

中国宏观经济分析与预测（2016 年中期）^①

——供给侧结构性改革下的中国宏观经济

摘要：2016 上半年在积极的财政政策、宽松的货币政策以及房地产新政的作用下，中国宏观经济在持续探底中开始呈现企稳的迹象，CPI 重返“2 时代”、PPI 负增长的大幅度收窄、企业利润增速的转正以及房地产类数据的反弹都表明中国宏观经济并不存在“硬着陆”的可能。

2016 年近期出现了一系列值得关注的新现象：1)“去产能”还在布局阶段，过剩行业产品价格却开始出现大幅度波动；2)三四线房地产“去库存”还没有开始，一二线房地产价格却出现全面上扬；3)对“僵尸企业”和高债务企业的整治还没有实质性展开，大量高负债国有企业却已经大规模进军土地市场、海外并购市场和金融投资市场；4)“去杠杆”各类举措刚开始布局，但宏观债务率却持续上扬，部分指标已经大大超过警戒线；5)“降成本”如火如荼地展开，但各类宏观税负指标却在持续加重，企业总体盈利能力持续下滑；6)房地产投资增速超预期反弹，各类新开工项目大幅度上扬，但民间投资增速却直线回落；7)M2 增速保持稳定，但 M1 增速却出

^① 本报告除特殊标注以外，其他数据都来源于国家统计局和中国人民大学宏观经济论坛。本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为刘元春、闫衍、刘晓光。

现持续上扬,M1—M2 缺口持续扩大;8)居民收入增速持续超过 GDP 增速,但劳动力生产率以及企业盈利能力却出现持续下滑;9)对外投资增速急剧上扬,但出口增速却持续低迷;10)各类技术指标进步神速,新经济增长动力开始显现,但总体劳动生产效率却依然处于持续下滑的区间;11)工业等传统行业有所企稳,但服务业和新兴行业却开始呈现疲态;12)政策类投资增速回升,但消费却出现持续回落。

这 12 大现象充分说明了中国宏观经济运行依然面临四大方面的问题:一是供给侧结构性改革的着力点还没有完全找到;二是稳增长政策并没有缓解宏观经济深层次问题,反而使各类扭曲大幅度上扬,资源配置的效率持续恶化,经济主体的信心没有得到改善;三是经济回落的负反馈机制开始发生变化,经济内生性下滑的压力有所加剧,“生产效率预期下滑”+“投资收益预期下滑”+“收入增速预期下滑”所带来的市场型投资疲软和消费疲软开始向深度蔓延。短期产出与中期潜在产出的负向强化机制、超国民收入分配所带来的“消费—投资”困局、实体经济与虚拟经济相对收益下滑所带来的进一步“脱实向虚”等 3 大新难题已经成为中国宏观经济摆脱持续探底困境的核心障碍;四是当前宏观经济的短期企稳构建在大规模政策宽松和泡沫化房地产复苏之上,实体经济与虚拟经济之间的分化决定了中国宏观经济还没有形成持续稳定或复苏的基础。

2016 年下半年,中国宏观经济难以持续上半年企稳的态势。外部经济波动的重现、内部扭曲的强化、金融风险的不断累计与间断性释放、结构性改革的全面实施等方面的因素决定了中国宏观经济下行压力的进一步抬头。而与此同时,政策刺激效率的递减和房地产泡沫的管控决定了经济政策的对冲效应将大幅度下降。因此,本轮“不对称 W 型调整”的第二个底部将于 2016 年底至 2017 年初出现,并呈现出强劲的底部波动的特征。根据模型预测,2016 年中国 GDP 增速为 6.6%,CPI 为 2.3%。

报告指出,2016—2017 年是中国实施供给侧结构性改革的关键期,“大改革”+“更为积极的财政政策”+“适度宽松的货币政策”+“强监管”必须要有可操作的抓手和可实施的方案,各类改革方案 and 政策措施必须做出新的调整。

第一部分 总论与预测

2016 上半年在积极的财政政策、宽松的货币政策以及房地产新政的作用下,中国宏观经济在持续探底中开始呈现出企稳的迹象,CPI 重返“2 时代”、PPI 负增长的大幅度收窄、企业利润增速的转正以及房地产类数据的反弹都表明中国宏观经济并不存在“硬着陆”的可能,其雄厚的经济存量、广阔的纵深空间以及强大的中央政府决定了中国经济能够承受世界经济“长期停滞”和“新平庸”的冲击。

但是,部分宏观经济数据短期趋稳的同时,以下几个方面的变化却值得我们高度重视:1)“去产能”还在布局阶段,过剩行业产品价格却开始出现大幅度波动;2)三四线房地产“去库存”还没有开始,一二线房地产价格却出现全面上扬;3)对“僵尸企业”和高债务企业的整治还没有实质性展开,大量高负债国有企业却已经大规模进军土地市场、海外并购市场和金融投资市场;4)“去杠杆”各类举措刚开始布局,但宏观债务率却持续上扬,部分指标已经大大超过警戒线;5)“降成本”如火如荼地展开,但各类宏观税负指标却在持续加重,企业总体盈利能力持续下滑;6)房地产投资增速超预期反弹,各类新开工项目大幅度上扬,但民间投资增速却直线回落;7)M2 增速保持稳定,但 M1 增速却出现持续上扬,M1—M2 缺口持续扩大;8)居民收入增速持续超过 GDP 增速,但劳动力生产率以及企业盈利能力却出现持续下滑;9)对外投资增速急剧上扬,但出口增速却持续低迷;10)各类技术指标进步神速,新经济增长动力开始显现,但总体劳动生产效率却依然处于持续下滑的区间;11)工业等传统行业有所企稳,但服务业和新兴行业却开始呈现疲态;12)政策类投资增速回升,但消费却出现持续回落。

这 12 大现象充分说明了中国宏观经济运行依然面临四大方面的问题:一是供给侧改革的着力点还没有完全找到;二是稳增长政策并没有缓解宏观经济深层次问题,反而使各类扭曲大幅度的上扬,资源配置的效率持续恶化,经济主体的信心没有得到改善;三是经济回落的负反馈机制开始发生变化,经济内生性下滑的压力有所加剧,“生产效率预期下滑”+“投资的预期收益下滑”+“收入增速预期下滑”所带来的市场型投资疲软和消费疲软开始向深度蔓延。短期产出与中期潜在产出

的负向强化机制、超国民收入分配所带来的“消费—投资”困局、实体经济与虚拟经济相对收益下滑所带来的进一步“脱实向虚”等3大新难题已经成为中国宏观经济摆脱持续探底困境的核心障碍；四是当前宏观经济的短期企稳构建在大规模政策宽松和泡沫化房地产复苏之上，实体经济与虚拟经济之间的分化决定了中国宏观经济还没有形成持续稳定或复苏的基础。

2016 年下半年，中国宏观经济难以持续上半年企稳的态势。外部经济波动的重现、内部扭曲的强化、金融风险的不断累计与间断性释放、结构性改革的全面实施等方面的因素决定了中国宏观经济下行压力的进一步抬头。而与此同时，政策刺激效率的递减和房地产泡沫的管控决定了经济政策的对冲效应将大幅度下降。因此，本轮“不对称 W 型调整”的第二个底部将于 2016 年底至 2017 年初出现，并呈现出强劲的底部波动的特征。

1) 世界经济形势持续表现为“四低”特征，即持续的低增长、低贸易、低通胀和低利率。“新平庸”或“大停滞”的世界经济，通过贸易渠道、投资渠道和汇率渠道对中国经济总体上产生较为不利的影响。大宗商品价格的剧烈波动以及各国央行货币政策的不协调，给 2016 年脆弱的宏观经济和金融市场带来了巨大的不确定性，加剧了国际资本流动和汇率波动风险。2016 年新兴经济体的动荡将超越以往新兴经济体所面临的各类波动，各类地缘政治的超预期冲击可能导致欧洲经济复苏的夭折。因此，世界经济不仅面临总体性的持续低迷，同时还存在“二次探底”的可能，中国经济难以在世界经济探底之前全面实现周期逆转。

2) 内部再平衡带来的冲击将持续显化。一是出口持续的下滑决定了过去利用政策性内需弥补外需的方法出现失灵，简单的“扩投资”不仅不能改变中国“贸易品过剩、非贸易品不足”的结构性问题，反而导致贸易品过剩局面有所强化；二是出口持续的下滑必将意味着中国储蓄过剩将持续的出现，但由于资金市场的刚性，无风险基准利率难以快速下降，市场性投资不仅没有在充足的储蓄供应下有所上扬，反而由于投资预期收益的下滑、投资空间的压缩以及资金匹配的结构性问题等因素出现下滑，计划投资与储蓄之间的缺口不断扩大，宏观平衡的压力持续上扬；三是财政政策和信贷政策带来的是偏向性救助和资源流动，导致大量效率低下的国有企业获得大量资金，这些资金的投入不仅强烈地挤压了民间投资的空间，更为重要的是导致国有企业可以利用廉价的资金大举进入房地产市场、土地市场、海外并购市场以及其它非主营投机性业务，导致资金进一步“脱实向虚”。四是工资与福利性收入持续超国民收入分配的后果开始显化，一方面国民消费率在中高端消费供

给短缺的制约下并没有得到明显改善,另一方面在政府投资功能没有得到转变的前提下而实施的社会建设和福利体系建设,严重侵蚀了企业的投资收益,在外部需求持续下滑、内部盈利大幅度下降、未来前景持续渺茫、新型政商关系还没有完全建立等因素的作用下,中长期经济增长的发动机——资本形成和研究开发——增速持续下滑。这不仅导致短期需求不足,更为重要的是导致中长期潜在增速伴随短期增速的持续下滑而下滑。

3)包括汇率贬值、债券违约、房地产价格泡沫、期货价格大幅度波动在 2016 年下半年所带来的局部风险将进一步上扬,这将大幅度提升经济主体的风险厌恶情绪,从而导致风险溢价大幅度上升、资金供求在总量和结构上双重趋紧,进一步导致投资的下滑。特别是由于房地产泡沫扩散的力度和上扬的态势远远超过大家的预期,对于房地产泡沫的治理很可能导致目前快速上扬的房地产投资增速趋缓,房地产健康复苏存在夭折的可能。

4)中国目前不断加剧扭曲、不断弱化的内生增长动力以及全球性的结构性改革竞争决定了 2016 年下半年必须全面启动结构性改革,是最佳时点和必须时点。但是以“三去一降一补”为核心的供给侧结构性改革必定会给宏观经济带来短期的阵痛和下行压力。

5)积极的财政政策和稳健的货币政策虽然对于持续上扬的下行压力有较好的对冲作用。但是,不断蔓延的房地产泡沫与持续上扬的金融风险将严重掣肘货币政策的宽松取向,结构性改革带来的短期高额成本将严重压缩财政政策更为积极的空间。虽然中国政治经济周期已经开始从底部反弹,但新型的激励相容的正向激励体系还没有完全建立起来,各类政策传导的行政机制和经济机制还没有完全常态化,政策对冲下行压力的效果将大打折扣。

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,设定主要宏观经济政策假设:(1)2016 年为 21800 亿元;(2)2016 年人民币与美元平均兑换率分别为 6.60:1。分年度预测 2016 年中国宏观经济形势,其预测结果如表 1 所示。

1、在外需持续疲软和消费下滑的作用下,2016 年上半年 GDP 实际增速较去年回落了 0.2 个百分点。但值得注意的是,由于 PPI 和 CPI 持续改善,GDP 平减指数由去年上半年的 -0.12% 上升到 2016 年上半年的 0.6%,导致 2016 年上半年 GDP 名义增速达到 7.4%,较去年同期提高了 0.5 个百分点,较去年全年提高了 1 个百分点。这种价格效应大大缓解各类经济主体的压力。

表 1

2016 年宏观经济指标预测

预测指标	2015	2016(1—3 月)	2016(1—6 月)	2016(全年预测)
1.国内生产总值增长率(%)	6.9	6.7	6.8	6.6
其中:第一产业增加值	3.9	2.9	3.4	4.0
第二产业增加值	6.0	5.8	5.9	5.5
第三产业增加值	8.3	7.6	7.7	7.9
2.固定资产投资完成额(亿元)	551590	85843	260608	605646
(增长率,%)	10.0	10.7	9.9	9.8
社会消费品零售总额(亿元)	300931	78024	155876	331324
(增长率,%)	10.7	10.3	10.1	10.1
3.出口(亿美元)	22735	4637	9926	22212
(增长率,%)	-2.9	-9.6	-7.0	-2.3
进口(亿美元)	16798	3382	7730	16596
(增长率,%)	-14.3	-13.4	-4.6	-1.2
4.广义货币供应(M2)增长率(%)	13.3	13.4	13.0	13.0
狭义货币供应(M1)增长率(%)	15.2	22.1	23	18
新增社会融资规模(亿元)	154086	65859	10192	20742
社会融资规模增长率(%)	12.5	13.4	13	13.4
5.居民消费价格指数上涨率(%)	1.4	2.1	2.1	2.3
GDP 平减指数上涨率(%)	-0.49	0.44	0.55	0.85
6.全国政府性收入(亿元)	194547	47893	104920	210872
增长率(%)	0.1	6.1	8.2	8.4
全国一般公共预算收入(亿元)	152217	38896	86366	165155
全国政府性基金收入(亿元)	42330	8997	18554	45716

下半年,由于投资增速的回落和消费疲态的进一步延续,GDP 增速将出现明显回落,预计全年 GDP 实际增速为 6.6%,较去年全年下降了 0.3 个百分点,但由于价格效应,2016 年 GDP 名义增速为 7.5%,较去年全年提高了 1.1 个百分点。因此,从经济运行角度来看,2016 年虽然延续了新常态艰难期不断探底的特征,但价

格水平摆脱生产领域的“萧条”和消费领域的“低迷”，将有利于内生经济增长动力的启动。

2、从供给角度来看，除第一产业保持相对稳定之外，第二产业和第三产业基本上保持了持续回落的态势，特别是第二产业在供给侧结构性改革的作用下，去产能和化解僵尸企业直接导致短期工业产出出现明显下滑，预计 2016 年上半年工业增加值增速为 5.9%，全年为 5.5%，较 2015 年下滑了 0.5 个百分点，较 2016 年上半年下滑了 0.4 个百分点。值得注意的是，经济转型寄予厚望的第三产业改变了 2015 年增速回升的态势，预计 2016 年上半年增速仅为 7.7%，较去年同期下滑了 0.6 个百分点，2016 年全年增速为 7.9%，较去年全年增速回落了 0.4 个百分点。

3、从总需求角度来看，3 大需求总体疲软，但回落幅度在短期需求扩张政策的作用下小于总供给，这导致 2016 年总产出实际增速回落的过程中价格水平出现改善，GDP 平减指数得到较大幅度回升。

1) 基础建设投资和房地产投资的持续改善难以填补民间投资增速下滑和制造业投资增速下滑所带来的缺口，城镇固定资产投资增速在 1 季度快速抬头之后出现持续回缓，预计上半年城镇固定资产投资增速为 9.9%，比去年同期下降 1.6 个百分点，比去年全年增速下降了 0.1 个百分点。预计全年城镇固定资产投资增速为 9.8%，比去年下降了 0.2 个百分点，如果考虑下半年固定资产投资价格指数的回升，实际投资增速回落更为明显。

2) 在高端消费外流、收入增速疲软以及预期恶化等因素的作用下，2016 年消费总体疲软的现象比较明显。预计 2016 年上半年全社会零售名义增速为 10.1%，实际增速为 8.0%，比去年同期分别下降了 0.3 个百分点和 1 个百分点。预计 2016 年全年名义增速为 10.1%，实际增速为 7.8%，比去年全年增速分别下降了 0.6 个百分点和 1.5 个百分点。

3) 在世界经济持续疲软和人民币贬值等因素的作用下，进出口在 2016 年呈现“前低后稳”的走势，预计 2016 年上半年以美元计价的出口增速为 -7.0%，全年增速为 -2.3% 左右，而以美元计价的 2016 年上半年进口增速为 -4.6%，全年为 -1.2%。上半年贸易顺差为 2196 亿美元，全年顺差预计达到 5616 亿美元，占 GDP 的比重为 5% 左右，略低于去年的水平。

4、在经济低迷的 2016 年中最为显眼的指标就是明显回升的价格数据。从表象来看，各类价格指标回升是蔬菜、猪肉以及大宗商品的轮番驱动的产物，但从深层次来看，货币的宽松、供给增速更快的回落以及持续的成本推动才是本轮价格回

升的关键。预计 2016 全年 CPI 增速为 2.3%，比 2015 年上涨了 0.9 个百分点。与此同时，工业领域通货紧缩的现象将在“去产能”、全球大宗商品价格反弹、房地产反弹和价格基数等因素的作用下得到全面缓解，预计 2016 年全年 PPI 跌幅为 1.2%，比 2015 年缩小了 4.8 个百分点，年末单月同比由负转正；2016 年 GDP 平减指数由负转正，全年同比增速 0.85%，较 2015 年回升了 1.3 个百分点。

5、2016 年货币政策继续持续总体宽松的基调，但受到物价上涨、房地产市场泡沫以及杠杆率持续攀升等因素的掣肘，货币政策将由上半年较为宽松的定位转向适度稳健；同时，受到资金内生性收缩的压力，广义货币供应量(M2)与狭义货币供应量(M1)、全社会融资增速之间的差额扩大，流动性向实体经济的渗透力进一步下滑。预计 M2 增速保持在 13%，社会融资总额增速为 13.4%。

第二部分 短期趋稳与持续探底的 2016 年上半年宏观经济

在 5 万亿重点项目、1.6 万亿东北振兴计划、4.3 万亿基础建设投资规划、10 万亿新增社会融资总量、高达 20% 以上的 M1 增长以及接近 14% 的公共财政支出增长的作用下,2016 年上半年中国宏观经济开始在持续探底的进程中出现 5 大短期企稳的迹象。

表 1 2016 年上半年中国宏观经济指标一览表

预测指标	2015	2016(1—3 月)	2016(1—5 月)
1.国内生产总值增长率(%)	6.9	6.7	6.6 *
其中:第一产业增加值	3.9	2.9	4.0 *
第二产业增加值	6.0	5.8	5.4 *
第三产业增加值	8.3	7.6	8.0 *
2.固定资产投资完成额(亿元)	551590	85843	187671
(增长率,%)	10.0	10.7	9.6
社会消费品零售总额(亿元)	300931	78024	129281
(增长率,%)	10.7	10.3	10.2
3.出口(亿美元)	22735	4637	8138
(增长率,%)	-2.9	-9.6	-7.3
进口(亿美元)	16798	3382	5963
(增长率,%)	-14.3	-13.4	-10.3
4.广义货币(M2)增长率(%)	13.3	13.4	12.8 *
狭义货币(M1)增长率(%)	15.2	22.1	22.9 *
社会融资规模(亿元)	154086	65859	74000 *
社会融资规模增长率(%)	-6.4	43.0	30.7 *

续表

预测指标	2015	2016(1—3月)	2016(1—5月)
5.居民消费价格指数上涨率(%)	1.4	2.1	2.1
GDP 平减指数上涨率(%)	-0.45	0.46	0.50 *
6.全国政府性收入(亿元)	194547	47893	84648
增长率(%)	0.1	6.1	8.0
全国公共财政收入(亿元)	152217	38896	69880
全国政府性基金收入(亿元)	42330	8997	14768

注:带 * 为估算数。

1、GDP 增速实现年度目标,名义增速高于实际增速,经济短期企稳的迹象开始显现。

2016 年上半年全国 GDP 增速持续回落的趋势出现明显放缓。一季度实际增速为 6.7%,超过全年 6.5%的增速目标,比去年同期回落 0.3 个百分点,比去年四季度回落 0.1 个百分点。然而,一季度 GDP 名义增速达到 7.2%,比去年同期回升 0.6 个百分点,比去年四季度回升 1.2 个百分点,这也是自 2014 年四季度以来,名义 GDP 增速再次高于实际 GDP 增速。从历史上历次经济周期来看,名义 GDP 增速高于实际 GDP 增速,是宏观经济走出衰退开始复苏的重要标志。

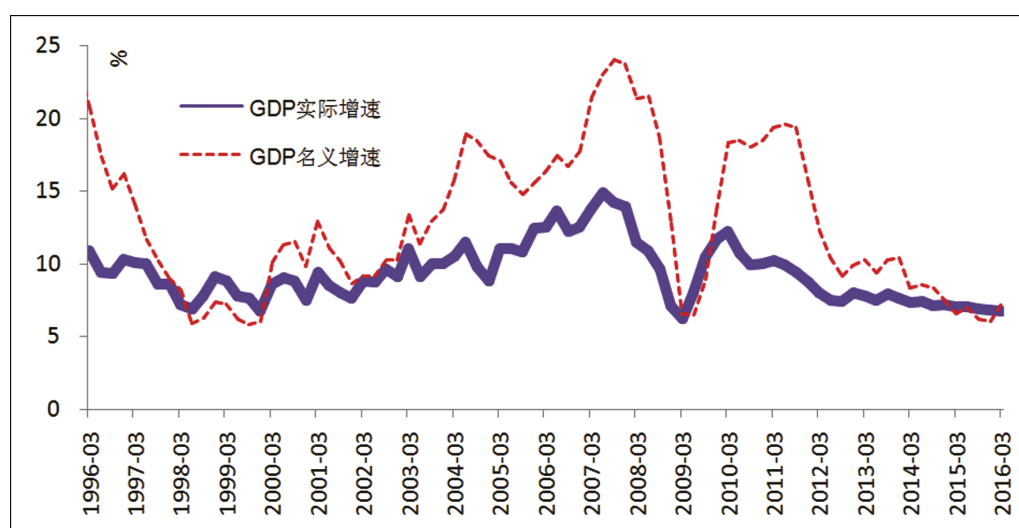


图 2—1 近 20 年来中国 GDP 增速

2、价格指数出现全面回升,CPI 重回“2 时代”,PPI 跌幅出现明显缩小,GDP 平减指数由负转正,反映经济升温信号。

第一,CPI 重回“2 时代”,反映经济升温信号增强。2016 年 2 月份起,CPI 同比增长回升到 2.0%以上,1—5 月份累计同比增长 2.1%,是自 2014 年跌入“1 时代”以来重新回到“2 时代”。CPI 上涨主要由食品价格大幅上涨所拉动,但剔除食品的 CPI 以及剔除食品和能源的核心 CPI 也出现了上涨趋势,说明经济企稳的信号增强。5 月份 CPI 和食品 CPI 同比增长 2.0%和 5.9%,较 4 月份下滑了 0.3 和 1.5 个百分点,但核心 CPI 同比上涨 1.6%,比 4 月份上升了 0.1 个百分点。

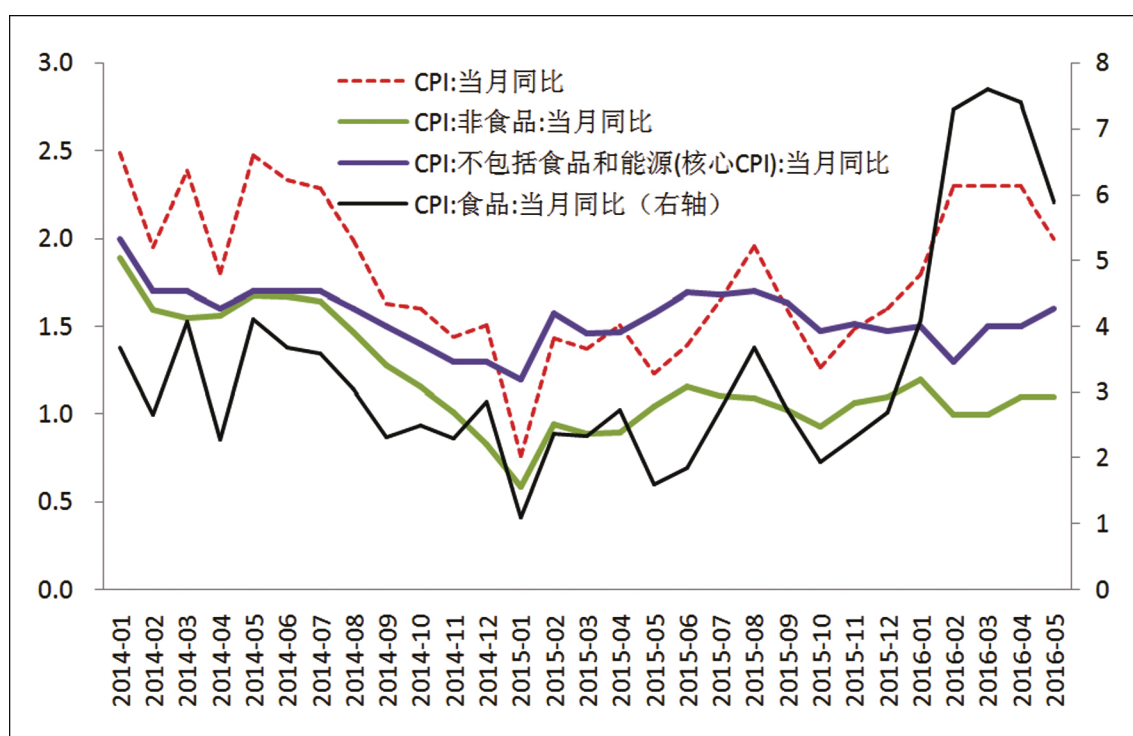


图 2—2 各层级的 CPI 出现明显回升

第二,PPI 同比降幅持续缩小、环比上涨,定基指数出现实际性回升。2016 年以来,工业生产者出厂价格指数(PPI)同比跌幅连续 5 个月缩小,从 2015 年 12 月的-5.9%回升至 5 月份的-2.8%。PPI 环比也自 3 月份以来,由负转正,5 月份环比增长 0.5%。PPI 定基指数(2011 年底=100)已经企稳回升,5 月份达到 89,即回到 2015 年底的水平。因此,如果 PPI 不再恶化,同比有望在 2016 年底由负转正,工业企业盈利能力有望得到提升。

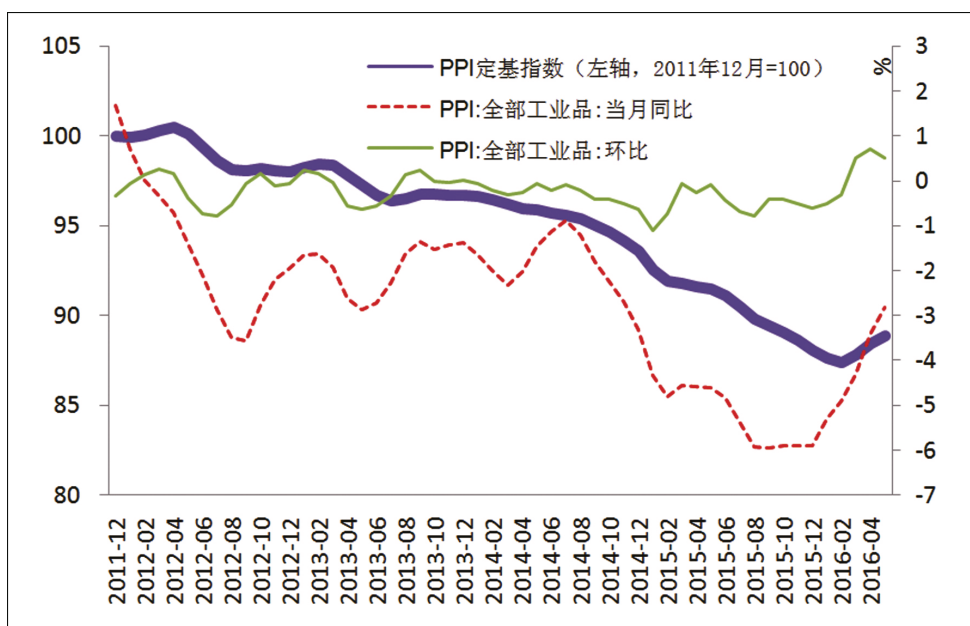


图 2—3 PPI 出现积极变化

第三,GDP 平减指数由负转正,反映经济全面升温。一季度 GDP 平减指数达到 0.5%,比去年同期和四季度均回升 0.9 个百分点,这也是自 2015 年一季度 GDP 平减指数进入负值区间后再次回到正值区间。GDP 平减指数由负转正,反映经济全面升温,从经济周期的视角看,是经济开始复苏的重要标志。

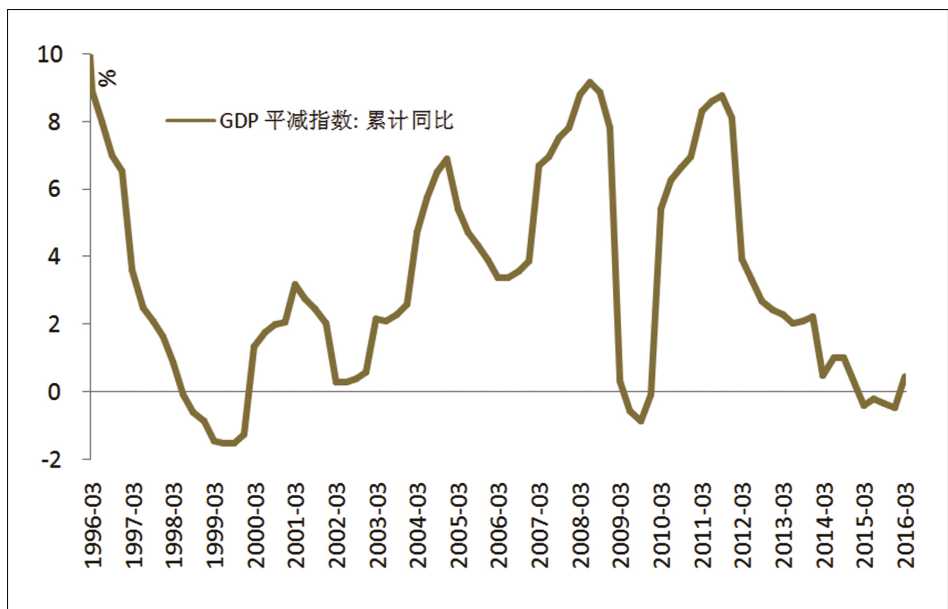


图 2—4 GDP 平减指数由负转正

3、房地产投资明显反转，固定资产投资短期企稳后再度下滑。

第一，房地产投资增速出现超预期反转，固定资产投资短期企稳后再度下滑。2016年1—5月份，房地产开发投资完成额累计同比增长7.0%，比1季度提高了0.8个百分点，比2015年大幅回升了6.0个百分点，这也是自2013年2月房地产投资增速达到22.8%的小峰值后持续下滑至2015年底的1%的首次回升，房地产投资占比也从2015年的17.4%上升到18.4%。房地产投资回升一度带动固定资产投资短期企稳回升，1季度增长10.7%，比2015年全年增速提高0.7个百分点。然而，进入2季度后，固定资产投资增速又再度出现回落。2016年1—5月，固定资产投资完成额累计同比增长9.6%，比1季度大幅下滑1.1个百分点，比2015年全年增速也下滑了0.4个百分点。

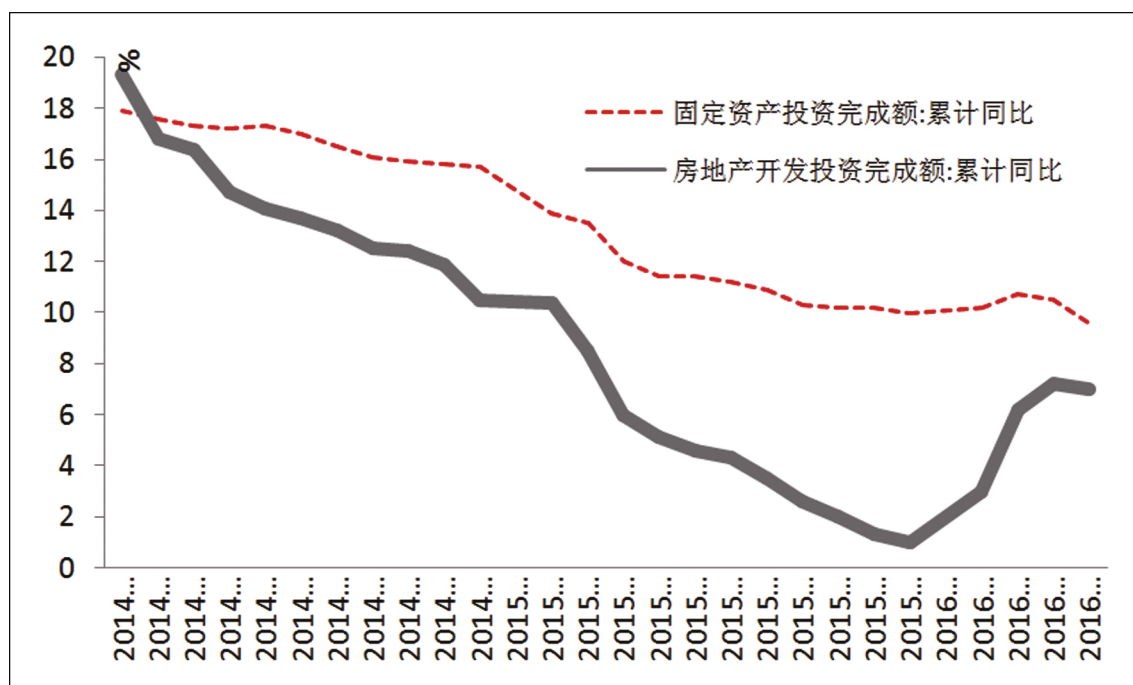


图 2—5 房地产投资出现超预期反转

第二，房地产投资回升反映了房地产市场销售回暖带来的刺激性作用。2016年1—5月份，房地产销售面积同比增长33.2%，比2015年增速大幅回升了26.7个百分点；新开工面积同比增长18.3%，大幅扭转了2014—2015年连续两年负增长幅度超过14%的紧缩趋势。在2015年四季度的中国宏观经济论坛年终报告中，我们分析认为，房地产周期对于中国经济的作用依然巨大，房地产投资的触底和底部

运行的长度将强烈影响宏观经济触底的时点和持续的长度,特别是房地产投资能否在 2016 年 2 季度成功反转是决定本轮中国经济下行的底部的深度和持续长度的一个重要因素。因此,房地产投资增速的反转力度大小,尤其是其 5 月份再次出现的小幅回调,值得进一步关注,它将会影响全年的经济走势。

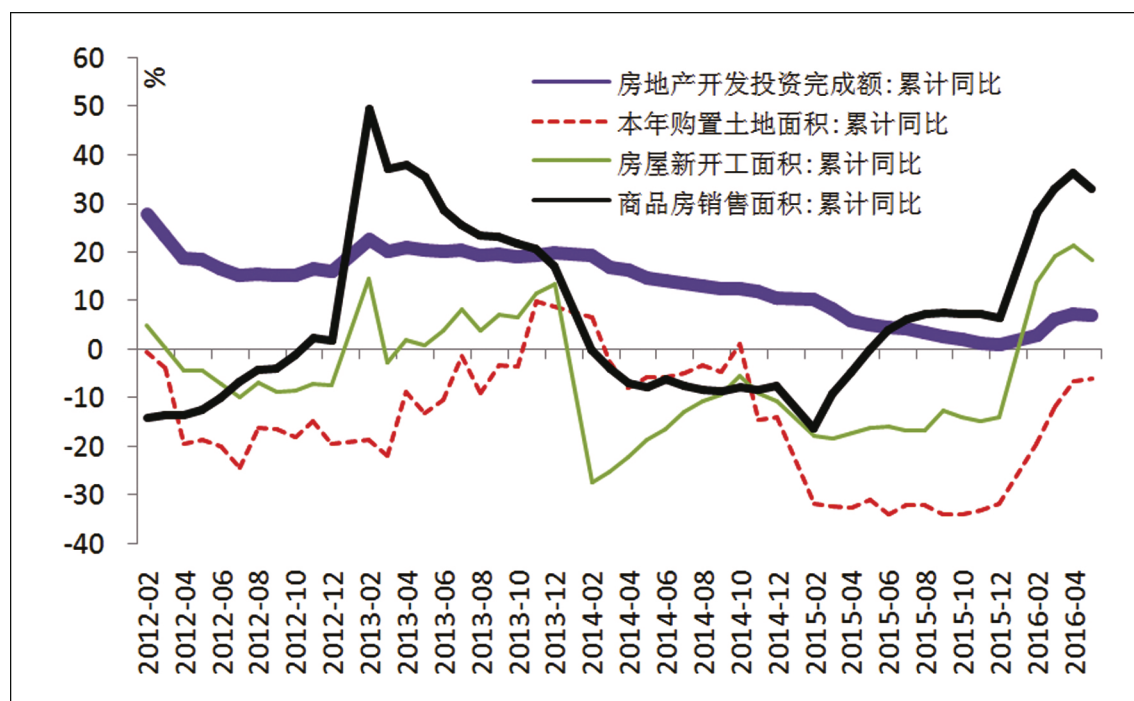


图 2—6 房地产投资回升反映了房地产市场销售回暖的传导效应

第三,相比 1 季度的企稳回升,2 季度固定资产投资增速的再度回落,主要是受民间固定资产投资增速的急剧下滑和第三产业增速放缓的影响,包括房地产投资增速在 5 月份的小幅回调。

首先,2016 年民间固定资产投资增速出现大幅下滑,特别是在 2 季度进一步加剧,是导致固定资产投资短期企稳的根基不牢而出现再度下滑的主要原因。2016 年 1—5 月,民间固定资产投资累计同比仅增长 3.9%,比 2015 年全年增速大幅下降 6.2 个百分点,比 2016 年 1 季度下降 1.8 个百分点。民间固定资产投资占全社会固定资产投资的比重也从 2015 年的 64.2%下滑到 2016 年 1—5 月份的 62.0%,逆转了持续多年上升的趋势。

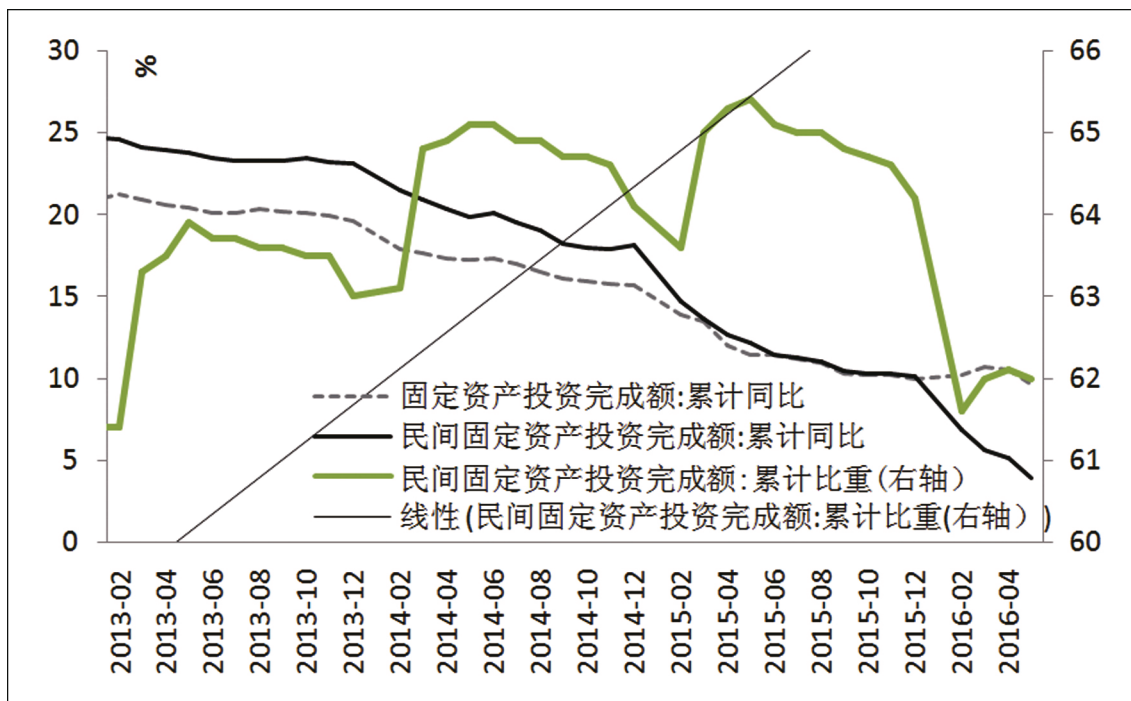


图 2—7 民间固定资产投资增速急剧下滑

其次,固定资产投资增速下滑由第二产业下滑为主导,转化为二产、三产投资增速的全面下滑,是导致2季度投资增速再度回落的重要力量。2016年1季度,虽然第二产业固定资产投资完成额累计同比仅增长7.3%,比2015年持续回落0.7个百分点,但第三产业固定资产投资完成额累计同比增长12.6%,比2015年全年增速大幅回升2.0个百分点。然而,进入2季度后,固定资产投资增速出现全面下滑。2016年1—5月,第二产业固定资产投资完成额累计同比增长5.8%,比1季度大幅下滑1.5个百分点,第三产业固定资产投资完成额累计同比增长11.9%,也比1季度下降了0.7个百分点。

4、PMI 重回扩张区间,企业盈利回升、开始补库存,显示宏观经济已经触底反弹。

第一,制造业采购经理人指数(PMI)重回扩张区间。2016年3月起,制造业PMI大幅回升至50的“荣枯线”以上,结束了连续7个月的紧缩状态,进一步强化了经济企稳的信号。此前,中国经济景气指数总体呈现低迷状态,尤其是制造业PMI指数呈现出一定程度的下滑趋势,连续7个月运行在“荣枯线”以下。因此,3月份制造业PMI重回“荣枯线”以上,具有某种转折性意义。此外,服务业PMI指数虽然有所弱化,但也持续运行在扩张区间。

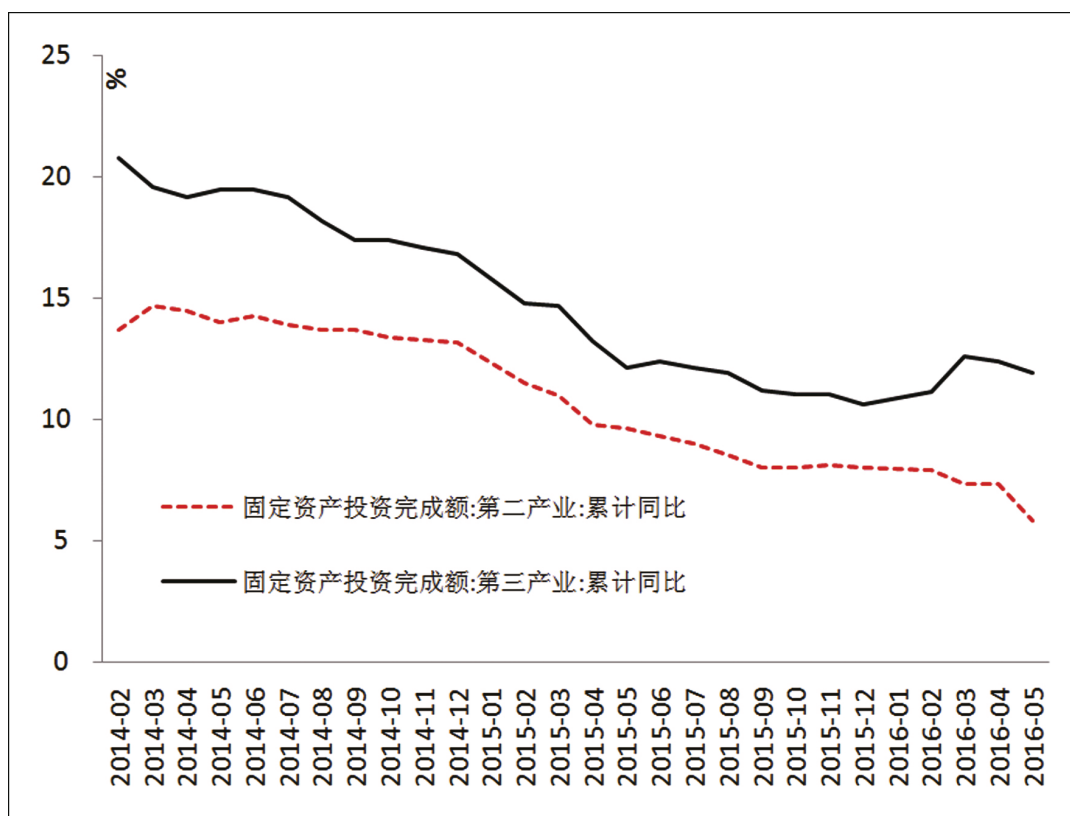


图 2—8 第三产业投资增速放缓

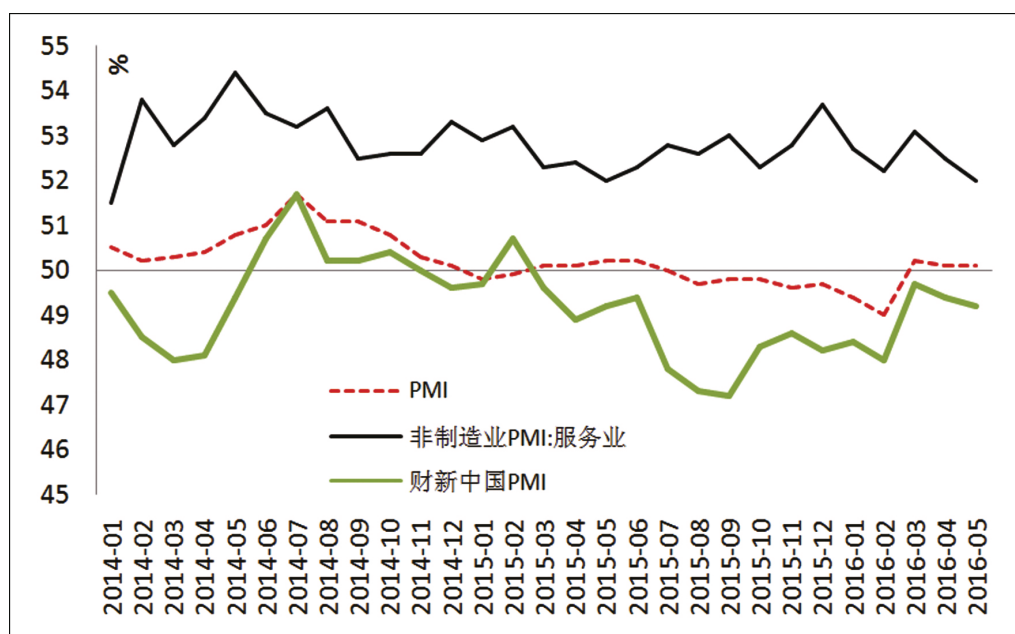


图 2—9 PMI 重回扩张区间

第二,工业企业业务收入企稳,盈利回升,亏损面减少。2016年1—4月,工业企业主营业务收入增速企稳回升,增长2.3%,比2015年全年增速回升1.7个百分点;工业企业利润总额增长6.5%,较2015年全年增速大幅回升8.8个百分点;相应地,工业企业亏损面减少,亏损企业数仅增长0.6%,较2015年全年增速大幅下降30.7个百分点。

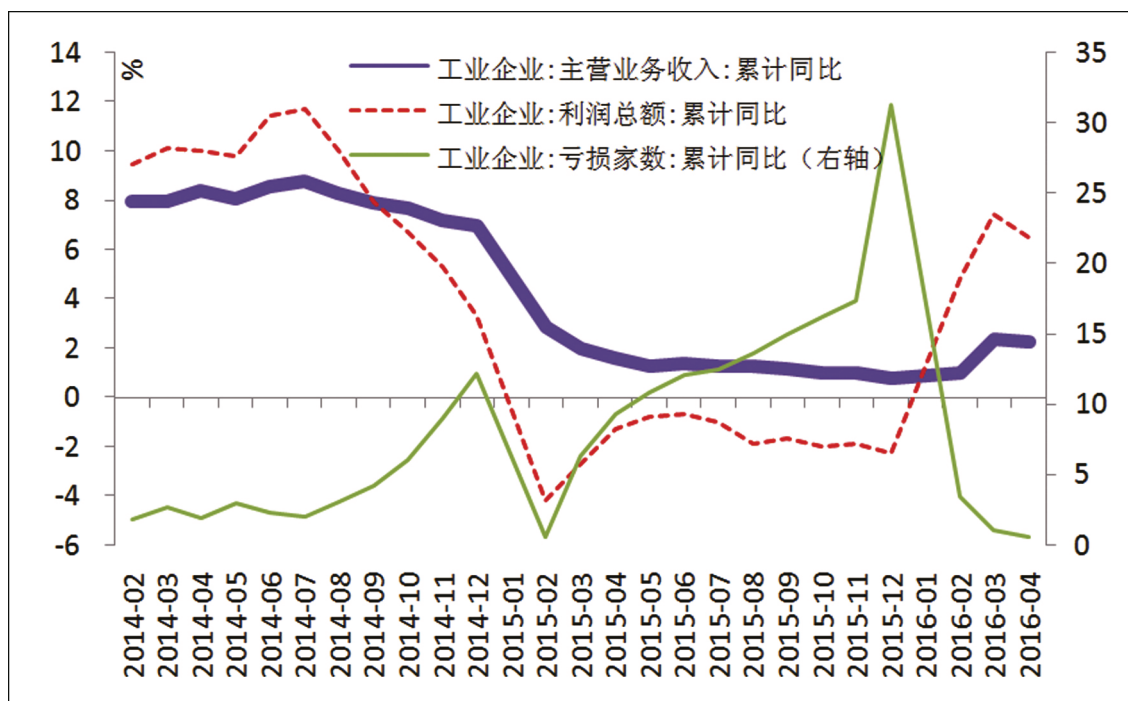


图 2-10 工业企业绩效出现明显改善

第三,宏观经济触底的另一个核心迹象是企业开始补库存。2014年随着美元的走强,企业普遍出现去库存的行为,直到去年底主要产品的库存达到了历史低位。而今年以来,随着美元走软,大宗商品价格回升,开始出现重新补充库存的现象,这说明过去市场恐慌带来的超调已经去除,市场已经恢复相对常态化。这是触底迹象出现很重要的原因。

5、政府公共财政收入和基金性收入增速回升,财政状况改善。

2016年经济下行带来的财政压力仍然存在,但是相比2015年出现明显改善。尽管在工业和进出口大幅下滑的作用下,公共财政收入继续承受压力,但是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。2016年1—5月,公共财政收入累计同比增长8.3%,比去年同期提高3.3个百分点,

比去年全年下降 0.1 个百分点；2016 年 1—5 月，政府性基金收入累计同比增长 6.2%，增速不仅由负转正，而且比去年同期大幅提高 41.9 个百分点，比去年全年提高 28.0 个百分点；两者合计导致政府性收入同比增长 8.0%，相比去年全年的“零增长”，大幅提高 7.9 个百分点。值得一提的是，2016 年税收收入大幅增长。1—5 月份，税收收入同比增长 10%，比去年同期和去年全年分别大幅提高 8.0 和 5.2 个百分点。

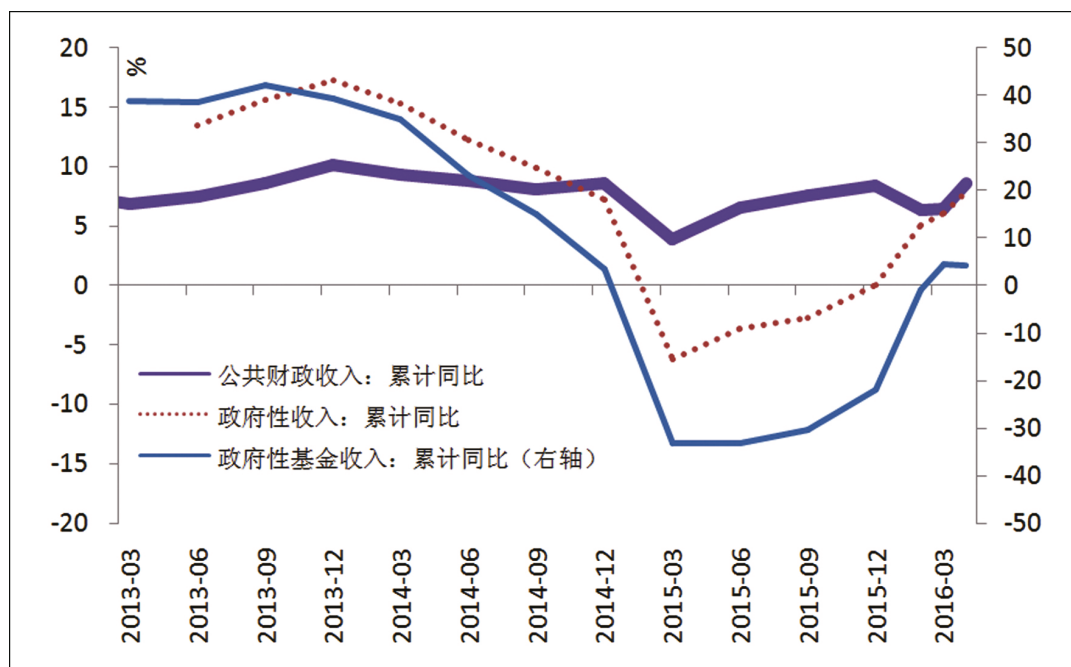


图 2—11 政府性收入增速显著回升

2016 年中国宏观经济运行呈现的上述五大“企稳”迹象，表明中国宏观经济开始进入底部区间。然而，在世界经济周期、中国房地产周期、中国的债务周期、库存周期、新产业培育周期、政治经济周期以及宏观经济政策再定位等因素的作用下，中国经济的深度下滑期和风险集中释放期尚未平稳度过，2015 年出现的宏观经济结构分化、微观变异、动荡加剧的局面仍在延续，表现为以下五大“探底”特征：

1、各类宏观先行指数依旧疲软

最能反映宏观经济状况的各类宏观先行指数目前并没有随着各类政策力度的大幅度加大和工业领域与房地产的企稳而出现明显的逆转。例如，OECD 中国经济先行指数 2016 年 2 季度基本停留在 98.3，处于扩展分界线 100 之下和近年来的底部；同时中国国家统计局的宏观经济先行指数在 2016 年 4 月仅为 98.79，基本上在第二季度结束了 2015 年 4 季度以来景气改善的局面，这也说明今年上半年经

济企稳具有暂时性。

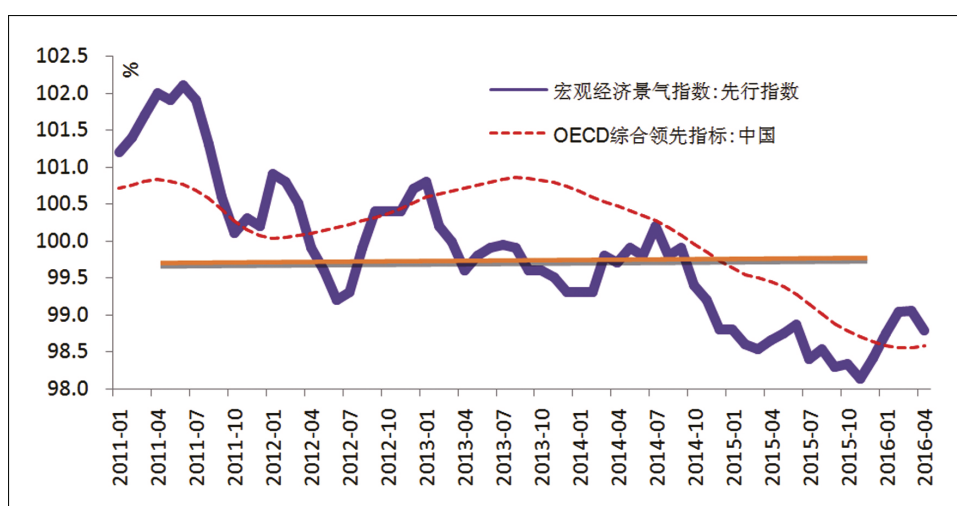


图 2-12 各类宏观先行指数依旧疲软

2、内需疲软,消费增速明显下滑。

2016 年 1—5 月份,社会消费品零售总额累计同比增长 10.2%,比 2015 年下滑 0.5 个百分点,扣除价格因素,实际增长 9.6%,比 2015 年下滑 0.6 个百分点,均创近年来的新低。其中,餐饮收入和商品零售均出现一定幅度的下滑,意味着消费需求疲软在短期内还将持续。

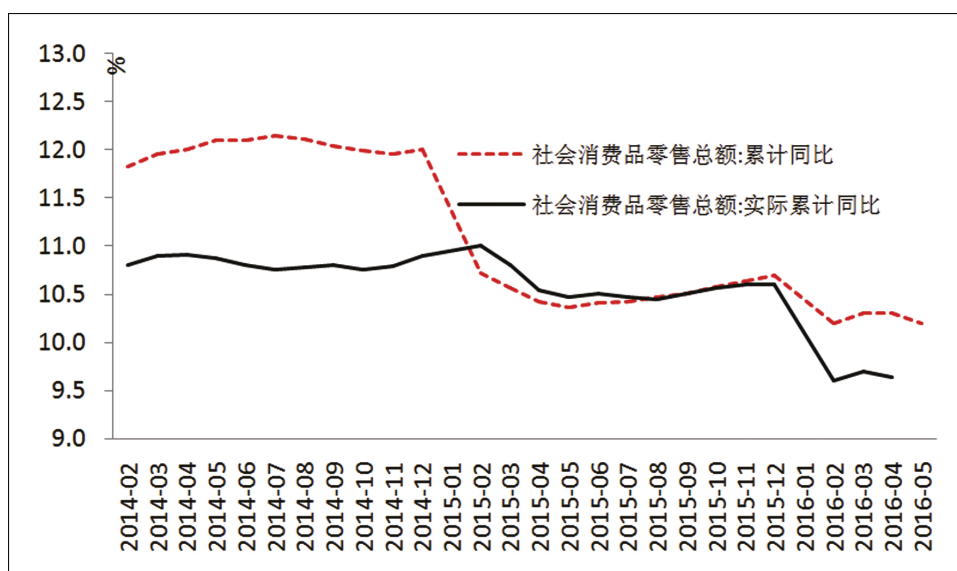


图 2-13 消费增速出现明显下滑

3、外需乏力,贸易总额与顺差“双下降”,出口形势较为严峻,“衰退式顺差”现象仍在延续。

2016年1—5月,进出口总额同比下降8.6%,比2015年回落0.5个百分点,对外贸易继续呈现收缩的趋势。其中,1—5月份出口额同比下降7.3%,比2015年跌幅扩大4.4个百分点,形势较为严峻;而进口额同比下降10.3%,比2015年跌幅缩小了4.0个百分点。出口增速仍然高于进口,导致衰退式顺差持续存在;同时由于出口增速更大幅度的回落,导致顺差规模增幅减小。2016年1—5月份,贸易顺差为2175亿美元,同比仅增2.3%。

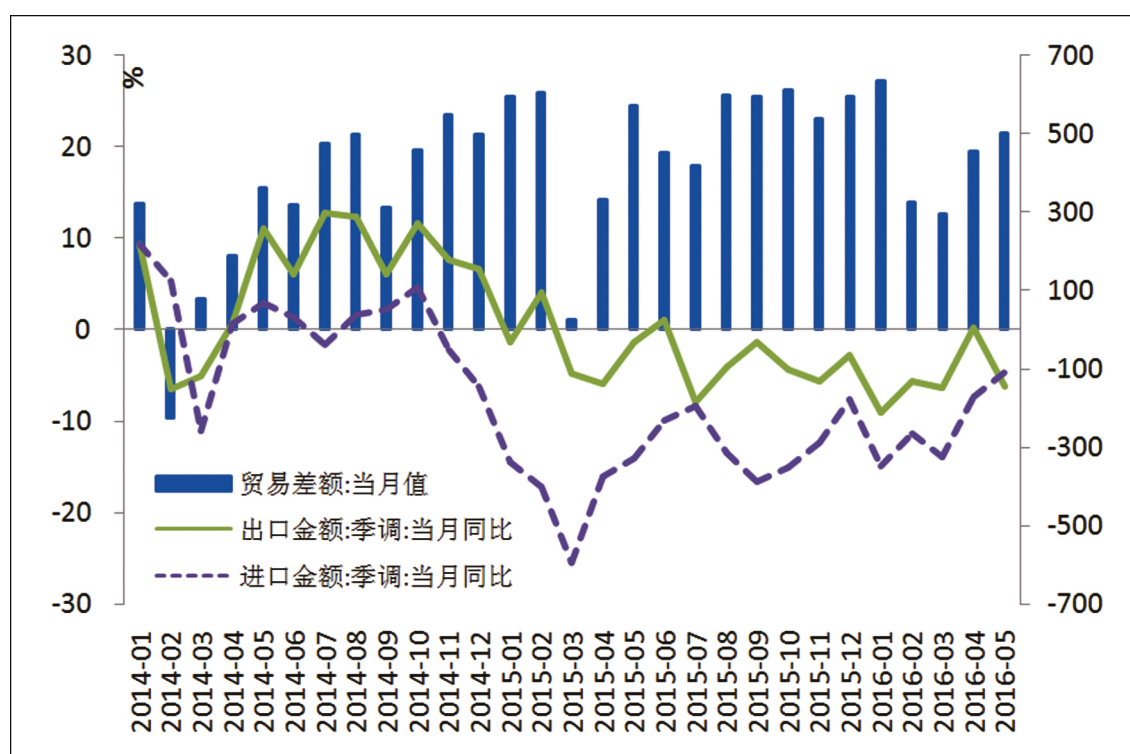


图 2-14 “衰退式顺差”现象仍在延续

4、民间固定资产投资增速出现大幅下滑。

2016年民间固定资产投资增速出现大幅下滑,1—5月累计同比仅增长3.9%,比2015年全年增速大幅下降6.2个百分点。民间固定资产投资占全社会固定资产投资的比重也从2015年的64.2%下滑到2016年1—5月份的62.0%,逆转了多年持续上升的趋势。作为投资主力,民间固定资产投资增速的急剧下滑,成为全社会固定资产投资实现企稳回升的最大隐患。

民间投资增速下滑进一步凸显了当前投资企稳主要是受到政策拉动。第一,从细分行业看,2016年1—4月份,基础设施投资增速达到19.7%,比2015年全年增速提高了2.4个百分点;房地产开发投资增速达到7.2%,比2015年全年增速回升了6.2个百分点。

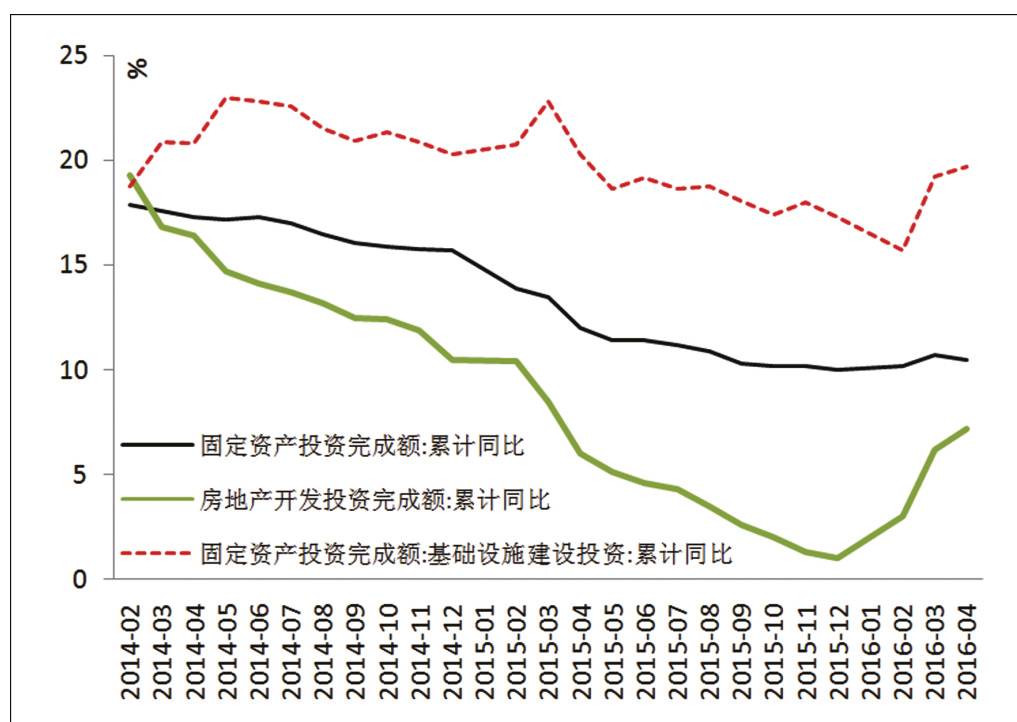


图 2—15 一季度的投资企稳主要是受基建和房地产投资拉动

第二,从投资主体看,1—4月份,国有及国有控股单位的固定资产投资增速大幅飙升至23.7%,比2015年全年增速提高13.1个百分点,而私营企业的投资增速则继续下滑,1—3月份为11.9%,比2015年全年回落2.7个百分点(两类企业固定资产投资占比均达三成)。

5、工业增速跌破6%，或反映了去产能开始有实质性进展。

2016年1—5月份,规模以上工业增加值增速进一步下滑至5.9%,比2015年下滑0.2个百分点,但比2016年1季度回升了0.1个百分点。其中,制造业工业增加值增速跌破7%,1—5月份同比增长6.7%,同为近年来的低点。随着供给侧结构性改革和存量调整政策的持续加码,去产能、去库存、去杠杆压力的加重,工业增速下行压力短期内将持续存在。根据工业增加值与GDP增速的历史关系,同时考虑到服务业、尤其是金融业基数效应增速可能出现明显回落,GDP增速下滑的压力进一步加大,全年6.5%的增长目标仍面临考验。

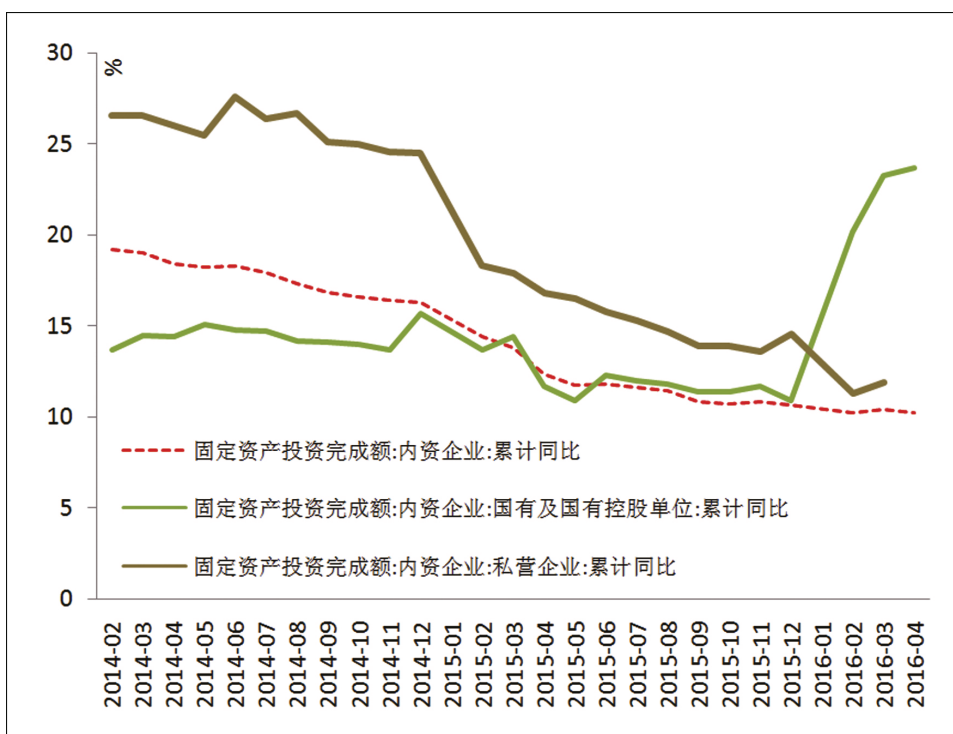


图 2-16 一季度的投资企稳主要是受政策拉动

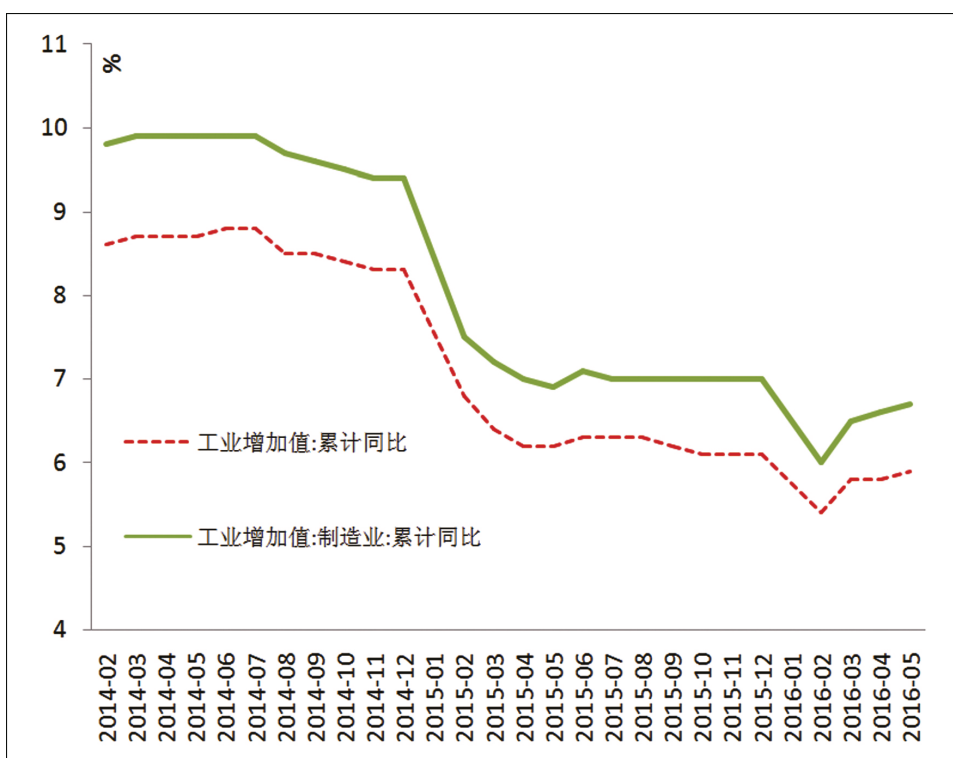


图 2-17 工业增速跌破 6%

工业增速的进一步下滑,可能反映了国企去产能开始有实质性进展。从增加值下滑涉及的所有制主体看,国有及国有控股企业下滑幅度最大,2016年1—5月同比负增长0.2%,比2015年大幅回落1.6个百分点,且增速由正转负,进入绝对收缩状态;从增加值下滑涉及产业主体看,采矿业增速下滑幅度最大,2016年1—5月同比仅增长0.7%,比2015年大幅回落2.0个百分点。这种总量和结构性的下滑,可能反映了当前围绕国有企业去产能的存量调整已经开始有实质性进展。2016年全面启动的供给侧结构性改革和存量调整政策将决定存量运行的底部和反弹的时点。

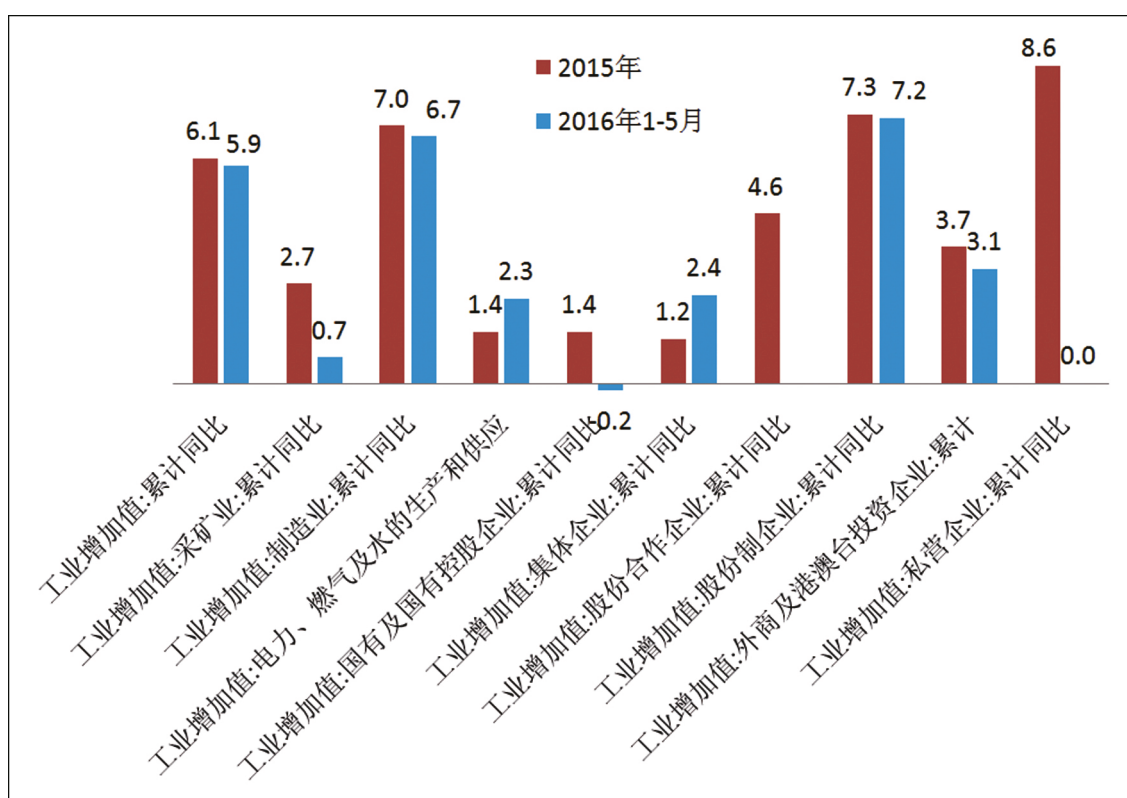


图 2—18 工业的结构性下滑反映了去产能的开展

2016上半年,中国宏观经济运行呈现的持续探底与短期企稳的特征表明中国宏观经济开始进入底部区间。整体来看,中国宏观经济运行态势良好,经济触底迹象显现,但是当前发达经济体和新兴经济体的经济仍然低迷,国内供给侧结构性改革和存量调整政策的持续加码,去产能、去库存、去杠杆压力的加重,以及房地产周期调整所带来的不确定性等,都使得中国经济从触底到实现反弹的区间拉长。从

短期来看,随着 1 季度“稳增长”政策的全面加码,中国宏观经济于 1—2 季度短期趋稳,但“稳增长”政策难以从根本上改变本轮“不对称 W 型”周期调整的路径,本轮周期的第二个底部低点将在 4 季度左右开始出现。

第三部分 当前宏观经济面临的深层次问题

在看到上述宏观经济短期趋稳的同时,以下几个方面的变化却值得我们高度重视:

1、“去产能”还没有展开,而过剩行业产品价格却开始出现大幅度波动。最为典型的**就是钢铁**。自今年年初以来,钢价出现剧烈波动,螺纹钢期货价格从2016年年初的不到1800元/吨,上涨到4月份最高点2700元/吨,随后又下滑到5月份不足2000元/吨,目前又回升到约为2100元/吨。



图 3—1 钢铁价格出现剧烈波动

2、三四线房地产“去库存”还没有开始,一二线房地产价格却出现全面上扬。2016年4月,一线城市房价同比上涨33.9%,二线城市房价同比上涨7.3%,远高于CPI上涨幅度。从环比指标看,一线城市房价已经连续14个月环比上涨,4月份环比上涨2.8%,二线城市已经连续12个月环比上涨,4月份环比上涨1.8%。从绝对水平看,2016年5月,一线城市均价已经达到36524元/平米,二线城市均价也已经

达到 10531 元/平米。然而与此同时,在扣除一二线房地产库存之后,三四线房地产库存基本没有变化。

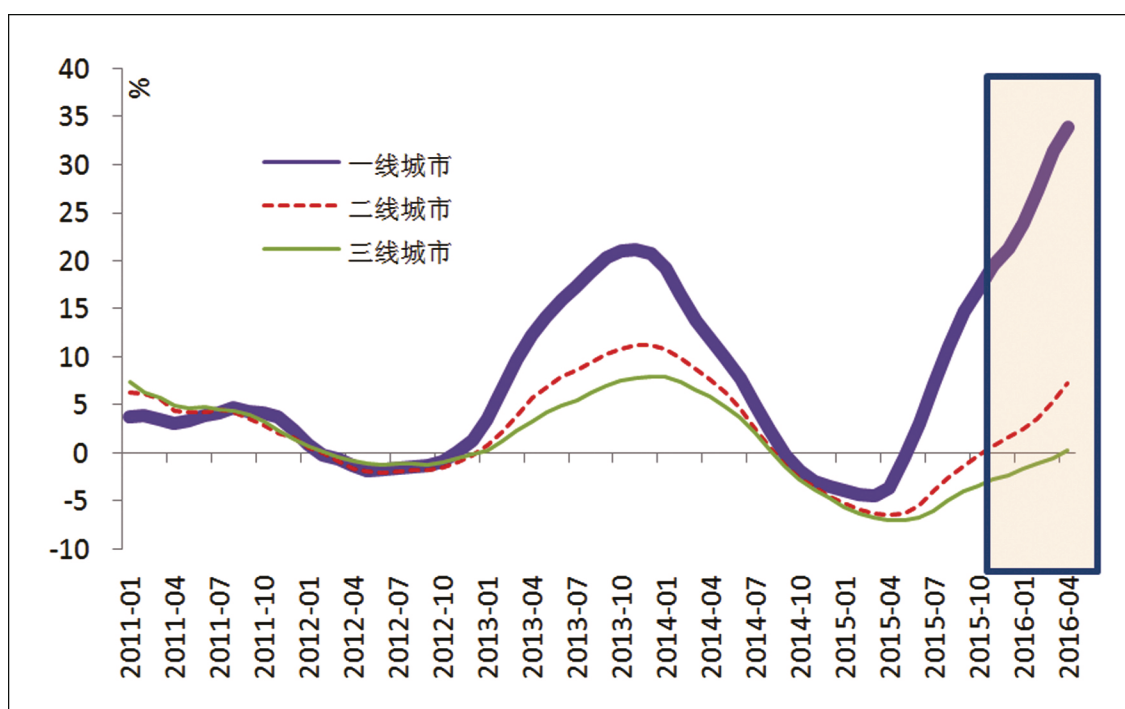


图 3—2 一二线房地产价格出现全面上扬

3、“僵尸企业”还没有开始整治,但大量高负债国有企业开始大规模进军土地市场、海外并购市场和金融投资市场。

据不完全统计,2016 年 1—5 月,全国土地市场上成交总价超过 15 亿元地块达 105 宗,成交总价为 3288 亿元,其中有 52 宗“地王”创造者为国企,合计成交金额达 1786 亿元,占比达 54%。这一现象与国企特别是央企资产负债表的急剧扩张一致。2016 年 1—4 月,国企资产累计同比增长 15.2%,相比 2015 年同期的 11.5%,大幅提高了 3.7 个百分点;国企负债累计同比增长 18.0%,相比 2015 年同期的 11.2%,大幅提高了 6.8 个百分点。其中,央企资产累计同比增长 18.3%,相比 2015 年同期的 9.6%,大幅提高了 8.7 个百分点;央企负债累计同比增长 23.4%,相比 2015 年同期的 9.0%,大幅提高了 14.4 个百分点。进一步分析发现,央企的资产负债表扩张并不是基于营业收入或者盈利水平的改善。事实恰好相反,央企营业收入和利润总额还在持续下滑。2016 年 1—4 月,央企营业收入累计同比下降 3.9%,利润总额累计同比下降 6.6%。

