

# 目 录

## 主报告：2017-2018年中国宏观经济报告

——新常态迈向新阶段的中国宏观经济	01
分报告 1：中国经济转型中的改革拖延治理与新动能构建	113
分报告 2：政府主导能否匹配全面建设创新型国家？ ——对中国产业政策和创新政策的反思	131
分报告 3：中国的创新激励政策：基本特征与实施绩效	149
分报告 4：改善制度环境 驱动产业升级	169
分报告 5：新时代金融转型的风险和政策	183
分报告 6：回顾与思考：金融监管、金融风险以及动态平衡 ——2017 年金融监管及其影响分析	203
分报告 7：以改革促增长的“红利”仍然十分丰厚： 中国制造业资源配置效率的结构估计	233
分报告 8：全球税收竞争：中国的政策选择	261
分报告 9：中国就业矛盾正从数量型转向质量型	297
分报告 10：进入周期性弱复苏阶段的世界经济	317
分报告 11：全球中央银行“缩表”的影响及中国的应对	345

**报告总负责人：**

杨瑞龙 毛振华 刘元春

**报告执笔人：**

主报告：刘元春 刘晓光 邹静娴

分报告一：刘瑞明

分报告二：张 杰

分报告三：刘小鲁

分报告四：杨继东 杨其静

分报告五：于 泽

分报告六：毛振华 袁海霞 王秋凤

分报告七：尹 恒

分报告八：郑新业 张 力

分报告九：丁 洋 吴 迪 张 鹤 沈 煜 丁守海

分报告十：王晋斌

分报告十一：范志勇

## 主报告

# 2017—2018 年中国宏观经济报告<sup>①</sup> ——新常态迈向新阶段的中国宏观经济

**摘要：**2017 年中国经济在世界经济同步复苏、稳增长政策持续发力、供给侧结构性改革全面推进、新经济持续向好、市场预期不断改善等因素的作用下出现了触底企稳基础上的反弹，宏观景气、微观绩效、结构调整以及新动能培育都出现持续改善的局面，整体经济呈现“稳中求进，进中向好”的超预期复苏的态势，中国经济调整取得阶段性胜利。

但是，2017 年中国经济企稳总体上是政策性的、恢复性的，市场力量和趋势性力量还没有企稳，中国经济从深层次上呈现出以下需要重点关注的 3 大特征：1) 经济企稳但难以快速反弹，稳中趋缓是常态；2) 风险有所缓和但警报并没有解除，局部问题可能恶化；3) 结构虽有所优化但面临政策退出的冲击。

这些特征虽然说明了中国经济还没有开启持续反弹的新周期，中国经济新常态还远没有结束，但中国经济新常态却步入到了新阶段。未来一段时期的中国经济新常态将面临与过去 5 年不同的新环境、新问题和新矛盾，并呈现出一系列新的运行特征和运行规律。1) 经济增速将从“快速下滑的低迷期”转向“稳中趋缓的调整期”，增速换挡的力量将从“趋势性力量”与“周期性力量”的叠加转向“政策性退

---

<sup>①</sup> 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：刘元春、刘晓光、邹静娴。本报告数据除注明出处之外，皆出自中国人民大学中国宏观经济论坛测算。

出”与“趋势性力量”的叠加。2)结构调整将从“政府主导型”和“外部冲击型”调整向市场主导型和内生主导型的结构调整转变。3)动力转换将从过去的“政府扶持与市场发展”二元并行的局面过度到“市场为主、政府为辅”阶段,动能转换步入关键期。4)经济政策将“持续扩张期”步入到“渐进退出期”。5)世界经济将过去10年的“长期停滞期”步入到“低速复苏与政策退出期”,中国贸易顺差将从过去的“快速下滑期”步入到“低水平稳定期”,资本账户将从“恐慌性流出期”步入到“相对平衡的波动期”。6)金融周期将步入下行期,风险释放更具有突发性和隐蔽性。7)改革将步入攻关期和新制度红利的构建期。改革的模式将从以往简单的“就市场改市场、就经济改经济”转向国家治理体系的全面建构,通过权力重构、行政体系改革和社会改革来奠定经济改革的权力基础、行政基础和社会基础,供给侧结构性改革将在行政体制改革加速和社会改革的加速中得到深化。8)经济发展将迎来“高成本期”,成本推动型通货膨胀可能是未来需要高度重视的问题。

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—CMAFM模型,预测如下:

1、2017年中国宏观经济在2016年触底企稳的基础上呈现弱复苏的态势。预计全年GDP实际增速为6.8%,较2016年反弹了0.1个百分点,实现了政府预定的经济增长目标。同时,由于GDP平减指数大幅增长4.2%,名义GDP增速达到11.0%,较2016年大幅提升了3.1个百分点,经济的改善超越市场预期。

2、2018年中国宏观经济将保持相对平稳的发展态势。预计2018年GDP实际增速为6.7%,比2017年小幅下滑0.1个百分点,但由于GDP平减指数下降为3.7%,2018年GDP名义增速为10.4%,较2017年下滑了0.6个百分点。其中,第一产业增速基本持平,第二产业和第三产业增速分别为6.1%和7.7%,均较2017年小幅回落0.1个百分点。固定资产投资增速快速下滑的趋势虽有所缓和,但疲软的态势难以根本扭转,预计全年增速仅为7.3%。消费保持了持续景气的局面,预计增速为10.5%。外部环境的改善难以达到另一个高度。预计出口增速为8.5%,进口增速为12.0%,贸易顺差为3587亿美元,较2017年下降了8.2%。随着大宗商品价格的回升、工业生产成本的传导以及高基数效应,PPI涨幅略有缩小,而CPI涨幅扩大,CPI与PPI缺口缩小。预计全年CPI上涨2.3%,PPI上涨4.6%,GDP平减指数为3.7%。

在上述判断和预测的基础上,报告提出了系列政策建议:

1、对于2017年宏观经济的超预期企稳要有科学的认识,要从根本上反对“新

周期”观，中国扩张性的宏观经济政策还没有到全面退出的时点。

2、必须加强对中国经济中期视角的认识和判断。对于新常态步入新阶段的新矛盾、新问题、新运行机制以及新规律进行深入研究，以深化习近平总书记提出的经济新常态理论，为未来几年的经济工作提出理论参考。

3、中国新周期还没有开启，中国扩张性宏观经济政策还没有到全面退出的时点。在固定资产投资增速没有触底企稳之前，宏观经济政策的总体积极的定位不宜改变。考虑实体经济修复速度将大大慢于虚拟经济，中国宏观经济政策常态化的速度应当慢于西方各国。渐进的步调应当与市场内生动力复苏的步调具有一致性。

4、鉴于中国稳增长取得阶段性胜利、中国经济的韧性已经得到了大幅度提升，2018年的中国宏观经济调控目标的核心应当从“稳增长”适度转向“控风险”基础上的“促改革”，2018年是全面推出新常态新阶段的关键性改革攻坚计划的窗口期。

5、建议2018年中国经济增速目标在强调1100万就业目标的基础上可以适度淡化；物价水平目标可以确定为2.5%，应当关注个别时点上价格的冲高；M2增速不宜低于11%，社会融资总额增速可以确定在12.5%左右；名义财政赤字率可以保持在3%，但广义财政赤字率应当适度收缩；目标汇率在保持稳定的基础上适度加大波幅，对美元的平均水平在6.7:1左右。

6、当前中国经济必须高度重视固定资产投资实际增速的加速下滑，2018年稳增长的核心在于“稳投资”，但“稳投资”的政策方向和政策工具必须做出大幅度的调整。

7、“完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用”，不能就消费刺激消费，而必须从更宏观和更动态的视角来考虑消费促进。

8、在金融整顿和深化金融体制改革的进程中，2018年中国货币政策应当延续2017年的定位，但操作方式可以适度偏松。

9、2018年应当延续中国财政政策的积极定位，但过快增长的广义财政赤字率应当成为财政政策调整的核心关注点，2018年名义财政赤字率依然可以确定在3%，但各类隐形化债务必须进行大幅度管控。

## 第一部分 总论与预测

在世界经济同步复苏、稳增长政策持续发力、供给侧结构性改革全面推进、新经济持续向好、市场预期不断改善等因素的作用下,2017年中国宏观经济增速在触底企稳的基础上出现反弹,宏观景气、微观绩效、结构调整以及新动能培育都出现持续改善的局面,整体经济呈现“稳中求进,进中向好”的超预期复苏的态势,中国宏观经济调整取得阶段性胜利。

但是,2017年中国宏观经济这种短期超预期企稳的局面并不意味“新周期”的全面开启,中国经济并没有走上持续向好的内生增长轨道之中。

第一、主导中国短期经济走向的核心需求力量——“固定资产投资”并没有在持续的稳增长政策的作用下止住持续下滑的趋势。2017年固定资产投资的实际增速同比回落5.5个百分点说明固定资产投资增速不仅没有企稳,反而呈现出加速回落的态势,尤其是标志市场性增长动力的民间投资和外商投资的实际增速下滑更为明显。中期视角下中国经济周期的核心力量没有反转。

第二、当前内需企稳是中国持续扩张性宏观经济政策的产物。14%左右的社会融资增速、接近10%的广义财政赤字率以及持续的大力度的产业扶持政策是中国经济企稳的关键,市场型增长动力在政策力量持续发力进程中并没有完全逆转,中国经济复苏还没有进入到市场自我增长和自我循环的轨道之上。

第三、外部环境的改善也是世界各国同步采取持续性超常规宏观经济政策的产物。各国资产负债表的修复、投资增速的反弹、市场预期的稳定不仅具有强烈的政策性特征,同时还潜伏着大量的深层次问题:一是市场性复苏动力在超常规宏观经济政策的作用下并没有得到很好的培育,依然十分脆弱;二是各国虽然出台了各种各样的结构性改革,但各国生产率并没有摆脱持续下滑趋势的困扰,世界经济的新增长动力并没有出现;三是各类贸易指标和投资指标仅仅是对于危机冲击带来的“超调”的恢复性调整,远远没有恢复到以往趋势性水平之上;四是世界经济本轮危机所面临的收入两极化、生产率低迷、人口老龄化、金融泡沫、国际治理协调等深层次问题不仅没有得到解决,反而在全球新保护主义、地缘政治等新因素的作用下

有所恶化，世界经济不仅缺乏可持续的市场型新动力，同时还面临全球刺激政策退出以及新泡沫的冲击。五是不仅要看到欧美发达国家超常规货币政策对于金融危机的稳定作用，更要看到中国超常规财政政策和产业扶持政策对于全球贸易和大宗商品复苏的核心作用，中国超常规的宏观经济政策的常态化不仅会对国内需求带来强烈影响，也会对全球经济需求带来很大的冲击，进而对自身的外部环境带来影响。中国经济外部环境的改善在一定程度上也依赖于中国稳增长政策的持续实施。

第四、中国外部需求和政策性需求的改善向内部市场型需求的传递依然存在大量结构性的阻碍。CPI与PPI的背离、上游价格与下游价格的持续背离、M2与社会融资增速的背离、政府性投资增速与民间资本投资增速的背离、居民收入平均增速与中位数增速之间的背离、名义赤字率与实际赤字率之间的背离都说明中国宏观经济的景气传导存在大量的机制体制性的障碍，市场型内生增长动力难以在短期内快速回升，市场性力量替代政策性力量而成为中国宏观经济稳定增长的核心还需要一段时期。

第五、以积极的产业政策为核心，扩张性的财政政策和稳健的货币政策为工具的中国经济政策调控空间已经受到债务负担、金融风险和产业空间的强烈约束，难以保持传统的刺激力度，政策性复苏力量已达到极致，债务—投资驱动模式难以为继。一是以基础设施建设和战略性产业为核心的产业扶持的空间越来越小；二是连续年度广义财政赤字率接近10%，广义政府债务率接近120%已经使政府赤字融资运转的结构性问题大幅度显化；三是高达270%左右的债务率已经使中国金融风险高企，资金运转严重影响经济的可持续性。

第六、虽然经过2017年金融整顿和货币政策的再定位，中国金融风险有所缓和，但是地方政府债务在隐形化中的持续扩张、行政性强监管带来的融资渠道堵塞和创新的停滞、脱实向虚治理中的泡沫轮换、各类不良资产的快速暴露、金融下行周期中风险释放的无序化都决定了控风险依然是未来中国底线控制的核心。

上述这些因素决定了2017年中国经济企稳总体上是政策性的、恢复性的，市场力量和趋势性力量还没有企稳，中国宏观经济还没有步入到持续反弹的新周期轨道之中。当前中国经济以下三大特征将是理解中国宏观经济的要点：一是经济企稳但难以快速反弹；二是风险有所缓和但警报并没有解除；三是结构虽有所优化但面临政策退出的冲击。

这些特征也决定了中国经济不仅没有开启新周期，也没有结束中国经济新常态。

态。因为新常态的三大本质特征并没有消失：一是增速换挡没有结束。2017年中国宏观经济的企稳只是标志着短期周期性下滑力量在政策持续刺激下出现了一定的企稳，市场秩序的恢复、金融风险的缓解、恐慌情绪的逆转以及市场预期的稳定使内外需快速下滑的局面得到有效遏制。但是，中国经济所面临的人口红利、改革红利、工业化红利以及全球化红利等趋势性力量持续下滑态势并没有改变。中国经济增速的转换依然会在趋势性力量的作用下持续一段时间。二是经济结构调整没有结束。2017年中国经济“稳中有进”的局面依然在持续，但是中国的产业结构、需求结构、区域结构远没有到位，结构调整的内生动力——“相对价格的调整”还在持续并将面临各种外部冲击，结构调整的外在动力——“结构性改革”还在深化，结构中新生因素的市场基础并不扎实。三是新旧动能转换没有结束。新动能在新产业、新技术、新业态的推动下取得了明显的进步，但必须清楚认识到新动能在总体增长源泉的比重依然偏低，难以在短期内替代传统动能，更为重要的是相当一部分新动能是政府产业政策扶持的产物，新产业、新技术和新模式自我独立发展的能力依然较为弱小，新旧动能转换在各类扶持政策退出过程中将面临持续的冲击。

值得高度重视的是，中国宏观经济深层次特征虽然说明了中国经济还没有开启持续反弹的新周期，中国经济新常态还远没有结束，但中国经济新常态却步入到了新阶段。未来一段时期的中国经济新常态将面临与过去5年不同的新环境、新问题和新矛盾，并呈现出一系列新的运行特征和运行规律。

第一、经济增速将从“快速下滑的低迷期”转向“稳中趋缓的调整期”，增速换挡的力量将从“趋势性力量”与“周期性力量”的叠加转向“政策性退出”与“趋势性力量”的叠加。2017年中国宏观经济实际增速的企稳和名义增速的快速反弹标志着中国经济摆脱了持续4年的萧条阶段，中国经济新常态增速换挡的核心力量开始由短期周期性力量与中长期趋势性力量的叠加转向中期的趋势性力量，中期趋势性回落的幅度和节奏将随着新发展理念和培育现代化经济体系的落实而不断递减，中期改革红利和人力资源红利的构建决定了市场周期性复苏力量以及宏观经济政策退出的步调和幅度，未来经济增速的换挡幅度和频率将显著低于前5年。

第二、结构调整将从“政府主导型”和“外部冲击型”调整向市场主导型和内生主导型的结构调整转变。自2008年全球金融危机爆发以来，中国经济结构调整的核心力量是世界需求大幅度下滑带来的世界不平衡的大调整，中国外需的直线下滑直接终结了中国外需主导的增长模式，外部不平衡快速逆转直接导致中国出口

导向的产业出现萧条,引发中国近 20 年来最大的产业结构调整;与此同时,为了弥补外需下滑带来的总需求过度回落的缺口,中国利用两轮稳增长政策开启了中国“债务—投资”驱动模式,使中国经济开始从外需转向内需、从投资转向消费、从工业转向服务业和基础设施、从传统产业转向新兴产业的“超级大转型”。但这些超级结构大转型是世界经济再平衡和政府主导下的产物,随着世界再平衡的结构以及不平衡的部分恢复,随着中国稳增长政策的陆续退出,中国结构转换的推动力将发生巨大的调整。中国经济新常态的结构调整能否顺利从“外部调整”转向“内生调整”从“政策主导”转向“市场主导”将是中国经济结构调整的关键所在。

第三、动力转换将从过去的“政府扶持与市场发展”二元并行的局面过渡到“市场为主、政府为辅”阶段,动能转换步入关键期。内生的市场型结构转换将是中国新动能转换成功的关键所在。

第四、中国宏观经济政策将从过去 10 年来的“持续扩张期”步入到“渐进退出期”。当前中国宏观经济在稳增长和控风险所取得的阶段性胜利为中国宏观经济政策的退出打下了基础,未来中国宏观经济政策将根据固定资产投资增速稳定的情况以及市场型力量复苏的状况,来决定退出的时点、退出的幅度以及退出的方式。中国宏观经济政策的常态化将是新常态接近尾声的标志。

第五、世界经济将步入到新阶段,中国外部环境也将步入到新阶段。一是世界经济将在同步企稳的进程中同步开启超常规政策的退出,世界经济将从过去 10 年的“长期停滞期”步入到“低速复苏与政策退出期”,经济增速反弹的幅度有限,这决定了中国贸易环境恢复性改善的幅度也将有限。二是国际宏观经济政策协调的缺失决定了金融市场将面临阶段性的波动,中国资本外流的压力依然存在。因此,中国未来一段时期内贸易顺差将从过去的“快速下滑期”步入到“低水平稳定期”,资本账户将从“恐慌性流出期”步入到“相对平衡的波动期”。

第六、金融周期将步入下行期。在金融整顿、债务控制以及政策退出的作用下,中国各类杠杆率和债务率的增速陆续见顶,金融快速扩张期将转向下行期。整体经济的风险形成机制和释放路径将发生一系列变化,风险控制的重点将从负债端逐步转向资产端,从总量端转向结构端,从快速的增量端转向存量端,从就金融治理金融转向金融与实体经济之间的良性互动,从资本外逃和政府信用扩张适度转向流动性风险和监管风险,这些转向将使金融下行期的风险更具有隐蔽性和突发性。

第七、改革将步入关键领域的攻关期和新红利的构建期。随着新政治经济周

期的开启，“四个全面”在“全面从严治党”取得压倒性阶段胜利的基础上将逐步将重心转向“全面改革”，一些关键性和基础性的改革必须出台。改革的路径也将从以往简单的“就市场改市场、就经济改经济”模式转向国家治理体系的基础性构建模式，转向通过权力重构、行政体系改革和社会改革来为经济改革奠定权力基础、行政基础和社会基础，从根本上构建新时期的政府与市场的关系，以调动各阶层改革创新的积极性，使供给侧结构性改革在全面深化中构建新一轮的改革红利。

第八、经济发展将迎来“高成本期”，成本推动型通货膨胀可能是未来需要高度重视的问题。虽在未来一段时期中技术水平将持续提升、改革红利将逐步显现，但这些因素带来的生产率的提升难以在短期达到较高的水平，难以完全对冲大宗商品价格上涨带来的原材料成本上涨、社会建设加速带来的社会成本上涨、人口红利递减和劳资关系改革带来的劳动力成本上涨、以及环保监管力度加大带来的环保成本上涨，因此在经济摆脱萧条和低迷之后，并不是经济持续的反弹，而是在成本冲击下的增速缓慢回落和通货膨胀的上升。

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—CMAFM 模型，不考虑 2017 年国家国内经济核算方法调整的因素，设定主要宏观经济政策假设：(1)2017 年与 2018 年名义财政预算赤字率分别为 3.8% 与 3.5%；(2)2017 年与 2018 年人民币与美元平均兑换率分别为 6.72:1 与 6.81:1。分年度预测 2017 年与 2018 年中国宏观经济形势，其预测结果如表 1 所示。

表 1 2017—2018 年中国宏观经济指标预测

预测指标	2015	2016	2017 *	2018 *
1. 国内生产总值增长率(%)	6.9	6.7	6.8	6.7
其中：第一产业	3.9	3.3	3.6	3.6
第二产业	6.2	6.1	6.2	6.1
第三产业	8.2	7.8	7.8	7.7
2. 固定资产投资完成额(亿元)	551590	596501	641835	688689
(增长率%)	10	8.1	7.5	7.3
社会消费品零售总额(亿元)	300931	332316	366877	405399
(增长率，%)	10.7	10.4	10.3	10.5
3. 出口(亿美元)	22735	20976	22549	24466

续表

预测指标	2015	2016	2017 *	2018 *
(增长率, %)	-2.9	-7.7	7.5	8.5
进口(亿美元)	16796	15879	18642	20879
(增长率, %)	-14.3	-5.5	17.4	12
贸易顺差(亿美元)	5939	5097	3907	3587
4. 广义货币(M2)增长率(%)	13.3	11.3	10.0	11.1
狭义货币(M1)增长率(%)	15.2	21.4	18.5	15
社会融资规模增量(亿元)	154086	178022	202787	220336
社会融资规模存量增长率(%)	12.4	12.8	13	12.5
5. 居民消费价格指数上涨率(%)	1.4	2	1.5	2.3
工业生产者出厂价格指数上涨率(%)	-5.2	-1.4	6.3	4.6
GDP 平减指数上涨率(%)	0.1	1.2	4.2	3.7
6. 全国政府性收入(亿元)	194547	206171	236143.1	259993.6
增长率(%)	0.1	6.0	14.5	10.1
公共预算财政收入(亿元)	152217	159552	175507.2	191302.8
政府性基金收入(亿元)	42330	46643	60635.9	68690.7

注:带 \* 为预测年份。

1、在世界经济复苏、稳增长政策持续发力、供给侧结构性改革初见成效等因素的作用下,2017年中国宏观经济在2016年触底企稳的基础上呈现弱复苏的态势。预计全年GDP实际增速为6.8%,较2016年反弹了0.1个百分点,实现了政府预定的经济增长目标。同时,由于GDP平减指数大幅增长4.2%,名义GDP增速达到11.0%,较2016年大幅提升了3.1个百分点,经济的改善超越市场预期。

2、从供给角度来看,在供给侧结构性改革等因素的作用下,工业增速基本摆脱了过去两年的萧条期,进入相对平稳期,带动第二产业增速小幅回升,第三产业继续保持较好增长。预计2017年第二产业实际增速为6.2%,较2016年提高了0.1个百分点,第三产业增速为7.8%,与2016年基本持平,第一产业在各类农业政策的作用下保持相对稳定,增速为3.6%。考虑到价格上涨因素,2017年第二产业名义增速(现价增加值增速)改善幅度较大;同时,相比2015年和2016年,金融业和

房地产业对第三产业的拉动力减弱,第三产业增长的质量更高。

3、从总需求角度来看,消费保持相对景气,外需出现恢复性改善,但投资需求呈现持续下滑的态势。在消费促进政策的作用下,2017年消费增速保持平稳,预计全社会零售销售总额同比增长10.3%,与2016年基本持平,结束了过去几年“阶梯式下滑”的趋势,扣除价格因素,实际增长9.2%,回落幅度也显著缩小。在外需恢复性增长的影响下,2017年贸易总额出现大幅改善,进口和出口双双恢复增长,但净出口规模继续缩小,国际收支更趋平衡。预计2017年出口增速为7.5%,进口增速为17.4%,较过去两年有明显改善;净出口为3907亿美元,较2016年下降23.3%,连续两年规模缩小。但是,全社会固定资产投资在民间投资和房地产投资下滑的作用下增速持续回落,预计全年增速仅为7.5%,较2016年继续下滑0.6个百分点。

4、在供给侧结构性改革与全球大宗商品价格上涨等因素的共同作用下,2017年PPI由负转正且大幅上涨,但市场景气传导机制不畅,CPI价格水平低位回落。预计全年PPI上涨6.3%,相比2016年的下跌1.4%,实现显著回升,标志着工业领域走出了萧条期;而CPI增速为1.5%,较2016年下滑0.5个百分点,反映了市场需求依旧较弱。综合来看,GDP平减指数上涨4.2%,较2016年大幅提高3.0个百分点,物价水平总体上升。

5、在防风险和去杠杆的政策导向下,货币政策进一步收紧,预计M2增速为10.0%左右,比2016年进一步下降1.3个百分点。然而,受到资金脱实向虚和还债压力被动融资的影响,全社会融资总额增速与M2增速之间的缺口大幅度扩大,预计全社会融资总额存量增速达到13.0%,较2016年小幅上升0.2个百分点。

6、在房地产高涨、工业复苏以及进出口改善的综合作用下,中国公共财政收入和政府性基金收入均出现大幅增长。预计2017年财政收入达到17.6万亿元,政府性基金收入达到6.1万亿元,合计达到23.6万亿元,比2016年大幅增长14.5%,政府收入状况显著改善。

2018年中国宏观经济正式迈入新常态的新阶段。当前的弱复苏不等于中国经济步入到稳定的新周期,更不意味着中国经济新常态的结束,中国经济新常态只是步入到新阶段。中国经济新常态增速换挡的核心力量开始由短期的周期性力量与中长期趋势性力量的叠加转向中期的趋势性力量,中国经济增速换挡期没有结束,但将从“快速回落”的萧条期转向“稳中趋缓”的调整期。

1、在稳增长政策部分回调,各类改革措施陆续出台的作用下,2018年中国宏

观经济将保持相对平稳的发展态势。预计 2018 年 GDP 实际增速为 6.7%，比 2017 年小幅下滑 0.1 个百分点，但由于 GDP 平减指数下降为 3.7%，2018 年 GDP 名义增速为 10.4%，较 2017 年下滑了 0.6 个百分点。其中，第一产业增速基本持平，第二产业和第三产业增速分别为 6.1% 和 7.7%，均较 2017 年小幅回落 0.1 个百分点。

2、在房地产投资、基础设施投资和民间投资趋缓的作用下，2018 年固定资产投资快速下滑的趋势将有所缓和，但疲软的态势难以根本扭转，预计全年增速仅为 7.3%。不过考虑到价格效应，实际投资增速较 2017 年可能持平。

3、在消费政策、房地产政策和民生政策陆续出台的作用下，2018 年消费保持了持续景气的局面，预计增速为 10.5%，较 2017 年略有提升。但考虑价格因素，实际增速较 2017 年略有下降。

3、2018 年外需改善难以达到新的高度，中国进出口增长进入相对平稳期。当前外部环境的复苏在本质上是全球刺激增长作用下的产物，具有恢复性和政策性的特征，它不仅缺乏可持续的新动力，同时还面临全球刺激政策退出的冲击，因而 2018 年外部环境的改善难以达到另一个高度。预计 2018 年中国出口增速为 8.5%，进口增速为 12.0%，贸易顺差为 3587 亿美元，较 2017 年下降了 8.2%。

4、外需和内需的边际改善使得 2018 年价格水平总体保持较为温和的状态。随着大宗商品价格的回升、工业生产成本的传导以及高基数效应，PPI 涨幅略有缩小，而 CPI 涨幅扩大，CPI 与 PPI 缺口缩小。预计全年 CPI 上涨 2.3%，PPI 上涨 4.6%，GDP 平减指数为 3.7%。

5、经济基本面的改善使 2018 年财政收入增速较为可观，不过随着房地产市场的调整，政府性基金收入增速将出现明显下滑。综合来看，预计 2018 年政府收入同比增长 10.1%，较 2017 年有所回落，但为财政赤字率的调整提供了空间。

6、适应新常态新阶段的发展需要，2018 年货币政策将在继续保持稳健中性的基础上深化结构调整，预计 M2 增速小幅回升至 11.1%，社会融资规模存量增速小幅回落 12.5%，两者的缺口明显缩小。

## 第二部分 新常态迈向新阶段的中国宏观经济

在世界经济复苏、稳增长政策持续发力、供给侧结构性改革初见成效等因素的作用下,2017年中国宏观经济在2016年触底企稳的基础上呈现弱复苏的态势。但弱复苏不等于中国经济步入到稳定的新周期,更不意味着中国经济新常态的结束。中国经济新常态只是步入到新阶段,表现出三大特征。第一个特征是中国经济新常态增速换挡的核心力量开始由短期的周期性力量与中长期趋势性力量的叠加转向中期的趋势性力量,中国经济增速换挡期没有结束,但将从“快速回落”的萧条期转向“稳中趋缓”的调整期。第二个特征是风险有所缓解,但是警报并没有解除,控风险的重点由金融周期的上行期债务信用风险向下行期的流动性风险转变。第三个特征是结构调整取得成效,特别是外需和内需的结构变化,但功能性的结构可能还会有很大的反复,结构性的力量将发生巨大的变化,由外需主导向内部主导转变,由政府主导向市场主导转变。因此,中国经济新常态已经步入到新阶段,将呈现出新的运行逻辑和运行规律。

表 2 2017 年中国宏观经济指标一览表

预测指标	2015	2016	2017(前三季度)	2017(1—10月)
1. 国内生产总值增长率(%)	6.9	6.7	6.9	6.8 *
其中:第一产业增加值	3.9	3.3	3.7	3.6 *
第二产业增加值	6.2	6.1	6.3	6.2 *
第三产业增加值	8.2	7.8	7.8	7.8 *
2. 固定资产投资完成额(亿元)	551590	596501	458478	517818
(增长率,%)	10.0	8.1	7.5	7.3
社会消费品零售总额(亿元)	300931	332316	263178	297419
(增长率,%)	10.7	10.4	10.4	10.3
3. 出口(亿美元)	22735	20976	16325	18210

续表

预测指标	2015	2016	2017(前三季度)	2017(1—10月)
(增长率,%)	-2.9	-7.7	7.5	7.4
进口(亿美元)	16796	15879	13369	14862
(增长率,%)	-14.3	-5.5	17.3	17.2
4. 广义货币(M2)增长率(%)	13.3	11.3	9.2	8.8
狭义货币(M1)增长率(%)	15.2	21.4	14.0	13.0
社会融资规模(亿元)	154086	178022	156700	167100
社会融资规模存量增长率(%)	12.4	12.8	13.0	13.0
5. 居民消费价格指数上涨率(%)	1.4	2.0	1.5	1.5
工业生产者出厂价格指数上涨率(%)	-5.2	-1.4	6.5	6.5
GDP 平减指数上涨率(%)	0.1	1.2	4.2	4.2 *
6. 全国政府性收入(亿元)	194547	206171	172674	193515
增长率(%)	0.1	6.0	14.2	13.5
全国公共财政收入(亿元)	152217	159552	134129	150363
全国政府性基金收入(亿元)	42330	46619	38545	43152

注:带 \* 为估算数。

## 2.1 经济全面摆脱过去新常态的增速快速下滑期

实际增速企稳和名义增速快速反弹,标志着 2017 年中国宏观经济摆脱了持续 4 年的萧条阶段,中国经济新常态增速换挡的核心力量,开始由短期周期性力量与中长期趋势性力量的叠加转向中期的趋势性力量,中国经济增速换挡期没有结束,但将从“快速回落”的萧条期转向“稳中趋缓”的调整期。中国改革红利和人力资源红利的构建决定了下一个阶段“趋缓”的幅度。

### (一)GDP 实际增速进入相对平稳期

2017 年中国经济延续 2016 年以来的企稳态势,GDP 增长连续 7 个季度稳定在 6.7—6.9% 的中高速区间。同时,继 2016 年 PPI 及 GDP 平减指数由负转正标

志着工业摆脱萧条,2017 年 PPI 和 GDP 平减指数均出现大幅上扬。这说明尽管中国经济增速换挡期没有结束,但已经从“快速回落”的萧条期转向“稳中趋缓”的调整期。具体来看,2008 年全球金融危机以来,在经历了 2009—2010 年的冲击和复苏调整后,2011—2012 年,GDP 增长率从超过 10% 的增速快速下滑至 8.0%;2013—2015 年,GDP 增长率从 8.0% 持续下降至 6.8%;2016 年以来,GDP 增速基本维持在 6.7—6.9% 的稳定区间。具体来看,2017 年前三个季度,GDP 实际增速达到 6.9%,比上年提高 0.2 个百分点,预计全年增速在 6.9% 左右。与此同时,GDP 平减指数大幅回升,由 2016 年的 1.2% 上升至 4.2%。随着 GDP 平减指数的回升,名义 GDP 增速持续达到 11% 以上,为 2012 年上半年以来的最高值。

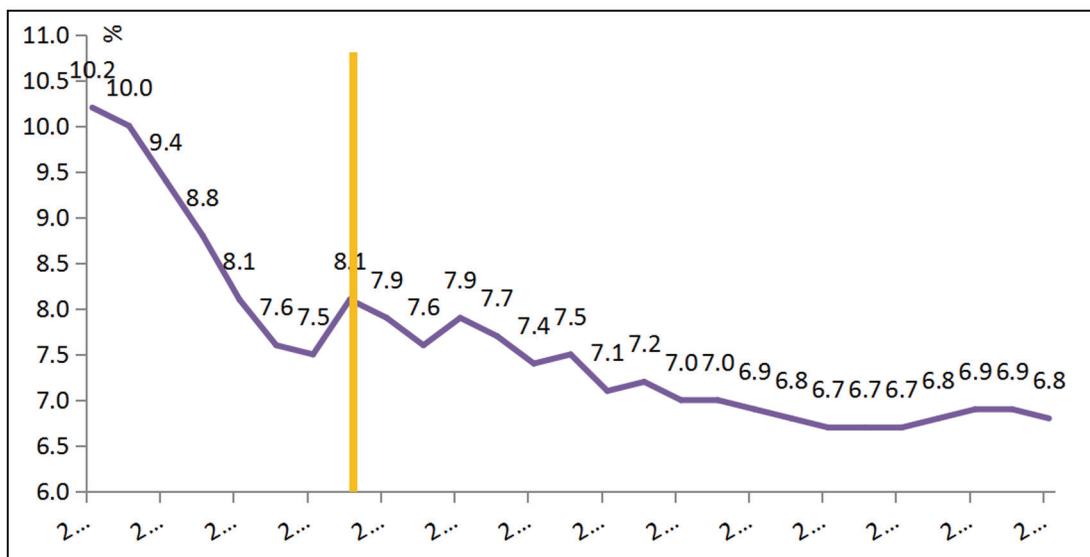


图 1 实际 GDP 增速进入平稳期

## (二) 从总需求来看,外需出现恢复性改善,消费保持相对景气

在大宗商品价格反转、全球金融风险缓和、发达国家资产负债表修复、各国强劲的稳增长政策持续发力等因素的作用下,全球经济出现恢复性增长,使中国外部需求出现恢复性增长。与此同时,在提升消费等内需促进政策的作用下,中国消费需求继续保持在相对景气的水平,并使进口比出口呈现更大幅度的提升,反映了中国政策扩张也对外部需求改善起到了较大促进作用。不过,当前外部环境的改善本质上是全球刺激增长政策作用下的产物,具有恢复性和政策性的特征,它不仅缺

乏可持续的新动力,同时还面临全球刺激政策退出的冲击,因而外部环境的改善难以达到一个新的高度。

具体来看,在外需恢复性增长的影响下,2017年贸易总额出现大幅改善,进口和出口双双恢复增长,但进口改善的幅度超过出口,净出口规模继续缩小,国际收支更趋平衡。2017年1—10月份,进口和出口累计增速分别为17.2%和7.4%,较去年有明显改善;净出口累计值为3347.7亿美元,较2016年下降21.6%,连续两年规模缩小。本轮周期性调整以来,世界经济增长乏力,导致全球贸易增速显著回落,对我国进出口增长也造成了下行压力。根据IMF研究报告,四分之三的贸易增速回落可归结于全球总需求疲软,尤其是投资增长放缓,加上贸易保护主义重新抬头及相关的全球价值链收缩,全球贸易发展出现明显的下滑。在这种背景下,过去两年中国出口和进口均出现了持续的负增长。2017年以来,世界经济出现恢复性增长,全球贸易由超调出现一定幅度的回调,中国进口和出口双双实现较大幅度的正增长。

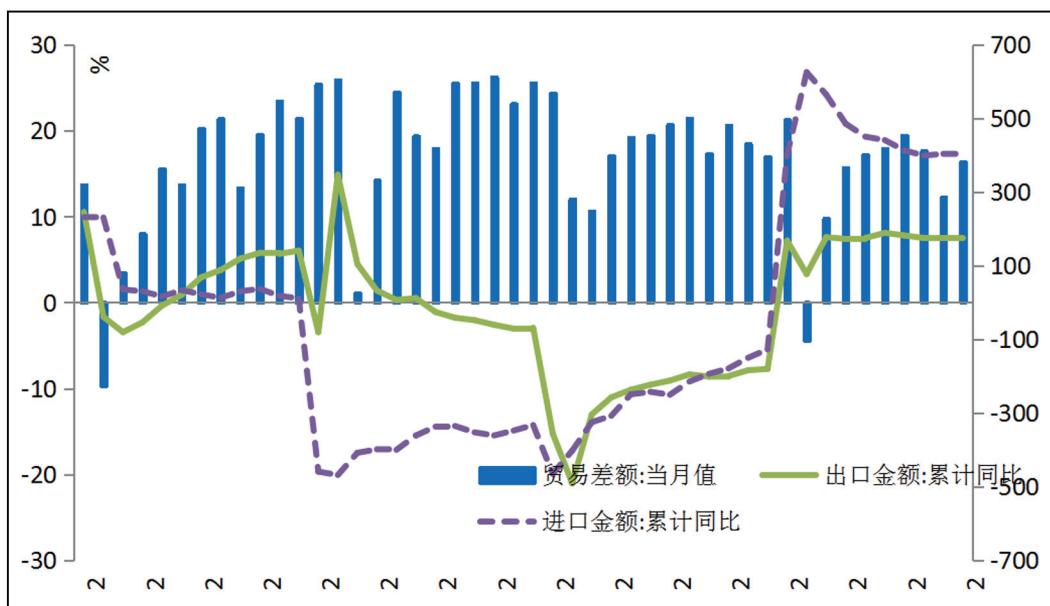


图2 中国进口和出口双双恢复增长

与此同时,在消费促进政策的作用下,2017年消费增速保持平稳,维持在相对景气的水平。2017年1—10月份,社会消费品零售总额同比名义增长10.3%,与2016年持平,基本结束过去几年“阶梯式下滑”的趋势。扣除价格因素,实际消费

增长 9.2%，保持了基本平稳。

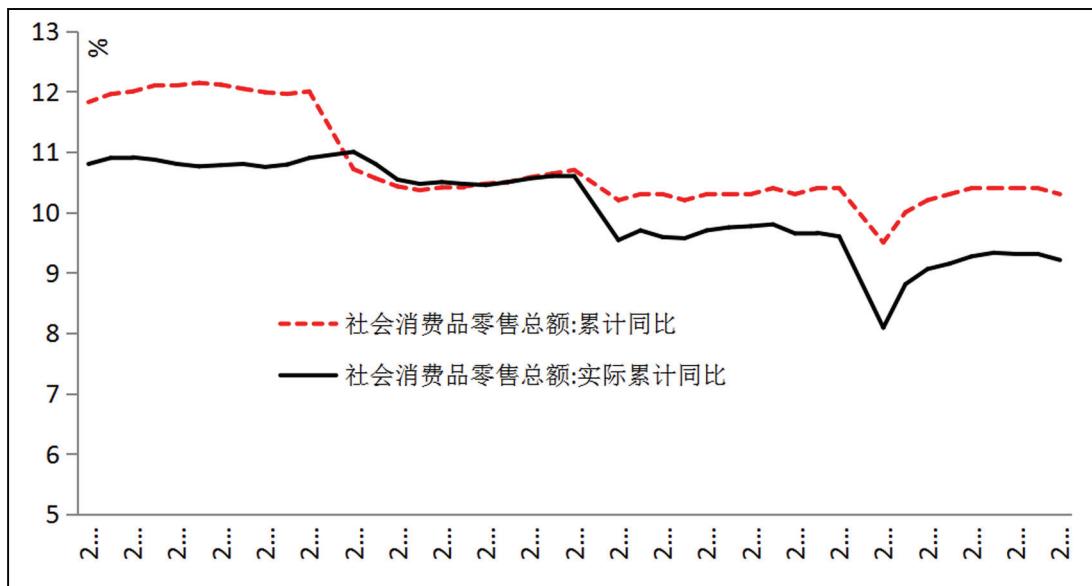


图 3 消费增速有所放缓,但基本平稳

### (三)从供给面来看,工业增速基本摆脱萧条期

2017 年工业增速出现明显回升,基本摆脱了过去两年的萧条状态,增速进入相对稳定期。今年以来,规模以上工业和制造业增加值增速均出现不同程度的反弹。1—10 月份,规模以上工业增加值同比实际增长 6.7%,比上年同期回升 0.7 个百分点,为 2015 年 2 月以来的增速高点。从工业内部三大门类来看,制造业增长回升是工业增长反弹的主要力量。1—10 月份,制造业累计同比增长 7.2%,比上年同期回升 0.3 个百分点,比规模以上工业增加值高出 0.5 个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应同比增長 8.5%,较过去两年大幅回升;而受供给侧结构性改革影响,规模以上采矿业增加值则持续收缩,为负增长 1.6%,较去年同期跌幅扩大 1.0 个百分点。

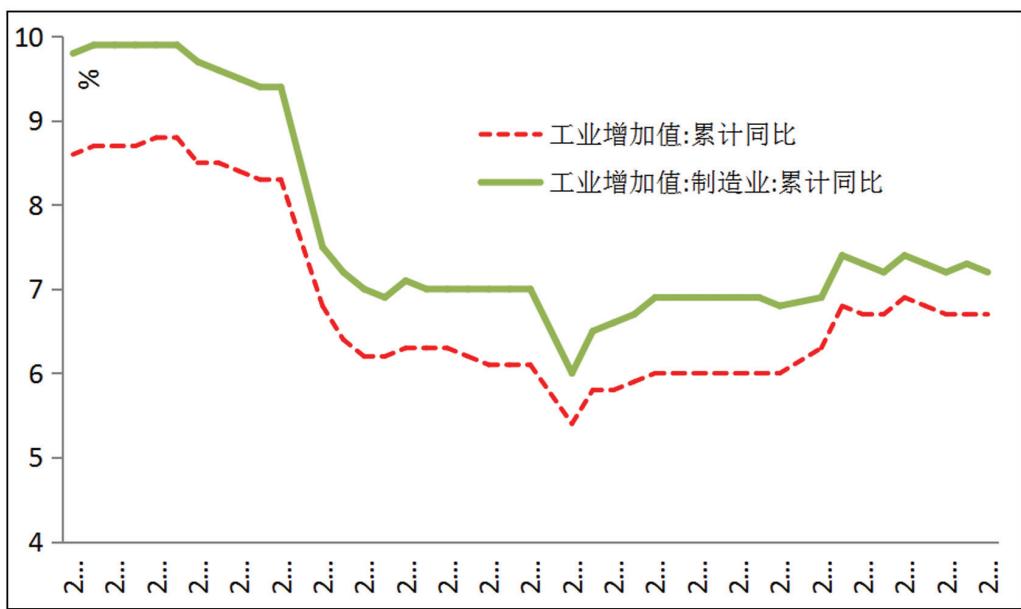


图 4 规模以上工业增加值增长有所反弹

与工业增长相一致,全社会发电量和用电量指标也显示,经济回暖特征明显。1—9月份,发电量同比增长6.4%,全社会用电量同比增长6.9%,增速相比上年同期分别提高了3.0和2.4个百分点,而且增速已经超过2014年水平,实现了企稳回升。

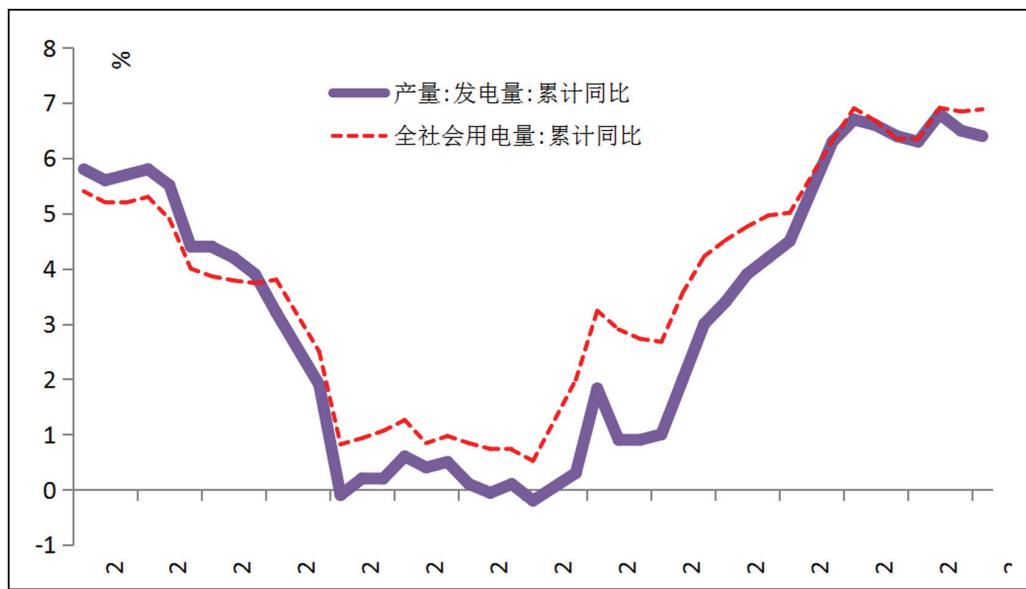


图 5 全社会用电量和发电量增速强劲反弹

不过,由于当前工业的改善部分源于外需的恢复性改善,缺乏可持续的新动力,并面临全球刺激政策退出的冲击,因此,如果未来出口需求不及预期,本轮工业扩张可能面临新一轮产能过剩的挑战。

#### (四)价格回升的信号非常明显

2017年价格水平总体上升,尽管CPI保持温和,但核心CPI持续回升,PPI增速大幅上扬,带动GDP平减指数全面回升,标志着中国宏观经济回暖。

首先,自2016年9月工业生产者出厂价格指数PPI增速由负转正从而结束了长达54个月的负增长后,在2017年出现持续大幅上涨,标志着工业部门摆脱了持续近4年的萧条期。2017年1—10月份,PPI累计同比达到6.5%,相比2016年全年的负增长1.4%,大幅提升了近8个百分点。工业价格大幅上涨既标志着工业行业复苏回暖,又对工业企业盈利改善和生产扩张起到积极促进作用。

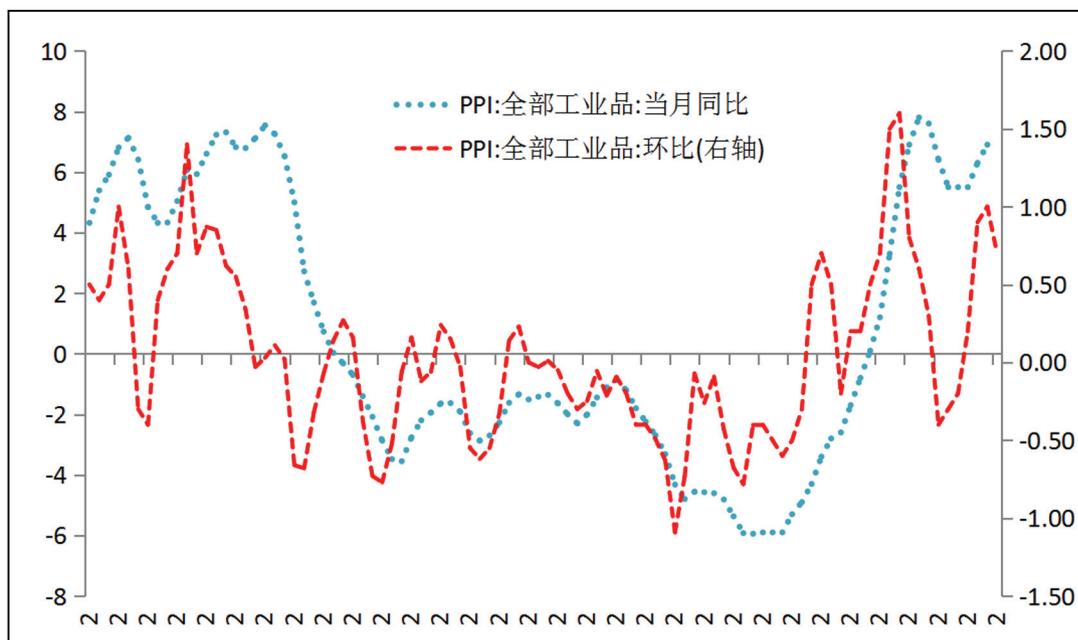


图6 PPI增速由负转正并出现大幅上扬

其次,尽管消费价格指数CPI在2017年总体增速放缓,但主要是受到食品价格下滑的影响,非食品CPI以及核心CPI增速继续呈现自2015年初以来的上升趋

势。具体来看,2017年各月CPI增速均低于2%,涨幅显著低于2016年。但是,剔除食品价格下跌的影响,非食品CPI基本稳定在2.0—2.5%的区间,较2016年有显著的提高;剔除食品和能源的核心CPI也基本运行在2.0%以上,较2016年显著提高。

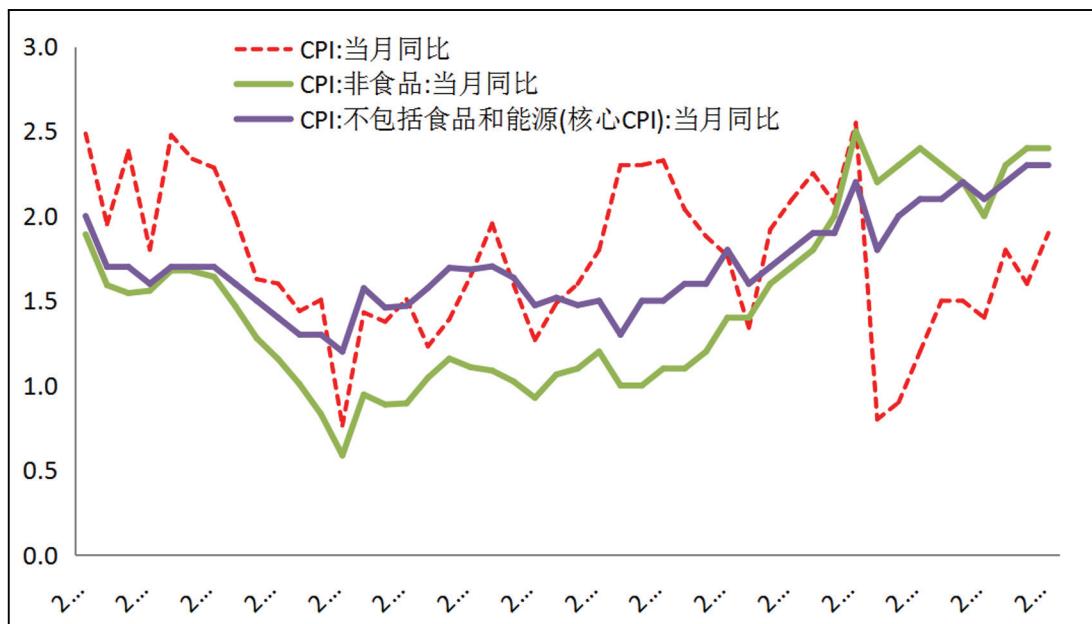


图7 尽管CPI增速放缓,但非食品及核心CPI增速呈现上升趋势

最后,在工业价格大幅上涨的带动下,2017年的GDP平减指数呈现大幅回升态势。2016年1季度,GDP平减指数由负转正,全年维持在1.2%的较低水平,但自2017年1季度以来,GDP平减指数出现大幅上涨,2017年前三季度同比分别上涨4.6%、3.9%、4.1%,累计同比上涨4.2%,比2016年同期涨幅提高了3.6个百分点。GDP平减指数大幅上扬,主要受第二产业GDP平减指数涨幅显著提升影响。2017年前三季度,第二产业GDP平减指数累计同比上涨6.4%,比2016年同期大幅提升8.9个百分点。

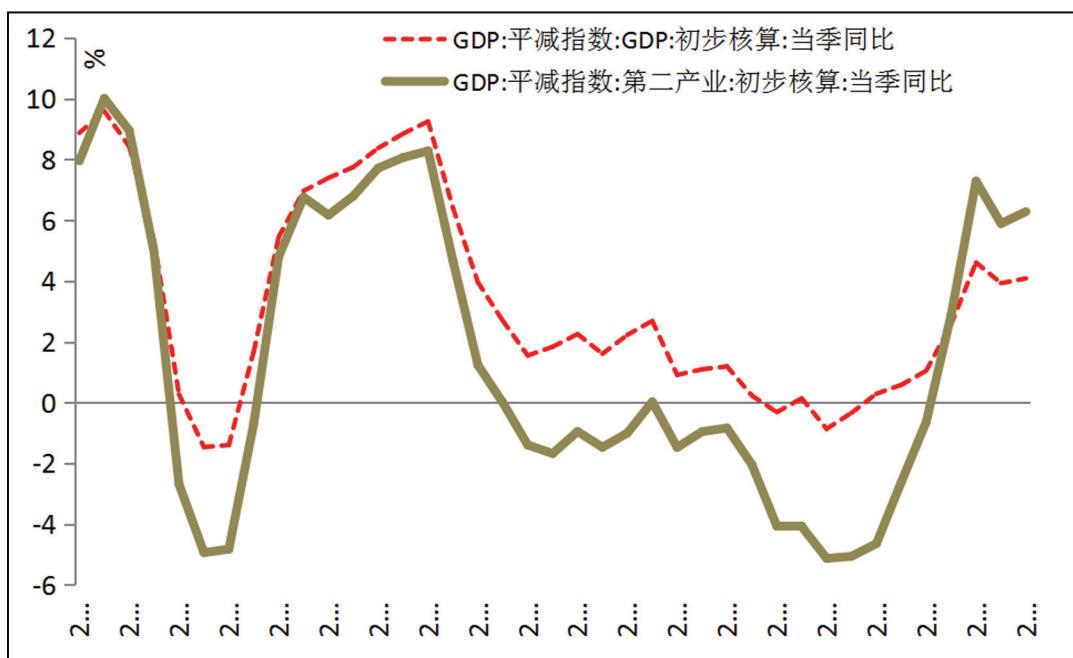


图 8 GDP 平减指数呈现大幅回升态势

## (五) 市场主体的微观基础改善

**新增就业增速回升，就业市场保持稳定。**2017年1—10月份，城镇新增就业达到1191万人，比2016年同期增长2%，不仅提前达到政府全年1100万人的新增就业目标，而且创下近三年来的最高增速，相比之下，过去2014、2015、2016年的增速分别为0.9%、-0.8%、0.15%，说明2017年就业状况总体出现明显改善。

在就业稳定的情况下，居民收入继续保持较快增长，且增速有所回升。2017年以来，居民收入名义增速和实际增速，都较2016年出现回升。前三季度，城镇居民人均可支配收入累计同比增长8.3%，较去年同期提高0.5个百分点；剔除价格上涨因素影响，实际城镇居民人均可支配收入累计同比增长6.6%，较去年同期提高0.9个百分点。居民收入较快增长保证了消费需求平稳和消费水平的转型升级。



图9 城镇新增就业提前完成年度目标

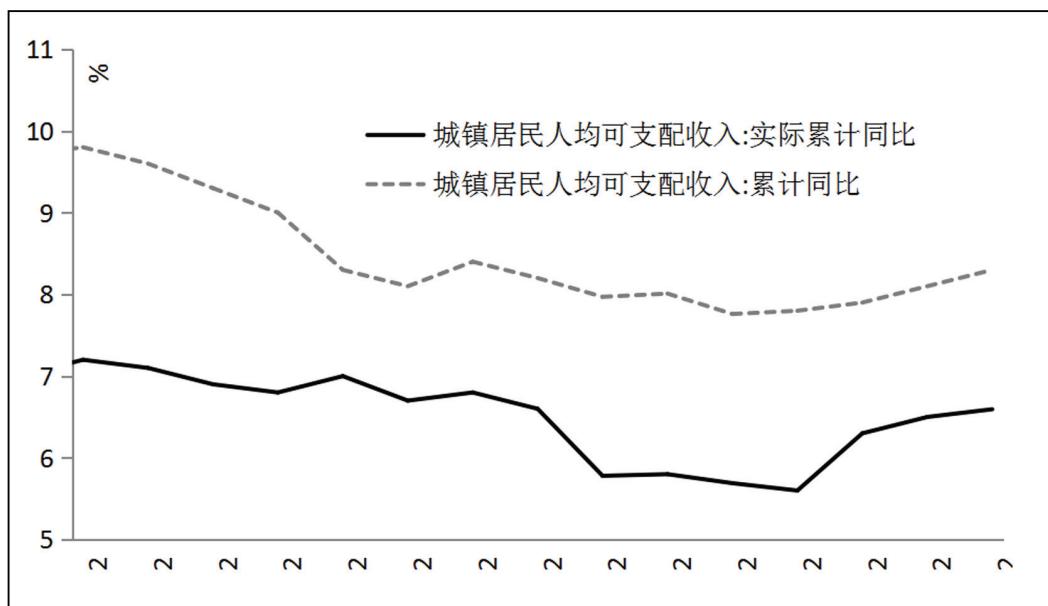


图10 居民收入保持较快增长

**企业盈利大幅改善。**受需求改善的拉动，并在供给侧结构性改革、部分企业上年利润留存以及低基数效应的共同作用下，2017年工业企业效益增长出现较大幅

度改善。前三季度，全国规模以上工业企业实现利润总额 5.6 万亿元，同比增长 22.8%，较去年同期增速提升 14.4 个百分点；实现营业收入 90.5 万亿元，同比增长 12.5%，增速比上年同期回升 8.8 个百分点。

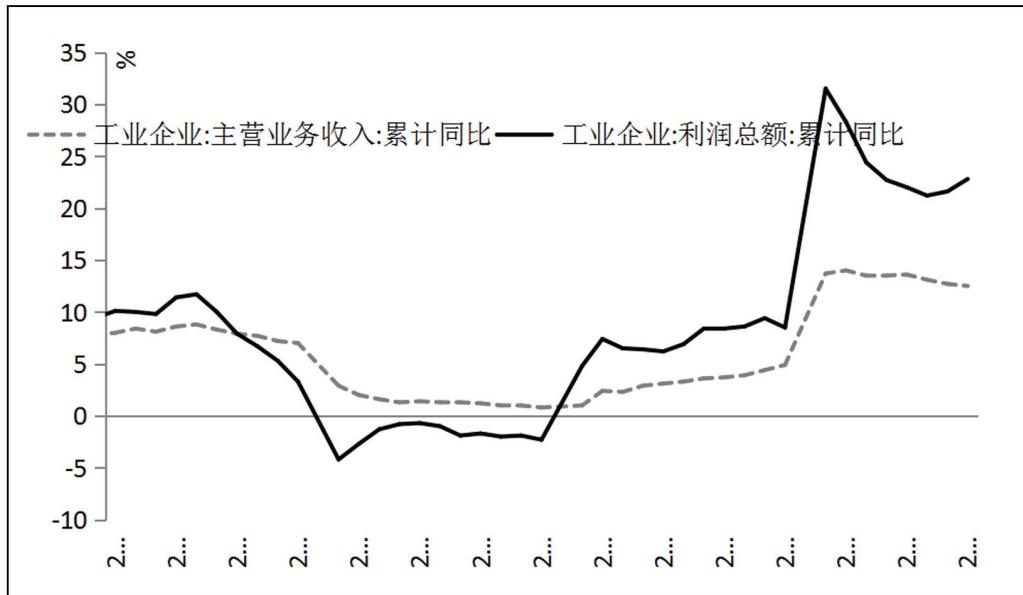


图 11 工业企业营业收入和利润总额增长大幅攀升

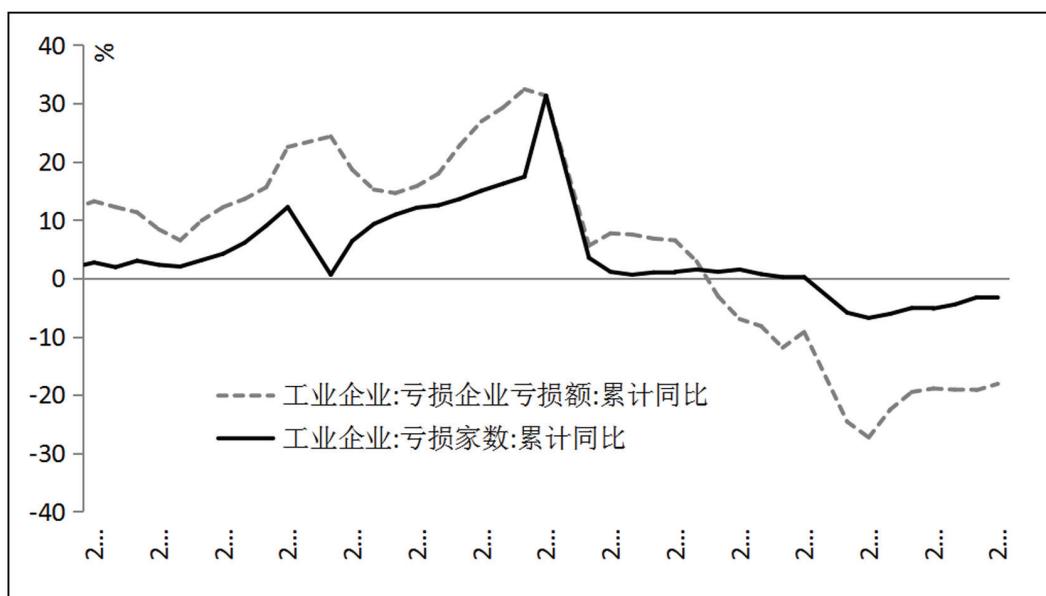


图 12 工业企业亏损情况大幅改善

与此同时,工业企业亏损企业数量和企业亏损总额显著下降。2017年前三季度,工业企业亏损数量同比下降3.4%,延续了2016年以来的持续改善趋势;工业企业亏损额同比下降18.1%,较2016年同期进一步改善11.1个百分点。

**政府财政收入和基金收入增速继续回升,财政状况明显改善。**2016年经济下行带来的财政压力仍然存在,2017年出现明显改善。在工业生产和进出口回升的作用下,公共财政收入压力减轻,同时由于房地产市场的复苏,使得税收收入和基金收入持续恶化的趋势得到了极大地缓解。2017年1—10月,公共财政收入累计同比增长9.2%,比去年同期提高3.3个百分点,比去年全年提高4.7个百分点;政府性基金收入累计同比增长31.6%,比去年同期大幅提高19.3个百分点,比去年全年提高19.7个百分点。两者合计导致政府收入同比增长13.5%,比去年同期大幅提高6.5个百分点,比去年全年增速提高7.5个百分点,增速翻了一倍。

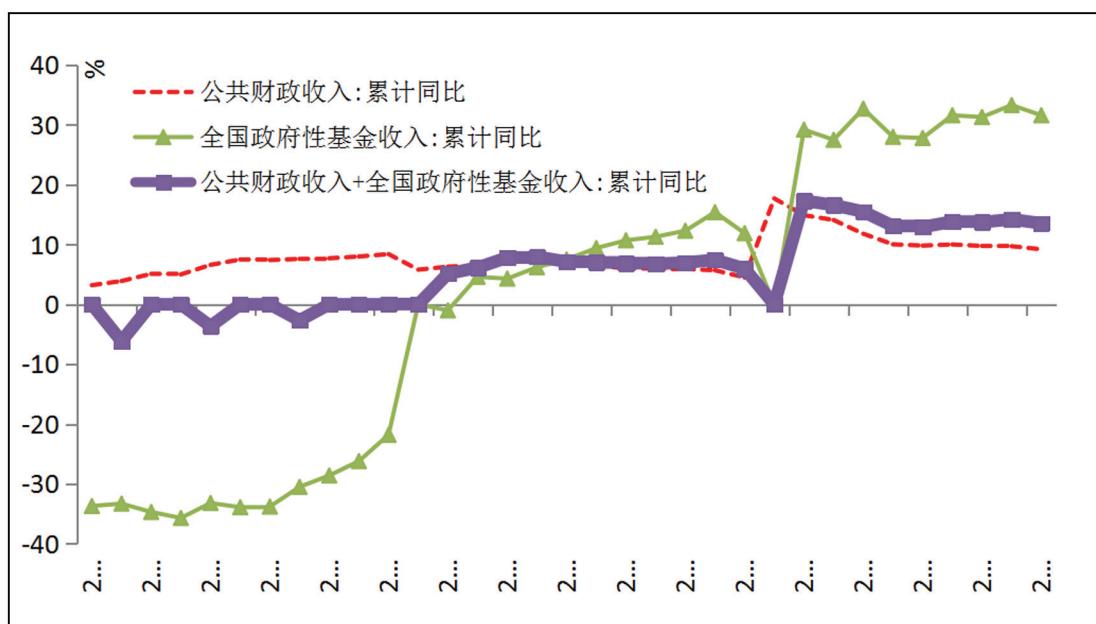


图 13 公共财政收入和政府性基金收入高速增长

## (六)宏观经济景气度和预期全面向好

2017年,各类宏观经济景气指数和先行指标显示经济运行稳中向好首先,克强指数快速上升,达到13%以上,创出了自2011年以来的最高。其次,宏观经济景

气指数先行指数和一致指数均呈现出回升的趋势。

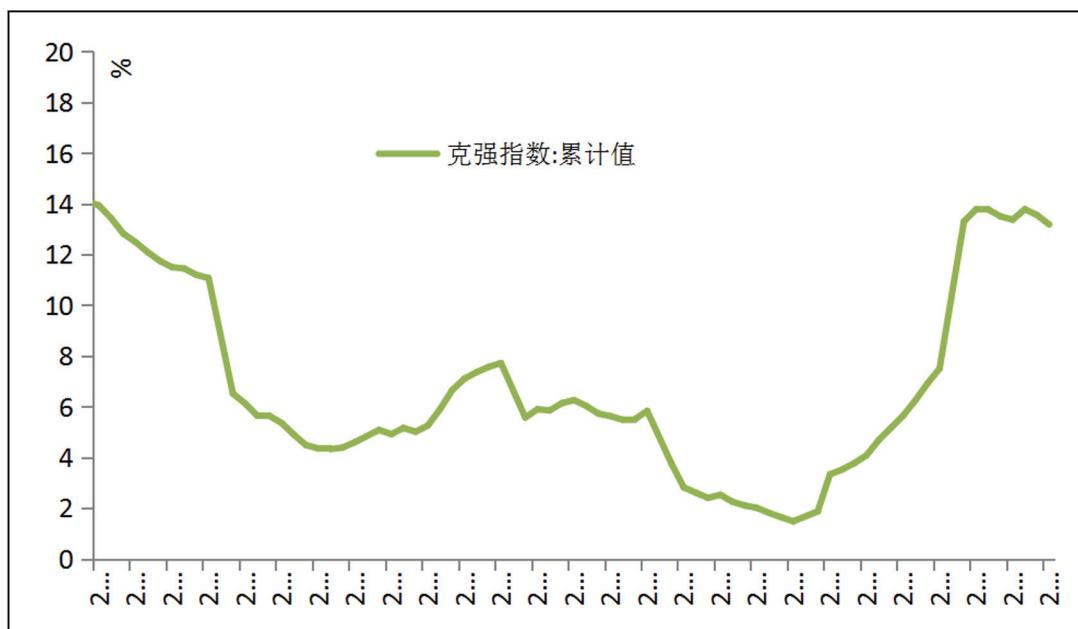


图 14 克强指数达到自 2011 年以来的高点

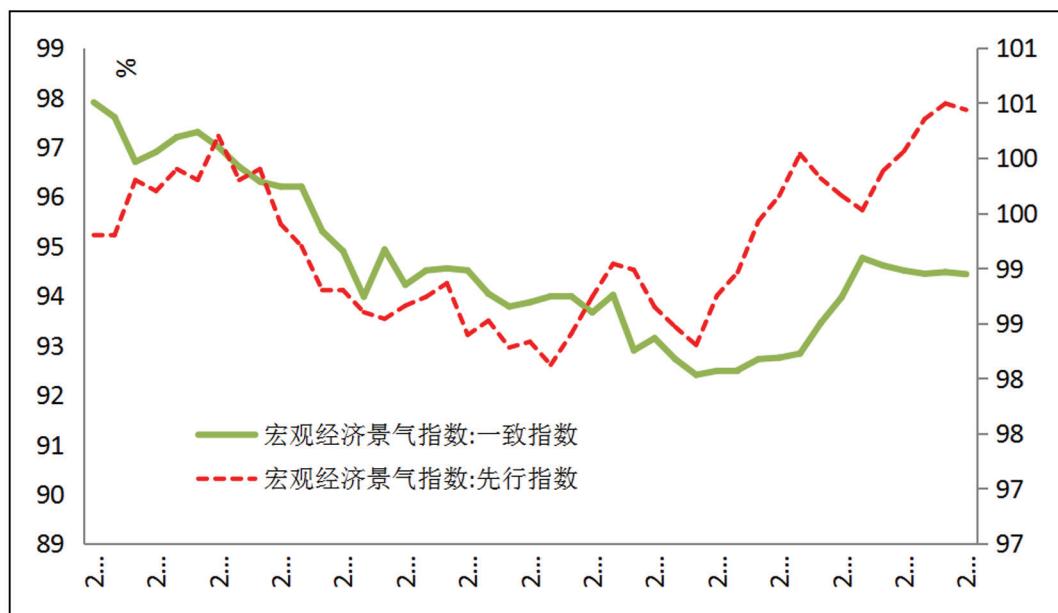


图 15 宏观经济景气指数呈现出回升的趋势

PMI 指数持续运行在荣枯线以上。2017 年 9 月份,中国官方制造业 PMI 为 52.4%,服务业 PMI 为 54.4%,民间财新中国 PMI 为 51.0%,均高于 50% 的荣枯分界线。事实上,2017 年以来,官方 PMI 和财新中国 PMI 指数几乎持续运行在 50% 以上的景气区间,服务业 PMI 持续运行在 52.5% 以上的景气区间,说明制造业和非制造的景气程度均持续改善,2017 年将保持平稳的基本态势。

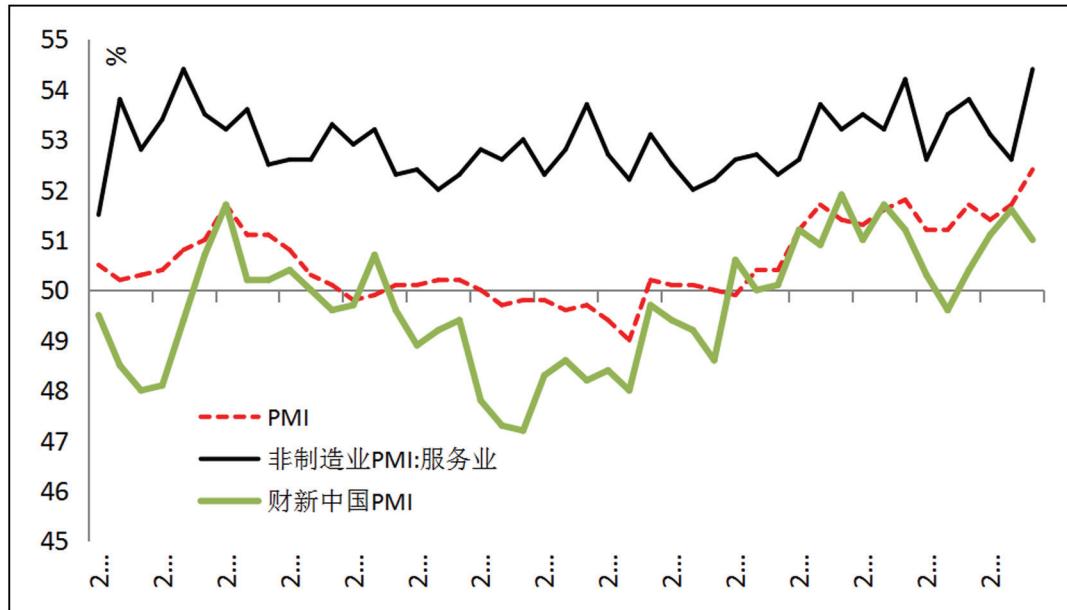


图 16 中国 PMI 指数持续运行在荣枯线上

各类市场主体信心回升。根据中国人民银行的企业家问卷调查和银行家问卷调查,企业家信心指数和银行家宏观经济信心指数持续上升到历史高点,3 季度分别达到 68.7% 和 75.3%,比去年同期提高了 17.5 和 28.8 个百分点。根据城镇储户问卷调查,居民未来收入信心指数也居于较高水平,为 53.3%,比去年同期提高 3.5 个百分点。

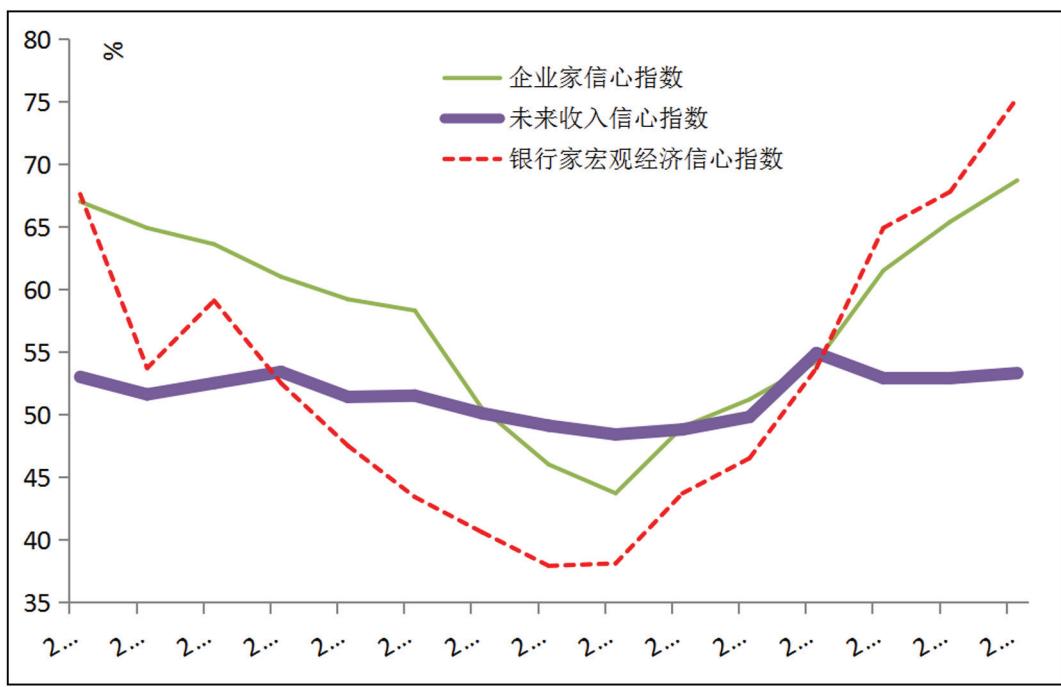


图 17 各类微观主体信心指数持续回升

### (七)中国经济只是触底，而不会快速地反弹

但是，中国经济增速换挡期没有结束，未来一段时期，中国宏观经济只是触底，而不会快速地反弹。正如本报告将在第三部分所重点分析的，一来，主导中国短期经济走向的核心需求力量——“固定资产投资”并没有在持续的稳增长政策的作用下止住持续下滑的趋势。中期视角下中国经济周期的核心力量没有反转。二来，当前内需企稳是中国持续扩张性宏观经济政策的产物。市场型增长动力在政策力量持续发力进程中并没有完全逆转，中国经济复苏还没有进入到市场自我增长和自我循环的轨道之上。三来，外部环境的改善也是世界各国同步采取持续性超常规宏观经济政策的产物。各国资产负债表的修复、投资增速的反弹、市场预期的稳定不仅具有强烈的政策性特征，同时还潜伏着大量的深层次问题。四来，中国外部需求和政策性需求的改善向内部市场型需求的传递依然存在大量结构性的阻碍。以积极的产业政策为核心、扩张性的财政政策和稳健的货币政策为工具的中国经济政策调控空间已经受到债务负担、金融风险和产业空间的强烈约束，难以保持传统的刺激力度，政策性复苏力量已达到极致，债务—投资驱动模式难以为继。

因此可以看到,2017年中国宏观经济价量分离严重,价格指标得到较快复苏,但实际变量增幅有限,这与传统上中国的经济周期具有很大的区别。2016年四季度起,名义GDP出现快速反弹,累计同比增速达到8%,2017年更是上升到11%以上。但是,这一进程中实际GDP增速恢复却有限,2016年维持在6.7%,2017年小幅反弹至6.9%,名义价格提高对实际GDP的传导极为有限。从历史上看,经济上行区间都是价格水平首先上升,即名义GDP开始上行,带动实际GDP上升,名义价格调整对实际变量产生传导。这主要是因为名义价格的上升给企业带动了新的现金流,使得资产负债表更加稳固,通过信贷渠道的加速,促进投资和消费,最终提升总需求。在上行过程中,随着生产能力逐步受到限制,名义变量与实际变量之间差距会逐步加大。这种差距的峰值构成了经济的转折点。对比这种历史经验来看,2017年名义价格上升没有带来实际GDP的复苏,意味着价格上行并没有带来总需求的全面复兴,名义变量与实际变量的差距反而预示着经济存在短期见顶的可能性。

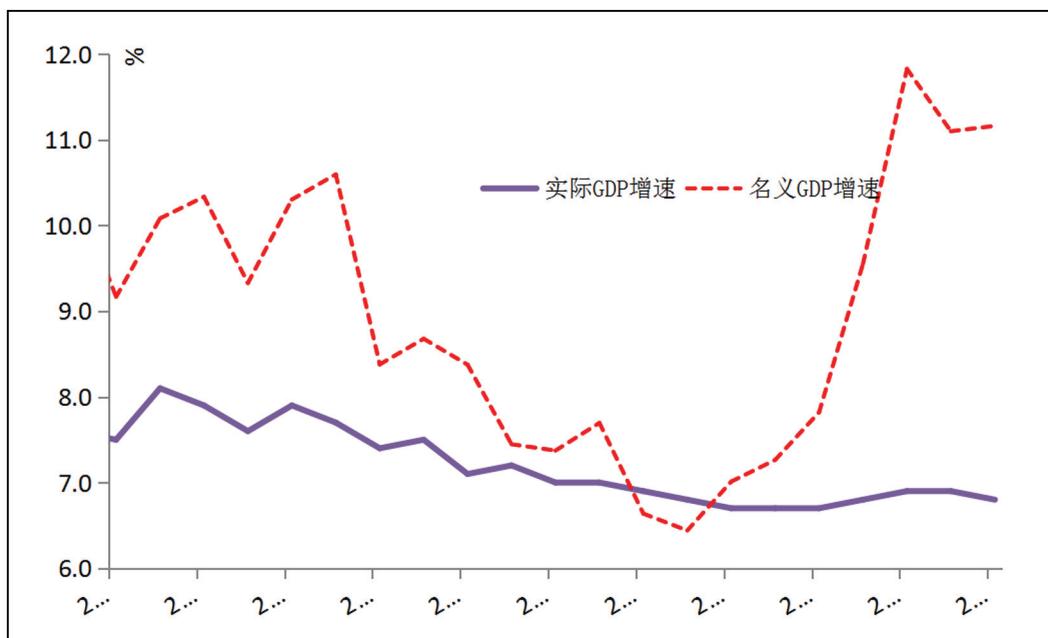


图 18 名义 GDP 和实际 GDP

自2016年底以来,随着部分“稳增长”政策空间收窄,政策性因素内部逐渐出现了分化,基建投资增速和房地产投资增速明显放缓,而民间投资的反弹力度还有

待观察，固定资产投资的下行压力逐渐显现。首先，随着基建投资的持续扩张，基础设施投资增速下行，行业内部出现严重分化。其次，随着房价过快上涨，房地产调控政策收紧，房地产市场的几个核心指标在走势上已经呈现明显的分化趋势：尽管由于传导时滞，房地产土地购置增长等指标还在进一步回升，但房地产销售和新开工等指标已经先后出现回落态势，这意味着房地产市场的“稳增长”作用在今年上半年已经见顶。2017年2季度，房地产业对GDP增长的贡献率为7.2%，相比较一季度回落1.1个百分点；房地产业对GDP增长拉动0.5个百分点，比一季度回落0.1个百分点。综合房地产一系列核心指标的基本走势和之间的传导情况来看，下一步房地产市场将逐渐收敛到一个暂时性的短期平衡状态，这意味着房地产市场的“稳增长”力度在今年一季度达到了历史顶点。最后，虽然民间投资增速总体有所改善，但近期的回落和行业间的分化，使得其复苏力度和可持续性都有待观察。因此，在现有宏观政策调整基调下，基建投资增速和房地产投资增速放缓，而民间投资的反弹力度还有待观察，弥补前者缺口的可能性很小，全国固定资产投资的下行压力逐渐显现。

事实上，相对于消费的平稳和外贸的改善，投资增速持续下滑至临界点且快速下滑的趋势难以扭转，已成为当前中国宏观经济最为突出的问题。2017年上半年名义固定资产投资的增速出现一定的企稳回升迹象，但是下半年投资增速再度下滑。1—9月份，名义固定资产投资累计同比增长7.5%，低于2016年全年增速0.6个百分点。其中，受基数效应影响，民间投资、制造业投资以及房地产投资较2016年有所回升。1—9月份，民间投资同比增长6.0%，比去年同期加快3.5个百分点；制造业投资同比增长4.2%，比去年同期加快1.1个百分点；房地产投资增速同比增长8.1%，比去年同期加快2.3个百分点。与此同时，基础设施投资有所放缓，1—9月份同比增长15.9%，比去年同期增速下降2.0个百分点；同时，受供给侧结构性改革影响，采矿业投资持续收缩，1—9月份同比负增长9.2%，以上两方面因素对固定资产投资构成一定的下行压力。

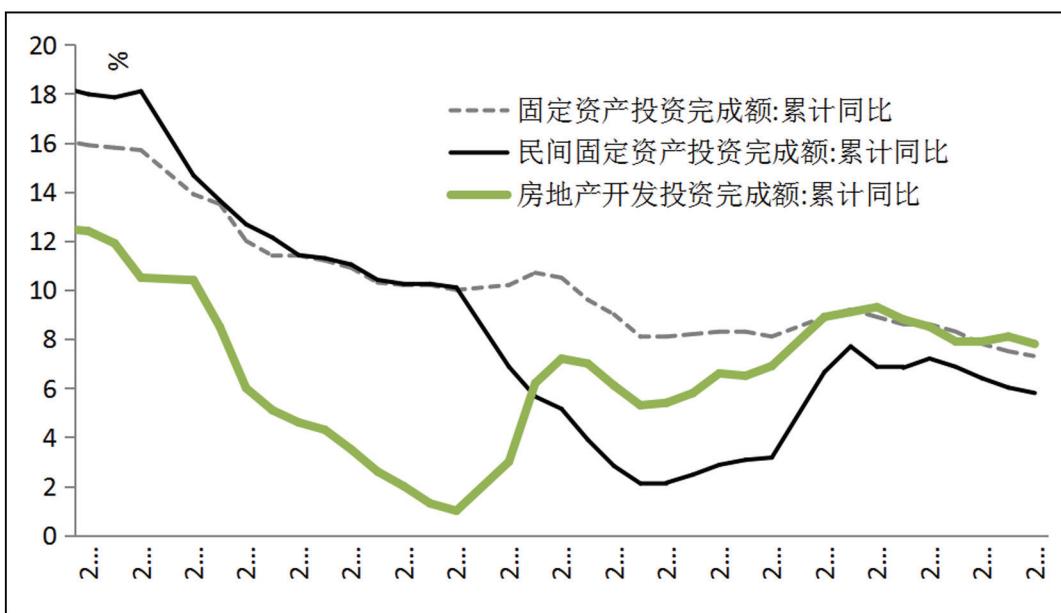


图 19 固定资产投资增速持续下滑

特别是考虑到投资价格上涨因素,2017 年实际投资增速不仅继续处于下行区间,而且呈现加速下滑的趋势,并于 3 季度首次出现负增长。剔除价格因素,2017 年前三季度,实际固定资产投资增速仅有 2.2%,比去年同期大幅下滑 7.3 个百分点,而去年同期已经是自 2003 年有数据以来首次出现个位数的增长。特别是今年 3 季度,实际固定资产投资负增长 1.1%,为自 2003 年有数据以来首次出现负增长。事实上,剔除价格因素后,实际房地产投资增速和实际民间投资增速也继 2016 年企稳回升后于 2017 年再度出现持续下滑。具体来说,实际房地产投资增速从 2015 年 4 季度的负增长 0.8% 回升至 2016 年的 7.6%,但 2017 年又再度持续回落至 3 季度的 0.8%。实际民间投资增速从 2016 年 2 季度的 0.9% 回升至 2016 年 4 季度的 3.9%,但 2017 年又再度持续下滑至 3 季度的负增长 2.7%,下滑幅度更为明显。

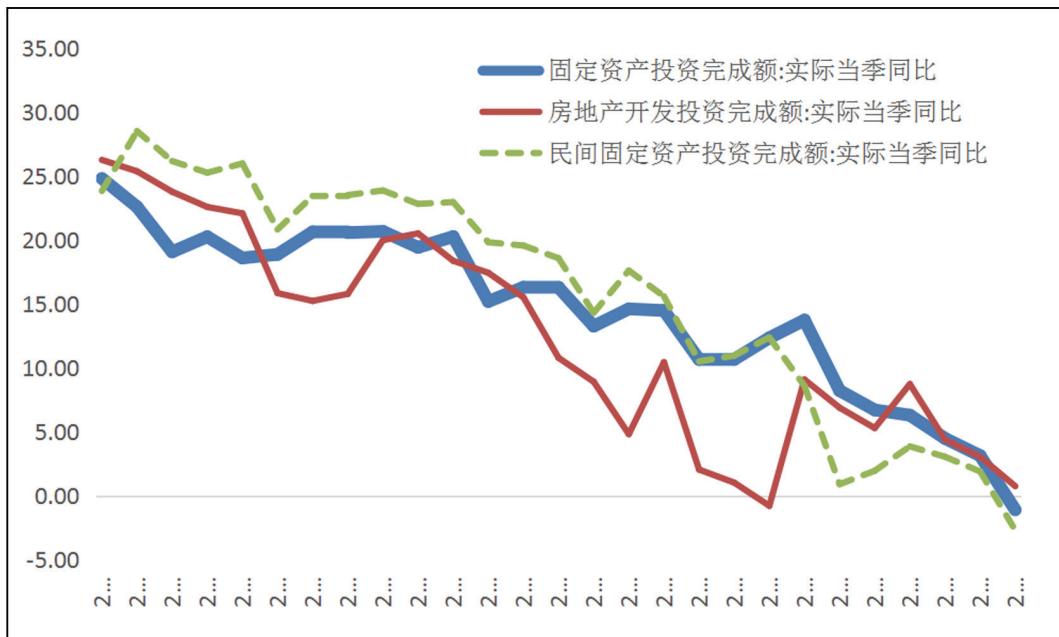


图 20 实际固定资产投资持续较快下滑

投资增长率持续低于资本折旧率,将对中国的资本存量及劳动生产率产生极大的负面影响,不利于中国经济发展。分季度来看,自 2016 年 2 季度实际固定资产投资增速首次低于 10%以来,实际投资已经连续 6 个季度为个位数增长,并且持续处于下行区间,特别是今年三季度,首次出现负增长 1.1%。这就意味着,资本形成的增长率可能已经显著低于资本的折旧率,如果这种情况持续进行下去,将对中国的资本存量和劳动生产率的提升产生显著的不利影响。

宏观经济问题的关键在于能否真正稳住投资,而投资持续下滑的原因可能在于几个方面。第一,复苏分化导致价格水平向投资传导不畅,导致 PPI 上涨与固定资产投资、特别是民间投资脱钩,起不到拉高利润、促进投资的作用,进而使得投资乘数等调节机制失效。上游行业、出口部门和国有企业持续向好,而中下游行业和民间经济仍面临总需求不振和投资机会不畅,因而没有带来全面的总需求上升和投资扩张。第二,在上述背景下,部分行业成本上涨难以通过产品价格涨幅来消化,导致物价回暖但企业投资的积极性不高。第三,利率水平上升,尤其是长期利率水平上升速度较快,抑制了投资。从与经济增速的对比来看,长期利率水平上升较快,10 年期国债利率持续上扬,水平接近 2007 年的水平,达到 4%;同时,短期利率在某些阶段超过长期利率水平形成倒挂,也不利于鼓励企业形成长期投资的预期。第四,新型政商关系尚未完全建立,企业家迫切需要更为宽松的投资环境,包

括企业产权保护和平等竞争的权利,因而投资的积极性没有得到充分的发挥。

## 2.2 风险有所缓解,但是警报并没有解除

2017 年中国经济的第二个特征是风险有所缓解,但是警报并没有解除。控风险从加杠杆、扩债务的金融周期上行阶段转向去杠杆、降债务的金融周期的下行阶段转变,控风险的重点从上升期的债务信用风险转向流动性风险。

### (一) 外部和内部金融风险均有所缓解

风险有所缓解首先表现为外部风险缓解,汇率和资本流动趋稳,市场恐慌情绪减轻。一方面在外需恢复性增长的影响下,中国出口出现明显改善;另一方面伴随着汇率的稳定,市场恐慌情绪减轻,资本外流减少。一个集中表现是,2017 年人民币汇率结束了自 2015 年年中“汇改”以来持续贬值的趋势,贬值压力较过去两年明显减轻;同时,官方外汇储备持续快速下滑的趋势得到扭转,并出现小幅回升。2017 年 10 月份,官方外汇储备为 3.11 万亿美元,回升到 2016 年 10 月份的水平;美元兑人民币汇率下降到 6.6,也回到 2016 年年中的水平。

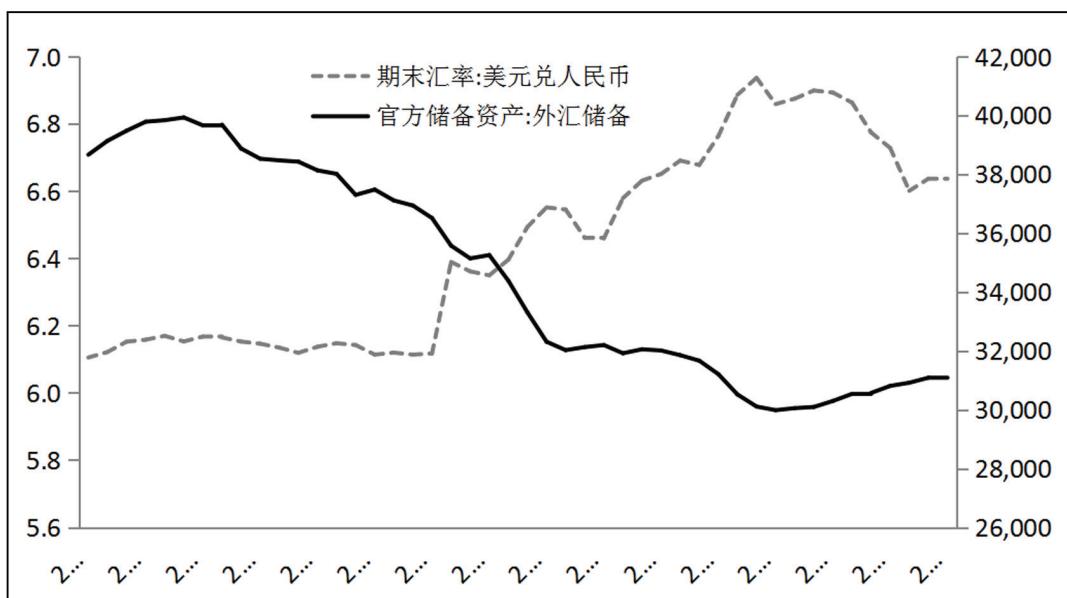


图 21 人民币贬值压力减轻,官方外汇储备企稳

风险有所缓解同时也表现为内部债务风险的减轻。在去杠杆政策导向的作用下,2017年中国债务扩张的趋势得到缓解,同时,金融监管的加强也在一定程度上缓释了金融系统性风险,商业银行资产负债表无序扩张的情况有所改善。根据BIS统计数据,2017年1季度,私人非金融部门债务占GDP比值为210.8%,仅比2016年4季度上升了0.2个百分点。相比之下,2015年和2016年平均每个季度上升4和2.25个百分点。

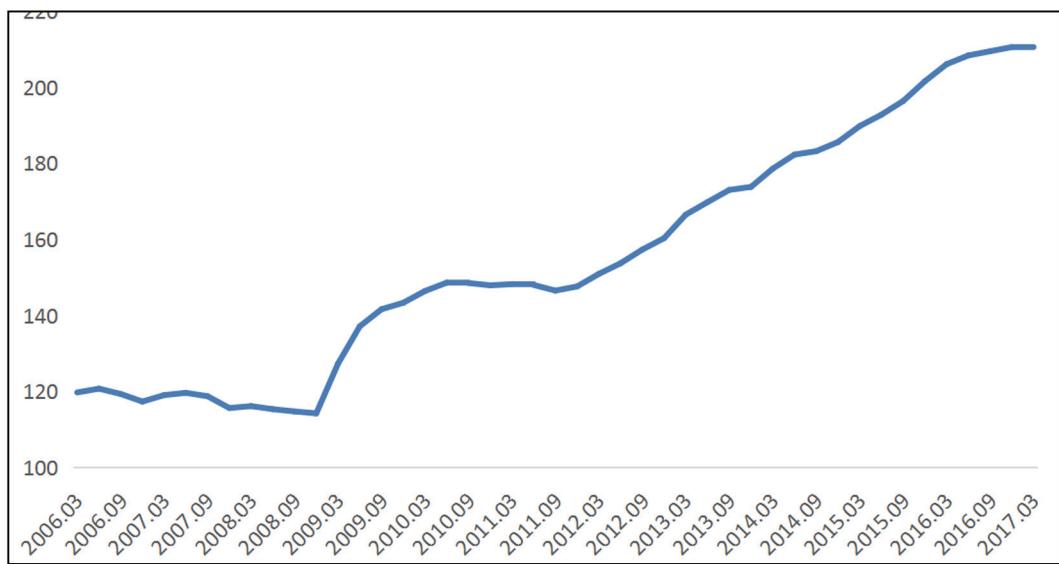


图 22 私人非金融部门债务率上涨趋势放缓

但是中国金融风险的警报并没有解除。一些风险行为模式和逆结构化在未来几年依然可能处在调整当中,更为重要的一些政策性的事物带来的市场性的金融周期的转换被大幅度的干预、延迟。当前的金融监管也在一定程度上加大了金融市场波动,同时利率上升对冲了杠杆率的边际改善,债务规模刚性压力依然存在。所以,未来几年金融周期的下行期叠加的因素会比我们想象的复杂,这一点也决定了去杠杆的进程远远不同于欧美市场去杠杆的进程。人类历史上,这种金融周期在下行期里其实是非常危险的,有时候比我们看到、意识到的很多风险还要迅猛。也就是说去杠杆掌控不了所带来的一些问题,甚至比我们加杠杆过程中遇到的问题还要复杂,这就是经常讲的“上山容易下山难”。习近平总书记在要求谨慎监管,打击金融大鳄当中取得一些成效,但是这些成效并不是一年半载就能完成的。美国资产负债表的修复,从2008年到2014年经过了6年时间大幅度的调整,

并且在这个调整过程中潜伏着巨大的风险。相比之下，美国资产负债的调整和中国有本质性的区别。美国很多产业是轻资产，以金融和服务业为主体，因此美国的资产负债通过美国政府的资产收购能够快速地实现它的调整。而中国不一样，中国加杠杆是由地方政府和国有企业主导的，一方是银行的资产负债表，一方是大规模的实体经济的资产负债表，我们必须在某种程度上伴随实体经济资产负债表的调整。美国资产负债表的调整不会有去产能的过程，但是中国资产负债表的调整必须建立在大范围的结构调整和去产能调整的基础上。

## （二）资金“脱实向虚”下的泡沫轮换问题

近年中国资金“脱实向虚”现象明显，巨量货币投放对于GDP的带动作用边际递减，大量的资金在金融体系内部循环，伺机在股市、债市、房地产等领域流动，形成不同形式的资产泡沫。

一个集中表现就是货币乘数达到历史最高点。2017年3季度，尽管M2增速降至9.2%，但是货币乘数继续上升，达到5.41倍，这是自1997年有数据以来的历史最高点。相对于货币的产业资本流通和商业资本流通，货币的金融资本流通的速度最快，当大量资金在金融领域空转，货币乘数就会显著提高。

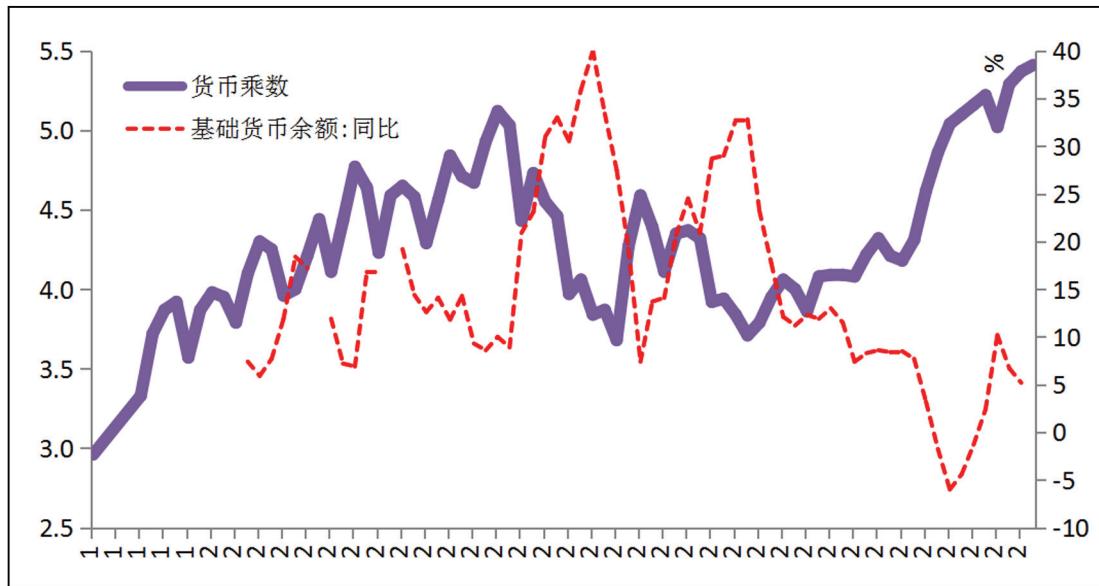


图 23 货币乘数上升到历史最高点

2016 年随着房价飙升,我国房地产市场的贷款余额加速增长,商业性房地产贷款余额增速在 2016 年底达到 27% 的高点,个人购房贷款余额在 2017 年 1 季度达到 35.7% 的高点。这在催生资产泡沫迅速积累的同时,使大量资金流向房地产市场,随之给经济带来了一定金融风险与增长阻碍。**一方面,信贷向房地产倾斜加剧资脱离实体经济的程度,另一方面居民债务快速增加也对消费进一步形成制约。**2016 年全年居民户新增中长期贷款 5.68 万亿元,比 2014 年和 2015 年之和还要多 4000 亿元。在当前货币环境边际收紧,房地产市场挤占信贷资源,加剧了资金脱离实体经济的程度。在实体经济收益率下行的背景下,部分业企业家实际行动也向“脱实就虚”靠近。目前我国正面临产业结构调整期,新兴行业正处于发展的初级阶段,由于资产价格带来的金融资源的错配,可能会影响对新兴产业的贷款,这将会延缓我国产业升级的顺利进行。与此同时,居民部门杠杆率迅速攀升,对未来消费形成一定制约。在杠杆率上升,收入增长受到制约的情况下,居民相当一部分可支配收入则用于还住房贷款,用于消费的部分将受到挤压,这会对消费产生“挤出效应”。一方面,消费增长乏力,将导致企业成本上涨向下游消费端的传导受阻,CPI 与 PPI 剪刀差持续处于高位;而另一方面,原材料购进价格指数 PPIRM 与工业品出厂价格指数剪刀差进一步扩大,企业利润空间也将受到挤压,长期来看将影响企业生产与投资。

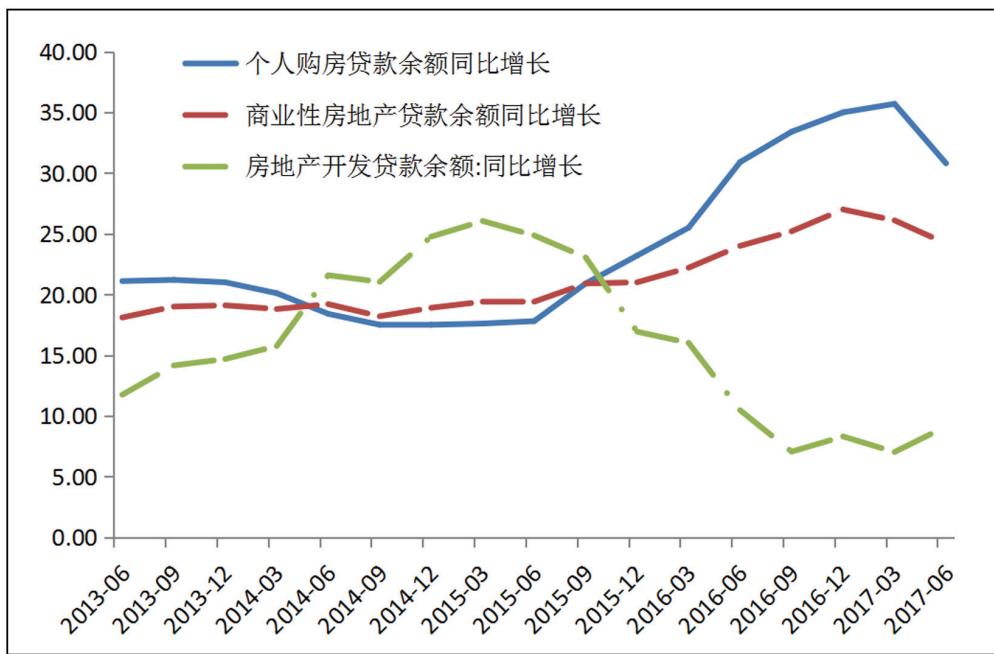


图 24 房地产贷款高速增长

2017年以来,受调控政策和房地产销售放缓影响,房地产贷款增速开始从高位回落。2017年2季度,商业性房地产贷款余额同比增长24.2%,比1季度回落1.9个百分点,比2016年4季度高点回落2.8个百分点。购房贷款余额增长速度也有一定程度的下降,同比增长30.8%,增速比一季度回落4.9个百分点。与购房贷款与之对应的是房地产开发贷款增速略有上升,2017年2季度房地产开发贷款同比增长9.1个百分点,增速比1季度回升1.1个百分点。从绝对规模来看,商业性房地产贷款余额继续增长,增幅小幅缩小。2017年2季度,我国商业性房地产贷款余额比1季度增加1.3万亿元,增幅比1季度缩小4000亿元,比2016年的平均季度增幅缩小1250亿元。可见,贷款扩张有所改善,但仍处在较高速增长的过程中,随之带来的金融风险也在不断积累。

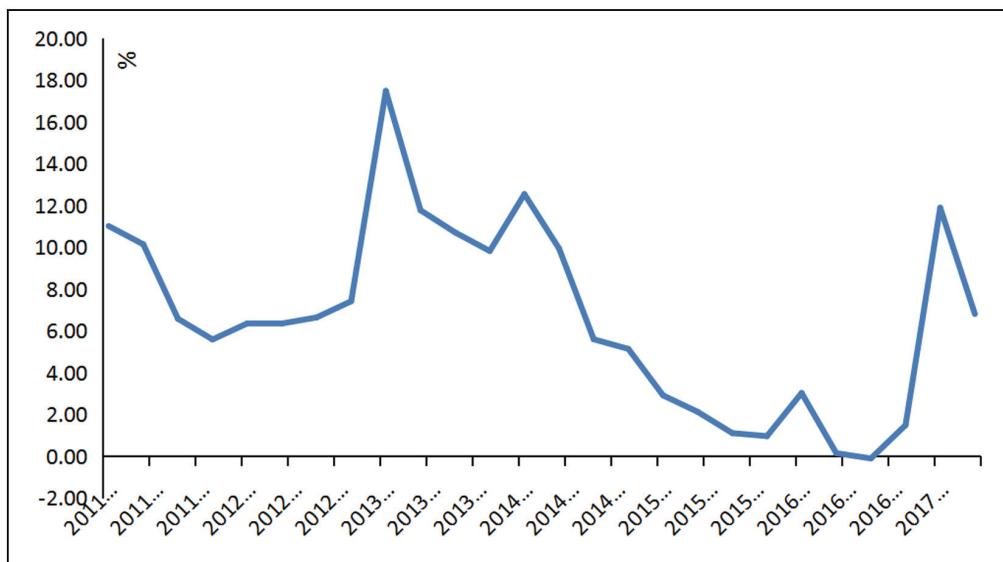


图 25 表外融资/GDP

### (三)影子银行等金融风险敞口再度回升

虽然今年以来监管持续强化,但前几年影子银行过快发展带来的隐忧仍然存在。2008年以来,主要包括理财产品、信托贷款、融资性担保公司等业务或机构的“影子银行”快速发展是我国金融业发展的重要现象之一。社会融资统计中的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票部分可以近似反映影子银行的发展情况,

2013—2014年一季度这部分资金占GDP比重始终处于高位,最高接近18%,2016年底2017年初再次出现较大幅度跃升。由于影子银行业务的产生本身就有规避监管的因素,其融资活动所受约束相对于传统银行信贷业务更少,发生风险的概率更高。在实际操作过程中,由于资金链条拉长,信息不对称加剧,基础资产信用质量下沉,一些影子银行还存在资产负债的期限错配和风险错配问题,这都加大了风险。而影子银行资金多来自于银行体系,期间又经过层层嵌套,一旦影子银行出现问题,有极大可能传导至银行体系甚至整个金融体系。

#### (四)地方政府债务结构性及区域性风险突出

目前中国地方政府债务风险总体可控,但结构性及区域性风险突出。根据中诚信国际的计算,截至2016年底政府总体的负债率(债务与GDP的比值)为49.83%,低于欧盟60%的警戒线,但地方政府债务结构性和区域性风险突出。一方面,或有债务增长过快。2014年以来,地方政府或有债务同比增速持续保持在13%以上。另一方面,部分区域债务风险较为突出。2016年全国31个省直辖区负债率超过欧盟60%警戒线的有两个省份,即贵州省(74.2%)和云南省(64.5%),其次为青海省(52%);其余区域负债水平均处于40%以下。而从综合财力考量的债务率来看,云南(213.5%)、贵州(191.3%)、青海(178%)、辽宁(145.9%)、内蒙古(124.5%)、宁夏(113.4%)、黑龙江(106.3%)等六省债务率(债务/财政实力)已经超过100%的警戒线。

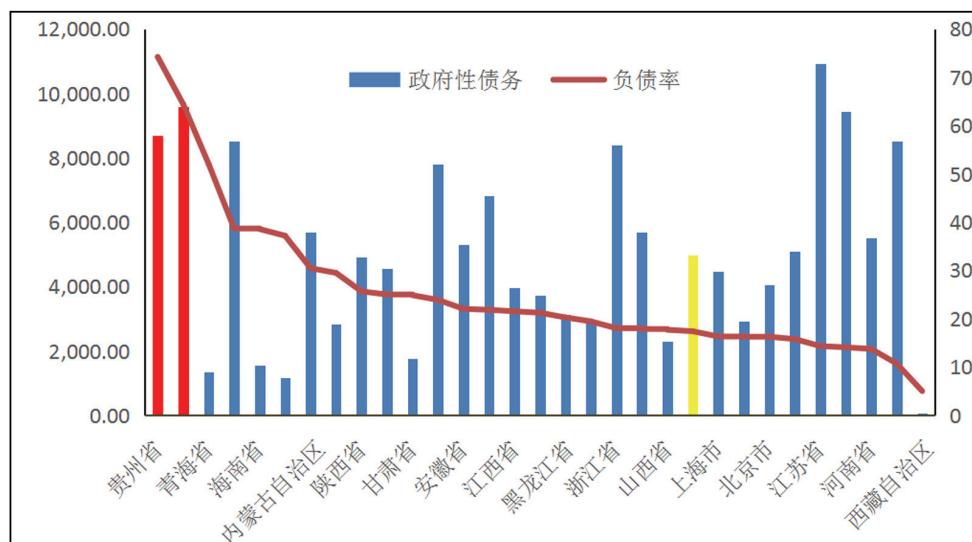


图 26 31 个省市政府性债务与负债率

## (五)资产负债表修复不平衡不充分,局部债务风险较高

去产能背景下部分企业资产负债表得到一些修复,但这一过程既不平衡也不充分,企业债务风险依然较高,局面区域风险较大。2017年PPI上升主要来自上游原材料产业,利润增长也局限在上游产业。1—9月份,煤炭开采和洗选业的利润总额累计同比增长723.6%,黑色金属矿采选业累计同比增长66%,化学原料及化学制品制造业增长37.9%,远高于工业平均水平。而这些上游行业恰恰是过去一段时间利润水平较差、高杠杆率,资产负债表急需修复的行业。这就使得利润增量更多的是修复资产负债表,而不是进行投资。这种情况在今年金融整顿的环境下,融资困难和债务压力有可能进一步加大,资产负债表的修复还需时间。

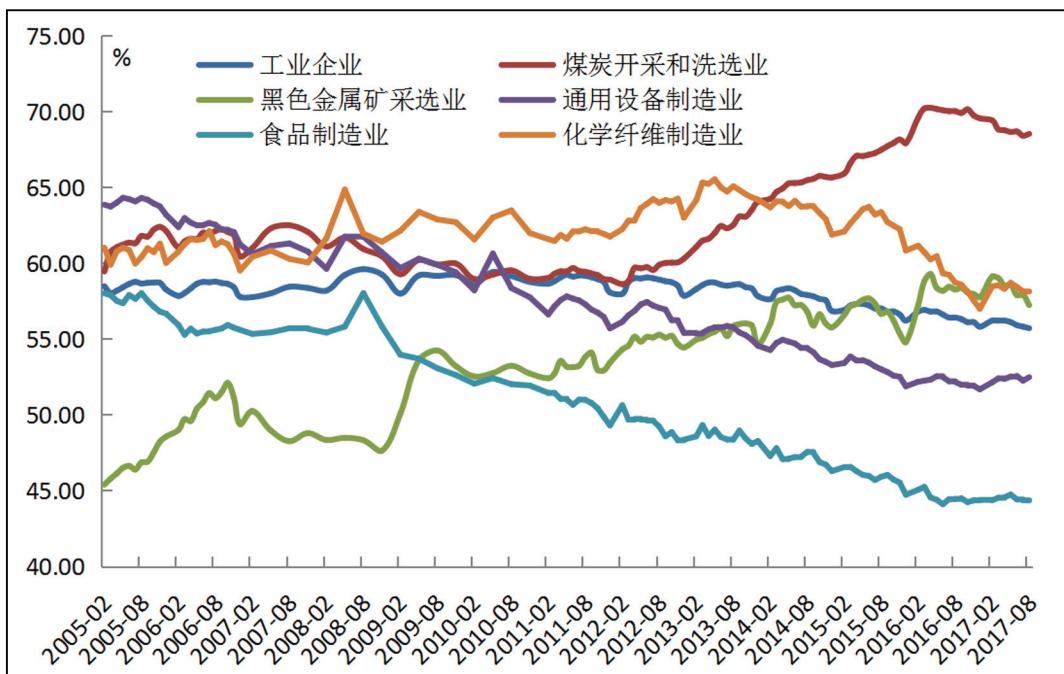


图 27 工业行业资产负债率

因此,根据中诚信国际的计算,2017年上半年,非金融部门杠杆率/GDP到的268.2%,比2016年底的267.1%上升1.1个百分点(2016年则比2015年上涨了13个百分点),虽呈现边际改善的态势,但从全球来看依然处于较高水平。从结构来看,我国债务风险明显集中于企业部门,尤其是国有企业部门。截至2017年上半年,

年,我国非金融企业部门杠杆率(债务/GDP)高达166.8%,虽然比上年底下降0.1个百分点,但依然显著高于居民部门杠杆率(52.83%)和政府部门杠杆率(48.50%),也远高于世界清算银行公布的世界平均水平(92.8%)、新兴市场国家平均水平(95.9%)和发达国家平均水平(88.9%)。从占比来看,非金融企业部门占全部债务的比重达62.2%,高于多数国家。与此同时,随着“去杠杆”推进,虽然杠杆率呈现出边际改善的趋势规模以上工业企业和制造业企业的资产负债率自去年下半年以来有所下降,但是债务规模的刚性压力以及偿付压力加大使得整体债务风险并没有放缓。

今年货币中性偏紧对实体经济的融资和债务压力形成一定影响,这使企业资产负债表的修复遇到了更大的问题。一方面,货币环境收紧叠加央行对于商业银行的宏观审慎监管(MPA)加强,带来商业银行压缩广义信贷的行为,从而影响实体经济可借贷资金,抬升资金成本同时也影响企业借新还旧。另一方面,货币政策在政策工具不同选择的情况下,对市场利率和实体经济融资成本的影响也不同。

**随着部分地区企业债务违约集中爆发,区域性信用风险加剧,引发“明斯基时刻”的压力较大。**2017年,山东天信集团、齐星集团、长兴集团等企业债务危机的暴露,与其存在互保关系的山东多家重要企业牵涉其中,引发市场对于区域性信用风险的高度关注。近年来经济下行背景下,不少企业尤其是民营企业持续通过银行信贷加高杠杆,同地域的民营企业之间往往通过互保措施作为增信手段,企业之间债务链条盘根错节,背后的债务巨大,但担保链上的某一环节出现问题时,整个担保链上的企业风险均会上升,严重时甚至加剧了整个区域或行业的风险,并向银行转移,银行风险敞口将显著上升。由于银行系统会直接或间接参与非银行金融机构的融资过程,因此银行系统所面临的风险将会由表外向表内不断扩大。同时,随着风险积聚,银行资产质量恶化,加大全球投资者对我国经济下行的预期,从而导致金融市场的大幅波动,并使存款刚性支付缺口问题凸显,进而有可能引发银行等金融机构的支付风险向金融风险转变,加剧经济系统的脆弱性。这种脆弱性的环境对资产负债表的修复产生了压力。

## (六)强监管下的金融风险无序释放问题

2017年是金融监管强化的一年,相关部门出台了一系列监管政策,以遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张,缓释金融系统性风险。2017年以来,针对房地产领域和金融领域尤其是银行委外资金使用不规范、金融同业业务过度发展、地方政

府债务等问题,一行三会、财政部等相关监管机构频频发文,加快金融领域去杠杆,防范资产泡沫加剧等。

2017年金融监管的加强在一定程度上缓释了金融系统性风险,商业银行资产负债表无序扩张情况有所改善,但强监管政策也在一定程度上加大了金融市场波动,助推利率中枢上移,实体经济融资成本提高,给投资带来一定下行压力。同时利率上行也对冲了杠杆率的边际改善,导致债务规模刚性压力依然存在。考虑到当前债务规模已经处于比较高的位置,市场利率的大幅上行进一步加大债务偿还压力,企业债务的利息负担占GDP的比例进一步提升。在国内传导还需时日的条件下,紧缩货币政策反而可能会进一步提升杠杆率。

监管强化虽然有利于遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张,降低金融系统中长期风险,改善货币政策传导机制,但是过严或者过快会带来市场风险的超预期释放,尤其是随着监管的强化、货币信用环境趋紧,利率中枢不断上移,流动性压力持续凸显。同时,市场的恐慌情绪有所加重,杠杆率依然高企,金融产品流动性下降,资金紧张等。

因此,在推动金融去杠杆、防风险的同时,存在强化金融监管与系统风险释放的动态平衡问题。未来仍需密切关注金融风险演变,继续完善金融监管方式和手段,处理好金融去杠杆与金融风险释放、监管协调与监管机构各司其职、监管协调与金融创新以及金融风险“堵”与“疏”等多方面关系,避免监管力度失当导致新的风险。特别是需要处理好监管强化与风险释放的刀尖平衡,金融去杠杆需要把握节奏与力度,监管主体需要做好协调。

## 2.3 经济结构持续优化,但存在反复的隐忧

2017年中国经济的第三个特征是,结构调整在世界经济再平衡和政府主导下取得巨大成就,但结构性的力量将发生巨大的变化:一是世界经济的复苏和再平衡的小幅逆转意味着中国经济结构调整必须从外部主导转向内部主导;二是中国经济的复苏要求中国稳增长政策必须逐步退出,内部结构调整的力量将从政府主导转向市场主导。因此,尽管结构调整取得巨大成效,包括外需和内需结构的积极变化,但功能性的结构调整可能还会出现较大的反复。结构调整能否顺利从“外部与政府主导型”转向“内部与市场主导型”,是新常态新阶段结构调整的关键。

## (一) 产业结构持续优化

随着经济结构转型和供给侧结构性改革持续,第三产业增长持续高于二产,产业结构持续优化,同时产业内部调整加剧,新兴行业增长持续高于传统行业,对经济的贡献进一步提升。

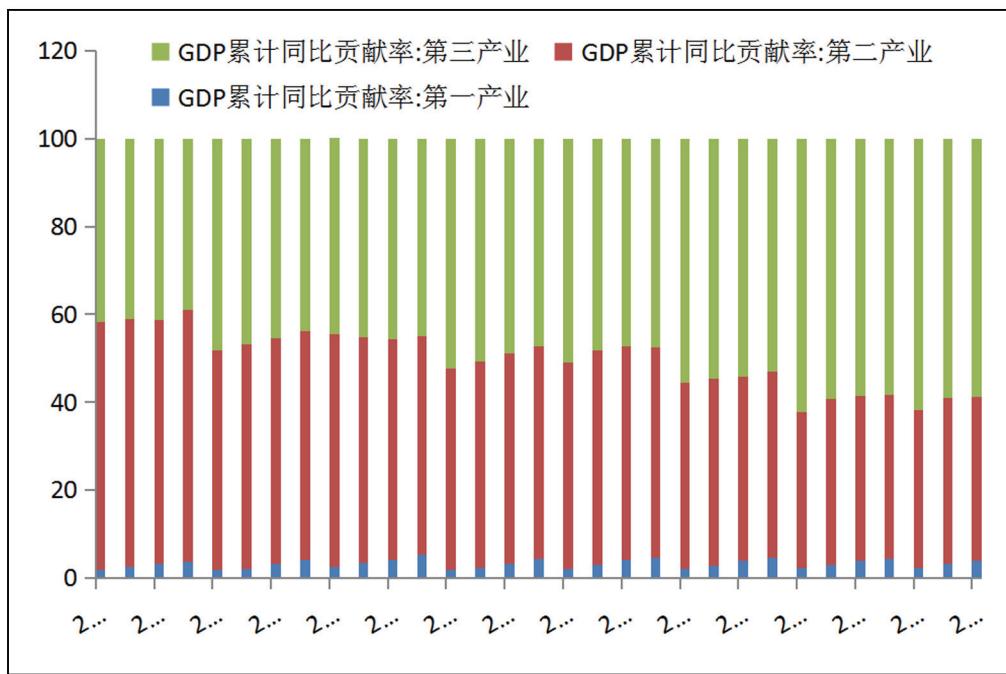


图 28 产业结构进一步向“三二一”迈进

从三次产业对经济增长的贡献来看,中国经济由工业主导向服务经济主导加快转变。自 2012 年四季度第三产业增速首次超过第二产业以来,三产的增速持续高于二产,显示出我国产业结构在总量持续积累的过程中也发生了质的变化。2017 年前三季度,三次产业分别增长 3.7%、6.3% 和 7.8%,三次产业对 GDP 累计同比贡献率分别为 4.0%、37.2% 和 58.8%,延续了近年来第二产业占比下降、第三产业占比上升的走势,产业结构较去年同期有所优化,中国经济由工业主导向服务经济主导加快转变。随着产业结构的变化,三次产业的 GDP 占比也在不断优化,第三产业的 GDP 占比已经持续超过 50%。2017 年前三季度,三次产业的 GDP 占比分别为 6.9%、40.1% 和 52.9%。

与此同时,工业生产也从低端向中高端迈进。传统行业持续调整和转型升级,

高技术制造业、高端装备制造业、医药制造业以及与消费相关的制造业增速持续较快。

## (二)需求结构优化，“三新”蓬勃发展

首先,从最终需求来看,消费和净出口对经济增长的贡献有所提升,而资本形成的贡献下降。2017 年前三季度,最终消费对经济增长的贡献继续保持较高水平,为 64.5%,与去年底持平;资本形成对经济增长贡献率为 32.8%,比去年同期下降 4 个百分点;净出口对经济增长贡献率由负转正,前三季度为 2.7%,比去年同期提升了 10.5 个百分点。

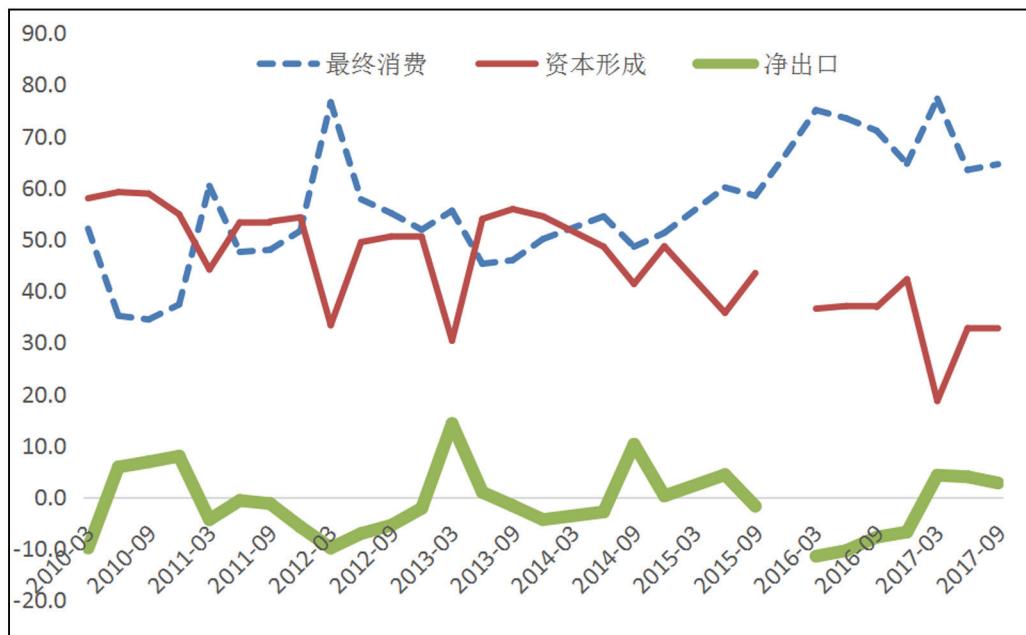


图 29 三大需求对 GDP 累计同比贡献率

新业态和新的商业模式蓬勃发展,网上商品和服务零售额持续高速增长。2017 年 1—9 月份,网上商品和服务零售额累计增速达到 34.2%,实物商品网上零售额增速也高达 29.1%,远超过社会消费品零售总额的增速。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重,已经从 2015 年 2 月份的 8.3%,快速上升到 2017 年 9 月份的 14.0%。

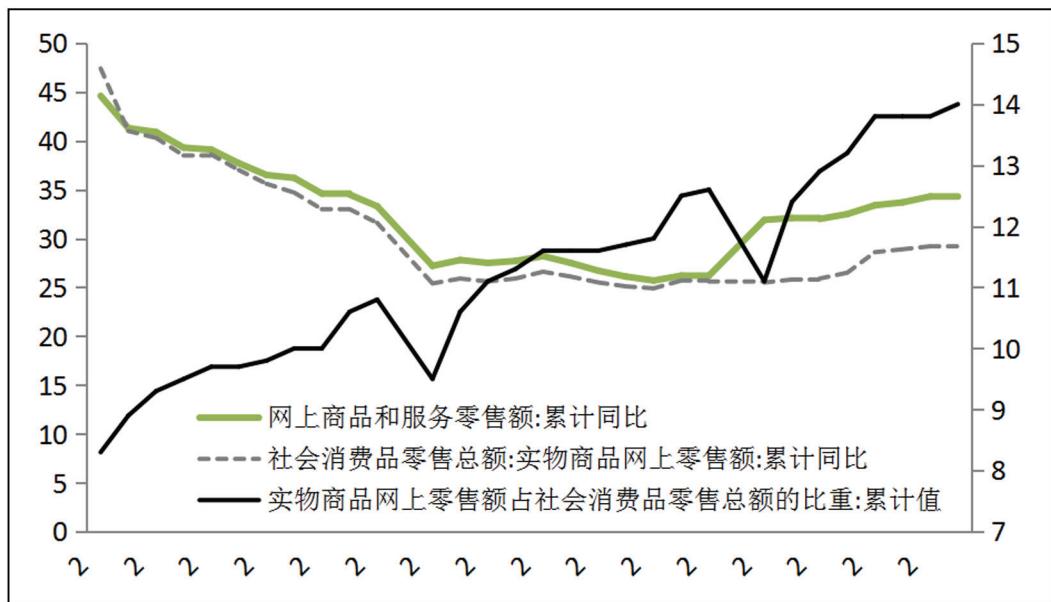


图 30 中国消费模式变化

随着居民消费结构升级以及服务型经济的发展,服务类消费快速增长。2017 年前三季度社会消费品零售总额增长 10.4%,为 2004 年以来较低增速,但最终消费支出对 GDP 的贡献率则进一步上升,似乎与社会消费品零售总额同比增速走势出现背离。实际上,这除了与投资增速相对更快下滑有关外,还与二者的核算内容有关系:最终消费支出包含了购买者向出售者购买货物和服务所支付的价值,而全社会消费品零售额并没有包括服务的部分。随着居民消费结构升级以及服务经济的发展,近两年类服务类消费快速增长,因此包含了服务类消费的最终消费支出对经济增长的贡献则与全社会消费品零售额的走势有所分化。

**同时,新兴产业保持高速增长。**2017 年 1—10 月份,高技术产业增加值同比分别增长 13.4%,比规模以上工业高出 6.7 个百分点;高技术产业民间投资增长 19.2%,比总体固定资产投资增速高出 11.9 个百分点。前三季度,规模以上工业战略性新兴产业增加值同比增长 11.3%,战略性新兴服务业、生产性服务业和科技服务业营业收入同比分别增长 17.5%、14.8% 和 14.6%。新产品加速发展。1—10 月份,工业机器人产量同比增长 68.9%,新能源汽车增长 36.7%。

