

目 錄

序 言 | 胡舒立 尋求新常態下經濟政策的基點 / 007

第一篇

釋義新常態

厲以寧 破題中國經濟新常態：三大改革最重要 / 012
李稻葵 甚麼是中國與世界的新常態 / 019
管清友 未來十年中國經濟大趨勢 / 025
馬 駿 研究新常態要搞清楚三件事 / 037

第二篇

改革建言

吳敬璉 經濟改革新征程 / 044
林毅夫 中國經濟改革的經驗與反思 / 054
周其仁 鄧小平做對了甚麼 / 068

第三篇

宏觀經濟分析

李稻葵 中國經濟的新增長點在哪兒 / 088
許小年 克強指數遠比GDP靠譜 / 096
魏 傑 經濟結構調整應關注四大產業 / 101
許小年 城鎮化或城鎮神化 / 107

第四篇

改革試驗田

徐有俊 京津冀一體化中的投資機會 / 116
林采宜 上海自貿區金融自由化之路 / 124
曹遠征 詳解自貿區人民幣可兌換安排 / 130
傅蔚岡 公平的市場環境更重要 / 135
魏加寧 中國地方政府自主發債勢在必行 / 145

第五篇

投資新思路

- 孫明春 經濟轉型了，發財的機會都在哪兒 / 152
李迅雷 中國私人投資者將面臨資產錯配風險 / 158
胡汝銀 滬港通的機遇與挑戰 / 162
孫明春 中國股市還在等甚麼 / 173

第六篇

企業應對

- 馬蔚華 中國經濟新常態下的七個新機會 / 182
許小年 企業家寧可踏空，不可斷糧 / 189
張維迎 中國經濟轉型與企業家精神 / 196

第七篇

房地產與土地

- 李稻葵 為甚麼說房地產市場的拐點已到 / 214
彭文生 房價下跌將促進消費 / 219
周其仁 土地入市的路綫圖 / 224
周其仁 轉讓權的政治經濟學 / 229

第八篇

互聯網金融

- 謝 平 互聯網貨幣 / 236
謝 平 互聯網金融新模式 / 242
吳曉靈 P2P和眾籌才是互聯網金融的未來 / 247
郭宇航 P2P發展道路上的三塊絆腳石 / 251

序言

尋求新常態下經濟政策的基點

胡舒立

編輯出版反映經濟趨勢和政策走向的文集，已經是財新傳媒延續多年的慣例。大家都知道，財新傳媒有很強的傳播能力，在國內外都很有影響。財新傳媒的影響力和傳播力，是以其作為公共討論平台所具有的開放和包容精神為基礎的。不同傾向的學者們在這裡發表意見，形成公共辯論，對政策制定和實施發揮積極的推動作用，在這個意義上，財新傳媒已經具有了智庫的功能。

本書是財新傳媒的又一新奉獻。書中彙集了 23 位經濟學者的 31 篇文章。這 23 位作者均為一時之選，多位還是當前中國最有威望和影響力的大家，如吳敬璉、厲以寧等。本書所涉及的經濟問題十分廣泛，其中不乏爭議甚大的問題，比如張維迎與林毅夫圍繞中國發展方式的爭論，總的基調則聚焦在十八屆三中全會後經濟政策的調整上，其中最突出的，是經濟“新常態”。

作為對中國經濟階段性特徵的描述，“新常態”的提法及其背後的政策含義，在政策層面和經濟學界已經達成了高度的共識。2014 年 5 月，習近平總書記指出，“我國發展仍處於重要戰略機遇期，我們要增強信心，從當前我國經濟發展的階段性特徵出發，適應新常態，保持戰略上的平常心態”，這是高層決策者首次將“新常態”一詞用於描述中國經濟。

在考察這一概念的源流時，我們注意到，在全球性金融危機爆發後，就有學者開始用“新常態”描述危機後的金融和經濟特徵。2012 年，有研究者明確提出，“7%~8% 已成為中國經濟增長的‘新常態’”，並稱“經濟‘新常態’

