

余永定

yuyongding@126.com

## “供给侧结构性改革”不是大杂烩\*

吴敬琏教授最近指出，“供给侧结构性改革”的提法，学界的理解有很大差异，在实际的贯彻中也很混乱。所以需要对这个提法进行讨论，各抒己见，真正形成共识。只有这样，步调才能上下一致，中央的方针才能贯彻下去。

我完全赞成吴教授的这种看法。令人担心的是：经济学界和媒体对“供给侧结构性改革”政策的混乱解读，可能既会影响十八届三中全会和“十三五”规划改革蓝图的全面落实，又会延误运用必要的宏观经济政策工具克服通缩、稳定经济增长的战机。

### 总供给与总需求

宏观经济学是从需求和供给、长期和短期的不同角度出发分析经济增长问题的。现实的 GDP 增长路径，从理论上可以分解为两个构成部分：长期经济增长趋势和沿趋势线的波动。决定经济长期增长趋势即潜在经济增长速度的因素是资本、劳动和技术进步。

---

\* 本文已发表于《财经》。

新古典经济增长理论假设经济增长不受需求约束，生产函数  $Q=F(K, L, t)$  (K 为物质资本存量, L 为劳动力投入量, t 为技术水平) 代表的就是经济的供给方。凯恩斯之前的古典经济学认为，总供给会自动创造总需求，因而不存在需求管理问题。

作为上世纪 30 年代大危机产物的凯恩斯主义则认为，(有效)需求不足是市场经济的常态。总需求按定义包括四个主要构成部分：消费(C)、投资(I)、政府支出(G)和净出(出口 X-进口 M)。  $Q=C+I+G+(X-M)$  代表的就是经济的需求方。因此，当现实经济增长速度低于潜在经济增长速度，出现产能过剩(或生产过剩)的时候，国家必须干预经济，通过扩张性的财政、货币政策，刺激有效需求，以实现充分就业。同古典经济学不同，凯恩斯假设经济增长不受供给约束，现实的经济增长速度取决于总需求的增长速度。换言之，只要有需求就有供给。

当然，在现实中，总需求可能大于或小于总供给。现实的经济增长受到短边约束。当总供给大于总需求的时候，现实经济增长速度低于潜在经济增长速度、出现失业和通缩。反之，则反。新(老)古典经济学和凯恩斯主义经济学在逻辑上都是自洽的，但两者各有特定的适用范围。

经济学家在讨论中国经济应该是投资驱动还是消费驱动，是内需驱动还是外需驱动时所暗含的假定是：中国的潜在经济增长速度大于现实经济增长速度、供给大于需求。需求的增加和结构的变化，只是潜在经济增长速度得以实现以及未来供给发生变化的必要条件。他们不会愚蠢到相信仅仅靠增加需求，特别是消费需求，就能实现经济增长。总之，**对新古典主义和凯恩斯主义既不能全盘否定也不能全盘肯定。一切都要具体问题具体分析，要首先确定讨论的前提条件。**

### 中国面临的双重挑战

如何看待中国目前的经济增速下降呢？首先，中国的潜在增长速度在下降，从过去 30 年的 10% 降到了增速较低的“新常态”。但是，潜在经济增长速度是个“慢变量”而不是常数。目前中国的潜在经济增长速度还有进一步下降的趋势。其次，中国的现实经济增长速度低于已经降低了的潜在经济增长速度，不能排除现实经济增长速度进一步下滑的可能性。总之，**一方面是长期潜在经济增长速度下降；另一方面是短期经济增长速度也在下降。两者的共同作用造成了中国自 2010 年以来经济增长速度的逐步下降。**

中国的潜在经济增长速度到底是多少？学界看法不同，一般认为“新常态”下的潜在经济增长速度在 7% 左右。本人也长期赞同这种观点，但现在已经不再如此肯定。

如果认为中国现实经济增速低于潜在经济增速，我们就不得不承认存在两种可能性：对长期潜在增速存在低估或对现实经济增速的统计存在高估。

囿于数据的不可靠性和问题的专业性，我们只能更多依靠直觉和经验判断中国目前的实际经济增长速度是否低于潜在经济增长速度。间接依据有二：物价指数和失业。中国有三个重要物价指数：CPI、PPI 和 GDP 平减指数。目前的事实是：PPI 连续 51 个月负增长，2015 年 GDP 平减指数为负（2016 年一季度微正），核心 CPI 长期处于 1% 左右的低水平。从物价指数的角度来看，很难因 CPI 微正而否认中国的现实经济增长速度低于潜在经济增长速度这一判断。事实上，许多国家在经济衰退期间都存在 PPI 为负和 CPI 微正的状况。美国自 2008 年历经次贷危机、经济衰退，但直至目前，其 CPI 依然为正。

