分报告一

十年宏观经济理论发展
——中国特色宏观经济学框架的构建

刘晓光

摘要：过去十年，在中国经济社会的深刻变革和伟大实践中，中国经济学理论不断创新和发展，其中一个重要突破是形成了具有中国特色的宏观经济学框架。中国特色宏观经济学立足于中国实际，以解决中国经济改革发展过程中的重大现实问题为出发点，以马克思主义政治经济学为逻辑基础，借鉴西方宏观经济学的分析工具，从中国改革和发展的实践中不断提升新的理论观点，从而形成一套能够对中国改革和发展具有指引力的理论框架。在中国经济发展进入新常态的背景下，中国特色宏观经济学产生了一个重要成果，即提出了供给侧结构性改革理论，其正在引领中国经济渡过改革的深水区，转变经济发展方式，化解各种深层次的矛盾和风险。

关键词：中国特色　宏观经济学　理论发展　供给侧结构性改革　新常态

前　言

改革开放的伟大实践赋予理论经济学创新的动力。伴随着改革开放的进程，经济学从只关注生产关系到十分关注资源配置，从封闭式的一花独放到开放性的百家争鸣，从经院式的概念到概念的推翻，再到十分重视理论联系实际，从单调的分析方法到多元化的分析方法。不同思潮、不同学派、不同学术观点、不同政策主张的争论反映了我国经济转型时期体制与利益结构的深刻变化。**展望我国理论经济学未来的发展，唯有背靠中国的现实，把坚持特色与发展创新结合起来，才能创建具有中国风格、中国气派的经济学。**——杨瑞龙(2008)

我国社会主义经济发展波澜壮阔的进程和举世瞩目的成就离不开中国特色社会主义政治经济学的科学理论指导，中国特色社会主义经济发展的生动实践又为不断开拓当代中国马克思主义政治经济学新境界提供了鲜活经验。**要在理论与实践的互动中推进中国特色社会主义政治经济学新发展，更好指导我国经济发展实践。**——刘伟(2016)

现代经济学前沿理论通常是发达国家经济学家提出的，那些理论通常是为了解释现在发生在发达国家的现象，其问题特征不见得和我国相同，因此那些理论不见得有借鉴意义。即使有些理论讨论发展中、转型中国家的问题，也常因为发达国家经济学家缺乏对发展中国家和转型中国家的社会、经济、文化、政治因素的切身体会，而有隔靴搔痒之感。**因此，中国经济学家要努力肩负起经济学理论创新的历史重任。**——林毅夫(2008)

我是主张建设中国经济学的。中国经济学的生命力在于为中国特色社会主义建设提供理论支持，而能否为中国特色社会主义建设提供理论支持，关键在于理论创新，特别是原始创新。四个方面的来源可以为中国经济学进行理论创新进而以一种崭新面貌屹立于世界经济学之林奠定基础、提供条件：一是马克思主义经济学；二是当代中国经济建设实践；三是中华民族的传统经济思想；四是对世界各国文明成果的借鉴。——逄锦聚(2015)

一、中国特色宏观经济理论的产生和发展特点

(一)中国特色宏观经济理论的产生

近十年来,中国宏观经济和理论的发展正如习近平总书记在哲学社会科学工作座谈会上所说,“当代中国正经历着我国历史上最为广泛而深刻的社会变革,也正在进行着人类历史上最为宏大而独特的实践创新。这种前无古人的伟大实践,必将给理论创造、学术繁荣提供强大动力和广阔空间。这是一个需要理论而且一定能够产生理论的时代,这是一个需要思想而且一定能够产生思想的时代。”十年中国经济取得了巨大发展,GDP 总量从 2006 年的 2.7 万亿美元增长到 2015 年的 11 万亿美元,成为全球第二大经济体,人均 GDP 从 2000 美元增长到 8000 美元,迈入中等偏上收入国家行列。十年中国经济结构也发生了深刻的变化,第三产业增加值占比从 41.9%上升到 50.5%,最终消费支出对 GDP 增长的贡献率从 42.4%上升到 66.4%。十年中国经济发展经历了三个不同的阶段,从“超高速”增长进入“中高速”增长的“新常态”。在这一过程中,中国宏观经济理论取得了重大发展,初步形成了具有中国特色的宏观经济学框架,供给侧结构性改革理论就是其最新成果。

第一阶段是 2008 年上半年以前的中国经济高速增长阶段。在这一阶段,中国经济实现了史无前例的“超高速”增长,彻底摆脱了东南亚金融危机和通货紧缩的阴影,催生出关于中国改革和发展经验的大讨论,中国特色宏观经济理论的基本元素初步显现。2007 年 GDP 增速达到峰值 14.2%,以至于对经济过热和通货膨胀的担忧成为政策制定者主要防范的宏观经济风险。中国经济改革没有推行以“华盛顿共识”为基础的激进式改革方案,而是不断探索适用于自身情况的改革和发展路线。因此,中国经济的成功使得西方主流经济学理论受到很大挑战,国内外学者开始总结和提炼中国经验,并主要围绕三方面展开:一是总结中国改革开放以来的成功经验,形成了具有中国特色的社会主义市场经济改革理论;二是借鉴西方宏观经济理论的分析工具和分析方法,根据自身实践经验,发展了具有中国特色的宏观调控理论;三是针对中国经济高速增长过程中的形势变化和结构失衡问题,提出了转变经济发展方式理论。由此,中国特色的宏观经济学理论体系的基本元素开始显现。

第二阶段是 2008－2011 年中国经济“反危机”阶段。在这一阶段,全球金融危

机给中国经济带来的冲击以及中国采取大规模刺激政策给经济带来的复杂影响，激发了中国特色宏观经济理论的进一步发展。2008 年，由美国“次贷危机”引发的全球金融危机蔓延给世界主要经济体带来了巨大冲击，中国经济增速于 2008 年底出现了大幅回落。中国政府随即实施了大规模刺激政策，并很快取得了政策效果，于 2009 年底初迅速反弹至 10％以上的高速增长，率先走出危机。但是这一大规模刺激政策使得中国经济增长更加依赖投资和信贷，使得原本过剩的产能进一步扩张，经济结构失衡和产能过剩问题更加突出，为后续调整留下了严重的后遗症。重大现实问题推动了宏观经济理论的发展：开始在短期视角上主要围绕反危机的宏观调控理论，而在中长期视角上则主要围绕科学发展观指导下的经济发展方式理论。此阶段，中国特色社会主义市场经济改革理论得到了快速发展，并为后续混合所有制和国企分类制改革奠定了基础。由此，具有中国特色的宏观经济学基本元素开始融合。

第三阶段是自 2012 年以来中国经济进入“新常态”阶段。在这一阶段，中国特色宏观经济学理论体系得到了快速发展，并以供给侧结构性改革理论的提出为标志而基本成型。十八大以来，中国经济进入增长速度的换挡期，连续两年经济增速为 7.7％。面对新的经济形势，是否进行大规模刺激，必须对当前经济增速变化有一个正确的认识。以习近平为总书记的党中央对经济形势做出了重要判断，即中国进入经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期，即“三期叠加”。在“三期叠加”判断的基础上，习总书记总结提出中国经济发展“新常态”的三大特征：一是中国经济从高速增长转为中高速增长；二是中国经济结构不断优化升级；三是中国经济从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。随后的中央经济工作会议对“经济进入新常态”做出系统的阐释，指出了消费需求、投资需求、出口和国际收支等九大“新常态”趋势性变化。伴随着中国经济进入新常态，世界经济陷入“新平庸”或“大停滞”，国内外经济环境日益复杂，中国特色宏观经济学取得了重大突破，提出了“供给侧结构性改革”理论。

总之，过去十年，在中国经济社会的深刻变革和伟大实践中，中国理论经济学不断创新和发展，其中一个重要突破是形成了具有中国特色的宏观经济学框架。这一具有中国特色的宏观经济学立足于中国实际，以解释和解决中国经济改革发展过程中发生的重大现实问题为出发点，以马克思主义政治经济学为逻辑基础，借鉴西方宏观经济学的分析工具，从中国改革和发展的实践中不断提升新的理论观点，从而形成了一套能够对中国改革和发展具有指引力的理论框架。在中国经济

发展进入新常态的背景下，这一具有中国特色的宏观经济理论产生的一个重要成果，就是提出了供给侧结构性改革理论，并正在引领中国经济改革渡过“攻坚期”和深水区，加快转变经济发展方式，化解中国经济各种深层次的矛盾和风险。

（二）中国特色宏观经济理论的发展特点

中国经济既不同于已经达到稳态而以经济波动为主要特征的发达国家，也不同于刚刚处在经济起飞阶段的一般发展中国家，而是一个在高速增长过程中不断转轨和波动的经济体。中国发展过程的特殊性首先体现在，中国是两个转型过程同时发生的国家，一方面以落后的经济为起点实现了经济的起飞和持续增长；另一方面，这种经济增长是从以公有制为主的计划经济向多元化市场机制转轨的过程中发生的，这是发达国家和其他发展中国家都不曾有过的（樊纲，2015）。因此，中国宏观经济学研究和解决的问题既不同于适用于发达国家的主流宏观经济学理论，也不同于适用于一般发展中国家的发展经济学理论。

中国特色宏观经济学需要回答以下三个主要问题：第一，“面对我国经济发展进入新常态、国际发展环境深刻变化的新形势，如何贯彻落实新发展理念、加快转变经济发展方式、提高发展质量和效益，如何更好地保障和改善民生、促进社会公平正义。”第二，“面对改革进入攻坚期和深水区、各种深层次矛盾和问题不断呈现、各类风险和挑战不断增多的新形势，如何提高改革决策水平、推进国家治理体系和治理能力现代化。”第三，面对凯恩斯主义、新自由主义等理论学说的争论，如何从中国正在进行的伟大而独特的实践资料中，提升具有“中国特色”的宏观经济学分析框架，体现“中国风格、中国气派”。

对上述三个问题的回答，形成了具有中国特色的宏观经济学理论体系，它主要包含三部分内容：一是中国特色经济发展方式理论，旨在解决中国经济发展模式问题；二是中国特色宏观调控理论，旨在解决中国经济周期波动问题；三是中国特色社会主义市场经济改革理论，旨在解决中国经济动力机制问题。

习近平总书记指出，“构建中国特色哲学社会科学，一是要体现继承性、民族性。坚持不忘本来、吸收外来、面向未来。二是要体现原创性、时代性。以我们正在做的事情为中心，从我国改革发展的实践中挖掘新材料、发现新问题、提出新观点、构建新理论。三是要体现系统性、专业性。”作为对我国发展社会主义市场经济和现代化建设实践经验的系统总结，中国特色宏观经济学具有上述三方面的特点，特别是“坚持问题导向”，“研究解决重大而紧迫的问题”，“以我国实际为研究起点，

提出具有主体性、原创性的理论观点”，充分体现了原创性和时代性要求。

在体现时代性要求上，值得一提的是人大国发院“中国宏观经济论坛”团队定期发布的系列主题报告，每一期都在“聆听时代的声音，回应时代的呼呼，认真研究重大而紧迫的问题，找到发展规律，推动理论创新”（如附录所示）。作为中国人民大学建设新型高端智库的重要品牌活动，“中国宏观经济论坛”自 2006 年创办以来，长期关注中国现实经济中的重大、热点问题，定期发布中国宏观经济分析与预测报告，而且在分析方法和研究视角上形成了自己独特的风格，已经形成了可以称得上“人大学派”的宏观经济学分析框架，产生了广泛的影响力。

相比西方主流宏观经济学，中国特色宏观经济学坚持马克思主义政治经济学的指导，注重政治经济学的分析逻辑，强调人的作用，这是中国特色宏观经济学的鲜明特征。政治经济学所要处理的基本问题，就是协调社会经济发展过程中的各种矛盾，研究如何有效地以最低的成本化解多种发展摩擦，调动多方面的积极性，缓解和减轻解放与发展生产力过程中的各种阻力，使得社会主义制度下解放和发展生产力的力量越来越大（刘伟，2016）。

二、中国特色宏观经济学的理论框架

如上所述，中国特色宏观经济学的理论框架主要包含三部分内容：一是中国特色的经济发展方式理论，旨在解决中国经济的发展模式问题；二是中国特色的宏观调控理论，旨在解决中国经济的周期波动问题；三是中国特色的社会主义市场经济改革理论，旨在解决中国经济的动力机制问题。

（一）中国特色发展方式理论——解决经济发展模式问题

中国经济高速增长和快速转轨的特点决定了它的发展过程必将始终伴随着各种矛盾和失衡因素的快速累计。以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，一直是关系我国发展全局的战略抉择。党的十七大把科学发展观写入党章，党的十八大把科学发展观列入党的指导思想，并指出：“要适应国内外经济形势新变化，加快形成新的经济发展方式，把推动发展的立足点转到提高质量和效益上来，着力激发各类市场主体发展新活力，着力增强创新驱动发展新动力，着力构建现代产业发展新体系，着力培育开放型经济发展新优势，使经济发展更多依靠内需特别是消费需求拉动，更多依靠现代服务业和战略性新兴产业带动，更多依靠科技

进步、劳动者素质提高、管理创新驱动，更多依靠节约资源和循环经济推动，更多依靠城乡区域发展协调互动，不断增强长期发展的后劲”。中国特色的发展方式理论包括为什么要转变经济发展方式和如何转变经济发展方式两个方面，它的发展为“新常态”下供给侧结构性改革理论的提出奠定了基础。

1.转变经济发展方式的逻辑基础

首先，加快转变经济发展方式，是我国不断发展变化着的环境条件的客观要求，特别是适应新常态、引领新常态的必然选择。加快转变经济发展方式，是国内外环境和条件出现重大变化的客观要求，社会总供求格局的根本变化要求经济发展方式相应的转变并为之提供条件，以人为本的发展目的决定了经济发展方式必须发生转变(林兆木，2010)。当前我国的经济发展方式转变与经济结构调整的任务十分紧迫，它是进一步摆脱国际金融危机影响、巩固和发展经济良好势头的当务之急，是保证我国提高经济增长的质量效益、增强竞争力、实现国民经济可持续发展的长远措施，是迎接世界新科技革命的挑战，增强国民经济整体素质和发展潜力的战略措施(逄锦聚，2010)。虽然过去我国经济增长的数量扩张与速度提升引人瞩目，经济增长的成绩值得肯定，但是存在的问题也不容忽视。以高增长高通胀为特征的经济运行，为经济社会带来了新的矛盾，不仅包括国家宏观调控对经济增长速度目标约束软化与地方政府 GDP 冲动的矛盾，也有经济增速高位运行与增长质量低水平徘徊、投资率过高与消费率过低的结构失衡等矛盾。这些矛盾的症结都在于片面追求增长速度，导致增长质量不高，资源配置效率过低。未来中国的经济增长，应该更加重视提高经济增长质量和效益。

考虑各种增长源泉的变异，经济危机并没有改变中国高速增长的趋势，但集中暴露了过去经济中的结构问题，中国经济增长由此进入下行调整区间，在应对经济周期性调整的过程中随着中国经济的回升也会缓慢启动增长路径的变轨。在增长轨迹转变与新增长源泉的支撑下，一方面中国经济依然具有高速经济增长的态势，另一方面也将出现总体缓慢下降的趋势，中国经济将步入一个较长时期的“次高速经济增长时期”，年平均增长率将由未来三年的 9%左右逐步回落，到 2020 年之后降为 7.5%左右。从供给结构与需求结构来看，未来“次高速经济增长”将伴随着经济结构的调整，但由于调整的速度缓慢，经济结构的快速调整与增长方式的转换并不会同时出现。与此同时，调整的模式具有明显的需求先导型、产业内部深化等特点(毛振华等，2009)。而针对当前产业间、区域间存在的不协调以及各产业内部的若干矛盾和问题，从产业结构的生成机制和外部环境两个方面寻找我国产业结构

特征及问题的内生驱动和扭曲因素，以实现二者的兼容是合理确定我国产业结构调整基础与政策取向的关键所在(刘凤良等，2013)。

特别是进入“新常态”后，中国经济增长失衡已经出现了新的变化和特征，这种变化表现在中国经济进入新的增长阶段后，经济约束条件发生了多方面的变化，自然经济增长率出现新的长期回落。经济增长趋稳，滞胀压力增大，结构性失衡趋缓，但升级动力不足。实现我国经济均衡可持续发展的根本，在于经济结构转变和升级，这一过程必须依靠以技术创新和体制创新为核心的发展方式的转变，必须处理好作为经济政策关键的政府与市场的关系，它要求政府宏观管理必须法制化，宏观决策必须民主化(刘伟，2014)。

“新常态”所面临的核心问题是要厘清和正确处理好金融和实体经济的动态关系。自 2008 年国际金融危机以来，特别是 2008－2012 年全球经济衰退以来，世界主要经济体都共同面临经济和金融体系的低水平均衡状态。这种均衡状态表面上看是以金融稳定和经济高增长为特征的所谓“大稳健”时代的终结，但本质上却是对危机之前长期积累的金融失衡的一种被动式的集中调整。这种调整源于危机前从理论到实践领域的诸多重大误判，特别是忽略了金融和实体经济的密切关联，以及由此所可能造成的重大影响。因此，作为对危机前“非常态”的一种纠正和调整，“新常态”所反映的经济和金融问题本质主要包括两点：一是金融对实体经济具有不可忽略的重要影响，金融体系的稳定性和效率性将直接影响实体经济的稳定性和效率性；二是金融发展必须围绕实体经济和“去泡沫化”，通过将资源导向具有生产力的部门，实现可持续的真实财富增长。因此，深刻理解“新常态”下的经济和金融问题本质，就是要充分厘清并正确处理好金融和实体经济的动态关系，并在此基础上建立新的方法论基础和实践原则，最终形成金融和实体经济相辅相成和相得益彰的良性格局(陈雨露，2015)。

新常态下，经济发展战略从要素驱动、投资推动和出口导向转向创新驱动，产业政策的目标、手段、工作机制等也要随之进行根本性变革，尤其要从物资资本为重心转向以人力资本、知识资本和技术资本为重心，确立横向的产业政策和竞争政策在整个经济政策体系中的优先地位(刘志彪，2015)。要保持经济长期增长，就必须进行产业结构转型和升级，要使我国的潜在增长变成现实，政府应用好政策，适时进行基础设施投资，完善各种配套设施，为民营经济发展、产业升级、劳动生产率提高提供支持(林毅夫，2015)。

当前我国经济新常态面临的挑战以产能过剩、债务风险增大、城镇化转型带来

的问题为主，而新常态事实上只是长期存在于我国经济发展方式和经济结构内部的各类矛盾的显化，目前我国经济已呈现“速度略降、质量效益提高、生态效应改善、可持续性增强”的良好态势转换迹象（李扬和张晓晶，2015）。此时要完成五大任务：继续稳增长、培育新的增长点、加快转变我国农业发展方式、优化经济发展空间格局及加强保障和改善民生工作（贾康，2015）。应彻底放弃和纠正不切合实际的理论认识，经济增长和发展必须以人为中心和主要依靠国内居民需求，必须坚定不移地调整国民收入分配的“三个比重”，国家发展政策必须适度向三农倾斜，正确认识和对待转变发展方式过程中经济增长速度的降低，改革的重点是解决好政府和国有经济的职能定位（陈文通，2015）。根据中国化马克思主义辩证法理论，我国经济发展进入中高速度常态化，正是生产力部分质变的表现。这一新阶段的中心在于提升经济质量和效益，并能以质量带数量鼓励科技创新，采取有力措施发挥“第一生产力”的主导作用，探索和构建“三元机制”（杨承训，2015）。

其次，加快转变经济发展方式也是我国突破“中等收入陷阱”、进入高收入国家行列的关键。经济发展进入中等收入阶段后，供给和需求两方面条件都会发生根本的变化。供给侧成本大幅提升，需求侧系统性疲软，若相应的发展方式仍沿用传统而未发生改变，则会陷入“中等收入陷阱”。从供给方面看，进入中等收入发展阶段，国民经济总成本全面上升，包括劳动力成本、能源及原材料成本、环境成本、技术进步成本等均大幅度提升，发展方式若不从以往的依靠要素成本低廉的优势进而以扩大要素投入量为主拉动增长的模式，转变为主要依靠要素和全要素效率提高为主拉动的增长，不仅长期不可持续，短期也将出现严重失衡。从需求方面看，进入中等收入发展阶段，就投资需求而言，若人力资本的积累长期滞后于物质资本的扩张，创新能力弱，即使有大量资本和储蓄，也无法有效实现投资增长；就消费需求而言，若忽视收入分配的合理性，导致收入差距显著扩大，全社会消费倾向会普遍降低，相对于经济扩张形成消费需求相对甚至绝对疲软。如果不从根本上提升创新能力和社会公平程度，必然导致长期衰退和危机（刘伟，2016）。

根据已有经验，在中等收入阶段，发展中国家通常会面临“中等收入陷阱”的挑战。出现原有的增长方式难以适应新形势的需要，依靠原有的发展模式难以解决发展过程中所积累的矛盾等现象。中国经过 30 多年的高速经济增长，已经由一个低收入国家成长为一个中等收入国家，如果不能很好地解决自身发展中的各种矛盾，就有可能进入“中等收入陷阱”而导致经济增长放缓或停滞（成思危，2011；刘伟，2011；蔡昉，2011）。

“中等收入陷阱”发生的深层原因在于发展理念的偏差。一是发展方式转变滞后，源于技术创新能力低、产业结构难以升级，缺乏竞争力；二是经济制度创新滞后，政府与市场关系不协调，市场竞争力不足，政府干预过多，市场失灵领域政府又严重缺失，缺乏公平竞争的动力保障；三是法制秩序滞后，对市场经济竞争中的私权缺乏保障，对政府的公权缺乏有效约束和规范。由此产生普遍的“寻租”，资源配置从根本上脱离市场效率原则，而是根据寻租强度配置资源。因此，跨越“中等收入陷阱”关键在于努力转变发展方式，切实使经济发展从主要依靠要素投入量扩大转变到效率提升（刘伟，2016）。实现可持续增长的关键在于增长是否真正建立在效率提高的基础上，而效率提高的根本在于创新，提高创新的根本在于发展方式的转变，它包括发展的制度方式和技术方式等的转变。除了转变经济发展方式外，宏观调控政策的体系以及政策的哲学、政策的调控方式也必须改变，需要从宏观调控方式的转变中寻求增长均衡性（刘伟，2011；李扬，2011）。中国跨越“中等收入陷阱”需要改变经济增长对外生条件比较优势的过于依赖，陈亮，2011）。必须调整发展战略，将经济增长速度降到合理区间，培养以中产阶层为主体的橄榄型社会结构，支持发展战略新兴产业，改变贸易结构方式，加快推进体制改革，从而为促进经济结构调整和社会结构转型创造制度条件（马晓河，2011）。

2.转变经济发展方式的指导理论

加快转变经济发展方式，需要全面深化经济体制改革，处理好政府与市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用，使政府在宏观调控领域、市场失灵领域、社会长远发展目标上起主导作用（刘伟，2016）。

转换经济增长方式，首先要改变目标增长方式，其次要进行要素价格体系和其他方面的改革，使得企业实际支付的要素价格体系符合要素禀赋结构，从而使企业的最优化接近整个经济的最优化水平（林毅夫、苏剑，2007）。一方面，经济的目标增长方式是使得该经济的生产成本最小化的增长方式，这一增长方式是由该经济的要素禀赋结构决定的。随着中国要素禀赋结构的变化，目标增长方式将逐渐从能够充分利用劳动力优势的增长方式，发展到利用资本密集增长方式，最后到以自主研发来促进生产率提高的增长方式。另一方面，经济的实际经济增长方式取决于企业的行为，而企业是在一定的宏观经济环境中做决策的，这个宏观经济环境的最根本特征就是要素价格体系，因此，一个经济的实际经济增长方式最终取决于该经济的要素价格体系，有什么样的要素价格体系，就有什么样的经济增长方式。

实践经验也表明，中国通过相对价格体系的逐步调整来促进资本积累的策略

是使得经济增长潜力得以有效释放的根本机制(刘霞辉等,2008)。从增长核算的角度看,中国的增长主要依赖于要素的投入而不是全要素生产率(TFP)的增长,但技术进步并非全部体现在 TFP 中,中国的资本投人本身便蕴含着巨大的技术进步(赵志耘等,2007)。这种靠资本投人引进技术创新的方式在一定程度上可以视为我们后发优势的体现,并且总体来讲,中国总体资本积累是具有动态效率的,中国的增长未必"粗放"(吕冰洋,2008)。投资推动型增长方式离不开中国的工业化、城市化、市场化过程中的劳动力转移的作用(李扬和殷剑峰,2005;刘晓光和卢锋,2014;张勋、刘晓光、樊纲,2014;卢锋等,2015)。然而,投资推动型增长方式有可能带来结构性失衡(袁江和张成思,2009),一系列诸如产能过剩之类的事实暗示我们中国的资本配置至少存在诸多结构性问题(宋铮等,2011)。立足于中国"非均衡"的国情基础之上,对于企业或产业的细分研究发现,国有企业的资本配置效率显著弱于非国有企业,第二、第三产业之间存在"反效率配置"(刘伟和张辉,2008)。不仅如此,中国正处于从低价工业化转向高成本城市化的过程中(中国经济增长与宏观稳定课题组,2006,2009;王国刚,2010)。

一个具有标志性的变化是,中国低端劳动力市场出现了结构性拐点变化,由总量过剩向结构性过剩转变,宣告了中国低端劳动力市场的工资形成机制发生了深刻的变革,工资水平的上升成为趋势性现象,,中国经济迎来工资快速上涨的新时期。低端劳动力价格上涨的传导作用将导致中高端劳动力市场工资水平的相应变动,最终导致要素市场总体发生变化,促使要素市场价格机制在资源配置中的主导作用得到加强。

转变增长方式是一个系统工程,包含诸多内容,须全方位对中国转变经济增长方式作深入分析。其包括从出口导向型经济增长方式转向内需拉动型经济增长方式,从投资拉动型经济增长方式转向消费支撑型经济增长方式,从粗放型经济增长方式转向节能环保型经济增长方式,从政府主导型经济增长方式转向市场经济为基础的增长方式。它的关键在于政府退出资源配置,宏观调控必须被约束在合理的限度内,国有经济回归本意,金融作为市场机制而作用,政府作用受法制社会约束等(魏杰,2011)。

加快转变经济发展方式是一次深刻变革,需要处理好以下关系:一是经济增长与经济发展方式转变相统一的关系;二是经济发展与人的发展相统一的关系;三是经济发展中利用外资与经济安全相统一的关系;四是经济发展与社会主义发展相统一的关系(卫兴华,2010)。同时,加快转变经济发展方式也需要处理好以下关

系:一是速度和质量的关系,以质量带动 GDP 增长;二是推进生产力“强进弱退”与优化基本经济制度的关系,全面推进生产方式的优化;三是扩大内需与分配公平的关系,以深化收入分配制度改革,增加城乡居民收入;四是加快农业发展方式转变与加快城市化的关系,必须善于统筹城乡协调发展(杨承训,2010)。

加快转变经济发展方式需要实施四大战略:一是以完善社会保障和扩大基本公共服务为重点的改善民生、扩大内需战略;二是以农民工市民化为重点的城镇化战略;三是以提升中高端产业竞争力为重点的产业转型升级战略;四是以促进节能减排增效和生态环境保护、降低单位 GDP 碳排放强度为重点的绿色发展战略(张玉台等,2010)。转变经济发展方式的难点主要在于:一是它与追求经济的短期高速增长存在的矛盾;二是重要领域和关键环节改革难启动;三是政策调整阻力重重(张卓元,2010)。我国能否加快实现经济发展方式的根本转型,关键在于能否真正推进改革,必须坚定不移地推进改革开放,建立起一个规范的法治化的市场体系,让市场充分发挥在资源配置中的基础作用(吴敬琏,2010)。转变经济发展方式是一个过程,转变的关键点在于完善市场经济体制,由市场来配置资源;当然,政府要扮演一定的积极帮助作用,最大的挑战仍然是收入分配问题(徐朝阳、林毅夫,2010)。

因此,需要加快形成有利于经济发展方式转变的体制机制:一是加快以经济发展方式转变为主线的经济体制改革;二是加快以政府转型为主线的行政管理体制改革;三是加快以适应社会公共需求转型为主线的社会体制改革;四是加快以适应低碳经济发展为目标的全方位改革(高尚全,2010)。应构建有利于转变经济发展方式的新机制:一是把主要依靠增加物质资源消耗转变为主要依靠科技进步、劳动者素质提高和管理创新;二是把经济增长的动力由主要依靠投资和出口需求转变为依靠消费、投资和出口协调拉动;三是把我国经济增长主要依靠第二产业带动向依靠三大产业协同带动转变;四是利用市场机制构建节约型社会,实现经济社会可持续发展(赵振华,2010)。

从经济增长方式转变的内在要求看,我国应以出口产品结构的提升作为经济增长方式转变的逻辑起点。从广义上理解经济增长方式的转变,它的内涵首先应该强调的是对国民收入分配中不合理结构的调整,在收入结构调整趋于均衡的前提下,国内整体收入水平继而需求水平才能提高,内外部的需求结构才会趋于均衡。从这个角度上来说,收入结构和需求结构的调整方向必然是相统一的。但问题在于,长期以来,我国经济增长的动力在于外部需求水平的稳定增加,但随着劳

动力成本上升导致的出口产品的比较优势下降，继而消弱了外部需求进一步增长的动力，限制了居民收入水平的增长空间。因此，如何打破这种居民收入水平提高的悖论循环成为实现我国经济增长方式转变以及产业结构优化调整升级的关键。而以提升出口产品结构作为经济结构调整的基础和逻辑起点有利于这一问题的解决（雷达，2010）。

中国内需的扩展不仅是一个“内需弥补外需回落”的总量问题，它还涉及到内需结构调整的问题，“稳投资”与“扩消费”的战略定位组合是当前宏观经济短期与动态平衡的唯一契合点。从总需求结构的表象来看，为了扭转投资和出口占比过高、家庭消费需求占比过低的失衡状况，需要用家庭消费需求替代外需和内需中的投资需求。然而，在给定的结构和制度特征下，这两种替代过程都是难以完成的。因为消费增长面临收入与供给的双重制约，收入和供给的调整都需要较长的时间。因此，短期内，过度依赖消费增长，而简单地大幅度减少投资很可能加剧中国经济的波动。尽管改革收入分配制度有助于提升消费水平，但在既有增长模式下，收入分配制度是总体政治经济利益格局的表现之一，它决定于现有的生产方式和政治权力格局，如果不通过改革打破权力格局和利益关系，收入分配结构就难以调整。这需要政府超越传统的改革模式，要从根本上认识到传统增长模式的困境不仅预示着增长模式调整的必要性，更预示着调整改革路径和模式的必要性。原有改革路径下形成的既得利益集团对于进一步改革施加越来越大的阻力。超越“前期改革既得利益集团”需要中央政府有自我改革的勇气和超然的国家利益和政治诉求（杨瑞龙等，2012）。

（二）中国特色宏观调控理论——解决经济周期波动问题

1.中国特色宏观调控理论的内涵和特点

中共十五大提出，“充分发挥市场机制作用，健全宏观调控体系。”自此，具有中国特色的宏观调控体系逐渐建立起来。作为发展中国家和市场经济转型国家，中国经济自身发展实践产生了大量与西方主流宏观经济理论不一致的现象。新古典宏观经济理论和凯恩斯理论等在发达的市场经济国家中提出来的宏观经济理论都不完全适用于像中国这样快速发展的发展中国家（林毅夫，2007）。因此，在借鉴西方经济学理论的基础上，中国宏观经济学根据自身的实践经验，发展出了具有中国特色的宏观调控理论体系。

一是根据中国体制转型的实践经验，提出了需求管理和供给管理相结合的宏

调理论。针对中国现阶段宏观经济失衡的新特点，分析了宏观需求管理政策的局限性，在讨论供给管理政策特点的基础上，提出了在长期和短期经济波动调节中引入供给管理的客观性，同时针对中国实际，分析了需求管理政策与供给管理政策相互结合的基本原则。体制转轨期的种种摩擦，不仅使我国宏观经济失衡产生体制性特点，而且使宏观经济政策效应产生体制性特征（刘伟，2006）。特殊的经济发展和经济体制转换进程，使我国宏观经济失衡产生了一系列特殊性，使得从总需求管理入手的宏观经济政策产生了一系列的局限性，主要体现在以下三个方面：一是需求的总量政策效应降低，甚至难以就需求管理进行总量政策选择；二是货币政策与财政政策的同步性降低，甚至产生政策效应方向性差异；三是中央政府与地方政府调控宏观经济失衡行为的周期性差异，使得总量上的需求管理政策的实施效应程度受到深刻影响。因此，从宏观经济政策效应的总量方向性上，从宏观经济政策的基本政策工具上，从宏观经济政策决策和贯彻的行为主体上，需求管理政策的局限性越来越明显（刘伟、苏剑，2007）。需求管理政策本身的局限性以及我国经济发展和体制改革的双重特殊性，表明需要对宏观调控方式做出重要调整，尤其需要加强供给管理政策在短期调节经济波动方面的应用。因为供给管理的根本在于强调增长中成本的降低、效率的提高，包括微观厂商效率、产业结构效率、市场产业组织效率、长期可持续效率等，也就是说，我国的宏观经济失衡已经不仅仅是在量上予以协调便能够趋于均衡的总量增长意义上的命题，而更重要的是在质上予以提升，才能够使宏观经济逐渐培育出趋于均衡的自动持续增长能力。这种质的水平的提升，关键取决于技术创新和制度创新两方面供给管理在体制上的基本前提是尊重和运用市场法则，脱离市场机制和市场竞争基础的供给管理，很可能导致资源配置的行政化，导致政府对市场的替代，从而导致竞争动力减弱，使供给管理的真正效率目标难以实现（刘伟、苏剑，2007）。

二是根据发展中国家的实践经验，放松那些在发达国家中才存在的理论假设，提出更具一般性的理论。例如，现有宏观经济理论以产业升级时国民经济中每个企业对于下一个有前景的产业存在何处没有共识为暗含前提，但是，由于后发优势的存在，发展中国家的企业很容易对下一个有前景的产业产生共识，投资上出现“潮涌现象”，并伴随此现象出现产能过剩和相关的一系列问题。因此，一个发展中国家的政府在现有产业的产能已经过剩，同时经济中又存在许多新的产业可以升级时，如何组合运用财政、货币、金融等宏观政策以消化现有产业的过剩生产能力、防范新的一轮又一轮的投资“潮涌现象”，避免国民经济的过度波动和金融、经济危

机，是发展中国家宏观经济理论有待深入研究的。同时，一个快速发展的发展中国家的政府在面对国内产能长期过剩，该采取何种汇率、外贸、外资政策来处理内外经济的不均衡，也是发展中国家宏观经济理论所应该深入研究的。针对快速发展的发展中国家，每个阶段的产业升级是可预期的，更容易产生投资的“潮涌现象”，给国民经济的宏观治理带来新的挑战，因此，应该放松新古典宏观经济理论和凯恩斯理论中产业升级是不可预期的暗含前提，从严谨的理论模型和经验实证上，全面探讨，重新构建适合于快速发展的发展中国家的财政、货币、金融、外贸、外资、产业发展的宏观经济理论体系。以这种新的宏观经济理论体系作为处于快速发展阶段的发展中国家的政府制定宏观管理政策的参考，才能使发展中国家充分利用后发优势和经济全球化的有利条件，推动国民经济稳定、快速、持续、健康地发展（林毅夫，2007）。

三是根据中国经济发展不断出现的新情况，提出新观点和新理论。例如，中国财富结构的各种快速变化所引发的财富增长模式的变化，使资产价格在财富结构转移中出现攀升，而且使资产价格形成模式和宏观经济传导机制发生巨大变化。因此，宏观经济政策实施方式必须进行相应的调整，要充分理清由此导致的中国宏观经济微观基础革命所蕴含的发展契机和整体风险，在有序推动国民财富结构进一步调整的进程中，通过各种方法来隔断金融资产与不动产的价格自我强化机制，以缓和财富效应对中国宏观经济的负面冲击。具体体现在：第一，财富形式的金融化导致大量货币资产在金融体系内部循环，推动金融经济与实体经济的分化，货币政策的传统数量目标失去可控的基础和相应的价值。第二，金融资产结构的变化导致宏观经济的资金运用结构发生巨大变化，进而使金融机构的资产价值对利率变化更加敏感，金融机构资产的市场价值将面临越来越严重的利率风险暴露。第三，在消费信贷创新的作用下，不动产的加速累计改变了利率与中国固定资产的关系，导致利率调节效果在房地产业和非房地产业发生分化，增加利率调控的难度。第四，财富结构的快速调整使资产价格的形成机制发生变化。在宏观流动性过剩的推动下，财富的相互转化和相互融合使资本市场和不动产市场的价格自我强化机制开始显现，并进一步推动资产价值的重估、资产价格的快速上涨与财富的加速膨胀。这些变化使居民的经济生活方式和企业的盈利模式发生了基本变化。第五，财富的快速累计使财富效应开始显现，使利率与居民消费之间的关联加强（刘元春，2007）。

四是面对中国与世界经济不断演化的互动形势，构建开放宏观经济理论体系。

从世界视野来看，很多中国变化都是世界变化的一部分，不能忽视世界经济周期、技术周期、债务周期以及不平衡等结构问题调整的规律。要强化对于“超级债务周期理论”、“长期停滞理论”和“世界技术周期理论”的研究，必须看到中国“新常态”依然是世界经济大周期的一部分，不能脱离世界经济周期过分强调中国因素（刘元春、闫衍、刘晓光，2016）。要高度重视世界经济在大停滞和大分化进程中对中国经济的冲击，通过深入研究本轮世界危机爆发的本质以及传递的规律，把握中国经济调整的性质和可能的方式。世界经济不平衡的逆转和基本参数的变化决定了“取长补短”式的供给侧增量调整与存量调整是本轮危机治理中的基本政策定位，需求侧管理具有辅助性，其核心在于防止转型过猛带来的总量性过度下滑和系统性风险的爆发。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，中国采取促推相对价格调整的各种改革政策和调整策略是合理的，而简单采用宏观经济政策来弥补贸易品需求的缺口和压制非贸易品需求的释放不仅不能顺应全球不平衡调整的浪潮，反而可能导致贸易品生产企业在加杠杆进程中使转型的风险叠加（刘元春、闫衍、刘晓光，2016）。

2.新常态下的中国特色宏调思想

目前我国的宏观调控体系难以适应“市场在资源配置中起决定性作用”的需要，难以适应大改革大发展的需要，我国应该重构中国的宏观调控体系，打造适应“市场在资源配置中起决定性作用”的宏观调控体系。当前建立在“可控性”信念基础上的宏观调控体系正面临来自我国经济体制和经济结构深刻变化的挑战。“可控性”很大程度上是计划经济体制下的思维，经济运行和经济发展必须纳入政府的“掌控”之中的理念是与“市场在资源配置中起决定性作用”是不相容的。要真正实现“市场在资源配置中起决定性作用”，现行的宏观调控体系必须改革，必须重构。重构宏观调控理念，重构宏观调控目标，重构宏观调控架构，重新定位货币政策目标以及改革宏观调控体制。宏观调控的对象由需求管理为主转向需求管理和供给管理并重。宏观调控以规则为基础兼顾灵活性。宏观调控要把经济结构调整放在突出的位置。物价稳定的安全线可以提高。减少行政干预，更多地依靠经济手段和市场调节（方福前，2014）。

“新常态”下，约束我国经济增长的宏观条件发生了深刻的变化，宏观经济失衡具有了新特点，要求宏观调控方式发生根本转变：注重需求管理的同时，注重供给管理；要求宏观经济政策导向发生变化：更精确和科学地实施松紧搭配的政策组合（刘伟，2014）。“新常态”下，我国应该适度降低经济增长目标，深化改革，加快产业结构调整和自主创新，实行供给和需求双扩张的政策组合，在需求管理方面，实行货币稳健或小量紧缩、财政扩张的政策组合。就目前而言，不建议采取大规模的扩张性政策，而是建议采取以供给管理为主、需求管理为辅的定向“微刺激”政策体系，既保证经济增长和就业，又尽可能促进结构调整。供给管理应以改革为主；需求管理应以财政政策为主，主要体现政府的产业政策、区域经济目标等，货币政策以定向降准为主，在需求管理中起到辅助作用（刘伟和苏剑，2014）。

随着中国经济进入新常态，政府“新常态＋动态区间管理＋微刺激”构成了一套完整的政策体系。“微刺激”政策的战略意图是希望既能稳增长又能调结构。由于目前中国经济具有明显的“刺激依赖症”，因此“微刺激”有其必要性，“微刺激”稳增长方面的作用效果也已经有所显现。但是“也存在诸多弊端，不能长期化。第一，“微刺激”主要立足于上项目搞投资，与“四万亿”几无本质区别。第二，“微刺激”更多的是稳增长，难以起到调结构的效果，因此其战略意图无法实现。第三，经济与社会对“微刺激”的反应程度正在不断减弱，刺激之后的反弹效应大不如前，政府为稳增长很可能将“微刺激”加码为小刺激、中刺激，甚至是强刺激。第四，为应对换挡期出现的增速下滑，更多的要靠“社会政策托底”。所以，要想调结构并促进长期经济增长，必须深化改革（陈彦斌，2014）。

针对步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济，宏观调控政策应当抛弃“唯增长”与“唯改革”的取向，采取“均衡取向”，即在坚守底线管理的基础上全面推进“大改革”与“大调整”。同时，政府应当适度调整宏观经济政策定位，采取“强监管”＋“适度宽松的货币政策”＋“积极的财政政策”＋“常态化的微刺激”政策组合，并防止在实际操作中将“均衡取向”等同于“中庸取向”，使改革在教条式的“稳增长”中流于形式。“改革取向”在底线管理约束下必须强调改革的逻辑。坚守“不破不立”的大改革与大调整的基本哲学，在强化社会改革力度的同时，提高宏观经济回落的社会政治容忍度（刘元春等，2016）。

新常态下的宏观调控应该突出九大特征：一是突出供给思维，应对潜在增速下滑；二是明确“上限”、“下限”和“底线”，完善区间调控；三是理解经济异质性与增长非均衡，重视结构性调控；四是“牵手”战略规划与财政货币政策，拓宽宏观调控视

野;五是确立调控新指挥棒,重启地方竞争;六是考量利益博弈,把握宏观调控政治经济学;七是关注大国溢出效应,践行负责任宏观政策;八是尊重“市场决定论”,宏观调控不能包打天下;九是推进“机制化”建设,构筑宏观调控基本遵循。宏观调控不是被动适应经济新常态,而是要成为引领新常态的重要抓手;要明确当前宏观调控中,有些是会随着迈向新常态而被修正或淘汰的,有些是与新常态吻合可继续坚持的,还有些是要通过创新趟出一条新路的,这些将构成宏观调控向新常态演进的基本逻辑(张晓晶,2015)。

新常态下,加快建立和完善适应大国经济成长所需的开放宏调体制架构意义重大。其要点不在具体的宏调政策调整,而在宏调模式与宏调机制的转轨。宏调改革需要做好加减法。一方面,改革需做四道减法题:一是在认知和概念上做减法。要科学和严谨地界定宏观和宏调范围,减掉原本不属于宏观和宏调内涵的因素和对象,是宏调改革的认识前提之一;二是要在宏调主体方面做减法。在科学界定宏观与宏调界限的基础上,一些部门职能定位需“去宏调化”,改变宏调“九龙治水”的格局;三是减少用行政手段搞宏调。通过改革建立更有效调节宏观波动的体制,进一步减少行政宏调发生几率,对市场经济长治久安运行都有积极意义;四是在“产业政策宏调化”上做减法。实施产业政策需与宏调适当区隔。产业政策独立于宏调政策,有助于提升产业政策的规则性与透明度,促进宏调体系建设和提升效率,助推政府部门转变职能与避免过多的微观干预。另一方面,做好加法更关键。只有建成新体制,才能改好旧体制。加法不到位,减法难落地:一是深化汇率市场化改革,在增加汇率杠杆的调节功能上做加法。新时期开放宏观经济的运行经验显示,如名义汇率调节不够灵活,实际升值规律就会经由各种传导机制通过国内通胀“顽强地”释放出来;二是要加快利率市场化改革,在更好地发挥利率的杠杆调节作用上做加法。需排除既得利益干扰,加快推进利率市场化改革,为更好发挥利率价格调节功能创造体制条件;三是应调整现行央行体制,在提升其执行货币政策独立性上做加法。这方面改革有助于提升货币政策的专业性和有效性,有利于减少地方、部门等局部利益的过多影响,有利于提升货币政策的透明度并增强其可问责性;四是推进财税体制改革,在扩充财政宏调功能上做加法。我国财政宏调功能受体制转型进程制约,功能发挥仍较为有限。下一步财税体制改革,将减少政府财政直接投资比重,推进结构性税制调整。加快建成大国公共财政体制,是现代国家的基础制度建设,同时也有望提升财政总量“自动嵌入”与“相机抉择”两重宏调功能(卢锋,2016)。

(三)中国特色社会主义市场经济改革理论——解决经济动力机制问题

1. 中国特色社会主义经济改革的主线

中国特色社会主义经济改革的主线是使市场在资源配置中起决定性作用,解决这一问题的关键在于从经济体制上处理好政府与市场的关系。必须清醒地认识到,使市场在资源配置中起决定性作用,是深化经济体制改革的主线。一方面,必须不断深入市场化进程,从商品市场化到要素市场化,从实体经济市场化到金融市场化,从市场体系培育构造到市场秩序的不断完善等。另一方面,必须转变政府职能提高政府干预效率,有效地缓解市场失灵带来的社会发展矛盾,有效地发挥政府的作用。党的十八届三中全会提出处理好政府与市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用,主要是为了使市场体系不完善、市场秩序不规范、政府干预过多的同时政府职能失缺的矛盾得以有效克服,努力缓解市场失灵和政府失灵同时存在的种种矛盾(刘伟,2016)。

我国未来改革的思路可以总结为“开放统一的大市场、有限有为的小政府、广泛低度的大福利”。正确处理好政府和市场的关系是改革的核心。政府和市场之间并非简单的此消彼长的关系,而应该是互补融合的关系。关于政府和市场的分工,经济学理论和国内外的实践表明,政府应当在外部性强、自身具备优势、能够给企业和市场带来补充支撑效应的领域发挥其主导作用;而在一般竞争领域,政府应当放权,交由市场有效发挥资源配置的主导作用。而当前,我国经济的实际情况在于,政府部门在市场失效的公共产品的提供上作用不足,而在竞争领域,政府部分参与程度过深,即存在明显的“缺位”和“越位”。事实上,政府退出竞争领域并无意味着政府所发挥的作用递减,恰恰相反,随着市场经济的发展壮大,政府的相关职能作用也会随之增长。政府发挥作用的合理范围也是随着经济发展的阶段和经济环境相应变化的。在经济初期阶段,政府应该重点在基础设施等公共产品领域发挥作用;而在经济发展成熟阶段,随着基础设施大规模投入的完成,政府应当更多的提供创新的机制和政策环境,推动产业升级。在经济遭受冲击时,政府有必要介入经济中去以平缓经济波动,但在经济危机渡过以后,应逐步退出。因此,现阶段处理好政府和市场的关系,政府应当逐渐减少行政审批,这也是政府切实转变职能的一个重要体现。行政审批实际上增加了企业经营的不确定性和交易成本,阻碍了正常的市场竞争,并导致寻租腐败行为,对企业发展不利。具体而言,我国要真正实现“统一开放的大市场”,对政府而言,应采取以下措施:停止干预市场价格和交易,逐步废除对土地、劳动力、能源、矿物以及资本价格(利率和汇率)的管制;同

时改革垄断企业;改革税收制度,以全面落实改善社会福利的目标;增加在社会保障、医疗、教育、住房和环境等公共服务领域的开支。此外,政府政策要注意以下方面:一是平衡,即宏观政策的松紧平衡,该压的要压,但该保的一定要保;二是服务,政府应该为放松微观经济提供服务,创造环境;三是采取渐进的政策措施,保持社会稳定,防止出现经济和社会的较大波动(刘元春等,2016)。

要使中国经济的增长方式逐步步入“黄金律”增长路径,必须寻求到增长目标和民生目标协同的政策组合来破解目前面临的“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”的“两难”局面。可行的途径是宏观政策需要立足于中长期视野来破解短期的“两难”困境,以更加积极的民生财政政策来对冲短期紧缩性的货币政策。货币政策坚持“控通胀、去泡沫”,但要避免库存调整、信贷紧缩、房地产市场严控、外部随机冲击等因素叠加带来的“超调”。中长期中必须坚持结构性改革,以更加积极的财政政策来支持民生改善、促进消费。民生政策力度的加大将使中国经济具有充沛的中长期增长动力,从而防止了中国经济步入下滑趋势(王晋斌,2011)。

中国经济结构依然处于持续恶化的阶段,治理结构性问题必须要有新的思路。不能将“调结构”视为短期宏观经济政策的中心,“调结构”是一个中长期战略任务,战略问题战术化可能导致结构调整的不连续。政府主导性的结构调整定位具有强烈的局限性,市场主导性的调整应当成为结构调整的主流,即政府不应当“就结构,调结构”,必须通过改变需求结构来改变供给结构,通过相对价格的调整来调整产业,通过收入分配改革、财税改革、社会改革和社会建设来推动消费,进一步推动需求结构的自发调整。因此,结构调整必须进入一个全新的时期,必须加速推进以财税改革为核心的政府体制改革和收入分配改革(刘元春等,2016)。

必须深刻认识中国初次分配格局的调整在中国宏观经济结构调整中的中长期战略意义,要推动消费增速的提高和消费结构的升级必须改变以往“以再分配调节为主”的政策导向,将初次分配格局调整与再分配结构调整放在同样重要的地位。通过工资形成机制、财产收益分红机制和其他要素价格机制的改革,加速国民收入初次分配机制的调整;通过社保体系的加速建设、支农政策的进一步推行、财政转移支付力度的提高、公益性服务供给的提高以及新型政府住房补贴等手段,进一步推动居民收入的增长和补偿性消费的提高,为进一步消费升级以及消费增速的进一步提高打下基础(刘元春,2007)。在改革过程中,要处理好“初次分配和二次分配”的关系。未来初次分配和二次分配关系的重新调整到位,将突破当前中国经济投资效率递减的困境,真正改善当前需求结构,使消费成为三驾马车的主动力。此

外,改革中需要构建“广泛低度的大福利”,即建立广泛的、低标准均等化的社会保障体系,完善最低工资和基本医疗养老保险制度,形成全国统筹的覆盖全社会的“社会安全网”。要根据我国经济的发展阶段和公共财政能力合理规划社会保障安全网的推进速度,充分认识福利刚性并汲取其他国家的经验和教训,防止贪大求快、不切实际的大包大揽,扶贫不扶懒(刘元春等,2016)。

2. 中国特色社会主义经济改革的重要特点

中国特色社会主义经济改革的重要特点在于在所有制改革与市场机制培育的统一中推进中国特色社会主义市场经济转轨,而不是把所有制与市场机制割裂。中国特色社会主义经济改革的难点在于真正完善市场经济秩序,提升市场经济秩序的质量。市场经济秩序包括市场经济的内在竞争秩序和外部环境秩序。内在竞争秩序主要包括两方面:企业产权制度和市场价格制度。前者是市场竞争的主体秩序,回答谁在竞争;后者是市场竞争的交易秩序,回答怎样竞争。外部环境秩序也主要包括两方面:市场竞争的法治秩序和市场竞争的道德秩序。前者涉及的是法律制度建设和社会法治精神的弘扬。市场经济是法治经济,其基本的竞争秩序需要法律制度来维护,而法律制度的有效性、权威性则以社会法治精神为基础,法制的有效性依赖于法治的充分性,依赖于对法制的社会尊重和自觉,特别是取决于对公权的法律约束和对立法执法者的权力约束。后者涉及的是道德精神层面对市场竞争的理解,涉及从传统的以“忠诚”为核心的道德世界向现代的以“诚信”为核心的道德秩序的转换,涉及从本国传统的文化精神向现代世界开放的文化精神的融合,具有重要意义(刘伟,2016)。

党的十八届三中全会提出“积极发展混合所有制经济”,坚持在公有制为主体、多种所有制共同发展的基本制度基础上,构建和完善市场经济体制,是我国改革实践不同于其他市场化改革的最根本特点。所有制改革是建立社会主义市场经济的关键,也是改革的真正历史性难题,而混合所有制经济正是所有制改革的重要探索。如何通过发展混合所有制经济、运用混合所有制方式改造所有制,使全社会既不失其公有制的主体地位,又能发展非公经济,使全社会在所有制结构上适应市场经济要求,这是发展混合所有制经济的基本要求(刘伟,2015)。事实上,中国特色社会主义经济改革的根本在于统一社会主义基本制度与市场经济。这既是中国社会主义市场经济改革的根本特征,又是中国特色社会主义政治经济学需要深入研究总结的核心命题。一方面,市场机制对生产资料所有制有基本要求,也就是说,在所有制上如果不具备某些基本特征和性质,就难以满足市场机制的基本要求;另

一方面，社会生产资料所有制在结构和实现方式上怎样变革才能既不失其公有制的根本性质，又能真正适应市场经济机制的基本要求，这涉及既使之不改变公有制的根本性质而又能满足市场经济机制对所有制的基本要求的兼容问题（刘伟，2016）。

混合所有制经济是不同所有制性质的投资主体共同出资、组建企业的一种经济形式，能有效实现公有制经济和非公有制经济的融合发展。充分发挥混合所有制经济的融合功能，是其成为基本经济制度实现形式的基础和前提。混合所有制经济融合功能主要表现为不同经济成分、经济权利、投资与收益、经济公平与经济效率的融合四个方面（杜黎明、孙晓雅，2015）。发展市场经济最基本的要求就是机会均等、规则公正，资本资源可自由流动，企业能自主决策、自由交易、自负盈亏。这就要求在深化经济体制改革和经济的进一步发展中，打破公有制经济和非公有制经济之间的各种壁垒，而打破这些壁垒的最有效途径就是大力发展混合所有制经济，它可使各种所有制都能在公平竞争和相互融合发展中进一步提升自己的发展能力和发展水平（周绍朋、朱晓静，2015）。

发展混合所有制经济，总的战略目标是服从于发展社会主义经济制度。混合所有制改革是双向混合而不是单向混合，不应是提供一个让私有制侵蚀公有制的平台，要防范某些国企和地方管理人员由于理解和认识上的偏误走上歧途（卫兴华、何召鹏，2015）。以公有资本为主体的混合所有制经济是社会主义性质的保证，是完善社会主义市场经济的必要要求，是维护国家经济安全的重要保障。发展混合所有制经济的终极目标是更好地发展生产资料公有制，更好地发展社会主义生产方式，更好地发展社会主义（程恩富、董宇坤，2015）。改革开放以来发展的混合所有制经济，其本质特征是以公有制为主体、国有经济为主导、多种所有制经济共同发展的社会主义市场经济，绝不是私有制经济的回归（冷兆松，2015）。

混合所有制经济在微观领域实现的具体形式是公司制。混合所有制经济作为基本经济制度的实现形式，能在微观领域更好地实现国有资本控制力。混合所有制改革并不就是让民间资本和外资直接参与国企改革，使国有企业转变为混合所有制经济（顾钰民，2015）。搞混合所有制，前提显然应是确保公有制的主体地位，这是底线。目的则是实现“两个毫不动摇”，公有制经济和私有经济都发展，而不是在混改中搞私有化。而且既然公有经济和私有经济是平等的市场主体已成为体制性表述，那么就不能只将国有企业置于改革对象的地位，私有企业也应是改革的对象（石冀平，2015）。

混合所有制本身并非一个新概念，党的十四大以来的国有企业股份制改革实质上就是把其他非国有的产权主体引入国有企业，但在国有资本与非国有资本的混合过程中还存在有形的或者无形的制约因素，尚没有真正建立起产权明晰、政企分开、权责明确、管理科学的现代企业制度。为此，必须以混合经济为突破口，推进国有企业更深层次的改革。第一，继续推进国有企业的分类改革战略，为国有资本与非国有资本的融合减少制度性障碍。第二，重构与混合所有制相适应的国有资产管理与经营体制。第三，积极探索国有资本有序退出的路径，为国有产权与非国有产权的融合创造条件。第四，优化混合所有制企业的治理结构，建立职业经理人制度（杨瑞龙，2015）。

不对国有经济进行彻底的改革，就不可能建立市场机制在资源配置中起基础性作用的市场经济体系：第一，不改革国有经济，中国经济的整体效率难以得到提升；第二，双重体制并存造成了很大的寻租空间，使腐败蔓延的趋势难以扼制；第三，不改革国有经济就无法实现共同富裕。虽然目前我国“放小”已经基本实现，但国有经济的布局调整几乎停步不前。甚至有些国有企业逆势扩张、地位加强，这对于中国经济的长期发展究竟是祸还是福？并不能由它们获得的短期盈利多少来评判，而要从它对于市场制度完善和经济长远发展的影响来判断。国有企业的效率是否高于民营企业，已经有中外研究机构所作的实证分析，对它作出了有详实数据支持的否定性结论（吴敬琏，2011）。

在现阶段推进国有企业分类管理、分类考核和分类改革，给予了国企改革更多的探索空间。根据企业的性质选择改革路径，比混合所有制更具有探索意义。对具有政治性、公益性、安全性企业，应属于特殊国企，由国家拥有经营。资源性行业的国企，需主要加强规制。对于大型竞争性国有企业，可引进混合所有制的概念，不规定企业的产权结构，由市场来选择是否需要民营资本进入。中小企业则可以完全放开。对不同类型的国有企业，都需找到逻辑一致的理论解说，给决定性的标准。这样减少分歧，取得共识，才能把国有企业改革进一步的引入（杨瑞龙，2015）。

国企分类改革的一大亮点是对过去市场化导向的国企改革方向进一步明确，解答了国有企业的定位、功能、属性问题。当前我国国企不仅出现在市场失灵的领域，在市场竞争性领域也会参与。而且不同类型的国企将来会有不同的考核、监管方式，以此促进国有企业经济效益和社会效益有机统一（刘元春，2015）。

国有企业的核心和首要问题是定位问题，即国有企业到底是市场竞争主体还是公共企业。不解决定位问题，所有的改革都会没有方向。改革开放以来，国有企

业的改革先后经历了“放权让利”、“两步利改税”、“承包制”、“股份制”和“抓大放小”等五个主要阶段的改革。目前国企改革文件需直面国企定位问题，不解决这个问题，没办法谈国企改革和考核。在市场运行良好的情况下，国有企业应该是市场经济的特殊成分；在市场运行失灵的情况下，国有企业应该是纠正市场失灵的重要手段。在目前的制度框架下实现这一目标，至少可以把企业分为两类，大部分国企可以以公共服务为目的，不以盈利为目的，减小这些企业的权力；有少数企业可以由国家成立资本运营公司。分类之后，负责公共服务的企业可以慢慢退出竞争领域。负责资本运营的企业成立国有资本融投资平台，可以通过市场化的方式运作企业，受国家相关部门管理，只负责资本的收益率（聂辉华，2015）。

三、供给侧结构性改革——中国特色宏观经济学的最新成果

如上所述，新形势下，中国特色宏观经济学需要回答三个问题：第一，面对我国经济发展进入新常态、国际发展环境深刻变化的新形势，如何贯彻落实新发展理念、加快转变经济发展方式、提高发展质量和效益，如何更好地保障和改善民生、促进社会公平正义。第二，面对改革进入攻坚期和深水区、各种深层次矛盾和问题不断呈现、各类风险和挑战不断增多的新形势，如何提高改革决策水平、推进国家治理体系和治理能力现代化。第三，面对凯恩斯主义、新自由主义、结构主义等西方宏观经济学主流理论学说的争论，如何从中国正在进行的伟大而独特的实践资料中，提升具有中国特色的宏观经济学分析框架，体现出中国风格和中国气派。中国特色宏观经济学的最新理论成果——供给侧结构性改革——对上述三个问题给出了清晰的回答。

所谓供给侧结构性改革，是从提高供给质量出发，用改革的办法推进结构调整，矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，更好满足广大人民群众的需要，促进经济社会持续健康发展。推进供给侧结构性改革，既有明确的理念，也有清晰的思路，还有具体的任务。各地区各部门要按照创新、协调、绿色、开放、共享“五大发展理念”的要求，适应经济发展新常态，实行宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总体思路，围绕去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板“五大重点任务”，坚定地干、大胆地干、扎实地干、精准地干、决不回头地干（“权威人士”，2016）。

(一)供给侧结构性改革的背景和逻辑基础

供给侧结构性改革的背景是中国经济进入“新常态”。中国经济进入“新常态”是在综合分析世界经济长周期和我国发展阶段特征及其相互作用后做出的重大判断。生产成本上升、技术进步方式变化、投资收益率下降、出口导向型增长不可持续,这几个因素使得中国经济进入了一个“新常态”。这个新常态的表现就是经济增长率下降、“滞胀”隐患出现、就业压力减小、消费占比提高、产业结构从劳动密集型向资金密集型和知识密集型转换,以及对自主研发的需求增加。在“新常态”下,我国应该适度降低经济增长目标,深化改革,加快产业结构调整和自主创新,实行供给和需求双扩张的政策组合,在需求管理方面,实行货币稳健或小量紧缩、财政扩张的政策组合(刘伟、苏剑,2014)。

从短期来看,当前我国经济新常态表现出四大典型特征:一是在 GDP 增速逐季回落过程中,价格总水平保持相对稳定状态;二是在 GDP 增速与工业增加值增速持续回落的同时,就业状况保持较为良好态势;三是七大类结构参数开始发生较大变化,我国结构大调整时代已开启;四是前期刺激性政策的后遗症十分严重,经济系统性风险难以在短期内化解(刘元春,2015)。从中期来看,我国经济出现九大特征:个性化、多样化消费渐成主流;一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现;低成本比较优势发生转化;生产小型化、智能化、专业化将成为组织新特征;人口老龄化日趋发展,农业富余人口减少,经济增长将更多依靠人力资本质量和技术进步;市场竞争逐步转向质量型、差异化为主;环境承载能力已达到或接近上限;化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间;既要全面化解产能过剩,也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向(贾康,2015)。从长期来看,新常态下的经济增长表现出六个基本特征,即阶段性增长、创新驱动增长、产业结构优化与升级型增长、以服务业为主导的增长、环境友好型与资源节约型增长(胡乃武、田子方,2015)。

因此,新常态下,我国发展既面临前所未有的新机遇,也面临着很多新问题和新矛盾。认识新常态、适应新常态、引领新常态,需要坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展观念,全面推进供给侧结构性改革。

推进供给侧结构性改革,是正确认识经济形势后选择的经济治理药方。“四降一升”等突出矛盾和问题主要是结构性的。在当前形势下,国民经济不可能通过短期刺激实现 V 型反弹,可能会经历一个 L 型增长阶段。解决中长期经济问题,传

统的凯恩斯主义药方有局限性，根本之道在于结构性改革。在中国前进的道路上，必须破除长期积累的一些结构性、体制性、素质性突出矛盾和问题。这些突出矛盾和问题近期主要表现为“四降一升”，即经济增速下降、工业品价格下降、实体企业盈利下降、财政收入增幅下降、经济风险发生概率上升。这些问题主要不是周期性的，而是结构性的，根本解决之道在于结构性改革，这是我们不得不采取的重大举措(“权威人士”，2016)。

供给侧结构性改革的理论思维和战略举措，其理论基础既不是供给学派，也不是结构主义，更不是新自由主义，而是马克思主义理论观点和方法论在新常态下的具体运用，是中国特色社会主义政治经济学在新的历史时期的发展和创新，它标志着我国经济工作的指导思想和发展战略进入到一个新的阶段(郭杰、于泽、张杰，2016)。其目的是通过改革生产关系，解放和发展生产力，促进我国社会主义制度的自我完善，为跨越中等收入陷阱，到2020年全面实现小康社会创造条件，为中华民族的伟大复兴奠定更坚实的物质基础。

供给侧结构性改革的理论基础是、也只能是中国特色社会主义经济理论在新时期的创新发展，具体而言就是以新常态理论为创新内容的中国特色社会主义政治经济学(刘元春，2016a)。它以最大限度解放和发展生产力为目的，以是否形成激励相容的动力机制为检验标准，把握促进经济增长的多层次举措，构建新型所有制模式，从整体调整、全面改革、协调发展的角度展开。第一，从社会主义本质论出发，供给侧结构性改革的目的是最大限度解放和发展生产力，其核心标志是不断提高资源配置效率，不断提高全要素生产率，不断提高全体人民的福利水平。按照政治经济学的生产关系理论，各种生产关系、社会关系和政治关系归根结底都是利益关系。要建立适应生产力发展的制度体系，就必须充分发挥社会主体的作用，建立激励相容的动力机制，通过协调各种利益关系，形成利益和谐共容的生产体系、分配体系和交换体系。第二，从政治经济学的增长理论来看，经济增长的动力不仅来源于资本、劳动力和其他要素的投入，更为重要的来源是技术和分工水平的提升。增长阶段转换体现为产业体系升级，并会出现生产关系以及上层建筑的调整和局部性的革命性变化。因此，促进经济增长的举措包含多个层次，构成推进供给侧结构性改革的政策环境。第三，按照中国特色社会主义政治经济学的所有制理论，生产力发展受到阻滞，意味着生产关系特别是所有制体系方面存在与生产力发展不相适应的问题。因此，供给侧结构性改革必须适应生产力发展要求，以国有企业改革为核心构建新型所有制模式。第四，根据政治经济学市场运行理论，市场供求失

衡不仅意味着需求不足或供给过剩，而且表明生产、分配、流通、消费四大环节都出现了问题，是多环节的市场失灵。其中，生产环节中的所有制、企业劳动关系、治理体系以及竞争体系尤为重要，是很多资源配置问题的根源所在。因此，以供给侧结构性改革解决当前的经济问题，必须从生产、分配、流通、消费多环节寻找答案，从整体调整、全面改革、协调发展的角度展开。推进供给侧结构性改革，尤其要从生产环节入手，推动过剩产能化解，促进产业优化重组，降低企业成本，发展新兴产业和现代服务业，增加公共产品和服务供给，提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性。

推进供给侧结构性改革，必须加强和改善党对经济工作的领导，排除干扰，心无旁骛，牢牢把握住中国特色社会主义政治经济学的几个重大原则：一是坚持解放和发展社会生产力。这是最根本的任务；二是坚持社会主义市场经济改革方向。深化经济体制改革的主线，是让市场在资源配置中起决定性作用，这是生产力能否解放好、发展好以及供给侧结构性改革能否取得成效的重大原则性问题；三是坚持调动各方面积极性。人是生产力中最活跃的因素，必须充分调动人的积极性，充分调动中央和地方两个积极性，这是改革开放以来的重要经验。要为创新人才建立完善激励机制，调动其积极性。对各级干部，要坚持激励和约束并举，既坚持党纪国法的“高压线”，也要重视正面激励，完善容错纠错机制，旗帜鲜明给那些呕心沥血做事、不谋私利的干部撑腰鼓劲。总之，我们要学好用好中国特色社会主义政治经济学，把各方面的力量凝聚起来，形成推进供给侧结构性改革的整体合力（“权威人士”，2016）。

（二）供给侧结构性改革的核心在于修复动力机制

推进供给侧结构性改革不是搞新的“计划经济”。恰恰相反，供给侧结构性改革就是要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过进一步完善市场机制，矫正以前过多依靠行政配置资源带来的要素配置扭曲。为此，要调整各类扭曲的政策和制度安排，进一步激发市场主体活力，更好发挥市场在资源配置中的决定性作用，这是社会主义市场经济在新形势下的完善和深化，决不是要回到计划经济的老路上。推进供给侧结构性改革，是问题倒逼、必经关口。处于转型期的中国，经济发展长期向好的基本面没有变，经济韧性好、潜力足、回旋余地大的基本特征没有变，经济持续增长的良好支撑基础和条件没有变，经济结构调整优化的前进态势没有变。认识供给侧结构性改革，就是要看到在当前全球经济和国内经济形势下，国

民经济不可能通过短期刺激实现V型反弹，可能会经历一个L型增长阶段。致力于解决中长期经济问题，传统的凯恩斯主义药方有局限性供给侧结构性改革是我们不得不采取的重大举措。

推进供给侧结构性改革，战略上我们要着眼于打好持久战，坚持稳中求进，把握好节奏和力度；战术上我们要抓住关键点，致力于打好歼灭战，主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板“五大重点任务”。完成这“五大重点任务”，既需要有绵绵用力、久久为功的韧劲，也需要有立说力行、立竿见影的狠劲，确保2016年过剩产能和房地产库存减少，企业成本上涨和工业品价格下跌势头得到遏制，有效供给能力有所提高，财政金融风险有所释放。

完成好“五大重点任务”要全面深化改革。“五大重点任务”的具体内容非常多，但病根都是体制问题。无论是处置“僵尸企业”、降低企业成本、化解房地产库存、提升有效供给还是防范和化解金融风险，解决的根本办法都得依靠改革创新，只有进行顶层设计创新、体制机制创新，不失时机地进行技术创新，才可能有效推动这次重大的结构性改革。

（三）供给侧结构性改革的主体在于扭转发展方式

推进供给侧结构性改革，是大势所趋、形势使然。当前我国经济正从粗放向集约、从简单分工向复杂分工的高级形态演进，这是客观要求。我们不论主观上怎么想，都不能违背客观规律。粗放型经济发展方式曾经在我国发挥了很大作用，但现在再按照过去那种粗放型发展方式来做，不仅国内条件不支持，国际条件也不支持，是不可持续的。不抓紧转变，总有一天会走进死胡同。要发挥我国经济巨大潜能和强大优势，必须加快转变经济发展方式，加快调整经济结构，加快培育形成新的增长动力。通过转变经济发展方式实现持续发展、更高水平发展，这是中等收入国家跨越“中等收入陷阱”必经的阶段。中央经济工作会议提出，适应和引领经济发展新常态，推进供给侧结构性改革，要努力实现十个方面工作重点的转变。也就是：推动经济发展，要更加注重提高发展质量和效益；稳定经济增长，要更加注重供给侧结构性改革；实施宏观调控，要更加注重引导市场行为和社会心理预期；调整产业结构，要更加注重加减乘除并举；推进城镇化，要更加注重以人为核心；促进区域发展，要更加注重人口经济和资源环境空间均衡；保护生态环境，要更加注重促进形成绿色生产方式和消费方式；保障改善民生，要更加注重对特定人群特殊困难的精准帮扶；进行资源配置，要更加注重使市场在资源配置中起决定性作用；扩大

对外开放，要更加注重推进高水平双向开放。在工作实践中，各地区各部门都要以“十个更加注重”为标尺，对不上的事不能再干，对得上的事要加把劲干（“权威人士”，2016）。

（四）供给侧结构性改革的外延在于纠正宏观调控

推进供给侧结构性改革不是实行需求紧缩。供给和需求不是非此即彼的关系，两者互为条件，相互转化，两手都得抓，但主次要分明。当前经济周期性矛盾和结构性矛盾并存，但主要矛盾已转化成结构性问题。因此，必须在适度扩大总需求和调整需求结构的同时，着力加强供给侧结构性改革，把改善供给结构作为我们的主攻方向，实现由低水平供需平衡向高水平供需平衡跃升。当然，推进供给侧结构性改革过程中，需要营造稳定的宏观环境，在需求政策上，既不能搞强刺激，也要防止出现顺周期紧缩。

当前和今后一个时期，要在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，实施“五大政策支柱”，即宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底。这“五大政策支柱”的具体内容已经得到各方面广泛认可，但如何更加准确地加以把握还需要进一步明确。“五大政策支柱”整体融合、有机结合、相互配合，旨在为推进供给侧结构性改革营造更好的环境和条件：第一，宏观政策要稳，就是要为结构性改革营造稳定的宏观经济环境。要坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，但重点和力度有所调整。积极的财政政策要加大力度，对企业实行减税，并用阶段性提高财政赤字率的办法弥补收支缺口。稳健的货币政策要灵活适度，主要体现在为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，既要防止顺周期紧缩，也绝不要随便放水，而是针对金融市场的变化进行预调微调，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长。第二，产业政策要准，就是要按照结构性改革的方向和要求，通过功能性的产业政策加以引导，而不是政府去确定具体项目，或选择把钱投向哪一家企业，具体的投资机会还要由企业家来摸索和把握。实践证明，市场的选择是最有效益的。第三，微观政策要活，就是要把企业真正当作经济发展的主体，“放水养鱼”，让企业去创造有效供给和开拓消费市场。第四，改革政策要实，就是要一项一项出台、一项一项督导，让各项具体改革举措落地，促进供给侧结构性改革重大决策的落实。第五，社会政策要托底，就是要从思想、资金、物资等方面有充分准备，切实守住民生底线，为供给侧结构性改革提供更和谐稳定的社会环境（“权威人士”，2016）。

四、中国特色宏观经济学未来发展方向

中国改革开放的伟大实践赋予了中国特色宏观经济学创新的动力。当代中国正经历着历史上最为广泛而深刻的社会变革和最为宏大而独特的实践创新，必将给理论创造、学术繁荣提供强大动力和广阔空间。“这是一个需要理论而且一定能够产生理论的时代，这是一个需要思想而且一定能够产生思想的时代。”中国经济学家要肩负起经济学理论创新的历史重任，在理论与实践的互动中推进中国特色宏观经济学的发展，创建具有中国风格、中国气派的宏观经济学，更好地指导我国经济发展实践。未来中国特色宏观经济学的发展，将在三方面取得重大突破：一是更加强调改革发展过程中政治经济学的作用；二是更加重视中国与世界经济的互动和政策溢出；三是对金融规律的认识提升到一个新的高度。

首先，在中国经济转型发展过程中，政治经济学对中国经济的改革和发展起到重要的推动作用甚至是主导作用。我国社会主义经济发展波澜壮阔的进程和举世瞩目的成就离不开中国特色社会主义政治经济学的科学理论指导，中国特色社会主义经济发展的生动实践又为不断开拓当代中国马克思主义政治经济学新境界提供了鲜活经验。要在理论与实践的互动中推进中国特色社会主义政治经济学新发展，更好指导我国经济发展实践(刘伟，2016)。中国经济制度中的最大特点或最显著的“中国特色”就反映在政治与经济的关系、政府与市场的关系、政与商的关系中。过去 30 多年，中国比世界上任何一个国家和地区更重视经济的发展，政府与经济发展如此紧密地融合，政府也有着强烈的激励去实现经济增长。因为一方面，这种政商关系成就了中国经济的高速发展 30 多年，政府成为推动经济发展的“帮助之手”。另一方面，这种政商关系也造成了一些政府官员以权谋私的腐败。如果经济“新常态”意味着这种政商关系的终结，那么未来政商关系的变化将如何影响政府官员的激励，如何影响企业和企业家，如何影响政府和市场的关系都是经济新常态中的新的重要问题(钱颖一，2015)。

从实现需求看，当前应该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。政治经济环境的变异导致传统宏观调控政策的传递机制发生变异，传统的宏观经济政策失灵问题十分严重。传统宏观经济政策通过产业政策、投资闸门、信贷闸门、土地闸门以及财政政策等措施来调控宏观经济波动，调控的效果十分明显。但自 2014 年以来这些政策调控的宏观效果却

开始弱化。这与投资和刺激的边际效应递减有关，但更重要的是由于各种宏观环境、政治经济生态以及社会结构的变化导致传统宏观经济政策的失灵。各类政策在地方政府懒政庸政、部门利益冲突、政商关系重构、动力激励体系转换等因素的作用下难以发挥应有的效果。积极的财政政策不积极、稳健的货币政策不稳健、扩张的产业政策难以到位以及精英阶层的懈怠是当前经济下滑的核心根源。庸政懒政现象常态化，各级政府行为模式正处于新旧动力机制转换的空档期。由于新一轮大改革与大调整的激励相容的动力机制的缺乏是经济持续回落的深层次核心原因。未来是否能够构建出新一轮激励相容的动力机制是中国宏观经济能够实现触底反弹的关键。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，主要包括几个方面：一是要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。二是树立新型的政企关系和政商关系不仅要有中长期的规划，同时也要有短期规划。三是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（刘元春、闫衍、刘晓光，2016）。

其次，中国与世界经济的互动和政策溢出。一方面，目前世界经济仍未真正走出经济危机的阴霾，对中国经济的冲击还在持续加大。此次经济危机的出现是对以美国为中心的全球经济增长方式的一次调整，这种调整是对美国过度消费、外围国家过度生产所积累起的全球经济风险的纠偏。根据历史的经验，全球经济增长方式的调整必须建立在制度创新或技术创新的基础上，然而从 2008 年危机爆发至今，仍还没有看到任何技术和制度创新的迹象，任何经济指标所反映出的经济复苏迹象目前都缺乏创新的基础。在缺乏创新基础的情况下，全球经济出现复苏的迹象，则说明针对现存全球经济格局的调整远没有到位，今后若干年中类似的经济调整还会反复的出现，直至新的全球经济的增长方式的出现，新一轮的全球经济的繁荣阶段才会到来。同时，无创新的经济复苏不会改变全球经济的基本格局，美国作为金融和研发中心，日德为高产品制造业中心，以及东亚新兴国家为中低端产品制造业中心（雷达等，2010）。事实上，世界经济面临“大停滞”的风险。2008 年的世界经济危机标志着世界经济已经渡过技术创新的高速扩张期，世界经济开始步入到技术的平缓扩散期、制度重构期和结构调整期，过去 20 多年中世界经济所拥有的技术革命的红利将逐步消失，世界经济增速将面临拐点性回落。世界经济危机

状态的结束、全球制度体系的逐步重构以及ITC技术的进一步拓展等因素虽然会带领世界经济摆脱危机，走出低迷，出现一定程度的反弹，但在未来相当长一段时期中世界经济增速难以重返危机前的状态。全球化红利已随着美国技术的扩散、中国和印度等国纳入到全球化体系的剩余劳动力的枯竭而步入到递减阶段，这将导致利益分配的模式以及由此产生的经济政治交往模式发生重大的调整。收入分配的两极分化和劳资分配关系的恶化是全球经济下滑的另一个结构性因素，全球性收入分配改革已在世界各国全面拉开。金融危机的爆发和全球化红利的递减同时也标志着世界经济不平衡逆转以及相应的世界经济结构调整的开始。在世界经济摆脱经济危机最困难的时点之后，各国宏观参数的改善将促使各国政府陆续推出危机时期采取的各种非常规刺激政策，从而宣告世界经济步入“宏观经济政策的大调整期”(刘元春等，2016)。

另一方面，中国经济的体量和对世界经济的影响越来越大。中国的政策溢出效应会越来越强，很难用封闭的宏观经济框架来描述和解决中国经济问题。中国作为崛起中的经济大国，与世界经济的联系越发紧密。随着中国经济规模的不断扩大、世界影响力的增强，中国的发展问题也会引发出一系列新的世界问题。中国经济发展对全球商品市场和贸易的影响越来越大，中国改革的深入和市场的不断变化都对全球货币、资本和人才市场产生直接或间接的影响，中国经济的崛起可能会引发全球游戏规则的改变，所以，世界在关注着中国的发展。目前，中国的市场规模和人才规模有可能会改变技术创新和商业创新模式。在经济全球化和技术进步的背景下，中国巨大的人口规模和中等收人水平不仅提供了巨大的市场需求，也同时提供了巨大的创新供给，这类情况在过去是没有过的(钱颖一，2015)。

最后，宏观经济学对金融规律的认识必须提升到一个新的高度，构建金融和实体经济相统一的综合理论框架。从理论上看，构建金融和实体经济相统一的综合理论框架，其核心任务是要系统重建传统宏观经济学和金融学的理论基础，使现代经济运行两个不可或缺的组成部分——金融和实体经济——同时进人理论框架并得到统一和一致的刻画。当务之急是首先必须重建宏观经济学的“金融支柱”，即系统地将整个金融体系作为一个完整的内生性分析框架的核心组成部分纳入分析，而不仅仅只是简单地考虑货币和信贷。这种刻画不仅有助于澄清危机前主流宏观经济学长期存在的各种理论困境，而且很有可能为正在酝酿变革的宏观经济政策实践带来若干前所未有的革命性影响(陈雨露，2015)。

参考文献

[1]蔡昉:《“中等收入陷阱”的理论、经验与针对性》,《经济学动态》2011 年第 12 期。

[2]陈亮:《中国跨越“中等收入陷阱”的开放创新——从比较优势向竞争优势转变》,《马克思主义研究》2011 年第 3 期。

[3]陈文通:《对“经济发展新常态”的经济学解读》,《中国延安干部学院学报》2015 年第 3 期。

[4]陈彦斌、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《下行压力和刺激依赖下的中国宏观经济》,《中国宏观经济分析与预测报告》2014 年第 2 季度。

[5]陈雨露:《“新常态”下的经济和金融学理论创新》,《经济研究》2015 年第 12 期。

[6]成思危:《转变经济发展方式,规避“中等收入陷阱”》,《拉丁美洲研究》2011 年第 3 期。

[7]程恩富、董宇坤:《大力发展公有资本为主体的混合所有制经济》,《政治经济学评论》2015 第 1 期。

[8]杜黎明、孙晓雅:《以混合所有制经济巩固我国基本经济制度》,《经济纵横》2015 年第 9 期。

[9]樊纲:《中国经验与理论创新》,《经济研究》2015 年第 12 期。

[10]方福前、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《大改革视野下中国宏观调控体系重构》,《中国宏观经济分析与预测报告》2014 年第 1 季度。

[11]高尚全:《加快形成有利于经济发展方式转变的体制机制》,《四川改革》2010 年第 1 期。

[12]顾钰民:《发展混合所有制经济的理论思考》,《中国高校社会科学》2015 年第 4 期。

[13]郭杰、于泽、张杰:《供给侧结构性改革的理论逻辑及实施路径》,北京:中国社会科学出版社,2016 年第 1 版。

[14]胡乃武、田子方:《新常态下我国经济增长的基本特征及前景》,《经济纵横》2015 年第 8 期。

[15]贾康:《把握经济发展“新常态”打造中国经济升级版》,《国际行政学院学报》2015 年第 1 期。

[16]雷达、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《全球经济再平衡与中国经济的外部风险》,《中国宏观经济分析与预测报告》2010 年第 1 季度。

[17]冷兆松:《发展混合所有制经济的决策演进》,《当代中国史研究》2015 年第 6 期。

[18]李扬、殷剑峰:《劳动力转移过程中的高储蓄、高投资和中国经济增长》,《经济研究》2005 年第 2 期。

[19]李扬、张晓晶:《“新常态”:经济发展的逻辑与前景》,《经济研究》2015 年第 5 期。
[20]李扬:《借鉴国际经验,应对“中等收入陷阱”的挑战》,《拉丁美洲研究》2011 年第 3 期。
[21]林毅夫、苏剑:《论我国经济增长方式的转换》,《管理世界》2007 年第 11 期。
[22]林毅夫:《潮涌现象与发展中国家宏观经济理论的重新构建》,《经济研究》2007 年第 1 期。
[23]林毅夫:《新常态下中国经济的转型和升级:新结构经济学的视角》,《新金融》2015 年第 5 期。
[24]林兆木:《关于转变经济发展方式问题》,《新华文摘》2010 年。
[25]刘凤良、于泽、闫衍:《寻求市场驱动与激励相容的产业结构新调整》,《中国宏观经济分析与预测报告》2013 年第三季度。
[26]刘伟、苏剑:《供给管理与我国现阶段的宏观调控》,《经济研究》2007 年第 2 期。
[27]刘伟、张辉:《中国经济增长中的产业结构变迁和技术进步》,《经济研究》2008 第 11 期。
[28]刘伟:《发展混合所有制经济是建设社会主义市场经济的根本性制度创新》,《经济理论与经济管理》2015 年第 1 期。
[29]刘伟:《经济发展和改革的历史性变化与增长方式的根本转变》,《经济研究》2006 第 1 期。
[30]刘伟:《突破“中等收入陷阱”的关键在于转变发展方式》,《上海行政学院学报》2011 年第 12 卷第 1 期。
[31]刘伟:《我国经济增长及失衡的新变化和新特征》,《经济学动态》2014 年第 3 期。
[32]刘伟:《新常态下中国特色社会主义政治经济学的核心命题和主要任务》,《光明日报》2016－05－05。
[33]刘霞辉、张平、张晓晶:《改革年代的经济增长与结构变迁》,格致出版社、上海人民出版社,2008。
[34]刘晓光、卢锋:《中国资本回报率上升之谜》,《经济学(季刊)》,2014 年第 3 期。
[35]刘元春、闫衍、刘晓光:《持续探底进程中的中国宏观经济——2015—2016 年中国宏观经济分析与预测》,《经济理论与经济管理》2016 年第 1 期。
[36]刘元春、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《2014－2015 年中国宏观经济分析与预测——步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济》,《经济理论与经济管理》2015 年第 3 期。
[37]刘元春、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《财务结构快速调整中的中国宏观经济》,《中国宏观经济分析与预测报告》2007 年第 4 季度。

[38]刘元春 a:《论供给侧结构性改革的理论基础》,《人民日报》2016 年 2 月 25 日。
[39]刘元春等:《中国新常态宏观经济:机制变异与理论创新》,北京:中国社会科学出版社,2016 年第 1 版。
[40]刘志彪:《经济发展新常态下产业政策功能的转型》,《南京社会科学》2015 年第 3 期。
[41]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》,《中国社会科学》2015 年第 12 期。
[42]卢锋:《宏调的逻辑:从十年宏调史读懂中国经济》,北京:中信出版社,2016 年第 1 版。
[43]吕冰洋:《中国资本积累的动态效率:1978—2005》,《经济学(季刊)》,2008 年第 7 卷第 2 期。
[44]马晓河:《"中等收入陷阱"的国际观点和中国策略"》,《改革》2011 年第 11 期。
[45]毛振华、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《次高速时期的中国经济增长》,《中国宏观经济分析与预测报告》2009 年第 3 季度。
[46]逄锦聚:《经济发展方式转变与经济结构调整》,《财会研究》2010 年第 5 期。
[47]逄锦聚:《中国经济学创新的四个来源》,《人民日报》2015 年 6 月 1 日。
[48]钱颖一:《新常态下的经济学创新》,《经济研究》2015 年第 12 期。
[49]权威人士:《开局首季问大势——权威人士谈当前中国经济》,《人民日报》2016 年 5 月 9 日。
[50]权威人士:《七问供给侧结构性改革——权威人士谈当前经济怎么看怎么干》,《人民日报》2016 年 1 月 4 日。
[51]石冀平:《关于市场决定资源配置与公有制主体地位的一些思考》,《海派经济学》2015 年第 2 期。
[52]孙咏梅:《我国经济增长中的矛盾与资源的有效配置》,《当代经济研究》2011 年第 11 期。
[53]王国刚:《城镇化:中国经济发展方式转变的重心所在》,《经济研究》2010 年第 12 期。
[54]王晋斌,中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《寻求增长目标与民生目标协同的中国宏观经济》,《中国宏观经济分析与预测报告》2011 年第 2 季度。
[55]卫兴华、何召鹏:《从理论和实践的结合上弄清和搞好混合所有制经济》,《经济理论与经济管理》2015 年第 1 期。
[56]卫兴华:《转变经济发展方式需要处理好四个关系》,《红旗文稿》2010 第 15 期。
[57]魏杰:《转变经济增长方式是全面且深入的改革——"政府主导"是模式还是改革对象》,《学术月刊》2011 年第 8 期。
[58]吴敬琏:《国有经济改革仍然任重道远》,《价格与市场》2011 年第 2 期。

[59]吴敬琏:《做好加快经济发展方式转变这篇大文章》,《学习月刊》2010 年 8 期。
[60]徐朝阳、林毅夫:《发展战略与经济增长》,《中国社会科学》2010 年第 3 期。
[61]杨承训:《用“部分质变”原理考量新常态经济升级》,《毛泽东邓小平理论研究》2015 年第 1 期。
[62]杨承训:《转变经济发展方式中若干关系论析》,《中共天津市委党校学报》2010 年第 3 期。
[63]杨静:《中国经济规律研究会第 20 届年会综述》,《经济学动态》2010 年第 10 期。
[64]杨瑞龙、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《工资形成机制变革下的市场导向型经济结构调整——契机、路径与政策》,《中国宏观经济分析与预测报告》2010 年第三季度。
[65]杨瑞龙、中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《内需可持续增长的结构基础与政策选择》,《中国宏观经济分析与预测报告》2012 年第 1 季度。
[66]杨瑞龙:《改革开放的实践推动了理论经济学的创新》,《中国人民大学学报》2008 年第 22 卷第 5 期。
[67]袁江、张成思:《强制性技术变迁、不平衡增长与中国经济周期模型》,《经济研究》2009 年第 12 期。
[68]张晓晶:《试论中国宏观调控新常态》,《经济学动态》2015 年第 4 期。
[69]张勋、刘晓光、樊纲:《农业劳动力转移与家户储蓄率上升》,《经济研究》2014 年第 4 期。
[70]张玉台等:《加快转变经济发展方式的目标要求和战略举措》,《中国经济时报》2010 年 5 月 24 日。
[71]张卓元:《我国转变经济发展方式的难点在哪里》,《经济纵横》2010 年第 6 期。
[72]赵振华:《完善加快转变经济发展方式的体制机制》,《中共珠海市委党校学报》2010 年第 2 期。
[73]赵志耘、吕冰洋、郭庆旺、贾俊雪:《资本积累与技术进步的动态融合:中国经济增长的一个典型事实》,《经济研究》2007 年第 11 期。
[74]中国经济增长与宏观稳定课题组:《城市化、产业效率与经济增长》,《经济研究》2009 年第 10 期。
[75]中国经济增长与宏观稳定课题组:《干中学、低成本竞争和增长路径转变》,《经济研究》2006 年第 4 期。
[76]中国人民大学宏观经济分析与预测课题组:《历年中国宏观经济分析与预测报告(2006—2016)》。
[77]周绍朋、朱晓静:《论加快混合所有制经济发展》,《中国行政管理》2015 年第 4 期。

附　　录

中国宏观经济论坛系列报告(2006—2016)

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
1	中国宏观经济分析与预测报告(2006—2007)	中国宏观经济形势报告	刘元春 闫衍
2	中国宏观经济分析与预测报告(2007 年中期)	中国宏观经济形势分析与预测报告	刘元春 闫衍 朱戎
3	中国宏观经济分析与预测报告(2007 年第三季度)	宏观视野下的外资与外贸	雷达
4	中国宏观经济分析与预测报告(2007—2008)	财务结构快速调整中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
5	中国宏观经济分析与预测报告(2008 年第一季度)	经济繁荣时期的中国财政政策	刘凤良 闫衍 朱戎
6	中国宏观经济分析与预测报告(2008 年中期)	全球滞涨威胁下的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
7	中国宏观经济分析与预测报告(2008 年第三季度)	全球利益调整中的中国宏观金融风险	王晋斌 闫衍 朱戎
8	中国宏观经济分析与预测报告(2008—2009)	深度下滑中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎

续表

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
9	中国宏观经济分析与预测报告(2009 年第一季度)	走出经济低谷的改革措施与宏观治理	杨瑞龙 刘元春 周业安 闫衍 朱戎
10	中国宏观经济分析与预测报告(2009 年中期)	分化、振荡与复苏中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
11	中国宏观经济分析与预测报告(2009 年第三季度)	次高速时期的中国经济增长	毛振华 刘元春 朱戎
12	中国宏观经济分析与预测报告(2009－2010)	走出“进退两难”的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
13	中国宏观经济分析与预测报告(2010 年第一季度)	全球经济再平衡与中国经济的外部风险	雷达 闫衍 朱戎
14	中国宏观经济分析与预测报告(2010 年中期)	“周期调整”与“多重政策”作用下的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
15	中国宏观经济分析与预测报告(2010 年第三季度)	工资形成机制变革下的市场导向型经济结构调整——契机、路径与政策	杨瑞龙 杨继东 闫衍 朱戎
16	中国宏观经济分析与预测报告(2010－2011)	流动性回收与新规划效应下的中国宏观经济	刘元春 闫衍 朱戎
17	中国宏观经济分析与预测报告(2011 年第一季度)	经济增长与民生目标冲突下的中国通货膨胀	陈彦斌 闫衍 朱戎
18	中国宏观经济分析与预测报告(2011 年中期)	寻求增长目标与民生目标协同的中国宏观经济	王晋斌 闫衍 朱戎
19	中国宏观经济分析与预测报告(2011 年第三季度)	审慎人民币国际化进程下的香港离岸中心重构 ——困境、定位与政策选择	雷达 范志勇 赵勇
20	中国宏观经济分析与预测报告(2011－2012)	放缓加速、风险上扬与结构刚性冲击下的中国宏观经济	刘元春 闫衍 段亚林

续表

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
21	中国宏观经济分析与预测报告(2012 年第一季度)	内需可持续增长的结构基础与政策选择	杨瑞龙 于春海 杨继东 闫衍 段亚林
22	中国宏观经济分析与预测报告(2012 年中期)	复苏受阻与刺激重返的中国宏观经济	刘元春 闫衍 段亚林
23	中国宏观经济分析与预测报告(2012 年第三季度)	多重目标下宏观经济政策的定位与选择	郭杰 于泽 闫衍 段亚林
24	中国宏观经济分析与预测报告(2012－2013)	迈向新复苏和新结构、超越新常态的中国宏观经济	刘元春 闫衍 段亚林
25	中国宏观经济分析与预测报告(2013 年第一季度)	中国经济增长困境的形成机理与应对策略	陈彦斌 闫衍 段亚林
26	中国宏观经济分析与预测报告(2013 年第二季度)	扭曲加剧、复苏乏力与改革重启的中国宏观经济	毛振华 刘元春 闫文涛 闫衍 段亚林
27	中国宏观经济分析与预测报告(2013 年第三季度)	寻求市场驱动与激励相容的产业结构新调整	刘凤良 于泽 闫衍
28	中国宏观经济分析与预测报告(2013－2014)	大改革与大转型中的中国宏观经济	刘元春 闫衍
29	中国宏观经济分析与预测报告(2014 年第一季度)	大改革视野下中国宏观调控体系重构	方福前 闫衍
30	中国宏观经济分析与预测报告(2014 年中期)	下行压力和刺激依赖下的中国宏观经济	陈彦斌 闫衍
31	中国宏观经济分析与预测报告(2014－2015)	步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济	刘元春 闫衍
32	中国宏观经济分析与预测报告(2015 年第一季度)	财政困局下经济结构调整路径的再定位	郭杰 闫衍
33	中国宏观经济分析与预测报告(2015 年中期)	低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济	刘元春 闫衍

续表

总期数	报告季度	报告主题	主报告人
34	中国宏观经济分析与预测报告(2015 年第三季度)	控风险与稳增长挤压下的货币政策	范志勇 闫衍
35	中国宏观经济分析与预测报告(2015－2016)	探底进程中的中国宏观经济	刘元春 闫衍 刘晓光
36	中国宏观经济分析与预测报告(2016 年第一季度)	后 SDR 时期中国宏观政策框架的重构	曹远征 闫衍 于春海
37	中国宏观经济分析与预测报告(2016 年中期)	供给侧结构性改革下的中国宏观经济	刘元春 闫衍 刘晓光

分报告二

中国经济增长十年回顾:动能切换与结构转型

刘凤良　章潇萌

摘要:近十年来,我国经济在增速换挡的同时呈现出典型的结构转移特征:需求端由投资和出口转向消费拉动、供给端由要素投入向创新驱动、产业结构由低端向高端转型等多重转变。本文以这些特征事实为背景,讨论结构转变与"经济增速换档"之间的关系。使用细分行业数据,通过将增长动力分解为部门内效率提升驱动和部门间结构转型驱动两个方面,我们将近十年来的增长经验分为三个阶段:2000－2004 年,结构效应对增长的拉动能力增强,主要来源于加入 WTO 扩大外贸和金融体制改革带来的效率提升对转型动力的正向作用;2005－2008 年,结构效应对增长的拉动能力减弱,主要归因于国际分工形成的产业结构固化、行政垄断和信贷政策、以量为主的发展模式对结构转型的负向作用;2009 年至今,结构效应对增长的拉动能力呈震荡态势,体现出反危机政策消化期特征。结合跨国比较的结果,结构效应对增长的作用会随着经济 H 水平的不断发展而逐渐下降。从长期来看,需要将重点放在部门内的效率提升上。因此,在新动能的定位方面,应该强调新技术对传统行业的改造,提高经济效率,不应过度依赖新兴行业的产生。

关键词:增速换档 结构转变 动力分解 结构效应

一、引言

近十年来，我国经济增速经历了从高速向中高速的转变。纵向来看，21 世纪初，我国保持了改革开放以来的高速增长，2000－2007 年 GDP 年均增长率达到 10.52%。2008 年起，经济形势出现明显下滑，GDP 增长率从 2007 年的 14.2%陡然下滑至 2008 年 9.6%，2008－2015 年年均增长率下降至 8.57%，2015 年 GDP 增长率仅为 6.9%，开始了由年均 10%左右的高速增长阶段向年均 7%左右的中高速增长阶段过渡，中国经济进入“增速换档期”，如图 1 所示。从横向来看，在全球经济放缓的背景下，我国 7%左右的增速仍领先于全球主要经济体。根据 IMF 公布的数据，2015 年我国 GDP 总量达到 109838 亿美元，仅次于美国，位于世界第二位。2014 年我国人均 GDP 超过人均 7000 美元，达到 7626 美元，2015 年达到 7990 美元，中国步入世界中等偏上收入国家行列。

与“经济增速换档”同步显现出的经济结构高速转变是我国近十年经济增长的主要特征，其中包括需求端由投资和出口拉动转向消费拉动、供给端由要素投入驱动向创新驱动、产业结构转型等多重转变。基于这一特征事实，我们试图从结构转变的视角，来解释经济增速由高速向中高速的换档。传统对增长的分析大致可分为两个方面，一是供给端的增长核算方法，二是对需求端“三驾马车”的讨论，均难以实现这一目的。前者主要关注经济总量或行业内部的 TFP、资本、劳动和人力资本对经济增长的贡献率。然而，经济增长不仅表现为总量投入增加的推动，更表现为要素在不同部门之间的再配置。如果经济中的不同行业之间生产率存在显著差异，那么要素在不同行业之间的重新配置就可能成为经济增长的重要动力之一（Song et al.，2011）。对发展中国家而言，经济结构变迁较为明显，不同行业之间生产率差异更为常见，仅仅关注要素总量增加的增长核算方法过于总量化，经常会造成要素在部门之间重新配置产生的增长效应被忽略（McMillan &Rodrik，2013）。以总需求分解为基础的增长预测方法更侧重于短期分析，难以发现持续增长所需要的动力机制。

解决上述困难的一种手段是采用增长动力分解方法，将增长源泉分解为部门内的效率提升驱动和部门间资源再配置的结构转型驱动，将结构效应对增长的影响分离出来。McMillan &Rodrik(2013)采用这一方法对亚洲、非洲和拉丁美洲的发展中国家和地区的经济增长动力进行了分解和比较，类似的研究还包括 Timmer(2000)和 Peneder(2003)等。国内来看，刘伟和张辉(2008)采用类似的方法在三次产业层面上对我国技术

进步和产业结构变迁对增长的贡献进行了分解，讨论了1978－2006年我国三次产业的生产率提高和结构变迁对经济增长的效应，得出了市场化力量对我国经济增长的贡献经历了从十分显著向不断降低趋势转变的结论。本文主要借鉴McMillan &Rodrik(2013)所使用的方法并在刘伟和张辉(2008)工作的基础上细分行业，讨论结构效应对经济增长的影响和贡献，主要得出如下结论：(1)验证结构红利的存在性，并基于结构效应由上升到下降再到震荡的定量结果，解释当前我国经济增速放缓的现象；(2)分阶段讨论21世纪以来结构效应变化的原因，从结构角度对政府宏观调控政策效果给出一定的分析，包括加入WTO扩大外贸和金融体制改革带来的效率提升对结构转型的正向作用，国际分工形成的产业结构固化、行政垄断和信贷政策、以量为主的发展模式对结构转型的负向作用，以及对“四万亿”反危机政策效果的评价和反思；(3)使用多部门增长框架的理论分析与实证上的跨国比较分析相结合，指出转型对增长的作用会随着经济水平的不断发展而逐渐下降。因此，从长期来看，保持增长的根本在于立足发挥新动能。而在新动能的定位方面，需要尤其强调新技术对传统行业的改造，提高经济效率，不应过度依赖新兴行业的产生。

本文接下来的内容安排如下：第二部分讨论近十年来我国经济增长表现出的高速结构性转变的特征事实；第三部分对增长动力进行定量分解；第四部分基于上述分解结果，对结构效应进行分阶段总结，并着重讨论政府调控政策对结构效应的影响；第四部分通过跨国比较，得出结构效应的发展空间和未来趋势，并总结全文得出政策建议。

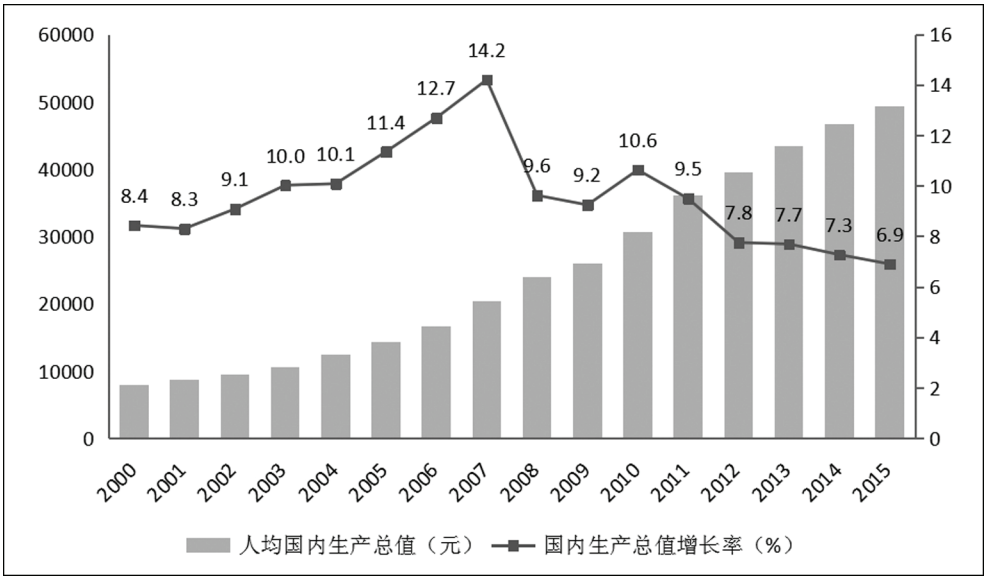


图1　国内生产总值

二、中国经济增长过程中的结构转换特征

(一)“三驾马车”拉动力结构调整

2008年之前,中国经济的高速增长表现出粗放型特征。从需求端来看,消费、投资、出口的拉动作用主要依靠投资完成。由于受到消费增长的制约,投资拉动型经济增长越发表现为对出口拉动的强依赖。然而,当外部经济环境使得出口增速下降,需求端拉动力及其结构调整在所难免。

当前,中国经济虽然面临增速换档、下行压力较大的困局,但需求端由投资和出口拉动转向消费拉动的结构调整却呈现出令人欣慰的迹象。从三大需求对经济增长的贡献率时间趋势来看,世界金融危机之后投资对经济增长的贡献率总体呈下降趋势,2009年,在政府反危机政策刺激下,投资对经济增长的贡献率达到85.96%,出口对经济增长的贡献率却下降了42.8%。随后,伴随着固定资产投资增速逐渐下降,2014年投资对经济增长的贡献率降至46.74%。与此同时,由于对外贸易并没有实现复苏,出口对经济增长的贡献率也仅为1.7%。相反,在这一阶段消费率一改本世纪初至危机前迅速降低的趋势,在危机后取得了稳步提升。根据按照支出法衡量的国内生产总值,2000—2008年,消费率快速下降,由63.7%下降至49.7%,而2011年以来,消费率始终表现为上升趋势,标志着危机前依靠投资拉动的经济增长模式,已经开始发生转变。

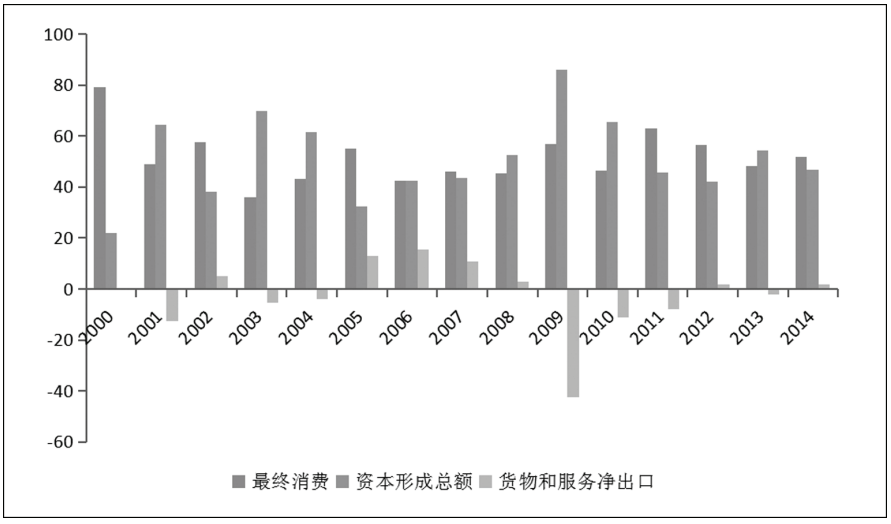


图2　三大需求对经济增长的贡献率(单位:%)

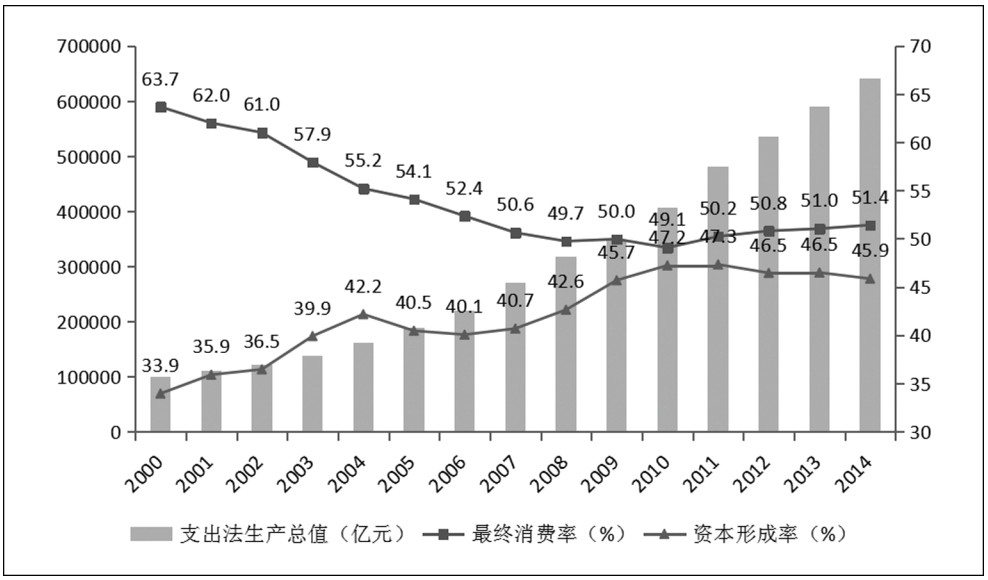


图 3　支付法生产总值和需求结构

1. 消费需求不振

虽然在需求端消费、投资、进出口结构的相对趋势上，表现出了由投资拉动和进出口拉动向消费需求拉动的动力转型，但从消费水平的绝对量来看，我国当前需求不振的问题并没有得到根本好转。2011 年至今，商品零售价格指数和社会消费品零售总额同比增速双双下降，均体现出市场需求并未得到复苏。居民消费水平指数整体来看仍然呈下降趋势，当前处于历史的较低水平，而从城乡居民消费水平来看，虽然两者都呈上升趋势，但它们二者之间的差距也在不断扩大。

除了经济发展的总体水平外，消费需求不足的另外一个重要原因是收入分配差距，包括规模性收入分配和功能性收入分配两个方面体现出来的差距。规模性收入分配差距是不同经济主体之间的收入分配差距，图 5 显示城乡居民消费水平差异呈逐步扩大趋势，这在一定程度上反映出两者之间明显的收入分配差距。功能性收入分配是指不同要素的收入分配。图 6 给出了我国劳动收入份额的数据，图中清晰显现，在功能性收入分配中，劳动收入占比近年来呈现逐渐降低的趋势，相反，资本收入等财产性收入逐步扩大。同时这也暗示出增加国内消费需求的两个可行方法，一是通过城镇化在增加农村居民收入的同时实现农村消费向城市消费的转移，二是通过提高劳动收入占比，提高居民财产性收入来提高居民收入水平，缓解需求不振。

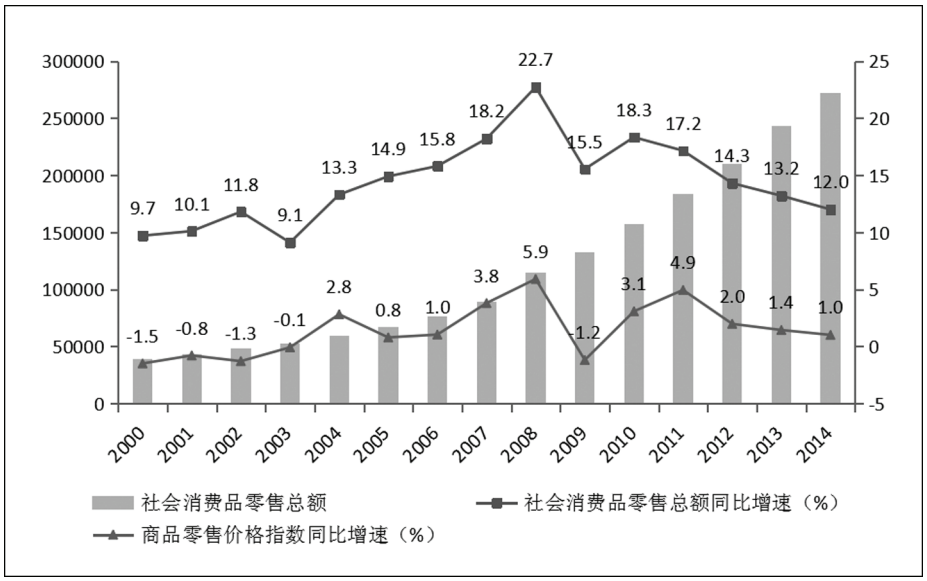


图 4　社会消费总额和价格指数

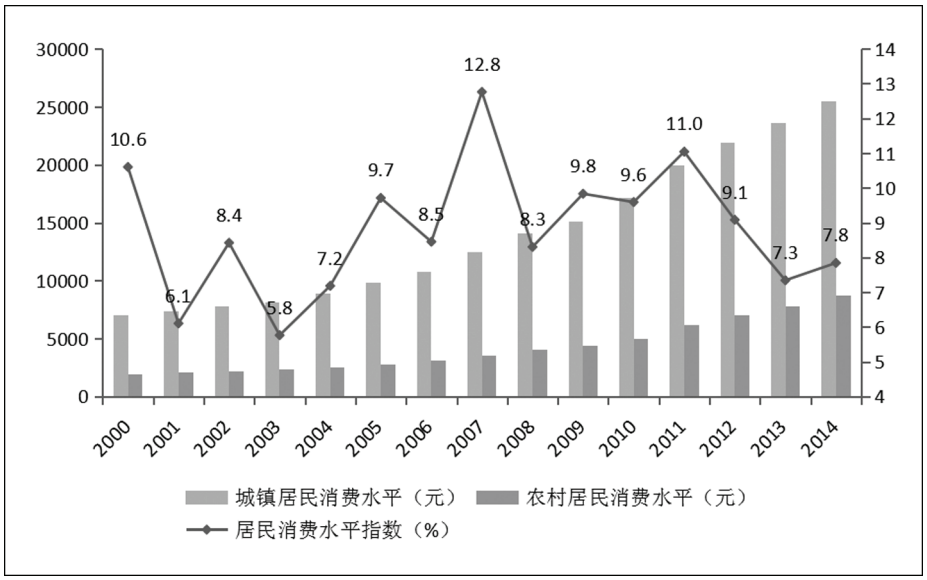


图 5　居民消费水平

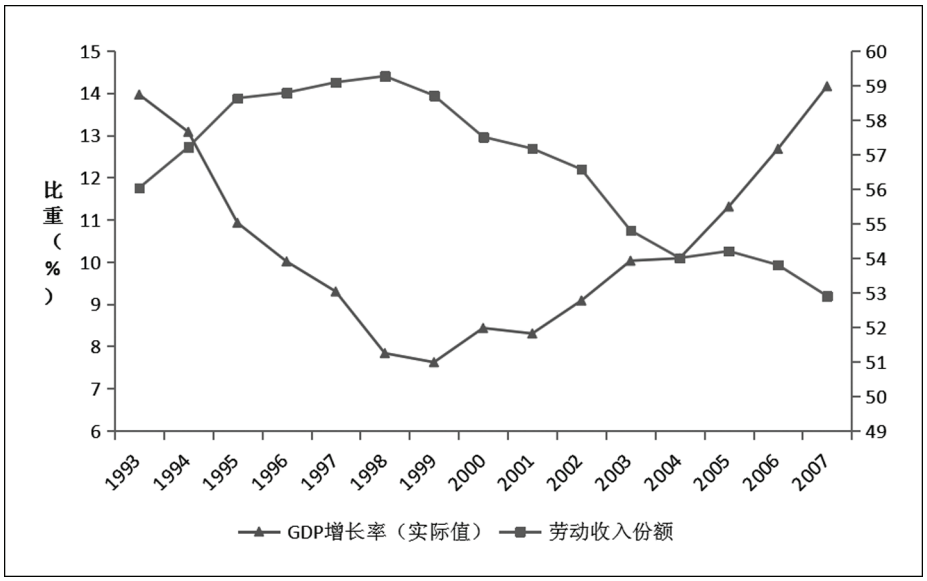


图 6　劳动收入份额和 GDP 增长率(百分比)

2. 投资增速下降

21 世纪以来,固定资产投资经历了高速增长,2000 年,固定资产投资完成额同比增速仅为 10.3%,2003 年跃升至 27.7%,并在随后的 5 年中保持在 25%左右的水平。国际金融危机爆发之后,在政府实施“四万亿”财政刺激政策而大幅增加投资的背景下,2009 年,固定资产投资完成额同比增速达到 30.0%。在政府投资刺激后,市场投资需求并未随之被拉动,2012 年开始,固定资产投资增速连续下降,至 2014 年下降至 15.2%。在当前去产能、去库存的经济政策基调下,2015 年固定资产投资增速更是下降至 21 世纪以来的最低值 9.8%。当前,宏观经济中面临大量产能过剩、市场需求不足的问题。一方面,信贷资源投入房地产部门,生产性服务业比重偏低,国际经济环境萧条带来的对制造业、加工贸易的需求下降等均是造成投资增速下降的原因。这一方面表现出了当前经济形势中的严峻问题和经济下行的巨大压力,另一方面也是需求结构由投资转向消费的契机。

3. 贸易环境出现恶化

近十年来,我国对外贸易取得高速发展,特别是加入世界贸易组织(WTO)后,出口贸易快速增长,2002 年至今,出口贸易额年均增速超过 15%,2006 年出口增速一度达到 35%,进口增速达到 9.56%。1992 年,我国出口额占全球出口额的比重仅为 1.45%,进口额的比重仅为 1.40%,至 2014 年,我国出口额占全球出口额的比重提高至 9.89%,进口额占比提高至 8.59%,成为世界上最主要的生产国和出口

国。而从进出口占总产出的比重来看，出口占比由 1992 年的 17.3%提高至 2006 年的 35.65%，此后呈逐渐下降趋势但截至 2014 年仍保持 22.6%的水平；进口占比由 16.4%提高至 2006 年的 29.1%，此后经历了持续下降后，截至 2014 年仍保持 18.9%的水平。

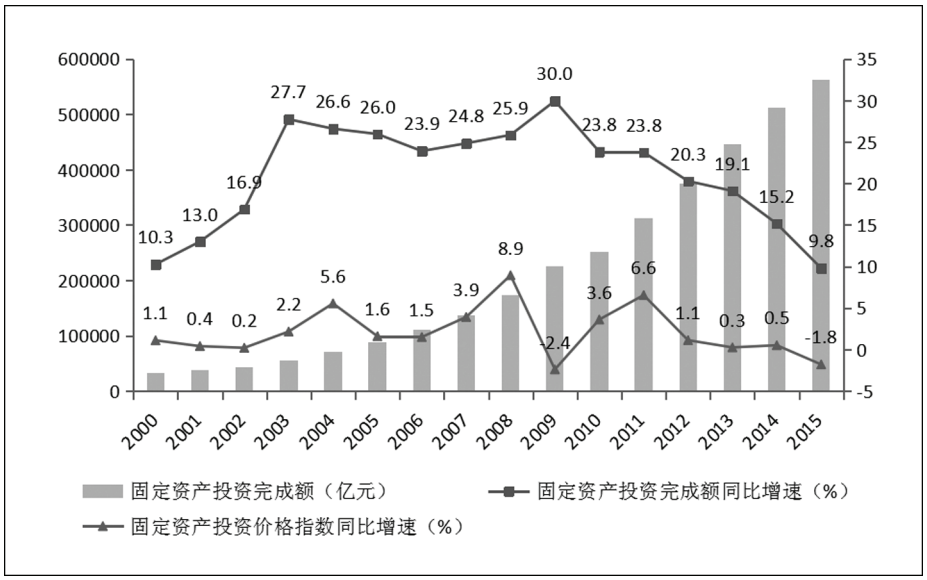


图 7　固定资产投资和价格指数

近年来，受国际金融危机的影响，全球经济放缓，国际需求大幅下降，我国贸易环境不断恶化。2009 年，我国进出口总额同比增速为－16.3%，创出近 30 年来的最低水平，至 2015 年进出口总额仍然仅为－7.0%。从进出口占总产出的比重来看，2007 年以来，出口占总产出的比重逐年下降，2015 年下降至 20.9%，与 21 世纪初加入 WTO 前的水平持平；进口占总产出的比重总体也呈下降趋势，2015 年下降至 15.4%，同样回到了加入 WTO 前的水平。

造成贸易环境恶化和出口拉动减弱的原因除了金融危机导致的全球经济放缓之外，结构性因素也起到了很大的作用。首先，在贸易结构上，我国以出口工业制成品为主，2000 年，工业制成品出口占出口总额比重为 90%，2014 年，该比例上升至 95%。但是，由于我国出口结构主要依赖加工贸易，具有附加值低、技术水平低、劳动密集的特点，加之近年来中间品跨国流动规模逐渐增大，出口总额不能反映我国实际贸易收益，形成了高出口与低收益共存的特征，导致出口对增长的拉动能力难以提升。其次，近年来面临东南亚等其他国家的廉价劳动力比较优势竞争，我国传统要素成本优势丧失。同时，以 TPP、TIPP 为代表的新型贸易组织对我国

形成的贸易壁垒和反倾销为代表的贸易摩擦，均使得我国对外贸易受到威胁，造成出口对增长的拉动能力减弱趋势难以逆转。

可见，在外部供需两个方面双重压力下，我国的对外贸易模式也面临着转变，包括在总量上面临出口拉动向国内需求拉动的转变，在结构上面临低附加值产品向高附加值产品、低技术产品向高技术产品的转变。结合当前我国去产能、去库存的大背景，还面临着由产品贸易向以“一带一路”为代表的战略合作贸易模式的转变。

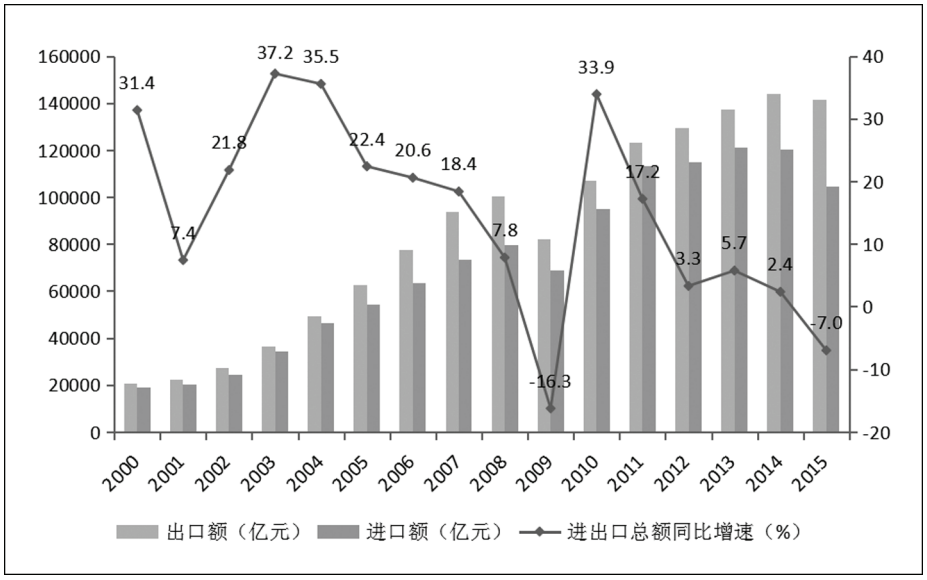


图 8　进出口

（二）经济增长原动力面临转换

从长期来看，经济增长本质上取决于要素投入的规模及其效率。人口红利消失、劳动力成本上升、资本回报率下降等因素导致潜在增长率下降，是当前我国经济面临下行趋势的重要原因。从供给端来看，经济增长的原动力面临结构转换。未来在中长期内我们不得不改变过去以廉价劳动力、资本过度积累和环境掠夺式为代表的粗放型增长方式，转向以创新驱动和人力资本驱动，发掘和发挥经济增长新动能。

1. 人口红利消失

国家统计局数据显示，2000 年，15－64 岁人口占比 70.1%，随后逐渐增长，至 2010 年达到 74.5%，2010 年劳动年龄人口占比首次由正增长转为负增长，标志着

我国人口红利消失，至2014年下降到73.4%。当前，我国劳动年龄人口数量和比例出现双降，潜在增长率也以人口红利消失为转折点开始降低。与此对应，65岁以上人口数量和比例始终呈上升趋势，占比从2000年的7.0%上升至2014年的10.5%。劳动人口减少和人口老龄化意味着过去依靠廉价劳动力推动经济的增长模式面临转换。

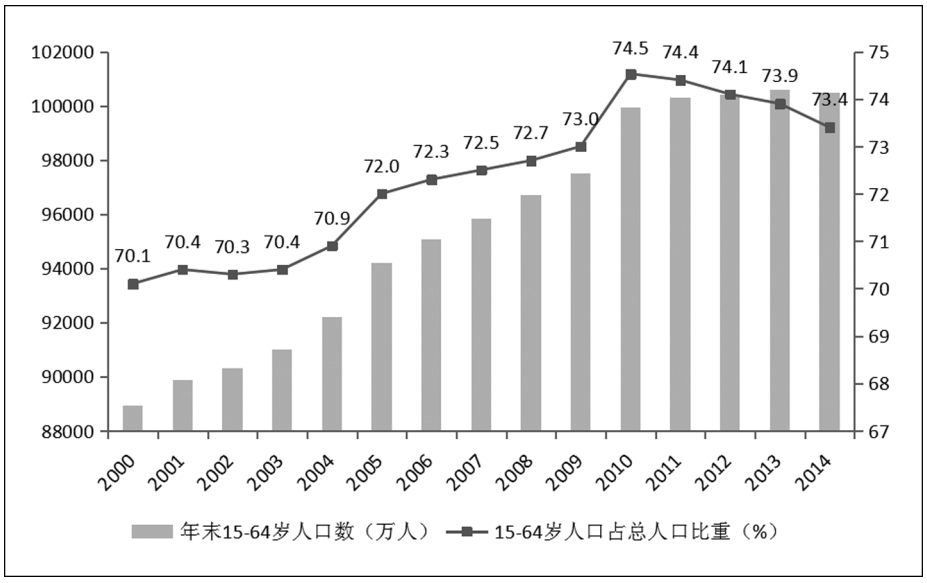


图9　15—64岁人口数量和比例

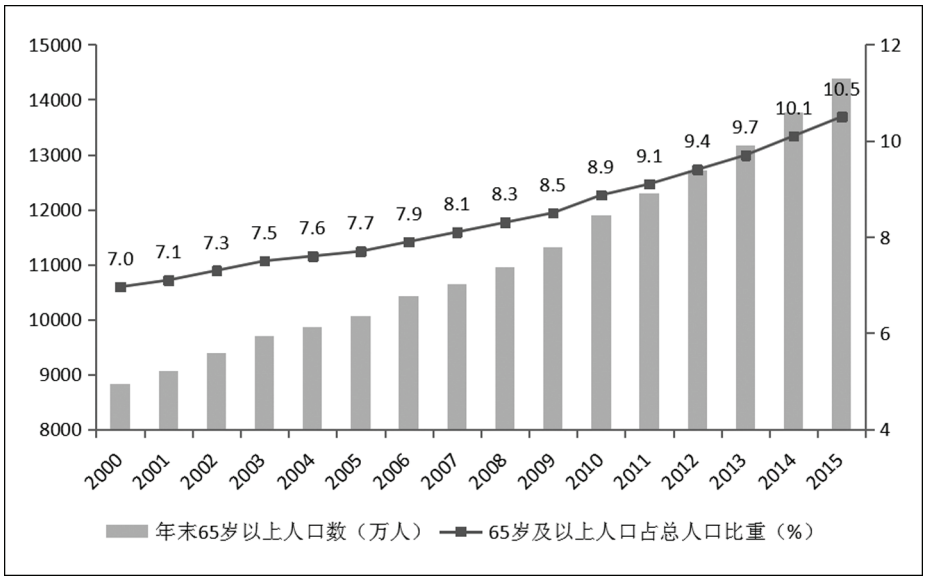


图10　65岁及以上人口数量和比例

庆幸的是，失业问题并未与经济下行压力同步显现。当前就业水平维持在良好水平，城镇登记失业率保持在4.1%的水平，年末就业人员增长率始终保持正增长。然而，就业总量数据并不能掩盖了劳动人口中一直存在的大量问题，比如，人力资本水平较低，劳动力市场错配，工资收入占比较低且逐年下降等。尤其在当前人口红利消失的背景下，劳动人口的质量就变得更为重要，需要更加关注人力资本水平，促进创新驱动增长模式的实现和推行。

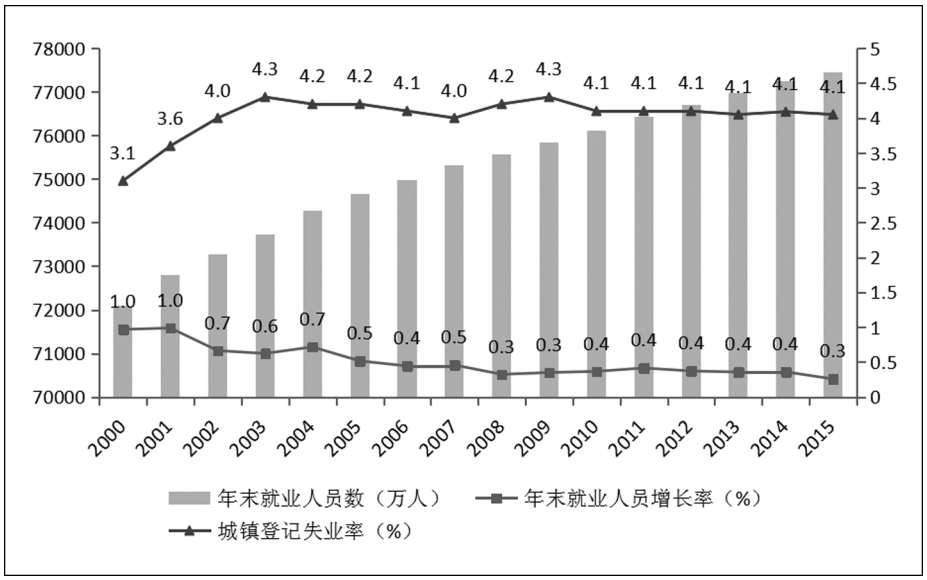


图 11　就业和失业

2. 产能过剩

已有大量研究对我国经济的不同时期、采用不同的估计方法进行了增长核算，其结论一致认为资本始终是推动我国经济增长的重要因素。然而，当前经济面临严峻的产能过剩和去库存问题，资本投入的平均回报率下降，资本的边际贡献率降低，这意味着过去将依靠投资拉动和资本积累作为经济增长源动力的增长模式难以为继。当前的产能过剩主要表现出了总量性和结构性两个层面的特点。首先，当前产能过剩是全面性的。高技术部门、低技术部门均表现出不同程度的产能过剩问题。同时，结构性产能过剩同样存在，需求结构与供给结构不符使得大量资本密集型行业、重化工行业和二三线城市房地产部门产能相对过剩，库存大量存在。可见，在人口红利消失、产能过剩的背景下，廉价劳动力和资本积累无法推动经济持续增长。这就需要我们从供给端发掘新动能，实现由要素规模投入带动经济增长向创新驱动的动力转换，发挥技术、研发投入对传统产业的改造升级，鼓励创新

和新兴行业进入，强调人力资本的作用。

（三）结构转型特征事实

在经济增速换档、需求端结构调整和供给端动力转换的同时，我国的产业结构也在不断发生改变。从产出份额来看，第一产业产出份额逐渐下降，第二产业产出份额徘徊在40%－50%之间，占比较高，而第三产业的产出份额随时间逐渐上升，2012年，第二产业占比44.97%，第三产业占比45.5%，第三产业首次超过第二产业，并保持稳步上升的趋势；从就业份额来看，第一产业就业份额下降的趋势不可逆转，大量劳动力从农业部门释放到制造业部门和服务业部门，第二产业就业份额缓慢上升，第三产业就业份额上升明显。

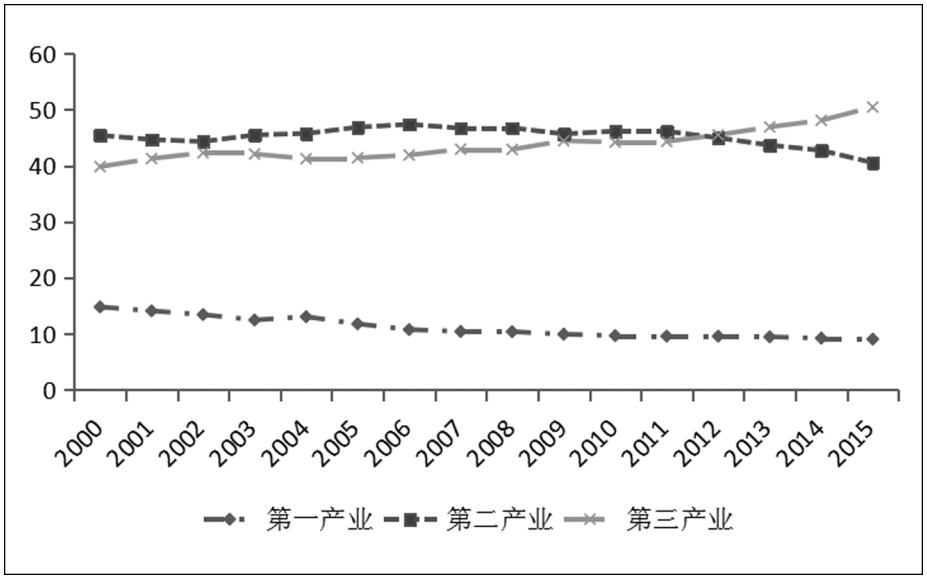


图12　三次产业增加值份额（单位：百分比）

然而，在三次产业结构总体向好的同时，产业结构调整过程中也暴露出了一定的问题。例如，第二产业占比持续较高，尤其在2002年我国加入WTO后，出现了再次工业化的现象。同时，第二产业内部重工业占比偏高、轻工业占比偏低，产业低度化明显。第三产业内部，产出份额的提升主要集中于金融、房地产等部门，生产性服务业占比偏低，高附加值服务业占比偏低，对其他行业的溢出效应较小，需要进一步优化。

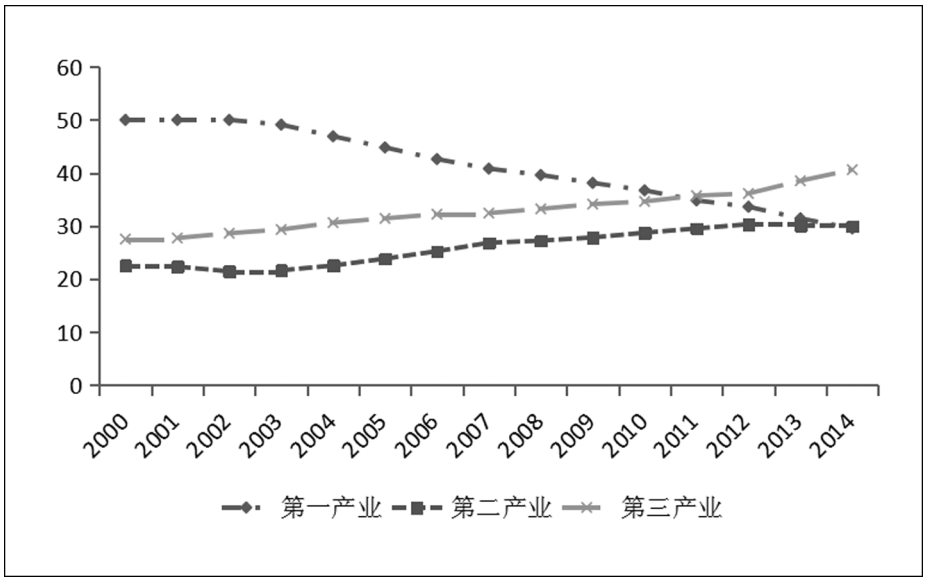


图 13　三次产业就业份额(单位:百分比)

综上,我国经济总需求与总供给双重力量的作用下出现增速换档,其间需求端的拉动力和供给端的推动力均发生了较大变化,结构调整和转型特征凸显。为了深入理解经济增长动力的切换,不仅需要从总量上探究增长源泉的历史演变和现状,也需要从结构上深入理解增长动力的分解,以便在结构转型过程中实现经济持续增长。传统的增长分析方法主要集中于增长核算方法和"三驾马车"的需求管理分析方法,并没有包含经济结构转型对增长的影响。下一节中,我们借鉴 McMillan &Rodrik(2013)的经济增长动力分析方法,从经济效率提升和经济结构转型两方面分析经济增长的动力,对当前研究做出一个补充。

三、增长动力分析

正如我们在引言中指出的那样,对增长过程的核算分析主要侧重于基于 GDP 的总需求分解方法和 GDP 的生产方法,但对于以转型为典型事实特征的十年中国经济增长过程而言,这两种方法都存在一定的缺陷。所以,我们借鉴 McMillan &Rodrik(2013)对增长动力的分解方法,同时考虑总量增长和结构变迁,将人均收入增长分解为部门内生产率的"增长效应"和部门间的"结构效应"两个方面,更全面地分析我国近十年来经济增长过程中效率提升的"增长驱动"和资源优化配置的"转型驱动"的贡献,并探寻提升增长质量的结构源泉。后文基于本节的结果进一

步对十年增长经验进行细分，并通过跨国比较讨论未来政策的着力点和优化方向。

（一）增长动力分解

首先，我们将总产出写作劳动生产率与劳动力数量相乘的形式。这时，增长的驱动力可以分为劳动生产率提高和劳动力增长两方面：

$$Y=\frac{Y}{L}\cdot L$$

结合第一部分对增长事实的描述，当前我国人口红利趋于消失，收入增加主要难以通过扩大劳动力投入来增加，所以增长动力的重点需要立足转向劳动生产率提高。为此，我们进一步将经济总量的劳动生产率分解为不同部门劳动生产率的加权和，权重为各部门就业所占比重：

$$\frac{Y}{L}=\sum\frac{Y_i}{L_i}\frac{L_i}{L}$$

可见，经济的总体效率可以分解为各部门内部效率和劳动投入在不同部门间多再配置。不难得到结论，经济总体效率的提升可以分解为各部门内部效率的提升和资源从低效率向高效率部门的转移。于是，经济增长的动力可以分解为经济中各部门的效率提升和结构转型带来的结构红利两个层面：

$$d\left(\frac{Y}{L}\right)=\sum\frac{L_i}{L}d\left(\frac{Y_i}{L_i}\right)+\sum\frac{Y_i}{L_i}d\left(\frac{L_i}{L}\right)$$

上式左边表示经济总体劳动生产率水平的变化量。右边第一项表示各部门内部生产率的加权和，权重为初始时期的就业比重，我们将其称为部门内部生产率的提高。第二项表示劳动力在不同部门之间的重新配置，代表了劳动生产率部门差异的结构性变化带来的总体生产率提高，我们将其称为结构变化。当劳动力转移的方向与生产率高低成正向相关，结构转型能够带来总体劳动生产率的提高。这一分解揭示了部分均衡分析中，仅仅关注部门内部（例如制造业内部）生产率的变化对总体经济增长的影响为什么是不完整的。当部门之间生产率存在显著差异时，尤其是发展中国家，那么一个行业内部增长率的提升可能反而对总体增长率产生负向影响，如果结构转型的方向与生产率提升的方向相反，就可能造成经济增长放缓。

（二）实证结果

1. 行业基本面的效率提升——增长驱动

根据 ISIC rev.2 行业分类方法，我们将经济分为九个部门：农林牧渔业（agr），采矿业（min），制造业（man），电力、热力、燃气及水生产和供应业（pu），建筑业（con），批发、零售、住宿和餐饮业（wrt），交通运输、仓储和邮政业（tsc），金融、房地产和商务服务业（fire），其他（包括居民服务、公共管理、社会保障等，cspsgs）。根据 APO 生产率数据库对各行业增加值以及各行业就业情况的整理，我们分别汇报 1978、1990、2000、2013 年的我国各行业相对劳动生产率如下（分别假设经济总体的劳动生产率为 1，各部门相对劳动生产率的值为该部门劳动生产率与经济总体劳动生产率的比值）。可以看出，各年份金融、房地产和商务服务业始终是劳动生产率最高的部门，农业、社会保障、建筑业劳动生产率较低，电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业劳动生产率相对较高。2000 年前后相比，采矿业和制造业部门的劳动生产率提升较为明显。2000 年至今，各部门劳动生产率的相对高低保持不变。

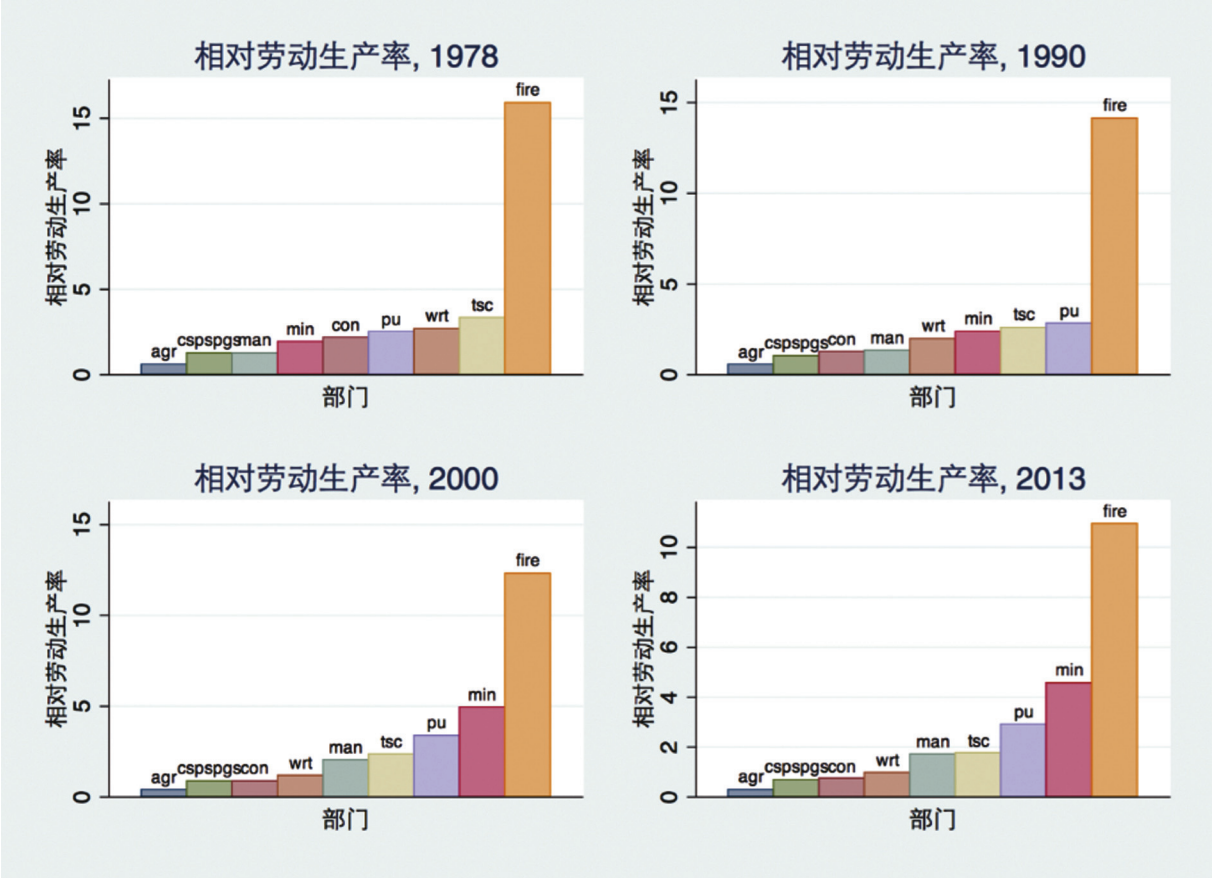


图 14　相对劳动生产率分布

2. 行业间结构红利——转型驱动

除了各部门内部的经济效率提升对总量经济增长起作用之外，资源在各部门之间的重新配置也能够影响总量经济增长速度，即，结构转型效应。当资源从低效率部门向高效率部门转移时，经济增速提高，结构转型效应为正；相反，当资源从高效率部门向低效率部门转移时，经济增速下降，结构转型效应为负。为了检验结构转型对我国经济增长的效应是否存在，是正是负，我们将各部门就业份额变化与相对劳动生产率的关系汇总如下（拟合直线表示就业占比变化与相对劳动生产率对数值的相关关系，圆形面积表示各部门就业占比的相对大小）。时间上，分为 1978 年改革开放至 90 年代前（1978－1989 年）、90 年代（1990－1999 年）、21 世纪初至危机前（2000－2007 年）和危机后（2008－2013 年）四个时间段。可以看出，在全部四个时期，就业份额变化与相对劳动生产率的高低始终表现为正向关系，即，结构转型效应为正，结构红利存在。具体而言，在全部时期，农业部门劳动生产率最低，就业占比下降，金融、房地产和商务服务业劳动生产率最高，就业占比上升。21 世纪以来，劳动生产率较高的采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业、制造业就业份额上升，同样对经济增长起到正向作用。批发、零售、住宿和餐饮业、建筑业和社会保障等部门就业份额明显增加，然而劳动生产率相对较低，对经济增长起到负向作用。

3. 增长驱动和转型驱动的动力分解

以上我们分别从各部门劳动生产率提高和要素在不同效率的部门之间的配置，即，增长驱动和转型驱动两方面讨论了我国经济增长的动力。定量来看，1978－1989 年，劳动生产率年均增长率仅为 4.21%，其中，部门内部劳动生产率提高对劳动生产率的推动力为 2.83%，要素从低效率部门向高效率部门的重新配置对劳动生产率的推动力为 1.38%。进入 90 年代以来，劳动生产率高速增长，年均增长率跃升至 8.81%（1990－1999 年），其中，增长效应为 7.69%，转型效应为 1.12%。尤其在 21 世纪初（2000－2007 年），年均增长率高达 9.95%，其中，增长效应为 7.9%，转型效应为 2.05%。2008 年危机后，劳动生产率的增长趋势有所放缓，但仍然保持年均 8.48%的较高水平（2008－2013 年），其中，增长效应为 6.62%，转型效应为 1.86%。总体而言，转型驱动所占比重约占 20%。

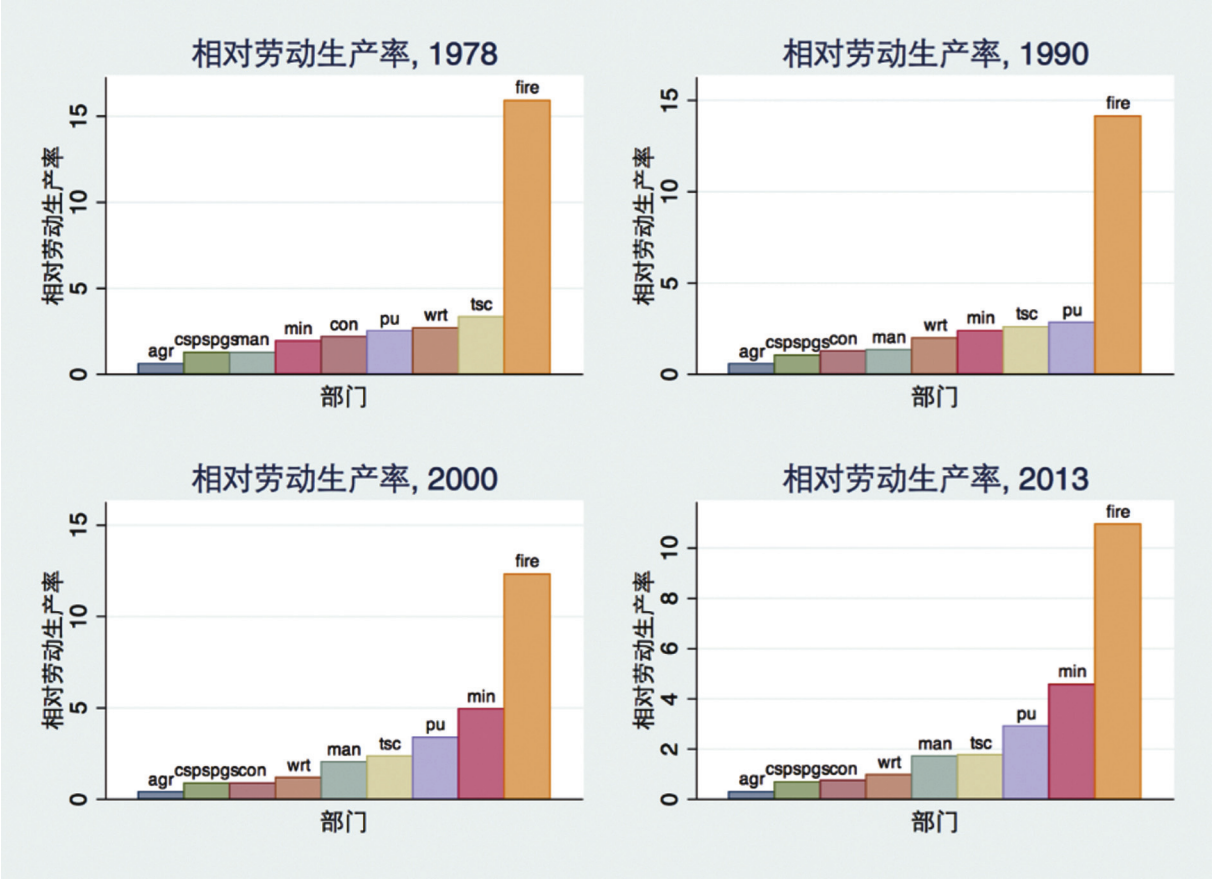


图 15　结构红利检验

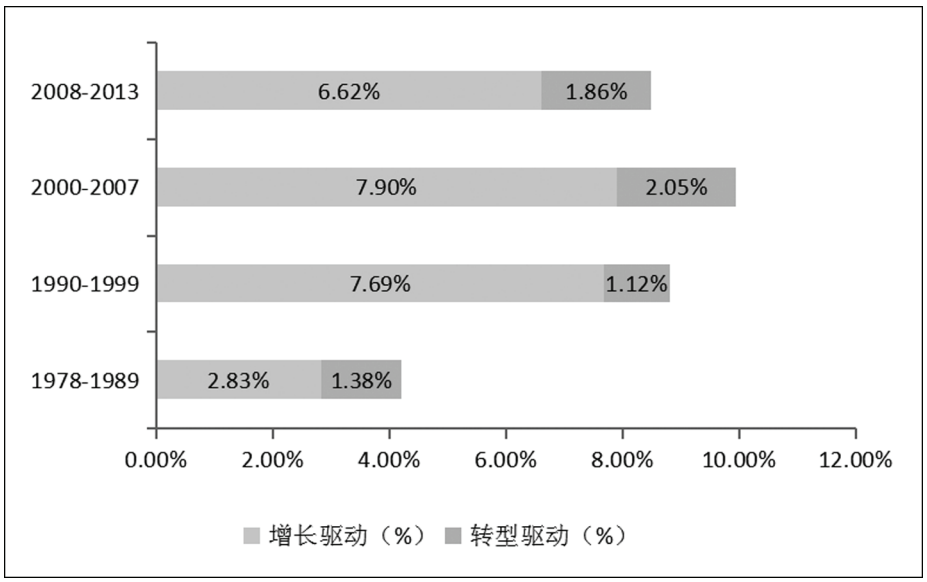


图 16　增长动力分解(绝对数)

从趋势上看，进入21世纪以来，转型驱动的趋势大致分为先上升、再下降、后震荡上升三个阶段。2000－2004年，转型效应所占比重由－16.47%迅速上升至44.51%；2005－2008年，转型效应由42.37%逐渐降低至12.60%；2009－2013年，转型效应所占比重呈震荡状态，没有明显的变动趋势。总体而言，我国的结构转型对经济增长表现出正向的推动作用。在下一章节中，我们将21世纪以来的经济增长和转型过程分为上述三个时期，分别讨论在各时期内的经济现象和增长与转型经验。

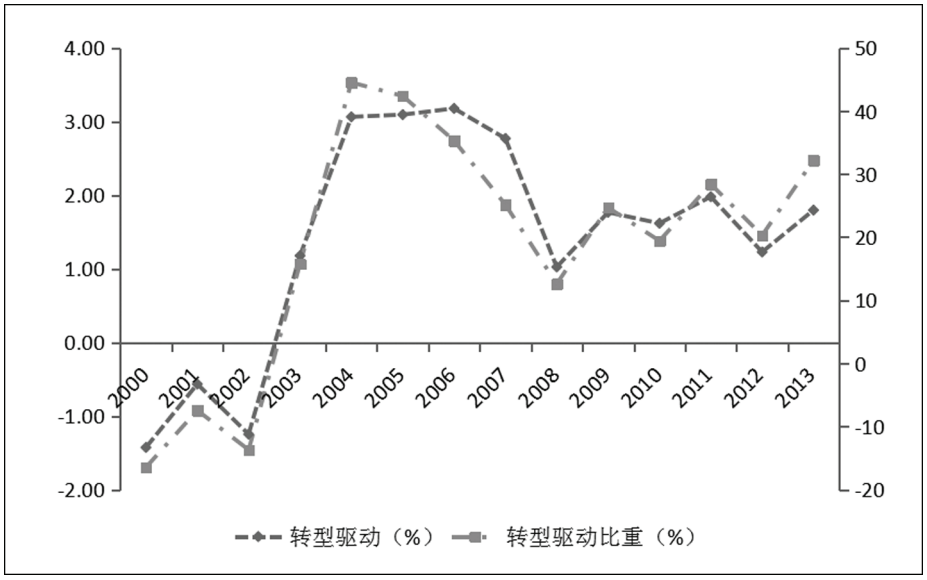


图17　转型驱动占比，2000－2013年

表1　　增长动力分解，2000－2013（单位：百分比）

	总增长率	增长驱动	转型驱动	增长驱动比重	转型驱动比重
2000	7.24	8.67	－1.43	119.72	－16.47
2001	7.04	7.61	－0.57	108.05	－7.45
2002	7.86	9.11	－1.25	115.88	－13.70
2003	8.64	7.46	1.18	86.39	15.76
2004	9.94	6.88	3.06	69.20	44.51
2005	10.39	7.30	3.09	70.24	42.37
2006	12.18	9.00	3.18	73.91	35.30

续表

	总增长率	增长驱动	转型驱动	增长驱动比重	转型驱动比重
2007	13.78	11.01	2.77	79.91	25.15
2008	9.15	8.12	1.02	88.81	12.60
2009	8.92	7.15	1.77	80.20	24.69
2010	9.94	8.32	1.62	83.74	19.42
2011	8.94	6.96	1.98	77.88	28.41
2012	7.28	6.05	1.23	83.14	20.28
2013	7.37	5.58	1.80	75.65	32.18

四、经济转型十年经验总结

针对上文对转型动力的定量分解，我们将21世纪以来结构转型对经济增长的作用分为三个阶段：2000－2004年的上升阶段、2005－2008年的下降阶段和2009年之后的波动阶段，分段讨论结构转型与经济增长的十年经验。

（一）2000－2004年——转型动力上升

2000－2004年，转型动力拉动经济增长的绝对数从－1.43%上升至3.06%，转型动力所占比重从－16.47%上升至12.60%。上文结构红利检验的结果表明，这一阶段，制造业就业份额的大幅提高和金融、房地产和商务服务业劳动生产率的提高是转型对增长的驱动力提高的两个主要表现，加入WTO扩大对外贸易和商业银行股份制改革在期间起到了重要作用。

1. 加入WTO对外贸易扩大

2001年我国正式加入世界贸易组织（WTO）后积极参与国际分工，对外贸易特别是出口贸易快速增长。国际分工细化意味着有更多的产业或生产环节进入到国际产业转移过程中。美国、西欧、日本、香港、新加坡、韩国和台湾等经济体日益转向高附加值的资本和技术密集型生产或加工环节，并大规模向外转移低附加值劳动密集型生产和加工环节。随着国际分工从产业间和产业内分工向产品内分工的转变，中国因其劳动成本优势、经济规模优势、和政策制度优势，成为新一轮国际产业转移的最大流入地。伴随着出口的增长，我国出口中工业制成品、机械设备等

占比相比于改革开放之初有了巨大的提高，这使得我国出现再度重工业化。

2.商业银行股份制改革大幅提高金融部门效率

加入 WTO 对我国的金融业提出了全面开放的要求，国有独资商业银行改革迫在眉睫。2002 年，第二次全国金融会议召开，确定国有独资银行改革的方向是按照现代金融企业的属性进行股份制改造。随后，通过一系列财务重组和公司治理改革，四家国有独资银行先后进入股份制商业银行阶段，完成上市。此次商业银行股份制改革相对于 20 世纪八九十年代的两轮改革而言，取得了更加卓越的成效。我国银行业实力大幅提升，不良贷款率降低，财务指标明显改善，经营效益不断提高。

(二)2005－2008 年——转型动力下降

2005－2008 年，转型动力拉动经济增长的绝对数从 3.09％下降至 1.02％，转型动力所占比重从 42.37％下降至 44.51％。转型动力下降一方面是由经济周期、国际经济环境等市场性因素，另一方面也与我国经济中存在的大量扭曲性因素有关。

1. 国际分工造成产业结构固化，再度重工业化，出口企业低生产率

虽然工业品出口的大量增加在前一阶段有助于提高结构转型的正向效果，但随着产业内分工的国际分工模式逐渐形成，发达国家集中在高附加值的资本密集型和技术密集型生产环节，低附加值的劳动密集型加工环节向我国大规模转移，形成了类似“中心—外围”的分工模式，使得我国制造业出现大而不强的问题。在统计数据上，表现为高技术产品出口比重不断上升。下图给出了我国高科技产品出口占世界总高科技产品出口的比重，以及高科技产品出口占制造业出口的比重。纵向上，我国高科技产品出口随时间不断增加，在世界总高科技产品出口中的比重不断上升。横向上，我国高科技产品出口占比在世纪初迅速提高，超过世界平均水平，随后保持在较高位置，与世界平均水平的差距保持在 10 个百分点左右。

然而，仅仅关注高科技产品出口的数据并不具有说服力。由于我国在国际分工处于低附加值的加工环节，统计数据上的产品出口额并不能反映实际附加值。由此产生了由于国际分工带来的出口产品二元边际、产业结构固化和产业低度化等一系列讨论。出口产品二元边际理论指出，我国在对外贸易中表现为数量边际的上升，产品种类并没有得到增加。出口部门产业结构固化和产业低度化理论认为，出口结构导致了我国的产业结构。特定的国际分工模式使得我国在积极参与

国际分工的同时形成了制造业大而不强，产业结构固化和制造业内部产业低度化的问题。

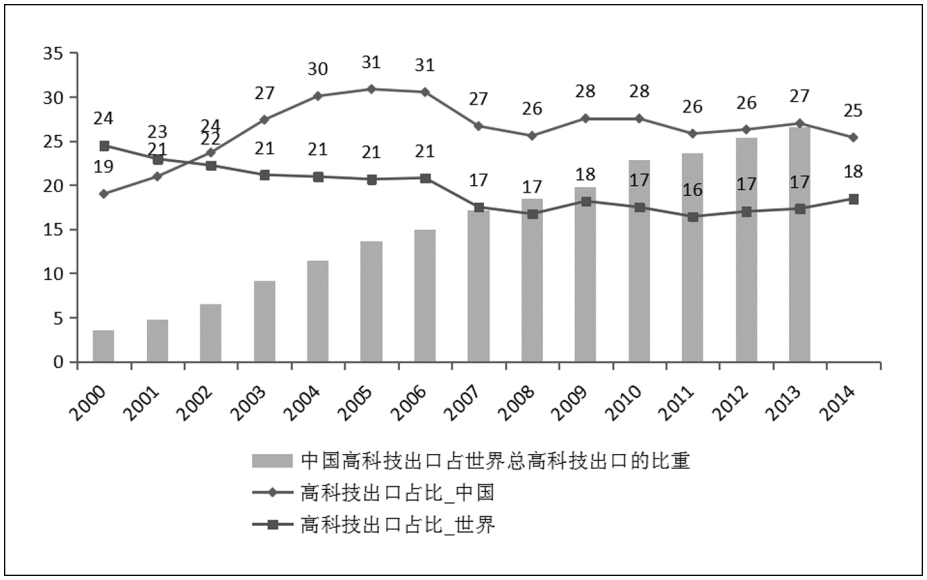


图 18　高科技出口

2. 行政垄断和偏向性产业政策造成资源错配，阻碍转型动力

(1)信贷配给政策导致资源向资本密集型行业和国有企业错配，推动重工业化。行政垄断使得要素向国有部门集聚，国有部门占用大量资本但经济效率低，阻碍转型动力。

金融市场不完美会带来信息不对称，产生信贷双方的委托代理问题，最具代表性的 Bernanke et al.(1999)的金融加速器理论和 Kiyotaki and Moore(1997)的抵押品约束理论均从信贷双方的委托代理问题入手，讨论金融市场摩擦带来的影响。除了金融市场不完美带来的内生影响，我国金融市场上还存在着明显的偏向性政策干预。我国金融体系是名副其实的“银行主导型”，四大国有银行占据垄断地位，信贷市场是企业资金来源的主要渠道。在这一金融体系下，我国金融市场上存在明显的政策干预，例如，银行信贷歧视，存贷款利率下限与上限，信贷配给，汇率非市场化，贷款规模管制，市场准入机制等金融政策，直接影响了资金的部门配置，并表现为部门之间获得融资的难以程度和融资成本存在显著差异。

信贷配给在国有企业和私营企业的差异通常被称为“所有制歧视”，由于银行更加倾向于向国有企业提供融资，造成国有企业和私营企业获得融资的机会不同，降低了信贷资金配置效率。Allen et al.(2005)通过梳理我国主要的融资渠道和金

融市场特征指出银行贷款、内部融资、财政预算和外商直接投资是我国金融市场上四个主要的资金来源，其中，银行贷款和内部融资更为重要。从1994－2002年的数据来看，银行贷款满足了企业大部分的融资需求，例如，国有企业总融资需求的25％以上来自银行贷款。银行贷款也是私营企业的主要资金来源，所占融资需求的比重约为15％，尤其在企业成立初期，银行贷款所占融资需求的比重更高。内部融资也是企业的重要资金来源。例如，私营企业内部融资约占融资需求的60％，国有企业这一比例约为45％。可见，与私营企业相比，国有企业更依赖于外部融资，这在一定程度上说明，银行信贷配给更加偏向国有企业，而私营企业获得银行贷款的能力弱于国有企业。Song et al.(2011)指出四大国有银行垄断导致银行出现严重信贷歧视，银行更加倾向于向国有企业提供贷款(Genevieve Boyreau－Debray and Wei，2005)，抑制对私人部门提供贷款。因此，国有企业可以更加依赖外部融资满足投资需求。国有企业超过30％的投资资金来自银行贷款，私营企业仅有不足10％的投资资金来自于银行贷款。与此同时，国有企业还能够以更低的成本获得银行贷款。私营企业受到更强的融资约束的另一个原因是私营企业的资本产出比和资本劳动比都要低于国有企业。2006年，国有企业平均资本产出比是1.75，而私营企业平均资本产出比是0.67。国有企业的资本劳动比是私营企业的五倍。这一差距既来源于广延边际(extensive margin)，也来源于集约边际(intensive margin)。具体来说，首先，从集约边际来看，考虑制造业内部三位数级别的行业分类，在制造业内部，国有企业更加资本密集，资本产出比和资本劳动比都高于私营企业；其次，从广延边际来看，私营企业更加集中于劳动密集型行业，而国有企业集中于资本密集型行业。举例来说，2001年国有企业的劳动份额在资本密集度最高的十个行业中占57.9％，而在资本密集度最低的十个行业中占25.8％。按照Kiyotaki and Moore(1997)的抵押品约束理论，资本不仅能够作为生产要素进行生产，还能够作为抵押品保证企业获得外部融资。那么，如果我国的金融市场中存在融资约束，国有企业的资本密集的特征使得其相对私营企业更容易获得外部融资。卢峰和姚洋(2004)指出，金融压抑和银行垄断造成资源流向了有政策导向或行政权利的部门或企业，存在明显的信贷配给扭曲现象。文章指出，“金融压抑是我国银行体系的特征之一。计划经济年代，低利率体系被用来向重工业优先发展战略提供低成本的资金。1970年代末实行改革开放政策以来，金融压抑依然存在，官方利率比非正式信贷市场利率低50％－100％。”银行业市场结构表现为四大国有银行垄断，“垄断地位使四大国有银行的贷款总额一直到1990年代早期，都

占整个银行业总贷款量占整个银行业总贷款量的90%以上;即使是到2000年,整个比例依然维持在77%左右。而且这些银行面临大量不良贷款。据中国人民银行统计,1997年我国各银行贷款余额中,不良贷款约占25%。金融压抑和低效率的国有银行垄断造成银行业严重的信贷歧视,非国有经济波动深受其害。虽然非国有部门对中国GDP的贡献超过了70%,但是它在过去十几年里获得的银行正式贷款却不到20%,其余的80%以上都流向了国有部门。”

针对以上说法,部分研究提出了质疑。苟琴等(2010)提出上述“所有制歧视”主要依据宏观层面数据,认为“大量信贷资金流向国有部门,而在国民经济中占比越来越高的民营企业获得的融资支持却与经济贡献严重不符”。然而,企业是否获得投资不仅取决于其贷款可获得性,即资金供给层面,也取决于企业是否需要银行贷款,即资金需求层面。因此,文章“不是笼统根据企业是否获得银行贷款来研究信贷歧视,而是基于信贷配给理论,同时考察企业是否需要银行贷款的自主决策与贷款可获得性两方面信息,甄别出受到信贷配给的企业。”进一步,文章根据信贷配给实施主体的不同,考察企业自我信贷配给和银行信贷配给两种信贷配给情况。根据世界银行环境调查(World Bank Environment Survey)提供的“中国投资环境调查”数据,2002年和2011年均有约一半的钱在借款者受到了信贷配给,而企业实施的自我信贷配给是主要的表现形式。文章进一步的回归分析表明,企业所有制对信贷配给的影响不显著,国有企业和非国有企业之间并不存在显著的信贷配给差异。企业自身禀赋和宏观金融环境对信贷配给的影响更加显著。因此,文章认为要实现信贷资金的优化配置,不能过度强调所有制平衡,而是应该着重改善企业自身条件,建立有效的金融市场制度环境。

除了信贷配给因素之外,融资成本也是国有企业和私营企业之间存在融资差异的主要因素。大量研究指出,国有企业贷款利率显著低于官方平均利率水平,而中小企业的融资成本则高于法定贷款利率。Szamosszegiand Kyle(2011)指出中国国有银行更倾向于将贷款借给国有企业,通过比较几个典型国有企业贷款利率与官方利率之间的大小关系,发现国有企业的资本成本要显著低于官方平均利率水平:2009年12月—2010年12月期间,我国月平均贷款基准利率LPR为5.36%,而中石化短期贷款利率为2.7%,南方航空为1.13—1.97%,中海油为3.4%,中国电信从国有银行短期借贷利率为3.5—5.8%,而从其母公司国资委借贷的贷款利率低至3.9%。陈晓光和张宇麟(2010)提到,“中国人民银行研究局”2005年发布的《中国中小企业金融制度报告》中显示,中小企业总融资成本一般高于法定贷款

利率的40%以上。”民营企业相对于国有企业面临更强的金融约束，这使得民营企业的资本产出比与资本劳动比都比国有企业低。文章认为，“我国较高的投资波动与我国特有的国有企业和民营中小企业闽林不同信贷约束具有密切联系。计划经济时期，我国国有企业普遍存在预算软约束(Komai，1986)。经济转轨之后，政府出于减轻国有企业政策性负担和维护社会经济稳定的目的不得不继续实施预算软约束(林毅夫等，2004)。由于金融体制改革滞后于国有企业改革，政府在资金配置上仍然具有主导作用，预算软约束就具体表现为信贷软约束，即政府通过贷款倾斜、优惠利率、利息减免、财政补贴以及债转股等方式直接或者间接减轻国有企业的负担，降低他们实际支付的利息水平(宋芳秀，2007)。信贷软约束使得国有企业的融资成本长期处于低于市场均衡利率的扭曲状态。与此同时，我国民营中小企业一直存在融资难的问题。根据国家统计局2001年4月和8月的两次调查，民营中小企业的资金主要来源于各类贷款，站到70%以上(张俊喜等，2005)，但是由于信息不对称、担保体系不健全以及我国银行业集中度较高等原因，它们却面临着较强的信贷约束，很难从银行获得贷款。金融市场上资金供不应求的状况最终造成了民营中小企业融资成本过高的局面”。

(2)地方垄断和政府绩效考核方式导致地方产业结构相似，加剧要素扭曲，降低转型的拉动能力。

中国地域广阔，各地资源、环境、地理区位等都有较大差别。按照比较优势原理，各地理应根据自身条件选择发展特定的产业。然而，我国产业结构地区分工却极其不明，中国各地产业结构相似度极高，导致重复建设，全国产业结构雷同，靠同一产业量的竞争，没有发挥地区禀赋不同的特点和优势。以工业产业结构相似度为例，2003年以来，各年各地工业产业结构平均相似度高于0.7。由于政府绩效考核等因素，各地不注意发挥本地比较优势，而选择过度趋同，会对我国经济发展带来诸多不良影响。我国地区产业结构趋同，不仅阻碍了各地比较优势的发挥，而且还造成了产能过剩，引发过度竞争，加剧能源、原材料、交通运输的紧张，并使得地区经济割据和自我保护现象日趋严重，阻碍了区域经济协调发展。

3. 以量为主的发展模式导致转型很难发生

以量为主的发展模式的一个特点是要素价格扭曲，要素价格扭曲影响企业生产成本和最优行为。由于土地、能源、水、劳动等要素价格被认为压低，导致错误的市场信号，企业依赖更多使用被扭曲的要素进行生产则有助于其利润提高，陷入劳动密集型行业的“比较优势陷阱”、资源密集型行业的“资源诅咒”，研发和技术创新

行为受到阻碍。其结果是企业生产效率保持底下，阻碍结构转型发生。

（三）2009 年至今——转型动力呈震荡态势

国际金融危机爆发后，我国政府为了应对国际经济环境带来的不利影响，实施了“四万亿”拉动内需、振兴产业的一揽子财政刺激计划。“四万亿”政策在短期内为我国迅速应对危机起到了重要作用，但在中长期对经济结构带来的一些负面问题。在我们的定量结果中，2009 年之后转型动力对经济增长的拉动力呈震荡态势。这一方面由于信贷扩张推动了房地产行业快速发展，由于房地产行业劳动生产率较高，就会表现为对经济增长的正向拉动力；另一方面的主要原因是“四万亿”刺激政策在中长期导致的产能过剩和产业结构扭曲现象开始显现。

1. 信贷扩张推动房地产行业快速发展，带动了生产率提高。2009 年新增人民币贷款快速增长，其中增速较快的部分为居民购房贷款。在利率折扣和信贷量的推动下，房价呈现快速攀升，推升了房地产部门增加值。增加值的快速上升导致了两个结果。一方面，房地产部门的劳动生产率得以快速提高，远远高于传统部门；另一方面，增加值快速上升提高了房地产部门在经济中的比重，经济结构发生转型。由于房地产部门相对劳动生产率较高，这种转型造成从实证结果的表现上来看，经济转型导致总体生产率上升，转型对经济增长出现了较大的拉动作用。而从长期角度看，信贷资源流入房地产部门以及与房地产相关的基础设施建设部门，对经济结构调整无法起到推动作用。

2. 政策立足需求管理的短期效果，刺激投资需求，大幅投资导致特定行业过多的资本积累和产能过剩，使得劳动生产率无法持续上升和产业结构固化，阻碍未来产业结构调整动能的发生，同时，推高杠杆率，增加宏观经济风险，加大宏观调控复杂程度。

政府“四万亿”短期刺激性投资计划主要以直接投资或政府补贴的方式投入大型基础设施方面，带动煤炭、钢铁等行业产能增加。在政府“四万亿”投资计划的刺激下，我国资本形成率再一次迅速提高，2009 年达到 47.2%，并在 2011 年达到 48.3%的历史最高水平，2009 年全社会固定资产投资同比增长 29.95%，其中国有企业固定资产投资同比增幅达到 43.09%。这一轮投资浪潮导致企业大幅扩大产能，然而，传统的依靠固定资产投资扩大产能，再通过出口导向消耗产能的增长模式在全球需求不振的冲击下难以为继，新增产能缺乏需求支撑，造成产能利用率迅速下降、产能过剩和企业亏损，导致不良债务上升，尤其是煤炭、钢铁、房地产、城市基建

等传统行业资产负债表严重恶化。以钢铁行业为例，中钢协钢铁行业运行报告称，2015年中国钢材价格持续创出新低，钢材需求明显下降，经济效益大幅下降，亏损面大幅上升，粗钢产量自1981年以来首次出现年度下降，粗钢产能利用率不足67%，产能过剩矛盾更加突出，大型钢铁企业平均负债率高达70.06%，同比上升1.55%。为了应对产能过剩问题，政府进一步出台一系列隐性担保、行政补贴和扶持政策，过剩产能得到贷款等资金支持，形成大量产能过剩行业依赖贷款借新还旧，逐步成为依靠借贷维持生存的僵尸企业。大量资金沉积在产能过剩行业一方面会在该行业形成大规模资金黑洞，进一步恶化企业利润，固化产业结构，积累债务风险，推升杠杆率；另一方面，产能过剩行业的大量无效资金需求占用了大量信贷资源，导致新兴行业等高效率部门的融资不足，对实体经济有效融资需求产生挤出效应，阻碍实体经济发展和结构转型。

五、未来政策建议

(一)转型动力的国际比较

在上文给出对我国经济增长动力的定量分解结果和经验讨论后，这一章节通过对转型动力进行国际比较，总结增长驱动和转型驱动的他国经验，从而得出本文的政策建议。下图分别给出了2000－2013年增长动力分解的国际比较(由下至上按照转型动力占比由低至高排列)和转型动力与人均GDP的负相关关系。从中可以看出，一方面，与越南、印度尼西亚等发展中国家相比，我国结构转型的驱动力仍有提高空间，应进一步发挥转型动力，拉动增长。另一方面，随着经济发展水平的不断提高，转型对经济增长的拉动能力逐渐降低，最终经济增长仍然主要需要依靠经济效率的持续提升。我们使用人均GDP来近似衡量经济发展水平，分别给出转型效应的绝对大小和转型效应所占比重与经济发展水平的关系，发现两者均表现出负相关关系。国际比较始终存在各国经济体的复杂性和特殊性问题，仅通过亚洲部分国家的比较分析在样本量上也略显不足，但这一实证结果也是符合直觉。理论方面，简单回顾多部门增长理论的逻辑框架，不难发现，结构转型和经济增速放缓总是伴随产生的。

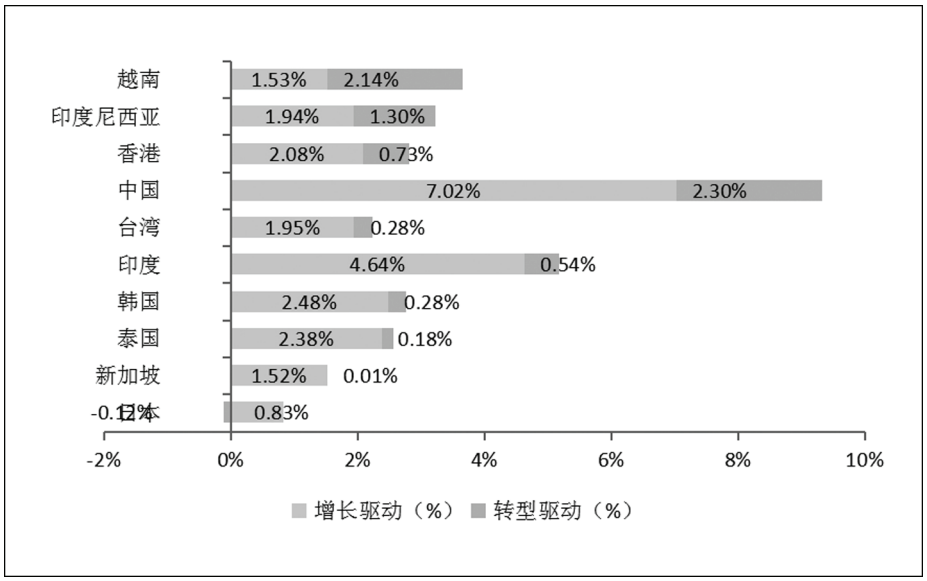


图 19　增长动力的国际比较，2000－2013 年

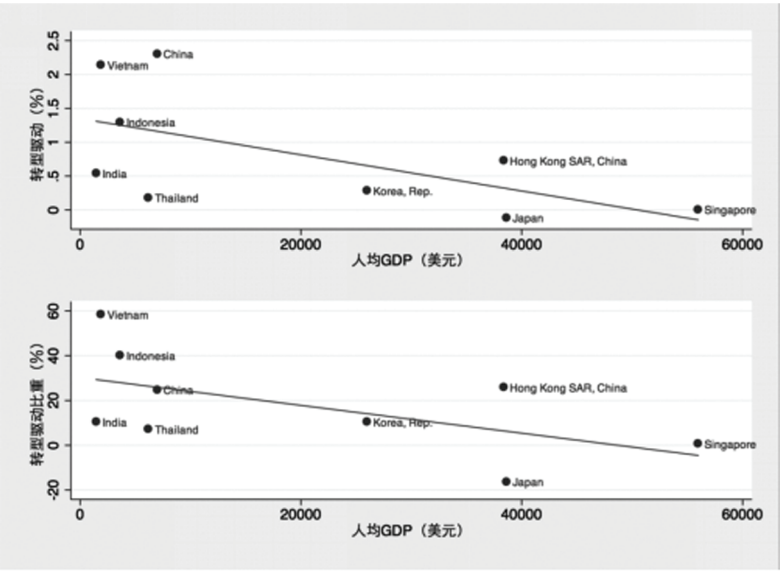


图 20　转型动力的国际比较，2000－2013 年

在多部门增长理论中，结构转型主要通过三个机制产生。影响产业结构的第一个因素是需求方的收入弹性。“恩格尔定律”揭示了随着家庭收入的增加，家庭会改变其消费构成的基本规律，形成随收入递增的“需求阶梯现象”，并导致国民经济中的就业和产业结构变迁。一般将该机制称为恩格尔效应。第二个因素是供给方的技术进步。生产要素从技术进步率高的部门向技术进步率低的部门的转移，

出现产业结构变迁。该机制也被称为鲍莫尔效应。第三个因素是供给方的资本深化。如果整个社会的资本劳动比处于不断上升的阶段，即，处于资本深化状态时，资本密集部门的边际产出相对劳动密集部门的边际产出提高，这会使得部门间相对价格发生变化，从而产生结构变迁过程。

收入效应主要依赖经济发展水平提高带来的人均收入提高，随着收入水平的不断提高，收入价格弹性的边际作用下降，结构转型逐渐减弱，在经济增速放缓的背景下，对结构转型的拉动力逐渐降低。技术进步效应主要依赖不同部门的技术进步率差异导致的结构转变。传统行业不断成熟，技术进步率较高，从而将生产要素挤出到新兴部门。其特点是生产要素从技术进步率较高的部门向技术进步率较低的部门的转移。因此，伴随着生产要素的转移，经济的平均技术进步率逐渐降低，从而带来经济增速放缓。资本深化效应主要依赖资本积累带来的资本边际产出下降，从而影响相对价格，产生结构转型。随着经济增速放缓，经济逐渐收敛于一个固定增长率的稳态水平，这时，投资和资本积累速度逐渐收敛于一个稳态水平，资本深化效应逐渐减弱。

综合考虑这三个原因，可以看到经济增速放缓和结构转型总是伴随产生的。因此，从长期增长来看，通过促进结构转型动力的不断提升来拉动增长的能力是有限的，我们更加需要强调改革创新，挖掘新动能。在新动能的定位上，应强调新技术对传统行业的改造，提升经济效率，而不应过度依赖新兴行业的产生。原因在于，第一，从结构转型的理论逻辑来看，第二产业技术进步能够促进产业结构向第三产业转移，加速结构转型进程，同时能够提高劳动收入占比，从收入方拉动结构转型；第二，从上述实证结果来看，转型动力的拉动能力随着收入提高逐渐减弱，立足对制造业等传统行业的改造相对于立足于新兴行业的产生对经济增长的拉动能力更有持续性。

（二）政策建议

综合以上研究结果，我们提出如下政策建议：

（1）改变当前粗放型增长模式和以短期需求管理为主的政策定位，转变为集约型增长模式和中长期供需结合的政策定位。

伴随着全球金融危机后国际市场需求萎靡、人口红利消失和资本回报率下降，传统的依靠固定资产投资扩大产能，再通过出口导向消耗产能的增长模式在全球需求不振的冲击下难以为继，新增产能缺乏需求支撑，造成产能利用率迅速下降、

产能过剩和企业亏损，供给端经济增长的源动力面临转换。需要在未来的中长期内改变过去以廉价劳动力、资本积累和环境掠夺式为代表的粗放型增长方式，转向以创新驱动和人力资本驱动的集约型增长模式，发掘和发挥经济增长新动能。

在政策定位方面，既不能简单使用过去需求管理政策，也不能仅依靠供给侧的带动能力。首先，当前经济潜在增长率下降，仅仅通过实行需求管理政策，依靠“三驾马车”拉动经济难以实现明显效果。以本次“四万亿”刺激政策为例，投资大量进入特定行业，导致煤炭、钢铁、房地产、城市基建等传统行业面临严重产能过剩，恶化企业利润，降低经济增长水平。同时，大量信贷资源进入无效率的部门，高效率部门融资不足，阻碍实体经济发展和产业结构转型。其次，仅依靠刺激供给方的带动能力则一方面容易造成供需结构不符，导致经济结构失衡，另一方面难以发挥需求端的消费、投资需求对经济的拉动作用。

因此，我们需要将政策转向中长期供需结合的政策定位。在供给端，实现经济增长模式由要素投入驱动的粗放型增长向创新驱动的集约型增长转变。在需求端，发挥消费需求对经济的拉动能力。一是提高劳动者报酬和居民财产性收入比重，通过居民参与财产性收入分配，扩大居民可支配收入，提高消费需求能力。二是缩小规模性收入分配差距，通过推行城镇化等方式，释放消费潜力，扩大消费需求。通过创新驱动、改造旧产业、推动制度改革和技术革新等方式培育市场投资需求，发挥投资对经济增长的拉动能力。

(2)减少行政垄断、信贷配给政策、要素价格扭曲等扭曲性政策干预，打破要素转移的障碍，充分发挥结构转型对增长的拉动作用。

上文定量结果表明，我国结构转型动力对经济增长起到了正向作用，但与越南等发展中国家相比，结构转型的拉动作用仍有上升空间。因此，充分发挥结构转型的拉动作用对于未来一段时期的增长能够产生正向影响，这就要求我们减少政府扭曲性政策干预，发挥结构转型对经济增长的拉动作用。具体而言，包括推动国企改革；减少行政垄断、信贷配给政策、偏向性产业政策等扭曲性政策干预；打破劳动力壁垒等要素转移障碍；改革地方政府考核晋升制度，发挥各地区比较优势，促进产业结构转型；纠正要素价格扭曲，疏通市场信号，按照边际产出合理市场化定价；推进能源、原材料市场化定价，迫使高能耗、高污染企业转型，通过市场化定价方法改变以量为主的发展模式，促进下游研发投入和科技创新。

(3)从长期来看，强调供给侧结构性改革，立足于发挥新动能。在新动能的定位方面，强调新技术对传统行业的改造，提高经济效率，不应过度依赖新兴行业的

产生。

基于上述跨国比较结果和理论分析，不难发现，随着经济发展水平的不断提高，结构转型对经济增长的拉动能力逐渐降低。因此，从长期来看，我们需要将增长和改革的重点放在行业内部经济效率的提升上。坚持创新驱动，鼓励研发投入，提升科技成果转化效率；对传统行业实施兼并重组化解过剩产能，合理引导过剩行业和僵尸企业兼并重组，提高全要素生产率并增加中高端产品有效供给；推动东、中、西部协同发展，实现传统产业转移与升级，发挥不同地区在劳动力、资源禀赋、技术种类和水平、资本等各项投入的比较优势，因地制宜，合理引导产业转移升级；发挥“一带一路”沿线国家的比较优势，通过新型国际合作模式，缓解产能过剩，促进结构调整。在新动能着力点的定位上，应该强调改革和创新带来的新技术对传统行业的改造，发挥部门内部效率提升对经济增长的推动作用，不应将财政资源和信贷资源过度投入于新兴行业，放大新兴行业的产生对长期增长的驱动力。

参考文献

[1]Margaret McMillan and DaniRodrik."Globalization, Structural Change, and Productivity Growth, with an Update on Africa". World Development,2014, 63: 11－32.