對經濟決策提出的最重要的要求是放棄單純追求 GDP 增長的政策目標”。2013 年 3 月，國務院發展研究中心的一份報告使用“新常態”一詞描述經濟運行。

“新常態”概念的提出，建立在對過去 30 年特別是過去 10 年中國經濟增長及政策得失分析的基礎上。與此前經濟增長呈現出的主要特徵相比，最近幾年中國經濟增長確實呈現出了新的特徵。中國 GDP 增速在 2009 年“四萬億”刺激下經歷了一輪反彈，但從 2010 年之後開始持續走低，到 2012 年，市場對中國經濟“強復蘇”的展望不斷下調至“弱復蘇”和“軟著陸”。從 2013 年開始，中國經濟出現明顯的短週期波動特徵，而進入 2014 年後，波動更為頻繁，並且開始穩定在 7%~7.5% 這一通道內。

新常態到底有何顯著特徵？在本書中，經濟學家給出了自己的答案。比如厲以寧教授就指出，新常態是相對於此前的“不正常”而言的。他說，在之前一段時間，特別是 2003 年以後，為了防止 GDP 的下降，採用了增加投資、放寬銀根這樣一些措施，這就造成了 GDP 在一段時間內都保持在 9%、10% 甚至更高的增長率，這屬於不正常。要進入經濟穩定的增長狀態，GDP 增速不一定要太高，保持一個比較高的速度就行了。所以，我們要轉入常態。厲教授特別強調了調結構的重要性。

從目前的討論來看，至少有一點是有共識的，即中國經濟將下行進入中高速發展階段。更準確地說，新常態是中國經濟從舊穩態調整至新穩態的過程，也就是從過去 20 年年均 10% 左右的 GDP 增速逐漸過渡到更為持續、健康、均衡的增速上。而對於新常態下經濟增速在何處探底，則仍存諸多爭議，比如林毅夫和李稻葵就認為改革有望使經濟增速回到 8% 左右。

這涉及究竟是供給端制約還是需求端萎縮的問題。短期來看，經濟下滑的問題出在需求萎縮，儘管人口、環境等制約因素也將影響到長期供給，進而導致經濟增長潛力下降。對應到微觀層面，就是我們更多的是看到了大量企業產能過剩、勞動力閒置，而非企業加班加點，供不應求。

結構調整是經濟學界的共識。如果解決好結構失衡導致的需求不足問題，

中國經濟增速有可能不必面臨大幅度下調；反之，在短期內只能依賴於資本堆積，再次導致高負債和泡沫。國務院發展研究中心在近期的一項關於“增長階段轉換”的研究課題中對增長前景做出了判斷，“未來10~15年之內，中國經濟具有實現6%~8%的中高速增長的潛力”。

正是由於中國經濟存在結構性矛盾，宏觀政策出現了新的變化，不再是一味刺激至強復蘇，也不會強力擠壓，而是採取定向、迅速的刺激政策，短期企穩後又開始去槓桿，讓市場下行壓力與政府向上托力之間形成穩態均衡。儘管當下的調控手段和力度還不甚明朗，甚至市場上出現了“要求大規模刺激是不信任改革”和“全面降準降息防止經濟失速”兩種極端的聲音，但高層決策者還是對此表達了高度的自信。李克強總理日前表示，不會出台短期強刺激政策，而要對那些需要支持的企業和產業給予扶持。他強調：“我寧肯用‘改革’這個詞來強化我們推進結構調整措施的理念。”

對經濟下行採取容忍態度，對結構調整的信心就建立在新常態的判斷上，根據這一判斷，傳統上勢必要採取的財政貨幣政策就不再是優先選項。中國人民銀行研究局首席經濟學家馬駿在本書中指出：“過去的教訓是，在經濟刺激的過程中，國企和地方政府平台獲得了最多的資金，刺激之後則帶來如下後遺症：槓桿率上升過快，帶來金融風險；經濟結構重型化和國企化；產能過剩嚴重……”其中，最明顯的一個變化是：央行在資產端（再貸款、PSL [抵押補充貸款] 等定向金融）的操作，讓信用更多地流向中央政府著力於調結構的部門和項目，流向地方平台的比例會逐步下降。只要原來的經濟結構和資源分配體制沒有回歸合理，央行對於負債端操作就會非常謹慎。

從這種宏觀政策的變化來看，穩增長和調結構並不矛盾，主要看是否持續地進行結構調整。本書中，吳敬璉、林毅夫、張維迎等學者為讀者構建了全面深化改革的分析框架。比如吳敬璉先生認為，要停止無效投資，停止對僵屍企業輸血，用國有資本償還政府或有負債，防止發生系統性危機，為改革創造條件。總的來看，未來中國經濟增長逐漸淡化房地產部門的影響，地方政府財政