**中国的城镇失业统计缺陷严重，再加上人口和就业结构的变化，不一定能说明问题。**作为失业指标的替代，可以观察中国的产能利用状况。中国企业家调查系统 2015 年 11 月底的调查显示，中国企业总体平均设备利用率为 67.8%，其中制造业企业的平均设备利用率为 66.6%，比 2014 年的设备利用率下降了 4.4 个百分点。

**与此相对照，美国的平均设备利用率是 80%，日本则是 83%—86%。**此外，根据以往经验，中国进口的持续大幅度减少也可以作为国内需求不足的重要佐证。

**权威人士最近指出：我国经济运行“是 L 型的走势”，“这个 L 型是一个阶段，不是一两年能过去的”。**人们会问两个问题：第一，L 型的横画是指中国的潜在经济增长速度，还是低于潜在经济增长速度的某种平衡状态？第二，中国经济现在是运行在 L 型的竖画上还是横画上？如果 L 的横画是指潜在经济增长速度且中国经济已经到达 L 型的横画，中国就没有必要采取扩张性的宏观经济政策刺激有效需求，而应该集中力量进行结构性改革；如果 L 的横画是指低于潜在经济增长速度的某种平衡状态，中国就必须采取有力的扩张性宏观经济政策，防止经济陷入或打破这种低于潜在经济增长速度的平衡状态。权威人士没有明确回答上述两个问题，他（她）的谈话还是给经济学界留下了一些悬念和辩论空间。

**判断中国现在的经济增长速度是否低于潜在经济增长速度至关重要。**如果答案是肯定的，就意味着中国目前面临双重挑战：一是遏制潜在经济增速的进一步下降；二是使现实经济增速尽可能接近潜在经济增长速度。前者主要涉及公式  $Q=F(K,L,t)$ ；后者主要涉及公式  $Q=C+I+G+(X-M)$ 。从前一个公式看，长期以来，中国经济增长

过于依赖要素投入（资本和劳力）。为了提高潜在经济增速（当然，还要保证这种增长是绿色的、包容性的等等），除了增加资本和劳动投入，中国还必须提高“技术进步”对经济增长的贡献度，包括提高劳动生产率增速、降低资本-产出率或提高全要素生产率增速。而要实现上述目标，一项不可或缺的必要条件就是实现十八届三中全会所确定的各项改革（或“结构性改革”）目标。

从后一个公式看，就总量而言，目前中国经济存在有效需求不足问题；就结构而言，中国经济增长过于依赖投资——主要是房地产投资，一度还有出口。解决需求方的这两个问题的手段，则是宏观需求管理。

### 权衡结构性改革和宏观需求管理

中国面对的经济问题错综复杂。这些问题包括增长方式问题、经济发展问题、产业政策问题、收入分配问题、就业问题、物价问题、国际收支平衡问题、需求结构问题、财政和货币政策问题、公司治理问题、金融监管问题、金融深化和自由化问题、人口问题、社保问题、产业组织问题、区域经济问题等等。在讨论短期或长期经济增长问题时，为了方便，经济学家则往往把相关问题分为两大类：结构性改革（structural reform）和宏观需求管理（或调控）。**凡无法用宏观经济政策解决的（增长）问题就称之为结构问题。而为解决结构问题进行的改革则称之为结构性改革。**

在西方国家，结构性改革的内容包括深化资本市场、发展更为富有竞争性和灵活性的产品和劳动市场、培养熟练工人队伍、增加研发和新技术投资、降低准入门槛、简化审批制度、鼓励企业家精神等等。其最终目的是通过提高生产效率，提高潜在经济增长速度。西方国家所说的结构性改革的内涵同我们所理解的结构性改革是一致的，但中国式结构性改革包含更多体制改革内容。