[2]刘伟、张辉:《中国经济增长中的产业结构变迁和技术进步》,《经济研究》,2008 年第 11 期。

[3] Bernanke B S, Gertler M, Gilchrist S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework[J]. Handbook of macroeconomics, 1999, 1: 1341－1393.

[4] Kiyotaki, N., Moore, J. "Credit cycles". Journal of Political Economy, 1997, 105: 211－249.

[5] Allen Franklin, Qian Jun, and QianMeijun. "Law, Finance and Economic Growth in China". Journal of Financial Economics, 2005, 77: 57－116.

[6] Song, Zheng, KjetilStoresletten and FabrizioZilibotti. "Growing Like China". The American Economic Review, 2011, 101(1): 196－233.

[7] Jermann, U. and V. Quadrini. "Macroeconomic Effects of Financial Shocks". American Economic Review, 2012, 102(1): 238－271.

[8] 卢峰、姚洋:《金融压抑下的法制、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》,2004(1): 42－55。

[9] 苟琴、黄益平、刘晓光:《银行信贷配置真的存在所有制歧视吗?》,《管理世界》,2014(1): 16－26。

[10] Szamosszegi Andrew and Kyle Cole. "An analysis of state－owned enterprises and state capitalism in China". Capital Trade, Incorporated for US－China Economic and Security Review Commission, 2011.

[11] 陈晓光、张宇麟:《信贷约束、政府消费与中国实际经济周期》,《经济研究》,2010(12): 48－59。

[12] 张伟进、方振瑞:《金融冲击与中国经济波动》,《南开经济研究》,2013(5): 3－20。

分报告三

宏观经济政策十年回顾：2007～2016

陈彦斌　刘哲希

摘要：过去十年，无论是2008年全球金融危机时期运用大规模刺激政策推动经济短暂回升，还是新常态下政策手段根据经济形势变化而不断调整创新，宏观经济政策始终难以止住中国经济增速持续下行的局面。这主要是因为宏观经济政策框架存在三方面明显的缺陷，导致其调控效率不高。一是，由于宏观调控与微观干预的关系始终未得到厘清，以宏观调控之名行微观干预之实的现象经常发生。二是，宏观调控目标过于宽泛，使得公众难以形成稳定预期。三是，货币政策处于从属配合的地位，弱化了宏观经济政策的逆周期调节能力。因此，未来宏观经济政策的转型应以确立宏观调控的清晰定位为基础，大幅简化宏观调控目标，并构建以货币政策为核心的新政策框架。

关键词：宏观经济政策 宏观调控 微观干预 货币政策 财政政策

一、引言

过去十年，中国经济增长态势发生了显著变化，GDP 增速呈现明显的下行态势。2007 年 GDP 增速高达 14.2%，2008～2011 年已降至 9.6%，而在 2012～2015 年更进一步下滑至 7.4%[①]。面对经济的下行压力，宏观经济政策始终在积极地应对与调整。2008 年全球金融危机时期推出了以“四万亿”为代表的一系列强刺激政策，新常态下又进行了调控理念与方式的创新，实施了区间管理、“微刺激”及定向调控等新型政策手段。但是，宏观经济政策的调控效果大多不尽如人意。经济增速的放缓势头不但未得到缓解，反而进一步呈现出萧条迹象。2015 年 6.9%的 GDP 增速已降至近 25 年来的最低点，而且衡量经济运行冷热的两大指标——产出缺口与 GDP 平减指数双双为负。

不可否认，宏观经济政策不断调整却仍难以止住经济增速下行的原因是多重的。比如，2008 年全球金融危机之后，长期以来支撑中国经济高增长的人口红利、体制改革红利、全球化红利以及技术进步红利均在不同程度地消退，客观上造成了经济增速下行的局面。又如，新常态下宏观经济政策面对“三期叠加”带来的巨大下行压力而应对力度不足，一定程度上导致了负向产出缺口的持续扩大。但是，中国宏观经济政策框架本身存在的一些本质上的缺陷与不足，使得宏观经济政策的调控效率不高，是难以有效止住经济增速持续下行的重要原因。

鉴于“十三五”期间，中国经济将面临更为严峻的保增长任务。GDP 平均增速要保持在 6.5%左右，才能完成“到 2020 年实现国内生产总值和城乡人均收入比 2010 年翻一番”以及“到 2020 年全面建成小康社会”等重要发展目标。这就要求宏观经济政策必须要解决自身存在的突出问题，破解当前效率低下的困境。因此，本文以过去十年作为切入点，分反危机时期和新常态时期两个阶段对宏观经济政策的实施情况进行系统的梳理，在此基础上总结宏观经济政策体系存在的突出问题，从而为宏观经济政策框架的转型及未来几年的具体操作提供可供借鉴的思路。

① 如未作特殊说明，本文所使用数据均来自国家统计局。

二、反危机时期的宏观经济政策:2007～2011

1、全球金融危机爆发时期中国经济运行状况

自2001年加入WTO以来,受益于“出口－投资”联动机制的驱动与人口红利、体制改革红利、全球化红利及技术进步红利等四大红利的集中释放,中国经济增速持续加快并在2007年达到了14.2%,为本世纪以来最高点。然而,2008年全球金融危机的爆发对美国、日本及欧洲等主要经济体的经济运行产生了巨大的负向冲击。主要发达经济体(G7)的平均经济增速由2007年的2.1%迅速下滑至2008年的－0.3%。作为主要的贸易伙伴,美日欧经济增速的大幅回落对中国的出口增速造成了严重的打击。出口总额增速(以美元计)由2008年前三季度的22.4%迅速下滑至四季度的4.2%,2009年一季度更是同比下降了19.7%。受此影响,中国经济增长明显放缓,GDP增速由2008年前三季度的10.6%下滑至四季度的7.1%,2009年一季度GDP增速更只有6.2%,为季度增速数据公布以来的最低点(图1)。

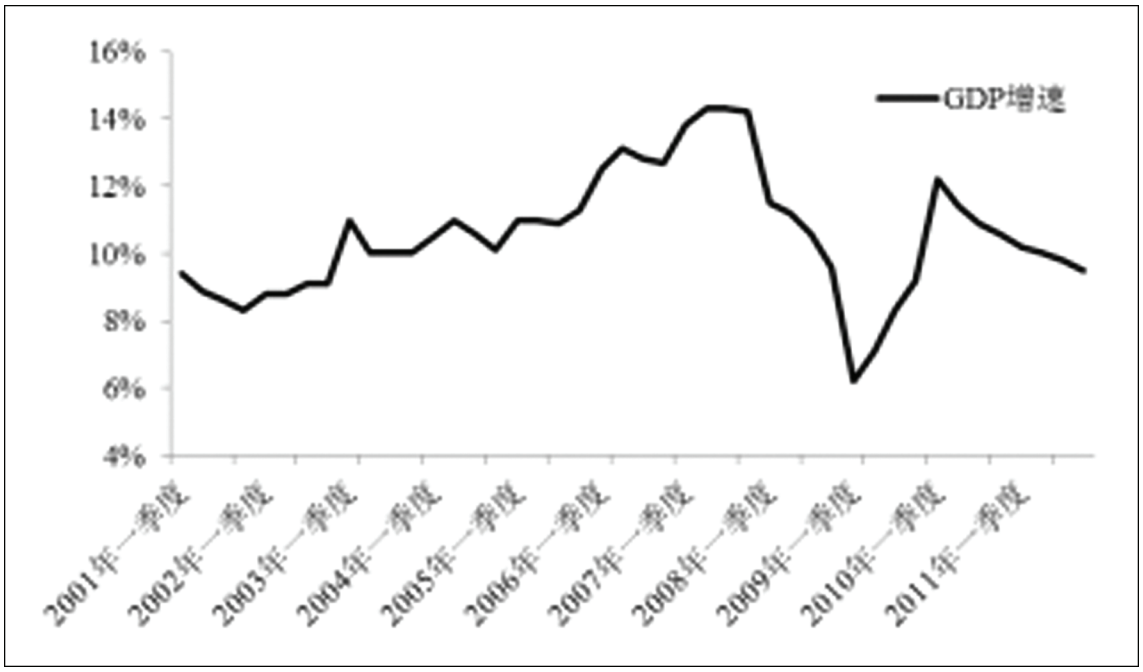


图1　2001～2011年各季度GDP累计增速

2、宏观经济政策应对危机的举措

面对宏观经济形势的突然变化，政府迅速调整宏观经济政策的目标与定位。在2008年年中，政府将宏观经济政策的调控目标由“控总量、稳物价、调结构、促平衡”调整为“保增长、控物价”，进而又在四季度将首要调控目标明确为防止经济增速快速下滑。与此同时，宏观经济政策的定位也由“稳健财政政策＋从紧货币政策”调整为“积极财政政策＋适度宽松货币政策”（表1），意图推动产品需求（IS曲线）与货币供给（LM曲线）的双双扩张，以防止经济增速下滑趋势的恶化。在2009年，面对外部需求持续萎缩的情况，宏观经济政策更加明确地将“扩内需”视为“保增长”的根本途径，并将二者列为调控的核心目标。相应地，宏观经济政策在此后两年延续了“积极财政政策＋适度宽松货币政策”的政策组合。

表1　　过去十年宏观经济政策的调控目标与政策定位

年份	宏观经济政策的主要调控目标	宏观经济政策的政策定位
2007年	促增长、调结构、转方式	稳健财政政策＋稳健货币政策
2008年	控总量、稳物价、调结构、促平衡	稳健财政政策＋从紧货币政策
	保增长、控物价	
	防止经济增速快速下滑	积极财政政策＋适度宽松货币政策
2009年	扩内需、保增长、调结构、转方式	积极财政政策＋适度宽松货币政策
2010年	调结构、保增长、防通胀	积极财政政策＋适度宽松货币政策
2011年	稳物价、保增长、调结构	积极财政政策＋稳健货币政策
2012年	稳增长、调结构、管理通胀预期	积极财政政策＋稳健货币政策
2013年	稳增长、转方式、调结构	积极财政政策＋稳健货币政策
2014年	稳增长、调结构、促改革	积极财政政策＋稳健货币政策
2015年	稳增长、调结构、转方式	积极财政政策＋稳健货币政策
2016年	稳增长、调结构、惠民生、防风险	积极财政政策＋稳健货币政策

注：根据历年中央经济工作会议整理，其中2008年调控目标的变化根据2009年政府工作报告中内容整理。

具体操作实践中，积极财政政策是“保增长”与“扩内需”的核心手段。2008年11月5日，国务院常务会议制定了“四万亿”的大规模财政刺激计划，两年内向保

障性住房建设、“汶川”灾后重建以及基础设施建设等领域投入了4万亿的财政资金。2009年政府工作报告更是明确地强调“大幅度增加政府支出，这是扩大内需最主动、最直接、最有效的措施”。同时，政府也出台了多项旨在扩大居民消费的税收和财政补贴政策，包括减半征收小排量汽车购置税、补贴家电汽车摩托车下乡以及家电以旧换新等政策。相应地，2009年财政赤字率由上一年的0.4%大幅提升至2.3%，是改革开放以来的最大增幅。如果进一步将地方政府的举债规模考虑在内，总体财政赤字率高达12.3%[①]。在固定资产投资资金来源中，国家预算资金同比增速高达53.7%，远高于整体投资资金37.6%的增速。

货币政策的定位由“从紧”调整为“适度宽松”后，在2008年9月至年底的短短四个月内，中国人民银行(下称“央行”)五次下调金融机构存贷款基准利率，四次下调存款准备金率[②]。其中，仅在11月27日当天就一次性下调了一年期人民币存贷款基准利率1.08个百分点，调整幅度之大为历史罕见。同时，央行在2008年10月暂停对商业银行信贷额度的管控，鼓励银行加大信贷投放规模，并加强对“三农”、中小企业等薄弱环节的金融支持。在降息与降准等一系列举措下，2009年M2增速高达28.5%，为近30年来的新高点。新增信贷规模达到9.59万亿，同比增速高达95.3%。

产业政策在本轮应对危机的宏观调控中同样发挥了重要作用。国务院于2009年陆续出台了“十大产业振兴规划”与“七大战略性新兴产业”等产业规划及相关实施细则[③]，通过加快项目审批、促进企业兼并重组以及信贷与税收优惠等手段拉动经济增长。在产业政策的有力推动下，2010年有色、石化及钢铁等包含在产业振兴规划中的行业的投资增速大幅上升，分别比上一年高出19、12.5及7.4个百分点，与整体固定资产投资增速下降6个百分点形成鲜明对比。

3、反危机政策下经济短暂复苏与后续的复杂局面

在“积极财政政策＋适度宽松货币政策”以及产业政策的积极应对下，中国成

---

① 2009年地方政府新增债务规模由审计署2011年第35号文（全国地方政府性债务审计结果）公布数据计算得到。

② 一年期基准存款利率由4.14%调整至2.75%，一年期基准贷款利率由7.47%调整至5.31%，基准贷款利率由大型金融机构存款准备金率由17.5%调整至15.5%，小型机构存款准备率由17.5%调整至13.5%。

③ “十大产业振兴规划”包含纺织业、钢铁业、汽车业、船舶业、装备制造业、电子信息产业、轻工业、石化产业、物流业、有色金属业等十大产业。“七大战略性新兴产业”包含7个领域（23个重点方向），分别为节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料。

为了全球范围内复苏最快的主要经济体。GDP 增速在 2009 年一季度下降至 6.2%的低位后开始企稳回升,全年增速已达到了 9.2%(图 1)。同期,全球经济仍处于衰退困境之中,平均经济增速只有－0.5%,主要发达经济体平均经济增速更仅为－3.8%。2010 年中国经济增速更是进一步回升至 10.6%,接近于全球金融危机前的经济增长水平。

但与经济增速回升相伴的是,以“四万亿”为代表的一系列刺激政策的副作用较大且留下了较多后遗症。一是,物价水平快速上升,商品房价格迅猛上涨。2010 年 CPI 由前一年的－0.7%大幅回升至 3.3%,超出年初预设 3%的目标,代表生产领域价格水平的 PPI 更是由－5.4%上升到 5.5%。在 2011 年 CPI 进一步上升至 5.4%,PPI 达到了 6%。全国商品房平均价格则在 2009～2011 的三年间上涨了约 41%,其中北京涨幅达到 77%、上海涨幅更达到 92%。二是,产能过剩问题更加突出。IMF 的评估报告指出,中国的产能利用率在 2011 年下降到仅有 60%,甚至不及 2008 年 80%的平均水平。其中,钢铁、有色、船舶等被列为产业振兴规划中的行业产能过剩情况最为严重。三是,地方政府加大举债规模以刺激经济扩张,导致债务问题逐渐凸显。审计署数据显示,2010 年底地方政府负债规模达到 10.7 万亿,较 2008 年翻了一倍。[①] 四是,经济结构失衡现象进一步恶化。由于宏观经济政策以拉动投资为主要着力点,2010 和 2011 两年投资率分别高达 47.2%和 47.3%,比危机前上升了 6.5 个百分点左右,为改革开放以来的最高点。不仅如此,伴随着 2011 年宏观经济政策逐步回归常态化,将财政政策与货币政策组合调整为“积极财政政策＋稳健货币政策”后,中国经济增速再次呈现出快速的回落态势,由 2011 年一季度的 10.2%下降至四季度的 8.7%。[②] 这很大程度上就源于上述副作用与后遗症带来的下行压力。

① 根据财政部数据,2015 年末地方政府债务规模进一步上升至 16 万亿,中央政府债务规模扩大到 10.66 万亿,二者占 GDP 比重(债务率)为 41.3%。而多家机构测算的债务率则明显高于官方数据,基本在 50%～60%之间,逼近 60%的国际警戒线。

② Ouyang & Peng(2015)的研究也发现,政府反危机时期的刺激政策仅在 2009 年对经济增长起到显著推动作用,随后刺激政策的效果迅速下降,到 2010 年四季度之后甚至变为负值。

三、新常态下的宏观经济政策：2012～2016

1、新常态时期经济增速下行情况

2012年以来中国经济逐渐步入以“三期叠加”为核心特征的新常态，即经历增长速度换档期、结构调整阵痛期与前期刺激政策消化期。与此同时，以往支撑中国经济高速增长的四大红利均在不同程度地减弱。人口红利方面，伴随着人口老龄化进程的加快，中国劳动人口（15～59岁）数量与所占比重自2012年以来双双持续下降，削弱了中国低劳动力成本的比较优势[①]。体制改革红利方面，市场化改革步入深水区，不仅要面临既得利益集团的阻力，而且会经历增长模式转变的阵痛，在短期内反而会给予经济较大的下行压力。全球化红利方面，金融危机后主要经济体复苏乏力导致中国外部需求持续低迷。以跨大西洋自贸区（TTIP）和跨太平洋自贸区（TPP）为代表的新贸易规则建立又进一步影响了全球化红利对中国的带动作用。技术进步红利方面，伴随着中国技术水平愈发接近前沿，追赶效应已不复从前。而且，近年来全球也步入技术进步的低潮期，根据世界大型企业联合会数据显示，2007～2014年全球TFP增速仅为0.5%，比1999～2006年下降了0.8个百分点。

受到“三期叠加”压力与四大红利减弱的影响，新常态下中国经济增长呈现持续放缓的态势，GDP增速由2012年一季度的8.0%下滑至2016年一季度的6.7%。不仅如此，消费、投资及出口的增速降幅更为明显。社会零售品销售增速由2011年的17.1%下滑至2015年的10.7%。同期全社会固定资产投资增速由23.8%下滑至10.0%，其中，民间固定资产投资增速更是由34.2%大幅回落至10.1%。出口总额（以美元计）增速则是由同比增长20.3%转为同比下降2.8%。

① 2012～2015年间，中国劳动人口数量与比重逐年下降，数量共计减少了1447万人，比重则由69.8%下降至66.3%。

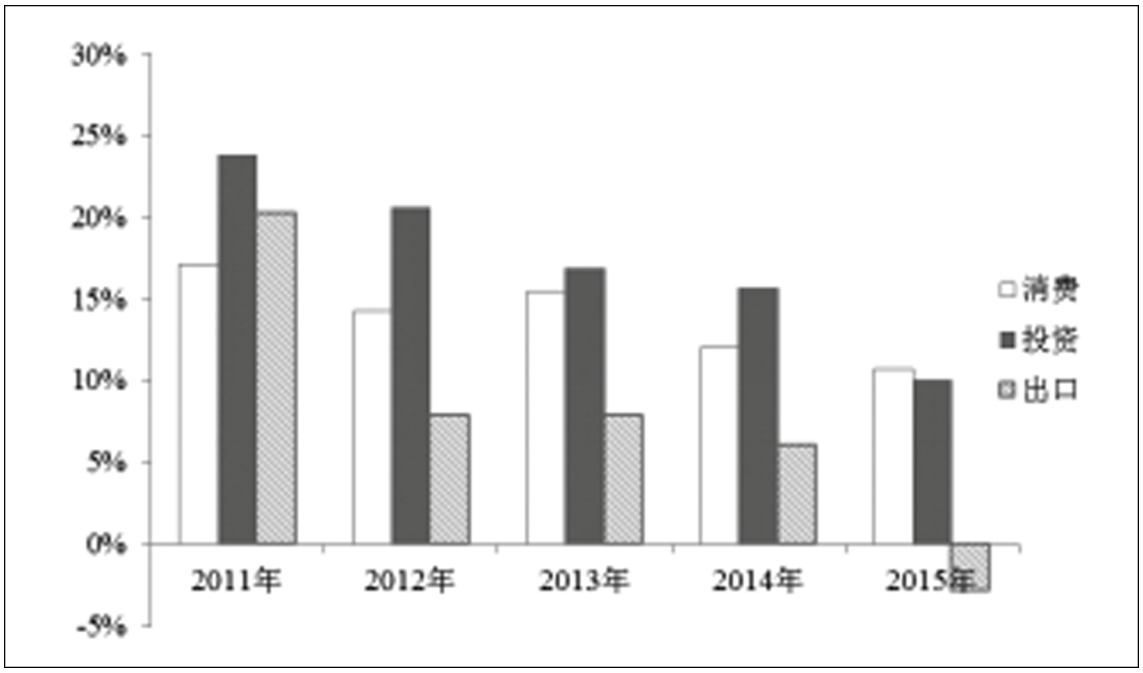


图 2　消费、投资与出口增速持续下行

2、宏观经济政策应对经济下行的举措

面对增速换挡与结构调整的双重压力，宏观经济政策自 2012 年起就一直将首要目标定位为“稳增长”，并兼顾“调结构”（表 1）。由此，宏观经济政策的定位始终坚持“积极财政政策＋稳健货币政策”，以更易于精准发力的财政政策为核心，意图在稳定增长的同时进一步改善经济结构。从具体操作来看，财政政策方面，政府的财政支出规模不断扩张，2015 年政府财政支出规模较 2011 年扩张了 61％。同时，财政赤字率呈明显的上升态势，由 1.1％上升至 3.5％，达到了改革开放以来的最高点（表 2）。货币政策方面，在稳健的政策定位下 M2 增速较 2008～2010 年适度宽松时期显著下降，始终保持在 12％～14％的区间内平稳运行。产业政策方面，其宏观调控职能得到进一步强化。一方面，政府推动了互联网＋、制造业 2025 等新一轮产业规划的实施落实，试图寻找中国经济的新增长动力。另一方面，在 2015 年提出的供给侧结构性改革“三去一降一补”目标中，[①]产业政策承担了“去产能”与“补短板”的重要任务。

① 供给侧改革的“三去一降一补”目标分别是指去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

表 2　　过去十年财政支出与货币供应量情况(单位:%)

年份	一般公共预算支出增速	一般公共预算收支赤字率	M2 增速
2007 年	23.2	−0.6	16.7
2008 年	25.7	0.4	17.8
2009 年	21.9	2.3	28.5
2010 年	17.8	1.7	19.7
2011 年	21.6	1.1	13.6
2012 年	15.3	1.6	13.8
2013 年	11.3	1.9	13.6
2014 年	8.3	1.8	12.2
2015 年	13.2	3.4	13.3

另外,基于前期刺激政策消化的压力,新常态时期宏观经济政策不再搞“大水漫灌”,推出了多种新型调控模式与工具,以兼顾“稳增长”和“调结构”。一是,提出了“区间管理”的调控思路,将宏观经济政策的目标界定为一个合理区间。区间上限为“防通胀”,下限为“稳增长”,而且在下限之外还以“保民生”作为底线,由此增加市场对经济增长的信心。当经济运行在合理区间内,政府会尽量降低宏观经济政策对经济运行的干预力度,从而为经济结构调整与市场化改革的推进创造良好环境。二是,采用“微刺激”政策主动进行预调与微调。“微刺激”本身仍属于政府依靠项目投资等手段拉动经济增长的调控方式,但与以往“四万亿”的强刺激政策有所不同的是,“微刺激”的刺激力度相对温和且更加注重对经济结构的调整。[①] 2012～2014 年间,政府均在年中出台了“微刺激”政策以应对经济的下行压力。三是,实施定向宽松的货币政策,针对重点或薄弱环节精准发力(表 3)。理论上货币政策只局限于对总量的调节,但由于新常态下中国经济结构性问题突出,货币政策面临整体流动性充裕与小微企业融资贵问题并存、实体经济低迷与资产泡沫并存等困境。依靠总量的调控方式可能会导致资源仍大多流向预算软约束等主体或高收益的金融领域,使得薄弱环节难以获得有效支持。因此,央行推出了定向降准、PSL 等货币政策手段,着重针对“三农”、小微企业以及棚户区改造等重点领域,更加直接地促进经济结构的调整。

① “微刺激”政策更侧重于增加中西部铁路建设投资促进西部发展,改造棚户区改善贫穷家庭生活状况等方面。

表 3　　2015 年货币政策定向调控的实施情况

政策工具	实施对象与目标	主要内容
定向降准	“三农”和小微企业等重点领域；重大水利工程和基础设施建设；财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司	(1)累计额外下调满足条件的商业银行存款准备金率 0.5 个至 1 个百分点累计额外下调农村金融机构(农村合作银行、农村信用社和村镇银行)存款准备金率 2 个至 2.5 个百分点。 (2)累计额外下调农业发展银行存款准备金率 6.5 个百分点。 (3)累计额外下调财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司存款准备金率 4 个至 4.5 个百分点。
再贷款	引导金融机构扩大“三农”、小微企业等国民经济重点领域和薄弱环节信贷投放	2015 年末，全国支持“三农”再贷款余额 1962 亿元，支持小微企业再贷款余额 752 亿元。
PSL	引导国家开发银行降低棚改贷款利率，加大对棚户区改造的支持力度，促进降低社会融资成本	从 2015 年 10 月起，人民银行将抵押补充贷款的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行。2015 年末，中国人民银行向三家银行提供抵押补充贷款共 6981 亿元，期末抵押补充贷款余额为 10812 亿元。
MLF	有针对性的向大型商业银行、政策性银行、股份制商业银行、城市商业银行及农村商业银行等金融机构提供基础货币	2015 年，人民银行累计开展中期借贷便利操作 21948 亿元，其中各季度分别开展中期借贷便利操作 10145 亿元、5145 亿元、3600 亿元和 3058 亿元，期末中期借贷便利余额 6658 亿元。

注：本表内容根据央行 2015 年《货币政策执行报告》整理得到。PSL 为抵押补充贷款的缩写，MLF 为中期借贷便利的缩写。

3、经济增速放缓势头未有缓解并进一步呈现出萧条迹象

虽然宏观经济政策积极调整并不断创新，但调控效果始终欠佳，难以阻止经济增速持续放缓的势头。比如，以“微刺激”政策为例，2012～2014 年“微刺激”政策的刺激效果就呈现出明显的递减态势(图 3)。尤其是 2014 年这一轮“微刺激”政

策，其政策力度与实施频率均明显强于2013年和2012年，但仅拉动GDP增速回升0.1个百分点，效果远不及前两年（陈彦斌和陈小亮，2014）。再如，2016年一季度新增人民币信贷规模高达4.67亿，为历史单季投放信贷规模的峰值，但GDP增速却仍呈下行态势，较2015年全年下降0.2个百分点。

受此影响，当前中国经济出现了萧条迹象，表现为产出缺口持续为负与价格水平的不断下滑。产出缺口方面，基于郭豫媚和陈彦斌（2015a）的计算结果，2012～2014年中国经济的产出缺口已由－1.7%下滑至－1.9%，在2015年可能进一步扩大至－2%以上。从历史经验来看，改革开放以来出现了四次产出缺口为负的时期，除1979～1982年是由政府大幅压缩投资支出与紧缩银根所致外，其余三次均对应于经济萧条的出现，分别是“物价闯关”失败后的1989～1990年、亚洲金融危机爆发前后的1996～2001年以及全球金融危机与欧债危机相继发生的2008～2010年。价格水平方面，通过观察能够反映国内生产所有产品和服务的价格走势的GDP平减指数可以看到，2012年以来GDP平减指数持续下滑，进入2015年已经由正转负，降至－0.5%。同样地，以往仅有亚洲金融危机与2008年全球金融危机这两大经济萧条时期出现过GDP平减指数为负的情况（图4）。

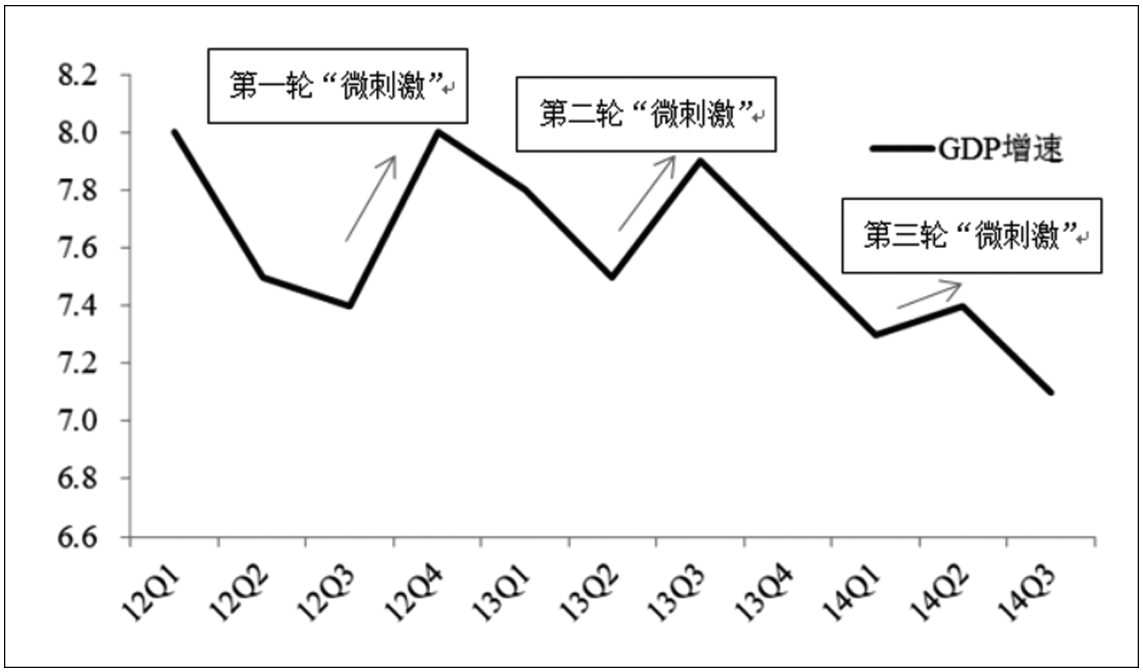


图3　2012～2014年每轮“微刺激”前后GDP增速变化

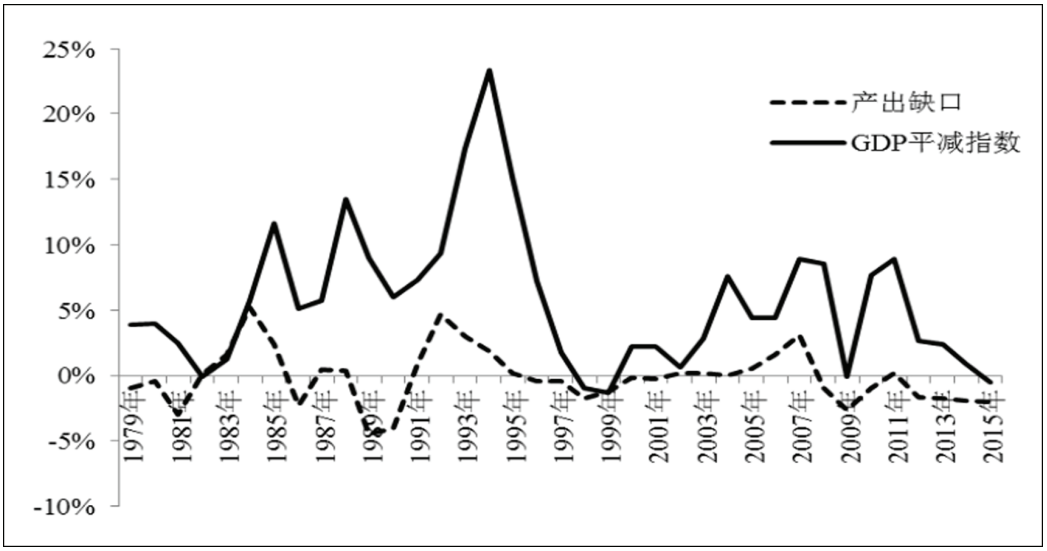


图 4　改革开放以来产出缺口与 GDP 平减指数情况

四、宏观经济政策框架存在的突出问题

不可否认，过去十年中国经济增速的持续下行是由多方面因素所致，既与潜在增速的下滑有关，也与经济周期性放缓情况下宏观经济政策应对力度不够等因素有关。但是，这并不能掩盖中国宏观经济政策框架本身存在的突出问题，这些问题导致了宏观经济政策的调控效率不高。

1、由于未厘清宏观调控与微观干预的关系，以宏观调控之名行微观干预之实的现象经常发生，损害了宏观经济政策的调控效率。

改革开放以来，宏观经济政策框架的构建与完善始终是在计划经济时期政府直接干预经济的调控模式上做加减法，保留一部分行政干预手段的同时增强对财政政策与货币政策等经济政策手段的运用[①]。这一调控思路在中国市场化改革初

① 中国宏观经济政策体系的演变历程可分为三个阶段。第一阶段是改革开放前高度集中化的计划经济时期，政府运用行政手段对市场进行直接控制。第二阶段是改革开放之后至十四届三中全会期间，中国经济由计划经济体制逐步向市场经济体制转轨。宏观调控的核心手段虽然仍是行政干预，但货币政策等适应市场经济体制的间接手段也逐步纳入到了宏观调控的框架之中。第三阶段是十四届三中全会至今，社会主义市场经济体制逐步建立且市场机制对资源配置的作用逐渐强化。宏观调控更加注重运用货币政策与财政政策等间接调控方式，逐渐弱化对行政干预手段的依赖。

期较为有效地弥补了部分市场机制缺失或不完善之处(中国经济增长与宏观稳定课题组,2010)。但同时也应清醒地认识到,其弊端就在于宏观调控与微观干预的关系始终难以得到厘清,甚至有不少观点认为宏观调控就是政府干预。因此,伴随着市场化改革进程的深化,微观干预手段并未相应地淡出宏观经济政策框架,仍是宏观调控的重要组成部分。

正因如此,与其他主要经济体对产业政策持较为谨慎的态度不同,中国在宏观调控中十分重视对产业政策等微观干预举措的运用,而且与产业政策紧密相关的区域政策、消费政策及投资政策等也被纳入到宏观经济政策体系之中[①]。主导产业政策制定与实施的国家发展和改革委员会(简称"发改委")更是中国宏观调控最重要的统筹部门,其首要任务就是负责贯彻落实党中央与国务院关于加强宏观调控、创新宏观调控的一系列决策与部署[②]。卢锋(2016)对过去十年宏观经济政策工具的梳理发现(表 4),除货币政策与财政政策等调控工具之外,宏观经济政策使用的调控工具接近 30 余种,以宏观调控之名行微观干预之实的现象经常发生。比如,面对 2010 年下半年以来物价水平的快速上涨,政府以宏观调控名义直接对部分生活用品和生产资料实施价格管制的干预举措。又如,为治理日益严重的产能过剩问题,发改委等部门制定三年不上新项目等调控措施,国土部相应地进行了收紧供地闸门等干预举措。

以宏观调控之名行微观干预之实主要从三个方面影响宏观经济政策的调控效率。一是,过多的微观干预会扰乱市场对资源的配置效率,进一步加剧经济波动。政府的职能虽是弥补市场失灵,但这并不意味着要用行政干预来代替市场机制。由于政府本身难以收集并处理所有的市场信息并做出动态最优化决策,依靠行政力量频繁干预经济只会扰乱市场秩序而降低市场对资源的配置效率。比如,2008 年金融危机以来政府部门一直试图从各个产业中挑选出要重点发展的先进技术或产品进行扶持并淘汰落后的技术或产品,从而在"稳增长"的同时实现"调结构"的

① "十三五"规划也明确指出宏观经济政策体系是"以财政政策、货币政策为主,产业政策、区域政策、投资政策、消费政策、价格政策协调配合的政策体系"。

② 对发改委职能的论述请参见宏观调控在新常态下要有新作为,新华网 3 月 5 日,http://news.xinhuanet.com/politics/2015lh/2015-03/05/c_134040759.htm。

目标[①]。但现实的结果却是产业结构“越调越乱”,不仅产业发展方向不断调整,而且新兴产业陆续出现产能过剩问题以及落后产能陷入“越淘汰越过剩”的怪圈,这些均加剧了经济的下行压力[②]。

二是,微观干预的频繁使用会进一步制约民营企业的发展,导致经济增长复苏乏力。市场准入难与融资难融资贵问题始终是制约大多数民营企业发展的两大瓶颈,其产生的原因本身就在于政府对市场干预过多过细,职能越位与缺位问题严重[③]。若通过宏观调控的形式进一步强化政府的微观干预,将对民营企业带来更多的掣肘。特别是中国产业政策就具有明显的“扶大限小”特征,常见的是用产能规模来决定企业退出与否,由此加剧恶化了民营企业的生存环境。比如,2010 年对钢铁行业进行目录指导和强制清理时,产业政策就明确规定“淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉,淘汰 30 吨以下炼铁转炉、电炉”。[④] 受此调控举措的影响,当时一批民营企业被央企与地方国企兼并[⑤]。不仅如此,由于产业政策具有“扶大限小”等特征,以国有银行为主体的银行体系也更加有意愿将信贷投放于大型企业或国企,因而越是在经济下行时期民营企业的融资环境越是受到挤压。小微企业融资贵问题在近年来不断凸显很大程度就源于此。众所周知,民营企业代表了市场经济的自主活力,更贡献了六成以上的中国经济总量。微观干预对民营经济发展的制约,就会导致经济活力的不足与增长复苏的乏力,表现为宏观调控的效率较低。

三是,以宏观调控之名行微观干预之实强化了寻租环境,这不仅带来了腐败的恶果,更进一步损害了宏观经济政策的调控效率。与货币政策和财政政策不同,微观干预手段的透明度差且可伸缩性强,这为寻租活动创造了较大空间。吴敬琏(2013)就明确指出“行政干预的加强、扩大了寻租活动的制度基础,使计划经济时代常见的‘跑步(部)前(钱)进’现象再度兴盛,手握审批权力的中央部委门庭若市,

---

① 中央与各省份发布的相关产业目录数量达百余部,而且产业目录的涵盖范围、更新频率与针对性在不断加强。就《产业结构调整目录》来讲,2005 年首次发布时的篇幅为 2 余字,到 2011 年第二次发布时的版本篇幅已增加至 5 万余字。而且在 2013 年与 2015 年时又先后进行了修订,打破了 6 年修订一次的传统。

② 2008 年金融危机后出台的七大新兴战略型产业并未成为随后科技发展的主流方向;前几年被政府所认为是新一轮技术革命制高点的低碳化技术,如今也被“互联网+”所取代。

③ 财政部长楼继伟:政府过分干预经济适得其反,人民网,http://theory.people.com.cn/n/2013/0416/c49154-211 52730.html。

④ 具体内容请参见国务院 2010 年 2 月 6 日发布的《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》。

⑤ 有代表性的是河北钢铁并购河北敬业、唐山松汀、邢台龙海、永洋钢铁、吉泰特钢等 5 家民企的项目

行政腐败也加剧扩散”。十八大后反腐浪潮中出现的发改委价格司等产业政策的核心权力部门“塌方式腐败”现象就是深刻的教训。而且一些研究表明，寻租活动会挤出私人部门投资并降低财政公共支出的效率(刘勇政和冯海波，2011)，从而抑制经济增长。因此，当宏观调控过程中伴随着大量寻租活力时，这会显著降低宏观经济政策对经济的推动作用。

表 4　　**过去十年宏观调控中部分微观干预工具梳理**

	工具名称	主要执行部门		工具名称	主要执行部门
1	项目核准审批	发改委	11	限制居民购房	住建部
3	自有资本比例要求	发改委	13	信贷总量控制	银监会
4	暂时价格管制	发改委	14	房贷差异化安排	央行、银监会
5	重大案件查处	发改委	15	调整房贷首付比例	央行、银监会
6	治理产能过剩	发改委	16	重启与加快 IPO	证监会
7	严管炒作农产品	发改委	17	降农产品流通成本	商务部
8	米篮子菜篮子责任制	发改委	18	加大环保治理力度	环保部
9	地方债数量控制	发改委	19	收紧供地闸门	国土部
10	限制捂盘拖市	住建部	20	暂停建设用地供地	国土部

资料来源：卢锋(2016)

2、宽泛化的宏观调控目标下公众难以形成稳定预期，从而降低了宏观经济政策的调控效率

不同于发达国家宏观经济政策将经济稳定与金融稳定作为主要目标，过去十年中国宏观调控不仅将“稳增长”、“防通胀”和“调结构”作为核心目标，而且还根据经济形势需要而灵活地扩充目标。比如，淘汰落后产能与抑制房价过快上涨等目标均曾在过去十年中被列入宏观调控的目标之中。随着新常态下经济运行态势的不断复杂化，宏观调控又针对性地加入“惠民生”“抓改革”“防风险”等目标。新近出台的“十三五”规划又将未来五年内宏观调控的目标调整为“扩大就业、稳定物价、调整结构、提高效益、防控风险、保护环境，更加注重引导市场行为和社会预期，为结构性改革营造稳定的宏观经济环境”，可见，宏观经济政策的调控目标一直在延续宽泛化特点。

直观上，宽泛化的调控目标会给予政策制定者更大的相机抉择空间，使其可以

根据经济形势变化而制定最优政策。但实际上，Kydland & Prescott(1977)指出，宏观经济政策的左右摇摆会导致政策的实施效果难以达到最初的预设目标，也就是著名的动态不一致性理论。这是因为，公众是根据对未来政策的预期来决定当前的行为决策，因而使公众对未来宏观经济政策形成稳定预期才能更有效的提高宏观调控效率(Chari & Kehoe，2010)。反之，当公众能够察觉到政策会随着经济环境的变化而变化时，其就会对政策缺乏信任，从而导致预期出现波动甚至有悖于政策实施的意图。[①] 突出表现为上世纪七十年代滞胀危机期间，美联储在稳定经济增长和抑制通胀这两个目标之间反复摇摆，导致反通胀政策不被公众信任，反而加剧了通胀水平的上升幅度(Mishkin，2012)。

具体到中国，以“稳增长”与“调结构”目标为例。当“调结构”作为调控目标时，经济会经历新旧增长模式的转换而面临增速的下滑，这使得公众会意识到未来的政策目标又会转为“稳增长”。由此导致企业及各地方政府主动进行结构调整而淘汰落后产能的意愿大大降低，更多是选择捱到“稳增长”时，期待更为宽松的政策环境解决产能过剩问题。也正因如此，尽管近年来政府试图通过不断的调整宏观调控目标，以寻求“稳增长”“调结构”“促改革”“防风险”等多目标之间的平衡，但政策实施效果大多不尽如人意。经济增速的下滑趋势不仅没有得到扭转；市场化改革与经济结构调整步伐也未有加快(近年来消费与服务业占比上升更多是源于投资与工业增速的大幅下降)，高杠杆与高债务风险反而进一步凸显。

3、货币政策处于从属配合的地位，弱化了宏观经济政策框架的逆周期调节能力

作为应对经济波动的两大核心政策，货币政策与财政政策的主次地位一直是宏观经济理论研究及政策实践的重要问题。上世纪 30 年代至 70 年代时期，占据主流地位的传统凯恩斯主义认为，在经济萧条时期只有财政政策才能扩大总需求，货币政策会陷入流动性陷阱(名义利率接近于零)而无法影响产出水平。然而，美国等国家长期实施积极财政政策，不仅挤出了私人部门的有效投资，而且积累了大规模的政府债务，这也成为了滞胀危机的主要导火索(Bernanke，2003)。不仅如此，同时期兴起的货币主义学派有力地反驳了凯恩斯主义的观点，指出货币政策的

① 突出表现为上世纪七十年代滞胀危机期间，美联储在稳定经济增长和抑制通胀这两个目标之间反复摇摆，导致反通胀政策不被公众信任，反而加剧了通胀水平不断上升。美联储最终只能以更严重的产出损失为代价治理通胀（Mishkin，2012）。

意义在于降低真实利率而非名义利率，前者才是刺激经济的关键因素。随后的研究发现，货币政策还能够通过资产价格与信用途径稳定经济增长。因此，滞胀危机之后主要国家的宏观经济政策框架均已由以财政政策为主逐步转变为以货币政策为主。

回顾过去十年可以发现，财政政策在中国的宏观调控中一直占据主导地位，货币政策则始终处于从属配合的位置。无论是反危机时期的“积极财政政策＋适度宽松货币政策”的组合，还是新常态下“积极财政政策＋稳健货币政策”的组合，财政政策始终是应对经济下行的核心手段。[①] 与此同时，货币政策为配合“四万亿”的大规模财政刺激计划，2009 年的 M2 实际增速接近 30％而超出了预定增速 10 个百分点以上，新增信贷规模达到 9.59 万亿，超出预设目标近一倍。而在新常态下，货币政策推出的定向降准、再贷款及 PSL 等定向调控举措，本质上也是货币政策财政化的一种新型表现形式。

货币政策处于从属配合地位导致其逆周期调节能力被显著抑制，主要体现在三个方面。一是，在利率市场化改革的深化与金融创新不断发展的大背景下，货币政策需要由数量型调控向价格型调控转变，才能保证调控的效率（郭豫媚和陈彦斌，2015b）。但由于中国实施以财政政策为主的调控策略，货币政策需要更加侧重于管理信贷投放以配合政府的积极财政支出（苏剑等，2010）。这导致货币政策仍要以数量型调控手段为主，阻碍了货币政策转向价格型调控方式的步伐。相应地，货币政策数量型工具在可控性、可测性及与经济增长和物价水平等最终目标的相关性上越来越弱，由此对经济逆周期调节的有效性在不断下降（郭豫媚和陈彦斌，2015b；潘敏，2016）。[②]

二是，由于央行缺乏足够的独立性，货币政策难以进行有效的预期管理，进一步降低了货币政策的调控效率。理性预期革命后，学界认识到公众是根据所有已知信息做出最优决策，因此，预期管理通过改变市场进行预期时所依赖的信息集而引导公众预期向政策目标靠拢，能够有效地提高货币政策调控效率。2008 年全球金融危机以来预期管理受到在美国、欧洲及日本等国家得到了广泛运用，并取得了较好的效果。郭豫媚等（2016）研究表明，预期管理可以将当前中国货币政策效率

① 应对亚洲金融危机时期 1998 年和 2002 年两次经济下滑时，积极财政政策也均被列为宏观调控的首要内容。

② 可控性、可测性和与最终目标相关性是判断货币政策有效性三大标准（Mishkin，2012）。郭豫媚和陈彦斌（2015b）及潘敏（2016）等研究均表明数量型货币政策的可控性、可测性及相关性均在减弱。

提高 40%左右。但是,预期管理的重要前提是央行要具有足够的独立性,由此才能避免政治周期及动态不一致性等因素的影响而取得公众信任。因此,当前中国央行的独立性不高,是预期管理手段难以被有效实施的主要原因之一。

三是,新常态下货币政策始终保持稳健定位,没有根据经济形势而做出足够的调整,使得中国经济出现增速下行和实际利率上行的背离局面。[①]进入新常态以来中国经济形势持续在发生变化,GDP 增速已从 2011 年的 9.3%下降至 2015 年的 6.9%,CPI 已从 2011 年的 5.4%下降至 2015 年的 1.4%。但是在这一时期内,货币政策始终保持稳健定位,尽管进行了多次降息降准操作,但调控力度却不足以应对经济的下行压力。突出表现为在经济增速持续放缓的背景下,2011 年以来实际贷款利率却上升 2.3 个百分点,由此加大了企业投资成本与偿债压力。这导致了企业投资与生产意愿低迷,使得经济萧条迹象进一步加剧。

五、宏观经济政策框架的转型方向

十八届三中全会明确指出“科学的宏观调控,有效的政府治理,是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求”。这就需要进一步完善宏观经济政策的调控方式,使市场在资源配置中起决定性作用的同时更好发挥政府作用。基于宏观经济政策框架存在的突出问题,本文认为宏观经济政策的转型应从定位、目标及工具等方面着手。

1、就定位而言,宏观调控应定位于对经济短期波动的逆周期调节,是总需求管理不是微观干预,更不是替代市场机制

宏观调控的广泛运用源于凯恩斯主义的兴起。凯恩斯主义指出,当经济体受到总需求或总供给等外部冲击时,由于价格与工资粘性及公众“动物精神”的存在,市场资源配置不会在受到冲击后迅速回到均衡状态,由此会使经济呈现出扩张或紧缩的短期波动现象。[②] 因此,政府需要通过宏观调控等政策手段缓冲外部冲击,从而实现对经济短期波动的逆周期调节,也就是现代宏观经济理论所讲的总需求

① 根据经济增长理论,实际利率与经济增长率之间存在显著的正相关性,这样才能保证经济体处于稳定的均衡。这一理论也得到了国际经验数据的支持(陈彦斌等,2014)。

② 2008 年金融危机后,学界认识当金融体系出现动荡或恐慌时,逆向选择与道德风险问题的加剧也会导致稀缺资本配置很难被配置到更具有生产效率的领域中,从而导致市场对资源的配置偏离均衡状态。

管理。由此可见，宏观调控不仅不是干预市场机制，反而是为市场机制的自我恢复创造更有利的环境，使资源配置在短期内尽快回归至均衡状态。

微观干预则是针对市场机制的失灵。理论上，完全竞争市场对资源配置能够达到帕累托最优状态。但在现实中，垄断、外部性（如环境污染）、及信息不完备等微观层面所存在的因素会打破市场是完全竞争的这一前提条件，从而影响市场对资源的配置效率。因此，微观干预是通过建立长期有效的行政制度或法律规章，治理微观层面所存在的问题，以使得均衡状态时所实现的资源配置尽可能地接近于帕累托最优。这与宏观调控是运用经济政策手段并聚焦于经济的短期波动有本质上的区别。[①] 比如，破除垄断与治理环境等目标的实现，需要政府颁布反垄断法与制定长期有效的资源税与环保税的征收规则，而不属于宏观调控的职能范畴。

此外要认清的是，无论是宏观调控还是微观干预，均是对市场机制的补充，旨在帮助市场提高对资源的配置效率，并不是去替代市场机制。市场能做的一定要交还给市场去做。比如，当前高投资、低消费与产能过剩严重等经济结构失衡的一系列问题就是因为政府对市场机制的重视程度不够，软化了企业预算约束并扭曲了要素价格。因此，经济结构的平衡与生产力布局的优化，重在深化以国企改革与要素价格改革为核心的市场改革，不能依靠微观干预，更不能依靠宏观调控。[②]

2、就调控目标而言，宏观经济政策重在实现经济与金融的双重稳定，未来几年内调控目标的顺序应为“稳增长、控物价、金融稳定”

由于宏观调控的定位是逆向调节经济的短期波动，宏观经济政策的核心目标重在保证经济的平稳运行，不应再关注“调结构”、“促改革”等其他目标。保证经济平稳运行需要重点关注两方面。一是，经济产出与物价水平的稳定。当然，上世纪90年代以来的理论研究发现，运用货币政策应对经济波动时，稳定物价与稳定经济产出之间不存在权衡关系而具有完美一致性（Mishkin，2012）。因此，越来越多的国家采用了通胀目标制，单一锚定通胀目标。二是，维持金融体系的稳定。2008年全球金融危机后，学界进一步认识到由于经济周期和金融周期在波动频率与波动幅度上存在显著差异，宏观经济政策仅维持经济稳定并不能保证金融体系的稳定。因此，实现经济与金融的双重稳定目前成为了发达国家宏观经济政策的核心

① 典型的例子有，颁布反垄断法以防止企业在市场获得支配地位或滥用这一地位，征收矫正税以治理环境污染等负外部性问题，制定会计和财务报告标准以保证信息透明度与真实性，等等。

② 根据陈彦斌等（2014）的测算，利率市场化完成后全社会的投资活动会因资金成本的提高而受到显著抑制，居民消费率则会提升4.7个百分点，总需求结构失衡问题进而得到明显改善。

目标(Borio,2012)。

就当前及未来几年内的中国经济形势而言,通胀目标制暂不可取,“稳增长”仍是宏观经济政策的首要目标。这对于完成“到2020年实现GDP和城乡人均收入比2010年翻一番”以及“到2020年全面建成小康社会”等重要发展任务至关重要。而且,与拥有较为完善社会保障体系的西方国家相比,中国的社会保障体系相对滞后且社会建设架构较为脆弱,从而也具有明显的“增长依赖症”(陈彦斌等,2013)。与此同时,不能因为新常态以来通胀水平处于低位而放弃对通胀目标的管理。特别是对于“债务—通缩”风险不断加剧的态势而言,宏观经济政策尤其要防范公众通缩预期的自我强化。因此,未来几年内宏观调控应以“控物价”为主要目标,这不仅涵盖了“防通胀”,更包含了“防通缩”的底线思维。此外,保持金融体系的稳定不能只局限在“防控风险”,这仅突出了央行的最后贷款人职能。宏观调控更应强调“金融稳定”,注重运用宏观审慎政策防止金融体系的顺周期波动。

3、就政策工具体系而言,强化货币政策的主导地位,减弱财政政策的逆周期调节作用,大幅弱化产业政策的宏观调控职能

在明确宏观调控定位与目标的基础上,中国宏观经济政策工具不应延续宽泛化特点。鉴于对经济逆周期调节的宏观调控定位,在经济的常规波动时期,宏观经济政策应选择能够及时且有效地应对经济短期波动的政策工具。现代宏观经济理论与各国的政策实践均表明,货币政策是应对产出缺口与物价水平变化最灵活且最有效的宏观经济政策手段(Blanchard et al.,2010)。而财政政策则受到政治周期及内在时滞较长等因素的影响,[①]在常规时期稳定物价水平和产出缺口的效果远不及货币政策。马骏(2014)等研究通过测算“财政脉搏”指标也发现,中国财政政策的逆周期调节作用并不明显,甚至在一些时期还呈现出顺周期特征而加剧了经济的波动。因此,经济的常规波动时期宏观经济政策框架要以货币政策为主导。

但值得注意的是,在少数时期中经济会陷入长达几年或十几年的持续且深度的衰退之中,比如,上世纪30年代的美国大萧条及90年代以来的日本大衰退。此时,货币政策通常会面临零下限约束而操作空间较常规时期有明显的收紧,因而单独使用货币政策难以应对经济的持续下行。积极的财政政策则能有效地为货币政策分担刺激总需求的压力,从而有效保证宏观经济政策的可持续性。这是因为,在

① 政策时滞分为内在时滞和外在时滞。内在时滞是指从政策制定者意识到冲击发生到采取措施的时间间隔,外在时滞是从出台政策到政策对经济产生影响的时间间隔。

经济衰退时期的低利率环境下，财政政策对私人部门的挤出效应会显著降低，从而更有效地拉动经济增长。而且，经济深度衰退的时期较长，使得财政政策逆周期调节能力较弱的弊端被淡化。可以看到2008年金融危机爆发后，以货币政策调控为核心的美国等发达国家也均明显加大了财政政策的逆周期调控作用。[①] 因此，在经济危机或陷入深度衰退时期宏观经济政策框架要以货币政策与财政政策积极配合为核心。

产业政策及与之相关的区域政策及投资政策等不应继续承担宏观调控职能。从政策操作来看，产业政策不仅实施周期较长，而且多是针对微观个体的直接干预，与宏观调控是针对经济总需求短期调节的定位相冲突。从政策效果来看，产业政策对经济增长是否起到决定性作用受到广泛质疑（Krugman，1997）。虽然在日本和韩国经济腾飞等阶段中产业政策得到广泛应用，但几近相同的产业政策在拉美国家却遭遇了巨大的失败。一些实证研究也指出，即使在日本经济腾飞的阶段，产业政策对经济的促进作用也不显著甚至还起到了一定的抑制作用（Beason & Weimstein，1996）。此外，产业政策本身也不应继续对新兴产业的发展前景与方向做出明确的判断，不应过多干预经济结构的调整。前者需要依靠市场需求的检验，后者则重在将市场化改革落到实处。因此，未来产业政策更多应推动基础性科研研究与战略性产业发展的长期规划，聚焦于中国与发达国家在战略性产业上的技术水平尤其在核心技术层面上的差距

4、货币政策应加快向价格型调控转型的步伐，加强预期管理及与宏观审慎政策的协调配合

加快货币政策由数量型调控向价格型调控转变的步伐，将有效增强利率市场化及金融创新不断发展背景下货币政策的调控效率。国际经验也表明，伴随着利率管制的逐步放开与金融创新的不断发展，修订数量型中介目标的统计口径以保证数量型调控有效性的方式难以为继，多数国家均选择将货币政策调控方式由数量型向价格型转变[②]。事实上，当前中国向价格型调控方式转变的时机已较为成

① 美国财政赤字率由2008年的3.1%迅速增加至2009年的9.8%，并在此后两年也均保持在8%以上，从而弥补了“债务－通缩”危机下有效需求的不足。

② 以美国为例，美国在20世纪70年代的货币政策中介目标是M1，伴随着金融创新的推进，M1与实体经济之间的稳定关系被打破。美联储尝试将更广义的货币总量M2作为新的中介目标，但是随着金融创新的进一步深化，到20世纪90年代初期M2与经济活动的相关性也被打破。面对这一情形，美联储转变思路，彻底放弃数量型中介目标，从1993年开始使用联邦基准利率这一价格型中介目标。

熟，个体对利率等价格信号的敏感度已在不断增强（伍戈和李斌，2016）。因此，央行需要在构建完善的基准利率体系与利率传导渠道，以及建立与价格型调控相适应的货币供给机制等方面加快步伐。

预期管理目前在国际上已成为提高货币政策有效性的核心手段。[①] 针对中国而言，鉴于货币政策处于数量型调控效率下降而价格型调控框架尚未完全建立的转型时期，预期管理会为货币政策调控效率带来更大的提升（郭豫媚等，2016）。加强预期管理，一方面要提高央行的独立性，这也与之前所讲的货币政策占据宏观调控主导地位的转型方向相符合。上世纪七十年代以来货币政策逐步占据宏观经济政策框架核心地位的背景下，主要经济体的央行独立性均有显著的提高。新西兰、瑞典和欧元区央行的独立性甚至超过了被公认独立性最强的美联储。另一方面则需要央行加强与市场的信息沟通、增加货币政策的透明度，注重对货币政策操作进行事前沟通和事后解释，及时公布货币政策相关操作及其意图，避免市场误读。

之所以要加强货币政策与宏观审慎政策的配合，是因为根据丁伯根法则，货币政策在实现经济稳定的同时难以完成防范金融风险的任务[②]。尤其是在经济出现萧条迹象而必须使用宽松货币政策的时期，若没有宏观审慎政策的配合，很可能会出现大量的资产泡沫而加剧经济运行风险。2008 年金融危机前美国宽松货币政策使宏观经济稳定但金融风险加剧的现象就是最好的佐证。反之，若运用宏观审慎政策对银行流动性、资本金及杠杆率等方面进行调节，则能降低金融体系的过度风险承担激励，从而有效地抑制资产泡沫的形成（BIS，2010）。这一点对于目前“债务－通缩”风险与“衰退式泡沫”并存的中国经济尤为重要。[③] 事实上，“十三五”规划纲要已首次提出了“构建货币政策与审慎管理相协调的金融管理体制”的完善方向，央行也推出了金融机构宏观审慎评估体系（MPA）。但是，宏观审慎政策方面

① 预期管理的理论基础来源于理性预期革命之后的新凯恩斯主义。理性预期革命使政策制定者认识到公众是根据所有已知信息做出最优决策，而并非适应性预期所阐述的根据过去发生情况机械地形成预期。而上世纪 80 年代后期兴起的新凯恩斯主义则进一步发现，由于短期中价格粘性的存在，预料之中的货币政策也会产生真实效应，而并非新古典宏观经济学所认为的，只有意料之外的货币政策才能影响实际经济。

② 丁伯根法则是指，政策工具的数量或控制变量数至少要等于目标变量的数量，而且这些政策工具必须是相互独立（线性无关）的

③ “债务－通缩”风险与“衰退式泡沫”并存是因为，基于“债务－通缩”风险的不断积聚，货币政策需要适度宽松以降低企业融资成本并稳定公众的通胀预期，但由于实体经济活力不足而缺乏对资金的吸引力，货币政策操作所释放的流动性更多地流向了金融体系或房地产领域，从而导致资产价格泡沫化趋势明显。

仍有一些问题亟待解决。比如，宏观审慎政策工具如何使用、宏观审慎框架与微观金融监管体制如何协调以及事前、事中监管与事后救助机制如何结合等

需要说明的是，一些观点从古典二分法视角出发，认为货币政策在长期中只会改变物价等名义变量，对经济产出等真实变量不产生影响，并且还会造成通胀而导致福利成本损失等问题，因而不建议使用。本文认为这一观点有失偏颇。虽然货币政策本身并不促进长期经济的增长，但如果不及时用货币政策积极应对经济风险或危机，经济很可能就陷入长达数年甚至数十年的长期衰退之中[①]。特别是对于“债务－通缩”风险，如果不通过宽松货币政策稳定公众通胀预期以打破通缩预期的自我循环，经济就很可能陷入物价水平螺旋式下降的恶性循环之中，而无法回归到均衡状态，[②]上世纪三十年代的美国大萧条就是典型的表现。另外也应清醒地认识到，任何政策都是有代价的，相比于经济危机造成的社会财富与福利的巨大损失以及社会不稳定等一系列问题，[③]根据现实经济的需要而实行适度宽松的货币政策所造成的福利损失要小得多。

5、财政政策在常规时期应回归公共财政，但在危机时期要充分发挥扩大内需的作用

让财政政策在常规时期回归公共财政是基于两方面考虑。一是，新常态下财政政策的逆周期调控效果将进一步受到制约。《预算法》的修订会提高财政资金运行的透明度并健全财政预算管理制度，这在推进财政体制改革深化的同时会加长财政政策的内在时滞，使其难以如以往一样灵活地对经济短期波动进行逆周期调节。而且，以往财政政策能够有效刺激经济的很重要的原因是地方政府可以通过地方融资平台筹集资金来配合积极财政政策的落实（这部分资金不计入财政赤字之中）。但随着地方债务风险的加剧与“43 号文”等相关举措对地方融资平台清理力度的加强，这条机制在新常态下将难以为继，从而会降低财政政策的调控效率。

二是，新常态下政府的财政收支压力将与日俱增。财政收入方面，2014 年以

---

① 而且最新的实证研究显示，由于时滞效应，每次经济的短期衰退或经济危机更是会导致长期潜在增速中枢的下移（Blanchard et al.，2015）。

② 在“债务－通缩”危机爆发后，货币政策还能通过提供的充足流动性而降低挤兑风险等渠道缓解金融体系的恐慌，从而防止危机的进一步恶化。2008 年国际金融危机并未演化为大萧条式的经济崩溃，很大程度上归功于美联储为金融体系提供了充足流动性，以防止金融恐慌的蔓延（Mishkin & White，2014）。

③ 根据 Koo（2009）测算，日本大衰退时期，在 1990—2002 年间仅地产与股票两类资产就造成了 1500 万亿日元的财富损失，相当于日本个人金融资产的总和。

来一般公共预算财政收入增速已跌落到个位数，2015 年仅有 5.8%（按与 2014 年同口径计算），远低于 1978～2011 年间 15.7%的平均值。同时，地方政府所依赖的土地出让金也在显著减少，2015 年降幅达到了 21.6%。财政支出方面，医疗卫生、社会保障以及环境治理等刚性支出却呈现快速增长态势。[①] 而且，随着人口老龄化的逐步加快以及“十三五”规划中对社会民生与资源环境的高度重视，公共财政方面的支出压力将会进一步加大。

因此，在货币政策占据宏观经济政策主导地位的情况下，财政政策在常规时期的宏观调控职能可有所弱化，将更大部分的财力用于公共财政。但如前所述，在经济危机或深度衰退时期，积极财政政策是扩大内需的有效手段。尤其是对于“债务—通缩”危机而言，积极财政政策配合以适度宽松货币政策的应对效果明显优于单独使用货币政策应对（陈彦斌和陈小亮，2015）。

六、结语

基于本文对过去十年宏观经济政策实施情况的梳理可以发现，无论是 2008 年金融危机利用强刺激政策拉动经济，还是新常态下政策手段不断调整与创新，宏观经济政策均未从根本上改变经济增速的下行态势。这主要是因为宏观经济政策体系存在三方面突出问题，导致其调控效率不高。第一，由于中国宏观调控的定位难以得到清晰界定，以宏观调控之名行微观干预之实的现象长期存在。第二，宽泛化的宏观调控目标下公众难以形成稳定预期。第三，宏观调控将货币政策置于从属配合的地位，弱化了宏观经济政策框架的逆周期调节能力。

因此，未来宏观经济政策的转型也应相应的着重做好以下三个方面。第一，厘清宏观调控与微观干预的界限，明确宏观调控的定位是逆向调节经济的短期波动。第二，大幅简化宏观经济政策的调控目标，重在实现“稳增长、控物价、金融稳定”。第三，构建以货币政策为核心的新政策框架，弱化财政政策的逆周期调节职能，大幅弱化产业政策的宏观调控职能。同时，货币政策要加快向价格型调控方式转型的步伐、加强预期管理与宏观审慎政策的协调配合，以提高自身的调控效率。

---

① 2015 年财政收入增速由 8.6%下降至 5.8%，但医疗教育支出增速由 9.8%上升至 17.1%，社会保障和就业支出增速由 9.8%上升至 16.9%，节能环保支出增速为 26.2%。

参考文献

[1]陈彦斌、姚一旻、陈小亮，2013：《中国经济增长困境的形成机理与应对策略》，《中国人民大学学报》第4期。

[2]陈彦斌、陈小亮，2014：《中国经济“微刺激”效果及其趋势评估》，《改革》第7期。

[3]陈彦斌、陈小亮、陈伟泽，2014：《利率管制与总需求结构失衡》，《经济研究》第2期。

[4]陈彦斌、陈小亮，2015：《通缩、高债务和货币政策财政政策协调》，《中国宏观经济论坛》三季度分报告二。

[5]郭豫媚、陈彦斌，2015a：《中国潜在经济增长率的估算及其政策含义：1979－2020》，《经济学动态》第2期。

[6]郭豫媚、陈彦斌，2015b：《利率市场化大背景下货币政策由数量型向价格型的转变》，《人文杂志》第2期。

[7]郭豫媚、陈伟泽、陈彦斌，2016：《中国货币政策有效性下降与预期管理研究》，《经济研究》第1期。

[8]刘勇政、冯海波，2011，《腐败、公共支出效率与长期经济增长》，《经济研究》第9期。

[9]卢锋，2016：《宏调的逻辑》，中信出版社。

[10]马骏，2014：《新常态与宏观调控模式》，《中国金融》第15期。

[11]潘敏，2016：《经济发展新常态下完善我国货币政策体系面临的挑战》，《金融研究》第2期。

[12]苏剑、刘斌、林卫斌，2010：《论中国目前的货币政策选择——基于中国宏观经济特殊性的思考》，《经济学动态》第5期。

[13]伍戈、李斌，2016：《货币数量、利率调控与政策转型》，中国金融出版社。

[14]吴敬琏，2013：《重启改革议程》，三联书店出版社。

[15]中国经济增长与宏观稳定课题组，2010：《后危机时代的中国宏观调控》，《经济研究》第11期。

[16]Bank for International Settlements(BIS), 2010, 80th Annual Report.

[17]Beason, R., and D. E. Weinstein, 1996, “Growth, Economies of Scale, and Targeting in Japan (1985－1990)”, Review of Economics and Statistics, 78(2):286－295.

[18]Bernanke, B., 2003, “Constrained Discretion and Monetary Policy”, Remarks before Money Marketers of New York University, Feb 3rd.

[19]Blanchard, O., E. Cerutti, L. Summers, 2015, “Inflation and Activity - Two Explorations and their Monetary Policy Implications”, NBER Working Papers,

No. 21726.

[20]Blanchard, O., G. Dell'Ariccia, and P. Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy", Journal of Money, Credit and Banking, 42(s1):199－215.

[21] Borio, C., 2012, "The Financial Cycle and Macroeconomics: What have we learnt?", BIS Working Paper, No.395.

[22]Chari, V. V., and P. J. Kehoe, 2010, "Modern Macroeconomics in Practice: How Theory is Shaping Policy", Journal of Economic Perspectives, 20(4): 3－28.

[23]Koo, 2009, "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession", New York: Wiley.

[24]Krugman, P., 1997, "What Ever Happened to the Asian Miracle?", Fortune, 136(4): 26－29.

[25]Kydland, F. E., and E. C. Prescott, 1977, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", Journal of Political Economy, 85(3): 473－491.

[26]Mishkin, F. S., 2012, Economics of Money, Bank and Financial Markets, New York: Pearson Education.

[27]Mishkin, F. S., and E. N. White, 2014, "Unprecedented Actions: the Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective", NBER Working Paper, No. 20737.

[28]Ouyang, M. and Y. Peng, 2015, "The Treatment－Effect Estimation: A Case Study of the 2008 Economic Stimulus Package of China", Journal of Econometrics, 188(2):545－557.

分报告四

转型与发展:中国经济与政策十周年

毛振华　张英杰　袁海霞　郭静静　杨小静

摘要:过去的十年,中国与全球经济共同走过了2008年的金融危机,随着世界经济进入低速增长与深刻调整周期,中国经济发展逐步迈入新常态,经济增速有所放缓,但放眼全球,中国经济依然保持了较高的增长,占世界经济比重持续攀升,市场化与开放度显著提高,人均产出和收入持续增长,社会保障制度逐步完善。与此同同时,随着改革和开放的不断推进,开放体系中中国与世界经济的联系更加增强,对全球经济的影响也日益重要,一些阶段性特征出现了明显变化,外贸、资本流动从"商品输出、资本输入"向"商品服务、资本双输出"转变,产业结构、需求结构也都呈现跨越式的发展。

十年中,中国经济发展迈入"三期叠加"的新常态,在潜在增长平台下移、结构性减速以及周期性力量作用下,中国经济增速由高速增长进入中高速增长的速度换档期;同时,也进入结构调整的阵痛期和前期刺激政策的消化期。这一时期,随着人口红利渐失、资源环境约束加强等,中国经济发展面临的结构性问题依然突出;工业领域大面积的产能过剩与部分领域如医疗等公共服务领域的供给不足长期存在,需求与生产的结构性矛盾进一步加剧了工业领域产能过剩问题;低成本学习模仿、技术进步的后发优势随着我国要素成本提升以及金融危机后全球需求低迷而丧失等等;在"信贷－投资"驱动模式下,债务水平快速扩张,虽然总体债务风险可控,在违约风险上升、汇率利率波动加大以及互联网金融风险加快暴露等相互

交织，系统性风险有所上升。而快速扩张的货币存量、信贷结构的不合理以及货币传导机制的不通畅不仅固化了传统的增长模式，也容易引发资产泡沫或者通胀预期再起。对经济发展和民生领域影响都极为重要的房地产行业房随着人口结构的变化，2013年行业已经迎来了发展拐点进入调整期，在高库存的压力面前以及行业调控反复（根据过去“十年九调、逢调必涨”以及近期调控政策的繁育）不定预期中，行业发展仍面临一定不确定性，对经济波动和宏观调控均会生产重要影响。这些问题的形成有经济发展自身的问题，更多的也是经济体制方面的问题，从长期来看，解决这些问题必须依靠更深层次的改革。

总结过去十年宏观经济政策与宏观调控，从“双防”到“四万亿”强刺激，从强刺激到定向调控，从微刺激再到供给侧改革；从过渡强调有效需求不足和危机管理向强调潜在供给能力下降和结构性改革，中国的宏观经济政策帮助我们首先从金融危机中走出，也越来也呈现中国特色的宏观调控特点：1.“三位一体”调控模式更加强化，短期调控与长期改革结合，政策连续性、协调性不断强化；配合总量政策，结构性调控力量不断加大；2.宏观调控理念有所创新，提出宏调机制化，调控方式更加灵活。但是，由于我国调控目标的多元化以及多部门的调控主体决定了调控手段的泛化，从而在一定程度形成政府过度干预，同时也成为宏观经济波动的根源之一。如应对国际金融危机时，“四万亿”强刺激带领中国率先从金融危机中走出，对全球经济复苏产生一定影响，但是同时货币超发也引发新一轮通胀，更严重的产能过剩等。从目前中国经济发展中存在的问题来看，这些问题的形成有经济发展自身的问题，更多的也是经济体制方面的问题，从长期来看，解决这些问题必须依靠更深层次的改革。

从30多年来的发展历程来看，中国在转型过程中实现了经济稳定与快速发展，国民经济体系不断完善，初步建立了从无到有的市场经济体制，综合实力得以大大提升，GDP总量从1978年的3645.2亿元到2015年的676708亿元，人均GDP达到美元8016美元，中国经济过去的高速增长，曾被誉为“亚洲的奇迹”（克鲁格曼，1994）[①]。特别是过去的十年，尽管世界经济形势动荡复杂，中国经济发展逐步迈入新常态，但放眼全球，中国经济依然保持了较高的增长，占世界经济比重持续攀升，市场化与开放度显著提高，人均产出和收入持续增长，社会保障制度逐步完善。随着人口红利渐失、资源环境约束加强等，中国经济发展面临的结构性问题依然突出。在“信贷－投资”驱动模式下，债务水平快速扩张，虽然总体债务风险可控，在违约风险上升、汇率利率波动加大以及互联网金融风险加快暴露等相互交织，系统性风险有所上升。而快速扩张的货币存量、信贷结构的不合理以及货币传导机制的不通畅不仅固化了传统的增长模式，也容易引发资产泡沫或者通胀预期再起。尤其是，在“新常态”和“三期叠加”的换挡期的背景下，中国经济增长正处于结构调整的“关键时期”，科学总结过去十年中国经济社会发展，剖析存在的深层次问题，归纳十年宏观调控的特点（中国的宏观调控在逐步完善并彰显正能量，现在西方学者提出“向中国学习宏观调控”（罗奇，2012）[②]）等对我们更加清醒的认识未来，更好地把握中国经济走势，具有重要的理论意义和现实意义。

从最初“摸着石头过河”，经历向成熟市场经济体蹒跚学步，中国的宏观调控有经验也有教训，但总体上在逐步完善并彰显正能量。纵观近十年，从“双防”到“四万亿”强刺激，从强刺激到定向调控，从微刺激再到供给侧改革；从过渡强调有效需求不足和危机管理向强调潜在供给能力下降和结构性改革，中国的宏观经济政策帮助我们首先从金融危机中走出，也越来也呈现中国特色的宏观调控特点：“三位一体”调控模式更加强化，短期调控与长期改革结合，政策连续性、协调性不断强化；配合总量政策，结构性调控力量不断加大；宏观调控理念有所创新，提出宏调机制化，调控方式更加灵活。调控目标的多元化决定了调控手段的泛化，在一定程度过多干预常态，同时也成为宏观经济波动的根源之一。

---

① 林毅夫、任若恩，“东亚经济增长模式相关争论的再讨论”，《经济研究》，2007年第8期，第4－12页。

② 史蒂芬.罗奇，2012年3月9日，“向中国学习宏观调控”，《金融时报》中文网，http://www.ftchinese.com/story/001043569。

一、十年中国经济发展回顾:逐步迈入新常态的中国经济

2006 年至 2016 年,中国经济走过了复杂多变的十年。一方面,国内经济从“防经济增长过热”、“防结构性通胀”的“双防”形势,经历了金融危机,通过及时调整宏观调控政策,成功应对了一系列挑战,成就了中国经济增长的相对平稳;另一方面,随着改革和开放的不断推进,开放体系中中国与世界经济的联系更加增强,对全球经济的影响也日益重要,一些阶段性特征出现了明显变化,外贸、资本流动从“商品输出、资本输入”向“商品服务、资本双输出”转变等等;与此同时,中国经济的驱动力、产业发展、区域发展等多方面都呈现出结构性跨越的变化。

(一)经济总量升至世界第二,经济增长由高速迈入中高速

1.经济总量排名上升至全球第二,对世界经济的贡献大幅提升

从 2006 年至 2016 年,中国经济飞跃发展,各项经济指标数倍增加。这十年,中国经济总量增长 3 倍多,虽然经历增长不断放缓,但年均增长依然到达 9.5%,远高于同期世界经济的平均增速 3.7%。中国经济总量在世界经济中的排名,从 2006 年的第四位上升至 2010 年的第二位并保持至今,成为仅次于美国的全球第二大经济体。

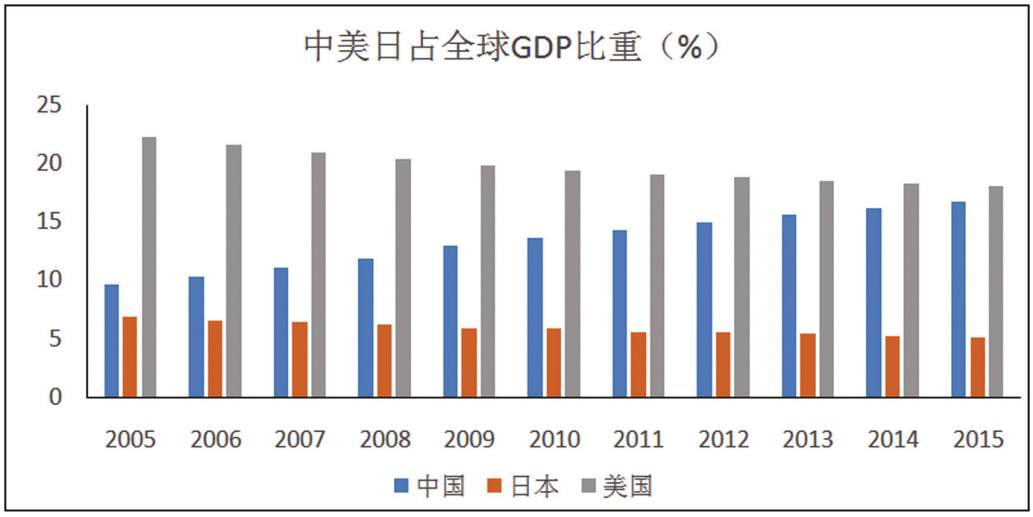


图 1　中美日经济总量占全球 GDP 比重(按照购买力平价计算,2005 年—2015 年)[①]

资料来源:东方财富数据库,中诚信国际、人大宏观课题组整理

① 如无特殊说明,文中所用数据资料均来源于东方财富数据库、中诚信国际数据库以及人大宏观课题组整理资料。

随着经济快速增长和经济规模的扩大，中国经济对世界经济的贡献日益提升。按照世界银行的测算，使用购买力平价计算，中国经济总量在世界经济总量的占比，从2006年的9.68%提高到了2015年的16.86%（如图1所示）；中国对全球经济增长的贡献（汇率法计算）从2006年的14.86%提升至超过25%。IMF的数据也反映了这一趋势，2000－2005年中国经济对全球经济的增量的贡献率约7%，2005年至2010年增量贡献率上升至21%，2011年至2015年这一指标又进一步上升到了29%。**与此同时，中国也进入中高收入国家群体。**随着中国经济持续稳定增长，人均GDP有大幅提升。人均GDP从2006年的2069.3美元，增加值2015年的超过8000美元，增幅超过200%。城乡人均可支配收入由11759.5元突破为31195元，农村人均纯收入从3597元增加至10772元。此外，出口总额由美元突破至美元，成为世界第一大出口国和世界第一大贸易国。

表1　　世界银行关于中国、美国、日本对世界经济的贡献（单位：%）

	中国	美国	日本
2005	14.20	26.03	3.61
2006	14.85	18.02	3.99
2007	18.83	12.40	5.29
2008	37.30	－5.30	－6.57
2009	－27.62	35.39	24.29
2010	18.01	16.27	10.01
2011	24.52	14.56	－1.41
2012	27.12	26.51	6.71
2013	26.95	24.12	5.84
2014	25.76	24.62	－0.36

资料来源：东方财富数据库，中诚信国际、人大宏观课题组整理

2.经济增长从高速增长逐渐向中高速增长过度

从经济增长速度来看，中国经济增长步伐经历了从高速增长向中高速增长的过渡，而从趋势来看，中国经济增速的下行与全世界保持高度同步（图2所示）。2005年至2008年上半年，经济增长延续改革开放以来的高速增长，增速几句均在两位数以上，伴随着高增长，通货膨胀、资产价格飙升都在2007年达到了这一时期

的峰值。2008 年下半年至 2012 年底，经济运行仍保持年均 9％以上在增速，但内外环境剧烈变化的情况下，经济增长经历了异乎寻常的波动。一方面前期经济偏热，政府实施紧缩调控政策，另一方面金融危机酝酿爆发，出口急剧收缩，经济增速快速滑落，2008 年四季度降至 7.6％，2009 年一季度降入 6.6％这个 10 年来最低值。此后，随着危机期间的一揽子刺激政策贯彻实施，货币与信贷触底反弹，经济增长出现回升，2010 年一季度经济增长达到 11.9％的后危机时代峰值。此后随着高通胀带来政策紧缩以及外部环境复苏疲弱，经济增长稳中趋缓。2013 年至今，受全球经济增长放缓，我国经济周期调整、房地产市场发生逆转等多种因素影响，经济增长换种趋稳，总体发展逐步迈入新常态。



图 2　中国与世界 GDP 增速高速同步

（二）价格水平经历两次通胀，总体从全面通胀向生产领域的通缩演变

从 2005 年以来的十年轨迹来看，中国经济经历过两次明显的通货膨胀。一是 2005 年至 2008 年上半年，伴随着经济保持两位数的高速增长，投资过热、大宗商品价格快速攀升等带动下，价格领域呈现结构性上涨向全面上涨的趋势；第二次是 2010 年左右，随着“四万亿”刺激的实施，信贷—投资驱动的增长模式下，新一轮的物价上涨和资产价格飙升，尤其是房地产再次成为资产泡沫化的重灾区。随着中国经济增速迈入中高速过度，通胀水平出现较快汇率，而通缩则形成新的风险。

2005 年至 2008 年，宏观经济总体呈现出经济快速增长，价格水平呈现由结构

性上升向全面上涨的趋势。在投资超过 20%的增长、消费平稳增长等带动下，GDP 增速由 2006 年的 12.7%快速上涨至 2007 年的 14.2%，2008 年下半年以来受金融危机影响增速下滑至 9.6%。与此同时，受需求快速扩张、食品价格快速攀升、原油等国际大宗商品价格加快上涨等多种因素推动，居民消费价格(CPI)涨幅从 2006 年的 1.5%快速上涨 2008 年的 5.9%，期间月度变化更是一度攀升至 8.2%(2008 年 4 月)；在原材料价格带动下，工业品出厂价格指数也从 2006 年 3%快速攀升至 2008 年的 6.9%，同期资产价格也呈现同样的趋势，房地产和股市都呈现出快速攀升的态势。在经济快速增长的同时，价格领域呈现结构性上涨向全面上涨的趋势，当时中央经济工作报告中把“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”作为宏观调控的首要任务。

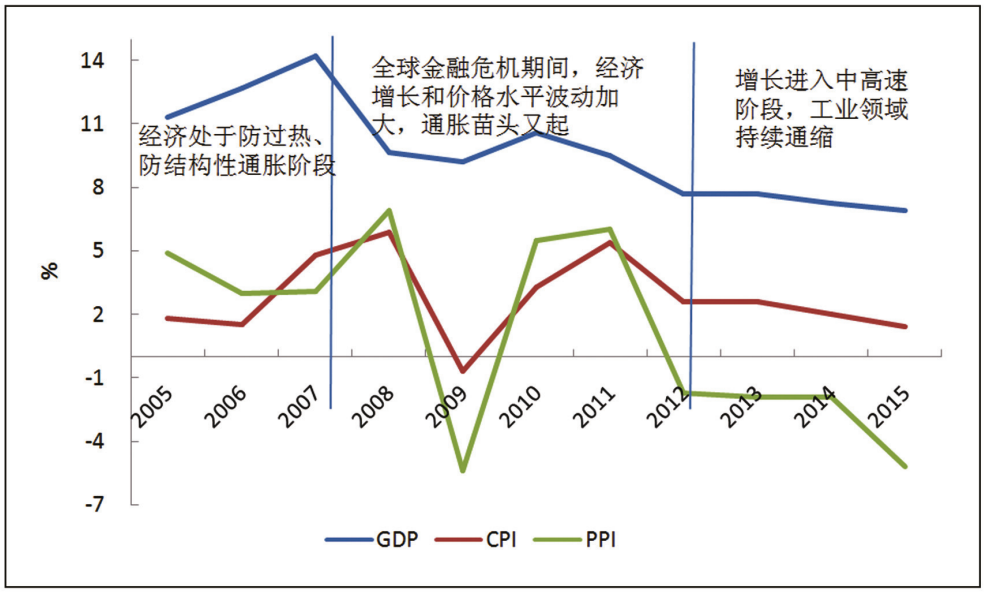


图 3　近十年来中国经济增长与价格水平变化(2005—2015 年)

资料来源：东方财富数据库，中诚信国际、人大宏观课题组整理

2008 年至 2012 年，中国经济经历了金融危机并逐步走出危机，受外部环境恶化，世界经济周期与中国经济周期、实体调整周期等多种因素叠加，中国经济增长步伐有所放缓，价格水平波动有所加大，尤其是 2010 年，通胀苗头又起。2008 年下半年，在外部环境恶化、国内结构性政策调整以及经济内在周期的三重压力下，我国“出口—投资导向型增长模式”的内在矛盾全面激化，总供给与总需求关系出现逆转，宏观经济急转直下，出现“冰火两重天”的急剧变化，中国宏观经济开始步入下滑区

间。在“四万亿”等强大的刺激政策与存货调整周期的作用下,“信贷——投资”驱动的增长模式带动 2009 年中国宏观经济成功走出了自 2008 年 3 季度以来深度下滑的低谷,实体经济出现超预期反弹,但同时通胀预期开始抬头,资产价格快速提升,宏观经济景气快速回升,外需依旧下滑严重。在前期刺激性政策的惯性释放、外部环境恢复性改善、消费高位运行等因素的作用下,2010 年中国经济增长呈现恢复趋势,由 2009 年的 9.2%恢复至 10.6%,但“泡沫蔓延”所触发的物价水平持续攀升,房地产再次成为资产价格泡沫化重灾区,刺激政策问世不到一年半,房地产价格指数飙升四成以上。高通胀推动宏观政策转向紧缩,2011 年,在全球经济复苏受阻、国际资本流动波动加剧、国内各种刺激政策全面回收、货币政策回调以及房地产调控政策全面加码等多重因素的作用下,中国宏观经济复苏的步伐放缓,经济增长逐季回落,通胀压力高位回缓,资源错配加剧等局面。2012 年是中国经济从“次萧条”到“复苏重现”的一年。受基础建设投资大幅增长、房地产政策微调带来的“刚需”释放、政策持续放松以及全球市场情绪稳定带来的外需稳定等因素影响,中国宏观经济开始在 2012 年 9 月出现“触底反弹”,并在十八大政治换届效应、存货周期逆转、消费持续增长、外需小幅回升、投资持续加码等因素的作用下,重返复苏的轨道。



图 4　工业企业营业收入和利润的变化(2005—2015)

2013 年以来,受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响,中国经济增长延续趋缓态

势，工业领域持续通缩。一方面，经济增长由 2013 年的 7.7%放缓至 2015 年的 6.9%，2016 年一季度 GDP 增长进一步放缓至 6.7%，达到 2009 年以来的低值。另一方面，金融危机时期刺激政策带来的工业领域大面积的产能过剩依然存在，在外部需求持续疲弱，国内调结构持续推进等影响下，工业品出厂价格指数自 2012 年 4 月以来持续下滑，年度降幅由 2012 年的下滑 1.7%扩大至 2015 年的 5.2%。进入 2016 年以来，受石油、铁矿石等大宗商品价格短期低位反弹，国内企业补库存亿元增强，工业领域价格通缩幅度有所缓解，企业利润由持续下滑转为增长。

（三）需求发展、产业结构等多维度实现结构性跨越

过去十年，随着我国转变发展方式、调整经济结构不断推进，尤其是十八大以来，促转型、调结构等进入实质性阶段，更深层次的改革开放推动市场配置资源的基础性作用进一步增强，全社会要素资源的配置不论在产业间还是在不同地区之间，都相对更加活跃和充分，我国经济增长的要素投入结构、需求结构、供给结构均呈现持续优化的趋势，经济增长动力、产业发展、区域发展等多维度都呈现出结构性跨越。

1.需求结构优化，内需贡献增强，最终消费需求是经济增长的稳定器

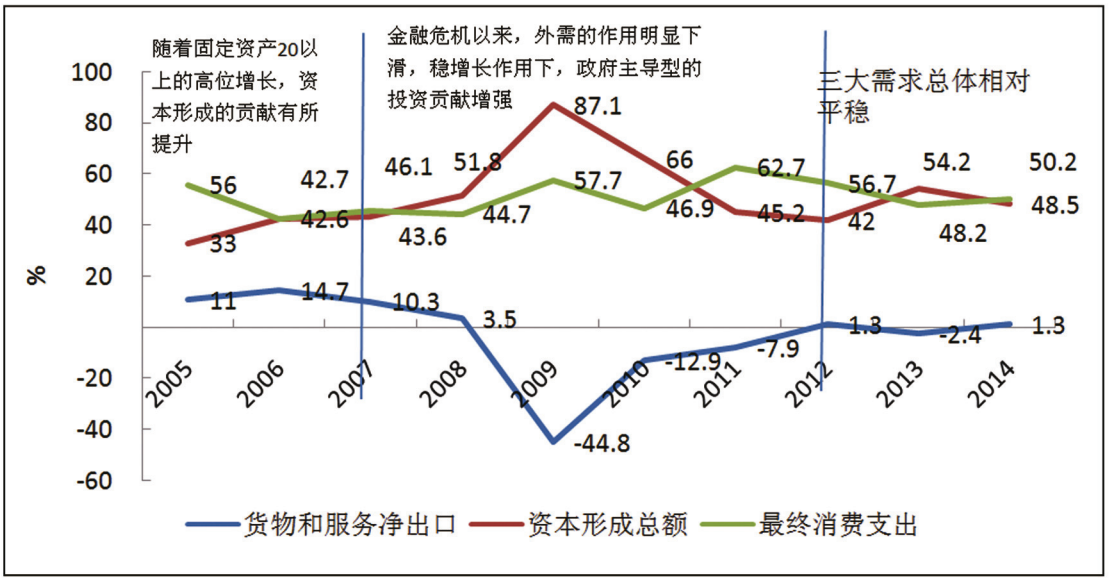


图 5　三大需求对经济增长的贡献变化（2005－2015）

从需求来看，需求结构呈现外需贡献减弱，内需对经济增长贡献增强的特点，由 2005 年的 89%波动上升至 2014 年的 98.7%，内需中尤其是最终消费需求是经

济增长的稳定器。分阶段来看，2005 年以来，随着全社会固定资产投资保持 20%以上的高位增长，资本形成总额对经济增长的作用有所增强，从 2005 年的 33%提升至 2007 年的 43.6%；最终消费支出对经济增长的贡献有所减弱，从 2005 年的 56%下降至 2007 年的 43.6%；而外需对经济增长的贡献一直维持在 10%以上。金融危机以来，受全球经济形势恶化、贸易下滑严重，外需对经济增长的作用大幅下滑，从 2007 年的 10.3%下滑至 2009 年的－44.8%，达到了 1985 年以来的最低值；与此同时，从在“四万亿”刺激政策作用下，政府主导投资带动全社会固定资产投资实际增速由 2008 年的 16.9%上升至 2009 年的 32.5%（1993 年以来的高点），之后在基础设施投资高位增长的带动下持续保持快速增长，资本形成总额对经济增长的贡献一度高达 87.1%，而后随着经济走出危机，贡献趋稳，2012 年资本形成总额对经济增长的贡献是 56.2%；同期，最终消费支出对经济增长的贡献是呈现波动增强的特点，并且是三个指标中波动相对最小的。2013 年以来，三者波动均趋缓，外需经历过金融危机时期的最低谷后，总体对经济增长的贡献趋弱，2014 年该指标为 1.3%，比 2005 年下降 9.7 个百分点。随着投资增长高位趋缓以及投资效率下降，资本形成总额对经济增长的贡献由 54.2%下降至 48.5%。而最终消费对经济增长的贡献超过了 50.2%，波动相对资本形成总额、货物和服务净出口而言比较稳定。

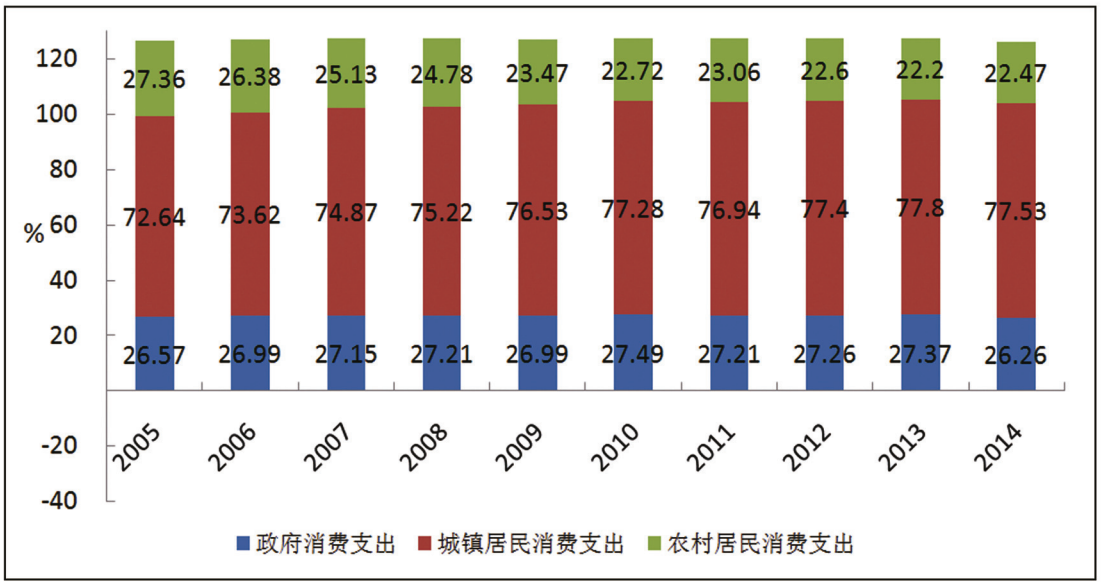


图 6　最终消费支出结构变化（2005－2014）

从最终消费支出结构来看，政府消费支出占比呈现先波动上升而后下降的态势，总体占比略微下降，居民消费支出结构中城镇居民消费构成稳步上升，农村居民消费支出构成不断下降。分阶段来看，2005－2008 年，政府消费支出构成呈上升趋势，由 2005 年的 26.57％上升至 2008 年的 27.21％。金融危机期间，处于稳增长的目的，政府消费支出占比一度达到 27.49％，之后维持在 27％以上的水平，2013 年以来，在限制“三公消费支出”等影响下，政府消费支出的比重略有下降，2014 年为 26.26％，基本回归至 2005 年的水平。从居民消费支出结构来看，随着城镇化的不断推进，过去十年城镇化率提升了超过 10 个百分点，城镇居民消费支出占比也由 2005 年的 42.64％波动上升至 2014 年的超过 77％，农村居民消费支出占比由 2005 年的 27.36％下降至了 2014 年的 22.47％，城镇居民和农村居民消费的此消彼长与城镇化有重要关系。

2.产业结构总体呈现“三进二退”特点，服务经济占比持续上升

从产业层次来看，除了金融危机期间，刺激政策作用下第二产业占比和对经济增长贡献短期回升，三次产业结构总体呈现“三进二退”、服务经济占比持续上升的趋势，产业内部结构调整持续。美国经济学家西蒙·库兹涅茨在继承克拉克的研究成果发现了产业结构的变动趋势，在工业化初期，第一产业产值比重不断下降，第二、三产业产值比重不断上升；当工业化进入中期阶段以后，第三产业产值比重逐渐超过第二产业。从我国的产业结构发展来看，2005 年以来我国经济处于工业化中后期阶段[①]，产业结构的变动整体也呈现“三进二退”的特点。

2005－2008 年，中国经济开始进入第四个增长周期（刘伟、蔡志洲，2008）[②]，钢铁、水泥、建材等原材料和技术装备的产量迅速上升，许多产品的产量均位居世界前列，第二产业的比重从 2005 年的 47.4％上升至 2006 的 48％，而后略有降至 47.5％；在房地产、金融等相关行业的带动下，第三产业的比重由 2005 年的 40.5 上升至 41.9％。随着第三产业比重的攀升，第三产业对经济增长的贡献也有增强（如图）。**2008 年至 2012 年，**从经济危机到次萧条阶段（见人大宏观论坛 2012 年中期报告），在“四万亿”刺激作用下，大规模的投资在一定程度扭曲了经济结构，也阻碍了产业间结构调整。**随着拉动内需和振兴产业等刺激政策实施，第二产业和第三产业比重关系出现短期逆转，**第二产业和工业对经济增长的贡献在 2010 年达到了近十年的峰值，分别为 56.84％和 46.54％，2011 年以后在外需低迷、产能过剩等影响下，工业尤其是制造业下行压力不断加大，增速持续下滑，第二产业在经济总量

① 从世界各国的工业化程度来看，2007 年中国的工业化率已经显著高于马来西亚以外的其他国家 1970 年以来的峰值。从工业化进程来看，上世纪完成工业化的主要经济体，其工业化进程平均耗时 15－20 年（钱纳里等，1995 年），中国的工业化进程从改革开放以来已经超过 30 年。

② 刘伟、蔡志洲，“中国产业结构变动趋势及对经济增长的影响”，《经济纵横》，2008 年 12 月。

的比重也持续下滑。2013 年以来，随着第二产业调整压力加大，产业结构的“三进二退”趋势进一步发展，2013 年第三产业比重超过第二产业，2015 年第三产业比重超过 50%，对经济增长的贡献进一步增强。

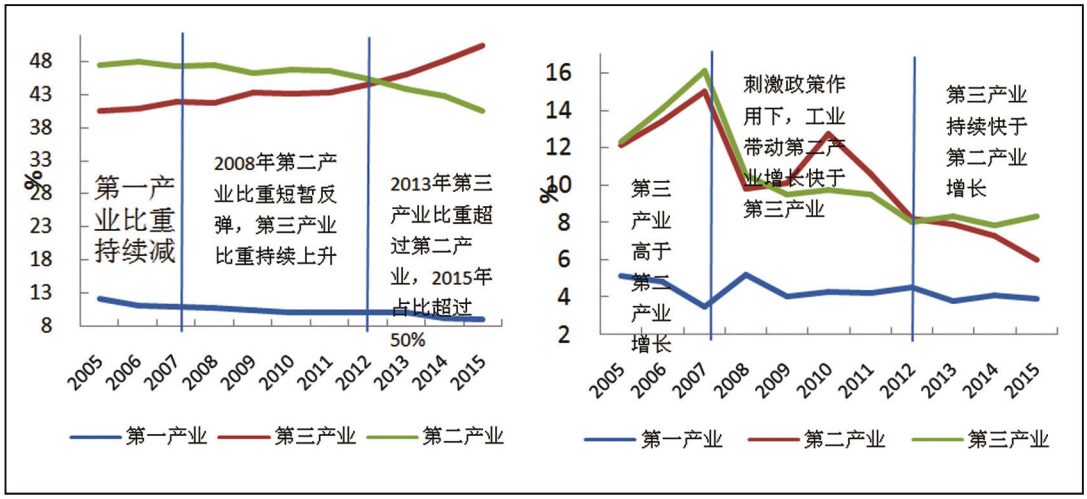


图 7　三产产业的增速(右图)以及在 GDP 中的占比(左图)，(2005－2015)

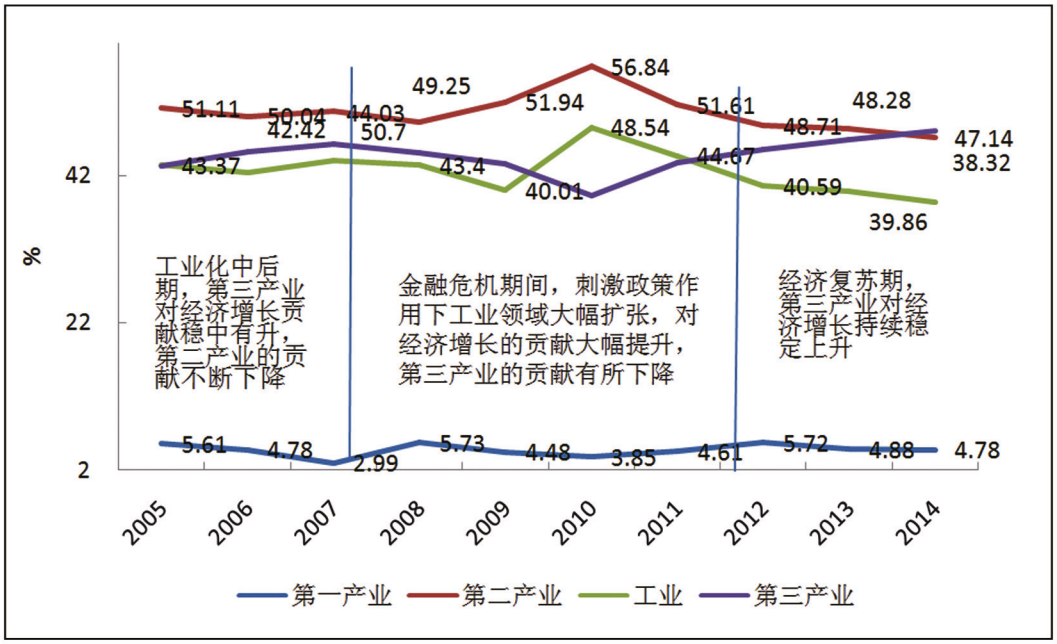


图 8　三次产业对经济增长的贡献(2005－2014)

从产业内部结构来看，传统产业增长减速，高技术制造业和装备制造业比重有所上升，服务经济中现代型服务业的占比也有所提高。2005 年至 2007 年期间，工业内部包括食品加工、纺织、家具等在内的一般加工业和化工类产业占整个 GDP 比重呈下降趋势，而包括设备制造和仪器仪表在内的机电产业比重保持增长态势；2008－2010 年期间，**受国际金融危机影响，对外依赖度较高的制造业尤其是机电制造等行业需求严重下滑，增长和占比也有所回落。**随着实施装备制造业调整和振兴规划等政策措施，机电行业等制造业增长有所恢复，2011 年规模以上装备制造业[①]和高技术制造业[②]占规模以上工业比重分别达到 28.9％和 9.1％，前者比 2005 年水平高 0.2 个百分点。2013 年以来，随着经济结构持续调整，创新型国家战略实施、“中国制造业 2025”提出等影响，传统制造业调整压力持续加大，煤炭、钢铁等行业产量持续下滑，与此同时高技术制造业和装备制造业持续保持快于规模以上工业增长，2015 年占规模以上工业比重分别达到 11.8％和 31.8％，分别比 2011 年提高 2.9 个百分点和 2.7 个百分点。六大高耗能行业[③]增加值同比增长持续放缓，新能源汽车、微型机器人等新兴行业产量保持翻倍的增长，以数字化、网络化、智能化为特征的智能制造成逐渐显露力量。而服务业内部，以金融、房地产等为主的现代服务业占比渐趋提升，住宿餐饮等传统服务业占比有所降低（如表 2 所示）。

表 2　　2005 年至 2014 年主要行业占 GDP 比重变化（单位：％）

	工业	建筑业	批发和零售业	住宿和餐饮业	金融业	房地产业	其他服务业
2005	41.55	5.58	7.51	2.26	3.27	4.58	16.94
2006	41.95	5.70	7.59	2.20	3.72	4.76	16.81
2007	41.24	5.71	7.81	2.07	4.60	5.15	16.46

① 装备制造业包括金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业，金属制品、机械和设备修理业。

② 高技术制造业包括医药制造业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业，信息化学品制造业。

③ 化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、石油加工炼焦及核燃料加工业、电力热力的生产和供应业。

续表

	工业	建筑业	批发和零售业	住宿和餐饮业	金融业	房地产业	其他服务业
2008	41.12	5.92	8.27	2.09	4.69	4.65	16.60
2009	39.13	6.48	8.39	2.06	5.14	5.40	17.01
2010	39.31	6.52	8.74	1.97	5.13	5.57	16.36
2011	38.93	6.60	8.97	1.89	5.16	5.53	16.20
2012	37.38	6.64	9.25	1.96	5.38	5.50	16.73
2013	35.83	6.63	9.47	1.95	5.70	5.66	17.16
2014	35.87	7.04	9.82	1.75	7.34	5.98	18.26

(四)房地产及相关行业对经济增长的贡献较高

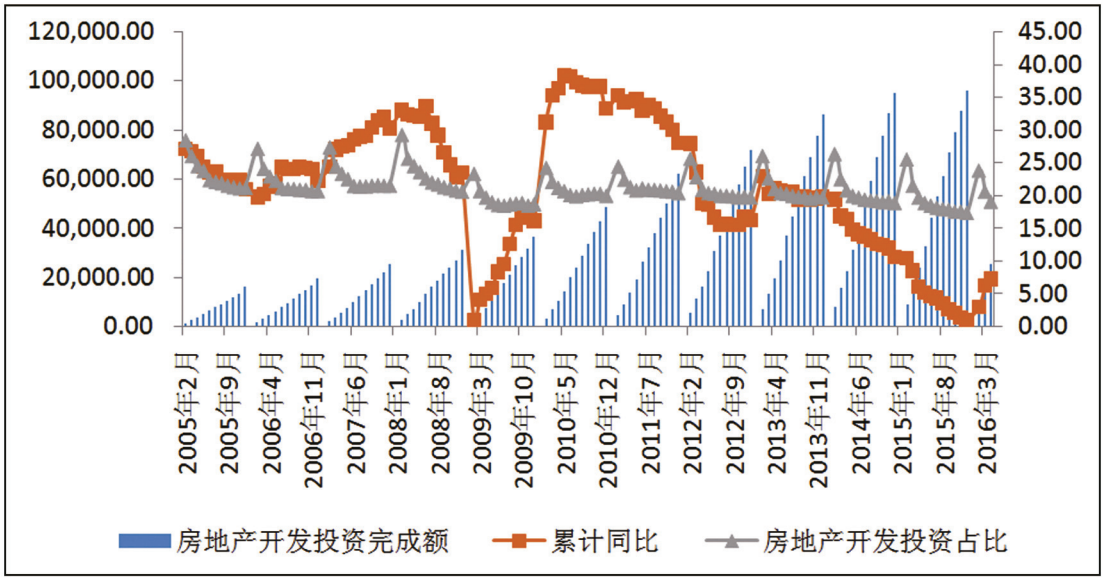


图 9　房地产开发投资累计增速占比等情况(2005—2014)

98 年房改以来,我国房地产业逐渐快速发展,**进入 2003 年,房地产业更是被作为国民经济发展的支柱行业,逐渐成为拉动我国经济增长的主要动力。**由于房地产业具有很强的产业关联性,其对中国经济发展的重要性远远超过了房地产投

资本身。房地产业既与钢铁、水泥、化工、塑料、机电等处于上游的制造业产业相关联，又与家用电器、家具、室内装潢等处于下游的制造业产业相关联，还与金融业、商业、咨询等服务业相关联。根据人民大学的研究，2003 年至 2013 年，占比超过两成的房地产投资，对经济增长的平均贡献度达到了 12.5%，平均每年拉动经济增长 1.3 个百分点。根据相关研究（王国军、刘水杏 2004）[①]，房地产业的关联产业对经济增长的带动效应比房地产业本身对经济增长的贡献还要大，前者是后者的 1.4 倍左右。这就意味着房地产相关产业对经济增长的贡献度达到了 17.5%，平均每年能够拉动 GDP 增长 1.7 个百分点。

表 3　　房地产业对中国经济增长的贡献

年 份	房地产业投资占比	对 GDP 的贡献度			拉动 GDP 百分点数		
		直接贡献	间接贡献	总贡献	直接拉动	间接拉动	总拉动
2003	23.7%	14.9%	20.9%	35.9%	1.5	2.1	3.6
2004	23.7%	12.9%	18.1%	31.0%	1.3	1.8	3.1
2005	22.0%	8.5%	11.8%	20.3%	0.9	1.3	2.3
2006	22.3%	9.7%	13.6%	23.3%	1.2	1.7	2.9
2007	23.6%	10.0%	14.1%	24.1%	1.4	2.0	3.4
2008	23.4%	11.0%	15.4%	26.3%	1.1	1.5	2.5
2009	22.0%	19.3%	27.0%	46.2%	1.8	2.5	4.3
2010	23.3%	12.3%	17.3%	29.6%	1.3	1.8	3.1
2011	26.2%	12.8%	17.9%	30.7%	1.2	1.7	2.8
2012	26.5%	12.5%	17.5%	29.9%	1.0	1.3	2.3
2013	25.5%	13.9%	19.4%	33.3%	1.1	1.5	2.6
平均	23.8%	12.5%	17.5%	30.1%	1.3	1.7	3.0

资料来源：人大宏观经济论坛，2014 年三季度中期报告。

分阶段来看，2005－2008 年，房地产开发投资一直保持 20%以上的增速高速发展，建筑业和房地产业占 GDP 比重超过了 10%。2008 年下半年以来，随着金融危机的蔓延，对经济的担忧使得市场信心严重下滑，房地产开发投资增长高位回

① 王国军、刘水杏，“房地产业对相关产业的带动效应研究”，《经济研究》，2004 年 8 月。

落，由 2008 年的 23.4％ 直线下降至 2009 年初的 1％。之后在反危机政策影响下，逐月攀升，2009 年全年房地产开发投资增长 16.7％，2010 年又达到了 33.6％的高点；作为需求的一部分，占比超过 20％房地产投资的大幅改善对经济恢复起到一定作用。2013 年以来，随着人口结构的变化，供求基本面发生一定逆转，房地产市场总体从“供不应求”进入到“供大于求”的发展阶段，房地产开发进入增速下滑的通道，在全社会固定资产投资的比重总体略有下降，但对经济增长的贡献依然较高。

（五）债务规模不断扩张，债务率快速攀升

近十年，随着经济形势和发展阶段的变化，我国债务总规模呈现快速扩张的态势，债务率经历了危机前略有降低，之后快速攀升的态势，债务率总体适中，但结构性问题突出，非金融企业部门债务水平较高。截止到 2015 年，根据中诚信国际的数据库，我国债务总规模达到 152.1 万亿元，占 GDP 的比重（债务率）达到了 241％。金融危机后非金融企业部门债务的快速扩张是造成总体债务率持续攀升的主要原因。与全球其他国家相比，如日本的杠杆率达到 400％，法国 280％，美国 233％，我国整体债务水平适中，但是结构性问题突出。从结构来看，占比七成以上的非金融企业债务规模达到 106.6 万亿，债务率达到了 157.5％。这一水平高于大部分国家，也远远高于 90％的国际警戒线，如美国非金融企业部门的债务率为 67％，英国非金融企业部门的债务率为 74％。在政府部门的债务中，我国地方政府债务总额已经超过了政府部门债务总额的一半，同时考虑到非金融企业部门债务与政府部门债务存在重叠的情况，政府部门的实际债务水平可能高于目前的统计。因此，从总体来看，我国总体债务率水平适中，但是结构性问题比较突出，主要是非金融企业部门债务率过高。

分阶段来看，**2005－2008 年**，这一时期经济延续两位数以上的高位增长，债务规模稳步增长，债务率基本保持在 148％上下波动。非金融企业部门的债务水平也相对稳定，债务率在 100％上下。2005 年及 2006 年非金融企业部门债务率均超过 100％。2007 年至 2008 年上半年实施的一系列货币政策收紧措施使得 2007 年、2008 年的非金融企业债务率回落至 100％以下。受益于较高的经济增长水平，企业业绩持续增长，偿债能力较强，整体债务风险适中。**2008 年下半年以来**，随着四万亿刺激政策实施，在“信贷—投资”增长模式下，金融危机后中国的企业不仅没有进行资产负债表修复，反而是以特有的机制参与了由政府主导的反危机调控，债

务规模快速扩张。2009 年总体债务率从 2008 年的 147%跳涨至 177,2010 年更是达到了 187%的阶段性高点。与此同时,2008 年年末非金融企业部门的债务规模约为 30.7 万亿元,债务率较 2005、2006 年还有所回落,不到 100%,而到 2009 年年末,企业部门的债务规模攀升至 41.1 万亿元,同比增长 34%,债务率也跃升为 119%。2010 年企业部门债务规模增速有所回落,但也仍接近 25%,债务率进一步上升 6.4 个百分点至 126%。2012 年以来,为应对经济增速下滑,新一届政府自 2012 年四季度起相继启动了好几轮“微刺激”,尽管微刺激政策效果不断递减,但债务规模和债务率节节攀升,2015 年总体债务水平已经达到 241%。企业部门债务规模超过 105 万亿元,较 2011 年年末又增长了 77%,债务率水平达到 156%。

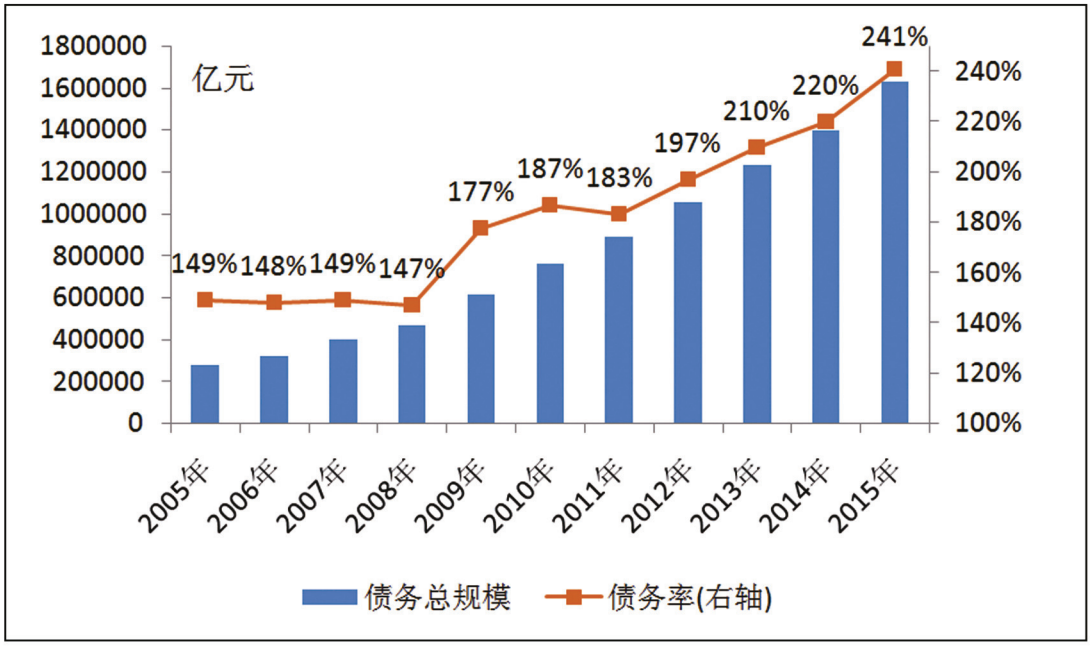


图 10　中国债务规模和债务率变化(2005—2015)

(六)经济发展从要素驱动逐步向创新驱动发展转变

1.经济增长日益依赖资本投入,全要素生产率下降

过去十年,中国经济发展模式是典型的要素驱动,以廉价劳动力为代表的人口红利,城镇化过程中的土地红利,以及自然资源红利等。尤其是 2008 年以来,为应对全球金融危机所导致的世界经济增长速度放缓以及国内经济进入深度调整期所

带来的双重压力，我国出台了一系列宽松政策，但是效果不显。目前，中国经济正进入由高速增长转向中高速增长的新常态，要素规模的边际效应逐渐递减，经济增长正由传统的要素驱动模式向创新驱动转移。

资本积累和技术进步是推动我国国民收入增长最主要的两个源泉，1981－2010年期间这两者对国民收入增长贡献的份额年均为57.7%和35.2%；劳动增长贡献的份额仅为10%。值得注意的是，2003年之后国民收入增长越来越多地倚重资本积累。2003－2010年期间，资本对国民收入增长贡献的份额达到88.4%，全要素生产率贡献的份额降为19.8%；而此前1981－2002年期间贡献份额分别为46.8%、40.7%。全要素生产率的贡献在2006年达到极值后出现持续下滑的趋势，导致中国经济增长不得不更多依赖资本增长，这不仅降低了国民收入增长的效率，也对中国经济增长的可持续性形成了挑战。

表4　　各要素对年均实际国民收入增长的贡献份额(%)

时间	贸易条件	劳动	资本	全要素生产率
1981－2010	－2.9	10.0	57.7	35.2
1981－2002	－0.4	13.0	46.8	40.7
2003－2010	－10.0	1.8	88.4	19.8

资料来源：中国人民大学宏观经济论坛报告，2012，《开放条件下中国国民收入增长的结构特征及效率问题研究》。

投资边际报酬递减。资本是我国经济增长的决定性力量，经过多年的对外开放与国内经济发展所形成的积累，我国资本总量十分丰富。截至2012年末，我国居民储蓄余额突破40万亿元，累计利用外资余额达1.2万亿美元。但是我国储蓄向投资的转化还存在许多障碍，投资的结构性问题比较突出。主要表现为政府投资比重过高、领域过宽，这在一定程度上对私人投资产生了挤出效应。同时，企业投资、社会投资仍然面临着一定的约束。2008年以来，随着政府积极财政政策的刺激，政府投资的边际回报率已经开始递减，可投资的领域逐渐减少，以政府投资拉动经济增长的空间逐渐减小。

投资对经济的拉动作用逐渐下降。具体来看，2005年－2008年，我国投资对GDP的贡献率整体呈缓慢上升态势；金融危机爆发以后，由于四万亿政策刺激，投资的贡献率大幅上升，并在2009年显著回落；2011年至今，投资的贡献率逐渐恢复至危机前水平，但这一时期投资对GDP的拉动作用却显著低于危机前水平。这

说明，投资的边际效应逐渐递减，我国靠投资驱动经济增长的模式面临较大的挑战。

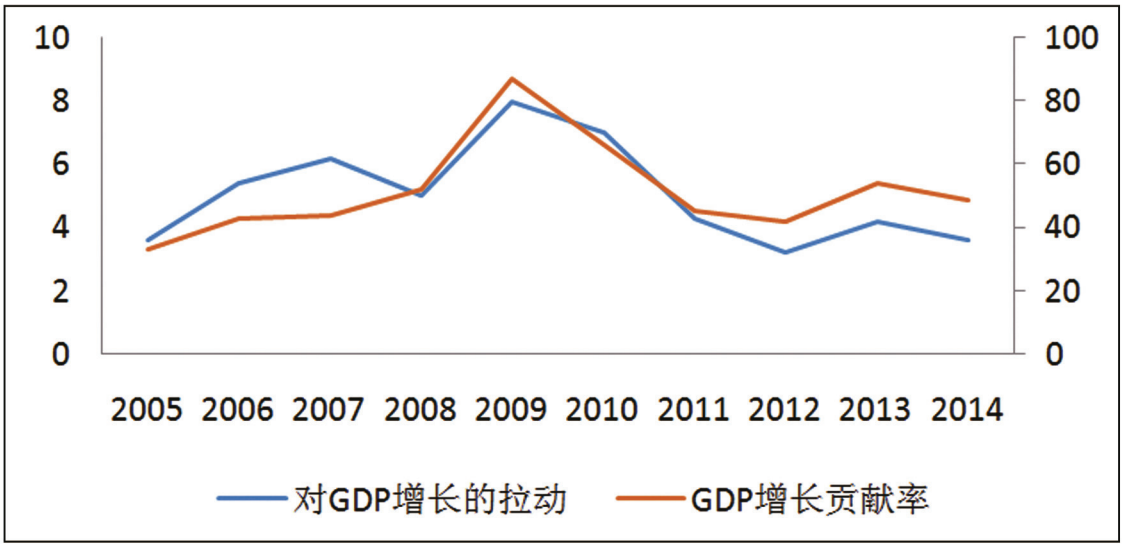


图 11　2008 年以后投资拉动经济增长的贡献空间减小(单位：%)

综上，随着以往支撑快速发展的传统人口红利和资源红利的消失，我国以要素驱动、投资驱动为主的发展道路已经难以为继。一是该种模式产生了诸多结构性问题；二是经济增长中的技术进步贡献率低，全要素生产率低，我国产业在全球产业分工中处于价值链的低端，企业在全球的竞争力不足，获利空间十分有限。未来经济发展需要将我国的比较优势转换为竞争优势，主要通过创新逐渐形成以技术、品牌、质量、服务为核心的出口竞争优势，提高经济增长的质量和效益。显然，驱动经济发展的创新是多方面的，除了科技创新以外，还包括制度创新和商业模式创新等，其中科技创新是发展经济的核心。

2.创新型产业发展成就凸显，科技研发投入占 GDP 已经步入创新国家行列

(1)创新产业发展成就凸显。我国创新驱动战略的发展始于 2006 年，迄今为止，共经历了三个阶段。第一阶段：2006－2007 年，创新驱动战略的提出阶段。2006 年制定了国家中长期科技发展规划纲要，提出了以提高自主创新能力为导向建设创新型国家的经济强国战略；2007 年，政府工作报告对自主创新、发展战略新兴产业给予特别重视。第二阶段：2008 年－2013 年，创新驱动战略得到进一步重视。2008 年全球金融危机爆发之后，国际市场萎缩、竞争不断加剧，倒逼中国实施

扩大内需的政策，依托科技和产业创新，培植引领未来的技术和产业，创造新的发展领域和经济增长点。第三阶段：2014 年至今，创新驱动战略开始全面实施。习近平在十八大提出“以科技创新为核心的全面创新”，并开始在科学技术、体制机制、产业与市场、政府与社会等各个领域进行全面部署。中国加速进入创新驱动发展的时代，创新投入和创新成果已有明显的改善。

对国家竞争力起关键作用的产业创新涉及产业技术创新、管理创新以及市场创新三个层面。波特的产业竞争理论认为，产业竞争力的关键是够有效地形成竞争性环境和推动创新。良性的竞争环境对于培育健康的产业发展至关重要，而创新是提升产业竞争力的根本。经过十年的发展，我国的产业创新取得了较大的进步。在新一代移动通信领域，中国建立起了具有自主知识产权和国际竞争力的移动通讯产业链条和通信网络；在能源领域，水力发电、超临界发电等新能源技术和装机容量业已步入世界前列；轨道交通领域，高速铁路的总体技术水平已经位居世界先进技术行列；在互联网领域，中国企业技术创新、商业模式创新的能力提高较快，全球十大互联网公司其中中国占据四席；在生物医药领域，中国的基因技术已经位居世界前列，技术创新与产业发展相互促进。2015 年 9 月，康奈尔大学发布的《2015 年全球创新指数报告》显示，中国的创新指数排名 29。同时，该报告指出中国的创新能力正在快速提高，且与发达国家的差距正在缩小。

(2)科研投入占 GDP 比重已经超过 2%，步入创新国家行列。创新型产业的发展与我国逐年增加的科技研发投入密不可分。科技研发投入占 GDP 的比重逐渐上升，从 2005 年的 1.34%逐步上升，并在 2013 年首次突破 2%，科技部预计 2015 年的研发投入占比 2.1%。从图 10 中可以看出，2008 年以后，科技研发投资占 GDP 的比重有了快速的上升，这与我国转变经济发展动力的决策相一致。根据国家中长期发展规划，到 2020 年我国科技研发投入占 GDP 的比重将达 2.5%。此外，美国的研究报告《美国科学与工程指标》显示，中国在研发投入、科技论文产出、高技术制造增加值等方面居世界第二位，理工科人才供应世界第一，风电能力世界第一，中国科技在全球的地位日益突出。从企业层面看，2015 年中国研发投入的 77%来自企业；每亿元主营业务收入有效发明专利数从 2008 年的 0.13 件上升到 2013 年的 0.36 件；技术合同成交金额也从 2010 年的 3906 亿元人民币增加到 2015 年的 9835 亿元人民币。

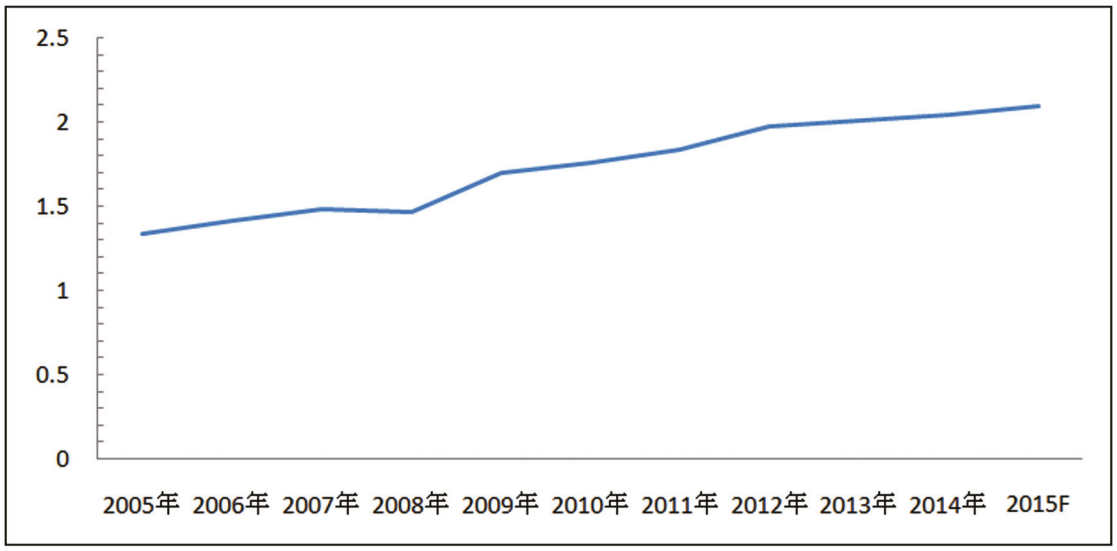


图 12　我国科研投资占 GDP 比重逐年提升并超过 2%(单位:%)

研发经费投入总体符合我国经济社会发展的基本要求和阶段状况,但与发达国家比较,我国研发投入的效益还有待进一步提升。因此,一方面,要进一步完善政策体系,引导市场主体、科研院所、高校等加大研发投入力度,提高资金使用效率;另一方面,要深化科技体制改革,去行政化、强市场性,为更好利用市场机制配置研发资源创造条件,确保研发投入的针对性、及时性、有效性,充分发挥科技创新对经济转型升级的支撑和引领作用。

(七)开放宏观背景下,对外贸易、资本流动从“资本输入、商品输出”向“双输出”转变

1.对外贸易呈现从快速增长逐步与世界贸易同步的阶段性变化,贸易结构[①]有所改善

① SITC0(食品及活动物)、SITC1(饮料及烟类)、SITC2(非食用原料)、SITC3(矿物燃料、润滑油及有关原料)、SITC4(动植物油、脂及蜡)、SITC5(化学成品及有关产品)、SITC6(按原料分类的制成品)、S1TC7(机械及运输设备)、SITC8(杂项制品)和 SITC9(未分类产品),劳动密集型产业主要集中在 sitc6 和 sitc8,资本和技术密集型产品包括 sitc5 和 sitc8.