逐漸弱化與土地之間的關係，這是一個必然的方向。基於存量調整的定向供需政策和政府層面的改革將成為重點，有助於更好地引導中國經濟實現轉型升級和結構調整的目標。

那麼，在傳統經濟增長點逐漸褪色的背景下，本書也系統回答了關於未來新增長點的問題。長期的增長潛力首先來自改革紅利的釋放，尤其是上海自貿區、京津冀一體化、城鎮化所推出的一攬子改革政策，制度創新而非優惠政策將極大地提高生產效率。其次，諸如互聯網金融之類的新興產業的發展也對傳統產業造成了不小的衝擊，並成為轉型的新方向。

需要特別強調的是，在關於“新常態”的講話中，習近平在“適應新常態”這句話之後，接著說“保持戰略上的平常心態”。適應新常態這一新形勢，各級政策部門必須做出心態上的調整，將心態調整到平常狀態。“新常態”必須附之於“平常心”，只有有了平常心，才能適應新形勢。

對於把握中國當前宏觀經濟政策走向來說，平常心是比新常態更為重要的基點。正如周其仁教授所說，習慣了14%的高速度，當經濟增速下降到7%時，大家都坐不住了，慌了神，就趕緊採取刺激措施。這種心態需要調整。而在平常心的背後，實際上是如何管住政府這隻手的問題。正確處理政府與市場的關係，仍然是當前最關鍵的課題。在經濟新常態的背景下，政府必須改正急於出手、亂出手的毛病。

第一篇

釋義新常態

新常態
改變中國



破題中國經濟新常態：三大改革最重要

厲以寧

著名經濟學家、北京大學光華管理學院名譽院長

“新常態”：兼顧增長率與增長質量

最近習近平總書記在調研中經常說，從中國當前經濟發展的階段性特徵出發，要適應新常態，還要保持戰略上的平常心態。那麼，如何理解這個經濟上的新常態呢？其實，在習總書記講這一點之前的一段時間，特別是 2003 年以後，我們的經濟增長是不正常的。為甚麼說不正常呢？因為當時受到國內經濟的影響，接著又受到美國金融危機的影響、歐元主權債務危機的影響，等等。所以，為了防止自己的 GDP 下降，我們就採用了增加投資、放寬銀根這樣一些措施，這樣就造成了 GDP 增長率在一段時間內都保持在 9%、10%，甚至更高，這就屬於不正常。如果要進入一個經濟穩定的增長狀態，GDP 增速不一定要太高，保持一個比較高的速度就行了。這就是所謂我們要轉入常態。

要轉入常態，按照中國當前的情況，在最近一段時間內，也許增長率在 7% 左右並不是太高，但是適合中國的國情，因為我們的關鍵在於調結

構。如果經濟增長質量不好，經濟結構始終沒有得到調整，那麼不僅成本會越來越高，產品的銷路也會越來越窄，而且可能錯過了技術創新、結構調整的最佳時機。所以，經濟增長的質量比經濟增長率本身更能夠代表中國經濟的發展方向。

面對新常態，無論是對於地方政府、國有企業還是我們大眾來說，都應該保持平常心態。對大多數企業來說，平常心態應該體現在三個方面。第一，應該有一種自主創新的動力。有了自主創新的動力，依靠自己的產品，依靠技術進步，就能夠佔領市場。動力主要就是靠創新。第二，對每家企業來說，要適應新的形勢的變化。比如，現在的新形勢變化表現為互聯網的影響越來越大，實際上這意味著消費者參與的程度越來越高，那麼當前消費者的選擇就是最重要的。如果摸不清這個新的變化，還跟過去一樣，那麼產品可能很快就會滯銷，很快就會被別人趕上。第三，每家企業的管理都是有潛力的，營銷也是有潛力的，市場是靠人來創造的。有了這個想法，管理就會有改進，營銷就會有所變化，這樣，我相信企業就處於常態了。企業不要求太高的增長率，而要求穩紮穩打，看準了市場，堅持自己的方向，自己努力就會有成果，這就是平常心態。