在使用结构性改革这一概念的同时，经济学家和国际经济组织也常使用结构调整（structural adjustment）的概念。结构调整和结构性改革两者在国际上是经常混用的，但前者的含义略宽广些，比如国际货币基金组织的结构性改革计划（SAP）开出了发展中国家获得贷款的条件。其具体内容包括贸易自由化、资本项目自由化、竞争政策、私有化、放松管制和宏观经济政策体系的方向性调整（如要求受援国提高利息率、减少财政赤字和汇率浮动等）。在中国，结构调整概念往往还包含经济中某些比例关系的变化，如第三产业、投资和消费在 GDP 中比例的调整等。中国现在所说的“供给侧结构性改革”似乎不仅指国际上所理解的结构性改革和结构调整（两者基本上是同义词），而且也包括中国意义上的（经济）结构调整。

与主要着眼于未来、内容繁复、手段多样的结构改革不同，宏观需求管理的目的是通过宏观经济政策影响需求总量，使现实经济增速同潜在经济增速保持一致，实现充分就业和产能的充分利用（“保增长”）。宏观需求管理的目标比较单一，手段也比较规范。在中国的特定条件下，为了使产能得到充分利用，且有利于未来经济的可持续、较高速增长，宏观经济管理在增加总需求的同时，还要改善需求结构。例如，中国的投资增速长期高于 GDP 增速，投资率高达 46%，为了提高资本效率，中国宏观经济管理也要考虑适度降低投资增速，使投资率下降到一个更为合理的水平。

总之，结构改革和宏观需求管理要解决两个不同层面的问题——前者见效慢但效果持久，主要解决长期潜在经济增长速度（可持续增长）下降问题；后者见效快但效果一般短暂，主要解决当期经济增长速度下降、产能过剩问题。“**解决中长期经济问题，传统的凯恩斯主义药方有局限性，根本之道在于结构性改革**”，此言不差。但凯恩斯主义的宏观需求管理从来就不是解决中长期问题的药方。

还需指出的是：结构改革和宏观需求管理相辅相成，并不相互排斥。例如，为了增加消费需求，除运用宏观经济政策手段如减税，还需完善社保体系，后者正是结构性改革的重要内容之一。反之，在全面贯彻十八届三中全会关于市场化改革的决议的同时，并不妨碍必要时执行扩张性财政货币政策，刺激经济增长，防止经济硬着陆。

**结构性改革和宏观需求管理在理论上无矛盾。但在实践中，在某些具体问题上，可能存在一个短期和长期之间的利弊取舍问题。**如何取舍则需具体问题具体分析。例如，我们希望提高消费在 GDP 中的比例，但消费增长速度过于缓慢，我们可能就不得不提高投资增长速度。中国的投资率本来就已经过高，进一步提高投资增长速度可能会导致投资效率的进一步下降。但为了保住增长底线，在某些情况下我们可能不得不进一步增加投资。尽管不利于短期经济增长，为了治理污染，我们可能不得不关闭一些企业。经济学家有责任说明相关抉择的利弊。至于如何取舍，在相当程度上是政治问题，经济学家无法也不应置喙。

### **“供给侧结构性改革”正本清源**

应该看到，结构问题一般是长期问题，结构改革的效果一般要通过较长时间才能表现出来，其影响的存续时间也较长。由于种种原因，中国的经济增长方式转变和结构调整的进展始终不尽如人意——这也并非中国的独有现象。针对这种情况，本届政府强调结构性改革的必要性和迫切性是完全正确的。结构改革会更多地影响到公式  $Q=F(K, L, t)$  所表达的供给面，并最终体现为潜在经济增长速度的提高。决策者把结

构改革和供给面更多地联系起来也是自然的。

既然中国的经济增长问题可以在结构改革和宏观经济管理的框架内讨论，为什么又要提出“供给侧结构性改革”这个新口号？我研究宏观经济学 40 年有余，从来没见过“供给侧”这个词，开始觉得不太顺耳。后来才知道“供给侧”一词源于日文，是日本人把“supply side”翻译成“供给侧”的。

在结构改革之前加上“供给侧”这个定语，应避免导致对结构改革内涵的理解发生偏误。“供给侧结构性改革”并不意味着“供给侧”才有“结构改革”，“需求侧”不存在“结构改革”，或只有“供给侧结构性改革”才是重要的。例如，提高企业创新能力可以算是“结构改革”的一项核心内容。创新能力的提高离不开投资。为鼓励和支持创新投资所进行的公司体制和融资体制改革，很难被简单归入哪一“侧”。