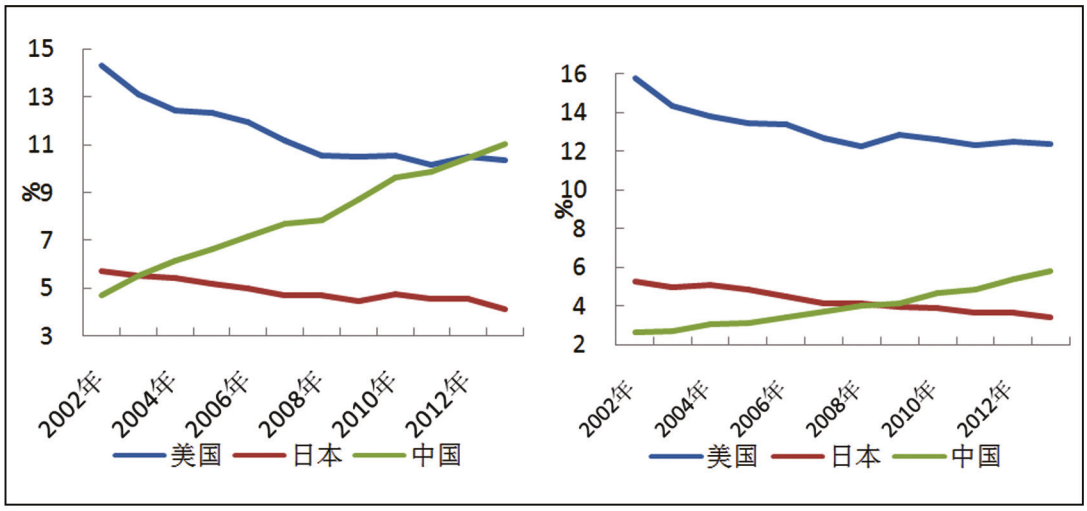


图 13　美、日、中货物贸易在全球贸易中的占比

对外贸易增长由两位数以上的高位增长逐步过渡到与世界贸易同步增长，贸易大国地位凸显。改革开放以来，在低劳动力成本比较优势等作用下，我国进出口贸易保持快速增长，对外贸易总量不断上升。过去十年，虽然贸易增长由两位数高位增长转变为下滑态势，但**中国贸易大国的作用不断凸显**。根据 WTO 的数据 2012 年以来，我国货物贸易出口占全球比重排名第一，货物进口额占全球货物进口的 9.8%，居世界第二位，仅次于美国，服务贸易进出口居世界第三[①]。**从贸易增长来看，2005—2008 年期间**，我国对外贸易，无论是进口还是出口，均延续两位数以上的增速持续快速增长；**2008—2012 年**，受国际金融危机冲击，009 年我国对外贸易进出口总额同比下降 13.9%，为 30 年来首次负增长，进口、出口均出现大幅下滑；2010 年，我国对外贸易进出口总额同比增长 34.7%，实现强劲反弹。但受世界经济复苏乏力、欧债危机持续发酵、国际市场需求低迷及国内企业经营成本上升等

① 据统计，2012 年中国货物出口额占全球货物出口的 11.2%，居世界第一位；货物进口额占全球货物进口的 9.8%，居世界第二位，仅次于美国。在服务贸易方面，中国仍是全球服务贸易第三大国。2012 年中国服务出口 1900 亿美元，同比增长 4%，占全球服务出口的 4.4%，居世界第五位；服务进口 2810 亿美元，同比增长 19%，占全球服务进口的 6.8%，居世界第三位；服务进出口总额 4710 亿美元，仅次于美国和德国。与上年相比，中国服务出口占比没有变化，进口占比提高 0.7 个百分点。2015 年，中国货物贸易出口继续居全球第一位，为 2.27 万亿美元，占全球份额的 13.8%；其后依次为美国、德国、日本、荷兰、韩国和中国香港。在全球货物贸易进口排名中，美国居第一，中国排第二位，其次是德国、日本、英国。相比之下，中国在商业服务贸易的进出口方面略显滞后，其中进口排第二位，出口则排第五位。美国的商业服务贸易进出口均排全球首位。

因素制约，自 2011 年下半年以来进出口贸易再次出现增速放缓迹象，全年同比增长 22.5%，比 2010 年减少 12.2 个百分点。**2013 年以来**，随着全球经济复苏步伐疲弱，外需持续疲软，我国进出口贸易步伐放缓至去全球贸易同步。2015 年，我国进出口总额、出口、进口同比分别由 2013 年的 7.6%、7.9%、7.3%转为下滑 8.1%、2.8%、14.1%。服务贸易进出口也呈现同样的趋势。

表 5　　**美国、中国、日本在全球贸易中的贡献变化**(2005－2013)

	货物贸易			服务贸易		
	美国	日本	中国	美国	日本	中国
2002 年	14.30	5.70	4.69	15.77	5.28	2.65
2003 年	13.12	5.53	5.51	14.36	4.96	2.72
2004 年	12.45	5.43	6.14	13.80	5.06	3.04
2005 年	12.32	5.20	6.65	13.45	4.85	3.14
2006 年	11.97	4.98	7.16	13.39	4.46	3.40
2007 年	11.18	4.71	7.68	12.68	4.12	3.73
2008 年	10.56	4.72	7.83	12.25	4.15	3.99
2009 年	10.50	4.47	8.71	12.84	3.97	4.13
2010 年	10.54	4.75	9.65	12.63	3.91	4.66
2011 年	10.18	4.56	9.89	12.29	3.66	4.85
2012 年	10.49	4.55	10.45	12.50	3.68	5.39
2013 年	10.37	4.11	11.03	12.37	3.38	5.82

从贸易结构来看，进出口货物贸易结构有所改善，加工贸易的占比有所下降，机电产品和高新技术在进出口中的比重均呈现上升态势；服务贸易中，无论是进口还是出口运输、旅游以及其他商业服均为贸易主体，但旅游和其他商业服务的占比有所下降，而建筑、通讯、保险、金融等比重虽有所上升，但总体占比较小。

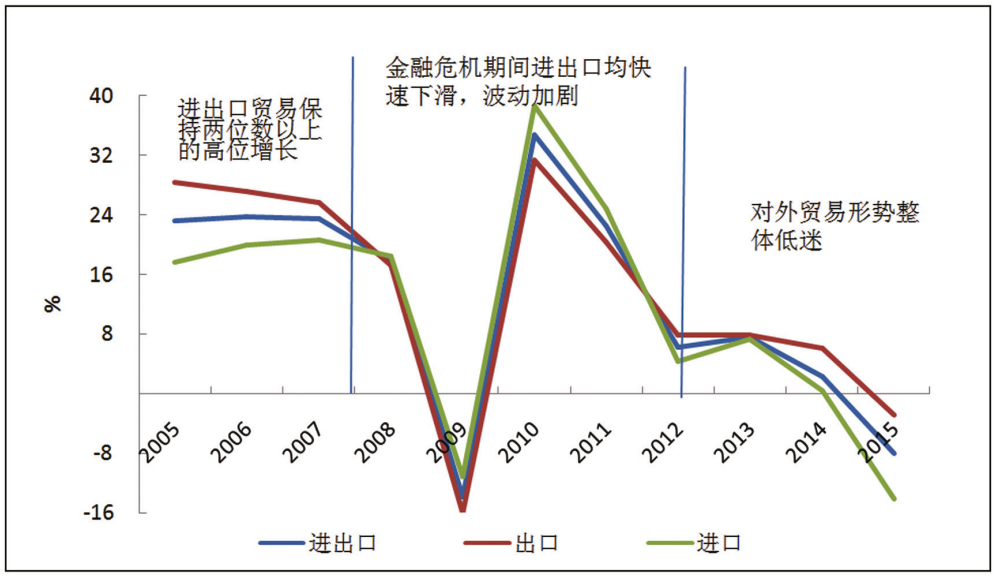


图 14　我国进出口贸易增长变化(2005—2015)

表 6　　我国进出口贸易结构变化(2005—2015)

	进出口贸易			出口贸易			进口贸易		
	一般贸易	加工贸易	其他贸易	一般贸易	加工贸易	其他贸易	一般贸易	加工贸易	其他贸易
2005 年	41.83	48.58	9.62	41.37	54.69	3.99	42.37	41.54	16.11
2006 年	42.57	47.25	10.18	38.68	51.57	9.75	42.10	40.62	17.28
2007 年	44.44	45.30	10.17	44.13	46.36	9.51	44.83	38.53	16.64
2008 年	48.19	41.10	10.71	42.55	47.19	10.26	50.56	33.41	16.02
2009 年	48.19	41.19	10.62	44.09	48.85	7.06	47.16	32.04	20.80
2010 年	50.06	38.93	11.01	45.68	46.92	7.40	55.00	29.90	15.10
2011 年	52.85	35.84	11.31	48.31	44.01	7.68	57.78	26.95	15.27
2012 年	51.97	34.75	13.27	48.23	42.11	9.66	56.19	26.46	17.35
2013 年	52.83	32.65	14.52	49.23	38.97	11.80	56.91	25.49	17.60
2014 年	53.78	32.75	13.47	51.39	37.76	10.85	56.63	26.76	16.61
2015 年	54.07	31.44	14.49	53.47	35.04	11.49	54.88	26.57	18.54

从进出口货物贸易来看，2005－2008 年期间，依靠“两出一进”的加工贸易在进出口贸易尤其是出口贸易中占据主导地位，这带来了我国制造业分工处于产业链微笑曲线的两端，出口更多集中于低附加值值、劳动密集型行业。随着全球贸易方式的转变、我国出口政策调整以及劳动力成本提升等因素影响，加工贸易在进出口中的比重均有所降低；2008－2012 年，金融危机期间，这一情况有所反复，加工贸易在进出口贸易中的占比在 2008 年、2009 年出现回升，但总体仍然是延续了下降态势。2015 年，一般贸易和加工贸易分别在出口贸易中的比重为 53.47％和 35.04％。从产品结构中，出口中劳动密集型产品占比略有下降，资本和技术密集型产品有所上升。2014 年机电产品和高技术产品在出口中的比重达到了 61.7％和 32.4％。尽管从数据上来看，贸易结构出现了一定改善，但是比重逐年提升的高新技术产品的关键技术和核心零部件依然是采用国外的，产业总体仍处于全球价值链的中低端，自主知识产权和核心技术水平比较低，导致产品出口缺乏自主定价权，企业出口效益低。

从服务业贸易来看，无论是进口还是出口运输、旅游以及其他商业服均为贸易主体，但旅游和其他商业服务的占比有所下降，而通讯、保险、金融等比重虽有所上升，但总体占比较小。运输、旅游和其他商业服务项目是主要构成，三者占比超过 80％，而运输、旅游服务所占比重不断上升，咨询、建筑服务、计算机和信息服务等比例均呈明显上升态势。

表 7　　我国服务贸易构成变动(2005－2013)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
运输服务	20.87	22.99	25.75	26.23	18.33	20.09	19.53	20.43	17.90
旅游	39.64	37.13	30.61	27.89	30.85	26.91	26.62	26.27	24.50
通信服务	0.66	0.81	0.97	1.07	0.93	0.72	0.95	0.94	0.80
建筑服务	3.51	3.01	4.42	7.05	7.36	8.51	8.09	6.43	5.10
保险服务	0.74	0.60	0.74	0.94	1.24	1.01	1.66	1.75	1.90
金融服务	0.20	0.16	0.19	0.22	0.34	0.78	0.47	0.99	1.40
计算机和信息服务	2.49	3.24	3.57	4.27	5.06	5.44	6.69	7.59	7.30
专有权利使用费和特许费	0.21	0.22	0.28	0.39	0.33	0.49	0.41	0.55	0.40
咨询	7.20	8.57	9.52	12.39	14.48	13.37	15.59	17.56	19.30
广告、宣传	1.46	1.58	1.57	1.50	1.80	1.69	2.21	2.49	2.30
电影、音像	0.18	0.15	0.26	0.29	0.08	0.07	0.07	0.07	0.10
其他商业服务	22.85	21.54	22.12	17.76	19.20	20.90	17.73	14.92	19.10

2.汇率波动改变单边升值态势，双向波动区间加大

人民币供求基础发生阶段性变化，人民币兑美元汇率波动改变单边升值态势，双向波动区间进一步扩大。分阶段来看，**2005 年 5 月至 2008 年 6 月**，自我国放弃固定汇率政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮币进行调节、有管理的浮动汇率制度以来，受经济快速增长以及经常项目和金融与资本项目长期存在双顺差[①]等影响，外汇储备的急剧增加（2006 年中国超过日本成为全球第一大外汇储备国）和国外资金的流入导致外汇市场上外汇供给远大于外汇需求，购汇的需求上升，人民币兑美元持续保持快速升值态势。截止到 2008 年 6 月，人民币对美元实际有效汇率升值。

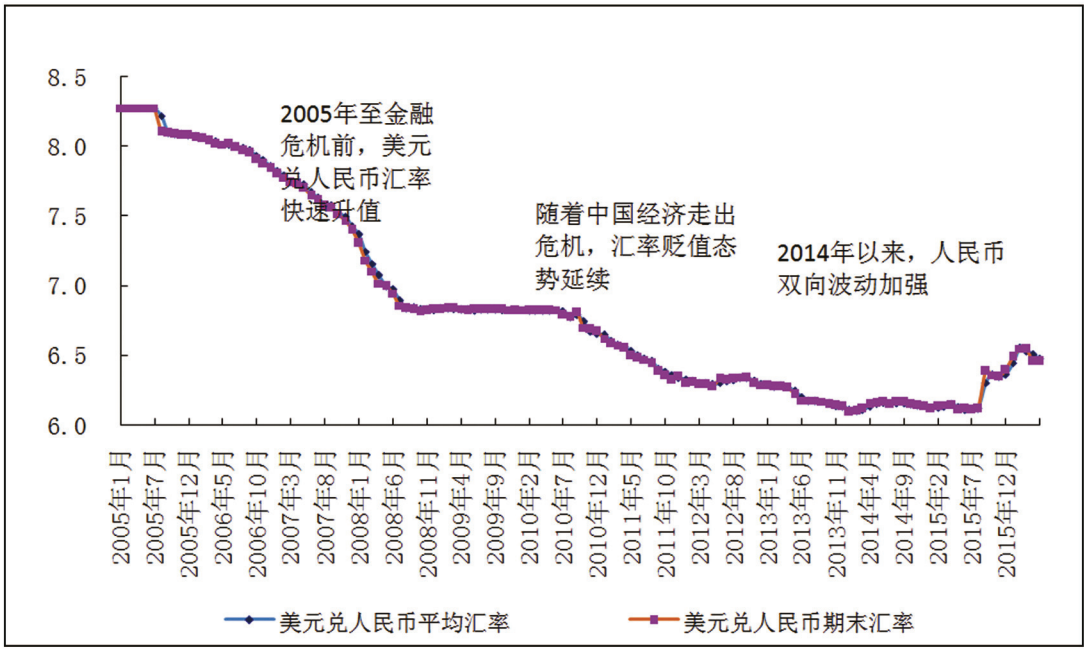


图 15　美元兑人民币汇率（2005—2016）

2008 年 6 月以来—2014 年，这期间又可以分为两个阶段，第一个阶段为 2008 年下半年以来至 2010 年，由于金融危机爆发，整体经济形势恶化，人民币汇率转为顶住美元方式，这期间人民币对美元汇率比较稳定，基本维持在 6.8 左右。第二个阶段汇率改革重启，2010 年，随着国际国内形势的好转，我国重启了汇率改革，香

① 逐利的境外资本流入境内，除了金融实体经济，同时直接进入房地产和股市，推升国内资产泡沫；

港离岸人民币市场建立，人民币国际化战略开始推行。美国等主要经济体量化宽松政策释放的巨量货币，由于中美利差以及逐利目的等，相当一部分流入中国，推升人民币兑美元快速升值[①]，自 2010 年的 6.8 一路上升到 2014 年初的 6.1 的极限水平，升值幅度 10%。

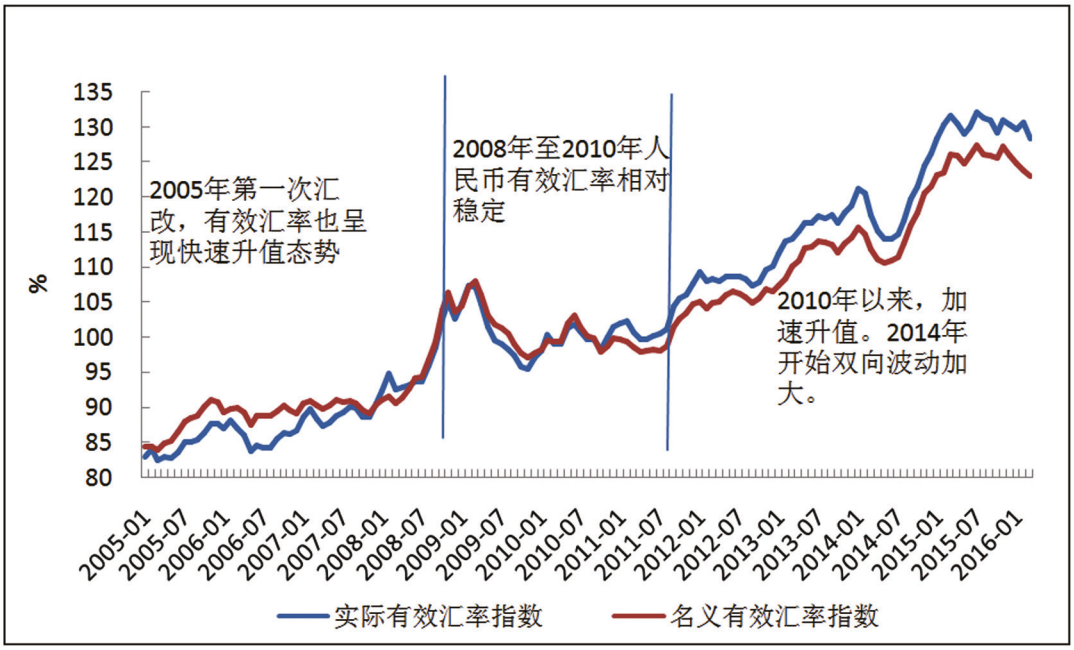


图 16　人民币实际有效汇率和名义有效汇率走势(2005—2016)

2014 年以来，由于汇率的供求基础已经从对外贸易的高速增长顺差、金融与资本账户的双顺差转变为贸易衰退式顺差、资本项目对外投资为主的双向流动，人民币汇率形成机制更为市场化，参考一揽子货币因素增强，双向波动幅度加大。从走势来看，人民币对美元汇率暂别自 2012 年四季度到 2013 年四季度的持续升值，2 月份持续贬值，年度内波动贬值，2014 年 12 月人民币兑美元平均汇率 6.1238，比 2013 年底有所贬值。2015 年以来，人民币对美元汇率双向波动进一步加大，前 7 个月人民币兑美元平均汇率走势呈现波动微幅升值态势，8 月 11 日央行一次性下调人民币兑美元中间价 1136 个基点，并调整人民币兑美元中间价

① 此时，美国 QE 释放的巨量资本不愿意投资美国境内的高风险资产，而持续升值的人民币无疑成为其投机的标的，这一阶段境外资本进入中国，主要进入房地产市场、贸易融资领域以及利用人民币离岸市场和在岸市场利差套利。

形成机制，汇率市场出现大幅波动，人民币兑美元汇率急速贬值，创下人民币兑美元20年来最大跌幅；9月以来，人民币兑美元汇率走势震荡趋小，但基本保持波动贬值态势[①]。

表8　　中国重大汇改政策[②]

时间	重要汇改
1994年1月	统一官方和市场汇率
2005年7月	取消长达10年的与美元挂钩策略，运行人民币对一揽子货币浮动
2007年5月	运行人民币进行双向浮动，浮动区间从0.3%扩大到0.5%。
2010年	汇率改革重启，香港人民币离岸市场形成
2012年4月	人民币浮动区间扩大到1%
2013年11月	十八届三中全会决定将市场作为资源定价的“决定性”因素，加上人民币自由兑换成为主要议题
2014年3月	浮动区间从1%扩大至2%
2015年8月	人民币兑美元中间价形成机制更为市场化
2015年12月	人民币纳入SDR
2015年12月	中国外汇交易中心发布CFETS人民币汇率指数

3.资本流动从流入转变为流入、流出并存的状态

随着企业走出去，资本流动从纯流入状态逐步向流出态势转变。从中国改革开放以的发展轨迹来看，快速涌入的国际投资对30多年来中国高速经济增长做出了重要贡献，通过不断积累的实际利用外资大大提高了我国的生产力水平和技术水平，同时也推动了进出口贸易的快速发展。从开放宏观经济学理论来讲，一国的

① 2015年的最后一周，人民币兑美元汇率波动加大，周一、周二连续两天急跌百点，随后周三周四均出现先急跌后急涨的震荡行情，在岸人民币兑美元汇率创下2011年5月以来的低值；2016年开始，人民币延续了2015年底的大幅波动。1月4日，在岸人民币兑美元短短47分钟内跌140余点，日内跌幅扩大至300点，收于6.5172；离岸人民币跌至6.6213，日内下跌517点，在岸、离岸价差约为1100点。

② 引自袁海霞，“短期人民币汇率贬值不减，中长期双向波动加大”，《投资北京》，2016年3月。

储蓄等于国内投资和经常项目盈余之和，当投资放缓时，储蓄会通过经常账户出超即对外净投资来实现平衡；随着中国潜在增长平台不断下移，作为过去支撑中国经济高速增长的投资需求也进入下行通道，而我国储蓄率依然处于较高水平[①]；与此同时，随着近几年尤其是 2009 年金融危机以来“四万亿”投资政策带动基础设施建设投入不断增加，部分地区房地产以及交通运输等方面的投资出现过剩，导致投资回报率持续下行，同时钢铁、水泥等领域的产能过剩问题也日益突出，投资回报率的下降对国内市场的投资效率也产生负面影响。因此在外商直接投资增长放缓、国内资本走出去加快的此消彼长中，中国正逐步向资本输出大国[②]迈进。

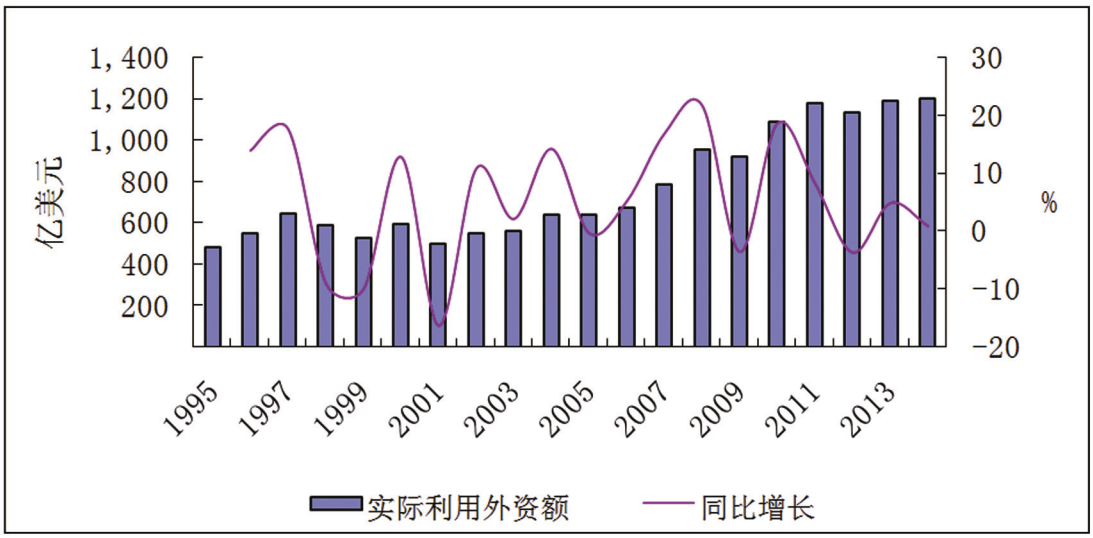


图 17　我国实际利用外资及其增长情况

① 马克思认为，资本过剩是资本输出的基础和前提，而资本输出与资本平均利润率下降和资本过剩有直接的关系。在我国储蓄率依然保持较高水平，而国内投资回报率以及需求都在不断放缓，过剩的储蓄将转化为经常项目盈余，最后通过对外投资来实现过剩储蓄的输出。

② 从美、日、德等国家的情况来看，一般而言经济大国基本都是资本输出大国。在经历 30 多年的净资本流入之后，随着中国在 2006 年超过日本成为第一外汇储备大国，2010 年成为全球 GDP 第二，2013 年成为全球第一货物贸易大国，中国企业和中国资本走出去已经呈现不可阻挡之势。

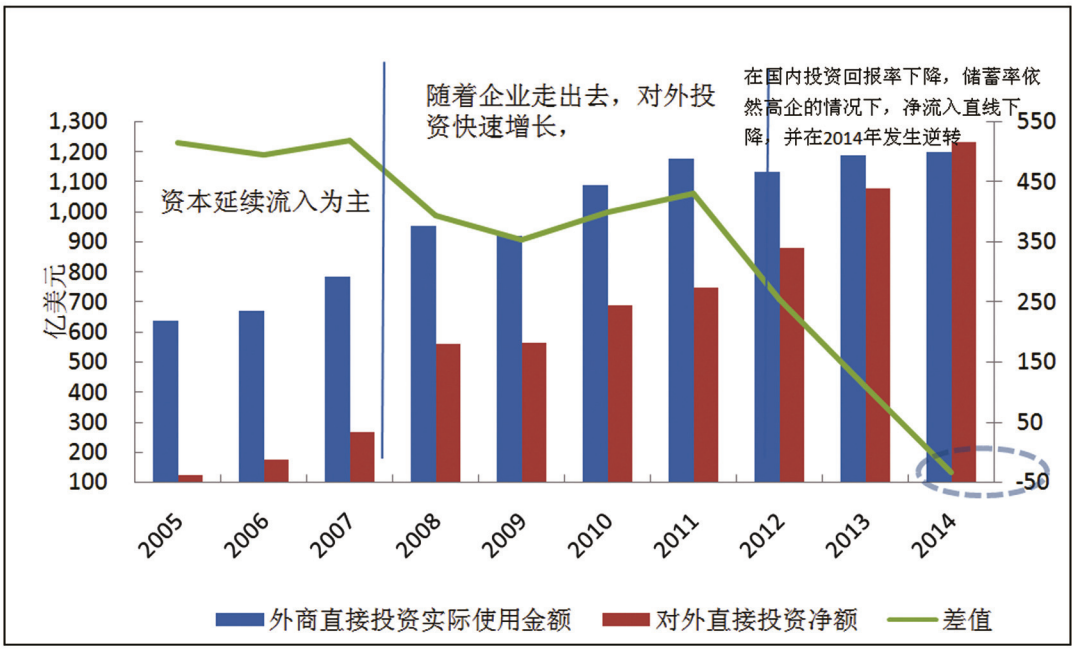


图 18　近十年我国外商直接投资实际利用额和对外直接投资变化(2005—2014)[①]

从过去十年的情况来看，2005 年—2008 年，这一时期中国经济延续过去 30 年来的高速增长，总体投资回报率处于全球较高水平，外商直接投资虽然增速放缓，但实际利用金额远高于中国对外直接投资，相比而言，这一时期中国对外直接投资还处于缓慢增长的平台期。2008 年以来，我国境内企业主体在对外直接投资加快增长，尤其是 2008 年，在金融类投资加快增长的带动下，我国境内投资者对外直接投资加快增长，中国对外直接投资净额 559.1 亿美元 ，较上年增长 111%，占比 70%以上的非金融类对外直接投资同比增长高达 63.6%。到 2014 年底，中国对外直接投资达到 1231.2 亿美元的历史最高值，同比增长 14.2%[②]，为全球第三大对外投资国。中国 1.85 万家境内投资者设立对外直接投资企业近 3 万家，分布在全球 186 个国家(地区)。对外直接投资存量前 20 位的国家地区存量占总量的近 90%，对“一带一路”沿线国家的直接投资流量为 136.6 亿美元，占中国对外直接投资流量的 11.1%。与吸引外资相比，当年外商直接投资实际利用额达到 1197.1 亿美

① 数据来源，历年《中国统计年鉴》，中国统计局出版社，差值根据中国外商直接投资实际使用金额与对外投资净额相减而得。

② 自 2003 年中国发布年度对外直接投资统计数据以来，连续 12 年实现增长，2014 年对外直接投资净额是 2002 年的 45.6 倍，2002—2014 年的年均增长速度高达 37.5%。

元，中国实际已经迈入净资本输出国。

（八）居民生活水平进一步提升，社会保障体系逐步完善

1.居民收入水平不断提升，消费结构向发展型、享受型方向转变

城乡居民收入水平不断提升。一个国家或地区的居民收入状况反映了该国发展的经济实力，经济增长的同时，人均收入会随之提升。近十年，我国的居民人均可支配收入有大幅增长，城镇居民人均可支配收入从2006年11759元增加到2015年的31195元，年均增速达16.5%；农村居民人均收入从2006年的3587元到10772元，年均增速高达20%，这也反映出我国经济增长所带来的巨大成就。与此同时，2009年，农村居民人均收入增速超越了城镇居民人均收入增速。主要原因有两个方面：一是农民工工资增速较快；二是政府的惠民政策使得农民的转移性收入增加。

收入快速增长的同时，城乡差距逐渐缩小，尤其是2008年以来，城乡收入比从2009年的高点3.2缩减至2015年的2.9。衡量居民收入差距的基尼系数也进一步收窄，说明我国的不断推进的收入分配改革政策正在发挥作用。劳动力市场的结构性短缺使得低端劳动力工资收入不断上涨，收入差距不断缩小，预计未来基尼系数仍将保持下降趋势。

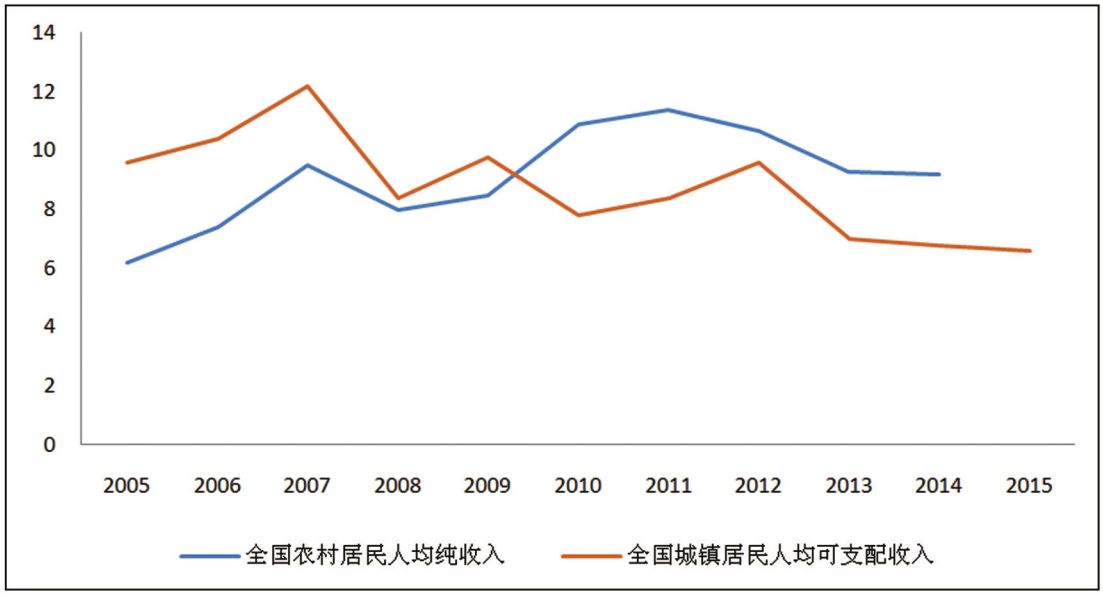


图19 城镇居民和农村居民收入实际增速(2005—2015)

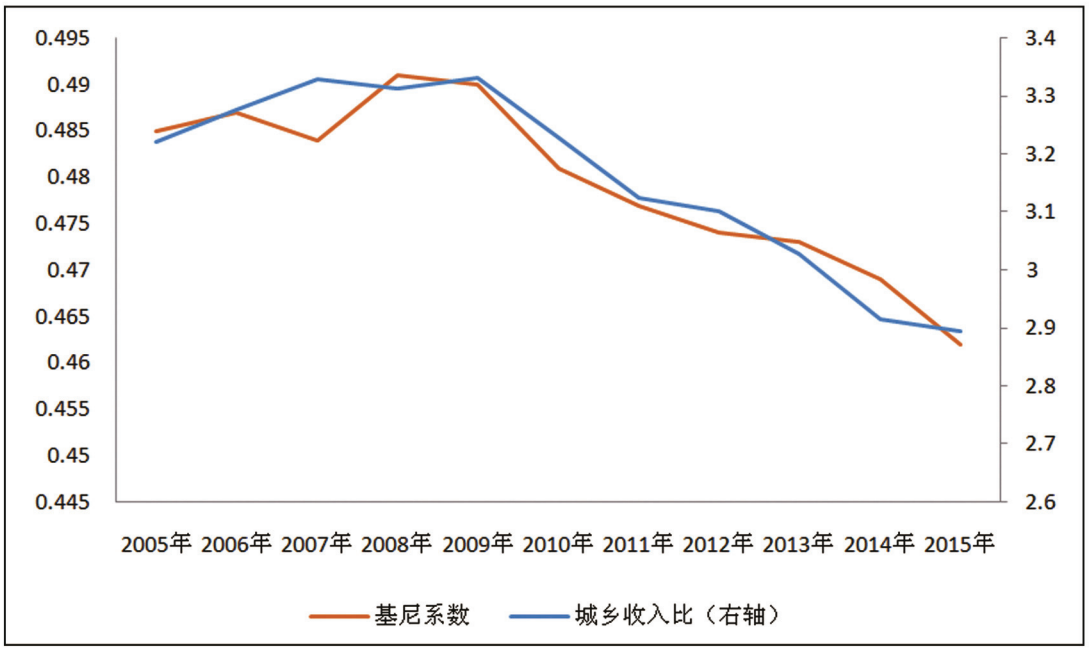


图 20　城乡收入比和基尼系数变化(2005－2015)

收入的增加带动了消费支出的增加与结构的改善，发展需求、享受需求持续提高。2006－2015 年十年间，居民消费支出不断增长，城镇居民消费支出平均增速 14.6%，农村消费支出平均增速达 22.6%，农村居民人均消费支出年均增长明显快于城镇居民消费支出。消费支出的增加带来了生活质量的改善，其表现之一是居民饮食结构不断改善，粮食类消费逐渐减少，而肉类、蛋类等消费增加。此外，发展、享受需求呈上升态势。交通通信支出增长迅猛，教育、文化与娱乐消费更加丰富，居民医疗保健支出亦维持高速增长，支出高于全国人均消费支出增速，充分表明我国居民的生活质量大幅提升。

2.民生领域持续改善，社会保障体系逐步完善

保障和改善民生，在经济发展基础上逐步提高人民物质文化生活水平，是改革开放和社会主义现代化建设的根本目的，是推动我国经济持续健康发展、促进社会和谐稳定的重要保证。十年期间，我国民生领域得到持续改善，基本公共服务水平提高，居民的生活环境条件进一步改善，国家公共财政用于改善民生方面的投入力度越来越大。

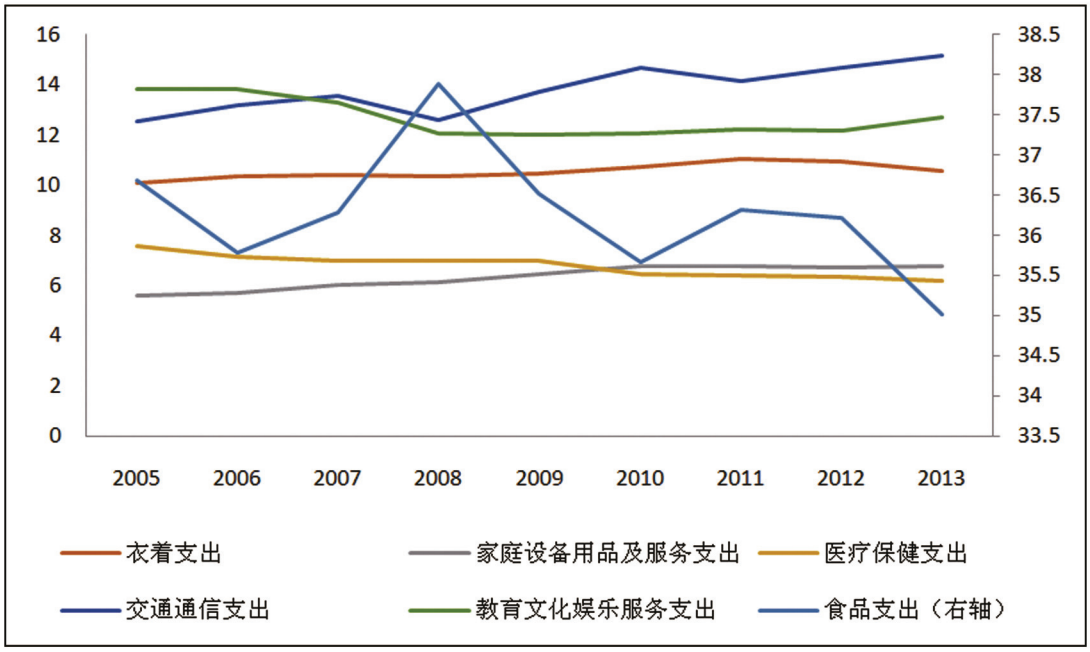


图 21　城乡居民人均消费支出变化(2005－2013)

基础设施不断完善。基础设施建设一直是推动经济发展和保障民生改善的重要领域，重要的公共设施和基础设施工程可以直接服务于人民的生产活动，对支撑经济发展、引导生产力布局、保障社会稳定具有重要作用。从健全城乡居民最低生活保障制度，开展新型农村社会养老保险试点，到支持廉租住房、棚户区改造等保障性安居工程建设，再到建立覆盖城乡居民的基本医疗保障体系。例如，“四通”覆盖面逐渐扩大，城镇地区通路、通电、通电话、通有线电视已经接近全覆盖，农村地区的“四通”也得到大幅改善。

我国的教育水平得到进一步提升。更加重视实现教育的地域公平性，政府采取转移支付、专项和政策倾斜等方式加大农村特别是西部农村教育的扶持力度。2007 年，对农村义务教育学生全部免除学杂费和免费提供教科书，成为中国教育发展史上的一个重要里程碑。此外，学生资助体系不断健全，覆盖面显著扩大。教育体制改革不断深化，促进教育事业不断发展。

覆盖城乡居民的社会保障体系不断完善。完善的社会保障制度是促进经济增长的重要环节，以凯恩斯为代表的国家干预经济理论认为，社会保障是国家干预的重要实现形式和调节工具。在经济萧条时期社会保障收入增加缓慢而支出增加迅速，在经济繁荣时期社会保障收入增加迅速而支出增加缓慢，因此社会保障的收入

和支出变化会自动调节社会需求，从而在宏观和周期上具有调节经济波动的作用，是政府干预经济、促进增长的重要环节。在现代市场经济体制中，没有社会保障体制的调节稳定作用，经济增长难以为继。目前，我国社会保障体系框架初步完成，形成了以社会保险为主，包括社会救助、社会福利、优抚安置、住房保障和社会慈善事业在内的社会保障制度框架，制度运行总体平稳；各项社会保障制度覆盖范围逐步扩大，从国有企业向多种所有制组织、从正式职工向灵活就业人员、从城镇居民向农村居民扩展；社会化管理服务体系逐步建立，减轻企事业单位的社会事务负担。

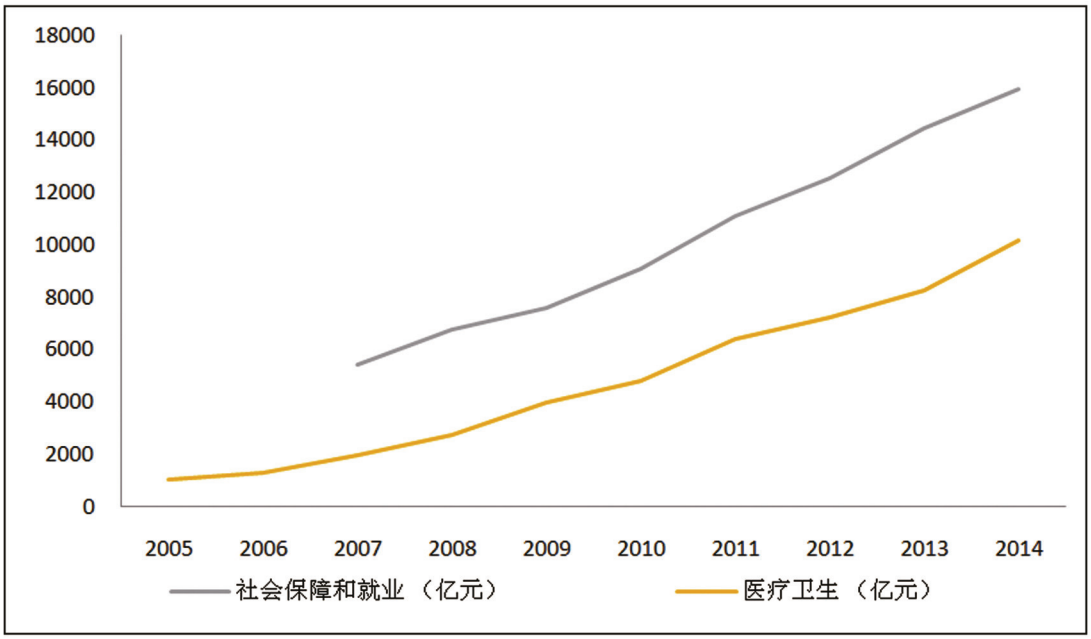


图 22　我国用于社会保障体系建设的支出逐年增多

（九）发展理念从注重增长向科学发展转变

1. 理清了增长与发展之间的差异

我国经济增长方式转变的首次提出来自于理论界，20 世纪 50 年代，已有经济学家指出计划经济的弊端，提出改革计划经济体制的建议；20 世纪 60 年代，刘国光、董辅礽提出要实现经济增长方式的转变，之后的 50 多年，转变经济增长方式被多次提出，都因各种原因没有落实。2005 年以后，由于资源和资源短缺、自然生态

破坏以及环境污染等问题进一步加剧，如果不转变经济发展理念，可持续发展将难以实现。经济的发展不能以牺牲资源和环境为代价，不能只满足眼前利益，转变经济增长方式迫在眉睫[①]。

粗放式的经济增长对环境造成危害，制约可持续发展。“十一五”期间，我国经济取得了举世瞩目的成就，由于重化工业发展迅速，城市化、现代化进程加快，国际制造业大规模向我国转移，高耗能产业发展迅速，叠加落后产能淘汰迟缓，经济增长呈现出明显的“高投入、高消耗、高污染、低效益”的粗放型特征。“三高一低”的增长模式给我国的经济、社会、民生造成严重危害。资源短缺凸显，石油、矿产、水、土地、森林资源均面临严重的短缺，威胁可持续发展。生态破坏严重，这是涉及长远发展的根本性问题，生态环境一旦遭到破坏，需要经过几代人才能恢复，甚至难以逆转。此外，经济损失、社会动荡以及风险向金融系统的传导都对我国的长远发展十分不利。因此，我国亟需转变经济发展理念，而关键问题在于要解决好“经济增长”与“经济发展”的关系。

经济增长反映了人口和人均 GDP 的增长，这一增长依赖于资本存量的增长和技术进步，以能源、自然资源和环境吸收废弃物能力的增长。人口、工业产出、资源和环境污染之间关系的简化模型展示不受限制的经济增长终将导致经济系统和生态系统的最终崩溃。经济学发展的早期阶段，经济增长与经济发展经常作为一个概念混用，随着经济生活日益复杂化，经济发展才有经济增长概念逐步扩展，对其内涵的解释，有的甚至于超出了经济的范畴。当前，公认的经济发展这一概念是指一个国家或地区按人口平均的实际福利增长过程，它既是一种财富和经济体量的增加和扩张，又意味着经济结构、社会结构的创新，社会生活质量和投入产出效益的提高。也就是说，经济发展就是在经济增长基础上，一个欧国家或地区经济结构和社会机构持续高级化的创新过程或变化过程[②]。

实现可持续发展是根本目的。近年来，人们逐渐理清了经济增长与经济发展的区别，意识到了经济增长与经济发展之间的差异，并将可持续发展作为新的目标。十七大提出了深入贯彻落实科学发展观，转变经济发展方式和完善社会主义市场经济体制的总体要求。并指出，加快转变经济发展方式，走中国特色新型工业化道路，重点在于促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转

① 公共财政与中国经济增长方式转变，赵云捷

② 必须读懂宏观经济：27 个宏观经济指标解读，才永发，电子工业出版社

变，由主要依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新转变[①]]。从“转变经济增长方式”到“转变经济发展方式”，反映出政府对经济发展规律的深刻认识。十八大提出深化改革是加快经济发展方式的关键，之后在十八届五中全会上提出的“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，具有重要的意义，五大发展理念强调创新是经济增长的新动力，绿色、协调和开放式可持续发展的关键手段，开放则体现了中国与世界的互联互通，这将对我国未来经济、社会、政治等的发展将会产生深远影响。

2. 政府从“GDP”至上向科学发展转变

长期以来，我国地方政绩的评估指标主要围绕 GDP 增速、投资规模和财政税收等偏重反映经济数量和增长速度的指标，这种单一的考核体系，造成地方发展唯 GDP 的发展模式。相比之下，节能环保、就业、收入增长等更能反映民生问题的指标被忽视。一些地方政府在追求 GDP 绩效的利益驱动下，为了拉动经济增长，大拆大建、消耗资源、破坏生态环境影响了经济、社会与环境的可持续发展。

GDP 驱动模式无法解决资源环境的矛盾。GDP 至上对待环境保护的倾向是“先污染、后治理”，是一种以政府为主导、以国有经济为主体、以重工业为载体、以资源环境为代价，且建立在低成本优势上的投资主导型的经济增长方式；其次，GDP 驱动模式无法解决公共产品的短缺。GDP 发展模式以追求经济增长为核心，以次为激励增加税收，这使得地方政府在提供公共产品方面缺乏动力；再次，GDP 驱动模式引发政府政策的不连续，降低政府效率。唯 GDP 至上的情况下，新的地方政府可能会否认上届政府的政策导致正在进行的工程或者建设中断，引发政策实施的中断，如果此过程循环往复，不仅造成政府管理的无效率，还会造成大量生产资料的浪费，大大提高生产成本。

近些年来，中央开始对唯 GDP 主义进行反思，要求转变经济发展方式，提高经济增长的质量和效益，发展结果让人民共享。因此，政府需要改变 GDP 至上的经济增长方式，以 GDP 为核心目标的经济增长与政府主导型的经济增长方式有内在的联系，并形成政府追求经济总量扩张的相关机制与政策。例如，上级政府确立一个量化的增长目标，层层分解，落实到各地各级官员身上，使 GDP 的增长成为官员考核升迁的主要指标。这一机制的形成，必然助长权力干预经济。这样，在社会矛盾的处理中往往倾向于为 GDP 增长让路。在这个背景下，只有转变政府发展理念，才有可能推进以发展方式转变为主线的政府转型。

---

① http://theory.people.com.cn/GB/49154/49155/6697934.html

二、对新常态的认识以及存在的问题分析

(一)对新常态阶段性特征的认识

我国经济正在向形态更高级、分工更复杂、结构更合理的阶段演变,经济发展进入新常态。在经济增长由“高速”转向“中高速”过程中,部分体制性、结构性和周期性问题相互影响、相互交织,经济发展还面临不少困难和挑战。

1.什么是新常态?

2002 年 3 月,新常态一词最早出现在西方媒体中[①],之后国外学者从社会发展的总体特征对新常态进行阐述(2004,H. H. Panjer;Roger McNamee)。2010 年,以阐述经济特征为主的“新常态”首先由太平洋管理公司 CEO 埃里安提出(2010,El-Erian)[②],其主要阐述了美国经济的新常态。自那以后,这一概念迅速传播,国外媒体、政府机构[③]与学者开始广泛使用新常态这一概念。新常态成为本轮经济危机之后,国际上描述经济发达国家经济和金融状况的常用术语。

2014 年之前,国内少数学者开始提出中国经济“新常态”[④],2014 年开始“新常态”提升到政治高度,是年 5 月,习近平在河南考察时提出中国正在进入“新常态”,7 月 29 日,在中南海召开的党外人士座谈会上,习近平主席又一次用新常态来概括当前经济形势。11 月 10 日,在北京召开的 APEC 工商领导人峰会上,习近平主席集中阐述了我国经济发展新常态下速度变化、结构优化、动力转化三大特点,并集中表达了新常态将给中国带来新机遇的乐观预期。2014 年 12 月 9 日,中央经济工作会议中习近平主席从九个方面详尽分析了中国经济新常态的表现、原因及发展方向,明确指出:“我国经济发展进人新常态是我国经济发展阶段性特征的必

---

① http://leader.pubs.asha.org/article.aspxarticleid=2293399

② 埃里安指出,新常态主要是指西方发达经济体在危机过后将陷入长期疲弱、失业率高企的泥沼的状况,主要原因在于超高的杠杆比率、过渡负债、不符责任的承担高风险和信贷扩张等,经济要实现复苏需要较长一段时间。

③ 美国劳工部网站 2013 年 12 月撰文指出,到 2022 年美国经济将一直处于新常态。

④ 中国人民大学经济学院刘元春教授早在 2012 年指出,不同学者对于“新常态”的定义不同。一是指目前世界经济复苏疲软的状态;二是针对中国 2012 年运行特征提出的以“低增长”、“低创新”、“低贸易”、“内部不平衡调整”、“较高的通货膨胀率”为内涵的“新常态”。刘元春教授还指出,导致中国出现“新常态”的原因主要来自六个方面:中国人口红利的消失;全球不平衡的逆转;TFP 快速下降;中国核心区工业化基本完成;出口方面的比较优势丧失;低生产成本时代结束。

然反映，是不以人的意志为转移的。认识新常态，适应新常态，引领新常态，是当前和今后一个时期我国经济发展的大逻辑。”

中国经济的“新常态”不同于发达经济体受金融危机影响状态低迷的新常态，而是指中国进入经济转型升级的关键发展阶段，是中国经济迈向更高阶段的必经之路。所谓的“新常态”是相对于“旧常态”而言，后者主要是指经济增长维持高速、增长模式粗放、产业结构以工业为主，且政府干预经济较为频繁的状态。新常态具有广泛的内涵：一是新常态具有新特征；二是新常态具有稳定性；三是新常态具有可持续性。新常态并不是指要安于现状，而是要通过加快转变经济发展方式，推动我国经济在新的起点上实现持续健康发展。

2.新常态的特征

中国经济新常态产生的主要原因在于经济的结构性减速，同时，中国经济新常态也包含着经济朝形态更高级、分工更细致、结构更合理的高级阶段演化的积极内容。综合看来，新常态包括经济增速换挡、产业结构调整、经济增长动力变化、资源配置方式转换、经济福利包容共享等。

中国经济的结构性减速。即经济增长速度由过去三十多年 9.8% 左右的高速增长，转为今后五年左右 6%－8% 的中高速增长，再往后可能是更低的中速增长或中低速增长，因为这是经济社会发展的规律性现象，当一个国家或地区工业化城镇化达到一定阶段后，经济增长速度就要下台阶。当 2030 年前后中国成为发达国家后，经济增长速度有可能进一步下降到当今西方发达国家的水平。

新常态中国经济增速下滑除了受结构性因素影响外，还受到经济增长的基本面和潜在增长能力的下滑，潜在 GDP 增速的下滑是中国经济增速下滑的核心原因之一。经济潜在增长率是指一国（地区）在一定时期内，在既定的技术和资源条件下，在充分就业和不出现严重通货膨胀的情况下，各种资源最优和最充分配置所达到的最高经济增长率。潜在增速的变化不仅与人口等参数有关，更与我们短期失业的控制、投资领域的选择、有效需求水平的调控有密切的关系。这就是宏观经济学最新发展的一个重要成果——“持续的短期需求不足将自动创造中长期供给的下滑”，即萨伊定律逆否命题，该命题说明的是，只要需求不足在一定时期内持续存在，它必定通过人力资本的加速折旧、物质资本形成速度的下降、金融效率的弱化以及内在结构性扭曲的加大使潜在增长速度出现跟随性的回落。潜在产出水平并不是一个与短期因素无关的、先验的标杆。2008－2012 年和 2012－2014 年中国宏观经济政策定位就是两个在过度能动主义和无为主义之间摇摆的案列。这 6 年

来，中国宏观调控从过度强调有效需求不足和危机管理向过度强调潜在供给能力下滑和结构性改革转变，其结果是，宏观经济政策完全难以适应形势变化的要求，反而成为宏观经济波动的根源之一[①]。

经济结构优化升级。新常态下经济增速放缓但是结构不断优化，经济增长不再一味追求快，二是在合理增速下的结构优化。只有实现经济结构优化，经济的平衡性、协调性和可持续性才能增强，经济质量和效益才能提高。如促进产业结构优化，以创新带动经济发展，进一步提升服务业在 GDP 中所占比重；完善消费结构，以此优化需求结构，提升消费的贡献率，逐步形成消费主导型的经济结构；有序推进户籍制度改革，扭转城乡二元结构的弊端。

经济结构优化调整包括调整存量和优化增量两个方面。调整存量的方式有去产能、去库存、去杠杆等，而这正是供给侧改革和供给管理的内容。优化增量的途径是培育新产业、新业态、新技术、新品牌等，而这也正是供给侧改革和供给管理的题中之义。因此，全面的结构性调整是新常态的重要特征之一。实践证明，结构调整较快的地区发展较为主动，经济增长的形势也相对较好。例如，以广东为代表的部分沿海省份，通过鼓励技术改造、投资和发展高新产业推动产业转型升级，在化解过剩产能和经济结构调整方面取得了明显成效，经济增长动力在逐步增强。再如，以重庆为代表的内陆省份，发挥自身比较优势，积极承接东部沿海优势产业转移，培育发展支柱产业和战略性新兴产业，保持了较高的增长速度，实现了更高的质量效益。

经济增长实现创新驱动。当前，我国科技创新能力不断提高，一些重要领域已经跻身世界先进行列，生产方式、产业组织形式、商业模式等各个方面创新不断加强。但是，我国仍然面对核心技术缺乏，科技转化能力不强等问题，经济新常态迫切需要进行科技创新，依靠创新驱动引领发展。

我国创新驱动发展已具备发力加速的基础。经过多年努力，科技发展正在进入由量的增长向质的提升的跃升期，科研体系日益完备，人才队伍不断壮大，科学、技术、工程、产业的自主创新能力快速提升。经济转型升级、民生持续改善和国防现代化建设对创新提出了巨大需求。庞大的市场规模、完备的产业体系、多样化的消费需求与互联网时代创新效率的提升相结合，为创新提供了广阔空间。中国特色社会主义制度能够有效结合集中力量办大事和市场配置资源的优势，为实现创新驱动发展提供了根本保障。

---

① 2015.12，刘元春：避免对经济新常态的理解流于表面，人民网。

(二)经济发展进入新常态依然存在的问题

1.结构性问题依旧突出,供给结构与需求结构失衡

结构性问题是当前我国经济发展面临的突出问题,也是长期发展战略问题。过去十年,经济结构出现了积极的变化,但是中国在经济体制转型的过程中,经济刺激政策带来的产能过剩问题,供给结构与需求结构的不协调问题,以及信贷投放的结构性问题等都对我国经济的长期发展形成制约。

(1)供给结构与需求结构不协调,产能过剩与产业结构失衡

我国目前面临的经济增长乏力现象,表面上看是总需求不足,其根本原因在于政府主导的投资模式加剧了总供给与总需求之间的结构性不匹配。从需求角度看,以成本竞争为主的传统工业品的需求逐渐减弱,以技术竞争为主的新兴工业品的需求增强,需求结构正在发生明显的中长期分化趋势。从供给角度看,我国工业生产供给结构的调整明显落后于需求结构的变化,供需错位。由于我国特殊的经济发展轨迹,我国工业比重一直较高,很多时候都处于产能过剩的状态。解决该问题最直接的方式便是通过投资直接刺激那部分因为需求不足而导致的闲置生产力,通过拉动第二产业来带动整个经济增长。然而投资的本质是为了扩大再生产。通过投资途径虽然在短期内解决了结构性需求不足,刺激了经济,但是长期内却再一次扩大了第二产业的产能,为随后经济增长中的结构性需求不足留下了更大的隐患。

这种矛盾在经历 2008 年经济危机以及四万亿投资刺激计划之后更为显著。大规模的投资计划不仅扭曲了经济结构,也阻碍了产业间结构的调整。由下图可以看出,在 2008 年之前,我国第三产业占 GDP 的比重正逐步赶超第二产业。然而,随着刺激方案的逐步实施,第二产业与第三产业之间的比重关系又开始恶化。2012 年以来,中国经济更加注重调结构,第三产业的比重开始超过第二产业,且差距逐渐拉大。

虽然我国第三产业占比在逐渐增加,但是和成熟经济体的产业结构相比仍然较低。我国 2014 年第二产业产值占比为 42.7%,第三产业占比为 48.1%,第三产业占比仍低于全球平均水平 20 个百分点。虽然高新技术产业的比重处于上升状态,但仍非常低,仅为 10%,高耗能行业的比重虽持续下降,却高达 30%。由此可以看出我国经济还处于产业结构调整的进程中,即第二产业比重趋于下降而第三产业比重趋于上升。

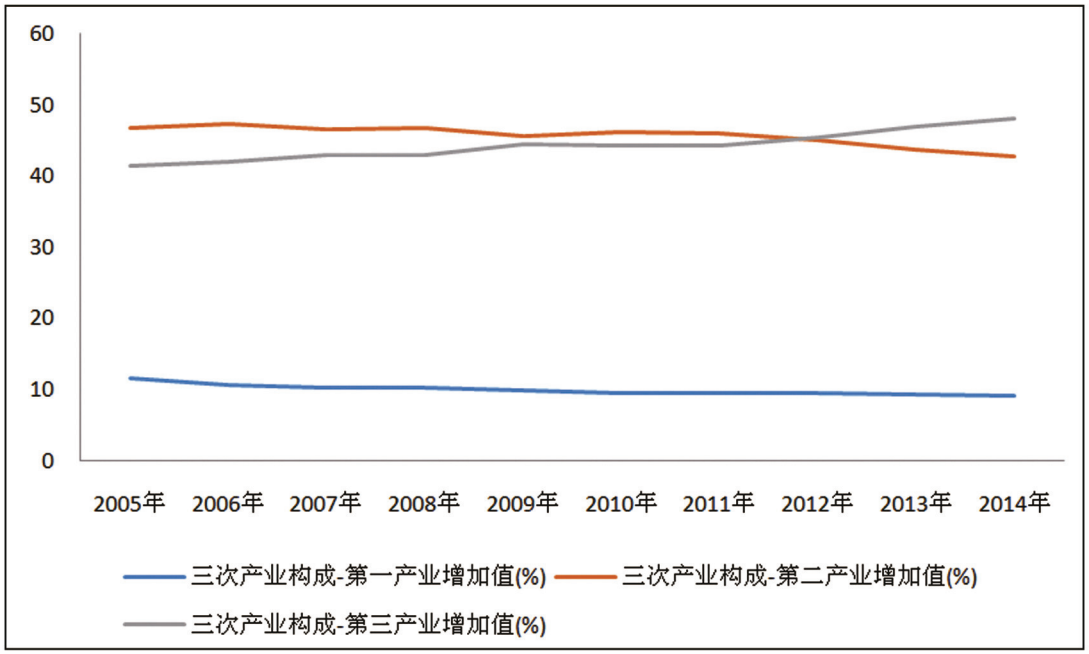


图 23　三产产业占比(单位:%)

需求与生产的结构性矛盾突出,加剧了工业领域产能过剩问题。传统产业中的钢铁、水泥、平板玻璃、石化、家电等都存在产能过剩,部分行业甚至出现了长期性和绝对的产能过剩。2014 年,中国工业产能利用率约为 78.7%,处于 2010 年以来的较低水平。据有关统计显示,中国有 19 个制造业行业产能利用率都在 79%以下,有 7 个行业的产能利用率低于 70%,属于严重产能过剩[①],且产能利用率过低的行业范围已经扩至光伏、风电等新兴产业。当前我国的产能过剩不同于受金融危机影响的“周期性过剩”,也不同于经济过热时期的产能过剩,而反映出长期粗放式的经济发展所导致的供给结构与需求结构脱节,从而形成“结构性产能过剩”。

① 按照国际通行标准,产能利用率超过 90%为产能不足,79—90%为正常水平,低于 79%为产能过剩,低于 75%为产能严重过剩。据此,目前中国工业总体产能处于过剩状态,部分行业已经产能严重过剩。

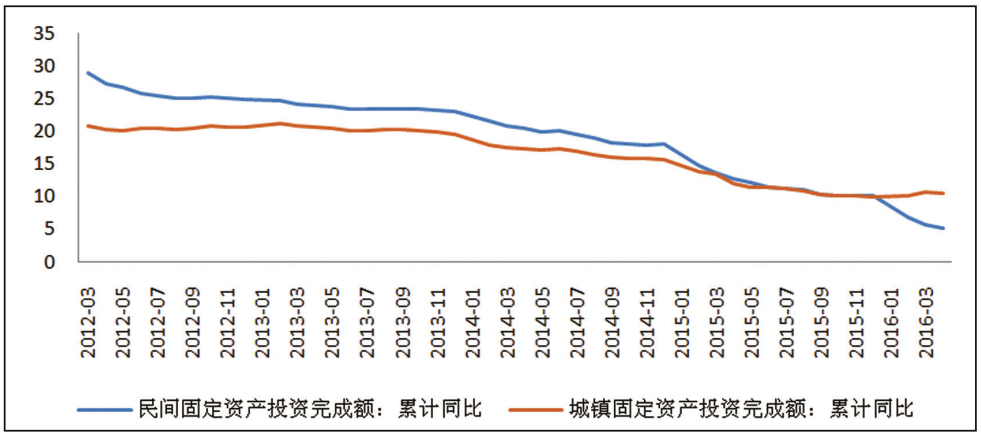


图 24　民间固定投资增速持续下滑

此外，政府主导的投资模式对民间投资产生了挤出效应。2012 年以来，民间固定投资增速一直处于下降态势。具体看来，2012－2015 年，民间固定投资增速一直高于城镇固定资产投资增速；2015 年，二者增速持平；2015 年底至今，民间固定投资的增速较城镇固定资产投资大幅下滑，从侧面反映出政府投资对民间投资的挤出。投资的结构性不平衡，民间投资增速的快速下降对于我国经济的健康发展将会产生负面影响。

(2)货币投放总量激增导致资产价格泡沫，投放结构性失衡，加重粗放型扩张

第一，十年期间，货币投放总量激增，催生资产价格泡沫的同时带来通胀压力。2005－2015 年，社会融资总量扩大了四倍，由 3 万亿人民币增加到 15 万亿人民币。尤其是 2008 年以后，政府施加速度和规模适度的经济刺激使经济避免陷入衰退，年新增贷款明显高于之前。

这些经济刺激的融资方式存在不足，他们并没有直接扩大中央政府的资产负债表，而是通过大幅增加经济中的信贷量而大量融资，这无疑增加了经济风险。此外，中国 M2/GDP 长期居高不下，反映了商业银行的支付风险以及可能的通货膨胀。商业银行 集中的大量存款没有创造相应数量的 GDP，货币资金的边际生产力处于不断下降的水平，同时 M2/GDP 的提高意味着 M2 的增长速度大大快于 GDP 的增长速度，存在着超额货币供应量，潜在通货膨胀的压力很大。

目前在我国，货币供给快速扩张、流动性过剩带来的问题既在于推动物价上涨，又在于大量流动性在虚拟经济内部自我循环。这不仅加剧资产价格泡沫的泛起和膨胀[①]，而且使本应服务于实体经济的资金被占用，降低经济刺激政策的效果。

① 近年来，我国资产价格呈现泡沫化，以房地产价格暴涨为主。

资产价格过快上涨，又会加剧通货膨胀预期。如果放任资产价格泡沫膨胀，那么，迟早会出现泡沫的突然破灭，对金融和经济造成重创。

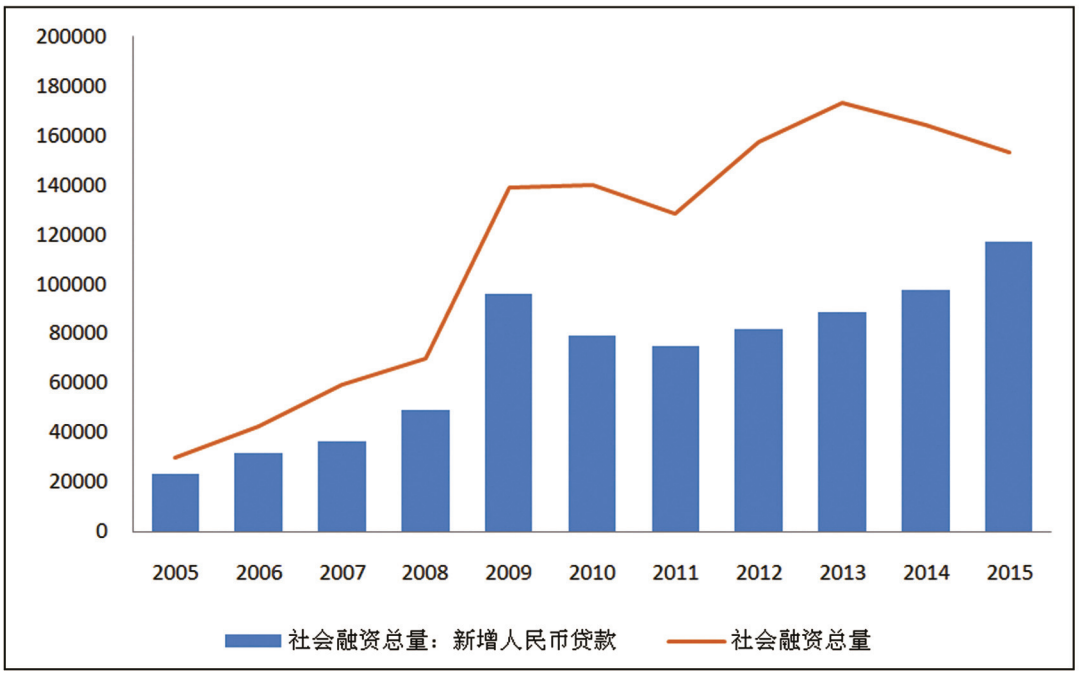


图 25　2008 年后新增人民贷款明显高于 08 年以前

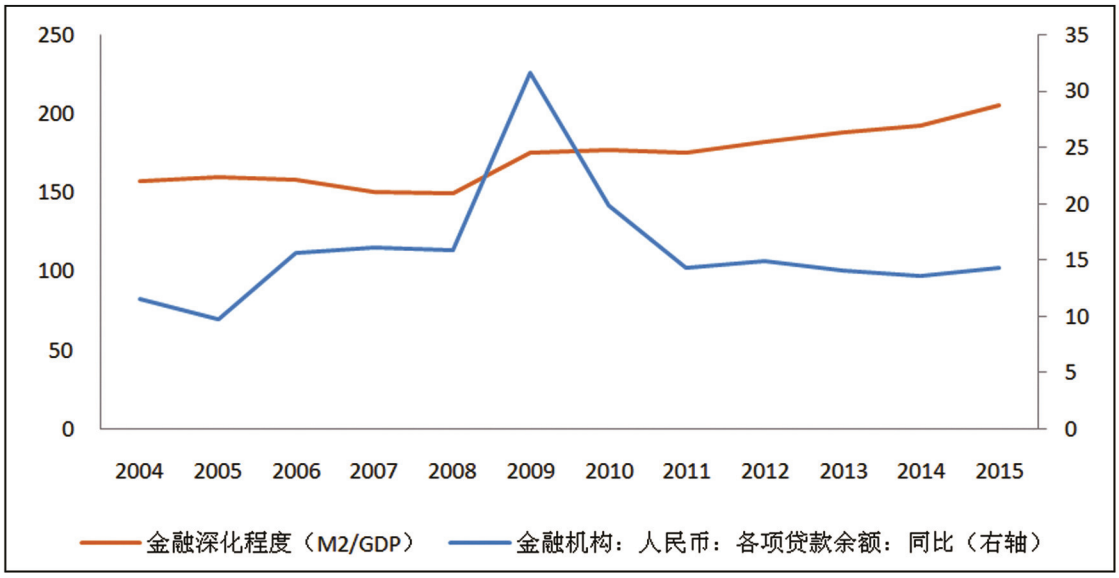


图 26　M2/GDP 长期处于高位

第二，我国信贷投放结构不合理。我国目前的社会融资结构仍以信贷为主。信贷结构是否合理，在很大程度上决定着社会资源的配置效率。信贷结构是否合理，对一国经济结构产生重要影响。我国国有银行改革后，零售功能明显弱化，以对大中型国有企业批发业务为主，导致全社会资金配置出现严重马太效应——大型企业资金过剩从事投机性活动，中小微企业资金持续紧张。

信贷行业分配不够合理。工业贷款供给较多，而农业贷款支持较少；生产性信贷增速较快，消费性信贷发展滞后；传统产业信贷支持优于新兴产业。

信贷结构期限不合理。目前我国商业银行信贷的期限结构存在的问题是：长期信贷比重过高，短期信贷比重过少。这经历了一个变化的过程。改革开放以来，各银行根据我国国情及信贷市场需求状况大部分将信贷期限选择为短期。导致我国银行贷款业务短期贷款的比重一直在 50％以上。但是随着经济的发展和我国国有银行的改革上市，在追求股东最大利润的原则下，现在商业银行越来越重视长期、稳定的收益，因此，大部分银行不断调整短期资产，增加长期信贷资产，甚至有些银行不惜牺牲流动性而增加长期贷款。

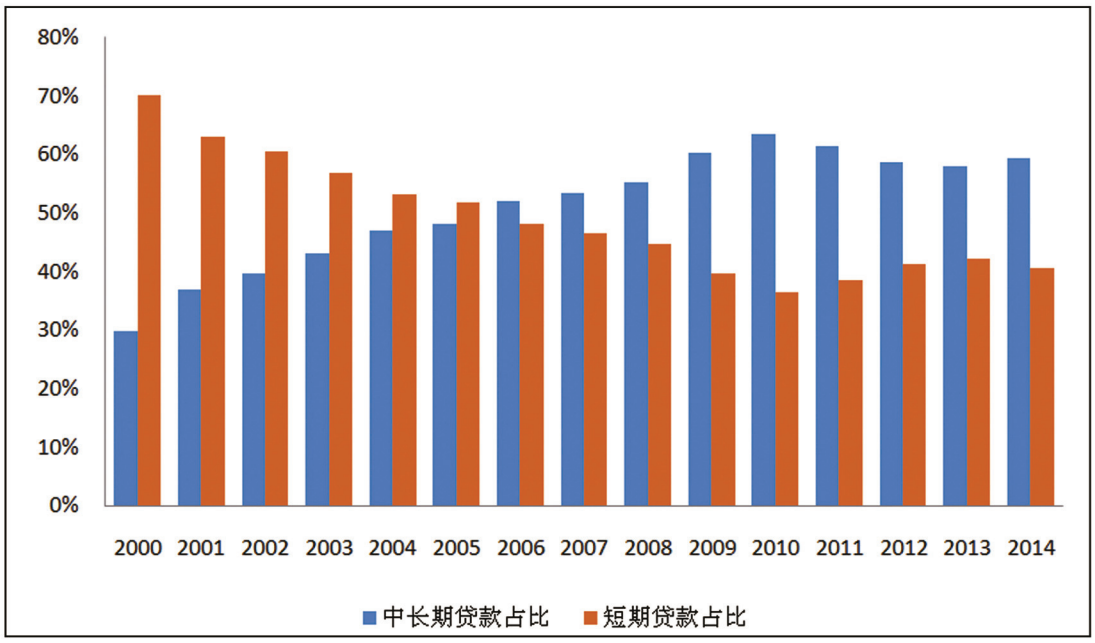


图 27　长期贷款比重大大超过短期贷款(2005—2015)

2006 年以后，我国中长期贷款占比超过短期贷款占比，2010 年，中长期贷款占比达到高点，为 63.5%，之后略有下降，2014 年降至 59.4%。这一组数据不仅充分反映了我国信贷市场需求的变化，同时也是银行加大信贷风险管理，提高信贷资产的收益的真实写照。值得注意的是银行这种不惜牺牲流动性的行为将加大银行的信贷风险，特别是金融危机会导致银行流动性趋紧，如果银行中长期贷款比重过高后果将非常严重。

2.债务风险进一步凸显，汇率利率联动加强加大金融市场波动，需防范系统性风险

近年来，随着债务规模快速扩张，无论是政府部门还是企业部门债务率均呈现快速攀升态势。但是在经济下行过程中，一方面是地方政府财政收入放缓，加大的债务压力与偿债能力的矛盾；另一方面是债务结构中企业部门的债务过快加杠杆，加重银行等金融体系的风险；与此同时，开放金融体系中汇率与利率联系加强，资本流动加剧带来的金融风险；与房地产调整、产能过剩、政府性债务相关的金融产品违约风险开始暴露，并呈现加快态势，如果各类风险加速相互传导，一方面加大了经济下行的压力，另一方面也导致系统性风险发生概率上升。

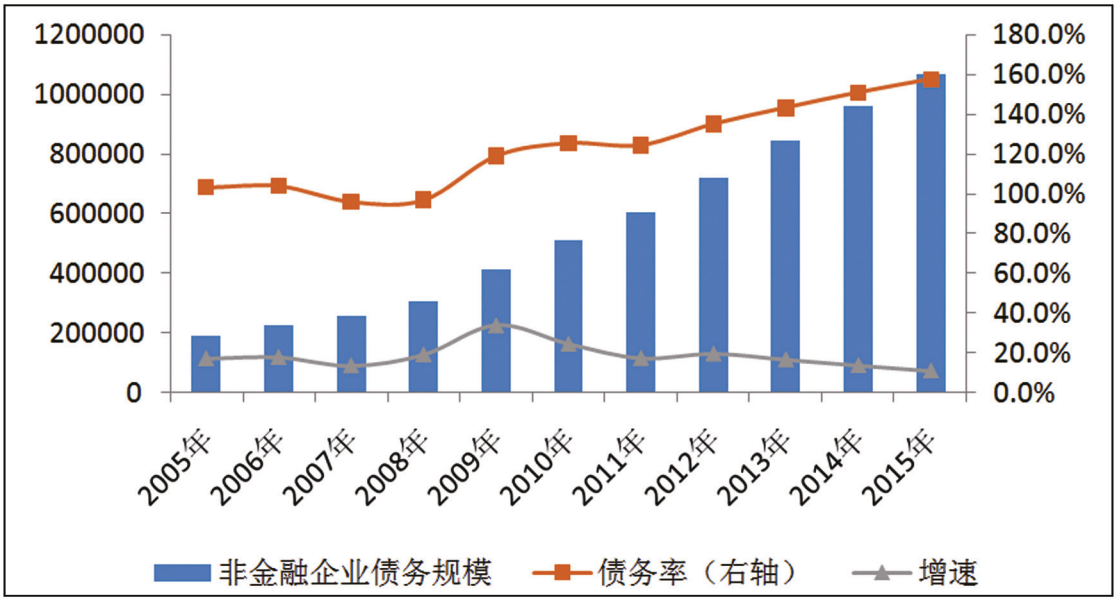


图 28　中国非金融企业债务规模和债务率变化(2005－2015)

(1)财政收支矛盾加剧，政府债务风险不减。近年来，受经济增长放缓、结构性减税等多种因素影响，我国财政收入增长不断放缓，而财政支出保持刚性不减，财政收支压力不断凸显。2015 年，中央财政收入和地方财政收入分别由过去的两位数以上的高位增长放缓至 7.4%%和 9.4%，同时财政支出力度进一步加大，同期中

央预算财政支出和地方财政预算支出增长分别高达 13.2%和 16.3%，财政收支矛盾进一步加大。随着我国潜在增长水平不断下移，新兴增长点尚未形成规模，经济下行压力依然较大，而后土地经济时代来临使得地方政府土地财政模式难以为继，未来财政收入增长难以大幅改善，政府偿债能力从本质上并不能得以大幅提升，债务问题也日益突出。金融危机以来，经过几年的大量举债和借新还旧，我国债务规模尤其是政府债务快速扩张，总债务率从 2005 年的 149%快速扩张至 2005 年的 241%；这虽然保持了宏观经济增长的弹性和稳定性，但债务扩张也使得中国经济增长背负的债务负担越发沉重，债务风险也越来越凸显。根据 2015 年的全面排查结果[①]，考虑纳入了一部分城投融资平台类的债务之后，2014 年全年地方政府债务 15.4 万亿；考虑当年的限额状况，初步估算 2015 年政府存量债务规模可能达到 16 万亿。随着地方政府进入偿债高峰，财政收入放缓是的债务风险更为凸显。

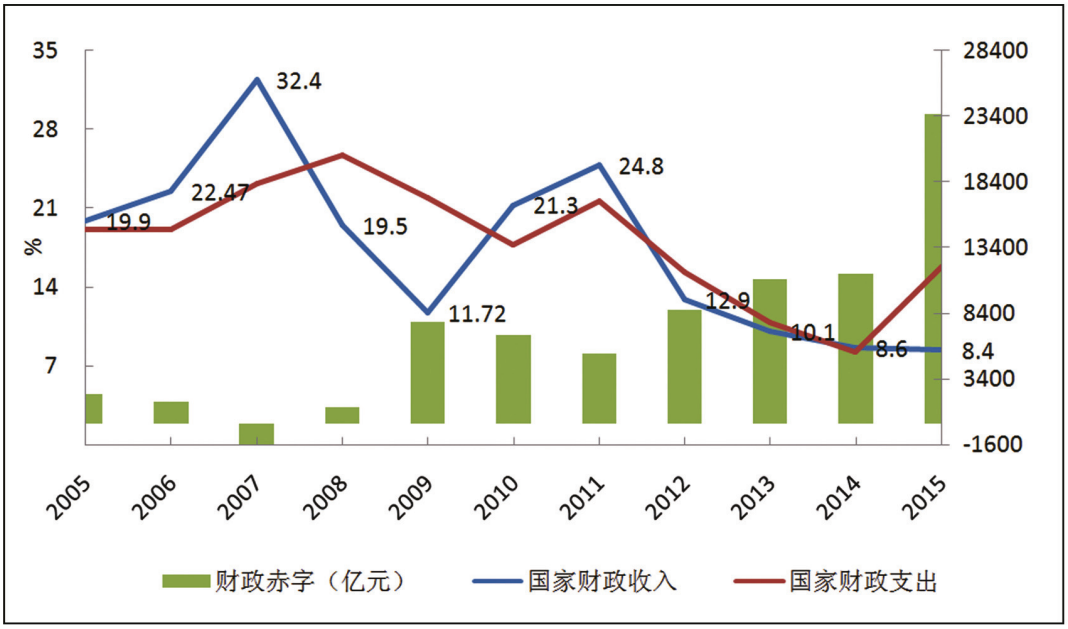


图 29　财政收入与支出变化(2005－2015)

① 2014 年《预算法》修订之后，国务院、财政部等部门先后出台了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》等文件，加强依法推进债务管理，进一步规范地方政府举债行为。2015 年初步完成了 2014 年末地方政府存量债务的清理甄别和核查的工作，并全面实行地方债限额管理、地方债务分类纳入预算管理、建立债务风险预警机制、全面构建债务监管体系等。

虽然地方政府发债方式逐步规范和市场化，部分债务风险也可以通过债务展期得到缓解；但地方政府的债务规模与债务增长并没有因为财政收入的放缓以及地方债务置换而有所减少。与此同时，稳增长也将面临资金来源的不确定性。制造业、房地产和基础设施投资占固定资产总额近70%，是固定资产的主要构成部分；目前在产能过剩和房地产市场处于调整周期的背景下，制造业投资依然保持低迷，基础设施建设投资是稳定投资、稳定经济增长的主力。在房地产和制造业投资放缓的情况下，要稳定经济增长就只有增加政府基础设施建设投资，这要求地方政府的融资平台公司继续向银行、信托等金融机构融资，这种以“时间换空间”的方式在增加了地方政府债务负担和财政风险的同时，也影响了其他行业获得新增资金的机会，在一定程度影响了稳增长的效果。

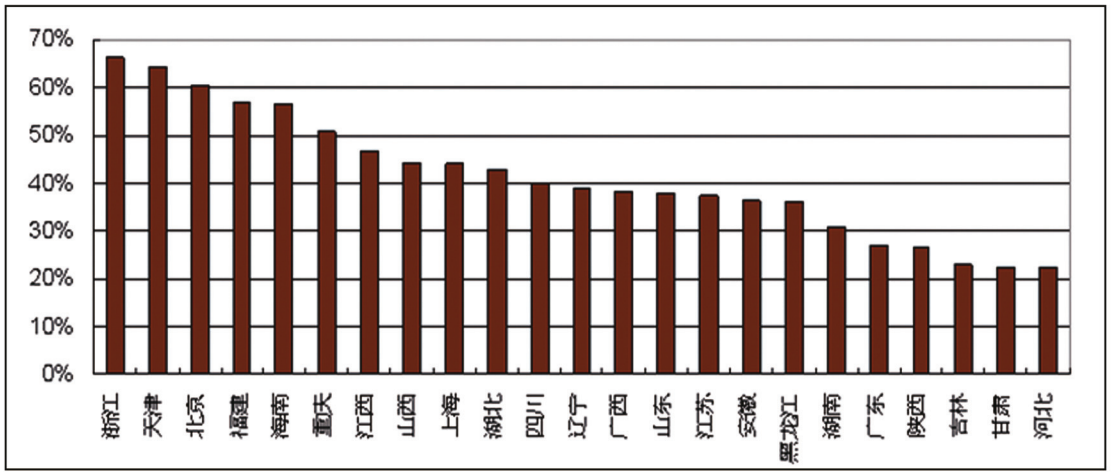


图30　地方政府对土地出让金的依赖度

(2)实体经济信用风险加快暴露，传导至金融体系风险不断累积。当前，我国经济增长下行压力不减，随着产能结构调整，需求疲弱以及劳动力等生产要素成本不断上升，实体经济生产经营状况持续低迷。一方面成本依然较高，另一方面价格传导机制不顺畅带来上游升本无法向下游转移，盈利不佳加上债务高企资金紧张导致企业资金链断裂风险上升。近两年来，部分企业的债务风险已经爆发出来，无论是银行贷款、信托贷款还是债券市场，均有违约事件的发生。从“超日债”违约到天威债违约再到“东特钢”不能到期兑付以及中铁物流事件，均说明企业信用风险不断加剧，从沿海经济发的地区中西部地区，从小微企业向大中型企业、国企蔓延的迹象演变，从传统过剩行业到其下上游行业，这种信用风险不断加剧的情况都呈

现逐渐蔓延的态势。与此同时，企业经营困难和房地产市场调整，引发危及银行等金融系统稳定，银行贷款坏账率持续上升、影子银行风险增加，商业银行不良资产和不良贷款比例均有所上升。伴随着供给侧结构性改革的推进，过剩产能不断出清，当前的信用风险暴露还只是开始，未来违约事件或将加快发生；在信用风险加快暴露的过程中，金融体系中的银行受到大范围或者某一环节出问题波及到银行体系，那么系统性风险的发生概率就要提升。

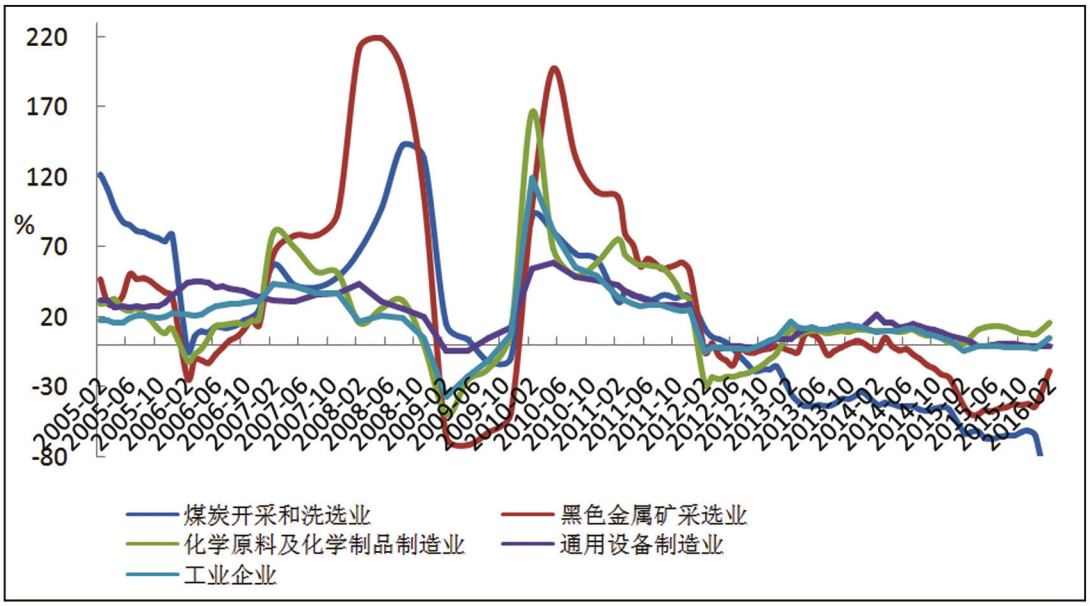


图 31　工业企业以及部分行业利润增长走势(2005—2016)

(3)互联网金融领域风险激增。2012 年以来，互联网以及大数据的崛起直接推动互联网金融迅速崛起，国内以 P2P 网贷行业为主的互联网金融发展迅速，其中，P2P 网贷行业累计成交量规模不断增大，P2P 也成为理财市场上的主要投资品种。互联网的发展、大数据的崛起推动金融制度与业务模式不断创新，对金融行业发展格局形成冲击。而在行业迅猛发展的同时，由于被监管者与监管者之间信息不对称，金融监管机构难以准确了解金融机构资产负债实际情况，难以针对可能的金融风险采取切实有效的金融监管手段，行业内风险不断暴露，出现了 P2P 跑路、坏账率攀升、信用贷款逾期率激增等问题；2015 年全年问题平台数量达到 896 家，是 2014 年的 3.26 倍，问题平台数占行业的 34.5%。金融创新速度过快导致金融模式与金融监管相脱节，由此造成特定领域的金融风险加大并逐步向其他领域扩散。

(4)与此同时,随着资本项目不断放开,利率与汇率联系增强,人民币汇率波动以及资本流动加剧对国内资本市场波动影响加强。随着我国资本项目的放开,跨境资本流动的阶段性特征已发生改变,由原来的净流入转变为流入、流出更为频繁;2015 年中国跨境资金流动总体呈现净流出态势,全年银行结汇较 2014 年下降 9%,售汇增长 24%,结售汇逆差 4659 亿美元。与此同时,随着人民币汇率形成机制更为市场化,汇率与利率之间的联动影响也更为密切,这将加大我国金融市场的波动以及增加货币政策调控的难度;2015 年 8 月以及 2016 年年初,人民币汇率延续了去年底快速贬值的趋势,跨境资本流出规模加大,在一定程度引起了我国金融市场乃至全球金融市场的波动;尽管后期随着监管部门的干预、美国加息预期的减弱、美元走低等,人民币兑美元汇率走势由大幅波动转为相对稳定,但无疑汇率波动对金融市场的稳定影响作用加大。虽然近期数据显示经济呈现小周期回暖,但从国际环境来看,美国经济数据向好,7 月份美联储加息预期又起,美元由前期的走势出现小幅回升,人民币汇率仍面临贬值压力和风险。如果人民币过快贬值,将与资本流出与国内股市波动形成恶性循环,压缩货币政策操作空间,有可能使货币市场利率上升,引发债市风险(如 2016 年 1 月份的情况)。同时,还会使企业海外负债成本增加,可能造成部分企业出现短期偿债风险。

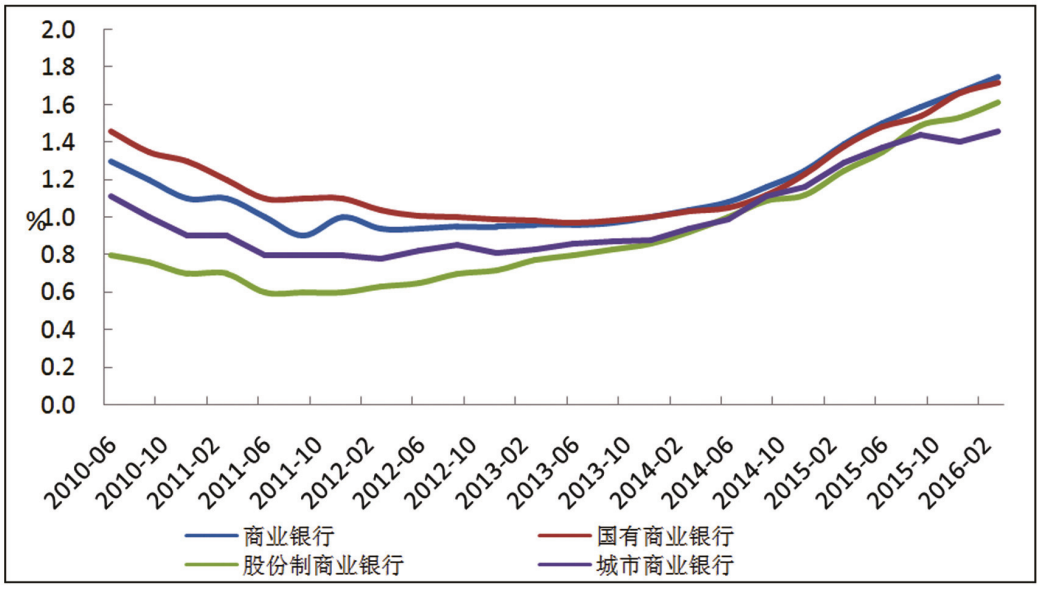


图 32　我国银行业不良率变化情况(2010—2016)

从偿债能力来看，我国债务风险总体仍处于可控区间。一方面，我国债务主要是国内债务，外部债务比例较低，2014 年我国外债占 GDP 的比重仅为 8.6%，同时，我国有庞大的外汇储备资产，外储对外债的覆盖率为 429%，外债的偿付能力强，偿债率仅为 1.91%，远低于发展中国家 25%的警戒线，也低于世界银行建议的 15%的安全线。另一方面，我国储蓄率一直较高，目前仍处于净储蓄国家（2014 年投资率为 44%，储蓄率为 50%），居民部门的债务偿还能力高[①]。而国有企业虽然杠杆率较高、资产负债率上升较快，但是国有企业多年积累了庞大的资产规模[②]。与此同时，我国还拥有规模庞大的矿产资源以及丰富的海洋及森林等资源，其中 2014 年全国重要矿产总量预测项目组推算我国 23 个矿种的总价值就达到 244.4 万亿元，加上行政事业单位的资产和全国的基础设施建设等资产，政府部门也具有较高的偿债能力。此外，2014 年我国银行业资本充足率达到 13%，一级资本充足率近 11%左右，核心一级资本充足率达到 10.56%，高于巴塞尔协议 7%的要求，表明银行业具有较强的抵御风险能力。

总体上，虽然债务风险可控，但是在违约风险上升，商业银行不良率快速攀升以及外部汇率等引起资本流出风险上升等情况，系统性风险有所上升，应当对防范系统性风险更加重视。特别是，财政金融更显相互传导，同时出现显著恶化迹象，整体系统性风险将进一步加大。一方面，违约事件加快爆发会对市场信心造成较大冲击，导致资本外流更严重；另一方面，资本外流将制约货币政策进一步宽松，从而影响资金面，在资金收紧的情况下，可能会使更多企业面临流动性风险，违约也会加速扩散。

3.房地产仍处于调整周期，行业发展仍面临一定不确定性，带来经济增长的波动压力；

房地产对于过去中国经济的快速发展起到非常重要的作用，随着人口结构的变化，2013 年房地产已经迎来了发展拐点。在高库存的压力面前，行业发展仍面临一定不确定性，对经济波动和宏观调控均会生产重要影响。

（1）房地产业对中国经济影响重大，房地产及相关行业对经济增长的贡献接近 30%。

---

① 2014 年我国住户存款余额为 50.7 万亿元，住户贷款余额为 23.1 万亿元，再加上居民部门所拥有的住房、汽车以及金融资产等，居民部门的债务偿还能力高。

② 截至 2014 年末，我国国有企业资产总额为 102.1 万亿元，其中中央企业资产总额为 53.7 万亿元，地方国有企业资产总额为 48.4 万亿元，国有企业资产规模足以偿还现有的负债。

98年房改以来，房地产业逐渐成为拉动我国经济增长的重要动力。由于房地产业具有很强的产业关联性，其对中国经济发展的重要性远远超过了房地产投资本身。从居民资产配置的角度来看，房产是城镇居民家庭资产最主要的组成部分。过去十年，总体上房价持续上涨，在投资渠道匮乏以及实体经济投资回报率下滑等影响下，房产投资是实现资产增值保值的重要手段；根据《中国民生发展报告》数据显示，城镇家庭财产房产占比的中位数为80%，农村房产占家庭拆分比例的中位数是60%。**由此可将，一方面，房地产业涉及产业链条更为广泛，其变动对相关产业以及经济增长都会产生重要波动；另一方面，房地产同样是一个民生问题，**房市泡沫破裂与否对于社会稳定具有至关重要的作用。

(2)虽然发生系统崩盘的概率较小，但供需拐点已经出现，未来几年行业发展持续处于调整周期中。

进入2014年以来，我国房地产市场全面调整，房地产投资、销售面积等相关指标均出现大幅下滑，产业链条相关产业如钢铁、建材等都进入近5年的发展低谷，**房地产市场的周期性调整是当年经济下行的核心影响因素。**由于过去十年的快速发展，目前房地产库存量处于高位[①]，随着人口结构的变化，房地产行业潜在需求已在2013年发生逆转，根据国务院发展研究中心的估计，我国住房的需求峰值约为1200－1300万套，这一峰值在2013年已经基本达到。**房地产市场已经由“供不应求、总体偏紧”的状态转向“供过于求、总体偏松”的状态，**由于供需状况的变化，房地产市场的全面调整还将继续。由于房地产业相关产业链条长、涉及范围广，房地产业调整将继续影响相关产业，进而影响我国经济增长和经济结构调整步伐。

(3)尽管总体供求拐点已经出来，需求增长放缓但潜力依旧，房地产市场全面崩盘、引发银行等金融系统性风险的概率较小。

未来房地产市场依然具备相对坚实的需求支撑。一方面，我国城镇化的持续推进和家庭规模小型化将继续随声大规模的刚性住房需求。根据陈彦斌、陈小亮(2013)[②]的研究，随着城镇化率的持续提升，2013－2030年，城镇新增住房需求持居于高位，总住房需求将由225.3亿平方米增加至356.4亿平方米。另一方面，虽然人口老龄化对住房需求产生负面影响，但城镇人口规模迹象扩大，能抵消一部分

① 2014年10月底中国房地产的待售面积达到56160万平米，待售/销售之比达到了创立该参数以来的历史新高57.6%。

② 陈彦斌、陈小亮，“人口老龄化对中国城镇住房需求的影响”，《经济理论与经济管理》，2013年5期。

效应。与此同时，房地产供给过剩主要是三、四线城市的结构性过剩，伴随着城镇化的推进，收入分配制度改革推进居民收入水平提高，潜在刚性和被压制的改善性需求或将释放。从银行坏账风险来看，相对于美国和香港等地的零首付，我国家庭首付比例较高，据购房的杠杆水平较低，及时出现房价整体显著下滑，风险也能够承受；与此同时，而且居民部门 6%资产负债率（明显低于大多数国家居民部门的资产负债率）较低，个人购房贷款出现大面积违约的概率较小。

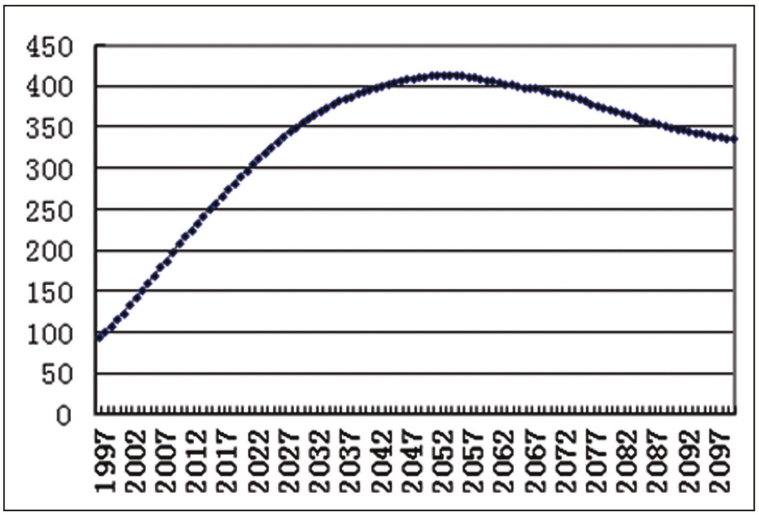


图 33　中国城镇住房总需求预测（单位：亿平方米）

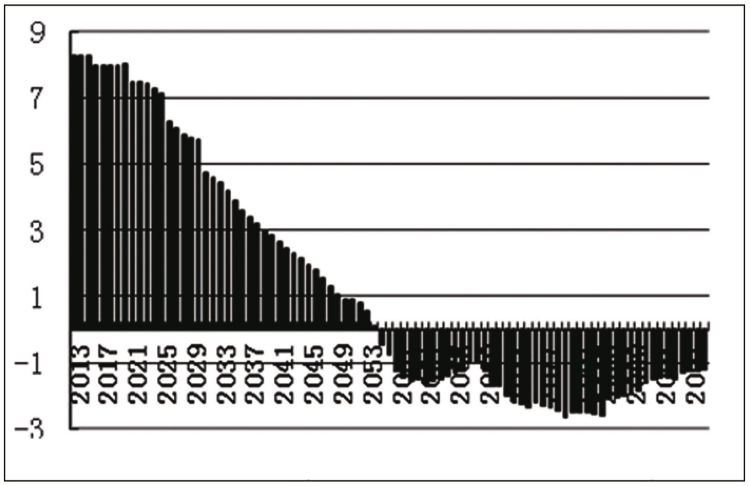


图 34　中国城镇住房新需求预测（单位：亿平方米）

资料来源：陈彦斌和陈小亮（2013）

从 2014 年的“9.30”新政到 2015 年的“3.30”新政，再到 9 月份的针对三、四线城市刚需的新政有所加码，这些刺激政策对房地产企业和住房购买者在资金渠道和首付比例上都有很大的放松，对房地产销售的改善都起到了促进作用。尤其是随着央行多次降准降息，货币环境大幅宽松，虽然经济通缩疲弱并没有明显改善，但宽货币对股市、债市、房地产等各类资产价格影响则更为明显，尤其是最近一、二线房地产价格的飙升，更是体现了宽松货币对资产价格的推升影响。2016 年末以来，在全国房地产“去库存”背景下，房地产交易市场延续去年 7 月以来的持续回暖，尤其是一线城市交易火爆，房价飙长。房市交易市场的回暖带动房地产投资、新开工面积等指标的改善，这是否意味着涉及行业面广对经济增长具有重要影响的房地产业是否已经渡过调整周期企稳回暖呢？我们认为，在目前库存水平尤其是三四线城市库存依然较高，人口结构变化等阶段性特征变化的情况下，房地产业仍处于去库存与分化发展的调整周期中，行业全面回暖还言时过早，去库存仍需 4—5 年。

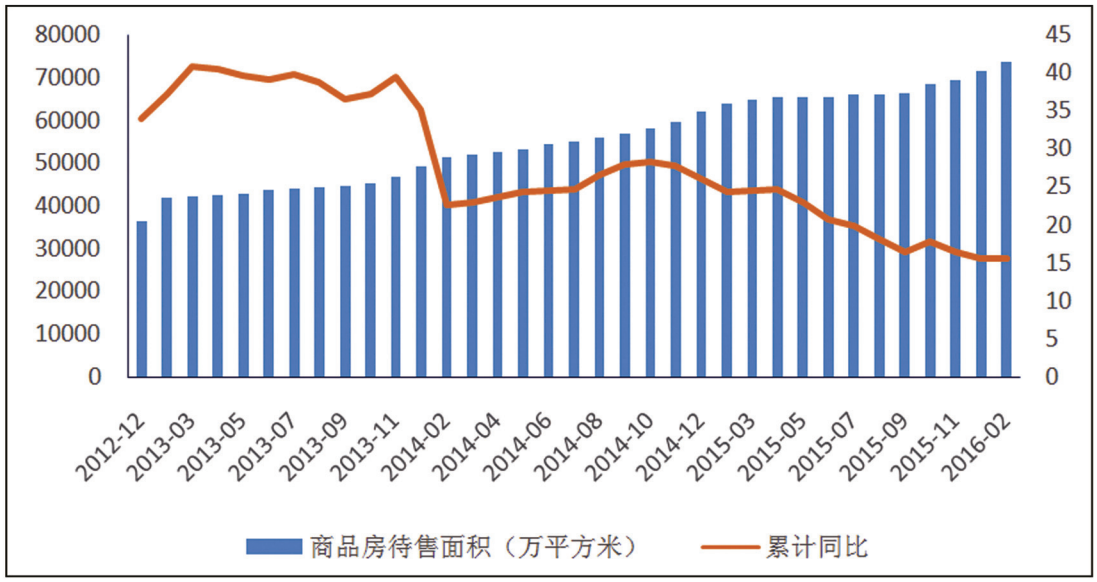


图 35　我国商品房待售面积(2012—2016)

(4)从行业周期来看，整体房地产市场去库存仍需 4—5 年推进。

目前房地产库存量处于高位。截止到 2016 年 2 月底，全国商品房待售面积大约为 7.4 万亿平方米，分别是 2014 年底和 2013 年底的 119.4%和 151%。随着人口结构的变化，房地产行业供求基本面已在 2013 年发生逆转，当年城镇户均住宅

超过 1.05 套，基本达到饱和点。**从库存去化计算的角度来讲，**以 2015 年销售面积（约 12.4 万亿平方米）为去库存进行速度，而以目前商品房待售面积（7.4 万亿平方米）以及开工面积（60.4 万亿平方米）作为库存基数，还需要（（7.4＋60.4）/12.4）大约 5.4 年去库存。同时考虑到施工面积中包含当年已经竣工面积、施工面积中部分已经作为期房销售面积等因素，总体需要 4－5 年的时间进行去库存。

房地产业无论对经济增长还是民生领域，都是一个影响重大的问题。由于人口结构变化，库存高企尤其是三四线城市库存压力巨大，行业发展仍然处于调整下行周期中。今年一季度宏观宏观经济的小周期回调，在相当大程度是由于去库存背景下限购政策放松带来房地产市场量价飙涨、房地产投资出现改善等因素带来的；从房地产调控对行业的影响来看，过去的“十年九调”带来的是房价逢调必涨，民生怨声载道，2015 年底以来房市飙涨，市场对于房地泡沫担忧再起[①]，而调控再度回归过去；由此可见，政府调控面临稳增长与泡沫催生的困境。虽然三四线城市去库存仍是主要方向，但行业发展处于调整周期中，调控政策预期不明确，房地产业发展出现短期反复的情况也是极有可能发生的；而由于行业牵涉面广，影响力大，不确定性对当前下行压力持续较大的中国经济增长波动带来一定压力。

4.人口红利渐失，资源环境约束不断加强等等

在二元经济条件下，人口红利的实质在于充足和稳定的劳动力供给增长可以防止资本报酬递减现象出现，维持了较高的资本回报率。由于可以依靠资本的投入保持高速经济增长，此时企业具有投资动力，这正是我们在前面看到的中国经济增长的主要动力之一。不过，我国的劳动力供给增长的潜力正在耗尽。国家统计局数据显示，我国总抚养比由 2005 年的 38.8％下降到 2012 年的 34.4％，之后由过去的不断下降逆转为不断上升，2014 年已经升至 36.2％。总抚养比的上升主要是由于老年抚养比的提高（少儿抚养比则将基本保持稳定）。随着人口红利的逐渐消失，未来资本报酬率会逐步下降，这会抑制投资，致使原有的经济增长的主要源泉逐渐耗竭，拉低经济增长速度。此外，伴随着此过程而来的工资上涨会产生较强的通胀压力。

① 袁海霞、崔子骁，“需关注房地产资产泡沫风险”，《投资北京》，2016 年第 4 期。

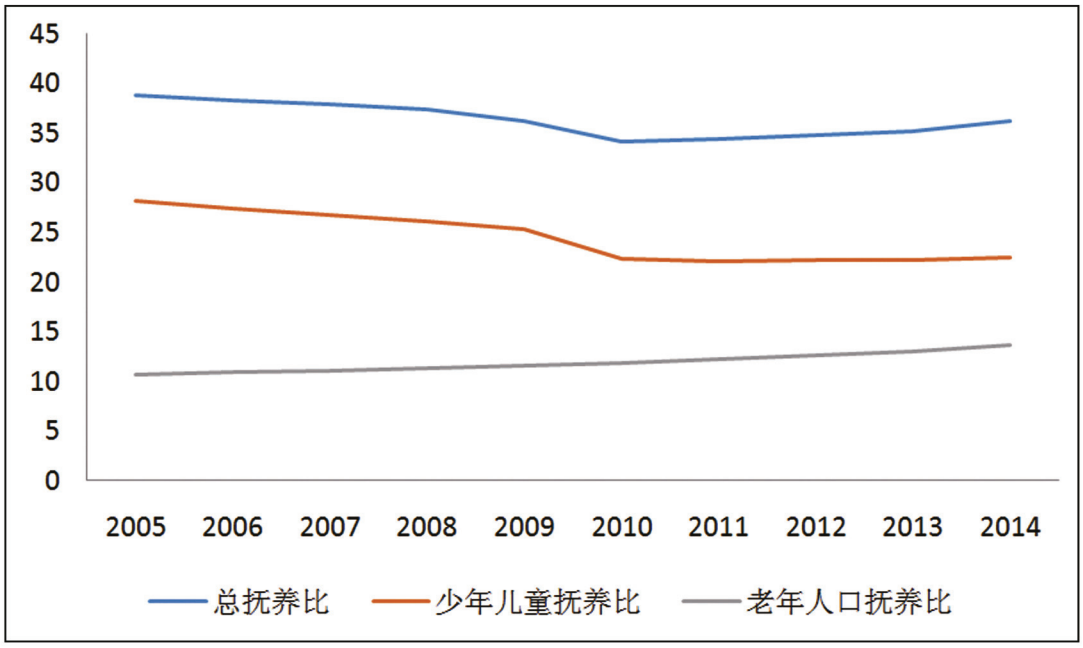


图 36　我国总抚养比、老年抚养比与少儿抚养比(单位:%)

(1)劳动力人口逐年下降的同时,劳动力成本不断上升。农村剩余劳动力的转移,支撑了中国工业化过程中庞大的劳动力市场需求,但是劳动力无限供给的时代已经结束。就业人口占总人口的比重以及绝对值近年来均呈现下降趋势。自2011年开始,16—64岁人数占总人数的比重开始下降,并且已经连续四年下降(如图X)。国家统计局将16—60岁设定为劳动年龄,这一数据的绝对值2012—2015年亦已经连续四年下降[①]。随着人口老龄化的加剧,未来中国的劳动力人口将会进入漫长的萎缩期。

与此同时,中国劳动力的成本在不断上升,经济学人智库的研究表明[②],2008—2012五年间,有四年的劳动力收入增速超过劳动生产率增速。数据显示,2005年以前,农民工月平均工资不足1000元,此后农民工工资开始缓步攀升,到2012年,外出农民工月均收入达2290元,是2005年的两倍多。如果全要素生产率得不到提升,劳动力成本上升及结构性短缺所产生的压力无法消除,我国经济的比较优势将得到削弱。因此,转变经济发展方式势在必行。

① 数据来源:http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201601/t20160119_1306083.html

② 经济学人2014年12月发布的报告《优势依旧——中国制造业劳动力成本分析》。

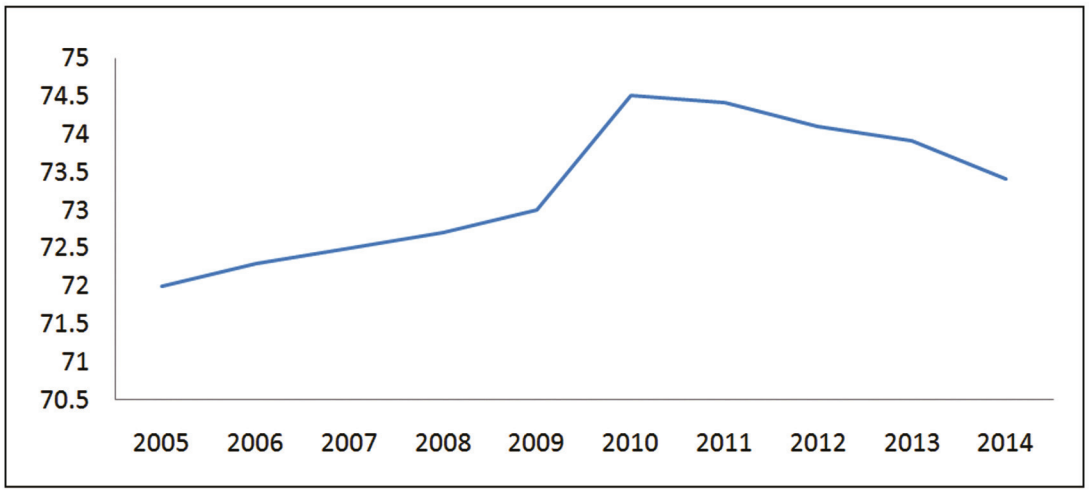


图 37　16－64 岁人口占总人口比重自 2011 年开始下降(单位:%)

(2)人口红利消失的同时,资源短缺和环境恶化对经济发展的制约日益显现。土地资源匮乏、耕地不断减少和土地资源质量下降,制约了农民的收入,阻碍土地规模化经营,限制农业劳动生产力提高的同时,不利于我国农业经济发展;水资源严重短缺,叠加污水排放量逐年增加,成为制约我国经济增长的重要因素;高度的能源消耗与浪费,大大减少了我国能源储量,能源对外依赖度不断上升,或将对国家安全产生威胁;快速的经济增长对生态环境造成了严重危害,受传统经济发展模式的影响,目前我国生态环境形势日益严峻,全国江河湖海普遍遭受污染,七大水系近一半河段严重污染。大量的废气和二氧化硫排放导致城市空气污染普遍较重,一些大城市的颗粒物和二氧化硫浓度已经超过世界卫生组织及国家标准的 2～5 倍,雾霾已经笼罩了大片国土。酸雨污染区面积已经占到国土面积 1/3。城市烟尘、酸雨、可吸入颗粒物等,经过物理、化学、生物等作用和反应,形成复合型污染,严重污染了土地资源、空气资源和水资源,直接威胁到居民生存环境和身体健康。农村水土流失、地力衰减、草地退化、土地沙化,越来越多的河水变得不适合农业灌溉和生活饮用,直接影响到农产品质量和人们食品安全。这种以城市为中心的环境污染和以农村为中心的生态破坏相互交叉影响,造成了我国环境问题的复杂性和严重性,导致全国生态系统整体功能下降,抵御各种自然灾害的能力减弱,带来严重的经济损失。

三、十年中国宏观调控政策回顾

近十年，随着宏观经济发生阶段性变化，我国宏观经济政策也有所调整。从政策目标来看，在2008年以前，宏观调控的目标围绕防止经济增长由偏快转为过热、稳定物价和保持经济平稳发展等着手，2008年以后，宏观调控的目标转向为“防止经济增速过快下滑”，实施扩张性的宏观调控工具，经济下滑趋势得以控制，但随之而来的物价水平上涨，2011年，宏观调控目标变为“稳定物价总水平”。十八届三中全会以来，也就是2013年以来，宏观调控的目标围绕改革的基调，稳增长、调结构、促发展，并创新宏观调控方式。

当前乃至未来较长的一个时期，中国政府的经济目标都主要聚焦于稳增长——调结构——控通胀这三者之间的博弈和平衡。为了经济的长期可持续增长，就要调结构，促进经济转型，这就需要理顺不合理的要素价格，但这可能会引发通胀快速上行的压力；稳增长过程中要控制通胀，又可能需要实施相应的紧缩政策，这样增长可能就会暂时放缓。尤其在当前的形势下，如果过于在乎经济的短期稳增长，就必然需要启动大规模的政府投资刺激计划。然而，大规模的政府投资刺激计划很有可能在现实环境下导致经济结构的锁定和僵化，造成调结构目标的前功尽弃，而且可能会推高公众的通胀预期，造成控通胀目标的失效。随着外围环境的不确定性加大和主要发达国家经济的进一步恶化，这会进一步加大稳增长——调结构——控通胀这三者之间的多方面的冲突和矛盾，造成我国政府解决当前这些经济目标间的冲突和矛盾的复杂性和难度。从中国当前所处的国内外环境和现发展阶段的基本特征来看，由于这三大经济目标之间的关系存在多方面的冲突和矛盾，因此，需要政府对这三方面的经济目标做出明智且具有前瞻性的权衡与抉择。

（一）2006－2008年，以“双防”为核心的宏观经济政策

2006年以来至2008年国际金融危机发生之前，在投资快速政治以及毛及贸易顺差双重扩张的带动下，中国的宏观经济延续了2003年以来的强劲增长态势，每年的GDP增速均保持在10％以上。与此同时，在石油等大宗商品价格攀升、食品和居住类商品价格快速上涨等影响下，CPI逐月攀升，通胀风险日益加剧，与此同时，流动性过剩并停滞于金融层面，再加上房价飙涨，“具有结构性、补偿性、成本

推动性、国际联动性以及中期持续性”[①]结构性的通胀有向全面通胀快速蔓延的趋势。在2006年，中国还是实施稳健的财政政策和稳健的货币政策，但随着2007年以来经济有偏热的迹象以及价格总水平上涨，2007年12月中央经济工作会议提出了**“防止经济增长由偏快转向过热，防止价格由结构性上涨演变为通货膨胀”**这一“双防”任务。在这次经济工作会议上，提出了**“实施稳健的财政政策和从紧的货币政策”**，货币政策发生了重要改变，这种从紧的货币政策一直持续到2008年上半年。

这段时期的宏观调控政策以传统的财政政策、货币政策，以及行政干预型政策为主，土地和信贷是两个最重要避免经济过热的关口，在2007年以及2008年的《政府工作报告》中均重点强调这两点。

表 9　　2005－2008 **年的宏观调控目标**

年份	来源	宏观调控总结/目标
2006	《2007年政府工作报告》	防止经济增长由偏快转为过热
2007	《2008年政府工作报告》	保持平稳快速发展，注重宏观调控的预见性、及时性和有效性
2008	《2009年政府工作报告》	上半年目标“保持经济平稳较快发展，控制物价过快上涨”。9月后目标，“防止经济增速过快下滑”，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

1.稳健的财政政策重在调整结构

2006－2008年上半年期间，稳健的财政政策主要运用税收、控制财政支出规模和调整财政支出结构等手段，加强税收对经济的调节，同时针对中央重点把控的土地领域，出台相配套的财税政策。2006年，运用税收的政策（如改革消费税税率、个人所得税起征额、调整部分产品的出口退税率）、以及财政支出的规模和结构的手段，针对中央重点把控的土地领域，出台了调整规范住房土地收支管理的财税政策等。2007年，财政政策的重点是针对流动性过剩进行调整，如大规模削减赤字，财政资源重点针对民生类支出项目进行配置，税制改革进行了比较广泛的改

① 《宏观经济分析与预测：2007－2008——财富结构快速调整中的中国宏观经济》

革,如出台了《中华人民共和国企业所得税法》,资源税制度进一步完善(深化重要资源型产品价格和排污收费改革),加强税收对经济运行的调节。

表 10　　2006－2008 **年期间的主要的财政政策:稳健的财政政策**

时间	政策名称	主要内容
2006 年 4 月 1 日	《消费税税目调整细则》	对消费税的税目和税率进行了 1994 年以来最大规模的有增有减的调整。
2007 年 3 月 16 日	《中华人民共和国企业所得税法》	对城镇土地使用税、车船税等进行了修订
2007 年 6 月 29 日	《中华人民共和国个人所得税法》(第四次修正)	将个人所得税工薪所得费用减除标准和内资企业所得税计税工资税前扣除标准由 800 元/人月提高至 1600 元/人月。
2007	调整规范住房土地收支管理的财税政策	调整规范住房土地收支管理的财税政策。将 2005 年实施的个人购房转手交易征免营业税期限由 2 年延长至 5 年。
2007	稳健的财政政策,优化支出结构,配合货币政策。关注公共服务和民生	较大幅度地削减财政赤字,优化中央建设投资结构。财政赤字在年初预算比 2006 年减少 300 亿元的基础上,执行中又削减 450 亿元。
2007	《全国人民代表大会常务委员会关于批准财政部发行特别国债购买外汇及调整 2007 年末国债余额限额的决议》	财政部发行 15500 亿元人民币特别国债用于购买 2000 亿美元外汇。缓解流动性过剩的财税措施

2.货币政策从“稳健”转向“从紧”

由于调控目标的变化,这一时期货币政策经历了从“稳健”向“从紧”的转变。由于流动性过剩的压力,2006 年稳健的货币政策重点调控任务是“加强银行体系流动性管理”,主要采取的措施有:两次上调金融机构存贷款基准利率,三次上调金融机构存款准备金率。与此同时,采用公开市场操作工具,如发行央行票据和回购

操作等来调节流动性。在通胀压力作用下，货币政策转向从紧。当年先后六次上调金融机构存贷款基准利率，先后十次上调金融机构存款准备金率，同时也运用“窗口指导”和信贷政策引导的手段来传递宏观调控的意图。此外，1998 年取消的贷款规模重新站在了 2007 年的政策舞台。2008 年上半年的货币政策依然延续了从紧的货币政策如提高金融机构存款准备金率来对冲流动性。与此同时，汇率改革在稳步推进，“进一步发挥市场供求在人民币汇率形成中的基础性作用，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”[①]中国人民银行于 2007 年 5 月 18 日宣布，自 5 月 21 日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由千分之三扩大至千分之五。

表 11　2006－2008 年期间主要的货币政策：从“稳健的货币政策”到“从紧的货币政策”

时间	政策名称	主要内容
2006 年	两次上调金融机构存贷款基准利率	2006 年 4 月 28 日起，金融机构一年期贷款基准利率由 5.58％提高到 5.85％。2006 年 8 月 19 日起，金融机构一年期存款基准利率由 2.25％提高到 2.52％；一年期贷款基准利率由 5.85％提高到 6.12％
2006 年	三次上调金融机构存款准备金率	2006 年 7 月 5 日，2006 年 8 月 15 日和 2006 年 11 月 15 日各上调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
2007 年	十次上调金融机构存款准备金率	2007 年先后 10 次上调金融机构人民币存款准备金率共 5.5 个百分点
2007 年	六次上调金融机构存贷款基准利率	六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，一年期存款基准利率从年初的 2.52％上调至年末的 4.14％，累计上调 1.62 个百分点；一年期贷款基准利率从年初的 6.12％上调至年末的 7.47％，累计上调 1.35 个百分点

① 《中国货币政策执行报告 2007 年第四季度》，中国人民银行货币政策分析小组。

续表

时间	政策名称	主要内容
2007 年 5 月 18 日	银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价幅度上调	自 5 月 21 日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由千分之三扩大至千分之五
2007 年	国家外汇管理局	2007 年底，宣布将 QFII 投资额度提高至 300 亿美元，进一步扩大合格境内机构投资者（QDII）投资额度和领域
2008 年上半年	五次上调金融机构存款准备金率	五次提高存款准备金率共计 3 个百分点

资料来源：作者根据《中国货币政策执行报告 2006 年第四季度》至《中国货币政策执行报告 2008 年第四季度》（中国人民银行货币政策分析小组）整理。

3.“双闸门”行政干预等其他宏观调控措施

除了财政政策和货币政策，其他的宏观调控措施以行政干预型政策为主，土地和信贷是两个最重要避免经济过热的关口，例如加强新上项目市场准入审核和监督检查，加强了对投资项目建设用地审批工作的管理；加强土地调控，从紧控制新增建设用地，严肃查处违法违规用地行为；加强房地产市场调控和监管，着力调整住房供给结构。值得一提的是，从其他宏观调控措施的发布主体来看，宏观调控可以说是多部门“十龙治水”，发改委，建设部，农业部、环保部，国土资源部，国税总局等均承担了宏观调控的角色。

4.本阶段宏观调控政策的小结

2006 年的宏观调控措施逐步见效，固定资产投资增幅回落，银行信贷投放增速放缓，但 2007 年上半年政府采取的各项紧缩措施并没有收到明显的紧缩效应；GDP 在上半年逐季加速的基础上没有出现明显回落；CPI 在食品类价格和居住类价格的支撑下持续走高；“双顺差”的进一步扩大使外部不平衡问题进一步突出；外汇储备的大幅度增加进一步加剧了货币政策与汇率政策的冲突；货币政策组合式的紧缩调控效果并不明显。这一阶段的宏观调控手段呈现两个明显的特征：第一，**短期宏观调控往往过度依赖于行政管制和大幅度制度调整，把短期宏观调控等同于间歇性的社会经济秩序整顿**（如金融秩序整顿、土地市场整顿以及违规投资项目

审查等),把惩治腐败当成宏观过热治理的核心法宝之一;第二,市场秩序建设以及腐败的惩治应当是一个日常性和长期化的目标,依赖这些工具来完成短期宏观调控目标不仅有违社会经济秩序整顿的本意,同时也会加大调控过度和进一步扰乱市场的风险,宏观调控目标与社会经济秩序整顿目标及其相应措施的实施应当进行一个实质性的区分(人大宏观课题组,2008)。

表 12　　2006－2008 **年期间主要的土地调控政策和房地产政策**

政策目标	时间	政策名称	主要内容
土地调控政策	2006 年 8 月 31 日	《国务院关于加强土地调控有关问题的通知》(国发[2006] 31 号)	加强土地调控,从紧控制新增建设用地,严肃查处违法违规用地行为
	2006 年 7 月 24 日	《关于建立国家土地督察制度有关问题的通知》(国办发[2006]50 号)	九个国家土地督察局派驻地方,全国省(区、市)及计划单列市的土地审批利用,将纳入九大土地督察局严格监管之下。
	2006 年 8 月 1 日	《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规范》	完善国有土地使用权出让制度,规范国有土地使用权招标拍卖挂牌出让行为
	2007 年 10 月 15 日	国土资源部《关于加大闲置土地处置力度的通知》	清理和处置利用闲置土地的系列规定
房地产政策	2006 年 5 月 29 日	《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》(国办发[2006]37 号)	针对调整住房供应结构、稳定住房价格提出措施
	2006 年 12 月 28 日	国家税务总局《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》(国税发[2006]187 号)	加强房地产开发企业土地增值税清算管理工作
	2007 年 9 月	中国人民银行对住房贷款首付以及利率的规定	央行规定以家庭为单位,第 2 套住房贷款首付不得低于 40%,利率不得低于基准利率的 1.1 倍

资料来源:中诚信国际整理

(二)2008－2012 年,从应对危机的“四万亿”刺激政策向微刺激的转变

2008 年下半年开始,我国的经济形式急转直下,步入深度下滑的下行区间。我国的 GDP 逐季下跌,分季度看,第一季度到第四季度分别增长 10.6%、10.1%、9%和 6.8%;对外贸易增速下滑,净出口对经济增长的贡献率大幅下降,我国进出口总值为 2.6 万亿美元,增长 17.8%,增速比上年下降 5.7 个百分点[①]。在外部环境恶化、国内结构性政策调整以及经济内在周期的三重压力下,我国“出口－投资导向型增长模式”的内在矛盾全面激化,总供给与总需求关系出现逆转[②]。

由于经济形势的重大变化,我国宏观经济政策取向出现重大逆转,**从 2007 年的“双防”政策调整为主要目标为“保持经济平稳较快发展,控制物价过快上涨”[③],稳增长的压力凸显,开始实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。**

表 13　　2008－2011 **年政府宏观调控目标**

年份	来源	宏观调控总结/目标
2009	《2010 年政府工作报告》	实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策,扭转经济增速下滑趋势,促进经济平稳较快发展。
2010	《2011 年政府工作报告》	加强和改善宏观调控,促进经济平稳较快发展。实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策。
2011	《2012 年政府工作报告》	稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。加强和改善宏观调控,遏制物价过快上涨,实现经济平稳较快发展。

2008 年 11 月,国务院出台了“四万亿”投资计划,并在全国所有地区、所有行业全面实施十项扩大内需、促进经济增长的重大措施,包括“加快建设保障性安居工程”、“加快农村基础设施建设加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设”、“全面实施增值税转型改革”等。自 2009 年 1 月开始,国务院陆续出台重要产业调整振兴规划,涉及行业包括纺织业、钢铁业、汽车业、船舶业、装备制造业、电子信息产业、轻工业、石化产业、物流业、有色金属业。这些计划和规划的出台是为了全力保

① 《中国货币政策执行报告二〇〇八年第四季度》,中国人民银行货币政策分析小组,2009 年 2 月 23 日。

② 《中国宏观分析与预测报告(2008－2009)——深度下滑中的中国宏观经济》,人大宏观课题组。

③ 《2009 年国务院政府工作报告》

经济增长的目标而设立。积极的宏观调控措施促使经济形势在2009年出现好转，但随着而来的通胀压力、资产泡沫开始显现，货币政策开始调整，**2011年，中国人民银行明确将货币政策取向由“适度宽松的货币政策”调整到“稳健的货币政策”。**

1.财政政策：从扩内需、稳增长转为调结构

2008年下半年，为应对美国次贷危机的不利影响，宏观调控政策发生重大调整，稳健的财政政策开始转向积极。国务院出台了“四万亿”投资计划，并在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革等十项扩大内需、促进经济增长的重大措施。此次重启的积极财政政策将实施重点放在加快民生工程、基础设施建设、生态环境建设和灾后重建等方面，着力于提高城乡居民特别是低收人群体的收人水平，扩大内需特别是消费需求，促进结构调整和发展方式转变，促进经济平稳较快增长。2008年下半年除了大规模进行财政支出安排以外，还通过三次提高出口退税率，暂免储蓄存款利息个人所得税，下调证券交易印花税，降低住房交易税费，加大对中小企业信贷支持等措施来缓解经济下行的压力。初步统计，2008年各项税费减免政策共减轻企业和居民负担约2800亿元。在“一揽子”计划的支持下，我国的经济开始稳健回升。

2009年以来，积极的财政政策一直延续。一方面，为了应对国际金融危机的负面影响，将保持经济平稳较快发展作为财政工作的首要任务，积极发挥财政职能作用，综合运用预算、国债、税收等政策工具，增加政府公共投资，加强各项重点建设，并优化税制，实行结构性减税。另一方面，2011年以后，后危机时代，积极的财政政策更侧重在调结构，进一步优化财政支出结构，在安排使用好政府公共投资，优化投资结构的同时，并落实结构性减税政策，如2012年营改增试点由上海扩大到北京等9个省（直辖市）和3个计划单列市。

在这一时期，融资平台成为地方政府稳增长、刺激经济的主要融资渠道。由于投资增速远高于财政收入增速，地方政府扩张性支出所造成的资金缺口无法通过自身财政收入的增长予以弥补，出现了总量性的矛盾。另一方面，自1994年实施分税制以来，地方财政收入所占份额有所下降，而政府经常性支出和民生类支出在地方财政支出中的占比不断提高，地方政府仅依靠自身当期财政实力难以支持大规模的基建投资，出现了结构性矛盾。这种结构性矛盾推升了融资平台的快速发展，全国各地普遍设立融资平台，为应对国际金融危机及随之而来的经济下行，我国实施积极的财政政策并出台“4万亿”投资计划，融资平台开始迅速增加融资，既能够与银行对接获得贷款，又能够通过发行债券进行直接融资，还能够通过信托公司、保险公司、证券公司等金融机构融资，从而极大地扩充了地方政府的融资渠道，成为地方政府信用扩张的主要途径，进而对地方基建投资形成了有力支持。

表 14　　2008－2012 年期间的主要的财政政策:积极的财政政策

时间	政策名称	主要内容
2008 年	四万亿投资计划	新增中央政府公共投资 1040 亿元,用于加快灾区恢复重建、实施保障性安居工程等民生工程和农业基础设施建设。
2008 年	税制改革,一系列结构性减税措施	实施企业所得税新税法,降低企业税负。提高个人所得税工薪所得减除费用标准,暂免征收储蓄存款和证券交易结算资金利息个人所得税。实施促进廉租住房、经济适用房建设和住房租赁市场发展的财税扶持政策。降低住房交易环节税收负担。下调证券交易印花税税率并改为单边征收。调整汽车消费税政策。允许困难企业阶段性缓缴社会保险费、降低四项社会保险费率等。
2009 年	发行地方政府债券	发行 2000 亿元地方政府债券,保障地方政府的配套资金需要。
2009 年	增值税转型改革	在全国范围内实施消费型增值税,调整增值税小规模纳税人的划分标准,并降低征收率,促进企业增加自主创新和技术改造投入。
2009 年	取消和停征行政事业性收费	取消和停征 100 项行政事业性收费。
2010 年	发行地方政府债券	继续代理发行 2000 亿元地方政府债券.
2011 年	《关于修改〈中华人民共和国个人所得税法〉的决定》第六次修正)	将个人所得税工薪所得减除费用标准由 2000 元/月提高到 3500 元/月并调整税率结构,降低中低收入者税负。
2011 年	《深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》(财税[2011]58 号)	自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日,对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税。
2012 年	扩大营改增试点	营改增试点由上海扩大到北京等 9 个省(直辖市)和 3 个计划单列市
2012 年	加强地方政府性债务管理	2012 年到期的地方政府债券按期偿还,清理化解基层政府性债务取得明显进展。

资料来源:作者整理

2.货币政策:从“适度宽松的货币政策”回归到“稳健的货币政策”

2008年初,我国的货币政策延续2007年以来的从紧的货币政策,以防止经济过热以及全面的通货膨胀;但是经济形势发生重大变化,2008年9月开始,稳健的货币政策转向**适度宽松**,当年内五次下调存贷款基准利率,四次下调存款准备金率,以确保经济增长,并向市场传递信心稳定的信号,此外,还运用公开市场操作,如调减中央银行票据的发行规模和频率,适时增加短期正回购操作品种,逐步缩短操作期限结构,灵活运用不同的公开市场的操作工具。2009年,适度宽松的货币政策主要采用公开市场操作工具,尤其强调货币政策与财政政策、产业政策等其他宏观调控手段的配合。

2009年以来,经济形势有所好转,但随着而来的资产泡沫与通胀压力开始显现,同时2011年9月以来,欧洲债务危机开始加剧,国际金融市场发生新的动荡。在此背景下,货币政策开始调整,**由“适度宽松的货币政策”调整到“稳健的货币政策”。2011年**,六次上调存款类金融机构人民币存款准备金率。此外,我国还继续推动金融机构改革、外汇管理体制改革、完善人民币汇率形成机制改革等相关的体制改革,并实现了关键突破。

表15　　2008—2012**年期间主要的货币政策**

时间	政策名称	主要内容
2008年	五次下调金融机构存贷款基准利率	先后五次下调金融机构存贷款基准利率。1年期存款基准利率由4.14%下调至2.25%,累计下调1.89个百分点;1年期贷款基准利率由7.47%下调至5.31%,累计下调2.16个百分点。
2008年	四次下调金融机构存款准备金率	9月25日、10月15日、12月5日和12月25日四次下调金融机构人民币存款准备金率,其中,大型存款类金融机构累计下调2个百分点,中小型存款类金融机构累计下调4个百分点。
2008年	公开市场操作:调减中央银行票据发行规模和频率	从7月份起逐步调减中央银行票据发行规模和频率。

续表

时间	政策名称	主要内容
2008 年	《关于完善再贴现业务管理，支持扩大“三农”和中小企业融资的通知》	要求中国人民银行分支机构适当增加再贴现窗口，扩大再贴现的对象和机构范围。
2009 年	公开市场操作：发行中央银行票据、开展正回购操作、适当提高公开市场操作利率弹性	全年累计发行中央银行票据 4.0 万亿元，开展正回购操作 4.2 万亿元.
2010 年	六次上调存款类金融机构人民币存款准备金率	1 月 18 日、2 月 25 日、5 月 10 日、11 月 16 日、11 月 29 日和 12 月 20 日 6 次上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 百分点，累计上调 3 个百分点。
2010 年	两次上调金融机构人民币存贷款基准利率	中国人民银行于 10 月 20 日、12 月 26 日两次上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，1 年期存款基准利率由 2.25％上调至 2.75％，累计上调 0.5 个百分点；1 年期贷款基准利率由 5.31％上调至 5.81％，累计上调 0.5 个百分点。
2011 年上半年	六次上调存款类金融机构人民币存款准备金率	分别于 1 月 20 日、2 月 24 日、3 月 25 日、4 月 21 日、5 月 18 日和 6 月 20 日 6 次上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点，累计上调 3 个百分点。
2011 年下半年	下调存款类金融机构人民币存款准备金率	12 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点.
2011 年	三次上调金融机构人民币存贷款基准利率	中国人民银行分别于 2 月 9 日、4 月 6 日和 7 月 7 日三次上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，1 年期存款基准利率由 2.75％提高到 3.50％，累计上调 0.75 个百分点；1 年期贷款基准利率由 5.81％提高到 6.56％，累计上调 0.75 个百分点。

续表

时间	政策名称	主要内容
2012 年	两次下调存贷款基准利率	中国人民银行分别于 6 月 8 日、7 月 6 日两次下调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，1 年期存款基准利率由 3.5%下降到 3%，累计下调 0.5 个百分点；1 年期贷款基准利率由 6.56%下降到 6%，累计下调 0.56 个百分点。
2012 年	两次下调存款准备金率	2 月 24 日和 5 月 18 日两次下调存款准备金率各 0.5 个百分点

资料来源：作者根据《中国货币政策执行报告 2009 年第四季度》至《中国货币政策执行报告 2012 年第四季度》（中国人民银行货币政策分析小组）整理。

3.重点产业调整振兴规划相继实施

2009 年 1 月起，国务院陆续出台重要产业调整振兴规划，涉及行业包括纺织业、钢铁业、汽车业、船舶业、装备制造业、电子信息产业、轻工业、石化产业、物流业、有色金属业。这些产业规划的出台，配合财政政策和货币政策是我国走出率先走出金融危机的重要原因。

与此同时，为了推进贸易便利化和进一步推动人民币国际化，积极推进跨境贸易人民币结算试点。先后与韩国、香港、马来西亚、印尼、白俄罗斯和阿根廷货币当局签署了 6 份总规模为 6500 亿元人民币的双边本币互换协议，截至 2009 年年末，银行累计为企业办理跨境贸易人民币结算业务 409 笔，金额为 35.8 亿元。**2010 年 6 月，跨境人民币结算业务取得突破性进展。**经国务院批准，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点工作有关问题的通知》（银发[2010]186 号），将境内试点地区由上海和广东省的 4 个城市扩大到 20 个省（自治区、直辖市），将境外地域范围由港澳和东盟扩大到所有国家和地区。2010 年 12 月，出口试点企业从试点初期的 365 家扩大到 67724 家[①]。2011 年 8 月，中国人民银行会同五部委发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》，将跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。

① 《中国货币政策执行报告二〇一〇年第四季度》，中国人民银行货币政策分析小组，2011 年 1 月 30 日。

表 16　　2008—2013 年期间其他类型的宏观调控政策

政策目标	时间	政策名称	主要内容
产业政策	2009 年 1 月	国务院出台十大产业振兴规划	纺织业、钢铁业、汽车业、船舶业、装备制造业、电子信息产业、轻工业、石化产业、物流业、有色金属业。
	2008 年 12 月 20 日	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(国办发[2008]131 号)	加大保障性住房建设力度，进一步鼓励普通商品住房消费等
价格政策	2011 年	成品油，天然气，水等资源性产品价格机制改革	
区域政策	2009 年 1 月 26 日	《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》(国发[2009]3 号)	重庆统筹城乡改革和发展
	2009 年 5 月 6 日	《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》(国发[2009]24 号)	福建加快建设海峡西岸经济区
对外开放政策	2009	双边本币互换协议	中国先后与韩国、香港、马来西亚、印尼、白俄罗斯和阿根廷货币当局签署了 6 份总规模为 6500 亿元人民币的双边本币互换协议
	2009 年 7 月	开展跨境贸易人民币结算试点	2009 年 7 月上海市和广东省广州市、深圳市、珠海市、东莞市的 365 家企业开始跨境贸易人民币结算试点
	2010 年 6 月	《关于扩大跨境贸易人民币结算试点工作有关问题的通知》(银发[2010]186 号)	境内试点地区由上海和广东省的 4 个城市扩大到 20 个省(自治区、直辖市)
	2011 年 8 月	《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》	将跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。

资料来源：作者整理

4.刺激政策带领中国经济率先走出金融危机,但同时也留下诸多问题

在金融危机的冲击下,经济增长急速下滑,应对危机的“四万亿”刺激政策出台具有及时性和必要性。“四万亿”在本质上并不是一个完全的增量,它对宏观经济的刺激作用的信号意义远大于其实际投资拉动作用。在政策主导作用下,中国经济率先走出经济危机,整体开始进入“政策刺激性反弹阶段”向“市场需求反弹阶段”的过渡阶段。但同时,这决定了中国宏观经济超预期反弹具有“政策主导性”、“结构不平衡性”、“动力不稳定性”、“增长要素缺少互动性”以及“总体发展方向的易变性”等特点。

从政策本身来看,此轮宏观调控政策是专门应对金融危机、抵御经济下滑、促进经济增长而制定的临时性、扩张性、短期的政策措施。它在推动经济逐步复苏的同时本身也隐含着诸多隐患,而且这些措施并非治理一切经济问题的良方,无法解决经济增长方式调整滞后和收入结构分配失衡等深层次矛盾。不仅如此,可能反而带来一些副作用,使得宏观经济运行面临更多的风险,如地方债务规模快速扩张、通胀风险、产能过剩、供给失衡等,如果这些矛盾不解决,我国经济将会更加脆弱,经济可持续增长值得怀疑。大规模经济刺激产生的后遗症令人反思,包括这几年的房地产泡沫积聚、地方政府债务累积、部分行业产能过剩加剧以及银行坏账等,都与“四万亿”不无关联。

(三)2013 年以来,进入新常态的宏观经济政策从以需求管理为主逐渐转向供给侧结构调整

2013 年以来,在世界经济周期调整,我国房地产市场降温等综合影响下,中国经济增长步伐不断放缓,2015 年中国 GDP 增速持续下滑至 6.9%,较 2014 年回落 0.4 个百分点,是近二十年来最低的一年。中国经济发展进入了经济增长平台下移、结构调整、发展转型的新常态。一方面,经济下行的压力不减,结构性问题依然突出;另一方面,制约经济发展的结构性问题必须依靠结构调整,发展转型的道路来不断化解;因此,从宏观调控的角度来看,稳增长与调结构、促转型是这一时期经济政策的重心,具体侧重视经济增长是否达到区间下限。一方面,经济增长要守住下限,达到就业稳定的增速;另一方面,经济运行在这一区间,就保持宏观经济政策的稳定,工作重点放在调结构、促改革上来,一旦滑出这一区间,则坚决进行相应的调整,防止危及改革发展稳定大局。

表 14　　这一时期政府宏观调控目标

年份	来源	宏观调控总结/目标
2013	《2014 年政府工作报告》	坚持稳中求进工作总基调，统筹稳增长、调结构、促改革，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底，创新宏观调控思路和方式
2014	《2015 年政府工作报告》	区间调控基础上实施定向调控，保持经济稳定增长。稳定宏观经济政策，没有采取短期强刺激措施，而是继续创新宏观调控思路和方式，实行定向调控，激活力、补短板、强实体。
2015	《2016 年政府工作报告》	着力稳增长调结构防风险，创新宏观调控方式。在区间调控基础上，实施定向调控和相机调控。围绕激发市场活力，加大改革开放力度。持续推动结构性改革。

从目前的政策效果来看，以需求管理为主的经济政策边际效果递减，而解决中国结构性问题必须依靠改革来释放新一轮制度红利，供给侧改革来推进。十八届三中全会以后提出要不断推进更深层次的改革，自上而下的改革路线图应运而生，近两年围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，在国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、政府职能转变、资本市场等重点领域都有所推进。

1.积极的财政政策加强调整结构，财税体制改革不断推进

2013 年以来，我国继续实施积极的财政政策，政策重心在稳增长、调结构中平衡，总体的财政赤字率保持在 2－3％之间。财政支出更侧重结构调整，主要体现在，一方面公共服务支出增加，政府主导型投资将减少[①]。另一方面，民生、结构调整与创新、基础设施薄弱环节等领域成为调整完善支出结构的重点。优先考虑医疗卫生、社会保障和就业、保障性安居工程保障和改善民生等方面支出；重点支持全局性、基础性、战略性的重大项目。从实际执行来看，2013 年、2014 年积极的财政政策略偏稳健，主要表现在财政支出同比增速的放缓。2013 年，国务院明确了

① 十八届三中全会《决定》中明确提出加强中央的财权和事权，反过来就意味着削弱地方政府的财权和事权，政府主导资源配置的模式将逐步扭转，回归公共服务的本职职能。这意味着明年公共服务支出增加，政府主导性的投资减少，财政投入重点是社会保障民生工程（保障房，医疗卫生）和产业支持如环保和科技创新支持基金。

经济运行合理区间，强调“只要增速不滑出底线、就业保持基本稳定，就不采取短期刺激政策对经济运行进行强力干预[①]”，具体的措施有，不扩大财政赤字，把赤字占 GDP 的比重控制在 2.1%；实施促进企业发展的财税优惠政策，暂免征收部分小微企业增值税和营业税，取消或免征了 34 项中央级行政事业性收费和 314 项地方行政事业性收费；促进优化投资结构。中央基建投资从竞争性领域开始逐步退出，推进城市基础设施建设市场化投融资改革。财政政策虽然积极，但在结构性减税背景下，财政收入增长难以扩张，财政支出和财政赤字并不存在明显扩大空间，预计财政赤字规模安排在 9000 亿元，比上年增加 1000 亿元，中央代发地方发行 5000 亿元地方债，比上年增加 1000 亿元。赤字率仍将维持 2%，基本与 2013 年持平。财政政策的积极将更多通过支出结构优化和效率提高来增强对于需求增长的带动作用。

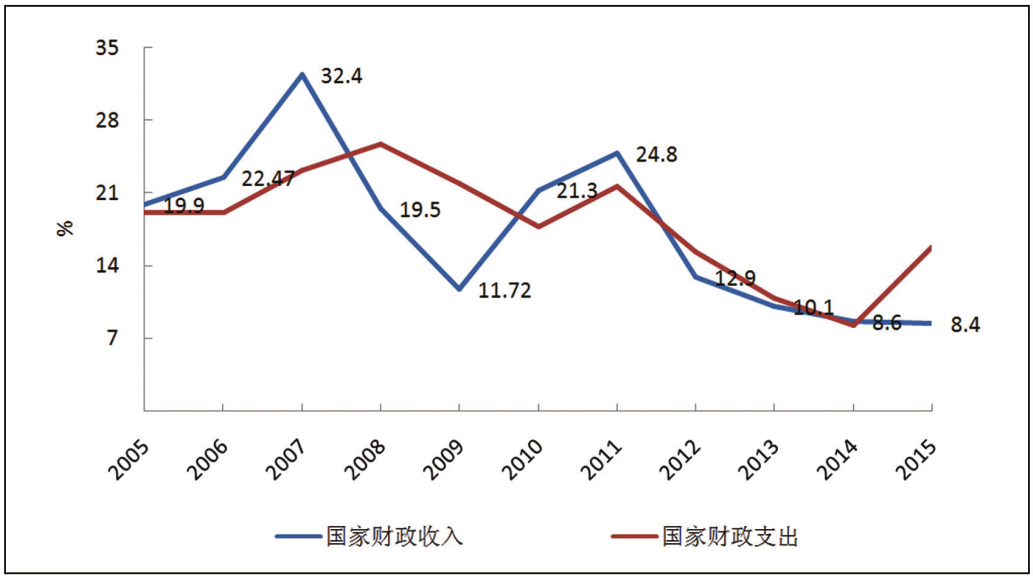


图 38　财政支出与收入增长变化

2014 年，实施积极的财政政策。为健全政府性债务管理制度，国务院出台了《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号），建立了“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制。为了推动投融资机制创新，2014 年 9 月 23 日，财政部出台了《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金

① 《关于 2013 年中央和地方预算执行情况与 2014 年中央和地方预算草案的报告》，2014 年 3 月 5 日。

[2014]76 号),清晰划分了政府与企业职能,地方政府不能再以企业名义负债,俗称“关后门、开前门”。“关后门”就是剥离政府投融资平台为政府融资的职能,“开前门”就是地方政府自行发债和 PPP(政府和社会资本合作)。2015 年,继续实施积极的财政政策,并大力推广 PPP 模式,通过特许经营、投资补助、运营补贴等方式,拉动民间资本进入公共服务领域。

表 18　　2013 以来的主要的财政政策:积极的财政政策与深化改革并行

时间	政策名称	主要内容
2013 年	实施促进企业发展的财税优惠政策	暂免征收部分小微企业增值税和营业税,为超过 600 万户小微企业带来实惠。取消或免征了 34 项中央级行政事业性收费和 314 项地方行政事业性收费
2013 年		中央基建投资从竞争性领域开始逐步退出,并调整了投资方向和结构,加大对跨省(区、市)重大基础设施建设投入力度,推进城市基础设施建设市场化投融资改革
2014 年 7 月	《深化财税体制改革总体方案》	建立现代财政制度
2014 年 10 月 2 日	国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43 号)	健全政府性债务管理制度
2014 年	发行地方政府债券	继续发行地方政府债券 4000 亿元,在 10 个地区顺利开展了地方政府债券自发自还试点
2014 年 9 月 23 日	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》(财金[2014]76 号)	推广运用政府和社会资本合作(PPP)模式,出台合作模式指南,开展项目示范
2015 年	制定中央国有资本经营预算管理办法	制定中央国有资本经营预算管理办法,加大国有资本经营预算调入一般公共预算的力度,建立中央对地方国有资本经营预算转移支付机制。

资料来源:作者整理

2.稳健的货币政策“寓改革于调控”中,调控方式从数量型向价格型转变

根据十八大、十八届三中全会和中央经济工作会议的精神,2013 年以来我国连续执行“稳健的货币政策”。在执行稳健的货币政策的同时,我国还在利率市场化改革、汇率改革等领域迈出了关键的步伐。2014 年货币政策的最大特点是启用了结构性货币政策,中国人民银行于 2014 年 4 月和 6 月两次调正了金融机构存款准备金率,以对“三农”、小微企业贷款投放比例较高的商业银行给予鼓励,并创新使用新工具,对中长期利率进行引导。2015 年,人民银行继续实施稳健的货币政策,连续五次普降金融机构存款准备金率,连续五次下调金融机构人民币存贷款基准利率,并以逆回购为主搭配短期流动性调节工具开展公开市场操作,加强预调微调。2013 年以来,中国人民银行加快推进利率市场化改革,全面放开贷款利率管制;坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,增强人民币的汇率弹性。**2014 年,利率市场化改革有了新的举措**,人民币存款利率浮动区间上限由基准利率的 1.1 倍扩大至 1.2 倍;大幅减少了外汇干预,自二季度以来已经基本上退出了常态化的市场干预;大力推动上海自贸区金融改革先行先试;正式启动沪港股票市场交易互联互通等等。2015 年,人民银行逐步取消了存款利率浮动区间,稳步推进利率市场化改革。2015 年 3 月和 5 月,将存款利率浮动区间上限依次扩大到 1.3 倍和 1.5 倍,并在全国范围内放开小额外币存款利率上限;8 月,放开金融机构一年期以上(不含一年期)定期存款利率浮动上限;10 月,对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率上限。**上述改革措施标志着存贷款利率管制基本取消,利率市场化迈出了非常关键的一步。**

随着金融机构存款利率管制的放开,对我国货币政策的改革提出了新的要求,货币政策面临着从数量型为主的工具向价格型为主的工具的转变。

3.产业政策等方面的重大改革推进

十八大以来,我国频频出台国家级的战略以适应新常态的经济特征。以三大国家级战略和“供给侧改革”最为突出。2015 年出台了三大国家级战略,包括“一带一路”战略、京津冀协同发展规划、长江经济带发展规划,发起成立了亚洲基础设施投资银行,制定了《国务院关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》,这些举措,凸显了“坚持统筹考虑和综合运用国际国内两个市场”的宗旨。

表 19　　2013 **年以来货币政策**

时间	政策名称	主要内容
2013 年	公开市场操作	公开市场逆回购操作、短期流动性调节工具，适时开展中央国库现金管理操作。
2013 年	运用差别准备金动态调整机制加强宏观审慎管理	鼓励和引导金融机构增加小微企业、“三农”及中西部欠发达地区的信贷投入。
2013 年 7 月	中国人民银行发布《关于简化跨境人民币业务流程和完善有关政策的通知》(银发[2013]168 号)	简化了经常项下跨境人民币业务办理流程
2014 年	调正金融机构存款准备金率	中国人民银行于 2014 年 4 月和 6 月两次调正了金融机构存款准备金率
2015 年	公开市场操作	逆回购操作
2015 年	五次调整了存款准备金率	含四次普遍降准和五次定向降准，累计普遍下调金融机构存款准备金率 2.5 个百分点，累计额外定向下调金融机构存款准备金率 0.5 个至 6.5 个百分点。
2015 年	连续五次下调金融机构人民币存贷款基准利率	金融机构一年期贷款基准利率累计下调 1.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率累计下调 1.25 个百分点至 1.5%。
2015 年 9 月	改革存款准备金考核制度	实施平均法考核存款准备金
2015 年	运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具	引导金融机构加大对小微企业、“三农”和棚改等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。
2006 年 3 月	下调了金融机构人民币存款准备金率	普遍下调了金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：作者根据《中国货币政策执行报告 2013 年第四季度》至《中国货币政策执行报告 2016 年第一季度》(中国人民银行货币政策分析小组)整理。

“一带一路”战略，全称为《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，于2015年3月正式制定，是目前中国最高的国家级顶层战略。2015年底，中央工作会议提出“供给侧改革”，宗旨是要求从提高供给质量出发，用改革的办法推进结构调整，矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率。以供给侧结构性改革引领经济新常态，是当前不得不采取的措施。上述措施是深化改革，协调区域发展，以及国际经济更紧密结合的需求之下的产物。

表 20　　2013 **年以来重大改革政策**

政策目标	时间	政策名称	主要内容
产业政策	2013年4月	推进现代农业综合配套改革试点	在黑龙江省先行开展现代农业综合配套改革试验
	2013	国家发改委《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	支持发展移动互联网、集成电路、高端装备制造、新能源汽车等战略性新兴产业
	2015	农业支持政策	促进农业发展方式加快转变
	2015	启动实施《中国制造2025》	设立国家新兴产业创业投资引导基金、中小企业发展基金，扩大国家自主创新示范区。
价格政策	2015年	国务院《关于推进价格机制改革的若干意见》	到2017年，竞争性领域和环节价格基本放开，政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节。
	2015	《中央定价目录》	中央政府定价项目减少80%，地方政府定价项目减少一半以上。

续表

政策目标	时间	政策名称	主要内容
区域政策	2015年3月	《京津冀协同发展规划纲要》	有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破
	2015年3月	《长江经济带发展规划纲要》	坚持生态优先、绿色发展，共抓大保护，不搞大开发。在淘汰落后过剩产能上做“减法”，走出一条绿色低碳循环发展的道路。
对外开放政策	2015年3月28日	《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	让古丝绸之路焕发新的生机活力，以新的形式使亚欧非各国联系更加紧密，
	2015年12月6日	《国务院关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》(国发[2015]69号)	形成包括邻近国家和地区、涵盖“一带一路”沿线国家以及辐射五大洲重要国家的全球自由贸易区网络，使我国大部分对外贸易、双向投资实现自由化和便利化。

资料来源：作者整理

4.本阶段宏观调控政策的评价

在稳增长方面，2013年和2014年都采取了“微刺激”政策，与前次的刺激政策相比，微刺激的时间点都提前了，较大幅度的货币定向宽松政策以及政策出台的密集程度。从政策效果来看，刺激政策的效果在递减。与此同时，中国并没有从危机前的“出口－投资驱动型模式”转向“消费－内需驱动型模式”，而是向“信贷－投资驱动模式”转变，内需的稳定依赖于信贷与投资的扩张，可持续性进一步弱化。最主要的原因在于政府职能的全面转变，政府从过去的“投资性政府”、“干预型政府”向“服务型政府”和“法治政府转变”，各类管制型的调控将大幅度取消。同时，由于各类价格形成机制全面市场化，例如利率、汇率、资源价格、服务价格以及土地价格，这将导致货币政策更多依赖于价格型管理手段；税制的改革、社会保障体系和

公共服务改革将全面改变政府财政的收支框架，重树政府财政的自动平衡机制[①]。因此，深化改革对宏观调控的手段提出了新的挑战。

当前甚至未来较长的一个时期，中国政府的经济目标都将主要聚焦于稳增长——调结构——控通胀这三者之间的博弈和平衡。一方面，这三大目标之间存在内在的矛盾，另一方面，国际经济环境的不确定性，会进一步带来这三者之间的冲突，这给政府做出合适的政策目标带来很大的难度。宏观调控目的不只是应对短期的宏观经济和金融问题，而要指向长期中更加均衡、更加市场化、更加开放的经济体系中可能出现的宏观经济波动与风险[②]。

四、近十年来宏观调控和经济政策的特征

改革开放以来，从最初“摸着石头过河”，经历向成熟市场经济体蹒跚学步，中国的宏观调控有经验也有教训，但总体上在逐步完善并彰显正能量，现在西方学者提出“向中国学习宏观调控”（罗奇，2012）。纵观近十年，从“双防”到“四万亿”强刺激，从强刺激到定向调控，从微刺激再到供给侧改革；从过渡强调有效需求不足和危机管理向强调潜在供给能力下降和结构性改革，中国的宏观经济政策帮助我们首先从金融危机中走出，也越来也呈现中国特色的宏观调控特点：“三位一体”调控模式更加强化，短期调控与长期改革结合，政策连续性、协调性不断强化；配合总量政策，结构性调控力量不断加大；宏观调控理念有所创新，提出宏调机制化，调控方式更加灵活。调控目标的多元化决定了调控手段的泛化，在一定程度过多干预常态，同时也成为宏观经济波动的根源之一。

（一）配合总量政策，结构性调控力量不断加大

无论是在金融危机期间，还是迈入“新常态”的发展阶段，重视结构性调控是中国宏观调控的重要特点。2008 年，金融危机以来，西方经济体的宏观经济政策受到一定质疑和批评，而其所依据的主流西方经济理论遭遇危机（陈璋 2008[③]；张小

① 《2013－2014 年中国宏观经济分析与预测——大改革与大转型中的中国宏观经济》，人大宏观课题组

② 《新常态下我国宏观经济政策框架的挑战与思考》，人大宏观课题组。

③ 陈璋，“范式之争、中国经验与宏观经济理论创新”，《经济学家》，2008 年第 5 期。

晶，2009、2010[①]）。从经济学方法论的角度来讲，生产力发展不平衡等经济发展基本特征的不同决定了研究我国与美国等西方发达经济体的经济理论基本假设的不同，从而也决定了总量分析方法和总量调控方法的局限性（陈璋、2006；袁海霞2007[②]）。对于经济危机以及宏观调控的反思，更加凸显了结构性调控的重要性。比如，曾经被视为扭曲市场机制行为的产业政策回归美国[③]等发达经济体，并成为其走出危机的法宝。而中国宏观调控的一大特色既是结构性调控政策的运用，包括产业政策、贸易政策、汇率政策等等这些广义的结构性调控工具。

纵观近年的宏观经济政策，结构性调控的力量在不断加强。宏观政策在保持“取向不变”的前提下，运用总量性政策效果明显减小，而更加偏重结构性和功能性政策的选择（袁海霞，2014）[④]；在当前经济发展呈现周期性、结构性与趋势性下行的经济新常态，结构性的问题是当前我国经济发展中最为突出的问题，包括经济增长动力结构、城乡二元结构、产业结构、分配结构等等；而发展转型与促进结构调整是当前阶段不可逾越的重要目标，结构性政策更能应对中国当前的经济常态，同时更有效的促进结构调整、加快转型。事实上，任何一次经济危机和危机调整都是总量因素与结构性因素、趋势性因素和周期性因素叠加的产物，按照人民大学对于目前潜在产出缺口的测算，2012－2014 年中国产出缺口并非像很多学者所言的趋近于0，而是高达－1.8 个百分点，比 2000－2007 年回落了 2.4 个百分点，比 2008－2011 年回落了 1 个百分点。中国宏观经济在潜在产出回落了 1.5 个百分点左右的水平，负向产出缺口进一步扩大了。这种测算可能决定了中国宏观经济的治理在用需求管理政策对冲产出缺口扩大的同时，更重要的是采用结构性政策[⑤]来缓解潜在

---

① 张小晶，“主流经济学的危机与未来”，《经济学动态》，2009 年第 12 期；
张小晶、李成、常欣、张平，“后危机时代的中国宏观调控”，《经济研究》2010 年第 11 期。

② 陈璋，《中国宏观经济问题研究方法论》，中国人民大学出版社，2006 年。 袁海霞，“中国宏观经济调控方法论研究”，《中央财经大学学报》，2007 年 6 期。

③ 美国通过“综合性能源计划”，《2009 年美国复兴和再投资法案》、《美国清洁能源与安全法》和《美国制造业促进法案》以及 2011 年的“高端制造伙伴”计划。

④ 袁海霞，“2013 年宏观政策特点及 2014 年宏观调控取向判断”，《当代经济管理》，2014 年第 4 期。

⑤ 具体来讲，如为了减轻宏观税负，激发企业活力，积极进行结构性减税政策，从扩大营改增试点到全面实施营改增；与此同时，针对中小企业经营困难问题，适时推出差别化信贷政策和税费减免政策等，多手段促进中小企业发展；严格控制对“两高一剩”行业的贷款，支持对整合过剩产能的企业定向开展并购贷款，促进产能过剩矛盾化解。 发挥差别准备金动态调整机制逆周期调节作用，通过调低宏观热度等参数促进贷款平稳增长；不断优化信贷结构，引导金融机构继续加大对铁路等重点项目、保障性安居工程和“三农”、小微企业等薄弱领域的信贷支持力度。 等等。

产出水平下滑的冲击。如为了减轻宏观税负，激发企业活力，积极进行结构性减税政策，从扩大营改增试点到全面实施营改增；与此同时，针对中小企业经营困难问题，适时推出差别化信贷政策和税费减免政策等，多手段促进中小企业发展；严格控制对“两高一剩”行业的贷款，支持对整合过剩产能的企业定向开展并购贷款，促进产能过剩矛盾化解。发挥差别准备金动态调整机制逆周期调节作用，通过调低宏观热度等参数促进贷款平稳增长；不断优化信贷结构，引导金融机构继续加大对铁路等重点项目、保障性安居工程和“三农”、小微企业等薄弱领域的信贷支持力度。等等。

（二）“三位一体”调控模式加强，短期调控与长期改革结合，政策连续性、协调性不断提升

宏观经济政策被理解为更多的关注短期波动（凯恩斯曰，长期而言我们都将死去），而西方以财政政策和货币政策为主的稳定和政策，也是以“熨平短期波动”为主要任务。从我国的宏观调控来讲，我国以中长期战略规划与财政货币政策组合，实现了宏观调控的短期与中长期衔接。这种规划、财政、货币政策构成“三位一体”的中国特色的调控模式，强调以“国家发展战略和规模为导向、以财政政策和货币政策为手段，并加强财政政策、货币政策与产业价格等政策协调配合，提高相机抉择水平，增强宏观调控的前瞻性、针对性、协调性”[①]。

近十年以及尤其是十八大以后，短期调控与长期改革相结合，寓改革与宏观调控调控之中的特点越来越明显，政策连续性不断增强。**一方面，政策的出台，不仅注重巩固前期政策的效果，也密切紧密结合形势变化。**比如，地方性政府债务问题，2008 年以来快速增长地方政府债务规模以及其不透明和复杂是我国经济运行中的重要风险和国内外关注中国主权风险点之一。从《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》、《关于加强地方政府性债务管理的意见》、新修订《预算法》到《地方政府一般债券发行管理暂行办法》，从“代发代还”到“自发自还”、再到地方债务置换以及限额管理，这些政策不仅是通过改革使得我国地方政府发债方式和管理逐步规范和市场化，部分债务风险通过债务延期得以缓解，同时也体现了政府债务发行和管理规范机制的探索形成。**另一方面，宏观政策更注重长期与短期衔接，短期政策调控效果与长期领域改革推进衔接。**如在价格领域，进一步推进资源性产品

① 美国学者杰弗里.萨克斯（Sachs，2014）明确提出：有一种思想，被华盛顿视为异类，但值得注意深思。

价格改革，成品油价格形成机制更加市场化和透明；金融领域，继 2012 年调整贷款利率区间后，全面放开金融机构贷款利率上限，积极推进利率市场化；对外开放方面，以自贸区为突破点，进一步推动金融等相关产业以及外向型经济升级等等。**与此同时，政策实施**更加重视政策的协调性，通过财政政策、货币政策、产业政策、贸易政策等组合拳的方式来共同发力。如支持实体经济发展尤其是小微企业发展方面，通过加大结构性减税力度、差别化信贷政策以及扩大资产证券化试点、盘活存量等，加强信贷政策、税收政策与产业政策的协调配合。**最后**，政策的连续性也通过规划文本内容进一步体现，从十八届三中全会(《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》)到四中全会(《中国中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》)，再到“十三五”规划文本，都体现了全面改革推进的连续性、一致性[①]。

① 在加快转变政府职能方面，推动政府制动从研发管理向创新服务转变，创新公共服务提供方式，能由政府购买服务提供的，政府不再直接承办；能由政府和社会资本合作提供的，广泛吸引社会资本参与；另一方面深化行政管理体制改革，持续推进简政放权、放管结合、优化服务等；与此同时，发挥财政资金撬动功能，创新融资方式，带动更多社会资本参与投资。

在坚持和完善市场经济制度方面，除了坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展，更提出“鼓励民营企业依法进入更多领域，引入非国有资本参与国有企业改革，更好激发非公有制经济活力和创造力”，民营企业是市场经济中最有活力的经济主体，对于就业等多方面具有重要带动作用，鼓励民营企业发展，对于激发市场经济活力具有重要作用；与此同时，优化企业发展环境，加快形成统一开放、竞争有序的市场体系，建立公平竞争保障机制等。

在加快完善现代市场体系方面，一方面，减少政府对价格形成的干预，全面开放竞争性领域商品和服务价格，放开电力、石油、天然气、交通运输、电信等领域竞争性环节价格；另一方面，依法推进土地经营权有序流转，深化农村土地制度改革，完善农村集体产权权能等。

在构建开放型经济体系方面，一方面，推进双向开放，促进国内国际要素有序流动、资源高效配置、市场深度融合。另一方面，加快服务业对外放开力度，扩大银行、保险、证券、养老等市场准入；近几年服务业的快速发展带动我国经济发展进入以服务经济为主的结构发展演变，服务业的对外开放有利于进一步提升产业发展质量，提升第三产业发展体量。与此同时，积极推进“一带一路”战略实施，加强宏观经济政策国际协调，促进全球经济平衡、金融安全、经济稳定增长。等等。

表 21　　“十三五“规划延续了十八大以来的重要内容[①]

	十八届三中全会确定六大领域改革	“十三五”规划
坚持和完善基本经济制度	完善产权保护制度	1.坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展。 2.深化国有企业改革，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力。 3.加快形成统一开放、竞争有序的市场体系，建立公平竞争保障机制，打破地域分割和行业垄断。
	积极发展混合所有制经济	
	推动国有企业完善现代企业制度	
	支持非公有制经济健康发展	
	建立公平公开透明的市场规则	
加快完善现代市场体系	完善有市场决定价格的机制	1.创新和完善宏观调控方式。 2.减少政府对价格形成的干预，全面放开竞争性领域商品和服务价格，放开电力、石油、天然气、交通运输、电信等领域竞争性环节价格。 3.加快金融体制改革，提高金融服务实体经济效率。 4.深化科技体制改革，引导构建产业技术创新联盟，推动跨领域跨行业协同创新，促进科技与经济深度融合。 5.推广新型孵化模式，鼓励发展众创、众包、众扶、众筹空间。发展天使、创业、产业投资，深化创业板、新三板改革。 6.稳定农村土地承包关系，完善土地所有权、承包权、经营权分置办法，依法推进土地经营权有序流转，构建培育新型农业经营主体的政策体系。 7.改革能源体制，形成有效竞争的市场机制。
	建立城乡统一的建设用地市场	
	完善金融市场体系	
	深化科技体制改革	

① 袁海霞，“十三五规划点评”，中诚信国际工作论文。

续表

	十八届三中全会确定六大领域改革	“十三五”规划
加快转变政府职能	健全宏观调控体系	1.深化行政管理体制改革，进一步转变政府职能，持续推进简政放权、放管结合、优化服务，提高政府效能，激发市场活力和社会创造力。 2.优化企业发展环境。 3.减少政府对价格形成的干预，全面放开竞争性领域商品和服务价格，放开电力、石油、天然气、交通运输、电信等领域竞争性环节价格。 4.创新公共服务提供方式，能由政府购买服务提供的，政府不再直接承办；能由政府和社会资本合作提供的，广泛吸引社会资本参与。 5.加快开放电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等自然垄断行业的竞争性业务。 6.发挥财政资金撬动功能，创新融资方式，带动更多社会资本参与投资。 7.推动政府职能从研发管理向创新服务转变。 8.增强政府职责，提高公共服务共建能力和共享水平。
	全面正确履行政府职能	
	优化政府组织结构	
深化财税体制改革	改进预算管理制度	1.深化财税体制改革，建立健全有利于转变经济发展方式、形成全国统一市场、促进社会公平正义的现代财政制度，建立税种科学、结构优化、法律健全、规范公平、征管高效的税收制度。 2.建立事权和支出责任相适应的制度，适度加强中央事权和支出责任。 3.建立全面规范、公开透明预算制度，完善政府预算体系，实施跨年度预算平衡机制和中期财政规划管理。 4.建立规范的地方政府举债融资体制。健全优先使用创新产品、绿色产品的政府采购政策。
	完善税收制度	
	建立事权和支出责任相适应的制度	

续表

	十八届三中全会确定六大领域改革	“十三五”规划
健全城乡发展一体化体制机制	加快构建新型农业经营体系	1.坚持工业反哺农业、城市支持农村，健全城乡发展一体化体制机制，推进城乡要素平等交换、合理配置和基本公共服务均等化。 2.发展特色县域经济，加快培育中小城市和特色小城镇，促进农产品精深加工和农村服务业发展，拓展农民增收渠道，完善农民收入增长支持政策体系，增强农村发展内生动力。 3.推进以人为核心的新型城镇化。提高城市规划、建设、管理水平。 4.促进城乡公共资源均衡配置，健全农村基础设施投入长效机制。
	赋予农民更多财产权	
	推进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置	
	完善城镇化健康发展体制机制	
构建开放型经济新体制	放开投资准入	1.推进双向开放，促进国内国际要素有序流动、资源高效配置、市场深度融合。 2.完善法治化、国际化、便利化的营商环境，健全有利于合作共赢并同国际贸易投资规则相适应的体制机制。 3.推进“一带一路”建设。 4.深化内地和港澳、大陆和台湾地区合作发展。 5.加强宏观经济政策国际协调，促进全球经济平衡、金融安全、经济稳定增长。积极参与网络、深海、极地、空天等新领域国际规则制定。 6.有序扩大服务业对外开放，扩大银行、保险、证券、养老等市场准入。
	加快自贸区建设	
	扩大内陆延边开放	

（三）创新宏观调控理念，宏调机制化，调控方式常态化、一般化，目标区间化

宏观调控是十四大确定市场经济体制首次正是在政府文件中提出，十六大以来，中央多次强调完善宏观调控体系，从“宏观调控主要采取经济办法……建立计划、金融、财政之间相互配合和制约的机制”到“综合运用财政、货币政策，提

高宏观调控水平”,“综合运用货币政策与财政政策,调节社会总需求与总供给的基本平衡,并与产业政策相配合,促进国民经济和社会的协调发展”,**新的表述明确了以财政政策和货币政策作为主要宏观调控手段,并提出宏观调控机制化,体现了决策层理念的创新。**而形成宏观调控的决策和实施的机制化,是以不变应万变,缺乏机制化,一旦出现形势变化,容易出现政策频频出台、各部门同时出招等非常态化政府干预,往往也会带来一定问题。目前的微刺激政策存在两个缺陷,一方面是碎片化,即措施应急、零碎不系统,缺乏措施之间的衔接;另一方面措施对经济运行的影响效力短暂,短期化特点明显。

近三年来,中国经济下行压力较大,微刺激政策形成了一个“经济增速下滑—微刺激—小幅反弹—再下滑”的循环圈。如此循环,宏观调控就需要守住下限。2013年**中央创新宏观调控目标定位,提出了区间调控的新思路,确定经济运行合理区间的“上限”是通胀率目标,“下限”是增长率目标和失业率目标。**只要经济运行在这一区间,就保持宏观经济政策的稳定,把工作重点放在调结构、促改革上来,一旦滑出这一区间,则坚决进行相应的调整,防止危及改革发展稳定大局。区间调控的实施对于市场预期的平稳,对于市场主体信心的稳定都起到了极为重要的作用,因为它明确宣示政府不会容忍经济滑出合理区间。2014年又在区间调控的基础上提出了定向调控。通过对不同部门、不同群体有针对性降税、降费、降准、降息,着力解决小微企业、“三农”和新型行业的经营困难,增强他们的活力。**从调控手段来看,**与以往相比,除了运用行政性文件公告,宏观调控更为灵活的运用经济、法律和技术手段,创新宏观调控方式,分类指导,有保有压,有扶有控,根据实际情况灵活、有差别化的制定调控政策,同时宏观调控的市场化特征也越来越明显。如货币政策方面,除了灵活使用再贴现、再贷款、常备借贷便利、差别存款准备金率等工具稳定流动性,还通过冻结续做长期票据、常备借贷便利等创新调控组合,处理好短期流动性与长期流动性关系。

(四)调控目标的多元化决定了调控手段的泛化,需正确政府与市场的关系

从历年中央政策的工作报告和相关文件来看,我国归于宏观调控的范围并没有明确说明,宏观调控的目标和对象界定比较宽泛(卢峰,2016)[①],以十八届三中全会关于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出宏观调控的

① 卢锋,《宏调的逻辑——从十年宏调史读懂中国经济》,中信出版集团,2016年1月。

主要任务为例,“宏观调控的主要任务是保持经济总量平衡,促进重大经济结构协调与生产力布局优化,减缓经济周期波动影响,防范区域性、系统性风险,稳定社会预期,实现经济持续健康发展”。宏观调控的目标和对象不仅包括总量平衡,而且涵盖结构优化目标;因此多元化的目标需要产业政策等多样化的工具(丁伯根法则),同时政策实施主体上也必然表现为多部门参与,从而形成了宏观调控手段的泛化和多部门调控主体;宏观调控的泛化主要是深层改革滞后和市场体制不完善的结果,同时也是某些方面妨碍改革深化甚至客观上促进旧体制某些因素复归的现实根源(卢峰,2014)。在我国,调控主体除了发改委、财政部、人民银行,还有银监会、证监会、环保部、工信部、农业部等。调控手段也有几十种,既有中国特色的行政干预,比如2008年初的价格管制等;也有比较符合市场经济的调控工具,如利率、法定存款准备金、公开市场操作、财政赤字规模等“总量参数型工具”、针对特定行业投资管制、信贷与IPO有保有压的“产业和数量型工具”。

表 22　　**我国政府调控工具**

总量参数型工具	存贷款利率、法定存款准备金、公开市场操作、财政赤字规模、财政收入、财政支出、法定汇率调控
产业调控型和准入型工具	城市建设用地供应、特定行业投资准入限制、降低农产品流通成本、提高房贷收入比例、房贷差异化等
行政干预型工具	价格管制、暂停建设用地功底、严管炒作农产品等

从理论上讲,宏观经济波动短期变异度较高造就了宏观调控的相机抉择特点,而与结构演变相关的产业政策等取向比较稳定,调控工具的多样化总体导致宏观调控微观化;而多部门调控主体则容易出现政府部门较为随意的干预投资、信贷、准入等微观经济活动,或带来政府过多干预,导致更为严重的经济波动(如信贷驱动的投资过热等)。多种工具并用,提振经济时难以辨识各自作用和累计效果,容易刺激过火,紧缩时则又因类似机制作用易使经济降速过大。如应对国际金融危机时,“四万亿”强刺激带领中国率先从金融危机中走出,对全球经济复苏产生一定影响,但是同时货币超发也引发新一轮通胀,更严重的产能过剩等。总体上,宏观调控的泛化,往往会对市场机制发挥作用本身形成制约,反过来也

为调控泛化创造借口;或总是处于宏观调控之中,或依赖宏观调控,寄希望于刺激政策,认为宏观调控是万能的。

宏观调控实质上是政府对市场的干预,这种干预必须建立在尊重市场规律的基础上,坚定不移的推进市场化改革,从而夯实宏观调控的微观基础。十八大报告指出,经济体制改革的核心问题是处理好政府与市场的关系,必须尊重市场规律,更好的发挥政府的作用。而推进经济体制改革,处理好政府与市场的关系,最重要的是在更大程度、更大范围发挥市场在配置资源的基础性作用。长期以来,我国粗放式的增长方式之所以很难转变,与生产要素如土地、资本、重要资源品价格受政府管制,价格水平长期偏低相关。从经济增长的驱动来看,资本因素仍是我国经济增长的最大贡献者,稳增长关键在于资本效率的提升,而目前资本效率偏低,根源是政府主导型的经济发展方式,而高效率的民间投资并未充分启动(黄志刚、刘霞辉,2014)[①]。十八届三中全会以来,以改革市场经济活力、促进经济增长的取向十分清晰,自上而下的改革路线图应运而生,更深层次的改革不断推进。一方面,推进政府职能转变,不断推进简政放权,破除投资发展的体制机制障碍,推动大众创新、大众创业,提升企业和个人投资发展意愿。下放的权利,一部分下放到各级地方政府,一部分直接下放给企业和社会组织。另一方面,围绕缩小收入差距和要素价格"两大核心"改革,国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、资本市场等重点领域的改革工作持续推动。

五、小结

过去的十年,中国与全球经济共同走过了2008年的金融危机,随着世界经济进入低速增长与深刻调整周期,中国经济发展逐步迈入新常态,经济增速有所放缓,但放眼全球,中国经济依然保持了较高的增长,占世界经济比重持续攀升,市场化与开放度显著提高,人均产出和收入持续增长,社会保障制度逐步完善。与此同时,总结十年宏观经济政策与宏观调控,从"双防"到"四万亿"强刺激,从强刺激到定向调控,从微刺激再到供给侧改革;从过渡强调有效需求不足和危机管理向强调潜在供给能力下降和结构性改革,中国的宏观经济政策帮助我们首先从金融危机中走出,也越来也呈现中国特色的宏观调控特点:"三位一体"调控

① 黄志钢、刘霞辉,"中国经济中长期增长的趋势与前景",《首届中国宏观经济论坛论文集》,2014年11月。

模式更加强化，短期调控与长期改革结合，政策连续性、协调性不断强化；配合总量政策，结构性调控力量不断加大；宏观调控理念有所创新，提出宏调机制化，调控方式更加灵活。但是，由于我国调控目标的多元化以及多部门的调控主体决定了调控手段的泛化，从而在一定程度形成政府过度干预，同时也成为宏观经济波动的根源之一。如应对国际金融危机时，“四万亿”强刺激带领中国率先从金融危机中走出，对全球经济复苏产生一定影响，但是同时货币超发也引发新一轮通胀，更严重的产能过剩等。

在“新常态”和“三期叠加”的换挡期的背景下，中国经济增长正处于结构调整的“关键时期”，中国经济发展面临的结构性问题依然突出。这些问题的形成有经济发展自身的问题，更多的也是经济体制方面的问题，从长期来看，解决这些问题必须依靠更深层次的改革。而从目前的政策效果来看，以微刺激为主的需求政策边际效果递减，前期产能过剩行业和地方政府融资平台的资金需求拉高了资金成本，使得违约风险上升，金融机构不良贷款不断攀升，又导致金融机构对外借贷趋于谨慎，是货币市场短期利率波动不能有效传导至资本市场，货币政策效应减弱。同时，由于地方政府财政收入增长放缓，配套资金不足，加上产能过剩使得投资乘数减小，积极的财政支出政策效果也有所折扣。随着迈入新常态，原有的制度红利和人口红利渐失、劳动力成本不断攀升、资源环境发展约束不断增强、而生产领域的大面积过剩与部分领域（尤其是服务业领域）的供给长期不足等结构性矛盾进一步激化，低成本学习模仿、技术进步的后发优势随着我国要素成本提升以及金融危机后全球需求低迷而丧失等等；针对这一系列结构性问题，中央提出供给侧改革。“供给侧”改革不是否定需求侧，而把需求和供给管理更好的结合，进一步适当扩大总需求、释放新需求的同时，注重创造新供给打开需求潜力和经济活力释放空间，推动供求均衡发展。从理论上讲，供给侧经济学重视发展生产，通过减税、恢复企业活力，而以需求管理为主的凯恩斯学派侧重刺激需求，通过反周期调控熨平短周期经济波动。美国前总统里根和英国前首相撒切尔夫人执政时都曾以供给学派为理论依据，通过减税和国企私有化等供给侧改革，提升生产率。**对于我国而言，供给侧结构性改革的推进，关键是提高经济增长质量和效益，全面提升中国各方面的要素生产力。**十八届三中全会以来，这种思路已经在推进的改革和调控中有所体现，“十三五”期间，简政放权、放松管制、加快金融业对外开放和改革、国企改革、土地改革以及提高创新能力等改革必须不断推进，促进资源优化配置，提升全要素生产率；与此同时，通过产品价格和要素价格改

革,引导资本和劳动在不同部门的优化配置,实现过剩产能的出清以及经济结构的调整。经济结构的调整体现在存量调整和增量调整两个方面,存量方面加大过剩行业的去库存和去产能,增量调整则表现为短缺供给的部门尤其是加大各类服务业的供投资给以及新兴产业的培育。

参考文献

[1] 人大历年宏观经济论坛报告；

[2] 刘元春，“中国经济“三期叠加”：换挡期、阵痛期、消化期”，《领导决策信息》2013 年 32 期。

[3] 陈璋，“范式之争、中国经验与宏观经济理论创新”，《经济学家》，2008 年第 5 期。

[4]张小晶，“主流经济学的危机与未来”，《经济学动态》，2009 年第 12 期；

[5]陈彦斌、陈小亮，“人口老龄化对中国城镇住房需求的影响”，《经济理论与经济管理》，2013 年 5 期。

[6]张小晶、李成、常欣、张平，“后危机时代的中国宏观调控”，《经济研究》2010 年第 11 期。

[7]陈璋，《中国宏观经济问题研究方法论》，中国人民大学出版社，2006 年。

[8]袁海霞，“中国宏观经济调控方法论研究”，《中央财经大学学报》，2007 年 6 期。

[9]黄志钢、刘霞辉，“中国经济中长期增长的趋势与前景”，《首届中国宏观经济论坛论文集》，2014 年 11 月。

[10]卢锋，《宏调的逻辑——从十年宏调史读懂中国经济》，中信出版集团，2016 年 1 月。

[11]袁海霞，“2013 年宏观政策特点及 2014 年宏观调控取向判断”，《当代经济管理》，2014 年第 4 期。

[12]袁海霞，“十三五规划点评”，中诚信国际工作论文。

[13]史蒂芬.罗奇，2012 年 3 月 9 日，“向中国学习宏观调控”，《金融时报》中文网，http://www.ftchinese.com/story/001043569。

[14]刘伟、蔡志洲，“中国产业结构变动趋势及对经济增长的影响”，《经济纵横》，2008 年 12 月。

[15]李楠等，2000－2010 年中国资源产出率测算，中国环境科学，2015，35(1)：304－311.