在目前的情況下，GDP 的增長率保持在 7%，會是一個比較合理的狀態。前幾年我們的 GDP 增長率都是在 8%~9% 的區間，其實在前幾年的形勢下，這個增長率是很合理的。最近，一些機構發佈了關於中國 GDP 增幅的預測，大概都在 7.5% 左右，到明年可能會降到 7%。我覺得就算是 7% 也是不低的，在全世界範圍來講仍然屬於高增長。另外，一個國家的 GDP 增長率有一度可能高，但時間不會持續太久。長時期來看，我們在今後比較長的時間內能夠保持 7% 甚至是 6.5%~7% 的增長，這是跟中國整個的變化相適應的。為甚麼？第一，這個增長率在全世界範圍來講絕對不低。第二，我們重在結構調整，結構調整本身是限制增長速度的，如果單純為了增長速度，而把結構調整放到次要位置，那就是本末倒置了，將來會後

悔的。還有第三點，今後的發展並不是看產品數量，而是看產品質量。經濟增長也是一樣的，不是靠增長率，而是靠增長的質量，我們要把這個問題把握住了。所以，今後十年之內增長率如能保持在 6.5%~7%，我覺得挺好的。

另外一點，單純追求高增長率，可能導致幾個大問題。第一，環境還能不能保護得那麼好？如果環境的破壞程度加劇，那是不行的。第二，資源的消耗率怎麼樣？有些稀缺資源被拚命使用，比如土地就是一種稀缺資源，如果用完了怎麼辦？第三，與高增長率相適應，得有熟練的技術工人。如果沒有形成熟練的技工隊伍，還是靠原來的勞動力，能夠適應這個制度創新、結構調整的長期目標嗎？也不一定。所以，還要加快培養當前需要的熟練技術人才，長期來看，6.5%~7% 的增長率可能是比較合適的。

談“地方債”：要還，要審查，更要調整經濟結構

最近大家看到，有一些地方政府考慮到投資的整體總量的下滑，以及房地產市場的低迷，還是出台了相應的所謂“微刺激”的政策。不講“微刺激”，改成“微調”可能更好一點，因為宏觀經濟調控最忌諱大升大降、大起大落、左右搖擺，這對經濟損害很大。所謂“微刺激”，實際上就是微調，而微調是可以的，宏觀的重點應該放在微調、預調上，不能大起大落。過去我們是吃過這個虧的，結果增長率是很高了，但產能過剩也來了，產品積壓了，在市場上銷不掉，然後又人為地製造一些銷路，結果呢，產能過剩的問題始終沒解決。所以，我們要想把結構調整得更好，把產能過剩的現象壓下去，我相信 6.5%~7% 的增長率是一個明智合理的選擇。

在 2009 年和 2010 年，有大批的國家經濟刺激政策出台，所以地方政府以及大型的國有企業實際上是欠了很多債務，以履行所謂的經濟刺激

政策。有人問了，現在因為所謂的“微刺激”或者說微調，地方企業或者地方政府的債務危機是否會加重？我的回答是，肯定會的。因為地方要發展，首先考慮的問題是怎麼還債，在借債的同時就必須考慮怎麼還債，這就是實際存在的壓力。有人不考慮怎麼還，覺得問題不大，中央給兜底了，但是現在想靠中央兜底是不大可能了。地方發的債券有的是企業債券，但主要還是地方政府債券，那麼地方政府還債的問題怎麼解決呢？財源何在？假如是無效的增長，產能過剩，將來還債就有問題了。錢到手以後該怎麼用，這對地方政府來說成了第二個壓力。第一個壓力是債務增多了，第二個壓力是怎麼還，用在甚麼地方才能還，地方政府要仔細考慮這些問題。如果沒有事前的規劃，把這筆錢當成是天上掉餡餅，最後是沒有好處的。

最近大家都在談地方債務，有一個數字是總量 20 萬億美元，就有很多人擔憂，地方債務的這樣一個規模，會不會影響我們接下來的經濟發展。確實，地方債務的增加會帶來新的壓力，實際上不僅地方政府有壓力，中央政府也有壓力。如果中國是聯邦制國家，中央就不管地方財政了，地方政府該破產就破產，但是中國不是聯邦制，在這種情況下，中央也會有壓力。所以，中央要幫助地方把好這個關。地方有一個最大的問題，就是不會花錢，錢都花到不需要的地方去了，那怎麼行？發債券首先要考慮還債的路在哪裡，所以地方的經濟要調整，地方經濟不調整，靠甚麼來還債？還有地方的人才培養，地方企業應該進一步繁榮地方經濟、增加地方稅收，這都是應該考慮的。

