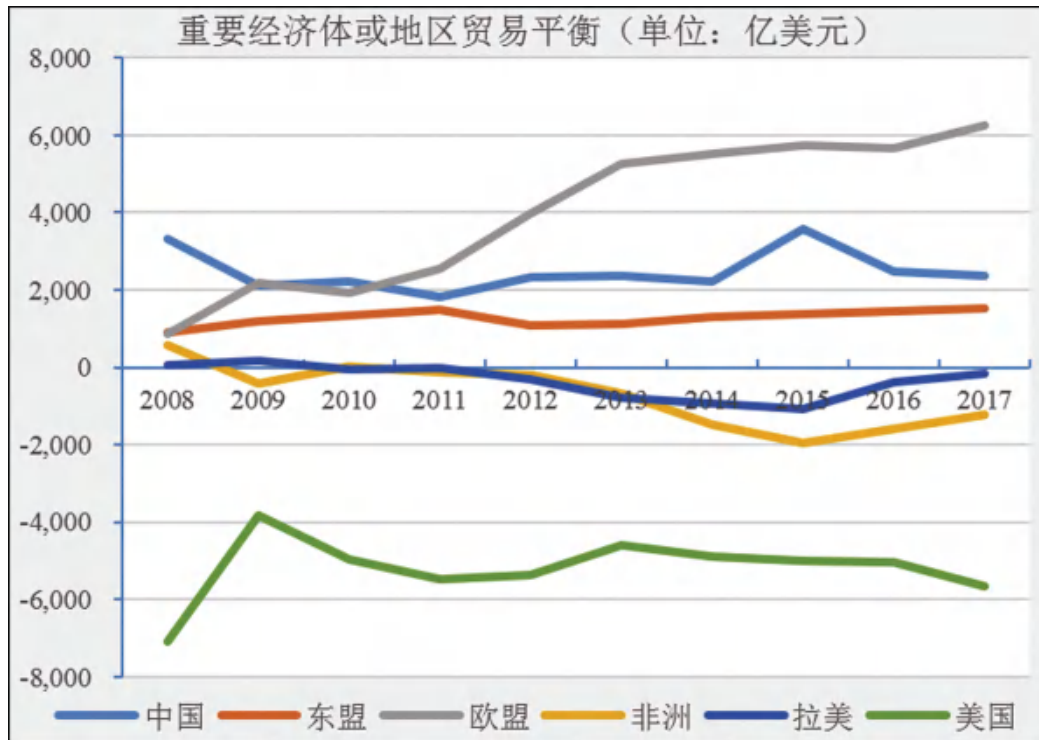


图 8 重要经济体或区域贸易平衡(单位: 亿美元)

资料来源:联合国贸发会议数据库

在区域内贸易方面,本文根据《国际贸易标准分类》(Standard International Trade Classification)对各重要区域的区域内商品贸易的结构中贸易量最大的前四种商品进行了汇总和分析。如图 9,东盟区域内贸易的主要商品是机械和运输设备(SITC 7),其次是矿物燃料、润滑剂和相关材料(SITC 3),二者合计占比为 60%左右,排位第三的商品为其他制成品(SITC 6+8-(667+68)),即钢铁、与纺织和服装相关的制成品。值得注意的是,虽然各类商品的贸易量在十年间都有所增长,但绝大部分商品在区域内贸易中的占比比较稳定,波动幅度不超过 3%,只有矿物燃料、润滑剂和相关材料(SITC 3)在 2014—2017 年期间由 29%下降到 21%,出现了比较明显的下降趋势,这主要是世界资源价格下跌的结果。

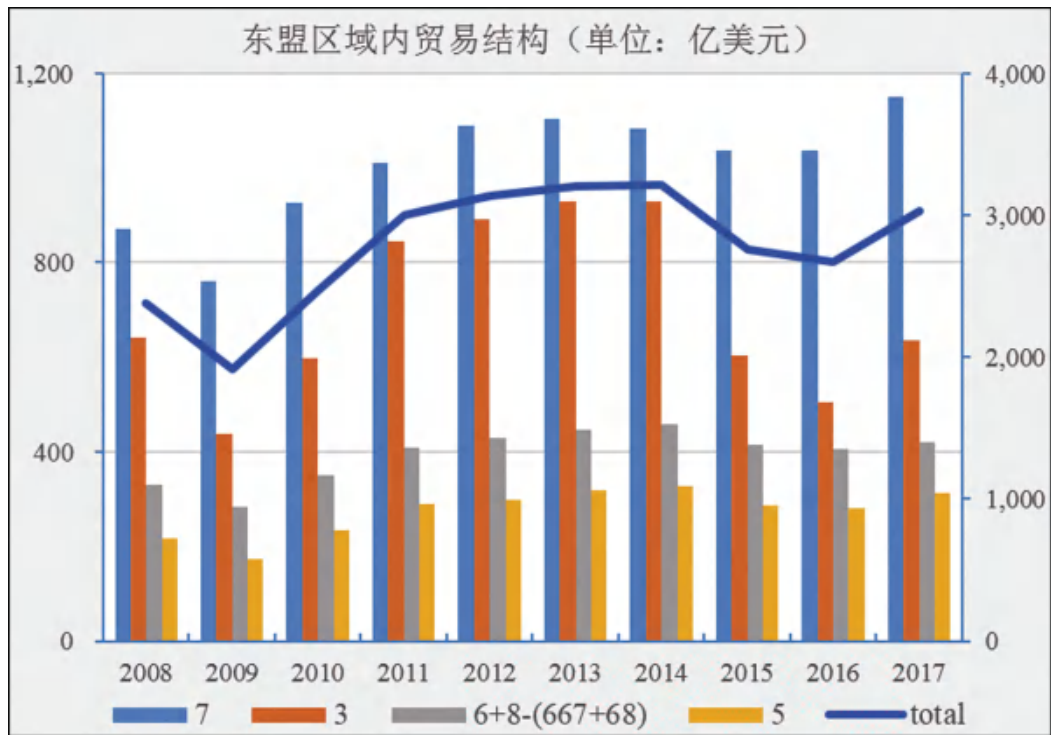


图9 东盟区域内贸易结构(单位:亿美元)

注:东盟区域内贸易总额数值较大,故应对照次坐标轴

资料来源:联合国贸发会议数据库

由图 10,机械和运输设备(SITC 7)仍然是欧盟区域内贸易的主要商品,其贸易占比在十年间经历了先下降再回升的过程,2017 年的占比与 2008 年持平,均为 37%。与东盟不同的是,第二大类商品为其他制成品(SITC 6+8-(667+68)),而矿物燃料、润滑剂和相关材料(SITC 3)的贸易量很小,占比小于 10%,主要受自然资源的制约和限制。其余商品的贸易占比在十年间也十分稳定,波动不超过 2%。值得注意的是,欧盟区域内贸易总量在十年间一直低于 2008 年的贸易额,2017 年才恢复到危机前水平。

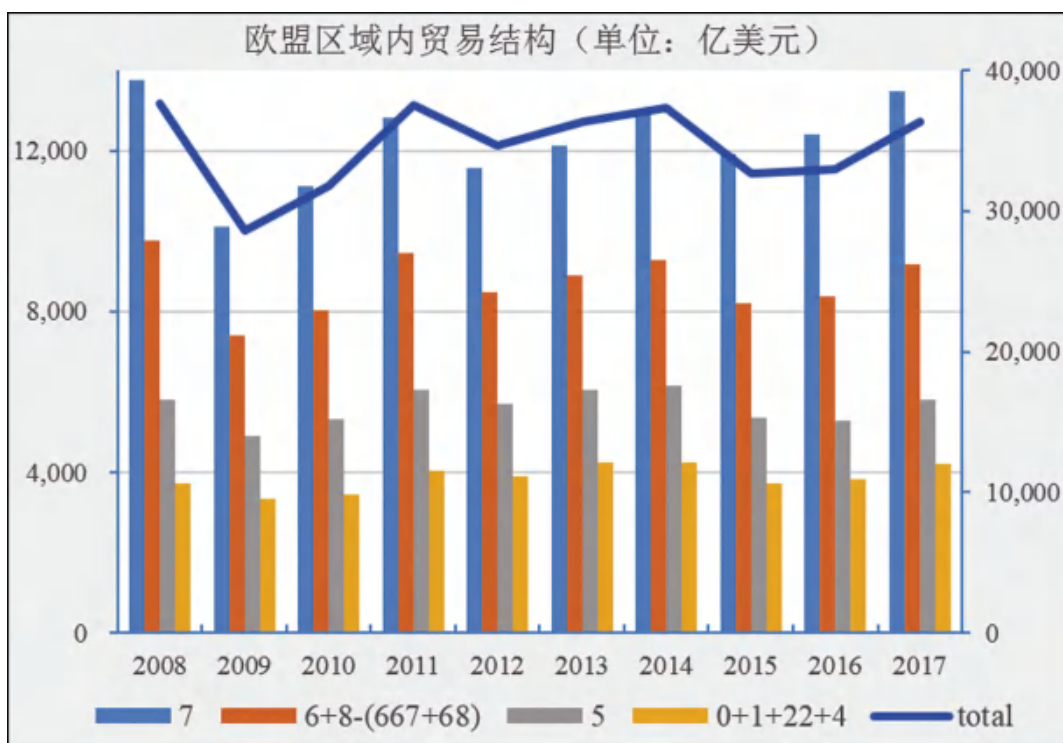


图 10 欧盟区域内贸易结构(单位: 亿美元)

注: 欧盟区域内贸易总额数值较大, 故应对照次坐标轴

资料来源: 联合国贸发会议数据库

由图 11, 非洲区域内贸易总量较小, 以矿物燃料、润滑剂和相关材料(SITC 3) 为主, 2007—2014 年占比 30% 左右, 但 2015 受国际资源价格下跌的影响, 急剧下降至 20% 左右的水平, 2017 年贸易量虽然有所回升, 但比例没有提高。其他制成品(SITC 6+8-(667+68)) 是第二大贸易商品种类, 十年间的贸易占比比较稳定, 维持在 18% 左右的水平。排位第三的商品是食品(SITC 0+1+22+4), 其贸易量在危机发生时增加了 12%, 其贸易占比在十年间从 14% 逐步上升至 21%。在欧盟和东盟贸易量最大的机械和运输设备(SITC 7) 在非洲仅排第四, 一直维持在 15% 左右的水平。

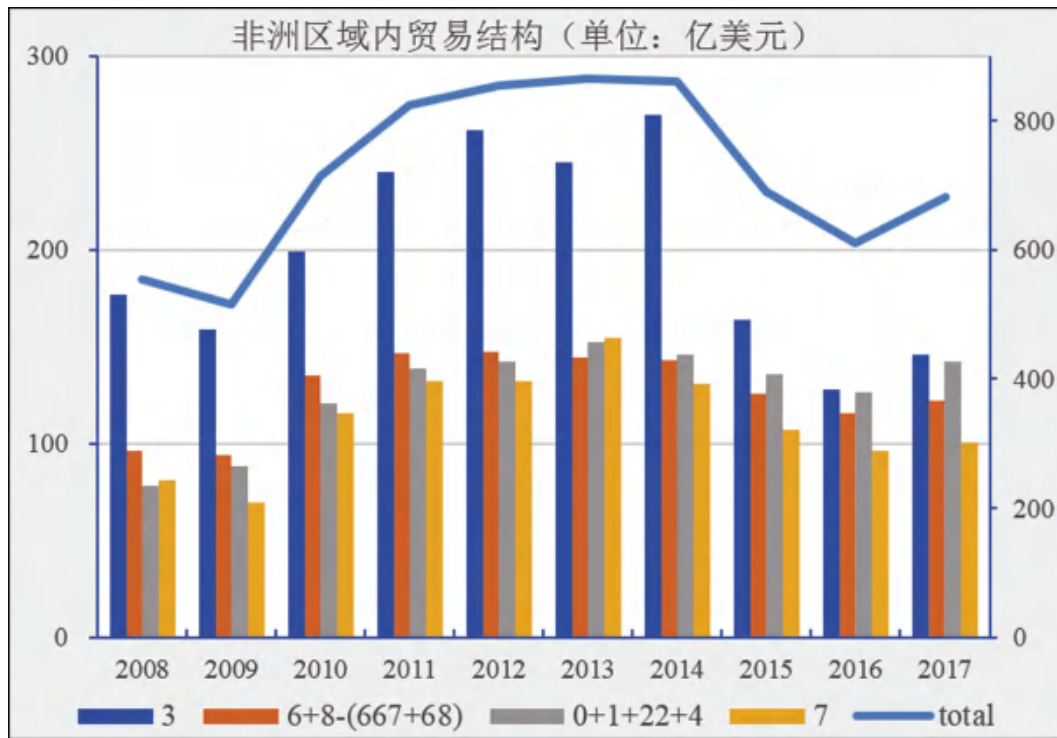


图 11 非洲区域内贸易结构(单位:亿美元)

注:非洲区域内贸易总额数值较大,故应对照次坐标轴

资料来源:联合国贸发会议数据库

由图 12,机械和运输设备(SITC 7)为拉美区域内贸易量最大的商品种类,其占比在十年间有逐步上升的趋势,2017 年的占比为 27%。矿物燃料、润滑剂和相关材料(SITC 3)占比第二,从 2008 年开始不断减少,从 25%逐步下降至 16%,与其他地区不同的是,在 2015 年国际资源价格下跌之前,该商品在拉美的区域内贸易占比就已经呈现下降的趋势。其他制成品(SITC 6+8-(667+68))和食品(SITC 0+1+22+4)的占比相近,前者一直维持在近 20%的水平,而后者在危机发生时显著提高,在后几年中也一直呈现上升的趋势。

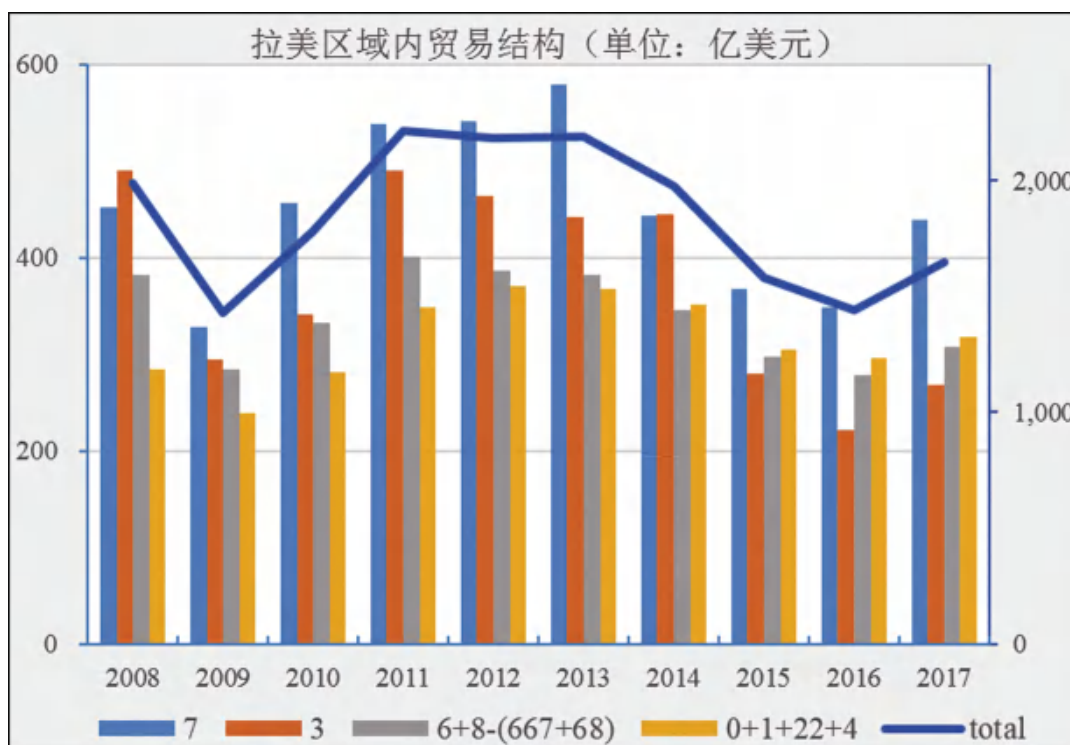


图 12 拉美区域内贸易结构(单位:亿美元)

注:拉美区域内贸易总额数值较大,故应对照次坐标轴

资料来源:联合国贸发会议数据库

二、逆全球化及其对全球贸易发展的影响

2016 年以来,国际社会不断释放逆全球化信号,以英国积极脱欧、美国先后退出多个国际合作组织和多边贸易协定、世界贸易保护主义和单边主义盛行为主要标志,以英美为代表的曾经的全球化的积极倡导者和主要受益者如今却成为了逆全球化的拥护者和推动者,试图枉顾大国责任,以“本国优先”的方式回归国家主义。在经济领域,美国对中国等国家发动的贸易战是本次逆全球化的核心表现。自 2017 年 8 月美国宣布对中国展开“301”调查至今,美国不断对中国特定商品加征关税,引发中美贸易摩擦,此外,美国对欧盟、日本、加拿大、俄罗斯以及墨西哥等贸易伙伴也发动了规模不等、方式不同的贸易战,扰乱了国际贸易秩序。

实际上,自 2008 年危机发生以来,逆全球化浪潮就已经暗流涌动,美国等主要发达国家为重新振兴本国经济、降低失业率、刺激出口,采取了以技术壁垒、产业政

策等边境措施为主的非关税壁垒,其隐蔽性强、使用灵活且极具针对性的特点使得 WTO 等组织难以对其进行很好的规范,在逆全球化的过程中起到了很大的助推作用。

(一)逆全球化特征

贸易开放度指标可表示为一国进出口贸易总额占 GDP 的比重,衡量了对外贸易对一国经济发展的重要程度,是反映一国贸易开放程度的重要指标。如图 13,在 2008—2017 年间,除欧盟的贸易开放度有所上升之外,世界主要国家和地区的贸易开放度在总体上均有所下降,整体的贸易开放程度低于 2008 年危机前的水平。总体来看,世界贸易开放度在危机时下降了约 16%,对外贸易在世界经济中的比重迅速下降,在后两年中恢复较快,在 2011 年回升至危机前水平,2011—2014 年保持不变,2015—2016 年有所下降,逆全球化的影响开始显露,2017 年又小幅度上升。具体来看,2008 年危机的爆发使得世界主要国家和地区的贸易开放度迅速下降,之后两年有所恢复,除欧盟外,其他国家和地区均未恢复至危机前水平,且在后几年中均有不同程度的下降,尤其是 2015 年的下降幅度最为显著,直到 2017 年才有所回升,与 2008 年相比,东盟、非洲、中国和美国的贸易开放度分别下降了 20%、26%、33%和 10%。与其他国家和地区不同的是,欧盟的贸易开放度在 2010—2017 年均有一定程度的上升,2017 年较 2008 年上升了约 13%。由此可知,逆全球化的趋势自危机后开始有所显现,尤其是 2016 年被称为“黑天鹅年”,主要是由于出现了英国脱欧公投、美国特朗普当选的事件。

贸易自由化是世界经济发展的趋势,理论上有益于大部分国家和地区的经济发展,但在现实中,各国为了保护本国利益,出于保护本国幼稚产业等原因采取了各种干预性贸易政策,这些政策主要包括关税措施与非关税措施。在关税措施方面,世界主要地区的加权平均关税率在整体上都有下降的趋势,这主要得益于世界贸易组织在减少关税壁垒方面做出的贡献。总体来看,在 2008—2017 年间,世界加权平均关税率呈现下降的趋势(图 14),十年间总体下降了 17.3%,仅在 2013 年和 2015—2016 年有所上升,2013 年和 2015 年较上一年上升了约 2%,2016 年上升幅度最大,为 4.4%,反映了贸易保护主义兴起的趋势,不过 2017 年又下降了 9%,贸易保护有所缓和。

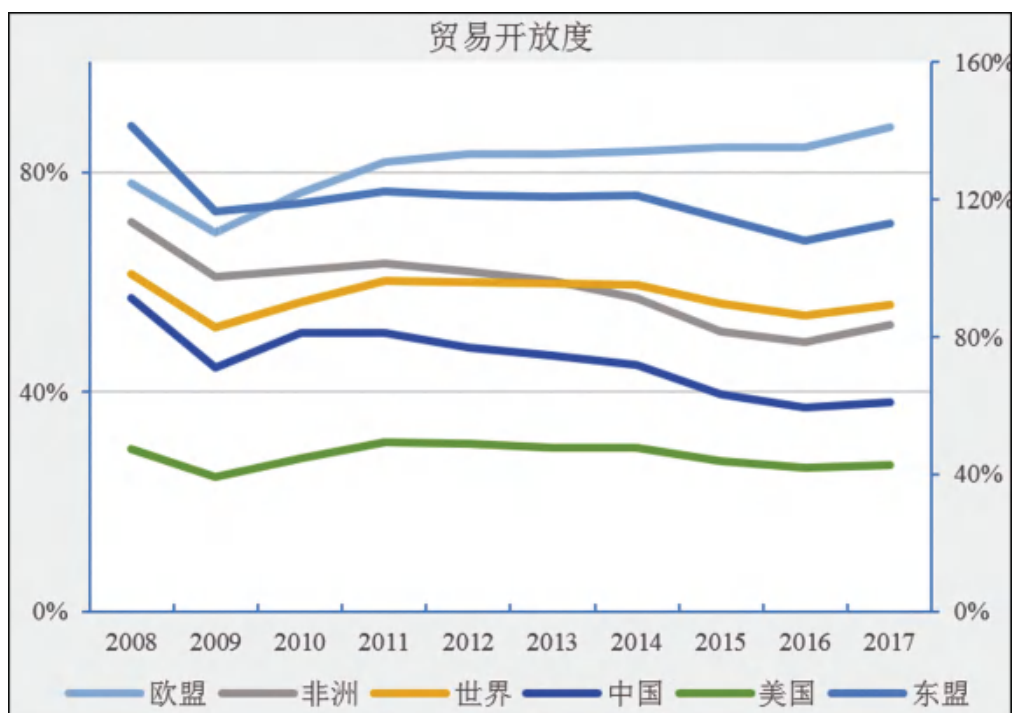


图 13 贸易开放度

注：东盟贸易开放度指标较大，故应对照次坐标轴

资料来源：联合国贸发会议数据库

具体来看，主要地区关税水平的波动并不一致，拉美的关税壁垒一直保持在较高的水平，在 2010 年和 2013 年上升较快，2014 年急剧下降近 40%，之后迅速恢复，2017 年又下降了约 20%；欧洲及中亚地区的关税水平在危机后稳步下降，直到 2011 年才有所回升并维持在该水平，2015 年下降了约 30%，2017 年又有所上升；东亚及太平洋地区关税水平在 2011 年上升了约 12%，之后迅速回落，2014 年又上升了约 18% 并维持在该水平，2017 年下降了近 12%，恢复至 2013 年的水平；北美地区的关税壁垒一直是最低的，最高不超过 2%，波动的幅度也相对较小。在十年间，拉美、欧洲及中亚、东亚及太平洋的关税水平分别下降了 17.3%、20.7%、33.4%、30.0%，只有北美地区的关税水平上升了 4.8%。

由此可以推测，在这十年间，逆全球化趋势虽然在一些特定年份影响了主要地区的关税水平，但从上升幅度来看，提高关税壁垒并不是此次逆全球化的主要手段，不过自 2018 年特朗普政府“复活”关税战之后，世界主要国家和地区的关税壁垒很可能会有大幅提高，从而进一步加强逆全球化的影响。

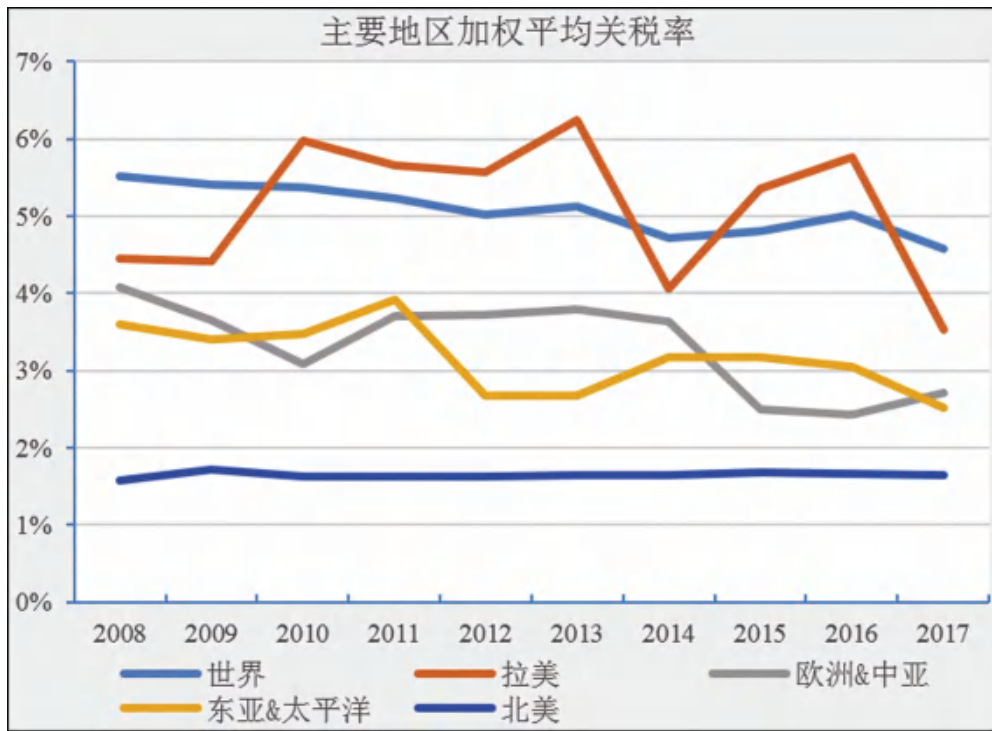


图 14 主要地区加权平均关税税率

资料来源:世界银行数据库

与关税措施相比,非关税措施可以通过除关税以外的任何方式干预国际贸易,包括技术性措施、卫生和植物检疫措施、出口相关措施、或有贸易保护措施、装运前检验措施、数量控制措施、价格控制措施、甚至社会环境、制度因素等,涵盖的内容十分庞杂,而且日新月异,层出不穷,因此隐蔽性强,采取的措施十分灵活且具有针对性,难以界定和量化,常常成为国际贸易谈判中的绊脚石。虽然许多常用的非关税措施已被纳入 WTO 所规范的框架内,如反倾销、补贴与反补贴、保障措施、进口许可等,但由于缺少必要的行为准则和合理的仲裁程序,非关税措施被滥用的风险仍然很大,其阻碍国际贸易的深度和广度也在不断加大。

如图 15,自 1994 年乌拉圭回合结束之后,世界各国采取的非关税措施个数一直稳步增长,尤其是 2008 年危机发生前后增加得最快,平均增幅在 11%左右,2018 年开始增速明显放缓,可能是“关税战”的复活所致。这比较符合历史规律,非关税措施和关税措施大致上存在此消彼长的关系,在 1992—2004 年期间,WTO 成员国的平均最惠国关税从 19.9%锐减至 10.2%,而受到非关税措施影响的产品由 1994 年的约 1880 类激增至 2004 年的约 5620 类。(谢玲红,2016)。在非关税措施中,技术性措施和卫生及植物检疫措施的占比最大,据联合国贸发会议数据库,二者在

2019年1月1日仍有效力的非关税措施中合计占比约81%，是各国采取非关税措施最主要的方式。

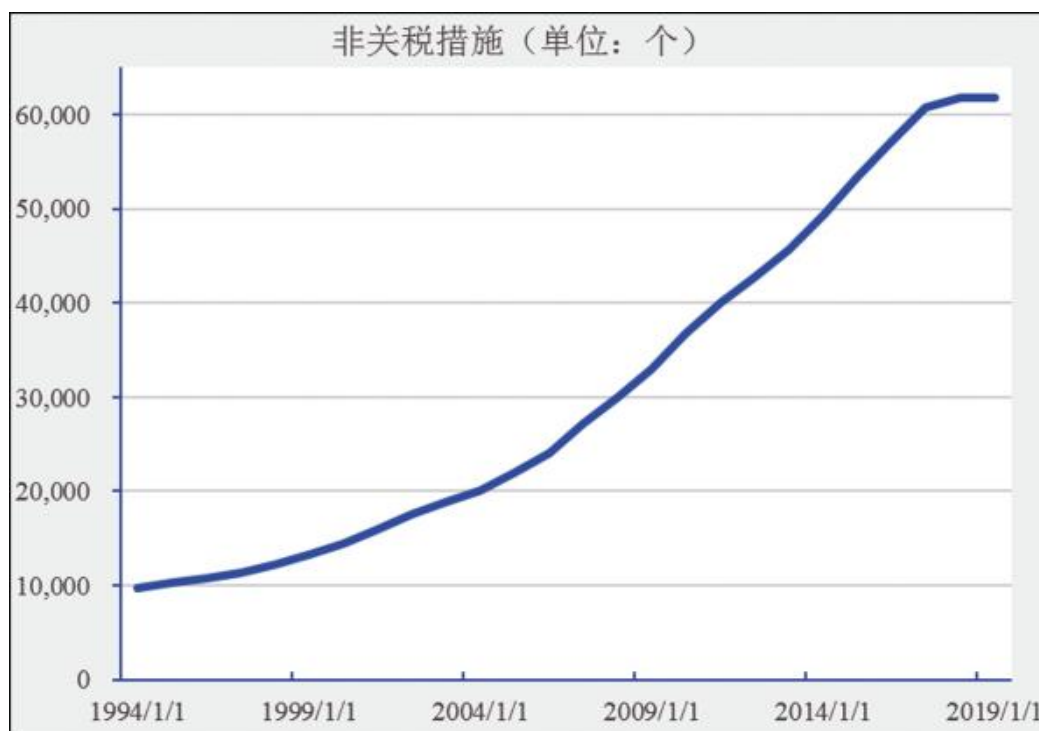


图 15 世界非关税措施使用情况

资料来源：联合国贸发会议数据库

（二）逆全球化对贸易发展的影响

第一，贸易保护主义爆发。金融危机发生后，世界各国为了保护本国利益，开始增加关税壁垒和非关税壁垒的使用，尤其是英美等发达国家，采取“保守”、“自保”的态度实行贸易保护主义。其原因就在于英美两国在工业革命之后采取的一直是虚拟经济模式(马晓燕,2017)，尤其是上世纪90年代全球化浪潮的发起者和维护者美国，通过互联网使得全世界都陷入互联网经济的泡沫之中，而以互联网经济为主导的虚拟经济造成了表面上的繁荣。另外，以美元为主导的国际货币体系也导致了美元的泛滥，美国社会只消费不生产的经济增长与货币的滥发不成比例，货币的发行量几乎是美国国内GDP的16—40倍之高。因此，为了回归工业、振兴实体经济，美国从自身的利益出发，通过实行贸易保护主义和国际贸易中的单边主义行为，成为了逆全球化的推动者和煽动者，对国际贸易市场的运转和发展造成了

巨大打击。

第二,发展中国家的利益将会受损。20世纪以来,国际力量对比发生深刻变化,新兴国家和发展中国家纷纷崛起,其在国际事务上的话语权和国际地位也随之提高,同时,二十国集团(G20)、亚太经合组织(APEC)、上合组织、金砖合作组织等以发展中国家为主导的国际合作组织的作用和地位也在不断增强。然而,大部分发展中国家的经济发展是依靠出口拉动的,主要是因为发展中国家缺少先进技术和优势产业,只能依靠本身的自然资源和人力资源实现发展,通过与其他国家尤其是发达国家进行国际加工装配贸易、补偿贸易等经济合作、大量出口劳动密集型产品等方式拉动经济增长。因此,在发达国家力图回归制造业、世界贸易保护主义盛行的背景下,依靠出口的发展中国家很难继续实现高增长,加之国内需求和消费动力有限,这些发展中国家的利益将会受损,导致了这样的情境:英美等发达国家积极保护和发展实体经济,依靠工业振兴计划实现国内经济增长,逐步从危机中脱离,而广大发展中国家却因发达国家的这种缺乏大国担当、不负责任的行为失去了拉动经济增长的强大动力,成为逆全球化浪潮中最大的受害者。

第三,在国际经贸规则方面,美国的单边主义行为和世界贸易保护主义抬头对以WTO为主导的国际经济贸易体系造成了冲击。自特朗普上台以来,美国先后退出了跨太平洋伙伴关系协定、巴黎协定、联合国教科文组织、伊朗核问题协议、联合国人权理事会、万国邮政联盟,甚至还威胁退出WTO。美国采取的单边主义行为极大地破坏了当今世界现有的国际秩序,对既有的多边规则造成了很大的冲击。美国作为世界第一大国,无论是经济实力还是军事实力都处于世界前列,美国的退出会大大削弱这些多边协定的地位和约束力,使国际秩序和多边规则面临重构的风险。因此,此次逆全球化的趋势不仅仅会阻碍国际贸易的进一步发展,更是推动国际经贸规则重构的重要因素。

第四,在贸易协定方面,双边和诸边贸易协定的比重将会增加。世界经济发展的历史规律表明,当世界经济处于上升阶段时,经济增长和财富创造速度较快,国家之间以及国家内部各个群体之间的收入分配差距虽然在不断扩大,但由于“蛋糕”做大效应,这个矛盾会暂时缓解,多数国家和群体会支持经济全球化;在世界经济下行期,世界经济增长速度放缓,“蛋糕”做大效应减弱,前期缓解的矛盾会激化,导致反全球化和世界贸易保护主义抬头的趋势加剧。这种趋势会促使双边和区域贸易协定的比重增加,诸如TTP、TTIP、RCEP、CETA等大型区域性贸易协定层出不穷。美国退出TTP、英国退出欧盟在一定程度上会影响谈判进程,超大型的

区域贸易协定谈判受到阻碍,在未来的一段时间内,多数国家受这种压力的影响会转向双边和诸边自贸协定的谈判,但长期来看,美国、英国等国家在经济发展的过程中少不了与其他国家的合作,多边经贸合作仍然占据主导地位。

三、中美贸易摩擦以来全球贸易发展状况

美国是中美贸易摩擦的始作俑者,特朗普在 2017 年 8 月 14 日签署备忘录,授权美国贸易代表办公室对中国知识产权等领域展开“301”调查,这种不顾国际贸易规则的单边主义行为发动了贸易战,是中美贸易摩擦的正式开端。2018 年 4 月 3 日,美国贸易代表办公室发布针对中国的 500 亿美元关税清单,2018 年 7 月 10 日,继续公布 2000 亿美元关税清单,意图复活“关税战”。面对美国采取的关税措施和非关税措施,中国也实施了相应的反制措施,先后发布了对美国 500 亿美元、600 亿美元加征关税清单。

2018 年以来,中美贸易摩擦进入白热化阶段,美国不断出尔反尔、漫天要价、无端指责,极大地损害了中美双方的经贸合作关系,同时也无视中国一直以来试图以对话协商的方式解决贸易争端的良好意愿,不断引发新的贸易摩擦。不仅如此,由于中美两国的经济体量和对外贸易量很大,因此中美贸易摩擦以及美国采取的其他单边主义行为和贸易保护主义行为也直接或间接地对世界其他国家产生了一定的影响。(一)中国贸易发展状况

如图 16,美国虽然是中国的重要贸易伙伴,但来自美国的贸易打压并没有对中国的贸易总量造成十分显著的不利影响,中国的对外贸易在急剧下降之后都能较快反弹,恢复到一个相对稳定的水平。2018 年以来,中国对外贸易情况比较波折,有两次较为剧烈的波动:第一次是 2018 年 2 月,中国对外贸易总额下降了近 19%,其中出口下降了近 15%,进口下降了近 24%,进口额的变化比较明显,进出口总额在次月有近 15%的恢复增长,主要来自于进口额的增加;第二次是 2019 年 2 月,进出口总额下降了近 33%,其中进口下降了约 38%,出口下降了约 26%,出口额的变化比较明显,进出口总额在次月增长了约 36%,主要来自于出口额的增加。一个较为明显的特点是,除了 2019 年 2 月的剧烈波动外,与出口额变动相比,大部分月份的进口额变化更为明显。

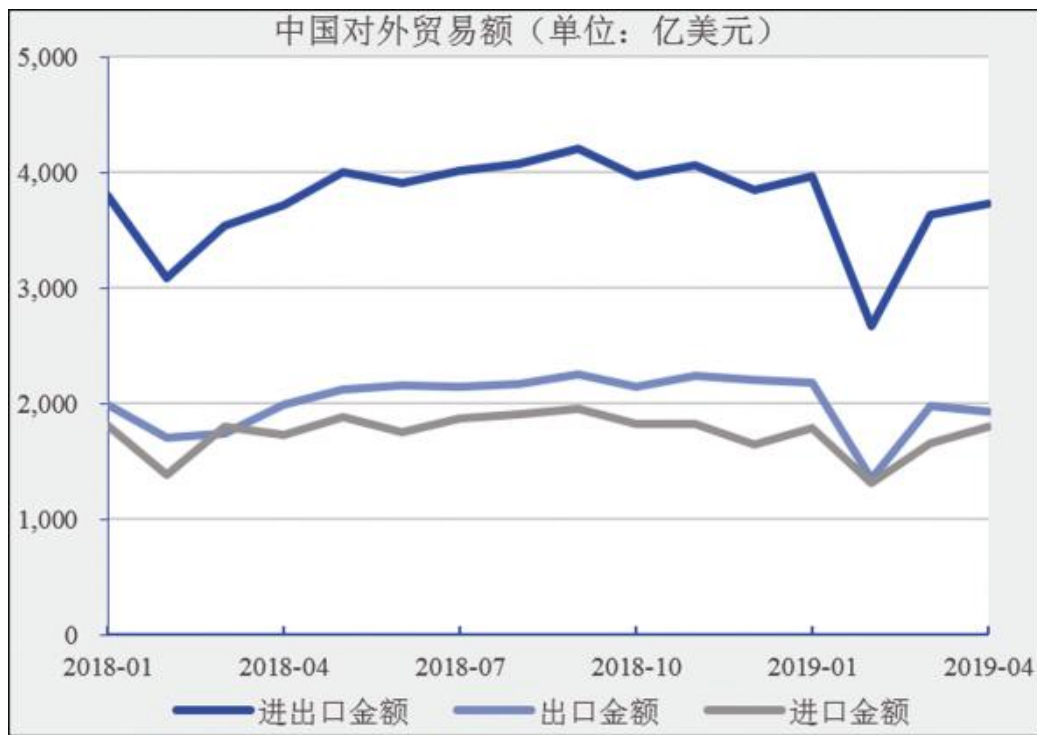


图 16 中国对外贸易额(单位:亿美元)

资料来源:海关总署

在贸易平衡方面,如图 17,由于对出口的依赖,中国在大部分时间都保持大规模的贸易顺差,对中国的经济发展具有重要的拉动作用。2018 年以来,中国贸易平衡的波动很大,在 2018 年 3 月甚至变成贸易逆差,主要是 2 月份进出口总额剧烈波动之后,在反弹过程中,进口额增长幅度大大超过出口额,不过 4 月份又迅速恢复至顺差,6 月份增长至一个高点,经历了两个月的下降之后,从 8 月份到 12 月份逐步增长至近 568 亿美元的贸易顺差,随后急剧下降至次年 2 月份的 38 亿美元,主要是由于贸易额在当月下降时,出口额变化幅度大于进口额,3 月份反弹,4 月份又呈下降趋势,低于平均水平,说明中国依靠出口、维持贸易顺差以拉动经济增长的压力有所增大,难以维持稳定的贸易顺差水平。



图 17 中国贸易平衡(单位: 亿美元)

资料来源:海关总署

中国加入 WTO 后,美国一直都是中国最主要的出口目的国,2001—2018 年,美国始终是中国的第一大或第二大出口目的国,除美国外,欧盟和东盟 10 国也是中国重要的出口目的地,2018 年,中国向美国、欧盟和东盟出口的规模占中国总出口规模的比例约为 37.5%。欧盟中,中国主要的出口国为德国、荷兰和英国,东盟中中国主要的出口国为越南和新加坡。较中国出口的国家分布而言,中国进口的国家分布相对分散,欧盟、东盟和韩国是中国主要的进口来源国或地区,2018 年,中国从欧盟、东盟和韩国进口的规模占中国总进口规模的比例约为 29.49%。美国是中国第 6 大进口来源国,若将欧盟和东盟各成员国作为单个国家进行排名,美国是中国第 4 大进口来源国。欧盟中,德国是中国主要的进口来源国,东盟中,越南、马来西亚和泰国是中国的主要进口来源国。