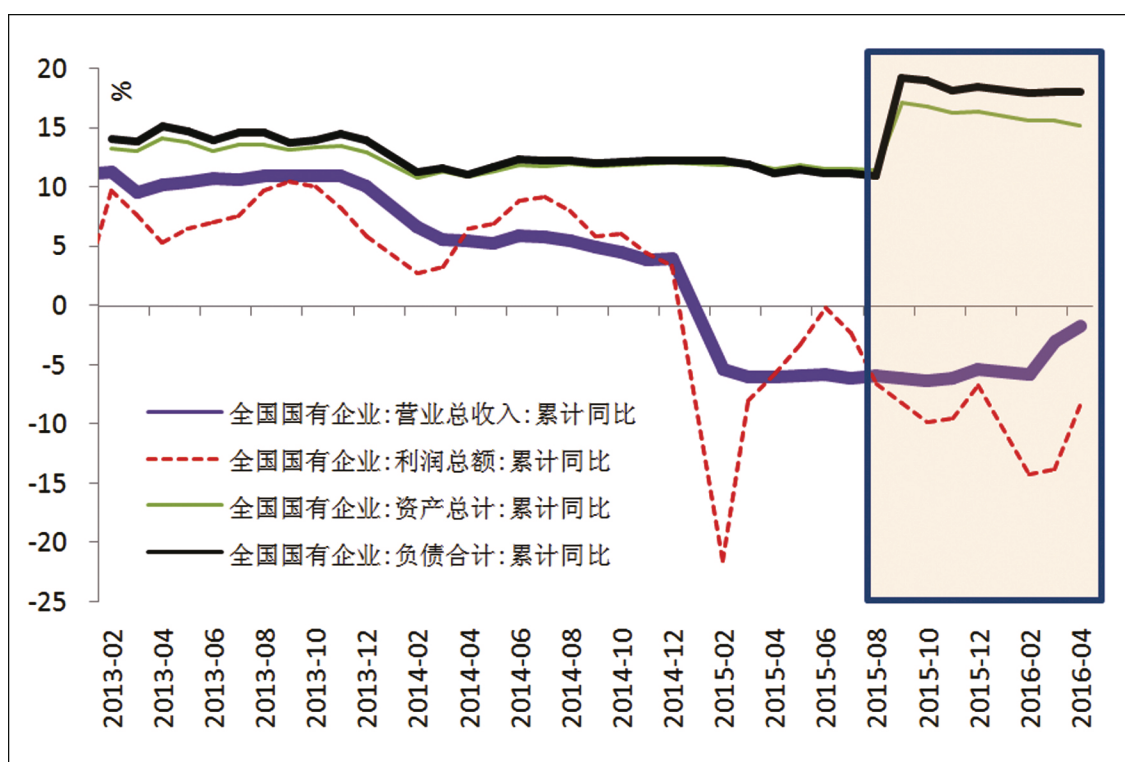


图 3—3 国企资产负债表急剧扩张

除了大规模进军土地市场,国有企业也开始大规模进入海外并购市场。据市场分析报告显示,2015 年中国内地企业海外并购交易数量激增 41%,创历史新高,其中,国有企业海外并购交易数量增长 19%,并购交易金额增长 51%。2016 年一季度,中国企业海外并购交易金额已经达到 826 亿美元,超过以往任何年度交易金额,这意味着今年国企海外并购的规模比去年更大。

与此同时,从利润构成来看,投资收益和营业外收入成为企业盈利的重要来源,说明“脱实向虚”的现象进一步加剧。2016 年 1 季度,企业 30.5%的利润来源于投资收益和营业外净收入的增加。这说明各类企业大量进入金融投资市场,通过脱实向虚来获得短期的收益,反映企业投资行为发生了重大的变异。

国有企业通过举债的方式,大规模进军土地市场、海外并购市场和金融投资市场,直接导致其资产负债率进一步攀升。自 2015 年下半年以来,国有企业的资产负债率水平出现了明显上升,截至 2016 年 4 月份已经达到 66.2%,比 2015 年同期提高了 1.2 个百分点,特别是中央企业的资产负债率已经达到 67.9%,比 2015 年同期大幅提高了 2.7 个百分点。

国有企业在高负债条件下大规模进入房地产市场、海外并购市场和金融投资

市场标志着中国金融风险必将进一步上扬,如何化解这一困境已经成为经济政策调整的核心之一。

4、“去杠杆”各类举措开始布局,但宏观债务率加速上扬。

2016年1季度,社会融资总额与GDP之比达到199.6%,比2015年同期提高了11.1个百分点;剔除股权融资后的社会融资总额与GDP之比达到191.5%,比2015年同期提高了10.3个百分点。(注:2015年末,上述两个比值分别为204.1%和195.9%,即2016年1季度比2015年有所下降,但是估算方法本身决定了上述比例值从1季度到4季度会逐渐升高,即只能进行同期相比)。

5、“降成本”如火如荼在展开,但各类宏观税负指标却在持续上扬。

中国宏观税负指标增长趋势在2015年出现一定程度的放缓,但2016年又再度出现明显上扬。2016年税收收入和公共财政收入大幅增长。1—5月份,税收收入同比增长10%,比去年同期和去年全年分别大幅提高8.0和5.2个百分点;公共财政收入累计同比增长8.3%,也比去年同期提高3.3个百分点。2016年1季度,税收占GDP的比重上升到20.8%,比2015年的18.5%大幅提高了2.3个百分点;公共财政收入占GDP比重更高,1季度达到24.5%,比2015年的22.5%提高了2个百分点。可见,虽然“降成本”如火如荼地展开,但各类宏观税负指标却在持续上扬。

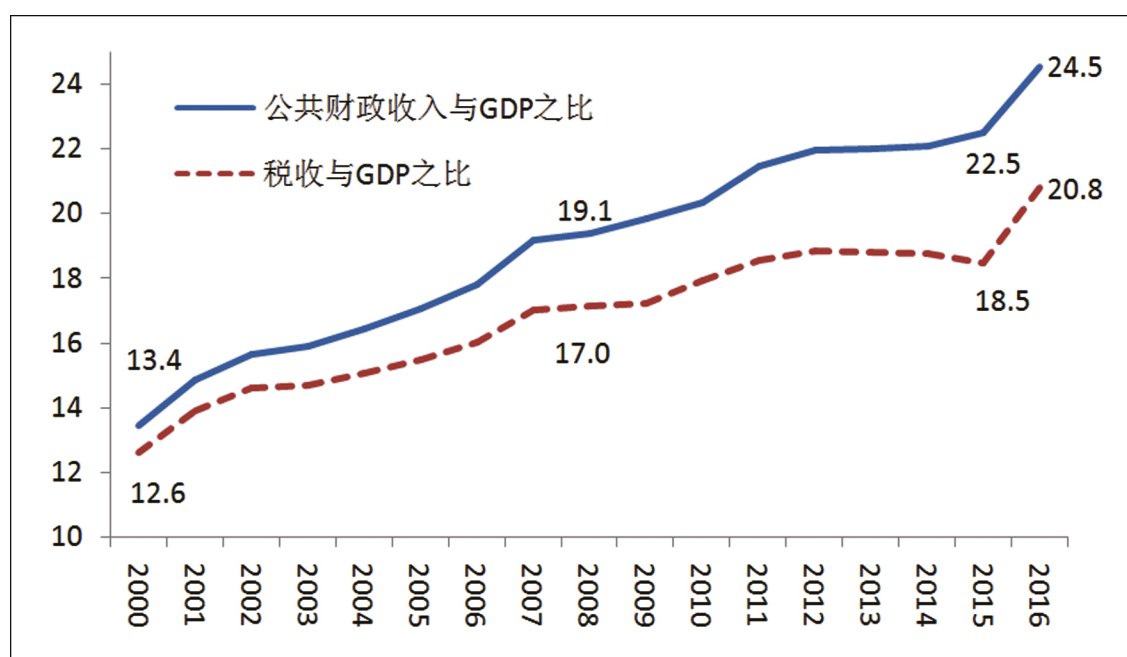


图 3—4 宏观税负指标持续上扬

与此同时,从工业企业每百元主营业务收入中的成本变化来看,降成本有一定的效果,从去年的 85.90 下降到今年的 85.55,回落了 0.35 元。但是如果考虑到 2016 年 1—5 月工业品进料价格较 2015 年同期下滑了 5.8 个百分点,那么其他成本在今年实际上依然处于上升状态。这从国有企业的财务数据也可以得到佐证:1—4 月,国有企业销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长 5.9%、4.7%和 0.1%。

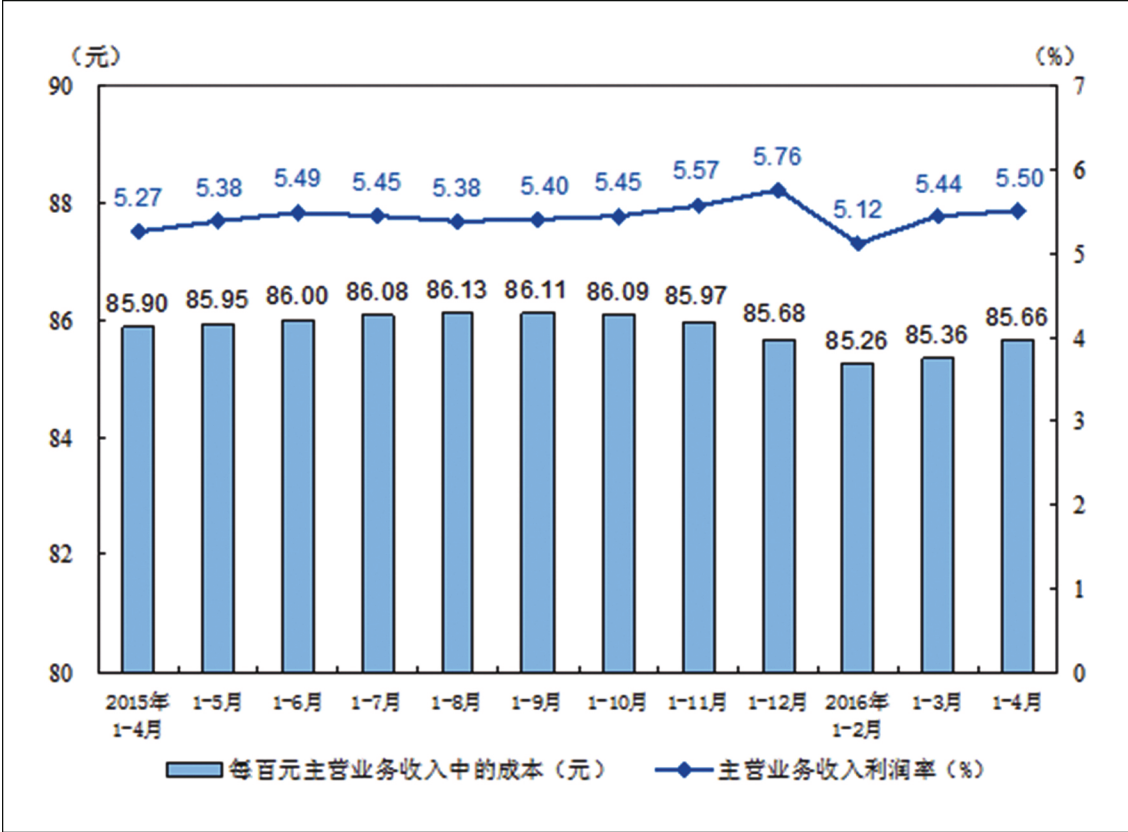


图 3—5 工业企业每百元主营业务收入中的成本

6、房地产投资增速和国有独资企业投资超预期反弹,但民间投资增速却直线回落。

2016 年以来,房地产投资增速出现明显反转。1—5 月份,房地产开发投资完成额累计同比增长 7.0%,比 2015 年大幅回升了 6.0 个百分点,比今年 1 季度也提高了 0.8 个百分点,这也是房地产投资增速从自 2013 年 2 月 22.8%的小峰值持续下滑至 2015 年底 1%后的首次回升,房地产投资占比从 2015 年的 17.4%上升到 18.4%。1—5 月份,房地产新开工面积同比增长 18.3%,大幅扭转了 2014—2015 年连续两年负增长幅度超过 14%的紧缩趋势。

与此同时,在国家各类政策刺激的作用下,作为国家投资项目落地核心承载者的国有独资企业,其固定资产投资增速从 2015 年底的 15.7% 飙升至今年 4 月的 146.8%。然而,民间固定资产投资增速却出现大幅下滑,1—5 月累计同比仅增长 3.9%,比 2015 年全年增速大幅下降 6.2 个百分点。民间固定资产投资占全社会固定资产投资的比重也从 2015 年的 64.2% 下滑到 2016 年 1—5 月份的 62.0%,逆转了多年持续上升的趋势。作为投资的主力,民间固定资产投资增速的持续下滑成为全社会固定资产投资实现真正的企稳回升的最大隐患。

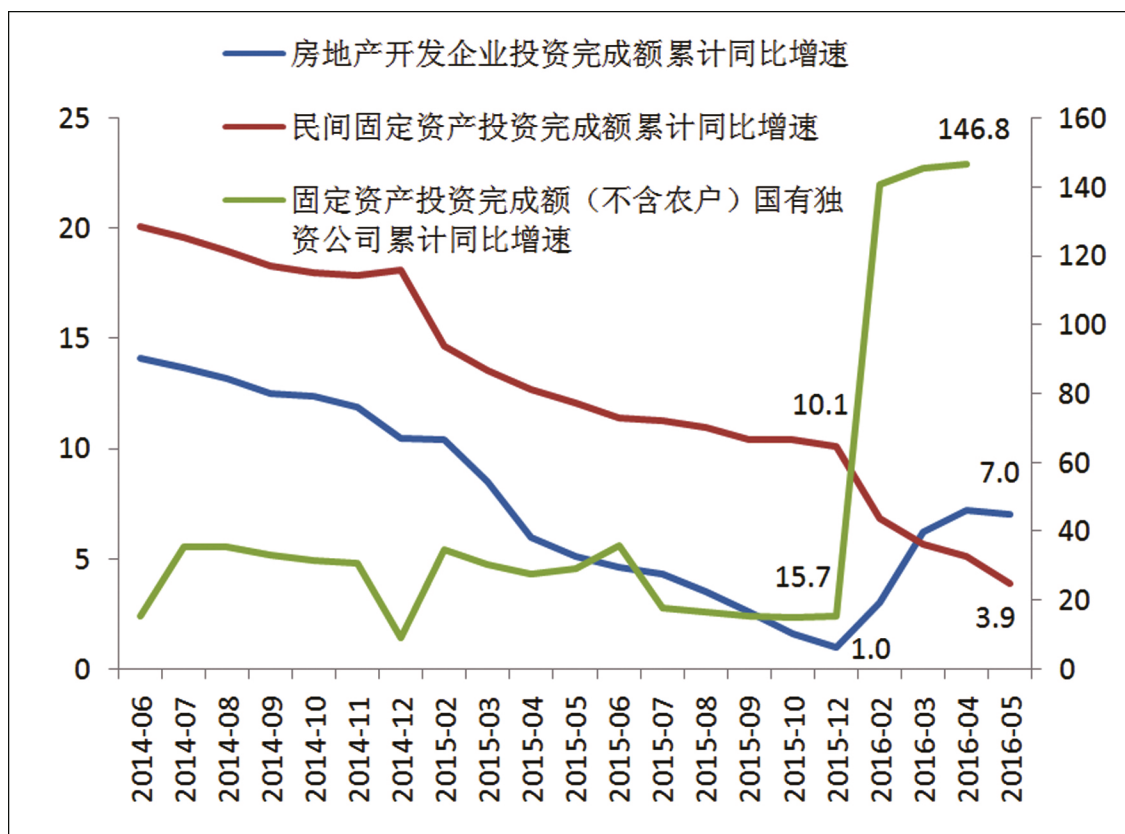


图 3—6 固定资产投资尚未形成企稳或复苏的基础

7、M2 增速保持稳定,但 M1 增速却出现持续上扬。

2016 年以来,M2 增速保持稳定,但 M1 增速却出现持续大幅上扬。这种上扬的态势只在 2009 年 1 月至 2010 年 1 月出现过,这种背离需要重点关注。2016 年 4 月,广义货币供应量(M2)同比增长 12.8%,保持基本稳定,符合 13% 的年度增长目标。但自 2015 年下半年以来,狭义货币供应量(M1)增速却出现持续上扬,4 月份同比增长 22.9%,比 2015 年同期增速大幅提高 19.2 个百分点,比 2015 年全年增速

提高 7.7 个百分点。M1 与 M2 缺口的持续扩大,导致 M1/M2 的比值指标出现明显回升,从 2015 年 4 月的 26.3%回升到 2016 年 4 月的 28.6%。

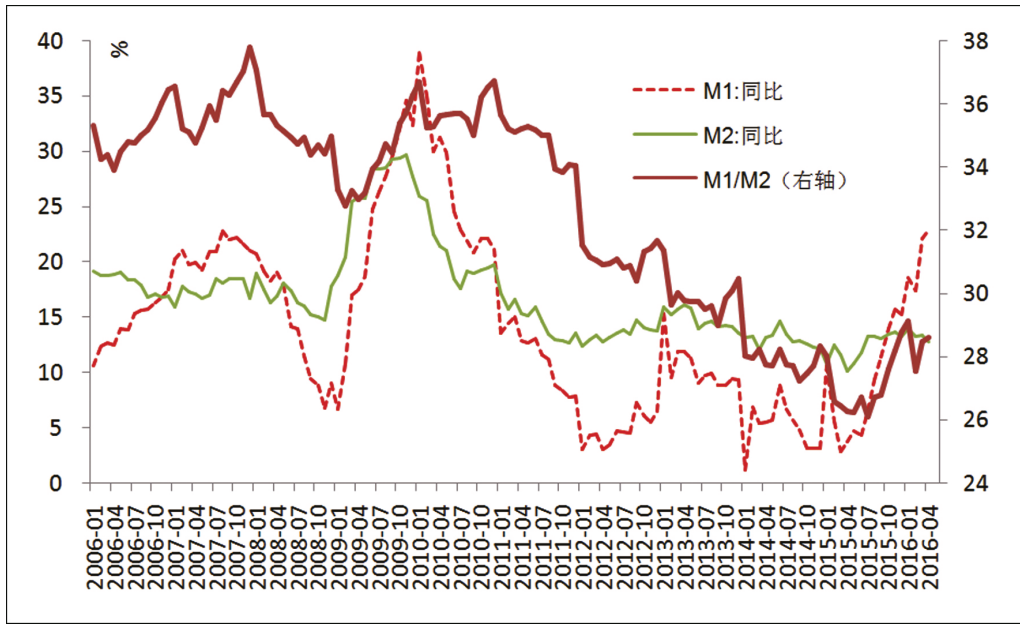


图 3-7 M1—M2 缺口持续扩大

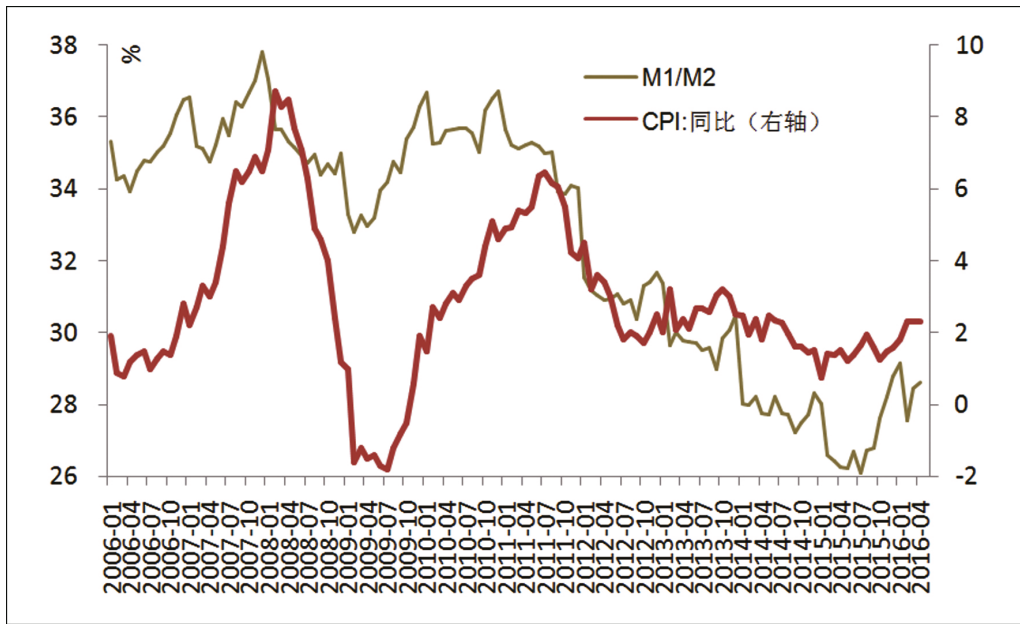


图 3-8 M1—M2 缺口与 CPI 的联动关系

M1 和 M2 增速缺口的持续扩大,说明受到资金内生性收缩的压力,货币资金

加速短期化,流动性向实体经济的渗透力进一步下滑。历史数据显示,M1/M2 与 CPI 有较高的一致性,因此 M1/M2 持续升高可能意味着短期内 CPI 还会继续上涨。受物价上涨、房地产市场泡沫以及杠杆率持续攀升等因素的掣肘,货币政策将由上半年较为宽松的定​​位转向适度稳健。

8、居民收入增速持续超过 GDP 增速,但劳动力生产率以及企业盈利能力却出现持续下滑。

2015 年城镇居民人均可支配收入增长 8.2%,比名义 GDP 增速高 1.8 个百分点,2016 年 1 季度,城镇居民人均可支配收入增长 8.0%,比 GDP 增速高 0.8 个百分点。

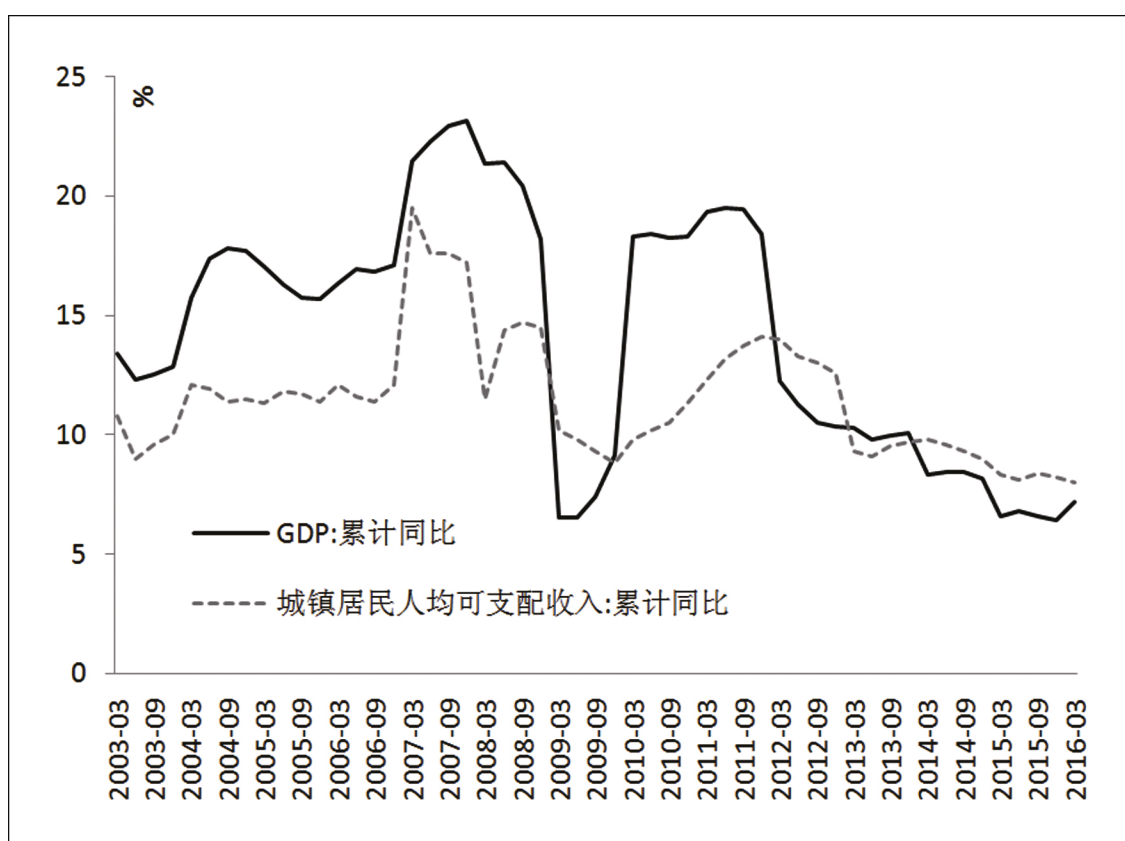


图 3—9 居民收入增速持续超过 GDP 增速

事实上,从 2010 年开始,农民工工资上涨速度开始超过名义 GDP 增速,从 2012 年年初起,农民工工资、私营单位就业人员工资、城镇非私营单位就业人员工资,开始全面超过名义 GDP 增速。在 2012—2015 年,农民工工资、私营单位就业人员工资、城镇非私营单位就业人员工资平均增速分别为 10.7%、12.8%、10.4%,比该期间平均 8.7%的名义 GDP 增速分别高出 2.0、4.1 和 1.7 个百分点。

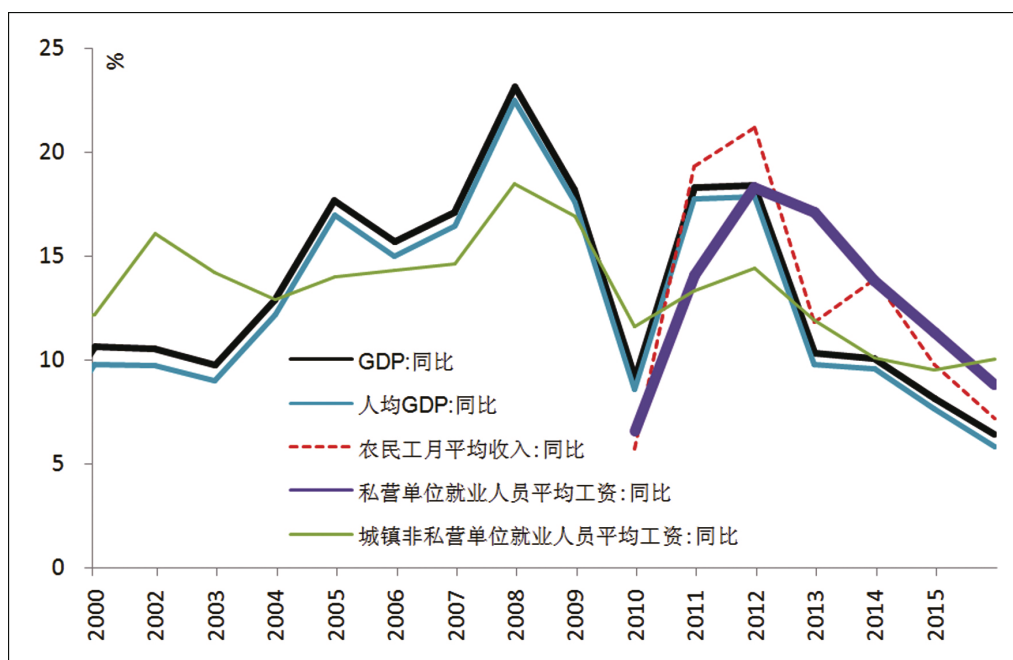


图 3—10 各类群体的工资增速开始全面超过名义 GDP 增速。

然而,中国劳动生产率增速呈现出持续下滑的趋势,特别是 2012 年以来,劳动生产率增速显著下降。国家全员劳动生产率实际增速从 2010 年的 10.2%持续下降到 2015 年的 6.6%,名义增速从 17.9%持续下降到 6.1%。

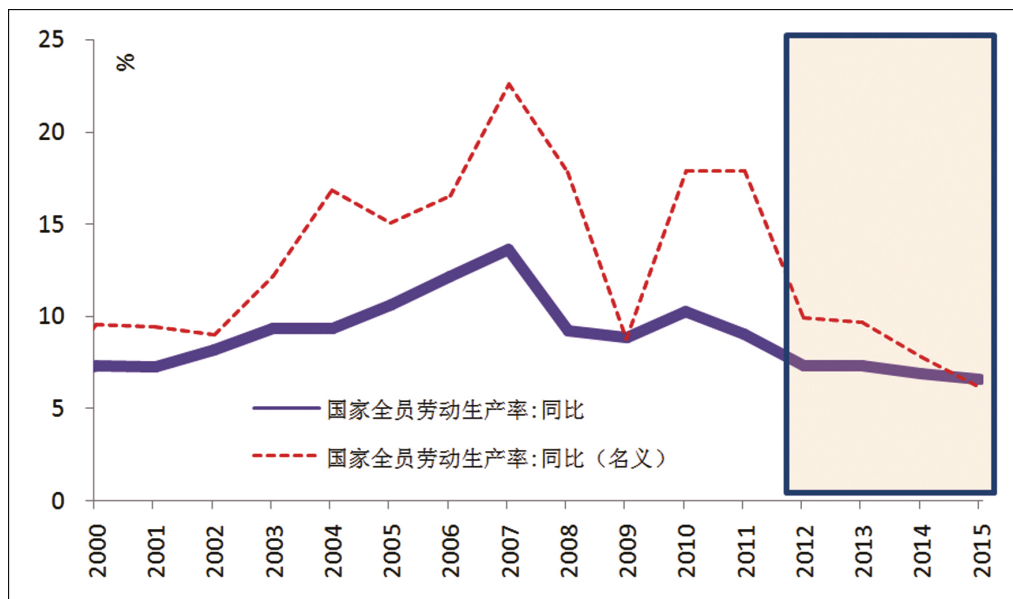


图 3—11 劳动生产率增速呈现出持续下滑的趋势

同时,自 2011 年以来,企业盈利能力出现持续下滑。2015 年,工业企业总资产回报率(利润总额/总资产)为 6.4%,比 2014 年下降 0.6 个百分点,净资产回报率(利润总额/净资产)为 14.5%,比 2014 年下降 1.7 个百分点。2016 年 1—4 月实现的利润总额与总资产和净资产的比值为 1.9%和 4.4%,与 2015 年同期持平。

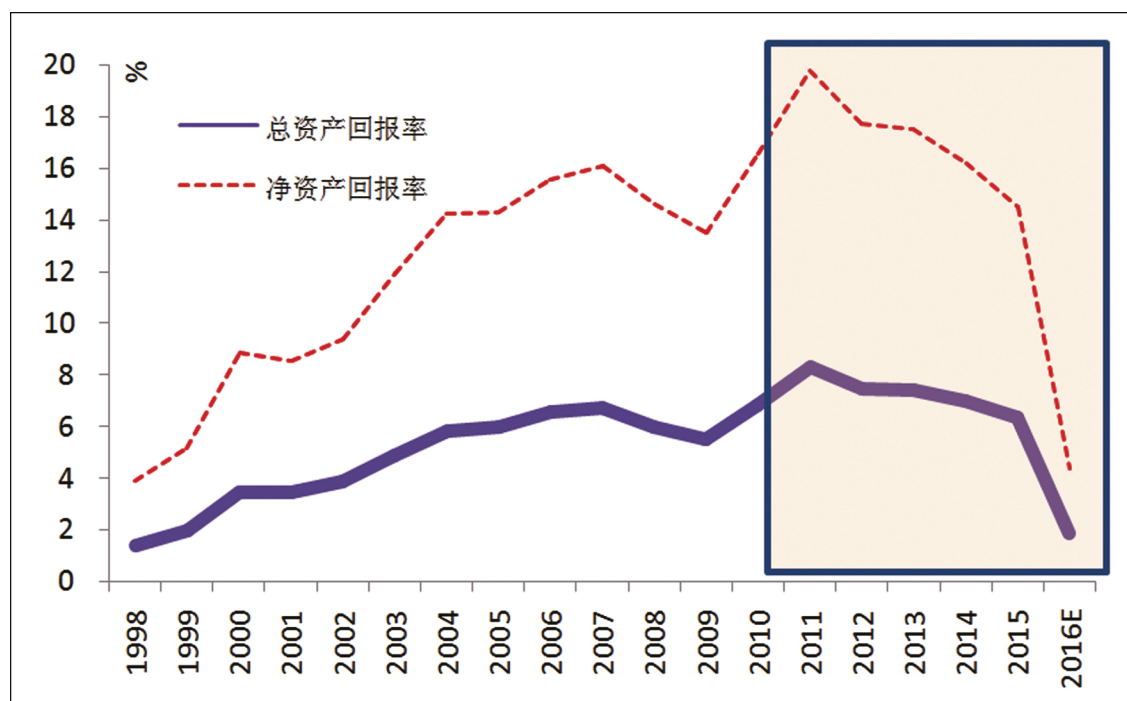


图 3—12 企业盈利能力出现持续下滑

这种持续的超国民收入分配直接导致短期企业投资增速下滑,中期经济增长动力和潜在经济增长速度下滑。使中国目前陷入一个新的“两难困境”之中——要提高企业投资率就必须降低工资与福利收入增速,导致消费增速下降,而要提高收入与消费的增速,就要削弱企业投资收益,导致投资下滑,即“投资—消费不可兼得的困局”。

9、对外投资增速急剧上扬,但出口增速却持续低迷。

2016 年 1—4 月,中国非金融类对外直接投资额达到 601 亿美元,已经超过 2015 年全年的一半,比 2015 年同期增长 71.8%,比同期增速提高 35.7 个百分点,比实际利用外资金额高出 148 亿美元,这也是中国非金融类对外直接投资额首次超过实际利用外资金额。其中,4 月份投资额达到 200 亿美元,创中国对外直接投资历史新高,达到实际利用外资金额的两倍多。

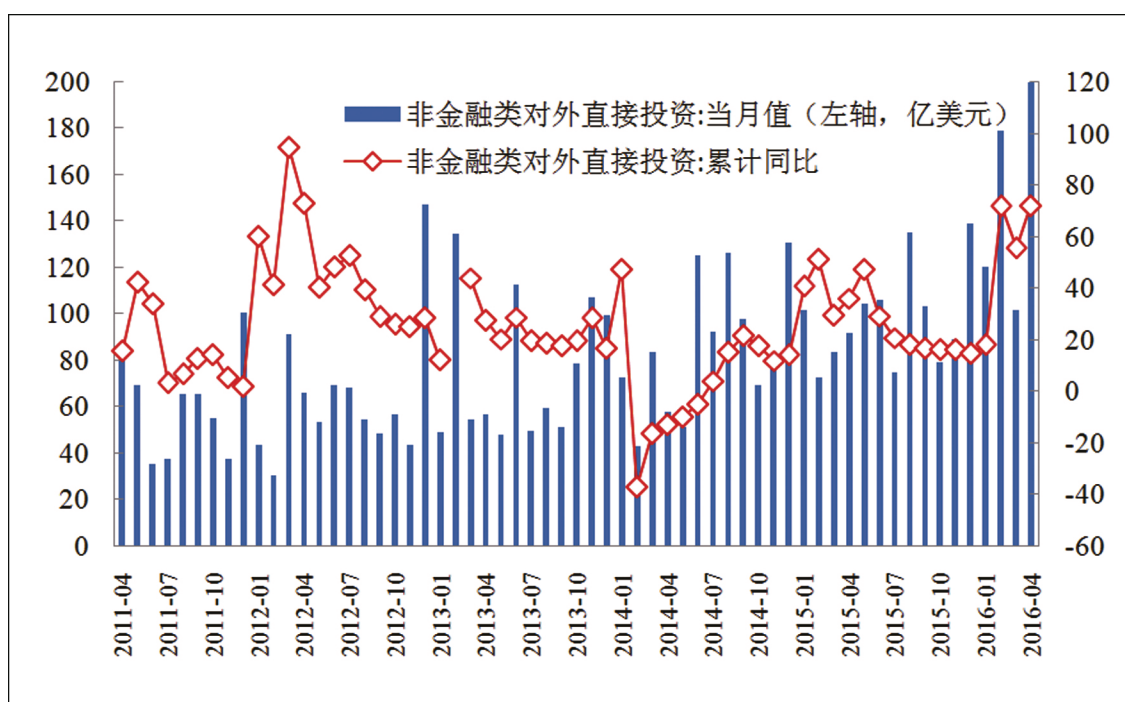


图 3—13 中国对外直接投资增速急剧上扬

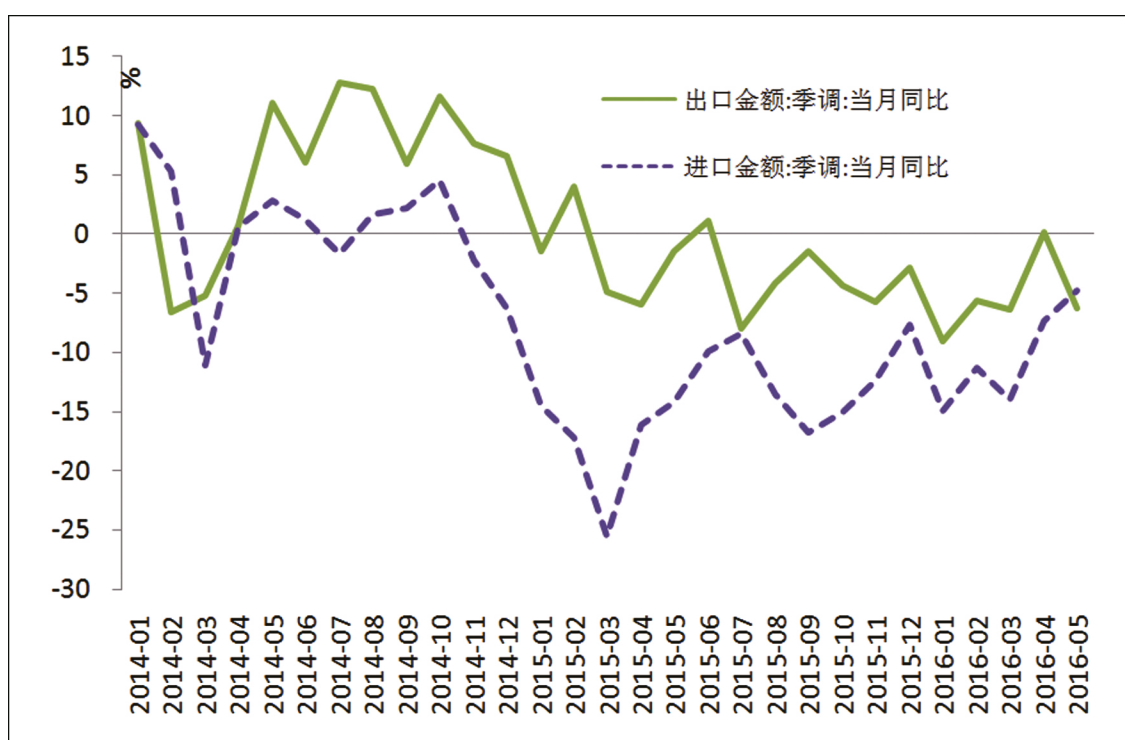


图 3—14 中国出口增速持续低迷

然而,中国出口增速却持续低迷。2016年1—5月,出口额同比下降7.3%,比2015年同期增速下降7.6个百分点,比2015年全年跌幅扩大4.5个百分点,形势较为严峻。而进口额同比下降10.3%,比2015年跌幅缩小了4.0个百分点。出口增速仍然高于进口,导致衰退式顺差持续存在;同时由于出口增速更大幅度的回落,导致顺差规模增速减小。2016年1—5月份,贸易顺差为2175亿美元,同比仅增2.3%。

10、各类技术指标进步神速,新经济增长动力开始显现,但总体劳动生产效率却依然处于持续下滑的区间。

2016年一季度,工业中包括节能环保产业、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造业、新能源产业、新材料产业、新能源汽车在内的战略性新兴产业同比增长10%,高于全部规模以上工业企业增速4.2个百分点。但是,这些行业占总体GDP比重不足10%,难以从根本上缓解目前劳动生产率下滑的局面。如前所述,中国总体劳动生产效率增速呈现出持续下滑的趋势,特别是2012年以来,劳动生产率增速显著下降。国家全员劳动生产率实际增速从2010年的10.2%持续下降到2015年的6.6%,名义增速从17.9%持续下降到6.1%。

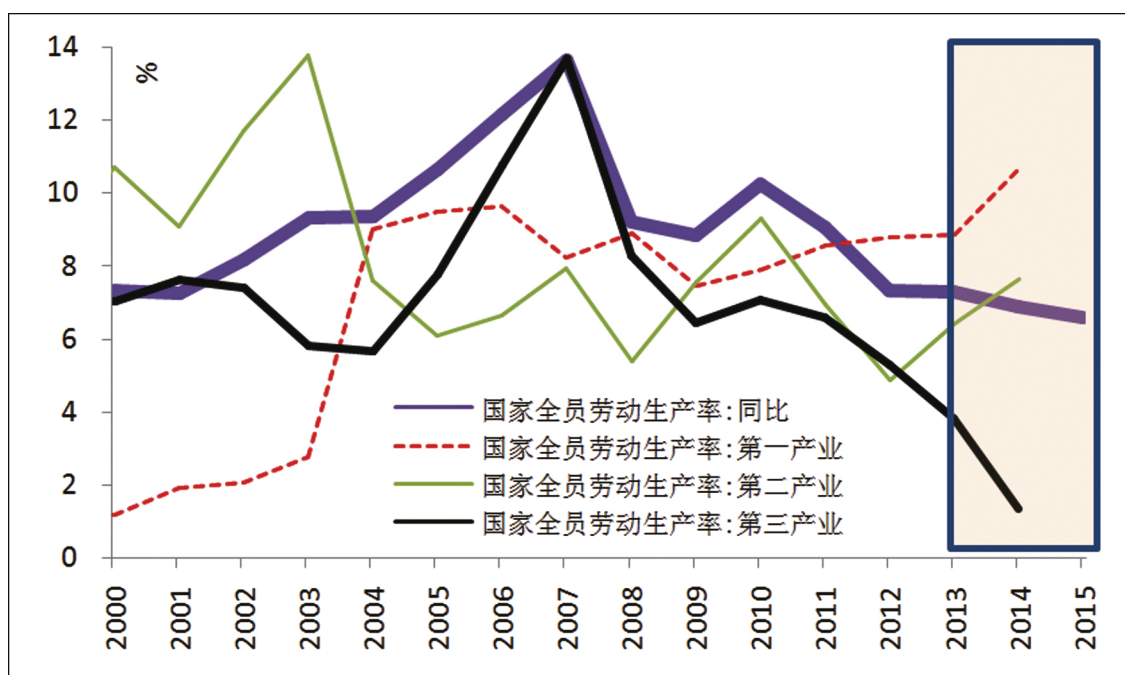


图 3—15 总体劳动生产效率增速呈持续下滑趋势

11、工业等传统行业有所企稳,但服务业和新兴行业却开始呈现疲态。

2016年3月起,制造业PMI回升至50的“荣枯线”以上,结束了连续7个月的紧缩状态,重回扩张区间。同时,工业企业业务收入企稳,盈利回升,亏损面减少。2016年1—3月,工业企业主营业务收入增速企稳回升,增长2.4%,比2015年全年增速回升1.8个百分点;工业企业利润总额增长7.4%,较2015年全年增速大幅回升9.7个百分点;相应地,工业企业亏损面减少,亏损企业数仅增长1.1%,较2015年全年增速大幅下降30.2个百分点。以上表现显示,工业等传统行业有所企稳。

然而,2016年1季度,服务业GDP同比增长7.6%,增速比2015年同期下滑0.4个百分点,比2015年全年增速下滑0.7个百分点。进入2季度,第三产业固定资产投资增速也出现下滑。2016年1—5月,第三产业固定资产投资完成额累计同比增长11.9%,比1季度增速下降了0.7个百分点。与此同时,由于快速吸纳就业,第三产业劳动生产率增速也出现急剧下滑。第三产业国家全员劳动生产率实际增速从2007年的13.7%持续下降到2014年的1.4%,名义增速从24.9%持续下降到4.7%。

12、投资增速短期企稳后回落,消费增速却出现持续回落。

2016年1季度,固定资产投资增长10.7%,短期企稳,进入2季度后再度回落。1—5月份,固定资产投资完成额累计同比增长9.6%,比1季度大幅下滑1.1个百分点,比2015年下滑0.4个百分点。相比之下,消费增速却出现持续回落。2016年1—5月份,社会消费品零售总额累计同比增长10.2%,比2015年下滑0.5个百分点,扣除价格因素,实际增长9.6%,比2015年下滑0.6个百分点,均创近年来的新低。其中,餐饮收入和商品零售均出现一定幅度的下滑,尤其是5月份,增速分别破11%和10%,零售总额破10%,意味着消费需求疲软在短期内还将持续。

这12大现象充分说明了中国宏观经济运行依然面临四大方面的问题:一是供给侧结构性改革的着力点还没有完全找到;二是稳增长政策并没有缓解宏观经济深层次问题,反而使各类扭曲大幅度上扬,资源配置的效率持续恶化,经济主体的信心没有得到改善;三是经济回落的负反馈机制开始发生变化,经济内生性下滑的压力有所加剧,“生产效率预期下滑”+“投资收益预期下滑”+“收入增速预期下滑”所带来的市场型投资疲软和消费疲软开始向深度蔓延。短期产出与中期潜在产出的负向强化机制、超国民收入分配所带来的“消费—投资”困局、实体经济与虚拟经济相对收益下滑所带来的进一步“脱实向虚”等3大新难题已经成为中国宏观经济摆脱持续探底困境的核心障碍;四是当前宏观经济的短期企稳构建在大规模

政策宽松和泡沫化房地产复苏之上,实体经济与虚拟经济之间的分化决定了中国宏观经济还没有形成持续稳定或复苏的基础。

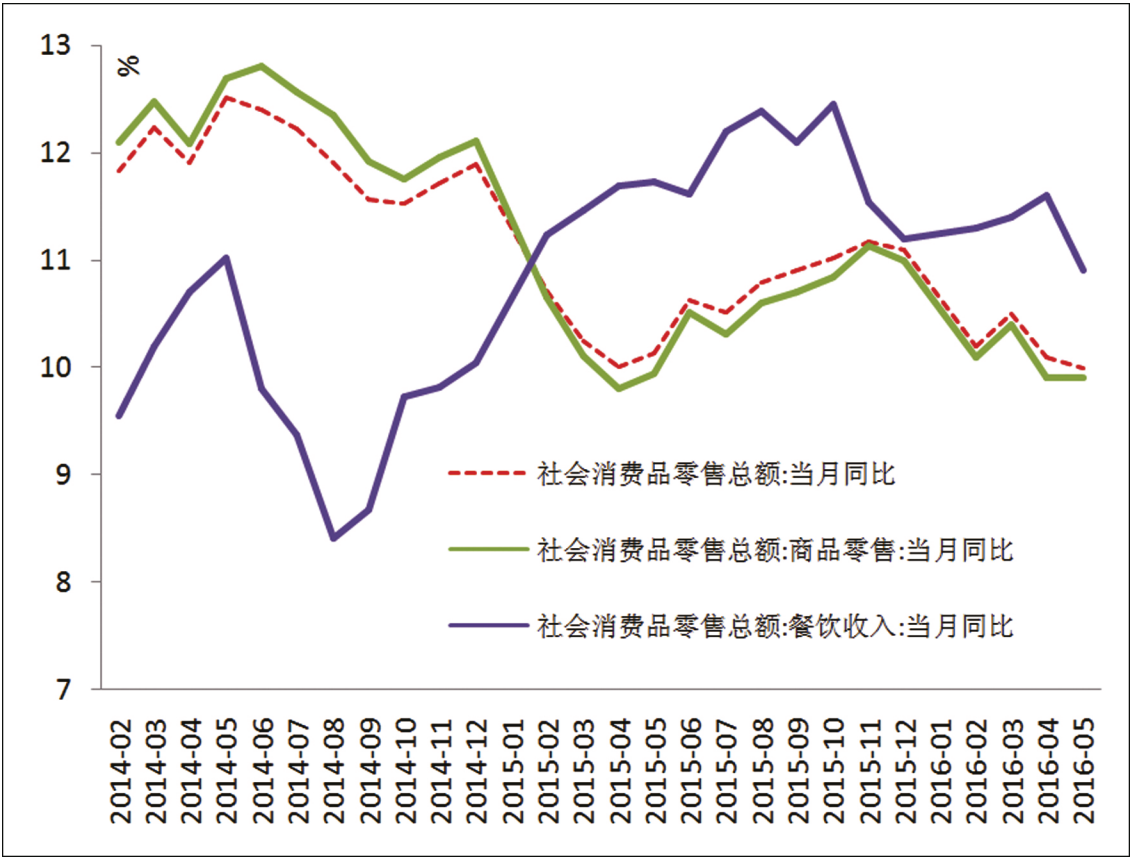


图 3—16 消费增速出现持续回落

第四部分 底部徘徊的基本逻辑和需要关注的核心问题

2016 年中国宏观经济运行呈现底部徘徊特征,基本逻辑在于:尽管中国经济出现短期趋稳,但是世界经济仍有可能出现二次探底;尽管房地产投资已经在一季度成功反转,但是民间投资出现剧烈下滑;尽管存量调整开始大规模启动,但增量扩展还不足以弥补不平衡逆转和传统存量调整带来的缺口;尽管中国政治经济周期已经开始从底部反弹,但新型的激励相容的正向激励体系还没有完全建立起来。这些因素具有一定的不确定性,共同决定了中国宏观经济虽然已经到达底部区间,但是必须在持续筑底中化解风险和积蓄力量。2016 年必须对世界经济的发展趋势、民间固定资产投资的回落、房地产市场的复苏、改革动力体系的构建、微观主体行为整体性变异、各种“衰退式泡沫”的冲击以及经济探底进程中的宏观经济政策再定位等几大问题进行高度关注。

1.世界经济的持续探底对中国经济形成复杂影响。全球经济和贸易增速持续放缓给中国经济带来了总量和结构上的双重困难,而大宗商品价格低位运行,为中国经济转型提供了相对宽松的条件。

第一,当前世界经济形势持续表现为“四低”特征,即持续的低增长、低贸易、低通胀和低利率。“新平庸”或“大停滞”下的世界经济,通过贸易渠道、投资渠道和汇率渠道对中国经济总体上产生较为不利的影响。

首先,全球经济增速持续放缓。国际货币基金组织(IMF)最新的《世界经济展望》下调了 2016 年全球经济增长预期至 3.2%。实际上,从 2012 年开始,全球 GDP 增速就持续低于 3.5%,2015 年全球 GDP 增速仅为 3.1%。

各种景气指数也反映全球主要经济体增长式微。美国、G7、OECD 成员国以及外加六个主要的非成员国的 OECD 综合领先指标均持续低于 100 的荣枯线,反映世界主要经济体复苏乏力,短期内难以恢复强劲增长。

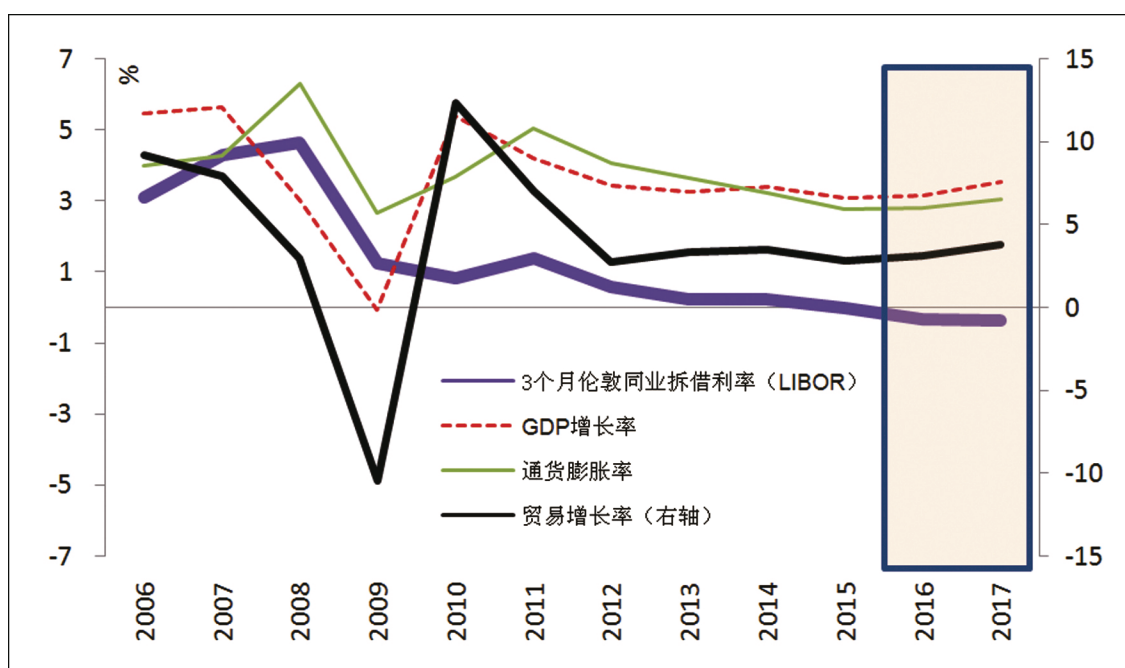


图 4—1 全球经济和贸易增长持续放缓

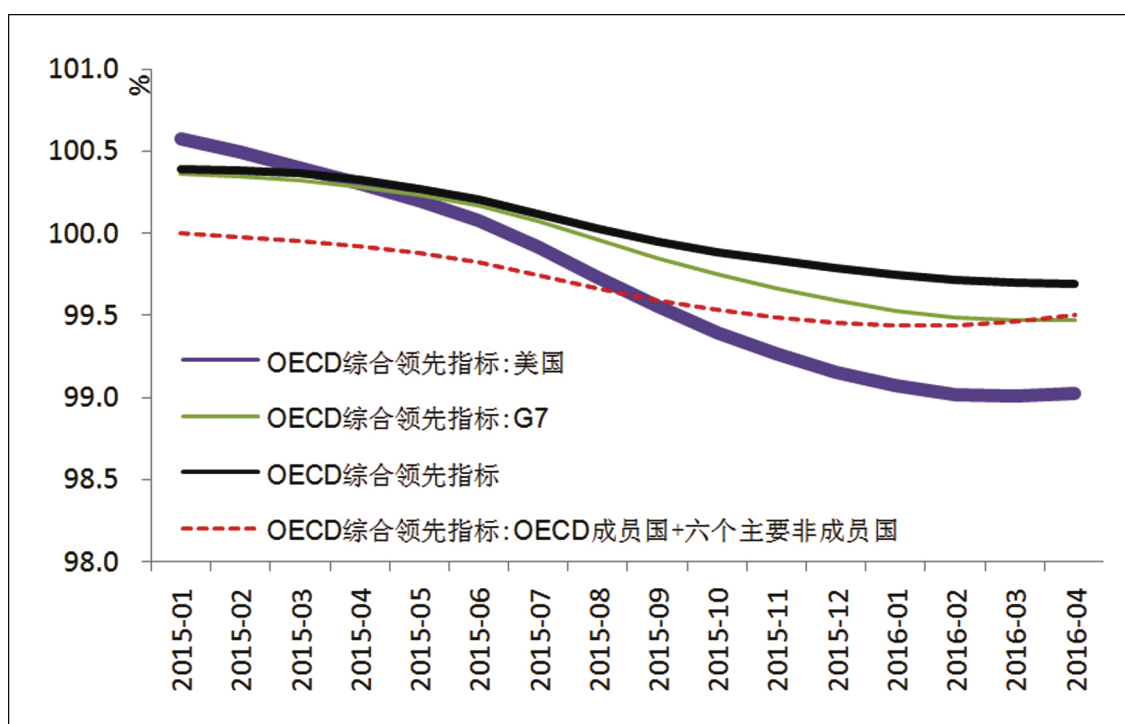


图 4—2 OECD 综合领先指标持续疲软

其次,在全球经济增速持续放缓的背景下,贸易保护主义抬头,全球贸易增长出现持续的“超调”现象。金融危机前,在全球化背景下,商品和服务贸易保持高速增长,2006 和 2007 年增长率分别达到 9.3% 和 8.0%;然而,随着 2008 年全球金融危机的爆发,在经历了 2008—2011 年的“危机—反危机—复苏—危机”的大幅震荡波动后,全球贸易增长轨迹发生了重大变异,从 2012 年开始持续维持在 3% 左右的低速增长,2015 年为 2.8%,低于全球 GDP 增速。2016 年世界贸易仍然保持放缓的趋势,预计全年增速在 3% 左右(IMF 预测为 3.1%)。

再次,由于全球复苏乏力和总需求疲软,全球通货膨胀持续保持在较低水平。2015 年全球通胀率仅为 2.8%,发达经济体通胀率仅为 0.3%,接近于零。2016 年全球通胀率预计仍维持在相同的水平(IMF 预测 2016 年全球通胀为 2.8%,发达经济体为 0.7%)。

最后,为刺激经济加速复苏,世界各国央行先后推出了量化宽松的货币政策,持续维持超低利率水平,甚至实行负利率政策。2008 年全球金融危机之后,主要发达国家央行先后将政策利率降至接近于零的水平。2014 年 6 月,欧洲央行首次将存款利率下调至 -0.1%,实行负利率政策,并在 2014 年 9 月、2015 年 12 月和 2016 年 3 月三次降息至 -0.4%;2016 年 1 月,日本央行也推出了负利率政策,将利率下调至 -0.1%。据不完全统计,目前实行负利率政策的主要央行已有 5 家(其他三家为瑞士央行、瑞典央行和丹麦央行)。

全球经济和贸易增速持续放缓给中国经济带来了总量和结构上的双重困难。首先,在总量上,全球经济增速持续放缓造成中国出口需求萎缩,派生总需求疲软和经济下行压力,使中国经济被动地从出口驱动模式急剧地转向内需拉动模式。2016 年 1 季度 GDP 增长核算中,货物和服务贸易净出口的贡献率为 -20.5%,资本形成总额的贡献率为 35.8%,而最终消费支出的贡献率达到 84.7%。

其次,在结构上,由于中国经济长期实行出口导向型发展模式,产能结构按照全球产业链的历史发展趋势进行配置,因此,当前的贸易超调加剧了部分行业的产能过剩问题。换句话说,中国的产能过剩问题之所以如此严重,部分原因就在于金融危机前外向型的产能配置,在突然遭遇出口市场萎缩的冲击后,短期内无法与内需形成有效匹配,进而加剧了产能过剩问题的严重性。历史数据显示,中国历次的产能过剩问题都是在全球性金融危机爆发后凸显。未来一两年,全球经济和贸易增速放缓的趋势还将延续,也就意味着中国经济的转型压力还将持续存在。

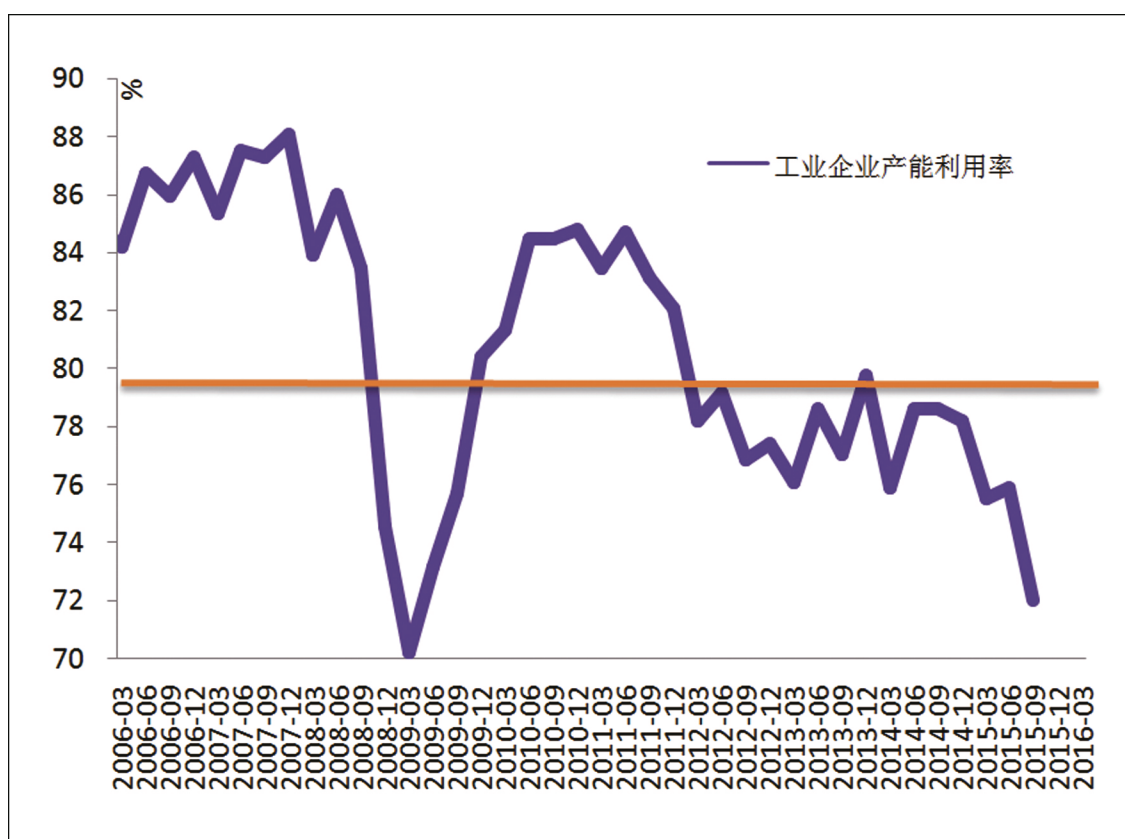


图 4—3 工业企业产能利用率急剧下滑

第二,全球大宗商品价格低位运行,为中国经济转型提供了相对宽松的条件。由于全球需求持续疲软,供给较为充足,大宗商品价格自 2012 年起持续走低,2014 年底开始出现暴跌,至 2015 年,全球大宗商品价格指数已经回到 2005—2006 年的水平,能源大宗商品价格指数已经低于 2005 年水平。大宗商品价格下跌,对于保持中高速增长的中国而言,提供了较为有利的成本条件,避免了劳动力成本和原材料成本同时上涨的双重挤压。

问题的关键在于,大宗商品价格未来的走势如何? 根据 IMF 和世界银行此前的预测,2016 年大宗商品价格指数会继续下跌,尤其是能源大宗商品价格指数预期跌幅高达 20%(IMF 预测 2016 年石油价格下跌 31.6%,非能源价格下跌 9.4%;世界银行预测 2016 年石油价格下跌 19.2%,非能源价格下跌 5.1%)。然而,进入 2016 年以来,原油价格持续上涨,如布伦特原油价格从 1 月份的 30.7 美元/桶,持续上涨到 4 月份的 41.3 美元/桶。因此,下半年石油价格的走势如何就具有很大的不确定性,同时也显得非常关键。

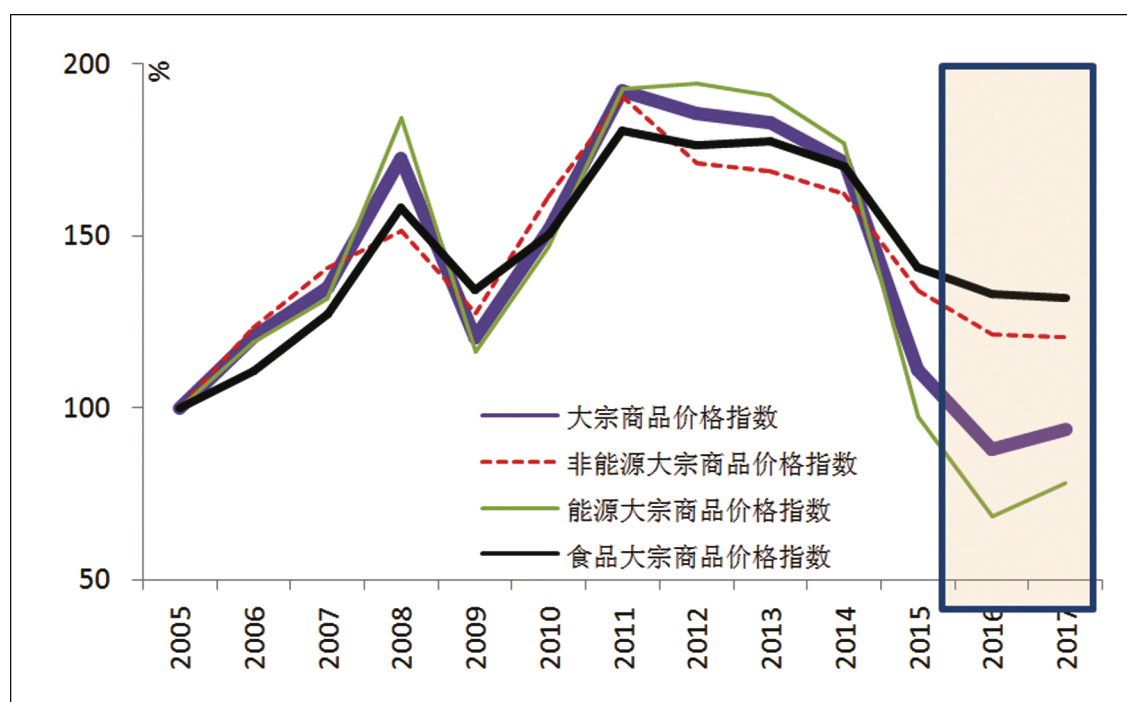


图 4—4 全球大宗商品价格持续走低

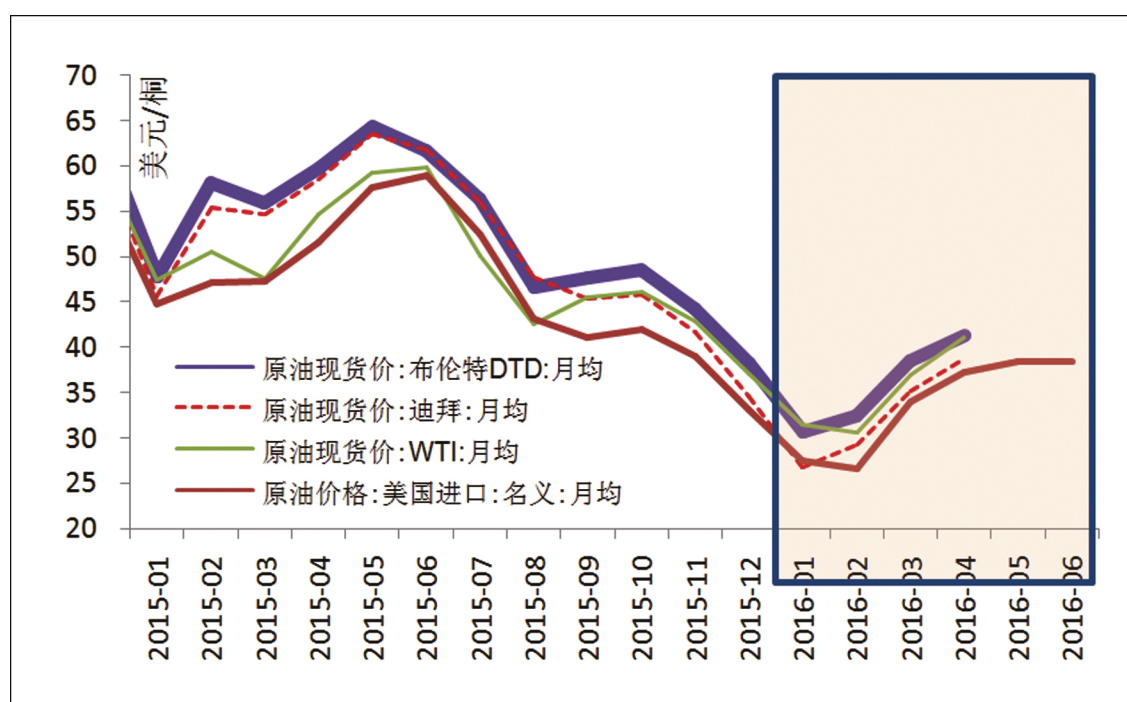


图 4—5 2016 年以来原油价格持续回升

我们分析认为,当前油价等大宗商品价格的上涨主要是对此前价格超调的回调,而从供需基本面看,2016 年原油价格仍将保持较低水平。原因如下:

第一,2016 年世界原油供给仍然大幅超过需求。2016 年 1 季度,世界原油供给量有所下降,从 2015 年 4 季度的 96 百万桶/天,下降至 95.7 百万桶/天,然而世界原油需求量下降幅度更大,从 2015 年 4 季度的 94 百万桶/天,下降至 93.1 百万桶/天,结果超额供给量从 2 百万桶/天上升到 2.6 百万桶/天。

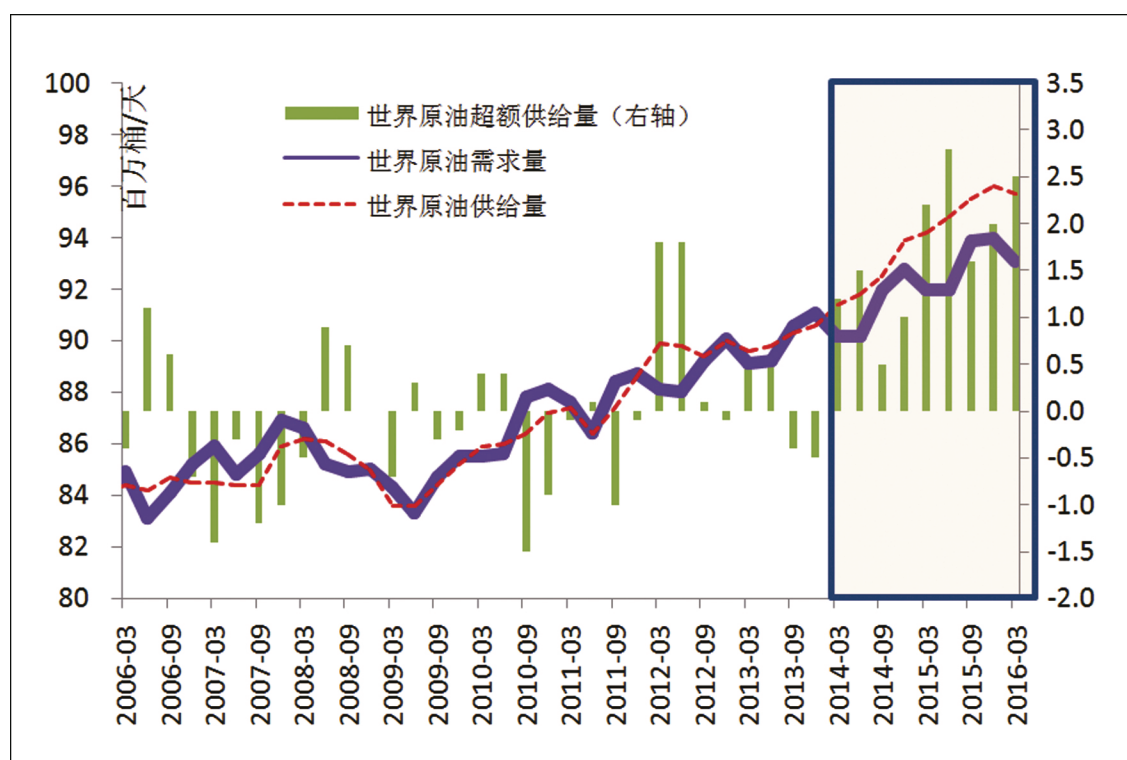


图 4—6 世界原油超额供给持续存在

第二,世界石油库存处于历史高位,并且主要炼油厂开工率仍然在较高水平。截止 2015 年 9 月,全球石油库存达到 4535 百万桶,其中,美国、欧洲、日本石油库存分别达到 2001 百万桶、1430 百万桶和 590 百万桶,均处于历史最高位。而从 2015 年 9 月至今,三大石油产区炼油厂的开工率均维持在 85%—90%的历史较高水平。第三,具有一定指引作用的美国原油进口价格在 5—6 月份已经趋于平衡,维持在 38.5 美元/桶。

第三,值得关注的是,大宗商品价格的剧烈波动以及各国央行货币政策的不协调,给 2016 年脆弱的宏观经济和金融市场带来了巨大的不确定性和风险,加剧国

际资本流动和汇率风险。这些因此都不利于实体经济形成稳定的投资回报预期，不仅提高了资金的风险贴水，更可能加剧资金“脱实就虚”现象。随着美联储已经启动加息进程，而欧央行和日本央行还在进一步下调利率至负值区间，全球主要国家央行的货币政策的分歧进一步加大，这将加剧汇率波动风险，引起新兴市场经济体的金融市场动荡。

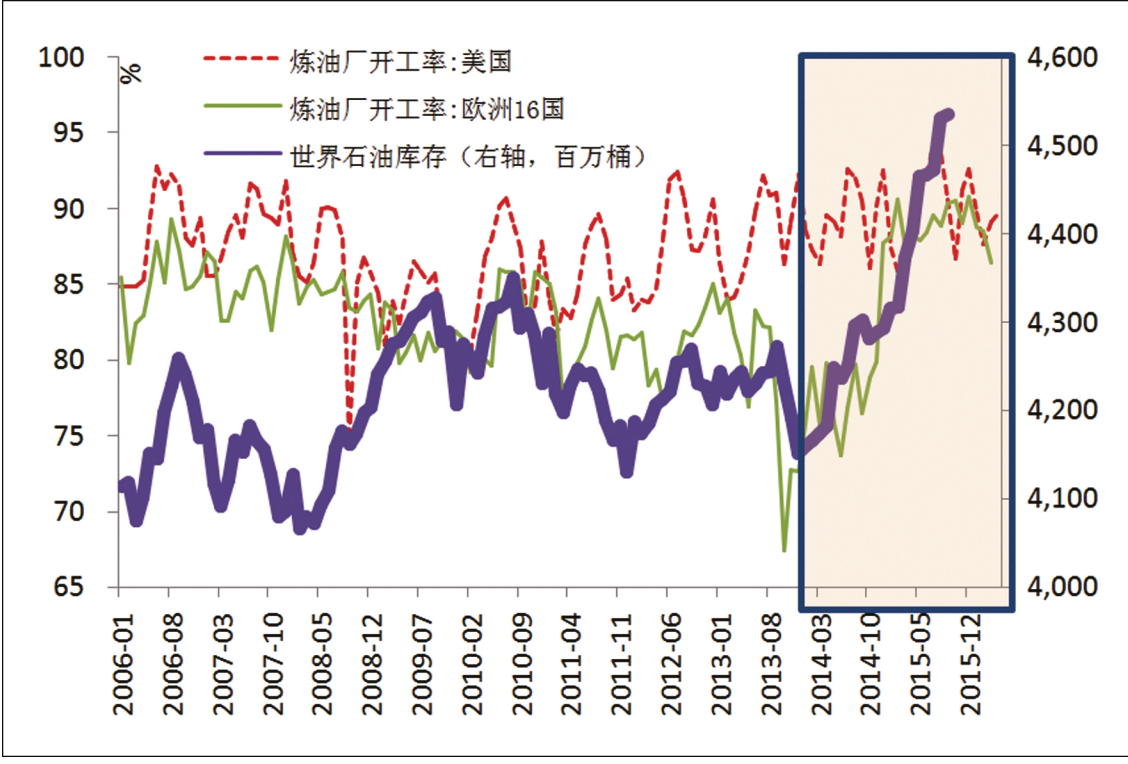


图 4—7 世界石油库存处于历史高位

表 3 主要发达国家央行实行超低利率政策

央行	现行利率	下次会议时间	上次变动时间
美联储	0.50%	6—15—2016	12—16—2015
英国央行	0.50%	6—16—2016	3—5—2009
加拿大央行	0.50%	5—25—2016	7—15—2015
日本央行	—0.10%	6—16—2016	1—29—2016
欧洲央行	—0.40%	6—2—2016	3—10—2016
瑞士央行	—0.75%	6—16—2016	1—15—2015

表 4

“金砖五国”央行利率政策也存在显著差异

央行	现行利率	前值	上次变动时间
中国	4.35%	4.60%	10—23—2015
印度	6.00%	5.75%	4—5—2016
南非	6.75%	6.25%	1—28—2016
俄罗斯	11.00%	11.00%	7—31—2015
巴西	14.25%	14.25%	7—29—2015

2.民间固定资产投资下滑的严峻性及其根源。

2016 年上半年民间固定资产投资增速出现急剧下滑,1—5 月累计同比仅增长 3.9%,比 2015 年全年增速大幅下降 6.2 个百分点,比 2016 年 1 季度也回落 1.8 个百分点。民间固定资产投资占全社会固定资产投资的比重也从 2015 年的 64.2% 下滑到 2016 年 1—5 月份的 62.0%,逆转了多年持续上升的趋势。

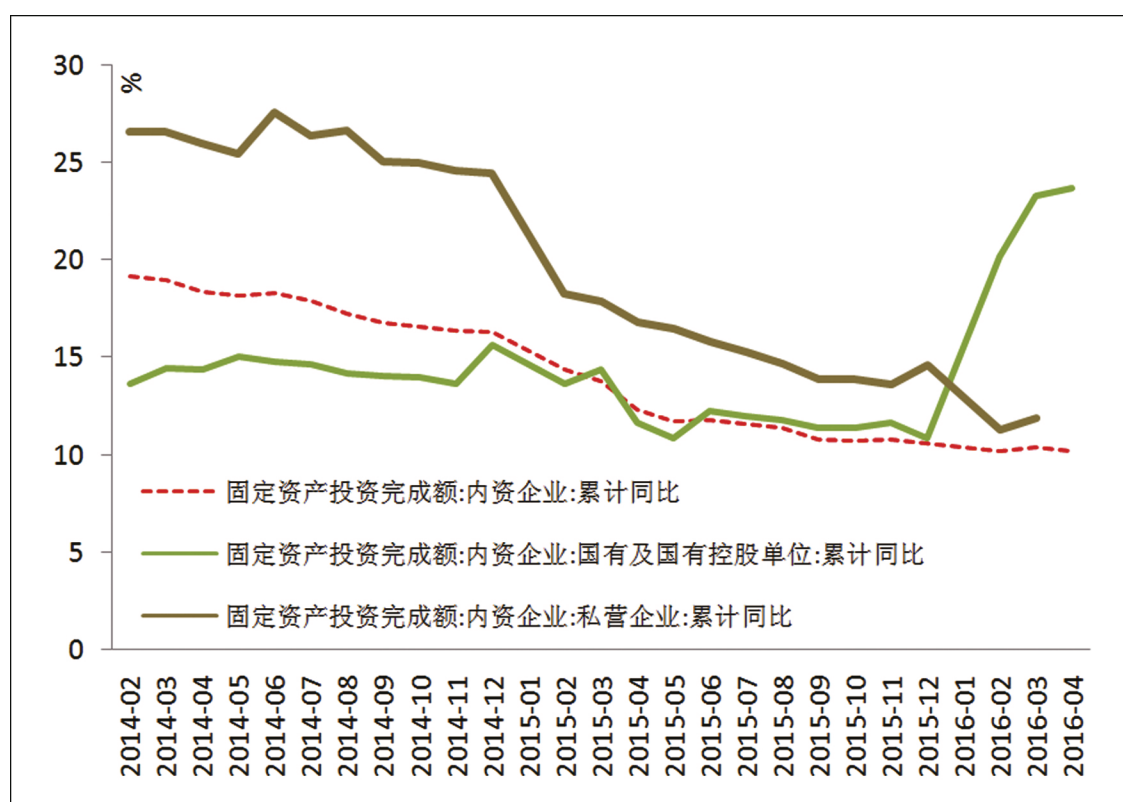


图 4—8 一季度固定资产投资企稳主要由国企投资急剧上升拉动

作为投资主力,民间投资增速急剧下滑问题的严峻性,主要体现在三个方面:第一,它反映了 2016 年上半年固定资产投资增速企稳回升的脆弱性,即当前投资企稳主要是靠政策拉动,且没有对民间投资产生相应的“乘数效应”;第二,作为投资的主力,民间投资增速的持续下滑将成为下半年全社会投资增长的最大拖累;第三,短期内依赖国有及国有控股单位充当投资主力,可能会延误国企改革的进程,并留下投资收益率低下的后遗症。数据显示,2016 年 1—4 月份,国有及国有控股单位的固定资产投资增速从 2015 年的 10.6%大幅飙升至 23.7%,增速提高了 13.1 个百分点,而私营企业的投资增速则继续下滑,1—3 月份为 11.9%,比 2015 年全年回落 2.7 个百分点。

民间投资增速下滑主要有四种可能的原因:

第一,投资回报率下降,特别是在产能过剩行业,导致民间投资意愿下降。规模以上工业企业资产利润率从 2010 年的 7.6%持续下降到 2015 年的 5.8%。这种下降的核心原因来源于几个方面:1)各类成本的挤压,其中劳动力成本、税收成本以及财务成本是核心,并且这些成本并没有在目前供给侧结构性改革进程中得到降低;2)生产效率的下降,特别是劳动力生产率的持续下降和资源配置效率的持续下降。2016 年 1—4 月,国有企业在营业总成本同比下降 1.5%的同时,销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长 5.9%、4.7%和 0.1%。

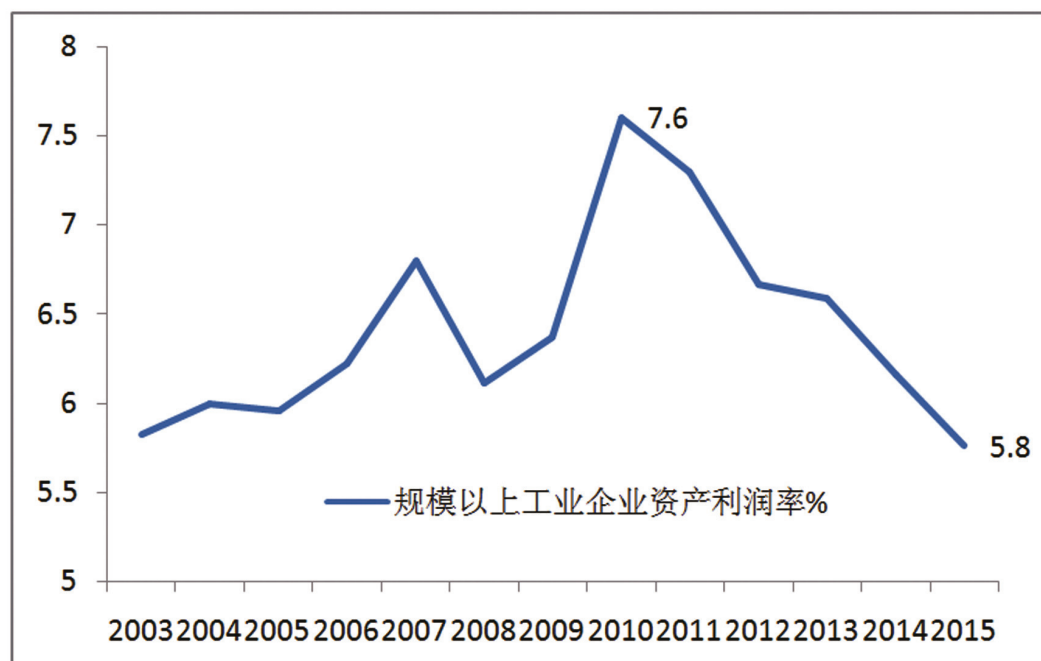


图 4—9 工业企业资产回报率持续下滑

第二,市场准入限制,导致民间资本无法进入目前有较高回报率的行业。首先,从投资的行业分布看,当前民间投资与全社会固定资产投资增速出现分化主要是在第三产业,而不是第二产业。在第二产业,1—4 月份民间固定资产投资和全社会固定资产投资增速均出现小幅回落至 6.1%和 7.3%,且两者差距较小。然而,在第三产业,1—4 月份民间固定资产投资增速从 2015 年全年的 9.4%大幅下滑至 3.4%,增速回落了 6 个百分点,而全社会固定资产投资增速则逆势从 2015 年全年的 10.6%上升至 12.4%,增速提升了 1.8 个百分点,两者差距巨大。这说明,2016 年民间固定资产投资的大幅回落主要是由第三产业投资下滑造成的,与全社会固定资产投资的分化也主要体现在第三产业。

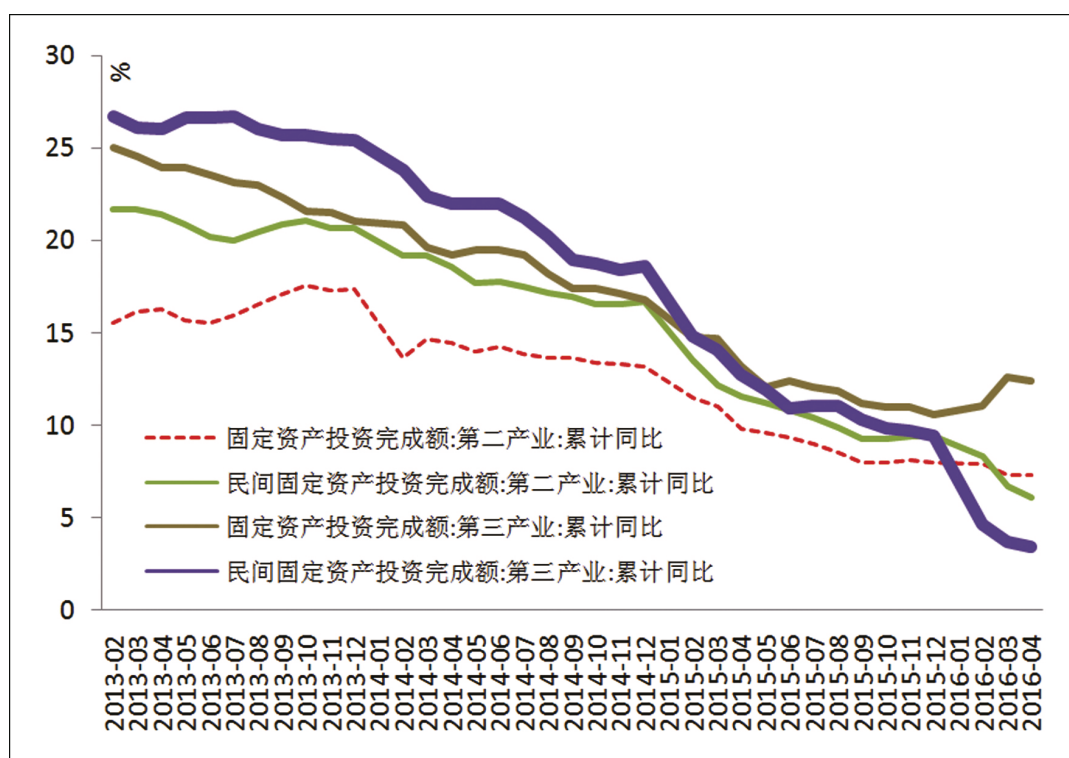


图 4—10 民间固定资产投资下滑主要集中在第三产业

究其根源,就在于第三产业(包括交通运输、健康医疗、教育养老等领域)对民间投资存在严格的准入限制,而随着近年来工业领域的持续紧缩和产能过剩,投资空间有限,而第三产业的投资回报率相对升高,民间投资却无法进入。事实上,改革开放以来,我国在一般制造业的行业准入已经逐步放开,然而在第三产业,包括交通运输、健康医疗、教育养老等领域仍然存在较为严格进入管制,民间资金无法

进入。近年来,随着工业领域的产能过剩和通货紧缩,第三产业的投资回报率相对升高,具有较大的投资潜力。2016 年投资率较高的行业主要集中在第三产业,而这些行业民间投资的占比都比较低,大多低于 40%;投资率较低的行业主要集中在第二产业,而这些行业民间投资的占比都比较高,多数达到 80%,比如制造业总体已接近 90%,一些细分行业占比甚至更高。

其次,2016 年港澳台资和外资企业固定资产投资增速大幅回升,反映了预期的投资回报率实际上已经出现了明显的回升。2016 年 1—4 月,港澳台资企业的固定资产投资增速从 2015 年全年的零增长大幅上升至 22.7%,增速提升了 22.7 个百分点;外资企业的固定资产投资也从 2015 年全年负增长 2.8%转为正增长 12.4%,增速提升了 15.2 个百分点。一般认为,港澳台资和外资企业的投资行为更加市场化和对投资回报率敏感,两类企业投资增速均出现大幅回升,说明对于预期的投资回报率出现了明显的回升。

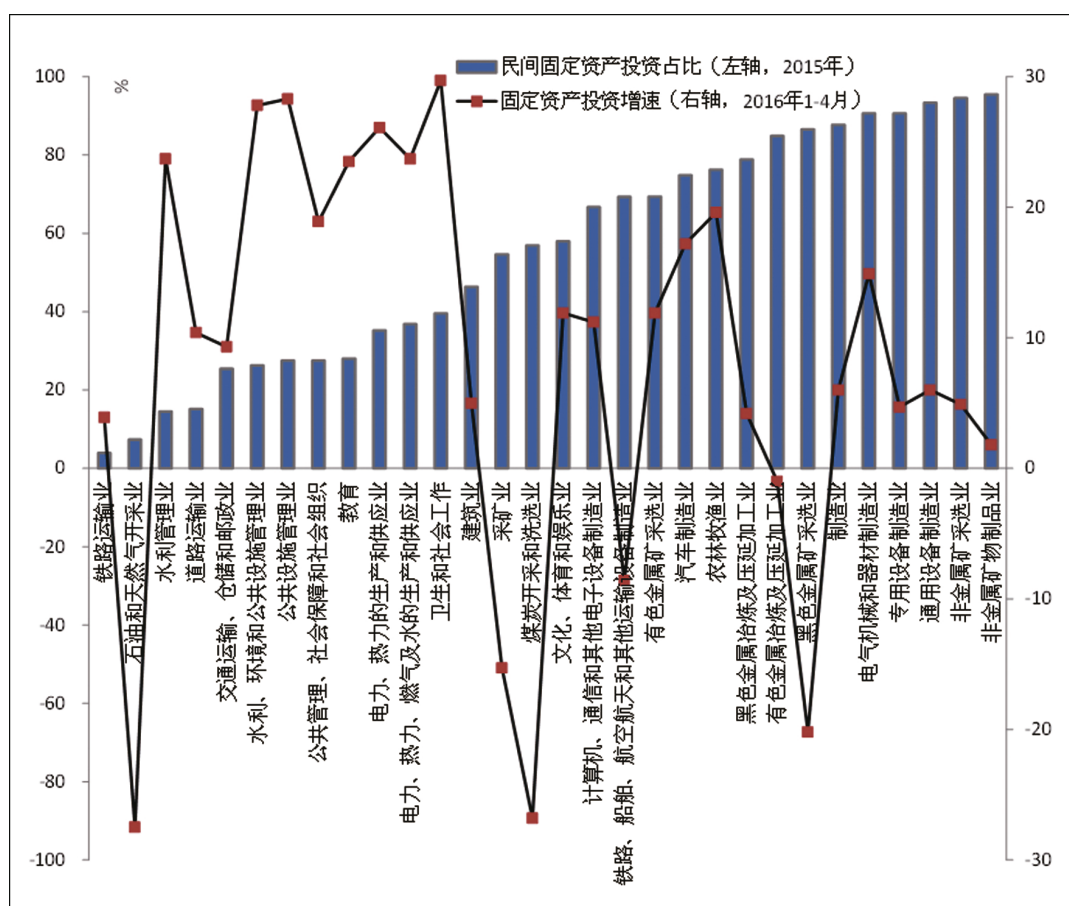


图 4-11 投资增速较高的第三产业各行业中民间投资占比较低

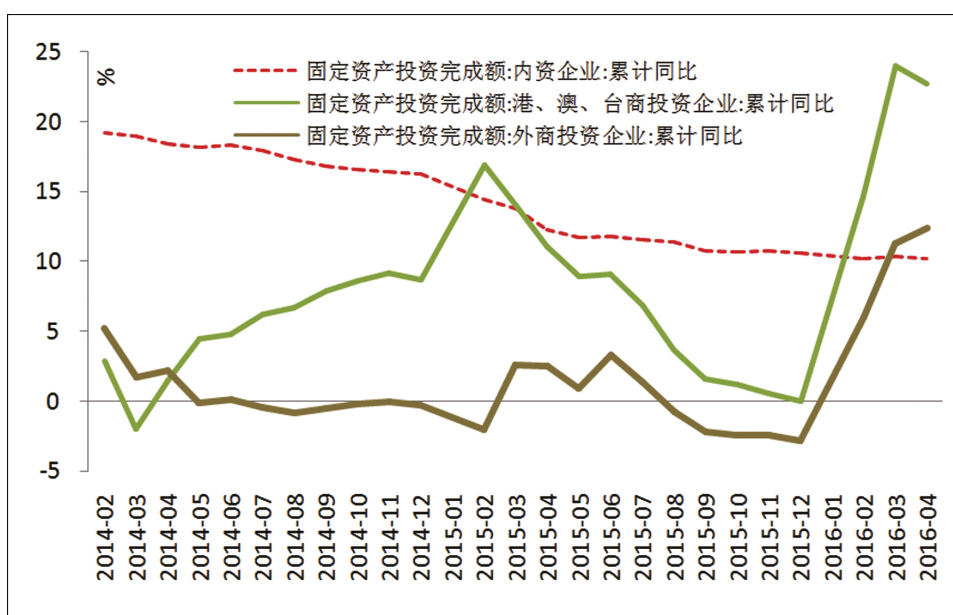


图 4-12 外商投资增速大幅上扬

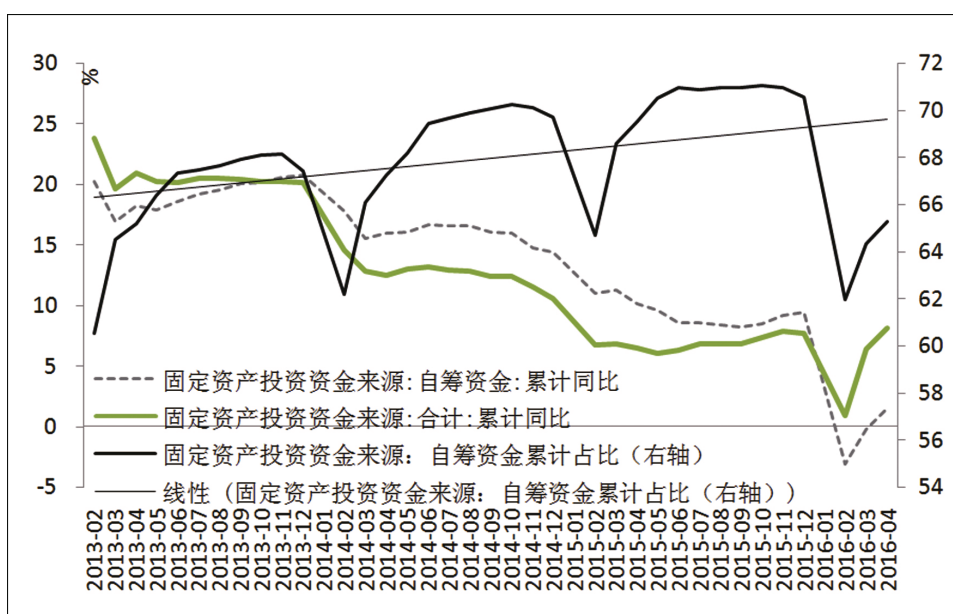


图 4-13 固定资产投资自筹资金增速出现下滑

第三,资金来源不足,导致企业无法开展有效投资。从投资的资金来源看,在2016年固定资产投资资金来源中,自筹资金增速出现了大幅下滑。2016年1—4月,固定资产投资资金来源总计增速为8.1%,比2015年全年增速提升了0.4个百分点;然而,自筹资金增速仅为1.5%,比2015年全年增速大幅回落了8个百分点。

自筹资金占比也结束了此前持续上升的趋势,从 2015 年底的 70.6%下滑至 65.3%。自筹资金来源不足,最有可能受到冲击的就是民营企业,也就会出现民间固定资产投资与全社会固定资产投资增速的分化式下滑。

第四,企业家对于未来依然没有信心。2016 年 2 季度工业企业家信心指数跌至 2009 年以来的最低点,仅为 43.7。

综上所述,当前民间投资增速出现大幅下滑,特别是与全社会投资增速出现严重分化的根源在于供给侧:一方面是在工业企业投资回报率持续下滑和产能过剩积累到一定程度后,第三产业的市场准入已经到了需要“大破大立”的阶段,迫切需要通过供给侧的改革释放具有较高潜在回报的投资空间;另一方面是信贷资金通道不畅,使得民间投资严重依赖自筹资金,而当企业利润持续下滑到一定程度导致自筹资金来源不足时,便无力开展有效投资。因此,在加强监管的条件下,尽快放松市场准入和改善融资环境,从而有效促进民间投资,是供给侧结构性改革的重要突破口。随着第三产业投资回报率的相对升高,合理放松对民营资本的市场准入,不仅可以激发民间投资活力,同时也能够通过加强市场竞争为社会提供更优质的产品服务,实现稳增长和调结构的双重目标。

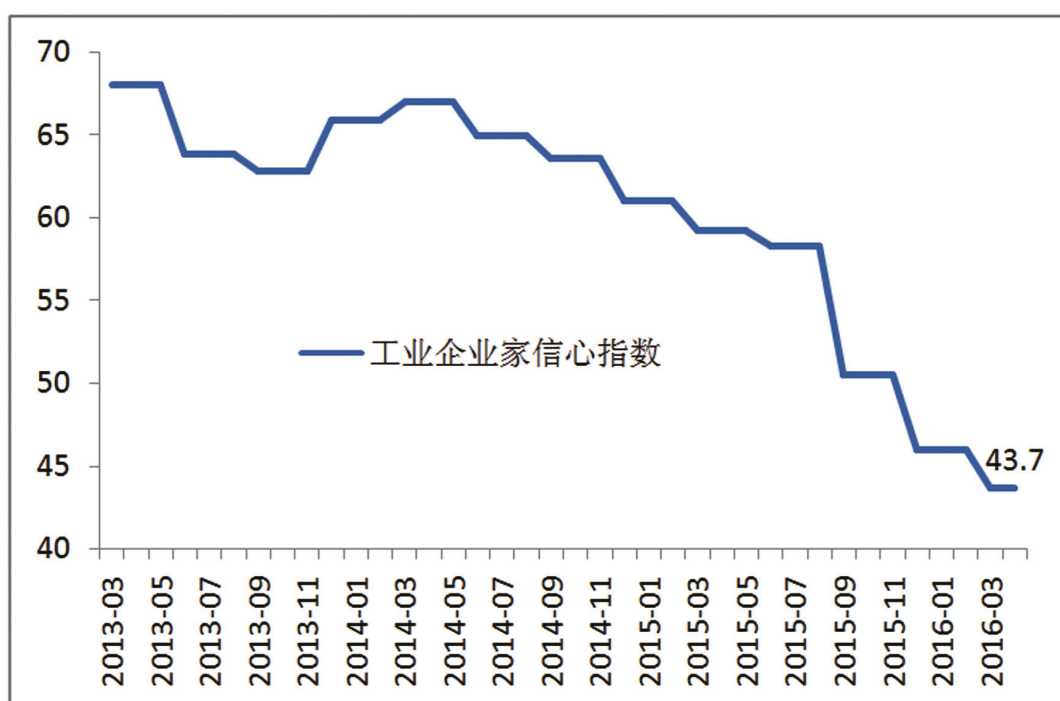


图 4—14 工业企业家信心指数持续走低

针对民间固定资产投资增速急剧下滑的问题,决策层已经充分认识到问题的严重性。5月4日,李克强总理主持召开国务院常务会议,决定对促进民间投资政策落实情况开展专项督查,着力扩大民间投资。5月中旬,国务院已派出9个督察组奔赴全国18个省市开展实地督察,重点围绕国务院2014年出台的关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的相关文件落实情况,同时开展第三方评估。国务院派出督查组开展专项调查,既说明对民间投资增速下滑问题的重视,也相信能够很快地找到民间投资活力下降的具体原因和解决办法。

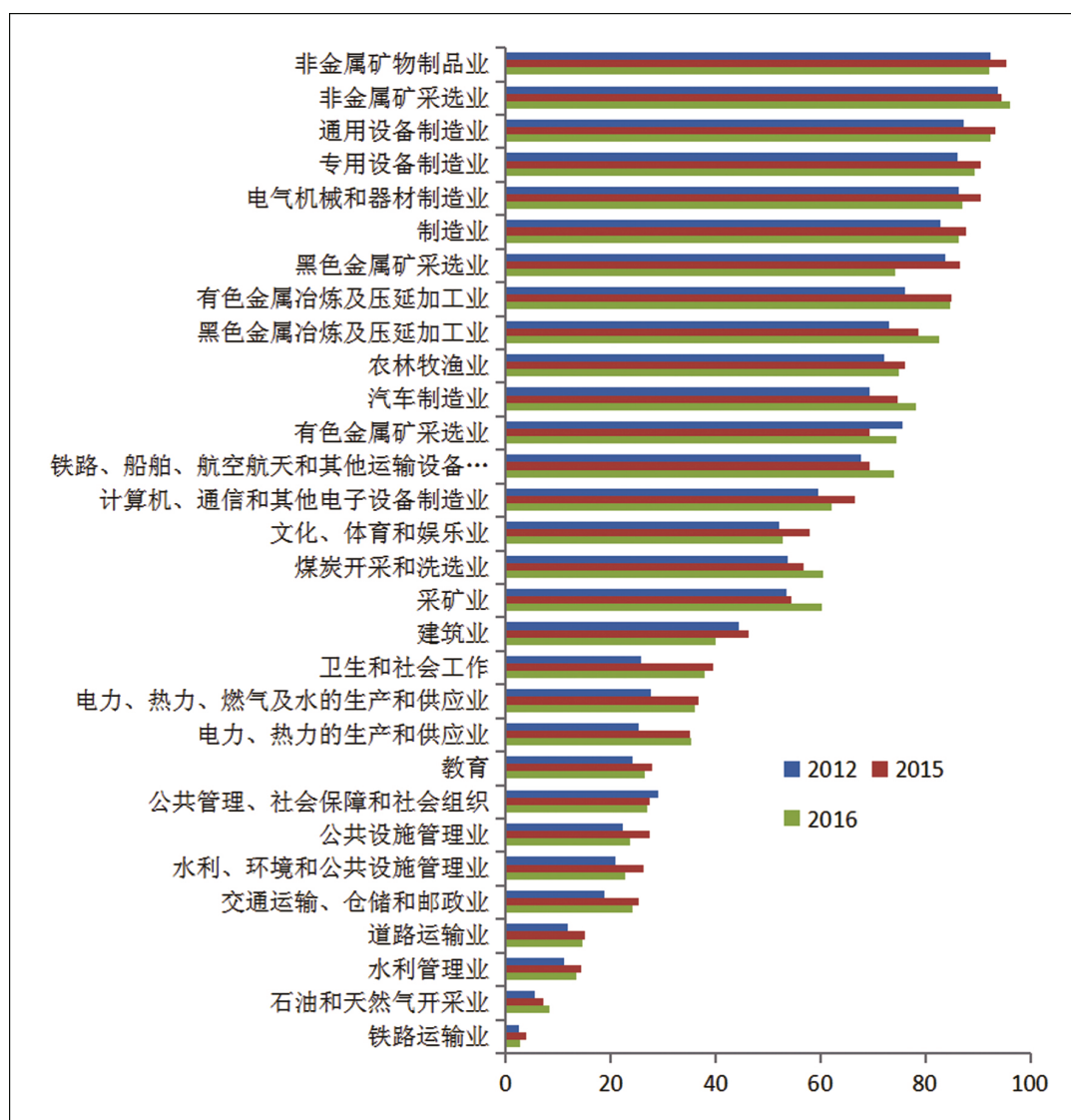


图 4—15 民间投资的行业分布存在显著差异和巨大空间

3.各种“衰退式泡沫”集聚,部分风险仍然在持续上扬。

目前中国经济中风险累计的根源并没有完全消除,尤其是债券市场风险。今年债券市场违约事件增多,涉及的领域逐渐扩大。二、三季度可能会重现债市、股市、汇市、楼市这种多市场流动性的一次动荡。此次动荡国内的触发机制可能就是密集性的债券违约事件,而国际上的触发机制是美联储加息,尤其是美联储加息是一个重要的时点,此次加息中国的承受能力,直接影响经济是否真正触底反弹。

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

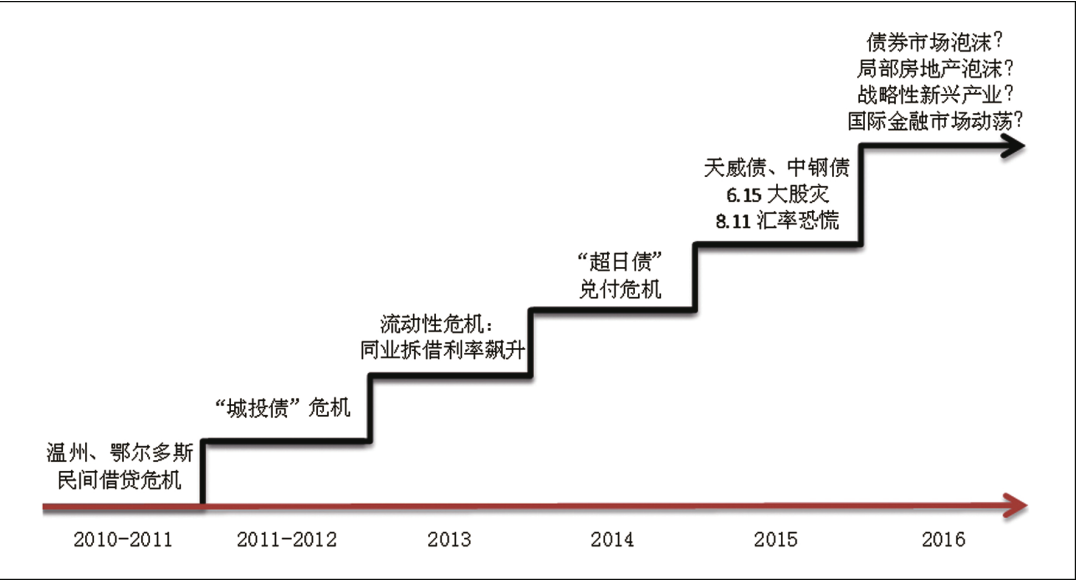


图 4-16 各种类型的“衰退性泡沫”危机接连发生

(1)债券市场违约风险加大

2015 年股市泡沫破灭后,资金大量流入债市,新的泡沫开始在债市酝酿,公司债的发行更是出现“井喷式增长”,且发行利率屡创新低。2016 年 1—4 月,债券发行个数同比增长 78.3%,债券发行额同比增长 120%,创近年来的历史纪录。企业债券增幅达到 1.6 万亿元,占社会融资总量增幅的比重上升到 21.3%,仅次于人民币贷款。

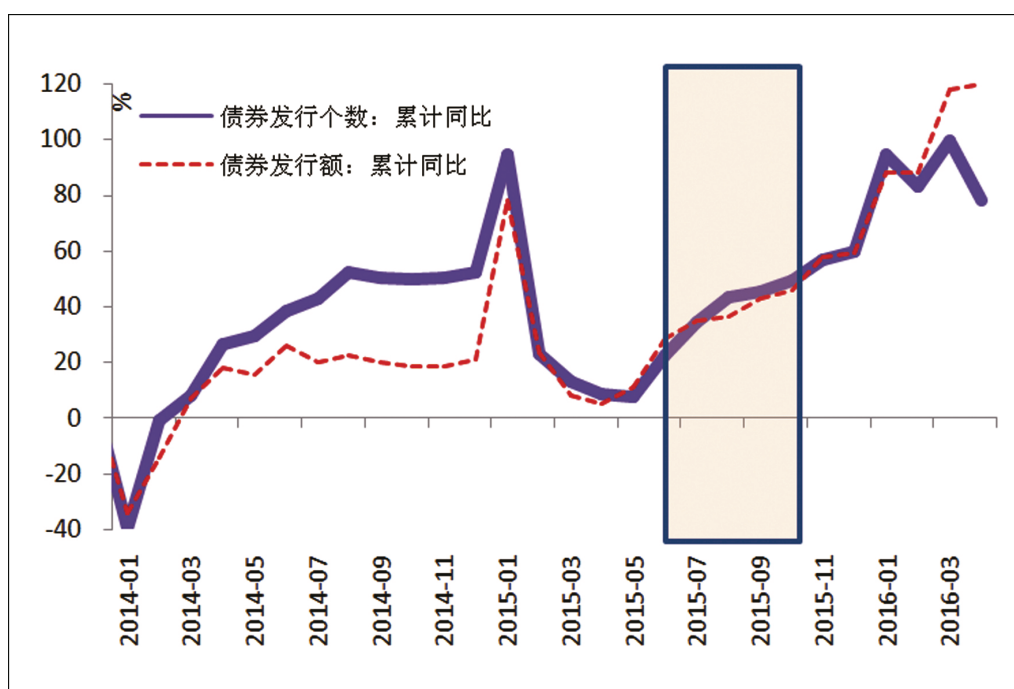


图 4—17 债券发行呈“井喷式增长”

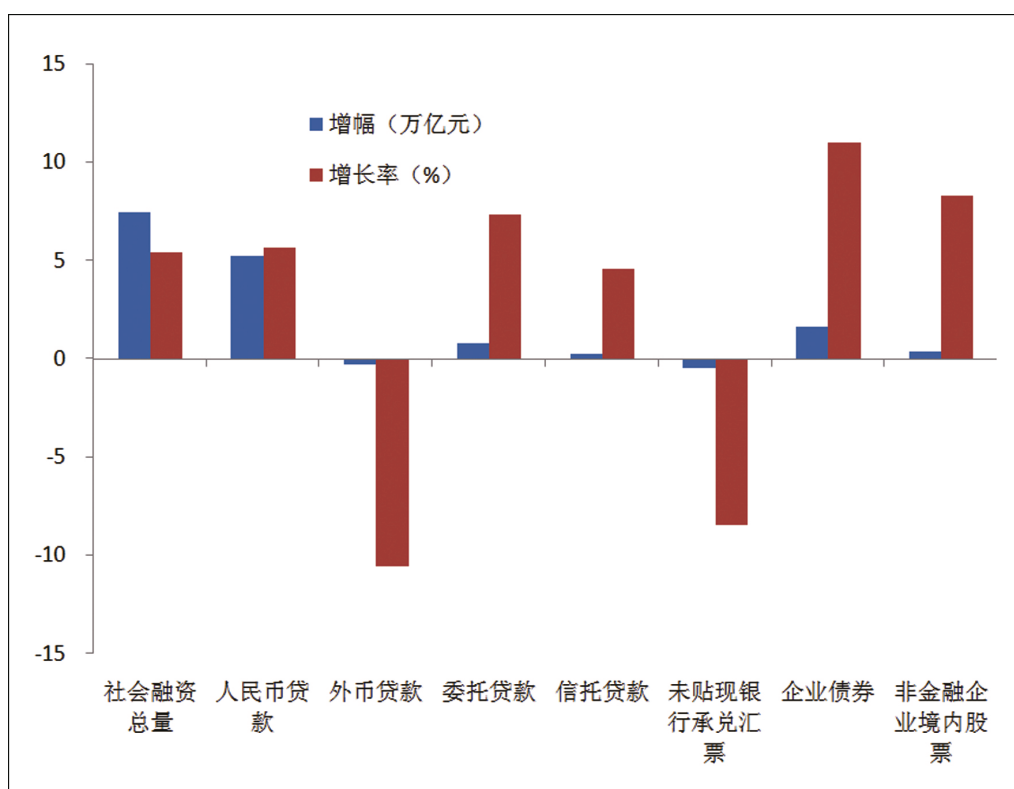


图 4—18 2016 年社会融资增量来源分布

企业债发行已经成为社会融资总额中除人民币贷款外的第二大融资来源的增长源。从企业融资需求的角度讲,由于 IPO 暂停和 P2P 平台成交额相对萎缩,企业通过发债融资的需求不断增加。作为资金进入实体经济的重要渠道之一,债券市场的近期表现对于改善实体经济运行状况有一定积极作用。

然而,目前市场存在的主要风险表现为杠杆率偏高、信用债违约风险上升,而市场对风险的认识不足。彭博社近期发文章称,在中国被评为顶级评级的信用债,却和其他国家的高风险垃圾债具有相似的特征。大约有 57% 的中国 AAA 评级债券发行人可能存在违约风险。导致这一结论的主要原因是彭博和国内评级机构的风险模型差异,彭博违约风险模型基于莫顿违约间距分析,模型追踪指标主要是股价表现、现金流等定量数据,对于国有企业和城投公司而言,模型并未考虑国家所提供的外部支持因素。而国内评级公司则采取定量和定性分析相结合的方法,对政府支持等因素赋予一定的比重。不过,随着当前刚兑的打破,国有企业违约案例不断增加,国内评级机构或许也将存在着对评级模型调整的需要,如果发生,可能将意味着在 6、7 月份评级调整的高峰期,更多的信用债将遭遇评级下调,一些信用债失去质押资质,市场被动去杠杆,从而对整体中低评级的信用债估值形成压制。

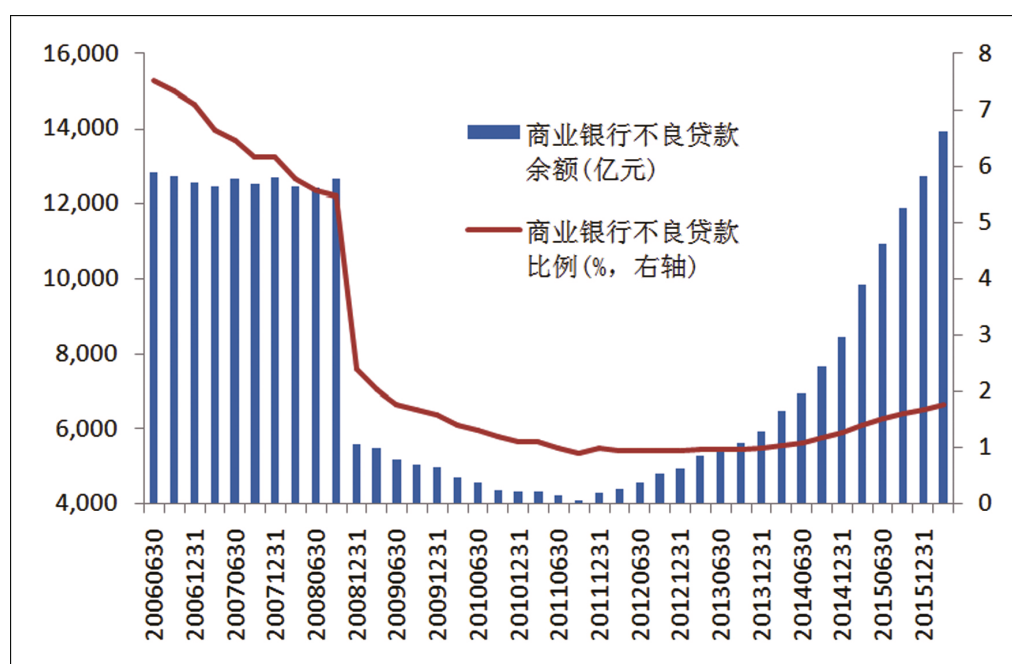


图 4-19 商业银行不良贷款规模快速增长

更为严重的是,债券市场违约叠加信贷市场违约,将对银行系统稳定产生重大打击。目前我国债券市场 90% 的交易量在银行间市场。而近年来随着经济的持续下行和企业盈利水平的不断下降,商业银行不良贷款的比率也在不断上升,不良贷款余额出现大幅飙升。

(2) 国际金融市场动荡

近期大宗商品价格的剧烈波动以及各国央行货币政策的不协调,给 2016 年脆弱的宏观经济和金融市场带来了巨大的不确定性和风险,提高了资金的风险贴水利率,并加剧了国际资本流动和汇率风险。随着美联储启动加息进程,而欧央行和日本央行还在进一步下调利率至负值区间,全球主要国家央行的货币政策的分歧进一步加大,这将加剧汇率波动风险,引起新兴市场经济体的金融市场动荡。短期内,美联储加息就是一个很重要的时点,金融市场能否承受住此次冲击面临考验。

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

2015 年受美联储加息预期等因素影响,导致资金大量外流,给我国外汇市场和金融市场造成了巨大的冲击,尤其是 8 月份汇率改革加剧了资本外流的趋势,8 月份和 9 月份外汇占款分别减少 7238 和 7613 亿元人民币,截至 9 月末,外汇占款余额已经下降到 27.4 万亿人民币,比 2014 年底减少了 2 万亿人民币。资本大量外流造成我国外汇市场和金融市场出现剧烈波动,还给我国企业信贷造成了不利影响。2015 年新增外币贷款为 -6427 亿元,比 2014 年的 3554 亿元减少 9981 亿元;这一趋势在 2016 年进一步延续,1—5 月份新增外币贷款为 -3520 亿元,给企业信贷融资增加了额外的压力。

因此,如果 2016 年国际金融市场动荡,导致资本大进大出,将给中国经济金融系统稳定带来重大风险,并进一步直接挤压中国经济复苏的空间,成为中国宏观风险的下一个暴露点。

总之,国内债券市场违约风险和国际金融市场动荡是下半年需要密切关注的两大金融风险。当然,在金融风险领域,短期内最值得关注的是 2015 年下半年到 2016 年 2 季度所发生的国有企业大举进入房地产市场、海外并购市场和金融投资市场现象,集中反映了在目前宽松的政策刺激下和偏向性的资金投放作用下,经济的虚拟化和泡沫化正在进一步强化。

4.房地产市场复苏和投资企稳回升的可持续性。

2016 年的房地产市场,可以用两个关键词来概括,那就是房地产“去库存”和房价“大幅上涨”。两个关键词之间的矛盾显而易见,也成为对房地产市场复苏可持续性的最大担忧。

房地产去库存是 2016 年供给侧结构性改革的五大任务之一,然而,去库存的战役还没有打响,一二线城市房价却已经开始出现暴涨。然而,我们认为,总体来看,房地产市场自 2015 年以来近一年的市场调整是健康可持续的,主要依据是本轮房地产市场复苏的顺序符合市场调整的逻辑。

首先,本轮房地产市场调整完成了由一线城市带动二线城市和三线城市房价全面复苏的过程,而没有出现最令人担心的局面,即由于市场分化加剧引发虹吸效应而导致市场复苏的夭折。首先是从 2015 年 6 月开始,一线城市房价止跌回升,随后在一线城市带动下,二线城市从 2016 年开始止跌回升,最后是三线城市止跌回升。2016 年 4 月,一线城市房价同比上涨 33.9%,二线城市房价同比上涨 7.3%,三线城市房价同比增长 0.3%。从环比指标看,一线城市房价已经连续 14 个月环比上涨,4 月份环比上涨 2.8%,二线城市已经连续 12 个月环比上涨,4 月份环比上涨 1.8%,三线城市已经连续 3 个月环比上涨,4 月份环比上涨 0.6%。房地产市场恢复全面上涨的趋势。

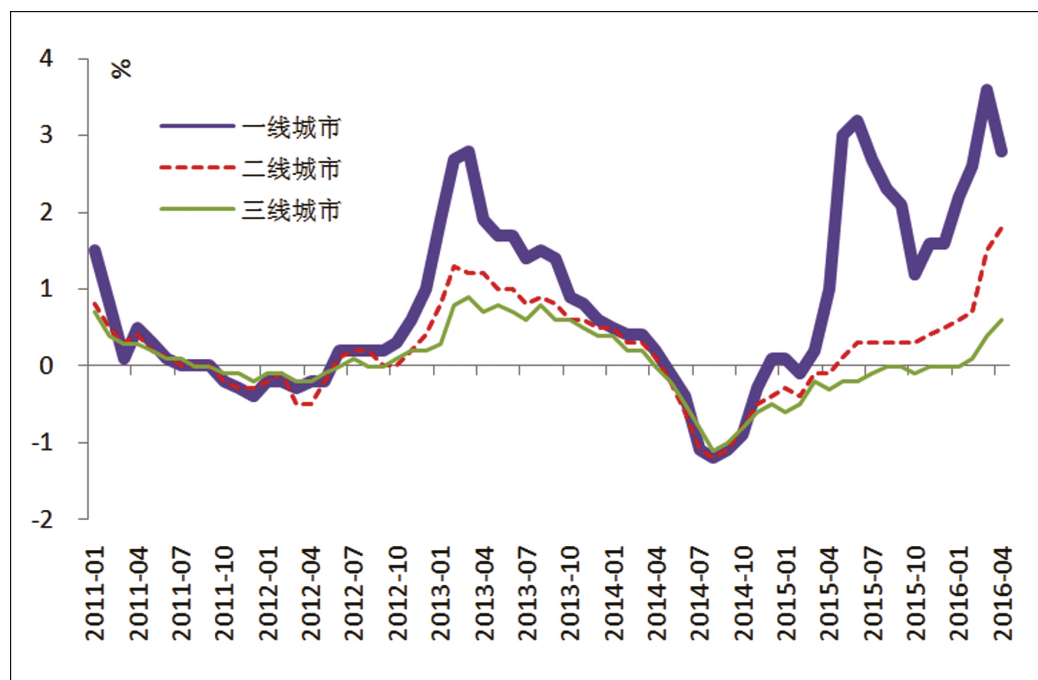


图 4—20 房价上涨符合市场分化中全面复苏的逻辑

第二,本轮房地产市场复苏完成了由销售回暖→投资企稳回升→新开工增长→土地购置企稳的过程,降低了昙花一现的风险。

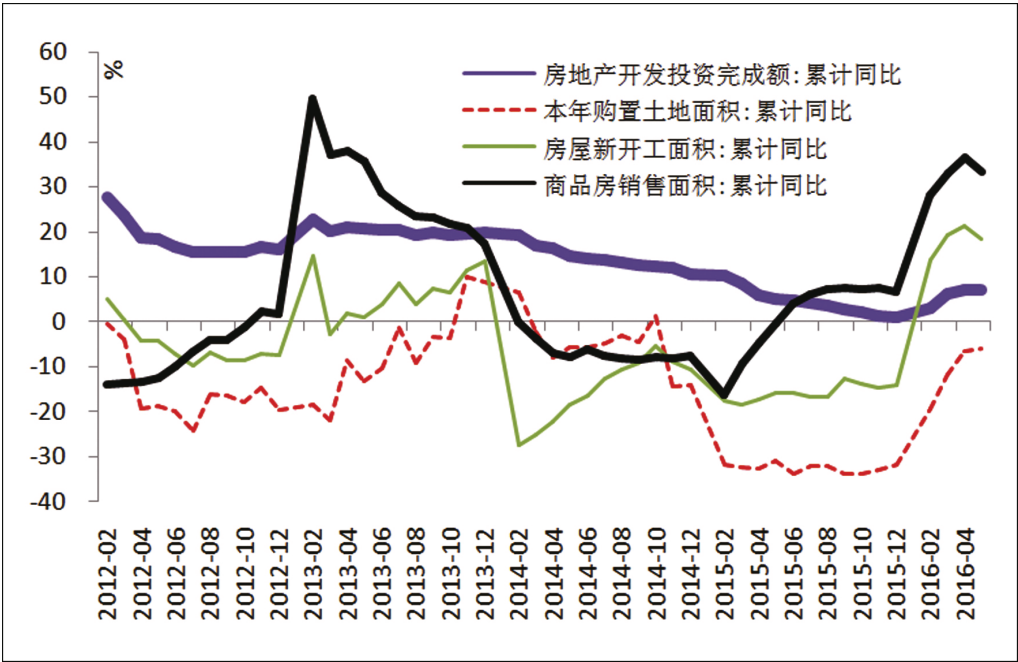


图 4-21 房地产市场复苏符合市场调整逻辑

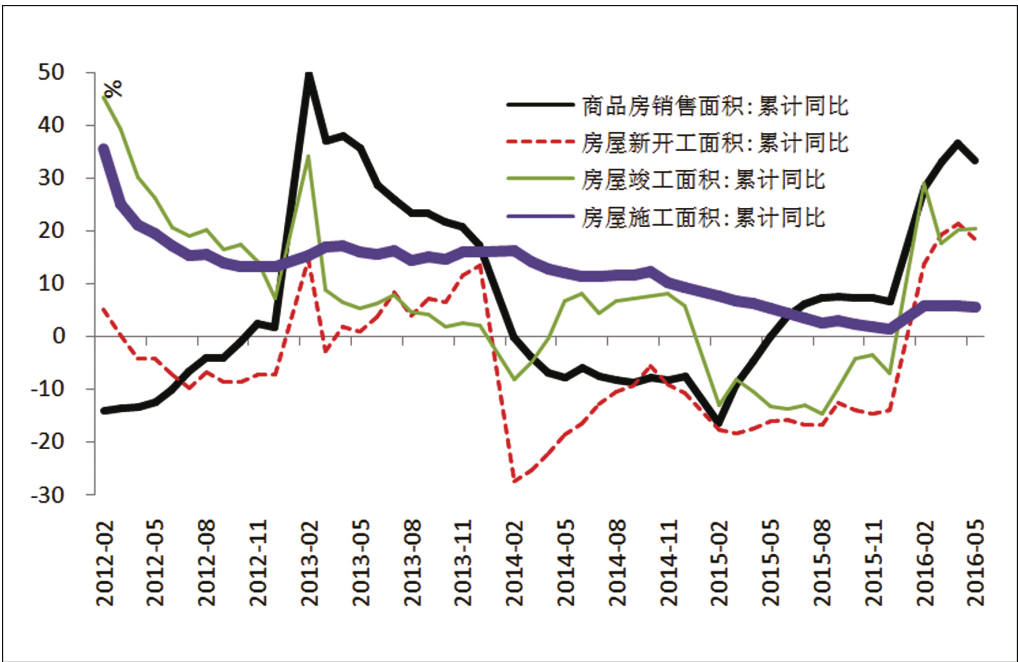


图 4-22 房地产市场复苏符合去库存的要求

第三,本轮房地产市场复苏总体上在去库存的过程中发生。目前为止,本轮复苏过程中,房地产销售面积增速始终高于房地产竣工面积增速和新开工面积增速,也高于在建面积增速。因此,房地产市场复苏总体上是在“去库存”的过程中发生的。

数据显示,房地产待售面积增速持续下滑,房地产去化周期也在趋势性下降,进一步说明房地产去库存取得一定的实效。

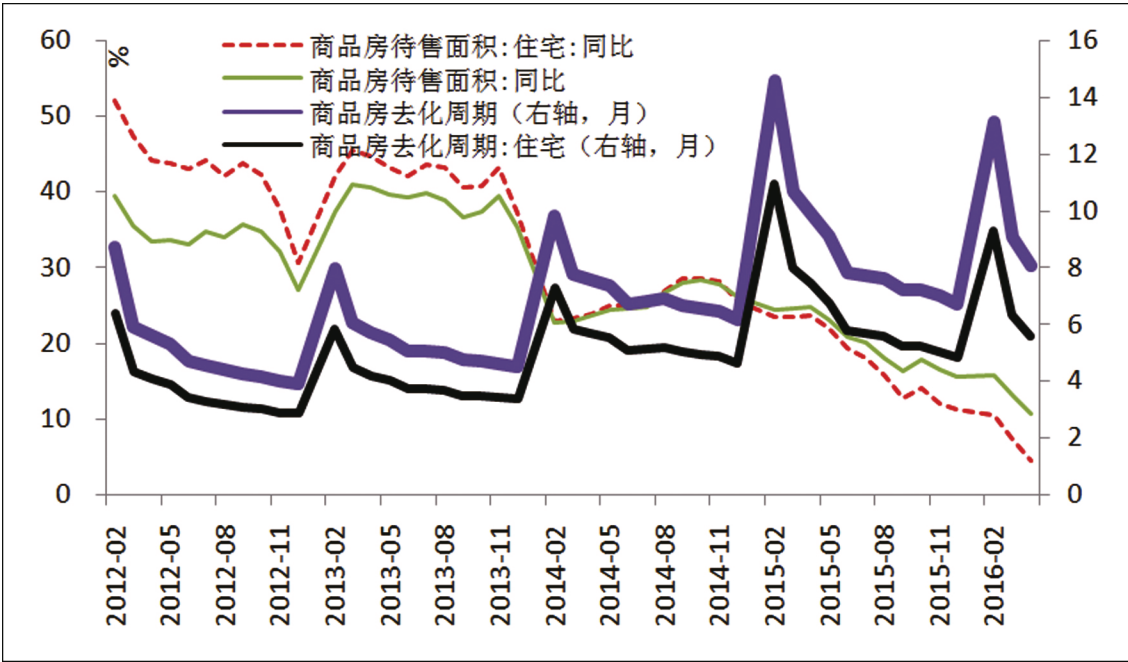


图 4—43 房地产去库存取得一定的成效

第四,房地产投资资金来源有了相应的恢复。房地产投资资金来源的几个主要来源都出现较为稳健的反弹,资金充足是保障房地产市场复苏可持续的基本保障。

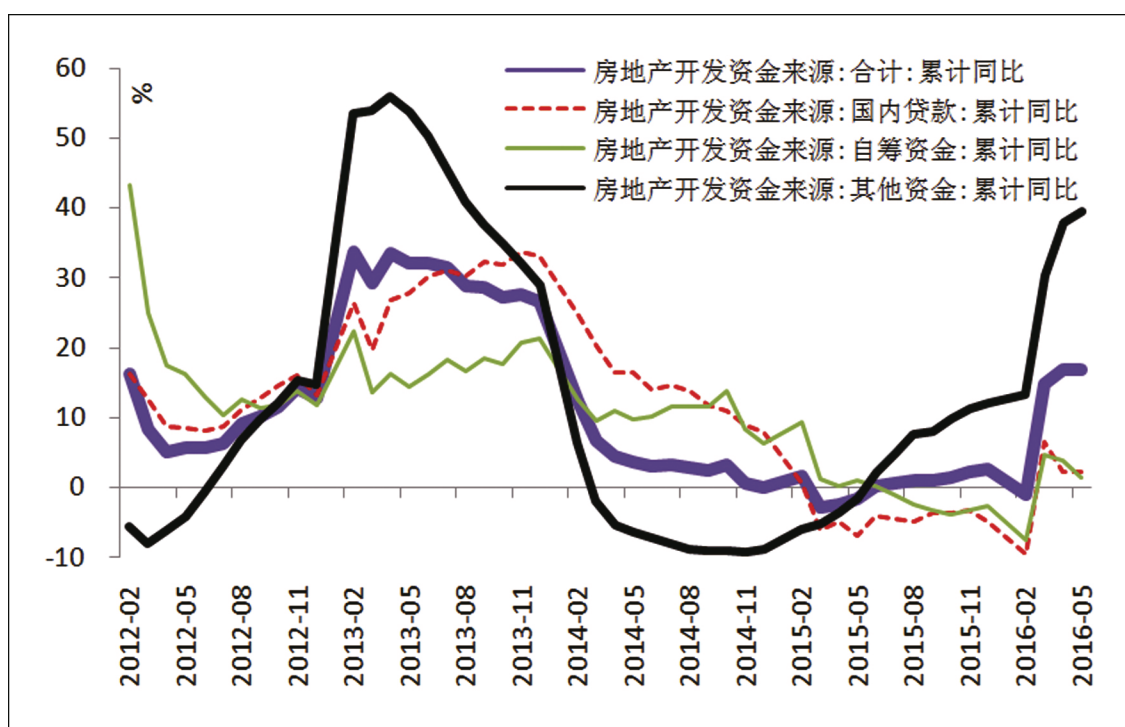


图 4—44 房地产投资资金来源企稳回升

5.经济调控的动力结构正在发生改变。

目前,我国政府的动力结构已经发生改变,地方政府的积极性提高,正在如火如荼地开展各项经济活动,地区财政支出也大幅度增加。从政治经济周期角度看,过去制约经济发展的关键因素是我国处于一种政治周期的拐点,即在反腐倡廉的吏治整顿过程中,出现传统的三大精英阶层懈怠,导致积极财政政策不积极,稳健的货币政策不稳健,预调、微调达不到效果的现象。而目前地方政府的行为模式已经开始发生转变,参与经济深化改革和转型的积极性提高。其中最为突出的标志就是地方政府开始响应中央政府的号召开始大规模进行项目投资,今年 1—4 月地方项目累计投资增速达到 10%,比去年全年提升了 3.6 个百分点。

更为重要的是,财政政策、货币政策的传导机制开始回归。去年我国宏观调控政策定位积极的财政政策,并且要求更加积极,但是去年的现象是财政存款居高不下,有钱花不出去。但今年开始有所变化,固定资产投资中预算内的资金上涨很快,这说明我国积极财政政策开始有了抓手、方向和传导的机制。

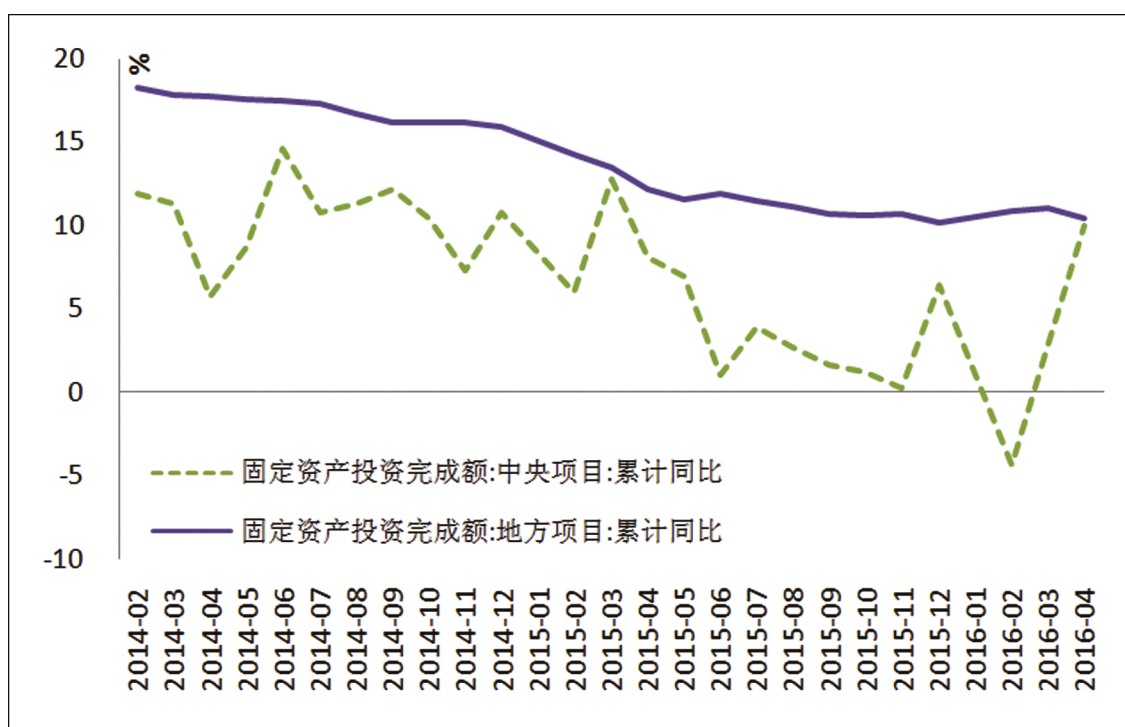


图 4—45 政府项目投资企稳回升

去年我国虽然实施稳健的货币政策,但是实际上稳健的货币政策不稳健,特别是前三季度,融资条件和金融条件有所收紧,主要表现在信贷的乘数效应大幅度紧缩,资金流动效应大幅度紧缩,缺乏良好的途径促使资金向实体经济渗透。而今年从数据的变化就可以发现,一季度,我国固定资产投资的资金来源中国内贷款同比增长 13.9%,提高 12.1 个百分点。这与去年 M2 增长 13%左右,固定资产信贷资金来源只增长 6%左右的情况相比,流动资金的到位情况有所好转。今年我国货币政策的思路有所调整,改变了过去的简单的大水漫灌,简单的进行投放的举措,而是通过项目挖沟、财政开渠的方式进行投放。

总的来看,当前我国市场预期的逆转,各项宏观经济指标的改善,根本原因在于中国政治经济周期底部已经出现,审慎乐观来自于对于整个政治经济格局的乐观。在中央政府的积极带动下,地方政府的积极性在不断提高,再传递到国有企业,然后再逐步传递到房地产等领域,然后再逐步传递到民间资本,整个社会参与经济发展积极性得到带动,市场预期逐渐得到改善,这都预示着我国经济已经到了触底反弹的阶段。

6.去产能对就业市场的压力可控。

作为 2016 年供给侧结构性改革的五大任务之一,“去产能”的全面展开将给我

国劳动力市场带来一定的不利影响。从对去产能进程中的宏观背景、产能过剩行业分布状况与劳动密集程度、所有制结构、控制失业风险的政策选择等方面,对本轮与上世纪九十年代两次萧条周期进行比较分析后发现,本轮去产能所造成的就业压力不会太大。一方面,根据对产能过剩行业在经济总量中所占比重、两轮去产能释放就业总规模的测算,以及各主要行业减少就业量的比较可知,当前我国产能出清的失业压力远小于上一轮去产能。另一方面,与上世纪九十年代相比,国民经济发展的质量与数量更高,财政收入与居民消费水平有了质的飞越,施政的能力与空间更为广阔,干预失业风险的政策选择也更加积极、主动和多样。

第一,本轮过剩产能行业的产业覆盖面大幅减少,从过去遍及轻、重工业部门中的全行业,转变为集中于重化工业。同时随着服务业的崛起,工业增加值占GDP比重有所降低,以钢铁、煤炭等为代表的产能过剩最为严重的八大行业,在GDP中占比约为十分之一(10.35%),不会对国民经济运行产生太大的影响。

第二,鉴于国企占比有所降低,去产能又从兼顾各类所有制到本轮集中于国有企业,本轮去产能面临的潜在失业压力将更小。同时,经济发展拉动了科技水平的提高,产能过剩行业的劳动密集度大幅降低,这意味着即使是压缩同样程度的产能,本次释放出的劳动量也要少于上轮去产能。

第三,利用就业弹性与去化率相结合的方法,基于国家去产能的配套政策,本文估算“钢铁、煤炭、有色金属、石油、石化、玻璃、水泥和铁矿石”这八个行业在去产能的过程中,可能释放出的总劳动量将处于284万至459万之间,约为2015年全国总体就业人数的0.37%~0.59%。然而,回顾上世纪九十年代的国企改革,1997年—2002年期间,工业部门总体失业人数达2486万,以纺织、制糖、煤炭、冶金、建材、石化与钢铁为主的七大行业共释放了1107万的就业量,约占1997年总就业量的43.33%。

第四,通过对去产能控制失业风险的政策选择比较,我们发现,在实践中,上轮去产能更倾向于消极的失业救济;而本轮去产能在注重失业保障的基础上,则更侧重于利用主动、积极的控制政策来规避失业风险。比如,通过扶持新兴产业,鼓励创业、创新,提高劳动生产率等方式来拓展新的就业机会。

7.从价格周期六阶段理论看中国宏观经济形势。

最后,重新回到价格这个作为市场经济最重要的信号上面,来分析中国经济形势和判断未来走势。前面已经分析,当前价格指数出现全面回升,CPI重回“2时代”,PPI跌幅缩小,GDP平减指数由负转正,反映经济升温信号。然而,几个冲突

现象需要深入剖析：GDP 还在下行，CPI 却反弹；去库存还没展开，房价却暴涨；去产能没展开，结果钢铁等大宗商品钢价却开始大涨。因此，需要思考这里面是否有一定的趋势性的变化和一些前瞻性的信号。为此，我们提出价格周期调整的“六阶段”理论。通过对比价格调整的六个阶段，可以发现，当前价格信号的回升调整，说明经济触底的迹象已经开始显现，预期的回转步入到一个结点期。

所谓价格调整周期的六个阶段，第一个阶段是危机冲击阶段，会出现价格下滑。第二个阶段是“现金为王”，过度地去库存，从而产生价格超调。值得注意的是，在本轮周期里面，出现了各种各样的超调，包括投资超调、贸易超调、汇率超调，然后价格超调、大宗商品超调。由于商品价格严重超调，导致大量的原材料、制成品的价格超调之后低于它的可变成成本价，使得企业绝对亏损经营。第三个阶段就是亏损带来供应者的挤出和供给的减少，这个供给减少也可能是去产能导致的，最后价格出现回调。然后进入到第四个阶段，在预期稳定的前提下，危机进行差不多，进行救助调整，同时救助政策也刺激了需求，这样就导致价格进入到第四个阶段，回调到可变成成本时期，即能够覆盖可变成成本，虽然不盈利，还亏损一些，但是能够运转，是在既定需求低水平的平衡。第五个阶段是再进一步地调整，价格调整到可以弥补总成本的时候，企业实现正常库存和正常运行，这个时候就是盈利大反转的时间，价格基本上能弥补总成本。最后，进入第六个阶段就是微利时代，这就是全面复苏时代。

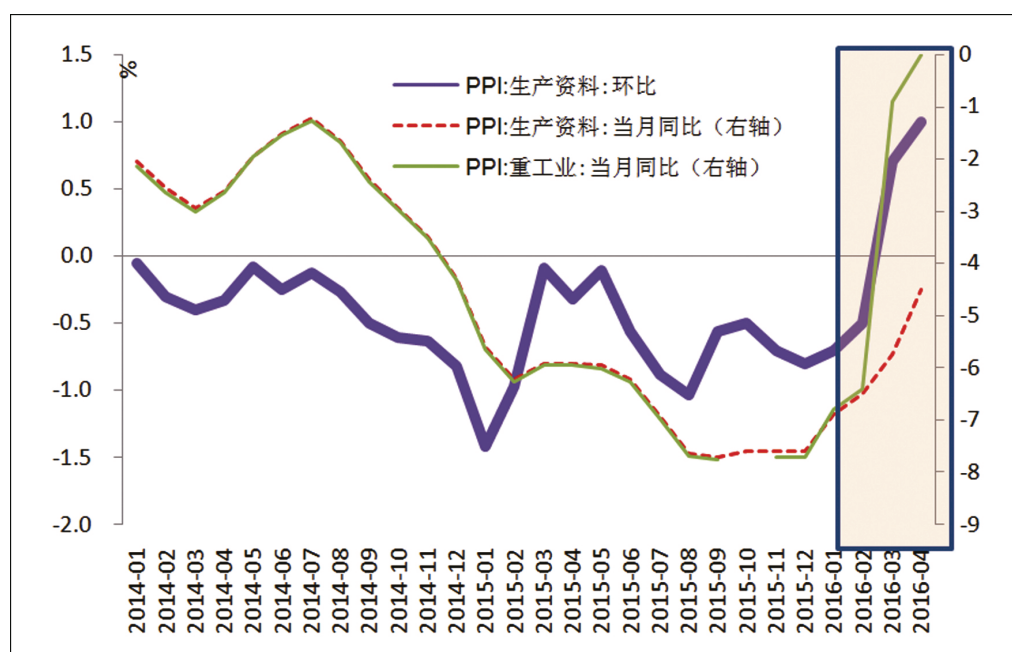


图 4—46 生产资料价格出现明显改善

因此,根据价格周期调整的六阶段理论,中国经济目前正在第三个阶段向第四个阶段的转变期,也就是说处于,巨额亏损带来供应者被挤出→供给减少→库存减少→价格回调的阶段。生产资料价格的环比指标已经开始出现大幅回升,增速由负转正,同比指标跌幅也显著缩小。同时,可以看到,环比价格上涨的行业数越来越多,环比价格下跌的行业越来越少;发生通缩的行业数,特别是严重通缩的行业数在快速的下降。

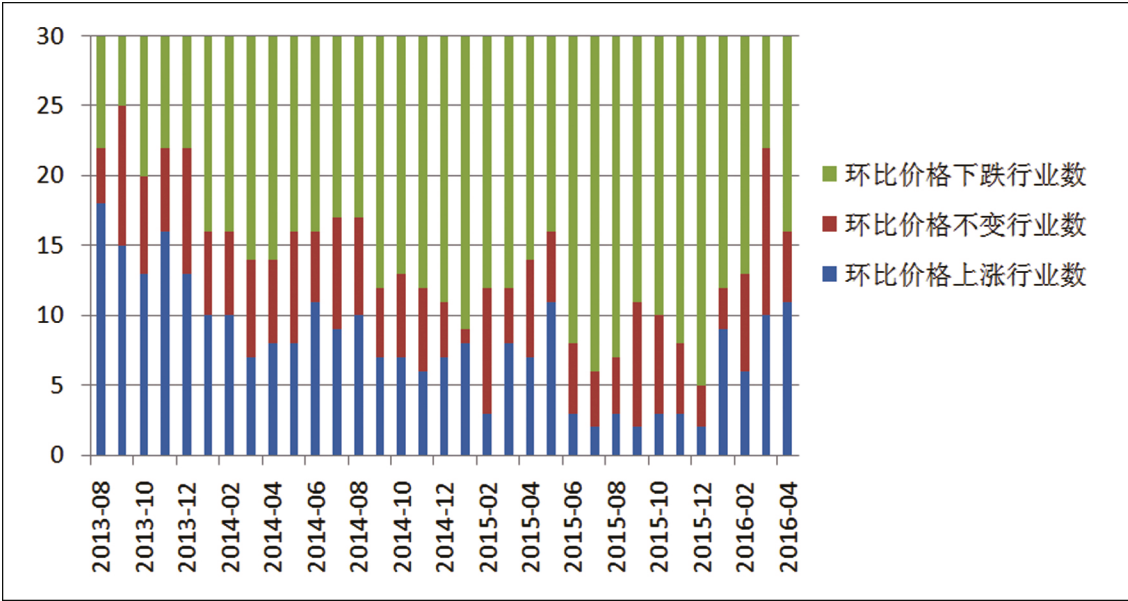


图 4-47 越来越多的行业实现环比价格上涨

在上述过程中,有一个稳定的预期很重要,预期稳定才能导致企业回补正常的库存,才使价格回补到可变成成本时期,企业可以勉强维持生存。因此,在这个阶段,首先需要巩固预期。然而由于泡沫化问题和资金分布问题,未来有可能会产生这种预期的回调以及价格回调很难向深层次迈进,还需要很多的努力。这就需要高度关注各种类型的泡沫,因为对于预期最大的打击就是泡沫能否治理好。比如,房地产泡沫如果弄不好,导致预期的巨幅振荡,会导致新一轮的去库存。其次,需要适度加强刺激。在这个时候,巩固目前的回暖迹象非常关键,要使价格回调到可变成成本之上,部分地弥补成本,使现金流有一些微利。

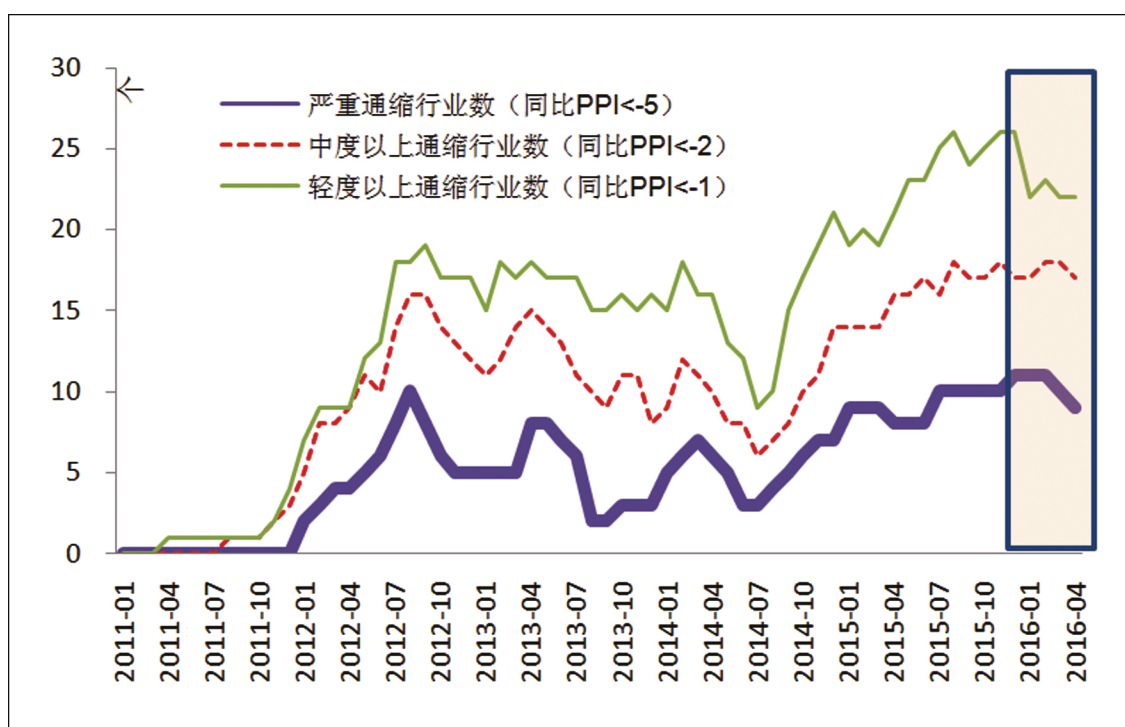


图 4—48 越来越多的行业逐渐走出严重通缩

综上所述,未来市场的启动还需要时间。从目前的经济形势看,短期内中国经济的底部依然取决于金融市场是否能够承受美联储加息的冲击,这是很重要的时点。而从中期的角度看,中国经济的底部还远远未现,因为目前大量的改革、实质性的改革依然处于布局阶段,今年政府工作报告中就提出供给侧结构性改革的六大举措,经济工作的重点开始从五大歼灭战转变成六大举措,而六大举措中存量调整有三个方面,增量调整也有三个方面。所以,当前中国改革强调的是先增量后存量,以稳为主。

第五部分 主要结论和政策建议

通过上述分析,我们可以得到以下几个结论:

1、GDP 平减指数的转正、外商投资增速的上扬以及新兴产业持续快速的生长,说明中国经济触底的迹象开始显现。

2、近期部分宏观经济数据出现的短期企稳在本质上是去年年底到今年一季度极度宽松的政策调控的产物,难以从根本上改变中国宏观经济持续触底的本质。

3、随着劳动生产率的持续下降、投资预期收益的快速回落以及未来预期风险的强化,传统经济增长的动力源正在加速弱化,市场性投资和消费下滑的压力正在强化。

4、国有企业大规模进军房地产市场、海外并购市场以及各种金融投资领域说明中国“衰退式泡沫”正在加剧,风险将进一步上扬。

5、12 大变异现象不仅说明了供给侧结构性改革的着力点还没有完全找到,同时也说明目前再平衡政策和稳增长政策存在很多问题,中国宏观经济面临的各种深层次问题和各类扭曲并没有得到很好的缓解,反而存在恶化的迹象。中国宏观经济的扭曲决定了结构性改革的紧迫性。

6、2016 下半年,中国宏观经济难以持续上半年企稳的态势。外部经济波动的重现、内部扭曲的强化、金融风险的不断累计与间断性释放、结构性改革的全面实施等方面的因素决定了中国宏观经济下行压力的进一步抬头。而与此同时,政策刺激效率的递减和房地产泡沫的管控,决定了经济政策的对冲效应将大幅度下降。因此,本轮“不对称 W 型调整”的第二个底部将于 2016 年底至 2017 年初出现,并呈现出强劲的底部波动特征。

鉴于上述结论,我们认为 2016 年下半年各类政策应当做出以下调整和再定位:

一、要把握目前中国经济持续回落的逻辑,高度重视当前总体经济增长动力持续下滑的现实,要密切关注目前劳动生产率下滑、企业投资预期收益下滑、实体经济与虚拟经济收益的缺口不断扩大、消费与投资等内需持续同步回落等现象,把改

革与调控的落脚点切实放到投资收益预期逆转、劳动力生产率回升之上,积极构建短期扩大需求与中期提升潜在增速相契合的政策包。

1、要利用目前比较宽裕的财政空间来化解持续的“超国民收入分配现象”带来的“消费—投资困局”。要切实改变“政府出政策,财政不跟进、企业来买单”的现状,政府应当有效转变投资型政府的定位,一是将部分政府投资用于企业员工的社保建设上来,二是要通过减税来缓解企业当前的成本压力(因为通过供给侧结构性改革所带来的制度交易成本降低是极其缓慢的)。目前既不是“节制资本”,更不是“防止民粹”的时候,“扶持资本”和“扶持劳工”在中长期靠持续的增长和合理的社会政策,而在短期却只能依靠强大的政府进行财政的支持。

2、要充分认识到金融资源过剩所带来的“金融资源诅咒”,要采取系列政策缩小实体经济收益与虚拟经济收益的缺口。税收政策是改变两大领域收益对比的最佳政策工具,适度提升金融投资所得税、同时降低实体经济投资税负,可以起到较好的资源引导作用。在生产领域的“债务—通缩效应”依然没有化解的时段中,货币政策既不能过度宽松,也不能过于稳健。货币政策如何配合财政政策和实体产业投资政策依然是资金良性化运转的关键点。

3、对于短板行业、基础设施、技术改造、研究开发以及人力资本等领域的投资应当全面提升,这不仅关系到短期总需求提升的问题,更为重要的是它涉及到中期潜在产出水平提升的问题。要防止先验、主观地判定中国未来的潜在 GDP 增速,必须清楚当前对于基础设施、短板产业、技术改造、研发投入以及人力资本的投资将大大影响未来的潜在增速,人口等基础变量只是影响潜在增速的因素之一。目前宏观经济学前沿也基本证明了“持续的短期需求不足必将导致未来潜在供给的下降”,“经济萧条期更需要科学的积极主义”。

4、实施多种举措,积极化解“民间投资急剧下滑”的困局。第一、实质性的国有企业改革和政府改革依然是提振民营企业信心的核心;第二、投资领域特别是第三产业投资领域的开放依然是关键;第三、改变金融资源过度的偏向性投放,在目前国有企业软约束问题重新高涨的时点依然具有十分重要的作用;第四、降成本的很多举措难以解决民间投资的燃眉之急,同时也不是民间投资下降的核心原因。

5、要从国际竞争的角度来认识提升劳动生产力的战略意义。目前全球劳动生产率都处于持续回落的状态,谁能逆转这种趋势,谁就能够占领下一轮国际竞争的先机。

二、12 大类扭曲现象证实了供给侧结构性改革全面实施的迫切性,一方面我

们必须抓住当前经济不断探底所带来的“大破大立”的大改革时机；另一方面我们必须梳理目前供给侧结构性改革进展不顺的关键，重新寻找到供给侧结构性改革的着力点和实施的抓手。

1、“僵尸企业”的出现、高债务和高产能部门的显化、地方政府财政的恶化以及局部区域经济的塌陷，已经为大改革提供了前所未有的突破口。

2、按照本报告的预测，今年年底中国经济不对称 W 型的第二个底部将显现，明年年底会出现复苏的迹象，这决定了今年到明年是全面实施供给侧结构性改革的最佳时机。

3、前期以反腐倡廉为核心的政治生态的净化为大改革创造了良好的政治基础，但这并非供给侧结构性改革成功实施的充要条件，目前行政权力的分散和实施环节的脱节导致大改革很可能陷入“表象化改革”、“文件化改革”、“碎片式改革”和“行政运动化改革”的困境，通过行政权力的重构来强化改革的执行力和统筹性是成功推行大改革的另一必要条件。

4、供给侧结构性改革也需要有实施的先后顺序，僵尸企业的整顿和过剩产能的淘汰必须与制度性改革相结合；税收成本的减免在短期要比制度性交易成本的降低更为重要，但中期要落脚到体制的改革；在短期“补短板”推行力度可以进一步强化，但中期来看，“三去”等存量调整依然是关键和落脚点；在近期下行压力持续抬头、风险持续上扬的环境下，优先出台“扩需求”与“促改革”相契合的举措；实质性改革的重新规划并落在实处是提振目前低迷信心的关键，特别是国有企业改革新规划和政府行政改革规划的出台是树立民间投资信心的关键，各类社会安全体系建设规划出台是提升消费信心的关键。

三、我们需要进一步强化从世界经济运行的角度来深入认识需求管理政策与供给侧结构性改革的作用，明确供给侧改革在增量调整和存量调整中的主导作用。

1、世界经济在技术进步、潜在增速、投资增速、贸易增速以及劳动力生产率等众多变量上的持续下滑说明了世界经济已经陷入“长期停滞”或“新平庸”状态，世界技术进步大周期、大宗商品超级大周期以及世界经济不平衡周期不仅决定了中国外部环境难以在短期得到改善，同时也决定了中国很多基础性变量也将伴随世界变量陷入低迷状态。

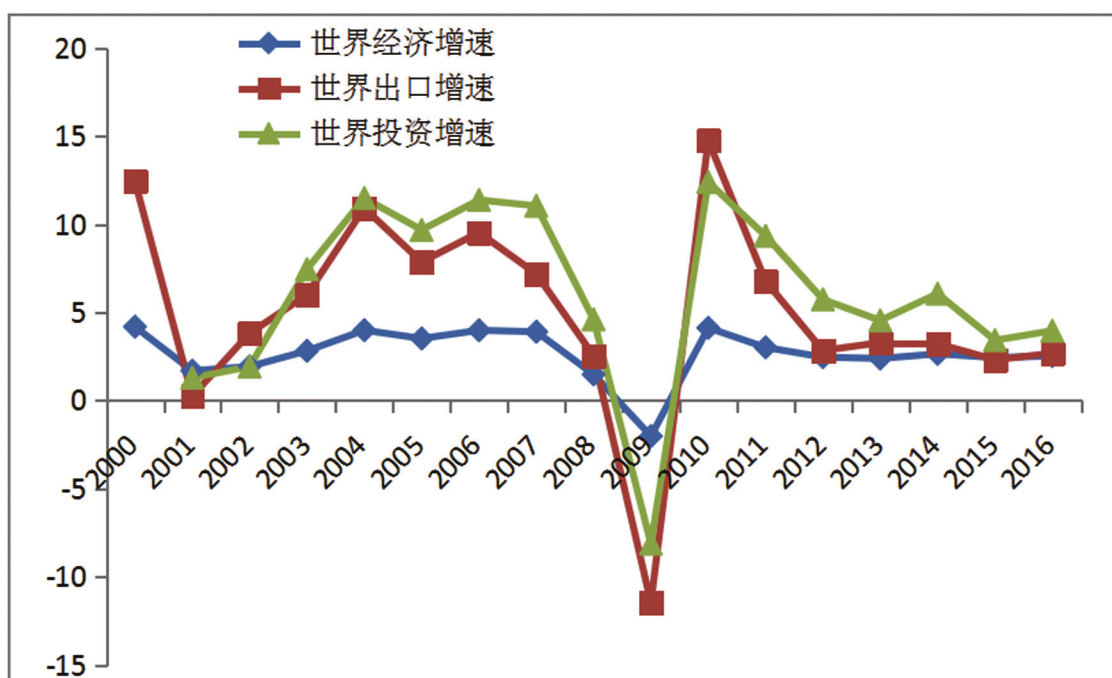


图 5—1 世界经济陷入“长期停滞”或“新平庸”状态

2、中国很多参数与世界具有同步性,但中国经济的要素禀赋以及体制特征也将赋予各种变量变化的中国特色。因此,一方面我们要有应对世界危机和风险传递的中期应对策略,避免过度频繁地进行运动化、短期性的刺激政策;但另一方面需要政策思路的创新,避免在政策模仿中走偏。

表 5 各国劳动生产力增速分时段比较

国家	2001—2007	2009—2014
OECD	1.49	0.96
南非	2.68	1.12
巴西	0.87	1.49
哥伦比亚	1.23	1.87
俄罗斯	5.62	2.20
印度尼西亚	3.64	3.97
印度	5.30	6.30
中国	10.59	8.15

3、世界经济不平衡的逆转和基本参数的变化决定了“取长补短”式的供给侧增量调整与存量调整是本轮危机治理中的基本政策定位,需求侧管理具有辅助性,其核心在于防止转型过猛带来的总量性过度下滑和系统性风险的爆发。世界经济不平衡发展的终结和贸易不平衡的逆转决定了中国经济大转型的核心是在贸易品大幅度存量收缩的基础上全面提升非贸易品的供给,这种转型的原始驱动力量一方面表现为非贸易品需求的提升和贸易品需求的下滑,表现为贸易品与非贸易品相对价格的持续调整,另一方面也表现为建立在不平衡基础上的各类泡沫与扭曲的全面暴露,并出现此起彼伏的风险。因此,“取长补短”的供给侧存量调整和增量调整是世界结构性改革的核心,而需求政策的核心在于防止外生性调整过猛带来内生性崩溃,在于防止不平衡逆转中风险过度释放引发系统性风险,具有一定的辅助性。供给侧的结构调整政策在存量调整上表现为贸易品行业必须进行深度的去库存和去产能,在增量调整方面体现为供给短缺的非贸易品部门进行大幅度地增加投资和供给,表现为各类服务供给的提升和战略性新兴产业的培育。在这个调整中,特别是在存量退出的进程中将产生大量的外溢效应,引发总量性的需求不足和结构性的萧条。这些现象的出现就需要全面启动需求侧管理。