[16]袁海霞、崔子骁，“需关注房地产资产泡沫风险”，《投资北京》，2016 年第 4 期。

[17]王国军、刘水杏，“房地产业对相关产业的带动效应研究”，《经济研究》，2004 年 8 月。

[18]袁海霞，“十三五规划点评”，工作论文，2015 年 11 月。

[19]马兴微、赵德海《多目标体系下我国财政政策的有效性分析》，《商业研究》，2005/14。

分报告五

三重压力下转型中的货币政策模式

于　泽

摘要：我国传统的货币政策执行模式是以数量调控为导向的。这种模式在2005之后面临着三种压力，开始被迫转型。首先，在人民币国际化的大趋势下，从2005年开始的人民币汇率形成体制改革已将我国的汇率日渐推向市场化，双向波动加大。随着资本项目的逐渐放开，不可能三角对我国货币政策的影响日益显现，传统的货币政策模式受到了国际冲击的巨大挑战。其次，伴随着经济结构调整，传统货币政策模式的宏观经济刺激作用减弱。最后，传统货币政策模式强调金融资源稀缺性，忽视金融资源自身供给具有弹性。在此情况下，单纯利用数量控制使得弹性发挥作用的机制变异，影子银行大行其道。国际和国内的三重压力迫使我国的货币政策从数量型向价格型转变。当前，我国初步建立了市场化的利率体制，并构建了与之适应的日常流动性提供模式。但是，这个框架中的很多细节还需要完善。当前亟需加快基准利率建设，理顺利率传导机制，增强货币政策与宏观审慎管理的协调性，提高政策透明度。

关键词：汇率、人民币国际化、影子银行、利率市场化、流动性

过去十几年来，我国处在大转型时期，经济和金融体系发生了巨大的变化。经济增长方式从粗放型逐渐向集约型过渡；旧有的增长动能逐渐减弱，新动能逐渐积聚；产业结构中服务业占比上升，新兴产业逐步形成；总需求结构进一步优化，消费对经济增长的拉动作用逐渐增强；直接融资占比上升，金融创新超常规涌现；政府对资源配置的干预逐渐减少，市场对资源配置的决定性地位正在形成；经济开放从商品日益走向资本，开放的广度和深度都让中国与世界密不可分。在这种大转型时期，我国的原有的货币政策框架和执行模式日益不能承担应有的职能。为了应对新环境和新挑战，我国的货币政策框架和执行模式也进行了相应的转型。

本报告从人民币国际化与汇率形成机制、宏观经济刺激效果日已减弱、金融创新挑战原有货币政策传导机制三个方面入手，说明这些新问题如何促成了当前的货币政策框架和执行模式的转型，同时指出虽然转型取得了很大的成功，但是未来还有很多挑战需要面对。

一、中国的货币政策实践与背后的理论共识

(一)我国货币政策实践

货币政策调控框架是指为完成一国货币政策调控目标而实行的一系列货币政策框架制度安排，主要包括货币政策最终目标、中介目标、操作目标和货币政策工具等。

1984 年银行体制改革以后，中国人民银行开始专门行使中央银行职能。此后，我国的货币政策调控目标和调控方式发生了几次较大的转变。以 1998 年为界，1998 年初我国取消了贷款规模限额控制和扩大公开市场操作业务，货币政策经历了从直接调控向间接调控转变的过程。之后，货币政策中介目标、调控手段都逐步有所完善。从中介目标的角度来看，我国的货币政策经历了从关注贷款规模到货币总量再到二者兼顾的过程。其中，1998 年的十年以后，为了控制通货膨胀，贷款规模指导又一次站上了政策舞台。此外，随着表外贷款规模的逐步扩大，中央银行于 2012 年开始统计社会融资规模，以便将信托贷款、委托贷款等表外银行贷款业务纳入监管视野。总体而言，无论是贷款规模、货币总量还是社会融资规模，央行在中介目标上基本关注的都是数量目标。从调控工具来看，存款准备金、中央银行再贷款等都是数量型工具，公开市场业务也更多指向了数量型中介目标。

表 1　　我国货币政策策略演进

		改革开放前30年（1948－1978）	改革开放后20年（1979－1997）	间接调控初期（1998－2000）	间接调控深化期（2001－2007）	间接调控混合期（2007－）
政策工具	主要工具	信贷现金计划	信贷现金计划 中央银行贷款	中央银行贷款 利率政策 公开市场操作	公开市场操作 存款准备金 利率政策	公开市场操作 存款准备金 利率政策 窗口指导
	辅助工具	信贷政策 利率政策 行政手段	利率政策 信贷政策 再贴现 公开市场操作 特种存款	存款准备金 再贴现 指导性信贷计划 信贷政策 窗口指导	中央银行贷款 再贴现 信贷政策 窗口指导	中央银行再贷款 再贴现 信贷政策
操作目标			贷款规模到基础货币	基础货币（监测流动性）	基础货币 短期利率	基础货币 短期利率
中介目标		四大平衡	贷款规模到货币供应量	货币供应量（监测利率、汇率）	货币供应量 长期利率	贷款规模 货币供应量 社会融资总量
最终目标		发展经济 稳定物价	从发展经济、稳定物价到稳定货币、并以此促进经济增长	稳定货币、并以此促进经济发展	稳定货币、并以此促进经济发展	稳定货币、并以此促进经济发展

资料来源：根据《中国货币政策传导机制研究》（戴根有主编，2005）和央行网站资料整理

（二）我国货币政策调控框架及其主要特点

综上所述，我国实施的是多目标制的货币政策调控模式，最终目标主要是稳定币值，并以此促进经济增长，充分就业和国际收支平衡也是关注的目标之一。从中介目标来看，我国目前主要盯住货币供应量、新增人民币贷款和社会融资总量等数量型目标，操作目标则主要为基础货币投放和短期利率管制。

从货币政策调控工具来看，我国的货币政策调控工具主要可分为数量型工具

和价格型工具，其中价格型工具主要是存贷款利率管制，其作用场所在于面向居民、企业的的零售资金市场。数量型工具主要包括准备金率调整、中央银行再贷款等，其直接作用场所在银行间市场。此外，公开市场操作也是我国货币政策调节的重要工具之一。虽然公开市场操作本质上既可以作为数量型工具，也可以作为价格型工具，但是由于我国的操作目标是盯住流动性、兼顾价格，因此可以将其归类于数量型工具，其作用领域也在于银行间市场。

我国历史上的货币政策调控框架有两个基本特点：

第一是利率双轨制。即中央银行对于存贷款利率的管制和银行间市场利率市场化定价并存。长期以来，我国一直施行的是对存贷款利率进行直接调整的利率调控模式。同时，由于利率市场化改革逐步推动，银行间市场包括货币市场、债券市场、票据市场以及网下同业市场等金融同业间的市场利率则基本全部为市场化定价。

第二是贷款规模指导。我国的货币政策经历了从关注贷款规模到货币总量再到二者兼顾的过程。1998 年，我国取消了贷款规模管制。2007 年之后，为控制通货膨胀，贷款规模指导又重新站到了政策舞台之上。目前，主要通过窗口指导，以及与银行资产产量状况、资本充足率挂钩的差别准备金率调整，对银行的放贷行为进行监督指导。

在一般意义上，货币政策调控路径主要为中央银行通过政策工具调整银行间市场基准利率，之后银行间市场基准利率通过利率期限结构传递到零售端的存贷款利率。但是，我国的货币政策执行模式与一般框架有着明显不同。数量型的货币政策工具指向银行间市场，同时，零售端的存贷款利率因为管制，也逆向指向了银行间市场。在这样的双重挤压下，银行间市场的各种融资手段就无法体现交易者真实的交易动机，进而也就很难反映真实的价格信号。

（三）中国货币政策实践背后的理论共识

从上述的实践来看，我国货币政策背后的理论是上个世纪 80 年代的货币主义修正版本的凯恩斯主义。这里面需要澄清的一个概念是，一些观点认为货币主义是对凯恩斯的反革命，因此，货币主义修正版本的凯恩斯主义就成为了一个矛盾的概念。实际上，凯恩斯主义在诞生的早期主要关注了财政政策对总需求的控制，认为货币的影响很小，可以忽略。在货币主义诞生后，经过激烈斗争，凯恩斯主义接受了其观点，认为货币是一个非常重要的影响总需求的因素。因此，弗里德曼才认

为宏观经济学没有原理上的分歧，仅仅是实证方面数量上的分歧。当然，货币主义除了认为货币很重要以外，还有一些其他的方面，这些方面有些是与凯恩斯主义不太兼容的，并开启了后来的新古典革命。所以，对于货币主义的评价需要一分为二，它既补充了凯恩斯主义，也埋下了挑战凯恩斯主义的种子[①]。因此，货币主义修正版本的凯恩斯主义是一个可以成立的理论概括，其主体是凯恩斯主义，同时又吸收了货币主义关于货币量的理论，具体内容可以分为以下两个方面：

首先，政府需要积极介入宏观经济管理。我国货币政策不断的实施和修正表明我们认为总需求管理很重要，是能够用于经济波动管理的有效工具。这是凯恩斯主义的基本观点，即市场存在失灵，需要政府利用宏观政策介入。与之相对的新古典主义认为市场自身具有很强的调节能力，可以很快地自我修复，因此，宏观政策无效。

其次，货币量是政府影响总需求的一个重要工具。货币主义坚持认为货币量是政府控制的外生变量，中央银行可以通过货币政策工具控制基础货币或者说高能货币，基础货币与货币乘数双重决定了整个社会的货币供给量。通过货币供给量的变化就可以影响社会的利率，利率的改变就会导致投资、消费等总需求因素发生变化，从而影响经济。在这个理论的基础上，维持固定货币增长率的弗里德曼规则就是一个最优的选择。由于我国当前还设定货币增长目标，关键的是并将这作为中央银行的考核指标之一[②]，可以说，我国当前的货币政策是目前极为罕见的还坚持了货币主义遗毒的政策。

货币主义修正版本的凯恩斯主义强调了中央银行可以控制货币供给量，所以对于经济体来说，货币是一个外生的政府控制变量。由于这与我国的实际货币供给过程矛盾，必然导致按照这样虚幻的理论设计的政策效果不佳，甚至会有反向影响。下面本报告通过分析中国面临的三重压力，说明我国在过去十年的货币政策框架的转型。

---

① 随着经济理论的发展，这些对凯恩斯主义的挑战也逐渐纳入了凯恩斯主义的框架，例如理性预期和一般均衡等。但是，我国当前的货币政策并不符合融合了新古典的新凯恩斯主义，或者称之为新新古典综合，而是停留在上个世纪80年代的货币主义修正版本的凯恩斯主义。

② 一些央行，例如欧央行，也关注货币增长率，但不是约束性指标，仅仅是一个信息变量，同时还不是十分重要的信息变量。

二、人民币国际化与汇率体制改革

(一)人民币汇率形成机制市场化改革

2000年加入WTO之后,中国与世界的联系日渐紧密,汇率对国内货币政策的制约逐渐加大。如果要追溯我国货币政策调整的开端,2005年的人民币汇率形成机制改革实质上开启了一个新时代,使得金融价格市场化到了一个新阶段。2005年之前,人民币基本上是盯住美元的固定汇率,2005年之后,本着先扩大波动区间,后调整中间价形成机制的路径,人民币汇率盯住范围和价格波动区间都逐渐扩大,逐渐向市场决定的有管理的浮动汇率体系靠近。人民币汇率形成机制改革的大事可以参见表2。

表2　　人民币汇率形成机制大事记

2005年7月21日	中国人民银行宣布开启以市场为基础的、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度改革。同时,人民币对美元一次性升值2%,从8.27升至1美元兑8.11元。
2007年5月21日	扩大人民币汇率浮动区间,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动区间由0.3%扩大至0.5%。
2010年6月19日	人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性。
2012年4月16日	扩大汇率浮动区间,将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%进一步扩大到1%。
2014年3月17日	将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%。
2015年8月11日	因为中间价与收盘价差距较大,调整中间价形成机制。人民银行对人民币美元汇率中间价报价进行调整,要求做市商在每日银行间外汇市场开盘前,参考上日银行间外汇市场的收盘汇率,综合考量外汇供求情况及国际主要货币汇率变化,再向中央外汇交易中心提供中间价报价。去掉做市商报出的最高价和最低价,中间样本剩下的加权平均值就是每天公布的中间价。伴随着中间价设定机制调整,央行公布人民币兑美元汇率中间价报6.2298,较上一个交易日贬值1136点,下调幅度达1.9%。

续表

2015 年 12 月 11 日	调整人民币参考货币篮子，中国外汇交易中心发布 CFETS 人民币汇率指数。该指数包括在中国外汇交易中心挂牌的 13 个外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。美元、欧元、日元比重分别为 26.4%、21.39%和 14.6%。此外，港币、英镑和澳元分别占 6.5%、3.8%和 6.2%。
2016 年 5 月 6 日	央行宣布基本实现了“收盘汇率＋一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。其中，“收盘汇率”是指上日 16 时 30 分银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率，主要反映外汇市场供求状况。“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度，主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。做市商在报价时既会考虑 CFETS 货币篮子，也会参考 BIS 和 SDR 货币篮子，以剔除篮子货币汇率变化中的噪音。中国外汇交易中心将做市商报价作为计算样本，去掉最高和最低的部分报价后，经平均得到当日人民币兑美元汇率中间价

在人民币汇率决定机制日渐市场化的过程中，人民币呈现了先升值，后贬值的态势。图 1 展示了 2005 年以来的人民币汇率中间价与 NDF 的走势。在 2005 年汇改开始后，2008 年次贷危机之前，人民币兑美元持续升值。在次贷危机中，为了保持经济稳定，我国汇率基本保持不变。在 2010 年开启了二次汇改，人民币又开始了持续的升值。2015 年 8 月 11 日的汇改措施是以前汇率模式的方向性扭转。人民币进入了贬值路径。目前来看，市场的贬值动能较大。在人民币汇率日益市场的现实中，贬值压力必然会导致资本流动加速。这就涉及到了与汇率息息相关的人民币国际化。



图 1　人民币中间价与 NDF

资料来源：Wind 资讯

（二）外汇管理体制改革与人民币国际化进程

在汇率形成机制逐步市场化的同时，我国推动了人民币国际化进程。图 2—图 5 从不同侧面描绘了了人民币国际化的进程。渣打人民币环球指数（图 2）主要测量了在离岸市场上人民币的使用情况，计算中国香港地区和伦敦、新加坡及中国台湾地区存款、点心债券和存款证、贸易结算和其他国际付款以及外汇中人民币使用情况。星展人民币动力指数（图 3），追踪香港企业使用人民币的实际普及和接受程度，以及企业未来采用人民币的意愿。中国银行人民币跨境指数（图 4），从人民币跨境流出、境外流转、跨境回流三个部分综合反映人民币跨境及境外使用的活跃程度。ORI 指数（图 5）是对上述指标的一个概括，是对人民币在离岸金融市场上资金存量规模、资金运用状况、金融工具使用等方面发展水平的综合评价。指数共设置五类指标，包括离岸人民币存款比重、离岸人民币贷款比重、人民币投资比重、人民币储备比重及人民币外汇交易比重。ORI 指数对这五类标中人民币占所有货币比重进行综合加权计算，反映了人民币在国际金融市场的发展水平。从离岸市场的表现来看，人民币在国外金融交易中使用越来越广泛，同时，在贸易中，利用人民币结算的范围在不断扩大。总体来看，人民币国际化程度不断提高。当然，在这之中也可以发现，香港

作为一个重要的人民币离岸中心，在使用人民币方面出下一个震荡过程中，2014 年出现了较大幅度的下滑，2015 年的上升态势在 8 月 11 日汇改之后，又有所降低。综合香港的情况，我国在伦敦等离岸中心的人民币使用情况更为平稳。

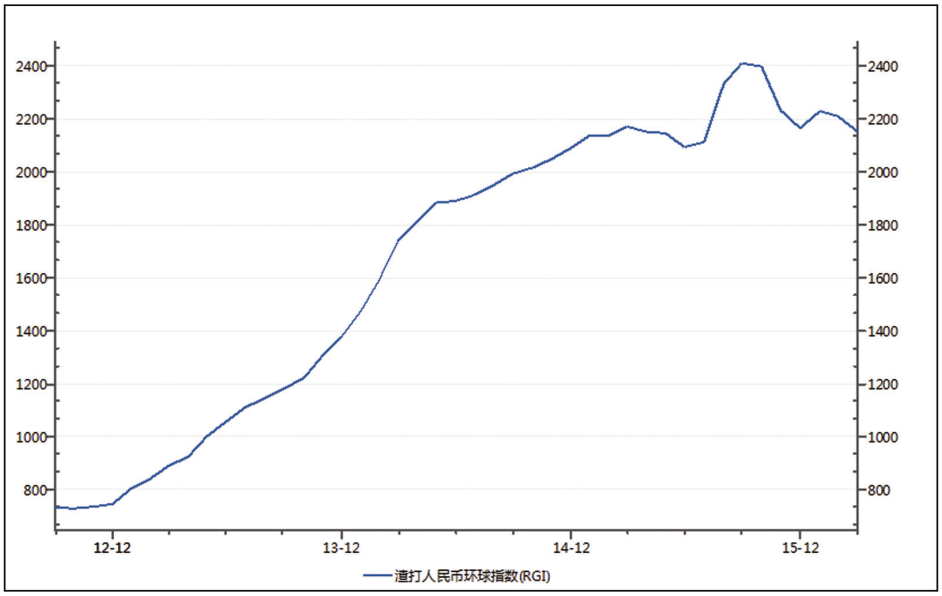


图 2　渣打人民币环球指数

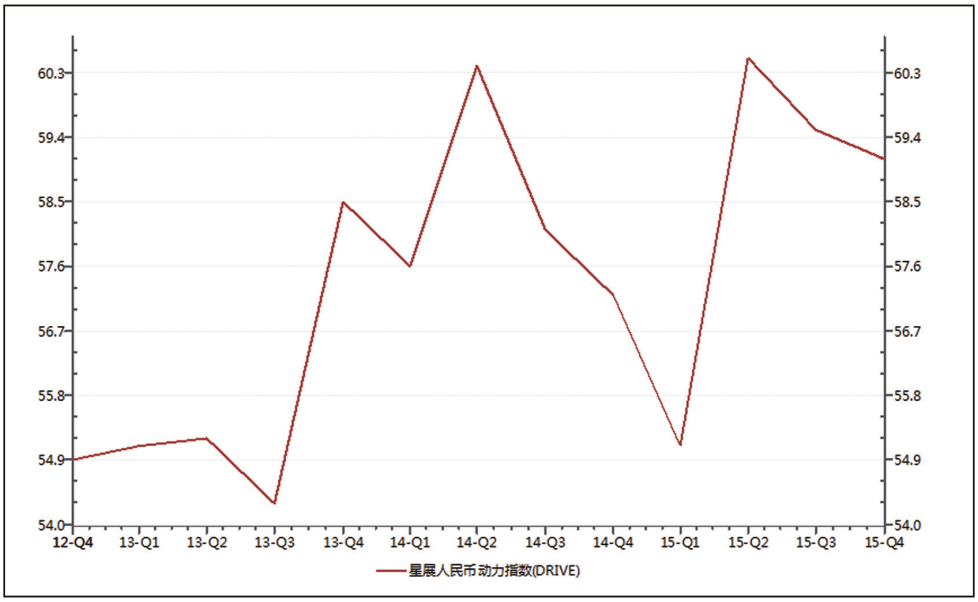


图 3　星展人民币动力指数

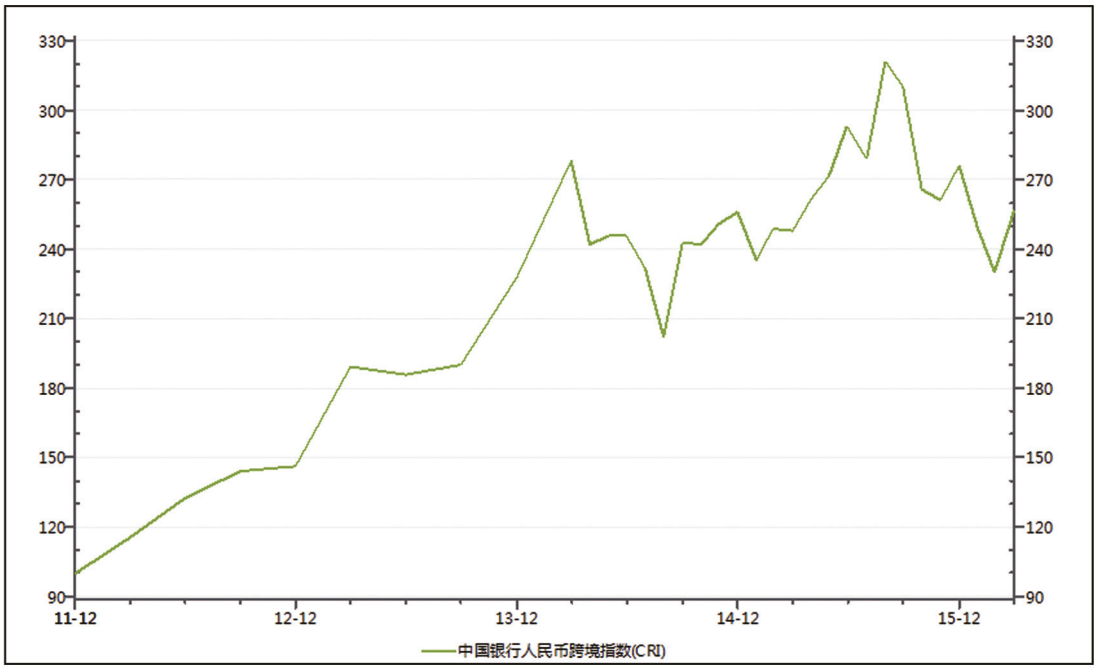


图 4　人民币跨境指数

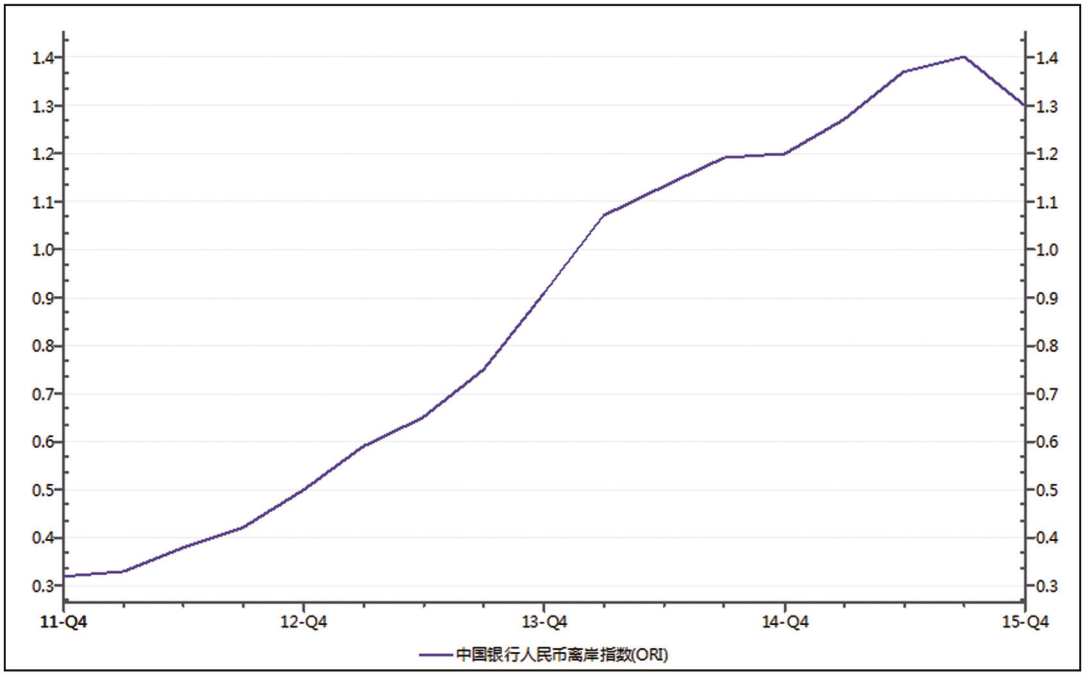


图 5　人民币离岸指数

人民币国际化的渠道一个是经常性项目，一个是资本项目。现在我国在经常性项目上已经实现了自由兑换，主要问题是如何在国际贸易中利用人民币进行计价和结算。在资本项目下还没有实现完全自由兑换。与上述人民币国际化进行相对应的是我国资本项目的不断开放。表3概括了我国资本项目开放的一些重大事件。

表3　　资本项目开放大事记

2005年	人民银行开始推进资本账户改革，包括完善外债管理、启动合格境内机构投资者(ODII)境外投资管理、放松合格境外机构投资者(QFII)境内投资管理以及保险资金境外投资管理等。
2008年底	人民银行先后与韩国、中国香港等六个国家和地区签署总价值6500亿人民币的货币互换协议；同时，在广东和长三角率先开展人民币跨境结算试点。
2011年12月	启动人民币合格境外投资者(RQFII)试点。RQFII的境外投资人可在境外募集人民币资金，投资于境内证券市场，形成人民币回流机制。
2013年	国务院提出“建立个人投资者境外投资制度”，并于2014年下发《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，规定“稳步开放境外个人直接投资境内资本市场，有序推进境内个人直接投资境外资本市场”
2014年8月	发改委宣布加快制定和出台《境外投资条例》及其实施细则，允许个人投资者开展境外投资。
2014年11月14日	中国人民银行发布了《中国人民银行关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》，RQDII机制终于正式推出，境内的合格机构投资者可采用人民币的形式投资境外的人民币资本市场。
2014年11月17日	启动“沪港通”试点，离岸与在岸资本市场的联系进一步增强
2015年10月	央行考虑推出人民币合格境内投资者(RQDII)试点、合格境内个人投资者(QDII2)机制，以及允许境内企业到境外发行以人民币计价的股票，包括以人民币支付股息。国务院常务会议部署进一步深化上海自贸试验区金融改革试点，强调研究启动合格境内个人投资者(QDII2)境外投资试点，拓宽境外人民币投资回流渠道。
2015年11月	人民币纳入国际货币基金的特别提款权(SDR)货币篮子。
2016年5月	中国政府在伦敦发行价值人民币30亿元的主权债券(约合3亿英镑)，为首支中国在海外发行的人民币主权债券

从表 3 中可以看出，人民币在海外的使用日益加大，回流机制逐步构建，国际化进程持续提速。要保证人民币在国际使用，成为各国央行的储备货币和各国投资者的投资标的，人民币资本项目的开放是一个重要前提。从 2014 年以来，资本项目的开放逐渐提速。在人民币汇率日益市场决定，存在着较大贬值压力的情况下，资本项目的开放导致了问题跨境资金流动加剧，资本外逃数量上升。从图 6 中可以看出，我国外汇储备从 2005 年初的 6000 亿美元，迅速增加到了 2014 年 6 月份接近 4 万亿美元，之后开始了回落。这种回落有经济的自然结果，同时也有 2015 年 8 月份以来，随着汇率市场化，贬值导致了资本外流。汇率市场化和人民币国际化要求下的资本项目的开放使得我国货币政策在 2014 年以来面临着前所未有的挑战。

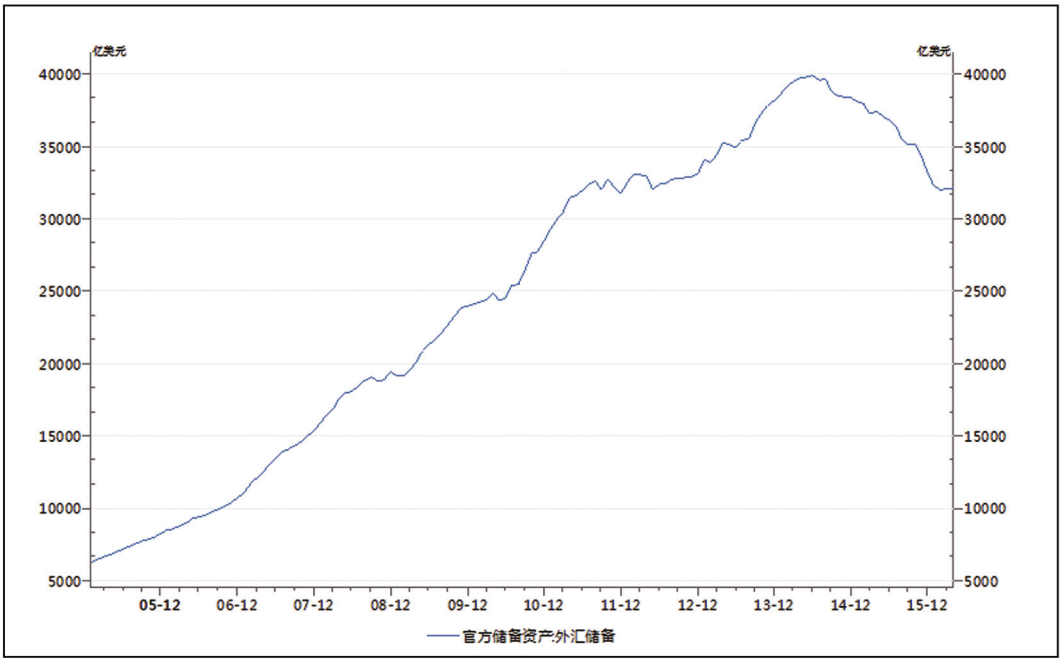


图 6　外汇储备

(三)不可能三角与货币政策

在人民币国际化战略下，我国从 2005 年开启了汇率体制改革，汇率逐渐自由波动导致了较大的资金流动压力，对国内货币政策产生了很大的制约。这正是传统的不可能三角表达的情况。在传统理论中，浮动汇率、资本自由流动和独立的货

币政策只能三选二。在传统的外向型经济增长模式下，我国采取了固定汇率和资本管制的模式，在获得大量外汇储备的同时，货币政策进行相应的冲销，保持国内的货币供给稳定性。在长期的货币升值之后，伴随着国内和世界经济再平衡，我国在未来一段时间内存在着较大的贬值压力。在资本账户逐渐开放的环境下，这就导致了资本流动加剧。如果为了维持某个特定的汇率水平和外汇储备，就会导致国内货币政策从属于国际金融调整，对国内经济的调控独立性丧失。在2014甚至2015年之前，我国的货币政策并不用太关注国际情况，未来的货币政策必须要在国际调整中进行选择。

三、刺激效果减弱的传统货币政策模式

(一)1998年货币政策体制改革以来的效果

在这一小节中，我们以中国1998年一季度至2016年一季度的季度数据为样本，讨论货币政策有效性随时间的变化趋势。参考Berument et al.(2007)，我们建立计量方程如下：

产出方程：

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_{1i} \Delta\, y_{t-i} + \sum_{i=0}^{n} \alpha_{2i} \Delta\, m_{t-i} + \sum_{i=0}^{n} \alpha_{3i} (t\Delta m_{t-i}) + \varepsilon_t$$

价格方程：

$$\Delta p_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{n} \beta_{1i} \Delta\, o_{t-i} + \sum_{i=0}^{n} \beta_{2i} \Delta\, m_{t-i} + \sum_{i=0}^{n} \beta_{3i} (t\Delta m_{t-i}) + u_t$$

其中，Δy_t 表示产出增长的变动，用国内生产总值累计同比实际增速衡量；Δp_t 表示价格水平的变动，用居民消费价格指数CPI同比增速衡量；因为传统上我国是数量调控为主，货币政策用货币增速来表示，Dm_t 表示货币增长率的变动，分别用M1、M2同比增速衡量；$t\Delta m_t$ 表示货币增长率与时间交叉项的变动，其系数表示货币增长率对被解释变量(产出、价格)影响程度随时间变动的趋势；n 为方程滞后阶数。

由于本节旨在讨论货币政策有效性随时间的变动趋势，回归方程中 $t\Delta m_t$ 的系数是本节考察的重点。根据Berument et al.(2007)的做法，我们将每个解释变量各期滞后项的回归系数进行加总来度量该解释变量的累计效应。具体而言，在产出方程中，我们使用 $\sum_{i=1}^{n} \alpha_{1i}$ 衡量产出滞后项对产出的累计效应，用 $\sum_{i=1}^{n} \alpha_{2i}$ 衡量货币增

长率对产出的累计效应，用$\sum_{i=0}^{n}\alpha_{3i}$衡量货币增长率与时间交叉项对产出的累计效应，也就是货币增长率对产出的累计效应随时间的变动情况。价格方程的解释与产出方程相似，唯一的不同点在于，由于货币供给增长率与当期价格水平之间存在相互决定，我们使用滞后一阶开始的$\sum_{i=1}^{n}\beta_{3i}$衡量货币增长率与时间交叉项对价格水平的累计效应。我们首先使用 M2 同比增长率度量 Δm_t，表 4、表 5 分别为产出方程和价格方程的回归结果。

从回归结果来看，在产出方程中，M2 增长率的累计系数在四个方程中均为正数，说明货币增长率提高对产出有一定的拉动作用；M2 增长率与时间交叉项的累计系数在四个方程中均为负数，说明货币增长率对产出的拉动作用随时间不断减少，意味着从对产出的拉动作用来看，货币政策有效性逐渐减弱。在价格方程中，M2 增长率的累计系数在四个方程中均为正数，说明货币增长率提高会推高价格水平；M2 增长率与时间交叉项的累计系数在四个方程中均为负数，说明货币增长率对价格水平的影响随时间不断降低，意味着从对价格效应来看，货币政策有效性也是在逐渐减弱的。

表 4　　货币政策有效性：产出方程

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.889＊＊＊	0.887＊＊＊	0.892＊＊＊	0.881＊＊＊
	(0.0469)	(0.132)	(0.135)	(0.141)
Δy_{t-2}		−0.0146	0.0671	0.0755
		(0.129)	(0.178)	(0.186)
Δy_{t-3}			−0.0776	−0.00661
			(0.132)	(0.184)
Δy_{t-4}				−0.0799
				(0.139)
Δm_t	0.0220	0.0149	0.0212	0.0414
	(0.114)	(0.120)	(0.126)	(0.131)
Δm_{t-1}	0.0521	0.0128	−0.0284	−0.0495
	(0.113)	(0.153)	(0.163)	(0.175)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δm_{t-2}		0.0578	0.0447	0.0158
		(0.117)	(0.157)	(0.168)
Δm_{t-3}			0.0290	−0.0935
			(0.120)	(0.161)
Δm_{t-4}				0.154
				(0.124)
$t\Delta m_t$	−0.00254	−0.00222	−0.00249	−0.00275
	(0.00246)	(0.00264)	(0.00278)	(0.00287)
$t\Delta m_{t-1}$	0.00208	0.00201	0.00305	0.00343
	(0.00245)	(0.00326)	(0.00348)	(0.00372)
$t\Delta m_{t-2}$		−0.000330	0.00110	0.00199
		(0.00258)	(0.00339)	(0.00365)
$t\Delta m_{t-3}$			−0.00215	0.000226
			(0.00263)	(0.00350)
$t\Delta m_{t-4}$				−0.00335
				(0.00284)
C	0.122	0.132	0.304	0.306
	(0.582)	(0.615)	(0.648)	(0.697)
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.889	0.8724	0.8815	0.86999
$\sum_{i=0}^{n}\alpha_{2i}$	0.0741	0.0855	0.0665	0.0682
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.00046	−0.00054	−0.00049	−0.000454
Observations	72	71	70	69
R−squared	0.861	0.862	0.864	0.867

表 5　　货币政策有效性:价格方程

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.848＊＊＊	1.064＊＊＊	1.020＊＊＊	0.932＊＊＊
	(0.0611)	(0.123)	(0.125)	(0.126)
Δy_{t-2}		－0.259＊＊	0.105	0.186
		(0.123)	(0.175)	(0.175)
Δy_{t-3}			－0.386＊＊＊	－0.128
			(0.128)	(0.169)
Δy_{t-4}				－0.361＊＊
				(0.138)
Δm_t	－0.245	－0.260＊	－0.274＊	－0.157
	(0.149)	(0.145)	(0.142)	(0.141)
Δm_{t-1}	0.276＊	0.218	0.258	0.0993
	(0.147)	(0.186)	(0.187)	(0.190)
Δm_{t-2}		0.0682	0.175	0.208
		(0.145)	(0.181)	(0.182)
Δm_{t-3}			－0.152	－0.311＊
			(0.139)	(0.175)
Δm_{t-4}				0.162
				(0.135)
$t\Delta m_t$	0.00163	0.00303	0.00461	0.00342
	(0.00321)	(0.00313)	(0.00312)	(0.00300)
$t\Delta m_{t-1}$	－0.00122	－0.00163	－0.00253	0.000845
	(0.00320)	(0.00395)	(0.00397)	(0.00403)
$t\Delta m_{t-2}$		－0.000959	－0.00356	－0.00379
		(0.00310)	(0.00384)	(0.00383)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
$t\Delta m_{t-3}$			0.00233	0.00479
			(0.00297)	(0.00374)
$t\Delta m_{t-4}$				−0.00379
				(0.00297)
C	−0.478	−0.343	−0.158	−0.311
	(0.629)	(0.629)	(0.632)	(0.640)
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.848	0.805	0.739	0.629
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.276	0.2862	0.281	0.1583
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.00122	−0.002589	−0.00376	−0.001945
Observations	72	71	70	69
R−squared	0.818	0.841	0.860	0.879

为了检验上述结果的稳健性，我们使用 M1 同比增长率度量 Δm_t，重新对两个方程进行估计。表 6、表 7 分别为产出方程和价格方程的回归结果。产出方程的回归结果与上文结果相同：M1 增长率的累计系数在四个方程中均为正数，说明货币增长率提高对产出有一定的拉动作用；M1 增长率与时间交叉项的累计系数在四个方程中均为负数，说明货币增长率对产出的拉动作用随时间不断减少，意味着从对产出的拉动作用来看，货币政策有效性逐渐减弱。在价格方程中，M1 增长率的累计系数在四个方程中均为正数，说明货币增长率提高会推高价格水平；与上文结果有所区别的是，M1 增长率与时间交叉项的累计系数不确定，在仅包含滞后一期的方程中，其系数为正，而在包含多个滞后项时，其累计系数为负，总体来看仍然支持货币政策有效性逐渐减弱的结论。

表 6　　稳健性检验 货币政策有效性:产出方程

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.855＊＊＊	0.916＊＊＊	0.861＊＊＊	0.812＊＊＊
	(0.0531)	(0.127)	(0.130)	(0.139)
Δy_{t-2}		−0.0449	0.0445	0.0554
		(0.121)	(0.175)	(0.178)
Δy_{t-3}			−0.00739	0.0682
			(0.123)	(0.180)
Δy_{t-4}				−0.0272
				(0.126)
Δm_t	0.0974	0.0923	0.101	0.104
	(0.0660)	(0.0758)	(0.0840)	(0.0868)
Δm_{t-1}	−0.0382	−0.0107	−0.0257	−0.0301
	(0.0667)	(0.0960)	(0.120)	(0.129)
Δm_{t-2}		−0.0321	−0.0143	−0.0153
		(0.0697)	(0.0968)	(0.123)
Δm_{t-3}			−0.0279	−0.0671
			(0.0726)	(0.0993)
Δm_{t-4}				0.0304
				(0.0761)
$t\Delta m_t$	−0.00145	−0.00163	−0.00245	−0.00260
	(0.00136)	(0.00152)	(0.00173)	(0.00178)
$t\Delta m_{t-1}$	0.00134	0.00169	0.00228	0.00214
	(0.00142)	(0.00211)	(0.00254)	(0.00270)
$t\Delta m_{t-2}$		−0.000190	0.00116	0.00148
		(0.00154)	(0.00217)	(0.00265)
$t\Delta m_{t-3}$			−0.00122	0.000528
			(0.00167)	(0.00230)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
$t\Delta m_{t-4}$				−0.00179
				(0.00183)
C	0.563	0.568	0.615	0.679
	(0.475)	(0.508)	(0.527)	(0.563)
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.855	0.8711	0.89811	0.9084
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.0592	0.0495	0.0331	0.0219
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.00011	−0.00013	−0.00023	−0.000242
Observations	72	71	70	69
R−squared	0.860	0.860	0.867	0.870

表 7　　稳健性检验 货币政策有效性:价格方程

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.805＊＊＊	0.997＊＊＊	0.968＊＊＊	0.911＊＊＊
	(0.0671)	(0.120)	(0.125)	(0.131)
Δy_{t-2}		−0.234＊＊	0.00337	0.105
		(0.116)	(0.179)	(0.191)
Δy_{t-3}			−0.192	−0.0430
			(0.123)	(0.179)
Δy_{t-4}				−0.244＊
				(0.133)
Δm_t	−0.0254	−0.131	−0.138	−0.0638
	(0.0850)	(0.0933)	(0.102)	(0.108)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δm_{t-1}	0.0681	0.181	0.239 *	0.143
	(0.0830)	(0.111)	(0.139)	(0.152)
Δm_{t-2}		−0.0325	0.0249	0.0793
		(0.0825)	(0.112)	(0.142)
Δm_{t-3}			−0.127	−0.155
			(0.0829)	(0.112)
Δm_{t-4}				−0.0136
				(0.0855)
$t\Delta m_t$	9.51e−05	0.00168	0.00200	0.00130
	(0.00166)	(0.00179)	(0.00200)	(0.00202)
$t\Delta m_{t-1}$	0.000981	−0.000985	−0.00257	−0.000771
	(0.00174)	(0.00245)	(0.00290)	(0.00306)
$t\Delta m_{t-2}$		0.000282	7.38e−05	−0.00161
		(0.00177)	(0.00244)	(0.00292)
$t\Delta m_{t-3}$			0.00150	0.00111
			(0.00188)	(0.00252)
$t\Delta m_{t-4}$				0.00131
				(0.00198)
C	−0.765 * *	−0.261	−0.00342	0.0519
	(0.349)	(0.389)	(0.404)	(0.418)
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.805	0.763	0.77937	0.729
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.0681	0.1485	0.1369	0.0537
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	0.000981	−0.000703	−0.0009962	3.9E−05
Observations	72	71	70	69
R−squared	0.835	0.853	0.864	0.873

(二)2009 年之后货币政策效果

为了考察这次反危机之后我国货币政策效果,进一步,我们将时间跨度选择为2009 年一季度至 2016 年一季度,讨论 2009 年以后的货币政策有效性。我们首先使用 M2 同比增长率度量 Δm_t,表 8、表 9 分别为产出方程和价格方程的回归结果。从回归结果来看,在产出方程中,M2 增长率的累计系数在方程 1、2 中均为正数,在方程 3、4 中为负数,说明从短期来看货币增长率提高对产出有一定的拉动作用,但随着时间跨度延长,货币增长率提高对产出增长率起到负向影响;M2 增长率与时间交叉项的累计系数在四个方程中均为负数,说明货币增长率对产出的拉动作用随时间不断减少,意味着从对产出的拉动作用来看,货币政策有效性逐渐减弱。在价格方程中,M2 增长率的累计系数在四个方程中均为正数,说明货币增长率提高会推高价格水平;M2 增长率与时间交叉项的累计系数在四个方程中均为负数,说明货币增长率对价格水平的影响随时间不断降低,意味着从对价格效应来看,货币政策有效性也是在逐渐减弱的。

为了检验上述结果的稳健性,我们使用 M1 同比增长率度量 Δm_t,重新对两个方程进行估计。表 10、表 11 分别为产出方程和价格方程的回归结果。M1 增长率的累计系数在四个方程中均为正数,说明货币增长率提高对产出有一定的拉动作用;M1 增长率与时间交叉项的累计系数为负,说明货币增长率对产出的拉动作用随时间不断减少,意味着从对产出的拉动作用来看,货币政策有效性逐渐减弱。在价格方程中,M1 增长率的累计系数在方程 1、2、4 中均为正数,在方程 3 中为负数,说明货币增长率提高会推高价格水平;与上文结果有所区别的是,M1 增长率与时间交叉项的累计系数不确定,在方程 1、4 中,其系数为负,而在方程 2、3 中,其累计系数为正,总体来看仍然支持货币政策有效性逐渐减弱的结论。

表 8　　货币政策有效性:产出方程(2009 年至今)

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.601＊＊＊	0.0909	−0.298	−0.483
	(0.0839)	(0.211)	(0.267)	(0.275)
Δy_{t-2}		0.298＊	−0.0157	−0.353
		(0.147)	(0.226)	(0.265)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-3}			0.287	0.135
			(0.168)	(0.202)
Δy_{t-4}				0.0334
				(0.163)
Δm_t	−0.330 * * *	−0.302 * * *	−0.334 * *	−0.210
	(0.0944)	(0.104)	(0.114)	(0.125)
Δm_{t-1}	0.341 * * *	0.0630	−0.0480	−0.170
	(0.0812)	(0.154)	(0.172)	(0.159)
Δm_{t-2}		0.262 * *	0.0927	0.0282
		(0.102)	(0.152)	(0.152)
Δm_{t-3}			0.273 * *	0.0549
			(0.126)	(0.142)
Δm_{t-4}				0.238 *
				(0.130)
$t\Delta m_t$	0.0160 * *	0.0128 *	0.0116	0.00245
	(0.00571)	(0.00617)	(0.00693)	(0.00733)
$t\Delta m_{t-1}$	−0.0210 * * *	−0.00641	−0.00248	0.00194
	(0.00629)	(0.00934)	(0.00991)	(0.00867)
$t\Delta m_{t-2}$		−0.0139 *	−0.00579	−0.00464
		(0.00722)	(0.00922)	(0.00858)
$t\Delta m_{t-3}$			−0.0185 *	−0.00983
			(0.00907)	(0.00915)
$t\Delta m_{t-4}$				−0.0187 *
				(0.00968)
C	3.876 * *	5.764 * * *	11.10 * * *	20.03 * * *
	(1.485)	(1.900)	(3.380)	(5.013)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.601	0.3889	−0.0267	−0.6676
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.011	0.023	−0.0163	−0.0589
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.005	−0.00751	−0.01517	−0.02878
Observations	28	27	26	25
R−squared	0.921	0.946	0.961	0.979

表 9　　货币政策有效性:价格方程(2009 年至今)

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.820＊＊＊	1.023＊＊＊	0.935＊＊＊	0.996＊＊＊
	(0.0920)	(0.258)	(0.270)	(0.293)
Δy_{t-2}		−0.254	−0.0927	−0.0581
		(0.237)	(0.350)	(0.375)
Δy_{t-3}			−0.201	−0.00334
			(0.261)	(0.362)
Δy_{t-4}				−0.115
				(0.326)
Δm_t	−0.310＊＊	−0.119	−0.00844	−0.291
	(0.127)	(0.189)	(0.215)	(0.320)
Δm_{t-1}	0.309＊＊	0.175	0.291	0.426
	(0.112)	(0.243)	(0.264)	(0.284)
Δm_{t-2}		−0.0554	−0.414	−0.336
		(0.136)	(0.247)	(0.281)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δm_{t-3}			0.146	0.0613
			(0.140)	(0.288)
Δm_{t-4}				0.131
				(0.179)
$t\Delta m_t$	0.0137	0.00346	−0.00224	0.0135
	(0.00822)	(0.0109)	(0.0123)	(0.0175)
$t\Delta m_{t-1}$	−0.0152 *	−0.00742	−0.0131	−0.0204
	(0.00852)	(0.0153)	(0.0162)	(0.0171)
$t\Delta m_{t-2}$		0.00117	0.0223	0.0204
		(0.00954)	(0.0154)	(0.0169)
$t\Delta m_{t-3}$			−0.0112	−0.00152
			(0.00979)	(0.0187)
$t\Delta m_{t-4}$				−0.00958
				(0.0124)
C	0.563	1.247	1.852	−0.447
	(1.594)	(1.990)	(2.821)	(4.097)
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.82	0.769	0.6413	0.81956
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.309	0.1196	0.023	0.2823
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.0152	−0.00625	−0.002	−0.0111
Observations	28	27	26	25
R−squared	0.859	0.846	0.852	0.889

表 10　　稳健性检验—货币政策有效性:产出方程(2009 年至今)

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.470＊＊＊	0.0367	－0.235	0.233
	(0.121)	(0.260)	(0.315)	(0.258)
Δy_{t-2}		0.162	－0.218	0.0751
		(0.163)	(0.283)	(0.240)
Δy_{t-3}			0.309	－0.0603
			(0.192)	(0.224)
Δy_{t-4}				0.311＊
				(0.154)
Δm_t	－0.137	－0.144	－0.187	0.239＊
	(0.0800)	(0.0969)	(0.118)	(0.128)
Δm_{t-1}	0.223＊＊	0.145	0.130	－0.0512
	(0.0860)	(0.142)	(0.148)	(0.124)
Δm_{t-2}		0.126	0.179	0.0629
		(0.107)	(0.167)	(0.115)
Δm_{t-3}			0.0592	0.0648
			(0.127)	(0.124)
Δm_{t-4}				－0.127
				(0.0893)
$t\Delta m_t$	0.00612	0.00559	0.00642	－0.00803
	(0.00374)	(0.00452)	(0.00526)	(0.00481)
$t\Delta m_{t-1}$	－0.0105＊＊	－0.00668	－0.00554	0.00284
	(0.00501)	(0.00778)	(0.00804)	(0.00622)
$t\Delta m_{t-2}$		－0.00450	－0.00597	－0.00250
		(0.00595)	(0.00867)	(0.00575)
$t\Delta m_{t-3}$			－0.00348	－0.00179
			(0.00792)	(0.00677)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
$t\Delta m_{t-4}$				0.00951
				(0.00619)
C	3.815＊＊＊	5.689＊＊＊	8.185＊＊	1.941
	(0.997)	(1.632)	(2.771)	(3.177)
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.47	0.1987	−0.144	0.5588
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.086	0.127	0.1812	0.1885
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.00438	−0.00559	−0.00857	3E−05
Observations	28	27	26	25
R−squared	0.922	0.935	0.949	0.984

表 11　　稳健性检验—货币政策有效性:价格方程(2009 年至今)

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δy_{t-1}	0.784＊＊＊	0.872＊＊＊	0.803＊＊＊	0.897＊＊＊
	(0.102)	(0.224)	(0.248)	(0.262)
Δy_{t-2}		−0.100	−0.106	−0.128
		(0.210)	(0.345)	(0.340)
Δy_{t-3}			0.0387	−0.0802
			(0.257)	(0.372)
Δy_{t-4}				−0.167
				(0.326)
Δm_t	−0.107	0.00103	0.0766	−0.0804
	(0.0923)	(0.127)	(0.152)	(0.231)

续表

解释变量	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
Δm_{t-1}	0.152 *	0.0396	0.0875	0.175
	(0.0861)	(0.191)	(0.206)	(0.197)
Δm_{t-2}		0.00966	−0.216	−0.251
		(0.107)	(0.208)	(0.214)
Δm_{t-3}			0.126	−0.0349
			(0.125)	(0.215)
Δm_{t-4}				0.194
				(0.119)
$t\Delta m_t$	0.00520	0.000162	−0.00312	0.00179
	(0.00456)	(0.00624)	(0.00738)	(0.00918)
$t\Delta m_{t-1}$	−0.00467	0.000255	−0.00200	−0.00761
	(0.00594)	(0.0107)	(0.0114)	(0.0108)
$t\Delta m_{t-2}$		0.000971	0.0126	0.0144
		(0.00690)	(0.0116)	(0.0112)
$t\Delta m_{t-3}$			−0.00791	−0.00156
			(0.00956)	(0.0133)
$t\Delta m_{t-4}$				−0.0132
				(0.00915)
C	−0.111	−0.115	0.0437	1.776
(0.473)	(0.602)	(1.006)	(1.395)	
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{1i}$	0.784	0.772	0.7357	0.5218
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{2i}$	0.152	0.04926	−0.0025	0.0831
$\sum_{i=1}^{n}\alpha_{3i}$	−0.00467	0.001226	0.00269	−0.00797
Observations	28	27	26	25
R−squared	0.877	0.862	0.855	0.911

四、金融抑制中的商业银行资产出表和影子银行

(一)金融供给:稀缺还是弹性

前面已经看到,我国原来的货币政策框架主要是数量型调控。数量型调控背后的理论基础是货币主义,强调的是金融资源的稀缺性。因为稀缺,如果央行控制了高能货币的数量,那么就可以通过货币乘数等有效地影响经济。不过,稀缺性只是金融系统一个方面原理,另一方面是弹性。

因为生产需要时间,创新需要资源,所以就需要通过金融提供支付手段为生产要素进行提前支付。以银行为代表的金融机构可以用已有储蓄来提供支付手段,也可以利用自身的无中生有的能力来提供。谈到支付手段,最为常见或者最根本性的金融工具就是货币。但在现实中上,金融机构提供更多的金融工具是各种信用,社会利用信用进行支付。因此,一个核心问题是货币与信用这些金融工具之间的关系。

现实的经济运行中,货币和信用是很难严格区分的,都是不同的金融工具。从金融工具的角度,当前金融系统可以大致分为四个层次(图 7)。

金融资产	机构	货币价格
国际货币		
	中央银行	汇率
国内现金		
	商业银行	Par(平价)
银行存款		
	金融中介(做市商)	利率
有价证券		

图 7　金融系统结构

在这样一个体系中,从金融工具的角度,对一个国家来说,最终的货币是国际货币,或者是黄金,或者是美元等国际储备货币。从某种意义来说,国内货币是承诺支付储备货币来清算的信贷。例如,在与商品货币挂钩的时代,国内货币持有人

可以获得中央银行支付的贵金属。在当前纯信用货币时代，我们可以要求国内货币兑换成国际储备货币。沿着货币—信用层级的金字塔继续向下走，银行存款实际上是可以按照需要兑换成国内现金，有价证券是可以在未来的的某个时间或者时期获得现金支付。

这个体系中，哪里是货币和信用的明确界限呢？这完全取决于我们在这个货币—信用层级的金字塔中所处的位置。对于我们日常国内消费者来说，银行存款就是货币，有价证券是我们借出的钱，是信用。这就是我们在货币银行学中经常见到的货币供给的概念，例如，M1 和 M2。对于银行清算来说，自己发行的存款当然就不能是货币了，只有现金或者高能货币才是有效的支付手段。当一个国家遇到货币危机的时候，国内货币就不具有什么价值了。这个时候国内外的投资者想要的只有国际储备货币，人们会抛售国内货币来换取有限的国际货币。当然，7 的四个层级是一个极大的简化，现实中是一个更为连续的图谱。例如，现金之后还有高能货币，在银行存款和股票等有价证券之间有货币市场基金，有价证券之间存在着非常大的异质性，是一个更加多层次的市场等等。

图 7 描述的货币—信用层级的金字塔是一个时点的描述。在一个时期内，货币—信用层级的金字塔会自我扩张和收缩。例如，在金融市场“非理性繁荣”的时候，金字塔变大，在金融危机时期，金字塔变窄。一般来说，金字塔的自我变动有两个源泉。第一，金字塔每一个层级数量的扩张和收缩。第二，金字塔每一个层级的金融工具的货币性质在不同时期变化。在经济扩张时期，每一个层级的金融工具的货币性质变强，人们更多利用信用工具支付。在经济收缩时期，每一个层级的金融工具的货币性质变弱，人们更多追逐上一个层级的信用工具支付。一个证据是经济不同时期，不同层级的金融工具之间价差变窄。

这些波动的原因背后隐藏着两个相互对立的原理。一个是货币的稀缺性，一个是信用的弹性。实际上这两个原理之间经过很长时间的争斗。历史上，关于货币理论一直存在着两个流派，货币学派和银行学派。货币学派坚持认为货币应该是商品的反映，应该控制货币数量，与商品之间保持一个稳定的对应关系。银行学派认为货币是银行体系内生的，会随着经济波动，因此不应该控制，

实际上，这两个原理都是正确的。这两个原理是从不同角度看待的货币—信用层级金字塔。稀缺性来自于金字塔的任何一层都不能通过自己的行动增加上一层的货币数量。因此，如果人们要将底层级的信用换为高层级的货币，高层级货币的可得性就构成了约束。与此同时，弹性来自于在每一个层级上，当事人的自主行

动就可以增加自己和下一层级的信用数量。例如，如果两个当事人相互信任，在交易的时候就可以通过应付账款的方式，这就通过创造信用来进行支付。

这两个原理在不同时间发挥的重要性不同。在经济繁荣期，弹性更为明显，在收缩期，稀缺性更为明显。不十分准确的说，弹性表示了不同层级的量，稀缺性表示了不同层级的质。通过图 7 之间的不同金融机构，不同层级之间的质的不同仅仅表现为在量的交换关系的不同。这就是不同层级之间的价格。国外储备货币和国内现金之间的价格是汇率。如果我们要将银行存款交换为现金，我们希望的是平价，也就是 1 元换 1 元。我们购买有价证券，希望是获得利率。在弹性发挥作用的时期，金字塔变大变平，不同层级的质的差异变弱，价格降低，在稀缺发挥作用的时候，质的差异变大，价格变高。

为了更好地说明货币—信用层级金字塔，接下来就具体从银行角度来分析，说明稀缺性和弹性。

让我们考虑一个透支经济，其中仅有一个银行从事发放信贷的工作，企业不能发行债券。为了简化，我们仅仅考虑一个两部门经济，不考虑政府和进出口部门。在这种情况下，不存在现金货币(currency money)、没有准备金要求、没有金融市场、也没有中央银行。经济是一个封闭体：没有外贸、没有外汇储备、没有汇率。最后，黄金和白银都不被认为是储备资产。

在这样一个金融体系中，所有金融交易都将通过这个银行进行。不存在漏出和内部循环，仅仅有银行新发行的信贷。每一个人都在银行中有一个账户。这个帐户或者是负债，即银行向家庭或者企业发行一笔贷款 L；或者是资产，即家庭或者企业持有银行存款，这就是通常称的货币。因为没有漏出，资产都等于负债，即 L＝D(表 12)。

表 12　　**单一银行**

银行

资产	负债
贷款	存款

现在我们假设某些参与人，有可能是企业，也可能是家庭，希望增加借入量。这些贷款来自何处？在主流的新古典理论中，新贷款只有当银行接受了新的存款之后才能发行。新存款的来源是中央银行在公开市场业务中购买政府债券(从银

行或者个人手里),这个行动将创造超额储备。但是在当前的模型中,没有政府债券和中央银行。那么商业银行如何创造新贷款?

内生货币理论的关键是对于银行业务的理解。外生货币理论将银行业务理解为吸收存款发放贷款。因此,只有获得了中央银行提供的高能货币才能有资金发放贷款。这就导致了中央银行注入准备金,商业银行通过发放贷款产生了货币乘数的效应。但是在现实中,商业银行根本不需要存款就可以发放贷款。这是因为商业银行的存款是经济当事人在日常交易和支付中广为接受的媒介,所以,在复式记账条件下,商业银行发放贷款就是给贷款方开设一个存款账户。我们可以将这个会计分录表示如下:

借:贷款——短期贷款(或者中长期贷款)

贷:吸收存款——单位活期存款

因此,复式记账使得银行在没有存款的情况下就可以发放贷款。

为了使得这个逻辑更加清晰,我们可以考虑一个假想的故事。例如张三想购买一台 30 万元的宝马。但是,他没有资金,希望从银行贷款。如果工商银行认为张三是一个可靠的借款人,那么就会愿意向张三提供 30 万元的消费贷款购买宝马。这个时候工商银行并不需要有 30 万元的存款,只需要在工行给张三开两个账户,一个是贷款账户,一个是存款账户。这个过程的会计分录:

借:贷款——短期贷款 30 万元——张三贷款户

贷:吸收存款——单位活期存款 30 万元——张三存款户

这样张三就有了 30 万元。因为存款是大家广为接受的交易媒介,所以,张三可以用这笔存款交易。如果宝马汽车销售公司的账户也在工商银行,那么只需要行内转账。如果宝马汽车销售公司的账户不在工商银行,那么只需要跨行转账也就完成了这笔交易。

因此,**只要借款者值得信赖**,那么只需要动一下笔、或者敲一下键盘,商业银行就从“无”中创造出来贷款。这个过程唯一的限制是向“可信的”借款者发放的贷款数量。这依赖于借款者的借款意愿和银行给予其客户信贷额度的意愿。后者可能被银行流动性状况所影响。商业银行牌照的魅力不在于可以吸收存款,从而扩大资金来源,而在于可以自我创造存款,从而拥有了更大的自主权。

凯恩斯很早就认识到了商业银行业务的这种特性,他说:

“只要各银行齐步前进,发行银行钞票的安全量变显然没有限制。加重点的几个字说明了这种体系的活动的要领。……每一个银行经理都可以坐在客厅里,把

自己看成个人力量无法控制的外界力量的被动工具;但这个'外界力量'就是他自己和邻行经理,而绝不是存款者。"[①]

银行和客户之间最简单的安排是建立信贷额度或者透支,凯恩斯将之定义为"一种和银行的协议安排,建立一个负债账户,其中金额不超过协议金额,利息支付基于平均负债金额,而非最大的协议负债金额。当建立信贷额度后,给借款者的额外贷款立刻在银行的负债部分出现一个对应的账户,并创造出等额的存款。随着借款者利用这些新的信贷货币给一些服务进行支付,这些新创造的存款开始换手"。[②]

和凯恩斯的解释一致,在现代世界中,为了支出,并不必要持有货币存款。"一个银行的客户可以在自己存款的基础上开支票,这会减少她在银行的信用,也可以在透支的基础上开支票,会增加她对于银行的债务"。[③] 类似地,支票的接受者可以利用这些资金增加他们银行的信用余额,也就是他们的存款,也可以利用这些资金减少他们的债务余额,即信用额度的使用比率。

这就是使用信用卡时发生的故事。当消费者利用信用卡购买商品的时候,他们可能没有银行存款,因此,随着交易的发生,他们的信用额度使用比率上升。同样地,商品出售方拿到了资金后,其对银行的债务将会响应减少,如表 13 所示。在这些环境中,所有交易者持有的存款总量并没有改变。

表 13　　**通过债务方支付**

银行

资产	负债
购买者负债+100	
销售者负债−100	

希望支出的参与人可以有两种方式做到这点。他们或者消耗货币余额(银行存款),或者在保持货币余额不变的同时,增加他们在银行的负债。正如凯恩斯指出的,购买商品和服务的潜力,或者他称的现金额度(cash facilities),由两部分构成,货币存款和没使用的透支额度,即还没有被使用的信贷额度的比率。"正确地

① 参见凯恩斯,《货币论》, 商务印书馆, 1996 年。
② 参见凯恩斯,《货币论》, 商务印书馆, 1996 年。
③ 参见凯恩斯,《货币论》, 商务印书馆, 1996 年。

说来，未使用的透支额度（unused overdraft facilities）——因为代表了银行负债——应该…出现在账户的两边”[①]。如果我们跟踪这些未使用的透支额度，那么银行帐户看起来如表 14。

表 14　　**信用额度**

银行

资产	负债
贷款（使用的透支额度）	存款
未使用的透支额度（潜在贷款）	未使用的透支额度（潜在存款）

虽然未使用的透支额度仍然被当作表外贷款承诺，但是一些国家，比如美国，已经开始统计这些数据。未使用的信贷额度大约占了狭义定义的货币存量的一半，是使用的透支额度的两倍。那么很显然，拥有信贷额度的人就有了信贷货币的内生源泉。实际上，国际清算银行（BIS）认为，在评估资本充足率的时候，应该将正式的便利性融资（formal standby facilities）和银行的信贷额度考虑进来（BIS，1988）。

上面我们就看到了弹性如何在银行体系中发挥作用，我们现在假设这个单一银行的客户希望可以在交易过程中享受银行券提供的便利。换句话说，不是所有的交易都通过银行的帐户系统，一些交易，特别是小额交易，可以脱离银行中介进行。在我们现代金融体系中，我们习惯了中央银行或者财政部发行的银行券。这就是稀缺性在发挥作用，当商业银行需要中央银行提供现金的时候，就需要上一层级。不同层级之间受制于稀缺性，同一层级的原理是弹性。我国传统的货币政策执行模式主要强调的是不同层级之间的稀缺性，忽视了弹性，这就导致了大量的金融抑制。但是，弹性总是要发挥作用的，金融机构就绕过中央银行，产生了很多金融创新，代表性的是商业银行的资产出表，这就导致了我国的影子银行业务。

（二）商业银行资产出表和影子银行

商业银行的资产出表指的是银行通过资产负债表项目调整，规避监管要求，获得更亮丽的业绩。最标准的出表方式是资产证券化。在我国，因为资产证券化规模很小，限制较多，更为主要的出表方式包括两个方面，一个方面是资产在表内从

① 参见凯恩斯，《货币论》，商务印书馆，1996 年。

信贷变为非信贷，主要是同业业务，另一方面是资产从表内移除，从信贷变为理财等。实际上，商业银行资产出表构成了现代影子银行的主要动力。

影子银行为一个信用中介业务体系，即完成了信用中介、期限转换、流动性转换三个功能的业务链条，但是没有受到中央银行的风险支持和流动性支持。这个定义强调了如下几点。首先，影子银行是一个业务链条，而不是某些特定的金融机构。其次，这个链条连接了储蓄者和借款者，从而是金融中介，而不是直接融资。最后，由于其不受到监管机构的风险支持和流动性支持，从而具有了系统性金融风险。概括来说，影子银行就是未受到监管机构的风险支持和流动性支持的金融中介体系。没有受到监管机构的风险支持和流动性支持将影子银行与商业银行区分开来，通过国家隐性担保和中央银行的最终贷款人职能，我国的商业银行受到了监管机构的风险支持和流动性支持。从影子银行的功能出发，可以定义广义和狭义的影子银行。广义的影子银行可以说是仅仅要求业务链具有信用中介功能、期限转换、流动性转换三者之一就可以，而狭义的影子银行要求业务链同时具有信用中介、期限转换、流动性转换三个功能。

从上述定义出发，影子银行实质上是利用基于金融市场融资型金融创新工具，进行专业化分工，将商业银行的单张资产负债表垂直分解，完成信用中介功能、期限转换和流动性转换。这个业务链条一端是贷款，另一端是 1 元净资产等金融产品。这就在功能上构成了银行资产负债表的资产和负债两端。

在西方国家，完成上述分解的方式有两种：一种是资产证券化；另一种是抵押中介（或者称证券贷款）。这两种业务在最初端都是来自于贷款。资产方开始于债券的业务链不是影子银行，因为这是在市场上发行的标准工具，而不是完成了金融中介包含了特殊私人信息的资产配置。这其中最为重要的资产证券化可以表示如图 8。

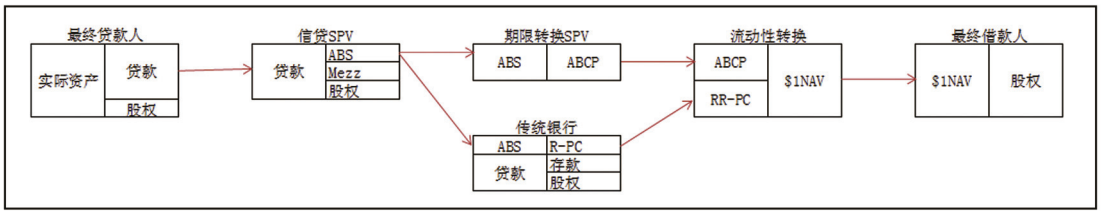


图 8　资产证券化流程

资料来源：Claessens，Pozsar，Ratnovski，and Singh（2012）

在资产证券化的过程中(图 8),长期的非流动性贷款在特殊目的载体中首先转换为同等期限的资产支持债券(ABS),之后转换为期限较短的资产支持商业票据(ABCP),这就完成了期限转换。资产支持商业票据销售给货币市场基金,由于其负债方是流动性更强的金融产品,从而完成了流动性转换。整个流程就完成了从储蓄者到贷款人的信用中介职能。由于传统商业银行在这个过程中的信用增强,信用风险也发生了相应的转移。

我国影子银行出现主要是来自中央银行的信贷规模管制和银监会的贷存比考核与资本充足率要求。从前面已经看到,我国货币政策的一个重要特征就是合意信贷规模管制。这是希望发挥稀缺性的作用。但是,金融机构一个重要的原理是弹性,就想办法来绕开这些管制。这就产生了商业银行资产出表。当前,各商业银行大多采用了通过转手,将贷款转化为信托受益权转让,从而进入同业项下。这样,就不用计提风险拨备,不收贷存比考核和信贷规模窗口指导,同时,同业项仅有25%的风险权重也会大幅降低了风险资本占用。一般来说,多家银行通过签署协议进行担保、信托受益权转移等方式等互签协议,将资金给了信托公司,信托公司购买券商的资产管理计划,之后转移给了最终的企业。这样,企业就可以绕开信贷规模管理获得贷款,各商业银行通过互倒、贷转存等方式扩大了资产负债规模。但是,这个过程的实际可使用资金远远小于贷款,部分资金就沉淀在了金融系统中,这导致了影子银行实际上只是虚胖,并不会对实体经济有巨大的帮助

五、货币政策模式和执行机制转型

在传统货币政策效果日渐微弱、数量型货币政策框架难以应对汇率改革和金融创新的三重挤压下,我国的货币政策被动地从数量型走向了价格型。当前初步构建了一个价格型框架,但是很多地方还不完善。

(一)利率市场化

价格调控方面,1996 年以来我国一直在稳步推进利率市场化改革,并按照先批发、后零售,先长期、后短期的顺序,逐步放开相关利率。1996 年以来,中央银行先后放开了银行间同业拆借市场、质押式回购市场的交易利率,同时实现了国债、政策性金融债的市场化发行,我国银行间市场批发性质的资金成本基本实现了市场化定价。此后,央行又于 2004 年对存贷款利率的管理体制进行了改革,实现了

存款管上限、贷款管下限的阶段性目标。2007 年，主导推出了上海银行间同业拆借 Shibor，并将其作为货币市场基准利率加以培育。2012 年期间，分别将贷款利率的下浮区间逐步从贷款基准利率的 0.9 倍扩大至 0.7 倍，将存款利率的上浮区间从存款基准利率扩大至 1.1 倍。此后，最终于 2013 年全面取消了贷款利率管制。目前，虽然央行仍然公布贷款基准利率，但商业银行的贷款利率已经实现了市场化自主定价。2015 年 10 月 23 日，央行宣布放开存款利率上限，这标志着利率管制基本放开。

存贷款利率的放开实际上标志着狭义的利率市场化已经完成。但是，放开之后还需要管的住。这就涉及到了广义利率的市场化，还包括基准利率的设置和利率传导机制的构建。这两部分还任重而道远。

（二）日常流动性提供模式

在确定了明确的货币政策目标后，即利率后，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 15　　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(Uncollateralized 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(StandingLendingFacility，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。

六、未来挑战

在价格型调控模式下，我国利率对债券、股票和信贷价格的影响还比较有限，这需要进一步理顺利率传导机制。同时，为了更好地执行货币政策，需要构建坚实的金融市场基础设施和透明的抵押品市场。加快构建全覆盖的宏观审慎管理，强化与货币政策的协调。

(一)加快构建基础利率

尽快建立我国的政策利率,即选择何种利率作为中央银行调控的目标利率,比如美国的联邦基金目标利率(Fed Rate Target)或者欧央行的主要再融资利率(Main refinancing operations rate),一般而言政策利率的期限以隔夜品种为主,以体现整个社会最基本的融资成本,目前可供选择的利率包括隔夜 Shibor、隔夜回购利率等。虽然目前 Shibor 作为一种报价利率,受到了 Libor 丑闻的拖累,被认为可能存在一定的操纵行为,但综合看来,一方面短期限 Shibor 的实际市场交易基础雄厚,能够保证其报价的真实性;另一方面,由于回购抵押品的日趋多样性,回购利率的复杂程度远远高于拆借利率,并不适合作为中央银行盯住的目标利率。Shibor 可能仍是目前较为理想的政策利率备选对象。

同时,建立相应的利率走廊机制。在建立政策利率的基础上,应该充分借鉴先进经验,建立政策利率的利率走廊,其上限为中央银行释放流动性的价格,下限为中央银行吸收流动性的价格,当政策利率达到利率走廊上限时,中央银行释放流动性直至政策利率回到利率走廊内,当政策利率达到利率走廊下限时,中央银行吸收流动性直至政策利率回到利率走廊内。目前可供选择的利率走廊上限包括央行的再贷款利率、再贴现利率等,可供选择的利率下限包括超额准备金利率,当然央行也可以重起炉灶,重新设定利率走廊上下限。值得强调的是,所谓利率走廊或者存贷款便利性设施,是指只盯住目标,不管数量,即当目标利率接近利率走廊下限时,中央银行无限吸收资金;当目标利率接近利率走廊上限时,中央银行无限释放资金。在我国现行的中央银行利率体系中,只有超额准备金利率可认为是利率走廊下限,即可无限制吸收资金;中央银行再贷款利率,常备融资便利(SLF)等虽然都是中央银行对外借款的利率,但由于额度限制以及操作上的不透明性,很难被看作是利率走廊上限的近似替代。

在这个过程中,将公开市场操作转而盯住价格目标。公开市场操作的目的一方面在于定期投放基础货币,另一方面也在于盯住市场价格,使得政策利率在目标利率附近(利率走廊内)波动。需要指出的是,由于人民币升值预期的持续存在,外汇占款可能在一段时间内仍将是我国基础货币投放的主要渠道之一,那么公开市场操作的主要目的就在于调节流动性的边际余缺,以保证价格在合理区间内波动。

(二)完善利率期限结构

完善利率期限结构传导意味着中央银行的货币政策需要从货币市场传导至债

券市场、存贷款利率市场，进而达到对投资和产出的引导，而这需要一个合理、有效的利率期限结构。关于利率期限结构和市场基础设施完善方面，国内学者进行了一些研究，主要集中在市场基准利率选择和上海银行间同业拆借利率（Shibor）的基准性测量上。例如，戴国强、梁福涛（2006）认为以银行间债券回购市场利率作为当时中国金融市场短期基准利率优于其他利率。温彬（2004）认为同业拆借市场利率和债券市场回购利率更适合做利率市场化后的基准利率，但两种利率各自在许多方面仍有待进一步改进。郭建伟（2007）指出 Shibor 充分、及时、准确地反映了我国境内人民币市场资金供求的变化，处于市场最基准的地位，直接关系到利率市场化，将成为连接中央银行、金融市场、商业银行和居民企业的利益纽带，是将来货币政策价格调控的传导纽带。

本报告认为，目前央行主要关注数量性目标，注重对于流动性的回收和控制，对于价格性目标，包括货币市场和债券市场的利率关注不足。下一步，第一是要继续提高金融市场的深度和广度。只有足够大的市场交易规模和充分的市场流动性，才能使得各个市场之间的套利机会成为现实，进而抹平各个市场之间的价格差异。

第二，是要通过制度设计，加大各市场利率之间的联系，提高各品种、各期限利率走势之间的一致性。逐步形成货币政策引导货币市场基准利率，货币市场基准利率影响其他市场利率的合理格局，夯实利率调控的市场基础。在需要指出的是，关于市场基准利率的选择问题，究竟是 Shibor 还是七天回购定盘利率更能反映货币市场的流动性状况，Shibor 还是下一步可能会推出的 Prime Rate 更能作为贷款的定价基准，都是市场自发选择的结果，政策设计上应适当引导，顺势而为。

第三，从根本上来说，利率传导渠道的顺畅主要依赖于中央银行与市场之间的有效互动。随着我国的货币政策调控框架逐步转型以及利率调控模式的逐步清晰化，各种市场利率对于货币政策的反应将日渐敏感，货币政策从货币市场到债券市场、存贷款市场的传导渠道将逐步通畅。建议加强中央银行与市场之间的沟通交流，将沟通交流作为货币政策的一个有机组成部分，提高货币政策操作的透明度和可信性，以便市场能够充分领会央行的货币政策调控意图，使得市场反应与央行调控形成合力，确保货币政策传导的有效性。

（三）监管与货币政策协调

2015 年 12 月 29 日，中国人民银行发布消息称，为避免监管协调不够与监管真

空，央行决定将2008年金融危机以后创设的宏观审慎政策框架予以改良。自2016年起将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”(Macro Prudential Assessment，以下简称MPA)。

宏观审慎管理采用了一般均衡的思路，以资本监管和流动性监管为主要手段，可以有效防止目前微观审慎监管的不足，避免金融体系为约产生的信贷紧缩和火线销售问题。在当前引入了第三版巴塞尔协议的情况下，宏观审慎管理的建设正在加速。但是，在我国，宏观审慎管理需要注意的一个关键问题是谁来实施。我们的建议是以中国人民银行牵头，构建金融大部制。

首先，金融部际联席会无法承担宏观审慎监管职能。当前此次危机之后，美国和欧盟成立了一个专门的委员会来协调各个监管机构，保证各个监管机构能够从金融系统整体思考问题，而不是仅仅关注自身的问题，从而产生各种监管套利，激发了系统性风险。我国当前并没有明确宏观审慎监管由何方推动。当前存在的类似于美国和欧盟性质的金融部际联席会并没有明确起到这个职能。实际上，在我国，金融部际联席会很难发挥美国和欧盟中类似委员会的协调功能。这是因为在美国和欧盟，通过立法的形式保证了金融稳定委员会的权力，而在我国金融部际联席会没有这样的权力，就难以协调。

其次，当前我国的金融体系处在利率市场化和人民币国际化的大变革的背景下，如果不能让这两个变革与其他金融监管改革协调，容易引发金融危机。因此，我国必须由一个部门出面，统一实施金融变革和金融的宏观审慎监管。从这个角度，由于利率市场化和人民币国家化以人民银行牵头，就需要以中国人民银行为核心构建金融大部制，合并其他金融监管职能，完成宏观审慎监管，推进利率市场化和人民币国际化。

(四)推进货币政策透明性

中国货币政策在当前的执行中需要的是规则和自动稳定器来增加执行中的透明性。当前货币政策一个问题是执行中不透明导致了出现巨大偏差。这在2013年表现的尤为突出。

2013年6月份发生的“钱荒”事件清晰地反映了目前我国银行间市场的困局。2013年6月，一向以流动性过度充裕著称的中国银行间市场出现少有的流动性急剧紧张现象。银行间同业往来利率大幅上升，大批金融机构四处借钱不得。隔夜Shibor于6月20日升至13%，为有史以来的最高点，个别质押式回购交易的实际

成交利率上升至创纪录的30%。与此同时,与银行间货币市场联系相对紧密的债权市场、网下同业存款市场乃至理财市场也都出现了收益率大幅攀升的情形。这一系列连锁性反应被市场称之为“钱荒”。

六月份货币市场利率上升有诸多原因:包括光大、兴业同业资金延迟拨付导致的同业存款市场波动;财政加大征收力度导致税款延迟缴付以及月末金融机构冲存款导致跨月资金需求增加等。实际上,出现流动性不足的根本的原因在于外汇占款增速的下降。

市场利率大幅上升的直接原因在于银行间市场的储备资金不足,即高能货币不足。而商业银行获得储备货币的渠道有两个:商业银行之间的相互资金往来和中央银行的基础货币投放,其中前者仅为结构性的资金余缺调节,后者则是起实质性作用的总量调整。本次钱荒虽然有多方面的原因,但归根结底仍在于外汇占款增速的下降。众所周知,2003年汇改以来,外汇占款一直是我国基础货币投放的主要渠道。2013年1季度,外汇占款还以差不多每月近3000亿的规模投放流动性。但随着美联储退出QE的市场预期不断增强导致资金大量从新兴市场国家回流美国,以及外管局于4月份公布20号文要求各商业银行加强对外汇存贷比的考核,我国的外汇占款自4月份以来就开始出现增速明显下降的趋势,5月份外汇占款出现净下降,6月份也基本维持在零增长的水平。

这一情况加上准备金不动、公开市场也没有明显净投放,中央银行的基础货币供给实质上相当于断流,而另一方面贷款和存款仍在进一步增长,银行间市场出现储备资金不足的情形就不足为奇了。

需要指出的是,银行间市场储备资金不足必然会导致利率上升,此时只要中央银行及时准确地投放流动性就可以解决。但在此次流动性不足的应对过程中,我国中央银行的数量型调控模式受到了巨大的挑战。6月中旬,针对市场上同业融资利率高企,中央银行并没有采取行动,通过释放流动性稳定市场信心。直至6月20日,市场翘首以盼的公开市场逆回购都并没有出现,取而代之的反而是继续发行央票的消息,市场紧张情绪进一步蔓延,市场利率大幅飙升。之后,央行发表题为《合理调节流动性 维护货币市场稳定》的声明,指出目前的流动性水平总体充裕,并要求各商业银行要严控信贷、加强同业业务防范,同时规范市场交易行为等。所幸的是,在发表声明的同时,央行最终还是通过各种方式向市场注入了流动性,待6月底过后货币市场基本恢复平静。

从事件发生过程中央行的一系列反应可以看出,第一,中国央行的货币政策调

节思路仍然遵循的是外生货币思路，即通过调节银行间市场来控制银行信贷。从央行发表的声明可以看出，央行之所以在一定程度上默许银行间市场利率飙升，就是希望商业银行能够压缩信贷规模，合理控制信贷投放。但这一点很显然是失败了，中央银行最后还是顶不住市场的压力投放了基础货币。而且，从7月份的情况来看，扣除季节调整的因素，存款（M2）和贷款并未出现明显的下降趋势。所以，通过调节基础货币量来调节存贷款量应该说作用是不大的。而且，从目前整个金融体系创新的角度来看，社会融资规模中非贷款项的比重已经占到了二分之一强，即便中央银行能够有效控制信贷规模，对于整个社会的投资调节作用也是有限的。

第二，价格从来都不是央行在银行间市场进行调控所考虑的第一要素。在市场价格上升至20%以上的情况下，央行仍旧凭借对市场流动性的整体判断，认为银行间市场的储备总体是充足的。但问题在于，即便银行间市场的总量流动性是充足的，但也存在着行际之间分配的结构性不平衡，而决定银行间市场价格的实际是边际的资金供求。换言之，价格的大幅上升必然反映了部分机构的流动性支付手段不足，那么央行此时就应该承担最后贷款人职责，为这些机构提供流动性，而非继续坚持关注整体的储备状况。

第三，中央银行货币政策调控缺乏有效的市场沟通机制。目前，我国央行虽然可以通过货币政策执行报告以及窗口指导等方式引导市场预期，但很多时候并没有选择及时向市场传达相关政策意图。在这种情况下，包括公开市场等货币政策工具的使用就被市场赋予了较多的信号作用。也使得某些极端情况下，市场对于央行的货币政策调控意图出现了误判，而市场在误判基础上的操作，可能又会导致央行进一步的错误操作。比如市场近期就认为，短期流动性调节工具（SLO）和常备信贷便利（SLF）承担了流动性调节的作用，而公开市场逆回购仅仅承担了价格信号作用。调节流动性的价格隐蔽，知道价格的不具有实质性作用，这无疑是不利于央行与市场之间的顺畅沟通的。二者之间相互博弈的最后结果就是导致银行体系出现一些不必要的波动。这种情况在2013年12月份再次上演。中央银行采用了相机抉择的SLO，其交易的隐蔽性使得市场不知所措，导致中央银行耗费了大量精力仅仅完成了少量的工作。这次事件直到通过公开市场业务注入资金才解决。实际上，如果最开始就通过公开方式注入资金，增加政策透明性，这些问题本来都是可以避免的。

分报告六

十年财政政策回顾与展望

郑新业

摘要：经过30年的发展，中国的财政体制面临的问题发生了根本性变化。在促进经济增长的同时，必须考虑预防和治理经济波动、改善收入分配以及预防和治理环境污染等问题。本文首先概述了2005－2014年我国财政体制的基本情形，并在此基础上，评估了十年间我国的财政体制在上述四个方面的作用。最后，在平衡四个目标的基础上，从总量控制、收入结构与支出结构调整、中央与地方的财政关系等方面，提出多重目标下财政体制的改革思路。

关键词：财政政策回顾 财政体制改革 四重目标

一、引言

在过去30年中，中国的公共部门在提供国防、教育、基础设施等公共物品的同时，税收和政府支出也被广泛用于促进经济增长、出口成长、技术进步和治理经济波动等。十八大以来，整个国家面临的形势发生了深刻的变化，需要变革财政体制以服从于国家的整体发展。在上世纪80－90年代，社会经济发展的主要矛盾是总需求和总供给之间存在缺口，供不应求，生产压力较大。而与政府职能相关的治理经济波动的重要性尚未凸显；收入分配差距也不严重；环境污染问题也可接受。在这样的背景下，财政体制的中心任务是积极促进资本形成、提高劳动力供给、推动技术进步等，以提高国民经济的供给能力、做大经济规模。在收入的总量方面，政府采取了较低的税负和国际筹资相结合，来筹集经济发展所需要的公共资金。在收入的结构方面，政府的税收收入大多为工商所得税、营业税等，尽量避开企业所得税、个人所得税等，目的是避免对资本形成、劳动供给、风险分担和技术进步等经济增长核心要素造成负面扭曲。在支出的总量方面，由于经济体制的转变以及对国企放权让利政策的实行，很大一批支出项目从财政支出中剥离出来。财政支出绝对量的增幅很小，占GDP的比重逐年下降。在支出的结构方面，政府的支出项目大量投入到基础设施建设和技术进步等方面，用于收入再分配和污染治理方面的投入不高。在当时，较低的税负水平及支持经济快速增长的收入和支出结构是合理的。

经过30年的发展，中国的经济规模已经达到了世界第二位。在新时期，财政体制面临的问题发生了根本性变化。第一，经济发展面临的主要问题从供给不足转化为需求不足，财政体制的安排不再以促进经济的快速增长为主，更需要兼顾社会经济发展的其他方面。第二，随着中国经济进一步融入全球经济体系，全球其他地区的经济波动越来越容易向中国传递。在这样的背景下，财政体制的安排必须考虑预防和治理经济波动。第三，由于劳动者自身的禀赋差异，以及在劳动力市场、产业政策等因素的作用下，我国从一个收入分配相对均等的社会演变为一个收入分配高度不均的经济体。除劳动力市场改革和产业开放等改革之外，政府的税收政策和支出政策有必要进行相应的调整，以改善收入分配不平等持续恶化的问题。第四，严重的环境污染问题亟待解决。在全球污染物排放方面，我国已超过美国，成为最大的碳排放国。在区域污染物排放方面，二氧化硫等废气和废水的排放迅猛增长。污染问题的迅速蔓延，制约了我国的国内外发展环境。以碳排放为例，若不减排，我国将面临很大的国际压力；若减排，则会对经

济增长、就业、出口、财政收入等造成很大的影响。在这方面，税收和财政支出工具对减排和降低其冲击有非常重要的贡献。

综上所述，在建立现代财政体制的过程中，在促进经济增长的同时，财政体制需要考虑预防和治理经济波动、改善收入分配以及预防和治理环境污染等。这三个新因素使得我们需要在多重目标之下权衡政府收支规模和结构，以及中央和地方之间的财政关系安排。在从一个以促进增长为中心的体制，向平衡增长、波动、收入分配和污染治理的体制转型过程中，有哪些需要研究和解决的问题？如何在这些因素之间保持平衡？本文首先概述了我国近 10 年的财政政策的基本情形。然后以此为基础，评估了十年间我国现行财政体制在上述四个方面的作用。最后，在平衡四个目标的基础上，提出了现代财政体制建设的主要内容。

本文剩余部分安排如下：第二部分概述我国 2005－2015 年财政体制的基本情形，包括政府规模、公共部门收支结构和国债规模。第三部分对我国现行财政体制在上述四个方面的作用进行评价。第四部分是本文的结论，从总量控制和结构调整等方面，提出多重目标下财政体制的改革思路。

二、十年财政政策的基本情形

（一）政府规模

有关中国公共部门规模大小，以及宏观税负高低的争论屡见不鲜。例如，中国国家税务总局认为我国的宏观税负在国际上仍属较低水平[①]，但也有专家质疑中国的税负水平实际高于传统的计算结果。其原因在于我国政府总收入中有相当一部分是以非税形式征收的，如预算外收入等；而国际上大部分国家的相应部分都是以税收形式征收的。因此，若单以我国税收收入占 GDP 的比重计算宏观税负实际上低估了其水平。

我们按照 OECD 标准对财政收入、税收收入和财政支出定义“大财政”的概念，即在计算时将预算外收入、社会保险基金收入和土地出让金收入算作财政收入的一部分（“大财政”定义下的财政收入＝一般预算收入＋预算外收入＋社会保险基金收入＋土地出让金收入），而将其中的预算外收入和社会保险基金收入作为税收收入的一部分（“大财政”定义下的税收收入＝税收收入＋预算外收入＋社会保险基金收入），将预算外支出和社会保险基金支出纳入到财政支出中，形成“大财

① 来源：http://www.gov.cn/jrzg/2007－05/26/content_626530.htm

政”下的财政支出(“大财政”定义下的财政支出＝一般预算支出＋预算外支出＋社会保险基金支出)。因此,“大财政”定义下宏观税负的计算公式为:宏观税负＝(税收收入 ＋预算外收入＋社会保险基金收入)/GDP＊100%。

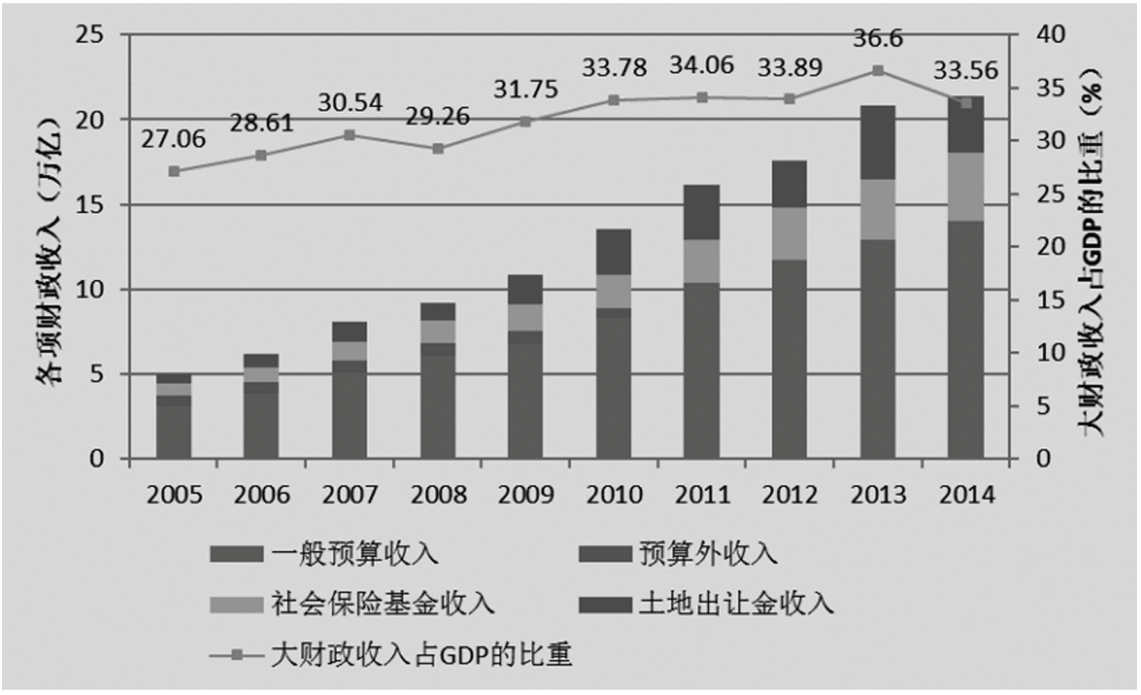


图 1　2005 年至 2014 年“大财政”收入及其占 GDP 的比重

数据来源:一般预算收入、预算外收入、社会保险基金收入、GDP 来自《中国统计年鉴》;土地出让金收入来自《中国国土资源统计年鉴》及《中国国土资源公报》

在“大财政”的统计口径下,中国的公共部门规模要大得多,宏观税负也重得多。从 2005 年到 2014 年,我国的大财政收入的绝对值从 5.01 万亿元增长到 21.36 亿元。大财政收入占 GDP 的比重持续增长,仅在 2008 年和 2014 年有所降低,2005 年大财政收入占 GDP 的比重为 27.06%,自 2010 年以来财政收入占 GDP 的比重持续保持在 GDP 的三分之一以上,2013 年达到 36.6%,而 2014 年降低为 33.56%,十年间大财政收入占 GDP 的比重提高了 6.5%左右。至于宏观税负,以 2013 年为例,若按照中国的定义(税收收入占 GDP 的比重),中国的宏观税负水平只有 19.4%;若按照“大财政”的定义,则宏观税负水平高达 25.6%。这一水平虽然低于北欧的传统福利国家,但已经超过了墨西哥(19.7%)、智利(20%)、韩国(24.3%)和美国(25.4%),接近瑞士(26.9%)和澳大利亚(27.5%)了。

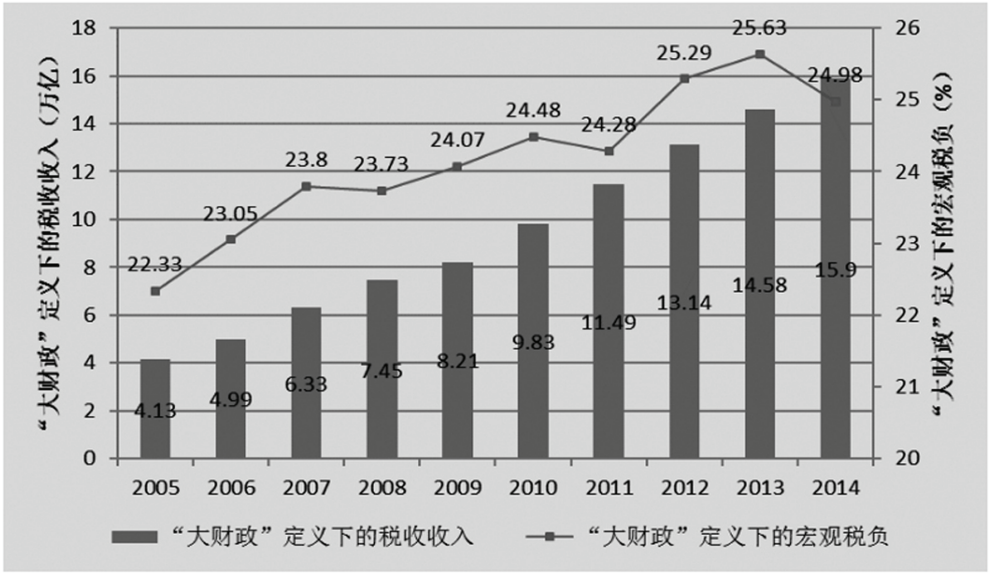


图 2　“大财政”定义下的税收收入及其占 GDP 的比重

数据来源：《中国统计年鉴》

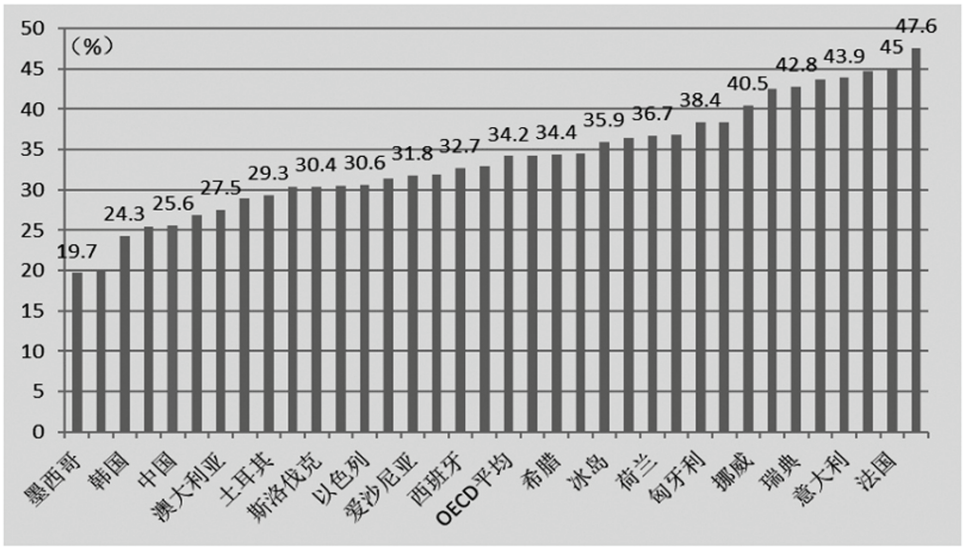


图 3　部分国家宏观税负比较

数据来源：OECD，Revenue Statistics 1965－2014(2015)；中国，《中国统计年鉴 2014》

在财政支出总量方面，2005 年，我国“大财政”定义下的财政支出为 4.46 万亿，占 GDP 的比重为 24.1%，2014 年，“大财政”定义下的财政支出达到 18.47 万亿，占 GDP 的比重达到 29.01%。十年间，财政支出占 GDP 的比重提高了 5%左右。与

世界其他国家相比，我国公共部门的支出规模相对较小，2014 年达到 GDP 的 29.0%，较美国低约 9%，较 OECD 国家的平均水平低约 15.6%。

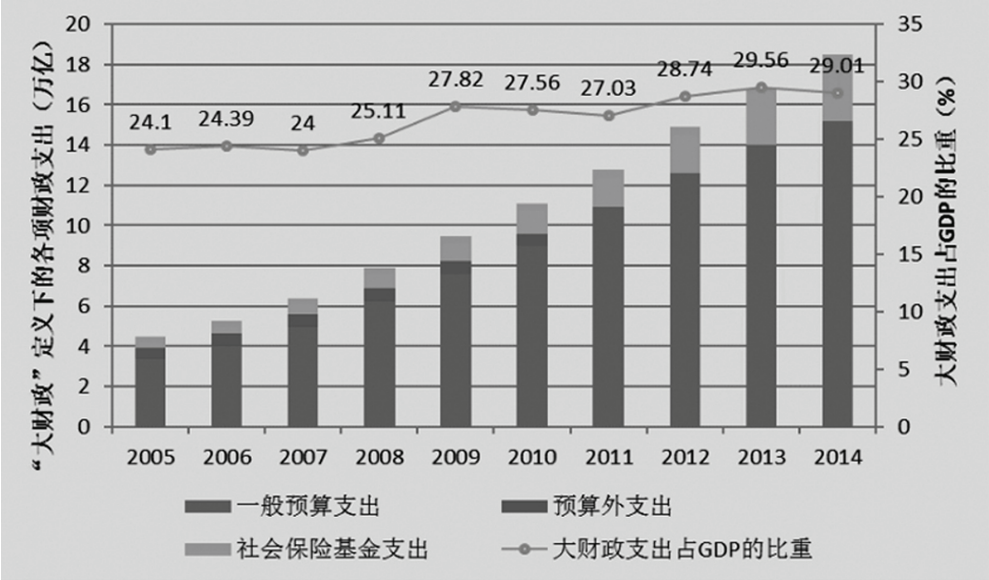


图 4　“大财政”定义下的财政支出及其占 GDP 的比重

数据来源：《中国统计年鉴》



图 5　中国大财政支出占 GDP 的比重与美国政府支出占 GDP 的比重

数据来源：中国，《中国统计年鉴》；美国，OECD Statistics，US general government expenditure，US GDP

(二)收入结构

税收收入是宏观经济调控和收入再分配的重要工具。和其他国家相比,中国的税收结构较为独特。间接税(增值税和营业税)占税收收入的主要部分,个人所得税所占比重较低。以2013年为例,增值税、营业税和消费税占"大财政"定义下税收收入的比重高达37.2%,远远超过美国的17.3%,也高于OECD国家的平均水平32.2%。而我国个人所得税的比重仅为4.5%,不仅远远低于美国的38.6%,也低于OECD国家的平均水平25.7%。

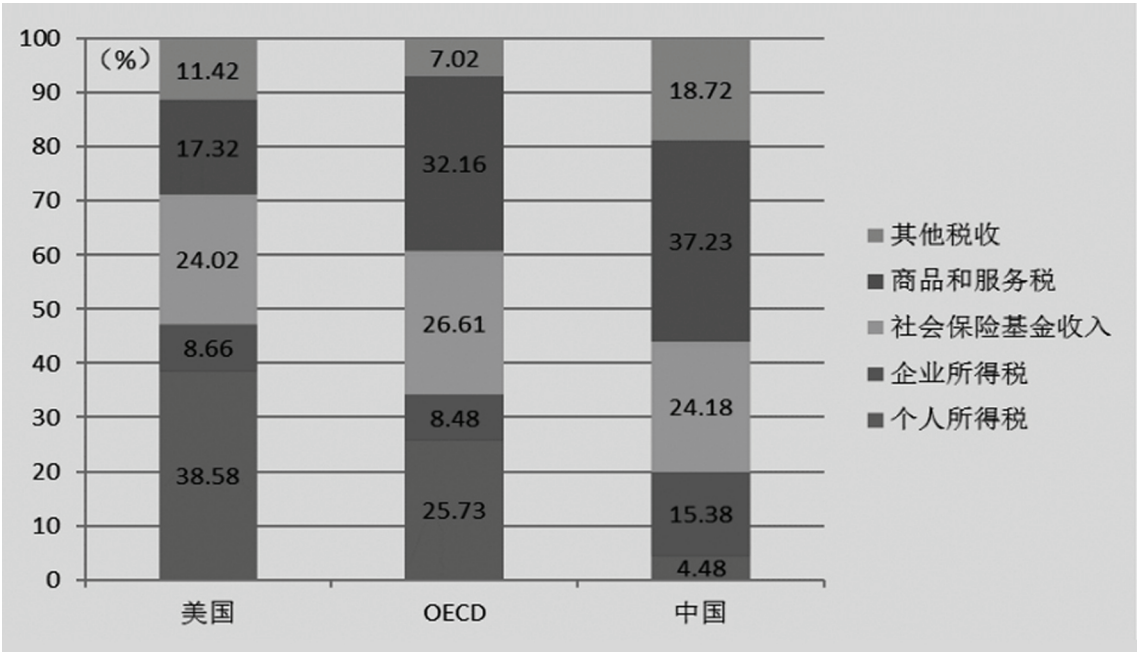


图6　中国、美国和OECD各国平均的税收结构比较(2013年)

数据来源:OECD,Revenue Statistics 1965—2015;中国,《中国统计年鉴2014》

从全球范围看,我国个税的规模及其占GDP的比重较低。以美国为例,2005年至2014年期间,个人所得税占GDP的比重都超过了6%,个别年份甚至超过了8%。中国的个人所得税占GDP的比重在这十年间维持在1.1%至1.3%之间。导致个税筹资功能不彰的原因是多方面的:富人逃税被广泛认为是主要因素,税务部门征管能力低下导致的税收流失也是个现实问题。

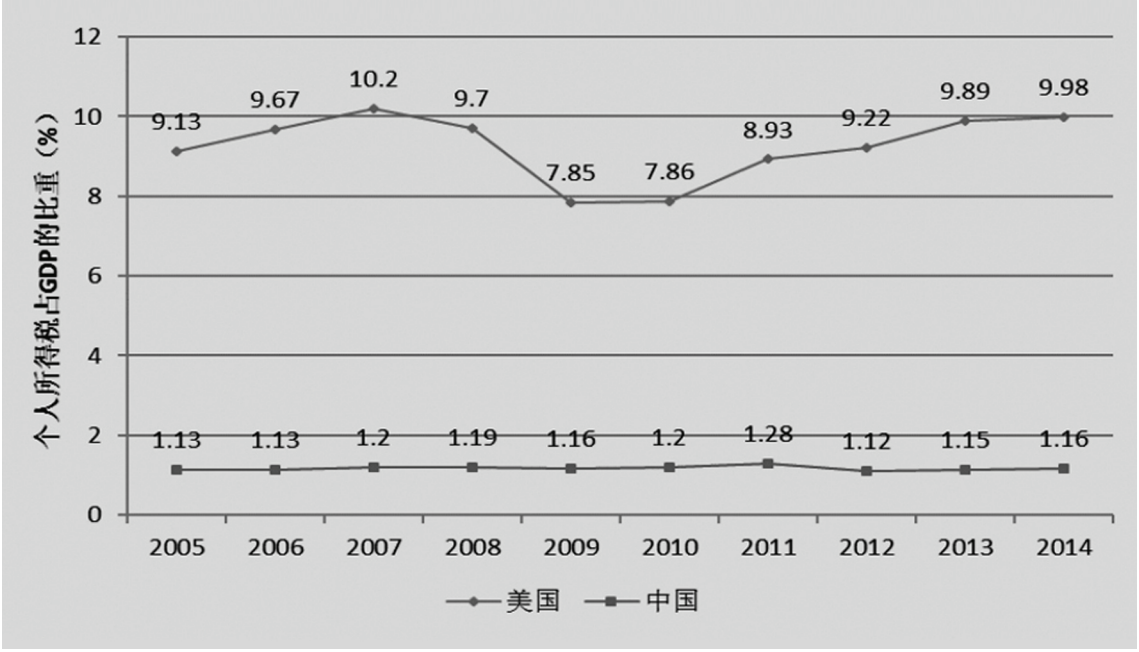


图 7　中国与美国个人所得税占 GDP 的比重

数据来源：中国，《中国统计年鉴》；美国，OECDstat_Public Sector，Taxation and Market Regulation_Taxation_Revenue Statistics；OECDstat_National Accounts_Annual National Accounts_Main Aggregates_GDP

2005 年，我国企业所得税占 GDP 的比重与美国相当，2008 年金融危机后，企业所得税占 GDP 的比重有所降低（而美国受金融危机的影响严重，企业所得税占 GDP 的比重大幅下降），从 2010 年起，企业所得税占 GDP 的比重稳步提高，仅在 2014 年有所下降。

将我国的社会保险基金收入与美国政府的社会保障收入（Social Security Contributions）进行比较，2011 年以前，我国社会保险基金收入占 GDP 的比重低于美国社会保障收入占 GDP 的比重，2011 年以后基本相当，2014 年达到 6.26%。

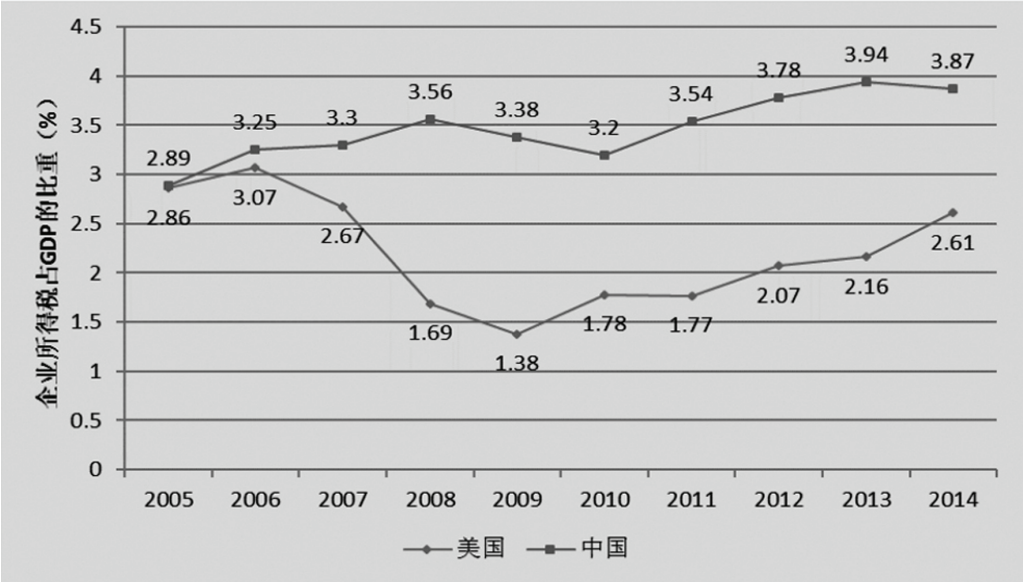


图 8　中国与美国企业所得税占 GDP 的比重

数据来源：中国，《中国统计年鉴》；美国，OECDstat_Public Sector，Taxation and Market Regulation_Taxation_Revenue Statistics；OECDstat_National Accounts_Annual National Accounts_Main Aggregates_GDP

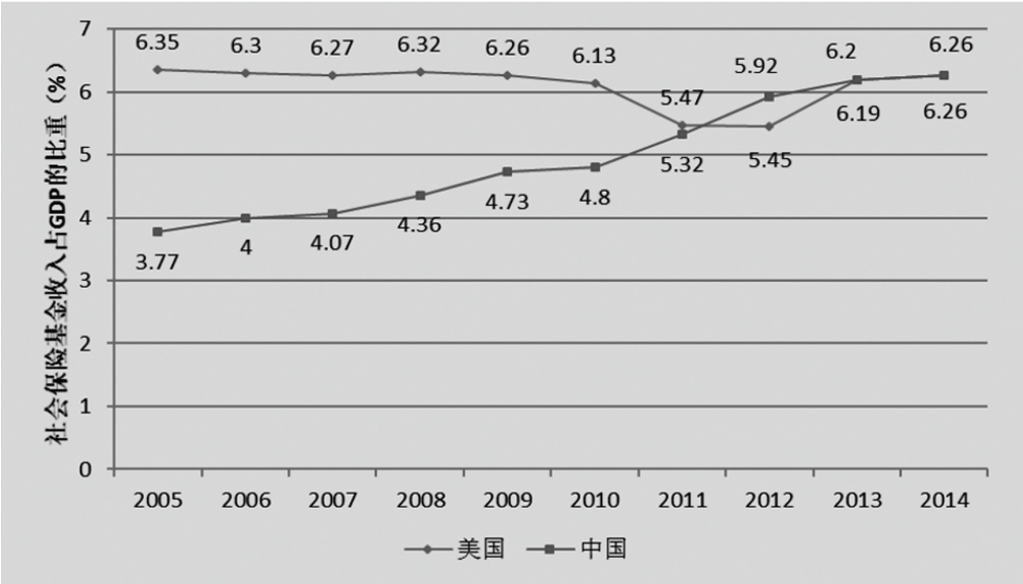


图 9　中国与美国社会保险基金收入占 GDP 的比重

数据来源：中国，《中国统计年鉴》；美国，OECDstat_Public Sector，Taxation and Market Regulation_Taxation_Revenue Statistics；OECDstat_National Accounts_Annual National Accounts_Main Aggregates_GDP

（三）支出结构

我国政府支出的结构中，教育支出、医疗支出以及社会保障性支出所占比重较低，且我国政府支出项目中具反衰退作用的支出所占比重过小。2014 年，国防、医疗、教育、社会保障等支出在美国公共部门的支出总额中已经占到了 69.22％的份额[①]，但在我国的公共部门支出中，国防支出、教育支出、医疗卫生与计划生育支出、社会保障和就业支出、社会保险基金支出占大财政支出的比重仅为 49％。而用于经济建设和行政管理的费用则占了我国公共部门支出的很大一部分[②]。

2007 年财政统计口径变更后，医疗卫生支出主要指政府医疗卫生方面的支出，包括医疗卫生管理事务支出、医疗服务支出、医疗保障支出、疾病预防控制支出、卫生监督支出、妇幼保健支出、农村卫生支出等。从 2007 年至 2014 年，政府的医疗卫生支出占 GDP 的比重不断提高，7 年间医疗卫生支出占 GDP 的比重提高了一倍多。

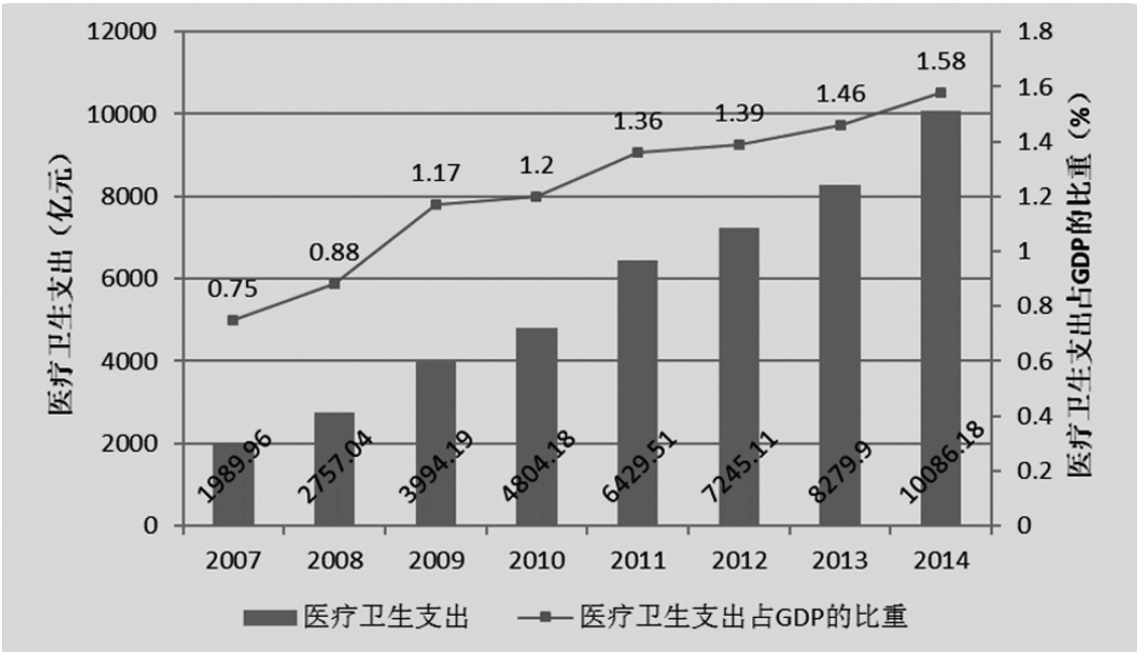


图 10　医疗卫生支出及其占 GDP 的比重

数据来源：国家统计局

① 数据来源：OECD Statistics，National Accounts，Annual National Accounts. http://stats.oecd.org/

② 数据来源：《中国统计年鉴》

世界银行数据库 World Development Indicator 中，中美两国公共部门的健康支出占 GDP 的比重如图 11 所示，十年间，我国公共部门的健康支出占 GDP 的比重虽然有所提高，但仍然远低于美国，不到美国的二分之一。

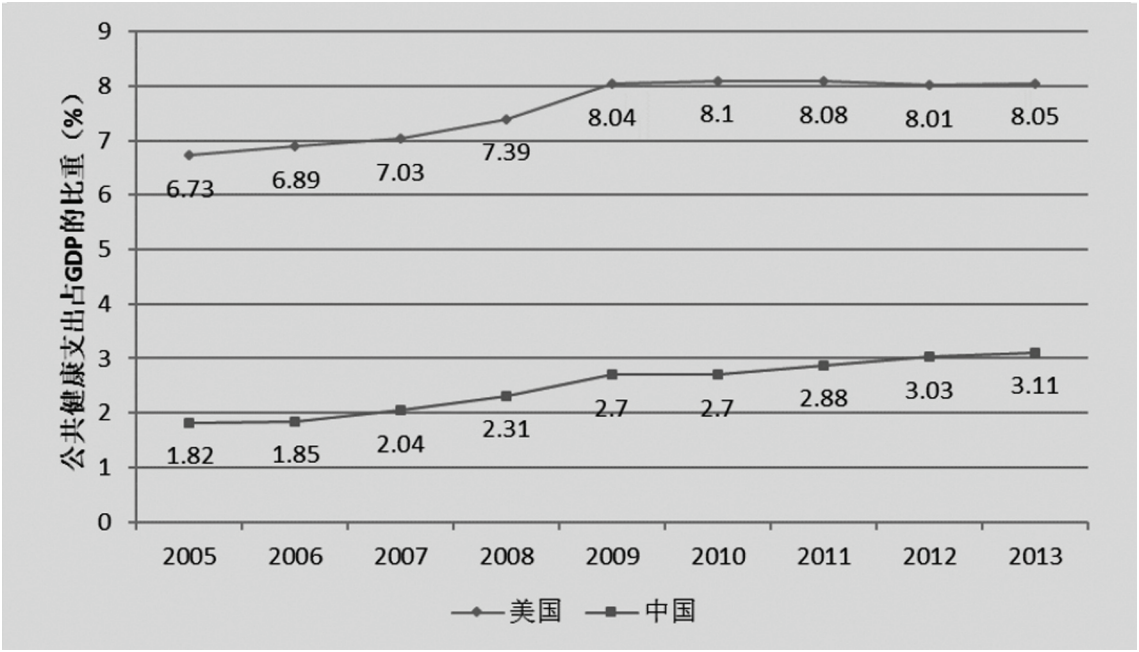


图 11　中国与美国公共健康支出占 GDP 的比重

数据来源：World Development Indicator，Health expenditure，public（% of total health expenditure），Health expenditure，total（% of GDP）

政府的教育支出主要指政府教育事务支出，包括教育行政管理、学前教育、小学教育、初中教育、普通高中教育、普通高等教育、初等职业教育、中专教育、技校教育、职业高中教育、高等职业教育、广播电视教育、留学生教育、特殊教育、干部继续教育、教育机关服务等。从 2007 至 2012 年，我国的公共教育支出占 GDP 的比重不断提高，但从 2012 年开始，比重不断下降。与 OECD 国家相比，我国的公共教育支出水平也较低，低于法国、美国、韩国等国家。与美国相比，我国公共教育支出占 GDP 的比重较低，不足美国的三分之二。

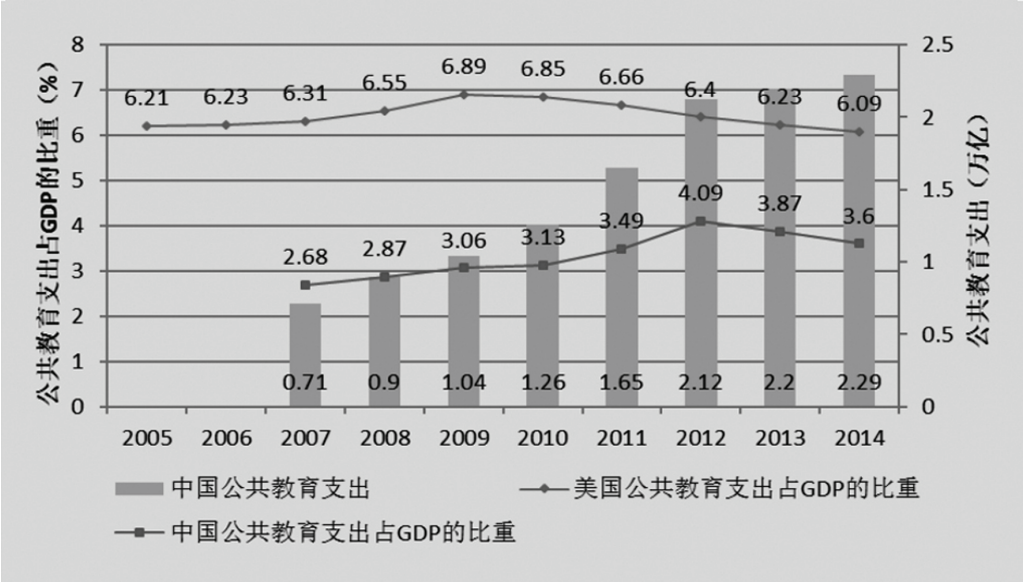


图 12　中国公共教育支出及中美两国公共教育支出占 GDP 的比重(%)

数据来源：中国，《中国统计年鉴》——财政，教育支出；美国：OECD Statistics，National Accounts，General Government Expenditure，Education Expenditure

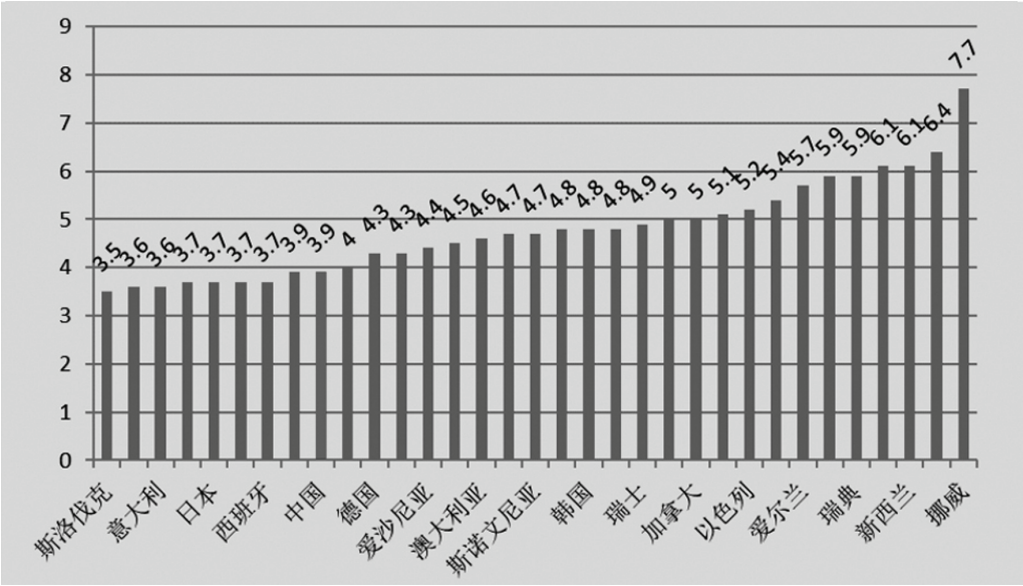


图 13　公共教育支出占 GDP 的比重(%)

数据来源：中国，《中国统计年鉴》；其他国家，OECD Statistics，Education and Training

国防支出方面，政府国防支出的绝对量的平缓增长，占 GDP 的比重持续维持在 1.3%左右。世界银行 World Development Indicator 中，我国军费开支占 GDP 的比重稳定在 2%左右，低于美国的军费开支占 GDP 的比重。

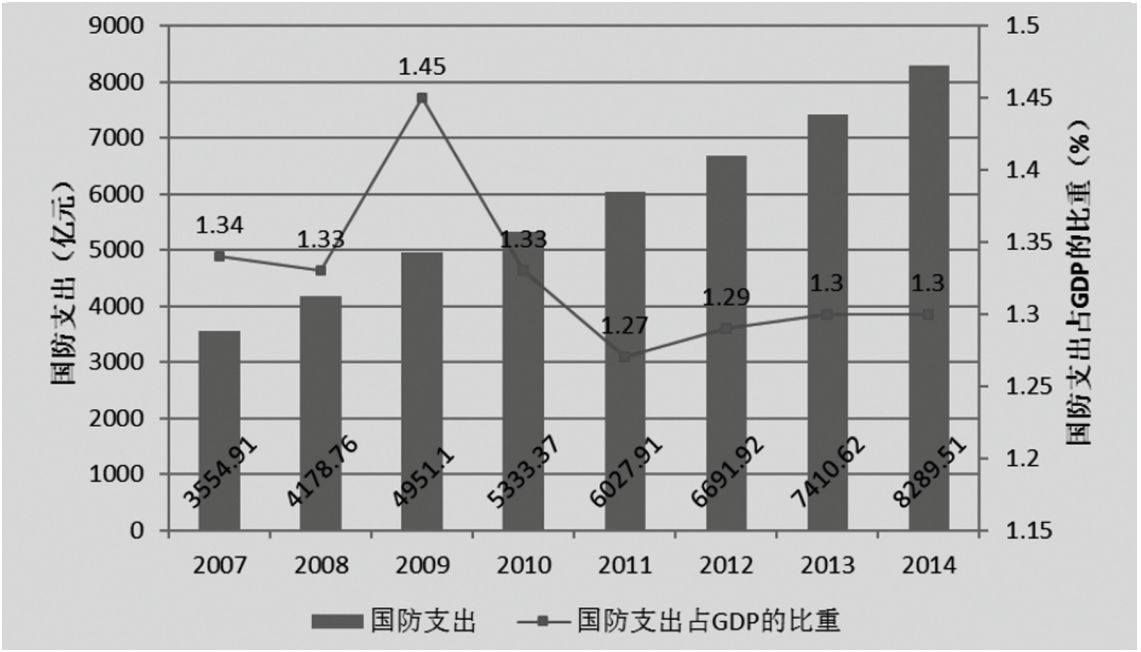


图 14　国防支出及其占 GDP 的比重(%)

数据来源：国家统计局

在大财政口径下，我国政府的社会保障支出主要包括两部分，一部分是一般财政预算支出中的社会保障和就业支出，主要指政府在社会保障与就业方面的支出，包括社会保障和就业管理事务、民政管理事务、财政对社会保险基金的补助、补充全国社会保障基金、行政事业单位离退休、企业改革补助、就业补助、抚恤、退役安置、社会福利、残疾人事业、城市居民最低生活保障、其他城镇社会救济、农村社会救济、自然灾害生活救助、红十字事务等。另一部分是社会保险基金支出。从 2005 年至 2014 年，社会保障和就业支出与社会保险基金支出占 GDP 的比重都不断提高，其中社会保险基金支出增长较快，2014 年已达到 GDP 的 5.19%。

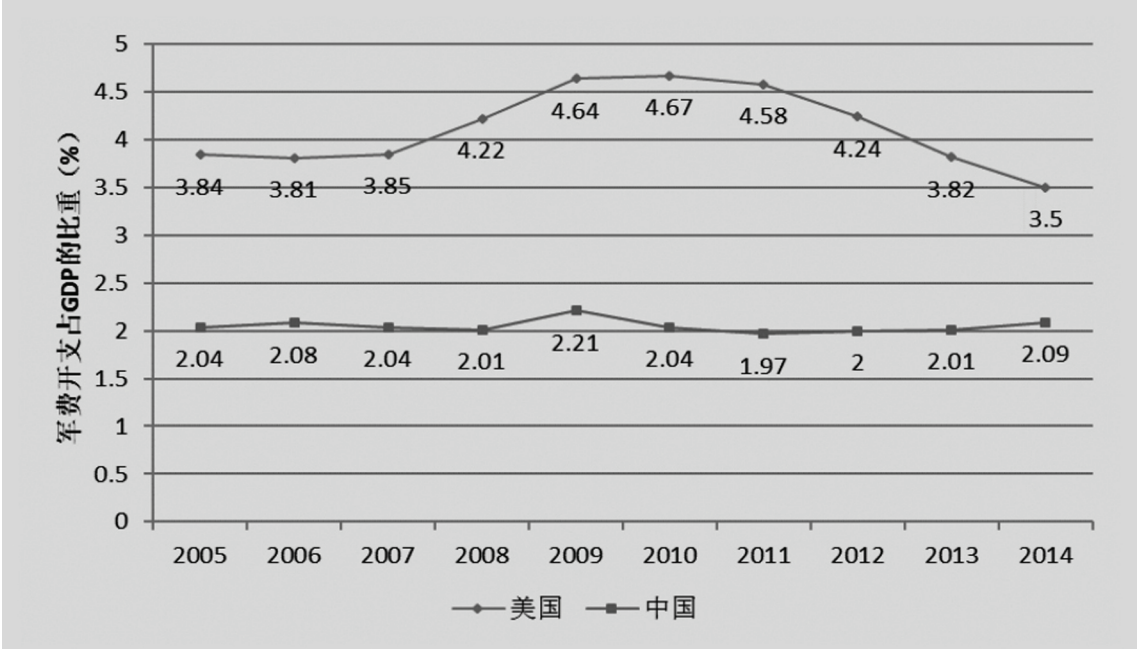


图 15　中国与美国军费开支占 GDP 的比重

数据来源：World Bank Indicator，Military expenditure（% of GDP）

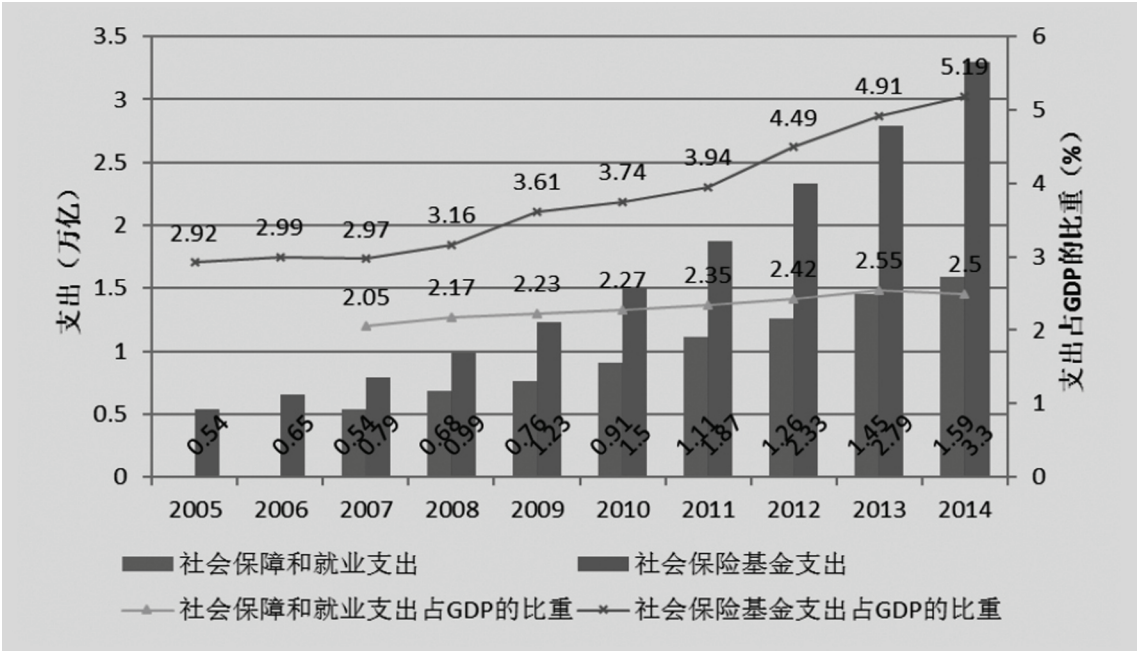


图 16　社会保障和就业支出、社会保险基金支出及其占 GDP 的比重

数据来源：国家统计局

补贴是国家调节经济的一种主要手段，也是财政支出的重要部分。补贴是指一系列政府对于经济活动的干预行为。狭义上看，补贴是指政府直接对生产者或消费者的转移支付或税收减免，以促进该领域产品的生产或使用。补贴有以下优点：(1)有效调节社会供求平衡，作为一种积极地刺激方式以维护宏观经济稳定；(2)作为一种解决市场不完美的工具，使资源配置更加优化；(3)配合自然垄断领域行业的价格管制机制和普遍服务等，为人民提供更好的社会福利；(4)作为产业结构优化调整的促进手段，扶持未来具有发展潜力或社会福利效应的行业。但补贴政策也有一些缺点，比如巨大的转移支付给财政带来很大的压力，且不恰当的补贴容易滋养一些本身没有竞争力、应当淘汰的企业，不利于产能淘汰和结构升级。

2008－2015 年间，中国政府给与上市公司的补贴资金额度巨大，且上升速度飞快，年均增速接近 100%，每年提高的绝对额都达到几百亿元。这部分补贴占大财政支出的比重也保持上升态势，从 2008、2009 年的不足 0.1%上升到了 2014 年的接近 0.7%。从补贴额的分布上来看，大多数补贴都流向了国有企业。许多大型的国有企业比如中石油、中石化、中铝等，每年都从财政得到巨额补贴。例如 2015 年，“中石油”得到政府补贴 79 亿元，中石化得到 50 亿元，中国远洋 42.7 亿，东安航空 41 亿元。当年获得补贴最多的前十家上市公司中，中国石油、中国石化、中国远洋、东方航空、农业银行、上汽集团、江淮汽车、南方航空、长江电力、中国核电都是国有企业。

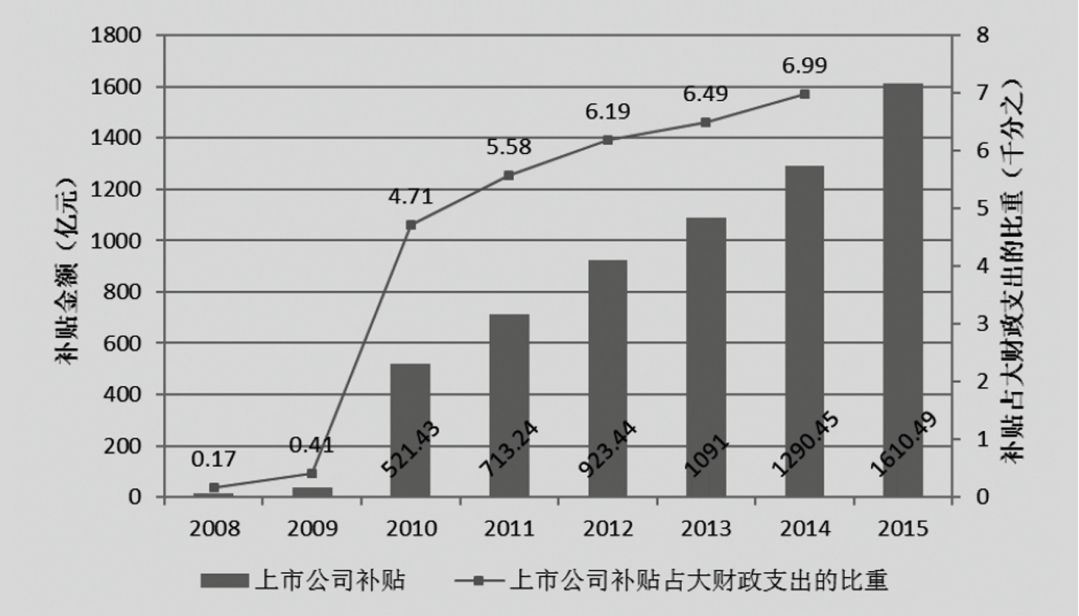


图 17　上市公司获得补贴数额及其占大财政支出的比重

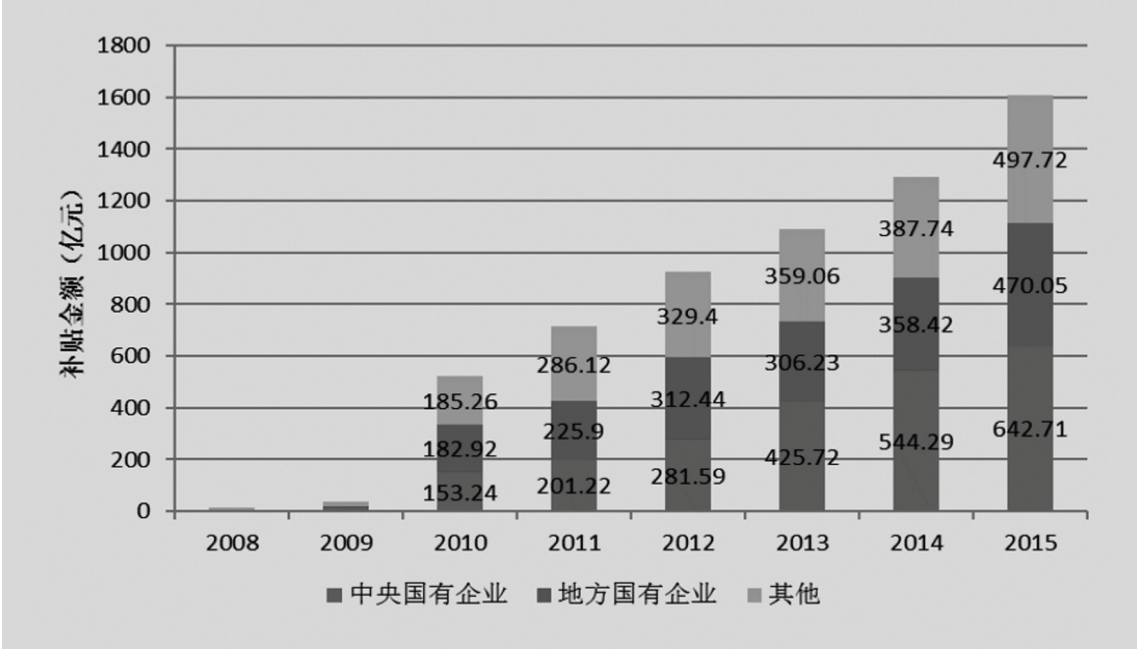


图 18　上市公司补贴在中央国有企业、地方国有企业及其他企业间的分布

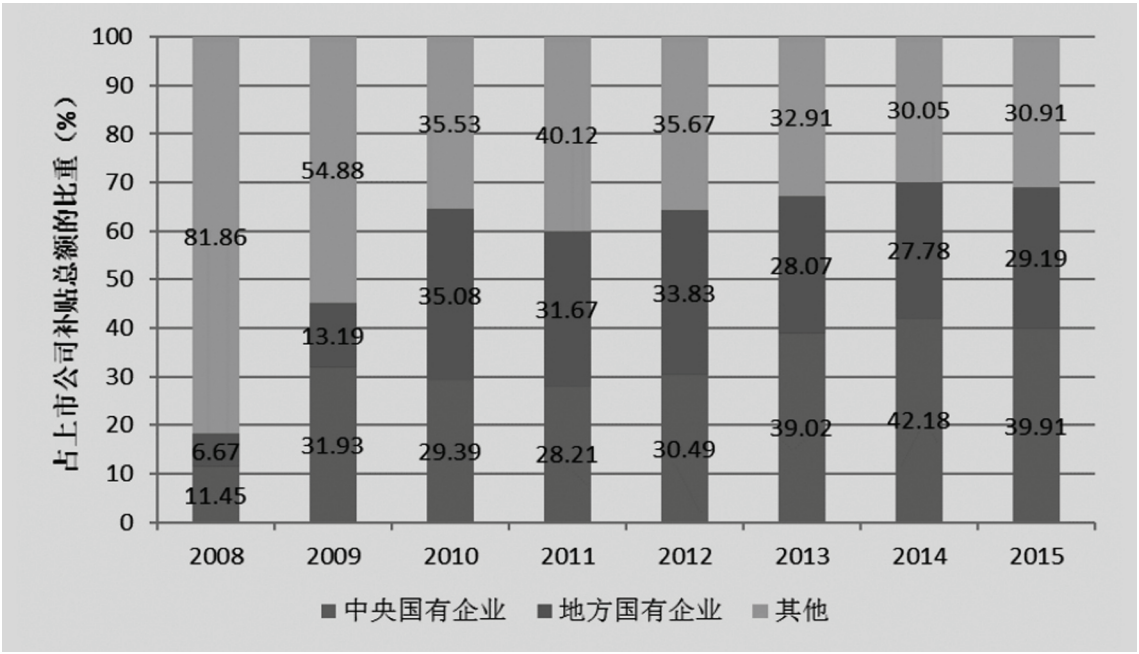


图 19　上市公司补贴结构

除此之外，补贴的集中度也比较高。2015 年获得补贴额度在 10 亿元以上的企业共有 26 家，而所有获得补贴的企业共计 2756 家。然而这前 26 家企业得到的

总补贴额度高达588.7亿元，占所有上市企业获得补贴额度的36.6%。国有企业本身肩负着提供普遍服务、承担社会责任的任务，且由于隶属于国家，需要配合国家的大政方针，发生一些政策性的亏损经营行为，因此许多得到了政府的财政补贴。但国有企业本身存在激励不足、效率低下的特点，对大型国有企业的补贴可能导致效率进一步的不足，而节省下来的财政资源可以补贴更有活力的民营企业或使用于其他领域。

从行业上看，上市公司的补贴集中在制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，采矿业这几个版块。以2014年为例，当年上市公司得到补贴总数为1290亿元，其中制造业企业得到639亿元，占到49.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业得到114亿，占比8.8%，交通运输、仓储和邮政业得到142亿，占比11.0%，采矿业得到175亿，占比13.6%。

出口退税是对报关出口货物退还在国内各生产环节和流通环节按税法规定缴纳的增值税和消费税或免征应纳税额，是国际贸易中通常采用并为各国接受的、目的在于鼓励各国出口货物公平竞争的一种税收措施，也是一国进行出口宏观调控的重要手段。出口退税方面，占大财政支出的比重大概在6～7%，规模已经超过1.2万亿元。出口退税占出口总额的比重也在15－17%之间，这一比重相当大，超过了许多行业的平均利润率。

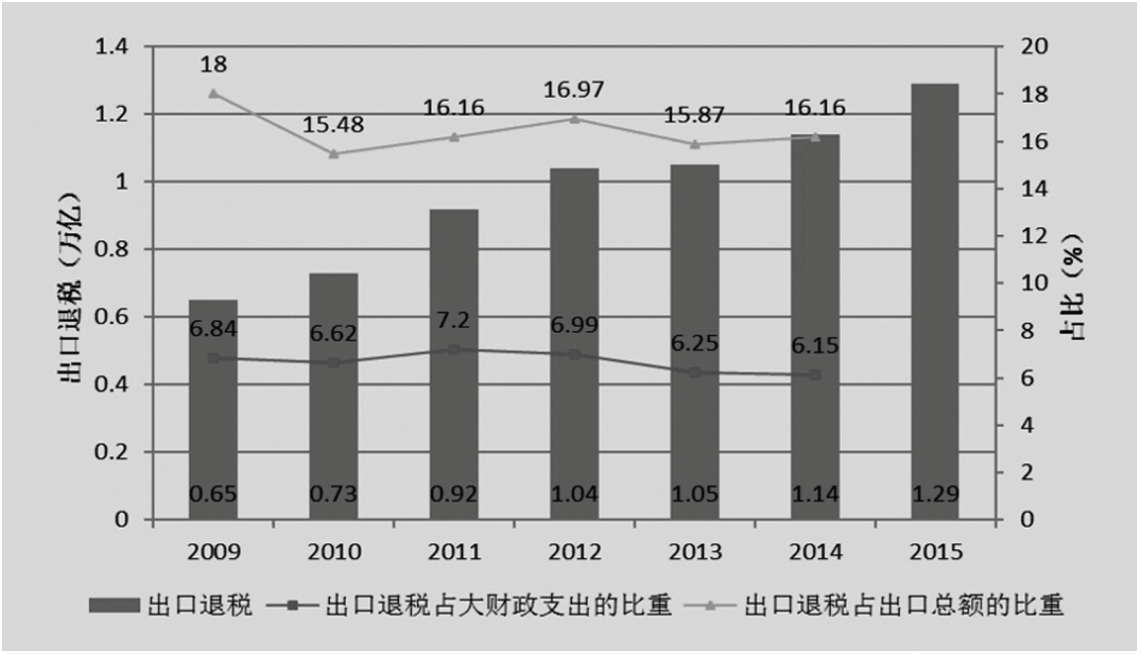


图20　出口退税及其占大财政支出和出口总额的比重

出口退税遍布各类出口企业，对于中小型非上市企业同样受用。每年中国政府给予企业的财政补贴总体规模可能在10%以上。而贸易额的攀升和退税额的上升是同步的，每年如此巨大的出口退税对于稀缺的政府财政资源是巨大的挑战，且出口退税降低了生产者的成本，有利于出口商降低价格赢得海外市场，这就意味着我们的财政补贴一部分补给了外国消费者。另外我国经济对外依存度已经很高，出口退税政策进一步提高经济对外依存，国外经济波动对国内经济发展和就业影响很大，使得我国企业陷入被动格局。除此之外，和上市公司直接补贴一样，出口退税政策同样可能助长一些应当淘汰、不具有竞争力的企业，甚至成为某些企业的主要利润来源。财政补贴影响了价格信号，让具有落后产能的企业在市场上生存，从而导致资源配置不合理。

投资是拉动经济增长的重要因素之一，当消费、净出口增长相对稳定时，要保持经济快速增长，投资增长发挥了主要的拉动作用。固定资产投资是形成物质生产的基础，本身就具有双重性，即对生产构成需求，又能增加生产能力，从而增加供给，因此对经济增长也有需求效应和供给效应这双重效应。

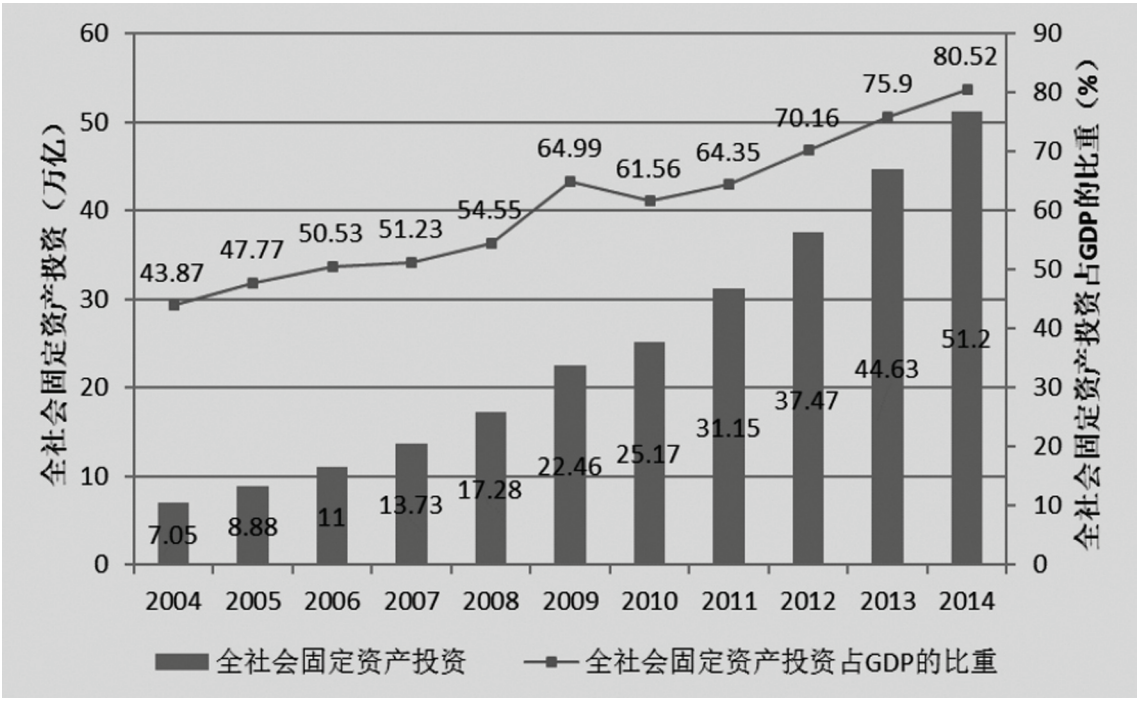


图21　全社会固定资产投资总额及其占GDP的比重

从2004年－2014年这10年中，我国固定资产投资一直处于稳步增长的趋势，同时占GDP的比重也在逐年增加，尤其是在经济下行的年份，如2008年金融危机后，财政资金对固定资产投资的支持力度明显加大。可以说，固定资产投资是我国维持经济稳定增长的一把利器，当经济处于波动或下行的时期，通过增加财政支出中固定资产投资的预算资金，扩大投资，以引导社会资金流向，保证经济稳定。

从总量上看，我国在这十年间的全社会固定资产投资额与GDP总量保持同步增长，且固定资产投资在GDP中的占比一直处于稳定增长的状态，从2004年的44%增长至2014年的80.5%，尤其是在金融危机后，为了阻止经济持续下滑，固定资产投资有较大幅度的增长，2008年至2009年间其占GDP的比重增长了约10个百分点。

从结构上看，我国全社会固定资产投资仍是以制造业和房地产业为主而且两者的波动有较高的一致性特征。如图所示，在2004－2014年间，固定资产投资中制造业和房地产业的投资有大幅增长。2004年时，二者投资额之和占到固定资产投资总额的50%左右；到2014年，尽管在其他行业中的固定资产投入额，如公共设施建设，社会服务科教文卫事业等投资都有较快速的增长，但其总额仍然远低于房地产业和制造业的投资额，二者的投资之和约占到固定资产投资总额的80%左右。

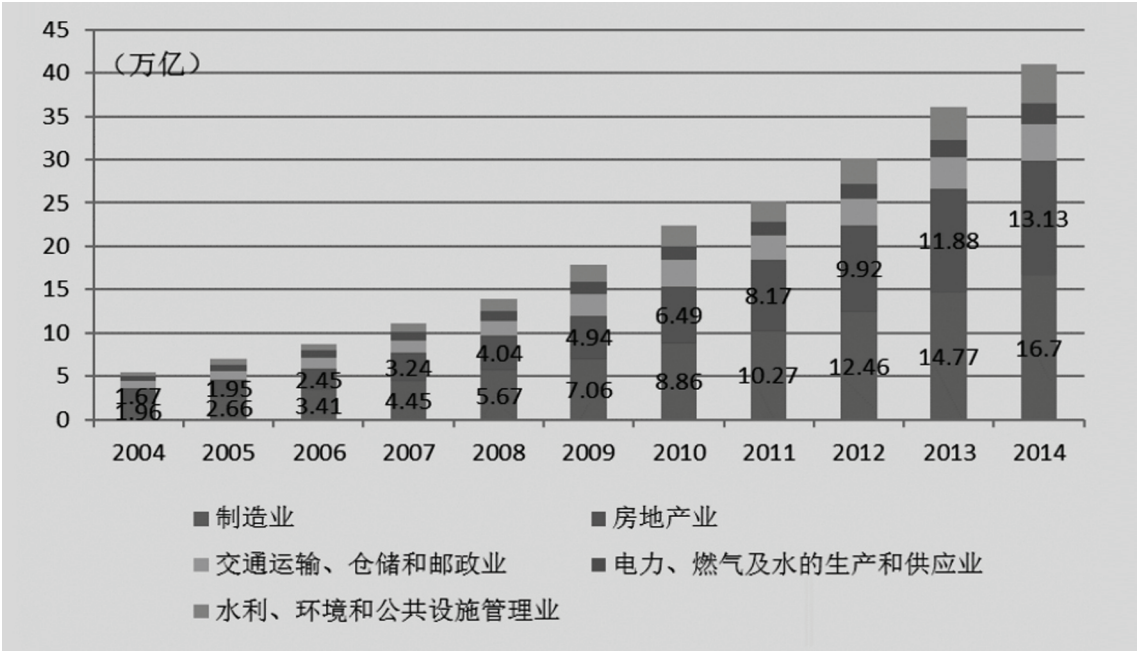


图22　固定资产投资中投资额排名前五的行业

从资金来源上看，受全球经济形势的影响，我国对固定资产投资中对外资的利用在2004－2014年间有小幅波动。2004－2008年间，我国对外资的使用量有一定的增长，并在2008年达到峰值(5311.9亿元)；但从2009年起，对外资的使用开始有一定波动，并在2011年后连续三年呈下降趋势。外资的使用占全社会固定投资的比例也从2004年的4.4%降至2014年的0.7%。

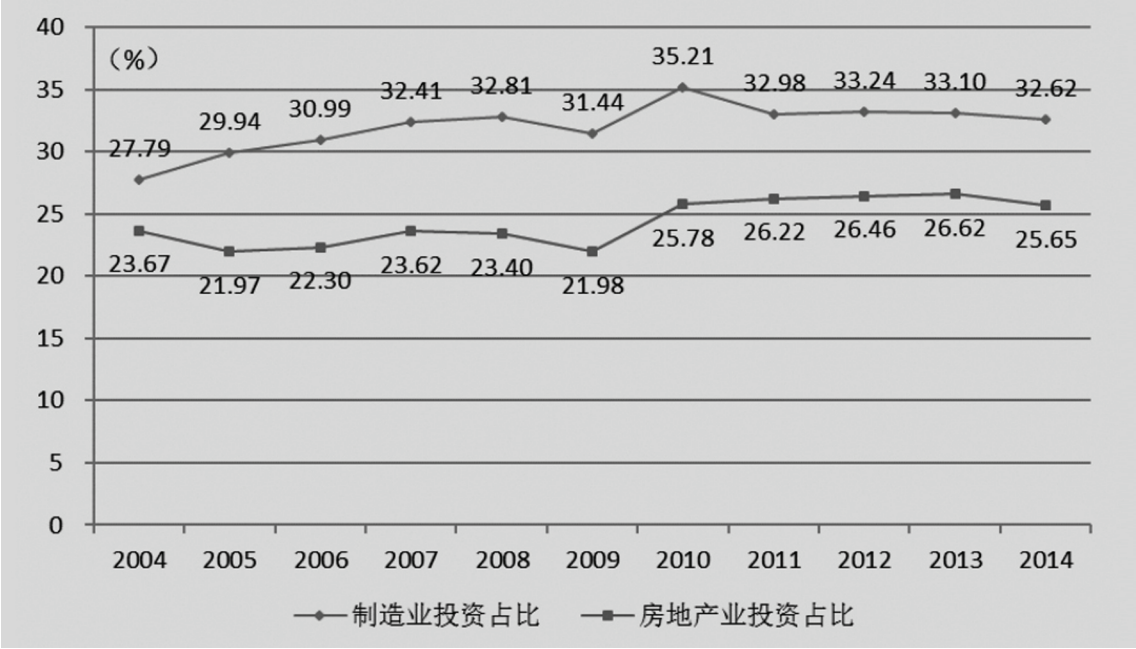


图23　制造业、房地产业投资占固定资产投资的比重

全社会固定资产投资中的自筹和其他资金仍是投资主力，且比例逐年增加，到2014年，其占比已高达81%，资金总量也从2004年的54236亿元增长至447461亿元，增加了近8倍。国内贷款和国家预算内资金额也处于逐年增加的态势，其中，国内贷款增加了5倍，国家预算内资金增加了近8倍。但由于自筹资金额增加幅度较大，二者的占比没有显著变化甚至有缩小的趋势。

GDP增速是衡量经济发展的核心指标，我国围绕着经济运行的实际状况实行相机抉择的财政政策。如图所示，为了保证经济平稳增长，我国固定资产投资增速随着财政支出的改变而改变，且波动幅度巨大。而根据不同时期经济运行状况的不同，固定资产投资预算内资金占财政支出的比重也随着财政政策的变化而变化，以维持GDP的适度增长。

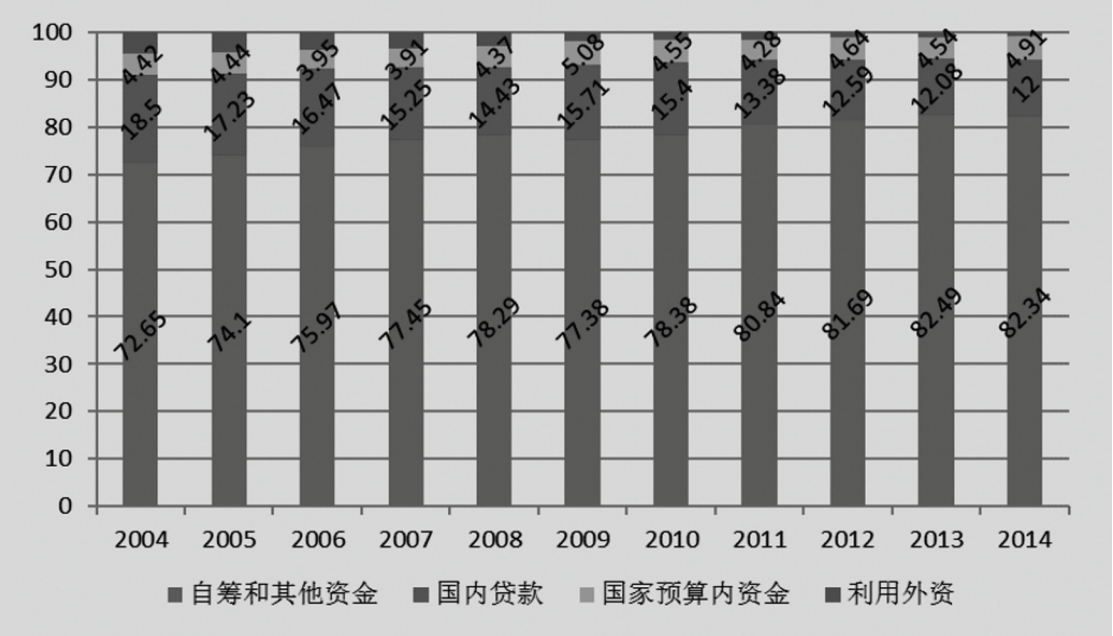


图 24　全社会固定资产投资的资金构成(%)

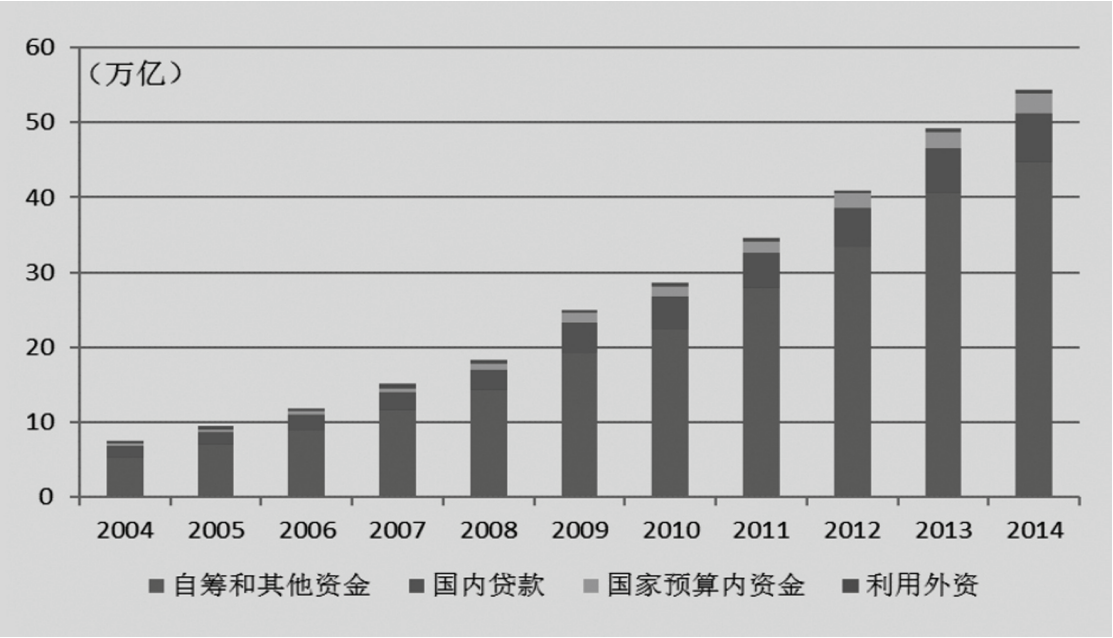


图 25　全社会固定资产投资资金来源(万亿)

在 2005 年前,我国连续 7 年实行积极的财政政策,GDP 快速增长,财政支出和固定资产投资额也同样快速增长。在 2005－2007 年,为了缓解结构性矛盾,我国实行稳健的财政政策,即财政政策对总需求既不扩张也不收缩。此时尽管 GDP 增

长较快，财政支出在05、06两年的增速保持不变，仍为19.1%，社会固定资产投资预算内资金占财政支出的比重也基本保持不变，全社会固定资产投资增速还呈现出一定的下降趋势。由于2007年我国GDP增速高达14.2%，为了防止经济过热，我国在2007、2008年实行适度偏紧的财政政策以紧缩需求，固定资产投资增长过快的势头有所回落，财政赤字减少。

2008年受国际金融危机的冲击，GDP增速连续2年下跌至10以下，为了消除危机的负面影响，防止经济滑入长时间下行的轨道，我国抛出4万亿的经济刺激计划，在2009年，财政政策的首要任务是保持经济平稳较快发展，同年，全社会固定资产投资增速冲破30.0%。但短期内资金的大量释放也在一定程度上透支了未来的投资增长潜力，于是在2010年，我国财政支出增速和固定资产投资增速都有较大幅度的下降，固定资产投资增速降低了一半以上，仅为12.1%。但09年支出和投资的大幅增加也对拉动中国经济复苏产生了重要作用。

