

2017 年第 7 期 总第 15 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2017 年第 7 期·总第 15 期

国际财经

动荡却必然的政策换挡.....	1
金融数据共享引发全球金融变革.....	4
实现金融稳定，央行独力难支.....	8

国内财经

新结构经济学、自生能力与新的理论见解.....	10
中国风险之辩：“金融集体主义”的风险.....	20
关于十九大之后经济发展的展望.....	23
中国杠杆率问题怎么看、怎么办、怎么干？	27

新闻快讯

经济学家预期美联储货币政策在鲍威尔执掌下不会有太大改变.....	29
世界经济正在进入一个更加危险时代，或将进入痛苦的资产价格周期.....	30

财经参考

国际财经

动荡却必然的政策换挡

来源：FT 中文网（2017-10-31）

作者：程实（工银国际首席经济学家、董事总经理、研究部主管） 钱智俊（工银国际高级经济学家）

“智者贵于乘时，时不可失。”2018 年，全球复苏在增长端“换挡提速”，在风险端多维变形，受此驱动，全球宏观经济政策亦将因时而变，在三重换挡中顺势前行。

首先，政策重心从“需求侧”向“供给侧”换挡。以美国、欧洲、中国以及资源出口型经济体的改革为先导，全球政策将从总量刺激转向结构改革，通过开启全要素生产率的上升通道，增强长周期复苏的可持续性。其次，政策模式从“割裂型”向“协同型”换挡。面对贸易摩擦、地缘政治风险和金融监管竞次的现实威胁，分散、割裂的宏观政策已经难以实现内外均衡，各主要经济体将转向政策协同和多边合作，以巩固长周期复苏的稳定性。最后，政策关切从“单维度”向“多维度”换挡。2018 年，全球政策关切不再局限于单维度的增长目标，亦将致力于渐次收窄经济、金融周期的差距，以防范系统性风险、保障长周期复苏。多维度的政策关切派生出四项基本政策目标，将由四项政策工具进行针对性地应对，系统性地协调，进而构成新时期下更为复杂的政策搭配框架。

展望未来，虽然全球政策三重换挡的进程将面临动荡和挑战，但是换挡大势不会逆转。动力与压力交织之下，换挡的快慢将深刻影响各经济体的中长期复苏前景。区域和全球治理公共品的重要性将进一步凸显，为全球治理变革创造新空间。2018 年，G20、APEC、亚欧会议、“金砖+”等政策协同和多边合作机制有望进一步发展，石油计价结算体系多元化和“一带一路”建设亦有望加速推进。

政策重心：从“需求侧”向“供给侧”换挡

2018 年，全球经济的短周期增长前景可期，但是长周期复苏的可持续性堪忧。本轮金融危机至今，全要素生产率的中枢水平下移，是阻碍全球经济长周期复苏的主要原因。因此，把握短期增长压力消退的机遇期，全球政策重心有望从需求侧转向供给侧，从总量刺激转向结构改革，通过重启全要素生产率的上升通道，奠定长周期复苏的坚实基础。在这一进程中，美国、欧洲、中国以及资源出口型国家的供给侧改革将发挥关键的先导作用，并有望通过贸易网络拉动全球经济的供给侧改革浪潮。

第一，全球复苏前景有喜有忧。根据 IMF 预测数据，2018 年全球产出缺口有望明显收窄。一方面，这表明前期需求侧刺激的政策效果进入高潮，将有力支撑全球 2018 年 3.71% 的预期增长。另一方面，产出缺口亦将趋于消失，2018 年发达经济体产出缺口甚至将由负转正，预示着长期增长潜力的衰竭。根据学理，全要素生产率的上升是长期增长的根本源泉。本轮危机以来，全要素生产率的持续低迷，已经严重桎梏了全球经济的长期增长空间。IMF 的数据表明，2007-2015 年，由于全要素生产率的疲弱，发达经济体、新兴市场的经济增速分别年均下降约 0.04 和 0.12 个百分点，其负面影响分别约占发达经济体、新兴市场年均增长损失的 47% 和 86%。有鉴于此，以需求侧刺激推动的短周期

复苏难以长期维系，以供给侧改革提振全要素生产率成为当务之急。IMF 的研究也指出，为了实现可持续增长，全球各主要经济体需从不同领域推进供给侧改革。

第二，全球供给侧改革开启“四轮驱动”。本轮危机连绵十年，2018 年全球复苏“换挡提速”，将首次为全球供给侧改革创造普遍、充裕的政策空间。立足于这一历史机遇，全球增长的三大支柱（美、欧、中），以及一大短板（资源出口国），将着力突破各自的改革重点，实现全球供给侧改革的“四轮驱动”。

其一，美国的改革重点在于资本供给的优化。2018 年，美联储的货币政策正常化进程不会动摇，“加息+缩表”的政策共振将加速消解货币宽松导致的结构性扭曲，修复资本市场配置效率和创造性破坏；税改有望渐次落地，促进资本回流和私人投资，激活国内制造业再发展。

其二，欧洲的改革重点在于劳动力供给的优化。以法国为下一个突破口，进一步推动劳动力市场改革和移民政策改革，削弱工资粘性和市场僵化，纾解人口老龄化的结构性负担，改善劳动力供给的总量规模和技能结构。

其三，中国的改革重点在于制度供给的优化。一方面深化改革，以金融体制改革和国企混改的推进，提升微观激励机制和宏观产业结构，激活创新发展潜能。另一方面升级开放，以资本市场双向开放、人民币国际化和自贸港建设，构建国际产能合作体系、加速区域要素流动，实现内外两个市场的效率提升。

其四，以沙特、巴西为代表，资源出口型国家的改革重点在于商品供给的优化。2018 年，全球大宗商品行情预计难以回归高位，将迫使此类经济体加快产业多元化发展，扩大制造业和服务业出口，降低对大宗商品贸易的依赖，同时积极融入区域一体化进程，通过全球贸易网络承接“三大支柱”全要素生产率提升的正向溢出。

政策模式：从“割裂型”向“协同型”换挡

2018 年，全球经济复苏的“换挡提速”强势而又危险。民粹主义、保护主义和孤岛主义依然暗潮涌动，全球地缘政治风险居高不下，将激化各国间的利益冲突，加剧摩擦性的换挡风险。在此压力之下，各主要经济体的宏观政策模式有望从割裂走向协同，避免负向政策外溢冲击，夯实全球长周期复苏的稳定性。

纵览全球局势，虽然全球复苏前景日渐改善，但是三大威胁仍有可能冲击长周期复苏的稳定性。其一，贸易摩擦压力高涨。根据 IMF 预测数据，2018 年，美国、英国、加拿大等发达国家的外部失衡依然严重，特别是美国的经常账户赤字占 GDP 比重将较上年扩大 0.23 个百分点。因此，以美国为导火索，爆发新一轮全球贸易冲突的可能性正在继续上行。其二，地缘政治风险犹存。2017 年欧洲局势有惊无险，正在引导市场系统性地低估地缘政治风险，主流共识的偏误可能在 2018 年重现。事实上，在 2017 年法国、德国、奥地利、捷克等国大选中，民粹势力均已完成实质性扩张，从短期运动式爆发转入长期制度性影响。2018 年，西班牙、意大利、塞浦路斯、希腊等国依然存在较高的“黑天鹅”风险，并有可能被触及底层利益的财政政策和供给侧改革所激化。其三，监管竞次隐患深种。危机十年之际，来之不易的复苏提速正在使全球淡忘历史教训。一旦特朗普政府过度放松金融监管，那么为了与美国争夺金融资源，全球各大金融中心将竞相以修复金融活力、推动经济复苏为旗号，打破危机期间艰难构建的宏观审慎监管体系，进而催生新一轮的系统性风险。

面对上述现实威胁，分散、割裂的宏观政策已经难以实现内外均衡，甚至会在加剧的利益博弈中陷入囚徒困境。这一局势将扩大各国对全球治理公共品的需求，驱动宏观政策模式进一步转向政策协同，三方面的多边合作有望迎来新的发展机遇。第一，深化区域一体化进程。面对欧洲民粹主义的崛起，法、德主导的欧元区一体化新改革需要主动求变，尝试通过推进欧洲货币基金和欧元区共同预算，

引导成员国供给侧改革，满足“多速欧洲”的多层次发展需求。以中国的改革开放为引擎，以国际产能合作和资本市场双向开放为纽带，“一带一路”的互联互通有望带动沿线区域的供给侧改革，并构建区域经济金融的稳定网络。第二，优化政策协同机制。2018年，新兴市场将成为全球复苏换挡的引领者，“新兴提速、发达减速”的格局仍将延续。以此为基础，新兴市场充分参与的G20机制和“金砖+”机制，在全球政策协同中的地位将相对上升，通过合理提高新兴市场的话语权，充分释放其对于全球治理的正向贡献。第三，强化全球多极化格局。2018年，立足于资源出口型国家的经济发展和风险管理需求，石油人民币、石油欧元等多元化的大宗商品计价结算体系有望实现长足进步。由此，国际货币体系的多元化将削弱单一货币的超然地位，加强全球多极格局和权力制衡，抑制贸易保护、监管竞次、竞争性贬值等单边主义行动。

政策关切：从“单维度”向“多维度”换挡

2018年，随着全球复苏前景向好，全球宏观政策关切将从“单维度”向“多维度”换挡。不仅要继续维持经济、金融周期短期稳定，还将致力于渐次收窄两大周期之间的差距，以防范系统性风险、保障长周期复苏。由此，政策关切的多元化，将派生出四项基本政策目标。四项宏观政策工具，即货币政策、财政政策、供给侧改革和宏观审慎监管，需要进行针对性的指派和系统性的协调，进而构成新时期下更为复杂的政策搭配框架。

本轮危机爆发至今，全球政策关切主要盯住单维目标，即推动经济复苏，开启新一轮经济上升周期。2015年，以美国为代表的发达国家步入复苏通道。2018年，新兴市场有望引领全球复苏“换挡提速”，标志着这一单维目标的完成。但是，这一阶段所营造的宽松金融环境，导致当前金融周期大幅领先于经济周期，并有进一步扩张的趋势。

双周期的错配，催生了“双高”难题。一方面，信贷过快增长导致“高杠杆”。根据IMF测算，截至2016年末，G20国家的非金融部门总负债占GDP比重已上升至235%。其中，政府负债、非金融企业负债和居民负债的GDP占比均已大幅超出危机前水平。另一方面，资产价格过热膨胀导致“高估值”。正如我们之前报告所测算，2017年，印度、巴西、南非、美国等国的宏观市盈率过高，资产估值水平已经显著偏离实体经济的增长表现。更为危险的是，当前条件下，“双高”难题构成了新的风险链条，即“资产价格振荡—债务通缩+资本外流—系统性风险”。一旦政策不确定性导致全球风险偏好逆转，就会引发高估值市场的剧烈调整。这一负向冲击，将借由私人部门高杠杆，对内触发大规模资不抵债，开启债务通缩；借由公共部门高杠杆，对外剧烈动摇投资信心，引致资本外流。最终，内外振荡相互叠加，引发系统性金融风险。因此，以2018年为分界线，全球政策关切由“单维”阶段步入“多维”阶段。一方面，保持当前经济、金融上升周期的稳定，防范短期经济失速或金融市场动荡，另一方面，加快经济周期的内生发展、抑制金融周期的过度扩张，缩减两周期之间的错配，使两大周期能够互相支撑，保障周期运行的长期稳定。

“丁伯根法则”指出，对于每一个经济政策目标，至少需要指派一项独立的政策工具，才能有效避免政策冲突。“多元化”的政策关切之下，实际上存在以下四个政策目标，需要灵活运用四项政策工具（货币政策、财政政策、供给侧改革、宏观审慎监管），针对性地处理，系统性地协调，形成机制上依次衔接、功能上相互支持、时序上合理轮动的政策搭配框架。

第一，金融周期的短期风险防范。虽然货币政策正常化是一个长期、渐进的过程，但是需要把握每一阶段的短期节奏，既要渐次降低宽松力度，抑制资产和信贷的过热趋势，消解对市场功能的扭曲，为供给侧改革提供空间，又要避免推进过快导致经济失速和金融振荡。第二，经济周期的短期趋势巩固。货币政策正常化进程中，尚存在产出缺口的国家有望适时采用财政刺激，短期扩大总需求，强化经济复苏动能，为供给侧改革营造平稳环境。同时，财政刺激的溢出效应也有助于拉动其他国家的经济增长。第三，经济周期的长期增长追赶。正如上文所述，全球供给侧改革有望依靠“四轮驱动”而

持续推进，通过全要素生产率的提升，加快经济周期的前进，缩小经济、金融周期的错配。第四，金融周期的长期缓步稳行。在供给侧改革的同时，宏观审慎监管需要不断完善和加强，以避免改革中出现监管竞次和风险漏洞，使信贷增长和估值增长回归于经济增长，使金融周期逐步与经济周期匹配。

2018：动荡却必然的政策换挡

基于对全球复苏形势和政策需求的综合研究，我们判断，2018年全球政策将在换挡中顺势前行：政策重心从“需求侧”向“供给侧”换挡，政策模式从“割裂型”向“协同型”换挡，政策关切从“单维度”向“多维度”换挡。在“三重换挡”的共同驱动之下，各主要经济体在四项主要政策领域的表现将各具特征。货币政策方面，美国货币政策正常化进程不会动摇，中国亦将维持“短期不松、长期不紧”的稳健中性政策，而欧元区的货币政策正常化路径则将谨慎而缓慢。财政政策方面，美国、中国、德国有望适度发力，通过财政刺激巩固自身和区域的经济复苏动能。供给侧改革方面，美国、中国和法国的改革具有全局重要性，预计将为全球带来全要素生产率的正向溢出效应。宏观审慎监管方面，中国将坚守“去杠杆+严监管”的政策立场，但是美国有可能过度、过快放松金融监管，并引发英国、印度等国效仿。

2018年，全球政策“换挡”既迎来机遇，亦面临动荡。换挡的快慢将深刻影响各经济体的中长期复苏前景。贸易保护主义、竞争性贬值、经济孤岛主义、地缘政治冲突等威胁未消，经济、金融周期错配引致的系统性风险隐患渐生。动力和压力交叠，更加凸显区域和全球治理公共品的重要性，将为全球治理体系的新变革开创新空间。有鉴于此，我们认为，2018年，G20、APEC、亚欧会议、“金砖+”等政策协同和多边合作机制有望进一步发展，石油计价结算体系多元化和“一带一路”建设亦有望加速推进。

金融数据共享引发全球金融变革

来源：FT 中文网(2017-11-3)

作者：蔡凯龙(点石资产管理公司创始人，互联网金融千人会联合创始人)

当我们还沉醉于中国金融科技遥遥领先世界的喜悦时，西方金融业静悄悄地发起了一场足以颠覆传统银行模式的革命：金融数据共享，一举将全球金融科技竞争带入下半场。银行业者惊呼这是银行互联网化后金融业最大的变革；金融科技者激动地称之为继虚拟货币、人工智能之后，金融科技业的下一个热点。

金融变革来袭，各国如何应对？

英国政府的竞争和市场委员会 CMA (Competition and Markets Authority, 类似中国的发改委) 2016 年开始主导“Open Banking”开放式银行计划，经过近两年逐步推进，2018 年开始在英国大银行初步实现。

