



执笔人：陆 磊

## 经济波动、微观反馈和政策响应

### 摘 要

#### 一、认识当前宏观经济波动的理论问题

展望 2015 年，关于宏观经济波动的一致性预期是以增速下行、需求切换、动力转型为特征的“新常态”，但在政策响应和可能出现的微观反馈方面缺乏方法论共识。其中涉及如下理论问题：一是解释经济波动和“开药方”的理论框架存在不一致性；二是财政与金融关系的局部和一般均衡认知存在不一致性。

#### 二、经济波动的短期、中期和长期问题

一是经济增长水平的既定性：总需求不旺导致 2015 年经济运行呈现稳定的较低水平均衡，经济增长率中枢为 7.1%，波动幅度为正负 0.1 个百分点；二是通缩风险的现实存在性：中期压力是通缩风险和通缩预期，但不存在短期通缩现实性（物价负增长），2015 年 CPI 预期中枢为 1.8%，波动幅度为正负 0.1 个百分点；三是经济发展受长期问题制约：制造业竞争力不足导致的持续性超额潜在供给在长期不可逆转，去产能化是新常态的表现形式之一。即使存在短期景气波



动，但长期经济增长点仍处在缺失状态。

### 三、从微观反馈看，流动性是跨越各期限的主要矛盾

与经济迈向新常态相适应，流动性压力是短期、中期和长期的主要矛盾，从短期看，2014年外汇占款的转折性变化导致基础货币投放方式由被动转向主动。政策层面需对此进行管理。从中期看，在经济中期保持低水平均衡状态下，不良资产上行压力使流动性因素成为决定金融稳定的关键性变量，这是各国在危机处理中首先想到QE的主要原因。从长期看，流动性总量和流向决定了资源配置结构和经济结构调整。2012年以来的变化在于，由于影子银行和表外业务的崛起，融资平台、基建和房地产成为主要社会资金投放领域，则银行主导的金融体系负债端稳定性下降，但资产端的长期化有增无减，两端矛盾导致流动性风险上升。这同时需要在中期推动财政-金融一体化改革。

### 四、针对经济运行的状态变量和微观主体反馈，政策响应在于短期流动性管理、中期财政金融一体化改革和长期增长点塑造

短期，针对流动性风险这一主要矛盾，实施流动性管理的逆周期调控；中期，财政预算体制改革必须与金融改革同步推进才可能改善社会融资结构和效率；长期，要素禀赋演变决定了“放权、让利、搞活”是由微观市场主体自发寻求经济增长点的制度基础。



## 一、引言：方法论框架的理论思考

### (一) 共识：增速下行

#### 1、理论共识：向“均值”收敛的中国经济增长

1978年改革开放以来，中国实现了年均9.8%的持续高增长，堪称人类经济增长史的奇迹。不过，全球金融危机以来，中国经济呈现明显的减速态势，自2009年二季度反弹以来，至少从2011年末开始就处于明显下行轨道，货币政策的大规模放松最直接的后果就是推升资产价格而非实体经济增长（近期股市的火爆表现就是最直接的例证），但目前中国的外部经济环境至少也并不比全球金融危机期间更差。显然，当下的经济增速下行主要还是在于趋势性原因，这也符合经济学中经典的增长“收敛假说”。

美国前财长Summers<sup>1</sup>及其合作者在2014年对100多个国家的增长经验最新研究表明，尽管有关增长的“唯一最强大和惊人的事实”是回归大约为2%均值增长路径（美国的潜在产出增速），但高速增长期的平均长度是9年，只在极少的情况下，一国才能在超过6%的超高速增长水平上维持十年以上。虽然很多国家经济迅速发展并达到中等收入水平，但成功实现向高收入跨越的成功案例却非常少，这也就是所谓的“中等收入陷阱”。一国经济达到中等收入水平并接近高收入水平时，曾推动其经济迅猛发展的劳动力成本和由于采用的技术等优势因素将不复存在，为实现经济快速增长必须寻求新的增长来源。世界银行和国研中心课题组发现<sup>2</sup>，在1960年101个中等收入经济体中，仅有13个经济体在2008年成为高收入经济体。很多后起国家由于剧烈的外部冲击（如很多东南亚国家）和不当的国内政策（如很多拉美国家），无法顺利实现从低收入阶段向高收入阶段的跨越。因而，经济将在发展到什么阶段最容易出现增速的明显下降，成为经济学家们关心的问题。

#### 2、长期预测性共识：对中国未来中长期经济增速的预测

根据收敛理论及对各国经济增长的典型性事实，考虑到未来各种改革和结构性调整情况，很多研究都对中国未来二十年甚至更长时期的经济增长进行了预测。这里，我们仅以表格的形式列举代表性成果。

表1 现有对未来中国经济增速预测的研究

研究成果	预测期间	经济增速
------	------	------

<sup>1</sup> Pritchett, L. and L. Summers, 2014, “Asiaporita Meets Regression to the Mean”, *NBER Working Paper*, No.20573.

<sup>2</sup> 世界银行和国研中心，2013，《2030年的中国》，中国经济出版社。



Pritchett & Summers (2014)	未来二十年 根据经济平均下降幅度	3.9% 5.11%
Eichengreen, Park and Shin (2012, 2013) <sup>3</sup>	相较之前高速增长 2011年—2020年 2021年—2030年	至少回落2% 6.1%—7% 5%—6.2%
Lee and Hong (2012) <sup>4</sup>	2011年—2030年平均 2011年—2020年 2021年—2030年	5.5% 6.1%—7% 5%—6.2%
世界银行和国研中心课题组 (2013)	2030年	6.6%—5%
陆旸、蔡昉 (2014) <sup>5</sup>	2030将降至5.5%以下(无论何种人口政策)	

### 3、原因共识：经济收敛条件与经济结构

Eichengreen 等人 2012 年对近 50 个经济体的经验研究表明，经济减速最有可能发生在人均收入为美国 58% 的水平，也即以购买力平价计算的 2005 年不变国际价格 17000 美元左右，之后经济增速将平均下降至少两个百分点。2013 年，Eichengreen 等人利用更新的数据对相同样本进行更为细致的分析，对之前的结论做了进一步的完善，他们发现各国除了将在人均收入达到 15000—16000 美元时经济最有可能出现减速外，在人均收入为 10000—11000 美元时，也容易出现经济增长的放缓。

根据 Eichengreen 等人的计算，中国以购买力平价计算的人均收入将在 2015 年或之后不久就达到美国的 58% 这一临界水平，因而未来中国经济增速出现趋势性下降是大概率事件。

Eichengreen 等人还发现一旦出现劳动力剩余耗尽(即出现刘易斯拐点)、产业和就业结构由制造业进一步转向服务业、资本存量扩张并要求更多的资本折旧、经济趋向技术前沿(必须从引入技术转向本土创新)等任何一种情况，高速增长的经济体就会出现明显的增速下降；不过，经济增速的下降将是一个相对缓慢而非突然的过程，拥有较高教育水平的人口结构以及出口较多份额高科技产品的国家，经济减速的可能性较低；经济增速下滑最有可能在真实汇率低估且消费占 GDP 较低的国家出现，特别是消费率越低的国家经济下滑的概率更大。世界银行和国研中心课题组也指出，经济重新回到平衡而可持续的经济增长方式，需要在人均收

<sup>3</sup> Eichengreen, B., D. Park and K. Shin, 2012, “When Fast-Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China”, *Asian Economic Papers*, 11(1): 42-87; Eichengreen, B., D. Park and K. Shin, 2013, “Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap”, *NBER Working Paper*, No.18673.

<sup>4</sup> Lee, J. and K. Hong, 2012, “Economic Growth in Asia: Determinants and Prospects”, *Japan and the World Economy*, 24(2): 101-113.

<sup>5</sup> 陆旸、蔡昉, 2014, 《人口结构变化对潜在增长率的影响：中国和日本的比较》，《世界经济》第 1 期。



入增长的同时，提高服务和消费的比重。可见，宏观经济结构与未来中国经济增长路径的变化存在着非常密切的关系，具有非常重要的政策含义。

虽然在所有高速增长经济体中，中国持续三十多年的高速增长，是人类经济增长史上非常罕见的例外，仅规模较小的亚洲四小龙开放经济体（新加坡、香港、台湾和韩国）的经历与中国接近，但与所有高速增长经济体不同的是，中国投资（资本形成总额）占 GDP 的比重异常之高。至少从 1990 年代中后期开始，特别是最近十多年来，中国经济呈现出明显的投资驱动的特征，投资需求（特别是固定资本形成）占 GDP 的比重持续上升而消费需求（特别是居民最终需求）占比则持续下降。最终消费支出占 GDP 的比重在 2010 年降至 48.2% 的历史最低水平，当年居民消费支出占 GDP 的比重也降至最低的 34.9%，资本形成占 GDP 的比重在 2011 年达到最高的 48.3%，而固定资本形成占比则在 2013 年达到最高的 45.9%，总产出中几乎一半都是由投资带来的。与此同时，三大需求中投资对经济增长的贡献率日益重要，2009 年投资的 GDP 贡献率甚至高达 87.58%。中国的投资率不仅在当前全球经济体中是最高的<sup>6</sup>，而且也是 Summers 对所有高速增长经济体中最高的（甚至中国高速增长时期的平均投资率比所有高速增长经济体高速增长阶段平均投资率高近 20%）。以要素投入和投资作为主要驱动力的经济模式，也被广泛诟病为粗放型增长模式。当经济步入趋势性减速轨道时，这一传统增长模式将难以为继，亟须优化升级并实现有效率的创新增长，这对于中国能否避免经济大幅度减速并跨越中等收入陷阱，具有决定性的意义。

## （二）分歧：政策响应和微观反馈

### 1、政策响应的期限错配：解释经济波动和指南政策的理论框架不稳定

尽管对中国经济的收敛特征存在共识，但对政策相应方面的理论却存在分歧。理论上，宏观经济学的分析框架中，不同理论关注特定期限下的经济局部均衡状态，忽视了变量间的跨期影响。在短期，IS-LM 加菲利普斯曲线构成了主流认知体系——即在总供给滞后调整的前提下，总需求和需求结构决定了增长、就业和稳定。因此在政策响应上，逆周期需求管理是唯一手段。但是，这势必引起中期供给变化。在中期，供给曲线势必因需求增减而在生产函数（技术）既定的前提下相应平移，但受到要素投入量的制约。在长期，内生经济增长理论以要素质量

<sup>6</sup> 根据 2014 年 9 月版世界银行 WDI 数据库，2012 年和 2013 年中国投资率连续两年都是全球第四高国家，仅低于不丹、蒙古、和赤道几内亚。



提升（包括资源和环境）和人力资本积累为增长的理论解释框架。在超长期，制度、文化、法经济学、宗教伦理等视角一般用以解释经济的可持续增长。

理论框架的不一致性导致“药方”的千差万别——如关于中国经济从高速转向中高速的应对手段，至少存在以下四种判断：一是依赖流动性放松和财政扩张的短期需求管理药方；二是通过去产能化使供给曲线收缩的中期供给调整药方；三是创新和技术进步以形成产业和供给结构自发演变的激励药方；四是实行持续的制度变革以获取增长红利药方。问题在于，上述手段因内在冲突而很难实现平行使用——如需求管理制造产能过剩、产能过剩使创新成本和风险上升、制度变革无助于短期稳增长。

结论是，经济波动与政策响应之间存在期限错配，即如果新常态迫使我们不得不采取短期性政策响应，反而会增加了中长期创新和制度变革实现的成本。

## 2、政策响应的工具错配：财政与金融替代关系的永恒性

一是针对“新常态”该作出何种政策工具响应？当前的一种理论争论是财政政策与货币政策在转方式、调结构中作用问题，即货币政策是否仅仅具有总量性，而财政政策才真正具有调结构职能。实际上，无论财政政策还是货币政策都天然具有结构性，且具有等价性。古典经济学“李嘉图等价”的现代版本是——在交叠世代模型中，征税、发债、货币发行具有无差异性，只是后者的结构性更加隐蔽：前两者直接根据特定用途归集资金，后者则通过铸币税和金融体系的差别化定价或信贷配给完成结构性配置。

二是财政与金融是局部均衡还是一般均衡？表面上看，金融危机实际上是财政资源结构性错配，这一现象在各国都存在。2008年美国危机的根源之一是财政赤字，2010年欧债危机更体现为政府债务对金融稳定的影响，2012年以来中国的地方融资平台问题更是财政层面资产负债表失衡对金融体系的彻底套牢。因此，只要在金融市场上存在对主权债或政府信用的“迷信”（即所谓无风险金融资产），则金融资源配置向政府的超配、向大企业的标配、向小微经济的低配或不配是必然逻辑。极端看，当前中国一切金融问题都可以解释为财政问题：市场基准利率形成机制依赖国债、土地财政与资产泡沫风险的事实关联性、基建与融资平台影响金融资产存量调整几乎不可能完成。因此，脱离财政收支体制改革设计金融改革的有效性存疑；而单纯通过财政支出调结构可能导致金融市场资源配置效率降



低，结果或许是政府、金融市场、资源配置结构的更大程度扭曲。

三是货币幻觉在中期是否存在？各国对 QE 的痴迷说明这一问题并未在理论上得到解决。根据菲利普斯曲线，一般在经济低迷期会叠加物价下行；根据流动性陷阱说，在经济低迷期会叠加实体投资预期下行。经典的凯恩斯理论强调此时赤字财政的有效性，但当代调控者却“创新”采用 QE。物价下行，则通胀无忧，公众自然存在货币幻觉；实体投资预期下行，则直接购买国债不存在政治压力；且经济下行期金融部门资产不良率存在上行压力，QE 是最佳化解手段。这一源于美国，欧日跟进的伟大发明使行迹过于明显的最后贷款人（LLR）相形见绌。铸币税的过广征收，既导致“中央银行成为财政出纳”的老问题再度出现，还将造成中央银行沦为国税局。货币主义掌门人弗里德曼泉下有知，不知作何感想。