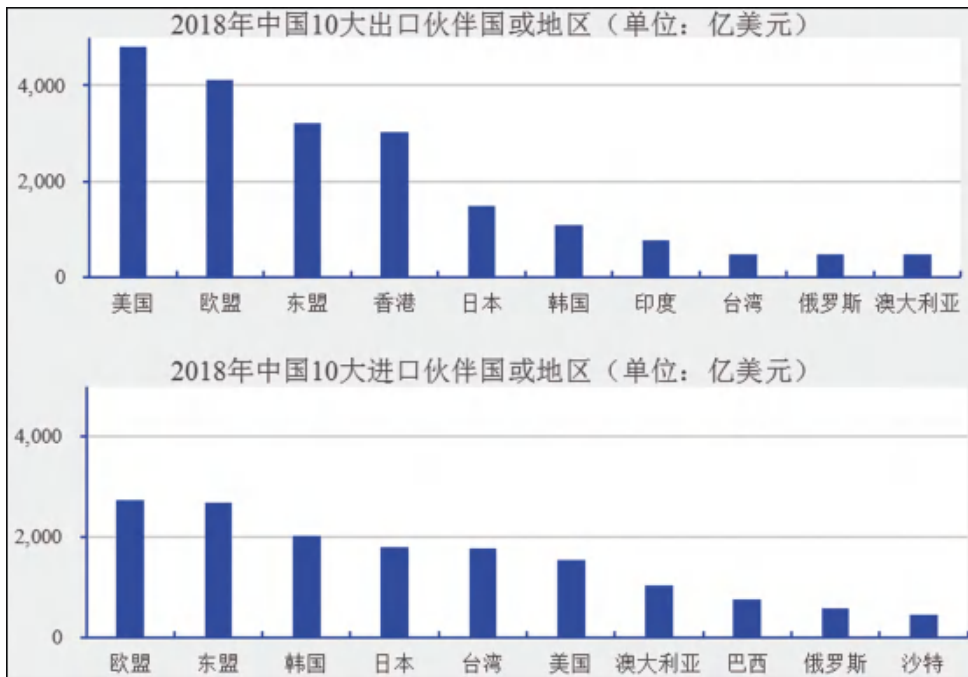


图 18 2018 年中国主要贸易伙伴国或地区 (单位: 亿美元)

资料来源: 国研网国际贸易研究及决策支持系统

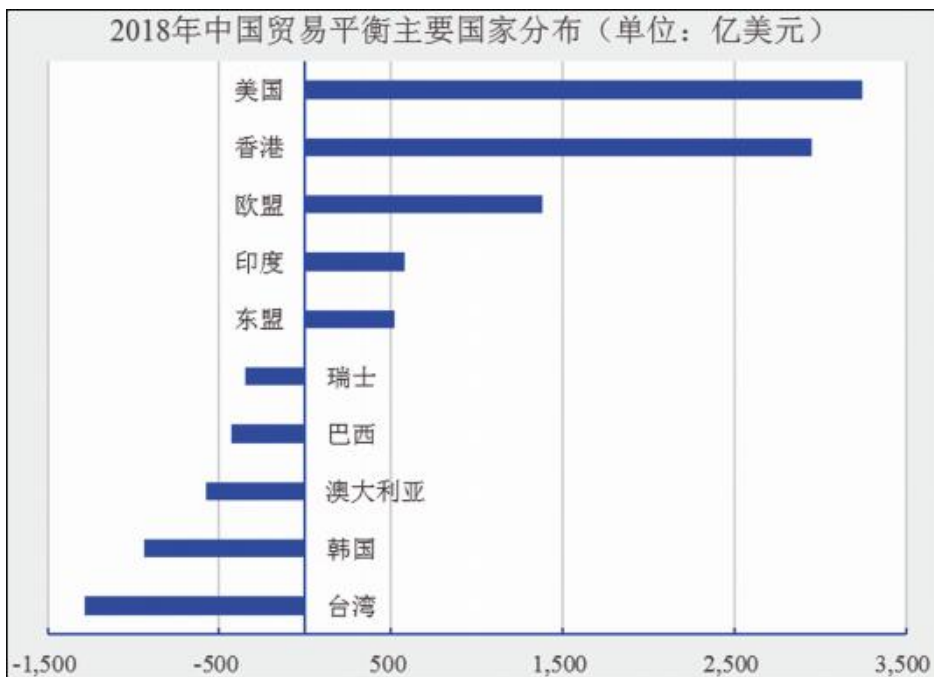


图 19 2018 年中国贸易平衡主要国家分布 (单位: 亿美元)

资料来源: 国研网国际贸易研究及决策支持系统

2018年中国的贸易平衡主要国家分布见图19。2018年,中国对其具有贸易顺差的国家或地区主要包括美国、香港、欧盟、印度和东盟,具有贸易逆差的国家或地区主要包括台湾、韩国、澳大利亚、巴西和瑞士,且对主要国家的顺差规模远大于对主要国家的逆差规模。2018年,在中国239个的贸易伙伴国或地区中,中国对175个国家或地区具有贸易顺差,占比约为73.32%。欧盟中,荷兰、英国和波兰为中国主要的顺差国,德国为中国主要的逆差国,东盟中,越南是中国主要的顺差国。

在进口商品结构方面,本文根据《国际贸易标准分类》(Standard International Trade Classification)对中国2018年以来的主要进口商品进行了汇总和分析。如图20,2018年以来,中国进口额最大的五种商品分别为机械及运输设备(SITC 7)、矿物燃料、润滑油及有关原料(SITC 3)非食用原料(燃料除外,SITC 2)、化学成品及有关产品(SITC 5)和杂项制品(SITC 8),其中最主要的进口商品为机械及运输设备,在进口额中占比约38.84%,其余四项占比比较接近,合计约占46.66%。在大多数月份,各类商品的波动幅度比较相似,但由于机械及运输设备的贸易额基数较大,因此对进口总额的影响更大。

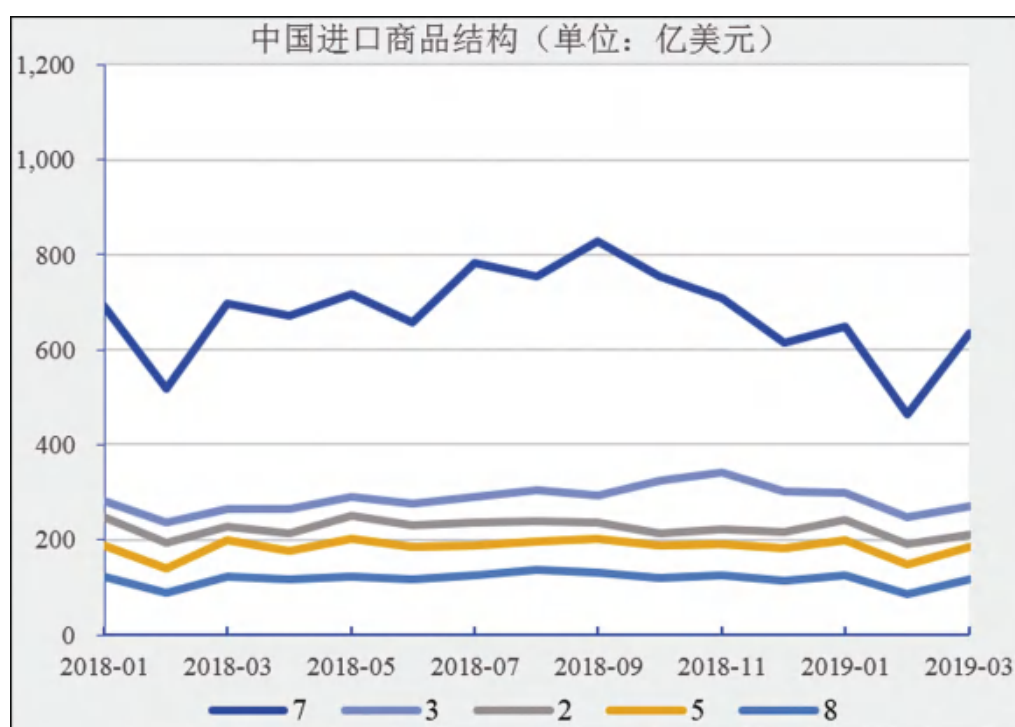


图 20 中国进口商品结构(单位:亿美元)

资料来源:海关总署

在出口商品结构方面,如图 21,2018 年以来,中国出口额最大的五种商品分别为机械及运输设备(SITC 7)、杂项制品(SITC 8)、制成品(SITC 6)矿物燃料、化学成品及有关产品(SITC 5)和食品及活动物(SITC 0),其中最主要的出口商品为机械及运输设备,在出口额中占比更大,约 48.65%,杂项制品和制成品的占比次之,合计占比约 39.29%,三者出口结构中均十分重要,化学成品及有关产品和食品及活动物占比相对较小,合计占比约 9.46%。可以看出,中国出口商品结构比较集中,机械及运输设备在出口总额中占比近一半,如果美国继续针对机电产品加征关税,贸易摩擦可能会对中国造成更大的影响。

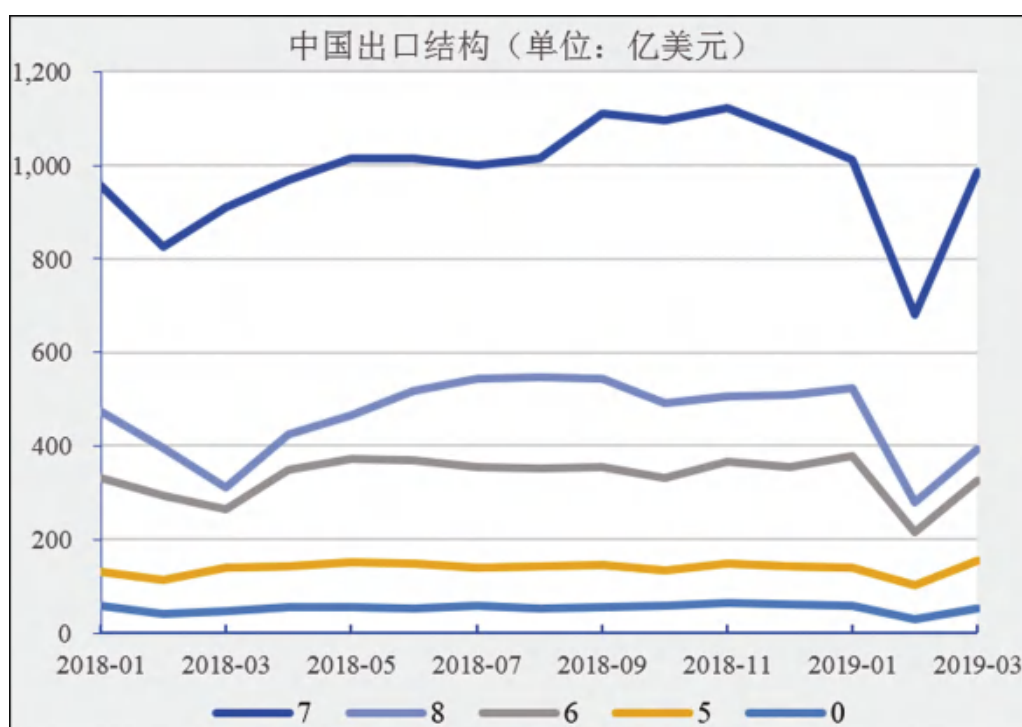


图 21 中国出口商品结构(单位:亿美元)

资料来源:海关总署

如图 22,2018 年,中国贸易顺差的商品主要是杂项制品(SITC 8)、机械及运输设备(SITC 7)和制成品(SITC 6),在总顺差中分别占比 40.56%、35.07%和 24.30%。与顺差的商品相比,中国贸易逆差的商品更加繁杂,但规模较小,主要包括矿物燃料、润滑油及有关原料(SITC 3)和非食用原料(燃料除外,SITC 2),二者合计在总贸易逆差中占比约 80.32%,其次为未分类的商品及交易品(SITC 9)和化学成品及有关产品(SITC 5),二者合计占比约 18.13%。

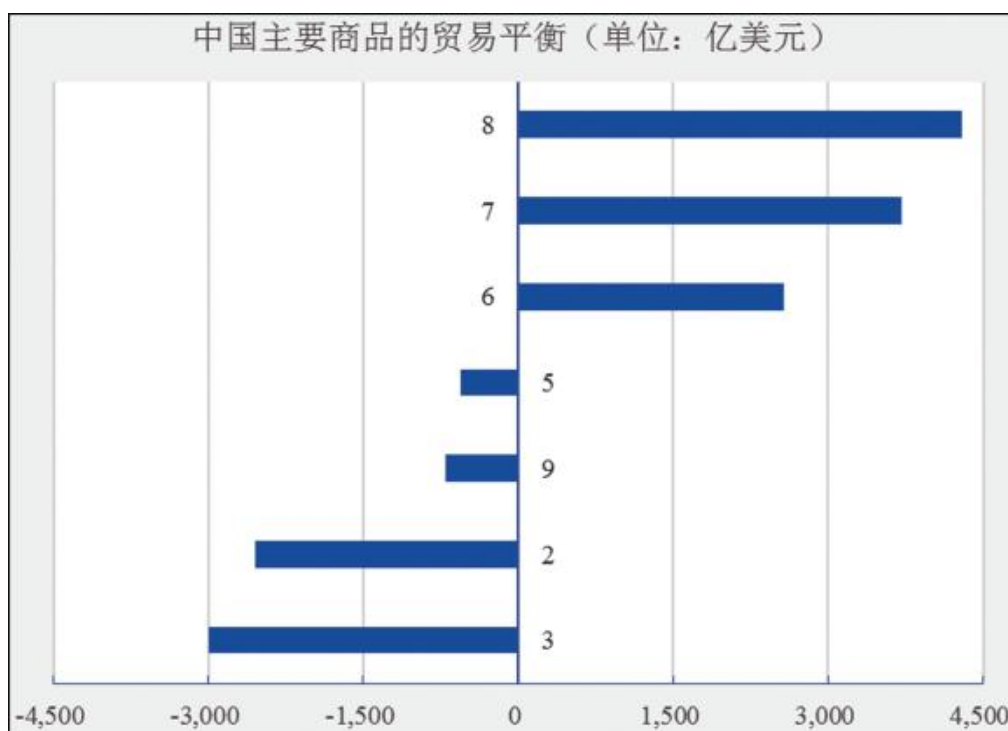


图 22 中国主要商品的贸易平衡(单位:亿美元)

资料来源:海关总署

(二)美国贸易发展状况

自特朗普上台以来,美国便打着“美国优先”的口号,引燃逆全球化的导火索,在国际上控诉既有规则“对美国不公平”,无视多个国家经过几年的辛苦努力达成的全球问题多边合作成果,相继推出多个国际协定;在国内积极回归制造业、创造就业,吸引劳动密集型的传统制造业及高端制造业中劳动密集型环节回流,并以此为出发点,借贸易逆差问题大行贸易保护主义,重启单边主义工具。特朗普政府的贸易保护主义针对的不仅仅是中国,也包括欧盟、日本等盟友,与加拿大、俄罗斯、墨西哥等国小规模、局部的贸易战也时有发生,且有继续扩大贸易战的倾向。值得注意的是,在对外贸易额方面,如图 23,虽然美国从 2018 年以来不断与中国、欧盟和俄罗斯等国挑起贸易争端,但美国的对外贸易情况比较稳定,进出口金额波动较小,上下浮动基本不超过 2%。

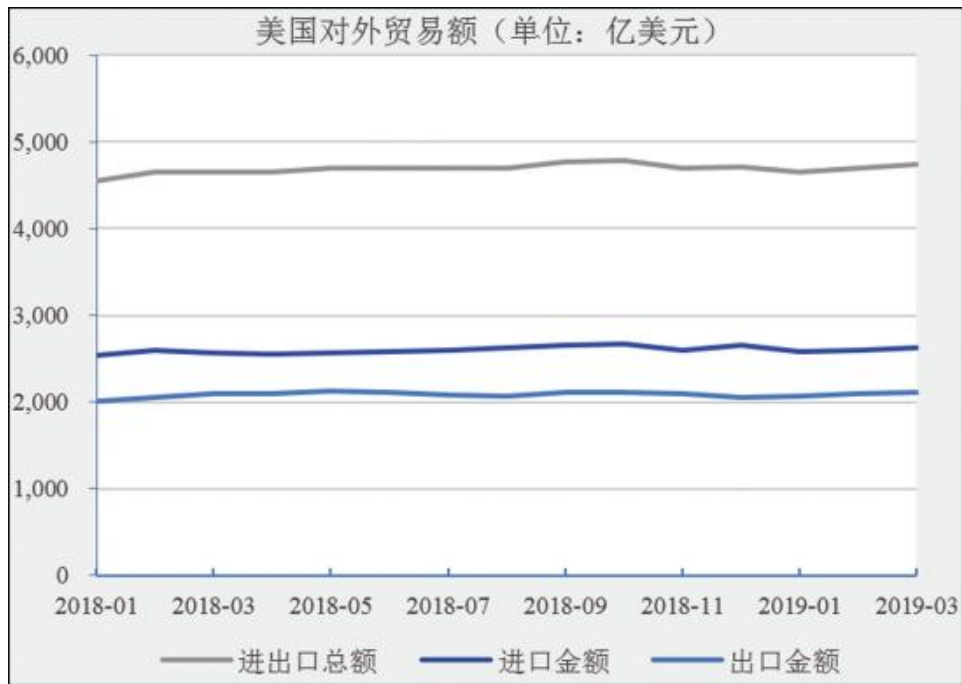


图 23 美国对外贸易额(单位: 亿美元)

资料来源:美国经济分析局



图 24 美国贸易平衡(单位: 亿美元)

资料来源:美国经济分析局

在贸易平衡方面,美国并不是一直都是贸易逆差国,1960—1966年美国是世界上全球最大的贸易顺差国,之后经历波动,自1977年后,美国成为全球最大的贸易逆差国,保证了美元在牙买加体系下国际货币的地位。如图24,2018年以来,美国依然保持较大规模的贸易逆差,但总体来看,贸易逆差的规模有所缩减,2018年2月—5月,贸易逆差从557亿美元不断缩小至435亿美元,之后又开始增加,10月份规模达到565亿美元,次月缩减之后又迅速反弹,并扩大到近600亿美元的最大值,2019年以来,贸易逆差有所缩减,3个月均维持在500亿左右的水平。

2018年,美国最主要的出口目的国或地区包括欧盟、加拿大和墨西哥,中国是美国第四大出口目的国,从2007年开始中国即成为美国的第四大出口目的国,若将欧盟各成员国单独计算,则中国是美国的第三大出口目的国。美国向欧盟、加拿大、墨西哥和中国出口的规模占其总出口规模的比重约为48.50%,较去年有所下降。欧盟中,美国主要的出口国为英国、德国和荷兰。在进口方面,2001年,中国是美国的第五大进口来源国,随后,美国从中国进口的规模不断上升,相继超越日本、墨西哥、加拿大和欧盟,于2009年成为美国第一大进口来源国,除中国外,欧盟、墨西哥和加拿大是美国主要的进口来源国,美国从这4个国家或地区的进口规模占其进口总规模的52.04%,同样较去年有所下降。欧盟中,德国、英国、爱尔兰、意大利和法国是其主要的进口来源国。与中国类似,美国的出口和进口市场相对集中,且与中国的贸易占比较高,若美国在与中国贸易摩擦不断升级的过程中,不及时找到中国的贸易替代国,则中美贸易摩擦对其国内消费者和依赖从中国进口中间品的生产者产生不利影响。

2018年,美国最主要的贸易顺差国或地区包括香港、澳大利亚、阿联酋、巴西和巴拿马,美国最主要的贸易逆差国或地区包括中国、欧盟、东盟、墨西哥和日本。欧盟中,美国主要的顺差国包括荷兰、比利时和英国,主要的逆差国包括德国、爱尔兰和意大利,东盟中,美国主要的顺差国包括新加坡,主要的逆差国包括越南和马来西亚。实际上,美国对多数贸易伙伴国或地区具有贸易顺差,2018年美国对216个贸易伙伴国或地区中的125个具有贸易顺差,占比约为57.87%,但由于美国对各国的贸易顺差规模远小于其对其他国家的贸易逆差规模,因此,整体上,美国呈现出贸易逆差。

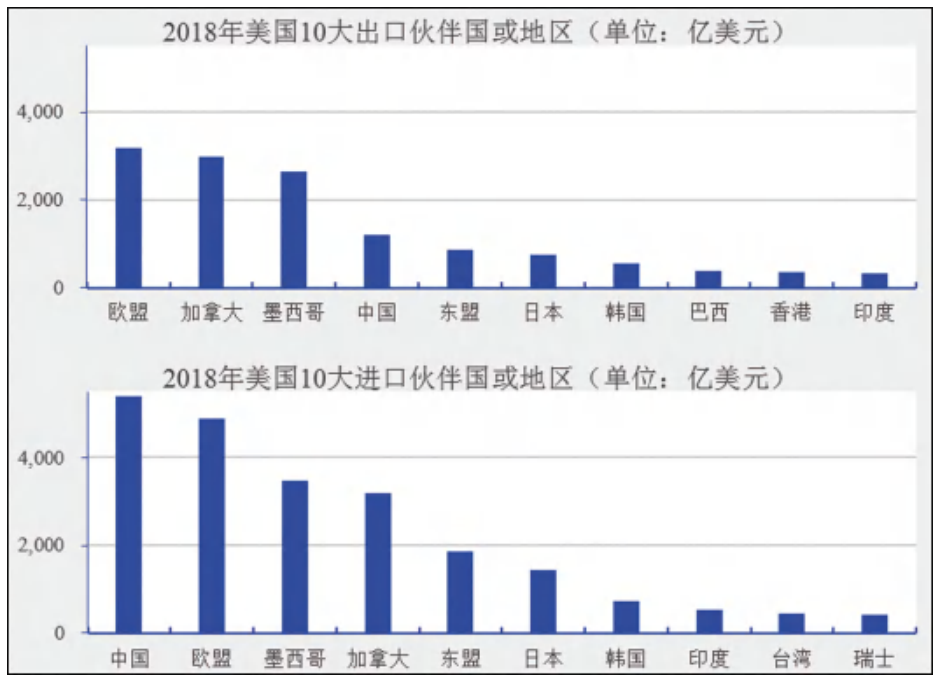


图 25 2018 年美国主要贸易伙伴国或地区(单位:亿美元)

资料来源:美国商务部普查局

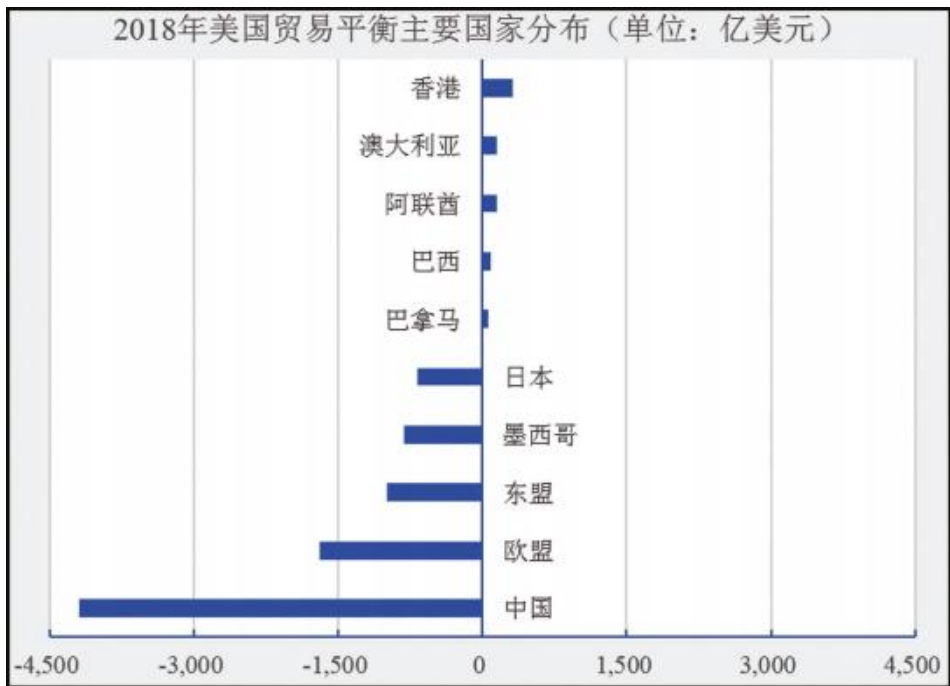


图 26 2018 年美国贸易平衡主要国家分布(单位:亿美元)

资料来源:美国商务部普查局

在进口商品结构方面,如图 27,2018 年以来,美国进口额最大的五种商品分别为机械及运输设备(SITC 7)、杂项制品(SITC 8)、制成品(SITC 6)、化学成品及有关产品(SITC 5)和矿物燃料、润滑油及有关原料(SITC 3),其中最主要的进口商品为机械及运输设备,在进口总额中占比约 39.36%,其次是杂项制品,占比约 14.99%,其余三项占比比较接近,合计约占 28.14。在大多数月份,各类商品的波动幅度比较相似,在进口总额中的占比十分稳定,但由于机械及运输设备的贸易额基数较大,因此对进口总额的影响更大。

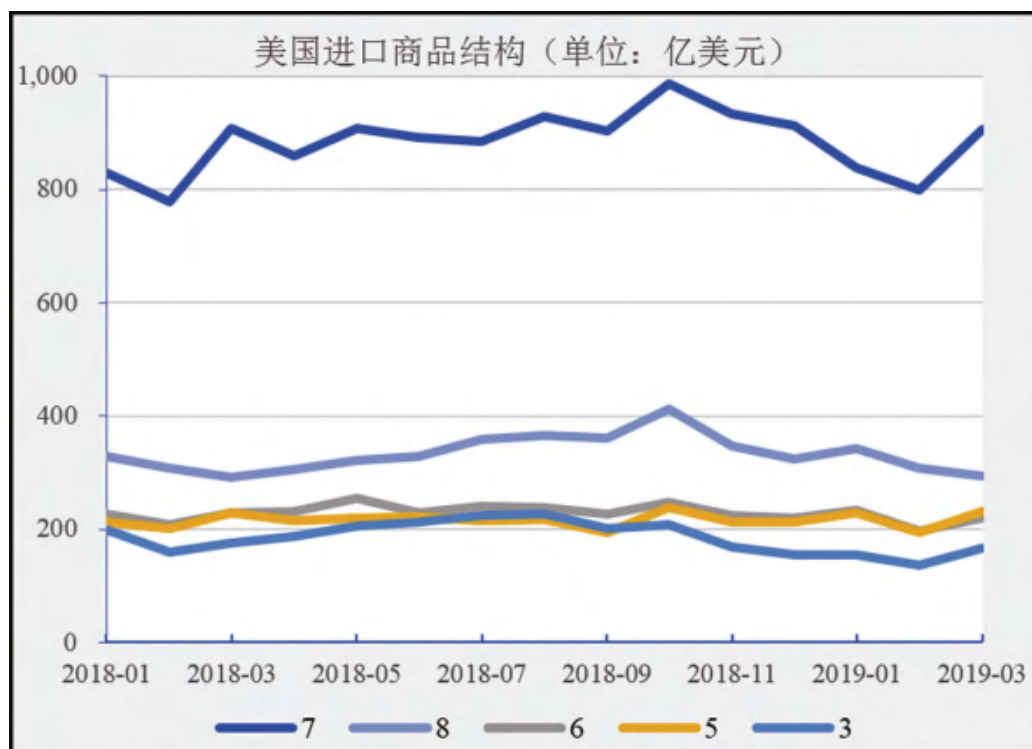


图 27 美国主要进口商品结构(单位:亿美元)

资料来源:美国商务部

在出口商品结构方面,如图 28,2018 年以来,美国出口额最大的五种商品分别为机械及运输设备(SITC 7)、化学成品及有关产品(SITC 5)、矿物燃料、润滑油及有关原料(SITC 3)、杂项制品(SITC 8)和制成品(SITC 6),其中最主要的出口商品为机械及运输设备,在出口额中占比更大,约 40.12%,与进口占比相近,其余四项的出口额比较接近,合计占比约 43.92%。与进口结构类似,在大多数月份,各类商品的波动幅度比较相似,在进口总额中的占比也很稳定,机械及运输设备依然扮演着十分重要的角色。

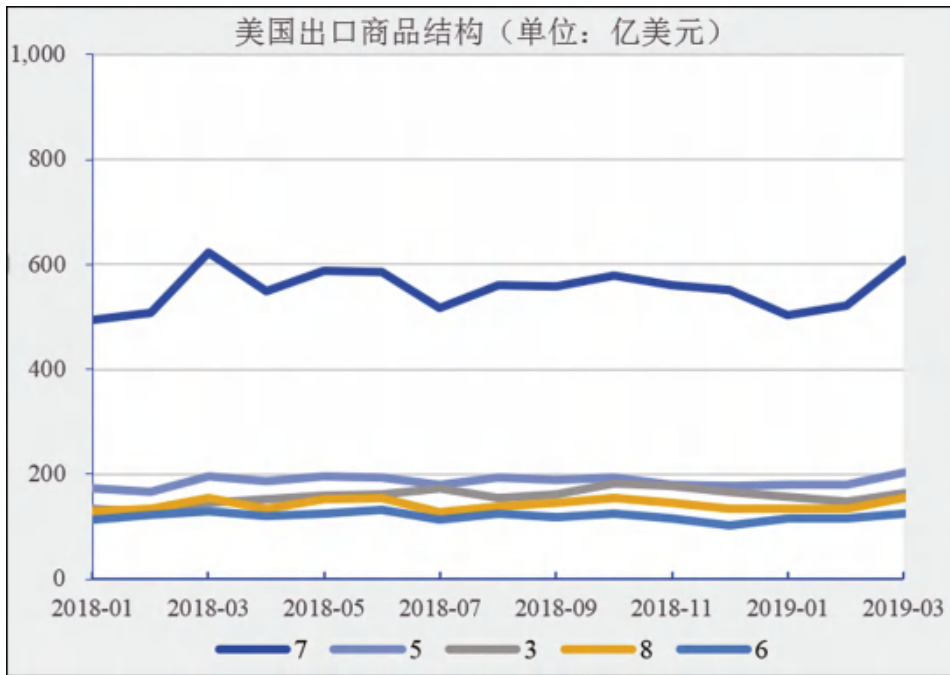


图 28 美国主要出口商品结构(单位: 亿美元)

资料来源:美国商务部

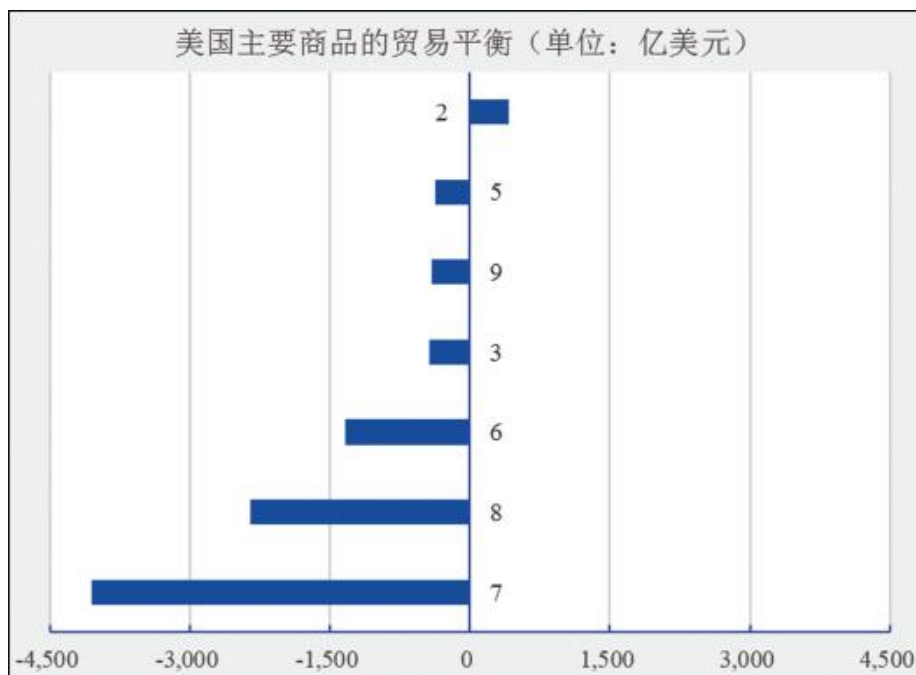


图 29 美国主要商品的贸易平衡(单位: 亿美元)

资料来源:美国商务部

如图 22,2018 年,美国大部分商品都是贸易逆差,且规模比贸易顺差的商品大很多,贸易逆差的商品主要是机械及运输设备(SITC 7)、杂项制品(SITC 8)和制成品(SITC 6),在总逆差中分别占比 43.96%、25.48%和 14.43%,其次是矿物燃料、润滑油及有关原料(SITC 3)、未分类的商品及交易品(SITC 9)和化学成品及有关产品(SITC 5),平均占比 4.37%。美国一直维持贸易顺差的商品只有非食用原料(不含燃料,SITC 2),且规模较小,约 417 亿美元。

(三)中美贸易发展状况

2018 年以来,中美贸易发展十分波折,总体来看,中美贸易总额经历了先增长后持续下降的过程,其中中国向美国出口的金额变化较明显,对贸易总额影响较大,而中国从美国进口的金额变化则相对平缓。因此中美贸易总额和贸易平衡的波动与中国出口额的波动基本一致(图 30)。中国出口金额从 1 月开始有所下降,到 4 月降至 382 亿美元,5 月开始以均速 5%的速度缓慢增长,10 月达到 522 亿美元的最高点,之后呈持续下降趋势,且幅度较大,4 个月内下降了约 36.45%。中国进口额的波动较小,仅有两次较为明显的波动:在 5 月突增 26.27%后又迅速反弹至波动前水平;类似地,在 2019 年 1 月突降 22.31%后又迅速反弹至波动前水平。在 2018 年 1 月至 2019 年 2 月的时间内,中美贸易总额下降了 25.16%,其中中国出口额下降了 27.50%,进口额下降了 14.25%,中美贸易顺差下降幅度较大,为 31.13%,受中美贸易摩擦的影响较大。

如图 31,2018 年以来,中国向美国出口的商品比较集中,主要是机械及运输设备(SITC 7),在出口总额中占比超过一半,为 51.87%,波动的方向和幅度与中美贸易总额近似,说明机械及运输设备在中美贸易中极其重要,由于特朗普政府多次对中国机电产品加征关税,2018 年 1 月至 2019 年 2 月期间,机械及运输设备在中国向美国的出口总额中的占比有所下降,由 52.07%下降至 46.96%,而且该类商品出口额的下降幅度也很大,为 34.62%,是导致中美贸易量下降的主要原因;其次是杂项制品(SITC 8),占比为 29.82%,近一年多期间下降了 18.46%,第三大类商品是制成品(SITC 6),占比 11.21%,其余产品的出口规模较小,占比不超过 5%。

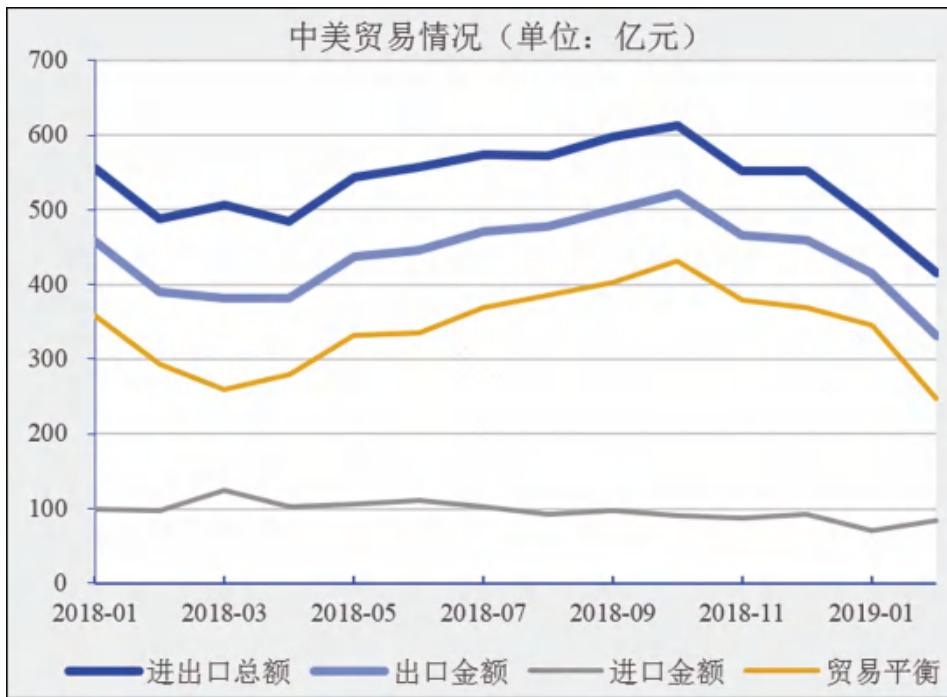


图 30 中美贸易情况(单位: 亿美元)

资料来源:美国商务部

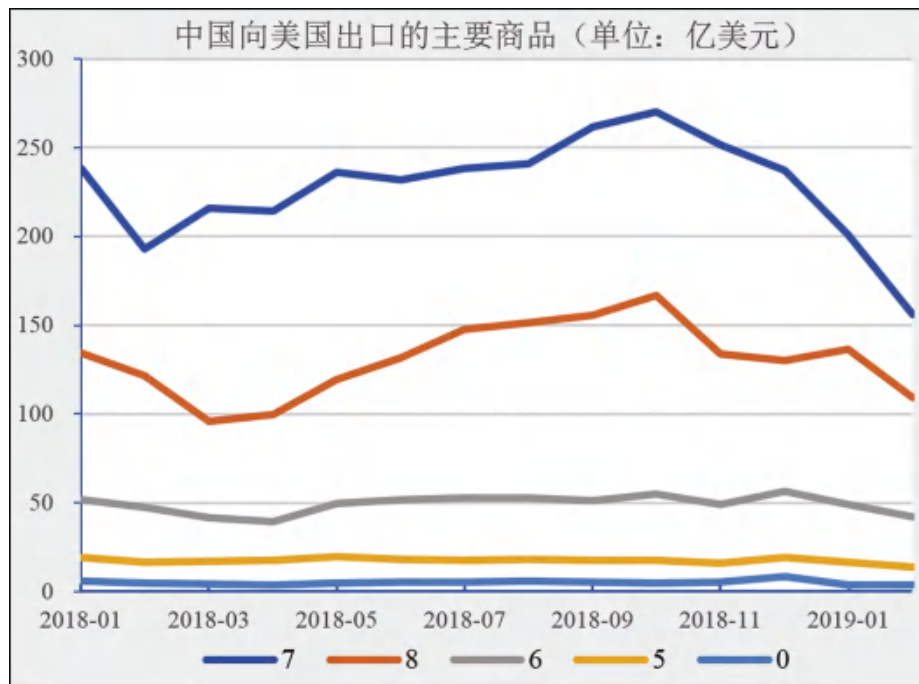


图 31 中国向美国出口的主要商品(单位: 亿美元)

资料来源:美国商务部

如图 32,中国从美国进口的商品也十分集中,但商品结构变化较大。中国进口的商品最主要仍是机械及运输设备(SITC 7),在进口总额中占比 46.34%,2018 年以来波动幅度比较大,在 2018 年 3 月、9 月和 12 月均有幅度较大的突然增长,但恢复较快,2019 年 1 月降至最低点 30 亿美元,随后又有所回升,在 2018 年 1 月至 2019 年 2 月期间,机械及运输设备在进口总额中的比重从 34.77%增长至 49.48%。其次是非食用原料(燃料除外,SITC 2),波动幅度较大,2018 年 1 月的进口额为 24 亿美元,在进口总额中占比 24.23%,之后一直呈下降趋势,12 月达到最低点 6 亿美元,占比 6.98%,随后曲折上升,2019 年 2 月增长至 13 亿美元,占比 15.66%,总体上进口额和占比都有所下降。第三大类商品为化学成品及有关产品(SITC 5),进口额和占比均维持得比较稳定。第四大类商品为矿物燃料、润滑油及有关原料(SITC 3),进口额在 2018 年 8 月突然下降,且幅度较大,从 11 亿美元的均值降至 2 亿美元的均值,平均占比也从 10.18%降至 2.44%。第五大类商品为杂项制品(SITC 8),波动幅度相对较小,平均占比 9.66%。