欧盟 2016 年通过 PSD2 (Payment Service Directive 2 支付服务规划 2) 法令，规定在 2018 年 1 月 13 日起欧洲银行必须把支付服务和相关客户数据开放给第三方服务商，现在已经到收官阶段。

在美国，因著名的《多德-弗兰克法案》而成立的消费者金融保护局 CFPB (Consumer Financial Protection Bureau)，2016 年 11 月就金融数据共享广泛征求社会意见，在经过一年研究后，10 月 18 日发布金融数据共享的 9 条指导意见。

澳大利亚、新加坡、日本和韩国等全世界金融强国，都推出各自雄心勃勃的金融数据共享计划。

虽然各国对金融数据共享的称谓五花八门，实现的途径不一，但是都有一个核心理念：通过金融数据共享，推动传统银行和金融科技公司更深层次地协作和竞争，追求用户利益最大化。

建立在金融数据共享基础上的宏伟蓝图已经轮廓初现：未来银行的基本业务可以像乐高积木一样模块化，金融服务可以按需“拼凑”业务模块，增加服务的弹性和多样化，把金融服务转变成像水和电一样的基础设施，无处不在，方便和高效。而银行将成为高度开放共享的金融服务平台。金融科技公司和银行的关系由竞争转为合作，共同构成了就像 App 和手机操作系统一样共生共存的金融生态圈。

西方国家为什么全力推动金融数据共享？目前进展如何？对金融业各方有什么影响？有什么成功的案例和挑战？最重要的是，这些振奋人心的金融变革对中国有什么影响和冲击？未来我们如何构建有中国特色的金融数据共享体系？

割裂的数据是全社会的损失

马云先生说“人类正从 IT(Information Technology) 时代走向 DT(Data Technology)时代”。进入 DT 时代，数据成为最有价值的资产。数据的价值在于关联，但是现实中，数据大部分是割裂和分散的，金融行业尤为突出。

譬如，你在工商银行有存款，在平安银行贷款买房子，在中兴证券公司交易股票，同时还有招商银行的信用卡。个体是金融交易数据的生产者和所有人，这 4 家金融机构是数据的保管者，由于不同的保管者，造成同一个体的数据是割裂的。由于数据对机构来说具有重要的商业价值，他们是不轻易主动对外开放。金融数据的不开放不共享，使各方损失巨大。

对个人来说，最直接的损失是无法轻易对比各个金融机构的服务和费用，从而无法选择价廉物美的金融服务。更大的损失在于，个体无法得到全方位金融数据，因此限制了有效资产配置和规划。大数据分析和人工智能投资理财等先进的技术，由于缺少完整全面的数据，完全无用武之地。

对金融科技来说，尽管有很多方式得到用户非金融数据，但是这些数据的含金量，无法和存在银行里的个人金融交易数据媲美。倘若无法打破银行数据壁垒，金融科技公司将始终处于劣势，其发展必然受到制约。

对银行来说，数据不公开，对自身业务是一种暂时的保护。但是这种数据封闭的代价是银行无法利用同行共享的数据和金融科技公司的创新技术，从而很难为客户提供更加多元的产品和服务。在客户对金融服务要求越来越高、科技界巨头跨界竞争越来越激烈、社会和监管对开放数据的呼声越来越强烈的大潮下，闭关自守，单打独斗的银行将失去成为构筑平台打造生态圈的机会，银行的路将越走越窄。

对监管来说，金融数据不公开造成了数据孤岛，大大减少了数据的价值，降低了整个社会金融运行的效率并提高了社会成本，同时也助长了因为金融数据封闭带来的银行垄断，不利于初创金融企业特别是金融科技的发展。事实上，金融业的数据共享远远落后于其他行业。

放眼全球，我们不难发现这是一个共享经济和平台经济崛起的时代：阿里巴巴是世界上最大的零售企业，却没有自己的库存；Airbnb 是最大的酒店住宿运营公司，却没有一间客房。还有市值最大的苹果公司，真正的价值在于其提供的数字产品平台。这些全世界明星企业，无一不是 DT 时代的领导者，他们通过数据开放共享，在平台上打造出生机勃勃的生态圈。当下是金融业跟上时代潮流的时候了。

欧洲和美国模式

在全球竞争中,中国的金融科技公司依靠庞大市场和模式创新,走在世界前沿。为了给本国的金融科技公司注入新的活力,夺回话语权,西方监管走出了两条截然不同的推动金融数据共享之路:欧洲政府主导模式和美国市场主导模式

英国政府的竞争和市场委员会 CMA,在 2016 年 8 月 9 日发布一份对银行业的调查报告称:客户对银行有很强的粘性和惰性,虽然客户每次换银行,平均能给个人和企业客户分别节省 92 和 80 英镑(折合人民币分别约为 800 和 900 元),但是英国每年平均只有 3%的个人和 4%的企业客户换银行。调查显示,现有的大银行不想为了客户的利益而去充分竞争;而新的小银行和金融科技公司发展艰难。民众却为此买单:支付更高的费用却没有享受到更好的金融服务。

为了让民众受惠于金融科技的创新,也为了让新的小金融服务公司能和大银行公平竞争,CMA 主导金融数据共享方案,其中核心在于 Open Banking,即开放的银行服务计划。CMA 认为,开放的银行服务关键在于让个人与小企业能和银行以及其他第三方服务安全地共享数据。这种共享数据的好处直接体现在:个人可以通过简单的统一界面管理所有的金融账户,从而更加便捷地根据个人需求选择合适的金融产品,也更加有效地管理资产。CMA 规划一系列改革路线图,要求英国各大银行在 2018 年逐一落实。

欧盟也有类似英国政府战略规划,不过他们先从最基础的支付业作为突破口。根据 2018 年 1 月 13 日起开始正式实施的 PSD2 规定,欧洲银行的支付服务和相关客户数据对客户授权的第三方开放,目的是为了增加欧盟支付行业的竞争力和创新力。

澳大利亚、新加坡、日本和韩国都在追随英国和欧盟的模式,采用的都是政府主导自上而下推动金融数据共享。而美国走出了一条截然相反,自下而上的市场主导模式,主要有 3 条原因:

首先,美国的法律为金融数据共享奠定基础。2008 年金融风暴后的产物之一《多德-弗兰克法案》是自 20 世纪 30 年代以来美国一项最全面的金融监管改革法案。在其法律条文 1033 条明确规定用户或者用户授权的机构,有权获取该用户在金融机构的金融交易数据。虽然该法案没有具体详细规定如何共享用户数据,但是确认新成立的消费者金融保护局 CFPB 有保护用户共享数据的权力。这些规定为金融数据共享铺平道路。

其次,美国的金融市场竞争激烈,金融机构开放程度高。与欧洲的金融业由几家大银行占据绝大部分市场相比,美国金融市场的参与者众多,除了几大国际大银行外,还有大大小小 9000 多家金融机构。在如此竞争激励的金融环境中,美国的金融机构都把发展金融科技作为重点。一些有实力的金融机构,主动开发数据接口,转型成为平台型金融服务公司,积极参与并推动金融科技的发展。整体上看,美国金融机构相对开放包容,更加愿意主动和金融科技公司合作,也更加愿意开放数据和接口。

最后,美国金融科技公司整体实力较强。硅谷和纽约孕育出众多充满生命力的金融科技公司,其中一类就是个人财务综合管理服务公司。最典型代表为 Mint 公司——一家老牌个人财务管理公司,根据 2016 年数据,Mint 目前有 2 千多万用户(每 10 个美国人就有 1 个人有 Mint 账户)。用户通过授权就可以在 Mint 网站里,实时管理几乎全美所有的金融账户:储蓄,房贷,车贷,信用卡,学生贷,退休金和股票等账户。该公司已经和美国 99%金融机构签订数据合作共享协议。通过一站式数据归集,Mint 还能提供消费分析,财务规划和账单支付等增值服务,给用户极大的便利。除了 Mint 的公司还有 Prosper Daily、Yodlee 和 Penn 等多家个人财务综合管理服务公司,他们自发地实现了金融数据共享的商业模型。

美国的法律体系,金融市场环境,以及金融科技公司发展的程度,决定了美国主要靠企业之间自下而上自发的参与数据共享。但是缺乏统一监管和规范,也给行业带来不小的阻力。为了解决这个问

题，消费者金融保护局在 10 月 18 日提出金融数据共享 9 条指导意见，全面阐释监管的态度，期望借此引导促进金融数据共享的快速发展。

英国竞争和市场委员会提出 Open Banking 专项报告的主席 Alasdair Smith，在报告发布当天说：“我们今天发布的改革将对未来几年银行业产生深远的影响”

他们有理由这么认为。银行的互联网化只是学互联网精神的皮毛和形式，金融数据共享和开放才是互联网精神的精髓。共享金融数据的新模式将会给金融服务业带来新一轮的巨变。这些巨变，正在渗透行业的方方面面。

有些银行将在巨变中被淘汰。失去客户和数据的垄断优势，银行利润将会受很大影响。然而，积极拥抱新模式的银行，将会转型成为金融服务基础平台。成为平台的银行不仅仅直接向客户提供服务，而且通过平台扶持金融科技公司向客户提供间接服务。而银行和金融科技关系也从竞争变成融合。银行不仅留住老客户，还能吸引新客户。通过数据共享，产品更加丰富，数据的价值得到提升。凭借金融服务平台的品牌，影响力和金融牌照优势，转型后的银行的主要收入来源变为更加多元，除了传统的金融服务收费外，平台服务也有可能成为利润增长点。这些成功转型银行的典范，有花旗银行这样的国际大行，也美国中部卡萨斯州 CBW 这样的小社区银行。

对于金融科技来说，好处显而易见。金融科技通过数据共享，借助银行提供的金融平台服务，不用申请金融牌照就可以开展金融服务，还能获得大量的用户和数据，有助于技术优化和用户体验的提升。各国政策实施的结果已经初显成效。英国的 Open Banking 实施后，掀起金融科技新一轮蓬勃发展浪潮。欧盟的 PSD2 将给欧洲支付也带来百花齐放格局。而美国的个人理财综合网站，将会在新的数据共享指导意见下更加欣欣向荣。

当然，收益最大的还是用户。金融产品越来越丰富和多样，成本越来越低。各种金融产品和服务之间的比较一目了然，更加容易统一管理，不会再有众多账号，记不住的密码和五花八门的密匙等烦恼。智能资产管理门户将成为个人金融活动唯一的入口，人工智能和大数据等技术找到了施展的平台。支付、借贷、记账和理财等金融服务和场景无缝链接，融为一体。金融服务像水和电一样便捷。

中国模式

对目前中国金融业来说，共享金融数据并打造开放平台的理念过于超前。中国的银行业大而不强，还在快速追赶西方发达国家的进程中。盲目不切实际的生搬硬套西方经验是不适合中国有特色的金融业的发展。

金融数据共享在国外还属于发展初期，目前对中国银行业几乎没有直接影响。但是这并不意味着我们可以高枕无忧而漠不关心。在经济全球化，金融国际化的大环境下，随着中国金融业进一步融入全球金融体系，国外金融行业的巨变必然会间接影响到中国金融业。

如果说未来中国的银行要追上并赶超国外银行，成为跨国大银行并走向世界金融舞台中心，那么现在西方的金融数据共享变革就是一个绝佳的学习机会。外国银行积极拥抱数据共享的意识，金融科技灵活多样的合作方式，以及打造数据共享上技术突破以及国外监管如何规范引导，都值得我们以“拿来主义”的思维去借鉴和学习。

对中国金融科技巨头来说，国外的金融数据共享是机遇也是挑战。蚂蚁金服，微信财付通，陆金所，百度金融和京东金融等中国金融科技巨头们已经走上国际化道路。国外的金融数据共享为这些公司开拓海外市场提供绝佳的机会。譬如支付宝和微信支付将因欧盟 PSD2 的实施而从中受益，借此他们可以更加容易地进入欧盟的各国的支付市场。

而挑战来自于国外的科技巨头。由于金融数据的共享和开放，绑在国外科技巨头上的最后一道枷锁已经被打开。可以预见，Google、Apple、Facebook 和 Amazon (GAFA) 将跨界金融业，形成对 BATJ 强有力的挑战。

一个挑战来自于中国银行业。国外的金融科技公司体量不大，他们是金融数据共享主要的受益方。然而中国的金融科技巨头本身的规模不可小视，并且拥有巨量的客户数据。中国银行业在开放金融数据共享的同时，必然要求中国金融科技公司相应开放本身数据。如何平衡双方利益是不小的挑战。

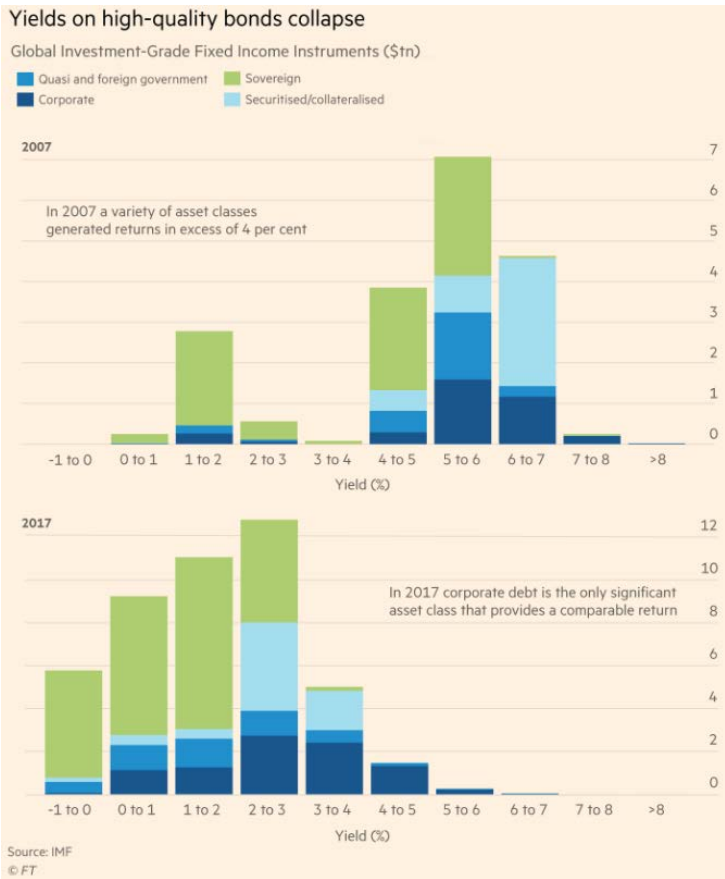
由于中国特有的国情和金融环境，在金融数据共享的大潮下，中国走的道路必将有别于欧洲和美国的模式，也很可能像中国金融科技公司发展一样，后来者居上。

该系列文章第二篇我将重点阐述国外成功的数据共享案例，解释监管的态度和原因，剖析金融数据共享在各国所面临的挑战和未来前景。

实现金融稳定，央行独力难支

来源：FT 中文网(2017-10-26)
作者： 马丁·沃尔夫(英国《金融时报》首席经济评论员)