## 二、经济波动的短期、中期和长期问题

针对 2015 年和更长时间的经济波动预期，根据第一部分所论证的不同期限方法论，结论如下：第一，短期看，总需求不旺导致 2015 年经济运行呈现稳定的较低水平均衡，经济增长率中枢为 7.1%，波动幅度为正负 0.1 个百分点；第二，中期最大的不确定性是通缩风险和通缩预期，但不存在短期通缩现实性（物价负增长），2015 年 CPI 预期中枢为 1.8%，波动幅度为正负 0.1 个百分点；第三，长期问题是制造业竞争力不足导致的持续性超额潜在供给，即使存在短期景气波动，但长期经济增长点仍处在缺失状态。

### （一）短期波动：总需求塑造 2015 年展望

第一，2015 年经济增长在延续 2014 年趋势性回落的基础上企稳。2014 年 GDP 63.6 万亿元，同比增长 7.4%，较 2012 年和 2013 年小幅回落 0.3 个点，延续了 2012 年经济增速趋势性下降以来的平缓回落格局，基本实现了年初 7.5% 左右的预期目标。从全年经济运行来看，经济呈现平稳放缓态势。1—4 季度，各季当季 GDP 同比增长分别为 7.4%、7.5%、7.3% 和 7.3%，各季 GDP 环比季调增速分别为 1.6%、1.9%、1.9% 和 1.5%。特别是，在一系列政策作用下，4 季度经济增长略好于市场预期，虽然全年经济增速仍创下了 1991 年以来的新低，但无论是同比增速还是环比季调增速，均是有统计数据以来波动最小的一年（以年内各季增速标准差计算），表明经济运行日益稳健。

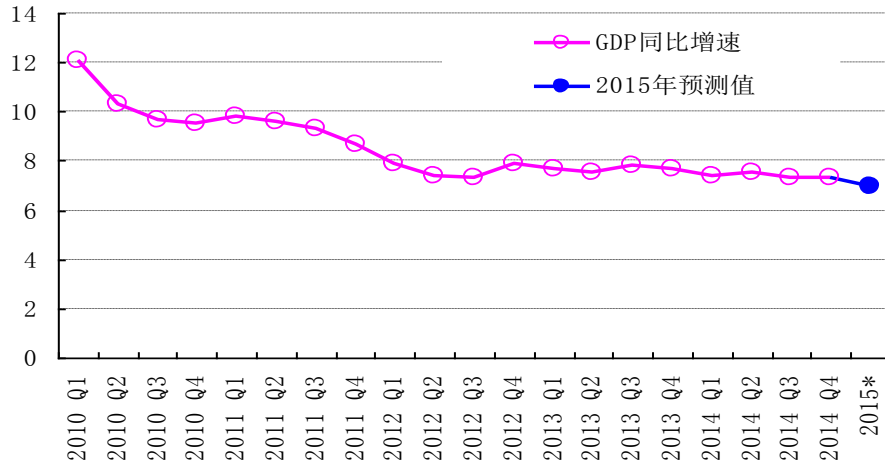


图1 GDP增长平稳回落

数据来源：WIND

**第二，三架马车动能或稳或降，是短期经济稳中有降的根本原因。**

从需求结构来看，一般在经济低增长时期，消费对经济增长的拉动作用明显增强。这是由需求的性质决定的：消费最具稳定性，投资最具灵活性，外需最具不确定性。2014年最终消费对经济增长的贡献率为51.2%，较上年提高1.2个百分点；2014年2季度和3季度，消费对GDP增长的拉动始终高于投资，而且鉴于进口下降导致的贸易顺差扩大，净出口对经济增长拉动将由负转正，投资对经济增长的拉动作用将继续下降，消费对经济增长的稳定作用进一步得到体现。

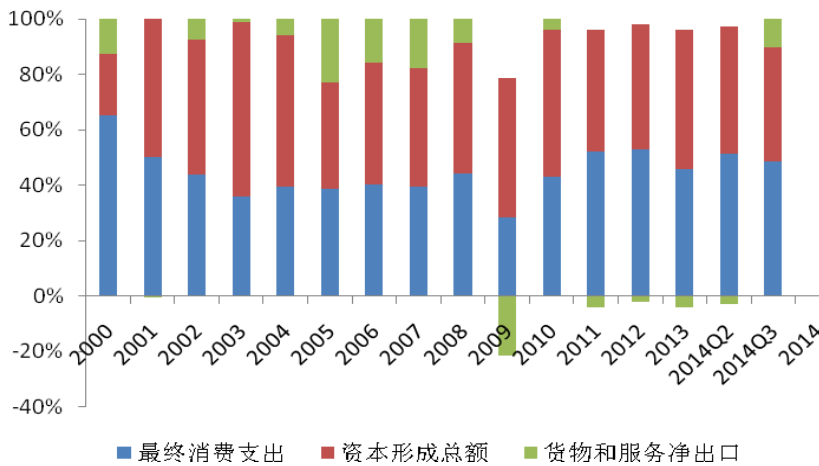


图2 三大需求对GDP的贡献率

**一是终端消费需求逐渐企稳。**一方面，国内消费方面，2015年房地产市场不具备快速反弹可能性是制约消费快速增长的主要因素，这将是2014年的趋势性延续。房地产市场下滑明显削弱家电、家具、建材等领域的消费，从而导致居民消





费费增速下降。2014年消费名义增长12.0%，比上年低1.1个百分点；实际增长10.9%，比上年低0.6个百分点。但是，随着2014年4季度房地产市场的回暖和改善性需求的增加，2015年相关消费将稳中有升。当然，消费热点的缺乏

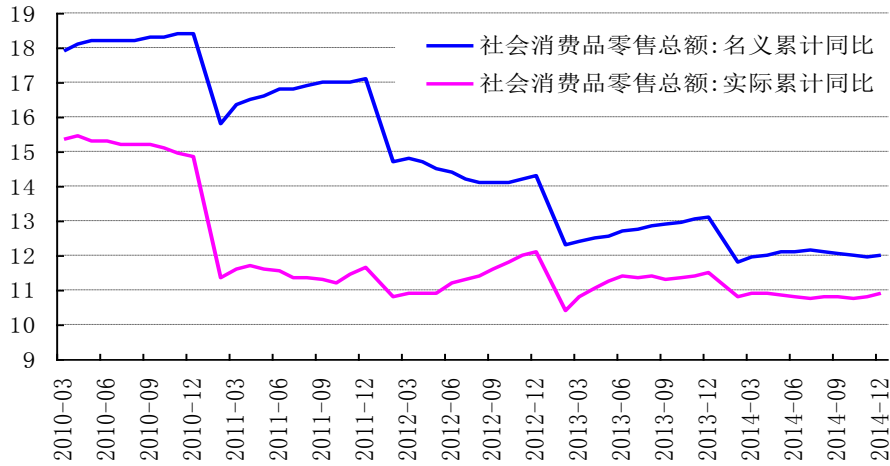


图3 社会消费品零售总额增长情况

数据来源：WIND

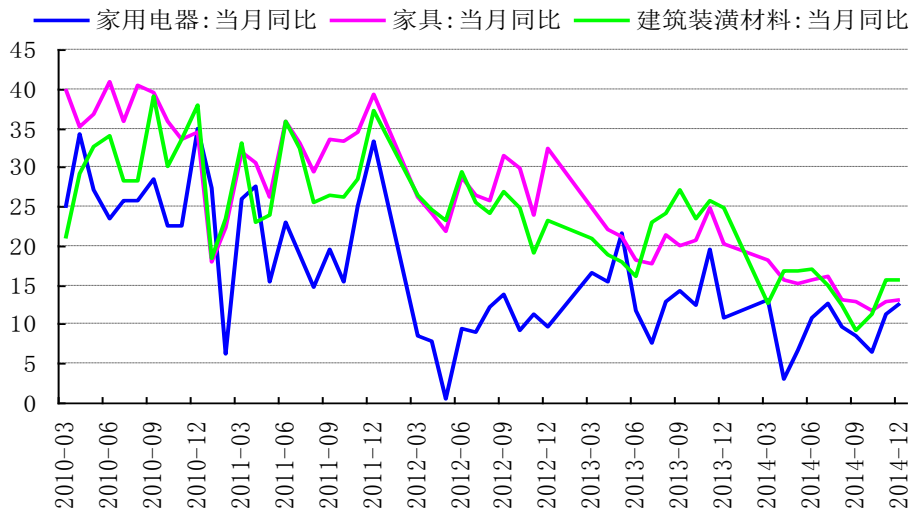


图4 房地产相关消费增速下滑

数据来源：WIND

另一方面，收入增速和结构决定消费。2014年收入的城乡结构、官民结构进一步改善，有利于消费增速保持稳定。城镇居民人均可支配收入累计同比增长9%，比上年下降0.7个百分点，扣除价格因素，实际增长6.8%，比上年低0.2个百分点；农村居民人均可支配收入同比增长11.2%，扣除价格因素实际增长9.2%。根据城乡一体化住户调查，2014年全国居民人均可支配收入同比名义增长10.1%，较上年回落0.8个百分点，扣除价格因素实际增长8.0%，较上年回落0.1个百分点。居民收入增速多年来首次超过财政收入增速，在收入分配格局总体改善的同



时，城乡居民收入差距进一步缩小。2014 年农村居民人均可支配收入实际增速快于城镇居民人均可支配收入 2.4 个百分点，城乡居民人均可支配收入倍差 2.75，比上年缩小 0.06。

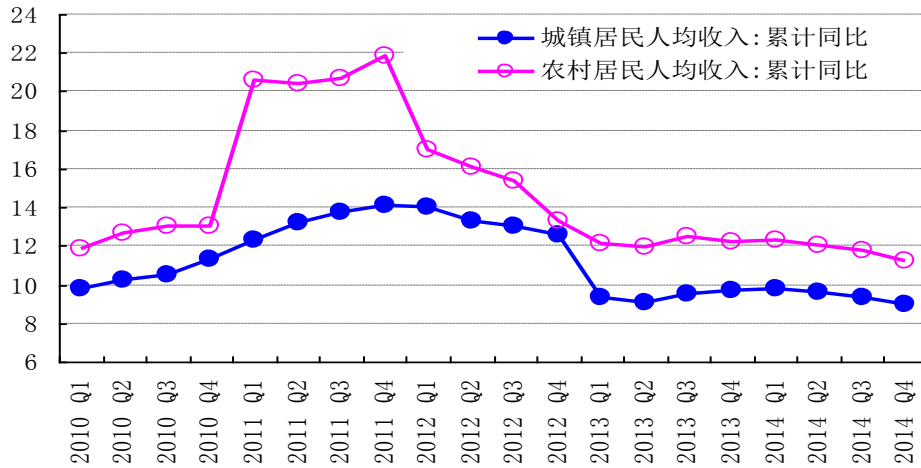


图 5 收入增长情况(%)

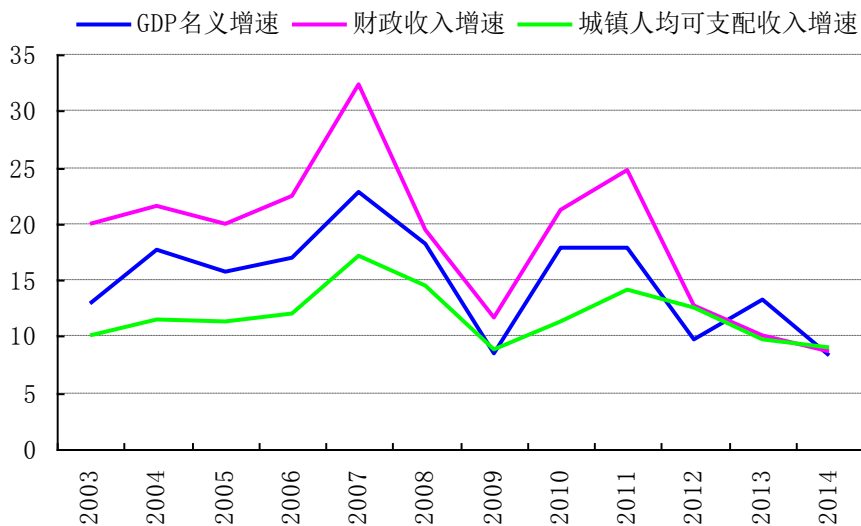


图 6 居民收入与 GDP、财政收入增长的比较(%)

二是受房地产市场销售和地方投资影响，固定资产投资增速继续放缓。固定资产投资一直是拉动中国经济最主要的动力，但 2014 年投资领域下行力主要来自两方面：其一，地方基建投资收缩。由于中央对地方考核不再以 GDP 为唯一导向，更多地向民生方面倾斜，而 2014 年对非标和表外融资的严格监管措施（如 127 号文、99 号文）及加强地方融资和债务等政策（如 43 号文），均导致地方平台融资规模萎缩，2014 年地方项目投资累计增速逐月回落至有数据以来最低的 15.9%。受房地产投资和地方投资下滑影响，2014 年投资名义增长 15.7%，比上年



放缓 4.4 个百分点；实际增长 15.1%，比上年回落 4.1 个百分点。这一趋势将延续至 2015 年。其二，房地产投资低位波动态势至少维持至 2015 年上半年。2014 年以来，全年商品房销售面积下降 7.6%；商品房销售负增长带动开发投资增长放缓，房地产开发投资同比增长 10.5%，比上年回落 9.3 个百分点。