总之,正如十九大报告指出,经过长期努力,中国特色社会主义进入新时代,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。未来我国消费需求结构和产业结构还将不断改善,中高端消费水平

提升,高品质高技术产品供应能力提升。

### (三)功能性的结构调整可能会出现反复

尽管中国结构调整取得巨大成效,但这在很大程度上得益于世界结构再平衡中的超调以及国内加速市场出清的政策性因素,未来结构性的力量将发生巨大的变化,从“外部与政府主导型”转向“内部与市场主导型”。因此,面对世界经济再平衡的小幅逆转以及中国经济政策的退出,功能性的结构调整可能还会出现较大的反复。

从各方面价格走势对比来看,当前结构反转的信号已经非常明显。首先是消费与投资的相对价格涨势逆转。从 2013 年至 2016 年,伴随着中国经济发展模式从投资驱动向消费驱动转变,固定资产投资价格显著低于消费价格。但自进入 2017 年以来,投资价格涨幅大幅上升,而消费价格涨幅则略有下降,这导致投资价格从过去几年的显著低于消费价格转为显著高于投资价格。这一变化意味着过去几年由投资驱动向消费驱动的发展模式转变的进程可能会放缓。

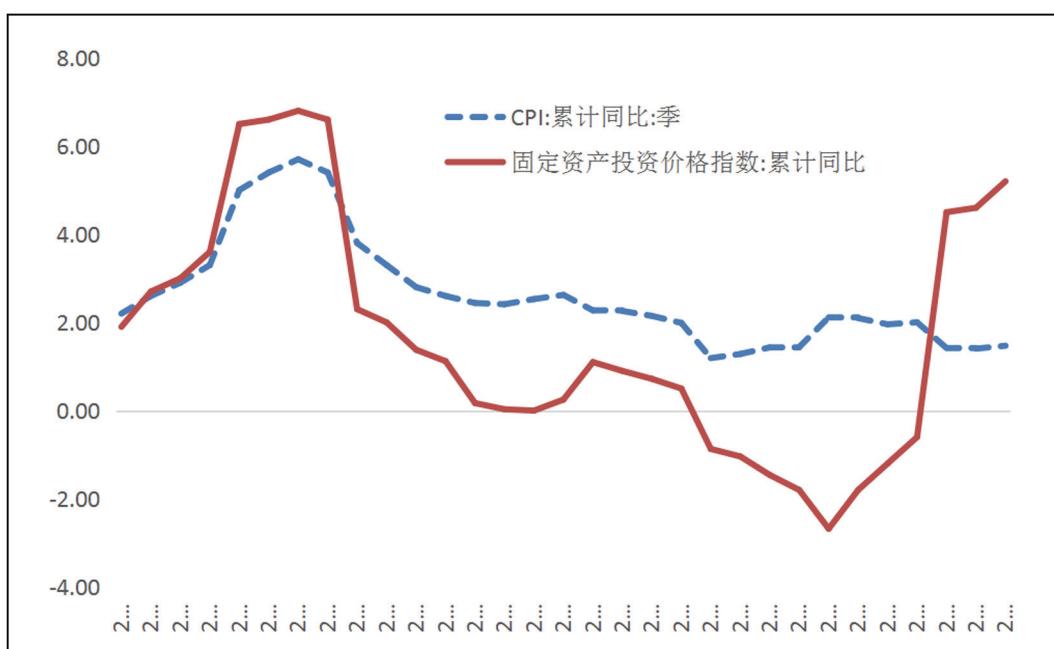


图 31 中国消费与投资价格相对涨势逆转

其次是工业品与服务品的相对价格涨势逆转。过去几年,伴随着产业结构调

整,即工业占比下降,服务业占比提高,在价格方面表现为,工业品价格下降,而服务业价格上涨。但自 2017 年,工业品价格涨势显著提高,而服务价格则保持相对稳定,结果导致工业价格从过去几年显著低于服务价格转变为显著高于服务价格。这一变化可能意味着,随着下一步工业扩张,服务业相对工业增长可能会出现一定的回落。

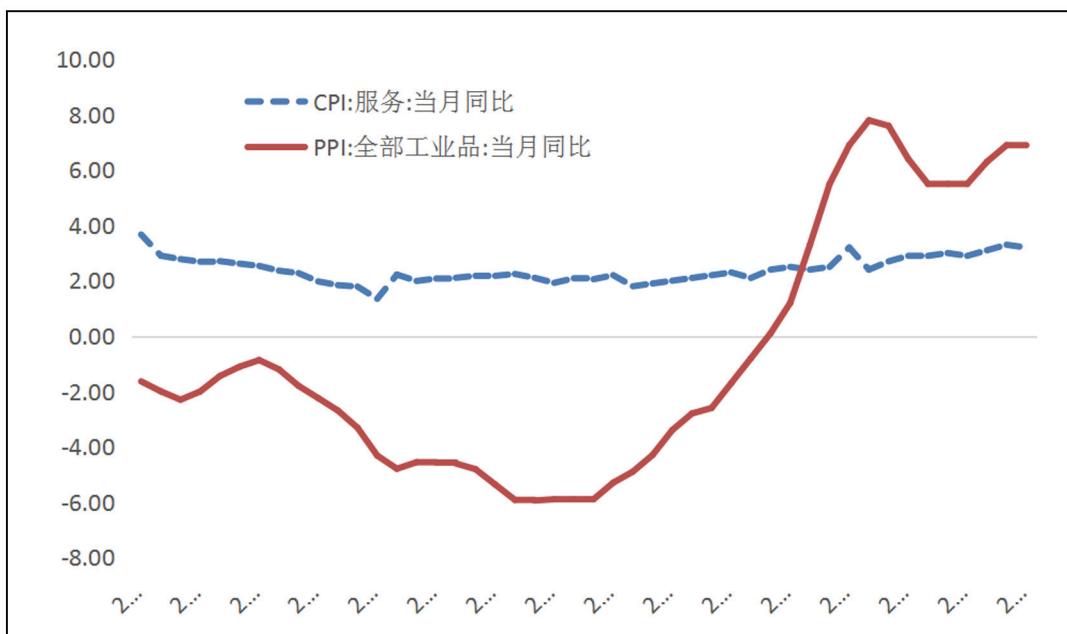


图 32 中国工业品与服务品价格相对涨势逆转

最后是出口与进口的相对价格涨势逆转。受全球再平衡影响,2014 年至 2016 年,中国出口价格指数保持基本稳定,而进口价格指数则持续下降;2016 年下半年以来,受全球大宗商品价格上涨因素影响,进口价格指数快速回升,由大幅低于出口价格指数变为显著高于出口价格指数。这一变化可能会导致未来进口增速的相对放缓,意味着过去几年由外需向内需转变的结构调整进程出现反复。



图 33 中国出口与进口价格相对涨势逆转

总之,在世界经济再平衡和政策性因素主导下,我国经济结构调整取得了巨大成就,但未来结构性力量将发生巨大的变化,从“外部与政府主导型”转向“内部与市场主导型”,也因此可能会出现一些功能性结构调整的反复,这一进程是否顺利成为新常态结构调整的关键。

## 第三部分 新常态新阶段的深层次问题

迈入新常态新阶段的中国宏观经济,将面临其三个核心特征所带来的深刻影响:第一,在“稳增长”方面,经济增速换挡没有结束,但性质有所改变,增速换挡的核心力量开始由短期周期性力量与中长期趋势性力量的叠加转向中期的趋势性力量。因此,需要更加关注中长期因素,由此中国改革红利和人力资源红利的构建决定了下一个阶段“趋缓”的幅度。第二,在“调结构”方面,结构性的力量将发生巨大变化:由外需主导向内部主导转变,由政府主导向市场主导转变。因此,不能因当前结构调整取得的成效就过分乐观,不仅需要注意外需将由超调转向微反弹,同时还需要重点关注政府政策用力过猛之后的政策退出问题。第三,在“控风险”方面,中国经济风险正由金融周期的上行期风险向下行期风险转变。控风险的重点从上升期的债务信用风险转向流动性风险,需要特别关注去杠杆过程中的流动性风险和局部风险的释放。

在新常态迈入新阶段的关键期,中国宏观经济面临以下四大深层次问题,同时需要特别关注六个短期风险点,这也对中国政策退出的时点、节奏和方式提出了挑战。

### 3.1 新阶段的四大深层次问题

#### (一)外部环境的改善难以过高期待

2017年中国宏观经济外部环境的复苏在本质上是全球刺激增长作用下的产物,具有恢复性和政策性的特征。它不仅缺乏可持续的新动力,同时还面临全球刺激政策退出的冲击,外部环境的改善难以达到另一个高度。世界经济步入新阶段是中国经济新常态步入新阶段的国际背景。IMF等几大国际机构的全球增长预期和一系列经贸金融指标均显示,世界经济已经摆脱萧条期,而进入缓和期。但是,新的高速增长的基础并没有形成,未来一个阶段仍是相对低速的增长。特别是

反思影响本轮周期变化的三个基本力量,全球金融危机的深层次问题并未解决,因而全球经济局面仍未出现根本性改观。总体而言,世界经济步入缓和期,这有助于中国贸易改善实现出口增长,但是距离世界经济再次进入高速增长期还有很大的距离,全球贸易不大可能再出现危机前的高速扩展期,由此中国经济难以再通过贸易增长拉动经济高速增长。特别是考虑到,不同于中国用金融改革降杠杆,欧美国家是用金融杠杆抬高金融资产价格产生估值效应来修复资产负债表,许多国家的金融杠杆已经超过危机前的水平。

### 1.世界经济形势进入新阶段

世界经济步入新阶段是中国经济新常态步入新阶段的国际背景。几大国际机构的全球增长预期和一系列经贸金融指标均显示,世界经济已经摆脱萧条期,进入缓和期。全球GDP增速出现回升,接近长期平均水平,更重要的是,主要发达国家实现同步增长。按购买力平价GDP来看,经济增长提速的国家占到75%,这是十年以来首次出现这么多国家的经济增长同时在提速。与此同时,全球贸易和投资均出现一定程度的复苏,尤其是全球贸易增速较过去几年明显提高。美联储等发达国家央行开始“缩表”进程,标志着经济摆脱了低迷状态。

根据IMF今年10月份发布的最新报告,2016年中期以来,全球经济进入上行周期,且上行力度不断增强,欧洲、日本、中国和美国的增长都在提速,特别是发达经济体的经济增长在2017年普遍提速,美国、加拿大、欧元区和日本的经济活动日趋活跃,世界经济正在摆脱2015年所面临的增长停滞和金融市场动荡等问题。根据IMF的预测,2016年全球经济增长3.2%,为全球金融危机以来的最低水平,而2017年全球经济增速预计将上升至3.6%,到2018年上升至3.7%。与IMF的预测一致,OECD在9月份发表的最新报告也预期全球经济出现短期回升,2017和2018年经济增速将从2016年的3.1%,分别上升至3.5%和3.7%。

表3 2017年10月IMF对全球经济增长预测(%)

预测指标	2016	2017	2018
全球经济增长	3.2	3.6	3.7
全球贸易增长	2.4	4.2	4.0
发达经济体CPI涨幅	0.8	1.7	1.7
国际原油价格涨幅	-15.7	17.4	-0.2
伦敦同业拆借利率(6个月美元存款)	1.1	1.4	1.9

2017 和 2018 年全球贸易增速将达到 4.2% 和 4.0%，显著高于 2016 年的 2.4%。从反映经济周期重要的制造业贸易价格指数和制造业贸易价格年度变化来看，已经走出了 2013—2016 年的连续 4 年的制造业贸易价格通缩的状态。相对于发展中国家来说，发达经济体的制造业出口贸易带有不同程度的资本品性质，发达经济体的制造业出口贸易价格摆脱通缩预示着，发展中国家制造业的投资开始进入复苏阶段。

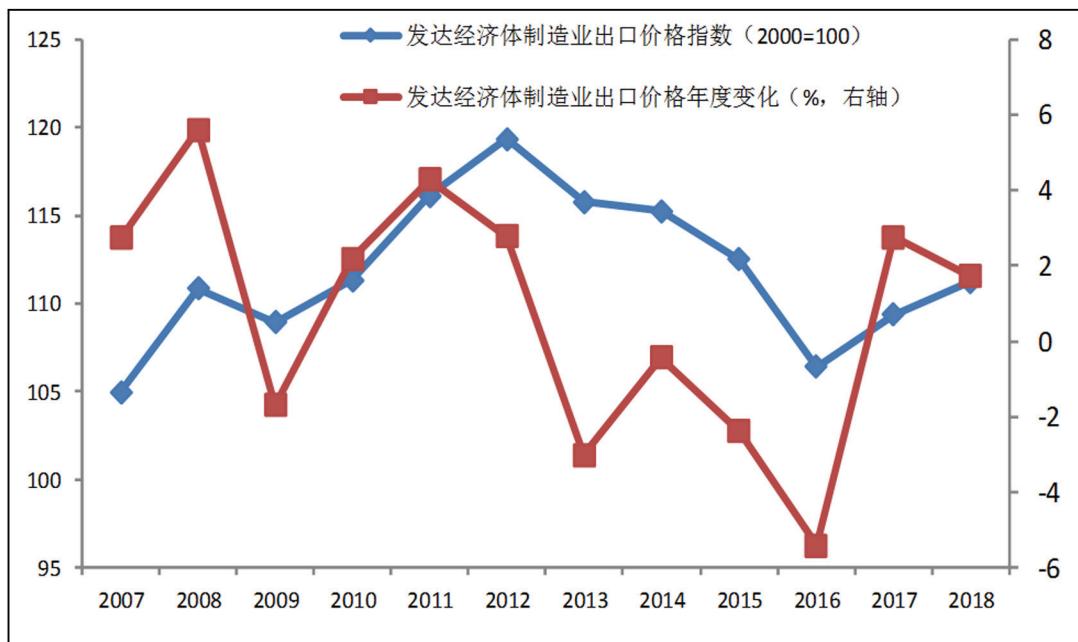


图 34 发达经济体的制造业出口价格形势

全球经济和贸易增速的缓和恢复揭示出全球经济出现了周期性的复苏。周期性的复苏与低位的物价水平并存的一个重要原因是，全球大宗商品价格和原油价格仍处于低位。全球大宗商品价格和原油价格分别在 2016 年触底。原油价格处于中低位运行的一个核心原因是美国的高库存水平和供给的增加。美国能源局的数据显示，2017 年的前 7 个月，每月原油产量高达 910 万桶，基本维持在历史的高位。物价低位运行的另一个重要原因是，发达经济体近几年名义工资增速较低，这主要是劳工市场粘性、通胀预期以及劳动生产率趋势等因素所致 (IMF, 2017)。如果名义工资增速不能够持续超过劳动生产率增速时，全球价格水平几乎不可能出

现明显通胀。

发达经济体的劳动生产率出现一定的恢复性增长。近几年美国经济中的失业率不断下降,2017年9月美国失业率为4.4%,同时,美国经济中的非农业商业部门、非金融公司部门和制造业部门的劳动生产率在进入2017年之后有上升的趋势。2017年2季度非农业商业部门、非金融公司部门和制造业部门的劳动生产率增长率分别达到1.5%、4.6%和2.9%。

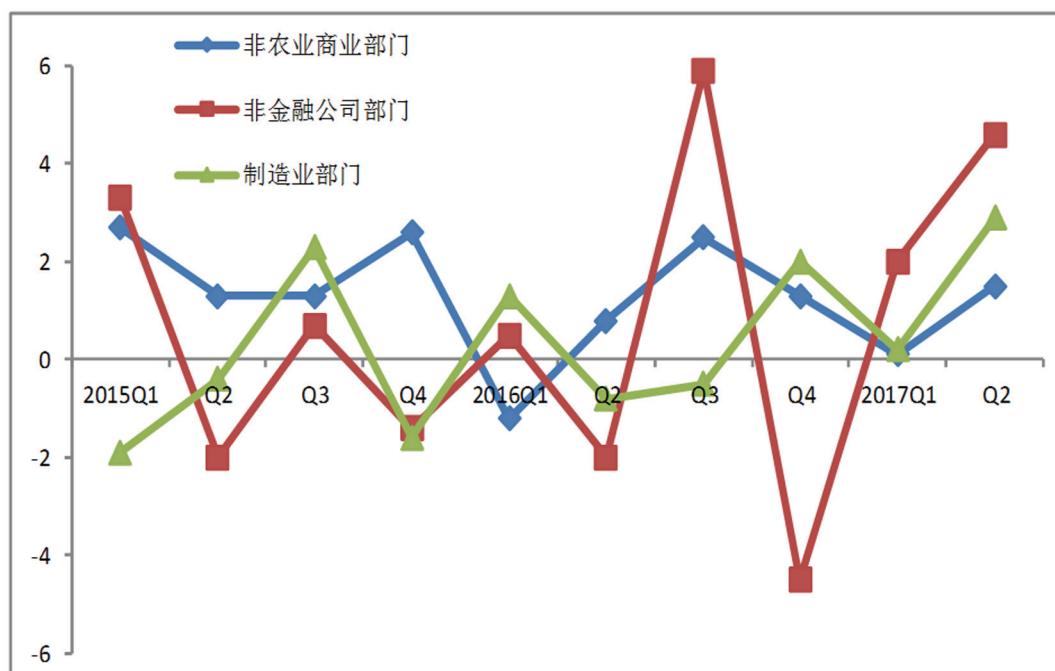


图 35 美国近期劳动生产率的变化(%, 同比年率)

与此同时,欧元区的劳动生产率也出现了恢复性增长,并在2017年2季度出现了0.7%的增速,为2016—17年的季度最高增速。

全球主要经济体政府财政风险处于较为健康的状态。根据IMF(2017)预测,2016—2022年美国政府债务占GDP比例将上升至117%,比2016年上升10个百分点,利息支付将上升1.2个百分点,达到GDP的3.2%。中国政府债务也将上升10个百分点,在2022年达到GDP的59%,但仍处于风险警戒线以下。德国、意大利、印度、加拿大、马来西亚以及中国的台湾地区财政状况将有显著改善。可见,除美国以外,全球主要经济体的财政状况都将出现不同程度的改善。

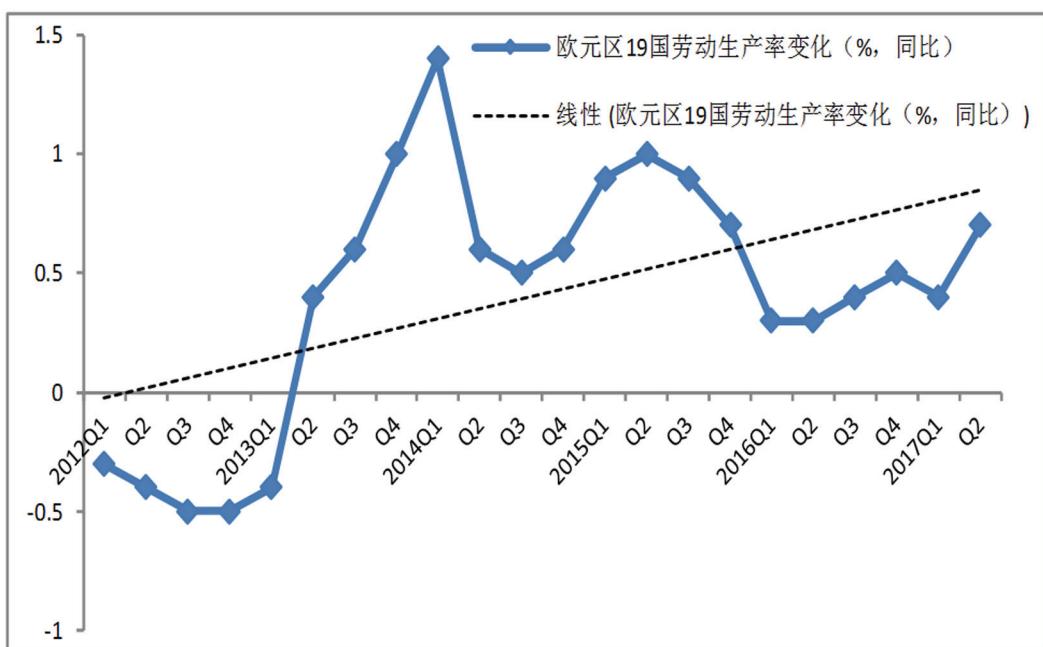


图 36 欧元区劳动生产率的变化(2012Q1—2017Q2)

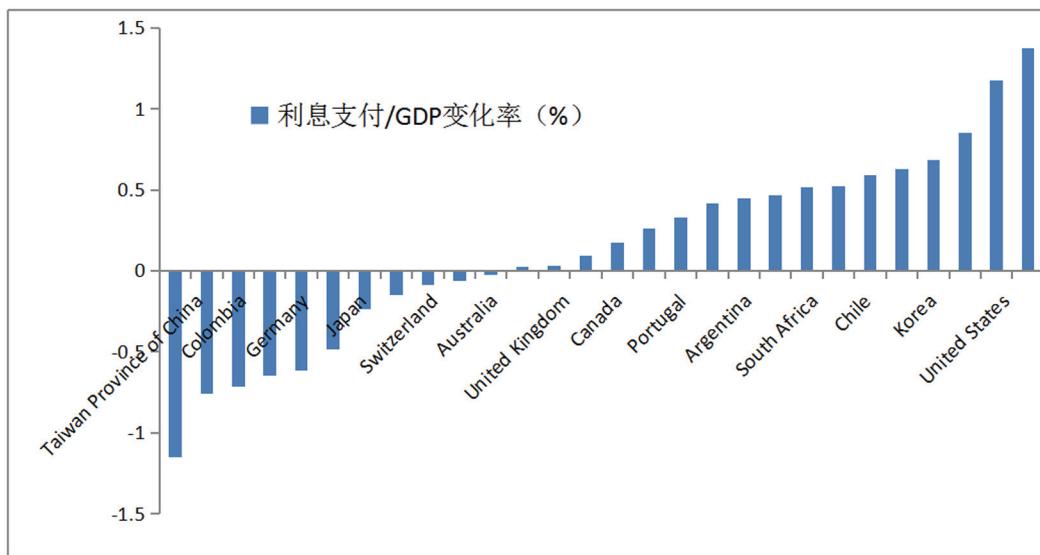


图 37 全球主要经济体政府债务利息支付/GDP 的变化(%)

此外,发达经济体政府债务与私人债务之间的置换取得了成功,企业部门的杠杆率下降。特别是美国的税制改革将为美国经济增长注入新活力。

总体而言,全球经济和贸易增速、发达经济体的制造业出口贸易价格、大宗商品价格指数和原油价格均在 2016 年触底,并在 2017 年进入上升阶段。全球采购经理人指数也显示制造业和服务业将保持强劲。但低通胀和缓增长的特征在本质上界定了全球经济进入了弱周期性复苏阶段。

## 2.世界经济持续强劲增长的基础仍未形成

世界经济新的高速增长的基础没有形成,未来一个阶段仍是相对低速的增长。首先是工资增长缓慢,表明劳动力市场仍有压力,就业的恢复主要来自于兼职就业的增长(IMF,2017)。其次,生产率低速增长,没有出现显著的大规模科技进步。第三,全球化红利式微,贸易增长对全球经济增长的拉动力仍未恢复到危机前的水平。尽管 2017 年贸易增速出现明显回升,但贸易增速与经济增速的比例(预计 2017 年为 1.5),仍显著低于 1986—2007 年“大缓和”时期的平均水平(2.1)以及 1970—2015 年的长期平均水平(1.7)。第四,金融风险再度上扬,债务水平高企而资产价格泡沫达到新的高度。第五,政策退出的风险较大,目前几大央行资产负债表的“缩表”过程尚未实质性展开。IMF(2017)也研究认为,虽然 2016 年下半年以来全球经济活动趋于活跃,但是复苏尚未完成,许多国家的经济增长依然疲软,大多数发达经济体的通胀仍然低于目标。特别是中期增长前景不佳,不仅是由于负的产出缺口收窄使得周期性改善的余地减少,而且人口因素和生产率增速低迷都对经济增长产生了负面影响。

从更深层次反思影响本轮周期变化的三个基本力量,全球经济局面仍未出现根本改观。第一个基本力量就是贫富分化。世界收入分配不平等的问题不仅没有得到解决,反而进一步加剧。如果世界贫富差距没有很好的解决机制,那么在长周期里获得新一轮动力就会较为困难。第二个基本力量是多行业专利创新技术,特别是大家所期待的几大新技术、专利技术的增速,在近几年急剧下降。第三个基本力量是本轮经济稳定所依赖的非常规的货币政策和非常规的财政政策。世界非常规的货币政策并没有全面退出,世界经济的变化不会出现明显的所谓新周期。事实上,包括中国的 M2 增速也一直维持在 13% 以上的增速,只是到了今年才降到 10% 以下,目前 M2 总量已经扩充到了 165 万亿元。由此可见,中国的财政政策也一定属于超常规的财政政策,据估算中国的广义财政赤字率基本达到 10% 左右,这一水平也已经超越了常规。

表 4 世界主要经济体央行资产负债表扩张情况

	美国		日本		欧元区		中国	
	亿美元	占 GDP 比例	万亿日元	占 GDP 比例	亿欧元	占 GDP 比例	亿人民币	占 GDP 比例
2006	8897	6.4%	116	21.9%	11510	13.2%	128575	58.6%
2007	9190	6.3%	111	20.9%	15112	16.3%	169140	62.6%
2008	22913	15.6%	123	23.6%	20767	21.9%	207096	64.8%
2009	22770	15.8%	123	25.0%	18525	20.1%	227530	65.2%
2010	24276	16.2%	129	25.7%	20044	21.1%	259275	62.8%
2011	29454	19.0%	143	29.1%	27356	28.1%	280978	57.4%
2012	29587	18.3%	158	32.0%	30182	30.9%	294537	54.5%
2013	40368	24.2%	224	44.6%	22751	23.0%	317279	53.3%
2014	45460	26.1%	300	58.4%	21502	21.3%	338249	52.5%
2015	45349	25.1%	383	72.3%	27678	26.5%	317837	46.1%
2016	45170	24.3%	476	88.8%	36629	34.1%	343712	46.2%

### 3.全球经济仍面临较大的金融下行风险

全球经济仍面临较大的金融下行风险。特别是考虑到,欧美国家是在央行资产负债表快速扩张的情况下(上表),用金融杠杆抬高金融资产价格产生估值效应来修复资产负债表,杠杆率甚至已经超过 2006 年之前,从而导致全球股市市盈率普遍超过危机前的水平(下图)。这不同于中国是用金融改革降杠杆,而中国股市市盈率也已缓慢恢复至 2010 年的水平(下图)。因此,金融周期及其风险是否剧变是世界经济能否持续进入新周期的关键要素。此外,居民收入水平能否持续上升将决定世界经济复苏是否具备持续性。新兴经济体高信贷高杠杆仍然是经济能否持续复苏的潜在风险。投资水平低迷预示着世界经济的复苏力度不会强劲。过于侧重内部增长利益引发的贸易保护主义将为复苏带来隐患。国际金融市场是否稳定决定了外溢负面效益的大小。

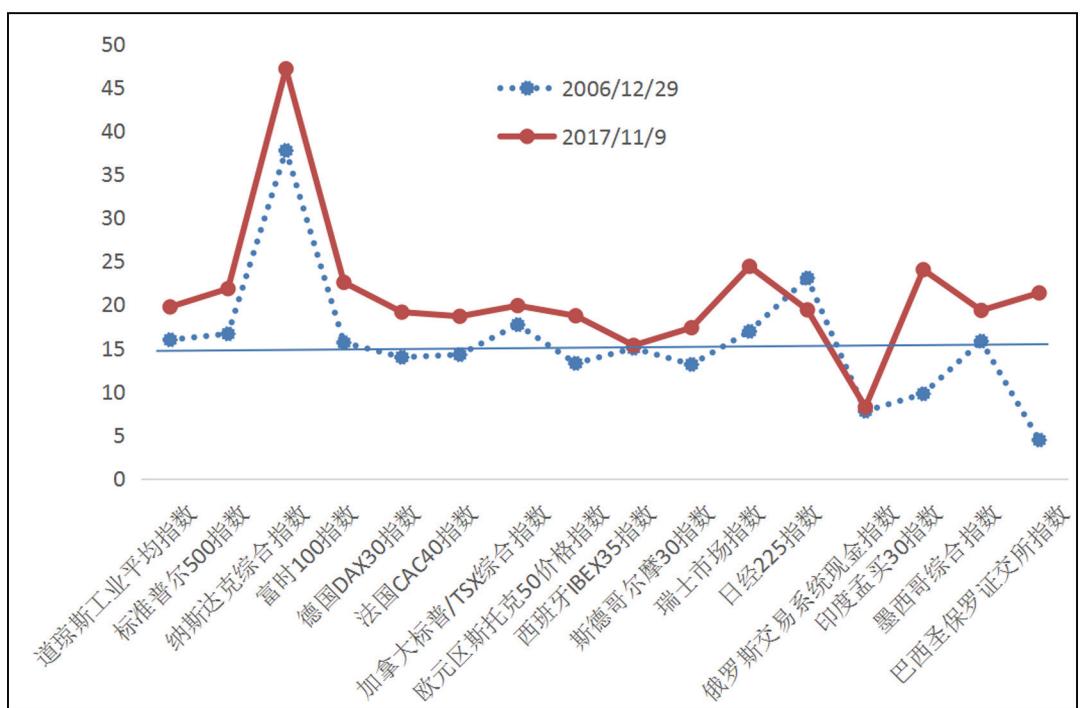


图 38 全球股市市盈率普遍超过危机前的水平

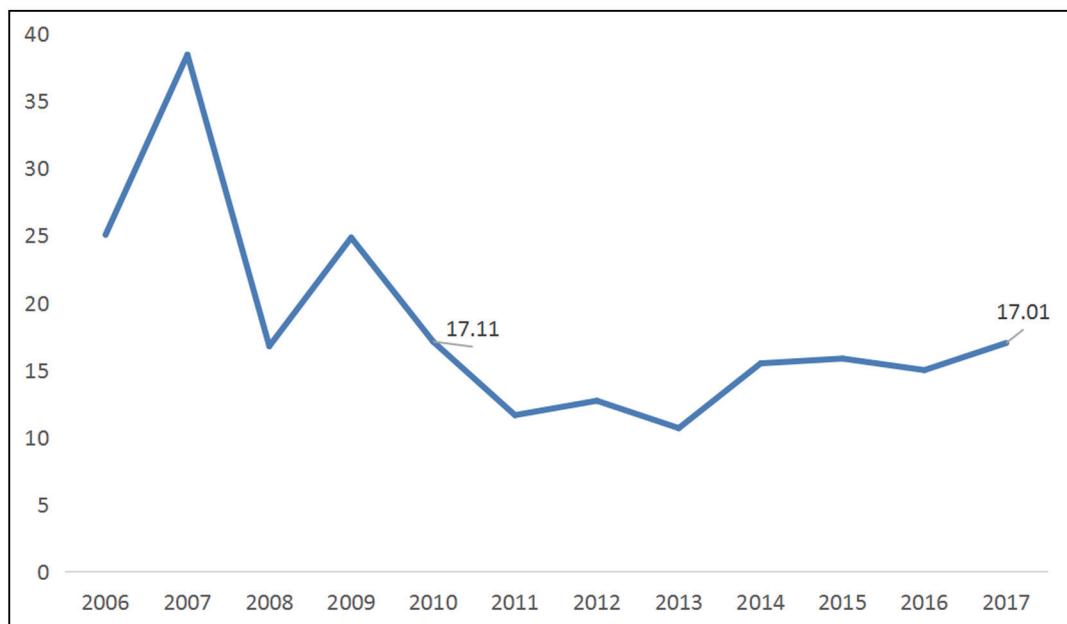


图 39 中国股市市盈率缓慢恢复至 2010 年的水平

总之,外部复苏在本质上是全球超常规宏观经济政策刺激的产物,世界经济面临的中长期问题不仅没有得到根本性的解决,反而存在局部动荡的新风险。中期视角下的世界经济在全球资产负债表调整、金融风险回落和刺激政策缓慢渐进退出的作用下难以出现持续反弹,反而会在3.6%左右波动。

## (二) 内部市场景气的传导机制不畅

同时,中国宏观经济外部需求和政策性需求向内部市场需求传递依然存在大量结构性的阻碍,内生增长动力难以在短期内快速上升,集中表现为多组宏观参数的背离。

首先,CPI与PPI走势持续背离。这反映出目前价格水平的积极变化主要来自于供给侧结构性改革导致的上游行业PPI上涨,可能更多地表现为成本冲击,而非宏观经济的总需求全面转暖。

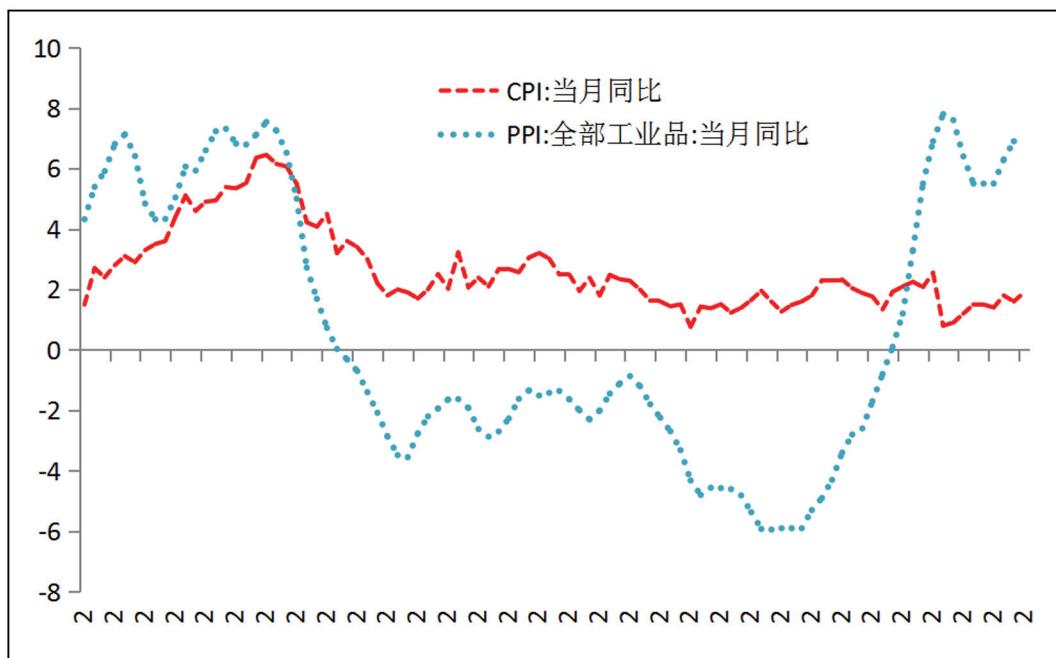


图 40 CPI 与 PPI 走势严重分化

其次,PPI内部原材料、生产资料与生活资料行业价格走势背离。这进一步反映了PPI价格上涨主要由原材料等上游行业产品价格上涨拉动,供给侧结构性改革的效果无法完成全产业链传导,可能对中下游行业企业形成“上压下堵”的不利

局面。PPI 内部的分化主要表现在三个方面：(1)生产资料价格大幅上涨，但生活资料价格基本稳定；(2)在生产资料内部，采掘工业价格急剧上涨，原材料工业价格大幅上涨，而加工工业价格基本稳定；(3)工业企业原料、燃料、动力购进价格指数(PPIRM)与 PPI 变动一致，但涨幅高于 PPI。

**第三，M2 增速和社会融资增速背离，反映了金融结构调整和金融监管的政策影响。**2017 年以来，在货币政策收紧的背景下，M2 增速显著下降，10 月份同比为 8.8%，比 2016 年下降 2.5 个百分点。然而，10 月份社会融资规模存量同比达到 13%，比 2016 年还提高了 0.2 个百分点。M2 增速和社会融资增速的走势分化，反映了金融机构资产端和负债端的不匹配。

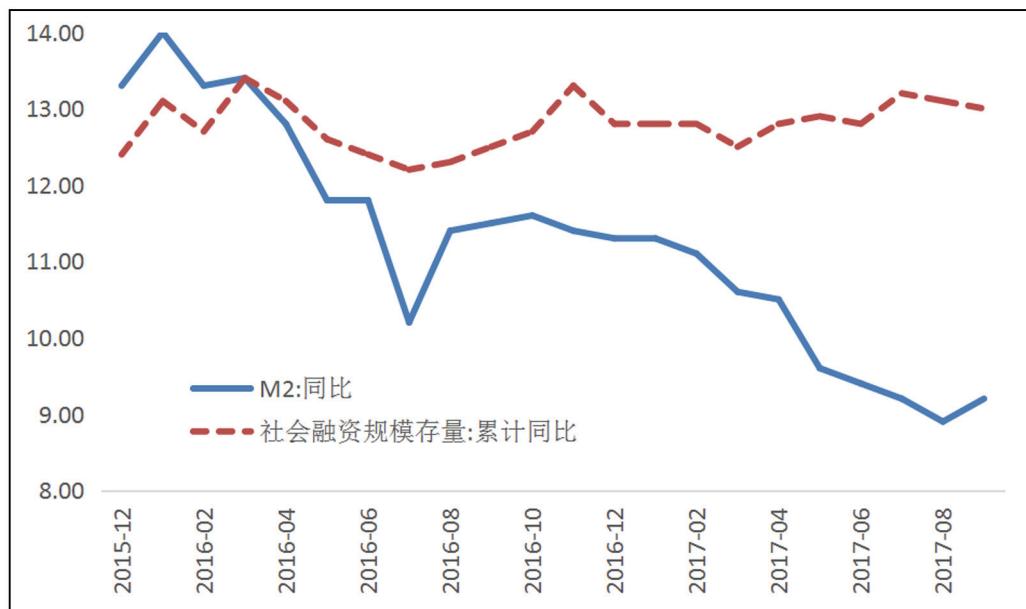


图 41 M2 增速和社会融资增速走势分化

**第四，上下游行业企业盈利背离，影响产业链传导和资产负债表修复。**供给侧结构性改革推动工业利润指标显著改善，但上游与中下游行业企业利润改善程度不一，上游利润改善程度好于中下游，规模以上工业企业超过一半的利润增量来自于采矿、黑色金属、有色金属等供给侧结构性改革相关行业。在供给侧结构性改革推动下，2017 年一季度工业利润大幅度改善，全国规模以上工业企业利润同比增长 28.3%，较 2016 年底上升 19.8 个百分点，比去年同期上升 20.9 个百分点。各细分行业中，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，石油加工、炼

焦和核燃料加工业,以及化学原料和化学制品制造业等上游行业利润增幅位居前列,分别增长 360%、94%、67%、51%;中下游行业利润增长幅度不一,总体来看改善程度弱于上游企业,如通用设备制造业增长 22%,汽车制造业增长 19%,副食品加工业利润总额同比增长 9.7%,纺织业增长 5.8%。上、下游企业利润改善程度的分化说明,当前工业企业利润的改善主要还是由于钢铁、有色金属、石油等大宗商品价格上涨和上游行业的去产能所驱动。

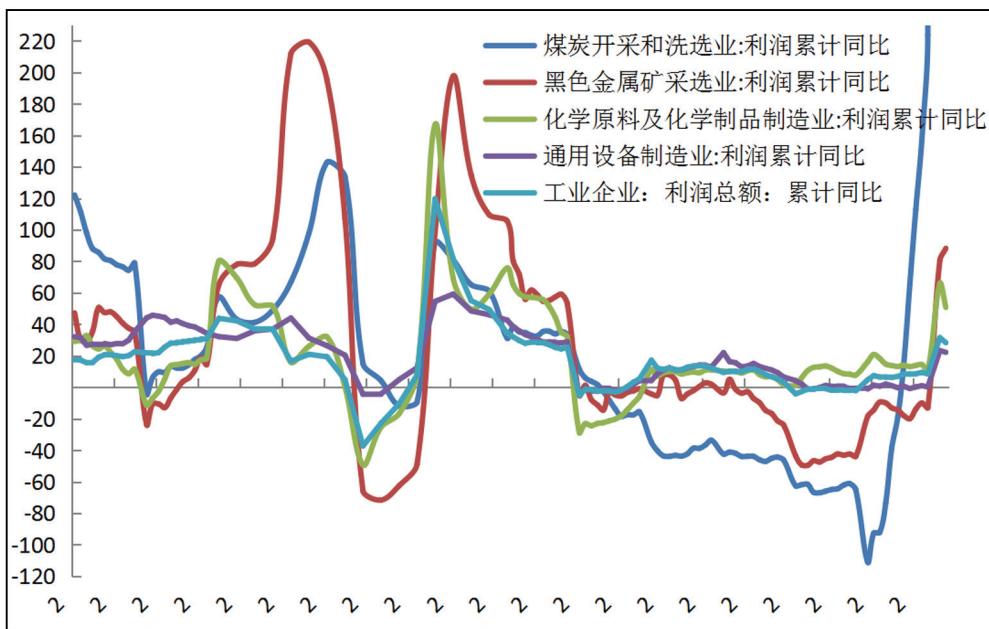


图 42 上游行业利润改善明显(单位: %)

**第五,国企与民企盈利改善情况的背离,进一步降低民企投资的积极性。**由于国有企业主要集中在工业部门的上游产业以及金融等服务业,而民营企业主要集中在工业部门的中下游行业,在当前经济复苏存在显著的行业分化的形势下,国企和民企的盈利情况也出现了明显的背离,表现为国有企业利润改善幅度显著大于民营企业。2017 年一季度,国有及国有控股企业利润同比增长 71%,而私营企业利润仅增长 16%;从主营业务收入利润率指标看,国有及国有控股企业利润率快速回升至 6.6%,而私营企业利润率则进一步下滑至 6%以下;从营业收入增长情况来看,国有及国有控股企业收入增长达到 18%,相比之下,私营企业同比增速仅有 13%。

第六,各阶层名义收入与现实收入的背离,抑制了消费的增长。十八大以来,各项改革和反腐举措有力地打击了社会中存在的不正之风,清理了各种非法收入和灰色收入,但也使得原来由于收入分配领域的改革滞后社会所形成的一些补偿性的收入无法再通过旧有模式获得,而在新的收入分配模式建立之前,各阶层的现实收入增长相比名义收入增长出现了普遍性的下降,这在今年的表现尤为明显。2017年前三季度,城镇居民人均可支配收入同比增长8.3%,相比2016年提高了0.5个百分点;然而,城镇居民人均消费支出同比仅增长6.2%,相比2016年大幅却下降了1.7个百分点。消费不及收入增长的部分原因就是真实收入的下滑,背后一个关键的因素在于“堵了后门,关了邪门,却没开正门”。

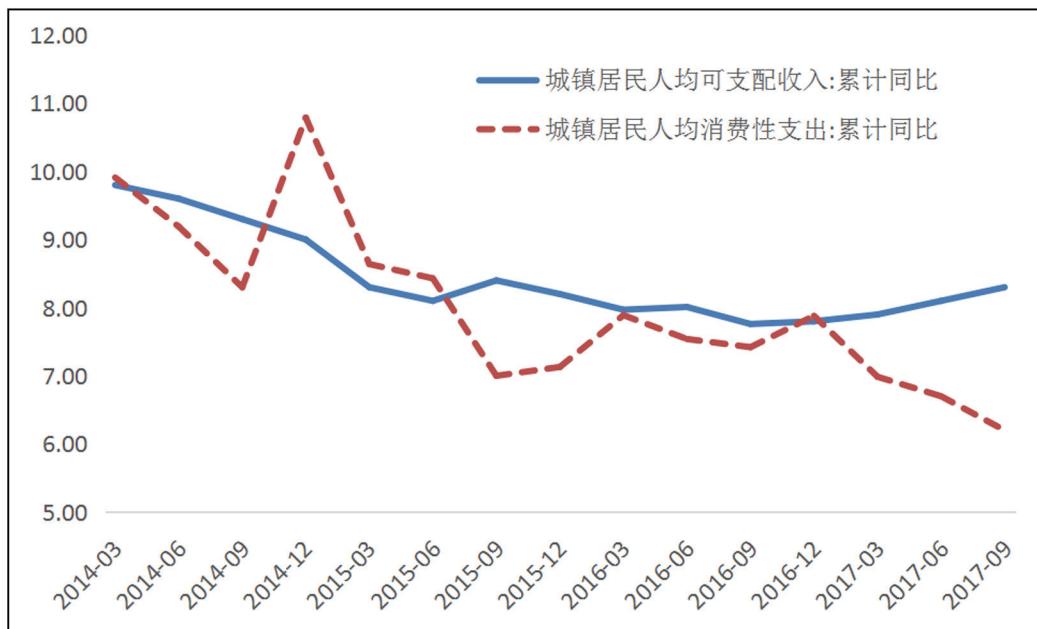


图 43 城镇居民收入增速与消费增速背离

第七,名义和实际赤字率的背离,反映了财政政策加码的力度和可能出现的政策扭曲及潜在风险。按照官方公布的赤字率,2010—2016年,中国名义上的赤字率基本维持在1%—3%之间,2016年为3%。然而,根据IMF和李迅雷等人的计算,考虑到很多准政府机构出于拉动经济增长、促进基建投资和推动重点项目的目  
的,依赖准政府信用而通过各种方式进行投融资,中国的广义赤字率水平不仅远高

于 3%，而且从 2010 年的 3.9% 快速上升到 2016 年的 9.4%。<sup>①</sup>广义赤字率较高不仅意味着政府债务风险较大，而且意味着政策性因素的力度大于预期，对宏观经济传导机制的干预强化，这意味着未来政策退出时对经济的影响更为剧烈。

### (三) 投资持续下滑的趋势难以扭转

尽管 2017 年中国宏观经济在 2016 年触底企稳的基础上呈现弱复苏的态势，但是主导中国短期经济走向的核心需求力量——投资并没有在持续的稳增长和稳投资的作用下止住持续下滑的趋势，尤其是标志市场性增长动力的民间投资实际增速下滑更为明显。中期视角下中国周期的力量没有反转。

相对于消费的平稳和外贸的改善，当前中国宏观经济的一个突出问题是，投资增速持续下滑至临界点，且快速下滑的趋势难以扭转。在很大程度上，短期宏观经济问题的关键就在于能否真正稳住投资。2017 年上半年名义固定资产投资的增速出现一定的企稳回升迹象，但是下半年投资增速再度下滑。1—9 月份，名义固定资产投资累计同比增长 7.5%，低于 2016 年全年增速 0.6 个百分点。其中，受基数效应影响，民间投资、制造业投资以及房地产投资较 2016 年有所回升。1—9 月份，民间投资同比增长 6.0%，比去年同期加快 3.5 个百分点；制造业投资同比增长 4.2%，比去年同期加快 1.1 个百分点；房地产投资增速同比增长 8.1%，比去年同期加快 2.3 个百分点。与此同时，基础设施投资有所放缓，1—9 月份同比增长 15.9%，比去年同期增速下降 2.0 个百分点；同时，受供给侧结构性改革影响，采矿业投资持续收缩，1—9 月份同比负增长 9.2%，以上两方面因素对固定资产投资构成一定的下行压力。

考虑到投资价格上涨因素，2017 年实际投资增速不仅继续处于下行区间，而且呈现加速下滑的趋势，并于三季度首次出现负增长。剔除价格因素，2017 年前三季度，实际固定资产投资增速仅有 2.2%，比去年同期大幅下滑 7.3 个百分点，而去年同期已经是自 2003 年有数据以来首次出现个位数的增长。特别是今年三季度，实际固定资产投资负增长 1.1%，为自 2003 年有数据以来首次出现负增长。

---

<sup>①</sup> 根据李迅雷的计算，“广义财政支出” = “狭义财政支出” + “城投债融资支出” + “政策性银行金融债融资支出” + “抵押补充贷款融资支出”（PSL）+ “铁路建设债融资支出” + “专项建设债券融资支出”。

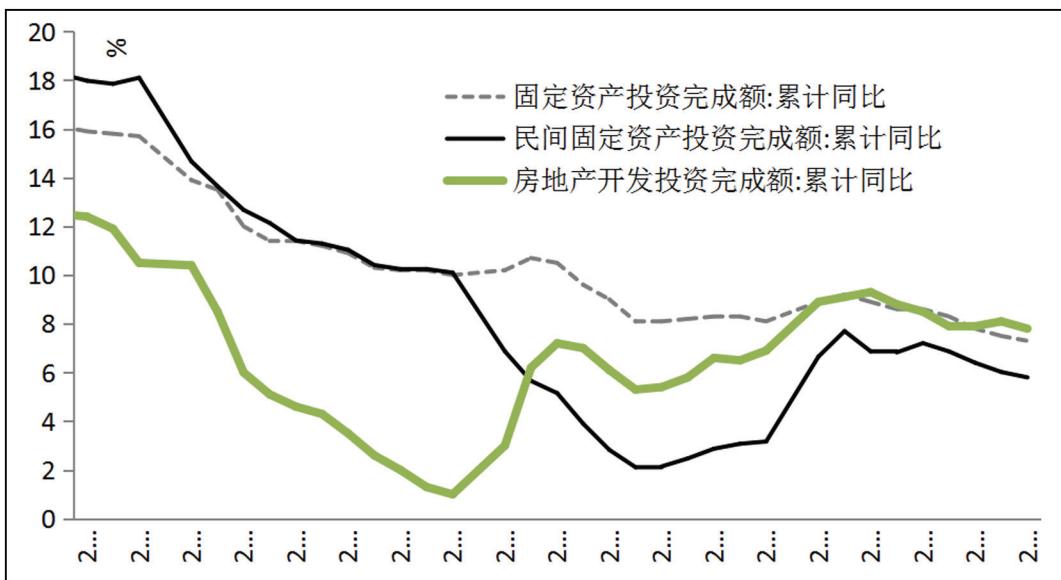


图 44 民间投资与房地产投资带动固定资产投资企稳后再度出现下滑趋势

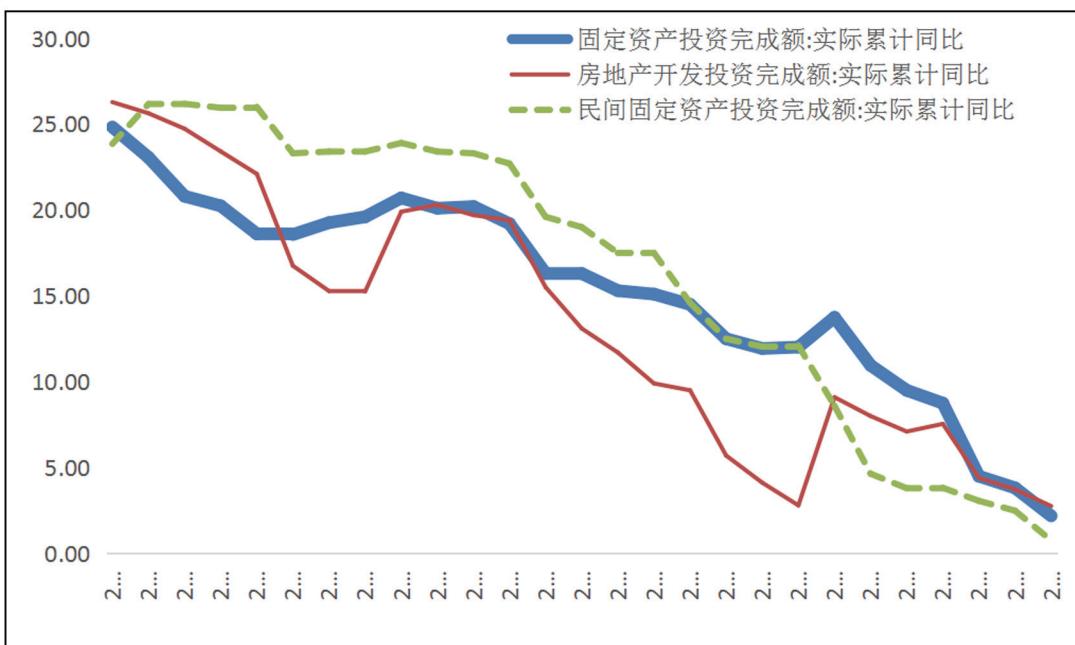


图 45 实际固定资产投资持续较快下滑

事实上,剔除价格因素后,实际民间投资增速和实际房地产投资增速也继2016年企稳后,于2017年再度出现持续下滑。具体来说,实际民间投资从2016年

的 3.8%，持续下滑至 2017 前 3 季度的 0.8%，其中第 3 季度负增长 2.7%。房地产投资增速也在 2016 年企稳回升后于 2017 年再度出现下滑。具体来说，2016 年实际房地产投资增速从 2015 年的 2.8% 回升至 7.6%，但 2017 年前三季度又再度回落至 2.8%，其中第 3 季度仅增长 0.8%。

投资增长率持续低于资本折旧率，将对中国的资本存量及劳动生产率产生极大的负面影响，不利于中国经济发展。分季度来看，自 2016 年 2 季度实际固定资产投资增速首次低于 10% 以来，实际投资已经连续 6 个季度为个位数增长，并且持续处于下行区间，特别是今年三季度，首次出现负增长 1.1%。这就意味着，资本形成的增长率可能已经显著低于资本的折旧率，如果这种情况持续进行下去，将对中国的资本存量和劳动生产率的提升产生显著的不利影响。

因此，宏观经济问题的关键在于能否真正稳住投资，而投资持续下滑的原因在于以下四个方面。第一，复苏分化导致价格水平向投资传导不畅，导致 PPI 上涨与固定资产投资、特别是民间投资脱钩，起不到拉高利润、促进投资的作用，进而使得投资乘数等调节机制失效。上游行业、出口部门和国有企业持续向好，而中下游行业和民间经济仍面临总需求不振和投资机会不畅，因而没有带来全面的总需求上升和投资扩张。第二，在上述背景下，部分行业成本上涨难以通过产品价格涨幅来消化，导致物价回暖但企业投资的积极性不高。第三，利率水平上升，尤其是长期利率水平上升速度较快，抑制了投资。从与经济增速的对比来看，长期利率水平上升较快，10 年期国债利率持续上扬至 4% 的临界水平；同时短期利率在某些阶段超过长期利率水平形成倒挂，也不利于鼓励企业形成长期投资的预期。第四，新型政商关系尚未完全建立，企业家迫切需要更为宽松的投资环境，包括企业产权保护和平等竞争的权利，因而投资的积极性没有得到充分的发挥。

#### (四) 储蓄率居高不下消费难有提升

十九大报告提出，完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用。但中国消费驱动的前景依赖于中国储蓄率的下降，而不是短期宏观经济政策刺激。在储蓄率居高不下的情况下，叠加投资增速的持续回落，可能导致结构性的恶化，导致第二轮被动存货投资上市，市场动态平衡被打破。

近年来，虽然国内总储蓄率有所下降，但下降幅度远低于投资增速下滑。2015 年中国的国内总储蓄率仍然高达 47.9%，仅比 2010 年的历史最高点下降 3 个百分点。从储蓄存款余额增速来看，2017 年 9 月份，储蓄存款余额增速仍达到 8.4%，由

长期低于投资增速变为高于投资增速。从居民储蓄存款增速来看,2017年1季度,居民储蓄存款增速达到11.9%,比2016年增速还有所提高。

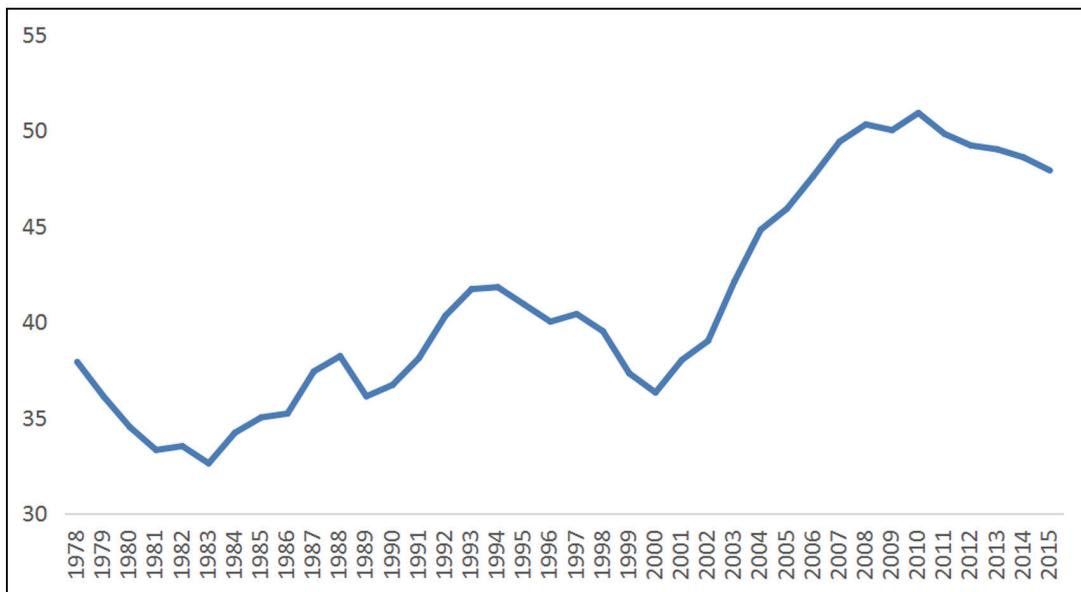


图 46 国内总储蓄率居高不下

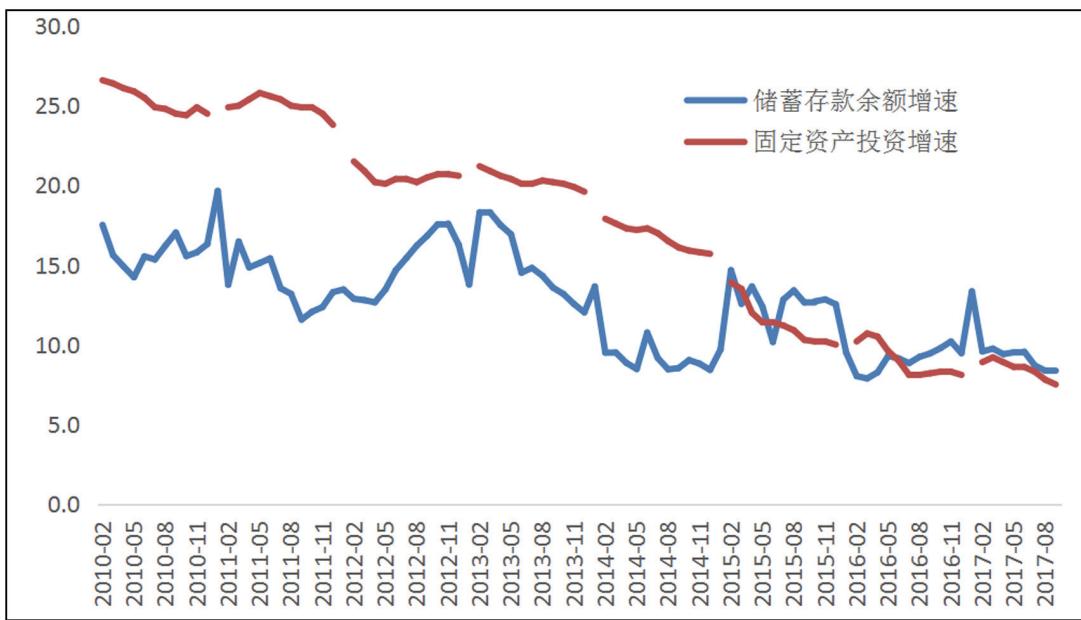


图 47 储蓄存款余额增速虽有所下降,但下降幅度显著低于投资增速下滑

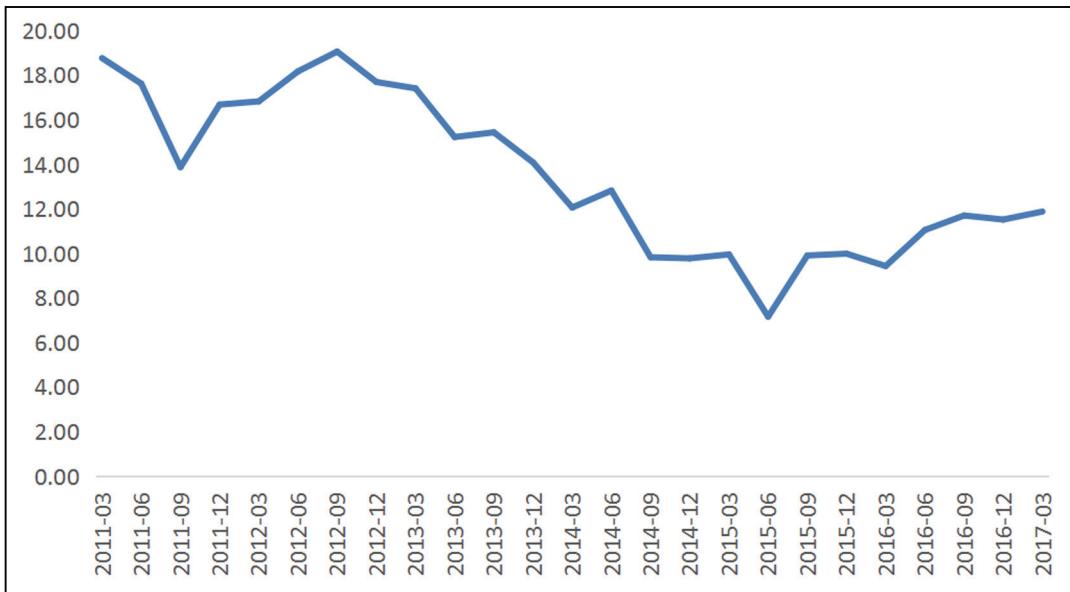


图 48 居民储蓄存款增速还有所回升

储蓄率居高不下，究其根源，主要由于以下六方面原因。一是由于我国社会保障和福利体系不健全，政府对教育、养老、医疗等公共服务支出不足，导致居民预防性储蓄过高，消费不足。二是居民收入分配差距扩大，导致边际消费倾向较高的居民收入比重降低。特别是 2017 年以来，城镇居民人均可支配收入中位数与平均值增速关系反转，由中位数增速高于均值增速从而缩小两者差距，转变为中位数增速低于均值增速，这说明居民收入差距可能在进一步扩大。三是由于房地产市场的不合理发展，居民在住房投资上的支出过高，挤压了居民的消费基金。据估计，中国的家庭金融资产配置中，房地产投资达到 69%，远高于美国的 36%，而金融资产仅占 12%，远低于美国的 42%。由此，中国居民的“可速变现”消费能力受到很大的制约。四是企业利润分配制度不合理，留存利润比例过高，特别是国有企业分红严重不足，导致企业储蓄率过高。从国际比较上看，企业储蓄过高是导致我国储蓄率较高的主要原因之一。五是中高端消费供给不足，导致消费升级的需求得不到满足。在收入分配差距扩大降低大众消费的同时，符合高收入群体消费水平的中高端消费又得不到满足，这进一步降低了总体消费水平。因此，十九大报告指出，

要在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济等领域培育新增长点、形成新动能。六是随着中国经济的发展,政府从投资型政府向服务型政府的职能转变滞后,一方面导致广义的政府储蓄率相对较高,另一方面又造成教育医疗等公共服务和社保支出不足而不利于促进居民消费。

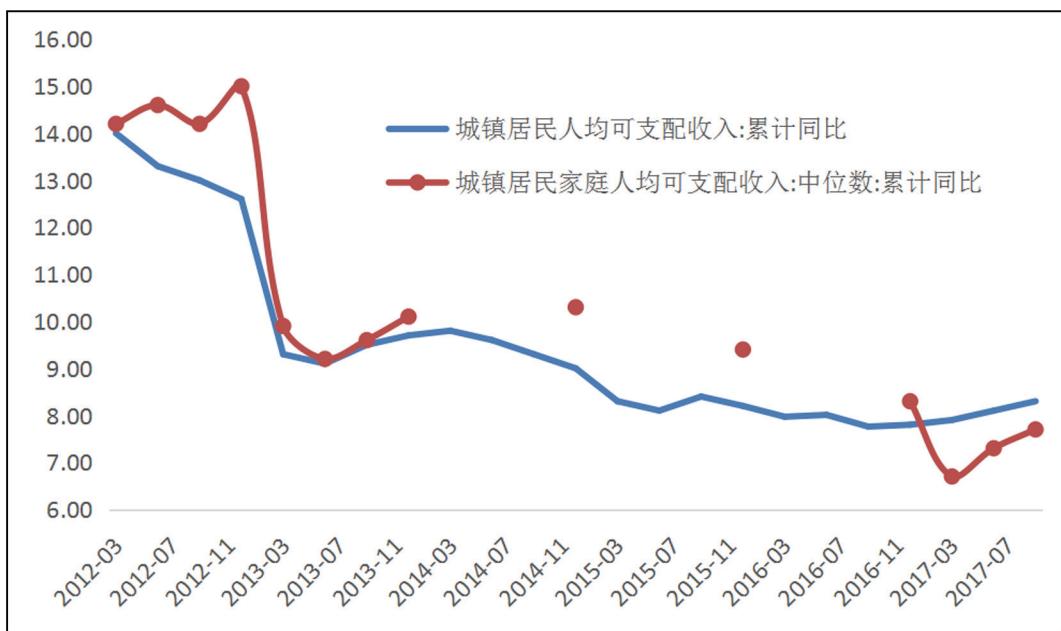


图 49 城镇居民人均可支配收入中位数与平均值增速关系反转

在居民消费不足而投资持续下滑的背景下,储蓄率居高不下也意味着财政赤字被动扩大。由国民核算恒等式:  $(S-I)+(T-G)=NX$ , 由于当前储蓄率(S)变动不大,而投资(I)持续下降,两者的正向缺口不断扩大,而如果净出口(NX)增长乏力,则意味着财政赤字必须被动扩大,以消化过多的储蓄。

可见,综合当前消费、储蓄与投资的变化关系及深层问题,必须真正落实十九大报告所提出的:一方面完善促进消费的体制机制,增强消费对经济发展的基础性作用,另一方面,深化投融资体制改革,发挥投资对优化供给结构的关键性作用。只有当两方面体制机制改革全部到位,困扰中国经济新常态新阶段的深层核心问题才能得到根本解决。

## 3.2 六大短期风险点

### (一) 民间投资复苏不稳

虽然今年上半年民间投资增速有所改善,但下半年再度出现回落并呈现明显的行业分化,使其复苏力度以及可持续性都有待观察。一方面,民间投资复苏的势头减弱。2017年1—9月份,民间投资累计同比增长6.0%,比去年全年增速提高2.8个百分点,呈现一定的复苏势头,但比上半年增速已经回落1.2个百分点,而且仍低于全社会固定资产投资增速。

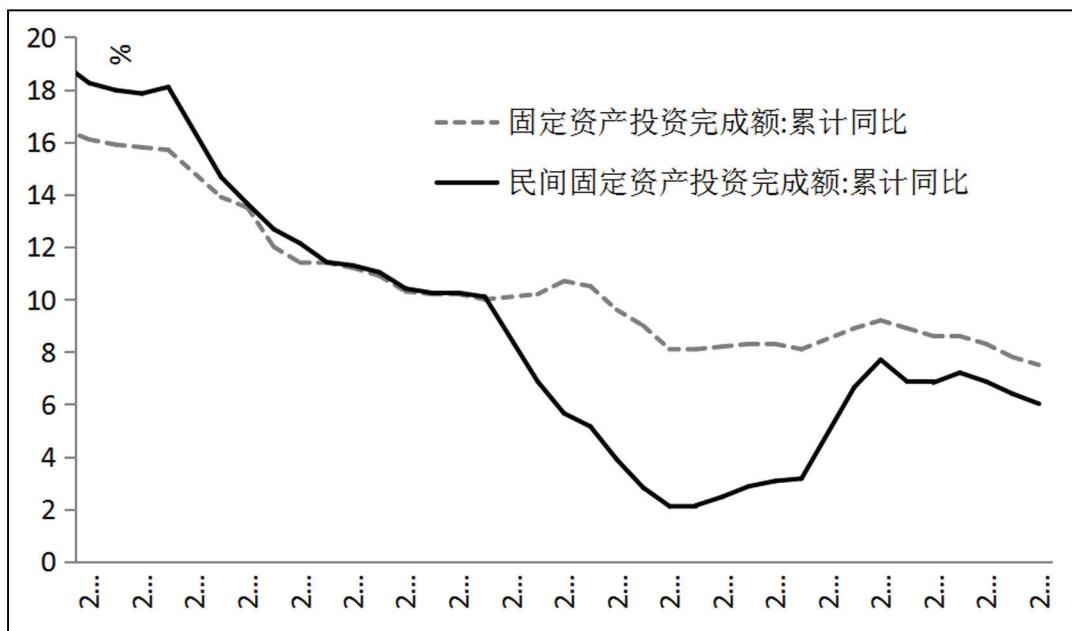


图 50 中国民间投资产业走势分

另一方面,民间投资复苏形势在行业间还存在较为严重的分化。在旨在促进民间投资复苏的开放性政策作用下,第三产业民间投资增速有所改善,但是第二产业民间投资却持续低迷,而后者才是民间投资的主体。2017年1—9月份,第三产业民间投资增速为8.2%,比2016年全年增速大幅回升了6.2个百分点;但第二产业民间投资增速仅为3.4%,仅比2016年全年增速微升了0.2个百分点。这种分化反映了现阶段产业复苏的分化,同时也意味着促进民间投资复苏的政策在民间投

资集中的第二产业尚未取得预期效果，未来能否继续扩大对于民间投资的支持，对于民间投资复苏趋势的延续以及对于全年投资形势具有重要决定作用。

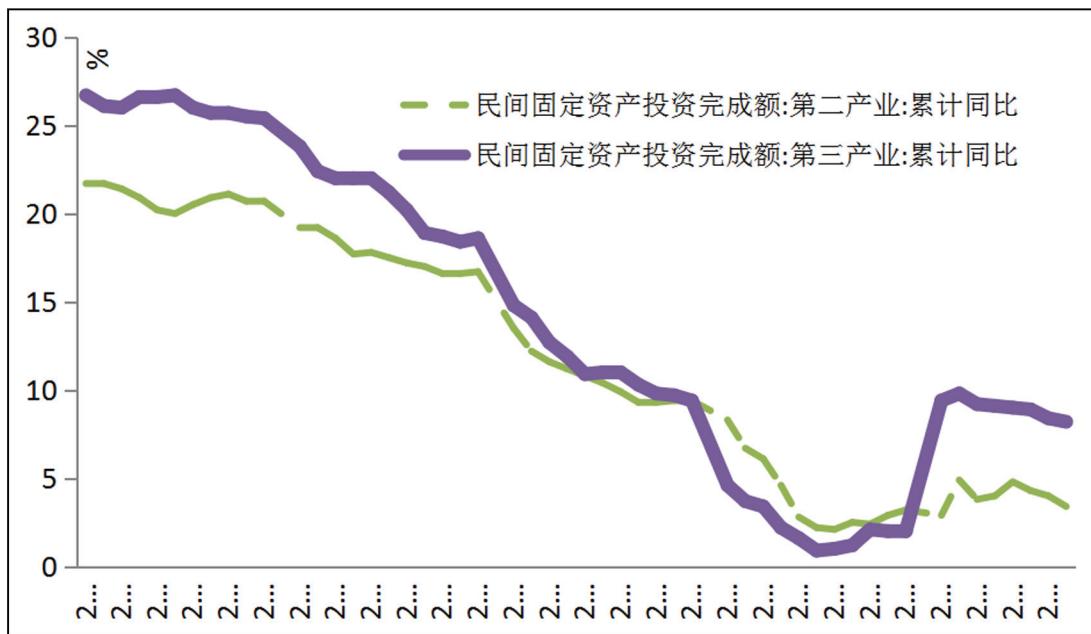


图 51 中国民间投资产业走势分化

在现有宏观政策调整基调下，基建投资增速和房地产投资增速全面放缓，而民间投资的反弹力度又有待观察，弥补前者缺口的可能性很小，全国固定资产投资的下行压力可能会继续显现。一来随着基建投资的扩张空间收窄以及投资回报率下滑，基础设施行业内部已经出现严重分化，二来随着房地产调控政策紧密实施和房地产销售增速的放缓，房地产投资的下行压力已经逐步显现。

## (二) 地方政府债务隐性化

金融危机以来，我国债务规模和债务率持续攀升。其中，地方政府债务问题引发了决策层、学术界以及国际机构的广泛关注。由于有政府信誉作为隐性担保，近年来地方政府债务通过城投债、政策性金融债、专项金融债等方式迅速扩张。但是由于地方债务各组成部分的具体发放、到期时间不一致，同时统计口径上也缺乏准确定义，这客观上造成了地方债务在规模度量、宏观监管方面的一定难度。

按照官方公布的数据，2015 年 12 月，时任财政部长楼继伟在接受全国人大常委会问询时提到，2014 年末中国地方政府存量债务达 15.4 万亿，其中 1.06 万亿为

政府批准发行的,剩下的 14.34 万亿为通过银行贷款、融资平台等非债券方式举借,对于这部分存量债务,国务院准备用 3 年左右时间进行置换。伴随着地方政府债务置换的推广,地方债存量大幅增长。截至 2017 年 10 月底,地方政府债务存量已经超过 14 万亿。

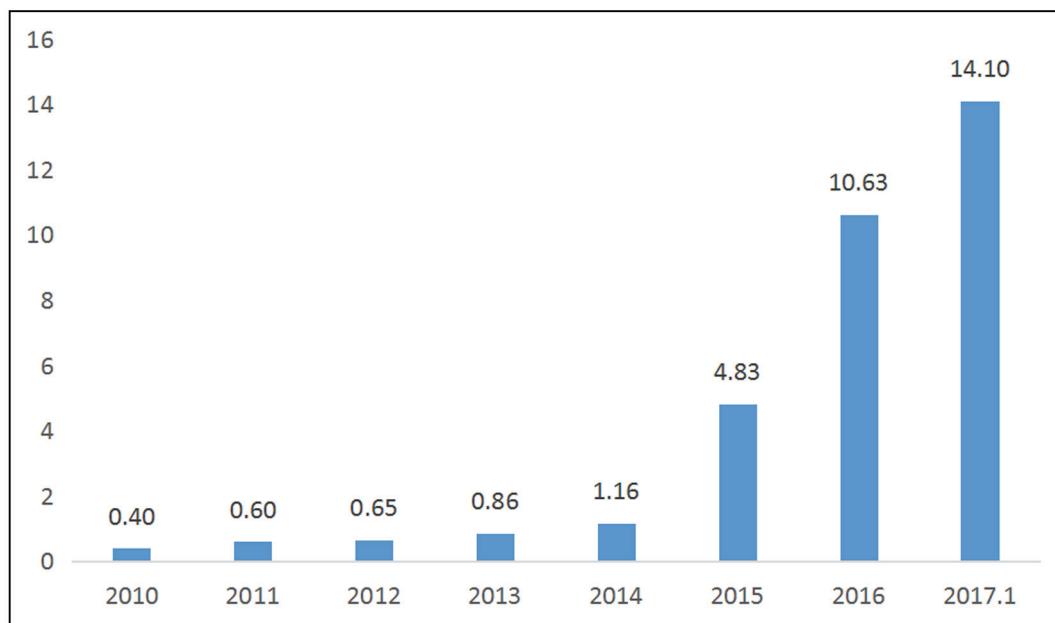


图 52 地方政府债规模(万亿)

尽管从国际经验来看,并没有一定的政府债务“红线”,但是相比于那些爆发过债务危机国家的危机前夕债务率来看,中国目前的债务水平已经接近“临界点”。此外,从发行成本上看,今年前三季度地方债的发行利率较去年同期显著提升。以定向承销和公募发行地方债为例,2017 年前三季度,两者平均发行利率分别为 3.96% 和 3.90%,较去年同期分别上升 85 和 101 个基点。

除了总量意义上的问题,中国的地方政府债务还存在很多结构性问题,包括:(1)到期时间过于集中;(2)地方债余额集中在少数省份,且部分欠发达省份余额较高;以及(3)地方政府债评级没有差异。这些因素都意味着中国的地方债问题很可能在特定时点、特定区域集中爆发,届时一旦出现违约风险,很可能造成市场信心下降,引发流动性危机,最终造成金融系统性风险,触发中国经济的“明斯基”时刻。



图 53 2016 和 2017 年前三季度地方债发行利率(%)

除了地方政府债务过高本身这一问题外,与其资金流向相关的资源配置问题也是阻碍中国经济转型升级、转变经济增长模式的重要原因。从资金流向上看,无论是城投债,还是政策性金融债,这些享有准政府信用的地方政府债务融资均无一例外地进入了基础设施和房地产相关领域,这使得中国经济长期以来依靠“债务—投资”驱动的增长方式不仅迟迟难以转变,甚至自我强化。目前,无论是实体经济,还是虚拟经济,投资效率和资金收益率的下降趋势已经十分明显,这意味着传统的“债务—投资”这条老路会越发难以为继,而高债务带来的高风险已经成为中国经济中一头体量巨大的“灰犀牛”。

**1.从广义定义看地方政府债务,不仅规模接近“临界点”,且流向多聚集于基建和房地产相关行业。**

讨论地方债务问题的基础就是厘清地方债的构成、规模以及流向。但地方债务中各组成部分的发行时间、到期时间、公布窗口均不一致,这客观上给地方债的度量和监管带来了一定难度,因此,这里我们采用较为保守的估计。

首先需要明确的是,我国财政体系按照不同口径,可以大致分为四本预算:一是一般公共预算;二是政府性基金预算;三是国有资本经营预算;四是社会保险基金预算。通常所讨论的财政支出,只是指一般公共预算支出,我们的官方赤字率其

实只是一般公共预算赤字(李迅雷,2017)。

在讨论财政支出时,常用的有以下三种定义式:

(1)“官方财政支出”=“一般公共预算支出”

(2)“狭义财政支出”=“一般公共预算支出”(包含国债和地方一般债券融资支出)+“全国政府性基金支出”(包括地方政府专项债券融资支出)+“国有资本经营预算支出”

(3)“广义财政支出”=“狭义财政支出”+“城投债融资支出”+“政策性银行金融债融资支出”+“抵押补充贷款融资支出”(PSL)+“铁路建设债融资支出”+“专项建设债券融资支出”+…

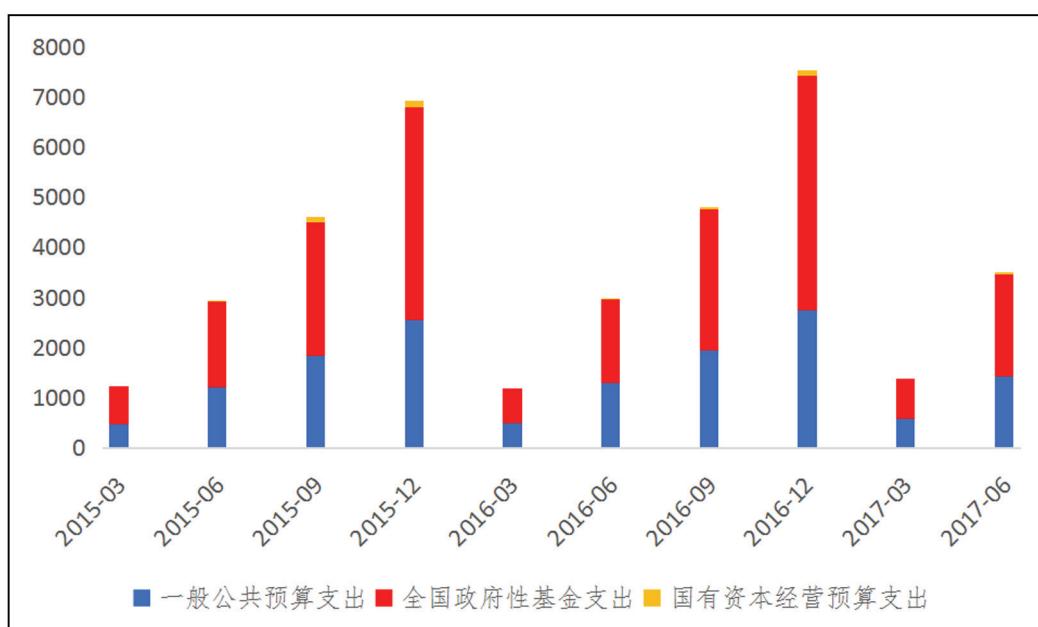


图 54 狹义财政支出(累计,十亿元)

地方政府狭义财政支出中,国有土地使用权相关支出占比最高。相比与官方财政支出,狭义财政支出增加了“政府性基金支出”和“国有资本经营预算支出”。其中,政府性基金支出是地方政府的重要收支来源,而且额度非常巨大。2012—2016年,每年年末的全国政府性基金支出累计值分别为3.75、5.22、5.41、4.23、4.66万亿元。在全国政府性基金支出中,近九成是地方本级的政府性基金支出。最新数据显示,截至今年前8个月,地方本级政府性基金支出已经达到3.02万亿元,高出去年同期水平(2.28万亿元)。从增速上看,相比与中央的政府性基金支出,地方

本级政府性支出波动性明显更大，并且从 2015 年中旬开始，地方本级政府性支出增速不断上涨，已经从 2015 年 5 月时的 -38% 飙升至 2017 年 8 月的 34%。

就资金用途来看，地方本级政府性基金支出中，近 80% 是国有土地使用权相关支出，主要用于土地开发、基础设施建设等。从 2012—2016 年这一支出年末累计额分别为 2.85、4.12、4.26、3.25、3.74 万亿元。

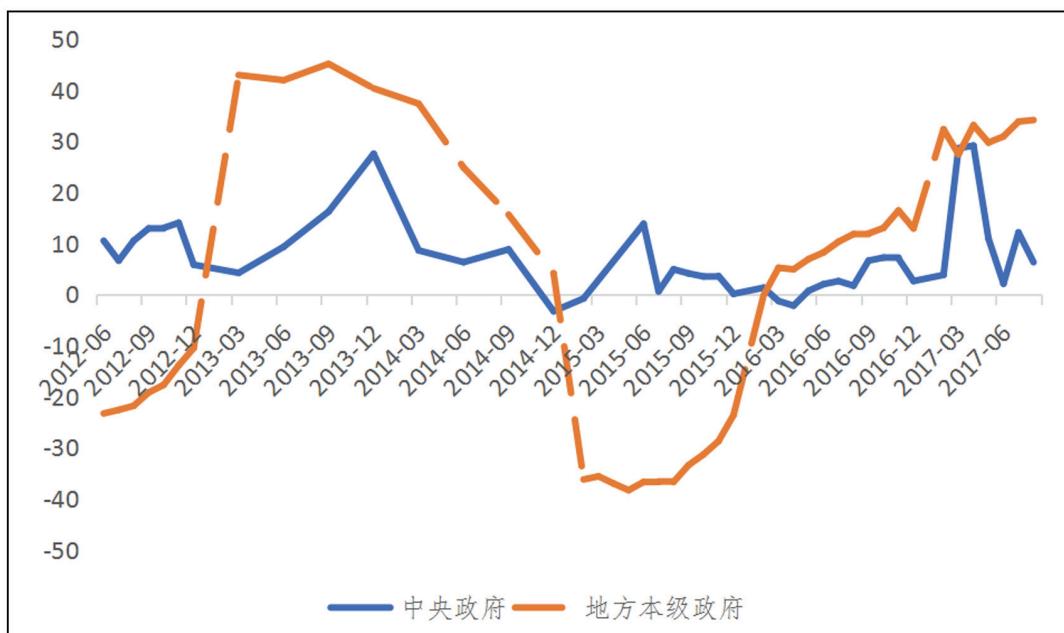


图 55 中央、地方本级政府性基金支出累计同比(%)

地方政府广义财政支出，绝大部分进入基础设施及房地产相关产业。相比于狭义财政支出，广义财政支出所额外增加的支出项目，无一例外地都属于享有准政府信用并投向基础设施和基础产业相关领域，因为难以统计这些支出项目的具体支出时间和进度，所以各个统计口径会有所出入。下面逐项来看：

**第一，城投债融资支出：主要为地方基建项目筹资。**城投债，又称“准市政债”，是以地方投融资平台作为发行主体，以地方政府为隐形担保人，为地方基建项目筹集资金而发行的债券（主要包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具（PPN）等），其主业多为地方基础设施建设或公益性项目。

2012 年以来，城投债的规模都逼近万亿元，2014 年的规模更是达到了 1.63 和 1.37 万亿元。尽管从 2014 年起，中央就陆续出台了多项政策（如：43 号文件，50 号文、87 号文等），意在防控地方债务风险，但 2016 年城投债的净融资额依旧高达 1.

37万亿元。进入2017年以来,前9个月累计净融资已经5500亿元。从投放节奏上,并没有明显放缓趋势。

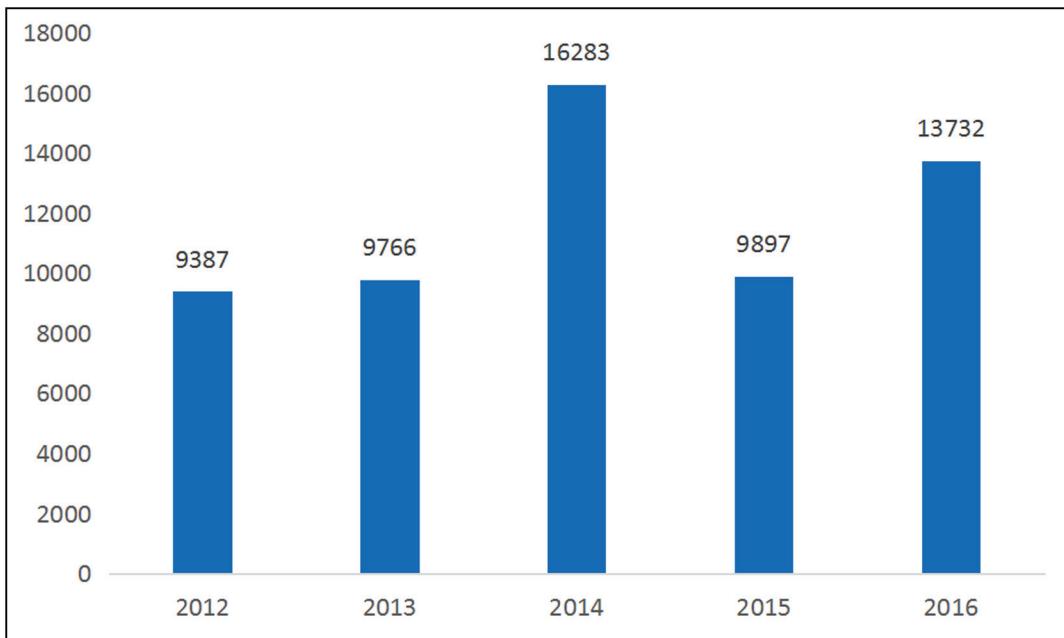


图 56 城投债净融资额(亿元)

**第二,政策性银行金融债:主要支持基建及国家重大项目。**政策性银行金融债是指由国开行、农业发展银行和进出口银行,通过国家信用发行金融债券融资(金融债券风险权重为0%),以支持基础设施、基础产业等国家重大项目而发行的债券。其中,又以国开行为主力,其发行金额占比超过另外两家政策性银行之和。以国开行为例,2015年其通过金融债融资1.1万亿元;贷款投向方面,铁路占比8.1%,公路占比17.5%,电力占比8.8%,公共基础设施占比13.4%,棚户区改造占比14.7%,石油石化占比6.6%(李迅雷,2017<sup>①</sup>)。可以看出,政策性银行金融债主要投向基建领域,具有明显逆周期、稳增长的特点。

**第三,抵押补充贷款融资支出(PSL):引导资金流向基建、民生等领域。**抵押补充贷款(Pledged Supplementary Lending, PSL)是央行在2014年创设的新型货币政策工具,与再贷款有很多相似之处。PSL的推出很大程度上就是为了引导资金流向基础设施建设、民生支出等获利能力差、投资周期长,但往往具有政府担保

<sup>①</sup> <http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/2017-08-30/doc-ifykpya2042841.shtml>

的领域。地方政府可以通过三大政策性银行获得贷款,用于专项基建、民生等项目。举例来说,从国开行处所获得的专项贷款主要用于棚户区改造、城市地下综合管廊贷款;农业开发银行专项贷款用于水利建设、棚户区改造、农村公路贷款等。从规模上看,2016 年 PLS 贷款净额为 9714 亿元,2017 前 9 个月 PSL 每月新增平均 537 亿元,9 月末 PLS 余额达到 25465 亿元。

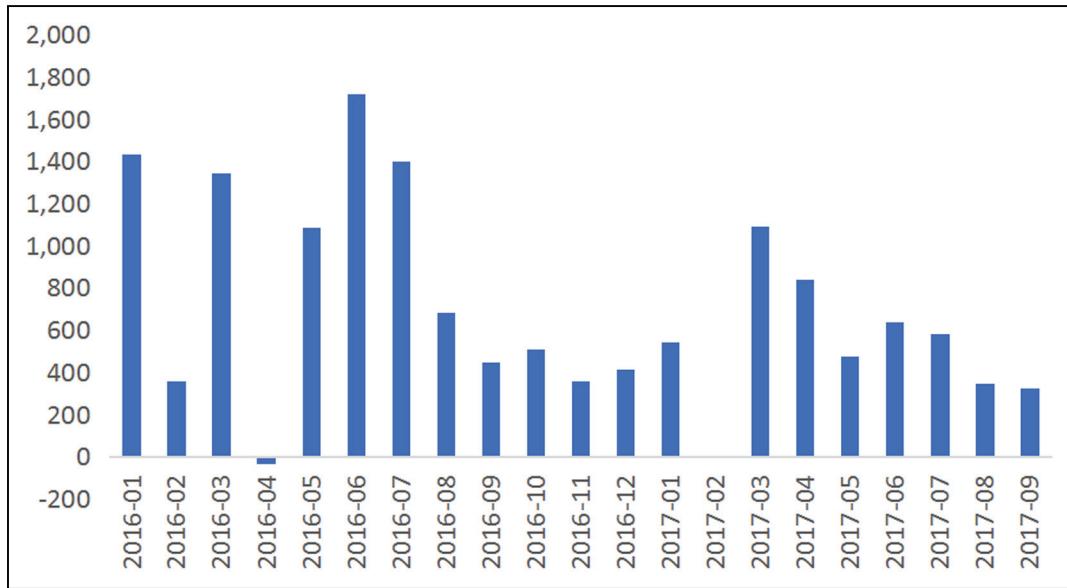


图 57 抵押补充贷款融资支出(PSL)当月新增量(亿元)

**第四,中国铁路建设债券:**主要用于铁路建设。原铁道部以及现在的中国铁路总公司是发债主体,融资主要用于铁路建设,鉴于铁路具有非常强的基础设施属性,国务院批准铁路建设债券为政府支持债券。2012—2016 年铁道债规模都在 1500 亿元以上,分别为 1500、1700、1900、1800 和 1750 亿元。截至 2017 年 10 月,2017 年已发行铁道债 1600 亿元,其中包括 2016 年发改委批复后采取跨年度方式发行的铁道债金额。根据往年铁道债发行规模来看,预计今年铁道债发行规模也不会低于 2000 亿元。

**第五,专项建设债券:**主要用于支持国家重大项目。专项建设基金是指由国家开发银行和农业发展银行向邮政储蓄银行定向发行(第五批专项金融债定向发行对象已扩大至工农中建四大行以及全国性股份制银行等)的定向金融债。专项金融债由财政贴息 90%,实际融资成本(含税费、管理费、手续费等)约为 1.2%(朱振

鑫,2016<sup>①</sup>),所筹资金用于建立国开发展基金和中国农业发展建设基金以支持重大项目建设。专项建设基金从2015年8月开始每个月分批投放,共计8000亿元;2016年上半年按季已发放两期,规模1万亿元。而这一专项建设基金也被视为在经济、财政收入持续下行过程中,除PPP项目外地方政府的主要融资来源。

**第六,其他地方政府债务融资来源。**事实上,地方政府除了上述五种主要新型融资来源外,还可以从PPP项目、项目收益债、非标社融等渠道融资。这些项目在具体融资时间和进度上较难统计,但也构成了地方政府债务这一庞杂体系的重要组成部分。

可以看到,近年来地方政府债务不仅规模日益增长,并且融资渠道日益繁多,这客观上也给宏观监管带来了难度。今年以来,地方债发行出现了一定的放缓趋势,这主要是因为(1)2015、2016年置换了大量存量债务,因此今年剩余地方政府未置换成量债务已经大量减少;(2)地方债发行成本持续走高。尽管如此,考虑到前期积累的大量地方债务,以及所筹资金大量流向基建和房地产相关领域,未来地方政府债务问题形势依旧严峻。

## 2.中国地方政府债务的结构性问题

中国的地方政府债务问题除了总量意义上的,还有结构性的。这集中表现为以下几点:

**第一,地方债到期时间过于集中。**目前地方债发行期限多集中于5年、7年和10年,三类地方债占比分别达到34%、28%和22%。发行期限的集中意味着地方债到期时间也会相对集中。可以看到,今后几年地方债到期量将逐年递增,并且以2022年为地方债到期的最高峰,预计当年到期地方债规模将达到2.34万亿元,这无疑将给地方政府带来极大的偿债压力。

**第二,地方债余额集中在少数省份,且部分欠发达省份余额较高。**除了到期时间的集中外,中国地方债还在余额的地区分布上表现出高度集中。从区域上看,目前江苏、山东、浙江等地区存量规模靠前,前10大地方债发行省份占比达到49%,接近半数。除此之外,地方债余额规模并不完全匹配当地的GDP水平,尤其表现为部分欠发达省份的地方债余额也很高。在前十大省份中,贵州、云南和辽宁的地方债余额排名分列第6、8和9位,金额分别为6639、5553和5329亿元,而这三个省份2016年的GDP分别为1.17、1.49和2.20万亿元,在全国31个省份排名中分列第21、20和14位。这种当地经济收入和地方债余额间的不匹配将给地方政府

---

<sup>①</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/234487>

偿债能力带来巨大隐患。

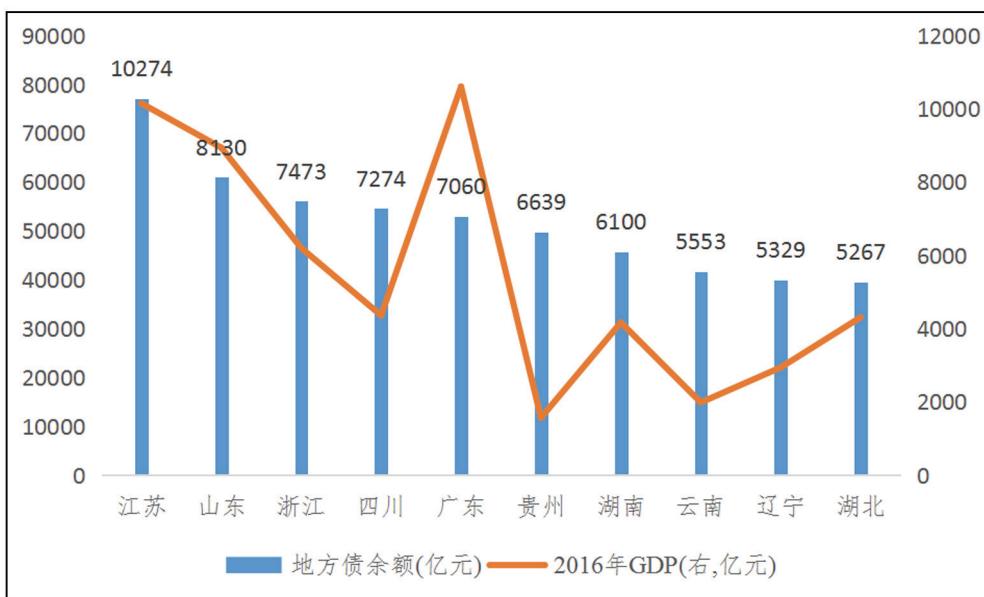


图 58 前十大地方债发行省份地方债余额与各省 GDP

**第三，地方债评级缺乏差异。**当前中国地方政府债务的另一大问题就是所有发行的地方债评级都是 AAA，评级上没有任何区分度，这表明地方债背后依旧是政府刚性兑付担保，市场还是对于地方债的风险问题始终心存侥幸。

### 3. 地方债务过高对经济可能的危害

尽管无法得到全口径的地方政府债务规模，但是从目前数字来看，这一比例已经很高。由于地方政府债务背后有政府隐性担保，同时，在经济下行阶段，地方债也承担起了“稳增长”的政治任务，因此即便是在中央对地方债加强监管的背景下，地方政府债务无论是从发放规模还是速度上，都没有明显放缓趋势。地方政府债务过高对于经济的可能伤害是两方面的：

**第一，地方政府债务过高可能加剧金融体系和宏观经济脆弱性。**由于债务问题连接着实体经济和金融市场，未来一旦违约风险积累到一定程度，可能引发债务危机连锁反应，最终导致资产价格崩溃，触发“明斯基时刻”。事实上，2011—2012年期间就曾经爆发过一轮“城投债”危机。如果未来在恐慌情绪主导下，由于违约风险扩大而引发大规模的资产抛售，可能导致金融市场出现流动性问题，最终对实体经济产生严重影响。

**第二,地方政府债务流向扭曲资源配置,延缓我国经济结构转型升级和增长模式转变。**除了地方政府债务过高本身这一问题外,与其资金流向相关的资源配置问题也是阻碍中国经济转型升级、转变经济增长模式的重要原因。从资金流向上看,无论是城投债,政策性金融债,还是专项建设基金等,这些享有准政府信用的地方政府债务融资均无一例外地进入了基础设施和房地产相关领域,这使得中国经济长期以来依靠“债务—投资”驱动的增长方式不仅迟迟难以转变,甚至自我强化。

目前,无论是实体经济,还是虚拟经济,投资效率和资金收益率的下降趋势已经十分明显,这意味着传统的“债务—投资”这条老路会越发难以为继,而高债务带来的高风险已经成为中国经济中一头体量巨大的“灰犀牛”。

### (三)创新项目“烂尾”问题

中国大量的创新项目和高新工业园区,在促进中国经济创新发展的同时,也存在一些非常突出的问题,特别是各类高新技术园区过度同质化建设的趋势,以及某些行业的过度刺激问题,需要提前预测创新成本,考虑到大量创新项目潜在的“烂尾”问题。

#### 1.中国创新取得一定进展

自 2008 年全球金融危机以来,中国经济进入“新常态”。面临经济持续下行压力,要改变以往要素粗放型的增长方式,由“制造业大国”逐渐走向“制造业强国”,创新就成了现阶段中国经济发展的重要方向。从 2006 年起,我国就在国家层面陆续制定出台了多项促进创新的战略规划和政策举措。2014 年起相关政策出台密度更是大大提高,典型例子包括 2015 年 5 月由国务院印发的《中国制造 2025》规划。这份被业界认为是个中国版“工业 4.0”规划的文件旨在全面推进实施制造强国战略,是我国实施制造强国战略的第一个十年的行动纲领。《中国制造 2025》规划提出了“市场主导、政府引导,立足当前、着眼长远,整体推进、重点突破,自主发展、开放合作”的基本原则,制定了实现制造强国“三步走”的战略目标,即:第一步,到 2025 年迈入制造强国行列;第二步,到 2035 年我国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平;第三步,到新中国成立一百年时,我制造业大国地位更加巩固,综合实力进入世界制造强国前列。同时,《中国制造 2025》规划还明确了 9 项战略任务及重点:一是提高国家制造业创新能力;二是推进信息化与工业化深度融合;三是强化工业基础能力;四是加强质量品牌建设;五是全面推行绿色制造;六是大力推动重点领域突破发展,聚焦新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医

药及高性能医疗器械等十大重点领域；七是深入推进制造业结构调整；八是积极发展服务型制造和生产性服务业；九是提高制造业国际化发展水平。

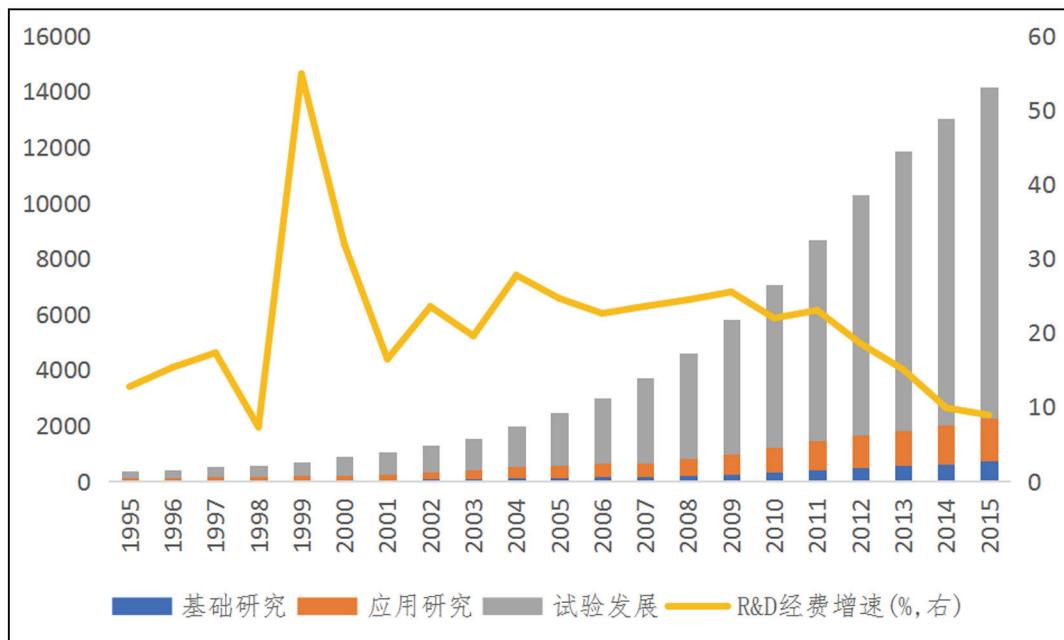


图 59 1995—2015 全国 R&D 经费支出情况(亿元)

在一系列支持政策密集出台的背景下，我国的创新活动取得了蓬勃发展。首先，从科研创新投入来看，2016年中国从事研究与实验开发(R&D)人员总量居世界第一，达到24余万。全社会R&D经费支出达到15440亿元，占GDP比重为2.1%。从支出结构上看，占比最大的是试验发展，其在R&D总支出中比重近年来稳定在84%左右。从历史数据来看，1995—2016年间中国R&D经费支出年均增速21%，远高于GDP增速，表明R&D强度稳步增强。其次，从科技创新产出来看，以专利和论文数量作为创新产出衡量，1995—2015年间，国内发明专利申请受理量年均增速21.7%。2016年中国每十亿GDP(按购买力平价美元计算)对应的PCT国际专利申请量居世界第17位，较前一年上升8位。截至2014年，中国ESI论文数量居世界第二位，论文被引用次数为世界第四，两者都在迅速增长(方竹兰，于畅，陈伟，2017<sup>①</sup>)。世界知识产权组织(WIPO)在其2017年最新公布的《2017年全球创新指数报告：创新养育世界》(The Global Innovation Index 2017:

<sup>①</sup> <http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/2017bg-s3.pdf>

Innovation Feeding the World)报告中称,中国大陆的创新指数排名已经从去年的25位上升至2017年的22位,综合创新能力位列中等收入国家第一位。可以说,中国创新无论从投入、产出来看,都取得了快速增长。



图 60 1995—2015 全国专利申请受理情况

## 2. 进步背后暗藏隐忧

创新产业蓬勃发展的背后却暗藏隐忧,主要表现在以下几个方面:

第一,创新成果数量增长快,但质量不高。不可否认,中国创新成功数量增长十分迅猛,但数量增长背后一方面是政府以“行政之手”对企业要素投入进行的大规模补贴,以期迅速拉动当地GDP增长;另一方面是企业自身为在短期内扩大规模和追求短期收益,而自发进行的“短、平、快”型的创新活动。

据中国社科院发布的《法治蓝皮书(2017)》指出,研发周期在1年及以下的企业占比达到23.2%,1—2年的占比44.1%,愿意进行3年以上长期研发的企业占比仅为6.2%。在知名咨询机构麦肯锡的报告中,按照研发周期的由短至长,将创新分为四大类:一是客户中心型创新,是指通过产品和业务模式创新,来解决消费者的问题。这些行业特点为营销投入高度密集(通常为销售额的3—10%左右),开发周期短于1到2年;二是效率驱动型创新,主要指通过改进流程来降低成本、缩短时

间和提高质量。效率驱动型创新的行业包括纺织、电气设备和太阳能电池板，其中太阳能电池板行业具有高资本密集度和劳动力密集度，周期一般不超过 2 年；三是工程技术型创新，是指通过整合供应商和合作伙伴的技术来设计开发新产品。这些行业的研发密集度通常是中到高的水平，通常研发投入占销售额的 3—13%，产品生命周期为 5—10 年，甚至更长；四是科学的研究型创新，指通过基础性研究成果的商业化来开发新产品。这些行业的研发投入占收入的比重可能为 15—33%，将一项创新产品推向市场可能需要长达 10—15 年的时间。将中美创新模式进行比较，报告发现中国企业更多从事于周期不超过 2 年的客户中心性创新和效率驱动型创新，而美国企业更愿意进行研发周期超过 5 年的工程技术型创新和科学的研究型创新。

“短、平、快”式创新的结构必然是创新质量不高。根据《中国企业创新能力百千万排行榜(2017)》数据显示，全部 9 万余家高新技术企业申请的发明专利占到申请专利综述的 40% 以上，但其中有效发明专利占全部有效专利数比例仅为 25%（陈彦斌，刘哲希，2017<sup>①</sup>）。这还是只考察具有较强创新研发能力的高新技术企业的结果，中国企业整体的创新能力由此可见一斑。中国自主创新质量不高，也是导致我国在关键核心技术领域始终受制于人的原因。2006 年国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020 年)》中就曾提出，要在 2020 年将中国的对外技术依存度降至 30% 以下。但目前为止，中国在关键技术上的对外依存度依然高于 50%（范建亭，2015<sup>②</sup>）。

**第二，专利、信息技术未能很好转化为对经济增长的贡献度。**客观上说，“索洛悖论”就曾指出，以计算机信息技术为代表的高科技技术并不必然能给生产率提高和经济增长带来明显好处。Gordon(2014)<sup>③</sup>认为，相比于蒸汽机、铁路、电力和内燃机等推动工业革命的重大发明，近年来的 IT 技术等创新对生产率的贡献要小得多。同时，就影响范围来看，前两次工业革命带来的影响可以说是普适的，而信息革命和计算机的普及带来的影响却相对有限，只为金融等少数行业带来更高的效率。由此可见，对于当前中国热捧的“互联网+”等技术创新概念，其对中国经济的促进效果可能未必如人们预想的那么大。

---

<sup>①</sup> <http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/2017bg-s3.pdf>

<sup>②</sup> 范建亭 (2015). 开放背景下如何理解并测度对外技术依存度？中国科技论坛(1)，45—50.

<sup>③</sup> Gordon, R., 2014, “the Demise of US Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections”，NBER Working Paper, No.19895.

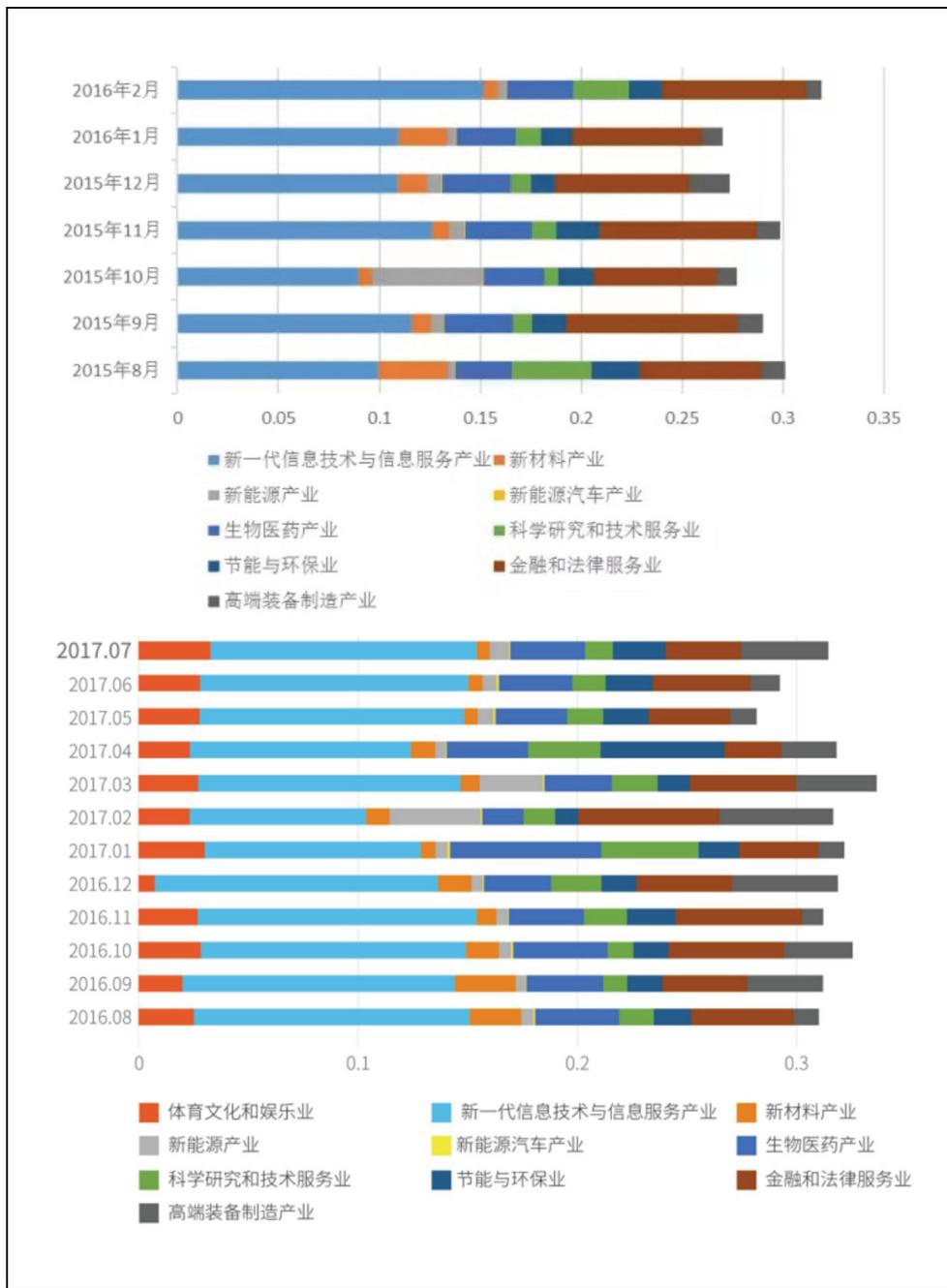


图 61 分行业新经济规模占总经济比重(%)

其次，当前涌现出的“新经济”浪潮多出现在信息技术和金融、法律服务业，在高端制造业的布局还很薄弱。从数据上看，2015 年 8 月—2017 年 8 月间，根据财

新公布的新经济指数<sup>①</sup>,中国新经济中占比最大的是新一代信息技术和信息服务行业,比例约为 1/3 左右。其次是金融和法律服务业,占比约在 11% 左右。相反,诸如高端装备制造业、生物医药产业、新材料产业、新能源产业等真正反映自主创新能力的高端产业部门占新经济比重均低于 8%。而这些产业恰恰是与实体经济联系更紧,更容易对生产率产生直接推动作用的部门,这也降低了中国创新成果对生产率进步和经济增长的贡献度(张杰,闫衍,2017<sup>②</sup>)。

**第三,产学研融合程度不够。**产学研的衔接与融合,是决定中国创新发展能否深入推进的重要因素。为贯彻党中央、国务院的战略要求,各部门、各地方都采取了积极措施推动产学研融合。总体而言,产学研结合的内容不断丰富,组织模式不断创新,结合程度不断深化,政策环境逐步完善。但是,不可否认的是,产学研融合还远未发挥出真正潜力。以 2015 年数据为例,当年在技术合同成交额中,企业占比达到 86.2%,而高校和院校占比仅为 3.2% 和 5.7%。事实上,不仅是 2015 年,近十年来,在技术合同输出中,企业始终是绝对主力,而高校院所占比仅为 10% 左右。在技术开发合同中,也是以委托形式多,真正合作少。可见,产学研融合程度还亟待增强。

这一现象背后反映的是迄今为止在产学研融合发展方面仍存在许多深层次问题尚未解决,这些矛盾主要表现在以下几个方面:(1)当前产学研的组织形式还不能很好适应重大创新活动需求。众所周知,有突破性意义的重大创新项目往往具有投入大、周期长、风险高、合作关系网复杂等特点,这就要求各个环节的参与者间能建立起长期且稳定的合作关系。但目前的情况多是企业将项目一对一地委托给学校或科研机构,后者再组织起临时的研究小组。这种形式一是难以形成长期合作关系,二是对于合作双方的约束都不强,难以形成有效的监督、奖惩体系;(2)产学研结合缺乏产业技术层面创新。正是由于前面提到的,产学研项目往往周期短,激励体系不完善等原因,导致企业交给学校、科研机构的项目往往只局限于个别技术问题,很少涉及到产业层面,而事关产业长远发展、跨学科、跨领域、跨行业的战略性研究就更加匮乏;(3)产学研利益保障机制不健全。多年来产学研结合不紧密的根本还是在于共同投入、风险分担、成果分享的机制不健全,缺乏对双方利益保障、协调、撮合组织,同时,也缺少帮助实现知识转化和技术转移的专业服务体系。以美国为例,美国高校中大多设有专门负责技术转移的机构——技术许可办公室

---

① <http://cebm.caixin.com/2016-03-03/100915274.html>

② <http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/2017bg-s3.pdf>

(OTL)。这一组织已经摸索出一套成熟的工作程序,目前常见的技术转移模式包括:技术授权、创立新公司和合作研发。这种类似的专业化成果转化组织也正是中国高校院所欠缺的。

**第四,产业政策扭曲现象严重。**中国作为发展中国家,由于市场机制发育不完善以及市场失灵情况的存在,为有效促进创新行业的发展,政府采取了一系列产业政策,尤其表现为对特定市场、产业甚至个别企业的补贴、干预行为。然而,创新本该是一件在个体微观层面自发产生的行为,但当行政之手替代市场之手时,微观层面的资源错配就不可避免了。目前,各省都在搞战略新兴产业,政府在研发投入上不断加码,但“一拥而上”的后果就是部分新型产业已经出现低端化、过剩现象。例如,光伏行业前几年就出现了恶性价格战,遭受严厉贸易制裁,导致部分企业破产倒闭,大量呆、坏账尾大不掉。

此外,在全国各地曝光的一系列企业政策套利,骗取政府财政补贴资金的事件深刻说明,以往各级政府依靠财政资金推动创新活动的产业政策,可能造成猖獗的寻租活动。以《第一财经》报道的某沿海省份 LED 行业补贴为例<sup>①</sup>,据业内人士称,在该省的 6000 余家 LED 企业中,大概只有 2%—3% 的企业可以拿到补贴,这其中绝大部分是国有企业、上市企业、大型企业。“这些企业项目做得并不好,但是凭借政府背景,就能拿到几千万的政府补助。”而对于一些中小企业来说,却是很难拿到补贴,一是因为缺乏政府资源,二是自家产品不在标杆产品目录内,不具备申请资格。在愈演愈烈的骗补行为催生下,一条隐秘的产业链已初步形成,甚至还催生了“科技掮客”这样一种专业骗补职业。更为严重的是,拿到补贴的企业并不会老老实实地将全部资金用于创新投入。相反,部分企业表面上打着创新高科技的牌子圈地搞科技园、产业园,实则是利用政府提供的廉价土地资源,变相搞房地产,获取土地增值收入。《经济参考报》在 2015 年曾做过题为《创新的“血液”哪儿去了·流失黑洞》的系列报道<sup>②</sup>,其中写到,“某项国家重大科技项目,已获得了国家科技经费 20 亿元,并拥有自己的上市公司,近日在某地级市圈地 2800 多亩,计划投资 100 亿元建设一个科技园区……这个科技园土地价格远远低于市场价,还规划了酒店以及住宅地产。”这相当于是在创新产业资源错配的基础上,又刺激了房地产行业的泡沫。

---

<sup>①</sup> <http://www.yicai.com/news/2907691.html>

<sup>②</sup> [http://jjckb.xinhuanet.com/2015-03/23/content\\_541841.htm](http://jjckb.xinhuanet.com/2015-03/23/content_541841.htm)

## (四)三四线房地产泡沫隐忧

十九大报告中指出,中国特色社会主义进入新时代,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。不言而喻,这其中就包括了我国的房地产市场发展问题。作为我国社会保障体系建设的重要组成部分,住房问题不仅关乎中国经济增长,更集中体现了人民日益增长的美好生活需要与不平衡不充分的发展之间的矛盾。十九大报告指出,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让全体人民住有所居。这标志着,经过二十多年的高速发展,我国房地产市场进入到一个关键性的新阶段。

2017年,在多种调控政策和经济因素的共同作用下,中国房地产形势呈现出一系列全新特征,主要表现在六个方面。其中,最为突出的新情况就是,一二线城市和三四线城市房价的逆分化现象,即由2016年年初的一二线城市房价暴涨、三四线城市房价平稳甚至下跌,转为一二线城市房价趋稳甚至下降、但三四线城市全面领涨的局面。同时,与房价走势一致,房地产销售量也呈现上述逆分化趋势。尽管这种分化在一定程度上是对此前房价分化超调的一种回调,以及对于三四线城市去库存成效的一种市场反应,即总体上是向着更加平衡的方向进行,但是这种分化也受到诸多调控政策的影响和一二线城市政策的外溢效应。考虑到三四线城市的体量、未来人口流出的事实、以及三四线城市居民的承受能力和社会影响,其房价短期过快上涨的问题值得高度关注。

### 1.在房价总体趋稳中,一二线城市与三四线城市出现逆分化现象

在两轮以加大限购限贷力度为主的紧缩性调控政策下,房价过快上涨的趋势得到明显的控制。2017年8月份,70个大中城市新建商品住宅价格指数同比上涨8.1%,涨幅比7月份回落1.0%,环比上涨0.2%,涨幅比7月份回落0.3%,15个热点城市自开启调控以来首次出现全面停涨。

具体来看,新建住宅价格环比上涨的城市数量从7月份的61个下降到8月份的52个,一二线城市与三线城市房价涨幅均得到不同程度的控制,尤其是一二线城市的表观更为突出。2017年8月全国70个大中城市中一线城市新建住宅价格指数和二手住宅价格环比均下降0.3%,涨幅分别比上月回落0.3%和0.2%;二线城市新建商品住宅和二手住宅价格环比分别上涨0.1%和0.3%,涨幅分别比上月回落0.2%和0.1%;三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.3%,涨幅高于平均水

平,比上月回落 0.3 个百分点,二手住宅价格环比涨幅与上月持平。

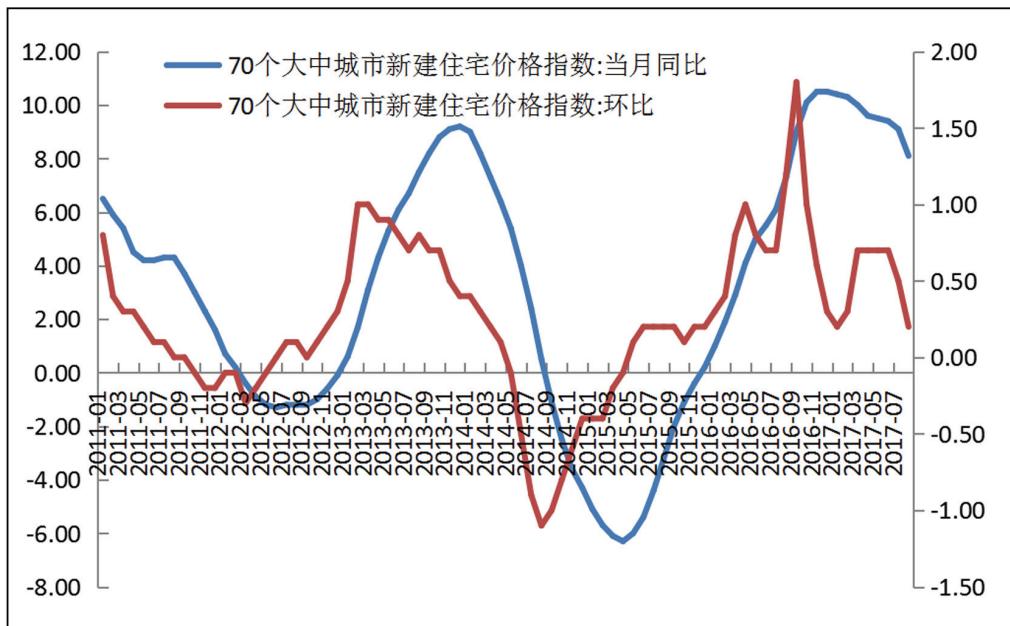


图 62 中国 70 个大中城市新建住宅价格指数变化趋势

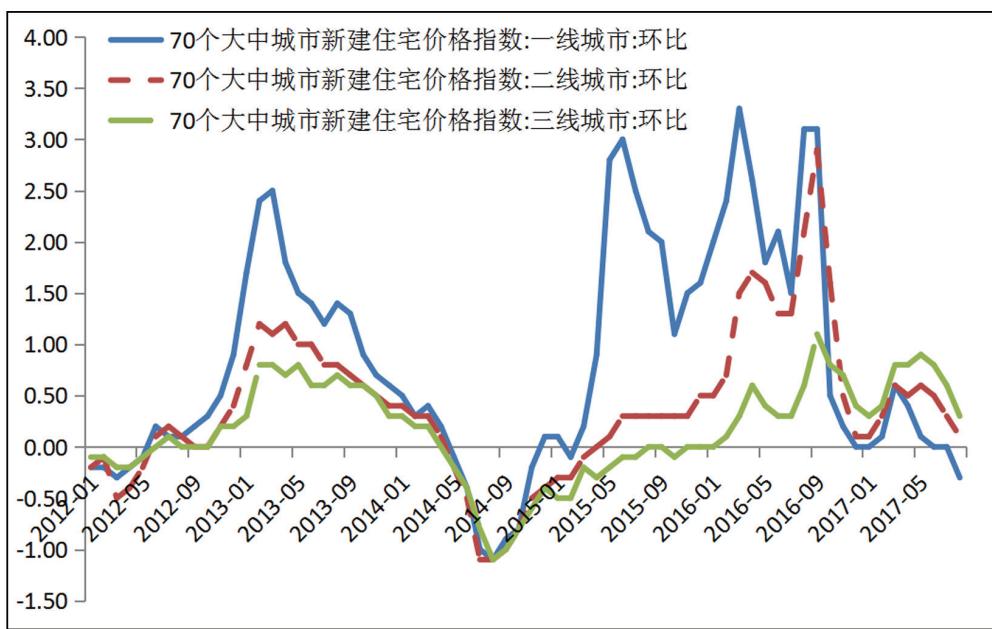


图 63 中国 70 个大中城市新建住宅价格指数变化趋势(一、二、三线对比)

从本轮调控成效来看,全国房价走势出现新特征,逆向分化形势明显:一线房价趋稳,三线全面领跑。在因城施策的房地产调控政策下,一二线房价收紧,三四线鼓励去库存,拉动刚性需求,房价水涨船高。截至目前,全国70个大中城市中三线城市房价涨幅维持高位,上半年环比增长0.8%,高于全国平均增速0.1%,高于一线城市增速0.8%,高于二线城市0.3%,7月和8月涨幅略有回落,但与一二线城市相比仍增长较快。

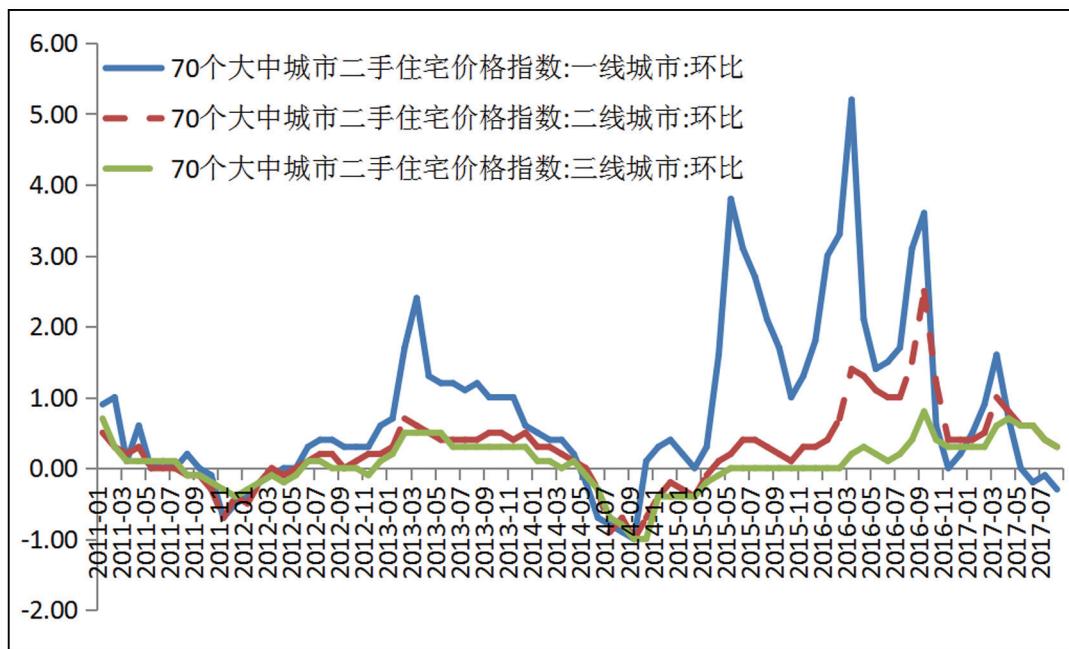


图 64 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数变化趋势(一、二、三线对比)

## 2. 房地产销售放缓

房地产销售方面,总体上看,在两轮紧缩性调控政策作用下,商品房销售增速整体明显放缓。2017年1—8月份,商品房销售面积同比增长12.7%,增速比7月份回落1.3个百分点,比二季度回落3.4个百分点,比2016年全年回落9.8个百分点,其中,住宅销售面积增长10.3%,增速比7月份回落1.2个百分点,比2016年回落12.1个百分点;商品房销售额增长17.2%,增速比7月份回落1.7个百分点,比2016年回落17.6个百分点;其中,住宅销售额增长14.2%,增速比7月份回落1.7个百分点,比2016年回落11.9个百分点。可以看出,住宅销售增速回落幅度大于