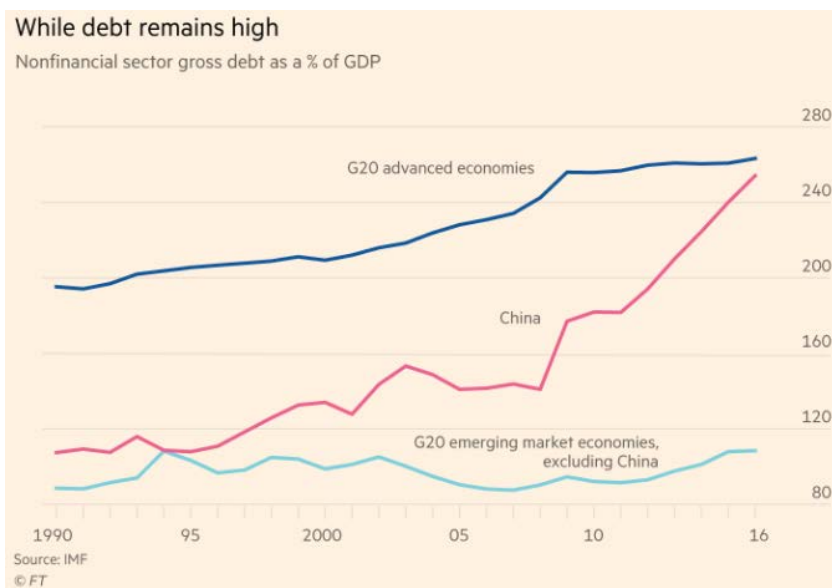
“良好的全球经济前景，特别是欧元区与以中国和印度为首的新兴市场的强劲势头，继续为全球



金融稳定提供强大的基础。”这是国际货币基金组织(IMF) 2007 年 4 月发表的《全球金融稳定报告》(Global Financial Stability Report) 的开场白。由于这一乐观观点发表于近 80 年来最具毁灭性的金融危机的前夕，事后它必然被视为一次巨大的误判。IMF 下定决心不再被抓住把柄。问题是，IMF 在其最新发表的《全球金融稳定报告》中提出的担忧到底是准确判断，还是“狼来了”？同样重要的是，它的担忧可能有什么含义，特别是对政策而言？

该报告的基本论点是“金融稳定面临的短期风险继续下降”，但“中期脆弱性正在上升”。全球经济恢复增长、舒适的货币和金融状况、外加低迷的通胀，使得投资者加强了对收益的追逐并提升了对风险的偏好。在市场和信用风险溢价处于十年低点的情况下，资产价值容易受到风险溢价“减压”的冲击——一直白地讲，就是崩盘。

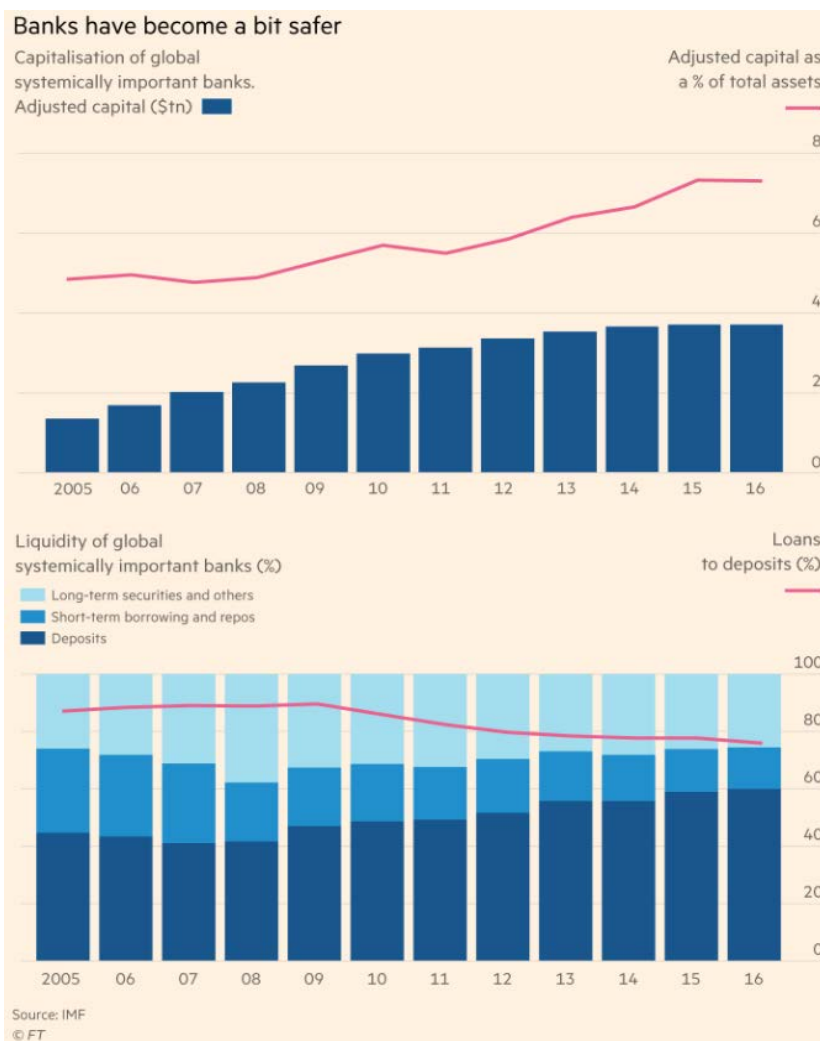
正如该报告指出的那样，完全处于历史区间内的信贷和金融市场如果受到冲击，可能对全球经济



产生巨大的负面影响：“被压缩的风险溢价突然减压、资产价格下跌、以及波动性上升会导致全球金融衰退。”很多人都认为货币政策的操作空间有限。于是结果可能是没有 2009 年那么深、但更棘手的全球衰退。

其中一个风险因素是收益率压缩。自 2007 年以来，投资级固定收益工具的收益率大幅下降，如今几乎没有超过 4% 的。这也鼓励了资本更多流入新兴国家，以及新兴国家加大借债。2017 年截至 8 月，非居民投资组合资金流入估计达到

2050 亿美元，2017 年全年则有望达到 3000 亿美元，较 2015-16 年的总额增加了一倍以上。另外，IMF 认为，低收益率、压缩的风险溢价、以及充足的资金，正在促使企业资产负债表中的债务不断累积。



溢价逆转可能导致动荡：要达到 2000-04 年的平均水平，投资级债券的市场风险和期限溢价必须上涨约 200 个基点。市场波动现在也被高度压缩。（见图表。）

可能最重要的是，世界各地的杠杆持续上升，特别是中国。在高收入国家，危机以来私营部门的净资产状况在某种程度上有所改善，但政府的净资产状况却恶化了。此外，目前资产价格正处于很可能难以持续的高水平。以目前的利率来看，偿债负担普遍较低。但如果利率大幅上涨，这种情况将改变。而且，在一些经济体，非金融私营部门的偿债负担高于平均水平——特别是中国，还有澳大利亚和加拿大。

这类分析把担忧公开化了。这是有好处的：人们越担忧，系统就越安全。不过，也有必要梳理出 IMF 如此清晰描述的脆弱性的含义。我认为有

四点含义。

第一，投资者必须非常小心。

第二，金融系统必须拥有在不毁掉全球经济的情况下应对资产价格变化的能力。这不必多说。实现这一点所必不可少的部分是去杠杆和巩固中介机构——特别是银行。这一点确实有所进展，但在我看来还远远不够。

第三，产生足以吸收潜在供给的需求，变得太过于依赖于不可持续的信贷和债务增长、以及消费（特别在高收入国家）或无效投资（比如中国）。我们可能通过几种方式打破这种关系。一种方式是通过税收系统重新分配收入，从存款者转移给消费者。另一种方式是加大力度鼓励投资，特别是赚钱企业的投资。还有一种方式是取消对债务的税收优惠，整个经济更多地依赖股权融资。最后一种方式是更多地依赖政府支出和借债，特别是在公共投资上的支出。

最后一点，我们不应该由此得出，各国央行必须为了稳定金融系统的目标而放弃稳定经济的优先目标（两个目标可能是相互矛盾的）。原因之一是，货币政策无法实现金融稳定。更根本的原因是，我们无法告诉人们，他们必须继续陷于通缩经济中，因为这是阻止金融系统内爆的唯一方式。他们必将正确地回应指出，这些目标是错误的。同样地，确保债权人得到他们认为自己应得的收益不是央行的职责。如果政府认为债权人应该得到收益，他们应该相应地改变税收制度。再者，如果他们认为金融部门仍然极不稳定，他们应该进行监管。

我们的央行成功地使遭受危机打击的经济恢复了增长，但因它们的行动造成了如今的金融风险而对它们加以指责，这不是正确的反应。然而，批评金融是极其正确的。批评政府没能解决很多仍然导致金融过度行为的缺陷，也没错。央行恪尽职守。不幸的是，其他人几乎都没完成自己的职责。

国内财经

新结构经济学、自生能力与新的理论见解

来源：爱思想网(2017-11-11)

作者：林毅夫(北京大学国家发展研究院名誉院长、北京大学新结构经济学研究中心主任)

关于新结构经济学相关问题我曾在多个场合讲过，在此，我主要介绍四个方面的内容：新结构经济学的理论基础、新结构经济学的产业政策、新结构经济学的新的理论见解和未来研究方向。发展经济学是第二次世界大战以后因应摆脱殖民地半殖民地地位的发展中国家实现工业化、现代化的需要，而从现代经济学中独立出来的子学科。新结构经济学希望能够在反思发展经济学自成立以来涌现的结构主义和新自由主义两波思潮的基础上，推动建立发展经济学新的理论框架。

一、新结构经济学的理论基础

发展经济学研究经济增长的决定因素以及增长带来的影响。总的来说，现代经济增长是建立在劳动生产率水平不断提升基础上的收入水平的不断增长。提高劳动生产率有两种方式：一种是技术创新和产业升级。技术不断创新，劳动者能够生产出更多更好的产品，并且会促使新产业和新产品的出现，这些新产业和新产品具有更高的附加值，劳动力和各种生产要素从附加值较低的产业重新配置到

附加值较高的产业,促使劳动生产率和人均收入水平不断提高。纵观一个社会产业变迁,不管是从传统农业向工业迈进,还是从工业跃迁到高技术、高资本产业,都是伴随着技术创新和产业升级的收入不断提升的过程。另一种是硬的基础设施和软的制度安排不断调整和完善。一方面,现代化的生产需要有电力、自来水、排污等公共基础设施的保证,同时,随着产业的资本密集度提升,规模经济不断加大,生产量越来越多,局部市场容易饱和,要进入更大范围的市场,则需要完善相应的交通基础设施。另一方面,随着资本密集度的提高,投资的规模也越来越大、风险越来越高,需要有金融体系来动员资本和分散风险,并且,随着现代化生产和交易范围扩大,交易双方的关系也由熟人社会扩大到陌生人社会,需要调整和完善法律体系。有了这些硬的基础设施和软的制度安排的不断完善,才能降低交易费用和 risk,使技术创新、产业升级得以顺利进行。

在现代经济增长过程中,一方面依靠技术创新和产业升级以提高劳动生产率,另一方面不断调整和完善各项硬的基础设施和软的制度安排以降低交易费用和 risk。这是现代化的生产过程,是工业革命以后出现的带来劳动生产率和收入水平快速提升的结构不断变迁的结果,体现了现代经济增长的本质。

(一) 新结构经济学与自生能力

新结构经济学采用新古典经济学的分析方法来研究现代经济增长的本质及其决定因素,也就是用新古典的分析方法来研究在发展过程中,经济结构(如技术、产业、硬的基础设施和软的制度安排)及其演化过程和影响的决定因素。依照惯例,应当取名为“结构经济学”,但为了区别于发展经济学的第一波思潮“结构主义”,故取名“新结构经济学”。类似的例子如20世纪60年代,诺斯(Douglass C. North)在用新古典的方法研究制度和制度变迁的决定因素时,将其称为“新制度经济学”,也是为了区别于美国20世纪初的制度学派。

新结构经济学的核心思想是什么?新结构经济学认为,一个经济体在每个时点上的产业和技术结构内生于该经济体在该时点给定的要素禀赋结构,与产业、技术相适应的软硬基础设施也因此内生决定于该时点的要素禀赋结构(林毅夫,2012)。

要素禀赋结构对经济发展为什么重要呢?要素禀赋结构具有两个重要特性:一方面,尽管要素禀赋结构在每个时点上给定的,但其随着时间是可以变化的;另一方面,在某一时间点,要素禀赋结构决定了经济体在该时点的总预算(比如,有多少资本、劳动和自然资源可以用)和生产要素的相对价格(反映要素禀赋的相对丰裕程度)。要素的相对价格决定了可选择技术和产业的要素生产成本。如果选择的产业和要素禀赋的结构特性相适应,企业的要素生产成本就会较低,就具有比较优势。进而如果正好同时有合适的软硬基础设施,交易费用也会最低,经济体就会表现出巨大的竞争力,因而与要素禀赋结构所决定的比较优势相适应的产业结构就是该时点上的最优产业结构。经济学家在分析经济问题和解释经济现象时,最终还是落脚到收入效应和相对价格效应这两种效应上,而新结构经济学认为一个经济体在每个时点上要素禀赋和其结构同时决定了这个经济体的总预算和要素相对价格(林毅夫,2017: 4-16)。遗憾的是,除了国际贸易理论中谈到要素禀赋结构,一般的经济分析通常忽略了要素禀赋和其结构的重要性。

在此我定义了企业的“自生能力”的概念。其定义是:一个处于开放自由竞争的市场环境中,具有正常管理水平的企业,无需依靠政府或外部补助就可以预期获得一个社会可接受的正常的利润水平的能力(Lin, 2009a)。企业的自生能力也是新结构经济学的微观分析基础。自生能力决定于企业所使用的技术和所在的产业是否跟要素禀赋结构所决定的比较优势相一致。如此,企业要素生产成本最低,当经济中的软硬基础设施合适时,交易成本也会最低,从而形成最强的竞争力,企业不需要政府的保护补贴就能生存。

19世纪末,马歇尔(Alfred Marshall)在构建新古典理论体系时做了很多暗含的假设,比如

充分信息、对称信息、无交易费用等。其实在马歇尔的语境中，假设了所有的企业都有自生能力。在当前主流的经济理论分析中，一般认为只要在经济中存在的企业就天然拥有自生能力，但现实则并非如此（林毅夫，2002b：15-24）。如果企业所在的产业不符合该国的比较优势，企业的要素生产成本太高，在开放自由竞争的市场环境中就不能够获得其可以接受的利润，因而没有自生能力。所以说，企业的自生能力是新结构经济学的微观分析基础。