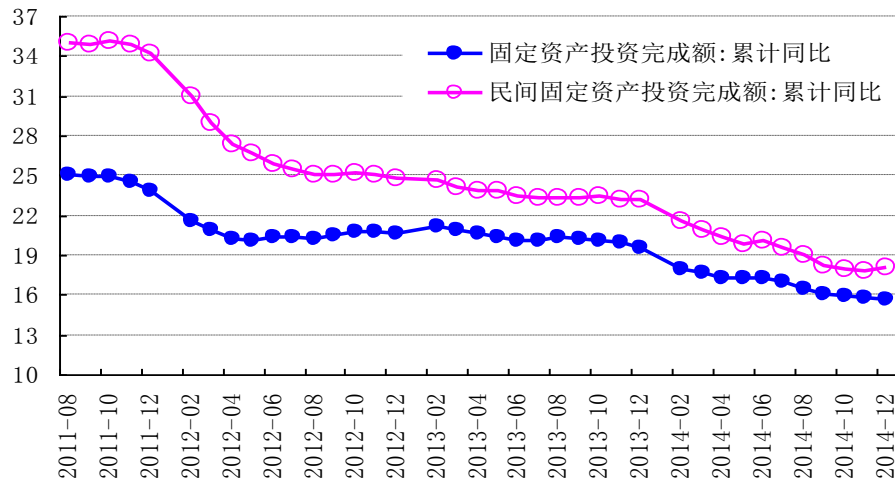


图 7 固定资产投资累计同比增长情况

数据来源: WIND

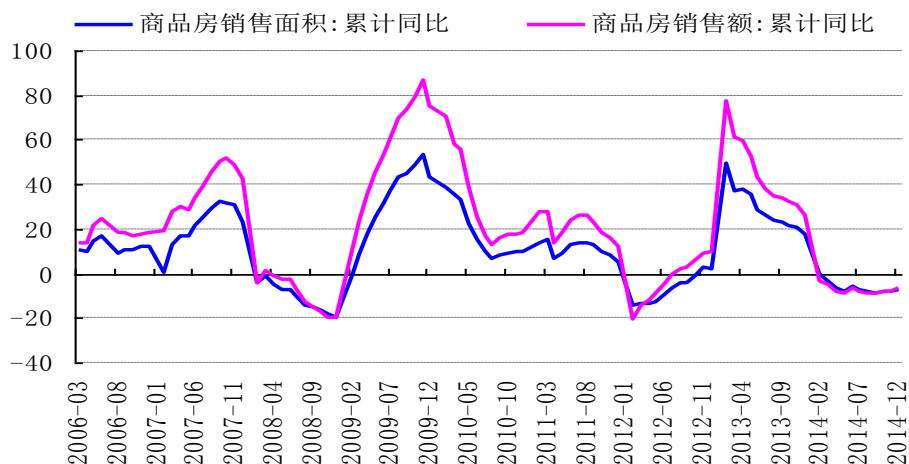


图 8 商品房销售面积和销售额累计增长情况

数据来源: WIND

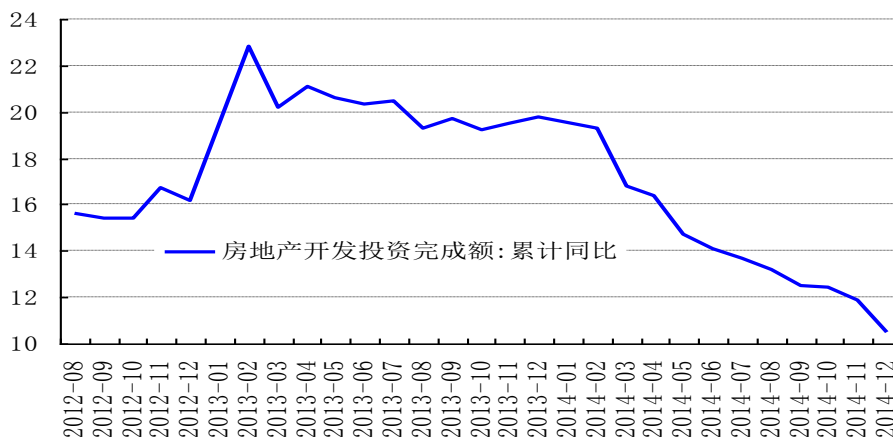


图9 房地产开发投资累计增长情况

数据来源: WIND

三是净出口需求较好,但影响企业景气的出口增幅较低。2015年,发达经济体中美国一枝独秀,具有较为明确的复苏前景,欧洲和日本短期内仍然难以摆脱衰退泥潭;新兴经济体经济增速下滑,对出口带来一定影响。2014年进出口总额26.4万亿元人民币,比上年增长2.3%。其中,出口14.4万亿元人民币,增长4.9%;进口12.04万亿元人民币,下降0.6%;贸易顺差为2.3万亿元人民币。另外,按剔除香港和海关特殊监管区域后的口径<sup>7</sup>计算,14年累计增长约11%,较13年提高近8个百分点,有一定改善。2015年出口和进口均将呈现个位数增长,出口增速继续大于进口,净出口保持高位稳定,但“出口增速低于工业增加值增速”势必继续对内需消化产能构成巨大压力。

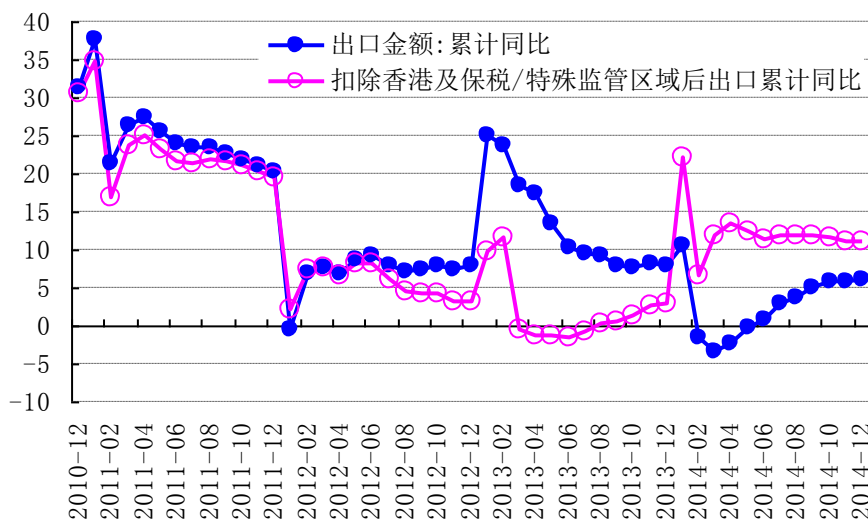


图10 出口累计增长情况

数据来源: WIND

<sup>7</sup> 剔除的主要考虑在于,这两块在12年下半年至13年上半年增长异常,应为虚假贸易因素所致。

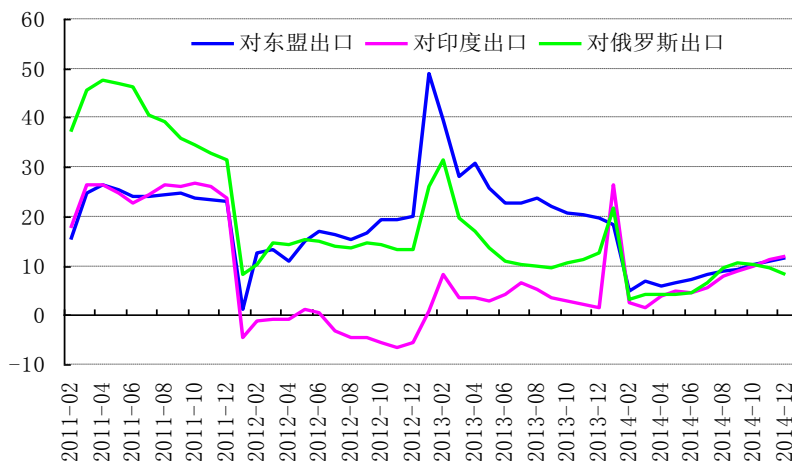


图 11 对东盟、印度、俄罗斯出口累计增长情况

数据来源: WIND

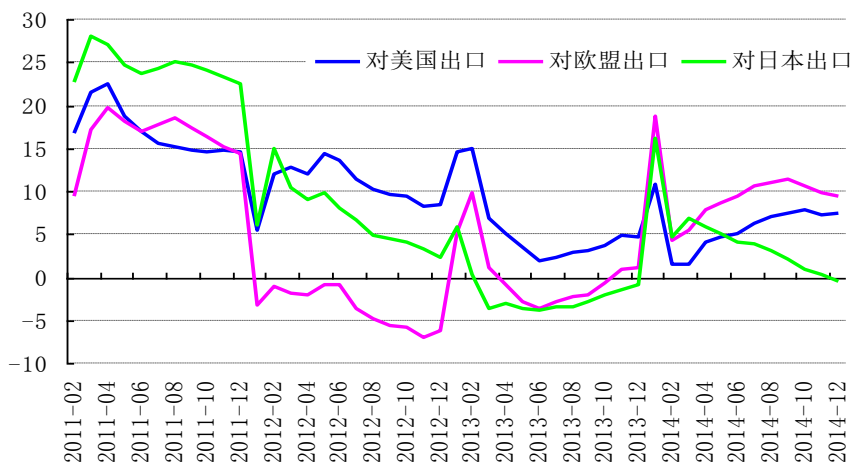


图 12 对美国、日本和欧盟出口累计增长情况

数据来源: WIND

## (二) 中期风险: 通货紧缩压力

2014年, 物价在低水平徘徊, 全年CPI为2%, 其中, 食品价格仍是物价上涨最重要的因素, 全年上涨3.1%, 非食品价格全年上涨1.4%, 由于能源价格下降, 一定程度上抵消了食品价格上涨的因素, 全年不包括食品和能源的核心CPI价格全年上涨1.6%。全年物价呈现先高后低走的态势, CPI当月同比在1月份为最高的2.49%, 并在5月之后逐月下降, 12月CPI当月同比为1.5%, 食品价格在年末上涨明显。展望2015-2017年, 如果2015年GDP增速继续回落, 则需求面推动CPI上行动能较弱; 同时, 国际油价下跌和技术创新等供给冲击亦对物价形成中期下行压力。

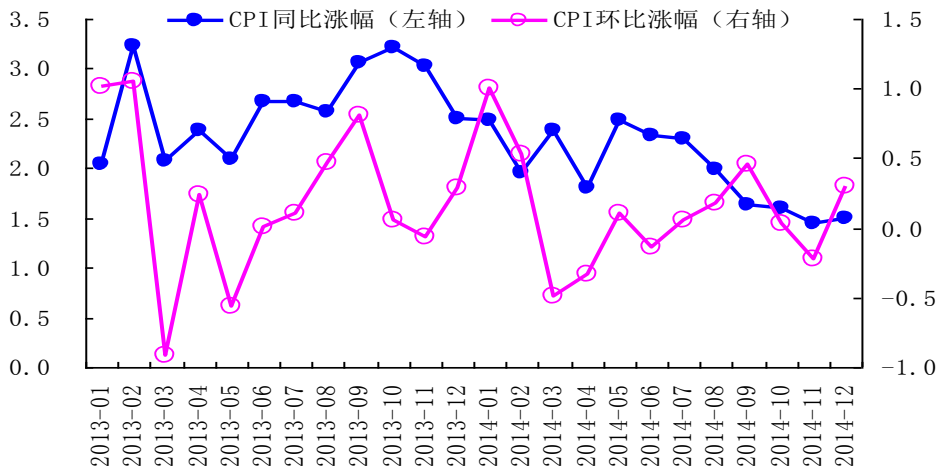


图 13 居民消费价格走势

数据来源：WIND

**第一，上游价格继续下行。**生产部门价格继续保持下行态势。自 2012 年 3 月份进入负值区间后，PPI 已持续 34 个月为负。2014 年，PPI 平均下降 1.9%，降幅与上年持平。国际油价下降带动我国工业部门 PPI 进一步走低，特别是下半年随着国际油价大幅下挫，PPI 降幅明显扩大。PPI 通缩主要是在生产资料部门，这也与我国重化工业产能过剩的实际情况相符。

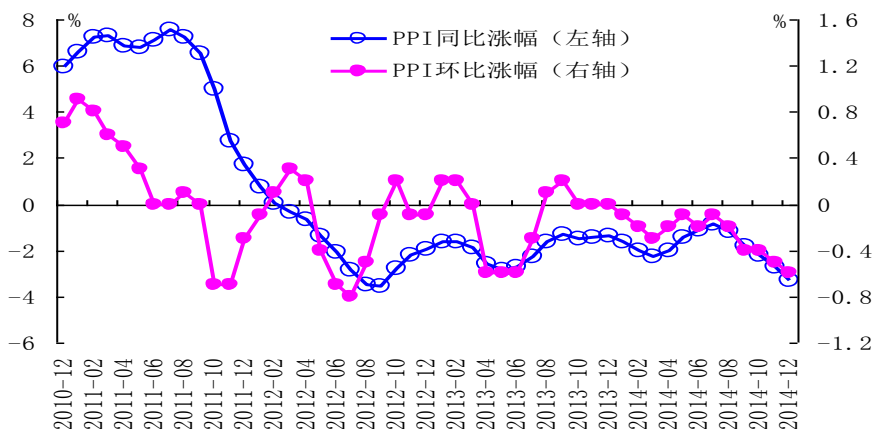


图 14 工业生产者出厂价格走势

**第二，2015 年面临通缩风险，但暂无事实通缩可能性。**虽然 2014 年物价水平较低，PPI 已连续 34 个月为负，但 2015 年经济全面陷入通缩风险仍不大。

**首先，通货紧缩有着严格的经济学定义。**IMF<sup>8</sup>对通货紧缩(Deflation)的定义是，通货紧缩是指消费者物价指数来衡量的总体物价水平的持续下降，通常用 CPI 或 GDP 平减指数来衡量。这里，通货紧缩是指总体物价水平，而且与通胀放缓(Disflation)不同，是指价格水平的持续下降，通常是指连续三个月或半年。因

<sup>8</sup> IMF, 2003, "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options", *Occasional Paper*, June.



