



中国的增长前景和挑战

China's Growth Prospects and Challenges

余永定

现代化和经济增长

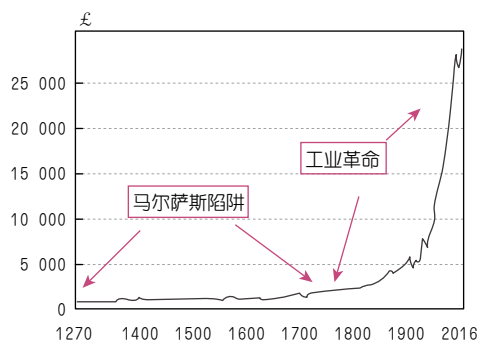
党的二十大报告提出，从现在起，中国共产党的中心任务就是团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。其中的关键词是现代化。

现代化的标准

国际上来看，人均收入是衡量一个国家是否发达的主要标准。按照国际货币基金组织的标准，发达国家的人均名义GDP以2021年美元计，应超过2万美元，大致相当于美国1960年的人均GDP。目前，我国离这个标准还有一定距离。需要强调的是，人均收入并非发达国家的唯一标准。比如，联合国以识字率、教育和健康等要素编制提出人力发展指数（HDI），发达国家的人力发展指数一般要在0.8以上。另外，观测收入分配是否合理、有度，用基尼系数这一指标。国家现代化不仅意味着人均GDP和其他经济变量已达某种水平，而且该国在政治、法律、文化、教育、环境和国防等方面也应满足相应标准。

人均收入加速增长与现代化

在人类历史长河中，直到18世纪60年代英国发生工业革命之前，经济增长极其缓慢。根据麦迪逊及其同事的计算，从公元1年到公元1000年的1000年中，全球经济总共仅增长了15%左右。又过了700多年，全球经济才终于实现翻番。工业革命后，全球经济增长开始提速。1700—1950年的250年间，全球经济增长了13.4倍；1950—2015年的64年间，全球经济则增长了近11倍。决定经济增长长期前景的关键



数据来源：Broadberry et al. (2015)

图1 英国人均收入增长史

余永定，中国社会科学院学部委员。



因素不是人口，是劳动生产率；而劳动生产率的提高取决于技术进步和资本积累。

英国发生工业革命之前，由于缺乏技术进步，经济增长仅与人口增长同步：人口增长了，经济随之增长，但人均收入不增长。人均收入的增长只在特殊情况下才会发生。例如，1348年欧洲发生黑死病。三年内英国人口由800万降到430万。几年后，英国的人均收入上升了1/3。道理很简单：人口下降，腾出优质耕地，活下来的人提高了生产率。但劳动生产率一旦提高，人口就增加了，人均收入的增长很快就被随之而来的人口增长所抵消，这就是“马尔萨斯陷阱”。1500—1650年，英国GDP总共增长了280%，但这种增长基本上是人口增长的结果，并不可持续。

工业革命后，英国的经济增速超过人口增速，人均生活水平不断提高。工业革命带来了经济增长，而经济增长使人类彻底摆脱了马尔萨斯陷阱。经济增长是跟技术进步密切相关的。纺织领域带动了其他领域，工业革命酝酿数百年终于大爆发。从1765年第一次工业革命的大机器生产、蒸汽机，到1870年出现第二次工业革命，再到1969年以后又出现了第三次工业革命，目前正处于第四次工业革命阶段。

经济增长的长期因素

决定经济增长的长期因素，主要有三大推动力：资本积累、劳动力素质提高和技术进步。其中，不管是从经济增长理论的角度讲，还是从历史经验的角度来看，资本积累都非常重要。全球经济增长经

验，特别是东亚的成功经验和拉美的失败经验说明，发展中国家赶上发达国家，实现现代化目标的基本保障，一是长期持续的资本深化（人均资本装备率的提高），二是持续改善的劳动力质量，三是不断提高的全要素生产率（TFP）。发展中国家如此，发达国家亦然。以美国为例，1996—1999年，资本深化对经济增长速度的贡献是1.1个百分点，全要素劳动生产率是1.16个百分点，劳动素质0.31个百分点。但更早一些，1974—1990年，资本深化、全要素劳动生产率、劳动素质的贡献分别是0.81、0.3、0.22个百分点；1991—1995年也是资本深化的贡献最大。不过就比较成功的发展中国家而言，应该是资本深化的贡献始终大于其他的贡献。中国在不同时期的情况则不太一样。

总体而言，尤其是对发展中国家来讲，资本深化很重要。长期来讲，如果没有资本的积累、没有资本的深化，生产效率就不能提高、人均GDP也不能提高，这意味着整个国家无法实现现代化。以东亚为例，韩国在增长高峰时期，投资率差不多是40%，马来西亚更高。这些国家在高速增长时期，投资率都非常高，后来投资率下降，经济增长势头也随之下降。在资本产出率不变的条件下，投资率的下降必然导致经济增速的下降。