总体水平,同时,销售额比销售面积增速回落幅度更大,反映出本轮以控制住宅房价过快上涨,抑制房地产泡沫持续增长为主的调控政策实施效果较为明显。

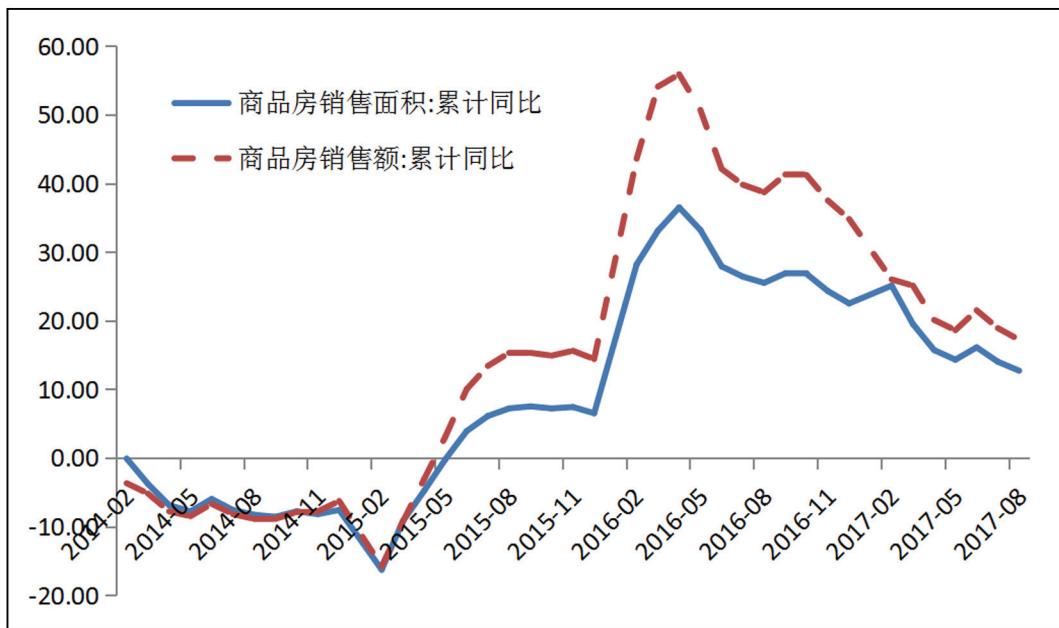


图 65 中国商品房销售额、销售面积变化趋势

具体来看,一二线和三四线城市的房地产销售情况的分化趋势与房价表现基本保持一致,一线城市商品房销售得到明显控制,逐步趋稳,三线城市需求过热,有可能成为进一步房地产调控重点。2017年8月份,40大中城市中一线城市的商品房销售面积与销售额累计同比分别下跌28.2和24.9个百分点,增速比7月份分别回落0.02和3.2个百分点,比2016年分别回落37.1和53.2个百分点;二线城市商品房销售面积与销售额累计同比分别上涨3.1和14.6个百分点,增速比7月份分别回落1.2和1.1个百分点,比2016年分别回落23.6和28.8个百分点;三线城市商品房销售面积和销售额同比分别上涨12.6和32.6个百分点,增速比7月份分别回落1.6和1.7个百分点,比2016年分别回落6.1和7.3个百分点。

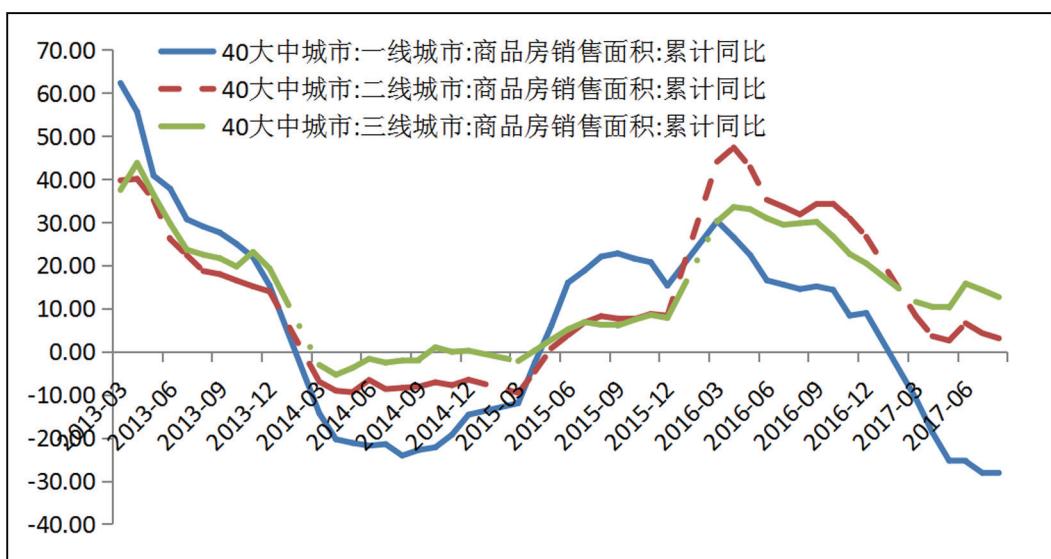


图 66 中国 40 个大中城市商品房销售面积变化趋势(一、二、三线对比)

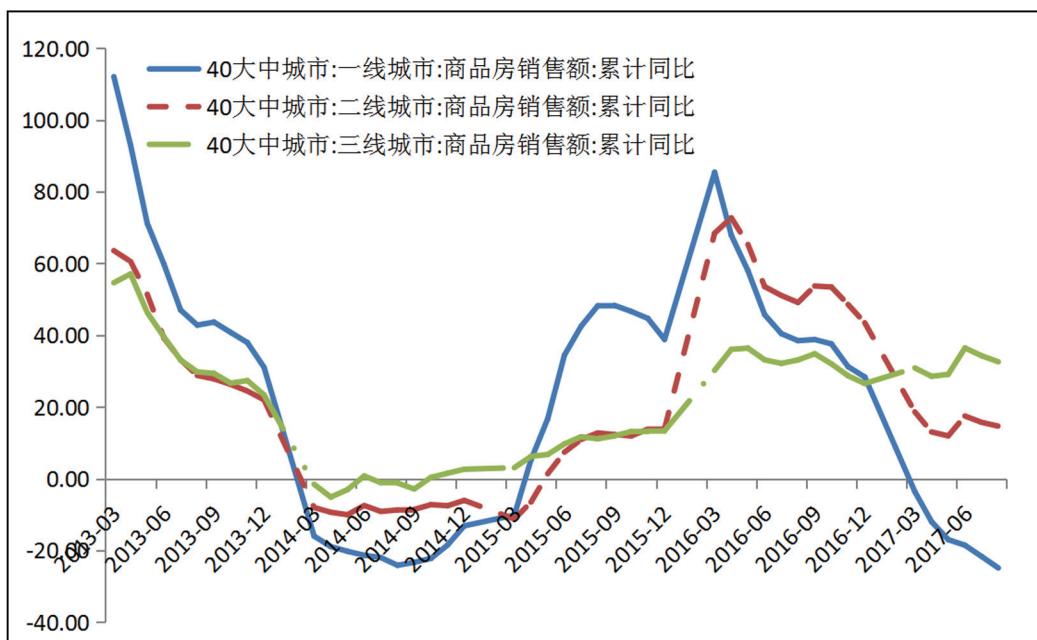


图 67 中国 40 个大中城市商品房销售额变化趋势(一、二、三线对比)

可见，自第二轮调控政策开启以来，三线城市的房地产销售增速回落幅度远小于一二线城市，在今年上半年的房地产销售表现中一直处于领先地位，销售同比远

高于一二线城市之和，已经逐渐成为购房者的关注重点。而随着部分二线城市以及大量三四线城市的房价升温、房屋销售增幅下降缓慢，新一轮楼市政策密集出台的调控中，这些城市可能会成为调控重点所在。

### 3. 房地产贷款增速回落，但仍保持高位

受房地产销售放缓影响，2017 年房地产贷款增速开始从高位回落。2016 年随着房价飙升，我国房地产市场的贷款余额加速增长，商业性房地产贷款余额增速在 2016 年底达到 27% 的高点，个人购房贷款余额在 2017 年 1 季度达到 35.7% 的高点。这在催生资产泡沫迅速积累的同时，使大量资金流向房地产市场，随之给经济带来了一定金融风险与增长阻碍。因而本轮房地产调控中包含了收紧房地产信贷、谨防各项资金流入房地产市场的内容，16 座城市出台限贷政策。目前来看，调控成效初现，但仍维持高位，需进一步观察。

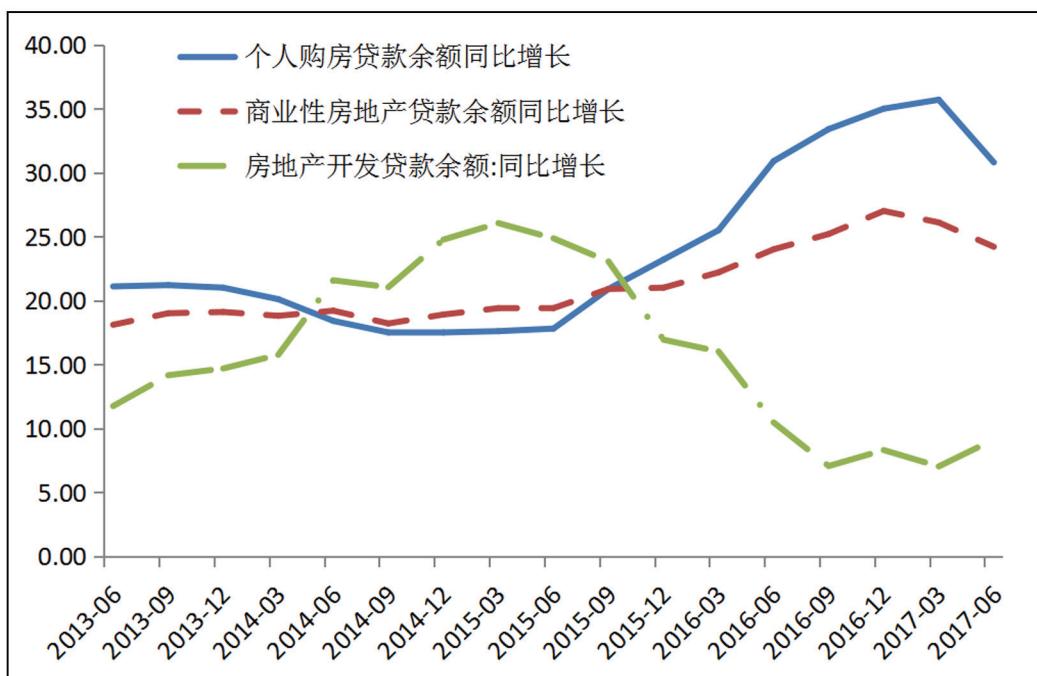


图 68 中国房地产贷款增速回落

从具体数据上看，2017 年 2 季度，商业性房地产贷款余额同比增长 24.2%，比 1 季度回落 1.9 个百分点，比 2016 年 4 季度高点回落 2.8 个百分点。购房贷款余额增长速度也有一定程度的下降，同比增长 30.8%，增速比一季度回落 4.9 个百分点。与购房贷款与之对应的是房地产开发贷款增速略有上升，2017 年 2 季度房地

产开发贷款同比增长 9.1 个百分点，增速比 1 季度回升 1.1 个百分点。因此，相比 1 季度购房贷款高速增长与房地产开发贷款增速下滑形成明显分化，2 季度的分化趋势得到小幅反转，市场风险从房地产企业部门转向家庭部门的情况得到一定控制，但维持高位的增速绝对值中蕴含着不断增长的债务规模和杠杆率，经济对于债务违约可承受的打击程度持续下降，为实体经济的运行带来了愈发危险的不稳定性。

从绝对规模来看，商业性房地产贷款余额继续增长，增幅小幅缩小。2017 年 2 季度，我国商业性房地产贷款余额比 1 季度增加 1.3 万亿元，增幅比 1 季度缩小 4000 亿元，比 2016 年的平均季度增幅缩小 1250 亿元。可见，贷款扩张有所改善，但仍处在较高速增长的过程中，随之带来的金融风险也在不断积累。

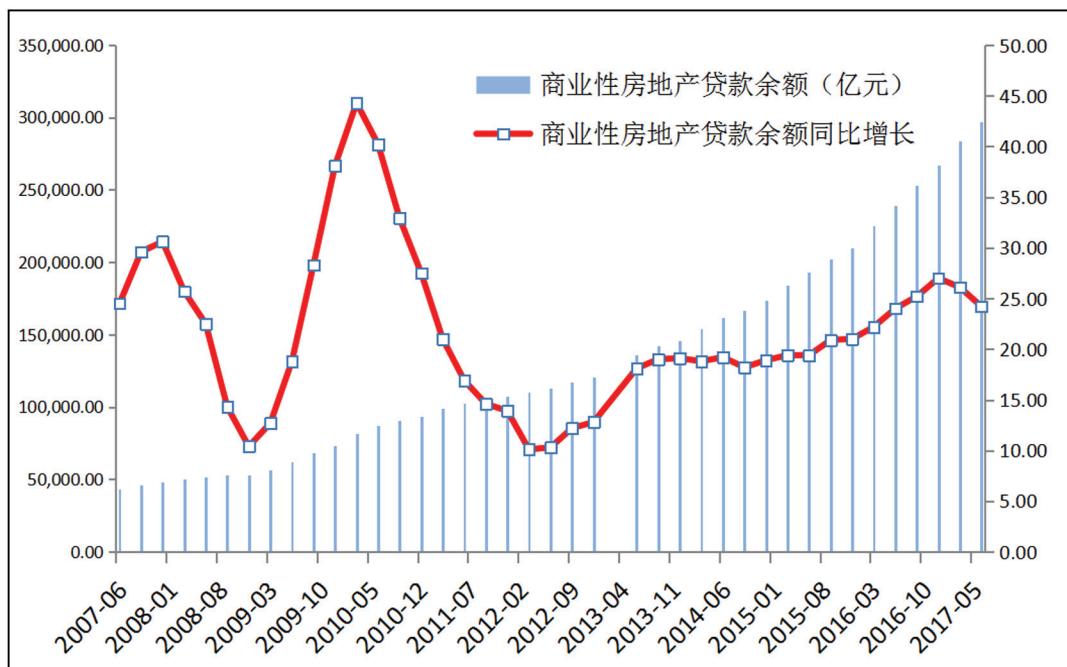


图 69 中国商业性房地产贷款扩张改善

与之对应的是，房地产开发商杠杆率略有回升，但是在 2016 年整年的持续下滑积累态势下规模尚小。2017 年 6 月年房地产开发贷款余额同比增长 9.1 %，比 2016 年同期增速下降了 1.3 个百分点，绝对规模增长 5000 亿元，比 2015 年同期的增幅下降了 40 %。房地产开发贷款余额绝对减少的态势于本年初开始好转，截至

6月为止,余额比年初累积增加了2000亿元。

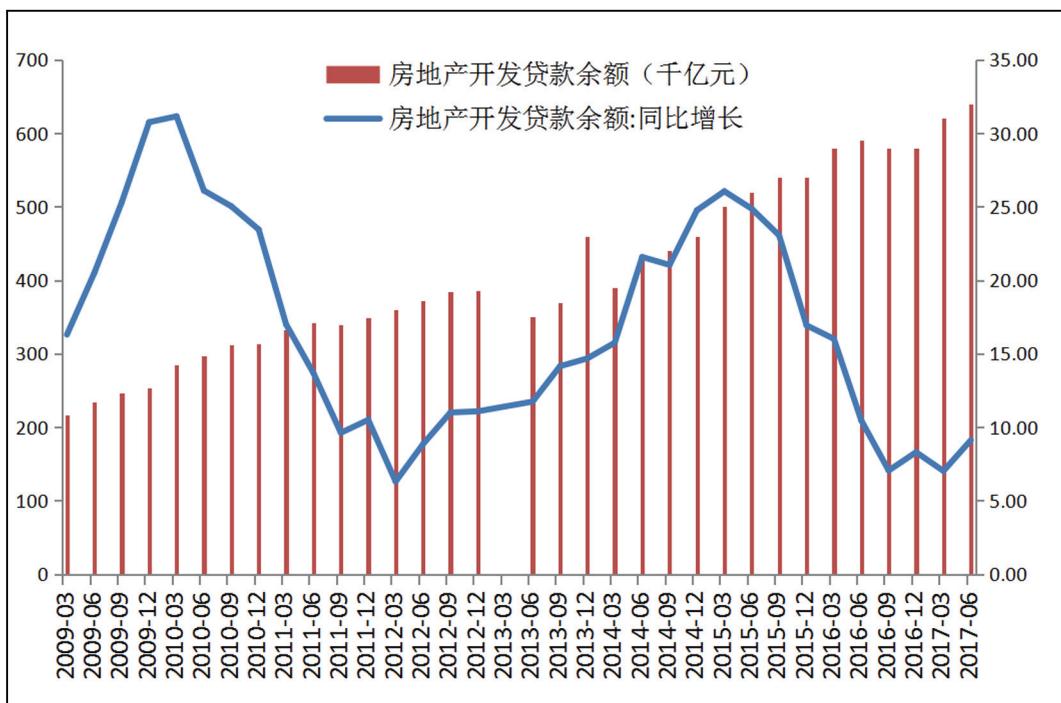


图 70 中国房地产开发贷款余额变化趋势

#### 4. 房地产投资增速回落

房地产开发投资增速自4月高点以来持续回落,目前与全国固定资产投资增速基本持平。2017年1—8月份,全国房地产开发投资同比名义增长7.9%,与7月份持平,比二季度回落0.6个百分点,比2016年全年增速提高1个百分点,增速高于全国固定资产投资增速0.1个百分点。其中,住宅投资增长10.1%,比2016年增速提高3.6个百分点,高于固定资产投资增速0.2个百分点。短期而言,房地产投资对全国固定资产投资的稳定作用仍然较为重要,占全国固定资产投资的比重相比二季度略有回落,但仍然保持在17%以上。值得注意的是,剔除价格因素后,实际房地产投资增速在2016年企稳回升后于2017年持续下滑至2.8%。具体来说,2016年实际房地产投资增速从2015年的2.8%回升至7.6%,但2017年前三季度又再度回落至2.8%。

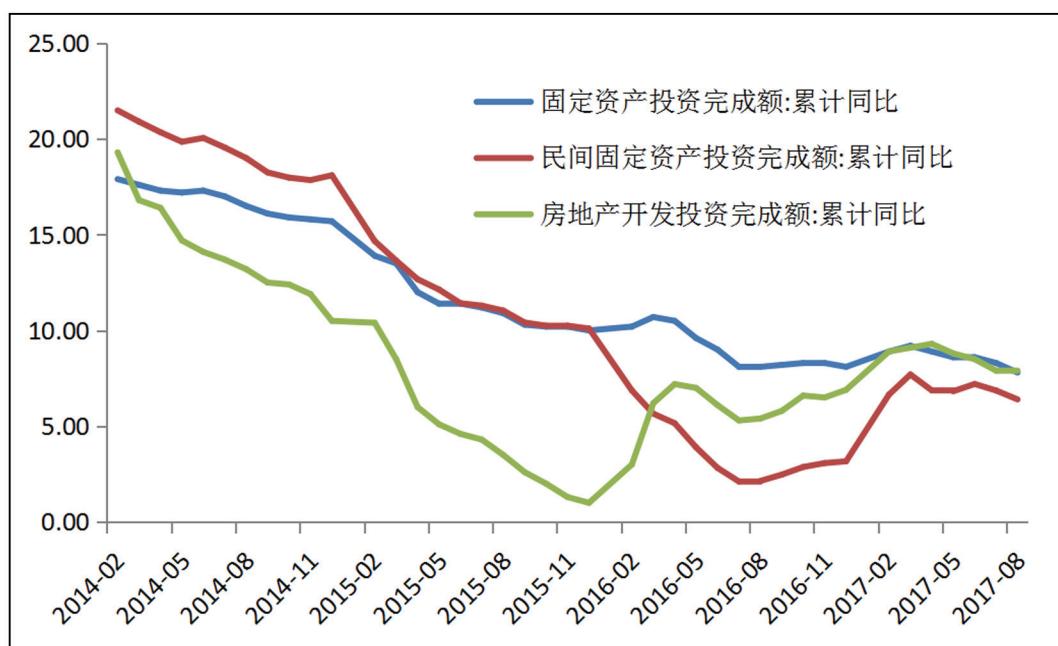


图 71 中国房地产开发投资增速持续回落

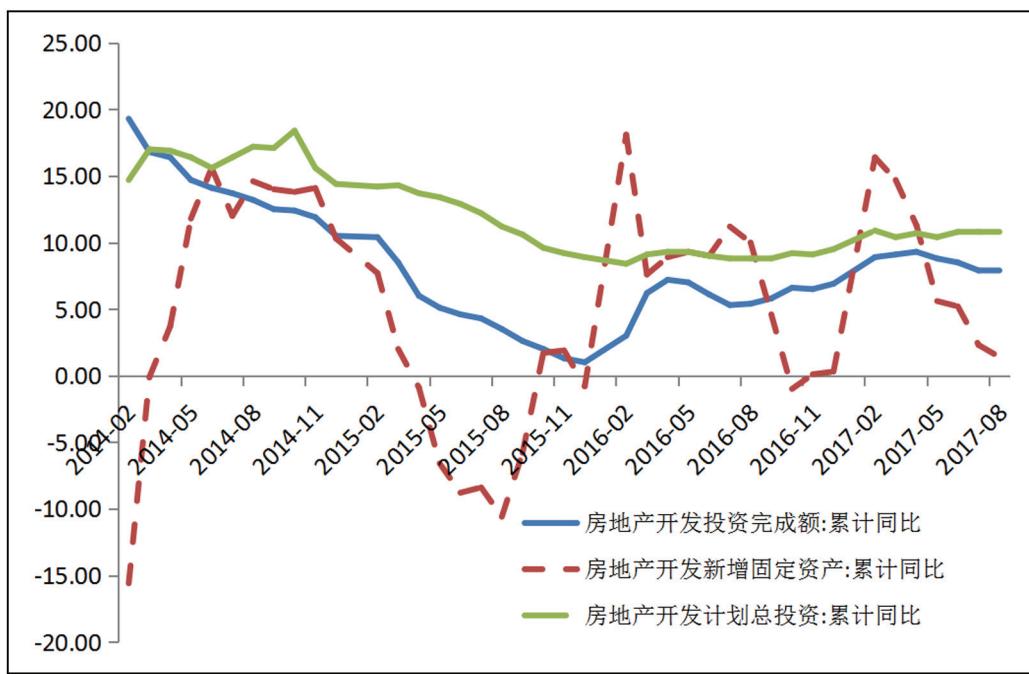


图 72 中国房地产开发投资增速得到控制

房地产开发计划总投资继续维持较快增长,截至8月份累计增速达到10.8%,相比之下,在严格的政策调控和预期影响下,房地产开发新增固定资产投资增速剧烈下滑,8月份累计同比增长1.4%,增速比7月份回落0.9个百分点,比二季度回落3.8个百分点,比年初回落15个百分点。两者的不同表现显示,房地产开发投资短期内受到了明显控制,可持续性不断收紧。

### 5.先行指标与去库存情况

8月份的先行指标显示,在较为严厉的房地产调控政策下,短期内房地产市场投资热度得到一定控制,但随着去库存进程持续推进,未来房地产市场投资信心依然较强。首先,在房地产库存方面,随着去库存进程持续推进,商品房库存下降势头强劲。8月商品房待售面积62352万平方米,比7月末减少1144万平方米,比二季度末减少2225万平方米,比2016年末减少7181万平方米;其中住宅待售面积减少987万平方米,占售出商品房面积86.2%。从同比指标看,去库存增幅更为明显,8月份商品房待售面积同比下降12%,其中商品住宅库存同比下降22%。

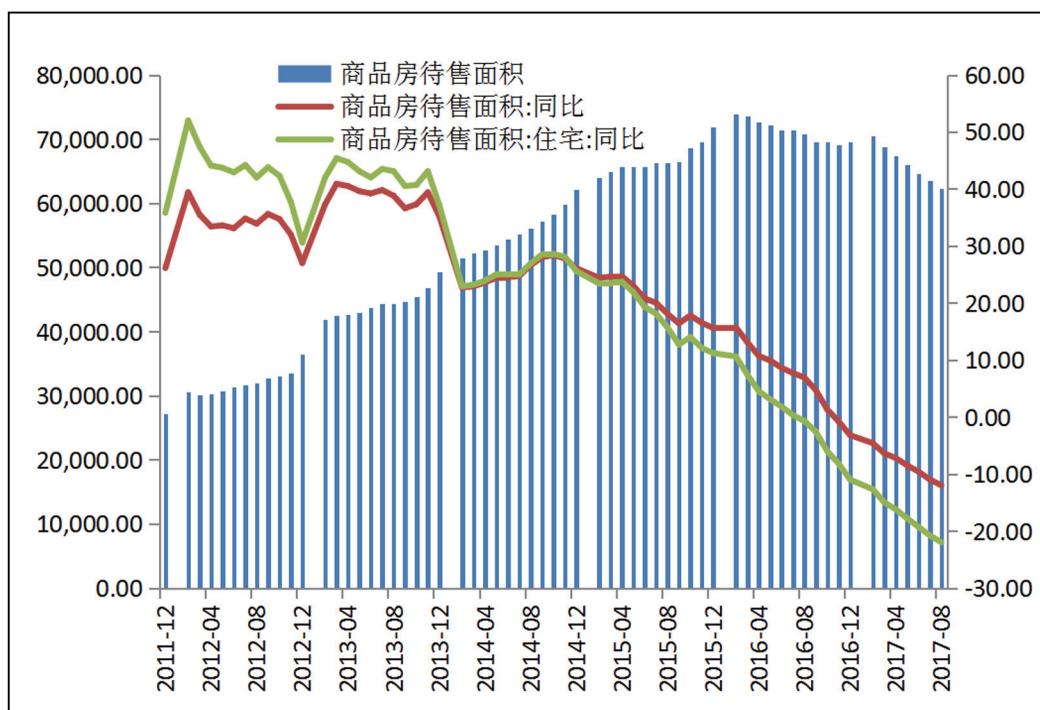


图 73 中国商品房待售面积变化趋势

房屋新开工面积和竣工面积增速放缓,反映了调控政策在一定程度上打击了地产投资的信心与市场热度。年初以来房屋新开工面积增速不断下降,1—8月份同比增长7.6个百分点,增速比2016年回落0.5个百分点;其中住宅新开工面积增长11.6%,增速比二季度回落3.3个百分点,比2016年提高2.7个百分点。相应房屋竣工面积变化趋势与新开工面积一致,1—8月份增长3.4%,增速比2016年回落2.7个百分点;其中住宅竣工面积增幅不断下降直至7月份出现负增长,8月份住宅竣工面积增长0.5%,增速比2016年回落4.1个百分点。

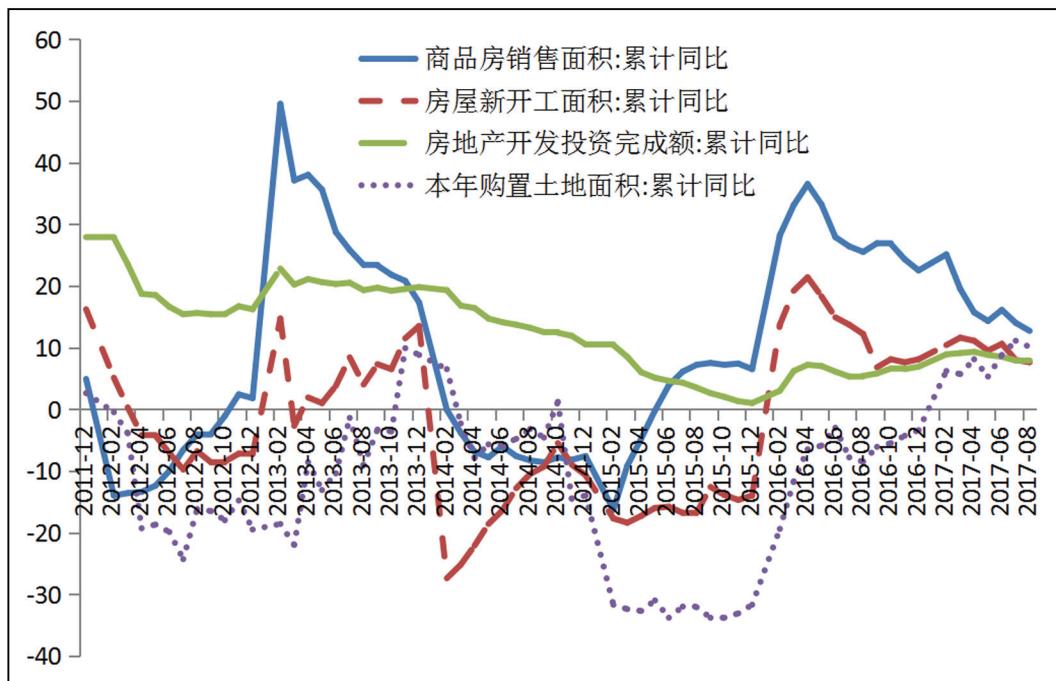


图 74 中国房地产新开工面积增速放缓

但是在土地交易方面,房地产开发土地购置面积和成交价款继续保持较快增长,显示了补库存的需要和对市场未来的信心。1—8月份,房地产开发企业土地购置面积同比增长10.1%,增速比二季度提升1.3个百分点,比2016年年末回升13.5个百分点;土地成交价款大幅增长42.7%,增速二季度提升4.2个百分点,比2016年增速提升22.9个百分点,显示出新一轮房地产调控政策中“增加土地供应,控制房价泡沫”的取向,但从土地成交价款增速与土地购置面积增速的缺口持续扩大的角度来看,土地供应仍然相对进展,有进一步改善的空间。

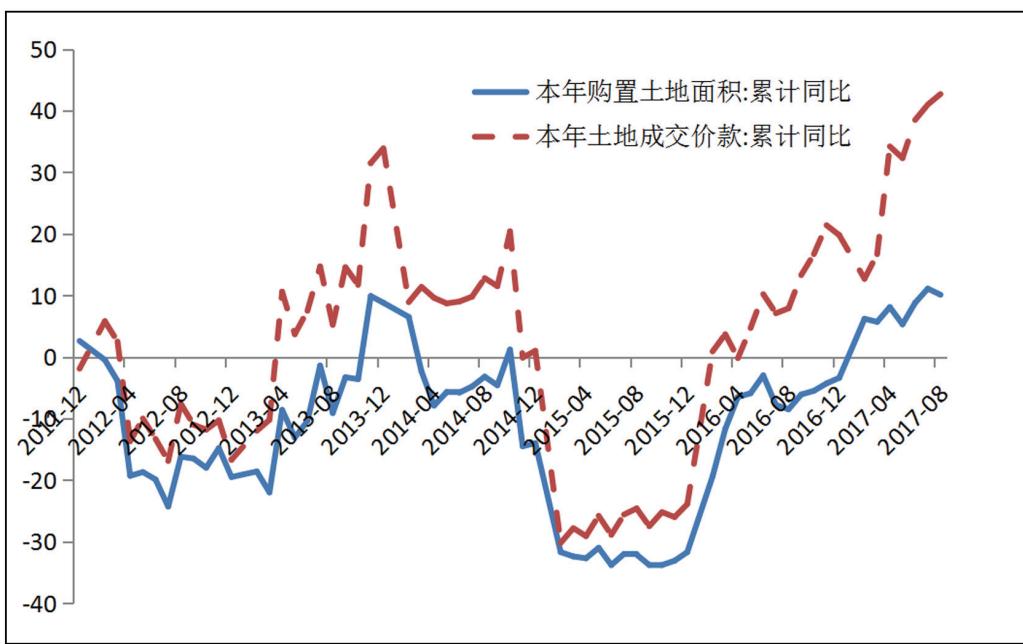


图 75 中国房地产土地购置面积与成交价款保持较快增长

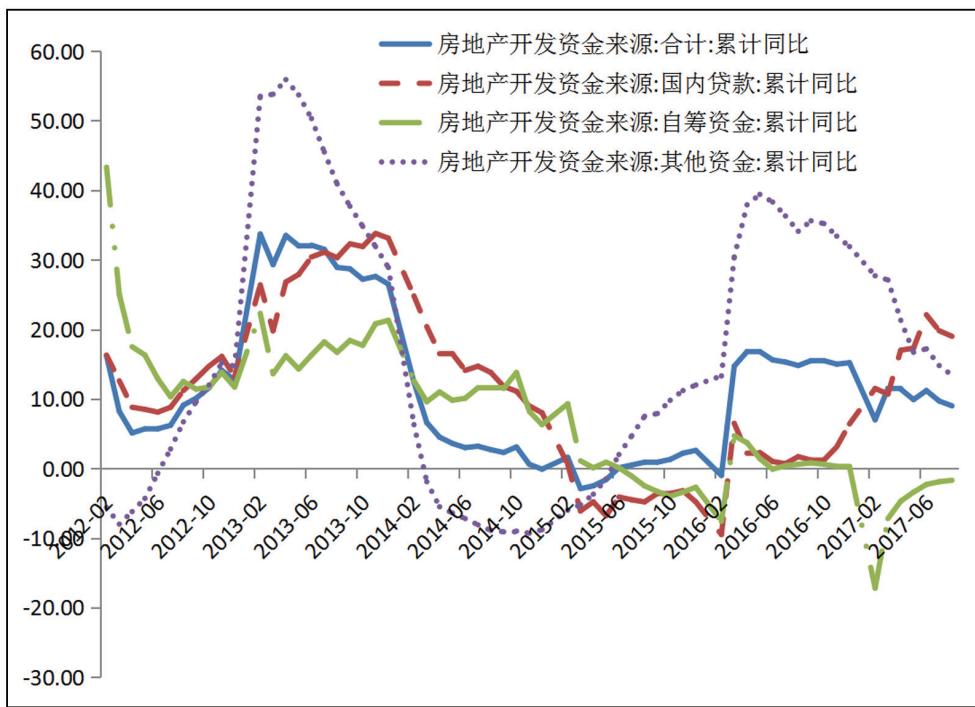


图 76 中国房地产开发企业本年到位资金充足

房地产开发企业本年到位资金也维持在充足状态。1—8月份,房地产开发企业到位资金同比增长9%。其中,国内贷款增长19%,利用外资增长15.4%,其他资金增长13.4%,而自筹资金下降1.7%。在其他资金中,定金及预收款增长20%,个人按揭贷款增长2.4%。

总体而言,房地产开发景气程度略有收缩。9月份,房地产开发景气指数(国房景气指数)为93.40,比8月份回落0.06点。

#### 6. 房地产市场对经济增长及政府收入的拉动作用较强,但出现减弱迹象

从拉动经济增长的角度看,2017年房地产市场运行平稳,房地产去库存政策拉动房地产销售与投资,下半年在政策的调控作用下增幅略有回落,但仍然作为经济的主要驱动力,拉动总体经济平稳运行,对GDP增长贡献率保持较高水平。截至2017年2季度,房地产业对GDP增长的贡献率达到7.2%,相比较一季度回落1.1个百分点;房地产业对GDP增长拉动0.5个百分点,比一季度回落0.1个百分点。但从绝对水平上看,房地产业的增长贡献仍为09年以来的较高水平,自2016年1季度起,房地产业已经大体保持上述“亮眼”表现达到6个季度。

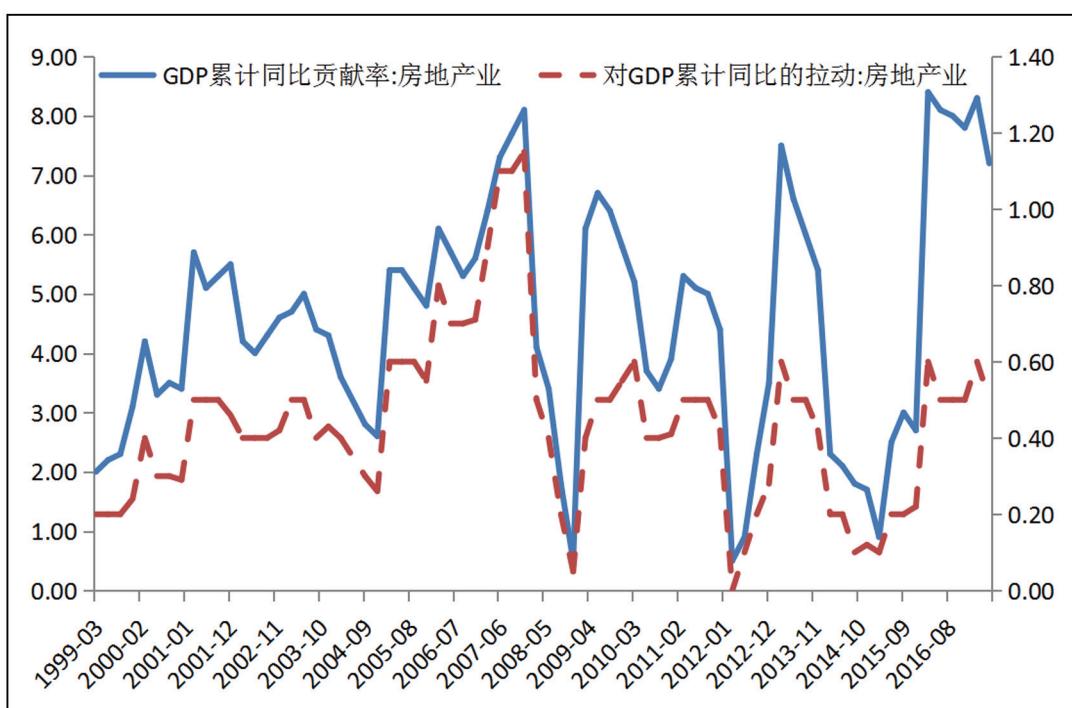


图 77 中国房地产对GDP增长贡献率保持高位

从提高政府收入的角度看,2017年政府基金性收入增速回升幅度较大,使得去年以来经济下滑带来的财政收入紧缩的状况得到明显改善。2017年1—8月,公共财政收入累计同比增长7.7%,比去年同期提高5.4个百分点,比去年全年提高3.2个百分点;政府性基金收入累计同比大幅增长31.3%,比去年同期大幅提高28个百分点,比去年全年提高19.4个百分点。不过随着房地产调控政策逐步实施,出口阶段性放缓、减税效果体现等因素共同作用,相比第二季度,公共财政收入增速回落3.7个百分点,政府性基金收入增速也回落0.3个百分点。随着多项措施对于房地产热度的削减,政府对于土地供应的放松、以及土地出让收入增速放缓,土地市场收入的增长也会受到一定打击,政府性基金收入的增速可能继续放缓。

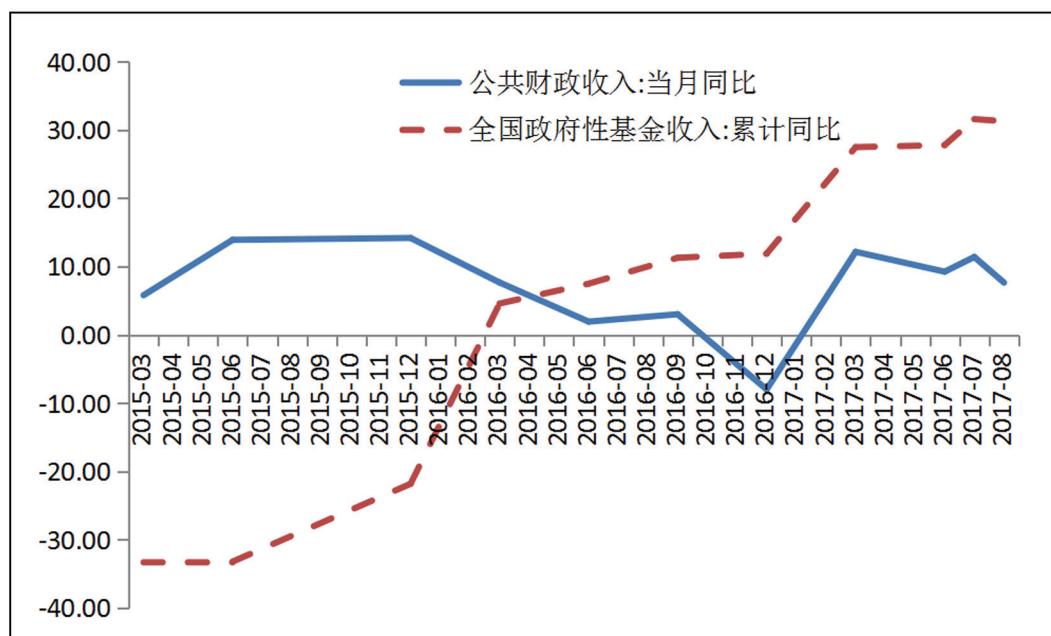


图 78 中国财政收入紧缩状况得到改善

综上,从2016—2017开展的两轮房地产调控效果上来看,短期内我国房价暴涨的趋势得到有效控制,但房价水平依然居高不下,房价上涨的压力也依然较大。在我国核心城市住房需求长期存在的情况下,限购限贷政策虽然能够短期抑制房地产市场过热的现象,但没有从根本上改变影响房价及房价预期的根源。严厉的调控政策将一二线城市的部分需求挤压向三四线城市,使之成为近期投资热点。不仅如此,依靠房地产拉动经济的现实状况与房地产调控的政策目标之间也产生了

一定的冲突。房地产销售和投资增速均出现了较大幅度的下滑，对短期宏观经济产生了一定的下行压力。

### (五)政策收紧下的利率上行压力

在全球货币政策收紧背景下，中国面临资金利率上行压力，尤其是在投资不稳的情况下，资金成本大幅上扬可能会给中国宏观经济带来较大下行风险。随着美联储和欧央行计划启动加息和缩表进程，在国内防风险、去杠杆背景下，我国稳健偏中性的货币政策呈现出边际收紧态势；而与此同时，宏观审慎监管加强、金融监管省级，整体货币环境有所趋紧。从利率数据来看，在货币趋紧的背景下，2017年各种期限的利率均出现了不同程度的上升，相比2016年，利率中枢明显上移，给投资和经济复苏带来了一定的压力。具有标志性的事件是，今年11月14日，作为债市标杆品种的十年期国债收益率突破4%，创下3年来的新高。

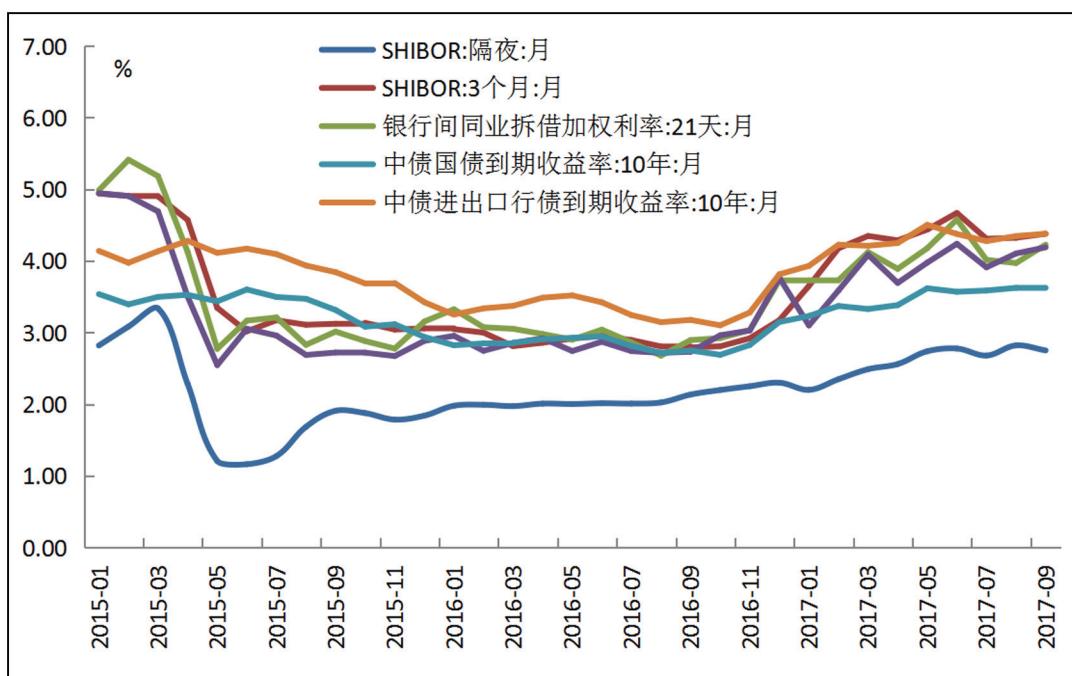


图 79 利率中枢上移

从资金来源情况来看，2017年固定资产投资资金来源增速显著低于投资增速，显示投资资金相对不足。尤其是一季度，固定资产投资来源同比下降2.9%，为

1997年以来首次出现负增长。从全年来看,国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资增速也均比2016年有明显的回落。从未来各项走势来看,由于结构性减税等因素导致的财政收入增长放缓,预算内资金大幅改善的概率较小;在总体资金中占比较高的国内贷款,随着央行稳健偏中性政策的持续,信贷增长仍将维持目前水平;而随着金融监管升级、利率成本的抬升以及融资难度不减,自筹资金增长难以大幅明显提升;利用外资持续下滑,尽管下滑幅度不断收窄。总体上来看,未来固定资产投资面临资金来源约束。

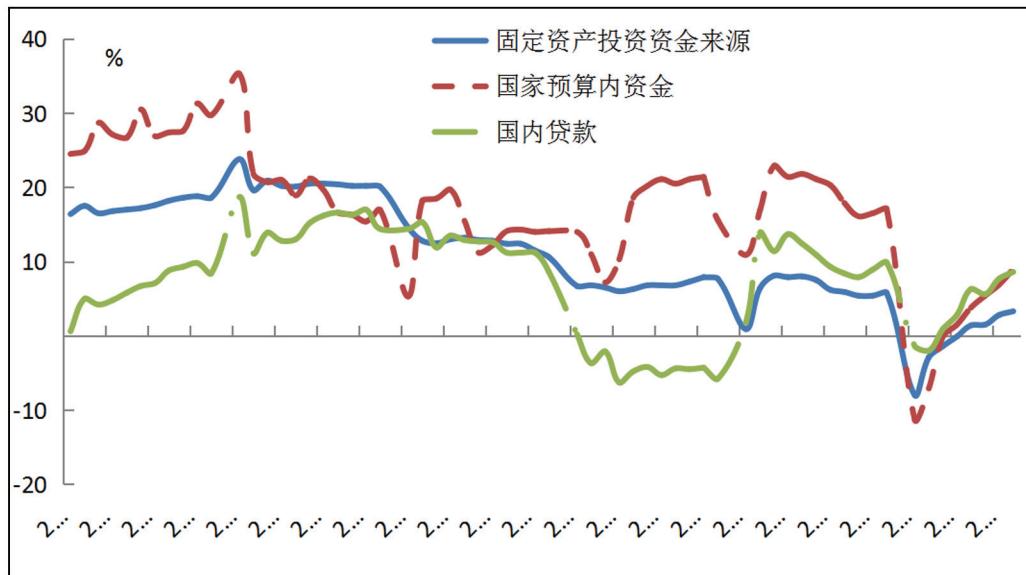


图 80 固定资产投资资金来源压力较大

货币中性偏紧对实体经济的融资和债务压力形成一定影响,使得资产负债表的修复遇到了更大的问题。一方面,货币环境收紧叠加央行对于商业银行的宏观审慎监管(MPA)加强,带来商业银行压缩广义信贷的行为,从而影响实体经济可借贷资金,抬升资金成本同时也影响企业借新还旧。另一方面,尽管在去产能背景下,工业部门资产负债表有所修复,但这种修复并不平衡,主要集中在上游行业企业。2017年PPI上升主要来自上游原材料产业,利润增长也局限在上游产业。1—9月份,煤炭开采和洗选业的利润总额累计同比增长723.6%,黑色金属矿采选业累计同比增长66%,化学原料及化学制品制造业增长37.9%,远高于工业平均水平。而这些上游行业恰恰是过去一段时间利润水平较差、高杠杆率,资产负债表

急需修复的行业。这就使得利润增量更多的是修复资产负债表，而不是进行投资。这种情况在今年金融整顿的环境下，融资困难和债务压力有可能进一步加大，资产负债表的修复还需时间。

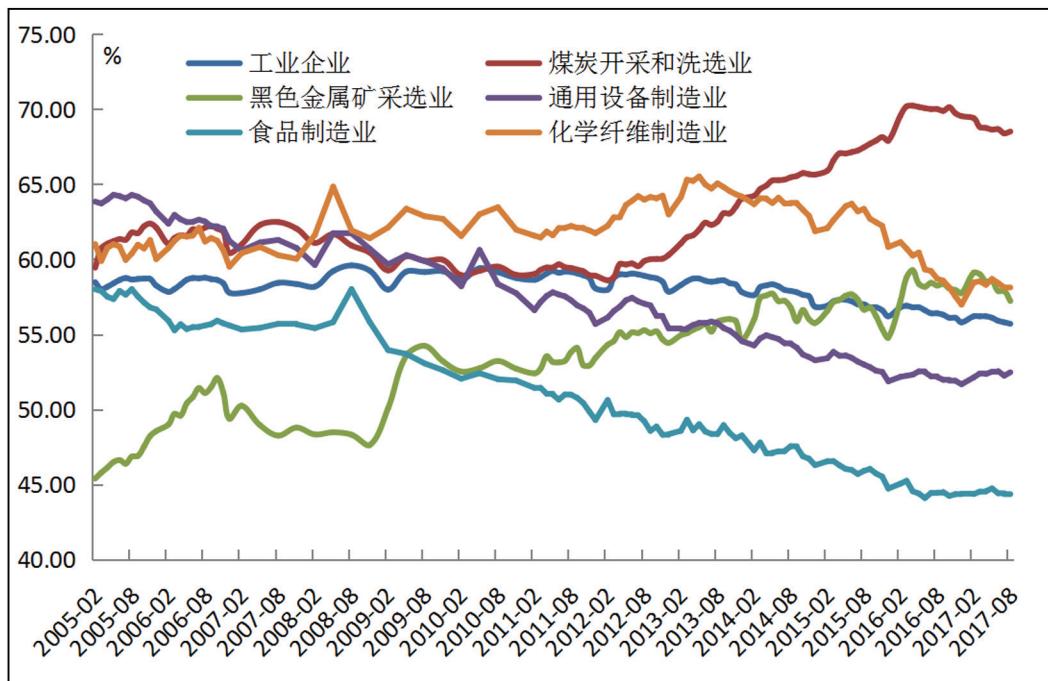


图 81 工业行业资产负债率

**监管之下商业银行调整缩表，使得社会融资承压。**今年以来，在持续的金融监管压力之下，表外融资业务增速已经有所放缓；与此同时，银行表内资产也出现收缩态势，银行资产、负债同比增速已经有所放缓。后续来看，在 MPA 考核持续，表外理财和同业存单相继纳入 MPA 考核的情况下，银行业金融机构依然面临一定的资产负债调整压力，从而导致表内信贷的收缩。据中诚信测算，在中性情境下，MPA 考核将导致 7.04 万亿元信贷资源的减少<sup>①</sup>。持续的监管趋严政策将对社会融资形成一定压力。

**货币收紧叠加监管趋严对实体经济融资形成影响。**一方面，如前所述，为了达标 MPA 考核标准以及其他监管要求，商业银行压缩广义信贷以及规范同业业务

<sup>①</sup> 袁海霞，《货币趋紧与宏观审慎监管加强背景下的广义信贷测算》，2017.4

的行为,会影响实体经济可借贷资金,抬升资金成本的同时也影响企业借新还旧。另一方面,针对地方融资平台和地方政府债务的政策规定,尤其是规范 PPP 融资,虽然长期来看有利于理清融资平台和地方政府的关系,进一步规范地方政府举债,但是短期内会使得目前仍承担基建任务的融资平台融资渠道有所收紧,进而会对基础设施资金来源形成约束。与此同时,随着房地产销售萎缩、发债受限和严查理财、资管资金违规入市,房企的资金来源正在全面收紧,房地产投资将下滑,房地产行业下行对经济增长的影响将不断显现。目前的数据也说明了投资面临的下行压力,今年前 5 个月,金融强监管背景下固定资产投资资金来源出现负增长,这是 1997 年首次出现的现象,此后随着金融去杠杆趋向温和有所回升,但仍处于近年来低水平,1—9 月份固定资产投资资金来源累计同比增长 3.3%,较去年同期回落 2.6 个百分点,融资压力持续存在。从房地产投资资金来源来看,6 月份以来房地产投资资金来源持续回落,1—9 月同比增长 8%,同比回落 7.5 个百分点,房地产投资资金来源的回落将对房地产投资形成压力。



图 82 固定资产投资资金来源和房地产开发资金来源累计同比走势

## (六)金融下行期资产处置和监管平衡

随着中国经济风险从金融周期的上行期风险向下行期风险转变,控风险的重

点从上升期的债务信用风险转向流动性风险，需要特别关注去杠杆过程中的流动性风险和局部风险的释放。其中，金融下行期资产处置和监管平衡成为两个重要问题。

### 1. 国企“债转股”过程中出现的问题

在“三去一降一补”的背景下，债转股作为让国有企业“轻装上阵”的重要手段，在国企改革中被予以厚望。但必须看到，在国企债转股过程中出现了很多深层次问题，集中在落地难、配套政策和退出机制不健全上，必须引起足够重视。在国企“债转股”推进过程中，资产管理公司通过加速资产证券化为低效国企提供再融资，但如果公司行为模式没有发生本质改变，只是简单“扔包袱”，不仅不能通过提升企业运行效率解决经济运行中的核心问题，反而可能会进一步强化原有的问题，增加企业退出和未来改革的成本。

国有企业改革是所有制改革的核心，成功的国有企业改革是构成中国模式、中国道路的重要基石。因此，国企改革的方向决定了我国改革的总方向，国企改革的成功与否也是决定中国经济能否在“新常态”中实现软着陆的重要因素。事实上，当前国企改革中面临的很多问题，诸如：债务问题、僵尸企业、效率低下、激烈机制不全等，都曾在 90 年代中后期出现。虽然问题似曾相识，但当前环境与 90 年代末 20 世纪初却发生了本质性的变化，这也意味着当前的国企改革需要新的思路和新的解决办法。不仅如此，相比于 90 年代末，在经历了数轮国企改革的反复后，现在摆在面前的国企问题可以说是积重更深、头绪更杂。

**第一，债务率过高，且多集中在产能过剩行业。**债务问题是我国当前经济中的重要“灰犀牛”，也是供给侧改革“三去一降一补”的关键一环。据财政部统计，截至 2016 年 10 月底，我国国有企业负债总额为 86.46 万亿元。金融危机后企业部门杠杆率的攀升主要受国企拉动，国有企业资产负债率由 2008 年的 57.4% 逐渐攀升至 2016 年的 61.3%，而同期私营企业杠杆率从 57% 震荡下行至 51.9%。

除了总量上的问题外，国有企业负债还存在结构性问题，即国企负债多集中在产能过剩部门。从行业分布上看，国企负债最高的五大行业分别是工业、公用事业、能源、原材料和房地产。而在工业领域内部，以 2015 年数据为例，国企负债排名前四大行业分别是电力工业、冶金工业、机械工业、煤炭工业，这四大行业的国企负债占国企总负债的 2/3 以上，而这些行业大多是产能过剩行业。

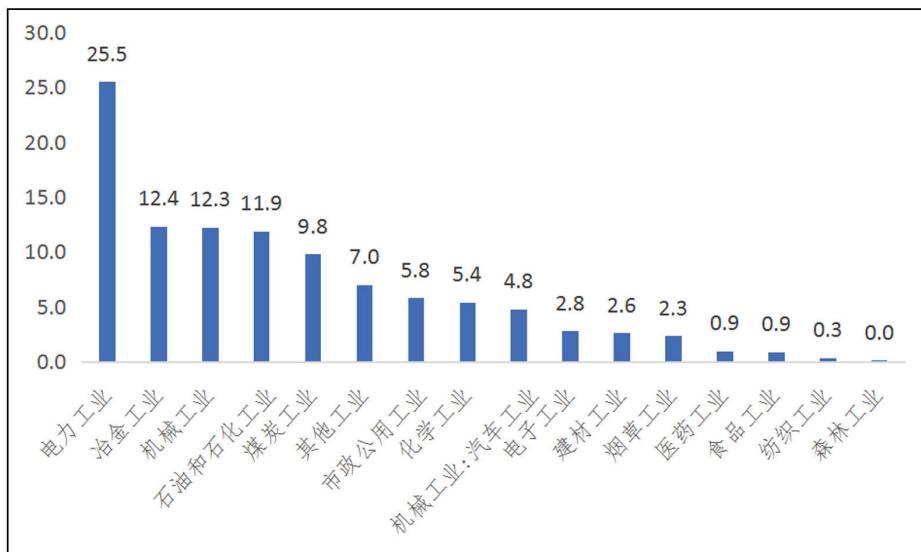


图 83 2015 年工业领域内部国有资产分布情况(%)

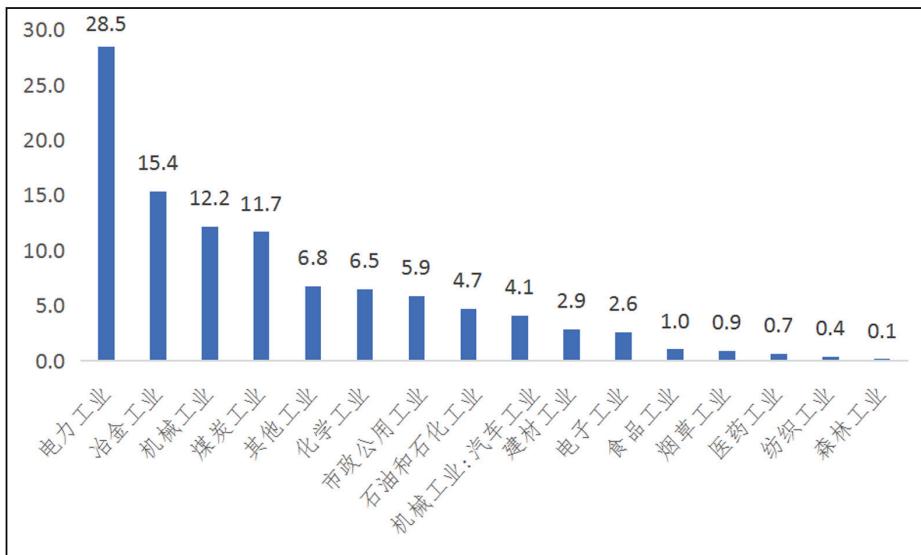


图 84 2015 年工业领域内部国企负债分布情况(%)

**第二，僵尸企业尾大不掉。**造成国企高债务率的原因是多种多样的，但其中一个重要因素就是 2008 年金融危机之后我国推出的四万亿刺激政策。出于“稳增长、保就业”的政策目标，同时得益于当时宽松的货币政策，国有企业迎来了一波加

杠杆高潮。但此后刺激政策的副作用逐渐显现，在产能过剩行业积累了很高杠杆率的国有企业中出现了大量“僵尸企业”。聂辉华等(2016)<sup>①</sup>使用1998—2013年中国工业企业数据库(包含大约80万家企业和360万个观测值)和1998—2015年上市公司数据库，测算了中国工业部门的僵尸企业比例的估算。他们发现按照企业的注册类型(国有和集体企业、民营企业、港澳台及外商企业)来划分，国有和集体企业中僵尸企业的比例都最高，而民营企业和港澳台及外商企业中僵尸企业的比例相近，均远低于国有和集体企业中僵尸企业的比例。以2004年为分界点，2000—2004年间国有和集体企业的僵尸企业占比超过25%，而同期民营企业和外商企业僵尸企业比例均低于15%。2005—2013年间，尽管各类所有制企业的僵尸企业比例均有所下降，但国有和集体企业这一比例依旧高于15%，比民营和外商企业同期7%左右的比例高出近一倍。长期以来，这些濒临破产的僵尸企业通过地方政府各种形式的“输血”(主要是低息贷款和巨额补贴)勉强为生，这些企业挤占了大量的生产资源，并且带来了要素市场价格的扭曲，这些因素均造成了微观层面的资源错配。

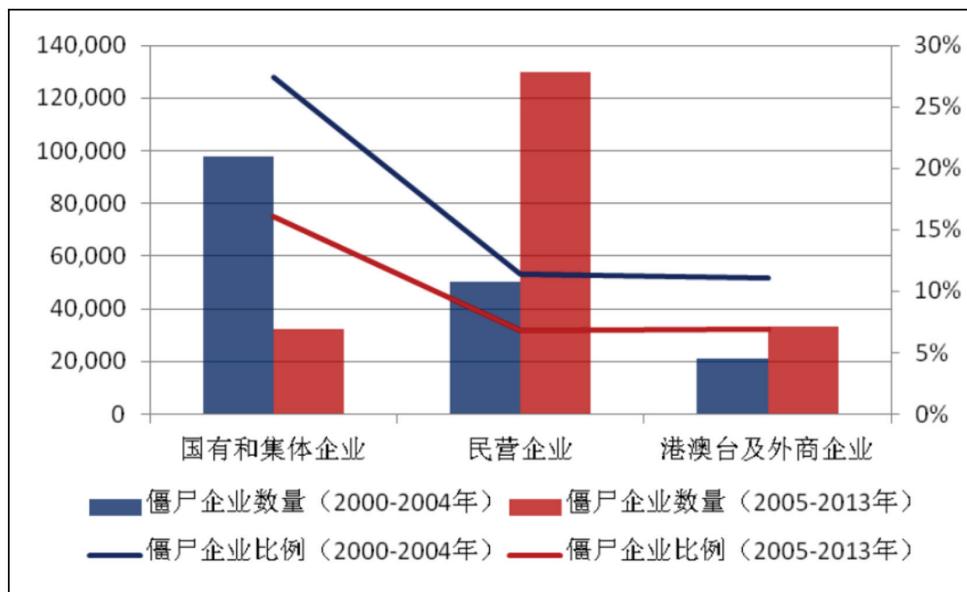


图 85 分所有制僵尸企业比例

注：图引自聂辉华等(2016)<sup>②</sup>

<sup>①</sup> [http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/20160727155621\\_848924\\_58213.pdf](http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/20160727155621_848924_58213.pdf)

<sup>②</sup> [http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/20160727155621\\_848924\\_58213.pdf](http://nads.ruc.edu.cn/upfile/file/20160727155621_848924_58213.pdf)

**第三,微观企业运营情况分化严重。**经历了30多年的改革,国企在“抓大放小”之后,国企盈利情况出现了明显的两级分化,呈现出“冰火两重天”的景象,并且这种差距在2008年之后逐步扩大。盈利能力的分化背后主要反映的是所在行业不同:在金融、石油、电力、电信等上游垄断行业的国企凭借其市场能力、近期PPI价格指数的回暖,以及受益于几次国企改革后行业集中度的提升,利润增长明显;而在下游与民企展开激烈竞争的国企则步履维艰。

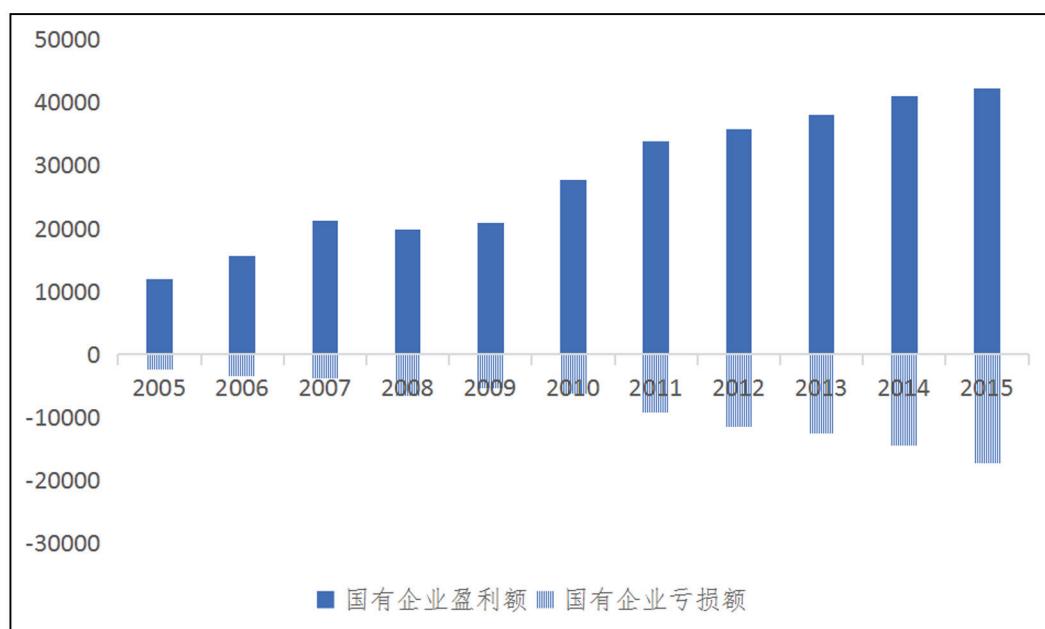


图 86 全国国有企业亏损、盈利情况(亿元)

在“三去一降一补”的背景下,债转股作为让国有企业“轻装上阵”的重要手段,在国企改革中被予以厚望。但必须看到,在国企债转股过程中出现了很多深层次问题,引起足够重视。主要问题集中在:落地难、配套政策和退出机制不健全上。

**问题 1:落地难,原因在于银行参与动力不足以及配套政策不健全。**目前看来债转股落地率偏低,仅有一成左右,对化解银行不良资产作用有限。落地率偏低的原因一是因为银行参与动力不足。目前商业银行不良贷款比例约在1.74%左右,而90年代末那一轮债转股时期这一比例约为20%,这客观上造成了这一轮债转股中银行参与动力不足;其二,也是更为重要的一点,就是配套政策的不完整,银行和企业对于收益、风险共担无法达成一致。

**问题 2：债转股中“明股实债”现象严重，源于配套和退出机制不健全。** 债转股过程中被人诟病最严重一个问题就是“明股实债”现象，是指虽然协议上签的是“股”，但实际还会附属一个回购条款。常见的条款会要求之后 5—7 年内企业或企业股东、地方国资把这部分股权再买回去。

为什么会出现这种情况呢？从银行的角度来看，在债转股企业后续经营中，银行能够介入的程度十分有限，一是囿于行业专业知识的欠缺，二是由于腾不出专门人手负责企业运营。如此一来，银行很难真正发挥股东的作用。同时，银行运营风格又是偏保守的，这就使得他们必须要求相对稳定的回报。最终的结果就是银行一般会和企业签署一项“有息债转股”协议，要求 5% 左右的固定收益。同时还会要求一项回购协议。如此一来，企业相当于是把眼下的短期债务换成了长期债务，虽然短期来看降低了企业杠杆率，但长期影响是推高了企业财务成本。此外，回购协议到期时企业还需要筹集一笔资金来回购股权，届时很可能再度面临高债务压力，陷入恶性循环。

**问题 3：债转股过程中可能出现“关联交易”行为。** 在操作上，一些商业银行会先自设资产管理公司，然后将债权优先给自己的资产管理公司，这个中间价格由银行内部协商。对于银行来说，这么做的好处一是中间成本更低，二是防止核心客户外流。但这种“左口袋进右口袋”的手法难免会碰触到“关联交易”的边界。

**问题 4：债转股不能保证企业微观行为的实质改变。** 债转股的初衷是让银行帮助企业降低杠杆率，同时协助企业改善治理结构、规范经营管理，使企业轻装上阵，最终实现盈利。但在实际中，银行对于企业的实际运营介入有限，很难保证企业过剩产能真正得到剥离和处置。如果企业不能从微观行为上发生转变，那么问题的本质还是没有得以解决。

## 2. 宏观审慎监管政策行政化的问题

2017 年以来金融监管的加强在一定程度上缓释了金融系统性风险，商业银行资产负债表无序扩张情况有所改善，但是强监管需要与金融创新兼容，必须从根源上改变银企、政企关系。在应对影子银行等问题上，如果宏观审慎监管政策过于行政化，简单地由表外转向表内，未必能达到预期目标。特别是存在金融抑制的情况下，中小企业、民营企业、创新企业获得资金的一个重要渠道就与银行的表外资产有关，因而在规范银行业务进行并表的同时，还需要关注和解决这三类企业融资难的问题。

近几年来，低利率环境下金融机构表内外资产快速膨胀、负债率不断攀升，资

金流向实体经济的链条在不断拉长,市场上机构终端投资的杠杆交易持续,金融风险不断加剧;尤其是影子信贷以资管、理财产品为主快速发展,造成某些领域高杠杆、久期和风险严重错配,加剧金融系统性风险。与此同时,债务结构中企业部门的债务过快加杠杆,也加大金融体系风险;在宏观经济低迷的大背景下,周期性比较强的行业企业面临着巨大的经营压力,盈利下滑、偿债能力下降、信用质量恶化,转而进一步影响企业再融资,违约风险持续上升;企业经营困难,银行贷款坏账率持续上升、影子银行风险增加,商业银行不良资产和不良贷款比例均有所上升,也加重银行等金融体系的风险;近两年来,部分企业的债务风险已经爆发出来,无论是银行贷款、信托贷款还是债券市场,均有违约事件的发生。如果各类风险加速相互传导,一方面加大了经济下行的压力,另一方面也导致系统性风险发生概率上升。

基于对风险的考虑,去年下半年以来,宏观调控的重心由稳增长向防风险转变,尤其是针对金融风险的防控不断出台,2017年监管政策进一步升级。各监管机构陆续出台了一系列政策,一方面直接限制机构投资杠杆水平,另一方面通过加强对银行同业信用创造的监控及限制,抑制金融体系的自我膨胀,并进一步清理影子银行及通道业务,压缩同业资金链条。2017年,金融监管进一步升级,两会前相继推出MPA考核、资管新规等;三月下旬至今,银监会先后发布6号文,46号文和53号文,旨在规范银行业风险防控,“三套利”(监管套利、空转套利和关联套利)和“四不当”(不当创新、不当交易、不当激励、不当收费)等行为,监管政策对于表外融资的监管进一步趋严,表外融资大概率回落。4月25日习近平总书记在主持中央政治局就维护国家金融安全进行的第四十次集体学习时强调“金融活,经济活;金融稳,经济稳”,就维护金融安全提出6项任务,强调“形成金融发展和监管强大合力,补齐监管短板,避免监管空白”“重点针对金融市场和互联网金融开展全面摸排和查处”“疏通金融进入实体经济的渠道”“加强党对金融工作的领导”,进一步突出防范金融风险在金融工作中的重要性。在此基调下,金融监管进一步趋严将是大概率事件。

加强金融监管,有利于遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张,降低金融系统中长期风险,改善货币政策传导机制。金融去杠杆将进一步降低金融产品之间的嵌套,抑制通道业务的发展,而银行在新监管环下受到更多资本和流动性的约束,金融机构的信用扩张将受到一定影响,信贷增速有所放缓。与此同时,监管加强也在一定程度上助推利率中枢上移,实体经济融资成本提高。从实际情况来看,在稳健

中性货币政策基调下,一季度表内信贷增速已有所放缓,后续快速增长可能性不大,融资成本有所上升。但是,需要注意的是,监管升级节奏需要与经济运行的实际情况相适应,应该避免过快或者过度,操作不当,那么也将加大金融风险的实体和信用风险事件的发生概率。

## 第四部分 主要结论和政策建议

通过上述分析,我们可以清晰得出以下结论:

结论 1:2017 年宏观经济的超预期企稳是稳增长政策持续实施、短期周期性力量部分企稳以及部分指标恢复性调整的产物,固定资产投资的持续下滑决定了中国宏观经济并没有开启新周期,中国宏观经济政策还没有到达全面退出的时点。

结论 2:中国经济新常态没有结束,但却出现了拐点性的变化,新常态步入到了新阶段。

结论 3:新常态的新阶段具有 8 大新的特征:1)增速将从“快速下滑的低迷期”转向“稳中趋缓的调整期”,增速换挡的力量将从“趋势性力量”与“周期性力量”的叠加转向“政策性退出”与“趋势性力量”的叠加。2)结构调整将从“政府主导型”和“外部冲击型”调整向市场主导型和内生主导型的结构调整转变。3)动力转换将从过去的“政府扶持与市场发展”二元并行的局面过渡到“市场为主、政府为辅”阶段,动能转换步入关键期。4)经济政策将“持续扩张期”步入到“渐进退出期”。5)世界经济将过去 10 年的“长期停滞期”步入到“低速复苏与政策退出期”,中国贸易顺差将从过去的“快速下滑期”步入到“低水平稳定期”,资本账户将从“恐慌性流出期”步入到“相对平衡的波动期”。6)金融周期将步入下行期,风险释放更具有突发性和隐蔽性。7)改革将步入攻关期和新制度红利的构建期。改革的模式将从以往简单的“就市场改市场、就经济改经济”转向国家治理体系的全面建构,通过权力重构、行政体系改革和社会改革来奠定经济改革的权力基础、行政基础和社会基础,供给侧结构性改革将在行政体制改革加速和社会改革的加速中得到深化。8)经济发展将迎来“高成本期”,成本推动型通货膨胀可能是未来需要高度重视的问题。

结论 4:新常态新阶段的各种新特征和新运行机制决定了今后两年中国宏观经济将呈现 3 大特征:1)经济企稳但难以快速反弹,稳中趋缓是常态;2)风险有所缓和但警报并没有解除,局部问题可能显化;3)结构虽有所优化但面临政策退出的冲击。

基于上述这些结论,本报告认为未来一段时期中国宏观经济政策应当集中关

注以下九大方面的问题：

1、对于 2017 年宏观经济的超预期企稳要有科学的认识，要从根本上反对“新周期”观，中国扩张性的宏观经济政策还没有到全面退出的时点。

2、必须加强对中国经济中期视角的认识和判断。对于新常态步入新阶段的新矛盾、新问题、新运行机制以及新规律进行深入研究，以深化认识习近平总书记提出的经济新常态理论，为未来几年的经济工作提出理论参考。

3、中国新周期尚未开启，中国扩张性宏观经济政策还没有到全面退出的时点，在新常态迈入新阶段中，中国宏观经济政策的常态化应当注意以下要点：

1) 在固定资产投资增速没有触底企稳之前，宏观经济政策的总体积极性定位不宜改变。

2) 考虑到实体经济修复速度将大大慢于虚拟经济，中国宏观经济政策常态化的速度应当慢于西方各国。渐进的步调应当与市场内生动力复苏的步调具有一致性。

3) 在风险约束和债务约束的作用下，货币政策、财政政策与产业政策的退出在路径、幅度和工具选择上必须要很好的协调性，这也是中国宏观经济政策退出与欧美政策常态化的复杂之处。

4、2018 年将延续 2017 年“增速企稳但不会反弹”、“风险有所缓和但警报远未消除”、“结构持续优化但存在反复的隐忧”等三大特征。在消费、外需以及新产业等方面的支撑下中国经济的韧性已经得到了大幅度提升，中国宏观经济政策应当保持定力，2018 年的中国宏观经济调控目标的核心应当从“稳增长”适度转向“控风险”基础上的“促改革”。

1) 要抓紧梳理党的十九大提出的改革任务和举措，按照党中央确定的全面深化改革的总目标，提出新常态新阶段的改革计划。

2) 必须清晰看到新时期全面深化改革必须跳出过去改革的范式，应当从政府体制改革、社会改革等方面进行破题，从而为经济体制改革打下权力基础、行政实施基础和社会基础。

3) 市场体制改革的核心是消除各种“软约束”，特别是政府与银行、政府与企业、银行与国有企业之间的各种软约束。因此，利用国有企业改革重建国有企业的行为模式，利用监管体系和金融体系改革重建银行的行为模式，利用政府行政体制改革重构政府的权力边界和行为模式是破解过去“治乱循环”的关键。只有利益边界发生变化，微观主体的行为模式才会发生变化，只有微观主体的行为模式发生变

化,资源配置的方式和效率才会发生变化。过于从宏观层面发力的管控难以真正改变资源配置的模式,也难以真正克服在行政管控中带来的政府失灵和由此产生的“双失灵循环症”。

4) 供给侧结构性改革需要进一步地深化和扩容,但应当在执法和规则化进程为基础性和关键性改革服务,要防止在深化供给侧结构性改革过程中泛化供给侧结构性改革和虚化供给侧结构性改革,从而错失新时期在全面从严治党取得压倒性胜利和经济企稳的大好基础上全面深化改革的关键窗口期。

**5、2018 年中国经济增速目标在强调 1100 万就业目标的基础上可以适度淡化,物价水平目标可以确定为 2.5%。**根据本团队测算,2018 年中国经济增速即使降至 6.5%,也能创造出 1100 万城镇新增就业岗位,2018 年中国经济增速目标在强调 1100 万就业目标的基础上可以适度淡化。就物价而言,由于食品价格的翘尾因素、上游价格上涨带来的成本传递作用以及工资改革带来的成本推动,2018 年的物价水平目标可以确定为 2.5%。就业质量的提升和个别时点价格的冲高甚至价格泡沫现象应当成为关注的要点之一。

**6、当前中国经济必须高度重视固定资产投资实际增速的加速下滑,2018 年稳增长的核心在于“稳投资”,但“稳投资”的政策方向和政策工具必须做出大幅度的调整:**

1)从短期来看,国家依然需要准备一些投资项目包,以防止固定资产投资增速过快下滑,2018 年保持政府性投资增速和房地产增速的相对稳定依然较为重要。

2)启动民间投资是稳投资的关键,而民间投资启动的核心在于提高投资未来预期收益率,预期收益率的提升来源于产权的可保护性、资本投资的新空间、投资成本的降低以及投资产业需求的扩展等方面。因此,民间投资的启动不是任何单一政策和工具能够胜任的,必须采取系统性的政策方案和改革措施,必须从中期角度来系统展开。建议 2018 年出台民间投资启动的系统方案,以全面调整投资预期。

3)必须认识到实体投资回报率过低不仅仅是一个周期性现象,更重要的是源自系列重大改革的缺位,启动民间资本的系统方案必须包含大量基础性的、中期导向的重大改革:一是政府必须从目前的投资型政府逐步转向民生型政府;二是国有企业投资体系和利润使用应当进行战略性重新定位改革,非主营业务投资必须严格限制;三是各类管制要从新梳理;四是事业单位和公共服务体系的市场化改革必须深化;五是供给侧结构性改革在“降成本”方面应当进一步强化。

4) 脱实向虚的治理是提升实体经济投资增速的一个关键,但是,简单化、行政化的金融整顿和监管强化并不能达到稳投资的目标,特别是稳定民间投资增速的目标。因为在治理金融创新带来的风险和部分乱象的过程中行政化监管很容易扼杀金融创新,使大量金融资源过度依赖于传统体制内的路径进行融资,新型融资渠道出现全面收缩,大量中小企业、民营企业和创新性企业反而难以在治理整顿中获得融资,融资难、融资贵又成为这些企业投资的瓶颈问题。如何加大中小企业、民营企业和创新性企业投资需求的资金可获得性是 2018 年投资启动的一个重要工作。

5) 必须看到以制造业为主的民间投资空间已经饱和,各类市场型和半公共服务领域的开放十分重要,放松这些行业的政府管制、减少政府在非公共领域的投资和全面收缩国有企业的非主营业务十分重要。

6) 从战略上讲,随着中国储蓄率的下降和产业的升级,中国投资增速的下降是一种必然的趋势,应当对投资增速下滑有一定的容忍度。但是在外部贸易顺差率相对稳定、财政赤字率难以持续上升的新常态新阶段中,计划性投资增速下滑的幅度超过国民储蓄增速的下降幅度,很容易引发宏观供求的不平衡,导致第二次产能过剩和被动存活投资的上升。未来几年必须高度关注中国投资增速变化与国民储蓄增速的匹配性,以科学控制中国投资规模,切忌简单认为为了转变中国经济结构,应当快速降低投资率以增加消费率。事实上,降低投资率并不能增加消费性,特别是在宏观平衡被打破之后投资率的下降会引起消费率的下降,使被动存货和过剩产能上升。只有通过降低储蓄率,提升消费率才能降低投资率。

7) 从中期来看,任何持续的扩张的政策性投资必定会通过资金挤占、产业空间挤占、政治疑虑等渠道带来大量的挤出效应,使市场性投资在扩展政策中不仅没有得到扩展,反而在中期出现萎缩,政府未来对于各类产业的投资和补贴不能进一步膨胀。

8) 落实十九大提出的“发挥投资对优化供给结构的关键性作用”是一个中期任务,需要对中国投资结构优化提出一揽子改革方案,产业投资政策需要调整。2018 年投资政策的核心依然在稳投资。

**7、“完善促进消费的体制机制,增强消费对经济发展的基础性作用”,不能就消费刺激消费,而必须从更宏观和更动态的视角来考虑消费促进。**

1) 实施与消费相匹配的供给侧结构性改革,促进中国中高端消费品的供给和需求能力的释放,可以考虑出台与扶贫补贴战略相对应的中高端消费促进战略。

2)大力控制房价,多渠道和多主体提供房地产供给,全面解决住有所居的问题,减少居民收入在房地产领域中的过度支出,从而减少居民刚性住房性储蓄的水平,释放收入用于消费。

3)加大公共服务,加速民生建设,减少居民为养老、医疗、教育等服务而进行审慎性储蓄的水平,从而提升消费率。

4)加大各类企业红利的分配,特别是国有企业利润的红利分配,防止企业利润自动转化为投资基金,使企业储蓄大大挤占消费基金。

5)积极转换政府职能,使目前政府在各类产业的投资大幅度减少,更多用于公共服务和民生工程的建设。

## **8、在金融整顿和深化金融体制改革的进程中,2018年中国货币政策应当延续2017年的定位,但操作方式可以适度偏松。**

1)M2增速不宜设定过低,由于通货膨胀率上扬接近0.8个百分点,名义GDP增速依然高达10.4%,2018年M2增速应当在11%之上,全社会融资总额增速不能过快回调,保持在12.5%左右符合金融整顿与强化监管的要求。短期内利率水平不宜过快上升,低利率政策依然是市场复苏的一个十分重要的基础。

2)应当关注货币投放方式的变化对于货币传导的冲击,2018年可以逐步降低金融机构的存款准备金率的方式完成货币投放。

3)鉴于货币政策调控框架转型往往带来基础货币供给节奏不稳定、供给工具不确定、供给对象不透明等问题,为防止市场流动性紧张时期引发市场紧张情绪,导致市场资金面和利率出现不必要的波动,货币政策除常用的公开市场操作工具外,应当通过常备借贷便利、中期借贷便利等一系列创新型工具向市场注入流动性,以强化引导市场预期。

4)参考国际经验,建立明确的利率走廊机制,尽快明确货币政策基准利率,加强货币政策操作对于基准利率的引导,放弃对于操作利率和操作规模的双重关注,做实价格调控的常态化机制。

5)在MPA考核中弱化信贷规模调控。金融改革的一个重要方面就是要将风险显性化,引导表外金融配给根据风险实质回表,而这种情况下如果继续实行信贷规模的强管制,有可能会产生金融信贷资源的无路可去,导致信贷急剧收缩,不利于保持金融对于实体经济的持续支持。

6)正确认识2018年美元利率正常化、美联储“缩表”以及其他发达国家货币政策常态化操作。一是内部经济稳定依然是出发点,汇率调整和资本项目开放的改

革都必须服从这个目标,鉴于 2018 年各类因素叠加的不确定性,中国对外经济政策应当采取保守主义的策略,以稳固中国经济企稳的成果。二是从稳定金融市场的角度看,中国政府应该未雨绸缪,为应对人民币汇率和资本异常流动做好准备。三是避免金融环境的收紧快于市场预期是货币政策预期管理的核心要点。

7)中国金融监管必须高度重视“微观债转股”和“宏观债转股”实施的前提条件和控制的方式,不能简单照搬欧美去杠杆的经验。一是加快银行和金融机构呆坏账的暴露和处理必须与银行治理体系改革、银企关系改革和银政关系改革相同步。二是微观债转股必须将企业治理和资源配置模式再造为落脚点,防止“债转股”成为新一轮逃债和融资的新通道。三是利用资本市场的直接融资来达到债务融资向股权融资的转化必须建立在资本市场改革的基础上和股权风险控制能力之上。

8)宏观审慎监管必须从系统性金融风险的指标监管向一些结构性因素监管倾斜。对于重点城市、重点省份的债务可持续性风险的监控、对于部分行业和部分产品风险的监控在未来几年显得尤其重要。

**9、2018 年应当延续中国财政政策的积极定位,但过快增长的广义财政赤字率应当成为财政政策调整的核心关注点,2018 年名义财政赤字率依然可以确定在 3%,但各类隐形化债务必须进行大幅度管控。**

1)积极财政政策要为“稳投资”、“促改革”提供坚实的支撑。

2)高度关注债务的实际赤字率和名义赤字率的偏离,关注近年来中国政府债务在隐性化中的快速扩张。要将金融监管延伸到地方债务领域,严格实施今年颁布的 50 号文、87 号文以及金融工作会议精神,严格规范 PPP、各类产业基金和政府服务购买中的各种违规行为。同时,更为重要的是必须从政府行政体制改革的角度来改变目前扭曲的动力机制。特别是要改变目前投资型政府带来投资膨胀症问题。

3)要按照 19 大提出的“加快建立现代财政制度,建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算制度,全面实施绩效管理。深化税收制度改革,健全地方税体系”的精神,有序进行财税体制改革,以疏通财政政策的传递机制。

4)高度关注美国减税带来的全球税收竞争问题。采取将国内税收改革与推动国际税收合作相结合的策略。就国内税收体制改革,可以采取提高所得税累进性,开征遗产税、赠与税,上调污染型产品增值税率,适度降低非污染型商品增值税率等方式进行。对于国际税收合作,可以倡导设立 G20 最低企业所得税率,构建全

球税收信息共享数据库,建立“一带一路”沿线国家财政自动稳定器等方式进行。通过国内国际两方面措施下手,可以良好地应对国内问题与全球税收竞争压力,并推进构建共同繁荣、开放包容的世界。

5)财政政策在扶持创新方面,应当高度关注各类高新技术园区过度同质化建设的趋势,以及某些行业的过度刺激问题,对于扶持的措施可以进行调整:一是调整研发补贴的政策定位,实现补贴与税收优惠政策的互补;二是知识产权战略的重心应当偏向知识产权保护,营造鼓励创新的制度环境,淡化数量导向性的行政性激励;三是应明确政策引导基金的定位,不能盲目过快发展,过度挤占市场空间。

## 分报告一

# 中国经济转型中的改革拖延治理与新动能构建

刘瑞明<sup>①</sup>

**摘要:**在“新常态”的背景下,中国未来能否实现持续健康的经济增长,依赖于改革顶层设计的完善程度和改革的执行力。但是,长期以来,中国的改革进程却表现出一个典型事实:由于改革具有“成本现付,收益未来”的特征,各个地方在进行改革的时候往往会采取拖延行为,对中央的改革部署落实不力,这导致现实中改革的进度往往要落后于预期的改革进度,产生“改革拖延症”(Reform procrastination)。本文在行为经济学的框架下引入地方决策者的认知偏差,构建分析中国经济转型进程中的“改革拖延症”的基础模型,指出“改革拖延症”是各个地方决策者短视认知偏差下的理性行为。进一步,本文通过将行为经济学和机制设计理论相结合,提出针对中国的“改革拖延症”可行治理方案,形成新动能构建的有效措施。

**关键词:**改革拖延症 行为经济学 经济转型 新动能

---

<sup>①</sup> 作者系中国人民大学国家发展与战略研究院研究员。

## 一、引言

经过长达 40 年的改革开放，中国的经济改革经历了长足的进展、取得了举世瞩目的成就。但是，如果仔细观察中国的改革，就会发现有两个事实值得关注：第一，各个地方在进行改革的时候往往会采取拖延行为，这导致现实中改革的进度往往要落后于预期的改革进度（卢新波、黄滕，2011；张卓元，2013），产生“改革拖延症”（Reform procrastination）。而且，从现实来看，这种“改革拖延症”的严重程度在各个地区之间是不同的。第二，在经过了长时间的“渐进式改革”后，中国的改革目前已经步入到攻坚期和深水区（习近平，2013），那些改革不成功的领域往往是很多年“拖延”累积的后果，造成对于改革成果守护的巨大威胁，改革依然任重而道远。大量改革实践虽然为下一步改革积累了丰富的经验，但是那些容易改革的问题基本改革完毕，剩下的改革几乎都成为了“硬骨头”，需要解决的问题十分繁重，改革变得复杂而棘手。这两个事实引发的疑问是：为什么各个地方会患上改革拖延症？为什么各个地区的症状会有所不同？而且，从时序来看，随着改革进程的不断推进，为什么人们觉得改革的难度越来越大？

与如上事实紧密相连的两个问题是：第一，中国改革的进程究竟是如何演进的，其受到了那些因素的影响？如何理解中国过去的改革进程及其差异？尤其是，现有的大量研究发现，市场经济发展的过程中本身具有极化效应，由于改革进程的不同，各个地区的差距在不断扩大，而且这一趋势在中央政府的偏向性发展战略下得到了强化（Démurger et al., 2002；Bao et al., 2002；Fleisher & Chen, 1997；Brun, et al., 2002；Fu, 2004）。如果不能有效采取缩减地区差距的措施，则各个地区的差距在市场经济的极化效应下很可能继续扩大。发展差距的不断扩大可能使得中国陷入“一个中国，多个世界”的尴尬境地。从长期发展来看，这将可能带来中国经济上的不平衡和政治难题。因此，一个迫切需要解答的问题摆在了学界面前：为什么各个地区的改革进程却明显不同？

第二，中国未来的改革依靠什么？改革动力何在？改革的激励机制如何设计？尤其是，当中国持续进行了 40 年的改革开放后，改革从最初的“帕累托改进式改革”转变为“非帕累托改进式改革”，改革的动力在逐渐消退，而改革的阻力在不断加大。当改革步入攻坚期和深水区的时候，我们只有在充分认知历史的基础上，才能够进一步梳理中国改革未来的演进动向。在中国改革进行了 40 年后的今天，中

央政府、地方政府和人民都意识到了改革的紧迫性,但是在如何促进改革加速落地的问题上,却很难形成一致的认识。十八届三中全会再次吹响了改革的号角,形成了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》),《决定》就中国未来的经济改革进行了全面和深入的部署。然而,在改革战略已经形成后,如何实施就成为了改革成败的关键问题。

基于此,本文试图抓住中国的体制改革这一核心,放弃理性经济的假设,在行为经济学的框架下分析各个地方的“改革拖延症”。一个基本的思想是,中国从计划经济向市场经济的转变主导了中国的改革进程,而在改革的过程中,由于改革具有“成本现付,收益未来”的特征,各个地方政府在决策改革程度的过程中,存在着一定的认知偏差,也即过分注重现期收益,而忽视长期收益。在存在认知偏差的情况下,各个地区在实际决策时往往会产生不同程度的拖延行为以规避改革成本的分担。这样就决定了“改革拖延症”的产生。这一发现意味着,如果我们意图对“改革拖延症”有所作为,就必须充分考虑决策者的认知偏差,对不同特征的决策者设计不同的激励方案。

本文剩余部分的安排如下:第二部分进行文献述评,在充分梳理文献的基础指出本文的思路;第三部分在行为经济学的框架下,拓展双曲线贴现模型对改革拖延症进行分析,得出可验证的假说;第四部分进行拓展分析并得出政策启示;第五部分是结论。

## 二、文献述评

### (一)中国的政府主导型经济与政府内部激励机制的重要性

起始于 20 世纪 70 年代末的中国改革开放,是在国内外形势的双重逼迫下开始的。回首观望,中国经济改革的动力来自于长期以来计划经济体制的“压力反馈”(刘瑞明,2011),这集中体现在无效率的计划经济体制和频繁的政治斗争下,人民生活迟迟得不到改善,形成了“人民日益增长的物质文化生活水平需要和落后的生产力”之间的巨大矛盾。尤其是,在经过十年浩劫之后,国民经济几乎处于崩溃的边缘。在此背景下,“以经济建设为中心”取代政治斗争成为全国上下工作重心,整个社会的集体转向使经济增长第一次在新中国获得广泛共识(傅强、朱浩,2013)。

在这样一个历史背景下,中国改革开放的本质,就是改变原有的计划经济体制,不断解除国家在经济领域的管制,不断缩小计划体制的管辖范围(杨开忠等,2003),从而使市场逐渐在资源配置中起主导性作用。事实上,中国改革开放初期的经济增长,绝大部分应该归功于一系列制度上的变革(范子英、张军,2009),大量的研究成果也表明,正是不断的制度变革,形成了一系列“有效率的经济组织”(North and Thomas,1973; North,1990),最终推动了中国经济的快速增长(方颖、赵扬,2011;王军等,2013)。

那么,这一大规模的制度变迁是如何产生的呢?对于中国的制度变迁,自上个世纪90年代以来,学界提出了“诱致性制度变迁理论”、“强制性制度变迁理论”、“阶梯式的渐进制度变迁模型”、“中间扩散型制度变迁方式”、“制度变迁方式三阶段论”、“制度变迁主体角色转换假说”等多种假说来解释(Lin,1989;黄少安,1999,2000;杨瑞龙,1997、1998;杨瑞龙、杨其静,2000;等),但是,不管各位学者的立论如何,他们都承认政府是推动制度变迁中的重要力量。这是因为,改革互动其实是一个政府放权的过程,“自上而下”的改革是政府主动推行的,其主导力量更多是在政府,而即便是“自下而上”的改革,没有政府的“首肯”和“默许”,也是寸步难行。因此,在中国渐进式改革的初始阶段,权力中心是改革的倡导者和组织者(杨瑞龙,1993),黄少安(1999)也认为,在中国制度变迁的特定时期,政府扮演了制度变迁的主体角色。

在后来的转型经济学文献中,人们进一步认识到,或许对于从计划经济向市场经济转型的中国而言,政府主导的制度变革是转型国家必须经历的一个过程(黄少安,2000)。首先,由于制度本身的规模报酬递增属性和在制度变迁中的“路径依赖”,再加之中国作为一个疆域、人口的双重大国,地区差距巨大,仅仅依靠“自下而上”的诱致性制度变迁会使得新制度的供给不足,因此政府介入成为必要(丰雷等,2013)。其次,政府在资源配置和政治力量上相较社会其余利益集团有巨大的优势,同时政府自身的政治经济利益也需要通过制度创新来实现(杨瑞龙,1993),因此政府主导型的制度变迁有可能在资源配置中更有效率(De Soto,2000)。最后,在我国传统儒家文化中,拥有推崇国家力量的传统,所以在确定制度变迁的发起者和组织者时,国家或政府就成为潜意识中自然而然的选择(黄少安,2000)。因此,中国政府主导性制度变迁的背景意味着,要想深入的理解中国的改革过程,就必须理解政府行为(周业安,2000)。这刚好与诺斯(1973)的理论相对应,经济增长的基石是国家、产权和有效率的组织,而政府作为连接它们的纽带处于经济增长的中

心。无论如何,中国改革开放中的政府主导特征逐渐成为了学术界的共识(青木昌彦等,1998),也成为了理解中国经济转型中各类改革现象的一个重要窗口。因此,对于政府的经济性质以及其内部激励结构的考察应该对理解现实具有重大作用。

已有的文献发现,中国经济体的组织结构是中国改革成功的关键因素,同时也是为什么中国经济改革的绩效与其他转型国家产生巨大差异的重要原因(王永钦等,2007)。转型经济学也正是从政治治理结构的差异这一角度,解释了中俄两国经济改革绩效的巨大差异(Blanchard and Shleifer,2001; Roland,2002)。这支文献认为,中国是M型经济结构,即资源是按照“块块”来配置的,相比俄罗斯U型经济结构(资源是按照“条条”来配置),可以使经济改革在局部地区进行试验,并且在地方政府之间形成标尺竞争,这有利于减少中央政府与地方之间的信息不对称,从而使整体经济对宏观经济冲击有更强的抵抗力(Qian and Xu,1993; Qian et al,1999; Qian et al,2006)。在一个转型经济体内,激励机制才是经济发展中更为深刻的主题(王永钦等,2007)。

在早期的探索中,“市场维护型(Market—Preserving)的联邦主义”(Qian and Weingast,1996、1997; Qian and Roland,1998)很好地解释了中国改革开放前期所取得的巨大成就。所谓“市场维护型(market—preserving)的联邦主义”是指中国改革开放后的行政分权和财政包干,实现了地方政府与中央政府的“分灶吃饭”,由此产生的财政收入激励构成了地方政府积极发展经济,推动地区经济增长的主要动力(逮东等,2014)。这一广为接受的观点常常被称为“第二代财政分权理论”。随后,学者在研究中俄两国经济改革绩效的差异时发现,中国和俄罗斯一个显而易见的区别在于,中央政府在政治上占据绝对主导地位,对于地方官员的考核和任命拥有绝对的权威,仍然保持着一个垂直向上的政治结构(周黎安,2007),因此在地方官员之间形成了一个基于上级评价的“自上而下”的标尺竞争(张晏,2005)。事实上,政治集权下的经济分权是理解转型期中国的基本制度背景,这一点已经成为文献的共识(Xu and Qian,1993; Huang,1996; Qian and Roland,1998; Blanchard and Shleifer,2001; Cai and Treisman,2005; Zhang,2006; Xu,2011; 陈硕、高琳,2012)。中国中央政府利用自身政治权威,给予地方官员以经济发展为标准的政治激励,是地方政府推动地方经济发展的另一激励机制,周黎安进一步将其总结为地方官员之间围绕GDP增长而进行的“晋升锦标赛”模式(周黎安,2004; 2007; Li and Zhou,2005)。

尽管在具体的作用机制上,学界争论颇多,但是,无论哪种假说,都只是在争论

“地方政府发展经济的激励从何而来”这一问题，这些争论都承认一个共识：地方政府在经济发展中发挥了重要作用（陶然等，2010），地方政府的利益取向和行为逻辑，是理解中国发展模式的关键（周业安，2000；赵静等，2013）。因此，如何打开了地方政府这一黑箱，从而理解改革的现象，就成为了学界的一大重任。考察现实，一个显而易见的事实是，政府的行为是由政府官员决定的，政府的决策过程也是通过政府官员来完成的（谭劲松、郑国坚，2002），因此，要理解地方政府行为，就必须从官员的偏好和激励入手（Li and Bachman, 1989）。然而，当我们进一步考察政府官员群体的偏好与行为的时候，就必须要考虑到，现实中的政府官员是一个个“鲜活”的个体，而非在新古典模型中被抽象成的具有理性预期和完全信息的个体。新古典的范式在一定条件下的确可以为我们理解政府的运作和改革现象提供帮助，但是，如果仅仅是在这一框架下理解改革，同样会因为假设的不现实而难以对许多现象做出合理解释。

从二十世纪中叶以来，越来越多的经济学家和心理学家不满于新古典经济学对于“真实的人”的“过度抽象”，试图在心理学的基础上，引入更符合现实的假定，从而更好的刻画现实生活中“人”的种种经济行为。这一修正为经济学的发展带来了契机，同时，也为理解中国的改革进程中的一系列“异象”提供了可能。基于此，本文意图在行为经济学对人类行为的最新发现的基础上，解读中国经济发展中的“改革拖延症”，并找到相应的治理机制，形成对于文献的拓展。

## （二）转型经济中的体制改革与“改革拖延症”的内生逻辑

中国经济转型期间所取得的成就与中国选择的渐进式道路有关，这种转轨方式允许了一定的容错率，从“增量”改革转向“存量”改革。毫无疑问，这种渐进式的转轨方式要比激进式的“休克疗法”花费更多的时间，但是由此引发的一个严重的问题在于渐进式改革过程中存在严重的“拖延症”，中国改革的实际情况也印证了这一点（卢新波、黄滕，2011；张卓元，2013）。

那么为什么那些有利于社会的改革不能得到执行，或者需要经历很长时间的拖延和曲折的过程才能得到实现？已有的文献发现，如果一项有利于社会的政策不能得到实施或被拖延，就会对社会福利产生负面影响。因此，探索改革拖延的形成就成为了经济学者的一大重任。大量的文献从各个方面进行了探索。一个常见的理由是，改革过程中可能由于缺乏相关的知识和信息，从而导致了改革的拖延（Williamson, 1994）。在改革的过程中，由于缺乏相应的信息和知识，改革者只能

“摸着石头过河”,在确定地摸到下一块石头之前,改革的进度必然是缓慢的。如果真的因为好的政策未被认知而导致其不能实施,那么当然情有可原,这类行为也很难归类为拖延。事实上,人们更为关心的是,那些已经被人们认知到的好政策为什么不能尽快实施?一些文献(Cukierman and Tommasi, 1998a, 1998b)发现,即使人们能够认知到改革对于所有成员都是有利的,但现实中存在着不对称信息与沟通失败,当在位的政策制定者和公众之间存在信息不对称时,可能导致一项有利的改革不能被实施。就中国的国有企业改革而言,张维迎、栗树和(1998)认为,中央对地方的分权政策导致了地区间竞争,地区间竞争又反过来引发了民营化。但郭凯、姚洋(2004, 2005)利用1995—2001年期间11个城市企业水平的面板数据分析发现,企业效率的改进在国有企业改制决策中不起作用,其中的一个原因是,改制是多个主体之间的相互博弈,这会阻碍有效制度变迁的产生(郭凯和姚洋, 2004, 2005)。

另外一些学者(Alesina and Drazen, 1991; Drazen and Grilli, 1993)发现,改革本身类似于一种公共产品,收益往往是由全社会中所有的人享有,而改革成本的负担者往往是那些改革者们。因而,改革成本和改革收益的不对称将导致改革具有正的外部性,每个社会成员都可能采取“搭便车”的行为,从而“改革”这样的公共产品提供就会不足。尤其是,当存在多个利益集团时,每个利益集团都希望其他的集团承担改革成本而自己享受改革的益处,这种改革成本分担的不一致导致利益集团之间的“消耗战”,改革被拖延甚至是不能实行。Alesina and Drazen(1991)、Drazen and Grilli(1993)曾经利用消耗战模型分析了财政改革计划的延迟。如果要解决拖延改革的问题,也就需要设计合理的改革成本分担机制。在中国的国有企业改革过程中,改革的主体往往是政府,一方面,改革的成本只是当政的改革者承担的,但是改革的收益却是整个社会分享的,因此,成本收益的不对称必然导致国有企业改革动力的不足。但另一方面,政府为了削减对于亏损国有企业的财政补贴、追求财政收入,成为了国有企业改革的一个重要动力。大量的实证文献也证实了“收入论”,(朱恒鹏, 2004; 古志辉、蔡方, 2005; Liu et al., 2006; 杨治等, 2007; 韩朝华、戴慕珍, 2008; 谭劲松等, 2009)。汤玉刚(2011)进一步指出,财政压力只是企业改制的必要条件,在市场化进程中,土地作为国有企业有形资产中唯一不断升值的资产,只有在产权交易中才能实现其价值。当土地升值足以弥补企业改制所产生的社会负外部性时,国企产权改革便大规模展开。

然而,改革并非总是沿着帕累托改进的路径前进,如果改革损害了一部分集团

的利益,那么这些利益集团必然会阻滞改革的步伐,进而构成改革的阻滞因素。在中国的改革过程中,改革拖延症一定程度上可以归因于利益集团的阻挠(吴敬琏,2010;李世尧,2010;卢新波、黄滕,2011;刘瑞明、石磊,2011)。李世尧(2010)指出,利益集团对具有公地性质的国有银行信贷资金的寻租与不合作是改革拖延的原因,利益集团之间议价能力的悬殊影响拖延的长短,制衡和协调利益集团有利于体制改革。随着既得利益集团数目的增加,权力结构失衡导致改革推进越来越困难,成本分担问题是影响改革能否推进的主要因素(卢新波、黄滕,2011)。顾建平和朱克朋(2006)指出,国有企业改革过程中的利益补偿要求和多重政府职能会影响改制的利益空间,从而阻碍了国企民营化的顺利推进。在转型时期,国家之所以要保持一定比例的国有企业,事实上是因为在社会保障体制不完善的情景下,国有企业具有多重功能,为了维持就业和稳定,就不能使大批的国有企业迅速改革(Bai et al.,2005)。李培林、张翼(1999)指出,作为单位组织的中国国有企业不但承担经济功能,也承担社会和政治功能。国有工业企业形成了刚性的利益格局和福利功能扩大的趋势,从而成为改革的巨大障碍。这意味着,构建国有企业社会成本的分摊机制至关重要。罗仲伟(2009)指出,中国的企业改革遵从了“先试验后推广,先实践后规范;先增量后存量,先体制外后体制内;先运行机制调整后制度创新;先竞争领域后垄断行业;先沿海后内地,先改小后改大”的路径。自上个世纪末,国家提出“抓大放小”的改革策略以来,改得动的中小企业基本通过股份制、民营化等策略进行了改革,改不动的基本都是大型国有企业。而在既定的体制下,这些改不动的大型国有企业的行政力量和经济实力非常强大,数目较少联合成本较小,合作能力较强(奥尔森,1995)。在改革的过程中,由于越来越缺乏其他利益集团的制约,政府倾向于保护这些国有部门的垄断利益(邓伟、余建国,2008)。

以上的分析建立在结果确定的这一假设基础上,事实上,与改革始终相伴的一个问题是,改革结果的不确定性。Fernandez and Rodrik(1991)、Rodrik(1993)等指出,当改革结果不确定时,改革前的人们不能确定自己在改革后是受益者还是受损者,这时一项总体有利的改革有可能被拖延。在利益不确定下,人们有着强烈的现状偏爱(status quo bias)。而且,行为经济学逐渐发现人们偏好中的“禀赋效应”,同样一个单位的损失给人们带来的效用降低幅度要大于同样一个单位的收益给人们带来的效用增加幅度,也即人们在决策的过程中更加偏向于“避害”而非“趋利”。尤其是,当改革的政治条件不具备时,有可能使得拖延成为一种最佳策略(Glazer,1991)。这种不确定性在弱政府信任情况下可能会被进一步加强。特别

是当政府组织形象欠佳、决策能力有限、公共政策导向出现偏差,客观上导致民众利益普遍受损时,民众与政府的隔阂转化为对立,进而可能引发一系列的经济与政治危机,改革成本就会扩大化,改革可能被拖延甚至终止(徐彬,2011)。叶德珠(2008)曾经指出,中国的地方政府由于任期制等原因而形成短视认知偏差,过分注重项目的短期收益状况,这使得各地表现出对能带来大量即期收益的政绩工程类项目的投资冲动,而拖延了对需要大量即期成本支付的环保类项目的投资。本文在一个行为经济学框架下,将改革成本收益的不对称性、贴现因子、晋升激励等因素容纳进来,对转型时期的改革拖延行为进行分析与验证,得出启示性的结论。

### 三、模型

在行为经济学的经典文献(Laibson,1997;Frederick,et al.,2002;Rabin,2005)基础上,考虑这样一个模型,决策者的效用函数呈现双曲线贴现模型的形式:

$$U(t,s) = u_t + b \sum_{s=t+1}^{\infty} d^{s-t} u_s$$

在这样双曲线模型下,决策者的贴现因子是 $\{1, bd, bd^2, bd^t\}$ ,这意味着,消费者在第0期和第1期之间的贴现因子是 $bd$ ,而在第 $t$ 期和第 $t+1$ 期之间的贴现因子为 $d$ 。

模型有三个时期, $T=0,1,2$ 。其中,第0期是改革决策者预想的最优改革幅度的决策期,第1期是改革决策实际决策的时期。地方政府的职责一方面是为当地提供基本公共品,另一方面在于进行改革。在第1期,地方政府的决策者决定进行改革的幅度 $x$ ,改革的成本是 $\frac{b}{2}x^2$ , $b$ 度量了改革的难度。由于改革所带来的经济增长需要较长时间体现,所以进行改革成本是当期支付的,但其所能带来的收益需要体现在未来(第2期),这个时候能够带来的效用是 $U(x)$ , $U'(x)>0$ , $U''(x)<0$ 。为方便起见,我们假定 $U(x)=x^{\frac{1}{2}}$ 。地方政府对于其他一些必要支出为 $z=I-\frac{b}{2}x^2$ , $U(z)=I-\frac{b}{2}x^2$ 。 $U(x,z)=U(x)+U(z)$ 。

地方政府决策者在时期1得到的总效用为

$$U(x) = (I - \frac{b}{2}x^2) + dx^{\frac{1}{2}}$$

地方政府在第 0 期进行决策的时候,贴现因子为,因此在第 0 期进行决策的时候,地方政府预期的总效用为:

$$MaxU(x) = bd(I - \frac{b}{2}x^2) + bd^2 x^{\frac{1}{2}}$$

在第 0 期,决策者最优的改革幅度为:

$$x^* = (\frac{d}{2b})^{\frac{2}{3}}$$

相应地,在第 1 期,地方政府预期的总效用为:

$$MaxU(x) = (I - \frac{b}{2})x^2 + bd x^{\frac{1}{2}}$$

决策者最优的改革幅度为:

$$x^{**} = (\frac{bd}{2b})^{\frac{2}{3}}$$

当时,  $b < 1$  时,

$$x^{**} < x^*$$

也即,对于改革而言,由于认知偏差的存在,一个决策者的小选择往往是选择了较低的改革幅度。

进一步,利用最优改革幅度对短视认知偏差因子求导,可以得到:

$$\frac{\partial x^*}{\partial b} < 0, \quad \frac{\partial x^{**}}{\partial b} < 0$$

上述推理意味着,当越大,改革的难度越大的时候,改革的幅度越小,改革陷入到拖延中来。进一步,在中国的渐进式改革的状况下,那些容易改革的问题基本改革完毕,剩下的改革几乎都成为了“硬骨头”,因此,  $b$  是时间  $t$  的单调递增函数,此时,我们就不难得出,随着时间的推移,改革越来越难推行,陷入到“改革拖延症”中。

进一步,我们定义,  $\dot{x} = x^* - x^{**}$  为改革的拖延程度,将  $x^*$  和  $x^{**}$  代入后,就可以得到,  $\dot{x} = (\frac{d}{2b})^{\frac{2}{3}}(1-b)$ , 利用  $\dot{x}$  对  $b$  求导可得:

$$\frac{\partial x^*}{\partial b} > 0, \quad \frac{\partial x^{**}}{\partial b} > 0, \quad \frac{\partial \dot{x}}{\partial b} < 0$$

如上推理意味着,如果  $\beta < 1$ , 则越是接近于“理性”的地区,无论是预想的改革

幅度还是实际的改革幅度都会增大,改革的拖延程度与理性程度呈负相关。随着 $\beta$ 的增大,“改革拖延症”的程度越小,越有利于改革。

改革初期,无论哪个阶层都有改革的强大动力,但是在改革进行了30余年后,人们日益感觉到改革的困难和拖延,这主要是改革动力的逐渐丧失引起的。从行为经济学的角度看,这是因为,改革越是到后期,改革的难度就越大,改革的边际收益在下降,而改革的边际成本却在攀升,在需要支付高昂改革成本的同时改革收益越难实现,从而,拖延改革的动机越强烈。

#### 四、治理措施的选择

地方政府作为利益主体来参与经济活动被看作是中国经济增长奇迹的重要原因,但是地方政府在任期制、考核制等多种特定的约束条件之下,会形成认知偏差,使得地方官员行为短期化愈发严重(刘瑞明、金田林,2015)。这种过分注重短期结果,而忽视选择长期后果的行为倾向,可能导致地方发展的“流寇效应”。

“流寇效应”具体表现为地方政府一方面偏好于可以产生即期收益、成本却在未来分期支付的投资行为,例如投资冲动、重复建设、资源开采等经济行为,另一方面极力忽视成本在即期支付,收益在未来各期收回的投资行为,例如环境保护、教育投入等。特别是,对于中国的改革进程而言,前期要进行巨大的成本投入,突破既得利益集团的阻挠,而收益往往只能在未来体现,因此在地方政府的认知偏差下,改革的进度往往就会出现“拖延”(叶德珠,2008)。

为了避免因为地方政府短期认知偏差而造成不良的经济后果,上级政府也已经出台了一些政策来对此进行纠正,例如“一票否决”、“最后期限”等行政考核规定。“一票否决”作为一种考核制度,是上级政府出于对下级政府行政效率不放心而设置的一种惩罚威慑(叶德珠,2010),虽然因为其直接高效、操作性强的特征,“一票否决”制度目前有被滥用的趋势,但是必须承认的是,这一制度对于下级政府因为短期认知偏差而造成的行政拖延有十分良好的治理效果。正因为如此,上级政府要更加合理地利用“一票否决”机制,并围绕起进行一系列政策组合,避免此类机制的滥用,从而走向政策的反面(叶德珠,2008)。

值得注意的是,地方政府行为短期化的重要制度背景是地方官员的任期制和考核制,对此,已有不少文献从消除认知偏差的制度背景入手,提出一些富有针对性的政策措施。例如改革官员考核机制和适当延长官员任期。改革官员考核机制

具体包括两个方面。一方面淡化经济绩效在官员考核中的比重,同时将经济增长的成本引入绩效考核,尽可能地约束地方官员实施破坏性的增长方式。另一方面,将公共服务、环境治理等长期目标纳入官员考核,并适当增加其在考核中的比重,从而纠正地方政府的短期认知偏差。此外,适当延长官员任期,是通过改变地方政府官员的行为约束,从而削弱地方政府行为短期化的微观基础,促成地方治理的科学化与长期化(刘瑞明,2015)。

虽然上述政策措施一定程度上纠正了地方政府的短期倾向,但是我们仍然发现,在一些具体情况下地方政府的行为并不完全一致。例如,行为经济学提出的“禀赋效应”、“锚定效应”、“羊群行为”、“过度自负”等非理性行为在中国地方政府身上有十分明显的体现,但是对这些拖延行为,上述政策并不能起到很好的纠正效果。因此,对于不同情况下地方政府行为,我们需要在行为经济学的框架下寻找更具有针对性的措施。

Thaler(1980)的开创性研究发现了人们往往具有“禀赋效应”,即损失一单位的边际痛苦要大于得到一单位收益的边际效用。一些研究利用“禀赋效应”解释了在我国农地产权转让和城市拆迁中所遇到的阻挠(邵明伟,2015;卿志琼,2011)。与此同时,越来越多的特征性事实表明,我国地方政府作为经济活动中的一个利益主体,同样也具有“禀赋效应”的特征。例如,在地方产业升级、腾笼换鸟的过程中,往往要经历阵痛期,在引进新的、富有竞争力的产业之前,必须要将已有的落后产业淘汰掉,但是地方政府的“禀赋效应”使其不愿意淘汰落后的产业,即使在新的产业建立起来之后会带来更好的经济效益。与此同时,新的产业预期收益的不确定性,更加重了地方政府的拖延。旧的产业不能及时被淘汰和替换,“笼子”无法及时腾出来,新的产业便无法进入,最终的结果是地区产业升级的进程受阻,不利于长期的经济发展。对此,上级政府一方面要加大宣传力度,提高地方政府和相关企业的认识,减少认知失调,从心理上尽量消除“禀赋效应”的影响;另一方面,对相关方的沉没成本进行适度补偿,合理的对相关方进行利益的再分配,适当提高各方的预期收益,从而产生当期行为的激励。

不仅如此,行为经济学还发现,在人们做决策时,思维通常会被得到的第一信息所左右,就像沉入海底的锚一样,将人的思维固定在某处,这被称为“锚定效应”(Tversky and Kahneman,1974)。在中国国有企业改革的过程中,由于各地的初始禀赋不同,不同地区选择的改革路径并不完全一致。正是这种不同地区的初始所有制结构禀赋决定了改革的路径依赖特征,无法在存量改革的基础上进一步转变

为增量的改革。随着改革的深入,改革的难度和不确定性越来越大,改革的幅度也就越来越小。锚定效应使地方国有企业改革陷于初始的路径选择,改革无法由存量转为增量,最终随着改革的难度加大而陷入停滞。为了摆脱“锚定效应”在中国改革中的影响,这就要求地方政府在做出任何一项改革决策时,不仅要考虑将要采取的措施的直接后果,还要研究它的长远影响。其次,要随时密切观察改革是否选取了不正确的路径,或者现时的体制已在多大程度上偏离了目标(吴敬琏,2015)。第三,适当情况下借助外力打破“锚定效应”,例如国有企业改革中建立专门的指导部门、完善相关法律,对改革进程进行实时的监督和纠正。

另外,地区严重的产业同构、招商引资的相似性、城市建设的重复性证明了地方政府决策受到了“羊群效应”的干扰。羊群行为(Herd Behavior)往往用来描述经济个体的从众或跟风心理,而从众心理往往会导致盲从并做出非理性的选择。同时有研究表明,这种非理性的决策在地方官员看来恰恰是理性的选择,在信息约束与风险规避的条件下,模仿其他地区的经济发展战略,才能尽可能的最大化自身利益(刘瑞明,2007)。与此同时,心理学研究发现,大多数人对自己能力过于自信,并且对自己前景过于乐观,这种普遍存在的现象被称为过度自信(Overconfidence)。地方政府作为经济活动中的行为主体,“过度自信”的倾向也尤为明显。在“过度自信”与“羊群效应”的共同作用下,导致地方政府不顾政府自身的财政收入和项目盈利能力,纷纷大幅度增加固定资产投资,建立各种投融资平台,引入信托贷款、BT 融资、垫资施工等方式举债融资,导致投资规模膨胀,造成我国地方政府债务普遍急剧增加,增大了我国政府的金融风险。

为了避免“过度自信”与“羊群效应”对于中国改革的干扰,一方面要从“羊群效应”的前提入手,减少官员考核中经济增长的比重,从而降低地方官员在经济发展层面的风险预期,避免地方官员因风险规避而选择“跟从”战略。另一方面,建立科学决策机制,有效地避免决策中的“羊群效应”和“过度自信”。这应该着重做到以下几点:第一,完善决策信息系统,做到真实、准确、及时的信息搜集,尽可能避免信息不对称;第二,建立决策反馈机制,加大决策信息的公开范围和力度,打破原有的信息传递模式,开拓更多有效的决策反馈渠道,不断修正决策执行结果与决策目标之间的偏差。第三,注重决策追究机制。完善行政决策责任追究的相关立法,改变官员决策的约束条件,提高官员对不合理决策的风险预期。

## 五、结语

中国改革的一个典型事实是,改革中的拖延行为使得改革进度往往落后于预期,产生“改革拖延症”,并且,这种“改革拖延症”的严重程度在各个地区之间是不同的。如何解释这一现象的出现,并且出台针对性的措施纠正改革的“拖延”,是中国深化改革过程中亟需解决的重要问题。本文放弃新古典经济学理性人的基本假设,在行为经济学的框架下发现,由于改革具有“成本现付,收益未来”的特征,各个地方政府在决策改革程度的过程中,存在着一定的认知偏差,也即过分注重现期收益,而忽视长期收益。在存在认知偏差的情况下,各个地区在实际决策时往往会产生不同程度的拖延行为以规避改革成本的分担。这样就决定了“改革拖延症”的产生。并且,各个地区初始的禀赋在一定程度上决定了后来的改革轨迹的不同,改革初期的帕累托改进性质使得人们改革的动力较足,幅度较大;但是改革越到后期,难度和不确定性越大,预期的净收益越小,利益分配越不对称,从而改革幅度就越小。除此之外,这种“拖延”在不同情形下受到“禀赋效应”、“羊群行为”、“锚定效应”、“过度自信”等心理因素的影响,具体表现为产业同构、盲目跟风、路径依赖、盲目举债等不同行为,严重阻碍了中国改革的进一步深入。

本文的发现从理论上解释了中国改革进程中的为什么会出现“拖延”,并且这种“拖延”为何在不同地区、不同情况下的表现不尽相同。这一发现的意义在于,我们要想对“改革拖延症”有所作为,就必须充分考虑决策者的认知偏差,对不同特征的决策者设计不同的激励方案。反映在政策上,不光要合理利用已有的“一票否决”、“最后期限”制度纠正地方官员的短视认知偏差,还需要针对“禀赋效应”、“羊群行为”、“锚定效应”、“过度自负”等心理因素的不同影响,适当对考核制、任期制进行针对性的调整,进行针对性制度创新,改变行动主体的约束条件,消除改革中的“拖延”行为。

## 参考文献

- [1]Alesina, A. and A. Drazen, "Why are Stabilisations Delayed? ", American Economic Review, 1991, 81, (5), 1170—1189.
- [2]Blanchard O, Shleifer A. Federalism with and without political centralization: China versus Russia[J]. IMF staff papers, 2001, 48(1) : 171—179.
- [3]Bo, Zhiyue. Chinese provincial leaders: Economic performance and political mobility since 1949. East Gate Book, 2002.
- [4]Cai, Hongbin and Daniel Treisman, 2005, “Does Competition for Capital Discipline Governments? Decentralization, Globalization, and Public Policy”, American Economic Review, 95(3), 817—830.
- [5]Demurger S, D SACHS J, Woo W T, et al. The relative contributions of location and preferential policies in China's regional development: being in the right place and having the right incentives[J]. China Economic Review, 2002, 13(4) : 444—465.
- [6]Dewatripont M, Maskin E. Credit and efficiency in centralized and decentralized economies[J]. The Review of Economic Studies, 1995, 62(4) : 541—555.
- [7]Drazen, A. and V. Easterly “Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom,” Economics and Politics, 2001, 13(2), 129—158.
- [8]Fernandez R, Rodrik D. Resistance to reform: Status quo bias in the presence of individual-specific uncertainty [J]. The American economic review, 1991: 1146—1155.
- [9]Fleisher B M, Chen J. The coast – noncoast income gap, productivity, and regional economic policy in China[J]. Journal of comparative economics, 1997, 25(2) : 220—236.
- [10]Hellman, Joel S. January, Winners Take All: The Politics of Partial Reform in Post-communist Transitions”, World Politics, 1998, 50(2), 203—234.
- [11]Laban, R. and F. Sturzenegger , “Distributional Conflict, Financial Adaptation and Delayed Stabilization”, Economics and Politics , 1994, 6(3), 257—276.
- [12]Li H, Zhou L A. Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China[J]. Journal of public economics, 2005, 89 (9) : 1743—1762.
- [13]Lin J Y. An economic theory of institutional change: induced and imposed change

- [J]. Cato J., 1989, 9: 1.
- [14]North D C, Thomas R P. The rise of the western world: A new economic history [M]. Cambridge University Press, 1973.
- [15]North D C. Institutions, institutional change and economic performance[M]. Cambridge university Press, 1990.
- [16]Qian Y, Roland G, Xu C. Coordination and experimentation in M—form and U—form organizations[J]. Journal of Political Economy, 2006, 114(2): 366—402.
- [17]Qian Y, Roland G, Xu C. Why is China different from Eastern Europe? Perspectives from organization theory[J]. European Economic Review, 1999, 43(4): 1085—1094.
- [18]Qian Y, Roland G. Federalism and the soft budget constraint[J]. American economic review, 1998: 1143—1162.
- [19] Qian Y, Weingast B R. Federalism as a commitment to preserving market incentives[J]. The Journal of Economic Perspectives, 1997, 11(4): 83—92.
- [20]Qian Y, Xu C. The M—form hierarchy and China's economic reform[J]. European Economic Review, 1993, 37(2—3): 541—548.
- [21]Rodrik D. The positive economics of policy reform[J]. The American Economic Review, 1993, 83(2): 356—361.
- [22]Roland G. The political economy of transition[J]. The Journal of Economic Perspectives, 2002, 16(1): 29—50.
- [23]Thaler R H. The January Effect[J]. Journal of Economic Perspectives, 1987, 1(1): 197—201
- [24]Tversky, A, Kahneman, D. Judgement under uncertainty: heuristics and bias[J]. Science, 1974, 185(4157):1124—1131.
- [25]Xu C. The fundamental institutions of China's reforms and development[J]. Journal of Economic Literature, 2011, 49(4): 1076—1151.
- [26]奥尔森. 集体行动的逻辑[J]. 译, 上海:三联书店,上海人民出版社, 1995.
- [27]布鲁斯. 从马克思到市场:社会主义对经济体制的求索[M]. 格致出版社上海三联书店上海人民出版社, 2010.
- [28]古志辉,蔡方. 中国1978~2002年的财政压力与经济转轨:理论与实证[J]. 管理世界, 2005 (7): 5—15.
- [29]顾建平,朱克朋. 补偿,政府目标与民营化障碍——对我国国有企业民营化改革障

- 碍的思考[J]. 财经研究, 2006, 32(4): 126—135.
- [30]郭凯, 姚洋. 国有企业改制的成因: 对五个假说的检验[J]. 世界经济, 2004, 12: 3—13.
- [31]韩朝华, 戴慕珍. 中国民营化的财政动因[J]. 经济研究, 2008, 2: 56—67.
- [32]黄少安. 关于制度变迁的三个假说及其验证[J]. 中国社会科学, 2000 (4): 37—49.
- [33]黄少安. 制度变迁主体角色转换假说及其对中国制度变革的解释[J]. 经济研究, 1999, 1(99): 9.
- [34]李世尧. 利益集团视角下国有银行不良资产处置的拖延与突破[J]. 重庆工商大学学报: 社会科学版, 2010, 27(6): 40—46.
- [35]刘瑞明. 晋升激励、产业同构与地方保护——一个基于政治控制权收益的解释[J]. 南方经济, 2007(6): 61—72.
- [36]刘瑞明, 白永秀. 晋升激励与经济发展[J]. 南方经济, 2010(1): 59—70.
- [37]刘瑞明. 中国经济改革: 背景, 机制与挑战[J]. 经济学家, 2011, 12(12): 5—14.
- [38]刘瑞明, 金田林. 政绩考核、交流效应与经济发展——兼论地方政府行为短期化[J]. 当代经济科学, 2015, 37(3): 9—18.
- [39]卢新波, 黄滕. 中国改革的拖延, 危机冲击与突破: 分析框架与数值模拟[J]. 财经研究, 2011, 37(7): 28—38.
- [40]青木昌彦, 金滢基, 藤野正宽. 政府在东亚经济发展中的作用[M]. 北京: 中国经济出版社, 1998
- [41]卿志琼. 禀赋效应、财政幻觉与公共政策[J]. 财经研究, 2011(6): 127—136.
- [42]邵明伟. 中国城市化进程中拆迁补偿: 冲突及其改进——基于商业征用拆迁心理禀赋效应的博弈方法框架[J]. 经济体制改革, 2015 (6): 5—11.
- [43]陶然, 陆曦, 苏福兵, 等. 地区竞争格局演变下的中国转轨: 财政激励和发展模式反思[J]. 经济研究, 2009, 7(2).
- [44]吴敬琏. 再看路径依赖与中国改革. 2015 (<http://magazine.caijing.com.cn/20151201/4022629.shtml>)
- [45]王永钦, 张晏, 章元, 等. 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J]. 经济研究, 2007, 42(1): 4—16.
- [46]杨开忠, 陶然, 刘明兴. 解除管制, 分权与中国经济转轨[J]. 中国社会科学, 2003 (3): 4—17.
- [47]杨瑞龙, 杨其静. 阶梯式的渐进制度变迁模型: 再论地方政府在我国制度变迁中的作用[J]. 经济研究, 2000 (3): 24—31.
- [48]杨瑞龙. 我国制度变迁方式转换的三阶段论——兼论地方政府的制度[J]. 经济研

究, 1998, 1;3—10

[49]叶德珠. 地方政府投资中的冲动与拖延——中国经济过热的一个行为经济学解释[J]. 经济经纬, 2008 (5): 15—18.