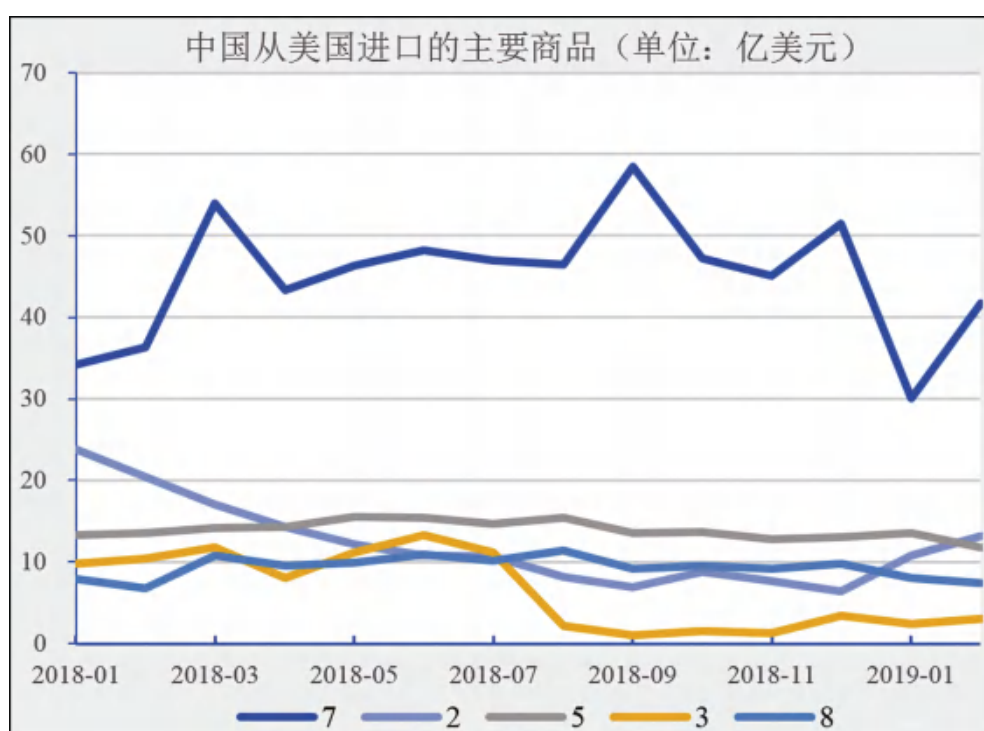


图 32 中国从美国进口的主要商品(单位:亿美元)

资料来源:美国商务部

如图 33,2018 以来,中国在对美贸易中大部分的商品都维持规模较大的贸易顺差,最主要的商品是机械及运输设备(SITC 7)、杂项制品(SITC 8)和制成品(SITC 6),在贸易顺差中的占比分别为 45.33%、29.37%和 10.71%,值得注意的是,机械及运输设备的贸易顺差额从 2018 年 10 月的 222 亿美元迅速降至 2019 年 2 月的 114 亿美元,下降了 48.74%,受中美摩擦影响很大。

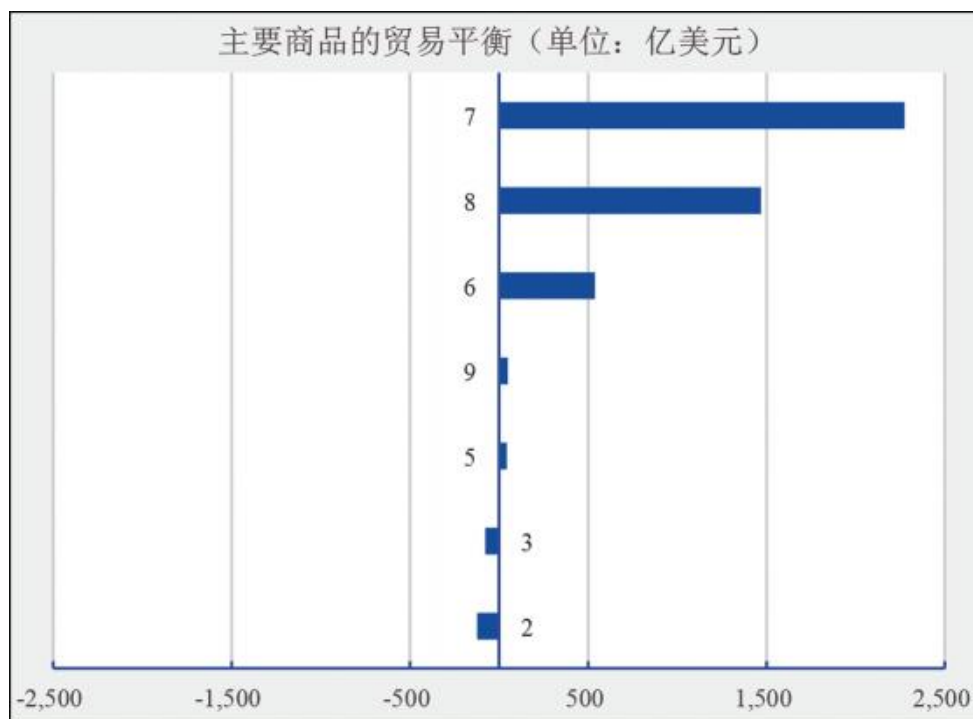


图 33 主要商品的贸易平衡(单位:亿美元)

注:图中数据统计范围是 2018 年 1 月至 2019 年 2 月

资料来源:美国商务部

(四)世界发展状况

如上文所述,除中国外,美国还与其他贸易伙伴国或地区挑起贸易争端,包括欧盟、日本、加拿大和墨西哥等,因此,美国的单边主义和贸易保护主义行为不仅仅影响到中国的经济和贸易发展,而且还直接或间接地波及到了世界上各个主要国家和地区的发展。如图 34,2018 年以来,整体来看,有四次较为一致的波动:2018 年 2 月,欧盟、中国和美国的贸易总额分别下降 4.85%、18.82%和 4.11%,日本小幅增长了 1.13%;3 月,欧盟、中国、美国和日本的贸易总额分别增长 11.36%、14.

43%、13.15%和 9.98%，次月都有所反弹；10 月，欧盟、美国和日本的贸易总额分别增长了 9.55%、9.16%和 11.45%，只有中国下降了 5.71%；11 月和 12 月，贸易额均呈下降趋势。2018 年，欧盟的贸易额下降了 15.27%，中国、美国和日本分别增长了 1.16%、3.88%和 5.97%，由于欧盟的贸易额较大，因此四个国家和地区在整体上下降了 7.82%。

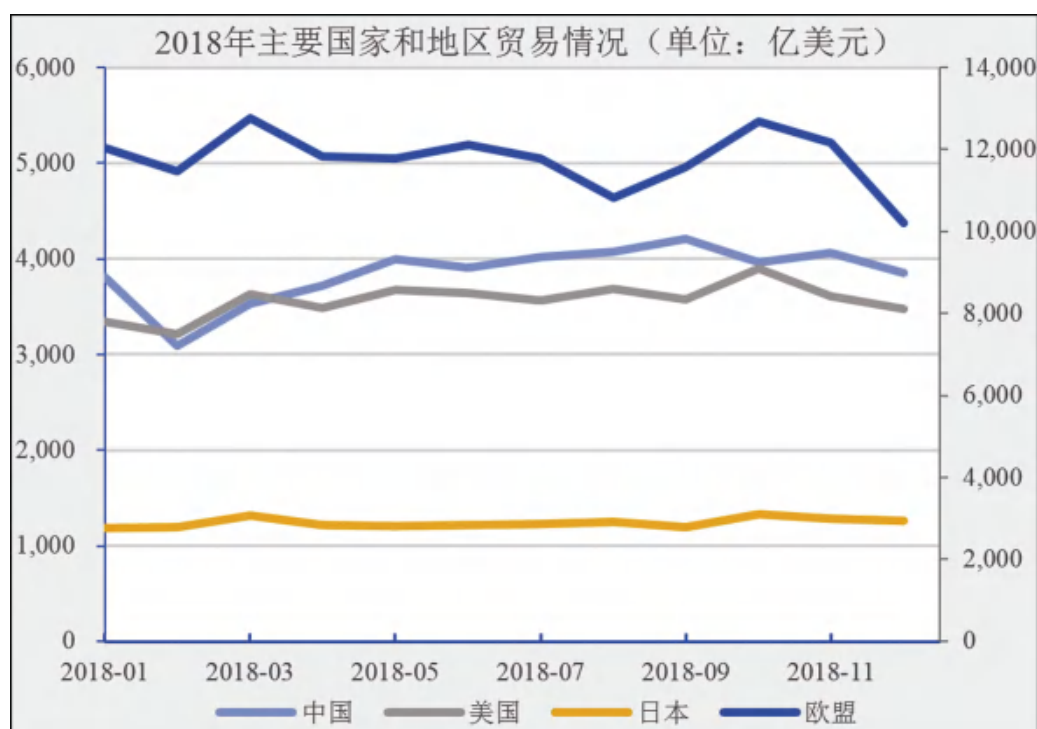


图 34 2018 年主要国家和地区贸易总额(单位: 亿美元)

注: 欧盟贸易总额较大, 故应对照次坐标轴

资料来源: 世界贸易组织

在出口额方面, 如图 35, 2018 年欧盟、中国和日本出口额的波动与贸易总额的波动方向基本一致, 且幅度相近, 若将欧盟各成员国单独计算, 则中国是世界第一大出口国, 欧盟中主要出口国为德国、法国和意大利, 在欧盟出口总额中占比分别为 22.45%、8.37%和 7.86%。2018 年, 欧盟的出口额下降了 13.34%, 中国、美国和日本分别增长了 10.75%、7.30%和 13.91%, 类似地, 由于欧盟出口额较大, 因此整体上下降了 4.07%。

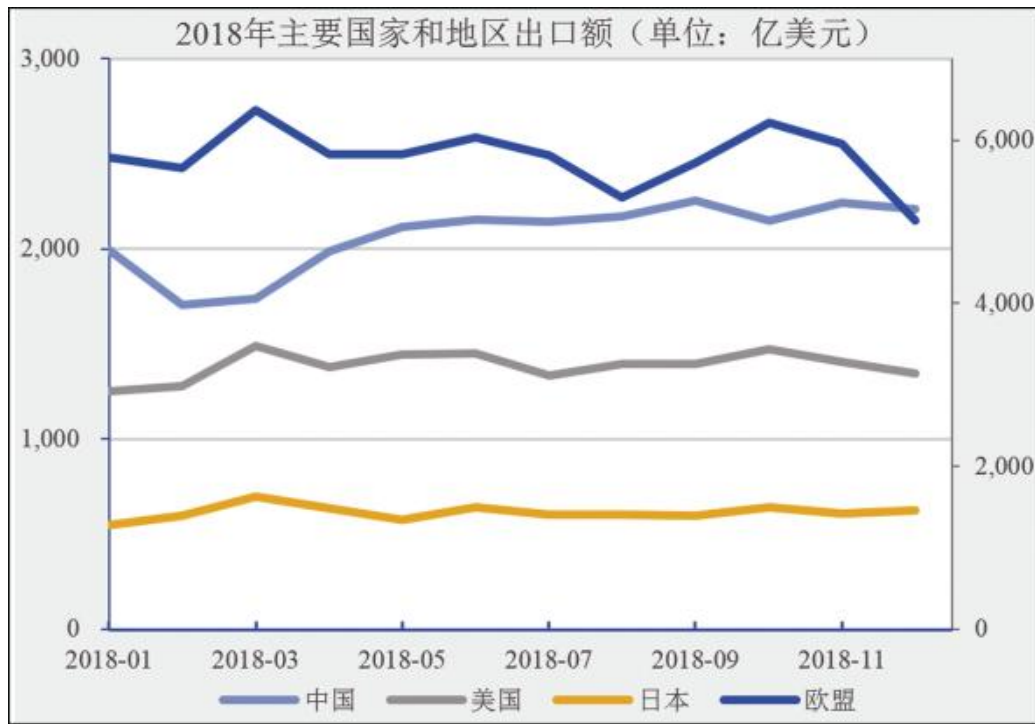


图 35 2018 年主要国家和地区出口额(单位: 亿美元)

注: 欧盟出口额较大, 故应对照次坐标轴

资料来源: 世界贸易组织

在进口额方面, 如图 36, 2018 年, 主要国家和地区的进口额波动与贸易总额波动仍有较大的相似性, 若将欧盟各成员国单独计算, 美国是世界第一大进口国, 其次是中国, 在欧盟中, 主要进口国是德国、英国和法国, 在欧盟进口总额中占比分别为 17.93%、9.40% 和 9.38%。2018 年, 欧盟、中国和日本进口额分别下降了 17.06%、9.41% 和 0.88%, 美国进口额增长了 1.84%, 整体上下降了 11.16%。

在贸易平衡方面, 如图 37, 2018 年, 中国在绝大部分时间都维持了较大规模的贸易顺差, 基本都在 200 亿美元以上, 日本在贸易平衡附近波动, 欧盟在大部分时间维持低于 200 亿美元的贸易逆差, 美国一直维持很大规模的贸易逆差, 均在 600 亿美元以上, 欧盟中, 德国是最大的贸易顺差国, 英国是最大的贸易逆差国。2018 年, 中国的贸易顺差增长了 209.85%, 年底仍呈增长趋势, 日本更加接近贸易平衡, 欧盟的贸易逆差下降了 64.03%, 美国经历了一年的波动后, 贸易逆差几乎持平, 仅下降 6.29%。

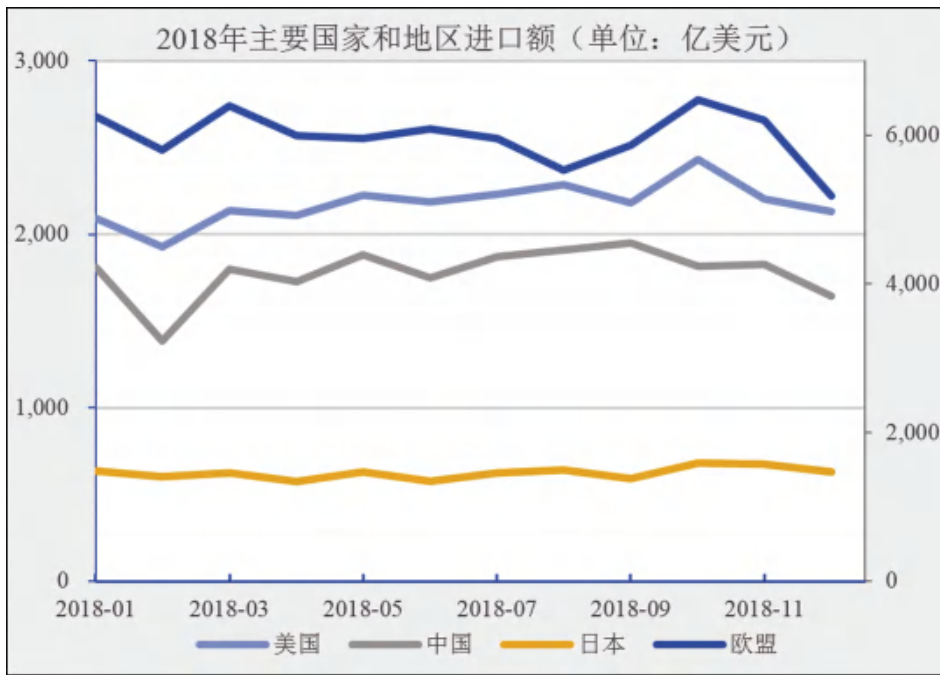


图 36 2018 年主要国家和地区进口额(单位: 亿美元)

注: 欧盟进口额较大, 故应对照次坐标轴

资料来源: 世界贸易组织

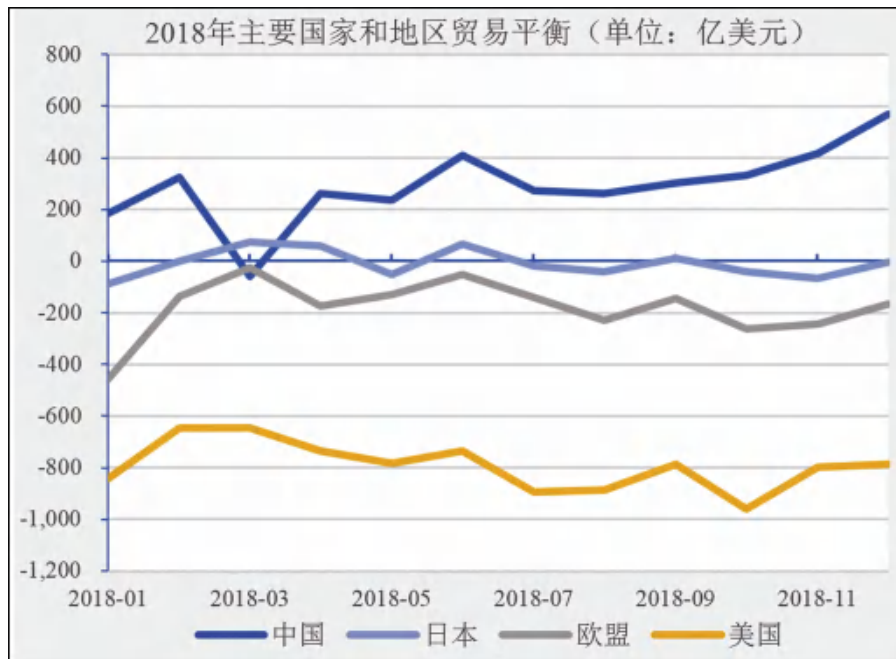


图 37 2018 年主要国家和地区进口额(单位: 亿美元)

资料来源: 世界贸易组织

四、结论和前瞻

本文对 2008 年经济危机以来世界贸易发展的概况进行了总结和研究,并针对逆全球化浪潮和中美贸易摩擦进行了更细致的分析。在世界贸易保护主义和逆全球化盛行的背景下,世界经济正在经历动荡,世界贸易规则也受到挑战,因此,当前及今后一个时期,既是中国经济与世界经济加速融合的时期,也是摩擦和争端多发期,既是中国对外贸易发展的机遇期,又是矛盾交汇期,这是对中国对外贸易发展战略选择的挑战,能否把握逆全球化的发展趋势和特征,并通过合理有效的对内和对外经济政策克服阻力,同时把握国际经贸规则重构中的历史机遇并实现进一步突破,关系到中国的自身利益和长远发展。为此,本文提出如下方面的政策建议。

(一) 理性认识非关税壁垒,建立积极有效的应对机制和预警机制

此轮逆全球化的一个显著特点是非关税壁垒的兴起,包括在深度上的延伸、广度上的扩展、使用范围的扩大以及隐蔽性的提高。因此,把握好非关税壁垒的发展趋势和特点,并采取合理有效的政策措施积极应对,是克服此轮逆全球化阻力的关键。

首先,加强对非关税措施的研究。要正确把握、客观认识非关税措施的“双重性”,冷静客观地分析非关税措施的本质、目的和影响,这是克服非关税壁垒的前提。切不可过度强调非关税措施的负面影响,非关税措施不等于非关税壁垒,“泛壁垒化”的舆论会对政府和企业的贸易行为和贸易观产生误导。非关税措施虽然有限制贸易的作用,但作为政府和企业采取的贸易政策,它对于国际贸易秩序还有积极的维护作用,比如,技术性贸易壁垒可以提高贸易效率和处理市场失灵。对于合理的技术标准,一个常见的情况是,企业特别是中小企业未能及时了解和获知国外的技术标准和要求的变化,或者由于自身技术水平不足、资金匮乏等原因而未能达到技术标准,企业常常会归咎于国外的技术标准,甚至认为自己受到了歧视,而不是在提高技术水平等方面寻求解决办法,消极地应对非关税措施是一个误区,不利于进入国际市场,更不利于建立一个有效的非关税措施应对机制。

在正确客观地理解非关税措施后,要制定总体的、积极的、长期的应对非关税措施的战略规划,避免零散、被动、短期的解决方法,充分发挥政府在多双边贸易磋

商和谈判中的作用,为企业争取相对公平的外部环境,并积极调动企业尤其是中小企业应对非关税措施,同时还需要联合学术机构、行业中介等组织共同参与制定战略规划。对于合理的非关税措施,要将重点放在提高企业自身的技术水平、质量要求等综合素质上,积极争取开拓国际市场;对于不合理的、具有歧视性的,或违反了WTO相关法规的非关税措施,需要政府借助多边贸易谈判的机制进行贸易协商,或利用WTO的法律框架和工具对其提出诉讼或仲裁,维护国际贸易规则。另外,要抓主要问题的主要矛盾,分清轻重缓急,比如在与欧盟、美国等发达国家的贸易中,要特别关注知识产权、技术标准、反补贴、反倾销等壁垒,在与发展中国家的贸易中,要着重注意进出口方面的限制、通关环节中的壁垒等。

最后,要建立有效合理的预警机制,争取主动权,做好防范工作。在应对非关税措施方面,一个有效的预警机制不仅可以预测进口国实施非关税措施的可能性,而且还可以为国内企业提供国际市场中的动向和发展趋势等信息,提醒企业做好相关准备,及时采取相关措施,以最大限度地减少损失。

(二)积极构建人类命运共同体,更好地推进“中国方案”,在国际贸易规则中争取更多的话语权

本次逆全球化的另一个特点是国际贸易格局的多极化和国际贸易规则重构。21世纪以来,美欧等传统发达国家相继爆发金融和债务危机,发达国家在世界经济格局中的地位逐步下降,同时,以金砖五国为代表的新兴国家迅速崛起,与发达国家的差距进一步缩小,在国际贸易和经济事务中的发言权和地位有所提升,原有的发达国家集团(如G7)的主导作用逐步被发达国家和新兴国家组成的G20取代,呈现世界贸易格局多极化的趋势。另外,特朗普上台以后,相继推出多个多边贸易协定和多边合作组织,复活“关税战”,引发新一轮的逆全球化浪潮,甚至威胁退出WTO,对以WTO为主导的国际贸易体系提出了挑战,国际贸易规则面临重构的风险。

在这样的背景下,中国在2013年正式提出“一带一路”倡议,并将其作为中国对外开放与参与区域经济合作的重心。“一带一路”倡议的提出有助于中国与沿线国家形成利益共同体,平衡发达国家和新兴国家的地位失衡,并以此为基础,进一步向构建人类共同体的远大目标迈进,而且亚投行等跨区域金融机构的建立弥补了既有体系对发展中国家重视不足的问题,也有助于进一步提高新兴发展中国家在国际事务中的话语权和影响力。

但即便如此,新兴发展中国家与发达国家的差距仍然很大,现有的国际经贸规

则重构在本质上仍是以发达国家为主导,为发达国家的政治和经济利益服务。因此,为了克服阻力,避免再次被排挤在全球经济治理框架之外,中国应该坚持推进“中国方案”,把握“一带一路”带来的契机,以其“亲、诚、惠、容”的区域合作新理念吸引并联合更多国家,弥补美欧可能对中国造成的损失,满足新兴发展中国家在国际经贸规则重构背景下的利益诉求,缩小与发达国家之间的地位和经济差距,逐步实现全球经济再平衡。

(三)在国内经济方面,继续深化改革,提升企业竞争力

第一,中国应继续以推进供给侧结构性改革为主线,一方面提高国有资源配置效率,化解结构性失衡,解决中国经济发展过程中产生的深层矛盾,实现可持续发展,向长期目标迈进;另一方面,优化国有资源配置结构,解决“挤出效应”,释放民营企业的经济活力,实现稳步增长。

第二,中国应积极鼓励技术创新.科学技术是第一生产力,是实现经济持续稳定增长的动力之源,政府应建立合理有效的鼓励创新创业的法律法规,完善科技创新的激励机制,打破不合理的垄断和壁垒,为企业的创新发展提供公平有效的竞争环境,使企业通过科学技术的创新和发展不断提升自身竞争力,提高产品质量和技术标准,为克服非关税措施、进入国际市场做好准备。

长期停滞现象及其对中国的影响

范志勇 杨柳青

摘要:2008年金融危机之后,长期停滞这一概念被重新提起,尽管此前也有经济学家提出并发展长期停滞这一假说,但是并未被重视。在金融危机后的恢复期,经济复苏之缓慢让人们重新相信长期停滞的存在,并且开始关注长期停滞在国际间的传导和长期停滞的解决途径,本文对长期停滞假说最早的提出和后续发展进行了总结,长期停滞作为对经济发展趋势的假说,其存在性仍需讨论,本文从经济增速、全要素生产率等方面观察了长期停滞在现实经济中的存在性。在世界经济一体化程度日益增加的今天,美国等发达经济体和个别非发达经济体出现的停滞状态令人不得不担忧其对中国的影响。本文重点分析了全球长期停滞下中国可能受到影响的程度和路径,对解决普遍性的长期停滞进行了思考,分析了美国贸易保护主义政策对解决美国乃至全球长期停滞问题中的不利作用,并在最后为中国应对长期停滞分别提出了短期和长期中的政策建议。

关键词:长期停滞 全要素生产率 均衡实际利率

一、全球长期停滞现象

2008年金融危机之后,全球经济增速出现下滑趋势。尽管在各国大规模扩张性刺激政策的作用下,全球经济曾经出现短期反弹,但随着刺激性政策效果的逐渐递减,经济增速再次陷入下降通道。在2019年4月份的演讲中,拉加德(2019)指出自2019年1月末以来,全球经济增长开始失去动力,而且这次增速的放缓是全球共同的同步放缓。Solow(2014)给长期停滞作了一个简明的定义,即一国经济长期低速增长且无法充分利用其潜在生产能力。根据该定义,长期停滞首先表现为经济增速放缓,并且维持较长时期;其次从产出缺口的角度看,长期停滞意味着一国产出缺口长期为负值。Eichengreen(2015)对长期停滞的定义则是由于意愿储蓄超过意愿投资所导致的自然利率趋势性下降以及产出缺口的持续存在和经济增速持续下降。

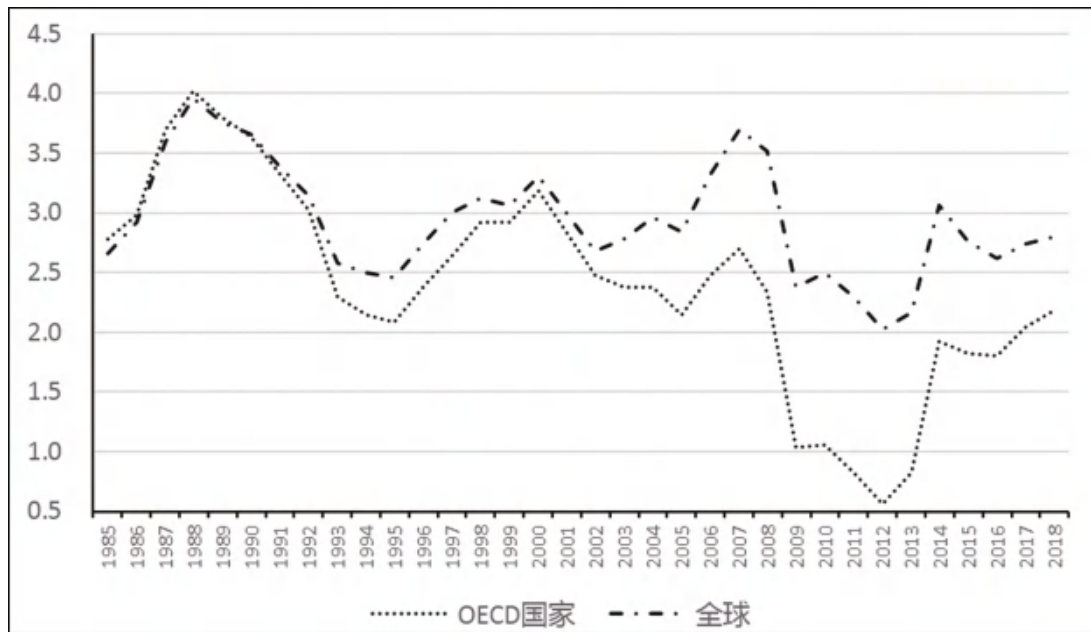


图1 实际GDP增速1985—2018(五年移动平均)

单位:% 数据来源:EIU country data

考察全球GDP增速的变化情况,我们可以发现全球实际GDP增速自20世纪80年代中期至2018年存在一定的下降趋势。其中,以五年移动平均值计算的实际GDP增速在2009年至2013年处于低谷,其后虽然有所恢复但是幅度较低。

2018 年全球实际 GDP 增速 5 年移动平均值为 2.8%。以 OECD 国家为代表的发达经济体 GDP 增速下降的趋势更加明显,2018 年 OCED 国际实际 GDP 增速 5 年移动平均值为 2.2%。

长期停滞第二个直观的表现是实际利率的持续性下降。事实上,早在 2008 年金融危机爆发之前,Desroches 和 Francis (2006)就发现从 1980 年代初开始,G7 发达国家的长期实际利率就进出了持续下降通道。IMF (2014)再次确认了从 1980 年代起,世界范围的实际利率出现明显下降。

除了 GDP 增速下降之外,Posen 和 Zettelmeyer(2018)还特别关注了生产率下降的现象,全要素生产率增速和单位时间产出增长率等指标都可以用来考察一国经济是否陷入长期停滞状态。单位时间产出衡量了劳动与生产过程中所使用的其他生产要素的结合程度,可以反映出资本、中间投入、技术、效率变化、规模经济等的存在和使用情况。作者研究发现几乎所有 OECD 国家的平均生产率增速都低于 2008 年金融危机前和二战后之后的长期平均水平。20 世纪 90 年代中期美国经历了一轮短暂的全要素生产率快速增长时期,2000 年之后 TFP 增速进入下行通道。如果以单位时间产出增长率来衡量生产率,发达经济体生产率增速从 1975 年以来总体下降趋势明显,见图 2 和图 3。

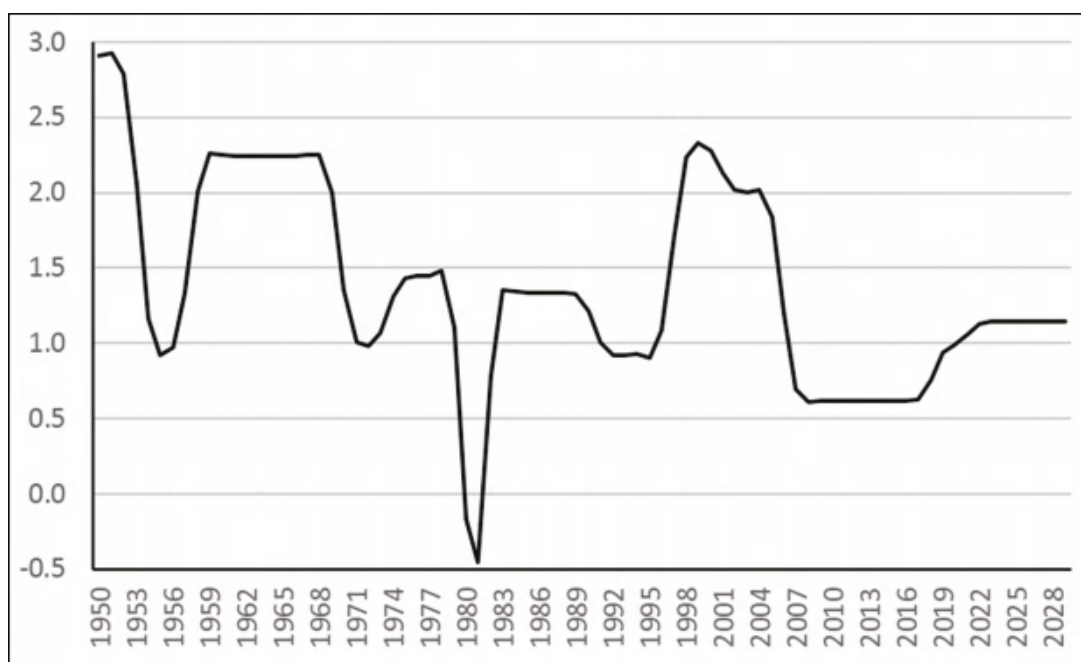


图 2 美国全要素生产率增速 1950—2018 (%)

单位:% 数据来源:CBO (Congressional Budget Office)

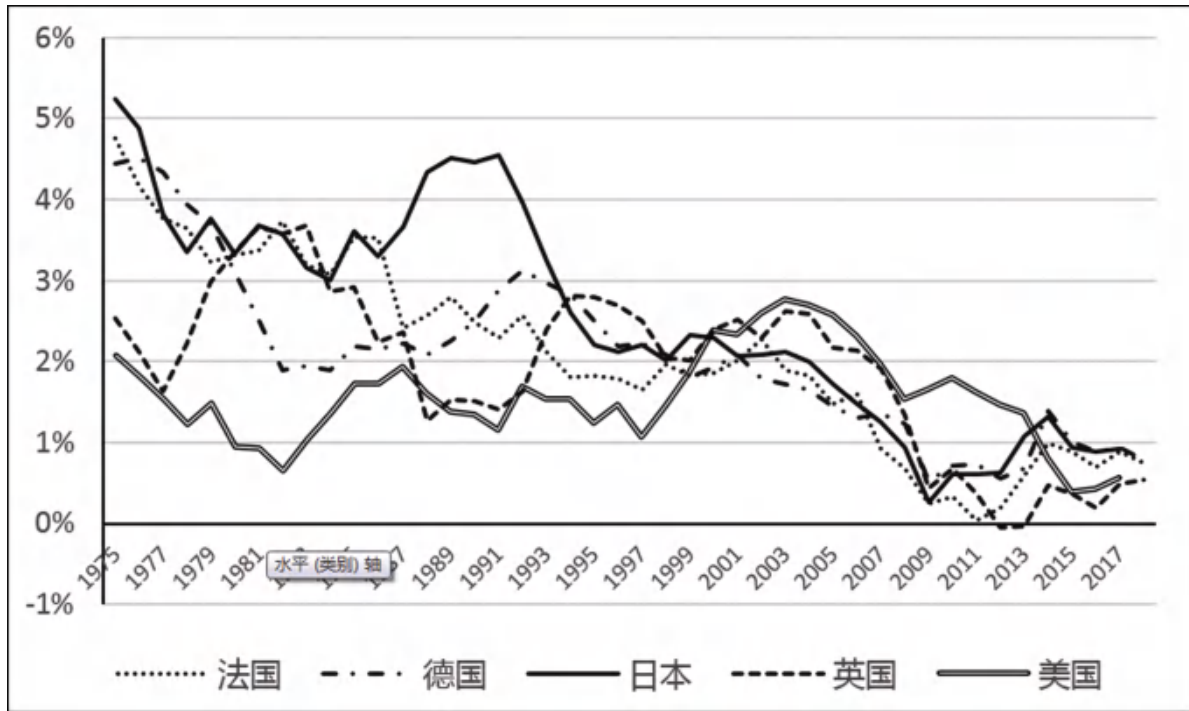


图 3 Growth of GDP per hour worked(2012 价格,五年移动平均)1975—2018
 数据来源:OECD (2019), GDP per hour worked (indicator). doi: 10.1787/1439e590-en

二、长期停滞假说的提出及影响机制

长期停滞(secular stagnation)概念最早是由美国经济学家 Hansen 在 1939 年提出。20 世纪 70 年代,随着西方工业化国家经济进入滞涨状态,长期停滞理论曾经得到一定程度的发展。2008 年金融危机之后,由于 Gordon(2012)、Eichengreen (2015)和 Summers(2013)等金融危机之后,这一概念再次受到学界的关注。

(一) Hansen 长期停滞假说的提出

Hansen(1939)将经济进步(Economics progress)的构成要素总结为发明(innovation)、新领土和新资源的发现和使用、人口的增长三个方面,这些不同构成要素之间分别互相组合都可以增加投资,促进资本形成的快速增长;这些因素的变化也会导致投资、经济增长和就业产生一系列持续性问题。

Hansen 认为人口增长是影响经济进步的重要因素。在经济思想史上,经济学家关于长期中人口增长与经济增长关系的观点存在显著分歧。马尔萨斯认为人口持续增长会造成人均资源不足,进而产生灾难和战争,从而自动实现人口的减少。该理论认为人口增长率的放缓对于经济和社会的影响是正面和积极的。而亚当·斯密则认为人口增长会刺激经济进步,同时经济进步也会反作用于人口增长,从而形成两者间的良性互动。斯密认为,经济进步会带来分工细化进而促进劳动生产率的提高,生产率的提高又将增加收入和储蓄,储蓄的增加导致投资扩张,从而产生更多的劳动力需求和工资水平的升高。劳动力需求增加和工资水平的提高都有利于人口进一步增长,人口增长会带来市场规模的扩大和创新的增加,进一步深化分工并增加财富。因此人口增长既是经济进步的后果也是经济进步的原因。Hansen 认为人口从快速增长到持续放缓的变化将会导致经济出现严重的结构性失调。人口增长放缓意味着在边际上能与资本进行组合参与生产活动的劳动力减少,从而导致回报和投资更低。由此可见 Hansen 关于长期停滞的思想一定程度上是继承了亚当·斯密的观点。^①

长期停滞理论的提出具有明显的时代背景。1929 年“大萧条”前,美国的“西部扩张”运动引发了持续的投资热,随之而来的是人口增长和技术进步,这都极大促进了需求。但 1929 年开始的“大萧条”打破了人口、投资原有的高速增长,美国经济步入了严重的衰退。整个 20 世纪 30 年代,美国的人口增长只有 20 世纪前 20 年一半的水平。在此背景下,Hansen 认为人口增速放缓所引起投资下滑将导致美国经济长期处于就业不足的状态。如果没有额外的刺激政策,当时的美国经济很难凭借自身力量走出大萧条的阴影,实现充分就业和金融稳定。在此之后,“长期停滞”假说并未引起很大反响,其主要是因为二战后的“婴儿潮”使得他所预期的人口增速放缓并未发生。二战之后投资、消费需求反弹强劲,全球资本主义国家的经济增长在二十世纪五、六十年代迎来了一段“黄金年代”。Hansen 当时的假设、结论都没有得到历史的支持,“长期停滞”假说也随之归为沉寂,(邹静娴,2018)。

虽然 Hansen 提出长期停滞之后没有得到广泛关注,但是之后仍有一些研究认可其所提出的概念,特别是在 20 世纪 70 年代西方工业化国家经济陷入滞涨的状态之下。Scaperlanda(1977)重提 Hansen 的长期停滞假说,他同样认为,经济危

^① 除此之外,人口增速下降和人均寿命延长还可能导致储蓄率下降,从而导致实际利率反弹,Goodhart and Philipp Erfuth (2014)。然而无论是全球数据还是发达国家数据都没有发现人口增长率与 GDP 增长率之间存在任何明显相关性,Eichengreen (2015)。

机的持续和经济中某些因素在长期中的影响不可分割。他认为尽管 Hansen 观察到的人口增长放缓的趋势被与第二次世界大战相关的“婴儿潮”大幅逆转,但是他对美国总人口数据进行了不同的处理,发现自 1955 年以来,美国人口的绝对增长率一直在下降,1960 年之后下降得更加严重。其研究维护了 Hansen 基于人口增长和经济进步的关系的长期停滞假说,并且还新增了一个推动经济进步的因素,即边疆战争,因为他认为战争也能对投资带来新的刺激,战争消耗大量资本用于购买重型作战机械,并且这些机械在战争中的折旧很快,所以可以对非战争国家的第二产业产生投资刺激,进而带来经济的实际增长。

表 1 引自 Hansen's Secular Stagnation Thesis Once Again, Anthony Scaperlanda

时期	总人口(10年平均)	每十年总人口变化	每十年人口变化率
1946—1950	146,721,000	—	—
1951—1955	160,314,000	13,593,000	9.26%
1956—1960	174,854,000	14,540,000	9.07%
1961—1965	189,133,000	14,279,000	8.17%
1966—1970	200,706,000	11,573,000	6.12%
1971—1975	210,362,000	9,656,000	4.81%

数据来源: Economic Report of the President (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, 1976)

(二)2008 年之后长期停滞理论的新发展

2008 年金融危机之后,以 Summers 为代表的一批经济学家重新提出长期停滞理论。Summers(2013)指出,金融恐慌于 2009 年秋季已经得到了成功控制,信贷息差也已恢复正常;然而在金融正常化至 2013 年这四年中,劳动参与率并没有得到提高,实际 GDP 和潜在 GDP 的差距进一步扩大。考察美国劳动参与率在 1949 年至 2017 年间的变化,可以看出 2008 年开始到 2015 年间,美国的劳动参与率一直在持续大幅下跌,甚至低于 20 世纪 70 年代末期的劳动参与率水平,见图 4。这一趋势符合 Summers 所说的在 2009 年金融正常化以来的四年中,美国的劳动参与率并未提高。根据原始数据,2009 年美国劳动参与率约为 65.4%,2013 年这一指标为 63.3%,劳动参与率下降了约 2.1 个百分点,如此严重的劳动参与率的下跌,直观地反映出在表面上金融恐慌结束、金融正常化的危机后的恢复期,美国确

实面临着明显的总需求不足的问题。

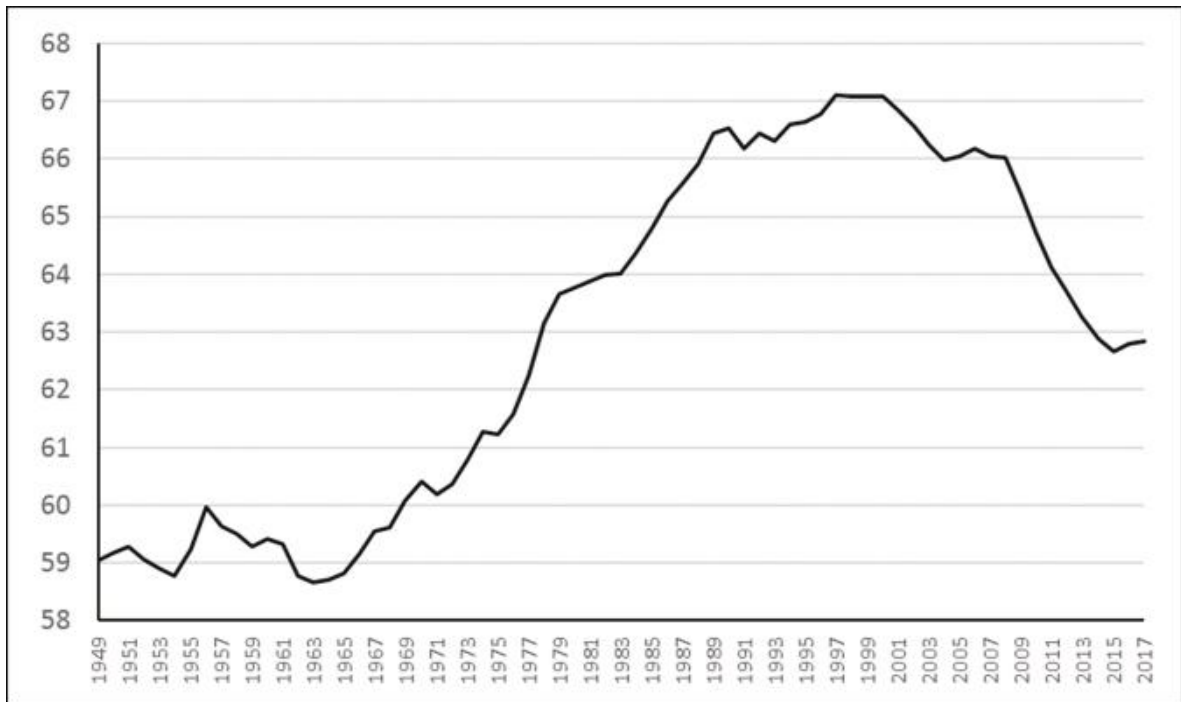


图4 1949—2017年美国劳动参与率

单位：% 数据来源：Supplemental of CBO's January 2019 report The Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029.