現在中央政府已經允許地方政府直接發債，同時很多地方正在經歷經濟結構的調整過程，但這是一項長期任務，不可能一蹴而就，也就是說，很多地方政府確實沒有想到應該怎樣來還他們的債。這就是一個大問題，要關注地方發債的審查情況怎麼樣，有沒有合適的規劃，錢怎麼用是不是有方案，怎麼還，有沒有保障。要解決這個問題，地方有兩個念頭要

斷掉。第一個念頭是，反正地方還有地，實在不行我就多賣地嘛。這是不對的，靠賣地來還債，對地方的長遠發展是有影響的。第二個念頭是，哎呀，我不還的話，中央政府也會兜底的，難道看著我破產？或者還有一個辦法，到時候發新債還舊債嘛，無限期地拖嘛。這些觀念都要改正。這裡涉及一個問題，地方的財政收入要用來有效發展經濟，絕不可以是空談，絕不能給地方以希望，說可以靠賣地來還債，靠發新債來還債，這些都是不正確的。

談“新一輪改革”：三個方面最為重要

從 2013 年 11 月開始，我們啟動了新一輪的改革計劃，現在已經近十個月過去了。這一輪改革有三個方面是最要緊的，應該加快速度。

一是當前的國有企業體制改革，實際上包括了國家資本如何運用，是管企業還是管資本，怎樣把資本運用得更好，提高資源配置效率，等等。這是一個主要方面，這個改革搞好了，接下來相關的，要大力開展混合所有制經濟的籌備建立工作，因為長遠來看，混合所有制經濟肯定是有發展前途的。

二是城鎮化建設，但是城鎮化不是單純的建設任務，是改革任務。改甚麼呢？改城鄉二元體制，要做到城鄉一體化，要讓農民跟市民沒有身份的差別，這是城鄉一體化最終需要做到的。這項改革任務很重大。各地正在做，甚麼老城區、新城區，以及新農村變成新社區，都在順著這條路做。這裡面要澄清一個觀念，很多人認為城鎮化是單純的建設任務，馬路越寬越好，樓房越蓋越高，這都不是正道。城鎮化是有建設，但首先一定要有改革，所謂城鄉一體化，就是農民跟市民沒區別了，“農民工”這個名詞也不存在了，農民不是一種身份而是一種職業了，大家都是一樣的城市戶口，這樣才會調動起很高的積極性，中國的積極性來自民間積極性的發

揮。這就是第二項改革任務。

第三項改革任務是收入分配制度的改革。如果收入分配制度不改革，貧富差別就會一直存在。如果貧富差別一直存在，中國的低收入階層的積極性就很難調動起來，低收入家庭的收入就很難增長。這裡包含了以下幾個方面，重點在初次分配。

第一，初次分配的第一個問題就是農民要有產權。農民長期以來都是沒有產權的，比如房子說徵用就徵用了，得到的補償遠遠不夠；農民雖然有土地經營的自主權，但沒證，他的土地說被徵用就被徵用，變成了無地、失地農民。改革要繼續，首先要在農村做到“確權”，收入分配中首先要讓農民有產權。

第二，在低收入者的工資收入方面，涉及勞方和資方。勞方是誰呢？就是到市場上來找工作的農民，包括城裡的低收入者。資方是誰呢？就是大企業。單個農民進城以後在市場上找工作，他的對手是強大的大中企業，特別是大型企業。資方需要人，但兩方的地位是不平等的，溢價權在大企業手中，而農民是沒有溢價權的。所以，這就需要改革。工會應該參與，形成三方：工會、用人方和提供勞動的一方。三方合作，這樣就能夠使勞動者的收入水平提高，工資的溢價就是這麼出來的。

第三，農民要出賣產品，誰來收購？如果大公司、大超市來收購，他們跟單個農民處於不平等的地位，他們給農民定個價錢，農民若要針對價錢力爭，他們就可以層層設卡，比如，哎呀，你的質量不行，降價、降級。誰說了算？還是大企業說了算。所以，要解決這個問題也應該三方聯合。因為農村有農村的情況，所以農民是一方，農民的合作社是一方，最好農民的合作社跟農民是站在一起的，而且光有合作社的力量還不夠，還應該有聯社，這樣一起跟對方談判，農民的溢價力就強了。這就是收入分配改革的第三個方面。