[50]叶德珠. 地方政府短视偏差、行政拖延与锁定强制——“一票否决”考核制度的行为经济学分析[J]. 制度经济学研究, 2010 (3): 187—195.

[51]张军. 中国经济发展: 为增长而竞争[J]. 世界经济文汇, 2005 (4): 101—105.

[52]张维迎, 栗树和. 地区间竞争与中国国有企业的民营化[J]. 经济研究, 1998, 12: 13—22.

[53]周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J]. 经济研究, 2004, ,(06):33—40.

[54]周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[D]. , 2007(7):36—50.

[55]周业安. 中国制度变迁的演进论解释[J]. 经济研究, 2000(5):3—11.

[56]朱恒鹏. 地区间竞争, 财政自给率和公有制企业民营化[J]. 经济研究, 2004, 10: 24—34.

## 分报告二

# 政府主导能否匹配全面建设创新型国家? ——对中国产业政策和创新政策的反思

张 杰

**摘要:**十九大报告明确指出,中国经济正在处于由高速增长向高质量增长全面转变的特定阶段,正在处于全面建设现代化经济体系的关键时期。当前阶段,要全面构建和打造以“质量第一、效益优先”为中心的现代化经济体系,核心的途径就是要全面打造质量强国、创新强国、制造强国的协同发展经济体,集中到一点,就是要全面推进创新型国家的建设。然而,当前中国地方政府依赖和实施的政府主导型创新发展模式,究竟能否适应和匹配全面建设创新型国家的总体任务?能否有效推动以制造业为主的实体经济部门的转型升级以及促进自主创新能力体系的构建?已经成为当前中国经济必须高度关注和迫切解决的基础性问题以及重大问题。本文从中国创新驱动发展战略中政府主导型的典型行为模式及形成逻辑入手,重点分析了中国地方政府的政府主导型创新发展模式所暴露出的诸多突出的不兼容现象,详细阐述了这些不兼容现象对经济可持续发展所造成的多重变异行为和扭曲效应,并提出了在全面建设创新型国家中政府和市场有机融合的具体路径以及改革突破口。

**关键词:**创新型国家 政府主导 产业政策 创新政策 扭曲效应

## 一、中国创新驱动发展战略中政府主导型的典型行为模式及形成逻辑

### (一)当前中国创新驱动发展战略中政府主导型行为模式与典型特征的归纳

依据长期的实地调研和思考,我们发现,一个需要高度关注的重大现象以及重大问题是,当前中国各级政府在全面落实和推进创新型国家建设总任务的进程中所实施的逻辑思路和具体手段,在不同程度上或多或少仍然呈现出的是政府主导型、政府政策驱动型以及政府财政资金扶持依赖型的典型行为特征和行为模式,这些行为特征或行为模式,均可以在中国不同层次政府和企业在落实和推进创新驱动发展战略的过程中,得到深刻的观察和体现。这具体表现在以下几个层次:

第一,从中央政府的行为逻辑来看,突出表现在利用多层次多方面的国家层面战略规划体系以及具体政策举措等方面,集中到一点来看,就是深刻体现出的是政府主导型的创新追赶发展战略思维和行为逻辑的本质特征。首先,针对以及为了解决中国供给侧的生产部门所面临的产品质量相对低下、生产效率提升动力难以持续、高端生产装备制造能力严重不足、关键零配件和原材料生产能力缺失、精益柔性生产制造体系能力不足等等一系列的重大发展问题,以及背后所隐含的多层次自主创新能力体系整体不足的突出发展障碍,自从 2006 年开始,中央政府逐步制定和推出了创新驱动发展战略和供给侧结构性改革为主线的,以打造制造强国、创新强国、质量强国等为具体目标的诸多国家层面战略规划体系以及一系列的具体政策举措。这些国家层面的战略规划体系以及具体政策举措,深刻体现了政府主导型的、战略引导型和政策驱动型的中国特色的创新追赶发展战略思维和行为逻辑。典型如具有“1+X”规划体系特征的《中国制造 2025 规划》以及相关的 11 个配套实施指南、行动指南和发展规划指南,并为此成立了专门的国家制造强国建设领导小组;其次,为了有效落实国家层面的创新驱动发展战略,有效促进制造业自主创新能力体系的提升,还通过制定和认定不同等级的国家级创新中心和创新驱动发展示范区作为主要的实施载体平台,依靠利用以政策引导、政府财政资金资助补贴诱导以及政府绩效评估监督相结合的政府主导模式来加以落实和实施,具体来看,包括打造全球有影响力的全国科技创新中心、创新型省份、创新城市以及创新区域共同体等;最后,为了弥补和强化中国制造业微观层面的关键核心技术研发能力不足的突出短板,同样是积极利用以政府政策引导、政府财政资金诱导以及实

施绩效成果评估监督相结合的政府主导模式来加以实施和推进,具体来看,就是制定和出台了国家技术创新示范企业和企业技术中心、国家科技计划(专项、基金等)、产业创新联盟、公共服务平台和工程数据中心、制造业创新中心(工业技术研究基地)以及重点领域制造业工程数据中心等。

第二,从各级地方政府的行为逻辑来看,突出表现在具有平均分配主义的遍地开花的高新技术开发区和以税收优惠政策为主的高新技术企业认定制度,体现在各级地方政府以运用政府财政资金为主的各种类型的创新补贴政策和专利政府补贴政策,体现在逐步运用各种新型的政府产业引导基金和创新基金。客观事实是,各级地方政府的这些创新落实和实施举措,仍然在很大程度上深刻体现出的是政府对市场的主动干预、执行上一级政府文件以及财政资金依赖型的政府主导的本质特征。首先,当前,中国各省份地区政府主要是依靠在本辖区内设置高新技术开发区以及鼓励高新技术企业获得国家认定这两个主要方式,作为落实和实施国家创新驱动发展战略的具体手段。在地方政府仍然是沿袭追求短期 GDP 增速、官员晋升锦标赛式竞争以及对上级政府负责的固有行为模式和逻辑的多重激励效应下,一方面,中国各个省份地区以及各地级市的政府,均将设置和获取国家认定的高新技术开发区,以此作为获取国家各种优惠政策和国家财政资金支持的主要途径,这就必然会导致高新技术开发区在中国各省份地区的平均分配主义以及遍地开花式分布的重大现象发生。截止 2016 年底,中国的高新技术开发区总数已达 156 家,每个省平均达到 5.1 家;另一方面,高新技术企业的认定,可以使得企业获得特定时期内的政府税收优惠政策以及额外的政府扶持政策,这就刺激了地方政府使用各种政策措施来鼓励在辖区内的高新技术企业申请行为,同样导致了高新技术企业在中国各省份地区的平均分配主义以及遍地开花式分布的重大现象发生。截止 2016 年底,中国的高新技术企业已经高达 10 万 4 千多家;其次,在中央层面发展战略和政策的指引下,中国多数的地方政府在贯彻中央部署的创新驱动发展战略以及执行各种国家规划的过程中,普遍是简单执行上一级政府文件以及复制上一级政府的政策举措,偏向于采用各种类型的政府财政资金补贴政策(包括事前项目补贴申请、事后财政补贴以及贷款贴息补贴等)以及各种税收减免政策或土地优惠政策,作为创新激励政策和专利鼓励政策的主要工具和手段,特别是在中西部地区以及东部的欠发达地区,地方政府运用各种类型的政府财政资金补贴政策的激励动机更强,也更为普遍;最后,由于逐步认识和意识到传统的政府财政资金补贴为主的创新政策和产业政策,在一定程度上存在违背市场竞争原则以

及资金配置效率扭曲等突出弊端,在一些发达地区,开始使用政府和市场有机结合的新型政府产业引导基金和创新基金,但是,在政府主导模式的固有思维和行为逻辑的影响下,已经发生了不少变异和扭曲现象。

**第三,以微观制造业企业为主的实体经济部门打造自主创新能力体系,所需要的金融融资等关键高端要素市场,迄今为止,在诸多方面均呈现出受到政府控制以及政府干预的主要特征。**这突出表现在,现阶段以直接融资渠道为主的金融市场虽然得到了一定程度的发展,但是,中国的金融体系仍然表现出的是以银行机构体系占据主导地位金融格局,仍然表现出的是间接融资渠道占优的金融结构特征。中国的银行体系虽然经历了多轮的市场化改革以及现代银行治理体系导向的改革,可是,仍然在诸多方面直接受到各级政府的控制和干预行为,除了中农工建交五大国有银行仍然呈现出政府主导和政府干预的特征,地方性的城市商业银行和农村商业银行由于通常是地方政府是主要股东,也呈现了政府主导、政府干预以及政府控制的显著行为特征。

## (二)中国各级政府创新驱动发展战略中政府主导型模式的形成逻辑

**第一,当前从中国当前所处的创新追赶发展特定阶段的诸多方面核心特征来看,决定了中国在实施创新驱动发展战略的初始阶段,政府主导型创新发展模式的形成和强化有其内在的合理性和必然性。**客观事实是,中国作为最大的发展中经济体,不仅仅处于由要素粗放型向要素集约型的全面转变阶段,更是处于由要素粗放型所带来的高速增长模式向创新驱动型所带来的高质量增长模式。这种增长模式和发展方式转变的内在特征,一方面,这就意味着,从整体层面来看,中国经济仍然处于从跨越“中等收入陷阱”的特定追赶型发展阶段;另一方面,更是意味着,中国仍然处于创新追赶的特定发展阶段,处于由模仿性创新逐步向集成创新、自主创新能力体系建设转变的特定阶段,少数特定领域已经处于前沿引领技术创新、颠覆性技术创新的“弯道超车”特定阶段。在此特定的创新追赶发展阶段,由于在科学的研究、基础创新、原始创新、关键共性技术以及先进制造技术体系等方面所存在的能力不足以及创新活动的普遍外部性等突出现象,导致完全依靠市场竞争机制并不能有效地解决自主创新能力体系不足困局的必然发生,这就决定了中国必须适度依靠政府干预和扶持力量,来解决在科学的研究、基础创新、原始创新、关键共性技术以及先进制造技术体系等关键领域的自主创新能力不足困局,依靠政府优惠政策以及财政资金补贴为主的政府主导模式,来促进微观企业的创新能力提升和自

主创新能力培育,来促进中国经济在创新驱动的初始和起飞阶段的实现。

**第二,中国在推进市场化发展进程中,政府主导型创新发展模式的形成和强化**,也是由于市场机制发育不完全以及在创新等特定领域的市场失灵等现象发生所导致的必然结果。构建中国特色的社会主义市场经济体制,充分发挥市场竞争机制在配置资源中的决定性作用,这已成为维持中国经济运行基本制度的共识。然而,在推进中国市场公平竞争机制体制构建和完善的进程中,一方面,由于多数经济领域特别是创新领域面临广泛的市场摩擦和信息不对称困局信,所导致的市场机制发育不充分不平衡的难题,这就造成要完全依靠市场公平竞争机制,作为推动经济发展以及作为全面建设创新型国家的核心机制体制,显然是不符合中国作为发展中国家的基本国情。在这种情形之下,为了弥补和抵消市场机制发育不完全、不充分以及不平衡的必然缺陷,适当地依靠政府主导和政府对特定要素市场的干预和控制,实质上是有利于短期内粗放型GDP快速扩张以及创新追赶战略的实施;另一方面,从客观角度来看,既是由于在某些领域内存在由于自然垄断、外部性或公共产品等因素,所导致的“传统意义上”的市场失灵现象,也是由于在特定领域内存在来源于政府追赶型经济发展任务、所造成的斯蒂格利茨所定义的“非传统意义上”的市场失灵现象,而且,这些市场失灵现象在类似于中国这样的发展中国家的创新相关领域中尤为普遍,非常突出。为了缓解和化解在各种形态的创新领域以及创新链各个环节的诸多市场失灵现象,采用政府主导和政府干预的发展模式,实际上有利于类似与中国这样的发展中国家自主创新能力体系的培育与提升。

**第三,地方政府对GDP竞争目标的激励效应以及对上负责的行为逻辑,也是导致政府主导型创新发展模式形成和强化的重要成因。**即便中国由要素粗放型发展模式进入了创新驱动发展模式的特定阶段,但是,事实上,由于固有的以GDP短期增速为竞争目标的政府官员锦标赛竞争体制、政府官员对上负责的行政体制以及中央和地方的财政分权激励制度,并没有从根本上得到改变和扭转,这就决定了在地方政府在落实中央部署的创新型国家建设以及促进以制造业为主的实体经济部门自主创新能力体系构建的进程中,必然会在一定程度上延续和依赖以往固有的政府主导发展思维和政府干预发展模式,导致不少地方政府在推进创新驱动发展战略中政府主导型创新发展模式的路径依赖式的形成和固化。

**第四,在中国经济发展进程中地方政府官员自身利益藩篱的形成和固化,必然也会在一定程度上激励和强化政府主导型创新发展模式的形成和固化。**不容忽略的是,在原先的政府主导和政府干预主导型经济发展模式中,由于特定部门的政府

官员拥有对产业项目审批的控制权以及政府财政资金运用项目方向的决策权,这就必然会造成地方政府官员在产业政策和创新政策的实施进程中存在大量的寻租空间和腐败机会,在特定领域形成了政府官员自身利益和部门利益的利益集团和利益藩篱。这就使得地方政府官员未必有真正和强烈的激励动机,真正改变和扭转这种以政府财政资金补贴方式为主的产业政策和创新政策,进而会造成政府主导型创新发展模式的延续以及固化。

## 二、当前政府主导型创新发展模式所暴露出的突出不兼容现象以及变异行为

### (一)当前政府主导型创新发展模式所暴露出的五大不兼容现象

需要高度关注的是,当前中国各级政府所形成的政府主导型创新发展模式,虽然在经济发展特定阶段以及一定范围内具有必然性和合理性,但是,随着中国经济由模仿创新过渡到自主创新的发展阶段,由简单创新过渡到系统创新,由跟随创新过渡到前沿创新,由商业模式创新过渡到原始创新和基础创新,政府主导型创新发展模式与中国全面建设创新型国家的总任务,特别是与构建制造业为主的实体经济部门自主创新能力体系的核心任务等方面,暴露和呈现出以下的五大不兼容现象:

**第一,导致了科学的研究和科技创新之间功能边界定位的模糊和混乱以及二者之间突出的不兼容现象。**一个值得关注的重要现象是,中国各级政府在实施创新驱动发展战略和制定创新政策的过程中,普遍呈现出将科学的研究和科技创新合二为一的操作逻辑思路的重要特征,,导致了政府主导型创新发展模式和全面建设创新型国家之间突出的不兼容现象。具体来看,资助科学基础研究的各级政府机构尤其偏向于那些在短期内可以将研究成果商业化以及能够创造GDP和就业机会的科研项目,并以此作为政府支助的重要考核目标,而不是专注于那些具有前瞻性和颠覆性的原始创新和基础创新研究。简单的逻辑就是,政府应该全力主管和有效激励将钱变成知识的创造过程,而不是去主要涉及和干预将知识变成钱的转化过程,或者幻想将“钱知识钱”全流程均掌控在政府手中,这就会直接造成科学的研究和科技创新之间功能边界的定位模糊以及操作手段的混淆混乱。客观事实是,科学的研究和科技创新之间具有严格的功能边界,对于那些具有突出的外部性和

公共产品属性的科学研究活动而言,主要是由专业化的高等院校、科研机构以及少数的大型企业基础研究部门来加以承担,需要政府资金以及公共资金的全面覆盖和全方位支持。而对于那些具有商业潜在价值属性的科技创新活动而言,主要是由各种企业以及商业化的专门科研机构来实施,需要政府提供严格的知识产权保护制度和专利政策制度来加以保障。事实上,中国在科学领域,无论是从基础理论研究角度,还是原始创新研究角度来看,均大幅度滞后于美国为代表的发达国家。因此,从制约中国全面建设创新型国家的关键短板来看,关键问题是不仅仅是“无法将知识转化为创新,无法将创新转化为产业”,更是“没有足够的知识转化为创新,没有充足的有价值创新转化为产业”。

**第二,导致了基础研究和制造业为主的实体经济部门自主创新能力体系构建之间突出的不衔接和不兼容现象。**中国现阶段全面建设创新型国家的关键任务之一,就是要加快促进中国由“制造大国”向“创造大国”和“制造强国”的全面转变,全面打造以科技强国所支撑的制造强国,坚决守住中国制造业在全球的竞争优势和份额以及在国民经济发展中的基础地位。客观现实是,当前中国以制造业为主的实体经济部门所存在的核心问题是自主创新能力体系尚未有效构建,其中,关键共性技术创新体系、高端生产装备制造能力体系、关键零配件以及关键原材料、新产品核心研发能力、精益柔性制造体系等方面能力体系的严重不足,已经成为阻碍中国制造业可持续发展和自主创新能力体系构建的突出因素。然而,这些重要的制约性因素背后所反映出的一个根本性问题,仍然是中国基础研究不足所导致的基础创新能力不足、原始研究不足所导致原始创新能力不足。更为突出的障碍因素是,在政府主导逻辑和政府计划规划政策的干预下,中国的基础研究和原始研究活动发生了如下的典型变异和扭曲效应,一方面,导致了大量的基础研究和原始研究只是停留在为了“评职称”、“评奖”和“争帽子”层面的论文和专利方面,绝大多数并不具有真正的自主创新价值以及后续的应用创新价值,另一方面,诱使和激励那些主动申请政府创新补贴资金的科研机构和企业的逆向选择和道德风险行为动机的广泛爆发,导致政府扶持创新资金难以真正渗透和弥补制造业的关键共性技术创新体系、高端生产装备制造能力体系、关键零配件以及关键原材料、新产品核心研发能力、精益柔性制造体系等关键短板方面,加剧了基础研究和制造业为主的实体经济部门自主创新能力体系构建之间突出的不衔接和不兼容现象。

**第三,导致了金融体系和制造业为主的实体经济部门的转型升级以及打造自主创新能力体系之间突出的不匹配和不兼容现象。**中国政府和市场的功能边界认

知混乱和定位不清晰的现象,突出表现在政府对以银行机构为主的金融体系的干预和控制方面,表现在政府对以银行机构主导向金融市场主导的金融结构转变的阻碍和制约方面,表现在金融风险监管记住和金融制度改革的滞后和动力不足方面,这就导致无论是从促进以产品质量和全要素生产率提升主导的传统制造业转型升级活动的角度来看,还是从以打造自主创新能力体系以及精益制造生态系统主导的先进制造业发展壮大活动的角度来看,抑或是从以构建原始创新、基础创新和应用创新主导以及产学研深度融合主导的战略性新兴产业培育发展活动的角度来看,这些活动均蕴含着巨额的高质量投资机会以及巨大的创新研发投入空间,特别需要以长期贷款期限和相对低成本为主要特征的金融体系来加以匹配,迫切需要以直接融资渠道主导的金融结构来加以匹配。然而,中国目前仍然是以银行机构主导的金融体系以及间接融资渠道为主的金融结构,这已经严重滞后于构建以制造业为主的实体经济部门自主创新能力体系的多方面需求,既与制造业为主的实体经济部门的转型升级活动发生了严重的不匹配现象,也与正在全面推进的创新驱动发展战略以及建设创新型国家发生了全面的不兼容现象,而且,这些不匹配不兼容现象在一定程度上呈现出固化特征。

**第四,导致了人才体系和制造业为主的实体经济部门的转型升级以及自主创新能力体系之间突出的不兼容现象。**当前,由于在多层次人才教育体系和技能培训体系中仍然呈显出显著的政府主导和政府计划特征,已经导致了中国各方面各类专业人才的严重短缺,已经成为束缚全面建设创新型国家的最为突出因素。这主要体现在三个方面:一是基础研究和原始创新方面高端创新人才的短缺,当前部分高等院校和科研机构在创业热的刺激下,已经出现了偏离作为承担国家基础研究和原始创新主力军基本功能定位的苗头;二是制造业为主的实体经济部门中多层次多样化专业技术人才的严重短缺,既突出表现在应用创新环节和中试环节各类工程师以及资本运作、互联网运用、创新研发等方面人才的普遍短缺,也表现在中高级技工人才的严重短缺,仅当前高级技工缺口就近 1000 万人;三是政府专业管理人才普遍短缺。我们的实地调研发现,当前在中国地级市层面政府特别是县市级和乡镇级政府层面,关于新型政府产业引导基金、创新基金、PPP 基金以及发展三产融合、生态环境保护和开发等方面的专业设计和运行人才严重缺乏,已经成为制约地区经济发展的最主要因素。

**第五,导致了地方政府产业政策和创新政策与制造业为主的实体经济部门的转型升级以及自主创新能力体系之间突出的不兼容现象。**我们的长期实地调查发

现,目前除了部分发达地区以及中西部地区省级层面逐步采用各种新型政府产业引导基金和创新基金,中国多数地方政府仍然沿袭以政府财政资金补贴和优惠政策为主的政府主导创新发展模式,仍然依靠各种经济开发区、高新技术开发区以及高新技术企业认定的数量作为落实创新驱动发展的载体平台,作为地区的主要创新政策举措。相反,而从根本上或多或少忽略了依靠减少政府不合理干预行为、消除要素市场扭曲、培育市场公平竞争环境、降低制度性交易成本以及强化知识产权保护制度,对激发本地区微观经济主体自主创新动力和活力的决定性作用。而且政府过度干预以及不合理干预市场会进一步创造出来更多的人为“市场失灵”现象,迫使政府主导的创新发展模式,进入了一种“政府过度干预+不合理干预→创造和放大市场失灵领域→诱使政府进一步强化干预和控制→放大和创造出更多的市场失灵领域”的自我恶性循环路径之中,从而不仅仅固化了政府和市场之间原有的不合理边界,而且被动式地创造出更多政府和市场之间的矛盾冲突,导致地区的市场化机制体制改革滞后甚至局部倒退现象,从而对地区创新和产业的深度融合发展以及创新驱动发展战略的实施,造成了不可忽略的进一步的自我强化式的阻碍效应甚至扭曲效应。

## (二)政府主导型创新发展模式的变异行为以及对经济的扭曲效应

以上我们所归纳出的中国情景下政府主导型创新发展模式与全面建设创新型国家之间的种种不兼容现象,既导致了政府主导型创新发展模式自身诸多的变异行为,也对中国经济可持续增长能力造成了无法忽略的多重扭曲效应。

**第一,带着平均分配主义印记以及遍地开花的高新技术开发区设置体制和高新技术企业认定制度,对创新资源和要素市场配置效率形成了非常突出的多重扭曲效应。**在 1995 年至 2016 年间,中国国家高新技术产业开发区从 1995 年 52 个增加到 2016 年的 146 个,其中,2016 年末东部地区的国家高新技术产业开发区为 64 个,中部地区为 33 个,西部地区为 33 个以及东北地区为 16 个。为了鼓励中西部地区和东北地区的高新技术产业发展,2004 年之后中央政府对国家高新技术产业开发区的审核批准,优先向中西部地区和东北地区倾斜,这导致 2004 年之后中西部地区和东北地区的高新技术产业开发区的数量增长,就显著超过了东部地区的数量增长。此外,国家对高新技术企业的认定也存在类似的逻辑。试想一下,即便中国具有如此相对广大的区域纵深幅度,也不可能形成 150 多个创新发展的集聚区,美国这样的发达国家充其量也就个位数的创新集聚区,这显然是违背最为基

础的市场竞争机制规律的认知以及政府不合理干预行为的直接后果。表面上来，这种以平均分配主义的国家高新技术开发区的设置逻辑和制度安排，体现的是中央政府推行的是以追求促进区域均衡发展为目的的战略举措，但是，从深层次来看，深深带有计划经济思维的平均分配主义所造成的高新技术开发区的遍地开花现象，既违背了高端创新要素和资源的市场集聚效应逻辑，也违背了创新活动对市场化制度等软环境高度依赖性的内在逻辑和客观规律。事实上，这种带着平均分配主义印记以及遍地开花的高新技术开发区设置体制和高新技术企业认定制度，在很大程度上人为造成了中国各地区的创新要素资源的市场分割现象，阻碍了国家范围内的创新要素资源的市场一体化进程，必然会对高端创新要素市场配置效率产生无法忽略的扭曲效应，进而从根本上弱化了市场竞争机制对创新资源配置的决定性作用。

**第二，政府主导型的创新发展模式激发了某些地区盲目实施创新追赶战略的动机，特别是在那些根本不具备发展高端创新产业所需的高端创新要素资源和关键制度软环境地区中，造成了不少地区的战略性新兴产业、高新技术产业以及“互联网+”经济的泡沫化现象发生。**我们的实地调研发现，在不少中西部的欠发达地区甚至东部的相对不发达地区中，整体上处于工业 2.0 体系的初级发展阶段，某些地方甚至最为基础的工业 2.0 体系能力尚未真正实现和夯实，并不具备发展高端创新产业或者战略性新兴产业的产业基础，也不具备金融体系、多层次人才体系以及制度环境等高端创新要素必要条件。在中央所制定的一系列创新驱动发展战略和政策举措的指导或者刺激下，这些地区的地方政府盲目实施所谓的创新追赶战略或者“弯道超车”战略，依靠政府大力度的各种合法甚至不合法的优惠政策以及各种显性或隐性的政府财政资金补贴政策，通过各种形式的招商引资来吸引高端创新产业或者战略性新兴产业，试图一步从工业 2.0 体系跨越到工业 3.0 体系甚至工业 4.0 体系。某些地方政府这种不切实际的创新赶超发展战略以及政策主导的发展策略，甚至演变为“一切围绕一把手”的政绩观导向、“一把手说了算”的唯上负责逻辑以及“一把手拍脑袋”的主观决策行为模式，既有可能导致招商引资的多数是那些“假冒伪劣”性质高新技术企业或者专门骗取政府财政资金的企业，也有可能造成真正的高新技术企业或战略性新兴产业，由于缺乏关键高端创新要素支撑以及高质量的营商软环境和制度环境的配合，造成企业不具有根植性的发展功能所带来的不可持续发展现象发生，最终很有可能造成的是战略性新兴产业、高新技术产业以及“互联网+”经济泡沫化现象的发生。

第三,中国多数地方政府以税收优惠政策为主的高新技术企业认定制度以及以直接运用政府财政资金补贴为主的创新政策和专利政策,诱发出大量的寻租腐败机会,制造出相当程度的创新假象和专利泡沫,从根本上抑制了微观企业自主创新能力的打造和提升动力。在中央政府的以税收优惠政策为主的高新技术企业认定制度以及直接运用政府财政资金补贴为主的创新政策和专利政策的引导下,必然会发生的现象和逻辑是,一方面,这会在很大程度上诱使和激励微观企业以及中介机构,通过与掌控高新技术企业认定权力和审批权的政府官员的勾结和合谋行为,来骗取国家的税收优惠政策,以及套取政府创新补贴财政资金和专利补贴资金,滋生大量的寻租腐败机会。这种行为实际上已经成为在很多地方普遍发生的现象,成为一个众所皆知的“圈钱”游戏,导致了政府有限财政资金重复投入和浪费挥霍、财政资金配置方式错配错位以及财政资金运行效率低下等突出问题;另一方面,在政府监管机制缺位以及执行不力的情形下,不少企业为了获取这些政府创新扶持和补贴资金,并不是通过实施真正的创新研发活动以及有价值的创新成果,而是通过虚假创新、操作创新研发等行为来骗取这些优惠政策和创新政府补贴资金。这就造成了“劣币驱良币”式的恶性示范效应,导致政府政策刺激下的微观企业创新活动的逆向选择和道德风险行为的盛行,从根本上抑制和扭曲了微观企业培育和提升自主创新能力的内在动力机制。

第四,导致了政府和市场有机结合的新型政府产业引导基金和创新基金的变异行为,使得针对既有的政府主导性创新模式的改革效果大打折扣。正是逐步认识到以直接运用政府财政资金为主的传统产业政策和创新政策,会对企业要素成本和生产成本造成突出的扭曲性影响,对市场配置创新要素资源造成显著的扭曲性影响,对完善市场公平竞争机制体制造成诸多阻碍作用,中国各级政府从下到上再从上到下,正在推进政府和市场有机结合的新型政府产业引导基金和创新基金,尝试利用政府对产业发展政策引导功能,再结合由市场性的专业化基金操作和运行机构,来搭建和发展政府产业政策引导功能和遵循市场甄别和挑选机制的专业基金企业市场投资功能相联合的新型政府产业引导基金和创新基金。但是,我们的实地调研发现,由于政府官员发展思维的固化以及专业能力的锁定,或者由于地方政府官员自身利益的藩篱以及部门利益的桎梏,或者由于政府和市场边界定位模糊的局面并没有从根本上解决所导致的政策认知错位和混乱等现象,在不少中西部地区以及东部的相对不发达地区,导致了政府和市场有机结合的新型政府产业引导基金和创新基金运行模式的倒退甚至变异现象,一方面,是“新瓶装旧酒”,

在不少中西部地区以及东部的相对不发达地区的地方政府,所推出的名义上的新型政府产业引导基金和创新基金,其操作思路和行为逻辑实质上仍然是传统的政府作为产业项目甄别者和决策者的财政资金直接补贴模式;另一方面,是“新瓶装的新酒发生变质”,在某些相对发达地区或者发达地区的地级市层面的地方政府,可能是由于政府专业化技术官员的缺乏以及“多一事不如少一事”、“不做事就不会出事”等等形态的“怕改革躲改革”的心态蔓延和“怠政懒政”的行为盛行,导致了新型政府产业引导基金和创新基金发生程度不同的变异行为,甚至退回到原有的政府主导型的操作模式,使得针对既有的政府主导性创新模式的改革效果大打折扣。甚至出现了改革停滞和改革倒退的现象发生。

**第五,诱发了微观企业以追求短期利益为主的创新行为动机,激励企业偏向于从事那些简单模仿创新或者商业模式创新等类型的创新研发投入活动,使得中国全面建设创新型国家中的关键薄弱环节和关键基础性短板,难以得到真正且全面的有效持久破解。**客观来看,当前政府对创新驱动发展模式主动干预和施加作用的主要目标和主要力量,应该落在如何破解和化解中国在全面建设创新型国家以及构建制造业自主创新能力体系过程中所遭遇到的各种关键薄弱环节以及关键短板问题方面。然而,在既有的政府主导型创新驱动行为模式的负面干扰和负向激励下,导致了微观企业偏向于选择那些短期内能带来收益的短平快类型的创新项目,偏向于选择那些类似模仿创新、商业模式创新以及较少需要自主创新积累和研发投入金额的产品创新和工艺创新等项目,相反,很少偏向于选择那些需要巨额前期创新研发投入、面临较大不确定性和风险以及需要较长创新研究周期的创新项目,很少偏向于选择那些较少依赖现代金融体系和高端创新技术人才的创新项目。甚至在各种金融泡沫、房地产泡沫以及各种层出不穷投机泡沫的诱惑下,造成了“脱实进虚”现象的广泛发生,导致不少制造业企业将自身有限的利润积累投入到房地产投资投机部门乃至金融投资投机部门,造成了制造业为主的实体经济部门自主创新能力的整体不足以及提升动力的全面弱化。

**第六,损害了国有企业和民营企业创新能力的平等竞争和公平发展机会,抑制了国有企业和民营企业之间创新协同协作体系的构建,破坏了大中小企业之间的创新网络协作体系的构建。**对于中国这样的发展中大国,要全面建设创新型国家以及大幅度提升制造业的自主创新能力体系,依据打造实体经济、科技创新、现代金融、人才资源相互协同发展的、服务于现代化经济体系建设的产业体系,打造

世界级的先进制造业集群的发展要求,关键的方向应该落在如何构建在大中小企业之间的产业链、技术链和创新链的协同体系之上,落在如何构建国有经济部门和民营经济部门的创新协同体系之上。然而,我们的实地观察和调研发现,当前,中国从中央政府到地方政府所实施的政府主导型创新驱动发展模式,所造成的一个突出问题是,“自然而然”地促使各级政府的创新扶持资助财政资金主要偏向于国有企业部门以及大规模企业,特别是在政府财政资金使用监督机制逐步完善和加强的情形下,各级政府的创新扶持资助财政资金向国有企业部门以及大规模企业倾斜的现象更为凸显。这就既损害了国有企业和民营企业创新能力培育和提升的平等竞争和公平发展机会,也割裂了国有企业和民营企业部门之间打造创新协同协作体系的内在联系和可能机会,同时,也不利于大中小企业之间创新网络协作体系的构建和提升,这就必然会与全面建设创新型国家的总体任务背道而驰,造成不可忽略的损害效应。

第七,生产性成本干扰型的产业政策以及自主创新政策,使得中国对外贸易面临更大的国际贸易保护主义摩擦压力,造成了发达国家对中国市场公平竞争机制的怀疑以及是否实现正常市场经济地位的指责和藉口,影响了中国的出口竞争优势以及出口对经济的支撑作用。当前中美贸易争论和贸易摩擦的焦点,就是中国政府推出的一系列产业政策、国家资本主义行为及自主创新计划。在当前全球贸易保护主义加剧以及逆全球化已经初现端倪的情形下,中国旧有的生产性成本干扰型的产业政策以及政府主导型的自主创新政策,不仅仅已经对中国经济可持续发展产生了一系列突出的不兼容现象以及扭曲效应,更容易导致来自发达国家的贸易保护行为的压力和挑战,导致全球主要国家究竟能否遵守WTO规则的怀疑和指责,导致发达国家对中国究竟是否坚持市场公平竞争机制的发展模式,导致发达国家对阻碍中国获得正常市场经济地区国家的阻碍藉口,从而得中国依靠自主创新能力提升来促进出口结构的优化升级以及出口附加值能力提升的努力,面临巨大的外部环境的不确定性和巨大压力,最终必然会不利于中国创新型国家的建设以及自主创新能力体系的打造。

### 三、全面建设创新型国家中政府和市场有机融合的改革突破口以及解决思路

要真正全面建设创新型国家,特别是加快促进制造业为主的实体经济部门的

转型升级以及自主创新能力体系的构建,依据中国当前自主创新体系中的关键薄弱环节和关键短板,依据中国的现实国情以及具体制度性约束条件,既要科学地认识和界定在建设创新型国家过程中政府和市场这两者的各自功能定位和边界,也要创造性的重新变革和打造政府和市场这两者之间的新型协同协作关系。客观事实是,仅仅依靠政府这只“看得见的手”,或者一味迷信市场这只“看不见的手”,均不能在中国现阶段多数领域处于创新追赶发展阶段,部分领域处于前沿性创新和原始性创新阶段的如此特定复杂背景下,以及在多数地区处于工业 2.0 体系、部分地区处于工业 3.0 体系阶段以及少数地区处于工业 4.0 体系阶段的如此复杂背景下,全面有效地解决全面建设创新型国家过程中所存在的诸多突出问题和障碍。对于中国创新型国家建设的总任务而言,需要清醒地认识到的是,市场机制是激活创新创业的基础性条件,是激发各微观经济主体自主创新能力动力提升的根本性制度安排,而各种形态的产业政策和创新政策,应该是对中国处于特定的发展阶段中所发生的各种市场失灵以及创新外部性的纠正,是对由于市场公平竞争机制特别是高端创新要素市场机制发育不完全以及市场局限性所产生的制度性交易成本过高和制度性环境缺陷的补充,是对创新链和产业链以及这两者对接过程中所暴露出的关键薄弱环节和关键约束条件的弥补。基于以上分析,在我们看来,根本性的改革突破口以及符合中国现实国情的解决思路是,在全面建设创新型国家中,需要颠覆性地重新科学认识政府和市场的各自功能边界,重点应该落在创造性重构政府和市场的新型有机融合模式以及协同发展机制。这具体表现在:

第一,针对中国具有平均分配主义和遍地开花高新技术开发区的发展模式以及以税收优惠政策为主的高新技术企业认定制度 针对中国地方政府普遍所采用的政府主导型创新发展模式以及以直接运用政府财政资金补贴和提供各种优惠政策,到了全面反思和科学总结的特定阶段,到了需要全面做清理清退和调整转型的重要时机,也到了推进“大破大立”式改革的关键时期以及实施机制体制改革的临界点。正是由于对政府和市场之间功能边界以及动态变化关系科学认识和把握的不到位,中国各级政府所采取的各种创新驱动发展举措以及产业政策和创新政策,一定程度上偏离了制约建设创新型国家的关键薄弱环节以及关键短板,偏离了培育和提升制造业为主的实体经济部门转型升级和自主创新能力体系的基本需求和内在要求,偏离了创新和产业深度融合发展的根本取向和核心要求,对地区经济可持续发展产生了一系列负面效应和扭曲效应。从中国各地方政府的具体实践活动来看,不少地方政府仍然偏好于采用选择性产业政策以及生产成本补贴型产业政

策,偏向于采取招商引资优惠政策以及依赖各种高新技术开发区载体平台,导致了地区间的产业结构同质化、产业低端化锁定、产业过度竞争、产能过剩以及微观企业自主创新能力动力缺失等一系列突出现象的发生,甚至在局部地区局部行业造成了“信息化泡沫”、“高新技术企业泡沫”乃至“战略性新兴产业泡沫”等现象。而且,也造成了新型的政府产业引导基金和创新基金的走样和变异现象。对通过加快推进创新型国家建设的总体任务,不仅不能起到预期的促进效应,相反,还可能会南辕北辙。产生无法忽略的多重负面作用以及破坏性。因此,全面清理和转变中国地方政府针对建设创新型国家制定的各种产业政策和创新政策具体措施,对各种高新技术开发区所附加的各种不合理政府功能和做法,到了彻底反思和转型的重要关口,对中国地方政府普遍所采用的政府主导型创新发展模式以及以直接运用政府财政资金补贴和提供各种优惠政策,到了推进“大破大立”改革的关键时期,也到了全面深入推进机制体制改革的临界点。要真正扭转和改变中国地方政府以政府扶持为主导的创新发展模式,必须回归企业在自主创新能力体系建设以及促进创新和产业深度融合发展中的主导地位,必须回归市场机制作为激发创新以及创新和产业融合发展动力活力的基础性地位。同时,不可忽略政府的应有作用,找准政府在自主创新能力体系建设以及创新和产业融合发展中关键薄弱环节的发力点。紧紧依据和针对当前中国建设创新型国家薄弱环节的识别与弱点依据不同城市和不同区域的要素禀赋特色、既有产业基础、人才基础以及金融体系发展等关键要素条件的差异,实施不同类型的政府和市场有机结合模式,不可鼓励一刀切以及一切唯上模式,鼓励地方政府依据自身地区的要素禀赋条件、经济发展水平、市场机制发育程度的差异,主动探索政府和市场有机结合的新经验、新模式、新机制。

第二,针对不同创新链环节的不同关键薄弱环节和关键短板问题,应该科学区分政府和市场的有机结合点所在,找准政府和各自的着力点,特别是要确定好政府在不同创新链环节的不同关键薄弱环节和关键短板问题的发力点和破解点。首先,针对创新链中的基础研究和原始创新环节,这是中国当前建设创新型国家中的最为薄弱环节,政府应该承担全部投入的主体责任,针对政府财政投入严重不足的困局,在设计好激发高等院校和科研机构动力激励机制和制度体制的基础上,尽快将基础研究经费占 R&D 经费投入比重提升到 15% 以上。其次,针对创新链中的应用创新环节以及中间试验(简称中试)环节,要形成政府主导和市场主导相结合的特定机制,对于那些外部性相对较大和市场不确定风险较高类型的应用创新

环节项目以及中试环节项目,可采取政府财政资金补贴和扶持主导以及引导和鼓励国有企业作为主要承担者和先行者的特定发展模式。再次,针对创新链中的商品化环节,要形成市场主导以及政府提供公共服务和知识产权保护等制度环境完善为主的相结合机制,政府依靠制度环境的完善和提升来激励不同形态的微观企业主动参与创新链中商品化环节项目。同样地,对于那些外部性程度相对较大和市场不确定风险较高类型的商品化环节项目,可适当采取政府财政资金扶持的方式来激励微观企业的参与动机。最后,针对创新链中的大规模产业化环节,要全面减少政府干预行为以及压缩各种以财政资金补贴为主的产业政策和创新政策实施空间,主要依靠金融体系的完善、多层次人才体系的构建以及知识产权保护制度的强化等市场化环境提升途径,激励微观企业主动承担大规模产业化环节的项目。

第三,针对传统制造业、先进制造业、生产装备制造业以及战略性新兴产业不同生产体系部门的突出薄弱环节和关键短板问题,本着因地制宜、分类管理和找准牛鼻子问题的原则,有针对性的推进政府和市场相结合的差异性模式和不同实施机制。具体来看,针对传统制造业中产品质量相对较低、产品设计能力相对滞后、精细制造工艺积累不够、品牌能力不足以及全要素生产率和劳动生产率亟待大幅度提升等方面的核心问题和障碍,政府可在传统制造业产业集群中具有外部性的关键共性技术、集成性创新以及基础创新环节重点发力,可鼓励政府财政资金直接运用到这些具有外部性的公共服务平台的建设方面,甚至可以采取针对特定企业进行政府财政资金补贴、鼓励企业免费提供这些基础研究和关键共性技术服务的方式加以解决,更多的着力点应该落在金融体系的完善、多层次人才体系的构建以及知识产权保护制度的强化等市场化环境完善方面;针对先进制造业和生产装备制造业中的基础创新、核心生产设备、关键零配件和原材料以及精益柔性制造体系等方面的能力不足突出问题,对那些技术外溢性程度较大,创新不确定程度和市场风险较高,需要长期进行创新研发投入的企业而言,需要政府采取创新补贴以及实施结构性减税政策的方式加以合理激励。特别要重视政府在构建直接融资渠道的金融体系、天使基金风险基金、高层次科研人才以及高级工程师和高级技工等高端创新要素市场的培育和提升方面的主导作用;针对战略性新兴产业中的原始创新、基础创新、前瞻性技术、颠覆性技术以及产学研衔接等方面的关键薄弱环节,需要政府直接加大在这些方面的财政资金投入,可以对相关企业的相关创新研发活动直接采取政府财政资金补贴和高强度的抵税减税政策加以扶持和激励,进而激发这些领域的“后发优势”以及实施“弯道超车”的创新追赶战略。

第四,针对打造世界级先进制造集群中的突出薄弱环节和关键短板问题,将产业政策和创新政策的着力点,逐步转移到促进大中小企业的创新协同协作生态体系的构建,以及促进国有企业和民营企业的新型创新协同协作体系的构建方面。逐步扭转中国各级政府的产业政府补贴资金和创新补贴资金偏向于国有企业的现象,今后要将产业政策和创新政策的重点,落在鼓励国有企业进入那些创新外部性和技术溢出效应较强、核心基础研究和关键公共技术效应突出、需要较长创新研究开发周期、需要巨额的前期和持久研发投入、并且市场产业化风险较大的创新链环节和产业部门,落在鼓励大中小企业创新链、产业链和要素链的全面衔接和融合发展的协同协作生态体系的构建方面,落在鼓励打造国有企业和民营企业创新链、产业链和要素链的全面衔接和融合发展的新型协同协作体系。通过激活和重塑中国产业中的产业链协作体系、产业集群体系以及世界级先进制造集群的低成本竞争优势、创新竞争优势以及国际竞争优势,来贯彻十九大提出的建设现代化经济体系的发展目标。

## 参考文献

- [1]张杰、吉振霖、高德步,中国创新链“国进民进”新格局的形成、障碍与突破路径,经济理论和经济管理,2017年第6期。
- [2]张杰、郑文平、新夫,中国的银行管制放松、结构性竞争和企业创新;中国情景下U型关系的证据与解释,中国工业经济,2017年第10期。
- [3]张杰、郑文平、翟福昕.,竞争如何影响创新:中国情景的新检验,中国工业经济,2014年第11期。
- [4]中国人民大学宏观经济论坛课题组,进入创新和产业融合发展关键期的中国经济,2017年第12期。

## 分报告三

# 中国的创新激励政策：基本特征与实施绩效

刘小鲁

**摘要：**本报告对我国主要的创新激励政策进行了研究。研究发现，研发补贴虽然总体上效果显著，但在激励对象的选择上缺乏效率；数量主导的专利增长目标和激励政策在带来专利数量高速增长的同时，也造成了专利质量上的扭曲性效应。最后，本报告对政府引导基金这一产业和创业扶持方式所存在的内在矛盾和问题进行了讨论。

## 一、中国创新政策的基本框架

自新千年开始,中国开始强调以创新实现经济增长。2006年国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020年)》(以下简称《纲要》)则对我国现阶段创新体系的总体框架进行了顶层设计。《纲要》提出了“自主创新,重点跨越,支撑发展,引领未来”的指导方针,确定了国民经济和社会发展的重点领域、重大专项和前沿技术领域,并强调在推动企业成为技术创新主体的基础上,通过配套的财税激励、金融支持和知识产权战略为纲要的实施提供支持。在上述基本框架下,我国现阶段的创新政策主要涵盖了下述几个方面的内容:

### 1. 创新补贴

财政补贴是我国产业技术政策实施中所采取的最主要手段。在创新扶持方面,最主要的补贴内容是研发补贴与专利补贴。这些补贴的一个重要特征是与特定的行业或技术领域相结合,进而构成了产业技术政策的主要内容。其中,典型的例子是《国家重点支持的高新技术领域》和国家发展改革委员会等部门公布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》。这些技术领域指南成为确定投放研发补贴方向的主要依据。

研发补贴的主要形式通常是以财政拨款为基础所成立的各类专项资金。补贴的发放一般是在企业提出补贴申请的基础上由政府最终决定补贴对象。这些资金的使用常与政府科技计划的实施相联系,即政府设立一系列科技计划供企业申请,而补贴资金的投放则取决于政府部门组织专家对企业项目申请的进行评审的结果。现阶段,我国科技计划主要包括三类。第一类是应用开发主导型计划,如国家攻关计划、星火计划和科技型中小企业技术创新基金等;第二类为高技术研究发展型计划,如863计划和火炬计划;第三类为基础研究计划,包括国家重点实验室计划、基础性研究重大项目、自然科学基金等。

除以上研发补贴外,我国各级政府还为企业提供大量的专利资助。1997年,党的十五大明确了科教兴国战略和可持续战略,明确提出要将科技进步是社会经济发展的关键。相应地,《全国专利工作十五计划》提出了专利申请年均增长14%的量化发展指标。2006年,《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020年)》进一步提出要在加强知识产权保护的基础上,确立以形成自主知识产权为目

标的知识产权战略。在此背景下,越来越多的地方政府开始通过补贴或奖励形式对专利申请和授权进行激励。除对专利授权的奖励外,补贴和资助的范围还涵盖专利的申请费、实质审查费、授权费、年费和专利代理费,但实际的资助项目、资助力度以及资助对象所应具备的条件在不同地区之间存在一定的差异。

## 2. 税收减免

税收减免是我国引导企业进行 R&D 投入的另一项重要的财税政策。其中,最主要激励方式是所得税优惠。首先,企业研发费用实行所得税的加计扣除,即对于符合要求的研发费用的实际发生额,在相应纳税年度中可以按照 150% 的比例从所得税中加计扣除;如果当年存在不足抵扣的部分,还可以在五年内按 100% 的比例结转抵扣。其次,获得高新技术企业认定的企业,可以按照 15% 的优惠税率征收所得税。此外,软件开发企业。此外,我国还在增值税、关税和营业税上为创新提供税收优惠。例如,计算机软件产品的开发、生产和销售企业可以享受增值税上的税率减免;用于科研和教学的进口仪器和生产高新技术产品的进口自用设备及技术可以免征关税和进口环节的增值税;技术咨询和技术服务业务收入则免征营业税。

## 3. 政策引导基金

通过财政补贴方式对产业和创新进行支持的主要问题在于,政府的缺少有效筛选补贴对象的能力。这使得补贴项目和对象的选择在很大程度上取决于对客观指标标准(如研发投入和专利数量)的考察。受这一因素的影响,补贴对市场主体可能产生扭曲性的激励,如诱使企业在量化指标上进行包装以获取补贴资金。

近年来,政府引导基金在数量和规模上都取得了迅猛增长,客观上产生了由传统行政性补贴和拨款向股权投资的市场化管理模式的转变。根据清科数据库的数据,截至 2017 年 11 月 2 日,全国已募集完或正在募集的政府引导基金共计 1611 个,总的目标募集规模不少于 62999 亿。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 数据库中,部分基金的目标募集金额缺失,故实际目标募集量应不少于这里报告的数据。

## 二、研发补贴：特征与实施效果

### (一) R&D 补贴的主要特征

R&D 补贴是我国主要的研发支持政策。我国的 R&D 补贴的绝对金额长期以来保持着较快的增长趋势。根据《中国科技统计年鉴》的数据，2003—2015 年间，R&D 经费内部支出中的政府资金由 460.6 亿增长至 3013.2 亿，年均增速为 16.94%。但是，政府资金占 R&D 经费内部支出的比重持续下降。2003 年，该比重为 29.92%，而 2015 年则下降至 21.26%。

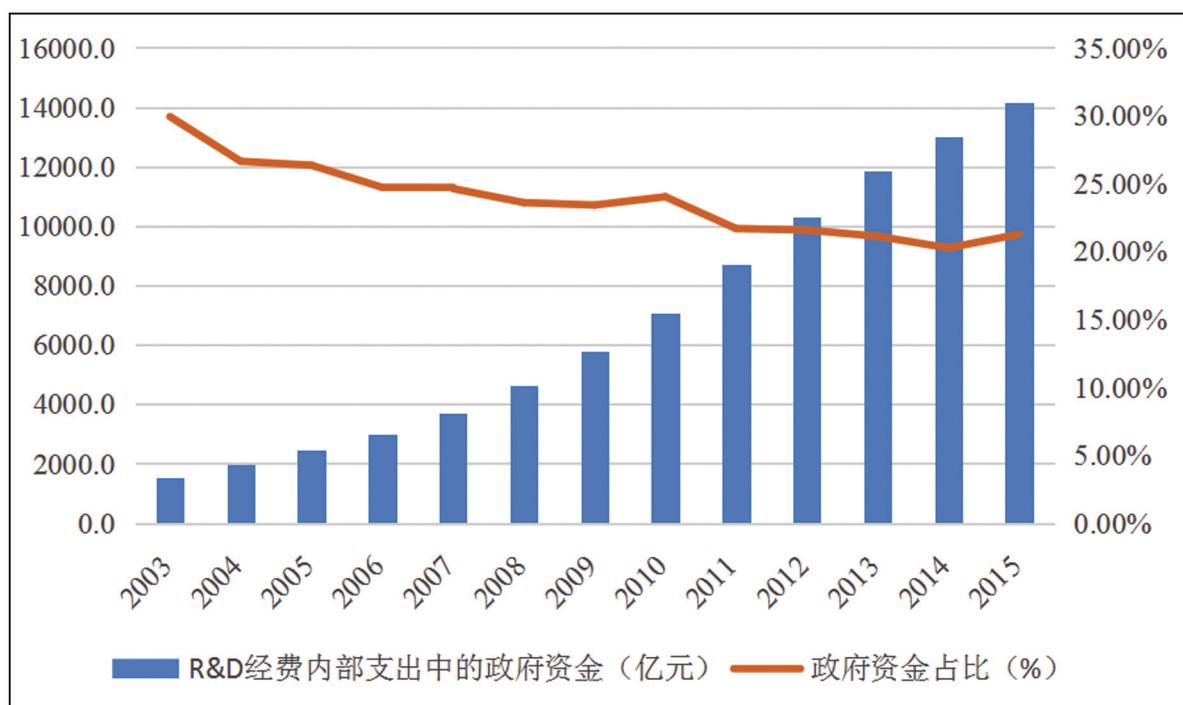


图 1 R&D 经费内部支出中政府资金的基本情况

数据来源：根据《中国科技统计年鉴》相关数据整理和计算。

我国 R&D 补贴具有明显的行政性主导特点。正如前文所提到的，我国 R&D 补贴主要通过项目资金的形式进行管理。中央和地方各级政府通过行政性的方式设立相应的科技计划供企业申请。科技计划的设立方向和项目选择往往强调与产业和重点领域技术规划相适应，对具体项目申请的评审和项目的结项管理则主

要依靠专家评审,而非市场选择。这种行政性管理模式在为企业创新提供支持的同时,也存在着资金利用效率问题和寻租空间。此外,受信息不对称的影响,识别被补贴企业的真实信息往往成本高昂。现实的观察表明,存在一些企业通过项目“包装”骗取政府科研支持的现象,在一定程度上削弱了 R&D 补贴的实际激励效果。(孟繁森,2008;安同良等,2009)

R&D 补贴虽然占到我国 R&D 经费内部支出的 20%以上,但主要的支持对象是研究与开发机构和高等学校。根据《中国科技统计年鉴》的数据,2015 年,我国规模以上工业企业的 R&D 经费内部支出中,来自于政府资金的金额为 419.10 亿元,占当年 R&D 经费内部支出中政府资金总额的 13.91%。从对企业的补贴力度来看,2015 年,我国规模以上工业企业 R&D 经费内部支出总额为 10013.93 亿元。其中,94.35% 来自于企业的自筹资金,而政府资金仅占 4.19%。事实上,尽管政府对工业企业 R&D 的资助金额呈现出稳定的上升趋势,但由于企业 R&D 投入的快速增长,政府补贴占企业 R&D 经费内部支出的比重总体上呈现出持续的下降趋势。

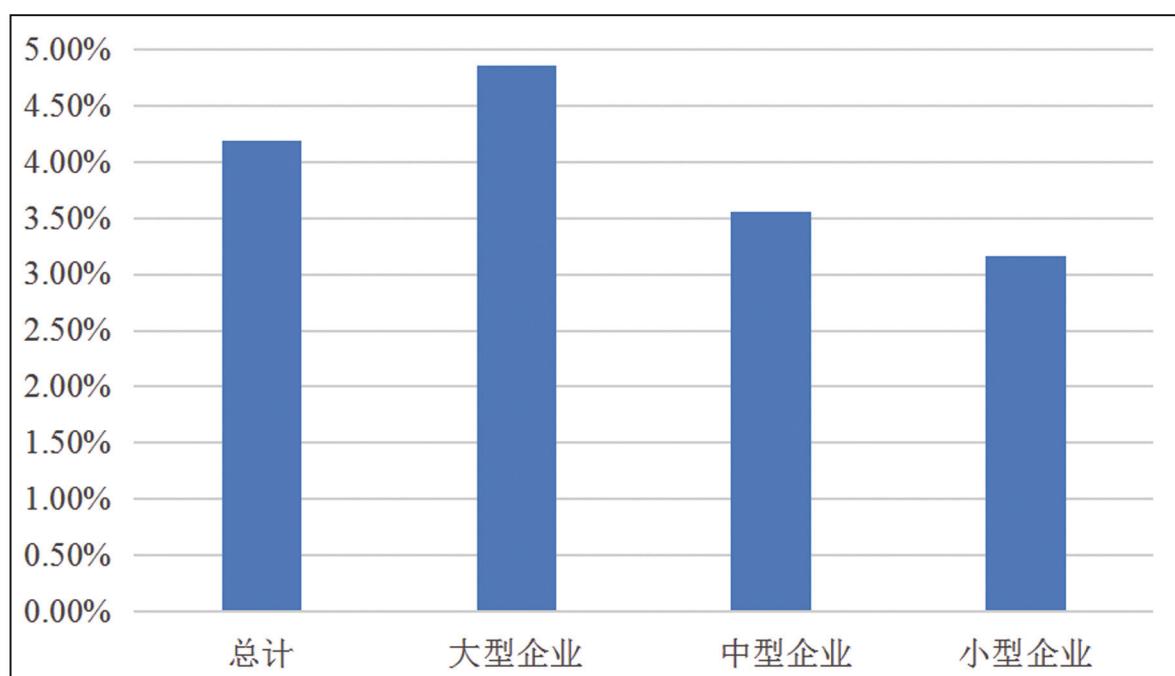


图 2 2015 年不同规模工业企业 R&D 经费内部支出中政府资金比例(%)

数据来源:根据《中国科技统计年鉴》相关数据计算。

从被补贴企业的分布来看,R&D 补贴绝大部分被工业企业得到,并且相对更多地集中于大、中型工业企业。根据《中国科技统计年鉴》的数据,2015 年,企业 R&D 经费内部支出中的政府资金总额为 463.4 亿元。其中,规模以上工业企业 R&D 经费内部支出中政府资金总额占到 90.44%。此外,图 2 展示了 2015 年不同规模工业企业的 R&D 经费内部支出中政府资金所占的比例。从中可以看出,大中型企业所得到的补贴强度更高,分别为 4.86% 和 3.55%,而小型工业企业得到的补贴强度仅为 3.17%。

此外,从所有制来看,R&D 补贴明显地集中于国有企业。从图 3 的数据可以看出,2015 年,规模以上工业企业中,国有企业 R&D 经费内部支出中政府资金所占比重为 10.71%,远高于私营企业 2.49% 的比例,也明显高于当年所有规模以上工业企业的 4.19% 的平均比重。这一统计结果说明,我国 R&D 补贴对象的选择具有鲜明的所有制特征。造成这种结果的一个原因可能是政府主导的知识产权战略。自进入新千年以来,我国政府开始不断强调重点技术领域内的技术赶超,力图实现关键领域内的专利和标准主导权上的突破。这种国家战略往往通过国有企业和相应的财政补贴来予以实施,使得研发补贴大量地向国有企业倾斜。

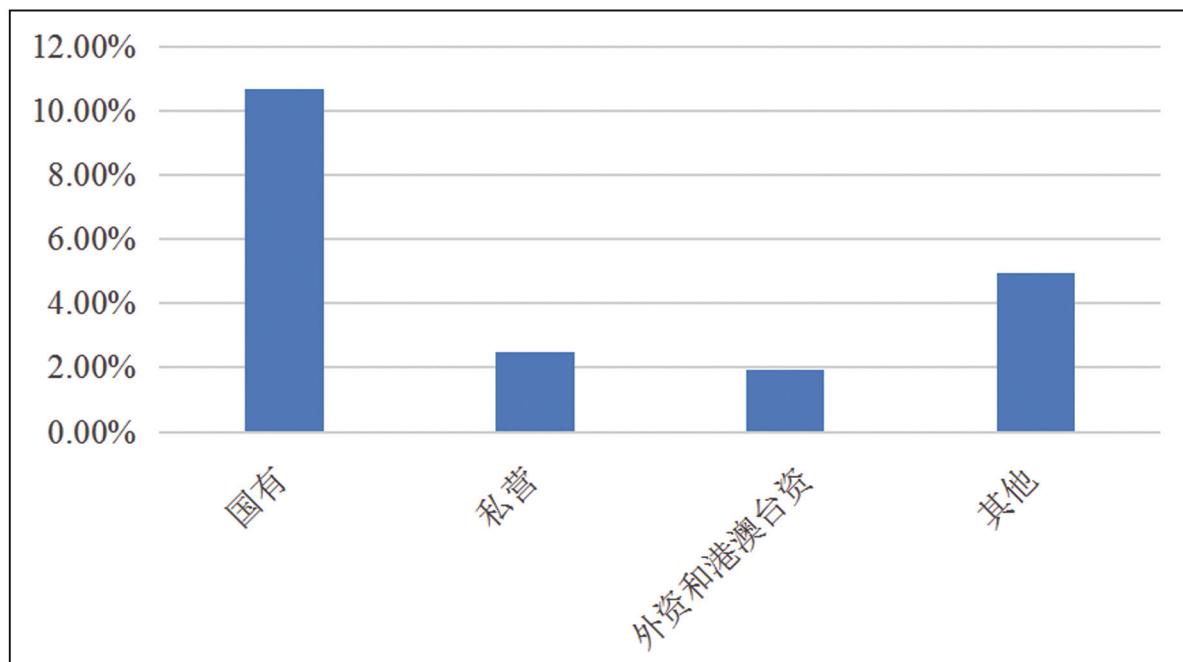


图 3 2015 年不同规模工业企业 R&D 经费内部支出中政府资金比例(%)  
数据来源:根据《中国科技统计年鉴》相关数据计算。

### (三)财税政策对企业 R&D 投入的激励效果

本报告进一步通过计量分析来评价研发补贴对企业 R&D 投入的实际激励效果。研究所使用的样本为 2007—2015 年的工业上市公司数据。在排除极端值和异常值后，样本总共包含 6647 个观测值。

本报告使用倾向匹配得分方法(propensity score matching, PSM)来估计 R&D 补贴和研发加计所得税扣除政策的处理效应(treatment effect)。PSM 方法的基本思想是，根据倾向得分，从未受政策影响的控制组(control group)中选出某些个体与受政策影响的处理组(treated group)个体相匹配，并根据配对个体间结果变量的差异来估计处理效应；倾向得分保证了用于匹配的控制组个体在基本特征上与处理组个体一致。与常见的处理效应分析一样，这里的研究关注于处理组所受到的平均处理效应(average treatment effect on the treated, ATT)。

PSM 的核心变量是处理变量和结果变量。本报告根据上市公司年报中，政府补贴项目的说明来识别研发补贴。结果变量则选择了企业基于非政府资金所进行的研发支出的自然对数。

倾向得分可以通过估计个体受到政策影响可能性的 probit 模型来得到。在估计 R&D 补贴的倾向得分时，本报告使用的自变量为股权性质(国有、民营、外资及其他)、企业规模(总资产的自然对数)、年龄、企业有效专利数量以及行业和时间虚拟变量。表 1 报告了研发补贴对企业 R&D 支出的总体影响，表 2 则进一步分规模和所有制类型考察了 R&D 补贴的影响。

表 1 研发补贴对企业 R&D 支出自然对数值影响的 ATT

	(1)	(2)	(3)	(4)
	1—1 NNM	1—3 NNM	核匹配	半径匹配
ATT	0.202 * * *	0.209 * * *	0.215 * *	0.221 * * *
标准差	0.046	0.038	0.034	0.023
Off support	0	0	0	0
Obs.	6647	6647	6647	6647

注：估计中施加了共同支撑约束。“Off support”显示了因为不满足共同支撑假设而被剔除的样本。\* \* \* 和 \* \* 分别代表在 1% 和 5% 显著水平上显著。

表 2 研发补贴和研发加计扣除所得税政策的激励效果在不同类型企业间的差异

分类变量		研发补贴			
		ATT	标准差	Off support	Obs.
规模	大	0.280 ***	0.060	3	2404
	中	0.213 ***	0.039	6	2435
	小	0.123 ***	0.035	4	1808
所有制	国有	0.159	0.110	1	1959
	私营	0.162 ***	0.048	1	4310
	外资和港澳台资	0.265	0.185	2	232
	其他	0.226	0.352	11	138

注:估计中施加了共同支撑约束。“Off support”显示了因为不满足共同支撑假设而被剔除的样本。\*\*\*代表1%显著水平上显著。

从表1和表2的估计结果,可以得到以下结论:

1. 研发补贴对企业R&D支出具有显著的激励效果。从表1的结果来看,在所有估计中,R&D补贴政策效应的ATT均显著为正,说明R&D补贴和企业R&D支出之间相互补。根据表1的估计结果,企业来自于非政府资金的R&D投入对R&D补贴的半弹性大约为0.20。
2. 研发补贴对民营上市公司的R&D具有显著的激励作用,对国有企业和外资企业则没有显著影响。在表3分所有制估计的结果中,R&D补贴对国有企业以及外资和港澳台资企业的影响虽然为正,但在统计上不显著,而该政策对私营企业和其他内资企业的影响则显著为正。这一结果说明,研发补贴仅在民营上市公司中能够有效地起到对R&D的激励作用。

#### (四)我国研发财税激励政策所存在的问题

从上文的定量研究结果来看,我国当前的研发财税激励政策主要存在以下几个方面的问题:

首先,研发补贴在所有制上的分布缺乏效率。从表2的结果可以看出,R&D补贴对国有企业的研发投入动力并不具有显著的影响,但从实际的补贴资金分配

来看,对国有企业的研发补贴力度却大大高于民营企业。这些结果说明,我国的R&D补贴集中投向了没有显著激励效果的国有企业,而这将限制该项政策所产生的实际激励效果。

其次,研发补贴和研发加计扣除的激励政策之间缺乏有效配合。研发加计扣除税收优惠政策本身并不对企业选择的研发项目进行限制,符合政策要求的任何研发活动都可以计入研发加计扣除的范围。这就有利于在企业的研发决策中发挥市场机制的作用。相比而言,研发补贴往往通过项目申请形式进行发放,这就使得被补贴企业的选择以及项目立项具有较强的行政性特征。但是,研发加计扣除税收优惠政策的特点决定了其对小型企业的扶持力度要小于大型企业。首先,该税收优惠政策只在事后对研发支出进行加计扣除,无法为小企业解决启动R&D项目时所遇到的资金短缺问题;其次,加计扣除额是R&D支出的固定比例,因此企业R&D支出越多,则享受到的加计扣除额越多;最后,企业能够实际享受到多少加计扣除额,取决于当年的盈利情况,而小企业在市场盈利的不确定性前往往更加脆弱。相反,研发补贴资金往往是伴随企业研发项目的展开拨付,能够在一定程度上给予企业必要的资金支持,有助于帮助小企业和面临较强融资约束的企业解决资金短缺问题。因此,研发补贴政策和研发加计扣除的激励政策实际上存在政策互补的空间,即在税收优惠政策的基础上,通过将研发补贴更多地向中小企业倾斜来强化政策的激励效果。然而,从我国研发补贴政策的实施来看,大企业的研发补贴强度反而超过了中小型企业,这使得两种政策在激励效果上相重叠,削弱了研发补贴政策的实际激励效果。

### 三、专利补贴

#### (一)专利保护、专利申请资助与专利增长

在确立专利增长目标的背景下,各级地方政府陆续明确了各地区的专利增长数量目标,并出台了一系列专利申请资助政策来促成这些目标的实现。2000年,全国仅有北京、上海和重庆三个直辖市对专利申请进行资助,而2004年,为专利申请提供补贴的省份即达到25个。具体的补贴政策在地区之间存在较大差异,但是一般都将发明专利申请作为补贴的重点。例如,在2009年提供专利申请补贴的29个省份中,所有省份的补贴项目都涵盖了发明专利的申请费用,但对实用新型专利

申请进行补贴的省份只有 17 个,为外观专利申请提供补贴的省份只有 16 个。补贴力度在各个地区之间也存在差异,但总体来说部分补贴和全额补贴为较为常见的补贴方式。例如,2009 年,有 13 个省份为发明专利的实际申请费用提供全额补贴,另有 12 个省对发明专利的申请费用进行部分补贴,只有 4 个省份的补贴超过了发明专利申请全过程所可能发生的费用。<sup>①</sup>

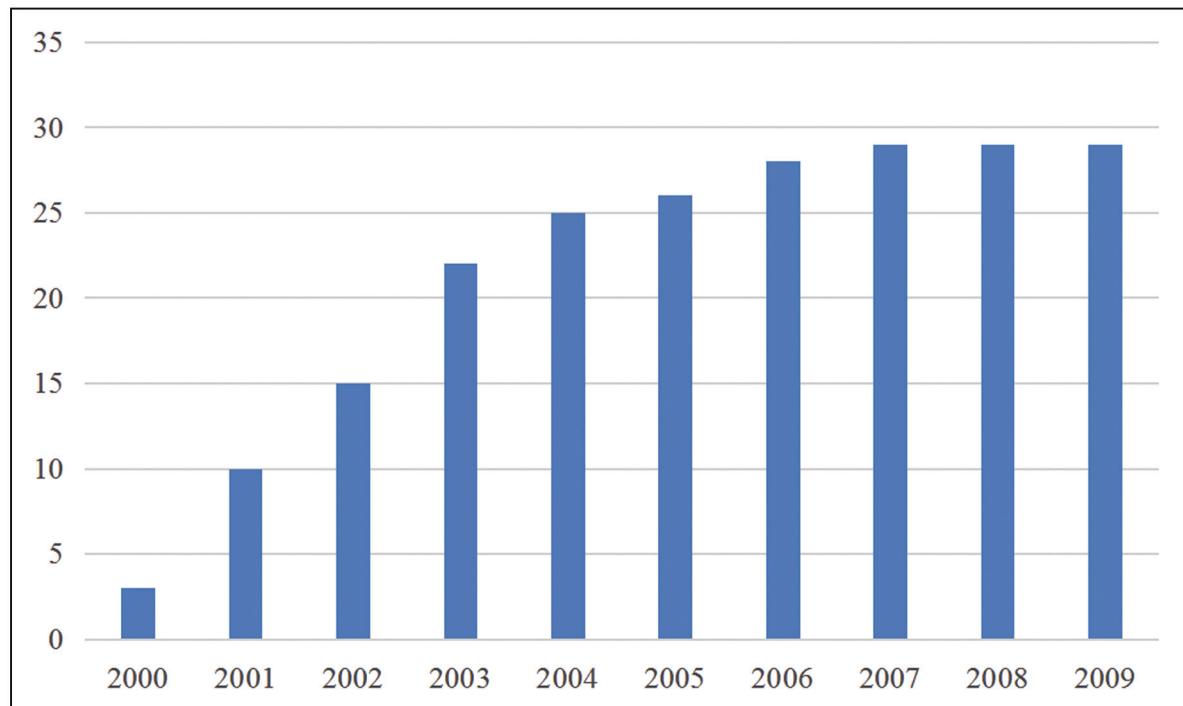


图 4 提供专利申请补贴的省份数量

数据来源:根据各省专利申请补贴政策文件整理得到。

专利刺激政策和专利保护的逐步完善与强化使得我国专利申请量长期以来保持着高速增长。2000—2015 年间,我国三种专利的国内外申请总量由 170682 件增长至 2798500 件,年均增长速度达到 20.50%。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。计量研究也证实了专利申请补助对专利申请量的激励作用。根据计量估计结果,专利申请补贴政策的实施将使企业的平均专利申请量增加 1.066 件。在样本中,企业专利申请量的均值为 2.546 件。这意味着,专利申请资助的政策激励效果约占到企业平均专利申请量的 42%。

<sup>①</sup> 数据根据各省专利申请补贴政策文件整理得到。

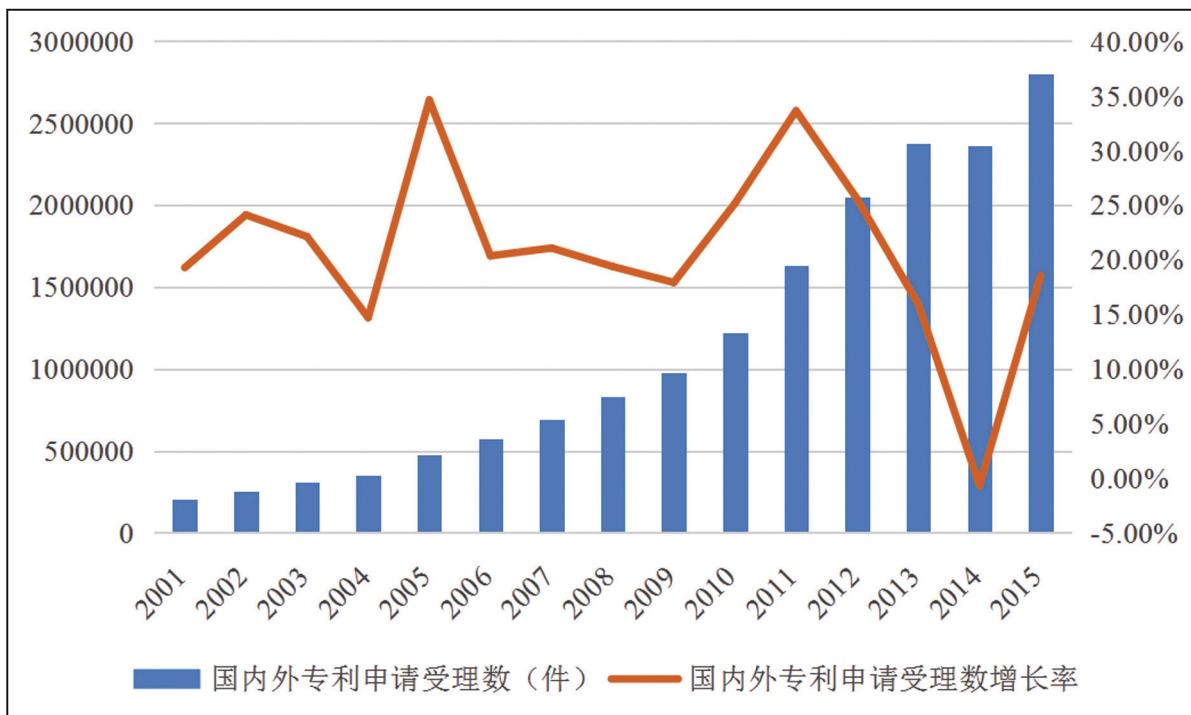


图 5 国内外专利申请受理数及其增长率

数据来源：根据《中国科技统计年鉴》相关数据整理和计算。

## （二）专利质量的变化趋势

在我国专利数量高速增长的同时,许多研究认为这种数量的扩张带来的是专利质量的下降(龙小宁和王俊,2015;Dang and Motohashi,2015)。本报告进一步从专利申请结构、专利存续期及专利对生产率的影响对专利质量的变化趋势进行分析。分析结果表明,我国专利在数量扩张的同时,质量并没有明显的提高。

首先,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。根据《中国科技统计年鉴》的数据,我国内外专利申请中发明专利所占的比重在2000—2004年间呈现出上升趋势,由2000年的30.32%提高至2004年的36.78%,但在此之后,逐渐下降至2012年的31.83%;2013年,该比例回复至34.71%。总体上,在2000—2013年这段时期,我国内外专利申请中发明专利的比例大致在30%—35%左右波动,并未有明显的提高。专利授权中发明专利的比例也呈现出类似的变化趋势。2000—2004年鉴,该比重由2000年的12.04%上升至2004年的25.

95%，但在此之后呈现出下降趋势。2013年，授权的专利中，发明专利的比例只有15.82%。2008年，我国专利法的修订提高了专利授权的标准，但即使排除掉2008年之后的时期，2007年，国内外授权专利中发明专利的比例也只有19.32%，与2004年的水平相比不但没有提高，反而出现了一定程度的下降。这种趋势在13年后虽然呈现出较为明显的变化，但2015年发明专利授权的比例仍未回复到2004年的水平。

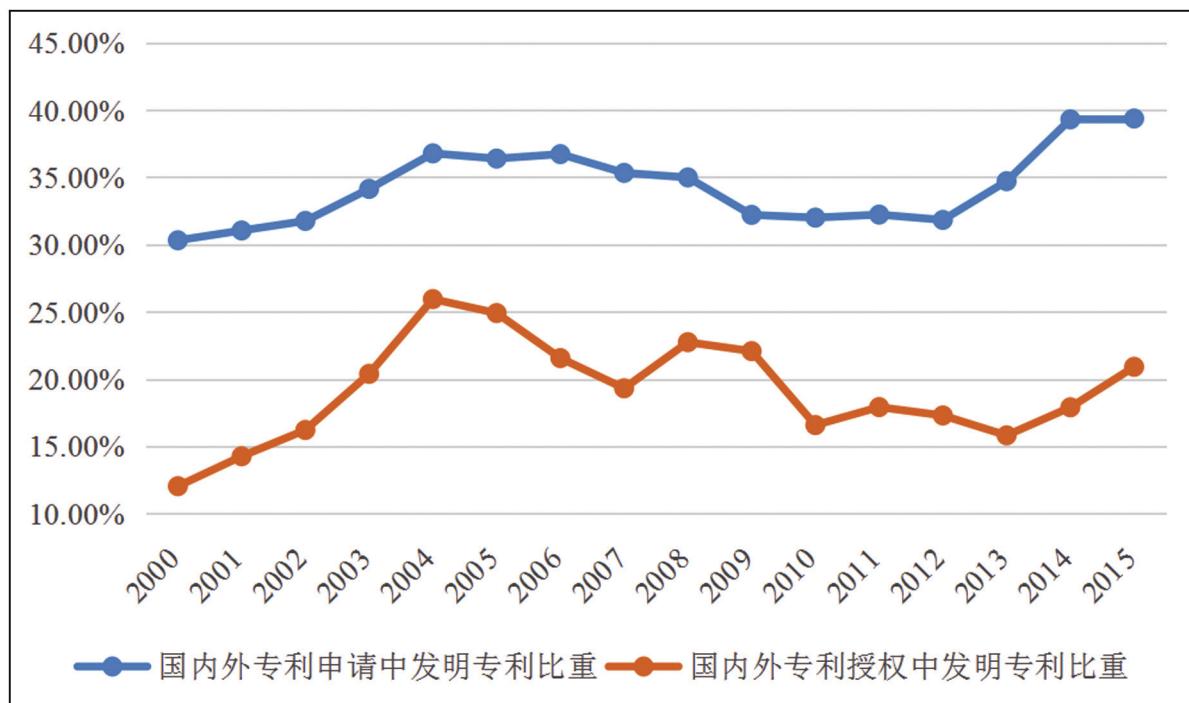


图6 专利申请中发明专利所占比例

数据来源：根据《中国科技统计年鉴》相关数据整理和计算。

其次，我国三种专利的存续期近年来持续下降。本报告搜集了2000—2009年我国企业的所有专利申请数据。这些数据报告专利申请的时点、专利是否授权及授权时间、专利是否有效以及专利失效的时间。其中，所有专利的有效状态及失效时间的报告期均为2015年。根据这些数据，本报告得以计算出2000—2009年期间三种专利中已失效专利的平均存续期。根据统计结果，2000年提交申请的专利中，发明专利的平均存续时长为8.655年，而2009年提交申请的专利中，发明专利的平均存续期则下降至3.429年。从图10展示的数据来看，在2000—2009年这段时期，失效的发明专利的平均存续期呈现出持续下降的趋势。在该时间段内，实用

新型和外观专利的存续期虽然在 2005 年之前略微呈现出上升趋势,但在 2005 年之后同样持续下降。2000 年、2005 年和 2009 年,失效的实用新型专利的平均存续期分别为 2.312 年、3.143 年和 1.620 年,而失效的外观专利的平均存续期分别为 2.063 年、2.781 年和 1.38 年。这些结果说明,我国专利存续期至少在 2005 年后呈现出持续的下降趋势。当然,这里的数值变化趋势可能会受到专利失效状态报告期的影响。由于所有专利的失效状态均为 2015 年的观测值,这就使得各年所能观察到的专利存续期存在限制。例如,对于 2009 年申请的专利,最多只能观察到这些专利在 2015 是否仍然有效,从而观察到的失效专利中,最长的存续期为 6 年。由于发明专利的有效期最长可达 20 年,这种数据结构可能会对发明专利存续期的结果产生较大影响。为了排除这种数据结构对存续期计算的影响,本报告排除了所有专利存续期高于 6 年的发明专利观测值。但是,结果表明,发明专利的平均存续期仍然呈现出下降趋势。在这一调整后的样本中,2000 年,发明专利的平均存续期为 4.420 年,并在 2001 年上升至 4.889 年,但在此之后,存续期持续下降至 3.429 年,仍然表现出长期的持续下降趋势。

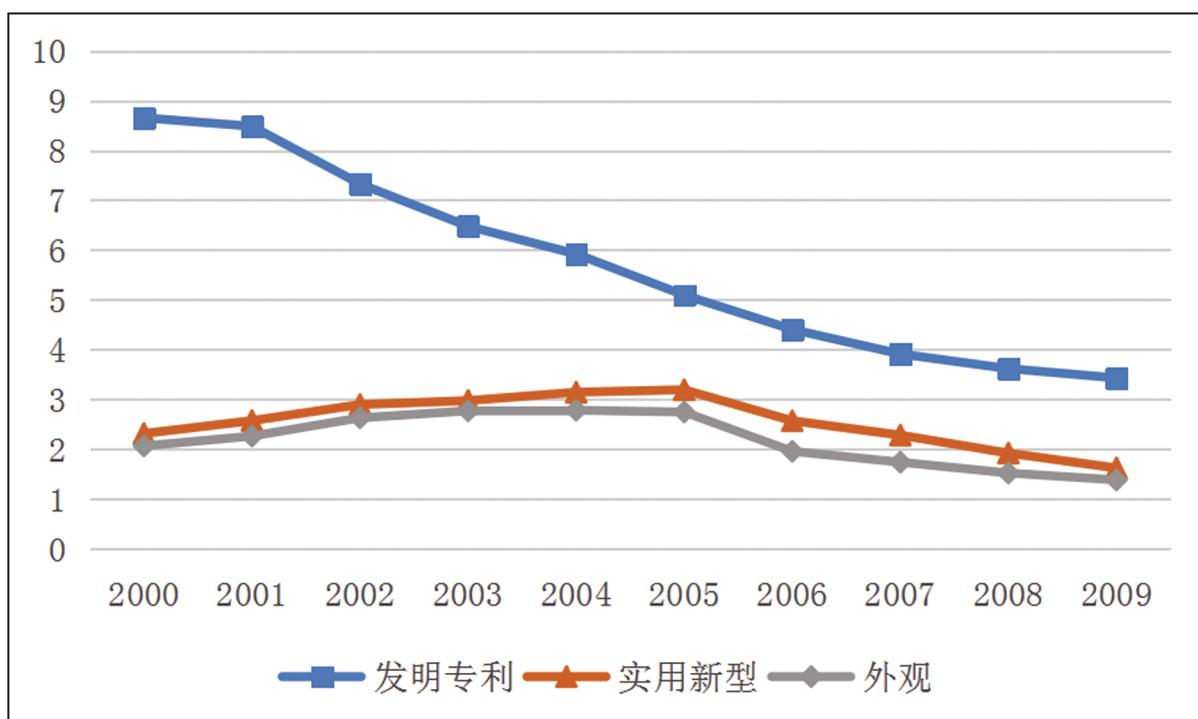


图 7 三种专利的平均存续期(年)

数据来源:根据国家知识产权局所有企业专利数据整理计算得到。

最后,计量检验表明,企业的专利并没有对生产率的提高产生显著影响。为了保证数据的时效性,本报告在搜集2003—2015年上市公司专利数据的基础上,分析了专利申请对上市公司劳动生产率的影响,具体的计量估计结果呈现在表3中。在列(1)—(5)中,本报告分别就专利申请总量以及各类型专利申请量对劳动生产率的影响进行了估计。劳动生产率以主营业务收入与员工人数比值的自然对数来衡量。为了避免潜在的双向因果问题,专利申请量、资本—劳动比以及企业规模均滞后一阶。在各列结果中,专利申请量的系数估计值均不显著,说明用于申请专利的技术并未对企业劳动生产率产生显著影响。

表3 专利申请量对工业上市公司劳动生产率的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
专利申请总量	-0.015 (0.048)				
发明专利申请量		-0.003 (0.063)			0.019 (0.071)
实用新型申请量			-0.083 (0.125)		-0.084 (0.125)
外观专利申请量				-0.287 (0.293)	-0.226 (0.316)
国有	-0.033 (0.099)	-0.033 (0.099)	-0.034 (0.099)	-0.033 (0.099)	-0.034 (0.099)
民营	0.004 (0.102)	0.004 (0.102)	0.003 (0.102)	0.004 (0.102)	0.003 (0.102)
外资	-0.063 (0.110)	-0.063 (0.110)	-0.064 (0.110)	-0.062 (0.111)	-0.064 (0.110)
规模	0.098 *** (0.024)	0.097 *** (0.024)	0.098 *** (0.024)	0.098 *** (0.024)	0.099 *** (0.024)
年龄	0.047 *** (0.012)	0.047 *** (0.012)	0.046 *** (0.012)	0.046 *** (0.012)	0.046 *** (0.012)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
资本—劳动比	0.205 * * *	0.205 * * *	0.205 * * *	0.205 * * *	0.205 * * *
	(0.020)	(0.020)	(0.020)	(0.020)	(0.020)
两权分离率	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
N	8978	8978	8978	8978	8978

注:括号里为标准误, \* \* \* 代表 1% 显著水平上显著。

上述分析表明,在知识产权保护和专利激励政策背景下,我国的专利数量虽然长期保持着高速增长态势,但专利的质量没有明显的提高。造成这一结果的主要原因可能有以下两个方面:

(1)政策激励所带来的扭曲性效应。如前文所述,我国为激励创新,鼓励专利申请,实施了一系列激励性政策。其中,研发补贴、高新技术企业的所得税优惠以及专利申请补贴均可能导致专利质量上的扭曲性效应。首先,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。项目申请和考核过程中均具有较强的行政性主导特征。一些现实的观察发现,在这种管理体制下,存在着企业通过大量低质量专利应对项目考核的现象。其次,我国高新技术企业可以按照 15% 的优惠税率缴纳所得税。高新技术企业认定要求企业拥有自有知识产权,但并没有规定必须拥有发明专利。发明专利的申请审查更加严格,且从申请到授权周期很长。这使得现实中的一些企业通过申请实用新型和外观这两种质量相对更低的专利来达到高新技术企业认定的要求,以便享受所得税税率上的优惠。最后,专利申请资助在降低企业申请专利的成本的同时,也使得企业有动力将一些低价值技术申请为专利。Dang 和 Motohashi(2015)的经验性研究就发现,专利申请补贴在促进专利申请量增长的同时,也导致专利申请质量的下降。此外,专利申请成本的下降可能会使企业更多地进行策略性的专利申请。例如,企业可能会将一些对自身没有直接利用价值的技术申请为专利来策略性地设置防御性专利。这种策略性的专利申请对于后续创新的展开可能会产生负面影响。

(2)研发竞争的加剧。随着企业逐步成为市场创新的主体,企业之间的研发竞争也相对更加激烈。根据《中国科技统计年鉴》的数据,2008 年,规模以上工业企业中,进行 R&D 研发支出的企业占企业总数的比例仅为 6.5%,而 2015 年,这一比例增长了近 2 倍,上升至 19.2%。研发竞争的加剧会产生两个方面的影响。首先,既有技术被超越的

速度较过去要更快,从而使得无效专利的存续期缩短。其次,由于我国专利权认定采用的是申请优先制,当研发竞争更为激烈时,企业将有更强的动力进行专利抢注,而不是继续进行技术的完善和改进,这也会倾向于降低专利的平均质量。

#### 四、政府引导基金

政府引导基金这一形式虽然早在 2002 年就已经出现,但直到 2014 年才呈现出快速发展趋势。根据清科数据库的数据,2006 年前,全国总计只有 11 项政府引导基金。此后,新成立的政府引导基金数量逐年上升。2014—2016 年间,各年新成立的政府引导基金分别为 127 个、432 个和 549 个,可观测到的目标募集规模分别为 3031.35 亿、15477.62 亿和 36961 亿。<sup>①</sup>截至 2017 年 11 月 2 日,全国已募集完或正在募集的政府引导基金共计 1611 个。其中,就可观测到的数据来说,国家级基金占 2.05%,省级基金占 26.63%,地市级和区县级基金的比例则分别为 41.15% 和 30.17%。

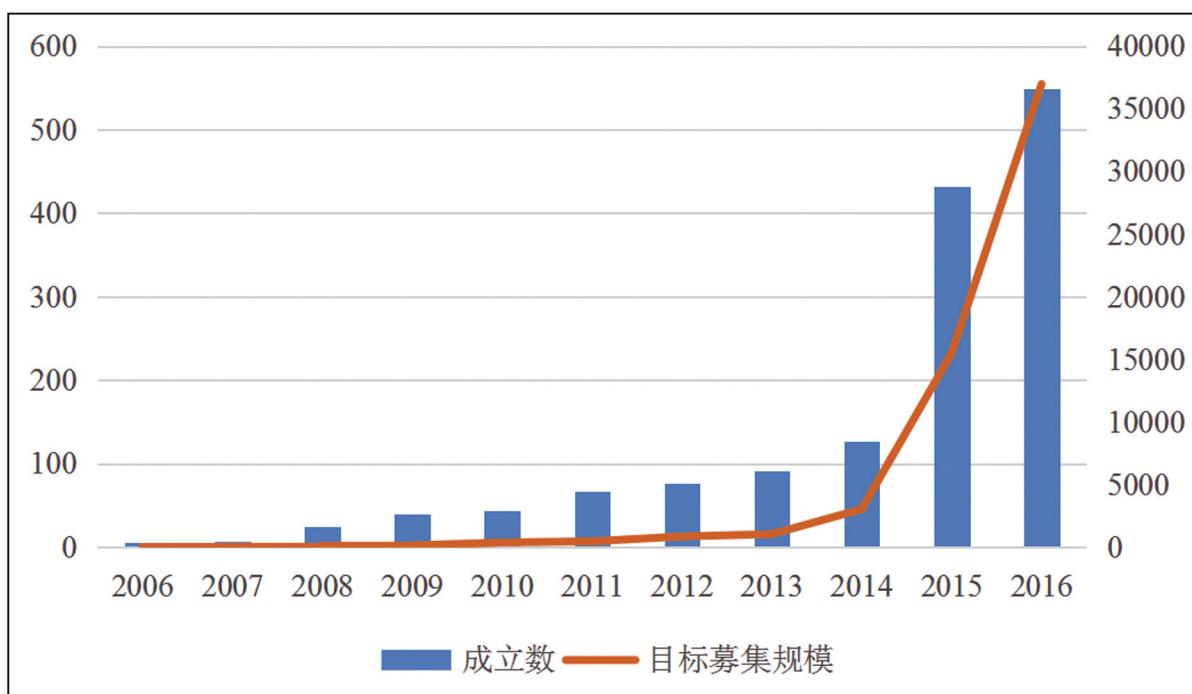


图 8 各年政府引导基金成立数(个)及目标募集规模(亿元)  
数据来源:清科数据库。

<sup>①</sup> 一些基金无法观察到目标募集规模,所以实际的目标募集总量会比这里的数字更高。

近年来政府引导基金快速增长的一个重要原因是存量财政资金的清理和财税优惠政策的清理与规范。2013年10月至2014年,我国针对地方财政结余出台了一系列规定。例如,2013年10月,财政部下发的《进一步加强地方财政结余结转资金管理》,要求地方财政结余转结超过一定期限的,一律收回统筹安排。此外,2014年12月,国务院公布《国务院关于清理规范税收等优惠政策的通知》,旨在对地方政府的各项财税优惠政策进行清理和规范。受这两类中央政策倒逼的影响,地方政府大规模地设立政策引导基金,以保住资金,并开始将财政补贴这一传统的产业支持方式向“拨改投”方向转变。

通过吸引社会资本的参与,并采取市场化的基金管理公司运营和自主投资模式,政府引导基金有助于转变过去单纯的行政规划模式。但是,从我国政府引导资金的实际情况来看,仍存在以下方面的问题:

首先,尽管政府引导基金较财政补贴具有更强的市场化特征,但这并不是很多政府引导基金的设立初衷。从实际运行结果来看,很多地区基金的设立与实际的市场和产业发展状况严重脱节。例如,根据2015年和2016年国家审计署发布的《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》,截至2014年年底,14个省份自2009年起筹集的基金中有397.56亿元(占84%)结存未用,其中4个省份从未支用;截至2015年底,对地方设立的6项基金的抽查发现,财政投入187.5亿元中,有124亿元(占66%)未能发挥作用,而是转作商业银行的定期存款。形成这一现象的一个原因可能在于,2014年后政府引导基金的爆发式增长在很大程度上是源于地方政府规避存量财政资金清理的策略性选择,而不是产业发展的实际需要。在苏州和深圳等存在大量创新创业项目的东部地区,基金可以较为容易地发现优质投资项目;但在创业项目较少的地区,受政府对投资地域的限制,大量资金由于缺少合适的投资项目而结存。

其次,社会资金参与和市场化管理模式与政府产业政策目标之间本身存在一定的矛盾,不宜夸大政府引导基金的适用范围。产业和创新领域的政府干预与扶持,主要目的是在于弥补市场缺陷,解决市场失灵问题,这也决定了政策引导基金所应关注的投资方向。一方面,在市场机制能够较好发挥作用的投资领域与方向上,没有必要要求政府的介入和引导。另一方面,在市场失灵领域,社会资本的市场化属性决定它的参与动力可能是极为有限的。这两个方面的因素导致政府引导基金面临着两难问题:强调市场性导向导致基金投资集中于高回报率的优质项目,这不仅与其他市场化基金趋同,而且会弱化基金的政策引导作用;强调引导作用又

可能使社会资金缺少参与的动力,导致在需要政策引导但投资预期回报率不高的领域中,政府不得不通过一些隐性收益承诺为社会资本提供激励,使基金成为隐性的债务平台。因此,政策引导基金并不是能够全面取代行政补贴的产业引导方式。

第三,政府性投资基金蕴含着一定的隐性债务风险。2015年11月,财政部发布的《政府投资基金暂行管理办法》明确规定,地方政府不得向其他出资者作投资的本金保障或最低收益承诺。但正如上文指出的,在实际操作中,如果不对收益进行保障,那么社会资金可能就缺乏加入基金的动力。实际上,为吸引社会资金,不少地方政府采取财政资金劣后,或通过隐性回购的方式变相进行保本和固定收益的保障,使基金变成政府的隐性负债。此外,除基金中财政出资对社会资金的撬动作用外,一些投资基金还与PPP项目相结合,进一步放大了投资杠杆率。

## 五、结语和政策建议

本报告对我国主要的创新激励政策进行了研究。研究发现,研发补贴虽然总体上效果显著,但在激励对象的选择上缺乏效率;数量主导的专利增长目标和激励政策在带来专利数量高速增长的同时,也造成了专利质量上的扭曲性效应。

基于上述研究结论,本报告提出以下几个方面的政策建议:

1. 调整研发补贴的政策定位,实现补贴与税收优惠政策的互补。

研发补贴可以适度向面临更强融资约束的中小型企业、民营企业倾斜。研发加计所得税扣除的税收优惠政策的实施并不需要对企业类型和研发投入的项目选择做任何限制,可以与补贴政策相结合,有利于发挥市场机制在研发决策中的作用。

2. 知识产权战略的重心应当偏向知识产权保护,营造鼓励创新的制度环境,淡化数量导向性的行政性激励。

3. 应明确政策引导基金的定位。市场化的FOF以逐利为目标,这与政策引导目标相冲突。这导致在政府引导功能的充分发挥可能需要以提供本金与收益上的保证与补偿为前提,否则将难以吸引社会资金的加入,而这又使政府引导基金面临潜在的隐性债务风险。在警惕潜在风险的同时,应明确以有价值的投资目标和产业发展需要为导向来设立基金,发挥基金的市场运作模式的优势,而不应盲目追求募集资金规模。在市场失灵领域,政府引导基金也难以完全取代财政补贴方式。

## 参考文献

- [1]安同良、周绍东、皮建才(2009):《R&D 补贴对中国企业自主创新的激励效应》,《经济研究》第 10 期。
- [2]龙小宁、王俊(2015):《中国专利激增的动因及其质量效应》,《世界经济》第 6 期。
- [3]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.



## 分报告四

### 改善制度环境 驱动产业升级

杨继东 杨其静

**摘要:**十九大报告指出:“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”。产业升级是提高经济增长质量的重要方面。本报告结合不完全契约理论和制度经济学的最新研究,提出了一个简单的“制度环境—投资结构—产业升级”的理论解释,即:在契约不完全的环境中,由于那些需要大量专用性投资的产业(契约密集型产业)严重依赖于良好的产权保护和契约执行等外部制度环境,因此那些具有良好的制度环境的地区在吸引和激励契约密集型产业的投资方面具有制度比较优势;与此同时,相对于成熟的中低端产业,中高端产业往往更加依赖创新以及与之相关的专用性建设投资和中间产品投入,因此良好的制度环境是推动产业升级的必要制度保障。

由于地方政府的每一宗工业用地出让也是投资者的投资选址的结果,因此本报告使用分省一分行业制造业土地出让数据检验了“制度环境—投资结构—产业升级”假说。在控制了地方政府的各种社会经济禀赋条件之后,计量回归分析发现:那些制度环境好的地区,尤其是政府对市场更友善的地区显著性地向契约密集型行业出让更多宗和更大面积的工业用地。政策含义是:第一,制度环境通过改善投资结构影响总量投资增长;第二:与产业政策等因素相比,改善制度环境同样重要,改善制度环境不仅吸引总体投资增加,而且对吸引高质量投资尤为重要;第三,当前,改善政府与市场之间的关系,仍然是改制地区制度环境的重要内容。

## 一、问题的提出

1978年中国改革开放以来,中国开始参与全球分工,使得中国从贫穷落后的农业国快速成长为了“世界工厂”、“世界第一工业大国”和“世界第一出口大国”。然而,中国的工业产能主要集中在中低端产业,而且还陷入了日益严重的产能过剩状态,以至于“去产能、去库存”成为了十八大以来的重要任务。在此过程中,不少人认为中国应该对标发达国家,适当“去工业化”,即降低第二产业比重,提升第三产业比重。然而,国际经验告诉我们,过早地去工业化很可能导致产业空心化,以至于发展中国家难以跨越中等收入陷阱。事实上,即便是发达国家,不恰当地去产业化也很可能导致其丧失国际竞争力,以至于发达国家近些年来纷纷努力实施“再工业化”战略。

基于此,党的十九大报告指出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”,而这就需要“深化供给侧结构性改革,加快建设制造强国,加快发展先进制造业”,从而“促进我国产业迈向全球价值链中高端,培育若干世界级先进制造业集群”。这就意味着,我们不仅需要“去产能、去库存、去杠杆”,更需要通过新的产业投资来调整原有产业结构,实现制造业内部的产业升级。

围绕如何才能有效推动产业升级的问题,学术界充满争论。现在有这样几种比较流行的观点:(1)主张通过政府积极的产业政策来引导产业投资并促进产业升级;(2)主张通过创业创新来驱动产业升级;(3)主张通过加快对外开放,融入国际分工推动产业升级。然而,问题在于:如何保证政府的产业政策是科学合理的?即便产业政策所指明产业发展方向是正确的,如何让投资者相信在对特定地区和特定产业进行投资是安全的?<sup>①</sup>是否政府仅仅依靠一些优惠政策就能激励全社会进行推动产业升级的创新?如何保证宽松的对外开放政策能够引导资本主要投资于国内高端产业而不是严重的资本外逃?虽然大多数人并不否认这些政策在促进产业升级过程中的积极作用,但是上述问题却提醒我们:如果没有保护投资者合理利

---

<sup>①</sup> 近段时间,对于产业政策与产业发展等问题爆发了激烈争论。一个典型案例就是林毅夫等人所撰写的《吉林报告》所引发的争论,其中争论焦点就是:导致当前东北地区陷入经济发展困境的根源是制度环境还是其他原因?是否主要依靠政府的产业政策就能促使东北产业结构合理调整并实现经济良性发展?

益的制度环境,再好的产业政策也未必能吸引到大量的产业投资,尤其是那些需要大量创新技术和专用性投资的行业。

## 二、改善制度环境驱动产业升级:一个理论解释

事实上,20世纪60—70年代发展起来的制度经济学已阐明制度环境是影响社会投资和经济增长的重要因素,甚至是最关键因素(North, 1981, 1991; Acemoglu et al., 2001, 2002)。一个生动的案例就是东北经济。尽管中央为振兴东北经济提供了大量支持性政策,但东北地区依然难以摆脱“投资不过山海关”的困境,甚至近年来经济还严重下滑。东北的政府决策者们也意识到不改善制度环境则难以吸引投资和促进经济发展。比如,沈阳市市长姜有为提出“打造国际化营商环境,是解决老工业基地体制机制问题和结构性问题的重要切入点和突破口”。因此,沈阳市引入了世界银行评价标准,对照企业全生命周期5个阶段、10个方面、41项指标,聘请第三方机构,每半年做一次营商环境评估。2017年上半年,对照全球190个经济体营商环境排名,沈阳相当于第78位,比去年底提高14位。据中国国家发展和改革委员会最新数据,今年上半年,辽宁省地区生产总值增速已由负转正,吉林、黑龙江两省地区生产总值同比分别增长6.5%和6.3%<sup>①</sup>。

不仅如此,不完全契约理论还进一步阐明制度环境对与那些需要大量专用性投资的行业(契约密集型行业)的发展具有更加举足轻重的作用。我们已经非常清楚地知道:(1)交易费用,尤其是与资产专用性投资相关的交易费用使得现实中的大量契约通常是不完全的,从而导致事后再谈判的不可避免;(2)既然事后的再谈判不可避免,一些交易伙伴就可以在事后谈判中有意识地对那些进行了专用投资的交易伙伴采取“敲竹杠”的机会主义行为;(3)这些事后被敲竹杠的风险将导致缔约方事前进行专用性投资的激励变得严重不足,甚至会导致难以缔约(Williamson, 1985; Hart, 1995)。这就意味着,若投资目的地的司法系统不能够公正且高效地处理商业契约纠纷,则将对投资,尤其是专用性投资产生消极影响。

除了上述商业纠纷对投资激励的影响外,投资者,尤其是专用性投资者面临的另一个更为重要的投资风险是投资目的地政府及其政治精英可能发生的侵犯产权的行为。由于企业的专用性投资难以通过出售资产的方式变现,而且也不可能像契约风险那样通过交易方式的精心安排(比如,一体化到企业内部)来规避和缓解,

---

<sup>①</sup> [http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-08/20/c\\_1121510267.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-08/20/c_1121510267.htm)

因此,一旦投资目的地政府及其政治精英发生侵犯产权的行为,则投资者将遭受巨大损失。

总之,一个地区的制度环境(契约制度和产权制度)不仅会一般性地影响到各行各业的投资和发展,而且对于那些需大量专用性投资、交易关系复杂的行业(契约密集型行业)具有更加显著的影响。换句话说,那些契约密集型行业的发展将更加严重地依赖于投资所在地的制度环境。由此,我们不难推断出,那些具有优良制度环境的经济体将在吸纳契约密集型行业的投资和生产相关产品上具有“制度比较优势”,从而在国际贸易中体现为出口更多的契约密集型行业的产品。比如,Levchenko (2007) 利用 1998 年美国的分国家一分行业进口数据,发现那些具有良好制度的国家向美国出口了更多的复杂产品;Nunn (2007) 利用各国的出口数据,发现具有良好制度的国家专注于生产契约强度较高的产品。Wang et al. (2014) 使用 2007 年中国工业企业数据,发现在制度质量较好的省份,契约密集型企业更有可能成为出口企业且这类企业的出口相对更多。

不仅如此,我们还可以做出进一步的推断:良好的制度,尤其是产权制度将有利于推动产业升级。这是因为:相对于那些成熟的、投入和产出都高度标准化的低端制造业,那些中高端产业更加依赖于新技术且产品更具异质性,从而更加需要专用性的建设投资和中间产品。换句话说,中高端产业通常具有更高的契约密集度,因此更加依赖良好的制度环境来保护产权和维护商业合同的严肃性。

### 三、改善制度环境驱动产业升级:一个直观现象

产业升级实际反映了投资问题和企业选址决策。如果一个地区好的制度质量增加了该地区在契约强度较高行业企业的出口,那么可能在初始阶段,制度质量好的地区更能够吸引契约强度较高行业的企业投资,给定契约不完全会导致投资不足,制度质量可以弥补契约的不完备程度,进而成为地区的一种比较优势。

首先,如果产业升级是指提高制造业技术水平,那么随着制度环境改善,会导致高技术行业投资增加,进而推动产业升级。如图所示,我们根据 OECD 对 2 位数行业制造业技术水平等级的分类,把制造业分为四个技术等级:低技术制造业,中低技术制造业,中高技术制造业和高技术制造业。我们分别用 1,2,3 和 4 表示 4 个技术等级。图 2 横坐标表示行业契约强度,我们就发现,契约强度越高的行业,制造业技术水平也会越高。进而,如果制度环境导致契约强度较高行业投资增加,

也就自然意味着高技术行业投资增加,从而改善制度环境能够有效推动地区产业升级。

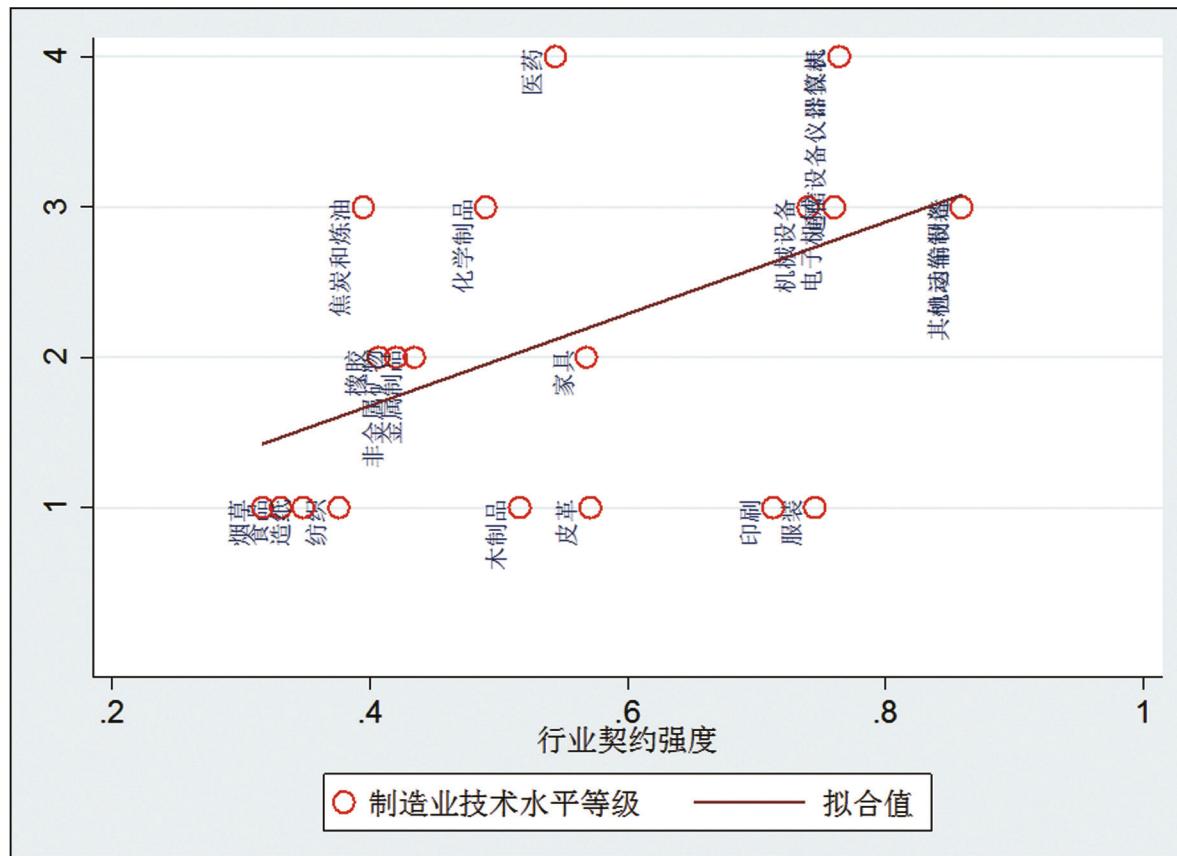


图 1 契约强度与制造业技术等级

其次,前文结果从省一行业投资视角,揭示出制度环境改善能够显著影响契约强度较高行业的投资,能够显著影响投资结构。而这种投资结构改善,即向着更高契约强度行业迈进,实质上就是意味着产业结构调整和产业升级。这是因为,我们从行业契约强度指标形成过程看,为了构造契约强度指标,考察该行业对制度环境的依赖程度,实质是通过考察该行业的投入产出表,把该行业的中间品投入划分为三类,具有竞争性报价的投入,具有参考价格的投入,没有任何参考价格的投入。如果行业投入中没有参考价格的投入品越高,该行业契约强度越高。如果作为最终产品需要的中间投入品主要来自定制产品,那么极有可能最终产品的定制化程度也会较高。而较高的定制化程度,在一定程度上也对应着未来的产业升级。这是因为,未来的社会消费更偏向于个性化消费时代,未来的消费趋势对应着制造业

定制化水平提升。

最后,契约强度较高,意味着中间品投入存在较大成分的专用性投资,专用性投资背后实际上是意味着中间品投入具有较高的技术垄断。但一个行业中间品存在较高的技术垄断,最终产品通常可能具有高度垄断特征。而这种高度垄断,不存在较强替代的产品,恰恰是产业升级通常追求的方向。

综上,已有研究发现,制度环境改善能够通过加强产权保护,促进投资增长。同时,地区制度差异会形成比较优势,制度环境越高,制度依赖行业的投资成本会越低,这导致制度影响投资结构。沿着制度重要和制度比较优势的思路,我们通过制造业土地出让,分析了制度环境与行业投资的关系,发现制度环境改善能够增强高契约强度的投资,而高契约强度投资增长的过程,恰好与产业升级的过程重合,因此,改善制度环境能够推动产业升级。

#### 四、改善制度环境驱动产业升级:一个经验证据

制度不仅影响投资水平,而且影响投资结构影响投资水平。为了考察制度环境对行业投资结构的影响,我们使用分省一分行业的工业用地出让宗数和面积,反映不同行业的投资,考察地区制度环境是否对不同行业工业用地出让的影响具有差异性。为了实证研究这一问题。借鉴 Nunn (2007)的研究,我们使用如下方程考察制度对土地出让的影响。

$$\ln land_{ipt} = \alpha_i + \alpha_p + \beta_1 (Z_i * Q_{pt}) + \sum X_{ipt} \lambda + year_t + \epsilon_{ipt} \quad (1)$$

方程(1)中,左手边的结果变量表示省份 p 在 t 年 i 行业土地出让的宗数和面积的自然对数。通常,每一宗土地出让表示地方政府一个引资项目,而给定单位土地出让面积的投资强度,土地出让面积反映能够吸引的投资额度。因此,出让宗数和面积能够反映了地方政府招商引资强度。右手边  $\alpha_i$  和  $\alpha_p$  表示行业和省份的固定效应。 $Z_i$  表示 i 行业契约强度,该指标能够反映行业的资产专用性程度,契约强度越高,越需要来自制度对契约执行的保护。 $Q_{pt}$  表示 t 年省份 p 的制度质量。最感兴趣的解释变量是行业契约强度和地区制度质量的交互项  $Z_i \times Q_{pt}$ ,如果交互项系数  $\beta_1$  为正,则表明那些具有更高制度质量地区(也就是较高的  $Q_{pt}$ )会在契约强度较高行业出让更多的土地。这种估计方式最初来自 Rajan & Zinglase (1998),他们使用跨国一跨行业数据,研究国家金融发展程度与行业外部融资依赖强度的交互项,发现更加依赖外部融资的行业,在金融发展更好的国家增长更快。

Nunn(2007)用同样的方法,发现制度质量更好的国家会选择出口更多契约强度较高的产品。这种识别策略的好处是可以同时控制行业和省份的固定效应,交互项系数类似双重差分方法,能够反映变量之间的因果关系。

制度环境数据来自最新版本的市场化指数,即王小鲁等(2017)市场化指数。王小鲁等(2017)公布了2008—2014新的市场化指数。市场化指数均分为政府与市场关系、非国有经济发展、产品市场发育、要素市场发育以及中介组织发育和法律五个方分项指标和基于五项分项指标的总体指标。本文主要使用市场化指数衡量地区之间的制度差异。同时,为了区分产权制度和契约制度的差异,我们使用政府与市场关系衡量地区产权制度,使用中介组织和法律环境指数衡量地区的契约制度。

### (一)制度环境与土地出让的平均契约强度

我们构造了一个指标,可以反映各省土地出让的平均契约强度,  $\bar{Z}_p = \sum_i \varphi_{ip} z_i$ ,  $\varphi_{ip}$  表示 p 省第 i 行业土地出让占该省全部行业土地出让的份额,  $z_i$  表示行业的契约强度。我们计算了每一年每一省土地出让的平均契约强度,并把该指标和各省的制度质量进行回归。

图 1 描绘了出让宗数的土地出让平均契约强度与制度质量之间的关系。平均土地出让强度是 2008—2014 年每年计算的土地出让契约强度的平均值,制度质量也是 2008—2014 各省市场化程度的平均值。结果显示,制度质量和土地出让的契约强度正相关,制度质量越高的地区,土地出让的平均契约强度也会越高。

### (二)制度环境与投资结构

表 1 报告了方程(1)的回归结果。(1)和(2)列中,被解释变量是 2008—2014 年分省一分行业制造业土地出让宗数和面积的自然对数,在控制行业,省份和年度固定效应后,发现制度质量和契约强度交互项系数显著为正,这意味着在制度质量越好的地区,行业契约强度越高,土地出让宗数和面积越多。第(3)和(4)列进一步引入其他可能影响土地出让的控制变量,包括了其他省级特征和省一分行业特征变量,同样发现制度质量和契约强度的交互项系数仍然显著为正。

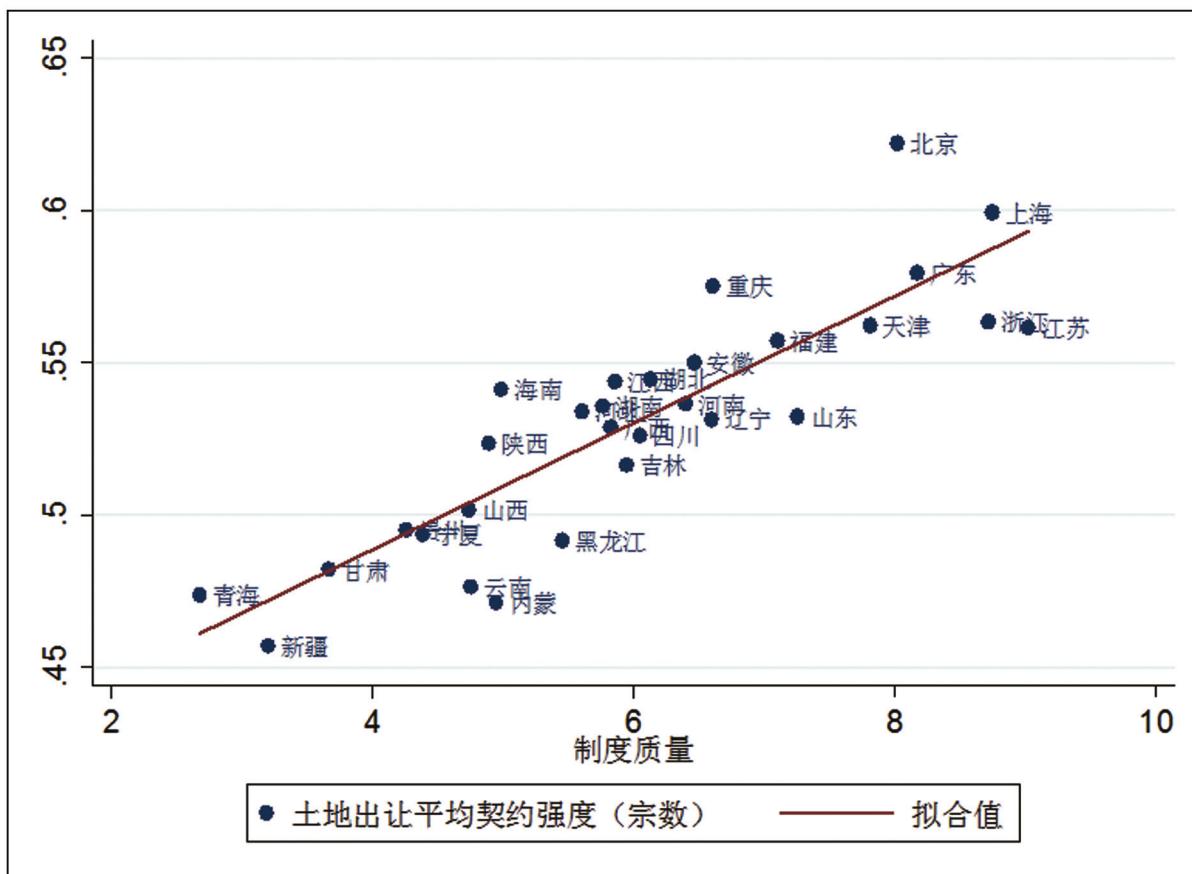


图 2 制度质量与土地出让平均契约强度

其中,控制变量中,两个重要的反映产业集聚的指标, MAR 外部性( $IA^{MAR}$ )和 JAB 外部性( $IA^{JAB}$ )。结果显示, MAR 外部性反映的产业集聚程度对土地出让面积和宗数具有显著影响,而行业间 JAB 外部性( $IA^{JAB}$ )对土地出让宗数和面积的影响不显著。值得指出的是,王永进等(2010)使用 2004 年《中国经济普查数据》,计算了分省一分行业的 MAR 外部性,用来衡量地区一行业的产业集聚程度,并用地区制度环境和契约强度交互项来解释产业集聚,发现契约强度较高的行业倾向于在制度较好的地区集聚。这表明,这里产业集聚额对土地出让的影响,也可能是该地区历史制度的体现。但是王永进等(2010)使用 2008 年世界银行对不同地区企业调查,来获得地区制度质量的指标,只有 2004 年行业产出数据,因此,考察的是历史的产业集聚问题而不是分析金融危机以来中国行业投资问题。

引入其他省级特征后,制度本身对土地出让的影响不再显著。人均 GDP, 财政赤字水平, 工资水平并没有显著影响土地出让。出口比例显著影响土地出让, 出

口占比越高,土地出让宗数越高。工业占比越高的省份,土地出让宗数越低。人口越多的省份,土地出让宗数越低。

表 1 制度质量与土地出让

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	logzong	logarea	logzong	logarea
Z * Q	0.492 * * *	0.590 * * *	0.315 * * *	0.383 * * *
	(0.0818)	(0.101)	(0.0793)	(0.0971)
Q	-0.323 * *	-0.414 * * *	-0.0610	-0.141
	(0.140)	(0.148)	(0.129)	(0.138)
IAMAR			0.177 * * *	0.215 * * *
			(0.0587)	(0.0576)
IAJAB			4.412	4.191
			(2.851)	(2.998)
LOG_PGDP			-0.0259	1.150
			(0.554)	(0.678)
DEFICIT			-0.261	-0.300
			(0.169)	(0.229)
LOG_WAGE			0.545	-0.162
			(0.879)	(1.049)
EX_GDP			1.123 * * *	1.077 * *
			(0.381)	(0.509)
IND_RATIO			-0.0296 * *	-0.0421 * * *
			(0.0120)	(0.0147)
LOG_POP			-3.714 * * *	-2.944 * *
			(1.151)	(1.300)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)
Observations	5,433	5,433	5,428	5,428
R-squared	0.735	0.623	0.766	0.656
年固定效应	yes	yes	yes	yes
行业固定效应	yes	yes	yes	yes
省固定效应	yes	yes	yes	yes

注:被解释变量是 2008—2014 年省—行业层面制造业土地出让宗数和面积自然对数,关键的解释变量是省的制度质量和行业契约强度  $Z * Q$ 。行业是 2 个字节供给 30 个行业的分类。每一个回归都控制了行业、省份和年度的固定效应。括号中报告的是聚类在省份层面的稳健型标准误差, yes 表示控制了相应的固定效应。\*, \*\*, \*\*\*, \* 分别表示 1%, 5% 和 10% 的显著性水平。

控制省份特征,地区和行业固定效应后,土地出让显著受到制度质量和行业契约强度的交互项影响,且系数显著为正,表明在制度质量好的地区,契约强度较高的行业出让了更多宗数和更大面积的土地。从经济显著性来看,假设交互项系数为 0.38(0.31),平均分省—行业的土地出让宗数 30 宗,出让面积 101 公顷。专业设备制造业契约强度为 0.86,如果制度质量提高一个标准差 1.93,那么可以导致土地出让宗数增加为 20 宗,土地出让面积增加 89 公顷。这意味着,制度质量提高一个标准差,相比平均土地出让水平,可以导致专用设备行业土地出让宗数增加 66%,土地出让面积增加 88%。

### (三) 产权制度与契约制度

我们考察了契约制度和产权制度的差异性。我们回归如下方程:

$$\ln land_{ipt} = \alpha_i + \alpha_p + \beta_1(Z_i * Q_{pt}^{pro}) + \beta_2(Z_i * Q_{pt}^{con}) + \sum X_{ipt}\lambda + year_t + \epsilon_{ipt} \quad (2)$$

$Z_i * Q^{pro}$  和  $Z_i * Q^{con}$  分别表示契约强度和产权制度、契约制度的交互项。表 2 结果发现,产权制度对土地出让的影响更大。为了便于比较,我们首先分比考察产权制度和契约制度对土地出让的影响。前三列被解释变量是土地出让的宗数。第 1 列的回归结果表明,产权制度与契约强度的交互项系数显著为正,产权制度越好的地区,在契约强度越高的行业出让的土地也会越多,交互项系数为 0.2。契约制度与契约强度交互项系数也显著为正,但系数约为 0.06,小于产权制度的影响。第

3列将契约制度和产权制度同时放入回归模型中,产权制度与契约强度交互项系数为0.17,而契约制度与契约强度交互项系数下降为0.038,这表明产权制度变动一个标准差产生的影响要高于契约制度变动的影响。<sup>①</sup>

表2  
较产权制度与契约制度

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	logzong	logzong	logzong	logarea	logarea	logarea
Z * Q <sup>pro</sup>	0.200 *** (0.0694)		0.170 ** (0.0716)	0.233 *** (0.0800)		0.201 ** (0.0799)
Z * Q <sup>con</sup>		0.0556 *** (0.0199)	0.0381 ** (0.0163)		0.0621 ** (0.0231)	0.0414 ** (0.0185)
观测值	5,428	5,428	5,428	5,428	5,428	5,428
R-squared	0.764	0.763	0.764	0.653	0.652	0.654
controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes
年份固定效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes
行业固定效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes
省固定效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes

注:前三列被解释变量是土地出让宗数,后三列被解释变量是土地出让面积。Z \* Q<sup>pro</sup> 和 Z \* Q<sup>con</sup> 分别表示产权制度、契约制度和行业契约强度 Z 的交互项。交互项系数反映了制度质量对土地出让的影响如何随着行业契约强度而变化。

## 五、改善制度环境驱动产业升级:政策含义

伴随着制造业成本上升和低端制造业需求下降,对于需要跨越中等收入陷阱的中国而言,亟待推动产业结构转型和升级,我们的研究证明,改善制度环境,特别是改善政府与市场之间的关系,改善产权制度,可能是推动中国产业转型升级最有力的抓手之一。

---

<sup>①</sup> 严格地说,系数是不能直接比较的,我们计算了标准化后的系数,结果和没有标准化的系数基本是一样。

第一,在国家层面,进一步改善中国整体制度环境,加大产权和合同保护力度,构建中国整体制度环境优势,发挥制度比较优势推动中国产业升级。理论研究表明,在当前国际竞争中,不同国家除了传统的资本、劳动和资源禀赋的比较优势之外,制度环境对一国的生产至关重要,通过提高整体制度环境,发挥制度比较优势可以提升中国整体产业升级的进程。

第二,在地方政府层面,不同地区之间仍然存在制度环境差异,应该进一步增加相对落后地区的制度环境建设。在制度环境较好的地区,发展制度依赖程度较高的行业,具有比较优势。如果对制度依赖较强的行业,在制度较弱区域投资选址,虽然可能需要通过其他条件弥补制度环境缺失,但却容易造成资源的浪费。图2分别描述了2008,2011和2014年三个年份中国31个省市的市场化指数分布,这个分布主要反映两个关键特征。其一,随着时间变化,中国的市场化水平有所提高;其二,变量分布的离散程度较高,中国地区之间制度环境存在较大差异,而且从时间趋势看,地区之间的制度差异并没有随时间变化而显著缩小。

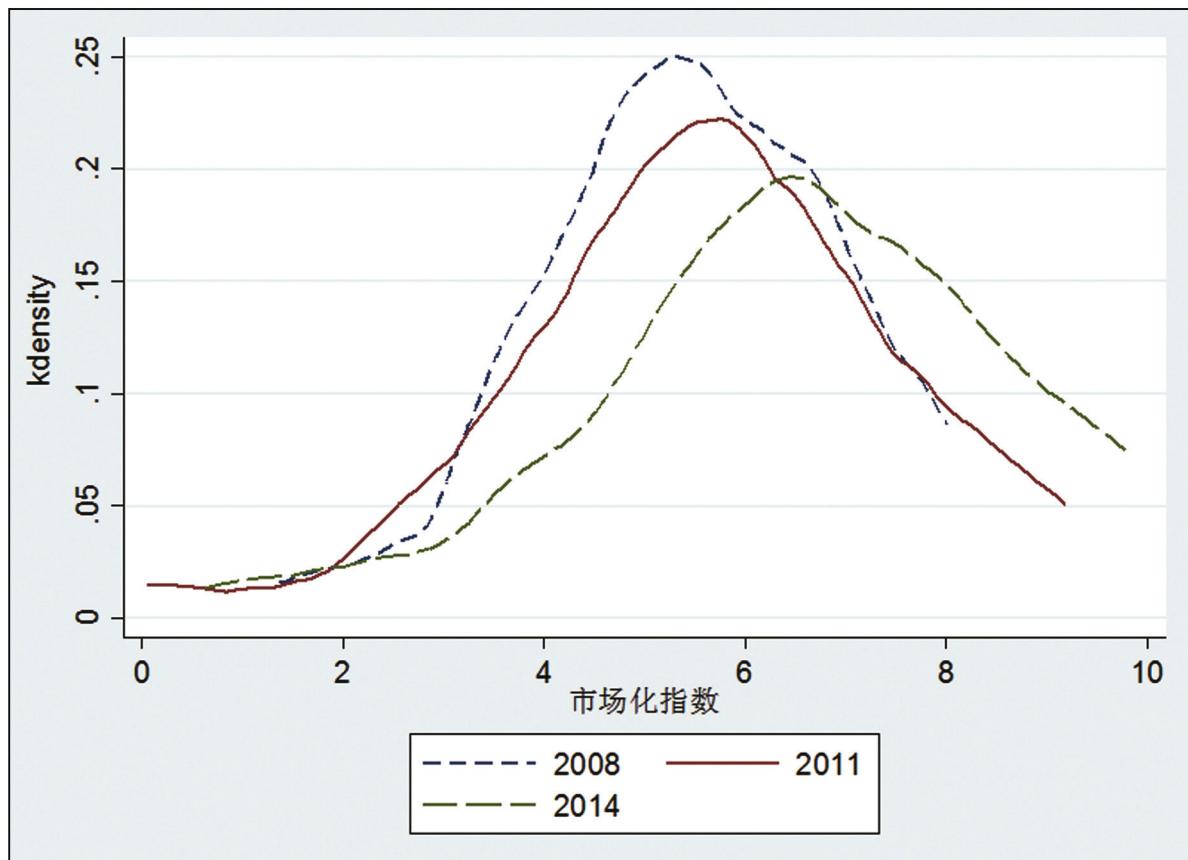


图3 市场化指数分布

第三,从不同制度维度看,如果把制度环境划分为两个维度:纵向维度的国家和企业间的产权保护制度,横向维度的企业和企业之间的契约履行制度。那么,纵向维度的产权制度对行业投资结构和产业升级的影响更大。而这种纵向制度的实质就是正确处理政府和市场之间的关系,政府发挥好保护企业产权的职能。我们的研究表明,进一步完善政府与市场之间的关系,对于推动中国产业转型升级至关重要。