Eichengreen(2015)总结了可能导致长期停滞的4种不同机制。总结起来包括由于投资机会缺乏所导致的投资率下降和投资品相对价格下降；新兴市场国家导致的全球储蓄率上升；以及人口增长率下降等因素。首先，技术进步和生产率提升速度下降所导致的投资机会减少以及投资品相对价格的下降可能产生长期停滞。Gordon(2012)指出第二次工业革命(包括电力、内燃机、室内自来水等)对于提高生产率和生活水平的贡献远远高于第三次工业革命(包括计算机/互联网)中的发明的贡献。私人电脑也许便于人们玩游戏,但是对于提高生产率来说,并没有什么作用。而且目前世界上并没有像电力和内燃机这样的伟大发明问世。目前世界面临着总需求停滞不前的困境,即使在利率已经接近零利率下限的时候家庭消费和企业投资仍然低迷,高收入群体往往有着相对较低的消费倾向,而美国收入增长的部分几乎全部流入了高收入群体,从而导致了正利率下的过度储蓄和投资低迷。其次,新兴市场国家崛起导致的全球性过度储蓄和实际利率下降可能加剧长期停滞

的严重程度。这种解释主要来自 Bernanke(2005)提出的“全球储蓄过剩理论”和 Greenspan (2005)提出的长期利率下降之谜。由于新兴市场国家金融市场发展滞后、缺少社会安全网等原因,居民不得不通过预防性储蓄来替代资产组合多元化,储蓄增加本身就压低了消费需求。而且这些储蓄大多数转化为新兴市场国家的外汇储备,从而压低了全球利率。

Gordon(2012)从全球经济增长史的角度指出经济增长可能并非连续的过程,甚至悲观的认为工业革命后仅 250 年的经济快速增长可能是人类历史上绝无仅有的特殊时期。以美国经济为研究对象,Gordon(2012)探讨了全球前沿国家长期经济增长趋势。即使创新能以 2007 年金融危机爆发前 20 年的速度持续涌现,美国经济也面临包括人口、教育、不平等、全球化、能源/环境以及消费者和政府债务等 6 大方面的压力使美国未来长期增长速度仅仅达到 1860 年至 2007 年 1.9% 年增长率的一半甚至更低。随着前沿国家创新增速下降,全球经济增速将不可避免的陷入长期停滞。与 Gordon(2012)相对悲观的结果不同,另外一些被称为“技术进步乐观主义者”的经济学家则认为美国生产率增速将随着数字技术的发展重新回到 2% 左右的年增长率,这一增长率大致与 1950—1972 年和 1996—2004 年生产率增速水平相当,如 Mokyr,?? Vickers 和? Ziebarth (2015)和 Branstetter 和 Sichel (2017)等。

三、全球长期停滞与中国经济的关系

中国作为一个新兴市场国家,是否会受到全球“长期停滞”的影响呢? 在 Eggertsson 和 Summers 等人提出的总需求疲软从而导致自然利率下降甚至为负值的长期停滞逻辑中,世界主要发达经济体经济停滞,需求降低,很可能会通过影响我国的出口需求。除此之外,在经济长期停滞背景下,收入分配和债务问题可能进一步恶化从而导致民粹主义和保护主义不断强化,对经济全球化进程和多变经济治理框架造成重大冲击。

(一)从国际贸易和资本流动看中国与长期停滞

中国作为一个发展中国家,在世界贸易和全球资本市场中参与程度很高,而世界贸易和国际金融则很可能是长期停滞得以传播的渠道。长期停滞通过两种方式在不同国之间传播(Eggertsson 和 Summers,2016)。第一种方式是国外需求疲弱

的同时存在零利率下限,导致本国出口需求减弱,实际汇率上升。央行不得不采取措施降低利率以提高总需求,避免产出过剩。中国作为世界贸易大国,在全球贸易体系中扮演着出口大国的角色,我国经济在一定程度上依赖于出口贸易,我国在改革开放以来的蓬勃发展也确实得益于我国的开放以及由此带来的广泛的世界贸易。在美国、欧洲、日本等发达经济体出现“长期停滞”的同时,其出口需求的疲弱势必会影响中国出口总需求,从而通过这条路径形成“停滞”的扩散。

中国出口增长率在金融危机爆发的 2008 年出现明显下降,2018 年出口增长率仅为 7.2%,而金融危机爆发之前,中国出口总额已经维持了六年每年超过 20% 的增长速度,这一增长放缓在 2009 年甚至扭转为出口总额的大幅缩水,2009 年中国出口总额比 2008 年减少 18.29%,而 2010 年出口总额比 2009 年增长了 30.47%。出现长期停滞的经济体的需求不足很可能对中国出口造成不利影响,而这种不利影响的程度或者严重性又和其在我国总出口份额中的占比密切相关。根据国家统计局对我国出口的国别贸易额统计,1998 年至 2017 年间,在我国总出口中平均份额占比高于 1% 的国家为美国、日本、韩国、德国、荷兰、英国、俄罗斯、澳大利亚、意大利、法国、加拿大、西班牙和墨西哥,除了俄罗斯和墨西哥均为发达经济体,在这些出口份额占比高于 1% 的国家中,美国和日本的份额占比最为突出,两国的平均占比分别为 19.29% 和 10.33%。根据在第二部分对一些经济体——主要是发达经济体的分析,可以认为这些国家在金融危机之后出现了停滞。从下图可以看出,从 1998 年开始,美、日、韩、德、荷、英、俄、澳、意、法、加、西、墨这 13 国总体在我国出口中的份额占比从 57.13% 一直下降到 2013 年的 45.5%,又在四年后的 2017 年回升到 48.42%,这 13 国 1998 年至 2017 年平均份额占比超过 52%,可见其在我国出口贸易中举足轻重。

长期停滞在不同国之间传播的第二种方式是跨境资本流动。Summers 认为,金融危机之后许多发达经济体之所以没能像以往的经济周期性波动中那样在一段时间内恢复繁荣,正是因为经济的均衡实际利率已经突破零达到负值,而现实中由于货币政策受到零利率下限的限制,永远无法使利率达到负值。这使得经济无法达到均衡,这一非均衡的结果就是在出现长期停滞的国家存在过度储蓄和投资缺乏。在现今世界中,国别之间资本流动的障碍越来越小,长期停滞国家可以作为资本流出国将过度储蓄通过国际资本流动被资本流入国吸收,而这一过程实际上就是长期停滞国家对非停滞国家的跨境投资,这种投资会给非停滞国家造成利率下行压力,全球资本市场的一体化程度越高,非停滞国家受到的这种压力就会越大。

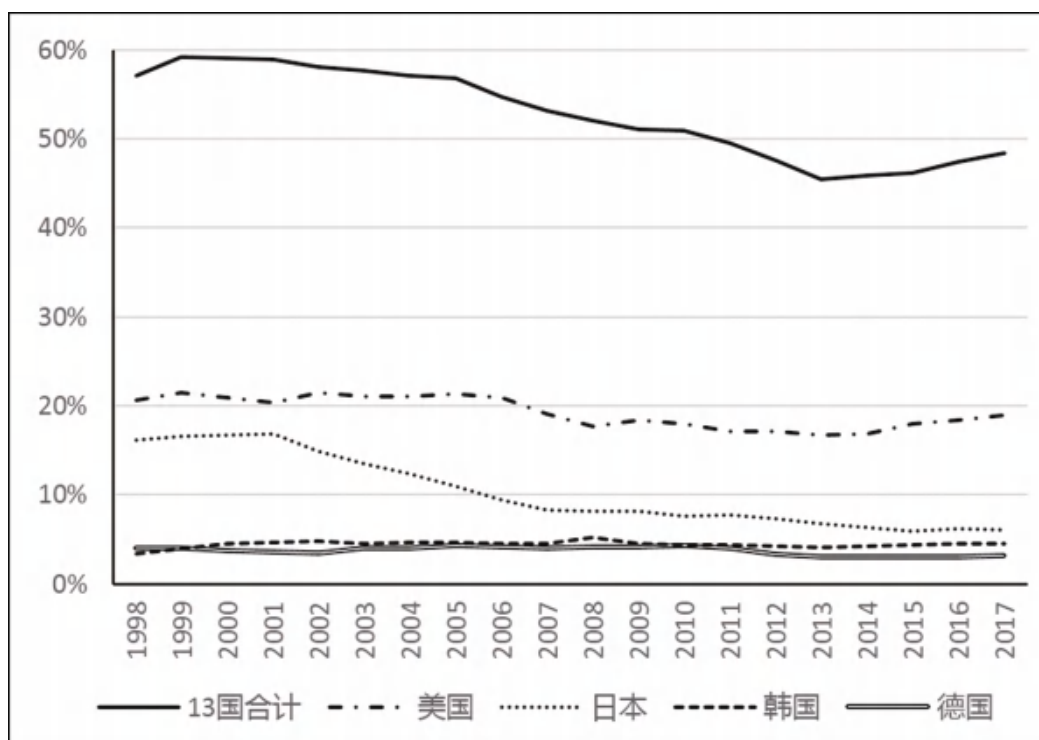


图5 1998—2017年美日韩德等13国在中国总出口中份额占比
数据来源：国家统计局

(二)从全要素生产率看中国与长期停滞

前面从发达经济体需求疲弱影响我国出口进而影响我国利率水平和经济增长,以及发达经济体过度储蓄转嫁到中国等新兴经济体进而带来利率下行压力两个方面分析了中国与长期停滞的关系,接下来从另外一个角度——全要素生产率的角度来考察我国与长期停滞,全要素生产率的增速放缓被定义为长期停滞的表现,Posen和Zettelmeyer指出,这种低增长在美国开始于20世纪90年代中期,此时TFP的临时繁荣刚刚结束。而中国作为新兴市场经济体,是否出现了全要素生产率增速放缓的现象呢?这需要了解我国的全要素生产率等潜在经济增长率,2015年,郭豫梅和陈彦斌对此做出了研究,得到结果为2008—2011年间我国全要素生产率为0.42%,在2012—2014年间降低至-0.13%,对2015—2020年的预测在基准情况下全要素生产率将回升至1.01%,悲观情况下也将回升至0.79%,高于2008—2011年的水平。虽然该文对全要素生产率在2015—2020年间的估算倾向于向好回升,但对潜在GDP的增长率预测并不乐观,即使在乐观情况下也将比

2012—2014 年水平下降 1.5%。

表 2 1979—2020 年中国潜在经济增长率

	1979—1989	1990—1999	2000—2007	2008—2011	2012—2014	2015—2020
潜在 GDP 增长率	9.67%	9.74%	9.87%	10.82%	9.37%	6.31%
资本增长率	8.29%	11.06%	14.22%	18.62%	16.94%	9.61%
潜在劳动力增长率	3.45%	1.42%	0.65%	0.40%	0.35%	-0.08%
人力资本增长率	2.74%	0.95%	0.81%	0.98%	0.99%	0.66%
TFP 增长率	2.38%	2.82%	1.73%	0.42%	-0.13%	0.79%

引自郭豫梅、陈彦斌(2015)

结合其他的研究可以发现,中国的全要素生产率增速从 21 世纪初期开始进入放缓的趋势。那么中国是否会受到全球发达经济体长期停滞的影响,进入类似的长期低增长停滞状态呢? José De Gregorio 认为发达经济体的生产率增长放缓可能会影响新兴市场经济体,因为新兴市场经济体的生产率增长与发达经济体的生产率增长息息相关,并且可能由于进出口贸易的溢出效应增加,近年来这种相关性有所提高,所以发达经济体生产率的低增长可能会使新兴市场经济已经黯淡的局面加剧。这种相关性的增加同样得到了 Summers 和 Eggertsson 的认同,他们认为在长期停滞时期,英国脱欧等的溢出效应比非停滞正常时期更加显著。下图将中美全要素生产率增速同时反映出来,可以看出进入 21 世纪以来,两国的生产率增速都有所下降,但是未能观察到明确的相关性。

但是这并不能说明不存在 De Gregorio 所说的相关性,因为中国作为新兴市场经济体,同时作为发展中国家,技术和效率水平实际上落后于美国这一发达经济体,通过国际贸易等影响渠道,美国的技术水平和对生产要素的利用效率的变化存在溢出效应,可能对中国的技术和效率有一定影响,这种影响也势必使得中国的生产率增速变化滞后于美国的变化,所以为了更好地观察二者相关性,将中国的指标水平滞后 7 年,图 6 反映了中国 1990 年到 2009 年和对应美国 1997 年到 2016 年的全要素生产率增速情况,我们可以发现二者的变化趋势高度吻合,这也佐证了 De Gregorio 所说的相关性。由此反映出,我国的全要素生产率增速在一定程度上在重复美国的趋势路径,这说明我国经济增长在一定程度上依赖于外来的技术创新和效率进步,而在未来,一方面美国等发达经济体在长期停滞状态下的技术创新并不像工业革命时期那样劲头十足,另一方面,这种依赖会提高我国经济增长的不稳

定性,所以这种依赖会使得我国在全球长期停滞环境下免于、降低负面影响的难度进一步加大。

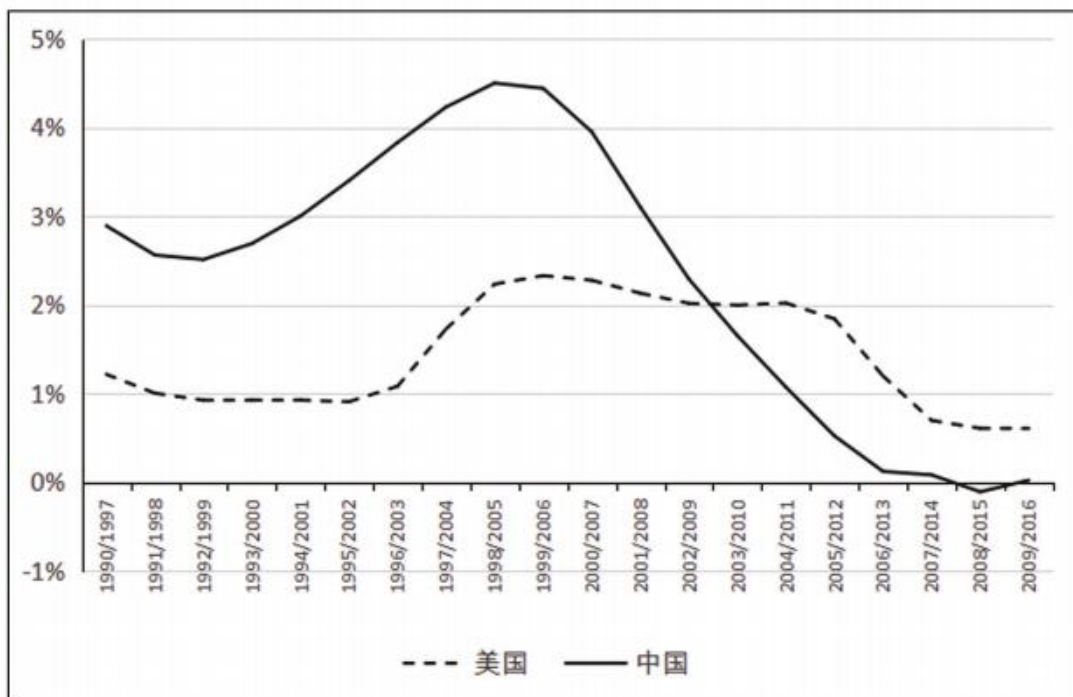


图6 中国(1990—2009)和美国(1997—2016)全要素增长率增速对比(中国滞后7年)
数据来源:杨营营,2018;美国数据来源:CBO

四、长期停滞的控制与解决

新兴市场经济体和发达经济体之间人均收入的差距缩小和发达经济体与新兴市场经济体的经济增速的差距缩小之间的矛盾可能是现在中美之间,或者更广泛地说,美国等发达经济体和中国等新兴市场经济体之间存在的最主要的现实矛盾。

一方面,在发达经济体长期停滞的全球经济环境下,一旦长期停滞从现在的发达经济体特有现象,发展成为全球普遍现象,全球的均衡实际利率将持续下行。如果要使长期停滞不发展成为全球现象,那么全球均衡实际利率即使不能保持上行或平稳,也起码不能持续下行,在发达经济体低增长低利率的停滞下,这就势必要求新兴经济体保持一定增长,即从解决、控制长期停滞的角度出发,全球经济需要新兴经济体的增长,新兴经济体经济的增长同时也意味着其生活水平向发达经济

体的追赶。真正推动经济增长的是全要素生产率的加速增长,而非简单的要素积累(De Gregorio, 2018),目前,大多数新兴市场经济体的全要素生产率的增长速度低于美国,从经济增长的结果来看,以中国为例,近年来其 GDP 增长速度也确实在持续下降,所以依靠新兴经济体的增长避免全球陷入长期停滞是现在亟需的,也同时存在困难。

另一方面,美国等发达经济体本身由于长期停滞,已经出现总需求不足,从而影响新兴市场经济体的出口贸易,而且现在全球还出现了强烈的逆全球化趋势,最典型的即是美国和中国之间的贸易摩擦。由于美国自身经济增速不及其贸易伙伴国而引起的长期巨额逆差,是美国引爆贸易战的主要原因(邹静娴, 2018),所以只有中美的经济增速差距缩小才能真正缓解目前的中美贸易摩擦。Posen 和 Zettelmeyer 也指出,根据研究,即使为了缓解低增长的长期停滞,美国等发达经济体应该减少关税和非关税贸易壁垒,从而抵消生产率增速放缓带来的不利影响以及减少生产率增速的进一步放缓,但是许多政府,尤其是美国政府,最近一直在实施相反方向的对外贸易政策。

更进一步,特朗普采取贸易保护主义政策,对中国展开一系列阻碍自由贸易的关税政策,这些措施能够切实解决美国失业问题的前提是中美之间的贸易确实导致了美国失业率的提高。Amiti 和魏尚进(2006)对美国外包对就业的影响进行了实证研究,发现 1992 至 2000 年间,如果将 96 个行业细分为 450 个制造业,原材料外包对就业存在的负效应低于 0.5 个百分点,而不细分时,原材料外包对就业的负效应不复存在,即原材料外包对其他行业就业的拉动可以弥补对部分行业的就业负效应,所以美国的服务外包在提高了某些制造业失业率的同时为同行业的其他制造业带来了更大的需求和新的就业。Dai(2017)建立了基于美国国内生产价值链和全球价值链以考察中美贸易对美国就业的影响,使用 2000—2014 年数据,发现来自中国的进口带来了更多的服务中间投入,同时美国就业下降的主要原因是劳动生产率的提高,仅有约 2% 的下降归因于从中国的进口,最终认为美国与中国的贸易并不是美国就业率下降的主要原因,而且对中国的出口可以在很大程度上抵消进口造成的失业。Feenstra 和 Sasahara(2017)通过投入产出分析考察了中美贸易对美国劳动力市场的就业影响,发现在 1995—2011 年间,美国商品出口的增长带动了总计 370 万个就业岗位,同时从中国进口减少了总计 200 个就业岗位,存在 170 万工作岗位的劳动需求净增长。2006、2017、2019 年的研究的结论是相似的,研究时间跨度涵盖 1992—2014 年,中美贸易对美国就业的影响绝不应该从进

口和失业率两个指标出发建立单纯直接的联想,而是应该严谨地进行分析,认识到中美贸易并非导致美国失业率下降的根本原因。

综上,站在解决长期停滞和解决美国经常账户长期逆差的两个不同立场时,美国政府决策出的政策导向是截然相反的,然而美国政府实际采取的贸易保护政策并没有对症下药,贸易战并非从原因解决问题,而是错误地总结了中美贸易和美国就业之间的关系。同时很不幸的是,美国等国家政府现在采取的贸易保护主义政策是不利于解决和面对长期停滞的,也就是说特朗普总统在当下面临这两个立场,为美国选择了后者,在这种情况下,新兴市场经济体通过维持本国出口贸易稳定增长的良好态势来保持经济增长,进而为全球提供新的增长点以解决和控制长期停滞的全球化这条解决路径是无法实现的。

受到逆全球化—贸易保护主义的限制,要解决长期停滞的全球化,还有两种可能性解决路径。技术派的 Gordon 总结了工业革命和生产率的关系,工业革命/技术革命出现的初期,人均产出和生产率会快速增长,而当该次工业/技术革命的创新技术、思想已经被完全应用于工厂、办公、经济后,生产率的增长就会开始显著放缓。也就是说,经济增长是依赖于工业/技术革命的一次性事件,任何技术、思想上的创新和进步能够带来的经济增长是有限的、阶段性的,而非永续的,所以经济增长不可能是一个持续不断的长期过程。所以第一种解决路径是在世界范围内出现像工业革命一样的新的技术爆发点,从而从技术层面解决长期停滞困境。如果这种新的技术革命能够出现,在发达经济体出现的可能性会更高,因为发达经济体的创新环境和创新成果的积累都要好于新兴市场经济体,即使这种技术革命出现在新兴市场经济体,不能直接解决发达经济体的长期停滞困境,也仍然可以控制长期停滞的全球化,并且根据以往工业革命的先例,技术革命将为其他国家同样带来增长的利好,尤其是在当今世界经济一体化程度远高于工业革命时期的情况下,但是这种技术革命是经济发展中的突发“冲击”,而非必然结果。第二种解决路径是中国等新兴市场经济体摆脱长期以来依赖出口贸易和全球资本流入的旧的经济增长模式,但是在中国步入经济新常态,一直努力进行产业结构升级和转型以化解结构性失衡的今天,这种期望也不可能在短期内实现。

五、应对长期停滞的政策启示

基于上文的分析,我们可以从四个方面考虑应对长期停滞的策略。

(一)积极扩大国际贸易。在短期中,我国应该制定积极的出口刺激政策,避免出现长期停滞的国家的总需求下降而影响我国出口贸易和经济增长,同时注重在出口刺激政策中对科技含量更高的商品有所倾向,对高度依赖我国自然资源、不可再生资源的商品减少支持,从而逐渐调整我国出口结构,为转型做好前期准备。在长期中我国应该大力发展对非停滞国家的出口贸易,继续调整出口贸易的国别和产品结构,提高出口稳定性,比如一带一路政策就是很好的选择。发展新的贸易伙伴,提高新贸易伙伴的出口份额占比对于我国改善出口贸易有着至关重要的作用,从历史上也可以得出这一结论,在金融危机爆发后的第一年,我国出口贸易总额受挫严重,而仅一年后,我国出口贸易总额增长率大幅恢复,其中一大原因就是我国在该年与东盟等新兴市场双边贸易快速增长。发达经济体在我国出口贸易份额中占比逐年下降,如果不能及时和新兴市场经济体建立充分、良好、自由的贸易伙伴关系,我国势必面临出口需求萎缩的困境,这对处于转型时期的中国绝非好事,转型和改革都需要一个较为稳定的整体经济环境。

(二)促进跨境资本流动。短期中,为防止长期停滞通过资本流动的方式进行传播,我国在保持开放态度的同时应该对外资流入保持谨慎态度,Eggertsson 和 Summers(2016)提出,长期停滞国家明显会更加偏好其贸易伙伴国采取扩张性财政政策。因为其贸易伙伴国的进口商品能够享受到这种政策利好,并且扩张性财政政策能够导致其贸易伙伴国的实际利率上升,吸引外国资本,从而解决长期停滞国家的过度储蓄和投资低迷的均衡困境问题,这看似对解决全球长期停滞是种思路,但是他们同时指出,这两种路径都是以牺牲其贸易伙伴国的利益为代价的,即如果中国采取扩张性财政政策,利于长期停滞中发达经济体解决困境,但是同时也会牺牲我国利益,所以在长期停滞大背景下,我国采取扩张性财政政策时应更加审慎,应该细化政策对象,有针对性地进行刺激,而非采取普遍性的财政政策。

(三)维持合理的企业利润率水平。刺激投资的根本在于提高潜在投资利润率,而非降低利率,这对现实有两个方面的指导意义:一方面,无法将利率降低至零下限以下的发达经济体无需纠结于此,应采取扩张性财政政策鼓励、支持新技术的研发,从而为投资和经济提供新的出路,而且如 Gordon 所言,虽然第三次工业革命(计算机和互联网)对经济的拉动作用不及第一次工业革命(蒸汽机、棉纺、铁路)和第二次工业革命(发电机、内燃机、自来水)的作用那么凶猛和即时,但是在第三次工业革命后的长期中都存在对经济的拉动作用,所以即使现在无法出现如前三次工业革命级别的技术创新,相信一定水平和数量的技术创新也能在未来的经济中

发挥积极作用,从而避免长期停滞成为一个中长期,甚至超长期的问题。

另一方面,对于中国这样的新兴市场经济体而言,这意味着降低利率不如推高利润率,因为只有利润率的提高才能使投资、经济主动、自动向好,所以采取降低利率的货币政策不仅有通胀风险,更是在根本上把改革之力用在了错误的地方。在没有出现技术革命的情况下,中长期中也许不能通过宽松的货币政策扭转未来6%增长率的态势,但是中国并未步入长期停滞,中国的均衡实际利率仍然是可以达到的,所以可以通过宽松的货币政策在短期内稳增长,当然长期中还是需要依靠结构升级和转型来维系经济的长期稳定增长。

(四)鼓励技术创新。中国全要素生产率增速和美国存在很明显的滞后相关性,所以中国要在全球长期停滞浪潮中维持稳定或高增长,要求中国进一步在技术创新和效率进步上减少对美国等发达经济体的依赖,只有真正实现我国经济结构的调整,才能经受得住全球长期停滞的压力。无论是供给侧改革还是技术革新,都不是轻而易举,一蹴而就的。新的改革都是硬骨头,长期才有改革红利而短期内甚至可能是负红利,但是只有实现转型,我国经济才能实现新常态到新阶段的跨越,才有可能向高收入靠近,才能提高在风险和逆境中的承受力,所以我国的各方面政策应该以实现我国结构调整,技术出现强有力的创新为中长期目的,鼓励各类创新成果,为技术创新和专利发明提供更加完善的政策支持。

参考文献

- [1] Scaperlanda, A., (1977). Hansen's Secular Stagnation Thesis Once Again. *Journal of Economic Issues*, 11, 223–243.
- [2] Higgins, B., (1950). The Concept of Secular Stagnation. *The American Economic Review*, 40(1), 160–166.
- [3] Coen, T., and R., Baldwin (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures.* (pp.41–45). *Secular stagnation: A review of the issues.*
- [4] Hamberg, D., (1953). Income Growth in Secular Stagnation and Inflation. *The Economic Journal*, 63, 608–626.
- [5] Desroches, B., and M., Francis (2006), “Global Savings, Investment, and World Real Interest Rates,” *Bank of Canada Review* (Winter 2006–7), pp.3–17.
- [6] Eichengreen, B., (2015). *Secular Stagnation: The Long View.* *The American Economic Review*, 105(5), 66–70.
- [7] Feng Dai & Ruixiang Liu & Shunfeng Song. (2019). Gains or Pains? Effects of US - China Trade on US Employment: Based on a WIOT Analysis from 2000 to 2014. *Emerging Markets Finance & Trade*, 1 - 21.
- [8] Gauti B. Eggertsson & Neil R. Mehrotra & Lawrence H. Summers (2016). *Secular Stagnation in the Open Economy.* *The American Economic Review*, 106, 503–507.
- [9] Goodhart, Charles and Philipp Erfuth (2014), “Demography and Economics: Look Past the Past,” *Global Macro Analyst*, New York: Morgan Stanley (8 October).
- [10] Gordon, R. (2012). Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. *CEPR Policy Insight*, 63, 1–13.
- [11] Gordon, R. (2015). *Secular Stagnation: A Supply–Side View.* *American Economic Review: Papers & Proceeding*, 105(5), 54–59.
- [12] Hansen, A., 1939, “Economic Progress and Declining Population Growth”, *The American Economic Review*, 29(1), 1–15.
- [13] Ignacio Perrotini (2015). Profiting from financialization, secular stagnation and wage anchors: a commentary on Lapavistas (2013). *Dialectical Anthropology*, 39, 329–336.
- [14] International Monetary Fund (2014), “Perspectives on Global Real Interest Rates,” *World Economic Outlook* (April), chapter 3.

- [15] Lawrence H. Summers (2013): Speech at the IMF's Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, Washington D.C., 8 November.
- [16] Mary Amiti & Shang-Jin Wei (2006). Service Offshoring and Productivity: Evidence from the United States. NBER Working Paper Series, Working Paper 11926.
- [17] Mary Amiti, 魏尚进, 刘晓萍, 张明志. 服务外包、生产率与就业: 基于美国的实证[J]. 经济资料译丛, 2006(04): 39—63.
- [18] Renuka Mahadevan & John Asafu-Adjaye (2006). Is There a Case for Low Inflation-induced Productivity Growth in Selected Asian Economies?. Contemporary Economic Policy, 24, 249—261.
- [19] Robert C. Feenstra & Akira Sasahara (2017). The “China Shock”, Exports and U. S. Employment: A Global Input—Output Analysis
- [20] Takeo Hori & Noriko Mizutani & Taisuke Uchino. (2018). Endogenous structural change, aggregate balanced growth, and optimality. Econ Theory, 65: 125—153.
- [21] Branstetter, Lee and Daniel Sichel (2017). “The Case for American Productivity Revival”, PIIE Policy Brief, June, 2017.
- [22] Mokyr, Joel, Chris Vickers, and Nicolas L. Ziebarth. “2015.” “The History of Technological Anxiety and the Future of Economic Growth: Is This Time Different?” Journal of Economic Perspectives, 29 (3): 31—50.
- [23] 夏先良:《中美贸易失衡、产业分工与美国失业率》,《财贸经济》,2010年第11期。
- [24] 王胜邦, 聂欧. 经济长期停滞: 现象、原因、对策及启示[J]. 金融监管研究, 2015(07): 1—18.
- [25] 郭豫媚, 陈彦斌. 中国潜在经济增长率的估算及其政策含义: 1979—2020[J]. 经济动态, 2015(02): 12—18.
- [26] 殷剑峰. 负利率与长期停滞: 日本的教训和启示[J]. 新金融, 2016(09): 4—7.
- [27] 梁艳芬. 世界经济贸易面临长期停滞的风险问题[J]. 对外经贸实务, 2016(06): 4—7.
- [28] 李宏瑾. 基于泰勒规则的中国均衡实际利率估算[J]. 金融与经济, 2016(02): 10—15.
- [29] 许平祥. 经济虚拟化与长期停滞的困境[J]. 天津师范大学学报(社会科学版), 2016(04): 64—73.
- [30] 小林庆一郎, 叶琳. 债务问题与经济长期停滞——基于对日本经济的再认识[J]. 日本学刊, 2017(04): 99—117.
- [31] 韩国文, 邓颖婷. 长期停滞、低利率与经济新常态[J]. 社会科学家, 2017(02): 62—66.
- [32] 陈彦斌, 韩少华. 萨默斯长期停滞理论辨析及其对中国的启示[J]. 中国高校社会科学

- 学,2017(06):61-70+155.
- [33]隆国强,王伶俐.对中美贸易失衡及其就业影响的测度与分析[J].国际贸易,2018(05):4-7.
- [34]徐忠,纪敏,李宏瑾.收益率曲线调控政策的理论基础及其商榷[J].经济学动态,2018(08):106-118.
- [35]李宏瑾,苏乃芳.中国隐性利率双轨制及其对市场利率的影响[J].财经问题研究,2018(08):42-50.
- [36]杨浩昌,李廉水,刘军.产业聚集与中国城市全要素生产率[J].科研管理,2018,39(01):83-94.
- [37]王曦,陈中飞.发达国家长期停滞现象的成因解析[J].世界经济,2018,41(01):29-51.
- [38]杨营营.中国全要素生产率的估算和影响因素研究[D].青岛大学,2018.
- [39]李宏瑾.长期性停滞与持续低利率:理论、经验及启示[A].国际货币评论.2018年第一季度合辑[C].:中国人民大学国际货币研究所,2018:25.