利用企业自生能力的概念可增加我们对许多发展中转型中现象的理解。例如，我国经济学界在讨论国有企业改革时，往往忽视我国大型国有企业所在的产业通常资本非常密集，超过我国发展阶段下的比较优势，这些企业在开放竞争的市场环境中缺乏自生能力，政府只能给予必要的保护补贴扶持这些没有自生能力的企业。在这种情形下，到底是企业为国有时政府给予的保护补贴少，还是民营时政府给予的保护补贴少？这个问题曾引起不小的争论。20世纪八九十年代经济学界普遍认为国有企业经营绩效差是产权问题。我认为，在符合比较优势的竞争性行业，企业经营绩效差可能和产权因素有关。但在违反比较优势的产业，不能把企业经营绩效差都归于产权问题。针对上述问题，我在20世纪90年代做了一条理论推论：如果这些企业因为国防安全或社会稳定的因素不能破产，国有时政府给予的保护补贴会少于民营时，给出上述推断的逻辑是什么？因为缺乏自生能力的国有企业向政府索要保护补贴后，由于国有企业的管理者是政府官员，存在法律和制度约束，不能明目张胆侵吞保护补贴。私有化后，由于民营企业属于私人所有，因而可以将保护补贴据为己有。在政府无法推脱责任的情况下，民营企业向政府索要保护补贴的积极性会更高，企业得到的保护补贴也会更多（Lin & Li，2008：90-102）。当时只是我的理论推论，现在有大量经验事实可以证明：前苏联、东欧国家的大型国有企业私有化以后，国家给的保护补贴比私有化前还更多（Lin，2015：96-113）。

（二）新结构经济学和马克思历史唯物主义

新结构经济学和马克思历史唯物主义有什么关联？我们知道，马克思历史唯物主义揭示了人类社会发展的规律，它的一个基本原理是“经济基础决定上层建筑，上层建筑反作用于经济基础”，即属于上层建筑的各种制度安排内生于经济基础，且属于上层建筑的各种制度安排会反作用于经济基础。马克思历史唯物主义认为，经济基础是生产力以及由生产力所决定的生产关系。生产力的水平由什么因素决定？其实，是由一个国家、一个社会在每个时点上的产业所决定。如果是传统农业或轻工业，那么对应的生产力水平就低，而如果是资本密集型产业，则对应的生产力水平就高。进一步地，如果社会处于传统农业或劳动密集型的制造业，生产力水平低，农场和工厂的工人工资水平就低，工人距离生存线很近，地主和资本家则相对富有，远离生存线的地主、资本家的谈判能力就很强，从而决定了地主和资本家剥削工人的生产关系。如果社会进入到资本密集型的产业，劳动生产率提高，工人收入水平也随之提高，距离生存线较远，此时工人的议价能力相对提高，而资本家的议价能力则会相对降低，生产关系也会随之变化。并且，如前所述，随着经济发展，产业从传统农业向现代化制造业转型，硬的基础设施和作为上层建筑的各种制度安排也要相应的完善，否则就会制约作为经济基础的产业的转型升级。

新结构经济学认为具有比较优势的产业是由要素禀赋结构决定的。新结构经济学的分析，实际上是用现代经济学的方式表述马克思历史唯物主义中“经济基础决定上层建筑，上层建筑反作用于经济基础”的基本原理。遗憾的是，除了新制度经济学之外，现在主流经济学通常没有考虑经济基础和上层建筑之间的关系。20世纪60年代新制度经济学创立之始，有两个核心观点：1. 制度内生；2. 制度是有影响的。但目前在新制度经济学派中，像阿西莫格鲁（Daron Acemoglu）等学者只认为制度有影响而忽视了制度是内生的。而且这些学者在谈制度有影响时，基本都以发达国家的制度作为参照系，并没有考虑到不同发展阶段和其经济基础相适应的制度安排。发展中国家的经济基础不同于发达国家，因此上层建筑的各种制度安排和政策措施应该不完全一样（林毅夫，2017：6-10）。新结构经济学将结构因素引入经济学分析中，认为社会在不同发展阶段，要素禀赋结构不同，对应的产业和技术

也不同,从而导致经济基础不同。而社会所需要的上层建筑也会随着产业的发展而变化。也即,经济基础和上层建筑是相互作用、随时间不断变化的。

(三) 有效的市场和有为的政府

新结构经济学以要素禀赋结构作为切入点,研究在不同的发展阶段,哪些产业是符合比较优势的。这为研究一个国家的经济发展提供了非常好的思路。经济发展意味着收入水平不断提高,收入水平不断提高需要产业和技术不断升级。而产业和技术不断升级的前提条件是要素禀赋结构不断提升,即资本积累越来越多。资本是什么?是一个经济体在每个时点上的生产剩余,积累下来就形成资本。因此,如果要快速提高资本积累,最好的办法是经济体在每个时点按照要素禀赋结构决定的比较优势选择技术、发展产业,企业的要素生产成本最低,具有自生能力;当经济中的软硬基础设施合适时,交易成本也会最低,形成的竞争力最强,生产的剩余会最大,资本回报会最高,资本积累的积极性会最强,要素禀赋结构、比较优势、产业升级和收入增长也会最快

按照每个时点要素禀赋结构所决定的比较优势选择技术、发展产业,这是经济学家的概念,如何变成企业家的自发选择呢?

我们知道,企业追求的是利润最大化,并基于生产要素之间的相对价格来选择进入哪种产业、采用何种技术。根据要素禀赋结构决定的比较优势选择产业和技术的前提是,价格体系能反映经济体要素的相对丰裕程度,因此必须有充分竞争的市场(Lin, 2009a; Lin & Chang, 2009: 483-502)。在该市场各种要素的相对价格要能够反映在每一时点上一国要素禀赋结构中各种要素的相对丰富程度,也就是要有“有效的市场”。

在产业升级和经济发展过程中,政府的作用同样非常重要。经济发展过程并不是静态的资源配置,而是产业、技术和各种软硬基础设施不断完善和结构变迁的动态发展过程。在这个过程中,需要有先行者,这会产生外部性问题。如果没有对先行者外部性进行补偿,理性的企业家可能就不会去探索新的符合比较优势的产业和技术(Lin, 2009a; Lin & Monga, 2011: 259-310)。此外,不同的产业和技术所需的软硬基础设施不完全一样。不匹配的软硬基础设施会导致交易成本增高,即使生产成本低也可能导致总成本高,从而导致企业没有竞争力。因此,随着要素禀赋结构升级,还必须解决软硬基础设施完善的协调问题。一般企业无法解决,需要政府协调企业家或政府自己来提供。总的来说,为了处理先行者的外部性和软硬基础设施完善的协调问题,必须要有因势利导的“有为政府”。

2008年,世界银行发布了由两位诺贝尔经济学奖获得者——罗伯特·索洛(Robert Solow)和迈克尔·斯宾塞(Michael Spence)牵头的《增长委员会报告》。这个委员会组织了二三十个来自于发展中国家、有理论基础并且有很多实践经验的专家学者,研究二战以后13个实现了25年或更长时间每年平均达到7%或更高的增长率的成功经济体。发现这13个成功经济体具有五个共性:开放、宏观稳定、高储蓄率和高投资率、有效的市场机制和积极有为的政府(The Growth Commission, 2008)。然而,增长委员会认为这五个特征只是这些经济体成功的药材(ingredient),并不是药方。我们知道,只有药材而没有药方,补药也可能变成毒药。那么是否存在经济快速发展的药方呢?

实际上,在新结构经济学看来,遵循比较优势就是快速发展的药方。按照比较优势发展的制度前提是有有效的市场和有为的政府。遵循比较优势发展的结果则是:经济对外,有比较优势的产业多生产并出口,没有比较优势产业的产品则进口;遵循比较优势发展,企业会有自生能力,不需要政府保护补贴,由国内因素产生的危机会少,同时,政府的财政状况会较好,抵御外部冲击的能力就强,宏观经济就会比较稳定;遵循比较优势发展,再加上合适的软硬基础设施,交易成本会最低,生产的剩余会最大,资本回报会最高,进而有最高的储蓄率和投资率。可以很清楚地看到,增长委员会总结的成功经济体五个典型的事实反映的就是新结构经济学关于经济快速发展药方的前提和结果。

（四）结构主义和华盛顿共识的失败

从新结构经济学的视角，也可以说明为什么20世纪40年代后大部分指导经济发展的政策措施最终被证明是失败的。发展经济学的第一波思潮，即结构主义，认为发展中国家经济发展的目的是赶超发达国家。为了提高劳动生产率，进而提高收入水平，发展中国家需要培育发达国家那样的现代化资本密集型大产业，但由于发展中国家存在文化、市场缺陷等结构性因素制约，依靠市场的自发力量，无法将资源配置到现代化的大产业中。因此结构主义强调通过政府干预来克服市场失灵，推行所谓进口替代战略，建议政府优先发展资本密集的先进产业。然而，由于这些产业相对于本国的发展水平而言太过超前，与本国的比较优势背道而驰，这些产业中的企业在开放自由竞争市场中缺乏自生能力，需要政府支持来完成初期投资和持续运转（Lin，2009a）。而政府干预又会造成各种扭曲、资源低效配置、寻租、腐败行为和收入分配不公等问题，结果导致糟糕的经济绩效。

到了20世纪70年代末80年代初，经济界反思结构主义政策的失败，催生了发展经济学的第二波思潮——新自由主义。他们将发展中国家的发展困境归咎于政府对市场的过多干预和扭曲。因此他们建议政府以“休克疗法”立刻消除所有的市场干预和扭曲，建立像发达国家那样完善的市场经济体制，这就是后来被称为“华盛顿共识”的新自由主义的改革方案（Williamson，1990）。同样地，新结构经济学也能解释华盛顿共识的失败。因为华盛顿共识忽视了以下重要事实：在发展中国家进行改革之前，经济中存在大量违反比较优势的产业，政府当初是由于保护这些优先发展产业中的缺乏自生能力的企业的需要而内生出了那些扭曲（Lin，2015：96-113）。取消那些扭曲将使那些企业破产、经济崩溃。并且，为了避免经济崩溃或为了维持那些“先进”产业，采取了更为隐蔽、低效的保护方式（Lin & Tan，1999：426-431）。在这种情况下，这些企业私有化以后，政府给予的保护补贴会更多，从而造成低效率和经济绩效的恶化。尤其值得注意的是，华盛顿共识“将婴儿和洗澡水一起倒掉”，反对政府发挥因势利导的有为作用帮助某些符合该国比较优势的产业的发展。这套政策要求积极推行经济自由化和私有化，认为政府应该退出，一切依靠市场，等到市场建立起来后，产业就能自发地发展。但实际情况却恰恰相反。在20世纪80至90年代华盛顿共识推行以后，除了中国、越南、柬埔寨，其他发展中国家普遍出现去工业化现象：即原来的产业垮台了，但新的产业却迟迟未出现，工业在经济中的地位越来越低。从华盛顿共识推行后的经济绩效看，这些实行了休克疗法的国家普遍经历了“失去的二十年”，经济增长低于改革前的20年，危机发生的频率则更高（Easterly，2001：135-157）。

在20世纪80年代计划经济向市场经济转型的阶段，主流学界认为必须一次性地将市场经济所需要的各种制度安排，包括私有化、市场化和自由化，用“休克疗法”一次到位地建立起来。当时认为中国转型采用这种的双轨渐进改革是最糟的方式（Murphy et.al，1992：1003-1026；Sachs et.al，2000：435-491）。反观那些经济高速增长的转型经济体（如中国、越南、柬埔寨、波兰、斯洛文尼亚、乌兹别克斯坦等）都没有按照新自由主义的方式转型，而是按照渐进双轨的转型途径：政府为旧的优先发展的产业中没有自生能力的企业提供转型期的保护，等到这些产业中的企业有自生能力，或这些产业变得小而不重要后，才消除市场扭曲。取消准入限制，并发挥因势利导作用帮助私营企业进入符合比较优势、原先受限制的产业。此外政府积极完善相应的软硬基础设施，从而促进产业快速发展和资本积累。当资本积累以后，原来违反比较优势的产业慢慢就变得具有比较优势，企业也有了自生能力。在这种情况下，就能够把保护补贴慢慢取消。这就是渐进双轨制能够成功的原因。从当时盛行的新自由主义看来，渐进双轨制是比计划经济还糟糕的经济转型方式。但从目前的经济体转型绩效看来，渐进双轨制被实践证明是经济转型最好的方法。根据实证结果对经济理论进行反思，这是经济学的责任。

二、新结构经济学的产业政策

世界上几乎所有的国家都采用了某种形式的产业政策来推动经济发展，但大多数产业政策都失败了。新结构经济学认为，原因在于这些政府的产业政策支持了违背本国比较优势的产业。具体而言，

发展中国家一般是为了赶超发达国家而支持过度先进的产业；发达国家则正好相反，为了就业或者选举需要而支持失掉比较优势的产业。在违背本国比较优势的产业中，这些企业在自由市场竞争环境中缺乏自生能力，需要政府给予保护补贴和扶持政策以支撑其初始投资或保证企业的日常经营。但这些保护政策会产生各种干预和扭曲，造成资源错误配置，助长了寻租行为和低效率的行为发生。

新结构经济学认为，经济发展产业升级若想要成功，政府应该发挥因势利导的作用。不同的产业所需要的软硬基础设施不完全一样。而且政府的资源和执行能力都是有限的，需要战略性地使用。政府的作用是以有限的资源来帮助具有潜在比较优势部门的企业消除它们自己难以解决的外部性或软硬基础设施完善的协调问题。具体而言，一方面，选取那些符合该国潜在比较优势的产业。所谓潜在比较优势，是指在经济体中某个产业是符合该时点要素禀赋结构决定的比较优势，企业具有要素成本优势，但由于缺乏相适应的软硬基础设施，交易成本过高，以至于无法在本国或国际市场上竞争。政府一旦完善相应的软硬基础设施、解决企业间协调和外部性等瓶颈限制，从而降低交易费用和风险，则这些企业具有竞争力，整个国家的潜在比较优势变为真正的比较优势，这个产业成为这个国家的竞争优势产业。另一方面，一个现有产业若是因为禀赋结构变化而失掉了比较优势，政府应该帮助这个产业中的企业转型、转移或退出。

政府怎样选择具有潜在比较优势的产业？现在很多反对产业政策的人认为政府没有办法选对产业。新结构经济学根据一个产业的技术与国际先进产业的技术前沿的差距将发展中国家现有的产业分成五大类：（1）追赶型产业；（2）国际领先型产业；（3）转进型产业；（4）弯道超车型产业；（5）战略型产业。不同的产业类别在转型升级中需要政府提供的“协调”以消除瓶颈限制的内涵可能有所不同，政府需要对上述每一大类产品做相应的增长甄别和因势利导。

追赶型产业政策若想取得成功，需要选取那些符合该国潜在比较优势的产业。政府应该如何选出符合该国潜在比较优势的产业并做相应的增长甄别和因势利导呢？具体而言，分为如下六步：第一步，寻找那些高速增长、要素禀赋结构类似、人均收入比本国约高100%~300%的国家，或者20~30年前人均收入处于同一水平的国家。在这些国家中，选出在过去20年里增长迅速、可贸易、表现良好的成熟产业的产品，或者是来自于收入水平相当的国家的进口产品。这样能够避免政府犯错或被利益集团的寻租行为绑架。第二步，考察是否有本国的私人企业已经在这些产业中（已存在或处于萌芽状态）。找出限制其提高竞争力的因素和新企业进入的门槛，并采取措施解决。第三步，对于那些没有本国企业或出口企业很少的产业，可以从第一步中选取的国家里寻求外商投资，或者启动新企业孵化项目。第四步，由于每个国家都会有一些特殊的要素，可生产一些国内外市场有需求的产品，以及新技术的涌现而出现的新机会，除开那些第一步所选取的产业之外，政府还需要注意私人企业的自主发现，并为在新产业里成功的创新企业扩大规模和新企业进入提供支持。第五步，在那些基础设施差、商业环境恶劣的国家，可设立经济特区或工业园区，以此打破企业进入的壁垒，吸引外商投资，鼓励产业集群。第六步，政府可以采取各项措施补偿上述先行企业的外部性。例如，限定时期内的税收优惠政策，提供直接贷款用于投资，提供外汇交易机会等。