此，物价涨幅的下降并不符合通缩的定义。即使是能够更为全面反映全社会物价总体水平的 GDP 平减指数，尽管水平较低，但近年来仍然连续为正，因而不能认为我国出现了通货紧缩。事实上，在主流的货币经济学教科书中，中央银行最优货币政策目标是通货膨胀为零，如果认为较低且为正的 CPI 是通货紧缩，那也并不符合中央银行的最优货币政策。

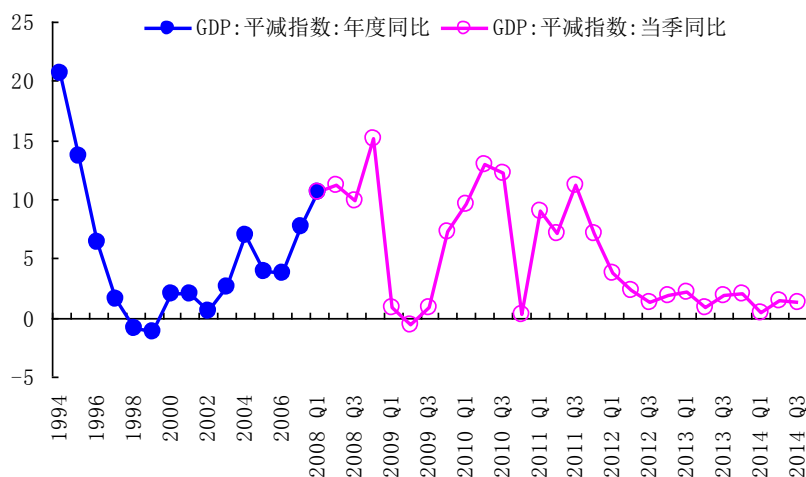


图 15 GDP 平减指数走势

数据来源: WIND

其次，大宗商品价格可能见底，石油价格在 2015 年有望略有反弹。一方面，2014 年 PPI 下降主要是受石油价格在下半年的大幅下挫，而石油价格又很大程度上受美联储加息及美国经济复苏预期的影响。尽管目前美国主要数据均显示复苏强劲，但美元指数已连续走强，这将不利于美国出口并可能影响美国复苏的步伐。一旦经济在 2015 年上半年出现波动，美联储预计在 6 月份才能开启的加息窗口将不得不再次拖延，这必将影响美元表现，石油价格将出现明显反弹。另一方面，国际油价下降也会降低我国工业企业主营业务成本，利于企业盈利改善。作为生产上游的工业生产者购进价格 (PPIRM) 与 PPI 的差距在 2014 年下半年进一步扩大，这将有利于生产部门的盈利。同时，随着房地产市场在 2014 年末逐渐企稳，预计中国经济将在 2015 年年中逐步企稳，大宗商品价格下行的需求因素削弱。

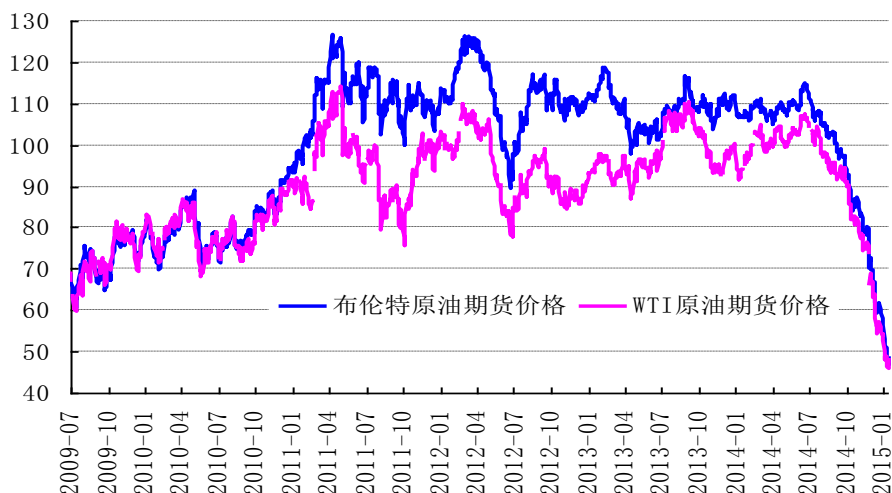


图 16 国际原油价格走势

数据来源：WIND



图 17 铁矿石价格走势

数据来源：WIND

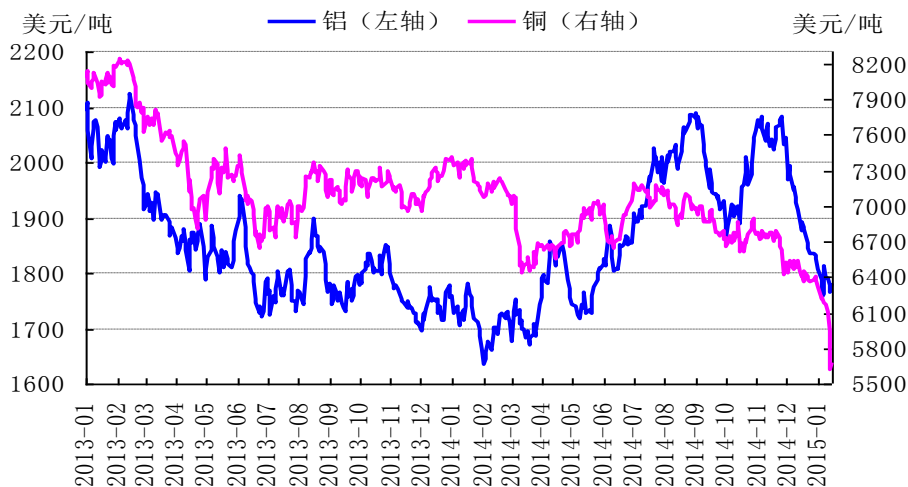


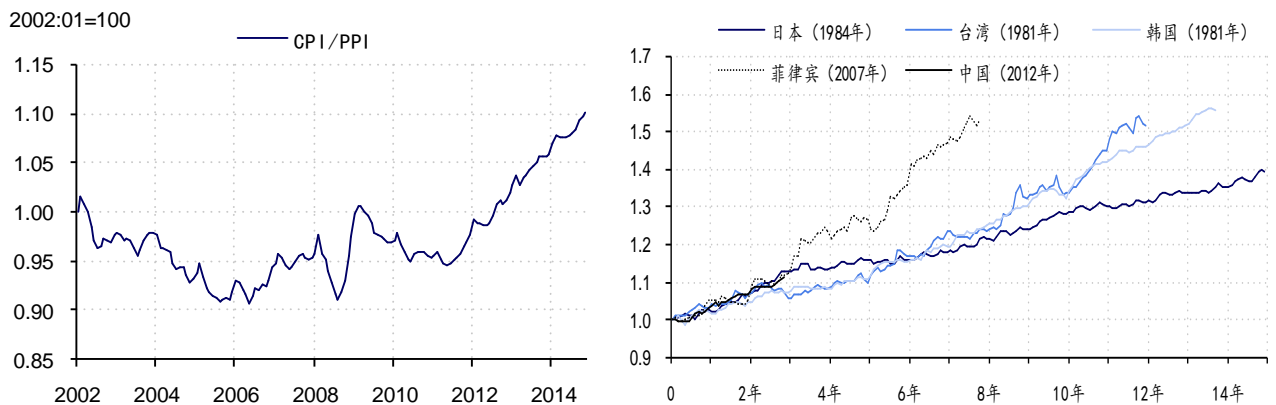
图 18 铝和铜价格走势





数据来源：WIND

再次，历史数据来看，CPI 和 PPI 并不存在长期均衡的协整关系，两个指标在近年还发生了明显背离的趋势。一方面，CPI 主要是反映一般消费品价格的变化，其中包含了很多不可贸易的商品(如服务类商品)，而 PPI 则主要是可贸易商品，因此，PPI 虽然与 CPI 具有一定的传导关系，但由于不可贸易部分的结构原因，这种传导机制并不是完全顺畅的。通过统计检验也可以发现，两个指数并不存在确定性的长期均衡的协整关系。另一方面，巴拉萨-萨缪尔森效应中，非贸易部门价格由贸易品部门与非贸易品部门的生产率差异决定，贸易品部门生产率提高会通过吸引更多非贸易品部门的劳动力，导致非贸易品相对价格的提高。反之，如果非贸易部门效率提高，那么两部门价格变化将出现背离。如果设定 2002 年 1 月的 CPI 和 PPI 各为 100，根据此后各月的环比增速计算 CPI 和 PPI 的定基比，我们得到 CPI/PPI 的历史序列，可以非常明显地发现，2012 年以来两者出现了非常明显的背离，这主要就是贸易部门(PPI)价格与非贸易部门(CPI)价格传导的阻碍，生产部门(可贸易部门)与消费部门(非贸易部门)领域生产率的相对变化(主要是产业结构的变化)是导致背离的重要原因。我国的情况也与日本、台湾等国产业结构变迁与 CPI 和 PPI 的背离经验相符。



我国 CPI 与 PPI 的背离趋势

各国 CPI 与 PPI 趋势性背离

图 19 CPI 与 PPI 的背离趋势

最后，区分通货紧缩的成因非常重要。一般来说，导致物价持续下降的通货紧缩要么是由于需求不足引起，要么是由于供给效率提高导致价格下降，前者不利于产出，但后者则有利于供给的长期经济增长。1870 年—1896 年长达三十年年均 2% 的持续通货紧缩并没有对各国经济造成严重的伤害，反而 Marshall, Pigou



认为温和通货紧缩是有益于工资收入阶层的社会再分配方式，这也直接引发了1969年Friedman的名义利率为负和通缩作为最优货币数量规则的理论讨论。当前，中国物价水平较低，既有全球经济放缓、房地产投资下降等有效需求不足的原因，也有石油价格冲击带来的有利于供给方改善的良性通货紧缩，服务业的创新发展(如网购、互联网金融)也一定程度上提高了生产效率，拉低了物价水平。

综上，当前中国通货紧缩风险存在但不至于在2015年形成现实通缩，预计2015年CPI将呈现前低后高的走势，全年中枢为1.8%。

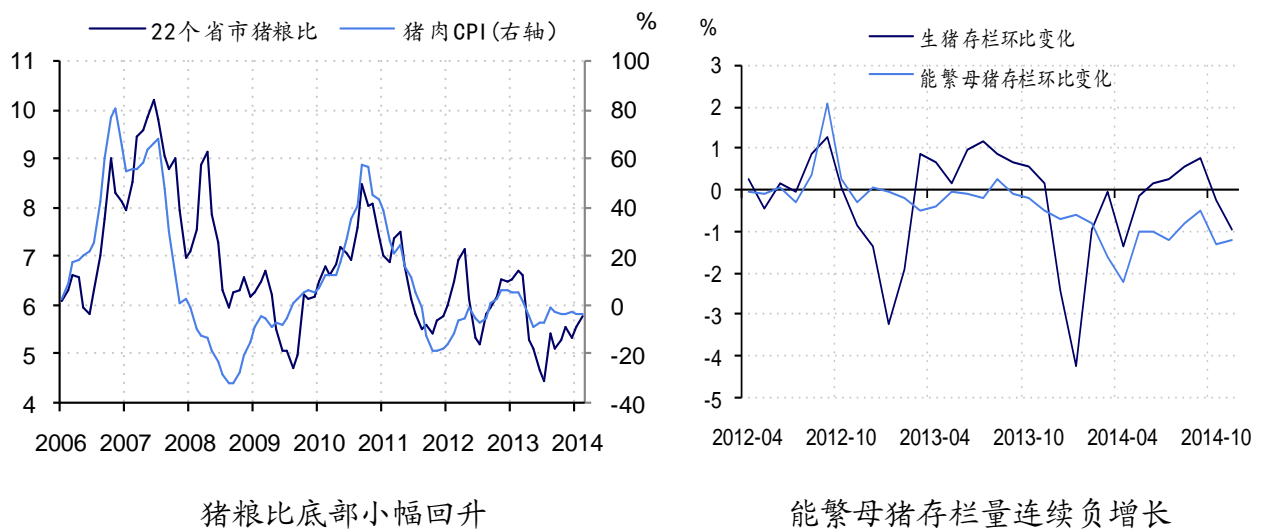


图20 猪周期变化情况

### (三) 长期趋势：工业去产能趋势和产业结构被动调整

#### 一是工业去产能趋势与长期经济增长点缺失。

微观经济部门对经济趋势的微观反馈体现在产业结构和要素就业的自动调整上。2015年工业去产能趋势仍将继续，体现在工业增加值增速保持个位数。2014年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长8.3%。从各月情况来看，工业增加值在6月达到最高(同比增长9.2%)后明显回落。利润是制造业投资的领先指标，制造业投资是工业增加值的领先指标。产能过剩、内需不足的问题依然存在，制造业竞争力不足，长期经济增长点缺失。

#### 二是产业结构的被动调整。

第一，产业结构继续优化，第三产业崛起。自2013年以来，中国的服务业产出占比超过第二产业，而且2014年，第三产业对GDP累计增长的贡献率和拉动



率较第二产业的优势进一步扩大，服务业占 GDP 比重首次超过 50% (为 51.6%)，拉动 GDP 增长 3.8% (较第二产业高 0.6 个百分点)，表明经济产业结构发生了根本性的深刻变化，意味着经济结构出现了显著性的优化。与制造业相比，服务业增速一直相对稳定，因而未来中国经济波动也将更加稳定。