2010年后我国财政政策仍是保增长，在2011年后，我国经济进入换挡减速期，增速下降，GDP增长率逐年降低，尽管财政支出增速和固定资产投资增速都随之下降，但固定资产投资预算内资金占财政支出的比重却逐年增加，这一趋势也与我国近些年实时较为积极的财政政策的情况相符。

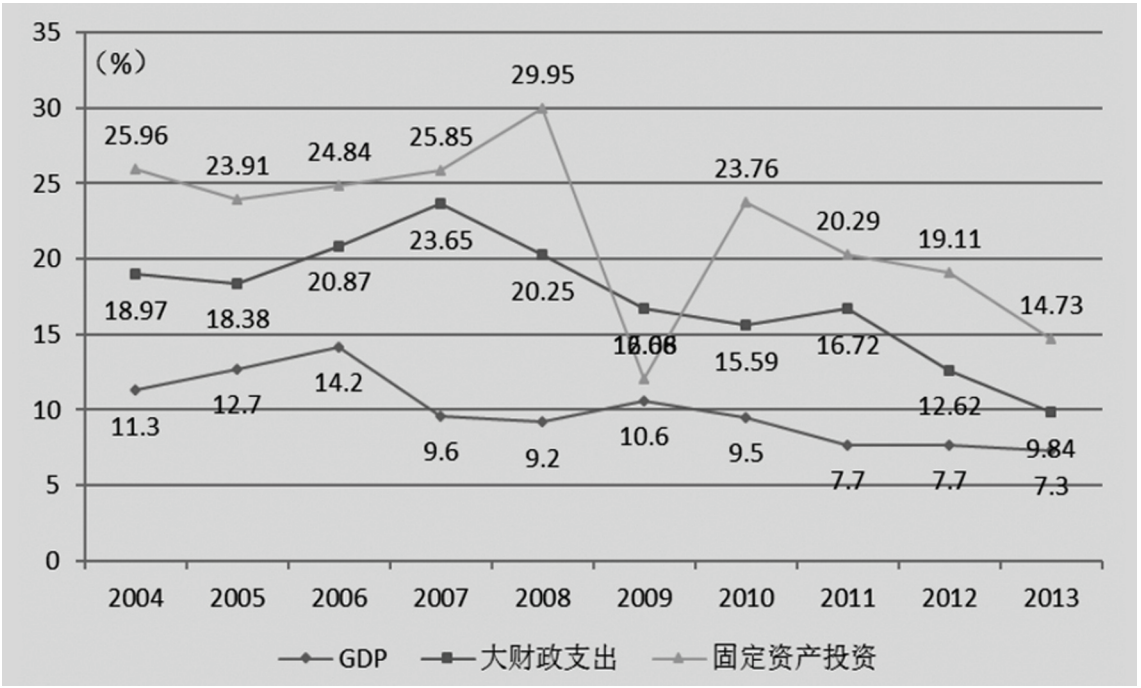


图26　GDP、大财政支出、固定资产投资增长速度

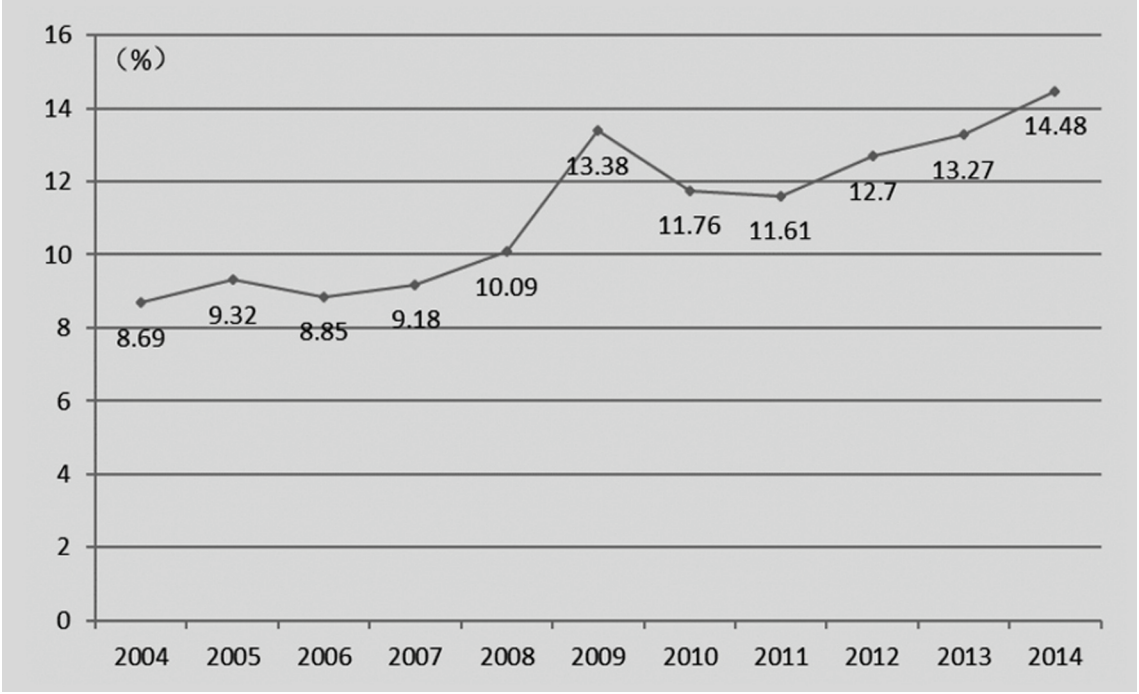


图 27　全社会固定资产投资中国家预算内资金占大财政支出的比重

(四)转移支付

转移支付是为了解决上下级政府间事权与财权不对称的纵向财力不平衡,以及同级政府间公共服务能力不均等的横向财力不平衡的一种财政制度安排。根据资金分配方式以及是否限制资金通途可以分为“一般性转移支付”与“专项转移支付”两类。

现阶段,转移支付资金分配和执行标准主要依据财政部相应年份印发的中央对地方一般性转移支付、专项转移支付管理办法来操作。简单来说,一般性转移支付主要在参考上一年各地区实际执行数的基础上按照因素法来进行核算,用公式表示为:某地区一般性转移支付=(该地区标准财政支出[①]-该地区标准财政收入)×该地区转移支付系数+增幅控制调整+奖励资金;而专项转移支付在分配上实行的是:参照上一年专项转移支付执行数,因素法与项目法相结合的方式。

根据专项转移支付是按照因素法分配资金还是项目法分配资金又可以进一步将其划分为分类拨款与项目拨款,见表 1。其中分类拨款与一般性拨款方式基本

① 关于标准收支和转移支付系数的具体计算方法,可参见具体年份《中央对地方均衡性转移支付办法》。也可参考李萍(2006)关于历年一般性转移支付算法较为详细的整理对比。

相同，地区间公共服务提供成本差异和财力差异是拨款的最主要决定因素。而项目则采取地方政府逐渐申报制，由省级政府财政部门联合省级主管部门报送财政部和中央主管部门，并有财政部会同中央主管部门按照规定组织专项转移支付资金的审核和分配工作。

表 1　　**转移支付方式分类**

	按因素法分配资金	按项目分配资金
资金不指定用途	一般性转移支付	—
资金指定用途	分类拨款(用途指定较宽泛)	项目拨款(用途指定十分明确)

广义的转移支付除了一般性转移支付和专项转移支付外，还将中央对地方的税收返还包含在内，并且早期的转移支付是以税收返还为主的。我国真正意义上大规模、现代化的转移支付制度是伴随 1994 年分税制改革出现的。分税制改革将税基稳定、征收便利的税种收归中央，极大增加了中央在财政收入当中的比重，但地方政府的支出责任并没有明显改变。于是，中央通过“税收返还”的方式弥补地方财政缺口，详见图 28，并作为对沿海地区的妥协以减少改革的阻力。因此 90 年代的转移支付主要以税收返还为主，中央虽然也引入了针对地区财力差距的一般性转移支付来弥补财力缺口，但总体规模不大，占中央收入的比重在 1995 年为 0.64%，到 2001 年也仅为 1.61%。

这一特点在近十年的转移支付制度中产生了显著变化，一方面从总量上来看，中央对地方的转移支付规模在不断扩大。如图 29 所示，从绝对上看，2015 年的转移支付总量增长为 2005 年的 5 倍。对中央而言，转移支付总量占中央总财政支出的比重已经高达 70%，是中央财政支出中最主要的项目。对地方而言，过去十年地方政府支出责任不断扩大，但地方财政收入占全国财政收入的比重增长相对缓慢，导致地方政府非常依赖中央转移支付弥补财政缺口。但值得注意的是，2009 年以后，转移支付总额增速开始下降，其占地方总财政收入的比重也在一定程度上下降。说明中央也在开始减少转移支付对地方政府行为和市场的干预。但转移支付占地方财政收入的比重总体来说仍然非常高。

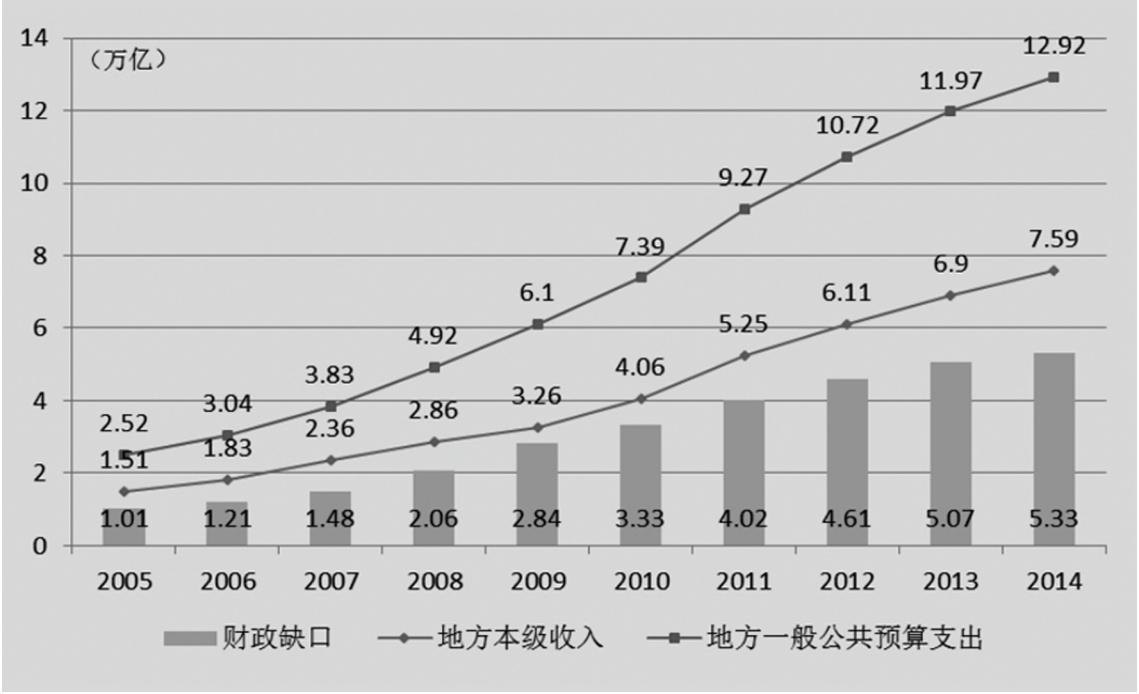


图 28　地方政府财政缺口

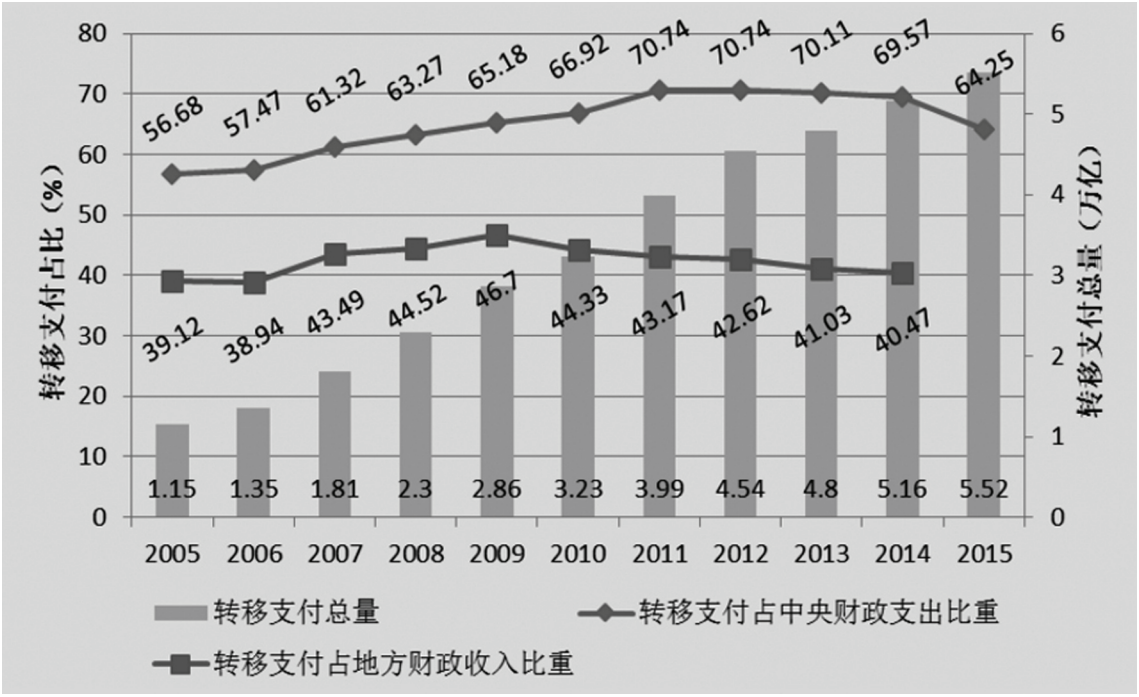


图 29　转移支付及其占中央和地方财政的比重

另一方面，从转移支付结构上，一般性转移支付占比逐渐增加，越来越成为最重要的转移支付形式。2005 年三种类型的转移支付所占比重基本相当，随着近年来我国的“西部大开发”、“振兴东北工业基地”等区域发展政策的实施，一般和专项转移支付项目数量越来越多，覆盖范围也越来越广。到 2015 年，一般性转移支付[①]所占比重已经达到 50％以上。专项转移支付占比也相对增加，但 2009 年以后占比逐步下降，2015 年占比为 39.1％，详见图 30。这是因为，近年来，中央为了增加一般性转移支付的比重，专项转移支付相应地压缩，财政部逐步把将需要较长时期安排补助经费、数额相对固定或者属于地方事权的专项转移支付，划转列入一般性转移支付。同时中央为了杜绝“跑部钱进”等现象，规范转移支付制度，也减少了专项转移支付的比重。也说明中央正在逐步减少政府财政对于市场的干预。而税收返还由于自身的计算方式，会给原本财政收入高的省份更多的资金分配，不利于的均等化地区见财力的目标，因此其占总转移支付比重从 2005 年的 33.8％下降到 9.2％。

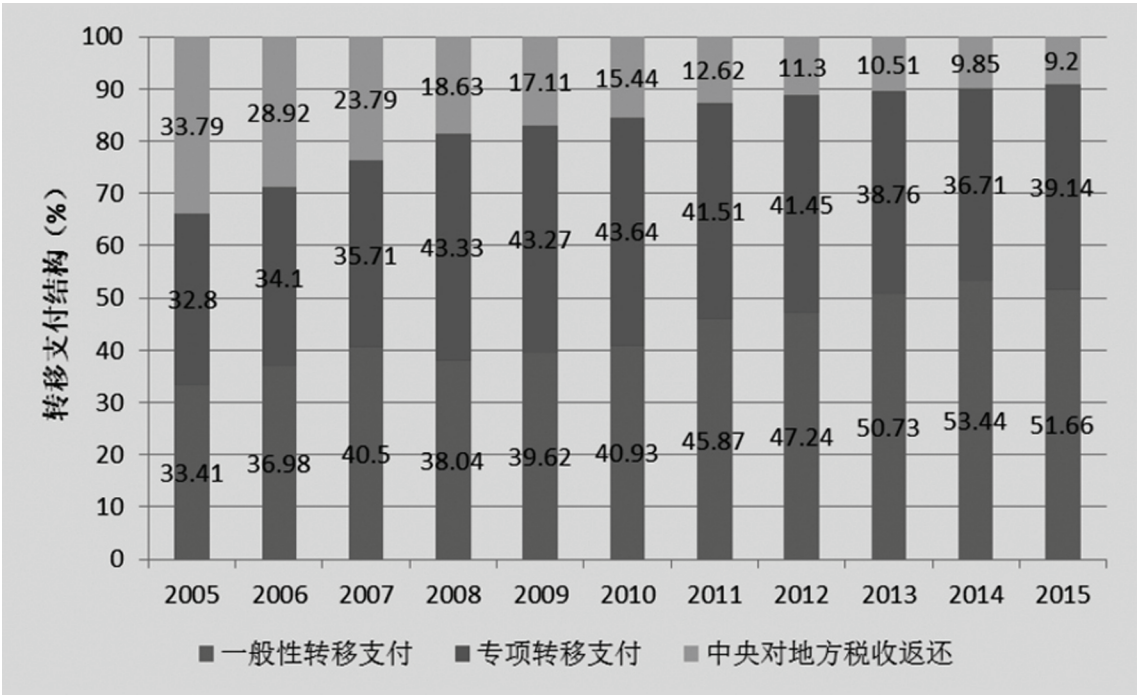


图 30　转移支付结构

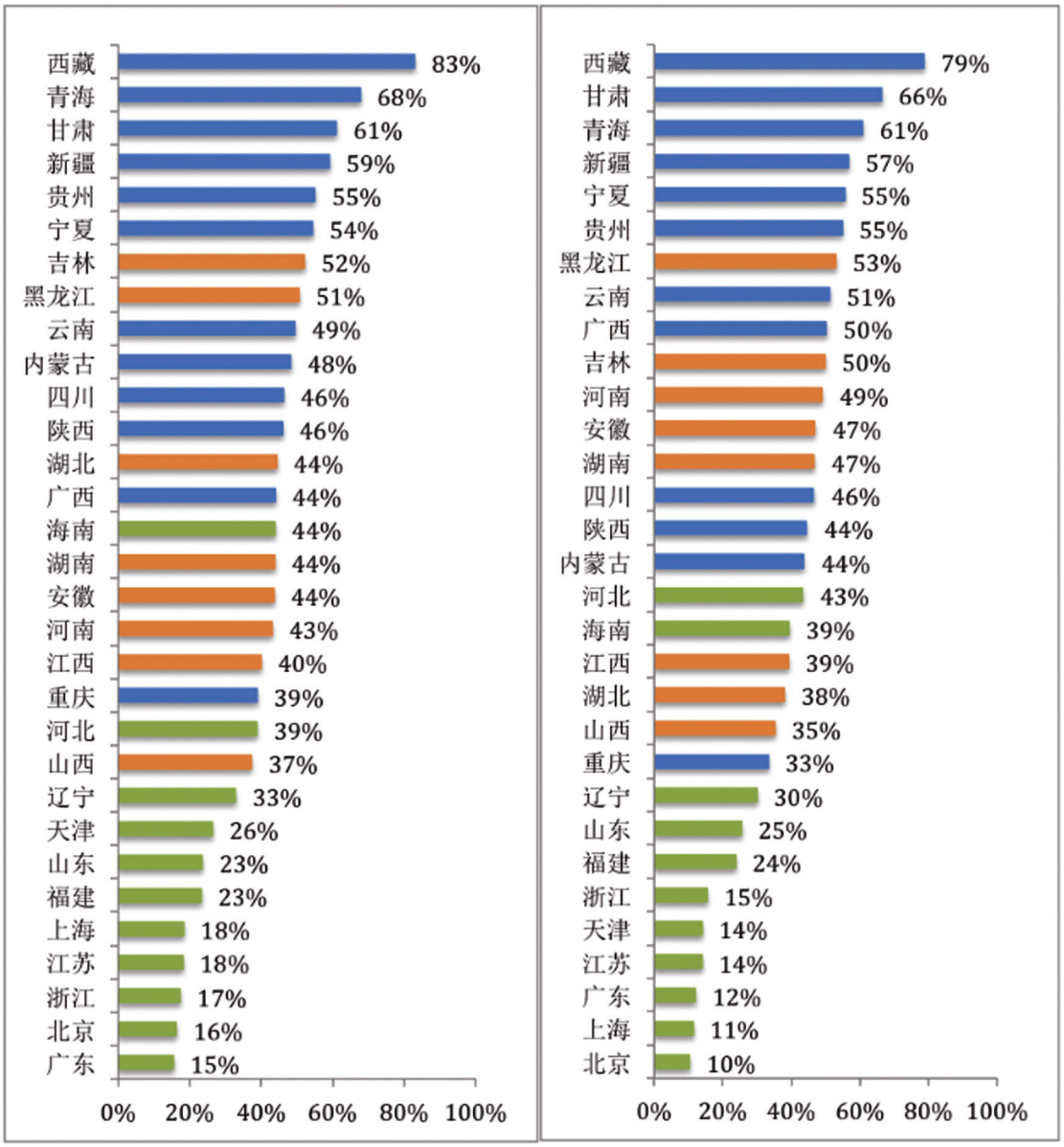
① 关于“一般性转移支付”：2002 年过渡期转移支付改为“一般性转移支付”，2009 年一般性转移支付改称为均衡性转移支付，原来的财力性转移支付相应地改名为一般性转移支付一般性转移支付。

总的来说，十年间，转移支付越来越成为我国重要财政制度安排，并且我国已经形成以均衡地区间基本财力、由地方政府统筹安排使用的一般性转移支付为主体，一般性转移支付和专项转移支付相结合的转移支付制度。根据国务院 2014 年出台的《关于改革和完善中央对地方转移支付制度的意见》，未来，中央将会继续增加一般性转移支付规模和比例，逐步将一般性转移支付占比提高到 60％以上。

对于转移支付资金的地区分布特点，无论从转移支付占财政收入比重还是从人均转移支付量来看，过去十年，中央转移支付都明显向中西部等落后地区倾斜。这主要是由于中央大力推进“西部大开发”等区域发展政策。中央政府通过纵向转移支付弥补地方财力缺口的同时，通过向中西部地区的资金倾斜来实现均衡化的作用。因此，我国的横向转移支付与纵向转移支付更像是同一事物的两个方面。同时也说明西藏、青海、甘肃等相对落后地区对中央转移支付的依赖比较严重，财政收入的 60％以上要依靠中央的补助。而东部沿海等财力水平比较高的地区得到的转移支付量也相对比较少，这说明总体上我国的转移支付还是比较发挥一定财力均等化的作用。同时对比 05 年和 14 年转移支付分配情况，详见图 31 和图 32，各地区在获得转移支付的排名上还是比较稳定的，除了广西、云南、四川等地区获得转移支付量相对增加，一定程度上说明中央在资金分配时更加向少数民族地区倾斜。[①]

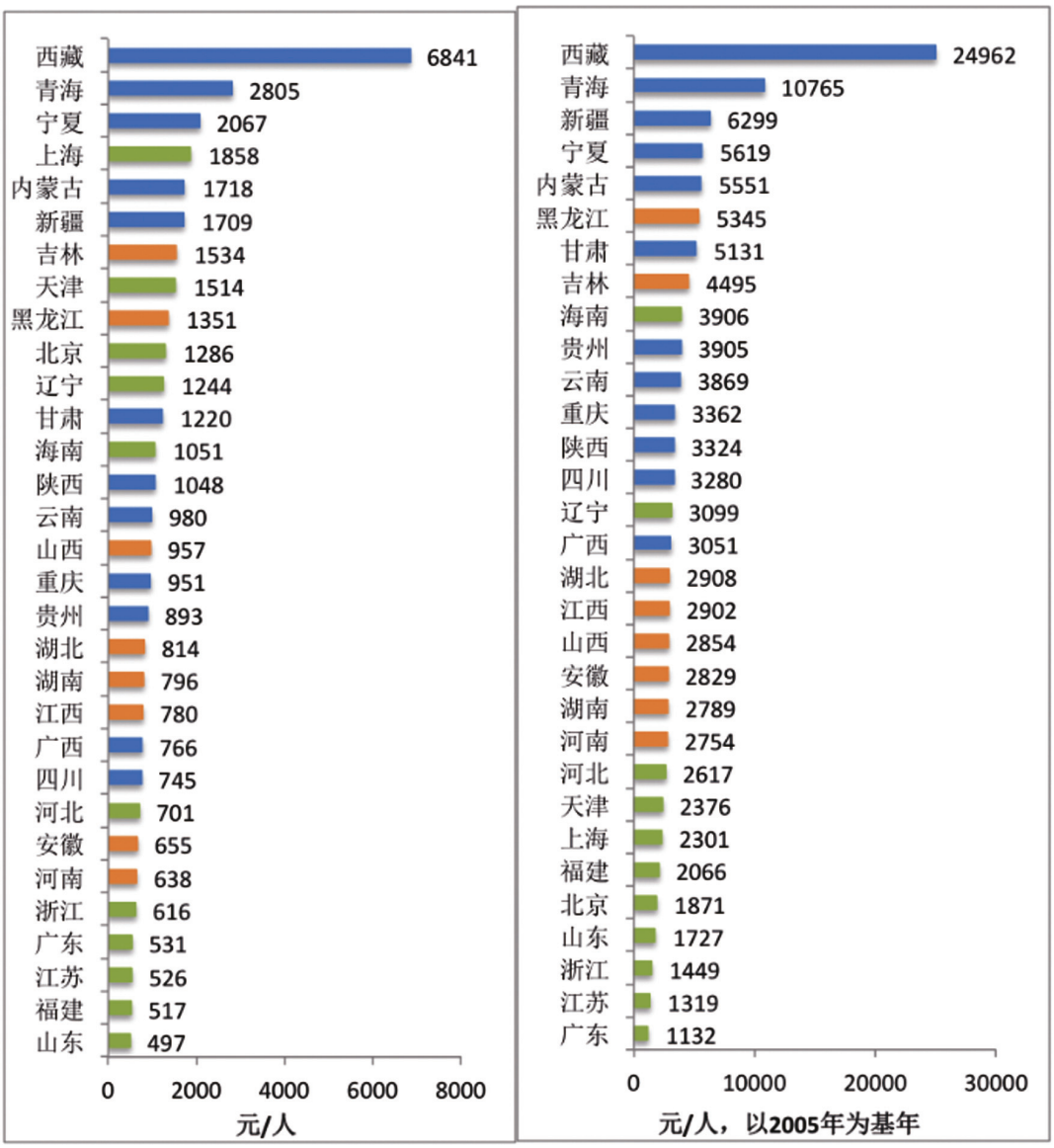
早期的转移支付以税收返还为主，主要用来加强中央对地方控制；一般性转移支付比重过低而且资金分配比标准不合理；专项转移支付不透明、资金过于分散，目标设置重复或者相互矛盾，这就导致早期的转移支付政策在实现均衡化公共服务、缓解地区发展不平衡目标上的效果很差，甚至起到了反作用。随着近年来中央逐渐重视并提高一般性转移支付所占的比重，多次调整财政制度，加强转移支付资金管理和使用效率，并且清理、规范、整合专项转移支付，转移支付政策的效果开始逐渐显现。大量的实证研究指出，近十年，转移支付作为地方财政重要来源，在实现财力均等化、增加公共品供给、促进了地方经济发展和国内市场整合等方面发挥了重要的作用。

① 东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南 11 个省（直辖市），中部地区包括黑龙江、吉林、山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南 8 个省，西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 12 个省（自治区、直辖市）。



(a)2005 年　　(b)2014 年

图 31　分省转移支付占地方财政收入比重



(a)2005 年　　(b)2014 年

图 32　分省人均转移支付额度

同时还有很多学者也发现转移支付也产生了一系列弊端，主要是包括：地方政府对转移支付收入产生依赖，降低本地的征税努力程度；激励地方政府扩大支出，尤其是行政支出，导致政府规模膨胀等。从根源上是转移支付对地方政府行为产生了扭曲，进一步可能加剧地方政府间竞争等问题。

为了保证转移支付在均等化公共服务当中发挥更大的作用，并且降低产生的负面效果，未来应当加强对转移支付资金使用效益的评估，合理安排转移支付的结

构。包括对资金具体用途的监测和对资金使用绩效的评估等。还可以学习印度、韩国等国家的经验，在因素法转移支付资金分配中加入对于地方税收努力程度的考虑与奖励。此外应当加快建设地方税系，培育受益性强、税收竞争弱的税种。在减少税收经济扭曲的同时，逐渐扭转地方财力过度依赖转移支付的局面。并且防止地区间财政支出的过度竞争和攀比所带来的地方财政风险。

(五)国债规模

国债是国家以其信用为基础，按照国债的一般原则，由中央政府通过向社会筹集资金所形成的债权债务关系。按照偿还期限的不同，国债可分为定期国债和不定期国债。其中定期国债分为短、中、长期三类国债，短期国债通常是发行期限在 1 年以内的国债，中期国债是 1 年以上、10 年以下的国债，长期国债是 10 年以上的国债。

过去十年中，我国财政过度支出产生的财政赤字倒逼国债的发行，国债已成为平衡财政赤字、筹措资金和实现资源配置的重要宏观调控手段。但是由于国债利用不当引起的债务危机，也会给经济发展带来极大危害。为了解我国国债规模和结构的合理性，本节将从对债务余额占 GDP 的比重、期限结构、国债利率和国债付息占财政支出的比重三个方面进行分析并与美国进行比较。

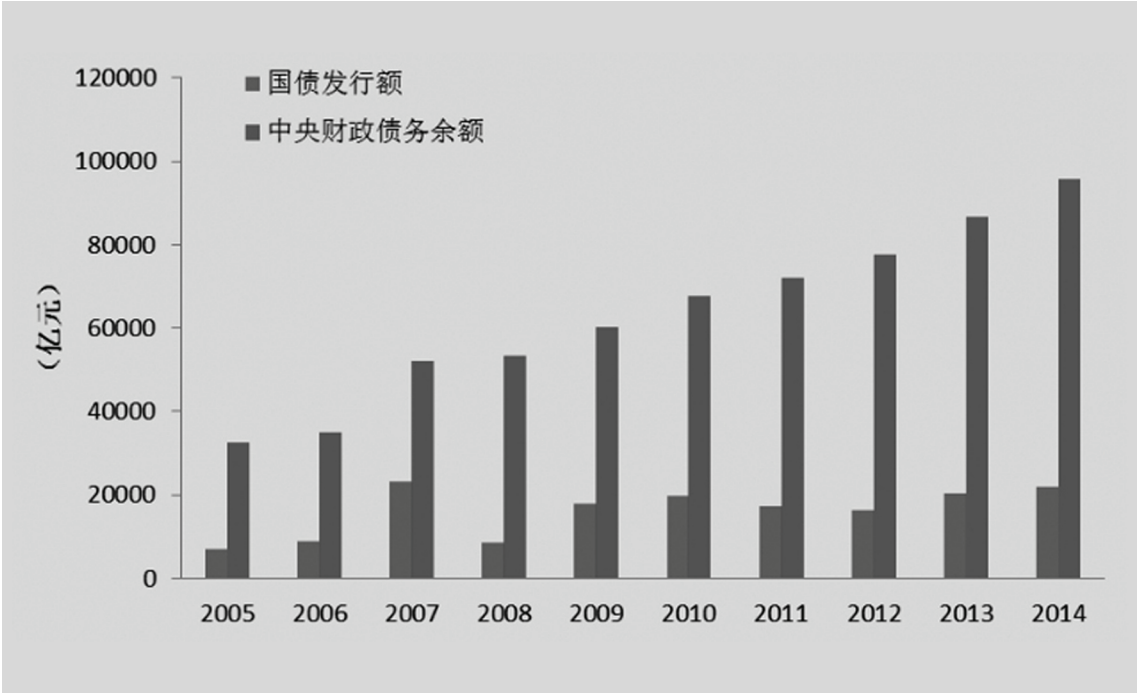


图 33　我国国债发行额与累计债务余额(2005—2014)

图 33 为我国近十年来国债发行额与中央财政债务余额绝对值的变化情况。从图中可以看到，我国国债规模在波动中不断增长。2007 年由于特别国债的发行，国债发行额高于其他年份。但 2014 年的国债发行额达到 2015 年的 3 倍，年均增长率高达 28.6%。随着国债发行额的增加，我国中央财政债务余额也逐年攀升，2014 年达到 95655 亿元，年均增长率为 13.3%。

国债负担率是用来表示累计的债务余额与当年 GDP 的比例关系的指标，是反映一国对债务承受能力的重要依据。图 34 显示的是中国与美国国债负担率的变化情况。从图中可以看出，我国国债负担率远低于美国，美国在 60%以上，而我国保持在 20%以下。从时间趋势来看，美国国债负担率连年上升，到 2014 年高达 100%以上；而我国则在不断下降，连续多年低于 20%。国债负担率对于发达国家的国际警戒线为 60%，发展中国家为 45%。尽管我国远低于这个界限，但由于我国发债历史较短，国债余额增长率高于 GDP 年均增长率，国债规模增长十分迅速。同时财政收入占 GDP 比重较低，债务承受能力较弱。因此不能简单认为我国国债负担率低。

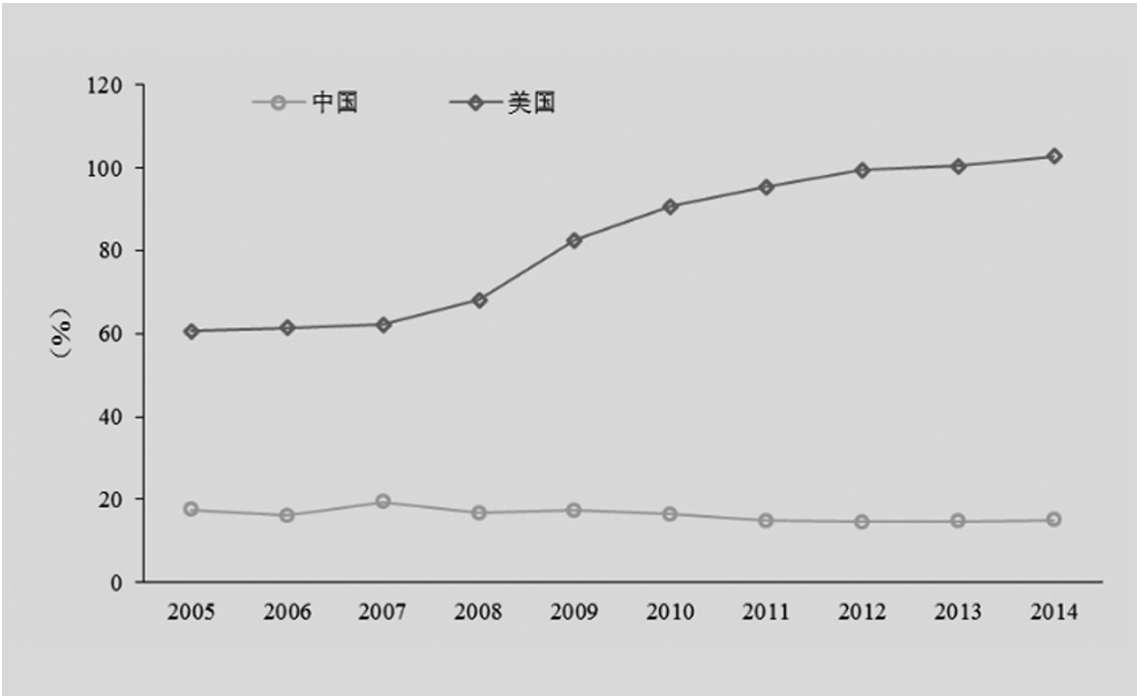


图 34　中国与美国国债负担率比较

在我国累计债务不断上升的形势下，国债期限结构直接关系到我国政府未来的偿付能力，合理的国债期限结构是促进国债功能有效发挥的重要前提。从国债的发行期限分类来看（见图 35），我国 1－10 年期的中期国债占绝对比重，维持在 50％以上，短期和长期国债发行规模，呈现“两头小，中间大”。反观美国等发达国家（见图 36），通常短期国债比重较高，大部分维持在 70％以上，中长期国债份额较低。国债的期限结构应与财政支出结构相适应，满足不同性质支出的需要。而目前我国以中期国债为主的期限结构过于单一，缺乏合理性，一方面容易导致国债偿还集中到期，不利于政府合理安排债务的偿还，加重政府的利息成本，进而使得国债难以发挥对财政收支的调节作用；另一方面，短期债券的缺乏极大地制约了债券市场的流动性，增加了国债持有者尤其是金融机构的经营风险。

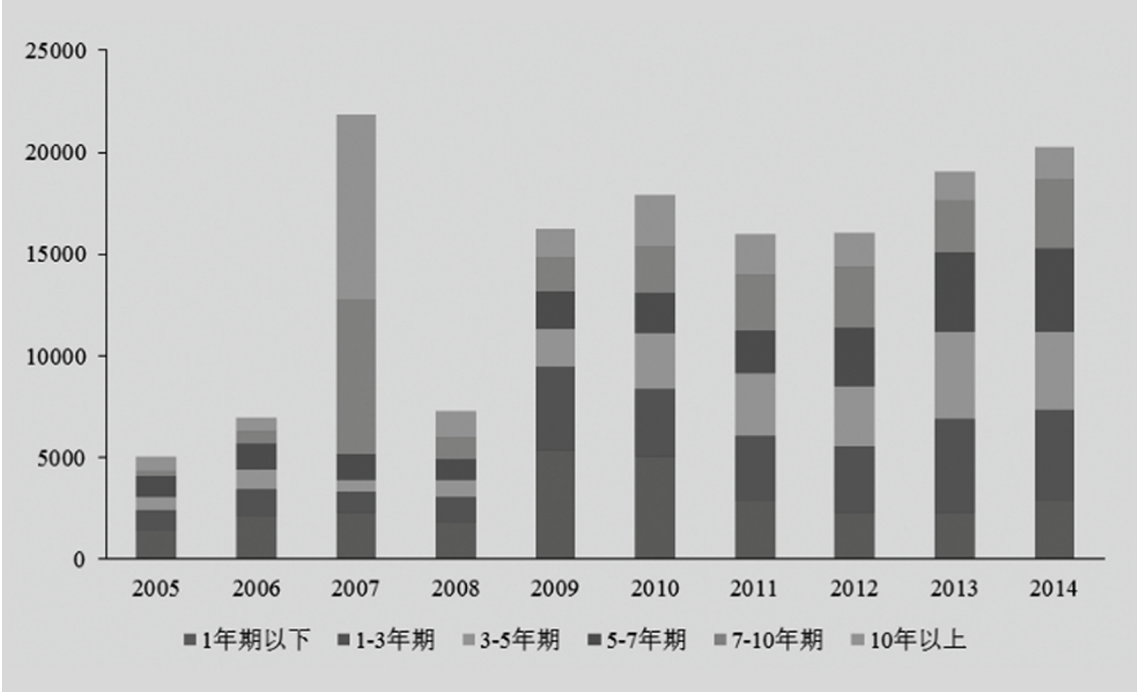


图 35　中国国债发行期限结构

谈到国债发行的期限结构，就必须得对国债利率的期限结构进行考察。国债利率指国债年利息收入与国债面值的比率。但随着利率市场化的波动，债券净价也会上下波动，导致国债利率对国债投资回报估计的准确性不如国债收益率指标，因此本节将更加关注国债收益率。国债收益率是指国债投资每年所获得的收益占资本金的比率，它是投资者进行国债投资的重要依据，它不仅仅包括利息收入，它

还包括国债买卖的盈亏和国债利息再投入所得到的收益。因此国债收益率是全面衡量国债投资回报大小的指标。

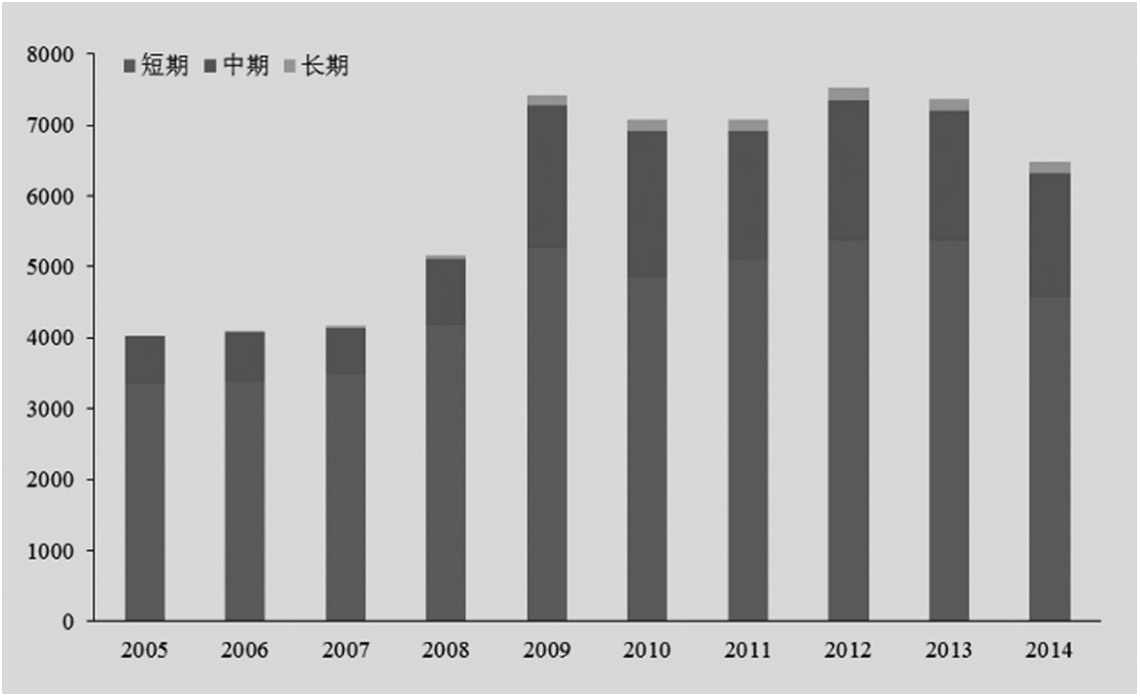


图 36　美国国债发行期限结构

国债收益率很大程度上受制于银行利率或市场利率，但并未完全一致。与银行存款相比，国债发行者能够取得全部发行资金，资金利用效率较高，而银行存款由于要上交一定比例的存款准备金，资金使用效率较低；同时由于国债流动性差，为完成银行存款到国债再到基础建设投资的转化过程，国债利率必定要略高于银行利率。当前，我国国债收益率与存款利率相比波动较大，并未明显的高于存款利率，尤其是 3 年期以上的国债产品，收益远低于银行存款利率。

一般来说，中央政府信用高于企业信用，因此国债风险一般应低于企业债券，国债收益率也应适当低于市场利率。如果国债收益率高于市场利率，不仅会增加财政的利息负担，还会出现国债排挤其他证券或者拉动市场利率上升，不利于证券市场的稳定，进而对经济发展造成冲击。比较国债收益率与理财产品预期年收益率。从图中可以看出，国债收益率与理财产品预期收益率呈现较为一致的变化，同涨同跌。但两者利差较小，不利于国债发挥调节经济运行的目标，还会导致国家额外的利息支付。

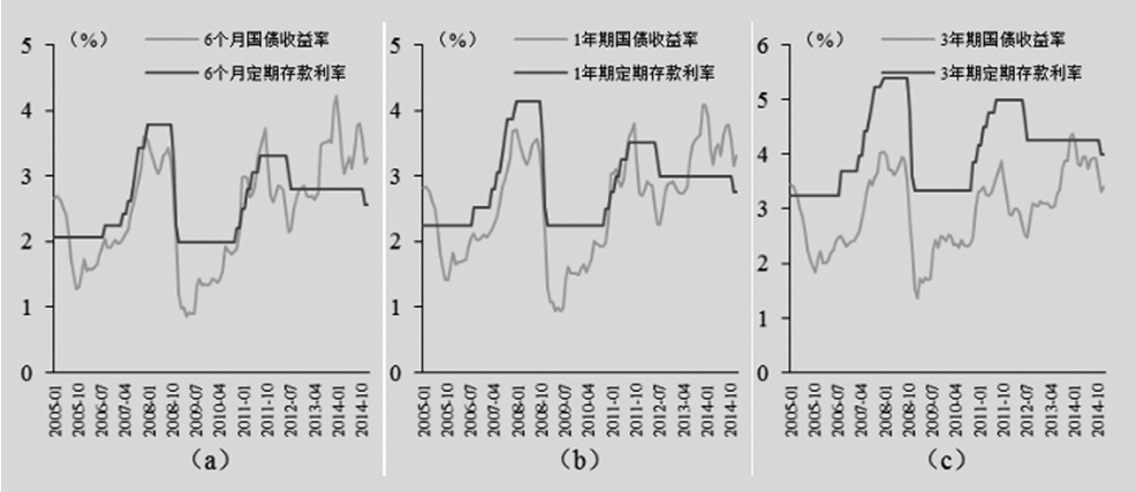


图 37　我国国债收益率与银行定期存款利率比较(2005 年 1 月—2014 年 12 月)

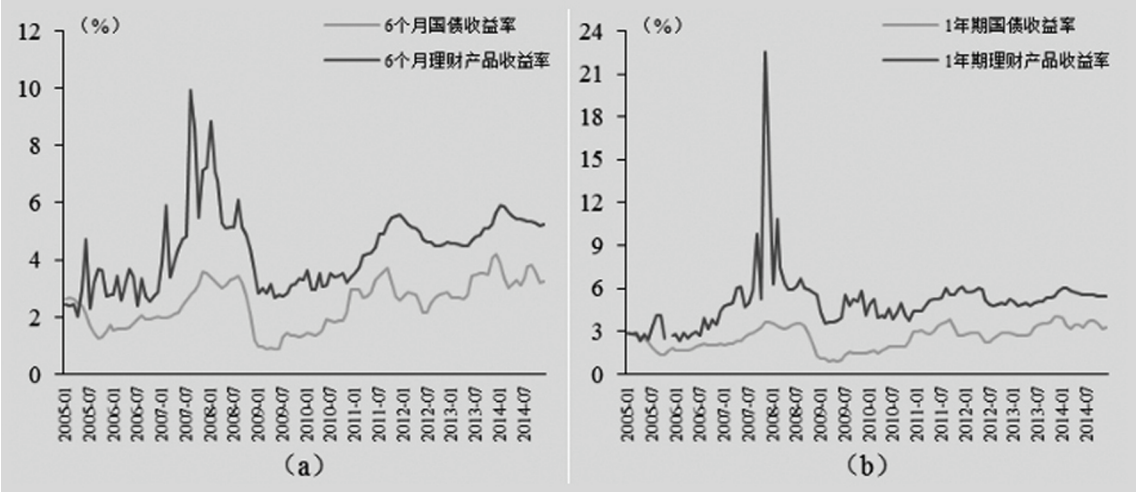


图 38　我国国债收益率与理财产品预期收益率比较(2005 年 1 月—2014 年 12 月)

图 39 为中国与美国不同期限的国债收益率比较。比较发现,2008 年前,无论 1 年期、5 年期还是 10 年期的国债收益率,美国都远高于我国,但从 2007 年底开始,两国收益率出现反转态势,我国国债收益率远高于美国,尤其是短期国债差异十分明显。整体来看,我国国债收益率在不同期限差异较小,而美国国债收益率会随着期限的增长呈现明显的上升趋势。从这点来说,我国国债收益率期限结构不利于政府相机行事,减小偿债成本。

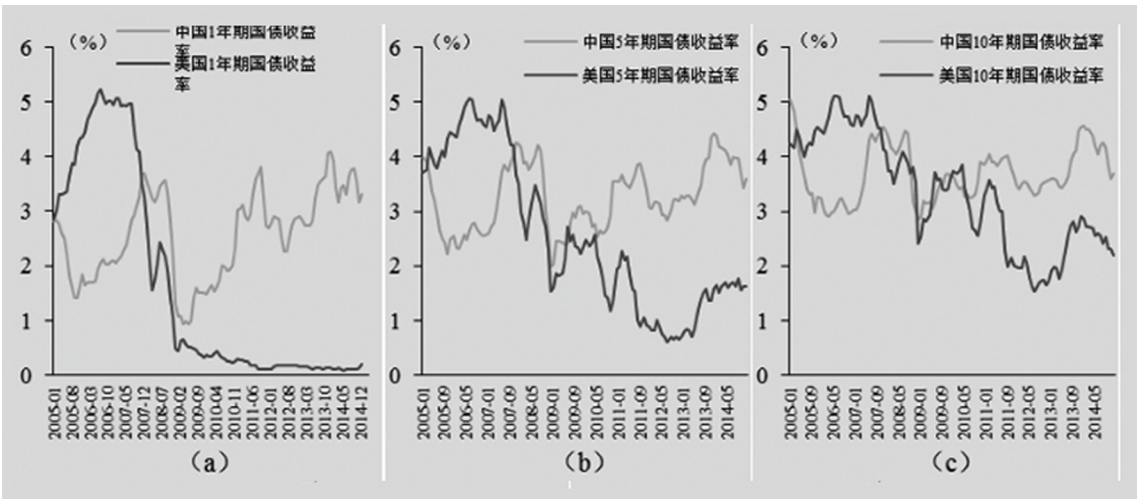


图 39　中国与美国国债收益率比较(2005 年 1 月—2014 年 12 月)

我国国债收益率较高导致了我国国债付息负担较重。国债付息占财政支出的比重反映了一国财政还本付息的负担情况。图 40 为中美两国国债付息占财政支出的比重。从图中可以看出,除 2007 年特别国债的发行导致付息比重比美国低外,中国国债付息比重常年高于美国。到 2014 年,我国偿债支出占中央财政支出的比例已高达 11%。国债付息占财政支出的比重越高,意味着挤占其他方面的财政支出的比重也越高。从这个角度来说,我国国债的利率较高不利于我国其他方面的建设,没有发挥国债对资源进行有效配置的作用。

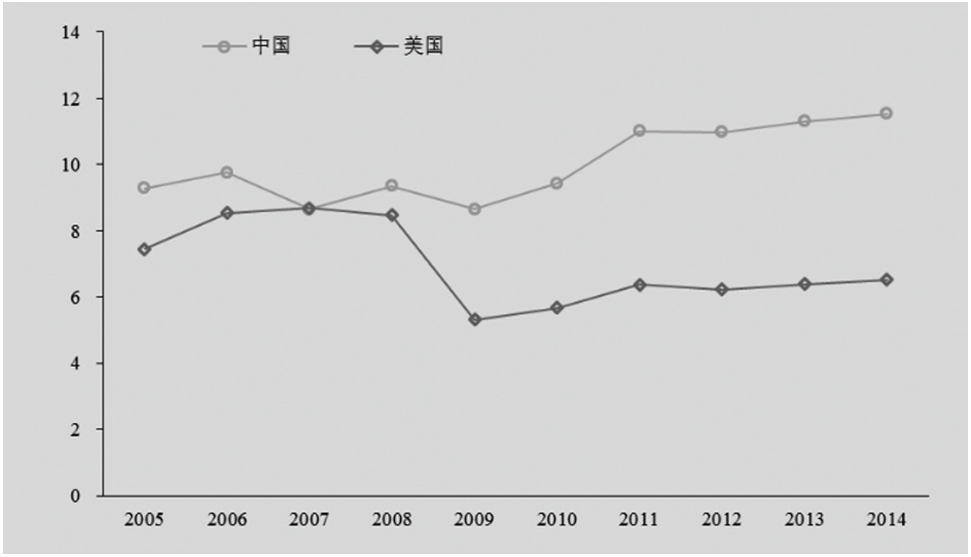


图 40　中国和美国国债付息比重比较(2005—2014)

总的来说，我国国债的发行存在以下几个方面的问题亟待解决。一是国债债务余额持续上升，增长较快，未来偿债面临巨大压力；二是我国国债发行期限结构较为单一，不利于政府合理安排债务的偿还问题，也制约了债券市场的流动性；三是我国国债利率与存款利率关系不稳定，而且与市场利率差异较小，并且不同期限利率差异较小，国债既未发挥其有效配置资源的作用，也不利于政府相机行事，减小偿债成本；四是我国国债付息比重过高，挤占了其他方面的财政支出，失去了国债发行原本应有的意义。

三、财政体制的评价

（一）对经济增长的促进

本部分研究我国财政体制和经济增长之间的关系。为缓解由财政政策和经济增长之间的双向影响带来的内生性问题，同时刻画二者间相互影响的动态效应（Dynamic Effects），我们采用差分广义矩估计（difference－GMM）方法进行估计。估计方程如下，其中，GDP_growthit 为 i 地区在 t 时期的人均实际 GDP 增长率，GDP_{it}为 i 地区在 t 时期的人均实际 GDP。主要解释变量为财政变量（T_{it}），包括税收和其他财政收入，以及公共支出和公共服务的水平和质量。控制变量（Z_{it}）为人口和劳动参与特征，包括识字率、人口增长率、城市化比率和产业结构。上述名义变量均经过地区居民消费物价指数调整为实际值（2006 年为基年）。$year_t$，λ_i 和 ε_{it} 分别为年份哑变量、固定效应（Fixed Effects）和残差项。

$$GDP\text{-}growth_{it}=\ln GDP_{it}-\ln GDP_{i,t-1}=\alpha_0+\alpha_1\ln GDP_{i,t-1}+\beta T_{it}+\gamma Z_{it}+year_t+\lambda_i+\varepsilon_{it}$$

$$\ln GDP_{it}=\alpha_0+(\alpha_1+1)\ln GDP_{i,t-1}+\beta T_{it}+\gamma Z_{it}+year_t+\lambda_i+\varepsilon_{it}$$

理论上，我们能对不同有效税率进行度量。但是，使用法定税率来作为不同省份有效税率的度量指标是有问题的，因为在实践中各地差异很大。因此，我们采用税收收入占 GDP 的比重作为每一个省份税率的代理变量。税收变量分为增值税、营业税、企业所得税、个人所得税和土地和不动产税几种，分别以人均水平和占 GDP 的比重度量。公共支出和公共服务的水平和质量主要包括人均基础设施支出和人均教育支出变量。

本文使用 2007－2014 年中国 31 个省的年度数据进行估计。数据主要来源于历年的《中国统计年鉴》，《中国财政年鉴》，《中国工业经济统计年鉴》，《中国人口和

就业统计年鉴》。数据的描述性统计见表 2。

表 2　　面板数据的描述性统计

变量名	变量解释	均值	标准差	最小值	最大值
rgdppc	地区人均实际生产总值(元)	30170	17110	7393	88748
lrgdppc	Ln(地区人均实际生产总值(元))	10.17	0.521	8.908	11.39
lrtaxpc	Ln(人均实际税收收入(元))	7.570	0.747	5.967	9.578
tax ratio	地区税收收入占地区生产总值的比重(%)	7.744	2.927	3.417	18.10
lrptaxpc	Ln(人均实际土地和不动产税收收入(元))	5.132	1.029	1.024	7.239
ptax ratio	土地和不动产税收收入占地区生产总值的比重(%)	0.751	0.425	0.0244	3.098
lrvatpc	Ln(人均实际增值税(元))	5.754	0.694	4.246	8.051
vat ratio	增值税占地区生产总值的比重(%)	1.264	0.502	0.611	4.112
lrbtaxpc	Ln(人均实际营业税(元))	6.478	0.732	5.084	8.456
btax ratio	营业税占地区生产总值的比重(%)	2.624	1.057	1.163	6.593
lrpitaxpc	Ln(人均实际个人所得税(元))	4.541	0.895	2.967	7.268
pitax ratio	个人所得税占地区生产总值的比重(%)	0.433	0.389	0.140	3.395
lrcitaxpc	Ln(人均企业所得税(元))	5.574	0.912	3.736	8.139
citax ratio	企业所得税占地区生产总值的比重(%)	1.149	0.786	0.367	4.476
lredupc	Ln(人均实际教育支出(元))	6.829	0.480	5.801	8.133
edu ratio	教育支出占地区生产总值的比重(%)	3.853	2.133	1.759	15.43
lrinfrapc	Ln(人均实际基础设施支出(元))	6.659	0.778	4.975	8.658
infra ratio	基础设施支出占地区生产总值的比重(%)	3.605	3.159	0.926	26.09

续表

变量名	变量解释	均值	标准差	最小值	最大值
illiterate	文盲人口占15岁及以上人口的比重(%)	6.983	6.397	1.460	41.18
lrinv fass～c	Ln(人均实际固定资产投资(元))	9.754	0.509	8.256	10.90
rinv fasse～e	实际固定资产投资增长率(%)	18.83	10.17	－15.45	58.28
priind ratio	第一产业增加值占地区生产总值的比重(%)	11.04	5.509	0.527	29.11
urban	年末城镇人口比重(%)	51.42	14.52	21.50	89.60
rpop	地区人口自然增长率(‰)	5.441	2.663	－0.390	11.78

表3和表4给出了差分GMM的估计结果,其中,表3的解释变量为人均实际税收收入,表4的解释变量为税收收入占地区生产总值的比重。

控制了内生性问题和异方差后,人均实际税收系数估计为负,但在10%的水平上不显著;税收占地区生产总值的比重的系数估计为正,在10%的水平上也不显著。

各项税收收入对经济增长的作用不同。在以人均实际值度量的估计方程中,各项税收收入的系数估计都不显著,其中,土地增值税、个人所得税、企业所得税的人均实际值的估计系数为负,增值税和营业税的人均实际值的估计系数为正。以税收占地区生产总值比重度量的估计方程中,土地和不动产税收收入对经济增长的影响在5%的水平上显著为负。这表明,在其他条件保持不变的情况下,土地和房产税越高,经济增长越慢。这个结果为支持我们的理论预测提供了经验证据:财产税降低了可再生物质资本和具有不可再生性的土地的收益。因此,土地税和房产税税率的提高将会减少投资、降低产出以及生产力的下降。但营业税的估计系数在10%的水平上显著为正。这与我们的理论预测不一致。增值税、所得税的系数都不显著。

在支出侧,人均实际教育支出对经济增长的影响在10%的水平上显著为正,而基础设施支出对经济增长的影响不显著。文盲率的系数估计结果为负,固定资产投资的系数估计为正,第一产业增加值占地区生产总值的比重的系数估计结果为负,人口自然增长率的系数估计为负,都与一般的经验研究结果一致。

表3和表4的最后一部分列出了差分GMM估计的相关检验统计量及其显著

性。Arellano－Bond test 检验了模型扰动项的自相关性，检验表明，扰动项的一阶差分存在一阶自相关，但扰动的差分不存在二阶自相关，所以，扰动项不存在自相关，满足使用差分 GMM 的条件。Sargan test 和 Hansen test 检验了过度识别的工具变量的有效性，检验结果表明，过度识别的工具变量是有效的。Stata 还提供了部分工具变量的外生性的检验（表中未列出），检验结果表明，不能拒绝工具变量具有外生性的原假设。

研究发现，在控制了公共支出、固定资产投资规模、人口社会经济变量、产业结构及时间效应和固定效应后，实证结果表明，不同种类的税收对经济增长的影响是不同的。对土地、不动产征税征税与经济增长呈现负相关关系。所得税变量对经济增长的影响不显著，这可能是因为中国劳动供给是极无弹性的，或者规模较小，因此它不改变劳动－闲暇的个体决策，从而不会降低经济行为。上述结果对于中国经济的可持续发展有一定意义。我们据此认为：降低总税负，优化税制结构，如降低资本性收入、物质资本、土地和流动性税源的税率，并且实施有效的管理和执行措施，会对中国经济的长期增长产生积极的影响。

表 3　　解释变量为人均实际税收收入的差分 GMM 估计结果

解释变量		稳健标准误		稳健标准误
Ln(地区人均实际生产总值(元))$_{t-1}$	.783913＊＊＊	.783913＊＊＊	.734533＊＊＊	.734533＊＊＊
	(5.77e－14)	(6.32e－10)	(1.09e－14)	(2.03e－09)
Ln(人均实际税收收入(元))	－.0513322＊	－.0513322		
	(.0653503)	(.2778178)		
Ln(人均实际土地和不动产税收收入(元))			－.0016592	－.0016592
			(.762614)	(.8684434)
Ln(人均实际增值税(元))			.0222159＊	.0222159
			(.0544957)	(.2971544)
Ln(人均实际营业税(元))			.0245906	.0245906
			(.1938227)	(.4477287)
Ln(人均实际个人所得税(元))			－.0016106	－.0016106
			(.8009458)	(.8732574)

续表

解释变量		稳健标准误		稳健标准误
Ln(人均企业所得税(元))			−.0138265	−.0138265
			(.2753461)	(.5073527)
Ln(人均实际教育支出(元))	.041452＊＊＊	.041452＊	.0017949	.0017949
	(.0078251)	(.0906342)	(.9228398)	(.9544287)
Ln(人均实际基础设施支出(元))	.0075536	.0075536	.0062	.0062
	(.5283331)	(.6719173)	(.6262464)	(.7556683)
文盲人口占15岁及以上人口的比重(%)	−.0023516	−.0023516	−.0010403	−.0010403
	(.1433371)	(.260385)	(.1911399)	(.413502)
Ln(人均实际固定资产投资(元))	.0807582＊＊＊	.0807582＊＊	.0504021＊	.0504021
	(.0001431)	(.0136981)	(.090772)	(.20982)
第一产业增加值占地区生产总值的比重(%)	−.0033064＊＊	−.0033064	−.0031972	−.0031972
	(.0235826)	(.1937664)	(.2179364)	(.4429361)
年末城镇人口比重(%)	−.0058931＊	−.0058931	−.0036279	−.0036279
	(.0644766)	(.1779277)	(.311608)	(.4939905)
地区人口自然增长率(‰)	−.0009532	−.0009532	−.000218	−.000218
	(.7125899)	(.8321197)	(.9242486)	(.948616)
时间虚拟变量	Yes	Yes	Yes	Yes
Arellano−Bond test for AR(1) in first differences	−2.17＊＊	−2.01＊＊	−1.82＊	−1.65＊
	(0.030)	(0.044)	(0.069)	(0.099)
Arellano−Bond test for AR(2) in first differences	−0.85	−0.82	−0.19	−0.17
	(0.393)	(0.412)	(0.853)	(0.863)
Sargan test of overid. restrictions	44.90＊	44.90＊	105.50	105.50
	(0.081)	(0.081)	(0.177)	(0.177)
Hansen test of overid. restrictions	11.27	11.27	11.83	11.83
	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)

注：括号内是估计系数或检验统计量的p值；“＊”“＊＊”“＊＊＊”分别表示10%、5%、1%的显著性水平。

表 4　　解释变量为税收收入占地区生产总值比重的差分 GMM 估计结果

		稳健标准误		稳健标准误
Ln(地区人均实际生产总值(元))t－1	.8289135＊＊＊	.8289135＊＊＊	.8333741＊＊＊	.8333741＊＊＊
	(8.88e－20)	(6.25e－15)	(4.54e－15)	(9.00e－11)
地区税收收入占地区生产总值的比重(%)	.0042193	.0042193		
	(.4408009)	(.573509)		
土地和不动产税收收入占地区生产总值的比重(%)			－.027982＊＊＊	－.027982＊＊
			(.00877)	(.0475733)
增值税占地区生产总值的比重(%)			.0281822＊＊＊	.0281822
			(.0033077)	(.1465512)
营业税占地区生产总值的比重(%)			.0221766＊＊＊	.0221766＊
			(.0004519)	(.079644)
个人所得税占地区生产总值的比重(%)			－.0122182	－.0122182
			(.2264128)	(.4512476)
企业所得税占地区生产总值的比重(%)			.0012745	.0012745
			(.8000199)	(.8848025)
教育支出占地区生产总值的比重(%)	.00232	.00232	－.0025424	－.0025424
	(.2447361)	(.4881567)	(.615019)	(.7157205)
基础设施支出占地区生产总值的比重(%)	.0002785	.0002785	－.0020847	－.0020847
	(.6464069)	(.8794231)	(.1555624)	(.3632753)
文盲人口占 15 岁及以上人口的比重(%)	－.0035363	－.0035363	－.0017089	－.0017089
	(.246267)	(.3736911)	(.3478941)	(.6028444)
实际固定资产投资增长率(%)	.000307	.000307	.0006987＊	.0006987
	(.1329496)	(.4444438)	(.0690938)	(.3555246)
第一产业增加值占地区生产总值的比重(%)	－.0038612＊	－.0038612	－.0030677	－.0030677
	(.0907708)	(.2895934)	(.2216416)	(.5083876)
年末城镇人口比重(%)	－.0002662	－.0002662	－.0010851	－.0010851
	(.8956513)	(.9399726)	(.7743843)	(.8265248)

续表

		稳健标准误		稳健标准误
地区人口自然增长率(‰)	.0023031	.0023031	−.0028161 *	−.0028161
	(.5792888)	(.7288902)	(.0987966)	(.3740054)
时间虚拟变量	Yes	Yes	Yes	Yes
Arellano−Bond test for AR (1) in first differences	−1.85 *	−1.65 *	−2.08 * *	−1.82 *
	(0.064)	(0.098)	(0.038)	(0.068)
Arellano−Bond test for AR (2) in first differences	−0.47	−0.44	−0.27	−0.23
	(0.635)	(0.660)	(0.785)	(0.816)
Sargan test of overid. restrictions	39.95	39.95	81.16	81.16
	(0.189)	(0.189)	(0.805)	(0.805)
Hansen test of overid. restrictions	16.06	16.06	11.64	11.64
	(0.994)	(0.994)	(1.000)	(1.000)

注:括号内是估计系数的 p 值或检验统计量的 p 值;“ * ”“ * * ”“ * * * ”分别表示 10%、5%、1%的水平上显著。

(二)对经济波动的平抑

一个经济体预防和治理经济波动的能力不仅取决于其财政规模和结构,也高度依赖于其财政职能和工具在中央和地方之间的配置。自动稳定器和相机抉择政策是政府对付衰退的两道防线:前者是政府提供公共服务和进行收入再分配的副产品,后者则是政府有目的地实施反危机的政策选择。在这部分,我们首先以国际比较的形式简要讨论中国财政的规模、结构以及央地财政关系。以此为基础,以1998 年和 2008 年两次反衰退政策为例,讨论中国模式下的财政体制如何应对经济波动。

如前所述,各个税种对经济波动的影响是不同的。不仅如此,税种在中央和地方之间的不同配置对经济波动的影响也是不同的。和美国相比,中国税收的央地配置有很大的不同。如 2014 年,在中国,个人所得税中归于中央政府收入的占个人所得税总收入的 60%,在美国,个人所得税中归联邦政府收入的占个人所得税总收入的 80.55%;中国的企业所得税中归中央政府的部分占企业所得税的 64.17%,而美国联邦政府得到的企业所得税占全部企业所得税的 87.35%;关于产品

和服务税，在中国，中央政府得到的产品和服务税来自国内消费税、关税和大部分的国内增值税，地方政府得到的产品和服务税主要来自大部分的营业税、资源税，产品和服务税中归于中央政府的部分占产品和服务税的53.63%，而美国的联邦政府得到的产品和服务税只占总的产品和服务税的17.27%。

我们将2013年中国中央政府的规模与OECD国家平均水平和美国进行横向对比：第一，从直接支出来看（无转移支付），2013年，我国中央本级支出（中央直接负责的支出项目）占全国财政支出的比重仅为14.6%，而中央本级收入占全国财政收入的比重为46.6%，显示出我国在财权匹配上的不相符；第二，从全部支出上来看（包括转移支付），中央政府向地方政府转移的规模太过庞大，中央支出合计（中央本级支出＋补助地方支出）占全国财政支出的比重为48.9%，转移支付使中央的支出规模提高了34%左右；第三，对比2013年中美两国中央政府的直接的支出与全部支出我们可以看出，美国联邦政府的总支出占公共部门总支出的比重为53.99%，从联邦政府支出中减去联邦政府的转移支付后，联邦政府的直接支出占公共部门总支出的比重为53.90%，这两种口径下的差额仅仅不到0.1%，而我国这一差额达到34%；第四，2013年，OECD国家平均的中央政府支出占公共部门总支出的比重为47.54%，美国联邦政府支出占公共部门总支出的比重为53.99%，而中国的中央政府支出占全国财政支出的比重为48.85%。

上述分析表明，和国际上多数国家相比，中国的财政制度在政府收入规模、结构，以及各种政策工具在中央和地方之间的配置都具有独特的特征。一个重要的问题是，这样的安排对预防和治理衰退具有何种政策含义？无论从是自动稳定器，还是相机抉择政策，我国现有的安排似乎都不利于波动的治理。如前所述，在收入侧，累进的所得税使得政府收入和经济周期逆行：经济繁荣时，政府收入增加、企业和个人可支配的资源减少，从而减缓总需求的增长；衰退时则相反，从而刺激了总需求的增长。在支出侧，在经济繁荣时，失业补偿少；经济衰退时，失业补偿水平高。失业补偿因此自动地起到了稳定经济作用。可见，税率越累进、失业保险补偿水平越高，自动稳定器的作用就越大。

1998年反衰退进程中，企业所得税从1997年的932亿元降低到856亿元，但由于其规模较小，自动稳定器的作用发挥受限。个人所得税从1997年的259.9亿元增加到338.6亿元，不仅没有起到自动稳定器的作用，反而抑制了经济的增长。在财政赤字安排方面，尽管1998年中央政府较大规模地提高了转移支付（1998年和1999年转移支付的增长率分别为17.3%和21.5%），1998和1999年，地方政府

财政支出的增长速度也明显下降，个别省份甚至出现了零增长或负增长。地方政府在收入下降，失业率上升的情况下，迫于平衡预算的要求，不能安排财政赤字以应对危机，极大地限制了自动稳定器的作用。

至2008年，反衰退中自动稳定器的作用仍然十分微弱。具体来说，2008年，企业所得税的增长率高达27.30%，给定经济增长率从2007年的14.2%下降到2008年的9.6%，企业所得税没有起到稳定经济的作用，甚至在客观上起到了降低可支配收入、减少消费、抑制经济的作用。2009年，企业所得税的增长率从2008年的27.30%下降到3.23%，给定经济增长率从2008年的9.6%下降到2009年的9.2%，企业所得税的自动稳定器作用在2009年才有所体现，但作用微弱。2008年个人所得税的增长率为16.85%，2009年个人所得税的增长率为6.10%，个人所得税的自动稳定器作用在2009年有一定体现。但个人所得税占财政收入的比重较低，稳定经济的作用不明显。2008年失业保险基金支出增长16.44%，发放失业保险金额增长7.81%，失业保险支出在2008年大幅度增加，发挥着自动稳定器的作用。但失业保险占GDP的比重很小，稳定经济的能力不强。造成这一现象背后的原因是我国失业保险覆盖面低，补偿标准过低、领取失业保险时间过短，且由地方政府负责等。2008年社会保障与就业支出占当年财政支出的比重为24.1%，发挥了自动稳定器的作用。从预算的角度看，2007年国家财政有盈余，至2008年转为财政赤字，并在2009年迅速增长达到高峰，财政赤字安排体现了稳定器的作用。

我国在1998年和2008年两次反衰退进程中，自动稳定器作用不明显的原因有以下几点：一是我国财政体制安排使得收入侧的所得税和支出侧的失业保险补偿占GDP的比重太小，即便自动稳定器的弹性很大，由于其规模过小，稳定经济的能力并不强。二是我国中央地方间的财政关系是造成自动稳定器作用甚微的另一个原因。在财政安排方面，中国的个人所得税和企业所得税都由地方政府负责征收。直到2002年之前，这两个税种都是地方独享税种；2002年中央地方六四分成，但仍然由地方政府负责征收。在这样的安排下，当经济衰退时，地方政府就要面临收入下滑，开支增加的局面。而预算法对地方政府提出平衡预算的要求，并对地方政府举债进行限制，使得这一局面更为困难。

而在相机抉择的财政政策，我国现行财政安排导致反衰退的财政政策工具十分单一。1998年应对金融危机的相机抉择的财政政策中，政府的政策重点是投资。但是，1999年全社会固定资产投资的增长率仅为5.6%，而且作为核心政策的基建投资中央项目却没有显示出扩张迹象。另一方面，从减税的角度看，政府恢复

对存款利息征收所得税，理论上讲，这一做法可以提高消费，但存款利息在我国的所得税税基中所占比重很小，这一减税措施起到的作用微乎其微。而 1998 年和 1999 年出口退税占流转税的比重是历年最低，且 1999 年政府减半征收固定资产投资方向调节税后，当年的固定资产投资方向调节税的规模却是历年最高，减税方面也显示出 1998 年的财政政策的紧缩性。

2008 年，相机抉择政策更多的表现为全面的需求刺激计划，抓住机遇进行大规模基础建设投资。积极财政政策的重点之一是政府基本建设投资，全社会固定资产投资和基础设施建设投资在 2008 年和 2009 年的投资力度大幅增加。在减税政策中，出口退税一直处于增加状态，2009 年大幅度增加，但出口退税占流转税的比重从 2007－2008 年期间下降；固定资产投资方向调节税收入在 2009 年迅速回落，到 2010 年急剧降低，说明 2008 年至 2009 财政政策在减税方面是积极的。

总结来说，在 2008 年的积极财政政策中，自动稳定器的作用微乎其微，而相机抉择政策却能够快速调整。那么，为什么相机抉择的财政政策能够进行迅速的调整呢？这是因为，中国的宏观税负水平较高，但是社会保障支出、医疗卫生支出、教育支出等公共社会支出占比相对较低，更多的是基础设施建设等固定资产投资，而在危机时期，投资是更容易进行调整的，这也正是之前所说的 2008 年财政政策选择偏向“投资”的原因。而两次积极财政政策中的“重头戏”都是基础建设投资，不难发现我国相机抉择政策工具严重匮乏的问题仍然没有改善。

财政安排是一个国家中政府和市场关系的一个组成部分，其预防和治理经济波动的功能需要和其他制度安排结合在一起才能发挥作用。中国模式中的若干特征会改变财政制度预防和应付衰退的能力。例如，我国的中央和地方关系有别于大多数联邦制国家。我国的中央可以制定政策影响地方政府行为，也可以直接干预地方政府的税收和开支行为，更为重要的是，上级政府还可以影响下级政府首长的升迁。另外，户籍制度对自动稳定器作用的发挥也会有重要影响。具体而言，中国模式中的这些特征和财政制度安排相结合，对财政政策预防和应付衰退的能力产生了重要影响。在自动稳定器方面，户籍制度的存在使得地方政府能够提高本地失业保险、社会救助水平，而无需要担心其他地方的人涌入本地。以失业保险为例，衰退时期地方政府对失业保险的投入明显扩大。数据显示，我国失业保险发放水平和 GDP 增长速度存在较为明显的反差。而上级政府对下级政府政策制定的影响和对下级政府首长升迁的决定性影响使得我国反衰退实践中很少出现西方国家中常见的地方政府策略行为。以相机抉择政策为例，研究发现，我国地方政府的

基建开支大多数时候具有逆周期的性质，例如，经济增长速度下滑伴随着基建开支的上升。

这些发现具有一定的意义。在理解财政政策作用上，我们的研究结果表明，一些独特的制度安排的确大大提高了财政制度预防和治理经济衰退的能力。中央政府对预算内开支的影响力，结合对地方政府首长升迁的决定权，大大缓解了地方政府在制定经济刺激计划中常见的策略性行为，从而大大提高了地方政府在反衰退方面的努力程度。这在很大程度上缓解了财政自动稳定器归地方引起的问题。

[专栏] 98 年与 08 年的积极财政政策对比

中国的财政政策安排，特别是在金融危机背景下的财政政策安排，具有怎样的特征？这些特征对于反衰退或者促增长具有怎样的正面或负面影响？在这里，我们通过对比 2008 年与 1998 年两次应对金融危机的财政政策安排的异同，并从中总结出中国在金融危机背景下财政政策安排的特征。2008 年与 1998 年相比，不同点在于：

第一，内需基础已然发生变化。1998 年亚洲金融危机发生时，得益于改革开放和经济的快速崛起，国内居民在需求得到基本满足之后，居住和交通出行方面的需求已经蕴含着巨大的潜力。那么，彼时刺激内需的政策便是恰逢其时。然而，在 2008 年的国际金融危机中，房地产价格畸高等阻滞内需的因素颇多，在房地产泡沫难以挤出、消费结构未升级之前，潜在的市场需求短期内难以得到有效释放，给刺激内需的政策实施带来了诸多阻力。

第二，财政投入的规模不同。1998 年中国开始实施以国债投资为重点的积极财政政策，1998 至 2002 年间共发行长期建设国债 6600 亿元，安排项目投资 32800 亿元，累计完成投资 24600 亿元，各年国债投资对经济增长的贡献率分别达到 1.521.71.8 和 2 个百分点（刘立峰，2003）。而在 2008 年的积极财政政策实施中，中国在 2009 至 2010 两年时间里安排 4 万亿元的投资资金，远高于亚洲金融危机时的财政投入规模，涉及灾后重建、教育、医疗、环保、基建、三农、住房保障产业和结构调整等多个方面，以期实现“保 8”的目标。

第三，财政投入的重点领域发生了变化。1998 年的积极财政政策在实施过程中，国债投入方向出现了多次调整与变化：1998 年，国债资金主要投向了农林水利、交通通讯、城市基础设施、城乡电网改造和国家直属储备粮库的建设；1999 年，

国债投资专项用于增加重点行业技术改造贴息和重大项目装备国产化、高新技术产业化、环保与生态建设以及科技教育等;2000 年,国债资金主要用于增加基础设施投入,支持国有企业技术改造,加大西部开发和生态环境建设,发展科技教育;2001 年,国债投资主要用于支持西部大开发战略的实施,用于西气东送、西电东送、南水北调和青藏铁路建设等项目;2002 年,长期建设国债主要确保长江中下游干堤加固、农村电网改造、城市基础设施建设和中央直属储备粮库的建设等,同时继续向中西部地区倾斜。而在 2008 年的积极财政政策中,投资拉动依然是扩大内需的主要手段,但更侧重民生和基础设施建设,并且对农民和城乡低收入群体的关注程度较高,还明确强调了促进社会事业发展的重点领域在于三农、教育、医疗卫生、社会保障、保障性安居工程的建设,强调节能减排,促进环保和资源的合理利用。与 1998 年开始实施积极财政政策时一样,中央政府以期通过高强度的基础设施投资的乘数作用抑制经济增长的下滑。

第四,资金投入方式各有异同。与 1998 年相比,此次财政投入的方式更加注重实现短期目标和长远目标的结合。一方面,将财政投入与改善经济结构相结合,提出了加快自主创新和结构调整、支持高技术产业化建设和产业技术进步、坚决控制“三高”产业、增加节能减排的投入力度、支持服务业发展等诸多转变经济增长方式的举措,既有利于拉动当前的经济增长,又有利于增强经济发展后劲。另一方面,此次出台的措施将扩大投资与挖掘消费潜力紧密地结合起来。正如前面所说,2008 年的财政政策在更大意义上是以发展为目标的反衰退措施。

但是,就财政政策的效果来说,两次金融危机背景下的自动稳定器发挥的作用都很微弱,甚至其中的个人所得税都表现出“反稳定器”的效果。而就相机抉择政策来说,虽然 2008 年的刺激计划“强调了促进社会事业发展的重点领域在于三农、教育、医疗卫生、社会保障、保障性安居工程的建设,强调节能减排,促进环保和资源的合理利用”,但是,与 1998 年相同的是:基础设施建设等投资仍然是“重头戏”——这体现出中国在金融危机背景下财政体制安排的一致性特征。而这些特征又具体表现为:

一、由于我国失业保险覆盖面低,补偿标准过低、领取失业保险时间过短,且由地方政府负责等原因,导致得财政收入一侧的所得税和开支一侧的失业保险补偿占 GDP 的比重太小,即便自动稳定器的弹性很大,稳定经济的能力也并不强。此外,和国际上其他国家比较,我们不难发现大多数国家中失业保险给付都以失业前工资为基数。例如,丹麦的失业补偿为失业前工资的 90%,美国的补偿标准较低,

但美国的失业补偿也达到了失业前工资的53%。我国各地补偿标准差别甚大,相当部分省市是以最低工资比例的60%—80%作为支付标准。西藏、黑龙江和吉林等地甚至以最低生活保障为标准。

二、我国的现行财政安排导致反衰退的财政政策工具十分单一。相比之下,美国有着众多的反衰退政策工具,各种政策工具的特性和时滞各不相同,能有效地应对多种情况。在收入方面,美国政府的政策工具,我们几乎都不能使用,无法使用的原因要么是这些税收在总收入所占比重太小,要么是缺少实施的基础设施。例如,美国的"全部纳税者退税"这一政策对GDP的影响系数为1.22,但我国并没有一个覆盖全国的纳税人号码系统,政府因而缺少必要的基础设施来实施这一退税计划。在开支方面,我国的失业保险和救助项目都是由地方政府负责,中央政府如果要提高在这些方面的标准,就面临一个亟需解决的问题:已经非常困难的地方财政缺少资金。我国政府真正能使用的工具只有对地方政府的转移支付和基础设施开支。

[专栏] 进出口冲击与财政波动

一般而言,国内的财税收支政策与经济增长政策是交织在一起的,从而使得财税收支与经济活动的关系复杂难辨。为了在一个更好的环境下研究财税收支与经济活动之间的关系,下面选取与进出口贸易及其相关的财税收支进行研究。原因有四:第一,国际经济情况相对独立于国内政策制定者;第二,进出口和国内其他影响税收收入的因素相对分离;第三,进出口贸易循环不仅可以改善国内总供给和总需求的结构,还会促进经济总量的扩张,而中国作为国际贸易大国,随着改革开放深化推进,贸易与经济增长的联系更为紧密;第四,金融危机后国际经济和贸易环境发生深刻变化,进出口贸易的变化在某种程度上与国内经济"新常态"是契合的,对贸易与税收的研究可以为经济增长与税收关系的研究提供新的视角。

此外,研究两个变量随时序变化的相互影响,采用时间序列模型是经验研究的常用方法。基于以上考虑,下文选取1994—2014年进出口贸易与相关税收的月度数据,采用VAR模型、协整关系检验、Granger因果关系检验和脉冲响应分析等方法,考察了进出口贸易总额与税收收入的关系,此外还进一步通过ECM模型估计了相关税收的长期增长弹性和短期波动弹性。

从进出口总额与税收收入来看,2014年上半年进出口总额达124112.7亿元,

同比微幅下降 0.424%;而同期税收收入 64268.74 亿元,同比增长 8.45%。长期来看,进出口总额同样呈现出阶段性特征和季度性特征。由于出口的较强劲反弹,进出口在 2009 年第二季度回升之后保持持续增长态势,变化趋势与出口更为相似。值得注意的是,税收收入也具有季节性趋势,而且变化规律与进出口总额紧密相关:通常 2 月份为进出口总值的波谷期,而 1 月份则是税收收入的波峰期。而在整体变化趋势上,二者较为相似,表明二者确实存在某种时间序列上的关联。

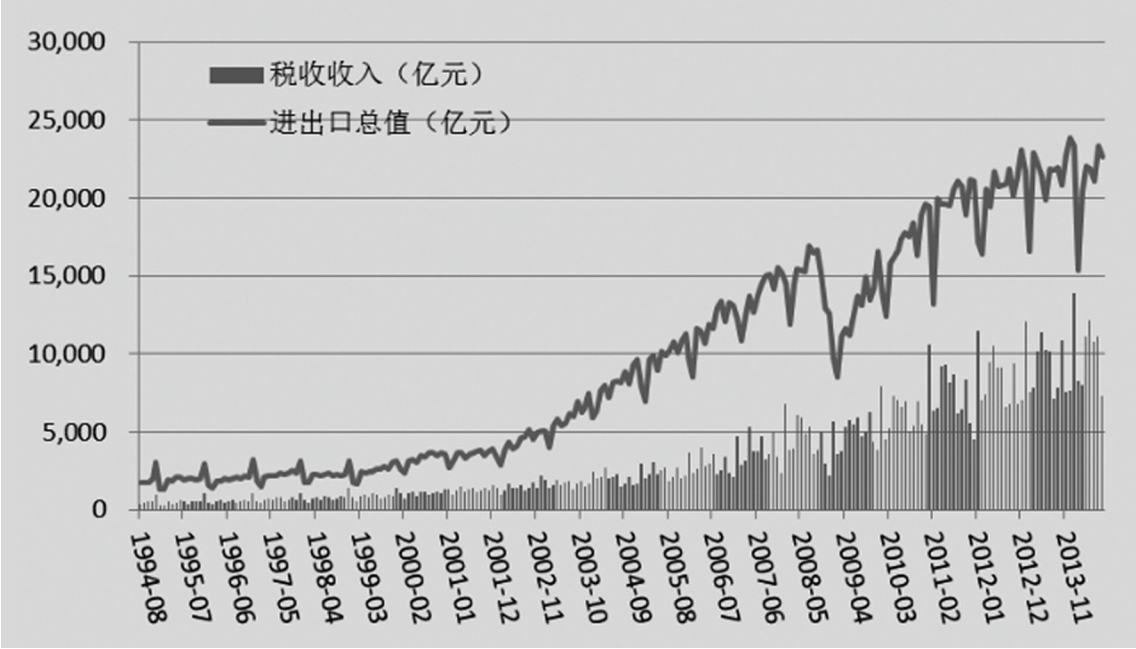


图 41　1994 年至 2014 年进出口总额与税收收入的变化趋势

数据来源:国家统计局

我们采用 VAR 模型来考察税收收入和进出口总额之间的关系。变量含义与描述如下:

表 5　　税收收入与进出口总额的描述性统

1994 年 8 月至 2014 年 8 月,月度数据						
变量	单位	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
税收收入(Tax)	亿元	241	3374.88	3125.93	259.09	13905.51
进口总额(Trade)	亿元	241	9537.98	7105.91	1323.14	23847.5

下表列出了 ADF 单位根检验和 PP 单位根检验的结果，表明税收收入与进出口总额均为 I(1)过程，即其一阶差分为平稳的时间序列。同时，税收收入与进出口总额序列可能存在长期、稳定的均衡关系，即协整关系。采用税收收入与进出口总额的一阶差分平稳序列建立 VAR 模型，依据各准则的检验结果，确定滞后期数为 4。在滞后 4 期，对税收收入与进出口总额之间的协整关系进行检验。Johansen 协整检验的结果表明，税收收入与进出口总额之间存在协整关系。因此，用税收收入与进出口总额的一阶差分平稳序列构造具有长期均衡关系的 VAR(4)模型。

表 6　　税收收入与进出口总额的单位根检验

序列	检验方法	统计量	P 值	结论
Tax	ADF	－3.71	0.0040	不平稳
	PP	－2.79	0.0605	不平稳
D. Tax	ADF	－23.87	0.0000	平稳
	PP	－32.61	0.0000	平稳
Trade	ADF	－1.23	0.6599	不平稳
	PP	－0.42	0.9063	不平稳
D.Trade	ADF	－21.40	0.0000	平稳
	PP	－25.27	0.0000	平稳

在 VAR 模型的设立满足平稳性条件，保证其可靠性和有效性的前提下，采用格兰杰因果关系检验来判断税收收入与进出口总额之间的关系。从检验结果可以看出，税收收入与进出口总额互为因果关系。在 VAR 模型的基础上，脉冲响应分析直观地表现了短期中税收收入对进出口总额扰动的响应。从下图可以看出，进出口总额的冲击效应在第 2 期至第 6 期较为明显；在第 3 期，税收收入表现出最强的负向响应，为－0.55；在第 5 期，进出口总额对税收收入产生了最大的正向冲击效果，为 0.43。此后，脉冲响应函数的波动幅度逐渐平缓。

为估计进出口总额的波动对税收收入波动的影响，拟采用上述估计方法完成长期中税收收入对进出口总额的弹性，以及税收收入的波动对进出口总额波动的弹性估计。对变量进行平稳性检验和协整检验后发现，对数税收收入与对数进出口总额均为 I(1)过程，即其一阶差分(增长率)为平稳的时间序列；并且二者间存在协整关系。因此，文采用双对数模型估计了长期中税收收入对进出口总额的弹性

(β)。在此基础上,以税收收入的增长率和进出口总额的增长率来刻画二者的波动情况,采用 ECM 模型估计进出口总额的波动对税收收入波动的影响幅度。估计模型如下:

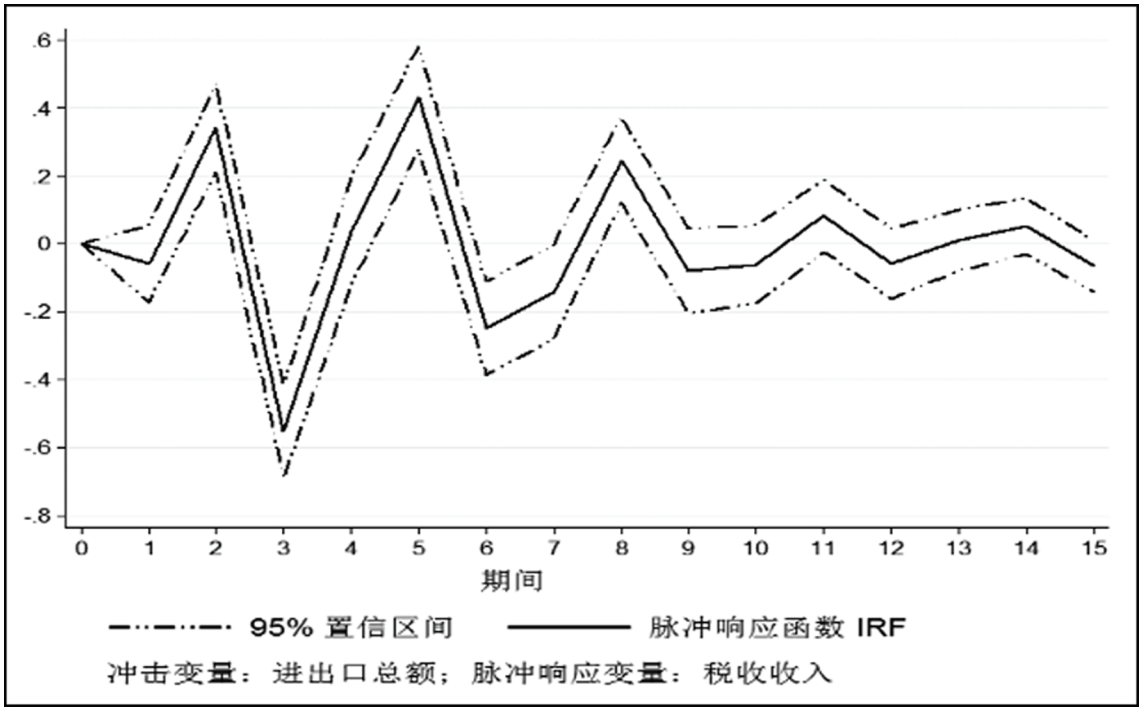


图 42　税收收入对进出口总额的脉冲响应分析

长期增长:$\ln(Tax)_t=\alpha+\beta\ln(Trade)_t+\varepsilon_t$　　(1)

短期波动(ECM):$D.\ln(Tax)_t=\gamma+\theta D.\ln(Trade)_t+\rho\varepsilon_{t-1}+v_t$　　(2)

税收收入对进出口总额的长期弹性为 1.07,表明进出口总额每增长 1%,将带动税收收入增长 1.07%。从进出口总额波动的影响看,税收收入的波动小于进出口总额波动,短期弹性的系数为 0.79,在 1%的显著性水平上显著。表明当进出口总额的波动为 1%时,税收收入的波动为 0.79%。

表 7　　税收收入与进出口总额的弹性估计

变量 Tax	增长 (长期弹性)	波动 (短期弹性)
Trade	1.07＊＊＊	0.79＊＊＊
	(0.02)	(0.10)

续表

变量 Tax	增长 （长期弹性）	波动 （短期弹性）
常数项	−1.73＊＊＊	0.004
	（0.17）	（0.02）
观测值	241	240
调整 R 方	0.92	0.43

注：括号内为系数的标准误；“＊”，“＊＊”，“＊＊＊”分别表示 10%，5%和 1%的显著性水平

更进一步的，本文还分别考虑了进口总额和出口总额对税收收入的长期影响和短期影响。在采用双对数模型估计了长期中税收收入的增长弹性（β）后，以各变量的增长率来描述波动情况，采用 ECM 模型分别估计税收收入的增长率对进口总额增长率的弹性及其对出口总额增长率的弹性（θ），即在短期中，估计了进口总额的波动和出口总额的波动对税收收入波动的影响幅度。拟采用的估计模型如下：

长期增长：$\ln(Tax)_t+\alpha_1+\beta_1\ln(Import)_t+\varepsilon_{1,t}$

$\ln(Tax)_t=\alpha_2+\beta_2\ln(Export)_t+\varepsilon_{2,t}$

短期波动（ECM）：$D.\ln(Tax)_t=\gamma_1+\theta_1 D.\ln(Import)_t+\rho_1\varepsilon_{1,t-1}+v_{1,t}$

$D.\ln(Tax)_t=\gamma_2+\theta_2 D.\ln(Export)_t+\rho_2\varepsilon_{2,t-1}+v_{2,t}$

为保证 ECM 模型的有效性，需要对变量进行平稳性检验和协整检验。检验结果表明，对数税收收入、对数进口总额和对数出口总额均为 I(1)过程，即其一阶差分（增长率）为平稳的时间序列。然而，对数进口总额与税收收入之间不存在协整关系；仅有对数出口总额与对数税收收入之间存在协整关系。因此，在估计进口总额波动的税收影响时，采用其同比增长率刻画波动情况，仅就短期波动弹性进行估计；而在估计出口总额波动的税收影响时，可以构造具有长期均衡关系的 ECM 模型。估计模型如下：

长期增长：$\ln(Tax)_t=\alpha_2+\beta_2\ln(Export)_t+\varepsilon_{2,t}$ (3)

短期波动：$D.\ln(Tax)_t=\gamma_1+\theta_1 D.\ln(Import)_t+v_{1,x}$ (4)

$D.\ln(Tax)_t=\gamma_2+\theta_2 D.\ln(Export)_t+\rho_2\varepsilon_{2,t-1}+v_{2,t}$ (5)

估计结果如下：从进口总额波动的影响看，税收收入的波动并没有进口总额波动那么大，短期弹性的系数为 0.35，在 1%的显著性水平上显著。从出口总额的税

收影响来看，税收收入对出口总额的长期弹性为1.06，表明出口总额每增长1%，将带动税收收入增长1.06%；从出口总额波动的影响看，税收收入的波动幅度小于出口总额的波动幅度，短期弹性的系数为0.78，在1%的显著性水平上显著。

表8　　进口环节税与进口总额的弹性估计

变量 Tax	进口总额		出口总额	
	增长 （长期弹性）	波动 （短期弹性）	增长 （长期弹性）	波动 （短期弹性）
Import or Export		0.35＊＊＊	1.06＊＊＊	0.78＊＊＊
		(0.09)	(0.02)	(0.10)
常数项		12.04＊＊＊	－1.03＊＊＊	0.004
		(0.02)	(0.17)	(0.02)
观测值		229	241	240
调整R方		0.22	0.92	0.40

注：括号内为系数的标准误；“＊”，“＊＊”，“＊＊＊”分别表示10%，5%和1%的显著性水平

采用月度数据建立VAR模型，对进出口总额与税收收入动态关系的考察表明，进出口总额与税收收入互为格兰杰因果关系，且在长期中存在稳定的均衡关系。从短期的脉冲响应分析来看，进出口总额的增加在较长时期内对税收收入有明显的、正负交替的影响，进出口总额冲击的效果在第3个月和第5个月分别达到波谷和波峰。从税收收入的长期增长弹性来看，进出口总额增加1%，将带动税收收入增长1.07%；从其短期的波动弹性来看，进出口总额的增长率变化1%，将引致税收收入的增长率变化0.79%。通过进一步分别考察进口总额和出口总额对税收收入的长期影响和短期影响，我们发现：从税收收入的长期增长弹性来看，出口总额或出口总额增加1%，将带动税收收入增长1.06%；从其短期的波动弹性来看，进口总额的增长率变化1%，将引致税收收入的增长率变化0.35%；出口总额的增长率变化1%，将引致税收收入的增长率变化0.78%。

上述结果对于理解中国经济“新常态”下的税收变化特别是出口退税的变化，从而制定下一阶段对外贸易政策具有重要意义。在国内外经济发展新环境下，进出口贸易必然会发生变化，从而对与贸易直接或间接相关的税收产生影响。因此，需要重新认识贸易、税收和经济发展之间的关系——以贸易增长促经济发展为目

的，以税收政策促贸易增长为手段，进而以贸易增长和经济发展带动税收繁荣。基于实证研究结果，我们建议：一要有序扩大进口规模，合理调整进口结构，满足国内消费需求，促进经济增长；二要加强税收制度建设，既发挥出口退税对出口的积极作用，又要防止出口环节偷税、骗税等不法行为，为促进出口进而拉动国内经济发展提供更加有力的保障；三要协调贸易与税收的关系，稳步扩大进出口，既拉动相关税收收入的持续增长，又保障相关税收收入的稳定。

（三）对收入分配的改善

我们采用分解法来研究我国收入分配的影响因素。首先将居民收入分解为劳动性收入、资本存量收入、转移性收入、个人所得税支出以及个人社会保障支出五个部分，选取最高收入组与最低收入组的人均收入比值作为衡量收入分公平性的指标。其中劳动性收入包括工资性收入以及经营净收入[①]，这部分收入差距主要是不同行业、不同工种所致，国家可以通过开放垄断性行业以及提高教育支出等手段来进行调节；资本存量收入包括财产性收入（利息收入、股息与红利等）以及出售财物收入，这部分收入差距来自于不同的居民资本存量，可以通过增加财产税、资本利得税等税收政策进行调节；转移性收入指国家、单位、社会团体对居民家庭的各种转移支付和居民家庭间的收入转移。包括政府对个人收入转移的离退休金、失业救济金、赔偿等；单位对个人收入转移的辞退金、保险索赔、住房公积金；家庭间的赠送和赡养等；是我国财政支出侧对收入分配进行调节的主要手段；而与此相对应的个人所得税支出、个人社会保障支出是我国财政收入一侧调节收入分配的主要手段。

按照以上思路，我们对可支配收入的贫富差距进行分解可得如下结果：

① 家庭收入中的经营净收入实质家庭成员从事经营活动所获得的净收入，是全部生产经营收入中扣除生产成本和税金（但不扣除个人所得税）后所得的收入。一般为城镇个体或私营企业主所获得的收入。

$$可支配收入衡量贫富差异=\frac{最高收入组人均可支配收入}{最低收入组人均可支配收入}$$

$$=\frac{可支配收入_R}{可支配收入_P}$$

$$=\frac{劳动性收入_R+资本存量收入_R+转移性收入_R-个人所得税_R-个人社会保障支出_R}{劳动性收入_P+资本存量收入_P+转移性收入_P-个人所得税_P-个人社会保障支出_P}$$

$$=\frac{劳动性收入_R}{劳动性收入_P}\times\frac{劳动性收入_P}{可支配收入_P}+\frac{资本存量收入_R}{资本存量收入_P}\times\frac{资本存量收入_P}{可支配收入_P}+\frac{转移性收入_R}{转移性收入_P}$$

$$\times\frac{转移性收入_P}{可支配收入_P}-\frac{个人所得税收入_R}{个人所得税收入_P}\times\frac{个人所得税收入_P}{可支配收入_P}-\frac{个人社会保障支出收入_R}{个人社会保障支出收入_P}$$

$$\times\frac{个人社会保障支出收入_P}{可支配收入_P}$$

概括而言，可支配收入贫富差距可以分解为每一类收入的贫富差距的加权平均，权重为更低收入户中每一类收入占可支配收入的比重，这一比重也反应了不同类型收入的贫富差距对整体可支配收入贫富差距的影响程度。

使用 2012 年城镇居民家庭按收入分组的收入和支出数据，通过分解影响居民收入分配差距的因素，实证分析了现阶段我国各地区财政政策调节城镇居民收入分配的效果。结果显示：

(1)居民收入差距存在且较为严重，财政政策调节收入分配的作用因省而异，但总体上财政政策恶化收入分配的情形较多。就选取的样本来说，最高收入户的可支配收入平均是最低收入户的 6 倍多，基尼系数总体上也接近 0.3。无论是基于最高收入户与最低收入户的收入之比还是运用基尼系数的方法，居民收入差距程度在政策前后都呈现有升有降的情形，但收入差距恶化的省份多于收入差距改善的省份。其中，基于最高收入户与最低收入户的收入之比的方法时，财政政策后的贫富差距扩大的省份有 9 个，缩小的有 8 个；基于基尼系数的方法时，可支配收入基尼系数增大的身份有 7 个，降低的省份有 10 个。但基尼系数下降的规模小于基尼系数上升的规模，所以总体上来说，现有的财政政策安排是不利于改善收入分配的差距的。我国财政政策中的税收对收入分配差距的调节有一定作用，但社会补助政策恶化了居民收入分配，现阶段的财政政策安排在总体上不利于居民收入分配的调节，但在省份之间存在差异。

(2)个人所得税对调节收入分配有一定作用，但作用程度十分有限。个人所得税支出差距程度远远大于可支配收入的差距程度，说明个人所得税确实有利于调

节收入分配。但是,个人所得税在可支配收入分解中的权重十分小,这使得个人所得税调节收入分配的作用受到极大限制。在样本中,个人所得税权重最高的不足0.5%。而且,虽然基于税收政策的基尼系数总体上有所下降,但变化量几乎可以忽略不计。而我国的实际情况也正是如此,个人所得税的税基过窄,其占全部税收的比重长期过低,调节收入分配的作用十分有限。

(3)社会保障支出不利于调节收入分配。更低收入户所缴纳的个人社会保障性支出约占其可支配收入的13%左右,也就是说个人社会保障性支出的贫富差距对整体贫富差距的影响因子达到13%,相对来说是对整体贫富差距影响较大的一个因素。然而,高低收入户的社会保障支出比值整体上低于可支配收入的差距。换言之,高收入群体并没有支出与其收入相匹配的社会保障支出。

(4)资本存量收入恶化了城镇居民贫富差异。资本存量收入的贫富差距虽然对整体可支配收入的贫富差距影响因子较小,平均约为4%左右。但是,平均来说最高收入户的资本存量收入为最低收入户的23倍左右,远大于可支配收入的差距程度,事实上加大了居民收入的贫富差距。高收入群体更有可能取得资本存量收入(如利息、股息、售卖资产等),但我国并没有相应的财产税或者资本利得税,对资本存量收入带来的贫富差距并没有有效的调节工具。

(四)对环境污染的治理

治理外部性和收入再分配是政府存在的基本理由。但是,我国的收入结构和支出结构的安排导致我国的污染问题非常严重。

从整体上看,我国正处于碳排放高速增长阶段。图43和图44对我国二氧化碳排放的总体状况进行了描述。1970年以前,中国的二氧化碳排放总量不到世界二氧化碳排放总量的5%;1980年,中国排放二氧化碳14.67亿吨,仅占世界二氧化碳排放总量的7.58%;自1980年到2010年的30年间,中国二氧化碳排放占世界排放总量的比例不断攀升,到2006年,中国的碳排放总量超过了美国,成为世界上排放二氧化碳最多的国家,排放总量达到了64.14亿吨,占世界二氧化碳排放总量的20.90%。我国二氧化碳排放一直呈现上升趋势,近年来的上升还呈现加速趋势,2011年,我国二氧化碳排放总量为90.19亿吨,占世界碳排放的比重达到26%。

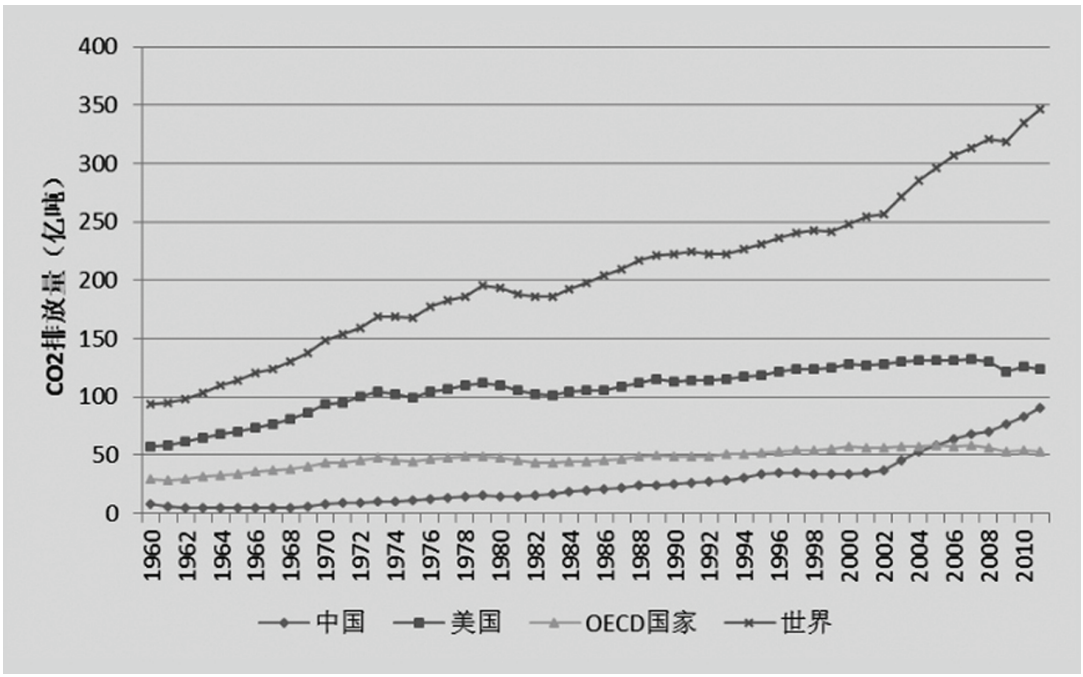


图 43　我国碳排放总量的国际比较(1960－2011)

数据来源：World Bank，World Development Indicator，CO2 Commission（kt）

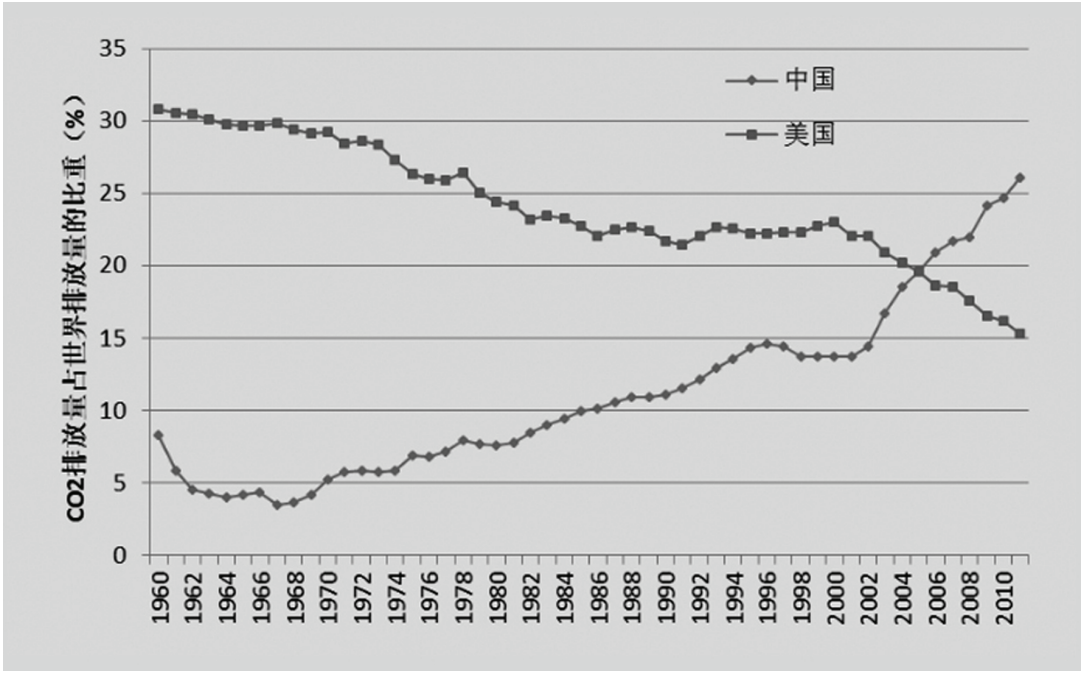


图 44　历年中国与美国碳排放占世界排放的比重

数据来源：World Bank，World Development Indicator，CO2 Commission（kt）

如果从碳排放的存量上看，我国的累积碳排放在世界的总体水平中比例还不高，目前我国的累积碳排放仅占世界1751－2006年累积碳排放的8.4%。但考虑到我国的经济发展主要发生在最近30年，碳排放的速度增长强劲。从我国和世界平均增速水平的对比上来看，除少数年份外，中国二氧化碳排放总量的增速远远超过世界平均水平：2000年以前，尚且维持在10%的增速以下，而2003年之后，增速超过10%，甚至在2004年达到了20%的增速；虽然其后增速放缓，但仍旧高于世界平均水平5%左右。以目前碳排放的速度增长下去，对世界累积碳排放的贡献将会越来越大，需要采取措施减缓这种势头。

在二氧化硫排放方面，从整体上看，1995年到2012年间，工业二氧化硫排放量出现波动性增长趋势。其排放总量由1995年的1405万吨增加到2011年的2017.2万吨，增加了43.57%，16年来的年均增长率为2.72%。其中1998、2000、2003和2005年二氧化硫排放量明显增加，在1995－1997年、2000－2002年和2006－2010年间，二氧化硫排放量则出现了短期内连续下降。从2000年以来的排放情况来看，工业二氧化硫排放总量在2000至2002年和2006－2010年间出现下降，但2002至2006年间出现了连续4年的持续增长，年均增长率为9.49%，增长幅度远高于前两年和后4年的下降幅度。2011年，工业二氧化硫排放量出现8.19%的上升，达到2017.2万吨。

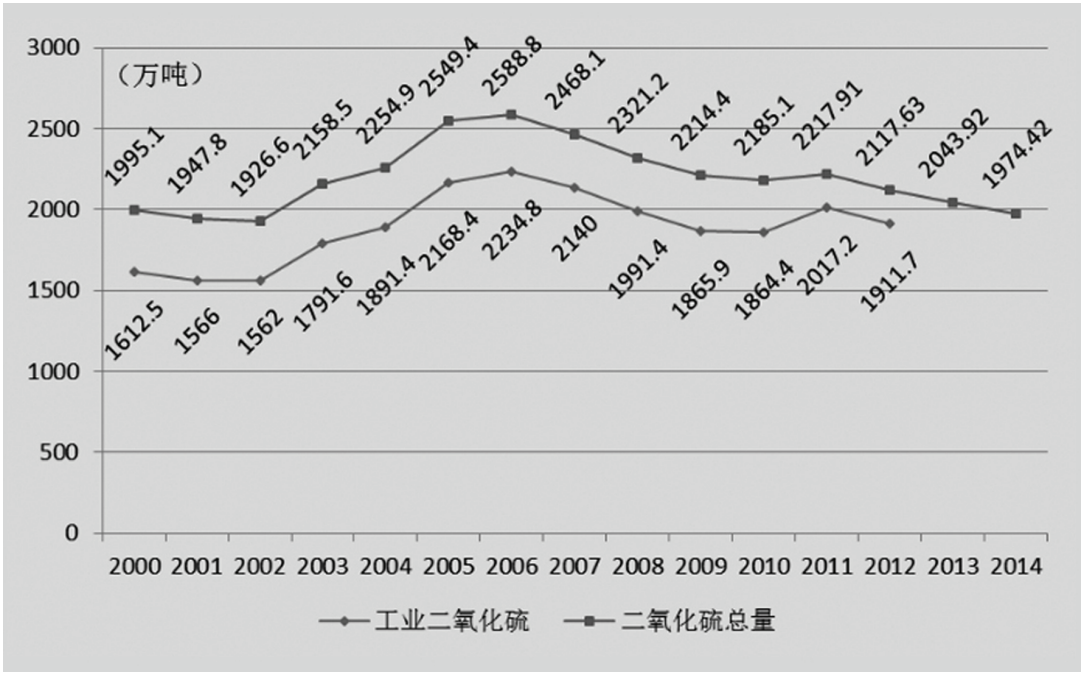


图45　我国历年二氧化硫和工业二氧化硫的排放总量(万吨)

数据来源：《中国统计年鉴》，《中国环境统计年鉴2013》

在废水方面，从2004—2014年，我国废水排放总量持续增加，从2004年的482.4亿吨持续增加到2014年的716.2亿吨，年增长率4.03%。工业废气方面，从2000的13.81万亿标立方米至2011年的67.45万亿标立方米，连续11年持续增长，年增长率15.51%。只有2012年有所降低。至于烟粉尘，从2005年至2009年，烟粉尘排放总量持续下降，2010年至2013年基本保持不变，而在2014年上涨到了36.2%。

数据表明，我国每年发生的环境污染与破坏事故次数在上世纪九十年代中后期一直处于较高水平，且波动很大，1995年全年共发生1966次环境污染与破坏事故，到2000年达到极大值共发生了2411次，从2001年开始，环境污染与破坏事故次数总体趋势在逐年递减，至2010年全年仅发生420起环境污染与破坏事故。从环境污染与破坏事故的结构来看，水污染、大气污染和固体废物污染这三项构成了主体，占90%以上。另外，水污染次数与大气污染次数与环境污染与破坏事故次数变化趋势相一致。

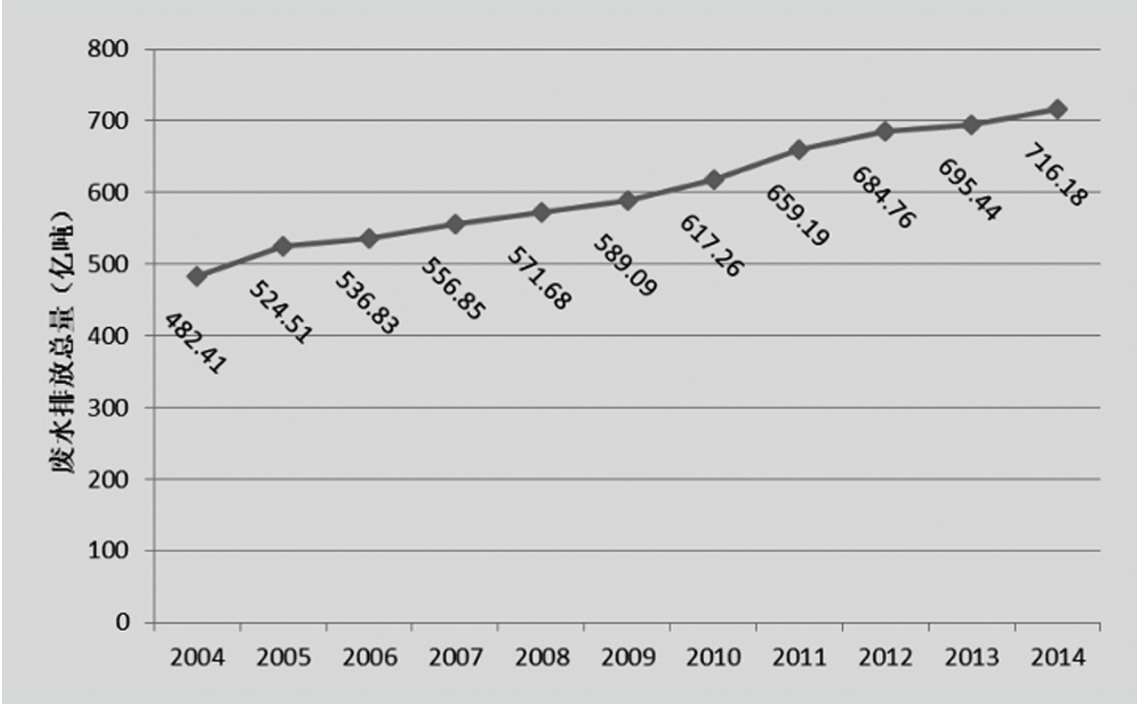


图46　我国历年废水排放总量

数据来源：《中国统计年鉴》

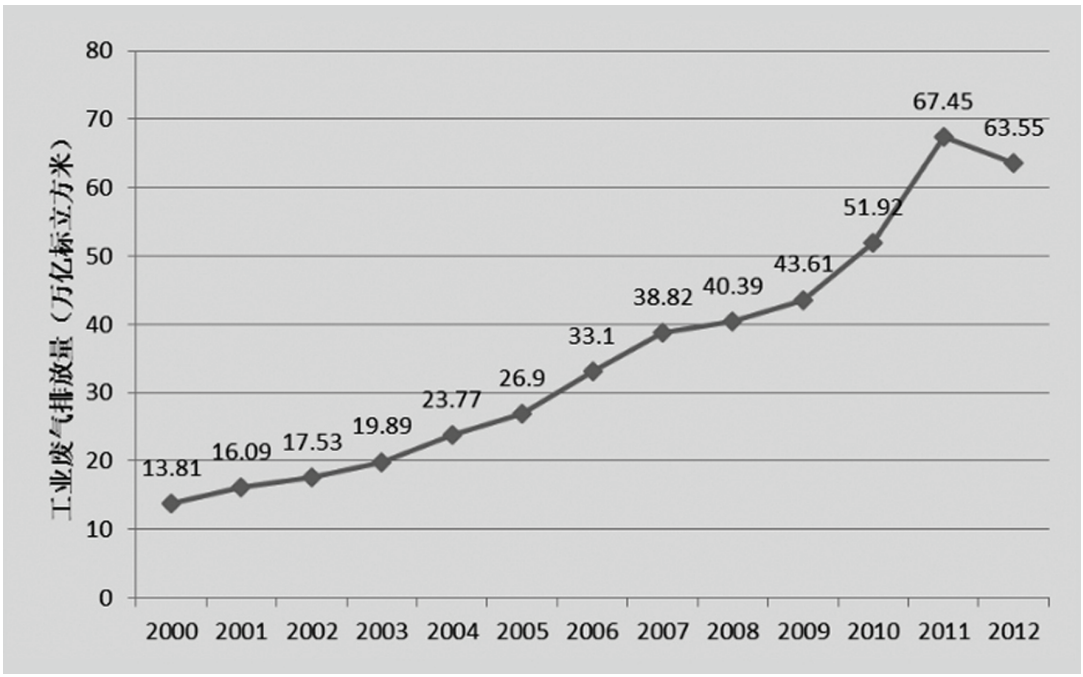


图 47　我国历年工业废气排放量

数据来源:《中国统计年鉴》

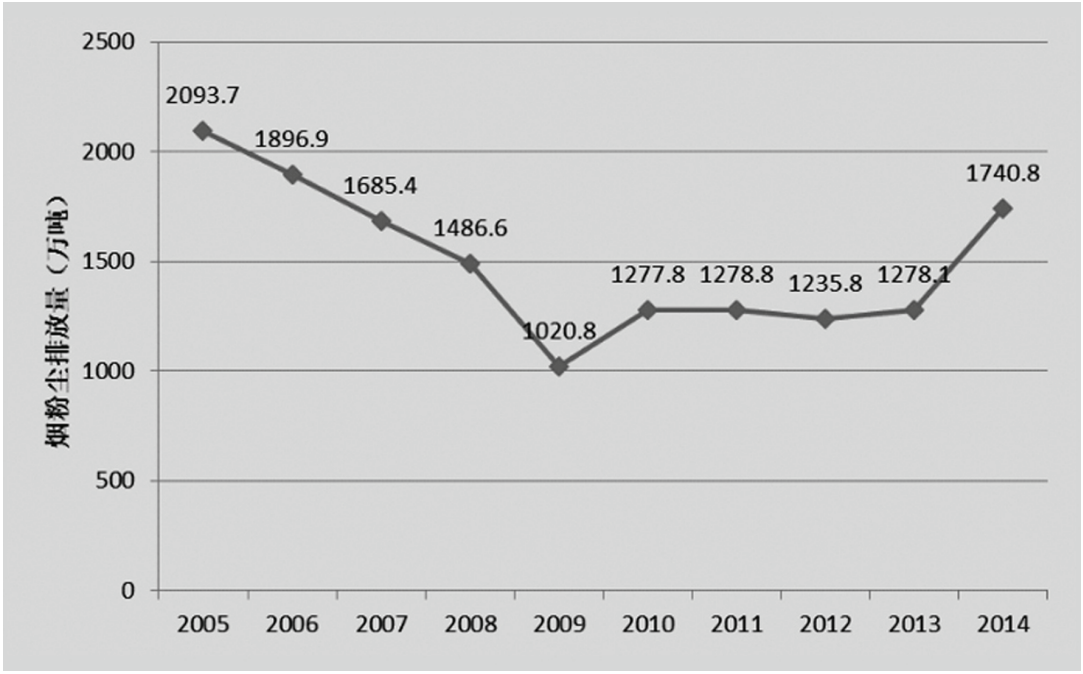


图 48　我国历年烟(粉)尘排放量

数据来源:《中国统计年鉴》

通过考察污染事故总数增长率和其主要构成水污染与大气污染事故增长率我们发现,1996 至 2010 年间三者增长率变化趋势极为相似,且大小也比较相近。在 2000 年之前,污染事故发生次数波动剧烈,三者的增长率曾在 1997 年或 2000 年都达到 50%左右,在 1998 年也曾减少了 20%以上。而在 2000 年之后,尽管增长率仍不断波动,但波动幅度有所减小,且总体上存在下降趋势。特别在 2003 年之后,总污染破坏事故、水污染和大气污染破坏事故发生次数的增长率始终为负,这说明污染事故逐年减少。2006 年和 2007 年经历了两次大幅的下降后,环境污染与破坏事故发生的次数保持在 500 次以下。

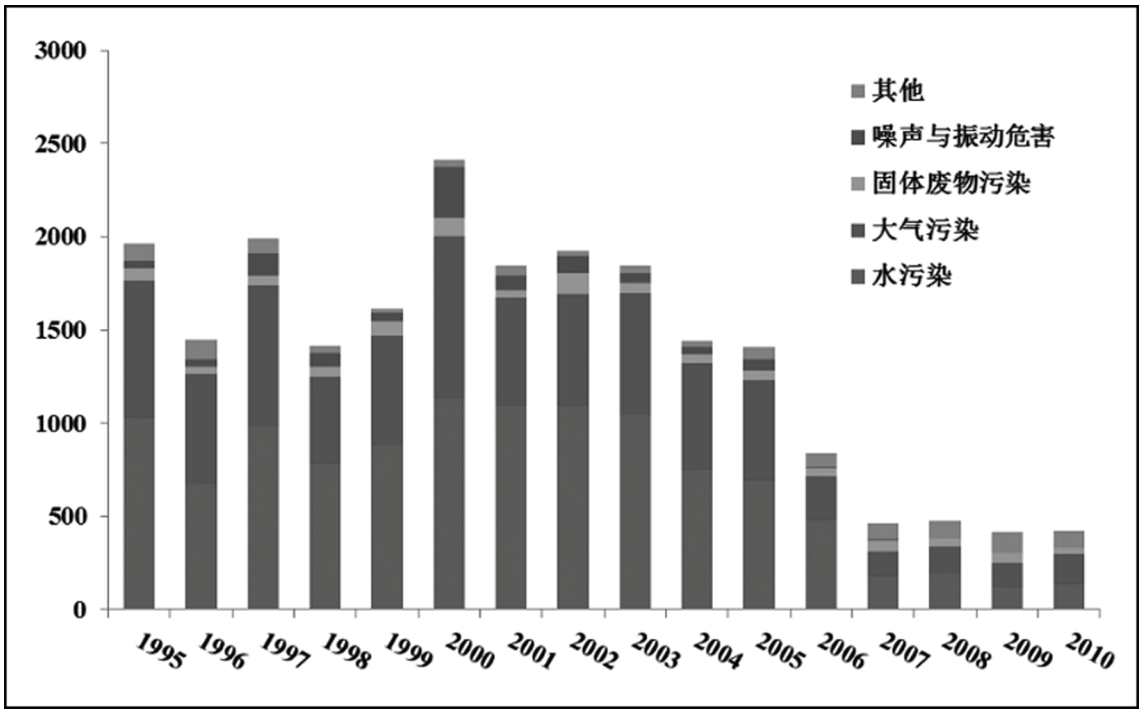


图 49　我国历年环境污染与破坏事故发生次数及其构成

数据来源:《中国统计年鉴》

污染问题的迅速蔓延,引发了巨额的卫生开支。严重的环境污染导致了健康与财富的双重损失。巨大的医疗开支给百姓民生增加了负担,中国家庭医疗支出的比重比起十多年前也高出几乎一倍,医疗卫生部门所接纳的病人数也明显上升。

从城镇居民人均医疗保健支出水平来看,1990－2000 年,城镇居民人均医疗保健支出占人均现金消费支出的比重连年上升。2000 年后,城镇居民的医疗保健支出上升到较高的水平,于 2005 年达到峰值,占现金消费支出的比重为 7.56%。

2006 年至今，医疗保健支出占比出现连续的小幅下降，但始终保持在 6％的水平以上。

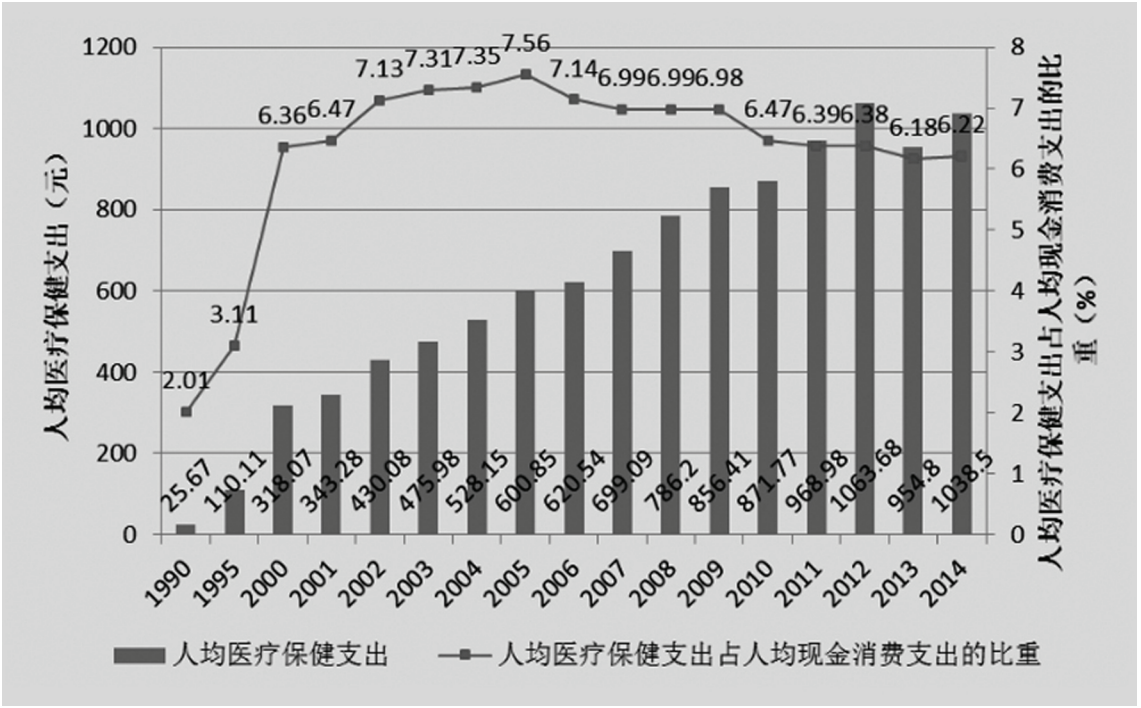


图 50　我国城镇居民人均医疗保健支出情况

数据来源：《中国统计年鉴》

环境污染的破坏与恶化也带来了环境污染治理投资的不断增加。2014 年，全国环境污染治理投资总额超过 9575.5 亿元，其中工业污染源治理投资 997.65 亿元；环境污染治理投资总额占 GDP 的比重为 1.51％。其中，废气和废水的治理是环境污染治理的重中之重。

从国家财政支出的节能环保支出来看，节能环保支出的绝对值逐年上涨，从 2009 年起，节能环保支出占 GDP 的比重维持在 6％左右。从 2012 年起，节能环保支出占大财政支出的比重也逐年增加。

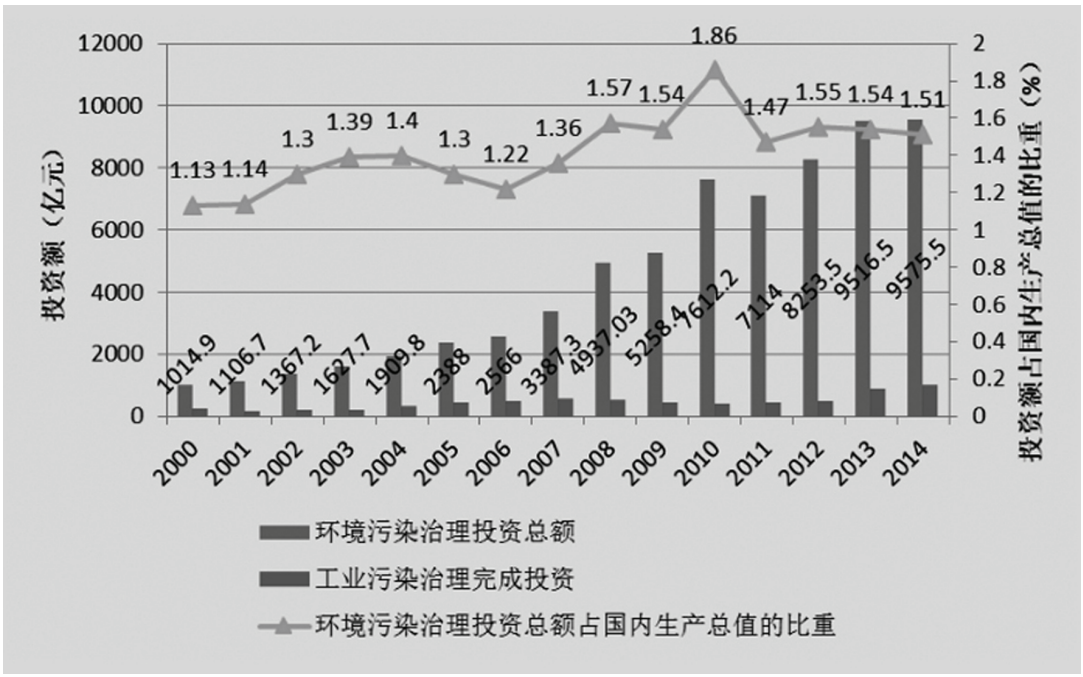


图 51　全国环境污染治理投资情况

数据来源:《中国统计年鉴》

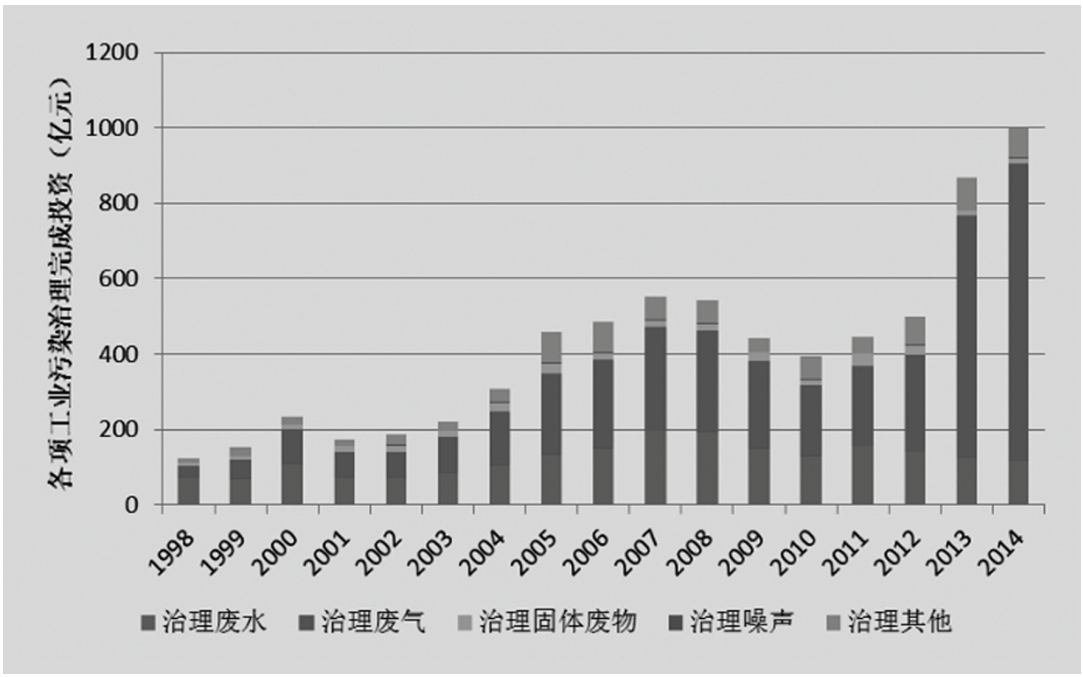


图 52　工业污染治理投资结构

数据来源:中国统计年鉴

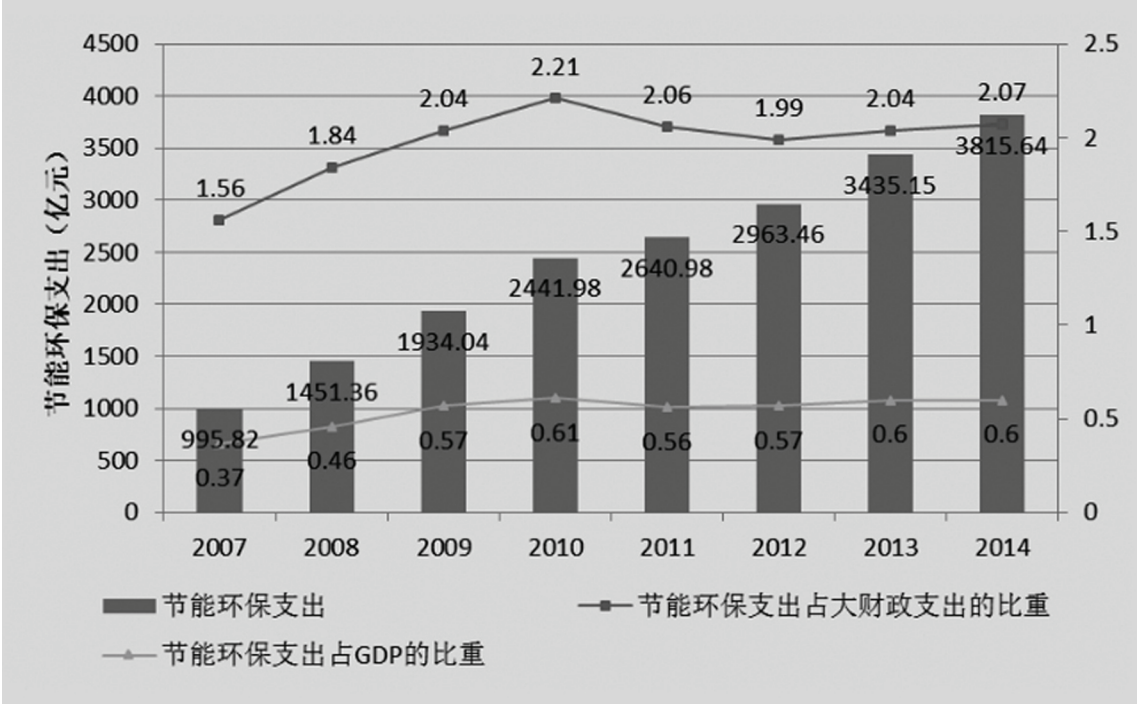


图 53　国家财政节能环保支出及其占大财政支出及 GDP 的比重

数据来源：《中国统计年鉴》

四、多重目标平衡下的财政体制改革

总体而言，中国的公共部门在过去 30 年中对经济增长起到了支撑作用。以增值税为主体的税收在筹集公共资金的同时，对资本形成、劳动供给造成的扭曲作用较小；而基建投资占较大份额的公共支出给经济增长提供了强劲的支持。但是，税收收入和支出中具有自动稳定器功能的所得税，和失业保险等所占比重较小，现有的财政体制对预防和治理经济波动所起作用有限。在收入分配方面，具有降低富人收入功能的所得税在收入结构中比重较小，为穷人提供收入的失业保险、社会救助等支出在支出比重所占比重较小，现有财政体制改善收入分配的角色有限。最后，在污染治理方面，现行增值税并没有针对污染含量高低的差别税率。公共部门在污染治理方面也没有明显的贡献。公共部门在这四个方面的所起作用简述在表 9 中。经过 30 年的改革开放，中国的经济规模已经达到了世界第二位。在新的环境下，财政体制面临的问题发生了根本性变化。首先需要说明的是，尽管中国经济总规模已经达到了世界第二，但人均 GDP 仍然处于较低的水平。在相当长的时间

内，经济增长仍然是整个国家的重中之重。相应地，维持一个促进经济增长的公共部门仍然是建立现代财政制度的核心考量。

表 9　中国公共部门在促进增长、平抑波动、改善收入分配及污染治理中的作用

	促进增长	波动平抑	收入分配改善	污染治理	未来
政府规模	是	否	否	否—	稳定
赤字	是	是	/	/	稳定
收入					总量稳定、结构调整
增值税	是	否	否	否	差异税率，降低比重
营业税	是	否	否	否	差异税率，降低比重
企业所得税	否	是	是	/	增加比重
个人所得税	否	是	是	/	增加比重
遗产税	/	/	是	/	增加比重
支出					结构调整
基建	是	是	否	否	降低比重
失业保险	否	是	是	/	增加比重
社会救助	否	是	是	/	增加比重

但是，国民经济发展到今天，一些新的现象和矛盾需要税收工具和支出工具来处理。这些新的问题突出体现在以下三个方面。

第一，经济发展面临的主要问题从供给不足，转化为需求不足。随着中国经济进一步融入全球经济体系，全球其他地区的经济波动越来越容易向中国传递。在这样的背景下，财政体制的安排必须考虑预防和治理经济波动的因素。

第二，在过去 30 年的快速增长过程中，劳动者自身的禀赋差异，以及劳动力市场、产业政策等因素作用下，我国从一个收入均等的社会演变为一个收入分配高度

不均的经济体。体现收入分配不平等的指标基尼系数一路攀升。在劳动力市场改革，产业开放等改革之外，政府的税收政策和支出政策有必要进行相应的调整，以便在“十三五”期间改善难以为继的收入分配恶化问题。

第三，快速发展带来的另外一个负面后果就是严重的环境污染。在全球污染物方面，我们已经超过美国，是二氧化碳的最大排放国。在区域排放方面，我们的二氧化硫等废气、废水等的排放都有了迅猛增长。污染问题的迅速蔓延排放量，给我们的国际发展环境和国内的经济增长、收入分配带来严重的冲击。就二氧化碳而言，中国的处境非常困难。若不减排，我们面临非常大的国际压力。若减排，对经济增长、就业、出口、财政收入等造成的压力非常大。在这方面，税收工具和支出工具对减排效果和降低减排的冲击有非常重要的贡献。

显然，在新的环境下，财政体制的职能要发生较大的变化。从单一促进经济增长为核心，向兼顾经济增长、经济波动、收入分配以及污染治理等多重任务转变，财政体制在总量和结构上都需要做出重大调整。

首先需要回答的问题是：如何看待政府规模？如前所述，中国的政府规模在国际上已经处于较高的水平。更为重要的是，中国政府规模的增长速度非常迅速。就经济增长而言，快速上升的税负已经给中国的经济增长率带来了负面影响。若考虑到税收主体以增值税的主体地位日渐下降，扭曲劳动供给、影响资本形成的所得税在税收中地位越来越重要，宏观税负的进一步上升会给经济增长带来日渐严重的负面影响

不过，在经济增长之外，预防和治理经济波动、改善收入分配以及治理污染都在一定程度上需要新的税收工具，或者强化已有的税收工具。例如，为了使自动稳定器更好地起作用，更好的调整收入分配，我们需要强化收入一侧的企业所得税、尤其是个人所得税。显然，这些措施不仅会进一步提高税负，而且对资本形成和劳动供给的负面影响更甚。在支出一侧，也面临同样的问题，失业保险体系的扩展，以及社会救助规模的进一步扩大是强化自动稳定器所必须的，而且也是改善收入分配所需要的。但这些又对经济增长产生一定的负面压力。另外，针对日益严重的污染问题，环境税在“十二五”规划当中被列入了议事日程。显然，要治理污染，环境税的税率和规模都需要维持一定的水平。这对宏观税负也会产生进一步的推动作用，推动能源价格，从而对竞争力的提升形成压力。

首先，在总量上，为了避免宏观税负的负面影响，采取措施以稳定政府规模应是现代财政制度建设的重要内容。考虑到财政赤字仍然处于较低的水平，而且赤

字对利率的负面影响较小的情况下，中国使用财政赤字的仍然有很大的空间。另外，在经济波动时期，政府应付衰退所需要的资金应该通过财政赤字来承担。

其次，为了兼顾增长与其他三个目标，在稳定政府规模的同时，为了预防和治理经济波动、调节收入分配以及治理污染，建立现代财政制度的重中之重是收入结构调整。在收入结构上，完善企业所得税和个人所得税征收制度，提高这两个税种在政府收入中所占比重。这样的改革，使得自动稳定器能更有效地预防经济波动，并为治理波动提高宏观调控工具；这两个税种同时是政府改善收入分配的重要工具。改革收入结构的另外一项重要内容是实行差别税率。将部分含碳产品的税率提高到30%，其他产品税率降低为9%的方式重构增值税税率，在降低增值税所占比重的同时，降低二氧化碳这样的全球污染物和二氧化硫这样的地区污染物。再有，为了完善收入分配，必须设立遗产税和赠与税。

第三，为了在新时期的多重目标之间进行平衡，我们还需要对支出结构进行相应调整。作为自动稳定器的重要内容，失业保险必须有较大程度的提高。失业保险支出占GDP比重需要从十一五期间的0.07% 提高到2020年的0.5%。失业保险制度的完善在稳定经济的同时，也有利于改善收入分配改善。除此之外，为了改善收入分配，还必须较大幅度地提高城乡低保为主的社会救助支出占财政支出中所占比重。

第四，中央政府应减少转移支付规模，从政策制定者向公共服务提供者转变。为了平衡上述四个目标，中央与地方之间的财政关系还需要进行重大调整。要使自动稳定器更好地起作用，税收、支出等成为有效的宏观调控的工具，企业所得税，个人所得税，失业保险等必须由中央政府负责。建立一个全国统一的，由中央政府负责的医疗保险、失业保险、社会救助制度是必要的。中央政府的职能也需要从政策制定者向公共服务提供者转变。为了实现这个转变，中央对地方的转移支付也应该相应地减少。

分报告七

中国产业结构改革的十年回顾

——对 2004－2015 年间的重大政策和发展事实观察

张　杰

摘要：本文回顾和归纳了中国十年以来产业结构的发展事实以及重大战略，着重针对当前中国产业结构调整过程中暴露出的系列重大问题和风险进行了分析，主要表现在：第一，中国第二产业和第三产业的发展出现了相脱离现象；第二，当前中国实体经济部门现阶段遭受“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应带来的负面冲击，对产业结构转型升级的内在激励机制产生了显著扭曲效应；第三，制造业自主创新能力相对较弱，与需求侧的消费升级重大变化态势相脱节；第四，房地产部门以及房地产驱动下的城镇化成为阻碍中国产业结构优化升级的突出因素；第五，中国当前以政府财政资金补贴为主的产业结构调整政策模式，已经严重滞后于产业结构转型升级和自主创新能力提升的现实需求。在此分析的基础上，对中国产业结构调整思路和产业政策进行深刻的反思与讨论，并指明了今后中国产业结构调整战略与政策的实施方向。

关键词：产业结构优化升级；发展事实；重大战略；重大风险；政策展望

一、十年来中国产业结构所发生的重要变化特征

（一）产业结构比例更加趋于合理，第一产业增加值占 GDP 份额相对稳定，第二产业份额稳步下降，而第三产业份额迅速提高。

图 1 的数据显示，自从 2004 年以来，第一产业增加值占 GDP 份额由 2005 年的 11.73%缓步下降到 2014 年的 9.00%，十年期间的下降幅度只有 2.73 个百分点，表现出相当程度的稳定性。同期，第二产业增加值占 GDP 份额由 2005 年的 46.87%逐步下降到 2014 年的 40.50%，十年期间的下降幅度达到 6.37 个百分点。相比来看，第三产业增加值占 GDP 份额由 2005 年的 41.40%逐步下降到 2014 年的 50.50%，十年期间稳步上升了 9.10 个百分点。以上的数据说明，一方面，中国的产业结构比例更加趋于合理；另一方面，中国的第二产业中的制造业仍然保持了相对稳定的份额，验证了中国所坚持的制造业立国的发展战略。

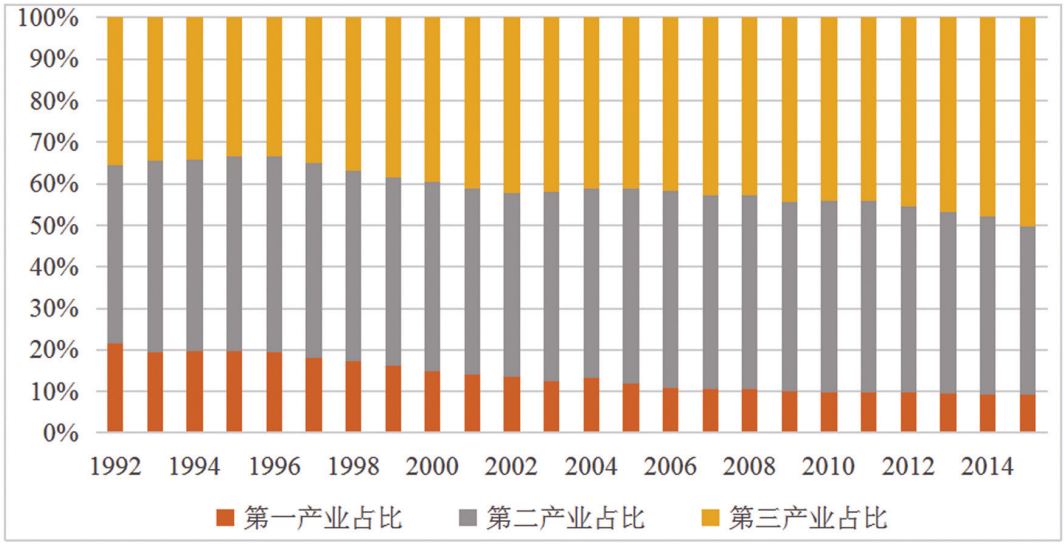


图 1　中国三次产业增加值占 GDP 比重的变化趋势

（二）第二产业中出现了产业结构转型升级的确定态势，高新技术企业数量比重稳步提升，产业创新能力整体提升。

图 2 的数据显示，自从 2004 年以来，第二产业的大中型工业企业中有研发活动企业占比由 2005 年的 2.53%上升到 2014 年的 5.78%，十年期间比重上升的幅

度高达 128%。与此类似的是，在同期内第二产业的大中型工业企业中有新产品开发能力的企业占比，由 2005 年的 2.75%上升到 2014 年的 4.89%，十年期间比重的上升幅度达到 77.8%。进一步来看，图 3 的数据显示，高新技术企业在整体工业企业部门中企业数量所占比重由 2005 年的 6.45%上升到 2014 年的 7.39%，十年期间企业数量比重上升幅度为 14.57%。以上数据深刻说明，工业企业的创新研发能力提升，新产品开发能力提升，高新技术企业数量比重稳步提升，产业创新能力整体提升，第二产业的工业部门出现了产业结构转型升级的确定态势。

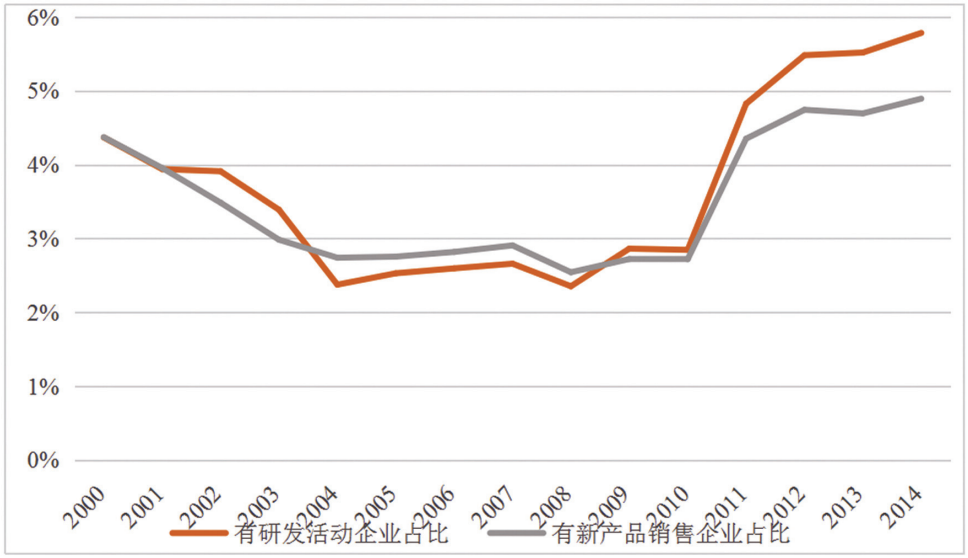


图 2　大中型工业企业有创新研发能力和新产品开发能力的企业数量比重

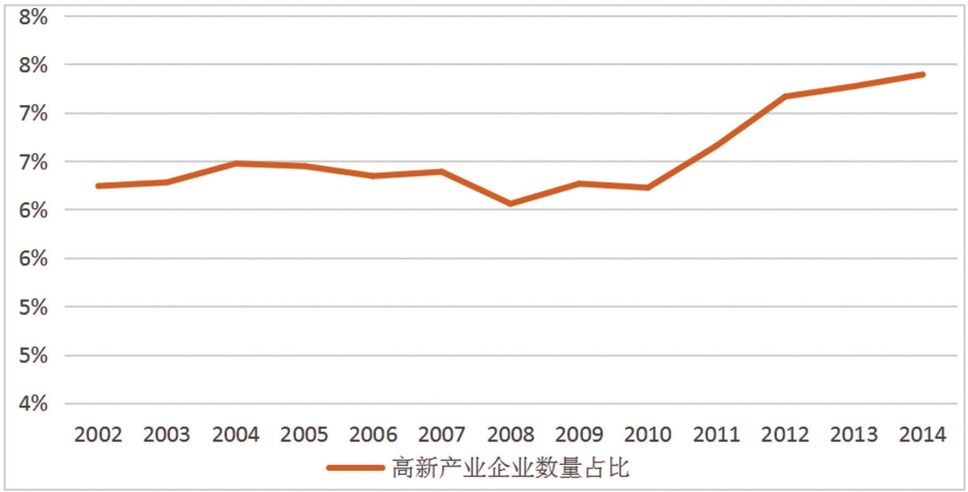


图 3　大中型工业企业有创新研发能力和新产品开发能力的企业数量比重

(三)驱动第三产业增长的动力,一方面主要来源于金融业和房地产业,另一方面来源于租赁和商务服务业和科学研究、技术服务和地质勘查业。由此表明,中国的第三产业快速增长可能带来的是金融泡沫和房地产泡沫以及创新研发能力的逐步提升。

图4的数据显示,在第三产业中,金融业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的9.94%上升到2015年的16.83%,交通运输、仓储和邮政业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的14.04%逐步下降到2015年的8.89%,房地产业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的10.82%上升到2015年的12.09%,批发和零售业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的18.78%缓慢上升到2015年的19.37%,住宿和餐饮业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的5.53%逐步下降到2015年的3.56%,信息传输、计算机服务和软件业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的6.39%逐步下降到2013年的4.91%,租赁和商务服务业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的3.96%缓慢上升到2013年的4.82%,科学研究、技术服务和地质勘查业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的2.65%逐步上升到2013年的3.53%,水利、环境和公共设施管理业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的1.16%波动式变化为2013年的1.11%,居民服务和其他服务业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的3.74%波动式下降到2013年的3.13%,教育业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的7.38%缓步下降到2013年的6.68%,卫生、社会保障和社会福利业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的3.95%先下降后上升到2013年的3.99%,文化、体育和娱乐业的增加值占第三产业增加值的比重由2004年的1.57%逐步下降到2013年的1.40%。以上这些数据表明,驱动中国现阶段第三产业增长的动力,主要来源于金融业和房地产业,小部分也来源于租赁和商务服务业和科学研究、技术服务和地质勘查业。由此表明,金融泡沫和房地产投机泡沫可能是催动中国第三产业规模扩张的主要驱动力。同时,驱动中国现阶段第三产业增长的动力小部分也来源于创新研发能力的提升。

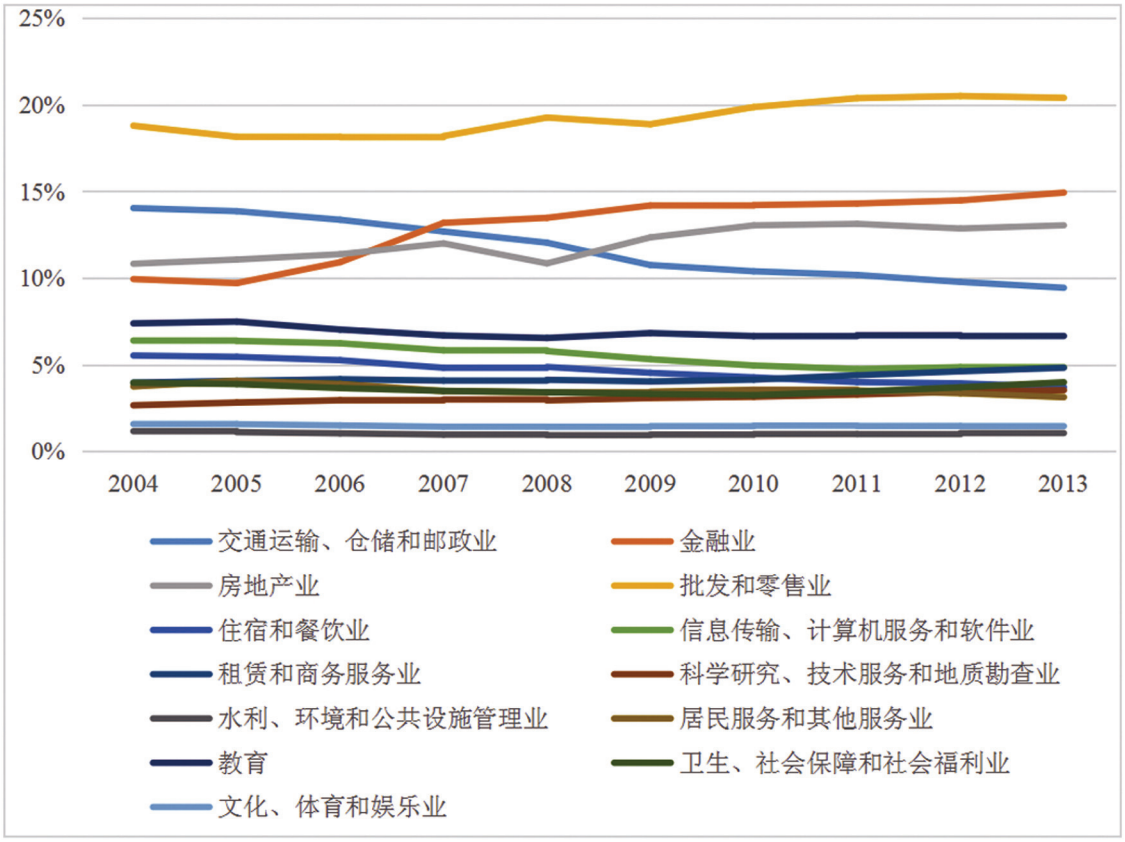


图 4　第三产业中各产业的增加值占第三产业 GDP 比重的变化趋势

(四)产业出口结构发生了重要变化,加工贸易比重降低、一般贸易比重升高,高新技术产业出口份额增加,由此反映在全球价值链分工与贸易体系之下中国的出口结构得到优化升级,出口竞争力由全球价值链低端环节向高端环节逐步转移升级。

图 5 的数据显示,在 2004 至 2014 年期间,一般贸易所占出口额比重由 2004 年的 41.06%稳步上升到 2015 年的 53.44%,十年之间该比重增长了 12.38 个百分点。与此同时,一般贸易所占出口额比重由 2004 年的 55.28%逐步下降到 2015 年的 35.08%,十年之间该比重大幅度下降了 20.2 个百分点,该比重数据一涨一落式的对比就充分说明,中国正由相对较低本土附加值的出口贸易方式逐步向相对较高本土附加值的出口贸易方式转移。而且,图 6 的数据显示,同期,高新技术产业的出口额所占总出口额比重由 2004 年的 27.47%稳步上升到 2013 年的 36.02%,

十年之间该比重增长了 8.55 个百分点。由此进一步说明，全球价值链分工与贸易体系之下中国的出口结构得到优化升级，出口竞争力正在发生由全球价值链低端环节向高端环节逐步转移升级的现象。

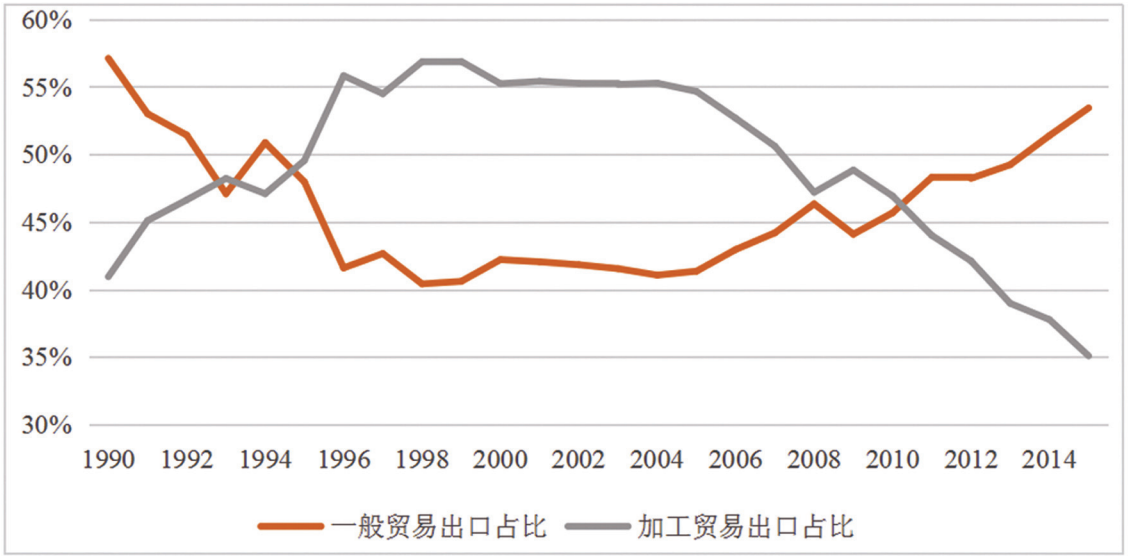


图 5　中国出口中一般贸易和加工贸易的比重变化趋势

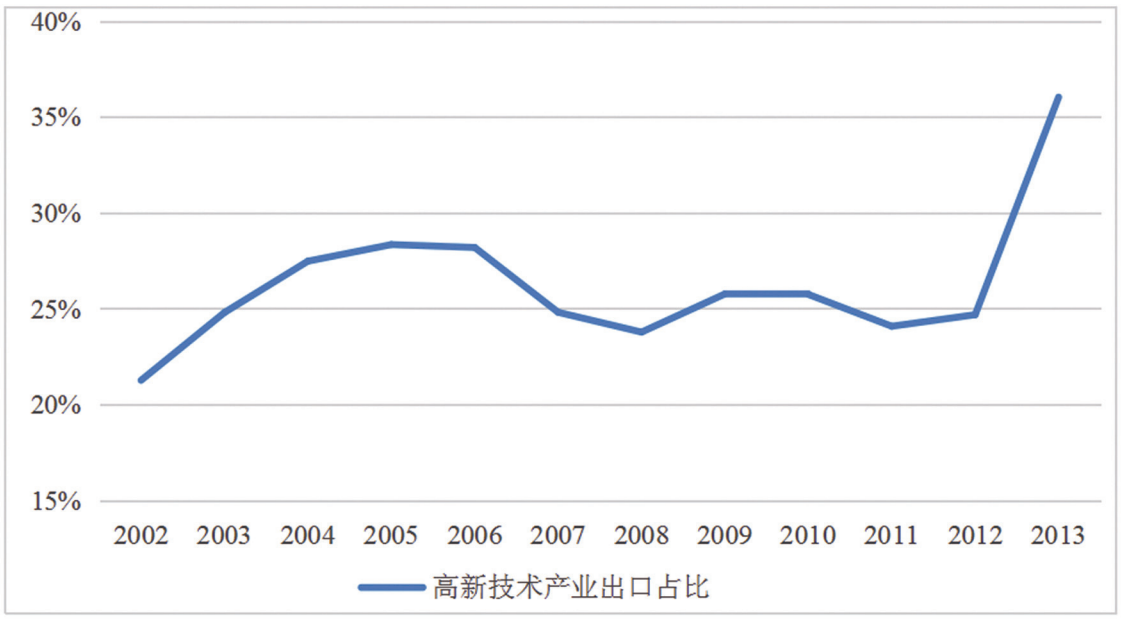


图 6　中国出口中高新技术产业出口占比

(五)国有企业、民营企业和外资企业在产业结构的地位以及在产业结构转型升级中的作用趋向合理。

图7的数据显示,在2006年至2014年期间,中国的国有性质企业数量所占比重由2006年的4.82%大幅度下降到2014年的0.91%,而私营性质企业数量所占比重由2006年的49.59%稳步上升到2014年的56.57%,港澳台性质企业数量所占比重由2006年的9.66%逐步下降到2014年的6.73%,外资性质企业数量所占比重由2006年的10.50%逐步下降到2014年的7.87%。图8的数据显示,在2006年至2014年期间,国有性质企业资产占总资产比重由2006年的16.81%大幅度下降到2014年的7.00%,而私营性质企业资产占总资产比重由2006年的13.91%稳步上升到2014年的22.27%,港澳台性质企业资产占总资产比重由2006年的9.37%逐步下降到2014年的8.20%,外资性质企业资产占总资产比重由2006年的17.11%逐步下降到2014年的12.51%。图9的数据显示,在2006年至2014年期间,国有性质企业主营业务收入占总收入比重由2006年的10.02%大幅度下降到2014年的4.48%,而私营性质企业主营业务收入占总收入比重由2006年的20.67%稳步上升到2014年的33.62%,港澳台性质企业主营业务收入占总收入比重由2006年的10.51%逐步下降到2014年的8.56%,外资性质企业主营业务收入占总收入比重由2006年的21.04%逐步下降到2014年的14.26%。图10的数据显示,在2006年至2014年期间,国有性质企业利润额占总利润比重由2006年的10.31%大幅度下降到2014年的3.97%,而私营性质企业利润额占总利润比重2006年的16.36%稳步上升到2014年的34.55%,港澳台性质企业利润额占总利润比重由2006年的9.21%逐步下降到2014年的8.70%,外资性质企业利润额占总利润比重由2006年的18.39%逐步下降到2014年的15.62%。以上数据充分表明,一方面,在中国经济增长的进程中,国有企业、民营企业和外资企业各自在产业结构的地位以及在产业结构转型升级中的作用趋向合理;另一方面,在中国产业结构以及经济增长调整过程中,民营企业能够起到主要的推动作用。同时,国有企业虽然其数量和规模处于逐步收缩过程中,但是,其的变化趋势体现在在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中,培育一批具有自主创新能力和国际竞争力的国有骨干企业,更好服务于国家战略目标。