东亚金融危机前，东亚地区的平均储蓄率是35%，比拉美国家要高得多，但因东亚地区的投资率更高，由于经常项目逆差过大而导致国际收支危机和货币危机。



投资要以储蓄作为基础，如果一个国家只有很高的投资率，没有很高的储蓄率，就只好借外债。依赖外债的经济增长是不可持续的。

1993年，斯蒂格利茨带领的世界银行团队曾写过一个报告，讲到创造“东亚奇迹”的主要原因之一是高储蓄率支持下的高投资率。东南亚金融危机爆发之后，人们开始反思东亚发展的经验教训，一些学者对斯蒂格利茨报告提出批评。我认为，虽然有些观点需要修正，斯蒂格利茨的基本观点是正确的。不管是新加坡、韩国，还是中国香港、中国台湾，资本深化都对GDP增长起到关键性作用。1994年克鲁格曼批评东亚国家或地区的增长完全可以用要素投入的增加来解释，并没有技术进步贡献，因而不存在所谓的“东亚奇迹”，东亚经济的增长不可持续。这种看法虽然事后证明不无道理，但我以为，无论如何，当年的东亚模式基本上还是成功的。

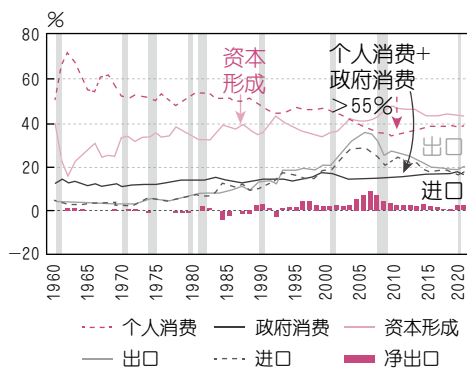
中国经济增长的驱动力

计划经济时代，消费被压缩到最低限度。1959年中国的投资率高达43%。但随着“三年困难时期”的到来，投资率急剧下降。1962年，中国居民收入已难以满足最基本需要，消费率创下历史最高纪录。在经济恢复之后的数十年中，消费率一直在波动中持续下降。但2010

年后，消费率持续下降的趋势得到扭转，开始呈上升趋势。

中国的投资率变化趋势同消费率变化趋势基本相反。尽管波动很大，从20世纪70年代开始，中国的投资率一直处于上升状态。2011年中国投资率达到47%。此后，中国投资率开始下降。2021年为43%。^①如果把投资率定义为资本形成对GDP的比，长期以来，投资率也是持续上升的。同样也是在2011年开始下降。

在中国，积累和消费的关系，换言之，投资率是否过高（消费率是否过低）始终是争论不休的问题。2010年前后，这个问题再次成为热点。消费仅代表当期需求，投资则不仅代表当期需求，还代表未来供给。投资率过低，潜在经济增速就会下降。但如果投资率过高，就很容易在短



数据来源：世界银行。

图2 中国 GDP 构成

^① 需要说明的是，这里所说的投资率是指固定资产投资对GDP比，不是指资本形成对GDP比。两个投资概念不完全相同，两个概念的数量差距在某些时期相当大。

期造成经济过热，在长期造成产能过剩。已故汪同三教授曾做了一个形象比喻：为了吸收过剩钢铁产能，我们就盖更多的钢铁厂。当时，经济学家的共识是：为了打破“投资过度-产能过剩-进一步增加投资”的恶性循环，必须降低投资增速，使之逐渐低于GDP增速，最终使投资率稳定在一个较为合理的水平上。

2011年以来，中国的投资率逐步下降。尽管2019年中国投资率已降到43%，同其他国家相比，中国的投资率可能还是偏高。但判断中国投资率是否畸高需要十分谨慎。中国固定资产投资包括制造业投资、房地产投资和基础设施投资。这三类投资对提高经济增长潜力的作用不同。例如，兴建楼堂馆所同生产居民耐用消费品并无实质区别，满足居民对住房的需求同满足居民对耐用消费品的需求并无实质区别。房地产投资对提高经济增长潜力的作用同制造业投资的作用完全不可同日而语。中国房地产投资在固定资产投资中的占比明显高于其他国家，因而在同其他国家的投资率进行比较时，必须充分考虑这个因素。

统计数字上看，中国投资率下降幅度似乎不大。但自2013年初制造业投资增速一直低于固定资产投资增速。2019年固定资产投资增速为5.4%，制造业投资增速则仅为3.1%。作为固定资产投资对GDP比的投资率，之所以还能保持在43%的水平上，原因有二。一是GDP增速持续下跌，2019年已跌到6%的历史低位；二是房地

产投资保持了10%的增速。经济增长理论中，作为增长动力的投资应该是同制造业投资相对应的投资。如果把制造业投资对GDP比看作是投资率，就很难说中国投资率依然畸高。此外，房地产投资所创造的产品不是经济增长理论中所说的资本品（生产资料），并不会导致未来产出的增加。

不仅如此，考虑到基础设施投资不同于制造业投资（如，修建钢铁厂），不会在接续期内导致通常意义的产能过剩问题。全球金融危机期间，政府刺激计划的对象是基础设施投资而不是制造业投资。此外，基础设施的定义已经比过去变得更为宽泛。现在所说的基础设施投资，已不仅是“旧基建”而且是“新基建”，不仅是“硬基建”而且是“软基建”。基础设施已越来越与公共服务的提供（医疗、养老、防疫）相关，而这些服务同广义的消费越来越难以区分。