产业结构的优化还使得以能耗数据推算实际经济增速的做法失灵。由于服务业耗电远低于制造业，同时近年来服务业耗电增速明显下降，因而随着服务业成为经济的主要推动力量，传统克强指数的指标性意义明显下降。2014 年单位 GDP 能耗同比下降 4.8%，降幅较上年扩大 1.1 个百分点。



图 21 三次产业对 GDP 的贡献率

**第二，产业结构引致就业形势演变。**与以往经济下滑不同，此次经济下行对就业的冲击并不明显。除了人口年龄结构因素以外，经济结构的优化对就业起到了明显的稳定作用。与制造业多都属于资本密集型行业不同，服务业主要是劳动密集型产业，吸收就业能力更强且更为稳定。因而，尽管经济逐步放缓，第三产业创造了更多的就业，进一步有利于就业市场的稳定。2014 年，我国调查失业率为 5.1%，到 9 月份已实现全国城镇就业人数 1082 万，提前三个月超过了年初的全年工作目标，全年城镇新增就业 1322 万人，城镇净增就业 1070 万；反映劳动力市场供求变化的求人倍率指标自 2010 年起始终大于 1，表明劳动力需求大于供给，而且 2014 年各季度求人倍率同比均上升，4 季度进一步上升至 1.15，为有统计数据以来的最高水平。

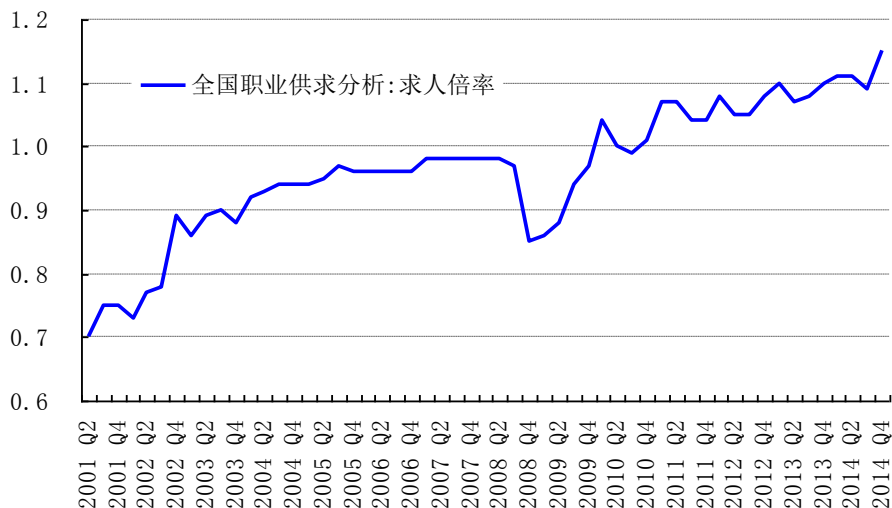


图 22 求人倍率变化情况

数据来源: WIND

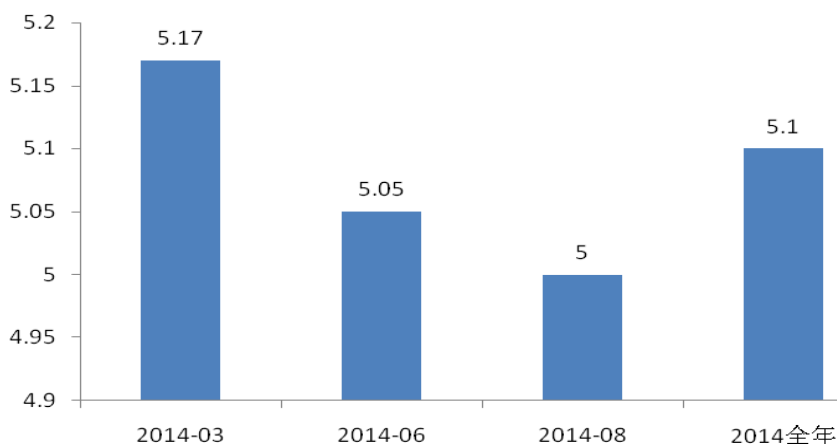


图 23 调查失业率 (%)

### 三、微观反馈：流动性压力的短期、中期和长期表现

与经济迈向新常态相适应，流动性压力是短期、中期和长期的主要矛盾。从短期看，2014 年外汇占款的转折性变化导致基础货币投放方式由被动转向主动。政策层面需对此进行管理。从中期看，在经济中期保持低水平均衡状态下，不良资产上行压力使流动性因素成为决定金融稳定的关键性变量，这是各国在危机处理中首先想到 QE 的主要原因。从长期看，流动性总量和流向决定了资源配置结构和经济结构调整。2012 年以来的变化在于，由于影子银行和表外业务的崛起，融资平台、基建和房地产成为主要社会资金投放领域，则银行主导的金融体系负债端稳定性下降，但资产端的长期化有增无减，两端矛盾导致流动性风险上升。这



同时需要在中期推动财政-金融一体化改革。

### (一) 短期矛盾：外部冲击形成流动性压力

基础货币是流动性之源。在 2001 年加入 WTO 起，经济进入新一轮上升周期。在强劲经济增长和持续大规模外贸顺差的作用下，在当时的强制结售汇安排下，中国的外汇占款(外汇储备)及中央银行基础货币迅速增长，由此构成了最近十多年中国流动性最主要的来源。尽管从 2001 年开始，我国逐渐放宽企业开立外汇账户保留外汇的条件，提高外汇账户内保留外汇的限额，并在 2012 年最终完全取消了强制结售汇制度，但在人民币汇率升值的强烈预期下，微观反馈体现为结汇，因此基础货币被动投放所形成的流动性过剩始终是这一时期货币政策操作最主要的矛盾。大量的国际收支顺差(主要是货物贸易顺差)成为中国经济运行的显著特征，并对中国的货币政策产生了重大影响。国际收支顺差使中央银行不断被动购入外汇、吐出过量的人民币基础货币，并直接增加货币供应，从而形成以过剩为特征的源源不断的流动性和基础货币供给来源。

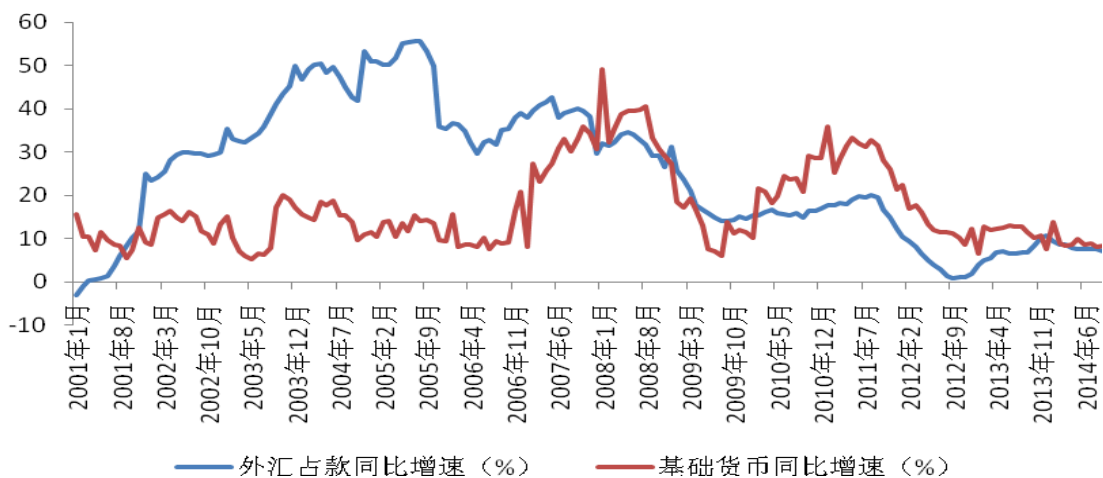


图 24 外汇占款、基础货币增长情况

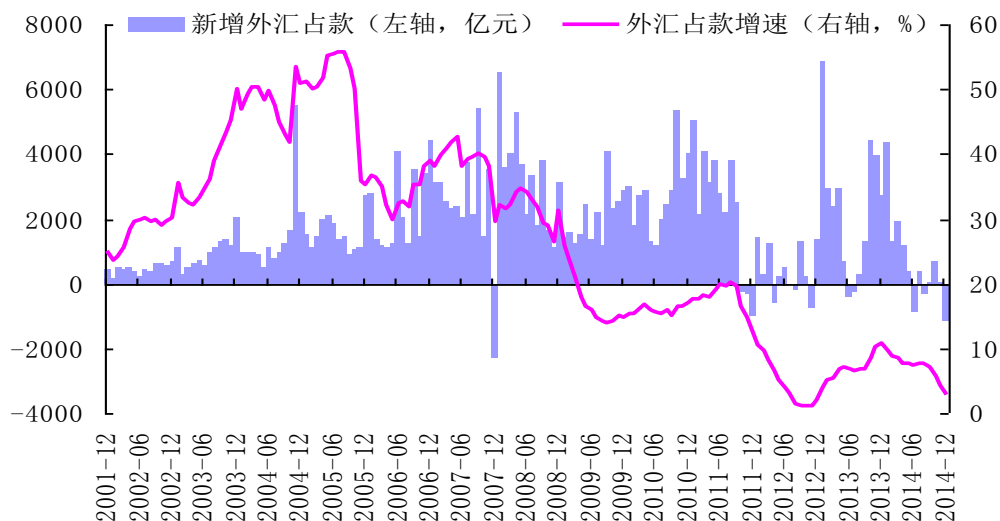


图 25 金融机构外汇占款变化情况

数据来源：WIND。

但是自 2012 年末以来随着美国经济逐步好转，市场对于美联退出量化宽松政策的预期普遍升温。特别是，随着美国就业数据和主要宏观经济指标连续接近并突破原有的前瞻性指引条件，美元加息预期非常强烈，美元指数持续走强，再加上最近两年欧洲、日本等主要发达经济体表现疲弱，部分新兴经济体实体经济仍面临较多困难，这引发了流动性资金回流美国和全球资本市场的剧烈波动。基于境外货币政策操作、汇率预期的微观反馈导致中国国际收支、外汇占款和基础货币出现方向性转折，并进而引致宏观流动性风险。

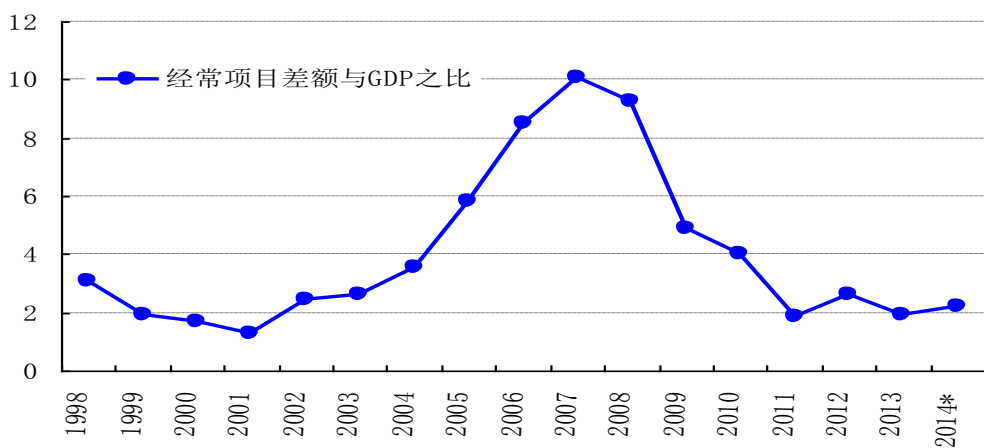


图 26 经常项目差额与 GDP 之比走势

数据来源：WIND，2014 年为前三季度数据。

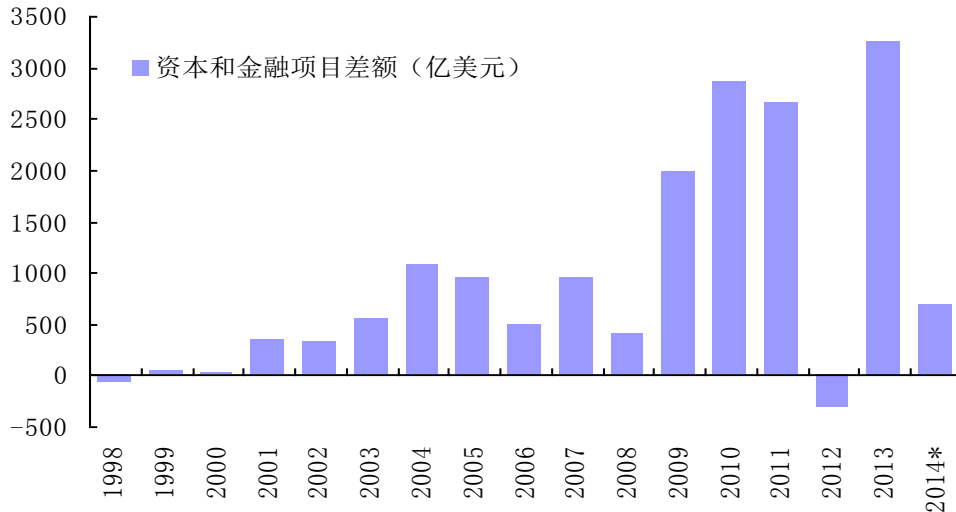


图 27 资本和金融项目差额变化情况

\* 2014 年为前三季度数据

### (二) 中期矛盾：流动性风险冲击金融市场稳定

在外汇占款作为持续流动性来源的情形下，持续不断的短期资金来源能够支撑长期投资，但在流动性格局逆转条件下，资金的期限错配矛盾就被充分暴露出来。因为除了使用方向具有定向作用的PSL之外，无论是SLF、MLF还是SLO等新型流动性管理工具，在期限上都属于一年以下的短期资金，这样在资金来源的期限及其稳定性方面，远远不如外汇占款形式的长期资金，而中长期投资又具有流动性锁定效应，这样市场流动性波动频繁和流动性风险加剧就成为近年金融市场的主要矛盾。正是在流动性冲击下，2011年以来我国货币市场主要利率的波动较之前明显加大，货币市场波动更加频繁