中国企业创新效率提升的制约因素分析

刘小鲁

摘要:本报告分析了影响中国企业创新效率的因素。研究表明,尽管中国工业企业创新的投入与产出指标近年来一直保持快速的增长趋势,但创新投入的产出效率并未明显提高。造成这一现象的可能原因在于四个方面。首先,创新质量不高限制了研发投入所能产生的效益;其次,目前技术进步的革命性趋势尚未出现,导致创新的边际产出递减;第三,需求与市场的结构变化影响了研发投入向企业绩效的转化;最后,环保监管对企业技术进步行为产生了明显影响,但其所带来的社会经济效应并不能充分反映在企业绩效指标中。

一、中国企业创新的特征与趋势

(一) 技术研发投入快速增长,但投入强度仍有提升空间

根据《中国统计年鉴》的数据,2011年规模以上工业企业 R&D 经费支出总额为 5993.8 亿元,而截至 2017 年该指标上升为 12013 亿元,年均名义增速约为 12.29%。相应地,规模以上工业企业的研发投入强度也有所提高。2011 年,规模以上工业企业 R&D 投入占主营业务收入的比重仅为 0.71%,而截至 2017 年,该比重提高至 1.06%。

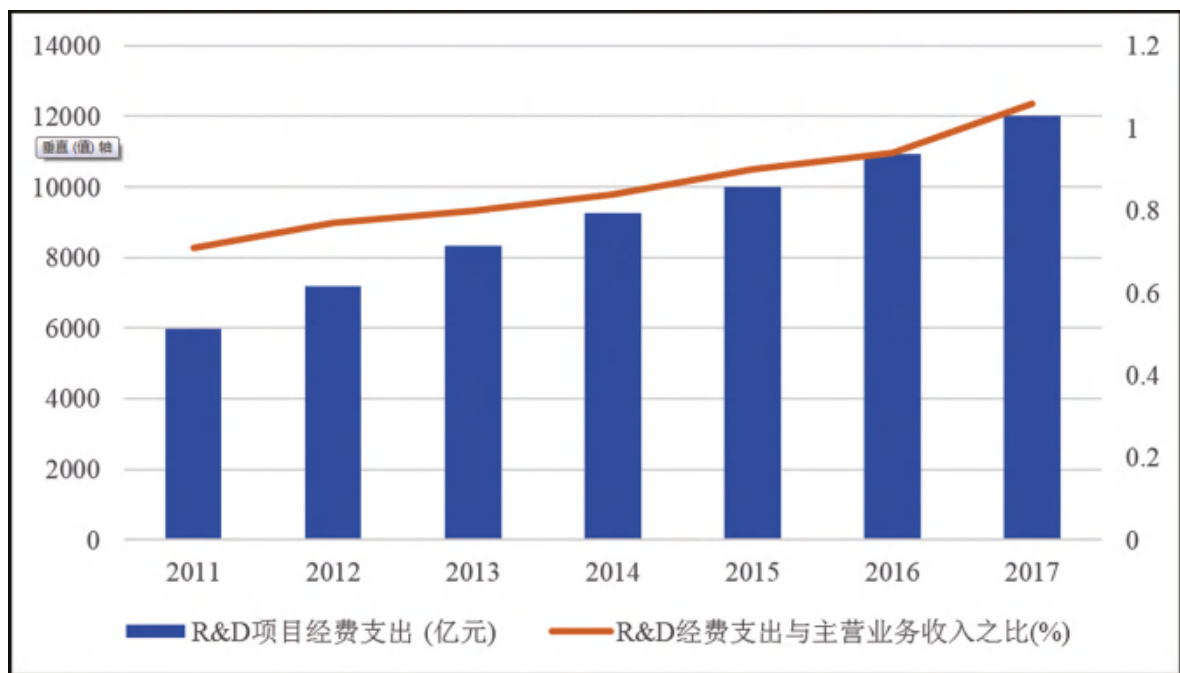


图 1 规模以上工业企业 R&D 经费支出及投入强度

数据来源:《中国统计年鉴》。

需要注意的是,在企业 R&D 投入持续增长的同时,也出现了一定的结构性变化。首先,规模以上工业企业的 R&D 投入的增速逐步趋缓。2012 年,规模以上工业企业 R&D 支出的名义增速为 20.13%。但这一增长速度在之后的各年持续下降。2014 年,这一增速下降至 11.25%,而 2017 年,则进一步下降至 9.76%。尽管目前规模以上工业企业在研发领域的投入仍保持了较快的增长速度,但投入增速

下降的趋势非常明显。其次,在更多企业参与到研发活动之中的同时,企业的平均 R&D 投入呈现出下降趋势。2011 年,有研发活动的规模以上工业企业的占比为 11.5%,而到 2017 年,该比重上升为 27.4%。但是,在同一时期,企业平均的 R&D 支出由 2011 年的 1348.38 万元下降至 1158.27 万元。这说明,在更多企业开展研发活动的同时,研发支出在企业间的分布可能变得更不平衡。

(二) 中国专利申请和授权量快速增长,但研发投入的专利产出效率未有明显提高

2000—2017 年间,我国三种专利的国内外申请总量由 170682 件增长至 3697845 件,年均增长速度达到 19.83%。2011 年,我国专利申请总量超过美国和日本,成为全世界最大的专利申请国。在专利授权方面,2000—2017 年间,我国三种专利的国内外授权量由 105345 件上升至 1836434 件,同样保持了年均 18.31% 的高速增长。

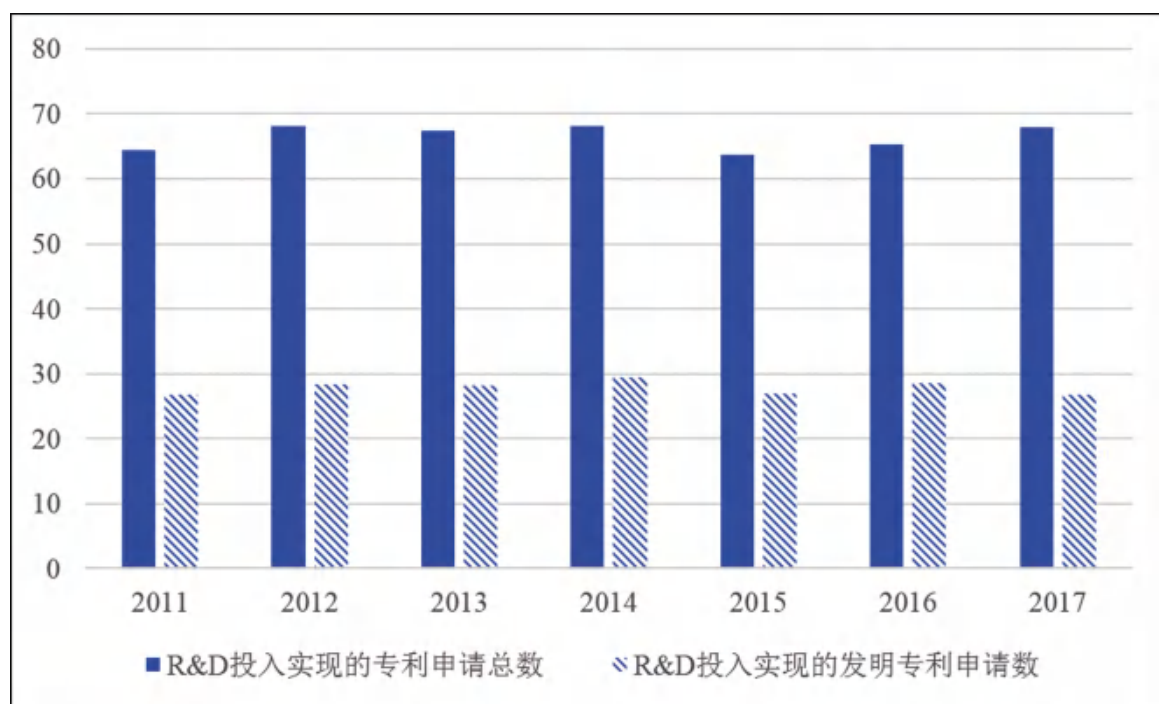


图 2 规模以上工业企业 R&D 投入的专利产出效率(件/亿元)

数据来源:根据《中国统计年鉴》相关指标计算。

但是,无论从专利申请量还是授权量来看,中国工业企业在研发投入的产出效率上没有表现出明显的增长趋势。图 2 展示了我国规模以上工业企业单位 R&D 支

出所实现的专利申请总量和发明专利申请量。2011年,规模以上工业企业每亿元R&D经费支出所能实现的R&D申请量约为64件,而截至2017年,该投入产出比为68.01,并未出现较大幅度的变化。实际上,从图2所呈现的趋势来看,在2011—2017年这个时间段内,单位R&D支出的专利申请量总体上较为平稳。同样地,以发明专利申请度量的研发产出效率也没有明显的改进。2011年,单位R&D投入所实现的发明专利约为27件/亿元,而2017年该指标基本持平,同样约为27件/亿元。

(三)新产品开发投入与产出快速增长,但新产品开发效率未有明显改进

根据《中国统计年鉴》的数据,在2011至2017年间,我国规模以上工业企业新产品开发经费支出由6845.9亿元上升至13497.8亿元,年平均名义增速为11.98%。同一时期,新产品销售收入由100582.7亿元增长至191568.7亿元,年均名义增速为11.34%。

在2011至2017年间,我国规模以上工业企业的新产品开发投入倾向也出现了一定程度的提高。2011年,规模以上工业企业的新产品开发投入占主营业务收入的比重为0.81%,而截至2017年,该比重提高至1.19%。

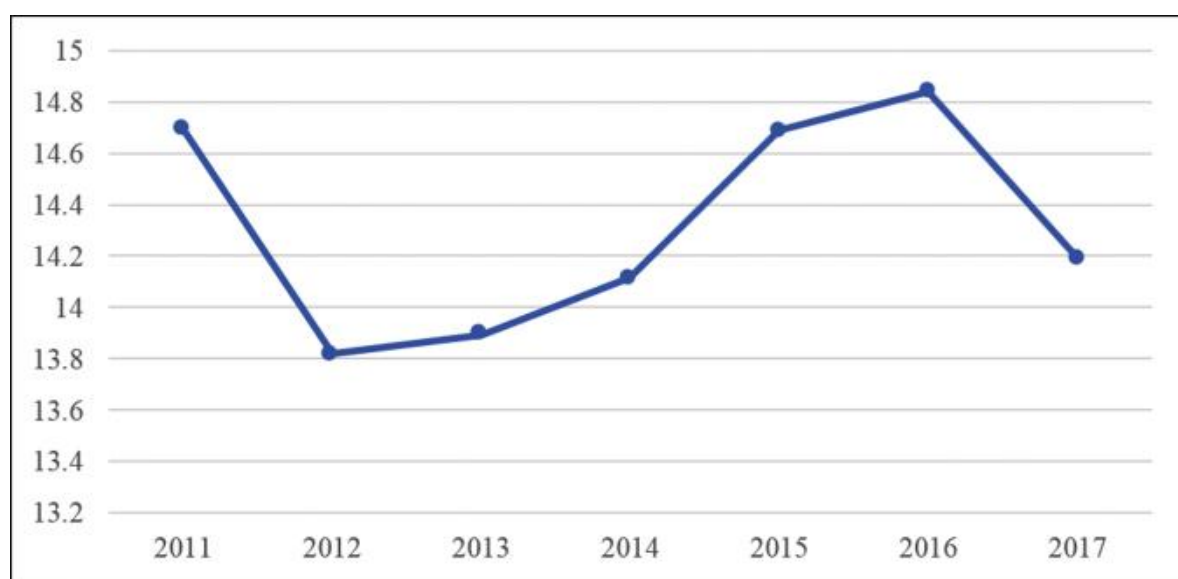


图3 每亿元新产品开发经费支出所实现的新产品销售收入(亿元)

数据来源:根据《中国统计年鉴》相关指标计算。

在新产品开发投入快速增长的同时,新产品开发效率总体上并没有明显提高。为衡量新产品开发效率,本报告基于《中国统计年鉴》的相关数据,计算了规模以上

工业企业新产品销售收入与新产品开发经费支出之比,结果呈现于图 3 中。从中可以看出,在 2011—2017 年间,每亿元新产品开发经费支出所实现的新产品销售收入虽有波动,但总体上没有明显的下降或提升。

二、影响创新效率的可能原因

(一)创新质量不高限制了研发投入所能产生的效益

1. 从专利申请结构来看,我国专利中发明占比并没有明显提高

发明专利占比是衡量专利质量的重要指标。根据《中国科技统计年鉴》的数据,我国专利申请和授权中发明专利所占的比重虽总体上呈现出上升趋势,但变化幅度不大。2010 年,我国国内外专利申请和授权中,发明专利所占比例约为 32.00%和 16.58%。其中,专利申请占比在 2012—2014 年间有较为明显的提高,于 2015 年达到 39.37%,但在此之后,呈现出微弱的下降趋势。2017 年,该指标为 37.36%。在同一时期,国内外授权专利中发明专利的比例由 2010 年的 16.58%逐渐上升至 2017 年的 22.88%,并未出现较大幅度的提高。

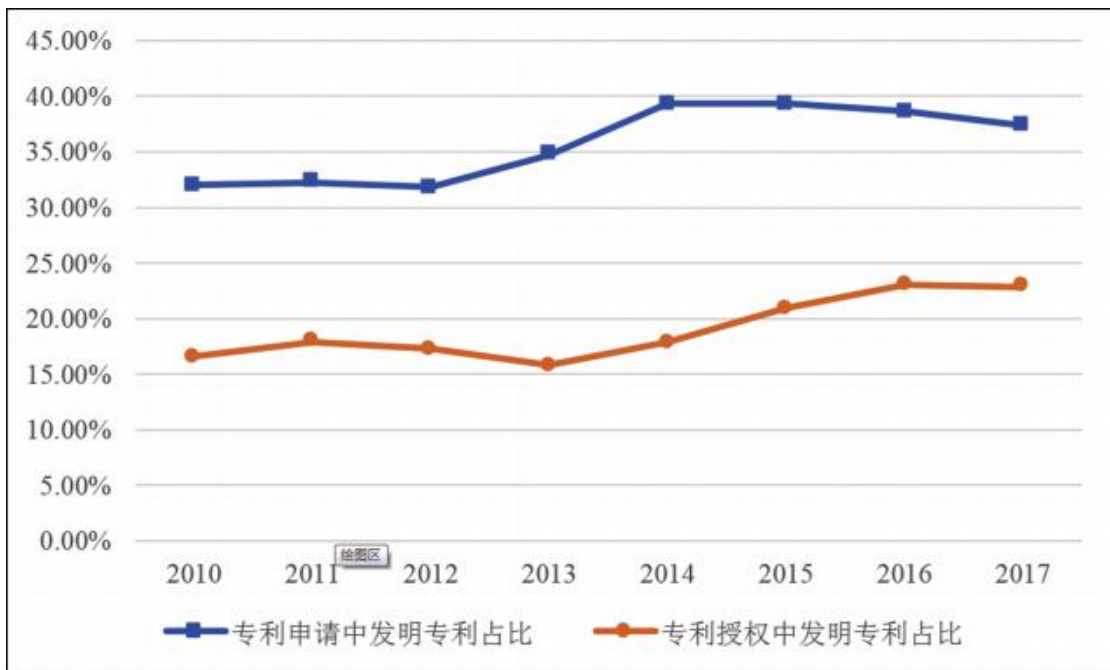


图 4 我国国内外专利申请中发明专利所占比例

数据来源:根据《中国科技统计年鉴》相关数据整理和计算。

2. 尽管有研发活动的企业占比有所提高,但是创新能力在企业间的分布极不均衡。

从规模以上工业企业的情况来看,有 R&D 活动的企业数占企业总数的比重在最近几年增长迅速。根据《中国统计年鉴》的数据,2011 年,该比重仅为 11.5%,而截至 2017 年,这一比重已经提高至 27.4。从增长幅度来看,2011—2015 年间,有 R&D 活动的企业占比每年大约提高 1—2 个百分点,而 2015—2017 年间,平均每年的增长幅度达到 4.1%。这显示出企业参与 R&D 活动的积极性有所提高。

但是,企业的创新能力分布并不平均。虽然参与研发活动的企业比重逐年上升,但企业平均的专利申请量却呈现出下降趋势。2011 年,在有研发活动的企业中,平均专利申请数为 10.30 件,而截至 2017 年,这一指标下降为 7.99 件。这说明,虽然不断有新的企业参与到研发活动之中,但它们的创新能力较为有限,导致专利上的平均产出不断下降。

此外,根据《中国企业创新能力评价报告 2017》所给出的数据,即使在高新技术企业中,也仅有极少数企业表现出了较强的创新能力。该报告指出,在我国 80000 多家高新技术企业中,有 94.1%的企业在专利申请量上不足 100 件,而专利申请数超过 500 件的企业数占高新技术企业的比重仅为 0.64%。即使将考察的范围缩小至创新能力最强的前 1000 家企业,仍有 82.5%的企业专利申请数不足 500 件。从有效专利的不均衡程度更加严重,高达 97.3%的企业的有效专利数不足 100 件,有效专利数超过 1000 件的企业占比仅为 0.1%。

3. 从世界范围内的高技术领域的专利申请活动来看,虽然近年来在相关领域我国的专利申请比重有明显提升,但在 ICT 等关键领域内的提升相对较小。

根据 WIPO 的统计数据,从世界范围来看,我国在高技术领域内的专利申请比重有了显著提高。例如,在电脑技术、测量仪器、数码通讯、制药技术等高技术领域,2014—2016 年间,我国专利申请的平均比重较 2002—2006 年间分别上升了 25.63%、35.95%、24.60%和 26.55%。

但是,需要注意的是,从专利申请占世界同技术领域专利申请总量的比重来看,我国专利申请仍主要偏重于传统技术领域。根据 WIPO 的统计数据,2014—2016 年我国专利申请分布最为密集的前 5 大技术领域主要分布在传统行业,包括食品化学、机械工具、材料与冶金、环境技术和基本材料化学,分别占到世界专利申请量的 61.04%、52.13%、50.29%、46.92%和 45.85%。相比而言,根据《中国高技

术产业统计年鉴》的数据,2016年,与ICT产业相关的电子及通信设备制造业和计算机及办公设备制造业主营业务收入合计达10.71万亿元,占整个高技术产业的69.61%。但是,根据WIPO的数据,2014—2016年,在电脑技术和数码通讯技术两个领域,我国专利申请占世界专利申请的年平均比重分别为29.80%和33.9%,均明显低于上述传统技术领域。

4. 数量导向型激励政策在一定程度上导致了创新与高新技术产业的低质量发展。

我国的产业技术扶持政策目前主要包含两方面的内容。一是对创新活动提供一些列的补贴与税收优惠政策,二是对高技术企业提供税收优惠。

一些现实的观察发现,这些行政性激励方式在促进创新投入的同时,也产生了一些扭曲性效应。例如,我国研发补贴主要以科技项目资金的形式进行管理和发放,而在这种管理体制下,存在着企业通过低质量专利应对项目考核的现象。其次,一些经验研究(如Dang和Motohashi,2015)发现,专利资助的数量导向目标导致企业有动力将一些缺乏市场应用价值的技术进行专利申请,导致专利质量的下降。此外,专利申请补贴降低了企业申请专利的成本,这在一定程度上可能鼓励“坏”的创新,如企业在专利申请时可能单纯处于设置技术壁垒的考虑更多地设置防御性专利。这些专利可能本身没有很好的技术价值,但却会对后续创新的产生负面影响。最后,基于高技术企业资质所设计的税收优惠政策在实际实施的过程中也发现了较为普遍的问题。受信息不对称和多重委托代理问题的影响,识别企业是否真正具有创新能力往往成本高昂。从现实情况来看,为了获得高技术企业资质所带来的所得税优惠,大量企业进行虚假申报。例如,早在2009年,财政部和国家审计署对北京、上海、广东、江苏等地高新技术企业的抽查发现,被抽查的116家有85户不符合条件,不合格率高达73%。

(二)新的技术革命尚未形成,创新的边际产出递减

在高新技术产业方面,信息技术和互联网所带来的技术革命效果已经逐步衰退,市场总量增长的瓶颈开始显现,而更多前沿技术和新兴产业在规模化商业应用上的前景尚不明朗。

首先,从创新活动的表现来看,ICT领域的专利创新活动仍然在整体技术创新中占据主要地位,但其专利申请活动的增长速度呈现出放缓的迹象。美国作为主导ICT产业技术发展的主要国家,拥有一批创新能力超群的企业,长期占据该领

域的价值链高端。根据 OECD.Stat 的专利统计数据,2013 年,网络与电信领域专利申请占 USPTO 年专利申请在总量的 40.30%,但是,2008—2013 年间的专利申请年均增速仅为 2.31%,远低于 2000—2008 年间 9.10% 的年均增速。这在一定程度上表明,信息技术革命在技术进步中的推动作用趋于平缓。

表 1 各技术领域 USPTO 年专利申请比重及平均增长率 (单位:%)

技术领域	占总量的比重 (2013 年)	增长率 (2000—2013)	增长率 (2000—2008)	增长率 (2008—2013)
代表性领域				
生物技术	3.56%	-2.39%	-0.08%	-5.98%
网络与电信	40.30%	6.43%	9.10%	2.31%
纳米技术	0.43%	-3.55%	8.56%	-20.17%
制药	2.97%	-3.68%	0.42%	-9.90%
应对气候变迁	7.67%	8.77%	12.66%	2.84%
IPC 分类				
人类生活需要	13.81%	4.54%	7.43%	0.07%
作业与运输	11.97%	4.76%	7.85%	0.01%
化学与冶金	7.66%	0.77%	2.01%	-1.19%
纺织与造纸	0.49%	-0.08%	-2.47%	3.85%
固定建筑物	2.44%	7.83%	9.77%	4.81%
机械工程与光热	7.52%	7.30%	8.93%	4.74%
物理	28.98%	5.98%	9.05%	1.25%
电学	27.17%	6.50%	8.27%	3.74%

数据来源:OECD.Stat 专利统计数据。

其次,互联网等高新技术的应用已经较为成熟,而其他新兴技术的商业化应用仍不明朗。例如,根据腾讯研究院的报告《产业互联网:构建智能+时代数字生态新图景》,我国互联网市场的天花板已逐渐呈现。2016—2018 年,中国移动互联网月活跃用户数净增量分别为 1.54 亿人、0.64 亿人和 0.46 亿人,呈现出明显的下降趋势。此外,根据中国信息通信研究院的报告《2018 年四季度我国互联网上市企业运行情况分析》,我国 85% 的上市互联网企业市值出现了环比负增长。其中,市

值前 10 的互联网企业除网易外,市值均出现了不同程度的环比负增长,合计环比下降了 13.9%。而在其他新兴技术方面,市场前景仍不明朗。例如,区块链至今没有找到非常理想的现实应用场景,而通用人工智能等前沿技术总体上仍处于技术萌芽期,预期到生产成熟期尚需 10 年以上的時間。此外,除这些技术外,从表 1 还可以看出,诸如生物技术和纳米技术等高技术领域在专利申请增速上均出现了较大幅度的下滑。至今这些技术同样未能带动新的大范围的技术进步。

(三)需求与市场的结构变化影响了研发投入向企业绩效的转化

企业的研发活动根本上是为了改善企业绩效。因此,除研发过程中的技术风险之外,决定企业研发投入和效果的另一个重要因素为市场风险。这不仅取决于企业研发竞争的激烈程度,也受到市场需求结构变化的影响。

近年来,我国的需求结构和外部经济环境出现了较为明显的变化,这主要表现在外部竞争环境和国内消费两个方面:

1. 贸易战和周边国家制造业的兴起对我国制造业产生了一定的压力

目前,中美贸易摩擦问题持续存在且可能进一步恶化,这对我国制造业发展的外部环境产生了很大影响。根据海关总署的统计数据,今年一季度,中国对美国进出口 8158.6 亿元人民币,同比下降 11%,其中出口 6224.3 亿元,下降 3.7%,进口 1934.3 亿元,下降 28.3%。

美国挑起贸易战的根本目的在于扼制中国制造业转型和高技术产业的发展,中兴事件和近期对华为的禁令是这一目的的直接表现。目前,我国高技术产业总体上在技术密集型程度和研发能力的提升上还需要较长时期的准备。从短时期来看,我国高技术产业的发展对国外的先进技术还具有一定的依赖性,而参与国际分工也可以为高技术产业的发展提供市场机会和利润来源。美国对我国高技术产品所施加的高关税,以及在知识产权保护上的诉求和先进技术上的封锁,对我国高技术产业发展将形成一定的冲击和影响。在短期导致了企业研发的市场环境的恶化。

除了中美贸易摩擦对企业创新的不利影响,近年来,我国制造业的技术水平不断提升,但是人口红利的下降,原材料和环保压力带来的成本上升导致我国传统的依靠廉价要素投入实现的竞争优势逐步消失。伴随西方发达国家“制造业回流”和周边发达国家招商引资力度的不断加强,我国制造业发展所面临的外部挑战也逐渐显现。周边国家凭借改革和廉价劳动力,在劳动密集型产业上具有明显的劳动力

成本优势。据美国管理会计师协会(亚洲)的估算,2016年,中国制造业的平均工资为3.9美元/小时,而越南和印度尼西亚的制造业工资仍然接近1美元/小时。在制造业国际分工中,投资向东南亚国家的倾斜趋势已经逐渐显现。对我国制造业来说,传统的以廉价要素投入参与国际竞争的方式已经不可持续,而产业转型升级和高技术产业的布局又需要时间和持续的创新投入。

2. 国内需求结构的两级分化挤压了我国企业创新的利润空间

近年来,我国国内消费结构呈现出明显的两级分化趋势:

首先,受高房价和居民杠杆率上升的影响,房贷对消费支出的挤占效应开始显现。根据国家统计局的年度数据,2013—2016年,我国城镇居民人均消费的名义年均增速为7.67%,而2017年和2018年则分别为5.92%和6.82%,呈现出明显的下降趋势。此外,人均可支配收入的增速也有所下降。2014年,城镇居民人均可支配收入的名义增速为8.98%,而2017年和2018年的增速分别为8.27%和7.84%。在同一时期,居民的宏观杠杆率,即居民部门债务占GDP的比重,却快速上升。根据WIND的数据,2008年前,我国居民杠杆率始终保持在20%以下,而在此之后却持续提高。2017年,我国居民杠杆率为49.4%;2018年,居民杠杆率进一步提高至53.2%,全年上升了3.8个百分点。在这一杠杆率变化趋势的背后,房贷是主要的影响因素。根据《中国杠杆率进程2018年度报告》,截至2018年末,我国居民贷款总规模为47.9万亿。其中,住房按揭贷款是居民中长期贷款中的最主要部分。2018年年末,我国居民住房按揭贷款总额为25.8万亿,占全部居民贷款的54%,较2017年上升了17.8%左右。房贷的快速增长和人均可支配收入增速的下降也导致房贷收入比的提高,这进一步挤压了居民的消费支持意愿。

其次,居民收入的两极分化趋势也呈扩大趋势。根据国家统计局《国民经济和社会发展统计公报》的数据,在全国居民五等份收入分组中,低收入组2018年的人均可支配收入由2017年的5958元提高至6440元,增长8.1%;中间偏下收入组由13843元增长至14361元,增速为3.74%;中间收入组人均可支配收入在2017年和2018年分别为22495元和23189元,2018年较上年增长了3.09%;中间偏上收入组人均可支配收入则由34547元提高至36471元,增长了5.57%;高收入组2017年和2018年的人均可支配收入分别为64934元和70640元,增速最高,达到8.79%。2016年,中等收入组与高收入组的人均可支配收入差距为38335元,而截至2018年则扩大至47451元。这一组数据说明,过去几年,中国中等收入群体与高收入群体的差距正逐渐拉大;居民收入呈现出低收入与高收入组两端增长相对较快,

而中间收入群体增长较慢的分化趋势。在收入变化的基础上,如果考虑房价增长的财富分化效应,这种趋势可能会更为明显。

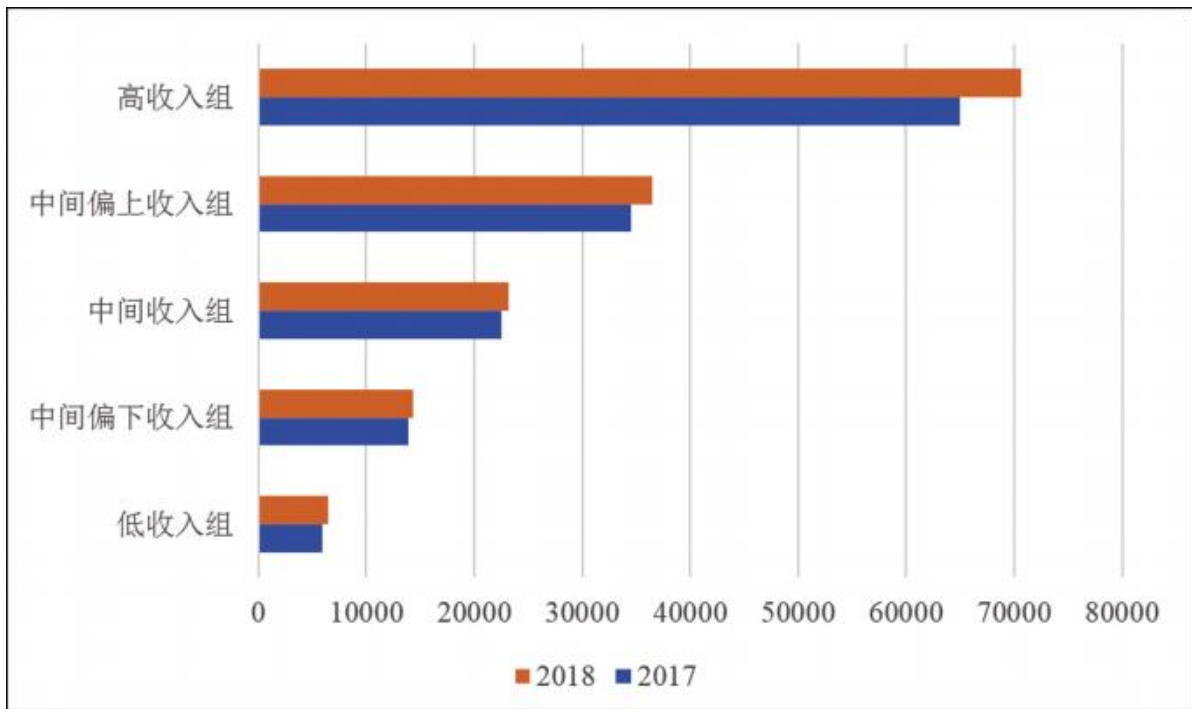


图5 城镇人均可支配收入的人口分布(元)

数据来源:国家统计局《国民经济和社会发展统计公报》。

第三,受前两个因素的影响,居民消费结构呈现出两极分化的变化趋势。近年来,关于消费升级和降级的争议成为一个热点问题。例如,阿里基于消费升级的判断来开展其新零售策略,而另外一些观点认为,拼多多市场份额的提高反映出消费降低背景下的市场需求。事实上,收入分化格局的呈现以及这种关于消费变化趋势的争议可能说明在消费领域同样存在着两极分化。例如,从手机消费情况俩看,根据中国信息通信研究院《数说 2018 年国内手机市场运行情况》,我国不同价位手机的市场份额近年来出现了非常明显的变化。与 2014 年相比,999 元以下的手机占比由 49%下降至 2017 年 27%,2018 年则进一步降低至 15%。其中的绝大部分市场空间被 1000—1999 元的中低档手机和 3000 元以上的中高档手机取代。这两类手机 2014 年的市场份额分别为 28%和 12%,2017 年分别为 33%和 17%,而 2018 年则上升至 43%和 23%。价格在 2000—2999 元之间的中档手机在 2014 年和 2017 年的市场份额分别为 12%和 23%,2018 年则回落至 19%。这一组数据说

明,中低档和中高档手机的市场份额呈明显的上升趋势,而中等价位的手机市场份额出现了一定的下降趋势。此外,在汽车行业也出现了类似的变化。根据搜狐网的数据^①,国内汽车市场 2018 年累计销量为 2323.7 万辆,与 2017 年相比下降了 4%。但是,在众多高端轿车领域则出现了普遍增长的局面。例如,保时捷和凯迪拉克的全年销量较 2017 年分别增长了 12%和 31.8%。

目前,我国经济正经历新旧动能的转换,传统产业的转型升级与新兴产业发展正在实施之中。在这一背景下,居民消费结构的变化可能在一定时期内导致制造业产品技术构成与需求结构不相匹配的矛盾,降低研发支出的市场回报。从我国制造业出口的技术构成来看,目前我国企业的技术能力仍处于由初级产品向高技术产品的过渡阶段。根据《中国科技统计年鉴》的数据,自 2008 年起,我国制造业的出口技术构成就基本保持稳定。2008 年,我国高技术产品、中等技术产品以及初级产品出口占比分别为 29.0%、65.6%和 5.4%,而截至在 2017 年,这三个比重分别为 29.6%、65.2%和 5.2%,基本保持与 2008 年持平的水平。由此可以看出,尽管 2008 年前高技术产品比重有所提高,但长期以来中等技术产品一直在制造业出口中处于主要地位。此外,根据 OCED.stat 的统计数据,从 2017 年我国高技术制造业进出口产品的构成来看,进口的高技术产品以中间品和资本品为主,分别占进口总额的 70.9%和 20.6%,而居民消费品和混合最终用途这两类产品的进口比重仅为 8.5%;从出口来看,居民消费品和混合最终用途这两类产品占比合计达到 44.8%,而中间投入和资本品则分别为 34.2%和 21%。这些数据也说明我国高技术产业仍存在着较为明显的加工贸易特征。

因此,我国制造业仍处于产业转型升级的关键阶段,在高端产品上的技术能力仍有待提高。在这一背景下,需求结构向低端和高端产品的分化对我国制造业企业的创新带来了两个方面的影响。首先,中等产品市场需求的下降与产品的相对饱和导致这一领域的边际创新收益较低。其次,这一需求结构的变化也促使企业进行高端市场内的创新尝试,而受限于研发能力,这一领域创新能力的积累还需要较长的时间。例如,根据中国信息通信研究院的数据,2018 年,华为、OPPO 等近 20 个国产品牌手机厂商以高端市场为目标,陆续推出了 30 余款售价在 4000 元以上的旗舰机型,但从销售结果来看,只有华为等少数几家企业成功地实现了高端市场的开拓。从目前国内厂商的技术储备和研发能力来看,在技术升级和产业转型升级过程中,投入与创新能力的积累还需要较长的时间,而在这一过程中,创新投入可

^① http://www.sohu.com/a/291312242_100191057。

能并不能立刻产生可观的市场回报。

(四) 环保监管对企业技术进步行为产生了明显影响,但其所带来的社会经济效应并不能反映在企业绩效指标中

近年来,我国制造业发展环境出现了明显变化,技术水平和综合竞争力不断提升。伴随着人口红利的下降和原材料成本的上升,制造业普遍出现了转型升级。在这一过程中,我国对制造业的环境治理力度也不断加强,使得制造业的环保压力与投入不断上升。为满足严格的排放标准,企业必须在废气、废水和固体废物处理上进行更多的基础设施投资,并承担相应的运行维护费用。根据中国环境报发表的文章《制造业环保成本上升是阵痛也是高质量发展必然要求》,在最新环保标准下,达标生产的大型钢铁企业吨钢环保成本约为 130—150 元,有的甚至高达 180 元,而偷排漏排企业的成本仅为 20—30 元,在吨钢生产成本上相差 100 元左右。

除了污染处理成本以外,企业还普遍出现了清洁技术更新改造成本的增加。在供给侧结构性改革的背景下,为了满足更加严格的环境标准和政策要求,不少制造企业为此通过设备更新和工艺改进提高环保标准,在技术改造上进行了大力投入。根据国家统计局统计公报的数据,2017 年,我国工业技术改造投资为 105912 亿元,增长 16.3%,占固定资产投资的比重达到 16.8%;2018 年,我国工业技术改造投资增长速度虽有所下降,但仍然达到了 12.8%。

企业在环保上所进行的创新和工艺改进投入具有显著的正外部性。这些投入虽然有助于企业提高产品的环境保护标准,克服国际市场上普遍存在的绿色贸易壁垒,但主要的影响还是在于提升了整个社会的经济增长质量。但是,这种绿色增长并不能直接反映在 GDP 中,对企业来说,短期也会带来成本的上升和利润空间的下降。这可能导致单纯以企业经营绩效指标衡量的创新回报下降。

参考文献

Dang, J. and Motohashi, K. 2015. “Patent Statistics: A Good Indicator for Innovation in China? Patent Subsidy Program Impacts on Patent Quality”. *China Economic Review*, 35, 137–155.

补短板专项债加速发行，稳增长基建托底经济

——地方政府债券撬动投资规模的测算及展望

闫 衍 袁海霞 汪苑晖

引 言

近年来,在宏观经济下行压力不减的大环境中,作为积极财政政策的重要组成部分,地方政府债券尤其是专项债是支持基础设施补短板的重要资金来源,在稳定基建投资、托底经济增长方面发挥着日益重要的作用。从地方政府债券的发展看,2008年国际金融危机后,为有效缓解地方政府配套资金压力,地方政府债券应运而生;随后,财政部出台《2009年地方政府债券预算管理办法》首次提出发行地方政府债券,并明确以省、自治区、直辖市和计划单列市政府为发行和偿还主体,发行地方政府债券的“前门”正式开启;此后,地方政府债券进入高速发展期,当前地方政府债券存量规模已逼近20万亿元,占GDP的比重超过20%,已成为全市场存量规模最大的债券品种。经历了十余年发展的地方政府债券不仅为债券市场的快速扩容做出了较大贡献,也在服务地方经济方面扮演着重要角色。

在当前经济下行态势仍未出现根本扭转、宏观政策变中求稳的总基调下,2019年政府工作报告提出,有效发挥地方政府债券作用,为重点项目建设提供资金支

持,也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件,并且合理扩大专项债券使用范围。未来积极财政政策将持续发力,地方政府也将继续加大“开前门”力度,地方政府债券的规模有望持续快速扩容,有利于进一步稳定基建投资,发挥基建托底经济增长的重要作用,同时为弥补短板领域资金需求,地方政府债券的品种也将更趋多样化,助力积极的财政政策更加有效。

一、地方债发展现状:规模持续大增,品种日益丰富,推进债市多元化

近年来,为对冲经济下行压力、维持当前稳增长与防风险的动态平衡,地方政府债务管理延续“大开前门、严堵后门”的工作思路,积极的财政政策持续发力,政策引导下地方政府债券不断加大发行力度和规模,其中,专项债券占比持续提升,充分发挥了其补短板及稳投资的重要作用。

(一)地方债现状:存量占比快速攀升,积极财政政策下“开前门”力度加大,品种日益丰富

地方债存量规模持续增加,截至2019年5月31日,地方债存量规模在我国债券市场中的占比达到21.7%,占GDP的比重也超过20%,已成为全市场存量规模最大的券种。2008年国际金融危机后,为应对危机的负面影响,国家出台“四万亿”刺激政策,其中地方政府配套资金2.82万亿元;为有效解决地方政府配套资金压力,国家允许地方政府发行地方政府债券,自2009年地方政府债券正式启动发行以来,地方政府债券的发行规模快速上升;2014年8月31日,新《预算法》正式规范了地方政府的合理举债权,通过“开前门、堵偏门”规范地方政府融资行为;同年,国务院出台43号文决定对地方政府债务规模实行限额管理;2015年,财政部225号文提出了限额管理的具体方法,地方债务总限额遵循由上而下的原则并根据经济周期波动及逆周期调控等统筹确定。经历了十余年的规范化发展,地方债对推动债市总量扩容及品种多元化做出了较大贡献,也为满足地方发展需求、服务地方经济发挥了重要作用。

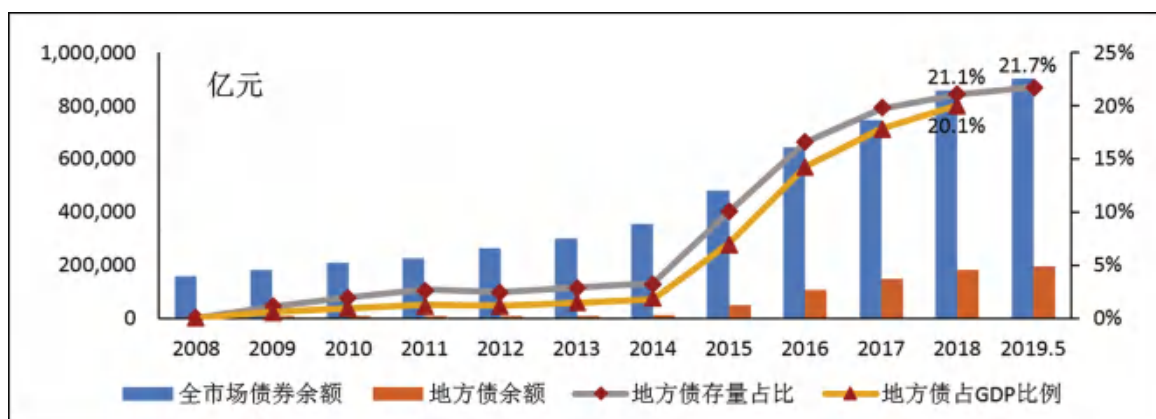


图1 地方政府债券存量规模占比

数据来源:中诚信国际整理

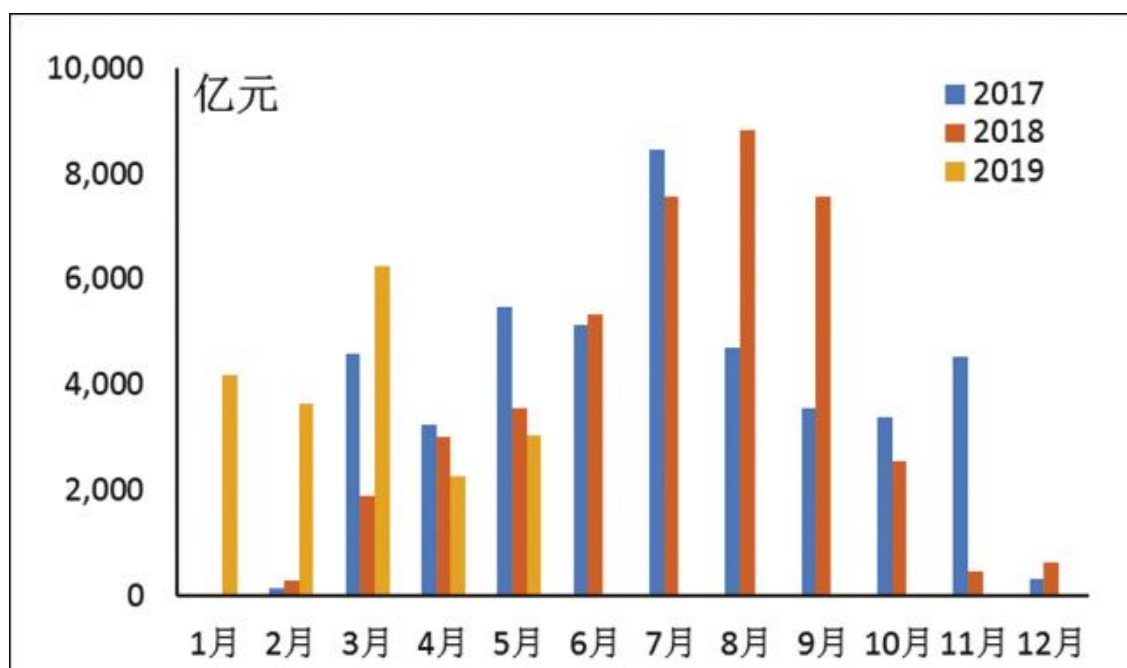


图2 地方债月度发行规模

数据来源:中诚信国际整理

进入2019年,宏观经济下行压力不减,积极的财政政策持续发力,地方政府“开前门”力度进一步加大。十三届人大七次会议授权国务院提前下达地方政府新增债务限额1.39万亿元,其中新增一般债务5800亿元、专项债务8100亿元,这一举措使得地方债整体发行节奏大幅提前,打破了历年1月零发行的记录;同时,3月政府工作报告提出有效发挥地方政府债券作用,今年拟安排地方政府专项债券

2.15 万亿元,较去年增加 8000 亿元,叠加新增一般债务限额 9300 亿元,今年新增地方政府债务限额总计 3.08 万亿元,较去年限额增加了 9000 亿元,增速为 14.7%。截至 5 月底,前五月地方债共发行 1.93 万亿元,远超去年及前年同期发行规模,已全部使用提前下达的新增债务限额,并完成全年新增债务限额的 47.4%。