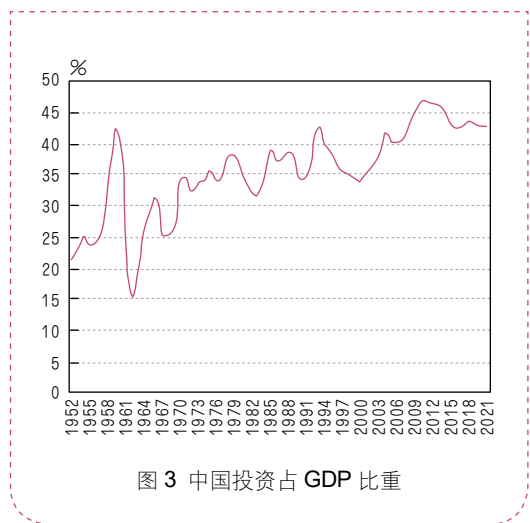


图3 中国投资占GDP比重



要正确认识消费和投资的关系，区分消费和投资对当期和长期经济增长的不同作用。一方面，人类从事经济活动，最终目标是消费，消费关系到人类的福祉。人类不能像在计划经济时期那样，把消费推迟到遥远的未来。现在多消费还是未来多消费？这里涉及公众的时间偏好问题，也涉及地缘政治问题。另一方面，消费只是在短期、在有效需求不足情况下拉动经济。消费对GDP增长的贡献主要是在当期使经济能够充分就业、充分利用生产能力。消费不能提高经济增长潜力（除非与增加人力资本有关）。真正能在长期拉动经济的是投资。无论是西方的经济增长理论，还是马克思的政治经济学，都持这一观点。

总之，与消费不同，投资有双重作用。投资不仅能在短期刺激需求，而且是未来经济增长的源泉。中国过去确实存在消费率过低、投资率过高的问题，把过高的投资率降下来是有必要的，但近几年投资增速下降过快。我们需要平衡好消费和投资两者的关系，防止畸轻畸重。

中国的潜在经济增速

如何解释2010年以来的增速持续下跌

近十余年来，中国GDP增速持续下降，从2010年一季度的12.2%到2019年四季度的6%。论其原因，学术界有一种流行观点，即认为这种下降是不可避免的，或者说是经济增长质量提高的表现。认为增速为5%甚至更低的论据包括：人口老

龄化、环境制约（绿色GDP）、体量大了（边际收益递减）和改革滞后等。首先，虽然所有这些论据都有道理，但原因都是这些长期因素、慢变量，它们早已存在，对经济增长的影响是以集腋成裘的方式实现的，不能解释经济增速年度和季度的变化。其次，这些解释在学理上跨越了许多中间环节。例如，如何用人口老龄化去解释2019年GDP是6%而不是6.7%（2018年数字）？最后，现实中还存在许多抵消因素，如：城市化、产业升级、科技革命。消极因素和积极因素相互抵消后的净结果是什么？没有人有确切答案。

过去10年中，中国经济增长速度下降了这么多，各年度有具体有不同原因，但总的来说，我个人认为，一个重要原因是过早地退出了扩张性宏观经济政策。中国经济的逐季下行是从2010年第一季度开始的。“四万亿”刺激后，中国实现了“V型”反弹。但由于刺激政策产生了一些副作用，政府担心通货膨胀，担心杠杆率过高产生金融风险，2010年就开始退出刺激政策。

2008年金融危机之后，全球经济形势发生重要变化，其中对中国的主要冲击表现为出口急剧下跌。2007年贸易顺差在中国GDP中的占比为7.5%（世界银行）。2008年全年中国净出口增速由2007年的40%跌到3.4%。为了抵消全球金融危机对中国经济增速的冲击，中国实施了扩张性宏观经济政策刺激内需以弥补外需不足。事实上，全球金融危机之后，外需对GDP



增速的贡献，从来就没有恢复到原有水平。当然，可以说本来就应减少对外需的依赖，但这是另一个问题。

从国内情况看，随着经济实现反弹，2010年，政府宏观经济政策目标变成“保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期”。财政赤字率降低到2.4%，央行6次上调准备金率，“逐步引导货币条件从反危机状态向常态水平回归”。同年，政府还对房地产进行了力度空前的调控。2011年财政政策是“保持财政收入稳定增长”，“压缩一般性支出，厉行节约”；货币政策由“适度宽松”改为“稳健”。2011年年底基础设施投资增速跌到0.76%标志着2009年推出的财政刺激政策已全面退出。2012年赤字率不到1.5%，货币政策和房地产调控有所放松。但房地产开发投资增速的下降对整个经济的直接和间接影响超过预期；欧洲主权债务危机对中国出口产生超预期影响。与此同时，政府并未推出更强有力的新措施以扭转经济增速的下降。2012年GDP增速并未出现大家希望的反弹。事实上，2010年底“四万亿”计划结束，政府急于实现宏观经济政策的“正常化”。在外需不足的同时，间歇抑制房地产开发热，又没有推出强有力的抵消政策，经济增长速度下跌应是自然的。回顾2009—2019年中国的宏观经济政策，不难发现中国经济增速的持续下跌同宏观经济政策是密切相关的。值得提出的是，在肯定政府控制房价、抑制投机的初衷的同时，也应该指出，中国的