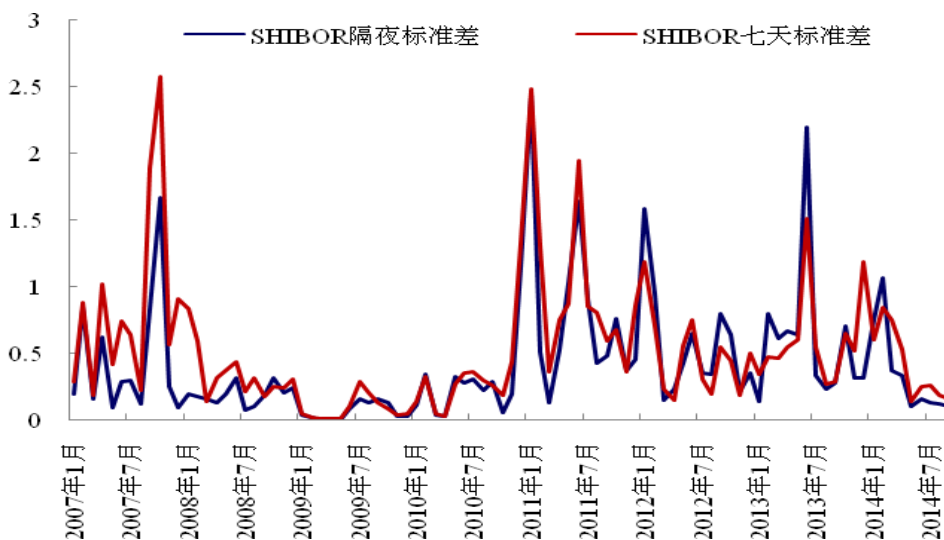


图 28 根据日度数据计算的隔夜和 7 天 Shibor 月度标准差



表2 上市商业银行总流动性缺口占总资产比重

(2012年下半年影子银行加速扩张为分水岭)

	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	1H14
<b>3个月以内</b>								
五大行平均	-46.2%	-45.7%	-43.8%	-39.7%	<b>-40.5%</b>	-38.3%	-42.8%	-40.0%
股份行平均	-35.4%	-36.4%	-35.0%	-30.8%	<b>-32.4%</b>	-31.5%	-31.3%	-28.9%
城商行平均	-26.6%	-29.3%	-29.5%	-30.8%	<b>-27.1%</b>	-24.2%	-26.9%	-23.1%
上市银行平均	-37.3%	-37.6%	-36.9%	-33.3%	<b>-33.9%</b>	-32.3%	-34.1%	-31.3%
<b>3个月以内（不含活期）</b>								
五大行平均	-1.4%	-1.2%	-3.4%	0.8%	<b>-1.7%</b>	-1.1%	-4.5%	-1.4%
股份行平均	-0.5%	-3.2%	-5.0%	-3.7%	<b>-7.5%</b>	-5.3%	-5.4%	-3.0%
城商行平均	-10.2%	-24.1%	-16.1%	-16.8%	<b>-8.7%</b>	-7.7%	-6.2%	-7.0%
上市银行平均	-2.7%	-7.4%	-6.7%	-5.2%	<b>-5.9%</b>	-4.4%	-5.3%	-3.3%
<b>1年以上</b>								
五大行平均	40.9%	39.6%	35.9%	33.9%	<b>33.2%</b>	34.1%	34.8%	35.3%
股份行平均	26.9%	24.3%	23.0%	19.1%	<b>20.9%</b>	22.6%	24.0%	23.1%
城商行平均	26.4%	24.3%	24.2%	22.2%	<b>22.7%</b>	22.3%	25.5%	27.1%
上市银行平均	31.5%	29.0%	27.5%	24.0%	<b>25.1%</b>	26.2%	27.6%	27.7%

由此，我们就可以很好地理解2013年6月货币市场的利率波动，它反映出与实体投资相匹配的金融机构在流动性风险控制和资产负债管理方面的不足。出于提高资金使用效率、实现利润目标的考虑，金融机构在“早投放、早盈利”思想指导下，倾向于通过扩张资产规模增加盈利，甚至在预期政策变化时抢占市场份额，冲高时点规模，在流动性、安全性、盈利性三者进行权衡时，容易忽略流动性风险。更主要的是，金融机构在资金投放时，并未很好地把握负债管理多元化和稳定性的关系。特别是，在过去流动性充裕市场利率较低时期，为规避相关监管措施，部分金融机构过分依赖同业业务等短期批发性融资开展短放长贷，从而在出现流动性波动时脆弱性凸显。

随着经济的下滑，银行体系将暴露更多的不良贷款，而且当前也存在着人为





延缓不良贷款暴露的做法，但2014年3季度1.16%的不良率在国际上仍然是表现良好的。微观上，我们都熟悉“高风险、高收益”，从长期来看，这个命题在宏观中仍是成立的。银监会前主席刘明康就曾表示<sup>9</sup>，以当下银行业的体量，不良贷款翻番，不良贷款率达到2%左右，是正常可接受的水平。在经历大规模信贷和资产扩张后，当下不良贷款“双降”的结束和不良率的反弹是意料之中的，这与各国的经验相一致。而且，即使目前中国银行体系不良率翻一倍，也明显好于当前的美欧日等主要发达国家。考虑到当前中国的经济增速，我们更有理由对不良率保持乐观态度。但这取决于我们的流动性供给是否能对冲坏账上行所形成的“惜贷”行为。

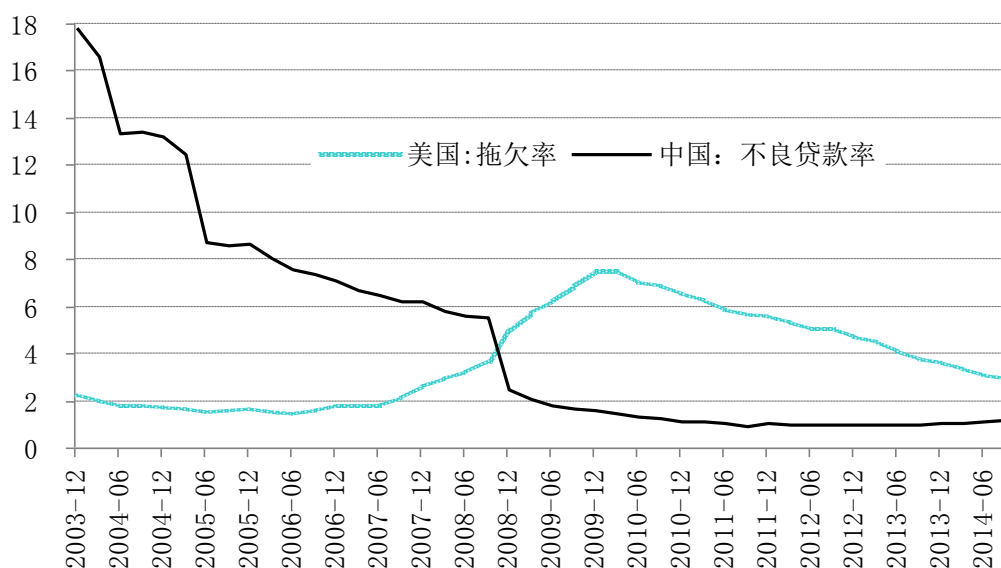


图 29 中美贷款不良率的历史比较

<sup>9</sup> 刘明康，2010，《刘明康谈监管》，《新世纪》第50期。

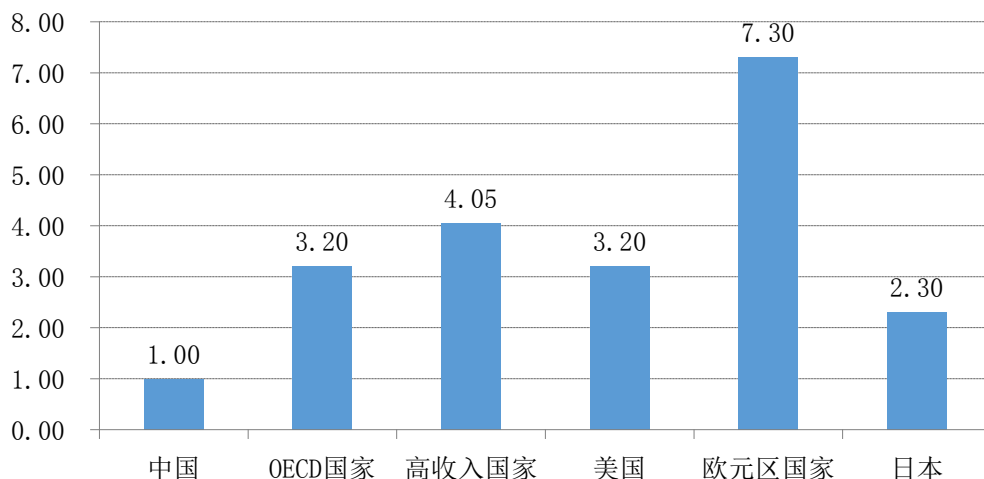


图 30 2013 年主要经济体贷款不良率

### (三) 长期矛盾：财政和准财政性的长期资产配置导致金融体系长期流动性饥渴

中国特有的财政分权和行政集权体制，导致大量长期资产配置具有财政和准财政性，影响金融体系流动性。在这一体制下，以经济增长为主要导向的地方“晋升锦标赛”的强激励(High Powered Incentives)模式，是理解改革开放以来中国增长奇迹的重要理论线索之一。1980 年代以来，中国改变了大一统的计划经济模式，开始将经济管理权逐渐由中央下放地方的管理模式，使地方政府拥有一定程度的经济决策权从而调动其发展经济的积极性。同时，中国实行了以财政包干为内容的财政分权改革，地方与中央分享财政收入，而且财政收入越高，地方留存越多。这样的安排极大地激励了中国地方政府发展经济的积极性，调动一切资源促进市场发展和地方经济的增长，这就是以钱颖一为代表的著名的“中国特色联邦主义理论”，也被称作“市场维护型联邦主义”。1994 年的分税制改革则有效地解决了财政体制的中央地方激励的兼容问题，在有效加强中央财政实力和约束地方政府行为的同时，很好地保留了财政联邦主义的好处，从而加速了中国经济的市场化、工业化和资本积累的进程。

在实行财政分成的同时，中国实行了严格的行政集权治理模式，官员任命完全取决于上级决定并最主要为上级负责，而政府考核由政治挂帅转为以发展经济为中心，极大地推动了各级政府向发展型政府治理模式的迅速转变，从而形成了以经济增长为主导的官员晋升锦标赛模式。张五常甚至认为<sup>10</sup>，中国的县际竞争是

<sup>10</sup> 张五常，2009，《中国的经济制度》，中信出版社。



过去三十年经济奇迹的根本原因。这样，地方政府成为经济非常重要的参与者，为了实现经济增长目标并提高晋升的概率，地方政府有极大的动力通过各种手段刺激经济增长。

与锦标赛模式并行理解中国高增长的文献线索，是国有企业改革。与 1990 年代之前淘汰低效率国有企业改革策略进而增加市场资源配置空间不同，在 1990 年代末国有经济的战略性重组之后，2000 年以来中国国有经济发展思路发生了根本性的变化，国有部门和大企业逐步垄断了高附加值产业行业，国资委管理的央企也大多属于能源、交通等重化工业，这些行业企业本身就需要长期资金的投资。在国资管理体系下，国有企业有足够的激励通过扩大投资来实现利润考核目标，而为了刺激经济发展，地方政府则有动力与央企合谋在地方进行投资。由此，国有企业与地方政府一道，成为经济重要的参与者。

由于地方政府和国有企业都存在隐性担保，在金融体系风险识别能力较低条件下，地方政府和国有企业能从金融体系够获得大量低成本资金，这样以地方政府和国有企业作为资金配置主体，大量金融资源都投向了基础设施建设、房地产和重化工业等中长期投资项目当中。