图 3 地方债务限额及增速

在快速扩容的同时,地方债还呈现出债券期限趋长期化、新增债券占比较高、品种日益丰富的发行特点。从发行期限看,当前地方债发行以中长期债券品种为主,且期限趋于长期化。较去年同期相比,中长期债券品种(5 年、7 年、10 年)占比由 70%大幅升至 87%,其中,10 年期地方债占比从 15%跃升至首位 37%,且出现了 15 年期及以上的地方债品种,占比超过 8%;而中短期限品种有明显减少,3 年及以下期限地方债占比由去年同期的 30%下降至今年的 5%。从发行结构看,当前地方债发行以新增债券为主,今年以来暂未发行置换债券。受去年债务置换工作大限影响,去年上半年地方债发行均以置换债券为主,8 月置换基本结束后,置换债券发行大幅减少,2019 年暂未启动发行;积极的财政政策推动下,新增债券的占比不断攀升,截至 5 月底,新增债券已发行 1.46 万亿元,十三届人大七次会议授权国务院提前下达新增债务限额(1.39 万亿元)已全部使用,并已完成全年新增债务限额(3.08 万亿元)的 47.4%。从发行品种看,专项债持续扩容,品种也不断创新,由最初的土储、棚改和收费公路三个标准化专项债品种逐步扩展,目前已覆盖

了扶贫开发、产业园区、乡村振兴、水利设施等较多领域，其中，投向重点短板领域的专项债品种占比不断上升。

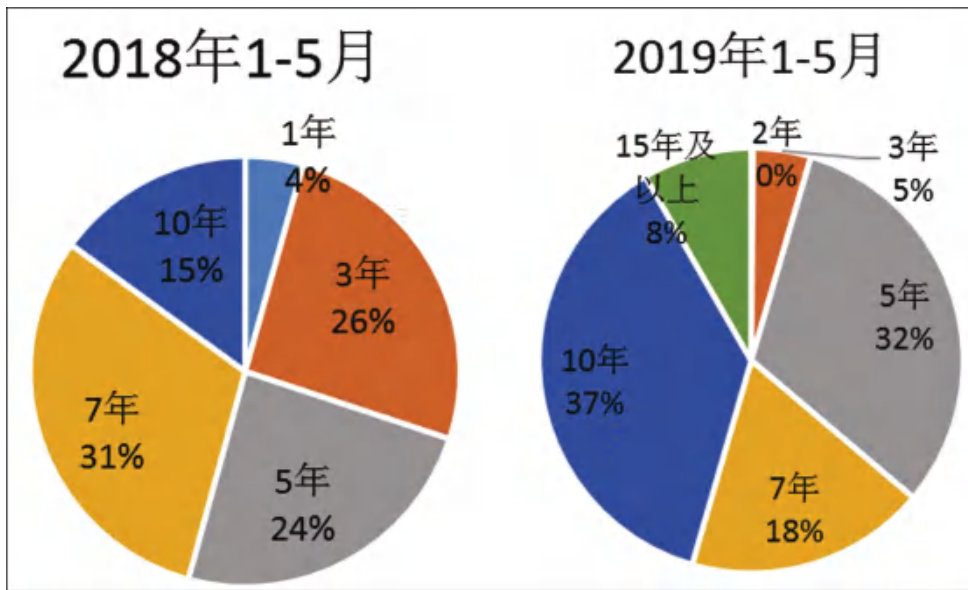


图4 各期限地方债发行占比

数据来源：中诚信国际整理

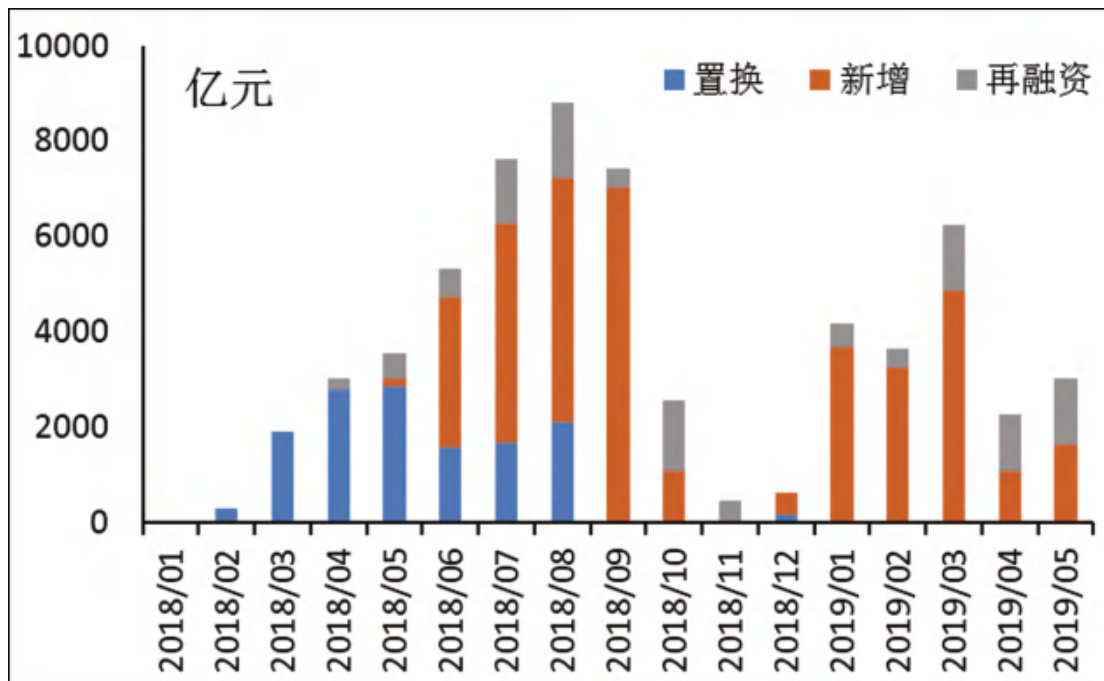


图5 地方债月度发行结构

(二) 专项债现状: 占比持续攀升, 新增专项债近九成, 债务压力较大区域发行少

我国地方政府债券可细分为一般债券和专项债券,前者是地方政府为了缓解资金紧张或解决临时经费不足而发行的债券,后者是地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券。从历年地方债发行品种看,一般债均占主要部分;但 2019 年以来,在积极财政政策的引导下,专项债快速扩容,占比略超一般债,其中新增专项债占比接近九成。

1. 发行规模: 持续大幅扩容, 占比略超一般债

去年下半年以来,伴随 8 月财政部《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》(财库〔2018〕72 号)进一步解除地方债发行的季度均衡限制,专项债于三季度集中发行,三季度共发行 13965 亿元,较 2017 年同期(7766 亿元)增长了 80%,占全年总规模的 72%,且大幅高于一般债券。去年底以来财政工作会议和中央经济工作会议提出“较大幅度增加地方政府专项债券规模”等要求,2019 年专项债延续大幅扩容的态势。2019 年政府工作报告提出今年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元,较去年增加 8000 亿元,积极的财政政策下专项债持续放量发行,前五月共发行专项债 9696 亿元,占地方债总发行量的 50.04%,已小幅超过一般债发行规模,较去年同期(2764 亿元)显著增加 6932 亿元;其中,新增专项债 8598 亿元,占新增债券的 58.9%。

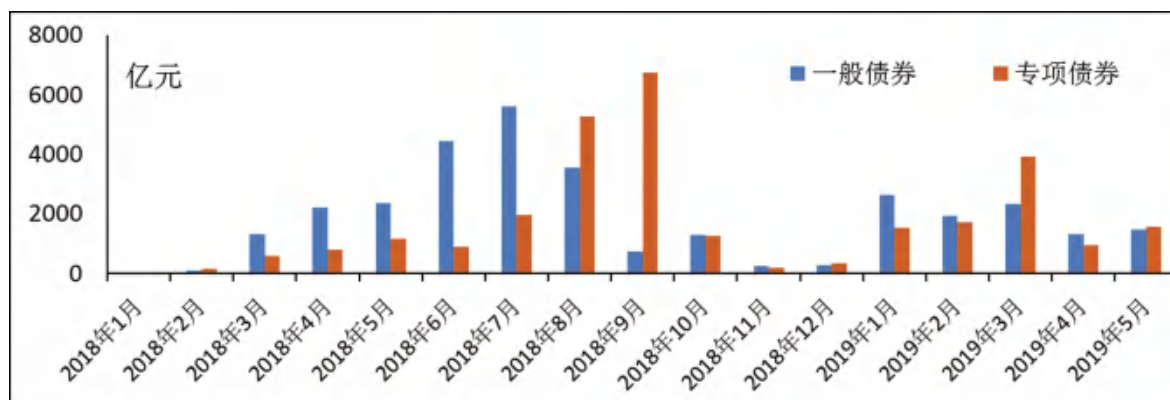


图 6 一般债与专项债月度发行规模比较

数据来源:中诚信国际整理

2.发行结构:新增专项债近九成,置换专项债零发行

从专项债发行结构看,为进一步提升积极财政政策的执行效率,去年下半年以来新增专项债不断提速,在专项债中的规模占比持续上升,前五个月新增专项债共发行 8598 亿元,较去年同期零发行有较大突破,今年以来发行的规模占专项债的比重也已接近九成;置换专项债自去年 8 月债务置换大限过后仅在 12 月有少量发行,规模仅 41 亿元,今年暂无发行;再融资专项债规模始终不高,前五个月发行 1098 亿元,占比仅 11%。从专项债务限额使用情况看,当前新增专项债发行规模已全部完成了十三届人大七次会议授权国务院提前下达的新增专项债务限额(8100 亿元),并完成了全年新增专项债务限额(2.15 万亿元)的 40%,仍有一定使用空间。

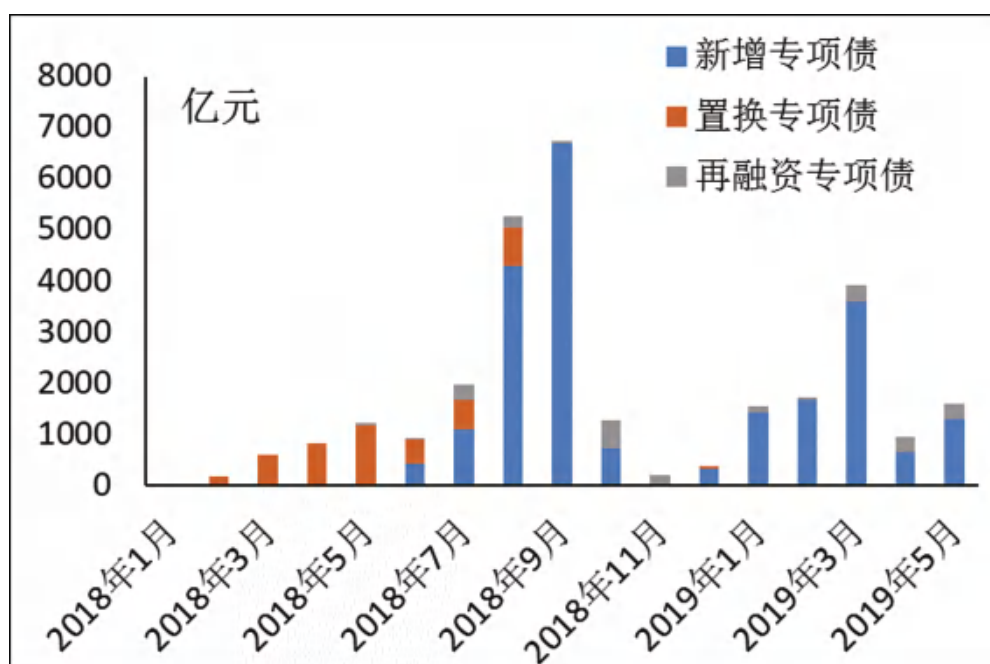


图 7 月度专项债发行结构

数据来源:中诚信国际整理

3.区域分布:债务压力较大区域发行规模较少,债务限额使用程度较低

从地方债发行的区域分布看,各省市地方债发行与自身地方政府债务压力存在一定关系,债务压力较大的地区,分配到的新增债务限额相对较少,因此专项债发行规模也相应减少。根据中诚信国际测算,我国部分地区负债水平过高,存在较高债务风险,2018 年负债率(债务/GDP)超过欧盟 60%警戒线的是青海及贵州;广东、河南、江苏等较低。从各省市专项债发行情况看,区域分化较为明显。截至 5

月底,今年专项债发行规模超过 800 亿元的省份分别是广东、江苏、四川和山东,这些区域债务压力相对较小,其中,广东发行量超千亿规模,位于所有省(市)之首;但西藏、青海、宁夏、贵州、海南、内蒙古及甘肃发行规模不足 100 亿元,这些区域债务风险相比其他省份相对较重。

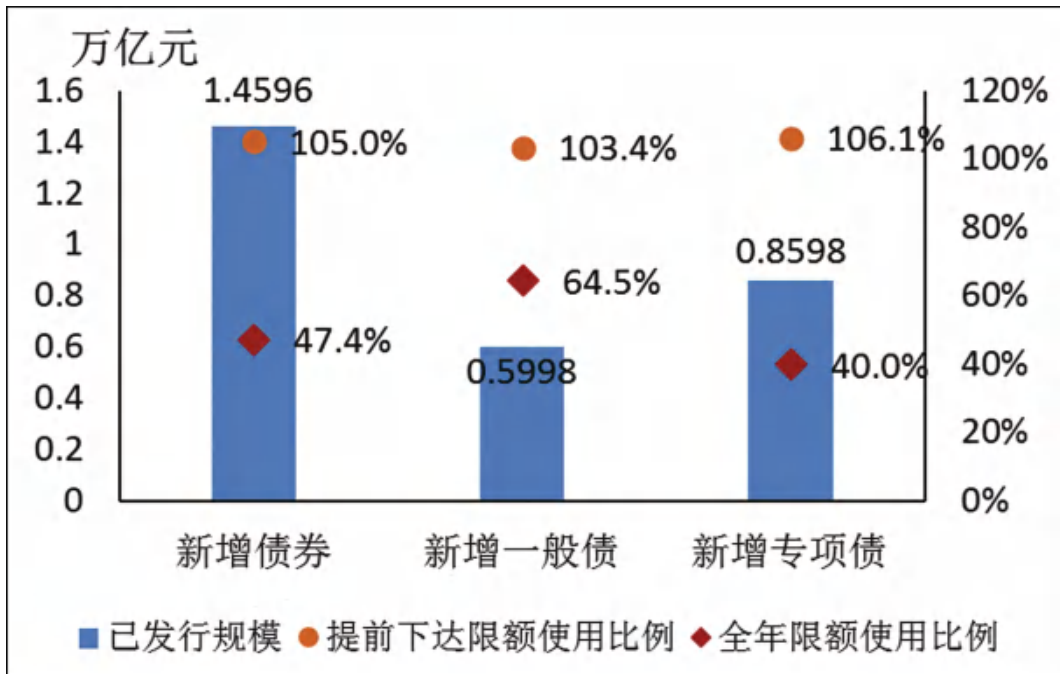


图 8 前 5 月新增债务限额的使用情况



图 9 专项债发行区域分布^①

数据来源:中诚信国际整理

^① 因江西省暂未披露 2018 年地方政府债务余额,因此无法计算负债率。

从各省市专项债务限额使用情况看,不同地区对提前下发的新增专项债务额度的使用比例也存在明显差异,使用比例较低的省份多为债务风险相对较重的区域。截至5月底,已有19个省份全部使用了提前下达的新增专项债务限额,其中,辽宁、新疆、四川、广东等7个省份新增专项债发行规模超过提前下达的新增专项债务限额,使用比例较高;而使用比例仍未达到100%以下的省份一定程度上与自身债务压力有关,例如黑龙江、吉林、甘肃等,限额的使用效率相对较低。

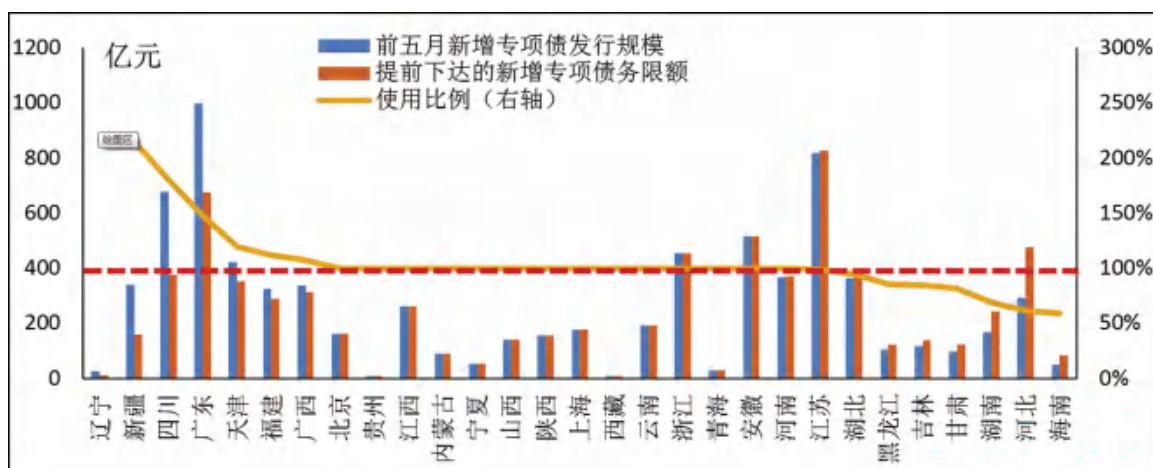


图 10 2019 年提前下达的地方政府新增专项债务限额使用情况^①

数据来源:中诚信国际整理

二、地方债对经济的影响分析:助力财政政策更积极,持续发挥补短板与稳投资作用

作为积极财政政策的重要组成部分,地方政府债券尤其是专项债是补短板与稳投资的直接力量,已逐步成为稳定经济增长的必要着力点。加快地方债的发行有利于缓解地方政府资金压力,保障重点项目资金需求,同时进一步发挥基建托底经济增长的作用,从而提升财政政策的实行效率,是积极财政政策更积极的体现。

^① 因山东省、重庆市暂未披露 2019 年提前下达的新增专项债务限额规模,因此本图暂未考虑该两省的限额使用情况。

(一) 助力积极财政政策更积极

从广义赤字率来看,地方政府专项债助力积极的财政政策更积极。财政赤字率是财政政策扩张度的重要衡量指标,2019年政府工作报告中,财政赤字率目标为2.8%,比去年预算高0.2个百分点;财政赤字2.76万亿元,较上年预期目标和实际发生的赤字高3800亿元,其中中央财政赤字1.83万亿元、地方财政赤字9300亿元。上述赤字率仅仅就一般公共预算而言,而地方政府专项债务收支在政府性基金预算中体现,且专项债的发行可视为积极财政政策的有机组成部分,其募集资金均用于扩大投资与支出,同样是财政扩张性的表现,因此,狭义的财政赤字率低估了当前财政政策的扩张程度。若将专项债额度(2.15万亿元)考虑在内,今年更为广义的赤字率【(财政赤字+专项债额度)/GDP】将达到4.98%,较2018年提升了0.84个百分点,因此,在专项债的助力下,财政积极力度显著加大。

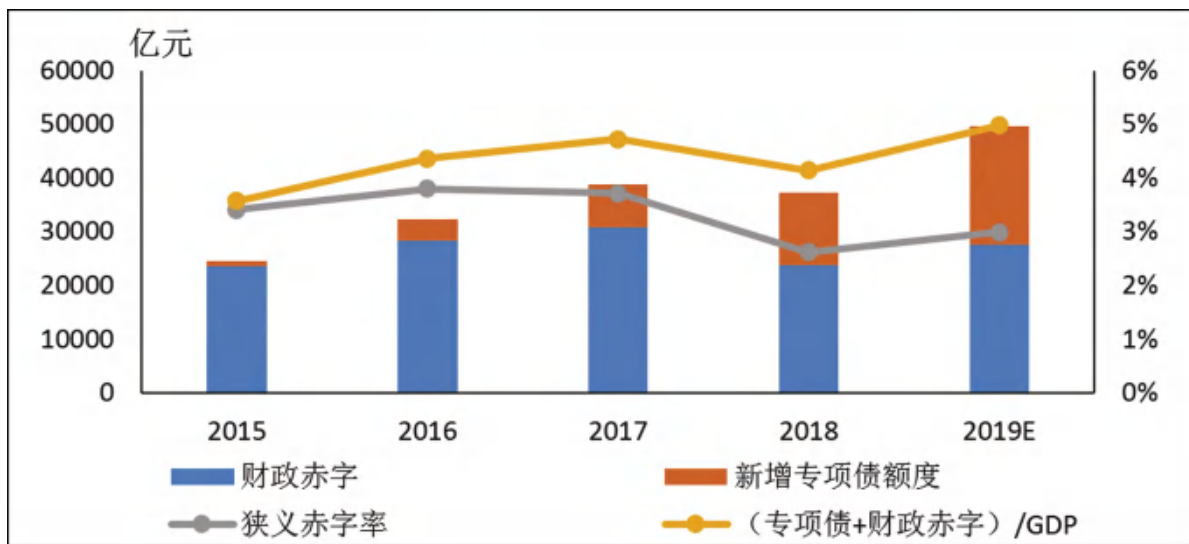


图 11 考虑新增专项债后的赤字率接近 5%

数据来源:中诚信国际整理

(二) 发挥稳基建与补短板的重要作用

积极的财政政策要求下,地方债成为稳基础设施建设与补短板的主力军。去年 10 月 31 日,国务院办公厅《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确提出聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会

民生等重点领域短板,加快推进已纳入规划的重大项目;今年政府工作报告再次强调“合理扩大专项债券使用范围”,专项债筹集资金将更多用于支持重大在建项目和弥补短板领域。第一,支持打好三大攻坚战,包括“三区三州”等深度贫困地区脱贫攻坚项目、污染防治项目;第二,支持重大发展战略,如雄安新区建设、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区等;第三,支持重大项目建设,包括棚户区改造、铁路和公路等交通基础设施、重大水利设施、乡村振兴等公益性项目建设,并将重点支持在建项目续建。为更有利的推进积极的财政政策,地方政府债将扩大基础设施投资及最大限度补齐短板,创造经济持续增长的重要基础。

从地方债的发行结构看,项目收益专项债已成为主要发行成分,短板领域品种加速发行。相比普通专项债,项目收益专项债更为封闭、独立,发行用途均用作新增,项目收益专项债所对应的项目,必须能够产生持续稳定的现金流收入且能够完全覆盖还本付息的规模。据中诚信国际统计,截至5月底,目前共计发行2.06万亿元项目收益专项债,其中今年已发行7993亿元项目收益专项债,占专项债发行规模的82%,占新增专项债的93%。从项目分类看^①,自始发当月至今,与土地储备相关的项目收益债规模最大,当前已发行超过万亿,但占比持续下滑,从去年6月的91.5%下降为当前的47.5%;值得注意的是,投向重点短板领域的项目收益专项债占比不断上升,涵盖补短板领域的其他项目收益债的比重较去年10月底101号文发布前上升7个百分点,且当前发行规模已经大幅超过前期居第三位的收费公路专项债。

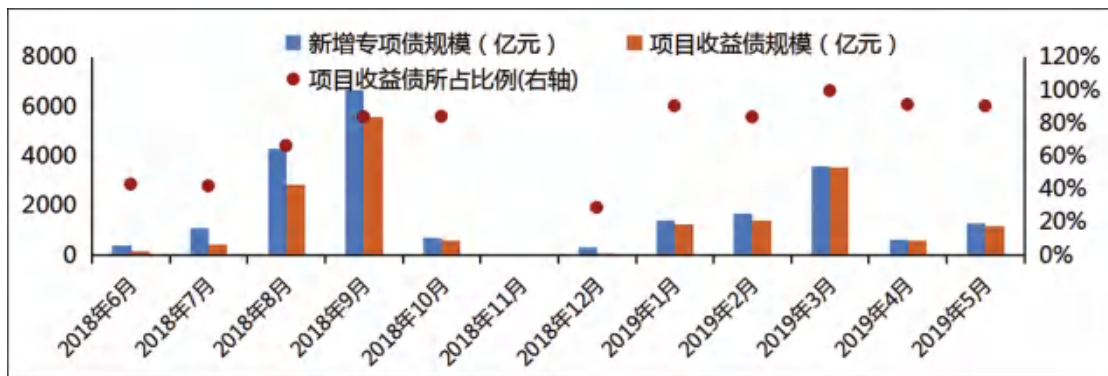


图 12 月度项目收益债及新增专项债规模

数据来源:中诚信国际整理

^① 由于普通专项债未详尽披露项目内容,本文只考虑项目收益专项债的投向领域。

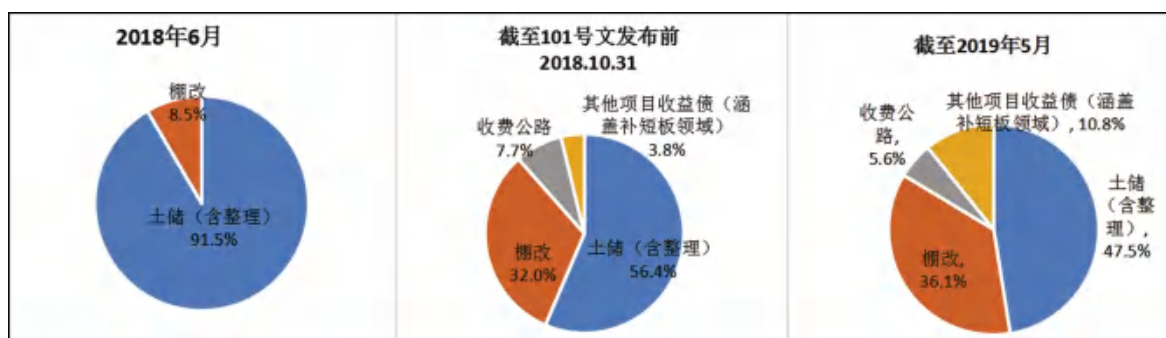


图 13 项目收益专项债发行品种占比变化

数据来源:中诚信国际整理

(三)对投资的拉动作用逐渐明显

在一系列支持政策护航下,地方债发行明显提速,对稳投资的支撑及拉动作用渐趋明显。地方债中的专项债纳入政府性基金预算管理,对应支出类别除土地出让金相关支出外,其余涉及交通设施、水力设施、生态环境建设等支出均与基础设施建设相关,因此,新增专项债是基础设施建设资金的重要来源。由于普通专项债未详尽披露项目内容,暂以项目收益专项债的资金投向及规模来估算专项债对基建投资的撬动规模,对1—5月基建投资的拉动作用估算如下:

首先,根据固定资产投资范围,土地开发的前期作业即土地一级开发并不计入固定资产投资,因此存量规模最大的土储专项债暂无法成为拉动基建的主力,不计入估算范围,剩余资金主要投向基础设施相关领域,如棚户区改造、收费公路、轨道交通等。以此估算,2018年新增专项债(1.33万亿元)中投入基建项目的资金规模约7763亿元;2019年前五月新增专项债(0.86万亿元)中投入基建项目的资金规模约5655亿元。

其次,从项目收益专项债的另两大品种看,棚改项目中资本金投入量偏低,新增项目中多依靠专项债的资金支持,专项债占比在35%—65%之间;而收费公路项目基本采用项目资本金+专项债的模式运作,专项债在其中占比为45%—60%;综合这两类存量规模较大的专项债,粗略估算专项债在项目投资中的占比约为40%—62.5%。若按该比例估算对基建的撬动乘数约为1.6—2.5倍,因此,2018年全年专项债能撬动的基建投资规模约为1.2—1.9万亿元,2019年前五月专项债能撬动的基建投资约为0.9—1.4万亿元;若按近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比25%估算,前五月专项债能撬动的总投资规模约为3.6—5.6万亿元,

超过 2018 年全年投资撬动规模(5—7.6 万亿元)的 70%。伴随未来专项债的持续大幅扩容,对稳投资的作用将更为显著。

表 1 项目收益专项债拉动投资情况(2018 年 & 2019 年前五月)^①

	2018 年 发行规模 (亿元)	2019 年 前五个月发 行规模 (亿元)	专项债/ 项目总 投资	拉动基建 投资倍数	2018 年 基建投资 撬动规模 (万亿元)	2018 年 投资撬动 规模 (万亿元)	2019 年 前五个月基 建投资撬 动规模 (万亿元)	2019 年 前五个月投 资撬动规模 (万亿元)
土储	5496	2945	/	/	/	/	/	/
棚改	3156	3264	35%—65%	1.5—2.9	/	/	/	/
收费公路	750	241	45%—60%	1.7—2.2	/	/	/	/
新增专项债 (扣除土储)	7763	5655	40%—62.5%	1.6—2.5	1.2—1.9	5—7.6	0.9—1.4	3.6—5.6

三、展望：重点短板领域加速推进，投资撬动规模有望翻倍

为进一步落实积极财政政策、缓解地方政府基建资金压力、持续发挥地方债尤其是专项债补短板及稳投资的作用,年内地方债将持续快速扩容,重点短板领域项目收益债也将加快推进。全年专项债发行目标或将提速至三季度完成,未来两个季度内专项债仍将不断加快发行,对基建投资及总投资的撬动作用也将进一步显现。

(一)发展趋势：项目收益债快速扩容，品种更加丰富，重点短板领域有望加快推进

以 2014 年新《预算法》及 43 号文的出台为标志,地方政府债务管理进入规范期,融资平台逐渐与政府信用剥离。伴随地方政府融资行为的进一步规范,增加法定债务的规模是有效防范化解隐性债务的必要手段,考虑到地方政府隐性债务压力下“开前门、堵后门”的政策需要,地方债尤其是专项债的发行规模将大幅增加,

^① 此表基于项目收益专项债的具体项目估算项目中的资金比例。

其中,以项目收益专项债为主的新增专项债将快速扩容,且专项债有明确的偿还来源,所有立项、发行、还款过程均纳入现行的预算收支表内,更能有效隔离风险。未来在隐性债务风险持续防控下,专项债将逐渐替代以往融资平台在基建和公共服务等领域的地方政府融资功能,对缓释地方政府隐性债务风险有重要意义。

2017年以来,财政部陆续推出土地储备、收费公路和棚户区改造三个标准化专项债品种,并首次提出中国版“市政项目收益专项债”;同年12月,首单轨道交通专项债问世,开创专项债项目收益与融资自求平衡及市场化发行的先河;此后,专项债资金投向范围继续扩大,随着地方政府专项债品种不断创新,目前已覆盖了扶贫开发、产业园区、乡村振兴、水利设施、污水处理、生态环境建设、教育、医疗等领域,专项债资金的使用范围和灵活性显著提高。截至当前,项目收益专项债发行仍以土储为主,从项目收益债品种分布看,土储类项目收益债占比为47.4%,而其他品种例如乡村振兴扶贫、市政城乡发展基建、环保、社区建设、民生保障等短板领域所占比例虽不断上升,但绝对水平仍较小,仅略超10%。

伴随国家对专项债发行的大力推进,目前专项债的整体规模及品种范围已无法完全满足地方在基建投资和改善民生等领域的资金需求,为进一步落实积极财政政策,政策相继出台大力推进专项债发行,缓解地方政府基建资金压力,持续发挥专项债补短板作用。去年10月31日国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》,明确提出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板,加快推进已纳入规划的重大项目;2019年政府工作报告指出,有效发挥地方政府债券作用,为重点项目建设提供资金支持,并且合理扩大专项债券使用范围;在结构性宽信用政策环境下,项目收益专项债品种仍将不断创新,年内发行规模及试点范围有望进一步扩大,尤其在重点短板领域将加快推进。

(二) 规模预测:新增专项债仍将持续提速,考虑留存额度后的可发行规模大幅提升

自2018年下半年以来,地方债发行不断提速,今年前五个月已全部完成提前下达的新增额度,且全年未使用的新增债务额度也只余下不到六成,其中新增一般债已完成全年限额的64.5%,新增专项债已完成40%。考虑到1月9日国务院常务会议部署加快发行地方政府专项债券,力争9月底前基本发行完毕,避免出现重点项目融资困难的情况,全年专项债发行目标或将提速至三季度完成。因此,年内地方债尤其是专项债仍将不断加快发行,且发行速度及规模将明显高于一般债。分

类来看：

1. 置换专项债：全年最大规模为 3151 亿元，前五月暂无发行

根据财政部最新公布数据，截至 2019 年 4 月末，非政府债券形式存量政府债务尚余 3151 亿元；《2019 年政府工作报告》提出“继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担”，该部分存量政府债务或在年内全面完成置换，因此，预计年内置换债券仍将发行 3151 亿元；若全以专项债券形式发行，则置换专项债最大规模将为 3151 亿元。

2. 再融资专项债：全年最大规模 0.6 万亿元，年内剩余规模约 0.5 万亿元

根据财政部在《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库〔2018〕61 号)对再融资债券的提及，再融资债券主要用于偿还部分到期地方政府债券本金。因此，对再融资债券发行规模的预测以该年地方债到期量为基础。2019 年全年地方政府债到期量为 13151.87 亿元，其中一般债券到期 7127.09 亿元，专项债券到期 4280.5 亿元，2015 年前未区分一般及专项的债券到期 1744.3 亿元；因此，全年再融资专项债最大规模为 0.6 万亿元，前五月已发行 1098 亿元，预计年内再融资专项债剩余发行规模约为 0.5 万亿元。

3. 新增专项债：限额剩余 1.29 万亿元，若考虑上年留存额度，年内仍可发行 2.52 万亿元

新增债券可分为一般债券和专项债券。新增一般债券受预算赤字约束，2019 年新增一般债限额为 0.93 万亿元，前五月已发行 5998 亿元，年内还余 3302 亿元，预计新增一般债发行或将趋于平缓。

新增专项债部分，全年新增专项债限额为 2.15 万亿元，截至 5 月底，已发行 8598 亿元，额度还余 1.29 万亿元未使用，考虑到 1 月 9 日国务院常务会议部署加快发行地方政府专项债券，力争 9 月底前基本发行完毕，避免出现重点项目融资困难的情况，全年专项债发行目标或将提速至三季度完成，预计年内新增专项债发行速度将大幅超过新增一般债。

若考虑使用上年专项债留存额度，实际可发行的新增专项债将大幅提升。由于专项债纳入基金预算，不列赤字，在预算管理上不同于地方政府一般债，存在调用历史遗留额度的可能性，2018 年财政部 34 号文提出“积极利用上年末专项债务未使用的限额”，2018 年底仍剩余 1.23 万亿元专项债额度。当前经济仍面临下行压力，大力推动专项债的发行依然是托底基建投资和稳经济的重要途径，积极使用上年留存额度，有利于进一步提升财政政策的实行效率，发挥基建托底经济增长的

作用。因此,若考虑使用上年留存额度,则全年可发行新增专项债规模将达到 3.38 万亿元,较 2.15 万亿元限额增加了 57%,年内还余 2.52 万亿元新增专项债待发行。

表 2 2019 年地方债发行结构预测(单位:万亿元)

类别	地方债发行规模			一般债发行最大规模			专项债发行最大规模			
	全年规模	前五月发行	年内剩余	全年规模	前五月发行	年内剩余	全年规模	前五月发行	年内剩余	
置换债券	0.3151	0	0.3151	0.3151	0	0.3151	0.3151	0	0.3151	
再融资债券	1.3152	0.4781	0.8371	0.8871	0.3683	0.52	0.6025	0.1098	0.5	
新增债券	未考虑上年留存专项债额度	3.08	1.46	1.62	0.93	0.6	0.33	2.15	0.86	1.29
	考虑上年留存专项债额度	$3.08+1.23=4.31$	1.46	2.85	0.93	0.6	0.33	$2.15+1.23=3.38$	0.86	2.52
总计	未考虑上年留存专项债额度	4.71	1.94	2.77	2.1322	0.9683	1.1639	3.0676	0.9698	2.0978
	考虑上年留存专项债额度	5.94	1.94	4	2.1322	0.9683	1.1639	4.2976	0.9698	3.3278

(三) 投资撬动规模估算:全年总投资撬动规模有望较去年翻倍

在积极财政政策持续发力的背景下,地方债尤其是专项债将延续高速发行态势,专项债持续拉动基建投资,对冲经济下行压力,但由于项目资本金到位压力,前期托底基建投资效果并不显著。6月初,中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,此次《通知》的出台弥补了上述不足,“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”,此举将进一步

推动专项债发挥稳投资及稳增长的重要作用,专项债对基建投资的拉动效果或将有所改善。因此,针对专项债能撬动的基建投资规模,我们综合考虑了2019年地方政府新增专项债限额及2018年专项债留存额度,基于对项目性质以及项目资本金比例的分析及估算,从《通知》落地前后专项债对基建投资的拉动作用的变化出发,从留存额度的使用与否两个角度分别进行了全年专项债对基建投资及总投资撬动规模的估算,结果如下:

1.不使用上年专项债留存额度:全年基建投资撬动规模约2—3万亿元,拉动基建投资4.5—6.3个百分点,拉动名义GDP增速0.9—1.2个百分点

若以全年地方政府专项债新增限额2.15万亿元进行估算,2019年全年专项债能拉动基建投资的规模为2—3万亿元,接近2018年全年基建投资撬动规模(1.2—1.9万亿元)的2倍;若按近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比25%估算,全年专项债能撬动的总投资规模约为8—12万亿元,接近2018年全年投资撬动规模(5—7.6万亿元)的2倍。若按照2018年基建总投资规模17.6万亿元测算,全年专项债拉动的基建投资增量(0.8—1.1万亿元)可以拉动基建投资4.5—6.3个百分点,对名义GDP增速的拉动将在0.9—1.2个百分点;其中,《通知》落地后作为补充资本金的专项债可以拉动基建投资1.0—1.4个百分点的增长,对名义GDP增速的拉动在0.2个百分点左右。具体从三部分来看:

(1)2019年前5月专项债对基建投资的整体撬动规模:0.9—1.4万亿元

(2)《通知》落地后,年内专项债作为补充资本金对基建投资撬动规模:1800—2520亿元

针对“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”,《通知》同时提出了两个满足条件:一是要符合“中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目,主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目”;二是评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入需要具备融资条件。总体而言,对于符合“重大项目”特征、且盈利包括政府盈利及社会盈利的项目才符合“专项债资本金+市场化融资”模式的要求,才能将专项债用于补充项目资本金。

从《通知》要求的满足条件分析,投向基建领域的项目中棚改项目的主要收益归政府,社会盈利性较低,因此,理论上除土储外,棚改项目也不符合专项债补充资本金的要求。此外,结合项目的本息覆盖倍数(项目收益对于专项债融资的覆盖倍

数达到 1.25^①),符合《通知》要求的项目大多集中在了收费公路、轨道交通、水资源等基建和环保性质项目。从今年 1—5 月已发行的 0.86 万亿元新增专项债来看,符合要求的项目占比不到 7%。以此估算,《通知》落地后,年内剩余的新增专项债中大概有不到 900 亿元的专项债可以用于补充项目资本金。但在积极财政政策持续发力的背景下,叠加《通知》的利好影响,符合要求的项目比例或有所上升,估算年内剩余新增专项债中将有 900 亿元左右的专项债用于补充项目资本金。

其次,目前铁路、公路资本金比例要求不低于 20%,根据中诚信国际统计,在今年发行的且披露了项目资本金比例的新增专项债中,上述符合要求的项目资本金比例等大多集中在 35%—50%之间(均值为 37%)。若按该比例估算对基建的撬动乘数约为 2—2.8 倍,拉动基建投资总资金在 1800—2520 亿元。

(3)《通知》落地后,年内专项债作为配套融资对基建投资的撬动规模:0.9—1.4 万亿元

结合上述两部分测算,《通知》落地后,专项债作为项目配套融资部分的规模应为新增专项债中扣除了土储以及用于补充资本金的部分,估算年内土储占比为 50%,则这一部分能撬动基建投资的新增专项债规模为 5600 亿元左右。此外,剩余项目性质的资本金比例大约为 40%—60%,若按该比例估算对基建的撬动乘数约为 1.7—2.5 倍,拉动基建投资约 0.9—1.4 万亿元。

2.考虑上年专项债留存额度:全年基建投资撬动规模约 3—4.6 万亿元,拉动基建投资 10—15 个百分点,拉动名义 GDP 增速 2—3 个百分点

若考虑使用上年专项债留存额度 1.23 万亿元,则全年实际可发新增专项债规模为 3.38 万亿元,2019 年全年专项债能拉动基建投资的规模为 3—4.6 万亿元,超过 2018 年全年基建投资撬动规模(1.2—1.9 万亿)的 2 倍;若接近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比 25%估算,全年专项债能撬动的总投资规模约为 12—18.4 万亿元,超过 2018 年全年投资撬动规模(5—7.6 万亿元)的 2 倍。若按照 2018 年基建总投资规模 17.6 万亿元测算,全年专项债拉动的基建投资增量(1.8—2.7 万亿元)可以拉动基建投资 10—15 个百分点,对名义 GDP 增速的拉动将在 2—3 个百分点;其中,《通知》落地后作为补充资本金的专项债可以拉动基建投资 2—2.7