2016 年“供给侧结构性改革”的“五大任务”（去库存—去房地产库存、去产能、去杠杆、降成本和补短板），按我的理解，应该并非是指这些任务本身就是结构改革，而是说为了完成这些任务，必须进行结构改革。同时，也不一定非要把为完成这“五大任务”而进行的结构改革统统归入“供给侧”。例如，“去库存”不外乎是想办法让人把已经盖好的房子买走，除非你以把盖好的房子拆掉的方式“去库存”，“去库存”就主要是需求面问题。“去库存”不仅离不开结构改革，而且也离不开宏观需求管理。

对“供给侧结构性改革”应该有全面的理解。第一，结构改革主要解决长期问题，但不意味着可以忽视短期问题。第二，“供给侧”非常重要，但不意味着“需求侧”不重要。一定要具体问题具体分析。特别是在执行“供给侧结构性改革”政策时，应该防止地方政府为追求政绩，对企业进行不当干预。

例如，“去库存、去产能、去杠杆、降成本和补短板”本应该是在政府创造一定的宏观经济、制度和政策条件后，由企业和金融机构根据市场供求自行完成的。而“结构改革”需要政府通过法律、法令和行政手段自上而下贯彻执行。只有避免机械地理解“去库存、去产能、去杠杆、降成本和补短板”和“供给侧结构性改革”的关系，才能防止各级政府为了完成层层分解下来的任务，越俎代庖，用行政命令手段解决本应由市场和企业根据具体情况自行解决的问题。

### “过剩”根源之争

不少经济学家认为，当前中国产能过剩的原因不是有效需求不足，而是有效供给

不足：一方面生产出大量无效的产能，另一方面企业却又没有能力满足不断升级的消费需求。这里所说的其实是我们已经说了几十年的“适销不对路”问题。到日本“爆买”之类的现象是微观或营销问题、是个案，不能用于回答总量问题。把产能过剩归之于“适销不对路”，是用微观现象解释宏观问题。

确实，不少企业和行业的产能过剩确实是决策错误的结果。例如，中国政府和企业对技术替代问题的错误判断，导致中国显像管电视生产线全部报废。大量这类错误决策造成了资源的巨大浪费，并在宏观上最终体现为中国的生产效率和潜在经济增长速度的下降。但过去对显像管电视生产的错误决策，并不会影响现在对液晶显示屏电视的需求。如果现在国内无法提供液晶显示屏电视，消费者就会转向进口。

从国际贸易角度看，如果中国的问题是有效供给不足，进口就会大量增加。而现实情况是，中国的进口已经连续多年大幅度下降。从总量来说，如果中国的问题是供给不足，那么就应该出现通胀，但中国的现实是通缩。商务部近日就正确地指出，“全球需求萎缩和经济下行是目前钢铁和其他一些行业产能过剩的根本原因。”

产能过剩是市场经济中经常发生的现象。即便所有产品都适销对路、不存在“结构性错配”，在市场经济中，周期性地出现产能过剩也是不可避免的。日本产品如此受国人青睐，它不依然也要在 20 多年里饱尝产能过剩之苦吗？中国钢铁行业产能过剩最为突出。但工信部告诉我们，全世界的钢铁都普遍存在着过剩。中国 2015 年粗钢的产能利用率为 67%。同年全球钢铁企业的产能利用率均值为 69.7%。可见，在市场经济完善的国家，产能过剩的情况也比中国好不了多少。

**如果用有效供给不足来解释产能过剩，我们所能推出的政策结论只能是，加速结构改革，以便让企业以后生产出适销对路的产品。这无疑是正确的，但对于现有过剩产能怎么办呢？逻辑的结论是：让它们自生自灭，或通过政府帮助把它们消灭掉。但这岂不又回到了前凯恩斯的危机处理方法上了吗？**

#### **如何提振经济增长？**

自 20 世纪 80 年代以来，中国多次经历由投资过热到产能过剩的周期性波动。中国目前的产能过剩的最重要直接原因之一是政府对房地产投资的调控。2005 年之后，政府多次对房地产市场进行调控。2008 年全球金融危机爆发之后，除了在基础设施的方面进行大规模投资外，中国政府改变以前的房地产调控政策，鼓励房地产投资。大量资金流入房地产市场，导致房价和房地产投资的飙升。