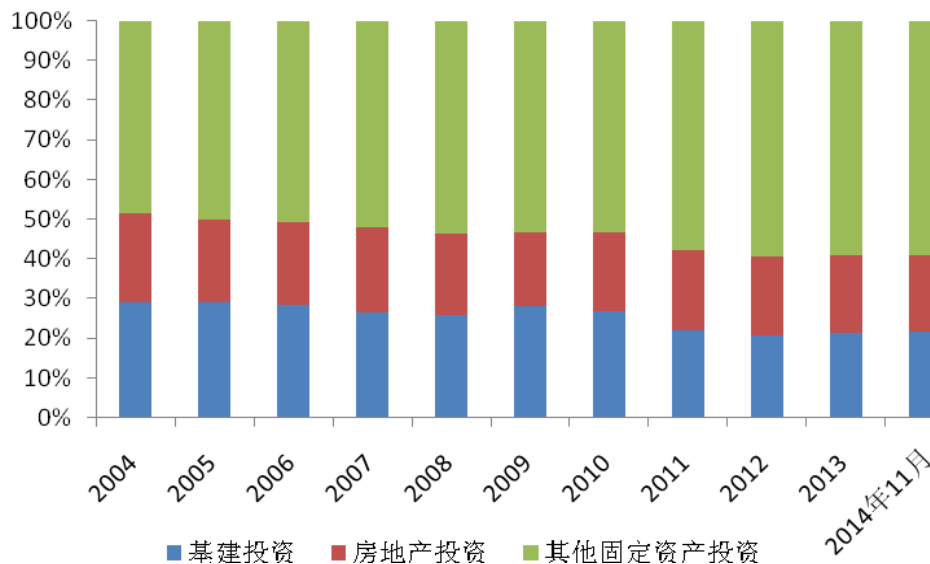


图 31 基建、房地产和其他固定资产投资的比重

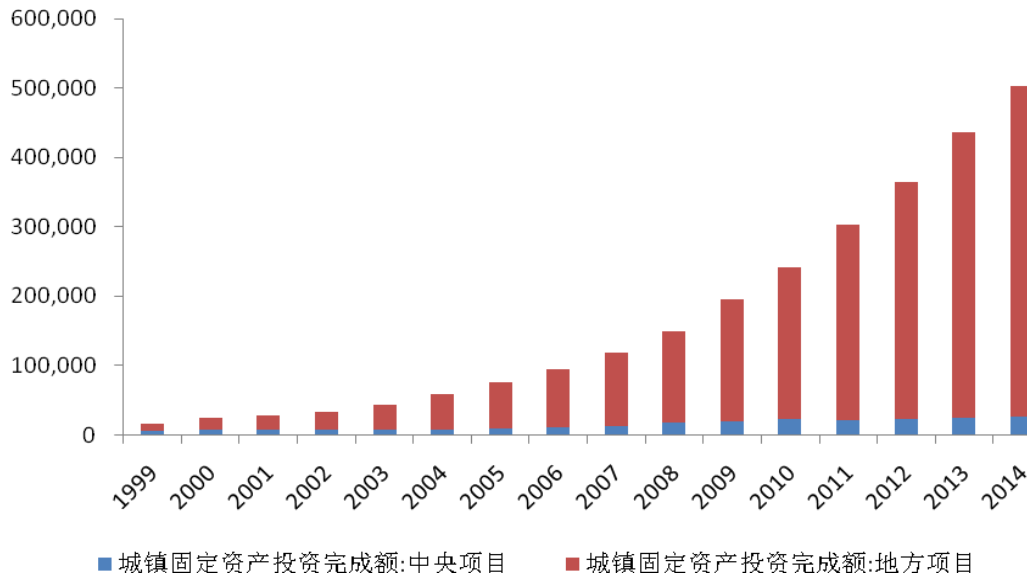


图 32 中央、地方投资比重

由于存在“挤出效应”，金融资源向政府和国有部门配置导致实体经济和中小微型企业融资难或成本高问题成为社会焦点。针对企业融资成本高、融资贵的问题，国家出台了《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》和多项财政金融政策，企业融资成本高的问题有所缓解。但由于体制性、制度性因素，实际利率仍然维持在高位，9月末，人民币加权平均利率为6.97%，比上年12月份的7.20%下降了0.25个百分点，但比二季度略有上升；而一般贷款利率和个人住房贷款利率从2013年至2014年9月一直处于上升态势。从另外一个指标看，2014年9月，一般贷款中执行下浮、基准利率的贷款占比分别为8.31%和20.43%，比2013年12月份的12.48%和24.12%分别下降了4.17个百分点和3.69个百分点；与此对应，执行上浮利率的贷款占比为71.26%，比2013年12月份的63.40%上升了7.86个百分点。考虑到价格水平有所走低的情况，2014年实际利率水平仍然较高。

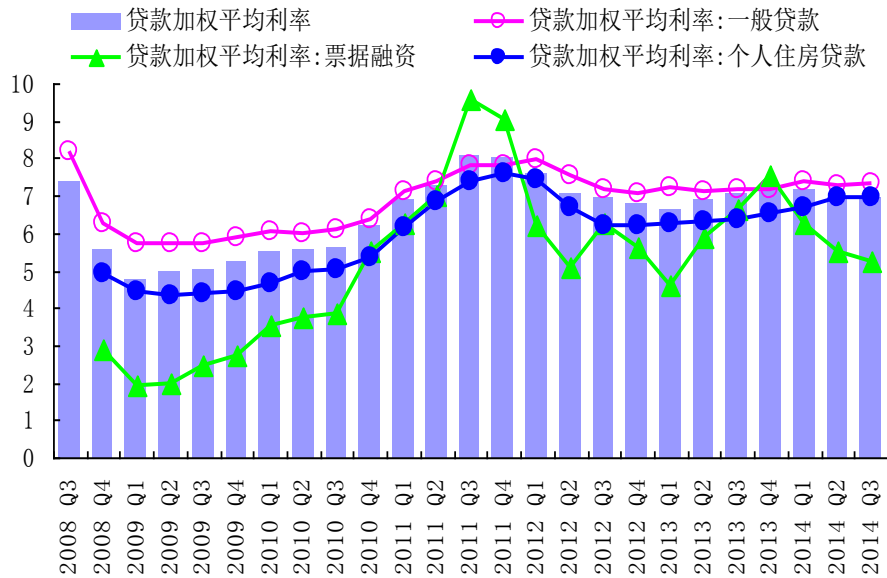


图 33 人民币贷款加权平均利率走势

数据来源：WIND

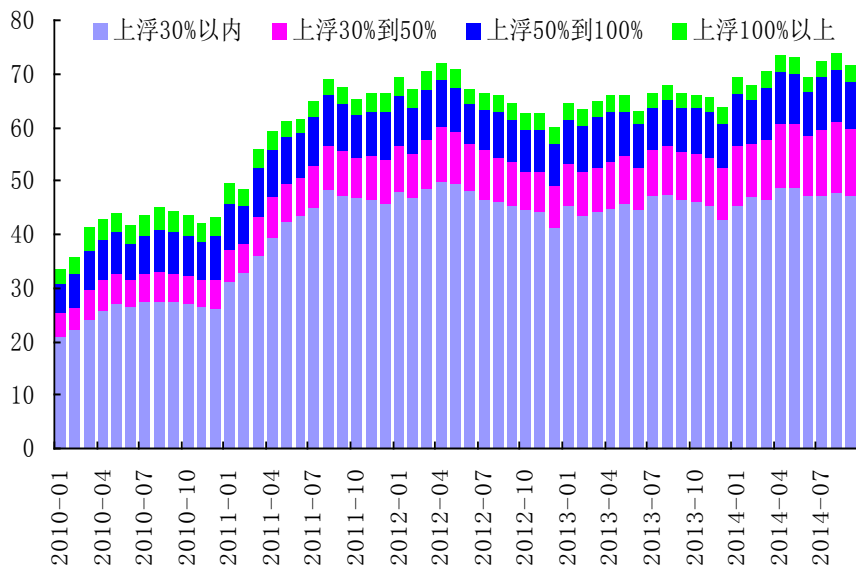


图 34 贷款利率上浮情况

数据来源：WIND

正是由于短期与长期、内部和外部、分工和制度等多因素共同作用，过去十多年来通过实体经济强劲增长所带来的长期流动性资金来源和流动性过剩局面，已经出现了根本性的逆转。

#### 四、政策响应：反周期调控、财政-金融一体化改革和增长点塑造



### (一) 短期：钉住合理流动性规模的逆周期调控

随着国际大宗商品(主要是能源)价格的大幅波动以及持续三十多个月的生产部门通货紧缩和物价持续走低，当前全面放松货币的预期日渐高涨。在我国经济正从高速增长向中高速增长、经济发展方式由规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长、经济结构从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并存的深度调整、经济发展动力正从传统增长点转向新增长点的迈向新常态的过程中，货币政策即要根据经济基本面变化适时适度预调微调，做好流动性管理，更要坚持“总量稳定、结构优化”的政策取向，保持定力、主动作为，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展、可持续发展，这才是稳健货币政策下松紧适度的真正内涵。

对于可能出现的流动性风险，可以针对存量和流量采取不同的应对措施，如对于存量资产，可以创造条件通过资产证券化方式，降低银行资产久期，提高资产周转，并针对集中到期债务进行平滑和置换；对于增量资产，在进一步严格新增长期投资标准(如 43 号文、127 号文和 99 号文)的同时，可以尝试长期融资安排。

**第一，在汇率和资本账户进一步开放条件下，中央银行可以通过资产结构的调整满足国内流动性的基本需求。**汇率弹性的增强是促进国际收支平衡非常重要的机制，而经常项目顺差占 GDP 比重又是衡量均衡汇率的重要标准。因此，在当前以市场为基础的有管理浮动汇率制度下，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定非常重要。尽管将近 4 万亿规模庞大的外汇储备为汇率基本稳定提供了有力保障，但资本外流和外汇储备的相应减少必将对国内流动性造成冲击。为此，中央银行可以通过资产结构的调整予以积极应对。与国外主要国家中央银行不同，外汇储备是中国人民银行最主要的资产，国债等本币计价资产占比非常低。1996 年，中国人民银行开始尝试人民币公开市场操作业务，但是受债券数量限制而不得已于 1997 年暂停操作不同。与那时不同，近十年来中国债券市场取得了飞跃式发展。根据 BIS 的统计，目前中国的债券市场规模已成为全球第三位(仅次于美国和日本)，而根据中债登统计，当前银行间债券市场记账式国债和政策性金融债的存量规模高达 18 万余元，中国中央政府财政赤字占 GDP 的比重仅为 2% 左右，未来国债发行规模仍有较大扩展空间，这都为中央银行的资产结构调整提供了良



好的必要条件。中国人民银行可以通过公开市场操作等方式配置国债、政策性金融债等高等级本币债券资产并向国内金融体系提供流动性，实现维护汇率稳定、提供国内流动性和优化中央银行资产结构一石三鸟的效果。

**第二，货币政策应积极向以利率为主的价格型调控方式转型。**理论上，数量和价格正如硬币的两面，价格的调整将引导数量的变化，数量的变化也将引发价格的反应<sup>11</sup>。我国货币决策者也意识到，数量工具和价格工具是一个相互作用的过程，当数量没有处于合理区间时，价格传导机制往往会出现问题；同样，不考虑价格因素，就会影响数量调控的效率<sup>12</sup>。受金融体系发育程度、货币传导机制和计划经济思维的影响<sup>13</sup>，1998年以来我国主要采取了数量为主的货币调控方式。虽然货币操作主要关注基础货币和市场流动性，但货币市场利率稳定一直是货币政策重要的操作目标<sup>14</sup>。特别是，随着利率市场化进程的加快、金融创新的迅猛发展和国际资本流动的日益频繁，货币数量调控的有效性大大下降<sup>15</sup>。同时，微观经济主体的利率敏感日益增强，货币政策利率传导渠道更加通畅，以利率为主的价格型货币调控条件日趋成熟<sup>16</sup>。因此，中央银行应在加强对市场流动性有效预测和管理的同时，逐步转向以利率为主的价格型货币调控方式，探索符合中国实际并满足产出通胀稳定要求的利率操作规则，努力构建符合中国国情的利率走廊模式，进一步完善公开市场操作机制，通过利率价格手段切实提高金融机构预期管理和中央银行流动性管理水平。

**第三，在货币调控转型过程中，中央银行还应通过积极与市场进行沟通，提高政策的透明度和可信性。**这能够使市场正确理解政策意图，有效管理市场预期，从而达到事半功倍的效果。今后应增加信息披露的频率、明确性和准确性，探索多种渠道表达中央银行对经济金融的判断和政策意图并逐步常规化制度化，从而在既定制度框架下提高中央银行货币决策的独立性、权威性和市场信誉，切实提高货币调控的政策效果。

## （二）中期：引领新常态的“财政-金融一体化”改革

中国的中期经济增长需要全方位深化改革，如土地政策和户籍改革、财税体

<sup>11</sup> Lucas, R. 1980, "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money", *American Economic Review*, 70(5):1005-1014.

<sup>12</sup>周小川，2006，《中国货币政策的特点和挑战》，《财经》第26期

<sup>13</sup>周小川，2004，《当前研究和完善货币政策传导机制需要关注的几个问题》，[www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)，4月13日。

<sup>14</sup>张晓慧，2008，《走向间接调控的中国货币政策》，《中国金融》第23期

<sup>15</sup>项卫星、李宏瑾，2012，《我国数量型货币调控的挑战与方向》，《国际金融研究》第7期。

<sup>16</sup>李宏瑾，2013，《流动性效应、预期效应与中央银行利率操作》，《经济学动态》第2期。



制和行政制度改革、国有企业和市场准入改革、人口政策调整；但其中极为关键的内容是财政和金融一体化改革，只有强化预算管理，才能实现金融改革的有效性。

**第一、预算管理制度改革——强化地方政府和国有企业的预算约束，以存款保险制度为契机，打破刚性兑付。**虽然地方政府和国有企业的利率敏感性日益增强，但在隐性担保下这类机构融资的信用风险溢价相对较低，其对利率的敏感性也较其他市场主体相对较低，因而财务约束不强的地方政府平台和国有企业等部门获得了大量低成本资金，这直接挤占了其他有效率部门可获得的金融资源，导致企业融资链条过长，直接推升了全社会的融资成本。金融资源被大量配置到相对低效的部门当中，而具有高回报率的大量新兴行业和小微企业则不得不承担较高的资金价格，进而影响了全社会的资源配置效率。隐性担保和财务软约束部门必然意味着“刚性兑付”，否则将无法获得较低的信用风险溢价和较低的融资水平，这将严重威胁这类部门的生存。由此，困扰中国金融资源有效配置的表现就是金融体系（包括影子银行）的“刚性兑付”。甚至出于地区整体信用风险溢价的考虑，即使是民营部门（如小微企业联保贷款、超日债）都无法真正实现技术上的“违约”，地方政府都会通过各种重组或紧急救助的方式避免违约风险，这又进一步引发市场的盲目乐观，推升全社会融资价格，金融资源配置更加扭曲。