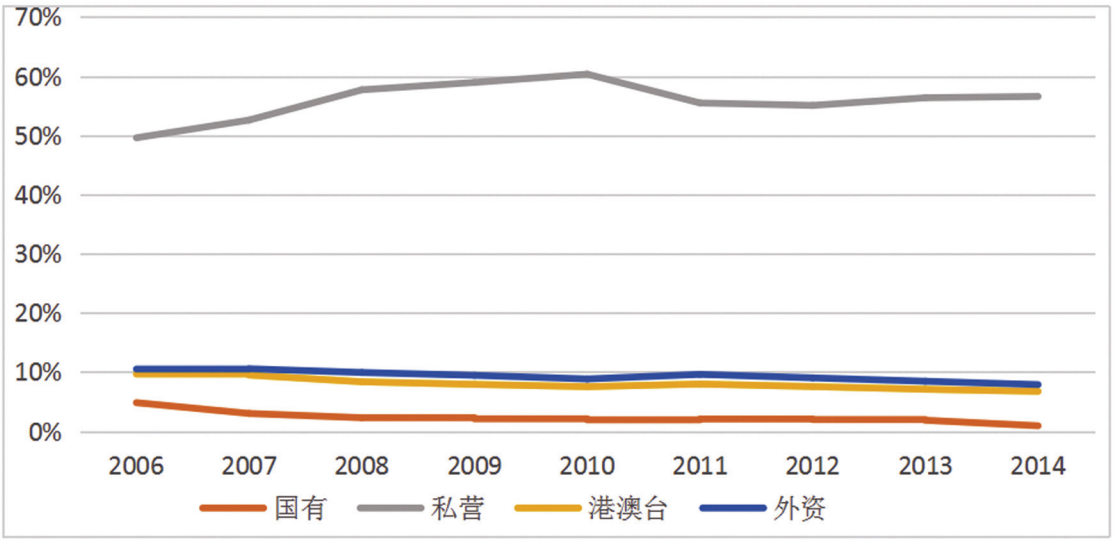


图 7　不同所有制企业数量占比

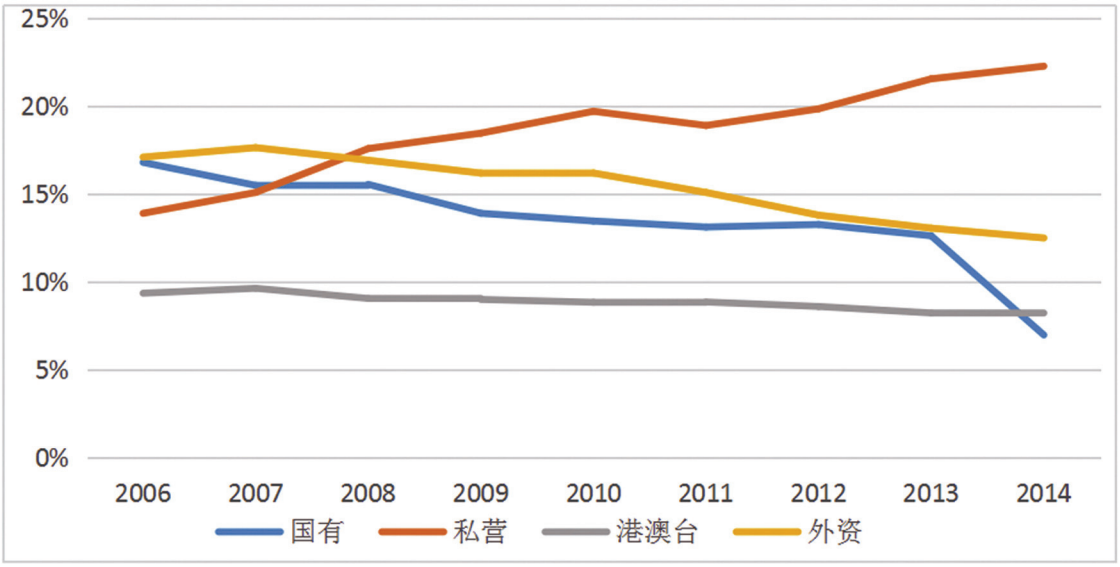


图 8　不同所有制企业资本占比

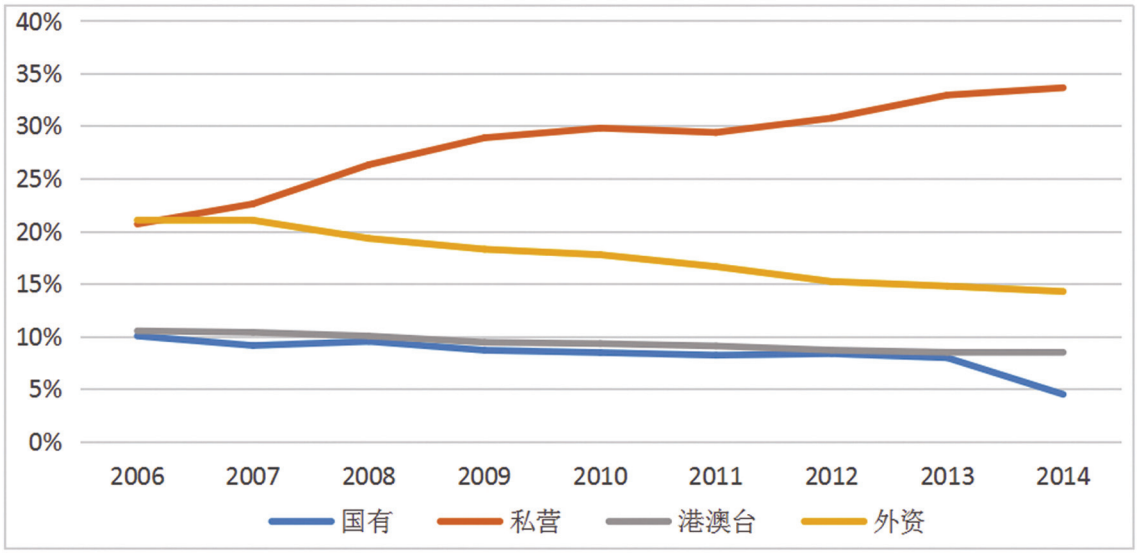


图 9　不同所有制企业主营业务收入占比

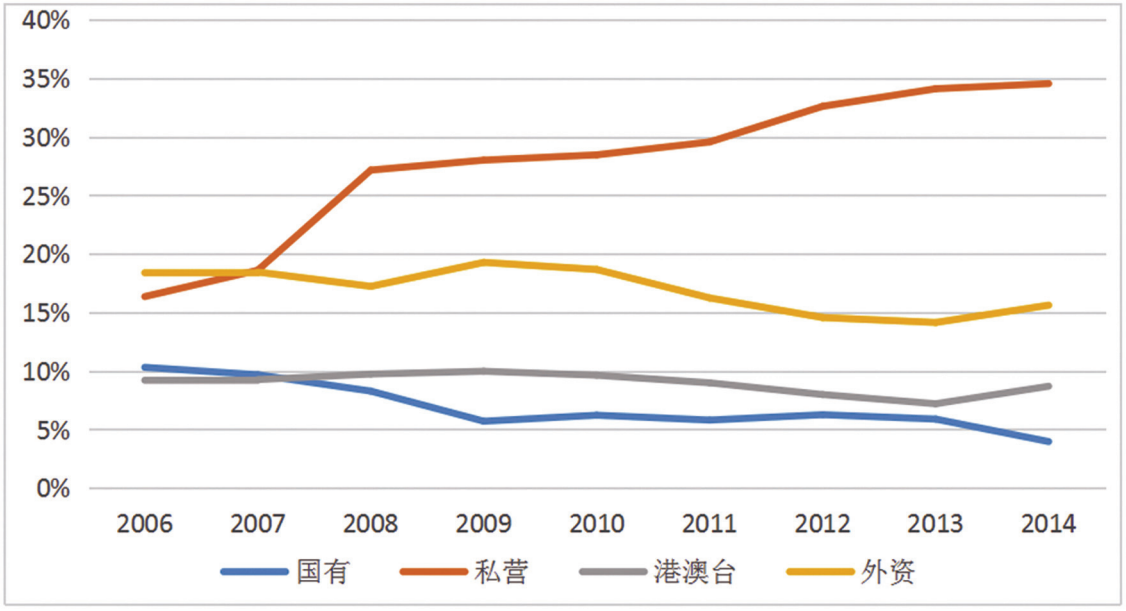


图 10　不同所有制企业利润额占比

二、十年间推动产业结构优化升级重大战略和产业政策的回顾

（一）始终坚持产业结构优化升级的既定发展战略目标。在“十一五”规划中，

明确提出将增加第三产业中服务业比重的提高，作为产业结构优化升级的重点任务。同时，以加快发展高技术产业、振兴装备制造业、优化发展能源工业、调整原材料工业结构和布局、提升轻纺工业水平和积极推进信息化这六大具体任务来推进工业结构的优化升级，其具体指出，“产业、产品和企业组织结构更趋合理，服务业增加值占国内生产总值比重和就业人员占全社会就业人员比重分别提高 3 个和 4 个百分点”。在“十二五”规划中，既坚持将服务业比重的提高作为产业结构优化升级的重点任务，又提出了发展“战略性新兴产业”的重要发展战略，指明以提高产业核心竞争力为主的产业转型升级的基本任务。其具体指出，“坚持农业基础进一步巩固，工业结构继续优化，战略性新兴产业发展取得突破，服务业增加值占国内生产总值比重提高 4 个百分点”。在“十三五”规划中，围绕经济结构和产业结构的深度调整、振兴实体经济的根本目标，通过着重推进供给侧结构性改革，培育壮大新兴产业，改造提升传统产业，加快构建创新能力强、品质服务优、协作紧密、环境友好的现代产业新体系。产业结构的调整重点落在通过搭理发展先进制造业和战略性新兴产业，鼓励新产业新业态的全面发展以及工业化和信息化的深度融合这三个重点任务，来实现产业结构优化升级的发展战略。其具体指出，“主要经济指标平衡协调，发展质量和效益明显提高。产业迈向中高端水平，农业现代化进展明显，工业化和信息化融合发展水平进一步提高，先进制造业和战略性新兴产业加快发展，新产业新业态不断成长，服务业比重进一步提高”。

（二）逐步认识和强化了以提升制造业自主创新能力为主的国家发展战略。在“十一五”规划中，明确提出将“加快建设国家创新体系”为主的发展战略，同时，制定了大力推进自主创新、加强自主创新能力建设、强化企业技术创新主体地位、加大知识产权保护力度、深化科技体制改革这五大具体实施路径。其具体指出，“实施国家中长期科学和技术发展规划，按照自主创新、重点跨越、支撑发展、引领未来的方针，加快建设国家创新体系，不断增强企业创新能力，加强科技与经济、教育的紧密结合，全面提高科技整体实力和产业技术水平”。在“十二五”规划中，一方面，通过提出深入实施科教兴国战略和人才强国战略的“双支点”战略，来加快建设“创新型国家”的总体战略；另一方面，强调依靠科技创新是推动产业结构优化升级的核心途径。其具体指出，“依靠科技创新推动产业升级。面向国内国际两个市场，发挥科技创新对产业结构优化升级的驱动作用，加快国家创新体系建设，强化企业在技术创新中的主体地位，引导资金、人才、技术等创新资源向企业聚集，推进产学研战略联盟，提升产业核心竞争力，推动三次产业在更高水平上协同发展”。在“十

三五”规划中，明确提出了通过全面实施创新驱动发展战略，来实现创新型国家和人才强国行列的总体发展目标。就是把发展基点全面落实到创新方面，以科技创新为核心，以人才发展为支撑，推动科技创新与大众创业万众创新有机结合的经济发展模式的形成。其具体指出，“创新驱动发展成效显著。创新驱动发展战略深入实施，创业创新蓬勃发展，全要素生产率明显提高。科技与经济深度融合，创新要素配置更加高效，重点领域和关键环节核心技术取得重大突破，自主创新能力全面增强，迈进创新型国家和人才强国行列”。

（三）坚持以市场化改革为内涵的产业结构优化升级的发展思路。在“十一五”规划中，明确提出了“完善现代市场体系”的发展目标，以“健全全国统一开放市场、完善价格形成机制、规范市场秩序”这三大任务为主的市场化改革具体任务。在“十二五”规划中，明确提出以在重点领域实施“改革攻坚”为主的完善社会主义市场经济体制的发展思路，具体指出“以更大决心和勇气全面推进各领域改革，更加重视改革顶层设计和总体规划，明确改革优先顺序和重点任务，深化综合配套改革试验，进一步调动各方面积极性，尊重群众首创精神，大力推进经济体制改革，积极稳妥推进政治体制改革，加快推进文化体制、社会体制改革，在重要领域和关键环节取得突破性进展”。在“十三五”规划中，仍然强调“健全现代市场体系”的发展目的，具体目标是“加快形成统一开放、竞争有序的市场体系，建立公平竞争保障机制，打破地域分割和行业垄断，着力清除市场壁垒，促进商品和要素自由有序流动、平等交换”。对比这三个时期的以市场化改革为重点的现代市场体系的建设步骤来看，“十一五”期间主要是强调建设中国现代市场体系的完善步骤。而在“十二五”期间认识到中国在全面推进现代市场体系的建设过程中遇到的来自经济体制、政治体制、文化体制、社会体制这四个方面的重大障碍和问题，因此，针对性地提出了以“制定改革顶层设计、明确改革优先顺序、深化综合配套改革试验”这三个层次任务为核心的具体推进途径。在“十二五”期间改革攻坚的基础上，在“十三五”期间又提出了“健全现代市场体系”的发展目的，重点落在以加快构建“统一开放、竞争有序”的市场体系。

（四）稳步推进国有企业改革，逐步认识到国有企业在产业结构中的最优定位。在“十一五”规划中，明确指出“坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度。毫不动摇地巩固和发展公有制经济，毫不动摇地鼓励、支持和引导个体、私营等非公有制经济发展”。在“十二五”规划中，明确提出“坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，营造各种所有制经济依法平等使用

生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护的体制环境”。在“十三五规划”中，又明确提出“坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展。毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。依法监管各种所有制经济”。从这三个时期政府对国有企业以及民营企业的发展思路来看，经历了三个不同侧重点的发展过程，在在“十一五”期间强调在坚持公有制为主的前提下，着重鼓励非公有制经济发展，在“十二五”期间强调公有制企业和非公有制企业的公平发展，在“十三五”期间再次强调在坚持公有制为主的前提下，着重鼓励非公有制经济发展的基本思路。而且，在“十二五”期间推进了“国有经济的战略性调整政策”，主要的实施方向是：第一，健全国有资本有进有退、合理流动机制，促进国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中。第二，推动具备条件的国有大型企业实现整体上市，不具备整体上市条件的国有大型企业要加快股权多元化改革，有必要保持国有独资的国有大型企业要加快公司制改革，完善企业法人治理结构。第三，坚持政府公共管理职能和国有资产出资人职能分开，完善经营性国有资产管理和国有企业监管体制机制。探索实行公益性和竞争性国有企业分类管理。第四，消除制约非公有制经济发展的各种“制度性障碍”，全面落实促进非公有制经济发展的政策措施。鼓励和引导民间资本进入法律法规未明文禁止准入的行业和领域，市场准入标准和优惠扶持政策要公开透明，不得对民间资本单独设置附加条件。鼓励和引导非公有制企业通过参股、控股、并购等多种形式，参与国有企业改制重组。在“十三五”期间提出了“混合所有制经济”的改革突破重点，主要的实施方向是：第一，坚定不移把国有企业做强做优做大，培育一批具有自主创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力，更好服务于国家战略目标。第二，完善各类国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，提高资本回报，防止国有资产流失。改组组建国有资本投资、运营公司，提高国有资本配置和运行效率，形成国有资本流动重组、布局调整的有效平台。第三，积极稳妥发展混合所有制经济，支持国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合。推进公有制经济之间股权多元化改革。稳妥推动国有企业发展混合所有制经济，开展混合所有制改革试点示范。引入非国有资本参与国有企业改革，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业。鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业。第四，支持非公有制经济发展。坚持权利平等、机会平等、规则平等，更好激发非公有制经济活力和创造力。废除对非公有制经济各种形式的不合理规定，消除各种隐性壁垒，保证依法平等使用生产要素、公平参与市

场竞争、同等受到法律保护、共同履行社会责任。鼓励民营企业依法进入更多领域。

（五）积极推进有利于加快促进产业结构优化升级的一系列重大国家专项战略规划。首先，为实施“制造强国战略”以及紧紧抓住工业 4.0 和智能制造的关键机遇期，制定了《中国制造 2025》，《中国制造 2025》着重坚持“创新驱动、质量为先、绿色发展、结构优化、人才为本”的基本方针，坚持“市场主导、政府引导，立足当前、着眼长远，整体推进、重点突破，自主发展、开放合作”的基本原则，通过“三步走”实现制造强国的战略目标：第一步，到 2025 年迈入制造强国行列；第二步，到 2035 年我国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平；第三步，到新中国成立一百年时，我制造业大国地位更加巩固，综合实力进入世界制造强国前列。而且在“十三五”规划中，对《中国制造 2025》的落实和实施制定了具体的行动计划，依靠全面提升工业基础能力、加快发展新型制造业、推动传统产业改造升级、加强质量品牌建设、积极稳妥化解产能过剩、降低实体经济企业成本六大举措，以提高制造业创新能力和基础能力为重点，推进信息技术与制造技术深度融合，促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展，培育制造业竞争新优势。其次，提出了供给侧结构性改革战略以及“三去一降一补”的五大具体措施。从供给侧面发力，加快传统产业结构的转型升级和战略性新兴产业的发展壮大，培育建立在新比较优势基础上的竞争优势以及推动中国经济增长的新动力机制。最后，出台了《国家创新驱动发展战略纲要》，在党的十八大提出实施创新驱动发展战略的基础上，强调科技创新和体制创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置。并且，制定了具体的“三步走”发展战略，具体是：第一步是到 2020 年进入创新型国家行列，基本建成中国特色国家创新体系，有力支撑全面建成小康社会目标的实现，第二步是到 2030 年跻身创新型国家前列，发展驱动力实现根本转换，经济社会发展水平和国际竞争力大幅提升，为建成经济强国和共同富裕社会奠定坚实基础，第三步是到 2050 年建成世界科技创新强国，成为世界主要科学中心和创新高地，为我国建成富强民主文明和谐的社会主义现代化国家、实现中华民族伟大复兴的中国梦提供强大支撑。

三、当前中国产业结构调整过程中暴露出的系列重大问题和风险

然而，对中国现阶段产业结构调整过程进行观察和思考，可以发现，当前中国

产业结构的转型升级过程中暴露出一系列的重大问题和风险，我们将之归纳如下：

（一）第二产业和第三产业的发展出现了相脱离现象，突出表现为以制造业为主的实体经济部门的转型升级和自主创新能力的提升与金融体系出现了相脱节和不兼容现象，导致了金融机构对以制造业为主实体经济的“掠夺”效应的发生。

现阶段，中国产业结构的转型升级和实体经济可持续发展的过程中，出现了以制造业为主的实体经济部门的转型升级和自主创新能力的提升，与中国当前的金融体系出现了相脱节和不兼容的现象，即中国当前缺乏某种适宜的金融创新机制，将社会储蓄资金有效地转化为维持中国现阶段的实体经济转型升级的长期发展资本和创新发展资本。这具体表现在：

首先，中国的金融体系虽然经历过多轮的市场化改革以及现代商业银行治理机制的改革，然而，仍然存在典型的金融压制体制特征，使得金融体系与中国的产业结构优化升级存在显著的不相兼容性。一方面，出于对金融改革中风险的过度担心以及外部金融冲击负面影响的考虑，中国对金融体系的市场化改革一直处于谨慎推进进程中，这实质上形成了政府对金融体系的过度谨慎监管原则，虽然经历了三十多年的市场化改革，中国的金融体系仍然具有明显的政府管制特征和行政垄断性质，主要表现为在金融机构和资本市场进入方面的严格控制、银行机构存贷利率的管制、银行信贷配给管制以及资本市场的严格管制等典型的金融抑制政策。另一方面，中国现行的财政分权体制以及以 GDP 增长为考核机制的地方官员竞争性晋升体制，加剧了各级政府对金融体系的干预动机。在 1997 年以来自上而下的财政分权制度改革以及中国现行的以 GDP 增长作为地方各级官员晋升考核机制双重因素的叠加作用下，必然激励各级政府积极采取对微观经济的种种干预活动，来获得地方财政收入和本地 GDP 增长的优势条件，同时催生和强化政府对经济发展和企业投资的关键——金融体系控制和干预的内在动机，迫使中国陷入了“政府干预信贷规模扩张房地产拉动＋出口依赖粗放式 GDP 增长”的粗放型增长模式。

其次，中国现阶段政府干预和控制下的金融体系，已经在很大程度上不能满足中国经济结构以及产业结构的转型升级对金融体系的内在需求，并且在相当程度上呈现出金融体系“低端路径锁定”和“利益集团俘获”特征。随着一国产业结构的转型升级以及对微观经济自主创新能力需求的增加，必然会推动该国金融体系出现由银行体系为主向以金融市场为主逐步转变的动态结构变化趋势。然而，这种动态变化过程并不是必然发生的，尤其在中国当前的发展背景下，已经受到三种类型的巨大阻力：一是出口依赖型发展路径的锁定效应。由于中国的出口优势主要

是建立在低成本的劳动密集型产业基础之上，长期的内需不足以及国外品牌产品对中国国内高端本土市场的占据，导致中国形成“投资驱动出口拉动经济增长”形态的外需依赖型发展模式。出口依赖型发展模式对中国金融体系的发展造成的后果是：一方面，国内与出口产业链相关的庞大实体经济特别是制造业部门，容易受到国外频繁发生的金融危机冲击，导致中国以银行为主的金融体系容易受到外部金融危机的频繁冲击，这就催生中国政府产生采取对国内金融体系进行政府控制和干预的内生需求，强化了“国外金融冲击出口波动 GDP 增长波动国内金融市场风险加大政府干预”的外需影响型金融发展路径依赖特定模式；另一方面，依赖低成本、低技术、劳动密集型的中国企业出口代工模式，导致中国的产业部门并不能自我内生出对金融高端化发展的内在需求，低端的出口模式只需要低端的金融服务。因此，中国当前的这种低端出口依赖模式已经很大程度上限制了中国金融体系高端化的发展路径；二是房地产拉动依赖性发展模式的锁定效应。地方财政收入、地方官员寻租收入、金融机构收入以及投资投机者收入“四位一体”的激励相容机制下，中国现阶段的经济增长在较大程度上陷入了房地产投资拉动型增长模式，从而形成对“房地产投资需求＋银行信贷扩张”依赖型的金融体系盈利与扩张模式。这种房地产依赖模式对中国金融体系造成的后果是：一方面，中国的各类金融体系均以房地产行业能够提供的贷款利率作为全社会的期望贷款利率，而房地产行业高速发展时期的平均净利润率可以达到 30％－60％，造成中国以银行为主的金融体系对其他行业比如制造业所索取的市场真实贷款利率不会低于 20％，远远超过制造业自身正常净利润水平所能承担的借贷成本。实质上体现了中国金融体系对实体经济的“掠夺之手”效应；三是利益集团的俘获效应。现阶段，不容忽略的是，地方政府及官员、银行金融机构、房地产开发商及投机者这三大与房地产紧密相关的利益相关者，已经在中国国内形成了巨大的利益集团：地方政府会利用对土地要素的所有权和控制权，通过卖地收入来维持当地的财政收入，并且各级地方官员会利用对房地产行业各个环节掌控的权力来进行寻租活动，满足个人私利；银行等金融机构通过房地产行业的各个环节来获取房地产行业的巨大利益剩余，维持超额的金融垄断利益；房地产开发商以及房产投机投资者利用房地产的持续上涨，来获取额外的投资收益。这三大利益相关者以房地产行业的巨额利益为纽带“不自觉”地形成利益集团，已经“自发”地成为维护房地产泡沫的利益集团，从而固化了中国当前的房地产投资推动的经济发展模式和房地产依赖型的金融压制体系。

最后，现阶段金融体系自身已经形成一个庞大的利益集团，成为加剧中国金融

压制体系形成的助推器，进一步激发了金融机构对以制造业为主的实体经济的“掠夺”效应。在很多发展中国家，金融体系很容易成为自身形成的利益集团的俘获对象，导致金融发展过程中经常性地会出现这样的两难困局：一方面，金融体系的发展需要大量专业性的金融人才，导致社会出现金融人才培养赶超体系的形成。从不少发展中国家的经验事实和发展现实来看，金融人才的培养既可能面临相对不足的局面，同时又有可能陷入相对过剩困局。这是因为，发展中国家模仿和借鉴发达国家培养金融专业人才的成本相对较低，导致大学的扩张名额更多地落在金融人才培养方面，而且，发达国家金融高薪体系的示范效应，导致发展中国家的优秀学生对金融专业产生非正常的偏好效应，诱使优秀学生向金融专业集中。这两个方面因素的叠加效应就可能会导致发展中国家的金融人才培养规模，超过了现实需求规模，从而导致金融人才相对过剩的赶超体系困境；另一方面，大量培养出的高端金融人才需要高额的人力资本回报来补偿培养成本，这会导致金融体系所索取的收益回报率超出了实体经济所能正常承担的收益回报率，当发展中国家的金融体系处于垄断阶段的条件下，被利益集团所俘获的金融体系会对实体经济索取超乎其正常承受能力的利益要求。

（二）当前，中国实体经济部门现阶段遭受“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应带来的负面冲击，造成了第二产业中普遍存在利润率下降和民营投资增速持续下降的重要现象，导致了中国工业部门产能过剩与僵尸企业等典型现象的发生，对中国产业结构转型升级的内在激励机制产生了显著的扭曲效应。

当前，中国经济新常态下，导致经济下行最为突出的因素就是以制造业为主的实体经济部门，正处于“高债务－高税负－通缩”三重因素的叠加效应所造成的发展困局之中，成为困扰和桎梏中国产业结构转型升级以及新兴产业发展最难以解决的系统性障碍因素。而且，由于中国实体经济部门现阶段所遭受“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应带来的负面冲击，对中国产业结构转型升级的内在激励机制产生了显著的扭曲效应。这具体表现为：

第一，对中国实体经济部门中微观企业的行为特征造成了扭曲性影响，固化了出口依赖＋低利润＋低端生产能力的脆弱型发展模式。现阶段，中国实体经济部门遭受的“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应所带来的复合冲击，首当其冲的是造成中国制造业企业出口依赖＋低利润＋低端生产能力的脆弱型发展模式的固化以及转型升级能力的缺失。客观来看，中国特定时期农村劳动力具有的勤劳忍耐品质和人口红利结合所构造的独特低成本出口优势条件下，在发达国家主导的

以产品环节全球价值链分工体系和中国加入 WTO 的双重激励相容外部环境下，在中国各级政府利用对要素市场的控制和干预来创造的以 GDP 增长竞争为主要形式的招商引资发展优势以及中国对人民币汇率长期控制以及实施各种出口退税政策的多重激励相容内部环境下，中国制造业在全球价值链的低端生产与组装环节获得了巨大的低成本出口优势，使得中国经济在从低收入阶段向中等收入的经济起飞发展阶段中，依靠出口导向战略实现了要素粗放型的较低层次经济增长。当前，中国经济已经面临进入由中等收入向中高收入乃至高收入的跨越式发展阶段，中国制造业所依赖的以上多重低成本出口竞争优势已经在加快衰退乃至丧失，迫切需要中国通过的全面改革，特别是对中国政府行政行为模式的约束和改革，来重塑实体企业发展所需的新制度激励环境和新内生动力，摆脱中国实体经济部门对原有的出口依赖＋低利润＋低端生产能力的粗放型发展模式的依赖。然而，中国实体经济部门当前遭受的“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应，正如我们以上的分析，本质上是中国各级政府对微观经济发展的过度和不合理干预模式以及特有的政府行政体制带来的必然后果，而政府的干预行为模式和行政体制往往具有路径依赖和利益集团固化的基本特征，这就会造成短期内中国实体经济部门遭受的“高债务－高税负－通缩”三重叠加效应的持续乃至进一步的恶化，放大扭曲中国实体企业的行为模式和决策动机，固化以制造业为主的中国实体经济部门的出口依赖＋低利润＋低端生产能力的脆弱型发展模式，形成相互锁定乃至自我强化性质的发展困境。

第二，固化了“官商结合＋政府优惠政策依赖型”的企业盈利和发展模式，弱化了推动中国产业结构转型升级以及实体经济企业自主创新能力的内生激励机制。针对当前的中国发展模式而言，最为核心的问题是如何科学界定政府和市场的权力边界，客观来看，造成中国当前众多经济发展困局的根源，很大程度上均来自于中国情形下政府和市场权力边界的核心原则缺位以及在操作过程中定位和实施的混乱。事实上，在中国原有的政府行政体制和各级政府官员自身功能定位的既定模式下，必然会造成微观企业“官商结合＋政府优惠政策依赖型盈利和发展模式”的形成。一方面，中国的市场化改革存在的一个典型不对称现象，就是要素市场的市场化改革严重滞后于产品市场的市场化改革。这种市场化改革的不对称性本质上是中国现行政府行政体制定位变异以及政府和市场边界尚未科学界定的必然结果。这种不对称性的典型表现就是中国以垄断性大银行为主的金融抑制体制的形成以及国有企业在核心行业和特定产业链环节的“国大民小”、“国强民弱”、“国垄

断民竞争”乃至2008年金融危机后出现的“国进民退”现象。金融抑制政策以及国有企业的存在,在某种程度上为中国实体企业依靠官商结合来谋求发展企业所需的关键资金要素,创造了实施空间和操作途径。另一方面,中国各级政府在制定本地区产业发展规划来谋求经济发展优势的过程中,路径依赖式地依靠出台各种显性和隐形的招商引资优惠政策以及实施各种形式的政府补贴奖励资金政策,而非创造普惠制的公平市场竞争环境和提供有效公共服务平台,来帮助本地区企业特别是大企业或国有企业获得竞争优势。中国各级政府官员对优惠政策以及运用财政资金实施各种政府补贴奖励政策,不仅仅是出于为了在短期内获得GDP规模增长的晋升锦标赛竞争优势,也是官员个人通过其掌控的权力资源获取寻租和腐败收益的重要途径,这二者在中国现有的政府行政体制和经济发展模式下形成了互为内嵌式的激励相容机制。这种特定的激励相容机制必然造成的结果是,中国微观企业对“官商结合+政府优惠政策依赖型企业盈利和发展模式”的依赖。由于中国当前“优胜劣汰”的市场竞争机制并未真正建立,即便中国实体经济部门遭受了“高债务-高税负-通缩”的三种叠加效应,由此造成的发展困局可能会激励微观企业进一步地对官商结合+政府优惠政策依赖型的生存模式的依赖。最终在相当程度上导致中国实体经济企业通过提升自主创新能力,来获得生存和发展机会的内生激励机制的普遍缺失。

第三,造成了实体经济企业追求短期化、多元化和泡沫化的投资偏好特征,导致了微观企业转型升级的内生能力不足。在中国政府为了应对2008年金融危机冲击而推进的4万亿投资刺激计划的负面激励效应下,特别是在2008年的金融危机之后,中国实体经济部门遭受的“高债务-高税负-通缩”三种叠加效应所形成的发展困局开始发酵、显现并逐步加剧,在此情形下,中国微观企业的投资决策行为发生了重要的变异现象,最为突出的变异行为就是体现出短期化、多元化和泡沫化的投资偏好特征。一方面,“高债务-高税负-通缩”三种叠加效应造成的最为重要后果是,中国制造业企业总体上无法获得较高的利润率,自从2011年开始,中国工业企业部门利润率的增长率就面临一个“断崖式”的下滑态势,中国规模以上工业企业的净利润率从2012年就进入逐步下滑的通道之中,到了2015年已经处于5-6%左右。这种情形下,不少中国制造业企业为了保障自身投资的相对正常盈利性(相对银行的贷款利率),从2008年就开始偏离自身的主营业务并且大规模进行多元化的投资经营策略,将企业的留存资金乃至流动资金投入到与主营业务和企业核心竞争力相关性较小的投资项目之中,而非投资到企业主营业务的质量、

品牌、劳动生产率以及自主创新能力提升为核心的市场竞争力强化方面，以图投资收益的多元化和组合化；另一方面，鉴于中国特定发展阶段中股票、信托、房地产、民间金融甚至高利贷等行业存在较大的获利机会，特别是由于监管制度不完善、利益集团控制以及金融抑制体系造成这些行业中普遍存在泡沫形态的短期高风险高收益机会，这激发了大量本应用于企业创新研发活动、提升企业产品质量和劳动生产率投资的资金，从制造业部门流向这些投机泡沫行业，进一步抑制了中国制造业部门微观企业进行转型升级的内在动力。

第四，加速了传统产业竞争优势的衰退，抑制了中国新兴产业的兴起，阻碍了中国产业结构的调整。在“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应对中国实体经济部门特别是制造业部门所带来以上各种负面冲击的多重作用效应下，中国出现了经济发展动力转换的困境，一方面，传统产业竞争优势在加速衰退，劳动密集型产品的出口优势在快速弱化，在全球经济复苏乏力的整体外部环境制约下，导致中国传统产品的出口规模在加快下滑，对中国经济增长的拉动力由正转负，负面效应进一步加剧；另一方面，由于中国实体经济部门的自主创新能力提升一级转型升级的内生动力，深受“高债务－高税负－通缩”三种叠加效应的拖累效应和桎梏效应，新兴产业并没有相应地跟随中国内需能力和要求的升级而同步升级，存在明显的滞后效应，导致中国的高端需求未能及时成为中国本土企业的内生拉动力量，中国国内的高端消费市场已经被国外高质量产品占据或转向国外高品质产品的消费，进而从需求层面进一步制约了中国产业结构的转型升级。

（三）第二产业中制造业的自主创新能力相对较弱，与需求侧的消费升级重大变化态势相脱节，产品质量提升能力较弱，精益制造体系尚未构建。

首先，当前制约中国以第二产业为主的产业结构转型升级的突出短板是，并未形成一个精益制造的生态体系，突出表现为“小而散”的制造业企业在产品质量以及产品设计的基础能力普遍不足，关键零配件和高端生产设备的创新研发能力严重缺失，“工匠精神”和专业化精神严重丧失。中国当前经济发展过程中的一个亮点是，消费需求结构正发生由低端需求向中高端升级的显著变化现象，这对中国传统产业特别是制造业立足产品质量提升、产品设计多样化等高质量投资活动，创造了极为重要的本土市场需求发展机会。然而，中国制造业在产品质量、产品设计以及品牌构建维护等这些方面所体现的基本精益制造能力，却严重滞后于中国消费者需求结构的变化。造成的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，转移到对发达国家产品的需求方面，这就切断了中国情景下消费者需求结构

和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造成重大挑战。反过来思考，如果中国制造业企业能够通过迅速提升产品质量和产品设计等基础能力，扎实做好精益制造生态体系，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，这也就会为中国经济可持续增长提供最为根本的支撑力量。

其次，传统产业不再“传统”，传统产业的转型升级过程中孕育着大量的创新创业机会，既是中国高质量投资增长点的方向所在，也是落实创新驱动发展国家战略的基础所在。在信息化和工业化深度融合的情形下，传统产业的生产、组织、管理方式已经不再传统，孕育着大量的创新创业机会和高质量投资机会。转型升级后的传统产业将不再是过剩产业或过时产业，仍然是中国在全球经济中最具有出口竞争力的支撑产业。客观来看，当前中国新兴战略产业及高新技术产业对中国经济增长还未形成足够的支撑力，2015 年其对 GDP 增速的贡献也只有 15%－20%，因此，当前的客观现实就是小马拉不了大车。相反，中国制造业不仅仅在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生产能力严重不足。当前中国制造业劳动生产率、增加值率较低，仅相当于美国的 4.38%、日本的 4.37%和德国的 5.56%。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% 。这种情形下，中国传统制造业在产品质量、关键设备研发生产、生产效率提升、综合成本降低等方面，蕴含着巨大的自主创新以及效率提升型的投资机会，这才是驱动今后中国经济可持续增长的投资方向和产业结构优化升级的重点方向所在。

（四）房地产部门以及房地产驱动下的城镇化成为阻碍中国产业结构优化升级的突出因素，其既通过需求结构的扭曲渠道对产业结构的优化升级造成阻碍作用，又通过提升制造业生产成本对制造业创新研发活动造成了挤出效应。

中国背景下房地产价格的持续升高以及房地产投资的快速扩张，可能会对中国产业结构的优化升级以及创新驱动发展战略的落实，均造成不可忽略的负面影响。这具体表现在：

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，进而会对产业结构的优化升级能力造成损害。Wang& 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 & 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 et al.(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 et al.(20154)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,导致了对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,可能会对产业结构的优化升级以及微观企业的自主创新能力提升形成显著的抑制效应,从而对经济可持续发展能力造成长期性的损害。房地产对创新活动的影响效应以及其中可能的作用机制,可从以下三个方面来理解:第一,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& Wang(2014)通过理论模型对这其中可能的联系机制加以分析。他们构建了包含两个生产部门的内生经济增长模型,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。第二,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;第三,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”功能的失效,进而造成房地产泡沫→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；第四，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，就有可能会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％，规模以上工业企业主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。依据对中国现实情况的观察，我们认为，房地产部门的快速膨胀乃至局部地区房地产泡沫的形成，很有可能通过以上四种渠道机制对创新活动形成了负面影响。因此，在中国当前特定的发展阶段，房地产部门的投资快速增长，对中国的创新活动可能形成了显著的阻碍作用，特别是对中国工业部门的创新活动形成了突出的阻碍作用。

再次，在中国当前正好处于以垄断性银行机构为主导的金融体系和房地产投资快速增长的双重背景下，房地产部门的快速扩张很有可能对金融机构和创新之间的相互作用关系产生扭曲性的影响作用，从而加剧房地产投资快速增长对产业结构优化升级以及创新驱动发展战略落实的负面作用。这是因为，一方面，房地产部门的急剧膨胀所带来的房地产投资的高速增长，必然需要银行机构的融资支持。在房地产投资收益较高而风险相对较低的特定阶段，以银行机构为主的金融体系必然倾向于将长期贷款优先提供给房地产行业，满足房地产行业快速扩张对金融资金的巨大需求，这就可能加剧金融体系的贷款期限结构与本地区微观主体的创新活动所需长期资金之间的矛盾，造成银行机构贷款结构和微观主体创新活动所需长期资金之间的错配效应，会对地区的创新活动产生了抑制效应。另一方面，由于工业部门是一国创新活动最为主要的承担者和推动者，以银行机构为主的金融体系将长期贷款优先提供给房地产行业的行为逻辑，必然会在低收益、创新风险相对较高的工业部门表现得更为突出。此种情形下，工业部门中的微观企业无法通过金融市场或者别的融资渠道获得足够的创新研发投入资金，银行机构将长期贷款优先满足房地产行业的快速增长所带来巨大融资资金需求的偏向性行为，很有可能会进一步强化银行机构贷款结构和工业部门微观主体创新活动所需长期资金

之间的错配效应，从而对工业部门微观企业的创新研发活动所需的长期投资资金形成显著的挤占效应，进而对该地区工业部门的创新活动产生更为突出的抑制效应。

从中国的金融机构对房地产投资所需巨额资金的来源数据来看，恰恰就存在房地产的巨额投资资金来源主要依靠银行机构以及银行体系将长期贷款偏向于提供给房地产部门的双重重要现象。依据历年《中国房地产金融报告》所提供的数据，在1997年至2013年间，中国房地产开发资金来源中源于银行融资资金的比例比一直在40%－50%之间，其中，2004年以前中国房地产开发资金来源中来自银行融资资金比例更高，在50%－60%区间，2004年后随着信托基金、海外融资等新型房地产金融的发展以及银行机构出于对局部地区的房地产泡沫的担心，中国房地产开发资金来源中来自银行融资资金的比例略有降低，但也在35%－50%的区间。以2004年为例，当年房地产开发资金中第一来源是“定金和预收款”，达到7395.3亿元，占房地产开发投资资金来源的43.1%；第二位的来源是房地产开发企业“自筹资金”，为5207.6亿元，占30.3%；第三位的来源则是“银行贷款”，为3158.4亿元，占18.4%。但实际上，企业“自筹资金”主要由商品房销售收入转变而来，约70%来自银行贷款，“定金和预收款”约有30%来自银行贷款。由此可见，2004年房地产开发源自银行贷款的比例应在55%以上。而且，从金融机构的贷款结构来看，房地产贷款占金融机构中长期贷款的比重也在逐步增加，比如2002年末这一比重达到28.5%，2003年末达到32.9%，2004年末达到34.3%，2005年末又上升到34.8%。图11显示，中国各省份地区金融体系的长期化贷款期限结构（长期贷款与短期贷款的比重）和地区房地产开发投资增长率呈现高度的正相关关系，这就进一步验证了中国情景下银行机构为主导的金融体系，将长期贷款优先满足房地产部门投资增长需求的基本事实。

最后，中国工业用地成本和商业用地的相对高成本，也已经成为影响中国不少地区的产业结构优化升级以及自主创新能力提升的不可被忽略的重要因素之一，其具体表现在：第一，中国工业用地高成本直接推高了制造业生产成本。中国工业用地成本虽然要大幅度低于商业用地成本，但是，中国工业用地综合成本既高于发达国家，也较大幅度高于越南、老挝、缅甸等东南亚的发展中国家；第二，中国迅速增长的商业用地高成本间接推高了制造业生产成本。2000－2014年间中国商品房年均售价累计上涨约为200%，明显高于主要发达国家和发展中国家的涨幅。美国房价在经历了金融危机之后，2012年的房屋价格指数较2000年累计上涨约

51%。同期,日本房屋价格指数基本稳定,近年来几乎没有上涨。欧元区近十年来房价指数累计仅上涨 6%左右。此外,目前中国房地产价格中的土地成本比重约为 50%,一线城市中的比重已经高达 70%,而发达国家土地成本占房地产价格的比例仅为 17%左右。然而,从传导机制来看,商业用地成本的高企,必然会通过推动劳动力生存生活成本的上涨,倒逼劳动力工资水平的上涨,从而激化中国制造业部门(特别是出口部门)的劳动力要素成本快速上涨与盈利能力相对较低之间的矛盾,进而进一步促使中国制造业部门出口竞争优势的加速衰退以及依靠利润积累进行创新研发能力的弱化。

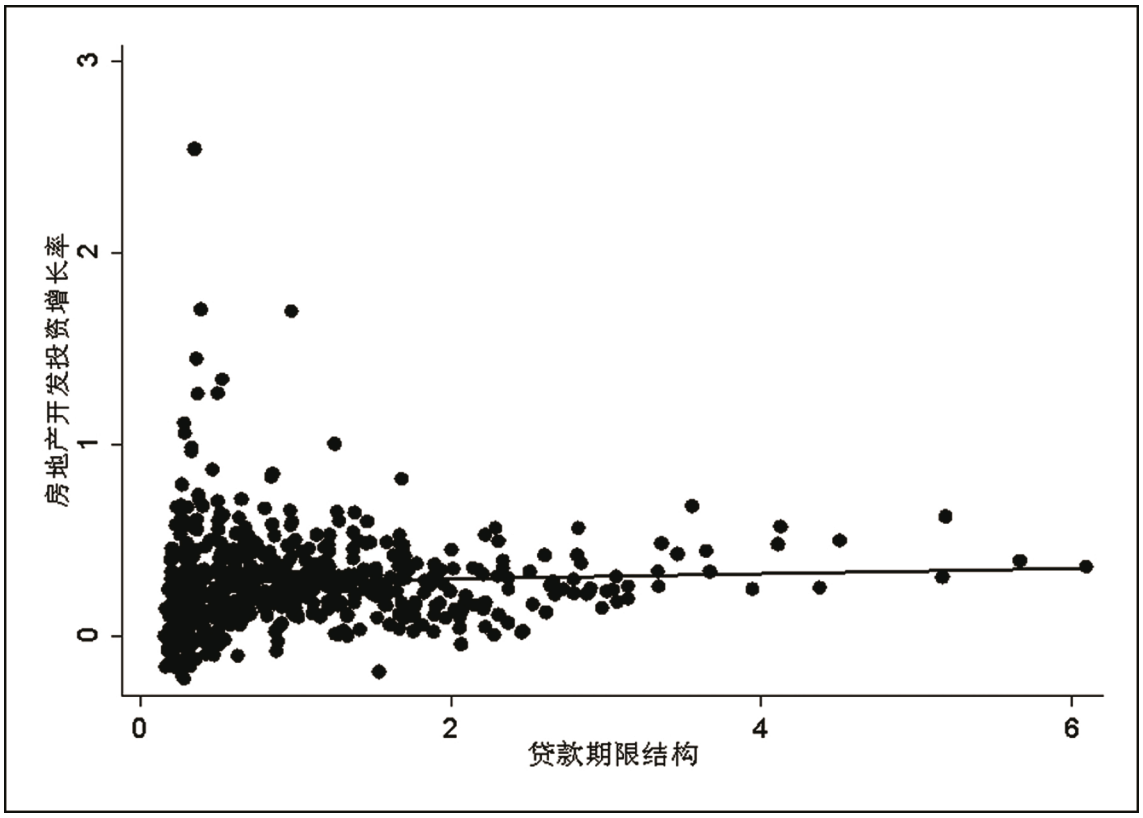


图 11　中国省份地区中银行长期化贷款期限结构与房地产投资增长率的关系图

(五)中国当前以政府财政资金补贴为主的产业结构调整政策模式,已经严重滞后于产业结构转型升级和自主创新能力提升的现实需求,造成专利泡沫和创新假象等现象的普遍盛行。

当前,从中国各级政府积极运用的以政府财政资金补贴为主的产业扶持激励政策,非但没有有效激励产业结构的优化升级以及微观企业自主创新能力的提升,

相反，这些多数违背基本的市场公平竞争逻辑以及手段落后且腐败利益固化的各种类型产业扶持激励政策，却通过资源配置扭曲效应以及寻租腐败渠道对产业结构的优化升级以及微观企业自主创新能力的提升，产生了一定程度的阻碍作用乃至抑制效应。当前，中国各级政府为了积极响应和落实中央制定的产业结构转型升级和创新驱动发展战略，广泛运用政府财政资金，以无偿补贴、奖励、土地优惠、税收返还等形式的优惠政策，来激励产业结构的优化升级以及微观企业自主创新能力的提升。然而，在对市场公平竞争机制认识不足以及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产业结构的优化升级以及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阻碍产业结构的优化升级、制约行业或企业层面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，其却在很大程度上造成了对资源配置效应的扭曲作用，成为阻碍产业结构优化升级的政策因素，甚至激发了掌握政府各种补贴奖励政策权力的官员和企业之间的合谋行为，导致了中国当前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，中国各级政府经常运用的产业政策的失效性，具体表现在：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。

四、对中国产业结构调整思路和产业政策的反思与讨论

（一）政府和市场功能如何在产业结构调整政策中实现最优结合？如何体现和贯彻中国特色导向的产业政策？

现阶段中国各级政府在推进产业结构优化升级和落实创新驱动发展战略的具体措施中，最为突出的一个难题是在产业结构调整政策中政府和市场功能定义的不清晰以及政府和市场作用的混乱使用，这对中国产业结构的优化升级和创新驱动发展战略的推进造成了不容忽略的扭曲性作用。首先，中国不少地方政府仍然

依赖和运用直接类型的政府财政补贴、土地优惠以及税收返还优惠政策，通过对产业或企业进行专向补贴来刺激产业结构的调整以及创新能力的提升，这种直接性的财政补贴或简单性的政府优惠政策，一方面，由于微观企业的逆向选择和道德风险问题，以及政府官员和企业勾结合谋导致的寻租腐败行为的普遍存在，会导致资源配置效应的扭曲效应，从而对产业结构优化升级和创新驱动发展战略的实施造成阻碍效应；另一方面，针对具有垄断地位的国有类型企业的偏向性扶持政策，会破坏市场的公平竞争机制，造成严重的产能过剩和僵尸企业的发生，导致市场资源配置效率的扭曲性损失。其次，中国在推进经济体制改革以及行政体制改革的进程中，始终存在的一个难题是政府行权机构和权利边界的相互连环式过度扩张，以及政府官员利用对关键要素的控制权和市场进入权对微观企业正常市场经营活动造成的不合理干预现象的普遍发生。比如，对金融体制和金融市场化改革的相对滞后，导致了中国一直无法形成市场化驱动的真实利率和基准利率，在不同所有制类型企业的放大效应下，导致市场配置资源机制的严重失效，造成特定行业的产能过剩和僵尸企业现象的发生，而且也容易造成战略性新兴产业的泡沫化，从而对中国产业结构优化升级和微观企业自主创新能力的提升，造成进一步的扭曲效应和阻碍作用。因此，对于中国而言，政府和市场功能如何在产业结构调整政策中如何实现最优结合？如何在经济发展的阶段性中体现和贯彻中国特色导向的产业政策？必须是今后的中国改革和政策措施必须考虑的基准点。

（二）针对第二产业和第三产业之间合理协同关系的正确理解，如何实现金融发展和实体经济部门转型升级的全面融合？

观察中国各级政府在这十年所推进的产业结构转型升级以及自主创新能力提升的结果，其中最为突出的一个问题就是，第三产业中金融业的发展与扩张格局与第二产业中制造业的转型升级以及自主创新能力提升的内在需求，发生了严重的不兼容或者背离现象。首先，中国所推进的各项金融体制改革，并没有真正触动以国有大银行和间接融资渠道为主的行政垄断性体制，反而使得商业银行体系发生了经营体制逐步按照商业原则运行而行政垄断地位仍然强势存在的内在矛盾，这必然会进一步强化银行体系对自身经营风险和金融风险的过度谨慎监管行为，以及激发偏向于发放短期贷款而非提供长期贷款的特定行为逻辑。而从中国的制造业为主的实体经济的转型升级和自主创新能力提升活动的内在需求来看，迫切需要得到来自外部金融机构的长期贷款性质（甚至高达 10－20 年期限的贷款）的融资资金支持，这就造成了银行体系的短期贷款行为逻辑和制造业的长期贷款需求

之间发生了本质性的内在冲突现象，导致了银行体系和制造业发展的不兼容现象的发生，以及商业银行利用自身的相对垄断地位谋求超过制造业企业自身盈利水平的高贷款利息和各种隐性的贷款中介费用，使得中小微企业以及民营企业的融资难、融资贵问题，并没有在金融改革的推进中得到本质上的缓解和化解。其次，中国当前推进的金融市场发展以及多层次资本市场的发展政策，也没有起到有效支撑和满足制造业为主的实体经济的转型升级和自主创新能力提升活动内在需求的基本功能，相反，近年来兴起的各种形式各种类型的投资基金、风险基金和天使基金，很大程度上偏向于通过短期投资和概念炒作以及通过创业板、新三板的运作上市，来获取短期暴利为导向的投资经营策略的盛行。这种情形之下，非但没有有效缓解中国以制造业为主的实体经济的转型升级和自主创新能力提升以及战略性新兴产业的发展壮大，对长期贷款资金以及股权投资资金为主要类型的外部融资需求的困局，反而加剧了中国当前的金融市场和制造业可持续发展的不兼容现象。因此，从根本上来看，中国还未改革和发展形成与科技创新以及创新驱动发展战略相匹配的新型金融体系，旧有的金融改革举措和金融体系发展模式还对中国实体经济的转型升级和自主创新能力提升造成了显著的阻碍作用。而且，在金融监管意识、能力和制度整体滞后以及金融监管人才缺乏的情形下，中国的新型金融形式的兴起很容易变异成为庞氏骗局类型的非法集资和高利贷，成为诱发金融风险爆发的催化剂。比如互联网金融。这种背景之下，如何正确理解第二产业和第三产业之间合理协同关系，如何实现金融发展和实体经济部门转型升级和自主创新能力的全面融合？应该是今后的中国改革和政策措施必须考虑的着重点。

（三）如何理解传统产业和战略性新兴产业对中国今后经济增长的支撑作用？如何正确理解做强传统产业和做大战略性新兴产业之间的协同关系？

当前，在经济新常态的特定发展阶段下，中国的不少地方政府对于如何定位经济增长动力机制的认识，存在两个误区：第一个误区是，不少地方政府忽略了传统产业对中国经济增长仍然具有的基础性支撑作用，忽略了中国仍然需要通过传统产业特别是传统制造业的转型升级，在保证中国制造业出口优势、维持制造业全球竞争力以及经济主要支撑力方面的极端重要性。相反，片面夸大新兴战略产业对地区经济发展的支撑作用，这在不少地方政府制定的十三五规划以及相关产业规划中可窥见一斑；第二个误区是，过度强调服务业对经济的拉动作用，忽略了第二产业特别是制造业部门和第三产业之间的密切联动性及相互支撑作用。对于中国

大多数地区而言，没有强大的传统制造业，没有依据条件变化而持续转型升级的传统制造业，无论是第三产业中的生活服务业还是生产服务业，均无法获得维持经济可持续增长的基础性支撑条件。在这些认知误区的引导之下，中国不少地方政府，在应对当前传统产业特别是传统制造业所面临发展困局的政策思路以及制定解困措施方面，在贯彻和落实中央供给侧结构性改革的实施方向方面，在经济动力机制的转换方面，在不同层面均发生了一定程度的偏差。这具体表现在：一方面，不少地方政府带着短视的眼光和路径依赖式的既有发展思路，来看待传统产业的可持续发展，并不是着力于通过推进真正的各项改革来降低传统产业所面临的各种不合理的高生产成本特别是制度性交易成本。重塑传统产业的合理的低成本竞争优势，扎实解决传统产业在转型升级过程中遇到的各种障碍和问题，而是完全不顾地方既有产业发展基础和自身禀赋条件，一窝蜂地将发展重点都放在抢夺有限的新兴战略产业方面。大量运用有限的政府财政补贴资金，依靠税收、土地等直线思维式的简单优惠政策，不切实际地一味要做大做强新兴战略产业，这些违背市场公平竞争原则的招商引资优惠政策模式以及对大项目的盲目偏好与扶持，既可能对既有传统产业造成了挤出效应，又有可能造成新一轮的新兴战略产业及高新技术产业泡沫化现象；另一方面，不少地方政府对制约中国传统产业的关键短板和发力方向，存在普遍的认知和政策操作偏差。当前制约中国传统产业转型升级的突出短板是中国并未形成一个精益制造的生态体系，突出表现为“小而散”的制造业企业在产品质量以及产品设计的基础能力普遍不足，关键零配件和高端生产设备的创新研发能力严重缺失，“工匠精神”和专业化精神严重丧失。对于中国多数地区的发展逻辑而言，不可能超越工业 2.0 和 3.0 阶段，而依靠所谓的“弯道超车”技巧一步跨越到工业 4.0 阶段。中国当前的核心问题不仅仅是要全面发展工业 4.0，更重要的是要弥补工业 3.0 和 2.0 的短板。因此，对于中国的多数地区而言，供给侧结构性改革的着力点应该落在扎实构筑精益制造生态体系以及相关核心支撑条件方面，切不可犯冒进主义，盲目追求智能制造和互联网制造。基于以上的分析，如何理解传统产业和战略性新兴产业对中国今后经济增长的各自支撑作用？如何正确理解做强传统产业和做大战略性新兴产业之间的协同关系？理应是中国今后改革和政策调整的立足点。

（四）如何理解国有企业在产业布局中的定位？如何理解国有企业在产业结构优化升级过程中的基本功能？

中国在“十一五”、“十二五”以及“十三五”规划以及相关的专项规划中，均对国

有企业改革的具体改革方向和着力点做出了明确的规划。然而,从具体的实践效果来看,中国在推进国有企业的诸多改革进程中却遇到了诸多的难题和困局。从“十二五”规划中的“健全国有资本有进有退、合理流动机制,促进国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中”,到“十三五”规划中提出了“混合所有制经济”的改革突破重点,强调“坚定不移把国有企业做强做优做大,培育一批具有自主创新能力和国际竞争力的国有骨干企业,增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力,更好服务于国家战略目标”。然而,从中国的现实情况来看,在国有企业领域所推进的这十年改革进程中,一方面,国有企业的行政垄断地位非但没有得到弱化,相反,其在某些特定行业以及某些产业链的行政垄断地位却得到了强化,甚至出现了“国进民退”的重要现象。这使得中国的国有企业在某些特定产业形成了巨大的利益集团和权贵官僚体系,虽然国有企业在现代公司治理机制以及生产效率提升方面取得了长足进步,但是由于国有企业自身所具有的行政垄断势力以及在特定产业所造成的突出产能过剩和僵尸企业现象,对中国当前产业结构的转型升级在较大程度上带来了阻碍效应。同时,对经济增长和整体生产效率提升带来了突出的拖累效应;另一方面,不容忽略的是,在中国当前的行政体制之下,国有企业在很大程度上已经成为政府行政权力延伸的平台,成为官商勾结和腐败寻租行为频繁发生的载体,这对国有企业自身的可持续发展能力造成了不可被忽略的负面影响。当前国有企业中必然会导致信息传送效率扭曲和监管机制失效的不断膨胀的、高达十几个层次的管理层次,就是对之最好的例证。而且,需要特别关注的是,由于国有企业特殊的行政垄断地位背景,导致了国有企业在以国有大银行为主的金融体系中的相对低成本和较长期限的贷款获取能力方面,体现出相当的优势。这就使得国有企业可以利用快速的、大规模的投资扩张以及多元化、跨部门的投资活动,进一步巩固自身的特殊垄断地位以及将垄断势力向其他行业或产业链环节延伸,比如,现在频出的国有企业地王,就是该现象的集中体现。同时,这也对民营企业的投资产生了较强的替代效应和挤出效应,比如,2016 年 1—3 月份民间固定资产投资增速为 5.7%,这种大幅度减速现象可能在一定程度上反映了该问题所累积的负面效应。基于对以上诸多现实问题的分析,如何理解国有企业在产业结构优化升级过程中的基本功能和定位?毫无疑问这是中国今后产业结构和经济改革和政策调整的核心问题之一。

五、对未来政策的展望

（一）坚持“市场和政府功能有机结合”的产业结构调整政策导向。中国作为最大的转型国家和发展中国家，要顺利推进产业结构的优化升级乃至经济结构的转型升级，特别是试图通过推进供给侧结构性改革来促进产业结构的优化升级，就不能忽略中国既是坚持“使市场在资源配置中起决定性作用”，又是处于市场制度完善和产业发展处于追赶阶段的特定双重背景。这样的特定双重背景就决定了中国必须坚持“市场和政府功能有机结合”的产业结构调整政策导向，一方面，要加快取消不合理的政府行政权力体系，切实通过市场化改革激活公平的市场竞争机制这只“看不见的手”，对产业结构调整的基础性作用以及决定性作用；另一方面，不要完全迷信或寄托只要依靠市场竞争机制就可以解决产业结构转型升级中的所有问题和障碍，在那些容易发生市场失灵现象以及那些具有公共外部性的产业领域，特别是那些基础创新领域、具有高度不确定的应用创新领域以及关乎产业自主创新能力提升的关键共性技术平台领域，要充分依靠政府这只“看得见的手”来弥补或消除阻碍中国产业结构优化升级的重要短板，从而通过“市场和政府功能有机结合”的发展决策模式，来加快推进中国产业结构的转型升级，重塑中国经济增长的新动力。当前，最为紧迫的改革任务是，全面取消中国各级政府普遍采用的违背市场公平竞争机制和 WTO 规则的、以运用政府财政资金对企业正常经营行为直接进行奖励、补贴以及以奖代补的产业扶持手段和创新扶持政策，全面取消违背市场公平竞争机制和 WTO 规则的针对刺激产业结构转型升级的各种土地、税收和贷款优惠政策，构建以市场为主导的、适度运用政府特定扶持政策的新型产业结构调整政策变革思路。

（二）坚持制造业立国和国家创新驱动发展战略相融合的产业结构调整核心方向。中国在国家发展中已经深刻认识到“制造业是国民经济的主体，是立国之本、兴国之器、强国之基。十八世纪中叶开启工业文明以来，世界强国的兴衰史和中华民族的奋斗史一再证明，没有强大的制造业，就没有国家和民族的强盛。打造具有国际竞争力的制造业，是我国提升综合国力、保障国家安全、建设世界强国的必由之路”。因此，中国今后的产业结构调整政策方向，必然要坚持制造业立国和国家创新驱动发展战略相融合的核心方向。一方面，中国的产业结构调整和核心必须瞄准做强、做大中国的制造业，在中国经济发展的新阶段，通过全面推进提升产品

质量、提升劳动生产率、提升自主创新能力、构建精益制造生态体系以及鼓励战略性新兴产业的发展壮大为主的产业结构调整主线；另一方面，国家创新驱动发展战略的实施主要必须体现在做强、做大中国的制造业的方向，国家创新驱动发展战略的相关政策体系，要一切围绕中国制造业做强、做大这个根本性任务以及促进相关产业结构转型升级这个核心目标，来进行综合的改革政策体系设计。

（三）坚持金融体制改革和实体经济部门的科技创新和体制创新相融合的产业结构调整重点任务。当前困扰制造业为主的中国实体经济部门发展壮大以及产业结构的优化升级的最为突出的阻碍，就是金融体制改革的滞后以及金融发展脱离实体经济需求的泡沫化倾向。无论是中国当前以银行体制为主的金融中介机构的诸多改革，还是正在推进各种金融市场和多层次资本市场的发展罗家来看，均没有很好地解决金融体系发展和实体经济部门转型升级的内在需求相匹配的发展困局。因此，要有效推进中国产业结构的转型升级，就必须破解金融体制改革滞后和与实体经济发展以及产业结构转型升级不相兼容的困局。中国今后金融体制改革的着重点应该落在：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。通过加快银行体系的混业经营，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，适当鼓励和加快可监管的各种产业投资基金、天使基金风险基金以及各种类型的创业板、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）强化国有企业在落实国家创新驱动发展战略方面的基础性地位。十三五规划中明确提出，“坚定不移把国有企业做强、做优、做大，培育一批具有自主创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力，更好服务于国家战略目标”。当前中国的国家战略目标就是制造业立国和实施

国家创新驱动发展战略，因此，我们认为，今后中国针对国有企业改革的核心，也应该是要体现在促使国有企业在制造业立国和优先落实国家创新驱动发展战略方面起到核心作用，而不是沉溺于依赖自身的行政垄断势力获利、通过所谓的资本运作而非核心创新能力获利，或者利用自己在金融融资方面不合理的优势通过炒“地王”来证明自己存在的价值。因此，我们认为，今后要顺利推进中国产业结构的优化升级，要高度重视国有企业改革在推进产业结构优化升级方面的基础性作用和带头引导作用，遏制国有企业在官商勾结方面以及利用其行政垄断势力对市场公平竞争机制破坏方面的负面效应，而应将国有企业的定位落在发挥其在基础创新、具有显著外溢效应的应用创新和集成创新以及产业的关键技术共性平台等核心方面的带头作用以及对产业内民营企业具有整体技术进步的外溢效应和配套效应方面。

参考文献

[1]王文春、荣昭:《房价上涨对工业企业创新的抑制影响研究》,《经济学(季刊)》,2014 年第 2 卷。

[2]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。

[3]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。

[4]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。

[5]Chen, T., Liu, L.X. and Zhou, L.A, 2015, "The Crowdingout Effects of Real Estate Shocks - Evidence from China", Available at SSRN 2584302.

[6]Chaney, Thomas, David Sraer and David Thesmar, 2014, "The Collateral Channel: How Real Estate Shocks affect Corporate Investment", American Economic Review, forthcoming.

[7]Miao, J., & Wang, P., 2014, "Sectoral bubbles, misallocation, and endogenous growth", Journal of Mathematical Economics, Vol. 53, pp.153～163.

分报告八

中国对外贸易政策十年回顾(2007－2016 年)

赵　勇　张明霞

摘要:2007－2016 年这一时期既是美国金融危机深刻影响世界经济和中国经济的十年,也是我国深入参与全球化进程,积极构建开放型经济体系的十年。本文重点对这十年内我国对外贸易政策的目标定位、演进逻辑、政策特征和政策效果进行分析。我们认为,过去十年我国的对外贸易政策虽然在不同的时期具有一定的阶段性特征,但其核心目标在于开放型经济体系构建下的贸易增长方式转变。而“一带一路”战略的实施、双边自由贸易区的建立发展、出口贸易结构的提升、对贸易平衡的关注和汇率政策的稳定实施在成为这一时期对外贸易政策主要特征的同时,也取得了积极的贸易效果。同时,在欧美等发达国家在亚太和欧洲地区推进广泛的、高质量的自由贸易协定的背景下,新国际规则制定权的竞争既是中国对外战略要突破的难点,也是维护中国自身利益的关键。

关键词:贸易政策　一带一路　开放型经济体系

一、引言

对外贸易是世界各国互通往来，实现优势互补和利益共赢的主要方式，是经济增长的“发动机”，这一点对中国更为明显。上世纪 90 年代以后，中国在世界经济中贸易大国的地位逐渐形成，无论在出口贸易还是在进口贸易中都占有相对较大的份额。在 1996 年，我国进出口总额分别只有 1390 亿美元和 1513 亿美元，到了金融危机全面爆发前的 2007 年，这一数字已经分别上升到了 0.96 和 1.23 万亿，分别上涨了 5.9 和 7.2 倍(图 1)。金融危机后，我国的对外贸易尽管受到一定程度的影响，但在长期内仍然保持了稳定上升的趋势。到 2011 年，中国实现对外出口 1.9 万亿美元和 1.8 万亿美元，在世界出口和进口贸易中的比重达到 10.5％和 9.6％，成为世界贸易的第一大出口国和第二大进口国，世界贸易大国的地位得以确立。

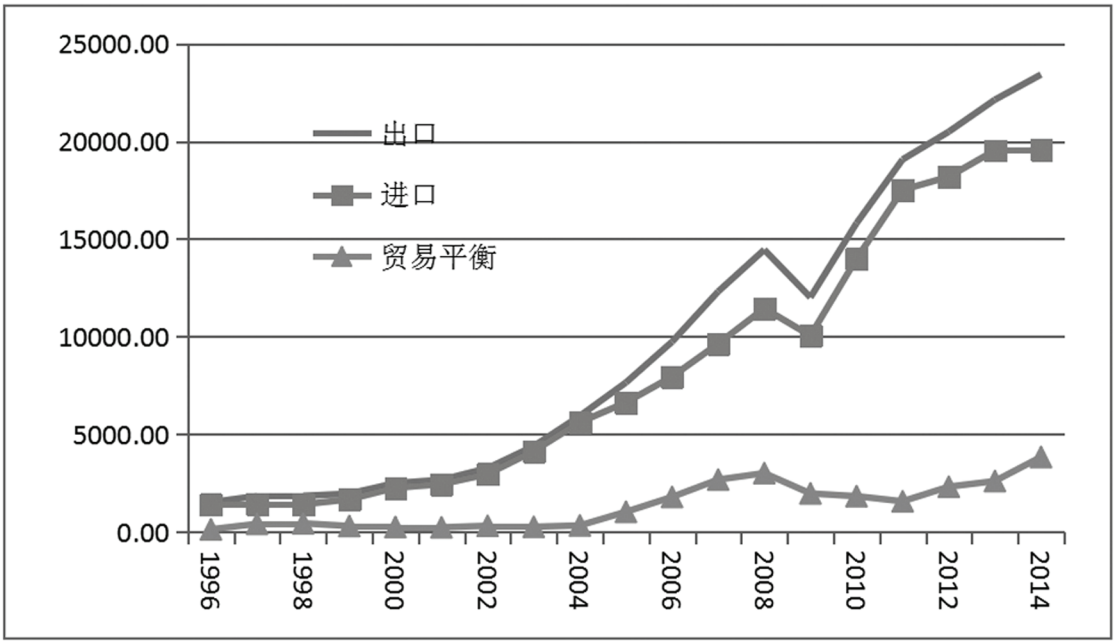


图 1　中国对外贸易规模的变化情况(单位:亿美元)

数据来源:世界银行世界发展指数数据库

伴随着我国对外贸易和对外开放的逐步深入，我国的对外贸易政策也在不断进行着调整。从《新对外贸易法案》的颁布实施，到“一带一路”对外开放战略的确定，从多边贸易协定框架下关税壁垒和非关税贸易壁垒的逐步消除到双边贸易协

定下深度贸易一体化的展开,从早期对出口创汇的单一关注到当前对贸易平衡的全面考量,这一系列的措施都是新的经济发展阶段下我国对外贸易政策对贸易规模和贸易结构变化的深度反应。

在这样的背景下,本文重点对 2007－2016 这十年来的对外贸易政策进行梳理和归纳,并在此基础上就未来的贸易政策发展方向加以展望。重点回答如下三个问题:(1)过去十年,我国对外贸易政策的整体框架如何加以构建?在每个不同的时期又具有哪些阶段性的特征?(2)过去十年我国的对外贸易政策有哪些区别于以往贸易政策的特征?其实施的效果又是如何?(3)过去十年我国的贸易政策还存在着哪些需要改进的地方?未来的贸易政策方向又是如何?

之所以针对 2007－2016 年这一时期,并不完全在于数字上的取整逻辑,更重要的是出于以下两点考虑。一方面,过去的十年恰好是金融危机从爆发到扩散再到深刻影响世界经济和中国经济的十年。伴随着金融危机的发生,不仅金融市场和实体经济受到了较大的冲击,传统的宏观经济理论和宏观经济政策也遭遇了前所未有的挑战,这一点,对于对外贸易政策而言也不例外。在这个意义上说,金融危机后的十年也是对外贸易政策调整和变化幅度较大的十年。另一方面,伴随着入世后过渡期的结束,过渡期内原有的保护政策逐渐消除,我国的经贸政策需要与 WTO 的规则逐步趋于一致。在这样的一个过程中,我国的经贸规则既要相容于多边贸易体制的整体框架,也要考虑我国现实经济和对外贸易发展的一般特征。因此,过去的十年是我国的贸易体制和市场经济体制与 WTO 规则有机融合和互动的十年,也是我国加入世界贸易组织后真正参与全球经济一体化进程的十年,这一时期有其独特的贸易政策特征。

本文的结构安排如下。第二部分主要就过去十年中国对外贸易政策的整体特征和发展阶段进行区分和讨论,在此基础上,我们在第三部分结合过去十年中国对外贸易政策的主要特点就中国贸易政策的实施效果进行总结。在第四部分,我们对当前中国对外贸易政策存在的问题进行了分析。最后一部分是结论和政策展望部分。

二、近十年对外贸易政策的目标定位和演进路径

就我国对外开放的发展阶段而言,从 1978 年改革开放到社会主义市场经济体制确定之前,中国的对外贸易政策的主要目标在于出口扩张下的创汇需要,是一种

政策支持下的外向型经济。从1994年社会主义市场经济体制的确立到中国加入世界贸易组织的初期,中国的对外贸易政策已经开始与世界主流的贸易规则接轨,但此时仍然带有鲜明的中国社会主义市场经济体制的特征,最多属于“开放型经济”(杨凤鸣和薛荣久,2013),尚未形成全面的开放体系。伴随着中国加入世界贸易组织后过渡期的结束,中国的对外经贸规则乃至整个市场经济体制都开始与多边框架下的贸易规则和体制深入融合,整个国民经济的对外开放也进入了一个新的阶段。在这样的背景下,2007年,在中国共产党十七大报告中,“完善内外联动、互利共赢、安全高效的开放型经济体系”的建设任务被加以提出。之后,在2012年中国共产党十八大报告中,开放型经济体系的内涵进一步被完善为“适应经济全球化新形势,必须实行更加积极主动的开放战略,完善互利共赢、多元平衡、安全高效的开放型经济体系”。可以说,过去的十年是开放型经济体系被逐渐打造完善的十年,而作为开放型经济体系打造的重要内容,贸易政策制定和完善的目标也是在根本上服务于开放型经济体系打造的整体要求的。

在开放型经济体系建设的整体框架下,贸易开放不但要与其他领域的开放有机结合,贸易政策的目标也不再局限于之前对贸易规模和创汇收入的单一追求,而是更多的立足于我国对外贸易方式的转变,以及贸易大国向贸易强国地位的转换上。因此,就整体而言,在2007—2016年这十年时间内,贸易政策关注的目标更多的在于贸易质量和贸易结构,贸易规模的关注则处于一个相对次要的位置。从单纯的强调出口扩张到进出口贸易的平衡发展,从主要发展商品贸易向商品贸易和服务贸易的并重,从发展政策型加工贸易到发展产业型贸易的转换,都是这一时期贸易政策致力于贸易增长方式转变,实现贸易质量和贸易结构优化提升的表现。

需要提及的是,尽管在整体上来看,过去的十年是我国新型开放经济体系建设的十年,但对于每个特定的时期,伴随着国际和国内经济形势的变化,我国的对外贸易政策在谋求贸易方式转变这一大的贸易发展战略的背景下,也仍然存在着一定的阶段性特征。大体来讲,我们可以将过去十年的对外贸易政策划分为如下三个阶段。

1.金融危机初贸易政策的被动反应期(2007—2009年)

转变贸易增长方式,实现贸易大国向贸易强国的转换是对外贸易政策目标的长期取向。这一目标的实现既取决于贸易政策改革的决心和迫切性,也离不开短期内对外贸易增长的稳定。当对外贸易增长面临较大的负向冲击时,长期的贸易

方式转变目标必然要兼顾短期内贸易增长的稳定需要。这一点,在金融危机发生初期我国对外贸易政策制定的过程中体现的非常明显。伴随着金融危机的发生,不但我国对外贸易的增长速度出现了大幅的萎缩,从2008年11月起,我国对外贸易出现了连续7个月的大幅下降。与此同时,伴随着贸易保护主义的盛行,针对我国的贸易摩擦也在逐渐增多,在2009年前三季度,美国对我国发起14起贸易救济调查,同比增长了六倍之多。在这样的背景下,我国对外贸易政策标强调更多的也不再是贸易政策的改革而是贸易政策的稳定,关注目标也更多地体现为贸易政策目标的长短结合。以2009年国务院66次常务会议稳定外需的六项政策措施为例,这其中既有支持企业走出去和促进产品内销的长期政策,也有完善出口税收优惠,加大对企业出口融资支持和信用保险的短期措施,关注的重点也在于贸易政策的稳定实施以及对外贸易的快速恢复,具有一定的短期政策特征,“保市场、保份额、稳外需”成为这一时期对外贸易政策的鲜明写照。与此同时,在汇率政策方面,人民币兑美元汇率也在2008年7月之后保持稳定,结束了2005年7月汇率形成机制改革以来人民币兑美元单边升值的趋势,重新回归到盯住美元的事实上的固定汇率制度安排,汇率改革的长期目标也被动让位于汇率稳定和贸易稳定的短期需要。

2.经济复苏下的贸易政策反思期(2010—2012年)

美国金融危机的发生不但极大地影响了全球金融市场和实体经济,也引起了人们对传统的宏观经济理论和宏观经济政策的批判和反思,这其中自然也包含了对于中国对外贸易政策的反思和重新定位。进入2010年之后,伴随着金融市场的企稳和实体经济的复苏,危机时期“保市场、保份额、稳外需”的对外贸易政策也在悄然发生着变动。2010年,在十一届全国人大三次会议上,温家宝总理在政府工作报告中指出,2010年对外贸易的“主要着力点是拓市场、调结构和促平衡”,坚持实施市场多元化战略和以质取胜战略。而在2012年中国共产党十八大报告中,更是把进一步对外开放的内涵界定为“互利共赢、多元平衡、安全高效”的开放经济体系。除此之外,在这一时期其他的重要政府文件中,虽然在表述上的具体形式有所不同,但“调结构”“促平衡”一直是这一时期对外贸易政策的首要目标。从这一政策出台的背景来看,虽然对贸易结构和贸易平衡的强调符合贸易增长方式转变的长期要求,但单一依赖美国市场的出口模式的弊端,以及对于全球经济失衡风险的进一步认识才是这一对外贸易政策着重强调的直接动力。在国民经济和对外贸易

的复苏过程中，优化进出口产品结构、市场结构和地区结构，提高对外贸易质量和效益，重视发挥进口对经济平衡和结构调整的重要作用，促进国际收支基本平衡，成为构建安全高效的开放经济体系，实现对外贸易和经济复苏的平衡增长的重要手段。

3.经济新常态下对外贸易政策的主动出击期(2013－2016 年)

进入 2013 年特别是 2014 年之后，伴随着我国经济增速的放缓和世界经济的持续低迷，我国对外贸易的扩张速度进一步放缓，面临的国内外经济环境也日趋严峻。一方面，欧美等发达国家通过推行以跨太平洋伙伴关系协定(Trans－Pacific Partnership Agreement，TPP)和跨大西洋贸易与投资伙伴协议(Transatlantic Trade and Investment Partnership，TTIP)为代表的高标准国际贸易规则，主动提高贸易标准，试图通过国际贸易规则的重塑将中国经济边缘化。另一方面，伴随着中国国内土地和劳动力成本的上升，国内制造业有向外转移的趋势，劳动密集型产品的出口市场份额也存在着被东南亚等国挤压的外在压力。在这样的背景下，必须寻求新的政策支持来推动对外贸易转型升级，在形成新的竞争优势的同时，最大可能的规避欧美等国高标准自由贸易协定所带来的消极影响，实现国际贸易规则由被动型参与向主动和主导型参与的转变。因此，在这一时期，多项主动积极的对外贸易战略的重大调整应时而生。2013 年 9 月，国务院下达了关于印发中国(上海)自由贸易试验区总体方案的通知，中国(上海)自由贸易实验区正式成立，成为我国主动开始适应全球经贸规则，实行更加积极主动开放战略的伟大尝试。同年 9 月和 10 月，中国国家主席习近平在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的重大倡议，“一带一路”战略的重大构想得以形成。此后，在 2014 年政府工作报告中，“一带一路”战略作为本届政府的一项重要工作任务被加以强调。除此之外，在这一时期，我国政府还通过多种渠道，积极主动拓宽贸易合作形式，“高铁出海”、“核电出海”以及多项双边自由贸易协定的同时展开都是这一时期我国对外贸易战略从被动应对到主动出击的外在反映。

三、近十年贸易政策的特点和效果评估

在上文的分析中，我们对于近十年我国对外贸易政策的目标定位和演进路径

进行了分析，接下来，我们结合这十年我国对外贸易政策的典型特征，对我国对外贸易政策的效果进行分析。

1. 贸易自由化的推进路径更多借助于双边 FTA

2001 年中国正式加入世界贸易组织，成为多边贸易体制大家庭的重要一员，而多边贸易体制下的自由化进程也成为 21 世纪初中国参与世界经济一体化的主要途径。但在美国金融危机之后，伴随着贸易保护主义抬头，多哈回合谈判久拖未决，多边贸易体制下的自由化进程明显受阻，在这样的背景下，我国的对外贸易开放战略开始逐渐转向双边和区域性贸易协定安排。2013 年十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，指出“坚持世界贸易体制规则，坚持双边、多边、区域次区域开放合作，扩大同各国各地区利益汇合点，以周边为基础加快实施自由贸易区战略”，为新时期我国的对外开放战略指明了方向。之后，在《国务院关于构建开放型经济新体制的若干意见》和十二届全国人大四次会议《政府工作报告》等多项重要政府文件中，自由贸易区战略的实施都给予了着重强调。事实上，如果对我国新世纪以来自由贸易协定的签署情况加以考察的话，这样一种通过自贸区战略实施来深化我国对外开放水平的特征表现的也非常明显。从表 1 可以看出，在二十一世纪初期，我国的自由贸易协定的谈判进程进展相对缓慢，谈判区域也主要局限在香港、澳门和东盟等国家和地区，金融危机以后，我国自由贸易协定的谈判进程明显加快，贸易伙伴也逐渐拓宽到冰岛、新西兰、韩国和澳大利亚等国家和地区。截止到 2015 年底，我国已经签署了包括中国——澳大利亚，中国——瑞士在内的 13 个自由贸易协定，正在谈判建设的则包括中国——挪威、中国——斯里兰卡等 8 个自由贸易区，此外还有中国——印度、中国——尼泊尔等 5 个自由贸易协定处于进一步的研究之中。

表 1　　中国已签署/生效的 FTA 整体情况

协定名称	生效时间	说明
内地与香港 CEPA	2004.01.01	2003 年 6 月 29 日、9 月 29 日，分别签署协定及其 6 个附件。此后，又陆续签署十项补充协议。2015 年 11 月 27 日，签署《内地与香港 CEPA 服务贸易协议》，内地全境以准入前国民待遇加负面清单方式全面开放服务贸易领域

续表

协定名称	生效时间	说明
内地与澳门 CEPA	2004.01.01	2003 年 10 月 17 日签署协定及其 6 个附件。此后，又陆续签署十项补充协议。2015 年 11 月 28 日，签署《内地与澳门 CEPA 服务贸易协议》，内地全境以准入前国民待遇加负面清单方式全面开放服务贸易领域
中国—东盟 FTA	2005.01.01	2004 年 11 月、2007 年 1 月、2009 年 8 月分别签署《货物贸易协议》、《服务贸易协议》和《投资协议》；2011 年 11 月签署服务贸易协议第二批具体承诺的议定书，2010 年自贸区全面建成
中国—智利 FTA	2006.01.10	2005 年 11 月、2008 年 4 月、2012 年 9 月分别签署《中国—智利自由贸易协定》、《服务贸易协定》和《投资协定》
中国—巴基斯坦 FTA	2007.01.01	2006 年 11 月 18 日签署《中国—巴基斯坦自由贸易协定》。2009 年 10 月 10 日《中国—巴基斯坦 FTA 服务贸易协定》生效。2011 年 3 月启动第二轮降税谈判。2015 年 11 月 11 日自贸区服务贸易协定银行业服务议定书生效
中国—新西兰 FTA	2008.10.01	2008 年 4 月 7 日签署
中国—新加坡 FTA	2009.01.01	2008 年 10 月 23 日签署
中国—秘鲁 FTA	2010.03.01	2009 年 4 月 28 日签署
中国—哥斯达黎加 FTA	2011.08.01	2010 年 4 月 8 日签署
中国—冰岛 FTA	2014.07.01	2013 年 4 月 15 日签署
中国—瑞士 FTA	2014.07.01	2013 年 7 月 6 日签署
中国—韩国 FTA	2015.12.20	2015 年 6 月 1 日签署
中国—澳大利亚 FTA	2015.12.20	2015 年 6 月 17 日签署
中国—东盟 FTA 升级协定	2015.11.22	2015 年 11 月 22 日签署升级《议定书》

资料来源：孟夏、刘洋：“中共 FTA 的战略效应”，《南开学报（哲学社会科学版）》2016 年第 2 期。

2. 重商主义思维得到纠正,进口贸易的作用开始得到重视

自改革开放以来,由于国际收支约束观念的影响,我国在发展对外贸易时很长一段时间都采取重视出口而限制、忽视进口的政策,过于追求扩大出口、多创汇,而忽视了进口对经济增长的重要作用。但事实上,进口贸易的扩张不但有利于降低危机前我国日益扩大的贸易失衡,减少贸易摩擦,还会通过消费福利改进、制度创新、产业升级等渠道推动一国的经济增长(陈勇兵等,2011;裴长洪,2013)。正是基于对贸易平衡和进口贸易的这种认识,在金融危机后贸易政策制定的过程中,推动进口贸易,实现贸易平衡的思路逐渐有所体现。在 2012 年中国共产党十八大报告中,“多元平衡”的重要性被着重强调。同年,国务院发布《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》,要求“进一步加强进口,促进对外贸易平衡发展”。2014 年 11 月,国务院又发布了《关于加强进口的若干意见》,“实施积极的进口促进战略,加强技术、产品和服务进口”,“推进创新和经济结构优化升级”。从政策效果来看,伴随着一系列促进进口、调整贸易平衡的政策的实施,我国的对外贸易失衡情况得到了一定程度的调整,对外贸易盈余占国内生产总值的比重从 2007 年 7.6%的高点逐渐回落到当前 3.7%的水平(图 2),同时,在贸易失衡情况得到纠正的同时,我国的进出口贸易也仍然维持了持续增长的趋势。2014 年,我国实现进口贸易 1.96 万亿美元,比金融危机发生前增长了一倍之多(图 1)。

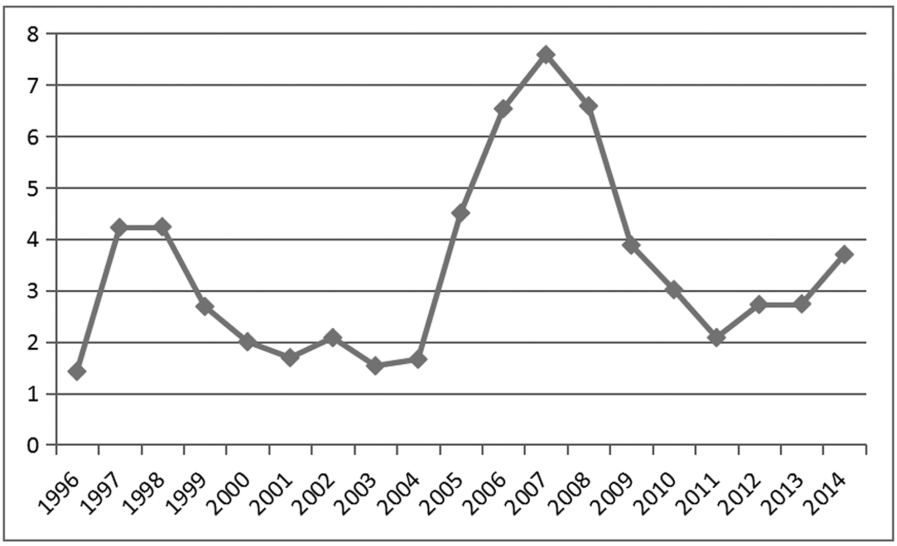


图 2　中国对外贸易平衡占国内生产总值的比重(单位:%)

数据来源:世界银行世界发展指数数据库

3.“一带一路”战略成为过去十年最大的政策亮点

作为构建开放型经济体系最重要的开放战略,“一带一路”构想自习近平同志2013年首次提出后便迅速受到重视。此后,各级领导人在多个场合都强调了“一带一路”战略对于我国对外开放和经济发展的重大意义。在2014年“一带一路”战略作为本届政府的重要任务被纳入政府工作报告后,在2015年3月,国家发展改革委员会、外交部和商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》,对“一带一路”战略实施的背景、建设原则、框架思路、合作重点和合作机制进行了说明。“一带一路”战略的实施逐渐走向实处。而从“一带一路”战略实施的贸易效果来看,伴随着“一带一路”战略的实施,“一带一路”沿线国家的出口在我国对外总出口中的地位也在不断提高。从图3可以看出,在金融危机发生之前,受基础设施、交通条件等因素的限制,尽管“一带一路”沿线国家市场巨大,但我国对“一带一路”沿线国家的出口却依然停留在一个相对较低的位置,对“一带一路”沿线国家的出口只占到我国对外出口贸易的不到三分之一左右。金融危机后,我国对“一带一路”沿线国家的出口迅速提升到36%以上,成为我国对外出口贸易重要的区域。但需要提及的是,此时对“一带一路”沿线国家出口贸易比重的上升更多的来源于危机时期我国出口总额的下滑,“一带一路”战略提升的作用并不明显。2012年之后,我国对“一带一路”沿线国家的出口比重趋于稳定,并呈现出一定的上升趋势。当前,我国对“一带一路”沿线国家的出口比重达到37%,已经高于我国对欧盟和美国的出口份额。

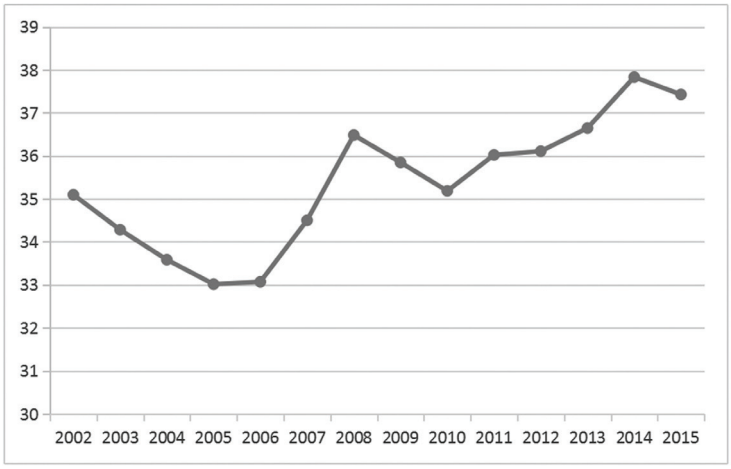


图3　2002—2015年中国向“一带一路”国家出口贸易占出口总额的比重

数据来源:IMF贸易方向统计数据库(Direction of Trade Statistics)。

4. 贸易政策逐渐由贸易总量的关注转向对贸易竞争新优势的培育

贸易增长方式转变和贸易结构的优化升级是开放型经济体系建设的重要内容。伴随着我国劳动力成本的日益提升以及欧美等发达国家新一轮工业革命计划的推出，我国原本建立在低廉劳动力成本和政策支持之上的贸易竞争优势日益削弱，贸易增长动力的转换迫在眉睫。为加快培育新的竞争优势实现我国对外贸易的持续健康发展，国务院办公厅先是在2012年《关于促进外贸稳定增长的若干意见》中，指出要“深入实施科技兴贸和以质取胜战略，扩大技术和资金密集型的机电产品、高技术高附加值产品和节能环保产品出口”，之后在2015年又出台了《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》，要求各级部门“充分认识加快培育外贸竞争新优势的重要性和紧迫性”，“加快提升出口产品技术含量”、“加快培育外贸品牌”、“加快提高出口产品质量”。而伴随着我国对外贸易的快速扩张以及贸易政策对贸易新优势的关注，我国的贸易技术结构也在不断优化，突出地表现在制造业部门出口中，出口技术构成的不断优化上。从图4可以看出，在我国制造业部门出口技术构成中，高技术产品出口所占的比重不断提高。1996年我国对外出口中，高技术产品的出口只占到了12%，到2014年，这一数值已经上升到了25%，现在我国高技术产品的出口额已经超过美国和欧洲，成为世界上最大的高技术产品出口国。

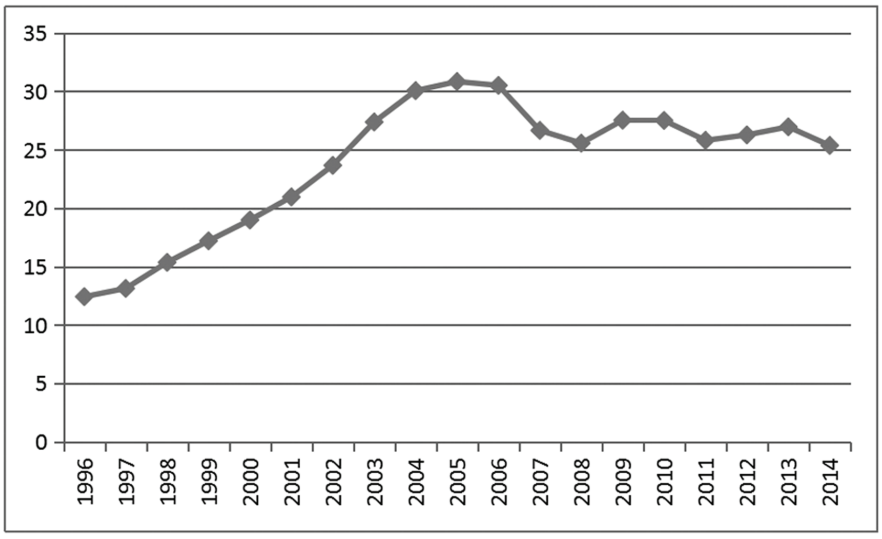


图4　高技术产品出口在我国对外出口中的比重

数据来源：UNCTAD数据库

5.汇率政策保持稳定,人民币国际化进程加速

从狭义的角度来看,汇率政策和货币国际化政策并不属于贸易政策的内容,但汇率水平的变动和货币国际化程度又在事实上成为影响对外贸易的关键因素。从我国近十年对外贸易的发展情况来看,汇率政策的制定和货币国际化战略的实施既是这一时期对外贸易政策区别于以往的重要标志,也在一定程度上保障了我国对外贸易的顺利展开。从我国汇率政策的实施效果来看,在 2005 年汇率形成机制改革之后,我国一直实施的是稳健和相机管理的汇率政策。在金融危机前我国对外贸易快速增长的时期,人民币兑美元汇率和实际有效汇率保持了小幅升值的趋势,在金融危机爆发后,出于稳定外需的需要,我国又重回盯住美元的汇率制度安排,汇率的稳定成为这一时期我国外需增长的重要力量。在 2010 年之后,伴随着经济的复苏,人民币兑美元汇率又重回升值轨道(图 5)。而在 2014 年特别是 2015 年我国金融市场动荡,人民币贬值预期形成之际,国务院办公厅又在 2014 年《关于支持外贸稳定增长的若干意见》以及之后 2015 年的常务会议中,强调“增强人民币汇率双向浮动弹性,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。而在货币国际化进程方面,从 2008 年在广东和长三角地区的贸易结算试点,到后来贸易结算范围的逐步扩大,再到国务院“推进跨境贸易人民币结算”“加快推进人民币在跨境贸易和投资中的使用”,可以说开展跨境贸易人民币结算对于规避企业汇率风险、改善贸易条件、稳定外贸增长发挥了重要的作用。

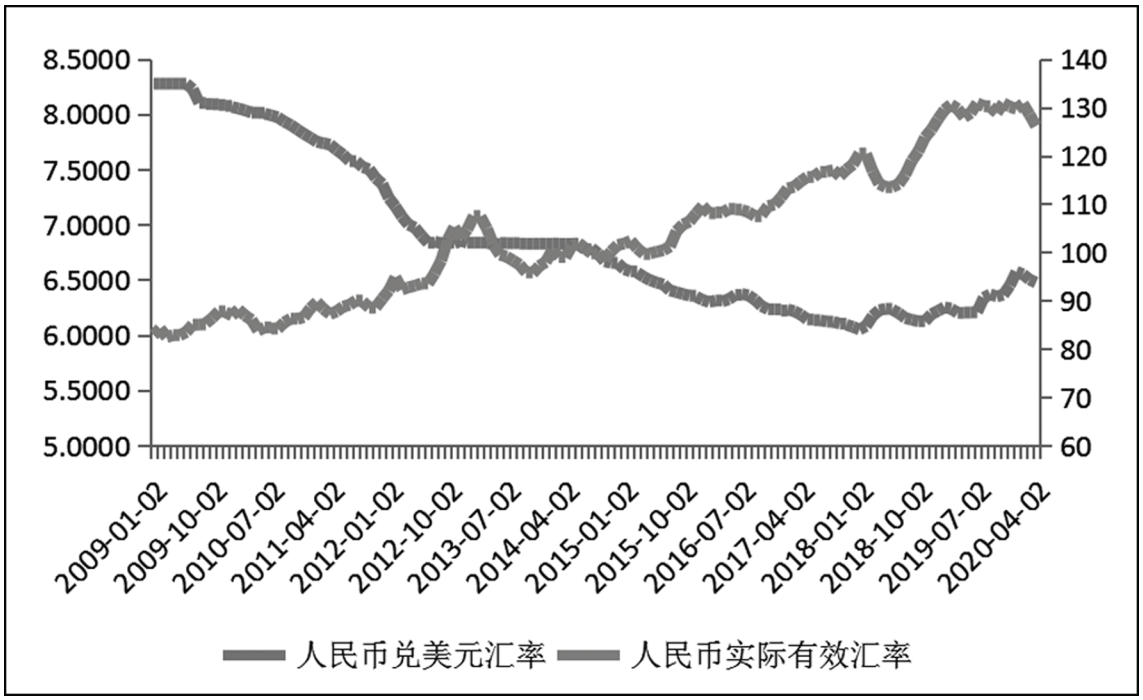


图 5　人民币兑美元汇率及人民币实际有效汇率走势

注：(1)左坐标轴为人民币兑美元汇率，右坐标轴为人民币实际有效汇率(2)人民币兑美元汇率数据来源于圣路易斯联储 https://research.stlouisfed.org/fred2，人民币实际有效汇率数据来源于国际清算银行，2010 年＝100。

四、近十年中国对外贸易政策存在的问题

我国对外贸易政策的制定和实施对于我国应对金融危机、保持外需稳定、实现贸易大国向贸易强国的转变发挥了重要作用。但与此同时，在过去十年我国对外贸易政策制定的过程中，也依然存在着一些不尽如人意的地方，突出地反映在以下几个方面。

1.相对于边境贸易政策，境内贸易政策相对缺乏

在我国现行的对外贸易政策体系下，贸易开放的重点主要在于边境开放下关税和非关税措施的降低，对企业出口的政策支持也更多的体现为边境贸易下的出口退税或融资支持，而较少涉及境内贸易开放和境内贸易政策，在人民币汇率、外汇管理、知识产权保护、市场监管等方面还缺乏相对明晰的改革和开放措施，从而

使得国内市场和国外市场存在一定的分割。这样一种措施虽然适用于我国开放之初的小国经济特征,但伴随着我国国内市场规模的扩张,境内贸易措施的缺乏已经成为制约我国对外贸易持续展开的重要力量。这一点,对于服务贸易的展开而言尤其重要。在某种意义上,由于服务贸易的契约密集型和制度密集型特征,境内贸易开放的步伐将决定服务部门开放的深度和广度。而在金融危机后欧美等发达国家剑指服务贸易,重塑以境内贸易开放为主要内容的高标准自由贸易协定的冲击下,境内贸易措施的缺乏和境内贸易开放的滞后将大大制约我国的对外开放进程。

2.贸易政策和产业政策的协调相对欠缺

产业的发展是一国对外贸易的基础,而对外贸易的发展则是一国产业发展的引领动力。当贸易政策和产业政策协调一致时,对外贸易的持续扩张和国内产业的优化升级才会成为可能。但在我国长期的出口导向型政策模式下,出口规模的扩张成为第一需要,而产业和出口的技术升级则受到一定程度的抑制。虽然在危机后针对贸易结构和贸易质量提升的措施不断实施,但在产业政策和贸易政策不匹配的条件下,政策的实施效果依然存在折扣。举例来说,当前我国已经是世界第一大高技术产品出口国,这本应是我国出口技术结构和产业升级的重要标志。但问题在于,我国高技术产品出口中超过 80%的出口份额都来源于外商企业,也就是说,大量高技术产品的出口基础仍然在于外资企业的参与,而缺乏国内相应产业发展的基础,这样的一种局面虽然在短期内可以维持,但在长期内,如果缺乏相应的高技术产业发展措施,单纯的以鼓励高技术产品出口的贸易措施效果可能并不明显。

3.贸易理论研究中的最新成果并没有在贸易政策制定中得到及时体现

以 Melitz(2003)的研究为代表,异质性企业贸易理论的研究成为过去十余年内贸易领域最大的热点。伴随着贸易理论研究从宏观层面向微观层面的转换,大量有益的研究结论得以出现。这些研究结论无论对于贸易理论研究还是贸易政策的制定都具有非常强的借鉴意义。但遗憾的是,在我国对外贸易政策制定的过程中,这些有益的研究结论还没有得到充分的体现和关注。以异质性企业贸易理论所强调的企业异质性特征为例,企业的异质性不但体现为出口企业和非出口企业的差异,更重要的是在于不同企业在面临共同的贸易政策冲击时的异质性反应。在贸易政策制定的过程中,如果不能充分考虑不同企业在企业生产率、所有制结

构、融资条件、外部市场环境等方面的差异，而采取“一刀切”的贸易政策，将会使得贸易政策的实施效果大打折扣。同时，伴随着贸易理论从静态研究向动态研究的转换，有关出口动态和出口溢出效应的研究也大量涌现，而在存在着正向的出口溢出效应的情况下，单纯针对贸易利益改进的数量型贸易政策可能并不能在边际上带来出口企业新的市场扩张，市场多元化的政策效果也将受到影响。

4.公共产品提供能力的不足限制了中国对全球贸易规则制定的参与

就当前的国际经济环境而言，当前我国经济参与对外开放的最大挑战无疑来自于欧美等发达国家发起的以边缘化中国为目的的高标准自由贸易协定的实施。在新一轮全球经贸规则制定的过程中，如果中国被排除在外的话，未来的对外贸易进程将步履维艰。就当前的政策选择而已，至少在短期来看，我国尚无可能被纳入TPP或TTIP的框架体系之内，可行的选择只能是重新打造以中国为主体的另外一种全球治理体系，这既是当前国际经济环境下的无奈之举，也是我国从全球规则的被动接受者向主动制定者的积极尝试。但问题在于，新的贸易规则的制定实质上是全球经济治理公共品的提供。在中国国内的经济环境尚不足以支撑进一步开放所要求的一系列诸如行政改革、知识产权和环境保护、国企改革等经济条件的背景下，中国在短期内尚难以成为全球经济治理这一公共产品的提供方。此外，虽然“一带一路”战略的实施可以成为中国构建新型全球经济治理机制的替代方案，但在“一带一路”沿线国家基础条件落后、文化差异巨大、对中国崛起还未充分认同的背景下，“一带一路”战略的早期收获还需要一定的时间。

五、结论和展望

本文主要就金融危机后中国对外贸易政策的目标定位、演进路径、政策特点和实施效果进行了分析，并在此基础上对中国对外贸易政策存在的问题进行了讨论。我们认为，过去十年中国对外贸易政策制定的核心逻辑在于开放型经济体系的打造，在这一前提下，我国对外贸易政策的制定和实施在促进市场多元化、提升出口产品结构、拓展合作空间等诸多方面都取得了非常明显的政策效果。当前对外贸易政策制定过程中最为突出的问题在于国内市场经济体制改革相对滞后下全球治理公共品提供能力的不足，一旦TPP和TTIP成为未来国际贸易规则的制定平台，那么在新的国际分工格局中，被排除在外的中国将处于非常不利的地位。因此，新国际规则制定权的竞争应成为中国对外政策和整个对外开放战略的重点。

为此，未来的对外贸易政策需要在推动单边和多边贸易自由化的基础上，主动发起区域性的贸易政策协调，通过区域合作和利益结盟的方式，尽力扭转中国和世界发达国家之间非对称依赖的局面，切实维护中国在国际分工中的应得利益。

参考文献

[1]孟夏、刘洋:“中共 FTA 的战略效应”,《南开学报(哲学社会科学版)》2016 年第 2 期。

[2]裴长洪:“全面提高开放型经济水平的理论探讨”,《中国工业经济》2013 年第 4 期。

[3]陈勇兵、李伟、钱雪峰:“中国进口种类增长的福利效应估算”,《世界经济》2011 年第 12 期。

[4]杨凤鸣、薛荣久:“加入 WTO 与中国‘开放型经济体系’的确立与完善”,《国际贸易》2013 年第 11 期。

[5]Melitz, M. J. “The Impact of Trade on Intra－Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity.” Econometrica, 2003, 71(6), pp.1695－1725.

分报告九

人民币汇率十年:既有的研究与事实

王晋斌　李　博　倪　颖

摘要:在经济意义上,均衡汇率具有某种程度的“不可测性”。均衡汇率是特定假定条件下测算出来的结果,而且均衡汇率本身也是动态的,均衡汇率可以作为一种方向性的参照,但不能作为汇率政策制定的唯一出发点。2005 年 7 月汇率改革至 2015 年年底,人民币对美元已经升值了大约 20%,人民币名义有效汇率和实际有效汇率指数分别升值了 42.5%和 53%。这一升值过程本身也暗合了 2005—2008 年期间部分模型测度的人民币均衡汇率测度被大幅度低估的研究结果,但这并不表明人民币要立即升值到模型给出的测度值相似的水平,况且各种模型测算的均衡汇率差异很大。因为对于决策者来说,要应对各种经济变化及政治压力,制定并执行一个“使本币未来 10 个交易日内升值 1%”的政策要比“未来十年达到根据均衡模型测算的均衡汇率水平”要容易的多。

汇率的政治性在特定时期会超越汇率的经济性,但往往又以经济测度为基础依据。由于经济分析可以多视角去看待汇率估值带来的问题,因此,“汇率操纵”往往变成依托个别经济理由(比如降低贸易顺差)的政治诉求。国内外学者在人民币汇率是否存在“汇率操纵”问题上泾渭分明,国内学者大多认为人民币汇率不存在所谓的“汇率操纵”,而国外学者大多认为人民币存在“汇率操纵”。

过去十年,人民币汇率与中国经济关系的讨论和研究取得了长足的发展,为汇率政策的制定提供了有价值的参照。这些基本观点包括:首先,人民币升值会降低

出口，但无助于根本解决中国贸易的国际收支失衡问题；其次，汇率与消费之间关系不存在一致性的结论：部分研究支持人民币升值会增加国内消费，但也有研究表明中国存在“实际汇率－消费悖论”，即汇率升值不支持国内消费；再次，稳定的汇率有利于中长期 FDI 的稳定流入，但人民币升值有助于推动中国对外直接投资；第四，大多研究表明人民币汇率升值对降低国内物价水平有一定的作用。最后，在汇率定价方面，离岸市场与在岸市场的关联性表明在岸市场已经是一个非完全定价中心，离岸市场贬值预期会加大资本外流的压力。

过去十年人民币汇率形成机制渐进市场化改革取得了较大程度的进展，但有关人民币汇率管理策略安排的理论概括相当缺乏，防御性的人民币汇率管理策略也许是描述人民币汇率管理策略的一种备选理论。防御性汇率管理策略的政策含义包括：(1)在全球政治策略上联合更多的国家来约束美国在美元作为全球主导货币条件下的单边主义货币政策，避免汇率之争演变为新兴经济体中个别国家货币与美元的汇率之争，尤其是中美之间的汇率之争；(2)强化资本流入分类管制，继续采取以大量外汇储备为依托的缓和非对称损失偏好，并在汇率双向波动的过程中防止汇率出现大幅度波动，既可为国内结构性改革争取时间，又可避免短期汇率过快升值或贬值带来的冲击；(3)采用一篮子货币计价的汇率，对美元采取“盯弱不盯强”的策略，因为目前的人民币汇率应该赋予贸易汇率更大的权重，这一策略符合当前及未来数年中国经济增长模式。(4)在货币替代加速的时代，要依托防御性汇率策略来加快人民币区域化的渗透，扩大人民币在周边以及新兴国家和发展中国家中的使用规模，参与货币红利的分享，以渗透来巩固防御。

自2005年7月21日央行决定人民币汇率将形成以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度以来，人民币汇率改革已经走过十年。汇率乃国之重器，汇率的改革也遵循了渐进改革的模式。通过不断扩大汇率日波动幅度、不断完善中间价形成机制，人民币汇率形成机制朝着市场化方向在不断地努力。作为一个事实上的贸易大国以及未来的投资大国，人民币汇率改革的目的就是要使得汇率成为减少外部冲击的吸收器，避免汇率价格扭曲带来的资源错配，并在长期中服务于中国经济增长模式。

在过去的十年中，人民币汇率问题已经成为中国经济和世界经济中的热点问题之一。人民币汇率要避免价格错配带来的资源错配，面临的直接问题就是寻求均衡汇率。其次，由于汇率的波动具有外溢性，因而会成为不同国家和区域之间产生争议的话题。尤其是在外部不平衡或者逆周期的贸易摩擦的背景下，汇率之争会成为常态，汇率问题因此具有很强的政治性。再次，要使得汇率成为减少外部冲击的吸收器，必须要研究汇率波动对一国物价、出口、投资、消费、资本流动等等方面的经济影响。也只有在细化研究上述各种影响的基础研究上，才可能为汇率成为减少外部冲击的吸收器的政策提供有针对性的建议。最后，人民币汇率十年的改革路程，人民币汇率要在长期中服务于中国经济增长模式，人民币汇率政策的战略安排有何种理论概括？依据上述逻辑，本文对人民币汇率过去十年的研究与进展做一个归纳。

一、在经济意义上，均衡汇率具有某种程度的“不可测性”。均衡汇率是特定假定条件下测算出来的结果，而且均衡汇率本身也是动态的，均衡汇率可以作为一种参照，但不能作为汇率政策制定的唯一出发点。

2005年至今，人民币均衡汇率的测算出现了不少研究。不同的均衡汇率测算方法有着不同的理论依据和实证检验方法，因此不同均衡汇率模型测算出的人民币均衡汇率结果具有较大的差异。

1、购买力平价模型(PPP)

尽管经典的PPP方法最为直观，但是由于不同经济发展水平国家的价格存在显著差异这一事实，实际研究中很少有学者仅依据PPP数据直接进行均衡汇率研究。广为人知的、也是备受诟病的使用经典PPP方法进行汇率测算的例子是经济

学人杂志定期公布的“巨无霸指数”。例如，根据 2015 年 7 月公布的数据，一个巨无霸汉堡在美国的售价为 4.79 美元，而在中国的售价为 2.74 美元，如果单纯以巨无霸指数为依据，那么人民币价值存在超过 40％的低估[①]。众所周知，使用单一商品对不同国家间价格水平进行比较几乎没有参考意义，因为汇率比较反映的是总体价格水平。为此，由世界银行支持的国际比较计划（International Comparison Program，简称 ICP）对世界范围内、多个国家、涵盖多种代表性的商品和劳务的综合价格指数进行了计算，这一项目的研究成果被学者们广泛所采纳并以此为基础进行汇率问题研究。与直接进行价格比较的经典 PPP 方法不同，扩展型的 PPP 方法考虑巴拉萨－萨缪尔森效应，即一国的实际汇率与其人均 GDP 之间存在稳定的正向关系，国内外学者基于这一模型对人民币均衡汇率进行了大量的测算。Frankel（2006）研究认为 2003 年人民币相对于美元低估超过 35％。Cheung，Chin and Fuji（2007）对 160 个国家 1975－2004 年的面板数据进行分析，得出人民币在 2004 年低估 50％的结论。国内学者，如王泽填、姚洋（2008）使用考虑了相对收入水平、开放度、政府支出和投资的扩展 PPP 模型，对 184 个国家和地区 1974－2007 年的面板数据研究发现，2005－2007 年人民币被低估的幅度分别为 23％、20％和 16％。而 2008 年，世界银行支持的 ICP 计划公布了新的调查数据，将中国的价格水平较之前的调查结果上调了 40％，Cheung，Chin and Fuji（2010）使用新的调查数据得出的结论是 2006 年之前人民币汇率不存在明显的低估，2008 年的人民币汇率仅被高估了 5％。新的 ICP 数据引发了学界众多争议[②]，尤其是中国 PPP 数据上调 40％的结果基本使得人民币汇率被大幅低估的结论失去了数据基础，但 Subramanian（2010）使用新数据的研究依然得到了人民币被低估了 30％的结论。

有关人民币均衡汇率测算的购买力平价法的研究，我们可以看到国内外学者使用扩展 PPP 模型所结论存在巨大差异，因此其结论并不能作为均衡汇率的精确估算结果；国外学者以扩展 PPP 理论为基础的对“人民币严重低估”这一问题的研究随着新的 ICP 数据公布而发生了巨大变化，引起众多争议，使用扩展 PPP 方法对人民币均衡汇率测算的研究在 2008 年之后就不多见了。

2、基本要素均衡汇率模型（FEER）

由 Williamson（1983）提出的 FEER 模型将资本账户引入到分析均衡汇率问题

① 具体网址见 http://www.oushinet.com/news/china/chinanews/20150717/199744.html。

② 关于学界对新的 ICP 数据的争议可参考杨长江、钟宁桦（2012）的相关研究，作者对 ICP2005 数据的有效性从集中可能的偏差情况进行分析，得出人民币被严重低估的看法难以成立的结论。

之中，宏观经济均衡的内部条件是充分就业、适宜的通胀水平，外部条件是经常账户和资本账户之和为零。从 FEER 的理论定义上我们可以看到，利用该方法所得到的均衡汇率水平取决于经济中能够决定中长期均衡的变量，剔除了短期周期性因素的影响，将均衡汇率的决定集中于基本经济因素。提出这一理论的 Williamson 供职于彼得森国际经济研究所（Peterson Institute of International Economics，简称 PIIE），PIIE 每年发布由 Williamson 和 Cline 基于 FEER 模型计算的人民币均衡汇率，这一数据在国际范围内具有很强的影响力，该研究所的研究成果也往往被美国政府当局作为政策制定和执行的参考依据。根据 Cline 和 Williamson（2009，2010，2012，2015）的研究，2009 年的测算结果显示人民币应该升值约 20%（以贸易权重计算的实际有效汇率），相对于美元则应该升值 40%；2010 年的测算结果显示，以实际有效汇率的口径来看，人民币被低估 15%，相对于美元则被低估 24%，相较于之前的低估幅度来说，2010 年的计算出的低估幅度有所降低，主要是由于 IMF 下调了中国经常项目余额的预期；2012 年的计算结果显示人民币（以贸易权重计算的实际有效汇率）被低估的幅度在 3%至 4%之间。与之相比，1 年前的人民币还被低估 16%；而 Cline 和 Williamson 根据 2015 年最新的研究结果显示认为人民币基本稳定在其均衡水平。因为中国目前的经常项目占 GDP 的比重已经大幅缩水，并且中国央行的政策干预也逐步从防止人民币升值转向为防止人民币过度贬值。国内学者王义中（2009）同样采用 FEER 方法，以国内外经济均衡下未来的均衡经常项目和国内外产出水平作为预测均衡值，求出所谓的“事前均衡汇率”认为 2008－2010 年间，人民币实际有效汇率需要升值 20%左右。

人民币均衡汇率测算的 FEER 方法研究中关键的设定是中国合理的经常项目余额/GDP 的比例。测算的人民币汇率“失调程度”的结果对这一参数设置是较为敏感的。因此，FEER 模型在定义外部平衡时带有的主观性就直接导致了测算出来的人民币汇率是否处于均衡水平。

3、行为均衡汇率模型（BEER）

与 FEER 模型不同，由 Clark and Macdonald（1997）提出的 BEER 模型并不以宏观均衡为基本条件，而是直接根据汇率与相关基本经济因素之间的关系，运用计量经济学的方法估计模型的参数并由此计算均衡实际汇率的值。相比较于注重均衡的 FEER 模型而言，BEER 提供的是一种经验分析方法，其所涉及的参数少、计量可操作性强。众多国内外学者使用 BEER 模型对人民币均衡汇率进行了研究。

唐亚晖、陈守东(2010)根据行为均衡汇率理论,使用1994－2009年间的季度数据进行实证分析,以劳动生产率、贸易条件、贸易自由化程度、国外净资产、政府支出和广义的货币供应量作为解释变量,该研究认为2008年金融危机前人民币存在平均约2%的低估,最大低估幅度为4.71%,2008年金融危机爆发后至2009年第2季度,人民币平均高估4.18%,而2009年第3、第4季度则分别低估3.23%和7.31%。沈军(2013)则在传统BEER模型的基础上将中国金融发展因素纳入到均衡汇率问题的分析中,估算出2005－2007年间,人民币存在不超过3%的低估,而2008年第1季度至2009年第3季度,人民币出现小幅高估。马国轩、于润(2013)同样使用BEER方法对人民币均衡汇率研究的结果表明2005－2008年金融危机前,人民币存在不超过5%的低估,而2008年金融危机后至2010年初,存在2%左右的高估,2010年至2012年底则出现小幅低估,但基本没有偏离其均衡水平。严太华、程欢(2015)运用BEER模型,以贸易条件、工业增加值、净国外资产、政府支出占比、贸易开放度以及国内外利差作为解释变量,指出1997－2013年人民币现实的汇率一直在人民币均衡汇率水平附近波动,幅度不超过2%,不存在明显的高估或低估。Zhang(2015)在传统BEER模型的基础上考虑巴拉萨－萨缪尔森效应以及政府债务规模,使用1985－2013年的年度数据得到的结论表明2008年金融危机爆发前,人民币存在小幅高估,金融危机后人民币小幅低估,2010－2013年则表现为人民币略微被高估,人民币基本围绕其均衡值变动。

从人民币均衡汇率测算的BEER方法测算的结论,我们可以看到人民币低估程度远低于FEER方法得出的估算结果,部分研究中还会出现人民币存在一定程度高估的结论。

4、其他均衡汇率模型

与较为流行的PPP、FEER以及BEER方法相比,关于人民币均衡汇率测算的其它模型研究相对较少。吕江林、王磊(2009)使用实际均衡模型(ERER)对人民币均衡汇率进行测算,得到了人民币在2005－2007年三年间分别被高估0.3%、2.9%和7%的结论。孙茂辉(2006)使用自然均衡汇率模型(NATREX)对中国1978－2004年的自然均衡实际汇率进行了测算,应该说使用NATREX模型对近十年来人民币均衡汇率的研究文献较为缺乏。

近年来,在宏观领域有着广泛应用的DSGE模型被学者们所采用并进行均衡汇率测算。孙国峰、孙碧波(2013)在得到开放条件下的国内外经济均衡后,使用

“一价定律”得到了均衡汇率的决定方程(并进行了巴拉萨－萨缪尔森效应调整),使用 1995 年第 4 季度至 2011 年第 4 季度数据的研究发现,人民币在 2006 年达到最大的低估幅度(15%),金融危机后人民币低估幅度大幅收窄,2009 年后的人民币实际有效汇率基本围绕其均衡水平小幅波动。王彬、马文涛和刘胜会(2014),同样使用 DSGE 模型对人民币均衡汇率进行测算,以实际有效汇率计,研究发现人民币自 2005 年至 2008 年金融危机前,存在 10%的低估,2008 年金融危机后至 2010 年间,人民币低估幅度在 5%以下,自 2010 年人民币第二次汇改至 2012 年第 4 季度,人民币出现近 5%的高估。

总体上,2005 年以来近十年的人民币均衡汇率相关研究,我们可以发现人民币均衡汇率的测算结果呈现以下特征:(1)不同的测算方法所得到的人民币均衡汇率结果差异较大,具体来说,PPP 和扩展 PPP 方法得到的对人民币的低估程度最大;其次是 FEER 方法;基于 BEER 模型对人民币均衡汇率测算得到的低估幅度最小;(2)即使是同一测算方法、同一时间观测区间,对人民币汇率估算结果也存在一定的差异,其结果取决于学者相关变量的选取、参数的设定以及数据的处理;(3)国内外学者的研究结果存在差异,同样是人民币低估,国外学者所得到的低估幅度往往大于国内学者;(4)对于当前人民币汇率水平,不论是 PPP 方法、FEER 法还是 BEER 法,国内学者还是国外学者的研究,都倾向于认为近年来(特别是 2012 年之后)人民币汇率在其均衡值水平附近小幅波动(人民币不存在明显的高估或低估),对人民币失调程度的估计争议较大的是金融危机前后的时间段。

从事后的人民币对美元走势来看,2005 年 7 月汇率改革至 2015 年年底,人民币对美元已经升值了大约 20%,人民币名义有效汇率和实际有效汇率指数分别升值了 42.5%和 53%。这是否说明均衡汇率的测度对现实的汇率具有指导意义?首先,我们要看到,各种均衡汇率理论都建立在很强的经济学假设基础之上,对于均衡汇率这一中长期均衡估算值,在政策制定中可以将其作为相关经济政策调整的参考,但不能作为唯一的调整目标参照。其次,即使在 2005－2008 年期间有关人民币均衡汇率的测度表明人民币被大幅度低估,但并不表明要立即升值到模型测度值相似的水平。因为对于决策者来说,要应对各种经济变化及政治压力,制定并执行一个“使本币未来 10 个交易日内升值 1%”的政策要比“未来十年达到根据均衡模型测算的均衡汇率水平”要容易的多。

二、汇率的政治性在特定时期会超越汇率的经济性，但往往又以经济测度为基础依据。由于经济分析可以多视角去看待汇率估值带来的问题，因此，“汇率操纵”往往变成依托个别经济理由（比如降低贸易顺差）的政治诉求。

回顾国内外学者对于人民币均衡汇率测算的研究，对人民币汇率问题质疑声音最大的便是2005年汇改之前和2008年金融危机前后，随着人民币逐步升值，近年来学界似乎达成了人民币已经处于均衡汇率水平的共识，这一微妙的变化似乎表明均衡汇率研究是一种“事后的测算结果”？还是西方学者营造人民币升值的舆论需要？

自2009年初奥巴马政府执政以来，宣扬“人民币汇率操纵论”在美国政界和学界获得了大量的支持。美国财政部长盖特纳曾表示，美国总统奥巴马“相信”中国正在“操纵”人民币汇率。2009年5月，克鲁格曼在中国访问期间，抛出了人民币汇率操纵的论调，他认为中国政府相对固定的汇率制度安排使得中国得以积累巨额的贸易顺差，这是刻意而为的结果，损害了美国的经济利益。国外在2009年提出的“人民币汇率操纵”说法，具有典型的西方营造人民币升值的舆论需要。提出“人民币汇率操纵”说法的研究者认为，人民币实际汇率的大幅度低估是造成中国巨额经常项顺差、恶化欧美国家的贸易赤字和失业，并导致全球经济失衡的最主要原因。他们认为中国央行通过大规模的冲销式外汇市场干预以及资本管制，蓄意“操纵”人民币汇率，阻止了人民币向均衡汇率水平升值，以维持本国产品在国际市场上的人为竞争优势，是一种典型的“以邻为壑”汇率、贸易政策。因此，他们建议本国政府和国际社会采取行动，推动中国政府采取更为灵活的、有弹性的汇率政策，放弃对汇率的人为“操纵”，让人民币大幅度升值（Krugman，2009；Bergsten，2010）。

2010－2011年，美国参众两院连续通过了旨在将人民币汇率问题移交WTO的争端解决机构的2010年的《公平贸易汇率改革法案》（简称《2010法案》）和2011年的《货币汇率监督改革法案》（简称《2011法案》）。由于法理不足，在《2010法案》中的“汇率根本性低估”等同于“人为操纵汇率”，改为《2010法案》中的“汇率偏差”。

对于人民币是否存在“汇率操纵”，国内外学者的观点存在显著差异。国内学者大多认为人民币汇率不存在所谓的“汇率操纵”。李双久、杨敏（2012）使用1992

年第1季度至2010年第2季度的中美双边贸易数据，从检验马歇尔—勒纳条件的角度对人民币汇率变化是否会影响中美贸易收支进行了实证分析，研究认为人民币汇率的贬值不构成中美贸易失衡的原因，“中国是汇率操纵国”的说法是不成立的。谢博婕、西村友作、门明(2013)使用2002年1月－2011年12月的月度数据，运用自回归分布滞后模型，从行业和总体的角度对人民币汇率和中美贸易收支之间的关系进行了检验，研究认为不论是行业还是总体、长期还是短期，人民币汇率水平和其波动率都不会对中美之间的贸易收支差额造成影响，指控中国政府通过操纵汇率获得贸易竞争优势的说法是没有根据的。孙华妤、潘红宇(2010)使用2005年7月－2008年12月的月度数据，研究人民币汇率对中美两国之间贸易差额的影响，使用协整方程的估计结果显示中美贸易顺差与人民币汇率呈反向关系，且参数显著(人民币贬值会导致中美顺差缩小)，而使用误差修正模型显示人民币汇率与中美贸易顺差并没有显著的关系，因此中国政府无法依靠操纵人民币汇率以使人民币低估从而扩大净出口。张欣、孙刚(2015)使用双边随机边界模型对人民币的均衡汇率和货币当局对人民币汇率的政策干预进行了研究，研究认为中国货币当局确实对人民币进行了一定程度的干预，但是并未对汇率进行“操纵”，政府的干预不构成导致人民币偏离其均衡水平的主要因素，中国政府也不存在贬值本币刺激出口的干预动机。孙芳芳(2016)使用VECM模型对中美贸易进行了系统性分析，根据格兰杰因果检验和脉冲响应结果，中国对美国的贸易顺差是生产力驱动型，中国无法通过操作汇率来增加贸易顺差。

国外学者普遍认为人民币存在“汇率操纵”。Goldstein(2007)对中国是汇率操纵国的指控提供了4点依据：一是中国的经常项目余额占GDP的比重从2001年的1%迅速上升为2006年的9%；二是中国的实际有效汇率长期被低估；三是中国政府虽然在2005年人民币汇改时宣布将增加市场因素在人民币汇率决定中的作用，但是作者并不认为政府的干预行为有所改变；四是作为IMF成员国，中国没有履行其避免汇率操纵的成员国义务。对于中国促进人民币升值会对中国经济造成严重影响的说法，Goldstein进行了反驳，他认为中国在经济发展上对出口的依赖并没有那么严重，失业不会因为出口部门的萎缩而严重增加，中国以商业银行为代表的金融系统不会出现系统性风险，中国有足够的资本进行对冲和强大的监管实力去避免危机，他建议美国财政部应采取更强硬的措施，释放足够的信号以促使中国汇率升值。Gagnon(2012)认为汇率操纵行为是广泛存在的，通过观察部分国家巨额外汇储备占GDP的比重以及经常项目余额，研究认为如日本、瑞士等发达国

家，以色列、台湾和新加坡等新工业化国家，中国、马来西亚以及泰国等发展中国家，沙特阿拉伯、俄罗斯等石油输出国都存在着汇率操纵行为，美国和欧元区国家因为这些汇率操纵行为损失掉了上百万个工作机会，国内需求也收到严重影响，文章建议美国以及欧元区国家应该对这些所谓的汇率操纵国购买国外金融资产时采取税收等限制性措施以抵消汇率操纵的不利影响。Gagnon（2013）使用 1986－2010 年 40 个国家的经常项目余额、资产购买等经济数据对汇率干预的贸易影响进行了实证检验，研究发现一国政府使汇率贬值的货币干预行为（净国外资产购买）成功保证了其保有大量的经常项目盈余，根据回归分析得到的参数，一国在干预汇率上所花的每 1 美元会使得经常项目增加 60－100 美分。Bergsten 和 Gagnon（2012）对 2011 年全球涉及汇率操纵的金融资产购买规模进行了估算，其规模接近 1 万亿美元，这些干预行为使得汇率操纵国每年获得 4000－8000 亿美元的盈余，而美国的贸易和经常项目赤字则从每年的 2000 亿美元增加到 5000 亿美元，失业率超过自然失业率的一半以上，如果这些国家的汇率操纵行为持续的话，据 IMF 估计，美国的经常项目赤字将在 2017 年增加为 7000 亿美元，占 GDP 的 3.5％。

值得注意的是，随着人民币的逐步升值（加入 SDR 后的人民币，在更大幅度区间波动的情况下，中国央行甚至更为关注防范人民币贬值），国外学者的看法也有所转变。Katz（2015）指出过去坚持认为中国是汇率操纵国的 Bergsten 等人也随着 2015 年 IMF 宣布人民币并未明显低估和中国经常项目余额占比的萎缩而改变了看法，研究发现美国的非石油贸易经常项目赤字在过去五年显著增加（而人民币同时是升值的），与众多学者过去认为中国抢走了美国工作机会的观点不同，美国制造业就业情况反而在赤字规模较大时有更好的表现。

分析中外学者对于“中国是否是汇率操纵国”这一问题的讨论，我们发现国内学者的研究往往从计量经济学的角度给出人民币汇率贬值并不会造成中美贸易顺差扩大的证据，而国外学者则关注美国严重的贸易赤字和中国巨额的外汇储备和贸易盈余之间的严重不平衡，结合人民币的“明显低估”将美国问题归结于中国。我们可以发现，虽然是学术研究，但是涉及到汇率问题，学者们表现出明显的“针锋相对”，中外学者“泾渭分明”。由于汇率直接影响参与国际分工的国家利益分配，货币比价的背后承载巨大的国家意志和政治诉求，因此，从政治经济学角度研究汇率问题可以给我们一个关于中美汇率争端更为全面清晰的解释。王晋斌（2015）年比较系统地研究了人民币汇率的政治经济学分析。鞠国华、毕琼文（2013）从政治

经济学的角度讨论汇率操纵问题，研究认为“汇率操纵”成为了一种美国惯用的政策工具，美国提出中国是汇率操纵国的说法是为了逼迫人民币升值从而遏制中国经济的出口，而每逢美国中期选举或大选年，中国话题都会成为美国政客热议的话题，指控中国汇率操纵成为了美国政客吸引选票的政治牌。Ramirez(2013)同样从政治经济学的角度对人民币汇率操纵问题进行了分析，通过建立一个标准的政治经济学模型，对2009－2010年美国第111届国会中议员们提出“人民币汇率操控”相关指控的频率进行统计，并分析利益集团对相关议员提出人民币汇率操纵指控的影响，研究发现在控制了其他因素情况下(政党、意识形态等影响投票的因素)，从利益集团获得5000美元的政治献金会使得相关议员有1.35倍更高的概率去指控中国存在汇率操控行为，文章认为这一研究结果显示，国会议员并不是从美国人民的福利水平、被抢去的工作机会等角度来考虑政策提案的，其行为与社会中的其他关注自身利益最大化的理性人并无本质区别，政治献金以及随之得到的选票是他们所看重的。

因此，人民币“汇率操纵”的提法本质上是一种政治行为，但又以经济分析为基础。由于经济分析可以多视角去看待汇率估值带来的问题，因此，“汇率操纵”往往变成依托个别经济理由的政治诉求。

三、过去十年，人民币汇率与中国经济关系的讨论和研究取得了长足的发展，为汇率政策的制定提供了有价值的参照。这些基本观点包括：人民币升值会降低出口，但无助于根本解决中国贸易的国际收支失衡问题；汇率与消费之间关系不存在一致性的结论：部分研究支持人民币升值会增加国内消费，但也有研究表明中国存在“实际汇率－消费悖论”，即汇率升值不支持国内消费；稳定的汇率有利于中长期FDI的稳定流入，但人民币升值有助于推动中国对外直接投资；同时大多研究表明人民币汇率升值对降低国内物价水平有一定的作用。在汇率定价方面，离岸市场与在岸市场的关联性表明在岸市场已经是一个非完全定价中心。

1、汇率变动与出口以及国际收支失衡的关系

汇率变动对出口导向型的增长模式的影响是至关重要的。2005年7月21日

的人民币汇率形成机制改革使人民币不再盯住单一美元，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度，而美元兑人民币汇率也有之前的8.2765调整到1美元兑换8.11人民币的水平，此后人民币进入了长达10年的升值通道。人民币升值对中国出口贸易的影响成为研究的热点问题之一。

大多数有关人民币汇率与中国出口关系的研究表明，人民币升值对于减少中国出口有显著影响。卢向前、戴国强(2005)利用协整向量自回归方法对1994－2003年人民币对世界主要货币的加权实际汇率波动与中国进出口之间的长期关系进行了实证检验，结果发现在中国马歇尔－勒纳条件成立，并且人民币实际汇率波动对进出口的影响存在J曲线效应。封思贤(2007)使用1985－2004年的年度数据对人民币进(出)口总额与人民币实际有效汇率指数之间的关系进行实证研究，得到了同样的结论。其结果显示长期看来，中国的出口汇率弹性为－1.46，而进口汇率弹性为0.34，两者绝对值之和大于1，证明在中国马勒条件是显著成立的。同时，人民币汇率变化对我国进出口调整也存在明显的J曲线效应，进口变动大致滞后于汇率变动2个季度，而出口则滞后1个季度。Thorbecke and Smith (2007)使用了1994－2006年间33个国家与中国之间的贸易数据，以及人民币贸易加权的汇率来研究人民币升值对出口的影响。其研究发现人民币汇率变动对于中国一般贸易出口的影响要远远大于对中国加工贸易出口的影响。若其他东亚国家的货币汇率保持不变，则人民币汇率每单边升值10％将导致中国的加工贸易出口下降4％，而一般贸易出口下降11－12％。如果其他东亚国家的汇率与人民币汇率共同升值，则10％的人民币汇率升值将使中国的加工贸易出口下降10％。Thorbecke and Smith (2007)认为由于一般贸易出口往往涉及到简单，劳动密集型的产品，而加工贸易出口的产品往往是更加复杂的高科技产品，因而，如果源自于中国的一般贸易出口下降，则根据比较优势其他东亚国家劳动密集型产品的出口会相对增加；相比而言如果中国的加工贸易出口下降，则会使消费向美国及欧洲产品倾斜。因此，只有当整个东亚国家的货币一同升值时才更有利于降低中国对美国及欧洲的贸易顺差。此外，王宇哲、张明(2014)采用分布滞后模型、自回归模型以及自回归分布滞后误差修正模型，同时计算了人民币汇率传递系数及出口价格弹性，考察区间为2005年7月至2012年6月，并将其划分为两个时期：人民币对美元显著升值时期(2005年7月至2008年6月以及2010年6月至2012年6月)和人民币重新盯住美元时期(2008年7月至2010年5月)。其回归结果显示，在人民币兑美元显著升值时期人民币汇率的传递系数约为0.55，而在后一时期为0.75

或者 0.95。其估计的中国出口商品的价格弹性为－1.7 而收入弹性为 1.39。这意味着，在人民币兑美元显著升值时期，人民币名义有效汇率每升值 1％将使得中国出口量下降 0.94％，出口额下降 0.4％；在人民币重新盯住美元期间，升值 1％将使出口量下降 1.28％或者 1.62％，出口额下降 0.54％或者 0.68％。该结果表明在考虑了汇率传递效应与进口国收人变动之后，人民币名义有效汇率升值仍会对中国出口产生显著负面影响。

人民币升值降低了出口，但也降低了进口，因此，不一定会降低顺差。Yin－Wong Cheung，etc(2009)利用 1986 年 1 月到 2008 年 9 月 IMF 所公布的以贸易加权的人民币实际有效汇率指数月度数据，对人民币汇率与中国贸易收支以及中国对美国的贸易顺差之间的关系进行了实证研究。利用动态 0LS 模型回归，Yin－Wong Cheung，etc(2009)的实证结果表明在其他条件不变的情况下，人民币如果实际升值 10％，则中国的实际出口额(以 2000 年的美元计价)在长期水平下将从 2006 年的 9523 亿美元降低到 9274 亿美元；而中国的进口额也会下降，从 5816 亿美元降低至 5105 亿美元。这意味着，人民币实际升值 10％反而会使得中国的贸易顺差从 4009 亿美元增加到 4169 亿美元。然而，Yin－Wong Cheung，etc(2009)认为这一估计结果可能与其对中国一般贸易产品的进口价格弹性估计结果有很大的关联。其模型对中国一般贸易产品的进口价格弹性回归系数高达＋2.8；而采用类似方法的其他学者如 Marquez and Schindler(2007)回归出来的结果仅为＋0.013 到＋0.021。Marquez and Schindler(2007)的研究表明，人民币实际升值 10％会使得中国的贸易顺差下降 750－920 亿美元。如果使用单方程误差修正模型对进口价格弹性进行修正，则 Yin－Wong Cheung，etc(2009)重新回归后的结果表明人民币实际升值 10％会使得中国整体贸易顺差下降 457 亿美元。

单就中国对美国的贸易顺差来看，Yin－Wong Cheung，etc(2009)的实证结果显示中国产品的出口及进口价格弹性都近似于单位弹性，其他条件不变时，人民币实际升值 10％会使得中国对美国贸易顺差从 2006 年的 2293 亿美元(以 2000 年美元计价)降低为 1959 亿美元，降低了 334 亿美元。

刘尧成等(2010)通过构造了一个包括中国 GDP 增长、人民币实际有效汇率及我国贸易差额变动等三个变量的 VAR 系统，对结构性冲击影响进行了长期约束，来分析了人民币实际有效汇率变化对我国贸易差额的动态影响。对 VAR 的残差进行冲击分解发现，1 单位的汇率贬值冲击将使得我国当期的贸易差额出现 0.007 单位的顺差(相当于当期 GDP 的 0.7％)，随后在第 2 季度及第 3 季度出现较为明

显的J曲线效应，而从长期来看将使得我国贸易差额出现0.01单位的顺差，这说明贸易收支弹性理论在我国基本上是成立的。为了考察中国贸易差额在样本时段内的每次具体波动在多大的程度上与人民币实际有效汇率的波动相关，刘尧成等(2010)将样本时间段中国的贸易差额时间序列分解成为由汇率冲击、供给冲击和需求冲击三个结构性冲击形成的组成成分，结果表明我国贸易差额的需求冲击成分最能拟合样本时段内我国贸易差额的具体波动，供给冲击不能拟合其任何一次波动。总体来讲，汇率冲击成分对我国贸易差额的拟合程度相对较弱。

至于人民币汇率与中国贸易收支失衡之间的关系，大多研究认为人民币汇率并不能有效调节中国的国际收支的失衡。刘荣茂等(2007)基于传统的蒙代尔－弗莱明模型，将商品市场、货币市场与外汇市场综合考虑，经常项目与资本项目综合考虑，提出了利率管制条件下的国际收支与汇率扩展的M－F模型。选取1985－2005年数据对中国国际收支顺差与相关变量之间的关系进行了实证研究，结果表明：在长期时间序列中，我国国际收支顺差与人民币实际有效汇率负相关，说明我们可以通过人民币升值来调节我国国际收支的巨额顺差，但是标准化后的系数只有－0.193，所以通过人民币汇率升值调节的效果较差。相比而言，政府支出及外商直接投资对中国国际收支顺差均成正相关关系，系数且较高，因而刘荣茂等(2007)指出，通过减少政府支出和控制FDI流入来调节国际收支顺差的效果均强于人民币汇率的调节作用。贺力平(2008)的研究也得出人民币汇率波动难以调节中国的国际收支失衡。何建奎、马红(2012)基于1995－2011年的数据，采用基于VAR的Johansen协整检验和向量误差修正模型实证分析了人民币实际有效汇率变动对我国进出口贸易的长期静态影响及短期动态影响。结果发现，长期进出口贸易的汇率弹性均不显著，进口的汇率弹性较大(0.3675)，出口几乎无汇率弹性(0.0068)，而长期进出口贸易的变化主要由国内外收入决定。何建奎、马红(2012)认为，我国贸易顺差的不断增长主要是由于国外需求的增长，全球贸易不平衡不是单纯的汇率的问题，而主要在于全球经济发展结构的问题。短期来看，汇率波动短期对于进出口的影响具有明显的同向性，且同为负向调整，即汇率贬值进出口均会增加，而汇率升值会同时减少进口和出口。而贸易差额对于汇率的短期波动不敏感，说明人民币升值并不能有效解决目前的贸易失衡问题。此外，Corden(2009)也认为中国大量经常项目顺差的形成原因是十分复杂多样的，而汇率政策只是其中的一个原因。王晋斌(2013)也认为不需要通过汇率升值来逆向调节中国经常账户顺差。

2、汇率波动与消费之间的关系

汇率波动与消费之间的渠道关系比较复杂，也没有统一的结论。部分研究支持人民币升值会增加国内消费，但也有研究表明中国存在“实际汇率－消费悖论”，即汇率升值不支持国内消费。毛中根、段军山(2011)对汇率变动影响居民消费的传导途径进行了疏导，认为主要有以下四种途径：一是汇率变化通过影响进出口从而影响居民消费。当马歇尔－勒纳条件得到满足时，本币贬值使得本国生产商品变得相对更加便宜，增加对国内生产商品的需求，结合乘数作用，会引致总产出的成倍增加，从而最终影响居民消费。此外，由于需求弹性不同本币贬值会带来进出口产品结构上的变化，进一步对居民消费结构产生影响。二是汇率变化通过影响消费价格指数来影响居民消费。由于价格高低会直接影响消费，汇率变化一方面可以通过影响进口消费品的价格进而影响总消费品价格从而影响消费，另一方面可以通过影响进口投入品的价格进而影响厂商的生产成本从而间接影响了消费品价格。三是汇率通过影响就业来影响居民消费。就业会影响到居民收入，从而影响当期消费和预期消费支出。一些学者的实证研究表明汇率变动与失业率以及实际工资有显著关联(Klein et al(2000)、Frenkel(2004)、Belke&Gros(2002)等)。四是汇率波动通过影响股市和房地产市场发展进而通过财富效应来影响居民消费。汇率变动与资产价格之间的互动关系使得汇率可以通过消费者已有资产的财富效应来影响居民当期及未来的消费。

根据以完全金融市场为前提的宏观经济周期理论，实际汇率与各国相对消费水平之间存在较强的正相关关系，即汇率升值可以促进国内消费。施建淮等(2008)利用1994－2007年的季度数据对人民币汇率变动对中国价格水平的传递效应进行了研究，结果显示人民币名义有效汇率若升值1%将导致6个季度后的进口价格和12个季度后的工业品出口价格以及消费者价格分别下降0.52、0.38和0.2个百分点。人民币升值导致的消费品价格的下降将有利于增加居民消费。然而，众多实证检验证实，实际汇率升值的国家的消费反而不增加，甚至反而会下降。这中消费与实际汇率之间的反常变动现象被称作“消费—实际汇率悖论”。傅章彦(2008)利用1994年第1季度至2005年第2季度的数据，采用均衡汇率实证模型和二元选择模型对中国居民消费比率和人民币实际有效汇率之间的关系进行了实证检验，结果发现中国居民消费比率的下降和实际汇率有着明显反向关系，即消费—实际汇率悖论在中国显著成立。颜伟(2010)利用1994年第1季度到2008年

第4季度的数据，对人民币实际有效汇率与全社会零售消费额之间的关系进行了实证，结果发现人民币实际有效汇率每上升1个百分点，全社会零售消费额将减少0.432个百分点，即人民币汇率上升对中国居民零售商品消费的影响为负。颜伟(2010)认为造成这一现象的原因是中国特殊的国情：在外汇市场还不发达的背景下，中国国内居民生活必需品消费中进口商品占比较小，中国企业的要素价格更多的是依赖国内而不是国外，居民剩余财富拥有量低等原因使得在西方发达国家流行的货币升值影响一国消费的物价效应与财富效应在我国还不存在。段军山、毛中根(2011)利用协整检验对1999年第3季度至2010年第2季度期间中国城镇居民人均年消费支出与人民币实际有效汇率之间的关系进行了研究，结果与傅章彦(2008)、颜伟(2010)一致，发现在我国随着实际汇率升值，消费会下降。徐炜等(2011)使用向量误差修正模型对人民币汇率与中国居民消费的相互关系进行了实证，结果发现人民币汇率制度改革后，人民币实际有效汇率指数在短期内对中国居民消费支出总额产生的影响在统计上不显著，其长期影响也是微弱的，人民币实际有效汇率指数与居民消费支出总额之间不存在互为因果的关系。扩大居民消费的主要动力不是来自于人民币汇率和物价水平的变动，而是来自于居民消费本身的惯性。

由于汇率涉及到两国货币之间的兑换比率，为了细化考虑到本国消费与他国消费的相对变动情况，毛中根等(2014)利用2001年第1季度至2010年第4季度中国、美国、日本三国的数据对人民币汇率与居民消费的关系进行了研究。考虑到2005年7月人民币汇率形成机制发生重大改革可能会对汇率与中国居民消费之间的关系产生影响，毛中根等(2014)将样本时间段分为两个阶段分别进行研究。实证结果表明，在人民币汇率形成机制改革前(阶段1：2001年第1季度到2005年第2季度)，无论是中美还是中日间消费与汇率的关系均不相关甚至负相关，即在阶段1中国是存在消费—实际汇率悖论的；汇改以后(阶段2：2005年第3季度到2010年第4季度)，在中美及中日之间居民消费对汇率市场的变动均更加敏感，且显著地体现为正相关关系。这说明，2005年人民币汇改之后，中国居民消费对人民币汇率波动更为敏感。这一结论与徐炜等(2011)的研究结果并不一致。

也有学者研究了人民币升值对国内居民商品消费结构的影响。陈国进和陈创练(2010)在人民币升值的背景下，分析了进口商品价格相对降低对国内商品消费的短期和长期影响。基于永久收入理论的经典消费模型，陈国进和陈创练(2010)引入了消费者的习惯形成偏好这一重要变量，估计了进口商品消费和国内商品消

费之间的期内替代弹性以及两者各自的跨期替代弹性，从而来判定进口商品消费和国内商品消费之间的互补（或替代）关系。其结果表明：人民币升值虽然降低了进口商品的相对价格，短期内进口商品消费挤占了国内商品消费，但跨期选择和两种商品间的互补关系将在长期内提高居民对国内商品的消费需求。

3、汇率与外商直接投资（FDI）以及对外直接投资（ODI）的关系。基本观点是汇率稳定有利于中长期 FDI 的稳定流入，而人民币升值有助于推动中国对外直接投资。

（1）汇率与外商直接投资（FDI）：汇率稳定有利于中长期 FDI 的稳定流入。

汇率变动与外商直接投资（FDI）之间的关系一直受到国内外学术界的广泛关注。在国外学者的研究中，实际汇率对 FDI 的影响主要通过财富渠道和生产成本渠道。Froot& Stein（1991）认为当东道国的货币贬值时，财富效应使得相同数量的外资将可以购买更多的东道国商品，因而吸引了 FDI 的流入。Culem（1998）则提出汇率的不同也会引起相对劳动成本的变化，当东道国货币贬值时，东道国的劳动成本下降，相同数量的外资可以雇佣更多的劳动力，从而吸引 FDI 流入。

戴金平、王晓天（2005）利用格兰杰因果关系检验和脉冲响应分析对 FDI 和人民币实际汇率之间的动态关系进行了研究，结果表明，FDI 在短期内并不是实际汇率的格兰杰原因，然而长期中 FDI 流入却会造成人民币升值的压力；反过来实际汇率的变动无论在短期还是长期均显著地构成 FDI 的格兰杰原因。脉冲响应函数结果表明，人民币贬值对一定时期内（19 个月）的 FDI 有促进作用，但长期内（19 个月以后），人民币贬值会对 FDI 产生扰动，甚至造成 FDI 的下降。究其原因，戴金平、王晓天（2005）认为可能是由于长期间实际汇率的波动使得投资风险增加，对 FDI 的投资信心产生影响。因而，长期中人民币实际汇率的稳定更加有利于吸引 FDI。邱立成、刘文军（2006）利用误差修正模型对 1980－2003 年的人民币实际有效汇率与 FDI 之间的关系进行了实证，并用 GARCH 模型测量了人民币汇率的波动，结果发现，无论是短期还是长期，人民币贬值都能促进 FDI 流入。短期中人民币汇率的波动对于 FDI 的影响不显著，然而长期中人民币汇率波动降低却能够显著增加 FDI 的流入。针对这一结果，邱立成、刘文军（2006）提出了汇率的“成本反映弹性效应”，即：汇率的长期稳定能够降低投资者的投资风险，改善投资者收益预期，使得投资者对成本降低等利好因素的反应弹性上升，从而同等程度的成本下降能够吸引更多的 FDI 流入。然而由于 FDI 属长期资本流入，投资者主要关注长期收益，所以汇率短期波动的上述这种“成本反应弹性效应”的作用较小，汇率短期波

动对 FDI 的影响也就不显著。

于津平(2007)从跨国公司投资行为的微观分析出发,构建理论模型讨论了汇率变化对 FDI 投资规模和 FDI 投资结构的影响。其结果表明,东道国货币的升值会导致资源导向型 FDI 下降而市场导向型 FDI 增加,因而货币升值对东道国总体 FDI 利用量的影响与东道国两种类型的投资构成比例有关。在资源导向型 FDI 为主的外资结构下,货币升值短期内会使东道国 FDI 规模下降。由于资本密集型项目的直接投资对汇率变化的敏感度低于劳动密集型项目直接投资对汇率变化的反应,其结果便是对于资源导向型直接投资,东道国货币升值后,劳动密集型项目直接投资的下降率高于资本密集型项目;而对于市场导向型直接投资,东道国货币升值后,劳动密集型项目直接投资的上升率则高于资本密集型项目。因而最终结果可能导致东道国货币升值会导致资源导向型直接投资项目资本密集度增加和市场导向型直接投资项目的资本密集度降低。此外,汇率波动性的增加尽管会导致 FDI 规模下降,但对 FDI 结构不产生影响。

程瑶和于津平(2009)基于跨国公司的视角,利用 EGARCH 模型和误差修正模型对人民币汇率的水平变化和波动变化影响 FDI 的问题进行了研究,并对不同类型的 FDI 进行了细分,考察了人民币汇率波动对 FDI 影响的结构差异及跨时差异。其结果与戴金平、王晓天(2005)结论一致,发现人民币汇率贬值与 FDI 在短期具有显著的正向关系,然而 FDI 会偏离长期均衡,即长期中人民币汇率波动的加剧会增加 FDI 汇兑损益风险并影响企业的成本结构从而抑制 FDI 的规模。此外,程瑶和于津平(2009)还发现人民币升值一方面会促进市场导向型 FDI 的规模,抑制资源导向型 FDI 的增长,另一方面会对规模以上的 FDI 产生促进作用,而对规模以下 FDI 的增长产生明显的抑制效应。黄静波和曾昭志(2010)引入跨国公司利润和效用函数,分析了汇率波动对跨国公司市场导向型和成本导向型对外直接投资的影响。其实证结果表明人民币升值有利于市场导向型 FDI 流入,不利于成本导向型 FDI 流入(与程瑶和于津平(2009)研究结果一致);然而长期看来,人民币汇率波动剧烈程度对于两种类型的 FDI 均有负面影响。

胡泽俊和赵昊(2013)利用 1997－2011 年各行业的数据对人民币汇率及其波动对 FDI 产业分布的影响进行了实证研究,其结果显示人民币汇率及其波动率的相同变化对不同行业实际利用 FDI 在方向上和幅度上有着不同的影响:人民币升值使采矿业和制造业实际利用外资减少,而使金融业和房地产业实际利用外资增加,并且金融业受影响的幅度较大;人民币的汇率波动率对制造业、金融业和房地

产业吸收 FDI 均有正向促进作用，并且对房地产业的促进作用明显。人民币汇率水平及其波动对利用外资较少的农、林、牧、渔业没有显著影响，建筑业、交通运输、仓储和邮政业也没有受到汇率水平及其波动的显著影响。(2)汇率与中国的对外直接投资：人民币升值有助于推动中国对外直接投资。

随着中国跨国投资行为日渐活跃，而直接反映国内外要素和商品相对价格的汇率无疑是影响中国对外直接投资(ODI)的重要因素之一。然而相对于人民币汇率与 FDI 的研究而言，目前我国学者对于人民币汇率与中国对外直接投资的研究并不是很多，但是均认为人民币升值有利于增加我国的对外直接投资。

王凤丽(2008)利用协整分析技术和误差修正模型从长短期的角度对人民币汇率与我国对外直接投资之间的均衡关系进行了研究。其结果表明无论是短期还是长期水平，人民币升值均有利于我国对外直接投资的增加。聂名华和马翔(2008)利用 1984－2006 年数据对人民币实际有效汇率与中国境外直接投资之间的关系做出了实证研究，发现在规模层面，人民币实际汇率变动与 ODI 变动互为格兰杰原因，具有显著的影响与长期均衡关系。直接标价法下的人民币汇率上升，将刺激中国境外直接投资规模的扩大，反之则减少。在结构层面，人民币汇率变动对 ODI 的产业结构、方式结构具有不同的影响程度。乔琳(2011)以 1994 年、2005 年人民币汇率制度改革作为分界点，分阶段研究了人民币汇率变动与我国对外直接投资之间的关系。其研究结果发现，1994 年的人民币汇率改革对于我国的 ODI 没有显著影响，而 2005 年的汇率改革却有显著影响；其 VAR 模型计量发现人民币名义汇率每升值 1%，中国的 ODI 将增加 3.2%，这表明人民币升值对于我国境外直接投资具有很大的促进作用。而陶士贵和相瑞(2012)的研究却表明 2005 年人民币汇率改革后汇率对于中国对外直接投资的影响幅度明显下降：根据固定影响变截距模型，汇改之前，人民币实际升值 1 个百分点将导致对外直接投资增加 86.7 万美元；而汇改之后，人民币实际升值 1 个百分点仅增加对外直接投资 3.26 万美元。胡兵和涂春丽(2012)基于 2003－2010 年中国对 49 个国家或地区直接投资的跨国数据，采用动态面板模型系统 GMM 方法，对人民币汇率水平、汇率波动及汇率预期对中国对外直接投资的影响进行了实证研究。其结果显示人民币汇率升值通过国内企业的财富升值和降低国外投资成本等途径能够促进中国对外直接投资，而汇率波动由于增加了跨国投资的成本和风险，则会抑制中国的对外直接投资。

4、人民币汇率传递与进口通胀：大多研究表明人民币汇率升值对降低

国内物价水平有一定的作用

汇率传递是国际经济学研究的重要主题之一，涉及跨国之间的物价影响。当一国货币贬值时，以外币计价的出口商品的价格将会下降，这会使得对方国家的需求发生转移，从而导致对方国家的价格也随之下滑，即认为一国汇率贬值相当于是向贸易对方国家出口通缩。相反而言，对本国来说，本币贬值，进口品物价上升，存在进口通胀的压力。

邢予青(2010)估计了2004－2008年间人民币汇率变化对美国、日本从中国进口商品价格的传递效应，结果发现人民币升值对美、日两国进口价格的传递效应有明显差异。对于美国而言，人民币汇率升值对其进口价格的传递效应较弱，短期只有0.23，而长期不到0.47；对于日本而言，其进口价格对人民币和日元的双边汇率变化更加敏感，若人民币对日元名义升值1%，日本从中国的进口价格短期就可能提高0.55%，长期则是完全的传递0.99%。然而邢予青(2010)认为这种接近完全的传递效应其实并不是由人民币升值造成的，而是由于中国盯住美元的汇率制度，而美元则是中国对日本出口贸易的主要计价货币。一旦控制了计价货币因素，则自2005年7月以来人民币的累计升值并未对日本进口商品价格产生传递影响。Raphael(2012)利用1994－2010年的人民币实际汇率及美国418个制造业部门的生产者物价指数，实证研究了人民币升值对于美国制造业通货膨胀的传递效应。其结果发现人民币升值对美国制造业进口价格会产生明显的正向冲击，而美国制造业的进口价格对其生产者物价指数的传递效应高达0.7。这说明人民币汇率升值能够通过汇率途径来向美国输出通胀。

从进口的角度上来看，人民币升值会主要通过两个渠道对中国国内产生通缩的影响：一是微观渠道，一方面本币升值导致进口商品中的最终消费品，以及进口原材料、中间产品价格下降，直接导致通缩，另一方面本币升值带来的进口产品价格下降导致其替代品的价格需求下降，使得其价格也随之下降，从而间接导致通缩；二是宏观渠道，假设马歇尔－勒纳条件成立，本币升值将使得出口下降而进口增加，经常账户逆差增加，贸易带来的外汇流入减少使得本币发行量也减少，导致国内通缩增加(高伟刚，2014)。

一些学者提出，人民币升值进口通缩作用可以有效平抑中国的通货膨胀(哈继明，2007；Liang &Qiao，2007；张葆君、胡宗义，2008等)。Chang，etc(2008)发现人民币汇率变动对国内进口价格的传递效应十分明显，在短期为0.5，而长期内高达0.6。就消费品价格而言，人民币名义汇率每上升10%将导致消费品价格在1年

内下降1.1%，两年之后下降2%。张平等(2008)认为由于进口的初级原材料多数以美元计价，人民币对美元升值能部分抵消初级产品价格上涨对国内通货膨胀的直接冲击，因而能够降低输入型的通货膨胀。此外，汇率升值导致出口减少、进口增加，从而贸易顺差下降，净出口对GDP的贡献下降，对经济产生紧缩作用。

然而另外一些学者则认为人民币升值对通货膨胀的传递效应较弱，甚至不存在。刘亚等(2008)利用自回归分布之后模型(ARDL)研究了人民币汇率变动对以CPI衡量的国内通货膨胀的传递效应，结果表明人民币汇率变动对通胀的传递是不完全的，并且存在明显的时滞，在滞后4个月时达到最大值。无论是短期还是长期，汇率的传递效应均不大(0.023－0.027之间)。刘亚等(2008)认为造成这一现象可能是因为我国CPI的变动主要是受到自身惯性、国外价格和食品价格冲击的影响，相比而言汇率变动的影响可能较弱。王晋斌、李南(2009)的实证结果发现，在中国有管理的浮动汇率制度下，人民币汇率升值幅度低于样本期内美国和欧元区的物价上涨幅度，因而汇率传递效应难以完全抵消价格传递效应。考虑到价格管制、贸易方式和CPI编制方法等原因，进口品价格传递到国内CPI的效应较低。张成思(2009)通过分析1998－2008年期间中国通货膨胀的动态传导机制和驱动因素，发现这一期间人民币汇率变化对国内的通货膨胀不存在显著传导效应，人民币加速升值并不是平抑这段时期国内通胀的有效策略。潘锡泉、项后军(2010)利用内生结构突变协整方法测算了人民币升值对通胀的影响，发现协整方程参数在样本期内发生了显著的结构突变，且突变前后人民币汇率传递机制完全相反。以2006年12月作为突变节点，结构突变前人民币升值不仅不支持“升值抑胀论”，反而会加剧通胀，而结构突变后人民币升值却在一定程度上起到了抑制通胀的作用，但其效果微弱。王家玮等(2011)利用我国进口非竞争型投入产出价值量表测算了人民币名义汇率变动通过进口中间投入对国内各部门以及社会生产不同环节价格水平的影响，结果发现在进口产品本币价格对汇率变动反应完全的情况下，人民币升值1%将引起国内通胀下降0.2%左右。然而由于进口产品本币价格对汇率反应不完全、国际大宗商品市场价格上升、热钱流入和人民币汇率升值空间限制等因素的影响，王家玮等(2011)认为我国汇率政策不适宜承担过多的反通货膨胀职能。曹伟、申宇(2013)对1996年10月－2011年10月期间人民币汇率与13大行业进口价格之间传递作用进行了研究，表明煤炭、造纸、食品类行业具有较强的汇率传递效应，而其他行业的汇率传递效应均较弱甚至不存在。与刘亚等(2008)一样，曹伟、申宇(2013)认为中国的通胀更多的根植于实体经济本身，而不是简单的货币现

象，因而靠人民币升值来平抑物价的影响十分有限。

5、离岸市场与在岸市场的关联性表明在岸市场已经是一个非完全定价中心，而且离岸市场的贬值预期会加大资本外流的压力。

2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，从此人民币汇率不再盯住单一美元，向更富弹性的人民币汇率机制发展。十年来，人民币实现了经常账户自由兑换、资本账户有条件可兑换。截止 2014 年年末，中国已与 28 个国家和地区的央行或货币当局签署了双边本币互换协议，总规模约 3.1 万亿元人民币。近几年建立了 15 个人民币离岸结算中心更是为跨境人民币结算提供了支持。为了提高人民币的市场决定程度，2015 年 8 月 11 日人民币汇率中间价报价机制改革。2015 年 12 月 1 日，IMF 正式宣布人民币于 2016 年 10 月 1 日加入 SDR。

人民币汇率形成机制的市场化改革需要离岸市场和在岸市场的互动及配合。目前人民币交易汇率主要有三大市场，一是在岸银行间外汇市场（CNY 市场）、二是香港离岸无本金交割远期市场（NDF 市场）、三是香港离岸人民币市场（CNH 市场）。这三大市场拥有不同的市场参与者、不同的监管机构和不同的价格形成机制，但反映的却是同一种货币的汇率价格走向。学术界对于人民币在岸、离岸市场之间复杂的互动及关联性进行了众多的研究。

在 2010 年香港 CNH 市场成立之前，有关研究主要集中在人民币 NDF 市场上。研究结果基本表明了在岸人民币市场是 NDF 市场的信息中心，定价信息基本是由在岸市场向境外市场传递（黄学军、吴冲锋，2006；代幼渝、杨莹，2007；李晓峰、陈华，2008）。

2010 年 7 月香港离岸人民币 CNH 市场正式成立以后，有关 CNH 市场与先前两个市场之间价格关系的研究开始受到关注。Samar &Joong（2012）用二元 GARCH 模型实证研究了三大市场四组汇率定价之间的关系，发现尽管在岸 CNY 即期市场的发展对离岸 CNH 即期市场会产生影响，但离岸 CNH 远期市场对 CNY 远期市场的价格则有预测作用；并且波动能够在 CNY 和 CNH 市场之间传导。这表明离岸和在岸市场之间的定价存在关联性。伍戈、裴诚（2012）用 AR－GARCH 等模型，检验了 CNY 市场、CNH 市场以及 NDF 市场之间的联动效应，得出了不同结论：CNY 市场仍然具备人民币汇率定价的主动性，对 CNH 市场的价格具有引导作用；而 NDF 市场对 CNY 市场和 CNH 市场的价格前瞻性减弱，并会受到后两个市场的影响。伍戈、裴诚（2012）的研究说明远期市场对即期市场的影响

力不大，基本是即期市场在影响远期市场。修晶(2012)选取了CNY即期、CNH即期和NDF数据，利用DCC－MVGARCH模型着重研究了三者之间的动态相关关系，通过计算三个市场的方差方程，得到衡量不同市场波动溢出效应的时变相关系数。其结果表明，三个市场相关程度较强，信息传递较快，尤其是2007年以后，CNY即期和CNH即期之间汇率波动性关系在不断加强。王晋斌、倪颖(2015)利用2010年9月至2013年12月的每日数据，对三大市场五组汇率之间的关系进行了全面的研究，结果发现在岸CNY市场依然具有人民币汇率定价中心的性质，主要体现在在岸即期和远期汇率均对离岸远期汇率的变动具有显著的均值溢出效应。然而由于离岸即期市场对在岸即期市场存在较小幅度的均值溢出效应以及三大市场之间已经存在着一定波动和冲击溢出效应，人民币在岸市场已经不是一个完全的定价中心，而且离岸市场贬值预期会加大资本外流的压力。

四、过去十年汇率形成机制渐进市场化改革取得了较大程度的进展，但有关人民币汇率管理策略安排的理论概括相当缺乏，防御性的人民币汇率管理策略也许是描述中国汇率管理策略的一种备选理论。

汇率问题之所以成为国家间的利益纠纷的焦点，关键就在于作为联系内外经济的重要比价，任何参与世界经济运行和国际分工的开放国家其自身经济发展都会受到汇率波动的影响，这一波动溢出效应是广泛存在的。

人民币过去十年一直承受着巨大的升值压力。这种升值压力主要来自国外、尤其是美国的政治压力。但人民币汇率改革始终坚持了“自主、渐进、可控”的原则，始终要为中国经济增长模式服务，这就意味人民币升值和贬值之间会存在非对称的损失偏好。实际上这种非对称损失偏好是亚洲一些出口导向型经济体汇率政策的一个显著特点。亚洲一些新兴经济体的央行担忧本币升值的压力要大于担忧本币贬值的压力，导致央行在外汇市场上采取了大幅度的非对称干预——在汇率变动同样幅度的条件下本币升值的损失远大于本币贬值的损失，出现了“害怕升值”的倾向(Ramachandran M., and Srinivasan, N., 2007; Pontines, V., and Rajan, S.R., 2008)。王晋斌等(2013)的研究也指出2005年汇率改革以来人民币一篮子货币汇率采取的是防御性汇率管理策略——央行在名义有效汇率上存在缓和的非对称损失偏好，这一策略符合中国经济增长和渐进改革的模式，也体现了国际金融体系和贸易体系不对称的实情。

进入2016年,人民币又存在贬值压力,国际市场上做空人民币的论调不绝。但强行做空人民币不会取得成功(王晋斌、李昭,2016)。未来的人民币汇率管理策略仍然是坚持防御性的汇率管理策略。通过防御性汇率管理策略来降低维持现有国际分工格局的成本依然是未来数年人民币汇率政策的基本出发点。防御性汇率管理策略的政策含义包括:(1)在全球政治策略上联合更多的国家来约束美国在美元作为全球主导货币条件下的单边主义货币政策,避免汇率之争演变为新兴经济体中个别国家货币与美元的汇率之争,尤其是中美之间的汇率之争;(2)强化资本流入分类管制,继续采取以大量外汇储备为依托的缓和非对称损失偏好,并在汇率双向波动的过程中防止汇率出现大幅度波动,既可为国内结构性改革争取时间,又可避免短期汇率过快升值或贬值带来的冲击;(3)即使采用一篮子货币计价,对美元采取“盯弱不盯强”的策略,因为目前的人民币汇率应该赋予贸易汇率更大的权重。(4)在货币替代加速的时代,要依托防御性汇率策略来加快人民币区域化的渗透,扩大人民币在周边以及新兴国家和发展中国家中的使用规模,参与货币红利的分享,以渗透来巩固防御。

附录一　人民币汇率十年:市场化的改革的重大事件

2005年7月21日开始央行宣布人民币汇率形成机制改革。我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。

2007年5月21日,人民币兑美元汇率日波动区间从0.3%扩大至0.5%;

2012年4月是即期外汇市场人民币兑美元交易价的日浮动范围从0.5%扩大至1%;

2014年3月从1%扩到2%的浮动范围;

2015年的8月11日央行关于人民币汇率中间价报价改革是人民币汇率形成机制中最重要的举措,改革的关键是让市场做市商决定人民币的中间价。在没有干预的情况下,人民币的中间价就是上一个交易日的收盘价。所以就相当于人民币的定价权从货币当局转移到市场。正式形成了以市场为基础的、有管理的浮动汇率制度。

2015年12月11日,中国外汇交易中心首次发布CFETS人民币汇率指数,主要用来综合计算人民币对一篮子13种外国货币加权平均汇率的变动,以便更全面地反映人民币价值的变化。比重最大的4种货币分别为美元、欧元、日元和港币,权重分别为26.4%、21.39%、14.68%、6.55%。其他篮子货币包括澳元、林吉特、卢布、英镑、新加坡元、泰株、加元、瑞士法郎和新西兰元(样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价,指数基期为2014年12月31日,基期指数为100点)。

参考文献

[1]陈国进、陈创练,“人民币升值背景下进口商品消费与国内商品消费关系研究”,《世界经济》,2010 年第 7 期,第 25－43 页。

[2]陈云,人民币离岸市场与境内市场之间收益率及波动的溢出效应研究[J]. 上海经济研究,2014,No.30906:42－50＋63.