国际领先型产业的产业政策。对于发达国家而言，其产业在技术上基本都已经处于国际领先地位。发达国家若要在现有的产业保持领先地位，或发展新的产业，必须进行自主研究和开发（Research & Development）。企业对开发新产品新技术有积极性，因为，成功了可以获得专利。但是，基础知识的研究，投入大、风险高，其成果是属于具有很大的外部性的知识，企业没有积极性从事，但是，如果不做，新产品新技术的开发就会成为无源之水，

因此，需要国家通过对大学或相关科研机构的支持来进行，由于政府的资金有限，政府在对基础知识的研究上必须有所选择。另一方面，新产品和新技术的开发，通常需要有企业在基础知识研发成果的基础上进行，政府对这类新产品可以通过采购等政策来让生产迅速达到规模，提高该新产品新技术在国际市场上的竞争力。发展中国家在国际上领先的产业，若要保持国际领先，政府需要以

和发达国家一样的方式来支持新产品新技术的研究和开发。

丧失比较优势的转进型产业的产业政策。发达国家和发展中国家在经济发展过程中都会有些产业，因为要素禀赋结构变化、工资上涨等而失掉比较优势。除非是关系到国防安全和国计民生的战略型产业，对这类丧失比较优势的产业政府要创造相应的条件帮助企业转进：（1）让少数有能力的企业去经营附加价值比较高的部分，比如品牌设计、产品研发、质量管理、市场渠道管理等微笑曲线两端；（2）帮助没有能力升级到微笑曲线两端的企业将微笑曲线下端附加价值低的生产环节转移到收入和工资水平较低的国家；（3）帮助生产工人转移到符合比较优势的产业就业。

弯道超车型产业的产业政策。科技的进步催生了一些新兴产业，这些产业的产品研发周期很短，以人力资本的投入为主。许多发展中国家和发达国家比，人力资本并没有劣势，对像中国这样拥有巨大工程科技人才和国内市场的国家提供了一个前所未有的弯道超车的机会，如互联网、手机即属此类产业。对于这些产业，我国与发达国家处于同一个起点上，可以和发达国家直接竞争。政府应该创造条件鼓励此类产业发展，例如，建立孵化基地，设立风险基金，加强知识产权保护等。

对于战略型产业的产业政策。战略型产业通常分为高新技术产业和国防安全类产业。这两类产业通常研发周期长、资本投入大、经营风险高，按要素禀赋结构来看，我国尚不具备比较优势。不过，高新技术产业（如新能源、新材料、微生命科学、空间海洋技术等）的技术、产品路线对我国的国计民生和经济发展至关重要。如果这些产业的技术被国外掌握和专利垄断，我国企业再进入则成本会非常高。因此，投资战略型新兴产业就是投资未来。国防安全类产业（如制造高性能战斗机、航母、大飞机、导弹等），从国防安全的角度考虑，像中国这样的新兴大国不能依靠国外进口，必须自己生产。但战略型产业并不是我国的比较优势，企业在自由竞争的市场环境中缺乏自生能力，而且民营企业通常没有办法承担如此大量的资本投入和由此产生的风险。在这种情况下，需要政府支持，在改革开放前需要依靠各种要素价格的扭曲和政府的直接计划配置来补贴，在市场经济下则需财政通过预算拨款或政府直接采购给予补贴。当这些产业发展起来以后，对周边其他产业的发展也具有正的外部性。

三、新结构经济学的新的理论见解和未来研究方向

（一）新的理论见解

新结构经济学将结构引入新古典的分析框架中，除了改变对经济发展和转型的理解外，还会对主流的新古典经济学产生许多新的见解。目前主流经济理论存在的主要问题，可以说是忽视了结构因素，或者说是以发达国家的结构作为唯一的参照系，把发展中国的经济现象都映射到发达国家的结构中来考虑，忽视了不同发展程度国家的结构差异和特性。以致，主流经济理论普遍认为，发展中国家和发达国家只存在量的差异，并没有质的区别。实际上，从新结构经济学的角度来看，不同发展阶段经济体要素禀赋结构不同，导致其产业特性、技术、资本需求规模和风险特性等都不一样，合适的硬的基础设施和软的制度安排也就不一样。也就是说，发展中国家和发达国家不仅存在量的差异，更有很多质的不同。因此，适用于发达国家的理论在发展中国家可能并不适用。不同发展阶段的国家，其经济运行方式也有别。我从以下九个方面提出一些新的理论见解。

1. 最优金融结构

现代金融学倡导股票市场、大银行和风险投资等现代金融安排。这种金融结构对发达国家而言是合适的。因为发达国家的产业处于世界最前沿，其产业升级需要大量的资本投入，且技术创新需要依赖自主研发，伴随的风险很大，大银行、股票市场和风险投资适合为大的投资项目融资，而股票市场和风险资本有利于分散风险。但发展中国家采取这样的金融制度安排则未必合适，因为其产业主要是劳动密集型的加工业或传统农业。一般而言，这些产业规模较小、资本需求少，而且产品基本是成熟的，且技术大部分是引进的，风险主要在于企业家的经营能力，适合发展中国家的金融制度安排应

该是地区性中小型金融机构。因此，处于不同发展阶段的经济体具有不同的产业结构、技术、企业规模、资本需求和风险特性，对应于不同的最优金融结构（林毅夫等，2009：45-49；林毅夫，2017：4-16）。如果发展中国家的金融制度安排盲目照搬发达国家，就会造成金融与实体经济脱节，导致金融无法为实体经济服务。

2. 人力资本投资

现代增长经济学（包括内生增长理论等）通常认为决定一个国家经济发展的唯一要素是人力资本，其他要素都是次要的。和最优金融结构的论述类似，人力资本投资应与发展阶段的产业特性和风险特性相匹配。如果是产业处于世界前沿的发达国家，必须进行新产品和新技术的自主研发，由于人力资本与处理风险的能力密切相关，从而对人力资本的需求就非常高。但对于发展中国家来说，由于大量技术是从发达国家引进的，而引进技术需要的人力资本与发明新技术需要的人力资本并不相同。发展中国家没有很多高资本、高技术产业，如果此时盲目进行教育投资，大幅提高人力资本的结果很可能是大量受过高等教育的人没有合适的就业机会。在国内无法合适就业就会到国外就业，而造成人才外流；而留在国内的人由于找不到好工作而失业，则可能造成社会和政治不稳定。因此，人力资本投资应与实体经济需要。

3. 刘易斯拐点和人口红利

现在我国经济学界比较关注刘易斯拐点问题，随着我国农村剩余劳动力大都转移到城市，很多人担心中国的人口红利即将消失殆尽，未来经济将缺乏增长动力。我认为这个看法不完全正确。刘易斯的模型是两部门模型，只有农业和制造业两个部门，农业部门劳动生产率较制造业部门低，农业的剩余劳动力转移到制造业会带来劳动生产率提升，因而存在人口红利。但我们在分析问题，不能简单套用现成的理论，要注意理论背后的假设和内涵，了解问题的实质。从本质来看，农村剩余劳动力向制造业转移的红利来自于劳动力从劳动生产率较低的农业转向劳动生产率较高的制造业。刘易斯模型只有两个部类，但现实中附加值较高的制造业并非只有一个部门，而是一个无穷多级的工业阶梯。只要把劳动力从附加值较低、劳动密集型的加工业重新配置到附加值较高、资本技术密集型的产业，同样会带来劳动生产率提升，同样会有人口红利。因此，只要政府能够采取措施创造产业升级空间，使附加值较高的产业不断涌现，人口红利就会一直存在。新结构经济学认为，对于刘易斯拐点问题要有新的认识。

4. 经济开放

经济开放好还是不好？这个问题在国际上很有争议。经验事实表明，20世纪80年代以来，很多发展中国家在开放过程中的经济绩效更差、效率更低。经济学家丹尼·罗德里克（Dani Rodrik, 1997：29-53）就曾忧虑地认为经济开放不见得是好事。按照新结构经济学的理论，开放是遵循比较优势理论发展的前提。那开放就是不好的吗？如果忽略对问题本质的清楚认识，就容易得出不正确的结论。我认为是因为这些发展中国家在开放之前，经济中存在大量违反比较优势的产业，企业缺乏自生能力。如果在开放过程中采取休克疗法，这些产业就会垮掉，经济出现“去工业化”现象，从而导致经济危机。为什么中国改革开放取得了巨大成功？我认为是因为中国在开放过程中采取渐进双轨制的方式，对没有比较优势的产业继续给予转型期的必要保护补贴，维持稳定；对那些过去被严格管制和抑制但却符合比较优势的产业进行因势利导，帮助企业进入并发展。如果不考虑发展中国家的结构因素和现实背景，盲目开放可能带来经济危机。

5. 国际资本流动

是否应该开放资本账户？现代国际金融理论通常认为开放资本账户是好事，认为发展中国家缺少资本，所以应该开放资本账户让资本流入。但现实中大部分发展中国家资本账户开放后，却出现了

经济危机。原因在于这些理论把资本看作同质的，没有细致区分不同结构的资本。资本应该分为投入到实体经济的外国直接投资（FDI）和短期的金融资本。外国直接投资能增加实体资本，而且这种投资一般会投入该国符合比较优势的产业，也能带入先进的技术、管理经验和国际销售渠道，对发展中国家发展很有帮助。但短期的金融资本一般不进入实体部门，而大部分会进入房地产和股票市场等投机部门，造成经济泡沫。此外，如果大量短期外国金融资本突然流入，会造成货币升值，企业出口竞争力下降，影响实体经济的发展。所以在讨论资本流动时，一定要有结构的概念，一个发展中国家对外国直接投资应该鼓励，对短期资本流动则应该有一定的管制。

6. 卢卡斯之谜

主流理论认为发展中国家资本稀缺，回报率高，资本应该从发达国家流到发展中国家来。但现实中资本却从大多数发展中国家流向发达国家。当然这并不完全，经济绩效好的发展中国家表现的是资本净流入，而经济绩效差的发展中国家表现的是资本净流出。对此，新结构经济学认为最主要的原因在于，如果一国采取符合本国比较优势的发展战略，资本回报率高，财富积累具有合法性，因而资本不会外流，并且外国资本也会流入本国符合比较优势的产业，总的表现为资本净流入。相反，如果采取违反本国比较优势的赶超战略，产业不符合比较优势，资本回报率低。而且为了发展不符合比较优势的产业，政府会采取各种保护政策，引发寻租和腐败行为，依靠寻租和腐败而积累的财富缺乏合法性，这些资本不敢也不愿在国内投资，资本就会大量外逃到发达国家，而且外国资本也不会流入违反该国比较优势的产业，则总的表现为资本净流出。

7. 货币是否中性

芝加哥学派认为货币是中性的，货币只影响物价水平而不影响实体经济。实际上，货币中性理论是一个静态的概念，并没有考虑技术和产业升级以及结构变迁的动态发展过程。新结构经济学认为利率的高低会影响企业家技术创新和产业升级投资的积极性。降低利率有利于降低投资成本，提高技术创新和产业升级的积极性，进而促进经济发展。货币政策并非是中性的，较宽松的货币政策有利于经济增长。然而，货币增长速度与技术创新和产业升级的速度密切相关。如果货币政策过度宽松，超过技术创新和产业升级的可能速度则会导致通货膨胀，所以要有一个最适度的货币增长速度。由于发达国家技术和产业位于世界最前沿，其技术创新和产业升级的速度相对慢，但发展中国家能够利用后发优势，较发达国家技术创新和产业升级的速度更快，从而发展中国家较发达国家的最优货币增长速度也更快。因此，如果考虑结构因素，货币并非是中性的，货币增长速度需要和发展阶段相适应。

8. 超越凯恩斯主义

凯恩斯主义批评者认为，在经济下行时期，政府反周期的积极财政政策所支持的投资在短期内固然能增加投资需求，创造就业，但由于家户会减少消费、增加储蓄以应对未来税收的增加，总需求不会增加，而只会增加政府债务，即存在李嘉图等价陷阱。目前的宏观经济学主要强调波动（周期）理论，但从新结构经济学的视角来看，发展中国家有条件将周期政策和增长政策结合起来。发展中国家在经济发展过程需要不断完善各项基础设施，这需要政府提供。经济下行时是政府投资基础设施的最佳时期，此时各种生产要素的价格较低，工人的工资水平低，建设基础设施的机会成本很低。政府采取积极财政政策，支持消除增长瓶颈的基础设施建设，

不仅短期内可以增加需求、创造就业，从而稳定经济，长期也可提高经济增长率，增加政府未来税收弥补此时扩张性基础设施支出所增加的赤字，从而避免李嘉图等价陷阱。这种积极财政政策的效果是“一石两鸟”，我把这种可能性称为超越凯恩斯主义（Lin, 2009b: 14-17）。这个观点是我最早在2009年世界银行任职时提出的，当时很少有人认同，但现在这个观点已逐渐成为国际主流。美国著名经济学家萨默斯（Lawrence? Summers）近年也在积极宣扬这个观点，国际货币基金组织2014年10月出版的《世界经济展望》也特地强调经济下行时是进行基础设施投资最好的时候。

9. 货币政策和流动性陷阱

目前发达国家货币政策宽松，但民间投资增长乏力，存在流动性陷阱。原因在于发达国家的产业在世界前沿，当经济下行时，需求减少就会出现产能过剩，这时很难找到好的投资机会，货币政策对刺激投资基本无效。但是，发展中国家则不同。新结构经济学认为，在发展中国家，即使在衰退和萧条期出现产能过剩，但由于存在产业升级的巨大空间，降低利率仍可降低投资成本，刺激企业向中高端产业投资，促进产业升级，从而避免流动性陷阱。因此，在发展中国家，如果货币政策能将增发的货币用于支持产业升级（而非流向投机性市场），货币政策仍然能够成为稳定经济增长的有效工具。

（二）未来研究方向

新结构经济学未来的研究方向主要包括两个方面，一是将结构引入现代经济理论模型中；二是对新的理论进行大量实证检验。

从理论建模来看，目前文献中关于结构的研究通常侧重偏好的非同位相似性 (Non-homothetic) 或不等于 1 的技术替代弹性 (Non-unitary Elasticity of Substitution)，但这些研究并没有真正解释发展问题。Ju et al. (2015: 244-263) 是第一篇把产业结构内生于要素禀赋结构的理论模型。该模型并不完美，做了很多特殊假定 (充分信息、无摩擦等)，将来可以逐步放松，未来的发展方向还可能包括：(1) 在 Ju et al. (2015: 244-263) 基础上引进各种摩擦、软硬基础设施来讨论政府和各种制度安排的作用。(2) 我们有一个雄心勃勃的目标：把结构引进阿罗—德布鲁 (Arrow-Debreu, AD) 的一般均衡模型中，使没有结构的 AD 一般均衡变为有结构的一般均衡的一个特例。