房地产政策缺乏稳定性，不断地反复与急转弯，极大干扰了宏观经济政策的实施，加大了经济波动。

不少学者认为，中国经济增速的持续下跌是改革不到位的结果，必须先深化改革，否则扩张性宏观经济政策无效。长期看，这种观点不无道理。但改革、结构调整同经济增长是相辅相成的，不应被对立起来，不应认为必须降低经济增速才能推进体制改革和结构调整。经济增速持续下跌产生的“磁滞效应”削弱了中国经济增长的长期潜力，不利于体制改革、结构调整。经济增速的恶化将使其他所有问题恶化。不仅如此，改革也不是“毕其功于一役”的事情，是要“永远在路上”的。我们不能等“改好了”再进行宏观调控。当然，宏观调控也不能代替改革。简言之，中国GDP增速持续10年逐季下降，有其长期结构性原因，但至少到目前为止，执行扩张性宏观经济政策不坚决是主要的直接原因。

经济增速目标的确定

学界喜欢谈“潜在经济增长速度”，先确定潜在经济增长速度，然后再据此来确定现实的经济增速目标。这种思维方式是有问题的。根据“潜在经济增速”确定经济增速目标？谁能确定“潜在经济增速”有多高呢？看世界银行20世纪80年代中期对中国经济增长前景的预测，会发现那些预测是多么“离谱”。我认为，“潜在经济增速”本身是一个难以量度的概念，根本无法给出未来中国经济潜在增速



的准确预测。如果坚持认为未来的中国经济潜在增速为5%（或更低），并以此判断为依据来制定宏观经济政策，中国经济未来的经济增速就确实可能是5%（或更低），这就是预期的自我实现。

经济增长目标如何设定呢？我以为，很难事先确知潜在经济增速到底是多少。

“潜在经济增速”只能经过“试错”，事后加以确认。况且潜在经济增速本身也是会变化的。如何试错？宏观经济学的基本原理告诉我们，如果经济增速超过“潜在增速”，通货膨胀一定会上升，金融风险大概会上升。假设上一年的经济增速是6%，可以看上一年的通货膨胀率是否过高、上一年的金融风险是否有明显增加，上一年的国际收支状况是否恶化。如果上一年通胀率很低，金融风险上升不明显，再把外部环境和重要外生因素考虑进去之后，我们就可以把下一年的经济增速目标定得比上一年高一些。反之，就要把增速目标定得低一些。

全球金融危机之后，中国的CPI通胀率平均在2%左右；PPI自2012年以来有71个月是负增长的。也就是说，全球金融危机爆发之后，中国的通货膨胀率实际上是相当低的。总体而言，中国在过去十几年中，主要风险是通缩，不是通胀。换言之，中国是有政策空间使经济增速高于我们的实际增速的。

从金融风险角度来看，可能争议就比较多。中国的企业杠杆率在全球是最高的，但总体杠杆率和其他国家相比并不是

特别高，而中国政府部门杠杆率跟发达国家相比则偏低，是世界上最低的大国之一。中国宏观杠杆率是否到了会引发系统性金融风险的危险程度？中国国情与许多国家不一样，杠杆率不能同一般国家简单对标。中国居民储蓄倾向高，高债务有高储蓄的支撑。总储蓄大于总投资，年年贸易顺差，中国是个净债权国，拥有2万亿美元海外净资产。总体上，中国的杠杆率是负的。

中国的企业杠杆率很高，但有其特殊之处，需要具体问题具体分析。一是中国企业存在增长冲动（对这种冲动要“一分为二”），投资率相对较高；二是中国股市融资规模相对较小；三是中国企业自有资金相对较少。在微观层面，某些企业会出问题，中国的金融风险主要来自激励机制、金融监管和许多体制性原因。这些问题不是靠降低宏观杠杆率所能解决的，而要靠改革和经济增长来解决。

中国在稳定杠杆率方面已有丰富经验。世纪之交，面对居高不下不良债权，中国政府在采取了一系列改革措施的同时，执行扩张性的财政货币政策，通过保持较高的经济增长速度，最终克服了“或然”高杠杆率的威胁。稳定企业杠杆率的路径包括提高资本的使用效率、提高企业的利润率、发展资本市场、降低利息率和保持正的通货膨胀率。可见，较高的经济增速与稳定和降低企业杠杆率并无矛盾。相反，为降低杠杆率而牺牲经济增长，结果是杠杆率不降反升。



总之，中国确实存在金融脆弱性问题，如房产价格下跌、地方政府债务问题、债券违约和资本外逃等问题值得高度关注。但治理这类问题与执行更为扩张性的财政政策并无矛盾。中央政府执行扩张性财政政策、中央银行降息、保持流动性的充裕有助于减轻上述风险，并能为进一步改革创造必要经济条件。