## 参考文献

- [1]Acemoglu, D., S. Johnson S, and J. A. Robinson. 2001. “The colonial origins of comparative development: an empirical investigation”. *American Economic Review* 91: 1369 – 1401.
- [2]Acemoglu D., S. Johnson, and J. A. Robinson. 2002. Reversal of fortune: geography and institutions in the making of the modern world income distribution. *Quarterly Journal of Economics* 117: 1231 – 1294.
- [3]Hart, O., 1995. Firm, Contracts and Financial Structure. Oxford University Press.
- [4]Levchenko, A.A., 2007. “Institutional quality and international trade.” *Review of Economic Studies* 74 (3): 791 – 819.
- [5]Nunn, N. (2007). Relationship—specificity, incomplete contracts, and the pattern of trade.? *The Quarterly Journal of Economics*,? 122(2), 569—600.
- [6]North, Douglass C. 1981. *Structure and Change in Economic History*. New York: Norton.
- [7]North, Douglass C. 1991. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 97 – 112.
- [8]Williamson, O.1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. NewYork, N.Y.: The Free Press.
- [9]Wang, Y., Wang, Y., & Li, K. 2014. Judicial quality, contract intensity and exports: Firm—level evidence.? *China Economic Review*,? 31, 32—42.
- [10]王小鲁、樊纲、余静文,2017:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社。

## 分报告五

# 新时代金融转型的风险和政策

于 泽

**摘要:**19大明确了我国在未来一段时间的发展道路,这对金融发展提出了新要求。为了适应这些新有求,现有的金融体系面临着自身转型引起的三类风险:金融开放的挑战、金融和实体经济关系再定位和普惠金融对金融机构风险定价的挑战。这三大类风险表现为资本外流压力持续较大、人民币汇率稳定、表外融资产品转型、机构挤兑、企业和政府的高杠杆率、以房地产价格与大宗商品价格为代表的商品价格金融化、创新泡沫和现金贷等普惠金融形式的金融过度发展等。新时代会继续推进对外开放,一个重要的领域就是金融业的开放。在金融业开放中,出于全球资产配置的需要和国内各利益主体面对激励不相容的潜在影响,资本外流将会在较长时期内成为我国金融的一大特征。资本外流在汇率市场会表现为存在着人民币贬值的持续压力,而贬值又会进一步引起资本外流,为我国金融体系带来不稳定性。同时,伴随着经济发展的金融深化和互联网技术进步会在我国产生更为复杂的金融网络,金融机构之间产生超越以往的密切联系,单一金融机构的资产负债问题会迅速蔓延到整个金融体系。金融机构资产负债问题的重要来源是供给侧结构性改革将会使得我国产业重组,新行业和新业态得以发展,钢铁、煤炭等行业面临着去产能等问题。同时,原有数量型发展模式下,地方政府债务存量较大。现有金融资源大多集中在这些领域,改革的过程存在着债务重组等问题,对金融机构可能产生较大影响。同时,不同利益主体对改革的认识不同,致使改革的成果更多

表现为改革领域的价格快速上涨,而不是生产效率提高。这种房地产、大宗商品等价格的上涨存在着较大的风险。由于我国还以间接融资为主,银行是最终的资金来源,金融风险最后的承担者还是会体现在银行领域,尤其是全国性股份制银行和城商行。但是,总体来看,这些金融风险主要是局部性和区域性,发生全局性、系统性金融风险的可能性很小。从短期来看,由于经济相对稳定,今明两年是解决新时代金融转型风险的关键期,需要加快金融产品立法、构建货币政策的政策操作利率机制、稳步放开资本账户、构建协调的宏观审慎框架、以金融为纽带促进科技和产业融合,构建一个激励相容的金融发展体制。

**关键词:**新时代 供给侧结构性改革 金融 实体经济 风险

## 一、新时代对金融的新要求

在多年的高速发展之后,我国经济和社会发展从量变到了质变,进入了中国特色社会主义建设的新时代。中国特色社会主义进入新时代最根本的变化是,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。从需求端来看,人们的需求进一步升级,从基本物质文化生活需要升级到美好生活,不仅对物质文化生活提出了更高要求,而且在民主、法治、公平、正义、安全、环境等方面的要求日益增长。从供给端来看,我国很多产品的产量已经跃居世界前列,主要问题是不平衡。从需求和供给的变化特征来看,基本矛盾的主要方面在供给侧,即不能很好地满足人们美好生活的高要求。

从经济方面来看。约束供给侧水平提升的不平衡问题可以概括为五点:

1.创新能力不足致使生产方式和产品结构不合理,有效供给不足,无效供给过大。改革开放之初,因为收入较低,消费者关注的是有足够的商品来满足基本的消费需求。随着人均收入的提高,消费者开始更加关注商品的品质,从山寨货向正品靠拢,大量消费者为了购买放心的正品货大规模海淘。以量为主导的供给模式与消费者的商品品质要求脱节,无法激发更多的消费潜力,形成商品的结构性过剩。不仅如此,由于产品质量较低,排放严重,在生产过程中,企业的环境问题严重,环境约束严重。生产者从量向质的转变落后于消费者需求,主要限制因素还是创新能力不足,还是停留在生产走量的思路上,对产品质量和绿色生产追求的动力和能力相对有限。

2.产业结构不合理,过剩产能难以消化。大规模的、排浪式的基础设施建设和

城市化建设已经过去,而此前由此建立起来的钢铁、水泥等行业却一时难以转型,还是停留在低质量低附加值产品供给,高技术产品不足,面临着严重的产能过剩。尤其在城市化建设中,各地的造城运动所带来三、四线城市房地产市场的无效供给,使得结构性问题雪上加霜,成为当前供给侧面临的严重现实难题。

3. 收入结构严重恶化,由于收入结构制约着需求结构,这使得传统的供给体系与现实的有效需求矛盾进一步加剧。收入作为劳动要素供给的报酬,在现实中许多不合理的制度安排下,进入二十一世纪后迅速拉大。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。

4. 城乡发展不平衡。城乡之间收入、公共服务、社会发展等方面存在着巨大差距。在这之中,乡村建设问题尤为严重。在农民和农业问题中,通过各种国家政策支持,现在已经有了很大改善。但是,随着农民逐渐在县城、城市买房,乡村建设极度落后,各地的乡村治理问题突出。多年来城县统筹更多是城市利用了农村的土地进行建设,但是对农村建设促进不大。

5. 区域空间结构不合理,限制了社会有效需求的形成,加深了供给侧的结构性矛盾。在传统的东中西部问题以外,城市群建设问题正在逐步显现。现在,几个一线城市一枝独秀,成为人口的高度集结地和超级消费中心。二线城市作为区域经济中心,数量不足,分布不合理,并不能对所属区域形成有效辐射,无法承担起带动当地经济发展的使命。三四线城市集聚人口、促进新型城市化的功能十分虚弱。这导致全国性的有效需求都难以形成。

面对这些经济上的不平衡问题,由于基本矛盾的主要方面在供给侧,供给侧的问题又是不平衡的结构性问题,这就需要通过供给侧结构改革来实现经济发展质量、效益和动力的转换,建立实体经济、科技创新、现代金融、人力资源四位协同的现代经济体系。十九大报告指出,建设现代经济体系包括深化供给侧结构性改革、加快建设创新型国家、实施乡村振兴战略、实施区域协调发展战略、加快完善社会主义市场经济体制、推动形成全面开放新格局。可以看出,现代经济体系建设的部署是以问题为导向,充分体现了经济方面不平衡的问题,着力解决以技术创新为引领的产品和产业结构升级,走环境友好型发展道路,着力实现人民共享、城乡区域平衡的发展局面。

在通过供给侧结构改革建立现代经济体系中,金融将会发挥至关重要的作用。从美索不达尼亚社会发明金融以来,金融就是解决经济治理问题最重要的工具,使得人类可以在时间和空间上配置资源,解决国家面临的经济问题。不同国家面临不同的经济治理问题,这就产生了不同的金融工具和金融体系。例如,我国从

历史上就与西方国家不同，是一个国土广袤和人口众多的大国，需要解决的核心问题是国家税收和以国家财政为基础的社会治理，这就使得我国实物形态的铸币在人类历史上最为悠久、持续时间最为漫长。支付方式的变革在我国金融历史中占据了核心的作用。现在，要解决我国经济面临着的不平衡问题，需要将资源向创新、乡村建设、绿色发展等方面集中，这都离不开金融的资源配置能力。我国要建立现代经济体系，就需要建立与之适应的金融体系。

现代经济体系的核心问题还是重新界定市场和政府的边界。这种重新界定并不是意味着原来我国政府与市场的关系不清楚，而是需要构建适应原创性创新的政府和市场环境，逐步改变数量导向下模仿型技术进步中的政府和市场关系。一方面，政府的职能范围需要逐步缩小，更多将试错空间留给企业，提升企业和市场在创新中的主体地位，而不能像原来模仿阶段，因为能够看得清未来的发展方向，就进行政府主导的战略。另一方面，政府的职能方向需要调整。在赶超阶段，政府更需要的是进行基本的基础设施建设，例如公路、通信等方面。通过这些方式，可以降低企业出口的固定成本，促进出口和学习，提升生产效率。在创新阶段，企业更需要关注的是融资和风险分担等问题。政府需要更多地提供社会风险分担功能，为试错提供更多的空间。

重新界定政府和市场关系一个重要方面是国有企业问题。在我国，政府可以通过对国有企业经营领域的限定来干预经济活动，同时可以用国有企业额的收入上缴来改善自身的收入结构。因此，重新界定政府与市场的关系，将更多空间留给市场引领企业试错需要重构中国的国有企业管理模式。

由于金融是解决国家经济治理问题的工具，金融的形态主要是和政府与市场的边界决定了。我国已间接融资为特征的融资模式就是和这种体质有关。政府和市场边界再界定，经济以创新为导向就要求我国金融从数量发展模式向质量发展模式转型。这种转型是对现有金融体系的一个重要挑战，存在着潜在的金融风险。

## 二、金融转型中的潜在风险

### (一) 金融开放的挑战

在建立现代经济体系过程中，为了提升全要素生产率，需要对中国的各产业进一步加大开放力度，提升开放水平。这里面最值得关注的就是服务业，尤其是金融

业的对外开放。从世界范围来看,金融业开放对于各国金融体系都产生了较大影响,我国需要特别注意。

### 1、资本外流压力在较长时间内持续较大

在金融业的对外开放过程中,我国会在较长时间内面临着资本外流的现象。从图1可以看出,近年来我国国际收支表金融项下统计误差项不断增大。由于我国对于跨境金融交易还存在很多限制,这些误差项一般理解为通过各种渠道的资本外流。这些资本外流的数量相对于我国的外汇储备还不是非常巨大,但是趋势具有很强的延续性,近年来流出态势日趋明显。

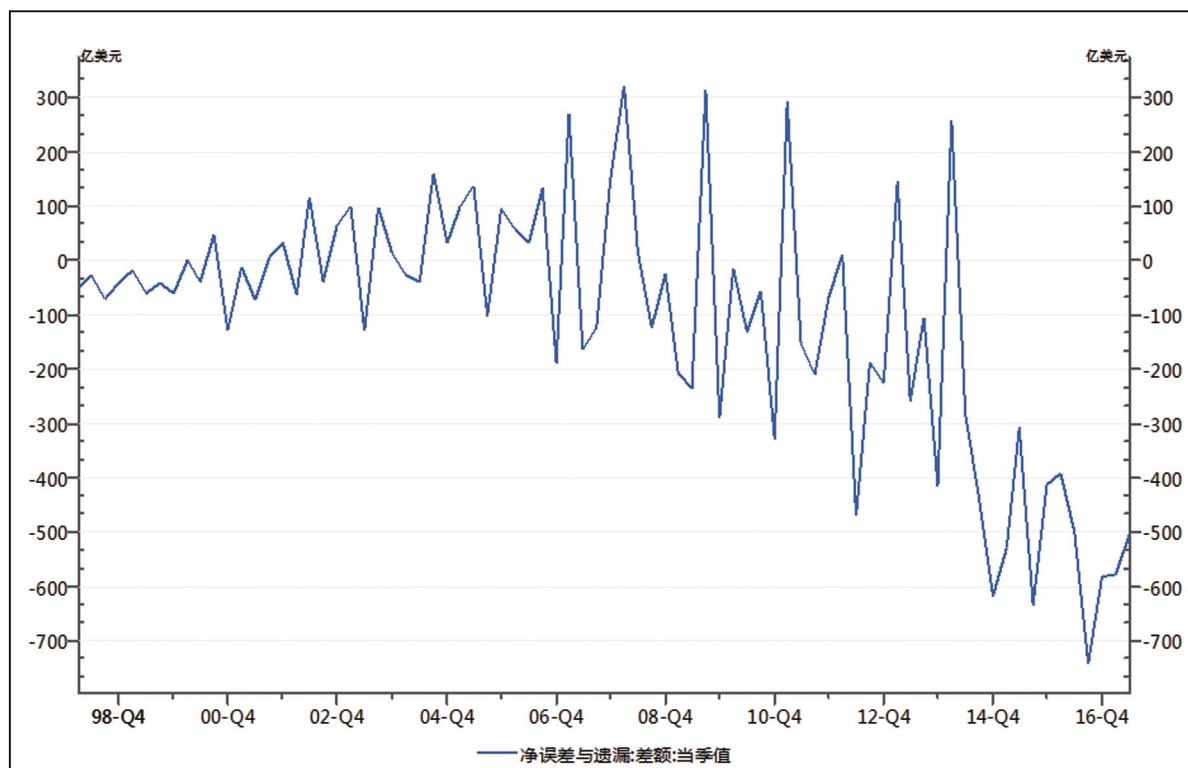


图1 国际收支统计误差项

资料来源:Wind 资讯

这种资本持续外流的原因主要来自于三个方面。

第一,我国资本回报率持续下降。经济经过多年投资拉动型经济增长,我国投资的回报率已经持续下降。国内资本现在更多处在资产荒的境地,急需向境外投资寻求更高的回报率。

第二,全球资产配置需求。风险分散是投资的必然选择,为了获得更好的安全性,

国内资产需要在全球各种金融资产来配置投资,对冲一些国内风险。同时,海外的投资者也有对中国投资的需求,为了这些需求,国内也会产生相应的供给。这种全球资产配置需求在未来一段时间内还不能达到平衡,资本外流将会在较长时间内持续。

第三,供给侧结构性改革伴随的激励不相容。供给侧结构性改革是一次全方位的存量改革,涉及到不同主体的利益调整。在存量改革中,由于利益受到影响,存在着激励不相容问题。这些问题使得部分资本规避国内投资,转而向海外谋求发展。在供给侧结构性改革还不能解决激励问题的时候,这种资本外流将会持续存在。

## 2.人民币汇率稳定

资本外流一个重要的影响就是会对我国的汇率产生较大的压力。在这种压力下,我国汇率预期从升值逐步走向贬值。我国汇率体制调整最重要的一个开端是2005年。2005年的人民币汇率形成机制改革实质上开启了一个新时代,使得金融价格市场化到了一个新阶段。2005年之前,人民币基本上是盯住美元的固定汇率,2005年之后,本着先扩大波动区间,后调整中间价形成机制的路径,人民币汇率盯住范围和价格波动区间都逐渐扩大,逐渐向市场决定的有管理的浮动汇率体系靠近。

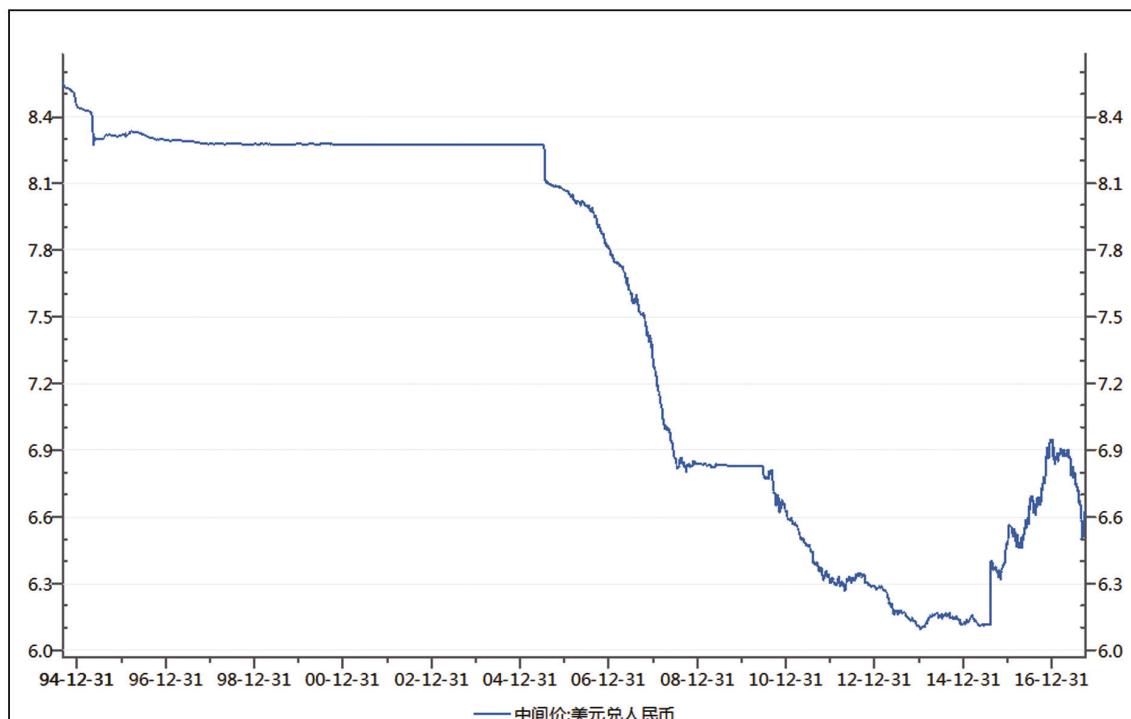


图 2 美元对人民币中间价

资料来源:Wind 资讯

从图 2、3 可以看出,在 2005 年汇改之后,我国的汇率就开始了长期的单边升值过程。2015 年 8 月 11 日的汇改措施是以前汇率模式的方向性扭转,人民币进入了贬值路径。这种趋势在 2017 年引入逆向调节因子之后得到了很大缓解。但是,这种缓解主要是来自于 2017 年以来主要发达国家货币相对走弱。由于我国在长期中处在资本外流的环境中,汇率贬值的压力将会一直伴随。

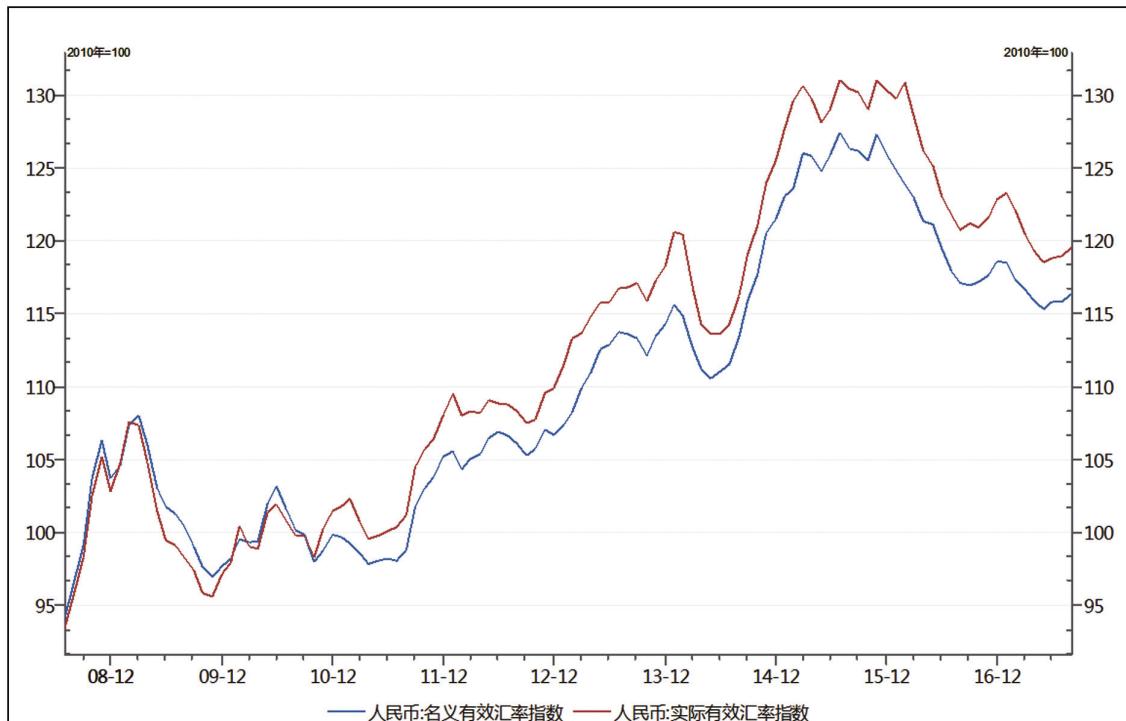


图 3 人民币汇率指数

资料来源:Wind 资讯

汇率贬值对我国供给侧结构性改革并不是一个良好的环境。当汇率贬值幅度较大的时候,资本外流会更加剧烈,这又会加大汇率贬值。这种循环模式对国内资本市场将会产生较大的冲击。实际上,如果我国发生系统性的金融风险,最大的可能性就是来自于资本流出和汇率贬值的相互作用。一般金融危机是在国内资本市场价格大幅度下跌之后出现银行挤兑,进而出现流行性危机。但是,出于对党和国家的信任,我国居民并不会发生大规模的银行挤兑行为。这就在很大程度上避免了国内危机的来源。但是,如果一旦汇率贬值幅度过大,或者汇率贬值预期较大,居民就会将国内资产兑换为国外资产,产生资本外流和更大的汇率贬值压力。

总体来看,供给侧结构性改革中金融业进一步开放对我国的金融市场通过资

本流动和汇率有着较大的风险。

## (二)金融和实体经济关系再定位

在过去一段时间,金融存在着脱离实体经济,自身过度创新的问题。在新时代的经济体系中,金融的作用就是不忘初心,支持实体经济,主要是制造业发展,和实现创新驱动。这就要求金融机构修正原有的发展逻辑。这种定位调整过程中可能会存在着相应的调整风险。

### 1、表外融资剧增引发风险积聚

伴随着经济发展的金融深化和互联网技术进步,我国产生更为复杂的金融网络,金融机构之间产生超越以往的密切联系,我国正在进入一个泛资管时代。图4可以看出,在我国的社会融资中,信托贷款的占比在近年来呈现了上升的态势。信托资金主要的来源是各种金融机构的理财资金。这些金融机构因为自身投资范围的限制和自身投资管理能力的限制,通过购买信托收益权,将资产管理让给更专业的信托公司来完成。

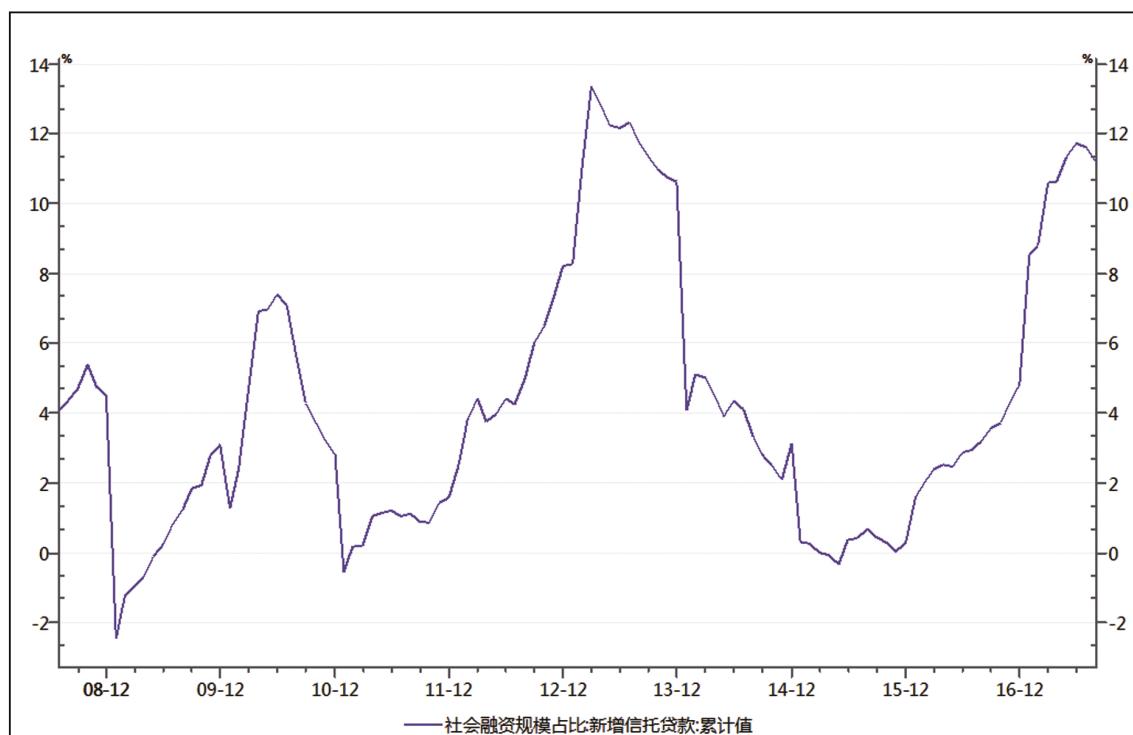


图4 信托贷款比重

资料来源:Wind 资讯

在这些理财资金中,最重要的一个来源是各商业银行发行的理财产品。由于渠道的优势,银行在发行理财产品上相比其他金融机构更有优势。图 5 可以看出,近年来,我国银行的理财产品发行余额快速增长。

但是,在这种表外融资日益发达的环境下,在基础资产、交易模式、产品嵌套等方面不断创新,形成了较为复杂的风险链条。这些新创新的各种名目的资产还缺乏完备的法律保护,政策风险较强。这在改革中尤其是需要注意的。同时,表外融资导致金融机构之间层次越来越复杂,杠杆率越来越大,风险积聚加大。

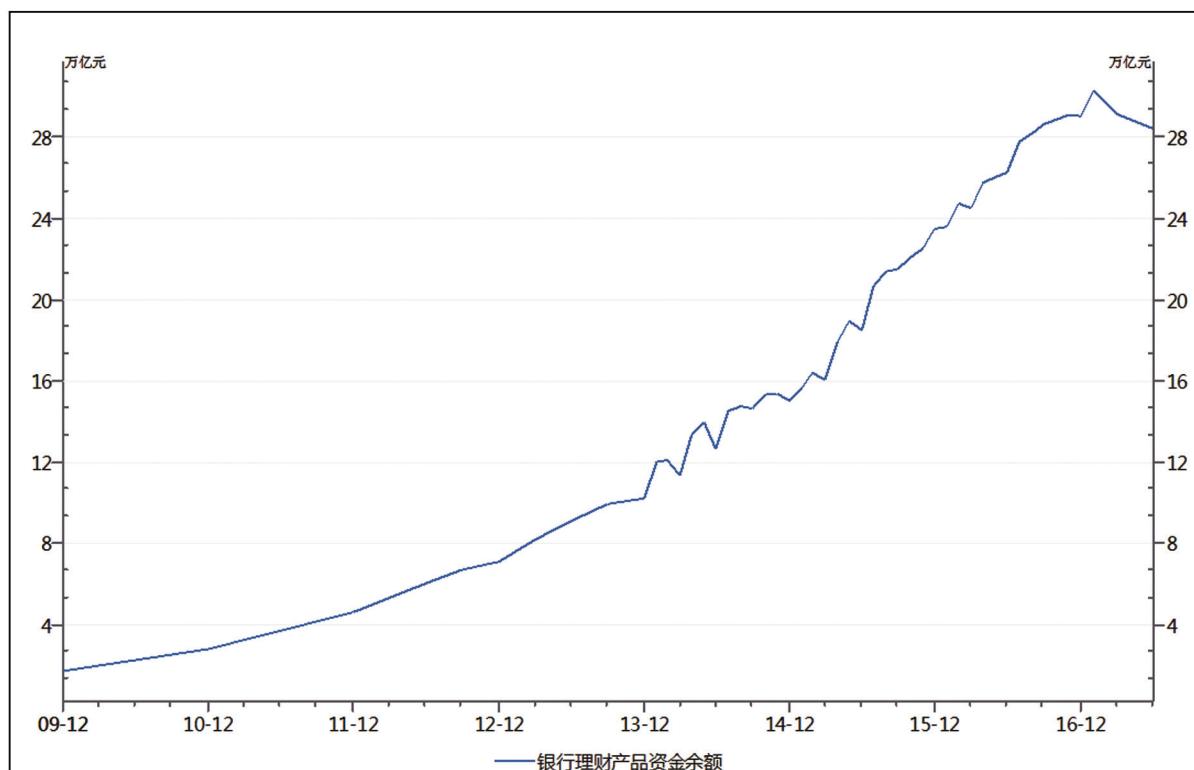


图 5 银行理财产品余额

资料来源:Wind 资讯

## 2、机构金融网络放大连锁传染

在供给侧结构性改革中,以互联网为代表的新技术加快了产业融合,以 P2P、众筹、金融资产交易所为代表的各类新型资产管理业务兴起。这些新型的资产管理机构更加加强了表外融资已经构建起来的金融网络,使得金融机构之间的结构越来越复杂。

从图 6 中可以看出,在银行的理财产品中,同业业务所占的比重越来越大。虽

然在 2017 年以来的金融整顿下,比重有所下降,但是依然高位运行。在当前刚性兑付的环境下,这种复杂的金融网络使得风险加大,同时更重要的是使得风险在金融机构之间的传递性加强。在这种复杂的网络中,过桥企业或者中间参与企业越来越多,产品信息失衡严重,风险辨识困难。当基础资产出现问题后,在整个金融网络中会发生迅速的传染。

由于我国目前的融资还是以间接融资为主,商业银行在整个网络中还是处于核心的地位,是最终的资金和资产提供方,其他金融机构和各种金融产品更多扮演通道角色,风险最终主要集中在银行体系。因此,在可能的风险领域,最危险的是银行。在银行之中,最为危险的是股份制银行和城商行。从图 7 可以看出,股份制和城商行的理财业务增长最为迅速,是整个表外融资金融网络的核心。当这些银行出现风险的时候,很容易发生传染。

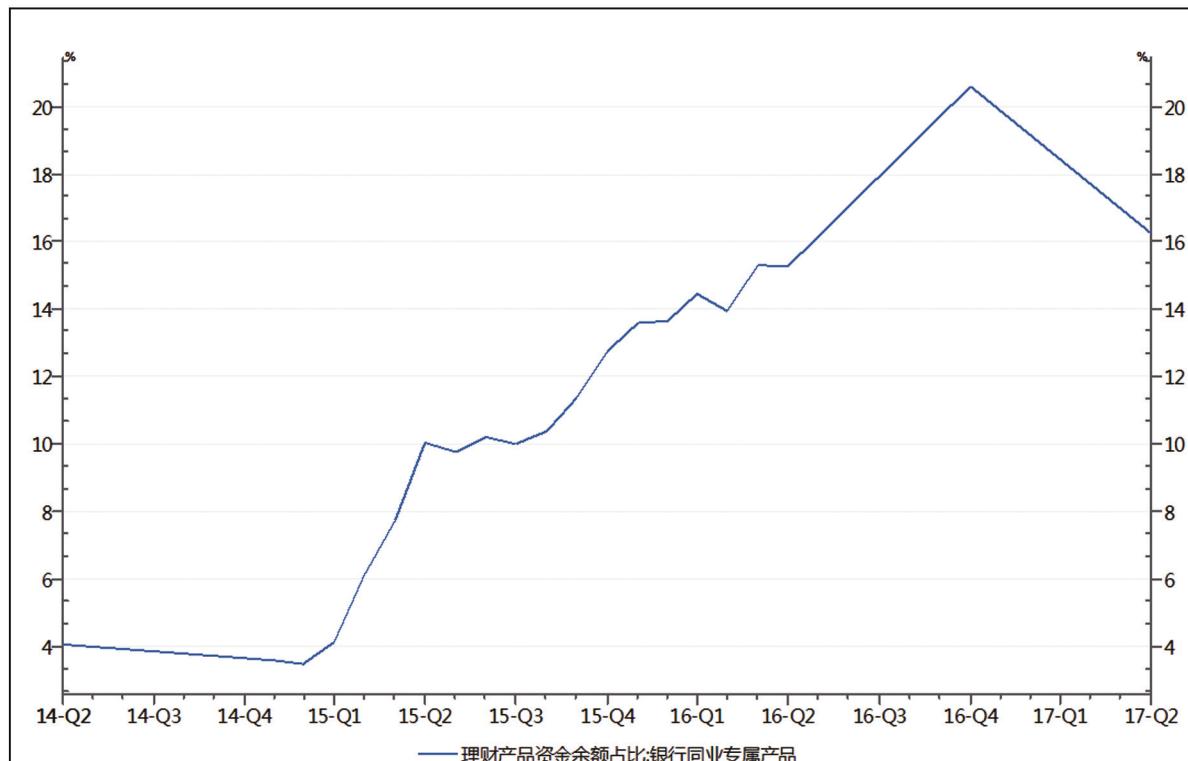


图 6 理财产品同业比重

资料来源:Wind 资讯

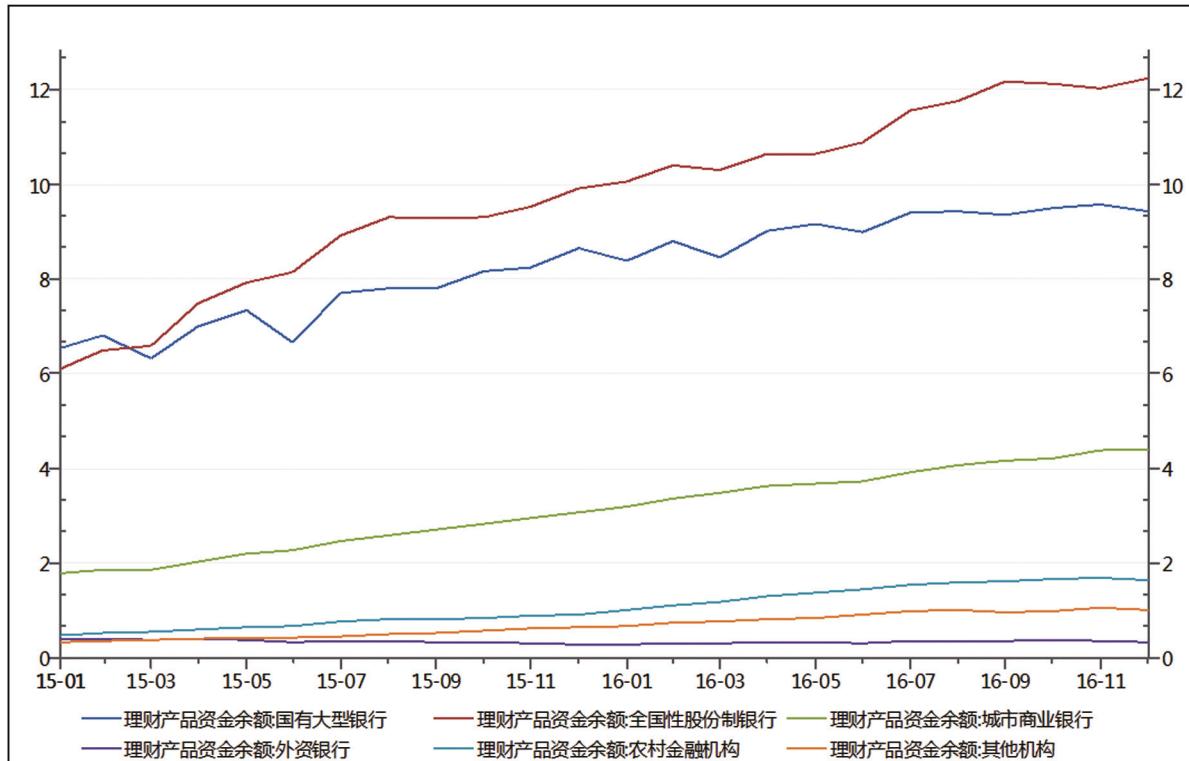


图 7 各类金融机构理财产品余额

资料来源:Wind 资讯

### 3、企业和政府的高杠杆率

我国各部门杠杆率水平不相同,高杠杆主要集中在企业部门(图 8)。从历史趋势上看,非金融企业杠杆率在 2010 年之前还较为平稳,在 2010 年出现了快速上升。居民和政府则是从 2008 年开始快速上升。

长期以来,我国经济增长是以总产量为导向的。为了扩大总产量,最初是在供给方通过国有企业改革来完成。在亚洲金融危机后,随着总需求下降,我国开始了从需求侧刺激经济的进程,主要体现为依靠投资拉动增长。特别是 2007 年全球金融危机爆发后,在政府“四万亿”投资计划的刺激下,我国资本形成率再一次迅速提高,2009 年达到 47.2%,并在 2011 年达到 48.3% 的历史最高水平,2009 年全社会固定资产投资同比增长 29.95%,其中国有企业固定资产投资同比增幅达到 43.09%。这一轮投资浪潮导致企业大幅扩大了产能,但在全球需求不振等因素的冲击下,传统的依靠固定资产投资扩大产能,再通过出口导向消耗产能的增长模式难以维继,新增产能缺乏需求支撑,造成产能利用率迅速下降、产能过剩和企业亏损,导致不良债务上升,尤其是煤炭、钢铁、房地产、城市基建等传统行业资产负债表严

重恶化,推高企业杠杆率(图 9)。以钢铁行业为例,中钢协钢铁行业运行报告称,2015 年中国钢材价格持续创出新低,钢材需求明显下降,经济效益大幅下降,亏损面大幅上升,粗钢产量自 1981 年以来首次出现年度下降,粗钢产能利用率不足 67%,产能过剩矛盾更加突出,大型钢铁企业平均负债率高达 70.06%,同比上升 1.55%。为了应对产能过剩问题,政府进一步出台一系列隐性担保、行政补贴和扶持政策,过剩产能得到贷款等资金支持,形成大量产能过剩行业依赖贷款借新还旧,逐步成为依靠借贷维持生存的僵尸企业。大量资金沉积在产能过剩行业导致了两方面结果。一方面疲弱的收入和高额的利息负担进一步压缩了企业利润,为了生存,企业更加依赖借新还旧,积累债务,推升杠杆率;另一方面,产能过剩行业的大量无效资金需求占用了大量信贷资源,导致新兴行业等高效率部门的融资不足,对实体经济有效融资需求产生挤出效应,阻碍实体经济发展,导致全社会融资资源利用效率降低,进一步推高全社会的杠杆率。

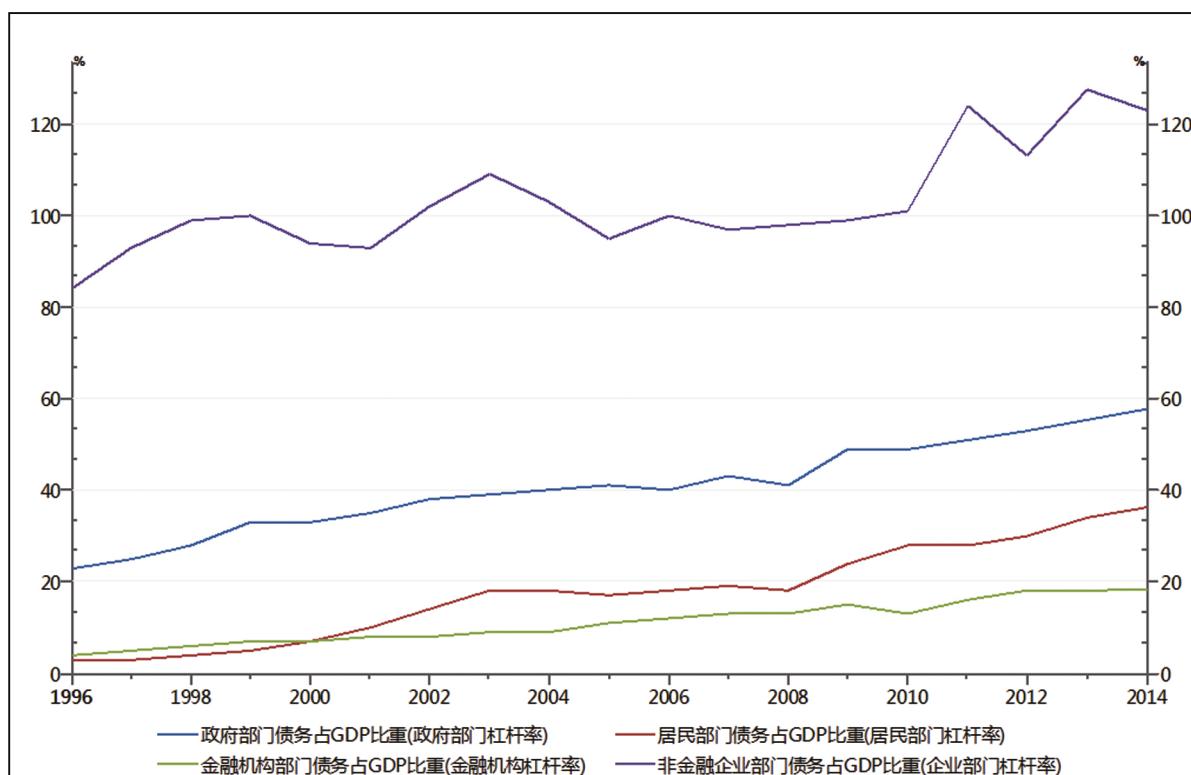


图 8 各部门杠杆率

资料来源:Wind 资讯

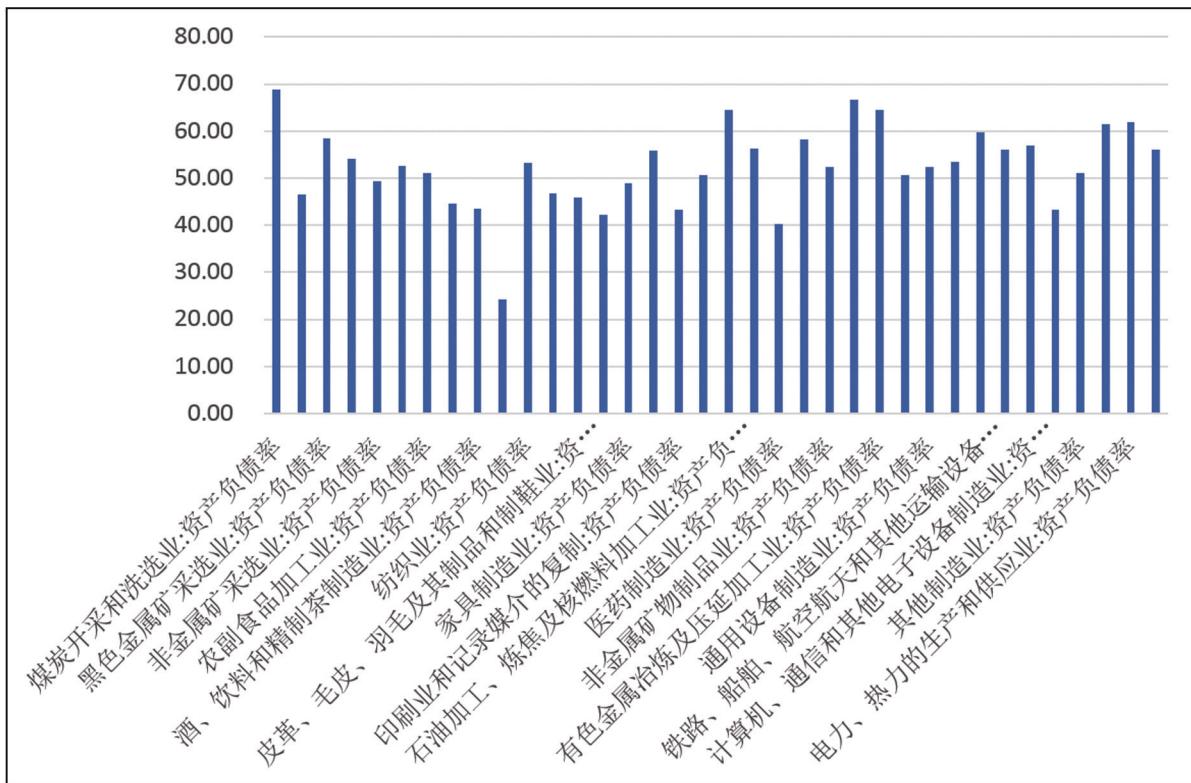


图 9 工业行业资产负债率

资料来源:Wind 资讯

这些高负债表明,现有金融资源大多集中在这些传统的经济增长领域。这些领域存在着很大的产能过剩,改革的过程存在着债务重组等问题,对金融机构可能产生较大影响。

此外,这些高负债率企业在区域中较为集中,区域性债务风险爆发引发“明斯基时刻”的压力较大。近期以来,山东多家重要企业牵涉其中,引发市场对于区域性信用风险的高度关注。近年来经济下行背景下,不少企业尤其是民营企业持续通过银行信贷加高杠杆,同地域的民营企业之间往往通过互保措施作为增信手段,企业之间债务链条盘根错节,背后的债务巨大,但担保链上的某一环节出现问题时,整个担保链上的企业风险均会上升,严重时甚至加剧了整个区域或行业的风险,并向银行转移。由于我国企业主要通过间接融资的方式进行融资,且多数为抵押贷款,资产价格大幅下跌会导致银行违约的概率大幅增加,银行的风险敞口将显著上升。由于银行系统会直接或间接参与非银行金融机构的融资过程,因此,银行系统所面临的风险将会由表外向表内不断扩大。随着风险在银行体系中不断积

聚,银行资产质量将不断恶化,会加强全球投资者对我国经济下行的预期,从而导致金融市场的大幅波动,并使存款刚性支付缺口问题凸显,进而引发银行等金融机构的支付风险向金融风险的转变,加剧经济系统的脆弱性。这种脆弱性的环境对资产负债表的修复产生了压力。

#### 4、以房地产价格和大宗商品价格为代表的商品价格金融化

在激励不相容的情况下,不同利益主体对供给侧结构性改革的认识不同,致使改革的成果更多表现为改革领域的价格快速上涨,而不是生产效率提高。这种房地产、大宗商品等价格的上涨存在着较大的风险,成为了金融网络中最重要的风险来源。

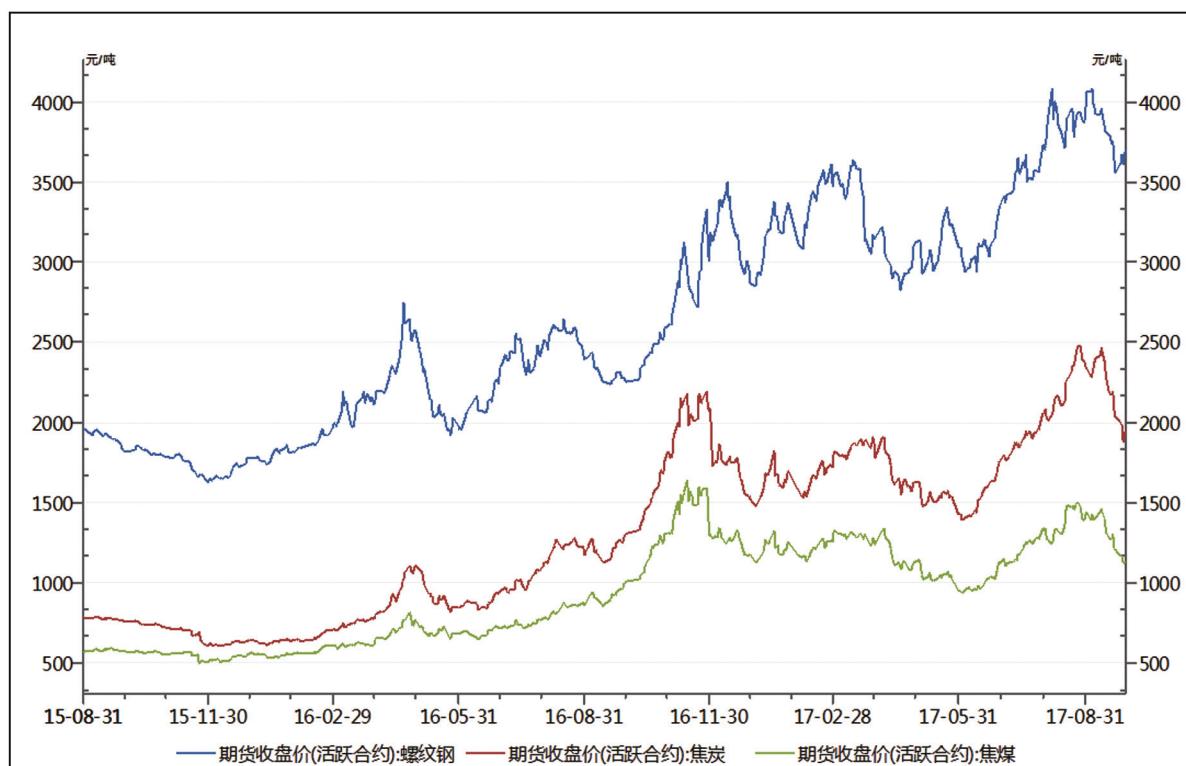


图 10 大宗商品价格

2015年下半年以来,尤其是2016年,在一、二线城市房价飙涨以及政策放松的带动下,我国的房地产交易市场持续回暖,一、二线城市交易量暴涨,带动房价持续飙升。2016年居民杠杆买房的热情高涨,全年新增居民中长期贷款5.68万亿元,居民中长期贷款占新增人民币贷款比例全年维持高位随着新“930”政策等房地产调控政策的趋严,2017年新增居民中长期贷款占比虽有所下降,但仍在高位。

居民部门杠杆率迅速攀升,对未来消费形成一定制约。伴随着居民债务水平的攀升,居民的收入水平增长也有所放缓,2016年居民收入6.3%的增速低于GDP增速。在杠杆率上升,收入增长受到制约的情况下,居民相当一部分可支配收入则用于还住房贷款,用于消费的部分将受到挤压,这会对消费产生“挤出效应”,企业利润空间也将受到挤压,长期来看将影响企业生产与投资。

在房地产价格快速上涨的同时,在去产能的背景下,钢铁、煤炭价格都出现了快速的上涨。图10、11表明,从供给侧结构性改革开始,钢铁、煤炭的价格都出现快速上涨,动力煤价格已经超过了历史高位。这种价格表现并没有进一步体现为企业升级改造,技术进步,更多是在改革的名义下获取行业利益。

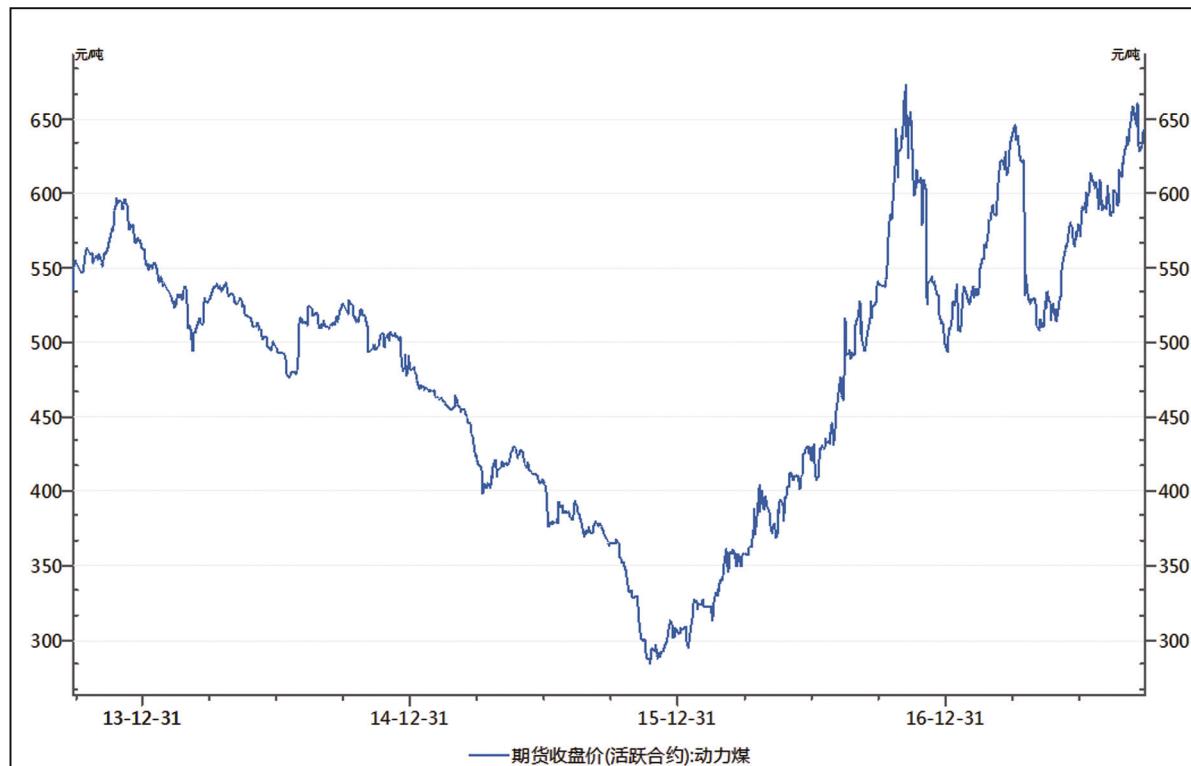


图11 动力煤价格

## 5、创新泡沫

在创新驱动、弯道超车、新技术革命等理念的指引下,广大中西部地区和东部地区形成了技术竞赛,通过各类政府产业基金等投资科技类企业、积极推进科技园区建设,形成了全国搞创新的火热局面。这虽然极大提高了中国的研发投入,但是,中西部地区的这些投资未来很可能形成新的坏账。

不同行业的创新模式可以分为两类(Breschi et al., 2000)。第一类是“跳跃性创新”,即新企业引入原来没有的创新,例如用平板电脑主按键代替传统的个人电脑。这类创新也被称之为创新的“广化”。第二类是“累积性创新”,即原有的企业不断引入新的创新,改进已有的产品。这类创新也被称之为创新的“深化”。

在第一类创新中,主要特点是通过企业的持续进入来推动创新。在具有这种创新模式的行业中,不断有新的企业家带着新想法进入行业建立新企业,连续不断地挑战在位企业的生产、组织和销售模式。在位企业的竞争和技术优势不断被新进入的小企业所挑战,没有企业能够维持一个长期的领导地位。在第二类创新中,市场具有稳定的创新层级,创新活动主要由行业内在位的大企业来进行,新进入的企业具有很高的创新障碍。这些创新障碍主要来自于行业技术的积累、生产和销售网络建立、持续稳定的融资来源等。

现在东中西部最为关心的技术进步是颠覆性的跳跃性创新。但是这种创新有两个问题。第一是主要由新企业完成,不确定性很高,本身就具有很高的风险。第二是新企业一般规模小,对创新文化等软实力要求更高。这意味着这种创新更多会在已有的创新中心,例如深圳、杭州这种有着众多新型小企业的地方产生出各种独角兽公司。西部地区也追求这种创新,很可能事与愿违,面临着更加巨大的风险。中西部还是应该在承接产业转移上下功夫,只不过要在承接过程中实现传统行业的新技术化,改善承接的生产线,提升传统行业效率。在中西部利用产业基金盲目推动跳跃性创新的过程中,由于产业基金本身的杠杆率,就有着巨大的金融风险。

### (三)金融机构风险定价能力不足

在新时代,为了促进的经济质量提高,金融业的发展也要从数量扩张向质量提升转型。这就需要金融机构不是盲目做大产品规模,而是实行精细化管理,更加发掘数据的价值,实现风险区别定价,为不同经济主体服务时候做到通过风险定价实现价值双赢,在为客户带来效益提升的同时,也为自己带来利润。

但是现在正规金融机构风险定价能力严重不足。这一方面是我国征信基础数据还不够充分,金融机构进行风险定价的依据不足。虽然我国现在有9亿个人用户和4000万家以上的企业接入了征信系统,但是,能够获得正规金融服务的金融主体数量还是不充分,这就导致了大量客户只能依赖P2P、现金贷等形式。这些非正规金融的利率极高,远远超过了央行的利率上限,意味着客户风险极高,金融体

系承担了较高的风险。另一方面，普惠金融等要求使得金融机构大量投入了中小微企业等贷款。但是，普惠金融需要以量为核心，以大数据技术为载体，不能是传统对公业务的一对一谈判，这样才能有效分散风险。不过，现在各金融机构在这方面还存在很大问题，更多对中小微业务也是传统对公的办法，导致了效率低，风险高。在普惠金融以外，金融机构风险定价能力问题还广泛存在于资产处置、债转股等业务中。这些业务现在定价体系较为混乱，定价虚高，存在较大的风险。

### 三、政策建议

金融稳定是稳步推进供给侧改革的必要条件。为更好地实现新改革，在短期内需要通过一系列的政策稳定金融，为改革启动创造良好条件。金融改革不可避免的要对各类金融问题开展较大力度的治理整顿，有可能会在短期内对经济增长形成一定抑制，所以要么在深度危机时大破大立，要么在国际经济景气上升期实现经济的平滑调整。考虑到 2016 年以来国际主要经济体的经济景气指数持续回升，为我们提供了一个较为有利的外部环境，也给我们提供了调整深层次结构问题的时间和政策空间，今明两年将是我们推行金融改革的一个最佳窗口期。如果今明两年不坚持金融整顿，不能为深化改革开放铺好路，深层次的生产率问题就没有办法解决。考虑到国际主要经济体在中期内还面临较大的调整压力，明后年我国经济下行压力会更大。在压力情况下，可能会不得不放弃金融整顿，重走债务驱动投资老路，重新陷入持续积累风险的旧有循环道路。

利用今明两年的窗口期，金融领域需要重点关注以下方面。

#### (一) 理顺货币政策调控机制，为金融改革创造适宜的资金环境，确保个别领域、单一个体的金融风险不会演化为系统性金融风险

稳定适宜的货币环境是推行金融改革、防范系统性风险的必要条件。目前，我国已逐步完成利率市场化改革，正处于货币政策调控框架由数量型向价格型的转轨过程中，货币政策调控的复杂性较前期明显增强，金融市场主体对于货币政策的反应差异巨大。应从以下四个方面提高货币政策调控的科学性和有效性：一是逐步降低金融机构的存款准备金率。从国际经验看，美、欧、日本等国家的中央银行虽然都对银行的准备金率有相应要求，但准备金率均明显低于我国，例如欧央行的法定准备金率要求为：存款等工具期限在 2 年以内为 1%，2 年以上为 0。而且，准备金仅仅是为了确保商业银行对中央银行储备资产的需求，准备金率并不作为日

常调节工具。考虑到我国目前实行的高准备金率主要是为了对冲之前人民币持续升值时期形成的外汇占款，目前在外汇占款已不构成基础货币投放渠道的背景下，应结合货币需求，通过降低稳步持续降低准备金率的方式完成货币投放。同时，考虑到准备金政策本质是对金融机构的税收，降准应以全面为主，定向为辅，避免政策导致的金融机构之间的不平等竞争。**二是加强货币政策调控的预期引导。**在货币政策调控框架转型过程中，除常用的公开市场操作工具外，人民银行该通过常备借贷便利、中期借贷便利等一系列创新型工具向市场注入流动性。但在操作过程中，存在着基础货币供给节奏不稳定、供给工具不确定、供给对象不透明等问题，在市场流动性紧张时期容易引发市场紧张情绪，导致市场资金面和利率出现不必要的波动。**三是坚持削峰填谷式操作，逐步建立利率走廊调控机制。**2017年以来，为平滑市场利率波动，配合金融监管改革，人民银行的货币政策调控实行了削峰填谷式操作，显著平滑了市场利率波动。下一步，并参考国际经验，建立明确的利率走廊机制，尽快明确货币政策基准利率，加强货币政策操作对于基准利率的引导，放弃对于操作利率和操作规模的双重关注，做实价格调控的常态化机制。**四是在MPA考核中弱化信贷规模调控。**金融改革的一个重要方面就是要将风险显性化，引导表外金融配给根据风险实质回表，而这种情况下如果继续实行信贷规模的强管制，有可能会产生金融信贷资源的无路可去，导致信贷急剧收缩，不利于保持金融对于实体经济的持续支持。

## （二）平衡稳定与发展，持续推进市场化的汇率形成机制和外汇管理体制

2015年以来，我国扭转了持续十年之久的汇率升值，进入了人民币贬值阶段。后续随着资本外流问题日益严重，人民银行和外汇管理局出台了一系列的外汇管理措施，在人民币中间价中引入了逆周期调节因子，2017年以后人民币汇率保持稳定，随着美元指数走低，兑美元汇率还出现一定升值。总体看，维护人民币汇率稳定对于防范资本外流、控制金融风险是有积极意义的。但从中长期来看，实体经济方面，维持过高的固定汇率会导致国内进口部门收益、出口部门受损，有可能会导致我国出口部门在本轮国际复苏中错失良机。金融领域中，维持汇率也会导致货币政策自主调控能力受限，同时外汇管制措施也将对人民币成长为国际货币形成阻滞。因此，仍要继续推进市场化的汇率形成机制和外汇管理体制，在人民币贬值预期逐步减弱时期，放松对于人民币汇率的控制，按照先经常账户、后资本账户的顺序，在加强跨境资金流动监控的基础上，重启外汇管理体制改革。

### **(三)推进监管政策之间的协调性,做实金融稳定发展委员会,加强跨部门、跨领域、跨主体的金融风险监管**

推动金融领域去杠杆是防范系统性金融风险的重要一步,而在这一过程中找准风险实质、理清风险传导链条,是金融监管需要关注的主要方面,考虑到近年来我国金融市场持续深化广化发展,金融资源供给除了传统的“银行——企业”模式,还包含了“银行理财——券商资管——信托计划”等大量表外信贷供给模式。金融混业经营趋势基本确立大,混业经营必须对应以混业监管,原有的各扫门前雪模式无法解决金融系统的风险传导,处理不好就会导致单一个体的微观风险扩大化,例如 2013 年的钱荒其起因不过就是个别银行的同业业务发展过快,导致短期头寸调拨不及时的问题。当前,我国的金融监管是“一行”的宏观审慎(MPA 考核)监管和“三会”微观监管并行模式,人民银行的宏观审慎监管也只是针对商业银行。这种监管模式很容易出现监管协调问题,在影子银行迅速发展的时期,商业银行寻求监管套利,规避监管产生的成本。2017 年后,监管政策趋向了竞争式监管,1 季度的 MPA 考核明显趋严、银监会也发布多项监管政策,又容易放大监管影响,对市场构成一定冲击。因此,必须加强监管协调,强化金融稳定发展委员会的日常协调职能,加强金融领域的统筹监管。

### **(四)防范产业基金等创新模式沦为“明股实债”,关注地方债务问题发展**

近年来,以 PPP 为代表的产业投资基金发展迅猛。截至 2017 年年末,PPP 基金规模已发展至约 17 万亿元,各省市针对不同项目的产业基金层出不穷。总体看,产业基金的发展对于化解地方政府债务问题、补充新型城镇化建设的资金缺口是有着积极意义的。但在项目运行中不可避免地出现了“明股实债”的问题,尽管财政部明确要求严禁“保底承诺、回购安排和明股实债”,但在实际运作过程中,投资产业基金的往往是银行等金融机构,并不具有后续运营能力,而政府也往往会通过承诺最低需求量、平台公司兜底等方式,规避财政限制,同时对基金的收益兜底,此外很多 PPP 项目建成后并不会有明确的现金流收入。总体看,尽管金融机构表面上是投资的“股权”,但最后还是很有可能会沦为地方政府的“债权”,前期大力限制的平台公司模式很可能改头换面、卷土重来,不利于地方政府的债务控制。为防范系统性风险,一是要严格控制对产业基金投资项目的准入审查。在坚持能源、交通运输、水利、环境保护和市政工程五大投资领域的基础上,加强对于项目个体

的可行性评估,确保项目后期收益能够支持前期资金投入的回报要求。**二是要鼓励实体运营单位参与产业基金。**通过引入实体运行主体,鼓励以业务获取为目的的产业投资基金建设,控制金融机构为投资主体的契约型基金比例,真正发挥产业基金在混业经营中的作用。**三是控制产业基金的杠杆比例。**目前,很多产业基金均为母基金吸收社会资本加一层杠杆、成立子基金后再加一层杠杆的模式,最终杠杆比率可能会高达 20 倍。建议加强对“母基金+子基金”模式的监控,控制每层基金的杠杆比率,严格防范风险。

## 分报告六

# 回顾与思考：金融监管、金融风险以及动态平衡 ——2017年金融监管及其影响分析

中诚信国际信用评级有限公司 毛振华 袁海霞 王秋凤

**摘要：**2017年是监管强化的一年，针对宏观经济运行中存在影子银行快速扩张、债务风险突出和房地产结构性泡沫等问题，相关部门出台了一系列监管政策，以遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张，缓释金融系统性风险。本文系统归纳整理了今年以来各个领域出台的金融风险防范政策，并详细分析了强监管政策对于金融市场和实体经济的影响。本文认为，2017年金融监管的加强在一定程度上缓释了金融系统性风险，商业银行资产负债表无序扩张情况有所改善，但强监管政策也在一定程度上加大了金融市场波动，助推利率中枢上移，实体经济融资成本提高，给投资带来一定下行压力。与此同时，利率上升对冲了杠杆率的边际改善，债务规模刚性压力依然存在。因此，在推动金融去杠杆、防风险的同时，仍需要处理好强化监管与金融系统风险释放的动态平衡。

**关键词：**金融风险 债务 金融强监管

## 引言

近几年来,低利率环境下金融机构表内外资产快速膨胀,负债率不断攀升,资金流向实体链条不断拉长,以及市场上机构终端投资的杠杆交易持续,金融风险不断加剧;尤其是影子信贷以资管、理财产品为主快速发展,造成某些领域高杠杆、久期和风险严重错配,加剧金融系统性风险。与此同时,债务结构中企业部门的债务过快加杠杆,也加大金融体系风险;在宏观经济低迷的大背景下,周期性比较强的行业面临着巨大的经营压力,盈利下滑、偿债能力下降、信用质量恶化,转而进一步影响企业再融资,违约风险持续上升。企业经营困难,银行贷款坏账率持续上升,影子银行风险增加,商业银行不良贷款比例有所上升,也加重了银行等金融体系的风险。近两年来,部分企业的债务风险已经爆发出来,无论是银行贷款、信托贷款还是债券市场,均有违约事件的发生。如果各类风险加速传导,一方面加大了经济下行的压力,另一方面也导致系统性风险发生概率上升。基于对风险的考虑,去年下半年以来,宏观调控的重心由稳增长向防风险转变,尤其是针对金融风险的防控措施不断出台,2017年监管政策进一步升级。

2017年以来,针对房地产领域和金融领域尤其是银行委外资金使用不规范、金融同业业务过度发展、地方政府债务等问题,一行三会、财政部等相关监管机构频频发文,加快金融领域去杠杆,防范资产泡沫加剧等。监管强化虽然有利于遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张,降低金融系统中长期风险,改善货币政策传导机制。但是过严或者过快会带来市场风险的超预期释放,尤其是随着监管的强化、货币信用环境趋紧,利率中枢不断上移,流动性压力持续凸显;市场的恐慌情绪有所加重,杠杆率依然高企,金融产品流动性下降,资金紧张等。

未来仍需密切关注金融风险演变,继续完善金融监管方式和手段,处理好金融去杠杆与金融风险释放、监管协调与监管机构各司其职、监管协调与金融创新以及金融风险“堵”与“疏”等多方面关系,避免监管力度失当导致新的风险。在这种情况下,需要处理好监管强化与风险释放的刀尖平衡,金融去杠杆需要把握节奏与力度,监管主体需要做好协调。

### 一、当前金融领域需要关注的主要风险

近年来,我国金融业在快速发展的同时,风险也不断积聚。一方面,虽然今年

以来监管持续去化,但前几年影子银行过快发展带来的隐忧仍然存在。另一方面,“债务—投资”驱动的增长模式和政策性因素主导的经济增长负面效果逐步显现,地方政府债务的结构性和区域性风险凸显,非金融企业部门杠杆率虽有边际改善但仍处于高位,尤其是国有企业杠杆率过高。同时,随着实体经济经济的下行,实体经济区域性风险加剧。

### 1.影子银行快速发展,表外风险敞口上升

2008年以来,主要包括理财产品、信托贷款、融资性担保公司等业务或机构的“影子银行”快速发展是我国金融业发展的重要现象之一。社会融资统计中的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票部分可以近似反映影子银行的发展情况,2013—2014年一季度这部分资金占GDP比重始终处于高位,最近接近18%,2016年底2017年初再次出现较大幅度跃升。由于影子银行业务的产生本身就有规避监管的因素,其融资活动所受约束相对于传统银行信贷业务更少,发生风险的概率更高。在实际操作过程中,由于资金链条拉长,信息不对称加剧,基础资产信用质量下沉,一些影子银行还存在资产负债的期限错配和风险错配问题,这都加大了风险。而影子银行资金多来自于银行体系,期间又经过层层嵌套,一旦影子银行出现问题,有极大可能传导至银行体系甚至整个金融体系。

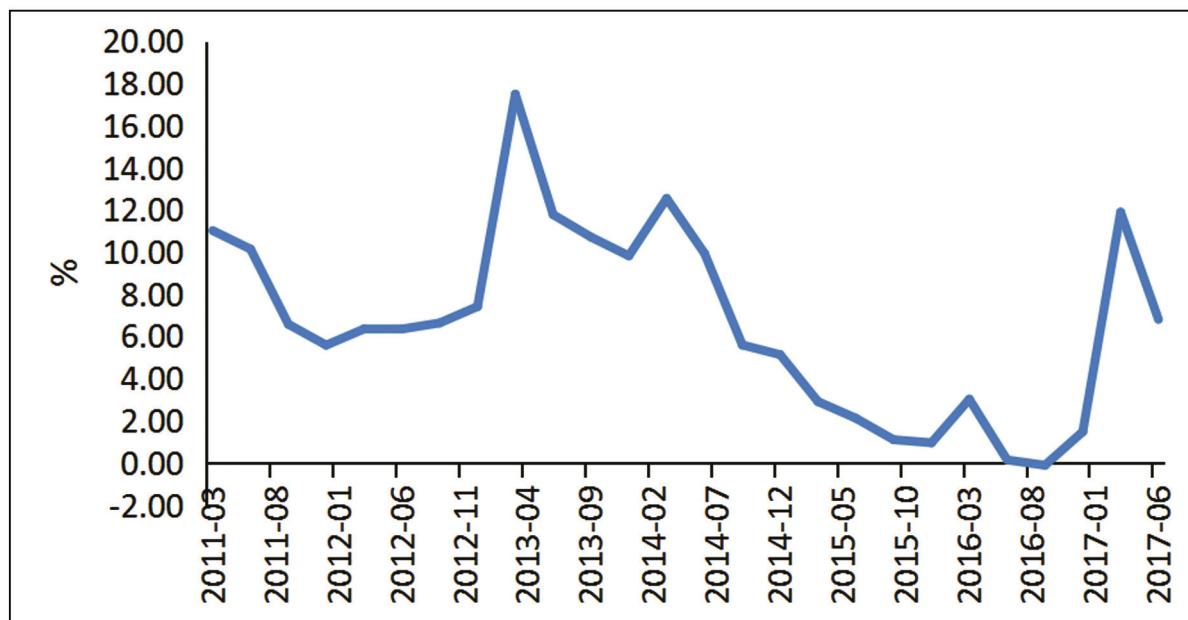


图1 表外融资/GDP

## 2. 非金融企业杠杆率过高,结构性风险突出

根据中诚信国际的计算,2017年上半年,非金融部门杠杆率/GDP到的268.2%,比2016年底的267.1%上升1.1个百分点(2016年则比2015年上涨了13个百分点),呈现边际改善的态势,但从全球来看依然处于较高水平。从结构来看,我国债务风险明显集中于企业部门,尤其是国有企业部门。截至2017年上半年,我国非金融企业部门杠杆率(债务/GDP)高达166.8%,虽然比上年底下降0.1个百分点,但依然显著高于居民部门杠杆率(52.83%)和政府部门杠杆率(48.50%),也远高于世界清算银行公布的世界平均水平(92.8%)、新兴市场国家平均水平(95.9%)和发达国家平均水平(88.9%)。从占比来看,非金融企业部门占全部债务的比重达62.2%,高于多数国家。与此同时,随着“去杠杆”推进,虽然杠杆率呈现出边际改善的趋势规模以上工业企业和制造业企业的资产负债率自去年下半年以来有所下降,但是债务规模的刚性压力以及偿付压力加大使得整体债务风险并没有放缓。

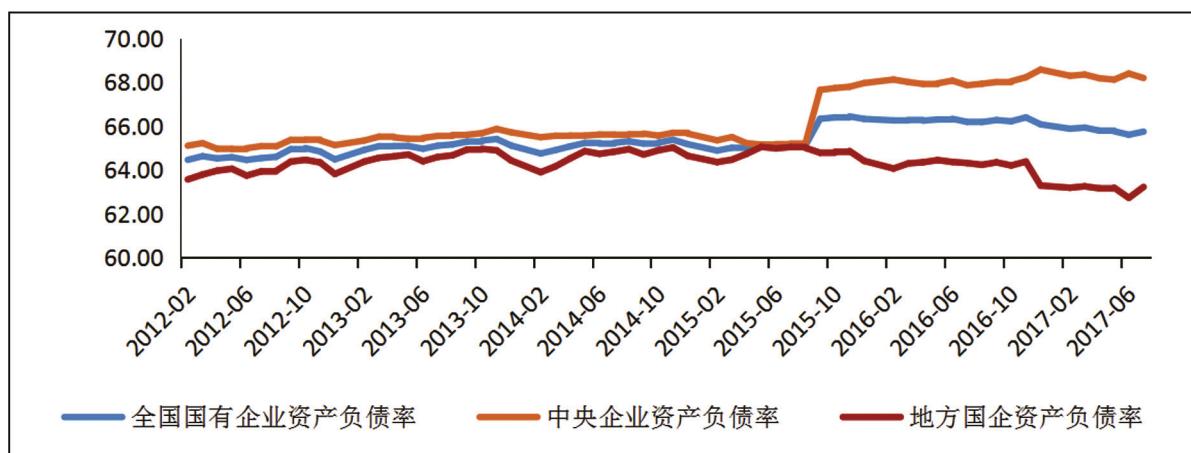


图2 国有企业资产负债率

## 3. 地方政府债务风险虽总体可控,但需关注结构性及区域性风险

截至2016年底政府总体的负债率(债务与GDP的比值)为49.83%,低于欧盟60%的警戒线,但地方政府债务结构性和区域性风险突出,尤其是隐形的或有债务

增长过快。

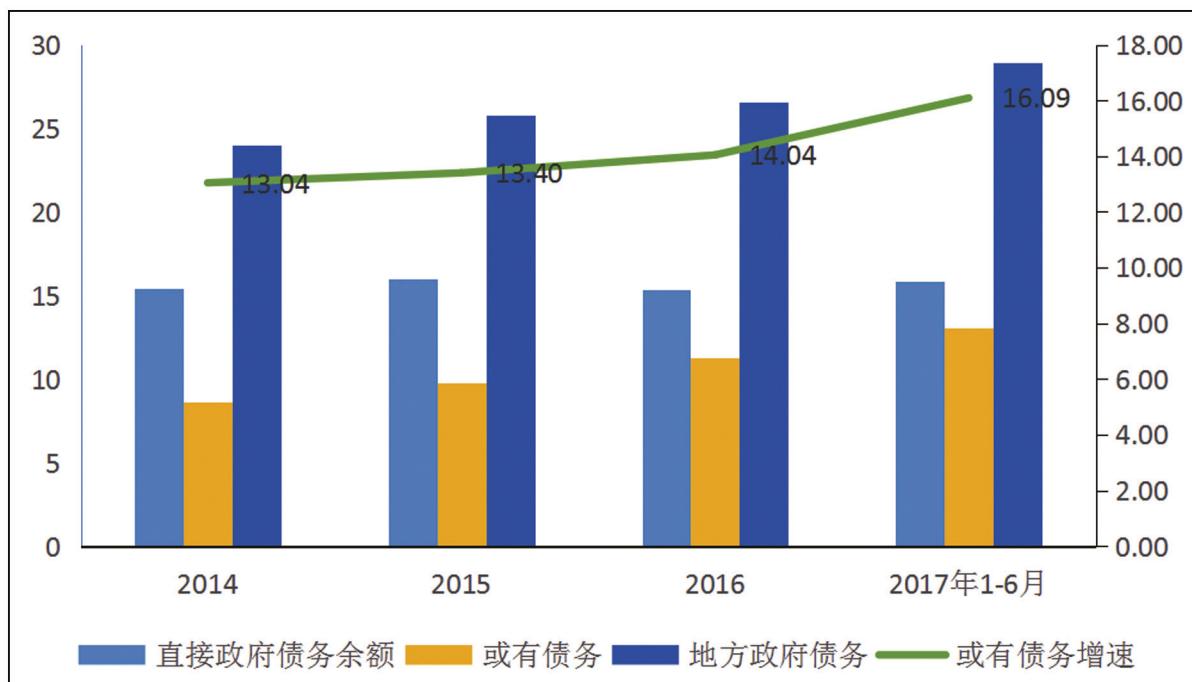


图3 我国地方政府债务余额(原有口径和广义口径)

从直接债务数据<sup>①</sup>来看,随着地方债务方面改革的不断推进,从“代发代还”到自发自还、再到甄别、债务置换、限额管理等,随着多方面规范地方政府发债行为、防范风险的举措落地,地方政府发债方式和管理逐步规范和市场化,地方政府直接债务规模有所控制,部分债务风险通过债务延期得以缓释;2016年地方政府直接债务出现小幅回落,2017年虽保持平稳增长但仍低于2015年水平。2014年至2016年,我国地方政府直接债务余额分别为15.4万亿元、16万亿元、15.32万亿元,2016年较上年同比下降5%;截止至2017年上半年,该数据为15.86万亿元,仍

<sup>①</sup> 这个数据包含地方政府的置换债券,自2015年3月开始实施债务置换以来,2015—2016年置换债券分别发行了3.2万亿元和4.9万亿元。政府累计已经将人民币8万亿元非债券债务置换为债券,剩余待置换或偿还的债务为人民币4.7万亿元。

低于 2015 年水平，并处于全国人大批准的限额之内。但是从或有债务<sup>①</sup>来看，地方政府的隐形债务压力有增无减。根据财政实际偿还的比例的 20% 计算，2016 年，地方国有企业负债中需要纳入至地方政府或有债务为 7.88 万亿元，2017 年上半年为 8.86 万亿元，近几年平均保持 13% 的增速增长。与此同时，考虑到近两年地方政府融资渠道的变化，将政府直接付费的 ppp 项目纳入或有债务以及其他债务，那么 2016 年以及 2017 年上半年地方政府或有债务则分别为 11.25 万亿和 13.06 万亿。从全口径来看，截止到 2017 年上半年，我国地方政府债务余额为 28.92 万亿元。

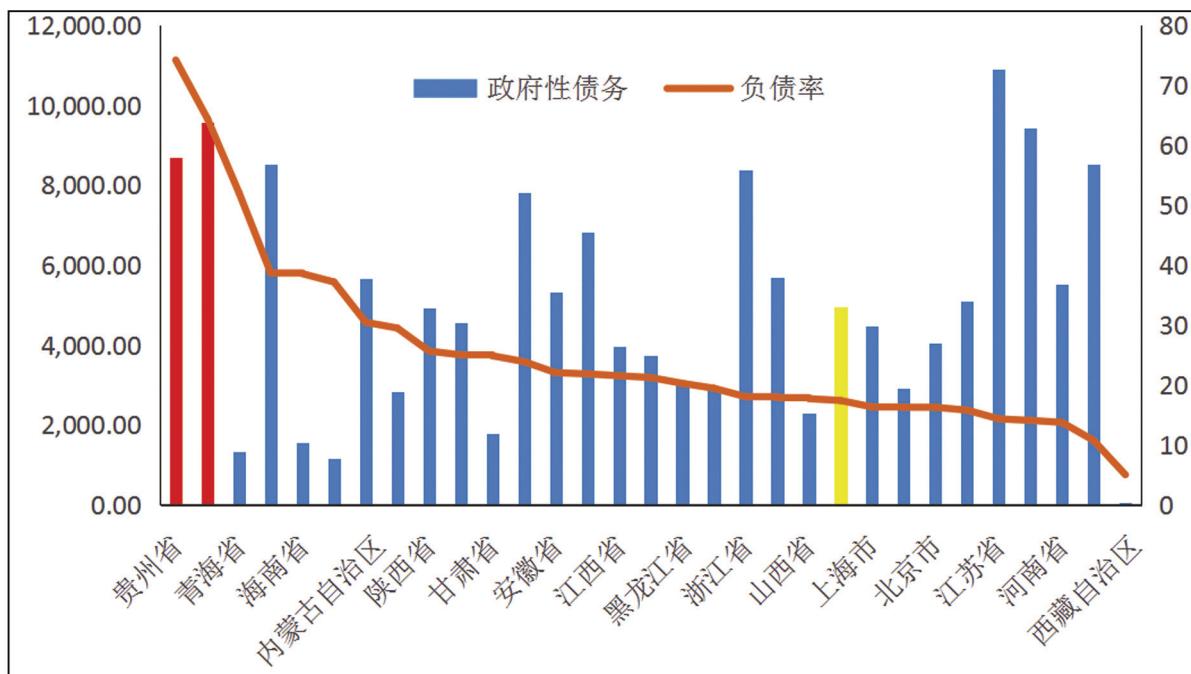


图 4 31 个省市政府性债务与负债率

与此同时，部分区域债务风险较为突出。2016 年全国 31 个省直辖市负债率超过欧盟 60% 警戒线的有两个省份，即贵州省(74.2%)和云南省(64.5%)，其次为青海省

<sup>①</sup> 参考审计署的统计分类以及对近两年来地方政府融资渠道的变化的观察，文本将地方或有政府性债务界定为三类：即地方融资平台公司负债、地方非平台类国有企业负债以及 PPP 相关政府或有债务。根据审计署 2013 年底公布的数据，2007 年以来，全国各级政府负有担保责任的债务由财政资金偿还的比率在 9.95%—19.13% 之间，负有救助性责任的债务由财政资金偿还的比率在 4.83%—14.64% 之间。由于 2014 年以来，地方政府的举债责任更加明确，由财政资金偿还的债务比例理论上呈下降趋势，因此我们将财政资金偿还或有债务的比例确定为上限 20%.

(52%);其余区域负债水平均处于40%以下。而从综合财力考量的债务率来看,云南(213.5%)、贵州(191.3%)、青海(178%)、辽宁(145.9%)、内蒙古(124.5%)、宁夏(113.4%)、黑龙江(106.3%)等六省债务率(债务/财政实力)已经超过100%的警戒线。

#### 4.部分地区企业债务违约集中爆发,区域性信用风险加剧

2017年,山东天信集团、齐星集团、长兴集团等企业债务危机的暴露,与其存在互保关系的山东多家重要企业牵涉其中,引发市场对于区域性信用风险的高度关注。近年来经济下行背景下,不少企业尤其是民营企业持续通过银行信贷加高杠杆,同地域的民营企业之间往往通过互保措施作为增信手段,企业之间债务链条盘根错节,背后的债务巨大,但担保链上的某一环节出现问题时,整个担保链上的企业风险均会上升,严重时甚至加剧了整个区域或行业的风险,并向银行转移,银行风险敞口将显著上升。由于银行系统会直接或间接参与非银行金融机构的融资过程,因此银行系统所面临的风险将会由表外向表内不断扩大。同时,随着风险积聚,银行资产质量恶化,加大全球投资者对我国经济下行的预期,从而导致金融市场的大幅波动,并使存款刚性支付缺口问题凸显,进而有可能引发银行等金融机构的支付风险向金融风险转变。

#### 5.中国房地产市场存在结构性泡沫现象

去年以来,在“去库存”背景下房地产刺激政策、“稳增长”背景下货币政策较为宽松,加上“资产荒”背景下的货币“脱实向虚”以及房地产市场分化形成的虹吸效应,大量资金流向房地产领域尤其是一二线城市,引起房价暴涨。从房价收入比来看,中国房地产市场存在结构性泡沫现象,尤其是一线城市房价相对于收入水平严重偏高。2017年上半年,一、二线城市新建商品住宅价格同比涨幅连续回落,三线城市稳步攀升。全国37个主要城市房价收入比,有49%的城市房价不合理,一线城市房价收入比居高不下。37个城市中有18个城市超过3—6倍的合理区间,相对而言,三四线城市房价收入比主要出于合理区间。从整体情况来看,2017年房价收入比虽然比上年的情况有所改善,但结构性房价收入比水平偏高的趋势持续。与此同时,从国际城市的比较来看,中国一线城市房价收入比指标居全球之首,房价指标位列前茅;这说明,中国房地产市场存在结构性的资产泡沫现象。而结构性的资产泡沫对于不同区域布局的影响相对不同。

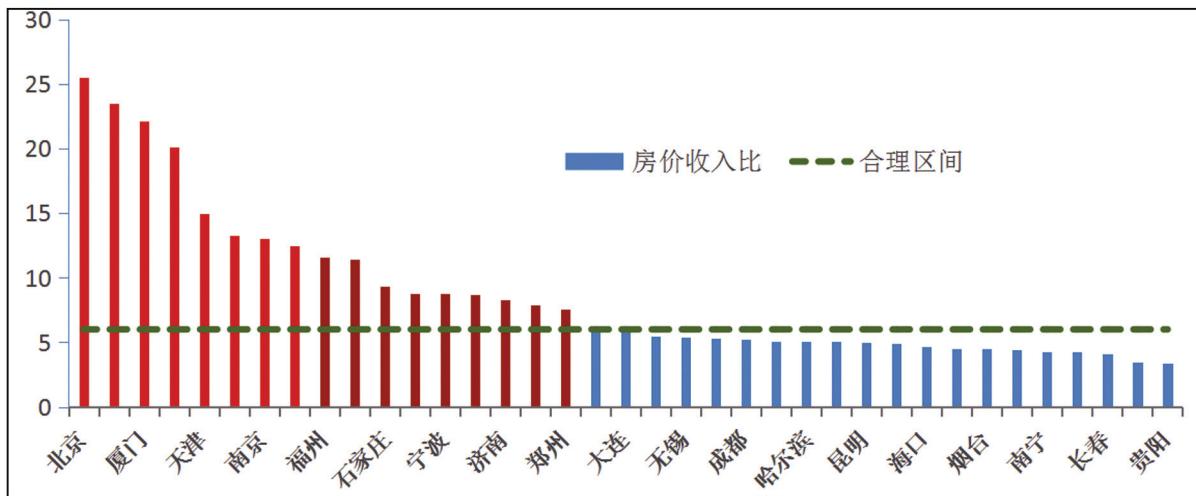


图 5 2017 年上半年全国 37 个大中城市房价收入比(房屋总价与居民家庭年收入的比值)<sup>①</sup>

## 二、宏观调控重心转向防风险，金融监管全面升级

2017 年以来，中央高规格会议多次强调“防风险”，4 月政治局会议提出“要高度重视防控金融风险”；7 月金融工作会议提出“把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”，政治局会议强调“确保不发生系统性风险的底线”，并提出成立金融稳定委员会；习近平总书记十九大报告再次强调“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。在中央的高度重视下，今年以来，针对当前经济中存在的影子银行过快发展、债务问题凸显、房地产泡沫仍存等情况，相关监管部门相继出台了一系列政策，监管进一步加强和完善，旨在防范和缓释金融风险。

### 1. 围绕不发生系统性风险底线，宏观审慎框架不断完善

近几年来，为了更加有效的防范系统性金融风险，发挥逆周期调节作用，我国开始建立并不断完善宏观审慎管理框架，从建立差别准备金动态调整机制和合意贷款管理机制到完善中央银行抵押品管理框架，再到支持金融创新的同时加强对金融风险的监测带动建立健全金融综合统计体系和信息共享机制等等。2017 年，围绕不发生金融系统性风险底线，宏观审慎框架进一步升级。一方面，进一步完善“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱调控框架，持续通过调整基础货币投放力度，

<sup>①</sup> 原始数据参见中商产业研究院日前发布的《2017 年全国 37 个大中城市房价收入比排行榜》。

提高政策利率抬升负债端成本,倒逼金融机构去杠杆;另一方面,相继将表外理财和同业负债纳入广义信贷考核,更好的穿透银行的实质信贷资产(包括影子银行模式下的各类资产业务),改变过去银行业依靠规模增长的无序扩张态势,同时也进一步抑制银行资产规模过快膨胀带来的潜在金融风险。

表 1 MPA 七大类考核

七大类	总分	16 个指标	分数权重	性质
资本和杠杆情况	100	资本充足率	80	定量
		杠杆率	20	定量
		总损失吸收率	—	—
资产负债情况	100	广义信贷增速	60	定量
		委托贷款增速	15	定量
		同业负债	25	定量
流动性	100	流动性覆盖率(LCR)	40	定量
		净稳定资金比例	40	定量
		遵守准备金制度情况	20	定量
定价行为	100	利率定价	100	定量
资产质量	100	不良贷款率	50	定量
		薄被覆盖率	50	定量
跨境融资风险	—	跨境融资风险	—	—
信贷政策执行	100	信贷政策评估结果	40	定性
		信贷执行情况	30	定性
		央行资金运用情况	30	定性

## 2. 监管政策密集出台,金融监管不断升级

2017 年,“一行三会”均进入“强监管”模式,监管处罚力度空前。监管的主要着力点均在于加强对通道业务的检查,加强对影子银行的监管,强化金融杠杆的去化,同时,对互联网金融等金融创新业务的监管也有所加强。

我国金融机构中,银行业金融机构资产规模最大,也是我国最为重要的金融子

行业,同时资金量大的银行业金融机构往往是通道业务、影子银行等资金的底层来源,因此在今年以来的金融监管趋严中,对银行业的监管是其中最为重要的重点。今年以来,银监会出台的一系列的监管政策,主要以同业、理财、表外三个领域为重点,这三个领域,一方面覆盖了影子银行、交叉金融、房地产泡沫、地方政府债务等比较突出的风险点,另一方面也涉及了资金空转,从这三个领域着手加强监管,有利于改善资金“脱实向虚”。从具体的文件来看,其中最为市场关注的是银监会3月底、4月初发布的一系列文件,既包括宏观的监管方向(如整治市场乱象、风险防控、弥补监管短板),又有具体的专项治理检查要点,几乎囊括了银行业目前存在的大多数风险点。在同业、理财、表外等三个领域之外,对银行股权投资等领域的监管也进一步趋严,5月份银监会出台了16号文规范商业银行抵押品管理,8月份出台《商业银行新设债转股实施机构管理办法(试行)》(征求意见稿),明确商业银行不得直接将债权转为股权。同时,针对近年来的互联网金融业务出现的快速发展,包括银监会在内的监管机构频频发力,以银监会来说,自2015年7月与人民银行等十部委下发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》以来,先后陆续下发了2016年8月的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》、2016年11月的《网络借贷信息中介备案登记管理指引》,2017年再次分别于2月和8月发布了《网络借贷资金存管业务指引》、《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》,搭建了网贷行业“1+3”制度框架。此外,9月份银监会还联合央行、证监会、保监会等机构联合发布了《关于防范代币发行融资风险的公告》,明确任何组织和个人不得非法从事代币发行融资活动。

表 2 2017 年以来银监会出台的强监管政策一览

发文日期	文件名称	文件要点
2月22日	中国银监会办公厅关于印发网络借贷资金存管业务指引的通知(银监办发【2017】21号)	实现客户资金与网络借贷信息中介机构自有资金分账管理,防范网络借贷资金挪用风险
3月28日	关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知(银监办发【2017】45号文)	开展“违反金融法律、违反监管细则、违反内部规章”行为专项治理工作。

续表

发文日期	文件名称	文件要点
3月28日	关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知(银监办发【2017】46号文)	整治“三套利”(“监管套利、空转套利、关联套利”)
4月6日	关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知(银监办发【2017】53号文)	整治“四不当”，其中，最重要的是“不当创新”和“不当交易”
4月7日	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》银监发【2017】4号文；	围绕“三去一降一补”，提升银行业服务实体经济水平
4月7日	银监会关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知(银监发【2017】5号文)	集中整治十大乱象，包括非法金融活动、股权与对外投资、内外勾结等
4月10日	银监会关于银行业风险防控工作的指导意见(银监发【2017】6号文)	对银行提出全面风控要求，对债券投资、同业、理财、地方债、房地产等问题均有涉及
4月10日	银监会关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知(银监发【2017】7号文)	提出了法规制度建设的蓝图，要求制定和修订26个管理办法/条例
5月8日	中国银监会关于印发商业银行押品管理指引的通知(银监发【2017】16号)	商业银行应接受真实存在的押品，且押品权属关系清晰，同时押品具有良好的变现能力；应建立押品管理信息系统力
8月7日	《商业银行新设债转股实施机构管理办法(试行)》(征求意见稿)	银行不得将债权直接转化为股权，不得对扭亏无望、有恶意逃废债行为的失信企业、债权债务关系复杂且不清晰的企业、不符合国家产业政策或助长过剩产能扩张以及增加库存的企业等“僵尸企业”实施债转股。

续表

发文日期	文件名称	文件要点
8月24日	中国银监会办公厅关于印发网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引的通知(银监办发[2017]113号)	网络借贷信息中介机构应当在其官方网站及提供网络借贷信息中介服务的网络渠道显著位置设置信息披露专栏,展示信息披露内容
9月6日	《关于防范代币发行融资风险的公告》	任何组织和个人不得非法从事代币发行融资活动

资料来源:银监会

2017年以来,证监会基本延续了证监会主席刘士余上任以来多次强调的“依法监管、从严监管、全面监管”思路,既出台了《证券期货投资者适当性管理办法》这样的资本市场重要的基础性制度,也出台了《关于避险策略基金的指导意见》等详细要求,从打击重组乱象、完善信息披露、强化中介机构的责任和义务等多个角度打击资本市场乱象,遏制杠杠交易、通道交易、内幕交易。“强监管”背景下,证监会将对内幕交易、杠杠交易、通道业务等方面检查和处罚力度进一步加强,不仅处罚数量增多,处罚的速度和力度也引起市场关注。尤为值得一提的是,5月19日,证监会在对“新沃基金专户业务风控缺失导致重大风险事件的处理情况”的通报中强调:“证券基金经营机构从事资管业务应坚持资管业务本源,谨慎勤勉履行管理人职责,不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”,对通道业务的态度明显收紧。

表3 2017年以来证监会出台的一系列政策

发文日期	文件名称	文件要点
1月24日	《关于避险策略基金的指导意见》(证监会公告【2017】3号)	将“保本基金”名称调整为“避险策略基金”;强化投资策略监管要求,限制风险资产扩大倍数,降低执行策略过程中的操作风险;适度控制基金规模
2月14日	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号》	对私募资产管理计划投资热点城市普通住宅地产项目、向房地产开发企业提供融资用于支付土地出让价款或补充流动资金等5种行为进行规范

续表

发文日期	文件名称	文件要点
2月17日	《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	上市公司申请再融资时,除金融类企业外,原则上最近一期末不得存在持有金额较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形
3月17日	公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引	加强对公司债券违约风险的防范应对,并督促引导受托管理人做好公司债券违约风险的应急处置工作
5月5日	《区域性股权市场监督管理试行办法》	明确界定中央和地方监管职责,完善监管协同机制,防止监管空白和监管套利,严厉打击各类违法违规行为。
5月27日	证监会关于上市公司股东、董监高减持股份的若干规定(证监会【2017】9号)	明确“大股东和董监高减持,90天内集中竞价减持不超1%;大宗交易减持不超2%;离职半年内不准减持,每年不超过25%;减持前后需公告”
6月9日	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	对各类业务规范运营提出八项通用原则,进一步强化全员合规,厘清董事会、高级管理人员、合规负责人等各方合规管理责任;对未能有效实施合规管理等违规行为进行依法追责。。
7月1日	《证券期货投资者适当性管理办法》正式实施	我国证券期货市场首部投资者保护专项规章,是资本市场重要的基础性制度。
9月22日	修订《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2014年修订)》(证监会公告[2014]53号)	限制、打击“忽悠式”、“跟风式”重组,明确“穿透”披露标准,提高交易透明度

资料来源:证监会

今年以来,中国保监会陆续出台了《中国保监会关于进一步加强保险监管 维护保险业稳定健康发展的通知》(保监发〔2017〕34号)、《中国保监会关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》(保监发〔2017〕35号)、《中国保监会关于强化保险监管 打击违法违规行为 整治市场乱象的通知》(保监发〔2017〕40号)、《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》(保监发〔2017〕42号)、《中国保监会关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》(保监发〔2017〕44号)等系列文件(简称“‘1+4’系列文件”),明确了强监管、治乱象、补短板、防风险、服务实体经济的目标。与此同时,针对互联网保险领域出现的信息披露不充分、产品开发不规范、信息安全有风险、反欺诈能力待提升等问题,保监会于4月份出台的《保险业进一步参与社会治安综合治理工作的指导意见》中,明确提出加强互联网保险监管、管控好行业风险,维护保险市场稳定运行和保险消费者合法权益。在出台文件同时,保监会对相关机构的检查频次和力度都得到了加强,上半年保监会系统共对306家保险机构和447人实施行政处罚,其中罚款6369万元,处罚机构家数、人数及罚款金额同比分别增长31%、18%和21%。

表 4 2017年以来保监会出台的政策一览

发文日期	文件名称	文件要点
1月4日	《保险公司合规管理办法》	进一步完善保险公司合规管理制度,提高保险合规监管工作的科学性和有效性
1月24日	保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知(保监发〔2017〕9号)	保险机构开展一般股票投资,上季末综合偿付能力充足率应当不低于100%;开展重大股票投资和上市公司收购的,上季末综合偿付能力充足率应当不低于150%;保险机构收购上市公司,应当使用自有资金
4月28日	《关于强化保险监管打击违法违规行为 整治市场乱象的通知》	整治虚假出资、公司治理乱象、资金运用乱象、产品不当创新、销售误导、理赔难、违规套取费用、数据造假等八方面乱象

续表

发文日期	文件名称	文件要点
5月7日	保监会关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知(保监发〔2017〕44号)	提出“严格保险资金运用监管”“夯实保险产品管理制度”,修订保险中介市场监管规定
5月9日	保监会关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知(保监资金〔2017〕128号)	重点排查合规风险、监管套利、利益输送、资产质量、资产负债错配等内容
5月27日	证监会关于上市公司股东、董监高减持股份的若干规定(证监会〔2017〕9号)	明确“大股东和董监高减持,90天内集中竞价减持不超1%;大宗交易减持不超2%;离职半年内不准减持,每年不超过25%;减持前后需公告”
6月5日	《关于开展偿付能力数据真实性自查工作的通知(保监财会〔2017〕143号)》	要求各保险公司开展偿付能力数据真实性自查工作,自查范围为2016年四个季度的偿付能力报告和2017年第一季度偿付能力报告中所确定的资产、准备金等方面的内容
6月23日	《中国保监会关于进一步加强保险公司开业验收工作的通知(保监发〔2017〕51号)》	加强保险公司筹建落实情况审查;加强股东资质核查;增加面谈考核,强化责任落实;完善验收标准,强化长效监管
6月30日	《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知(保监发〔2017〕52号)》	进一步加强保险公司关联交易监管,防范不正当利益输送风险,维护保险公司和保险消费者利益
7月20日	《中国保监会关于印发<信用保证保险业务监管暂行办法>的通知》	经营信保业务的保险公司,上一季度核心偿付能力充足率应当不低于75%,且综合偿付能力充足率不低于150%;保险公司承保的信保业务自留责任余额不得超过上一季度末净资产的10倍。

资料来源:保监会

除了各监管机构纷纷加强监管之外，监管协调也得到了一定改善。由于金融降杠杆工作涉及多类市场主体，在分业监管模式下，监管标准不一致也为跨市场提供监管套利空间。今年国务院层面设立金融稳定发展委员会，办公室设于央行，作为金融监管协调部际联席会议升级版，监管协调有效性有望深化和加强。

### 3. 因城施策，房地产调控政策结构性收紧

2017年以来，在去年“9.30”新政的基础上，房价上涨较快的一些城市或者区域进一步陆续出台房地产调控政策。相比去年第四季度各地房地产调控政策，今年以来各地房地产调控政策进一步突出了“因城施策”、因区域施策的特点。3—4月，包括北京、广州等一线城市和石家庄、福州、厦门等二线城市以及东莞、廊坊等热点三四线城市纷纷出台了房地产调控政策，与去年10—11月份相比，此次出台房地产调控政策范围进一步扩大，力度进一步趋严，调控措施更为全面，调控区域和对象更为精准，“限购、限价、限贷、限卖”组合出击，一二三四线城市齐齐限购，3—4月间至少40个城市出台或升级了调控政策，至少15个城市由“限购”升级为“限卖”，各地房贷首付比例不同程度提高。虽然房地产严厉调控之下，全国房地产销售量和销售额增速持续下滑，但一些三四线城市价格依旧呈攀升态势。对此，8月份以来，超过15个房价上涨较快的三四线城市陆续出台了新的调控政策，南昌、重庆、贵阳、长沙四地在前期调控的基础上再次对房地产调控政策进行了加码。

**房地产融资监管趋严，房企融资和个人住房贷款条件均收紧。**继2016年11月银监会、证监会、保监会等部门出台措施要求严格执行限贷政策，收紧企业发债，规范银行理财、保险资金介入房地产之后，今年3月底4月份银监会出台的一系列监管文件进一步强化对房地产融资的监管，房地产企业融资政策持续收紧。与此同时，在房地产政策收紧的大背景下，同时银行在市场利率抬升的背景下面临负债成本抬升的压力，今年以来，银行纷纷提高了居民房地产贷款利率，调整后首套房贷利率较基准利率上浮5%至10%。对此，人民银行营业管理部9月中旬明确表示，房贷利率调整是银行在严格实施房地产市场调控、市场利率整体上扬的背景下，根据市场需求所采取的自主行为，符合政策要求和导向，对此表示“积极支持”。央行的这一表态，释放除明确的个人住房贷款趋紧信号。

表 5 2017 年以来,政策持续出台收紧房地产融资

时间	房地产融资收紧的措施
3月	银监会 45 号文:检查信贷资金是否在房地产开发贷和按揭贷款中虚假、违规操作
3月	银监会 46 号文:检查信贷资金是否借道建筑业或其他行业投向房地产;是否通过同业业务和理财业务或拆分为小额贷款等方式,向房地产提供融资
3月	银监会 53 号文:检查信托公司是否为中介机构发放个人购房首付款提供便利
3月	银监会 4 号文:严禁资金违规流入房地产市场,严厉打击“首付贷”等行为
3月	银监会 6 号文:严厉打击“首付贷”等行为,强化房地产风险管控
3月	银监会 7 号文:密切关注房地产市场变化和风险传导
4月	央行营业管理部:支持银行自主定价,调整个人住房贷款利率

后续来看,房地产调控从严态势从严趋势将延续,房地产长效机制的逐步建立将有助于缓解当前我国房地产市场尤其是一线城市房地产市场存在的供需矛盾,从而逐步缓释房地产泡沫带来的风险。习近平总书记“十九大”报告再次强调住房居住定位,提出并着手从多主体供给、多渠道保障、租购并举等方面建设长效机制。

#### 4. 多举措规范地方政府融资和债务管理

虽然当前我国政府债务风险总体可控,但近年来一些地方仍然存在不同程度的违法违规举债担保问题,如地方政府通过担保函、承诺函、安慰函等形式为融资平台提供担保,通过 PPP 和产业引导基金的方式变相举债等,个别地区的偿债能力有所减弱。为了防范地方政府的债务风险,7 月举行的全国金融工作会议首提地方债务终身问责制,强化地方政府责任;习近平总书记在 7 月 24 日举行的中央政治局会议上也强调了“积极稳妥化解累积的地方政府债务风险”。在具体措施上,财政部坚持“开前门”和“堵后门”并举。在“堵后门”方面,财政部或由财政部牵头

头其他相关部委,今年以来相继出台了 50 号文、87 号文,规范地方政府的融资行为,加强地方政府债务管理,厘清地方政府和地方融资平台公司债务的关系,并规范地方融资平台公司的融资行为;在“开前门”方面,通过 62 号文、97 号文、89 号文相继推出土地储备专项债、收费公路专项债券和项目收益专项债券,以满足地方政府的融资需求,拓展地方政府融资的规范化渠道。

表 6 财政部规范地方政府融资系列政策一览

发文日期	文件名称	文件要点
开前门		
6月1日	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预〔2017〕62号)	明确“逐步建立专项债券与项目资产、收益对应的制度,有效防范专项债务风险”,2017年从土地储备领域开展试点
6月26日	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预〔2017〕97号)	推出收费公路专项债券,纳入地方政府专项债务限额管理
6月2日	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)	鼓励地方试点发展项目收益专项债券,优先选择土地储备、政府收费公路两个领域试点发行
堵后门		
5月3日	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)	强调地方政府要严格规范其举债行为,严格规范 PPP、各类型产业基金,要求在 2017 年 7 月 31 日之前清理不规范的融资担保行为
6月2日	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预〔2017〕87号)	限制以政府购买服务之名、行违规举债之实

### 三、监管强化的影响:金融系统性风险有所缓释,但同时带来利率中枢上移等多重问题

从政策效果来看,今年以来监管的持续加压,监管制度的不断完善,对于推动

金融杠杆的去化，缓释金融系统性风险起到了较为一定的效果。同时，在强监管态势下，前几年商业银行借助同业业务无序扩张资产负债表的情况也得到了一定程度遏制。但是，今年以来尤其是今年4—5月份，监管政策密集出台，对市场资金面和情绪都造成了扰动，导致了市场流动性紧张、金融产品流动性下降。同时，监管趋严，实体经济也受到了一定影响，一方面，监管趋严信贷资源收缩，社会融资将承受一定压力；另一方面，市场利率抬升，实体经济融资成本提高，投资资金来源低速增长，投资将面临下行压力。此外，融资成本上升将对冲杠杆率边际改善，企业仍面临较大的再融资压力，债务风险依然存在。

## 1. M2与社融走势背离，金融杠杆有所去化

2016年10月以来社会融资规模与M2走势自2016年10月份开始出现分化，2017年以来这种分化态势进一步加剧，M2增速走低但社会融资规模总体保持了较快增长。2017年8月份，社会融资规模存量同比增长13.10%，增速高于M2增速4.2个百分点，差距达到最大，比2016年10月扩大3个百分点。9月份随着M2增速的回升和社会融资规模存量的小幅回落，差距略有缩小，但依然达到3.8个百分点，比上年同期扩大2.8个百分点。M2与社融走势的这种背离，虽然一方面是由于金融创新背景下，居民和企业存储货币的途径不断增加，如表外理财、货币基金、互联网金融等，导致存款从M2“漏出”，但也在一定程度上反映了金融杠杆的去化。监管趋严下，银行逐步回收通过资管计划等投向非银机构的资金，资金在金融体系的内部往来减少，导致M2增速下降，但由于投向实体经济的融资并未出现大幅回落，实体部门融资状况依然良好，因此社融规模增长相对平稳。M2的来源结构的变化较为明显地反映了这一特征。2017年9月末，银行对其他金融部门债权同比增长10.5%，增速同比回落41.6个百分点，对M2的拉动率仅为1.1个百分点，较上年同期回落了5.8个百分点。与其他来源结构相比，对其他金融部门债权的回落是M2回落的主要因素（参见表7）。

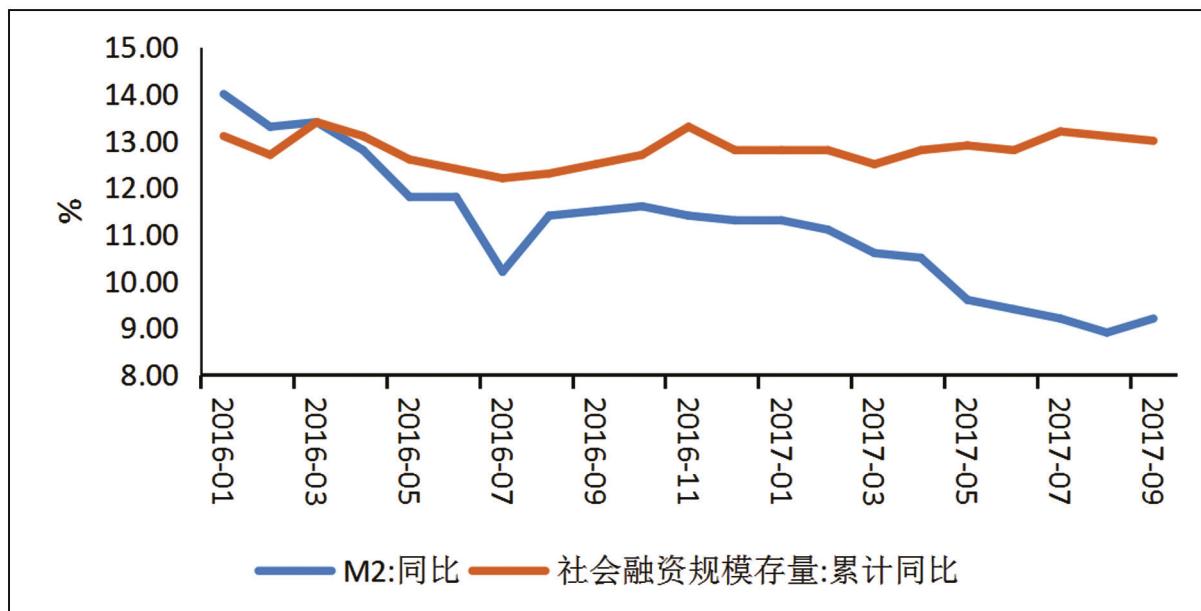


图 6 M2 与社会融资规模走势分化

表 7 各来源结构对 M2 的贡献率及拉动率<sup>①</sup>

	贡献率		拉动率	
	2016 年 1—9 月(%)	2017 年 1—9 月(%)	2016 年 1—9 月(%)	2017 年 1—9 月(%)
国外净资产	-9.86	-8.68	-1.13	-0.80
对政府债权	39.14	26.37	4.50	2.43
对其他金融部门债权	60.09	12.50	6.91	1.15
对非金融部门债权	71.35	94.55	8.20	8.70
不纳入广义货币的存款	-2.31	-1.70	-0.27	-0.16
债券	-25.77	-21.18	-2.96	-1.95
实收资本	-1.89	-2.27	-0.22	-0.21
其他	-30.07	-0.43	-3.46	-0.04

<sup>①</sup> 贡献率=各来源结构的变动/M2 的变动×100%；拉动率=各来源结构贡献率×M2 同比增速.