房地产投资增长速度由 2009 年初的零，飙升到 2010 年初的近 40%。面对急剧飙

升的房价，2010年4月国务院推出号称史上最严的房地产调控政策。房地产投资增长速度开始逐步下降，但依然维持了20%左右的增长速度。时至2013年，中国已有739座五星级饭店，500多座在建；400多座摩天大楼，300多座在建；居民住宅的建设规模也数量惊人。2013年国务院颁布抑制房地产热的“新国五条”，房地产投资增长速度进一步下降。随着房地产待售面积的急剧增加，时至2015年底，房地产投资增长速度降到1%。

2003年8月，国务院出台“18号文件”（《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》），首次提到房地产业“已经成为国民经济的支柱产业”。房地产业的发展极大带动了上游产业的发展。2010年以后随着房地产投资增长的下跌，钢铁、煤炭、化工等领域出现严重产能过剩。2015年房地产投资在GDP中的比例高达14.2%，加上与房地产相关产业，房地产投资增速下降对经济增长速度的下行压力之大是可想而知的。中国政府采取各种措施以抑制房地产泡沫和房地产投资热是完全正确的。但是，由于外需疲软、消费需求增速的提高还难以抵消房地产投资增速持续下降对总需求增速的下行压力。自2010年以来，中国经济增长速度持续下跌。

面对严重产能过剩，如何提振经济增长？一种做法是：“关、停、并、转”，用减少产能的办法来消灭过剩产能。通过淘汰僵尸企业，减少产量，PPI就有可能回升、企业生产效率将会得到提高。另一种做法是通过扩张性的财政、适度的货币政策，用刺激有效需求的办法来消灭过剩产能。

前一种做法可以增加企业的竞争压力，优胜劣汰，提高相应行业的生产率。但如果没有新的经济增长引擎出现，这种做法可能会导致经济增长停滞。不仅如此，僵尸企业的形成是一个非常复杂的问题。很难定义什么是僵尸企业。一些现在的明星企业曾长期亏损，但它们的最后成功就在于再坚持一下的努力之中。后一种做法可以使经济在较短时间内恢复增长，可以为结构性改革争取喘息时间，但不会自动导致企业生产效率的提高。即便经济增长恢复，除非需求结构得到改善，也未必能保证未来经济增长的可持续性。前一种政策可以归类为“供给侧结构性改革”，基本上是前凯恩斯主义的解决办法。后一种则可以归类为“宏观需求管理”，基本上是凯恩斯主义的解决办法。当然，也可以把两者相结合，走中间路线。

我认为，根据中国目前的情况，有必要进一步强调宏观经济管理的重要性。现实经济增速低于潜在经济增速本身就是对资源的巨大浪费。更重要的是，由于经济处于通缩状态，通过“关、停、并、转”，“去产能”不一定能够稳定物价。即便物价稳



定了，如果没有新的增长引擎，经济增长速度也不会回升。

相反，在“产能过剩——通缩”和“债务——通缩”两种恶性循环的作用下，经济增长可能会持续下降，而无法稳定在一个可以接受的水平上。关于上述两种恶性循环我已在其他场合做过详细讨论，这里不再赘述。

### **应投资什么样的基础设施？**

基础设施是支持经济活动的各种不同生产过程所共同消耗的固定资产。由于基础设施的“公共产品”性质、由于其“非排除性”（灯塔一旦点亮，就不能阻止一艘船看见它）和“非排他性”（一艘船看见灯塔灯光，并不妨碍另一艘船也看见灯光），基础设施投资离不开政府参与。在美国核心基础设施包括：交通设施、电力设施、配送系统、水务和污水处理系统等。但更广义的基础设施还包括社会基础设施，如学校、大学、医院、养老院等等。

**在有效需求不足，经济增长速度持续下滑、消费需求增长速度又难以进一步提高的情况下，政府不应该通过信贷扩张刺激房地产投资。**抑制房地产投资增速、降低房地产投资在 GDP 中的比例，本来就是中国政府为改善资源配置、维系中国经济可持续发展的政策目标。中国政府不应因为经济增长速度的下降而放弃这一目标，走回头路。在 2009 年，出于对经济增速暴跌的担心，政府重新点燃房地产热就是为“保增长而牺牲结构调整”的例子。

2016 年一季度中国经济增长速度为 6.7%（2015 年同期 6.7%），创 2009 年来的季度历史新低，但好于市场预期。经济增长出现一些趋稳迹象在很大程度上应归功于基础设施投资的持续高速增长；同时，房地产投资的反弹也起到重要作用。房地产投资增速回升对中国经济来说不一定是好消息，这种回升恐怕也难以持久。但是，基础设施投资对增长的拉动作用值得充分肯定。