中美宏观经济政策扩张度比较

通过同美国等发达国家的对比，也可以说明中国宏观经济政策的扩张程度可能确实不够。以美国为例，从2009年到2019年的11年间美国的财政赤字对GDP平均为5%。与此同时中国财政赤字对GDP比平均仅为2.7%。

全球金融危机之后，为了刺激经济增长和稳定金融，美联储的资产由不到8 000亿美元暴涨到8万亿美元。基础货币规模由2008年10月的1.1万亿美元增加到2019年底的3.4万亿美元。中国的基础货币从2009年底的14.38万亿元增加到2019年的30.89万亿元，增速也不算慢。但中国的法定准备金率，远高于美国的法定准备金率。作为最重要的货币政策工具之一，中国的金融机构加权平均存款准备金率目前约为7.8%。但美国的准备金率自2020年3月就已降到0%。中国准备金相当一大部分被冻结，银行无法根据存放在央行的准备金数量发放贷款。美国的问题则是在相当长的一段时间内，巨额准备金成为超额准备金，但银行并不愿意根据所持准备金数量发放贷款。

中美市场基准利率的比较也非常明显。过去十多年，美国联邦基金利率大部分时间里一直几乎为0，而中国的市场基准利率DR007基本保持在2%以上。

由于执行了不同的宏观经济政策，2010—2019年的十年中，美国GDP平均增速为2%，虽然低于全球危机之前，但在危机后十年中并没有明显的下降趋势。中国则是持续下降。美国扩张性宏观经济政策虽然有其自身问题，但至少使美国维持了128个月的经济增长（至2020年2月为止），创下自1854年以来的历史最长纪录。

疫情期间的宏观经济分析框架

2018年底国务院金融稳定发展委员会首提“处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系”。在2021年底的中央经济工作会议上，稳增长被提升到新高度。会议指出，明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。

2022年中央提出了5%~5.5%的经济增速目标。中央政府的宏观经济政策的增长目标无疑是正确的，宏观经济政策的方向和力度也基本合理。2022年前三个季度，由于疫情，中国经济的表现却差强人意。事实证明，宏观经济政策的有效性要受到宏观经济领域之外因素的制约，并受到宏观经济政策实际操作过程中所存在问题的影响。



2020年疫情暴发之后，中国宏观经济形势发生了重要变化。其中最重要的变化是疫情对宏观经济平衡的供给冲击。利用传统的宏观均衡分析模型，并略加改造，有助于全面把握疫情下的宏观经济形势，并得出相应的政策结论。

在经济处于平衡状态时，供给曲线（ s_1 ）与需求曲线（ d_1 ）相交于 e_1 ，对应的产出和物价水平分别是 Y_1 和 P_1 。疫情来了，中国经济遭遇供给和需求双重冲击。总供给曲线（由 s_1 到 s_2 ）、总需求曲线（由 d_1 到 d_2 ）都向左移，产出水平下降（ Y_2 ），物价变动（ P_2 ）取决于哪个冲击更大。中国物价上涨不厉害，究其原因就是中国经济同时遭到严重的需求冲击。在这种情况下，正确的宏观经济政策应该是采取扩张性的财政货币政策，使需求曲线往右移，尽量移回到原来的位置。宏观经济政策对总供给曲线回移的作用有限。短期来看，总供给曲线是否能够回移，取决于疫情是

否结束。疫情持续时间越长，供应链遭到的破坏越严重，供给曲线回移所需要的时间就越长。即便扩张性宏观经济政策使 d_2 回到 d_1 的位置，疫情结束后供给曲线 s_2 也一时难于恢复到 s_1 的位置。因而，对应于 e_4 ，产出低于 Y_1 ，物价高于 P_1 。这意味着，在疫情结束后，可能出现通胀压力。

清零政策下，不但供应链难于修复，扩张性宏观经济的运用也受到硬约束，充其量，总需求曲线只能被推到 d_4 的位置。经济所面对的有效总供给和总需求曲线分别是 s_3 和 d_3 ，和交点 e_3 相对应的产出和物价水平分别是 Y_3 和 P_3 。

目前，鉴于扩张性宏观经济政策运用不再受防疫政策的硬约束，应该能够回移到 d_1 的位置。新的总供给和总需求曲线的交点有望达到 e_4 。

2022年，中国经济增速前三个季度累积增速为3%，鉴于开放后的疫情高峰和出口恶化，第四季度仍不容乐观。2023年，需要如何拉动经济？消费、投资和净出口，如何驾驭好这三驾马车？毫无疑问，消费在短期可以拉动经济。需要尽可能刺激消费，但直接刺激消费的效果如何具有很大不确定性。虽然一时可能会出现某种“报复性”消费增加，但收入不增加、收入预期不改善，居民恐怕就不会持续增加消费。很多学者提出了发放消费券补贴等措施，这类措施对扶贫、保持社会稳定是有必要的，但作为一种刺激经济增长的宏观经济政策不一定奏效。不解决预期问题，居民可能把非收入的额外收入转