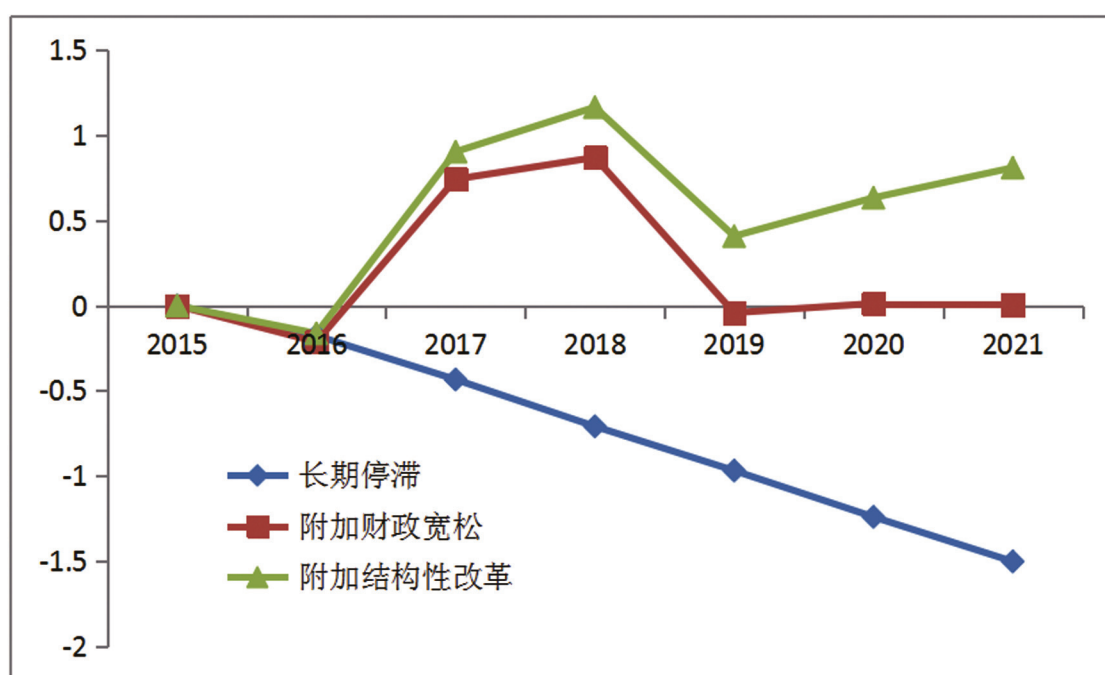


图 5—2 新兴经济体采取不同策略下 GDP 增速的变化

4、世界各国不仅在进行危机救助,同时也在进行结构性改革,结构性改革已经成为下一轮全球竞争的核心,这决定了当前中国结构性改革必须要有世界竞争意识,必须抓住全球大调整与大改革的契机。根据世界银行和 IMF 的研究表明,世界各国都在全球大停滞的冲击下出台了结构性改革方案。例如世界银行的《2016 年营商环境报告》发现,231 项结构性改革提升了全世界 122 个国家的商业活力。IMF 报告指出世界各国如果采取“财政宽松+结构性改革”方案组合,将使未来两年相对不作为的大停滞状态要提升 GDP 增速接近 1.4 个百分点,并在 2019 年走出低迷状态。

四、要在增量改革的基础上,通过供给侧结构性改革全面强化存量调整的力度,盘活存量、清除宏观经济运行的各种毒瘤是中国经济转型和复苏的关键。利用供给侧结构性改革和需求管理政策阻断内生性下滑的各种强化机制,防止微观主体行为出现整体性变异,在强化监管的基础上,关注可能出现的各种“衰退式泡沫”。

1、高度重视生产领域的通货紧缩与高债务叠加产生的内生性紧缩效应。一方面要采取积极财政政策和适度宽松的货币政策对冲价格过度回落带来的冲击,另一方面还必须通过债务重组、债务置换、融资结构转换、降低利息、减税和各类行政管理成本等措施,多途径解决企业高债务的问题。

2、通过清除僵尸企业、重组高债务企业、加速产能过剩行业的产能退出,厘清经济运行的微观机制,恢复市场自我出清的功能,并创造适度的盈利空间。

3、债务置换、资产证券化、利用股市实施的宏观债转股以及利率水平的较大幅度下调应当同时并举。

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

5、进一步通过差别化政策推进新兴产业的发展,进一步从体制机制上促进创业、创新活动,但应当吸取以往我们在新兴产业、创新活动中失败的教训,不能把中国战略转化了各级部门短期的行政运动,更不能通过国家补贴等模式形成新的寻租活动。第一、要尊重创新创业的规律,不能运动式地进行政府扶持;第二、要利用

资本市场的力量来甄别创新中的风险,避免一次性的行政性补贴;第三、要建立各种创业创新的社会安全网,为创新创业的失败者打造软着陆的缓冲垫,以避免运动式创新创业之后可能出现的倒闭潮对经济社会的过度冲击。

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

1、在纪律检查和法治完善“堵歪门”的基础上,构建新型正向激励体系“开正门”,要构建以新常态阶段所需要的新型政绩考核体系和官员的收入奖励体系,以形成新一轮改革开放的新格局。

2、树立新型的政企关系和政商关系具有紧迫性。从短期来看,应当采取措施消除企业家的原罪负担,要充分承认企业家收入和私人产权的合法性;要大力清理地方政府和大型国有企业对各级企业的拖欠债务,从而厘清中国经济运行的毛细血管;要全面落实国有企业的改革举措,为各类中小型企业释放适度的空间;建立更加阳光的政商关系,进一步防止政治权力与大型资本之间的勾结。

3、要全面重树科技人员的创新热情,强化党对知识分子凝聚力,别具一格开辟知识分子参与改革和国家治理的新途径。

2016年应当借助经济探底的契机,重新审视和评估现有的改革,在大破大立之中寻找到大改革的突破口,并根据该突破口来重新梳理改革方案,寻找改革的可行路径。在现有的顶层设计和发展理念的基础上,我们应当重视以下几大问题:1)不同区域的过度的差别性与顶层设计的统一规划之间的冲突,因此必须发挥不同区域的基层改革积极性和创新性;2)不同部门各自为政所带来的改革碎片化与分步改革之间的冲突,因此很多部门的权力需要整合。3)官僚体系、精英阶层作为被改革者和改革的实施者具有二律悖论的特性,因此改革的统分结合十分重要。

六、要充分利用中国政府在体制和财政空间的优势,财政政策要更加积极有效,在进一步扩大财政赤字的基础上,强化积极财政政策的定向宽松,全力配合更为主动、更为全面的供给侧结构性改革。

1、可以进一步提高财政赤字率,考虑2016—2017年大改革的特殊性,公共财政赤字率可以达到3.5—4%的区间,中央政府要积极利用国债发行规模的提高来增加政府支出能力,以加大改革推行的力度,解决目前国民收入超分配所带来的“投资—消费”两难困境。考虑到地方债市场容量的狭小和制度的不完全,建议提

高财政赤字水平的核心渠道是提高中央的财政赤字率,地方债的置换规模应当进一步扩大。

2、关注局部区域财政收入崩塌的问题,特别是基层财政收入突变带来的各种民生问题,建议扩大财政平准基金的规模,设立过渡期基层财政救助体系。

3、应当将结构性减税过渡为总量性减税,特别是对于那些供给不足、创新活力很强、升级压力较大的行业进行全面减税。同时,适度弱化财政收入的目标,防止地方政府通过加大税收征收力度和非税收等方式,变相增加企业的负担。通过制度性改革所带来的交易成本削减难以在短期内破解“投资收益下滑—内生动力不足—收入下滑—消费不足—劳资关系恶化—企业绩效恶化—”的恶性循环,总量减税与制度改革降低交易成本的长短结合方案是推行“降成本”的可选组合模式。

4、快速启动过渡期的财政支出新措施,改变目前财政支出难的问题,要在“堵歪门”的同时,快速出台适应新时代“开正门”的各项措施。

5、财政支出应当从投资导向向民生导向转变,从补贴导向向福利导向转变,利用积极的财政政策加速低度广泛的大福利体系的构建,利用定向宽松的财政政策加大养老产业、健康产业以及中高端服务业的发展,释放相应的需求。

七、货币政策应当根据新时期的要求全面重构。

1、在内需持续回落、外需持续疲软、泡沫与风险上扬之时,货币政策一方面要避免 2009—2010 年和 2015 年 4 季度—2016 年 2 季度过度宽松的定位,同时也要避免从紧的取向,实际贷款利率的下降无论是对“去杠杆”还是“去产能”都是必须的,同时也是稳投资的一个关键。

2、不宜过度宣扬 M2 与 CPI 之间的简单关系,大转型和大改革期间传统的货币数量关系(货币数量论)以及就业与物价关系(菲利普斯曲线)发生了革命性的变化,不应担心当前物价水平发展态势。中国货币政策应当把核心 CPI 确定地盯在 2.5%左右,GDP 平减指数盯住在 2%—2.5%区间,当前 1.5%的核心 CPI、0.6—0.8%的 GDP 平减指数、-3%左右的 PPI 还不足以应对目前投资增速下滑、实体经济财务负担过高、地方政府财政紧张、隐性失业过高、内生性下滑压力抬头的局面。当前价格变动的趋势有利于经济复苏和改革实施,不宜进行反向调整,不能因为经济全面复苏时所面临的通胀压力就拒绝底部困局期间采取宽松的货币政策,也不能因为“萧条性泡沫”的存在就采取加剧萧条的紧缩。为改革创造宽松环境、为经济摆脱内生性下滑困局,这两大目标应当是当前货币政策选择的落脚点,它们应当优于其他目标。

3、货币的对内贬值与对外贬值要有组合。因此,在提升中国核心 CPI 水平的同时,人民币顺应市场压力进行渐进小幅的贬值依然是可选择的政策操作目标。

4、治理“萧条性泡沫”以及局部金融震动向系统性金融风险演化依然十分重要。但是这些目标不能成为约束货币政策的核心因素,利用各类宏观审慎监管工具来解放货币政策是当前形势下必须的战略之举。因此新型的、全覆盖的、强力的金融监管体系建设显得尤为迫切。宽松货币政策必须辅之于“强金融监管”和“市场秩序建设”。金融市场缺陷的弥补和恢复金融市场配置资源的能力是适度宽松货币政策实施的一个重要前提,也是实施各种宏观大腾挪战略的重要前提。

5、资金回归实体不能简单依靠过度的、行政化的定向宽松。引导资金回归实体的核心是利用多种政策组合,从根本上改变日益下滑的实体投资收益率与虚拟投资收益率的比值。因此,一方面要通过降低成本和提高创新来提升实体经济的预期投资收益率,另一方面要通过强化监管和规范市场来降低虚拟领域的投资与投机收益率,这两个方面都十分重要。结构性的货币政策不仅不能有效促进这两个方面的推进,反而常常在用力过猛的嫌疑中成为资金“脱实向虚”的推手。例如目前大规模向国有企业定向输血,反而导致国有企业的行为出现变异,大量资金通过各种途径向房地产市场、海外并购市场和金融投资领域进发,成为萧条性泡沫的推手。财政政策在治理“脱实向虚”中应当积极有为。

6、长端利率的刚性和持续较高并不意味着短端利率调整是无效的,企业贷款意愿的下滑也并不等于宽松货币政策是不必要的。相反,即使在长端利率刚性、金融资源对于实体经济渗透力下滑的环境中,宽松的货币政策也具有必要性,宽松货币政策依然是引导预期、防止过度收缩、配合积极财政政策的必要工具。

7、在高债务环境中,不仅要保持适度宽松货币政策,同时还要对大量的僵尸企业进行出清、对高债务企业进行债务重组,更重要的是,对银行以及相关企业的资产负债表进行实质性的重构。存量调整是增量调整的基础,特别是对于中国目前的环境而言,存量调整基础上的积极财政政策+适度宽松货币政策+强监管依然是我们走出困局的核心法宝。

8、人民币汇率波动以及中国资本的外逃可能是继股灾之后诱发中国风险的关键点。因此,货币政策必须存在在稳定人民币汇率预期上进行着力,适度宽松的货币政策+汇率预期的稳定+强外部宏观审慎监管依然是应对未来两三个季度波动风险的核心。

9、货币政策、宏观审慎监管、金融微观监管以及其他金融目标的一体化显得更

为重要,货币金融当局的实体化、一体化、独立化和权力化也是做出科学货币政策的前提。中国目前的金融权力体系难以胜任目前货币与金融政策的管理,监管大改革与货币政策框架的重构是当前经济治理建设最为迫切的工程。

八、持续关注房地产市场复苏态势,及时调整当前的房地产调控政策。要改变简单宽松的政策导向,针对不同区域和不同类型房地产企业进行分类治理。对于一二线城市实行供给导向政策,在增加土地供应和信贷支持等方面着力,加快房地产销售向投资的转化,避免全国房地产投资下调过于剧烈而陷入紧缩链条。同时,合理引导预期和控制一线城市房价,防止过度上涨形成新的泡沫。房市泡沫会加速资金脱离实体经济,弱化市场复苏对宏观经济的提振作用,同时房价偏高也是制约房地产需求的重要因素。对于三四线城市实行需求导向政策,鼓励房地产销售,增强复苏的韧度。尽快消化巨量库存是房地产商快速回笼资金、有效降低财务费用与化解金融风险的重要抓手,同时也是房地产市场腾笼换鸟、保障未来投资重回可持续增长轨道的必要前提。政策举措应该着力于刺激房地产市场需求,鼓励房地产商扩大销售。

九、要持续关注去产能过程中的就业市场压力,防范和化解劳动力市场风险。尽管去产能给劳动力市场带来的冲击与影响总体可控,但叠加经济下行调整本身的就业压力,失业风险依然不容忽视。

第一,进一步开放服务业,鼓励市场进入和竞争,促进服务业可持续发展。近几年服务业就业的高速增长释放了新开放行业过去被抑制的空间,下一步必须尽快开放医疗、健康、教育等更多领域服务业的市场准入,从而创造更多的就业机会,提高经济效率和居民收入。在具体实施过程中,可以通过降低行政准入门槛、同时提高行业技术管理标准的组合,在加强监管的前提下促进市场竞争。

第二,重视传统制造业发展的连续性以及与服务业扩张的协调关系,把握好转型升级和退出的节奏。随着我国劳动力成本的上升,传统制造业转型升级是大势所趋,应不断加大对技术改造投资的支持力度。但是由于传统制造业多属于劳动密集型产业,在经济调整期往往发挥着就业稳定器的作用,因而对传统制造业的改造需要保持其发展的连续性,不能超越特定的发展阶段,更非简单地遗弃。同时,也要注意协调好制造业发展与服务业扩张的关系。服务业就业与制造业具有很强的互补性,随着大量工业企业关停或倒闭,与之配套的服务业也会逐渐萎缩。因此,制造业的持续紧缩势必带来服务业扩张难以为继的问题。

第三,针对农业劳动力转移急剧放缓的局面,应出台专项计划加大对劳动力市

场流动的支持力度,多项并举促进农业劳动力转移。一是尽快建立农民工就业市场板块,提高劳动力市场的灵活性;二是加快养老金转移接续改革和落实,促进劳动力跨境流动;三是提高农民工在城市的社会福利,解决随迁子女教育等问题,提高劳动力转移的积极性,促进劳动力落地安居;四是加快户籍和农地改革,消除劳动力流动的障碍,加快城市化进程。这些举措不仅有助于促进农业劳动力转移,也有助于加强社会保障体系的构建和缩小城乡收入差距。

当前中国经济新动力形成机制、障碍与突破 ——基于生产率形成的逻辑视角

张 杰

摘要：现阶段中国出现了与经济发展阶段特征不相对称的劳动生产率增长率过快衰弱的典型现象，这深刻表明中国迫切需要促进以生产率增长为内涵的经济新动力机制的形成。生产率提升不仅仅自身就是中国今后经济可持续增长的主要动力机制，决定了中国经济的新结构和新动能，更是决定了中国今后劳动者收入的提升空间以及收入不平等的缓解途径，同时，也决定了中国内需驱动发展模式和创新驱动发展模式的成败。在此认识的基础上，本文从中国情景下经济动力和生产率提升的四个主要结合机制的分析入手，着重探究当前对中国经济新动力形成造成阻碍效应的七种主要因素，据此提出了相应的突破渠道与有效的改革措施。

关键词：经济新动力；供给侧结构性改革；形成机制；阻碍效应；突破路径

一、当前中国已经出现了生产率增速过快过早弱化的典型现象

1、现阶段中国已经出现了与经济发展阶段特征不相称的劳动生产率增长率过快衰弱现象。

首选,图1的数据显示,在1991年至2014年间,中国的实际劳动生产率增长率由1993年的19.26%,逐步波动式的、趋势性的下降到2014年的0.34%,几乎接近于零。特别是在全球金融危机发生之后的2007年至2014年间,中国的实际劳动生产率增长率的趋势性下降态势更为明显,虽然经历了金融危机的负面冲击导致2009年的中国实际劳动生产率增长率为-0.61%,由2007年的7.27%逐步下降到2014年的0.34%。以上数据深刻表明,以要素粗放型扩张为主的原有增长动力,已经不能够再支撑中国的经济增长和高质量提升空间,导致了中国的实际劳动生产率增长率和实际GDP增长率双双呈现趋势性下降的态势。

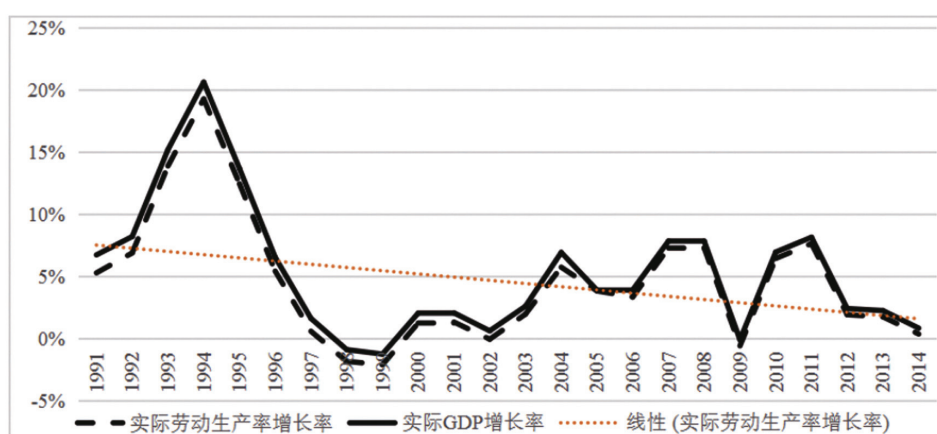


图1 中国1991—2014年的实际劳动生产率增速的变化趋势

其次,图2的数据显示,与人均GDP水平处于同等水平的美、德、日、韩的真实劳动生产率增速对比来看,中国的实际劳动生产率增速明显低于这些发达国家。具体来看,与中国的人均GDP水平处于相同水平阶段的美国,在1973、1975、1976和1978年这四年的真实劳动生产率增速平均值为4.26%;与中国的人均GDP水平处于相同水平阶段的德国,在1976、1977、1978和1979年这四年德国的真实劳动生产率增速平均值为4.05%;与中国的人均GDP水平处于相同水平阶段的日本,在1978、1979、

1980 和 1981 年这四年日本的实际劳动生产率增速平均值为 3.59%；与中国的人均 GDP 水平处于相同水平阶段的韩国，在 1990、1991、1992、1993 和 1994 年这五年日本的实际劳动生产率增速平均值为 6.89%。而对于人均 GDP 水平处于同等水平的中国的劳动生产率增速来看，处于新常态阶段的中国在 2012、2013 和 2014 年这三年的实际劳动生产率增速平均值只有 1.32%，要显著低于人均 GDP 水平处于同等水平的美、德、日、韩的实际劳动生产率增速。以上事实说明，一方面，现阶段中国已经发生了与经济发展阶段特征不相称的劳动生产率增长率过早过快衰退的典型现象，这可能是由中国原有的粗放型增长模式和低端的经济结构特征所决定的；另一方面，值得重点思考的是，当前中国实际劳动生产率增速过早过快下滑的事实，是否是中国的潜在增长率持续下降所决定的？显然，我们对此问题的理解和回答是，一国实际劳动生产率的增速的确是由现阶段该国的经济发展动力和经济结构特征所决定的。然而，随着一国经济结构的重大变化以及经济发展动力机制的根本性转换，该国的潜在增长率也应该发生相应的调整 and 变化。因此，实际劳动生产率的增速也会发生相应的变化以及增长空间的扩张。这种情形下，随着中国经济结构改革的深入和经济增长新动力的逐步形成，中国实际劳动生产率增速应该有着更大的增长空间和速度提升的可能性。而且，而与这些一味依靠出口导向发展战略的相对小规模而言，中国具有的独特的大国优势以及完全可以凭借内需驱动的发展模式基础，决定了中国在如此相对较低的人均真实 GDP 水平和劳动生产率水平，应该有着更高的劳动生产率增速，这就决定了中国仍然具有较高的 GDP 增速的基本事实。

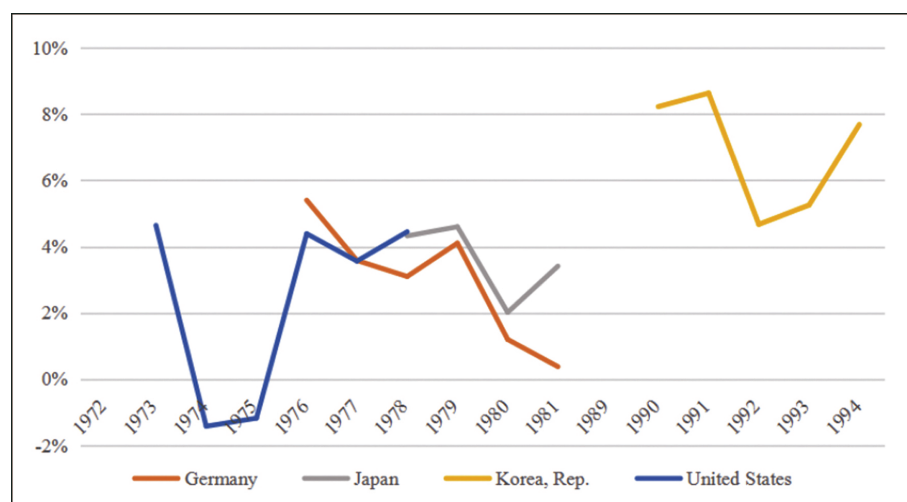


图 2 日、韩、德、美人均 GDP 大致等于中国当前人均 GDP 阶段的实际劳动生产率增长率

2、中国已经出现了实际工资增长率和实际劳动生产率增长率不相兼容的重要现象。

对图 3 的数据进行观察,可以发现,自从 1997 年以来,中国出现了实际劳动生产率增长率明显低于实际工资增长率的显著事实。而在 1997 年之前,中国的实际劳动生产率增长率要明显高于实际工资增长率。具体来看,在 1997 至 2014 年期间,中国的实际工资增长率的平均值高达 11.16%,而实际劳动生产率增长率的平均值为 2.54%。对比来看,在 1991 至 1996 年期间,中国的实际工资增长率的平均值为 5.90%,而实际劳动生产率增长率的平均值高达 10.52%。1997 年后中国实际工资增长率大幅度高于实际劳动生产率增长率的事实说明,一方面,1997 年之后实际工资的高增长率可能是对中国以前一直实施的低工资政策的补偿和反弹有关,而且 also 与中国劳动力供需关系逆转导致的真实工资上涨的事实相关;另一方面,如果中国发生了实际工资增长率长期大幅度高于实际劳动生产率增长率的典型现象,就会导致实际工资增长率和实际劳动生产率增长率出现不相兼容的现象,既会对造成实体经济部门中微观企业的生产成本上升幅度高于生产效率的提升程度,导致微观企业市场竞争力和出口优势的过早过快弱化,最终导致经济增长动力的弱化。

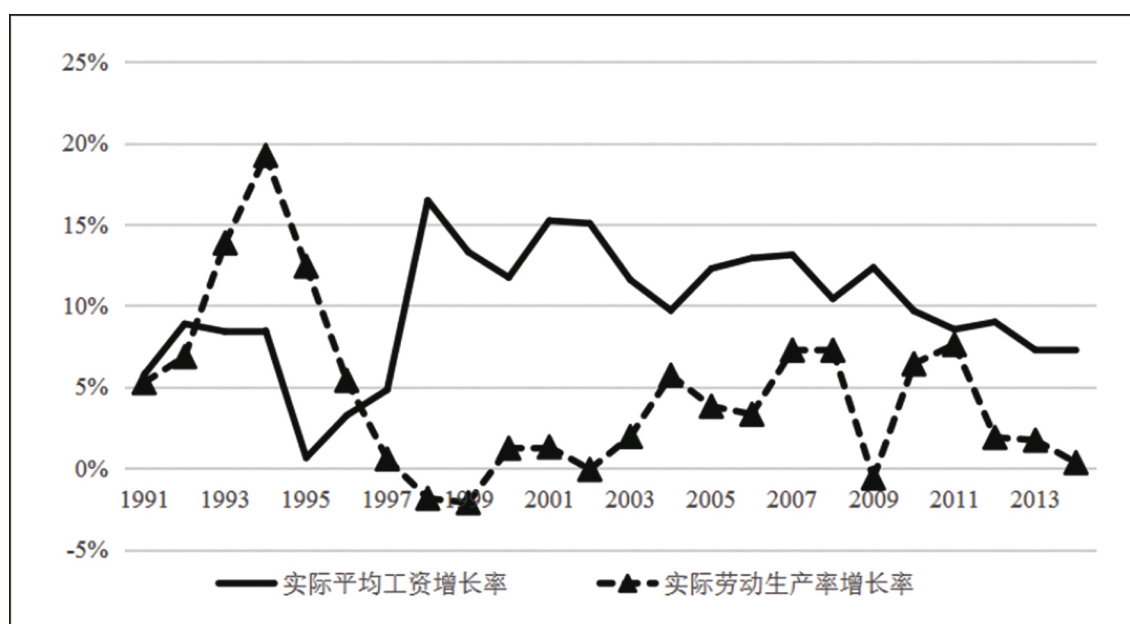


图 3 中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

3、中国已经出现了财政收入增长率和实际劳动生产率增长率不相兼容的突出现象。

图 4 的数据表明,自从 1996 年之后,中国财政收入增长率就大幅度高于实际劳动生产率的增长率。具体来看,在 1996 年至 2014 年期间,中国财政收入增长率的平均值高达 16.03%,而同期中国实际劳动生产率增长率的平均值只有 2.69%,相差的差距高达 13.34 个百分点。如此巨大持久的差距说明,中国已经出现了财政收入增长率和实际劳动生产率增长率不相兼容的突出现象。如果这种差距长期存在的话,这必然会造成政府财政收入增长缺乏经济增长基础的支撑,政府财政收入增长不可持续。我们认为,造成这种现象的原因在于,一方面,为了满足和提升城乡居民的基础设施以及各种民生需求,中国各级政府在支持基础设施和公共服务需求方面的财政支出必然会急剧扩张,这必然导致政府财政收入的高增长以及刚性特征;另一方面,由于现阶段我们对政府和市场的功能边界定义的不清晰以及科学认识的不够彻底,政府对微观部门行使了过度的行政权力,这必然会导致随着中国经济规模的扩张以及经济社会风险的累积和扩大,催生了中国政府行政权力和政府监管机构的增多和扩张,这必然会造成中国政府规模的“越约束、越膨胀”的恶性循环式扩张以及财政供养人口的急剧扩张,从而造成政府财政收入的过度扩张以及难以克服的刚性特征。

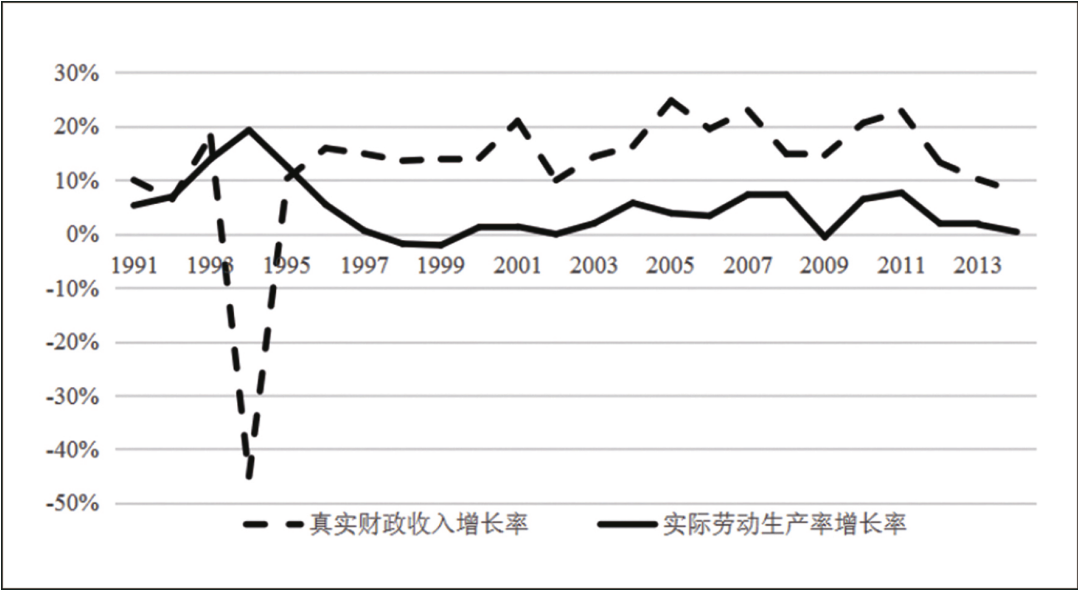


图 4 中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

4、工业部门中劳动生产率增长率和工资增长率不兼容现象尤为突出。

图 5 的数据显示,在 2004 至 2014 年间,中国工业部门中出现了实际劳动生产率增长率远低于实际工资增长率的突出现象,而且二者的差距呈现出逐步扩大的典型现象。在此期间,中国工业部门实际劳动生产率增长率的平均值只有-1.03%,而实际工资增长率平均值却高达 10.44%,二者的差距高达 11.47 个百分点。此外,图 6 至图 12 的数据显示,农业部门的二者差距为 3.4 个百分点(实际工资增长率平均值为 10.42%,实际劳动生产率增长率为 7.02%),建筑业部门的二者差距为 13.92 个百分点(实际工资增长率平均值为 10.05%,实际劳动生产率增长率为-3.87%),批发和零售业部门的二者差距为 9.04 个百分点(实际工资增长率平均值为 12.44%,实际劳动生产率增长率为 3.40%),交通运输、仓储与邮政业部门的二者差距为 10.36 个百分点(实际工资增长率平均值为 10.12%,实际劳动生产率增长率为-0.24%),住宿和餐饮业部门的二者差距为 10.81 个百分点(实际工资增长率平均值为 8.43%,实际劳动生产率增长率为-2.38%),金融业部门的二者差距为 7.53 个百分点(实际工资增长率平均值为 12.69%,实际劳动生产率增长率为 5.16%),房地产业部门的二者差距为 11.71 个百分点(实际工资增长率平均值为 8.19%,实际劳动生产率增长率为-3.52%)。对比来看,中国工业部门中实际劳动生产率增长率低于实际工资增长率的程度,只低于建筑业和房地产业,要高于其他产业部门。

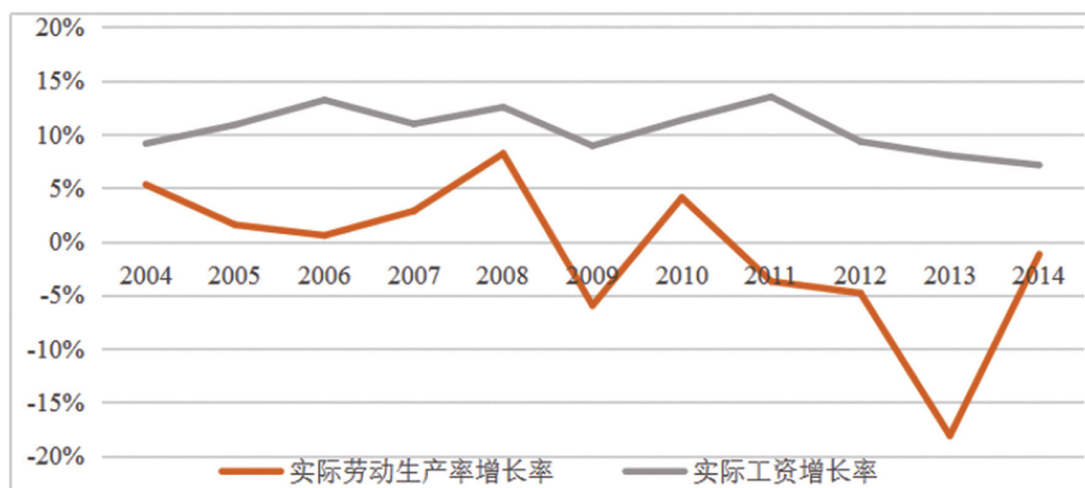


图 5 工业部门中国实际平均工资增长率
和实际劳动生产率增长率趋势的比较

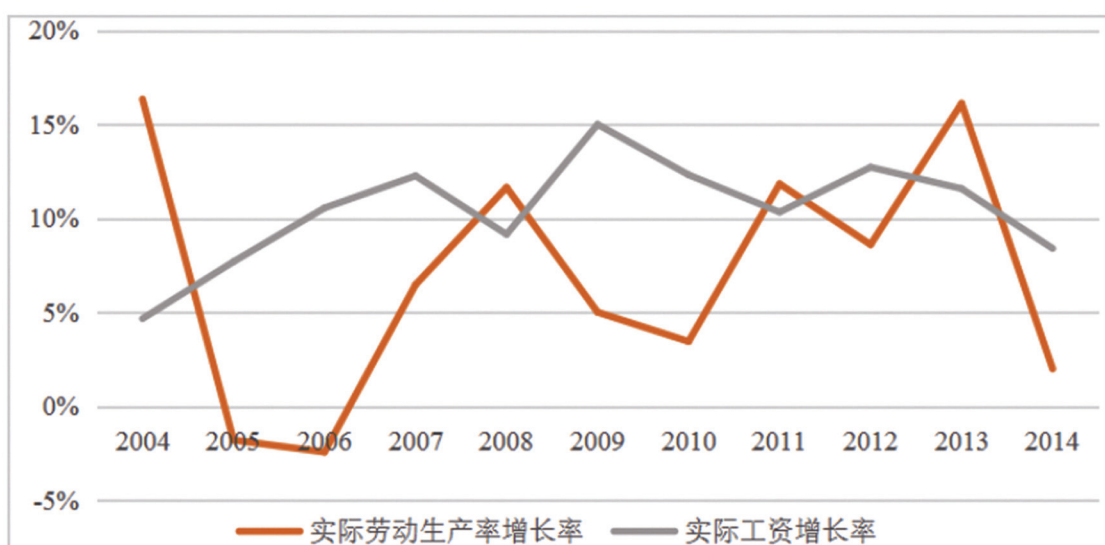


图 6 农业部门中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

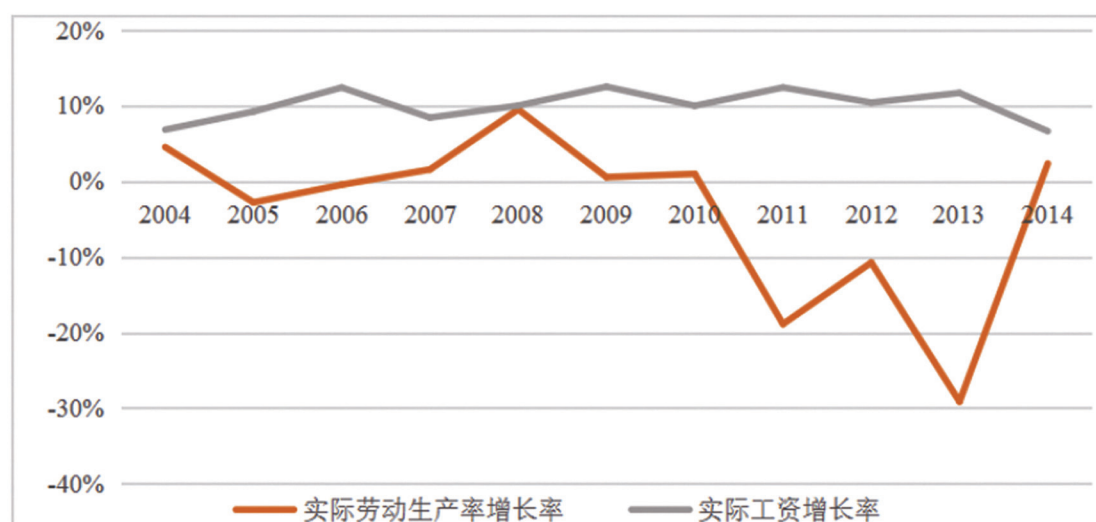


图 7 建筑业部门中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

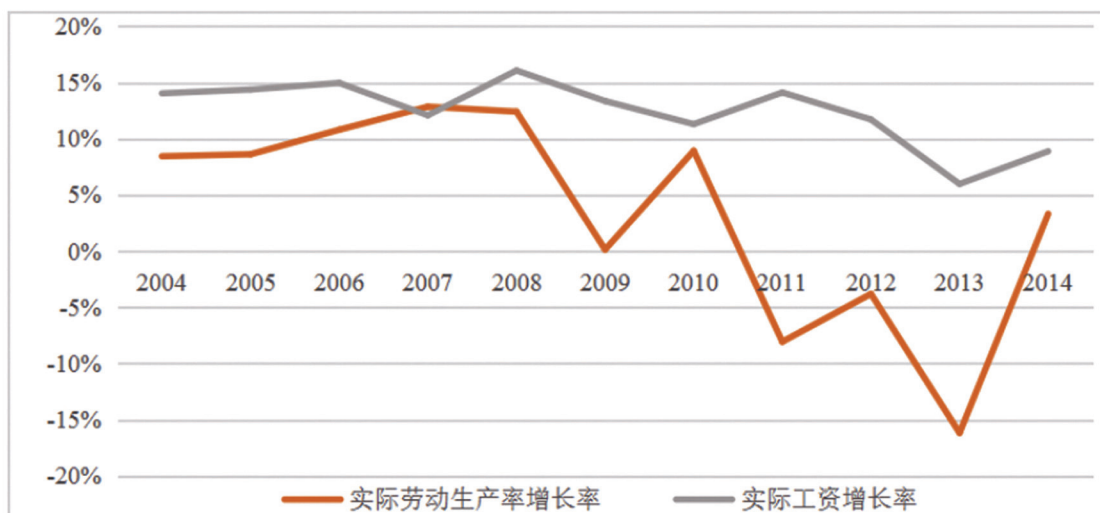


图 8 批发和零售业部门中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

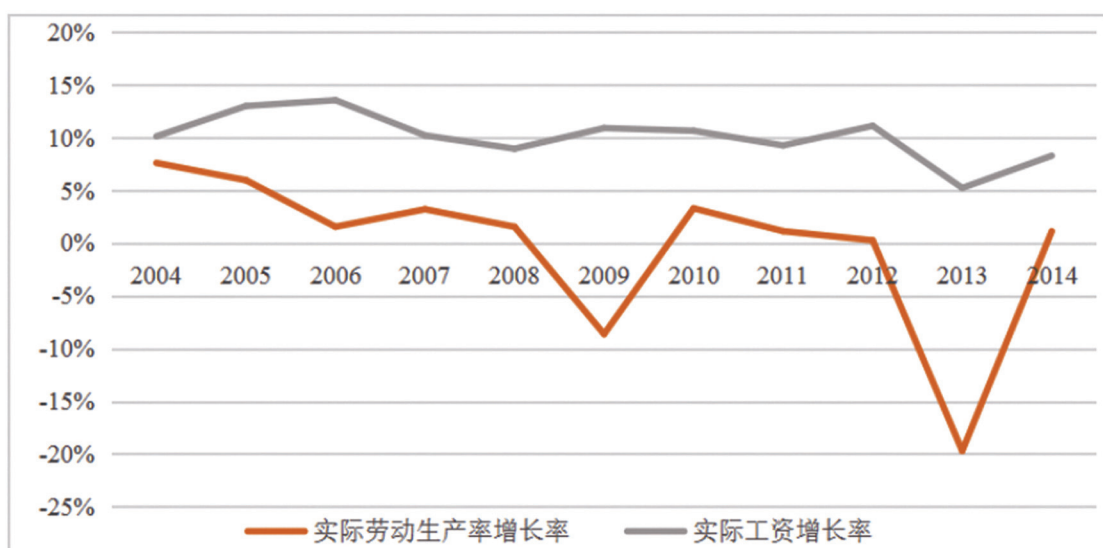


图 9 交通运输、仓储与邮政业部门中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

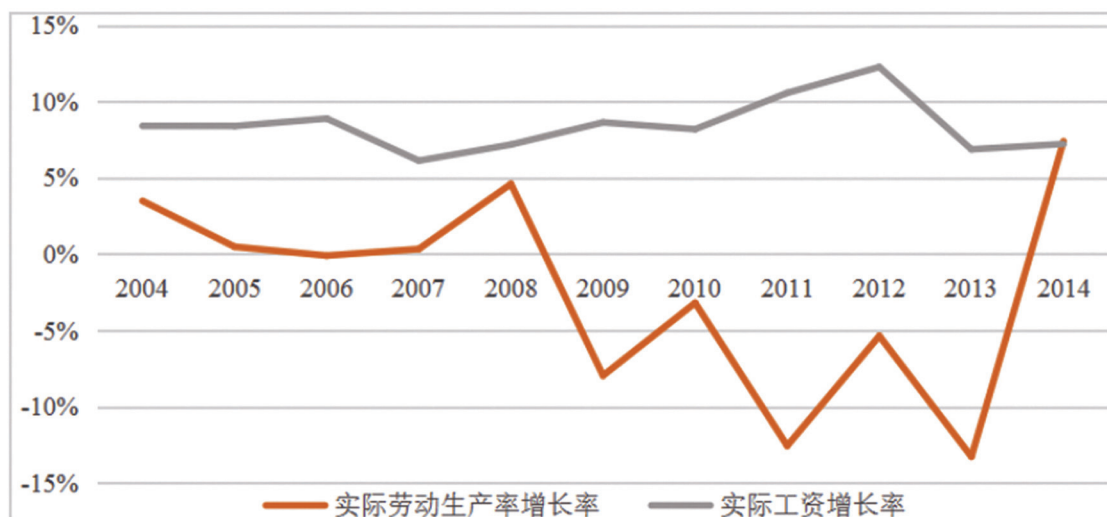


图 10 住宿和餐饮业部门中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

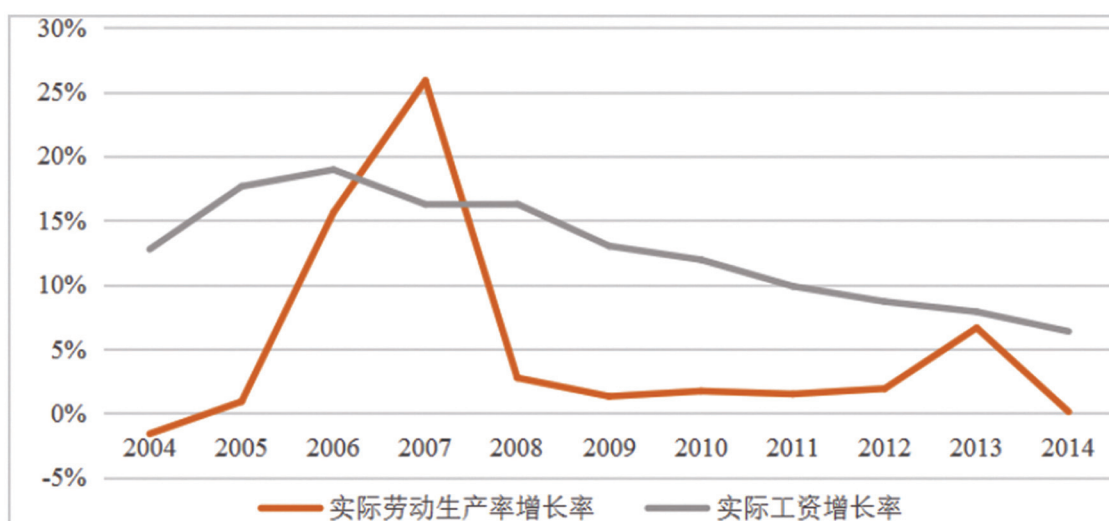


图 11 金融业部门中国实际平均工资增长率和实际劳动生产率增长率趋势的比较

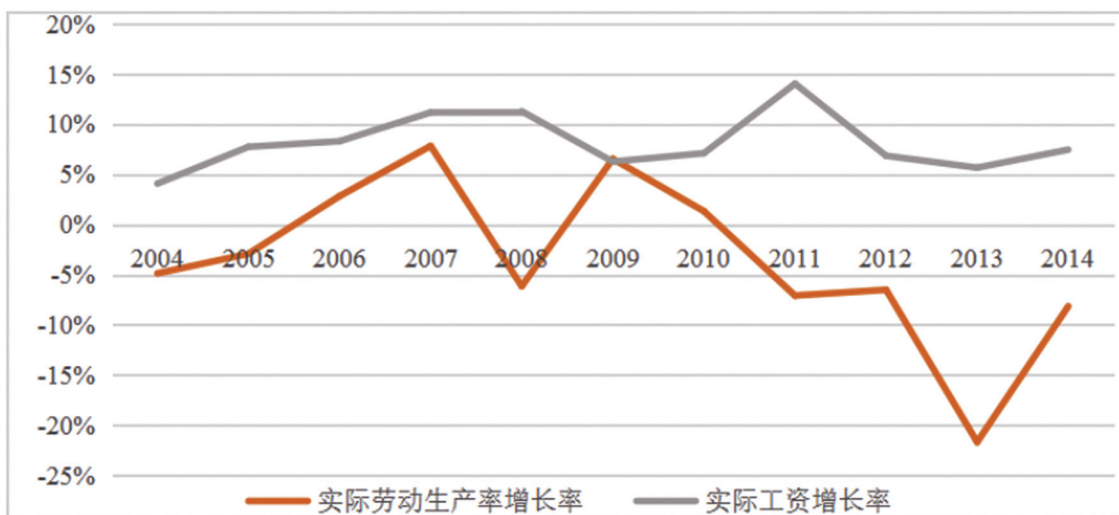


图 12 房地产业部门中国实际平均工资增长率
和实际劳动生产率增长率趋势的比较

二、对中国经济增长新动力来源的判断与机制分析

(一) 生产率是决定中国现阶段经济可持续发展的基础性因素

1、生产率提升自身就是中国今后经济增长的主要动力机制,供给侧结构性改革的核心就是通过全面促进生产率的提升,塑造中国经济的新结构和新动能。无论是从劳动生产率,还是从全要素生产率以及资本体现型技术进步的角度来看,生产率的可持续提升实质上是决定一国能否实现 GDP 可持续发展的基础性因素。因此,对于当前处于经济下行持续压力和经济“新常态”双重背景下的中国,必须高度认识到的客观事实是:如果能够通过各项改革以及推行结构性改革促进中国经济增长新动力的形成,从而塑造刺激和维持生产率持续增长的微观基础,这就意味着中国必将能够实现在今后相当一段时期内维持经济中高速增长的目标,意味着中国就可以成功破除和跨越“中等收入陷阱”的困局。基于这样的认识,中央提出和部署的供给侧结构性改革,其核心就是通过全面的结构性改革,去除束缚和阻碍中国生产率提升特别是制造业为主的实体经济部门生产率提升的各种体制性因素,通过重塑中国经济的新结构,来唤醒维持中国今后经济可持续发展的新动能。倘若中国推进的各种改革并没有渗透到制造业部门,没有强化第三产业与第

二产业和第一产业的融合,没有将国家驱动发展战略完全落实和渗透到制造业为主的实体经济部门,这就可能导致改革与生产率提升不相兼容现象的发生,这种情形下,中国的改革就未必是有效的。

2、生产率提升决定了中国今后的高质量投资来源,决定了中国新经济的新结构和新动能的源泉。从国内环境来看,中国当前经济发展过程中最为值得关注的一个亮点是:随着中国各个层次居民收入的普遍快速提升以及中等收入阶层的迅速壮大,中国的消费需求结构正发生由低端需求向中高端需求结构升级的显著变化,这对中国以制造业为主的实体经济部门立足于生产效率提升为主的高质量投资活动,立足于自主创新能力提升,机器替代人的要素替代和生产模式转型活动、产品质量提升、产品设计多样化等具体形态的高质量投资活动,创造了极为重要的本土市场需求发展机会。然而,中国制造业在生产率提升方面,在自主创新能力提升、产品质量提高、产品个性化多样化设计能力培育、品牌构建维护以及系统精益制造能力建设等这些方面所体现的基本能力,却严重滞后于中国消费者需求结构的变化态势。这造成的直接后果是中国国内消费者将迅速增长的巨大规模的高端需求,转移和外溢到对发达国家产品的需求方面,这就切断了中国情形下消费者需求结构和供给侧产业结构转型升级的内在传导机制,对中国经济可持续增长的新动力和新结构的形成造成了突出的阻碍效应。而从中国的现实状况来看,中国制造业不仅仅在自主创新能力、产品质量与主要发达国家相比存在巨大差距,而且在多数传统制造业的关键材料、核心零配件以及先进生产设备等方面的自主研发与精益制造能力严重不足。更为重要的是,2010至2014年期间中国制造业部门真实劳动生产率的均值,仅相当于美国的14.87%、日本的17.26%和德国的15.18%,从经济增长的追赶效应来看,仍然有着巨大的持续提升空间,这就是中国后续经济增长的核心基础。依据波士顿咨询集团的2015年最新报告,目前中国制造业的成本优势与美国的差距缩小为只有4%。这种情形之下,反过来思考,如果中国以制造业为主的实体经济部门,能够充分利用好中国国内消费者迅速增长且规模巨大的高端需求,通过高质量的多样化投资来促进生产效率提升、自主创新能力提升、产品质量提升、关键设备研发生产、综合成本降低,这显然才是驱动中国新经济、新结构、新动能全面形成的最为决定性的基础因素。

3、供给侧结构性改革不仅仅决定了中国今后生产率提升的模式和空间,更决定了中国今后劳动者收入的提升空间以及收入不平等结构的缓解,决定了中国内需驱动发展模式和创新驱动发展模式的成败。与西方的供给学派理论有着根本性

不同的是,当前中国实施的供给侧结构性改革,对生产率提升和经济增长的促进效应应具有不可忽略的二重效应。其不仅仅是针对供给侧微观企业部门释放生产效率提升活力的核心途径,更是通过供给侧改革来解决需求侧所面临问题的根本途径。首先,供给侧结构性改革具有促进生产率提升的直接效应。正如我们前文分析一直所强调的,中国当前实施的供给侧结构性改革,本质上是以促进生产率提升和释放高质量投资为根本目标的重大改革战略举措,最终加快以重塑新结构、发展新动能为主的维持中国经济今后可持续发展的内生动力机制的形成;其次,依据我们的分析和思考,供给侧结构性改革还具有通过对需求侧的影响作用渠道来促进生产率提升的间接效应。我们将之归纳为如下的循环逻辑机制:供给结构性改革→生产部门生产率提升+高质量投资空间→提供更多高技能岗位+员工收入提升空间→需求结构的升级+高端需求的壮大→需求引致创新机制的形成+内需驱动发展模式形成→促进供给部门生产率持续提升+高质量投资空间的持续扩张。对此的具体分析就是,供给侧结构性改革会激活中国微观部门生产率提升空间,释放中国高质量投资空间,从供给侧的直接作用渠道刺激中国经济增长。然而,在中国的情形之下,供给侧结构性改革的影响作用将会进一步影响到需求侧,决定中国今后劳动者收入的提升空间以及收入不平等的缓解渠道。一方面,劳动者的收入增长水平必然最终受制于微观企业劳动生产率或全要素生产率增长水平的基本事实下,只有生产率的持续增长才能为中国今后劳动者工资水平的增长奠定基础,决定劳动者工资收入水平的增长幅度和空间;另一方面,以促进生产率提升为主的高质量投资活动,决定了中国的微观生产部门能够创造高技能和高收入水平工作岗位数量的基本能力。因此,迅速增加的高质量投资活动必然会为中国创造更多的高技能和高收入水平工作岗位。这两种作用机制的叠加效应,会进一步促使中国本土消费需求结构的升级以及中产阶层的扩张所带来的高端需求加速扩大,而这又会通过“需求引致投资”机制以及“需求引致创新”机制的作用渠道,加快中国内需驱动发展模式和创新驱动发展模式的形成。微观企业部门巨额前中后期的创新研发投入以及追求技术进步为主的高质量投资,由于能够通过本土需求市场的发展空间得到充分的利益补偿和收益回报,进而形成循环式的良性正向激励机制,从而导致微观部门生产率的可持续提升,最终成为维持中国经济可持续发展的内生动力机制。

(二)中国情景下经济动力和生产率提升的结合机制分析

1、创新与实体经济生产率的结合机制。从一国的宏观层面来看,创新研发活

动对一国 GDP 增长的作用效应具有不确定性,其促进效应的发挥受到各种内外环境条件因素的制约。首先,基础性创新和产业的结合与渗透程度会影响作用效应。基础性创新能力的提升自身需要巨额的资金投入和高端人才体系支持,由于多数基础性创新所具有的公共产品特性和外部性特征,从长期来看,基础创新能力强的国家经济可持续发展能力相对较强。然而,短期来看,基础性创新如果与本国的产业结构特征和产业基本需求不相匹配,或者基础性创新成果无法通过有效的产学研渠道渗透到以高新技术产业和战略新兴产业为主的实体经济部门,那么,基础性创新能力可能就取法有效地转化到对生产率的促进效应,无法形成对经济增长的支撑作用。甚至由于基础性创新部门占据了有限的资金和人力资本资源,成为阻碍经济增长的因素;其次,产业创新的外溢性和外溢范围会影响作用效应。如果产业创新只是局部范围发生,或者产业创新只是发生于那些产业关联效应小和具有垄断性质的产业,对整体产业生产率的拉动作用就必然有限,进而对一国经济增长的拉动作用就必然有限。从中国的现实来看,一方面,由于产学研之间传导机制长期性的制度性梗阻,以及高校和专业科研机构的基础研究和人才培养体系与实体经济部门的现实需求之间的长期脱节,导致中国的不少创新研发活动和成果并不能很好地渗透到以制造业为主的实体经济部门,造成创新研发活动可能无法有效形成对整体生产率提升的促进效应;另一方面,中国各级政府当前大量实施的以运用财政资金为主的创新补贴政策以及专利扶持政策,在监管机制普遍失效以及寻租腐败活动普遍存在的情形下,并没有促进有限的政府创新扶持补贴资金渗透到那些具有创新需求的产业或企业主体部门,相反,催生了创新泡沫和专利增长泡沫,扭曲了创新资源的市场资源配置效应,就必然会削弱和扭曲创新活动对生产率应有的促进效应。

2、第三产业发展与生产率的结合机制。第三产业对一国生产率的作用效应具有复杂性和不确定性。首先,从生活性服务业自身的发展特征来看,由于多数生活性服务业具有典型的劳动密集型生产模式特点,其自身的劳动生产率相对就要低于第二产业乃至第一产业,而且增长空间相对有限。这种第三产业中的生活性服务业扩张,非但不能对一国的生产率提升形成有效的促进效应,相反,还可能造成显著的拖累效应。从生产性服务业自身的发展特征来看,如果一国的第三产业中高端生产性服务业的发展,是从第二产业中的制造业分离出来的,能够很好地满足和对接第二产业的现实需求,具体来说,就是第三产业的金融业以及科技服务业等生产性服务部门的生存发展,是与第二产业中的制造业的各种创新和投资需求密

切融合的,那么,第三产业的这种发展模式就能对生产率的提升形成促进效应。相反,假如一国的第三产业中类似金融、房地产、教育体系这样的生产性服务业,发展成为与实体经济部门的现实需求相脱节的金融泡沫、房地产泡沫以及人才泡沫形态,那么,第三产业这种特色的发展模式不但不能对生产率提升形成有效的促进效应,反而会对生产率的提升形成不可忽略的阻碍效应乃至抑制效应。从中国的现实来看,第三产业的发展恰好就很大程度上出现了金融泡沫、房地产泡沫以及人才泡沫的典型特征,换言之,中国现阶段类似金融、房地产、教育体系这样的生产性服务业的发展,已经脱离了制造业的产业结构特征与基本的现实需求,就会造成第三产业的扩张与发展并不会对生产率提升构成充足的支撑作用。

3、城镇化与生产率的结合机制。按照一般的理论逻辑,城镇化过程由于自身所具有的集聚经济、范围经济以及分工经济,会对一国生产率的提升形成有效的促进效应。然而,这种理论逻辑是建立在市场机制决定资源配置效率的情形,如果一国的城镇化并不是按照市场机制的逻辑来展开的,相反,是由政府不合理的干预行为或者不合理的某些城乡二元分割制度(比如城乡户籍歧视制度),或者是出于政府官员对自身利益需求以及基于 GDP 至上主义的发展逻辑,就会导致城镇化规模的扩张以及房地产的发展,与人的基本需求相脱节,与产业支撑的基础功能相脱节,进而造成城镇化无法对一国的生产率提升形成持续的支撑作用。更为值得关注的是,如果一国的城镇化变异成为普遍的房地产泡沫,会通过需求结构的扭曲造成产业结构的扭曲,使得诸如钢材、水泥、玻璃、装饰材料等这些生产率提升空间有限、创新能力相对较低的低端产业的过度扩张,从“高端需求对于高端产业、低端需求对应低端产业”的传导渠道,对高技术密集度、高创新密集度等的产业以及战略新兴产业的发展空间造成了替代效应甚至挤出效应。从中国的现实状况来看,不少地方的城镇化发展,既发生了城镇化规模扩张以及房地产发展与人的基本需求相脱节,与产业支撑相脱节的突出现象,也出现了房地产泡沫和相关产业的产能过剩现象,这必然会导致中国当前的城镇化未必能够对生产率提升形成有效的支撑作用。

4、“互联网+”与生产率的结合机制。当前,中国推进的“互联网+”到底会对生产率提升以及经济增长产生何种性质的影响?依据我们的分析,其可能有正反两个方向的作用效应。首先,从可能的正面作用效应来看,如果“互联网+”既能够降低消费者的搜寻成本,有效降低消费者和生产者之间的信息不对称和交易成本,又能够降低生产者和生产者之间以及处于产业链、产品链不同环节的生产商之间

的信息不对称和交易成本,充分促发分工经济、规模经济和范围经济的发挥,同时,也能够切实有效降低创新创业成本,那么,“互联网+”和实体经济部门的这种深度融合模式,就可以促进一国生产率的提升;从可能的负面作用效应来看,一方面,“互联网+”可能造成产业间的替代效应,最为突出的是造成物流产业对商贸服务业等实体经济部门的替代效应,而物流产业相对是劳动密集型的产业,其劳动生产率相对较低。因此,“互联网+”兴起催生的物流产业规模的迅速粗放型扩张,这就可能会对一国的生产率造成负向的拉动效应;另一方面,中国的经验表明,“互联网+”会催生互联网金融的迅速发展,在多数发展中国家,由于金融监管制度发展的滞后以及专业监管经验和人才的相对不足,很容易导致互联网金融迅速发展成为脱离和掠夺实体经济部门的金融泡沫现象,成为金融欺诈行为和庞氏骗局的策源地,诱使局部乃至系统性金融风险的爆发,最终对一国的生产率和经济增长造成负向冲击效应。中国的发展历程就充分说明了以上的正反两种逻辑事实。因此,“互联网+”究竟能否促进中国生产率的提升以及经济增长,要看这种正反两种性质的作用力量的对比,其作用效应具有不确定性。

(三)对当前中国经济增长趋势的判断:L型或S型?

在中国的经济新常态背景下,供给侧结构性改革究竟对中国今后的GDP增长造成是L型抑或S型?对之重大问题存在诸多的争论。依据以上的诸多机制分析,我们给出的判断是,中国今后的GDP增长是呈现L型抑或S型,与中国供给侧结构性改革推进的深度和落实的力度密切相关。首先,中国的GDP潜在增长率仍然具有超越7%的可能性,得出这种结论的原因是考虑到两个方面的基础性因素,一是不同于日韩之类的国家规模相对较小的发展逻辑,中国庞大的人口规模和资源要素禀赋条件,决定了中国的大国发展模式应该具有自身的发展逻辑;二是中国的人均真实GDP只有美国这样的发达国家的24%左右,仍然具有迅速提升的巨大空间,这个决定了中国的GDP潜在增长率仍然具有很大回旋余地和提升机会;三是中国2014年的名义劳动生产率(以名义汇率核算的名义人均美元GDP)也只有美国的13.89%、德国的15.89%、日本的20.97%以及韩国的27.14%(具体数据见图13),这就决定了中国存在利用自主创新能力提升、人力资本提升以及“机器替代人”形式的体现型技术进步为内核的生产率提升具有的巨大空间。在这些基础性因素的决定性综合作用下,中国是存在利用全面推进供给侧结构性改革,来获得GDP增长的S型发展机会。其次,面对中国供给侧结构性改革进程中可能遇到

的诸多障碍和困局的复杂度和解决难度,这势必造成中国当前积极推进的供给侧结构性改革必然会受到国内外诸多制约条件的限制,导致供给侧结构性改革的“摸着石头过河式”的稳步推进逻辑,甚至在很多利益集团干预以及社会风险激化的阶段可能出现停滞乃至倒退现象,这就会造成中国今后的 GDP 增长可能会在相当一段时期内呈现 L 型发展态势。

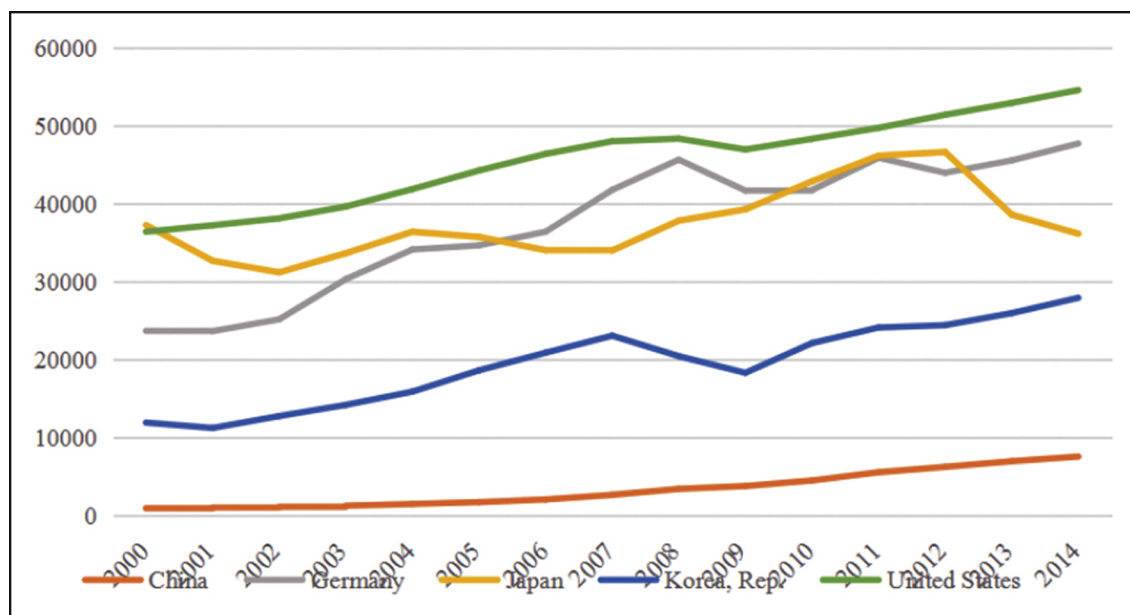


图 13 中国、德国、日本、韩国、美国人均 GDP 比较(美元计价)

三、阻碍中国当前经济新动力形成的核心因素分析

(一)政府和市场功能边界的不清晰以及政府行政权力过度干预微观经济,是阻碍中国经济增长新动力形成和生产率提升的根本性因素。首先,长期以来,中国经济发展进程中最为突出的问题就是政府和市场功能边界不清晰,这必然会导致政府掌握着微观企业开展生产经营活动所需关键要素的获取权、获取价格以及企业市场进入的权力,由于中国当前的政府行政权力体制所具有政府权力使用体制的路径依赖和局部利益集团对改革阻力的双重特征,这就造成中国经济增长由旧动力向新动力转化的进程中必然会遇到各种阻力和体制性障碍,阻碍中国经济增长新动力的形成。其次,政府行政权力的过度膨胀,以及政府行政权力对微观经济部门市场化活动的过度干预与各种不合理管制,必然会对市场竞争机制的正常发

挥形成突出的诸多制约效应和阻碍作用,从市场决定资源配置效率的功能造成扭曲效应,这必然会对中国整体的生产率提升能力造成了不可忽略的损害效应。最后,中国情景下政府和市场功能边界的界定不清晰以及对推进国有企业改革的相对滞后,造成了中国当前微观企业在市场交易活动中存在较高的制度性交易成本和高昂的垄断成本,这既推高了微观企业的生产成本,抑制了微观企业提升生产率的内在动力,也抑制了微观企业提升自主创新能力的内在能力。

(二)针对实体经济部门的金融抑制体制和金融市场自由化倾向的双重体制,是阻碍中国经济增长新动力形成的突出因素。从中国当前的发展现实来看,无论是传统产业的转型升级或者新兴战略产业发展壮大的角度来看,还是微观企业以资本替代劳动型为主或者通过加大创新研发投入和自主创新能力提升型的生产率提升活动,均蕴藏着巨额的高质量投资活动和外部融资资金需求,迫切需要来源于中国金融体系的全面融资支持。然而,中国当前的金融体系由于存在两个方面的突出问题,一方面,以具有垄断性质的国有大银行体系为主的间接融资渠道类型金融体系,存在银行体系自身的垄断地位和商业化经营运行模式以及过于谨慎的银行风险监管机制的内在矛盾,这就必然会导致银行机构的资金无法有效渗透和满足中国当前以制造业为主的实体经济部门的现实需求方面,造成中国银行体系、影子银行体系以及各种非正式金融体系对实体经济部门的“掠夺之手”效应,催生金融资金脱离实体经济部门的金融脱媒以及金融虚拟化、泡沫化等现象的发生与蔓延;另一方面,以直接融资渠道为特征的金融市场发展,在金融监管制度严重滞后以及局部和系统性金融风险认识和控制能力严重滞后的双重制约之下,中国的金融市场和资本市场在发展层次化、多样化以及发展深度厚度远远不足的情形下,却出现了金融市场过度自由化发展的倾向,造成了金融发展与实体经济的不相兼容现象,导致金融市场化的发展无法对实体经济的转型升级和自主创新能力提升,形成有效的支撑作用,进而对中国经济增长新动力机制的形成和生产率的提升造成了突出的阻碍作用。

(三)房地产泡沫对中国经济增长新动力的形成和生产率提升,造成了不可忽略的负面影响效应。当前,在对中国经济增长新动力的形成和生产率提升造成负面效应的诸多因素中,一个不可被忽略的重要因素就是房地产泡沫问题。中国制造业生产率的提升形成突出的阻碍效应。首先,房地产的快速膨胀以及房地产泡沫的形成,会对企业投资特别是长期投资形成显著的挤占效应,导致资源错配效应的发生,进而会对经济可持续发展能力造成损害。Wang 和 Wen(2014)利用理论

模型分析了房地产泡沫对一国资源配置可能形成错配效应的渠道效应。他们发现,房地产投资的快速膨胀通过利率效应,对其他部门的投资特别是长期投资形成显著的挤占效应,导致了资源配置效应的发生。这是房地产泡沫对一国资源配置形成错配效应的主要机制。Bleck 和 Liu(2014)基于理论模型的研究,再次验证了如此的房地产投资快速膨胀所形成的挤占效应和资源错配效应。Chaney 等(2014)利用美国房地产泡沫时期的银行数据,发现了银行体系对房地产行业的贷款增加挤占了其他行业商业贷款需求的现象。Chen 等(2015)利用中国 369 个城市数据,也发现了房地产价格的快速增长对投资效率造成了弱化效应,导致了非房地产行业融资约束程度的加重,这显然会导致中国资源错配效应的发生。

其次,房地产的快速膨胀以及房地产泡沫的形成,可能会对企业创新能力提升形成显著的抑制效应,进而对中国经济增长新动力的形成和生产率提升造成损害。房地产对创新活动的影响效应以及其中可能的作用机制,可从以下的多个方面来理解:(1)对于任何形式的创新活动来说,尤其需要企业自身内源融资渠道提供的长期投资来维持(Brown et al.,2012),因此,房地产投资的快速膨胀以及房地产泡沫的形成,显然会对企业创新研发活动所需的长期投资资金造成显著的挤占效应,进而对创新活动形成抑制效应。Miao 和 Wang(2014)通过理论模型对这其中可能的联系机制加以分析。发现企业受资产泡沫的吸引会企业有限的资金投入有泡沫的生产部门,其主业的创新投入因此受到抑制。如果存在泡沫的部门不具有很强的技术外溢效应,典型如房地产业,则投资的转移会通过资源错配效应对其他生产部门创新投入产生抑制效应,进而对经济增长造成消极影响。(2)在房地产泡沫发展的特定阶段,在那些以银行机构为主导的金融体制中,由于房地产投资的收益率要高于其他行业的投资收益率,这就会激励商业银行体系偏向于将有限的贷款资金优先提供给低风险、高收益的房地产部门,这就会对制造业部门的创新研发活动所需的长期投资资金,造成显著的挤占效应,进而对制造业部门创新活动以及转型升级活动造成显著的抑制效应。王文春和荣昭(2014)针对中国工业企业的经验发现在一定程度上就验证了这一种特定的影响机制。(3)在房地产泡沫发展的特定阶段,房地产价格的快速上升可能会扭曲一国的消费结构,其主要表现为导致家庭将储蓄的主要部分用于购买创新活动相对较低的房地产行业,这必然会导致偏向于拉动与房地产行业相关的水泥、钢材、装饰材料等高投资行业快速增长的发展模式。而且,房地产泡沫导致的高支出负担,会迫使家庭将收入中的较少部分用于购买那些蕴含更多创新活动的高新技术产品,导致“内需所引致的创新”机制的功能

失效,造成房地产泡沫→需求结构的扭曲→“内需所引致的创新”机制的失效→产业结构扭曲的传导机制的发生,进而对该国的经济可持续发展能力造成不可低估的负面效应。(4)在一国特定的发展阶段,如果房地产部门的净利润率远大于制造业部门,就有可能激励制造业部门的微观企业将自身用来进行创新研发活动的资金或积累利润,通过多元化投资策略或者是对房地产的投机行为,转移到高投资收益回报率的房地产部门,从而对制造业部门的创新活动造成突出的抑制效应。从中国的现实来看,房地产部门和工业部门的利润率恰恰存在巨大的落差。2014年以前,中国房地产行业的平均净利润率均在30%以上,而同期,中国工业企业的平均净利润率不超过7%,工业企业500强是2.3%,规模以上工业企业经营活动平均净利润率为6.04%。中国房地产部门和工业部门利润率的这种巨大落差,必然会导致中国工业部门的资金向房地产部门的大规模转移,从而对中国工业部门的创新活动造成不可低估的抑制效应(张杰等,2016)。

(四)实体经济部门的高负债高杠杆率成为制约中国经济增长新动力形成和生产率提升的突出因素。在中国一直以银行体系间接融资类型为主的金融体系而产生的金融抑制效应和以直接融资类型为主的金融市场发展相对滞后的双重格局下,中国以制造业为主的实体经济部门一直存在高负债率高杠杆率的典型现象。统计数据显示,中国全部国有及规模以上非国有工业企业的资产负债率(总负债/总资产)只是由1999年的61.83%小幅度下降到2014年的57.17%。图14的数据显示,在1999年至2014年间,随着中国金融贷款规模的迅速扩张和金融机构数量的增多以及以构建银行现代企业治理机制为导向的金融改革的推进,工业企业的资产负债率并无明显的下降。以上事实深刻表明,中国当前推进的金融改革和金融发展,并没有对以制造业为主的实体经济部门,特别是中小微民营企业所遭受的以间接融资渠道主要特征的严重信贷歧视、融资约束程度以及高负债率高杠杆率水平,造成相应的缓解和化解。因此,以制造业为主的实体经济部门长期存在的如此高负债率高杠杆率现象,必然会对中国的实体经济部门的转型升级和自主创新能力提升,造成突出的抑制效应。这些抑制效应具体表现在两个方面,一方面,高负债率高杠杆率所导致了微观企业所创造的利润,被迫多数用来偿付金融机构的融资成本,从而推高企业的财务成本和生产成本,这种压力之下就必然会导致中国的制造业企业部门多数无法获得超额利润乃至合理的利润积累,降低企业的利润率,从而在中国劳动力成本快速上升的背景下,抑制企业“机器替代劳动”形态的高质量投资动力以及体现型技术进步能力,抑制制造业部门的生产率提升能力建设;

另一方面,以制造业为主的实体经济部门长期存在的高负债率高杠杆率现象,势必会切断微观企业通过利润积累来获得产品质量和自主创新能力提升的渠道,在企业的创新研发活动由于成功概率的不确定和高风险特征,导致企业创新研发主要依靠自身利润积累的内源融资渠道的情形下,高负债率高杠杆率所造成的制造业低利润现象,必然会严重抑制企业的创新研发投入动力,降低制造业为主的实体经济部门生产率提升能力的建设。

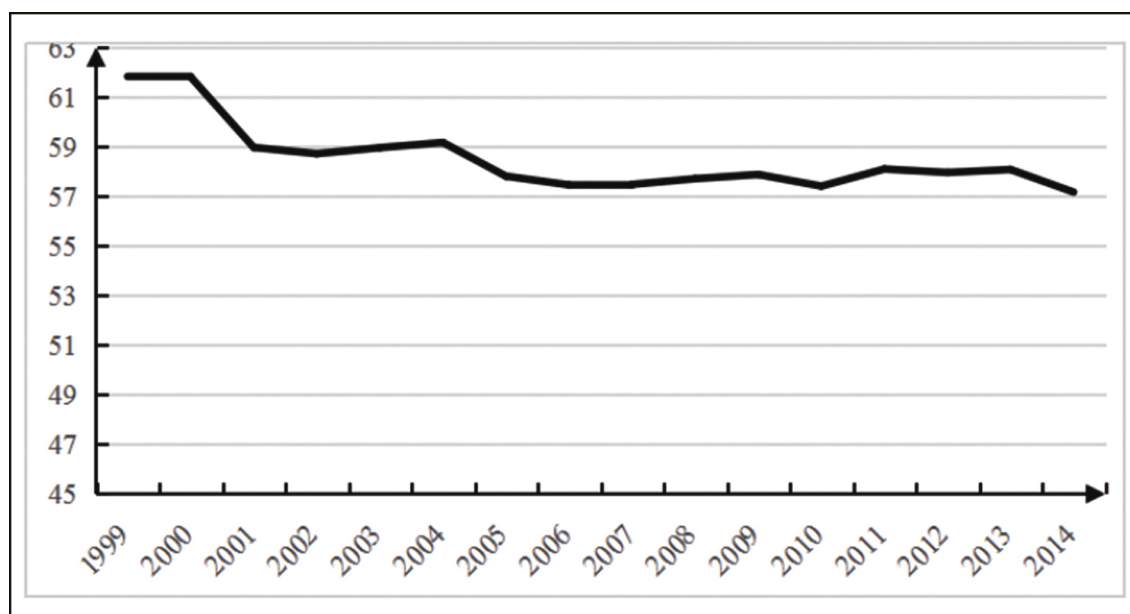


图 14 中国工业企业部门 1999—2014 年的资产负债率变化趋势

(五)过剩产能和僵尸企业成为制约中国经济增长新动力形成和生产率提升的重要因素。在中国当前的经济发展进程中,最为突出的发展困局和改革重点之一,就是针对中国当前不少特定产业中存在的严重的产能过剩和僵尸企业现象。这些特定产业中存在的产能过剩和僵尸企业现象,对中国经济增长新动力的形成以及以制造业为主的实体经济部门的生产率提升,造成了突出的阻碍作用和抑制效应。这具体表现在:首先,这些特定产业中存在的产能过剩和僵尸企业现象,造成了中国制造业部门已经持续相当时期的通货紧缩现象,扭曲了这些产业乃至相关产业的正常供需均衡关系,加大了市场配置效率的无谓损失。在这种压力之下,一方面,低效率的僵尸企业的要素资源无法向具有生产效率优势的企业进行转移和重新配置,对生产率的提升造成阻碍效应;另一方面,过剩产能行业中的国有企业导致的银行机构的金融风险 and 可能的局部失业带来的社会压力风险,会对新兴战略

产业和高新技术产业的发展壮大,造成不可忽略的拖累效应和挤压效应,从而对中国经济增长新动力的形成以及生产率的整体提升,带来进一步的抑制效应。其次,特定产业中存在的产能过剩和僵尸企业现象,会造成这些行业中微观企业大规模的亏损现象,微观企业长期处于微利、不盈利乃至亏损的状态之下,会对这些微观企业以转型升级和自主创新能力提升为主要类型的高质量投资动力,产生强烈的抑制效应。很显然,这必然会对中国经济增长新动力的形成以及生产率的整体提升造成更为突出的抑制效应。

(六)知识产权保护制度的缺位、扭曲的政府专利扶持政策以及政府创新补贴政策,对国家创新驱动发展战略的落实实则上造成了负面效应,必将对中国经济增长新动力的形成以及生产率的整体提升产生抑制效应。

首先,知识产权执行机制的缺位以及专利制度的落后,极大地抑制了中国创新动力的提升,对中国经济增长新动力的形成以及生产率的整体提升产生抑制效应。具体来看,中国虽然已经制订了一系列知识产权保护法律法规,然而,在地方政府仍然存在地方保护主义、地方法院系统对知识产权保护执法的不重视以及执法能力的不到位、腐败活动对知识产权执法公平性的干扰等多重因素的叠加影响下,事实上造成了这些知识产权法律法规的执行机制的严重缺位。知识产权执行机制的普遍缺位,造成的是中国企业之间对创新的模仿和剽窃行为的盛行,造成创新企业的前期巨额研发投入根本无法获得正常的弥补和回报,这从根本上对中国企业的创新研发活动造成了严重的抑制效应,导致了中国企业“囚徒困境”式的对创新模仿和剽窃依赖式的发展机制。而且,中国当前专利制度的设计和改革,已经滞后于国家对创新推动经济转型升级重要作用的现实需求。虽然,中国这几年发明专利以及三种类型专利的申请数量已经居于世界第一,但是,在中国各级政府的专利资助奖励政策以及创新补贴政策的双重扭曲效应的负向激励作用下,中国专利数量的快速增长中存在明显的专利“泡沫”或专利“创新假象”现象,集中表现为政府的专利资助奖励政策,造成了大量专利质量低下和不具有产业运用价值的专利的产生,导致专利数量的快速增长既无法对中国的经济增长形成有效的支撑作用,也不能对中国制造业为主的实体经济的转型升级形成有效的促进作用。

其次,当前,中国各级政府为了积极响应中央制定的创新驱动发展战略,广泛运用政府财政资金,以创新补贴、奖励或贷款优惠形式的优惠政策,来激励微观企业创新能力的提升。然而,在中国相应的监管机制缺位的情形下,这种简单地运用政府财政资金来补贴和激励企业创新研发活动的行为,既没有将有限的财政资金