## 2. 银行业资产负债表扩张放缓，国有行与农商行资产质量分化

**主动负债能力受制约，银行资产负债表扩张放缓。**近年来，商业银行通过发行理财产品和同业存单进行主动负债，再通过与信托、券商、基金、保险等机构合作开展通道业务和委外业务进行资产扩张，商业银行整体资产负债规模保持了较快扩张的扩张速度，2015、2016年银行业金融机构资产、负债同比增速均保持在15%以上<sup>①</sup>。随着金融去杠杆的持续推进，宏观审慎框架的不断完善，银行这种无序规模扩张的态势有所改变，自2016年10月起银行总资产、总负债规模月同比增速由升转降，2017年以来资产、负债规模延续下行态势，截至8月底总资产、总负债规模同比增速已经回落至11%以下。前两年银行资产负债表快速扩张，与银行通过同业存单、理财等方式大规模主动负债密切相关。但在监管趋严下，这两类主动负债工具均有所回落，或是导致银行资产负债表放缓的主要原因。截至2017年6月底，银行业金融机构理财产品存续余额28.38万亿元，较年初减少0.67万亿元；从同业存单来看，受监管趋严发行价格走高影响，同业存单净融资额波动走低，在银监会连发七文的影响下，5月份同业存单净融资额大幅回落至-3333亿元的历史低点，6—7月份随着金融去杠杆有所缓和有所回升，但8月份以来净融资额持续回落。

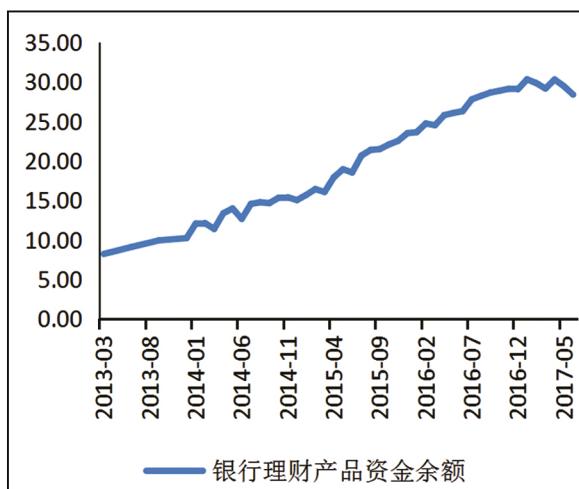


图7 银行理财产品余额回落

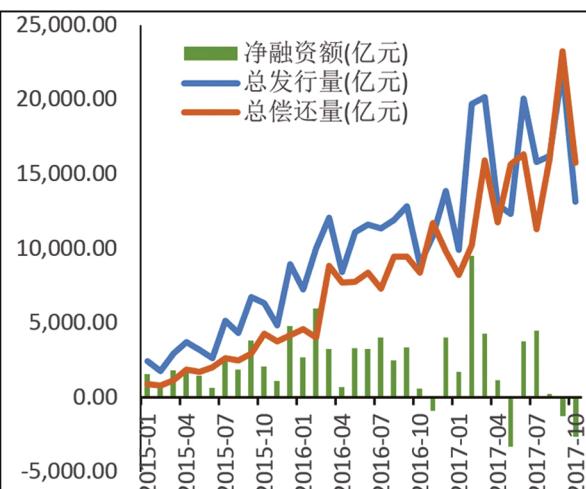


图8 同业存单净融资额波动走低

<sup>①</sup> 2015年银行业金融机构总资产、总负债分别同比增长15.67%、15.07%；2016年银行业金融机构总资产、总负债同比增速进一步加快，分别同比增长16.51%、16.66%。

银行资产负债结构有所调整。前几年,伴随着行业的高速增长,银行逐渐寻求新的盈利模式,一方面通过非信贷资产特别是投资资产实现扩张,另一方面加大杠杆运作增加生息资产来对冲息差收窄对盈利的影响,银行资产负债结构逐渐发生变化,其中一个重要的表现是贷款总额占比出现收缩,同业债权、证券投资占比扩大。但2017年以来,监管机构通过加强监管推动金融杠杆去化、改善资金脱实向虚,银行信贷资产占比扩张,同业债权、债券投资占比缩减。以具有可比数据的51家发债银行数据为样本,截至2017年上半年末,发放贷款和垫款占总资产比例为49.4%,较去年同期提升1个百分点,较2016年底提升1.46个百分点;同业债权占比为2.14%,较去年同期回落0.77个百分点,较去年底回落0.8个百分点;债券投资占比为20.72%,虽然较去年底小幅上升0.09个百分点,但比去年同期回落0.46个百分点。与资产端类似,从负债端来看,存款占银行总负债比例有所攀升,同业负债占比收缩,截至2017年上半年末,51家发债银行存款占比为71.97%,较2016年底上升0.91个百分点;同业负债占比为10.32%,较2016年底回落1.91个百分点。

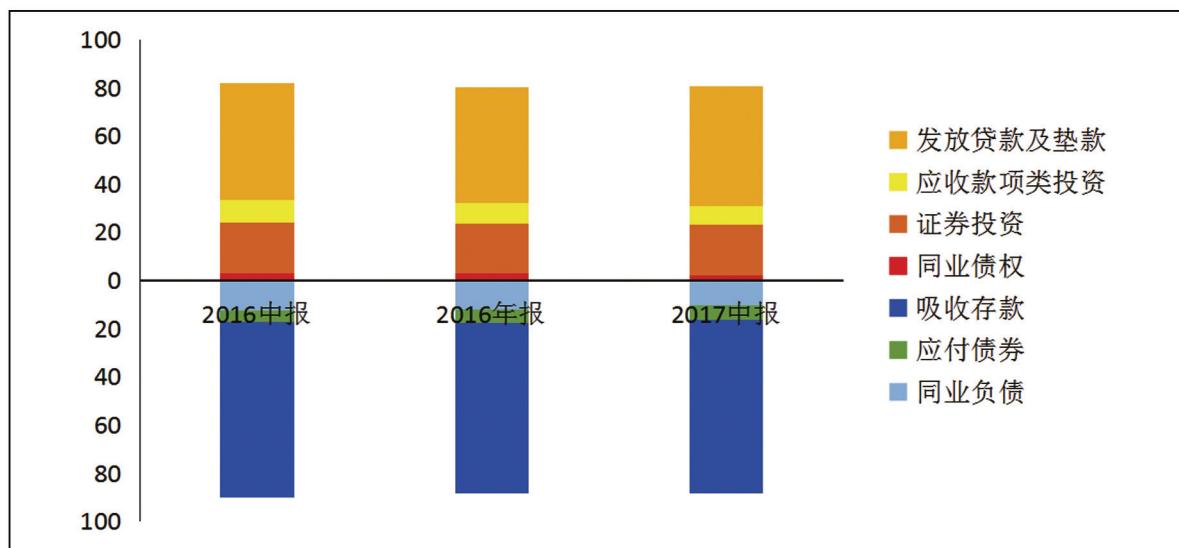


图9 发债银行资产负债结构(%)

**国有行资产质量有所改善,但农商行资产质量持续恶化。**2017年三季度末,商业银行不良贷款余额1.67万亿元,较上半年小幅增加346亿元,同比增长11.81%,同比回落11.42个百分点;商业银行不良率为1.74%,自2016年四季度以来连续四个季度保持在1.74%,较去年同期小幅回落0.2个百分点,商业银行总体不

不良率缓中趋稳。从资产质量先行指标关注贷款的角度来看,2017年三季度关注贷款占比为3.56%,同比回落0.54个百分点,延续了2016年四季度以来的持续回落态势。从拨备覆盖率来看,2017年9月末拨备覆盖率达到180.39%,高于2016年底的176.4%和去年同期的175.52%。但是,不同类型的银行业金融机构资产质量表现分化,国有行和外资行不良率持续回落,城商行小幅上行,尤为值得关注的是,农商行不良率持续攀升,截至2017三季度末,城商行不良率达到2.95%的2009年四季度以来的最高位,较去年同期回升0.21个百分点,较今年上半年回升0.14个百分点。考虑到城商行、农商行经营风格相对较为激进风控能力较弱,相对于国有行风险敞口较大,未来仍需高度关注经济底部运行背景下城商行、农商行尤其是农商行资产质量恶化的风险。

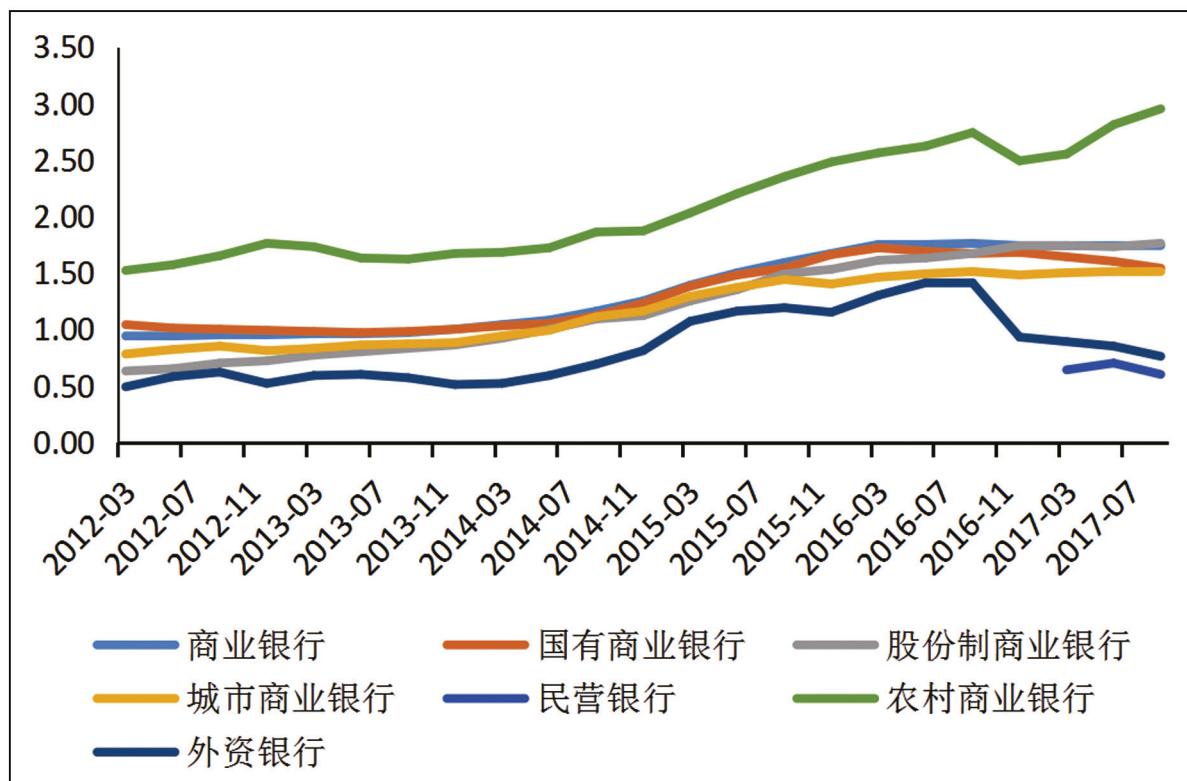


图 10 不同类型银行不良率(%)

### 3. 市场流动性压力不断显现,金融市场量价齐跌

在去杠杆和防风险的背景下,货币环境有所收紧,MPA 考核升级叠加金融监

管不断强化,实体经济融资规模下滑,利率中枢快速上移,市场流动性压力有所体现。从广义货币供应量 M2 来看,今年以来,M2 增速波动下行,5 月份三十年来首次跌破 10%,且此后连续 4 个月呈回落态势,9 月份虽有所回升,但依旧低于 10%。从信贷结构来看,在经济底部运行货币供应趋紧情况下,企业贷款难度有所加大,企业贷款累计占信贷比例呈波动下行态势,居民贷款累计占比有所上升。另一方面,随着货币信用环境的收紧,利率中枢不断上移,无论是政策利率还是反映实体经济融资的票据贴现利率和债券发行利率均有不同程度的上行。由央行招标、一级交易商参与的逆回购以及常备借贷便利(SLF)的利率均有所上浮,货币市场资金利率亦有所上行,以一年期 SHIBOR 为例,其由年初的 2.2% 左右波动攀升至 6 月中下旬 4.44% 左右,上行超过 220 个 bp,上行幅度高达 100%,此后连续三个月保持在 4.4% 左右高位震荡,11 月中旬突破 4.5%,超过 2015 年 4 月央行降准降息前的水平。此外,由于流动性紧张,利率水平出现倒挂,5 月中下旬国债收益率一度呈现 M 型走势,此后国债收益率曲线虽然有所修复,但是国债、政策性银行债收益率期限倒挂现象依然吃醋存在。总体上来看,在货币政策稳健中性,监管趋严持续的背景下,流动性的压力不断凸显尤其是利率水平的攀升,也对实体经济融资形成了一定影响。



图 11 现券成交额走势

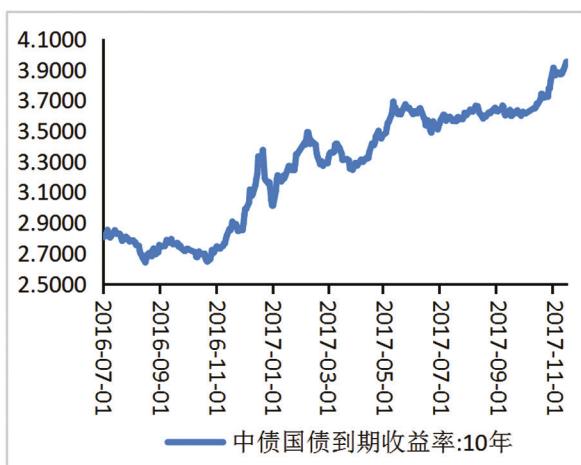


图 12 10 年期国债到期收益率走势

强监管背景下市场紧张情绪加重,金融市场一度量价齐跌。4—5 月份,银证保等监管机构持续出台监管措施,市场流动性收紧,市场情绪受到较大影响,股票及债权市场成交量大幅回落,金融市场活跃度下降。6 月份以来,监管协调有所加

强,兼之市场对强监管已有充分预期,现券成交额呈现回升态势,但总体来看,今年以来债券市场活跃度低于去年同期,1—10月份现券成交额为82.4万亿元,较去年同期回落18.6万亿元。债券到期收益率波动走高,十年期国债到期收益率5月初从年初的3.1%攀升至3.69%,此后随着监管表态“维稳”,金融去杠杆有所缓和有所回落,但7—9月份继续呈高位震荡态势,10月下旬以来持续上行,逼近4%关口。

#### 4.实体经济融资受限,投资面临下行压力

**监管之下商业银行调整缩表,社会融资承压。**今年以来,在持续的金融监管压力之下,表外融资业务增速已经有所放缓,与此同时,银行表内资产也出现收缩态势,今年以来,银行资产、负债同比增速已经有所放缓。后续来看,在MPA考核持续,表外理财和同业存单相继纳入MPA考核的情况下,银行业金融机构依然面临一定的资产负债调整压力,从而导致表内信贷的收缩。据中诚信测算,在中性情境下,MPA考核将导致7.04万亿元信贷资源的减少<sup>①</sup>。持续的监管趋严政策将对社会融资形成一定压力。

**货币收紧叠加监管趋严对实体经济融资形成影响。**一方面,为了达标MPA考核标准以及其他监管要求,商业银行压缩广义信贷以及规范同业业务的行为,会影响实体经济可借贷资金,抬升资金成本的同时也影响企业借新还旧。另一方面,针对地方融资平台和地方政府债务的政策规定,尤其是规范PPP融资,长期来看有利于理清融资平台和地方政府的关系,进一步规范地方政府举债;但是短期内会使得目前仍承担基建任务的融资平台融资渠道有所收紧,进而会对基础设施资金来源形成约束。与此同时,随着房地产销售萎缩、发债受限和严查理财、资管资金违规入市,房企的资金来源正在全面收紧,房地产投资将下滑,房地产行业下行对经济增长的影响将不断显现。目前的数据也说明了投资面临的下行压力,今年前5个月,金融强监管背景下固定资产投资资金来源出现负增长,这是1997年首次出现的现象,此后随着金融去杠杆趋向温和有所回升,但仍处于近年来低水平,1—9月份固定资产投资资金来源累计同比增长3.3%,较去年同期回落2.6个百分点,融资压力持续存在。从房地产投资资金来源来看,6月份以来房地产投资资金来源持续回落,1—9月同比增长8%,同比回落7.5个百分点,投资资金来源回落将对房地产投资形成压力。

---

<sup>①</sup> 袁海霞,《货币趋紧与宏观审慎监管加强背景下的广义信贷测算》,2017.4

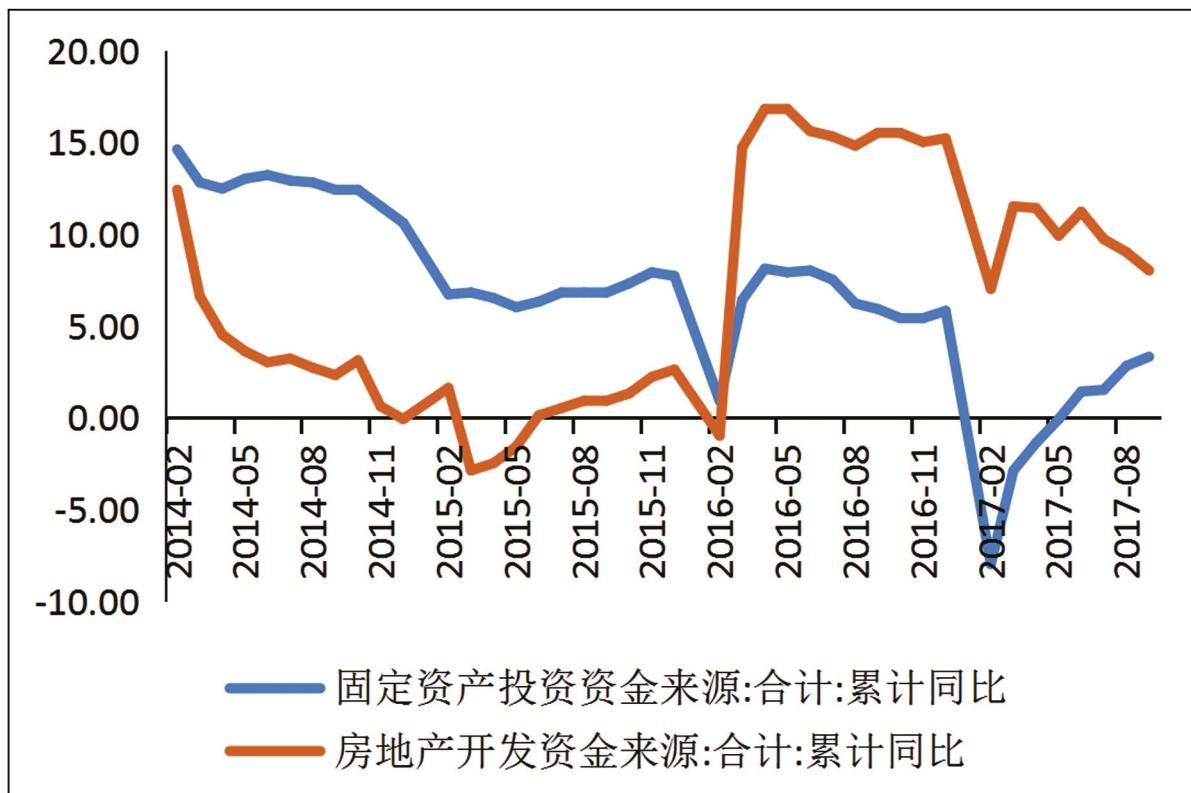


图 13 固定资产投资资金来源和房地产开发资金来源累计同比走势

## 5. 利率上行对冲杠杆率边际改善，债务规模刚性压力依然存在

从去杠杆的效果来看，中国总体债务水平持续处于高位。随着“去杠杆”推进，杠杆率呈现出边际改善的趋势，一方面，以债务/GDP衡量的杠杆率涨幅下降，另一方面，债务结构发生变化，虽然居民部门的杠杆率有所提升，但政府部门和非金融企业部门比上年底小幅下降。从资产负债水平来看，国有和私营规模以上工业企业和制造业企业的资产负债水平持续下降。

但是，目前来看，在金融去杠杆和货币政策边际收紧背景下，今年以来市场利率出现较大幅度的上行，金融机构资金成本有所提高，进而导致实体经济融资成本上升，1月份以来企业财务费用和利息支出同比增速由负转正且持续攀升。

从理论上分析，在融资成本上升的情况下，对于基本面相对较好，本身能够负担债务还本付息的企业而言，融资成本上升会削弱其融资需求，减少投资，这反过来又会降低收入，偿债能力弱化，逐步由自行偿还债务向借新还旧转变；而对于本

身债务负担就较重的企业,融资成本上升进一步加重其债务负担,此时反而会有更高的融资需求以维持债务的正常循环;与此同时,由于金融机构的可贷资金减少,信贷资源的稀缺使得金融机构在放贷时更为谨慎,对风险溢价要求更高。如此循环,要么高债务负担的企业因不能及时融资,资金链断裂,发生违约及破产,金融机构风险偏好降低,融资条件进一步收紧,更多企业融资受阻,发生经营困难、债务违约甚至破产清算;要么企业通过提高利率获得融资,继续维持债务循环,但由于成本上升,其越来越难以通过自身收入现金流完成债务的本息偿付,从一开始的借新还旧到借新还息,随着债务雪球的越滚越大,最终借贷双方都意识到债务的不可持续,从而仍免不了发生债务违约及破产。这种恶性循环不断持续,导致更多健康企业也无法维持经营,整个金融体系融资功能的失效与实体经济的停滞不前,最终形成债务乃至经济危机。

从实际情况来看,当前我国企业已经进入持续还本付息的高峰期,在不考虑新发债的情况下,未来1年内需要还本付息的债券达到16.9万亿元,未来5年内需要还本付息的债券达到50.7万亿元,因此,为了维持债务循环,再融资压力倒逼债务水平自动攀升,债务规模的刚性压力还会加大,债务—投资驱动模式仍将推动债务继续扩张,债务风险仍然值得高度关注。

#### 四、金融强监管延续,但需处理好强监管与风险释放的动态平衡

##### 1.“十九大”之后金融防风险、强监管态势仍将延续

自2016年下半年宏观调控重心转向防风险以来,尤其是2017年以来,针对金融领域风险的监管政策持续出台,金融杠杆得到了一定去化,商业银行、影子银行无序扩张态势得到了一定程度的遏制,资金“脱实向虚”有所改善,无论是总体杠杆水平还是政府部门杠杆水平、非金融企业部门杠杆水平都呈现边际改善的态势。但是,债务规模刚性压力依然存在,企业利润增速的放缓将对杠杆水平的改善形成制约,地方政府债务结构性和区域性风险仍存,金融创新的持续发展同样需要与时俱进的监管制度。此外,虽然在持续调控之下,房价快速上涨势头得到了一定遏制,但房地产价格尤其是一线城市房地产价格高位运行,前几年泡沫不断积聚的风险并得到有效而充分缓释。十九大报告再次强调了“守住不发生系统性金融风险的底线”,在未来一段时间内,针对当前宏观经济运行中的一系列风险,宏观调控的

仍会将“防风险”作为重要内容,进一步健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,进一步健全金融监管体系,以避免系统性风险的爆发危及经济转型及发展。

## 2. 处理好五方面的关系,注重金融强监管与风险释放的动态平衡

加强金融监管,有利于遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张,降低金融系统的中长期风险,改善货币政策传导机制。但与此同时,监管加强也在一定程度上加大了金融市场波动,助推利率中枢上移,实体经济融资成本提高。在推动金融去杠杆、防风险的同时,仍需要根据风险释放的实际情况,适时适度调整金融监管,处理好强化监管与金融系统风险释放的动态平衡。

### (1) 处理好金融严监管节奏、力度与市场风险演变的关系

风险的累积是一个缓慢而渐进的过程,金融去杠杆与严监管的额力度和节奏同样需要谨慎把握,在当前金融杠杆水平已经处于高位、经济仍然存在下行压力的背景下推动金融去杠杆,尤其需要与经济增长的情况、金融风险的变化等向适应。同时,金融监管政策对金融和实体的影响有滞后性和累积性,未来形势如果因为前期监管压力累计过多而恶化,监管政策将陷入进退两难之境:监管力度若不降,形势可能进一步趋紧;力度若降低,则可能伤及监管声誉。因此,在制定金融监管政策时,需要有前瞻性,并在力度上留有余地。

### (2) 处理好监管协调与监管机构各施其职的关系

金融机构事实上的混业经营与以“一行三会”分业监管体系的矛盾是近年来我国金融业监管的突出问题之一。7月份举行的金融工作会议提出成立“金融稳定委员会”,业界普遍预期由于各金融监管机构之间协调不够的风险有所减弱。但是,“金融委员会”成立后,应着眼于监管机构之间的协调与职责范围的明确而非具体监管行为的实施,避免由于“金融委员会”的成立,反而导致现有监管机构被“架空”的情况出现。

### (3) 处理好监管与预期管理的关系

随着金融改革不断深化和金融开放日渐推进,我国金融机构业务呈现复杂化、对实体经济的影响越来越大的趋势。监管层的每一项政策,都有可能对金融市场甚至整个宏观经济产生影响。因此,政令之出,除需要慎重之外,监管层亦需加强预期管理。市场若能对政策的出台有所预期,一方面可以提前自发适应,减少政策出台之时带来的波动;另一方面也减少了市场参与者的政策风险。但值得一提的是,预期管理的主要着力点应是防止参与者的错误预期引发市场风险,而不是逆市

场潮流而动,试图依靠行政力量强制改变参与者对于市场走势的正确判断。2015年7月,A股市场下跌,政府系列“救市”举措效果有限即是重要的反证。

#### (4)处理好监管加强与金融创新的关系

做好金融监管,应区分不同形式的金融创新,并采取差异化的监管方式,避免由于“一刀切”而遏制了金融的创新功能。具体来看,一是要区分审慎监管与非审慎监管,对本应是非审慎监管的业务和机构从事审慎的银行业务予以取缔;二是对于规避监管、监管套利的金融产品,监管应主动打击;三是对资管产品等具有创新价值,且功能属性与现有金融业务和产品相同的金融创新,应通过改善监管措施予以完善的监管;此外,对当前暂时难以准确定位的金融创新,也不应武断禁止或放任自流,而应加强研究,密切关注,做好预判、预案。

#### (5)处理好金融风险“堵”与“疏”之间的关系

金融去杠杆既要堵住资金的高风险流向,更重要的是树立监管的中长期目标,持续推动供给侧改革,将金融体系的流动性疏导进实体经济。具体来看,一方面须将鼓励企业扩充股本上升为国策,将企业融资方式由直接融资为主转变为股本融资为主,从根本上解决企业杠杆率过高的问题;另一方面,转变当前房地产调控以限制需求为主的思路,加大高房价、供给相对短缺地区的土地供给。在操作上,可以通过将部分工业、商业项目用地转化为住宅用地,将一部分非住宅建筑物转化为住宅等方式,在保障耕地红线的基础上,通过对存量土地的再规划、再利用,实现增加土地供给的目的。此外,推动农地、农房、国有资产入市,提升居民财富水平,促进消费持续平稳增长。



## 分报告七

# 以改革促增长的“红利”仍然十分丰厚： 中国制造业资源配置效率的结构估计

尹 恒

**摘要：**本文提出一个同时估计替代弹性(溢价)、要素产出弹性、企业异质性(包括生产率)和资源配置效率的结构估计框架,把资源配置文献沿着从 Restuccia 和 Rogerson(2008)到 Hsieh 和 Klenow(2009)的“微观化”发展方向推进。运用 1998—2013 年制造业数据的估计显示,中国资源配置效率改善空间平均达到 208%,未来 10 年里即使只释放出其中一半也能保证每年 4.2% 的经济增长率,改革的“红利”仍然十分丰厚;样本期内资源配置效率的变化呈现明显的倒 V 型阶段特征,2005—2007 是资源配置效率的相对高点,1999—2007 期间效率改善贡献的年均增长率为 2 个百分点,而 2008—2013 期间则拖累了年均增长率 1.5 个百分点;行业内企业间资源误置问题远比跨地区、行业间的资源误置严重;资源配置效率的行业差异较大,轻工业配置效率的改善快于重工业部门。改善资源配置效率的途径是通过改革减轻、消除市场扭曲。深化改革任重道远。

**关键词：**资源配置效率 企业异质性 全要素生产率 结构估计

## 一、引言

全要素生产率的提升一直是推动中国经济增长的重要因素之一。<sup>①</sup>自中国经济进入新常态以来,促进全要素生产率增长更是被视为培育经济发展新动能的主要着力点。李克强总理在 2015 年政府工作报告中首次提到“要增加研发投入,提高全要素生产率”。他在 2017 年政府工作报告中再一次指出要“…培育壮大新动能、改造提升传统动能,提高全要素生产率,推动经济保持中高速增长”。习近平总书记在中共 19 大报告中更是明确提出必须“…推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率,…”。中国政府对全要素生产率的增长寄予厚望。

宏观全要素生产率受两方面因素的影响:微观层面的投入产出效率,即企业全要素生产率;生产要素在异质性企业间的配置,即资源配置效率。因此,提升全要素生产率的思路也沿着这两方面展开。企业生产率长期以来一直是热门话题,学术界对其影响因素作了广泛且深入的研究,Syverson(2011)是近来在这方面比较全面的综述。<sup>②</sup>本文聚焦于提高宏观全要素生产率的另一渠道:改善资源配置效率。本文尝试回答:中国经济通过改善资源配置效率提高宏观全要素生产率、推动经济增长的空间有多大?

如果所有企业都是同质的,就不存在资源配置问题。因此在设定代表性企业的传统宏观模型中不可能讨论资源配置效率。当前的资源配置效率文献始于 Restuccia 和 Rogerson(2008,以下简称 RR)将企业异质性引入标准的经济增长框架。他们使用宏观分析中流行的校准(Calibration)方法,以美国经济为基准得到税收和补贴的扭曲可以导致宏观全要素生产率(亦即总产出)损失 30—50%。<sup>③</sup>校准方法直接设定模型的参数特别是企业异质性(生产率)的分布,对现实经济中资源配置信息的利用是比较粗略的。Hsieh 和 Klenow(2009,以下简称 HK)尝试更多地利用现实经济的资源配置信息,提出一个微观层面上更接近现实经济的可操作框

---

<sup>①</sup> Perkins 和 Rawski (2008) 估计,全要素生产率增长对改革开放以来中国经济增长的贡献超过 40%。

<sup>②</sup> 他们总结影响企业层面生产率增长的内部因素主要包括:企业管理水平、企业内部治理结构与资源配置、企业人力和资本的质量、企业的研发投入及相应的过程创新与产品创新、企业经验的积累(干中学)等;还包括企业生产率外溢、竞争和管制、要素市场等外部环境因素。

<sup>③</sup> 采用这一思路的文献还包括 Buera 和 Shin (2011)、Bhattacharya et. al (2013)、Gabler 和 Poschke (2013)、Midrigan 和 Xu (2014) 等。

架,在量化资源配置效率方面做出了开创性的工作。他们根据企业微观数据中收入生产率的差异构建资源配置效率测度,发现中国和印度的资源配置如果达到“美国效率”,宏观全要素生产率可以各自提高 30—50% 和 40—60%,中国 1998—2005 年资源配置效率改善空间(即理想值超出现实值的百分比)在 87%(2005 年)至 115%(1998 年)之间。<sup>①</sup>

HK 引发了新一轮估计中国资源配置效率的兴趣。<sup>②</sup>例如,Brandt et. al(2013)在 HK 的框架内纳入国有与非国有部门,估计在 1985—2007 年间中国非农产业的资源配置改善空间为 25%(本文将其结果转化为可比的口径,下同)。龚关和胡关亮(2013)放宽规模报酬不变的假设后重新计算了 HK 的估计,资源配置效率改善空间处于 30%(2007 年)至 57%(1998 年)之间。陈晓光(2013)测量了增值税扭曲(增值税实际税率的差异)导致的资源误配效率损失,得到消除增值税扭曲可以提高宏观生产率 8.6%。陈诗一和陈登科(2017)能源作为投入要素纳入 Brandt et. al(2013)框架,1998—2013 年间资源配置改善空间平均为 74.5%。

HK 型估计的准确性有赖于以下几个重要设定。<sup>③</sup>首先,替代弹性直接给定。在基准模型中 HK 给定替代弹性为 3(从而溢价为 1.5,即价格超出边际成本 50%),配置效率改善空间在 2005 年为的 87%。正如 HK 在文中指出其估计结果对替代弹性高度敏感。当替代弹性稍微增加到 5(溢价为 1.2)时,<sup>④</sup>同年配置效率改善空间上升到实际产出的 184%。<sup>⑤</sup>其次,规模收益不变。<sup>⑥</sup>他们用劳动收入所占的产出份额替代劳动产出弹性,资本的产出弹性为 1 减去劳动产出份额。由于估计结果对要素份额十分敏感,而他们使用的微观数据(中国工业企业数据库)中劳动收入份额的中位数只有 30%,他们将其等比例调整到 50%(相当于投入产出表中的劳动收入份额)。第三,将资本和劳动贡献之外的所有剩余都归入企业生产率。剩余中包含了测量误差等随机扰动,导致生产率估计产生偏误。这使得资源配置效率的估计对极端值的处理十分敏感。例如在 HK 的基准模型中去掉了全要

<sup>①</sup> 采用这一思路的文献还包括 Bartelsman et.al (2013) 等。

<sup>②</sup> 包括大量在 RR 框架下、使用校准(Calibration)方法讨论资源配置效率的文献,例如罗德明等(2012);李世刚和尹恒(2014);盖庆恩等(2013, 2015, 2017)。

<sup>③</sup> 这些评论也适用于 RR 框架。

<sup>④</sup> 他们注意到贸易和产出组织文献中替代弹性的估计一般处于 3 至 10 之间。

<sup>⑤</sup> 陈晓光(2013)替代弹性取 3 时增值税的配置效率改善空间为 7.3%;取 5 时将高达 48.2%。

<sup>⑥</sup> 这样,总成本函数是总产量的线性函数,边际成本为常数。HK 能够用收入生产率的分布来衡量扭曲程度关键基于这一设定。否则,用它来衡量资源配置的情况会夸大扭曲的程度(龚关和胡关亮,2013)。

素生产率上下 1% 的极端值。若删除 2%，2005 年的配置效率改善空间会从 87% 下降到 69%。第四，要素特别是资本没有调整成本。在 HK 框架中，为了推导出宏观生产率的显式表达式，<sup>①</sup>他们假定企业在付出扭曲的要素价格后，可以无成本调整要素。然而正如杨光等（2015）指出，资本调整成本等非价格型扭曲是影响资源配置效率重要因素。以上四个大大简化操作的设定在宏观分析中是常见的，然而不能不牺牲资源配置效率估计的准确性和可靠性。HK 也意识到了这一点，认为美国无论从数据质量还是经济结构上看都是比较理想的基准，将侧重点放在中国、印度与美国相比的相对效率上，而不是直接估计中国资源配置效率改善的空间（参见 HK，第 1414 页）。<sup>②</sup>

HK 的上述处理表明，他们对现实经济中资源配置信息的利用仍然是相当有限的。本文尝试同时放松所有以上假定，使用微观数据直接估计替代弹性（溢价）、要素产出弹性和企业异质性（包括企业生产率）。这也是目前贸易和经验产业组织等微观文献中结构估计关注的焦点。De Loecker 和 Warzynsky（2012，以下简称 DW）将替代弹性的估计整合进 Olley 和 Pakes（1996）开创、经过 Levinsohn 和 Petrin（2003）、Ackerberg et al.（2015）<sup>③</sup>发展的要素产出弹性和企业生产率的结构估计框架，讨论出口对企业溢价的影响。受 Hall（1988, 1990）的启发，DW 根据企业成本最小化问题得到了溢价（价格除以边际成本）的表达式。这样，他们先用 Ackerberg et al.（2015）方法估计可变投入（原材料）的产出弹性和计划产量（排除误差项），然后用该可变投入成本占总销售<sup>④</sup>的份额除以其产出弹性得到溢价的估计值。DW 估计溢价的这种两步法被广泛接受，形成贸易和产业组织文献发展的一个热点，最近的应用例子包括 De Loecker et al.（2016）和 Brandt et al.（2017）。DW 方法需要企业层面的产量和价格，这在大多数企业数据库（包括他们所用的数据）中是缺失的。他们认为其关注的焦点是溢价与企业出口间的关系，而不是企业生产率和溢价的水平。这种关系并不受用经过行业价格指数平减的企业销售替代企业产量的影响。然而在本文中企业异质性（生产率）和替代弹性（溢价）的水平是估计资源配置效率改善空间的关键。而且如 Jaumandreu 和 Yin（2017）所指出，DW 两步法可能造成估计偏误，尤其是存在产品差异化和需求异质性时。其原因

<sup>①</sup> 这一表达式有意义的前提是规模收益不变。此时若行业只有一个企业，它使用行业总资本和总劳动投入，其生产率正是行业生产率。

<sup>②</sup> Restuccia 和 Rogerson（2017）也指出了这一点。Asker et al.（2014）认为相对也不准确。

<sup>③</sup> 工作论文版本出现在 2006 年，并被广泛引用。

<sup>④</sup> 排除项误差后的计划产量乘以价格。

是在于“循环引用”:不完全竞争环境下,DW 第一步估计可变投入弹性时需要用到第二步溢价的估计值。<sup>①</sup>

本文的目标是直接估计中国资源配置效率改善的空间,尝试在以下方面拓展资源配置文献:第一,将生产函数、需求函数和生产率估计的微观文献与资源配置效率文献结合起来,让资源配置效率分析建立在更为可靠的微观基础之上,以提升资源配置分析框架的内在逻辑一致性。第二,同时考虑企业在成本和需要方面的多维度企业异质性。<sup>②</sup>我们认为在资源配置分析中仅考虑成本方面的企业异质性(生产率)是不够的。例如,一些企业专注于提升企业产品的品质,让产品更具吸引力从而具有更大的需求优势(异质性),这可能是以更高的生产成本(从而传统方法定义的生产率更低)为代价的。只考虑单维度异质性(生产率),应该给这些企业配置更少的资源。这显然是不合理的。以上两方面努力的目标,都是为了在资源配置效率分析中更充分的利用现实资源配置信息,与从 RR 到 HK 的资源配置文献发展方向是一致的,即更加“微观化”。这样做的代价当然是引入更多的结构和更复杂的估计模型。然而,我们认为资源配置效率估计是经济分析中为数不多的“奥卡姆的剃刀”不适用的领域。资源配置效率估计更多地追求对现实世界与理想世界差距测量的精确性,即更高的“像素”,而不仅仅是理论的简洁性。

本文提出一个“更微观”的新框架测算中国资源配置效率的改善空间。它不需要企业层面价格水平,能够同时估计替代弹性(溢价)、要素的产出弹性和企业异质性,避免了“循环引用”。而且,这一框架还引入了企业生产率、纵向产品(质量)差异和横向产品差异等多维度的企业异质性。运用这一框架本文测算了 1999—2013 期间中国制造业的资源配置效率改善空间。本文发现:资源配置效率改善的空间巨大,如果充分发挥出来中国的宏观生产率能够增加 205%左右,未来 10 年里即使只释放出一半的资源效率改善空间也能保证每年 4.2%的经济增长率;样本期内资源配置效率的变化呈现明显的倒 V 型阶段特征,2005—2007 是资源配置效率的相对高点,1999—2007 期间效率改善贡献的年均增长率为 2 个百分点,而 2008—2013 期间则拖累了年均增长率为 1.5 个百分点;不过整个样本期配置效率的改

---

<sup>①</sup> 这样明显的偏误较长时间在文献中被忽视,似乎很难理解。Jaumandreu 和 Yin (2017) 认为这可能是由于生产函数结构估计文献对企业层面产出和投入价格的不太严格的处理,而这些价格数据的稀缺性加强了这一趋势。DW 在第 2446 页直接提到:“我们根据 Levinsohn 和 Petrin (2003) 以及原材料的需求,”。然而,在不完全竞争和产品异质的环境下,中还应该包括不可观测的需求异质性。

<sup>②</sup> Jaumandreu 和 Yin (2017) 同时考虑了成本异质(成本优势)异质和需求异质(需求优势),尝试分离估计两个维度的企业异质性,并发现两者高度负相关。

善并不明显,资源配置效率的改善平均只贡献了年均增长率0.5个百分点;综合Brandt et. al(2013),企业间的资源误置问题要比跨地区、行业间的资源误置严重得多;资源配置效率的行业差异较大,过去十几年资源配置效率的改善主要集中在一些轻工业行业,配置效率明显下降主要发生在重工业部门。

## 二、资源配置效率改善空间的定义

我们考虑垄断竞争的市场结构。<sup>①</sup>行业内有N个企业,每个企业生产差异化的产品。代表性消费者的效用函数为:

$$U_t = \left( \sum_{i=1}^N \Delta_{it} (Y_{it}^s)^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right)^{\frac{\eta}{\eta-1}} \quad (1)$$

$Y_{it}^s$ 是消费者在时期t对企业*i*产品的消费(需求)量。 $\eta > 0$ 为行业内任意两个企业产品间的替代弹性(绝对值)。这里的独特之处是引入消费者在时期t对企业*i*产品偏好因子 $\Delta_{it}$ ,它刻画企业*i*产品在代表性消费者的行业综合消费量中的权重。<sup>②</sup>企业异质的 $\Delta_{it}$ 取决于企业*i*产品的质量,也取决于消费者对其产品的认知程度。

Cobb—Douglas 生产函数:

$$Y_{it}^p = (K_{it}^p)^{\beta_k} (L_{it}^p)^{\beta_l} (M_{it}^p)^{\beta_m} \Theta_{it} \quad (2)$$

$Y_{it}^p$ 、 $K_{it}^p$ 、 $L_{it}^p$ 和 $M_{it}^p$ 分别为计划的产出和资本、劳动与中间投入, $\Theta_{it}$ 为企业的生产率。

考虑时期t在要素供给总量 $\bar{M}_t$ 、 $\bar{K}_t$ 和 $\bar{L}_t$ 给下的资源配置问题。在以上偏好和技术结构下,社会福利最大化问题是:<sup>③</sup>

<sup>①</sup> 张伯伦(1933)定义垄断竞争行业的四个特征:存在大量的企业;每个企业对行业内其余企业的影响可以忽略不计;没有进入与退出障碍;每个企业面临下斜的需求曲线,拥有一定的市场力量。前三个特征属于充分竞争,最后一个特征属于垄断。Dixit 和 Stiglitz (1977)将这一市场结构正式化。这是资源配置文献常用的市场结构(如HK)。

<sup>②</sup> 最近Fan et. al (2015)、Amiti et. al (2017)也采用这样的处理。

<sup>③</sup> 容易证明,对于CES效用函数,最大化社会福利与最大化总产出 $\sum_{i=1}^N Y_{it}^s P_{it}$ 是等价的。

$$\max_{\{K_{it}^P, L_{it}^P, M_{it}^P\}, \dots, \{K_{Nt}^P, L_{Nt}^P, M_{Nt}^P\}} U \left( \left( \sum_{i=1}^N \Delta_{it} (Y_{it}^S)^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right)^{\frac{\eta}{\eta-1}} \right)$$

$$st: Y_{it}^P = (K_{it}^P)^{\beta_k} (L_{it}^P)^{\beta_l} (M_{it}^P)^{\beta_m} \Theta_{it}; \\ \sum_{i=1}^N K_{it}^P = \bar{K}_t; \sum_{i=1}^N L_{it}^P = \bar{L}_t; \sum_{i=1}^N M_{it}^P = \bar{M}_t \\ Y_{it}^S = Y_{it}^P$$

可以求解出最优的投入配置：

$$K_{it}^* = \Upsilon_{it} \bar{K}_t; \quad L_{it}^* = \Upsilon_{it} \bar{L}_t; \quad M_{it}^* = \Upsilon_{it} \bar{M}_t; \\ \Upsilon_{it} = \frac{\left[ \exp(\Omega_{it}) \right]^{-(\beta_m + \beta_k + \beta_l)(\eta-1)-\eta}}{\sum_{i=1}^N \left[ \exp(\Omega_{it}) \right]^{-(\beta_m + \beta_k + \beta_l)(\eta-1)-\eta}} \quad (3)$$

$\Omega_{it} \equiv \frac{\eta-1}{\eta} \ln \Theta_{it} + \ln \Delta_{it}$  为企业  $i$  的综合异质性。如果政府了解每个企业的异质性(需求状况和成本特性)且不存在激励问题,最优配置(3)可以通过政府直接的行政命令(计划)实现。附录 1 证明,如果不存在摩擦,最优配置(3)也可以通过分散决策的市场经济实现。

因此,我们以最优配置(3)作为参照系,定义以产出表示的资源配置效率的改善空间为  $EP_t \equiv \frac{\text{最优配置下的行业总产出水平}}{\text{实际行业总产出水平}} - 1$ ,从而:

$$EP_t = \frac{\left( \bar{K}_t^{\beta_k} \bar{L}_t^{\beta_l} \bar{M}_t^{\beta_m} \right)^{\frac{\eta-1}{\eta}} \sum_{i=1}^N \exp(\Omega_{it}) \Upsilon_{it}^{*(\beta_m + \beta_k + \beta_l)\frac{\eta-1}{\eta}}}{\sum_{i=1}^N \exp(\Omega_{it}) \left[ (K_{it})^{\beta_k} (L_{it})^{\beta_l} (M_{it})^{\beta_m} \right]^{\frac{\eta-1}{\eta}}} - 1, \\ \Upsilon_{it}^* = \frac{\left[ \exp(\Omega_{it}) \right]^{-(\beta_m + \beta_k + \beta_l)(\eta-1)-\eta}}{\sum_{i=1}^N \left[ \exp(\Omega_{it}) \right]^{-(\beta_m + \beta_k + \beta_l)(\eta-1)-\eta}} \quad (4)$$

根据(1),可以定义基于社会福利的资源配置效率改善空间为  $EW_t \equiv \frac{\text{最优配置下的社会福利水平}}{\text{实际行业社会福利水平}} - 1$ ,即:

$$EW_t = \frac{\bar{K}_t^{\beta_k} \bar{L}_t^{\beta_l} \bar{M}_t^{\beta_m} \cdot \left\{ \sum_{i=1}^N \left[ \exp(\Omega_{it}) \right]^{\frac{-\eta}{(\beta_k + \beta_m + \beta_l)(\eta-1)-\eta}} \right\}^{\frac{\eta}{\eta-1} - (\beta_k + \beta_m + \beta_l)}}{\left\{ \sum_{i=1}^N \exp(\Omega_{it}) \left( K_{it}^{\beta_k} L_{it}^{\beta_l} M_{it}^{\beta_m} \right)^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right\}^{\frac{\eta}{\eta-1}}} - 1 \quad (5)$$

从(3)、(4)和(5)可见,知道了替代弹性因子( $\eta$ )、投入产出弹性( $\beta_k$ 、 $\beta_l$  和  $\beta_m$ )以及企业异质性( $\Omega_{it}$ ),就能得到反事实()最优配置,从而估计出资源配置效率改善空间 EP 和 EW。与 HK 直接给出  $\eta$ 、根据规模收益不变假定用要素收入所占的产出份额代替  $\beta_k$ 、 $\beta_m$  并将剩余设定为  $\Omega_{it}$  不同,下面运用结构估计方法,尝试在统一的框架内估计替代弹性(溢价)、要素产出弹性和企业异质性(包括企业生产率),得到资源配置效率改善空间的估计值。

### 三、资源配置效率改善空间的结构估计

替代弹性因子( $\eta$ )、投入产出弹性( $\beta_k$ 、 $\beta_l$ 、 $\beta_m$ )、企业异质性( $\Omega_{it}$ )是不可观测的,我们只能用存在多种扭曲和摩擦的现实世界数据去推测它们。这是估计资源配置效率改善空间面临的主要挑战。对现实数据产生过程中的扭曲和摩擦考虑得越充分,对参数和企业异质性估计偏误的担心就更能得到缓解,然而这也意味着估计模型变得更复杂。这就是说,我们需要在估计的准确性与模型的简洁性间权衡。下面我们针对中国市场经济的特点,考虑的扭曲和摩擦主要包括:可变替代弹性(溢价)、纵向和横向产品差异、企业税负的异质性、短期内资本不能调整和资本利用率不充分、当期生产和销售不平衡等。

根据效用函数(1),可以得到企业  $i$  在时期  $t$  面临的需求函数为:

$$P_{it}^S = \Phi_t \left( Y_{it}^S \right)^{\frac{1}{\eta_t}} e^{\delta_{Qit} + \delta_{Hit}} \quad (6)$$

$P_{it}^S$  为企业的计划价格。这里考虑了替代弹性从而需求价格弹性  $\eta_t$  随时间变化。 $\Omega_t$  代表市场层面的因素,只随时间变化,同一时间对所有企业的影响相同。

企业并不总是使用所有的资本存量,设实际使用的资本为  $C_t K_{it}$ ,  $C_t$  为资本利用率。这里我们只考虑企业资本利用率在经济周期中的变化。具体地,生产函数(2)为:

$$Y_{it}^P = (C_t K_{it})^{\beta_k} (L_{it}^P)^{\beta_l} (M_{it}^P)^{\beta_m} e^{a_t - \alpha(\delta_{Qit})} \quad (7)$$

这里考虑了企业产品的质量不同而造成的生产成本差异。企业产品的质量  $\delta_{Qit}$  越高, 生产同样数量需要投入的资源就越多, 其边际成本相应越高, 这由函数  $\alpha(\cdot)$ ,  $\alpha' > 0$  概括。<sup>①</sup>

企业的当期生产量与当期销售量存在差异。设企业产销率。根据(6)和(7), 企业的实际销售收入  $r_{it}$ (取对数, 以下小写变量为相应大写变量的对数):

$$r_{it} = \varphi_t + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \ln \lambda_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) (\beta_k c_t + \beta_k k_{it} + \beta_l l_{it} + \beta_m m_{it}) + \Omega_{it} + \psi_{it} \quad (8)$$

$\psi_{it}$  代表所有实际生产和价格领域的纯粹扰动和测量误差, 是独立同分布的白噪音。(8)中综合企业异质性  $\Omega_{it} \equiv \left[1 - \frac{1}{\eta_t}\right] \omega_{it} - \left[1 - \frac{1}{\eta_t}\right] \alpha(\delta_{Qit}) + \delta_{Qit} + \delta_{Hit}$ 。

设  $\tau_{Fit}$  为企业所得税率,  $\tau_{it}$  为增值税销项税率,  $\tau_{Mit}$  为增值税进项税率。在短期资本为拟固定生产要素。企业的短期决策问题是选择劳动和中间投入利润最大化利润:

$$\max_{L_{it}^P, M_{it}^P} \Pi = (1 - \tau_{Fit}) [ (1 - \tau_{it}) R_{it}^P - W_{it} L_{it}^P - (1 - \tau_{Mit}) P_{Mit} M_{it}^P ] \quad (9)$$

$R_{it}^P$  为计划销售;  $W_{it}$  为企业的工资率。设企业材料价格的异质性仅来源于增值税进项税率的差异, 其税前价格为  $P_{Mit}$ 。根据材料的一阶条件可得:

$$\begin{aligned} \Omega_{it} = & (1 - \tau_{Mit}) p_{Mit} - \varphi_t + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \beta_k c_t - \ln \beta_m - \ln \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \beta_k k_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \beta_l l_{it} \\ & + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \beta_m - \beta_m + 1 \end{aligned} \quad (10)$$

根据企业的质量选择,  $\left[1 - \frac{1}{\eta_t}\right] \alpha(\delta_{Qit}) \approx \delta_{Qit}$ , 因此企业综合异质性:

$$\Omega_{it} = \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \omega_{it} + \delta_{Hit} \quad (11)$$

根据文献, 设企业生产率为一阶 Markov 过程

<sup>①</sup> Grieco and MacDevitt (2016) 也是这样处理的。

$$\omega_{it} = \gamma_t + g(\omega_{it-1}) + \xi_{it} \quad (12)$$

这里引入时间趋势。由于横向产品差异  $\delta_{Hit}$  主要受企业的营销努力、区位因素、消费者的口碑和习惯、企业的市场结构和所有权结构等因素的影响,设  $\delta_{Hit} = ah_{it}$ ,向量  $h_{it}$  为可观察的影响企业横向产品差异的因素。(11)和(12)代入收入方程(8) :

$$\begin{aligned} r_{it} = & \varphi_t + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \beta_k c_t + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \ln \lambda_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) (\beta_k k_{it} + \beta_l l_{it} + \beta_m m_{it}) \\ & + ah_{it} + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) \gamma_t + \left(1 - \frac{1}{\eta_t}\right) g(\omega_{it-1}) + \zeta_{it} \end{aligned} \quad (13)$$

$\zeta_{it}$  为白噪音扰动。而根据(10)和(11) :

$$\omega_{it-1} = \frac{\eta_{t-1}}{\eta_{t-1}-1} \left[ \begin{aligned} & \left(1 - \tau_{Mit-1}\right) p_{Mit-1} - \varphi_t + \left(\frac{1}{\eta_t} - 1\right) \beta_k c_t - \ln \beta_m - \ln \left(1 - \frac{1}{\eta_{t-1}}\right) + \left(\frac{1}{\eta_{t-1}} - 1\right) \beta_k k_{it-1} \\ & + \left(\frac{1}{\eta_{t-1}} - 1\right) \beta_l l_{it-1} + \left(\frac{1}{\eta_{t-1}} \beta_m - \beta_m + 1\right) m_{it-1} - \ln \left(1 - \tau_{it-1}\right) - \left(1 - \frac{1}{\eta_{t-1}}\right) \ln \lambda_{it-1} - ah_{it-1} \end{aligned} \right] \quad (14)$$

识别企业横向产品差异的向量  $h_{it}$  中包括企业的营销努力  $sc_{it}$  (这里用三阶多项式刻画其对横向产品差异影响的非线性)和企业的区位因素虚拟变量 :  $east_{it}$  (东部地区)、 $middle_{it}$  (中部地区)、 $core_{it}$  (地级市及以上的城区)和  $ccity_{it}$  (省会城市),出口虚拟变量  $export_{it}$  (企业出口大于 0),代表企业经营历史的变量  $age_{it}$ ,国有企业虚拟变量  $soe_{it}$ 。

我们的基本识别包括 31 个参数:投入弹性( $\beta_k$ 、 $\beta_l$ 、 $\beta_m$ )、产能利用参数( $\gamma_p$ )、常数( $c_0$ )、需求移动参数(10 个)、时间趋势参数(11 个)、生产率未知函数逼近参数(5 个)。我们借鉴 Doraszelski 和 Jaumandreu(2013)的降维方法,将 17 个线性参数(、时间趋势参数、生产率逼近参数)表示成余下 14 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 14 个参数,大大提高了 GMM 估计的收敛性和稳健性。工具向量由外生变量的多项式组成。<sup>①</sup>基本工具集包括常数、时间虚拟变量、 $sc_{it-1}$ 、 $sc_{it-1}^2$ 、 $sc_{it-1}^3$ 、 $east_{it-1}$ 、 $middle_{it-1}$ 、 $core_{it-1}$ 、 $ccity_{it-1}$ 、 $export_{it-1}$ 、 $age_{it-1}$ 、

<sup>①</sup> 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 和 Pakes (1996)、Levinsohn 和 Petrin (2003)、Ackerberg et. al (2015)、Wooldridge (2009)、Doraszelski 和 Jaumandreu (2016),还包括 Ai 和 Chen (2003, 2007) 提出的格点估计方法 (sieve estimation)。

$soe_{it-1}$ , 以及  $k_{it-1}$ 、 $l_{it-1}$  和  $m_{it-1}$  的三阶多项式, 共 40 个。

参数估计出来后, 根据(10)和(13), 企业综合异质性的估计如下:

$$\begin{aligned}\hat{\Omega}_{it} = & -\left(1-\frac{1}{\eta_t}\right)\beta_k k_{it} - \left(1-\frac{1}{\eta_t}\right)\beta_l l_{it} + \left(1-\left(1-\frac{1}{\eta_t}\right)\beta_m\right)e m_{it} \\ & - \ln(1-\tau_{it}) - \left(1-\frac{1}{\eta_t}\right)\ln \lambda_{it}\end{aligned}\quad (22)$$

由于企业综合异质性的均值不影响资源配置效率的估计, 这里在时期  $t$  对  $\hat{\Omega}_{it}$  进行了去均值处理。可见, 需求参数不影响企业综合异质性的估计和资源配置效率的估计。

#### 四、数据和变量定义

数据来自国家统计局的“全部国有及规模以上非国有工业企业数据库”(以下简称工业企业数据库), 样本期为 1998—2013 年(由于 2010 年数据异常, 本文不包括该年数据)。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。<sup>①</sup>这常用学术界广泛使用的中国企业层面数据库。参照 Brandt et. al(2012), 我们在企业跨期匹配和面板构建方面对数据库进行了细致整理, 使得数据更为准确、可信。

行业的选择和调整。样本期经历两次行业定义和代码调整, 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。我们将定义和代码统一调整为最新版本。由于烟草制品业(16)与石油加工、炼焦和核燃料加工业(25)偏离垄断竞争行业的市场结构, 我们排除这两个行业, 分析其余的 26 个二位数制造业行业。

恰当定义估计系统(15)、(18)、(20)和(21)中的可观测变量对于估计的准确性来说极为重要。根据增值税的会计处理, 数据中企业报告的销售收入(主营业务收入)中不包含增值税销项税额, 但包含营业税金及附加(包括消费税、营业税、城市维护建设税、资源税和教育费附加等)。增值税进项税也没有进入材料成本。注意

---

<sup>①</sup> 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。

到需求函数(6)中价格是消费者面临的价格,即包括增值税的价格,从而(8)中销售收入也应该包括消费者承担的增值税销项税额。因此,我们定义企业销售收入为企业报告的销售收入加上增值税销项税额。又由于增值税通过产品销售和材料成本两个渠道影响企业的短期利润,我们定义:

$$\tau_{it} = \frac{\text{销项税额} + \text{应缴产品销售税金及附加}}{\text{企业报告的主营业务收入} + \text{增值税销项税额}}$$

$$\tau_{Mit} = \frac{\text{进项税额}}{\text{企业材料支出} + \text{进项税额}}$$

这样定义企业流转环节税率后,企业短期利润为 $(1 - \tau_{it}) R_{it} - W_{it} L_{it} - (1 - \tau_{Mit}) P_{Mit} M_{it}$ ,正好与(9)对应。

模型中另一个重要变量是产销率。根据(8)式,它定义为:

$$\begin{aligned} \text{产销率 } \lambda_{it} &= \frac{\text{当期销售量}}{\text{当期生产量}} = \frac{\text{当期销售量}}{\text{当期销售量} + \text{期末产成品量} - \text{期初产成品量}} \\ &= \frac{\text{当期销售量} \times \text{单位成本}}{(\text{当期销售量} + \text{期末产成品量} - \text{期初产成品量}) \times \text{单位成本}} \\ &= \frac{\text{当期产品销售成本}}{\text{当期产品销售成本} \times \text{期末产成品金额} - \text{期初产成品金额}} \end{aligned}$$

注意到参数估计时需要持续经营的企业(需要相关变量的滞后值),而根据(22)估计企业综合异质性时则不需要。在按年估计的资源配置改善空间,样本覆盖面越宽,结果越可靠。因此,我们对样本的清理分两步进行。参数估计所用的样本同时进行两步清理。得到参数后估计综合企业异质性  $\Omega_{it}$  时,只进行第一步清理。需要指出的是,由于利润最大化和成本最小化假定对国有企业可能不完全适用,在参数估计时我们排除了国有企业的样本。

## 五、估计结果

图 1 是对本文感兴趣的问题的最直接回答,给出制造业整体上资源配置效率的改善空间及变化。总体上看第一个鲜明的印象是资源配置效率改善的空间巨大:如果实现最有效的资源配置,1999—2013 期间中国的宏观生产率平均能够增加 208%。<sup>①</sup>另一个鲜明印象是总的来看样本期内中国资源配置效率的改善并不明

---

<sup>①</sup> 由于生产要素是给定的,这里估计的 GDP 增长与宏观生产率的增长是等价的。

显,1999—2013期间效率改善的空间只缩小了10%(下降24个百分点)。资源配置效率改善空间的变化呈现明确的V型阶段特征,2005—2007是资源配置效率的相对高点。上世纪末至2007期间,资源配置效率逐步上升趋势明显,改善的空间从237%下降到187%,缩小49个百分点。然而之后配置效率开始逐步下降,从2008至2013年,效率改善空间反而增加了15%(相当于28个百分点)。从对经济增长的贡献上看,1999—2013期间资源配置效率的改善贡献了0.5个百分点的年均增长率,其中1999—2007期间效率改善贡献的年均增长率为2个百分点,而2008—2013期间由于资源配置效率下降反而拖累了年均增长率为1.5个百分点。

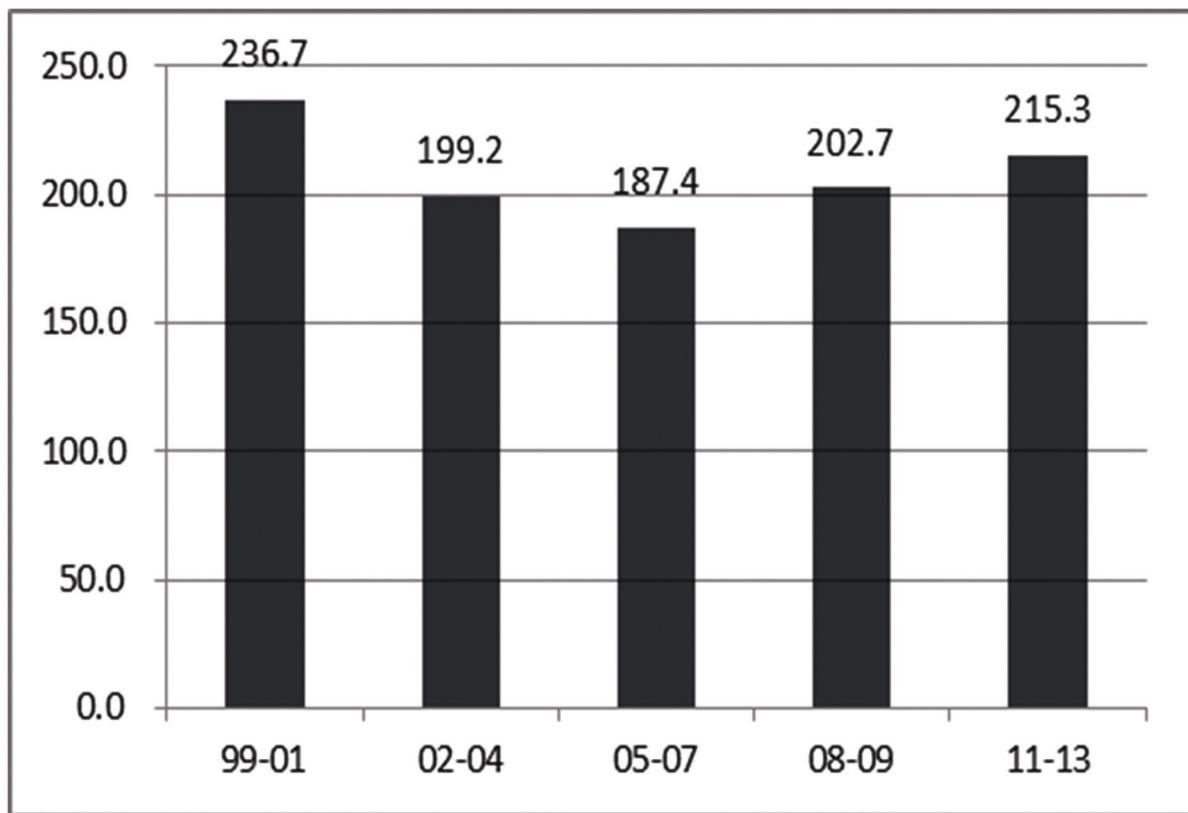


图1 制造业资源配置效率改善的空间:GDP口径

估计出资源配置效率改善空间,我们能够进行一些有意义的政策模拟。通过改善资源配置效率能够多大程度上提高全要素生产率和经济增长率,它能否成为推动中国经济发展有效的新动能,这是理论界和实践界都十分关心的问题。图1对此作了政策模拟。它以2011—2013期间215.3%的效率改善空间为出发点。左图模拟政策延时的影响,右图模拟政策力度的影响。直观地,旨在减少扭曲的改革

政策拖延的时间越长,通过改善资源配置激发的经济增长率就越低;在给定的时期内,改革政策力度越大,激发的经济增长率就高。更为量化的基准是,在未来10年内即使只释放出一半的资源配置效率改善空间,也能保证每年4.2%的经济增长率。这需要多大的改革力度呢?作为参照系,考虑1998—2007这8年期间配置效率改善空间下降了21%,贡献年均增长率2个百分点。可见,10年内释放出一半效率改善空间虽然需要一定的改革力度,但并非不可能。这表明,资源配置效率改善完全能够成为中国经济发展的新动能,中国通过深化改革减少经济扭曲的“红利”仍然十分丰厚。

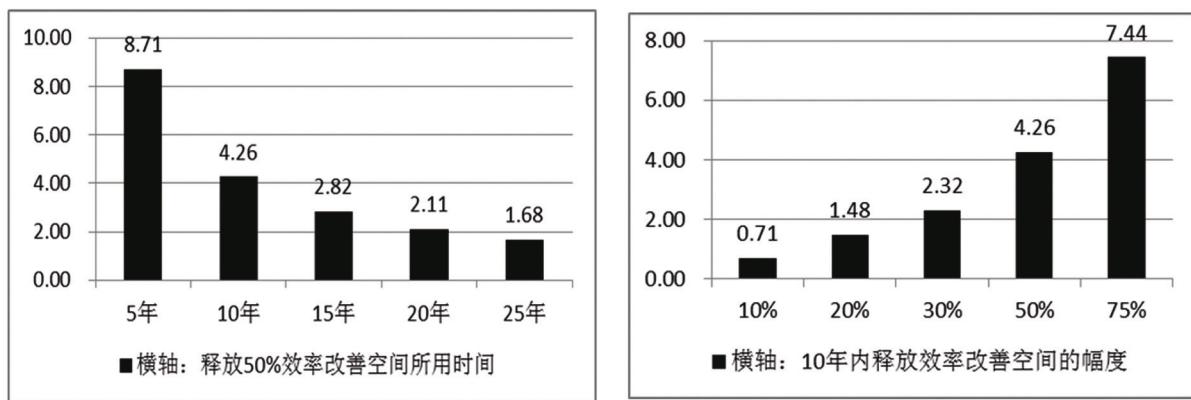


图2 政策模拟:效率改善空间的利用与年平均增长率

文后附图提供丰富的关于行业内资源配置状况的信息。从横向(资源配置效率水平)看,2011—2013期间资源配置效率最高的五个行业分别是:化学纤维制造业(28)、家具制造业(21)、有色金属冶炼和压延加工业(32)、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(37)和通用设备制造业(34);配置效率最低的五个行业分别是酒、饮料和精制茶制造业(15)、电气机械和器材制造业(38)、仪器仪表制造业(40)、汽车制造业(36)和非金属矿物制品业(30)。从纵向看,农副食品加工业(13)、食品制造业(14)、酒、饮料和精制茶制造业(15)、印刷和记录媒介复制业(23)、非金属矿物制品业(30)的资源配置效率呈现改善趋势,主要集中在轻工业行业;而资源配置效率明显下降的行业有:造纸和纸制品业(22)、文教、工美、体育和娱乐用品制造业(24)、橡胶和塑料制品业(29)、黑色金属冶炼和压延加工业(31)、汽车制造业(36)、电气机械和器材制造业(38)和计算机、通信和其他电子设备制造业(39),主要是重工业行业。大部分行业的资源配置效率没有明显变化。

## 六、总结

我们发展了一个分析资源配置效率的结构估计框架,将生产函数、需求函数和生产率估计的微观文献与资源配置宏观文献整合起来,把资源配置文献沿着从 RR 到 HK 的“微观化”发展方向推进。运用 1998—2013 年制造业数据的估计表明,资源配置效率改善的空间巨大,如果充分发挥出来中国的宏观生产率能够增加 205% 左右。这一结果与在替代弹性为 5 时 HK 估计接近。不过我们相接估计包括替代弹性在内的所有参数、排除了误差项的影响、并考虑了资本调整成本造成的扭曲。结合 Brandt et. al(2013),这显示纠正行业内、企业间的资源误配置是改善资源配置效率的主攻方向。

我们的结果表明,未来 10 年里即使只释放出一半的资源效率改善空间也能保证每年 4.2% 的经济增长率,中国经济在较长时间内维持中高速增长是完全可能的。如何让这变成现实? 在信息对称、不存在激励问题等理想条件下,政府充当“运动员”的直接配置与充分竞争的市场配置等价,都能够实现最有效率的配置结果。然而世界毕竟是现实而非理想的。习近平总书记在中共 19 大报告中已经明确指出“使市场在资源配置中起决定性作用”,释放资源效率改善空间的希望自然寄托在通过深化改革减少甚至消除市场扭曲。这也是中国经济实现从数量型向质量型、集约化增长转变的题中应有之义。深化改革任重道远。

## 参考文献

- [1]陈诗一和陈登科:《中国资源配置效率动态演化——纳入能源要素的新视角》,《中国社会科学》2017年第4期。
- [2]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。
- [3]盖庆恩、朱喜、程名望、史清华:《土地资源配置不当与劳动生产率》,《经济研究》2017年第5期。
- [4]盖庆恩、朱喜、程名望、史清华:《要素市场扭曲、垄断势力与全要素生产率》,《经济研究》2015年第5期。
- [5]盖庆恩、朱喜、史清华:《劳动力市场扭曲、结构转型与中国劳动生产率》,《经济研究》2013年第5期。
- [6]龚关、胡关亮:《中国制造业资源配置效率与全要素生产率》,《经济研究》2013年第4期。
- [7]李世刚、尹恒:《寻租导致的人才误配置的社会成本有多大?》,《经济研究》2014年第7期。
- [8]罗德明、李畔、史晋川:《要素市场扭曲、资源错置与生产率》,《经济研究》2012年第3期。
- [9]毛其淋、盛斌:《中国制造业企业的进入退出与生产率动态演化》,《经济研究》2013年第4期。
- [10]孙浦阳、蒋为、张龑:《产品替代性与生产率分布——基于中国制造业企业数据的实证》,《经济研究》2013年第4期。
- [11]杨光、孙浦阳和龚刚:《经济波动、成本约束与资源配置》,《经济研究》2015年第2期。
- [12]Ai, C. and Chen, X., “Efficient Estimation of Models with Conditional Moment Restrictions Containing Unknown Functions,” *Econometrica*, 71(6), 2003, pp.795—1843.
- [13]Ai, C. & Chen, X., “Estimation of Possibly Misspecified Semiparameteric Conditional Moment Restriction Models with Different Conditioning Variables,” *Journal of Econometrics*, 141, 2007, pp.5—43.
- [14]Ackerberg, D., K. Caves, and G. Frazer, “Identification Properties of Recent Production Function Estimators,” *Econometrica*, 83, 2015, pp.2411—2451.
- [15]Amiti, Mary, Mi Dai, Robert Feenstra and John Romalis, “How did China’s WTO

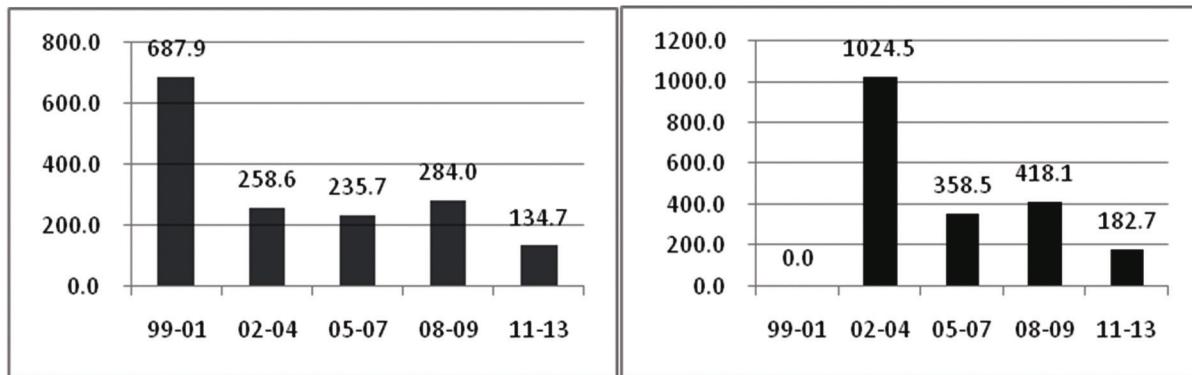
- Entry Benefit U.S. Consumers?” CEPR Discussion Paper DP12076, 2017.
- [16] Asker, J., A. Collard-Wexler and J. De Loecker, “Dynamic Inputs and Resource (Mis)Allocation,” *Journal of Political Economy*, 122(5), 2014, pp.1013–1063.
- [17] Bartelsman E., Haltiwanger J., and Scarpetta S., “Cross—country Differences in Productivity: the Role of Allocation and Selection,” *American Economic Review*, 103(1), 2013, pp.305–334.
- [18] Berry, S., J. Levinsohn and A. Pakes, “Automobile Prices in Market Equilibrium,” *Econometrica*, 63, 1995 pp.841–890.
- [19] Bhattacharya D., N. Guner, and Ventura G., “Distortions, Endogenous Managerial Skills and Productivity Differences,” *Review of Economic Dynamics*, 16, 2013, pp. 11–25.
- [20] Brandt, L., J. Van Bieseboeck, L. Wang and Y. Zhang, “WTO Accession and Performance of Chinese Manufacturing Firms,” *American Economic Review*, 107, 2017, pp.2784–2820.
- [21] Brandt, L., J. Van Bieseboeck and Zhang Y., “Creative Accounting or Creative Destruction? Firm—level Productivity Growth in Chinese Manufacturing,” *Journal of Development Economics*, 97, 2012, pp.339–351.
- [22] Brandt, L., Tombe, T., and Zhu, X., “Factor Market Distortion across Time, Space and Sector in China,” *Review of Economic Dynamics*, 11(1), 2013, pp.39–58.
- [23] Buera, F., J. P. Kaboski, and Y. Shin, “Finance and Development: A Tale of Two Sectors,” *American Economic Review*, 101(5), 2011, pp.1964–2002.
- [24] Chamberlin, E., “The Theory of Monopolistic Competition,”. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1933.
- [25] Collard — Wexler, A., and De Loecker, J., “Reallocation and Technology: Evidence from the US Steel Industry,” *American Economic Review*, 105(1), 2015, pp.131–71.
- [26] De Loecker, Jan, and Frederic Warzynski, “Markups and Firm—Level Export Status,” *American Economic Review*, 102(6), 2012, pp.2437–2471.
- [27] De Loecker, J., P. Goldberg, A. Khandelwal and N. Pavnik, “Prices, Markups and Trade Reform,” *Econometrica*, 84, 2016, pp.445–510.
- [28] Dixit, A. K. and Stiglitz, J. E., “Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity,” *American Economic Review*, 67, 1977, PP.297–308.
- [29] Doraszelski, U. and Jaumandreu J., “R&D and Productivity: Estimating Endoge-

- nous Productivity,” Review of Economic Studies, 80, 2013, pp.1338—1383.
- [30] Fan, H., Y. Li and S. R. Yeaple, “Trade Liberalization, Quality, and Export Prices,” Review of Economics and Statistics, 97, 2015, pp.1033—1051.
- [31] Gabler, Alain, and Markus Poschke, “Experimentation by Firms, Distortions, and Aggregate Productivity,” Review of Economic Dynamics, 16(1), 2013, pp.26—38.
- [32] Grieco, P., and R. McDevitt, “Productivity and Quality in Health Care: Evidence from the Dialysis Industry,” Review of Economic Studies, 84, 2017, pp.1071—1105.
- [33] Hall, Robert E., “The Relation between Price and Marginal Cost in U. S. Industry,” Journal of Political Economy, 96(5), 1988, pp.921—947.
- [34] Hall, Robert E., “Invariance Properties of Solow’s Productivity Residual,” In Peter Diamond (eds), Growth/Productivity/Unemployment: Essays to Celebrate Bob Solow’s Birthday, Cambridge, MA: MIT Press, 1990, pp.71—112.
- [35] Hsieh, C., and Klenow P. J., “Misallocation and Manufacturing TFP in China and India,” Quarterly Journal of Economics, 124(4), 2009, pp.1403—1448.
- [36] Jaumandreu, J. and H. Yin, “Cost and Product Advantages: A firm—level Model for the Chinese Exports and Industry Growth,” CEPR Discussion Paper DP11862, 2017.
- [37] Levinsohn, J., and Petrin, A., “Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables,” Review of Economic Studies, 70(2), 2003, pp.317—341.
- [38] Midrigan V., and D. Y. Xu, “Finance and Misallocation: Evidence from Plant—Level Data,” American Economic Review, 104(2), 2014, pp.422—458.
- [39] Olley, S., and Pakes, A., “The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Industry,” Econometrica, 64(6), 1996, pp.1263—1297.
- [40] Perkins, Dwight H., and Thomas G. Rawski, “Forecasting China’s Economic Growth to 2025,” In Loren Brandt and Thomas G. Rawski (eds), China’s Great Economic Transformation. Cambridge and New York: Cambridge University Press, 2008, pp.829—886.
- [41] Restuccia, D., and R. Rogerson, “Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Plants,” Review of Economic Dynamics, 11(4), 2008, pp.707—720.
- [42] Restuccia, D., and R. Rogerson, “The Causes and Costs of Misallocation,” Journal of Economic Perspectives, 31(3), 2017, pp.151—174.

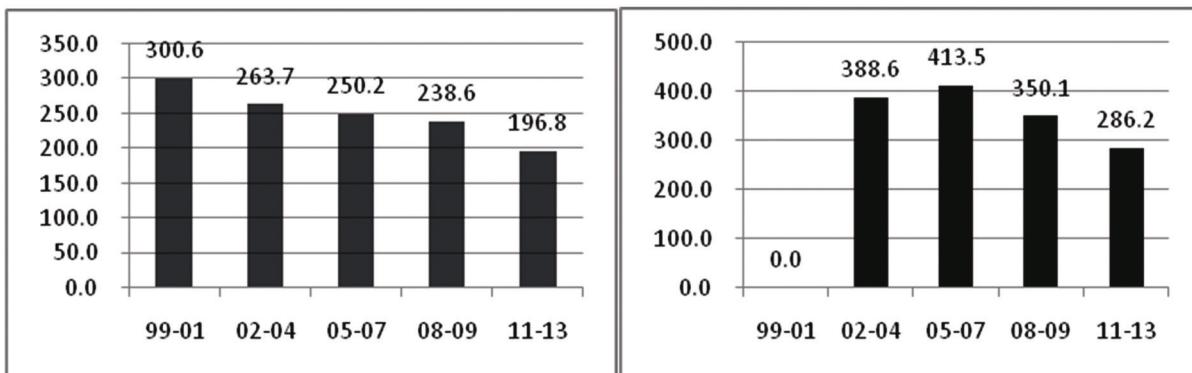
[43] Syverson, Chad, “What Determines Productivity?” Journal of Economic Literature, 49 (2), 2011, pp.326 – 65.

[44] Wooldridge, J., “On Estimating Firm—level Production Functions Using Proxy Variables to Control for Unobservables,” Economics Letters, 104(3), 2009, pp.112 – 114.

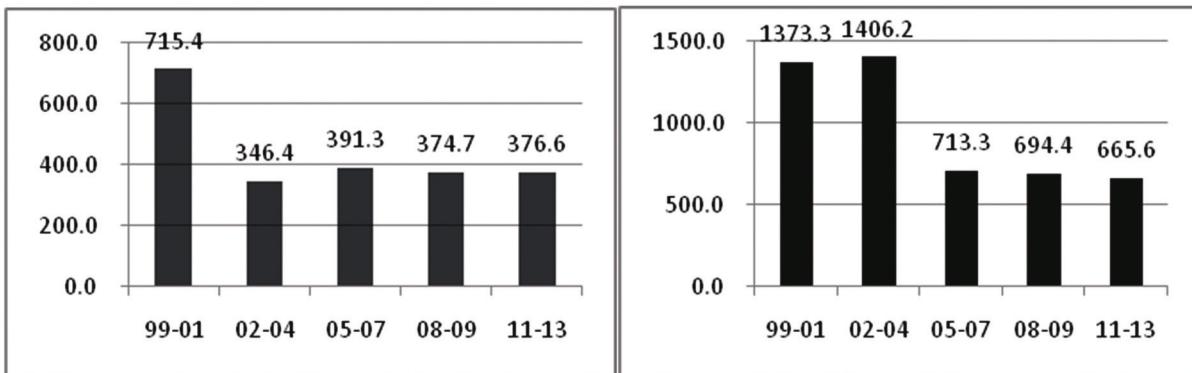
附图:各行业资源配置效率改善空间的估计,左图为 GDP 口径;右图为社会福利口径。  
农副食品加工业(13)



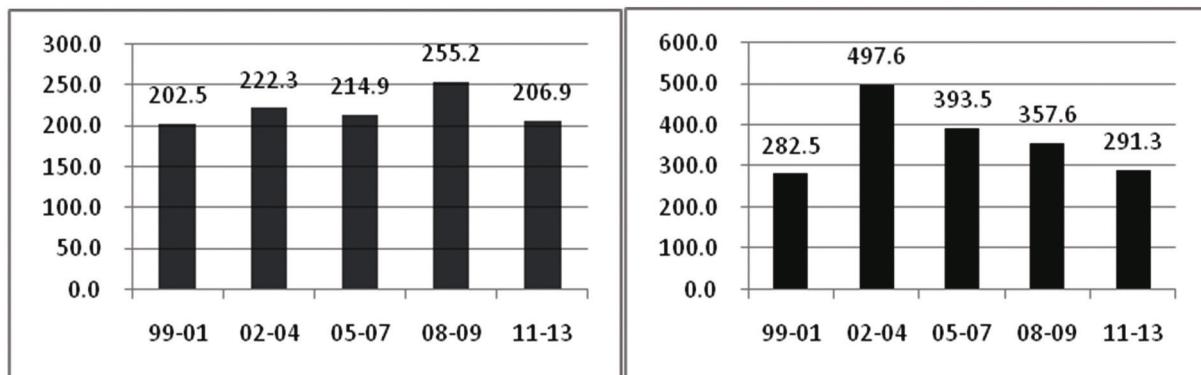
食品制造业(14)



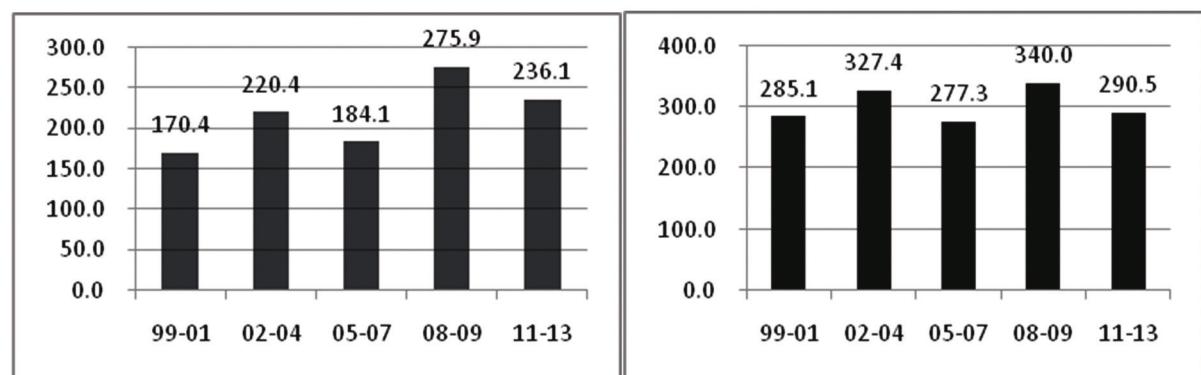
酒、饮料和精制茶制造业(15)



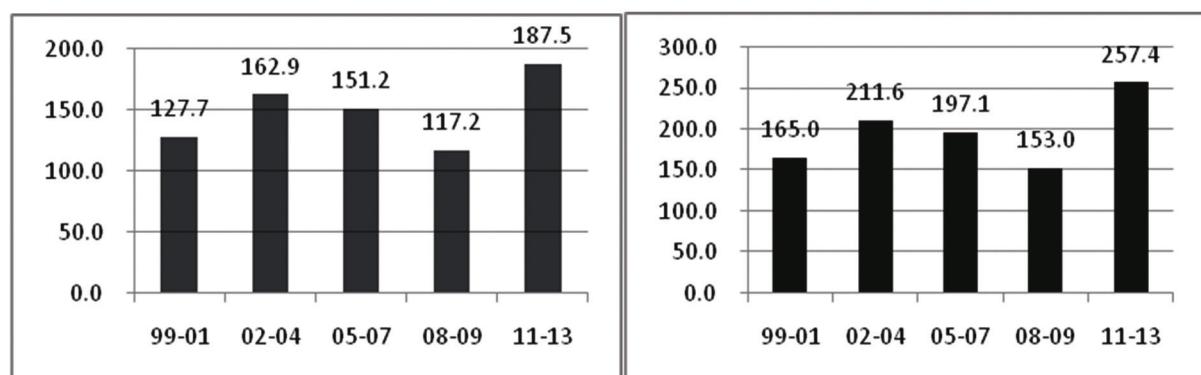
纺织业(17)



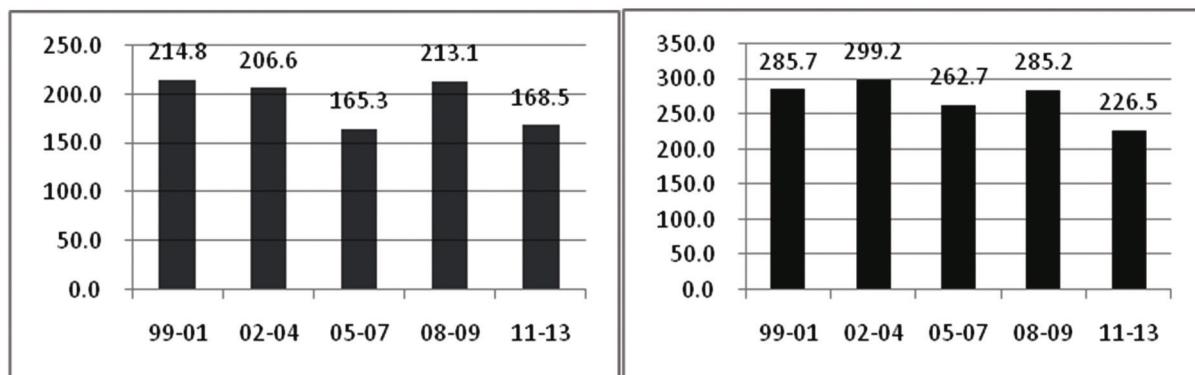
纺织服装、服饰业(18)



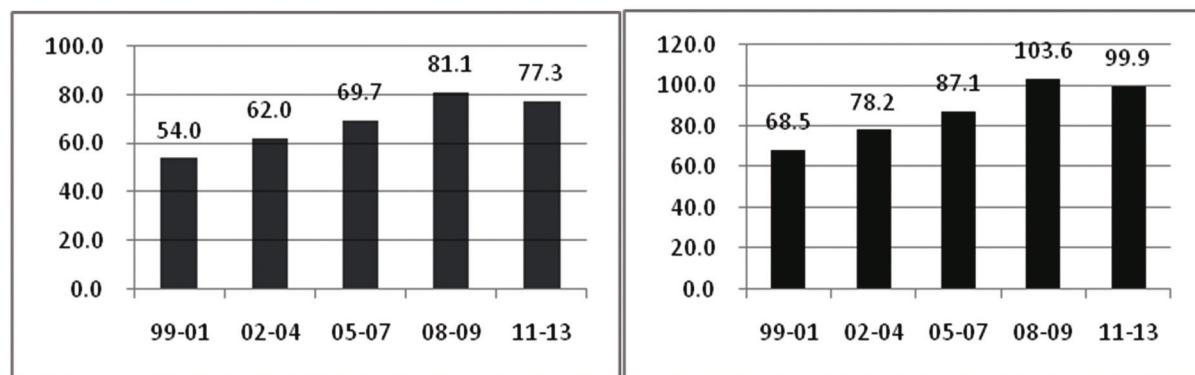
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业(19)



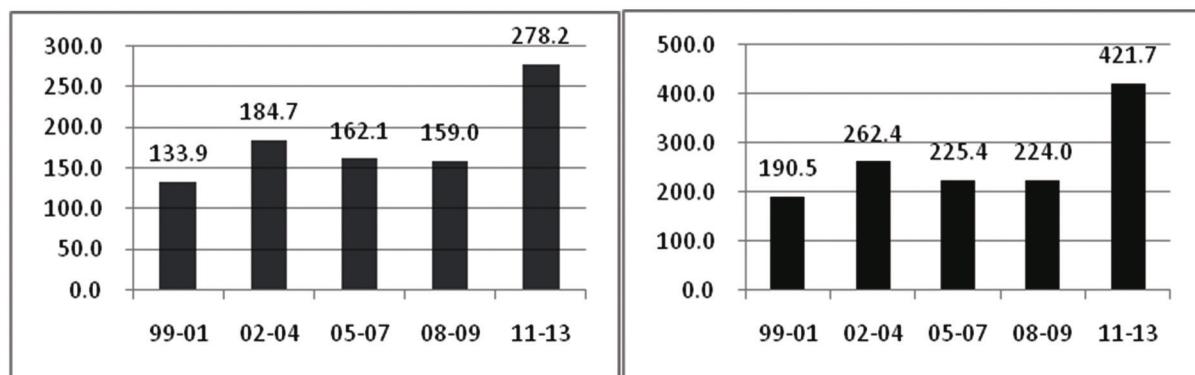
### 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业(20)



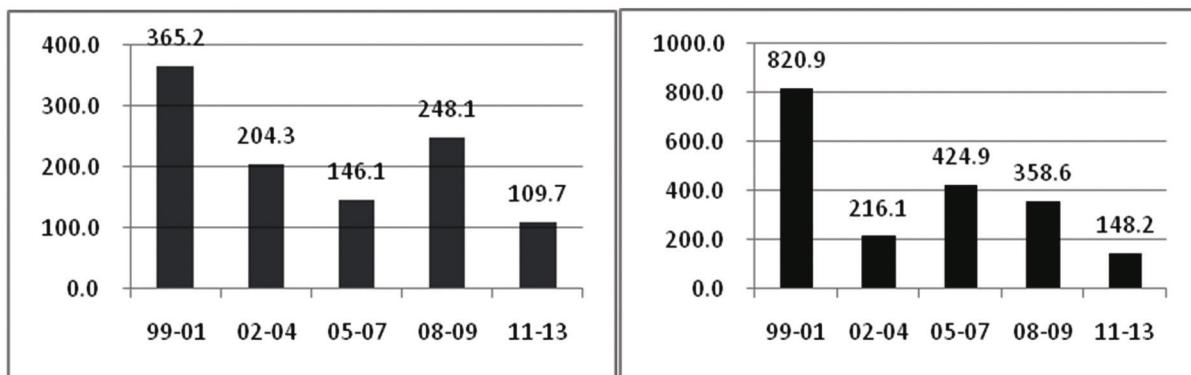
### 家具制造业(21)



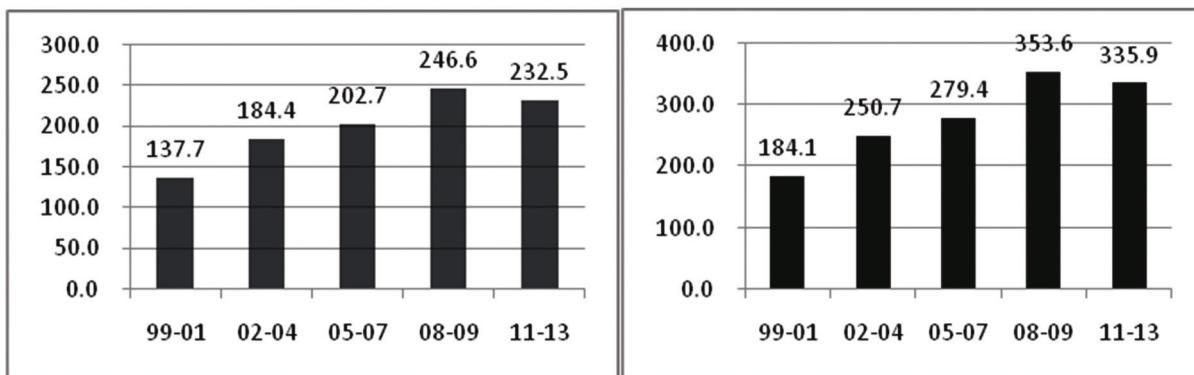
### 造纸和纸制品业(22)



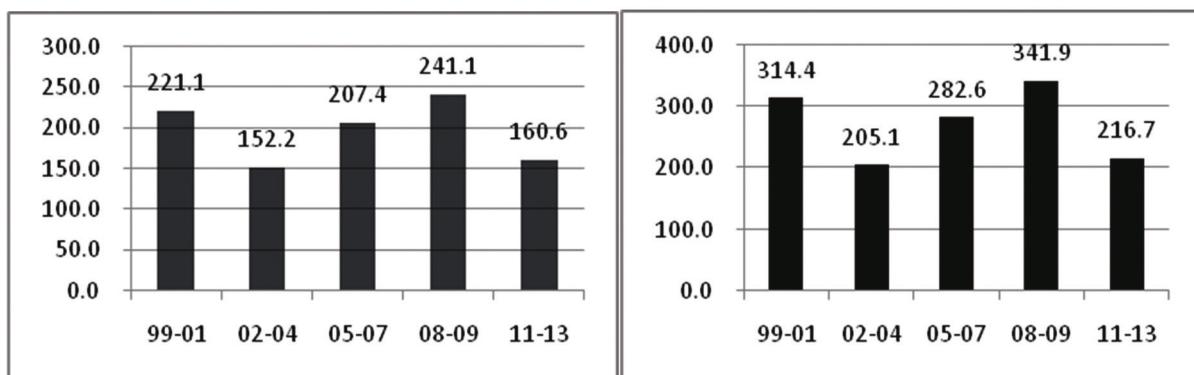
### 印刷和记录媒介复制业(23)



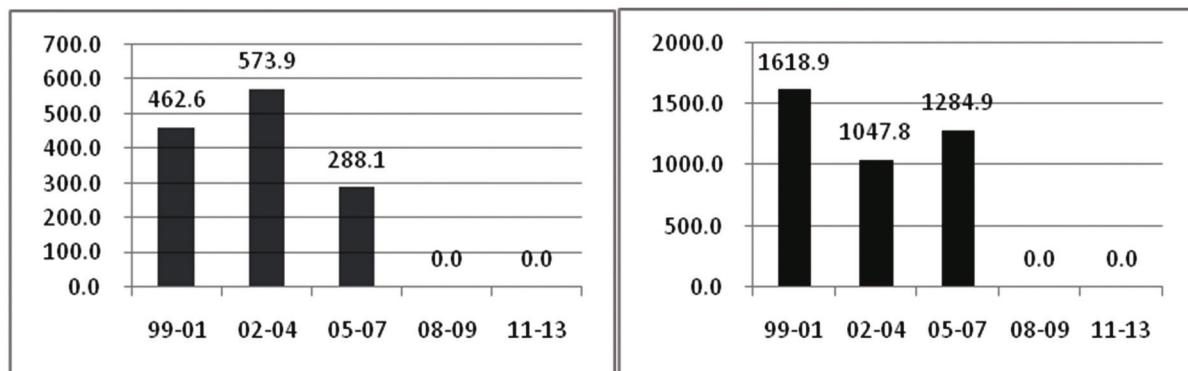
### 文教、工美、体育和娱乐用品制造业(24)



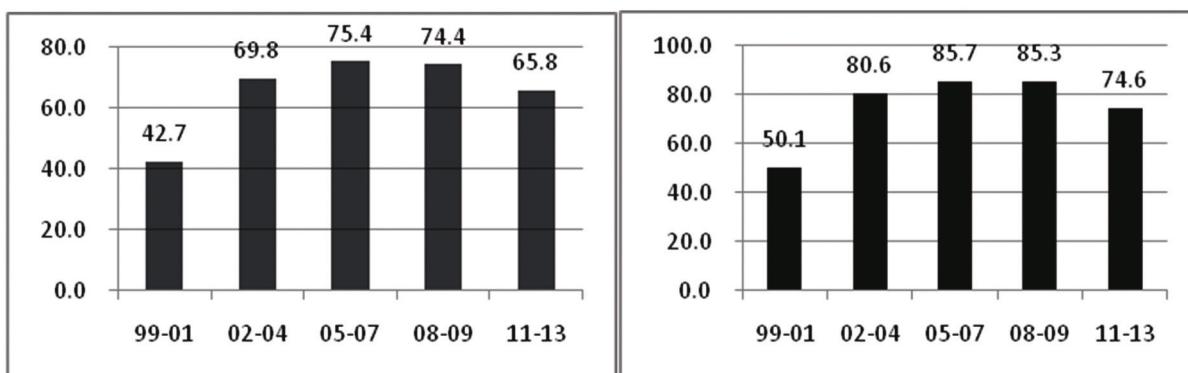
### 化学原料和化学制品制造业(26)



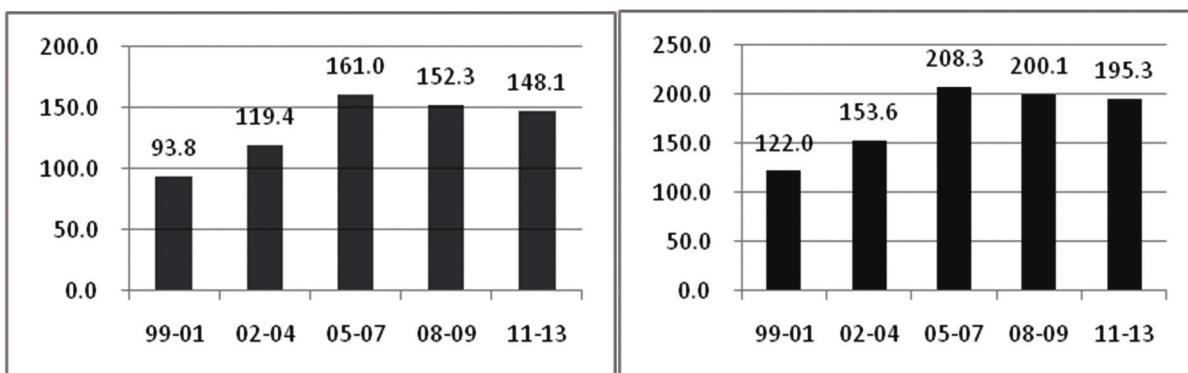
医药制造业(27)



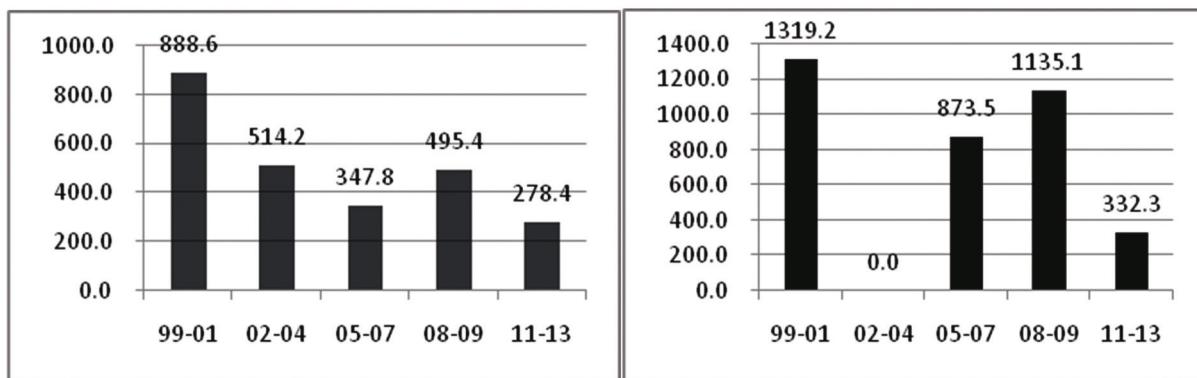
化学纤维制造业(28)



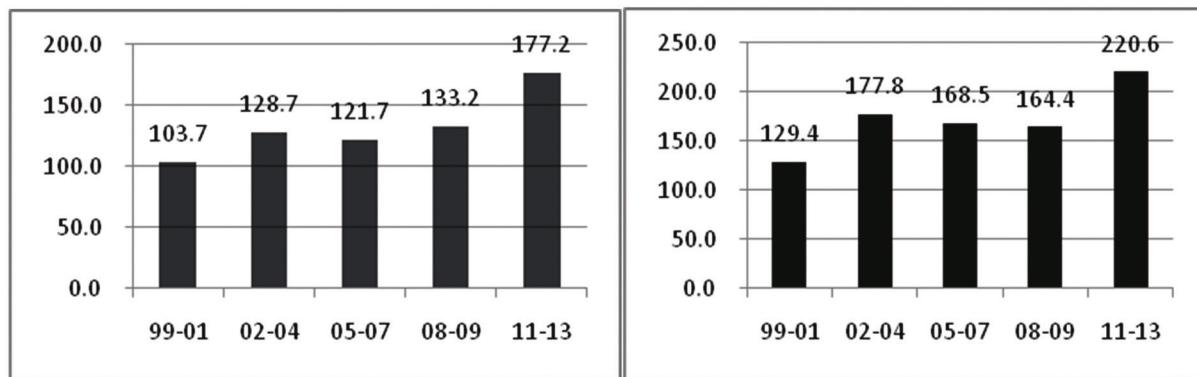
橡胶和塑料制品业(29)



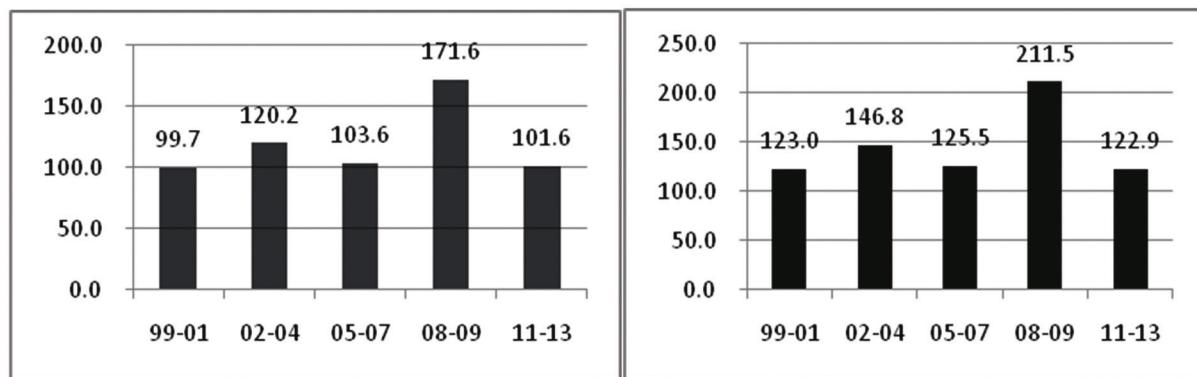
### 非金属矿物制品业(30)



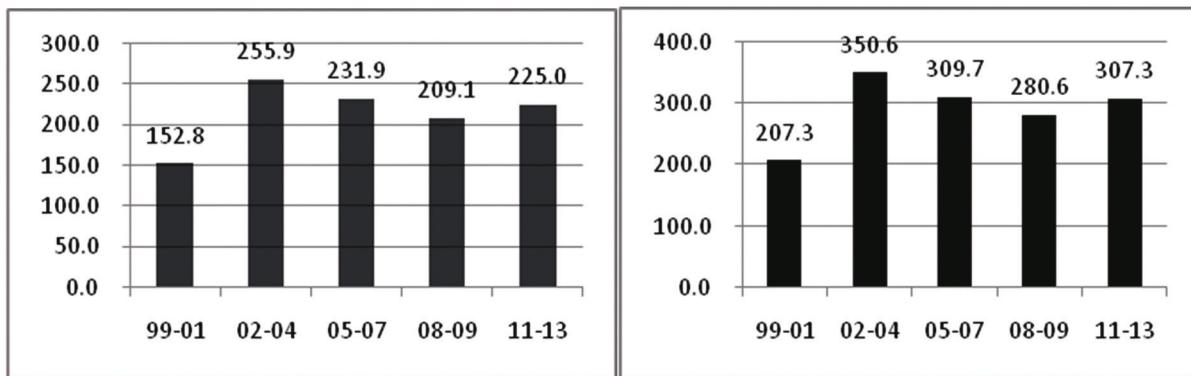
### 黑色金属冶炼和压延加工业(31)



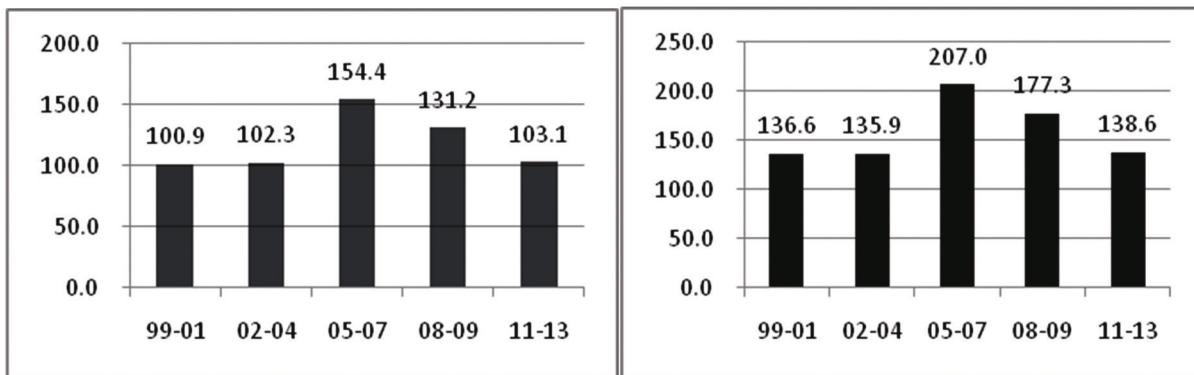
### 有色金属冶炼和压延加工业(32)



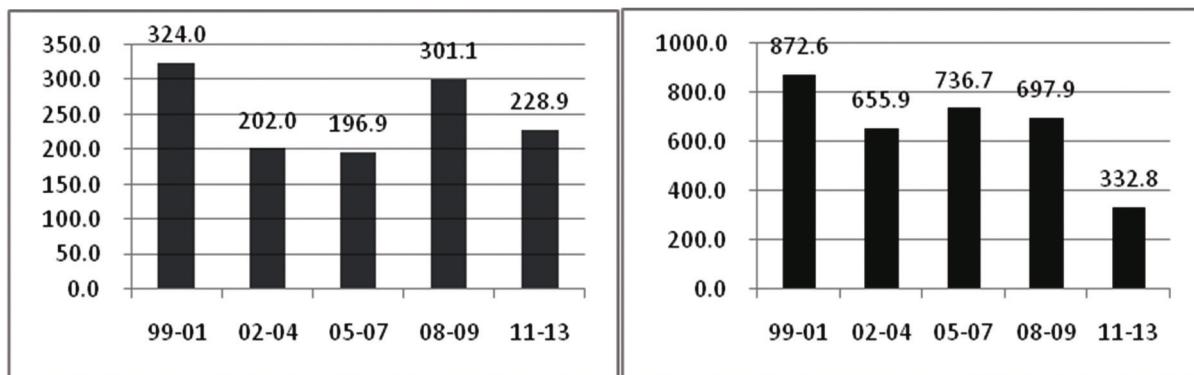
金属制品业(33)



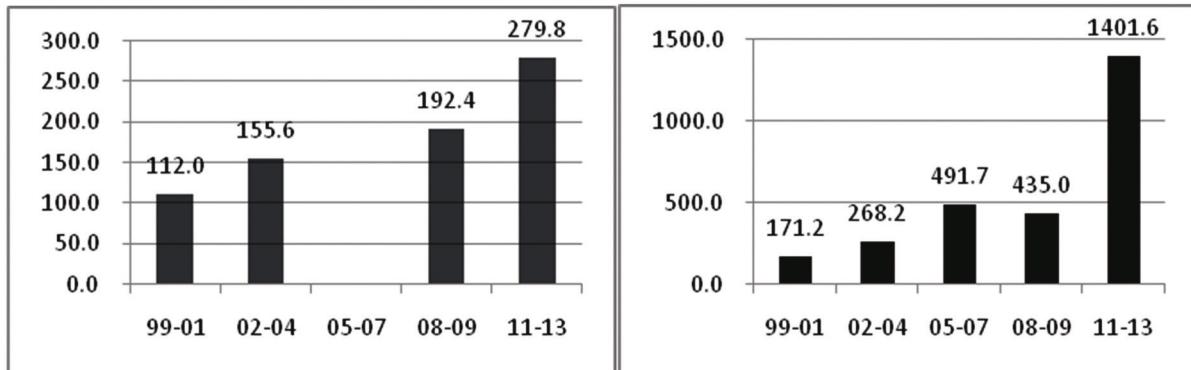
通用设备制造业(34)



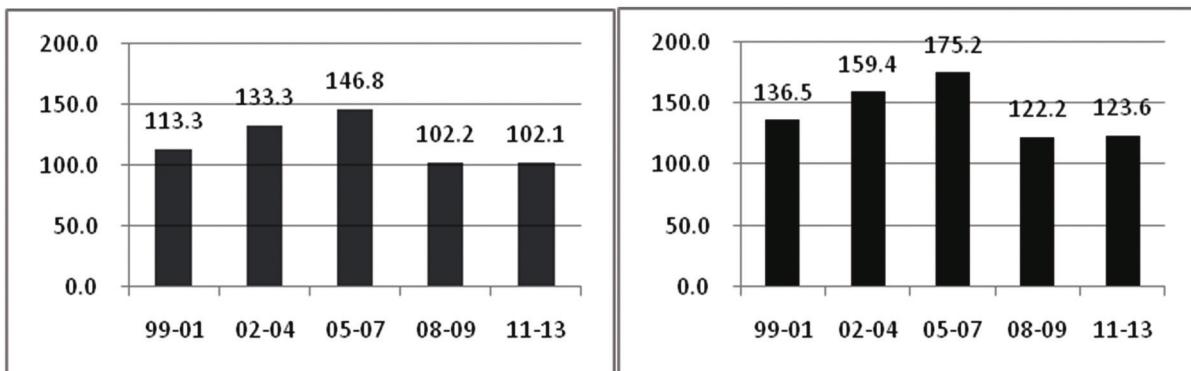
专用设备制造业(35)



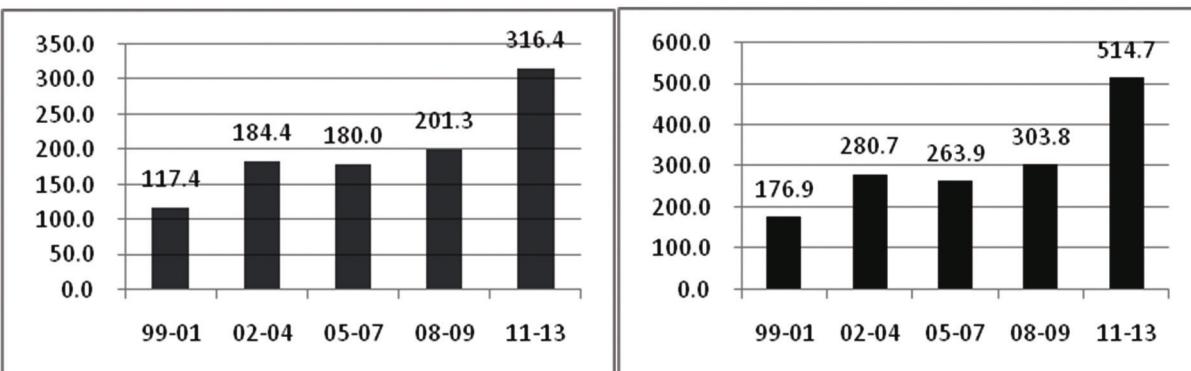
### 汽车制造业(36)



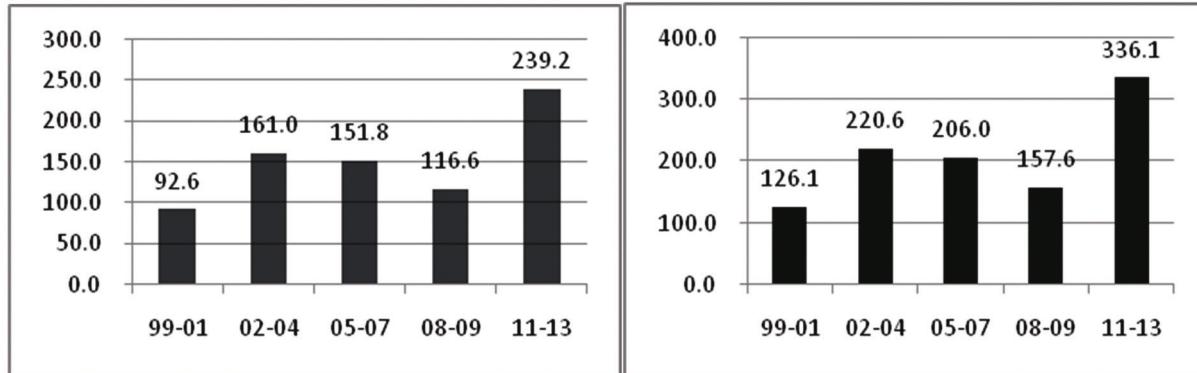
### 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(37)



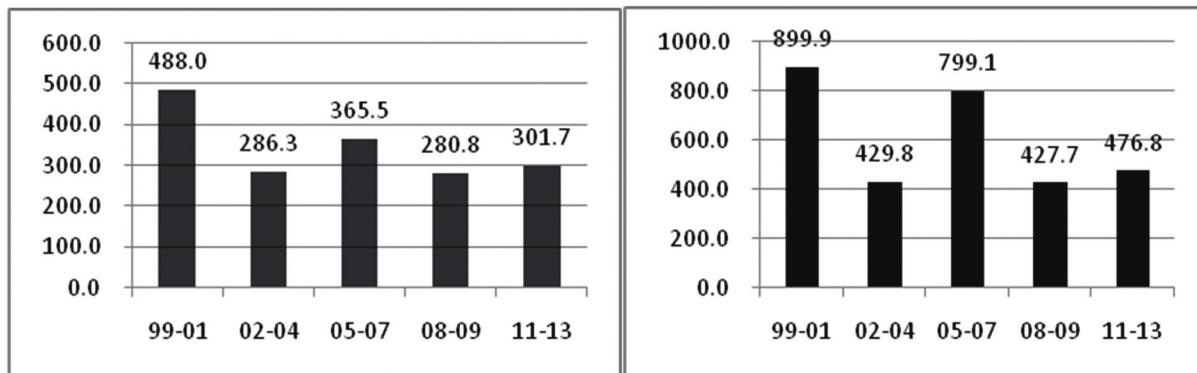
### 电气机械和器材制造业(38)



### 计算机、通信和其他电子设备制造业(39)



### 仪器仪表制造业(40)



## 分报告八

# 全球税收竞争:中国的政策选择

郑新业 张 力

**摘要:**全球化进程的推进正在加强各国对流动性资源,特别是对流动性资本的争夺。本文通过回顾全球税收竞争的基本事实,以及综述学界对于税收竞争的起因与影响的各项研究,分析了税收竞争对一国经济的影响。本文还对“打击避税天堂”以及“全球税收合作”两项有关全球税收竞争的重要现实议题进行了专题分析。面对我国经济增长放缓、社会保障缺失、收入分配不均、环境污染严重等问题,以及全球税收竞争加剧的压力,我国不能对全球税收竞争采取视而不见的消极态度。但同时,以竞争方式作为回应既不具备可行性,对国内经济也是弊大于利。本文提出中国应该将国内税收改革与推行国际税收合作相结合,对内提高个人所得税累进性,设立遗产税、赠与税,提高污染型产品增值税;对外倡导设立G20最低企业所得税率,构建税收信息共享数据库,建立国际财政自动稳定器,以应对国内新主要矛盾,构建共同繁荣、开放包容的世界。

**关键词:**全球税收竞争 全球税收合作 新时代 全球化 流动资本

## 1. 引言和背景

### 1.1 全球竞争的基本事实

#### (1) 全球化进程与全球竞争现状

全球化的进程由来已久,有部分学者将全球化的起源界定在 1870 年左右(如 Bordo et al., 2007)。当前人们普遍认可及关注的全球化进程始于 20 世纪 90 年代冷战结束后,其核心要素是全球范围内的资本流动、劳动力市场国际化、国际信息传递、原料供应、国际经验知识和技术流动等。尽管 2016 年美国总统特朗普推行保护主义政策、英国脱欧等国际政治事件对全球化进程造成了打击,全球化的进程并没有逆转(Bordo, 2017)。“一带一路”倡议的不断推进、金砖国家合作的深化等,正在不断推进全球化的进程。

全球化进程的推进意味着全球要素流动性提高。WTO 等国际组织极大地降低了各国的关税水平,消除了部分投资与贸易壁垒;互联网和信息技术的不断发展也降低了远距离交流的成本,使国际合作和国际信息传播变得更可行;现代物流和供应技术发展也使国际贸易的成本大幅下降。要素流动性增强也促进了各国对流动要素的争夺与国家间的竞争。

资本、贸易、人才三方面的国际竞争是全球化带来的竞争中规模最大、影响最大、范围最大的三类。Ju and Wei(2010)年利用理论模型研究发现,发展中国家较高的资本边际生产率会吸引 FDI 流入,然而在不完善的金融市场建设和不良的政府治理情况下,投资回报率与利率存在差异,会导致资本外流。在金融市场完善、产权保护到位、治理水平较高的发达国家正好呈现相反的双向流动。这项研究的重要之处在于揭示了制度变革和国家治理能力提升对于发展中国家进行资本竞争可能是重要的,通过招商引资政策吸引 FDI 的努力尽管会产生成效,但资本流失问题难以解决。Francois and Hoekman(2010)研究了全球化中的服务贸易流动,指出一国的产业政策、市场开放程度以及贸易成本等,会显著影响一国的国际服务贸易规模。特别地,作者区分了歧视性和非歧视性政策、限制企业进入和影响企业运营的政策几种政策类型。这项研究为各国设定更好的国内政策和国际合作框架提供了帮助。Docquier and Rapoport(2012)的文章将全球化中的人才竞争作为研究对象,综述了人才流失(brain drain)的现状与原因,并通过理论模型分析了人才流

失对各国的影响。一国的教育程度以及工资水平提高会促进高水平人才进入(Grogger and Hanson, 2011)。但 Belot and Hatton(2012)指出语言、文化、地理因素可能比工资、财产、移民政策更影响高水平人才流动。如果这个结论正确,一国通过提供更多的政策优惠和资源以吸引人才的做法可能是无效率的。

## (2) 全球竞争的工具

全球竞争对象存在多样性,本文将分析重点集中在全球资本竞争领域。各国用于全球资本竞争工具是多样化的。

企业投资选址问题一直是学界研究的重点问题之一。其基本逻辑是,企业在满足转移成本约束的条件下,选择最大化投资收益的地区进行投资。相关的考虑要素包括当地劳动力等投入要素成本、可应用的技术、当地市场规模、基础设施建设水平、政府税收与补贴政策、意识形态、产权保护程度与政治稳定性、汇率、环境风险等。

投入要素成本、技术水平与市场规模三者对企业投资选址十分重要,但对于政府而言,这三种要素往往取决于一国的禀赋与发展阶段,难以通过政策手段进行调整。政府主要通过基础设施建设,提供投资补贴,增强产权保护等手段吸引投资。基础设施投资一方面可以降低企业成本,例如为企业提供更便宜的水、电、热,另一方面可以为企业拓宽市场,例如交通系统建设使企业的产品可以以同样的成本销往更大的市场。企业补贴包括对高新技术引进和创新的补贴、对风电、太阳能等环境友好型产品的补贴以及对公共事业和公共服务的补贴等。产权保护则通过健全法制、放开资本管制等手段实现。

除了上述各项政策措施,税收也是国家间以及一国内部各区域间竞争的重要工具,吸引投资的税收竞争工具包括企业所得税率、个人所得税率、税收减免等。已有大量文献聚焦于税收政策对于国家吸引投资的作用(如 Edgerton, 2010; Brulhart and Schmidheiny, 2015; Bond and Xing, 2015 等),也有部分文献直接研究国家间税收竞争对经济增长的影响(如 Padovano and Galli, 2001)。近年来,还有相当一部分文献关注税收工具在国内各地区间竞争的作用。中国的财政分权改革和政治晋升模式极大地促进了地区间竞争程度,有大量学者研究了中国的地区税收竞争问题(如沈坤荣、付文林, 2006; 付文林、耿强, 2011; 谢贞发、范子英, 2015; 刘穷志, 2017 等)。与国内研究相比,国外的研究在“是否存在税收竞争”的问题上还存在较大争议。Lyytik? inen(2012)以芬兰作为对象,研究发现地区间税率的互动性很弱。Chirinko and Wilson(2017)研究认为美国企业所得税率下降是政府对外生

经济冲击的反应,而不是税收竞争的结果。

税收作为政府最常用的财政工具之一,在全球竞争中起到非常关键的作用,并与多项财政政策产生替代或互补的效果,对国内经济表现、国际关系等产生重要影响。本文将基于全球税收竞争的背景,分析中国作为最大的发展中国家,在步入新时代的历史阶段应该如何应对这种竞争。

## 1.2 全球税收竞争的基本事实

### (1) 各国税收竞争的基本情况

世界各国的税收竞争情况是学术界持续关注的重要问题之一。税收竞争可以分为法定税率竞争和有效税率竞争,其中有效税率是指将税收减免和税收优惠综合考虑后的税率,又可以分为有效边际税率(EMTR)和有效平均税率(EATR)。大量的理论和实证方法应用于研究不同国家或地区间的税收竞争情况。从理论角度看,税收竞争可以通过政府间的博弈模型进行刻画,当政府间制定税率的反应曲线斜率为正时,表明政府间进行了税收竞争。从实证角度看,一是可以直接观察各国的企业所得税率是否呈现下降趋势;二是考虑企业所得税收人占税收总收入或GDP的比例是否改变;三是研究政府反应函数的斜率(Devereux and Loretz, 2013)。表1总结了验证全球税收竞争的主要实证研究文献。

表1 全球税收竞争事实的实证研究

研究对象	作者	样本国家	样本年限	是否存在税收竞争?
税率	Bretschger & Hettich (2002)	14个OECD国家	1967—1996	是
	Devereux et al. (2002)	16个OECD国家	1980—1990	是
	Overesch and Rincke (2011)	西欧国家	1983—2006	是
税收比例	Brys et al. (2011)	OECD国家	1980—2010	是
反应函数斜率	Buettner (2001)	德国	1980—1996	是
	Cassette and Paty (2008)	欧洲国家	1995—2005	存在于西欧国家中
	Altshuler and Goodspeed (2015)	OECD国家	1968—2008	是,且美国起领导作用

Bretschger and Hettich(2002)用1967—1996年14个OECD国家数据证明税收竞争确实存在,即全球化导致了企业税率下降。同时,发现了税收竞争同时导致了效率效应和补偿效应。效率效应是指国家利用税收竞争争夺流动性资源,税收

收入下降影响了国家提供公共服务的能力。补偿效应是指国家为了抵御全球化带来的经济风险,增大社会保障力度。Devereux et al.(2002)研究 16 个 OECD 国家的税收制度,发现 1980 至 1990 年代间法定企业所得税率整体下降了。此外,各国的折旧抵税比率下降,表明税基拓宽。然而,整体而言有效边际税率没有下降。相反,有效平均税率下降了,且下降幅度随企业利润水平上升而增大。企业所得税收收入占 GDP 比例并没有下降,尽管企业所得税收收入占总税收收入的比例下降了。Brys et al.(2011)研究了 OECD 国家的税收政策变化趋势。研究结论主要包括三点:1、1980 年以来 OECD 国家整体降低了税率,扩大了税基。作者以个人所得税、企业所得税、股息税、税负水平、增值税与商品与服务税(VAT & GST)等展示了普遍的下降趋势。2、由于税基扩大,税率普遍下降并没有导致税收占 GDP 比例下降。3、广税基的税种,例如增值税和商品与服务税,其收入占比上升。与上述研究不同,Buettner(2001)利用空间工具变量回归方法研究了地区间税收政策之间的策略互动行为。他的研究表明税收竞争是显著的,表现为一个地区会对同一区域内其他地区的税收政策作出正向反应,但会对区域外的地区的税收政策作出负向反应。Altshuler and Goodspeed(2015)在研究策略互动行为时,考虑了博弈的领导者模型,并通过数据发现了美国在 OECD 国家税收竞争中的领导者地位。Overesch and Rincke(2011)同样得到了支持税收竞争存在的计量结果,并发现税收竞争使西欧国家的法定税率在 1983 至 2006 年间额外上升了 12.5 个百分点。

上述研究都表明税收竞争是广泛存在的。随着税收竞争领域研究的深入,已有部分研究者注意到并不是所有国家或地区都会使用税收作为竞争流动性资本的工具,诸如产业集聚程度、资本管制程度、政治制度等的不同都会影响政府采用税收竞争工具的意愿和能力,一国的规模和政治制度也会显著影响一国的税收竞争模式。国家异质性被纳入研究的考虑中。Devereux et al.(2008)发现 OECD 国家中的开放国家,例如不存在资本管制的国家,会同时在有效边际税率和法定利润率上进行竞争。Cassette and Paty(2008)利用 1995—2005 年欧洲国家数据,通过考察各国税收政策制定之间的策略互动关系,发现税收竞争存在于西欧国家,但在东欧国家中不存在。

## (2) 全球税收竞争的基本特点:

延续前人的研究,本文以 OECD 国家为样本,考察了 2000 年至今各国企业所得税率的变化情况。假定税收竞争存在,全球税收竞争将可能呈现以下三种特点:1、国家间的税率将呈现系统性下降趋势;2、国家间税率的演变趋势会协同;3、各

的税率会收敛(Stewart and Webb, 2006)。

图 1 显示,自 2000 年以来,国家间平均企业所得税率进一步下调,截至 2017 年平均税率下降到 24% 左右。企业所得税的系统性下降趋势存在。

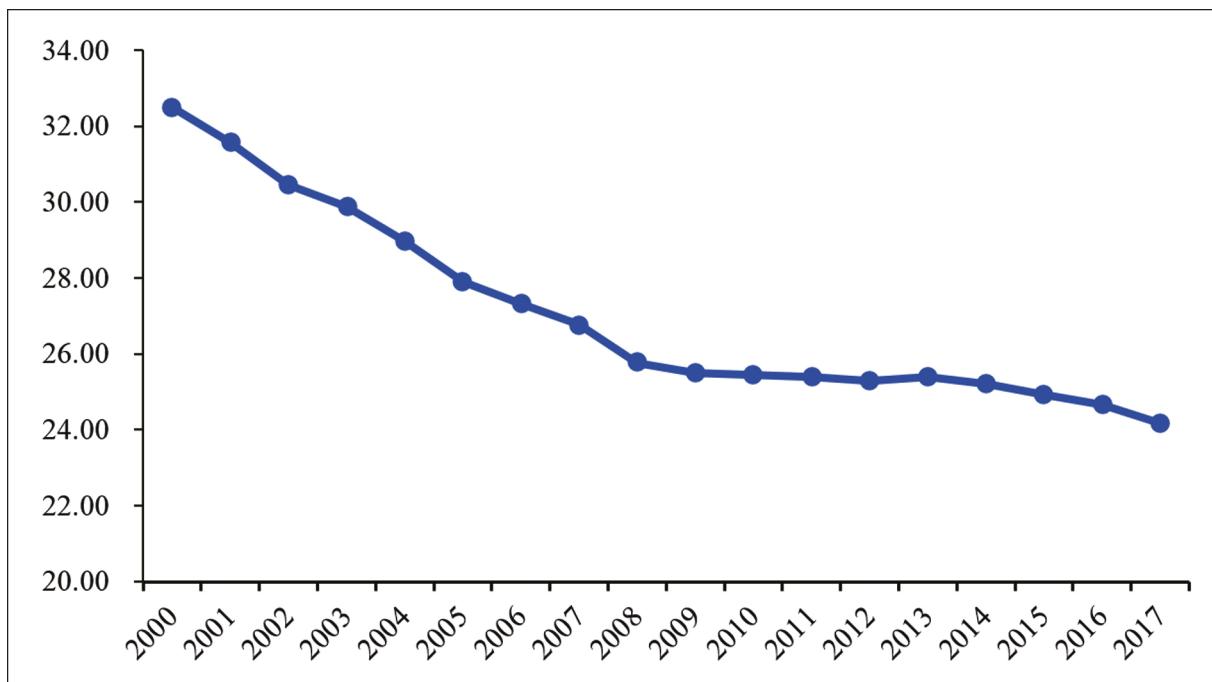


图 1 OECD 国家企业所得税平均税率(%)演变趋势

数据来源:OECD 数据库

此外,国家间呈现税率协同和收敛现象。根据 2017 年各国税率大小,将 OECD 国家分成第一梯度国家和第二梯度国家两类进行分析。如图 2 和图 3 所示,除智利外,OECD 国家,无论是高税率国家还是低税率国家,企业所得税率都呈现系统性下降趋势,其中第一梯度国家税率收敛到 30% 附近;第二梯度国家税率收敛到 25% 附近。一方面,这表明国家间的税收政策可能存在模仿和借鉴的行为,从而在税率的变动上出现协同现象;另一方面,不同国家的税率都收敛至相近的水平,意味着各国的税收竞争可能存在均衡,且国家的税率会不断地向竞争均衡状态逼近。

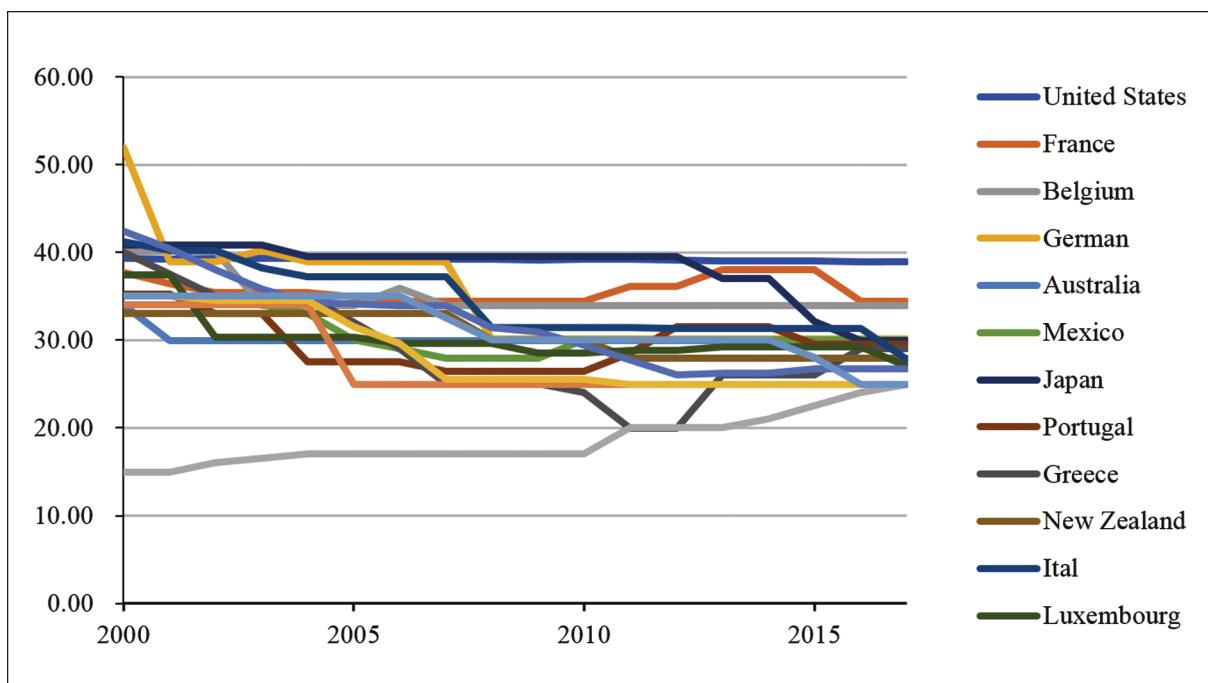


图 2 第一梯度国家企业所得税演变趋势

数据来源:OECD 数据库

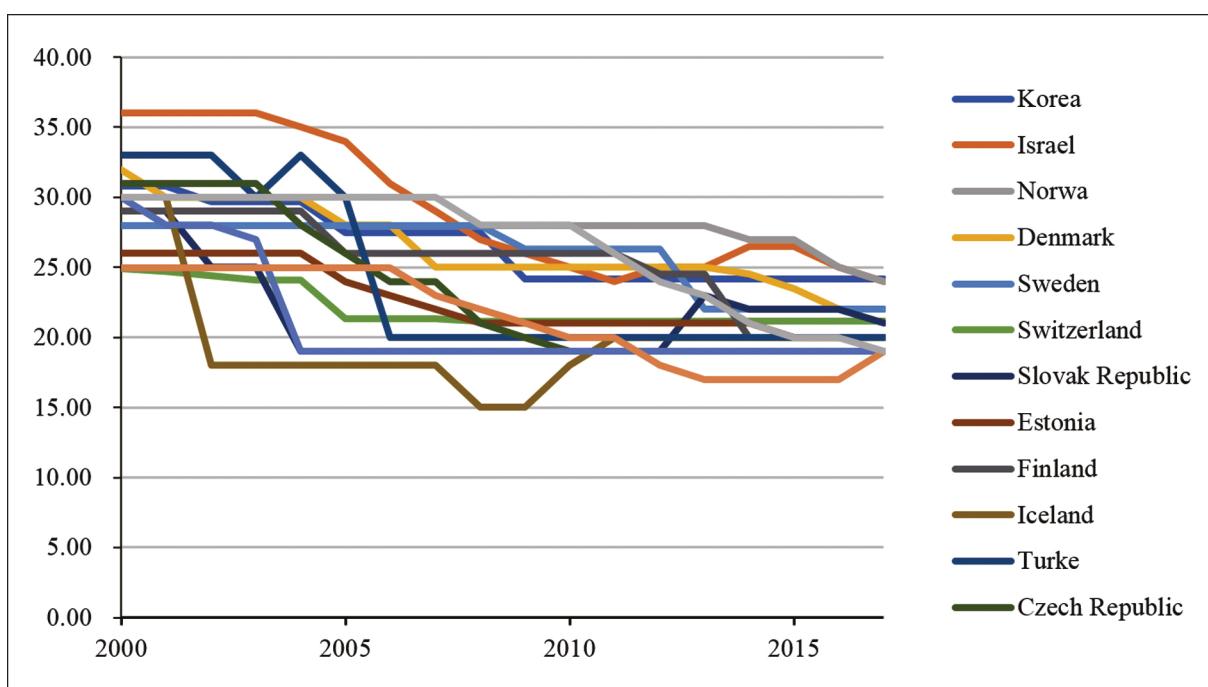


图 3 第二梯度国家企业所得税率演变趋势

数据来源:OECD 数据库

同时我们可以注意到,两个梯度国家税率收敛点并不一致。观察发现,第一梯度国家主要包括美国、加拿大、德国、法国、日本等经济、人口规模较大的国家,而第二梯度国家包括瑞士、瑞典、芬兰、冰岛等规模相对较小的国家。根据上述国家异质性对税收竞争模式的影响,可以认为 OECD 国家中不同的国家属性会影响各国采取的企业所得税率,与 Bucovetsky(1991)的研究成果类似,规模相对较小的国家其税率较低,而规模较大的国家税率较高。

### 1.3 研究全球税收竞争的重要性和意义

#### (1) 全球税收竞争的效率性和公平性争论

根据前人的研究,不同程度的税收竞争正在全球范围内展开。从数据上看,世界整体而言经历了企业所得税率不断下降的时期,且这个过程仍可能不断持续。关键问题在于,全球税收竞争是有效率的吗?