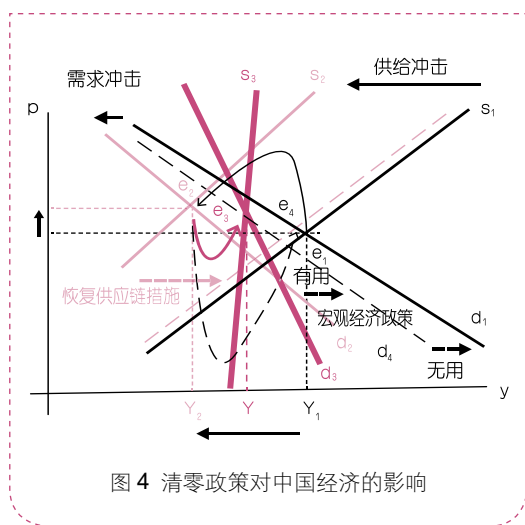


图4 清零政策对中国经济的影响

化为储蓄（可以把用消费券买东西省下的钱存入银行）。因而，关键问题还是基于经济增长的收入增长。此外，钱从哪来也是一个大问题，目前地方政府财政情况不容乐观。

出口不确定性太大，受制于世界经济形势，出口势头已受到极大削弱。2023年全球经济形势不容乐观。为了实现双循环的发展战略，中国必须下决心进一步调整出口政策。

“三驾马车”中，较易通过政策影响的是投资中的基础设施投资。投资中的制造业投资要看总的宏观经济形势，由市场和企业家决定。房地产投资的涨落，有其自身规律。政府的房地产政策应该着眼于长远，立足稳定。不能把房地产投资作为刺激经济增长或抑制经济过热的宏观经济政策工具。与制造业和房地产投资不同，经济不景气期间是进行基础设施投资的最佳时期。基础设施投资可以冲销房地产投资下降对经济增长的不利影响，可以带动投资制造业投资。2011年制造业投资的亮眼表现与2009年的基础设施投资高潮有密切关系。投资还可以带动消费。例如，基础设施投资提高了农民工的收入，使他们能够和敢于消费。最后，基础设施投资可控性强，可以成为政府执行扩张性宏观经济政策的重要作用对象。简言之，中国2023年扩张性宏观经济政策的实施，恐怕还是需要通过支撑基础性投资来带动。

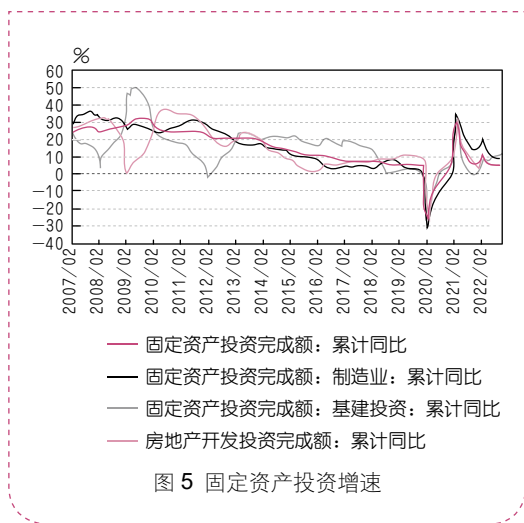
需要强调的是，对于基础设施的理解不能只局限于“铁公机”。中国根本不

存在基础设施投资过度问题。三年的疫情已经充分暴露中国在医疗、卫生和防疫领域基础设施的严重不足。如果按人均来计算，基础设施的缺口更是巨大。基础设施投资中的浪费现象确实十分严重，例如大搞开发区，最后无人问津，对于这类问题应该追责。但这些都是如何进行基础设施建设的问题，而不是应不应该进行基础设施建设的问题。

财政政策：方向和执行中的问题

当前的财政困难

2022年全国一般公共预算赤字为3.37万亿元，比2021年减少2 000亿元（中央和地方赤字各减少1 000亿元），地方政府专项债发行3.65万亿元（2021年额度是3.59万亿元）。应该说，年初的预算安排是合理的，但疫情打乱了财政计划的执行。一方面，由于经济增速下降导致税收减少；房地产深度下行，土地出让收入和税收锐





减；叠加增值税留抵退税、出口退税等减税措施，财政收入锐减。另一方面，由于防疫财政支出增加，地方政府债务还本付息负担沉重，支出增加。我们团队的粗略估计是，2022年，中国财政收支缺口将会比计划缺口明显增加，综合收支缺口大约3万多亿元。解决缺口，不外乎三条路，一是减少支出、增加收入；二是调拨资金；三是增发国债。显然，其中的任何一种选择对于财政部来说都是严峻的挑战。

执行扩张性财政政策中的实际问题

关于基础设施投资和专项债使用方面，有两个实际问题需要考虑。第一个问题是基础设施投资融资结构加重地方政府债务负担。2021年地方政府债券还本付息支出3.6万亿元，占到全国地方政府综合财力（包含接受中央转移支付的地方一般公共预算收入+政府性基金预算收入）的12.5%。有些省这一比例超过20%。2022年情况可能更为严重。