从统计数字来看，最近几年中国基础设施投资保持了近 20% 的较高增长速度。这本是无可厚非的，但由于 4 万亿刺激计划声誉欠佳，短期宏观经济刺激政策已经被污名化。中国政府一再声明，没有且不打算采取短期强刺激的政策。事实上，基础设施投资的增长速度也确实在从高位逐步下降。中国学者对中国的 4 万亿持批评是有根据的。笔者在 2009 年初也指出，“在中国，地方政府始终具有强烈的投资冲动。如果刺激方案并未导致居民、企业（特别是民营企业）需求的增加，而仅仅或主要是唤起了地方政府的投资冲动，刺激方案就不能说是成功的。我们应该对可能出现的各种后果有充分的估计。”

现在看来，当时中国对国际金融危机的冲击多少有些反应过度。在天量信贷支持下，中国地方政府债务和企业债务急剧上升。四万亿的另一个突出问题是由于强调“出拳猛、出拳快”，在项目储备不足情况下，匆匆推出，造成不少浪费。但无论如何，四万亿的大方向是正确的。四万亿使中国经济实力上了一个台阶，进一步缩小了中国经济同发达国家的差距。没有四万亿，很难说中国现在会是什么样子。中国的1万公里高铁最好地说明了四万亿的成绩（当然，也暴露了四万亿的缺陷）。**四万亿的问题在于基础设施项目的确定、组织实施和融资方式，而不在于增加基础设施投资以抵御国际金融危机冲击的决定本身。**

连主张不干涉主义的美国政府都认为，如果政府清楚地知道有哪些需要投资的基础设施、知道如何有效地为这些投资项目融资，而且知道经济处于疲软状态，政府就有非常充足的理由增加公共投资。

在美国，一般来说联邦政府负责新投资，州和地方政府负责运营和维修。而私人投资则通过PPP参与其中。根据美国经济分析局的结算，联邦政府和州—地方政府基础设施投资的支出乘数分别为1.54和1.65。在近、短期，基础设施投资可以通过增加需求刺激经济增长。在中、长期，基础设施投资可以通过提高生产效率、资本密集度和全要素生产率，提高经济的潜在增长速度。**总之，基础设施投资既能在短期刺激需求，又能在长期增加供给。**一举两得为什么不做？事实上，2016年美国总统一经济报告正文有300页出头，整整40页被用来讨论基础设施投资的必要性和实施办法。

在产能过剩情况下，作为一个发展中国家，中国政府更没有必要对增加基础设施投资犹豫不决。真正需要考虑的问题是如何总结四万亿的经验教训，认真研究应该如何确定基础设施投资项目、如何同地方政府协调组织投资的实施，以及如何为这些投资融资。

事实上，“十三五”规划已经勾勒出中国基础设施项目的详尽蓝图。其中的基础设施投资项目包括：高速铁路、高速公路、“四沿”通道、民用机场、港航设施、城市群交通、农村交通、交通枢纽、智能交通、高效智能电力系统、核电、能源输送通道、江河湖泊治理、城市供水设施改造和建设、市政地下管网设施改造和建设等等。中国的基础设施虽然明显好于其他发展中国家，但同发达国家相比，从总体上看依然十分落后，在基础设施领域进行大规模投资的余地极为巨大。

当然，蓝图不等于项目实施计划，各级政府需要做的事情还很多。如果不能明确各个项目由谁主导、如何组织实施、如何让民众在项目选择上有更大发言权、如何融

资等等，一切都会变成空头支票或劳民伤财的烂尾工程。

“十三五”规划还开出了一份基本公共服务项目清单。其中包括公共教育、劳动就业、社会保险、卫生计生、社会服务、住房保险、文化体育、残疾人基本公共服务等。在这些领域内的投资不仅会增加一般意义上的有效需求，而且会增加消费需求，促进社会稳定，提高人力资本素质并最终导致潜在经济增长速度的提高。但是，进行社会基础设施投资比进行经济基础设施投资难度可能还要大很多。