第四，初次收入分配還有一個改革，跟教育體制的改革有關係。在教

育資源不能夠做到均衡分佈之前，低收入家庭的孩子上學難，升學更難，而且低收入地區的教學質量不好。所以，應該根據國情對這種不均衡分佈進行調整，改革職業教育體制，大力發展職業技術教育，包括中等及高等職業技術教育。教育資源的這種傾斜，符合中國熟練技術人才培養的前景。低收入家庭有了更多的收入以後，就可以使自己的生活在得到改善。

做到這四點，整個初次分配就有很大的進展了。當然，二次分配也很重要，但二次分配當前的重點是城鄉社會保障一體化，使得城鄉老百姓對生活少了後顧之憂，積極性就會更高，收入增多了，消費就會開始發生、增加、變化。所以，後顧之憂的解除是提高消費的一個重要方面。

關於實現城鄉居民身份無差別，這個理論我第一次提出是在大概十年前。就中國現實來看，實施起來是雙軌制。

特大型城市採用的是積分制，因為只有積分制才能把那些在城裡幹了二三十年活兒的農民工留在這個城市，不然他們會不安，如果別的城市環境好了，他們就容易被別人挖走。採用了積分制，只要積分夠了，全家就能取得大城市的戶口，如果積分還差一點，就給他們做工作，快了快了，再等一等，再努把力，過兩年就有了，這樣就可以把人穩住。

而在中小城市和新農村呢？是分區推進，成熟一個推進一個，成熟一片推進一片。這裡有三個問題要解決：縮小城鄉社會保障差距，逐漸走向一體化；公共服務要到位；充分就業。如果沒有充分就業，只是把農民改市民，就沒甚麼意思。這三點一定要做到，將來農民是一種職業，而不是一種身份。

甚麼是中國與世界的新常態

李稻葵

清華大學經濟管理學院經濟學講席教授、博士生導師

新常態是本輪金融危機爆發以後，近年來國際上描述發達國家經濟與金融狀況的一個常用說法，該說法在最近兩年的冬季達沃斯論壇（世界經濟論壇）上頻繁出現。而中國經濟從 2013 年開始進入一個增長速度相比之前明顯下降的發展階段，新常態也因此被反覆用來描述中國經濟的新形勢。

新常態對中國和世界來說到底意味著甚麼？對這一問題的判斷，無疑是一個影響中國經濟、社會以及企業相關決策的重要課題。以下，我們分別針對發達國家、除中國之外的新興市場國家以及中國這三類經濟體，分析其各自發展的新常態。由於分析過長的年份需要更加粗綫條的研究框架，精準度也隨之下降，本文將時間窗口設置為未來三年到五年的中期發展階段。

發達國家的新常態

國際金融危機爆發六年之後，發達國家陸續進入後危機時代的恢復進程，不僅英國、美國，即使是危機深重的希臘、西班牙，也已經全面進入

逐步走出危機、不斷修復創傷以及調整引發危機的深層次問題的階段。

對英國、美國等國來說，新常態意味著經濟總體增長速度比之危機前略有下降，但最重要的是，這些國家在危機後的增長主要來自於金融、房地產、高科技、高端服務業等領域，因此其所面臨的最大挑戰是如何協調經濟發展與經濟恢復過程中的社會矛盾。尤其突出的問題是，全球化的大格局導致發達國家一大批低技能人群喪失了經濟競爭力。以美國為例，儘管失業率不斷下降，但大量人口長期失業且已經不納入失業的統計。因此有人講，美國的恢復是富人的恢復，收入差距在擴大。在英國，雖然經濟增長速度並不低，但是員工的薪酬在下降，這是連英國人自己都感到分外吃驚的經濟現象。

綜合分析，西方發達國家新常態的主要特徵是：在全球化的壓力下，經濟社會體制和政策“向左轉”，更加強調分配的公平性，強調對市場機制尤其是金融市場的約束，同時，對社會高收入人群的稅收也會有所加強。這一點從最近一個時期以來，法國經濟學家皮凱蒂（Thomas Piketty）的新作（《二十一世紀資本論》）走紅並引發熱議中可以得到一定的佐證。