中国基础设施投资的融资结构有一个最重要特点，即低收益（甚至无收益）、缺乏现金流（甚至无现金流）的具有极高公共产品性质的基础设施建设过度依赖市场化的高成本资金。例如，2021年城投公司筹集的其他资金占了基础设施投资资金来源的55.7%，即利息率最高的资金在基础设施融资中所占的比重最高。2022年的情况恐怕会大致如此。中国基础设施投资的融资结构使扩张性财政政策的财政和金融风险实现了从中央转移到地方的转移，但作为一个整体的中国经济的财政及相关

金融风险水平并未降低。相反，由于这种融资结构的复杂性、不透明性以及资金和管理成本的上升，中国扩张性财政政策带来的财政以及相关金融风险总体可能不但没有减少，反而增加。

基础设施投资融资结构应做何种调整？第一，财政预算的结构应该有所调整，要加大一般公共预算对基础投资的支持力度，中央一般公共预算的贡献微乎其微，应该改变。第二，加大中央政府一般公共预算对地方政府的转移支付，可对基建投资提供贴息贷款。第三，放宽对专项债发行的限制（项目要严格审查，但融资条件要放宽），减少繁文缛节，提高专项债使用效率。第四，适度放宽银行和其他投资者对购买城投债的限制，给予金融机构、特别是商业银行更大的自主权。第五，通过金融创新，为基础设施融资开辟新渠道。第六，把基础设施融资负担逐渐转回中央政府，逐渐增加中央一般公共预算赤字，提高赤字率。第七，应进一步放宽货币政策，支持扩张性财政政策。

第二个问题是专项债资金闲置问题。2020年专项债和特别国债形成实际投资额的比例为60.8%。2021年政府性基金预算的完成度较低，只有86%，其主要原因也是专项债资金的闲置。2022年也在一定程度上存在用好专项债，使之转化为实际投资的问题。

尽管企业是基础设施建设的主要实施者，但地方政府在地方一级的基础设施投资中扮演规划、协调和监督的重要作用，目



前其积极性不足。造成这种状况的原因包括中央制定的专项债发放和使用管理规则非常严格、缺乏灵活性，这样做虽有其必要性，但在实践中也产生了不少问题。例如，当年的专项债资金必须当年用掉、即便资金与项目匹配也不能从市场筹资（否则算“隐债”）。建议适当放宽对专项债发行的限制（项目要严格审查，但融资条件要放宽），减少繁文缛节，提高专项债使用效率。为了更好地调动地方政府积极性，要建立赏罚分明，合理适度的激励机制，同时也要充分发挥公众的监督作用。

货币政策

当前压倒性的货币政策目标是稳增长而不是抑通胀。要区别通货膨胀的性质。如果通胀是供给冲击造成的，就需要修复供给链。供给冲击导致的通胀不是货币紧缩所能解决的。由于经济的不景气，存在“流动性陷阱”，宏观调控的主角只能是财政政策。货币政策应该配合扩张性财政，压低利率率，支持财政发行国债。应该吸取“四万亿”时期的经验教训，不能采取非市场化的方式硬性规定信贷发放指标，强行要求商业银行增发信贷。

货币供应

央行调控货币供应量，有三种主要方式。一是当基础货币的变动源于外汇储备变动之时，央行通过买卖国债、央票进行对冲，维持对基础货币的控制。二是调整法定准备金率，改变商业银行的贷款能力，从而影响货币供应量。三是通过日常

的公开市场操作影响流动性。

而美国调控货币供应主要是靠公开市场操作，同商业银行进行国债交易，从而影响商业银行在联储存放的准备金，影响商业银行的贷款能力，进而控制货币供应量。全球金融危机爆发之后，美联储执行QE政策，大量购入国债和MBS。资产规模的急剧扩大导致准备金规模的急剧扩大。金融危机之前，商业银行存放在联储的准备金较少，公开市场业务操作调整准备金，就足以影响货币市场的流动性，并进而影响银行的贷款能力和货币供应的规模。在实行QE政策之后，一方面存放在美联储的准备金规模急剧扩大；另一方商业银行并没有强烈的贷款意愿。因而，商业银行在美联储囤积了大量超额准备金。同中国不同，美联储基本不把调整法定准备金率作为货币政策工具。

总的来看，中国广义货币增速年率比较正常。但近年来中国M2增速明显大于M1增速。这种情况反映了中国经济增长的疲态。货币政策的“推弦”窘境明显。在经济处于“流动性陷阱”之中的时候，货币政策只能充当第二小提琴手，配合扩张性财政政策。

美国实际上也有类似问题，但在2022年3月之后情况发生了变化。当时美国股市暴跌，美联储“无底线”扩表，M1和M2增速都迅速上升，但M1的增速远远超过M2增速。这种情况反映了美国有效需求的增加和需求方通货膨胀压力的形成。中国同美国形成鲜明对比：M2增速远高于