在美国，传统的基础设施投资的资金来源是政府财政收入，全体纳税人为新基础设施投资项目出钱。其他融资方式包括使用者付费和 PPP 等。后者有许多优点，在美国正在逐渐推广，但通过这种方式融资的项目还不多。除铁路货运外，联邦政府在交通运输基础设施投资中起关键作用。联邦政府的基础设施投资融资方式包括：直接开支、项目拨款、贷款补贴、地方政府债补贴、免税债券、贷款担保等。为了鼓励州和地方政府发债，为关键基础设施投资筹集资金，美国联邦政府还根据《建设美国债券》规划，补贴借债者或投资者，以便降低融资成本。

根据四万亿的经验教训，基础设施投资资金应该主要来自中央政府财政支出。中国的财政状况良好，共债务对 GDP 比只有 50% 左右，完全可以进一步增加财政赤字。通过发行国债，我们不仅可以在不进一步提高企业杠杆率的情况下，解决基础设施投资融资资金问题，同时推动中国的国债市场的发展。一石二鸟，何乐而不为？

此外，政府投资应该能产生“挤入效应”，带动民间投资，扭转民间投资比重下降的趋势。总之，中国政府应该参照各国经验和自己的经验教训，探索更多的融资办法，使基础设施建设投资尽量减少对银行信贷的依赖。中国的研究机构应该加强对世界各国基础设施投资融资方式的研究。这里，我们强调了增加政府财政支出的重要性，并不意味着政府不应该进行必要的减税。一方面增加政府开支，另一方面减少政府税收收入，短缺必然导致财政赤字的增加。但这种情况在中国目前形势下难以避免。

在通缩期间，货币政策效用有限。但央行还需继续执行适度宽松的货币政策。这不仅是为刺激经济增长而且也是为了支持扩张性的财政政策。其一，中国融资贵的问题并未彻底解决。由于 PPI 的持续下降，贷款的实际利息率是较高的。为了支持企业投资、减轻企业财务负担，基准利率还有必要进一步下降。其二，为了保证国债的顺利发行，降低国债的融资成本，也有必要压低国债收益率水平。宽松货币政策容易助长资产泡沫。宽松的货币政策意味着，信贷增速会相应提高。如果银

行提供的贷款并未最终流入实体经济而是被用来购买早已存在的资产，如房地产，就会催生资产泡沫。一方面要通过增加货币供给以降低利息率，另一方面又要避免资产泡沫，无疑对央行是巨大挑战。或许，抑制泡沫的任务要交给监管当局，同时让政策银行发挥更大的中介作用。

特别值得注意的是，2016年美国总统一经济报告强调，当前的低利息率，为美国进行大规模基础设施投资创造了极好条件。

事实上，西方国家都希望能够像中国那样增加基础设施投资，只可惜是力有不逮。中国的储蓄对投资的“正缺口”和大量经常项目顺差，说明中国不缺乏资金，中国的产能过剩说明中国不缺乏生产能力。当前全球经济的不景气、大宗商品价格下跌、西方国家的超低利息率和中国的产能过剩（钢铁、水泥、煤炭、化工产品等都价格便宜）实际上为中国进一步增加基础设施投资提供了绝佳的时机。

如果在未来五年中，能够根据“十三五”规划大力推进基础设施建设，我们不仅可以抑制经济的进一步下滑，而且能够为未来经济的持续增长打下坚实基础。如果中国不抓住目前的大好时期，不大力增加基础设施投资，中国可能错过一次难得的历史机遇。我们不是常喜欢说“弯道超车”吗？这就是一次“弯道超车”的绝好机会。

### **基础设施投资不是拯救“旧经济”**

不少学者担心，搞基础设施投资，经济形势好转，将使钢铁、水泥、煤炭、化工之类的“旧经济”被拯救，使僵尸企业”得以苟延残喘。毋庸置疑，中国钢铁行业中肯定有不少污染严重、技术落后的企业，中国钢铁行业规模大、生产集中度低。但钢材品种极多、生产方法各异，很难说钢铁行业就一定是旧经济，否则欧美政府为什么要对中国进行反倾销，保护它们的“旧经济”呢？

如果基础设施投资导致对钢铁、水泥、煤炭、化工产品需求增加，这些有需求的产能就不能说是过剩产能；如果原来处于亏损状态，勉强维持的企业现在转亏为赢，这些企业就不是“僵尸企业”。只要尊重市场规律，在任何宏观经济形势下，应该消失的“僵尸企业”自然会在竞争压力下消失。