精确地运用到破除制约企业或行业创新能力提升的共性创新技术平台,弥补关键创新技术能力提升的短板等方面,相反,其却在很大程度上激发了掌握政府创新补贴奖励政策权力的官员和企业之间的合谋行为,导致了当前中国以政府创新补贴奖励为主要类型的产业政策的失效。依据我们实地调研所掌握的资料信息表明,产业政策的失效性表现在:一方面,大量的创新财政资金投入被运用到企业生产经营相关的活动中,而真正用于创新活动的不多;运用到购买硬件的较多,而用于创新人才培养以及创新技能培育方面的较少;运用于购买国外创新技术的较多,而致力于自主创新能力提升的较少;运用于国有企业的较多,而针对民营企业的较少;另一方面,我们的研究表明,政府的创新补贴资金对企业自身私人性质研发投入造成了显著的挤占效应,造成了企业的创新研发投入对政府财政资金的依赖症,削弱了企业运用自身资金进行创新研发投入的内生动力(张杰等,2015),进而对中国经济增长新动力的形成以及生产率的整体提升产生了负面效应。

(七)在现有的全球价值链体系和发达国家主导和控制的代工模式,出口已经成为阻碍中国经济增长新动力的形成以及生产率可持续提升的重要因素。自从中国于2001年底加入WTO后,中国的出口出现了快速增长的态势。在中国加入WTO的初期阶段,中国本土企业利用“进口中学习”和“出口中学习”效应以及利用外资企业的技术外溢效应,可以获得生产率的增长空间。然而,在由发达国家的跨国公司和国际大买家所主导和推动的全球价值链形态的分工和贸易体系下,一旦中国的出口企业要进入到全球价值链体系的高端环节,一方面,其自身的创新研发能力的提升就会收到“锁定”效应的控制,阻碍中国出口企业自主创新能力的提升;另一方面,“进口中学习”对中国加工贸易的创新研发活动造成了一定程度的替代效应,从长期来看会对中国出口部门的生产率提升造成负面效应(张杰等,2015),而“出口中学习”效应对中国本土企业生产率并未产生显著的促进效应(张杰等,2016)。在中国加入WTO的后期阶段,出口已经无法支持中国出口部门生产率的可持续提升,相反还造成了一定程度的阻碍效应乃至抑制效应。

四、突破障碍的途径与对策

(一)通过全面推进市场化改革来释放改革红利,降低制度性交易成本,是塑造中国经济新动力和维持经济可持续发展的根本性途径。要顺利推进中国经济增长由旧动力向新动力的转移,由要素粗放型扩张驱动型向创新和技术进步驱动型增

长方式的转型,最为首要的突破途径是正确认清中国背景下政府和市场各自功能的边界以及各自在经济发展中的作用定位,进一步加快各级政府行政权力清单的改革,加快取消各级政府不合理的行政权力项目,同时,也要加大对各级地方政府在落实中央部署的政府行政权力清单改革的执行情况以及实际效果,防止某些地方政府对中央改革政策的执行不到位以及行政权力的反弹。长期来看,要牢牢依据“中性政府”以及“适度规模政府、大市场”的根本性基本理念,通过推进对政府行政体制的彻底改革,切实理顺和取消不合理的政府机构和政府机构层次,真正降低中国的财政供养人口规模和政府自身规模,从而避免中国的政府行政权力改革进入“清理和取消各级政府行政权力清单改革→各级政府行政权力再次膨胀→再次推进清理和取消各级政府行政权力清单改革”的恶性循环之中。其次,要通过限制、规范乃至取消政府行政权力,构建与中国的经济阶段性发展目标相匹配的市场化体系,通过取消各种市场进入行政壁垒来释放改革红利,全面降低整个经济社会中的制度性交易成本以及由于政府过度干预微观经济所带来的其他形式的高生产成本,扭转微观企业通过对官商勾结和腐败寻租活动获取关键要素以及依靠行政垄断地位获取利润的依赖型发展模式,激活微观企业部门依靠市场公平竞争渠道来提升自身创新能力和生产效率的激励机制,进而从微观企业层面充分激发经济增长的新动力机制。

(二)打通生产率提升和工资水平提升之间的传递机制,搭建供给侧和需求侧之间的互动机制,是塑造中国经济新动力和经济可持续增长的重点所在。当前,可以通过全面推进供给侧结构性改革,来充分释放中国以制造业为主的实体经济部门的高质量投资动力和活力,促进供给侧生产部门的劳动生产率和全要素生产率的提升,进而重塑中国经济增长的新动力。然而,对于维持中国经济可持续增长的新动力而言,更为关键的突破途径是,要打通供给侧生产部门的生产率提升和工资水平提升之间的传递机制,全面搭建供给侧和需求侧之间的互动机制。具体来说,这就是在中国供给侧结构性改革使得生产部门的生产率得到有效增长,创造更多的高技术、高人力资本含量的就业岗位,与此同时,要有序的通过实施和贯彻中国版的“收入倍增计划”,来促进各个层次工人真实工资水平的合理提升,从而进一步驱动中国内需规模的可持续扩张和需求结构的转型升级,促使中国的后续经济增长进入到“供给侧结构性改革→生产率提升→工资水平增长+高收入就业岗位增加→内需扩张+需求结构转型升级→需求引致创新机制的发挥+产业结构转型升级→经济增长新动力机制的加速形成→经济可持续增长”的良性循环轨道之中。

(三)切实推进和实体经济可持续发展以及国家创新驱动发展战略相兼容的金融体制改革。依据我们前文的分析,现阶段束缚中国以制造业为主的实体经济部门的高质量投资活动的核心因素是,中国的金融压制体系和发展相对滞后以及有效监管机制缺位的金融市场。因此,要构建与中国的实体经济部门的转型升级和长期期限贷款的高质量投资相匹配的多样化金融体系,构建与微观企业部门的科技创新活动以及国家创新驱动发展战略相匹配的多层次金融体系。基于如此现实,我们认为,针对中国当前的金融体系应该改革的途径和方向是:第一,应当根据变化了的中国经济发展环境和实体经济的优势条件,重新审视禁止商业银行从事投资活动的规定。中国金融体系的改革,不要再仅仅局限于是否逐步放松利率管制与利率市场化的表层次讨论,而是要彻底进入到当前以垄断性国有大银行为主的金融体系定位和发展思路的深层次改革的思考。加快银行体系的混业经营,通过针对银行体系发展直接融资方式的创新举措,从根本上来解决银行体系的短期资金和实体经济转型升级所需的长期发展资本之间的内在矛盾;第二,通过容忍和鼓励中国资本市场的全面发展乃至适度的泡沫化,对创业板、新三板以及主板市场适当容忍一定程度的泡沫性。来引导产业结构的转型升级,引导经济结构的调整与升级,引导大众创业万众创新战略的实施,引导中国宏观经济供给和需求侧面关系的有机平衡;第三,适当鼓励和加快创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场规模的扩张,建议考虑在珠三角、长三角、京津冀等核心区域板块设立区域性的新股票市场以及创业板和新三板市场,促进区域创新能力的提升,增强区域经济发展的金融动力(张杰等,2016)。

(四)国有企业的混合所有制改革必须动真格和加快推进。我们认识到,国有企业部门虽然经历了多轮改革以及改革目标的制定和确立,但是由于利益集团的阻力以及政府行政体制改革相对滞后的制约,实际上国有企业的综合改革已经在相当程度上陷入了停滞的困局。当前,不要再停留在国有企业是否有必要改革以及如何改革的讨论层面,为了尽快消除国有企业部门对中国经济增长新动力形成机制可能造成的诸多障碍,激活国有企业部门对中国经济增长新动力形成机制所具有的正向促进效应,迫切需要针对国有企业部门真正落实和实施以混合所有制改革为导向的中央战略部署。我们认为,国有企业的改革方向应该是,不要仅仅局限于是否退出具有竞争性商业经营性质的部门领域,而是将国有企业的基本功能定位于公共产品的提供者、具有显著技术外溢性的高创新高技术进步部门以及对基础研究能力需求较高、创新失败风险大的关键共性技术创新平台这三个核心方

面,通过民营企业部门无法进行运行和投资不足的这三个部门的大发展,以及通过混合所有制和股份制的引入,加快技术创新能力向全社会的转移和外溢,成为加快推动中国经济增长新动力机制形成的助力器和核心承担者,形成民营和国有部门在创新体系中有序分工、密切协同的新发展格局。

参考文献

- [1]张杰、杨连星、新夫:《房地产阻碍了中国创新么?基于金融体系贷款期限结构的解释》,《管理世界》2016年第5期。
- [2]张杰、陈志远、郑文平:《进口与企业生产率:中国的经验证据》,《经济学(季刊)》2015年第3卷。
- [3]张杰、张帆、陈志远:《出口与企业生产率关系的新检验:中国经验》,《世界经济》2016年第6期。
- [4]张杰:《进口对中国制造业专利活动的抑制效应研究》,《中国工业经济》2015年第7期。
- [5]张杰、杨连星:《中国金融压制体制的形成、困境与改革逻辑》,《人文杂志》2015年第12期。
- [6]张杰、杨连星:《资本错配、关联效应与实体经济发展取向》,《改革》2015年第10期。

去产能的失业风险究竟有多大？

——兼论两次去产能周期的比较

丁守海 沈 煜

摘要：本文试图考察去产能过程中可能诱发的失业规模。基于就业弹性、去化率等指标的估算表明，钢铁、煤炭等八个产能严重过剩的行业去产能可能会释放出284—459万的就业，与1998—2002年的去产能周期相比，只有其 $1/4 \sim 1/2$ 。本次去产能的波及范围比上一轮要小的多，行业上主要集中在重化工业部门，而上一轮还涉及到纺织、食品等轻工业部类。所有制和地区分布也都比上一轮要窄的多。另一方面，随着财政力量的强化，目前政府在面对失业问题时，可供选择的政策篮子更加丰富，并从过去以消极型就业政策为中心转变为以积极型政策为中心。基于此，我们认为，本轮去产能周期所造成的失业压力可能并没有想象的那么大，处于完全可控范围之内。供给侧改革不应为失业所累，而应坚定地推进。

关键词：去产能 失业风险 干预措施比较

一、问题的提出

当前,我国经济发展正处于重要的战略机遇期,经济增长从高速转向中高速,结构转型持续加速,结构性矛盾凸显,产能过剩与有效供给不足并存。

一方面,以钢铁、煤炭、水泥为代表的传统劳动、资源密集型行业产能严重过剩,资源配置效率低下,部分行业的产能利用率不及 70%。另一方面,人民日益增长的物质需求得不到满足,居民消费与国内生产的脱节现象明显。自 2010 年起,国内消费增速持续下滑,“十二五”期间回落了 6.5 个百分点,2015 年仅增长 10.7%,若扣除价格因素,这一数字将会更低。而另一方面,出境旅游、海外购物等领域的消费火爆。2015 年,出境人次超过 1 亿,增长 10.6%,跨境电商交易额达 5.2 万亿元^①。购物清单从日常用具、婴幼儿用品、化妆品,到奢侈品、珠宝、手表等不一而足,甚至包括在国内俯拾皆是普通商品。

这些事实证明了我们并不缺少有效需求,在相当程度上真正缺乏的是优质、有效的供给。中央在这样的背景下适时提出,将在适度扩大总需求的同时,着力加强供给侧结构性改革,旨在通过优化要素的配置结构,提高供给体系的质量和效率,以此来重新塑造经济发展的动力。

从根本上讲,供给侧改革就是生产要素的重新配置。在生产要素重新配置的过程中,会出现“保压并举”的结构性调整。其中,首要任务就是要化解过剩的落后产能、淘汰僵尸企业,同时扶持代表先进技术的新兴产业。2015 年底,中央经济工作会议就将“积极稳妥化解产能过剩”列为供给侧结构性改革的五大任务之首,今年以来,国务院、发改委相继印发煤炭、钢铁行业退出落后产能的专项配套文件,地方政府也积极配合,陆续跟进部署过剩产能的化解。

随着落后产能的关停并转,至少在短期内,不可避免地就会出现各种冲击,其中,社会各界最关注的就是失业问题。武钢裁员风波、黑龙江煤矿工人安置问题等均引起轩然大波,人们担心供给侧改革会像 1998 年国企改革时那样引起大面积的下岗失业潮,甚至引发严重的社会问题。被新华社援引的中金公司测算称,未来 2 至 3 年,若产能过剩最严重的行业减产 30%,将造成 300 万人失业。清华大学教授李稻葵也表示:大规模的失业问题应该重视,但不用担心,这一轮去产能压力远远小于上世纪 90 年代。中央财经领导小组办公室副主任杨伟民亦表态,去产能不会

^① 数字来自 2015 年国民经济与社会发展统计公报。

出现大规模下岗。不过,社会上仍有很多争议。还有人认为,去产能带来的失业量可能远远超过 300 万,我国将面临极大的失业风险。

供给侧改革是一项具有不确定性与一定难度的系统工程,我国作为人口大国,社会稳定的根基就是就业,所以,研究“本次去产能究竟会对就业带来怎样的影响”至关重要。若不将这一问题辨析清楚,供给侧结构性改革的进程可能会受到阻碍,进而影响到我国经济结构的调整,甚至会引发严重的社会性问题。

因此,针对“去产能”给我国劳动力市场带来的潜在影响,进行系统、细致地研究,具有重要的政策价值与现实意义。

二、两轮去产能失业压力的理论比较

为了对两轮去产能的失业压力进行比较,本文从理论方面入手,对二者的过剩产业分布状况、劳动资产比例以及所有制结构等方面进行分析。

首先,从产能过剩的行业分布来看,上世纪九十年代,产能过剩的行业遍及轻、重工业。自邓小平南巡开始,全国掀起了投资热潮,在高速的信贷投放下,1992 年—1996 年期间积累了大量低效产能。过剩的行业既涉及到像纺织、制糖等中下游的消费资料,也包括钢铁、煤炭、石化这样的生产资料。1997 年国民经济与社会发展统计公报的数据显示,当年完成工业增加值 31752 亿元,占 GDP 比重为 42.47%。其中,重工业与轻工业的比值为 1.163。

当前,国内产能过剩最为严重的行业则主要集中在重工业,以钢铁、煤炭、水泥、玻璃、石油、石化、有色金属和铁矿石等行业为代表。根据中国工业统计年鉴的数据,2015 年,全国工业增加值实现 228974 亿元,占 GDP 比重 33.84%,同时,这八大行业的总销售产值在工业中占比为 30.57%。由此可得,本轮产能过剩行业的产值在 GDP 中所占比重为 10.35%(=33.84%30.57%)。

其次,我们根据劳动—资本比率,比较两轮产能过剩行业的劳动密集程度。为了得到,本文选取的指标为全行业的就业人员与对应行业规模以上工业企业的资产总计,所得结果如表 2—1 所示^①。从表中可见,在上轮去产能进程中,轻工业中的纺织业与制糖业均属于劳动密集型产业,达到 601.1、410.1 人每亿元;重工业中钢铁、煤炭、冶金等行业,囿于技术水平有限等因素,单位资产耗费劳动力极大,劳

^① 本轮去产能行业的资产数据来自于 2015 年统计年鉴,就业数据经过推算,具体计算过程可见下章;上轮去产能的就业数据与资产数据来源 2000 年统计年鉴。

动—资本比超过千人每亿元,钢铁行业达到每亿元 7485 人。

不过,随着经济发展程度、科技水平及劳动力素质的提高,本轮去产能行业的劳动—资产比率大幅减少。比如,当前的钢铁行业平均每亿元资产只需要 49 人,约为上轮的 1/152;有色金属行业平均每亿元需要 78 人,约为上轮的 1/21。其余行业,如石化、煤炭等也是如此。换句话说,如今产能过剩行业的劳动密集程度有了极大程度的降低,进一步,因去产能而带来的失业风险也将大大减小。

表 2—1 两轮去产能主要行业的劳动资本比率

	行业	行业就业人员 (万人)	行业资产总计 (亿元)	L/K (人/亿元)
上轮去产能 重点行业	纺织	353	5872.5	601.1
	制糖	128	3121.5	410.1
	煤炭	372	3875.9	959.8
	钢铁	242	323.3	7485.5
	冶金/有色金属	83	514.8	1612.3
	建材/玻璃水泥	263	6019.6	436.9
	石化	367	3582.9	1024.3
本轮去产能 重点行业	钢铁	320	65248.2	49.0
	煤炭	610	52319.4	116.6
	石化	148.2	24664	60.1
	玻璃水泥	257	46575.6	55.2
	有色金属	283	36187.3	78.2
	铁矿石	29.5	10216.5	28.9

注:数据来自于 2000 年与 2015 年统计年鉴。

最后,再来看所有制结构的变化。上轮去产能进程中,各类所有制经济的就业量都有所减少,尤以公有制为甚。1997 年—2002 年间,工业部门的总就业量减少了 2486 万。其中,国有企业释放的劳动力最多,失业人数超过两千万,集体企业次之,股份制企业也受到一定的冲击,这与当时的所有制结构不无联系。据统计,1999 年规模以上的工业企业中,公有制经济占绝对优势,国企比重达 50%,集体企业约占 16%,非公有制则不超过四分之一。

表 2—2 上轮去产能年度工业按注册登记类型分职工人数

单位(万人)	国有企业	集体企业	其他企业	总计	累计减少就业量
1997 年	4040	1327	847	6215	—
1998 年	2721	802	1230	4753	1462
1999 年	2412	673	1343	4428	1787
2000 年	2096	563	1443	4102	2113
2001 年	1824	464	1550	3838	2377
2002 年	1546	383	1800	3729	2486
合计减少就业量	2494	944	—953	2486	—

注:数据来自于 1998 年~2003 年统计年鉴。

然而到今天,这一局面已全然不同,本轮去产能进程并非兼顾到各类所有制,主要集中于国企改革。同时,公有制占比也有所降低,非公有制经济成为社会主义市场经济的重要组成部分,在包括吸纳就业在内的多个领域发挥了重要作用。2015 年,在我国规模以上工业企业实现的总利润中,国有企业与集体企业的占比之和不超过 13%,混合所有制及外资、私营企业占比达 87%,如表 2—3 所示。

表 2—3 两轮去产能的规模以上工业企业所有制结构

1999 年				2015 年			
GDP(亿元)		74772		GDP(亿元)		676708	
规上工业企业增加值		23207		规上工业企业总利润		63554	
所有制	国有及占比	11603	50.00%	所有制	国有及占比	10944	11.72%
	集体及占比	3642	15.69%		集体及占比	508	0.54%
	股份制及占比	2986	12.87%		股份制及占比	42981	46.03%
	外商私营及占比	4976	21.44%		外商私营及占比	38948	41.71%

注:数据来自于 1999 年与 2015 年《国民经济与社会发展统计公报》。

综上所述,在本轮去产能的进程中,第一,过剩产能行业的产业覆盖面大幅减少,从过去遍及工业部门中的全行业,转变为仅集中于重化工业。

第二,随着服务业的崛起,工业增加值占我国 GDP 的比重有所降低,尤其是以钢铁、煤炭等八大行业为代表的过剩行业,在经济总量中占比仅约为十分之一(10.

35%)，不会对国民经济运行产生太大的影响。

第三，经济发展带动了科技水平的提高，也降低了产能过剩行业的劳动密集度，这意味着即使是压缩同样程度的产能，本次释放出的劳动量也会减少。

第四，国有企业占比大幅降低，非公有制经济蓬勃发展，同时，去产能从兼顾各类所有制到集中于国有企业的改革。以上这些结论，从不同角度在理论上证实了本轮去产能所面临的失业风险要明显低于上世纪九十年代。

三、两轮去产能失业压力的具体测算

前面已提到，当前我国产能过剩最为严重的行业是钢铁、煤炭、水泥、玻璃、石油、石化、铁矿石和有色金属八大行业。下面，本文将根据这些行业历年的产值变化率、产能利用率及就业人数等，利用就业弹性与去化率相结合的方法，测算在去产能进程中可能会释放出的劳动力总量。

由于钢铁、煤炭、水泥等行业均不属于标准的国民经济行业分类，故本文以国家统计局所公布的其对应大类行业的统计数据作为替代。根据《国民经济行业分类》GB/T4754—2011，钢铁对应黑色金属冶炼及压延加工业、煤炭属于煤炭开采和洗选业、铁矿石作为钢铁产业链的上游行业，隶属于黑色金属矿采选业、水泥和玻璃同属于非金属矿物制造业、有色金属对应有色金属冶炼和压延加工业。另外，鉴于石油行业与石化行业紧密相连，交叉甚多，通常被归于石油加工、炼焦及核燃料加工业中，本文中也如此处理。

(一) 基于相关文件及产能利用率计算本轮行业去化率。

1、钢铁行业。自新政府上台来，已陆续退出了不少钢铁产能，但目前钢铁产能总量仍处于供大于求的状态，钢价下跌的局面尚未改善。日前，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(以下简称《意见》)，提出从2016年开始，在已淘汰落后钢铁产能的基础上，用5年时间再压减粗钢产能1亿至1.5亿吨，实现钢铁行业兼并重组取得实质性进展。国家统计局的数据显示，2015年我国粗钢产量为8.04亿吨^①。那么，根据《意见》的去产能目标，钢铁行业的产值变化率将保持在12.44%—18.66%(1/8.04—1.5/8.04)区间内。此外，由于铁矿石属于黑色金属矿采选业，是钢铁产业链的上游行业，我们认为铁矿石的产能变化会接近于钢

^① 粗钢实际产能超过12.5亿吨，产能利用率不足64%，属于“严重过剩”范畴。

铁。故本文进行测算时,对两行业取同样的去化率。

2、煤炭行业。《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》要求从2016年开始,用3至5年的时间再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。也就是说,去除煤炭产能的区间为5亿吨至10亿吨。根据中国煤炭战略规划研究院的数据,截至2015年底,全国煤矿总规模为57亿吨,包括正常生产及改造的煤矿39亿吨,停产煤矿3.08亿吨,新建改扩建煤矿14.96亿吨,还有约8亿吨属于未经核准的违规项目。显然,我国将要化解的产能只能出自还处于正常生产及改造的煤矿。故本文以39亿吨作为计算去化率的分母,煤炭行业的产值变化率处于12.82%~25.64%(5/39~10/39)之间。

3、水泥与玻璃行业。根据行业协会的统计数据,2015年全国熟料产能利用率仅约为67%,产能过剩进一步加剧,供需矛盾更加恶化。玻璃行业的产能过剩尤以平板玻璃为甚,2015年产能利用率仅为68%^①。由于水泥与玻璃缺乏具体的产业数据,只能根据产能过剩率来进行推算。当前国内尚未统一对产能过剩定性或定量的评价标准,国际上则大多认为处于79%到83%之间的产能利用率比较合适。根据这一标准,水泥行业的去化率为5.19%~19.28%(12%/79%~16%/83%),玻璃行业则需要退出13.92%~18.07%(11%/79%~15%/83%)。又因为水泥与玻璃同属于非金属矿物制造业,本文取平均去化率作为行业的产值变化率。即:14.56%~18.68%。

4、石化行业。石化行业是我国的支柱产业,行业产业链长、涉及面广。近日中国石油与化学工业联合发布了《2016年度石化行业产能预警报告》,报告显示2015年包括原油在内的主要化工产品产能利用率不足七成,仅为65.5%。根据产能利用率的合理区间,石化行业的去化率要保持在17.09%~21.08%(13.5%/79%~17.5%/83%)才能达到去产能的目标。

5、有色金属。根据国务院2013年发布的《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,2012年底我国有色金属行业中电解铝产能利用率仅为71.9%。近年来行业产能过剩的状况亦无好转,据保守估计产能利用率最多为70%。根据对应的合理区间,有色金属行业的去化率为11.39%~15.66%(9%/79%~13%/83%)。

(二)根据行业历年主要产品规模及就业人数计算本轮就业弹性

就业弹性是指一个百分点的产值变化所带来的就业变化率。根据考察期的不

^① 数据来自搜狐财经:《去产能或造成300万人失业》,2016年02月24日。

同,这种方法又可以分点弹性与弧弹性。前者是计算某具体年份内就业变化率对产值变化率的比率;后者则是二者在连续多年的平均比率。依照这个定义,我们将通过 2000 年至 2014 年期间,各行业的就业变化率与产值变化率的比值来计算对应行业的就业弹性。

首先来看就业人数。前面已经提到,钢铁不属于标准的国民经济行业分类,可查的就业指标只有黑色金属冶炼及压延加工业的城镇非私营单位就业人数。考虑到黑色金属冶炼及压延加工业主要包括炼铁、炼钢、黑色金属铸造、钢压延加工、铁合金冶炼等行业,基本都属于钢铁产业链,可以认为这一数据能够反映钢铁产业的整体就业情况。所以,在计算就业弹性时,本文以黑色金属冶炼及压延加工业的城镇非私营单位就业人数来替代钢铁行业的就业量^①。同理,其他行业的就业人数也分别以对应工业细分行业的城镇非私营单位就业人数来表示。

再来看产值变化率。因为缺乏具体的行业总产值数据,本文以行业的主要产品规模作为替代变量。其中,由于钢铁去产能主要是针对粗钢,故在钢铁行业,我们以粗钢的产量变化来替代行业的产值变化。此外,煤炭行业以原煤(亿吨)为主,石化行业对应着汽油的产量(万吨),玻璃和水泥行业的主要产品为平板玻璃(万重量箱)与水泥(万吨),有色金属行业以十种有色金属的产量(万吨)为准,铁矿石则对应着铁矿石的原矿石产量(万吨)。

在测算就业弹性时,本文选择的是点弹性。以钢铁行业为例,自上世纪九十年代开始,粗钢产量一直保持稳定的增长态势。但城镇非私营单位就业人数受国企改革的影响,从 1995 年的 346 万下滑至 2003 年的 183 万,2004 年后才有所好转。在这一时期,受行业经济效率的提高,就业弹性一直为负。此后随着金融危机的爆发与经济复苏,就业人数与就业弹性也经历了短暂的负增长。因此,为摒弃前期国企改革与金融危机的影响,我们选取了 2011 年至 2013 年的数据^②,并计算各行业的平均就业弹性,以平滑各年波动所带来的影响。估算表明,钢铁行业的平均就业弹性为 1.4612,煤炭行业为 1.4346,石化行业为 1.0665,玻璃与水泥行业为 1.4769,有色金属行业为 0.8514,铁矿石行业为 0.9829。

(三)根据就业弹性、去化率与行业总就业人数测算本轮失业规模

国家发改委社会发展研究所所长杨宜勇在采访中提到,2015 年钢铁行业总就

① 数据来自 wind 资讯。

② 目前,行业的就业人数最新数据只更新到 2013 年。

业量估计在 320 万人左右,煤炭行业总就业量约在 610 万^①。根据上文,钢铁行业的产值变化率为 12.44%18.66%,就业弹性为 1.4612。将它们依次相乘可得钢铁行业去产能可能释放出的劳动量在 58.16 万人至 87.25 万人之间。

其他行业,我们均采取同样的计算方法。其中,由于石化、有色金属、水泥和玻璃以及铁矿石的行业总就业量的数据有所缺失,只能依照历年数据进行推测。以有色金属行业为例,来自中国冶金工业网的数据显示,2012 年有色金属产业从业人员 246 万人。再根据 wind 数据库,2012 年有色金属城镇非私营单位就业为 117.9 万人。在假设行业私营单位与非私营单位的产业规模、就业量之比不变的前提下,可以得到 2013 年全年有色金属行业的总就业人数为 283 万。

石化行业。中国石油和化学工业联合会发布了《中国石油和化学工业 2011 年经济运行和 2012 年预测分析报告》,报告中提到,2011 年我国石化工业非公经济总产值达 5.12 万亿元,占比首次达到 50%^②。近年来,我国经济市场化程度不断提高,非公有制经济占比只增不减。如果按照 50%的比例计算,并假设产业规模与就业人数为正向相关关系,那么 2013 年石化行业就业总人数为城镇非私营单位人数的两倍,即万人。

对于水泥和玻璃、铁矿石行业来说,由于既缺失非公有制经济占比的数据,也不存在行业的总就业量,故我们无法用上述方法进行推算。城镇非私营单位的就业人数要少于行业总就业量,但考虑到这两个行业所属的非金属矿物制造业非私营单位还包括陶瓷、粘土烧结砖、磨料和石棉等其他行业,可以看作是对玻璃与水泥私营就业量的扩充。此外,由于铁矿石就业人数较少,无论是根据公有制就业规模,还是采取全行业就业数量进行测算,均不会对最终结果产生较大影响。因此,本文仍然以 2013 年非金属矿物制造业与黑色金属矿采选业的城镇非私营单位就业人数,即 257 万与 29.5 万,来进行测算。

最终,根据就业弹性与去化率相结合的方法,基于国家去产能的配套政策,本文估算钢铁、煤炭、有色金属、石油、石化、玻璃、水泥和铁矿石这八个行业在去除过剩产能的过程中对就业的影响约为 284 万至 459 万,约为 2015 年全国总体就业人数的 0.37%0.59%。具体计算结果如表 3—1 所示。

① 央广网,《传统行业去产能如何不引发“失业潮”?》,2016 年 2 月 18 日。

② 新华网,《2011 年石油和化工行业总产值突破 11 万亿元》,2012 年 1 月 12 日。

表 3—1

各行业因去产能所释放就业的数量

行业	产能变化率		就业状况		释放就业量	
	最小值	最大值	总就业人数(万)	就业弹性	最小值(万)	最大值(万)
钢铁	12.44%	18.66%	320	1.4612	58.17	87.25
煤炭	12.82%	25.64%	610	1.4346	112.19	224.38
石化	17.09%	21.08%	148	1.0665	26.98	33.27
玻璃水泥	14.56%	18.68%	257	1.4769	55.26	70.90
有色金属	11.39%	15.66%	283	0.8514	27.44	37.73
铁矿石	12.44%	18.66%	29.5	0.9829	3.61	5.41
合计	—	—	—	—	283.65	458.95

(四)上一轮去产能周期主要行业的失业规模比较

根据表 2—2 可知,1997 年至 2002 年间,工业部门内一共减少了 2486 万的就业量。为了具体比较这两轮改革的失业压力,下面,本文将分行业来剖析上世纪九十年代所释放的劳动力。

上轮去产能过程中,就业受冲击较大的主要包括纺织、制糖、煤炭、冶金、建材、石化及钢铁这七个行业。其中,制糖业不属于标准的国民经济行业分类,统计局只公布其所属的食品加工业的相关数据。鉴于食品加工业所属的细分行业都与制糖产业链相互关联,故我们认为,食品加工业的就业人数能够替代制糖行业的就业状况。同理,纺织、煤炭、钢铁、冶金、建材与石化分别对应制造业中的纺织业、煤炭采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制造业、石油加工、炼焦加工业及化学原料及化学制品制造业。在本文中,我们均以后者的总就业量来替代对应行业的就业状况。

根据国家统计年鉴,我们将去产能主要行业的就业人数汇总得到,1997 年至 2002 年,七大行业共释放就业量人数达 1107 万,占 1997 年行业总就业量的 43.33%,如表 3—2 所示。其中,纺织行业减少人数最多,达 316 万,石化、建材与煤炭次之,分别释放劳动力 193 万、180 万和 167 万。尽管钢铁与制糖减少的就业人数不算多,但占行业就业总量的比重分别达到了 41%、50%。

表 3—2

1997 年—2002 年各主要去产能行业就业人数

总就业人数 (万人)	纺织	制糖	煤炭	钢铁	冶金	建材	石化	累计减少 就业量
1997 年	596	190	493	321	98	387	466	—
1998 年	393	141	405	256	84	284	371	617
1999 年	353	128	372	242	83	263	345	765
2000 年	327	113	343	222	80	240	315	911
2001 年	301	98	330	204	79	219	286	1034
2002 年	280	95	326	189	74	207	273	1107
合计减少就业量	316	95	167	132	24	180	193	1107
减少就业量占比	53%	50%	34%	41%	24%	47%	41%	—
本次去产能释放就业	—	—	112~224	58~87	27~37	55~71	27~33	—

注：数据来源于 1997—2003 年统计年鉴。

根据前面的预测,本轮八大行业在去产能期间最多将释放出 459 万的劳动力,尚不及上轮去产能主要行业下岗人数的一半。按去化率的最小值来算,本轮将释放出 284 万的劳动力,约为上轮七大行业释放就业人数的四分之一。

具体到各行业,预期本轮去产能只有煤炭行业释放的 224 万就业量(以最大去化率来计算)要多于上轮的 167 万,其余行业均远低于上轮的失业压力。比如,本轮钢铁行业预期至多将释放出 87 万劳动力,仅为上轮减少量的 66%。又如,石化行业在上轮去产能过程中共减少了约 193 万的就业量,而本轮石化行业预测就业最多将减少 33 万人,约为前者的六分之一。

四、两轮去产能控制失业风险的政策选择比较

从源头来看,诱发我国两次产能过剩的因素非常相似,都是从投资过热开始,引发通胀上升、货币偏紧,产能和规模迅速扩张,随着经济下行压力增大,低效产能的积累问题凸显。但事实上,这两轮去产能的宏观背景有着相当明显的差异,本文认为主要体现在经济发展与政策选择两方面。

首先从经济发展程度来看。上世纪九十年代,国民经济发展状况与居民收入财富水平还处于社会主义初级阶段的开端,1997 年,我国 GDP 为 79739.2 亿元,政

府消费支出 10930.4 亿元,居民消费总额达 36636.3 亿元,人均每年消费 2978 元。现阶段,我国经济发展的质量与数量都有了显著的提高,政府财政收入与居民生活水平也大幅提升。2015 年,GDP 实现 676708 亿元,公共预算收入超过 15 万亿元,分别约为上世纪九十年代的 8.5 倍、14 倍,人均全年消费水平接近两万元。可以说,当前我国应对失业压力的财力与能力早已今非昔比。

另一方面,现阶段的经济结构更加优化升级,产业体系更加健全。1997 年,第二产业产值在国民经济中占比 47%,第三产业占 35%。2015 年,我国服务业稳步扩张,占比超过二产达 50.5%,重化工业在经济总量中占比约为十分之一。此外,由于服务业的就业弹性更高,一个百分点的增长能带动约 100 万的就业岗位,比工业多出 50 万(丁守海,2009),这样的产业结构也更助益于国民经济在去产能进程中,有效规避失业风险。

第二,从反失业政策来看,上轮去产能进程中政府采用了一系列控制政策,可分为积极的失业政策与消极的失业政策两类,但整体上更倾向于消极的控制政策。其中包括:兼并重组、实施再就业工程、加快社会保障制度改革等。然而,上层在推进本轮供给侧改革的过程中,不仅关注社会保障制度的托底政策,还更加侧重于积极、主动性的失业控制政策。

(一)上轮去产能更倾向于消极性失业控制政策

首先,政府出台配套政策,通过注资、收购、重组或股份制改造等行政手段救活落后企业、终止重复建设,同时要求兼并方、改制企业接受原企业全部在册职工,确保薪资与社会保障待遇的落实。对通过“政策性破产”退出的国有企业,要求破产企业的资产处置首先用于职工的安置,包括清偿职工的工资、基本社会保险、其他失业救济费用。另外,还要向自谋职业的下岗职员“买断工龄”,支付一次性补偿费用等。当费用不足时,由地方政府出资补足。

其次,针对下岗职工尤其是就业困难群体,实施“再就业工程”。具体来说,就是通过在各地建立再就业服务中心,免费开展职业培训、提高再就业能力,发放失业救济,提供公益性的就业岗位、机会等多种形式帮助与扶持下岗职工实现再就业。据统计,1998 年至 2000 年期间,国家共累计培训下岗职工 1200 万,其中 280 万人重新走上工作岗位^①。

最后,完善社会保障体系,以最低生活保障制度兜底。当时政府构筑了三道保

^① 《经济日报》,2001 年 7 月 11 日。

障网,即国有企业下岗职工基本生活保障制度、失业保险制度与城镇居民最低生活保障制度。此外,还设立了内部的下岗再就业中心。

然而在实践中,由于国有企业原本就体系庞大、人员冗余,出于经济效益的考虑,买方大多不愿安置原国企职工再就业,更倾向于采取“买断工龄”的方式,将下岗职工推向社会。同时,政策性破产的国有企业大多资不抵债,拖欠的工资和社保数额连地方财政也无力承担。为完成国企改制目标,地方政府对下岗职工再就业方面的监管较为松散。因此,在上轮去产能过程中,积极的控制政策效果并不理想,更多地集中在消极的失业保障方面。

(二)本轮去产能更倾向于积极性失业控制政策

在推进本轮供给侧结构性改革的过程中,政府不仅关注社会保障制度的托底政策,还更加侧重于积极、主动性的失业控制政策。比如,注重对新兴产业的扶持、寻找新的经济增长引擎,以及鼓励创业、开拓创新、提高劳动生产率并拓展新的就业条件等更加积极的措施来释放失业压力。

本次改革伊始,我国就出台了一系列控制失业风险的干预政策。从2012年开始,我国启动营改增试点,对小规模纳税人由过去按营业额缴税改为按增值额缴税,税负明显降低。2013年8月1起,对月营业额不足2万元增值税的小规模纳税人或营业税纳税人,暂免征收增值税和营业税,2014年9月又将免征范围扩大到了2万—3万元。随后,2014年颁布了新《公司法》,将公司注册资本由实缴登记制改为认缴登记制,发起人可自行约定各方的出资比例、方式和期限,并取消了最低注册资本的限制。此外,中央还提出了“大众创业、万众创新”的号召,针对自主创业从多方面提供了支持(丁守海、沈煜、胡云,2016)。

上述举措通过降低企业的创办成本,扶持就业弹性更高的中小企业、尤其是新兴产业与现代服务业,鼓励自主创业,有效地激发了市场投资活力,直接创造了大量的就业岗位。2014年,新登记注册企业超过365万家,日均新注册企业超过一万,同比增长率达45.88%。同时,中国电子商务研究中心的数据显示,截至2014年6月,由电子商务间接带动的就业人数已经超过1720万人。

另一方面,在社会保障领域,为减轻企业用工负担,2015年以来,国务院常务会议限次两次要求下调失业险、工伤险与生育险缴费率,社保费率由41%降低至39.25%,总降幅为1.75%。据测算,每年可为企业和职工减负670亿元左右。目前,国内已有北京、上海、广东、天津、甘肃和江西等超过12个省市陆续出台下调社

保费率,且主要集中在工伤、失业与生育保险。近来,“十三五”规划纲要草案也明确提出,将适当降低社会保险费率。这也是在去产能进程中降低企业成本,增强就业市场活力的有力措施之一。同时人社部还表示,在此轮去产能过程中,中央财政将拿出 1000 个亿作为奖补资金,主要用于职工的安置。

五、结论与建议

(一)主要结论

本文针对“去产能”给我国劳动力市场带来的潜在影响,基于本轮与上世纪九十年代两次萧条周期,从理论上对去产能进程中的宏观背景、产能过剩行业分布状况与劳动密集程度、所有制结构、控制失业风险的政策选择等方面作出了一系列研究。同时,本文还结合去化率与就业弹性,对我国潜在的失业风险进行了具体地测算,并得出了以下主要结论。

第一,本轮过剩产能行业的产业覆盖面大幅减少,从过去遍及轻、重工业部门中的全行业,转变为集中于重化工业。同时随着服务业的崛起,工业增加值占 GDP 比重有所降低,以钢铁、煤炭等为代表的产能过剩最为严重的八大行业,在 GDP 中占比约为十分之一(10.35%),不会对国民经济运行产生太大的影响。

第二,鉴于国企占比有所降低,去产能又从兼顾各类所有制到本轮集中于国有企业,本轮去产能面临的潜在失业压力将更小。同时,经济发展拉动了科技水平的提高,产能过剩行业的劳动密集度大幅降低,这意味着即使是压缩同样程度的产能,本次释放出的劳动量也要少于上轮去产能。

第三,利用就业弹性与去化率相结合的方法,基于国家去产能的配套政策,本文估算“钢铁、煤炭、有色金属、石油、石化、玻璃、水泥和铁矿石”这八个行业在去产能的过程中,可能释放出的总劳动量将处于 284 万至 459 万之间,约为 2015 年全国总体就业人数的 0.37%~0.59%。

第四,回顾上世纪九十年代的国企改革,1997 年—2002 年期间,工业部门总体失业人数达 2486 万,以纺织、制糖、煤炭、冶金、建材、石化与钢铁为主的七大行业共释放了 1107 万的就业量,约占 1997 年总就业量的 43.33%。

第五,通过对去产能控制失业风险的政策选择比较,我们发现,在实践中,上轮去产能更倾向于消极的失业救济;而本轮去产能在注重失业保障的基础上,则更侧

重于利用主动、积极的控制政策来规避失业风险。比如,通过扶持新兴产业,鼓励创业、创新,提高劳动生产率等方式来拓展新的就业机会。

综上所述,一方面,根据对产能过剩行业在经济总量中所占比重、两轮去产能释放就业总规模的测算,以及各主要行业减少就业量的比较可知,当前我国产能出清的失业压力远小于上一轮去产能。另一方面,与上世纪九十年代相比,国民经济发展的质量与数量更高,财政收入与居民消费水平有了质的飞越,施政的能力与空间更为广阔,干预失业风险的政策选择也更加积极、主动和多样。

(二)政策建议

在当前供给侧改革纵深推进的背景下,为规避去产能所带来的失业风险,本文提出如下建议。首先,针对去产能改革可能给劳动力市场带来的冲击与影响,进行全面科学的统筹与准备,尽管根据测算不会发生大规模解雇,但仍然要正视这一问题,以减轻社会性的失业担忧、避免出现严重的社会问题。

其次,为加快化解过剩产能,可参考国企改革与美国、日本钢铁行业环保转型的做法。比如,以产能过剩最为严重的某一个或某几个行业为突破口,由点到面,取得成效后再逐步向其他行业推广。同时,还要注重产业结构调整优化,尤其是针对新产业、新业态的扶持等,力图为传统产业减少富裕人员、拓展新的就业创造条件,通过开拓创新、提高劳动生产率焕发新的生机。

最后,为了应对潜在的失业风险,政府作为安全网的功能必不可少。建议政府积极利用企业、社会等的多方力量,放慢最低工资标准的调整步伐,保障失业人员的基本生活,做好再就业解决工作。同时,还要全力完善社会保障法律体系的建设,减缓劳动力市场的震荡。

简而言之,尽管供给侧改革是一项复杂的系统性工程,也伴随着一定的失业风险,但这并不应该成为我们畏首畏尾的理由,决不能因为困难多而不作为、有风险而躲避、有阵痛而不前,要树立必胜信念,坚定不移将供给侧改革向前推进。

参考文献

- [1]白永秀.论国有企业的退出[J].经济体制改革,1998,(2).
- [2] 杨超.失业保障的制度创新:国企改革面临的首要问题[J].赣南师范学院学报,1998,(5).
- [3] 易宪容.国有企业隐形失业的合约分析及治理[J].江苏社会科学,1999,(2).
- [4] 唐克敏.关于国有企业改革的系列问题思考[J].经济问题,2014,(1).
- [5] 丁守海.中国就业弹性究竟有多大?——兼论金融危机的滞后冲击[J].管理世界,2009,(5).
- [6] 丁守海沈煜胡云.供给侧改革与就业转换的三阶段论[J].教学与研究,2016,(3).
- [7] 张婷.美国最低工资工时制度的发展[J].现代企业文化,2008,(26).
- [8] 张卫平.日本失业救济的法律规制——日本《雇用保险法》考察[J].现代法学,1995,(2).
- [9] 张玉明.国有企业“退出”问题的理性思考[J].复旦学报(社会科学版),1998,(2).
- [10]程连升.中国五十年反失业政策研究(1949—1999)[D].中国社会科学院研究生院,2000.

中国货币政策如何影响商业银行的风险承担行为？

——来自中国商业银行动态面板数据的证据

王晋斌 李 博

摘要：从金融稳定的角度来看，货币政策周期是非中性的。宽松的（紧缩的）货币政策促进了（降低了）商业银行的风险承担行为。本文还首次发现了不同货币政策工具对商业银行风险承担行为的影响存在非对称性：在数量型货币工具调控的情况下，宽松货币政策对商业银行风险承担的促进作用弱于货币紧缩对商业银行风险承担的约束作用；在价格型货币工具调控的情况下，宽松货币政策对商业银行风险承担的促进作用强于货币紧缩对商业银行风险承担的约束作用。中国商业银行在货币政策周期中的“估值效应”、“追逐收益效应”以及“与央行的沟通交流效应”均存在。金融危机后随着金融监管措施的改进，使得具有较高的资本充足率的银行倾向于承担更多的风险，银行特质与承担风险逐步相匹配。同时，A 股市场的繁荣会显著地增加了商业银行的风险承担行为。

货币政策对金融稳定的非中性的政策含义在于：首先货币当局应该充分意识到松、紧货币政策对商业银行风险承担行为的不同影响，识别数量型和价格型货币工具调控对商业银行风险承担的非对称性，以确保总体风险可控；其次，依据风险承担渠道理论中的“与央行的沟通交流效应”，正常情况下，央行应避免做出为经济、金融市场“兜底”之类的承诺表示或是严厉的紧缩信号，以防止货币政策变动对

商业银行风险承担行为的过度影响而造成银行业风险整体失控;再次,具有较高资本充足率的银行倾向于承担更多的风险,符合金融监管的改进方向,监管部门应该逐步放松对国有银行参与市场化资产配置的限制,进一步建立多维度的监管标准,为大型银行市场化地参与资产配置“松绑”,促进风险承担行为与能力的相匹配,从而分散系统化风险。最后,银行风险承担与金融市场繁荣存在显著的正向关系意味着监管部门要高度重视“违规场外配资放大金融风险”的再次发生,避免出现系统性风险。

一、导言

商业银行在货币政策周期中的风险偏好和行为的变化直接关系到货币政策传递的有效性以及宏观系统性风险。次贷危机之前的有关货币政策传递两大渠道(货币渠道和信贷渠道)的研究都将商业银行视为被动的风险参与者,在货币政策的外生冲击下,商业银行对贷款的投放等行为进行考量,而对商业银行在货币政策周期中主动参与承担风险的行为缺乏关注。危机的爆发使研究者认识到这种传统的分析框架存在缺陷。事实上,Rajan(2005)就指出宽松货币政策环境下的商业银行存在着为取得更高的收益目标而主动承担风险的动机。危机前美国长期低利率环境导致了金融机构主动承担风险的意愿不断加强,推动房价和以房地产为基础的信贷及其资产证券化衍生品价格不断攀升,这是导致次贷危机爆发的核心原因。为此,Borio and Zhu(2008)首次提出使用“风险承担渠道”(Risk taking channel)的概念来描述这一行为:宽松货币政策在直接影响商业银行信贷规模的同时,对商业银行的风险偏好也会造成影响。在同一风险偏好水平下,宽松货币政策的刺激使得商业银行倾向于更多地借出资金;而在同样的借贷规模下,商业银行也会采取比以往更低的信贷审核标准,从而表现为总体经营风险的提高,进而导致整个银行业系统性风险的积累。这表明商业银行在货币宽松条件下存在主动增加承担风险的动机。

Borio and Zhu(2008)进一步指出货币政策在传导过程中主要通过以下三个途径影响商业银行的风险承担行为:第一是通过估值效应来改变银行的风险承担行为。由于利率对资金需求企业的价值、收入和现金流都会产生影响,从而反过来改变银行借贷的风险偏好。例如,在较低利率环境下,资金需求方资产和抵押物的价

值、收入以及利润都会提高。而作为资金供应方的银行,面对抵押物价值的提高,对贷出资金的风险评估会降低,从而提高自身的风险承担意愿。第二是通过追逐收益效应(Search for yield effect)来改变银行的风险偏好,这产生于市场利率与市场参与主体目标收益率不一致的情形。例如,银行等机构存在粘性的收益率目标(Gambacorta, L., 2009),当市场利率下降时,商业银行会主动提高自身高收益、高风险资产的配置,从而达到目标收益率。第三是商业银行通过“与央行的沟通交流效应”来改变风险偏好,这取决于央行对于货币政策的表态和承诺。央行关于未来货币政策立场的表态、更加透明的信息公开以及可信的货币政策执行承诺会减少商业银行关于未来政策判断的不确定性。但如果一国央行较长时期保持宽松的货币政策,当面对经济波动时,商业银行倾向于判断货币当局会为经济提供“兜底”的政策,从而导致整体风险承担的增加。

风险承担渠道理论提出之后,国内外学者主要集中于以下两个层面进行了实证研究:一是检验风险承担渠道是否存在;二是研究商业银行异质性对其风险承担行为有何影响。在风险承担渠道方面,Jiménez, et.al(2009)使用西班牙1984—2006年的信贷数据以及Ioannidou, et.al(2009)使用玻利维亚1999—2003年的数据研究都发现在低利率环境下商业银行确实会降低贷款标准从而承担更多的风险,商业银行风险承担理论中的追逐收益效应和估值效应显著存在。此外,Michalak(2012)使用贷款期望违约率作为商业银行风险度量标准对银行的风险承担行为进行了实证研究,结果也表明宽松货币政策会导致商业银行风险承担意愿的增加。至于商业银行异质性对其风险承担行为的影响,Altunbas, et.al(2010)使用欧盟、美国的银行业数据和Delis and Kouretas(2011)使用欧洲银行数据的研究同样支持较长期的低利率货币政策会导致商业银行风险承担增加的结论,而且这一结论在引入不同的风险衡量标准和宏观经济、银行特质控制变量后具有稳健性。在国内学者的研究方面,徐明东等(2012)的研究表明,高资本充足率和经营规模会降低商业银行风险承担意愿。张强等(2013)、刘晓欣等(2013)的研究也认为中国货币政策对商业银行风险承担有显著的影响。牛晓健等(2013)利用中国上市银行的数据,使用预期违约率这一风险度量指标对国内商业银行风险承担行为进行实证检验,同样支持了商业银行风险承担渠道存在的结论。

尽管有不少经验研究,首先本文认为在中国商业银行风险度量指标的选取上仍然存在完善的空间;其次,尚缺乏对风险承担渠道运作机制的第三种效应——“与央行的沟通交流效应”的检验。再次,部分学者的研究涉及到了货币政策周期

对银行风险承担非对称性影响的检验,但在货币政策周期划分和货币政策代理变量选取上仍存在改进的空间。因此,为了进一步拓展和丰富该领域的研究,本文首先使用更为全面的样本和数据、利用更全面的风险度量标准对中国商业银行风险承担渠道的存在性进行验证,并检验“与央行的沟通交流效应”,弥补国内相关实证分析的空白。其次,利用合理的政策周期划分,对松紧货币政策下商业银行风险承担行为是否存在差异进行检验;最后,本文还考虑到金融危机后国际国内监管标准围绕核心资本充足率有了更多维度的发展和深化,研究危机前后商业银行的风险承担行为是否会产生差异。

本文分四个部分:首先是导言;第二部分为计量模型的设定和变量选择;第三部分是样本选取、数据描述性统计与计量结果;第四部分是简要结论。

二、计量模型的设定和变量选择

(一)计量模型的设定

在 Delis and Kouretas(2011)、Özsuca(2015)等人研究的基础上,本文建立如下动态面板基本模型,用来检验货币政策对中国商业银行风险承担的影响。

方程(1)中代表样本所包含的银行家数, t 为时间变量。方程中的 Risk 为度量商业银行风险的被解释变量;核心解释变量为,为货币政策代理变量,表示不同的货币政策。方程(1)的其它解释变量分别是 Risk 的滞后项(表示上一期的风险会影响当前的风险)、控制商业银行特质因素的变量向量 BanksVar 以及控制其它宏观经济及金融市场因素的向量变量 MarketVar。对于模型(1),重点关注的是核心解释变量货币政策(MP)前的系数,通过判断其是否显著、其系数的符号来确定中国货币政策对商业银行风险承担的影响,从而对理论中商业银行风险承担的估值效应、追逐收益效应进行检验。

在模型(1)的基础上,为了进一步考察不同的货币政策周期(宽松或紧缩)对商业银行风险承担是否存在非对称性,引入货币政策周期虚拟变量 loose 识别不同货币政策对商业银行风险承担影响的差异。

模型(2)中,虚拟变量 Loose 用来表示不同年份货币政策环境,宽松取值为 1,否则为 0。对于模型(2),主要考察货币政策与货币政策环境交叉项前的系数的符号与显著性,以此辨别不同的货币政策环境对商业银行风险承担的影响是否存在

非对称性,并对“央行的沟通交流效应”进行检验。

最后,为了对比分析金融危机前后商业银行特质对商业银行风险承担影响的差异,引入时间虚拟变量 Crisis(2008 年及以前取值为 0,金融危机后取值为 1)和其与商业银行特质的交叉项来分析商业银行特质对风险承担影响的前后变化,模型设定如下:

对于模型(3),通过系数的符号和显著性来分析金融危机前后商业银行的特质变量对商业银行风险承担是否发挥着不同的作用。

(二)变量的选取

1、被解释变量 Risk。对于商业银行风险承担的度量,国内外学者较多使用的是对商业银行总体风险度量的 Z 值(Laeven and levine(2009)、Tabak et al.(2011)、Michalak(2012)、徐明东、陈学彬(2012)以及张强等(2013))。本文同样使用 Z 值作为度量商业银行风险的重要指标,根据 Laevenandlevine(2009)的定义:。其中,ROA 为商业银行的总资产收益率,E/A 表示权益资产比,分子为 ROA 的标准差。Z 值越大则代表该银行的风险越高:一家商业银行的收益波动越大,收益率越低,杠杆率越高,其风险就越大。Z 值是综合了商业银行经营稳定性、盈利能力和财务杠杆状况的综合指标。除 Z 值之外,本文也选取有关文献采用的不良贷款率(不良贷款/总贷款)作为被解释变量,来度量商业银行信贷风险的实际承担结果,不良贷款率越高则商业银行风险越大。同时,本文在 Z 值和不良贷款率的基础上,新增了拨备覆盖率指标,其公式为:拨备覆盖率=贷款损失准备金/不良贷款。拨备覆盖率是商业银行对于其自身信贷风险的预期承担,具有前瞻性。在会计上对不良贷款计提贷款损失准备金以备实际违约的发生,其值为 100%时称为拨备充足。因此,拨备覆盖率越高表示银行对其风险承担的预期越谨慎。因此,本文增加一个拨备覆盖率指标来衡量商业银行风险承担的“意愿”,能够更全面地刻画了商业银行的风险承担行为。

2、核心解释变量 MP。对发达国家和地区的研究较多使用短期利率等价格型工具作为货币政策代理变量,而中国央行在货币政策执行上较多依赖总量控制型的数量型工具,随着中国人民银行逐步推进利率市场化、一系列公开市场操作创新(各种流动性工具的使用)等举措,使得价格型调控手段的地位在逐步增强。因此,本文将分别使用 M2,存准率(DRR)这两个数量型指标、1 年期存款和贷款利率(DR1 和 LR1)这两个受央行政策调控的基准利率、以及 7 天银行间同业拆借(In-

terBank_R)和7天银行间债券抵押回购利率(Repo_R)市场化程度较高的利率指标作为货币政策代理变量。通过选取不同的货币政策核心解释变量,可以观察在不同货币政策条件下商业银行的风险承担行为是否具有一致性或差异性,也可以保证研究结果的稳健性。

3、银行特质控制变量 BanksVar。为了控制除货币政策之外影响商业银行风险承担行为、能力和意愿的因素,需要控制商业银行经营特质的指标。本文使用资本充足率(RATIO)、总资产收益率(ROA)、总资产的对数值(ASSET)、是否为上市银行的虚拟变量(IPO,如中国农业银行2010年上市,那么记2010年及以后的IPO值为1,而之前的值为0;对于上市与否的判断,本文的研究包含上市A股、H股及其他一切上市融资行为)来分别控制商业银行资本状况、盈利能力、规模大小和融资能力等因素对其风险承担行为的影响。一般而言,资本充足率和总资产收益率越高、总资产规模越大、融资能力越强,则商业银行的风险承担能力越强。但对于银行规模,经营能力对于其风险承担影响的结论需要谨慎对待(Delis and Kouretas, 2011):规模较大、盈利能力强的商业银行可能面临更强的管制,尤其是成为上市银行后有更多的信息披露和财务稳健的要求,反而可能表现出风险承担意愿的降低;而低总资产收益、低资本充足率的小规模银行反而会更加激进的配置较多风险资产以追求较高的收益目标。

4、宏观经济与金融市场控制变量 MarketVar。本文选取GDP同比增长率、全社会固定资产投资同比增长率(FAI)以及上证综指的对数值(STOCK)分别控制宏观经济环境、固定资产投资以及金融市场情况对商业银行风险承担行为的影响。投资、尤其是以房地产为代表的固定资产投资一直是中国经济增长的重要引擎。如果商业银行在经济向好、固定资产投资旺盛的同时出现风险承担意愿的上升,那其信贷投放等经营行为是顺周期的;如果商业银行在经济向好、固定资产投资旺盛的同时表现出谨慎的风险承担态度,那么其信贷投放等经营行为是逆周期的。虽然目前实施了分业经营、分业监管的金融制度,但是商业银行通过各种渠道实施表外业务(如“影子银行”业务)、间接参与场外配资(2015年股市火爆时大量银行资金被配资公司借出流入A股市场)使我们有必要考察A股市场对商业银行风险承担的影响。若上述商业银行参与A股场外配资的逻辑成立,那么股市繁荣便会导致商业银行风险承担的增加。

5、虚拟变量 Loose 和 Crisis。对于货币政策周期虚拟变量 Loose,大多文献对于货币政策周期的判断标准较为单一且主观,本位采用定量分析和定性分析相结

合的方法对货币政策周期做出谨慎判断(能够有较强证据证明货币政策环境宽松的时期记为 1,其余则记为 0)。对于虚拟变量 Crisis,以金融危机为界是因为金融危机前通常被认为是商业银行风险集中积累的时期,而危机后随着巴塞尔协议 III 的出台,中国银行业围绕核心资本充足率等一系列监管标准、工具的出台使用使商业银行面临更多的监管标准,避免了过去较为单一的监管指标不灵活、不全面的问题。因此,有理由认为随着商业银行面临更多监管要求的达标,其经营特质等因素会影响其风险承担行为。

三、样本选取、数据描述性统计与计量结果

(一)样本选取和数据描述性统计

基于数据的可获得性和代表性,本文选取 2005—2014 年间 53 家银行的数据作为研究样本^①。样本银行包括国有五大行以及其他 48 家股份制银行(如招商银行)、全国性区域银行(如南京银行)、农商行(如东莞农商行)以及外资行(如花旗银行),样本银行的选择具有代表性。研究时间从人民币汇率制度改革开始,跨越金融危机,涵盖货币政策紧缩、宽松周期。

商业银行风险的被解释变量 Risk 和商业银行经营特质变量 BanksVar 的原始数据均来自 Bankscope 数据库;核心解释变量 MP,宏观经济及金融市场控制变量 MarketVar 的数据来自 Wind 数据资讯和中国人民银行网站。表 1 是本文涉及的主要变量的描述性统计结果。

表 1 主要变量描述性统计结果

	变量	均值	标准差	最小值	最大值
银行风险 Risk	Z 值	0.0533042	0.0407609	-0.0753845	0.5346231
	不良贷款率(%)	1.665716	3.159811	0.001	41.859
	拨备覆盖率(%)	228.5478	152.7038	2.49	944.86

^① 本文的研究过程中,使用 Bankscope 数据库对 2001—2015 年 15 年间中国全部 183 家商业银行的数据进行了分析,由于 2005 年之前缺失数据较多,绝大多数银行 2015 年年报数据尚未公布,部分小型银行数据严重缺失等因素,最终确定了 53 家银行 2005—2014 年的数据作为研究样本。

续表

	变量	均值	标准差	最小值	最大值
货币政策 MP	货币增长率 M2(%)	16.965	4.233983	12.2	27.68
	存准率 DRR(%)	16.15	4.510086	7.5	21
	1 年期存款基准利率 DR1(%)	2.841	0.5784464	2.25	4.14
	1 年期贷款基准利率 LR1(%)	5.976	0.6176599	5.31	7.47
	7 天同业拆借利率 InterBank_R(%)	3.211	1.27765	1.5	5.17
	7 天抵押回购利率 Repo_R(%)	3.143	1.305648	1.48	5.26
其他 控制变量	资本充足率 RATIO(%)	14.00339	8.651017	2.78	71.6
	资产收益率 ROA(%)	0.8657679	0.6776927	-6.533	2.355
	总资产 ASSET(千美元,对数值)	16.5393	1.99386	12.65044	21.93
	经济增长 GDP(%)	9.98	2.144359	7.3	14.2
	固定资产投资 FAI(%)	23.85	4.018329	15.7	30.4
	上证综指(对数值)	7.816313	0.3822383	7.053615	8.568183

(二)实证检验结果及其讨论

由于回归模型中存在被解释变量的滞后项,为了克服内生性问题,本文采用广义矩估计方法(GMM)。对于动态面板数据,最为常用的是由 Arellano and Bond (1991)的差分 GMM 法(简称 DGMM)以及 Blundell and Bond(1998)发展的系统 GMM 法(简称 SGMM)。徐明东、陈学彬(2012)以及张强等(2013)均采用了 DGMM 方法,Nguyen,et.al(2015)则使用了 SGMM 方法。比较来看,DGMM 的缺点在于可能存在工具变量非有效的情况;而 SGMM 方法则存在过度识别问题。本文在模型(1)的实证检验过程中使用 DGMM 方法,同时补充了 SGMM 方法的回归结果,以确保核心变量解释力的稳健性。

1、中国商业银行风险承担渠道基本检验

表 2 给出了以 M2 同比增长率为货币政策代理变量的实证检验结果,结果显示货币政策周期对于商业银行的风险承担具有显著的影响:宽松的货币政策下商业银行倾向于承担更高风险,而在紧缩的货币政策背景下,商业银行倾向于承担更低的风险。具体来看,以拨备覆盖率(负数)、不良贷款率和 Z 值分别作为度量商业

银行风险承担被解释变量的情况下,货币政策变量(MP)前绝大多数系数显著为正(只有采用系统 GMM 方法,以 Z 值做被解释变量的情况下,MP 前系数为负值)。这表明在控制其他因素不变的情况下,更高的 M2 同比增长率(即货币政策宽松)会导致商业银行更高的风险承担意愿。总体上,可以认为以不良贷款率衡量的银行信贷风险,以拨备覆盖率衡量的商业银行主观风险承担意愿和以 Z 值衡量的商业银行总体风险均会在宽松货币政策下提升。

表 2 中国商业银行货币政策的风险承担渠道检验的计量结果

被解释变量	差分 GMM 方法			系统 GMM 方法		
	拨备覆盖率	不良贷款率	Z 值	拨备覆盖率	不良贷款率	Z 值
Risk(-1)	0.293 * * (0.134)	0.331 * * (0.148)	0.0963 * * * (0.0278)	0.366 * * (0.164)	0.334 * * (0.146)	0.217 * * (0.101)
MP	52.37 * (28.13)	0.432 * * * (0.142)	0.00859 * * * (0.00294)	93.16 * * * (21.38)	0.561 * * * (0.0922)	-0.00942 * (0.00539)
RATIO	-5.211 * (3.132)	-0.0570 (0.0445)	-0.00194 * * * (0.000375)	-4.966 (3.791)	-0.0519 (0.0338)	-0.00221 * * * (0.000452)
ROA	-37.18 (26.61)	-0.822 * (0.430)	-0.00754 * * (0.00301)	-37.79 * * (17.81)	-0.769 * * (0.385)	-0.0117 * * * (0.00427)
ASSET	-79.61 (79.44)	0.0324 (0.293)	0.0191 * * * (0.00642)	4.915 (25.34)	0.0338 (0.107)	-0.00989 (0.00697)
IPO	38.2959 (32.7850)	1.243 * (0.7531)	-0.00862 * * (0.042)	62.4915 40.1398	0.8845 * * (0.3311)	-0.02247 * * (0.0104)
GDP	-36.11 * * * (6.171)	-0.171 * * (0.0720)	0.000874 (0.00100)	-45.17 * * * (10.88)	-0.262 * * * (0.0828)	0.00458 * * (0.00201)
FAI	-12.92 * * * (2.354)	-0.0588 * * * (0.0224)	-0.000429 (0.000303)	-15.90 * * * (3.132)	-0.0695 * * (0.0288)	0.000811 (0.000576)
STOCK	82.85 * * * (21.15)	0.630 * * (0.278)	0.00598 * * (0.00281)	84.36 * * * (22.91)	0.697 * * (0.331)	-0.00374 (0.00527)

续表

	差分 GMM 方法			系统 GMM 方法		
被解释变量	拨备覆盖率	不良贷款率	Z 值	拨备覆盖率	不良贷款率	Z 值
Constant	424.7 (1,728)	-7.326 (7.438)	-0.426*** (0.156)	-1,530** (594.9)	-8.998*** (3.337)	0.371* (0.202)
观测值	215	235	286	277	295	351
AR2(P 值)	0.9792	0.3846	0.2603	0.9499	0.3418	0.0469
Sargan(P 值)	0.2716	0.2790	0.1047	0.4391	0.4006	0.4391

注:(1)为便于比较核心解释变量对不同风险承担指标的影响,在具体回归中,本文涉及拨备覆盖率处均采用了其负数作为被解释变量,原因是拨备覆盖率是越低表示风险承担越低,而 Z 值和不良率是越高则表示风险承担越高,为了得到 MP 前回归系数统一的符号便于比较,本文将拨备覆盖率取了负值。以下均同。(2)Risk(-1)表示滞后一期,其他未标注的变量为其当期值。(3)回归结果系数表中,*、**和***分别代表该回归结果在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著,回归参数下括号内数值为该系数回归结果稳健性的标准差。(4)2 种动态面板模型的 2 阶序列相关检验(AR2 检验)和 Sargan 检验的结果表明,实证检验的差分 GMM 模型和系统 GMM 模型均不存在工具变量过度识别的问题;模型回归结果中也基本不存在显著的残差 2 阶序列相关问题(除最后 1 列的 2 阶序列自相关检验 P 值在 5%显著性水平上拒绝不存在序列自相关的原假设外),因此,总体上回归结果有效,涉及 GMM 回归中的工具变量选取是合理的。

从表 2 的商业银行资本状况、盈利能力、经营规模和是否上市等指标的回归结果来看,核心资本充足率、总资产收益率以及上市与否等指标的回归结果较为显著,而以总资产水平度量的银行规模变量没能得到较为显著的结果;本文认为这可能是总资产规模所包含的信息较多且复杂,规模大的银行有可能会因为承担风险能力强而采取较为激进的经营策略,同样也有可能因为规模大、面临的监管要求高而更加谨慎。表 2 的回归结果还显示出核心资本充足率变量和总资产收益率变量前的系数均显著为负,可以推测较高的资本充足率和总资产收益率的商业银行,其风险资本比例低、传统业务盈利稳定,因此其会在风险承担方面更加审慎;而资本充足率低、盈利能力较差的商业银行,可能会在宽松货币政策下更加“激进”,以追求较高的收益率并承担更高的风险。从是否上市这一虚拟变量的回归结果来看,上市银行以不良贷款率度量的信贷风险回归结果系数显著为正,而以 Z 值度量的总体风险的回归结果则显著为负。对于这一差异可以从两方面进行解释:一方面是因为上市银行能够补充更多的资本金,从而开展更多的业务,资金面宽松的情况

下可能会导致银行承担更多风险,表现为不良率的上升;另一方面,商业银行作为上市公众公司,面临更高的监管要求、信息披露标准和市值稳定的需要,偏好更稳定的经营业绩,从而表现为总体风险承担较低。

从经济总量、固定资产投资和金融市场表现等指标的回归结果来看,GDP 同比增长率、全社会固定资产投资同比增长率以及上证综指对数值三个变量前的回归系数均比较显著。以不良贷款率和拨备覆盖率为被解释变量的回归结果中,经济增长与固定资产投资前的回归系数均显著为负,这表明了商业银行信贷投放存在逆周期特征。这一发现与徐明东、陈学彬(2012)的顺周期信贷供给结论不同。本文认为从银行业自身行为来看,金融危机之后中国对商业银行加强了宏观审慎监管,使得商业银行在经济繁荣、固定资产投资旺盛的情况下风险承担行为更加慎重;从银行外部环境来看,经济繁荣情况下,企业盈利能力强,因此违约的情况会较少发生,因此反映在资金供给方的银行营业数据上是较低的不良贷款率。从表示金融市场指数的 STOCK 变量前的估计系数来看,A 股市场的繁荣会显著增加商业银行的风险承担行为,虽然在目前的分业经营的约束下商业银行不能参与 A 股直接投资,但从 2015 年中国商业银行间接参与 A 股市场外配资等表现来看,可以合理推测股票等金融市场的繁荣使得商业银行有动机将资金从低收益低风险的资产配置转向高收益高风险的资产配置。

2、关于其他货币政策代理变量的进一步讨论

在金融监管调控水平不断市场化的背景下,中国人民银行还使用了除货币总量供给控制外更多的货币政策工具,因此,为了进一步丰富对商业银行风险承担行为的研究,并提供货币政策对商业银行风险承担影响的更多证据,本文将不同的货币政策工具作为核心解释变量,所有计量结果汇总在表 3。

表 3 分别采用了货币供应量(M2)、存准率(DRR)、1 年期存款基准利率(DR1)、1 年期贷款基准利率(LR1)、7 天银行间同业拆借利率(Interbank_R)以及 7 天银行间回购利率(Repo_R)作为货币政策代理变量。表 3 中的回归结果与货币政策代理变量 M2 基本一致,存准率作为数量型货币工具,对商业银行风险承担的影响是显著为负的,即更高的存准率(较紧的货币政策)会使银行的风险承担降低,而存准率变低(宽松的货币政策)会使银行愿意承担更多的风险。作为价格型货币政策工具的指标 1 年期存、贷款利率的回归结果显示,存贷利率对商业银行风险承担影响不显著;而以 7 天银行同业拆借利率和 7 天银行间债券抵押回购利率为货币政策代理变量的回归结果显示:同业利率或回购利率走高,则银行风险承担会降

低;同业利率或回购利率走低,则商业银行风险承担变高。对比存贷利率和同业拆借、回购利率不同的回归结果,本文认为,一方面在于存贷利率更多是反映银行的经营收益和成本,虽然可以有效地调节银行放贷或揽储行为,但在信贷传统业务愈加同质化竞争的背景下,很多银行的存、贷款利率均“上浮到顶”或是大力度的“优惠打折”,央行调节存贷基准利率并不能真实反映货币面的宽松或是紧缩;另一方面,相比信贷业务而言,商业银行在金融市场的大类资产配置目前占据了较大的业务比重,银行间的拆借回购交易对手方都是银行及其他专业机构,该利率是市场化交易的结果,能够有效地反映货币面的宽松或紧缩(如 2013 年 6 月的“钱荒”使得同业拆借利率飙升至高位)。

表 3 不同货币政策代理变量设定下商业银行风险承担的检验

被解释变量	货币政策代理变量					
	M2	DRR	DR1	LR1	Interbank_R	Repo_R
拨备覆盖率	52.37 * (28.13)	-8.7688 * (5.2274)	15.57 (12.14)	-3.1192 (19.31)	-3.3130 (12.23)	-1.071 (11.41)
不良贷款率	0.432 * * * (0.142)	-0.0699 * (0.03731)	0.1096 (0.1011)	0.0241 (0.0934)	-0.2408 * * * (0.0730)	-0.2101 * * * (0.0622)
Z 值	0.00859 * * * (0.00294)	-0.00096 * (0.00051)	0.00073 (0.0014)	0.0014 (0.0021)	-0.0029 * * * (0.0010)	-0.00255 * * (0.00099)

注:(1)表 3 所示回归结果均进行了 AR2 检验与 Sargan 检验,检验结果表明表 3 所涉及回归模型的工具变量设定均是有效的,回归残差也不存在 2 阶序列自相关问题。(2)回归结果系数表中,*、* * 和 * * * 分别代表该回归结果在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著,回归参数下括号内数值为该系数回归结果稳健性的标准差。(3)关于银行资本状况、收益规模、盈利能力和上市情况等银行特征控制变量及宏观经济、金融市场等一般控制变量的回归结果与表 2 基本保持一致,因此,略去其他控制变量的回归结果。

总体上,使用货币总量、存准率、银行间同业拆借利率和银行间抵押回购利率分别作为货币政策代理变量的结果是一致和稳健的。而以拨备覆盖率、不良贷款率以及 Z 值分别作为被解释变量,引入不同的货币政策代理变量得出的结论是,中国商业银行的风险承担行为是存在的。

3、宽松和紧缩货币政策划分背景下商业银行风险承担行为的进一步研究

根据模型(2)的假定,本文进一步检验不同货币政策周期(宽松或是紧缩)下商

业银行风险承担行为的变化。至于中国货币政策周期的判断,本文采用两种方法。第一种方法借鉴了索彦峰、陈继明(2008),徐明东、陈学彬(2012)的研究。首先 M2 增长率进行 HP 滤波操作,将滤波后去除趋势值的周期数值作为判断货币政策宽松与否的重要变量,若 M2 增长率周期波动值大于 0(即 M2 实际增长率大于趋势值),判断货币政策为宽松,反之判断货币政策为紧缩。实际增长率与趋势值的差额定义为 M2_HP,将结果列示在表 4 中。第二种方法是 Altunbas(2010)、Gaggl and Valderrama(2010)以及 Michalak(2012)等国外学者使用的“泰勒缺口”(Taylor-gap),即用实际观察到的名义利率与泰勒规则计算出的目标利率之间的差额作为识别货币政策松紧的代理变量。本文参照了近期的 Nguyen and Boateng(2015)的泰勒规则估计式:^①

其中,为当期央行给出的名义利率值,为当期观察到通货膨胀实际值,而为当期的产出缺口,。公式(4)的计量回归结果残差项即为“泰勒缺口”,其值等于名义利率与泰勒规则中的目标利率(的差额,若泰勒残差大于 0,货币政策偏紧,因为央行设定的名义利率高于泰勒规则要求的目标利率。反之,若泰勒残差小于 0,货币政策为宽松。由于需要按照年度划分,本文对“泰勒缺口”的估计使用了年度数据,用 1 年期存款基准利率 DR1 作为央行货币政策的名义利率工具,使用 CPI 作为通货膨胀的实际观测值,使用 GDP 增长率的 HP 滤波后的实际值与趋势值的差额 GDP_HP 作为产出缺口变量。本文对 DR1, CPI 以及 GDP_HP 分别进行了 Dickey—Fuller 和 Phillips—Perron 单位根检验,结果表明上述三个变量都是平稳的。

表 4 汇总了上述两种判断货币政策周期的结果以推测货币政策立场的松紧周期。然而,中国央行在实践中的货币政策工具远不止此,适用于发达国家货币政策周期分析的方法不一定完全适用于中国国情,为此本文研读了央行《中国货币政策执行报告》其中关于货币政策立场表态的文字,如 2010 年和 2011 年,“中国人民银行按照党中央、国务院统一部署,认真贯彻适度宽松的货币政策”之类的可以明显表明宽松货币政策立场的文字予以摘录,以作为本文货币政策周期判断的重要参

^① 该泰勒公式推导使用了两个重要的假定:一是通货膨胀率符合静态预期;二是央行在设定利率目标时存在平滑行为。该模型的好处是由于引入了,不用估计目标通胀率,简化了计算,也避免了目标通胀率估计的偏差。

考证据^①,以协助我们在定量分析之外更多地考量实际情况,为选取更为稳健的货币政策周期虚拟变量提供支持。

表 4 货币政策周期判断依据的汇总

时间	M2_HP	Taylor-gap	《中国货币政策执行报告》关键摘要
2005	-0.098761	-0.020894	货币信贷总量增长总体适度;降低超额存款准备金利率。
2006	-0.890203	0.260836	大力回收银行体系流动性;三次上调存准率,两次上调存贷款基准利率。
2007	-1.17743	-0.1379618	货币政策逐步从“稳健”转为“从紧”。十次上调存准率共 5.5 个百分点,六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。
2008	-0.014413	0.4517847	上半年五次提高存准率共计 3 个百分点;下半年五次下调存贷款基准利率,四次下调存准率。
2009	10.0866	-0.1385662	中国人民银行按照党中央、国务院统一部署,认真贯彻适度宽松的货币政策。
2010	2.59363	0.1045064	中国人民银行按照党中央、国务院的决策部署,继续实施适度宽松的货币政策。
2011	-2.88633	0.034191	六次上调存准率,三次上调存贷款基准利率,引导货币信贷增长平稳回调。
2012	-1.95214	-0.1194606	两次下调存准率,两次下调存贷款基准利率。
2013	-1.37378	0.1091093	货币信贷和社会融资总量偏快的势头得到控制;下半年以后一度趋于上行的通胀形势初步稳定下来,也对抑制全社会债务和杠杆水平的过快上升发挥了积极作用。
2014	-1.98176	0.0426954	非对称降低存贷款利率,两次降准降息。

^① 中国人民银行每年发布当年共计四个季度的《中国货币政策执行报告》,其中第四季度货币政策报告涉及全年货币政策执行情况总结,具体网址参见 <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/index.html>, 本文的观测区间为 2005 年至 2014 年。

对表 4 的数据和信息进行分析处理,表 5 给出了本文使用的货币政策周期虚拟变量 loose 的确定值。在定性分析层面,本文将较为明显地能够表露货币政策立场的内容定义为宽松(记为 1)或紧缩(记为 0),其余的定义为稳健。表 5 中的 loose1 项表示根据前三项多数结果可以定义货币政策为宽松的记为 1,反之为 0; loose2 项则为综合定量分析和定性分析证据,能够明确、强有力地判断为宽松货币政策的记为 1,其余均记为 0^①。综合三种方法,除了 2005 年存在差异外,其余年份的 loose1 和 loose2 的判断完全一致。

表 5 货币政策周期判断结果汇总

Year	M2_HP	Taylor-gap	《报告》摘要	Loose1	Loose2
2005	0	1	稳健	1	0
2006	0	0	0	0	0
2007	0	1	0	0	0
2008	0	0	0 ^②	0	0
2009	1	1	1	1	1
2010	1	0	1	1	1
2011	0	0	0	0	0
2012	0	1	1	1	1
2013	0	0	0	0	0
2014	0	0	稳健	0	0

根据表 5 中货币政策立场判断的虚拟变量设定,对模型(2)进行计量检验来对商业银行风险承担行为在不同货币政策环境下的差异进行对比研究,表 6 给出了差分 GMM 计量回归结果。表 6 分别以 Z 值、不良贷款率和拨备覆盖率作为度量商业银行风险承担的被解释变量,列(3)至列(6)分别给出了不同货币政策代理变

① loose1 与 loose2 项的区别主要在于 2005 年,2005 年的央行工作报告中没有明显的货币政策立场表述而定量分析结果 M2_HP 和 Taylor-gap 存在分歧,并且 2005 年涉及人民币汇率改革,货币政策内外环境变得复杂,因此在没有“明显、强有力”的证据情况下,loose2 记 2005 年为 0。

② 2008 年的货币政策执行报告表述中,上半年政策是从紧的,但是下半年危机爆发后央行直接转变为宽松货币政策,但是表 4 中前两列的定量分析表明在货币总量全年增长和利率目标控制上,央行依然是偏紧的,因此设置为 0。

量下模型(2)的回归结果。MP、MP_Loose 以及 Loose 分别代表货币政策、货币政策与货币政策周期交叉项以及货币政策周期虚拟变量的回归结果,略去了其它控制变量的回归结果。在实际回归过程中,本文发现以 loose1 和 loose2 分别作为货币政策周期虚拟变量的回归结果类似,本文只给出以更为谨慎的虚拟变量 loose2 进行回归的结果。

与表 3 相一致,在引入货币政策周期虚拟变量及其交叉项之后,以不同货币政策衡量指标作为核心解释变量的计量回归结果表现出一致性:M2 的回归系数基本显著为正,DRR、Interbank_R 以及 Repo_R 的回归系数基本显著为负。因此,关于货币政策周期宽松划分后的计量结果进一步支持了“宽松货币政策促进商业银行风险承担行为,而紧缩货币政策降低商业银行风险承担意愿”的命题 1。

根据表 6 的回归结果,本文发现货币政策代理变量和货币政策周期虚拟变量交叉项的回归结果显示出不同的特征:

存准率 DRR 与 loose 虚拟变量的交叉项前的系数显著为正(以 Z 值、不良贷款率和拨备覆盖率为被解释变量的情况下,存准率与货币政策周期交叉项前的系数均显著为正),这表明宽松货币政策对商业银行风险承担增加的促进作用弱于紧缩货币政策对商业银行风险承担的约束作用;与 DRR 的回归结果相反,以 Z 值为被解释变量,银行间同业拆借利率和抵押回购利率与货币政策周期交叉项前的系数显著为负,表明宽松货币政策对于商业银行风险承担增加的促进作用是强于紧缩货币政策的抑制作用的。

表 6 宽松和紧缩货币政策对商业银行风险承担影响比较检验

被解释变量	核心解释变量	M2	DRR	Interbank_R	Repo_R
Z 值	MP	0.00655 * * (0.00300)	-0.00184 * * * (0.000603)	-0.00283 * * (0.00111)	-0.00247 * * (0.00102)
	Mp_loose	-0.00297 (0.00253)	0.00432 * * (0.00181)	-0.00216 * (0.00130)	-0.00282 * * (0.00138)
	Loose	0.0468 (0.0399)	-0.0841 * * (0.0359)	0.00950 * (0.00490)	0.0109 * * (0.00496)

续表

被解释变量	核心解释变量	M2	DRR	Interbank_R	Repo_R
不良贷款率	MP	0.497 * * * (0.175)	-0.101 * * (0.0426)	-0.200 * * * (0.0585)	-0.202 * * * (0.0574)
	Mp_loose	-0.000530 (0.104)	0.122 * (0.0719)	-0.162 (0.148)	-0.211 (0.166)
	Loose	-0.244 (1.658)	-2.585 * (1.418)	0.484 (0.647)	0.590 (0.681)
拨备覆盖率	MP	55.45 (526.0)	-16.33 * * * (6.227)	-9.666 (14.43)	-7.580 (13.11)
	Mp_loose	-5.188 (895.2)	29.13 * (17.09)	2.588 (20.64)	1.052 (23.47)
	Loose	59.08 (14,378)	-585.2 * (339.3)	-24.73 (84.93)	-20.61 (89.64)

注:(1)表6所示回归结果均进行了AR2检验与Sargan检验,检验结果表明表6所涉及回归模型的工具变量设定均是有效的,回归残差也不存在2阶序列自相关问题;(2)回归结果系数表中,*、* *和* * *分别代表该回归结果在10%、5%和1%的显著性水平上显著,回归参数下方括号内数值为该系数回归结果的稳健性标准差。

为什么会有如此相反的结论?结合中国的实际情况,本文认为这种非对称性与中国央行的货币政策的具体实践有关。存准率作为强有力的货币政策工具直接起到收放银根的作用。因此,存准率提高要求商业银行必须立刻补足在中国人民银行缴存的法定准备金,这就要求商业银行在日常经营中配置更多的高流动性资产(收益率较低的国债等),导致存准率提高强化了紧缩货币政策对商业银行风险承担的约束作用。另一方面,即使存准率降低带来宽松的货币政策,商业银行也会因为预期到未来可能的存款准备金要求调整而配置相当程度的低风险资产,这就表现为数量型货币政策的宽松对商业银行风险承担的促进作用弱于紧缩货币政策带来的抑制作用。而中国银行间同业拆借和抵押回购市场化程度很高,央行主要通过公开市场操作注入或抽取流动性来影响利率至合意的政策目标水平,银行间交易的市场化程度高,各银行追逐收益的动机很强,导致银行流动性风险溢价上升的幅度较快(比如将资金配置到更高风险和更高收益的项目中)。因此,任何货币

宽松带来的流动性增加都会使得银行将增量资金以及融入资金投向有更高相对收益率的资产上去,从而体现为整体风险承担的上升;同时,当银行间利率水平上升时,银行也会保持流动性预防(想方设法维持流动性),不愿意立刻中止原有的更高风险和更高收益的项目,因此,导致了宽松货币政策对于商业银行风险承担增加的促进作用强于紧缩货币政策对商业银行风险承担的抑制作用。而这两种不同类型工具的交叉使用导致了整体上 M2 增长率与 loose 虚拟变量的交叉项在回归中没有得到显著的结果,即整体上货币松紧周期对商业银行的风险承担行为的影响不存在非对称性。

此外,结合风险承担渠道理论中的“与央行的沟通交流”效应,本文认为自金融危机以来央行较多地使用存款率降低作为宽松货币政策手段,但是总体依然保持较为稳健的货币政策,作为市场参与主体的商业银行对于这一“宽松”信号的解读较为充分,因此对宽松政策的敏感度有所降低,而习惯了温和的宽松货币环境下的银行,面对突如其来的存准率上升会反映更加敏感而表现为风险承担意愿非对称的下降。这一点间接证实了中国商业银行“与央行的沟通交流”效应的存在。

4、金融危机前后商业银行风险承担行为对比研究

表 7 给出了以 Z 值作为度量商业银行风险的被解释变量和多个货币政策代理变量的差分 GMM 方法的回归结果,与表 3 的结果一致,在引入 Crisis 这一时间虚拟变量及其与商业银行特质的交叉项之后,核心解释变量 M2 前系数显著为正,存准率、银行间同业拆借利率与银行间抵押回购利率前系数均显著为负,也支持“宽松货币政策促进商业银行风险承担,而紧缩货币政策降低商业银行风险承担意愿”。

金融危机前后商业银行特质指标(核心资本充足率、总资产收益率以及资产规模)对商业银行风险承担的影响有何不同?在引入金融危机时间虚拟变量及其交叉项之后,与本文之前的结论相一致,变量 RATIO 和 ROA 前系数显著为负,而 Asset 前的系数显著为正。这一结果表明:一方面,有着较高核心资本充足率、高总资产收益率的银行运营能力强,其风险资产占比较低,为获取更高收益目标而加大风险承担的意愿并不强;而资产收益率较低的银行更有可能为了获得更高目标收益而加大风险资产配置以承担更多风险。另一方面,总资产规模大的银行承担风险能力强,因此会相对增加自己的风险资产配置而承担更多风险,但是同样如前所述,总资产规模包含的信息较为复杂,对这一变量回归结果的解释需要慎重。

观察 Crisis 与银行特质变量交叉项的回归结果,除了资本充足率与 Crisis 虚

拟变量交叉项前系数显著为正之外,总资产收益率交叉项、总资产规模交叉项前系数并不显著。这表明金融危机前后总资产收益率、总资产规模指标对于商业银行风险承担的影响并未发生过多变化,而金融危机前后核心资本充足率对于商业银行的风险承担有着显著区别。根据资本充足率与金融危机虚拟变量交叉项的系数来看,金融危机后具有较高的资本充足率的银行倾向于承担更多的风险,这与金融危机前高资本充足率的银行风险承担意愿低的结论形成了反差。究其原因,本文认为金融危机前中国对于商业银行监管的指标较为单一并且不够灵活,围绕资本充足率的监管标准使得银行关注核心资本充足率达标而配置较低的风险资产;金融危机之后,中国建立了更灵活、更全面和更多维度的监管体系,除资本充足率之外有了更多指标作为监管手段,这样商业银行减少了之前在单一指标监管下维持资本充足率高位的压力,因此较高资本充足率银行(通常是国有大行)能够更多参与市场化的资产配置,从而承担更多风险。从 Crisis 这一虚拟变量的回归结果来看,金融危机之后商业银行风险承担意愿普遍降低。因此,金融监管的进步使得银行特质与风险承担逐步相匹配。

表 7 金融危机前后商业银行特质对其风险承担影响比较检验

被解释变量:Z 值	(1)	(2)	(3)	(4)
货币政策代理变量	M2	DRR	Interbank_R	Repo_R
Risk(-1)	0.0706 * * * (0.0241)	0.0798 * * * (0.0257)	0.0761 * * * (0.0244)	0.0753 * * * (0.0241)
MP	0.00621 * * (0.00280)	-0.000471 (0.000565)	-0.00156 * (0.000833)	-0.00150 * (0.000836)
RATIO	-0.00290 * * * (0.000551)	-0.00286 * * * (0.000604)	-0.00289 * * * (0.000544)	-0.00294 * * * (0.000547)
RATIO_Crisis	0.00124 * * * (0.000461)	0.00120 * * (0.000513)	0.00118 * * * (0.000452)	0.00120 * * * (0.000464)
ROA	-0.0147 * * * (0.00434)	-0.0140 * * * (0.00494)	-0.0145 * * * (0.00431)	-0.0148 * * * (0.00435)
ROA_Crisis	0.00850 (0.00544)	0.00847 (0.00559)	0.00806 (0.00552)	0.00836 (0.00538)

续表

被解释变量:Z 值	(1)	(2)	(3)	(4)
货币政策代理变量	M2	DRR	Interbank_R	Repo_R
Asset	0.0207 * * * (0.00580)	0.0164 * * * (0.00571)	0.0172 * * * (0.00572)	0.0178 * * * (0.00573)
Asset_Crisis	0.00166 (0.00113)	0.00163 (0.00110)	0.00141 (0.00106)	0.00139 (0.00105)
Crisis	-0.0574 * * (0.0269)	-0.0594 * * (0.0278)	-0.0542 * * (0.0265)	-0.0548 * * (0.0266)
IPO	-0.00652 * (0.00392)	-0.00650 * (0.00388)	-0.00819 * * (0.00403)	-0.00824 * * (0.00373)
GDP	0.00118 (0.000880)	0.00263 * * * (0.000783)	0.00356 * * * (0.000968)	0.00349 * * * (0.000943)
FAI	0.000274 (0.000461)	0.00103 * * (0.000407)	0.000748 * (0.000385)	0.000818 * * (0.000374)
Stock	0.00689 * * (0.00334)	0.00321 (0.00411)	0.00265 (0.00376)	0.00289 (0.00377)
Constant	-0.416 * * * (0.136)	-0.236 * * (0.113)	-0.248 * * (0.111)	-0.261 * * (0.111)
观测值	286	286	286	286
AR2(P 值)	0.1769	0.1592	0.1418	0.1464
Sargan(P 值)	0.1944	0.1606	0.1776	0.1968

注:(1)Risk(-1)表示滞后一期,其他未标注的变量为其当期值;(2)回归结果系数表中,*、* * 和 * * * 分别代表该回归结果在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著,回归参数下方括号内数值为该系数回归结果的稳健性标准差。(3)AR2 检验和 Sargan 检验表明回归结果不存在残差 2 阶序列自相关以及工具变量过度识别问题,回归结果稳健有效。

四、简要结论

本文采用多种银行风险承担指标、多种货币政策代理变量和控制变量、两种动态面板计量技术,实证结果表明从金融稳定性的角度来看,货币政策是非中性的。宽松的货币政策促进了商业银行的风险承担行为,而紧缩的货币政策降低了商业银行的风险承担意愿。其次,不同的货币政策工具对商业银行风险承担行为存在非对称性:在数量型货币工具(存准率)调控的情况下,宽松货币政策对商业银行风险承担的促进作用弱于货币紧缩对商业银行风险承担的约束作用;在价格型货币工具(银行间同业拆借、债券抵押回购利率)调控的情况下,宽松货币政策对商业银行风险承担的促进作用强于货币紧缩对商业银行风险承担的约束作用。因此,中国商业银行在货币政策周期中的“估值效应”、“追逐收益效应”以及“与央行的沟通交流”效应均存在。再次,金融危机后随着金融监管措施的改进,使得具有较高资本充足率的银行倾向于承担更多的风险,银行特质与承担风险逐步相匹配,这说明银行监管改进的方向是正确的。最后,本文还发现 A 股市场的繁荣显著地增加了商业银行的风险承担行为。

货币政策对金融稳定的非中性的政策含义在于:首先货币当局应该充分意识到松、紧货币政策对商业银行风险承担行为的不同影响,识别数量型和价格型货币工具调控对商业银行风险承担的非对称性,以确保总体风险可控;其次,依据风险承担渠道理论中的“与央行的沟通交流效应”,正常情况下,央行应避免做出为经济、金融市场“兜底”之类的承诺表示或是严厉的紧缩信号,以防止货币政策变动对商业银行风险承担行为的过度影响而造成银行业风险整体失控;再次,具有较高的资本充足率的银行倾向于承担更多的风险,符合金融监管的改进方向,监管部门应该逐步放松对国有银行参与市场化资产配置的限制,进一步建立多维度的监管标准,为大型银行市场化地参与资产配置“松绑”,促进风险承担行为与能力的相匹配,从而分散系统化风险。最后,银行风险承担与金融市场繁荣存在显著的正向关系,意味着监管部门要高度重视“违规场外配资放大金融风险”的再次发生,避免出现系统性风险。

参考文献

- [1] 刘晓欣,王飞. 中国微观银行特征的货币政策风险承担渠道检验——基于我国银行业的实证研究[J]. 国际金融研究, 2013 (9): 75—88.
- [2] 牛晓健,裘翔. 利率与银行风险承担[J]. 金融研究, 2013, 4: 15—28.
- [3] 索彦峰,陈继明. 资产规模、资本状况与商业银行资产组合行为——基于中国银行业面板数据的实证分析[J]. 金融研究, 2008(6):21—36.
- [4] 徐明东,陈学彬. 货币环境,资本充足率与商业银行风险承担[J]. 金融研究, 2012, 7: 48—62.
- [5] 张强,乔煜峰,张宝. 中国货币政策的银行风险承担渠道存在吗? [J]. 金融研究, 2013 (8): 84—97.
- [6] Altunbas Y, Gambacorta L, Marques—Ibanez D. Does monetary policy affect bank risk-taking? [J]. 2010.
- [7] Arellano M, Bond S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations[J]. The review of economic studies, 1991, 58(2): 277—297.
- [8] Blundell R, Bond S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models[J]. Journal of econometrics, 1998, 87(1): 115—143.
- [9] Borio C E V, Zhu H. Capital Regulation, Risk—Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism? [J]. 2008.
- [10] Delis M D, Kouretas G P. Interest rates and bank risk-taking[J]. Journal of Banking & Finance, 2011, 35(4): 840—855.
- [11] Gaggli P, Valderrama M T. Does a low interest rate environment affect risk taking in Austria? [J]. Monetary Policy and the Economy, 2010, 4(4): 32—48.
- [12] Gambacorta L. Monetary Policy and the Risk—Taking Channel[J]. Bis Quarterly Review, 2009.
- [13] Ioannidou V, Ongena S, Peydró J L. Monetary policy and subprime lending: a tall tale of low federal funds rates, hazardous loans and reduced loan spreads[J]. European banking centre discussion paper, 2009, 45.
- [14] Jiménez - Martín J ?, McAleer M, Pérez - Amaral T. The ten commandments for managing value at risk under the basel ii accord[J]. Journal of Economic Surveys, 2009, 23(5): 850—855.

- [15] Laeven L, and Levine R. Bank governance, regulation and risk taking[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(2): 259—275.
- [16] Michalak T C, Uhde A. Credit risk securitization and bank soundness in Europe [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2012, 52(3): 272—285.
- [17] Nguyen V H T, Boateng A. An analysis of involuntary excess reserves, monetary policy and risk—taking behaviour of Chinese Banks[J]. International Review of Financial Analysis, 2015, 37: 63—72.
- [18] zuca E A, Akbostanc? E. An Empirical Analysis of the Risk—Taking Channel of Monetary Policy in Turkey[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2015: 1—21.
- [19] Rajan R G. Has financial development made the world riskier? [R]. National Bureau of economic Research, 2005.
- [20] Tabak B M, Fazio D M, Cajueiro D O. The effects of loan portfolio concentration on Brazilian banks' return and risk[J]. Journal of Banking & Finance, 2011, 35 (11): 3065—3076.

分报告四

产业组织、产能过剩与企业多维创新能力

夏晓华 尹志锋 史宇鹏

摘要:本研究基于世界银行的中国企业调查数据考察了创新在消除过剩产能中的作用。将创新进一步细分为产品与服务创新、工艺创新、管理创新及营销创新,发现目前阶段进行管理创新与营销创新是去除过剩产能的有效途径;研究同时表明,国有企业较非国有企业具有产能过剩严重、创新能力相对不足双重特征,基于创新在去产能过程中的核心作用,提出改善体制机制,促进国有企业创新具有改善国企运营效率、解决产能过剩双重功效。

一、问题的提出

产能过剩(overcapacity)^①一直困扰着中国经济。国务院相关部门曾多次(如2005、2006、2011、2012年)尤其在近期,反复强调产能过剩治理工作的严峻性。我国企业的产能过剩具有一般性,同时也具有特殊性。一般性体现为基于正常的经济周期而产生的生产能力过剩。对于这种情况下的产能过剩,经典的经济理论能够予以解释。即企业产能过剩是企业的一种理性反映(干春晖等,2015)。一则,企业的生产规模因经济繁荣而扩大,当需求下降时,其会在缩小规模与维持既有生产规模进行权衡。缩小规模会由于资产专用性等问题而导致调整成本,维持原有生产规模则需要付出保存成本,企业会在这两种成本之间进行权衡,进而决定是否调整规模;二则,规模是企业竞争的一种重要手段,为了抑制潜在竞争者,在位企业有动力保有一定程度的过剩产能,以应对潜在竞争。这种过剩产能储备动机因市场的可竞争性不同而存在差异。

与此同时,我国企业的产能过剩,又具有鲜明的特殊性,并具体表现为:一则,产能过剩严重的都是竞争性行业^②,而且是长期现象;二则,有的行业一方面产能极度过剩,另一方面产能过剩行业的投资力度还在加大(赵向文,2013);三则,产业政策的效果与初衷背离,存在越审批产能越过剩的情况(于立,2014);四则,产能过剩具有明显的结构性过剩特征,一些传统产品的生产过剩,但一些高技术含量的产品存在供应不足(刘莉,2013)^③。

这些特征性汇总起来,使得西方经典的经济理论难以给出满意解释,同时也为我国经济理论创新提供了难得的机遇。研究者们尝试扎根于本土的经济因素,力图给出不同解释,并可以归纳为:一是,中国产业追随战略中因对有前景的产业的共同知识与判断,在投资上出现“潮涌现象”(林毅夫,2007;2010);二是,政府对企业的干预导致一些产业过度配置资源,压低了企业投资成本,从而形成产能过

① 产能过剩是指企业在正常的生产条件下潜在的最大产出与实际产出的差额。在市场经济条件下,表现为产品的供给能力超过市场需求。从设备的利用程度来看,由于各种原因,投入于过剩产能的生产中、具有资产专用性的投入品因“沉没成本”的存在,无法转化它用,以过剩的状态存在。

② 目前产能过剩的主要行业,如钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、造船、机床等传统行业,以及多晶硅、风电设备等新兴行业,均为竞争性较强的行业。

③ 如国家发展和改革委员会主任张平所述“平板玻璃产能过剩,但电子用平板玻璃我们一直进口,风机风电设备产能过剩,但风机轴承、控制系统还要进口”。

剩(江飞涛等 2007;江飞涛和曹建海,2009;江飞涛等,2012;干春晖等,2015));三是,辖区竞争导致地方官员对于投资的补贴性竞争,催化了全社会过多的产能投入,引致产能过剩(银温泉、才婉茹,2001;周黎安,2004,2007;陆铭等,2004)。归其本源,政府行政干预及辖区竞争所导致的要素价格扭曲构成行政性重复建设和产能过剩的根源(皮建才,2008;江飞涛、曹建海,2009;时磊,2013)。

与上述探索形成互补,本研究旨在从创新能力不足或缺失这一视角来解释产能过剩,反过来说,本文要论证创新能够有效地消除产能过剩。与本研究关联较为紧密的文献主要有两支。一是从理论上讨论创新对于产能过剩的影响。张倩肖(2014)通过构建涵盖技术创新、产能建设周期、企业兼并、进入和退出的“新熊彼特”模拟模型,发现渐进工艺创新和长产能建设周期的结合是“潮涌现象”模式产能过剩产生的根本原因,地方政府对于进入、退出的干预加剧了“潮涌现象”和产能过剩。二是,一些研究者主要通过案例研究、新闻报道或以政策报告形式出现来讨论创新与产能过剩的关联。譬如,戈清平(2009)关于国内风电行业、包斯文(2010)关于“上海钢贸 50 强”的钢材流通企业、孔祥忠(2012)关于水泥行业、彭在美(2014)关于钢管行业的分析,均强调创新在消除产能过剩中的核心作用。我们认为,张倩肖(2014)发现渐进性的工艺创新在长产能建设周期及政府干预条件下,对于产能过剩可能具有负面影响,具有一定的启示意义;但研究的可贵之处在于将研究聚焦于探讨渐进式的技术创新,并细致考察其对于产能过剩的影响;与之相对的是该文对于其它创新类型,如产品创新、营销创新、管理创新缺乏讨论;而基于案例的研究,由于探讨案例有限,其不能得到统计意义上的实证结果。

本研究将从如下几个维度丰富既有文献。一是基于世界银行的企业调查数据,从微观层面度量企业的生产过剩程度^①,采用相对较大样本的实证分析,探讨创新与产能过剩的相关性,与既有的案例研究构成互补;二是,将创新细分为产品创新、工艺创新、管理创新及营销创新,对创新的去产能效果进行系统分解;拓展单维创新作用效果的分析;三是,通过探讨不同所有制企业在创新与产能过剩方面的差异,从创新维度来深入解析国有企业的产能过剩问题并从创新不足视角予以解释。

本文余下部分安排如下:第二部分提出理论假说;第三部分介绍实证设定及数据;第四部分为实证结果,最后一部分进行总结。

^① 由于从微观企业角度测量生产过剩程度还存在着较多的困难(周劲,2007),该方面的实证研究较为缺乏。

二、创新与过剩产能：理论假说

熊彼特在其 1912 年的著作《经济发展理论》中系统地提出创新的定义及其内涵，并沿用至今。熊彼特将创新规定为建立一种新的生产函数，把一种之前没有的关于生产要素和生产条件的新组合引入生产体系。这一定义可以具体归纳为引入新产品、采用新技术、实现企业组织创新及开拓新市场，并在之后演变成奥斯陆手册(Olso manual)所规定的产品创新、工艺创新、组织(管理)创新和营销创新四种标准形式。

创新预期将在消除过剩产能过程中发挥正向作用。创新是增强市场势力和市场份额从而减少产能过剩的重要手段(鲍莫尔,2004)。如通过引入一种新产品与服务,将有利于增强产品的差异化及区分度,进而增加产品需求,而需求的增加,会将过剩的产能激活,变成有效产能;通过进行工艺创新,将有利于生产出成本更低、质量更高的产品,亦将有利于增强既有产品的市场竞争力,释放过剩产能;通过进行组织管理创新,将有利于进行产品生产、销售管理,增强生产与销售的匹配性,因而有利于灵活调配过剩产能,最终降低过剩产能;最后,通过营销创新,将有利于增强产品的可达性,减少产品市场的信息不对称性,有利于扩大销售,进而消化过剩的产能。**基于以上论述,我们提出假说 1:有创新的企业面临的产能过剩问题不严重;创新越多的企业面临的产能过剩问题越不严重。**

进行创新有利于减少过剩产能,但不同类型的创新在我国目前阶段的去产能效果存在大小、显著程度的差异。一则,产品服务创新的去过剩产能效果依产品的革新程度而存在差异。依产品的创新程度,我们可以将其进一步分为对于企业新、在国内市场新及在国际市场新。我国目前大多数企业处于技术模仿、赶超阶段,达到国内市场新、国际市场新的比例较低,因此,产品创新的去过剩产能效果存在,但显著程度较低;二则,进行工艺创新对于去产能具有两种不同性质的作用效果。一是进行工艺创新将有利于提高生产效率,进一步提高生产能力,带来基于技术进步的产能过剩(张倩肖,2014);二是进行工艺创新将提高产品或服务的品质与质量,从而增强产品的竞争力,有利于消化过剩产能。这两种不同力量使得工艺创新的去产能效果显著程度较低。三则,管理创新通过增强对生产能力、销售能力的监测,以平衡供需,将有利于企业根据市场环境的变化及时调整生产能力,进而消化过剩产能,预期会产生显著的去产能效果;四则,进行营销创新,包括充分利用互联网技术进行营销,打造企业品牌,将有利于拓展产品销路,将过剩产能有效地调度起来。因此,该类创新亦将对去产能起到立竿见影的作用效果。

基于以上论述,我们提出假说 2:目前阶段企业进行产品创新及工艺创新的去过剩产能效果有限,而组织创新与营销创新则具有显著功效。

目前阶段的产能过剩问题,国有企业再次成为“重灾区”。相对于非国有企业,国有企业的过剩产能规模更大,出现产能过剩的比例更高。研究表明,政府对于国有企业的强控制力及地方政府竞争,使得国有企业成为地方政府扩大经济规模、提速经济增长的重要抓手(张维迎、马捷,1999),并由此导致产能过剩(干春晖等,2015)。国有企业的投资冲动及规模膨胀,在没有创新的情况下,将会导致严重的产能过剩问题。但如果国有企业在规模扩张的同时,能够进行相应的创新,则创新将有利于缓解产能过剩。比较遗憾的是,大量的实证研究表明,国有企业在创新方面亦不如非国有企业(吴延兵,2012),这两重因素叠加,使得国有企业的产能过剩问题更为严重。基于此,我们提出研究推论:国有企业之所以面临更为严重的产能利用问题,创新投入不足是其重要原因。

三、创新与去过剩产能:模型及数据

(一)模型设定

我们将构造如下模型来检验假说 1 及假说 2。

其中, $p_i = \text{prob}(Z_i = 1)$ 表示企业是否存在产能过剩的概率。表示企业未利用产能占全部产能的比重。过剩产能通常指企业实际使用的生产能力与全部生产能力的差额。基于数据的可获得性有既有文献的做法,我们采用这一定义。进一步,我们用两个变量来刻画产能过剩情况。一是,基于各类文献对于产能过剩的评判(钟伟,2013),采用 20%作为是否存在过剩产能的临界点,将产能过剩程度高于 20%的企业定义为存在过剩的企业,记为 1,反之为零;用于反映企业创新对产能过剩状态的质的影响;二是,计算企业存在产能过剩的程度,用过剩的产量除以企业总的生产能力,用于反映创新对于去过剩产能程度的边际影响。

解释变量方面,innovation 为反映创新程度的变量。首先,我们定义存在某一类创新的企业,即把存在产品服务创新、工艺创新、组织创新及营销创新的企业分别定义为产品服务创新企业、工艺创新企业、组织创新企业及营销创新企业,记为 1,反之为 0。其次,将存在产品服务创新、工艺创新、组织(管理)创新及营销创新中任一项创新的企业定义为创新企业,记为 1,反之为 0;再次,根据企业实现创新类型的数量,定义企业

的创新数,取值为0—4。X为一系列的控制变量。包括所有制、企业规模、产业虚拟变量及地区虚拟变量。产业虚拟变量用于控制产业层面的特征,如产业集中度、技术机会等因素的影响;地区虚拟变量用于控制地区特征,如经济发展水平、地方政府行为的影响。在控制变量中,我们将重点关注国有企业特征与产能过剩的相关性。

在模型2的基础上,即验证创新对于去过剩产能的正向作用的基础上,我们将聚焦于讨论,相对于非国有企业,国有企业在创新方面是否存在显著不足。如果得以证实,则表明国有企业更为严重的产能过剩,一个核心的原因是创新不足。我们将构造如下模型检验国有企业与非国有企业的创新差异。

其中, $q_i = \text{prob}(\text{innovation}_i = 1)$ 表示企业进行创新的概率; innovation_i 表示创新的数量; ownership_i 表示企业的所有制特征。X与之前的定义相同,只是将所有制变量单独提出来。由于创新变量数量为0—4的非负正数,我们采用泊松回归模型。其具体模型设定如下:

其中为第*i*个单位某事件发生数的观测值 y_i (即创新数量,取值为0—4)所服从的泊松分布的均值(Cameron等,1998)。其它变量的定义同模型3。

(二)数据与变量

我们的数据来源于2012年世界银行中国企业经营环境调查。该调查展开的时间段为2011年12月到2013年2月,共有2700家私营企业(包括内资与外资私营企业)及148家国有企业受访。调查涉及的版块包括基本信息、基础设施及服务、销售与供应、竞争程度、产能利用情况、土地与审批、创新与技术、犯罪、金融、政府关系、劳动力、商业环境、经营绩效等内容^①。

本文产能过剩变量的构造基于问卷的问题f1。该问题问到企业在2010年财年实际用到的产能与其最大产能的比例。我们用1减去该比值即可得到未利用产能(或过剩产能)的数值。基于此,我们构造两个变量,一是以20%为临界值^②,将过剩产能高于20%的企业定义为存在产能过剩企业,记为1,反之为0;另一个变量直接采用产能过剩的比例。这一做法与既有文献关于产能过剩的定义、测度具有一致性。一方面,国际上一般都是采用“设备利用率”作为产能过剩的衡量指标(周

① 更详细的数据说明详见官方说明文件“The People’s Republic of China 2012 Enterprise Surveys Data Set”。

② 据美国的经验,产能利用率超过95%时代表产能使用程度接近饱和;产能利用率位于81%~90%之间表明产能利用正常;低于81%则认为存在较严重的产能过剩(杨君,2013)。在稳健性检验中,将临界值设定为30%时,主要结论依然成立。

黎,2015);另一方面,一些研究(如时磊,2013;干春晖等,2015;张龙鹏,2016)也用类似的方法来测度产能过剩。

我们的核心解释变量来自问卷中的 CNO 部分。其中,问题“过去三年是否引入新的产品与服务”、“过去三年是否引入新的技术设备来改善产品及工艺”、“过去三年是否引入新的管理及行政流程”,分别反映产品创新、流程创新及组织(管理)创新,答案为肯定的企业被定义为在相应维度上的创新企业,记为 1,反之为 0。对于营销创新,我们根据如下问题的信息来进行界定:“企业在销售于市场开发过程中,使用信息技术(电脑、软件及互联网)的频率?”我们将回答“频繁使用”及“一直使用(没有间断)”的企业定义为营销创新强的企业,记为 1,反之为零。基于上述四类标准创新,我们进一步定义创新型企业,即只要存在上述四种创新之一的企业,均为创新型企业,记为 1,反之为零;并据此定义企业的创新数量,取值为 0—4。

其它控制变量方面,我们依企业最大股东的特征,区分为国有企业、外资企业及私营企业。如最大股东为政府(外资、国内私营者),将其定义为国有企业(外资企业、私营企业);遵循问卷定义,我们将就业人数位于 5—19 人(含)之间的企业定义为小型企业,将就业人数位于 20—99(含)之间及大于 100(含)的企业分别定义为中型企业与大型企业。地区虚拟变量为包括无锡、佛山等在内的 25 个 0—1 变量;产业虚拟变量为包括塑料和橡胶、食品在内的 26 个 0—1 变量^①。

表 1 关键变量的描述统计(N=1679)

Variable	含义	Mean	Std.Dev.	Min	Max
dum surplus	产能过剩标识(1=是)	0.257	0.437	0	1
Surplus	产能过剩水平	0.132	0.108	0	1
Innovation	创新企业(1=是)	0.814	0.390	0	1
Product	产品创新(1=是)	0.529	0.499	0	1
Process	工艺创新(1=是)	0.626	0.484	0	1
Management	管理创新(1=是)	0.469	0.499	0	1
Promotion	营销创新(1=是)	0.556	0.497	0	1

注:依主回归方程中均没有缺失值的样本进行统计。由于取值较多,企业规模、所有制、产业及地区虚拟变量没有在表中列出。

^① 合肥及食品行业分别为地区及行业的基准组,因此表征合肥及食品行业的虚拟变量没有加入模型。

表 1 的数据显示,回归样本中企业平均的产能过剩水平为 13.2%;图 1 进一步表明,产能过剩存在两个峰值,一个位于 10%左右,一个位于 18%左右。如果以 20%作为产能过剩的临界值,有 25.7%的企业被划分产能过剩企业。被标识为创新企业的比重达到 81.4%,表明调查企业表现出一定程度的创新性;其中,进行产品创新、工艺创新、管理创新的企业分别达到 52.9%、62.6%及 46.9%;频繁使用信息技术进行营销的企业占比达到 55.6%。回归样本中,私营企业、外资企业及国有企业的占比分别为 90.29%、4.29%及 5.42%;小型企业、中型企业及大型企业的占比分别为 25.31%、41.22%及 33.47%,分布较为均匀。同时,样本的行业及地区分布也较为均匀。核心变量的取值均落在合理的区间。

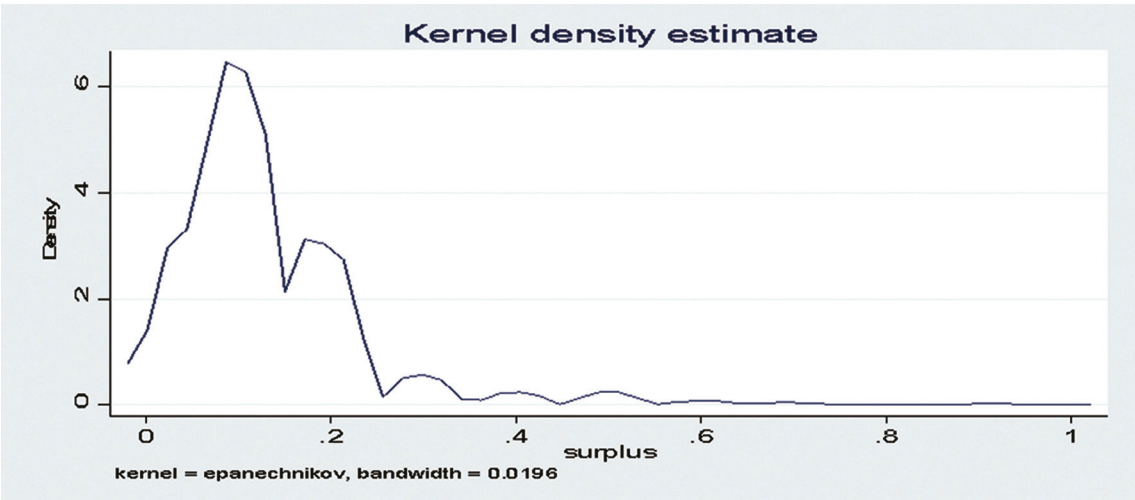


图 1 产能过剩的分布

四、实证结果

(一)产能过剩基本情况分析

在进行回归分析之前,我们首先从企业创新水平、所有制及企业规模视角,考察产能过剩的分布情况。表 2 的数据显示,相对于没有创新的企业,创新企业平均的产能过剩率为 12.79%,要低于前者近 3 个百分点;创新企业中存在产能过剩的企业占比为 23.13%,要显著低于非创新企业(36.74%)。该结果在一定程度上表明,企业创新与过剩产能具有负的相关性。表 2 的数据进一步显示,对于细分的创新

类型,无论是产品创新、工艺创新、管理创新,还是营销创新,具有创新的企业均具有更低的过剩产能,且存在产能过剩的企业占比也明显更少。进一步验证了创新在消除过剩产能中的重要作用。

表 2 依创新水平的企业产能过剩分布

	产能过剩率	产能过剩企业占比
企业创新		
否	15.17	36.74
是	12.78	23.13
产品创新		
否	13.84	29.03
是	12.53	22.05
工艺创新		
否	14.33	32.37
是	12.47	21.19
管理创新		
否	14.36	30.54
是	11.81	19.57
营销创新		
否	14.51	28.94
是	12.18	22.61

表 3 的数据显示,国有企业具有相对更高的产能过剩率,平均达到 15.12,高于私营企业(13.14%)及外资企业(12.61%);且国有企业中产能过剩企业占比达到 35.56%,远高于外资及私营企业;规模方面,企业规模与产能过剩情况大体呈倒 U 形,中型企业的产能过剩率及产能过剩企业占比最高,分别达到 14.13% 及 28.76%。

表 3

依所有制及企业规模的企业产能过剩分布

所有制	产能过剩率	产能过剩企业占比	规模	产能过剩率	产能过剩企业占比
私营企业	13.14	24.74	小型	13.24	22.82
外资企业	12.61	27.78	中型	14.13	28.76
国有企业	15.12	39.56	大型	12.09	24.02

从产业维度来看,记录媒介、木材、IT、食品及基本金属业企业的平均产能过剩率最高,分别为 18.77%、16.67%、16%、14.34%及 13.91%,明显高于排名较后的产业,如皮革(9.12%)、精炼石油(8.33%)、建设(6.67%)、交通(5%)及零售业(3%);从地区维度来看,广州、东莞、烟台、北京、宁波五地企业的产能过剩率相对最高,分别为 26.96%、19.99%、18.51%、18.43%及 17.43%;要明显高于排名较靠后的洛阳(9.26%)、南通市(8.89%)、郑州(8.86%)、南京(8.37%)及武汉(7.34%),表现出较为明显的产业与地区差异。

(二)基本回归结果

模型 1 的回归结果汇总于表 2。第一列考察是否创新对于过剩产能的影响。回归结果表明,开展创新能够避免企业“沦为”产能过剩企业。其经济解释在于,创新能够创造新的需求,并进行有效的供需管理,从而能够将产能控制在合理的范围;第二列考察企业的创新数量对于产能过剩的影响。结果表明,企业开展创新的维度越多,其去过剩产能效果愈好。经济解释在于,从多个维度进行创新将有利于企业从产品的新颖性、生产效率、有效对接需求、精准营销等方面消化过剩产能,具有创新的规模经济。

第三列考察产品创新与过剩产能的相关性。产品创新变量的回归结果为负,但不显著。其经济解释在于,产品创新对于去产能的正向效果只有当产品创新达到一定的高度,如国内市场新甚至国际市场新时,才能够将彰显产品的差异性,从而增强市场需求,化解过剩产能;而我国目前企业达到国内市场及国际市场新的比例整体不高,抑制了产品创新的作用效果;第四列考察工艺创新与过剩产能的相关性。工艺创新变量的系数为负,且在 0.05 的水平上显著,表明引入新的技术设备以改善产品及工艺,有利于增强产品品质,提升市场需求,进而有利于化解过剩产能。第五列考察管理创新与过剩产能的相关性。回归结果表明,展开管理创新将显著降低过剩产能。其机理在于,通过对供应链、产品、供需关系进行创新性管理,

有利于根据市场需求合理,从而将产能过剩控制在合理范围;最后一列考察营销创新与过剩产能的相关性,回归结果表明,如果企业相对频繁地使用网络、通讯技术、软件等方式进行产品销售,将有利于拓展产品销路,增强市场需求,进而有利于化解产能过剩^①。表4的结果充分展示,创新有利于降低生产成本,提高产品品质,有利于拓展市场的广度与深度,进而化解过剩产能。

表4的结果同时一致性地表明,相较于国内私营企业,国有企业在过剩产能方面更为严重。对此,一些研究者给出了多方面的解释,其包括国有企业的软预算约束特征、要素价格扭曲及地方政府GDP竞争等因素会导致国有的产能竞争性上升,并最终导致产能过剩。本文则尝试提出另外一种解释,即国有企业相对创新不足导致严重的产能过剩。

表4 创新与去过剩产能:是否产能过剩

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业创新	-0.313 * * *					
	(0.103)					
创新数量		-0.0932 * * *				
		(0.0294)				
产品创新			-0.108			
			(0.0822)			
工艺创新				-0.212 * *		
				(0.0850)		
管理创新					-0.236 * * *	
					(0.0821)	
营销创新						-0.192 * *
						(0.0827)
外资企业	0.101	0.107	0.0907	0.0878	0.0990	0.0992

^① 包斯文(2010)针对于被评为“上海钢贸50强”的钢材流通企业的案例分析,能够在很大程度上支持营销模式创新对于去产能的积极影响。作者详细介绍了钢材流通企业通过衔接功能、垫资功能、加工配送功能及资产合理配置功能等营销模式创新,来有效化解产能过剩。其中,资产合理配置功能主要通过现货贸易、库存、电子交易、期货交易等方式来实现,与本文所提到的营销创新最为接近。

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(0.184)	(0.185)	(0.182)	(0.184)	(0.184)	(0.183)
国有企业	0.545 * * *	0.579 * * *	0.605 * * *	0.589 * * *	0.595 * * *	0.624 * * *
	(0.192)	(0.187)	(0.188)	(0.189)	(0.187)	(0.186)
中型企业	0.209 * *	0.219 * *	0.197 * *	0.207 * *	0.219 * *	0.203 * *
	(0.0940)	(0.0941)	(0.0943)	(0.0941)	(0.0942)	(0.0944)
大型企业	0.0402	0.0582	0.0152	0.0394	0.0531	0.0169
	(0.100)	(0.101)	(0.101)	(0.101)	(0.101)	(0.101)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.328	-0.419 * *	-0.546 * * *	-0.488 * *	-0.572 * * *	-0.464 * *
	(0.222)	(0.210)	(0.208)	(0.208)	(0.205)	(0.212)
r ² _p	0.188	0.188	0.181	0.183	0.185	0.185
L1	-772.8	-772.2	-766.7	-767.6	-765.6	-761.0
N	1662	1662	1646	1651	1650	1639

注:括号中为稳健标准误; * $p < 0.1$ * * $p < 0.05$ * * * $p < 0.01$ 表示显著水平。

模型 2 的回归结果汇总于表 5。结果表明,各类创新均有利于削减过剩产能。即使对于产品创新,其作用效果也在 0.1 的水平上显著。这与之前的结果存在一些差异。我们的解释是,创新程度较低的产品,虽然不能使企业由生产过剩企业一下过渡到生产非过剩企业,但其能够在边际上减少企业的过剩产能。类似的,在目前阶段,管理创新与营销创新是化解产能过剩相对稳定、作用持续的解决途径。表 5 的结果同时一致地表明,国有企业可能是产能过剩的重灾区,对国有企业进行改革将从很大程度缓解产能过剩问题。

表 5

创新与产能过剩:产能过剩比例

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业创新	-0.0177 * *					
	(0.00804)					
创新数量		-0.00754 * * *				
		(0.00197)				
产品创新			-0.0100 *			
			(0.00580)			
工艺创新				-0.0107 *		
				(0.00580)		
组织创新					-0.0168 * * *	
					(0.00548)	
营销创新						-0.0198 * * *
						(0.00539)
外资企业	-0.0121	-0.0104	-0.0123	-0.0127	-0.0112	-0.0114
	(0.0111)	(0.0110)	(0.0110)	(0.0111)	(0.0109)	(0.0110)
国有企业	0.0299 * * *	0.0296 * * *	0.0330 * * *	0.0331 * * *	0.0325 * * *	0.0327 * * *
	(0.0113)	(0.0107)	(0.0106)	(0.0107)	(0.0105)	(0.0106)
中型企业	0.00703	0.00793	0.00752	0.00828	0.00915	0.00715
	(0.00698)	(0.00694)	(0.00670)	(0.00671)	(0.00670)	(0.00700)
大型企业	-0.0112	-0.00903	-0.0115 *	-0.0106	-0.00916	-0.0115 *
	(0.00701)	(0.00694)	(0.00679)	(0.00675)	(0.00677)	(0.00694)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.142 * * *	0.140 * * *	0.131 * * *	0.132 * * *	0.128 * * *	0.140 * * *
	(0.0157)	(0.0152)	(0.0151)	(0.0150)	(0.0152)	(0.0155)
r2_a	0.157	0.162	0.160	0.160	0.164	0.163
L1	1530.9	1535.7	1550.6	1552.8	1555.1	1510.1
N	1679	1679	1662	1667	1666	1656

注:括号中为稳健标准误; * $p < 0.1$ * * $p < 0.05$ * * * $p < 0.01$ 表示显著水平。

我们进一步探讨国有企业为何产能过剩更为严重,并主要从创新能力视角予以解释。表 6 汇总了模型 3、模型 4 的回归结果。结果一致性地表明,相较于国内私营企业,国有企业在整体创新及各个分维度的创新方面均显著弱于前者。结合表 2、表 3 的回归结果,我们可以在一定程度上断言,弱的创新能力是导致国有企业产能过剩的重要原因。国有企业产能扩张只是为其产能过剩提供了现实基础,缺乏创新能力,使国有企业扩大产能演化成为产能过剩。

表 6 国有企业与非国有企业创新活动对比

	创新企业	创新数量	产品创新	工艺创新	管理创新	营销创新
国有企业	-0.812 * * *	-0.586 * * *	-0.958 * * *	-0.856 * * *	-0.660 * * *	-0.444 * * *
	(0.141)	(0.117)	(0.197)	(0.184)	(0.208)	(0.128)
外资企业	0.392 * *	0.158 * * *	0.269	0.198	0.393 * *	0.314 * *
	(0.170)	(0.0495)	(0.180)	(0.181)	(0.167)	(0.142)
中型	0.214 * * *	0.173 * * *	0.105	0.207 * *	0.263 * * *	0.145 * *
	(0.0690)	(0.0378)	(0.0846)	(0.0867)	(0.0843)	(0.0650)
大型	0.456 * * *	0.318 * * *	0.339 * * *	0.490 * * *	0.552 * * *	0.329 * * *
	(0.0765)	(0.0377)	(0.0896)	(0.0929)	(0.0903)	(0.0694)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	1.200 * * *	0.605 * * *	0.0952	-0.0172	-1.235 * * *	0.482 * * *
	(0.194)	(0.0767)	(0.191)	(0.192)	(0.206)	(0.166)
r2_p	0.182	0.163	0.165	0.195	0.146	0.128
L1	-1369.4	-3924.9	-978.0	-902.8	-1001.7	-1654.8
N	2817	2817	1693	1694	1697	2774

注:第二列采用 poisson 回归;括号中为稳健标准误;* $p<0.1$ ** $p<0.05$ *** $p<0.01$ 表示显著水平。

(三)稳健性及拓展讨论

1、产能过剩与创新的双向因果关系

本研究发现创新能够有效地消化过剩产能,可能面临的质疑是,产能过剩也可

能促使企业创新,即存在产能过剩与创新的双向因果关系。幸运的是,我们的数据结构能够在一定程度上避免这种双向因果性,我们构造的创新变量所反映的是过去三年的平均情况,如“过去三年是否引入新的产品与服务”、“过去三年是否引入新的技术设备来改善产品及工艺”、“过去三年是否引入新的管理及行政流程”,而产能过剩变量的构造信息来自于最新财年(2010);因而能够在时间的先后顺序上避免双向因果关系。

2、界定是否产能过剩临界值的稳健性讨论

我们之前将是否存在产能过剩的临界值设定为 20%,其可能是一个过于严格的标准,会将一些实际上非过剩企业误划为生产过剩企业。作为稳健性检验,我们将临界值调整为 30%。根据既有文献,如果企业的产能过剩率超过 30%,可以比较确定地认为其为产能过剩企业。基于这一新的阈值,我们对模型 1 重新进行回归。

回归结果表明,企业是否进行创新、创新数量与产能过剩的相关性不再显著;重要的原因在于产品创新、工艺创新的去过剩产能效果变得不显著。经济解释在于,要使用企业由严格意义上的产能过剩状态转变为非产能过剩企业,常规意见上的产品创新与工艺创新作用效果有限。相反,组织创新与营销创新则具有稳健的去过剩产能效果。

表 7 创新的过剩产能效果:以 30%作为阈值

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业创新	-0.227					
	(0.149)					
创新数量		-0.0697				
		(0.0433)				
产品创新			0.0408			
			(0.128)			
工艺创新				0.0492		
				(0.126)		
组织创新					-0.215 *	
					(0.130)	

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
营销创新						-0.432 * * *
						(0.126)
规模与所有制	是	是	是	是	是	是
产业与地区	是	是	是	是	是	是
_cons	-1.148 * * *	-1.213 * * *	-1.385 * * *	-1.383 * * *	-1.319 * * *	-1.108 * * *
	(0.315)	(0.302)	(0.303)	(0.295)	(0.303)	(0.317)
r ² _p	0.220	0.221	0.215	0.217	0.221	0.233
L1	-314.4	-314.2	-310.2	-313.2	-311.5	-307.7
N	1182	1182	1167	1172	1171	1163

注:括号中为稳健标准误; * $p < 0.1$ * * $p < 0.05$ * * * $p < 0.01$ 表示显著水平。

3、考虑产能过剩变量的截断性

考虑到产能过剩变量可能在零值上具有截取特征,我们采用 tobit 模型对回归式 2 重新回归。回归结果与表 5 基本相同。其一致地表明,相较于非创新企业,创新型企业的过剩产能越少;企业涉及的创新越全面,越有利于消减过剩产能;从细分创新类型来看,产品创新与工艺创新对过剩产能具有负相关性,但仅在 0.1 的水平上显著;组织创新及营销创新对于过剩产能具有显著的负向影响,且在 0.01 的水平上显著,表现出强劲、稳定的去产能效果。

表 8 考虑产能过剩的截断性:Tobit 模型

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业创新	-0.0171 * *					
	(0.00736)					
创新数量		-0.00759 * * *				
		(0.00198)				
产品创新			-0.0105 *			
			(0.00552)			
工艺创新				-0.0106 *		

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
				(0.00577)		
组织创新					-0.0165***	
					(0.00544)	
营销创新						-0.0202***
						(0.00567)
规模与所有制	是	是	是	是	是	是
产业与地区	是	是	是	是	是	是
_cons	0.102***	0.101***	0.0996***	0.0997***	0.0995***	0.102***
	(0.00183)	(0.00183)	(0.00180)	(0.00180)	(0.00180)	(0.00184)
L1	1270.4	1275.0	1291.3	1295.9	1297.7	1258.9
N	1679	1679	1662	1667	1666	1656

注:括号中为稳健标准误; * $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$ 表示显著水平。

4、国有企业产能过剩的内部差异:完全控股与相对控股

之前我们对于国有企业的定义在于,如果政府在企业中占据最大股份,则将其定义为国有,反之为非国企业。我们可以将基于该方法定义的国有企业进行进一步区分,包括政府占股 100%及低于 100%但政府仍占最大股两种情形。前者表征纯粹的国有企业形式,后者可以理解为经过混改、国家仍然控股的国有企业。我们预期这两类国有企业在产能过剩及创新方面存在较大差异。其原因在于,政府完全占股的国有企业通常较少受到市场因素的影响,相对更多的受到政策的规制,因此不大可能出现大规模的产能过剩;与此同时,这些企业通常能够得到较多的政府资助,更有能力承担那些具有一定风险的创新投资,因此表现出相对更强的创新意愿。相反,非政府完全控制的国有企业具有更强的逐利属性,在缺乏足够市场信息时,更容易积聚过剩产能;这些企业承担创新风险、进行创新的意愿也相对较弱。

表 9 的结果表明,对于非 100%政府控股的国有企业,其相对于私营企业具有更为严重的产能过剩问题(表 9 的上半部分);与此同时,这些企业在各类创新活动中均显著弱于私营企业(表 9 的下半部分)。这与总体样本回归结果高度一致,也进一步验证了创新是有效消化过剩产能的重要途径。表 9 的结果同时表明,相对于产品创新与工艺创新,管理与营销创新在现阶段的去产能过程中扮演着更为显著、稳定的角色。

表 9

非完全控股国有企业产能过剩情况与创新表现

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业创新	-0.0155 *					
	(0.00824)					
创新数量		-0.00735 * * *				
		(0.00201)				
产品创新			-0.00991 *			
			(0.00587)			
工艺创新				-0.0101 *		
				(0.00587)		
组织创新					-0.0171 * * *	
					(0.00556)	
营销创新						-0.0191 * * *
						(0.00542)
国有企业	0.0369 * * *	0.0357 * * *	0.0400 * * *	0.0402 * * *	0.0393 * * *	0.0385 * * *
	(0.0119)	(0.0111)	(0.0111)	(0.0112)	(0.0111)	(0.0112)
私营企业	-0.0130	-0.0112	-0.0130	-0.0136	-0.0119	-0.0123
	(0.0111)	(0.0111)	(0.0110)	(0.0111)	(0.0110)	(0.0110)
_cons	0.140 * * *	0.140 * * *	0.131 * * *	0.131 * * *	0.127 * * *	0.139 * * *
	(0.0157)	(0.0152)	(0.0151)	(0.0149)	(0.0152)	(0.0155)
r2_a	0.159	0.164	0.162	0.161	0.166	0.164
L1	1506.5	1511.5	1530.1	1532.1	1534.8	1485.6
N	1655	1655	1641	1646	1645	1632
	创新企业	创新数量	产品创新	工艺创新	管理创新	营销创新
国有企业	-1.027 * * *	-0.728 * * *	-1.004 * * *	-0.906 * * *	-0.754 * * *	-0.607 * * *
	(0.160)	(0.160)	(0.206)	(0.189)	(0.224)	(0.150)
外资企业	0.407 * *	0.159 * * *	0.269	0.199	0.406 * *	0.326 * *
	(0.171)	(0.0494)	(0.180)	(0.181)	(0.165)	(0.141)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
_cons	1.240 * * *	0.626 * * *	0.0958	-0.0162	-1.234 * * *	0.497 * * *
	(0.196)	(0.0766)	(0.191)	(0.192)	(0.206)	(0.167)
r2_p	0.186	0.165	0.166	0.197	0.148	0.131
L1	-1294.5	-3780.4	-963.5	-890.0	-985.2	-1582.8
N	2708	2708	1671	1672	1675	2665

注:控制企业规模、产业、地区固定效应;括号中为稳健标准误; * $p < 0.1$ * * $p < 0.05$ * * * $p < 0.01$ 表示显著水平。

表 10 的回归结果表明,对于 100%政府控股的国有企业,其在过剩产能方面与私营企业并不存在显著差别(表 10 的上半部分)。与此同时,这些企业在各类创新方面亦与私营企业没有显著差异(表 10 的下半部分),进一步验证了创新与过剩产能之间的稳定关联。表 10 的结果也支持管理创新与营销创新在去产能过程中作用更为稳定、显著这一结论。

表 10 完全控股国有企业产能过剩情况与创新表现

产能过剩水平						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业创新	-0.0172 * *					
	(0.00831)					
创新数量		-0.00730 * * *				
		(0.00199)				
产品创新			-0.00799			
			(0.00590)			
工艺创新				-0.0104 *		
				(0.00583)		
组织创新					-0.0163 * * *	
					(0.00550)	
营销创新						-0.0198 * * *

续表

产能过剩水平						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
						(0.00534)
国有企业	-0.0207	-0.0207	-0.0285	-0.0279	-0.0270	-0.0151
	(0.0310)	(0.0307)	(0.0316)	(0.0314)	(0.0319)	(0.0297)
私营企业	-0.0121	-0.0104	-0.0124	-0.0128	-0.0113	-0.0113
	(0.0111)	(0.0111)	(0.0110)	(0.0111)	(0.0110)	(0.0110)
_cons	0.141***	0.140***	0.130***	0.132***	0.127***	0.140***
	(0.0159)	(0.0154)	(0.0154)	(0.0152)	(0.0155)	(0.0157)
r2_a	0.155	0.159	0.157	0.158	0.161	0.161
L1	1455.1	1459.3	1475.2	1477.9	1479.8	1435.5
N	1612	1612	1596	1601	1600	1590
	企业创新水平					
	创新企业	创新数量	产品创新	工艺创新	管理创新	营销创新
国有企业	-0.0433	-0.190	-0.735	-0.454	0.0463	0.0799
	(0.268)	(0.235)	(0.704)	(0.754)	(0.663)	(0.258)
私营企业	0.371**	0.157***	0.276	0.199	0.421**	0.305**
	(0.174)	(0.0487)	(0.180)	(0.181)	(0.164)	(0.142)
_cons	1.293***	0.608***	0.0783	-0.0169	-1.259***	0.507***
	(0.204)	(0.0761)	(0.192)	(0.193)	(0.208)	(0.169)
r2_p	0.187	0.163	0.153	0.180	0.140	0.124
L1	-1290.4	-3797.9	-949.8	-873.6	-970.4	-1600.4
N	2720	2720	1627	1628	1631	2680

注:控制企业规模、产业、地区固定效应;括号中为稳健标准误;* $p<0.1$ ** $p<0.05$ *** $p<0.01$ 表示显著水平。

五、结论及政策启示

本研究基于 2012 年世界银行的中国企业调查数据,实证考察了创新在消除过剩产能中的作用。将创新进一步细分为产品与服务创新、工艺创新、管理(组织)创新及营销创新,验证了三个研究假说。第一,企业开展创新活动、企业展开创新的维度越广,其面临的产能过剩问题越小;第二,目前阶段进行管理创新与营销创新对于削减过剩产能具有更为显著、稳定的作用效果;第三,国有企业较非国有企业产能过剩相对更为严重,其可以在很大程度上由国有企业创新能力相对不足来解释。上述结论在考虑产能过剩与创新的双向因果关系、界定是否为产能过剩企业临界值选取、考虑产能过剩变量的截断性后依然成立。

我们进一步发现,不同类型的国有企业在产能过剩及创新能力方面具有显著差异,非 100%政府控股的国有企业同时面临创新不足与产能过剩双重问题,而 100%由政府控股的国有企业相较于私营企业在产能过剩及创新能力方面没有显著差异。这种异质性要求我们在探讨国有企业产能过剩及创新问题时,需要进行严格区分,对于非 100%国有控股企业,我们需要高度关注其创新动力问题,因为激励这些企业进行创新,具有提升国企业运营绩效、消化过剩产能双重功绩。这对于我国在推行国有企业混合所有制改革的过程中,具有非常特殊的意义。

参考文献

- [1]Cameron, A. Colin and Pravin K. Trivedi. 1998. Regression Analysis of Count Data. Cambridge University Press, Cambridge; New York
- [2]包斯文.上海钢贸企业创新钢贸流通模式应对产能过剩挑战.中国冶金报/2010 年/5 月/11 日/第 B02 版
- [3]鲍莫尔. 资本主义的增长奇迹[M]. 中信出版社, 2004.
- [4]干春晖, 邹俊, 王健. 地方官员任期、企业资源获取与产能过剩[J]. 中国工业经济, 2015(3):44—56.
- [5]戈清平. 风电产能过剩亟待自主创新.中国高新技术产业导报/2009 年/9 月/21 日/第 D05 版
- [6]江飞涛, 曹建海. 市场失灵还是体制扭曲——重复建设形成机理研究中的争论、缺陷与新进展[J]. 中国工业经济, 2009(1):53—64.
- [7]江飞涛, 陈伟刚, 黄健柏, 等. 投资规制政策的缺陷与不良效应——基于中国钢铁工业的考察[J]. 中国工业经济, 2007(9):66—74.
- [8]江飞涛, 耿强, 吕大国, 等. 地区竞争、体制扭曲与产能过剩的形成机理[J]. 中国工业经济, 2012(6):44—56.
- [9]孔祥忠. 中国水泥行业的技术创新与产能过剩[C]// 中国建材产业转型升级创新发展研究论文集. 2013.
- [10]林毅夫, 巫和懋, 邢亦青.“潮涌现象”与产能过剩的形成机制[J].经济研究, 2010(10): 4—19.
- [11]林毅夫. 潮涌现象与发展中国家宏观经济理论的重新构建[J]. 经济研究, 2007(1): 126—131.
- [12]刘莉. 破解产能过剩要靠企业创新, 科技日报/2013 年/3 月/7 日/第 003 版
- [13]陆铭, 陈钊, 严冀. 收益递增、发展战略与区域经济的分割[J]. 经济研究, 2004(1): 54—63.
- [14]皮建才. 中国地方重复建设的内在机制研究[J]. 经济理论与经济管理, 2008(4):61—64.
- [15]时磊. 资本市场扭曲与产能过剩:微观企业的证据[J]. 财贸研究, 2013, 24(5):1—8.
- [16]吴延兵. 中国哪种所有制类型企业最具创新性? [J]. 世界经济, 2012(6):3—29.
- [17]熊彼特. 经济发展理论[M]. 商务印书馆, 2009.
- [18]杨君. 破解产能过剩亟待制度创新. 中国建材报/2013 年/8 月/27 日/第 002 版

- [19]银温泉,才婉茹.我国地方市场分割的成因和治理[J].经济研究,2001(6):3—12.
- [20]于立,张杰.中国产能过剩的根本成因与出路:非市场因素及其三步走战略[J].改革,2014(2):40—51.
- [21]张龙鹏,周立群.企业间关系是否缓解了中国制造业的产能过剩——基于不完全契约理论的实证研究[J].山西财经大学学报,2016(1):1—11.
- [22]张倩肖,董瀛飞.渐进工艺创新、产能建设周期与产能过剩——基于“新熊彼特”演化模型的模拟分析[J].经济学家,2014(8).
- [23]张维迎,马捷.恶性竞争的产权基础[J].经济研究,1999(6):11—20.
- [24]赵向文.产能过剩的政治经济学分析[J].四川行政学院学报,2013(5):83—86.
- [25]钟伟.当前产能过剩折射出创新不足.人民政协报/2013年/11月/12日/第B01版
- [26]周劲.产能过剩的概念、判断指标及其在部分行业测算中的应用[J].宏观经济研究,2007(9):33—39.
- [27]周黎.化解和防范产能过剩问题的对策研究[J].改革与战略,2015(8):37—41.
- [28]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(6):33—40.
- [29]周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].经济研究,2007(7):36—50.

经济减速与劳动力市场表现

——来自跨国证据

孙文凯 莫祖宜 赵笑爽

摘要：虽然宏观理论认为失业率长期并不受到经济增长影响，而是维持在自然失业率状态，但失业率、劳动参与率、劳动者素质、劳动迁移等与经济增长率间关系可能互相影响，从而修正这些理想的结论。本文借助国际经验观察这些变量间关系，尤其是劳动力市场指标如何随着经济增速下滑而变化，有助于理解中国在经济增速趋势性下滑状况下的劳动力市场表现。国际经验发现，失业率与增长率间有负相关关系，而劳动参与率和劳动转移率与经济增长间有正向关联。随着一国就业结构不同，这些关联程度在发生变化。当就业很大比例在农业部门时，经济增速变化更多地与劳动参与率和转移率密切相关，而与失业率影响不大。另外，劳动参与率在国际上稳定在 70%—75% 之间，中国目前正在滑落入这一区间。这些结论意味着，今后我国随着经济增速下滑，有可能会进一步抑制劳动转移，同时，劳动参与率也会进一步轻微下降。

关键词：经济增速；劳动参与率；失业率；劳动转移率

一、引言

近年来,我国经济结束了一直以来的高增长态势,经济结构性改革进入阵痛期,经济增速放缓成为我国目前发展的新常态,经济由高速增长变为中高速增长几成共识。中国实际国内生产总值(GDP)的增速自 2010 年以来已经连续下降 5 年,而且下降幅度十分明显,2015 年仅同比增长 6.9%,创 25 年来的最低水平,也低于当年经济增长目标。经济增速的连续下降将会对我国劳动力市场状况造成持续的冲击。纵观当今发达国家的经济发展轨迹,可以看到他们都经历过经济增速长期显著下降的过程。通过总结分析发达国家在经济增速放缓时劳动力市场的表现和调节经验,可以为我国劳动力市场今后可能出现的问题提供借鉴。

宏观经济理论已经给出了我们关于经济发展和就业市场变化的一些基本结论,并可以基于这些基本结论对就业市场进行预测。比如,长期来看不论经济发展水平如何,失业率都会维持在自然失业率水平,由摩擦性失业和结构性失业构成。短期的经济增速波动才会引起失业率偏离自然失业率。如奥肯定律表明,失业率与经济增长速度是负相关关系,没有了经济的高速增长,就业市场对于劳动力的需求也会随之下降,劳动力供给的增长也在趋于平缓。

但是,对失业率和经济增长率关系并非如此简单,因为在二者之外还有很多其它因素,系统分析才能尽瞥全貌。比如,近期研究中,Maia et al.(2014)揭示了不同发展程度国家经济增长在劳动力市场方面的不同原因。以巴西和美国对比为例,巴西的经济增长主要依赖于劳动力在劳动密集型产业中的就业,而美国的经济增长则依赖于劳动生产率的提高和高技术活动。在中国,有三个其它因素仍然值得关注。第一是人口仍在持续向城市转移,劳动力需求增速下降可能会对国内移民产生影响。第二是劳动参与率在持续下降中,持续的劳动需求减少是否会进一步降低劳动参与率值得分析。第三,中国劳动力平均素质较低,在劳动需求下降同时,教育可能是一个调节劳动力市场供求的因素。

这些因素在经济长期增速下行过程中的表现可能不同于失业率,或者与失业率互相影响。劳动参与率等本身也受到其它因素影响,应该分析时加以控制。

本文的第二部分从经济增长与就业和劳动参与率、失业率的关系方面总结了国内外已有文献的研究现状;第三部分根据国际数据描述发达国家经验;第四部分采用面板数据的方法对各国经济增速与劳动参与率的关系进行回归分析;第五部

分将国际经验结合我国国情,讨论中国在经济增速放缓的现阶段劳动力市场的规范和调整方向;最后进行总结。

二、文献综述

劳动参与率指经济活动人口占劳动适龄人口的比重,是反映劳动力市场状况的另一个重要的指标。经济学上一般认为劳动参与率描述着劳动力的供给情况,从而会影响劳动力市场的就业均衡以及经济产出。劳动参与率有其自身影响因素,比如家庭结构。随着家庭小型化女性劳动参与率会下降(沈可等,2012),另外教育也是劳动参与率影响因素,教育水平增加会增加受教育后的劳动参与。也有研究认为失业现象对劳动参与率的降低也有显著影响,并通过第五次人口普查数据和相关计量模型验证了该结论,表明劳动参与率降低是失业的结果(蔡昉,2004)。

随着学者对劳动参与率这一概念的重视,关于经济增长与劳动参与率的实证研究逐渐增多。由于劳动参与率与经济增长互相影响的内生性因素,一方面,一部分学者主要研究劳动参与率对经济增长的作用机制。国内学者赵峰(2015)基于1990—2010年的甘肃发展数据,建立了甘肃省GDP、人口红利和劳动参与率协整分析模型,认为劳动参与率是助推甘肃经济增长的首要因素,劳动参与率每增加1%,甘肃GDP将增加6.88%。田成诗、盖美(2005)从全局和分地区的角度对我国1981—2001年间劳动生产率、劳动参与率对经济增长的影响进行分析,研究发现劳动参与率每增加1%,可使经济增长增加0.33%。而另一方面,一些学者反过来主要研究经济增长对劳动参与率的影响。陈玲(2014)基于我国1982—2010年人口普查和人均GDP数据,利用Granger因果检验分析方法对劳动参与率与经济增长的关系做出实证研究,发现劳动参与率与经济增长之间存在长期均衡关系,经济增长会降低劳动参与率。郭琳、车士义(2011)通过对1990—2009年的时间序列数据的分析,发现人口红利对经济增长有促进作用,经济增长导致劳动参与率下降,而劳动参与率比重下降又降低了人口红利的作用力度。

在经济增长对劳动参与率的作用研究上,国外的很多学者针对女性的劳动参与率随经济增长的走势展开了激烈的讨论。许多学者(Tam, 2011; Lechman and Okonowicz, 2013; Olivetti, 2013; Kaur and Tao, 2014)认为经济增长与女性的劳动参与率之间存在着U型关系:当经济体从大量依靠家庭的农业社会生产方式过

渡到以工业和服务业为基础的经济体时,女性的劳动参与率首先会下降;当经济结构继续改变时,随着教育程度的提高和生育率的下降,女性的劳动参与率又逐渐回升。Lechman and Kaur(2015)通过对 1990—2012 年 162 个国家的数据回归分析,验证支持了女性劳动参与率与经济增长的 U 型关系,但同时也指出这种关系在低收入国家不显著。但也有些学者提出了反对意见,Lahoti and Swaminathan(2015)使用 1983—2011 年印度邦级面板数据分析了印度的经济增长与女性劳动参与率的关系,结果表明与女性劳动参与率相关的不是经济增长速度,而是经济增长是由哪些部门带来的。同时,作者认为其它跨国研究中发现的经济增长与女性劳动参与率的 U 型关系并不适用于印度的情况。Gaddis and Klasen(2013)也否定了经济增长与女性劳动参与率的 U 型关系。

相比于对劳动参与率的研究,更多的学者多直接研究经济增长与失业间的关系。著名的奥肯定律是美国经济学家阿瑟·奥肯(1962)对美国二战后至上世纪 60 年代初复杂的经济增长和就业活动进行的描述和高度概括。奥肯用多种统计方法进行测算得出,经济增长速度快,就业岗位增加,就业水平高,失业率低;反之,就业水平低,失业率高。产出减少 3.2%,失业率增加 1%。针对奥肯定律在中国的适用性问题,国内许多学者表示奥肯定律在中国“水土不服”。龚玉泉、袁志刚(2002)指出,世界各国经济的发展史表明,就一国的长期总量生产函数而言,不论是西方工业化国家还是处于结构转换的发展中国家,经济增长与就业增长一般是正相关的。但是在中国,由于经济转型和就业体制改革的影响,一般不适用上述的就业增长机制,经济增长与就业的关系呈现出较强的非一致性。卢锋、刘晓光、姜志霄和张杰(2015)认为仅包含失业率变量的奥肯定律的适用范围是已经完成劳动力转移的发达国家,对于更多转型经济体,奥肯定律还应加入农业劳动力转移变量。周建安(2007)采用 1978—2005 年的数据并利用协整理论分析了我国劳动就业与经济增长的关系,结果表明它们之间存在着协整关系:长期而言,经济增长与就业存在显著的正相关关系,另一方面,在一定阶段里,由于生产要素密度发生变化,经济增长对劳动力的吸纳能力在下降。李红松(2003)对我国经济增长与就业弹性关系进行测算,结果表明,自改革开放以来,我国经济增长的就业弹性水平出现显著性下滑,经济增长对就业的拉动作用减弱。但李文星(2013)利用 2001—2008 年中国深沪两市 508 家制造业上市公司的微观就业数据估计中国经济增长的就业弹性,实证结果表明经济增长会推动就业扩大,企业微观数据并不支持中国经济增长的就业弹性下降或偏低观点。由于中国失业率估计有误(Wang and

Sun, 2014), 孙文凯(2014)用就业数据而非失业数据, 分析了中国经济增长对就业的拉动作用。

面对我国经济增速放缓的趋势, 我国登记和调查的失业率均未出现显著上升, 部分学者研究了经济增速放缓对我国就业的影响。陈彬(2014)认为, 随着我国经济不再保持高速增长, 就业增长对经济增长的依赖程度在不断减弱, 这是逐步步入老龄化社会下的正常反应。而蔺思涛(2015)认为在经济新常态下, 我国就业形势发生了新的变化: 就业岗位减少、劳动力市场竞争加剧、失业风险增加、劳动力素质与产业结构升级不匹配。经济新常态对我国现行就业政策提出了新的挑战, 加剧了就业政策调整的难度。方福前、孙永君(2010)利用中国数据验证了奥肯定律多种版本的模型, 结果发现都不能很好地拟合中国的情形。而黎德福(2005)、卢锋等(2015)学者将中国转型时期的二元经济特征和劳动力转移行为纳入奥肯定律的模型中, 发现中国产出增长率和城镇登记失业率虽然不存在显著的负相关关系, 但前者与劳动力转移有明显的联系。

整体上说, 就业增长和经济增长必然关联, 互为因果, 长期协整。但可能表现不同, 比如失业率上升和劳动参与率下降可能互相抵消, 劳动力素质、产业结构等都会对二者关联程度造成影响。

三、基本事实

(一) 数据说明

本文数据主要来自世界银行的世界发展指数, 统计了关于 GDP 增速、劳动参与率、失业率、就业部门以及教育水平等指标。从图 1 看, 各主要发达国家都经历了显著的经济增速长期趋势性下降, 这也说明了经济增速稳定下降是长期的经济规律。由于劳动参与率等指标只有 1990 年之后信息, 因此我们分析对象选择了 1990 年后的样本。在后文统计分析时, 我们也使用了 OECD 数据库。

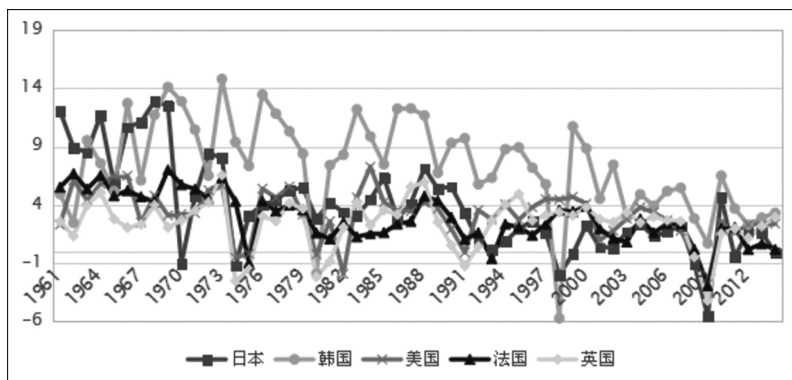


图 1 各国 GDP 增速

(二) 失业率与经济增长率

从图 2 来看,亚洲各发达国家和地区在 1990 年后经历了显著的经济波动和失业率波动。各国的失业率水平与 GDP 的增速呈现出一定的反向变动,GDP 增速高的时候,总失业率会有所下降,反之 GDP 增速下降时,总失业率会有所上升。但是,近年 GDP 增速和失业率呈现同步变动。并且,失业率很不稳定,并没有很明显的体现为围绕自然失业率变动的趋势。

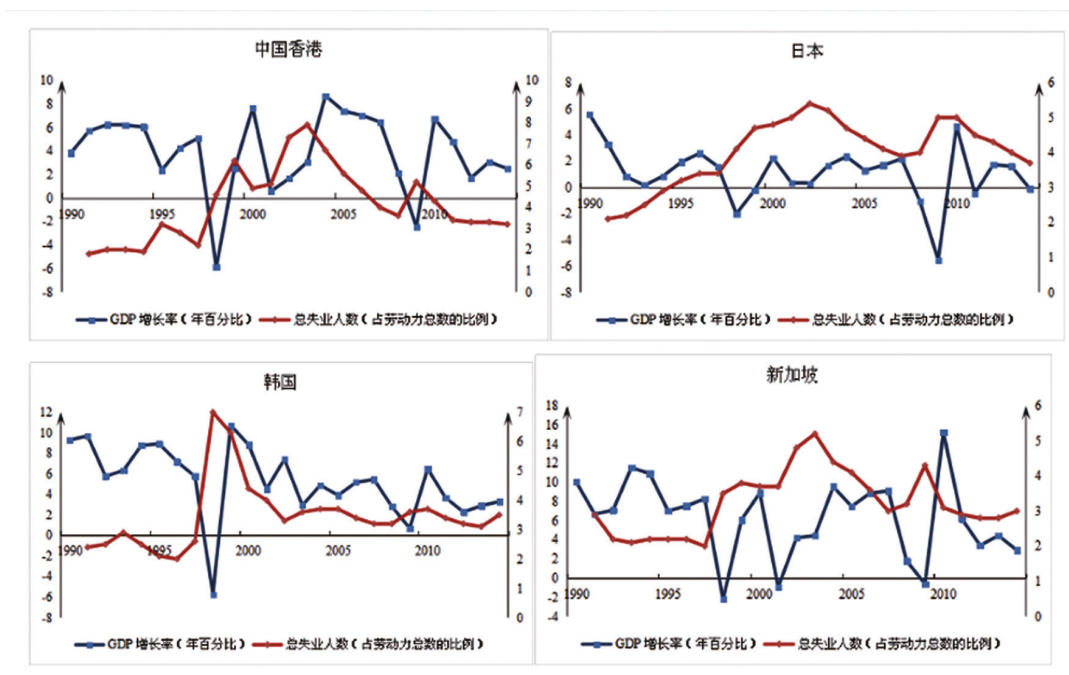


图 2 亚洲发达国家和地区经济增速与失业率关系

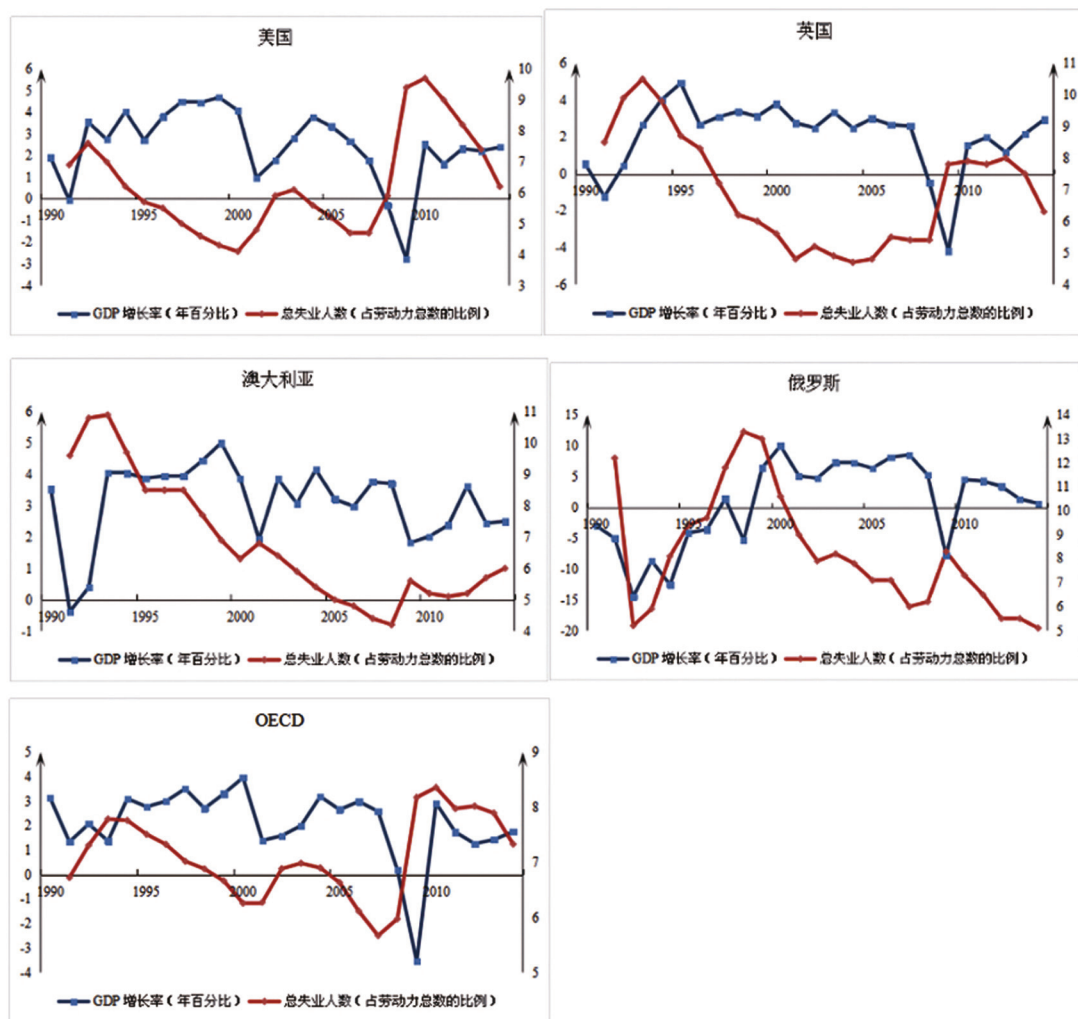


图 3 其他发达国家及 OECD 平均的经济增长与失业关系

从图 3 其它发达国家也可以看到,经济增速和失业率变动都较大,整体上呈现负向影响,劳动力市场调整比经济发展调整有一定滞后。

(三)劳动参与率与经济增长率

如图 4 和图 5 所示,1990 年至今,从劳动参与率看,各国男性的劳动参与率都高于女性。中国香港、日本、新加坡、美国、英国、澳大利亚和 OECD 国家整体都呈现出较明显的缩小趋势。