除中國之外的新興市場國家的新常態

除中國之外的新興市場國家，在這一輪金融危機初期所受到的影響相對有限，而從 2009 年開始，當發達國家大規模推行量化寬鬆及其他寬鬆的貨幣政策之後，大量資本湧入新興市場國家，再加上中國經濟迅速恢復所帶來的對大宗商品需求的上漲，新興市場國家的經濟出現了一輪興旺、蓬勃發展的可喜格局。不幸的是，這一輪發展的基礎並不牢固，因為不少國家的市場機制並不牢固，宏觀管理並不夠穩健，所以從 2013 年年初開始，當美聯儲宣佈將逐步退出量化寬鬆政策的時候，新興市場國家遭遇了新一輪撤資的衝擊。可以預計，在發達國家貨幣政策調整的影響下，這些國家

的新常態將是經濟整體增長速度的低迷，而這個低迷的過程又會刺激一部分新興市場國家不得不推行一些面向市場化的經濟體制改革。

所以，新興市場國家新常態的基本主題，是在低增長時代尋求經濟體制的改革，試圖為新一輪的增長創造一個制度基礎，簡而言之，“向右轉”。可以肯定的是，部分新興市場國家能夠抓住機遇，推行改革；而其他一些國家很可能迴避改革，將自己的經濟推向更加艱難的困境。

中國經濟的四種新常態

許多分析家認為，中國經濟新常態的基本點就是增長速度的逐步下降，以及債務水平的逐步調整。在我看來，這些分析不一定全面，原因在於這些分析過多地關注宏觀經濟的表現，而我們需要更加深入地分析中國經濟新常態的一些內涵，即哪些潛在的非常重要的經濟、社會現象將決定中國宏觀經濟的新常態表現。綜合來看，中國經濟的新常態將有四個方面的重要表現。

1. 新舊增長點的拉鋸式交替

這將是中國經濟新常態最明顯、最突出的一個特點。中國舊的增長點有兩個，一是出口，二是房地產，它們將會逐步地、有一定反覆地退出。其中，出口的增長將直接受到國際經濟波動的影響而出現各種波動和反覆。總體上講，因為中國經濟的體量在不斷增長，而世界市場將難以支撐中國出口的持續增長，所以，出口以及貿易順差佔中國 GDP 的比重將不斷下降。但這個過程不是綫性的，而是波動的。

在中國城市居民基本住房需求大致得到滿足這個大背景下，加之金融市場的調整使得百姓的投資回報率上漲，房地產增長也會出現波動式的下降。這些舊增長點波動式的下降，將與新增長點不斷波動式的上升，為整

個宏觀經濟的增長帶來陣痛。

中國經濟的新增長點有三個：第一是長期性的、公共消費型的基礎建設投資。這些投資包括高鐵、地鐵、城市公共設施建設、空氣和水污染的治理等。第二是各種生產能力的轉型和升級，包括高污染、高能耗的產能的升級。這也不可能是綫性的、平穩上升的，一定會出現波動，這與資本市場融資成本的高低以及政府產業政策的調整有密切關係。第三是居民消費，中國的居民消費佔 GDP 的比重已是每年上升 0.7%，目前已升至 47% 左右。

問題的關鍵是，舊增長點的退出是波動性的，新增長點的發力也不是平穩的，因此，未來三五年的經濟增長速度將會出現波動。這種波動與中國傳統的宏觀經濟波動不同，傳統的宏觀經濟波動更多地來自總需求的波動，包括投資需求的波動，因此政府需要經常性地踩剎車，通過各種政策和行政手段來應對。而在中國經濟的新常態下，宏觀經濟波動的本質是新老增長點的交替。這種交替將不斷導致增長的內在動力不足。因此，宏觀政策在這段時間的基本主題將是穩增長，採取各種措施來為新增長點催生。其中最重要的一點可能是公共消費型基礎建設投資的投入，這種投入從一定程度上講顯然需要政府來主導，這也是政府穩增長的主要發力點。

與此相關的是，中國經濟由於國民儲蓄率高企，所以目前高達 200% 左右的債務 /GDP 比例還會提高，所謂的去槓桿率的進程短期內不會到來。高儲蓄帶來的高槓桿是合理的，關鍵是結構，有政府擔保的長期債務大有必要提高。