^① 覆盖倍数估算方法:假设专项债作为项目资本金(比例为 20%)的同时增加了市场化配套融资,并通过银行贷款方式(10 年期、5%年利率)偿还,贷款偿还本息与专项债融资(以 10 年发行期为限,专项债票息率为 4%)的覆盖倍数约为 1.25。

个百分点的增长,对名义 GDP 增速的拉动在 0.3—0.5 个百分点。具体估算方法与上述类似,从三部分来看:

表 3 专项债对基建投资及经济增长的拉动作用(未考虑上年留存额度)

	2019 年前 5 月	2019 年 6 月《通知》出台后		全年合计
	整体专项债	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	
投入基建领域的专项债类型	除土储外	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目	除土储及国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目外	/
投入基建领域的专项债规模	5655 亿元	900 亿元	5600 亿元	1.2 万亿元
项目资本金或配套融资情况	作为配套融资,比例为 40%—62.5%	作为资本金,比例为 35%—50%	作为配套融资,比例为 40%—60%	/
撬动杠杆	1.6—2.5 倍	2—2.8 倍	1.7—2.5 倍	/
基建投资撬动规模	0.9—1.4 万亿元	1800—2520 亿元	0.9—1.4 万亿元	2—3 万亿元
投资撬动规模(按基建投资占比 25%估算)	3.6—5.6 万亿元	0.72—1 万亿元	3.6—5.6 万亿元	8—12 万亿元
对基建投资的拉动	1.7—2.4 个百分点	1—1.4 个百分点	1.7—2.4 个百分点	4.5—6.3 个百分点
对名义 GDP 增速的拉动	0.3—0.5 个百分点	0.2 个百分点左右	0.3—0.5 个百分点	0.9—1.2 个百分点

(1)2019 年前 5 月专项债对基建投资的整体撬动规模:0.9—1.4 万亿元

(2)《通知》落地后,年内专项债作为补充资本金对基建投资撬动规模:3400—4760 亿元

若考虑使用上年专项债留存额度 1.23 万亿元,则全年实际可发新增专项债规模为 3.38 万亿元,在《通知》落地后,年内新增专项债可发行 2.52 万亿元,按 7%比

例估算大概有 1700 亿元左右的专项债可以用于补充项目资本金。其次,按上述对基建的撬动乘数约为 2—2.8 倍,拉动基建投资总资金在 3400—4760 亿元。

(3)《通知》落地后,年内专项债作为配套融资对基建投资的撬动规模:1.8—2.7 万亿元

结合上述两部分测算,《通知》落地后,专项债作为项目配套融资部分的规模应为新增专项债中扣除了土储以及用于补充资本金的部分,估算年内土储占比为 50%,则这一部分能撬动基建投资的新增专项债规模为 1.09 万亿元左右。其次,按剩余项目性质的资本金比例 40%—60%估算对基建的撬动乘数约为 1.7—2.5 倍,拉动基建投资约 1.8—2.7 万亿元。

表 4 专项债对基建投资及经济增长的拉动作用(考虑上年留存额度)

	2019 年前 5 月	2019 年 6 月《通知》出台后		全年合计
	整体专项债	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	
投入基建领域的专项债类型	除土储外	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目	除土储及国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目外	/
投入基建领域的专项债规模	5655 亿元	1700 亿元	1.09 万亿元	1.8 万亿元
项目资本金或配套融资情况	作为配套融资,比例为 40%—62.5%	作为资本金,比例为 35%—50%	作为配套融资,比例为 40%—60%	/
撬动杠杆	1.6—2.5 倍	2—2.8 倍	1.7—2.5 倍	/
基建投资撬动规模	0.9—1.4 万亿元	3400—4760 亿元	1.8—2.7 万亿元	3—4.6 万亿元
投资撬动规模(按基建投资占比 25%估算)	3.6—5.6 万亿元	1.4—1.9 万亿元	7.2—10.8 万亿元	12—18.4 万亿元
对基建投资的拉动	1.7—2.4 个百分点	2—2.7 个百分点	3.4—4.8 个百分点	10—15 个百分点
对名义 GDP 增速的拉动	0.3—0.5 个百分点	0.3—0.5 个百分点	0.6—1 个百分点	2—3 个百分点

四、结语

近年来,在宏观经济下行压力不减的大环境中,政策在稳增长与防风险中动态求稳。“以稳应变”的宏观政策思路下,稳投资成为当前政策的重中之重,其中基建投资是短期内稳投资、托底经济的重点。作为积极财政政策的重要组成部分,地方政府债券在地方基础设施建设以及推动地方经济发展中扮演着重要角色,尤其是专项债券,已成为支持基础设施补短板的重要资金来源,在稳定基建投资、托底经济增长方面也发挥着日益重要的作用。在当前积极财政政策的引导下,地方政府不断加大“开前门”力度,地方政府债券持续快速扩容,其中,专项债券的占比也显著提升,助力积极财政政策更加有效的同时,也发挥着补短板、稳投资及稳增长的作用,对基建投资及总投资的撬动效应已逐渐显现。

为进一步落实积极的财政政策、缓解地方政府基建资金压力、持续发挥地方债对经济增长的托底作用,年内地方债仍将延续快速扩容的态势,重点短板领域项目收益专项债也将继续加快推进。与此同时,考虑到当前经济仍面临下行压力,大力推动专项债的发行依然是稳定基建投资的重要途径,因此,需提高专项债限额的使用效率,进一步提升积极财政政策的实行效率;此外,可积极利用上年留存额度,考虑上年留存额度的使用后,专项债能撬动的投资规模接近未使用留存额度的专项债撬动规模的2倍,并且有望接近去年专项债撬动投资规模的3倍,有利于更好的发挥地方政府债券尤其是专项债对基建投资及总投资的撬动作用,以便更加有效的托底经济增长。

增值税减税的短期效应

尹 恒

摘要:本文突破分析增值税效应的有效税率框架,提出一个充分考虑生产端和需求端企业异质性、同时识别生产函数和需求函数参数的结构模型,量化评估和模拟增值税减税的产出、价格、就业和税收收入等短期效应。这一方法能够识别出企业异质的增值税减税效应。运用规模以上工业企业数据库中的制造业数据得到了一些有意义的发现:首先,增值税减税的产出和就业效应相当可观,价格转嫁(Pass through)不明显,减税激发微观活力的代价是税收收入的减少。以增值税减税 3 个百分点为例,制造业的总产出、价格、总就业和总税收收入的增长率分别为 4.3%、-0.6%、7.1%和-15.9%。其次,完善增值税的抵扣链条、提升企业进项税抵扣的便利,同样具有重要的降税效应。若这些政策使得进项税率比销项税率少降 1.5 个百分点,与基准结果相比产出增长率将提高 3.8 个百分点、价格多降 0.6 个百分点、就业增长率提高 3.4 个百分点、税收收入则多降 34.2 个百分点。第三,增值税减税能够明显改善制造业的资源配置效率、提升宏观生产率。削减增值税税率后生产率越高的企业增长更快,雇佣的劳动增加更多、产出增长更快,从而其市场份额提高。减税后消费者从生产率高的企业获得的福利更多,政府得自高生产率企业的对财政收入的份额也更大。

一、引言和文献综述

中国经济进入新常态以来,应对经济下行压力也成为政府经济工作的常态。减税降费作为积极财政政策的重要方面,一直受到高度重视。早在 2008 年全球金融危机发生后中国就提出了结构性减税降费政策。此后配合增值税转型改革、“营改增”改革、“三去一降一补”供给侧结构性改革,减税降费一直是宏观经济政策的主旋律。2019 年结构性减税降费发展为以增值税减税、社会保险费降费为核心的普惠式减税降费。增值税是政府税收的绝对主体,2019 年中国更是将原涵盖制造业等行业的 16% 增值税率降为 13%,将“营改增”后适行的交通运输、建筑、房地产等行业 10% 税率降为 9%,全面减税降费的决心可见一斑。然而,减税降费能否充分发挥提振宏观经济的政策效应,受到企业、居民行为和市场环境等诸多因素的制约。增值税减税的效应可能更为间接、迂回。在材料采购端减税直接导致企业可抵扣的进项税额减少,使减税效应打上折扣;在产品服务销售端由于价格转嫁(Pass through)减税红利在消费者—企业和上下游企业间分割,也影响减税效应的发挥。因此,评估增值税减税的效应是理解其影响机制的前提,更可以为制定有效的增值税政策提供重要参照。

减税的政策效应也一直是激发经济研究者兴趣的领域。例如,李明等人(2018)利用 2002 年所得税分享改革“准自然实验”评估了所得税减税的效应,发现税率每下降 1%,劳均增加值增速提高约 3.2%。在增值税减税的效应方面,聂辉华等(2009)发现东北增值税转型改革所蕴含的减税对企业投资有显著正向效应,对就业有显著负向效应;Liu and Lu(2015)发现增值税减税通过促进企业投资提升了全要素生产率,这种竞争优势的改善进一步促进企业出口;申广军等人(2016)发现增值税有效税率降低 1 个百分点,固定资产投资率提高 2.1 个百分点,资本和劳动的产出效率分别提高 3.9% 和 5.5%;许伟和陈斌开(2016)发现增值税税负每下降 1%,企业投资约增加 16%。李戎等人(2018)发现降低县级地区的增值税实际有效税率 1%,该地区的经济增长率将提高 0.45%。既有研究都采用增值税的有效税率定义,即企业实际缴纳增值税除以营业收入。我们注意到增值税抵扣链条并不完整,企业间供应链结构和抵扣链条完整程度存在很大差异,导致制造业增值税的进项税率明显低于销项税率,且即便在细分行业内前者的方差也明显大于后者。有效税率将增值税对需求端和成本端的两个不同影响渠道综合在一起,平

均掉了增值税的重要企业异质性。

这些研究也都聚焦于增值税减税对企业投资的促进效应。Jorgensen(1963)的新古典投资理论是共同的理论基础,减税通过降低资本使用者成本影响企业的投资动态决策。也就是说这些文献强调的是增值税减税效应的资本调整渠道,可称之为增值税减税的长期效应^①。增值税减税还有一个很重要的影响渠道:在资本给定情形下,减税影响市场需求和企业供给(边际成本),即增值税减税的短期效应。这就是经典马歇尔局部均衡框架下流转税的影响,也正是供给学派的降低税率扩大税基理论、凯恩斯学派的减税刺激有效需求(消费需求)理论所强调的效应。如中国政策实践所显示,现实中税率调整比较频繁,频率一般都快于这些政策产生长期效应的周期。当然即便这样讨论税率调整的长期效应也是很有意义的,因为现实效应正是诸多长期效应的叠加。然而,政策制定者不仅关注税率调整对投资和企业进入、退出的长期效应,也同样关注税收政策的变化对产出、价格、就业和税收收入等的短期或同步效应。虽然凯恩斯说“在长期我们都死了”有过于极端之嫌,但长期毕竟是由短期链接而成,理解增值税减税的这些短期效应也十分重要。

虽然在概念上增值税减税的短期效应十分明确,然而准确的量化评估却并不容易。它需要充分考虑在宏观加总中被平均掉了的企业异质性(Bond and Reenen,2007),还需要同时估计需求函数和边际成本(短期供给)函数。这涉及传统微观经济学的话题,以及近来在产业组织、国际贸易发展起来的结构估计(Structural estimation)方法。上述增值税效应评估研究的另一共同特点是使用减式(Reduced-form)回归方法,注重因果关系识别和政策效应的显著性。这也是极具挑战性的。正如 Cummins et al.(1994)、Romer and Romer(2010)所指出,税收政策的调整往往不是外生的,识别税收政策效应面临着尤其突出的内生性问题。因此既有文献花了大量功夫,寻找有效税率的工具变量和“自然实验”以解决内生性问题。然而,在减式回归框架下内生性问题可以被压缩,但不可能彻底解决。结构估计运用经济理论从内生性问题的源头加以应对,更为重要的它致力于估计不随企业和消费者行为变化的基础参数(Deep Parameters),能够进行反事实分析(Counterfactual analysis)和政策模拟。Chetty(2009)比较了减式方法和结构方法在公共经济学中的应用,认为在很多领域其提出的“Sufficient Statistics”能够综合两者的优势。然而正如 Weyl and Fabinger(2013)指出,Chetty(2009)的比较建立

^① 当然,减税通过刺激企业投资可以扩张总需求,这也是凯恩斯强调的减税的重要短期效应。不过,其微观基础还是新古典投资理论。

在完全竞争设定上,而现实中估计需求函数和边际成本(短期供给)函数时企业的市场力量是基本前提。因此,结构估计方法能够为增值税短期效应评估提供适合的工具。

本文突破分析增值税效应的传统有效税率框架,尝试运用结构方法在同时估计企业需求函数和成本(短期供给)函数的基础上,量化评估和模拟增值税减税的产出、价格、就业和税收收入等短期效应。这也是贸易和经验产业组织等微观文献中关注的焦点之一。上世纪末以来生产函数和生产端异质性(企业生产率)的结构估计方法得到很大的发展(如 Olley and Pakes, 1996; Levinsohn and Petrin, 2003; Akerberg et al., 2015),需求函数的结构估计也快速平行发展起来(例如, Berry, 1994; Berry et al., 1995)。最近,在不完全竞争环境下综合生产函数和需求函数估计成为一个热点。例如, De Loecker (2011)、Aw et al. (2011)、De Loecker and Warzynsky (2012)、De Loecker et al. (2016)、Doraszelski and Jaumandreu (2013, 2018)等都在生产函数和生产率结构估计中引入需求因素。Jaumandreu 和 Yin (2017)发展了整合需求函数和生产函数估计的结构模型,尝试分离生产端异质性和需求端异质性。Jaumandreu 和 Yin (2018)同时引入投入、产出和需求异质性,探讨在不完全竞争下可靠的企业生产率估计。本文提出一个充分考虑生产端和需求端企业异质性、同时识别生产函数和需求函数参数的结构模型,并在此基础上评估和模拟增值税减税的产出、价格、就业和税收收入效应。本文还引入劳动的调整成本、控制企业进入退出、考虑产能利用率的波动及每期生产量—销售量的差异。这一框架能够识别出企业异质的增值税减税效应。

本文使用中国规模以上工业企业数据库中的 10 个制造业大类行业,评估和模拟增值税减税的短期效应,得到了一些很有意义的发现。第一,增值税减税的短期实质效应相当可观。增值税减税后,产出会增长、就业会增加、价格水平会下降、税收收入会收缩;增值税减税的幅度越大,产出和就业的增长效应以及价格和税收收入的收缩效应就越强。以增值税在 2012 年基础上减税 3 个百分点为例,制造业的总产出、价格、总就业和总税收收入的增长率分别为 4.30%, -0.60%, 7.07% 和 -15.89%。这表明企业通过价格渠道向企业向下游企业或者消费者转嫁(Pass through)税收负担并不明显,也表明增值税减税确实不是免费的午餐,增值税减税激发微观活力的代价是税收收入的较大幅度减少。第二,完善增值税的抵扣链条、提升企业进项税抵扣的便利,同样具有重要的降税政策效应。例如,若这些政策使得销项税率虽降低 3 个百分点但进项税率只降 1.5 个百分点,与基准结果相比产

出增长率会提高 3.81 个百分点、价格多降 0.55 个百分点、就业增长率提高 3.37 个百分点、税收收入则多降 34.15 个百分点。这表明区分销项税率和进项税率两条影响渠道确实能够提供丰富的额外信息。第三,增值税减税能够明显改善制造业的资源配置效率、提升宏观生产率。削减增值税税率后生产率越高的企业增长更快。其雇佣的劳动增加更多、产出增长更快,从而市场份额增加。同时,减税后生产率高的企业价格水平下降更多,消费者获益更大;减税后征自生产率高的企业的增值税收入下降幅度更小,从而生产率高的企业的对财政收入的相对贡献更大。

论文余下第二部分提出增值税减税短期效应分析框架;第三部分提出参数与企业异质性的结构估计思路;第四部分描述数据、报告估计结果;第五部分总结全文。

二、增值税减税短期效应分析框架

1. 增值税减税短期效应的机制

目前文献大多使用增值税有效税率作为基本工具(如陈晓光,2013;申广军等人,2016;许伟和陈斌开,2016):

$$\text{增值税有效税率} = \frac{\text{增值税纳税额}}{\text{营业收入}} = \frac{\text{销项税额} - \text{进项税额}}{\text{营业收入}}$$

它假设增值税的税率调整完全通过产出价格渠道产生影响。这种处理视企业投入—产出的中间决策过程为黑箱,简化了对企业行为的分析。这在宏观分析层面变量是很自然的。理论上增值税的税基很明确,即对应于宏观变量 GDP 的企业增加值。然而,增加值本质是政府和宏观经济学家施加给企业的一个统计概念,实际上企业在生产经营决策中关注的变量是销售收入、成本和利润。从这个角度看,增值税有效税率也是研究者构造的概念,是对企业生产经营决策中实实在在面对的材料成本(进项税率)和销售价格(销项税率)的简化。也就是说,有效税率将增值税对产品销售和材料采购这两个不同渠道的影响综合在一起。为了更贴切的描述企业的决策过程、考虑更充分的企业异质性,我们分开增值税的两个影响渠道。具体地,企业 i 在时期 t 购买材料时面对进项税率 τ_{Mit} 、销售产品时面对销项税率 τ_{it} :

$$\tau_{it} = \frac{\text{销项税额} + \text{应缴产品销售税金及附加}}{\text{企业报告的销售收入} + \text{销项税额}}; \tau_{Mit} = \frac{\text{进项税额}}{\text{材料成本} + \text{进项税额}}$$

τ_{it} 的分母为消费者总支出或其面临的价格, τ_{Mit} 的分母是材料的税前价格。即企业产出和材料投入的价格都是含税(增值税)价格。这样一方面便于引入对企业产出的需求, 因为消费者支付的是含税价格; 另一方面也便于对材料市场的处理, 即作为企业中间投入的材料与用于消费品的材料都是同样的价格。即便设定材料市场是完全竞争的, 由于企业进项税率差异, 企业的材料成本也是异质的。如下文表 1 所描述, 制造业所有行业的增值税进项税率 τ_{Mit} 明显低于销项税率 τ_{it} , 即使在同行业内 τ_{Mit} 也十分悬殊, 而且其方差明显大于 τ_{it} 。这表明整体而言制造业的抵扣链条并不完整, 企业间供应链结构的差异和材料采购环节抵扣链条完整程度的差异, 构成企业成本差异的重要来源。将 τ_{it} 和 τ_{Mit} 综合成有效税率, 等于平均掉了 τ_{Mit} 所蕴含的重要的企业异质性。而分开增值税的投入和产出两个影响渠道, 能够更充分利用企业税率异质性的信息。

设资本为拟固定生产要素, 即不考虑税率变化通过投资(资本调整)和进入、退出等的长期效应。劳动(尽管面临调整成本)和材料成本为可调整生产要素, 对应于企业可变成本。这样, 企业短期决策(利润最大化)问题为:

$$\text{Max}_{L_t, M_t} \pi_{it} = (1 - \tau_{it}) Y_{it} P_{it} - W_t L_{it} - (1 - \tau_{Mit}) P_{Mt} M_{it}$$

Y_{it} 为企业 i 在时期 t 的销售量, P_{it} 为消费者支付的价格(含税), L_{it} 和 M_{it} 分别为标准质量的静态投入量(劳动和材料)。设要素(投入)市场是完全竞争的, P_{Mt} 为材料价格(含税), W_t 为工资率。这里 τ_{it} 和 τ_{Mit} 的不同影响明确显示出来: 销项税率 τ_{it} 越高, 企业实际收入越低; 进项税率越高 τ_{Mit} , 企业的实际成本越低。削减 τ_{it} 和 τ_{Mit} 的不同影响在市场均衡框架中更容易理解。如图 1, 增值税减税一方面降低 τ_{it} , 使企业面对的需求曲线从 D 移动到 D' ; 另一方面进项税率下降使得企业的短期供给(边际成本)曲线从 S 移动到 S' 。均衡结果是: 产出 Y 增加; 企业得到的净价格(税后) P' 上升, 但消费者支付的价格(含税) P 下降。

显然图 1 的结果并不是必然的, 它取决于增值税减税政策对企业 τ_{it} 和 τ_{Mit} 影响的差异程度(本文称为不对称减税)^①, 也受需求函数和供给函数参数(弹性)的影响, 结果可能逆转。然而值得注意的是, 如果使用有效税率就不会出现这种不确定性: 有效税率降低必定促进产出、降低价格。这说明增值税减税是否促进产出、降

^① 这也是范子英和彭飞(2017)讨论的“营改增”减税效应问题。他们基于中国 135 个行业的投入产出表测算了服务业和上游行业之间的产业互联程度, 评估了“营改增”对企业减税和分工的影响, 发现“营改增”企业的实现税负能否有效降低, 取决于通过上游企业获得的进项抵扣能力。

低价格,程度如何,是一个很有必要且有意义的经验问题。学界和实践领域对增值税减税效果的担心和讨论也正是出于其存在需求端和供给端两个不同的影响渠道。

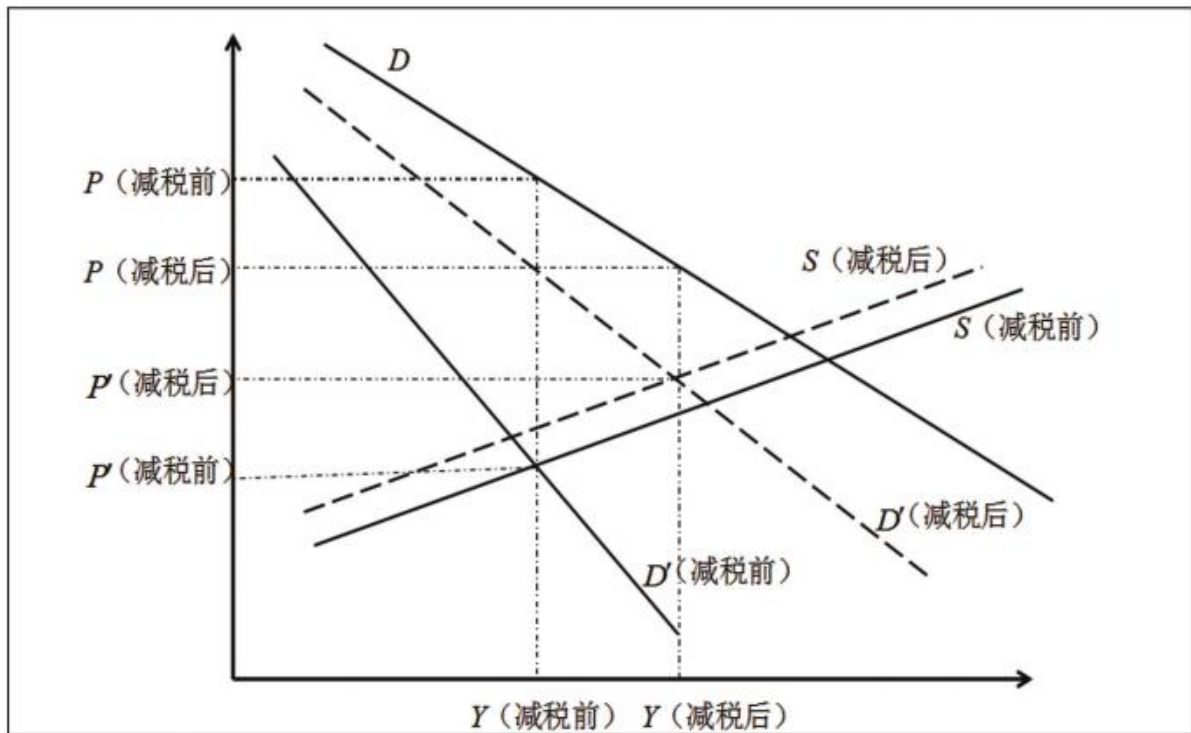


图1 增值税减税的影响

注: D 为市场需求曲线,为企业面对的需求曲线,销项税使得两者间产生了“税楔”。

2. 具体分析环境设定

设定垄断竞争的市场环境。企业 i 在时期 t 的需求函数为:

$$y_{it} = \varphi - \eta_{it} (p_{it} - \delta_{Qit}) + \delta_{Hit} + v_{it} \quad (1)$$

小写变量为相应大写变量的对数(下同)。 $\eta_{it} > 0$ 为需求价格弹性。值得注意的是,这里考虑了需求价格弹性的企业异质性,它可以随企业和时期变化。不可观测需求端异质性(需求优势)包括纵向产品差异(产品质量) δ_{Qit} 和横向产品差异 δ_{Hit} 。 v_{it} 为独立同分布的需求扰动。需求函数(1)具有一般性,可以理解为对任意需求函数的一阶逼近。

设定企业间可以比较的“标准质量”产出量是 $Y_{it} \exp(a(\delta_{Qit}))$, $a'(\cdot) > 0$ 。这

只是描述质量和成本的一般地关系,即产品质量 δ_{Qit} 越高,需要的生产投入越多从而生产成本就越大,相应地折算的标准产出就越大^①。具体地,存在纵向产品差异时生产函数:

$$y_{it} = \beta_K k_{it} + \beta_L l_{it} + \beta_M m_{it} + \omega_{it} - \alpha(\delta_{Qit}) + \mathcal{G}_{it} \quad (2)$$

(2)实际上是对传统生产函数在异质产出环境下的一般化,它原则上保持传统生产函数的一切性质。 ω_{it} 代表企业生产端的不可观测异质性(成本优势),也正是传统“索洛余值”意义上的全要素生产率,它测度企业 i 在时期 t 生产标准质量产出的效率。 δ_{it} 为独立同分布的扰动。根据(1)和(2),需求端异质性 δ_{Qit} 和 δ_{Hit} 的主要差别在于,前者需要付出更高的生产成本才能获得,而后者来源于企业促销、市场口碑等纯粹的需求因素,与企业生产过程和成本无关。

3. 增值税率调整的短期效应

对于生产函数(2),根据企业短期成本最小化问题可得条件要素需求函数:

$$\begin{aligned} l_{it} &= \frac{\beta_M}{\beta_L + \beta_M} [\ln \beta_L - \ln \beta_M + (1 - \tau_{Mit}) + p_{Mt} - W_t] + \frac{1}{\beta_L + \beta_M} [y_{it} - \beta_K k_{it} - \omega_{it} + \alpha(\delta_{Qit})] \\ m_{it} &= \frac{\beta_L}{\beta_L + \beta_M} [\ln \beta_M - \ln \beta_L - (1 - \tau_{Mit}) - p_{Mt} + W_t] + \frac{1}{\beta_L + \beta_M} [y_{it} - \beta_K k_{it} - \omega_{it} + \alpha(\delta_{Qit})] \end{aligned} \quad (3)$$

又结合需求函数(1)可求出企业短期利润最大化的产出水平:

$$\begin{aligned} \frac{(\beta_L + \beta_M)(\eta_{it} - 1) - \eta_{it}}{(\beta_L + \beta_M)\eta_{it}} y_{it} &= -\frac{1}{\eta_{it}} \varphi - \ln(1 - \tau_{it}) + \ln \frac{\eta_{it}}{\eta_{it} - 1} + \frac{\beta_L}{\beta_L + \beta_M} [w_t - \ln \beta_L] \\ &+ \frac{\beta_M}{\beta_L + \beta_M} [\ln(1 - \tau_{Mit}) + p_{Mt} - \ln \beta_M] - \frac{1}{\beta_L + \beta_M} [\beta_K k_{it} + \omega_{it} - \alpha(\delta_{Qit})] - \left(\delta_{Qit} + \frac{1}{\eta_{it}} \delta_{Hit} \right) \end{aligned} \quad (4)$$

设增值税率调整,使得企业的进项税率由 τ_{Mit} 变为 τ'_{Mit} ,销项税率由 τ_{it} 变为 τ'_{it} 。根据(3)和(4),容易得到增值税税率调整后产出增长率(产出效应)和价格增长率(价格效应)为:

$$\begin{aligned} \Delta y_{it} &= \frac{(\beta_L + \beta_M)\eta_{it}}{\eta_{it} - (\beta_L + \beta_M)(\eta_{it} - 1)} [\ln(1 - \tau'_{it}) - \ln(1 - \tau_{it})] - \frac{\eta_{it}\beta_M}{\eta_{it} - (\beta_L + \beta_M)(\eta_{it} - 1)} [\ln(1 - \tau'_{Mit}) - \ln(1 - \tau_{Mit})], \\ \Delta p_{it} &= \frac{\beta_M}{\eta_{it} - (\beta_L + \beta_M)(\eta_{it} - 1)} [\ln(1 - \tau'_{Mit}) - \ln(1 - \tau_{Mit})] - \frac{\beta_L + \beta_M}{\eta_{it} - (\beta_L + \beta_M)(\eta_{it} - 1)} [\ln(1 - \tau'_{it}) - \ln(1 - \tau_{it})], \end{aligned} \quad (5)$$

^① Grieco 和 MacDevitt (2017) 也是这样处理的。

就业增长率(就业效应)为:

$$\Delta l_{it} = \frac{\beta_M}{\beta_L + \beta_M} [\ln(1 - \tau'_{Mit}) - \ln(1 - \tau_{Mit})] + \frac{1}{\beta_L + \beta_M} \Delta y_{it}, \quad (6)$$

以及应缴纳增值税额增长率(税收效应)为:

$$\frac{1}{STAX_{it} - MTAX_{it}} \left\{ \begin{array}{l} STAX_{it} \cdot \left[\ln \tau'_{it} - \ln \tau_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \Delta y_{it} \right] \\ - MTAX_{it} \cdot \left[\ln \tau'_{Mit} - \ln \tau_{Mit} - \frac{\beta_L}{\beta_L + \beta_M} [\ln(1 - \tau'_{Mit}) - \ln(1 - \tau_{Mit})] + \frac{1}{\beta_L + \beta_M} \Delta y_{it} \right] \end{array} \right\}. \quad (7)$$

STAX_{it}为企业*i*在时期*t*的销项税额,MTAX_{it}为进项税额。

若短期规模收益递减,即 $\beta_L + \beta_M < 1$;且增值税减税对 τ_{it} 和 τ_{Mit} 的影响使得 $\frac{1 - \tau'_{it}}{1 - \tau_{it}} =$

$$\frac{1 - \tau'_{Mit}}{1 - \tau_{Mit}}, (5) \text{ 变成 } \Delta y_{it} = \eta_{it} (1 - \beta_M) [\ln(1 - \tau'_{it}) - \ln(1 - \tau_{it})] > 0, \quad \Delta p_{it} = -\beta_L [\ln(1 - \tau'_{it}) - \ln(1 - \tau_{it})] < 0.$$

即增值税减税后产出和就业将增加、价格将下降。当然,增值税税率调整的实际产出效应、价格效应、就业效应和税收效应取决于生产函数参数 β_L 和 β_M ,以及企业异质的需求价格弹性 η_{it} 。

三、参数与企业异质性的结构估计

然而, β_L 、 β_M 和 η_{it} 也是不可观测的。下面提出这些参数及企业异质性的结构估计思路。

1. 估计系统

根据生产函数结构估计的惯例,设企业生产率为一阶 Markov 过程:

$$\omega_{it} = \gamma_t + g(\omega_{it-1}) + \zeta_{it} \quad (8)$$

ζ_{it} 为生产率的随机扰动,还引入生产率时间趋势 γ_t 。根据需求函数(1)和生产函数(2),将(8)代入销售收入方程:

$$\begin{aligned} r_{it} = & \frac{1}{\eta_{it}} \varphi + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \ln \lambda_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \beta_K u_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) (\beta_K k_{it} + \beta_L l_{it} + \beta_M m_{it}) \\ & + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \gamma_t + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) g(\omega_{it-1}) - \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \alpha (\delta_{Qit}) + \delta_{Qit} + \frac{1}{\eta_{it}} \delta_{Hit} + \zeta_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

这里考虑了经济波动造成的资本(产能)利用率的变化(即当期只有比例为 U_t 的资本存量投入生产,实际使用的资本为 $U_t K_{it}$),还考虑了企业每期生产量和销售

量的差异 $\lambda_{it} = \frac{\text{当期销售量}}{\text{当期生产量}}$ 。 $\varsigma_{it} = \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right)(\vartheta_{it} + \xi_{it}) + \frac{1}{\eta_{it}}\nu_{it}$ 为独立同分布的纯粹扰动项。

同时,在需求函数(1)和生产函数(2)下根据企业短期利润最大化,可以得到企业生产率的显式表达式(参见附录 1):

$$\omega_{it} = \frac{\eta_{it}}{\eta_{it}-1} \left[\begin{aligned} & \ln(1-\tau_{M_{it}}) - \ln(1-\tau_{it}) + p_{M_{it}} - \frac{1}{\eta_{it}}\varphi - \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \ln \lambda_{it} + \left(\frac{1}{\eta_{it}} - 1\right) \beta_K u_{it} - \ln \beta_M - \ln \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \\ & + \left(\frac{1}{\eta_{it}} - 1\right) (\beta_K k_{it} + \beta_L l_{it}) + \left(\frac{1}{\eta_{it}} \beta_M - \beta_M + 1\right) m_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \alpha(\delta_{Q_{it}}) - \delta_{Q_{it}} - \frac{1}{\eta_{it}} \delta_{H_{it}} \end{aligned} \right] \quad (10)$$

(9)和滞后一期的(10)是本文估计所需参数和企业异质性的基本方程。

2. 三个识别问题

还需要解决三个识别问题。

首先, $\delta_{Q_{it}}$ 和 $\delta_{H_{it}}$ 的识别。根据企业产品质量($\delta_{Q_{it}}$)的最优决策(参见附录 2):

$$\alpha'(\delta_{Q_{it}}) = \frac{\eta_{it}}{\eta_{it}-1}$$

即 $\delta_{Q_{it}}$ 是需求弹性的函数,因此,可用 $\frac{\eta_{it}}{\eta_{it}-1}$ 的非参数函数逼近(9)和(10)中 $\delta_{Q_{it}}$ 相关的项:

$$\left(1 - \frac{1}{\eta_{it}}\right) \alpha(\delta_{Q_{it}}) - \delta_{Q_{it}} = \Upsilon \left(\frac{\eta_{it}}{\eta_{it}-1}\right) \quad (11)$$

其次,横向产品差异 $\delta_{H_{it}}$ 的识别。借鉴 De Loecker(2011),本文用需求移动因子(Demand shifters)来控制横向产品差异:

$$\delta_{H_{it}} = a_1 sc_{it} + a_2 east_{it} + a_3 middle_{it} + a_4 export_{it} + a_5 core_{it} + a_6 ccity_{it} + a_7 entrant_{it} \quad (12)$$

sc_{it} 为企业的营销努力度、 $export_{it}$ 出口市场参与度、 $east_{it}$ 为东部地区虚拟变量、 $middle_{it}$ 为中部地区虚拟变量、 $core_{it}$ 为地级市及以上的城区虚拟变量、 $ccity_{it}$ 为省会城市虚拟变量、 $entrant_{it}$ 为新进入企业虚拟变量。

再次,需求弹性的识别。根据企业选择劳动和材料投入的成本最小化问题(参

见附录 3)

$$\ln\left(\frac{(1-\tau_{it})R_{it}}{(1-\tau_{Mit})P_{Mt}M_{it}+W_tL_{it}}\right)=-\ln(\beta_M+\beta_L)+\ln\left(\frac{\eta_{it}}{\eta_{it}-1}\right)+\ln\left(1+\frac{W_tL_{it}}{(1-\tau_{Mit})P_{Mt}M_{it}+W_tL_{it}}\Delta_{it}\right)+\vartheta_{it} \quad (13)$$

Δ_{it} 为存在劳动调整成本时劳动的影子价格对实际工资率的偏离。根据设定, ζ_{it} 为生产函数中独立同分布的产出扰动, 因此可用 OLS 回归方法清除(13)中的 ζ_{it} , 得到生产函数参数和需求弹性的关系。具体地, 估计如下收入—可变成本比率模型:

$$\ln\left(\frac{(1-\tau_{it})R_{it}}{(1-\tau_{Mit})P_{Mt}M_{it}+W_tL_{it}}\right)=X_{it}\sigma+\sigma^L\ln\left(1+\frac{W_tL_{it}}{(1-\tau_{Mit})P_{Mt}M_{it}+W_tL_{it}}\Delta_{it}\right)+\vartheta_{it} \quad (14)$$

控制向量 X_{it} 包括常数, 一组影响企业收入—可变成本比率的变量, 包括企业的营销努力度、出口市场参与度、企业年龄、地区虚拟变量(东部和中间)、区位虚拟变量(地级市及以上的城区、省会城市)、新进入企业虚拟变量, 还包括一整套年份虚拟变量和行业虚拟变量(四位数行业)。

还需要识别劳动的影子价格 Δ_{it} 。注意到 $\frac{P_{Mt}M_{it}}{W_tL_{it}}=\frac{\beta_M}{\beta_L}(1+\Delta_{it})$, 不失一般性, 设 Δ_{it} 可在不同时期、不同企业可以平均掉:

$$\hat{\Delta}_{it}=\frac{P_{Mt}M_{it}}{W_tL_{it}}\left(\frac{1}{N}\sum_t\sum_i\frac{P_{Mt}M_{it}}{W_tL_{it}}\right)^{-1}-1$$

T_i 为企业 i 的观测数, N 为总观测数。用 OLS 估计(14), 得到 δ^L 和清除了 ϑ_{it} 的收入—可变成本率预期值 $\frac{R_{it}}{\ln\left(\frac{R_{it}}{P_{Mt}M_{it}+W_{it}L_{it}}\right)}$ 。定义 $\Theta_{it}=\frac{R_{it}}{\ln\left(\frac{R_{it}}{P_{Mt}M_{it}+W_{it}L_{it}}\right)}-\sigma^L\ln\left(1+\frac{W_{it}L_{it}}{P_{Mt}M_{it}+W_{it}L_{it}}\Delta_{it}\right)$:

$\frac{W_{it}L_{it}}{P_{Mt}M_{it}+W_{it}L_{it}}\Delta_{it}$:

$$\hat{\eta}_{it}=\frac{(\beta_M+\beta_L)\exp(\hat{\Theta}_{it})}{(\beta_M+\beta_L)\exp(\hat{\Theta}_{it})-1} \quad (15)$$

(15) 形成企业异质的需求弹性与短期规模收益系数 $\beta_L+\beta_M$ 的关系, 可以作为约束施加到估计系统(9)和(10)。

3.GMM 估计

根据设定, (9)中的扰动项 ζ_{it} 满足 $E[Z \cdot \zeta]=0$, z 为工具向量。因此, 估计参数 θ

的 GMM 问题是:

$$\min_{\theta} \left[\frac{1}{N} \sum_i \sum_{T_i} Z_{it} \zeta_{it}(\theta) \right]' W_N \left[\frac{1}{N} \sum_i \sum_{T_i} Z_{it} \zeta_{it}(\theta) \right] \quad (16)$$

$W_N = z'z$ 为权重矩阵。具体地,估计系统为(12)和(15),以及根据收入方程(9)和滞后生产率方程(10)得到的:

$$\begin{aligned} \hat{\zeta}_{it} = & r_{it} - \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it}}\right) (\beta_K k_{it} + \beta_L l_{it} + \beta_M em_{it}) - \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it}}\right) \ln \lambda_{it} - \frac{1}{\hat{\eta}_{it}} \delta_{Hit} \\ & - (c_0 + \gamma_1 \cdot d00 + \gamma_2 \cdot d01 + \dots) \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it}}\right) - \frac{1}{\hat{\eta}_{it}} c_1 - \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it}}\right) g(\omega_{it-1}, \hat{Pr}_{it|t-1}) + \Upsilon \left(\frac{\hat{\eta}_{it}}{\hat{\eta}_{it}-1}\right) \end{aligned} \quad (17)$$

$$\hat{Pr}_{it|t-1} = \Gamma(k_{it-1}, l_{it-1}, em_{it-1}, sc_{it-1}) \quad (18)$$

$$\hat{\omega}_{it-1} = \frac{\hat{\eta}_{it-1}}{\hat{\eta}_{it-1}-1} \left[\begin{aligned} & \ln(1 - \tau_{Mit-1}) - \ln\left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it-1}}\right) + \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it-1}}\right) \beta_M p_{Mit-1} - \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it-1}}\right) \gamma_p p_{t-1} - \ln \beta_M - \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it-1}}\right) \ln \lambda_{it-1} \\ & - \left(1 - \frac{1}{\hat{\eta}_{it-1}}\right) (\beta_K k_{it-1} + \beta_L l_{it-1} + \beta_M em_{it-1}) + em_{it-1} - \ln(1 - \tau_{it-1}) - \frac{1}{\hat{\eta}_{it-1}} (a_0 + \delta_{Hit-1}) + \Upsilon \left(\frac{\hat{\eta}_{it-1}}{\hat{\eta}_{it-1}-1}\right) \end{aligned} \right] \quad (19)$$