理论上,全球税收竞争可以促进流动性要素在不同国家的流动,提高资本回报率。大量研究也表明,全球税收竞争对于地区经济增长具有一定的促进作用(如 Lee and Gordon,2005)。税收竞争一方面促进了要素的流动和集聚,另一方面鼓励了企业的风险投资和创新行为。但全球税收竞争同样可能导致无效率的结果。税收竞争使政府无法从流动性要素中获得收益,甚至要付出额外的财政成本,这导致政府财政收入下降和公共物品供给不足。然而,这一理论观点也被 Chirinko and Wilson(2017)的研究所挑战。而且,在利维坦政府的情况下,税收竞争可能是约束政府行为的重要手段(Cai and Treisman,2005;Keen and Konrad,2012)。全球税收竞争的效率性争论仍然在持续进行。

事实上,全球税收竞争带来的好处和坏处可能同时存在,但关键问题在于,只有一部分国家、地区以及一部分市场主体获得了全球税收竞争带来的好处,而另一部分国家、地区和市场主体则要承担全球税收竞争的成本,产生了不公平的利益分配效应。比如,Bucovetsky(1991)发现规模小的国家在税收竞争中具有优势,可以从税收竞争中获益,但在竞争均衡情况下,参与竞争的各个国家的总体福利水平下降了。此外,尽管资本可以通过全球流动获得更高的投资回报率,当地的劳动力人群却可能由于公共物品供给水平下降、收入分配难以进行而蒙受损失(Dietsch and Rixen,2016)。Genschel and Seelkopf(2016)指出,从税收竞争中获益的往往是少数群体,而遭受损失的却是更广大的人群。

综上所述,甄别税收竞争的效率性和公平性,消除无效率的税收竞争并建立国际间公平、可持续税收体系,需要我们研究全球税收竞争问题。

### (2) 全球税收竞争与全球税收合作的争论

全球税收合作是全球税收治理的重要内容,然而,在全球税收竞争广泛进行的同时,全球税收合作的进程却相当缓慢和艰难(Genschel and Schwarz, 2011)。全球税收合作有助于消除部分群体在竞争中获得的经济租金,消除全球税收竞争带来的不公平。其次,全球税收合作还可以避免各国税率的“逐底”(race to bottom)竞争,保障税收和公共物品供给水平。最后,全球税收合作还能够有力打击全球范围内的避税行为。Keen and Konrad(2012)指出,设定最低税率,作为国际税收合作的一种形式,可以促进国家福利提升。国际社会如何应对全球税收竞争,如何实现从竞争到合作的转变,需要对全球税收竞争进行分析和研究。下文(第3.2节)还将详细分析全球税收合作问题。

## 2. 税收竞争的理论与实践

### 2.1 税收竞争的成因和条件

#### (1) 争夺资本等流动性要素

Solow(1956)建立的新古典经济增长模型指出资本对于增长的重要作用。资本水平上升一方面能够在短期促进经济增长,另一方面会提升国家经济增长的稳态水平。因此,追求经济增长作为政绩的官员会争夺流动性资本。另一方面,Petchey and Shapiro(2002)的研究表明,政府还可以出于对两个因素的权衡取舍决定该国的税收政策:1、对外来资本的索取。在一定的公共物品供给水平下,征收较高的外来资本所得税可以降低本国居民的劳动所得税收负担,增进本国居民福利;2、对外来资本的外部性的需求。外来资本及其伴随的管理方式、技术与人才可以产生正外部性,正外部性的大小取决于外来资本的规模,虽然过度吸引外来资本也可能导致环境破坏等负外部性。Devereux et al.(2002)也指出,盈利性更强的企业被认为对一国具有更大的正外部性,例如有更好的技术、管理、人才,同时盈利性强的企业流动性也更高,因而政府吸引它们的力度也更大。

在全球税收竞争的环境下,一国政府可能迫于竞争压力而不得不采取税收竞争措施。Yang(1996)通过建立税收竞争模型,发现资本外逃以及税收竞争的威胁

会导致国家的税收扭曲,尽管这会降低全球资本无效配置的程度。实际资本外逃并不一定发生,仅仅由于资本外逃的威胁就会促使税收竞争的展开,且税收竞争程度随着国家数量的增长而上升。

### (2)制度质量、营商环境的不同导致的投资回报率差异

企业选择投资目标地区是综合考虑各项因素以最大化期望投资回报率的结果,并不仅仅考虑地区的税收政策。一国的制度质量和营商环境,包括产权保护程度、法律制度完善程度、国民的契约精神、企业运作中的行政障碍等,都会影响企业对投资选址的决策。当一国在制度质量和营商环境中具有一定的比较优势时,该国即使设定较高的税率也仍然可以吸引到外来投资。

### (3)经济规模、人口规模、地理规模影响要素集聚与潜在市场大小

上述逻辑也可以适用于要素集聚对企业投资决策的影响。根据新地理经济学的研究,要素集聚程度和市场整合程度加强会增大企业集聚的可能。Kind et al. (2000)研究了资本税和所得税对国际资本流动的影响。模型中考虑了运输成本和集聚收益。他们的研究证明,在存在经济集聚的情况下,即使设定较高的税率也可能吸引国际投资,这个效应会随着运输成本上升而减弱,而随着企业间纵向联系增强而增强。Ludema and Wooton(2000)也证明,区域经济市场整合程度提升会降低税收竞争的程度。

## 2.2 税收竞争的影响分析

### (1)税收竞争对投资的影响

税收竞争的一个重要目的是吸引流动性资本,然而在竞争均衡下,各国是否真的通过税收竞争赢得了更高的投资水平?利用 1980 至 2016 年 Oxford University Centre for Business Taxation(CBT)的 48 个主要国家税率数据与 World Bank 数据库中 FDI 占 GDP 比例的数据,可以绘制出 FDI 占 GDP 比重与企业所得税率的关系图。图 4 显示法定税率与 FDI 占比之间存在一定的负相关关系,但效应较弱。利用 OECD 国家 2000—2016 年数据进行相关性回归分析,发现一国的企业所得税率确实与 FDI 水平存在负相关关系(见表 2)。

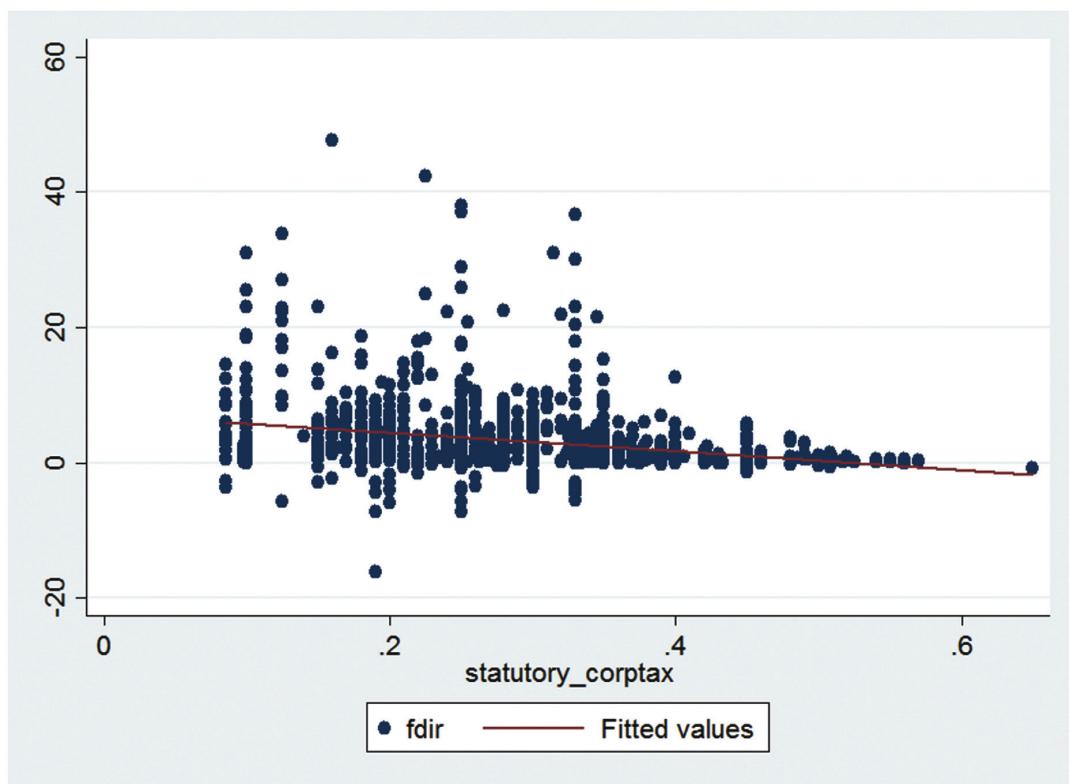


图 4 各国 FDI 占 GDP 比重与法定企业所得税率的关系

数据来源:CBT 数据库,World Bank 数据库

表 2 OECD 国家企业所得税对 FDI 的回归分析(2000—2016 年)

	(1)	(2)
	CTR	Ln(CTR)
lnfdi	-0.341 * (-1.915)	-0.0151 * * (-2.244)
Constant	30.36 * * * (18.78)	3.407 * * * (55.72)
Observations	551	551
Country—effect	yes	yes
R—squared	0.007	0.010
Number of id	35	35

t—statistics in parentheses, \* \* \* p<0.01, \* \* p<0.05, \* p<0.1

以上只是一些简单的相关性分析,表明税率较低的国家总体上确实存在较高的FDI水平,类似的结果已经被大量的文献印证,尽管也有部分文献指出无法得到税率与FDI之间的显著关系(详见表3以及Leibrech and Hochgatterer,2012)。

表3 税收竞争对投资影响的部分实证研究

作者	研究样本	样本期间	对投资的影响	投资的衡量	税率的衡量
de Mooij and Ede-rveen (2003)	25篇研究文献	1984—2001	正	FDI	EMTR、EATR、ATR
Benassy—Quere et al. (2005)	11个OECD国家	1984—2000	正	FDI	显示税率(实际税收与应税收入比例)
Buettner and Ruf (2007)	德国	1996—2003	正	FDI	EMTR、EATR、STR
Strauss—Kahn and Vives (2009)	美国	1996—2001	正	总部选址	Weighted CIT
Feld and Heckemeyer (2011)	45篇研究文献	1984—2009	正	FDI	EMTR、EATR、STR
Klemm and Prays (2014)	40个拉美、加勒比海、非洲国家	1985—2004	正	FDI	CIT、免税期、投资补贴/税收减免
Hunady and Orviska (2014)	26个EU国家	2004—2011	不显著	FDI	EATR、STR

上述研究往往从总体层面考察税收竞争的作用,没有考虑税收竞争效果的异质性问题,近年已有不少文献试图探索这一方向。Azémar and Delios (2008)针对日本企业的选址决策研究税收竞争在发展中国家和发达国家以及在不同政策背景下的异质性效果。研究发现在发达国家税收竞争政策的引资作用减弱。当存在税收饶让(tax sparing)时,法定税率下降不再促进投资。Edgerton(2010)构建了一个企业投资决策模型,研究了企业在不同的现金流下,弥补企业损失的税收抵前(carryforward)和税收抵后(carrybacks)政策对投资的不对称影响。该研究发现在企业经济表现下行阶段,即前人认为税收激励起作用的主要时期,税收政策对投资

的影响是最微小的。这项研究表明税收竞争可能无法起到政策制定者预期的效果。

还有部分研究关注税收竞争的零和博弈属性。Chirinko and Wilson(2008)构建了资本需求模型和 twin—countries 模型,并利用美国 40 个州 1982—2004 年的面板数据,检验税收变量对资本形成的影响。研究印证了税收竞争对吸引投资的作用,然而 twin—countries 模型结果显示,美国各州之间的资本税收政策是一个零和博弈,两个相互竞争的州的资本成本同比例上升,不会促进其中一个州内部的资本形成。Brulhart and Schmidheiny(2015)利用美国分行业数据也证明了各地区之间的税收竞争主要表现出零和博弈的特征,税收竞争不会增大总税基规模。

## (2) 税收竞争对工资的影响

税收竞争主要针对流动性资本进行,但同时会对替代性投入要素——劳动——的供给和报酬产生影响。

Clausing(2013)研究了企业税与工资的关系,试图发现税收竞争对税收归宿的影响。Clausing 指出前人研究受模型设定和数据选择的影响,利用 OECD 国家样本的跨国分析进行研究,发现企业税和工资没有显著的负相关关系。作者提出了几种可能解释:1、真实的企业税收归宿比理论模型的情景更复杂,例如模型中没有考虑投资对劳动的替代弹性、企业负债行为、资本价格变动、其他国家的行为等;2、对经济租征税的下降会提高劳动者分配到的租金,但劳动市场中的套利会使整体工资水平上升效应减弱;3、追随者效应。在这种效应下,不同投资之间根据税率不同存在替代效应,最终税收竞争并不会显著提高投资水平,只是改变投资组合。4、国际避税行为。由于收入的转移可以不伴随实际雇佣行为的转移,部分企业仅仅将其收入和利润转移去低税率国家,企业在当地的员工比例低,从而降低对当地工资水平的影响。

## (3) 税收竞争对创新的影响

税收竞争对创新的影响主要可以分为两类,一类是探究税收政策变动对企业创新活动——通常以 R&D 支出表示——的影响,另一类则是探究税收政策变动对创新成果——如专利和新产品——的影响。表 4 总结了部分重要的实证研究文献:

表 4 税收竞争对企业创新影响的部分实证研究

研究方向	作者	研究样本	样本期间	对创新的影响	创新的衡量	税收竞争的衡量
对企业创新活动影响	Bloom et al. (2002)	OECD 国家	1979—1997	正	R&D 支出	R&D 用户成本
	Wilson (2009)	美国	1981—2004	正	R&D 支出	R&D 税收减免
	Rao (2016)	美国	1981—1991	正	R&D 强度	利用合成的税率变动作为 IV
对企业创新成果影响	Atanassov and Liu (2015)	美国	1988—2006	正	专利数量、引用数量	企业所得税率变化
	Mukherjee et al. (2017)	美国	1990—2006	较弱的正效应	专利数、引用数、R&D 占销售比例	边际企业所得税率变化

Bloom et al.(2002)的较早期研究发现在 OECD 国家中税收竞争对于 R&D 支出的促进作用十分有限,短期弹性仅约为 -0.1 左右。Wilson(2009)利用美国各州 1981—2004 年数据进行面板数据研究,探究了 R&D 税收减免对 R&D 支出规模的影响,并考虑了空间溢出效应。研究表明,一个地区的 R&D 税收减免确实会导致 R&D 支出规模上升,但同时会降低其他地区的 R&D 水平,针对创新活动的税收竞争同样表示出零和博弈的属性。Rao(2016)利用工具变量方法衡量了税收减免对企业 R&D 强度(R&D 支出占营业收入比例)的影响,发现税收减免促进 R&D 活动。

Atanassov and Liu(2015)的研究表明税收下降能够显著提高企业创新成果的数量和质量,而税收上升却不会产生显著的负向影响。作者提出税收减免增加了企业可用于创新活动的资源,而不需要把资源耗费在避税行为上。此外,管制程度弱的企业以及财务压力较大的企业,税收减免对企业创新活动的促进作用越强。与他们的研究结论不同,Mukherjee et al.(2017)研究发现企业所得税的上升会在专利、研发支出和新产品的引入三个方面降低企业的创新能力,而税率下降对企业创新的促进作用有限。作者验证了多种企业所得税对创新活动的影响途径。首先,作者考虑存在税收和职业选择的内生增长模型,发现税率上升使更少创新者选择从事创新活动;此外,作者研究发现税率累进性增强影响了企业从事高风险研究

活动的激励；另外，作者根据 Himmelberg and Petersen (1994)、Heider and Ljungqvist(2015)提出的税收对企业融资结构的影响，发现税收导致企业形成了不利于创新的融资结构。

#### (4) 税收竞争对经济增长的影响

从上文可以看出，整体而言企业税负下降对于企业创新活动和创新成果有正面影响。考虑到企业创新对经济增长有着显著的促进作用，税收竞争可能对经济增长有促进作用。此外，税收竞争在一定程度上减少了税收对劳动、资本供给的扭曲，并降低了全球资本配置无效率的程度。“税收竞争—经济增长”的关系也被大量研究所证明。

Padovano and Galli(2001)利用 1950—1990 年 OECD 国家数据研究了所得税率和经济增长的关系，发现所得税率上升会降低经济增长速度，与传统内生增长模型的结论相符。Lee and Gordon(2005)利用 1970—1997 年 70 个国家的跨国数据，以工具变量法研究了税收体制与经济增长之间的关系，发现企业税率与经济增长之间呈显著负相关关系，企业税下降 10 个百分点将使经济增速上升 1.1%~1.8%。作者提出了税收影响增长的三种途径：1、税收竞争促进资本、教育等要素集聚；2、税收的逆周期属性使其调节经济增长表现；3、税收下降促使企业更多地进行风险活动，促进创新创业。Cheng and Pu(2017)研究了中国地区竞争中税收对经济增长的影响，由于户口制度限制，居民“用脚投票”的能力受到限制，一个地区的劳动所得税率对其他地区的劳动所得税率没有显著影响，但资本所得税率之间表现出“逐底”竞争属性。两类所得税率下降都会显著促进经济增长。

然而，Koethenbuerger and Lockwood(2010)的研究发现，在随机经济冲击的影响下，企业将在各个国家分散投资以降低总体风险水平。回报率下降的负外部性将抵消资本流入的正外部性。当随机经济冲击带来的风险足够大时，在税收竞争反而恶化一国经济增长状况。

#### (5) 税收竞争对收入分配的影响

尽管税收竞争可能促进了一国或一个地区的经济增长，但税收竞争的福利效应仍然存在较大争论。特别地，正如上文指出，税收竞争可能导致不公平的结果。已有部分研究从收入分配的角度出发考察税收竞争对社会公平的影响。

研究税收竞争对收入分配的影响主要有两类理论：效率机制 (efficiency thesis) 和补偿机制 (compensation thesis)。效率机制强调税收竞争对政府财政能力的负面影响，认为税收竞争导致税收下降，限制了政府的抵抗风险、提供公共物

品和再分配的能力,增加了社会成本。S? rensen(2004)通过一般均衡模型验证了不受约束的财政竞争会引发政府高水平的基建支出以及低水平的资本税收和再分配水平;税收竞争不仅影响公共品的提供,更严重的是加剧了收入不平等。Hines(2006)反对效率机制,认为税收竞争基于三种原因反而会增强政府提供社会保障的能力:一是企业所得税只占一国税收收入的小部分;二是数据表明,竞争中税率并没有大幅下降;三是税收竞争通过刺激流动性要素进入,扩大了国家经济规模,强化了财政能力。Batina(2012)的研究得到了类似结论,认为税收竞争能够带来流动资本的持续流入,从而提高国内工资水平和储蓄水平,并由此为社会保障项目提供更多资金,对收入分配起到促进作用。补偿机制则强调在民主制国家中,中间选民往往是收入水平偏低、主要获取劳动收入的人群,他们会通过政治过程要求政府提供更高的社会保障和福利水平,以补偿其在全球化进程和税收竞争中蒙受的损失。Agell(1999)认为在税收竞争下,流动资本的风险减小,但其他要素的收入风险上升,使得社会对保险和监管政策需求增加。

Breitschger and Hettich(2002)用1967—1996年14个OECD国家数据发现了税收竞争同时导致了效率效应和补偿效应。一国的企业所得税上升导致资本外流,会产生全球财政正外部性,因为各国的税基都得到拓展。同时劳动所得税率上升,作为对资本所得税的替代。为了补偿当地居民,政府会增大公共支出水平。Genschel and Seelkopf(2016)指出,前人对于效率机制和补偿机制的研究忽略了国家规模对税收竞争影响的作用。他们指出,税收竞争确实限制了一国自由选择企业所得税率的能力,但税收竞争可能会增大小型国家的财政收入,并降低国民对福利和社会保障的需求,在这种情况下效率机制和补偿机制都不起作用。

#### (6) 税收竞争对经济波动的影响

所得税作为自动稳定器的重要组成部分,对于一国的经济波动及其整治具有影响。如果税收竞争降低了一国的税收规模,将会减弱税收稳定器的作用。在经济下行或经济危机阶段,税收竞争对财政自动稳定的负效应更为显著(Chirinko and Wilson,2017)。另外,当一国出台税收竞争政策,由于财政外部性的影响,将会有对他国经济构成外生冲击。一方面,一国的税率下降可能会引致竞争国家的资本外流,降低竞争国家的资本投入,影响他国经济增长;另一方面,一国税率下降可以促进科技创新活动,并通过信息溢出效应产生正外部性。税收竞争通过增大一国对流动性资本的吸引力,使国内经济与国际经济的联系更紧密,国际经济波动更容易向国内经济传导。最后,Ben Zeev(2017)研究了资本管制对全球性波动的吸

收效应,认为资本管制限制了一国经济的负债水平,通过“去杠杆”方式降低了全球经济波动对本国经济的影响。应用同样的理论逻辑,由于税收竞争会促进企业的负债行为,很可能会加剧经济波动。

### 3. 税收竞争的政策研究

#### 3.1 打击避税天堂

避税天堂(tax heavens)是指税率很低、甚至是完全免征税款的国家或地区。避税天堂是税收竞争发展到一定阶段的产物,也是税收竞争的一种特殊形式。根据上文分析,避税天堂与税收竞争的无效率、不公平现象紧密相关。2009年4月,在二十国集团会议上,打击避税天堂成为二十国集团关注的议题之一。

##### (1) 什么样的国家能成为避税天堂?

不对称税收竞争理论认为,大国和小国的资本对税收的弹性不一样,前者均衡时的税率更高。小的国家则能够在税收竞争中获得优势,因为相比规模更大的国家,小国由于税率下降导致的财政收入影响较小,相反,外国资本流入还可能扩大总税基规模,实现税收规模上升(Genschel and Seelkopf, 2016)。Suzuki(2014)通过对比亚洲各国税率验证了这一理论。他的研究还发现,当一国的资本津贴较为丰厚时,税收优惠期内,有效边际税率和平均税率并不是下降,而是上升的。这意味着政府在税收优惠期内会理性选择,避免参与税收竞争带来的损失。

Dharmapala and Hines(2009)研究发现,除了一些小的、富裕的国家容易成为避税天堂外,治理好的国家、人口少的国家也更倾向于成为避税天堂。这表明合理的税收政策选择范围受到治理质量的制约。原因在于治理能力强的国家能较好地阻止企业逃税、避税行为,从而有更大的税率下调空间。

Mara(2015)研究发现,减税政策并不足以使一个国家变成避税天堂,尽管企业所得税的下降有助于吸引更多的资本,但影响最大的变量还是服务占GDP的比重。其次,人口多的国家和贫困国家无法成为避税天堂,因为这些国家需要足够的税收收入实行再分配。

Konrad and Stolper(2016)建立避税天堂与投资国的博弈模型,研究了国家在面临国际社会惩罚的情况下,选择成为避税天堂的行为模式。在成为避税天堂存在两部制成本的情况下,国家会根据不同的成本情况选择是否成为避税天堂,影响

因素包括各国税率以及国际社会的惩罚力度等。

### (2) 避税天堂的影响

避税天堂首先会对各国的有效税率产生影响。Jaafar and Thornton(2015)利用欧盟 14 国、挪威和斯堪的纳维亚 2001—2008 年公共企业和私人企业数据,研究了避税天堂对于母国税收系统以及有效税率的影响,发现避税天堂会降低企业所得税率,且私人企业的企业所得税率要低于公共企业的企业所得税率。另外,母国的税收制度、税收申报制度,也影响企业所面临的税率。

从经济发展层面看,有大量研究指出避税天堂会对一国经济产生不利影响,主要原因在于避税天堂导致了资本外流和国际避税行为。Krautheim and Schmidt—Eisenlohr(2011)研究表明,在大国与税收天堂的竞争中,大国中企业异质性越高,则税收竞争和资本外流的情况会越显著。Radu(2012)认为避税天堂会严重影响高税收国家的收入预算;引发逃税行为,特别是资本的合法或非法转移;引发金融不稳定乃至金融危机。税收正义联盟(Tax Justice Network)估算避税导致全球税收损失了将近 2550 亿美元;OECD 国家估算全球避税天堂吸纳的资本达到 5 至 7 万亿美元的规模。避税天堂产生的一系列不利效应也是国际社会打击避税天堂的主要原因。

然而,也有研究指出税收天堂带来的投资促进效应比税收缩减效应更强,避税天堂对世界经济产生了促进作用。Desai et al.(2006)和 Hong and Smart(2010)的文章注意到避税天堂的国家规模较小,更多地影响大企业的虚拟投资行为,即账面利润和账面资产转移,而不会改变实际投资的分布,因此避税天堂实际上使企业的实际投资选址更少地受当地税率影响。

### (3) 打击避税天堂的努力

Elsayyad and Konrad(2012)运用存在忠实顾客的伯川德博弈模型(Bertrand model with loyal customers)研究发现:1、打击避税天堂国家,必须同时向所有税收天堂提出经济赔偿以终止其税收天堂活动,并在所有国家都接受补偿以后才实施。只有这样才可以最优化社会结果,否则仍然在位的税收天堂会获得市场势力和垄断租金,让它们放弃低税率措施需要付出极高的成本。2、如果对所有避税天堂国家形成一个同时多边协定是不可行的,则对不同避税天堂的谈判顺序也会影响打击税收天堂的总成本。应该首先打击具有较强市场势力的避税天堂。

## 3.2 全球税收合作

全球税收合作是伴随全球税收竞争产生的主要议题。如前所述,税收合作的

进程相对于税收竞争而言更缓慢,但税收合作在近年国际金融经济危机后,已经得到了各主要经济体的广泛重视和推进。

### (1) 全球税收合作的形式

应对全球竞争的政策通常可分为单边政策和多边政策。全球税收合作主要包括多边政策。从政策目标划分,全球税收合作可以分为两类:一类是降低各国税率差距;另一类是加强对跨国企业收入的监管和征税的力度(Genschel and Schwarz, 2011)。

第一类税收合作方式主要通过设立国际共同最低税率实现。正如上文所述,在一个非对称税收竞争框架下,规模较小的国家可能在税收竞争中获得优势,并有动机设立更低的税率以吸引投资,促进国内发展。在这种情况下,推进各国设立共同最低税率可能需要国际社会或大国对这些国家实施经济补偿或威胁。

第二类税收合作方式主要通过各国订立多边协议,交换跨国企业的经营收入信息来实现。通过信息交流可以实现对本国纳税人的国外收入的有效监督,从而减少国际税收套利和国际避税行为的发生。

相比较而言,设定共同最低税率除了影响小国的利益,还会影响各国政府对本国税收政策的主权,因此在实践中难以推进。相反,信息交流是更容易实现的税收合作形式。

### (2) 全球税收合作实践

Devereux et al.(2002)总结了三次欧美国家的税收合作案例:1、1997 年欧盟界定了 60 余项可能导致利润转移并侵蚀税收收入的有害政策安排。2、2000 年 OECD 国家界定了成员国税收优惠以及税收天堂这两类有害的税收实践。OECD 国家对税收天堂地区进行了罚款并成功减少了税收天堂的数量。3、建立欧盟的统一税基以及分配公式。欧盟建立统一的规则核算各国企业在全欧盟范围内的收入,但各国仍然保有设定企业所得税率的主权,从而无法消除税收竞争。Genschel and Schwarz(2011)也总结了一系列欧美国家税收合作的案例,但绝大多数都是增强各国信息交流的实践(例如 1973、1989、1996、2004 年在欧盟、OECD 国家、7 国集团、20 国集团等范围内实施的税收合作),仅有 1991—1992 年,欧盟国家同意设立统一的增值税和消费税率。

### (3) 如何实现更好的全球税收合作?

尽管全球范围内的税收合作实践还较少,理论界对于税收合作的研究却日益丰富,这为我们设立更好的全球税收合作模式提供了一定的指导。

Burbidge et al.(1997)的研究表明,税收合作尽管会促进合作国家的福利,但相比而言非合作国家的福利上升程度更高,意味着各国会陷入搭便车的困境中——没有国家自愿实施税收合作。Keen and Konrad(2012)的理论模型研究得到了类似的结论。基于 Elsayyad and Konrad(2012)的逻辑,部分的国际税收合作总是不合意的,因为这会导致仍然在位的避税天堂等采取税收竞争策略的国家获得更大的市场势力。S? rensen(2004)构建了税收竞争和税收合作的一般均衡模型,研究发现在资本完全流动的条件下,国家内部各地区之间的税收合作也会带来收益,但相对于全球税收合作带来的收益仅仅是一小部分。但当资本流动性减弱时,国家内部税收合作的相对收益会增大。以上研究均在一定程度上证明,全球税收合作,如其字面含义,只有在全球各国共同推进下才能获得最优的结果。然而,多边合作往往会产生极其高昂的交易成本,在信息不对称的情况下,税收合作更难维持。

Zucman(2014)提出建立全球金融资产登记系统,使所有流动性财产也纳入政府登记。所有企业根据其在全球进行的经济活动和获得的收入进行纳税。只有当一国同意参与全球金融资产登记,才允许资本的自由流动,并对不参与合作的国家实施严格资本流动管制,从而促进全球合作的实现。Felber(2017)提出可以通过对流入税收天堂的资本征收高额费用,或取消税收天堂国家的银行通过国际清算银行交易的权利来实现资本流动管制的目的。Felber(2017)还提出建立全球统一税收系统,应用填补方法(imputation method)将企业在所有国家获得的收入按照母国的标准征税。最终这项措施将消除企业利润转移与总部迁移的激励,从而使税收竞争得到治理。

## 4. 新时代下重新审视中国的税收政策

在党的十八大以来,在习近平中国特色社会主义思想的指导下,党和国家统筹推进“五位一体”总体布局、协调推进“四个全面”战略布局,在全面深化改革、经济建设、民主法治建设、思想文化建设、生态文明建设等方面取得了巨大成就,人民生活不断改善,中国特色社会主义进入新时代。在新时代下,我国的税收政策面临新的约束,具有新的目标。

### 4.1 税收政策的新约束

#### (1) 新治国理政思想分析

经济新常态是新治国理政思想的重要内容。一方面,经济新常态概括了中国

当前经济总体运行情况以及未来的发展趋势；另一方面，经济新常态概括了中国的经济社会发展结构性问题，指出了我国经济建设在适应社会发展需求和人民美好生活需要上的新功能。经济新常态的一大特征是经济增长速度放缓，从高速增长下降至中高速增长水平（见图 5）。经济增长速度放缓并不意味着中国可以放任经济增长的不断下滑，相反，新常态下中国经济增长的必要性仍然十分突出。2016 年，我国人均 GDP 约为 8866 美元，排名世界第 69 位，与发达国家还存在很大差距。从基础设施建设、城市化发展等角度看，由于地区差异显著，总体而言水平还十分落后。我国仍然是一个典型的发展中国家。另外，经多位学者测算、讨论，要实现“两个一百年”奋斗目标，从 2020 到 2050 年的经济增长速度仍然要维持在 4% 至 5% 甚至更高的水平<sup>①</sup>。我国经济增长压力仍然十分巨大。

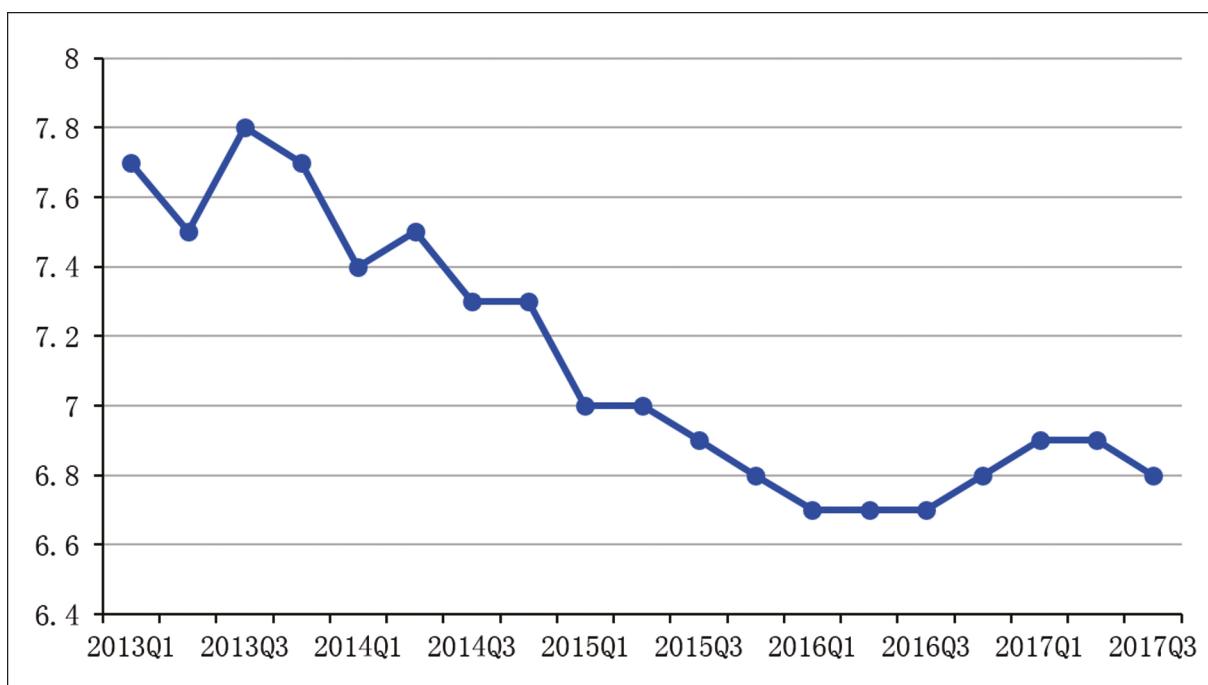


图 5 2013 年至今我国季度 GDP 增速(%)

数据来源：国家统计局

创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念是新治国理政思想的引领。在这种新发展理念下，创新驱动发展将逐步替代以往要素驱动、投资驱动的发展模式，促

<sup>①</sup> 财新网.《多名学者展望中国经济增速：目标既定，分歧何在》. 2017.11.03. <http://opinion.caixin.com/2017-11-03/101165060.html>

进创新发展动力成为重点。协调发展强调消除过去发展中的结构性问题,推进市场供需结构匹配。绿色发展强调限制、淘汰高耗能、高污染产业,减少污染型产品消费。开放发展突出了我国继续推进“一带一路”建设、推进多边国际贸易的重要性,开放发展一方面强调中国企业要“走出去”,参与世界基础设施建设,另一方面也表明我国经济将不断融入世界经济体系,需要警惕世界经济波动对国内经济的影响。共享型发展强调消除发展的人群间差异和地区间差异,强调实施更好的社会保障和收入分配政策,把蛋糕分好。

## (2)新主要矛盾分析

进入新时代,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。新的主要矛盾具有三方面重点内容:一是人民从过去对物质文化的需要发展为对美好生活的需求。美好生活需要是多样化、多层次的,包含对更稳定的工作、更满意的收入、更完善的社会保障、更好的教育医疗服务等的需要。二是不平衡的发展现状,体现为我国居民收入不平衡、城乡发展不平衡、地区发展不平衡。我国基尼系数从2003年至2016年一直维持在0.46以上的高位,个人收入差距较大。从城乡层面看,2015年城镇居民人均可支配收入约为农村居民的3倍。另外,农村居民人均消费支出占人均可支配收入的80.75%,而城镇居民的比例仅为68.58%,表明城镇居民可以把更多的收入用于消费以外的投资、储蓄等功能。从地区层面看,2015年上海人均可支配收入49867.2元,为西藏(12254.3元)的4倍<sup>①</sup>。不平衡的发展要求我国增强财政工具的再分配功能。三是不充分的发展现状。不充分往往意味着“有而不优”。我国教育、医疗等公共服务质量仍然有待提升;环境治理和改善仍然有待加强;技术创新与科技进步仍然有待发展。

## 4.2 税收政策的新目标

基于上述对新时代税收政策新约束的分析,可以总结得出我国税收体系需要实现的新目标:一是保持经济增长动力,二是提供社会保障资金,三是应对收入分配问题,四是助力环境污染治理。

### (1)保持经济增长动力

根据上述研究,税收政策的调整会对经济增长产生影响。我国现行税收体系以增值税为主(见图6),而增值税实行单一税率,违背了税率高低与产品弹性负相

---

<sup>①</sup> 本段所引数据来源:国家统计局。

的税收原理(郑新业、张力,2017)。同时,我国企业所得税和个人所得税规模相对较小,税率相对偏低,累进性较弱,能够减少对劳动和资本要素投入的扭曲,对经济增长有一定促进作用。然而,我国宏观税负在近年迅速上升,按照政府收入与同期GDP比较的大口径宏观税负衡量,2014年我国宏观税负达到38.5%,远超过1997年的14.8%的水平(杨灿明、詹新宇,2016)。基于上述税收竞争对经济增长影响的文献结论,我国应该通过降低企业所得税率的方式降低宏观税负,释放经济增长动力。

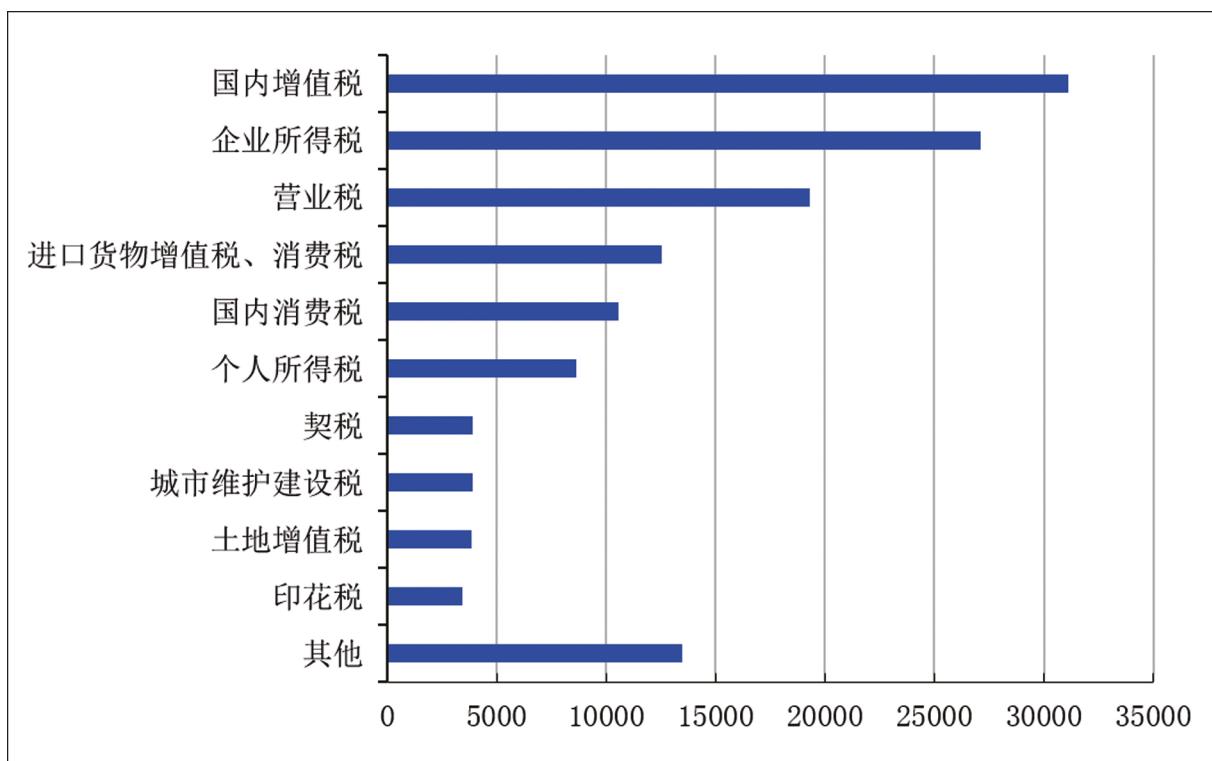


图 6 2015 年我国税收结构(亿元)

数据来源:国家统计局

## (2) 提供社会保障资金

我国社会保险基金补助、最低生活保障支出、救助支出等均通过财政资金支付,而税收收入是一国财政收入的主要组成部分。特别地,在我国社会保险基金年度结余额于近年不断下降的情况下(见图 7),维持税收收入规模对于提供社会保障资本极其重要。

降低税率并不一定导致税收收入减少,关键在于能否有效扩大税基。一是在

降低整体税率的情况下减少税收减免等政策工具的使用;二是通过降低税率切实吸引到更多的外来投资。

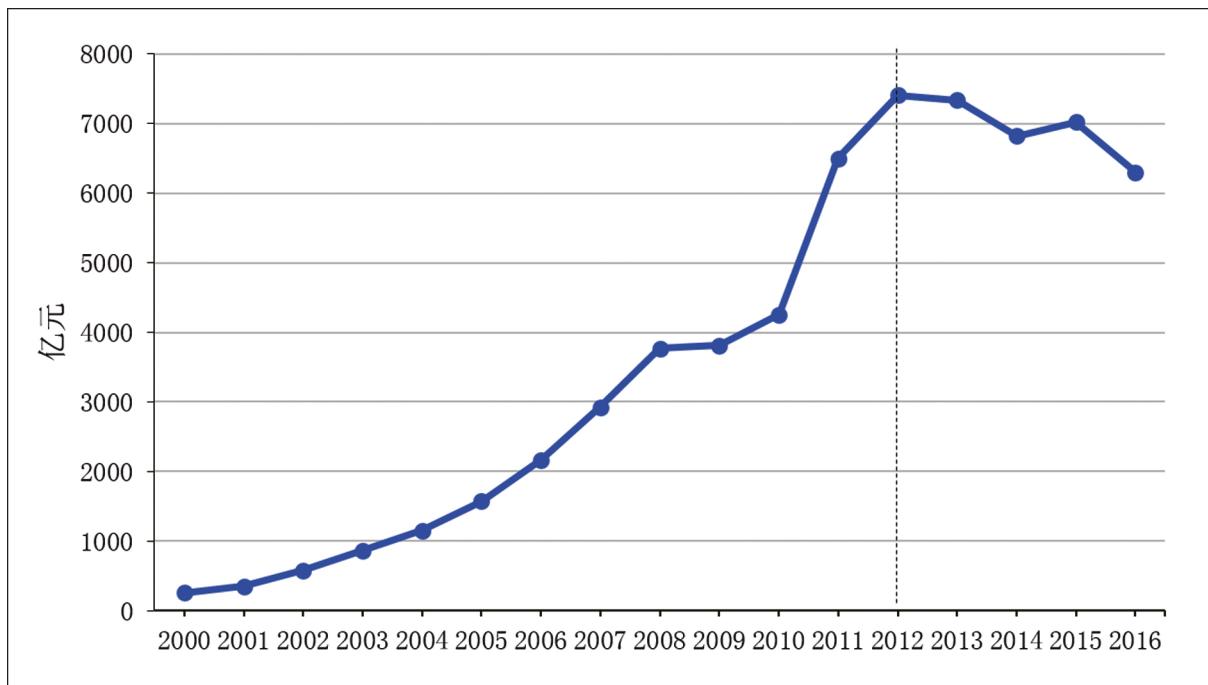


图 7 我国社会保险基金年度结余(亿元)

数据来源:国家统计局

### (3)应对收入不平等问题

税收可以从多个维度应对收入不平等情况。首先,通过征收累进性更强的个人所得税,以及对资本所得征收更高的所得税率,可以使富人纳税比例上升,缩小贫富差距。其次,通过开征遗产税和赠与税,防止财富的代际传递,降低代际不平程度。再次,通过提高奢侈品的消费税率,可以有效降低贫富群体之间消费不平等状况。最后,通过扩大税收收入增加教育的均等化供给,以教育平等化促进收入平等化。

### (4)助力环境污染治理

税收还应该承担环境污染治理功能。其基本逻辑是,通过调整不同污染程度产品的边际税率影响产品价格,在价格机制的作用下实现消费减少、供给下降,从而降低污染物排放。一种方法是开征碳排放税、污染物排放税等税种提高产品的价格,另一种方法则是直接提升污染型的产品的增值税率。具体而言,提高污染型产品增值税率会对更大范围产品的价格产生影响,但同时无法针对不同污染程度

征收不同税率。

### 4.3 税收政策改革方向

基于上述新约束和新目标,可以确定一系列潜在的税收政策改革方向。关键问题在于,要同时满足上述约束、实现上述目标,必须综合使用各项税收工具,进行多项税收改革。在这些税收工具和税收改革措施的组合下,我国税收制度是否具有减税空间以参与全球税收竞争?表 5 整理了当前应对我国税收政策新目标的可行改革措施及其对整体税率的影响。

表 5 税收改革方向与潜在税率影响

改革措施	政策目标				对整体税率 影响
	经济增长	社会保障	收入分配	环境治理	
降低企业所得税率	✓	—	—	—	下降
降低非污染型产品增值税率	✓	—	—	—	下降
增强所得税累进性	✗	✓	✓	—	上升
开征遗产税、赠与税	✗	✓	✓	—	上升
提高奢侈品消费税率	—	—	✓	—	上升
开征碳税	✗	—	—	✓	上升
提高污染型产品增值税率	✗	✓	—	✓	上升
削减税收减免	✗	✓	—	—	上升

注:“✓”表示可以实现该目标,“✗”表示会阻碍该目标实现,“—”表示影响不显著。

从表 5 可以看出,在各项改革措施组合下,对整体税率的影响是不明确的,但总体而言,大部分改革措施都会提高总体税收水平。要应对我国面临的各项经济社会问题,实现税收的四重目标,我国的减税空间有限。换句话说,我国可能不具备参与全球税收竞争的可行性。

## 5. 应对全球税收竞争的政策选择

### 5.1 中国是否应参与全球税收竞争?

2017 年 9 月,美国总统特朗普向国会提出税收改革方案,下调企业所得税率、

个人所得税率、美国企业海外利润税率等,较大幅度降低了美国的整体税率水平。美国此举意在增强美国对投资的吸引力,扩张国内投资规模,促进美国制造业复兴。考虑到美国在全球税收竞争中的领导者地位(Altshuler and Goodspeed, 2015),美国税改将会加剧全球税收竞争,并为我国经济造成外生的财政冲击。在全球税收竞争加剧情况下,我国资本可能会流失海外,本应投资在我国的项目也可能迁移至其他国家或地区。在这种情况下,我国必须对全球税收竞争作出应对。假如中国运用竞争手段,以降低税负等方式参与全球税收竞争,会对国内经济产生怎样的影响?

对于国内投资情况而言,我国作为人口众多、经济规模庞大的国家,在税收竞争中容易处于对“避税天堂”等小国的劣势中。同时,我国税收竞争政策可能无法解决FDI流入的同时资本外流的问题。税收竞争对投资的促进作用可能并不强。

参与税收竞争对工资影响是不确定的。一方面,基于 Clausing(2013)的研究,在劳动力市场套利和追随者效应的作用下,我国的税收竞争政策可能无法提升工资水平。另一方面,由于我国具有广阔的市场,在全球避税行为的作用下,企业可能选择将实际生产雇佣部门转移至我国,这将提高我国工资水平。

在对创新的影响方面,大量文献均认为税收竞争可以促进创新等风险行为的实施,对创新成果而言也有一定的提质增量作用。

税收竞争可能促进我国经济增长。Coulibaly et al.(2017)针对金砖国家的研究表明,商业活动繁荣以及全球化发展通过激发创新和投资、促进要素流动,能够刺激经济增长,而税收竞争正是促进创新、减少要素供给扭曲的重要工具。尽管 Koethenbuerger and Lockwood(2010)的研究表明在随机性经济冲击风险损失足够大时,税收竞争可能会减缓增长,但本文认为中国目前正在努力防范系统性风险发生,目前随机性冲击的风险并无法逆转税收竞争对我国经济的促进作用。

在收入分配层面,补偿机制在我国难以出现,因为我国的政治体制并不适用中间选民定理。效率机制是否发挥作用取决于税收竞争是否影响财政收入规模,即税收竞争对税率和税基的影响的相对大小。我国主要税收以间接税为主,企业所得税占税收所得比重约为18%,规模较小,税收竞争对我国财政能力的影响可能有限。但在一个全球竞争框架下,还需要考虑公共品跨国溢出效应的影响。当溢出效应足够大时,国家之间将产生搭便车问题,公共物品供给不足问题将仍然存在。

在治理经济波动层面,参与全球税收竞争将使我国的经济与世界经济产生更

紧密的联系,从而使世界经济波动更容易传导至我国。

在政府效率方面,一般而言税收竞争会导致纳什均衡下企业所得税率过低、一国财政收入状况恶化、政府职能减弱、效率下降。然而,有部分文献指出税收竞争可能是限制利维坦政府的一种可行工具。对于我国政府的政治属性,本文认为税收竞争更可能恶化政府效率,而不会形成对政府的有效约束。

综合上述文献分析,我们可以对中国参与全球税收竞争的潜在影响进行预测,结果如表 6 所示。中国参与全球税收竞争不仅无法促进投资,并可能以收入分配恶化、经济波动加剧、政府效率下降等作为代价,整体而言弊大于利。

表 6 参与全球税收竞争对我国的潜在影响

参与 全球 税收 竞争	影响对象	预期影响	产生该影响的条件	中国所处的位置
	投资	增长	小国、富裕、治理良好	×
		无显著影响	人口多、贫困的大国;经济下行阶段	√
	工资	无显著影响	劳动力市场可套利、追随者效应、全球避税行为	—
	创新	促进	创新激励提升	√
	经济增长	促进	减少要素扭曲、促进风险创新行为	√
		减缓	随机性经济冲击风险足够大	×
	收入分配	改善	中间选民定理适用的民主制国家;竞争改善财政收入状况	—
		恶化	竞争恶化财政收入状况	—
	经济波动	加剧	促进了资本流动与经济联系	√
	政府效率	提升	利维坦政府	×
		下降	竞争恶化财政收入状况	—

注:“√”表示中国的情况符合前述条件,“×”表示中国不符合前述条件,“—”表示中国的位  
置不明确。

## 5.2 建立国际税收合作新体系

作为世界上最大的发展中国家,我国与世界其他主要经济体之间存在较多利

益共同点。同时,我国正在积极推进“一带一路”建设,我国相当一部分企业、资本、技术都需要“走出去”,在更大的世界舞台上发挥经济建设作用,采取竞争性措施不利于我国企业进行海外投资。我国应该与欧盟等主要经济体一道,倡导国际税收合作,建立国际税收合作新体系。

建立国际税收合作新体系可以在以下几个方面着力:

1、在 G20 集团范围内倡导建立最低企业所得税率。G20 国家的经济总量规模大、人口众多,对世界经济举足轻重。如果在 G20 集团范围内实现最低企业所得税率,将会极大地降低全球税收竞争程度,特别是严重打击实体经济转移行为,保障母国的生产和就业水平。

2、倡导构建全球税收信息共享数据库。税收信息交流是目前主要的税收合作模式,具有相对较强的可行性。但目前税收信息交流也仅仅局限在一部分国际组织和国家集团中。应该推动构建全球税收信息共享数据库,以主要经济体的信息共享为切入点,逐步吸引更多国家参与信息共享。

3、倡导构建“一带一路”沿线国家财政自动稳定器。目前,我国在“一带一路”沿线国家的经济活动日益频繁、经济联系日益紧密、经济影响日益增大,而“一带一路”沿线国家往往是发展相对落后的国家,其政府效率相对低下,财政能力相对薄弱。在这种情况下,通过设定统一的所得税率安排,建立跨国社会救助基金,设立跨国转移支付机制等方式构建跨国财政自动稳定器,能够保障“一带一路”沿线国家的政治稳定、经济稳定、社会稳定,维护我国投资的合法权益,保障当地就业人员的工作和生活。

## 6. 结论与政策建议

全球化进程使世界各国对流动性资源的争夺增强,通过回顾全球税收竞争的基本事实,发现全球税收竞争确实存在,且正在不断深化发展。过去数十年间各国的企业所得税率整体上经历了一个持续下滑的过程。2017 年美国总统特朗普提交降低总体税负的税改方案,也进一步加剧了全球税收竞争态势。

面对全球税收竞争,一般认为我国具有两种应对方式:

1、采取不应对策略。一方面,保持国内税收政策的独立性和自主性;另一方面,在国际关系上寻求独立于税收竞争之外的地位,避免国际关系纠纷。尽管这种策略可以尽量保证国内税收政策的自主性,避免与其他国家陷入恶性税收竞争,但

不应对策略也会损害我国经济。随着中国市场经济发展,中国经济与世界经济的关系愈加紧密。一方面,在外部税收竞争的压力下,中国企业可能会把资产转移海外,引发资本外逃;另一方面,外部税收竞争会影响企业投资选址,使本应落户中国的企业转移至其他国家。为了保障国内经济稳定,中国应该对税收竞争作出应对。

2、采取竞争性策略。通过下调企业所得税率等方式降低企业总体税负水平,以吸引投资。首先,竞争性回应可能进一步导致各国税率的“逐底”竞争,达到偏离最优的“囚犯困境”的结果。同时,面对新时代下中国税收政策的新约束和新目标,大部分税收改革会提升税负总体水平,中国缺乏参与全球税收竞争的减税空间。最后,参与税收竞争会对中国收入分配、经济波动、政府效率等层面产生潜在负面影响,竞争性策略整体而言弊大于利。

由于上述两种应对策略都存在较大的问题,并不是中国的最优政策选择。本文提出第三种应对全球税收竞争的策略——将国内税收改革与推动国际税收合作相结合的策略。

综合上文的分析,我国当前正面临经济增长、社会保障、收入分配、环境治理等国内经济社会问题。同时我国正在不断推进“一带一路”等国际战略,我国企业需要在国际税收合作的帮助下更好地在海外实施投资。就国内税收体制改革,可以采取提高所得税累进性,开征遗产税、赠与税,上调污染型产品增值税率,适度降低非污染型商品增值税率等方式进行;对于国际税收合作,则可以倡导设立G20最低企业所得税率,构建全球税收信息共享数据库,建立“一带一路”沿线国家财政自动稳定器等方式进行。通过国内国际两方面措施下手,可以良好地应对国内问题与全球税收竞争压力,并推进构建共同繁荣、开放包容的世界。

## 参考文献

- [1]Agell, Jonas. 1999. “On the Benefits From Rigid Labour Markets: Norms, Market Failures, and Social Insurance.” *The Economic Journal* 109 (453):143 – 64.
- [2] Altshuler, Rosanne, and Timothy J. Goodspeed. 2015. “Follow the Leader? Evidence on European and US Tax Competition.” *Public Finance Review* 43 (4):485 – 504.
- [3]Atanassov, Julian, and Xiaoding Liu. n.d. “Corporate Income Taxes, Financial Constraints and Innovation.”
- [4]Azémar, Céline, and Andrew Delios. 2008. “Tax Competition and FDI: The Special Case of Developing Countries.” *Journal of the Japanese and International Economies* 22 (1):85 – 108.
- [5]Batina, Raymond G. “Capital Tax Competition and Social Security.” *International Tax and Public Finance*, 2012.19 (6):819 – 43
- [6]Belot, Michèle V. K., and Timothy J. Hatton. 2012. “Immigrant Selection in the OECD.” *The Scandinavian Journal of Economics* 114 (4):1105 – 28.
- [7]Ben Zeev, Nadav. 2017. “Capital Controls as Shock Absorbers.” *Journal of International Economics* 109 (November):43 – 67.
- [8]Bénassy — Quéré, Agnès, Lionel Fontagné, and Amina Lahrèche — Révil. 2005. “How Does FDI React to Corporate Taxation?” *International Tax and Public Finance* 12 (5):583 – 603.
- [9]Bloom, Nick, Rachel Griffith, and John Van Reenen. 2002. “Do R&D Tax Credits Work? Evidence from a Panel of Countries 1979 – 1997.” *Journal of Public Economics* 85 (1):1 – 31.
- [10]Bond, Stephen, and Jing Xing. 2015. “Corporate Taxation and Capital Accumulation: Evidence from Sectoral Panel Data for 14 OECD Countries.” *Journal of Public Economics* 130 (October):15 – 31.
- [11]Bordo, Michael D, Alan M Taylor, and Jeffrey G Williamson. 2007. *Globalization in Historical Perspective*. University of Chicago Press.
- [12]Bordo, Michael D. 2017. “The Second Era of Globalization Is Not yet over: An Historical Perspective.” National Bureau of Economic Research.
- [13]Bretschger, Lucas, and Frank Hettich. 2002. “Globalisation, Capital Mobility and

- Tax Competition: Theory and Evidence for OECD Countries.” European Journal of Political Economy 18 (4):695 – 716.
- [14]Brülhart, Marius, and Kurt Schmidheiny. 2015. “Estimating the Rivalness Of State – Level Inward FDI” Journal of Regional Science 55 (1):139 – 48.
- [15]Brys, Bert, Jeffrey Owens, and Stephen Matthews. 2011. “Tax Reform Trends in OECD Countries.” OECD Taxation Working Papers 1.
- [16]Bucovetsky, S. 1991. “Asymmetric Tax Competition.” Journal of Urban Economics 30 (2):167 – 81.
- [17]Buettner, Thiess, and Martin Ruf. 2007. “Tax Incentives and the Location of FDI: Evidence from a Panel of German Multinationals.” International Tax and Public Finance 14 (2):151 – 64.
- [18]Buettner, Thiess. 2001. “Local Business Taxation and Competition for Capital: The Choice of the Tax Rate.” Regional Science and Urban Economics 31 (2 – 3):215 – 45.
- [19]Burbidge, John B., James A. DePater, Gordon M. Myers, and Abhijit Sengupta. 1997. “A Coalition – Formation Approach to Equilibrium Federations and Trading Blocs.” The American Economic Review 87 (5):940 – 956.
- [20]Cai, Hongbin, and Daniel Treisman. 2005. “Does Competition for Capital Discipline Governments? Decentralization, Globalization, and Public Policy.” American Economic Review 95 (3):817 – 30.
- [21]Cassette, Aurélie, and Sonia Paty. 2008. “Tax Competition among Eastern and Western European Countries: With Whom Do Countries Compete?” Economic Systems 32 (4):307 – 25.
- [22]Cheng, Xiao, and Yanping Pu. 2017. “Effective Tax Rates, Spatial Spillover, and Economic Growth in China: An Empirical Study Based on the Spatial Durbin Model.” Annals of Economics & Finance 18 (1).
- [23]Chirinko, Robert S., and Daniel J. Wilson. 2008. “State Investment Tax Incentives: A Zero – Sum Game?” Journal of Public Economics 92 (12):2362 – 84.
- [24]Chirinko, Robert S., and Daniel J. Wilson. 2017. “Tax Competition among U.S. States: Racing to the Bottom or Riding on a Seesaw?” Journal of Public Economics 155 (November):147 – 63.
- [25]Clausing, Kimberly A. 2013. “Who Pays the Corporate Tax in a Global Economy?” National Tax Journal 66 (1):151 – 184.

- [26] Coulibaly, Salifou K., Cao Erbao, and T. Metuge Mekongcho. 2017. “Economic Globalization, Entrepreneurship, and Development.” *Technological Forecasting and Social Change*, October.
- [27] Desai, Mihir A., C. Fritz Foley, and James R. Hines. 2006. “The Demand for Tax Haven Operations.” *Journal of Public Economics* 90 (3):513 – 31.
- [28] Devereux, M. P., R. Griffith, and A. Klemm. 2002. “Corporate Income Tax Reforms and International Tax Competition.” *Economic Policy* 17 (35):449 – 95.
- [29] Devereux, Michael P., and Simon Loretz. 2013. “What Do We Know About Corporate Tax Competition?” *National Tax Journal* 66 (3):745 – 74.
- [30] Devereux, Michael P., Ben Lockwood, and Michela Redoano. 2008. “Do Countries Compete over Corporate Tax Rates?” *Journal of Public Economics* 92 (5 – 6):1210 – 35.
- [31] Dharmapala, Dhammadika, and James R. Hines. 2009. “Which Countries Become Tax Havens?” *Journal of Public Economics* 93 (9 – 10):1058 – 68.
- [32] Dietsch, Peter, and Thomas Rixen. 2016. “Global Tax Governance: What It Is and Why It Matters.” *Global Tax Governance What Is Wrong with It and How to Fix It*, ECPR Press, Colchester, 1 – 24.
- [33] Docquier, Frédéric, and Hillel Rapoport. 2012. “Globalization, Brain Drain, and Development.” *Journal of Economic Literature* 50 (3):681 – 730.
- [34] Edgerton, Jesse. 2010. “Investment Incentives and Corporate Tax Asymmetries.” *Journal of Public Economics* 94 (11 – 12):936 – 52.
- [35] Elsayyad, May, and Kai A. Konrad. 2012. “Fighting Multiple Tax Havens.” *Journal of International Economics* 86 (2):295 – 305.
- [36] Felber, Christian. 2017. *Money—The New Rules of the Game*. Springer.
- [37] Feld, Lars P., and Jost H. Heckemeyer. 2011. “FDI and Taxation: a Meta—Study” *Journal of Economic Surveys* 25 (2):233 – 72.
- [38] Francois, Joseph, and Bernard Hoekman. 2010. “Services Trade and Policy.” *Journal of Economic Literature* 48 (3):642 – 92.
- [39] Genschel, P., and P. Schwarz. 2011. “Tax Competition: A Literature Review.” *Socio—Economic Review* 9 (2):339 – 70.
- [40] Genschel, Philipp, and Laura Seelkopf. 2016. *Winners and Losers of Tax Competition*. Colchester: ECPR Press.
- [41] Grogger, Jeffrey, and Gordon H. Hanson. 2011. “Income Maximization and the Se-

- lection and Sorting of International Migrants.” *Journal of Development Economics* 95 (1):42 – 57.
- [42]Heider, Florian, and Alexander Ljungqvist. 2015. “As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from State Tax Changes.” *Journal of Financial Economics* 118 (3):684 – 712.
- [43] Himmelberg, Charles P., and Bruce C. Petersen. 1994. “R&D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries.” *The Review of Economics and Statistics* 76 (1):38.
- [44]Hines, J. R. 2006. “Will Social Welfare Expenditures Survive Tax Competition?” *Oxford Review of Economic Policy* 22 (3):330 – 48.
- [45]Hong, Qing, and Michael Smart. 2010. “In Praise of Tax Havens: International Tax Planning and Foreign Direct Investment.” *European Economic Review* 54 (1): 82 – 95.
- [46] Hunady, Jan, and Marta Orviska. 2014. “Determinants of Foreign Direct Investment in EU Countries: Do Corporate Taxes Really Matter?” *Procedia Economics and Finance* 12:243 – 50.
- [47]Jaafar, Aziz, and John Thornton. 2015. “Tax Havens and Effective Tax Rates: An Analysis of Private versus Public European Firms.” *The International Journal of Accounting* 50 (4):435 – 57.
- [48]Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei. 2010. “Domestic Institutions and the Bypass Effect of Financial Globalization.” *American Economic Journal: Economic Policy* 2 (4):173 – 204.
- [49]Keen, Michael, and Kai A Konrad. 2014. “The Theory of International Tax Competition and Coordination.”
- [50]Kind, Hans Jarle, Karen Helene Midelfart Knarvik, and Guttorm Schjelderup. 2000. “Competing for Capital in a ‘lumpy’ World.” *Journal of Public Economics* 78 (3):253 – 74.
- [51]Klemm, Alexander, and Stefan Van Parys. 2012. “Empirical Evidence on the Effects of Tax Incentives.” *International Tax and Public Finance* 19 (3):393 – 423.
- [52]Koethenbuerger, Marko, and Ben Lockwood. 2010. “Does Tax Competition Really Promote Growth?” *Journal of Economic Dynamics and Control* 34 (2):191 – 206.
- [53]Konrad, Kai A., and Tim B.M. Stolper. 2016. “Coordination and the Fight against Tax Havens.” *Journal of International Economics* 103 (November):96 – 107.

- [54] Krautheim, Sebastian, and Tim Schmidt — Eisenlohr. 2011. “Heterogeneous Firms, ‘profit Shifting’ FDI and International Tax Competition.” *Journal of Public Economics* 95 (1 – 2):122 – 33.
- [55] Lee, Young, and Roger H. Gordon. 2005. “Tax Structure and Economic Growth.” *Journal of Public Economics* 89 (5 – 6):1027 – 43.
- [56] Leibrecht, Markus, and Claudia Hochgatterer. 2012. “Tax Competition as a Cause of Falling Corporate Income Tax Rates: a Survey of Empirical Literature” *Journal of Economic Surveys* 26 (4):616 – 48.
- [57] Ludema, Rodney D., and Ian Wooton. 2000. “Economic Geography and the Fiscal Effects of Regional Integration.” *Journal of International Economics* 52 (2):331 – 57.
- [58] Lyytikäinen, Teemu. 2012. “Tax Competition among Local Governments: Evidence from a Property Tax Reform in Finland.” *Journal of Public Economics* 96 (7 – 8):584 – 95.
- [59] Mara, Eugenia Ramona. 2015. “Determinants of Tax Havens.” *Procedia Economics and Finance* 32:1638 – 46.
- [60] Mooij, Ruud A. de, and Sjef Ederveen. 2003. “Taxation and Foreign Direct Investment: A Synthesis of Empirical Research.” *International Tax and Public Finance* 10 (6):673 – 693.
- [61] Mukherjee, Abhiroop, Manpreet Singh, and Alminas ? aldokas. 2017. “Do Corporate Taxes Hinder Innovation?” *Journal of Financial Economics* 124 (1):195 – 221.
- [62] Overesch, Michael, and Johannes Rincke. 2011. “What Drives Corporate Tax Rates Down? A Reassessment of Globalization, Tax Competition, and Dynamic Adjustment to Shocks” *Scandinavian Journal of Economics*, April, no—no.
- [63] Padovano, F., and E. Galli. 2001. “Tax Rates and Economic Growth in the OECD Countries.” *Economic Inquiry* 39 (1):44 – 57.
- [64] Petchey, Jeffrey D., and Perry Shapiro. 2002. “State Tax and Policy Competition For Mobile Capital.” *Economic Record* 78 (241):175 – 85.
- [65] Radu, Daniela Iuliana. 2012. “Tax Havens Impact on the World Economy.” *Procedia — Social and Behavioral Sciences* 62 (October):398 – 402.
- [66] Rao, Nirupama. 2016. “Do Tax Credits Stimulate R&D Spending? The Effect of the R&D Tax Credit in Its First Decade.” *Journal of Public Economics* 140 (August):1 – 12.

- [67]Solow, Robert M. 1956. "A Contribution to the Theory of Economic Growth." *The Quarterly Journal of Economics* 70 (1):65.
- [68]S? rensen, Peter Birch. 2004. "International Tax Coordination: Regionalism versus Globalism." *Journal of Public Economics* 88 (6):1187 – 1214.
- [69]Stewart, K., and M. Webb. 2006. "International Competition in Corporate Taxation: Evidence from the OECD Time Series." *Economic Policy* 21 (45):154 – 201.
- [70]Strauss-Kahn, Vanessa, and Xavier Vives. 2009. "Why and Where Do Headquarters Move?" *Regional Science and Urban Economics* 39 (2):168 – 86.
- [71]Suzuki, Masaaki. 2014. "Corporate Effective Tax Rates in Asian Countries." *Japan and the World Economy* 29 (January):1 – 17.
- [72]Wilson, Daniel J. 2009. "Beggar Thy Neighbor? The In-State, Out-of-State, and Aggregate Effects of R&D Tax Credits." *Review of Economics and Statistics* 91 (2):431 – 36.
- [73]Yang, Yong. 1996. "Tax Competition under the Threat of Capital Flight." *Economics Letters* 53 (3):323 – 29.
- [74]Zucman, Gabriel. 2014. "Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits." *Journal of Economic Perspectives* 28 (4):121 – 48.
- [75]付文林, 耿强. 税收竞争、经济集聚与地区投资行为[J]. 经济学:季刊, 2011, 10(4): 1329—1348.
- [76]刘穷志. 税收竞争、资本外流与投资环境改善——经济增长与收入公平分配并行路径研究[J]. 经济研究, 2017(3).
- [77]沈坤荣, 付文林. 税收竞争、地区博弈及其增长绩效[J]. 经济研究, 2006(6):16—26.
- [78]谢贞发, 范子英. 中国式分税制、中央税收征管权集中与税收竞争[J]. 经济研究, 2015(4):92—106.
- [79]杨灿明, 詹新宇. 中国宏观税负政策偏向的经济波动效应[J]. 中国社会科学, 2016 (4):71—90.
- [80]郑新业, 张力. 财政“不可能三角”之可能[J]. 探索与争鸣, 2017, (09): 108—116.



## 分报告九

# 中国就业矛盾正从数量型转向质量型

丁 洋 吴 迪 张 鹤 沈 煜 丁守海

**摘要:**经过 20 多年劳动力市场的强劲扩张,中国就业压力已趋于缓解,就业的主要矛盾开始转向质量方面,工资水平低、劳动强度大、工作环境差、工伤频发等问题突出。低质量就业不仅损害劳动者对美好生活的追求,更会限制消费扩张,并将人力资本锁定在低级状态,从供求两方面制约未来的产业升级,使中国陷入中等收入陷阱的概率增加。要改善就业质量,就必须对中国的就业政策体系重新进行设计,把以提高人力资本为核心的积极就业政策放到首要位置,特别地,对教育—培训体系进行与未来产业发展战略相匹配的前瞻性改革,它要立足于长远,从根本上为改善未来的就业质量夯实基础。当然,改善就业质量,也要建立健全劳动监管政策和消极就业政策,但它们只起补充作用。在保证充分就业的前提下,把关注点转向改善就业质量,应该是未来就业管理的一个重大转变趋势。今天,中国强大的就业创造能力,正在为这种转变创造条件。就以 2018 年为例,测算表明,即便经济增速降至 6.5%,也足以创造出 1100 万城镇新增就业岗位,实现就业目标,这为改善就业质量腾出了一定的政策空间,对此应保持定力。

**关键词:**充分就业 就业质量 中等收入陷阱 积极就业政策

**一、中国劳动力市场的数量型矛盾正在逐步消缓，质量型矛盾却又不断凸显，这是中国经济社会发展到一定阶段的必然产物，是“人们日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”在就业领域的具体体现。**

党的十九大报告指出：“要实现更高质量和更充分就业”，把就业质量与充分就业放在并行的位置，甚至更加突出的位置，这在历次文件中还是第一次。这也意味着中国劳动力市场的基本矛盾已经发生了转变，正从数量型转向质量型。

### **(一) 中国的就业压力已趋于消缓**

中国是个人口大国，长期以来具有劳动力无限供给的基本特征，庞大的人口基数和劳动年龄人口的就业需求压力，迫使我们把工作重心放在保就业上，就业优先战略一直是一个颠簸不破的准则。但这些年来，随着中国经济的快速发展，劳动力供求关系已经转向，从需求端主导转向供给端。自 2004 年开始，劳动力供给的相对不足问题持续发酵十数年，其间，各项就业指标均全面上扬。

**表 1 本世纪以来主要就业数据**

年份	非农就业人数 (万人)	城镇新增就业人数 (万人)	城镇登记 失业率(%)	城镇调查 失业率(%)	劳动年龄人口 (万人)
2000	36043	260	3.1	8.27	—
2001	36399	789	3.6	—	—
2002	36640	840	4	—	—
2003	37532	859	4.3	6.02	—
2004	39434	861	4.2	—	—
2005	41205	970	4.2	—	—
2006	43037	1184	4.1	5.1	90586
2007	44590	1204	4	—	91129
2008	45641	1113	4.2	9.6	91647
2009	46938	1102	4.3	9	92097

续表

年份	非农就业人数 (万人)	城镇新增就业人数 (万人)	城镇登记 失业率(%)	城镇调查 失业率(%)	劳动年龄人口 (万人)
2010	48174	1168	4.1	—	93962
2011	49826	1221	4.1	—	94072
2012	50931	1266	4.1	5.1	93727
2013	52806	1310	4.05	5.1	91954
2014	54463	1322	4.09	5.1	91583
2015	55532	1312	4.05	5.1	91096
2016	56107	1314	4.02	4.99	90747
2017III	—	1097	3.95	4.83	—

从表1可以看出,2000—2017年随着中国经济的迅速发展,非农产业就业人数不断扩张,从最初的3.6亿人增加到5.6亿人,增加了整整2亿多。城镇登记失业率不断下移,虽然统计口径可能有偏差,但仍可以管窥一斑。从前三季度的情况判断,2017年城镇登记失业率很可能会降到4%以下,逼近历史的次低值。而口径更全面的调查失业率则很可能会降到5%以下,达到历史最低值。

另一个重要指标城镇新增就业人数也显示出强劲的趋势,近年来屡创新高,2016年达到峰值1314万人,比年初制定的计划整整多出314万人。2017年前三季度城镇新增就业人数已达1097万人,基本提前完成全年目标,全年很可能会逼近1400万人。前三季度我国人力资源市场的求人倍率达1.16个,平均每1个求职者,就有1.16个岗位可供选择,创出历史新高。如此强劲的就业数据,就是中国的底气所在。2017年政府工作报告已经将城镇新增就业目标调整为1100万人,比往年增加了整整100万人,这是就业自信的体现。

放眼未来,随着中国经济的持续发展,特别是工业化、城镇化的深入推进,劳动需求总量还会不断扩大,但劳动供给开始触顶回落,就业压力也将随之缓解。自2011年,中国15—59岁劳动年龄人口达到历史峰值9.41亿人之后,开始逐步下降,至2016年滑至9.07亿人,五年减少3325万人,年均减少665万人。

## (二)就业的主要矛盾开始转向质量方面

可以说,困扰中国多年的就业压力已经缓解,充分就业将不再构成中国就业政

策制定的唯一关注点,就业目标将更加趋于多元化。我们知道,就业是劳动力市场供求两方力量作用的综合结果,它体现在两个维度:一是数量维度,即充分就业的程度;二是质量维度,即就业质量的高低。从表2可以看出,近年来虽然充分就业程度不断提高,但就业质量并没有明显改善,某些方面甚至还在恶化。

表2 本世纪以来主要就业质量指标

年份	平均工资	平均工资 /美国	劳动生产率 /美国	周均工时	工伤发生率	城镇单位的 就业占比
2000	9333	0.030	0.023	46.6	0.43	0.502
2001	10759	0.035	0.024	45.9	0.43	0.463
2002	12411	0.040	0.026	45.2	0.60	0.437
2003	13887	0.044	0.028	45.4	0.72	0.418
2004	15321	0.047	0.031	45.5	0.76	0.407
2005	17239	0.054	0.034	47.8	0.77	0.402
2006	19463	0.063	0.040	47.3	0.76	0.395
2007	22077	0.075	0.050	45.5	0.79	0.388
2008	24438	0.089	0.062	44.6	0.85	0.380
2009	27516	0.099	0.067	44.7	0.87	0.377
2010	30214	0.109	0.076	47	0.91	0.376
2011	32824	0.124	0.092	46.2	0.92	0.401
2012	35761	0.137	0.101	46.3	1.00	0.411
2013	38368	0.150	0.110	46.6	0.98	0.474
2014	41139	0.160	0.117	46.6	0.96	0.465
2015	44607	0.167	0.121	45.5	0.94	0.447
2016	47592	0.166	0.120	——	0.90	0.432

数据来源:根据《中国统计年鉴》、《中国劳动统计年鉴》、统计局网站等信源整理得出。其中,平均工资按城镇消费价格指数,折算为2000年的可比水平。

就业质量是就业活动中劳动者与生产资料结合状况的综合度量结果,它直接影响劳动者的主观感受,并典型地表现在如下几个方面:工资报酬、劳动时间、工作

环境与工伤事故、劳动权益保障等(李宁、徐荣华,2016)。表2正是从这四个维度对中国的就业质量进行了归纳,它呈现了如下几个特征:

### **1、劳动生产率低,导致工资整体水平较低,平均不足美国的1/6。**

我们以2000年为基期对各年在岗职工的年均工资按城镇居民消费价格指数进行平减,结果如表2第2列所示,2000年年均工资为9333元,此后稳步增长,至2016年增至47592元,16年间增加了近4倍,从表面上看,增长比较快,但从绝对水平上看,仍然还很低,特别是与发达国家一比,就“相形见绌”了。

2000—2016年,中国平均工资与美国的差距不断缩小,如表2第3列所示,但至2016年也还只有美国的16.6%,之前的工资上涨及缺口收窄,只能算是对以前基数太低的一种补偿。中国工资的相对水平之所以如此之低,主要还是劳动生产率低。表2第4列显示,相对于美国,中国劳动生产率的差距更大,虽然2000—2016年,缺口也在逐步收窄,但2016年中国劳动生产率只有美国的12%。

可以说,在市场边际法则的作用下,低产出造成了低工资。

劳动生产率和工资是影响员工幸福感的最直接的因素,也是度量就业质量的最重要的指标之一。工资低,也是当前就业质量低的一个最重要的表征。

### **2、劳动强度大,工时长,至少有1/3以上的劳动者最多只能享受单休。**

1995年国务院颁布了《关于职工工作时间的规定》,决定自当年5月1日起,职工每周休息两天,每日工作8小时,每周工作40小时。但22年过去,很多人离此标准还相距甚远,据保守估计,中国至少还有一半以上的企业做不到。

表2第4列显示,2000年我国在岗职工平均每周的工作时间为46.6小时,至2015年仍高达45.5小时,15年间几乎没有变化。如果按每周40个工时的标准来计算,现在工时平均超标近15%,这还只是一个平均数,在建筑业、低端制造业、低端服务业等脏累苦危工种集中的行业,问题应该更严重。

北京师范大学劳动力市场研究中心发布的《2014年中国劳动力市场报告》显示,我国过半行业的周均工时超过44小时,换言之,加班时间超过4小时,其中住宿、餐饮等低端服务业最严重,周均工时达51.4小时;建筑业为49小时;交通运输、仓储和邮政业为48.8小时;制造业为48.2小时。按每天8小时折算,这些行业的职工平均每周休息不足一天,最多只能算单休。

中国目前建筑业从业人数大约是5000万人,住宿餐饮零售等生活服务业有近1.5亿人,制造业约1亿人,就算一半未能执行双休,目前应至少有2亿员工未能享受双休待遇,目前非农产业的就业人数是5.6亿人,所以,未能享受双休待遇的员

工比率,不会低于 1/3。现实中,单休甚至不休是一个普遍现象,而随着员工对双休的愈发重视,以至于在人力资源市场上一些企业甚至把双休作为额外条件来增加招工筹码。

### 3、工作环境差,工伤事故频发,职业病高发,接害人数超 2 亿。

工作环境是衡量就业质量的一个重要维度,环境差,就容易接触危害物质,甚至引发工伤事故,直接损害劳动者的身心健康。

表 2 第 5 列显示,2000—2016 年,我国每万人工伤事故发生率从 43 人增至 90 人,翻倍还不止,峰值出现在 2012 年,曾一度达到 100 人。2016 年中国发生各类生产安全事故 6 万起,死亡 4.1 万人,虽与之前相比有较大幅度的下降,但从横向对比看,仍是非常高的。就以日本为例,日本有近 6100 万非农就业人口,现在每年工伤死亡人数平均下来只有 1800 人,每万人不足 0.3 人,而我国达到 0.74 人,比日本高出一倍还多。在一些领域特别是煤炭、建筑等行业,工伤事故频发,动辄数十、上百人的安全事故,令人触目惊心。2016 年,仅矿难事故就发生 249 起,造成 538 人死亡,这虽然已经有大幅下降,但仍占全世界矿难死亡人数的一半以上。当年美国矿难人数不足 50 人,中国超过其十倍不止。

除工伤死亡外,对广大劳动者来说,最常见的还是接触职场中的危害物质与职业病,在这一方面,中国还有很长的路要走。根据国家安监总局的数据,当前我国接害的行业领域非常广,接害人数多,近粉尘和化学毒物这两类主要职业病危害源,就涉及矿山、冶金、化工、建材、汽车制造、医药、制鞋、家具等 30 多个行业领域,有毒有害企业超过 1600 万家。有关调查结果显示,存在职业病危害的企业占全国企业总数的 30% 以上,职业病危害源接害人数接近 2.2 亿,占非农产业劳动者总数的近 40%。这导致职业病形势非常严峻,累计的职业病报告病例接近 100 万人,每年新增近 6 万例,其中,尘肺病占 90% 以上,每年新增近 1 万例,尘肺病多发于煤矿。

很多企业对职业病防范意识淡薄,据统计,目前建立职业卫生管理责任制的企业不足 40%,开展职业病危害评价的不足 8%,设职业卫生管理部门的不到 35%,制定职业卫生教育培训计划的只有 41%,设职业病危害因素岗位警示标识的仅 43%,在劳动合同中告知职业病危害内容的仅占 40%。可以说,职业病在相当程度上是人为造成的。

### 4、非正规就业多,劳动关系不规范,劳动权益难保障。

劳动者的劳动权益保护包括很多内容,除前述工资、工时、工作环境、劳动保护外,还有其他一些维度,比如社保、培训、福利、尊重等劳动关系方面。对这些维度,

我们可以通过一个指标来集合判断,那就是城镇单位就业比重。

就业分正规部门就业和非正规部门就业两种,前者以城镇单位就业为典型,后者以小微企业、家庭企业、独立服务者(如商贩)等为代表。城镇单位通常被置于严格的监管之下,劳动关系比较规范;非正规部门则相反,往往脱离监管,劳动关系比较随意,侵害劳动者利益的行为时有发生。

从表 2 最后一列可以看出,2000—2016 年,我国非农就业中城镇单位的就业比重从 50.2% 降至 43.2%,降低近 7 个百分点,相应地,非正规部门的就业比重不断提高,目前保守估计应该在 30% 以上,有人甚至根据 2005 年 1% 人口抽样调查数据估计后判断,中国非正规就业的比重已超过 50%,近年来,随着“大众创业,万众创新”,出现大量小微企业,非正规就业数量应该还会增加,据估计每年增长率约为 20%。就以北京为例,国家统计局北京调查总队于 2017 年 7 月的调查发现,小微企业就业人数与去年同期相比增加了近 16%。

对于非正规就业增长,我们要一分为二地看待:首先,它有利于就业,即便在欧美日等发达经济体,也存在大量的非正规就业,比如美国非正规就业占非农就业的比重接近 30%,日本也有 25%,但非正规就业也有不利的一面,那就是工作条件差、收入低、缺乏社会保障,劳动权益难保护(吴要武、蔡昉,2006)。

在劳动监管缺失的情况下,非正规就业的不断增加,很可能会带来就业质量下降的隐患。

**二、低质量就业不利于消费扩张和升级,更不利于人力资本投资,它会从供求两个方面遏制产业结构转型,使中国陷入“中等收入陷阱”的风险增加。**

**(一)突破中等收入陷阱,一般要经历三个阶段,并经受消费需求扩张和人力资本升级两个方面的考验。**

根据世界银行的定义,中等收入陷阱是指一个经济体进入相对成熟阶段后,人均国民收入达到 1000 美元后,很难再向上攀升,人均国民收入很可能会遭遇 10000 美元这个瓶颈而无法逾越。进一步,中等收入又分为中低收入和中高收入两个阶段,分水岭约为 4000 美元,当人均国民收入达到 4000 美元时,陷入中等收入陷阱的概率大大增加,如不能逾越,经济将进入发展的停滞期。

2016 年中国人均国民收入为 8260 美元,已连续 3 年在 8000 美元左右徘徊,不

断逼近 10000 美元大关,可以说,目前正处于突破中等收入陷阱的关键时期。能否突破中等收入陷阱,也是人们最关注的问题,而要突破中等收入陷阱,必须具备两个条件:一是为消费升级储备购买力;二是为产业转型储备人力资本。

为什么这样说?因为从根本上讲,中等收入陷阱是一个结构转型的陷阱,是经济无法摆脱贫传统结构而无力承受更高的国民收入。跨越中等收入陷阱,一般要经历三个阶段,这三个阶段能否衔接并形成良性循环,决定了跨越能否成功。

### **1、劳动需求持续扩张,拉动工资加速上涨,吹响冲刺的第一声号角。**

当一个经济体迈入中高等收入阶段后,工业化进入冲刺阶段,衍生出强劲的劳动需求,工资开始加速上涨。纵观世界各国发展历史,不管最终能否成功跨越中等收入陷阱,都会经历这个阶段。这是冲击中等收入陷阱的第一次试水。

上个世纪 70 年代末,韩国越过了刘易斯拐点,但建筑业等传统产业的持续繁荣使用工需求不断膨胀,推动了工资的持续上涨,整个 80 年代,名义工资的年均增速接近 20%,实际增速也达到 7%—15%(朴馥永,2013)。

上个世纪 60—70 年代,台湾在尚未越过刘易斯拐点阶段,就已经出现了工资大幅上涨的迹象,实际工资的年均增速超过 10%,甚至高于劳动生产率的增速,这在发展经济学历史被称为著名的“台湾现象”。

韩国和台湾是逾越中等收入陷阱的典范,就算那些没有成功越过去的国家,在开始阶段也会面临工资上涨的挑战,其中一个典型例子就是墨西哥,上个世纪 80—90 年代,墨西哥的经济增速可比肩东亚奇迹,持续的经济繁荣带动了工资的大幅上升,90 年代初,非熟练工人的小时工资已接近 4 美元,令人咂舌。

### **2、工资上涨倒逼产业升级,以提高工资承载力,但需要人力资本支撑。**

面对工资上涨所带来的成本压力,企业利润率下滑,甚至会下滑到低于正常利润的水平。怎么办?只能走产业升级的道路,提高工资消化能力。

马克思政治经济学有一个基本原理,即有什么样的生产方式,就有什么样的分配方式。固守于传统的发展模式,发展中国家是无法承受高工资压力的。

在发展的早期阶段,发展中国家一般凭借廉价劳动力来获得比较优势,重点发展的都是劳动密集型产业,典型的如纺织业,对于劳动密集型产业来说,分配是倾向于劳动要素的,但附加值低,不足以支撑高工资,因此属于低收入阶段。

到发展的成熟阶段,发展中国家开始积累起一定的资本存量,甚至有盈余,这时出于赶超思维,一般会转向钢铁、石化、汽车等重化工业,这些资本密集型产业的附加值相对较高,但分配模式是倾向于资本的,所以只能支撑中等收入,而不足以

支撑高收入。这是很多陷入中等收入陷阱国家的尴尬所在。

只有到发展的后期阶段,当产业结构转向以信息技术、现代服务业、高科技产业为主的形态时,这些知识密集型产业不仅附加值高,而且分配结构也倾向于劳动要素,才足以支撑起高工资,越过中等收入陷阱才有现实的基础。

如果不能迈出这一步,仅靠存量企业的调整,是不足以解决问题的,比如,迫使低效率的小企业退出,市场上只留下寡头企业,后者通过抬升价格来应对,此时市场虽能恢复出清,但产业结构仍维持在原状,其后果是,寡头格局下的高价格会使产品市场萎缩,作为引致性需求,劳动需求也必将减少,失业压力会把工资重新压回到原来的水平,工资上涨昙花一现,中等收入陷阱无法跨过。

所以,产业升级是跨越中等收入陷阱无法回避的道路。

在这一方面,韩国、日本是成功的典型,它们在上个世纪 70—80 年代成功地将主导产业从资本密集型产业转向技术密集型产业,墨西哥则相反,产业结构仍停留于原来的状态而不能自拔,这是它未能跨越中等收入陷阱的最主要原因,在经历 80—90 年代的工资上涨后,由于缺乏支撑,其工资很快回落下来。

当然,一个国家的产业结构转型是需要条件的,按产业经济学的分析逻辑,产业演需要供求两方面因素的支撑,在需求方面,一个新兴产业的崛起要有巨大的消费市场来为之付费,这个问题我们在后面讲;在供给方面,任何一个产业的崛起都需要足够的生产要素投入,包括有形要素和无形要素,前者如物质资本,后者如人力资本,越是高级形态的产业,对人力资本的依赖度越大。

对跨越中等收入陷阱的国家来说,能否将产业结构切换到技术密集型产业为核心的结构上,在很大程度上依赖于人力资本能否跟上。之所以这样讲,是因为随着经济步入中等收入阶段后,发展中国家的资本短缺问题已大大缓解,不应再构成新产业崛起的制约因素,制约新产业发展的更可能是人力资本的短缺。

墨西哥就是一个很好的例子,在经历上个世纪 90 年代的工资上涨后,很多外商投资企业都曾试图转向高附加值的新兴产业,但由于墨西哥教育失衡,工人文化素质低,无法适应职业技能的新要求,转型无疾而终(张林秀,2014)。

### 3、收入的持续增长刺激消费升级,为产业转型提供进一步的需求支撑。

新兴产业的崛起,需要有消费需求的支撑,它要么来自于国内,要么来自于国外。对于小经济体来说,比如新加坡、中国台湾及香港地区,内部市场不足以支撑庞大的需求,只能通过出口导向来拓展外部需求;而对于像中国这样的大国经济体来说,完全依赖国际市场来拓展需求,不仅不可能,也没必要,因为国内市场容量足

够大,拓展国内消费需求不仅有可能,还能提高国民福利,所以刺激国内对新兴产业的消费成为优选,至少,与开拓国际市场放在同等重要的位置。而新兴产业的消费品一般都属于高附加值产品,它会进一步抬升消费总量。

这时经济发展的驱动力开始发生转变,在发展的早期阶段,属于短缺经济,发展更多地受制于资本要素,高增长率需要高储蓄率、高投资率,随着经济步入成熟阶段,短缺经济转向过剩经济,有效需求不足成为主要的问题,这里的有效需求就是对应于新兴产业的需求,刺激需求成为最迫切的任务,经济增长开始由投资驱动转变为消费驱动,投资率将稳中趋降,消费率则大幅上升。

就以日本为例,在上个世纪 50 年代经济发展的早期阶段,投资率约为 40%,消费率为 60%,到 70 年代跨越中等收入陷阱时,开始从生产大国转向消费大国,消费率升至 80%,相应地,投资率降为 20%。类似地,在上个世纪 70 年,韩国的投资率与储蓄率也大约是 6:4 的关系,至 80 年代中期,投资率大约降为 25%,消费率升至 75%。按支出法计算,上个世纪 70 年代末,消费占韩国 GDP 的比重就已经高达 60%(全毅,2012)。

在消费率上升的背后,是需求结构的演变,它支撑了主导产业的演进。过去人类需求是用衣食住行来概括的,在不同的需求阶段,产业结构有的不同特点。在以“食”为主要需求的阶段,对应于农业社会;以“衣”为主要需求的阶段,对应于以轻工业为主导产业的社会,属于工业化的早期阶段;以“住”和“行”为主要需求的阶段,对应于以钢铁、汽车、化工为主导产业的社会,属于工业化的中期阶段,即重化工业阶段。只有当人类需求步入新的阶段,转向高科技产品和服务时,产业结构才会步入后工业化时期,才会进入更高级的形态。

简言之,只有经历上述三个阶段、两类挑战的检验,一个经济体才可能形成“就业—消费—产业”的良性循环,才能真正跨越中等收入陷阱。

## (二)低质量就业首先会遏制消费扩张和升级

如前所述,低质量就业的第一个表现就是低工资,它会带来诸多的不利影响,除了会影响劳动者的生活质量、幸福感外,更重要地,会削弱劳动者的消费能力,遏制消费扩张和转型,使产业升级成为“无源之水无本之木”。

消费能否扩张或升级,一般取决于两个因素:一是居民收入;二是分配结构。由于富裕家庭的边际消费倾向低,收入差距越大,就越不利于消费扩张。低工资既会压制占劳动者的绝对收入水平,更会加剧收入分配差距,会从两个维度损害消费扩张的潜力。正因为如此,凡是成功越过中等收入陷阱的国家或地区,都会经历一

个较长时间的工资上涨过程,而且是各阶层劳工相对均匀的上涨,不仅使国民收入提高,收入分配差距也会被控制在相对合理的水平。

从上个世纪 60 年代开始,新加坡、韩国、中国台湾和香港地区,人均工资的年均增速分别达到 6.3%、5.8%、6.4%、5.6%,这个速度一直持续到 90 年代末,在这一过程中,它们的收入分配的不平等程度均没有恶化。差不多在同一时期,日本的国民收入倍增计划更是成为一个典范。

据统计,自 1950 年以来,那些成功跨越中等收入陷阱的国家和地区,基尼系数没有超过 0.35 的,而那些陷入中等收入陷阱的国家或地区,一般都大于 0.45(张林秀,2014)。有人更是将这种均等化的收入增长描述为“中产阶级崛起”,在跨入高收入国家门槛之前,日本、韩国中产阶级占人口总数的比例已达到 70%(马晓河,2011),这主要得益于各阶层劳动者工资的普涨。为促进普涨,韩国从 70 年代开始强化职业技能培训,使高中毕业生的收入不断增加,并缩小了与大学毕业生之间的差距,1980—1995 年,高中毕业生与大学毕业生的收入比从 0.42 增加到 0.65。

提高普工的工资水平以达到扩大消费的目的,最著名的莫过于 1914 年福特提出的“工作一天 8 小时,付 5 美元工资”的口号。尽管当时不为人所理解,但历史证明,它对刺激消费升级是非常有效的。

反观中国,在这一方面还有很长的路要走。尽管自 2004 年以来中国经历了一次较快的工资上涨过程,但绝对水平仍较低。2016 年为例,中国在岗职工的名义工资为 67569 元/年,而当年美、英、德、日四国的人均工资折合为人民币,分别达到 40 万元、29 万元、31 万元、26 万元,为中国的 6 倍、4.2 倍、4.6 倍和 3.9 倍。工资差距可见一斑。另一方面,中国的基尼系数已达到甚至超过 0.5,收入分配差距过大的问题已很严重。这两方面因素结合起来,决定了中国要实现从生产大国到消费大国的转型还有很大难度。近年来,消费一直没有太大的起色,经济增长无法实现从投资驱动向消费驱动转变,与此有很大关系。

在此情景下,如果仍维持目前的低质量就业状况,将首先冲击低端劳动力的收入水平,并继续恶化收入分配状况,消费扩张和升级就会受挫。

### (三)低质量就业会进一步将人力资本锁定在低级形态

人力资本包括多个维度,典型的如健康、教育、职业技能、流动能力等,低质量就业至少会从健康、职业技能等方面损害人力资本积累,进而制约产业转型。

健康,是人力资本的一个最基本元素,按马克思政治经济学的说法,它属于劳

动力简单再生产的范畴，没有健康的体魄，连简单再生产都维持不了，更别谈产业升级了。低质量就业的恶劣性首先体现在以牺牲劳动者的健康为代价上。

就以工时为例，人只有劳逸结合才能恢复正常体力，所以，才有一周工作5天，每天工作8小时的规定。对标一下OECD国家，它们都能严格甚至超额地执行这样标准，2016年德国工人的周均工时为26.22个小时，法国为28.31小时，英国为32.23小时。而绝大部分发展中国家做不到这一点，就以墨西哥为例，其周均工时为43.37小时，中国则更长，达到45.5小时。

超常的工时会使人疲于奔命，没有足够的时间休息，更没有时间学习充电，体力消耗大，智力补充不足。

至于职业病对人力资本的危害，已无需赘述。需提醒的是，中国的职业病，80%都发生在以农民工为代表的低端劳动力身上，职业病透支了他们的体力，使其丧失基本的人力资本，还会因病致贫，加剧收入分配差距，可以说，贻害无穷。

近2.8亿农民工，是中国最重要的劳动要素的提供者，过去中国凭借他们所提供的廉价劳动供给实现了经济的快速增长，从低收入阶段迈入中高收入阶段，今后从中高收入阶段迈向高收入阶段，也同样离不开他们的贡献，如果他们连最基本的健康都无法保证，产业升级同样是“无源之水无本之木”。

类似地，低工资也不利于人力资本积累，只不过它所遏制的是高级形态的人力资本积累，它会从两个方面发力：一是低工资意味着低人力资本回报，它会挫伤人力资本投资的积极性。第二，人力资本投资是需要付费的，低工资下，劳动者没有充分的结余来投资于人力资本，比如，参加职业培训。

在低工资状态下，劳动者很容易形成廖尔达尔所描述的贫困的累积性循环，低工资—低人力资本—低工资，如此循环，对个人如此，对国家也是一样。

**三、改善就业质量，需要重建就业政策体系，把以提高人力资本为目的的积极就业政策放到战略高度，同时建立健全劳动管制政策和消极就业政策。**

(一)积极就业政策立足于长远，通过提高知识资本，从根本上提升未来的就业质量，它要与产业发展战略相匹配，对教育—培训体系进行前瞻性的改革。

十九大报告提出：“要坚持就业优先战略和积极就业政策，实现更高质量和更

充分就业”，把积极就业政策提高到了一个新的战略高度，并寄予厚望。

影响就业质量的有多种因素，最根本的还是劳动者的人力资本水平的高低。在边际原则的作用下，低人力资本的劳动者，由于边际生产率低，只能干低工资高强度的工作，所以要改善就业质量，根本上还是要靠提高人力资本水平。而要提升人力资本水平，对就业政策特别是积极就业政策又提出了更高的要求。

### 1、积极就业政策面向的人群要扩大，从现有劳动者前移到未来劳动者。

过去积极就业政策主要是为了解决现有劳动力的就业问题，侧重于提高他们的就业能力，带有一定的短期性。今天积极就业政策是要提升几代人的就业质量，侧重于提高未来劳动者的人力资本，带有长期性，是一种战略导向的提前部署。所以，今天的积极就业政策要把未来的劳动者，包括在校生、未成年人、青少年，甚至少年儿童，统统纳入到考量的范畴，立足他们，制定长远的教育一培训计划。

### 2、教育一培训计划更有前瞻性，结合产业发展战略，提前进行人力资本布局。

什么是高质量就业？就是符合时代潮流的就业，正如上个世纪 60 年代东亚国家的纺织业就业，70 年代的汽车工业就业，80 年代的电子工业就业，迎合了当时主导产业演进的秩序，劳动者才能不为时代大潮所抛弃，其工资利益和就业权益才能有根本的保障。即便是 60 年代最出色的纺织工人，在今天的日本恐怕也很难找到高质量的工作，因为人力资本与主导产业出现了错配。

再优秀的人力资本，一旦与主导产业错配，“英雄无用武之地”，就不能算是高质量的人力资本，也无法实现高质量的就业，因此国家要清楚未来要重点发展哪些产业，它需要怎样的人力资本。这时候教育一培训体系就要跟上这个节奏，提前进行部署，而不能“临时抱佛脚”。

二战刚结束时，日本尚未进入恢复期，劳动力需求尚不旺盛，但日本政府已预感到大规模的战后重建工作将要重启，它需要大量的有一定文化基础的技能型的劳动力，它们未雨绸缪，在经济十分困难的情况下，果断地把义务教育从 6 年延长到 9 年，为后来的经济重建储备了人力资本。从人力资本积累的角度讲，日本后来的国民收入倍增计划，实际上也是一部人力资本投资计划。

上个世纪 70 年代之前，韩国接受国际产业转移，重点发展标准化制造业，教育体系随之调整，它们重点发展了中等职业技术教育，为制造业输送了大量的技工人才；到 80 年代，制造业升级，它又重点发展高等教育，大量培育工程师；到 90 年代，新兴产业崛起，它们又重点发展研究型教育，培育创新型人才。

这些都是积极就业政策的典范。反面的例子就是香港，当年港英政府不愿在

工程教育和职业技能培训上投入太多的精力，在 60—70 年代的国际产业转移中，由于缺乏技能型人力资本的支撑，香港没有在制造业领域赢得比较优势。

### 3、更强调正规教育对人力资本的基础作用，要适时延长义务教育年限。

人力资本中，除了健康资本外，最重要的就是知识与技能，其中，知识属于基础层，技能属于应用层。知识影响一个人的基本素质，如果基本素质高，学习应用型技能就不是一件难事，这就是所谓的学习能力。产业结构的形态越高级，对人的基本素质的要求就越高，相应地，对知识类人力资本的要求就会更高。

在制造业时代，一个小学生只要肯学，也能掌握车床的操作技能，并很好地适应岗位要求，但到了高科技时代，恐怕他再努力也很难掌握编程技术。

知识类人力资本的积累主要靠正规的教育特别是基础教育和大学教育。为了更好地适应即将到来的产业变革对人力资本的要求，中国应强化正规教育。

在韩国产业结构演进过程中，就是通过国家的强力干预不断提高国民的平均受教育年限的，它几乎以 5 年为一个周期延长，上个世纪 70 年代只有 5.74 年，1975 年延至 6.62 年，1980 年为 7.61 年，1985 年为 8.58 年，1990 年为 9.54 年。

反观中国，2000—2016 中国劳动者的平均受教育年限也在不断延长，但节奏还比较慢，仅从 7.34 年延长到 9 年，刚刚达到 9 年义务教育的水平。很难想象，工业化中后期的主导产业发展，仅靠数以亿计的初中毕业生，如何支撑？

今天，中国已经具有足够的财力来延长义务教育，应该学习日本、韩国，把义务教育年限延长到 12 年，正如十九大报告指出的：“普及高中阶段教育，……使绝大多数城乡新增劳动力接受高中阶段教育、更多接受高等教育”。

### 4、职业培训要克服市场失灵，建立政府—企业—学校三者的联动机制。

技能类的人力资本主要通过在职培训获得，按理说，应该由企业来主导，但企业担心培训后员工离职，带来无谓的成本，这在通用类技能培训中会更常见。由于部分收益不能内化，就会出现正外部性的问题，结果是企业提供的技能培训低于社会最优水平，这就是所谓的市场失灵。为矫正市场失灵，需要政府介入。

在这一过程中政府与企业的权责边界要划分清楚，政府一般是通过利益引导的方式在宏观层面发挥作用，企业使通过具体的培训内容设计和培训过程把控在微观层面发挥作用，比如德国和日本政府对企业提供培训补贴，按人头数计算，这样即便受训员工离职，企业的损失也有限，甚至能通过培训获利。对于刚步入劳动力市场的青年工人，技能急需积累，培训补贴的力度就要加大。

在这一过程中，还可以建立学校—企业的联动机制，把理论教学与生产实习有

机结合起来,从学校开始就为输出合格的产业工人做准备。正如十九大报告所指出的:“完善职业教育和培训体系,深化产教融合、校企合作”。

## (二)劳动管制政策要立足当下,保护基本就业权益,但不宜操之过急。

打个比喻,积极就业政策就像是中药,是从根子上治病;劳动管制政策就像是西药,从外表治病,但短期内还是能起到保护劳动者基本权益的作用的。

我国真正意义上的劳动管制发端于本世纪初,其标志是2004年新的《最低工资规定》以及2008年《劳动合同法》的出台(丁守海,2011),前者侧重于工资利益的保护,后者侧重于劳动保障。近年来在它们的敦促下,中国就业质量有一定的改进,但仍有较大空间,将来它们既要继续发挥作用,又不能下药过猛。

### 1、在改善就业质量方面,劳动管制仍有较大的作用空间。

一个国家(或地区)对劳动者工资利益的保护,一般是通过最低工资制度来实现的,最低工资制度对工资利益的保护程度可以通过最低工资标准占社平工资的比重衡量,通常认为,该比重要达到40%才是合理的(韩兆洲,2005)。

在统计中国最低工资标准时,有几点需要注意:首先,在2004年之前各地最低工资标准名存实亡,远低于应有水平,失去统计意义,只是自2004年新的《最低工资规定》出台后,各地政府才纷纷上调最低工资标准,所以我们只统计2004年之后的相关数据。其次,各地公布的最低工资标准一般都有若干档,为方便起见,我们取最高档标准,除以当地社平工资,再取各地平均值,就是最低工资标准占社平工资的比重,显然,这个数值比实际值是偏高的。但即便如此,近十多年,我国最低工资标准占社平工资的比重一直是下降的,从2004年的0.37降至目前的0.3,远远低于0.4这一国际公认标准,这还是最高档的最低工资,如果考虑到其他较低档最低工资标准的影响,这一比重肯定不足0.3。

最低工资标准主要是为了保护低端劳动力的工资利益,它综合了物价、生活成本等因素的影响,是为了确保低工资群体能获得足够的收入以维持本人及家人基本的生活需要。最低工资标准过低,就无法阻挡部分劳动者陷入贫困的境地。

而工作环境恶劣、职业病频发、工伤事故频发等,更是与劳动监管缺失有关,在这一方面,中国确实需要健全劳动管制政策。

### 2、但劳动规制又不能脱离企业实际而下药过猛

劳动管制政策要平衡雇主和雇员之间利益,不能过于偏废,过去中国是偏袒雇主方利益而忽视了劳动者利益,现在也不能反过来,为提高劳动者利益而不顾资本

方的利益，不顾盈利能力而一味地要求改善员工待遇，企业就不会有利润，就只能垮掉，最后是劳资双输。

早在 2004 年新的《最低工资规定》出台之际，张五常等人就提出了“最低工资种祸根”的拐点，虽然刺耳，但确实提醒政策制定者，脱离企业承受能力的劳动规制会“欲速而不达”。在企业承受能力范围之内，适当提高劳动者利益，才是根本的解决之道。十九大报告也提出：“在劳动生产率提高的同时实现劳动报酬同步提高”，实际上就是兼顾的思想，先把生产率蛋糕做大，分配才好办。

上个世纪 80 年代，美国经济不景气，很多企业开工不足，盈利下降，在此背景下，美国各地政府暂停了最低工资标准的调整，历时达十年之久。

正因为如此，我们对通过劳动规制来提高就业质量，不能报以不切实际的期望，归根到底，劳动规制还是一种防御性的就业政策，就业质量提升，根本上，还是要靠人力资本提升和产业升级来实现，所以积极就业政策才是核心。

### （三）消极就业政策要对失业者起到托底作用，并反推就业质量的提升。

按理说，消极就业政策主要是面向失业者的，是为了解决他们的生计问题，与就业质量没有关系，但实际上，它会对就业质量形成很大的反作用。

为什么资本家如此苛刻地对待工人而工人却不敢反抗？马克思政治经济学的解读就是产业后备军的作用。当存在大量的产业后备军时，工人就可能会失业，如果社会救济不够，出于对失业后窘况的恐惧，工人只能接受低质量就业。

这就是消极就业政策对就业质量反作用的典型例子。

一个社会消极就业政策缺失，就失去了兜底的安全垫，社会隐患是很大的，所以当经济发展到相对成熟阶段时，各国都会逐步完善消极就业政策，为失业者提供一张安全网，这也反过来会为就业者“撑腰”，倒逼雇主提高劳动者权益。

韩国在 1980 年全斗焕上台后就着力建设“福利型社会”，“为无力维持正常生活的社会成员提供基本保障”，构建社会安全网，其中最具代表性的就是失业救济、养老金和医保制度，到 1990 年，福利支出占 GDP 的比重从 1% 提高到 3%。

据称，西欧在 1931—1950 年消极就业政策是非常不健全的，不仅导致当时的英法德等国的就业质量差，而且使它们一度徘徊于中等收入陷阱的边缘。二战后它们吸取之前的教训，大力构建社会安全网，建设高福利国家，但又导致“社会福利养懒汉”的问题。今天欧洲经济乏力，就与这种僵化的制度有很大关系。

这也提醒我们，通过消极就业政策来反推就业质量，要有一个度的把握，过或

不及，都是不妥的。反过来说，指望它来提升就业质量，作用也有限。

**四、测算表明，即便 2018 年中国经济增速降至 6.5%，也能创造出 1100 万城镇新增就业岗位，改善就业质量应成为下一步工作重点，对此我们应保持定力。**

### **(一) 2017 年城镇新增就业可能逼近 1400 万，就业创造能力渐趋强大。**

城镇新增就业主要由第二、三产业创造的，而在第二产业内，建筑业和工业存在较大差异，我们再区分之。下面分别估算三大产业 2017 年就业人数。

先看建筑业。其就业主要与施工面积相关。2017 年前三季度建筑业的施工面积为 738065 万平方米，而历年来，全年施工面积与前三季度施工面积有非常稳定的比例关系，近五年来基本维持在 1.06—1.10 之间，取五年平均值，为 1.08，得出 2017 年全年施工面积约为 796092 万平方米，考虑到 2016—2017 年施工技术不可能有太大变化，单位施工面积所需人数应基本不变，2016 年建筑业的这一数字为 68.3 人/万平方米，由此可推算 2017 年约为 5439 万人，比 2016 年的 5185 万人增加约 254 万人。

再看工业部类。2017 年前三季度工业增加值为 201736 亿元，而自 2012 年以来，各年工业 GDP 与前三季度的比重都非常稳定，就一直在 1.37—1.39 附近，我们取平均数 1.38，可得，2017 年全年应为 277729 亿元，但另一方面，近年来随着新技术在工业领域的应用，每亿元工业 GDP 所匹配的就业人数在不断下降，按五年移动平滑，2017 年大约为 600 人，据此计算，2017 年工业就业人数约为 16700 万人，比上年的 17166 万人减少了 466 万人，减幅比上年扩大 32 万。

最后看服务业。2017 年前三季度服务业增加值为 313951 亿元，自 2012 年以来，各年服务业 GDP 与前三季度的比重都一直维持在 1.36 水平上，由此可得，2017 年全年应为 427614 亿元，另一方面，近年来随着新技术在工业领域的应用，每亿元工业 GDP 所匹配的就业人数在不断下降，按五年移动平滑，2017 年大约为 827 人，据此计算，2017 年应为 35371 万，比上年 33757 万增加 1614 万人。

汇总上述三个部门，2017 年城镇新增就业大约为 1406 万人。

### **(二) 2018 年中国经济增速只要达到 6.5%，就能创造 1100 万新增就业。**

首先看建筑业。随着 2014—2017 年连续三年的去库存，房地产库存量应该有

较大程度的减少,但另一方面,为了防止过度炒作房地产,政府又出台了诸多的限制措施,比如限购、限售、提高利率等,综合判断,2018年房地产市场将会维持稳中略升的格局。作为关联行业,建筑业也将稳中略升。在2017年4.8%的基础上,令2018年建筑业增长5%,那么基于2017年建筑业就业5439万的预测数字,2018年建筑业就业人数将会增加272万人,并达到5711万人。

再来看工业部类。经过这几年的去产能,工业库存已大幅削减,这为下一步存货周期进入复苏期做好了准备,但也有一些限制性的因素,比如,环保政策对工业发展的冲击,一些污染性企业仍会被关停。基于此,我们预测2018年工业部类也会维持稳中略升的发展格局。在2017年6.4%(基于前三季度的预测)的基础上,令2018年工业增速为6.5%,则全年工业GDP达到295782亿元,同时根据移动平滑,每亿元GDP所匹配的就业人数将降至550人,据此,工业就业人数将为16268万人,比2017年进一步减少432万人。

最后看服务业。就算2018年服务业增速在2017年的7.8%(基于前三季度预测)的基础上再回落一点至7.5%,服务业增加值也能达到459861亿元,而根据五年移动平滑,2018年每亿元GDP的就业容量可能降为800人,就业人数仍可达36788万,比上年增加1417万人。

将三个部类加总,总的非农就业人数将比2017年增加1257万人,仍能超额完成全年1100万的任务。

在上述假设下,全年经济增长率要达到多少呢?这要结合产业结构来计算。

2016年农业、建筑业、工业、服务业占GDP的比重分别为8.4%、6.7%、33.3%、51.6%,根据五年移动平滑,2018年可能会演变为8.0%、6.7%、30.6%、54.8%,结合上述各产业增长率,经加权平均计算,全年GDP增速为6.5%。

换言之,2018年只要GDP增速达到6.5%,全年就业目标就能实现。正因为经济的就业创造能力已比较强大,政府可以腾出更多的力量来提升就业质量。

## 参考文献

- [1] 丁守海:《最低工资管制的就业效应分析——兼论劳动合同法的交互影响》,《中国社会科学》2011年第5期。
- [2] 韩兆洲、魏章进:《如何合理制定最低工资标准》,《商业时代》2005年第6期。
- [3] 李宁、徐荣华:《就业质量统计相关问题研究》,《统计研究》2016年第2期。
- [4] 马晓河:《中等收入陷阱的国际观照和中高策略》,《改革》2011年第11期。
- [5] 朴馥永:《以经济转型跨越中等收入陷阱——来自韩国的经验》,《经济社会体制比较》2013年第1期。
- [6] 全毅:《跨越中等收入陷阱:东亚的经验及启示》,《世界经济研究》2012年第2期。
- [7] 张林秀:《中等收入陷阱的人力资本根源:中国案例》,《中国人民大学学报》2014年第3期。



## 进入周期性弱复苏阶段的世界经济

王晋斌

**摘要:**世界经济进入了周期性弱复苏阶段。低通胀、全球贸易和投资的恢复性上涨、大宗商品价格的恢复性上涨、失业率的下降、短期利率水平上扬以及预期向好都显示出世界经济进入了周期性弱复苏阶段。欧美劳动生产率和技术进步的改善、部分发达经济体企业和居民杠杆的下降、除美国之外的政府财政较好的稳健性、美国的竞争性税改预期以及依然相对宽松的货币环境将推动经济在周期性弱复苏中持续运行。整体上偏高的企业杠杆(尤其是中国过高的企业债务率)将使得投资恢复缓慢,拖累了复苏的力度;而金融资产价格高企带来的金融周期的不稳定性将是全球经济复苏面临的最大风险;逆全球化的投资和贸易政策不减也是降低全球经济复苏力度的重要因素。

美元价格指数短期中不会走强,主要原因是受制于欧洲经济预期好转和美国国内股市、房市资产价格高企带来资产估值吸引力的下降。未来资产价格走向在很大程度上将在企业盈利能力和利率上扬之间权衡,也取决于投资者风险偏好的变化。全球货币在“一紧三松一中性”的格局下,避免金融环境的收紧快于市场预期是货币政策预期管理的核心要点。防止金融周期的急剧逆转是货币政策控风险的着眼点,稳金融就是稳复苏。需要耐心而谨慎的货币政策来适度拉长并减缓金融周期的繁荣阶段,一方面有利于防止泡沫急剧破灭,维护市场信心;另一方面有助于维持经济投资水平的恢复及其提升。

## 一、世界经济进入低通胀、缓增长的周期性弱复苏阶段

世界经济在 2016 年触底，并在 2017 年出现了缓和增长，国际贸易增速有所恢复，国内或区域内物价(CPI)和国际贸易品价格虽有所上涨但仍处于低位。世界经济呈现出低通胀、缓和增长的态势，进入了周期性弱复苏阶段。

世界经济增速和全球贸易增速经过 2010—2016 年的下滑后，在 2016 年有双双触底迹象。按照 IMF(2017)的预测，2017—2018 年全球 GDP 增长率分别达到 3.46% 和 3.65%，高于 2016 年的 3.10%。持续性的财政和货币政策支持使得发达经济体产出缺口持续收窄，失业率降至 2009 年以来最低水平(只有 5.9%)，物价水平维持在 2% 左右，通缩的风险得以解除；同时新兴经济体的总体物价水平也在持续走向平稳，维持在温和通胀的水平<sup>①</sup>(图 1)。

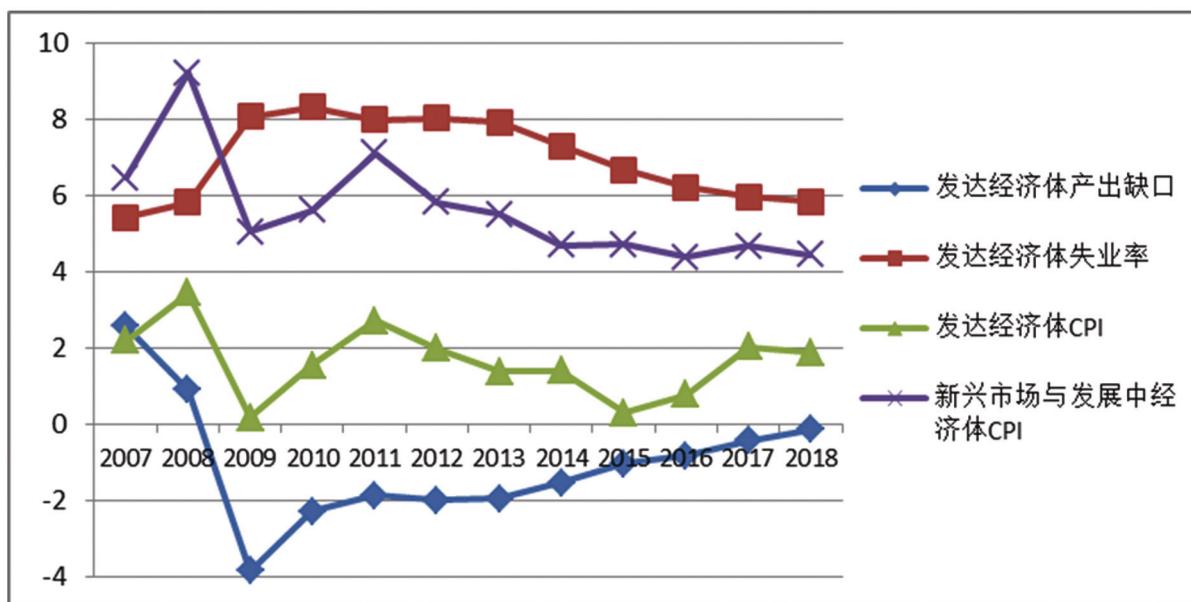


图 1 发达经济体产出缺口、失业率、物价水平(CPI)及新兴市场和发展中经济体的 CPI

2017—2018 年全球贸易增速分别达到 3.83% 和 3.89%，高于 2016 年的 2.22%，但仍只有 1998—2007 年 10 年间世界贸易约 7.0% 增速的一半。从反映全球

<sup>①</sup> 巴西和俄罗斯的 CPI 在 2016 年仍然高达 8.7% 和 7%，但在 2017 年均回落至 4.4% 左右的水平。  
资料来源：IMF (2017), WEO, Database.

贸易增速和 GDP 增速比例关系的贸易强度来看,2017 年比 2016 年有明显的恢复性上升,上升比例达到了 54.6%。但从更长期来看,2017 年的贸易强度为 2002—2007 年和 1996—2007 年的 71.1% 和 67%(图 2)。危机冲击导致的贸易“超调”得到了一定的修正。

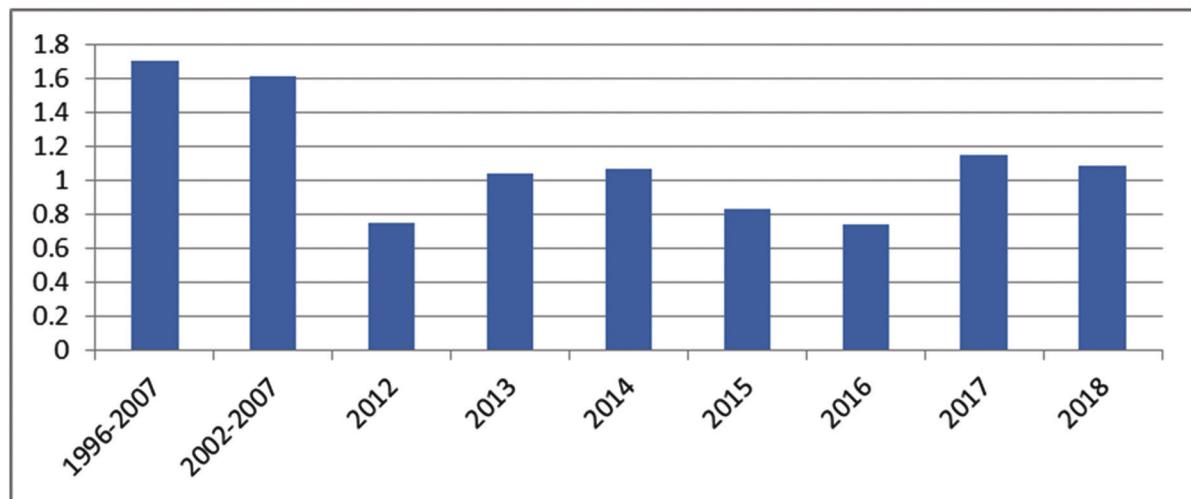


图 2 全球贸易强度的变化(全球货物和服务贸易增速/全球 GDP 增速)

从反映经济周期重要的制造业贸易价格指数和制造业贸易价格年度变化来看,已经走出了 2013—2016 年的连续 4 年的制造业贸易价格通缩的状态(图 3)。相对于发展中国家来说,发达经济体的制造业出口贸易带有不同程度的资本品性质,发达经济体的制造业出口贸易价格摆脱通缩预示着发展中国家制造业的投资开始进入复苏阶段。

全球经济和贸易增速的缓和恢复揭示出全球经济出现了周期性的弱复苏。周期性的弱复苏与低位的物价水平并存的一个重要原因是全球大宗商品价格和原油价格仍处于中低位。全球大宗商品价格和原油价格分别在 2016 年触底。与 2005 年相比,2017 年大宗商品价格指数增长了 16.5%,原油价格在 50—55 美元/桶左右,这一价格水平只有 2012 年的 52.6%(图 4)。原油价格处于中低位运行的核心原因是美国的高库存水平和供给的增加。美国能源局(EIA)的数据显示,2017 年的前 7 个月,美国每日原油产量高达 910 万桶,基本维持在历史的高位<sup>①</sup>。物价中低运行的另一个重要的原因是发达经济体最近几年名义工资的增速低于 2008—

<sup>①</sup> 依据 EIA 的估计,2018 年 WTI 和? Brent 的原油价格每桶分别为 51.04 美元和 55.61 美元。

09 之前名义工资增速,这主要是劳工市场粘性、通胀预期以及劳动生产率趋缓等因素所致(IMF,2017)。因此,如果名义工资增速不能够持续超过劳动生产率增速时,全球的物价水平难以出现明显的通胀压力。

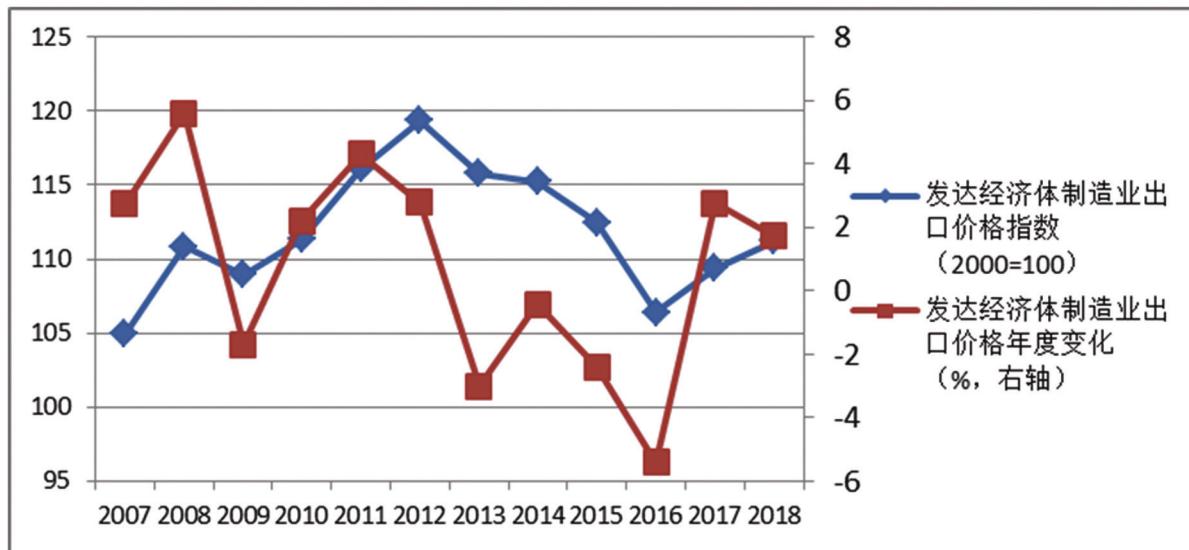


图 3 发达经济体的制造业出口贸易价格变化

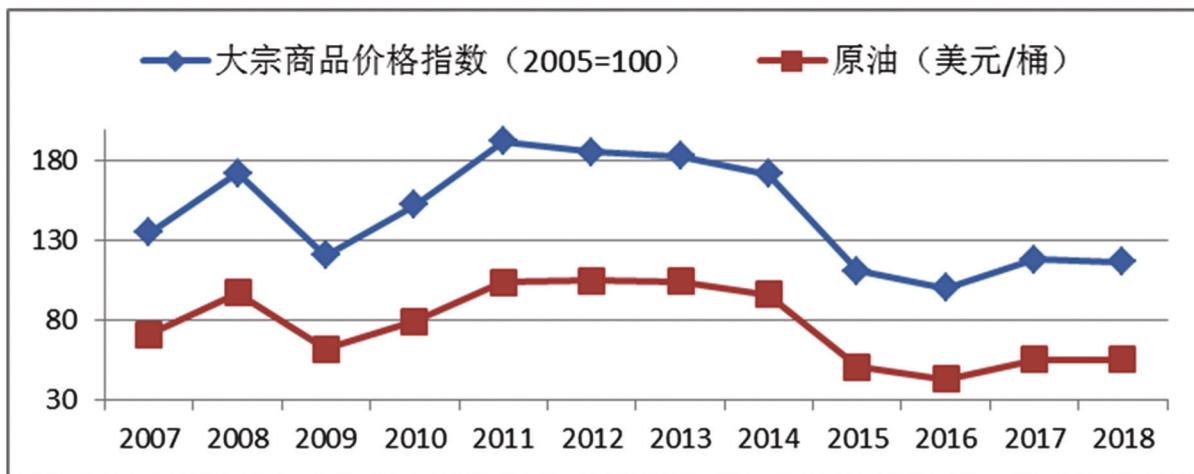


图 4 全球大宗商品价格指数(包括燃料和非燃料价格指数)和原油价格。

注:原油价格是 Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh 三大市场现货价格的简单平均。

从总体失业率来看,2017 第 1 季度 OECD 国家的平均失业率为 6.03%;EU28 的失业率为 7.95%,均为次贷危机以来的新低(图 5)。从一些重要经济体来看,2017 年 Q3 美国失业率仅为 4.1%;2017 年 Q1 德国、英国和日本的失业率只有 3.95%、4.52% 和 2.87%。

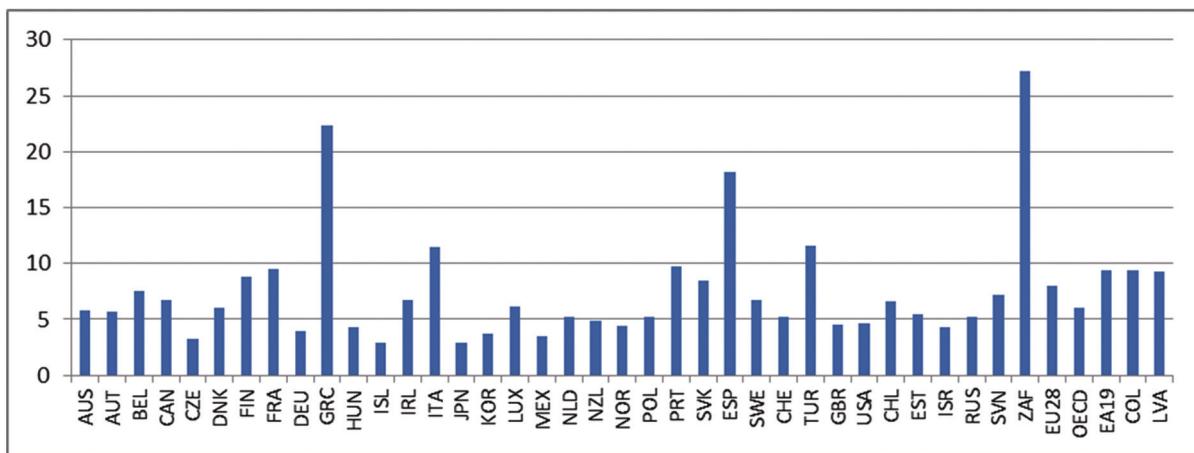


图 5 OECD 国家 2017Q1 失业率(%)

数据来源:OECD, Employment Database.

从年轻人的失业率来看,2016 年底 OECD 国家的平均失业率为 12.96%;EU28 的失业率为 18.7%,仍处于较高的水平。从一些重要经济体来看,2016 年底美国、德国、英国和日本年轻人的失业率分别达到 10.4%、7.1%、13% 和 5.2%,也处于相对较高的水平(图 6)。

年轻人的高失业率应该是工资成本上升较为缓慢的一个重要原因。从 OECD 每个员工的实际补偿(Real compensation per worker)来看<sup>①</sup>,出现了两极分化:处于最高 5% 的公司员工补偿在 2008 年之后出现了一定幅度的增长,但增长幅度不及 2008 年之前;而其他 95% 的公司员工的实际补偿基本上没有增长。整体上员工补偿在 2009—2016 年期间也只有大约 5% 的增长(图 7)。

<sup>①</sup> OECD 的员工补偿包括两个部分:以现金或者实物支付的工资和薪水;社会捐赠性质的支付的价值(如员工参与社会保障计划、私人融资的社会保险计划等等)。

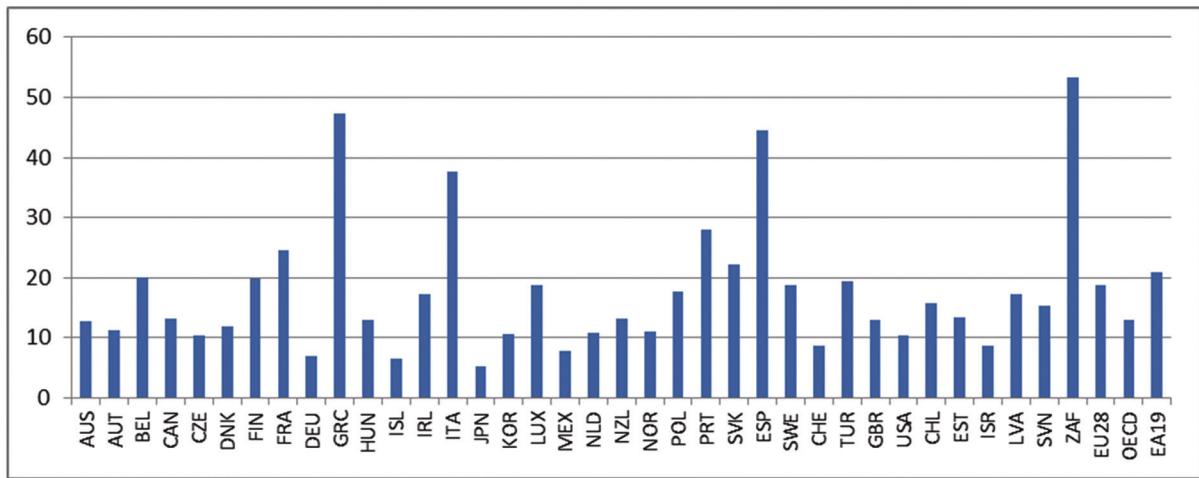


图 6 OECD 国家 2016 年底年轻人的失业率(%)

数据来源:OECD, Employment Database.