显然，必要的违约有利于真正强化市场纪律，这就需要在强化地方政府和国有企业财务约束的同时，建立一套规范有序的违约机制和金融机构市场退出机制，只有这样才能逐步解决“刚性兑付”和预算软约束问题。存款保险制度的建立为打破“刚性兑付”提供了良好的契机。除了保护中小存款者利益、防范挤兑和系统性金融风险之外，存款保险制度还能够为中小金融机构提供相对公平的市场竞争环境，并给金融机构的有序退出提供了具有可操作性的制度安排。虽然中小金融机构将承担一定的存款保险费用，但其社会信用度将明显提高，这更有利于其与社会影响更大的大型机构在公平的市场环境竞争。更重要的是，存款保险为问题金融机构的退出提供了有序清算破产的机制。当前我国之所以对金融机构退出采取保守态度，主要就是对中小储户利益和挤兑的担心。良好的存款保险制度可以避免这一问题，并有利于形成市场化的金融机构风险处置机制和破产制度，从而逐渐打破“刚性兑付”，实现金融资源的有效配置。





第二，价格改革——加快推进汇率利率市场化改革，以价格杠杆引导资源优化配置。利率和汇率分别是货币的对内价格和对外价格，以价格杠杆实现金融资源的有效配置要求金融价格具有充分的弹性。尽管金融改革条件和秩序是必要的，但没有两个国家采取完全相同模式的金融改革，美英等国甚至是在经济危机金融动荡的条件下实现的利率汇率市场化，因而金融市场化改革需要协调推进。汇率形成机制与利率市场化改革是相辅相成的，而且理论上汇率可以先于利率市场化改革。在当前国际资本流动愈加便捷的大背景下，一国自主的货币政策需要汇率自由浮动，通过汇率变化吸收国际商品价格波动的影响。为抑制经济过热而加息，只要汇率弹性充分，币值变化足以反映资金流动(预期)成本，就不会引发国际资本的大量涌入。类似地，利率调整也没有必要过度担心对出口部门的影响，因为提高利率的目的就是为了抑制通货膨胀和经济过热，而本币升值将减少净出口，并降低进口品价格，这与利率政策的目标是一致的。

随着利率市场化的快速推进，企业融资成本问题引起了各方关注，融资贵融资难再次成为社会的焦点。但应当看到，各国对利率实行管制和金融压抑主要就是为了低成本动员储蓄资金以满足经济增长需要，因而利率完全市场化也将伴随着利率水平的逐步升高。中小企业融资困难，是长期存在并困扰各国的共性金融难题。事实上，利率市场化还有利于中小企业融资。一方面，为弥补利差损失，商业银行将进一步向具有议价能力且具有较高回报的小微企业倾斜信贷资源；另一方面，利率上限管制取消后银行贷款利率定价可以充分考虑中小企业贷款的风险溢价，真正提高金融支持中小企业力度，很多通过民间融资和影子银行体系解决融资问题的中小企业，也将随着利率市场化和金融压抑的缓解改善融资状况。虽然我们通常将“融资贵、融资难”作为等价命题讨论，但利率市场化实际上就是要通过“融资贵”，解决企业“融资难”，这对于改善信贷结构，提升资源配置效率，具有非常重要的意义。虽然利率市场化过程中利率中枢将不可避免地上升，但当前较高的企业债务率水平、预算软约束部门、股票市场发展缓慢以及不恰当的监管措施，也是造成当前“融资贵”的重要原因，并在一定程度引发“融资难”问题。因此，所谓“融资贵、融资难”更多地是与宏观经济周期因素、微观企业运营、资本市场发展和货币调控手段等体制机制性多重因素有关。因此，我们更需要进行包括利率市场化在内的全面深化改革，标本兼治，以更好实现改善经济



结构、优化信贷投向、提高资源配置效率、提升经济增长质量的目标。

**第三，所有制改革——在审慎监管基础上，进一步放开金融市场主体和业务的准入管制。**充分的市场竞争是打造坚实微观金融基础的必要条件。虽然从历史角度来看，中国金融业的竞争日益激烈，但目前金融结构仍以银行间接融资为主。从机构和业务影响力来说，全国性大银行和股份制银行仍在市场竞争中处于绝对优势的地位，中小银行和外资银行的市场份额不到 10%，而银行市场准入始终严格控制，大量资本无法真正参与到金融体系的竞争当中。虽然近期银监会批复了 5 家民营银行的筹建，但从银行数量上仍无法与美国相比。更重要的是，对于民营银行的建立似乎更多地体现出特殊政策性的导向，而非基于透明的管制标准，其可复制性和可持续性都存在很大的疑问。因此，今后应在审慎监管基础上，加快民营银行的市场准入，逐步提升国有银行的非国有股权比例，以此加强金融市场的竞争，通过全社会资源在金融和实体部门的顺畅流动和竞争，提高金融体系和全社会的资源配置效率。

虽然我国股票、债券、外汇等金融市场发展已具有一定的规模，市场交易品种更为丰富，市场参与主体进一步扩大，但与金融市场具备一定广度相比，金融市场深度仍亟待发展。在严格控制风险思想的指导下，我国对很多市场主体从事金融产品交易(特别是金融衍生品交易)在资格和规模上存在诸多准入性限制，甚至对一些主要是规避风险的远期等基础金融衍生品仍存在非常多的管制。例如，2013 年末，我国债券市场规模达到历史新高的 30.6 万亿元，而利率衍生品交易金额最高的 2012 年市场交易量也仅为 2.92 万亿元(且绝大部分交易为利率互换)，利率远期和期权交易量非常少。1970 年代以来，以风险管理为主要目的之一的利率衍生品市场迅速发展，全球衍生品交易量已经远远超过其基础资产的交易量。根据 BIS 的统计，2013 年末全球场外利率衍生品交易达 584.4 万亿美元(其中，利率互换占 78.9%)，而同期全球债券市场规模仅为 90.9 万亿美元。对金融业务准入的限制不利于金融市场的活跃和多层次金融市场和产品的丰富发展，制约了金融机构定价能力和风险管理水平的进一步提高，并刺激了很多以规避金融管制为目的的金融创新和影子银行交易，反而加大了市场的潜在风险。

**第四，监管制度优化——构建符合金融发展方向的金融管理体系。**尽管我国仍实行分业监管的金融管理模式，但综合化经营已是大势所趋。特别是最近几年，



随着金融创新的快速发展和各种新型金融组织的涌现，中国金融综合化经营程度进一步加深。应以未来金融业发展方向为指导，加强中央银行在宏观审慎政策中的作用，在提高微观审慎监管水平的同时，进一步完善金融监管协调机制，明确中央和地方金融管理职责和风险处置责任，切实保障金融市场的安全高效运行和整体稳定。

### （三）长期：要素组合和增长点塑造

一是人口红利和劳动力禀赋优势。增长理论始终强调劳动力（人力资本）在经济增长中的重要作用。因为人口年龄结构与决定经济长期增长的储蓄、投资等变量密切相关。除了民族传统、文化、家庭结构等因素外，根据生命周期假说，青壮年人口在总人口中比例增加，会使个人储蓄增加以备将来养老、医疗之需；从经济增长阶段考察，经济非同寻常的高速增长将使多数增加的收入转为储蓄，中国正好符合上述条件。因此，人口红利及其导致的高储蓄率，是推动中国经济在 2002 - 2012 年快速增长的重要原因。随着数量型人口红利萎缩，要素生产率的可持续提高是新增长点塑造的主攻方向，是创新驱动的要素基础。

二是对外开放和国际分工下的技术和产业升级。基于改革开放之初劳动力丰富而资本相对稀缺的要素禀赋，中国采取了符合要素禀赋实际情况的技术路线，在市场经济条件下产业多样化和产业升级中通过因势利导，使中国企业能够按照自身能力和比较优势进行产业化升级和结构调整。随着加入全球分工体系，中国在 1980 年代开始加入了东亚经济的“雁阵模式”，利用劳动力和工资优势，承接了日本、亚洲“四小龙”和东南亚等经济体的劳动密集型技术产业，这对理解中国的制造业发展、出口部门的快速增长和产业升级和非常重要。特别是，2001 年加入 WTO 以后，中国经济更深入地融入全球经济并进一步确立了“世界工厂”的地位，由此产生了不可忽视的规模经济效应，部分年份净出口占 GDP 的比重高达 7% 以上(2005 年—2007 年)。

融入全球经济对中国承接国际技术发挥了重要的作用。例如，虽然加工贸易的净出口贡献较小，但加工贸易推动了中国改革开放初期劳动密集型产业的发展；随着中国市场规模的扩大和出口的增长，外商投资企业迅速增加，这在促进投资和制造业产能扩大的同时，直接带来了产业技术的升级，并成为中国出口的重要力量(2014 年 11 月为 45.9%)。与此同时，加工贸易占比逐渐下降，一般性贸易比



重上升，机械及运输设备出口额在 2001 年首次成为出口份额最大的产品类别，并占全部出口商品金额的近 50%(2014 年 11 月为 47.8%)，而初级产品、化学品及有关产品则仅占 5%左右，出口商品经济附加值有了较大提高，出口商品的国际竞争力有了明显增强，这与广泛参与国际分工密不可分。可持续融入全球技术发展前沿，引进和自主研发并举是改变中国产出结构的必由之路。

**三是市场导向的经济制度。**劳动力和资本存量所决定的技术，都属于禀赋条件。在既有禀赋条件下，经济如何有效实现增长，最为关键的还是在于激励机制，也就是制度。1978 年改革开放以来经济的快速增长，最主要的就是市场机制的引入，通过放开市场准入拓宽民营资本投资渠道等措施，极大地减少了交易成本，有效促进了劳动力要素的解放和各种生产要素结合效率和产出的增加，这也是增长奇迹的最主要原因。

市场导向中良好的激励安排，以及人口禀赋所决定的较高储蓄率和资本存量技术条件，是理解中国经济奇迹的基本因素。尽管内生增长理论所强调的人力资本、技术创新对经济增长非常重要，经济增长其实就是技术和产业不断升级的过程，但毕竟技术创新和人力资本的发挥需要一个平台和载体，而生产过程本身是各种生产要素相互渗透结合发挥功能。改革开放的主要目的，就是通过市场机制引导生产要素更有效率的重新配置，通过改造社会生产函数结构来提升生产效率，推动技术进步、产业升级和经济增长。如果没有市场导向的经济改革，中国经济奇迹将黯然失色。例如，在建国初期和 1960 年代中国都经历过人口生育的高峰，劳动力要素禀赋在 1978 年前后并没有本质性的变化，但正是改革开放使人口红利真正发挥了巨大的作用。加入全球经济体系(特别是加入 WTO)对中国经济的推动，不仅仅是出口部门的快速发展，更主要的是在国际规则下逐渐完善中国的市场经济体制，贸易和开放对经济的影响实际上可以视为由于市场扩大和交易成本降低而带来的制度外部性作用的扩散及由此形成的规模经济效应。因此，财政分权和锦标赛模式更多地是中国经济增长的体制性因素，而决定中国增长奇迹的根本原因，还是在于市场导向的经济制度的完善及以市场为导向的生产要素重组所带来的生产效率的提高。因此，至少从可预期的未来看，市场导向改革和经济决策权下移，即面向微观经济主体的“放权、让利、搞活”是永不过时的命题；恰如华为、阿里所形成的产业奇迹所昭示的，增长点的塑造主体亦仍将是市场微观主



体。

#### (四) 超长期：经济思想与经济哲学的突破

在超长期，应该更多地是一个哲学问题。如果我们认同凯恩斯在《通论》最后所说的，“...政治家仅为某个已故经济学家的奴隶，...，或早或晚，无论好坏，危险的是思想，而非既得利益”，那就可以相当肯定地说，有什么样的思想和理论，迟早就会有怎样的政策实践和经济表现。遗憾地是，无论是全球金融危机，还是中国经济进入新常态，经济思想和经济学理论并没有任何新的进步。

1933年的经济大萧条至少引发了两个非常重要的事件：一是为了回应哈耶克在有关经济周期论战中的挑战及其对《货币论》的批评，凯恩斯在1936年完成了《通论》并开创了宏观经济学；二是哈耶克和兰格在1930年代展开了有关计划经济可行性的论战。

虽然最初凯恩斯处于下峰，但《通论》被当时及其后各国政府奉为圭臬，斯大林苏联计划经济成就与大萧条下的各国经济形成了鲜明的对照。无论是凯恩斯主义，还是计划经济，都强调政府干预的作用，这与“看不见的手”的古典主义格格不入。同时，1941年作为最后努力的《资本纯理论》过于晦涩，以至于哈耶克本人都感叹对经济学纯理论有些厌倦，并进而退出了经济学界而转向哲学领域。于是出现了古典主义的式微，直至1970年代以货币主义和理性预期学派为代表的新古典主义复兴，哈耶克才再次回到了经济学界。不过，尽管当前主流经济学在不同程度上吸收了哈耶克思想的精髓，但源于古典经济学的以主观公理化的逻辑推理为标志的奥地利学派仍未能很好地融入欧美学术界主流。可以说，1930年代哈耶克参与的两次著名的论战，至今都影响着我们的思想和生活。

但是，全球金融危机以来，我们的经济思想和经济学理论并没有让我们如此激动的变化。我们可观察到的只是以席勒为代表的“动物精神”和最近火热的二十一世纪资本论，但这些理论只是说明的是当我们遇到问题的时候，我们会找一个其他人来说明，是由于你给我带来了我的灾难。

另外，有关计划经济可行性的市场社会主义论战其实是庞巴维克对马克思剩余价值论批判的自然延续，而卢卡斯批判相当于哈耶克与兰格和凯恩斯论战的传承。那么，现今的大数据技术是否解决了兰格的问题？因为现在大家都在谈大数据、云计算，如果说大数据真是有效的，一台精准的计算机就是有可能出现的，



这种情况下，宏观经济学和宏观调控又会发生什么变化？政府、市场的关系又是怎样，货币当局和宏观调控的有效性又会如何变化，所有这些似乎仍未脱离那场争论。也许，经济思想和理论的突破，需要在哲学上更深层次的思考。