理论模型构建出来后需要做的就是大量实证检验。可以用经验数据将特征事实描述清楚，用实证检验对我们的理论进行验证。

四、结 语

二战后世界上有 200 多个发展中经济体，截止到 2008 年，只有中国台湾和韩国从低收入阶段进入到高收入阶段，中国大陆可能到 2025 年左右成为二战后第三个从低收入升级到高收入的经济体。在 1960 年的 101 个中等收入经济体，到 2008 年有 13 个从中等收入阶段发展到高收入阶段。也就是说，在二战后有将近 180 个发展中经济体长期陷于低收入陷阱或中等收入陷阱 (Lin & Rosenblatt, 2012: 171-194)。这些发展中经济体的失败并非不努力，主要是发展思路的问题。我们常说，思路决定出路，发展中国家不能简单照搬发达国家的理论和经验。发展中国家要改变发展绩效，必须先改变发展思路。新结构经济学建议发展中国家把自己现在有的（要素禀赋）、能做好的（比较优势）做大做强。只要政府发挥因势利导的有为作用，在市场经济体系中协助私营企业遵循本国的比较优势发展，发挥后发优势，每个发展中国家都有潜力高速增长数十年，在一两代人的时间里发展成为中等收入国家甚至高收入国家。对此，新结构经济学能为发展中国家带来希望和帮助。我国改革开放就是遵循比较优势发展成功的典型。在改革开放前我国经济绩效很差，1979 年中央转变经济发展思路，按照要素禀赋决定的比较优势发展经济，解放思想，实事求是，推行渐进双轨制的经济转型。我国政府在维持稳定的情况下，改善各种软硬件设施，将我国能够具有潜在比较优势的产业快速发展成具有竞争优势的产业，取得了 30 多年的快速发展奇迹。

新结构经济学是研究的金矿，我希望能和经济学者们一起继续研究和探索。社会科学工作者是为了帮助人们正确认识世界和改造世界。只有能够帮助人们改造世界的理论，才是真正帮助人们正确认识世界的理论。王阳明提倡“知行合一”，“知为行之始，行为知之成”，根据王阳明的四句教，我也提出四句：“因行得知，用知践行，唯成证知，知成一体”，希望能够推动推动现代经济学在中国的理论创新与发展，推动“知成一体”的新学风。

中国风险之辩：“金融集体主义”的风险

来源：FT 中文网(2017-11-10)

作者：陈稻田(FT 中文网撰稿人，经济学博士)

对于中国经济的观察者来说，一个常常令人困惑的问题是，以很多常识标准来说，中国经济问题很多，如果看一些微观案例，甚至说乱象丛生可能也不为过。最近周小川行长提出中国要警惕“明斯基时刻”，表达了对系统性金融风险的担心。但是，在“狼来了”的警告声中，中国的经济却一路平安，呈现超级稳定的状态。本文认为，这是因为中国存在一种叫做“金融集体主义”的机制，中国经济和金融体系因为这种特殊机制而在相当长时间内超级稳定。但是，凡事有利有弊，这种机制自身的逻辑也内生孕育着长期风险。

大的宏观经济风险通常由实体经济的不平衡引发，但集中表现在金融货币领域。实体经济的恶化总是较为缓慢的，而只有在金融领域，当市场对经济状况感到集体焦虑的时候，货币需求会发生急剧变化，从而导致金融危机，金融危机进一步导致实体经济的衰退。过高的房价，不平衡的汇率，都是诱发金融风险的因素，但是没有高债务率，房价和汇率的剧烈调整影响也有限。因此，能够造成严重后果的金融危机本质上都可以说是债务危机。

债务问题，它本质上是债权债务人的利益分配问题，政府的强力干预在相当程度上可以防止债务问题的恶化。比如过度杠杆的风险，在一个分权化的经济体制，它有很大的威胁，因为当恐慌蔓延，人人都要现金的时候，一个好企业可能也难以获得必要的资金，债务违约就会普遍出现。但是，如果政府可以要求债权人延长偿债时间或者干脆债转股，这正如最近一些银行所做的，债务就不是大问题。从金融体系的角度来说，债务危机往往是在某个债务链的薄弱环节爆发，然后通过影响资金市场和经济增长，传导到别的部门，从而可能造成系统性的债务通缩。政府强有力的产业政策通过国民收入的再分配，恰恰可以把债务薄弱部门的漏洞给堵上。例如，有两个上下游行业，下游暴利，上游巨亏，即便总的利润水平较高，这个经济的债务风险是比较大的。如果政府通过限制巨亏行业的供给，让两个行业都变成微利，那么总体的债务风险反倒是降低了。最近的煤炭钢铁行业和下游的火电等用煤行业正发生了这样的情况。在 2015 年煤炭钢铁都经历了全行业亏损，两个行业对银行负债达到几万亿人民币，债务风险不可谓不大。但是 2016 年的去产能政策出来后，上下游行业的盈利水平被重新分配，钢铁煤炭行业的债务风险也就降低了。

在更微观的层面上，当有重要的企业不能还债的时候，政府还可以要求银行和企业重新谈判债务条款，延长债务期限，保持续贷资金，或者干脆债转股，在中国这是一个普遍现象。

这种行业间、企业和银行之间“均贫富”的机制，本文称之为“金融集体主义”，可以做到经济中没有债务的薄弱环节，这样经济整体的负债能力就大大提高了，金融体系在整体上呈现出超级稳定的状态。我个人认为，中国特有的“金融集体主义”机制起过去能够不断推高宏观负债率，维持高投资，这种机制起了很大的作用。基于这个原因，至少在中短期，中国的债务风险并不大。

但是，这种体制的巨大优点在长期也内生伴随着巨大的风险。它的风险在于，这种稳定机制牺牲了整体经济效率，在追求经济高速增长的目标下，债务问题会积累到难以持续的程度。由于经济效率不高，为了维持较高的经济增速，自然会依靠投资，依靠举债。例如，近些年社会融资总量和新增名义 GDP 的比值不断攀升，最近几年都保持在 3 以上。这样每过一段时间，就会出现债务的薄弱环节，这就需要政府的干预，重新调整收入分配，以增强薄弱环节的偿债能力。而由于“金融集体主义”机制，

没有竞争力的企业会受到保护，市场的优胜劣汰机制发挥不充分，这进一步降低整体经济效率。为了维持经济增长，越是没有效率，越要依赖负债来投资，这就造成恶性循环。即便有“金融集体主义”的机制不断维护稳定，但债务总会有个极限水平，当债务水平接近到极限水平附近的时候，超级债务危机就可能会爆发。我认为这是中国经济的真正风险。

令人担忧的是，为了追求短期经济高增长，中国很多政策可能削弱了市场功能，降低了经济效率，从而增大了中长期的金融风险。如果从数据指标来看，中国经济最近的表现不错。从经济增速来说，2017 年前三季度实际 GDP 累计同比增速为 6.9%，较 2016 年同期的 6.7% 有改善。名义 GDP 更是出现了大幅的回升，2017 年钱三季度累计同比增幅为 11.3%，而 2016 年同期只有 7%，可以说是走出了通缩。在金融风险的防控方面，市场最关心的银行不良率从 2016 年一季度以来也出现了企稳迹象，到了 2017 年二季度为 1.74%，比 16 年同期还有所降低。

这些成就的取得和一些列宏观政策密切相关。在 2014 和 2015 年，煤炭钢铁等上游行业产能严重过剩，出现全行业亏损，并危及银行资产安全。进入 2016 年，中国进行了规模庞大的去产能政策，重点集中在钢铁和煤炭等上游行业。这些行业不仅进行了去产能，还通过限制工作日和加强环保执法等办法进行了广泛的限产。在 2014 年，国务院 43 号文出台，对地方政府举债进行了严格的限制。但是到了 2016 年，各类 PPP 项目和政府产业引导基金大量涌现，这些带有“资本金”的项目公司，在相当程度上绕开了财政部对城投债的限制，增强了地方政府的举债能力。2014 和 2015 年地产行业相对低迷，房地产库存高企，从 2015 年下半年开始，各种限购开始取消，银行开始大规模发放按揭贷款，2016 年的按揭贷款占新发放贷款的一半，创下历史新高，房价也快速攀升。2016 行业销售额创下了记录，商品房销售额达到 11.7 万亿亿元，增长 34.8%。到了 2016 年国庆节，过快上涨的房价似乎带来泡沫的风险，政府紧接着密集出台了限购限价等政策。

这些政策都几乎起到了立竿见影的效果，但是，这些为了短期目标采纳的政策削弱了更基础的市场制度，按照前面对“金融集体主义”的分析，这带来的风险是长期的。

例如 2014 年的国务院 43 号文，出台前后做了大量的准备工作，对地方政府债务进行了很好的规范。但是到了 2016 年，很多规范实质上是被突破了，很多 PPP 项目只是新形式下的地方政府债务。虽然投资有了起色，但是这种政策的变通对政府的公信力造成损害。在煤炭和钢铁行业，去产能和限产确实帮助行业恢复了盈利，但是公平问题出现了，市场经济的原则遭到了削弱。在体量庞大的房地产市场，政策从鼓励到限制，政策方向变化经历的时间只有短短的一年。经过多轮的松紧反复，公众对房价只涨不跌的信念不断增强，这不断推高房价，将来如果真的出现泡沫的破裂，政府的公信力可能将面临考验。

在不少领域，当过多的资源集中于短期政策目标，具有长远意义的改革往往被搁置。在房地产市场，为了短期增长目标而鼓励房地产投资，房产税迟迟不能够推出，这导致房地产的过度投资。到 2016 年底，中国城市人均住房面积达到了 37 平方米（当年新竣工住宅面积，包括商品房和名目众多的非商品房，则高达 20 亿平方米），达到或者超过了欧洲发达国家的水平。西南财经大学的调查显示，在北京上海这样人满为患的大城市，住宅空置率也接近 20%，一方面很多人买不起房，另一方面很多住宅空置，浪费十分严重。房产税的重要意义在于它可以提高住宅持有成本，鼓励居民理性购房，降低住宅空置率；可以调节地方政府税收结构，促进公共服务的有效供给；可以缩小居民收入差距，促进社会稳定，具有长期的好处。但是，因为短期保增长的需要，房产税这种提高经济效率的基础制度迟迟不能建立。

另一个显著的例子是国有企业改革。国有企业的经营范围、资本预算，都应该有明确的界定。国有企业，因为是政府出资，在严格的意义上讲，是公共财政的一部分，其业务范围、资本开支、利润留存、雇员人数和福利待遇，和公共财政一样，应当受到立法机构的批准。但是改革这么多年，这些

方面的约束还是很薄弱。很多大型国企的投资自由度非常之大，比如一个矿产企业，赚了钱就可能进入金融产业，也可能进入房地产行业。

由于政策目标的短期化，被拖延的基础性改革还包括教育、医疗等和户籍等领域。以户籍制度改革为例，中国人同种同文，但由于不同的户籍，带来了公共服务、就业和教育机会的巨大差距。地方政府在公共服务上采取歧视政策，但是在税收上却对户籍和非户籍人口“一视同仁”，有其短期利益考虑，因为这样可以降低政府支出压力，把更多钱用于GDP增长这种易于出政绩的地方。但是，户籍制度既不公平，也没有效率。以农民工问题为例，户籍制度导致农民工不能在工作所在地获得平等的公共服务，因而难以在工作地定居，造成大量的农村留守儿童；他们频繁的往返于居住地和工作地之间，造成巨大的交通成本和时间成本；农民工不能定居，流动性就大，这导致企业对其人力资本投入远远不足，劳动效率难以提高。最近有媒体报道，一个中美联合的“农村教育行动计划”在陕西和河北进行了抽样调查，发现在6-30个月年龄段的受调查农村儿童中，有接近50%的儿童认知发展滞后，远远高于15%左右的正常比例。专家认为主要原因可能是孩子缺乏和父母的正常的交流所导致的。这些认知能力不足的儿童，其成年后的工作技能和收入水平都将处在较低水平。考虑到中国数量庞大的农村留守儿童，这个代价是高昂的。

法律、制度、习俗、惯例和传统，是一代代人积淀下来的，可谓是集体智慧、民族智慧的结晶。在长期来说，它基本定义了一个民族的福祉。好的政策，既要达到当前的短期目标，也要精心维护保障长远利益的基础制度。不少人觉得自然科学和工程技术更有用，更具有智力上的挑战性，而对社会科学则较为轻视。以我个人的看法，能够被数学语言描述的东西都是机械的，机械的东西再难再复杂也有限度，往往有天才人物单枪匹马把它解决，到了现代更可以用计算机来模拟。而社会科学，无法进行试验，概念都很抽象，对基本概念良好的理解，在思考的时候能够正确运用，需要很强的系统思考能力。比如我们研究经济理论，在每一个局部都是不复杂的，逻辑是清晰的，但是当把很多因素综合在一起的时候，研究者的全局分析能力就相差很大了。古代的罗马法，希望找到解决公平正义的自然规律！比如最常见的借贷关系，一个人借了另一个人的一匹马，如果马死了，责任在谁？罗马法区分了一些典型的情况，逻辑严密，又合乎情理，考虑那个时代的知识水平，实在是了不起的成就。这个传统发展到后世成为西方法律体系的基石。这些都说明，制度问题是非常系统的大学问，建立市场经济体制，需要研究思考的问题还非常多。

最近几十年人们生活水平的提高较快，生活的富足，国家的强大，导致改革的紧迫意识可能是弱化了。但是，应当看到，中国的市场经济体制还远没有建立。我们的成就主要是依靠投入，而不是效率。就以劳动时间的投入来说，一位从日本访学归来的朋友告诉我，尽管日本人以勤奋、工作时间长著称，但是和中国人相比还差的不少。

总结起来，在现有的“金融集体主义”体制下，中国经济在中短期内会有债务问题，而不会出现系统性债务危机。在短期，低效率和高增长的矛盾并不明显，因为只要能够动员投资，就可以实现高速增长。但是，政府对经济的过度干预，政策目标的过度短期化，干扰了市场自我调节的过程，阻碍了基础性制度的建立，这降低了经济效率。在效率不能提高的情况下，维持高速增长只能不断堆积债务，这个模式具有高度的路径依赖，在长期会产生严重的后果。本文力图表明，债务问题表面看是个金融层面的技术问题，但是在更深的层次上是增长模式和体制效率的问题。很多低效率的经济在相当长的时间增速都很高，但最后都难以为继，这不是偶然的。一个人如果只想长体重，而不强健体质，最终可能会被体重给压垮。“金融集体主义”体制带来的长时段稳定发展可能也误导了一些研究者，中国近些年相较欧美市场经济国家经济表现要好一些，一些学者由此认为市场体制并不优越，这可能是没有认识到中国模式内生的长期问题。

关于十九大之后经济发展的展望

来源：爱思想网(2017-11-01)

作者：贾康(中国财政学会顾问，北京市、上海市人民政府特聘专家，首都经贸大学等高校特聘教授)

(本文根据贾康先生 2017 年 10 月 28 日在华夏新供给经济学研究院、中国新供给经济学 50 人论坛主办的“新时代·新供给·新动能——2017 年第三季度宏观经济形势分析会”上的主旨演讲整理)