考虑到企业退出造成的样本选择问题(参见附录 4),期望生产率函数中引入为企业 i 在时期 t 持续经营的概率 $Pr_{it|t-1}$,变为 $g(\omega_{it-1}, Pr_{it|t-1})$ 。 $em_{it} = m_{it} + p_{Mt}$ 为材料支出。(17)中用 c_0 吸收时间趋势中的基准值、未知函数 $g(\cdot)$ 和 $\gamma(\cdot)$ 中的常数;用 c_1 合并需求函数参数 φ 和横向产品差异 δ_{Hit} 中的常数;用时间虚拟变量序列 $d00 - d13$ 合并识别 $(1 - \frac{1}{\eta_i}) \beta_M p_{Mt}$ 、 $(1 - \frac{1}{\eta_i}) \beta_k u_i$ 和 $(1 - \frac{1}{\eta_i}) \gamma_i$;用 ω_{it-1} 和 $Pr_{it|t-1}$ 的二阶多项式逼近未知函数 $g(\cdot)$ 。 $Pr_{it|t-1}$ 由(18)中未知函数 $\Gamma(\cdot)$ 的四阶多项式识别。(19)中设产能利用率 u_t 与一般价格水平 p_t 呈线性关系,即 $u_t = \gamma P_t$,即 $(1 - \frac{1}{\eta_i}) \gamma_p P_{p-1}$ 项, $\gamma_p = \gamma \beta_K$ 为待估参数。(17)和(19)中用 $(\frac{\eta_{it-1}}{\eta_{it-1}-1})$ 的三阶多项式逼近未知函数 $\gamma(\cdot)$,以控制产品质量的异质性。

基本识别包括 33 个参数:投入弹性(β_K 、 β_L 、 β_M)、横向产品差异参数(7 个)、时间趋势参数(11 个)、未知函数 $g(\cdot)$ 逼近参数(5 个)、未知函数 $\gamma(\cdot)$ 逼近参数(3 个)、产能利用参数 (γ_p)、常数 (a_0 、 c_0 和 c_1)。本文借鉴 Doraszelski and Jaumandreu(2013)的降维方法,将 18 个线性参数(c_0 、 c_1 、时间趋势参数、生产率逼近参数)表示成余下 15 个非线性参数的函数。这样在实际估计中最优化程序只需

要搜索 15 个参数,大大提高了 GMM 估计的收敛性和稳健性。(15)中的工具向量 Z 由外生变量的多项式组成^①。基本工具集包括常数、时间虚拟变量(11 个)、 $east_{i-1}$ 、 $middle_{i-1}$ 、 $core_{i-1}$ 、 $ccity_{i-1}$ 、 $entrant_{i-1}$ 、 $export_{i-1}$ 、 sc_{i-1} 、 η_{i-1} 的三阶多项式,以及 k_{i-1} 、 l_{i-1} 和 m_{i-1} 的三阶多项式(19 个),共 41 个。

参数估计出来后,根据(15)自然得到企业异质的需求价格弹性的估计,根据(19)还可以得到企业生产率 ω_{it} 的估计。

四、数据与估计结果

下面使用规模以上工业企业数据库进行分析,样本范围为全部国有工业企业及年主营业务收入(销售额)超过 500 万元(含)的非国有工业企业^②,样本期为 1998—2013 年(由于 2010 年数据异常,本文不包括该年数据)。这一数据库覆盖时段长、指标丰富,接近于全样本,是学术界广泛使用的中国企业层面数据库。本文对数据库进行了细致整理,仔细界定所用变量,并参照 Brandt et al.(2012)跨期匹配、构建面板数据,尽量使数据更为可靠,过程见附录 5。样本期经历两次行业定义和代码调整,本文将行业定义和代码统一调整为最新版本^③。本文考虑除行业 24(文教、工美、体育和娱乐用品制造业)和行业 25(石油加工、炼焦和核燃料加工业)以外的 26 个二位数制造业行业。为了在节省篇幅,我们按照产品性质将制造业分为 10 大行业(参见附录 6)。

恰当定义估计系统中的可观测变量对于估计的准确性来说极为重要。变量的定义与构建,参见附录 7。参数估计时需要持续经营的企业(涉及相关变量的滞后值),而根据(15)估计需求弹性时则不需要。因此本文对样本的清理按照一般清理和特别清理

^① 这一方法在贸易和经验产业组织中广泛使用,例如 Berry et al. (1995)、Olley and Pakes (1996)、Levinsohn and Petrin (2003)、Akerberg et al. (2015)、Wooldridge (2009)、Doraszelski and Jaumandreu (2013, 2018),还包括 Ai and Chen (2003, 2007)提出的格点估计方法(sieve estimation)。

^② 2006 年(含)后不包括年主营业务收入低于 500 万元的国有企业。2011 年(含)后调查范围调整为主营业务收入超过 2000 万元(含)的工业企业。

^③ 即 2002 年 5 月 10 日发布的《国民经济行业分类》(GB/T4754—2002)和 2011 年 4 月 29 日发布《国民经济行业分类》(GB/T4754—2011)。工业企业数据库中相应的行业代码变化始于 2003 年和 2013。

两个标准进行^①,后者更严格。具体标准参见附录 8。参数估计对样本要求严格,同时用两个标准清理样本。得到参数后估计后模拟增值税减税效应时只使用第一步清理,从而样本覆盖面更宽。从表 1 可以看出,行业内企业间增值的销项和进项税率的差别巨大,而行业间的税率差异不是特别明显。这与陈晓光(2013)的观察一致,他们发现 90%以上的增值税有效税率差异是四位数产业内部的企业间差异造成的^②。标准差和分位比均显示,所有行业和年份进项税率的差异都明显大于销项税率,且进项税率的均值也更低。这也表明所有年份和行业内企业中间投入的结构存在明显差异,材料采购环节的增值税抵扣率悬殊,是产生企业成本差异一个重要源泉。因此,确实有必要区分销项税率和进项税率两条影响渠道。其它主要变量的描述统计见附表 1。

表 1 进项税率与销项税率描述统计

代码	行业简称	销项税率%						进项税率%					
		均值		标准差		分位比 ^③		均值		标准差		分位比	
		1999	2012	1999	2012	1999	2012	1999	2012	1999	2012	1999	2012
1	食品	12.801	12.033	6.253	4.695	1.665	1.492	11.023	11.174	5.574	5.245	1.949	1.836
2	纺织	12.891	13.039	3.988	3.454	1.297	1.202	12.667	12.608	5.021	4.187	1.484	1.322
3	木材	12.515	12.894	4.213	3.890	1.558	1.216	11.412	12.136	5.210	4.664	1.871	1.432
4	造纸	13.868	13.263	3.039	3.397	1.139	1.146	12.977	13.036	4.258	4.173	1.359	1.269
5	化学	13.371	13.133	3.828	3.536	1.227	1.194	12.568	12.747	4.820	4.306	1.448	1.314
6	非金	13.399	12.945	3.710	3.830	1.258	1.251	11.282	11.891	5.030	4.727	1.728	1.504
7	金属	13.436	13.248	3.690	3.430	1.181	1.146	12.828	12.816	4.824	4.120	1.428	1.281
8	设备	13.927	13.351	3.084	3.180	1.145	1.164	14.061	13.142	5.202	4.053	1.383	1.272
9	运输	14.122	13.733	3.358	3.050	1.086	1.102	13.680	13.624	4.533	3.876	1.320	1.233
10	电气	13.586	13.222	3.455	3.331	1.142	1.164	13.310	13.178	4.604	4.115	1.354	1.262

注:为第 75 分位除以第 25 分位。

① 从 2009 年开始全面实施增值税从生产型转向消费型的改革,进项税额中不仅包括原材料对应的抵扣,还包括固定资产的抵扣。本文所用的数据无法将其分开,但在样本清理时尝试从以下几个方面缓解这个问题:第一,删除当期进项税或销项税为小于或等于 0 的样本;第二,删除进项税率大于 1(原材料小于进项税)的样本;第三,删除当期进项税大于当期销项税的样本;最后,删除进项税率和销项税率的两端各 1% 的野值。另一方面,由于每期产销可能是不平衡的,增值税进项税额不完全是当期销售产品中对应的材料抵扣额,即存在留抵税款问题,对此本文用产销率进行调整,数据清理标准也一定程度上缓解了这一问题。

② 他们没有区分增值税销项税和进项税,而是用应缴增值税除以企业增加值估计有效税率。

③ Olley and Pakes (1996) 指出,在生产函数估计中经常出现资本弹性系数过低的偏误。

表 2 比较 10 个行业生产函数参数的估计结果。从资本、劳动和材料投入的产出弹性和规模收益参数看,估计结果均处在合理的范围内,且估计的标准误都很小。短期规模参数均小于 1,处于 0.83(化学医药行业)至 0.95(纺织服装行业)间。长期规模参数在 0.93(非金属行业)至 1.09(电气电子行业)。就参数结构而言,资本产出弹性系数估计都比较合理^①。这表明弹性参数的估计是满意的。加成率处于 1.13(化学医药行业)至 1.27(电气电子行业)间,对应的需求弹性处于 4.7 至 8.7。加成率的分布比较集中,方差只有 0.02—0.08,90 分位与 10 分位的比也只有 1.05—1.17。绝大部分企业的价格超出边际成本的幅度 10%至 30%间,从而对应的企业利润率也处于正常水平。这表明需求弹性的估计也是比较合理。

表 2 参数估计

代码	行业简称	资本弹性		劳动弹性		材料弹性		成本加成率(需求弹性)分布				
		系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误	均值	方差	Median	P10	P90
1	食品	0.1209	0.0114	0.2467	0.0369	0.6797	0.0373	1.2493	0.0843	1.2252	1.1753	1.3639
2	纺织	0.0906	0.0133	0.3266	0.0573	0.6269	0.1096	1.2388	0.0242	1.2376	1.2070	1.2713
3	木材	0.1100	0.0132	0.2387	0.0495	0.6458	0.0671	1.1680	0.0252	1.1649	1.1375	1.2030
4	造纸	0.1447	0.0130	0.3215	0.0446	0.5188	0.0553	1.1312	0.0325	1.1249	1.0906	1.1768
5	化学	0.1669	0.0106	0.4060	0.0425	0.4223	0.0352	1.1257	0.0598	1.1123	1.0651	1.1976
6	非金	0.0738	0.0070	0.2427	0.0249	0.6102	0.0419	1.1664	0.0349	1.1661	1.1257	1.2115
7	金属	0.1506	0.0071	0.2257	0.0215	0.6388	0.0386	1.1278	0.0223	1.1253	1.1008	1.1580
8	设备	0.1257	0.0073	0.3343	0.0281	0.5010	0.0226	1.1336	0.0307	1.1320	1.0943	1.1745
9	运输	0.1255	0.0210	0.2343	0.0472	0.6436	0.0438	1.1824	0.0374	1.1816	1.1302	1.2304
10	电气	0.1517	0.0191	0.3775	0.0596	0.5637	0.0508	1.2700	0.0456	1.2655	1.2147	1.3332

注:成本加成率(Markup)为。Median 为中位数;P10 为 10 分位值,P90 为 90 分位值

表 3 和表 4 以 2012 年为基础设定增值税税率削减的幅度分别为 1.5、2、2.5、3、3.5 个百分点,模拟基础企业销项税率和进项税率同步变化时的产出、价格、就业和税收收入效应。每个行业的产出、价格、就业分别为以销售收入为权重的加权平均值。行业的税收收入效应为加总每个企业应交增值税的变化额后,除以行业的应

^① Olley and Pakes (1996) 指出,在生产函数估计中经常出现资本弹性系数过低的偏误。

交增值税总额。所有行业都呈现出一个明确且直观的结论：即增值税减税后，产出会增长、就业会增加、价格水平会下降、税收收入会收缩；增值税减税的幅度越大，产出和就业的增长效应以及价格和税收收入的收缩效应就越强。以增值税 2012 年的基础上减税 3 个百分点为例。产出增长最多的三个行业是化学医药行业(5.56%)、电气电子(5.22%)和纺织服装(4.97%)，产出增长较少的运输设备行业(3.28%)、非金属行业(3.34%)和木材家具行业(3.42%)效应也很明显。价格下降幅度最大的三个行业是电气电子(1.04%)、纺织服装(0.95%)和食品饮料(0.67%)，价格下降幅度较少为金属行业(0.37%)、造纸印刷行业(0.45%)和非金属行业(0.46%)。就业增长最多的三个行业为化学医药行业、电气电子和造纸印刷，分别为 8.37%、7.51%和 7.46%；增长较少三个行业为木材家具、非金属和造运输设备，分别增长率分别也有 6.24%、6.24%和 6.29%。调减增值税率后行业间税收收入下降幅度的差别比较明显，下降最快的三个行业为电气电子、造纸印刷和金属，下降分别达到 21.67%、21.39%和 20.39%；食品饮料、运输设备和化学医药行业的税收收入也分别下降了 8.49%、9.13%和 19.29%。

聂辉华等(2009)发现减税(转型)导致企业从业人数减少近 10%；陈烨等(2010)运用 CGE(可计算一般均衡模型)的模拟也认为发现增值税减税(转型)可能造成数百万人的失业。然而，聂海峰、刘怡(2009)发现增值税转型增加企业投资 1.6%—3.5%，就业也增加了 3%。申广军等人(2016)发现增值税有效税率降低一个百分点就业增加 0.4%。我们认为这是由于增值税减税长期效应和短期效应存在差异：从长期效应看减税有可能使资本相对于劳动的成本下降、导致资本替代劳动；而短期效应则会增加产出和就业。这表明区分增值税减税的长期和短期效应是重要的。增值税减税的价格效应也包括意思的含义。一般认为企业可以将税负加入价格(即文献中经常讨论的 Pass through, 如 Weyl and Fabinger, 2013)，向下游企业或者消费者转嫁税收负担。企业间增值税的这种转嫁可能削弱甚至抵消产业链上各环节的实质效应(产出和就业)。不过，我们的政策模拟发现这种影响并不明显。最后，从税收收入效应看，增值税减税确实不是免费的午餐。增值税减税激发微观活力的代价，是税收收入的大幅度减少，政府可能需要寻找替代的收入来源。

表 3

削减增值税税率的产出和价格效应模拟

代码	行业	产出效应(%)					价格效应(%)				
		1.5	2	2.5	3	3.5	1.5	2	2.5	3	3.5
1	食品	1.8719	2.5063	3.1110	3.7170	4.3147	-0.3363	-0.4490	-0.5577	-0.6666	-0.7735
2	纺织	2.4861	3.3173	4.1437	4.9696	5.7726	-0.4735	-0.6320	-0.7895	-0.9462	-1.1004
3	木材	1.7046	2.2780	2.8513	3.4199	3.9888	-0.2576	-0.3443	-0.4298	-0.5155	-0.5996
4	造纸	2.2832	3.0390	3.7962	4.5340	5.2706	-0.2270	-0.3025	-0.3775	-0.4525	-0.5260
5	化学	2.8176	3.7412	4.6567	5.5583	6.4491	-0.2644	-0.3515	-0.4371	-0.5214	-0.6039
6	非金	1.6484	2.2110	2.7768	3.3399	3.9013	-0.2291	-0.3067	-0.3849	-0.4635	-0.5416
7	金属	1.7298	2.3073	2.8814	3.4456	4.0063	-0.1874	-0.2501	-0.3125	-0.3741	-0.4343
8	设备	2.2304	2.9747	3.7141	4.4383	5.1585	-0.2538	-0.3389	-0.4226	-0.5058	-0.5876
9	运输	1.6399	2.1803	2.7304	3.2814	3.8135	-0.2699	-0.3597	-0.4497	-0.5378	-0.6264
10	电气	2.6338	3.5127	4.3725	5.2188	6.0501	-0.5261	-0.7038	-0.8746	-1.0444	-1.2098

表 4

削减增值税税率的就业和税收效应模拟

代码	行业	削减增值税率的就业效应(%)					削减增值税率的税收收入效应(%)				
		1.5	2	2.5	3	3.5	1.5	2	2.5	3	3.5
1	食品	3.2248	4.2880	5.3136	6.3181	7.3185	-3.7756	-5.2625	-6.7910	-8.4927	-10.1326
2	纺织	3.7206	4.9549	6.1758	7.3863	8.5775	-8.6560	-12.2119	-15.9031	-20.2360	-24.3323
3	木材	3.1510	4.1935	5.2250	6.2427	7.2564	-8.6941	-12.0762	-15.6826	-19.9635	-24.6155
4	造纸	3.7706	5.0156	6.2436	7.4629	8.6652	-9.0894	-12.9526	-17.0603	-21.3936	-25.9354
5	化学	4.2557	5.6404	7.0135	8.3668	9.7003	-7.8667	-11.1468	-14.6191	-18.2877	-22.1394
6	非金	3.1298	4.1754	5.2153	6.2473	7.2645	-7.8856	-11.1538	-14.8733	-18.8189	-22.8841
7	金属	3.2689	4.3520	5.4197	6.4739	7.5182	-8.5778	-12.3383	-16.2291	-20.3863	-24.2926
8	设备	3.6972	4.9233	6.1336	7.3275	8.5083	-8.9708	-12.4802	-16.1921	-20.0949	-24.6350
9	运输	3.1727	4.2187	5.2616	6.2909	7.3091	-4.0459	-5.7038	-7.4233	-9.1247	-10.7254
10	电气	3.8156	5.0695	6.2980	7.5087	8.6987	-9.1694	-13.2112	-17.3776	-21.6729	-26.3838

图 2 在 2012 年的基础上模拟制造业削减增值税税率的总效应,企业销项税率

和进项税率同样是同步变化。其中产出、价格、就业以企业销售收入为权重对整个制造业加权平均,税收收入效应为加总每个制造业企业应交增值税的变化额后,除以整个制造业的应交增值税总额。可以看到,随着增值税税率消减的幅度从 0.5 个百分点均匀提高到 4 个百分点,产出、价格、就业和税收收入都接近均匀变化。以增值税在 2012 年基础上减税 3 个百分点为例,制造业的总产出、价格、总就业和总税收收入的增长率分别为 4.30%, -0.60%, 7.07% 和 -15.89%。可见,增值税减税的短期效应是相当明显的。

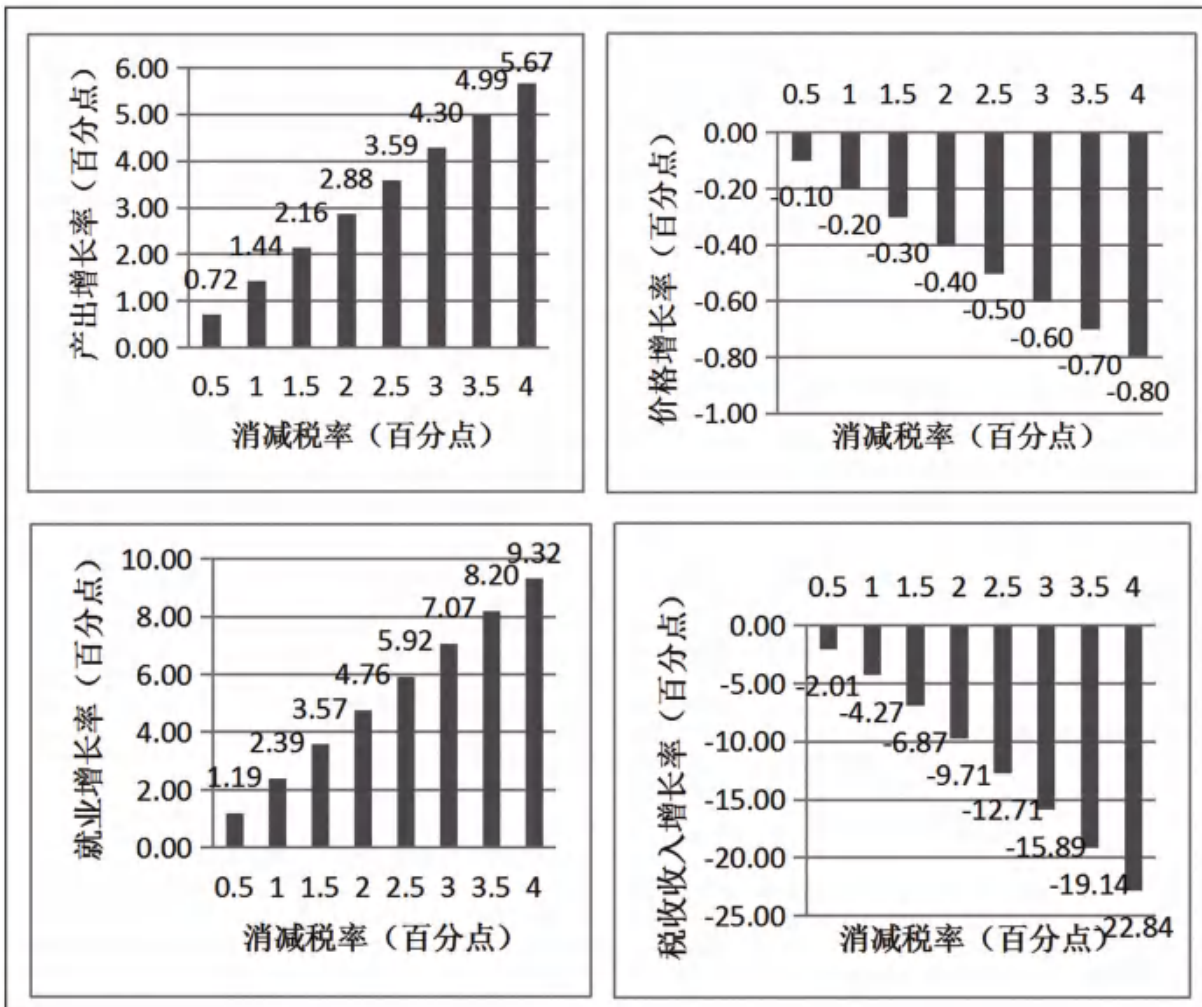


图 2 制造业削减增值税税率的总效应模拟

注:所有制造业行业以销售收入为权重平均。

销项税率与进项税率的不对称削减是否有显著影响? 表 5 模拟在 2012 年基

础上销项税率削减 3 个百分点,进项税率削减 1.5、2.25 和 3.75 个百分点。制造业整体和分行业效应的计算方法同上。可以看到,不对称减税的影响是不可忽视的。制造业整体上在销项税率减少 3 个百分点的基础上,进项税率分别少降 1.5 个百分点、少降 0.75 个百分点、多降 0.75 个百分点,与对称减税 3 个百分点的基准结果相比,产出增长率分别提高 3.81 个百分点、提高 1.89 个百分点和下降 1.86 个百分点;价格下降率分别多降 0.55 个百分点、多降 0.27 个百分点和少降 0.26 个百分点;就业增长率分别提高 3.37 个百分点、提高 1.83 个百分点和下降 1.59 个百分点;税收收入下降率分别多降 34.15 个百分点、多降 17.81 个百分点和少降 20.73 个百分点,后者变成了税收收入上升 4.84%。分行业看,不对称减税的差异同样是巨大的。这表明在降低增值税率的同时,完善增值税的抵扣链条、提升企业进项税抵扣的便利,同样具有重要的政策效应。也就是说,增值税进项端改革同样能够起到相当明显的减税降费效果。这些结果也表明,本文区分销项税率和进项税率两条影响渠道确实能够提供更为丰富的信息。

表 5 销项税率与进项税率不对称变化的政策模拟

代码	行业简称	产出效应			价格效应			就业效应			税收收入效应		
		1.5	2.25	3.75	1.5	2.25	3.75	1.5	2.25	3.75	1.5	2.25	3.75
	全部	8.112	6.185	2.443	-1.149	-0.873	-0.338	10.342	8.690	5.482	-50.039	-33.696	4.843
1	食品	8.015	5.831	1.646	-1.439	-1.048	-0.294	9.854	8.063	4.625	-24.907	-16.953	1.118
2	纺织	9.397	7.167	2.820	-1.793	-1.364	-0.537	10.970	9.169	5.642	-65.458	-43.790	7.149
3	木材	7.520	5.438	1.453	-1.136	-0.820	-0.218	9.721	7.958	4.572	-60.179	-40.763	3.350
4	造纸	8.026	6.269	2.837	-0.797	-0.623	-0.285	10.597	9.018	5.935	-64.941	-43.897	5.581
5	化学	8.250	6.884	4.244	-0.770	-0.644	-0.399	10.816	9.583	7.206	-59.959	-40.152	7.308
6	非金	6.974	5.128	1.608	-0.970	-0.713	-0.222	9.370	7.785	4.753	-51.685	-35.681	1.485
7	金属	8.059	5.735	1.196	-0.866	-0.622	-0.131	10.586	8.514	4.465	-76.806	-50.407	16.670
8	设备	7.607	6.009	2.900	-0.864	-0.684	-0.330	10.127	8.717	5.965	-60.380	-41.058	3.686
9	运输	7.444	5.342	1.234	-1.139	-0.843	-0.204	9.779	8.026	4.599	-28.982	-19.483	2.552
10	电气	8.852	7.019	3.447	-1.776	-1.406	-0.689	10.421	8.949	6.098	-66.938	-45.462	5.517

注:1.5、2.25 和 3.75 指进项税率削减的幅度(百分点),即销项税率变化的 50%、75% 和 125%。

本文方法的一个重要优势在于整合了参数和多维度企业异质性(包括企业生产率)的估计,而且能够估计出每个企业的减税效应。这样就能够分析到底是什么样的企业从减税降费改革中获益、或者哪些类企业获益更多。为节省篇幅,以下只就企业生产率与减税效应的关系展开分析。图 3 列示了整个制造业行业减税效应和企业生产率(分行业除去了均值)的非参数回归。十分明确的结果是,削减增值税税率后生产率越高的企业增长更快,即雇佣的劳动增加更多、产出增长更快,从而其市场份额增加。这表明增值税减税明显改善了制造业的资源配置效率。也就是说,减税确实可以通过 Restuccia 和 Rogerson(2008)、Hsieh 和 Klenow(2009)及陈晓光(2013)所讨论过的机制改善资源配置,提升宏观生产率。同时,减税后生产率高的企业价格水平下降更多,消费者获益更大;减税后征自生产率高的企业的增值税收入下降幅度更小,从而生产率高的企业的对财政收入的相对贡献更大。

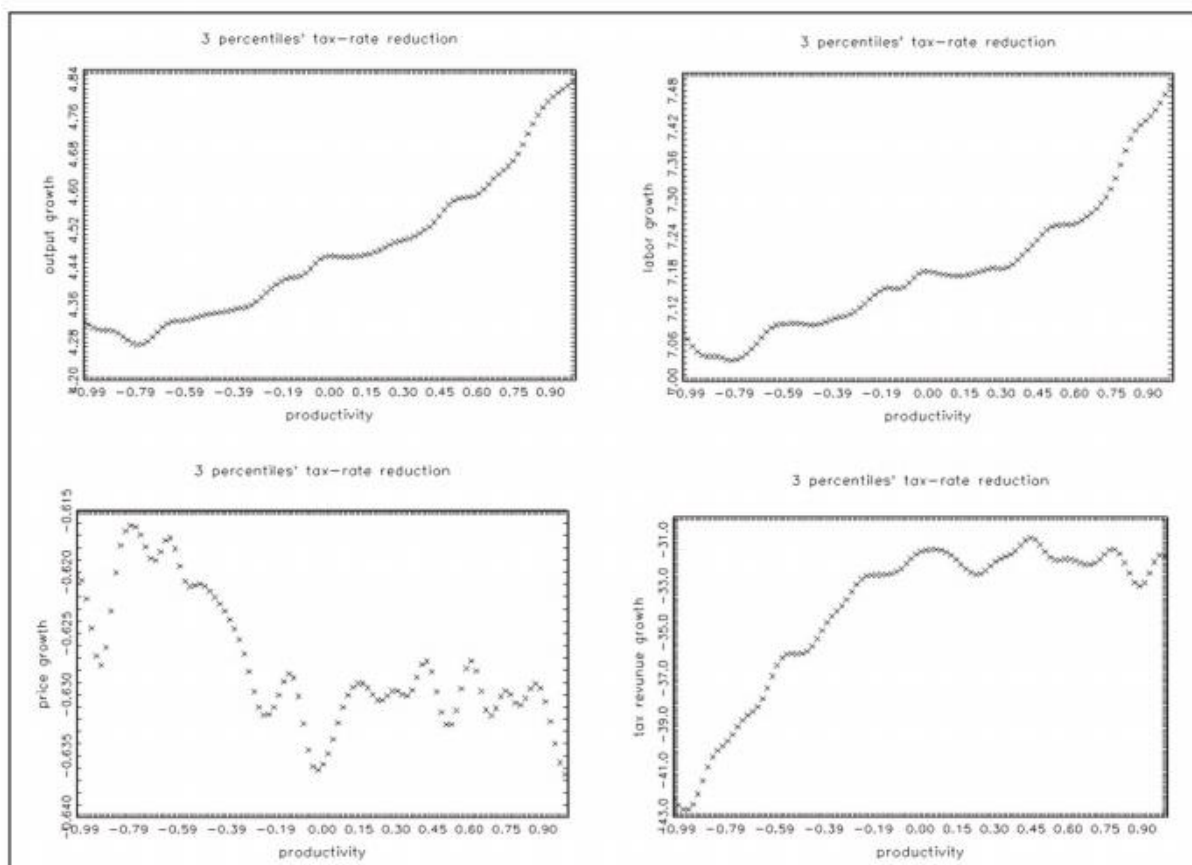


图 3 制造业增值减税效应与企业生产率的非参数回归

由于是参数和企业异质性是分行业估计的,虽然上述非参数回归时分行业除了企业生产率的均值,行业特征仍然可能是重要的。而且,在哪些行业上述关于企业生产率和减税效应的结论更为相关也是很在意思的话题。因此,我们进一步在一个简单回归框架下讨论企业生产率与减税效应的关系。具体地,我们分行业回归如下方程:

$$effect_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \omega_{it} + control'_{it} \beta + v_{it} \quad (20)$$

effect_{it} 分别为增值税减税的产出、价格、就业和税收收入效应(以在 2012 年基础上对称减税 3 个百分点的为基准)。control_{it} 为控制变量,包括企业资本、劳动(以控制企业规模和要素密度对减税效应的影响),还包括一整套地区(省)虚拟变量。表 6 列示了估计结果。可以看到减税后,除了行业 9 以外,生产率高的企业产出和就业增长显著更快;除了行业 4、5、7 及 2(不显著)外,生产率高的企业价格下降显著更多;除了行业 1 以外,生产率高的企业产出税收收入下降显著更小。可见在绝大多数行业上述对整个制造业的非参数回归的结论维持不变。

表 6 企业生产率与减税效应的分行业回归

代码	行业简称	产出效应		价格效应		就业效应		税收收入效应	
		系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误
1	食品饮料	0.2044	0.0142	-0.0007	0.0025	0.1824	0.0137	-1.1116	1.0567
2	纺织服装	0.0946	0.0067	-0.0234	0.0009	0.0741	0.0068	4.0865	0.5703
3	木材家具	0.1247	0.0128	-0.0352	0.0018	0.1179	0.0138	6.3162	1.3302
4	造纸印刷	0.1464	0.0117	0.0037	0.0018	0.1370	0.0142	2.4177	1.0281
5	化学医药	0.2002	0.0065	0.0182	0.0013	0.2438	0.0078	0.6008	0.3039
6	非金属	0.1233	0.0099	-0.0146	0.0014	0.1210	0.0100	6.1263	0.7617
7	金属	0.1604	0.0051	0.0059	0.0007	0.1692	0.0058	2.3993	0.6295
8	设备制造	0.1329	0.0056	-0.0023	0.0009	0.1326	0.0067	3.5480	0.4377
9	运输设备	-0.0254	0.0093	-0.0311	0.0012	-0.0532	0.0100	2.3571	0.7932
10	电气电子	0.1324	0.0073	-0.0117	0.0008	0.1171	0.0078	0.2711	0.4710

注:只列示了 α_1 的估计值和标准误。

本文还进行了广泛的敏感性分析,包括假设(11)为 $(1 - \frac{1}{\eta_{it}}) a(\delta_{Qit}) - \delta_{Qit} \approx 0$,

即企业产品质量提高使得价格上升从而增加销售收入、企业产品质量提高造成产量下降减少销售收入,产品质量对销售收入的这两种效应刚好抵消;改变的材料定义。参数估计和减税政策效应模拟的结果是十分稳健的,由于篇幅所限论文中没有报告(参见附表 2 和附表 3)。

五、总结性评论

本文尝试尽可能利用微观数据中包含的企业异质性信息,另辟蹊径从微观视角考察传统属于宏观范畴的增值税减税效应问题。本文把产业组织和国际贸易领域的结构估计方法引入到税率调整的政策评估,将增值税减税对投资(资本调整)和企业进入、退出的长期效应与其对产出、价格、就业和税收收入等的短期效应区分开来,聚焦于税率调整的短期效应。鉴于增值税抵扣链条并不完整,制造业增值税的进项税率明显低于销项税率,且即便在细分行业内进项税率的异质性也明显更大,本文突破分析增值税效应的传统有效税率框架,将增值税对需求端和成本端的两个不同影响渠道分开。这些应该是有益的尝试,也得到了数据的支持:如就业效应表现出的结果差异表明区分增值税减税的长期和短期效应是重要的;区分销项税率和进项税率两条影响渠道也确实能够提供丰富的额外信息;增值税减税能够明显改善制造业的资源配置效率、提升宏观生产率。应该说这些结果可以作为制定有效的增值税政策的重要参照。

当然,能够在统一的框架里综合评估增值税减税对投资、企业进入退出动态等长期效应和对产出、价格、就业和税收收入的短期效应,对于政策选择来说是很有意义的。一个可能的选择是异质性随机动态一般均衡(DSGE),如扩展 Restuccia 和 Rogerson(2008)框架。不过这些宏观模型的代价是诸多严格的假定,需要对现实经济进行较大的抽象,不得不牺牲现实中丰富的企业异质性。另一种可能性是在本文结构模型的基础上引入资本调整(投资),或者加入企业进入、退出决策,讨论增值税减税的短期和长期效应的相对重要性。这应该也是值得努力的方向。

参考文献

- [1]陈晓光:《增值税有效税率差异与效率损失——兼议对“营改增”的启示》,《中国社会科学》2013年第8期。
- [2]陈烨、张欣、寇恩惠、刘明:《增值税转型对就业负面影响的CGE模拟分析》,《经济研究》2010年第9期。
- [3]范子英、彭飞:《“营改增”的减税效应和分工效应:基于产业互联的视角》,《经济研究》2017年第2期。
- [4]李明、李德刚、冯强:《中国减税的经济效应评估——基于所得税分享改革“准自然试验”》,《经济研究》2018年第7期。
- [5]李戎、张凯强、吕冰洋:《减税的经济增长效应研究》,《经济评论》2018年第4期。
- [6]申广军、陈斌开、杨汝岱:《减税能否提振中国经济?——基于中国增值税改革的实证研究》,《经济研究》2016年第11期。
- [7]许伟、陈斌开:《税收激励和企业投资——基于2004—2009年增值税转型的自然实验》,《管理世界》2016年第5期。
- [8]聂海峰、刘怡:《增值税转型对投资和就业的影响——中部地区增值税转型效果评价》,“2009中国公共经济学论坛暨公共经济与管理国际会议”会议论文。
- [9]聂辉华、方明月、李涛:《增值税转型对企业行为和绩效的影响——以东北地区为例》,《管理世界》2009年第5期。
- [10]Ai, C. and Chen, X., 2003, “Efficient Estimation of Models with Conditional Moment Restrictions Containing Unknown Functions”, *Econometrica*, 71(6), 795—1843.
- [11]Ai, C. and Chen, X., 2007, “Estimation of Possibly Misspecified Semiparametric Conditional Moment Restriction Models with Different Conditioning Variables”, *Journal of Econometrics*, 141, 5—43.
- [12]Akerberg, D., K. Caves, and G. Frazer, 2015, “Identification Properties of Recent Production Function Estimators”, *Econometrica*, 83, 2411—2451.
- [13]Berry, S., 1994, “Estimating Discrete Choice Models of Product Differentiation”, *Rand Journal of Economics*, 25, 242—262.
- [14]Berry, S., J. Levinsohn and A. Pakes, 1995, “Automobile Prices in Market Equilibrium”, *Econometrica*, 63, 841—890.
- [15]Bond, S., and Van Reenen J., 2007, “Microeconomic Models of Investment and

- Employment”, *Handbook of Econometrics*, 6, 4417–4498.
- [16] Brandt, L., J. Van Biesebroeck and Zhang Y., 2012, “Creative Accounting or Creative Destruction? Firm—level Productivity Growth in Chinese Manufacturing”, *Journal of Development Economics*, 97, 339–351.
- [17] Chetty, Raj. 2009. “Sufficient Statistics for Welfare Analysis: A Bridge between Structural and Reduced—Form Methods.” *Annual Review of Economics*, 1, 451–88.
- [18] Cummins, J. G., Hassett, K. A., Hubbard, R. G., Hall, R. E. and Caballero, R. J., 1994, “A Reconsideration of Investment Behavior Using Tax Reforms as Natural Experiments”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1–74.
- [19] De Loecker, J., 2011, “Product Differentiation, Multi—product Firms and Estimating the Impact of Trade Liberalization on Productivity”, *Econometrica*, 79(5), 1407–1451.
- [20] De Loecker, Jan, and Frederic Warzynski, 2012, “Markups and Firm—Level Export Status”, *American Economic Review*, 102(6), 2437–2471.
- [21] De Loecker, J., P. Goldberg, A. Khandelval and N. Pavnik, 2016, “Prices, Markups and Trade Reform”, *Econometrica*, 84, 445–510.
- [22] Doraszelski, U. and Jaumandreu J., 2013, “R&D and Productivity: Estimating Endogenous Productivity”, *Review of Economic Studies*, 80, 1338–1383.
- [23] Doraszelski, U. and Jaumandreu J., 2018, “Measuring the Bias of Technological Change”, *Journal of Political Economy*, 126:1027–1084.
- [24] Jaumandreu, J. and H. Yin, 2017, “Cost and Product Advantages: A firm—level Model for the Chinese Exports and Industry Growth”, CEPR Discussion Paper DP11862.
- [25] Jaumandreu, J. and H. Yin, 2018, “Comparing Productivity when Products Differ in Quality: China Manufacturing Growth 1998–2013”, Working Paper, Boston University and Renmin University of China.
- [26] Jorgenson, D.W., 1963, “Capital Theory and Investment Behavior”, *American Economic Review*, 53(2), 247–259.
- [27] Levinsohn, J., and Petrin, A., 2003, “Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables”, *Review of Economic Studies*, 70(2), 317–341.
- [28] Liu, Q. and Y. Lu, 2015, “Firm Investment and Exporting: Evidence from China’s Value—added Tax Reform”, *Journal of International Economics*, 97, 392–4403.

- [29]Olley, S., and Pakes, A., 1996, “The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Industry”, *Econometrica*, 64(6), 1263–1297.
- [30]Restuccia, D., and R. Rogerson, “Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Plants,” *Review of Economic Dynamics*, 11(4), 2008, pp707–720.
- [31]Romer, C. D., and D. H., Romer, 2010, “The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks”, *American Economic Review*, 100(3), 763–801.
- [32]Weyl, E. Glen and Michal Fabinger, 2013, “Pass–Through as an Economic Tool: Principles of Incidence under Imperfect Competition”, *Journal of Political Economy*, 121(3), 528–583.
- [33]Wooldridge, J., 2009, “On Estimating Firm – level Production Functions Using Proxy Variables to Control for Unobservables”, *Economics Letters*, 104(3), 112–114.