[3]程瑶、于津平,“人民币汇率波动对外商直接投资影响的实证分析”,《世界经济研究》,2009 年第 3 期,第 75－81 页。

[4]曹伟、申宇,“人民币汇率传递、行业进口价格与通货膨胀:1996－2011”,《金融研究》2013 年第 10 期,第 68－80 页。

[5]段军山、毛中根,“中国存在 B－S 难题吗?”,《财贸研究》,2011 年第 4 期,第 86－92 页。

[6]代幼渝、杨莹,“人民币境外 NDF 汇率、境内远期汇率与即期汇率的关系的实证研究”,《国际金融研究》,2007 年第 10 期,第 72－80 页。

[7]封思贤,“人民币实际有效汇率变化对我国进出口的影响”,《数量经济技术经济研究》,2007 年第 4 期,第 3－13 页。

[8]戴金平、王晓天,“中国的贸易,外商直接投资与实际汇率的动态关系分析”,《数量经济技术经济研究》,2005 年第 11 期,第 34－44 页。

[9]傅章彦,“消费－实际汇率悖论在中国的实证检验”,《经济评论》2008 年第 4 期,第 71－78 页。

[10]高伟刚,“人民币汇率变动对中国贸易价格和通货膨胀的影响研究——基于汇率传递的视角”,南开大学 2014 年博士论文,第六章,第 133－134 页。

[11]哈继明,“货币紧缩和人民币升值是对抗通缩最有效的方式”,《上海证券报》,2007－12－07。

[12]贺力平,“人民币汇率与近年来中国经常账户顺差”,《金融研究》,2008 年第 3 期,第 13－27 页。

[13]何建奎、马红,“人民币实际有效汇率对我国进出口贸易影响的实证研究”,《当代经济科学》,2012 年第 2 期,第 43－37 页。

[14]胡兵、涂春丽,“人民币汇率与中国对外直接投资——基于跨国面板数据的实证分析”,《当代经济研究》,2012 年第 11 期,第 77－82 页。

[15]黄学军、吴冲锋,“离岸人民币非交割远期与境内即期汇率价格的互动:改革前后”,

《金融研究》,2006 年第 11 期,第 83－89 页。
[16]黄静波、曾昭志,“人民币汇率波动对我国 FDI 流入的影响”,《国际金融研究》,2010 年第 5 期,第 24－29 页。
[17]胡泽俊、赵昊,“人民币汇率及其波动对 FDI 产业分布的影响分析”,《统计与决策》,2013 年第 4 期,第 152－155 页。
[18]李晓峰、陈华,“人民币即期汇率市场与境外衍生市场之间的信息流动关系研究”,《金融研究》,2008 年第 5 期,第 14－24 页。
[19]刘荣茂、何亚峰、黄烁,“人民币汇率波动对我国国际收支调节的有效性分析”,《金融研究》, 2007 年第 4 期,第 30－40 页。
[20]刘亚、李伟平、杨宇俊,“人民币汇率变动对我国通货膨胀的影响:汇率传递视角的研究”,《金融研究》,2008 年第 3 期,第 28－41 页。
[21]梁琦、徐原,“汇率对中国进出口贸易的影响——兼论 2005 年人民币汇率机制改革”,《管理世界》,2006 年第 1 期,第 48－56 页。
[22]刘尧成、周继忠、徐晓萍,“人民币汇率变动对我国贸易差额的动态影响”,《经济研究》,2010 年第 5 期,第 32－40 页。
[23]卢向前、戴国强,“人民币实际汇率波动对我国进出口的影响:1994－2003”,《经济研究》,2005 年第 5 期,第 31－39 页。
[24]吕江林, 王磊. 基于修正的 ERER 模型的人民币均衡汇率实证研究[J]. 当代财经, 2009 (4): 51－58。
[25]马国轩, 于润. 人民币均衡汇率波动的影响因素分析[J]. 经济科学, 2013 (5): 76－87。
[26]沈军. 均衡汇率与金融发展相关吗——基于 BEER 修正模型的人民币均衡汇率测算[J]. 经济经纬, 2013 (4): 145－149。
[27]孙国峰, 孙碧波. 人民币均衡汇率测算: 基于 DSGE 模型的实证研究[J]. 金融研究, 2013 (8): 70－83。
[28]孙茂辉. 人民币自然均衡实际汇率: 1978—2004[J]. 经济研究, 2006, 11: 92－101。
[29]唐亚晖, 陈守东. 基于 BEER 模型的人民币均衡汇率与汇率失调的测算: 1994Q1～2009Q4[J]. 国际金融研究, 2010 (12): 29－37。
[30]王彬, 马文涛, 刘胜会. 人民币汇率均衡与失衡: 基于一般均衡框架的视角[J]. 世界经济, 2014 (6): 27－50。
[31]王晋斌、李南,“中国汇率传递效益的实证分析”,《经济研究》,2009 年第 4 期,第 17－27 页。

[32]王晋斌,2013,“论防御性的人民币汇率管理策略”,《安徽大学学报》,第 2 期。
[33]王晋斌,2013,人民币汇率制度选择的政治经济学,《经济理论与经济管理》,第 9 期。
[34]王晋斌、李南,2013,“中国货币政策存在非对称损失偏好吗?”《世界经济》,第 6 期。
[35]王晋斌,倪颖,2015,人民币在岸市场已经是一个非完全定价中心[J]. 经济理论与经济管理,第 2 期。
[36]王晋斌,2015,人民币汇率的政治与经济分析,中国人民大学出版社。
[37]王晋斌、李昭,2016,强行做空人民币不会取得成功,中国人民大学宏观经济论坛分报告。
[38]王义中. 人民币内外均衡汇率:1982～ 2010 年[J]. 数量经济技术经济研究,2009(5):68－80。
[39]王泽填,姚洋. 人民币均衡汇率估计[J]. 金融研究,2008 (12):22－36。
[40]严太华,程欢. 1997～ 2013 年人民币均衡汇率失调程度的实证研究[J]. 经济问题,2015 (1):50－54。
[41]龚刚,高坚,李炳念. 储备型汇率制度:发行非国际货币的发展中国家之选择[J]. 经济研究,2012 (9):4－17。
[42]郭珺,滕柏华. 人民币与欧元、美元、日元之间的汇率联动分析[J]. 经济问题,2011,No.38307:95－99.
[43]韩剑. 对人民币发起“战争”能拯救美国经济吗——就人民币汇率与贸易顺差问题与克鲁格曼教授商榷[J]. 经济学家,2010 (8):64－69。
[44]胡增正,王梅霞. 人民币对东亚货币汇率波动溢出效应实证研究[J]. 西部金融,2013,No.46208:17－22。
[45]景海霞,寇明婷,史润玲. 人民币汇率与股票价格波动溢出效应的 MV－GARCH 分析[J]. 山西大同大学学报(自然科学版),2013,v.29;No.14104:9－12。
[46]鞠国华,毕琼文. 中美汇率之争的政治经济学分新[J]. 当代经济研究,2013 (6):75－79。
[47]李双久,杨敏. 中美人民币“汇率操控”争端的理论与实证研究[J]. 财经问题研究,2012 (11):10－15。
[48]毛中根、段军山,“汇率与居民消费关系研究述评”,《经济学动态》,2011 年第 4 期,第 146－150 页。
[49]毛中根、洪涛、叶胥,“汇率波动与居民消费:基于中国、美国、日本数据的检验”,《世界经济研究》,2014 年第 1 期,第 16 到 22 页。
[50]孙芳芳. 人民币汇率波动与汇率操纵——基于中美贸易顺差的 VECM 检验[J]. 时

代金融，2016，No.61808：7－8。
[51]孙华好，潘红宇. 操纵人民币汇率的可能与现实[J]. 世界经济，2010 (10)：43－56。
[52]唐文进，马千里，宋朝杰. 人民币汇率与股价间波动溢出效应的实证研究[J]. 统计与决策，2014，No.39903：160－163。
[53]王胜，田涛. 人民币汇率对 CPI 传递效应分析——基于均值与波动溢出层面的视角[J]. 国际金融研究，2015，No.33604：87－96。
[54]谢博婕，门明. 中美贸易失衡与人民币汇率[J]. 经济与管理，2013，27(9)：43－48。
[55]谢赤，张丽，孙柏. 外汇市场与股票市场间波动溢出效应——基于汇改后数据的小波多分辨分析[J]. 系统管理学报，2012，v.2101：13－21。
[56]许祥云，贡慧. 人民币美元汇率走势对东亚货币影响的实证研究[J]. 国际经贸探索，2012，v.28；No.18808：70－79。
[57]张欣，孙刚. 从汇率二重性看中美人民币汇率之争——中国真的是汇率操纵者吗[J]. 财贸经济，2015 (8)：48－58。
[58]赵华. 人民币汇率与利率之间的价格和波动溢出效应研究[J]. 金融研究，2007，No.32103：41－49。
[59]聂名华、马翔，“汇率变动与中国境外直接投资的关系研究”，《理论探讨》，2008 年第 6 期，第 69－74 页。
[60]潘锡泉、项后军，“人民币升值能够有效抑制通货膨胀吗？——基于内生结构突变协整方法的汇率传递视角”，《国际金融研究》，2010 年第 12 期，第 13－20 页。
[61]邱立成、刘文军，“人民币汇率水平的高低与波动对外国直接投资的影响”，《经济科学》，2006 年第 1 期，第 74－84 页。
[62]邢予青，“人民币汇率及其对日本美国进口价格的传递效应”，《金融研究》，2010 年第 7 期，第 45－58 页。
[63]乔琳，“我国人民币汇率与 ODFI、IFDI 的互动效应实证研究”，《中央财经大学学报》，2011 年第 5 期，第 23－28 页。
[64]施建淮、傅雄广、许伟，“人民币汇率变动对我国价格水平的传递”，《经济研究》，2008 年第 7 期，第 52－64 页。
[65]陶士贵、相瑞，“对外直接投资中的汇率影响因素：中国样本”，《经济管理》，2012 年第 5 期，第 10－18 页。
[66]王凤丽，“人民币汇率对我国对外直接投资的影响——基于 ECM 模型的检验”，《经济问题探索》2008 年第 3 期，第 134－137 页。
[67]伍戈、裴诚，“境内外人民币汇率价格关系的定量研究”，《金融研究》，2012 年第 9 期，

第 62－73 页。
[68]王宇哲、张明，“人民币升值究竟影响中国出口几何”，《金融研究》，2014 年第 3 期，第 27－40 页。
[69]王家玮、孙华妤、门明，“人民币汇率变动对通货膨胀的影响——基于进口非竞争型投入产出表的分析”，《国际金融研究》，2011 年第 10 期，第 30－39 页。
[70]修晶，“人民币国际化进程中不同市场汇率关联性的实证研究——基于 CNY，CNH 和 NDF 市场的数据”，《南方金融》，2012 年第 8 期，第 17－22 页。
[71]徐炜、裴平、王亮洁，“人民币汇率与中国居民消费的实证研究”，《南京师大学报(社会科学版)》，2011 年第 6 期，第 57－63 页。
[72]于津平，“汇率变化如何影响外商直接投资”，《世界经济》，2007 年第 4 期，第 54－65 页。
[73]颜伟，“人民币升值的消费效应分析——兼论国外关于人民币升值有利于扩大内需的观点”，《消费经济》，2010 年第 2 期，第 87－93 页。
[74]张成思，“人民币汇率变动与通货膨胀动态走势”，《国际金融研究》，2009 年第 5 期，第 87－96 页。
[75]张葆君、胡宗义，“人民币升值对通货膨胀影响的 CGE 研究”，《统计与决策》，2008 年第 5 期，第 134－137 页。
[76]张平、刘霞辉、张晓晶、汪红驹，“外部冲击与中国通货膨胀”，《经济研究》，2008 年第 5 期，第 4－18 页。
[77]Cheung Y W, Chinn M D, Fujii E. China's current account and exchange rate[M]// China's Growing Role in World Trade. University of Chicago Press, 2010: 231－271.
[78]Cheung Y W, Chinn M D, Fujii E. The overvaluation of renminbi undervaluation [J]. Journal of International Money and Finance, 2007, 26(5): 762－785.
[79]Clark P B, MacDonald R. Exchange rates and economic fundamentals: a methodological comparison of BEERs and FEERs[M]. Springer Netherlands, 1999.
[80]Cline W R, Williamson J. 2009 Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates[M]. Peter G. Peterson Institute for International Economics, 2009.
[81]Cline W R, Williamson J. Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2010[R]. Peterson Institute for International Economics, 2010.
[82]Cline W R, Williamson J. Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2012[R]. Peterson Institute for International Economics, 2012.
[83]Cline W R, Williamson J. Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates,

November 2015[R]. Peterson Institute for International Economics, 2015.
[84]Edwards S. Real exchange rates, devaluation, and adjustment: exchange rate policy in developing countries[M]. Cambridge, MA: MIT press, 1989.
[85]Frankel J A, Wei S J. Currency Mysteries: the RMB[J]. IMF, May, 2006.
[86]Krugman P R. Equilibrium exchange rates[M]//International policy coordination and exchange rate fluctuations. University of Chicago Press, 1990: 159—196.
[87]Nurkse R. Conditions of international monetary equilibrium[M]. International Finance Section, Department of Economics and Social Institutions, Princeton University, 1945.
[88]Stein J L. The natural real exchange rate of the United States dollar, and determinants of capital flows[J]. Fundamental determinants of exchange rates, 1995: 38—84.
[89]Subramanian A. New PPP—based estimates of renminbi undervaluation and policy implications[R].Peterson Institute for International Economics, 2010.
[90]Swan T W. Longer—run problems of the balance of payments[J]. The Australian Economy: A volume of readings, 1963: 384—95.
[91]Williamson J, Williamson J. The exchange rate system[M]. 1983.
[92]Zhang J. Is the Current Renminbi Exchange Rate Overvalued? [J]. Available at SSRN 2646490, 2015.
[93]Krugman, Paul. 2009. The Chinese Disconnect. New York Times (October 22).
[94]Bergsten, C. Fred. 2010. Correcting the Chinese Exchange Rate: An Action Plan. Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, March 24.
[95]Bergsten C F, Gagnon J E. Currency manipulation, the US economy, and the global economic order[M]. Peterson Institute for International Economics, 2012.
[96]Eichengreen B, Tong H. The External Impact of China's Exchange Rate Policy: Evidence from Firm Level Data[R]. National Bureau of Economic Research, 2011.
[97]Gagnon J E. Combating widespread currency manipulation[J]. Policy Brief in International Economics, 2012: 12—19.
[98]Gagnon J. The elephant hiding in the room: currency intervention and trade imbalances[J]. Peterson Institute for International Economics Working Paper, 2013 (13—2).

[99]Goldstein M. A (lack of) progress report on China's exchange rate policies[J]. 2007.

[100]Katz R. The Myth of Currency Manipulation[J]. The International Economy, 2015, 29(3): 40.

[101]Mattoo A, Mishra P, Subramanian A. Spillover Effects of Exchange Rates: A Study of the Renminbi[J]. Peterson Institute for International Economics Working Paper, 2012 (12-4).

[102]Pontines ,V., and Rajan,S.R.,2008, "'Fear of Appreciation' Not 'Fear of Floating'?", Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Asia, mimeo.

[103]Ramirez C D. The political economy of "currency manipulation" bashing[J]. China Economic Review, 2013, 27: 227-237.

[104]Subramanian A, Kessler M. The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go? 1)[J]. Journal of Globalization and Development, 2013, 4(1): 49-94.

[105]Culem C., "The Locational Determinants of Direct Investments Among Industrialized Countries", 1998, European Economic Review, Vol 32(4), 885-904.

[106]Chang Shu, Xiaojing Su, and Nathan Chow, "Exchange Rate Pass-Through in Mainland China", 2008, China Economic Issues, No.1/08, 1-16.

[107]Froot, K.A and Stein, J. C, "Exchange Rate and Foreign Direct Investment: and Imperct Capital Market Approach", 1991, Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, 1191-1217.

[108]Liang, H. and Qiao, H., "China: How Significant Is The Exchange Rate Pass-Through Effect on CPI Inflation", 2007, Goldman Sachs Global Economic Research Report.

[109]Marquez, Jaime and John W. Schindler, "Exchange-Rate Effects on China's Trade", 2007, Review of International Economics, 15(5), 837-853.

[110]Mehmet E. Yaya and Xia Xia Lu, "The Short-Run Relationship between Real Effective Exchange Rate and Balance of Trade in China", 2010, SSRN Electronic Journal.

[111]Raphael A. Auer, " Exchange Rate Pass-Through, Domestic Competition, and Inflation: Evidence from the 2005/08 Revaluation of Renminbi", March 2012, CESIFO Working Paper No. 3759.

[112]Ramachandran M., and Srinivasan,N.,2007,"Asymmetric Exchange Rate Intervention and International Researve Accumulation in India", Economics Letters,Vol.

94,Issue2,259－265.

[113] Samar, M and Joong, S. K, "RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links", May 2012, IMF Working Paper, WP/12/133.

[114]Thorbecke and Smith, "Would an Appreciation of the RMB and Other East Asian Currencies Affect China's Exports?", 2007, Review of International Economics.

[115]W. Max Corden, "China's Exchange Rate Policy, Its Current Account Surplus, and The Global Imbalances", 2009, The Economic Journal, F430－F441.

[116]Yin－Wong Cheung, MenzieD.Chinn and EijiFujii, "China's Current Account and Exchange Rate", March 2009, CESifo Working Paper No.2587.

分报告十

中国债市十年:发展与风险

闫 衍 张英杰 李 诗 谭 畅 余 璐 袁海霞[①]

摘要:中国债券市场是资本市场发展的缩影,与国内宏观经济形势息息相关。从2005年信用债市场迎来大发展至今,中国债券市场整体实现了大踏步、跨越式的发展,截至2015年底,存量债券规模近48万亿,GDP占比超过70%,主要市场参与者数量达9600余家,成长为全球第三大的债券市场。伴随着债券市场的崛起,资本市场直接融资比例逐年上升,金融市场活跃度和市场深度大大加深。在这十余年中,中国宏观经济经历了过热、危机、继续下行等过程,债券市场也在规模不断壮大的同时经历着风险的累积和释放,更在当前宏观债务风险加剧的形势下面临着自身未来发展的重重考验。在这样一个时间节点,我们回顾了中国债券市场十余年发展取得的成绩,进而沿着宏观经济形势变化的脉络解析与债务密切相关的信用风险的演化历程,分析债券市场持续健康发展面临的阻碍和解决的办法,最后对债券市场未来的发展方向进行展望。

① 中诚信国际信用评级有限责任公司

一、债券市场十年创新发展:成长之路

以 2005 年为开端,我国信用债市场的迅速崛起推动了债券市场逐步规范成型,直接融资功能日益凸显,并在最近三年纷繁复杂的市场环境下高速发展。截至 2015 年底,债券市场存量规模为 47.8 万亿元,占 GDP 比重达 71%。债券品种二十余个,各类机构参与者 9642 家,全年新发债券规模 22.6 万亿元,现券成交规模 88 万亿元。是亚洲第二大、全球第三大债券市场。

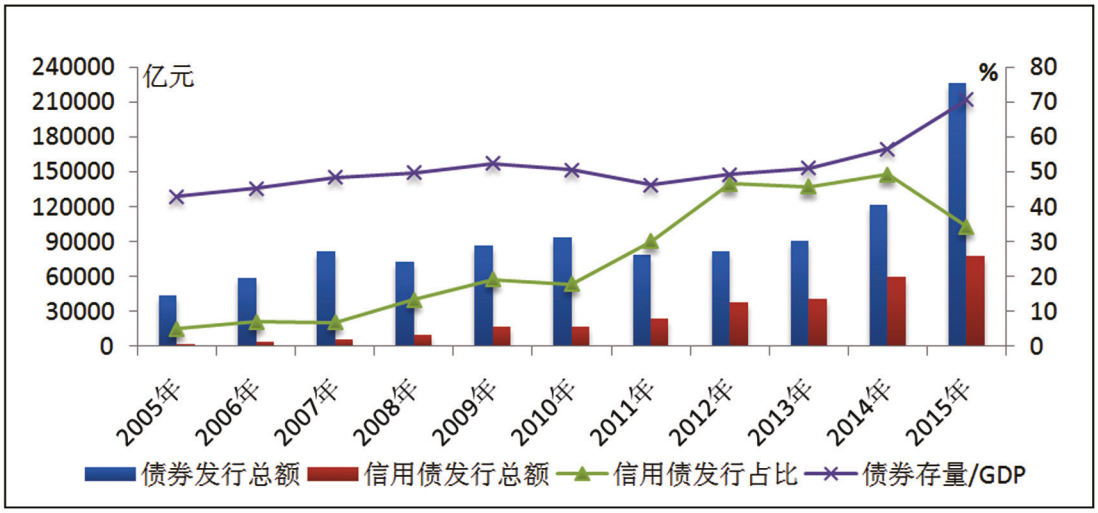


图 1　债券市场规模大幅增长,占 GDP 比重超 70%

资料来源:中诚信国际整理

纵观十年来的发展历程,我国债券市场的创新发展既有对国外成熟债券市场经验的借鉴,也有根据国内发展特点进行的创新探索。十年间,债券市场在金融市场中的地位和角色都发生了重要转变,由单纯的财政政策工具逐步发展为实体经济融资、宏观经济调控的重要平台,更在推动人民币国际化的过程中占有一席之地。回顾 2005 年以来债券市场创新发展的历程及取得的相关成果,可将其分为以下三个阶段:债券市场体系规范成型期、金融危机后的稳步发展期和多元环境下的加速发展期。

（一）2005—2008年市场体系成形期：信用债市场快速成长，市场机构广泛参与

2005至2008年金融危机发生之前，国内经济处于高速发展期，在良好的经济发展环境与企业经营业绩持续向好的背景下，各监管部分也开始着力发展信用债市场。这一阶段，主要信用品种陆续登场，债券市场体系初步成型。

2005年，短期融资券的重新推出是信用债市场发展过程中重要的里程碑事件。在此之前，曾在80年代末短暂出现过的最早的短期融资券已被暂停近20年。但在我国直接融资和间接融资比例严重失调的背景下，为扩大企业直接融资，央行重启了短期融资券的发行工作。重新推出的短期融资券在发行与交易规则方面有重大突破，具体包括首次采用发行备案制管理、上市交易以及发行利率不需要审批以及募集资金用途不限于一般企业债的投资项目等。这些新突破使得短期融资券很快受到发行人和投资者的青睐，当年内短期融资券的发行和交易规模分别为1430亿元和2537亿元，企业债的发行量和交易额则分别仅为654亿元和225亿元。同年，在大力发展企业直接融资的同时，我国还开始了结构化金融产品的实践。2005年内相继发布的十余部相关管理法规奠定了资产证券化的制度基础。年底国开行和建行分别在银行间市场成功发行首单信贷资产支持证券和首单个人住房抵押贷款支持证券，第一次拉开了国内资产证券化市场的序幕。

2005年至2008年间，在短期融资券受到市场热捧的刺激下，银行间与交易所市场的竞争激励了发改委加快推进企业债的发行工作。因而在短期融资券发行量扩张的同时，交易所企业债的发行量也呈现逐年攀升的态势。但尽管如此，企业债的发行量仍落后于短期融资券，这与企业债一直以来所沿袭的严格的发行审批、额度审批以及担保制度不无关联。直到2008年初，企业债的发行管理方式才真正迎来重大突破，发改委将审批权力部分下放，缩短企业债的审批时间，并且在审批环节中不再核定规模、不再强制担保，募集资金的投向范围也进一步扩大。2008年全年企业债的发行规模增加至2000亿元以上，较2007年扩大近40%。

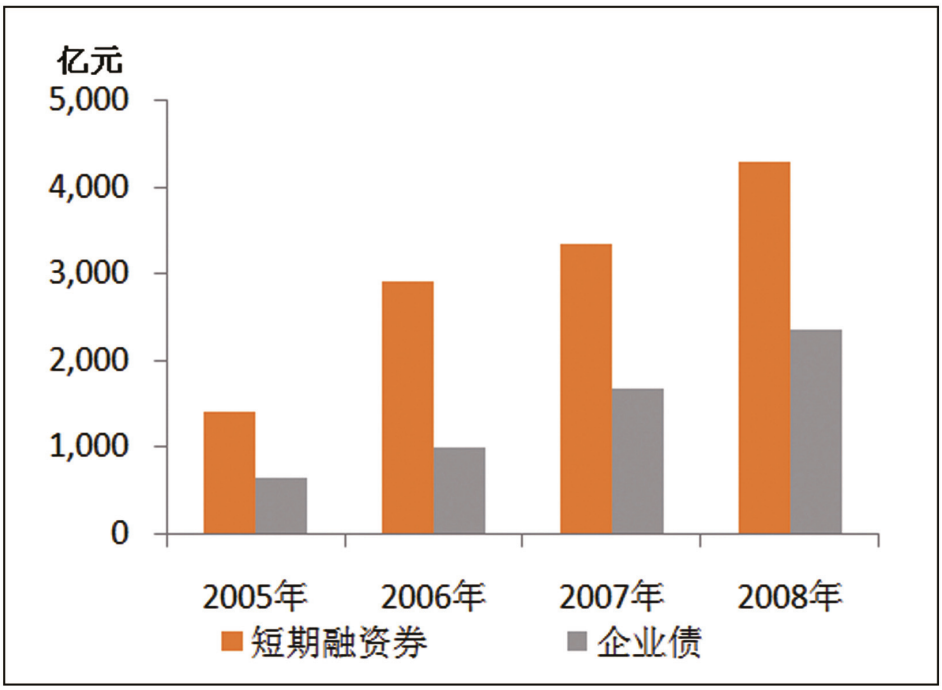


图 2　2005—2008 年短期融资券和企业债发行规模比较

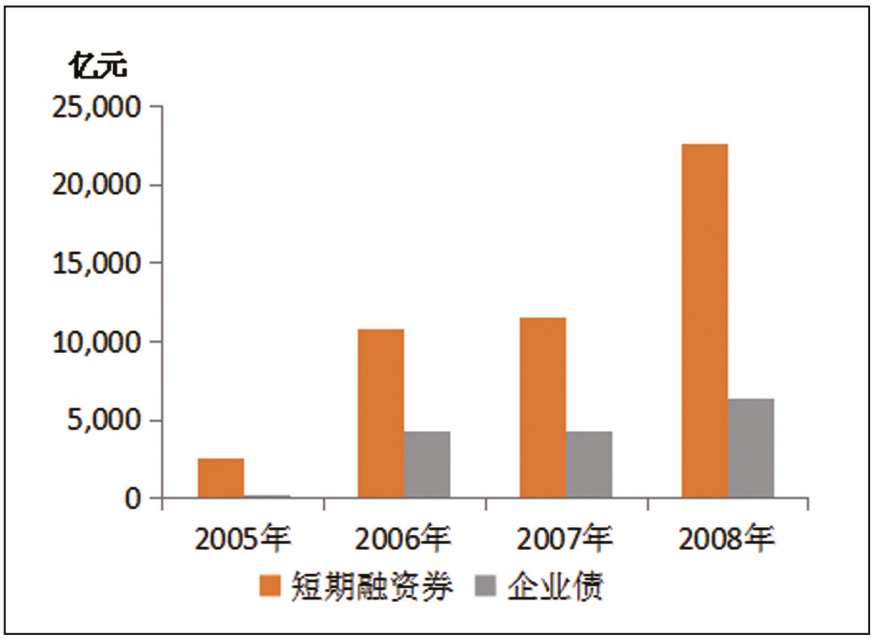


图 3　2005—2008 年短期融资券和企业债交易规模比较

资料来源：中诚信国际整理

在央行与发改委在信用债市场持续博弈的过程中，交易所市场的监管机构——证监会也参与到其中，并在企业债券融资领域逐步占据重要地位。2006 年末，证监会首次推出可分离交易的可转债，在传统可转债的基础上将其分离为纯债和认股权证，赋予了上市公司“一次发行，两次融资”的机会。2007 年，证监会又开始推行公司债试点，具体的发行规则方面部分借鉴了短期融资券的市场化运作经验。公司债采取“一次核准、多次发行”的方式，不要求采取担保措施并放宽募集资金用途，发行定价采取市场询价的方式。截至 2008 年底，证监会管辖的信用债品种就包括公司债、分离债和传统可转债，其中分离债在当年曾跃升为上市公司债务融资最主要的渠道，但权证市场容量的非理性扩张使得这一品种在次年就被证监会暂停审核，时至今日仍未启动。

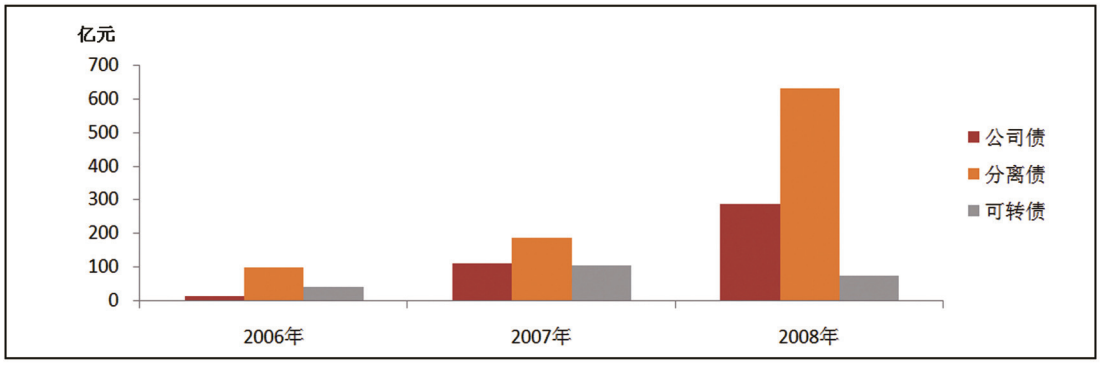


图 4　2006—2008 年公司债、可转债和分离债券发行规模

资料来源：中诚信国际整理

2008 年 4 月，银行间市场的监管格局发生了重要的改变，央行发布《非金融企业债务工具管理办法》，明确规定非金融企业债务融资工具[①]的发行与交易由银行间交易商协会实行自律管理，交易商协会负责债务融资工具的发行注册。紧接着，交易商协会发布一系列发行规范或指引文件，正式推出中期票据，与短期融资券一同采取了发行注册的办法，直接同公司债和企业债形成竞争态势。

可以看出，在债券市场体系的成型期，信用债一级市场迅速崛起，主要信用品种陆续登场。信用债发行额从 2004 年的 557 亿元增加至 2008 年的 9400 亿元。

① 该文件发布时非金融企业债务融资工具仅包括短期融资券，后续陆续推出了中期票据、超短期融资券等品种。

与此同时，利率债、金融债等品种也在逐渐丰富。2006 年底财政部首发储蓄式国债，并将国债发行额度管理改为余额管理，使得大量滚动发行短期国债成为可能。而普通金融债和混合资本债也分别于 2005 年和 2006 年相继推出。2008 年，债券市场发行总规模高达 7.31 万亿，而 2004 年仅为 2.74 万亿。截至 2008 年底，债券市场存量总规模为 15.84 万亿元，较 2005 年初扩大 1.6 倍，其中银行间市场存量规模占比高达 78%。

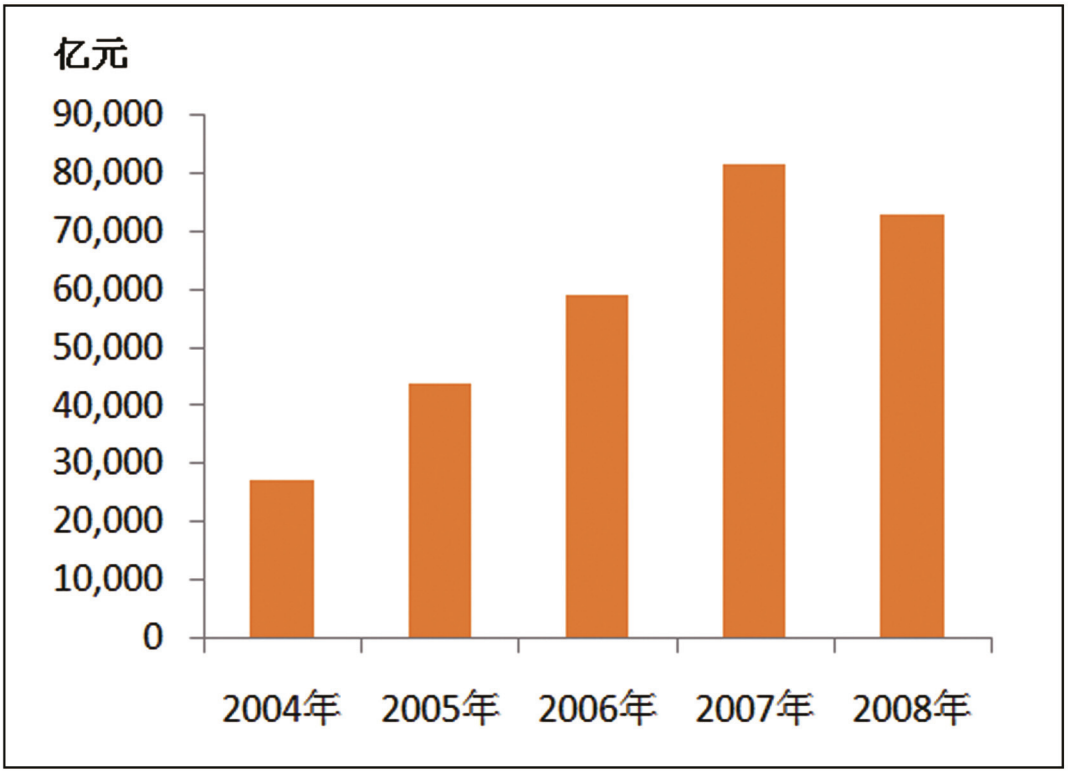


图 5　2004—2008 年债券市场年度发行总规模

资料来源：中诚信国际整理

这一阶段，我国银行间市场的对外开放正式起步。2005 年央行允许泛亚基金和亚债中国基金进入银行间市场开展债券交易，正式拉开了银行间债券市场的对外开放的帷幕。同年《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》开始实施，2005 年至 2008 年间，国际金融公司和亚洲开发银行先后发行了 3 只熊猫债，规模

合计 31 亿元。2007 年，香港离岸人民币债券[①]开始试点发行，首个离岸人民币债券市场正式成立。

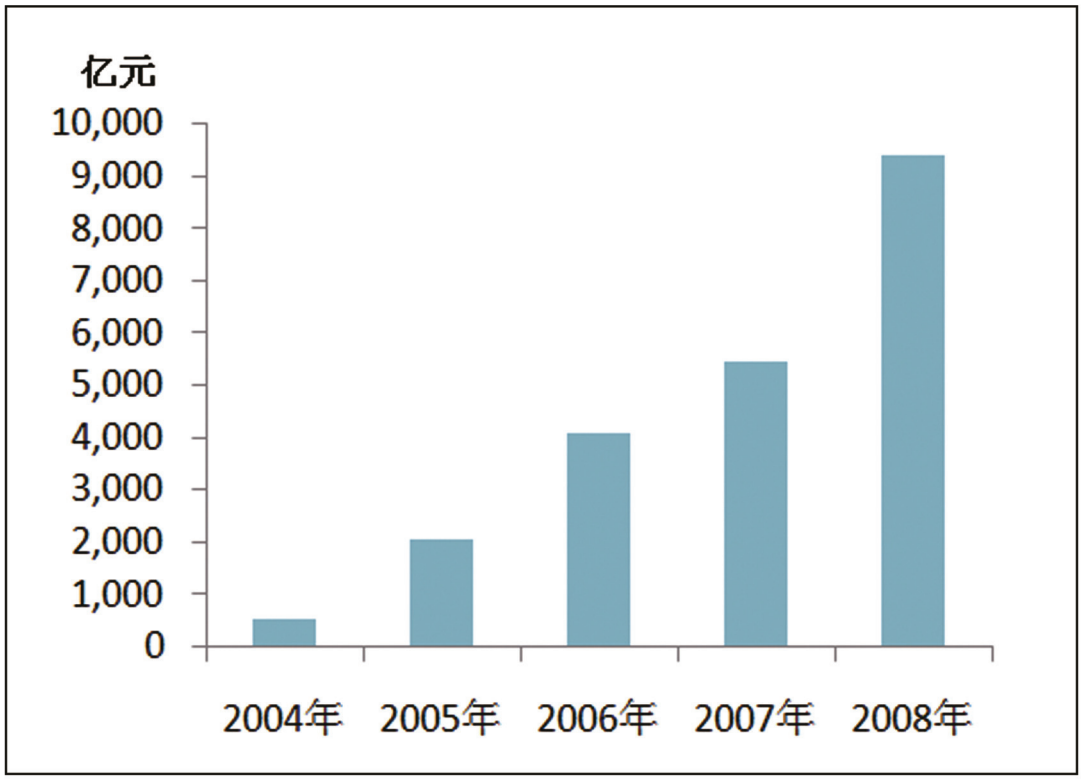


图 6　2004—2008 年公司类信用债年度发行规模

资料来源：中诚信国际整理

从二级市场来看，这一阶段银行间市场的债券交易工具更加丰富，投资主体的范围也进一步拓宽。继 2005 年 5 月央行推出债券远期交易后，2006 年至 2007 年间又陆续推出人民币利率互换交易试点、债券借贷业务以及远期利率协议，丰富了银行间市场参与者的投资品种和风险管理工具。机构投资者中新增了非法人类金融机构，工商银行管理的企业年金以及企业年金基金先后被放开入市参与债券交易。与此同时，银行间市场的交易规则也日益规范化。2005 年 6 月，央行公告称非金融机构投资者可以与银行间市场上具备做市商资格或债券结算代理业务资格的金融机构进行债券交易，而此前非金融机构只能通过债券结算代理人进行交易，

① 香港离岸人民币债券也称点心债。

至此丙类户直接进入银行间市场参与债券交易的资格正式被放开。[①] 2006 年，银行间市场又正式引入货币经纪业务，货币经纪公司的出现一方面改变了以往“逐一询价”的交易达成方式，大大提高债券交易的效率，另一方面为匿名交易创造了条件，有助于不同参与主体之间公平地参与市场交易。2007 年 1 月，鉴于做市商双边报价制度相对于快速发展的银行间市场而言，在促进市场流动性提高方面发挥的作用还不够充分，央行降低了做市商准入标准，放宽做市商的相关业务要求，同时加强对做市商的考核管理，激励其增强做市能力，引导市场更理性化地发展，进一步活跃市场交易。2008 年，银行间市场成交额超过 90 万亿，而 2004 年和 2005 年分别仅有 11.79 万亿和 21.55 万亿。

在银行间市场交易制度规范化发展的同时，交易所市场也进一步完善交易制度。2006 年交易所推行新质押式国债回购交易，融资方在进行国债回购申报前必须申报足额的质押券，否则不能进行回购交易，而企业债回购交易则沿用旧的交易规则。2007 年，上海交易所和深圳交易所在沿用传统竞价交易系统的基础上，又相继推出固定收益电子平台和综合协议交易平台，引入了场外交易的方式，为大额现券交易提供服务。从数据情况来看，交易所在债券交易方面的一系列改革推动了成交额大幅扩张，2008 年全年成交额为 2.73 万亿元，较 2007 年扩大近 40%，但与快速发展的银行间市场相比，交易所成交额仍然较小，占全部成交额的比重不足 5%。

总体上看，2005 年至 2008 年间，一级市场上各债券品种尤其是主要信用债品种陆续登场，资产证券化产品开始试点发行，银行间市场开始对境外开放，离岸人民币债券市场初步建立。二级市场方面，债券交易工具的以及交易规则的逐步放开推动了交易规模迅速扩张。监管层面上，央行/交易商协会、发改委、证监会三足鼎立的格局已基本形成。经历这一阶段的创新发展，无论从一级市场、二级市场还是监管格局来看，我国债券市场的体系基本成型，以场外为主的市场组织形式得到明确。

---

① 银行间债券市场结算成员分为甲类成员、乙类成员和丙类成员。甲类户持有人主要为商业银行，乙类户持有人为农信机构、券商、基金和保险等，丙类户持有人主要为非金融机构法人。

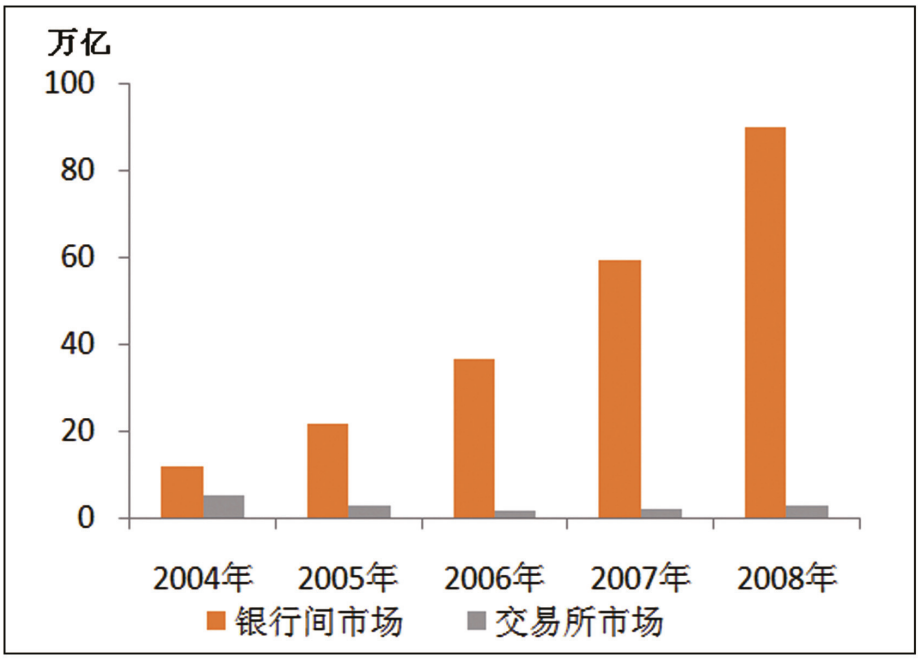


图 7　2004—2008 年银行间与交易所市场成交额

资料来源：中诚信国际整理

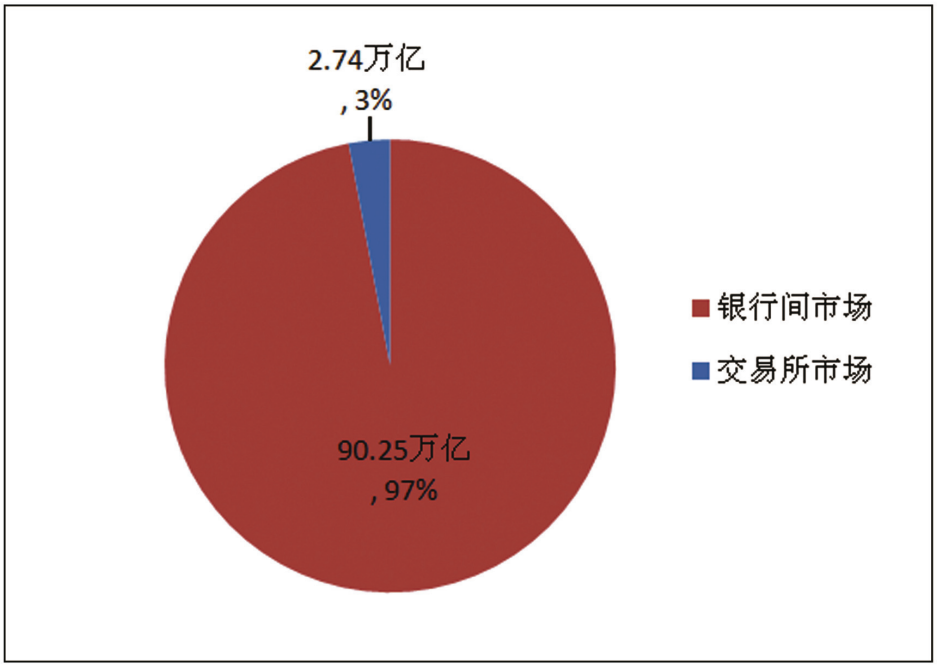


图 8　2008 年银行间与交易所市场成交额占比

资料来源：中诚信国际整理

(二)2009—2012 年稳步发展期:金融危机后债券市场平稳发展,债券市场创新加快

2008 年末,由美国次贷危机引发的全球金融危机席卷全球,我国经济发展受到了严重冲击,GDP 增速在 2008 年第四季度和 2009 年一季度分别降至 6.8%和 6.1%。在这样的背景下,监管层实施宽松的货币政策以及积极的财政政策抵御经济下行风险,使得宏观经济增速自 2009 年二季度开始逐步回升。

在次贷危机爆发前夕,大量次级抵押贷款在银行体系内部累积了风险,次级贷款证券化所产生的风险扩散效应又将银行体系内的风险传导至整个资本市场,对金融危机的爆发起到了推波助澜的作用,因而在危机发生后资产证券化业务在市场上饱受争议。2008 年底,我国的监管机构出于审慎原则和对资产证券化风险的担忧,暂停了信贷资产证券化的试点。

为应对国际经济环境对我国宏观经济的不利冲击,我国开始实施积极的财政政策,地方政府债券应运而生。2008 年底,国务院推出 4 万亿投资计划,规定除中央安排资金 1.18 万亿元外,其余均将由地方政府配套解决。为缓解政府资金压力,2009 年—2011 年间,全国人大每年批准地方债发行额度 2000 亿元,2012 年批准额度 2500 亿元。其中,前两年地方债采取财政部“代发代还”的方式,2011 年国务院批准上海、浙江、广东、深圳在批准额度内“自发代还”试点。总体上看,这一阶段地方债的发行在一定程度上为地方政府补充了财政资金,但与近 3 万亿元的配套资金相比仍存在很大缺口。2009 年 3 月,央行和银监会提出支持有条件的地方政府组建投融资平台,发行企业债等融资工具,再加上发改委也明确表态要扩大企业债券发行规模,2009 年政府融资平台类债务迅速扩张,规模总计 2642 万亿元,较 2008 年扩大 3 倍。当然,平台类债务的过快增长也为地方政府积聚了风险,2010 年发生的多起平台公司偿债危机事件引起了监管层的高度重视,国务院及其他监管部门相继发文加强政府融资平台的管理。2010 年和 2011 年城投债发行规模分别为 2338 亿元和 2362 亿元,发行增速明显放缓。2012 年,银监会要求各银行原则上不得新增融资平台贷款,但由于政府基础设施建设仍有大量资金需求,因而发行城投债成为了平台融资的重要渠道。当年城投债发行总量高达 5837 亿元,超过 2011 年发行量的 2 倍。

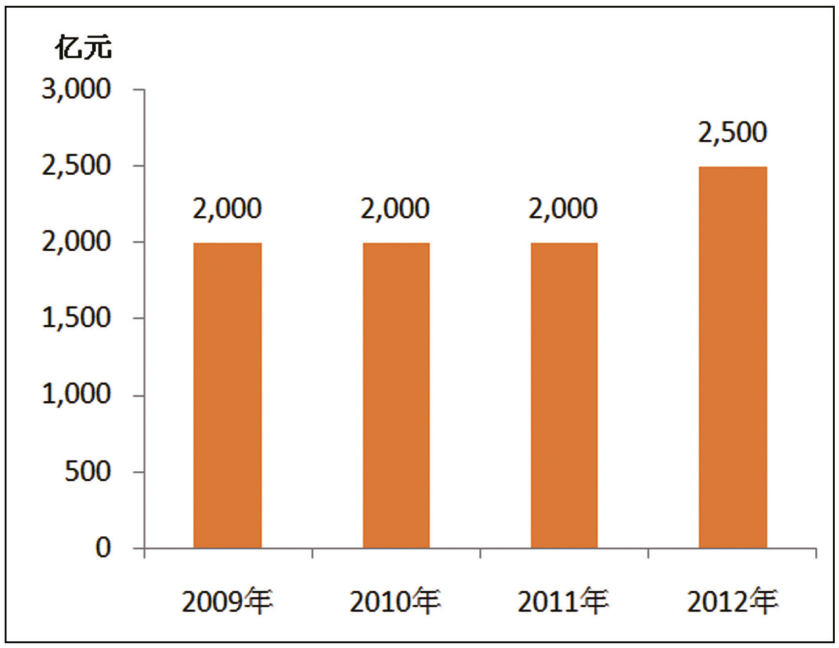


图 9　2009—2012 年地方政府债发行规模

资料来源：中诚信国际整理

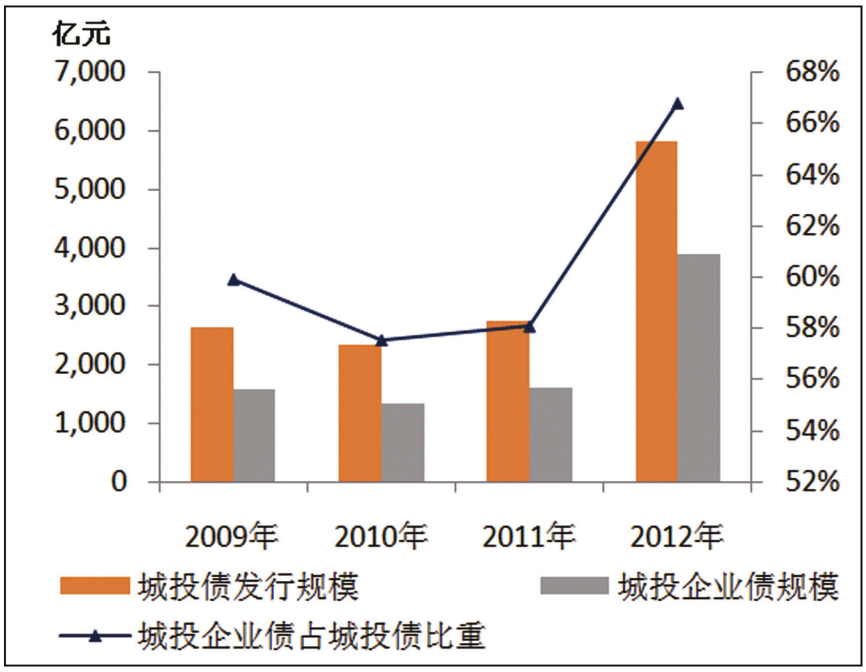


图 10　2009—2012 年城投债发行规模及城投企业债占比

资料来源：中诚信国际整理

从信用债市场的发展来看，在上一阶段主要信用品种经历了从无到有的积累过程之后，信用债市场进入了稳步发展的时期，短期融资券、中期票据、企业债和公司债的发行规模逐年扩大。与此同时，信用债品种的创新也在持续推进。2009 年 11 月，为方便中小企业融资，央行和交易商协会推出中小企业集合票据，具有法人资格的中小非金融企业可以“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式共同发行债券。2010 年，交易商协会在短期融资券的基础上推出期限更短（270 天以内）的超短期融资券。超短期融资券对企业信用资质的要求较高，但其注册和发行的效率较其他债务融资产品更高，信息披露也更加简洁，资金使用更加灵活，因而成为部分企业补充流动性资金的重要渠道。2011 年，私募债市场开始崭露头角，交易商协会率先在银行间债券市场推出了非公开定向债务融资工具（PPN），该品种信息披露要求相对简化，发行流程也相对便利，为信息披露较为困难或者信用级别较低的非金融企业提供了新的融资渠道。2012 年，交易所又启动中小企业私募债业务试点，实行交易所备案制，发行主体限定在中小微、非上市企业，并要求附加偿债保障金、增信措施等投资者保护性条款。

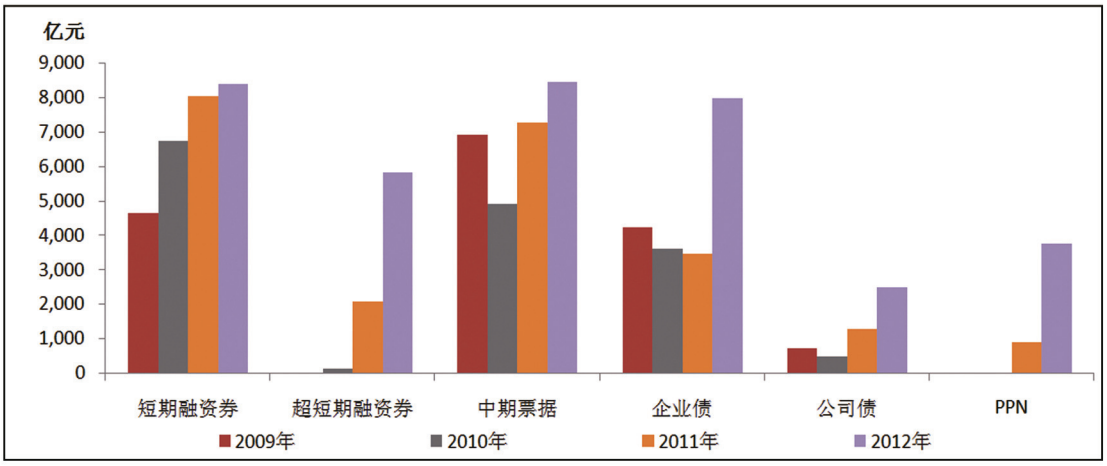


图 11　2009—2012 年主要信用债品种发行情况

资料来源：中诚信国际整理

在信用债品种创新发展的同时，为丰富投资者的信用风险管理工具，转移和对冲信用风险，银行间交易商协会于 2010 年 10 月开展信用风险缓释工具（CRM）的试点业务，推出了信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）两种

产品，我国信用衍生品市场的发展正式起步。但与国外信用衍生品自发的场外交易相比，我国的信用衍生品从一开始就具有“官办”的色彩，由交易商协会主导，其参与者也主要是国有商业银行和股份制商业银行，加之 2013 年以前我国刚性兑付的长期存在，低等级、高风险信用产品相对较少，因而信用衍生品市场发展一直比较缓慢，市场存量和流动性表现均不佳。

这一阶段，债券市场的双向开放也在逐步推进。2010 年，债券市场的境外机构投资者类型进一步丰富，央行首次允许境外央行或货币当局、港澳地区人民币清算行和境外参加银行进入银行间债券市场投资。同时，更多的境外主体获准进入银行间市场发行人民币债券，亚洲国际开发机构和日本三菱东京日联银行分别于 2009 年和 2010 年发行了 10 亿元熊猫债。离岸债券市场方面，2012 年 5 月，点心债的发行主体范围进一步扩展到了非银行金融机构和非金融机构。

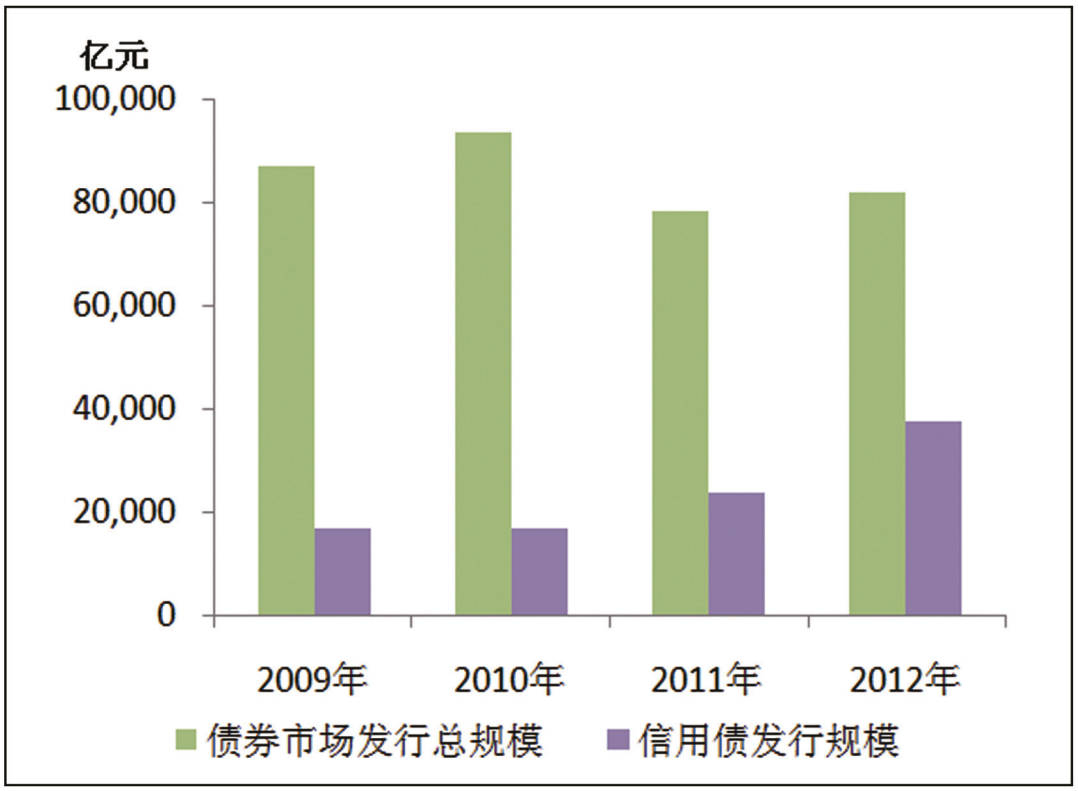


图 12　2009－2012 年债券市场发行总规模及信用债发行规模

资料来源：中诚信国际整理

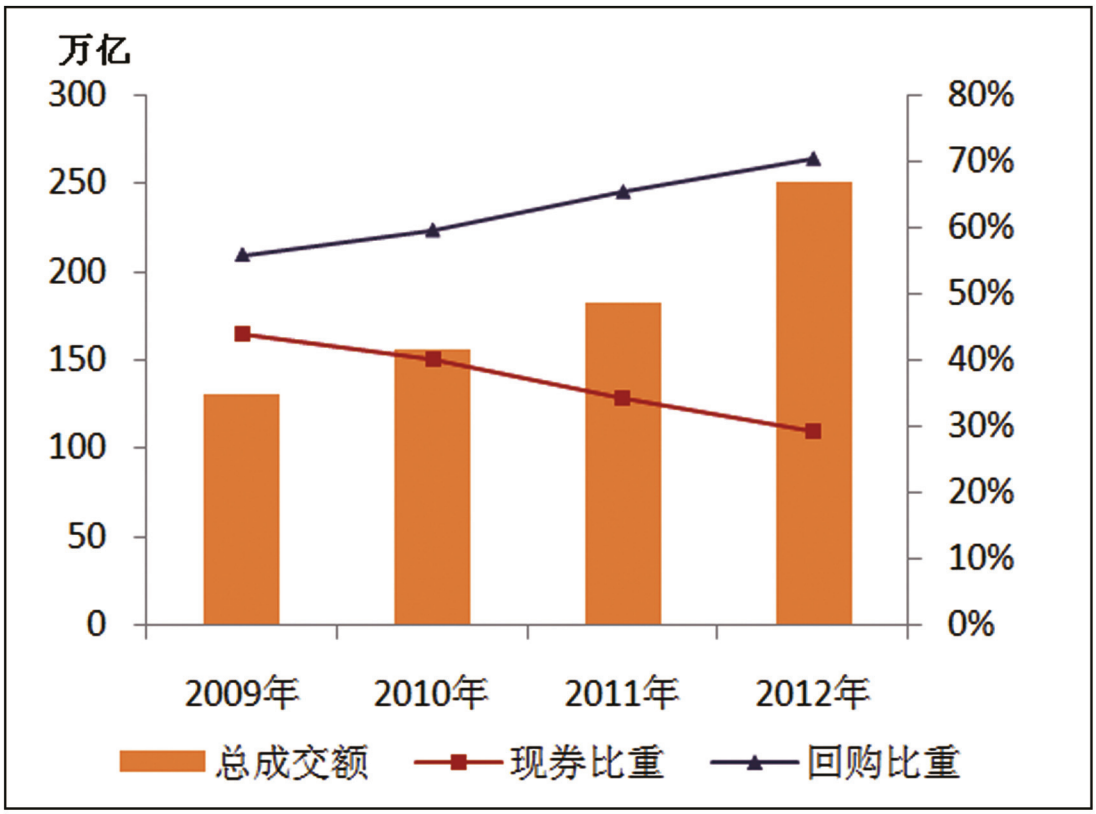


图 13　2009—2012 年债券市场成交额及回购、现券交易占比

资料来源：中诚信国际整理

总体上看，得益于上一阶段债券市场体系的基本完善，2009 年至 2012 年，我国债券市场面对金融危机的挑战，抓住了市场发展的机遇，实现了稳步发展。一级市场方面，债券市场年均发行额稳定在 7.3 万亿—9.4 万亿。分券种类看，国债年发行量稳定在 1.5 万亿—1.8 万亿；政策性银行债发行规模逐年扩大，由 2008 年的 1 万亿增加至 2012 年的 2 万亿以上；央票发行量逐年减少，2012 年零发行；信用债仍保持快速扩张趋势，2012 年发行规模达到 3.7 万亿元，是 2008 年发行量的 4 倍。二级市场方面，债券交投活跃度延续攀升态势，由 2008 年的 93 万亿增加至 2012 年的 252 万亿，其中回购交易的比重由 62%上升至 71%，而现券交易的占比则降至 29%。相比于上一阶段，这一时期政策创新的推出并不密集，主要从完善市场的角度，在券种上新增了地方债、超短期融资券、私募债等，银行间市场的境外投资主体、发行主体的范围以及离岸市场的发行主体范围有所扩大。另外，监管层借鉴

国际经验，开始了信用风险管理方面的探索，新推出了信用衍生工具，但受制于国内并不成熟的债券市场以及当时刚兑普遍存在的信用风险的环境，信用衍生品市场的发展比较缓慢。总之，这一阶段债券市场整体保持了平稳发展，为下一阶段债券市场创新政策的集中发力做了重要储备。

（三）2013 年至今快速发展期：债市大扩容、监管升级和债券市场开放提速

2013 年开始，我国债券市场进入了快速发展的阶段。这一阶段，债券市场所面临的金融环境纷繁复杂，其中既有国内宏观经济的疲软、信用风险的深化，也有人民币国际化进程中带来的机遇和挑战。在这样的大背景下，债券市场创新发展的侧重点也更加多元化，既要推动债券市场规范发展，也要注重系统性风险的防范，并配合人民币国际化进程加快债券市场的开放。因而，这一阶段的债券市场的创新发展将分成监管行动升级、地方债改革、一二级市场扩容、债券市场双向开放这四个方面进行回顾。

1.监管行动升级，债券市场规范化发展

伴随着债券交易规模的不断扩张，债券市场的交易规则以及监管方面的漏洞开始显现。2013 年 4 月中旬开始，多家基金、券商高管因涉嫌债券交易违规操作被监管部门调查，作为涉案人员牟利的关重要一环，丙类账户一时成为大家关注的热点。在这样的背景下，银行间债券市场开展了大规模清查行动，限制市场上存在的违规操作与利益输送行为。4 月下旬央行通知中债登，要求暂停信托理财产品、券商资管产品、基金专户三类乙类户在银行间债市开户，以限制丙类户通过挂靠此三类乙类户实现债券交易。5 月中债登要求代理结算人立即暂停办理丙类户除卖出、履行未到期结算合同、转托管已持有的债券之外的其他业务。至此，丙类账户的债券买入及回购等交易全面暂停。紧接着，全国银行间同业拆借中心发布《关于进一步规范管理关联交易有关事宜的公告》，强调同一金融机构法人的所有债券账户之间、商业银行法人内部机构之间不得进行债券交易。这些政策的出台，一方面遏制了机构内部的利益输送，另一方面也限制了债券账户可以进行交易的对手方，对市场的成交量产生了一定影响。在债市清查行动中，银行间债券市场现券成交量下滑趋势明显。

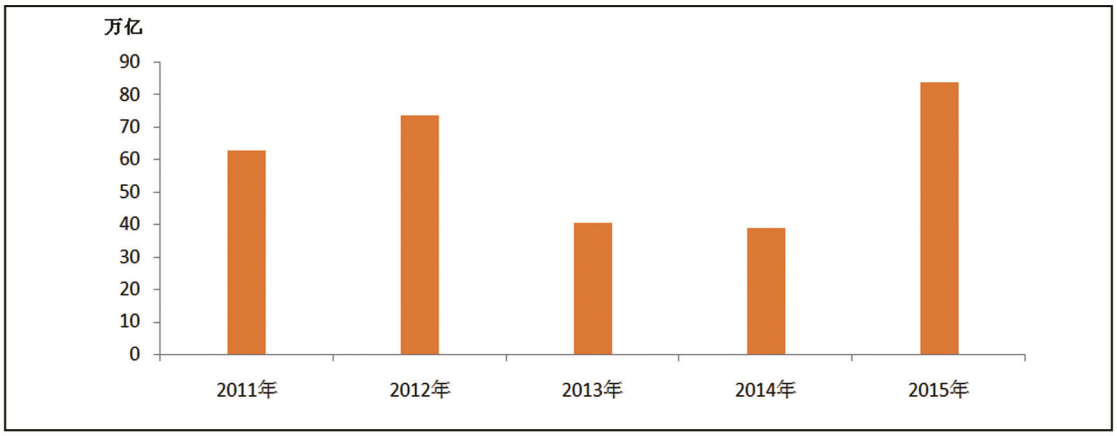


图 14　2011—2015 年银行间债券市场现券成交量变化趋势

资料来源：中诚信国际整理

2013 年下半年，债市清查风波渐息，但规范债券市场操作的监管动作并未停止。2013 年 7 月央行取消了不透明的线下交易，进一步加强银行理财账户与自营户之间的关联交易的监管，并规定交易达成后不可撤销和变更，提升了交易成本和交易的谨慎性。另外，为加强质押式回购业务风险管理，中登于 2013 年底取消除国债以外的其他质押品折扣系数的取值区间，明确了信用债的标准券折扣系数的取值标准，并建立了根据质押品的信用风险对折扣系数取值进行灵活调整的机制。之后，为引导市场多配置低风险债券，降低回购交易的结算风险，中登在 2014 年先后 5 次对交易所交易债券参与质押式回购的资格和折扣系数进行调整，通过这五次调整，在交易所交易的企业债中只有债项为 AAA 级、主体为 AA 级（含）以上且展望为正面或稳定的债券仍能进行回购交易，公司债中主体评级为 AA 级（含）以上且展望为非负面的债券仍能进行回购交易。另外，随着市场信用风险的不断加深，其他各监管机构也相继出台新规，意欲降低整体市场的风险偏好。上交所将普通投资者参与交易的债券产品范围调整至可参与交易的公司债券发行人主体评级不低于 AA，发改委及交易商协会相继抬高了企业债的发行门槛。

随着债券市场操作监管的规范化，曾经在债市清查风波中被暂停的乙类户、丙类户获准在新的规则下重新进入银行间市场。2014 年 2 月，16 家商业银行获准在银行间债券市场直接开立理财产品债券账户进行交易，银行理财产品全面升级为乙类户。11 月份，乙类户正式重启，并且覆盖的机构投资者范围进一步扩大，具体包括农村金融机构以及信托产品、证券公司资产管理计划、基金管理公司及其子公

司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司资产管理产品等4类非法人投资者。同时,丙类户也借道北金所平台重返银行间市场。与此前丙类户通过结算银行代理交易的交易机制最大的不同是,进入北金所之后,这些非金融企业投资者只能通过做市商报价,连续报价、点击成交,不再是一对一询价的协议交易。这种交易机制的设计缩小了丙类户交易对手方的范围,并限制丙类户不能以偏离市场的价格交易,最大程度地降低了利益输送的空间。

2015年6月股市大幅震荡,大量避险资金通过场内或场外加杠杆的方式不断涌入债券市场,推高市场整体杠杆水平。在此背景下,监管层开始推进债券市场去杠杆、降风险。11月份,中登对部分回购质押债券标准券折算率予以动态调整,并逐步完善质押券差别化动态管理机制。银监会也自2015年四季度开始对各大商业银行和股份制商业银行的委外资金情况进行摸底,摸底的内容包括委外资金的规模、杠杆率的情况等等。随着2016年初以来危机事件的密集爆发,市场上关于债市加杠杆引发流动性危机的担忧进一步加深,监管层也再次加大了对债市杠杆的关注。3月底监管层再次摸底债市杠杆规模,并开始实施新MPA考核体系。近期又陆续叫停新发分级理财、加大银行票据业务排查整顿力度,并开始酝酿出台券商资管业务和基金子公司监管新规,引导债券市场参与主体主动或被动去杠杆。

自2013年以来,债券交易规则的漏洞倒逼监管行动不断升级,监管层开展大规模清查、加强规范化的交易监管以及鼓励机构降杠杆等政策动向一方面通过限制和暂停丙类账户的交易和禁止关联交易斩断债券市场的利益输送链条、减小金融机构杠杆以降低市场风险,另一方面也通过新规则缩小市场套利空间,为未来提高市场的运行效率创造条件。尽管相关监管政策在推出的短期内对债券二级市场带来了一定的冲击,但从长远来看却是为防范债券信用风险、保障债券市场的健康发展所做的必要准备。

2.化解地方政府债务风险,地方债管理改革逐步推进

于2009年推出的地方债在弥补地方财政资金缺口、支持基础设施建设方面发挥了重要的作用。但随着地方债规模的逐年扩张,地方债的发行、偿还及管理模式仍存在着很多不规范之处。如大部分的地方政府依托于国家信用发债,由财政部代办还本付息,这导致中央政府承担了大量的债务偿还风险,与此同时,融资平台依托于地方政府发行了大量债务,又增加了地方政府债务的隐性风险。因而,在这一阶段,地方政府举债行为的不规范、债务规模的不透明以及不断累积的偿还风险受到了市场的高度关注。在这样的背景下,地方政府债务改革势在必行。监管层

一方面逐步实现中央政府、地方债政府以及融资平台的信用分离，推动地方政府发债更加规范化和透明化；另一方面在明确和控制债务总量的基础上推出置换债券政策，为地方债的后续偿还铺平道路。

2013年，财政部进一步增加地方债发行限额，由2012年的2500亿元增加至3500亿元。在发行方式上，财政部将地方政府自行发债的试点范围进一步扩大，除首批试点的上海市、浙江省、广东省、深圳市外，江苏和山东省也加入到自行发债试点的行列中。8月份，审计署开始对全国政府性债务进行审计，此轮审计范围较2011年的三级政府扩大至“中央、省、市、县、乡”五级政府，新增BT和信托融资等隐蔽性较高的融资方式。年底，审计署公布了债务审计结果。截至2013年6月底，全国全口径地方政府性债务合计17.89万亿，分别较2010年末和2012年末大幅增长66.93％和12.62％，其中直接债务仍然是政府债务的主要构成，占比为60.85％，或有债务占比为39.15％，较2010年底增加约2个百分点。

2014年以来，地方政府债务改革进程明显加快，改革的核心在于逐步实现中央政府、地方政府与融资平台三者的信用分离，化解累积的地方政府偿债风险。2014年5月份财政部首次尝试部分省市地方政府自行还本付息试点，这一试点范围在2015年新《预算法》实施后进一步拓展到全国，在一定程度上将中央政府信用与地方政府信用相剥离。2014年10月国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(“43号文”)，明确划清了政府与企业界限，地方政府的平台融资渠道开始收紧。为配合“43号文”，监管层陆续出台多项政策文件，一方面要求各地方对存量债务进行甄别，明确纳入政府性债务的范围；另一方面明确剥离融资平台政府性债务融资职能的过渡期，鼓励通过发行地方政府债券、以PPP模式引入社会资本参与有一定收益的公共事业建设等方式解决地方未来融资需求的办法。存量地方债的甄别工作一直持续到2015年，8月底人大常委会通过《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》正式公布地方债的甄别数据：截止2014年底，政府直接负有偿还责任的债务规模为15.4万亿元，政府或有债务则为8.6万亿元。

进入2016年，地方政府债务管理向更加规范化、透明化的方向发展。1月财政部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，进一步明确了地方政府限额确定的程序、方式及类别，明确省级和计划单列市地方政府为债务的举借主体。在存量债务方面，文件对于纳入政府预算的债务、或有债务以及通过其他方式举借的债务均给出了细化的处理措施，如通过银行贷款等非政府债券的方式举借

的部分将通过三年左右的过渡期进行债务置换。另外,文件还强调健全债务监督和考核问责机制,要求地方各级政府向社会公开举债信息。3 月底,财政部发布的《2016 年中央财政预算》中明确 2016 年年底地方政府一般债务余额限额为 107072.4 亿元,地方政府专项债务余额限额 64801.90 亿元。地方债务限额管理的实施能够在总量上限制地方政府发行规模的过度扩张,将未来地方债偿债风险限制在可控范围内,与此同时也有助于分类化解或延缓存量债务风险。而地方政府债务公开化,将有利于避免地方债政府违规举债、变相举债等乱象发生,并且随着地方举债信息更加透明化,市场对于地方债的发行将形成较为明确的预期,这也有助于减少地方债发行对于债券市场的供给冲击。

在此过程中,应对存量地方政府债务风险的措施也逐步明朗化:2015 年财政部分三批下达了合计规模为 3.2 万亿元置换债券额度,允许地方把一部分到期高成本债务转换成地方政府债券,其中前两批置换范围是截至 2013 年 6 月底的地方政府负有偿还责任的存量债务中 2015 年到期需偿还的部分,而第三批则用于置换财政部清理甄别后的截至 2014 年底存量债务中到期的部分。为了配合债务置换,缓解大量地方债发行给债券市场带来的供给压力,监管机构一方面提高全国社保基金对企业债和地方政府债券投资比例,并通过降准向市场释放资金,助力存量债务置换。另一方面,为提高银行等机构的配置动力,监管机构先于 5 月初推出地方政府债务置换定向发行政策,降低了地方债务置换阻力,后又于 7 月中旬明确将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方现金管理质押品范围,这些政策在提高银行配置热情的同时也降低了地方债集中发行对市场造成的冲击,为地方债的顺利发行提供了保障。除此之外,监管部门还大力推广公私合营(PPP)模式,以解决政府债务和财政新增投资的压力。但由于社会资本对与政府的长期合作缺乏信心,政府与社会资本双方合作伙伴关系难以构建,因此实际运行过程中能够签约成功的 PPP 案例并不多。

在地方债改革的过程中,平台公司的融资政策经历了先收紧又逐步放宽的转变。“43 号文”的推出大大收紧了城投企业的融资渠道,这引起了基建投资增速同步下滑,对经济稳增长产生了一定负面影响。与此同时,考虑到地方债的新增限额有限,并且 PPP 模式推出又受到阻力,在地方政府面临较大资金缺口的压力下,城投债在地方政府融资需求中的地位仍是难以取代。正是意识到这一点,2015 年监管部门又放宽了城投公司及在建项目的融资及再融资政策。交易商协会、发改委、证监会等债券市场监管机构相继调整了融资平台的发债政策,尽管仍以“43 号文”为底线,但相较于此前全面收紧政策,对于城投企业发债实际有所松动。例如,交易商协会

允许城建类企业发行永续票据;发改委放宽战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设等相关企业债发行门槛限制,为部分城投公司发债打开新窗口;交易所允许类城投公司发行公司债等等。与此同时,财政部、央行、银监会也联合发文要求银行支持在建项目的融资需求,不得盲目抽贷、压贷、停贷。2016 年以来,各监管层对平台公司融资政策又进一步放松。发改委在 2 月中下旬企业债券座谈会上提出要继续加大企业债券对城市停车场、地下综合管廊、储油储气设施建设等项目的支持,并发挥可续期债券优势,支持城市轨道交通、城际铁路建设融资。在 3 月中下旬又建立部分地区企业申请企业债券"直通车"机制,40 个市县所属企业在申请发行企业债时不再通过省级发展改革部门转报。城投企业作为政府性质的特殊经营主体,在其历史使命并未完全终结以前,地方政府与城投企业之间存在的利益关系难以立即斩断,在一段时间内地方政府仍将给以其必要的信用支持。特别是在当前包括地方国企、央企在内的产业类企业债务违约风险快速上升的背景下,如果与地方政府关系更为密切的平台公司也出现信用恶化迹象,可能会对市场信心产生极其严重的负面影响,因此短期内对平台公司债务的托底仍将存在。

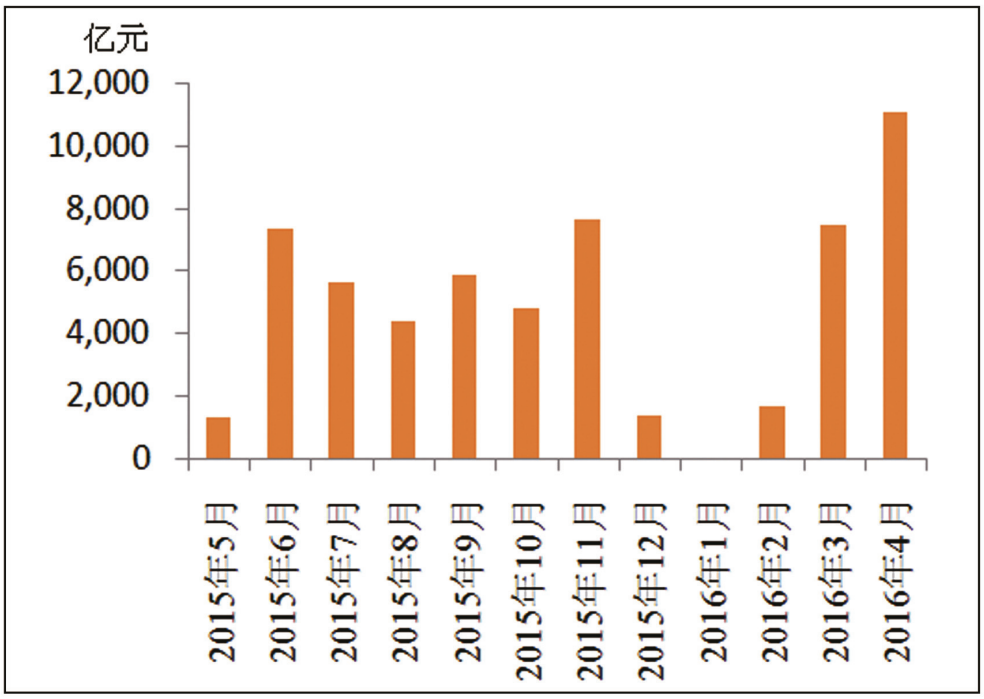


图 15　2015 年 5 月以来地方债月度发行规模

资料来源:中诚信国际整理

在存量债务置换以及发行政策改革的推动下，地方债的发行量在2015年大幅增加。数据显示，自5月中旬定向发行政策落地，地方债发行速度明显加快，6月单月发行量超过7000亿元，成为发行规模最大的债券品种，全年发行量达到3.83万亿元，远超过国债及政策性银行债的发行规模，2016年4月份的发行量更是达到1.1万亿元。与此同时，地方债供给量的大幅增加对市场负面的冲击则要低于预期，尤其是在定向发行以及限额管理等政策相继落地后，加上货币资金整体保持宽裕，地方债集中发行对二级市场冲击力度逐渐减弱。

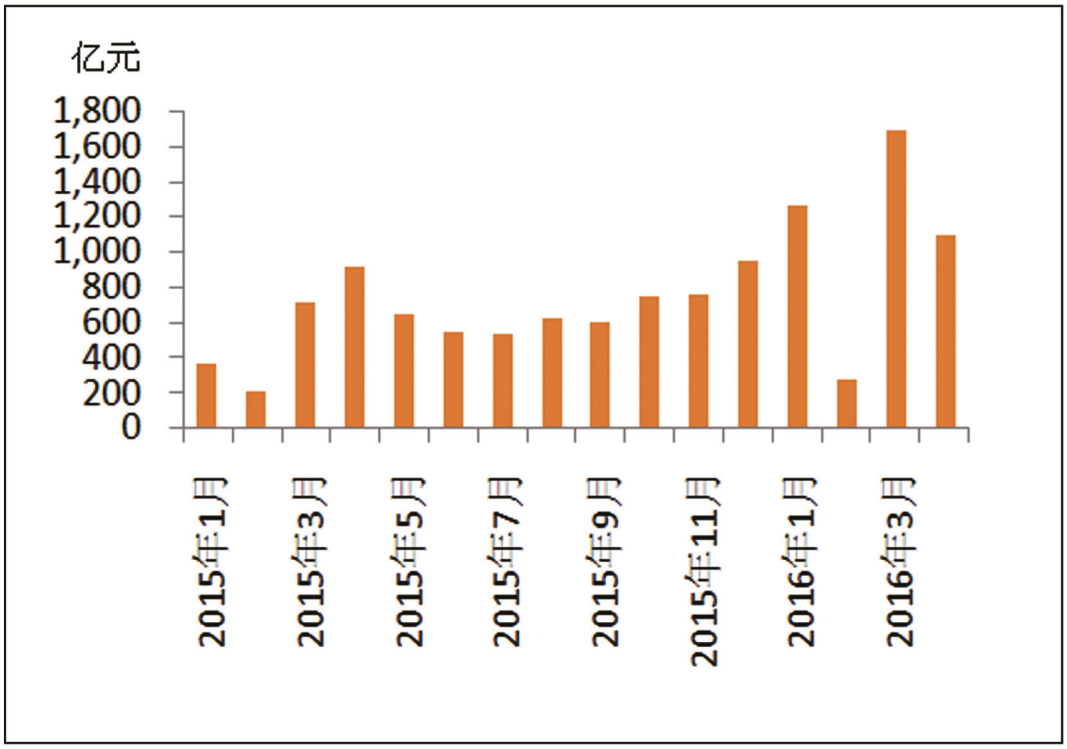


图16　2015年以来城投债月度发行规模

资料来源：中诚信国际整理

自2013年以来开展的地方政府债务改革一方面逐步推进中央政府、地方政府和融资平台三者之间的信用分离，另一方面推行了地方债定向发行、限额管理以及增加地方债需求的一系列政策。在此过程中，监管机构逐步明确了解决存量债务的办法，即通过发行置换债，以长债换短债、以时间换空间，由此缓解债务集中到期带来的兑付压力；在解决地方政府未来融资需求方面，地方债发行政策落地，与此同时，监管大力推广PPP模式，鼓励发行项目收益债、永续债等为未来地方城镇化

建设拓宽融资渠道。考虑到城投公司在地方基建投资中仍发挥着重要作用,监管机构在2014年底收紧平台公司融资后,2015年以来又陆续放宽城投公司及在建项目的再融资。但此举是短期内托底经济增长、防范系统性风险的过渡性措施,对平台公司发债政策放宽仍强调不得新增地方政府债务,在建项目的再融资也更多是针对存量融资需求。长远来看,明确地方债的政府信用地位,切断政府信用在企业债务上的延伸,最终逐渐实现"让政府的归政府、让市场的归市场"的地方政府债务改革初衷不会改变。

3.债券发行与交易创新政策频出,一二级市场大幅扩容

2013年以来,债券市场发行与交易规模逐年增加,创新券种陆续推出,交易规则也更加便利化和规范化。在债券市场信用风险逐渐加深以及宏观经济持续低迷的大环境下,债券市场体量的扩大一方面是推动债券市场发展、建立多层次资本市场的需要,另一方面也是扩大企业外部融资渠道、稳定经济增长过程中的重要一环。

(1)一级市场发行政策不断放宽,不良资产证券化正式重启,绿色债券市场发展起步

这一阶段,新公司债政策的落地不失为债券一级市场的一大亮点。证监会早在2013年底就已启动《公司债券发行试点办法》的修订工作,酝酿了一年后,于2014年12月初发布《公司债券发行与交易管理办法(征求意见稿)》,2015年1月16日,随着证监会正式发布《公司债券发行与交易管理办法》,新公司债政策正式落地。政策一方面将原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人,另一方面取消公司债券公开发行的保荐制和发审委制度,直接由证监会核准,简化了审核流程,同时提出丰富债券发行方式及增加债券交易场所。除此之外,政策还提出"全面建立非公开发行制度"。此后在《非公开发行公司债券备案管理办法》、《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》等一系列政策出台下,非公开发行公司债的备案发行规则逐步建立。这些措施直接推动了2015年下半年以来公司债的火爆行情。全年发行量不仅远远超过前几年的平均发行水平,甚至超过2014年年底时的公司债存量规模。2016年一季度,在房地产类企业大量发行公司债的推动下,公司债的发行规模再创新高。

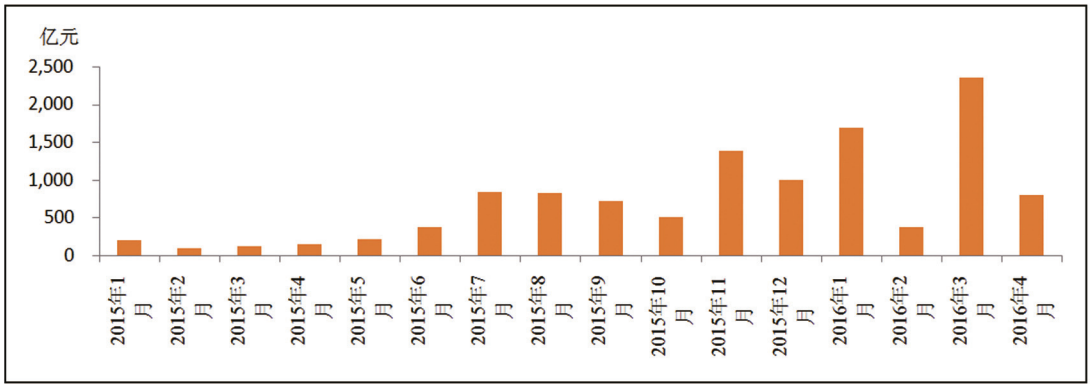


图 17　2015 年以来公司债月度发行规模变动趋势

资料来源：中诚信国际整理

为支持基础设施建设、助力经济稳增长，企业债的发行标准也总体呈现逐步放宽的趋势。2013 年 8 月发改委加快和简化专项用于棚户区改造项目的发债申请，并允许棚改项目“发行并使用不超过总投资 70％的企业债券资金”；紧接着，发改委又将发行预审工作下放至省级发改部门，加快企业债审批效率。2014 年 4 月、5 月央行、发改委又相继解除了企业债招标发行在规模和信用评级等方面的限制条款，扩大了招标发行人的范围。上述利好政策推动了企业债发行量明显增加，4 月、5 月分别发行 1,663.40 亿元和 1150 亿元，而此前企业债单月发行最高水平仅有 875 亿元。2014 年底，“43 号文”的推出收紧了城投企业的融资渠道，城投债发行量有所下降，但由此带来的基建投资增速的下滑也引起了监管层的重视。为缓解平台公司的流动性风险，2015 年发改委对企业债的发行政策又逐步放宽，并支持鼓励符合条件的企业发行项目收益债、专项债、永续债等创新品种，但受制于审批制度依旧严格、流程依旧繁琐，企业债发行热情并未能恢复，全年发行总额仅 4690.9 亿元，较 2014 年同期大幅回落。为推动企业债扩容，2015 年 10 月发改委从报审、审批及发行门槛等三方面全面松绑企业发行政策。在报审环节不再要求省级预审意见，在审批环节豁免对部分优质企业的复审，在发行门槛上一方面增加了各类型城投公司发债数量限制，不受发债数量限制的企业由主体等级 AA 放宽至债项等级 AA，另一方面也放宽了对发债资金的运用限制。今年初以来，企业债发行量普遍回升，其中 3 月份发行量增加至近 1000 亿元的历史较高水平。

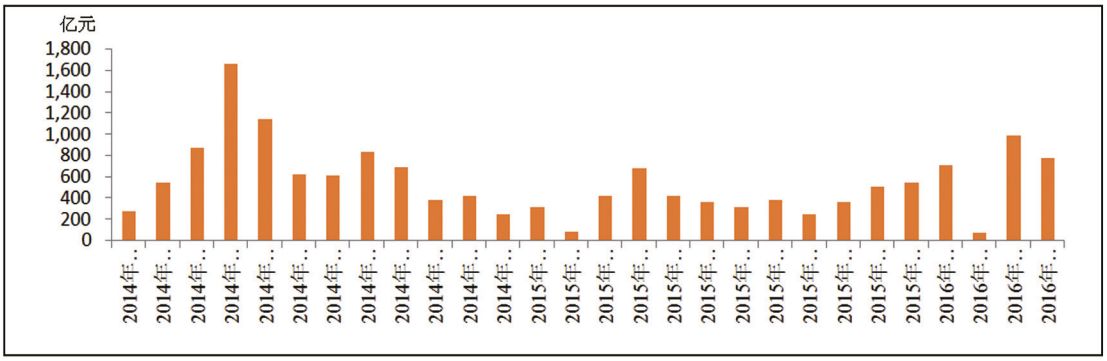


图 18　2014 年以来企业债月度发行规模变动趋势

资料来源：中诚信国际整理

与证监会、发改委等债市监管部门相比，央行/交易商协会对主管的债券品种实行注册制，发行流程已经较为简化，门槛也相对更低。近年来央行/交易商协会通过优化现有制度及发展创新品种，进一步推动了非金融企业债务融资规模的扩容。2014 年 5 月下旬，交易商协会在超短融双评级的刚性要求中将评级底线从 AA＋放低至 AA，而且认可了双评级中任一机构给出的级别。此外，在对近三年内公开发行债务融资工具累计 3 次和累计融资规模达 50 亿元的规定中要求两者之间满足其一便可。同年，交易商协会推出了定向可转票据、供应链票据、项目收益票据等创新品种，同时大力发展信贷资产证券化产品及永续中票。2015 年以来，央行/交易商协会继续支持发行制度创新，包括正式启动信贷证券化发行注册制、拓宽永续中票的发行人范围、全面放开超短融的发行以及推出 PPN“投资人 N＋X 制度”。从发行数据来看，超短期融资券发行量扩张速度较快，2014 年和 2015 年超越短期融资券和中期票据成为了发行规模最大的信用债品种，而相比之下短期融资券的发行量在 2015 年有所收缩。2016 年初，交易商协会进一步优化发行人管理以及备案、披露、注册等环节，将发行人分为第一类企业和第二类企业，更为优质的第一类企业将获得常规债务融资工具的打包“统一注册”，并在发行流程上将“初评复核先后评议、两轮反馈”优化为“双人同步评议，统一反馈”，此举使得交易商协会的注册制向市场化更进一步。

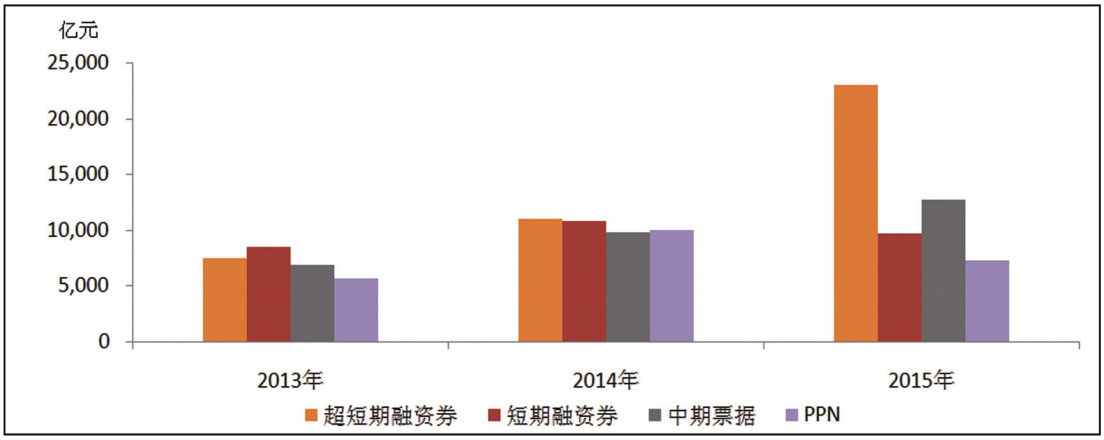


图 19　2013 年—2015 年超短期融资券、短期融资券和中期票据年度发行规模

资料来源：中诚信国际整理

除信用债品种发行政策不断放宽外，这一阶段资产证券化产品的发行制度也迎来重大改革。2014 年 11 月，证监会、银监会相继下达《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》和《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，将信贷资产证券化业务由审批制改为备案制。在此基础上，2015 年 4 月央行公告规定，已经取得相关资质并发行过信贷资产证券化产品的机构可以向央行申请注册，在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券。至此，信贷资产支持证券的发行注册制正式落地。在发行制度改革的推动下，2015 年全年共发行资产支持证券 4092.5 亿元，较 2014 年增加约三分之一。另外，随着近几年银行业不良贷款率的不断走高，商业银行处置不良贷款的需求日益强烈，对于不良资产证券化业务的呼声较高。但由于市场对于不良资产现金流回收的不确定性存在担忧情绪，这使得不良资产证券化在推进过程中遇到一定的阻力。2016 年 3 月下旬，交易商协会网站正式公布《不良贷款资产证券化信息披露指引（征求意见稿）》，在现有债券发行信息披露的框架上，针对不良贷款证券化业务增加了对尽职调查、资产评估程序及回收预测依据的信息披露要求，为投资者提供基础的估值依据，以增强投资者的信心。5 月 26 日，中国银行和招商银行各发行一单不良资产证券化产品，规模分别为 3.01 亿元和 2.33 亿元，我国不良资产证券化业务在暂停八年后正式重启。

2016 年也是我国绿色债券市场的起步之年。为支持绿色产业发展，央行于去年 12 月底发布《关于发行绿色金融债券有关事宜的公告》，首次在银行间债券市场推出绿色金融债券。截至 5 月底，浦发银行、青岛银行和兴业银行在银行间债券市场共发行了 5 只绿色金融债券。协合风电投资有限公司也已成功在交易商协会注册国内首单绿色债

务融资工具，成为国内首单发行绿色债券的非金融企业，目前交易商协会正组织相关机构完善绿色债务融资工具业务指引。今年初发改委也印发《绿色债券发行指引》，其中对绿色债券的定义以及支持重点、审核要求等方面进行规范。截至目前，北京汽车股份有限公司、浙江嘉化能源化工股份有限公司已成功在交易所发行绿色企业债券。

(2)二级市场交易规则更加便利化和规范化，投资者范围进一步扩大

为了解决债券市场存在的利益输送、违规操作等问题，2013 年 4 月下旬开始，监管部门对银行间债券市场展开了大规模清查行动，并全面暂停了乙、丙类账户的债券买入及回购等交易。此举导致 2013 年二季度之后现券成交量大幅回落。2014 年以来，尽管各季度债券成交量较 2013 年下半年大幅回升，但由于前期丙类户、乙类户仍处于关停状态，成交总额仍远远不及债市监察风暴前水平，总体来看，2014 年现券成交总额约在 39.6 万亿元左右，较 2013 年小幅回落，其中信用债成交总额约 16.7 万亿元，也较前一年有所回落。

2014 年 11 月初，交易商协会与北京金融资产交易所(以下简称“北金所”)联合开发的针对丙类户的交易系统已经正式启动，丙类户由此可借道北金所重返银行间债券市场；11 月底，央行又再次发文允许符合条件的农村金融机构以及信托产品、证券公司资产管理计划基金管理公司及其子公司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司资产管理产品等四类非法人投资者进入银行间债市的交易，乙类户也再次重返银行间债市。这些投资者回归债券市场为扩大债券市场规模提供了条件。2015 年，银行间债券市场参与主体进一步拓宽，境内机构中，期货公司及其资产管理产品、私募基金等先后获准进入银行间债券市场，社保基金债券投资范围也扩展到了地方政府债券，其对企业债和地方政府债投资比例也由 10％提高至 20％；境外机构中，央行在批准有 QFII、RQFII 或人民币清算资格的外资机构进入银行间债市之后，又进一步放开境外央行、国际金融组织、主权财富基金进入银行间市场，取消原有额度限制并将交易品种拓展到借贷、远期及利率互换。银行间债券市场的参与主体已经基本实现了对境内金融机构的覆盖，境外参与主体也正在逐步增加。与此同时，央行还发文明确要求取消银行间债券市场债券交易流通审批，对上市交易流通的相关流程进行精简。这些措施使得债券二级市场成交量显著增加，现券交易愈加活跃，市场成交量恢复甚至超过债市监管风暴前水平。数据显示，2015 年全年现券成交总额近 85 万亿元，较 2014 年增加一倍以上，其中信用债成交量超过 29 万亿元，接近去年成交额的两倍。对比来看，下半年债券成交量明显较上半年更为活跃，除了是前期政策落实后的推动作用，下半年债券市场牛市行情也激发了投资者的交易热情。

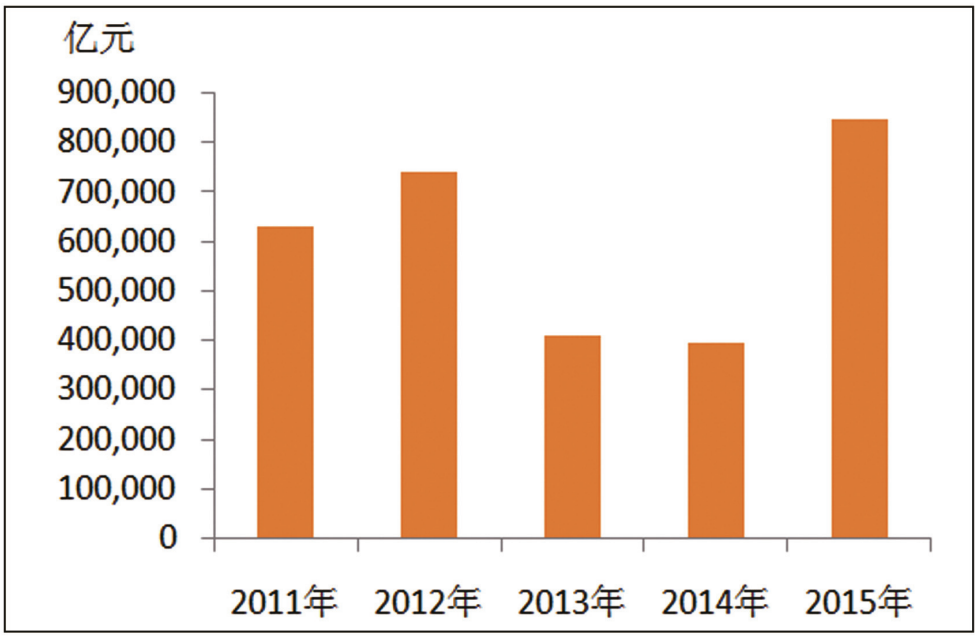


图 20　2011 年以来年度现券成交额

资料来源：中诚信国际整理

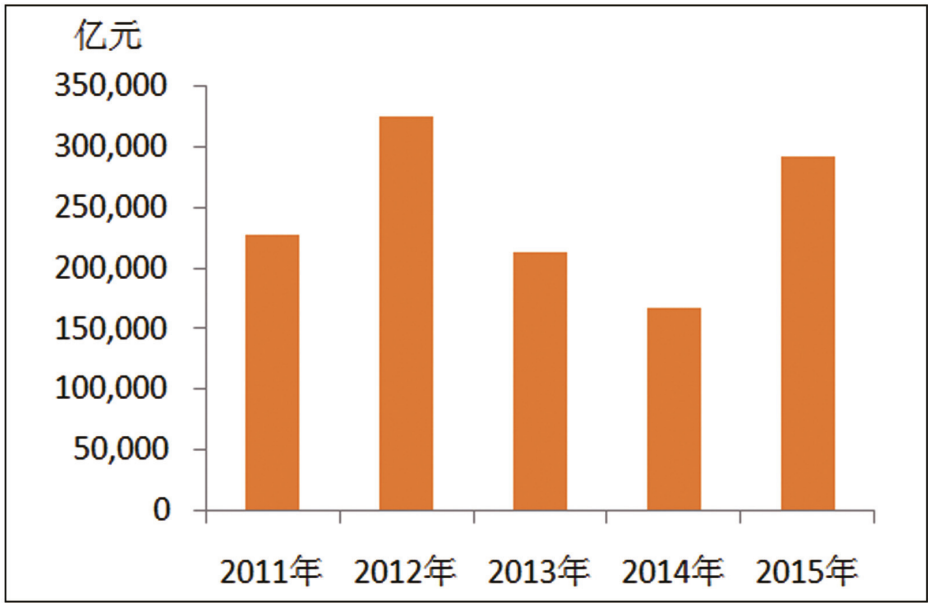


图 21　2011 年以来年度信用债成交额

资料来源：中诚信国际整理

2016年年初，股市下跌拉低了投资者的风险偏好，在避险情绪的推动下，债券交易需求大量增加。另外，2月中旬央行发布《银行间债券市场柜台业务管理办法》，首次允许符合条件的企业和个人投资者通过银行柜台直接进行债券交易，进一步降低了银行间债市的投资门槛。事实上，去年政策方面已基本实现银行间债券市场成员对各类金融机构的完全覆盖，个人投资者的加入进一步拓宽债券市场的投资主体。2016年前四个月成交量合计35.64万亿元，超过去年全年成交额的40%。

以“完善多层次资本市场体系、提高直接融资占比”为核心的金融市场改革成为近年来防范企业部门债务风险、稳定经济增长的重要举措。2013年以来，监管机构稳步推进债券市场改革。围绕着简政放权，各监管部门在发行市场上放宽发行条件，简化发行流程，提高发行效率，并继续支持创新品种的发展；在交易市场上则扩大投资者范围及投资比例，同时对上市交易流通的相关流程进行精简。这些改革措施在缓解了企业流动性风险的同时也促使债券市场大幅扩容。

4.债券市场双向开放，人民币国际化进程加快

在人民币国际化的渐进式发展过程中，随着人民币跨境使用范围的逐步扩大，境外机构与个人持有的人民币规模不断增加，其对人民币资产的投资需求也与日俱增。与此同时，为提高人民币的可兑换程度，境内机构及个人也需要更多地参与国外资本市场。在这样的背景下，通过开放债券市场来加强境内外资本的双向流动就显得尤为重要。因而，债券市场的开放实质上是人民币国际化进程中的重要一环。2013年以来，我国债券市场的开放政策从内外两个方向共同推进，一方面允许更多地境外机构走进来，另一方面也引导和鼓励境内主体走出去。

2013年，央行先后允许QFII申请进入银行间市场、允许RQFII机构申请进入交易所市场和银行间市场。2015年央行又解除人民币业务清算行、境外参加行以及境外央行、国际金融组织、主权财富基金在银行间市场的交易限制。2016年4月，央行发布银行间市场对境外央行类机构“全”开放的业务流程，明确规定对境外央行类机构投资银行间债券市场实行备案制管理，境外央行类机构可自主决定投资规模。截至2016年4月底，中国债券市场境外机构投资者共有325个，主要分为以下三类：一是境外央行或货币当局、境外人民币清算行和参加行、国际金融组织、主权财富基金以及参加跨境贸易试点的其他境外金融机构；二是人民币合格境外机构投资者(RQFII)；三是合格境外机构投资者(QFII)。从交易品种来看，境外机构除进行现券交易和回购交易之外，还可以开展债券借贷、债券远期以及利率互换等衍生品种的交易。

在这一阶段，除了有更多的境外机构除作为投资者参与境内债券市场的交易以外，一些新增的境外机构还作为发行主体获准在银行间债券市场发行熊猫债。2014 年戴姆勒公司成功发行人民币债券，熊猫债的发行主体首次拓展至境外非金融机构。2015 年，随着人民币国际化进程的不断推进，熊猫债市场迎来了发展新契机。9 月汇丰银行（香港）和中国银行（香港）分别获准在银行间债券市场发行 10 亿元和 100 亿元的人民币金融债券，成为首批由国际性商业银行发行的熊猫债，11 月招商局集团（香港）成功发行 5 亿元人民币超短期融资券，12 月份渣打银行（香港）有限公司又发行了规模为 10 亿元的 3 年期人民币债券。另外，外国政府机构也开始进入境内银行间债券市场，目前韩国政府和加拿大不列颠哥伦比亚省的人民币债券均已成功发行。

除此之外，在人民币国际化的推动下，离岸债券市场也进一步发展。自 2009 年开展跨境贸易人民币结算试点以来，香港地区一直是最大的人民币离岸债券市场。在人民币国际化的推动下，欧洲人民币离岸中心进展迅速，央行分别在伦敦、法兰克福、卢森堡和巴黎指定了人民币境外清算行，2014 年央行又在悉尼建立了澳大利亚首个离岸人民币中心。2015 年离岸债券市场进一步发展，10 月份中国农业银行在伦敦证券交易所发行首单绿色债券，巩固了伦敦作为人民币离岸市场的重要地位，通过国际金融合作推进人民币国际化的进程。与此同时，境内机构及个人进入离岸债券市场的渠道进一步拓宽。政策一方面通过将境内企业发行外债的额度审批制度改为备案登记制，鼓励优质企业跨境融资的便利化，另一方面研究在上海、天津、福建和广东自由贸易试验区启动合格境内个人投资者（QDII2）境外投资试点，允许符合条件的个人开展境外投资。随着离岸债券市场的投融资工具的日益丰富以及离岸债券的发行和交易规模的扩大，资本项目可兑换的程度进一步拓展，这也是实现人民币国际化的重要一步。

综合来看，我国资本项目，包括固定收益市场在内还处在对外开放的过程中。近年来在一系列金融开放政策的影响下，人民币可自由兑换的程度得以提升，并已被正式纳入 SDR 货币篮子。对于人民币国际化而言，人民币纳入 SDR 是这一进程中重要的里程碑事件。但是要使人民币成为真正意义上的“国际货币”，仍然有很长的路要走。然而我国固定收益市场自身基础运行规则并不完善，市场深度更难以承担国际化市场金融市场的职能。市场的不成熟使得短期内境外机构投资者对境内债券投资仍保持谨慎态度。境内资本市场要真正融入国际化的大环境中，还需要进行一系列的制度改革和建设。

这一阶段，我国债券市场的双向开放取得了重要进展。更多的境外机构作为

交易主体或发行主体参与境内债券市场,同时也有境内的企业进入离岸债券市场发行债券。尤其是2015年,伴随着“一带一路”的战略部署,熊猫债市场迎来了发展新契机。在一系列金融开放政策的影响下,人民币可自由兑换的程度得以提升,国际货币基金组织已于2015年11月30日宣布正式将人民币纳入特别提款权(SDR)货币篮子,预计未来人民币资产包括债券资产对于境外机构的吸引力将进一步提升。

总体上看,2013年以来债券市场得到了突飞猛进的发展。在债券市场制度层面上,债券交易规则进一步完善,违规操作和利益输送的监管灰色地带逐步规范化,为债券市场的健康发展铺平道路。另外,伴随着国内债务风险的不断积聚,控制债务风险、防范债务危机在经济工作中的地位越来越重要。一方面,监管层针对地方政府融资改革,逐步规范地方政府融资渠道;另一方面,大力推进金融市场改革,拓宽企业直接融资渠道,在发行方面放宽标准、简化流程,在交易方面扩大投资者范围,防范企业资金链条断裂。另外,随着人民国际化进程的加快,债券市场开放也取得重大突破。除了允许越来越多的境外机构来境内发债,鼓励企业走出去发债使得离岸债券市场也有望进一步发展。

二、债券市场十年信用风险演化:由积累到释放

作为债务融资市场的重要组成部分,债券市场信用风险演化实际是中国非金融企业部门债务风险在直接融资市场的具体表现。过去十年,伴随着宏观经济运行的发展变化,中国非金融企业部门的债务风险呈现出阶段性变化特征。反映在债券市场上,不同历史阶段,信用风险的表现也各不相同。具体而言,我们将过去十年债券市场信用风险演化分为三个阶段:金融危机前的低信用风险阶段、大规模刺激下的信用风险累积阶段以及经济增速步入下行通道后的风险暴露及释放阶段。

(一)金融危机前:经济偏热,债务率相对稳定,信用风险较低

金融危机发生以前,国内经济处于高速增长阶段,从2005年一季度至2008年三季度,GDP增速保持在10%以上。除了受益于良好的外部需求环境、人口及制度红利外,投资持续高速增长是这一阶段拉动经济加速发展的主要原因,同比增速持续位于20%以上,部分月份投资增速甚至超过30%。大量投资在带动经济高速运转的同时,也造成能源、原材料供应紧张,价格上升,并推动物价指数持续上涨,

居民消费价格(CPI)涨幅从2005年的1.8%快速上涨2008年的5.9%,期间月度变化更是一度攀升至8.2%(2008年4月);工业品出厂价格指数也从2006年4.9%快速攀升至2008年的6.9%,同期资产价格也呈现同样的趋势。当时经济发展中的主要矛盾是实际增长率超过了潜在增长率,经济的发展速度与资源供给明显不成比例,“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”成为宏观调控的首要任务。

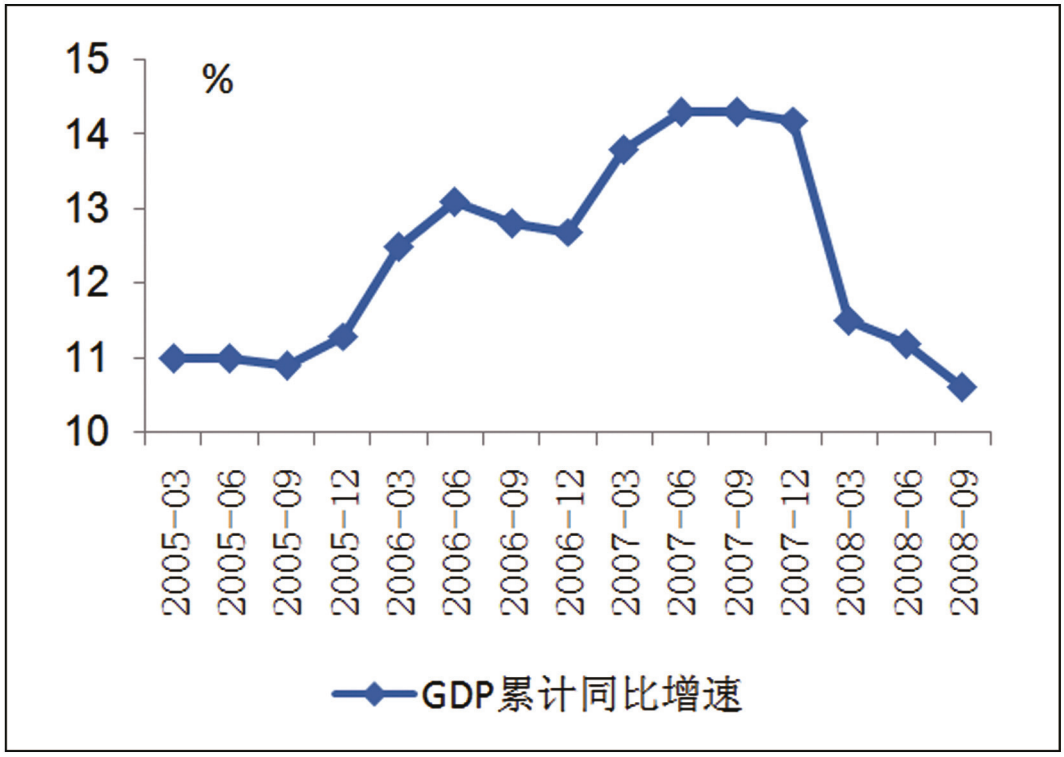


图22　金融危机前GDP增速保持在10%以上

这一阶段,中国非金融企业部门的债务水平处于相对稳定水平,债务率在100%上下。2005年及2006年非金融企业部门债务率均超过100%。2007年至2008年上半年实施的一系列货币政策收紧措施使得2007年、2008年的债务率回落至100%以下。受益于较高的经济增长水平,企业业绩持续增长,偿债能力较强,整体债务风险适中。

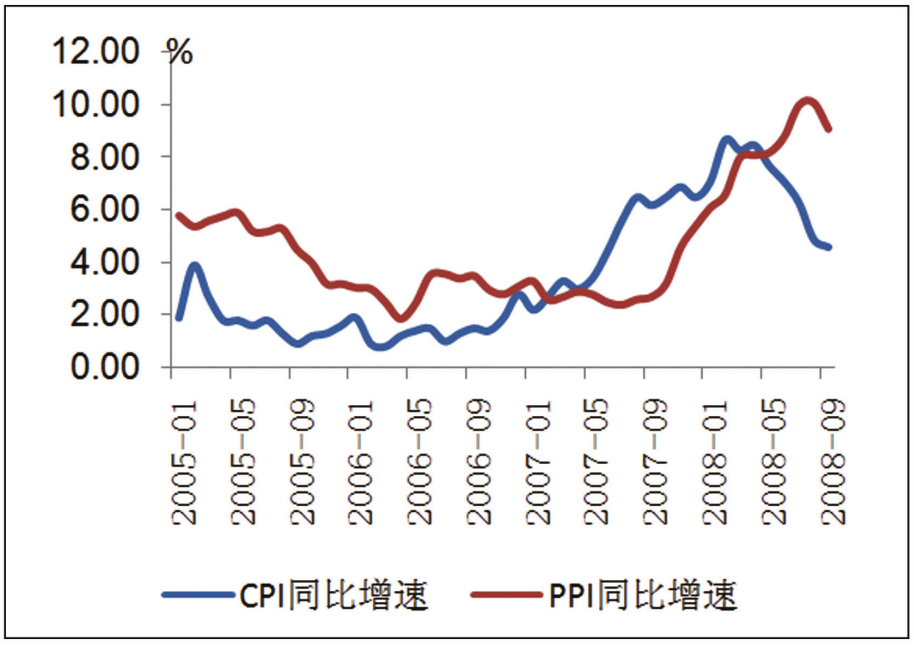


图 23　金融危机前物价只数持续上涨

资料来源：choice，中诚信国际整理

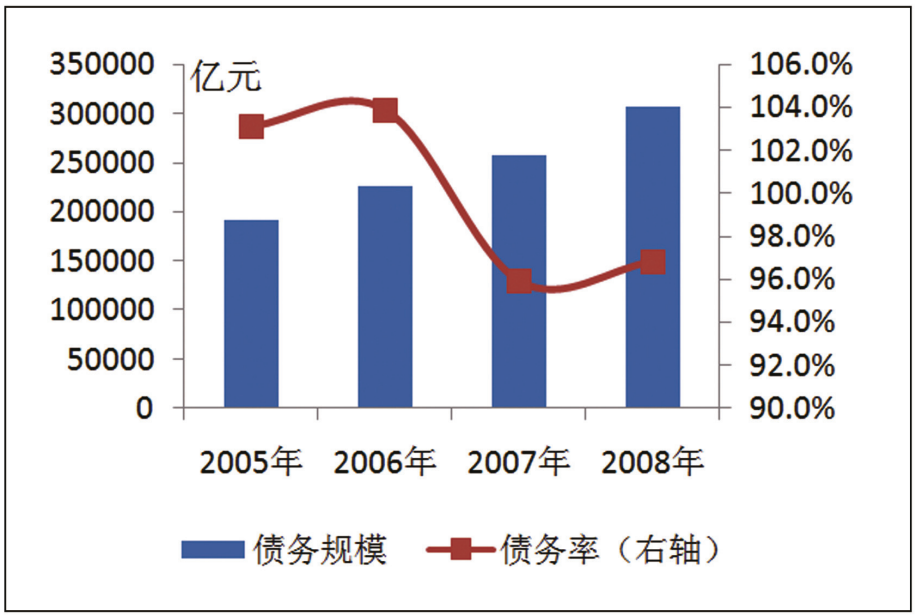


图 24　企业部们债务规模稳步上升，债务率先升后降

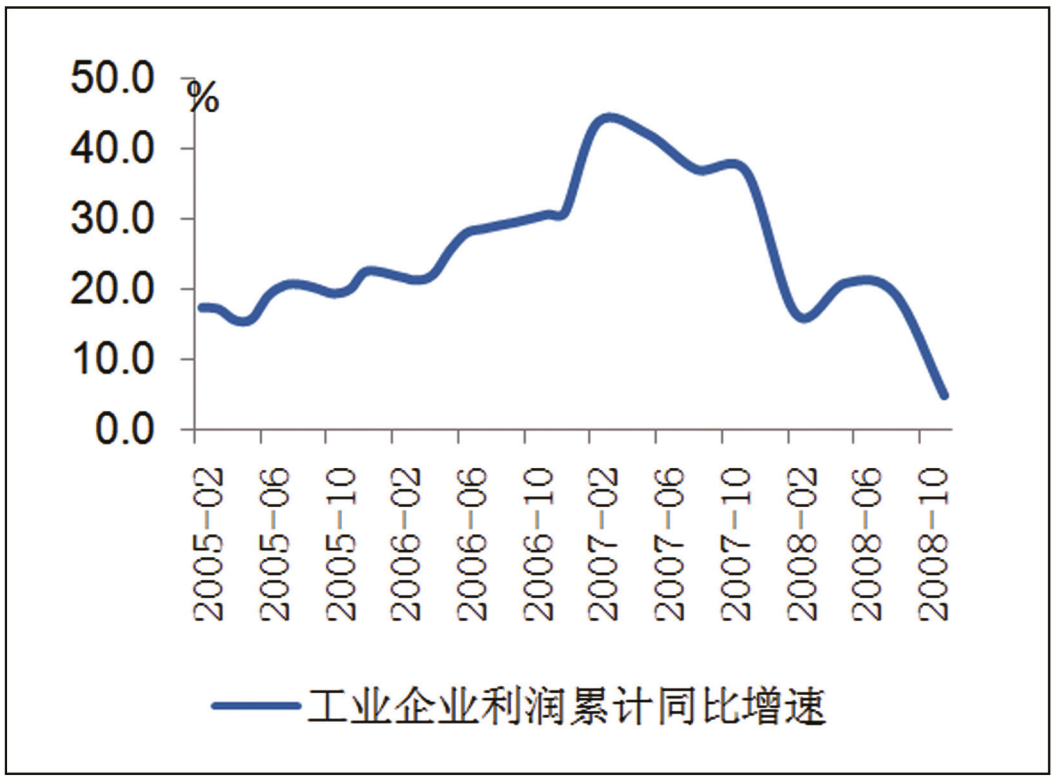


图 25　企业经营利润告诉增长

资料来源：choice，中诚信国际整理

具体到债券市场上，信用风险更是处在一个非常低的水平。一方面，在这一阶段尽管债券市场发展迅速，但企业部门债务结构仍以银行贷款为主，占比达到85%以上，债券规模在总债务中的占比不到5%；另一方面，由于当时债券市场处于发展初期，为推动市场发展，提高投资者信心、激发市场参与度、扩大市场影响力，监管层在市场进入方面设置了较高的门槛，使得当时债券发行人主要以信用资质良好的国有企业、大型企业为主，发债企业的整体信用水平较高。在这一阶段，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。

2006年3月6日，由福禧投资控股有限公司（以下简称“福禧投资”或公司）发行的“06福禧CP01”上市，成为国内首家发行短期融资券的非上市民营企业。上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）给予其主体短期信用级别A－1级，为短期评级中的最高等级。该债券发行上市后曾一度被机构追捧，然而好景不长，2006年7月，上海社保基金案爆发，福禧投资及其实际控制人因涉嫌非法拆借

上海企业年金中心32亿元资金而遭到彻查，公司主要资产也遭遇法院冻结，远东资信在该事件发生后不久，将公司短期信用等级直接调整为C，“06福禧CP01”陷入兑付危机。此后各持有人在主承工行的倡议下，于2006年8月底成立了债权人维权委员会，由各债权人授权工行处理有关“06福禧CP01”的偿付事宜，9月8日，债权人委员会第一次会议召开，正式启动维权工作。经过债权人委员会和维权代表工商银行的努力，在金融主管部门和上海市政府的大力推动下，福禧投资资产处置工作顺利进行，2007年3月7日，福禧投资如期足额兑付了“06福禧CP01”全部本息。至此，福禧兑付危机事件顺利解决。

福禧事件的发生对当时信用债市场产生了一定冲击，该事件发生后，投资者对民营企业的不信任感增强，导致非国有企业发行困难，同时投资者对风险补偿要求提高，短期融资券发行利率及二级市场收益率出现明显的上行趋势，该事件还一度造成货币市场基金大量抛售短期融资券，使其市场流动性骤然收紧。作为福禧投资的评级机构，远东资信也因此被监管机构要求暂停部分业务，几乎退出了与其他几家信用评级公司的竞争。不过随着福禧兑付危机的完美解决，市场重归平静。在此后很长一段时间，债券市场也未再出现过类似的信用危机事件。

（二）经济刺激阶段：“信贷—投资”驱动模式下债务规模膨胀，信用风险加深

金融危机发生以后，在外部环境恶化、国内结构性政策调整以及经济内在周期的三重压力下，前期“出口—投资”导向型增长模式的内在矛盾全面激化，总供给与总需求关系出现逆转，宏观经济形势急转直下，GDP增速从2007年的14.2%快速回落至2008年的9.6%。为应对危机，政府推出了“四万亿”等强大的刺激政策，中国经济增长模式转向了“信贷—投资”驱动模式。2009年中国新增社会融资规模接近14万亿元，其中新增人民币贷款规模约9.6万亿元，同期固定资产投资增速达到30.5%，较金融危机前的投资增速还要高。这使得中国经济自2009年二季度开始强劲反弹，GDP增速逐步恢复至2010年一季度的12.2%，此后由于欧债危机的爆发以及刺激政策的退出，经济增速又逐步回落，但直到2011年上半年，GDP增速仍保持在10%以上。

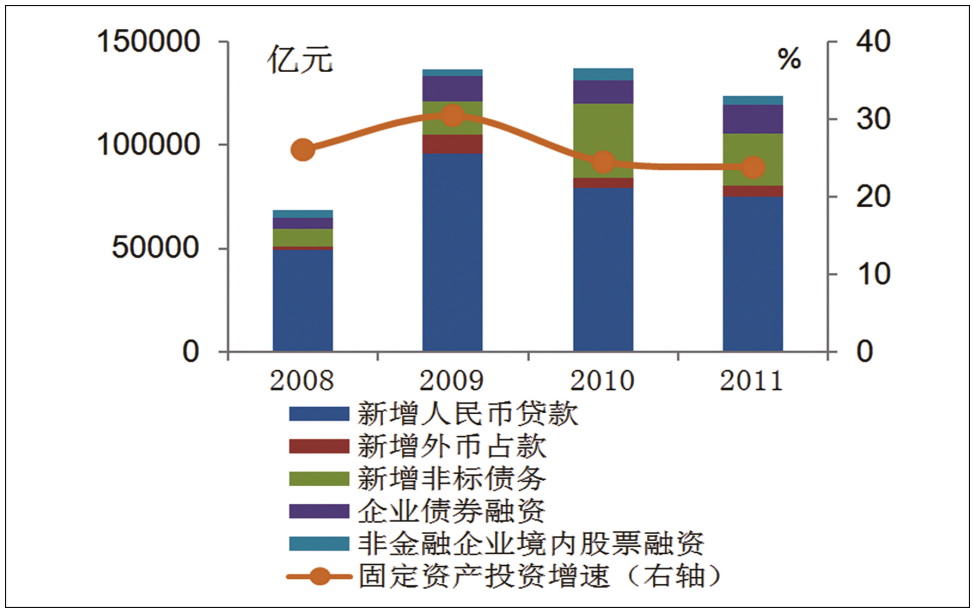


图 26　大规模刺激导致投资高速增长，社会融资规模大幅扩张

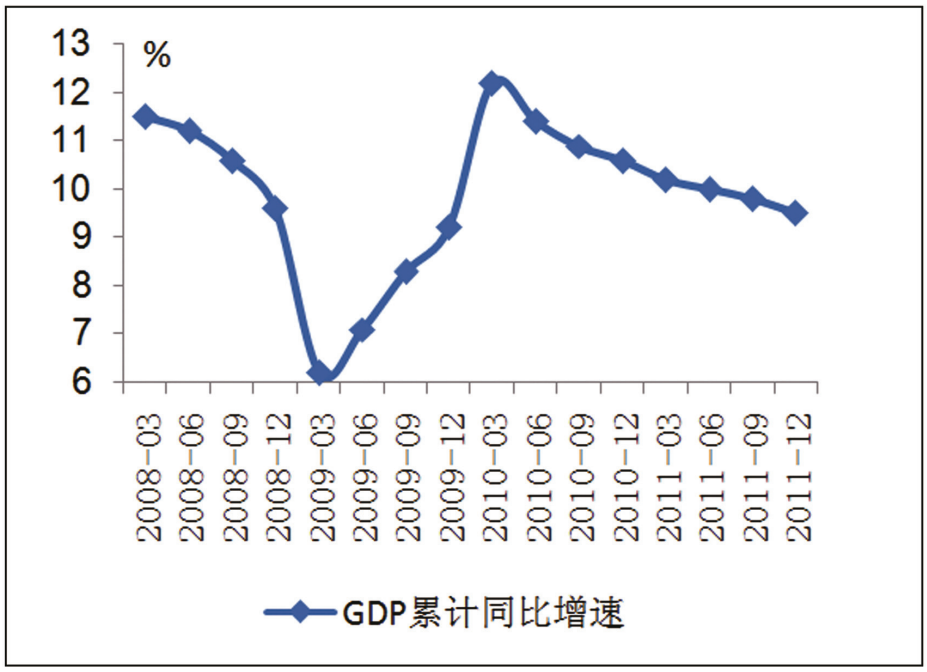


图 27　强刺激带动经济强劲反弹，增速重回两位数

资料来源：choice，中诚信国际整理

在“信贷—投资”增长模式下，金融危机后中国的企业不仅没有进行资产负债表修复，反而是以特有的机制参与了由政府主导的反危机调控，快速扩张了自身的负债。数据显示，2008 年年末非金融企业部门的债务规模约为 30.7 万亿元，债务率较 2005、2006 年还有所回落，不到 100%，而到 2009 年年末，企业部门的债务规模攀升至 41.1 万亿元，同比增长 34%，债务率也跃升为 119%。2010 年企业部门债务规模增速有所回落，但也仍接近 25%，债务率进一步上升 6.4 个百分点至 126%。2011 年受政策收紧影响，企业部门债务规模增速回落至 17.5%，债务率也小幅回落 1 个百分点。这一阶段，非金融企业部门债务规模快速膨胀，债务风险不断累积。与此同时，债务结构也出现了细微的变化，贷款占比逐步降低，而债券及非标债务规模占比上升。

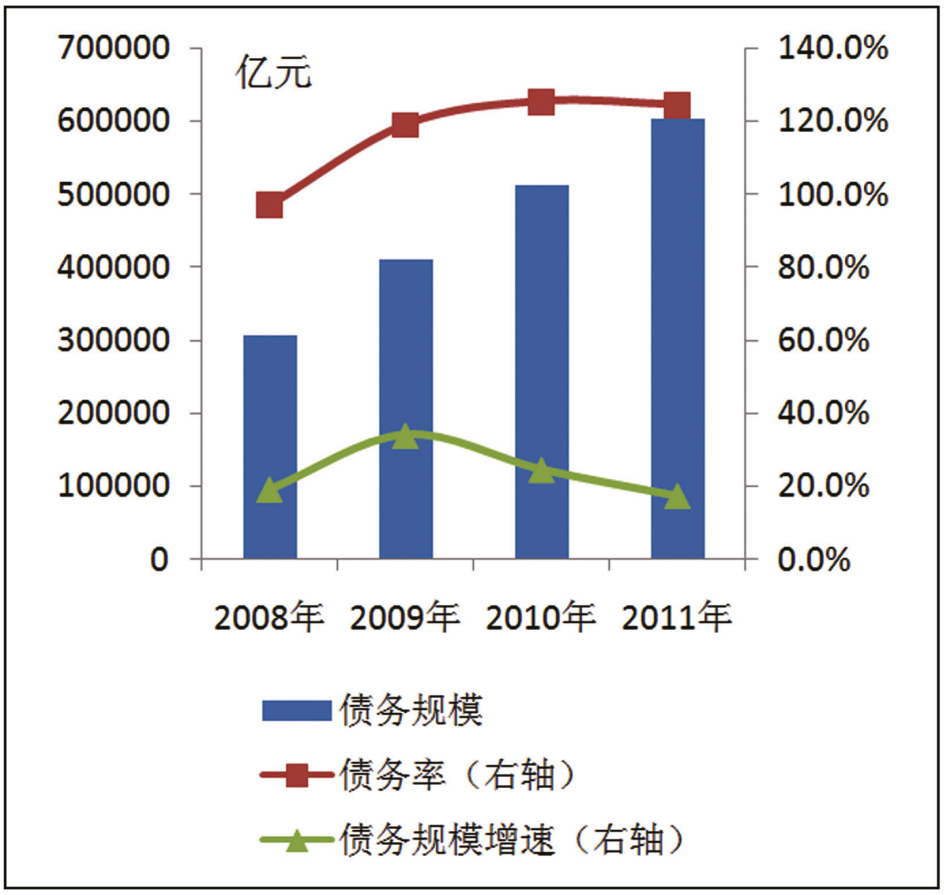


图 28　企业部门债务规模快速膨胀，债务率大幅攀升

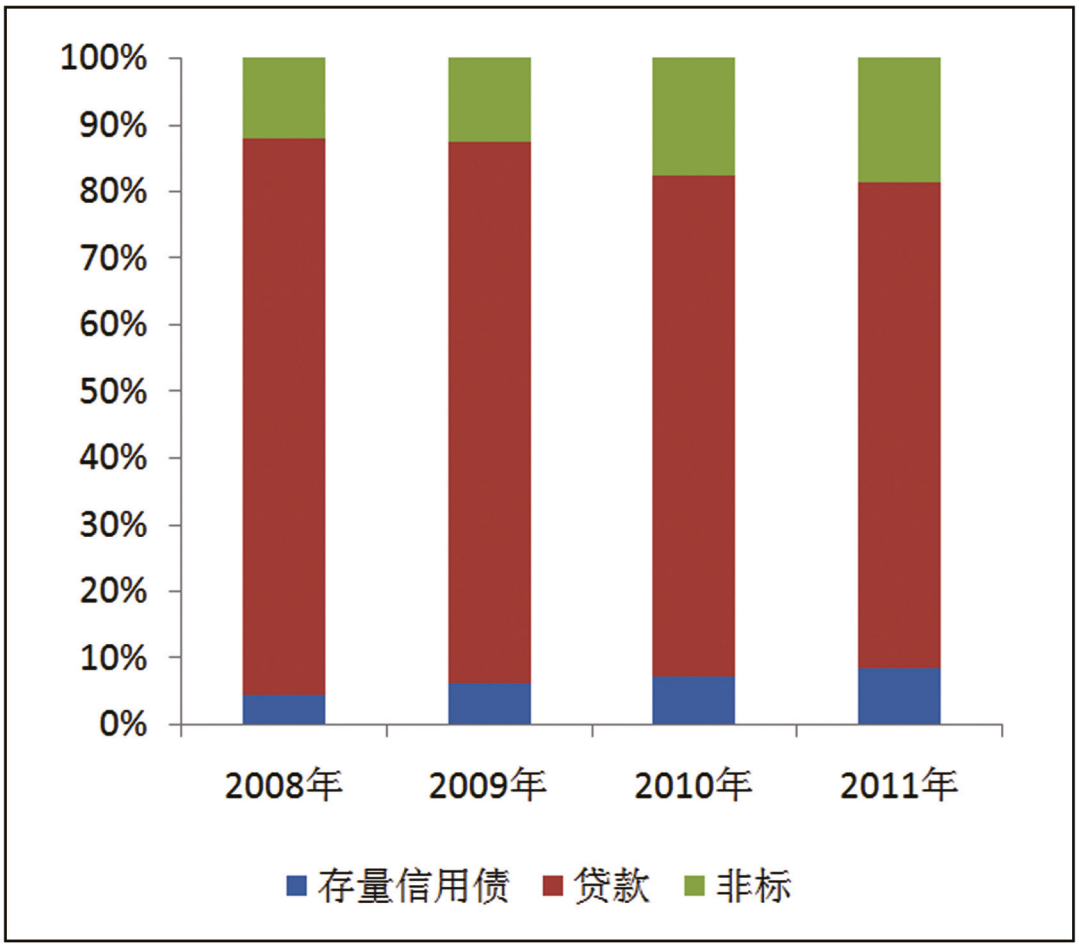


图 29　债务结构中，贷款占比下降，而非标及债券占比上升

资料来源：中诚信国际整理

在企业部门整体债务风险积累过程中，债券市场的信用风险也逐步加深。信用债的存量规模由 2008 年年末的 1.32 万亿元增长至 2011 年年末的 4.97 万亿元，三年内增长了近 3 倍，其在债券市场总规模的占比也由 2008 年的 8%上升至 2011 年的 22%。这一阶段债券市场还发生了两个重大变化：一方面，大规模的刺激政策给了国有企业巨大的资源配置能力，为了弥补地方政府项目建设资金缺口，大量融资平台在这一阶段组建并进入债券市场融资，城投债规模迅速扩张，而非城投类的国有企业也依托其国资或地方政府背景，享受发债便利，其中有较大一部分企业更是通过循环发债或借贷维持资金链，一旦融资收紧，违约风险难以避免。待偿债券余额在此期间大幅上涨，信用风险日益加深，另一方面，为了解决中小企业融资难、融资贵问题，债券市场开发出了包括中小企业集合债券、中小企业集合票据、区

域集优中小企业票据等债券品种，使得越来越多的中小企业进入债券市场融资，但中小企业较弱的偿债能力也使得市场潜在信用风险抬升。由此可见，尽管这一阶段，没有重大信用风险事件发生，但债务规模的快速膨胀以及发行人信用资质下沉，使得债券市场整体信用风险水平较金融危机前明显抬升，信用风险暴露及释放只是时间问题。2011 年以来，信用债陆续进入偿债高峰期，信用风险也逐步暴露并加速释放。

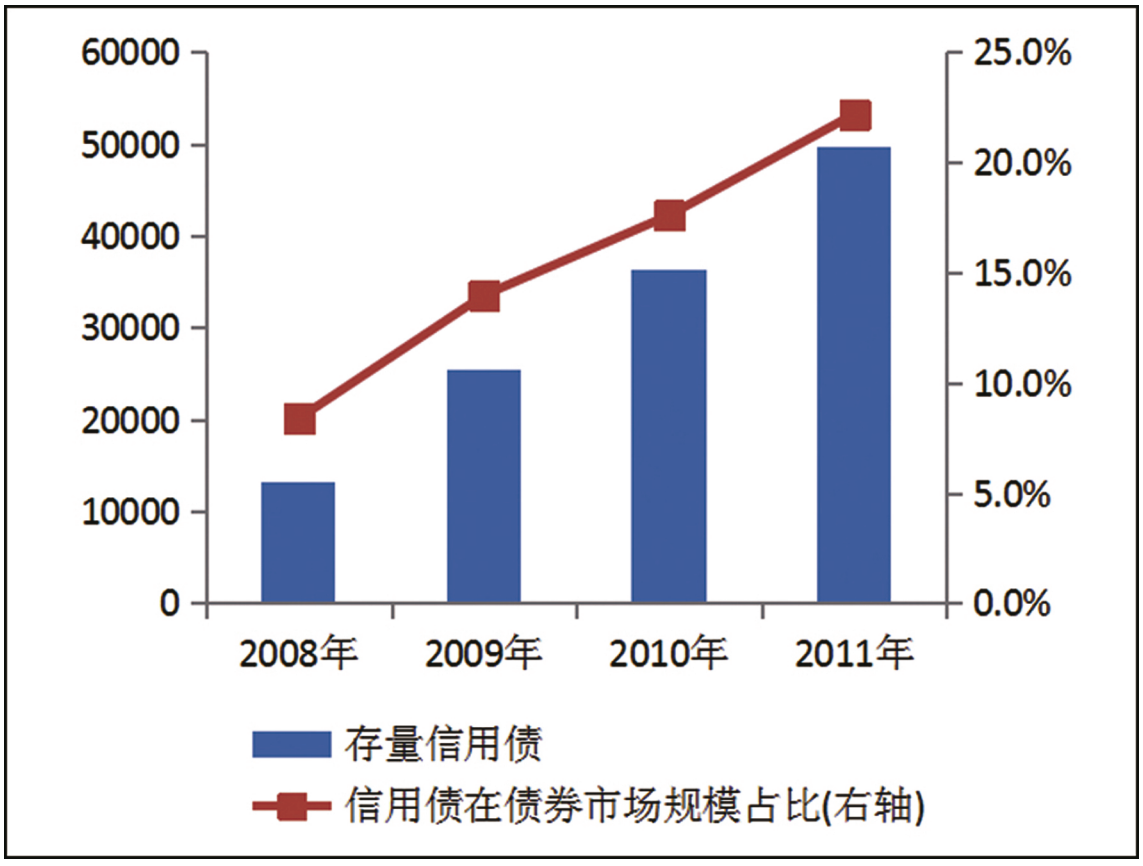


图 30　信用债规模大幅扩张，规模占比不断上升

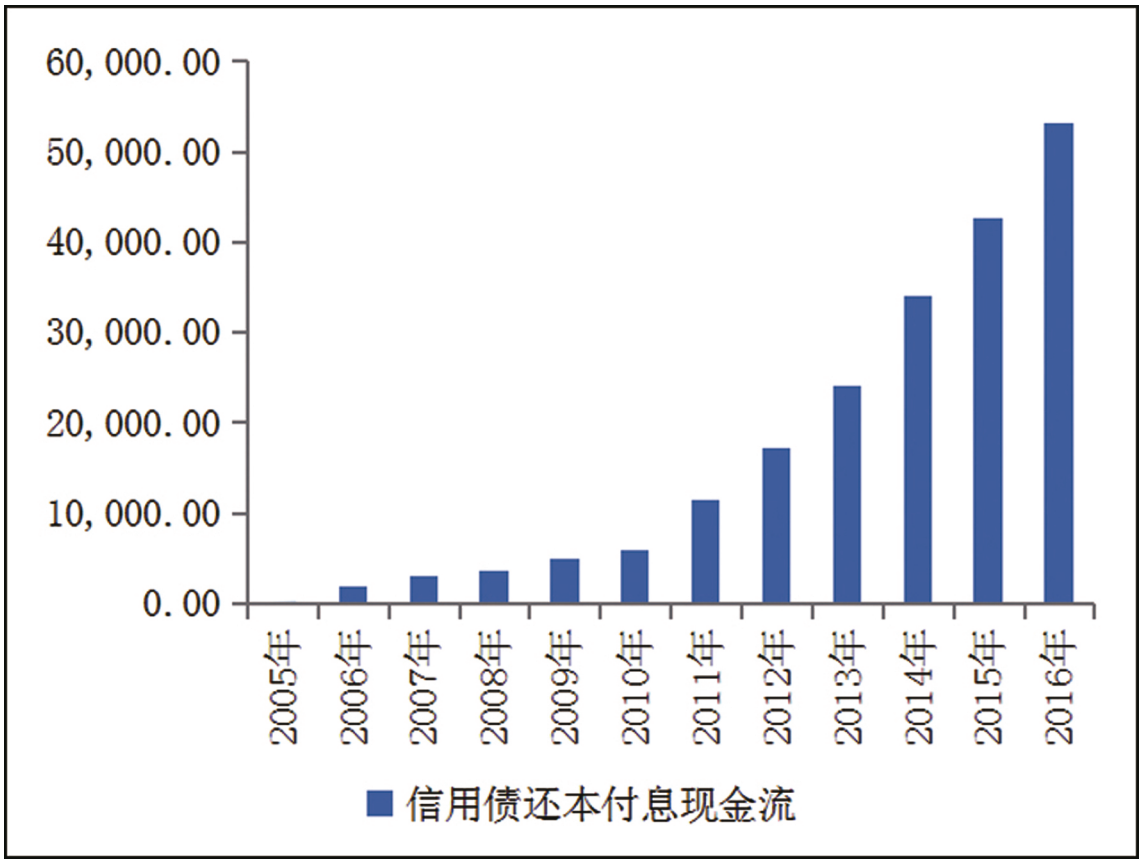


图 31　2011 年起信用债逐渐进入偿债高峰期

资料来源：聚源统计，中诚信国际整理

（三）微刺激阶段：经济持续下行和债务规模扩张，信用风险暴露并加速释放

刺激政策退出后，中国经济增速自 2010 年 2 季度不断下行，至 2011 年下半年 GDP 增速再次回落至 10%以下，进入 2012 年一季度，GDP 增速更是大幅回落 1.5 个百分点至 8%，此后两个季度 GDP 进一步降至 7.6%。为应对经济增速下滑，新一届政府自 2012 年四季度起相继启动了好几轮“微刺激”，但从实施效果来看，通过投资驱动经济增长的作用明显递减，作用效果逐渐下降，有效时间也逐渐缩短。GDP 增速也从 2012 年四季度的 7.6%，逐步回落至 2016 年一季度的 6.7%。

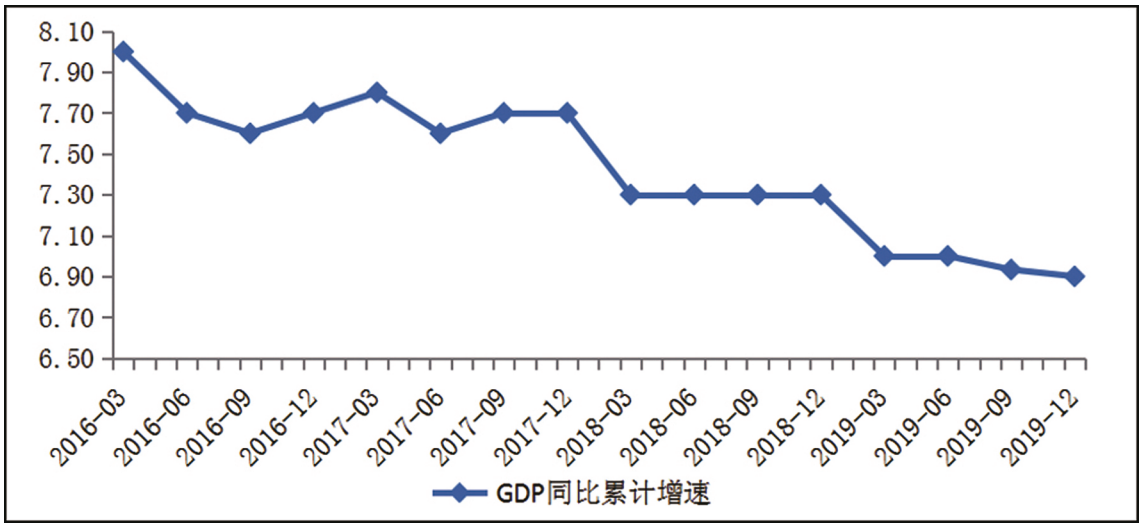


图 32　“微刺激”政策效果逐渐减弱

资料来源：中国人民大学宏观经济论坛课题组

这一阶段，企业部门的债务规模仍继续扩张。截止 2015 年年末，企业部门债务规模超过 105 万亿元，较 2011 年年末又增长了 77%。企业部门的债务率在 2011 年小幅回落后 2012 年再次反弹并维持上涨趋势，至 2015 年，企业部门债务率达到 156%。在此期间，企业部门债务结构进一步变异，非标类债务以及存量债券规模快速膨胀。2012 年银监会颁布《商业银行资本管理办法试行》，该办法出台直接导致了大量的银行同业之间的非标业务兴起。虽然 2013 年银监会 8 号文对银行理财投资非标进行了限制，但自营投资非标的模式一直未受监管。直至 2014 年，《关于规范金融机构同业业务的通知》出台，才有效堵住了非标业务野蛮发展的路径。数据显示，2012、2013 年非标债务增速分别达到 28%和 33%，到 2014 年、2015 年非标债务增速才大幅回落，分别为 13%和 3%。同时，为了拓宽企业融资渠道，缓解再融资压力，规范发展债券市场成为这一阶段金融市场政策的一大重点。各监管机构着力推动债市扩容，而随着偿债高峰期的到来，企业再融资需求也不断增加，债券市场规模保持高速增长，年均增速超过 30%。相比之下，由于经济增速持续走低，信贷增速相对放缓，相应地，这一阶段贷款在债务结构中的占比进一步回落，而非标与债券类债务占比进一步上升。

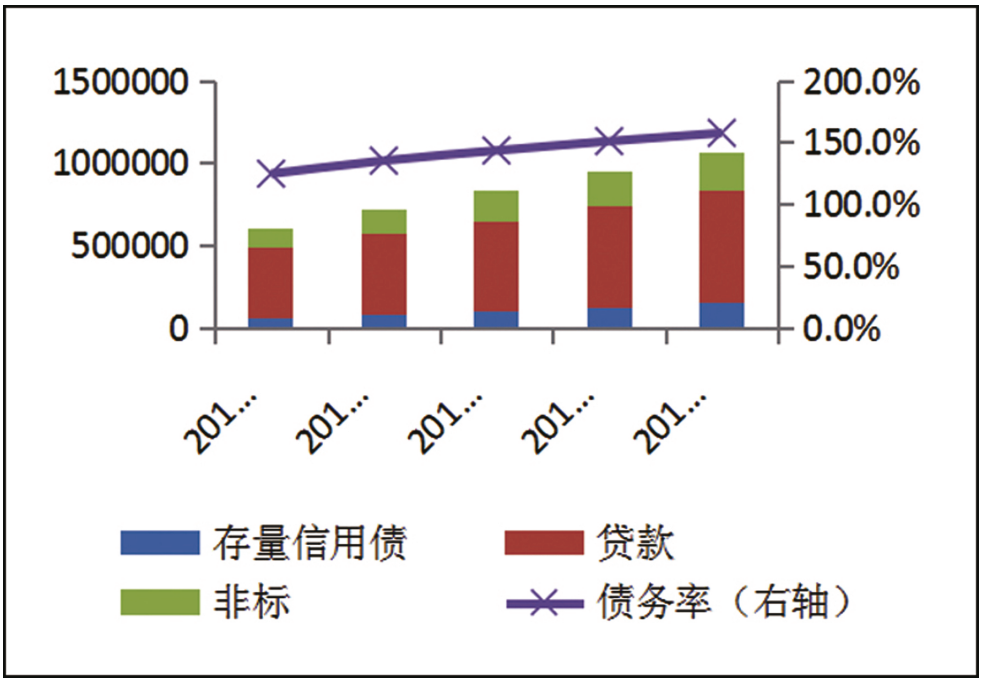


图 33　债务规模继续攀升，债务率大幅上涨

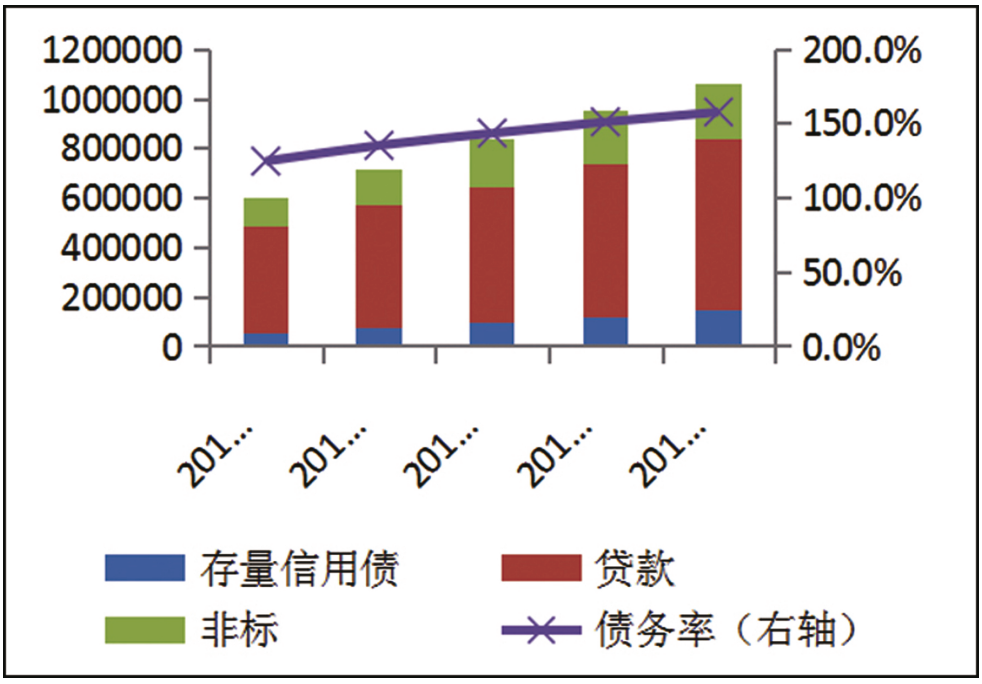


图 34　债券及非标规模高速增长，贷款增速相对较低

资料来源：中诚信国际整理

随着经济增速的持续走低，实体经济越来越难以承受体量过大的债务规模。企业部门积聚的债务风险在这一阶段开始逐步暴露。一方面，自 2012 年以来，商业银行的不良贷款余额及不良贷款率均呈上升趋势，特别是 2014 年以来，商业银行的不良贷款余额及不良贷款率增长速度明显加快。从 2011 年一季度到 2013 年年底，商业银行的不良贷款余额增加了不到 1600 亿元，不良贷款率还下降了 0.1 个百分点，而从 2013 年年底到 2016 年一季度，商业银行的不良贷款余额从不到 6000 亿元增长至接近 1.4 万亿元，不良贷款率也从 1%上升至 1.75%，增加了 0.75 个百分点。另一方面，在非标类债务市场上，包括中诚信托、平安信托等都曾曝出信托兑付危机。

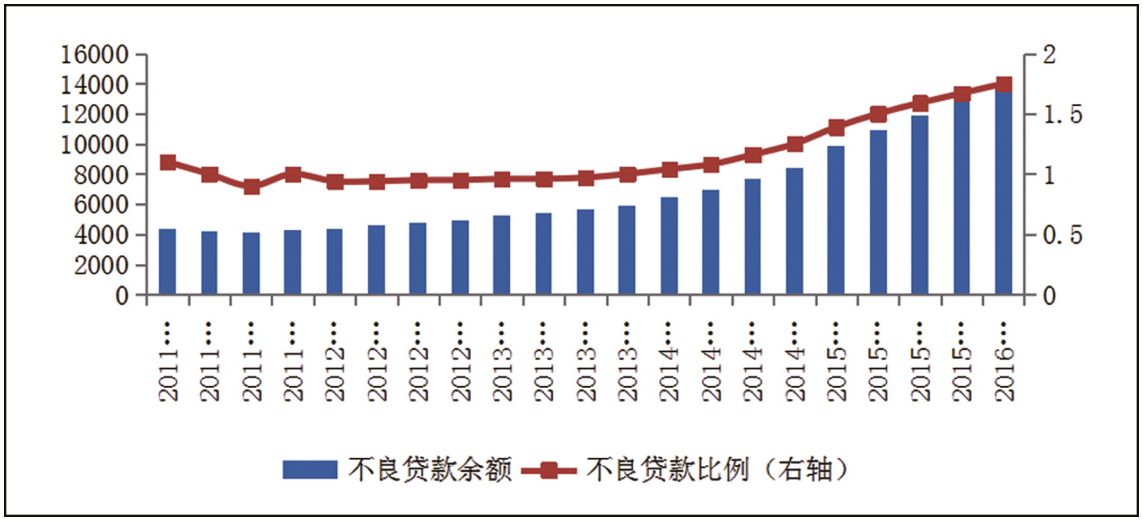


图 35　不良贷款率自 2012 年开始不断上升，并自 2014 年增速加快

资料来源：choice，中诚信国际整理

而在债券市场上，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，同时对市场的影响也越来越大。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：

1.风险暴露第一阶段：“11 超日债”违约，债券市场由零违约向实质违约过渡

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，成为国内债券公开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。

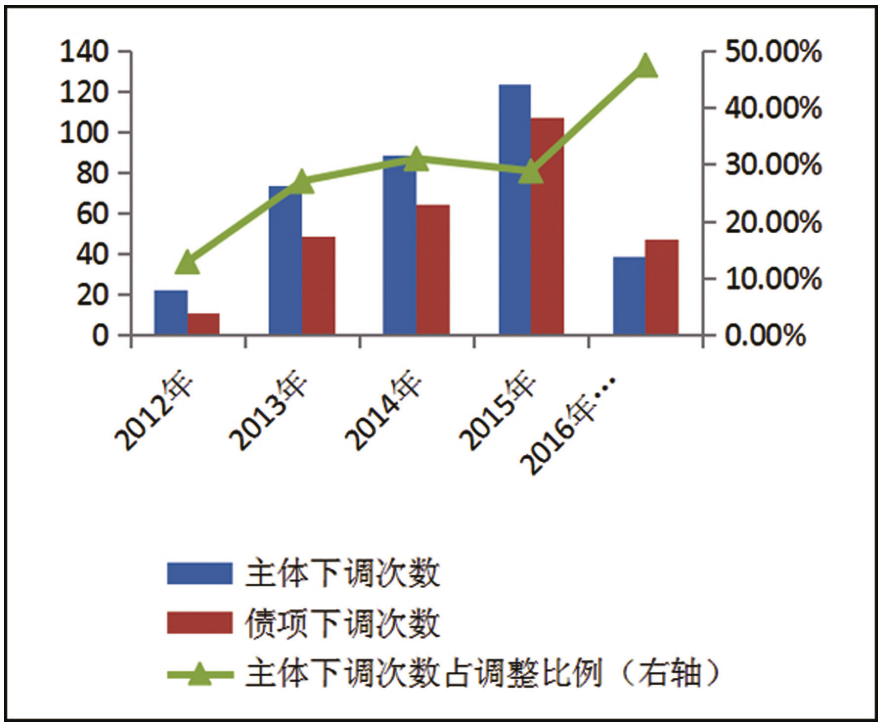


图 36　主体评级下调次数不断增加，比例上升

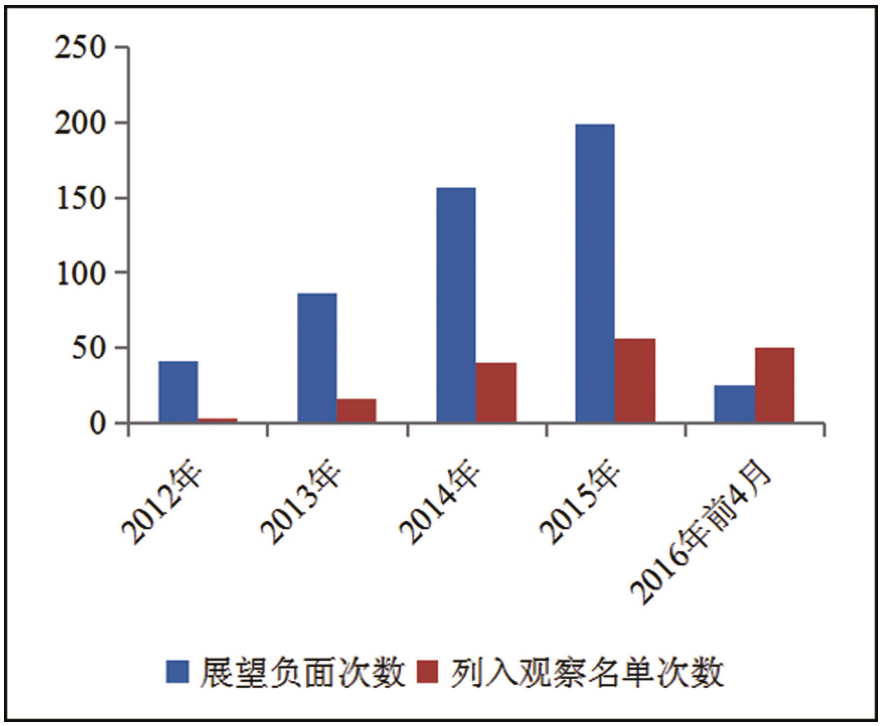


图 37　展望负面及列入观察名单次数逐年增加

资料来源：中诚信国际整理



图 38　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,并且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。

2.风险暴露第二阶段:债券市场信用风险加速释放,进入违约多发期

从公募市场风险事件发生总量来看,自 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 24 起,其中有 9 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，更有中铁物资超百亿债券在 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，但公开市场债券仍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期回售后，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，以及稳增长政策下各监管层对城投公司再融资政策相对放宽，被市场认为违约风险较低。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，但由于这两家发行人很快又公告称终止提前赎回，没有造成实质性信用事件。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，此类不严格遵守契约的提前赎回风险仍需警惕。

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、机械设备等强周期及产能过剩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，使得上下游相关行业的信用风险随之日益抬升。