从 GDP 增长率与劳动参与率的整体走势来看,二者的波动有一定的相关性,但从不同图中直观的看没有特别一致的模式。比如,从总的劳动参与率看,韩国、

日本、新加坡、澳大利亚和俄罗斯在增长,而其他国家在下降,但经济增长率基本上有下降趋势。

与上文失业率联系看,失业率低时劳动参与率一般较高,而是相反。

一个有意思的现象是,各国总的劳动参与率最终基本维持在 70% 到 75% 之间,当劳动参与率较低时会提高,较高时会收缩回这一区间。

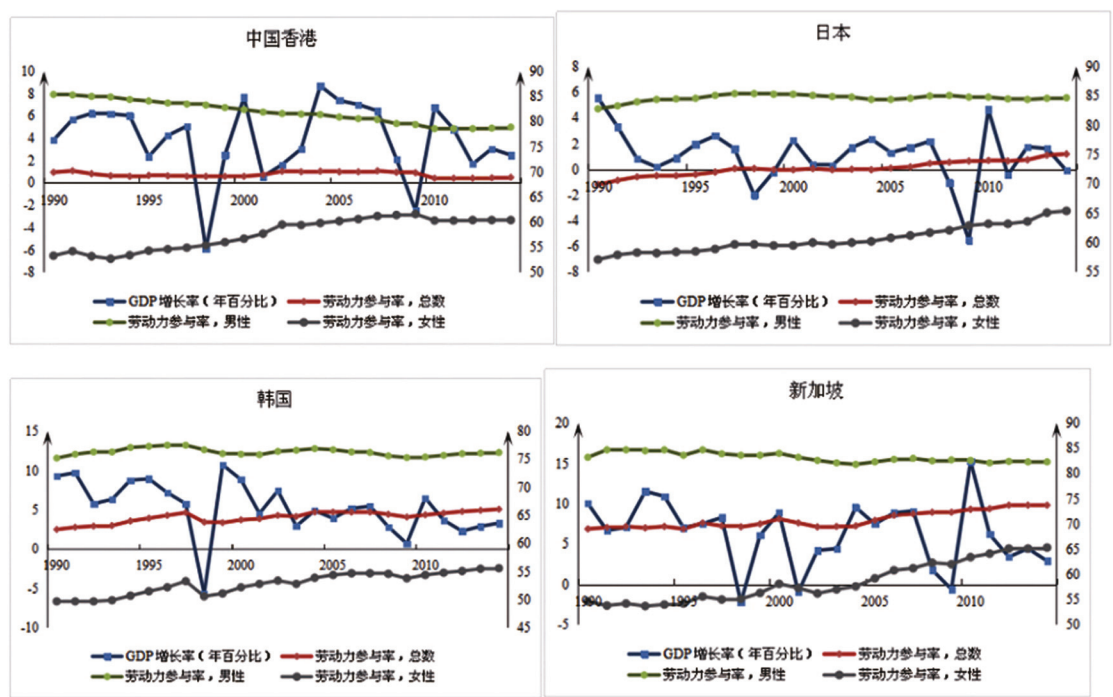
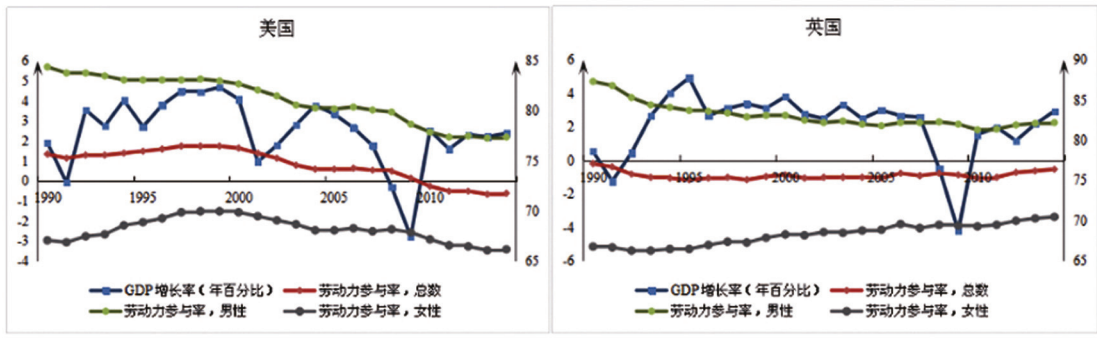


图 4 亚洲几个国家经济增长率与劳动参与率



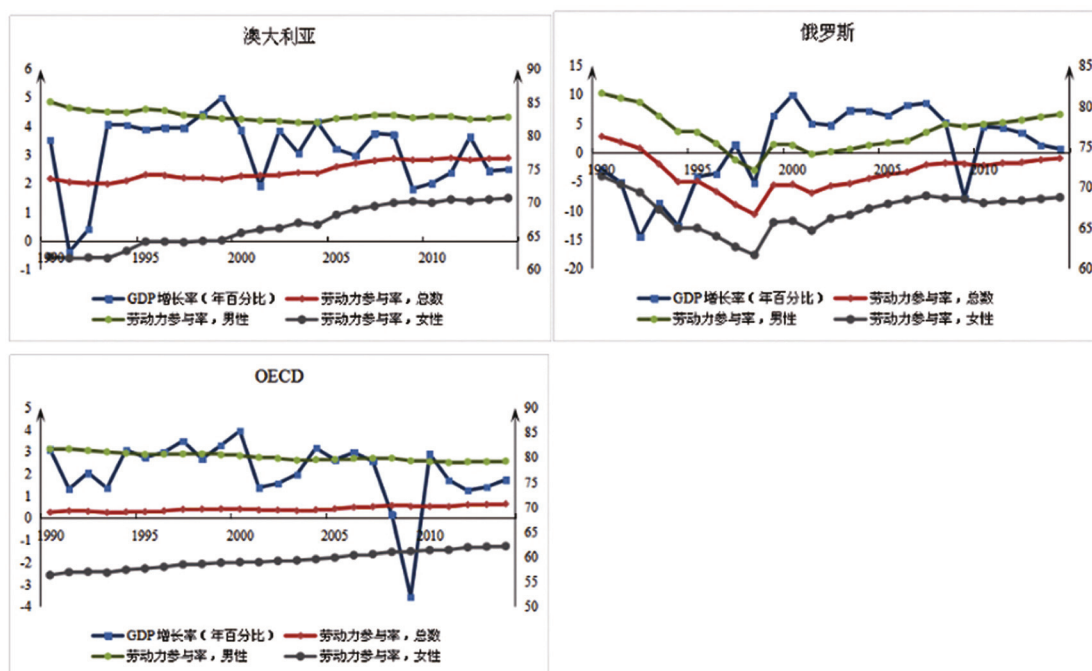
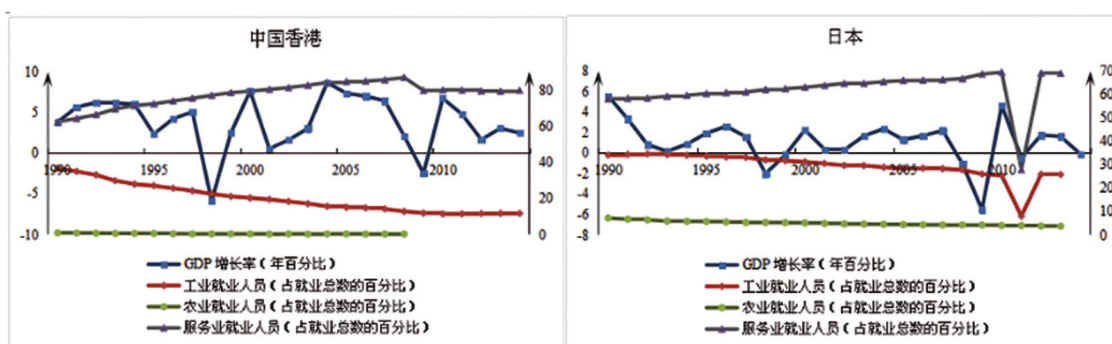


图 5 其他发达国家及 OECD 平均的经济增长与失业关系

(四) 就业结构与经济增长率

就业结构变动能一定程度解释失业率、劳动参与率和经济增长率间关系。尤其是第三产业,被认为是吸纳就业的主要部门。伴随着经济发展,第三产业增速更快,吸纳就业更多。

从图 6 和图 7 可以看到,劳动参与率提高的国家,其服务业就业占比提高也最快。



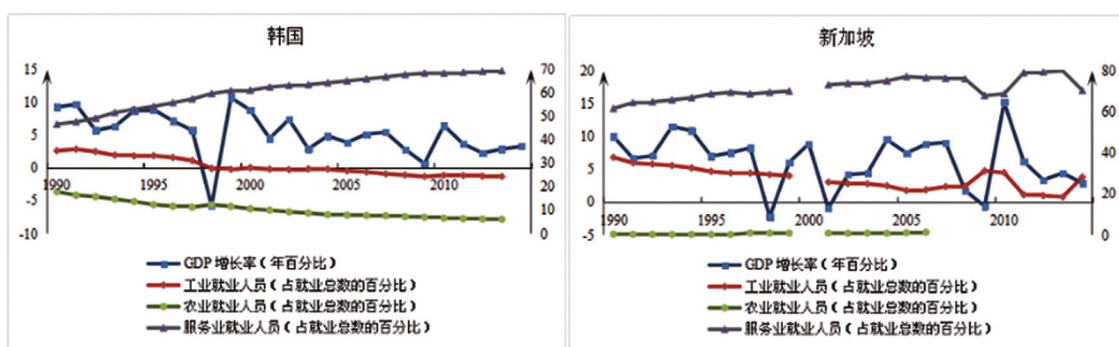


图 6 亚洲几个国家经济增长率与就业结构变动

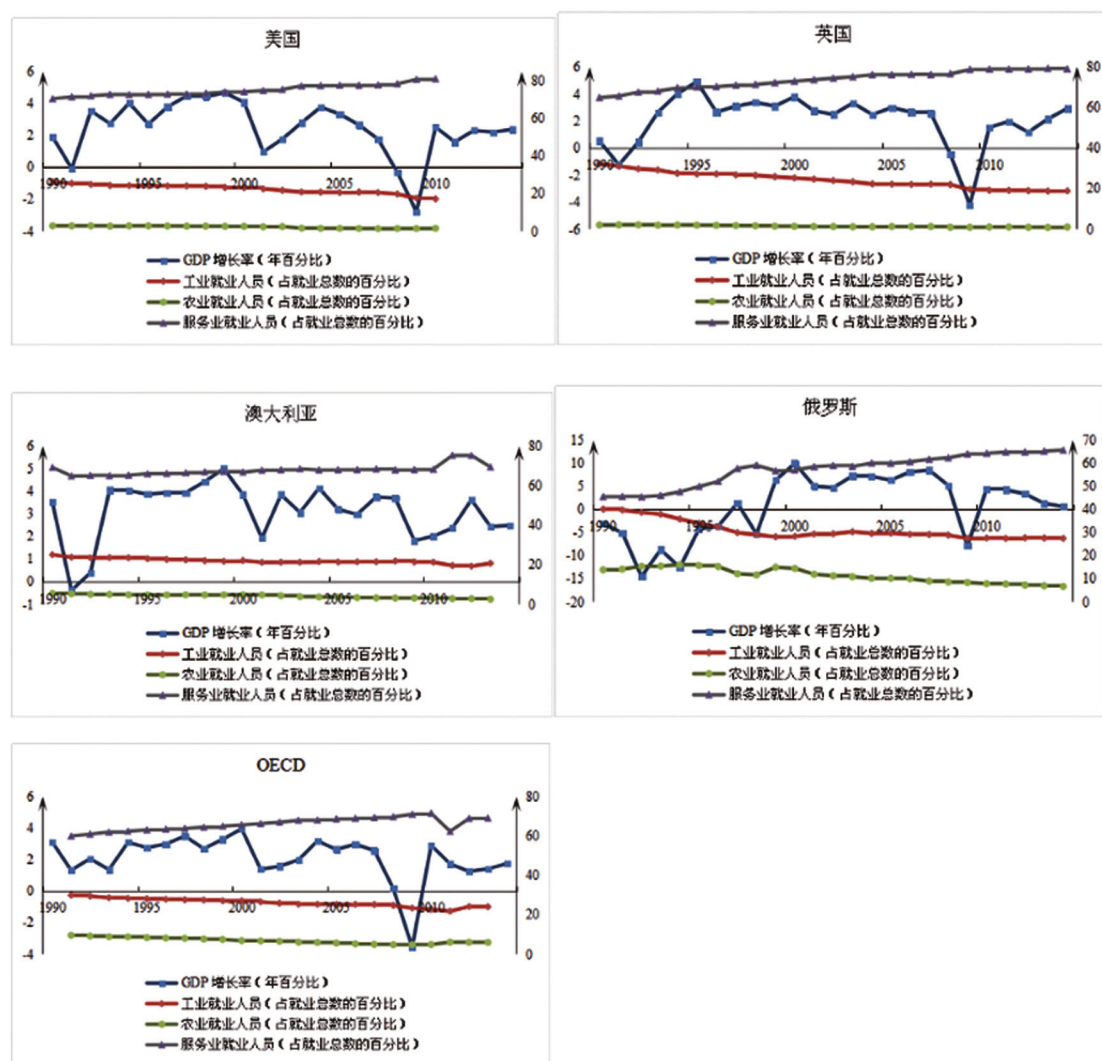


图 7 其他发达国家及 OECD 平均的经济增长与就业结构变动

(五)教育与经济增长率

在经济增速下滑时,由于劳动力市场不景气,人们有可能更多去接受教育以培育竞争力。随着时间的推移,基本可以直观的看到各个国家接受过高等教育的劳动力占比有上升的趋势,而除日本外,其它国家只接受过小学教育的劳动力占比在呈现出不断下降的趋势。

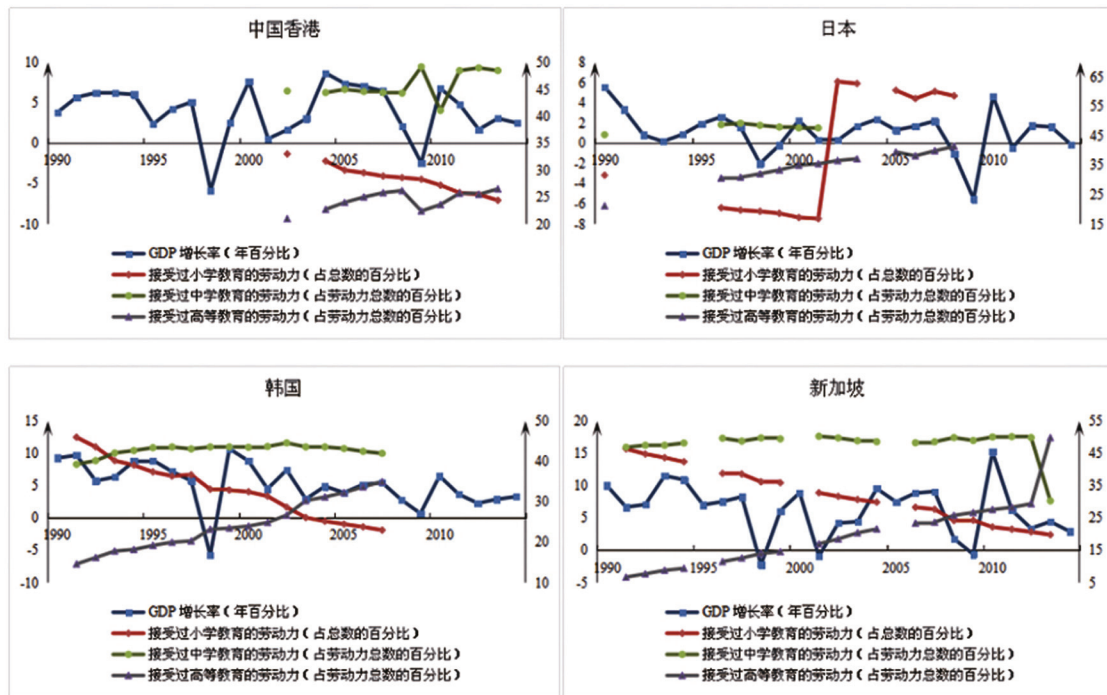
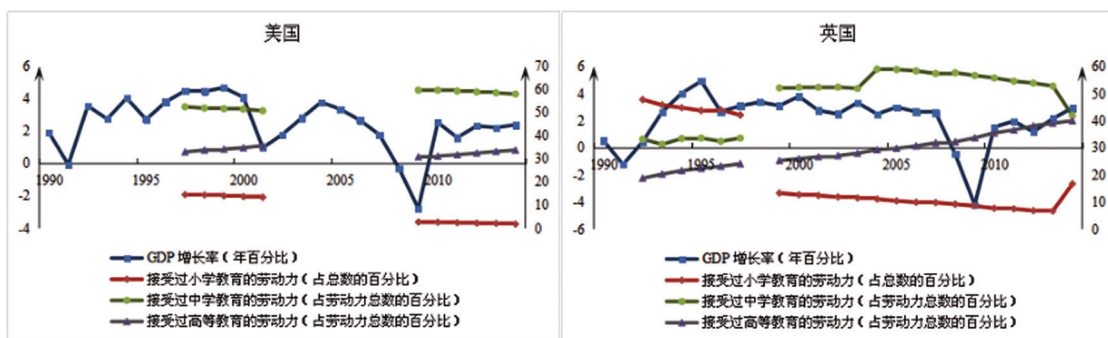


图 8 亚洲几个国家经济增长率与人均教育变动



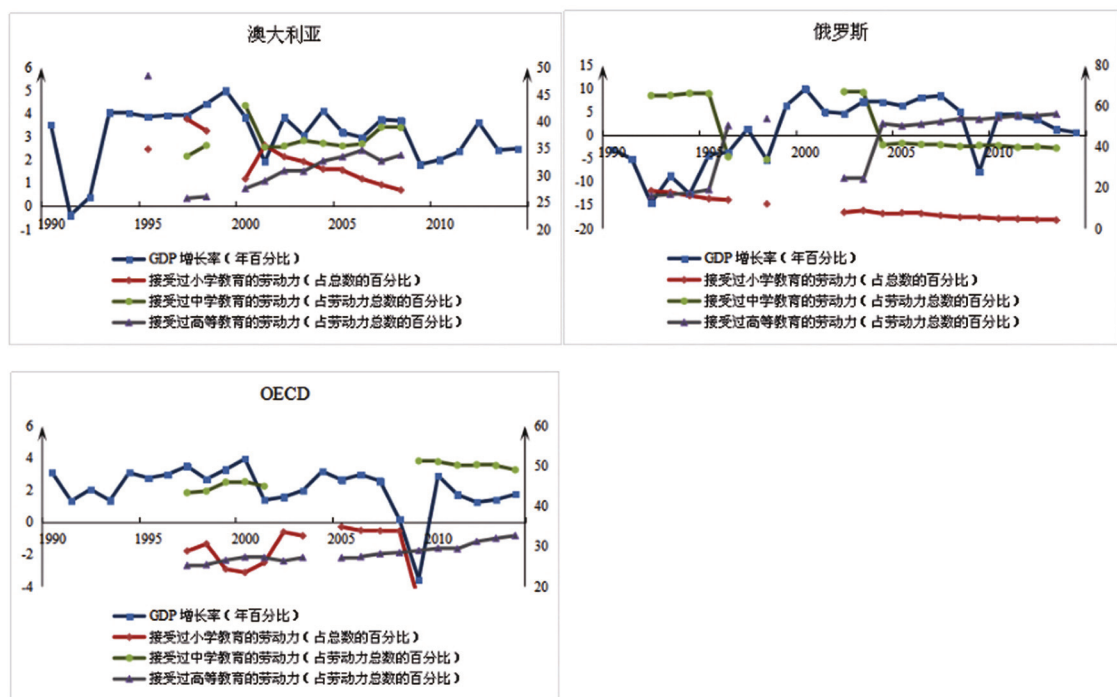


图 9 其他发达国家及 OECD 平均的经济增长与人均教育变动

四、统计分析

以上的描述分析不足以在统计上说明变量间关系是否显著,以下进行统计检验。

(一)方法描述

1.理论模型的推导

本节参考了卢锋等(2015)学者的研究框架,尝试推导用以描述劳动力市场和经济增长之间的关系的理论模型。假设经济中存在两个部门,农业部门 a 和非农部门 b,经济总产出为两个部门产出之和,且各部门的生产函数符合索洛增长模型。模型推导过程中忽略时间下标“t”,并以上标“·”表示对时间求导:

$$Y = Y_a + Y_b$$

$$Y_a = F_a(K_a, A_a L_a)$$

$$Y_b = F_b(K_b, A_b L_b)$$

经济总产出增长率为：

$$g = \frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{Y}_a + \dot{Y}_b}{Y} = \frac{Y_a}{Y} \cdot \frac{\dot{Y}_a}{Y_a} + \frac{Y_b}{Y} \cdot \frac{\dot{Y}_b}{Y_b} = \theta_a \cdot g_a + \theta_b \cdot g_b$$

其中 θ_a 、 θ_b 为各部门的产出份额， g_a 、 g_b 为各部门产出增长率。根据索洛模型稳态增长路径的特征，各部门的稳态产出增长率为：

$$g_a = \frac{\dot{A}_a}{A_a} + \frac{\dot{L}_a}{L_a}, g_b = \frac{\dot{A}_b}{A_b} + \frac{\dot{L}_b}{L_b}$$

在索洛增长模型中，其假定就业人口的增长与总人口增长一样，服从指数增长，从而增长率为常数。为了包含劳动力转移、劳动参与率等特征，本模型将通过如下的规定来描述各部门就业人口增长。

设 N 为经济活动人口（本文中经济活动人口与劳动力的概念相通）。假设农业部门不存在失业，非农部门存在失业 U ，则：

$$L_a = N_a$$

$$L_b = N_b - U$$

每期存在从农业部门向非农部门转移的劳动力 M 。那么农业部门每期新增的就业就等于新增的劳动力 $\dot{N}_a$ 减去转移的劳动力 M ，而非农部门的新增就业就等于新增劳动力 $\dot{N}_b$ 加上转移的劳动力 M ，再减去新增的失业人口 $\dot{U}$ 。在索洛增长模型中，人口总量、劳动力总量、就业人口量都具有相同的增长率，但如果考虑人口年龄结构和劳动参与率的变化，那么三者的增长率便不再相等，由三者的关系有：

$$N = P \cdot \frac{P_k}{P} \cdot \frac{N}{P_l}$$

其中 P_l 为劳动适龄人口，则 $\rho = \frac{P_l}{P}$ 为劳动适龄人口比率， $p = \frac{N}{P_l}$ 为劳动参与率。因此劳动力的增长率为：

$$\frac{\dot{N}}{N} = \frac{\dot{P}}{P} + \frac{\dot{\rho}}{\rho} + \frac{\dot{p}}{p}$$

假设人口增长率为 n ，即使不考虑年龄结构的变化（但事实上有一部分的年龄结构变化反映在了劳动参与率的变化中），那么劳动力增长率就为 $n + \frac{\dot{p}}{p}$ 或记为 $n + \eta$ 。如果两部门的劳动力增长率一致，那么两个部门的新增就业量分别为：

$$\dot{L}_a = (n + \eta) \cdot N_a - M$$

$$\dot{L}_b = (n + \eta) \cdot N_b + M - \dot{U}$$

因此各部门的就业增长率就等于：

$$\frac{\dot{L}_a}{L_a} = \frac{(n + \eta) \cdot N_a - M}{L_a} = (n + \eta) - \frac{M}{L_a}$$

$$\frac{\dot{L}_b}{L_b} = \frac{(n + \eta) \cdot N_b + M - \dot{U}}{L_b}$$

代入总产出增长率公式中并整理为：

$$\begin{aligned} g &= \theta_a \cdot g_a + \theta_b \cdot g_b \\ &= \theta_a \cdot \left(\frac{\dot{A}_a}{A_a} + \frac{\dot{L}_a}{L_a} \right) + \theta_b \cdot \left(\frac{\dot{A}_b}{A_b} + \frac{\dot{L}_b}{L_b} \right) \\ &= \theta_a \cdot \left[\varphi_a + (n + \eta) - \frac{M}{L_a} \right] + \theta_b \cdot \left[\varphi_b + \frac{(n + \eta) \cdot N_b + M - \dot{U}}{L_b} \right] \\ &= (\theta_a \cdot \varphi_a + \theta_b \cdot \varphi_b) + (\theta_a + \theta_b \cdot \frac{N_b}{L_b}) \cdot n \dots\dots \quad \textcircled{1} \\ &\quad + (\theta_a + \theta_b \cdot \frac{N_b}{L_b}) \cdot \eta \dots\dots \quad \textcircled{2} \\ &\quad + (\theta_b \cdot \frac{M}{L_b} - \theta_a \cdot \frac{M}{L_a}) \dots\dots \quad \textcircled{3} \\ &\quad - (\theta_b \cdot \frac{\dot{U}}{L_b}) \dots\dots \quad \textcircled{4} \end{aligned}$$

其中第一部分中 φ_a 为农业部门技术进步增长率, φ_b 为非农部门技术进步增长率, 令 $\phi = \theta_a \cdot \varphi_a + \theta_b \cdot \varphi_b$ 表示社会加权的科技进步增长率; $(\theta_a + \theta_b \cdot \frac{N_b}{L_b}) \cdot n \approx n$ 为人口增长率。第二部分 $(\theta_a + \theta_b \cdot \frac{N_b}{L_b}) \cdot \eta \approx \eta$ 为劳动参与率的变化率; 第三部分可以进一步整理:

$$(\theta_b \cdot \frac{M}{L_b} - \theta_a \cdot \frac{M}{L_a}) = (\frac{Y_b}{Y} \cdot \frac{L}{L_b} - \frac{Y_a}{Y} \cdot \frac{L}{L_a}) \cdot \frac{M}{L} = (\frac{Y_b/L_b - Y_a/L_a}{Y/L}) \cdot \frac{M}{L} = \frac{APL_b - APL_a}{APL} \cdot m$$

其中 APL 为平均劳动生产率, $m = \frac{M}{L}$ 为劳动力转移比重。第四部分可整理成:

$$-(\theta_b \cdot \frac{\dot{U}}{L_b}) = -(\frac{Y_b}{Y} \cdot \frac{L}{L_b} \cdot \frac{N}{L} \cdot \frac{\dot{U}}{N}) = -\frac{APL_b}{APL} \cdot \frac{\dot{u}}{1-u} = \frac{APL_b}{APL} \cdot \frac{(1-\dot{u})}{1-u}$$

因此,原模型可以写成如下的形式:

$$g = (\phi + h) + \eta + (\frac{APL_b - APL_a}{APL} \cdot m) + [\frac{APL_b}{APL} \cdot \frac{(1-\dot{u})}{1-u}]$$

2.理论模型经济学含义

上文推导的理论模型把经济体的稳态产出增长率分解成了四个部分:

其中第一个部分为技术进步与人口增长,可以理解成没有波动下的潜在增长率;

第二部分为劳动生产率的波动。蔡昉(2004)认为,中国人口结构转变和随之带来的低抚养比、高劳动供给以及高储蓄率是改革开放以来中国经济高增速的一个重要源泉,或称之为人口红利。模型中劳动参与率的波动一定程度上反映了这种人口红利;

第三部分反映了劳动力从农业部门(低劳动生产率部门)转移到非农部门(高劳动生产率部门)所带来的对经济增长的贡献,这种转移伴随着工业化进程,可以将其理解为工业化红利。

第四部分反映了就业率的波动对经济增速的扰动,也就是失业率与宏观经济波动的关系。因此,如果用文字来表述,那么经济产出的增速就可以分解为:

$$\text{经济增速} = \text{潜在增速} + \text{人口红利} + \text{工业化红利} + \text{就业市场波动}$$

3.计量模型和相关变量的选择和构建

为了降低构造变量的难度,提高计量回归结果的解释性,本小节在理论模型的基础上,对其进行适当简化,给出以下基础回归模型:

$$g = \beta_0 + \beta_1 \eta + \beta_2 m + \beta_3 u + e$$

其中 g 为 GDP 增速, η 为劳动参与率的变化, m 为劳动力转移与就业人口之比, u 为失业率的变化, e 为误差项。

同时考虑到理论模型中,各个变量前的系数包含着以产值衡量的产业比重,而该系数对于不同国家、不同发展时期存在较大的差异,但如果直接把产业比重的时间序列数据乘到解释变量中,解释变量的系数将失去经济学意义。为了保持回归系数的直观的经济学含义,同时引入产业结构的差异性,本文将产业结构按产值比重范围分成若干类别,以哑变量以及交互项的形式加入到基础回归模型中。以表示按产业的就业比重范围区分的类别编号, X_i 为表示属于该类别的哑变量,即:

$$g = \beta_0 + \beta_1 \eta + \beta_2 m + \beta_3 u + \sum (\beta_{i,0} \cdot X_i + \beta_{i,1} \cdot X_i \cdot \eta + \beta_{i,2} \cdot X_i \cdot m + \beta_{i,3} \cdot X_i \cdot u) + e$$

本文关于劳动力转移比重的构建,参考了黎德福(2005)和卢锋(2015)的做法,通过上文模型构建时的逻辑逆推而得,以一下公式估算:

$$M = (\text{非农部门就业量变化}) + (\text{失业人口变化}) \\ - (\text{上期非农劳动力} \times \text{经济活动人口增长率})$$

$$m = \frac{M}{\text{上期就业量}} \times 100$$

计量使用的数据来自 OECD 数据库,具体变量、相关的统计指标以及计算方法如表所示。

表 1 相关变量的选择和构建

相关变量	统计指标或计算方法	备注	来源
(A) GDP增速	国内总产品增长率 Gross domestic product, measured as growth rate	支出法衡量 (Expenditure approach)	OECD数据库
(B) 劳动力人口(经济活动人口)	民用劳动力 Civilian labour force		
(C) 劳动参与率	民用劳动力(占劳动适龄人口比重) Civilian labour force as % population 15-64		
(D) 失业率	民用劳动力的失业率 Unemployment rate as % civilian labour force		
(E) 失业人口	失业量 Unemployment		
(F) 农业部门就业量	农业部门民用劳动力就业量 Civilian employment in agriculture		
(G) 工业部门就业量	工业部门民用劳动力就业量 Civilian employment in industry		
(H) 服务业部门就业量	服务业部门民用劳动力就业量 Civilian employment in services		
(I) 非农部门就业量	(G)+(H)		
(J) 非农劳动力	(B)-(F)		

(二)结果分析

1. 对劳动力转移的简要描述

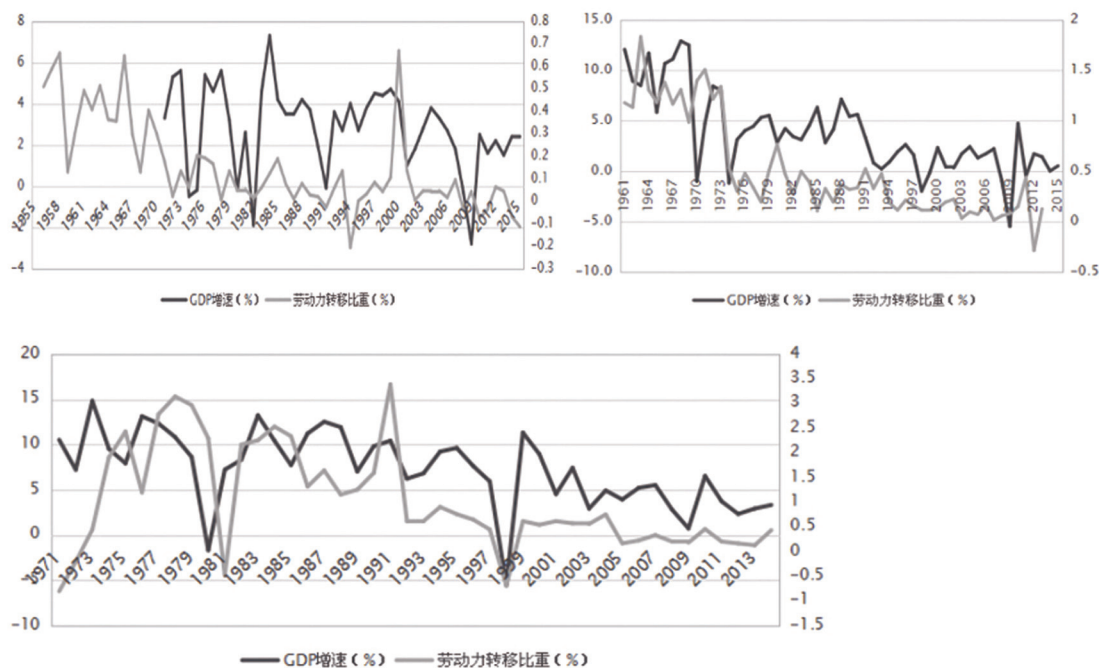


图 10 GDP 增速与劳动力转移占比(左上美国右上日本下图韩国)

图 10 展示了美国日本韩国三个典型国家 GDP 增速和劳动力转移比重随时间的变化。由于美国农业部门的就业比重已经十分低,资本密集程度高,劳动力转移比重也在正负 1% 的范围内波动,加上统计误差的因素,使得最终劳动力转移比重与 GDP 增速的相关关系十分弱。所以就以上理论部分提及的三个指标而言,美国劳动力市场与经济周期波动的关系主要反映在失业率上。日本的农业就业比重从 1956 年的 36% 下降到了 2013 年的 3.7%,工业的就业比重先升后降,在 1973 年达到峰值的 37.2%,后降到现在的四分之一左右,而服务业则一路上升到现在的 70%。在这种背景下日本经济增速和失业率变化间呈负相关关系,这种关系在 70 年代之后更加清晰。同时,日本的劳动参与率的变化在 70 年代之后呈现出较明显的顺周期性和滞后性。而随着 70 年代石油危机的冲击以及日本进一步加快产业转移,劳动力转移的比重出现了大幅的下降,此后劳动力转移比重与 GDP 增速只在时间上表现出相同趋势,从图形上观察出的波动情况的相关性比较弱。韩国的劳动参与率变化与劳动力转移比重也表现出很强的顺周期性,特别是后者与经济增速的相关关系明显强于之前的两个国家。

从以上三个国家的描述分析中,可以发现在一国进行产业结构转型升级及 GDP 增速变动过程中,劳动力转移行为与经济周期波动存在正相关关系,但随着

产业结构的不断调整,农业部门的就业比重逐渐降低,劳动力转移比重与经济波动的关系越来越弱;失业率与经济波动的相关关系则随着产业结构调整地完成而变得更加稳定;而劳动参与率的波动更多得表现为经济波动的结果。三者互相影响,要统一区别影响需要通过计量回归来分析。

2. 回归分析

从 OECD 数据库中我们获得了 37 个国家从上世纪五六十年到至今的经济增长数据和劳动力市场相关指标的数据,按照上文提到的方法计算了劳动力转移量和劳动力转移比重,并剔除了缺失值和计算的异常值。下表报告了各个国家劳动力市场主要指标在各个时间段的平均值情况。

表 2 各国相关指标的描述性统计

年份	1960-1979				1980-1999				2000至今			
平均值 (单位: %)	GDP增速	劳动参与率	失业率	劳动力转移比重	GDP增速	劳动参与率	失业率	劳动力转移比重	GDP增速	劳动参与率	失业率	劳动力转移比重
Austria	4.04	68.10	3.04	0.27	3.37	72.30	819	0.09	2.89	77.09	5.47	0.14
Austria	3.88	67.47	1.11	0.48	3.37	67.71	1.59	0.32	1.49	78.71	4.73	0.10
Belgium	3.38	61.14	3.31	0.23	2.18	62.13	11.33	0.07	1.53	64.69	7.77	0.05
Brazil	7.31				3.43				3.31	78.94	8.13	0.43
Canada	4.38	63.30	5.85	0.43	2.43	74.04	947	0.10	2.17	77.47	7.13	0.10
Chile					1.92	59.30	7.11	0.57	4.13	61.93	7.91	0.39
Colombia	5.48				3.17				4.21	70.94	12.25	-1.53
Czech					0.38	72.38	4.49	0.84	2.71	71.39	7.88	0.11
Denmark	3.38	73.54	3.38	0.54	2.18	80.93	7.09	0.20	0.89	80.49	5.34	0.04
Estonia					3.87	71.99	1.51	1.37	4.81	78.17	10.19	0.30
Finland	3.42	72.82	2.79	1.23	2.75	74.75	839	0.40	1.47	75.27	8.29	0.13
France	3.08	65.63	3.43	0.78	2.19	65.93	855	0.39	1.39	78.30	8.31	0.07
Germany	3.07	68.24	1.44	0.48	2.08	68.43	7.01	0.13	1.24	75.03	7.87	0.09
Greece	1.98	59.19	3.88	1.31	1.43	58.83	7.98	0.81	0.38	61.13	13.39	0.43
Hungary					1.44	58.59	9.48	0.54	2.08	60.47	8.13	0.17
Israel	1.41	70.05	0.82	0.41	2.77	61.13	2.23	0.34	2.81	65.50	4.33	0.31
Israel	4.98	65.20	4.24	0.95	5.17	62.43	13.18	0.54	3.43	71.30	8.24	0.21
Israel	3.78				4.57	63.38	7.74	0.11	3.11	65.97	8.87	0.07
Italy	3.88	59.78	5.88	0.94	2.02	59.83	10.75	0.49	0.23	62.73	8.94	0.12
Japan	4.89	72.82	1.48	1.88	3.93	74.31	3.78	0.31	0.83	78.97	4.10	0.10
Korea	9.42	58.47	5.04	1.53	7.95	62.14	3.54	1.24	4.25	65.54	3.54	0.34
Luxembourg	2.88	62.78		0.58	4.43	72.27	1.93	0.31	3.38	103.18	4.33	0.03
Mexico	4.42	53.20	3.88		2.88	62.07	3.71	0.21	2.51	64.59	3.91	0.47
Netherlands	3.43	57.61	3.44	0.89	3.74	64.31	8.83	0.13	1.38	78.14	3.89	0.09
New Zealand	2.38	63.47	0.37	0.25	2.34	72.33	4.49	0.12	2.71	78.39	5.27	0.21
Norway	4.78	65.77	1.23	0.11	3.31	71.81	3.83	0.31	1.71	78.87	3.57	0.11
Poland		71.49			3.70	69.41	12.18	1.00	3.45	63.82	13.19	0.39
Portugal	4.88	62.98	3.57	1.33	3.14	70.38	1.52	0.83	0.43	72.11	9.81	0.33
Russia					-0.28	71.14	9.55		4.59	70.44	7.21	0.48
Slovak					4.37	69.88	11.15	0.10	3.91	69.43	14.93	0.33
Slovenia					1.47	69.10	7.05	-0.19	2.13	71.54	4.83	0.08
Spain	3.88	59.33	2.89	1.31	2.71	58.54	18.87	0.71	1.19	78.10	13.38	0.23
Sweden	3.42	75.44	1.98	0.45	2.04	80.38	5.15	0.17	2.24	79.48	4.97	0.04
Switzerland	0.58	77.59	0.18	0.43	1.71	83.47	1.73	0.13	1.88	83.30	3.13	0.00
Turkey	4.88	74.58	8.89	1.14	4.05	61.34	7.78	0.45	4.32	62.79	10.21	1.31
United Kingdom	3.04	71.78	1.85	0.12	2.48	74.37	8.92	0.01	1.91	78.34	1.83	0.03
United States	3.39	65.93	5.70	0.27	3.19	74.40	4.51	0.05	1.93	74.95	4.31	0.05
Total	4.48	64.79	3.31	0.45	3.22	68.22	7.24	0.28	2.48	73.22	7.57	0.18

来源:OECD 数据库,经作者整理计算

首先,本文使用整个样本集估计经济增速与劳动参与率的变化、失业率变化以及劳动力转移的关系,由于所得的数据是非平衡面板数据,为了尽可能地反映出数

据包含的信息,这一步采用带有年份效应的固定效应模型(FE),同时用普通最小二乘回归(OLS)作为参照。下表报告了回归的结果。

表 3 跨国面板数据回归结果

	FE	OLS
劳动参与率的变化	0.2518*** (0.0546)	0.2667*** (0.0607)
失业率的变化	-1.1386*** (0.0573)	-1.2125*** (0.0651)
劳动力转移比重	0.3719*** (0.0665)	0.5513*** (0.0718)
常数项	7.2906*** (1.3747)	6.5279*** (1.5702)
样本量	1297	1297
R ² _a	0.5233	0.4619
F	25.3090	19.5411

Standard errors in parentheses
*p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

从回归结果来看,两种方法回归的结果相似,说明估计的系数具有一定的稳健性。对所有样本的回归结果显示,三个变量的系数都在1%水平上显著,说明了在控制其余的两个变量之后,劳动参与率的变化、失业率的变化和劳动力转移比重与经济增速之间都存在显著的相关关系。其中固定效应模型估计的结果表明,劳动参与率变化的系数为0.2518,显著为正;失业率变化的系数为-1.1386,显著为负;劳动力转移比重系数为0.3719,显著为正。三者相比,与经济增速波动最为密切的仍然是失业率指标。

正如上文所提及,理论模型中各个研究变量前的系数都与就业的产业结构有关,因而需要引入产业结构的变化来描述处于工业化进程不同时期的国家的差异。通过引入类别虚拟变量的方法实质上与分类别对样本子集进行回归无区别,而后者的结果更直观。因此本文以农业部门就业比重作为分类变量,以10%与5%为分界线分为三个样本子集,以及农业就业比重低于5%的样本代表后工业化阶段的国家或时期,5%至10%的为工业化成熟的国家或时期,高于10%的为正在工业化的国家或时期。对样本子集分别进行回归分析以研究不同产业结构对与劳动力

市场反应的影响。

表 4 跨国面板数据样本子集回归结果

农业就业人口比重	<5%		≥5% & <10%		≥10%	
	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS
劳动参与率的变化	0.3048** (0.0969)	0.5301*** (0.0950)	0.5769*** (0.1153)	0.5379*** (0.1212)	0.1708 (0.0957)	0.1265 (0.1079)
失业率的变化	-0.9848*** (0.0856)	-0.9767*** (0.0906)	-1.0018*** (0.0962)	-0.9485*** (0.1051)	-1.2937*** (0.1239)	-1.5827*** (0.1386)
劳动力转移比重	0.0461 (0.3147)	0.2468 (0.3181)	1.1708*** (0.2744)	1.4825*** (0.2833)	0.3534*** (0.0943)	0.3925*** (0.1026)
常数项	4.0513** (1.4587)	5.4910*** (1.6249)	4.6656** (1.7649)	1.8292 (1.8984)	7.1610** (2.6255)	6.1854* (2.8376)
样本数	492	492	384	384	421	421
R ² _a	0.6514	0.6180	0.5185	0.4833	0.3530	0.3628
F	17.2316	14.6969	9.2528	7.6328	5.2356	4.9849

Standard errors in parentheses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

上表报告了对三个样本子集进行带年份效应的 FE 和 OLS 回归结果。横向地比较回归系数,首先,劳动参与率的变化在产业结构转型中的子样本中系数并不显著,表明在发展中经济体中劳动参与率与经济波动的关系并不明显。而在工业化成熟的样本中,1%的劳动参与率变动平均而言将伴随 0.57%的 GDP 增速的波动,在后工业化的样本中将伴随 0.30%的 GDP 增速波动,这表明随着工业化程度的提升(以农业就业人口比重来衡量),劳动参与率与经济波动的关联程度出现了先升后降,并且这种关系是显著的,这说明对于工业化程度高的国家,要重视劳动参与率对于经济增速的影响。

其次,失业率变化指标三个子样本中的系数都显著为负,绝对值上随着工业化程度提高而略有降低,但数值上仍然比较大,近似于失业率持续上升 1%将带来 GDP 增速下降 1%。这表明无论在什么时期,经济波动与劳动力市场的关系很大程度上仍然反映在失业率的波动上。

最后,对于劳动力转移比重,在产业转型中子样本的系数为 0.3534,在工业化

成熟的子样本中为 1.1708,并且都十分显著,这充分说明了在工业化国家中劳动力转移行为与经济波动之间存在显著的联系。而在后工业化的子样本中,劳动力转移比重的系数显著变小,而且在统计上不显著,这也说明随着工业化进程的完成,劳动力跨产业部门流动的规模减小,其与经济波动的关联也慢慢消退,经济增速波动与劳动力市场的关系就主要表现在失业率和劳动参与率上。

同时,从常数项的变化也可以看出随着工业化进程的结束,经济体的潜在增速也在慢慢地降低。产业转型样本中常数项为 7.16,表明对于产业转型样本而言平均的 GDP 潜在增速为 7.16%,而进入工业化完成时期,潜在增速下降至 4.66%;而对于后工业化国家,潜在增速进一步降低为 4.05%。

总的来说,通过对经济增速与劳动力市场相关指标进行回归分析,我们从统计上很好地验证了劳动参与率波动、失业率波动以及劳动力转移比重与经济增速波动显著的相关性,其相关关系以及随产业结构的变化也较符合经济学理论的解释。

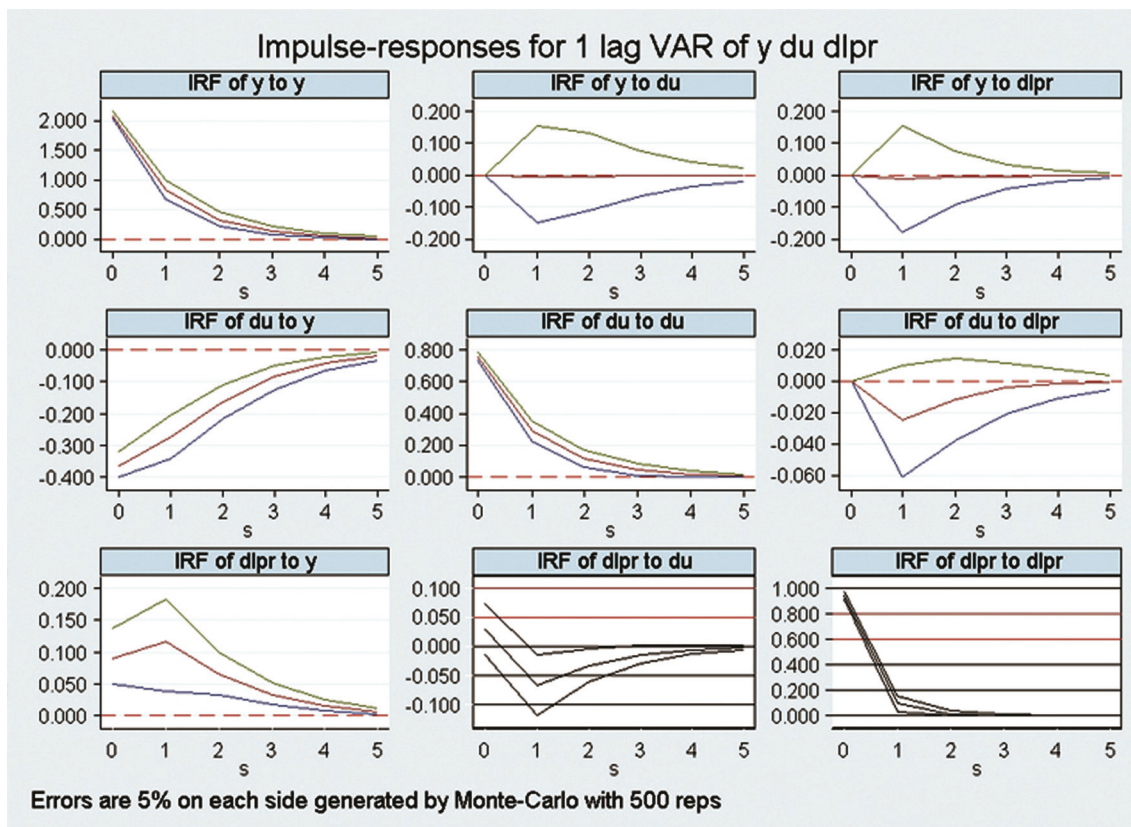
(三)动态分析

失业率、经济增长率和劳动参与率间可能存在滞后效应,我们在此对其进行动态分析,使用上文的数据和面板数据向量自回归模型。带时间效应和个体效应的三变量面板 VAR 模型如下:

$$X_{i,t} = \sum_{k=0} A_k X_{i,t-k} + \eta_i + \gamma_t + u_{i,t}$$

$X_{i,t}$ 为内生变量矩阵,即 $X_{i,t} = (y_{i,t}, du_{i,t}, dlpr_{i,t})^T$,其中 y 为经济增长率、 du 为失业率变化、 $dlpr$ 为劳动参与率变化。 A 为系数矩阵, η_i 为不随时间变化的个体效应, γ_t 为不随个体变化的时间效应, $u_{i,t}$ 为误差。时间效应采取“组内均值差分法”处理,继而采用前向均值差分法(Helmert 过程)处理个体固定效应(Arellano and Bover, 1995)。

根据 AIC 准则,向量自回归选择了滞后一阶。对 PVAR(1)模型做脉冲反应分析(影响滞后到第 5 期)结果如下:



第一行为经济增长率依次对于自身、失业率变化、劳动参与率变化的冲击的反应。可见经济增长率只有对自身冲击的反应是显著的。其余的冲击反应在 5% 置信水平上不显著。

第二行是失业率对于三个变量冲击的反应,其中 y 冲击对 du 有显著的负向影响,du 自身对自身的影响也是显著的,劳动参与率冲击的影响不显著。第三行是劳动参与率变动对于三个变量冲击的反应,其中 y 对于 dlpr 有显著正向影响,du 对于 dlpr 具有显著的负向影响。

方差分解结果如上表所示。反映出来的情况是,即使在 5 期之后,经济增速 y 和劳动参与率变化 dlpr 的波动绝大部分都来自自身,前者尤甚。而失业率变动 du 的波动有 26.5% 来自于经济增速波动,73.4% 来自于自身。

	时期	y	du	dlr
y	1	1.000	0.000	0.000
du	1	0.187	0.813	0.000
dlr	1	0.009	0.001	0.990
y	2	1.000	0.000	0.000
du	2	0.240	0.760	0.001
dlr	2	0.024	0.006	0.971
y	3	1.000	0.000	0.000
du	3	0.258	0.741	0.001
dlr	3	0.028	0.007	0.965
y	4	1.000	0.000	0.000
du	4	0.264	0.736	0.001
dlr	4	0.029	0.007	0.963
y	5	1.000	0.000	0.000
du	5	0.265	0.734	0.001
dlr	5	0.030	0.007	0.963

五、对中国的启示及简要总结

由以上国际经验可以看到,一般来讲失业率与经济增长率负相关,劳动参与率、劳动力转移与经济增长率正相关,并且各个指标间存在一定滞后效应。

对于中国,劳动参与率从 1990 年后有下降趋势,包括总体及分性别参与率都在下降,特别是女性下降更多,城乡迁移速度在放缓。相比而言失业率比较稳定。GDP 增速有下降趋势。可以说中国 GDP 减速与劳动力市场关系更多体现在劳动参与率下降和转移增速下降上。如上文所说,劳动参与率下降到一定程度有其稳定区间,这意味着中国 GDP 增速下滑将会带动劳动力转移速度下降。

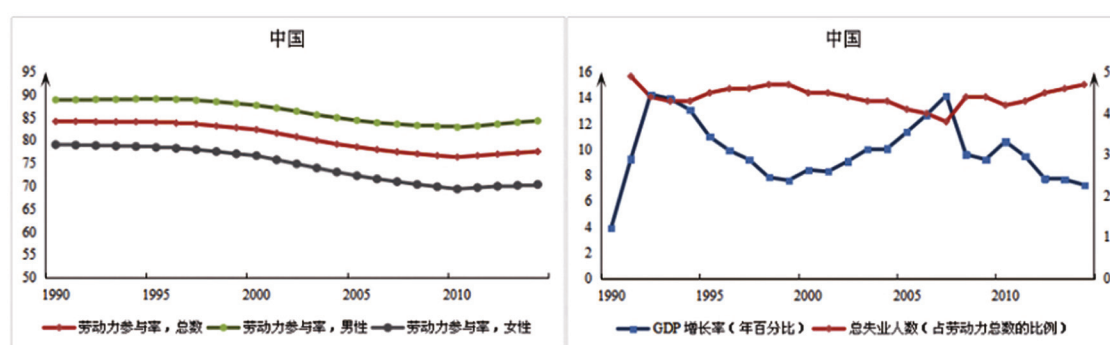


图 11 中国的劳动参与率、失业率与经济增长率

六、讨论总结

本文旨在研究经济增长与劳动力市场的关系,尤其是失业率、劳动参与率以及劳动力转移与经济增速的关系,推导了经济增速与上述变量关系的理论模型,从理论上解释了这三个变量对于经济增速的影响,并在该理论模型基础上,利用跨国面板数据进行回归计量分析,检验了这三个变量于经济增速关系的稳定性。

推导理论模型时,本文利用了索洛增长模型的框架,在两部门模型中引入了劳动力转移行为,推导出了包含劳动参与率、劳动力转移和失业率的稳态增长路径,并将尝试将经济增速解释成潜在增速、人口红利、工业化红利以及就业市场波动的总和。

从美国、日本、韩国等国的事例描述分析中可以发现经济增速与劳动参与率变化、失业率变化以及劳动力转移比重的时间序列数据在变动趋势上都存在相关的现象,但这中关系会随着一国的产业结构、工业化进程变化而变化。因而本文进一步通过对样本总体以及样本子集的回归检验了这些关系,结果表明这三个指标与经济增速之间都存在显著的关系,而随着一国产业结构转型升级的完成,劳动力转移对于经济增速的影响会趋于下降,而劳动参与率变动与经济增速的关系则逐渐明显。总体而言,劳动力市场对于经济波动的反应,还是主要反映在失业率的波动上。

诚然,本文推导的模型并不能很好地解释劳动力市场变动与经济增速之间的逻辑因果关系,利用简化的计量模型进行回归时上也并未很好地处理遗漏变量和联立性的问题,这也是本文后续需要改进的地方。但在劳动力市场与宏观经济波动关系的问题上,认识到劳动力市场的结构性特征与经济增速关系的复杂性,并在一个统一的框架下描述这种复合关系,仍然是今后亟待研究的议题。

当前中国宏观经济的调控思路仍然是以经济增长率、通货膨胀率、失业率目标为主的多目标制。且不讨论多目标制下调控有效性问题,单是宏观经济波动与失业率之间关系的不明晰就会加大宏观调控的难度。2015年国务院23号文件要求“将城镇新增就业、调查失业率作为宏观调控重要目标”,这一定程度上也是政府深化对宏观经济与劳动力市场关系理解在宏观调控思路上的体现。对于中国而言,虽然中国仍是处于工业化阶段、处于产业结构转型时期,但由于早30前计划生育政策以致当下一些大城市人口老龄化趋势显现,以及东南亚发展中国家在国际分

工链条中取得越来越大的份额,这些因素都加速着中国人口红利和工业化红利的消退。失业率稳定,但劳动参与率、农村劳动力转移速度下降的背后,隐藏着产业转型动力不足、社会保障压力过大等问题,加剧着陷入中等收入陷阱的风险。

参考文献

- [1]Gaddis I, Klasen S. Economic development, structural change, and women's labor force participation[J]. Journal of Population Economics, 2014, 27(3): 639—681.
- [2]Kaur H, Tao X. ICTs and the Millennium Development Goals[M]. New York: Springer, 2014.
- [3]Lahoti R, Swaminathan H. Economic growth and female labour force participation in India[J]. IIM Bangalore Research Paper, 2013, 414.
- [4]Lechman E, Kaur H. Economic Growth and Female Labor Force Participation - Verifying the U—Feminization Hypothesis. New Evidence for 162 Countries Over the Period 1990—2012[J]. New Evidence for, 2015, 162: 1990—2012.
- [5]Lechman E, Okonowicz A. Are Women Important for Economic Development[J]. Corporate Social Responsibility and Women's Entrepreneurship Around the Mare Balticum, 2013, 310.
- [6]Maia A G, Menezes E. Economic growth, labor and productivity in Brazil and the United States: a comparative analysis[J]. Revista de Economia Política, 2014, 34(2): 212—229.
- [7]Okun A M. Potential GNP: its measurement and significance[C]//Proceedings of the business and economic statistics section of the American Statistical Association. 1962, 7: 89—104.
- [8]Olivetti C. The female labor force and long—run development: the American experience in comparative perspective[R]. National Bureau of Economic Research, 2013.
- [9]Wang, Xiaoxia, Wenkai Sun, 2014. The Discrepancy between Registered and Investigated Unemployment in Urban China, China and World Economy, 4: 40—59.
- [10]龚玉泉,袁志刚. 中国经济增长与就业增长的非一致性及其形成机理[J]. 经济学动态, 2002,10:35—39.
- [11]卢锋,刘晓光,姜志霄,张杰平. 劳动力市场与中国宏观经济周期:兼谈奥肯定律在中国[J]. 中国社会科学,2015,12:69—89+206.
- [12]周建安. 中国劳动就业与经济增长的实证分析[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2007,01:116—121+128.
- [13]李红松. 我国经济增长与就业弹性问题研究[J]. 财经研究, 2003,04:23—27+66.
- [14]李文星. 中国经济增长的就业弹性[J]. 统计研究, 2013,01:61—67.

- [15]国家信息中心经济预测部 陈彬. 如何实现经济新常态下的稳定就业[N]. 中国证券报,2014-09-09A14.
- [16]蔺思涛. 经济新常态下我国就业形势的变化与政策创新[J]. 中州学刊,2015,02:82-85.
- [17]赵锋. 甘肃省人口红利、劳动参与率与经济增长的协同效应[J]. 兰州大学学报(社会科学版), 2015,02:120-125.
- [18]田成诗,盖美. 劳动生产率、劳动参与率对经济增长的影响[J]. 山西财经大学学报, 2005,02:61-65.
- [19]陈玲. 劳动参与率对我国经济增长影响探讨[J]. 商业时代, 2014,31:42-43.
- [20]郭琳,车士义. 中国的劳动参与率、人口红利与经济增长[J]. 中央财经大学学报, 2011,09:45-51.
- [21]沈可,章元,鄢萍,中国女性劳动参与率下降的新解释:家庭结构变迁的视角. 人口研究,2012年第5期。
- [22]孙文凯,中国近年来经济增长与就业增长间数量关系解释,《经济理论与经济管理》2014年第1期

分报告六

债券市场风险演化与未来趋势

张英杰 于 泽 余璐 刘心荷 李 诗

摘要:今年我国债券市场信用风险正在加大。从刚性兑付到实质违约、从清偿率百分之百到出现损失,释放速度加快、违约范围扩大、损失概率及比例增加。虽然信用风险在加大,不过,发生系统性风险的概率较低。信用风险上升未来可能的演化路径主要是与结构性偏紧的流动性相互叠加使得债市和货币市场可能出现双失灵。当前我国的流动性管理模式透明性不足,MLF 等方式的投入量具有脉冲性质,在一批投入到期后续作的力度不明确。这种模糊的流动性管理可能会放大信用风险。在信用风险集中爆发的环境中,未来的货币政策需要维持适度充分流动性供给,改革当前流动性供给机制,更加常规化、透明化。

关键词:债券市场 信用风险 流动性风险 货币政策

一、债券市场信用风险演化历程：从刚性兑付走向违约常态化

从历史记录来看,由于我国债券市场发展较晚,并且早期债券的发行人往往是信用资质较好的大型国有企业,因此当时市场的信用风险并不明显,只有 2006 年的“福禧事件”曾在短时间内引起市场的波澜,并随着它的如期兑付而回归平静。金融危机以后,随着 2008 年以后政府四万亿刺激政策的推出,国有企业的负债率迅速上升。待偿债务余额的大幅上涨使中国的企业的杠杆率快速上升,企业的偿债负担逐渐加重;同时债券市场扩容也让越来越多的企业加入到债务融资的队伍中来,从国有企业、大型企业逐步发展到民营企业、中小企业,使得债券发行人的信用水平逐渐下沉。如此,在债券市场发展壮大的同时,风险也逐渐积累,而自 2006 年以来一直悄无声息的违约风险也在 2011 年以后慢慢浮出水面。以“11 超日债”违约为界,2011 年以后债券市场的信用风险释放大致分为两个阶段,第一阶段信用风险事件逐渐增多,但最终均“刚性兑付”,债项实质违约并未发生,而第二阶段,债券市场信用风险加速释放,信用事件发生更为频繁,且越来越多的信用事件演化为违约事件,信用风险对市场的整体冲击也明显增大。

(一) “11 超日债”违约前,信用事件频发,市场维持刚兑,信用风险对市场冲击小

第一阶段,从 2011 年底至“11 超日债”违约,债券市场由零违约向实质违约过渡,信用风险释放主要表现为信用事件频发,级别下调增多。2011 年底,“11 海龙 CP01”的发行人山东海龙股份有限公司由于所在的纺织行业不景气加之公司运营不稳定,巨亏 10.02 亿元,资金链极度紧张,甚至发展到资不抵债的程度,债券兑付压力极大。公司的主体级别被降为 CCC 级,债券自身也被降至 C 级,成为债券市场自“福禧事件”以来最接近实质违约的一次风险事件。在接下来的 2012 年里,受番茄制品行业产能过剩、产品价格持续低迷影响,新疆中基实业股份有限公司也面临着持续亏损,贷款逾期,无力偿还到期债券等问题,遭到信用评级下调。同样在 2012 年,受光伏行业不景气影响,无锡尚德、江西赛维等公司纷纷暴露出负债率超高,还款压力巨大等问题,随之而来就是财务情况的持续恶化和信用等级的连续下调,到期债券难以偿还。另外,部分中小企业集合债券、集合票据发行人也因种种原因无法偿付债券利息或者本金,纷纷发生主体违约,包括高力彩钢、惠佳贝及地杰通信等多家中小企业发行的债券最终或由担保人代偿或发生提前偿付。到了

2013 年,同样属于光伏行业的上海超日太阳能科技股份有限公司发行的“11 超日债”在 3 月份第一次付息时就经历了一定的风波,虽然最终利息如期支付,但信用等级却遭遇连续下调。而整个 2013 年,主体级别下调比例占评级调整的 26%,较 2012 年翻了一番,同时展望调为负面或列入信用观察名单的次数占比更是接近三分之二,债券市场信用风险波及的范围进一步扩大。2014 年一季度,资本市场兑付危机进一步增多。先是上海同捷科技股份有限公司面对即将到期的 1.054 亿元中小企业集合票据本息,迟迟筹集不到偿债资金;紧接着,“11 常州中小债”的发行人之一——常州永泰丰化工用有限公司宣布停止经营并申请重整,由反担保企业代偿即将到期的 3689 万元债券本息,成为 2014 年债券市场首个违约主体;直至 3 月 5 日中小板上市公司 *ST 超日发行的“11 超日债”无法全额支付利息,最终打破了债市零违约的纪录,成为国内债券市场第一个债项违约事件。

由于在这一阶段,信用事件集中发生在一些中小企业集合票据、集合债发行人上,而这类债券均由信用水平较高的担保或增信公司担保,即使发行人不能偿还债务,担保或增信方也能如期兑付,而诸如山东海龙、新中基等企业所发行债券的兑付危机最终也顺利解决,直到“11 超日债”违约前,债券市场一直保持着债项零违约的记录,因而信用风险对债券市场的影响较为有限。只有山东海龙事件发生过程中引起高低等级利差出现明显扩张,且随着该事件的解决,高低等级间利差又逐步收窄。

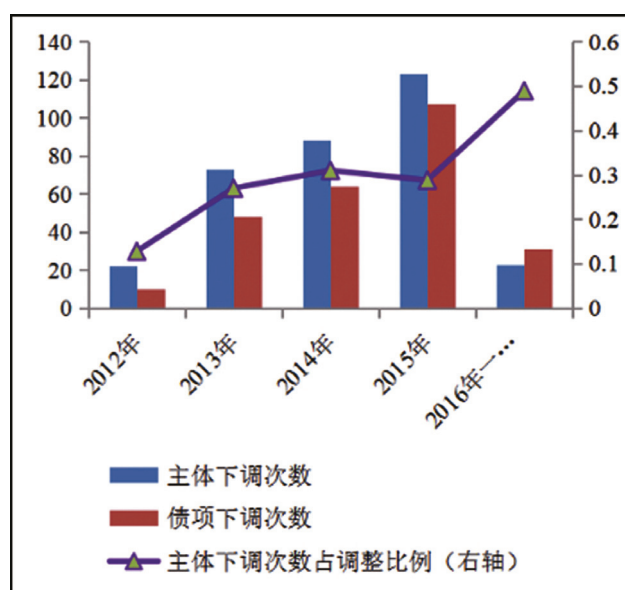


图 1 主体评级下调次数不断增加,比例上升

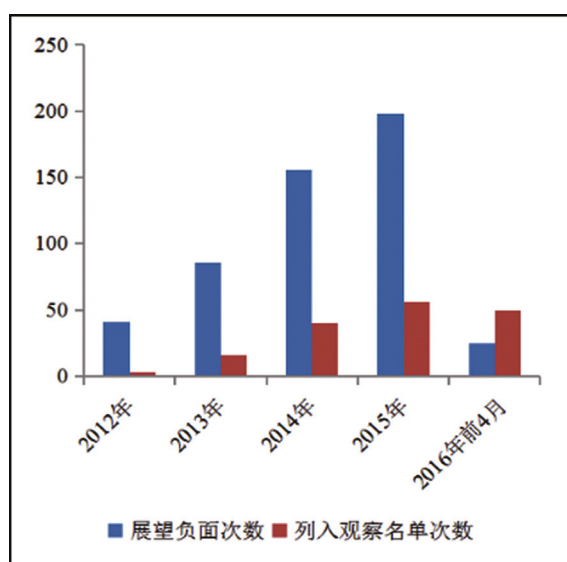


图2 展望负面及列入观察名单次数逐年增加

资料来源：中诚信国际整理

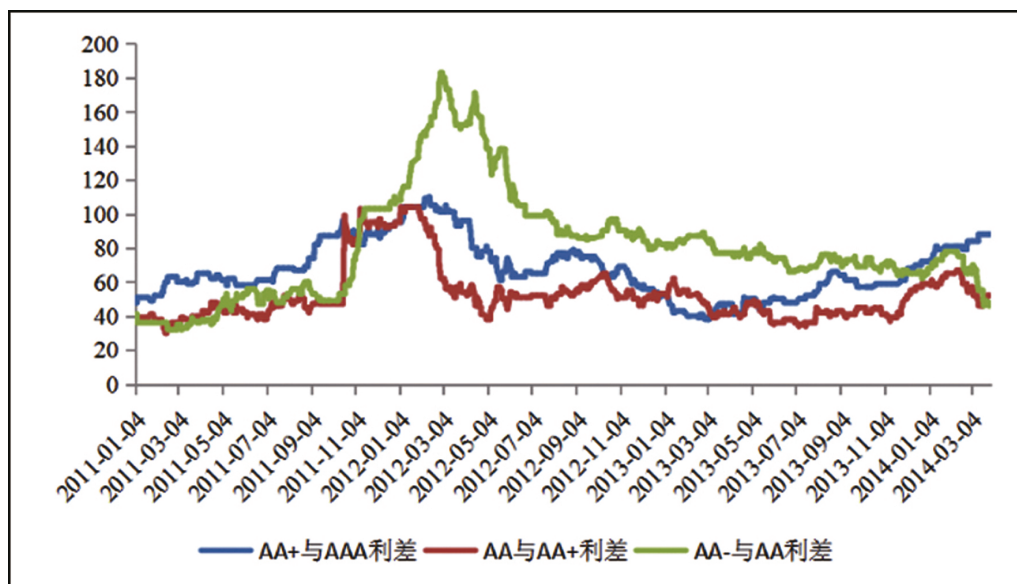


图3 5年期不同等级企业债评级利差走势

资料来源：聚源统计，中诚信国际整理

总体而言，这一阶段由于刚性兑付的存在，信用风险对整体市场的冲击很小，然而理性的市场分析者应该意识到兑付危机的频繁出现意味着市场的违约风险已经开始逐渐释放，而无论是市场规模的扩大还是制度的完善都决定了政府出面的

兜底行为不可能一直持续下去。与此同时,随着市场上部分债券发行人信用风险的持续恶化以及债券市场由刚性兑付到实质违约再到违约常态化的不断发展,信用风险对债券市场的影响也将增强。

(二)“11 超日债”违约后:违约多点多元频发,信用风险对市场冲击增强

第二阶段为“11 超日债”违约至今,债券市场信用风险加速释放,进入违约多发期与加速期,信用风险对市场的冲击力度也逐步加大。具体来看,从公募市场风险事件发生总量来看,2014 年以来,发行人偿债危机事件日益增多,且越来越多的兑付危机事件演变为违约事件。根据中诚信的统计,包括中小企业兑付危机事件在内,2014 年公募市场上共发生 5 起信用风险事件,最终仅“11 超日债”发生实质违约,其他风险事件均在兑付日前得以化解。而 2015 年公募市场上信用风险事件增加至 23 起,其中有 8 起债券实质违约。2016 年截至到 5 月底,公募市场上已经发生信用风险事件 23 起,其中 12 起债券实质违约;从风险事件所涉及的债券发行人性质来看,最初发生兑付危机的主体主要集中在中小企业、民营企业上,而自 2015 年 4 月 21 日,保定天威集团未能按期兑付“11 天威 MTN2”利息,成为首家违约央企,越来越多的央企发生偿债危机,中国二重及其子公司二重德阳在当年 9 月进入破产程序、中钢股份自 2015 年 10 月 20 日起不断宣告延期付息及回售,至今仍未有结果;进入 2016 年,中煤华昱又延期支付“15 华昱 CP001”本息,更有中铁物资百亿债券在 4 月暂停交易。与此同时,地方国企信用风险也开始暴露,并从“刚性兑付”走向违约,包括广西有色、云南煤化工集团均在 2015 年发布过债务逾期公告,但公开市场债券却在当地政府支持下如期兑付,而进入 2016 年,广西有色、江苏舜船两家地方国企相继宣布破产,另一家国企东特钢已经到期的债券全部违约,只有内蒙古霍林煤业在宣布延续回售后,又在当地政府协调下,按期兑付回售债券本息。在各类发行人均出现违约的情况下,平台类债务因为地方政府债务置换政策的推出,以及稳增长政策下对各监管层对城投公司再融资政策相对放宽,违约风险较低,但 2016 年包括河北宣化城投以及海南交投在没有约定赎回条款且公司正常经营的情况下公告拟提前偿付,一度使得投资者对城投债提前偿还带来的再投资风险及估值风险的担忧上升,幸而这两家发行人很快又宣称终止提前赎回。不过考虑到此前平台公司已经发生过担而不保、核心资产随意划转等不规范市场行为,对此类违背契约风险仍需警惕;从发行人行业上看,发生信用风险事件的主体涉及的行业较多,包括食品加工、医药、餐饮、房地产、钢铁、煤炭、有色、机械设备、光伏等行业均发生过信用风险事件,其中以食品加工、钢铁、煤炭、有色、光伏、机械设备等产能过剩及强周期行业出现的次数较多,特别是 2016 年以来,由于

供给侧改革及去产能的实质推进,煤炭、钢铁类企业兑付风险加速释放,并使得上下游相关行业的信用风险也日益抬升;从违约的债券品种来看,2015 年包括超短期融资券、中期票据、公司债、企业债等主要公募券种均出现实质违约,2016 年发生违约的短期融资券越来越多,包括超短融在内,2016 年已经有 9 只短券发生违约,占全部违约债券只数的接近三分之二。违约从中长期债务扩散至短期债务,反映了较多企业资金周转出现问题,由信用风险加深引发的流动性风险也在加大。

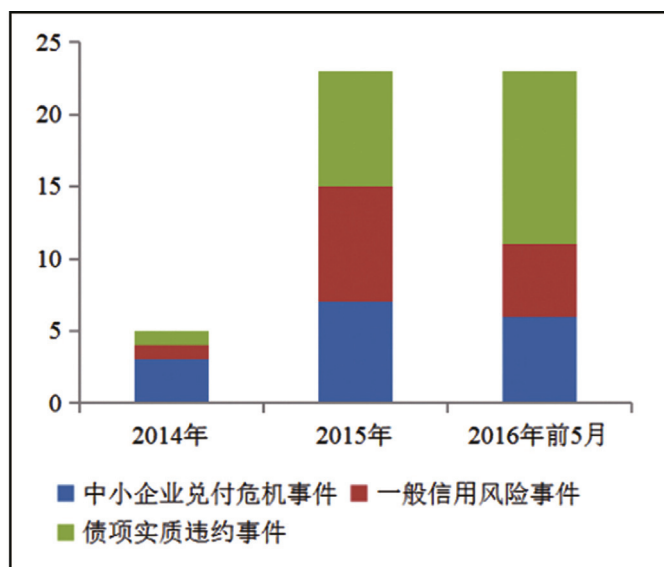


图 4 信用风险事件增多,演变为违约的事件占比上升

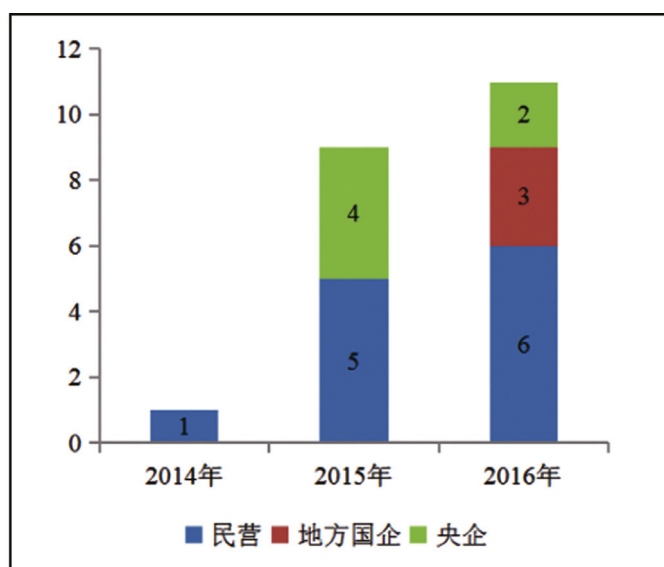


图 5 违约风险由民营向央企、国企扩散

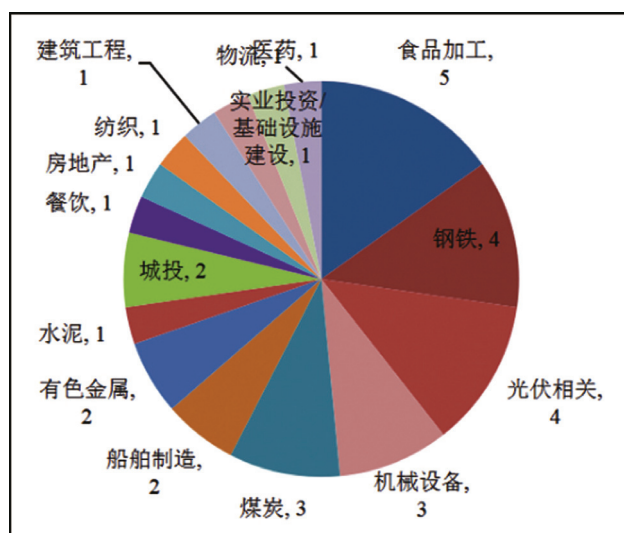


图6 2006年以来风险事件所涉及的发行主体行业分布

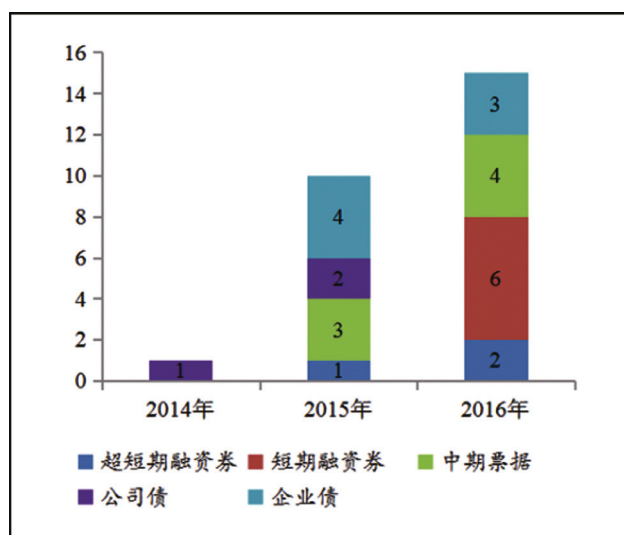


图7 违约券种由中长期向短期扩散

资料来源：中诚信国际整理

私募债市场上,迄今为止私募债领域违约涉及债券共计 26 只,其中包括中小企业私募债 18 只、PPN8 只。最初私募债违约集中在中小企业私募债上,而进入 2016 年,越来越多的 PPN 发生违约。私募债领域另一个值得关注的事情是担保失信行为,在 2014 年发生的中小企业私募债违约事件中,就曾出现担保公司拒绝

代偿现象,2015 年这一现象又进一步增多。这其中既涉及规模较小的专业担保公司担保,又涉及非专业的城投公司担保,既有担保公司本身失信的问题,也有担保协议各方对担保内容存有争议的问题。接连出现的“担而不保”现象再次凸显出在信用风险逐步加深的市场环境下,担保方对债券偿付的保障实力也参差不齐,有必要加以关注。

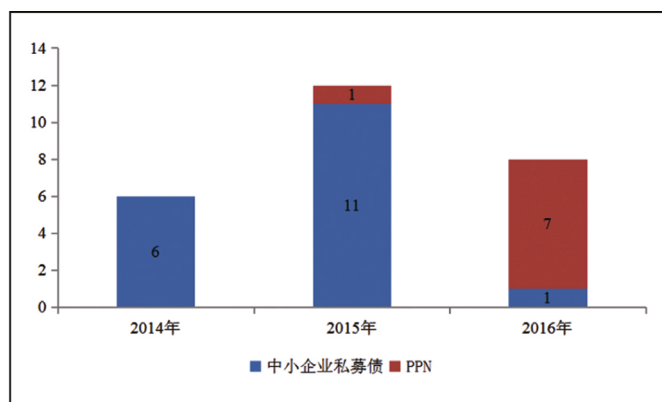


图 8 2014 年私募债违约数量越来越多，
从中小企业私募债向 PPN 扩散

资料来源:中诚信国际整理

在违约逐步常态化的进程中,违约后债券的处置进程与结果也呈现出差异。截止本文截稿日,已经违约的 26 只公募债券,有 10 只债券,或通过母公司接盘(二重重装及二重德阳)或通过重整后重组方代偿(11 超日债)或通过外部融资、变卖资产自筹筹集资金(“ST 湘鄂债”、“12 中富 01”、“15 宏达 CP001”、“15 亚邦 CP001”、“15 华昱 CP001”、“15 雨润 CP001”、“13 雨润 MTN1”)完成了兑付,剩下的尚未完成兑付的 16 公募债券涉及 10 家发行人,有一家发行人与债权人达成债务重组计划,将未回售部分债券利率下调 137bp,并为此追加了担保,后续偿还情况仍待观察(江苏飞达控股)、一家发行人不断将债券延期回售及支付利息(中钢股份)、一家发行人进入破产程序,剩下的 7 家企业违约债券的处置情况尚不明朗。总体而言,随着违约案例的增多,个券处置差异多样化,发生损失的概率与等待赔偿的不确定性都在上升。

从违约事件对市场的影响来看,在 2016 年以前,尽管违约事件逐步增多,但债券市场整体所受到的冲击力度依然较小。无论是一级市场的发行利差,还是二级市场的信用利差整体仍呈现出收窄的趋势。这一方面是因为在流动性整体宽裕的

市场环境下,信用风险溢价表现相对不明显;另一方面,则是由于信用事件的发生仍是离散型的,系统性风险不大,而自“超日债”打破零违约神话后,市场或多或少对违约事件有所预期,因而信用风险的持续加深并没有带来信用风险溢价的全面上涨。尽管当时债券市场整体并未因信用风险的加深而发生趋势性逆转,但局部市场却不可避免地受到冲击。在一级市场上,包括超日债、天威、中富、山水等违约后,均造成一部分发行人取消或推迟原发行计划,不过由于持续时间较短且受影响的企业数量有限,整体上对一级市场发行规模影响不大。同时违约事件的发生还造成某一部分发行人所发行债券的利差明显高于同等级其他发行人所发行的债券,处于产能过剩行业的发行人或民营企业发行人所发行债券的利差明显要高于同级别市场均值;在二级市场上,部分违约事件的发生引起债券市场信用利差扩张,但冲击时间较短,扩张幅度有限,并很快再次回落。