谢谢何刚主编。尊敬的张冬科副理事长，王广宇院长，井贤栋监事长，尊敬的各位到会嘉宾，各位朋友大家好！我今天发言的主题是关于十九大之后经济发展的展望，时间有限，我先侧重于讲讲自己作为研究者怎么领会十九大精神的一些要领，和大家共同研讨。

十九大报告包含着非常重要的指导精神，试从四个层面谈一下我在领会十九大报告精神方面想强调的要点。

第一个层面，要勾画一下“新时代”概念。

我们这个新的时代在十九大报告中明确表述出来，显然是关于中国现代化进程中我们与时俱进的演变之中对于所处历史方位的新判断，并会合乎逻辑地引出指导我们继续前行的新指南。

对于推进现代化宏伟事业来说，作为主线的深化供给侧结构性改革和我们整个战略性认识的依据，我们设计指导方略的原点，我认为就在于这样一个以新时代的认识作为基础认识而展开的新的的一套认识框架。

报告明确指出，经过长期努力，中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位。这个新时代的显著标志是经过中国共产党领导人民经过近百年的奋斗，终于使近代以来久经磨难中华民族迎来了从站起来、富起来到强起来的历史飞跃。“站起来”可以 1949 年中华人民共和国成立为标志，它首先解决的就是在辛亥革命推翻千年帝制之后孙中山先生“三民主义”的第一条，至少是解决了在中国这个几千年古老文明未中断的民族国家主要的版图上，摆脱内忧外患局面，一旦有了这样一个独立的民族国家的框架，我们站稳脚跟便马上要进入追求经济发展、追求民生，的“一五”时期，要尽快形成自己相对独立的工业体系。

“站起来”以后，这个工业体系建设是要支持中国追赶工业革命以后其他民族国家走在前面的脚步，但走过了曲折的道路，取得一系列成就的同时也面临严峻的挑战。但终于有了改革开放新时代，以这个新时代的发展成果为支撑，我们已经看到“富起来”的这样一个总体表现。目前我们所面临的问题就是怎么“强起来”，这个历史飞跃的过程中，总书记说我们比任何时候都更接近、更有能力实现中华民族伟大复兴和现代化中国梦的目标。这样的判断当然也合乎逻辑地对应着新时代中国特色社会主义思想及其基本方略的系统化认识。在总书记报告后，我注意到其他领导人和我们媒体，已经非常明确地把这个思想标注为习近平新时代中国特色社会主义思想，记者招待会的发言人，专门解释了，这是符合国际惯例的，就好象我们谈论里根经济学，谈论凯恩斯主义，可以以主要贡献者的名字带出后面的概念。同时，我们特别要注意到这一马克思主义中国化的最新成果和党与人民实践经验和集体智慧的结晶（这也是非常标准的一个实事求是的表述），将成为我们继续追求伟大民族复兴的行动指南。

第二层面，要强调一下以“不平衡”为最关键内容的关于我国社会主要矛盾的新判断和应引出的新分析。

改革开放新时期拨乱反正、确立实事求是的思想路线之后，我们改正了阶级斗争为纲的错误，1981年十一届六中全会最高决策层面形成的文件里，表述的对于我们中国社会主要矛盾的认识，回归了党的八大的认识框架。八大所强调的先进的社会主义生产关系和落后的社会生产力之间的矛盾，在学术上有一定的研讨余地，但是它总体来说是实事求是的态度。如果从共产主义运动的发展史来看，马克思主义原理所强调的生产力适应生产关系到了列宁主义时代，又强调了生产关系的能动性。正是在列宁主义这样一个认识基础之上，有了前苏联发生的重大的革命事件和我们1949年东方中国共产党领导革命的成功。

这个成功之后，共产党从革命党变为执政党，对整个社会在这个运行中间的矛盾，实事求是地看到了我们的社会主义生产关系的先进性，和实际的生产力支撑力之间的矛盾。在八大框架下它是强调这样一个矛盾关系，而内在隐含的认识就是必须在站起来之后继续去追求富起来、强起来。但很遗憾，在历史发展过程中，这样一个认识框架后来又被排斥到一边。到了拨乱反正的改革开放初期，终于回到八大框架以后，有一个表述上的调整，是“人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾”。这就更圆满一些：我们并不直接讲生产关系、生产力，讲的是社会主义发展生产力是要使人民日益增长的文化需要得到满足，而这个满足同我们落后的社会生产之间存在着不容忽视的矛盾。言下之意，我们必须紧紧抓住经济建设为中心去克服这个矛盾，这是我们基本路线的学理支撑。到现在将近40年了，基于进入新时代的历史方位的判断和相关分析，十九大报告明确提出这个社会主要矛盾又“转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡、不充分的发展之间的矛盾”，这个新表述、新判断意义重大，对于我们在新时代继续推进社会主义现代化事业，我认为具有统领和指导全局的理论支柱作用。

认识社会的基本矛盾，在基础理论层面来说要联系到我们以人为本的社会主义生产目的，社会主义的生产关系解放生产力是为了最大限度地满足人民群众不断增长的物质文化生活需要——原来六中全会形成的矛盾认识的表述已经抓住了这个供需的对立统一关系，进而要坚定地以经济建设为中心推进“三步走”现代化战略。而十九大形成的关于社会主义矛盾的新判断、新表述，是在延续原来需求与供给间对立统一认识框架基础上，顺应时代变化，明确地把原来定义的需要表述转化为需求侧更综合、更具有概括性的“人民日益增长的美好生活需要”——这个内涵是非常丰富的，物质的需要是解决生存、温饱问题，进一步还要有发展的资料与享受的资料，但物质需要绝对不是一个达标的边界，文化的需要就更丰富得多，包括人们的精神生活需要。物质文明、精神文明怎么结合发展，在原来的表述已经有了，现在我们更多地要强调综合性更高的人民日益增长的“美好生活需要”。什么是美好生活？按照学理上所说的人的需求层次，生存、温饱、发展、享受、精神文明之上，还要有我们的政治文明，法治化环境中的人的人权、尊严，还要有人的更全面的发展，这种美好生活诉求在新的表述里得到了很好体现。同时，供给侧怎么回应这种需求，就必须在目标导向和问题导向的结合下，强调我们要解决的问题是发展的不平衡、不充分。

进一步具体分析，充分与否，是动态变化中偏于总量描述的概念，而平衡与否，主要强调动态变化中直指结构状态的更偏于质量的描述。新表述是把原来的表述中间关于“落后”的问题，以“不充分”的表述延续下来，原来讲的落后的社会生产实际上也可以理解为就是不充分，而新的表述中是把“不充分”问题放在了从属于“不平衡”的位置上。不平衡不充分的问题中，我认为最关键的就是不平衡问题，这是新时代我们必须追求的“质量第一，效益优先”发展中牢牢把握的“矛盾的主要方面”。

我注意到领导人在过去已经反复强调怎么样抓住矛盾的主要方面，而矛盾的主要方面已经认定为就是在供给侧。供给侧改革显然就是要解决结构优化的问题，以解决结构优化问题为主，来实现总体的更优化的平衡状态。关于这个新表述及其可展开的分析认识，我认为它的政策含义是十分清晰的，是与最高决策层已经反复强调、十九大报告称为建设现代化经济体系之主线的供给侧结构性改革战略

方针内在契合、一脉相承的。

第三层面，关于供给侧结构性改革作为着力化解社会主要矛盾主线的认识。

既然新时代社会主要矛盾的内涵清晰地聚焦于发展的不平衡问题上，总体把握现代化战略方针的主线，就必须顺理成章地紧扣以优化结构来化解矛盾的供给侧结构性改革。

我国经过改革开放之后近40年的超常规发展，取得一系列成就的同时，也面临着中央文件里非常明确指出的“矛盾累积隐患叠加”的复杂局面，集中体现为种种结构失衡的问题。我们现在在新的历史起点上应该争取继续大踏步跟上时代，要突破“行百里者半九十”的这样一个现代化瓶颈期，也是我们继续往前发展的冲关期。必须在目标导向、问题导向结合之下，以供给侧结构性改革和供给体系质量效益的提高来化解社会矛盾形成的潜在威胁，也就是要面对着制度结构问题，产业结构问题，区域结构问题，收入分配结构问题，人文和生态结构问题等等方面，有效地克服不平衡。

今天在座的也包括很多来自企业界的朋友，我们企业在运行中大家所关心的很多的问题，和我现在说到从宏观层面考虑的制度、产业、区域、收入分配、人文生态问题，都是息息相关的。

以往的宏观的需求管理，更多侧重的是总量问题，而现在必须强调的供给管理，更多侧重的是结构优化问题。我们按照主线来推进供给侧结构性改革实际上就是要以改革为核心，以现代化为主轴攻坚克难，对制度供给做有效的创新，以制度创新打开科技创新、管理创新的巨大潜力空间，形成动力体系和供给体系转型升级的系统工程式的创新。这个动力体系的创新已经非常明确地被最高决策层强调，新的动能要来自于全要素生产率为主的创新支撑因素，以这种全要素生产率支撑现代化进程在追赶一赶超的路上继续超常规发展，这样才能在化解社会主要矛盾的动态过程中，实现2020年全面小康，以及业已明确的2035年前后基本实现社会主义现代化，再进一步经过15年左右，在建国100周年、2050年这个时点，达到民族伟大复兴战略目标。可以认为，作为主线的供给侧结构性改革就是我们着力化解社会主要矛盾而实现现代化中国梦我们必须遵循的战略方针。这个战略方针和主线表述出来，在学理分析上来说它是有非常清晰的、内在逻辑上环环相扣的基本关系的。

第四，在上面的三层认识之后，我想强调作为研究者我非常看重在总书记报告在强调这些新、强调这些变化的同时，还有非常明确的“两个不变”，就是对我国基本国情和国际地位要保持清醒头脑。

报告强调：必须认识到我国社会主要矛盾的变化没有改变我们对我国社会主义所处历史阶段的判断，我国仍处于并将长期处于社会主义初级阶段的基本国情没有变，我国是世界上最大发展中国家的国际地位没有变。这个强调意味深长，在新时代面临以不平衡为关键特征的社会主要矛盾的情况下，在创新和奋斗的过程中，我们必须保持清醒的头脑，牢牢把握住这两点正确认识。实际上这也就是需要牢牢地立足于我们过去已经形成认识的要经过几代、十几代，甚至可能几十代人，才能走完的社会主义初级阶段，这是个“最大实际”。十九大报告里有人统计出好几十个最大，其中之一就是所处的最大实际，是很长的一个历史阶段，而要牢牢地坚守党的基本路线，对于这个最大实际的认识，和党的基本路线邓小平说的一百年扭住不动摇，在认识上一脉相承，贯通在一起。把供给侧结构性改革的主线紧紧结合于幸福线、生命线的中国特色社会主义道路上坚持不懈的长期奋斗中，要保持我们在报告中所说到的前进定力，这是我们有底气的“无比强大的前进定力”之所在。

顺便说一句，我已经注意到，有的学者在文章里已经明确提出我们中国已经走过了社会主义初级阶段而进入社会主义中级阶段，我作为研究者是不认同这个判断的。我觉得我们要领会十九大精神，就可以进一步研讨已经提出的类似问题。

显然共产党人的远大理想是实现共产主义，这个未来的理想结合我们这一两年大家反复讨论的“初心”、“信仰”，回到马克思主义经典作家的代表性文献，共产党宣言里说的理想是什么呢？

共产主义是未来的“自由人的联合体”，这个美好社会何时实现，我们必须实事求是地讲，马克思主义从来没给出时间表，我们现在也无法以算命先生式的预测在时间表上把它量化。但是历史唯物主义原理揭示的“两个必然”和“两个决不会”却在向这个理想彼岸逐步到达的前进定力问题上，给予了我们最基本的指导。揭示资本主义必然灭亡，社会主义必然胜利的历史潮流与长远趋势的同时，马克思代表作之一的1859年1月《政治经济学批判》序言中指出，无论哪一个社会形态在它所能容纳的全部生产力发挥出来以前是决不会灭亡的，而新的更高的生产关系，在它的物质条件在旧社会的胎胞内成熟之前是决不会出现的。

马克思主义诞生以来，人类社会文明发展的进程中，中国特色社会主义的伟大实践，既表明了社会主义初级阶段业已形成的蓬勃生命力，也表明了社会主义初级阶段上难以避免的种种不成熟。我们一方面仍然具有黄金发展的特征，中国市场仍然是全球最有潜力的市场，同时矛盾累积、隐患叠加的种种问题谁也不能忽视，把这些问题看到极端当然就会陷入错误的中国崩溃论，但不看到问题就不能按照实事求是的思想路线继续推进我们的现代化进程。如果我们充分地认识十九大报告强调的两个基本认识，和马克思主义两个没有变的认识结合起来，这是在基本理论学理上完全可以结合起来领会的非常重要的一个基本认识，它可以时时提醒我们中国现代化的新长征与共产主义远大理想的理性对接，只能在遵循社会发展基本规律而长期不懈的奋斗中形成，我们当下所处的“新时代”，又是基本国情和国际定位尚未发生根本变化的时代，紧紧扭住党的基本路线实现可持续发展一百年不动摇，这是我们学习领会十九大指导精神推进现代化事业时，必须稳稳站定的马克思主义原则立场和共产党人的党性立场。

所谓初心，所谓信仰，不要再说那么多空泛的话，我们作为研究者应该更多地聚焦到清晰的概念之上，即怎么经过我们一步一步的努力，使“自由人联合体”的人类文明与我们尽自己的主观努力按照初心意愿，结合进入中国的现代化进程和长期不懈的务实奋斗。

如果把这些作为十九大的精神要点的勾画的话，我想简单说一下后面的看法。关于十九大之后中国经济运行，我仍然延续前面一段时间说了多次的基本看法。我们是在2011年以后，清晰地进入了认识、适应和引领新常态的经济下行过程，但在2015年下半年，特别是从第四季度开始到现在，九个季度的中国经济运行其实不是下行的，是在6.7-6.9的区间里的一个平台状态，这个小平台已经开始中期化，已经超过了两年。我们现在应该乘势在进一步努力提高增长质量优化结构的供给侧改革进程中，把新常态的“新”明朗化之后应该追求的入“常”实现出来。

种种具体的分析可以表明虽然还有不确定性，但是我们非常值得争取经过努力延续这样一个平台状态，如果能处理得好，2017年把短期的年度运行和中长期的追求结合在一起，它应该努力成为我们软着陆中L型转换的检验期和新常态由新入常的年份，这是关于经济运行我想再次强调的一个基本看法。

对于企业界朋友的含义，就是大家应该特别注意这一轮到来的经济景气给企业进一步发展提供了更有利的一些机会，我们结合自己行业、自己企业的相对优势，要努力把握住时机，争取在这轮入常里面捷足先登扩大自己的市场份额。在具体的分析方面，时间关系不展开了，一些综合的指标合在一起证明了我们的亮点纷呈。同时我们也有一些不能忽视的问题，地方和企业的困难有待克服，民营企业投资下降虽然得到了扭转，但是以制度保障来巩固它，还要做很多的综合性的努力。

在我们进一步深化供给侧结构性改革的过程中，一定要牢牢把握住市场以优胜劣汰的机制充分发挥作用，我们一系列已经采取的政策措施，要努力和市场资源配置机制形成优化结合。

时间关系，我的汇报到此结束，请各位批评指正，谢谢大家。

中国杠杆率问题怎么看、怎么办、怎么干？

来源：FT 中文网(2017-11-03)