M1增速，说明中国依然处于有效需求不足的阶段。

尽管美联储升息，中国如果降息，将进一步加大人民币贬值压力，而人民币贬值，可能会恶化今后中国的通胀形势从而压缩中国实施扩张性货币政策的空间。但是，稳增长是中国目前宏观经济政策的首要目标。尽管存在“推弦”问题，央行应该进一步降低利息率，降低政策利率。CF40的研究结果显示，降低政策利率1个百分点可为居民部门每年减少本息支付7 740亿元，存款和理财产品收益下降6 552亿元，净现金流增加1 188亿元；减少企业支付的利息成本12 599亿元，存款利息收益下降3 157亿元，净现金流增加9 442亿元；为政府减少利息支付1 597亿元，存款利息收益下降349亿元，净现金流增加1 248亿元；政策利率降低1个百分点可增加名义GDP增速1.2个百分点。计算结果不一定准确，但降率对实现中国的稳增长目标的积极作用毋庸置疑。

进一步完善利息率调控体系

央行每日开展逆回购操作，每月开展MLF操作，形成央行政策利率：7天逆回购利率、MLF利率。市场基准利率包括DR007、LPR、国债收益率，并影响市场利率（货币、信贷、债券）。

在美国，货币政策中间的目标是作为市场基准利率的联邦基金利息率（FFR）。通常美联储会通过公开市场操作（OMO）影响联邦基金利息率，进而影响美国的整个利息率体系。在推出QE之

后，由于准备金规模过于庞大，美联储已经难以通过OMO影响联邦基金利息率。美联储调控联邦基金利息率的方式因之发生变化。近年来美联储增加了两个新的货币政策工具：准备金利息率（IORB）和隔夜逆回购利息率（ON RRP）。两种利息率是美联储可直接决定的政策利息率。两者分别成为作为美联储货币政策中间目标的联邦基金利率（FFR）的上、下限，确保联邦基金隔夜拆借市场上实际的联邦基金利率EFFR（“有效联邦基金利息率”——每笔隔夜拆借交易利息率的加权平均数），只能围绕政策目标——联邦基金利率FFR在上限（IORB）和下限（ON RRP）之间波动。

在准备金极为宽裕，EFFR极低的情况下，IORB稍微高些，隔夜资金的拆出方就会把资金存入联储，而不是借给其他银行，从而带动EFFR的上升。因而，在这种特定情况下，IORB成为EFFR的上限。

非金融机构不享受商业银行根据IORB取得利息的权利，但可以把本打算拆出的资金存入美联储特定账户，根据ON RRP取得利息。因而，如果EFFR低于ON RRP，非银行金融机构就会把资金存入联储。因而FFR不能低于ON RRP。

总之，FFR是美联储所宣布的货币政策中间目标，EFFR则是实际市场利息率，不是美联储所能直接决定的。IORB和ON RRP则是央行政策工具，是美联储可以直接决定的。因而，当美联储宣布升息或降息时，实际是宣布联储所允许的EFFR波动

区间。例如，2022年12月14日美联储宣布升息时并不是宣布FFR将上升到4.375%，而是宣布联邦基金利率的目标区间（a targeted range）是4.25%到4.5%。为了使EFFR尽可能随FFR的变化而变化，美联储根据货币环境的变化，尝试过不同的利率调控机制。到目前为止，美联储对“FFR+IORB”和“ON RRP”的调控方式还是感到满意的。

中国的利率调控体系同美国的利率调控体系有相似之处，但同欧元区的利率体系更为相似。中国的政策利率是七天逆回购利率（或称“OMO利率”）、常备借贷便利（SLF）利率和超额准备金利率。作为货币政策中间目标的市场基准利率是以利率债为质押的7天期回购利率（DR007）。央行通过招标方式决定的七天逆回购利率影响DR007，而常备借贷便利（SLF）利率和超额准备金利率则作为限制DR007变动的上限和下限。联邦基金利率走廊的宽度只有0.25个百分点，而DR007的变动区间则要宽得多。

中国的利率调控体系肯定会进一步完善。目前比较常见的问题是市场基准利率不稳定。另一个问题是：作为政策利率的七天逆回购利率应该低于作为市场基准利率的DR007。但经常出现的情况却是DR007低于七天逆回购利率。这种情况说明市场对资金需求不强，也说明利率调控体系还有待进一步完善。此外，SLF和超额准备金利率

的利差太大，并未发挥限制DR007波动的利率走廊作用。

在2023年，由于财政赤字可能增加，财政赤字对GDP比可能会有所上升，中央银行和财政部如何配合做好国债的发行工作不仅对财政部而且也将是央行的一项重要挑战。

总结

中国长期处于有效需求不足状态。2022年的宏观经济政策目标、宏观经济政策是正确的，但由于受到清零政策的约束，宏观经济政策无法充分发挥作用。疫情冲击导致税收下降，财政赤字增加。中央政府可能不得不选择增发国债。在实操层面，执行扩张性财政政策还有不少可改进之处。货币政策在一定程度上由于“流动性陷阱”问题，无法发挥充分作用，但应该还有进一步放松余地。对此，财政应当充当主角、货币政策应该支持国债的发行。

总而言之，尽管存在种种硬约束，中国还是应该力争取得尽可能高一些的GDP增速。只要坚持“两个循环、内循环为主”的战略方针，只要能够处理好抗疫和经济增长之间的关系，执行积极的财政货币政策和灵活有弹性的汇率政策，坚持改革和开放的总方针，2023年中国经济的前景将会是光明的。[N](#)

学术编辑：曾一巳