图9 违约事件发生后,信用利差间歇性上行

资料来源:聚源统计,中诚信国际整理

进入2016年,一方面,违约及信用事件发生的频率与次数均较此前明显增多,违约风险加速暴露,使得市场对整体信用风险担忧情绪不断被放大,另一方面,资金环境有所转变,前5月央行仅实施了1次降准,而更多通过公开市场操作,搭配SLF、MLF、PSL等工具维持流动性稳定,投放的货币规模并不少,但偏中短期,又

难以让市场形成稳定预期,导致市场对资金面的预期整体偏谨慎,两方面因素叠加下,信用风险对市场的负面影响呈现逐渐增强之势。在一级市场上,越来越多的发行人受此影响而取消或推迟发行,公开市场信息显示,仅4月就有超过100家企业推迟或取消发行债券,涉及债券规模超过1000亿元,相当于2015年同期的3倍多。这导致2016年4月信用债发行总量较3月出现大幅回落。由于短期债务违约增多,短券发行利率明显抬升,特别是低等级品种发行利率上行幅度更大。其中部分低等级债券短券发行利率反而高于同级别的中长期债务发行成本。

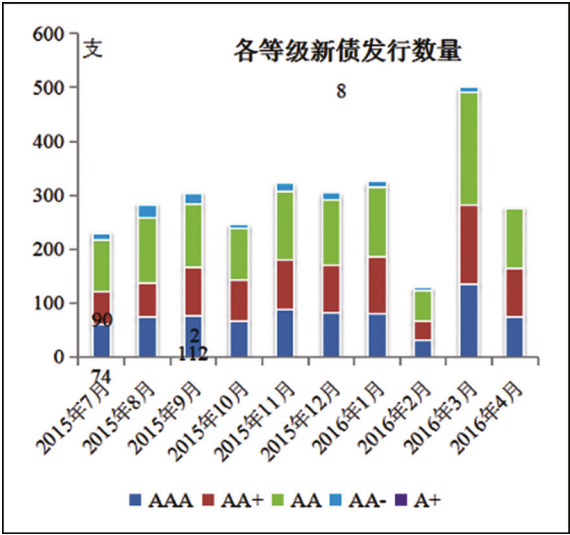


图 10 4 月新发债只数大幅缩减

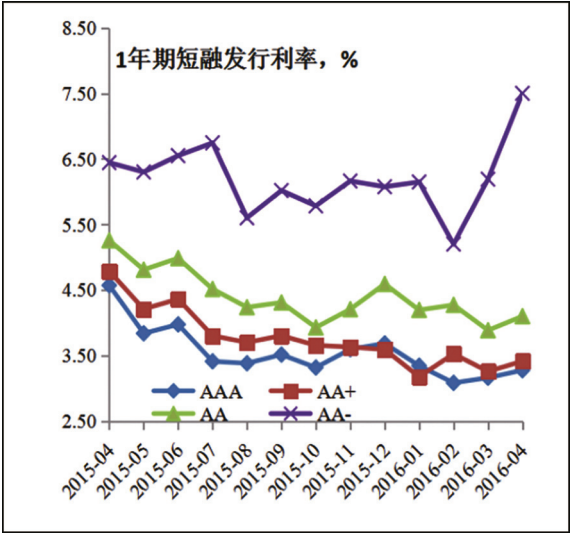


图 11 短券平均发行利率明显抬升

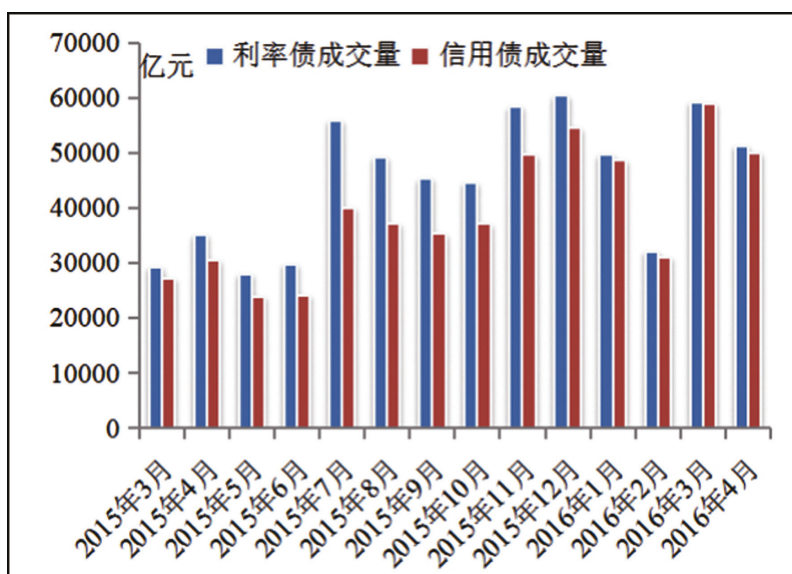


图 12 4 月现券成交量明显回落

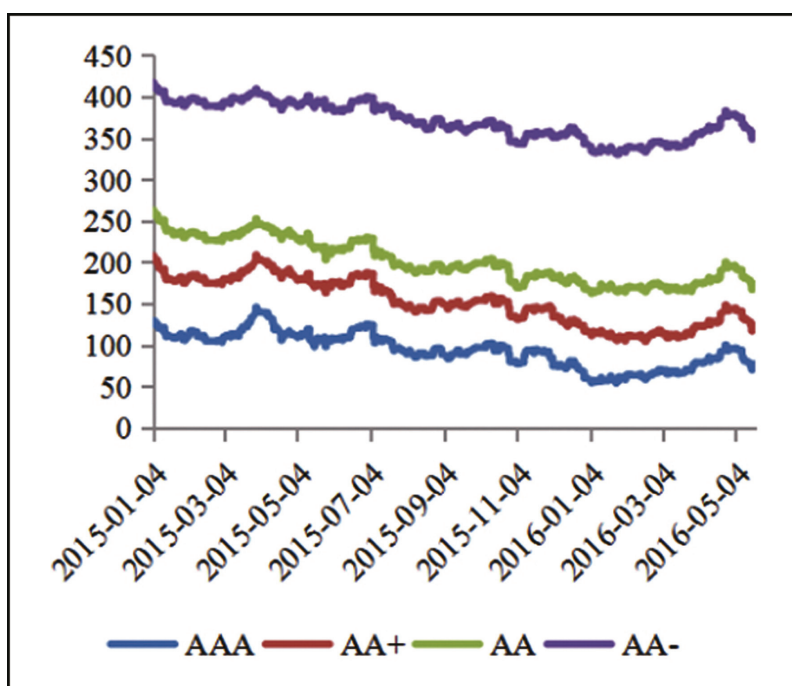


图 13 2016 年以来信用利差出现明显扩张趋势

资料来源:聚源统计,中诚信国际整理

在二级市场上,违约频发造成风险溢价快速上升,从而使得信用利差开始走

扩,特别是4月以来信用利差扩张幅度明显加大。同时,违约对市场的冲击由高低等级评级利差拉开逐步变异至包括中高评级在内所有信用品种信用利差均出现大幅扩张。市场成交量也较此前出现明显回落。尽管5月以来,城投公司取消提前兑付、国资委出面解决中铁物资事件等,向市场传递政府在解决央企、国企债务方面的积极态度,为信用债市场带来一定的正面情绪,信用利差又有所回落。但市场对信用风险加速释放已经形成共识,未来对信用风险的反应也将更为敏感,违约带来的市场冲击还将存在并可能会呈现扩大化趋势。

可以看出,当前债券市场已经进入违约多发期与加速期,整体信用风险显著上升并加速释放,对市场的冲击也越来越大。尽管由于违约规模相对于信用债存量而言微不足道,而出于稳增长以及为各类改革提供相对稳定的宏观环境的考虑,不发生系统性风险仍是政策底线,从财政实力来看,政府抗风险能力也比较强,因此当前债券市场信用风险的陆续释放并不太会引发系统性风险。但由于债券市场的相对公开性,违约风险集中爆发,会对市场信心造成较大冲击,特别是如果此时市场流动性也出现紧张,可能会放大违约风险带来的恐慌,引发严重的信用及流动性危机。

二、央行日常流动性管理:国际经验与中国模式

我国当前以利率作为调控手段,为了稳定利率,需要制定相应的货币政策执行框架。在货币政策工具选择上,主要发达国家和地区基本都将公开市场操作作为主要的政策工具,并辅以相应的利率走廊设施。虽然对银行的准备金均有相应的要求,但准备金率并不作为日常调节工具。综合看来,这些政策框架在设计的时候都考虑了如下共同问题。

第一,为了能够调控商业银行,商业银行对于中央银行提供的储备资产必须有需求。美联储、欧央行和日本央行都有法定准备金要求,这就保证了最低限度的需求。其中,欧央行和日本央行都要求持有中央银行的储备,美国还可以持有现金。但一般说来,中央银行并不通过对于准备金率的调节来控制货币供应。

第二,准备金在维持期内为日均余额。美国是两周,欧洲和日本均为1个月。

第三,准备金要求滞后一个周期。美国和欧洲来说,准备金的要求与维持期时间相同,所以每个银行的法定准备金水平取决于上一期的存款水平,在本期开始时准备金水平已经确定。在日本,仅仅滞后半个准备金维持期,即每次的准备金要求

水平在准备金维持期中间时才能够确定下来。

第四,三个央行均有一定的流动性便利框架设计,使得银行基本可以无限制地从中央银行借入流动性,或将多余的流动性借给央行。而且,借入便利的利率小于政策利率,借出便利的利率大于政策利率。这三国央行中最典型的是欧央行,它从建立之初就有了利率走廊,即隔夜的借入便利和借出便利。借入便利和借出便利的利率分别比主要再融资利率低/高 50 个基点。

美国和日本央行在 2008 年之后开始构建类似的设计。但是由于二者的隔夜市场利率基本都接近于 0,所以对于超储付息基本上没用。日本央行于 2001 年引入补充借贷便利,使得银行可以在传统的贴现窗口之外从央行获取流动性,利率比目标政策利率高 25 个基点。2008 年之后,目标政策利率受 2007—2009 年金融危机的影响降至接近 0,日本央行又引入了补充存款便利,使得银行在央行的超额储备可以自动按照隔夜利率生息。

美联储从 2003 年起开始在贴现窗口之外引入“一级信贷便利”,利率比联邦基金目标利率低 1 个百分点。与日本央行类似,它也于 2008 年开始对超额储备付息。原则上,超储利率比联邦基金目标利率低 0.75 个百分点,但是由于新机制运用之初联邦基金目标利率就接近 0 的水平,这一政策实际毫无意义。同时,2008 年开始美联储还开始对法定准备金计息,但是因为法定准备金率在每个维持期开始时已经确定了,因此这一政策对于银行在每次准备金维持期内的操作行为也没有影响,因此也就不会影响短期利率的波动。从这一角度上说,这更大程度上是中央银行对于银行的转移支付。

第五,尽管没有政策表明这三家央行通过系统性的流动性供给变动来影响利率,但它们确实会开展日常的公开市场操作,对市场利率的变动或者预期变动进行对冲。美联储和日央行都每天开展公开市场操作,一般是早晨刚一开市。欧央行每周操作一次。理论上说,如果公开市场是连续无限制的,那么市场利率与央行政策利率的偏离将不复存在,最多就是瞬间偏离,立刻纠正。但是由于公开市场仅仅是每天一次或者每周一次,那么市场利率与政策利率的偏离就将是一种常态。

而且,央行的公开市场操作也不是无限量的。美联储和日本央行都在每天早晨决定吸收或投放流动性的量。而对于欧洲央行来说,2008 年 10 月之前,欧央行每周的公开市场操作是以主要再融资利率或者高于主要再融资利率来拍卖固定数量的资金,并且伴有如果过量竞拍时(2000 年之前可变利率中标时往往会出现)如何分配。此时利率往往有向上的倾向,市场利率往往会高于目标利率水平,这一点

美国日本均没有出现。而且这导致欧央行政策利率的波动性会大于美国,尤其是在每月准备金维持期的最后一天。2008 年 10 月,欧央行改变了其公开市场操作步骤,改为在目标政策利率水平上拍卖无限量的流动性。从 2008 年夏天开始,EONIA 开始有低于目标利率的倾向。

表 1 主要中央银行的货币政策操作框架

	美联储	欧央行	日本央行
目标利率	联邦基金利率	EONIA	无抵押融资利率(Un-collateralized call loan)
准备金要求	交易账户 0—10%,非交易账户 0	少于 2 年的存款 2%,两年以上存款 0	根据机构类型和存款量 0.05—1.3%不等
准备金定义	在联储的资产+现金	在欧央行的资产,不含储蓄资金(deposited funds)	在日本央行的资产
准备金维持期	2 周	1 个月	1 个月
准备金计算	延迟两周	延迟一个月	延迟 15 天
流动性便利	借贷便利(2003 年 1 月),储备付息(2008 年 10 月)	借出和存入便利	借出便利(2001),存款便利(2008)
公开市场操作	每日,市场利率	每周,主要再融资利率或市场利率的高者	每日,市场利率

资料来源:根据各国央行网站作者自行整理

我国在这些理念的基础上,以公开市场业务为主,还补充了中期借贷便利等方式。中国人民银行从 1998 年开始建立公开市场业务一级交易商制度,选择了一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象。近年来,交易商范围不断扩大到一般金融机构。以这些交易商为依托,中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据。

同时,根据货币调控需要,近年来中国人民银行不断开展公开市场业务工具创新。2013 年 1 月,立足现有货币政策操作框架并借鉴国际经验,中国人民银行创设了“短期流动性调节工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)”,作为公开

市场常规操作的必要补充,在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。这一工具的及时创设,既有利于央行有效调节市场短期资金供给,熨平突发性、临时性因素导致的市场资金供求大幅波动,促进金融市场平稳运行,也有助于稳定市场预期和有效防范金融风险。

在此基础上,借鉴国际经验,中国人民银行于 2013 年初创设了常备借贷便利(Standing Lending Facility,SLF)。常备借贷便利是中国人民银行正常的流动性供给渠道,主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限为 1—3 个月。利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。常备借贷便利以抵押方式发放,合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。常备借贷便利的主要特点:一是由金融机构主动发起,金融机构可根据自身流动性需求申请常备借贷便利;二是常备借贷便利是中央银行与金融机构“一对一”交易,针对性强。三是常备借贷便利的交易对手覆盖面广,通常覆盖存款金融机构。这就使得常备借贷便利和公开市场业务形成了良性互动。

此外,为保持银行体系流动性总体平稳适度,支持货币信贷合理增长,中央银行需要根据流动性需求的期限、主体和用途不断丰富和完善工具组合,以进一步提高调控的灵活性、针对性和有效性。2014 年 9 月,中国人民银行创设了中期借贷便利(Medium-term Lending Facility,MLF)。中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具,对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行,可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放,金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用,通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响,引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金,促进降低社会融资成本。

综合公开市场业务、常备借贷便利和中期借贷便利,我国基本上构建了涵盖短中长期的流动性提供机制,希望能够有效地引导利率。但是在执行中,我国的问题是日常流动性供给的随意性较大,市场对借贷便利到期后是不是能续作,续作的数量等不能明确判断。从图中可以看出,我国目前 MLF 的供给量波动较大。目前 MLF 在发行中以询量发行为主,控制权更多在央行手里面,市场的参与主体相较公开市场业务还不充分,信息不够透明,对未来资金面的引导还不充分。

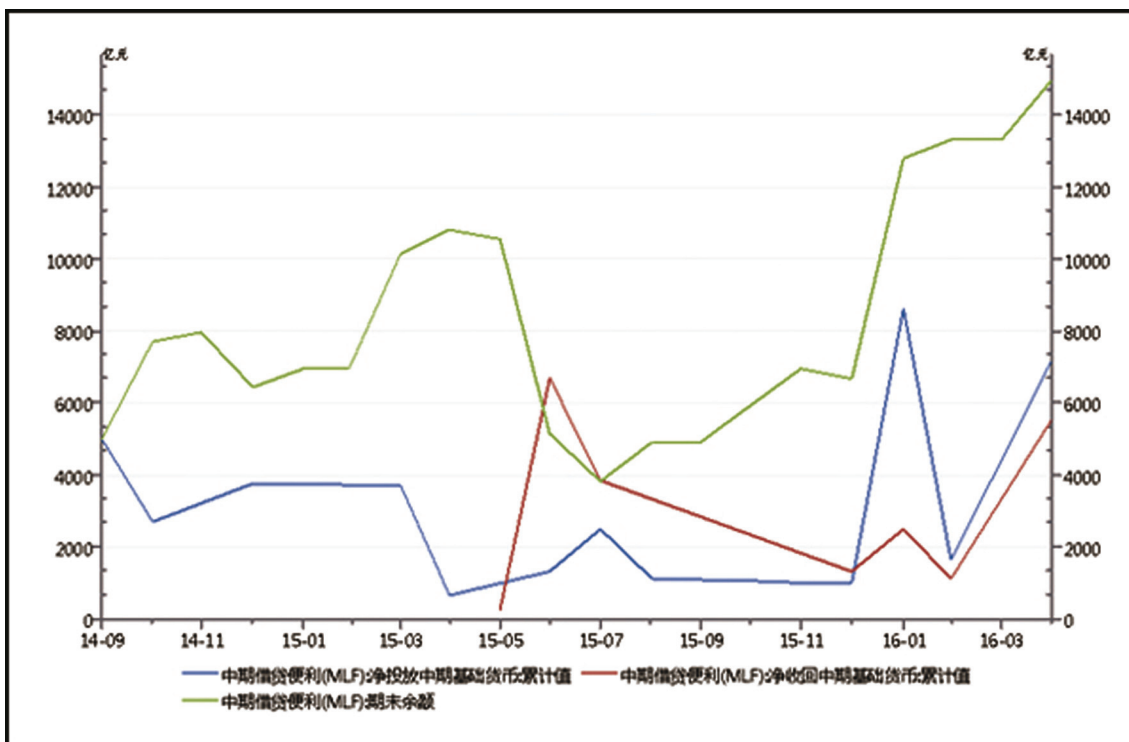


图 14 中期借贷便利数量

数据来源: Wind 资讯

三、流动性脉冲式管理叠加信用违约或引至债券市场、货币市场双失灵

当前货币政策工具在流动性上的不透明、碎片化特征让市场对短期流动性预期有较大的不确定性,从而形成了一种间歇性的流动性紧张氛围,市场经常在结构性紧平衡中。在这样的政策环境下,信用违约风险的扩大不仅让债券市场本身的融资功能受到影响,更加剧了市场对流动性偏好的上升和流动性紧张的情况,二者叠加可能导致债券融资和货币市场的双失灵。

(一) 两因素相互作用,呈现螺旋式叠加效应

从整体看,“流动性脉冲式管理”与“债券市场违约风险扩大”两者相互作用并呈现螺旋式叠加效应,将进一步加快信用风险向流动性风险传导的速度并扩大影响范围。一方面,在脉冲式管理常态化背景下,流动性的非透明化管理,使金融机构难以达成确定性预期,由此导致金融机构对实体企业更加惜贷,加剧企业融资困

难,引发信用风险加速释放,并由过剩行业向其上下游乃至非过剩行业蔓延。另一方面,伴随违约风险集中爆发,债券抵质押融资能力下降,市场流动性缺口扩大,市场主体对于管理层投放流动性的时点与规模将更加敏感,但脉冲式管理机制很难保证流动性供给的有效性与及时性,市场对于流动性政策的不确定性预期、以及由此带来的恐慌情绪将被进一步放大,从而加剧金融机构间资金紧张,使得信用风险由工商企业向金融机构扩散。

(二)风险传导路径分析

路径一:债券违约导致大规模产品赎回、资产抛售,引发债券市场流动性踩踏

从投资角度看,债券市场投资机构涵盖银行、证券、基金、保险、境外机构、交易所等,涉及资金面广,但是资金分布仍较为集中。根据各类投资者在债券托管量中占比的统计显示,截至4月末,全国性商业银行、城商行、农商行、基金类(含银行理财)所持有的债券在市场总量中占比超过70%。

从整体看,机构投资者较散户更为理性,但行动一致性较强。当债券市场违约风险扩大到一定程度,投资者的悲观情绪加速上升,相应的资产价格持续下跌,市场极易因个别突发事件引发大规模的资产抛售或产品赎回,继而引发资产价格的进一步下跌,致使资金竞相出逃,引发流动性踩踏。在流动性枯竭的极端情况下,或出现债券市场融资功能的瞬时“失灵”。虽然各类机构资金的规模、结构特点、操作风格、对风险的敏感性以及对市场的冲击力存在差异,但大体上遵循相似的风险传导路径。下面本文对银行表内投资、银行理财和公募基金三类投资主体在流动性偏好上升和信用违约加深叠加的背景下可能做出的反应进行分析,并总结违约风险的传导的路径。

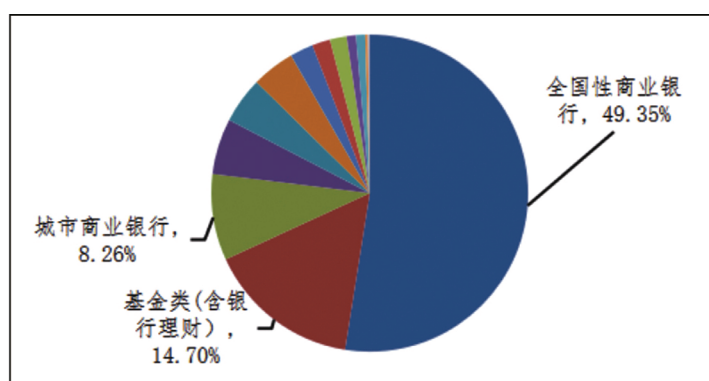


图 15 各类投资者在债券托管量中占比(截至 2016 年 4 月)

资料来源:中国债券信息网,中诚信国际整理

(1) 银行表内投资

银行表内投资是债券市场的主要需求来源,尤其在银行存贷息差收窄、市场优质资产缺乏的背景下,银行债券投资规模快速增长。截至 2016 年 4 月末,全国性商业银行、城市商业银行、农村商业银行合计持有债券 23.4 万亿元,占债券总量的 62%,其资金走向将对债券市场带来较大冲击。从投资结构看,大型商业银行利率债配置比例较高。根据四大国有银行 2015 年报显示,2015 年末债券投资结构中,利率债平均配置比例为 64%,其中政府债券配置比例均较 2014 年显著提升。相比于大型商业银行,城商行、农商行资金成本较高,对投资收益要求较高,投资风格更为激进,信用债配置比例较高。同时,部分地方性银行由于自身投资能力不足、缺乏专业资产管理部门,从而采用委外模式管理部分自营资金,通过加杠杆增厚收益,但总体规模占比较小。

伴随违约风险扩大,市场避险情绪上升,银行有动力进一步加大利率债的配置比例,这必然挤占信用债配置额度,加剧信用债在一、二级市场的发行和交易困境。大型商业银行对债券投资收益下降的敏感性较低,但城商行、农商行对收益要求较高,在违约风险加剧、价格下跌时,会加快信用债抛售,同时加大利率债杠杆。利率债配置比例及杠杆的增加将进一步提升银行资金对于利率的敏感性,当出现货币政策突然收紧带动利率债收益率上行时,将引发银行被动抛售利率债,进而加剧流动性困局。

(2) 银行理财

近年来,随着利率市场化加速推进,银行理财逐步替代表内存款,规模保持快速增长。截至 2015 年末,银行理财规模达到 23.5 万亿元,成为投资债券市场的重要力量。尤其在股市回调、高收益非标资产稀缺的背景下,债券市场成为理财产品配置主体。2016 年 5 月 6 日,央行发布《中国人民银行公告〔2016〕第 8 号》,进一步放宽了境内合格机构投资者进入银行间债券市场的限制,此前无法在银行间市场直接开户的中小银行理财产品也被放开,从而吸引更多增量资金入场。从债券投资结构看,根据《中国银行业理财市场年度报告(2015)》^①统计,截至 2015 年底,利率债占理财投资资产余额^②的 4.07%,信用债占理财投资资产余额 25.42%,规模约 6 万亿元,受信用风险影响较大。目前,银行理财资金多采用委外模式,即通过信托计划、基金通道等形式委托券商或其他专业资管机构进行一对一管理,并约定固

① 由中央国债登记结算有限责任公司与全国银行业理财信息登记系统于 2016 年 2 月 25 日发布

② 资产余额是指理财资金配置的各类资产在 2015 年底按市值法或成本法计算的资产总值

定收益率。为保证收益水平,被委托理财资金的机构通常更加激进,普遍采用加杠杆策略,并通过结构化设计尽可能多获取劣后收益。目前对市场上为外资金的规模尚无确切统计,如按 20% 的理财资金采用委外模式估算,则委外规模已接近 5 万亿元,若银行在债市调整时集中赎回委托资金,将进一步放大市场波动影响。

相比较于银行自营资金,银行理财在市场激烈竞争下,对投资的预期收益更加敏感。在违约风险扩大、信用债价格下跌时,银行理财会加快抛售流动性不好的信用债,转而增加利率债配置比例,并加大利率债杠杆水平以保证收益,在货币政策收紧带动收益率上行时,银行将加快抛售利率债并降低债券配置比例,加快债券市场资金流出,加剧债券市场流动性危机。此外,对于参与结构化产品的委外资金,由于委托方设定止损要求,当产品净值跌破止损线时,产品会面临清盘,清盘过程中集中抛售会导致相关债券价格进一步下跌,进而触发其他产品的新一轮清盘,形成负面恶性循环。2015 年被动去杠杆引发的股灾中就有银行理财委外资金的身影,而从配置的占比来看,这类资金对债券市场的影响远超股市,如果发生债市的被动去杠杆,尤其是结构化产品的去杠杆,也将加剧对债券流动性的打击。

(3) 公募基金

2015 年下半年以来,伴随股市持续震荡,债券成为公募基金配置重点。2016 年一季度末,公募基金配置债券市场规模达到 3.1 万亿元,约占基金市值比例 38.1%,较 2015 年同期上升 15.35 个百分点。就其持有券种结构看,信用债配置比例较高。从杠杆情况看,《公募基金运作管理办法》要求开放式基金杠杆率不得超过 140%,目前债基杠杆整体较低,风险可控,但在大规模赎回情况下,会导致基金杠杆被动上升,为符合监管的杠杆率要求,基金会被迫降低仓位,放大杠杆助涨助跌效应。

在债市违约风险扩大、投资者恐慌情绪上升时,对于持有过剩行业信用债的基金或出现集中赎回,若部分违约债券丧失市场流动性,基金将不得不抛售其他流动性较好的优质信用债及利率债应对赎回,从而扩大债券市场流动性危机。对于存在杠杆的债券型分级基金,一旦出现集体抛售情况,母基金的信用质押杠杆加上分级 B 自身价格杠杆,可能导致 B 份额深度调整,加大基金清盘压力。

总体来看,各类投资机构虽然在配置偏好、杠杆水平和需要应对的问题上有一定差异,但是如果考虑市场最终的表现可以看出违约风险的扩大打击的并不只是信用债的价格和流动性,也势必在货币市场流动性偏紧的环境下传导至利率债,最终使得债券市场全面陷入流动性危机。

路径二：债券违约、抵押价值下降，加深货币市场流动性风险

违约风险扩大可能引发信用债价格持续下跌，其作为抵押获得融资的能力也将大幅下降。信用债的质押率下调或质押资格丧失，加上机构被迫去杠杆，腾挪资金配置安全资产，都将使市场资金需求显著上升。然而同时，在管理层货币投放短期化、脉冲式的模式下，市场对资金面的预期很难稳定，各方对流动性的偏好都会显著上升，市场资金价格也难以维持低位，极易出现短期的大幅攀升。尤其在面临季节性节点、MPA 考核限制金融机构拆借等情况下，一旦金融机构融资出现困难，信用风险将从企业层面扩散至金融机构层面，引发货币市场流动性骤然下降，极端严重时或导致货币市场失灵，对金融系统各个市场的运行产生冲击，甚至可能引发系统性风险。

(三) 当前违约风险可控，需警惕信用风险向流动性风险转化

2016 年以来，若干国企、央企违约事件让对这类发行人持有刚性兑付信心的投资者产生较大心理冲击，引发对市场恐慌情绪蔓延的担忧。不过，尽管目前投资者情绪波动较大，但是债券市场实际违约率仍较低，且违约事件集中于过剩行业，企业的信用风险变化有迹可循，市场违约风险仍处于有序出清的状态下。市场的恐慌源于对各类发行人债券违约从无到有和损失水平的不确定，而这种不确定将随着各类违约事件的处置逐步降低，投资者的情绪也将趋于平稳，看待违约的态度和信用风险管理意识都将有所改善，届时市场恐慌氛围将有所缓解。

但是，若任由违约风险进一步扩大，并由过剩行业向其他行业蔓延，由有序释放向无序释放发展，市场不稳定情绪将逐步积聚，触发信用风险向流动性风险转化。一方面，债券市场调整致使企业信用债发行受限、融资渠道收窄，资金链断裂风险加剧；另一方面，债市调整叠加货币政策的中性定位，将进一步加剧债券市场以及金融机构的资金紧张，对于风险抵御能力较弱的城商行、农商行等机构带来较大冲击，需警惕由此引发的区域性风险，以及对金融体系、社会经济的衍生影响。

四、结论与政策建议

今年我国债券市场信用风险正在加大。从刚性兑付到实质违约、从清偿率百分之百到出现损失，释放速度加快、违约范围扩大、损失概率及比例增加。虽然信用风险在加大，不过，发生系统性风险的概率比较低。一方面，发生违约的债券规

模占总发行规模的比重较低,同时行业还相对分散。随着供给侧结构性改革的实质性推进,钢铁等差能过剩行业会进一步分化,不会出现全行业性的问题,更多是局部的结构性问题。在债券市场上更多是单个企业的违约。同时,城投债等主力债券在政府较为强大的还款能力支撑下基本面较为良好。总体来看,各类债券持有人,尤其是金融机构的风险相对可控。另一方面,基于债券的衍生品还相对较少,对基础风险的放大较为有限。

因此,信用风险上升未来可能的演化路径主要是与结构性偏紧的流动性相互叠加使得债市和货币市场可能出现双失灵。当前我国的流动性管理模式透明性不足,MLF 等方式的投入量具有脉冲性质,在一批投入到期后续作的力度不明确。这种模糊的流动性管理可能会放大信用风险。一方面,在脉冲式管理常态化背景下,流动性的非透明化管理,使金融机构难以达成确定性预期,由此导致金融机构对实体企业更加惜贷,加剧企业融资困难,引发信用风险加速释放,并由过剩行业向其上下游乃至非过剩行业蔓延。另一方面,伴随违约风险集中爆发,债券抵质押融资能力下降,市场流动性缺口扩大,市场主体对于管理层投放流动性的时点与规模将更加敏感,但脉冲式管理机制很难保证流动性供给的有效性与及时性,市场对于流动性政策的不确定性预期、以及由此带来的恐慌情绪将被进一步放大,从而加剧金融机构间资金紧张,使得信用风险由工商企业向金融机构扩散。

在信用风险可能叠加流动性风险的环境中,本报告建议货币政策着重关注两点:

(1)央行要在信用风险集中爆发的环境中,维持适度充分流动性。在未来价格水平温和上升和调控思路转变的双重影响下,货币政策逐渐收紧,社会融资总额增速趋缓。在当前信贷加基建的传统增长模式稳定经济,市场内生动能不足的大环境下,信贷的快速收缩对于稳增长会产生一定的损害。这就会导致企业收益下降,信用风险进一步上升。但是,这并不意味着为了刺激增长,防止信用风险上升需要进一步扩大信贷供给。首先,由于以往的历次经济刺激以财政和货币手段加大资源投资,特别是信贷投入,使得微观经济主体积累了很高的杠杆,这在经济增速下降的状态下,蕴含了大量的金融风险,继续进行大规模需求刺激会提高杠杆而导致泡沫的进一步聚集,经济危机风险加大。其次,当前经济流动性偏好上升。当信贷进入经济当事人的口袋后,资金会进入流动性更强的金融,而不是进入长时间投资的实体经济,货币灌溉并不能起到很好的刺激作用,对信用风险的降低是有限的。因此,未来需要保持适度稳定流动性供给。一方面,通过适度的流动性供给,防止

杠杆的反弹和累积,稳定保持现有基建等顺利开展,稳定经济,从而保障企业受益,减缓信用风险累积。另一方面,在信用风险爆发的环境下,适度稳定的流动性供给可以有效防止信用风险与流动性风险叠加,致使债券和货币市场失灵。

(2)需要改革当前流动性供给机制,更加常规化、透明化。在适度稳定供给流动性的时候,必须保证供给渠道的透明性。从银行间市场来看,4月份主要的流动性供给来源是中期借贷便利(MLF)。央行对金融机构提供3个月期的MLF3115亿,6个月期的MLF4035亿,共净投放2695亿。这种供给模式的问题是当MLF资金到期后,市场主体难以判断央行续作的力度,例如是扩张还是大幅收缩。这就导致了在到期日附近市场波动较大,推升利率。因此,央行的流动性供给需要增加透明性,引导市场主体进行长远规划,防止人为的短期流动性供给冲击。

分报告七

大宗商品价格与宏观经济走势相关性分析

冯俊新

摘要:大宗商品价格与宏观经济走势之间的相关性主要受到了大宗商品金融化的影响。大宗商品金融化对这种相关性变化的长期和短期效果有很大差异。从长期来看,金融化使得大宗商品越来越反映需求方的因素,因此跟长期经济走势相关度不断提高。从短期来看,金融化使得大宗商品的价格越来越多地受到其他金融指标的影响,从而可能会在某些时期背离了经济基本面。这种短期走势的背离意味着金融外部性的产生,增加金融市场的短期波动,并降低大宗商品衍生产品的宏观对冲能力,因此加强对于相关交易的监管存在必要性,而发达经济体在这方面已经有所动作,值得中国相关部门进行借鉴。

一、引言

大宗商品从 2002 年左右到 2008 年经历了一次规模空前的大牛市,虽然在全球金融危机中价格有较大幅度的波动,但是大宗商品直到 2014 年中期以前依然处于历史上的高位。进入 2014 年下半年以来,大宗商品价格大幅下跌,直到 2016 年初则开始了一波反弹。

图 1 回顾了能源和金属这两类大宗商品最近 20 多年的价格走势。通过对比可以发现,这两类大宗商品的走势从 2000 年以后高度相关,其长期趋势几乎完全一致,而在中短期波动上则存在差异。

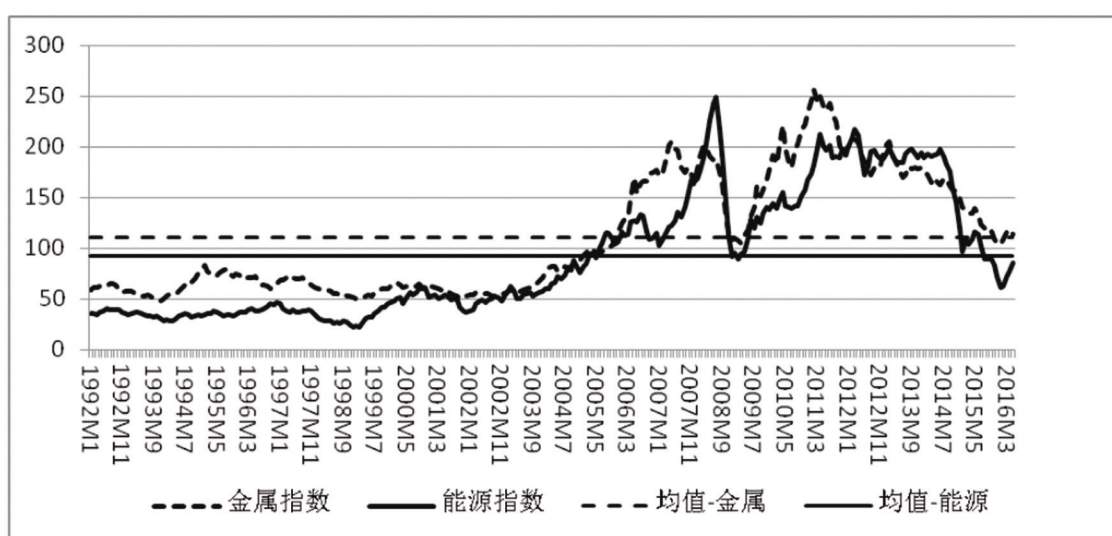


图 1 大宗商品价格走势(1992 年 1 月—2016 年 5 月),2005=100
数据来源:IMF 数据库。

在 2015 年中期以后,能源和金属类大宗商品的平均价格都先后跌破了长期均值,而在 2016 年年初以来,两类商品的价格均发生了一定幅度的反弹。2016 年 4 月,金属指数和能源指数分别比 1 月上升了 13.6%和 26.2%。

但进入 4 月份以来,不同类型的大宗商品价格走势出现了较大的分化。能源和基础金属是大宗商品中最为重要的两大种类,在能源价格持续反弹的同时,很多基础金属价格反弹乏力,甚至开始下跌。5 月份,金属指数下跌了 3.4%,而能源指数则继续上升了 11.1%。以个体商品为例,布伦特原油从 2016 年 1 月的 30 美元

左右上涨到 5 月底的 50 美元,涨幅超过 60%;与此同时 LME 铜价格从 2016 年 1 月的 4400 美元左右上涨到 4 月底的 5100 美元左右,阶段最高涨幅不到 20%,而且进入 5 月以后不断下跌,目前徘徊在 4700 美元左右。

尽管在 2016 年前 3 个月大宗商品价格发生了上涨,但是 IMF 对于大宗商品价格的预期则不断调低。2016 年 4 月 IMF 发布的最新一期《世界经济展望》中,对于 2016 年大宗商品的预测价格大幅下调,油价从 2015 年 10 月预测的下降 10.3% 调整为下降 31.6%,非燃料大宗商品则从 2015 年 10 月预测的下降 2.9% 转为下降 9.4%。IMF 预测结果的其中一个重要依据是不同交割日的期货价格走势。以布伦特原油为例,2020 年底交割的期货成交价从 2015 年 4 月以来不断下调,已经从当时的接近 80 美元/桶调整到 2016 年 3 月中旬的 50 美元/桶左右。

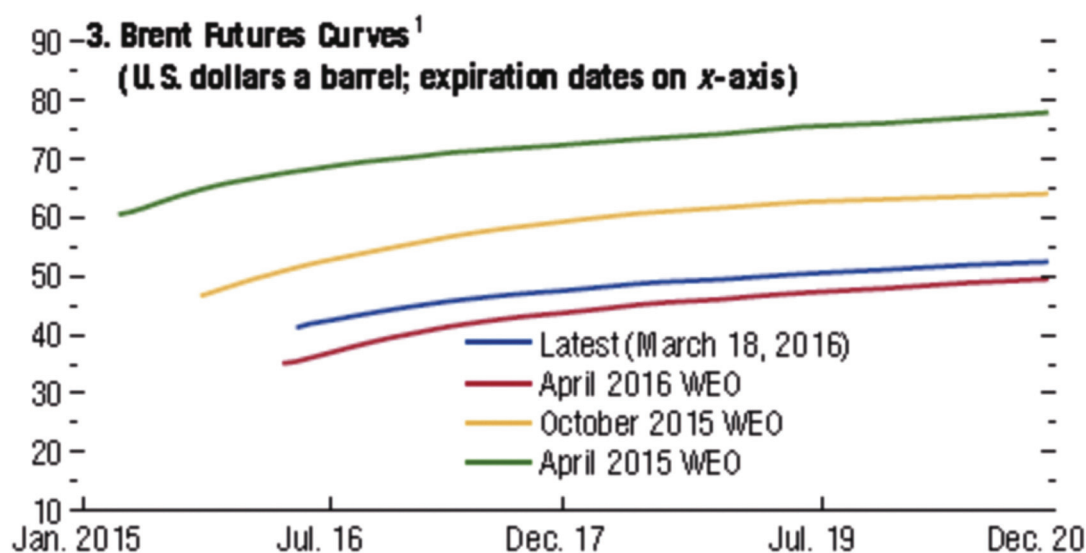


图 2 不同到期交割日的布伦特期货价格

转引自:IMF "World Economic Outlook", April 2016.

在国际大宗商品市场发生反弹的同时,中国国内的大宗商品期货市场发生了更为激烈的反应。2016 年 4 月,上海螺纹钢期货合约交易量超过了一直以来都是期货市场最大标的的两大基准原油期货布伦特和 WTI 的交易量,价格的阶段最大涨幅超过了 50%;与此同时,大商所铁矿石期货的价格也一度上升超过 50%。

一方面是全球经济前景的不断下行,以及国际机构对长期大宗商品价格的不看好;另一方面则是短期大宗商品价格的上涨。对于中国这样的大宗商品主要消

费国来说,大宗商品的价格波动对于中国宏观经济有着重要影响。在本报告中,我们将尝试回答如下问题:大宗商品价格波动和宏观经济走势之间是否存在相关性?如果存在,这种相关性的变动趋势是怎样的?导致这种变化背后的原因是什么?从基本面因素来看,大宗商品的未来价格走势将会呈现怎样的趋势?

二、大宗商品价格和宏观经济波动相关性的历史回顾

我们首先对大宗商品的交易规模进行分析,从中挑选出对全球贸易和实体经济关系最为密切的两种商品——原油和铜,然后对这两种商品与主要宏观经济指标的短期和长期相关性进行分析和对比。

2.1 大宗商品贸易规模

大宗商品指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品,如原油、有色金属、农产品、铁矿石、煤炭等。主要包括 3 个类别,即能源商品、金属商品和农副产品。大宗商品在全球贸易中占据了非常重要的位置,表 1 展示了部分大宗商品 2014 年的贸易规模,这些代表性大宗商品 2014 年约占全球贸易额的 26.4%。

其中,原油、天然气和成品油等能源类商品的交易规模在 2014 年达到了 2.7 万亿美元,占全球贸易 16%;工业金属和矿砂等金属类商品贸易规模达到约 1.3 万亿美元,占全球贸易的 7.4%。能源类和金属类商品是全球贸易中最主要的大宗商品。

表 1 2014 年部分大宗商品全球贸易规模(单位:亿美元)

HS 代码	商品	进口金额
2709	原油	14626
72—81	贱金属及其制品	10261
# 72/73	钢铁制品	6475
74	铜制品	1469
76	铝制品	1556
79	锌制品	137
2710	成品油	7665

续表

HS 代码	商品	进口金额
2711	天然气	4267
26	金属矿砂	2507
# 2601	铁矿砂及其精矿	1416
2603	铜矿砂及其精矿	536
7108	黄金	2427
2701	硬煤	1057
10	谷物	922
# 1001	小麦及混合麦	365
1005	玉米	295
1006	稻谷、大米	157
1201	大豆	620
17	糖类	381
7106	白银	222
4403	原木	216
11	谷物粉末	154
	以上累计	45325
	全球总进口额	171887
	大宗商品占比	26.4%

2.2 大宗商品价格与宏观经济波动之间的长期关系

我们分别以原油和铜作为能源类和金属类大宗商品的代表,比较不同类型商品跟宏观经济波动之间的长期关系。图 3 展示了 1950 年以来全球经济增长率和原油价格走势之间的关系,而图 4 则展示了 1950 年以来全球经济增长率和铜价格走势之间的关系,。

首先比较原油价格和全球经济增速之间的关系,可以发现在 1990 年代之前两者走势明显负相关,而进入 1990 年代中后期以后相关程度提高,这种相关性在 2005 年以后进一步提高了(见图 3)。

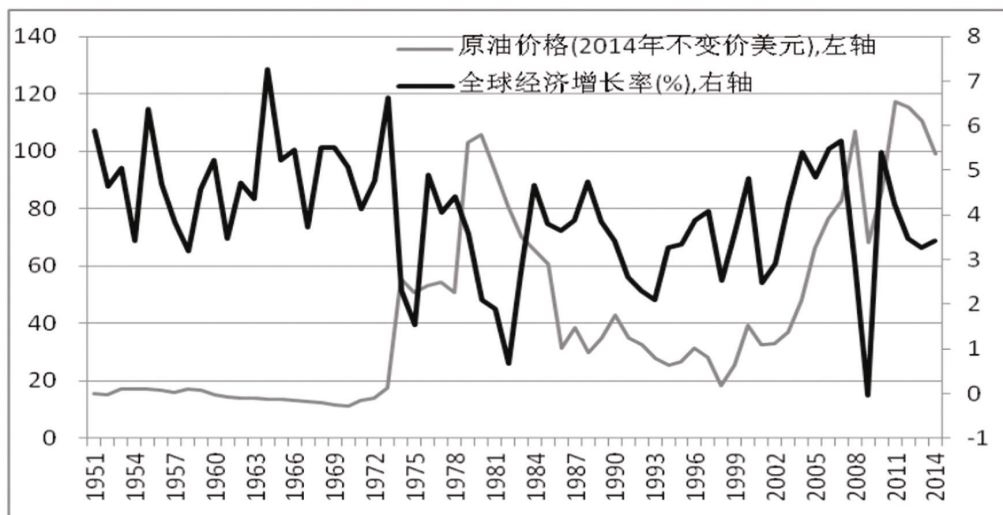


图3 二战后全球经济增长和原油价格走势关系图

数据来源:全球增长率分别来自 Maddison(2010)和 IMF WEO 数据库,原油价格来自 BP 能源统计,并折算为 2014 年不变价美元。

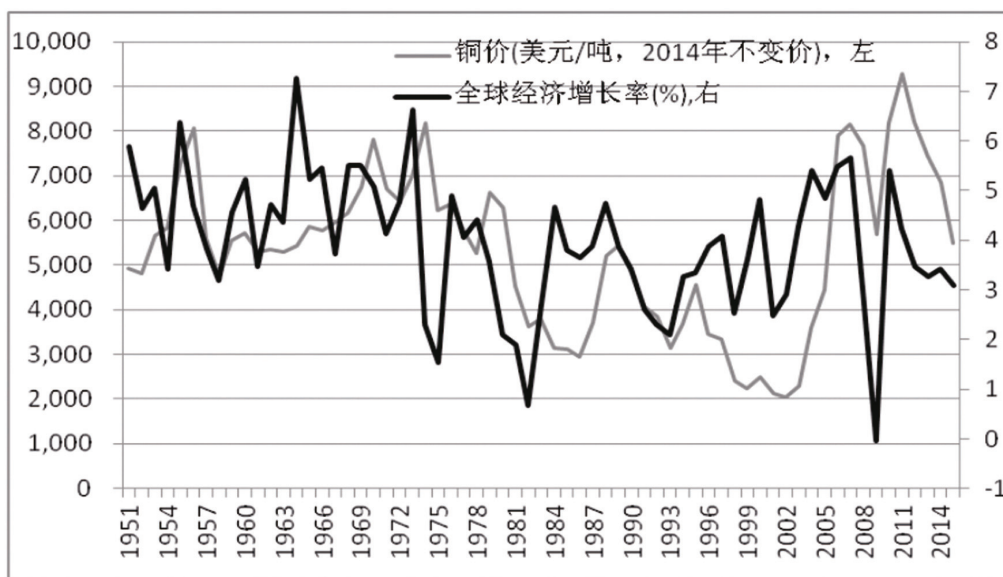


图4 二战后全球经济增长和铜价格走势关系图

数据来源:全球增长率分别来自 Maddison(2010)和 IMF WEO 数据库,铜价格来自美国地质勘探局数据库和 IMF 数据库,并折算为 2014 年不变价美元。

然后,比较铜价格和全球经济增速之间的关系,可以发现在战后初期,两者走势比较一致,但是在 1980 年代和 1990 年代早期,两者的走势发生了背离。而到了 2002 年以后,两者的走势再次高度相关。(见图 4)。

根据上面的数据,我们以每 10 年为单位,计算出这两种商品价格涨幅和全球经济增速之间相关系数的滚动值,结果见图 5。从图上可以发现,从 1990 年代后期以来,无论是原油还是铜,其价格走势和全球宏观经济走势的关系都日渐紧密。

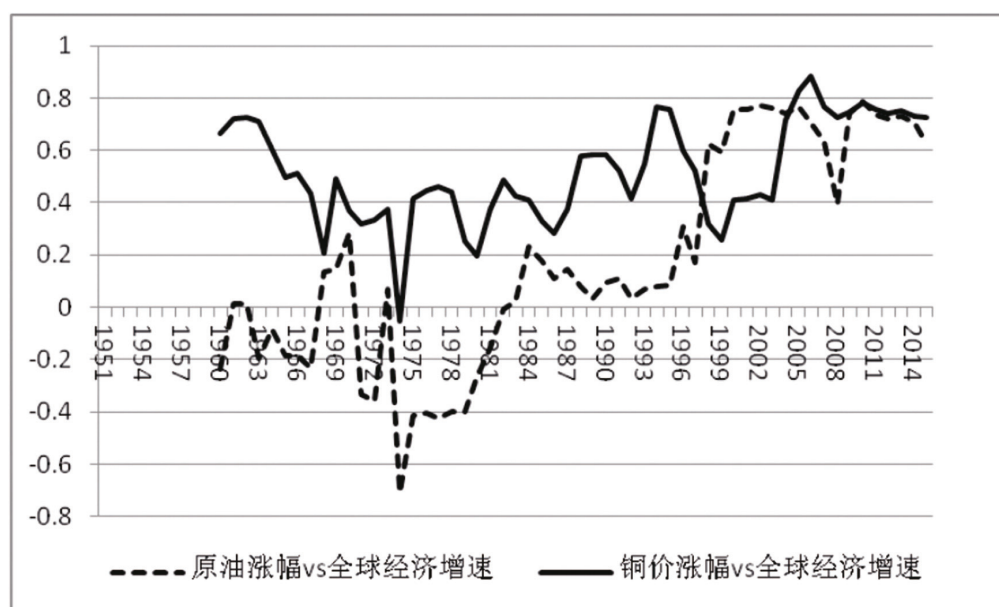


图 5 不同类型商品的价格波动和全球经济增速的相关系数(10 年滚动)

注:图中每一点表示过去 10 年价格波动和全球经济增速之间的相关系数;如 1960 年所对应的数据表示 1951—1960 年 10 年间铜或原油价格涨幅和全球 GDP 增速之间的相关系数。

2.3 大宗商品价格与宏观经济波动之间的短期关系

通过前面的分析可知,大宗商品价格和全球宏观经济波动之间的长期关系在不断加强。下面我们想进一步比较大宗商品和宏观经济波动之间的短期关系。由于全球经济中缺乏一个很好的衡量短期实际产出的代表性指标,我们使用中国的短期产出指标进行分析,并主要关注中国占据主要地位的大宗商品。

进入 21 世纪以来,中国成为了大宗商品需求增长的主要来源,尤其是在主要的金属类商品中成为了最大的进口者。目前,中国进口全球一半左右的精炼铜,以

及超过 70% 的铁矿石。由于铜和铁矿石主要都用于工业生产,因此我们使用中国的工业增加值环比增速与这两种商品价格变动幅度之间的相关系数来测度大宗商品价格和宏观经济波动的短期关系。

我们计算了中国工业增加值环比增速与铜、铁矿石这两种大宗商品价格涨幅之间的相关系数,计算结果如图 6 所示。尽管从 2004 年开始,铜和铁矿石的价格波动就与中国工业增长之间在大部分时间都呈现正相关关系,这跟我们上面的分析结果一致。但是,这种正相关关系在短期内经常被打破,尤其是在短期金融压力比较大的时期,大宗商品和实体经济之间的关系就会被削弱,甚至有些时候呈现负相关关系。以铜为例,这种大宗商品和实体经济的脱钩突出表现在三个时期:2009 年到 2010 年初,2011—2012 年(以上两个时期中国融资铜现象比较突出),2014 年以来(中国资金外流压力增大)。而类似的情况也发生了铁矿石身上,在几乎相同的时期,铁矿石价格涨幅与实体经济之间也出现了脱钩现象。

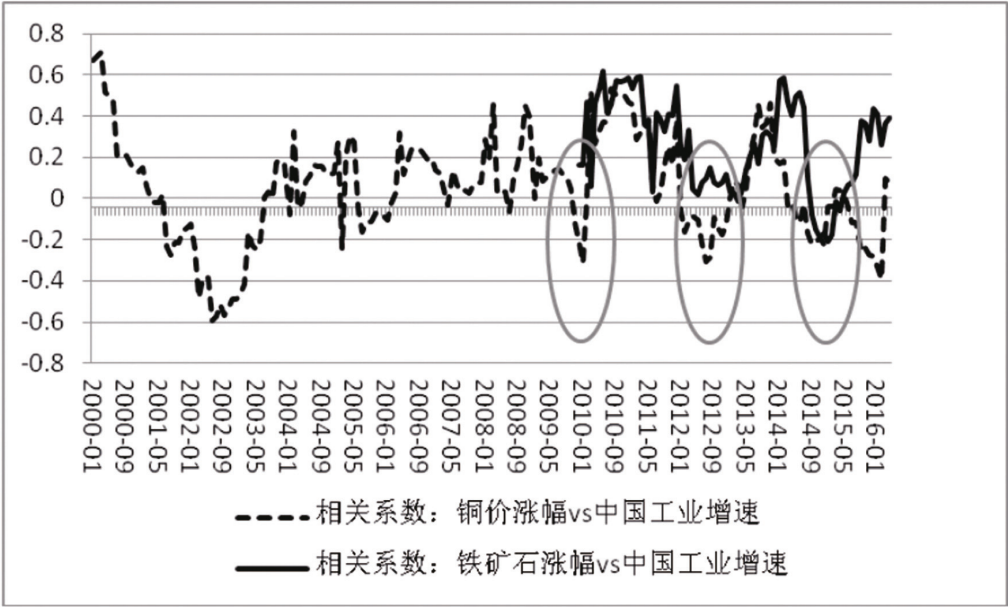


图 6 中国工业增速与主要金属涨幅相关系数演变(前 12 月)

注:图中每一点表示过去 12 个月 LME 铜、天津港 62% 铁矿石价格波动和中国工业增加值环比增速的相关系数;如 2016 年 1 月对应数据为 2015 年 2 月到 2016 年 1 月间这两者的相关系数;铁矿石从 2009 年开始有月度价格数据(此前为年度定价模式),因此从 2010 年初开始有两者的相关系数。2010 年以前的工业增加值环比增速为作者推算。

2.4 小结

尽管大宗商品一直以来就是国际贸易中最重要的成分之一,但是直到 1990 年代以后大宗商品价格和宏观经济波动的长期关系才不断加强。在这种长期关系不断加强的背景下,短期关系也开始更多地表现为正相关。但是在某些情况下,这种关系可能会被打破,尤其是在出现金融创新(如利用铜融资来摆脱资本管制)和大幅金融波动的时候。换句话说,大宗商品和宏观经济波动之间的短期相关关系充满了易变性。

三、大宗商品价格金融化对实体经济反馈功能的影响

出现第二部分所述的这种关系演变的一个很重要的原因是大宗商品的金融化,这一部分我们将简单梳理一下关于大宗商品金融化的相关研究,并对大宗商品金融化以后,其价格对实体经济的反馈功能进行简单总结。

在发达经济体,大宗商品金融化主要体现为其在组合投资中地位的变化。在 1990 年代末到 21 世纪初,不少研究发现大宗商品价格对于对冲股票和债券等资产组合的风险有着重要作用,即大宗商品投资对于提高组合资产的风险调整收益率能做出贡献。如 Gorton and Rouwenhorst(2006)的研究就为大宗商品在投资组合中的作用提供了重要证据,他们发现大宗商品期货从 1959—2004 年的风险溢价跟股票差不多,但是其回报率跟股票和债券的回报率负相关,尤其是在股票价格发生大幅下跌的月份,商品期货的表现非常好。同时,大宗商品价格还跟通胀率、未预期通胀和预期通胀率的变动正相关。这些特征使得大宗商品期货能够分散股票和债券市场的周期波动风险。类似发现使得大量组合投资者纷纷涌入这一市场,促使了类似商品指数基金这样的净多头持有者的不断扩张。交易者的扩大增强了市场的风险分散和价格发现功能,从长期来看有助于提高市场效率,这就解释了为什么大宗商品的价格从长期来看与经济基本面之间的关系越来越紧密。但是,随着更多大宗商品投资人把商品期货作为投资组合的一部分,并服务于整个投资组合的对冲操作,因此会根据其他金融市场的变动来决定商品期货的持仓量,这使得大宗商品期货价格和其他金融市场走势的同步性增强,于是在金融波动性较大的时候大宗商品价格将更多的受到金融市场的影响,而出现了跟实体经济基本面脱钩的现象。(Mayer, 2008; Büyükşahin and Robe, 2014; Basak and Pavlova,

2015)由于期货价格又进而影响到现货价格,这种价格波动性的提高以及随之而来的商品价格与经济基本面脱钩的现象,将增加货币政策等宏观经济调控手段的应用难度。(Bodenstein etc, 2012)

Cheng and Xiong(2014)以期货市场为中心,更详细地总结了大宗商品金融化对于市场的影响。他们认为这种影响主要集中于风险分散和信息发现这两个方面。在风险分散上,一方面外来的投机者为商品生产者提供了风险分散和流动性;但另一方面这些投机者也可能会因为其他市场上的冲击而改变自己在商品期货市场的头寸,从而把其他市场上的风险带进大宗商品市场。在信息发现上,一方面集中化的期货交易有利于把分散化的现货市场上的信息集中起来,因此各种主要大宗商品的期货价格越来越多地被认为是经济基本面的一个领先指标;但另一方面,由于信息摩擦的存在,市场上的异质性期望也可能会导致期货价格的变化,而这种变化也会影响到实体经济中的商品需求者。总的来说,当信息被高度集中以后,实体经济中的厂商很难分辨出到底价格变化是基本面驱动的还是仅仅是投机者情绪带来的。这个时候,为实体经济中的大宗商品需求者被噪音投机者的行为所误导而做出错误决策,从而加大实际需求的波动。

2008 年上半年全球金融危机全面爆发前大宗商品价格的大幅上涨被认为很好地体现了大宗商品金融化所带来的负面外部性。这一时期,商品期货交易突然爆发式增长,期货资金流动已经远远超过商品实物交易的总和。这凸显了商品金融化对产业层面的影响。尽管还有一些研究坚持认为基本面因素是大宗商品价格波动的主导因素(如 Dwyer etc, 2012.),但越来越多的证据指出投机因素在这个中间的贡献不少(如 Juvenal and Petrella, 2014; 韩立岩等, 2012)。正如 Cheng and Xiong(2014)所指出的那样,在当时全球经济面临下行压力的情况下,很难想象这种价格上涨是完全由实体经济带来的(即中国等新兴经济体的需求大增和供给的短期瓶颈),一个更可能的情况是因为实体经济中的大宗商品需求者被噪音投机者的行为所误导,认为这个价格是强劲经济基本面带来的,因此增加了实体需求;而当他们认识到真实市场情况后,他们又不得不过度调整库存,因此这种噪音投机者的存在会加大实际需求的波动。

对于 2008 年的大宗商品暴涨暴跌,Caballero 等(2009)则从金融资产供应不足的角度进行了解释。他们认为,全球不平衡,次贷危机,石油等资产价格的大幅波动,都根源于这样一个因素:即稳健且具有流动性的金融资产供应不足。在金融危机的第一阶段,危机放大了全球经济中的资产短缺,从而在石油等大宗商品市场

制造出一个局部泡沫；这一局部泡沫又进一步导致石油美元增加，这些石油美元又流回美国支撑了美国金融市场，这跟一般情况下资产泡沫会导致美元外流的情况不一样。而在危机的第二阶段，大约从 2008 年夏天开始，危机表现得更为传统。金融危机向实体经济的传导越来越明显，全球增速下滑。这种下滑降低了大宗商品需求，最终逆转了市场上的供应短缺局面，从而最终导致大宗商品泡沫的破灭。

不论导致大宗商品在金融危机前后大幅波动的原因是什么，这一现象已经引起主要经济体的高度关注，2009 年的 G20 匹茨堡峰会对治理能源市场过度金融化的必要性首次达成共识，同时提出未来的政策中心是加强监管大宗商品衍生品市场和金融市场，以降低金融风险。（周念林，肖红，2014）在此后的历次 G20 峰会中，大宗商品衍生品市场一直都成为金融监管改革的重要议题之一。在大宗商品金融化的大背景下，如何建立一个更有效率、更能反映真实供求情况的大宗商品市场，成为了国际社会的共同关注。

在中国等新兴经济体中，大宗商品金融化也日益成为一个重要趋势，并且开始对经济产生越来越大的影响。如张成思等（2014）则从一个更广义的商品范畴考察了商品的金融化对于通胀持续性的影响，以及这种影响对货币政策的含义。

在中国特定的制度环境下，大宗商品金融化受到更多关注的是其与跨境资本流动之间的关系。在资本账户没有完全开放的前提下，大宗商品成为了规避资本管制的一个重要手段。如谢飞等人（2012）运用长期刚需和短期投机相结合的分析框架对中国等新兴经济体分析后发现，虽然刚需因素与商品价格具有长期均衡关系，但对短期而言，机构投资者套利行为仍是推动价格剧烈变动的主要因素。更深入的研究来自 Tang and Zhu（2016），他们认为，在中国存在资本管制和金融摩擦的情况下，大宗商品也可能作为一种抵押品，大宗商品的价格变动也可能是反映了抵押品的需求变动，而不是经济基本面的变化。他们的研究发现，当中国国内金融市场发生动荡的时候，会明显影响到 LME 铜价。比如在中国债券市场发生首例公募债券违约后，导致融资铜操作的风险调整收益率大幅下降，从而大大降低了对铜的抵押品需求，这导致 LME 铜价在一周内跌幅超过了 8.5%，上述例子足以说明中国的融资铜现象对于全球铜价的巨大影响。

总而言之，大宗商品的金融化一方面提高了其信息发现能力，从长期来看使得实体经济基本面与大宗商品价格之间的关系更加紧密。但是，金融化另一方面引入了其他摩擦和风险：在发达经济体，这通过引入了其他金融市场的风险而使得大宗商品价格在金融市场波动较大的时候与实体经济脱钩；在中国这样存在资本管

制等金融扭曲的新兴经济体中,金融化通过引入诸如抵押融资等方式,也间接地把其他金融市场(如外汇市场、债券市场、民间借贷市场等)的风险也引入了大宗商品市场,这也同样会导致中国在其他金融市场出现波动的时候也波及大宗商品市场,使其与实体经济暂时脱钩。

四、大宗商品价格走势的短期和中长期预测

大宗商品的金融化使得其价格走势在短期里可能跟实体经济基本面的相关程度下降,因此对于大宗商品价格的短期走势,我们主要使用期货市场数据来进行预测。而由于中长期来看,大宗商品金融化使得实体经济基本面对于价格走势的影响更为一致,我们将主要使用基本面数据来对中长期价格走势进行判断。

首先分析铁矿石和铜(见图 7)。铁矿石近期价格涨幅较大,根据金融市场的反应来看,虽然铁矿石的近期交割期货价格较高,但是远期交割期货价格并没有随之上涨,可见市场对于未来价格的进一步上涨并不看好。而铜期货的远期交割价要低于近期交割价,但是基本上差异不大。简单来说,短期内铁矿石还有一定的上涨动力,但是中短期来看两个产品的价格上涨动力并不大。

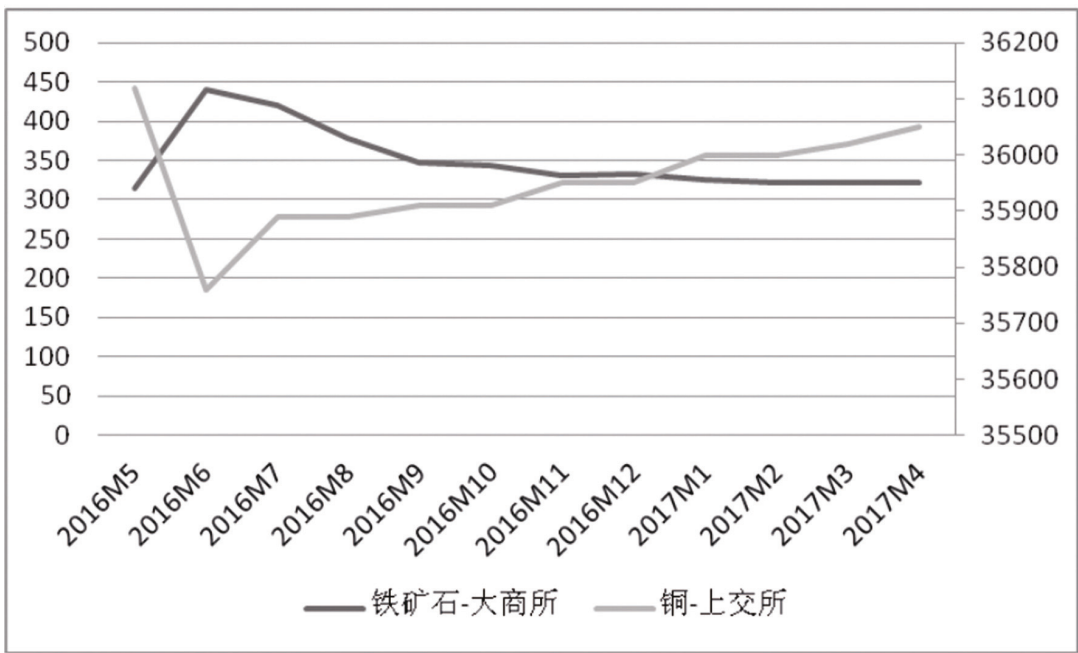


图 7 不同到期日铁矿石和铜期货的价格走势(2016 年 5 月)

另外,在原油市场来看,呈现出明显的期货溢价现象,这也使得原油价格的未来走势有一定的上涨动力。

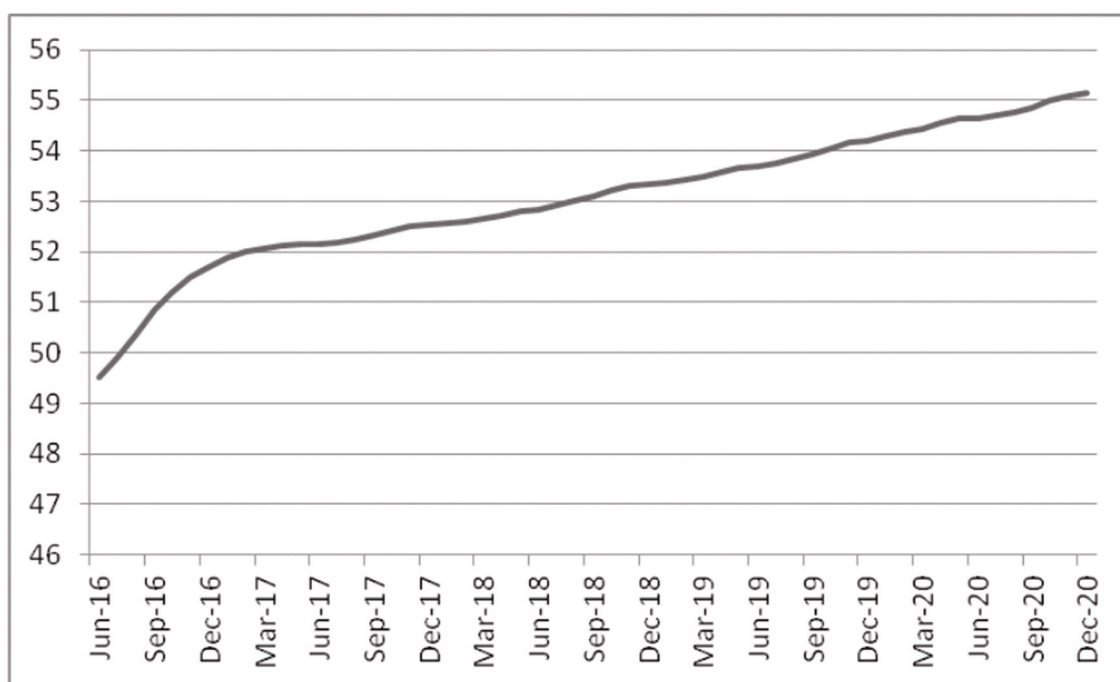


图 8 CME 不同到期日 WTI 期货结算价(美元/桶,2016 年 6 月 12 日)

对于大宗商品价格的中长期走势,我们分别从供给和需求两个基本面进行简单预测。整体来看,出口国供给成本的下降和进口国需求增长乏力,使得未来一段时间内大宗商品价格的上涨动力不足;但值得注意的是,不同类型商品的未来价格走势之间可能存在较大差异。

供给方面,我们利用主要出口国的汇率变化来衡量其生产成本变化。图 8 总结了不同大宗商品主要出口国的加权实际有效汇率,可以清晰看出,从 2012 年以来加权实际有效汇率均大幅下跌。但是,原油和其他大宗商品之间又存在一定差异。铜、天然气和铁矿石的出口国多采用浮动汇率,这些主要出口国的有效汇率都已经大幅下跌,其实际有效汇率的加权平均值均已创出或者接近 2000 年以来的最低值。与之相比,主要石油出口国中采用盯住美元固定汇率制度的经济体较多,有效汇率指数依然处于高位,依然有较高的成本压力,其降价意愿相对来说较低。

需求方面,我们利用主要进口国未来经济增速的变化来衡量其需求增长情况。图 10 总结了主要大宗商品进口国的加权平均 GDP 增速,并同时对比了不同类型大宗商品进口国平均增速与全球增长率之间的关系。根据目前的预测,虽然 IMF

预测未来几年的全球增速将会有所回升,但是大宗商品进口国的整体增速依然是不断下行的。其中,天然气进口国的增长速度最低(以欧洲国家为主),低于全球经济增速 1.5% 以上,而且未来几年的经济增速的下降幅度还要大于全球增速;铁矿石和铜进口国的经济增速虽然依然高于全球增速(中国占据了非常大的权重),但增速也不断放慢,与全球经济增速之间的差距不断缩小;相比之下,原油进口国的增速下降幅度最低,其中期需求增长在几种商品中是最为乐观的。

根据上述简单分析,主要大宗商品进口国的增长不断下行,大宗商品需求面因素为未来几年仍将长期处于低位;同时有效汇率的下降也使得生产国的生产成本不断降低,大宗商品价格在中期难以发生大幅反弹。相比来说,原油需求的下降幅度最低,同时原油生产国的有效汇率也一直维持高位,其降价意愿最低,因此原油可能是几种大宗商品中未来价格走势相对乐观的品种。

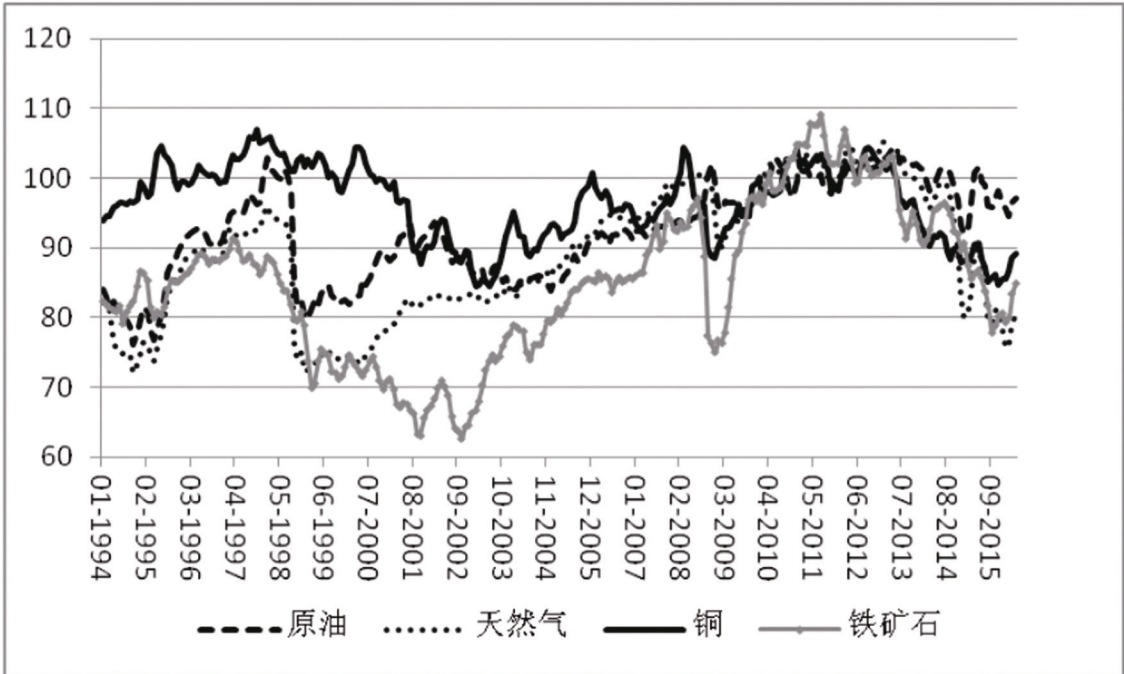


图 9 不同大宗商品的主要出口国实际有效汇率走势对比

注:(1)均取 2014 年的前 5 大出口国,并按照 2014 年的出口量作为权重。以原油为例,2014 年的前 5 大出口国为沙特、俄罗斯、科威特、阿联酋和加拿大,使用这五个国家的出口量作为权重,对各国的实际有效汇率指数进行加权平均,即得到上述数值。

(2)各国实际有效汇率指数来自 BIS,以 2010 年全年为 100。

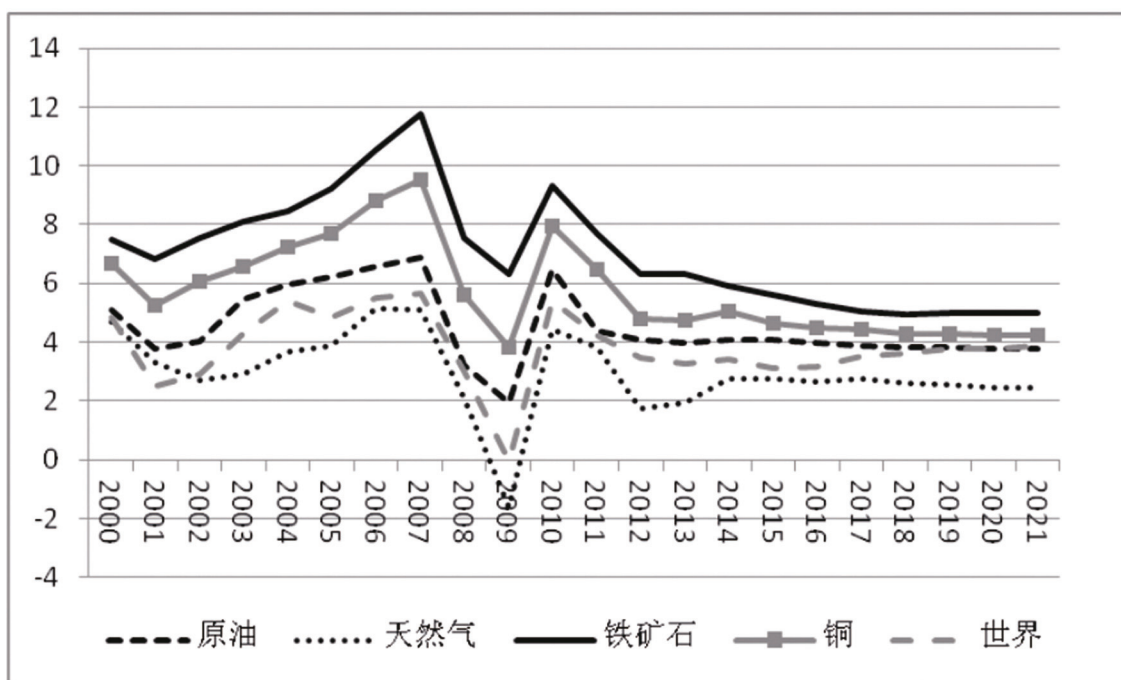


图 10 各种大宗商品主要进口国的加权平均 GDP 增长率对比

注：(1)均取前 5 大进口国，按照最新可得净进口量作为权重，对各经济体 GDP 增长率进行加权平均后得到加权平均 GDP 增长率。以原油为例，2014 年的前 5 大进口国为美国、中国、日本、印度和意大利，使用这 5 个国家的进口量作为权重，对各国实际 GDP 增速进行加权平均，即得到上述数值。

(2)各年实际经济增速和 2015 年以后的增速预测均来自 WEO 数据库。

五、总结及对中国的启示

大宗商品价格对于经济基本面的背离，会使得上下游厂商在分析价格的时候难以区分开基本面要素和金融市场波动所带来的价格变动，从而可能会做出错误的生产经营决策，进一步加剧宏观经济的不稳定性。

尽管大宗商品一直以来就是国际贸易中最重要的成分之一，但是直到 1990 年代以后大宗商品价格和宏观经济波动的长期关系才不断加强。在这种长期关系不断加强的背景下，短期关系也开始更多地表现为正相关。但是在某些情况下，这种关系可能会被打破，尤其是在出现金融创新（如利用铜融资来摆脱资本管制）和大

幅金融波动的时候。也就是说,短期内,大宗商品和宏观经济波动之间的关系充满了易变性。

造成上述现象的主要原因是大宗商品的金融化。大宗商品的金融化一方面提高了其信息发现能力,从长期来看使得实体经济基本面与大宗商品价格之间的关系更加紧密。但是,金融化另一方面引入了其他摩擦和风险:在发达经济体,这通过引入了其他金融市场的风险而使得大宗商品价格在金融市场波动较大的时候与实体经济脱钩;在中国这样存在资本管制等金融扭曲的新兴经济体中,金融化通过引入诸如抵押融资等方式,也间接地把其他金融市场(如外汇市场、债券市场、民间借贷市场等)的风险也引入了大宗商品市场,这也同样会导致中国在其他金融市场出现波动的时候也波及大宗商品市场,使其与实体经济暂时脱钩。

2008 年的全球大宗商品暴涨暴跌被认为跟大宗商品的金融化紧密相关,而与此相关,美国政府在 2013 年推出了 Volcker 法则,希望通过限制银行的自营业务(包括在大宗商品期货市场)来限制其对实体经济带来的冲击。而近年来,随着中国金融创新的不断发展和资本流动的日益频繁,从 2008 年以来,大宗商品价格和实体经济之间的脱钩已经发生了多次,尤其是大宗商品抵押贷款在一段时间里还成为了跨境资金流动和套利的重要载体,这将降低大宗商品对于实体经济的正常反馈功能,大大提高宏观调控的难度。因此,对于这一领域提出相应的改革,已经迫在眉睫。

参考文献

- [1] Bahattin Büyükşahin, Michel A. Robe, 2014. “Speculators, commodities and cross — market linkages”, *Journal of International Money and Finance*, 42:38—70.
- [2] Basak, S and A. Pavlova, 2015. “A Model of Financialization of Commodities”. London, Centre for Economic Policy Research.
http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php? dpno=10651
- [3] Bodenstein, M, L. Guerrieri, and L. Kilian, 2012. “Monetary policy responses to oil price fluctuations”. London, Centre for Economic Policy Research.
http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php? dpno=8928
- [4] Cheng, Inghaw, and Wei Xiong, 2014. “The Financialization of Commodity Markets.” *Annual Review of Financial Economics*, 6:419—441.
- [5] Dwyer, A., J. Holloway and M. Wright, 2012. “Commodity Market Financialisation: A Closer Look at the Evidence”, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, March 2012, 65—77.
- [6] Gorton, G., & K. G. Rouwenhorst, 2006. “Facts and Fantasies about Commodity Futures.” *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 2 (Mar. — Apr., 2006), pp. 47—68.
- [7] Mayer, Jürg. 2009. “The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets”. *UNCTAD Discussion Papers*, No. 195.
- [8] Tang, K. and H. Zhu. 2016. “Commodity As Collateral.” *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- [9] 韩立岩, 尹力博.《投机行为还是实际需求? ——国际大宗商品价格影响因素的广义视角分析》,《经济研究》2012 年第 12 期.
- [10] 谢飞, 韩立岩.《投机还是实需:国际商品期货价格的影响因素分析》,《管理世界》, 2012 年第 10 期.
- [11] 张成思, 刘泽豪, 罗煜.《中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制》,《经济研究》2014 年第 1 期.
- [12] 周念林, 肖红.《能源市场过度金融化监管改革》,《中国金融》2014 年第 14 期.