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。

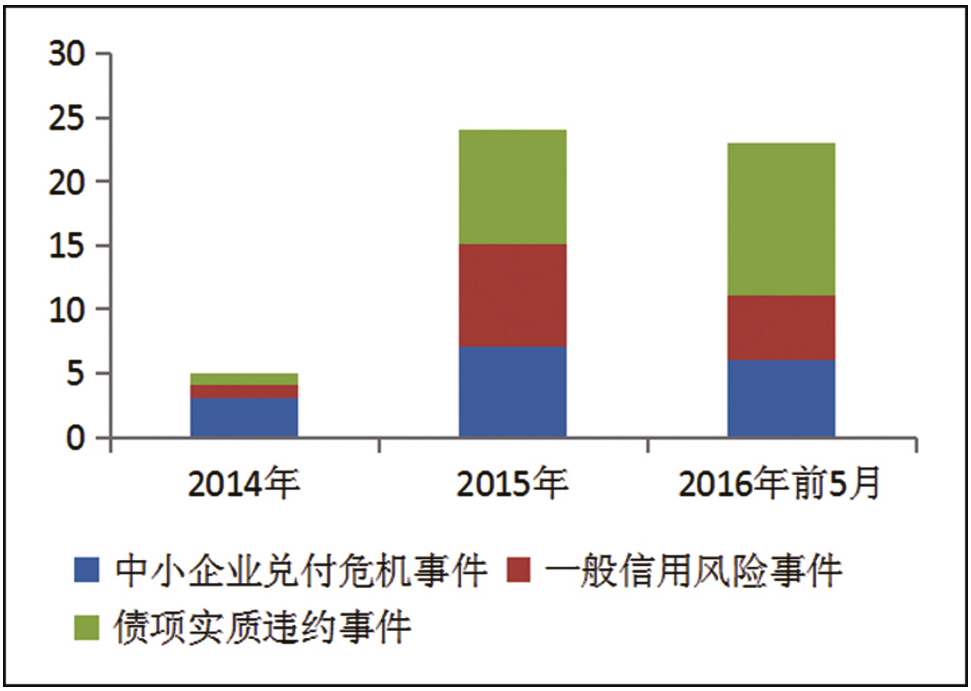


图 39　信用风险事件增多,演变为违约的事件占比上升

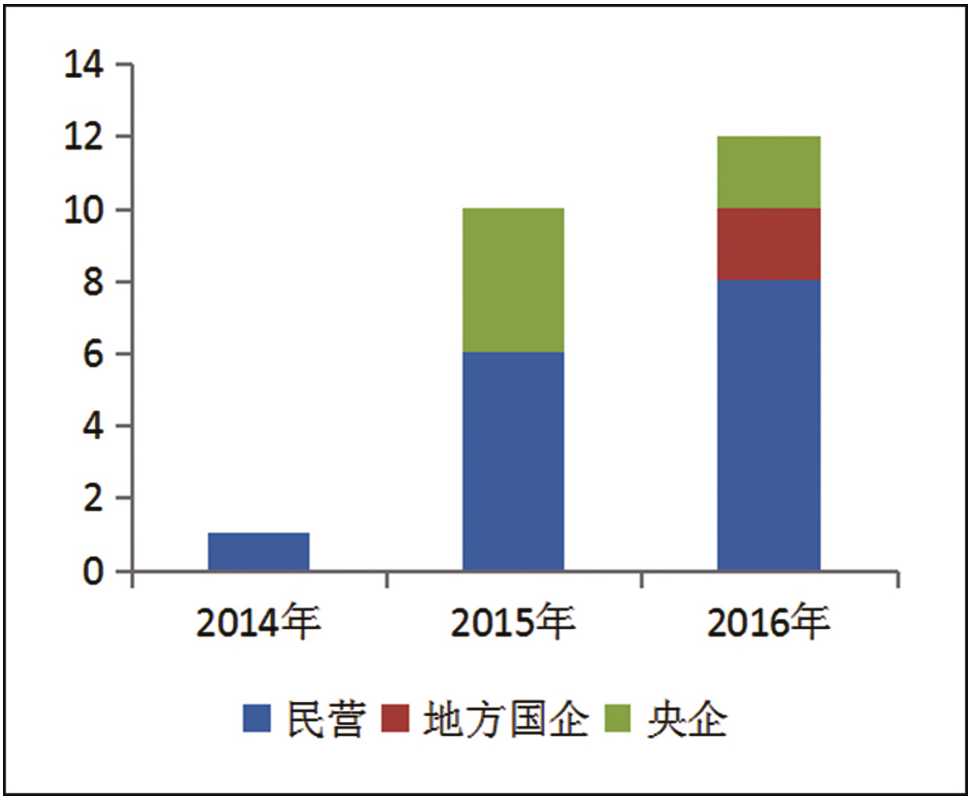


图 40　违约风险由民营向央企、国企扩散

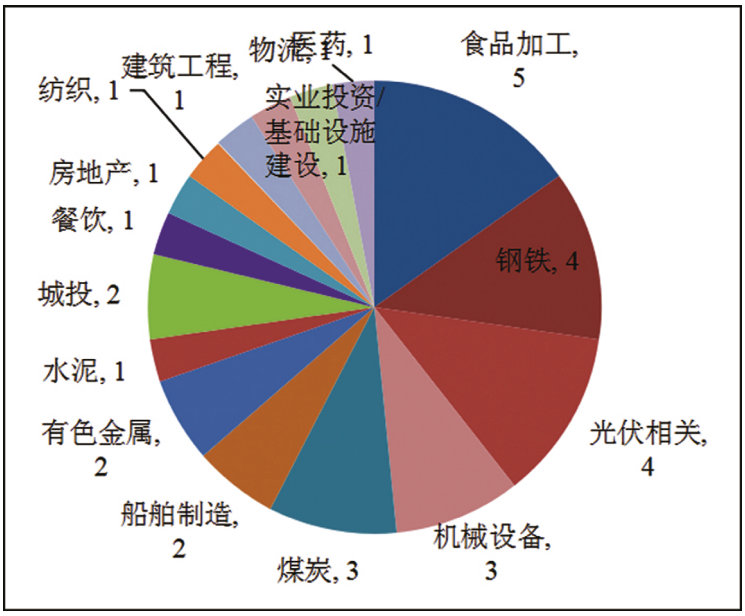


图 41　2006 年以来风险事件所涉及的发行主体行业分布

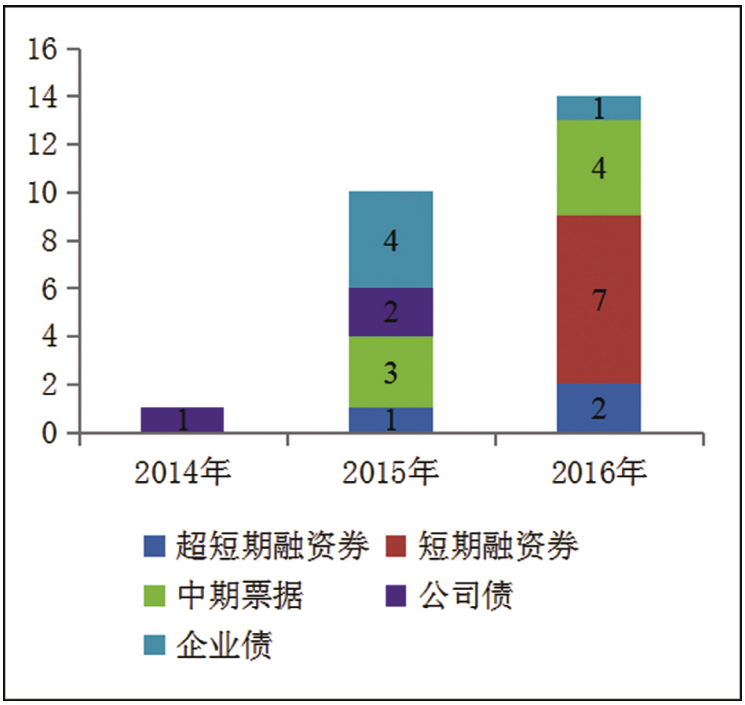


图 42　违约券种由中长期向短期扩散

资料来源：中诚信国际整理

私募债券市场上，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。

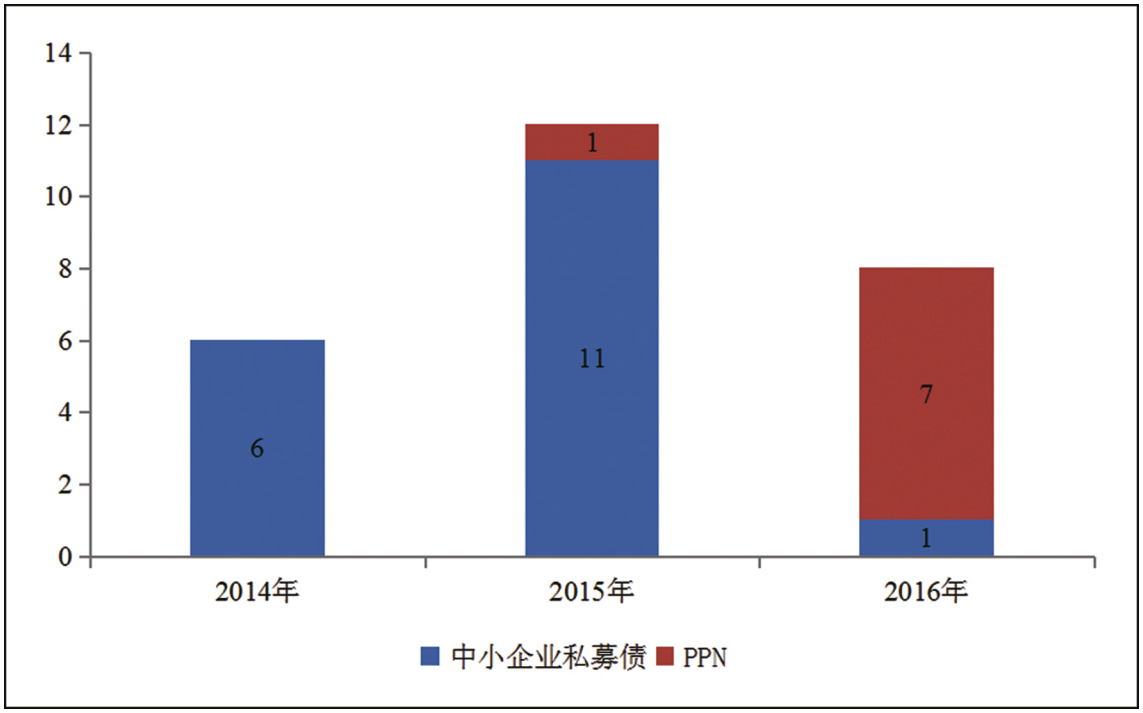


图 43　2014 年私募债违约数量越来越多，从中小企业私募债向 PPN 扩散

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。截至目前，已经违约的 26 只公募债券，有 10 只债券，或通过母公司接手（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,余下尚未完成兑付的 16 只公募债券涉及 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。

3.违约事件对市场的冲击由弱变强

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,系统性风险较低。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。

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。



图 44　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

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，超过 2015 年同期的 3 倍。这导致 2016 年 4 月信用债发行总量较 3 月出现大幅回落。

另一方面，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。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。

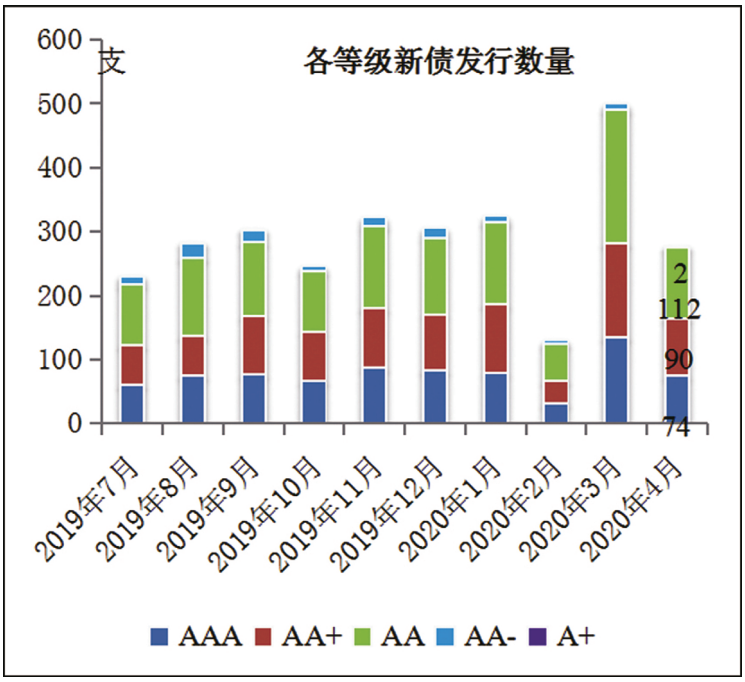


图 45　4 月新发债只数大幅缩减

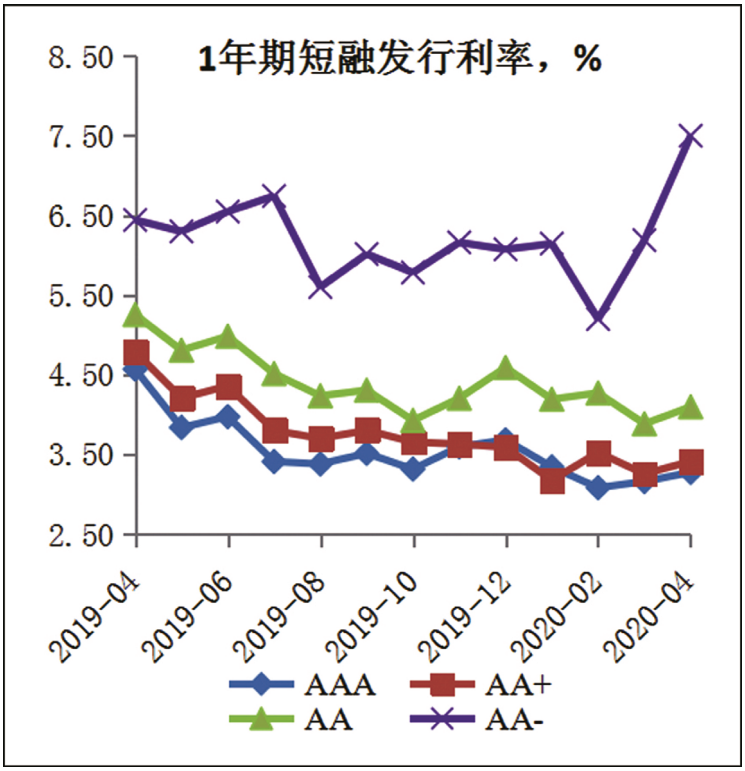


图 46　短券平均发行利率明显抬升

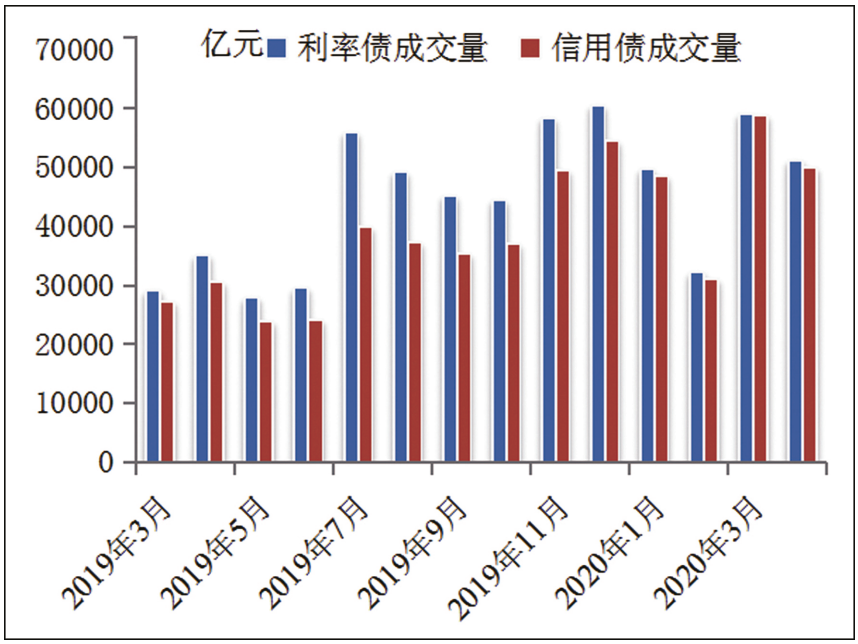


图 47　4 月现券成交量明显回落

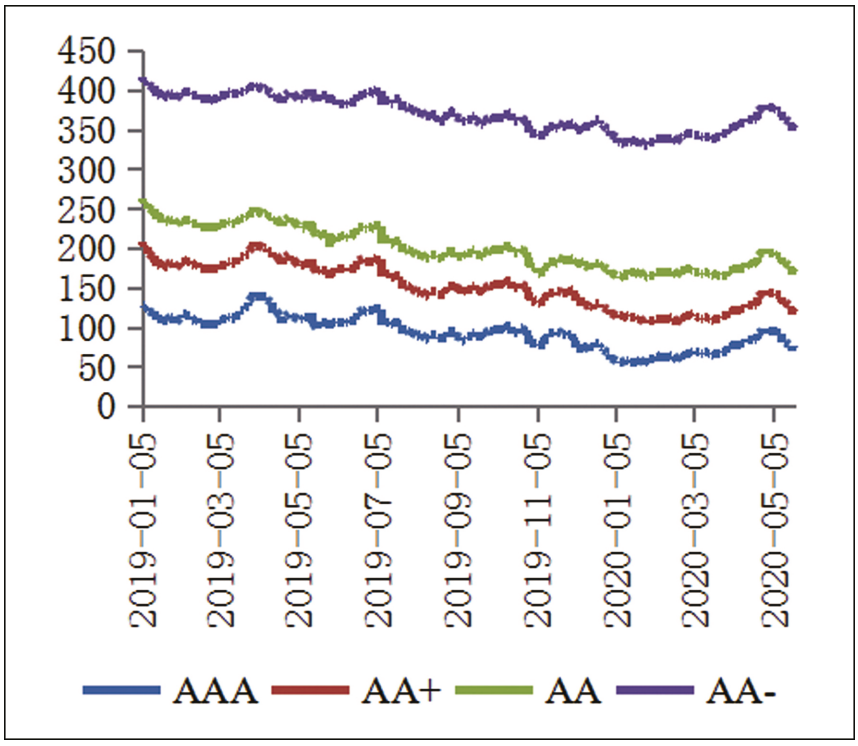


图 48　2016 年以来信用利差出现明显扩张趋势

资料来源:聚源统计,中诚信国际整理

总的来说，债券市场信用风险的逐步加深是2008年金融危机之后大规模刺激政策的后遗症，违约事件由风险较高的中小企业、民营企业开始向大型企业、国有企业蔓延的趋势，既是前期风险进一步释放的要求，也是债券市场发展和改革的必经阶段。对于成熟的市场来说，普通的违约事件并不会造成系统性风险，但由于我国债券市场此前长期存在“刚性兑付”，市场和监管部门对违约事件都表现出了极大的损失厌恶态度，同时在违约退出机制以及信用风险对冲工具方面都还需要进一步完善与发展。当前我国面临着经济下行和企业债务高企的两难问题，在这种背景下，违约风险的集中爆发可能会对市场信心造成极大冲击，因此短期内仍需要采取一定措施，防范因大面积违约导致系统性风险上升。更长期则需要明确政府与市场的边界，通过完善市场化的运行机制，并加强投资者教育，让债券市场信用风险自然释放，优化资源配置。

三、债券市场十年问题累积：监管与风险控制困境

债券市场历经十余年的发展，已经成为企业仅次于银行贷款的重要的融资渠道。与股票市场相比，债券市场与货币市场联系更加紧密，相互作用更为明显，对金融市场的稳定运行起到的重要作用也愈加突出。然而在债券市场蓬勃发展的背后，一方面有信用风险的累积和逐步的释放，另一方面市场本身的发展也面临着一些问题，理清这些问题并找到解决问题的方案对于未来我国债券市场的持续、健康发展有所裨益。我们认为，我国债券市场发展至今主要需解决两个方面的问题：一是处在多头监管和不到位监管并存的困境之中；二是由于风险管理能力不足加剧了宏观风险。

（一）债券市场多头监管和监管虚位并存问题

1.债券市场多头监管问题

由于历史发展原因，中国债券市场的监管一度被戏称为“五龙治水”，这一比喻形象地描绘出“一行三会”加国家发展改委这五个监管部门共同管理债券市场的现状。与股票市场主要由单一的监管部门——证监会监管不同，债券市场呈现出多个监管机构划地而治的局面。在一级市场上，监管机构各自设立市场并推出融资功能几乎相同的债券品种，尤其是针对公司类信用债的品种重叠最为严重，发债流程也不尽相同。中长期融资方面，企业债、公司债、中期票据三个品种所服务的发行人之间的差别已经越来越小，几乎完全重叠，甚至原本在期限上的差距也在拉齐。在长期融资方面，发改委、证监会和交易商协会陆续推出了可续期债券、可续

期公司债和可续期票据三个品种。在短期融资方面，银行间市场上发行的证券公司短融和证监会在交易所市场推出的证券公司短期公司债基本完全替代。在创新品种方面，近两年，交易商协会和发改委又分别推出了同样服务于项目融资的项目收益票据和项目收益债券。不同监管部门之间的产品竞争愈演愈烈，甚至在同一监管部门主管的债券品种之间，如交易商协会主管的超短期融资券和短期融资券之间也出现了相互替代趋势。在发债流程上，发改委仍采用相对严格的审批制度，交易商协会最早采用注册制，证监会也在由核准制向注册制转变。这些重复的品种设计和各异的发债流程，表面上看是丰富不同发行人的发债选择，实际上随着他们服务的发行人逐渐趋同，已经给债券市场造成了大量的冗余信息和明显的重复监管问题。这种债券品种上的重叠，一方面增加发行人、投资人和中介机构的信息成本，在不提高市场运行效率的情况下增加了市场的复杂性，另一方面重复监管更整体增加了监管成本，造成对社会资源的浪费，同时还带来潜在的监管套利风险。事实上，通过对美国、德国等发达国家资本市场的研究，我们发现对于政府、金融机构、企业等不同类型的发行人，同样存在多个监管机构，但针对相似的发行主体，如企业法人，融资需要选择的债券品种简单明了，监管机构和发行规则也相对一致。

表 1　　债券市场监管及交易架构

债券类别	监管机构	上市场所
政府债券（国债、地方政府债）	人民银行、财政部、证监会	银行间、交易所
中央银行债	人民银行	银行间
政策性银行债、特种金融债券	人民银行	银行间、交易所
商业银行债券、非银行金融机构债券	人民银行、银监会、保监会	银行间
证券公司债、证券公司短期融资券、证券公司短期公司债	人民银行、证监会	银行间、交易所
非金融企业债务融资工具（（超）短期融资券、中期票据、PPN）	交易商协会（自律管理）	银行间
企业债	国家发改委、人民银行、证监会	银行间、交易所
公司债（大公募、小公募、私募）	证监会	交易所
资产支持证券	人民银行、银监会、证监会	银行间、交易所

在二级市场交易中，我国债券市场还存在对同一债券的分割托管问题。在研究中我们发现，成熟市场的债券清算和托管是依据券种进行分类，如政府债券、金融债券、公司债券等等，但并不会因交易场所的不同而对同类债券的清算和托管出现分割。而我国由于银行间市场和交易所市场的监管机构不同，导致债券的清算和托管的也是严格按市场不同安排不同的服务机构。这些机构在服务规则上的差异，客观上造成了债券市场在债券、资金、投资者与信息方面的流动不充分，人为造成了市场分割。具体来看，中央国债登记结算中心（以下简称中债登）在银行间债券市场发展之初作为指定的登记、托管和结算机构，托管了银行间市场参与者的大部分债券。2009 年底银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上清所）成立，并从 2010 年开始执行债券登记托管结算业务。至 2013 年，该公司已经实现了对非金融企业债务融资工具的全券种托管。中债登仍然负责在银行间市场交易的国债、地方债、政策性银行债、商业银行债、非银行金融机构债和部分跨市场交易的企业债等品种的结算、托管工作。从发展趋势来看，未来银行间债券市场交易的信用债品种除企业债之外将逐步托管至上清所，而中债登则主要负责政府债、企业债以及各类金融债。交易所债券市场的债券主要由中国证券登记结算公司（以下简称中登）负责登记托管，并根据券种的不同实行不同的托管机制。对于可以跨市场流通的政府债券、企业债，中登作为分托管人以名义持有人的身份在总托管人中债登设立代理总账户，交易所投资者在中登开立托管账户。交易所市场其他债券的登记托管职责则由中登单独负责。在这种割裂的托管结算体系下，只有非常有限的债券可以实现跨市场交易，且想要进行跨市场交易的投资者必须在两个机构同时开户，并且承担债券在两个账户之间转托管所耗费的较高的时间和资金成本。这样的安排阻碍了两个市场之间债券的流通，使得两个市场各自更加闭塞，不利于价格发现和市场资源配置功能的实现，并在客观上造成国内交易所市场与银行间市场长期存在利差。此外，分割的托管账户也阻碍投资者对投资组合进行统一管理，增加投资者的管理成本。

表 2　　中国债券市场托管结算体系

	交易所市场		银行间债市	
托管结算机构	中国证券登记结算公司(中登)		上海清算所(上清所)	中央国债登记结算有限公司(中债登)
托管结算债券品种	跨市场的企业债、国债、政策性金融债	单独在交易所交易的国债、企业债及公司债	对非金融企业债务融资工具的全券种托管	国债、地方政府债、金融债、企业债等品种及部分中短期票据
托管制度	中登为分托管人，总托管人为中债登	单独负责	各自单独负责相关债券的托管	
结算制度	净额结算	净额结算	全额逐笔结算	

此外，从交易制度上看我国债券交易在两个市场的结算方式并不相同。银行间债券市场直到 2011 年底上清所推出了债券现券交易净额清算业务，并引入了中央对手清算机制，才正式建立了集中清算机制。而与此同时交易所市场的债券清算和结算则主要采取中央对手方的净额结算机制，由中登负责债券交易的清算、结算，并作为交易双方共同的对手方提供交收担保。但在其固定收益电子平台实现的成交、清算却同时存在全额结算和净额结算两种模式。在债券市场交易结算制度方面，也可以看出两个市场的托管、清算机构各自为政，给债券的跨市场交易形成障碍。

面对上述多头监管造成的债券市场结构冗余和交易割裂，我们认为应从以下两个方面进行改革：

一是从发行监管的角度，对同一类型发行主体发债按照一致的发行规则和简单明确的债券品种实施监管。监管部门可以参考美国的“豁免制度”，如果某一发行人已经取得了其中一个监管机构的发行批文，则该发行人在一定期限内发行其它同性质的券种，可以获得相应监管机构的豁免批准，降低监管成本，避免重复监管和社会资源的浪费。最终目标是减少债券品种上的重复和冗余，降低重复监管成本。就发行制度而言，应推动债券发行制度向统一的注册制或备案制转变。

二是从交易结算角度，建立统一的结算托管体系，打通场内、场外交易。一方

面加强交易所和银行间市场的互联互通，尤其是放开银行业机构进入交易所债券市场开展场内交易。这对于增加债券的流动性，提高债券交易效率，促进价格发现等具有重要的作用。在联通的市场格局下，无论是资金套利还是债券套利风险都会大大减少，市场的效率将得到提高，债券市场合理配置资源的能力也将增强。另一方面建立统一的结算托管体系。我国的结算托管机构应逐步统一，在这一机构之下，可以设立不同的分支机构或子公司，按券种分类清算后统一结算，并集中托管在同一个机构。这对于实现债券的跨市场交易、投资者投资组合的统一管理、提高市场的运行效率具有重要意义。

2.债券市场信息披露和投资者保护问题

对信息披露的监管在实践中往往需要监管机构、中介服务机构、行业协会、投资者多方共同发挥作用，对有信息披露责任的发行人共同形成约束，而监管机构应该掌握对违规主体依法依规实施惩戒的有力武器。我国在债券信息披露的监管方面以发改委、证监会以及央行等政府监管机构为主体，以证券交易所、证券业协会、银行间市场交易商协会等自律组织的市场监督以辅助，中介机构和自律组织的监督权利范围较为有限，难以对发行人的信息披露进行实质性约束。与此同时违规信息披露的问责机制也不完善，发行人本身对企业的负面信息有隐瞒或扭曲的动力，因此监管对未主动披露负面信息、或有信息造假行为的主体需要有相应的惩罚措施并且确保实施到位。但实际上监管机构对信息披露真实性、及时性的监督还很不到位，惩处的执行也较为落后，市场上因各种理由延期披露年报、信息披露不实、年报造假的案例屡见不鲜。在信息披露规则的制定方面，由于目前发改委、证监会、央行等监管机构针对不同的券种管辖范围进行独立监管，因而各监管机构在分别制定相应的债券发行管理规则的同时也对信息披露施行不同的规范。信用债的多头监管不仅在发行时增加市场信息成本，也为债券持续信息披露的管理增添难度，甚至对信息披露渠道也造成分散和割裂，让投资人难以及时获得信息，增加监督难度。

与信息披露相关联的一个重要的监管责任就是投资者保护。由于发行人和投资人之间天然存在信息不对称，需要外部力量来降低这种不对称，并在出现纠纷时保障投资人的合法权利。然而我国资本市场对投资者的保护程度还很低，就近几年发生的多起债务违约事件来说，投资人想通过现有渠道较好的维护自身利益面临着发行人的消极态度甚至恶意逃废债务等种种问题，由此产生的时间成本和最终的投资损失都只有由投资人来承担，没有一个强有力的制度安排推动对违约的

处置，让投资人在这个过程中一直处于弱势地位。2014 年至今发生的多起债券违约事件中，至今仍有部分违约处置无法向前推进，另投资人无所适从。而在这个方面，正是需要监管部门进行效率高、可执行性强的制度安排，避免投资人在承受投资损失的同时又承担较高的时间成本。

针对信息披露中的监管不到位问题，我们认为应从以下几个方面着手解决：一是完善多层次的信息披露监管体系。从政府监管机构、自律组织以及中介机构三个层次构建信息披露的监管体系，政府监管机构应下放更多监管权力至债券自律组织和中介机构，有效发挥自律组织和中介机构的市场监督作用。二是加大对违规信息披露的处罚力度。在法律法规方面要进一步完善并细化违规信息披露的问责机制，对于隐瞒或不实披露信息的责任主体应严肃惩处，监管机构、自律组织和中介机构相互之间要加强监督配合，通过加强监管提高发行人信息披露的积极性。三是分类统一信息披露规则，同质券种施行相同的信息披露制度。可以根据发行人的不同划分为政府及政府机构债券、金融机构债券、公司类信用债以及结构融资类产品，这四类债券根据各自特点分别实施相应的信息披露制度。四是在违约事件中的投资者保护方面，应尽快推出有利于推动违约处置的制度安排，提高处置效率，降低投资者的处置成本。

（二）债券市场健康发展有待于宏观风险管理能力提升

我国债券市场飞速发展的同时也快速积累了相当的风险，一方面宏观经济政策的引导使得债务规模的增加突飞猛进，另一方面也反映出我国从监管机构到发行人、投资者和中介机构，对风险的态度、管理意识和管理能力都有待提高。当前我国企业部门的高债务问题已经成为影响宏观经济的主要风险之一，针对避免债务风险爆发引起系统性风险的研究也较多，主要方法包括企业去杠杆、杠杆转移至政府部门、恢复企业活力、以经济增长化解债务风险等。我们认为，从长期来看，提高市场各方面的风险管理能力对降低由债务风险导致的宏观风险较为有利，对于推动债券市场本身的健康可持续发展也有重要意义。我们认为主要应针对以下两个方面采取措施：

1.打破政府信用背书下的“刚兑”信仰

在债券市场最初的发展阶段，监管机构出于培育市场、控制风险的角度，获批发债的主体多为实力雄厚的央企和地方国企，给投资人留下了国企债券几乎无风险的印象。此后随着金融危机爆发，经济刺激政策的推出，让越来越多的地方融资

平台以企业的名义为政府融资，而地方政府又经常愿意出具各种形式的“兜底函”、“安慰函”为这些企业的债务提供隐性担保，随着债务规模越来越大，政府信用的透支程度不断上升。与平台类公司相比，产业类的地方国有企业和央企市场化运营的程度较高，受政府的干预更小，但它们在股权结构上天然背靠地方政府和国资委，也让市场相信政府信用的延伸。我们认为，政府和企业债务责任的边界模糊是让市场形成一切国企都有政府信用背书和“刚性兑付”的最主要原因，与之相似的还有将地方政府债务责任上移至中央政府的观念。而各有关政府部门尽管一再发文声明要划清政府与企业的边界、地方政府债务要依据自身偿付能力发行等等，但在实际操作中又确确实实为了“守住不发生系统性风险的底线”，在风险事件发生后出面组织各方协调解决，并不会真的袖手旁观，这也进一步加强了市场对政府兜底的信念。

然而无论是政府、中介机构还是投资人都应该意识到，这样的风险兜底是无法持续的。政府的所谓“兜底”，并非直接由财政出钱替企业还债，更多的是政府以财政实力为支撑，出面协调解决债务问题，需要多方的妥协和配合，这其中既包括地方政府的积极意愿，也需要参与方对财政实力的信心。但是在宏观经济处于底部的大环境下，出现债务危机的企业将会不可避免地继续增加，随着事件的增多，要想保持“刚性兑付”就需要各方付出更多的成本。与此同时市场化改革也在不断推进，企业经营的去行政化正在逐渐降低政府和企业之间的关联，而地方财政实力受经济下行的影响也在此时成为制约其他参与方配合意愿的重要因素。实际上自2015年开始已经陆续有央企、地方国企出现债券实质违约。在市场化改革推进等重外部因素的作用下，这些违约事件这也意味着受自身财政实力的变化影响，地方政府、国资委对于国企违约的态度已经发生转变。投资人、中介机构对于地方国有企业的“刚性兑付”信仰也逐渐减弱。

2.唤醒市场风险管理意识、提高市场风险管理能力

正是由于上述“刚性兑付”幻觉的存在，我国资本市场尤其是债券市场对风险的管理意识很弱，这在宏观助涨了债务风险的加速积累，在微观上削弱了债券市场风险定价的功能，更抑制了市场对风险的管理能力。

风险定价是债券市场的基础功能，然而我国债券市场要真正实现风险定价还缺少两个要素：一是作为定价基础的无风险利率期限结构不完整。受限于1年期以内短期国债的规模较小，国债收益率曲线短期部分无法准确构建，不仅影响债券定价，对于更广范围的资本市场的定价也产生影响；二是信用品种的等级覆盖面较

窄，AA 级以下债券在市场上占比过低，且由于过去存在“刚性兑付”，信用风险难以有效识别。在这种既缺少定价基准，又无法有效识别风险的环境下，我国债券市场也就难以准确进行风险定价。要解决这一问题，首先要在保持现行国债发行节奏的基础上，提高短期国债的发行频率，增加短期无风险品种交易的活跃度，进一步构建完整的国债收益率曲线，从而为整个资本市场实现准确定价提供有效的基准。其次要扩大债券市场发行人范围，完善风险定价体系。监管应取消对发行人的信用等级要求，让市场通过信用评级对发行人进行风险评估，进而在无风险利率期限结构的基础上进行定价来完善债券市场的融资功能。

在风险定价的基础上，进一步有效管理风险是市场逐渐走向成熟的必然要求，也是降低宏观风险的重要手段。管理风险，并不是单纯的控制风险，而是通过风险和收益和权衡实现一个相对稳定的风险水平。对于债券市场来说，利率风险和信用风险是风险管理的主要方向。我国对于债券的风险管理是在借鉴美国、欧洲等发达地区经验的基础上逐步发展的，但由于种种因素尚处于发展初期。在利率风险管理工具上，由于九十年代初期推出国债期货的条件并不十分充分，导致后来发生了极具负面影响的“3.27”事件，使得国债期货发展停滞近二十年，直到 2013 年才得以重启。截至目前，重启后的国债期货的上市品种仅有 5 年期和 10 年期两个，参与机构也仅限于进行套期保值交易。在信用风险管理工具方面，正如第一部分所说，由于刚性兑付的长期存在以及低等级、高风险信用产品极少使得我国信用衍生品市场的发展缓慢，信用衍生工具种类较为单一，但市场存量和流动性都较低。要提高投资者的风险管理能力，就需要真正有效的风险管理工具。在利率风险方面，要加强国债期货交易的规范化管理，完善交易平台与信息监管体系。同时建立统一的信息公开渠道，降低内部交易风险引起过度投机行为。在信用风险方面，要扩大信用衍生工具的参与主体范围，着重于激活国内信用衍生品市场，减少对衍生品使用的限制。目前我国参与 CRM 交易的只有少数银行，这也是信用衍生品市场发展缓慢的重要原因，除商业银行之外，其他主体包括企业部门以及非银行金融机构都需要涉足信用衍生品市场，真正发挥信用衍生工具对于金融体系内部信用风险的缓释作用。

四、债券市场未来发展方向

过去十年，债券市场获得了飞跃式的发展，成为继美、日之后的全球第三大债

券市场。展望未来，一方面，随着债券市场规模的进一步扩容以及各项基础设施建设的不断完善，债券市场将在金融体系中发挥越来越重要的作用，成为多层次资本市场的有机组成部分；另一方面，随着人民币国际化和资本市场改革不断深化，未来债券市场发展将更为开放；同时，在一个越来越成熟的债券市场中，包括监管机构、投资人、发行人在内的各方参与者也将更加理性，特别是在对违约风险的态度上将发生转变。

（一）构建多层次资本市场，提升债券市场在直接融资市场的地位

从各国发展的历史经验来看，直接融资占比越高，资源配置效率越高，实体经济受益也越多。以美国为例，美国资本市场以直接融资为主，债市、股市及信贷规模的比例大概在 55∶33∶12。与之相反，我国资本市场仍呈现出以间接融资为主、直接融资为辅的结构特征。数据显示，截止 2016 年 4 月底，我国债市余额约为 54.22 万亿元，股票市值 44.79 万亿元，银行贷款余额 104.05 万亿元，三者的比例约为 27∶22∶51。随着经济增长动力由投资向消费的转换，第三产业对经济的贡献继续上升，未来中国资本市场直接融资占比也将继续上升。在当前宏观经济下行、债务风险已经逐步释放的大环境下，除了要大力发展股权融资，优化企业债务和股本融资结构外，推进现有债券市场的进一步升级也有益于增加企业直接融资占比、完善多层次资本市场、加大金融支持实体力度。

从 2005 年到 2015 年，中国债券市场存量规模由不到 8 万亿增加到 48 万亿，在 GDP 中的占比由 43％上升为 71％，已经取得了飞跃式的成就。不过，考虑到美国债市规模在 GDP 中的比重超过 200％，未来债券市场仍有较大的扩容空间。央行行长周小川曾撰文指出，预计从 2014 年到 2020 年，债券市场余额占 GDP 比例将提高到 100％左右。根据我们的宏观增长预测模型，到 2020 年我国 GDP 总量将达到 97.82 万亿元。那么，按债券市场余额占 GDP 比例将提高至 100％左右计算，届时债券市场的规模将达 97.82 万亿元，也就是说，未来几年内，我国债券市场将有超过 43 万亿元的增长空间。

除了规模上的稳步增长外，我们认为未来债券市场发展将更加注重构建多层次的市场结构。

从发行人角度来看，国内债券市场已经形成了中央政府、政府支持机构、地方政府、金融机构及非金融企业等几大类发行主体，其中地方政府，尽管已经能够作为独立的发债主体，但由于种种原因，信用主体地位尚不明确，向上透支着中央政

府信用，向下仍存在为城投公司隐形担保的问题。未来随着地方政府债务改革的不断深化，各级地方政府资产负债表的建立与完善，以及地方政府融资的规范化、透明化，地方政府的信用主体地位有望更加清晰。就非金融企业而言，由于监管机构在债券销售、交易过程中制定了多种以信用评级作为其中一个评价指标的规则，使得低等级债券或发行人较难获得市场认可，导致信用等级集中在 AA 及以上，信用层次难以有效区分。未来应在适应实体经济发展需要的基础上，不断增强债券市场的弹性和包容能力，为不同规模、不同类型、不同成长阶段的企业提供差异化服务，尤其是提高低等级企业发债比重。

从投资者的角度来看，目前我国债券投资者结构较为单一，债券持有者主要是商业银行以及非银金融机构，而交易所、特殊结算成员以及境外机构等债券持有量较少，持有券种也主要集中于低风险的国债和政策性银行债。2014 年以来，银行间债券市场参与主体不断拓宽，已经基本实现了对境内金融机构的覆盖，境外参与主体也正在逐步增加。未来应逐步提高非存款货币类机构投资人持有债券比重，为年金等非法人机构投资者入市创造条件，同时应加强投资者培育，形成基于投资管理的机构投资者，能够根据不同的风险偏好对不同信用层次的债券进行投资。

从产品结构上看，围绕稳增长、调结构、促改革的各项要求，近几年债券市场推出了不少新产品，如永续类债券、绿色债券、供应链票据等，较好地满足了市场主体多层次、多样化的融资需求。未来一方面需要进一步发展这些已有的创新品种，推动这些创新类债券的不断扩容，另一方面还需要继续丰富新的投资品种，吸引更多投资者参与市场交易，在基础产品上，应结合实体经济融资需求以及经济转型需要，从发债用途及条款设计及产品结构方面进行创新，同时应积极发展利率及信用衍生品产品，为投资者风险管理提供必要的金融工具。

（二）加速债券市场国际化进程，实现债券市场双向开放

从 2005 年以市场供求为基础、参考一篮币进行调节、有管理的浮动汇率制度，经历浮动区间进一步扩大，“8·11”汇改、人民币“入篮”SDR、美联储加息以及人民币汇率指数的发布，人民币汇率形成机制更为市场化，兑美元汇率双向波动加强。与此同时，金融领域和资本市场的改革开放不断进行，从利率放开，到跨境主体进一步扩大，利率市场化、汇率改革与资本账户放开协同并进，对债券市场放开产生重大影响。自 2010 年人民银行向境外三类机构（境外央行、国际金融组织、主权财富基金）开放银行间债券市场以来，债券市场对外开放取得了长足进展，特别是

2015年以来一带一路、自贸区、沪港通等概念已牢牢吸引海外投资人的眼球，同时，我国正式提出人民币国际化战略，人民银行允许人民币清算行以及人民币结算参加行进行债券回购交易以解决海外人民币融资渠道问题，进一步扩大债券市场对外开放需求日益提升。未来，随着人民币国际化和金融领域改革开放的进一步推进，人民币的投资功能和融资功能都将得到进一步的发展，债券市场的对外开放进一步深化。

我们认为未来债券市场将在额度管理、投资者准入以及可交易产品等方面有进一步的突破。

额度进一步扩大，分配机制有所变化。在目前尚未实现资本账户全面开放的情况下，国内资本市场的对外开放始终遵循额度管控的大原则。这一原则适用于从QFII到RQFII再到沪港通、深港通，也适用于三类机构的准入。由于三类机构资金量大，且多为自有资金和自营投资，目前这类机构的额度、托管量等占银行间债券市场对外开放的80%以上；而RQFII成立耗时长、成本相对较高，RQFII机构从公募基金设立到最终正式在银行间债券市场投资，需要耗时9个月以上，目前RQFII项目下债券市场占比很低、且额度已经用尽。因此，未来加大三类机构的开放额度，扩大适用主体至基金和证券公司，势在必行。实现额度扩大，需要先对目前的额度分配机制进行改革，现状额度分配是参照各家机构参与人民币跨境贸易结算的情况，按比例划分的，且总额度方面没有上限。随着人民币跨境结算范围的扩大和境外人民币资金池的不断扩大，可将三类机构扩大开放至基金和证券公司，无论是资管产品还是自有资金投资，可参考其净资产和资产规模，也可参考其在银行间市场投资人员的经验和实力，进行打分，并分配相应的额度区间。

投资者准入方面，目前海外进入市场的机构类型来看，大体可以分为三类：一是央行、主权基金，二是商业银行、保险和公募基金，三是银行、券商的交易型账户、私募基金和对冲基金。针对第一类账户，应该鼓励多多益善，甚至全面取消额度限制。因为此类账户资金量大，多数只投资利率债，基本只是买入并持有到期，这类机构进入银行间债券市场是人民币实现国际化的标志，也是境外国家和地区对中国银行间债券市场开放的背书。第二类账户是目前银行间对外开放的主体，这类境外机构基本都有海外业务经营牌照，接受较为严格监管，日后对他们开放的原则可放宽至：有牌照、有需求、有能力，即只要在我们认可的地区（如已经签订人民币货币互换或者已经开放RQFII的地区）取得银行、保险、资产管理业务的牌照，有投资人民币债券的实际需求，且有相关经验的业务人员，即可获得额度和准入。第

三类账户是银行、券商的交易型账户、私募基金和对冲基金。受产品开放和结算代理的限制，目前这类账户进入银行间债券市场较少，可以加大这类账户的开放空间，提高市场的流动性和竞争性，通过加入海外的交易账户可以改变国内市场交易方向性趋同的问题，增加交易机会，推动银行间市场的进一步开放。对于银行和券商等法人机构，可遵循第二类的准入办法；针对私募基金和对冲基金，原则是要拥有资产管理业务的牌照和有相关业务经营的人员。

可交易产品范围扩大。目前境外央行类机构进入银行间债市进行交易的品种已经涵盖包括债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易品种，而针对符合条件的其他境外投资机构，央行只明确提出可以进行债券回购交易，未来还需要进一步界定及扩大此类机构可交易品种范围，允许其投资同类型境内机构的可投资产品范围。

需要指出的是海外机构在流动性、对冲等工具上的需求是巨大的，而国内目前还缺乏相应的品种，加上目前国内债券市场基础设施与发达国家还存在一定差距，因此，仅从政策上进一步对境外机构放开债券市场还不够，还需要从丰富产品结构、完善交易基础设施方面吸引境外机构进入国内债券市场进行投资。

除此之外，随着人民币纳入 SDR 货币篮子，未来将逐步驱动全球央行对储备资产进行一定程度的调整，增加对国债，特别是短期国债的配置需求，因此，为满足日益增加的境外投资需求，未来债券市场中国债发行规模要进一步增加。考虑到国债兼具财政与金融双重属性，扩大国债发行规模、丰富短期国债品种，还有利于提高货币政策和财政政策的配合度。

（三）不断完善债券市场的金融资源配置功效

在一个越来越市场化的债券市场环境里，各方参与者将更加理性。特别是在对待违约以及风险管理的态度上将发生明显转变。

从监管层角度来看，过去在市场发展与风险防范的平衡中，监管机构经历了由高门槛、零违约的态度向逐渐扩充发行人范围、提高违约容忍度过渡。未来监管机构在规范市场发展中，应当更加注重完善市场化的运行机制。一是要建立健全债券市场的定价机制，这首先需要进一步构建完整的国债收益率曲线，为市场实现准确定价提供有效的无风险利率基准，其次，应继续推动市场扩容，允许更多低信用等级的发行人进入债券市场，并培育具有不同风险偏好的机构投资者，以进一步丰富市场的信用层次，同时应加强对各参与方规范操作的监管，形成有效约束激励机

制，其中特别是要对信息披露及投资者保护制度进一步完善，让不同风险偏好能够与不同收益进行匹配，从而使市场能够对不同信用风险进行准确定价；二是要构建违约退出机制，一方面要推进法律法规和相关制度建设，出现违约事件后，兼顾保护债权人和债务人的利益，需要进一步加强管理人制度建设，确保债权人通过债权人大会等方式行使权力，建立和培养高水准中介服务、法官破产企业救助执业共同体机制，积极有序运行违约企业的拯救机制，培育专业法官，形成高素质的破产重整共同体，最终保障重整制度的价值目标实现。另一方面要积极发展信用衍生品市场，提高投资者的风险管理能力。在这样的市场环境下，监管层对违约风险的防范，不是通过人为设定高门槛，代替一部分追求高收益投资者拒绝一部分高风险企业的债券融资需求，而是让投资者自主投资、自担风险；在面临违约风险之时，监管机构也将不再简单地兜底，而是通过提高参与各方的风险管理与抗风险能力，减轻违约对整体债券市场乃至资本市场的冲击。

从投资者的角度来看，在市场化的运行机制下，风险和收益的关系回到合理区间，风险的有效识别及准确定价将吸引越来越多的投资者进入债券市场参与交易，其中既有偏向低风险、获得低收益的风险厌恶类投资机构，也包括追求高收益、承担高风险的风险偏好类投资者。投资者结构的多元化反过来又会提高债券定价机制运行效率，风险与收益进一步匹配。在这样的市场环境下，投资者在进行投资决策时，将更加趋于理性，通过增强风险识别能力，选择那些符合自身投资需求的债券进行投资，以获得与其风险相匹配的收益。在对待违约的态度上，投资者将从被动接受向主动管理转变，在风险识别与合理定价基础上，运用各类信用衍生品工具，对冲信用风险甚至获取风险投资收益，而在不幸遭遇违约之后，也将通过投资者保护机制以及各种法律途径，积极维护自身权益，将损失降至最低。

从发行人的角度来看，在多层次的市场结构下，不同信用层次发行人的融资需求能够与不同风险偏好投资机构的投资需求匹配，这带来的结果一方面可能使原来已存在于债券市场中的中高等级发行人获取更低的发行成本，另一方面原来因为级别上种种限制无法进入债券市场融资的低等级发行人也可以通过提高投资回报率，获得相对于其他融资渠道更为便宜的债券市场资金。同时，无论是监管机构对违规行为的惩罚力度，还是投资人“用脚投票”的市场化约束机制，都有利于降低发行人的道德风险，促使发行人提高自身经营能力以及资金运用效率。而一旦发行人由于种种原因难以避免违约，通过违约退出机制，其中仍有救助价值的可以引入重整方或与债权人进行债务重组或和解，重新恢复流动性，渡过难关，生存下来，

没有救助价值的也可以通过破产、清算，退出市场竞争。

总体而言，未来债券市场将朝着越来越市场化的方向发展，在这样的背景下，无论是监管机构，还是发行人、投资方在债券市场运行中的行动将更加理性化，债券市场在发挥资源配置方面的作用也将越来越有效。

参考文献

[1]陈佳. 金融危机以后我国企业债券市场信用风险特征的主要变化[J].中国外资.2013(05)

[2]霍志辉,叶枫,姜承操.《中国地方政府债券的模式演变——历史、现状和未来》,中债资信评估有限责任公司评级业务部,2014 年 7 月.

[3]李诗,余璐,谭畅.《2015 年债市回顾与展望之政策篇——地方债务与金融市场改革深化防风险,银行间债市双向开放加快人民币国际化进程》,中诚信国际信用评级有限责任公司研究咨询部,2015 年 12 月.

[4]李诗,余璐,朱依雯.《2014 年债券市场研究——监管观察:市场化改革助力债券市场扩容》,中诚信国际信用评级有限责任公司研究咨询部,2014 年 12 月.

[5]李诗,余璐.《2013 年债券市场研究——监管观察:规范操作、控制风险,市场化改革正当时》,中诚信国际信用评级有限责任公司研究咨询部,2013 年 12 月.

[6]李艳,周景彤. “十三五”时期我国债券市场的发展趋势及政策思路[J].新金融.2016(02)

[7]毛振华,张英杰. 系统性风险总体仍处可控,警惕债券违约爆发触发金融市场波动[J].信用评论.2016(05)

[8]沈炳熙,曹媛媛.《中国债券市场:30 年改革与发展》,北京大学出版社,2014.

[9]时文朝.刍议我国债券市场发展中的信用风险[J].金融市场研究.2012(08)

[10]闫衍.我国商业银行不良资产证券化模式与展望[J] .财经.2015(28)

[11]张慧卉. 多层次资本市场与企业直接债务融资[J].金融市场研究.2013(05)

[12]张英杰,李诗,郭静静,余璐,谭畅.2015:《中国式 QE:“债务—通缩”循环与非常规货币政策选择》,中国宏观经济论坛 2015 年第三季度分报告

[13]张英杰,李诗,余璐,谭畅.2015:《中国债务问题解决思路梳理及其影响分析》,中国宏观经济论坛 2015 年第二季度分报告

[14]张英杰,李诗,余璐,谭畅,张婷婷. 2016:《完善与提高:开放环境下打造“中国固定收益市场 2.0”》,中国宏观经济论坛 2016 年第一季度分报告

[15]郑联盛. 多层次债券市场体系建设:现状、问题与改革建议[J].新金融.2015(07)

分报告十一

能源经济十周年回顾

虞义华　张阳阳

摘要：能源作为一种战略性资源，对一国的人民生活、经济发展以及全球竞争力的提升发挥着十分重要的作用。经历了2005－2015年的能源发展，我国传统化石能源的产量和消费逐年增加，其中煤炭依然保持其在能源供给和消费中的主体地位，其市场价格形成机制已初步建立。油气资源的国内产量增速相对缓慢，难以满足日益增长的消费需求，使得进口量不断上升，对外依存度显著增加；石油价格依旧受国际能源价格波动的影响；天然气价格以实现简化分类，且部分气源价格已逐步放开。新能源在在国家政策的扶持下，在装备、技术以及发电量发面都有了较大的发展，不过受技术成本、自然条件等因素的约束，当下并不能充分替代化石能源。

总体而言，我国能源发展的十年，是不断进步的十年，但同时也是十分曲折的十年，面临诸多问题和挑战：一是能源给经济社会带来的负外部性主要包括对生态的破坏和对环境的污染，以及环境污染引起的人们健康的问题；二是能源价格不能真实反映资源的稀缺性和真实成本；三是“过黑”的能源结构和“过重”的经济结构使得我国的能源强度较高，高耗能、高污染的经济模式得不到根本改变；四是传统能源供应日渐紧张，能源资源竞争日益激烈，使得我国能源安全备受威胁；五是能源体制不健全等问题。

那么，该如何看待和化解这些问题？本报告将尝试在最后一部分给出一些可行建议，力图对这十年能源发展过程中遇到的或遗留下来的困境和难题加以突破和解决。

第一部分:2005—2015 年我国能源基本情况概述

(一)煤炭

长期以来,煤炭因其丰富的储量,成为支撑和带动我国工业化生产和人民基本生活的重要能源品种。2005—2015 年期间,我国依旧维持着以煤为主(70%以上)的能源结构。

(1)煤炭生产

2005—2015 年间,在国家政策的强力支持和煤矿生产技术进步的推动下,我国煤炭总产量呈现出先大幅增加后缓慢下降的趋势,年增速波动较大,表现为先下降后上升再下降的趋势。据最新数据显示(图 1),2005 年我国的原煤产量为 17.73 亿吨标准煤,随后原煤总量逐年增加并于 2013 年达到最高点,为 27.05 亿吨标准煤。2013 年以后,原煤总量开始下降。从增速来看,2005—2009 年间,我国原煤产量年增长率整体上大幅下滑,从最初的 12.14%下降至 3.07%;2009—2011 年鉴,原煤产量增速开始扭转,并上升至 2011 年的 11.21%,但随后又呈现出急剧下滑的趋势,2014 年原煤产量增速为负。

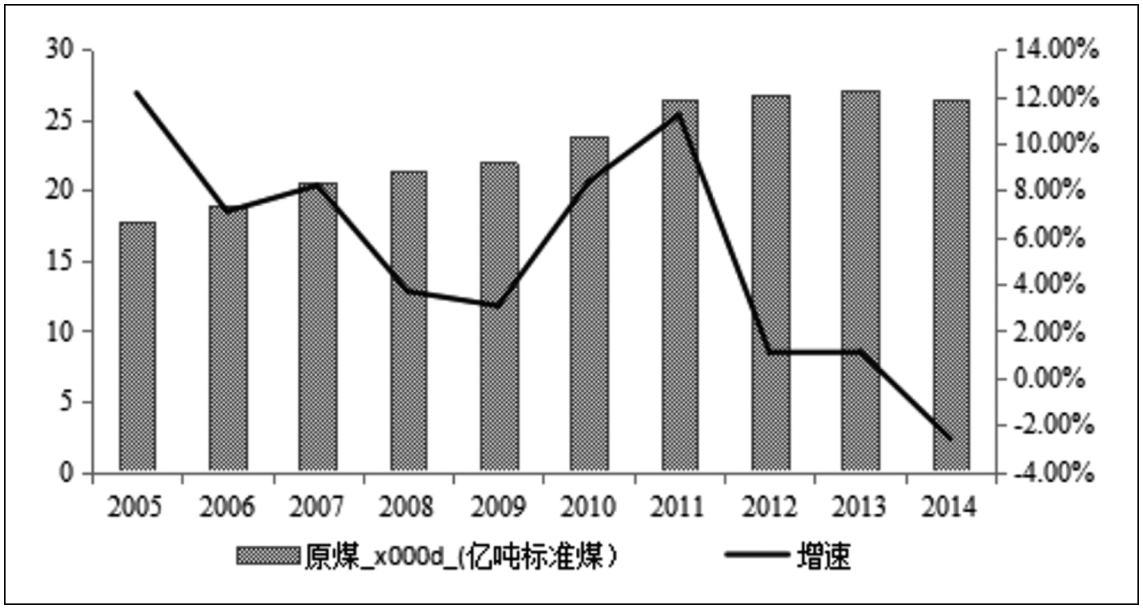


图 1　我国 2005—2014 年煤炭产量与增速情况

数据来源:国家统计局

(2)煤炭消费

煤炭消费总量逐年增加,但增速有所放缓。如图 2 所示,2005－2014 年间,我国煤炭需求总量从 189231.16 万吨标准煤增加到 2881160 万吨标准煤。不过,10 年间煤炭消费的增速总体上呈下降的趋势。从消费结构来看,我国煤炭的消费主体主要是工业用户,其过去 10 年间的消费占比维持在 92%－95%之间,是推动我国工业发展的重要投入要素;其次为批发、零售业和住宿、餐饮业用户,消费占比在 1%附近上下波动,侧面反映出该类居民的需求易受到外界冲击,弹性较大。

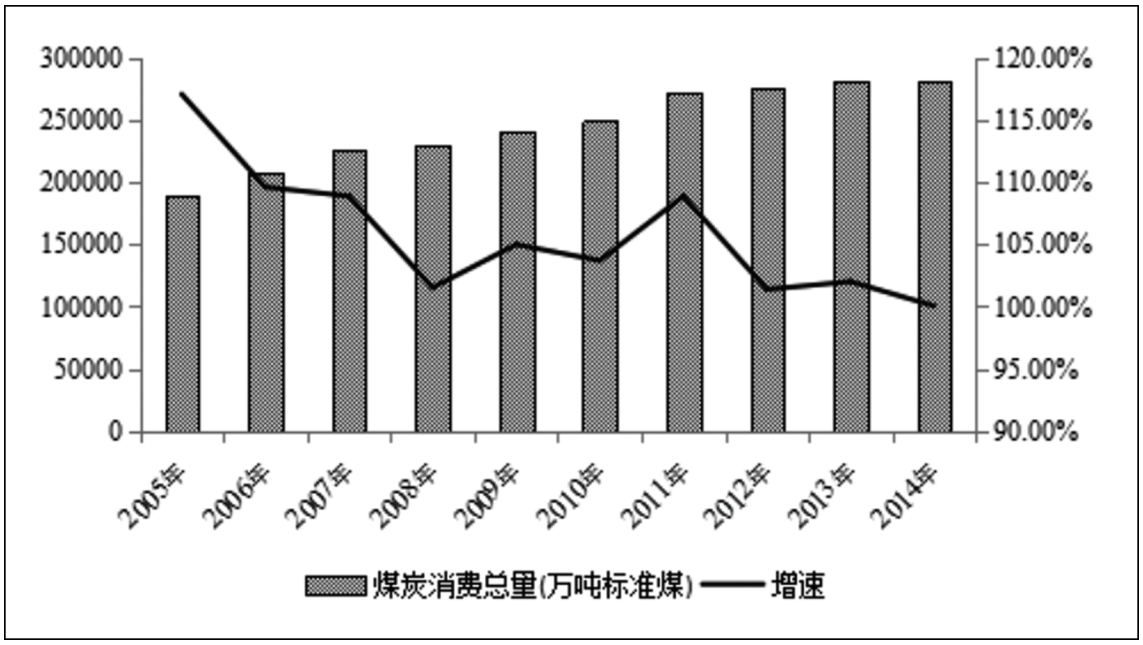


图 2　我国 2005－2014 年煤炭消费与增速情况

数据来源:国家统计局

(3)煤炭价格

继 2002 取消政府指导价之后,"十一五"期间,我国进一步取消了由政府主导的煤炭年度订货制度,建立区域煤炭交易中心,促进煤炭供需双方自主订货、自主衔接、协商定价,使得反映资源稀缺程度、供求关系、煤矿安全和矿区环境治理成本的煤炭市场价格形成机制逐步建立。2005－2014 年 10 年间,我国市场化条件下的煤炭价格波动幅度变大。图 3 显示了秦皇岛港口动力煤(5500 kcal/kg)的月度平仓价走势,2005 年 1 月,煤炭价格为 435 元/吨,2007 年 5 月至 2008 年 7 月,受金融危机影响,煤炭价格呈现大幅度上升,至 2008 年 7 月,煤炭价格达到 1000 元/吨;

而在2008年11月,煤炭价格迅速回落到590元/吨。煤炭价格的第三个上升时期是2009年7月到2011年10月,从545元/吨上升至855元/吨。此后,煤炭价格呈现波动下降的趋势,到2014年9月,煤炭价格为480元/吨。煤炭价格的大幅波动,不仅受到煤炭开采和运输成本、煤炭市场供求关系、经济发展状况、煤炭替代能源发展、国际煤炭价格等诸多因素的影响,也受到如金融危机、福岛核电站事故等外生冲击的影响。

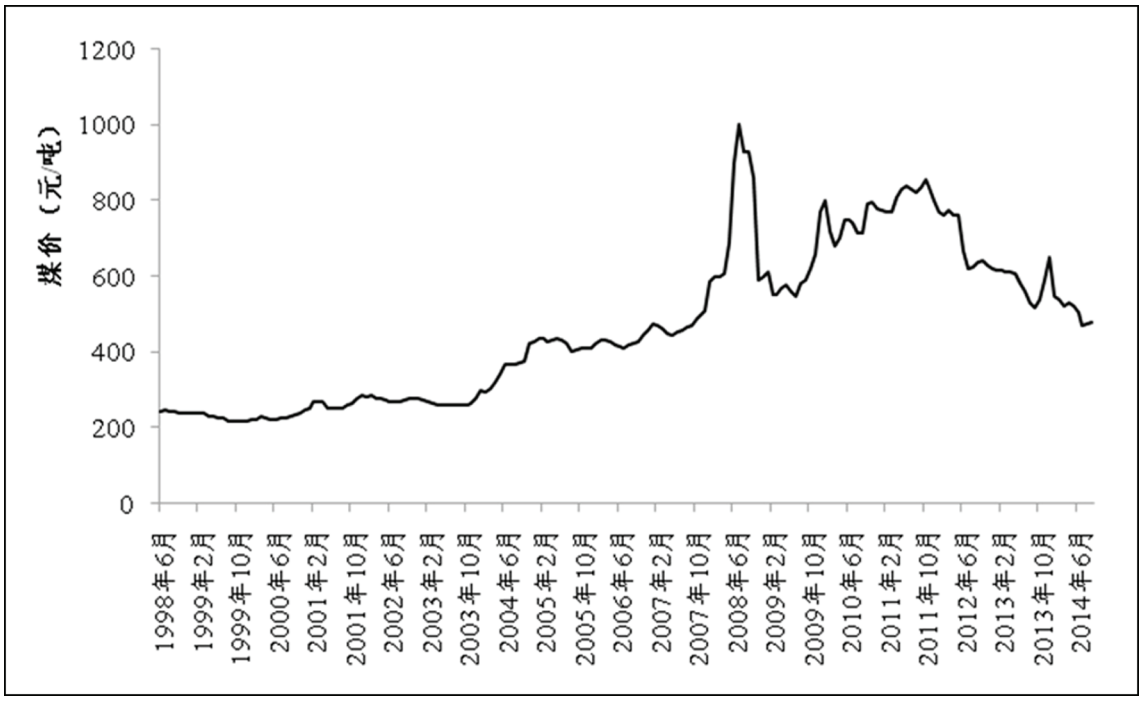


图3　秦皇岛港口动力煤(5500 kcal/kg)的月度平仓价走势(元/吨)

资料来源:中诚信资讯数据库

(二)石油

受限于我国“贫油”的能源资源禀赋,我国石油产量远远跟不上需求增长的步伐,供需缺口不断扩大,对外依存度逐年提高,能源安全问题日益严峻。

(1)石油供需

过去十年间,我国的石油生产能力有限,难以满足日益增长的油气需求,供需缺口逐年增加。根据图4,我国的石油产量速度较为缓慢;另一方面,石油的消费大幅度攀升,石油产量从32547万吨增加到49970.5万吨,增长了53.53%;不过,从实线和虚线之间的差距来看,国内石油供给压力有明显的增加。其中,石油的供需

缺口从2005年的14411.7万吨迅速增加到2013年的28978.7万吨。

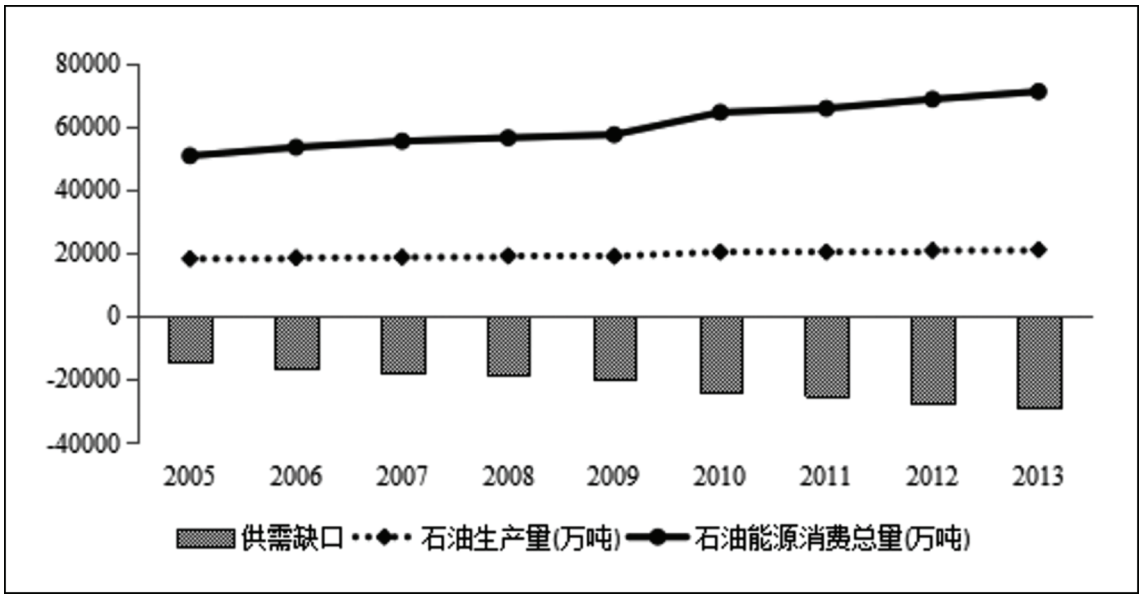


图4　2005－2013年石油供需情况

数据来源:国家统计局

(2)石油对外依存度

我国石油的对外依存度逐年增加,能源安全形势严峻。根据上述分析,我国急剧扩张的石油需求和较大的石油供需缺口,使得石油进口持续高位。2005年,中国原油进口已超过一亿,为12682万吨,对外依存度为36.49%,并且直到2007年,原油进口年增长率保持在12%左右;金融危机爆发后,中国原油进口增速放缓,2007年进口原油16317万吨,2008年进口17888万吨,增速降至9.6%;但2009年原油进口量再创新高,突破2亿吨大关,增速高达15.5%。2013年,石油进口量已接近3亿万吨,对外依存度高达56%。

表1　　中国石油(原油)进出口量(单位:万吨)

年份	进口量	出口量	净进口量	需求量	对外依存度
2005	12682	807	11875	32547	36.49%
2006	14518	618	13900	34876.2	39.86%
2007	16317	386	15928	36658.7	43.45%
2008	17888	416	17472	37302.9	46.84%

续表

年份	进口量	出口量	净进口量	需求量	对外依存度
2009	20658	538	20120	38384.5	52.42%
2010	24569	304	24265	44101	55.02%
2011	25287	252	25035	45378.5	55.17%
2012	27428	243	27185	47797.3	56.88%
2013	28186	161	28025	49970.6	56.08%

注:2013 年为估计数据。资料来源:中华人民共和国商务部(http://www.mofcom.gov.cn/)、中华人民共和国海关总署海关统计资讯(http://www.chinacustomsstat.com/)

从石油进口来源分布上看,目前,中国已实现从多区域进口能源,石油进口日趋多元化。具体如下(图 5):过去十年间,中东地区依旧是中国石油进口的主要来源地。以 2012 年为例,中国石油(原油)进口排名前十的国家中有八个属于中东地区。其次是非洲地区、俄罗斯及中亚地区,中国也正致力于不断深化同这些国家的友好合作、战略伙伴关系,从而保证稳定的石油供应。最后是美洲地区,不过在美国的控制之下,中国能够进口的石油总量比较有限。

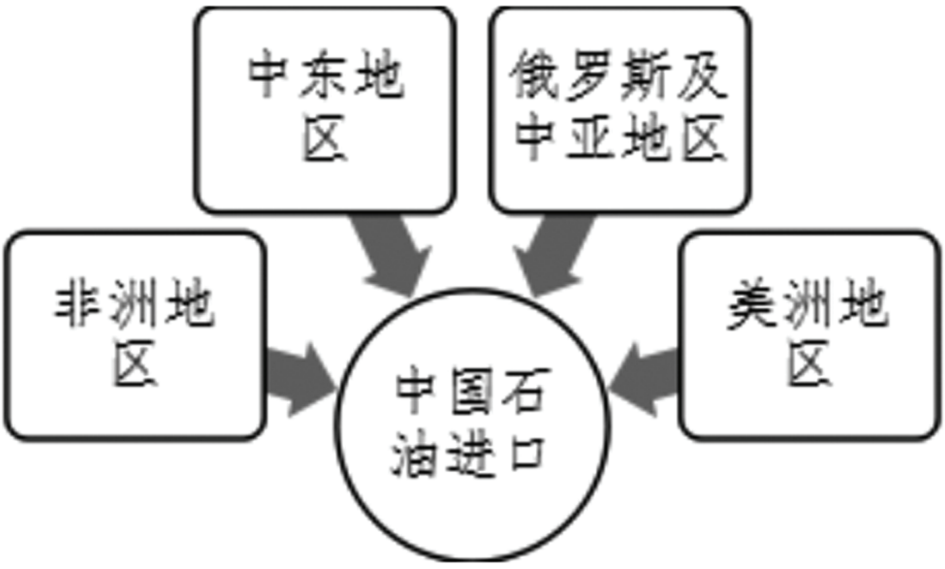


图 5　中国石油进口来源分布

(3)石油价格

我国国内原油价格与国际接轨、滞后一个月,国际油价波动导致国内原油价格同方向变动。2014 年 10 月,我国原油进口到岸均价为每吨 770.71 美元,同比增长首次为负,为 0.93%。

2005 年以来,我国原油进口价格随国际油价的波动呈现出两个波峰(图 6)。2008 年以前,原油进口均价大幅攀升,从每吨 380 元迅速增加到每吨 720 美元;2008 年至 2009 年一年内,原油进口价格急剧下跌至每吨 425 美元,随后又开始回暖,2011 至 2014 年年,原油进口均价维持在高位运行,其中 2012 年的原油进口均价最高,为 814.2 美元,是 2005 年的 2.14 倍。2014 年以后,原油进口均价又开始大幅下跌,2015 年底,原油进口均价为 426.14,与 2009 年几乎持平。



图 6　2005－2015 年我国原油进口均价变化情况

数据来源:中国海关总署

(三)天然气

由于“少气”的能源资源禀赋,我国天然气发展较晚,但在政府一系列政策条例的支持下,近十年来的天然气市场得到了较大的发展,竞争力不断增强。

(1)天然气供需

从天然气产量来看,我国天然气产量稳步上升(图 7)。由 2005 年的 493.2 亿

立方米迅速增加到 1071.5 亿立方米，增长了 2.17 倍。相比天然气产量的发展趋势，天然气的消费量增长势头更猛，速度更快。从 2005 年的 467.6 万立方米增加至 2012 年的 1463 万立方米，增长了 213%。且天然气由 2005 年的出口扭转为进口，最新数据显示，2012 年我国天然气供需缺口达到 391.5 亿立方米。

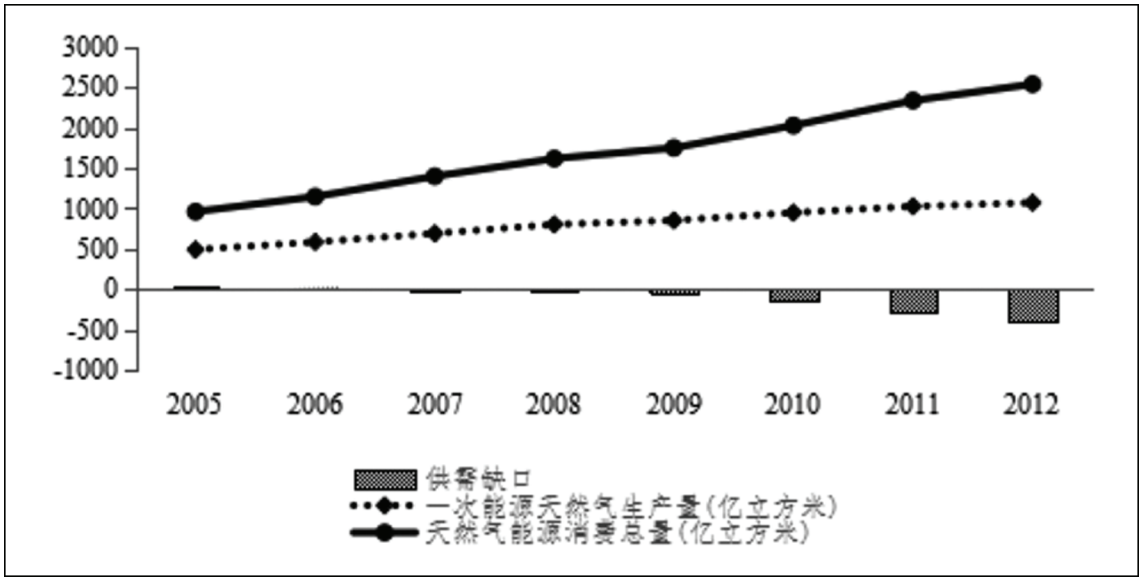


图 7　2005－2013 年天然气供需情况

数据来源：国家统计局

(2)天然气对外依存度

随着国内天然气需求增长速度远高于国内僧产速度，使得我国不得不依赖昂贵的进口天然气来填补国内供应缺口。2006 年，我国开始进口天然气，当年进口量为 0.9 亿立方米，2010 年，进口量上升至 170 亿立方米，对外依存度为 15.8%；2014 年，我国的天然气进口高达 590 亿立方米，对外依存度上升至 32.2%，总体翻了一番。可以看到，天然气的对外依存度增长势头较为迅猛。

(3)天然气价格

2005 年，我国将天然气出厂价格全部改为政府定价，并简化分类，一是将用户价格分为三类，即化肥生产用气、直供工业用气和城市燃气用气；二是将天然气的出厂价归并为两档；三是对天然气定价机制进行了重新调整，要求天然气出厂基准价格每年调整一次，调整系数根据原油、LPG(液化石油气)和煤炭价格五年移动平均变化情况，分别按 40%、20%和 40%加权平均确定，相邻年度的价格调整幅度最大不超过 8%。中国石油 2006、2007、2008 和 2009 年上半年的天然气实现价格分

别为每立方米 0.678 元、0.693 元、0.813 元和 0.792 元。

2013 年开始全面转向城市门站的价格上限管理，逐步放开部分气源价格，试点（广东广西等地）放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格。本次天然气价格调整使得天然气生产与输送分离，推进省级门站环节初步建立“理想起步价”。2013 年，全国平均门站价格有每立方米 1.69 元提高到 1.95 元，不过出现了新的价格双规制。为此，2015 年，国家发改委对天然气价格进行进一步调整，将增量气最高门站价格降低 0.44 元/每立方米，存量气最高门站价格提高 0.04 元/每立方米（广东、广西、海南、重庆、四川按与全国衔接的原则安排），实现价格并轨；同时，放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点；化肥用气不区分存量气和增量气，价格在现行存量气价格基础上适当提高，提价幅度最高不超过 0.2 元/每立方米。

（四）新能源

由于新能源具有增加能源供给能力、提升能源安全程度、减少环境污染以及拉动经济增长这些方面的优点，因此过去 10 年间新能源的开发和利用受到国家的鼓励和支持，其中包括对新能源发电的装机设备和发电量补贴、新能源汽车的税收优惠等；对新能源产业配套设施的建设支持；对新能源产业发展的金融支撑和资金投入，如建立新能源金融信贷，加大研发经费的投入等。我国的“十一五”和“十二五”纲要对新能源的发展，如产量、消费等都提出了指标性要求。具体到新能源，即为核电、风电、水电和太阳能等发展情况如下：

（1）核电

2005－2015 年间，我国核电迈入批量化、规模化的快速发展阶段。截至 2014 年年底，我国大陆在运行核电机组共 22 台，总装机容量 2010 万千瓦，约占全国发电总量的 2.2%；在建机组 26 台，规模 2800 万千瓦，约占世界在建规模的 40%。中国已成为世界上在建核电机组规模最大的国家。

相应的，核电发电量占总发电量比例在不断上升，2005－2014 年间，核电发电量增速约为 146%，发展势头十分迅猛。不过从占比来看，核电发电量水平较低，在 2%附近波动。2014 年核电总发电量为 1305.80 亿千瓦时，约占全国总发电量的 2.39%，核电发电占比有小幅度的提升。

表 2　　我国 2005—2014 年核电发电情况(单位:亿千瓦时)

年份	总发电量	核电发电量	发电量占比
2005	24975.26	530.88	2.13%
2006	28498.55	548.44	1.92%
2007	32643.97	628.63	1.93%
2008	34510.13	692.19	2.01%
2009	36811.86	700.5	1.90%
2010	42277.17	747.42	0.18%
2011	47305.82	872.01	1.84%
2012	49865.25	983.18	1.97%
2013	53473.51	1120.57	2.10%
2014	54638	1305.8	2.39%

(2)水电

“十一五”和“十二五”期间,我国水电建设规模和建成投产机组大量增加。其中,“十一五”期间,龙滩、景洪、构皮滩、拉西瓦、小湾、瀑布沟等大型水电站先后建成,累计投产 9000 万千瓦。三峡左右两岸 26 台机组、1820 万千瓦全部并网发电,累计发电量达到 4500 亿千瓦时。水电装机达 2.2 亿千瓦,居世界第一。“十二五”期间,中国开工建设了金沙江苏洼龙、梨园、乌东德,澜沧江里底、苗尾、糯扎渡;大渡河双江口、猴子岩、黄金坪、雅砻江两河口、杨房沟,黄河刘家峡扩建,雅鲁藏布江大古、加查,堵河小漩,尼洋河多布等一批大型和特大型工程,总计开工规模 5800 万千瓦。截至 2014 年年底,我国水电装机容量就突破 3 亿千瓦,居世界第一,约占全球水电装机总量的四分之一。

水力发电大幅增加(图 8),由 2005 年的 3970.17 亿千瓦时增加到 2014 年的 10643 亿千瓦时,发电总量增加了近 1.7 倍。就发电占比而言,2009 年以前,我国的水电发电占比持续保持高位,在 16%附近;2010 年,水电出现震荡式下降,跌至 1.71%,所后开始恢复,2001 年的发电占比为 14.78%,2011 年以后,发电占比保持相对稳定,且整体上缓慢上升。

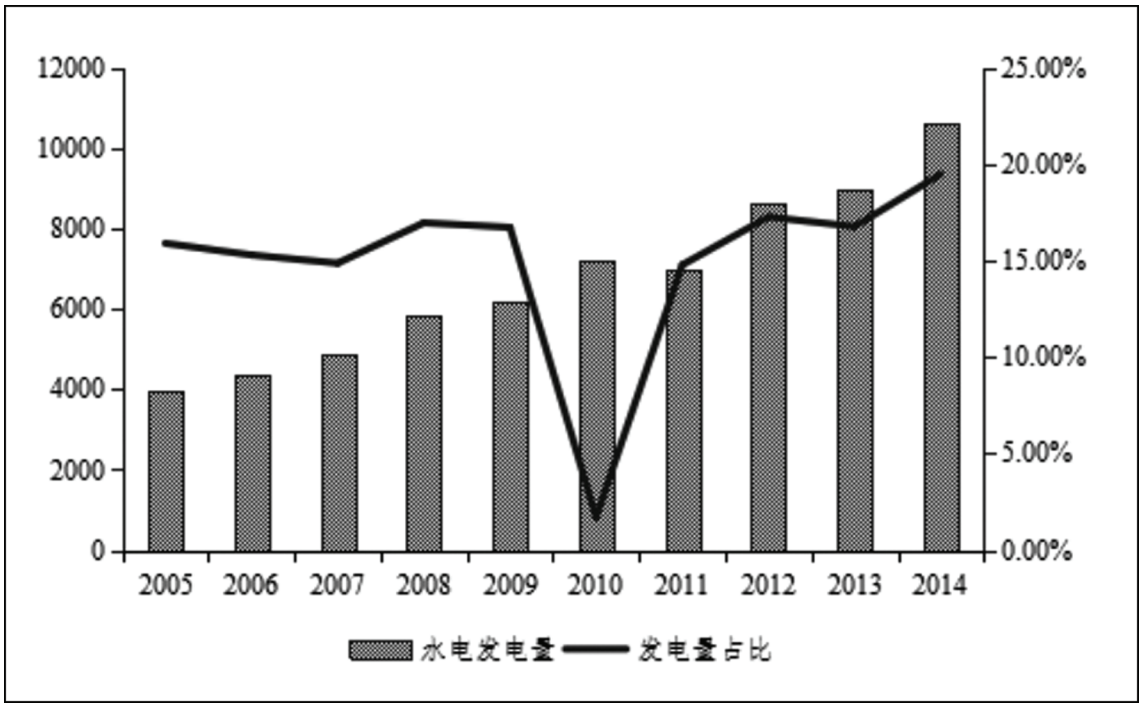


图 8　我国 2005－2014 年水电发电情况

数据来源:国家统计局

(3)风能

自 2005 年以来,在国家激励政策的支持下,我国的风电产业发展迅速。首先是风电装机呈现爆发式增长。2015 年,我国累计装机 1.45 亿千瓦时,居世界第一。

2005－2014 年间,我国风电新增机组容量从 50.69 万千瓦增加到 3075.3 万千瓦,增长了近 60 倍;累计风电机组容量相应的从 124.96 万千瓦增加到 14536.2 万千瓦,扩大了 115 倍。从机组容量增长速度上来看,2011 年以前,风电机组增速逐年下降,2011－2012 年全年,新增风电机组增速为－26.49%,累计机组容量增速为 20.78%,达到最低点;随后,又呈现出缓慢上升的趋势,2014－2015 年,我国新增机组容量和累计机组容量的增速分别上升至 32.58%和 26.83%。

从各区域装机容量分布来看,2015 年,我国的内蒙古、新疆、甘肃、河北、山东的累计风电机组容量相对较多,占全国累计装机容量的 51.7%。由此可以看出,我国风能资源的分布大体是北部资源风力较南部地区强,而适合建大型风电场的区域主要是东北、西北、华北以及沿海地区。

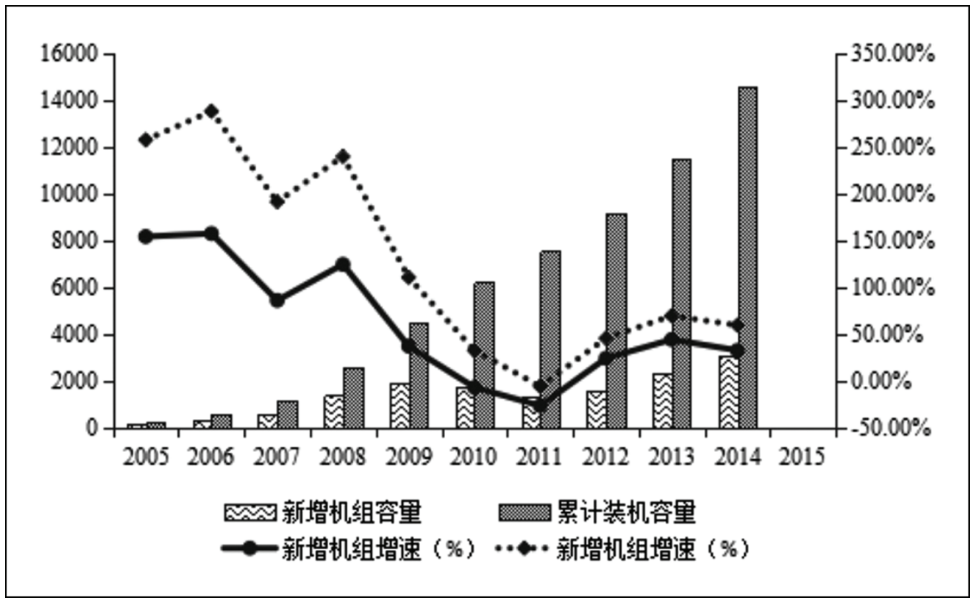


图 9　我国 2005—2014 年风电机组情况(单位:万千瓦)

数据来源:http://www.chyxx.com/industry/201512/371198.html.

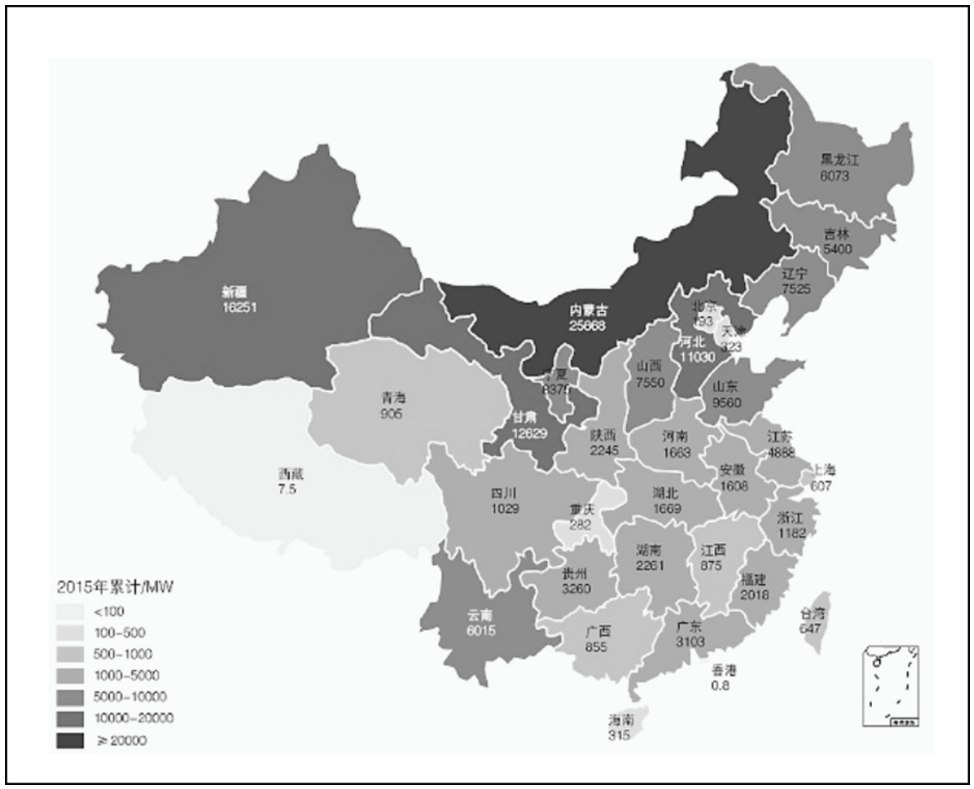


图　10 2015 年中国各省(区、市)累计风电装机容量

风力发电上，2006年我国的风力发电总量只有27亿千瓦时，2007年风力发电总量增长至56.32亿千瓦时，2008－2009年间，我国的风力发电呈现出爆发式的增长，由55亿千瓦时蹿升至276亿千瓦时，年增长率高达401.82%。随后，增速大幅下滑，2014年，我国风电发电增速已跌至9.57%，年发电量上升至1534亿千瓦时，占总体发电量的2.9% 。

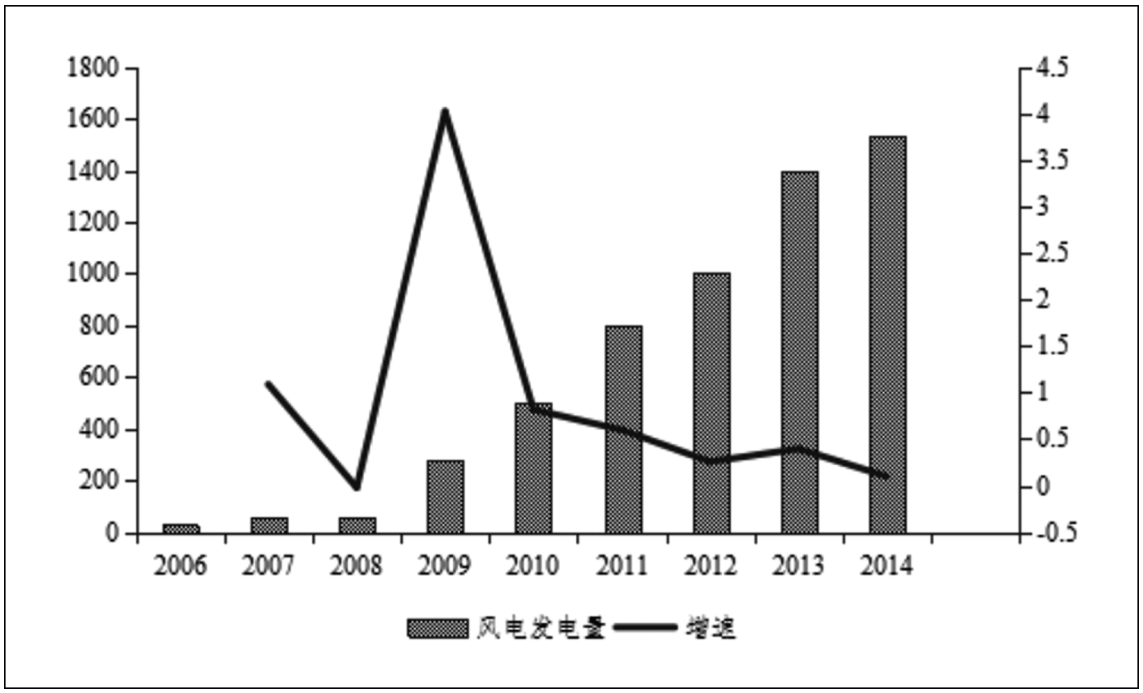


图11　我国2006－2014风电发电情况与增速

数据来源：国家统计局

(4)太阳能

“十一五“和”十二五“规划期间，我国利用丰富的太阳能资源，重点在中东部地区以及青海、新疆、甘肃等地区发电站，并给予大量的财政补贴和相关优惠政策，使得我国的太阳能光伏产业跳跃式发展。截至2015年底，光伏发电累计装机容量达到约4300万千瓦，超过德国成为全球第一。

与此同时，我国光伏产业的新技术研发颇有成效，如多晶硅电池平均转换效率的提高使得领先企业的生产成本已降至9万元/吨，单晶硅电池平均转换效率以及汉能薄膜发电技术均已达到国际领先水平，目前的光伏发电系统的投资成本已降至8元/瓦，度电成本降至0.6－0.9元/千瓦时。但相对于其他发电能源，太阳能的发电成本依然很高，国内太阳能光伏市场仍然较小。

第二部分:我国能源发展面临的问题与挑战

(一)负外部性问题

在考虑能源问题时,不仅要考虑其成本收益,还要考虑它给经济带来的一些额外影响,也就是负外部性问题。能源的使用过程中给经济社会带来的负外部性主要包括对生态的破坏和对环境的污染,以及环境污染引起的人们健康的问题。而且不仅仅在能源使用中会产生这些外部性,在能源的开采、运输、使用等各个环节都会产生负外部性。

(1)生态破坏

我国传统化石能源的开采引发了较为严重的生态破坏。以煤炭为例,煤炭的开采会引起地面塌陷,破坏水资源,我国煤炭开采引起的地面塌陷面积已经超过70万公顷,由于开采煤炭造成的地下水资源损失超过22亿立方米。再以天然气的开采、运输为例,具体看西气东输项目,由于管道线路长、规模大、施工方式多样、途径地区地貌类型复杂多变,有些地方植被稀疏,生态环境脆弱,很容易就会对环境造成大的破坏。

(2)环境污染

传统化石能源的生产和消费引发了严重的污染排放。我国能源需求不断增长,而煤炭是我国主要的能源供给,碳排放就成为制约我国能源供给的一个重要因素。在提供同等能源量的前提下,煤炭的二氧化碳排放比石油高出约30%,比天然气高出约70%,而且煤炭开采过程中排放的瓦斯也是温室气体的主要排放源。由于煤炭的大量消费,我国二氧化碳排放现已位居全球首位。

不仅如此,我国二氧化硫排放也已经成为世界首位。“2013年,全国工业废气排放量669361亿立方米(标态),比上年增加5.3%。其中二氧化硫排放量2043.9万吨,比上年减少3.5%。工业二氧化硫排放量1835.2万吨,比上年减少4.0%,占全国二氧化硫排放总量的89.8%。因此,近年来,我国雾霾、“酸雨”等现象不断出现。虽然我国现在已经采取了一些针对措施,比如对火力发电机组要求安装脱硫脱硝装置,制定各种排污标准来限制污染物的排放,但是我国能源消费现状决定了这并不是短期能够解决的问题。

除了空气污染,水污染也是能源使用带来的外部性的一个重要方面,2013年,

全国废水排放量695.4亿吨，比上年增加1.5%。工业废水排放量209.8亿吨，比上年减少5.3%，占废水排放总量的30.2%。废水中化学需氧量排放量2352.7万吨，比上年减少2.9%。工业废水中化学需氧量排放量319.5万吨，比上年减少5.6%，占化学需氧量排放总量的13.6%。废水中氨氮排放量245.7万吨，比上年减少3.1%。工业废水氨氮排放量24.6万吨，比上年减少6.8%，占氨氮排放总量的10.0%。水质污染一方面会导致水体生态环境遭到破坏，水下生物多样性减少；另一方面，饮用受污染水资源带来的疾病威胁也不容忽视，用水危机正席卷而来。

(3)居民健康威胁

环境污染首先是带来气候变化，大气污染、水资源短缺、生物多样性受到威胁，温室气体排放更是造成全球变暖，气候变化又会反过来造成自然灾害的频率和强度增加。这是一个全球问题，近年来不断召开的全球气候大会更是对我国碳排放的减排提出了很高的要求。而且这已经逐步成为全球的一个重大问题，不仅仅局限于一国之内。更为大家关心的是，环境污染会对民众的健康造成重大影响。

众多研究报告称，长期吸入含有大量污染气体，会损伤人体呼吸系统和其他器官系统，且易引起肺癌。煤烟中的多环芳烃等致癌物，导致我国肺癌的死亡率与30年前相比上升了近5倍，已取代肝癌成为中国居首位的恶性肿瘤死亡原因。根据WHO 2010年的《疾病负担报告》，2010年中国由于空气污染PM2.5所造成的死亡人数(归因死亡)高达120万，其中脑血管疾病死亡有60.5万，缺血性心脏病死亡有28.3万，慢性阻塞性肺疾病死亡有19.6万，呼吸系统癌症死亡有13.9万，下呼吸道感染死亡有1.05万(Yang等，2013)。根据《京津冀地区燃煤电厂造成的健康危害评估研究》，由于该地区196个燃煤电厂大气污染物排放造成的PM2.5污染，2011年，京津冀地区约9900人过早死亡，此外，接近7万人次因污染而健康受损从而接受门诊治疗或住院。其中，河北省的152个燃煤电厂导致了75%的过早死亡。居民生活环境质量下降，健康隐患增加，解决能源带来的环境问题刻不容缓。污染问题的迅速蔓延，引发了巨额的卫生开支。严重的环境污染导致了健康与财富的双重损失。

能源利用过程中带来的环境污染以及之后的治理成本和健康问题，一方面是由于我国能源需求和供给现状决定的，需求大、煤炭为主、效率低下等；另一方面是中国一直以来不重视环境保护，重视经济发展忽略环境因素。由能源生产与消费过程所引致的负外部性问题已严重阻碍了我国负责任大国形象的树立与生态文明的建设。中国作为碳排放及温室气体排放的头号大国，在向低碳发展转型和国际

气候谈判的进程中，无疑将面临更大的压力和承担更多的节能减排任务。而在国内，能源利用导致的环境污染和生态破坏已威胁到人们的生命健康，节能减排刻不容缓。

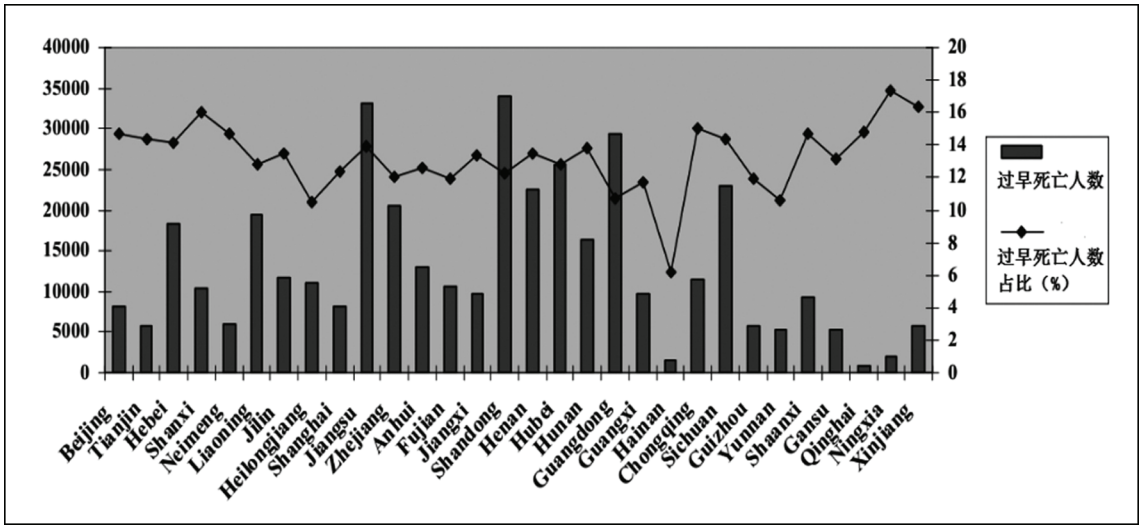


图 12　各省空气污染死亡人数占总死亡人数比重

数据来源：Maureen Cropper，http://new.palgrave.com/PDFs/9780230232471.pdf

（二）能源价格问题

价格是配置资源，实现市场供需平衡的基本要素。我国目前能源价格形成主要是政府定价和垄断定价，且由于我国的能源结构和体制因素的影响，能源价格一直偏低。这不仅引起能源市场的扭曲，而且还对整体经济改革和发展造成巨大的阻碍。就煤炭、石油以及天然气等传统化石能源而言，其价格形成存在三个“不反映”：即不反映能源资源的稀缺程度、不反映能源产品的国内供求关系、不反映能源生产和使用过程中的外部成本。

（1）煤炭价格问题

首先，煤炭市场尚未完全开放，价格不能反映国内供求关系。从 1993 年起，我国就逐步的放开了煤炭市场，并且自 2002 年煤炭市场就初步形成了市场化定价的机制，到目前为止煤炭市场除了电煤外，基本实现了市场化定价。虽然我国煤炭价格已经实现了市场化，但是电煤价格仍然由政府控制，煤炭市场实际上实行的是“价格双轨制”。这种双轨制价格使得电力用煤价格长期低于市场煤价且价差越来越大。原因是，我国煤炭有 60％以上用于发电，当煤炭价格上升时，由于国家对于

电煤价格的干预，使得电煤价格低于市场价格，煤炭企业难以履行煤电合同，出现变相加价、以次充好以及合同不稳定的问题。由于我国政策体制以及电力市场发育不成熟等原因，使得电力行业没有完全市场化，加上政府干预等原因，电力价格基本由政府制定而不是市场来决定，这就使得作为电力市场上游企业的煤炭市场在给电力市场提供煤炭时并不能获取市场价格。

其次，煤炭价格未能反映能源生产和使用过程中的外部成本。有研究报告从生产、运输和使用全链条的角度核算煤炭的环境成本，计算 2010 年中国的煤炭环境成本为 204.76 元/吨，生产、运输和使用环节的环境成本分别为 67.68 元/吨，52.04 元/吨和 85.04 元/吨。其中，20%左右的成本已通过环境税费的征收内部化了，剩下的 80%未内部化的环境成本说明我国煤炭定价基本未反映出环境成本。另外，煤炭价格双轨制。

(2)油气价格问题

就油气价格而言，我国成品油定价采取成本加成法，而不是市场定价，因此国内成品油价格不能随国际油价变化而变化。再加上成品油价格调整不够灵活，调价滞后期长，国家对价格的指导总是滞后于市场的变化，只是国内价格不能灵敏的反映供求关系和企业生产成本的变化，使得成品油价格倒挂，进出口市场投机行为不断，造成油荒或严重压库的现象。例如，当国家油价上升时，我国成品油成本上升，价格低于成本导致相关企业不愿意继续生产，从而引起局部“油荒”。经过初步的改革后，我国成品油价格调价周期由 22 个工作日降低为 10 个工作日，缩小了成品油价格和同期成本之间的价格差距，向市场化迈出了重要的一步。

天然气定价只考虑用户的承受能力，没有体现供其成本的支出。另外，我国天然气价格在制定上也存在着行政管制的问题，首先在出厂方面，由于政府管制使得价格处于较低的水平，在批发、零售方向也是由国家调控，不能反映运输、生产成本。我国天然气价格和国际天然气价格相比，工业用价和国际持平，但是民用价格明显低于国际水平，如表 3：

表 3　　部分国家天然气价格(终端用户)(2012 年，美元/107kcal)

国家	工业	民用
中国	566.4	486.3
加拿大	444.0	153.8
美国	455.1	164.6

续表

国家	工业	民用
英国	496.9	932.6
德国	659.5	1167.1
法国	660.8	1082.4
韩国	837.2	894
日本	995.1	964.2

虽然我国也采取一系列办法来平衡市场供求，如“西气东输”、推进“页岩气”的勘探和开采等，但是由于天然气价格偏低的原因我国仍存在着天然气供不应求的现象。为了应对这种现象我国在加大勘探和开采力度的同时，从2006年开始进口天然气，并且进口力度不断加大，对外依存度不断提高。2014年我国石油和天然气对外依存度分别达到59.6%和32.2%。并且预计在未来对外依存度将不断提高，并进一步引起国际油价波动，最终对我国能源安全问题产生影响。

表4　　2015年我国天然气运行情况统计数据表（亿立方米）

	天然气产量	天然气进口量	天然气表观消费量
2015年1月	126	60	188
2015年2月	109	47	153
2015年3月	117	53	161
2015年4月	98	38	127
2015年5月	103	44	135
2015年6月	103	51	142
2015年7月	105	52	141
2015年8月	106	47	141
2015年9月	99	44	134
2015年10月	109	44	145
2015年11月	115	61	181
2015年12月	160	73	284

(3)电价问题

就电价而言,虽然以初步实现了竞价上网,但是未能克服交易机制中的合谋问题,使得价格不能体现市场供需关系。

其次,输配电价核算时,资产边界不清,交叉补贴严重,优化调度、节能减排难以落实,一些外部性成本未能被全部反映出来。

再看售电侧价格,则显示出电价普遍过低的问题。“我国电价是高还是低”的判断,首先基于一个统一的事实评判标准,比如全部化为美元计量。下图展示了部分国家 2012 年平均电价,图中可以看出在水平上中国电力价格普遍偏低,在居民用电价格中,中国处于最低,工业用电价格也是只有挪威、美国、瑞典等少数几个国家比中国低。而且中国居民用电价格名义上略有上升,但实际上有一定程度的下降,增长速度也不及其他国家,从 2002 年到 2010 年我国电价增长速度仅为 1.66%,而经合组织(OECD)国家增长速度为 2.75%,欧洲的 OECD 国家更是达到了 5.28%。

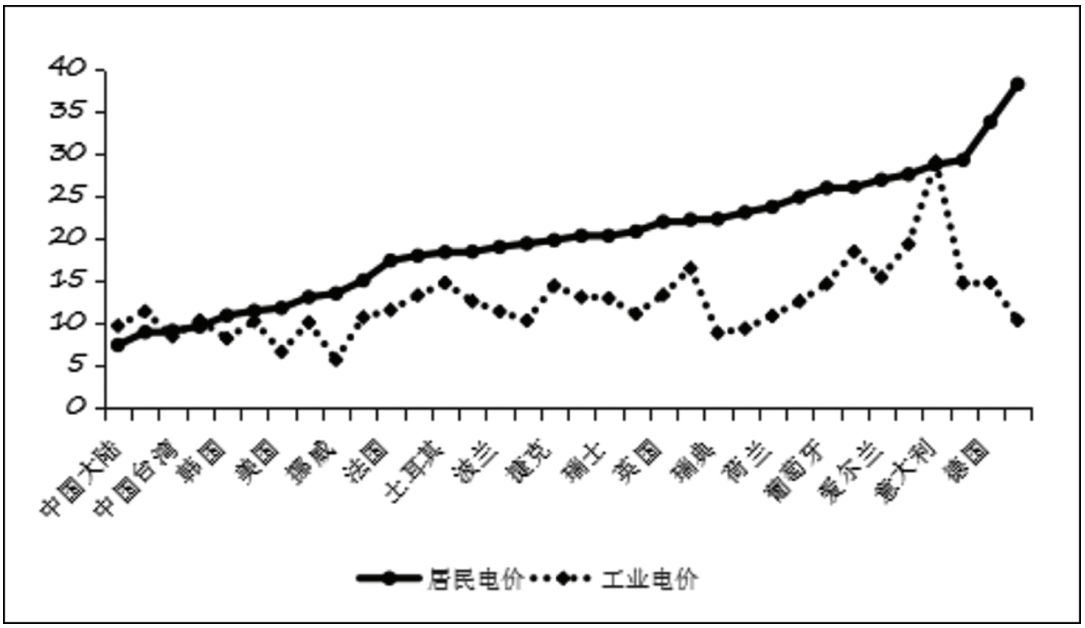


图 13　2012 年各国平均电价比较(美分)

数据来源:国际能源署(IEA)2013 年统计数据

但是它无法说明居民消费电力的负担程度。因为我国人们消费的是自己口袋的人民币,它的生活水平如何,取决于这些人民币的购买力。如果用于电力支出的份额多了,那么用于其它支出的份额就必须减少。要衡量中国电价高与低,必须与收入水平比较,以消除衡量单位的影响,比如看看消费 1000 度电在收入中的比重。水平的比较不

能说明电价在中国是“高”还是“低”，电力消费占的比重可能更为重要，尤其是在居民消费方面。下表是世界银行统计的几个国家2009年电力消费占家庭消费的比例：

表5　　2009年部分国家电力消费占家庭消费比(%)

国家	电力消费占比
孟加拉	2.2
柬埔寨	2.8
印度	3.6
印度尼西亚	4
肯尼亚	0.7
巴基斯坦	4.8
泰国	3.5
乌干达	1.1
越南	4
中国	2.8

从表中可以看出在世界银行统计的几个国家中，中国的电力消费占家庭消费的比重为2.8%和柬埔寨的持平，而且在这些国家中处于一个较低的位置，电力消费多少可以从某些方面看作福利的一种衡量，中国电力消费的比重比较低也从另一方面说明了中国电力价格是存在一些问题的。

电力价格还有一个比较难以评价的是，电力体系存在着交叉补贴和普遍服务的现象。我国认为电力是居民消费的必需品，因此实行城乡同价，并且工商业补贴居民。中国居民电价和工业用电之间价格存在和其他国家不一样的差异，工业用电属于批发电，量大成本低，居民用电属于零售电，成本较高，根据正常的市场规律，居民用电要高于工业用电，但是由于中国的政策是工商业补贴居民，所以导致在中国工业用电要高于居民用电。从图13中可以看出只有中国的工业用电价格是高于居民用电价格的，其他国家普遍是工业用电价格低于居民用电价格，这也是我国之后电改需要注意的一个地方。

(4)核电价格问题

就核电而言，核电定价未能把核废料的处理成本、核反应堆的退役成本、以及核电的外部性成本纳入定价体系中，未能反映真实成本。其中，外部性成本不仅包

括核电安全风险对公众和自然环境带来的外部性，还包括对核电实施采取的特殊军事防御、核电站引起的周边投资削减、和针对核电安全的区域规划及基建投资带来的外部性成本。

(三)能源强度问题

能源强度反映一个国家能源水平的高低。降低能源强度一直是我国政府的工作计划，《能源发展国家“十二五”规划》中明确提出“十二五”期间要把能源强度降低16%。近几十年间，由于技术的引进和生产方式的改变，我国能源强度不断下降，但比起发达国家，仍然有较大差距。同时过“黑”的能源消费结构和过“重”的经济结构都不利于进一步提高能源利用效率，降低能源强度。

(1)能源结构“过黑”

经过十年的发展，能源领域依然存在的一个重大问题，即能源结构不合理。基于第一部分的分析可知，我国是一个“富煤、贫油、少气”的国家，因此能源消费结构中，煤炭的比重最大。由图14可知，2013年，煤炭的比重为66%，；而石油和天然气所占比重过低。其中，石油的比重为18.4%，仅略微降低；而天然气的比重有所增加，从1980年的3.10%上升到2013年的5.8%。

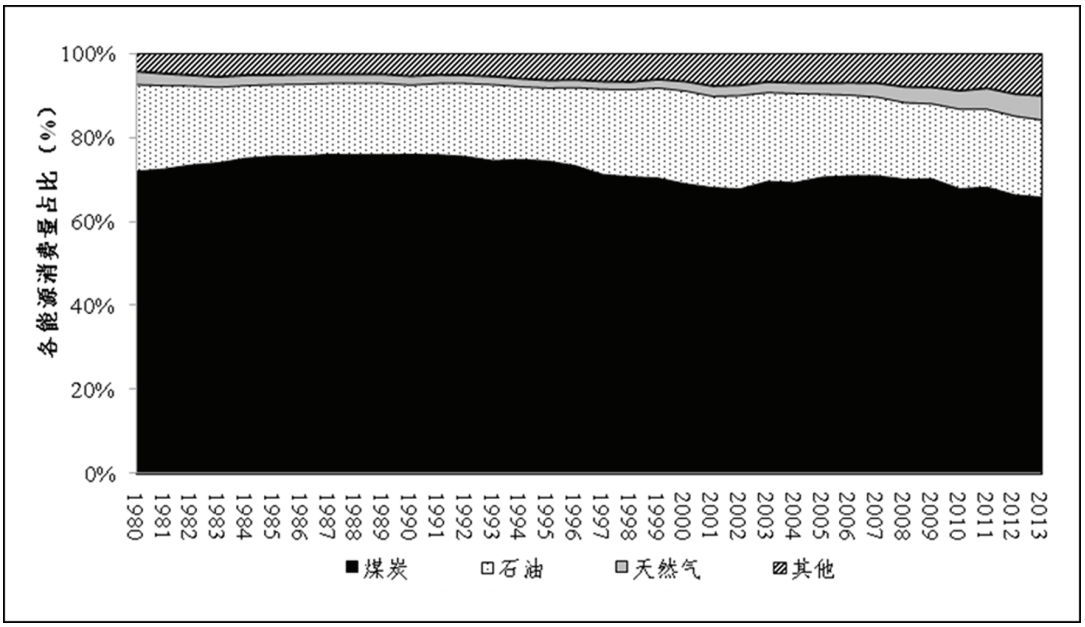


图14　历年我国能源消费结构

资料来源：《中国统计年鉴》

从能源结构的终端使用上看，煤炭消费从1980年的仅仅2亿吨标煤上升到2012年的7.69亿吨标煤，占比从40.8%降到32.7%。石油的上升非常明显，从0.53亿吨标煤上升到6.08亿吨标煤，占比从10.8%上升到24.8%。天然气的比重有所提高，但依然很小，从0.02亿吨上升到1.16亿吨标煤，比重从1.1%上升到5.8%。电力的上升也非常明显，从3.0%上升到21.0%，这很大程度上得益于家电的普及和人民生活水平的提高。可再生能源从2.2亿吨标煤上升到3.09亿吨标煤，增长很低，比重从44.9%降到12.9%。由于经济发展，人们普遍能够使用上商品性能源，薪柴、牛粪等传统生物质能源逐渐告别我们的生活。

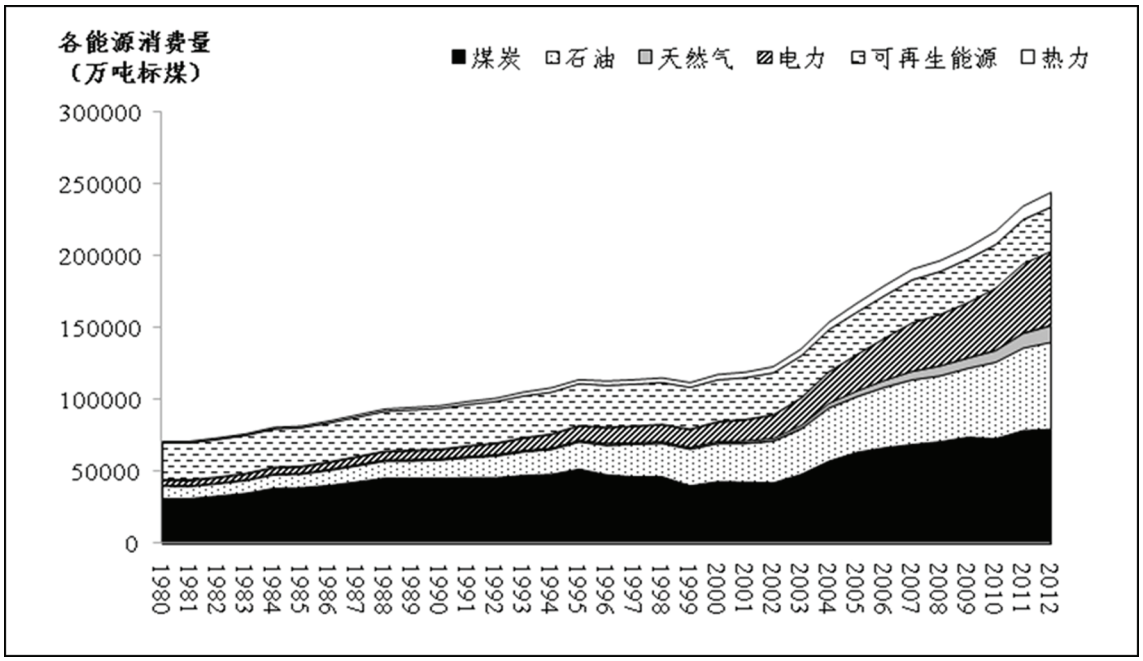


图15　终端能源消费结构

资料来源：IEA，Statistics by countries

从国际上来看，世界整体上能源消费结构是以石油为主，占据总能源消费的40.7%，其他能源如天然气、煤、电力等比较平均。中国能源消费是以煤炭为主，占据总能源消费的41.6%，其次就是电力占比22.6%也是一个相当大的份额。与其他国家相比，这一煤炭消费比例明显过高，西方发达国家的能源结构主要是石油、天然气，像美国、日本、德国俄罗斯这些国家煤炭消费占比不超过10%，而石油消费都在40%以上。电力作为现今最主要的二次能源，大部分国家消费比例没有很大的差距，大约都在10%到25%左右，但是要注意电力作为二次能源是由一次能

源产生，不同国家生产电力的能源结构也不同。中国电力行业主要还是依靠煤炭火力发电占据约75%，绝大部分电力还是依靠火力发电，只有少量的风力、水利和核电，虽然近年来火力发电有所下降，但是整体上火力发电为主的局面并没有发生很大的变化。因此，如果把电力消费中煤炭火力发电计算在内，中国能源消费结构中煤炭占比要更大。

表 6　　**世界部分国家各类能源消费比重(%)**

国家	煤炭	石油	天然气	电力	热力	合计
世界	10.1	40.7	15.5	17.7	16.0	100
中国	41.6	25.4	5.9	22.6	4.5	100
美国	1.6	49.7	21.7	21.7	5.3	100
印度	17.4	28.7	5.3	13.5	35.1	100
俄罗斯	3.4	25.4	30.1	13.7	27.4	100
日本	8.4	53.3	11.2	25.7	1.4	100
德国	3.7	41.6	23.2	20.3	11.2	100
巴西	3.8	46.0	5.8	18.0	26.4	100
加拿大	1.5	44.1	27.4	21.9	5.1	100
伊朗	0.2	35.7	54.0	10.0	0.1	100
韩国	6.0	51.0	13.4	25.1	4.5	100
印尼	7.1	40.7	10.5	8.7	33.0	100
法国	2.1	45.9	18.1	23.7	10.2	100
意大利	1.8	42.3	28.4	20.5	7.0	100
英国	2.0	42.9	30.7	21.7	2.7	100
墨西哥	1.5	63.7	11.8	16.7	6.3	100
西班牙	1.4	52.3	16.5	23.3	6.5	100

注：除中国数据来自国家统计局外，其他国家数据来自国际能源署。中国2012年数据，其他国家为2011年数据。

(2)经济结构“过重”

经济结构不合理是我国能源强度过高的重要诱因。经过10年的努力，我国的经济结构已经开始扭转，2008年前，我国第三产业对GDP的贡献率相对稳定在

41%左右;2008 年之后,受累于工业比重的持续下滑,第二产业占国民经济比重也出现了下降,而第三产业比重开始逐渐上升;到 2013 年,我国第三产业占比达到了 46%,首次超过了第二产业占经济比重(43%)。

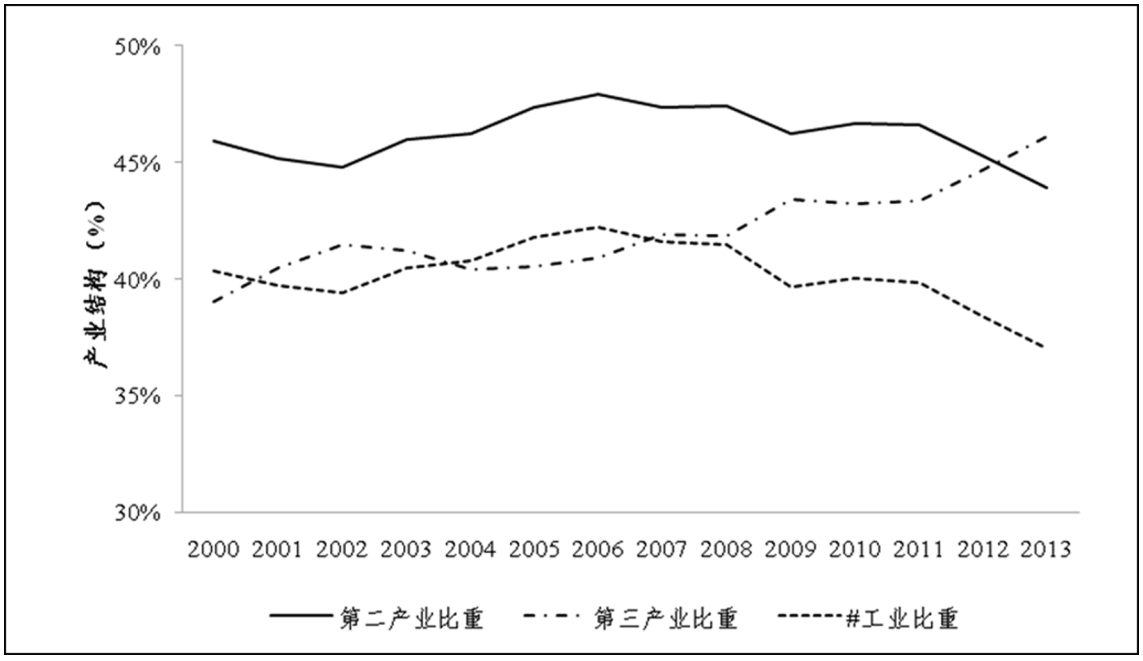


图 16　我国产业结构走势(2000－2013)

资料来源:《中国统计年鉴》

但是,与以第三产业为主发达国家相比,我国的经济结构依然过重,即以第二产业为主,高投入、高消耗、高排放、高污染的经济发展方式没有发生根本改观。由图 17 可知,发达国家第三产业比重普遍在 70%左右,即使部分发展中国家也已达到 50%以上。但我国第三产业比重仍低于其他发达国家水平,而且也低于发展中国家 50%的水平。

另外,我国工业能源消费占能源消费总量的 70%以上,工业部门内部的重化倾向明显,六大高耗能行业用电量占工业用电量的比重大体维持在 63%左右。这就决定了我国能源消费大部分集中于工业,而考虑到成本等因素,大部分工业使用的能源主要是煤、石油等这些高污染的能源。经济结构的固化进一步加深了中国能源结构的固化,使得能源结构调整面临重重困难。

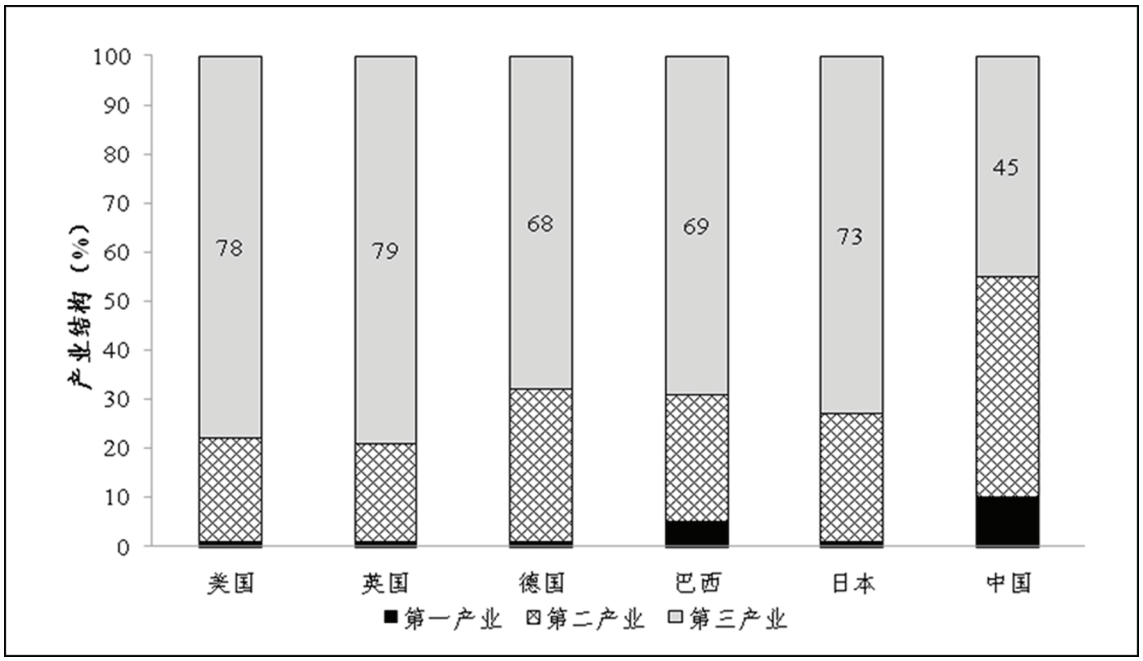


图 17　2012 年主要国家产业结构比较(%)

资料来源:世界银行数据库

(四)能源安全问题

一直以来,能源问题不仅关乎一国经济增长与发展,而且与该国乃至全球的安全有着十分密切的联系。就一国而言,能源的天然垄断性质以及能源生产较高的资本投入需求,使得能源领域上中下游通过纵向一体化,或合作或兼并的方式,才能降低交易费用,实现规模经济。但随着经济全球化进程的推进,世界各国都面临着能源需求与供给的不断失衡、能源禀赋的约束力日益增强,我国能源安全问题面临新的挑战。第一,我国能源对外依存度较高,而能源进口地和运输线路较为集中、应对供给中断的战略储备不足增加了能源供应的风险。第二,国内能源生产隐患多,加剧了能源消费带来的负面影响。第三,我国能源基础设施量大、集中、管理和防控落后,安全风险未能得到有效监控。

(1)能源外部安全

一是,受“贫油少气”资源禀赋的影响,我国的石油和天然气需求有相当一部分靠进口来满足。根据前面数据分析可知,2014 年我国石油和天然气的对外依存度分别达到 60%和 30%的比重,对外依存度过高,能源安全备受威胁。首先是来自美国竞争力的威胁。众所周知,美国在参与北美能源共同体建设的同时,还积极倡

导能源独立战略。近年来，美国非常规石油和页岩气发展十分迅速，并将很快成为能源独立国。不难想象，美国廉价的能源生产与供应将会抽空中国等发展较快的国家的劳动力和资本要素，进而对我国经济发展造成严重的打击。而建立东亚能源共同体是当前预防和抵制美国能源竞争冲击的重要途径。

其次，能源安全备受中东地区的威胁。当前，中国石油进口的主要来源地也是中东，但是中东国家已经开始对本国石油产业进行了改革，石油产业价值链的中下游已经成为未来发展的重点，这就意味着中东地区极有可能减少原油的出口而转向石油产品的生产和出口，这种变化将对中国未来石油获取带来挑战。因此，在控制中东之外必须进一步扩展巩固其他石油出口国。

二是，能源安全表现运输航线的安全。目前，中国对外能源进口主要依赖于海上运输。由于进口集中度较高，海上运输航线尤其是马六甲海峡等关键航线的安全问题给我国能源安全进口带来很多的不确定性。马六甲海峡海盗猖獗、恐怖组织活动活跃，面临“基地组织”、“伊斯兰祈祷团”等恐怖主义组织及“亚齐独立运动”等地区分离组织的严重威胁。

此外，马六甲海峡极容易发生海损。相比苏伊士运河、巴拿马运河，该海峡的海损事故发生率要高出 2－4 倍。主要原因有如下几个方面：一是水流缓慢，峡底平坦且为泥沙质，容易淤积形成岛礁和浅滩，造成船舶触礁或搁浅。二是海峡气候极端异常，热带暴雨频繁。三是航道狭窄，且近年来通行海峡的船舶增加很快，再加上船舶大型化，造成航道拥挤。不仅如此，海峡交通管理混乱，尤其是当地小渔船随意穿行影响商船正常航行。船舶相撞、触礁、搁浅等事故极易造成海峡堵塞，并造成严重污染。四是海峡周边居民（印度尼西亚人）有烧树木进行火耕的传统，结果导致海峡常出现烟雾，能见度不足。

（2）能源内部安全

除了能源外部安全问题，国家内部的能源安全问题以日益明显。煤炭方面，由于技术落后，又缺乏有效的保护措施，我国煤炭行业从业人员受到不同程度危害，包括粉尘、毒物、噪声、振动、高温、高湿等引起的职业病，尘肺病、慢（急）性职业中毒、职业性眼耳鼻喉病等，严重危害劳动者的健康。有些矿石还含有放射性氡及其子体，与粉尘结合形成放射性气溶胶，吸入后会对劳动者造成放射性损害。爆破和开采中产生的各种化学成分如一氧化碳、氮氧化物、二氧化硫、醛类物质、油烟等均可损害劳动者健康。我国每年因氡及其子体致肺癌的死亡人数是美国的好几倍。煤炭行业职业病发生率在我国众多产业中长期居高不下，其尘肺病的发病总人数

占我国尘肺病发病总人数的近58%。

石油运输方面,在能源运输过程中,以海上航运的石油泄漏为例,海洋石油污染造成了难以估量的损失。世界一半以上的年产石油通过油船在海上运输,这是全球石油产地和消费地分布不均造成的,也给海洋带来了油污染的威胁。1989年3月在美国阿拉斯加州附近海域的邮轮"诶克森·瓦尔迪茨号"造成的3.4万吨原油流入威廉王子湾。2009年3月,世界自然基金会发表一份研究报告,对1989年3月23日的原油泄漏事件进行跟踪研究,结果发现一次重大石油泄漏的后遗症消除需要的时间在20年以上,灾难发生地美国阿拉斯加州海岸,仍旧覆盖着大量的石油,油水混合物浸入到了25厘米深的地下,甚至渗入到了阿拉斯加州威廉王子海峡艾利洛岛。2004年12月7日,两艘外籍集装箱船在我国珠江口水面相撞,无人员伤亡,但一船燃油舱破裂,450吨重油漂向大海,在海上形成了一条长9海里的油带。这是我国船舶碰撞最大的一次溢油事故。而我国在海洋环境保护方面法律制度的缺失和应急处理能力的不足,极大地削弱了能源使用的安全保障。

核电方面,一是核辐射问题,核电站在运行期间本身不会像外界排放放射性物质。核电的安全风险主要是指在发生核能事故的情况下,向外界溢出放射性物质的风险,当溢出的放射性物质量足够大时,将会给公众带来危险。人体在短时间内吸收大剂量辐射会导致疾病或死亡。二是考虑到近年来地震、海啸、热带风暴、洪水等自然灾害频发,以及厂区附近的堤坝坍塌、飞机坠毁、交通事故和化工厂事故之类的突发事件偶然发生,如果核安全技术不过硬,在恶劣的自然灾害条件下,反应堆无法实现自动停堆或手动控制迅速安全停堆,那么将对该地区的居民乃至整个国家产生致命的威胁。三是核电对生态海洋环境的破坏。近期我国核电厂发生数起因海洋生物或海洋异物堵塞取水系统从而影响取水安全的事件。海洋生物或异物的堵塞可能导致机组的降功率乃至停堆,严重时甚至可能会对最终热阱的可用性构成威胁。

(3)能源基础设施安全

我国能源基础设施建设速度不断加快,但安全风险依然相对较高。2005年以来,我国管道输油(气)里程年均增长11%,6000千瓦及以上电厂发电设备容量年均增长12%。各类能源基础设施建设不断增加,但与其相伴的风险也相应增加。

油气基础设施方面,随着管道和储运设施的进一步规划建设,非人为因素风险将保持较高的频率,且易成为外力攻击的目标。就石油原油生产而言,2012年我国黑龙江、陕西、新疆、天津、山东五个地区占总生产量的比例达到77.5%,其中新

疆等区域还属于暴力恐怖袭击多发区域，风险等级明显偏高。

电力基础设施方面，尽管自动化管理水平不断在提高，非人为因素风险将有所减少，但其安全风险的后果与严重程度较大，由此加大了电力基础设施的风险等级。2013 年 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量分布在广东、内蒙、江苏、山东、四川省的比重达到约三分之一。这些省市对应的用电量在全国占比也较大，电力设施一旦受到破坏，产生的后果都较为严重。

再看安全监测与防范方面，首先整体上缺乏有效的信息统计和数据整理，只能通过新闻媒体等获得不完全信息，无法从宏观上进行把握和分析。同时，对能源基础设施的安全运行、风险监控等较为缺乏，基本上是企业在考虑自身效益情况下的自主行为。风险应急方面，没有针对性的应急措施和应急预案，目前的处置方式属于“事后应急”的模式，缺乏针对不同能源领域基础设施的专业化预案和应急指导，一旦出现较大的能源基础设施安全问题，可能会引起较大的负外部性。在新闻、宣传等方面也存在报道不实、时效性不足等问题，对社会影响的正面性不强。

(五)能源体制问题

近年来，我国的能源体制改革力度加大，能源机制建设不断完善，市场机制在能源领域配置资源的基础性性作用日益增强，价格形成机制在不断的探索中得到稳步推进，政府宏观调控体系逐步完善，能源对外开放水平提高，走出去战略逐步落实，使得我国的能源工业保持了迅速的发展，人民基本生活得到满足。但是随着工业化、城镇化进程的加快，我国资源和环境约束进一步加强，能源发展面临更多新的挑战，当前能源体制，主要是能源价格体制、能源管理体制以及能源配套的财税体制方面仍然存在一些突出的矛盾和问题。

(1)能源管理体制

当前，我国能源管理体制仍然在以下几个方面的问题：

第一，管理职能分散，机构协作性差。现行的能源管理机构间协调力度，不利于能源战略的实施。这主要体现在以下几个方面：一是对能源开发、综合利用、节能以及对外合作等重大问题上协调力度不够；能源应急和能源运行调节、能源价格职能仍然分散在其他部门；能源行业管理与监督薄弱，没有明确的监督执法主体；能源信息统计与分析预测预警职能亟待加强。此外，对能源发展的重大问题，部门之间尚未建立统一高效和相对固定的工作协调机制，难以充分调动各方资源，及时准确有效解决有关重大问题和应对各类突发事件。

第二，能源法律法规和标准体系不健全。我国到目前为止还没有能源法，使得能源监管、能源行业运行无法可依，随意性较大。单行法方面，已制定的《电力法》、《煤炭法》与《可再生能源法》虽已建立，但不能金穗能源实际发展的需要，有些规制与现实要求相矛盾。而石油、天然气等方面的专项法律尚未出台。另外，一些法规条例和标准规并没有得到及时的制定、修订以及规范。

第三，我国目前的能源监管体制还需要加强。一方面，监管定位不准，监管制度不健全，监管手段缺乏。另一方面，能源监管体系尚未真正建立起来。目前，能源部门之间权责不清，且在规范市场秩序、垄断识别、产业重组等方面的职能缺失，尚未对具有典型自然垄断特征的石油、天然气、电力管网建立起监管制度。

(2)能源配套财税体制

能源健康可持续发展离不开科学健全的财税配套体制，但目前我国尚未形成有利于能源高效、绿色可持续发展的财税体制。

一方面，我国的财税政策不合理。根据上面的分析，传统化石能源极容易引发环境污染问题，而现行的征税体系中缺乏与能源环境相关的税种，如能源税、二氧化硫税等；在税费方面，就生产侧而言，能源资源开采行业的税费中，增值税和所得税占绝大部分，将近 80％的比例，而带有节能环保的税费较少，不大 15％。电力行业中，增值税和所得税占到 90％以上，与能源环境相关的税费不到 2％。就消费侧而言，一是资源税税率过低，起不到鼓励企业节约资源的目的。二是消费税太低，其中汽油和成品油价格远低于欧美等国家的油品价格，使得先进环保的混合动力汽车的市场难以打开。三是排污费偏低，排污费低于治理成本，难以鼓励企业增加环保投入。

另一方面，财税政策的战略导向力度不强。有前文所述，我国新能源虽然有所发展，但总体比重较小，短期内无法替代传统能源。而进一步推动新能源发展，增加战略资源储备，需要我国的财税政策有相应的战略高度。但目前我国的财税政策对这些长远发展方向的导向性不够。从当前的财政预算和规划细分科目来看，新能源和可再生能源建设项目尚未被纳入。其次，虽然过去十年里，国家对新能源发展给予政策优惠和补贴，但实际政策落实不到位，不能调动地方政府、企业和社会积极开发新能源。最后，虽然加大对企业走出去的支持力度，但现有的财政支持和税收优惠政策力度不够，另外要导致新能源研发和一些能源关键技术的升级换代难以进行。

第三部分:能源政策演变

(一)煤炭和油气政策

在煤炭价格方面,虽然煤炭价格早已市场化,但占比60%煤耗的电煤价格却依然由政府制定,煤价双轨制使得电煤价格低于市场煤价并已形成较大偏差,为此,“十一五”规划推进电煤价格与市场价格并轨,逐渐将煤价全权交由市场。除此之外,为较好衡量煤炭实际价格,政策规划将环境、安全等费用纳入生产成本,便于市场充分反应煤炭的社会价值和实际成本。“十二五”规划中,国家进一步促进煤炭价格的市场化进程,通过深化国有煤炭企业改革,推进股份制改造,鼓励煤炭企业上市、发行债券以及非公有经济参与煤炭生产开发。煤炭生产不由国有企业生产,更利于将煤炭的定价权交由市场。

在控制产能方面,“十一五”规划中强化煤炭工业发展规划及大型煤炭基地建设规划的作用,在建立大型煤炭基地的同时,严格控制小型煤矿建设,并重点支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿。“十二五”规划在“十一五”规划基础上鼓励培养大型企业集团,大型煤炭基地内资源优先向大型煤炭企业配置,并支持大型企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组,促进规模化、集约化发展。兼并中小企业,有序建立大型煤炭基地,培养一批具有国际竞争力的大型企业集团,不仅有利于保障煤炭稳定供应,也有利于控制产能。在我国以煤炭为主的能源消费结构情况下,控制煤炭的产能,将市场交由其他能源形式,尤其是可再生能源,将优化我国能源结构,促进新能源的发展。

在能源安全方面,“十一五”规划鼓励外资企业与国内企业开展多种形式的技术和经济合作,支持有条件的煤炭企业到境外开发煤炭。“十二五”规划加大境外煤炭资源勘查开发力度,鼓励大型煤炭企业投资境外煤炭加工转化项目,开展对外工程承包和技术服务,并鼓励沿海、沿边地区拓展煤炭进口渠道,保障进口煤源稳定可靠。即可使国内的煤炭企业走出去,又可以与主要煤炭资源国建立长期稳定的贸易关系,有助于稳定我国进口煤源,保障煤炭的世界安全问题。在煤炭的对内安全问题上,“十一五”和“十二五”规划均强调安全政策的制定及煤炭企业的监管问题,提高煤矿安全生产水平,加强职业健康监护,进一步加强“一通三防”工程建设。

在能源绿色发展方面,“十二五”规划将煤矸石、粉煤灰生产建筑材料纳入国家建材发展规划,并完善煤层气开发宏观调控管理,加强煤层气开发关键技术的攻关,制定“先采气、后采煤”的具体实施方法,解决煤炭气化液化的技术障碍,促进煤炭深度加工转化。“十二五”规划健全体制机制,推进采煤采气一体化开发,加大煤层气勘探开发利用力度,并发展循环经济,以煤矸石发电为龙头,建设煤—焦—电—建材、煤—电—化—建材等多种模式的循环经济园区,建设环境友好型矿区。能源使用的负外部性一直是人们关注的重点,促进煤炭行业的绿色发展并促进发展循环经济,利用技术进步环节能源使用对环境的影响因素。

(二)可再生能源政策

在法律法规支持方面,“十一五”规划要求全面贯彻落实《可再生能源法》,做好可再生能源发电并网等政策的完善和落实工作。“十二五”规划在《可再生能源法》的基础上进一步明确责任制度,建立可再生能源发展目标考核制度,明确各政府、各地区和企业的可再生能源的发电配额,制度明确更有利于可再生能源的大力发展。

在财政支持方面,“十一五”规划规定国家有关部门可根据可再生能源开发需要安排必要的财政资金,促进可再生能源的开发利用、技术研发和设备生产等。通过加快可再生能源技术进步和产业体系建设,全面提供可再生能源技术创新能力和服务水平。并通过财政、税收和价格等综合措施完善促进可再生能源开发利用的市场环境,为可再生能源的提供持续稳定的有效市场空间,有利于可再生能源的发展。“十二五”规划将建立健全反应资源稀缺及环境外部成本的能源产品价格和税收形成机制,充分体现可再生能源的环境价值等社会效益。将社会收益考虑在内,可再生能源的总收益会逐渐大于成本,可再生能源的生产将因此而扩大。

在保障可再生能源市场方面,“十一五”规划完善促进可再生能源开发利用的市场环境,要求电网保障可再生能源电力的上网和销售,石油销售企业要制订生物燃料乙醇和生物柴油的市场规划。“十二五”规划继续推进电力体制改革和电价改革,建立适应可再生能源大规模融入电力系统的新型电力运行机制、电价机制以及促进区域微电网应用的协调机制。可再生能源发电能够融入电力系统将扩大可再生能源的利用空间,扩展了可再生能源的市场。另外,“十二五”规划分布式可再生能源发展,发挥可再生能源资源分布广、技术利用形式多样的特点,充分利用当地的可再生能源资源,通过建设综合性示范项目,不断扩大可再生能源在本地能源消费中的比重。

表 7　　能源政策演变情况(“十一五”和”十二五”规划)

资源	分类	“十一五”规划政策	“十二五”规划政策
煤炭	法规体系	1.进一步完善以《煤炭法》为主题的法律法规体系 2.落实中央财政对国有重点煤矿增值税定额返还和所得税返还政策，把煤矿企业税负降到合理水平	1、进一步完善以《煤炭法》为主题的法律法规体系
	价格市场化	1、将资源、环境、安全、劳动力、转产发展等费用足额纳入生产成本，推进电煤价格与市场价格并轨	1、进一步深化国有煤炭企业改革，完善现代企业制度，推进煤炭企业股份制改造，鼓励非公有制经济参与煤炭生产开发
	控制产能	1、加强对煤矿生产经营全过程的管理，积极推进山西煤炭工业可持续发展试点工作 2、强化煤炭工业发展规划、大型煤炭基地建设规划、矿区总体规划的作用，规范煤炭勘查开发秩序，加强煤矿基本建设管理，调控煤炭生产开发布局和建设规模，防止煤炭产能过剩 3、推进大型煤炭基地建设和煤炭企业整合	1、按照煤炭工业发展规划、矿区总体规划，合理配置煤炭资源，安排煤矿建设项目 2、推进煤矿企业兼并重组，淘汰落后产能，培养大型企业集团，以大型煤炭企业为开发主体，有序建设大型煤炭基地；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平
	能源安全	1、鼓励外资企业与国内企业开展多种形式的技术和经济合作。增加东南沿海地区煤炭进口，支持有条件的煤炭企业到境外开发煤炭	1、提高煤矿安全生产水平，加强职业健康监护，进一步加强“一通三防”工程建设 2、加强国际交流与合作，积极参与境外煤炭资源开发利用，深入开展对外工程承包和技术服务
	能源绿色发展	1、加强煤运通道建设，鼓励发展坑口电站和低热值燃料电厂，大力发展煤矸石建材 2、优先发展煤炭科技教育，加快煤层气(煤矿瓦斯)开发利用，鼓励洁净煤技术产业化	1、大力发展洁净煤技术，大力发展煤炭洗选加工，推进煤炭深加工，促进煤炭高效清洁利用 2、推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展 3、按照减量化、资源化、再利用的原则，发展循环经济，扩大资源综合利用规模，建设资源节约型、环境友好型矿区

续表

资源	分类	“十一五”规划政策	“十二五”规划政策
石油和天然气		1、国内外共同发展，以实现油气资源的稳定增长和较快发展 2、实行油气并举，稳定原油产量，扩大天然气产量。加强老油田稳产改造，积极开发气田，促进油气能源稳定供应 3、增强石油战略储备能力，扩建和新建原油储备基地 4、完善油气干线管网和配套措施，逐步形成全国油气管线网络	1、完善全国天然气规划体系，制定天然气管道规划 2、通过页岩气探矿权招标试点，推动上游市场化改革，制定合理的管输价格标准，引导企业降低投资成本和造价 3、研究制定储气调峰有关制度，逐渐建立天然气商业储备，满足市场季节性调峰和资源供应中断时应急用气需求，以及直供天然气用户的调峰应急用气需求 4、建立完善天然气勘查开发促进机制，推动天然气探矿权、采矿权竞争性出让制度，做好天然气勘查开发与其他固体矿产勘查开发的衔接工作，天然气资源勘查开发按现行税收政策规定进行税前扣除 5、落实页岩气产业鼓励政策，可申请减免页岩气探矿权和采矿权使用费 6、引导天然气高效利用，鼓励和支持天然气分布式能源、LNG 汽车和船舶燃料等高效天然气利用项目 7、完善天然气价格形成机制，为天然气价格最终市场化奠定基础 8、鼓励开展页岩气等非常规天然气与国外公司的合作，通过对外合作，引进技术，提高自主创新能力

续表

资源	分类	“十一五”规划政策	“十二五”规划政策
可再生能源	法律法规	1、全面贯彻落实《可再生能源法》，做好可再生能源发电并网、上网电价及费用分摊有关规定、财政补贴和税收优惠等政策的完善和落实工作	1、建立可再生能源发展目标考核制度，明确各地区和主要能源企业发展可再生能源的目标和要求 2、实施可再生能源电力配额制度，各级政府承担完成本地区可再生能源电力配额的行政管理责任
	财政支持	1、对可再生能源开发利用、技术研发和设备生产等给予税收优惠支持，安排必要的财政资金，支持可再生能源技术研发，支持技术攻关和技术产业化工作，促进技术进步和产业发展	1、建立健全反应资源稀缺及环境外部成本的能源产品价格和税收形成机制，充分体现可再生能源的环境价值等社会效益
	保障市场	1、完善促进可再生能源开发利用的市场环境，电网保障可再生能源电力的上网和销售，石油销售企业要制订生物燃料乙醇和生物柴油的市场规划	1、继续推进电力体制改革和电价改革，建立适应可再生能源大规模融入电力系统的新型电力运行机制、电价机制以及促进区域微电网应用的协调机制 2、鼓励分布式能源自发自用，完善国家对分布式能源的补贴方式，推广普及分布式能源

面对全球日益严峻的能源和环境问题，开发利用可再生能源已成为世界各国保障能源安全、应对气候变化、实现可持续发展的共同选择。建立充足、安全、清洁的能源供应体系是促进经济社会可持续发展的基本保障。目前我国能源供应以煤为主，加快开发利用可再生能源是从根本上解决我国能源供应问题的重要战略选择。另外，可再生能源作为应对气候变化的重大举措，开发利用可再生能源可以在不影响国内生产总值的情况下减少二氧化碳等气体的排放，减弱化石能源带来的环境影响。可再生能源在能源结构中的比重逐渐上升还有助于解决能源安全问题，大力发展可再生能源可以降低对外的能源依存程度，降低世界其他国家通过能源限制我国经济发展的可能性。

尽管在过去的十年里，大量能源政策不断出台以应对前文所述的部分问题，成效颇为显著，但并不能达到根治的目的，并且新的政策的出台还引发了一系列新的问题。为此，推动新一轮的能源革命乃是当务之急，具体思路将在下文具体分析。

第四部分：推动能源革命的战略思路

（一）推进能源价格市场化

推进能源价格市场化是提高市场运行效率的重要前提。如上面所述，当前能源领域最大的问题在于，政府与市场的边界尚未完全清楚的界定，使得市场配置资源的基础性作用未能充分发挥，尤其是能源的价格不能真实反映资源的稀缺性。因此，推进能源市场化改革的首先要稳步推进能源价格改革。

推进能源价格改革，需要充分发挥价格在市场调解中的主导作用，逐步建立起反映市场供需关系、资源稀缺性与负外部性的定价机制，以反映不同能源品种之间的合理比价关系，引导清洁高效能源的大力发展，促进能效提高，实现环境保护。另一方面，应逐渐放松对竞争性能源价格的管制，市场定价；对具有自然垄断环节的价格加强监管，建立有利于降低成本的约束机制，取消交叉补贴，推进价格有的“合理公正”。具体而言，我国能源领域如何有效实行价格改革可以参见图 18。

（1）煤炭价格

煤炭的价格改革需要实行全成本定价，煤炭成本不仅要包含生产成本，还要考虑煤炭整个生命周期所产生的环境外部性成本，即煤炭开采、运输及使用过程中，三废排放引起的三种负外部性：环境污染、生态系统破坏，受益企业未承担的经济损失。所以，应当将上述成本按照一定的渠道列支到煤炭成本中，如出台生态保护税、环境税，实行资源税改革，让价格反映资源的稀缺性和环境治理成本，进而实现覆盖全成本的煤炭价格。

其次，完善煤炭价格联动机制。探索电煤“重点合同”铁路运力招标分配办法，建立铁路运力交易制度，通过公开透明的机制，实现煤炭资源即配套运力的优化配置。让煤炭行业与电力行业能够完全按照市场价格进行竞争，同时鼓励煤矿与电力企业签订长期合同或实现一体化，实现利益共享和风险共担的双赢机制，化解市场风险。

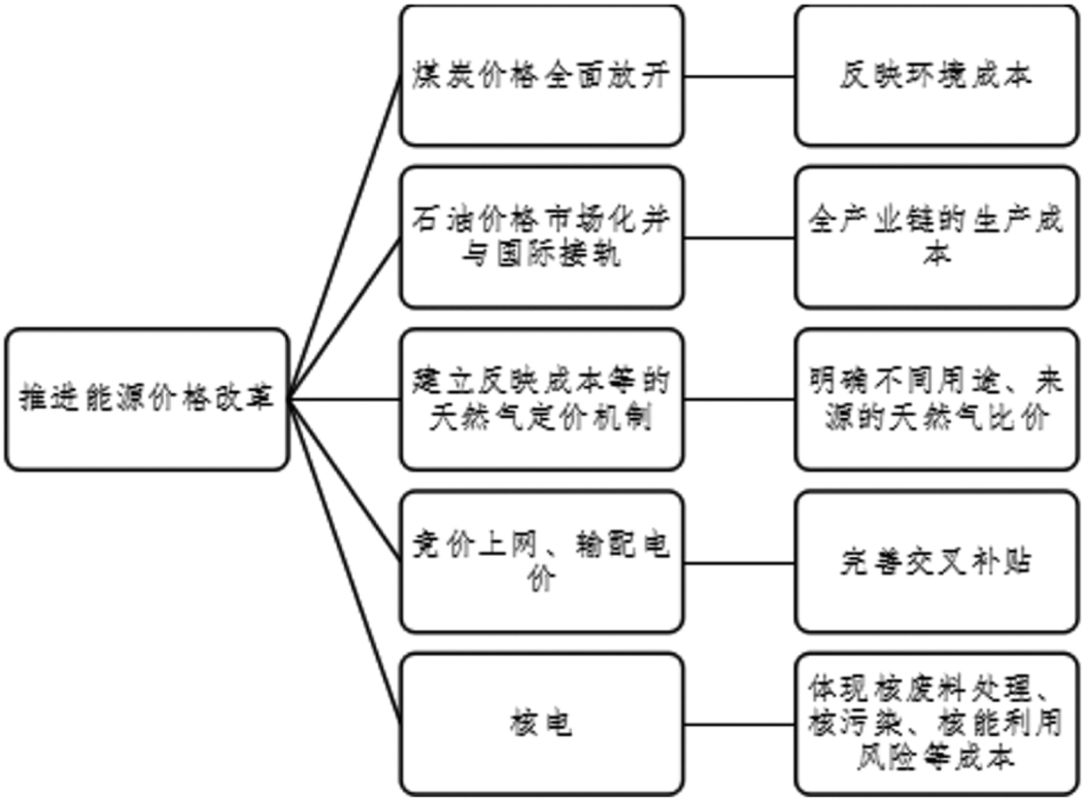


图 18　推进能源价格改革的路径分析

(2)石油和天然气价格

加快成品油价格的市场化,放开市场,减少政府干预,使得国内价格能够及时反映国际市场价格。其次,改革和完善石油主干道网络运营管理机制,确保石油管输价格公开透明,以反映企业真实成本。再者,放开石油价格的同时,应建立特殊行业和弱势群体的直接补贴制度,增强其对国际石油价格波动的应对能力。

努力推进天然气定价按不同环节供气成本进行定价,同时形成联动机制,发挥市场的调节作用,实现全产业链成本定价机制。其次,通过调整资源税、提供财政补贴或税收优惠等政策以理顺其与替代能源的比价关系,理顺国内与进口天然气比价关系。加强对天然气主干管网运营的监管,抑制垄断性定价。

(3)电力价格

电力价格改革应按发输配售各个环节的特点,制定不同的定价机制,让最终定价能够反映真实成本,并形成主要由市场决定的电力价格。

竞价上网环节,可组建相对独立的电力交易机构,实行独立核算。同时建立线

上、线下电力交易撮合机制以及中长期交易、现货交易的交易机制，形成协商、集中竞争等交易模式，并鼓励双方建立长期稳定的交易机制。

输配环节，建立规则明晰、水平合理、监管有力、科学透明的独立输配电价体系，让输配电价真实反应电网的成本。在“成本加成”定价模式为主体的情况下，在具备条件的地区，可探索开展输配电成本激励性监管试点。同时，各地应结合实际情况，开展交叉补贴的摸底核算工作。一方面，逐步消除工商业内部的交叉补贴；另一方面，核算并确定居民、农业的交叉补贴规模。特别是探索建立测算交叉补贴的方法、模型、参数，待条件成熟，出台交叉补贴核算技术指南。在摸清底数基础上，结合各地实际，探索妥善解决交叉补贴的机制。

制定可再生能源发电配额制度，完善可再生能源（特别是风能和太阳能）电价优惠政策，实行有利于可再生能源和新能源发展的价格优惠政策。

（4）核电价格

在核电定价过程中，除了计算核电站的建设成本和运营成本，还应当把核废料的处理成本、核反应堆的退役成本、以及核电的外部性成本纳入定价体系，实现全成本定价。其中，外部性成本不仅包括核电安全风险对公众和自然环境带来的外部性，还包括对核电实施采取的特殊军事防御、核电站引起的周边投资削减、和针对核电安全的区域规划及基建投资带来的外部性成本。

考虑到核废料最终处置依然是世界性难题，核反应堆退役所需的巨大资金，核设施建设所带来的种种外部性成本，以及核事故一旦发生，对人体和环境造成的巨大损害，全成本定价后的核电价格应当会较高。

（二）加强能源行业监管

加强能源行业监管是是应对能源市场失灵的重要举措。由于产权难以进行界定，能源市场通常难以靠自身之力来解决能源使用的负外部性问题，政府需要进行监管。因此努力的方向有以下几个方面：

第一，机构改革。优化能源管理结构，加强能源监管队伍建设。由于我国地方能源监管机构隶属于中央，相互之间并不独立，因此需要科学确定能源监管权力的横向和纵向划分，在不同监管部门和监管机构之间合理分配监管权力。其次，要建立全方位、多层次的协作机制，如建立一些合作协调机构和会议制度，来协调各方的利益以解决可能会出现的矛盾和冲突，进而提高我国能源监管的整体能力。同时，应注重与监管需求相匹配的监管能力建设，在监管机构、人员编制、经费保障等

方面予以统筹考虑。加强人力定期、高强度监管，确保被监管对象遵守规定，进而提升市场效率、落实改革红利。

第二，转变工作方式。明确监管内容和监管方式。政府一面遵循市场化运行规律，减少干预，另一方面也要对市场失灵部分进行监管，规范市场准入和价格管制，鼓励公平竞争，防止市场垄断，形成公平合理、有序竞争的市场秩序；加强对具有垄断性特征的电力、石油和燃气等能源输送管网的公平开放。

第三，制定配套政策。一是配套财税改革。实施增值税差别税率改革，将含碳能源品的增值税率从17%上升到30%，而将无碳能源品在税率从17%降到9%，以内生化能源品的正/负外部性。同时，降低普通商品的增值税率，以缓解价格冲击。另一方面，加征资源税，这既可以作为对使用自然资源所支付的费用，也可以看作是对环境污染和提供公共设施与服务的补偿。二是实行补贴政策。首先加强对新能源的补贴，其次努力将交叉补贴机制变“暗补”为“明补”。

第四，加强节能监管。加强对能源的用户，如钢铁、有色、建材、化工、石化、发电、采矿、运输等高耗能行业和重点用能企业节能工作以及重点节能工程的监管，加强对重点用能产品能效标准、建筑节能设计标准、行业涉及规范制定与执行情况的监管，加强对依法淘汰落后产能、设备制度执行情况的监管。

(三)完善能源法律法规

完善能源法律法规是促进能源健康发展的重要保障。当前，我国配备的能源法律不完备，到目前为止还没有基本法，这使得能源监管无法可依，监管随意性很大。另外，我国能源立法则表现的相对迟钝，能源立法的速度不能紧随实际发展的需要，立、改、废三种立法方式不能很好地结合。

首先，应制定能源法以能源领域发展、改革和管理等重大问题的解决。其中能源法应涵盖以下内容：规范能源战略规划、能源开发生产、能源加工转换、能源储备与运输、能源贸易、能源节约与环境保护、能源结构优化、能源科技创新、能源装备制造、能源国际合作、能源预警应急、区域协调发展、农村能源发展、市场监管、普遍服务、价格与财税等行为。加强国家对能源的战略管理和统筹规划、促进资源的合理有序开发与能源的高效清洁利用，构建稳定、经济、清洁、高效、可持续的能源供应及服务体系，培育统一、开放、竞争、有序的能源市场，实现公平与效率的有机结合，推动能源与经济社会协调可持续发展。

表 8　　能源法律法规体系基本建设框架

<table>
<tr><td colspan="8">能源法</td></tr>
<tr><td>煤炭法</td><td>电力法</td><td>可再生
能源法</td><td>节约
能源法</td><td>原子能法</td><td>石油法</td><td>天然气法</td><td>……</td></tr>
<tr><td colspan="3">已制定</td><td colspan="2">正在制定</td><td colspan="3">待制定</td></tr>
</table>

其次，完善能源单行法。目前我国的单行法有《煤炭法》、《电力法》、《可再生能源法》和《节约能源法》，但仍需要做出一定的修订和完善。《煤炭法》方面需要理顺煤炭工业管理体制，调整细化相关部门职责，提高煤炭开采市场准入门槛、规范煤炭开采、加工转换、经营和交易秩序；强化资源节约、生态保护、安全生产管理。《电力法》方面，应确定新的电力管理制度，明确电力管理与电力监管的职责分工；建立电力市场制度规则；建立电力交易机构设立与市场公平竞争制度；调整电价体系，确立个电价制定原则和形成机制；强化电网安全制度，明确电网调度的基本要求；实行供电区域制度，强制缔约制度，需求侧管理制度、普遍服务制度及农电辅助制度。《可再生能源法》方面，完善可再生能源发电定价机制和，优惠财税政策；扶持科技创新，鼓励技术研发；建立资源评估机制等，另一方敏石油法、天然气法以及其他能源安全、能源监管等领域的立法基本处于空白，急需要新的法律的出台。

再者，根据各种能源品的发展情况，不断完善和制定能源法规规章建设，同时建立新的配套制度，确保能源市场运营中遇到的各种问题能够得到及时解决。

最后，加强能源指标体系建设。完善以政府为主导，行业和企业为主体的能源标准化机制。具体可关注一下标准：一是能源技术标准。根据不同能源的特点，建立与其生产、消费、产品运营与服务等方面的指标，推进能源技术标准国际化。二是能效指标，对耗能产业和用户的准入标准和节能设计加以规范。三是强化能源领域安全生产和环保标准建设，如生态环境管理标准、温室气体排放标准，煤矿、核能、电力等安全生产标准。

(四)推进能源普遍服务

妥善解决普遍服务是克服贫困的重要途径之一。可行的方案如下，一是建立普遍服务基金，并对普遍服务基金的收取对象、计算基础、基金收取的比例以及普遍服务基金的补偿对象进行确定，确保普遍服务有充足的资金作支撑和实现普遍服务的精准有效。二是规定税收系统，对提供普遍服务的运营商予以特殊税收、低

息贷款或财政援助。不过，普遍服务运营商的确定需要通过竞争性拍卖的方式来确定。与此同时，对该运营商提供服务的“服务价格”和“服务质量”进行监督，确保普遍服务的价格不能太高以及质量不能太低。

其次，明确能源普遍服务的监管主体和内容。监管主体方面，建立综合性能源监管机构。监管内容上，需要做到能源设施的开放性、能源服务的连续性以及能源服务的透明度。其中，开放性主要是能源生产企业的开放接入，如电网、油气管网的进入要实现充分竞争。而在管网销售的另一侧，规定能源企业的非歧视业务，即不得不对具有同等交易条件的用户实行价格歧视。连续性则是指保证用户的能源需求得到及时的供应，能源企业不得随意停止能源供应，损害能源用户的利益。透明度是指建立完善的信息统计制度和能源企业信息披露制度，保证信息公开透明以及共享。

(五)加强能源科技创新

加强科技创新是提高能源产业竞争力的动力源泉。必须依靠科技创新来消除我国能源生产和利用所面临的资源效率低下、环境负外部性以及能源安全威胁问题，从而推动能源革命的进行，为我国经济社会发展提供新的增长点。

煤炭行业方面，加强科技创新的工作是做到煤的清洁利用：一是提高煤炭入洗率。近年来，我国加强了煤炭洗选，但与国际先进水平相比，入洗率依然偏低。除进一步提高原煤入洗规模和比例外，应推广节水型和干法洗煤等先进适用技术。二是推广煤炭清洁燃烧技术，如循环流化床技术。循环流化床技术具有燃料适应性广、燃烧效率高、污染物易于处理和调节特性好等优点，可以燃用煤矸石、煤泥、洗中煤等劣质燃料。将使煤矸石、洗中煤、褐煤以及高硫煤资源得到更有效的利用。三是加快推动和完善袋式除尘、电除尘技术的应用以清除微小颗粒物，同时继续推动烟气脱硫工艺。加强污染物排放控制。煤炭燃烧产生的微小颗粒物、硫/氮化合物、汞等重金属等污染物对环境污染具有较大的影响，应当通过各种先进技术加以控制。四是进一步完善和推广火电厂脱硫脱硝和脱汞技术。实现煤炭高效开发利用需要优化发展煤电。如提高燃煤发电效率，推进工业锅炉的高效清洁改造、发展煤气化多联产，区域热电(冷)联产等。推广超临界发电机组，其效率比同容量的常规超临界机组高 5%以上，污染物排放率较低，是提高煤炭发电效率的现实有效途径。建设大型煤电基地，一方面可以通过集中治理，有效降低燃煤发电带来的污染和排放；另一方面，可以推进煤电一体化开发，发展循环经济，实现煤炭开发利

用与经济社会和生态环境协调发展。

油气方面，政府应加大财税支持，加大科研攻关力度，给予科研人员足够的研究资金进行实地调查，鼓励企业尽快掌握深海和非常规油气资源勘探开发技术和装备。具体而言，主要有以下四个关键技术：一是加强高精度三维地震勘探和技术攻关，形成一套适应复杂地表和地质条件的地震采集、处理和解释技术。三是加强以提高产能为主的大型压裂改造技术攻关。

电力行业方面，应加强各环节的科技创新工作：在发电源头上，应加强对新能源发电技术创新，鼓励企业努力研发降低新能源的发电成本，改变对传统石油和天然气过高的依存度。在中间输电环节上，降低线损率是提高输配电效率，保证电力供需平衡的重要步骤。

新能源方面，首先是核电，由于核电技术开发难度大、周期长、多种专业综合资金投入多，单靠企业自身力量很难支持，长期以来，我国的核电技术创新投入严重不足。因此，应加大对核电技术攻关和基础研究的投入，努力推进核电技术的升级换代，对在运的二代核电机组进行改进，彻底解决经济性、安全性、废物处理、防止核扩散以及提高核燃料循环利用率等问题。其次是水电，应深化水电建设技术及运营研究。一是进行建筑材料的研究。由于我国西部水电开发的外部交通条件差，地形、地质条件恶劣，为了确保水电工程的顺利实施，必须加快建筑材料的研究，确保充足水资源的供应。二是加强水电工程抗震防震研究。加强筑坝施工技术研究。三是加强水电运行调度管理研究，开展区域性水库联合优化调度技术研究，提高水电工程利用效率。最后是太阳能、生物质能等可再生能源的技术创新，尽管我国在可再生能源利用的关键技术研发水平和创新能力方面取得了很大的进步，但是总体发展依然相对滞后。因此未来仍然强基础性研究，如进一步对太阳能光伏技术、纤维素制乙醇技术等展开研究。建立国家主导的可再生能源实验室和公共研究平台，提供足够的研发资金，支持科技基础研究和提供公共服务技术。