**宏观经济形势肯定会对结构性改革造成一定影响。但两者之间到底是什么关系则很难说。**形势不好，背水一战，可能推动改革；但投鼠忌器，顾虑重重，则可能影响改革。形势好，缺乏紧迫感，安于现状，可能影响改革；但掣肘减少，回旋余地大，则可能加速改革。

**执行扩张性财政政策，增加基础设施投资力度，稳定经济增长，总体上应**

**有利于结构改革的推进。**加强宏观需求管理与深化和加速结构改革并无矛盾。结构改革必须应对的挑战是多方面的。结构改革是否能够成功首先取决于改革方案本身设计的合理，以及是否能够在实施过程中实现各种利益的再平衡。

十八届三中全会提出了一份详尽的结构改革蓝图，但这些蓝图仅仅是意向的表达。虽然面面俱到，但各项改革措施缺乏有机联系。更重要的是，没有具体落实改革目标的行动计划、没有具体的路线图和时间表。如财政部财科所刘尚希教授所说的，“冰上开车，空转”，第一个文件还没有学完第二个文件又来了，没有时间消化和落实。确实是值得十分重视的现象。即便有了路线图和时间表，为了实现结构改革的目标，还必须排除各种非经济干扰，克服各种懒政、怠政现象。否则，不但结构改革无法顺利推进，基础设施投资也无从谈起。

### **宏观经济刺激和杠杆率的上升**

在认真执行结构改革计划，加强宏观经济管理的同时，如何处理债务问题，特别是企业的杠杆率问题是中国面临的一项重要挑战。

我们的研究发现，导致中国企业债务对 GDP 比（杠杆率有不同定义）上升的因素包括：资本使用效率和企业利润率持续下降、过度依赖债务融资、利息率过高、通货收缩。我们的模拟显示，如果中国经济基本面不发生变化，到 2020 年，中国企业债对 GDP 比可能会上升到 200%。当然，这是一个十分令人担忧的数字。政府对去杠杆化的重视是理所当然的。

在上世纪 90 年代末，中国也曾经经历过不良债权的迅速上升和对处理不良债务可能会使公共债务对 GDP 比急剧上升的担心。但由于当时保持了低利息率和较高经济增长速度，中国很快就摆脱公共债务负担增加对经济增长和金融稳定的威胁。与此相反，日本则因为过于担心国债对 GDP 比快速增长，采取了财政紧缩政策，反而导致国债对 GDP 比的进一步增长。

一般认为，杠杆率过高，投资者对借款者的还债能力丧失信心，发生挤提，并最终导致银行破产。个别银行的破产可能导致整个金融体系信心丧失、金融链条断裂，从而发生金融危机。中国由于其体制特征，由于中国居民的高储蓄率，只要不发生大规模资本外逃和外流，银行挤提导致系统性危机的可能性极低。**更大的可能性是由于不良债权上升，银行惜贷、企业惜借，使通货收缩进一步加剧，并导致经济增长速度的进一步下降。**

**企业去杠杆化应该逐步推进，不能操之过急，银行贷款也不应该轻易划入**

**不良。**企业部门去杠杆对经济产生的下行压力应该由政府部门加杠杆加以抵消。降低债务对 GDP 比例的出路，短期在于提高经济增长速度，长期则需依靠结构改革，特别是企业制度改革、银行体系治理和监管体系改革和资本市场的发展。

此外，如何消除过去数年来影子银行金融产品带来的隐患、如何抑制房地产泡沫，预防房地产市场崩盘对中国金融稳定的冲击等等，都是我们必须应对的挑战。

在其他情况不变的条件下，增加基础设施投资肯定会导致债务的进一步上升。但如果这次基础设施投资主要通过增加财政支出的方式为其融资，企业债务不会大幅度上升。政府债会有大幅上升，但政府还有相当大的扩大财政赤字的余地。

以中国目前的高储蓄率，国债融资成本应该还是比较低的。但条件是货币政策要配合财政政策，要抑制住各类资产泡沫、要加强资本管制，防止资本外流和外逃。如果通过宏观经济管理，中国的经济增长速度有所上升，分母跑赢分子，企业杠杆率就会不升反降。如果基础设施投资切实改善了中国的经济结构，中国的潜在经济增长速度也会得到支撑。这样，从长期来看，中国总体的债务状况将会逐渐好转。

总之，中国应该把目前的经济困难想得多一些，应付挑战的办法准备得多一些。但更重要的是总体思路必须十分清楚。而这只有通过政府、企业、经济学界的充分讨论才能实现。

（笔者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。