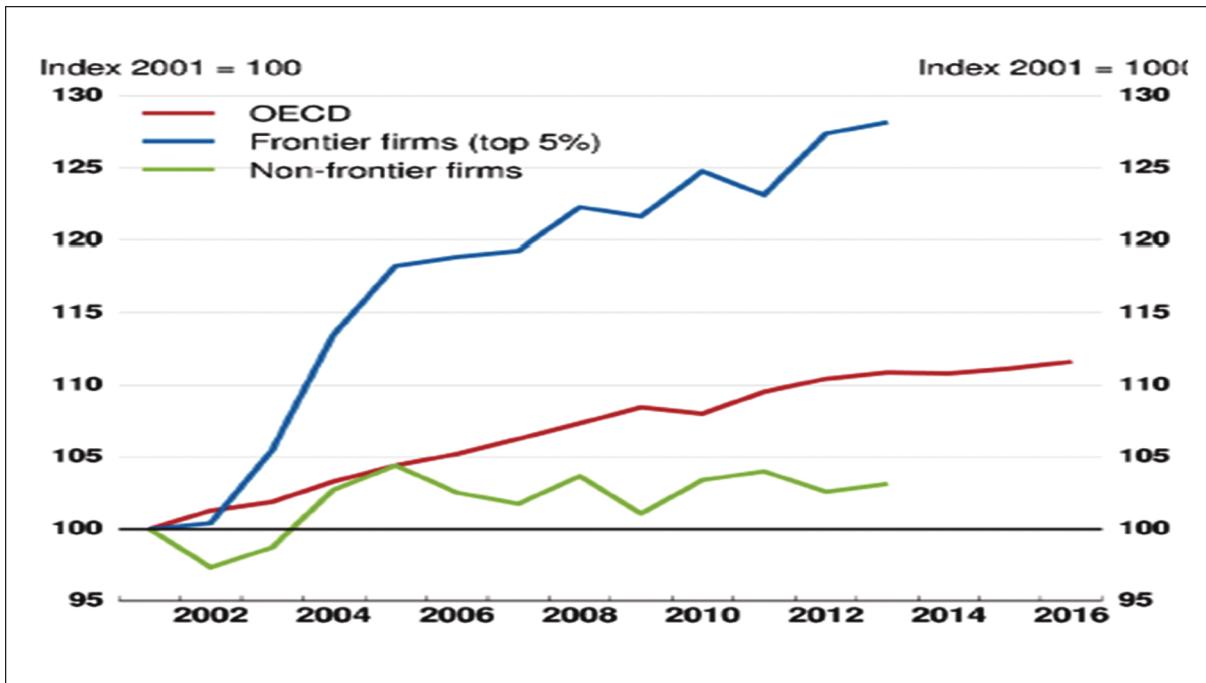


图 7 OECD 员工实际补偿的变化(2001=100)

从 OECD 经济领先指数来看,OECD 和中国经济在 2016 年底基本度过了最低点,进入 2017 有一个弱势的上升(图 8)。

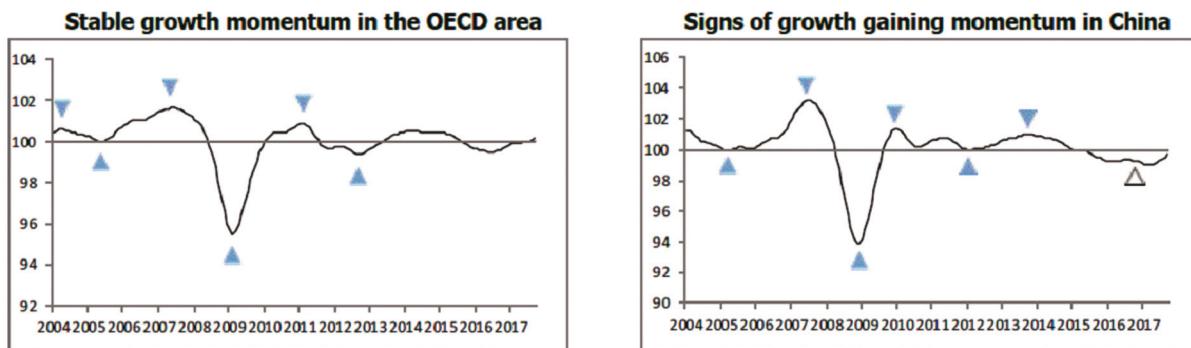


图 8 OECD 及中国经济的增长势头。

图片来源:OECD, Composite Leading Indicators, 9 November 2017.

因此,全球经济和贸易增速、发达经济体的制造业出口贸易价格、大宗商品价格指数和原油价格均在 2016 年触底,并在 2017 年进入上升阶段。欧美失业率创新低和 OECD 综合领先指数(CLI)显示增长的新动能在缓慢聚集,这些信号预示着全球经济进入了周期性弱复苏阶段。

## 二、世界经济增长的新动能将强化周期性弱复苏的基础

欧美劳动生产率的改善、部分发达经济体企业和居民杠杆的下降、除美国之外的政府财政较好的稳健性、美国的竞争性税改以及依然相对宽松的货币环境将推动经济在周期性弱复苏中持续运行。

### (一)发达经济体劳动生产率以及技术进步出现了恢复性的增长。

近几年美国经济中的失业率不断下降,2017 年 9 月美国经济中的失业率仅为 4.4%。同时美国经济中的非农业商业部门、非金融公司部门和制造业部门的劳动生产率在进入 2017 年之后有上升的趋势。2017 年 2 季度非农业商业部门、非金融公司部门和制造业部门的劳动生产率增长率分别达到 1.5%、4.6% 和 2.9%(图 9)。

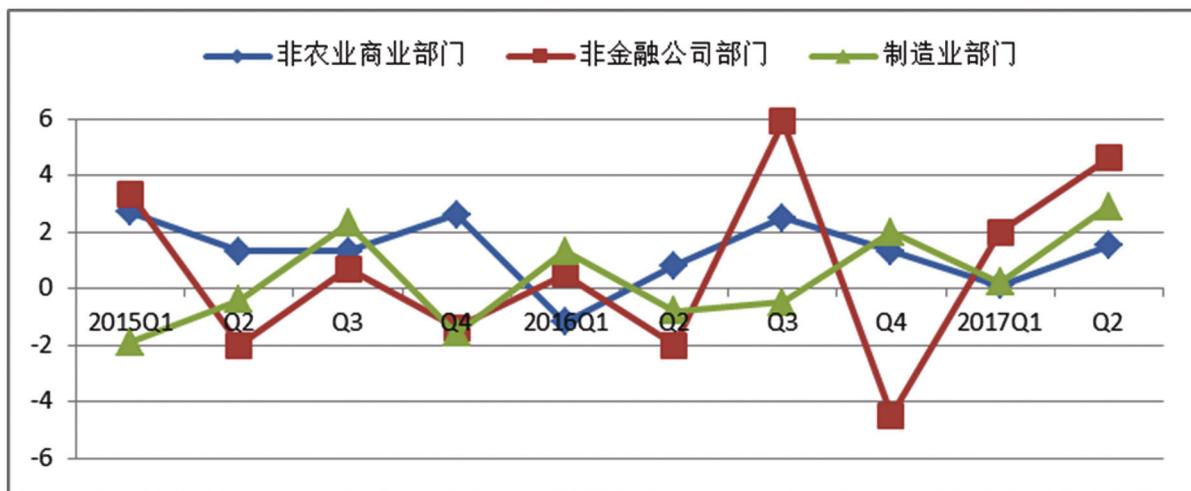


图 9 美国近期劳动生产率的变化(%, 同比年率)

原始数据来源:U.S. Bureau of Labor Statistics.

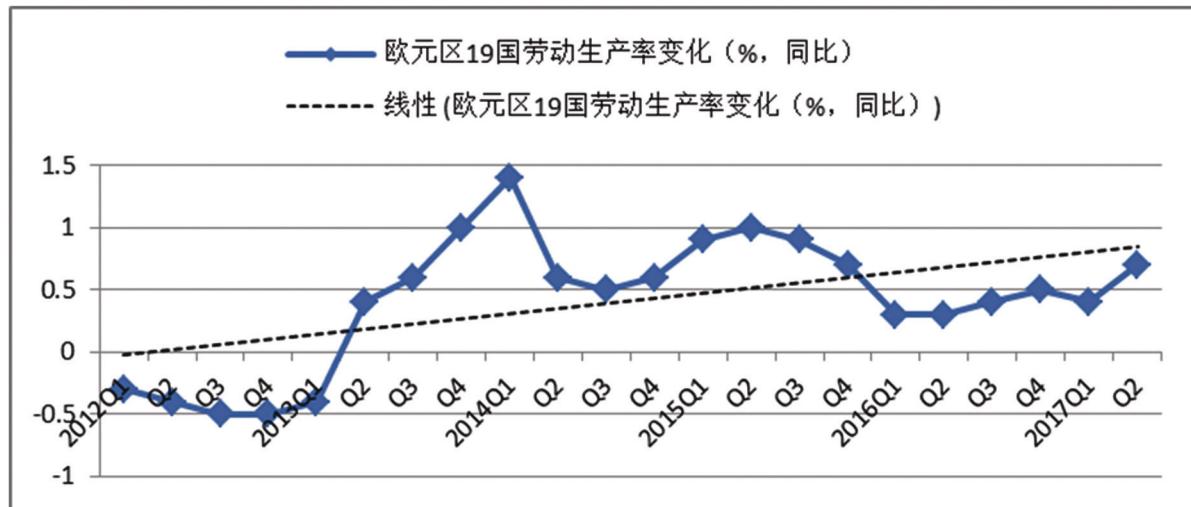


图 10 欧元区劳动生产率的变化(2012Q1—2017Q2)

数据来源:ECB。

从长期的美国私人商业部门的多要素生产率来看,2007—2015 年的增长率是 1948 年以来的历史最低水平,年均只有 0.4%。这一增长率只有 1995—2000 年期间和 2000—2007 年期间的 1/4 和 28.6%。多要素生产率的增长率出现了大幅度下滑是市场对美国经济前景出现悲观预测的核心原因(Lee Branstetter and Daniel Sichel ,2017),美国经济中劳动生产率的恢复性上涨在一定程度上改变了市场对

美国经济预期的前景。

欧元区的劳动生产率也出现了恢复性增长，并在 2017 年 2 季度出现了 0.7% 的增速，是 2016—17 年季度最高增速(图 10)。

从技术进步来看，IT 行业进入了恢复增长期(图 11)。从 2016 年世界半导体市场销售额增速开始转正，依据 OECD(2017)提供和预测的数据，2016—2018 年世界半导体市场销售额同比增长速度为 1.12%、2.12% 和 2.28%。

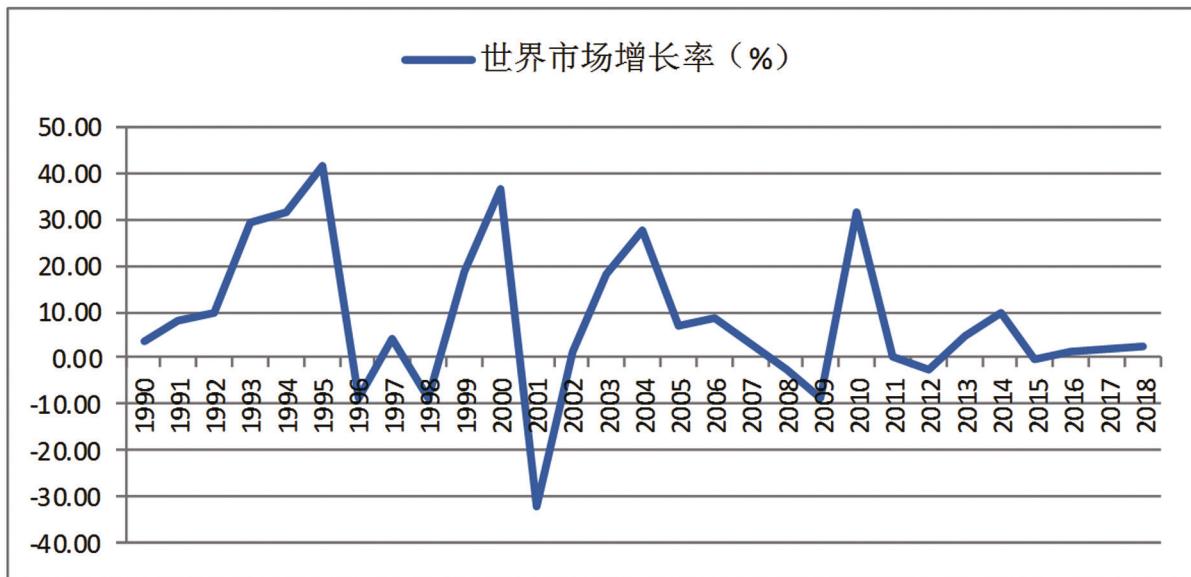


图 11 世界半导体市场销售额同比增速(%)

资料来源：OECD(2017)，OECD Digital Economy Outlook 2017.

(二)发达经济体政府债务与私人债务之间的置换取得了成功，企业部门和居民的信贷杠杆率下降。

发达经济体在经过次贷危机后，发达经济体正在经历一个明显的去杠杆过程(图 12)。相对于 2009 年 9 月家庭部门信贷和企业信贷占 GDP 比例 81.6% 和 97% 的高值来说，2017 年 3 月家庭部门及为家庭服务的非盈利机构(Non-profit institutions serving households, NPISHs)的信贷和企业信贷占 GDP 比例分别为 73.8% 和 87.4%，分别下降了 7.8 个百分点和 9.7 个百分点；而同期政府信贷/GDP 上升了 15.1 个百分点，总信贷/GDP 下降了 5.5 个百分点。这说明发达经济体政府债务和私人债务之间的置换取得了一定的成功，并使得总体信贷债务水平/GDP 下降。

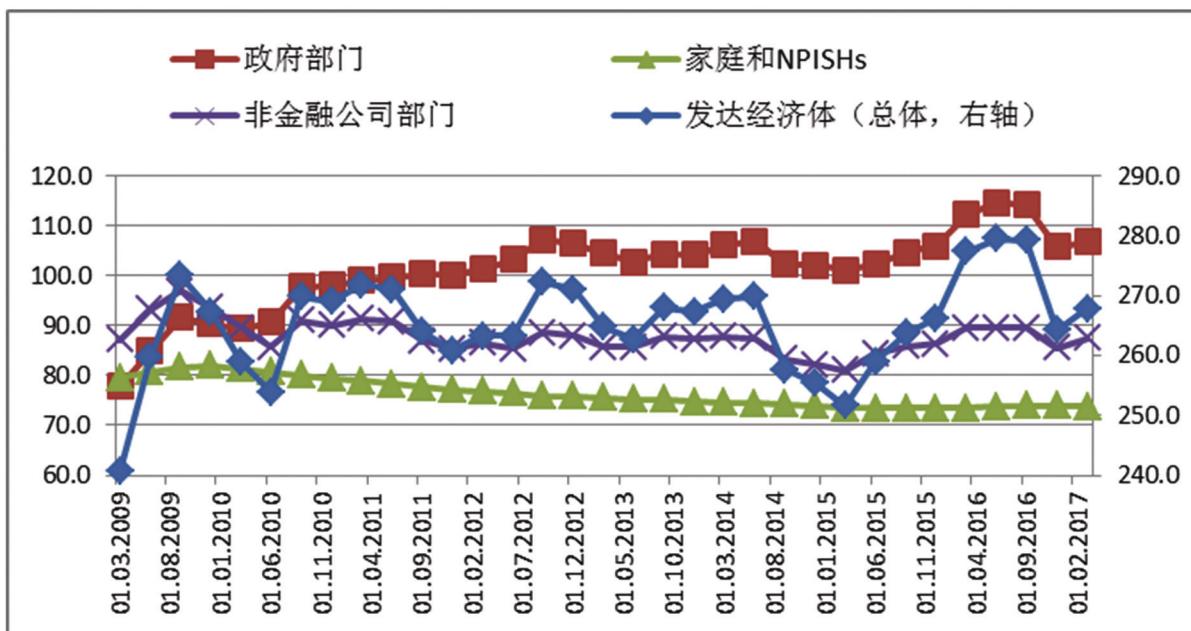


图 12 发达经济体非金融类部门信贷/GDP 比例的变化

数据来源:BIS。

### (三)美国的税制改革将为美国经济增长注入新活力,推动美国经济持续复苏。

2017 年 2 月,美国总统特朗普公布了美国税改计划,从规模来看将是美国史上最大规模减税。特朗普希望自己最重要的税改计划起一个非常朗朗上口的名字——“减减减”(cut cut cut),以表明其大规模减税的决心。新税法旨在降低个人和企业的税率、简化税务制度以及提高福利。预计在接下来的 10 年期间,新法案将减税 5 万亿美元。税改框架建议将个人所得税顶格税率降至 35%,但交由国会决定是否为最高收入者设定更高的税率。方案还建议将企业税率从目前的 35% 下调至 20%。该计划将个人税率从 7 档改为 3 档:12%、25% 和 35%,最高级别低于当前的 39.6%。

在国际层面,该计划将改用“领土税制”,放弃美国独特的、不管企业利润在哪国赚取的全球征税方式,但仍以降低后的税率对美国跨国公司的外国利润进行全球征税,以保护美国税收的税基,方案没有具体说明降低后的税率。具有累积离岸利润的公司,在将这些利润汇回国内时将被征收一次性税收,适用的税率还不清楚。

美国的减税计划中的个税方案有利于中产阶级的福利提升。税改框架将标准扣除额提高近1倍，个人为12,000美元，已婚夫妇为24,000美元，并要求“大幅提高”目前17岁以下儿童每人1,000美元的儿童税收抵免。因此，将有利于提升美国居民的消费水平，推动美国经济的持续复苏（美国GDP中近80%是由消费来拉动）。同时，20%的企业税率将提供一个具有全球竞争性的税率体制，有利于美国企业的赢利和投资，也会进一步推动美国经济的复苏。依据美国商务部经济分析局（BEA）提供的数据，2015—2016年企业税占联邦收入的9.52%。降低企业税对政府赤字的影响不大，企业税改以法律的形式通过的可能性很大。

从长期来说，税改不太可能会推动美国经济的潜在增长。税改对经济增长的传递效应温和，可能需要一定的时间才能发挥作用。但税改会增加企业盈利水平，也会推动短期和中期利率水平小幅度上扬。因此，对股市价格中性偏好。税改也会提高美国的资本回报率，吸引资本流入，导致美元在中期较大幅度走强。但美元相对于高息的新兴经济体货币来说，不一定会走强，甚至会走弱。如果减税没有通过，对周期性复苏的担忧反而会降低利率水平，反而会导致美元中期走弱。

**（四）除了美国的政府财政风险存在明显上升之外，全球主要经济体政府财政风险处于健康状态。**

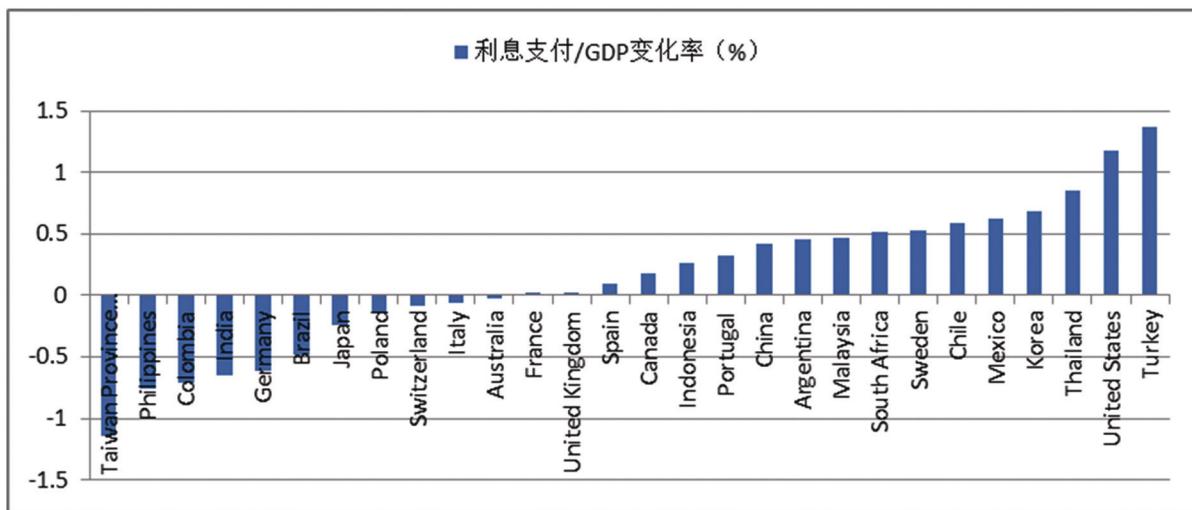


图 13 全球主要经济体政府债务利息支付/GDP 的变化(%)

IMF(2017)预测2016—2022年美国政府债务占GDP比例将上升至117%，比2016年上升10个百分点；利息支付将上升1.2个百分点，达到GDP的3.2%。中

国政府债务也将上升 10 个百分点,尽管在 2022 年达到 GDP 的 59%,但仍处于风险警戒线以下。德国、意大利、印度、加拿大、马来西亚以及中国的台湾地区财政状况将有显著改善。除美国以外的全球主要经济体的财政状况都将出现不同程度的改善(图 13)。

(五)发达经济体,尤其是美联储的货币政策收紧力度将缓和而有序。全球五大央行的货币政策格局是“一紧三松一中性”,美联储货币政策的收缩对金融市场的冲击预期将被压缩在较小的空间里。

美联储在 2014 年 10 月末的货币政策会议上,宣布停止了其长期实施的第三轮债券购买计划(QE3),开始了退出宽松货币政策。3 年之后美联储开始了缩表计划,在 2017 年 6 月的 FOMC 声明中每月缩减 60 亿美元国债、40 亿美元住房贷款抵押证券(MBS)。因此,从目前计划的缩表规模来看,美联储的缩表计划是缓和而有序的,给了市场明确的预期。美联储主席耶伦的任期将于明年 2 月结束,新提名的联储主席鲍威尔过去是耶伦政策的坚定支持者,美联储也许进入了“没有耶伦的耶伦时期”,可以预计美联储的货币政策将具有连续性。

从欧洲央行来看,欧洲央行依然实施扩张性货币政策,只是力度减缓,并给出了力度减缓的宽松货币政策的估计时限。2017 年 10 月 26 日,欧洲央行公布的货币政策决议,将三大利率中的再融资利率、隔夜贷款利率和存款隔夜存款利率分别维持在 0%、0.25%、-0.40% 不变,同时从 2018 年 1 月起延续 9 个月将月度的购债计划从 600 亿欧元削减至 300 亿欧元,如有必要将持续更长时间。英国今年 11 月 2 号开始了 10 年来的首次加息,将基准利率提高 25 个基点,但仍只有 0.5%,并维持央行债券购买规模不变。英国 11 月央行政府债券购买规模 4350 亿,企业债购买规模 100 亿。英国实际上还是维持了宽松的货币政策。

日本央行在 10 月 31 号的央行会议上,将 2017 年日本的通胀预期从 1.1% 下调至 0.8%。央行行长黑田东彦与安倍经济学推崇的宽松货币政策立场一致,日本央行也因为通胀未达到 2% 的目标继续实行宽松货币政策的央行。

因此,从发达经济体的四大央行的货币政策来看,“鸽派”主导美联储、极其谨慎的欧洲中央银行、为难加息的英国央行以及继续实施宽松货币政策的日本央行决定了目前发达经济体货币政策是“一紧三松”的格局,发达经济体的货币政策依然处于相对宽松的环境,再加上中国的货币政策维持中性,全球五大央行的货币政策格局是“一紧三松一中性”,美联储的紧缩政策对市场的冲击会被压缩在较小的空间里,这一点可以从国际金融市场的稳定性上得以证实(图 14)。

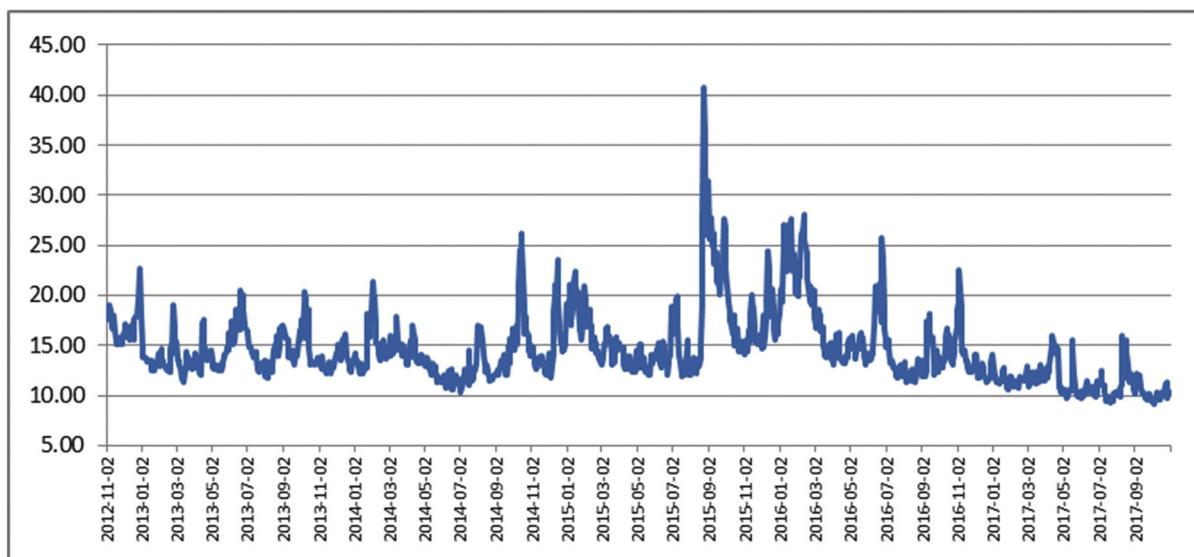


图 14 CBOE Volatility Index(VIX Index, Daily, Not Seasonally Adjusted)。  
数据来源:<https://fred.stlouisfed.org>.

图 13 显示了国际金融市场恐慌指数(VIX 指数)从 2012 年 11 月 2 日到 2017 年 11 月 1 日的数值变化,可以看出今年下半年以来国际金融市场更加平稳,VIX 指数只有 10.68,低于今年 1—6 月份的 11.78。这说明从 6 月份美联储公布缩表计划之后,市场已经基本消化了美联储缩表的冲击;而且今年下半年以来,整个金融市场是次贷危机以来表现最为稳定的时期。

### 三、世界经济弱复苏新周期中存在的风险与不确定性

整体上偏高的企业杠杆(尤其是中国过高的企业债务率)将使得投资恢复力度缓慢,拖累了复苏的力度;而金融资产价格高企带来的金融周期的不稳定将是全球经济复苏面临的最大风险;逆全球化的投资和贸易政策不减也是阻碍全球经济复苏力度的重要因素。

#### (一) 防止金融周期急剧逆转及带来资产价格的骤跌是决定世界经济弱复苏周期能否持续的关键要素

1、债务问题,尤其是新兴经济体债务的过快增长已经成为全球经济能否持续复苏面临的最大问题。

依据 IMF(2017)的预测,到 2022 年国内信贷相对 GDP 的比例将升高至近 300%。处理并解决高杠杆存量,必然会放慢经济增速;但不处理和解决高杠杆,最终就会以债务金融危机的形式出现。

依据 BIS 的数据,图 15 显示了从 2009 年 3 月到 2017 年 3 月 8 年时间,新兴经济体非金融部门总信贷/GDP、政府部门信贷/GDP、家庭和 NPISHs 信贷/GDP 和非金融公司部门信贷/GDP 分别增长了 66.1%、48%、86.4% 和 69.3%。到 2017 年 3 月新兴经济体非金融部门总信贷/GDP、政府部门信贷/GDP、家庭和 NPISHs 信贷/GDP 和非金融公司部门信贷/GDP 的比例分别为 189%、48.1%、37.1% 和 103.6%。到 2017 年 1 季度,新兴经济体非金融部门信贷总额高达 48.7 万亿美元。

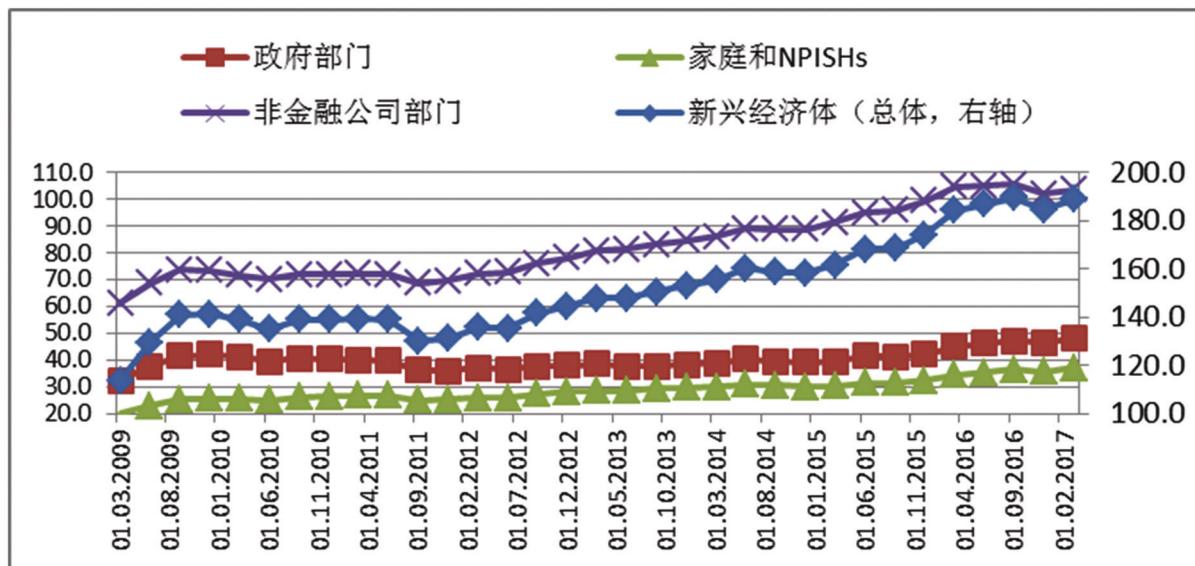


图 15 新兴经济体非金融类部门信贷/GDP 比例的变化

数据来源:BIS。

从 2009 年 3 月到 2017 年 3 月 8 年时间,发达经济体非金融部门总信贷/GDP、政府部门信贷/GDP、家庭和 NPISHs 信贷/GDP 和非金融公司部门信贷/GDP 分别增长了 11.3%、37.1%、-7.3% 和 0.3%。到 2017 年 3 月发达经济体非金融部门总信贷/GDP、政府部门信贷/GDP、家庭和 NPISHs 信贷/GDP 和非金融公司部门信贷/GDP 的比例分别为 267.9%、106.7%、73.8% 和 87.4%。到 2017 年 1 季度,发达经济体非金融部门信贷总额高达 115.4 万亿美元。

对照发达经济体和新兴经济体不同部门信贷/GDP 的比例,可以发现新兴经济体最大的问题是家庭部门和非金融企业部门债务都扩张过快。尤其是企业信

贷/GDP 达到了 103.6%。而发达经济体在经过次贷危机后,正在经历一个明显的去杠杆过程。因此,信贷风险主要集中在新兴经济体过快的信贷增长上,尤其是中国等大型新兴经济体的信贷水平的过快增长(表 1)。

表 1 政府及私人非金融部门债务/GDP(%)的变化:2006—2016

		日本	加拿大	美国	英国	意大利	澳大利亚	韩国	法国	德国
政府	2006	184	70	64	41	103	10	29	64	66
	2016	239	92	107	89	133	41	38	96	68
家庭	2006	59	74	96	90	36	105	70	44	65
	2016	57	101	79	88	42	123	93	57	53
非金融 公司	2006	100	76	65	79	67	73	83	56	49
	2016	92	102	72	73	71	79	100	72	46
总体	2006	343	221	225	210	205	187	183	164	180
	2016	388	295	259	250	246	243	232	226	168

		中国	巴西	印度	南非	土耳其	墨西哥	俄罗斯	沙特	阿根廷	印尼
政府	2006	25	66	77	31	45	38	10	26	70	36
	2016	44	78	70	52	28	58	16	13	54	28
家庭	2006	11	14	10	39	9	12	8	12	4	11
	2016	44	23	10	35	18	16	16	15	6	17
非金融 公司	2006	105	39	38	33	27	14	32	28	20	14
	2016	165	44	45	37	67	28	52	50	12	23
总体	2006	142	118	125	104	81	64	49	66	93	61
	2016	254	145	125	124	113	103	84	78	73	68

资料来源:IMF,Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?。

新兴经济体信贷快速扩张,形成了一轮信贷推动型的增长,但带来了高债务下的高利息支付,债务风险累积创历史新高。图 16 显示了中国、巴西和俄罗斯私人非金融部门债务偿还占收入的比例的变化。可以看出中国经济中的私人非金融部门债务服务比例一直是攀升的,从 2009 年 1 季度的 13.1% 上升到 2017 年 1 季度

的 20.1%；巴西在 2017 年底 1 季度为 20.5%，这一比例也超过次 2009 年底 1 季度的 18.7%；俄罗斯经济中的私人非金融部门的债务服务比例为 10% 左右，基本重回次贷危机前的高点。2017 年底 1 季度，一些主要发达经济体，如美国、德国、英国、日本和韩国的私人非金融部门的债务服务比例分别为 14.7%、9.6%、14.8%、14.5% 和 19.9%。可见，私人非金融部门的债务风险已经成为中国、巴西这些大型新兴经济体面临的突出问题。

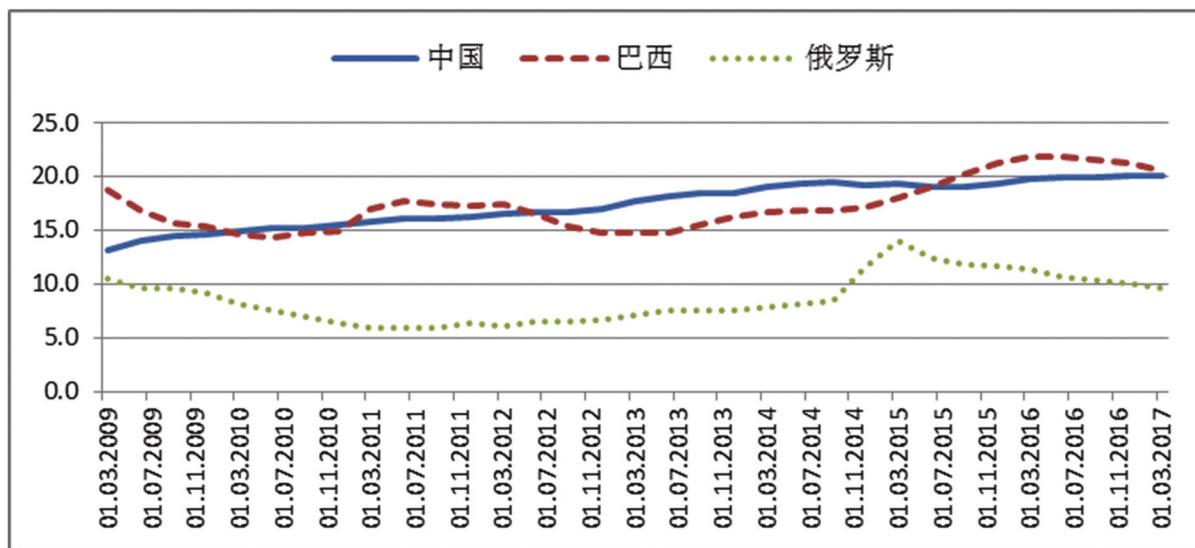


图 16 大型新兴经济体私人非金融部门债务偿还占收入的比例  
(debt service ratios , DSRs, %)

数据来源:BIS。

2、从全球股市价格和房地产价格来看，长达数年的低利率和高流动性环境推高了股票估值的价值中枢，绝大多数股票指数的(P/E)显著高于危机前的水平。

低利率和充足的流动性，推高了股票价值的估值中枢。美国股票指数屡创新高，2017 年 11 月上旬其三大指数的 P/E 均明显高于危机前 2006 年底的水平，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数的 P/E 分别比 2006 年底上涨了 23.7%、31.3% 和 24.9%。英国富时 100 指数的 P/E 接近上涨了 44.3%；德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数、加拿大标普/TSX 综合指数、欧元区斯托克 50 价格指数、西班牙的 IBEX35 指数、斯德哥尔摩 30 指数以及瑞士市场指数分别比次贷危机前的 2006 年底增长了 37.2%、31%、12.4%、41.2%、2.2%、32.2% 和 44.2%。在发达经济体的样本中，只有日经 225 指数的 P/E 低于危机前的 2006 年底

的水平,大约低 15.9% (表 2)。

表 2 发达经济体主要股票指数的 P/E

	道琼斯工业 平均指数	标准普尔 500 指数	纳斯达克 综合指数	富时 100 指数	德国 DAX30 指数	法国 CAC40 指数
Date	INDU Index 市盈率	SPX Index 市盈率	CCMP Index 市盈率	UKX Index 市盈率	DAX Index 市盈率	CAC Index 市盈率
2006/12/29	15.9315	16.6182	37.6888	15.6081	13.9245	14.2231
2007/12/31	16.4133	17.4176	32.987	13.109	13.676	14.4226
2008/12/31	16.0354	16.742	26.8056	27.674	19.8754	13.4368
2009/12/31	16.0959	19.1767	37.672	19.9953	21.2456	21.1639
2010/12/31	13.4716	15.4121	28.539	14.1333	12.4389	11.8582
2011/12/30	12.8168	13.4325	22.6691	10.94	11.0287	11.0408
2012/12/31	12.7896	14.3748	20.8547	17.7357	17.3315	9.3613
2013/12/31	15.8766	17.4371	30.3189	16.9584	18.3657	24.7858
2014/12/31	16.2434	18.2901	29.0915	22.4548	16.6342	21.7442
2015/12/31	16.0424	18.7587	29.7449	33.9772	24.6792	23.7937
2016/10/4	17.5632	20.3478	41.7808	58.7015	23.7716	22.7571
2017/11/09	19.71	21.81	47.08	22.53	19.11	18.63
	加拿大标普/ TSX 综合指数	欧元区斯托克 50 价格指数	西班牙 IBEX35 指数	斯德哥尔摩 30 指数	瑞士市场 指数	日经 225 指数
	SPTSX Index 市盈率	SX5E Index 市盈率	IBEX Index 市盈率	OMX Index 市盈率	SMI Index 市盈率	NKY Index 市盈率
2006/12/29	17.6688	13.2281	14.9587	13.0986	16.9017	23.0285
2007/12/31	17.8745	12.7087	11.641	11.7968	18.2565	17.5821
2008/12/31	12.4037	16.4944	8.2519	10.1996	156.8721	27.3958
2009/12/31	21.8644	15.2517	11.315	19.8074	18.2033	
2010/12/31	20.3385	11.264	7.5544	14.3394	14.1224	18.4221
2011/12/30	14.8464	13.3114	10.7057	13.4885	15.5426	22.0964

续表

	加拿大标普/ TSX 综合指数	欧元区斯托克 50 价格指数	西班牙 IBEX35 指数	斯德哥尔摩 30 指数	瑞士市场 指数	日经 225 指数
	SPTSX Index 市盈率	SX5E Index 市盈率	IBEX Index 市盈率	OMX Index 市盈率	SMI Index 市盈率	NKY Index 市盈率
2012/12/31	15.8394	16.1826	21.154	13.8841	17.5865	20.7573
2013/12/31	20.5723	22.0056	17.3891	16.9974	18.3712	22.1296
2014/12/31	19.7257	18.9531	18.8122	15.8204	18.832	20.1996
2015/12/31	21.213	22.5767	23.2854	17.9972	26.1091	21.2084
2016/10/4	23.473	23.5576	21.683	22.9652	29.1997	20.9377
2017/11/09	19.86	18.69	15.29	17.32	24.37	19.37

数据来源:Bloomberg。

从部分新兴经济体和发展中国家股票市场代表性指数来看,差异很大。与2006年年底相比,2017年11月上旬俄罗斯交易系统现金指数、印度孟买30指数和墨西哥综合指数分别上涨了5.95%、146.8%、22.4%;巴西圣保罗证交所指数的P/E上涨383.3%。中国的沪深300指数反而下降了32.1%。考虑到2006—07年中国股市指数是历史的最高点,目前约17倍的P/E大体上属于正常(表3)。

表3 部分新兴经济体和发展中国家主要股票指数的P/E

	俄罗斯交易 系统现金指数	沪深 300 指数	印度孟买 30 指数	墨西哥综合 指数	巴西圣保罗 证交所指数
	RTSI\$ Index 市盈率	SHSZ300 Index 市盈率	SENSEX Index / SPX Index	MEXBOL Index 市盈率	IBOV Index 市盈率
2006/12/29	7.73	25.0482	9.7207	15.7751	4.4125
2007/12/31	11.7982	38.4451	13.8161	13.1654	13.6101
2008/12/31	3.0521	16.7736	10.6806	16.3511	11.3891
2009/12/31	9.2885	24.8432	15.6621	18.15	15.7856
2010/12/31	6.877	17.1127	16.3077	17.098	12.0934
2011/12/30	4.2645	11.6417	12.2892	22.2649	10.859

续表

	俄罗斯交易 系统现金指数	沪深 300 指数	印度孟买 30 指数	墨西哥综合 指数	巴西圣保罗 证交所指数
	RTSI \$ Index 市盈率	SHSZ300 Index 市盈率	SENSEX Index / SPX Index	MEXBOL Index 市盈率	IBOV Index 市盈率
2012/12/31	5.1433	12.7127	13.6214	21.8361	70.6532
2013/12/31	6.5513	10.6751	11.4538	23.7749	29.0616
2014/12/31	4.8939	15.4923	13.3564	28.901	20.2569
2015/12/31	6.0145	15.8487	12.778	31.6499	
2016/10/4	7.7698	14.9901	13.1248	25.2577	163.2546
2017/11/09	8.19	17.01	23.99	19.31	21.32

数据来源:Bloomberg。

充裕的流动性和极低的利率,有助于房地产市场的复苏,并持续推高房价。2017年1—8月,美国居民拥有新房的月度数量已经超过次贷危机爆发前2008年1—6月平均水平1037千单位,达到1198千单位,但仍然低于2001—2007年月度1540千单位的水平,接近这一鼎盛期的80%,但2017年Q1美国境内所有交易的房价已经超过2007年年初的峰值(378.23),达到388.91(图17)。

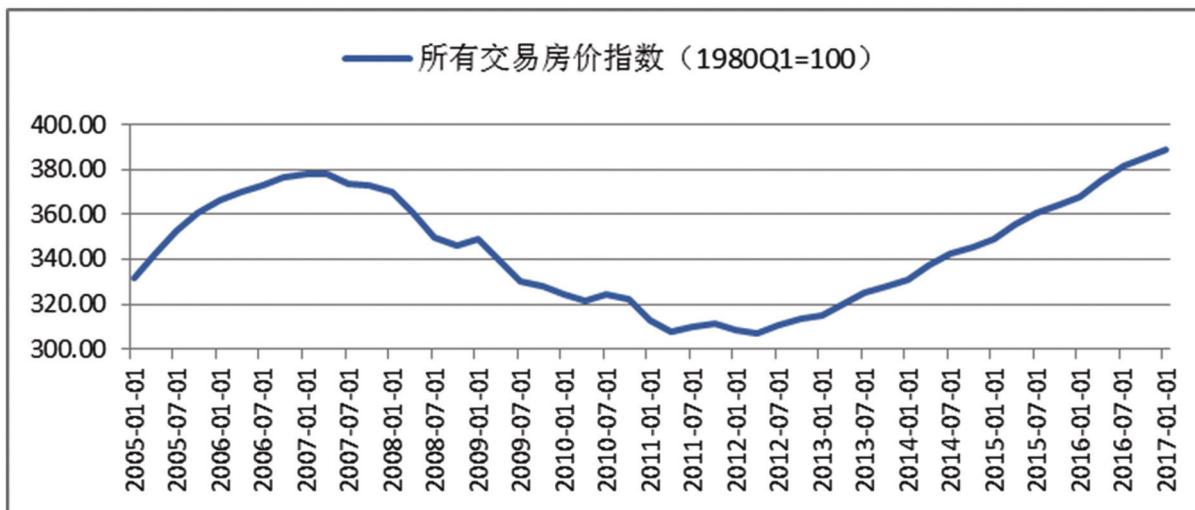


图17 美国境内所有房屋交易价格指数的变化:2005Q1—2017Q1

数据来源:Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

3、发达经济体，尤其是美国经济中的利率开始抬升，资产价格的重估效应会逐步显示出来。

图 18 显示 2016 年，美国 10 年期和 2 年期的日度平均收益率分别是 1.99%；进入 2017 年 1—10 月美国 10 年期国债利率的平均收益率为 2.32%，上升了 16.6%。2016 年，美国 10 年期和 2 年期国债收益率差位 1.23%，2017 年 1—9 月为 0.99%，下降了 19.5%。这说明美联储的 3 次加息对相对短期利率影响程度更大，相对短期国债利率上升速度快于长期利率。

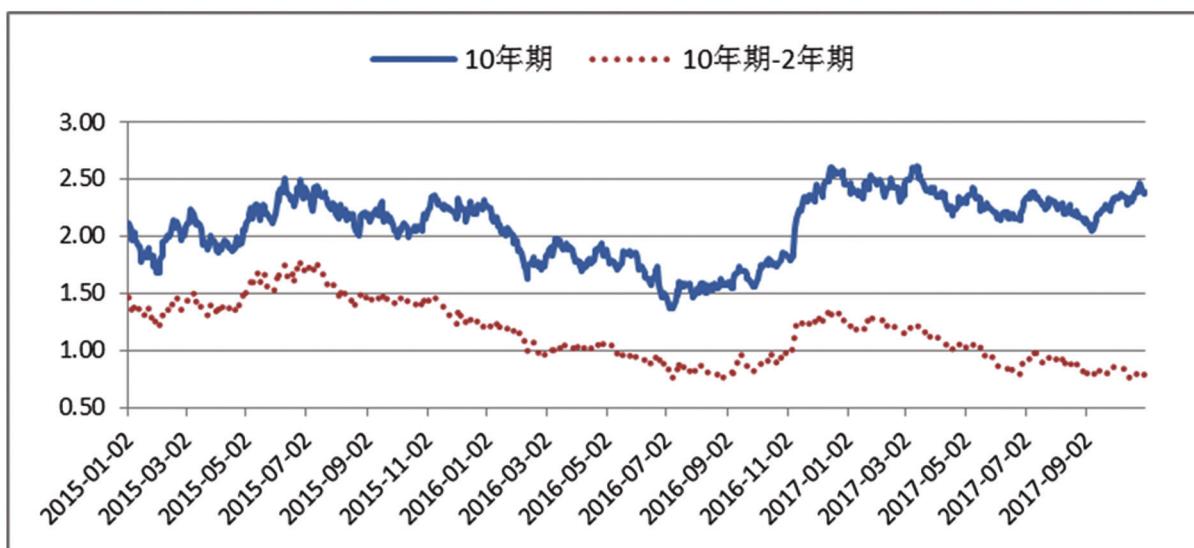


图 18 美国 10 年期国债收益率和 10 年期与 2 年期国债收益率之差

资料来源：Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

从美国的企业债券收益率来看，图 19 同样显示了相对短期债券利率上升的幅度要大于长期利率上升的幅度。在 2017 年 9 月底，美国高质量公司 2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期债券到期收益率分别为 1.83%、2.40%、3.29% 和 4.04%。和次贷危机之前的 2007 年底相比，2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期债券到期收益率只有 2007 年底的 38.9%、45.6%、55.9% 和 63.6%。但相比 2016 年这些不同期限债券的收益率，2017 年 1—9 月 2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期债券的平均收益率分别增长了约 21%、18.9%、5.3% 和 0.01%。因此，我们可以看出进入 2017 年美国高质量公司相对短期的债券收益率呈现出比较大的增长幅度，尤其是 2 年起债券年收益率增长了约 21%。

美国国债利率和企业债券利率不同期限结构收益率变化一致的特征表明：美联储加息对市场上相对短期的利率作用显著，并明显抬高了市场上的短期利率；长端利率呈现出不对称的上升，上升幅度明显小于短期利率的上升幅度。应该说长端利率低迷不再是美联储利率收益曲线控制的结果，事实上长端利率 2.5% 的上限在 1951 年 3 月美联储和财政部达成协议后，就不再直接设定长期利率目标<sup>①</sup>。长端利率低迷的原因可能是技术、人口以及低迷的生产率因素拖累了通胀的增长，使得长期利率水平变得低迷。

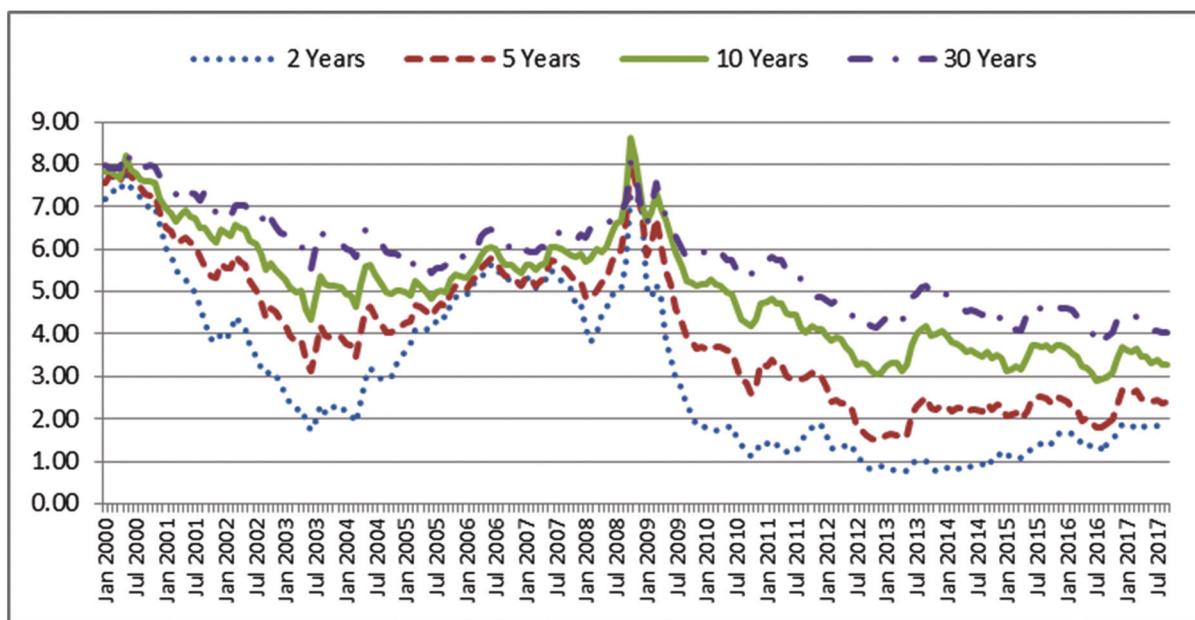


图 19 美国市场高质量(High Quality Market, HQM)不同期限的公司债券收益率(%)  
数据来源:U.S. Department of the Treasury.

从欧洲和日本的利率水平来看，依然维持低位。欧洲 10 年期国债收益率只有 1.15%，而日本 10 年期国债的收益率基本维持在零利率水平，这是日本央行推行收益率曲线管制政策的直接结果。

因此，宽松的货币政策带来了“太多金融”的格局，全球金融资产增长的速度远远高于贸易增长的速度。经济周期的分化又决定了货币政策的分化，但金融的高传染性决定了金融周期具有同步性的特征。因此，避免货币政策分化带来金融周

<sup>①</sup> What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates. Ben S. Bernanke Thursday, March 24, 2016.

期急剧逆转及其带来的金融传染效应是宏观政策避免复苏出现逆转的关键。

## (二) 投资相对疲软拖累了全球经济复苏的速度和力度。

发达经济体去杠杆取得了一定的成效,但主要经济体信贷缺口依然呈现出较大的负缺口。同时新兴经济体的企业也面临去杠杆的困难,去杠杆的过程本身就是投资下滑的过程。

除日本以外,到 2017 年底 1 季度主要发达经济体的私人非金融部门信贷缺口基本上都在趋于收敛,尤其是德国和韩国经济中的信贷缺口基本消失,缺口分别为 -3.4% 和 -1.1%。美国、欧元区和英国经济中仍存在较大的信贷缺口,分别为 -7.6%、-9.5% 和 -19%;只有日本信贷缺口为正值(7%)(图 20)。信贷负缺口说明复苏仍然是弱复苏,只有负缺口不断缩小,才能推动经济持续复苏。

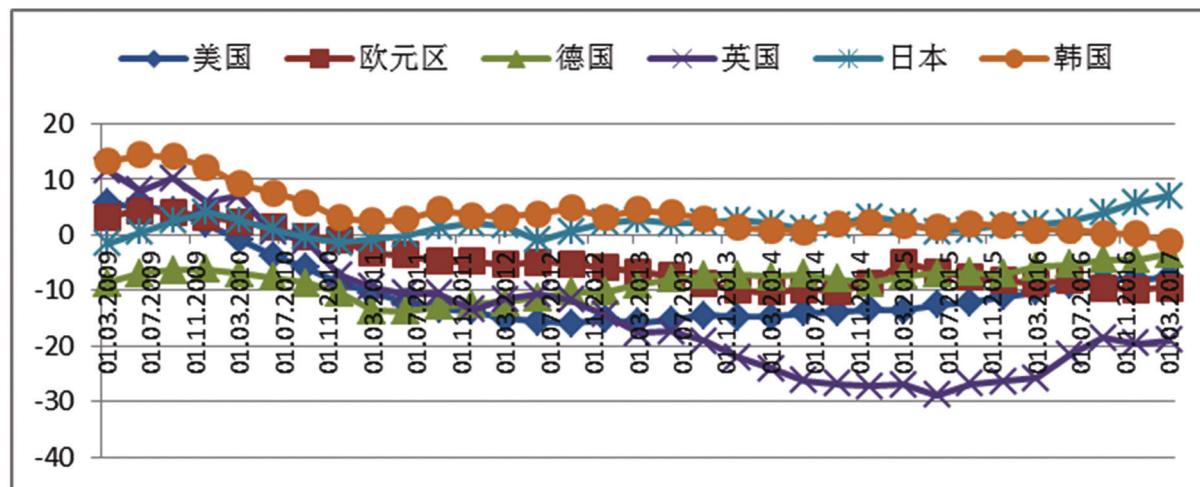


图 20 主要发达经济体的信贷缺口(实际值 - HP 趋势值, 信贷/GDP, %)

数据来源:BIS。

主要新兴经济体内部的私人非金融部门的信贷缺口存在明显的分化(图 21)。2017 年底 1 季度中国经济中信贷缺口依然高达 22.1%,比 2016 年 1 季度信贷缺口峰值 28.8% 下降了 6.7 个百分点。虽然信贷缺口为正,当整个经济中固定资产的投资却在下滑,这说明大量的信贷并没有进入实体经济。印度、巴西、俄罗斯和南非经济中的信贷缺口均为负值,分别为 -5.8%、-4.9%、-3.3% 和 -1.8%,但这些经济信贷缺口规模不大。

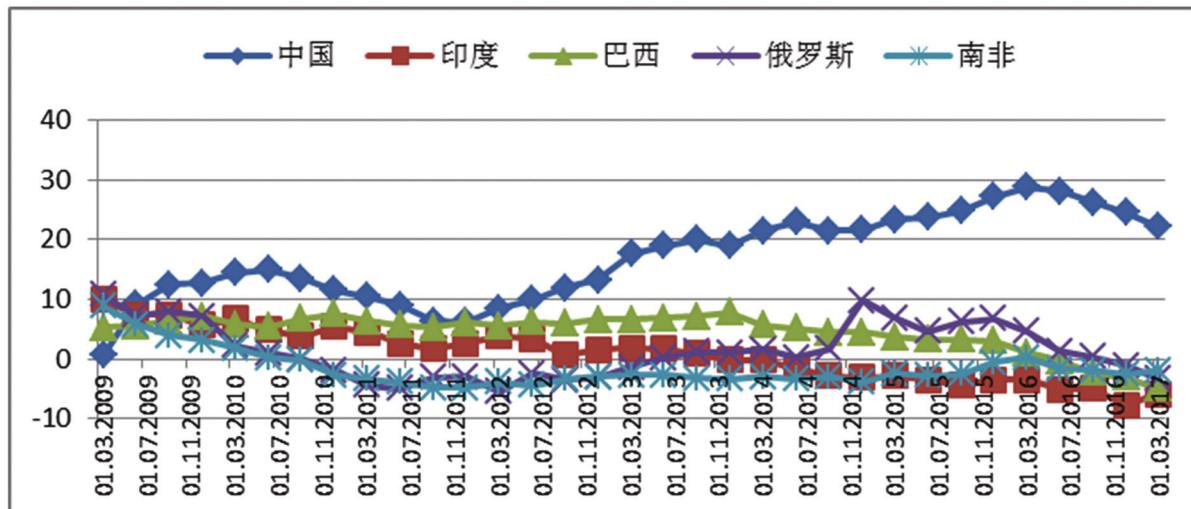


图 21 主要新兴经济体的信贷缺口(实际值—HP 趋势值, 信贷/GDP, %)

数据来源:BIS。

从总投资/GDP来看,次贷危机后,发达经济体和欧元区的总投资/GDP比例至今也没有恢复到危机前的水平。与2005—2007年年均投资相比,2015—2017年发达经济体和欧元区年均总投资/GDP的比例下降了2.3个和2.9个百分点,新兴市场和发展中国家则上升了4.3个百分点(图22)。

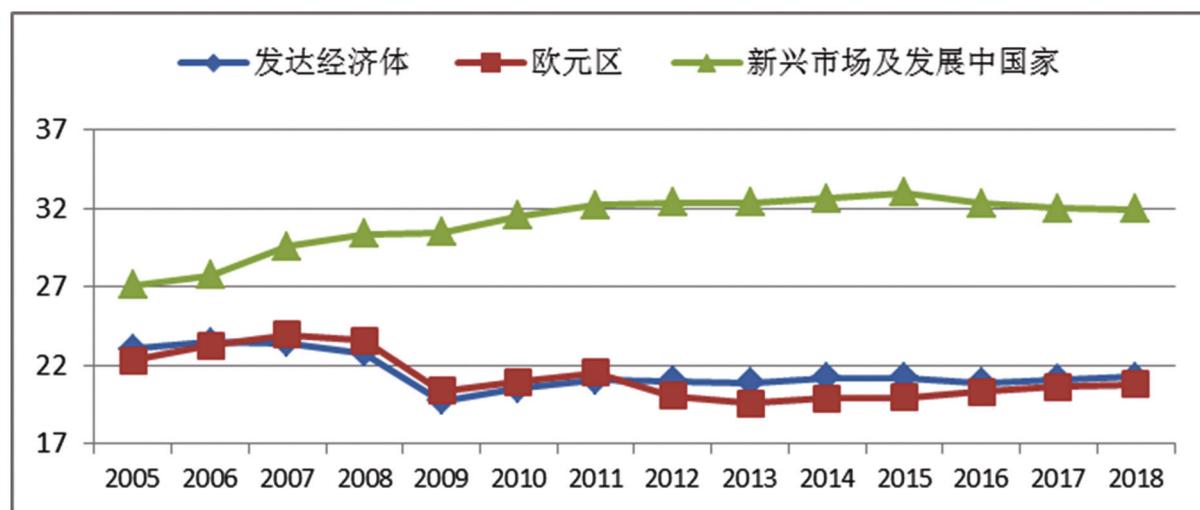


图 22 不同经济体总投资/GDP 比例的变化

从主要经济体来看,投资也呈现出相对疲软的态势。与2005—2007年年均总

投资/GDP相比,2015—2017年美国、日本、德国和英国经济中总投资/GDP的比例下降了约3个、1.1个、0.5个和1个百分点;同期印度下降了约5个百分点,中国则约上升了3.4个百分点,维持了温和的投资增长(图23)。

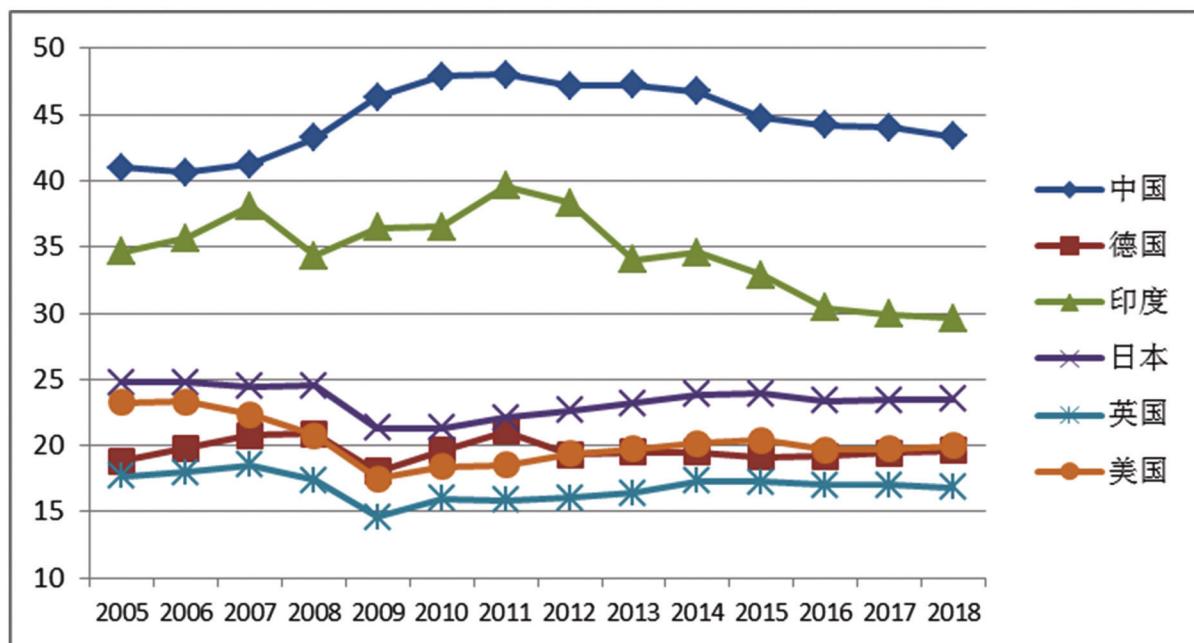


图23 主要经济体总投资/GDP比例的变化(%)

进一步从历次衰退复苏的投资恢复速度来看,目前的投资复苏力度明显低于前几次的投资复苏力度(图24)。投资相对疲软将拖累全球经济复苏的速度和力度。

(三)发达经济体逆经济市场化政策倾向明显。逆周期的贸易保护主义、金融管制以及排他性的区域贸易安排持续增加,过于侧重内部增长利益或引发贸易保护主义,降低了全球贸易和投资公平性,影响了全球经济复苏的步伐。

在次贷危机之后,跨境资本流动管制这种逆经济市场的倾向有进一步加强的趋势。美、英两国对资本的流入和流出加强了管制,资本流入、流出自由化指数双双大幅下降。尤其是美国,资本流出的管制大幅度上升。德国在次贷危机之后资本控制指数基本没有变化,但在1996—2007年间其资本流出和金融市场的自由化指数下降了很多。

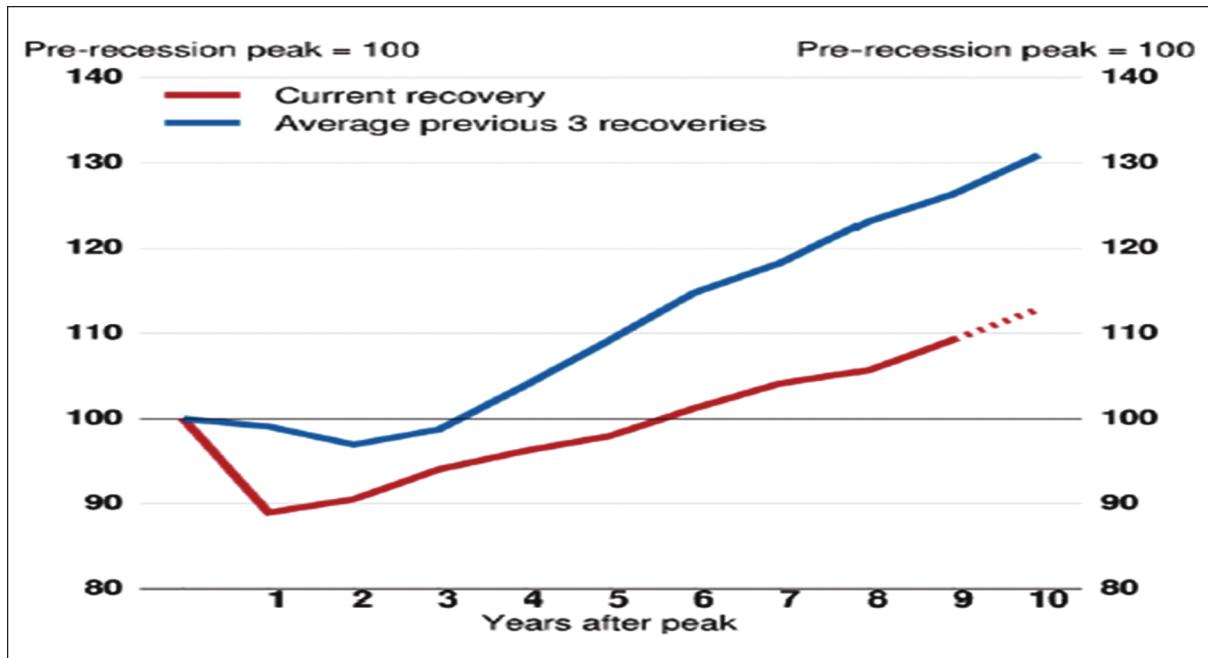


图 24 这一轮复苏与历史上 3 次衰退后投资复苏的力度对比

资料来源：本图来自 OECD, OECD INTERM ECONOMIC OUTLOOK, 20 September, 2017。历史上的三次 1974Q3, 1981Q1 和 1990Q3。

次贷危机后逆周期的贸易摩擦政策持续增加,图 25 显示了次贷危机以来,WTO 成员国和 G20 在贸易限制上新增项目的累计数量变化。从 2009 年开始到 2017 年上半年,WTO 成员国和 G20 在贸易限制上新增项目的累计数量约分别为 1500 项和 684 项。值得注意的是,在 2017 年 5—10 月,世界经济中最重要的 20 个国家 G20 ,其 GDP 占全球经济的 90%,贸易额占全球的 80%,在 WTO 成员国家贸易月平均贸易限制措施略有下降的同时,G20 的月贸易限制措施数量却出现了温和的增加(WTO,2017)。

在跨境投资的影响因素上,OECD 的 BIAC 的 Business Climate Survey (2017)显示,42% 的受访者认为“管制环境”非常重要,超越了全球需求的重要性;41% 的受访者认为“政治不确定性”非常重要;30% 的受访者认为“税收环境”非常重要<sup>①</sup>。“管制环境”成为受访者最关注的问题本身就说明了跨境投资存在逆全球化的趋势。

<sup>①</sup> In the past six months, what were the most important factors affecting cross-border investment decisions in your country? BIAC Business Climate Survey 2017, OECD。调查因素包括：管制环境、政治不确定性、税收环境、融资不足、全球需求变化和国内需求的变化六个因素。

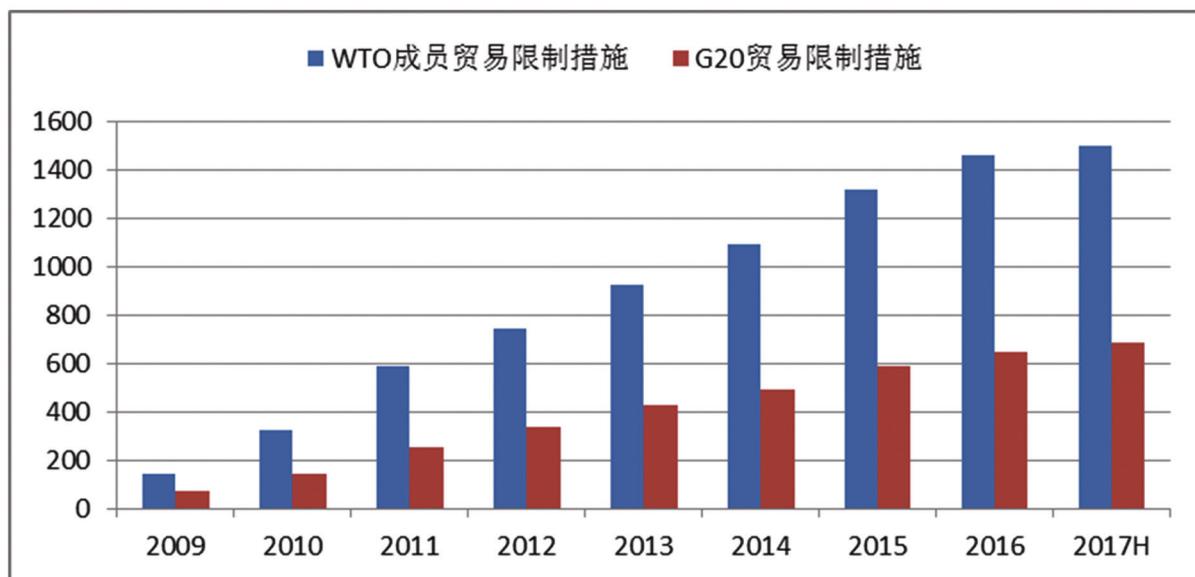


图 25 次贷危机后新增贸易限制措施(单位:项, 累计值, H 表示半年)

资料来源: TRADE MONITORING: WTO records moderate rise in G20 trade restrictions; WTO members record lowest monthly average in new trade restrictions since 2008.

#### 四、结论及简要的政策含义

(一)、世界经济进入了周期性弱复苏阶段。低通胀、全球贸易和投资的恢复性上涨、大宗商品价格的恢复性上涨、失业率的下降、短期利率水平上扬以及预期向好都显示出世界经济进入了周期性弱复苏阶段。(二)、世界经济周期性弱复苏具备进一步复苏的条件。欧美劳动生产率和技术进步改善、部分发达经济体企业和居民杠杆的下降、除美国之外的政府财政较好的稳健性、美国的竞争性税改以及依然相对宽松的货币环境将推动经济继续在弱复苏周期中运行。(三)、整体上偏高的企业杠杆,尤其是中国过高的企业债务率将使得投资恢复力度缓慢,拖累了复苏的力度;而金融资产价格高企带来的金融周期的不稳定将是全球经济复苏面临的最大风险;逆全球化的投资和贸易政策不减也是阻碍全球经济复苏力度的重要因素。(四)、美元价格指数短期中不会走强,主要原因是受制于欧洲经济预期好转和美国国内股市、房市资产价格高企带来的资产估值吸引力下降的制约。美国的资产价格相对于全球来说已经处于高位,三大股指的市盈率均处于进十几年以来的

历史高位；房价指数超过了次贷危机之前的价格指数。但美国经济相对强劲的复苏以及美联储的紧缩货币的计划预示着美元价格指数在中期会逐步走强。（五）、未来资产价格走向在很大程度上将在企业盈利能力和利率上扬之间权衡，也取决于投资者的风险偏好变化。从目前情况来看，由于发达经济体长端利率低迷，短期利率的上扬并没有改变风险偏好上升的投资者偏向于采用长端利率来贴现的投资倾向，使得资产价格不断高企（尤其是美国股市、房市价格）。全球货币在“一紧三松一中性”的格局下，避免金融环境的收紧快于市场预期是货币政策预期管理的核心要点。（六）、防止金融周期的急剧逆转是货币政策控风险的着眼点，稳金融就是稳复苏。耐心和谨慎的货币政策适度拉长并减缓金融周期的繁荣阶段，一方面有利于防止泡沫急剧破灭，维护市场信心，另一方面有助于维持经济的投资水平及其提升。（七）、合作与共赢的全球贸易与投资多边体系是务实的选择。全球政策制定者要定期开展对话，化解分歧，一个基于规则的、开放的世界贸易体系对于全球经济复苏至关重要。

## 参考文献

- [1]EIA, 2017, Short—term Energy Outlook November 7.
- [2]IMF, 2017, World Economic Outlook, October.
- [3]OECD, 2017, Composite Leading Indicators (CLI), OECD, November .
- [4]OECD,2017, Digital Economy Outlook 2017.
- [5]OECD (BIAC) , 2017, Business Climate Survey.
- [6]WTO, 2017, Trade Monitoring Report..
- [7]Lee Branstetter and Daniel Sichel ,2017,“The Case for an American Productivity Revival”, Peterson Institute of International Economics, Policy Belief, No.26.
- [8]William R. Cline? (PIIE) and? Melina Kolb? (PIIE) , 2017, “Of Major Economies, Only the US Faces Sizable Rise in Public Debt Burden”, Notes.

## 分报告十一

# 全球中央银行“缩表”的影响及中国的应对

范志勇

**摘要:**无论从规模还是可能持续的时间来看,美联储即将在 2017 年年末开启的“缩表”进程都是迄今为止的货币政策历史上前所未见的。“缩表”进程不仅代表货币政策从非常规向常规的回归,同时也体现了新共识货币政策框架的基于规则、可预测和加强沟通等基本原则。由于“缩表”是在中央银行主导下进行的,因此不会对中央银行的短期利率目标造成过度冲击;但就长期利率、信贷供给和货币供给等间接目标而言,这些宏观经济变量的变化可能并不与紧缩的货币政策呈现简单的线性关系。美联储的“缩表”进程可能从三个方面对中国宏观经济造成冲击,一是加剧资本外流,二是对人民币汇率稳定造成冲击,三是对货币政策的稳定造成影响。

**关键词:**量化宽松 货币政策 缩表

## 一、全球央行“缩表”进程开启

2014年10月美联储宣布结束资产购买计划,为2008年开始实施的量化宽松政策(QE)画上句号,这意味着金融危机以来史无前例的宽松货币政策开始落幕。美联储退出量化宽松货币政策,为宏观经济学家和中央银行官员提出了一项史无前例的任务,即如何处理美联储规模庞大的资产?除了美联储之外,随着全球经济复苏的基础日渐稳固,包括欧洲中央银行、日本银行和英格兰银行等都面临着类似的困难。随着2017年年末美联储即将正式开启“缩表”进程,对央行缩表问题的研究显得迫在眉睫。

非常规货币政策的实施使得美联储资产负债表规模急剧膨胀,从2007年底约0.9万亿美元的水平增长至2016年底约4.5万亿美元的水平。如果以金融危机之前美联储资产负债表规模为参照,那么意味着美联储现有的资产负债水平将缩减80%。如果以名义GDP为标准来衡量美联储资产的相对规模,2007年美联储总资产占GDP的比例为6.3%,2016年底联储总资产占GDP的比例为24.3%。如果以6%为标准,根据2016年的GDP总量,2016年年末美联储资产规模应降至1.2万亿美元,仅为当年实际值的26%,见表1。事实上,与2014年美联储宣布停止资产购买计划时相比,2016年美联储资产规模已经出现了轻微下降,资产总规模减少约300亿美元,在当年GDP的比例约下降1.8个百分点。尽管如此,美联储潜在的缩表规模史无前例。<sup>①</sup>

除了美联储之外,随着欧洲经济增长趋势日渐稳健,欧洲中央银行也宣布对量化宽松政策进行调整。除维持利率不变之外,欧洲央行宣布自2018年1月份开始,将每月购买债券的规模减半至300亿欧元,并将该政策持续至2018年9月份。欧洲中央银行量化宽松政策的力度开始下降。自从欧洲中央银行在2015年初开始量化宽松货币政策以来,欧洲中央银行的资产负债表规模已经从2014年年底的2.15万亿欧元增长至2016年底的3.66万亿欧元,年增长率为30.5%。央行资产规模占GDP的规模从2014年底的21.3%上升至2016年的34.1%。

---

<sup>①</sup> 下文中为了叙述方便,我们把中央银行资产负债规模绝对下降称为“绝对缩表”,而将中央银行资产负债规模与该国GDP比例的下降称为“相对缩表”。根据Ferguson等(2014)对12个发达国家自二战以来的情况研究发现,由于各央行资产负债表扩张速度明显慢于GDP增速,资产规模占GDP之比长期呈现下降的趋势。

更大的潜在“缩表”压力来自日本银行。2013年黑田东彦接掌日本央行以来开启了史无前例的无限量超大规模货币宽松政策(QQE)。日本银行资产总规模从2012年年底的158万亿日元猛增至2016年年底的476万亿日元,平均年增长率达到31.7%。央行资产占GDP的比重也从2012年年底的32%上升至2016年年底的88.8%,是全球主要大经济体的最高水平。由于目前日本银行尚未开始退出扩张性货币政策,可以预期未来无论是资产总规模还是占GDP的比例都将会继续提升。由于日本通货膨胀水平距离央行提出的2%的目标尚有距离,日本银行目前尚未提出“缩表”的计划。

表1 世界主要经济体央行资产负债表扩张情况

	美国		日本		欧元区		中国	
	亿美元	占GDP比例	万亿日元	占GDP比例	亿欧元	占GDP比例	亿人民币	占GDP比例
2006	8897	6.4%	116	21.9%	11510	13.2%	128575	58.6%
2007	9190	6.3%	111	20.9%	15112	16.3%	169140	62.6%
2008	22913	15.6%	123	23.6%	20767	21.9%	207096	64.8%
2009	22770	15.8%	123	25.0%	18525	20.1%	227530	65.2%
2010	24276	16.2%	129	25.7%	20044	21.1%	259275	62.8%
2011	29454	19.0%	143	29.1%	27356	28.1%	280978	57.4%
2012	29587	18.3%	158	32.0%	30182	30.9%	294537	54.5%
2013	40368	24.2%	224	44.6%	22751	23.0%	317279	53.3%
2014	45460	26.1%	300	58.4%	21502	21.3%	338249	52.5%
2015	45349	25.1%	383	72.3%	27678	26.5%	317837	46.1%
2016	45170	24.3%	476	88.8%	36629	34.1%	343712	46.2%

数据来源:Wind 资讯

与央行资产所对应的央行负债的主要组成部分是流通中的现金和金融机构在中央银行的存款等,这构成了基础货币的主要组成部分。从理论方面看,“缩表”在降低中央银行资产规模的同时,往往意味着基础货币供给的减少,进而有可能导致货币供给总量下降和利率上升,具有典型的紧缩性货币政策的效应。那么为什么美联储的此次“缩表”会引起全世界的关注呢?这主要是因为全球央行“缩表”可能

引发以下几类问题：

第一，“缩表”政策本身所引发的不确定性问题。由于潜在“缩表”规模过于巨大，历史上常规性紧缩货币政策都不足以提供可靠的参考和借鉴。此外，在经济复苏条件的“缩表”与经济衰退时实施的量化宽松货币政策尽管在表面上是相反的过程，但是由于所处经济环境的差异，两者绝非反向对称关系。量化宽松条件下主要金融和宏观变量之间的弹性关系无法简单对应到央行主动“缩表”的情形。因此在“缩表”过程中，利率、央行资产规模和宏观经济变量之间关系的不确定性可能会引发市场的波动，Bernanke (2017)。

第二，“缩表”政策实施引发政策协调问题。由于全球经济复苏的步骤不同步，各大央行“缩表”的进度也不相同，这涉及到央行之间政策协调的问题。截至 2017 年，除欧美等发达经济体表现出持续复苏的趋势之外，新兴经济体复苏的迹象并不明显。复杂的全球经济形势加剧了货币政策调控的难度。除了“缩表”之外，随着经济增速恢复到常态水平，加息过程也将重启。加息与“缩表”两种政策之间的协调问题也是各大央行面临的挑战。

最后，由于美联储、欧洲央行和日本银行在货币政策制定和执行机制存在差异，“缩表”政策本身在实施过程中也会对市场造成一定的冲击。特别是，由于欧元区内部经济复苏情况分化严重，各国对货币政策调整意见不统一，这一事实本身加剧了政策的风险。

尽管美联储率先开启的“缩表”进程充满未知和挑战，但是一旦全球经济实现复苏，各主要国家央行实现“缩表”将是一个不可避免的过程。如同量化宽松政策实施过程中央行政策传导到金融市场繁荣和实体经济复苏之间存在复杂的传导过程一样，“缩表”与其潜在经济效果之间同样需要经历复杂的中间过程。为了对全球主要央行“缩表”的影响进行研究，本文试图完成以下三个方面的工作：首先，本文从一般逻辑上研究了“缩表”政策的传导机制及其影响因素；其次，从最小化对金融市场和实体经济冲击的角度，结合美联储和日本银行案例研究最优的央行“缩表”政策。第三，面对世界主要中央银行“缩表”已成定局的大趋势，中国该如何应对。

下文分为三个部分，第二节分析了在不同的利率调控模式和金融市场结构下，“缩表”对金融市场和实体经济的影响机制；第三节以美联储和日本银行“缩表”为例，分析在缩表过程中如何尽可能减少对金融市场和实体经济的负面冲击；第三，从中国的视角出发，分析我国如何应对全球央行“缩表”的新形式。

## 二、央行“缩表”对金融市场和宏观经济影响的一般逻辑

在金融危机爆发后,特别是政策利率达到零下限之后,非常规货币政策的直接目标主要有两个:一是向金融机构注入流动性,借此稳定金融市场;二是通过中央银行直接购买长期资产的方式拉动长期利率下降。“缩表”过程的影响力尽管与量化宽松具有不对称性,但在逻辑上基本是互逆的过程。由于央行资产是银行间市场流动性主要的供给来源,央行“缩表”直接的效果体现为银行间市场流动性供给减少,导致不同期限利率上升,金融资产价格相应发生调整;金融市场调整外溢至实体经济,对实体经济产生紧缩效应。

量化宽松和大规模“缩表”都是中央银行货币政策史上的创新,目前为止对“缩表”的研究非常有限。少有的研究包括 Ferguson 等(2014)从历史的角度对 12 个发达国家从 1900 年至 2012 年央行资产负债表规模的变化情况及其经济效果进行了总结。研究发现自二战以来,由于各央行资产负债表扩张速度明显慢于 GDP 增速,资产规模占 GDP 之比自然下降,但是却鲜有持续绝对“缩表”的案例。对于已经进行资产负债表名义收缩的央行来说,主要通过逐渐退出短期贷款或减少短期资产来实现缩表,未有通过减持长期政府(或私人)债券方式“缩表”的先例。从“缩表”的经济效果看,“缩表”往往伴随着较低的经济增长率、较低的通货膨胀率、金融机构贷款规模的大幅下滑以及股票市场发生动荡等。显然 Ferguson 等(2014)无法为当前央行“缩表”政策实践提供充分的理论支撑。作为非常规货币政策的组成部分,美联储在政策利率达到零下限之后直接通过“扭曲操作”购买长期金融资产,从而实现压低长期利率的目的。美联储此次开启的“缩表”进程不仅意味着实现资产规模的正常化,同时还意味着要实现央行资产结构的正常化,这其中必然涉及到对长期政府(或私人)债券的减持。因此协调减持短期资产和长期资产的进度,稳定短期利率和长期利率的关系是此次央行“缩表”所面临的技术性难题之一。

在研究央行“缩表”政策的传导机制及政策效果时,应该注意到传导机制虽然在字面上与央行资产负债表扩张是“相反”的过程,但两种政策所面临的环境存在巨大差异。央行资产负债表扩张是在央行政策利率达到零下限后被动选择的非常规货币政策;而“缩表”政策是在经济复苏趋势确定条件下央行主动进行的政策调整,此时来自金融市场和实体经济方面的摩擦要小的多。

## (一)“缩表”对金融市场的影响

影响金融市场资产价格稳定的核心要素有两个,一是流动性的充裕程度,二是流动性的价格。在政策利率达到零下限时,廉价且充足的流动性支撑了金融市场的繁荣。理论上随着“缩表”进程的开始,金融市场上不仅流动性的供给将会下降,资产的成本也将上升,这势必对金融资产价格构成压制。这一般性结论的假设前提是“给定其他条件不变”。在政策实践中,中行银行减少流动性供给与金融市场变化之间的关系要复杂的多。特别是在经济从金融危机之后的长期萧条走向复试的时期,美联储“缩表”政策对市场传递出政策当局对未来经济复苏的充分信心,Bernanke(2017)。这有利于降低市场对未来经济前景的不确定性,推动市场加速复苏。同时也应该注意到,如果政策调整是被预期到的,那么政策变化对市场的影响相对有限。

2008年金融危机之前美国和欧洲地区货币政策工具均是以短期利率为主,货币政策的目标主要是维持价格稳定。金融危机爆发之后,政策制定者认识到单一的价格稳定并不能保证金融市场稳定,宏观审慎监管成为货币政策新的组成部分。尽管在学术研究领域对货币政策规则提出了许多新的构想,如价格水平盯住制或者名义GDP盯住制(Bean等(2010),Sumner(2012)),但是从政策实践的角度看,尚无充分地证据显示新的货币政策规模在实际效果和政策转型成本方面优于传统货币政策规则。可以预期常规货币政策和宏观审慎监管的政策框架组合在很大概率上将成为经济复苏之后欧美国家普遍采用的新政策框架。

1.“缩表”对基准利率的影响。就短期利率工具调控模式而言,美联储采取的是公开市场操作模式,欧洲中央银行采取的是利率走廊模式。与公开市场操作模式相比,“利率走廊”模式更适合于中央银行对银行间市场流动性调控能力有限的国家。在实体经济整体向好和单向加息的大背景下,无论是公开市场模式还是“利率走廊”模式,中央银行都可以较好地实现短期利率目标。

2.“缩表”对金融市场产品结构的影响。以美国为例,非常规货币政策实施之前美联储资产中最主要的部分是美国国债。2006年年底,长期国债占美联储总资产的比例为53.5%,短期国债占美联储总资产的比例为31.7%,抵押贷款支持债券(MBS)在美联储资产中的比例接近为0。2008年危机爆发当年,中长期国债的比例一度降至18.3%,短期国债比例降至0.8%。2009年之后随着量化宽松货币政策的实施,特别是“扭曲操作”政策的实施,中长期国债的比例在2011年之后长期

稳定在 52% 上下,与量化宽松政策实施之前基本相当。抵押贷款支持债券在美联储资产中的比例虽有波动,近年来也长期稳定在 40% 左右,见图 1。因此,如果美联储“缩表”的目标之一是恢复量化宽松之前的资产结构,那么主要涉及到短期国债和抵押贷款支持债券之间的调整。

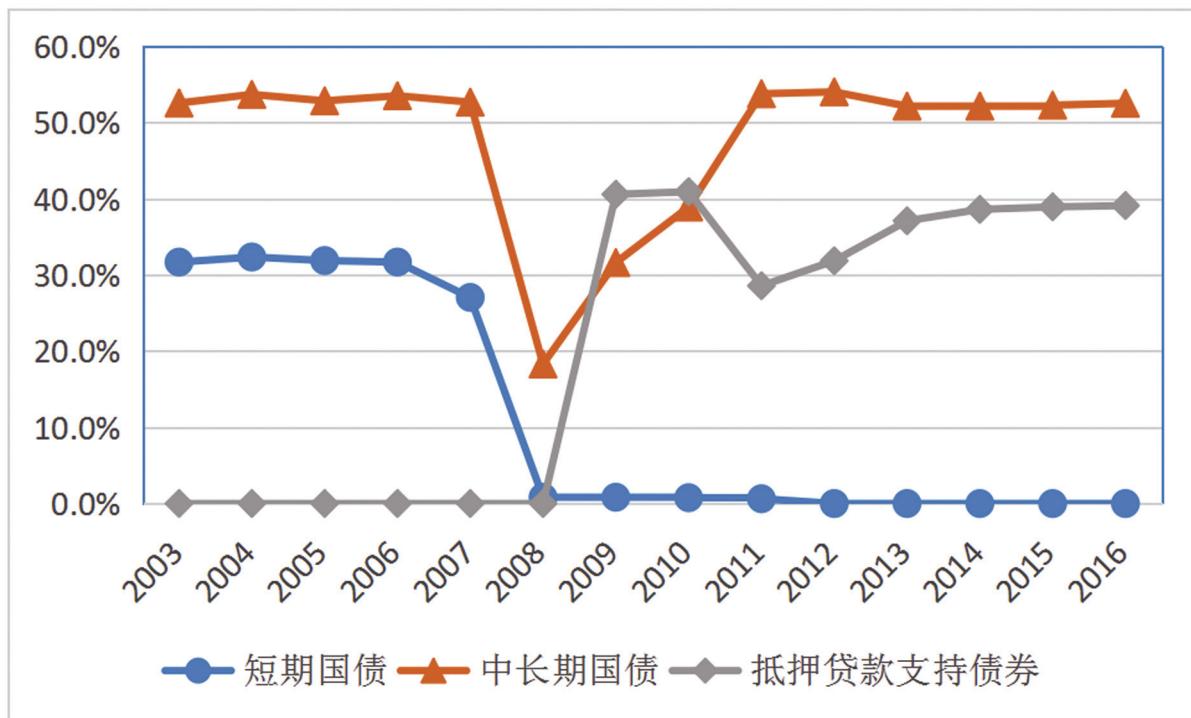


图 1 美联储主要资产比例

数据来源:Wind

### 3. “缩表”对资金资产价格的影响

例如在经历了长达 10 年危机应对政策之后,美联储在 2015 年年底开始实施紧缩的货币政策。美联储分别在 2015 年 12 月份、2016 年 12 月、2017 年 3 月和 6 月进行了四次加息,将联邦基金目标利率区间从 0.25%—0.50% 的水平提升到 2017 年 6 月份 1%—1.25% 的水平。随着利率政策目标的提升,联邦基金利率也发生相应的变化,说明金融市场对美联储利率政策调整反应非常迅速,见图 1。除此之外,美国联邦储备委员在 2017 年 6 月会还向市场公布了未来“缩表”的大致计划。美联储计划将持有的到期美国国债本金每个月不再进行再投资的上限最初设定为 60 亿美元,然后每三个月将此上限提高 60 亿美元,直到最后升至 300 亿美

元。同时,美联储计划将持有的到期机构债务和抵押贷款支持证券本金每个月不再进行再投资的上限最初设定为 40 亿美元,然后每三个月将此上限提高 40 亿美元,直到最后升至 200 亿美元。在图 2 中我们发现,2015 年年末以来,无论是美联储宣布加息还是对外宣布“缩表”的初步计划,并未造成美国金融市场出现系统性下跌。相反在此过程中,美国的三大股指均呈现上升趋势。<sup>①</sup> 由此可见在加息和“缩表”预期稳定的前提下,美联储紧缩的货币政策并未对金融市场造成实质冲击。

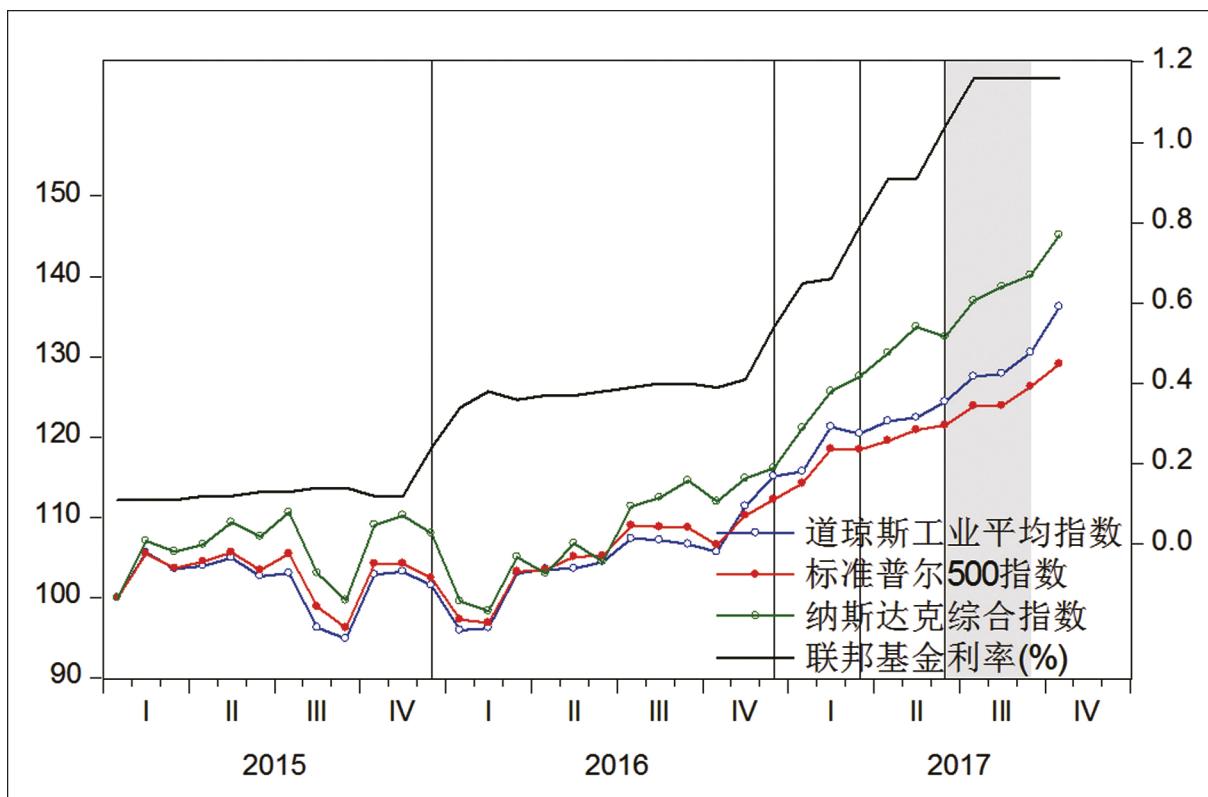


图 2 美国联邦基金利率与主要股指走势

注:联邦基金为右轴。各股票价格指数为左轴,并将 2015 年 1 月标准化为 100。数据来源:Wind。

## (二)“缩表”对实体经济的影响

与对金融市场的影响相比,“缩表”对实体经济的影响更加复杂。“缩表”对实体经济的影响主要取决于两个方面的因素:一是长期利率如何受“缩表”政策的影

<sup>①</sup> 图 1 中竖线表示美联储加息; 阴影区域表示美联储对外公布“缩表”计划之后的情形。

响；二是信贷可得性如何受“缩表”政策的影响。这两方面的因素在以直接融资为主和间接融资为主的经济中的影响可能不一致。

### 1. 以直接融资为主的金融市场结构

在以直接融资为主的经济中，货币政策对均衡信贷供给的直接影响体现在长期利率的变化上。在经济复苏背景下，常规货币政策作用机制恢复，其中包括短期利率向长期利率的传导过程得以恢复。在非常规货币政策实施期间，中央银行通过“扭曲性操作”购买大量长期资产。因此央行“缩表”过程不仅意味着要减持短期资产，长期资产同样面临着减持压力。在此情况下，长期利率的变化将受到两方面因素的影响：一是央行减持短期资产对短期利率造成冲击后，通过利率期限结构曲线向长期利率传递；二是央行在银行间市场上直接减持长期资产导致长期资产收益率上升。两方面的因素共同作用，长期利率变化所面临的不确定性可能比短期利率变化的不确定性更严重。

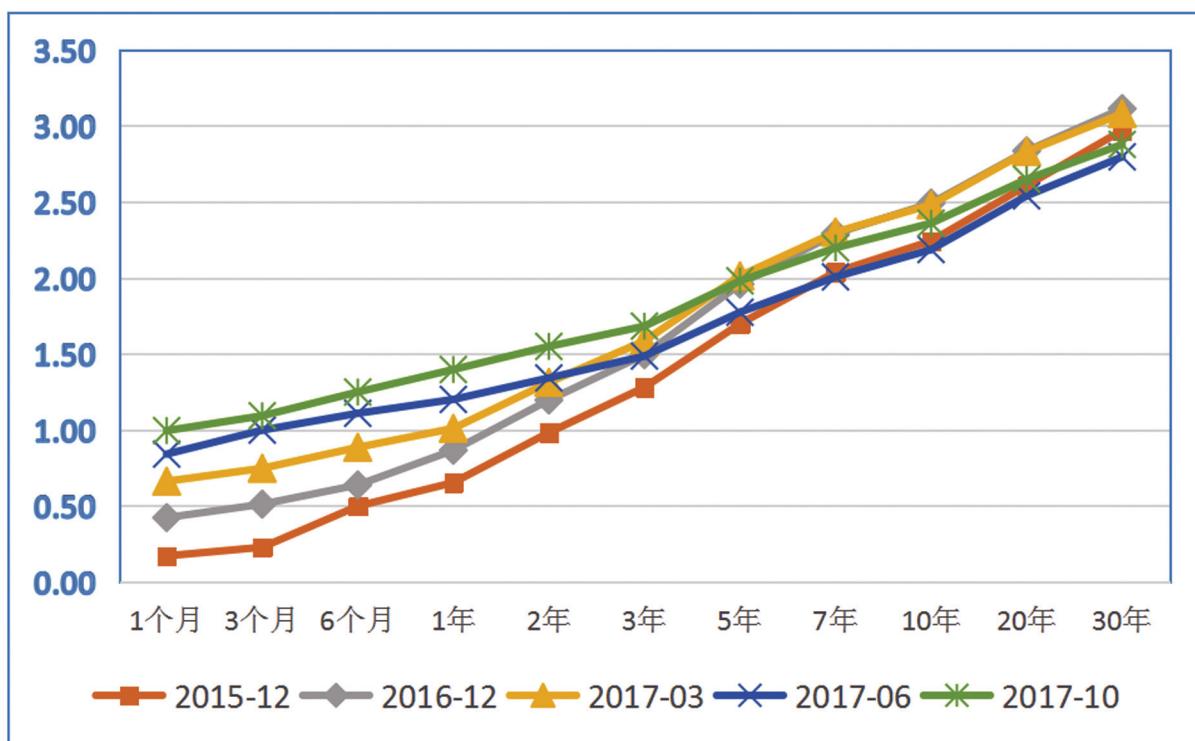


图 3 美国国债利率期限结构(%)

数据来源：Wind

图3显示自2015年12月美联储开始加息以来美国国债利率期限结构的变化。从短期利率端来看,自美联储加息进程开始以来均是上升趋势。例如1个月国债利率从2015年12月0.17%上升至2017年10月份的1%。长期利率的变化比较复杂,并非随着短期利率线性上升。以30年期国债利率为例,该利率在2015年12月为2.97%,2016年12月份升至3.11%,2017年6月份美联储公布“缩表”计划之后降至2.8%,最近的2017年10月份为2.88%。自加息进程开始以来,长期利率大致呈现先升后降的过程。相对短期利率的变化而言,长期利率的变化情况更加复杂。

## 2. 以间接融资为主的金融市场结构

自从非常规货币政策实施以来,经济学家开始关注央行资产负债表的政策传导机制。简单来说,央行资产负债表的扩张与收缩将会引起商业银行和金融机构准备金规模和资金价格的变动,进而影响金融市场资产价格和实体经济的投融资即消费行为。但是具体的政策传递过程要复杂的多,其主要原因在于金融市场存在摩擦。

与直接融资占主导的经济体相比,在间接融资占主导的经济中,商业银行在货币政策传导过程中发挥重要作用,货币政策的传导也因此相对更加复杂。

根据货币政策的信贷传导渠道,均衡信贷供给对货币政策的敏感程度受金融市场摩擦程度影响。金融市场摩擦既可能来自实体经济部门,也可能来自商业银行本身,因此货币政策的信贷传导渠道被细分为“资产负债表渠道”和“银行信贷渠道”。例如Benmelech和Bergman(2012)研究了央行资金供给对银行贷款和资产价格之间的关系。信贷市场上银行贷款需要提供足额抵押品,如果抵押品价值不足以覆盖贷款风险,银行不愿向金融市场注入流动性。此时即便央行增加资金供给也不会提升银行贷款和抵押品价值,这种状态被称为“信贷陷阱”。Gertler和Kiyotaki(2010)与Gertler、Kiyotaki和Queralto(2012)研究金融机构所面临的流动性约束对信贷供给的影响。整体来看,由于货币政策在向实体经济传导过程中需要经过更加复杂和漫长的传导过程,因此现有研究普遍证实央行资产负债表政策调整对金融市场方面的影响可能比对实体经济的影响更加直接和显著。

另一方面,根据货币供给的内生理论,央行紧缩的货币政策未必最终产生紧缩的效果。金融市场具有内生创造货币和倒闭央行供给流动性的机制。

### 三、央行“缩表”的案例研究

2015年12月美联储正式开启了非常规货币政策退出过程，并于2017年6月份对外公布了“缩表”的初步计划。除此之外，日本银行曾经在2001首次实施量化宽松政策，并于2005年至2007年期间实施了量化宽松政策退出。对这两次“缩表”政策案例的研究有助于我们更加准确地判断“缩表”政策的影响及其后果。

#### (一) 日本量化宽松政策的实施与退出及其影响

##### 1. 日本银行量化宽松政策的实施

与美联储目前仅存在“缩表”计划相比，日本银行在21世纪初实施了一次完整的量化宽松货币政策实施与退出过程。从20世纪末开始，为了应对长期经济衰退，日本成为全球第一个采取零利率政策和实施量化宽松政策的国家，见表2。从2001年3月至2006年3月日本银行实施量化宽松政策的五年时间内，日本银行的资产负债表总规模从2001年初约108万亿日元增长至2005年年末约156万亿日元。2005年在日本经济呈现明显复苏趋势后，日本银行从2006年开始退出量化宽松，并在其后两年时间内对央行资产总规模进行了缩减。经过季节调整后，日本银行资产负债总规模从2005年12月阶段性高点152.9万亿日元降至2007年12月108.0万亿日元，两年内资产负债表总规模下降约30%。<sup>①</sup>

从相对规模看，日本央行资产总规模占GDP的总规模从2005年年末约30%下降至2007年年末的21%。在此期间日本央行的基准利率也从0上升至0.5%。综合来看，从2005年年末到2007年末的2年时间内，日本央行在经济复苏的条件下主动采取了加息和“缩表”的货币政策操作，与2017年之后美联储货币政策转向的方向非常一致。尽管日本经济规模、金融市场发达程度以及日元与美元地位存在一定差异，但是作为当时世界第二大经济体，对日本央行“缩表”的经济效果进行研究，可以为理解当前美国货币政策转向提供有益借鉴。

---

<sup>①</sup> 通过X-13方法进行季节调整。

表 2 日本银行近年货币政策的主要变化

时间	政策
1999 年 2 月到 2001 年 2 月	零利率
2001 年 3 月到 2006 年 2 月	零利率与量化宽松政策并行
2006 年 3 月至 2007 年 12 月	零利率和量化宽松政策退出
2009 年 1 月至 2013 年 3 月	零利率和量化宽松政策回归
2013 年至今	质、量双宽(QQE)和负利率政策实施

## 2. 日本量化宽松政策的实施与退出过程中央行政策的变化

日本银行最主要的资产是日本政府债券和对金融机构贷款。无论 2001 年开始的量化宽松政策还是 2013 年开始的“质、量双宽”政策，日本银行均主要通过增加购买政府债券的方式实现资产负债表规模的扩张和向金融机构注入流动性。除此之外，由于在量化宽松政策实施之前，日本已经实施了接近两年时间的零利率政策，因此在量化宽松政策实施过程中，日本银行增加购买的主要还是长期国债。

2001 年量化宽松政策实施之初，日本银行的资产总规模为 107.8 万亿日元，其中政府债券为 55.8 万亿日元，占比为 51.7%；对金融机构贷款为 45.9 万亿日元，占比约为 42.6%，两项资产合计占比达到 94.3%。2005 年 12 月份量化宽松政策退出前夕，央行资产总规模达到 155.6 万亿日元，增长率为 44.3%，年均增长率仅为 7.6%。其中政府债券规模达到 98.9 万亿日元，比量化宽松政策实施之前增长 77.3%，年均增长率达到 12.1%。政府债券占央行的资产规模到 63.6%，比量化宽松政策实施之前提高了约 11.9 个百分点。日本银行持有的对金融机构贷款不升反降，为 44.2 万亿日元，比 2001 年年初时降低 3.7%。在整个量化宽松政策实施周期内，政府债券比例最高层于 2006 年 6 月达到 74.6%。

相应的，2006 年至 2007 年日本银行“缩表”的过程也主要是通过减持政府债券来完成的。截止到 2007 年年末，日本银行的资产负债总规模下降至 111.3 万亿日元的水平，比 2005 年年末的 155.6 万亿日元减少了 44.3 万亿日元，下降幅度达到 28.5%。在“缩表”的过程中，日本银行也在进行积极的资产结构调整，减少持有的政府债券，增加对金融机构的贷款。2007 年末，日本银行持有的政府债券降至 70.5 万亿日元，比 2015 年年末减少了约 28.4 万亿日元。相比资产规模调整，日本银行对资产结构的调整持续了更长时间。日本银行持有的政府债券在总资产中的规模持续下降至 2008 年年末。2008 年 12 月，政府债券在总资产中的份额降至 51.

4%，与 2001 年 1 月量化宽松货币政策开始实施时的比重 51.7% 相当。

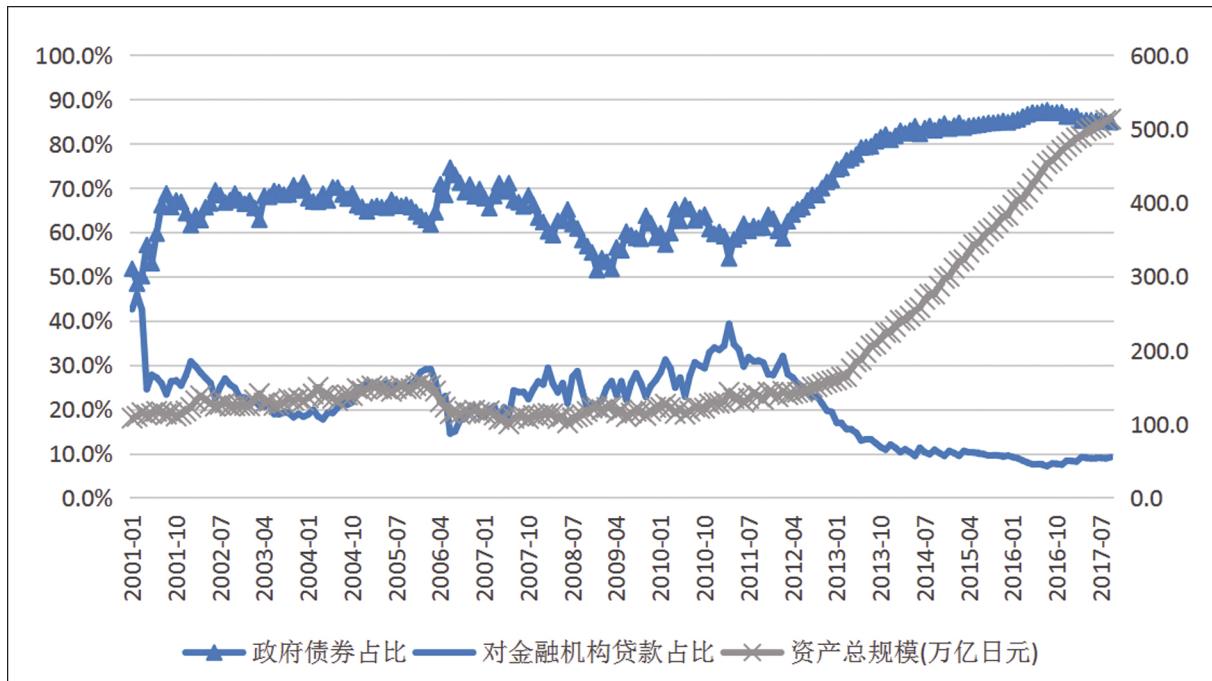


图 4 日本银行资产规模和结构变化

注：资产占比为左轴，资产规模为右轴。数据来源：Wind

### 3. 日本央行“缩表”进程中金融市场和实体经济的变化

央行“缩表”最直接的影响体现在金融市场上。短期利率受货币政策变化的影响比较直接和确定，但是诸如长期利率、贷款供给和货币供给增速等变量由于需要经过金融市场的传达，因此在短期内的变化可能与货币政策立场的调整方向并不完全一致。总体来看日本银行量化宽松政策实施和退出时期，金融市场的表现主要集中在以下几个方面：

第一，在量化宽松政策实施期间，日本主要商业银行长期贷款利率和 10 年期国债基准利率都出现了下降。例如在 2001 年量化宽松政策实施初期，主要银行长期贷款利率平均在 2% 左右，2004 年之后基本降至 1.5% 左右的水平。10 年期国债基准利率在 2002 年初到 2003 年年中出现下降，从 1.5% 左右降至 0.5% 左右，其后基本稳定在 1.5% 的水平。广义货币 (M2) 增速先上升后下降，M2 同比增速从 2001 年年初 2.2% 增长率升至 2002 年年末 3.2% 的增长率；但在 2003 年年初之后迅速降至 2% 以下，并在整个量化宽松货币政策实施期间长期稳定在 1.5% 至 2% 之间。贷款和贴现增速则出现先降后升的现象。贷款增速从量化宽松初期 2001

年年末的-4%左右下降至2003年年末-5%左右；此后贷款增速回升，在2005年年末量化宽松政策开始退出时达到或接近0%的水平。

第二，在量化宽松政策退出期间，利率变化比较一致，基本均呈现上升趋势；货币供给增速和贷款供给增速出现背离，货币供给增速先降后升，而贷款增速则呈现先升后降的趋势。日本银行“缩表”之后，主要银行长期贷款利率出现了明显的上升，从“缩表”初期约2%的水平提高并稳定在2.5%左右；10年期国债收益率也从1.5%上升至约2%之后逐步下降，并最终在2007年年末回到1.5%左右。货币供给增速和贷款供给增速出现背离。“缩表”之后M2同比增速先从2%左右跌至2006年年中约0.5%的水平，然后在2007年年末回升至2%，整体呈现先下降后上升的格局；贷款同比增速则先从接近0的水平在2006年年中上升至约2.9%，然后在2007年年末回落至1%，整体呈现先上升后下降的格局。

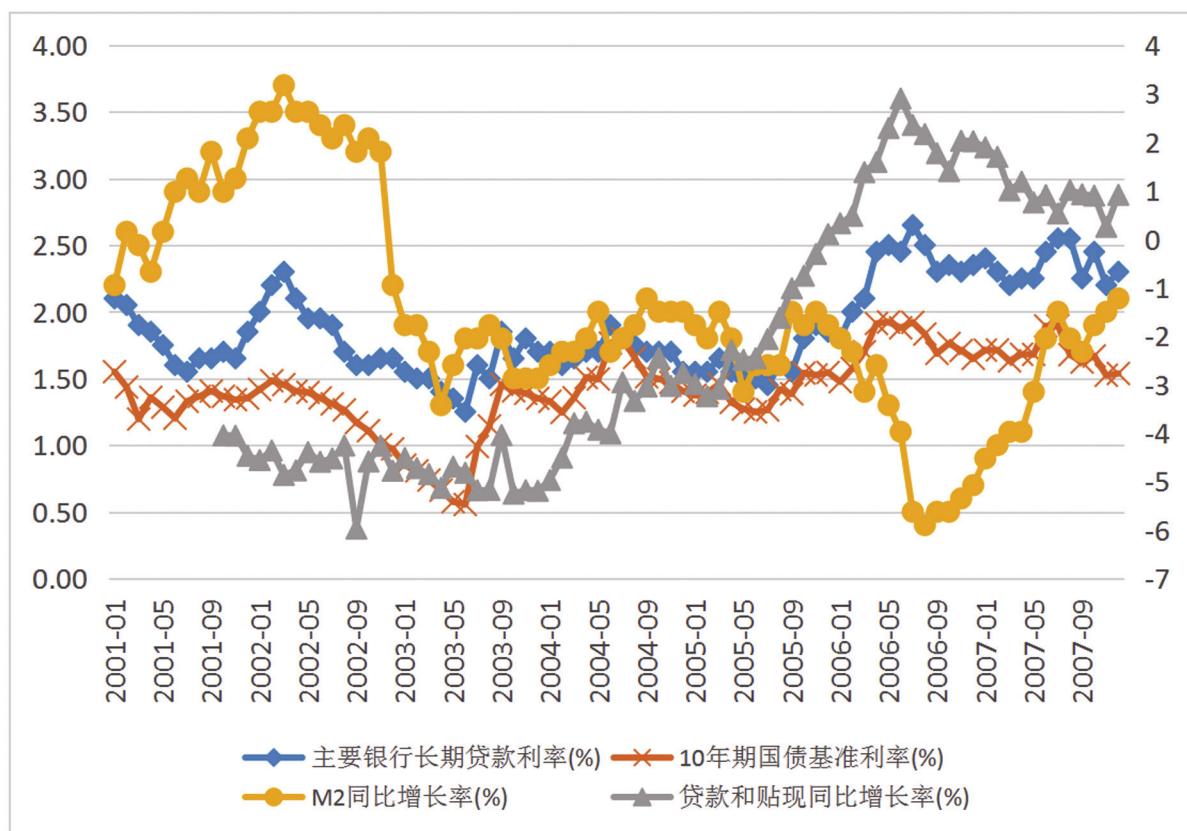


图5 量化宽松货币政策实施期间日本主要金融变量

注：贷款和贴现同比增长率为右轴，其余左轴；数据来源：Wind

## (二)美联储“缩表”的基本规划

2015年12月美联储正式开启了非常规货币政策退出过程，并于2017年6月份对外公布了“缩表”的初步计划。“缩表”过程涉及到两个方面的问题：一是如何“缩表”；二是“缩表”之后最优的资产负债规模是多少？

就第一个问题而言，根据伯南克(2017)披露联邦公开市场委员会2014年9月公布的信息表明在“缩表”过程中美联储将不会主动出售所持有的资产，而是通过将现有资产持有到期后收回本金和利息的方式使金融资产消失。2017年6月份美联储货币政策委员会对外公布了“缩表”的初步计划和规模，见。只有超过上限部分的到期证券本金才可进行再投资，随着上限的逐步提高，美联储每月再投资的证券规模将逐步减少，美联储的资产负债表也将逐步缩减。由于美联储将通过将长期债券持有到期的方式进行减持，因此“缩表”过程将会持续较长时间。如果将主动销售所持有的资产定义为一种“积极的缩表”方式的话，美联储通过将资产持有到期来实现资产减持的方式是一种“消极的缩表”方式。美联储之所以选择此种“消极的缩表”方式，是试图最大可能地提高“缩表”过程的可预测性，从而降低对金融市场的扰乱。Bernanke(2017)指出“缩表”过程应该注意两点：第一，“缩表”过程应该是被动(passive)和可预测的过程，从而降低政策沟通的难度并使市场风险；并且“缩表”过程应该在市场短期利率提升到合意水平之后再行开始。第二，货币政策当局应该确定最优的资产负债表规模。<sup>①</sup>

第二个问题与“缩表”后美联储的资产负债结构有关。在“缩表”的过程中，除了降低资产负债表的规模之外，美联储还将调整其资产结构。通过增持政府债券并减少抵押资产有关的证券(mortgage-related securities)，美联储预期将其持有的短期资产和长期资产的比例调整到合理水平。假设“缩表”后美联储资产负债结构与量化宽松政策实施之前的结构类似，即资产主要由政府债券组成，负债主要由流通中的现金组成。随着美国居民和全球对美元现金的需求增加，美联储的资产负债规模也将相应提升。

---

<sup>①</sup> <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/01/26/shrinking-the-feds-balance-sheet/>。

## 四、全球央行“缩表”对中国经济的冲击

美联储等发达国家中央银行“缩表”对中国经济的直接影响主要体现在两个方面,一是对中国国际收支和汇率稳定的影响;二是对中国基础货币供给的影响。

### 1. 美联储“缩表”与中国资本外流

2014年美国开始逐步突出量化宽松,就在同一年中国也结束了长达十余年之久的“双顺差”显现,中国的国际收支结构大体上表现为经常项目顺差和非储备金融项目逆差的组合。同时在中国的国际收支平衡表中,“净误差与遗漏”项目开始持续为负值且规模不断扩大。上述种种迹象表明,在金融项目下中国从资本净流入国变为资本净流出国,并且可能正在发生较大规模的资本外流。

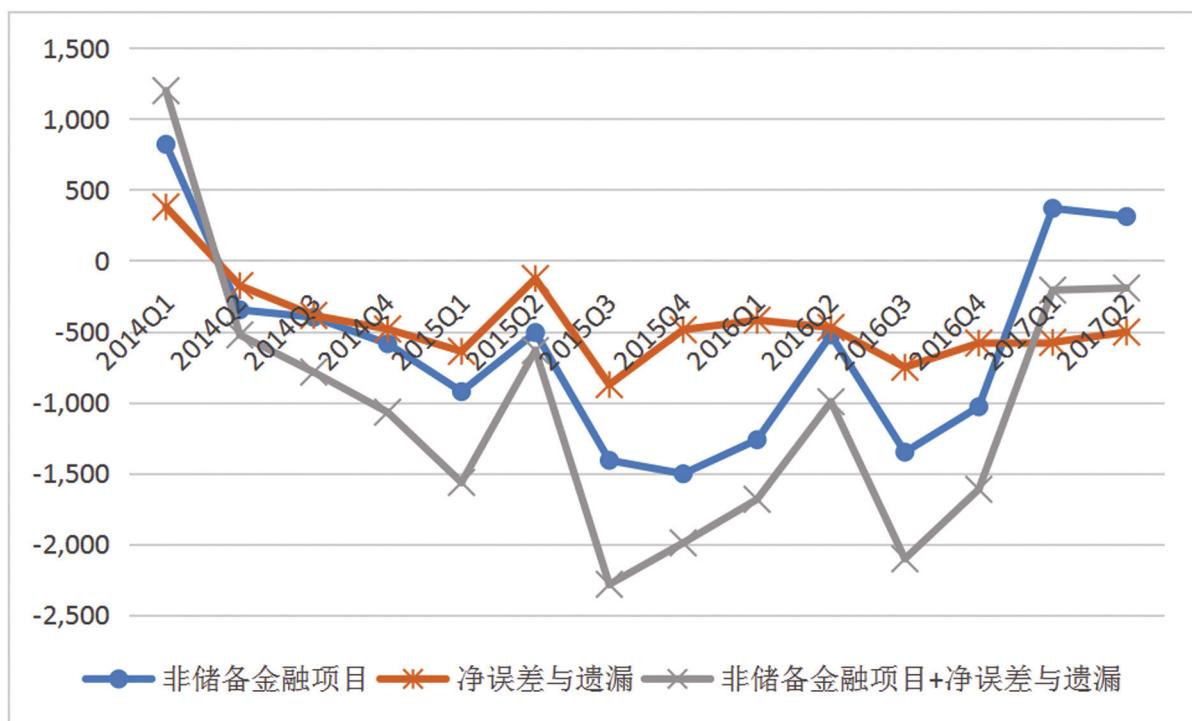


图 6 2014 年之后中国“非储备金融项目”和“净误差与遗漏”项目变化

余永定和肖立晟(2017)发现,中国的“净误差与遗漏”项目的规模同人民币汇率预期变化存在相当强的负相关性。当市场预期人民币升值时,净误差与遗漏项目为正数;相反当市场预期人民币贬值时,净误差与遗漏项目为负数。“净误差与

遗漏”项目在一定程度上反映了非正规渠道的资本流向和规模。从 2014 年 2 季度到 2016 年 4 季度,非储备金融账户下季度平均资本流出金额为 895 亿美元。进入 2017 年之后,在国家加强资本流动管制背景下,非储备金融项目由负转正,但“净误差与遗漏”项目仍然为负值。从 2014 年 2 季度到 2017 年 2 季度,“非储备金融项目”与“净误差与遗漏”之和的季度平均值达到 1204 美元,现实资本外流的压力尚未完全解除。

因此美元利率正常化和“缩表”政策实施之后,中美利差的变化及人民币汇率的变化可能会加剧中国资本外流状况。资本外流、外汇储备减少和人民币贬值之间的互相强化可能对中国的金融稳定造成冲击。从稳定金融市场的角度看,中国政府应该未雨绸缪,为应对人民币汇率和资本异常流动做好准备。

## 2. 美联储“缩表”与人民币贬值压力

理论上,美联储“缩表”造成的美元利率上升会通过外汇市场给人民币造成贬值压力。在 2014 年美联储宣布开始退出量化宽松以及 2015 年人民币汇率改革的双重冲击下,2015 年 8 月起至 2016 年 12 月,人民币兑美元出现了一次趋势性的贬值,最大贬值幅度达到 13%。与此同时,中国非储备金融项目开始由正转负,外汇储备也出现快速下降。这些现象进一步强化了人民币贬值的预期和资金外流的压力,强化了人民币贬值的压力和外汇市场波动性。2016 年 8 月份之后,由于人民银行加息进程的开启和中国政府加强了对跨境资本流动的管制,人民币贬值的预期和压力得到较好的释放和缓解。然而随着美联储加息和“缩表”进程的开始,中美利差开始面临进一步压缩的可能,有可能对人民币汇率稳定和跨境资本流动管理造成新的挑战。

## 3. 资本外流加剧中国货币政策调控的难度

2014 年之前,由于双顺差现象的长期存在,外汇占款成为中国人民银行基础货币的主要投放方式。在此之后,由于非储备金融项目由顺差转为逆差并且伴随着外汇占款的减少,中央银行贷款成为新的基础货币投放主渠道。如果资本外流或者外汇占款减少波动较大,中央银行在稳定基础货币供给和银行间市场方面面临的挑战将会更加严峻。

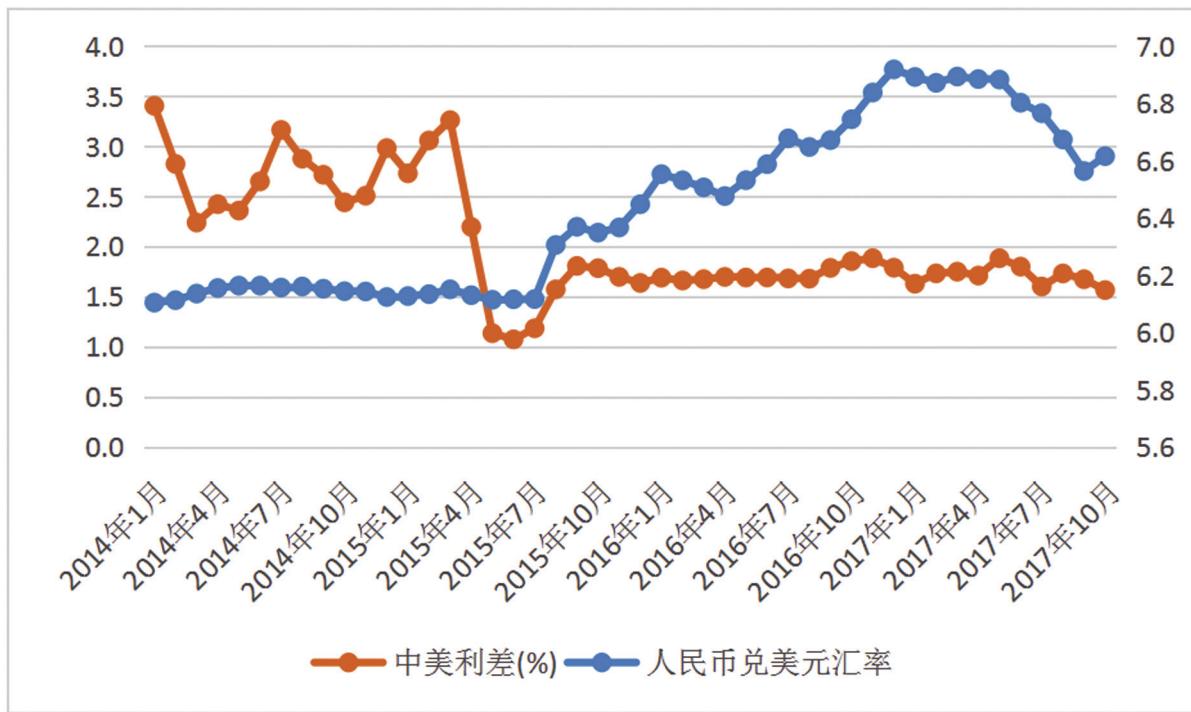


图 7 中美利差与人民币兑美元汇率走势

## 五、总结

随着美联储“缩表”进程即将在 2017 年年末正式开启，对央行“缩表”问题的研究显得迫在眉睫。理论上，“缩表”具有典型的紧缩性货币政策的特征，但是此次美联储开启的“缩表”进程无论是规模还是可能持续的时间在迄今为止的货币政策历史上都是前所未见的，同时货币政策的传导在经济复苏期和衰退期存现显著的不对称性，因此难以直接通过扩张性货币政策的经验来预测“缩表”的效果。

从理论上看，“缩表”是在央行在经济复苏时期进行的政策调整，通常伴随着加息进程。在金融市场上，由于“缩表”是在中央银行主导下进行的，因此无论是在美日央行公开市场操控模式还是欧洲中央银行利率走廊操控模式下，“缩表”不会对中央银行的短期利率目标造成过度冲击。就长期利率、信贷供给和货币供给等间接目标而言，由于需要经过复杂的货币政策传导过程，并且“缩表”总是在宏观经济复苏的大背景下进行的，因此在“缩表”政策开始实施后的相当长时间内，这些宏观经济变量的变化并不与紧缩的货币政策呈现简单的线性关系。从日本银行“缩表”

的政策实践来看，“缩表”政策实施之后，长期利率基本呈现上升的趋势，货币供给增速先降后升，而贷款增速则呈现先升后降的趋势。自从美联储公布“缩表”计划之后近半年的时间内，股票市场继续维持原有的上升趋势；长期利率则出现先上升后下降的现象。

对于中国来说，美联储的“缩表”进程可能从三个方面对中国宏观经济造成冲击，一是加剧资本外流，二是对人民币汇率稳定造成冲击，三是对货币政策的稳定造成影响。上述三个方面需要国内政策当局做到未雨绸缪，为即将开始的“缩表”做好应对预案。

## 参考文献

- [1] Bean, Charles, et al, (2010). “Monetary policy after the fall.”? Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, PP. 26—28.
- [2] Sumner, Scott, (2012). “The case for nominal GDP targeting”,? Mercatus Research. <https://www.mercatus.org/publication/case-nominal-gdp-targeting>
- [3] Bernanke, Ben, “Shrinking the Fed’s balance sheet”, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/01/26/shrinking-the-feds-balance-sheet/>
- [4]余永定和肖立晟(2017),《解读中国的资本外逃》,《国际经济评论》2017年第5期。