作者：陈建奇(中共中央党校国际战略研究院世界经济室副主任)

去杠杆不仅是当前经济金融领域热议的重要话题，也是中国供给侧改革的重要内容。前年中央经济工作会议将去杠杆、去产能、去库存及降成本、补短板列为 2016 年的五大任务。截至目前，杠杆率较高的问题依然备受关注，今年上半年社会热议金融业去杠杆所滋生的压力，去杠杆举措亟待创新。

从全球看，高杠杆并非中国的独特现象，也是世界主要国家的普遍问题。特别是金融危机以来，世界主要经济体实行了宽松的宏观政策，促使全社会的杠杆率居高不下。然而，为何中国的杠杆率问题备受关注？去杠杆的问题不仅应结合自身的国情，也需要从全球的视角进行分析。

中国杠杆率问题怎么看：非政府部门杠杆率的飙升

要评价杠杆率的问题，必须有一个客观的指标。虽然学术界不同的研究采取不同的杠杆率指标，但从整体来看，债务/GDP 可以被视为较为客观的指标，如果这个比例很高，表明用很多的债务创造出很少的 GDP，就可以认为债务效率较低，杠杆率太高了，如果这个比例比较低，表明用较少的债务创造出很大的 GDP，那么可以认为债务效率很高，杠杆率就相对合理。根据国际清算银行（BIS）最新数据，中国全社会债务/GDP 在 2016 年底达到了 257%，说明全社会的债务是 GDP 的两倍多，但不能因此说明中国杠杆率太高了，需要与其他主要国家相比才能得出更客观的结论。

从数据走势来看，中国全社会的杠杆率在金融危机以来出现了较快的上升，从金融危机开始的 2008 年 9 月份的 142% 上升至 2016 年底的 257%，增长了近一倍，然而，从当前的杠杆率来看，中国虽然比全球高，但并非全球最高。全球杠杆率从 2008 年 9 月份的 198% 上升到 2009 年 9 月份的 236%，此后整体杠杆率出现波动，但并没有出现显著降低或者升高，截至 2016 年底为 235%。从美日英等三个发达国家的杠杆率来看，日本与英国的杠杆率都比中国高，2016 年底英国与日本的杠杆率分别达到了 280% 及 371%，分别超过了同期中国杠杆率的 23 个百分点及 114 个百分点。

从上面的分析可以看出，中国的全社会杠杆率并不是世界最高，但为何社会各界对中国杠杆率问题如此关注，社会对日本及英国的担心似乎没有如此之高，这就有必要进一步从杠杆率结构视角进行分析。由于全社会的杠杆分为政府部门与非政府部门，从而这里就分别从这两个方面进行结构分析。从政府杠杆率来看，2016 年底全球政府债务占 GDP 比重为 84%，中国、美国、日本及英国的政府债务占 GDP 比重分别是 46%、101%、213% 及 117%。中国政府杠杆率不仅低于全球平均水平，而且显著低于美国、日本及英国等世界大国。

结合非政府部门杠杆率数据来看，虽然金融危机以来全球及世界主要国家都出现了非政府部门杠杆率的上升，但大多数经济体非政府部门杠杆率在近几年都出现了稳步的回落。全球非政府部门杠杆率从 2009 年 9 月份的 159% 的高点下降到 2016 年底的 151%，英国非政府部门杠杆率从 2009 年 9 月份的 192% 的高点下降到 2016 年底的 164%，日本非政府部门杠杆率从 2009 年 9 月份的 172% 的高点下降到 2016 年底的 158%，美国非政府部门杠杆率从 2009 年 9 月份的 168% 的高点下降到 2016 年底的 152%。

与上述现象不同的是，中国非政府部门杠杆率出现了较快的上升，中国非政府部门杠杆率从金融危机爆发期间的 114% 的低点快速上升到 2016 年底的 211%，增加了 97 个百分点。表明中国非政府部门杠杆率明显高于全球平均水平，而且显著高于美国、日本、英国等世界主要国家，杠杆率上升的速

度也位居前列。如果按照 5% 的年利率来测算，当前中国非政府债务每年的利息超过 7.6 万亿人民币，利息占 GDP 比重 10% 左右，但包括通胀率在内的名义经济增速仅为 9% 左右，表明当前的年经济增量还难以覆盖利息，凸显非政府部门的债务压力较大的事实。在此背景下，如果不解决非政府部门杠杆率较高的问题，那么社会投资回报可能就难以提升，经济发展的动力可能受到影响，宏观经济的稳定可能受到冲击，这也是社会各界如何关注非政府部门杠杆率的原因所在。

非政府部门高杠杆率怎么办：政府加杠杆

虽然近几年来美国、英国、日本等世界主要发达国家非政府部门杠杆率出现了下降，但金融危机初期这些国家也曾经经历了杠杆率高位运行的现象，尽管当前的非政府部门杠杆率相比危机初期有着一定程度的下降，但杠杆率依然处在 150% 的高位。如何有效应对非政府部门杠杆率较高问题，值得进一步结合理论分析与各国的实践探索进行研究。

结合金融危机以来世界主要发达大国的经验，通过政府加杠杆的方式推动社会杠杆率结构的调整，将非政府部门的债务转移到政府，这种方式可以推动非政府部门杠杆率的下降。如上所述，美国、英国及日本等主要发达大国非政府部门杠杆率在金融危机以来都出现了下降的现象。然而，与之相对应的是，政府杠杆率都出现了稳步的上升。英国政府部门杠杆率从金融危机 2008 年 9 月份的 47.7% 上升到 2016 年底的 116.6%，日本政府部门杠杆率从 2008 年 9 月份的 146.4% 上升到 2016 年底的 212.9%，美国政府部门杠杆率从 2008 年 9 月份的 64.5% 上升到 2016 年底的 100.8%。

金融危机以来，美国在世界主要发达大国中较早采取政府加杠杆去杠杆的杠杆率结构调整办法为非政府部门去杠杆。金融危机暴露了美国私人部门金融过度创新的问题，危机的爆发倒逼非政府部门去杠杆，但这种方式将造成经济的下行压力，为此，政府往往期待通过其他对冲措施以缓解该过程所造成的阵痛。尤其是在金融危机背景下，美国显然不希望通过强制性的杠杆调整构成对本已脆弱的经济的额外冲击。对此，美国政府选择了政府财政扩张救助的模式。伴随着金融危机以来美国非政府部门杠杆率下降的同时，美国政府杠杆率在不断的飙升，当前美国联邦政府国债已经达到 20 万亿美元左右，绝对值位居世界首位。由此可见，通过政府加杠杆帮助非政府部门去杠杆，客观上为金融危机以来去杠杆问题提供了一种新的思路。

政府加杠杆以推动非政府部门去杠杆，对经济社会的重要作用是缓解了企业的偿债压力。政府拥有较高的债券评级，政府可以依托国家信用发新债还旧债，只要政府不出现债务危机，那么政府将私人部门的债务转移到自身，客观上有助于缓解非政府部门杠杆率较高的问题。因而，政府加杠杆助推非政府部门杠杆率的下降，为短期的经济发展腾出了空间，减轻了微观主体的债务压力。当然，将非政府部门债务转移到政府的问题，并非简单的债务转移，而必须严格按照市场化手段，以避免道德风险等问题。与此同时，政府债务也并非可以无限制增长，政府债务上升不仅可能引发利率的上行，也可能促使债务评级的下调，这些都可能增加债务风险，由此也构成内在的约束。

中国去杠杆怎么干：杠杆的结构性调整

中国非政府部门杠杆率位居全球前列，表明去杠杆的问题比较突出，通过货币政策紧缩去杠杆可能会诱发非政府部门利息上升，对经济增长可能构成下行压力，结果将促使杠杆率的逆势上升，因而，货币政策紧缩等常规渠道并非去杠杆的占优策略。借鉴发达经济体去杠杆的经验，通过政府部门适当加杠杆，推动非政府部门进行债务结构的转换，降低非政府部门债务的同时增加政府部门债务，由此可能是当前去杠杆的重要手段。结合中国的具体情况，去杠杆政策重点应考虑政府是否有加杠杆的空间。

结合当今各国的实践来看，欧盟《马约》提出的政府“杠杆率 60%、赤字率 3%”经常被视为评价政府加杠杆空间的参考标准。然而，在现实生活中，赤字率超过 3% 的并不少见，政府杠杆率超过 60%

的国家也屡见不鲜，但他们并没有出现债务危机、财政危机，包括欧盟内部的一些国家也经常会出现偏离参考标准的情况，但也没有因此出现困境，这就是人们直接反对《马约》参考标准的最充分理由，也是《马约》没有事实上约束力的重要原因。为此，中国在经济发展过程中也就不必完全按照《马约》的标准行事，更为关键的是找到适合评价中国财政状况的合适的指标，而不是盲目崇拜所谓的国际标准，所谓的国家警戒线。然而，在新的评价手段出台之前，中国并没有放弃遵循《马约》名义标准的充足理由。

一方面，在质疑《马约》参考标准的同时，我们也发现《马约》确实提出了约束财经纪律的一种方法，中国运用其约束自身财政行为，至少促使中国财政预算管理体制向前推进一大步，对约束财政无限制举债和赤字扩张行为进行遏制，有利于促进财政收支管理制度改革。因而，在没有找到更好的评价方法之前，不能因为《马约》的指标不准确而放弃执行，放任政府对财政收支的随意调节。《马约》的参考值可以探讨，但这种约束财经纪律的方式却值得中国长期实行。另一方面，目前遵循《马约》标准的国家还没有出现发生财政危机的情况，从这个意义上讲，《马约》标准可能是低估而不是高估了，因而按照《马约》标准约束财经纪律可能确实能促使一个国家向财政健康方向发展。

当前中国经济进入新常态，重要特征是由原来的高增长转为中高速增长。当前中国政府杠杆率为40%左右，如果未来中国经济实际增速保持在6%-7%之间，通胀率保持在2%左右，那么名义经济增速为8%左右，在此背景下，政府杠杆率要保持在《马约》提出的60%以下的水平，可以测算出与之相适应的赤字率是5%左右，可见，未来中国能够承受的经济增长的赤字空间还较大。一方面，政府杠杆率从当前40%左右上升至60%，仍然可以增加20个百分点左右，这为政府一次性加杠杆创造了重要的空间。另一方面，在60%的政府杠杆率上限之下，中高速增长的经济增长每年会为政府提供5%左右的赤字空间。结合这两个方面测算，如果按照2016年GDP总量744127亿元为基础，那么当前政府通过加杠杆可以帮助非政府部门债务结构性缩减规模在18万亿人民币左右，预示中国政府协助非政府部门去杠杆的空间较大的事实。

新闻快讯

经济学家预期美联储货币政策 在鲍威尔执掌下不会有太大改变

来源：华尔街日报中文网络版(2017-11-10)

作者：David Harrison

本月接受《华尔街日报》(The Wall Street Journal)调查的经济学家预计，鲍威尔(Jerome Powell)出任美国联邦储备委员会(简称：美联储)主席将意味着美联储的货币政策不会发生什么变化，但金融监管方面的举措将变得不那么激进。

多数经济学家预计美联储下个月将上调短期利率、明年将加息0.75个百分点、2019年将加息两次。这将与美联储官员9月份作出的预期一致。美联储官员将在12月12日-13日举行的下一次政策会议上更新相关预期。

美国总统特朗普 (Donald Trump) 上周提名美联储理事鲍威尔出任下届美联储主席，耶伦 (Janet Yellen) 的任期将于明年 2 月结束。整体来看，经济学家对鲍威尔执掌美联储基本没有顾虑，将近 92% 的受访者表示鲍威尔能够胜任。律师出身的鲍威尔曾在一家投行和美国财政部供职，并担任过一家私募股权公司的合伙人，2012 年起担任美联储理事。

Economic Outlook Group LLC 全球首席经济学家 Bernard Baumohl 说，鲍威尔在货币政策紧缩方面表现得与耶伦一样谨慎和明智。

美国参议院很可能批准这项提名，这意味着鲍威尔将成为 30 年来第一位没有经济学博士学位的美联储主席，但接受调查的经济学家认为，这并不是一个弱点。

浦瑞兴金融集团 (PNC Financial Services Group) 首席经济学家 Gus Faucher 说，经济学博士学位不是唯一的资格标准。他指出，鲍威尔在美联储、财政部和私营领域的工作经历让他对金融市场有充分的了解。

近 85% 的受访经济学家表示，鲍威尔领导下的美联储将与耶伦领导下的美联储实行相同的货币政策，而 12% 的经济学家认为，鲍威尔领导下的美联储将更倾向于收紧政策。Faucher 表示，鲍威尔获得提名并没有改变这种预期。

与此同时，近三分之二的受访经济学家表示，在鲍威尔领导下，美联储将在一定程度上放松监管。中佛罗里达大学 (University of Central Florida) 经济学家 Sean Snaith 说，这将是鲍威尔领导下的美联储与现在的美联储最主要的区别。

不过受访者说，监管方向的改变很可能是温和的。牛津经济研究院 (Oxford Economics) 首席美国经济学家 Gregory Daco 表示，放松监管的程度将有限。Capital Economists 首席北美经济学家 Paul Ashworth 称，鲍威尔领导下的监管政策力度可能略微减弱。

鲍威尔在最近的公开发言中已提出放松金融危机以来出台的监管政策的想法，但明确表示不打算全盘废除后危机时代的监管规定。鲍威尔今夏向参议院银行委员会 (Senate Banking Committee) 表示，他认为现在谈论的问题不等于全面的去监管化，而是要使监管更加有效，保护金融危机以来取得的重要成绩。

《华尔街日报》在 11 月 3 日-7 日调查了 59 位经济学家，并非每位经济学家都回答了全部问题。

世界经济正在进入一个更加危险时代， 或将进入痛苦的资产价格周期

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-10-22)

作者：肖晨

罗杰斯最近在接受的美国金融网站 Thestreet 的一次采访中表示：现在并不是世界末日，因为市场仍在创出历史新高。但目前的牛市将会很快糟糕地结束。他警告称，在庞大的债务问题重压下，美国面临着比 2008 年金融海啸还要严重的一场危机。投资者或将进入一个痛苦的资产价格周期。

此前，BWC 中文网 (ID:bwchinese) 通过电子邮件调查了近 10 位经济学家，他们认为造成近



半年来美元持弱，甚至是暴跌的原因，主要是受美国宏观经济增长压力给美元带来的压力，同时，美联储加息，缩表使得市场利率上升预期而导致美元资产价格泡沫的担忧也使得美元回流也遇到困难，新兴市场经济体通过规范的对外投资行为进一

步削减了国际市场对美元的需求，再加上特朗普通过逆全球化贸易措施优先发展本国制造业这种行为，实际上也是打击了国际市场对美元的信心。

美元走弱势必会出现世界经济秩序的重建和动荡，下面是一位传奇人物对当今世界重大经济和金融风险的意见，他就是曾成功预测量化宽松政策和货币历史波动的埃格冯格雷耶斯（Egon von Greyerz），他在 Goldmoney 发表文章认为现在全球市场存在以下 12 大经济和金融风险，仅仅其中一种风险变成现实就足以在很长时间内改变世界。