2. 漸進式的經濟結構調整

中國經濟新常態的第二個表現事實上已經出現，那就是潛在的、漸進式的，並沒有完全被觀察者所識別的結構調整。這種結構的調整具體體現在以下幾個方面。

一是勞動工資率的持續上漲，尤其是藍領工人的工資上漲，其背後的原因是剩餘勞動力的減少殆盡。與藍領工人的工資以兩位數上漲、明顯超過名義 GDP 增長速度形成對比的是，總體上資本的收益率在下降。事實上，當前中國已經處在資本成本較高的階段，這種實際利率在 3% 以上的情形在改革開放年代並不多見。相信經過下一輪改革，實際利率又將會下降，畢竟中國經濟的基本特點是高國民儲蓄率。就算按照目前的水平，藍領工人勞動工資上漲已經帶來了資本取代勞動力的趨勢，各行各業都在想方設法提高資本對勞動力的比重。伴隨著資本取代勞動力，資本積累將會加速。

第二個悄悄推進的結構調整，是隨著新型城鎮化的發展，除特大型城市外，戶籍已經基本放開，中國的勞動人口將實現 60 年來的第一次自由遷徙。今後，中國經濟的區域佈局將超出行政規劃的約束，呈現各城市、各地區競爭高質量人口的格局，中國的經濟地理將會發生重大變化。這一進程對中國經濟發展的影響將極為深遠。

第三個結構調整也已經開始，那就是居民消費的比重、服務業的比重均不斷上升。而且，服務業不只是生產性服務業，也包括物流、配送、電商、金融服務等消費性服務業。勞動就業的主要流向也在服務業。

3. 改革的艱難推進

這也將是中國經濟的一個新常態。本輪改革的決心和目標以及覆蓋面可以說是前所未有的，與此同時也必須看到，改革的阻力恐怕也前所未有。與前幾輪改革相比，當前改革的重要特點是改革動力的缺位。

改革的動力應該來自兩個方面，一是上層推動改革的能量。這種自上而下的動力現在非常充足，中央特別成立了全面深化體制改革領導小組。但問題是，本輪改革中，基層政府與國有企業顯得比較被動，整體上缺少創造力，能量不足。其原因是多方面的，其中一個比較重要的方面是一些官員激勵不足膽小怕事，不願冒頭，擔心改革引發矛盾，從而導致對自身

歷史問題的調查和追究。

目前經濟領域最引人矚目的三大改革，第一是金融體制改革。這一改革目前是自上而下推進的，所以進展相對順利，利率市場化在未來兩到三年內有可能基本完成，民間資本創辦的銀行已經開始佈局，資本賬戶的開放也已提上議事日程。第二是財政體制改革，目前處在規劃中，重點是完善稅收體制、劃分中央與地方的財政關係。這種自上而下的改革也許在不久的將來可以得到推進。第三大改革，是大家眾望所歸但處於相對停滯狀態的國有企業改革。國企改革的根本在於進一步地市場化，在於把國企與政府進一步地分離，在於國企要進一步地資本化運營，但是目前這些方面的探索遠遠不足。總之，艱難的改革將是中國經濟的新常態。

4. 國際經濟領域中國要素的提升

過去 30 年以來，中國基本處於接受國際經濟規則、融入國際金融體系的大進程中。但時至今日，國際格局已經發生了重大變化，中國已經是世界經濟的“萬噸巨輪”，由於國民儲蓄率高企、資金雄厚，中國很快將成為世界第一大投資國，對外投資超過吸引外資，企業規模也隨之不斷擴大。因此，中國與世界的互動已經成為一個雙向反饋的過程，不僅中國經濟要進一步接受國際規則的要求，提升國際化水平，同時中國也在不斷對世界經濟的運行規則提出自己的修改意見，不斷通過各種運作讓國際社會接受自己的一些基本訴求。比如，參與創辦包括金磚國家開發銀行在內的金融機構，以此來改善國際經濟秩序。中國已經不是一個簡單的國際規則的接受者，而逐步變成了一個積極務實的行動者，通過對國際經濟秩序提出改革意見，讓國際社會更好地接受中國經濟的存在。這也是未來中國經濟的新常態。

總之，金融危機爆發以後，中國與世界都進入了一個新常態，這個新常態本身就是一個動態的、不斷塑造新的中國與世界大格局的過程。認真分析、抓住機遇，是中國經濟的所有參與者需要學習的必修課。

未來十年中國經濟大趨勢

管清友

民生證券研究院副院長、首席宏觀研究員

一、經濟增速的新常態：內外紅利衰退， 從高速增長向中高速增長換擋

我國經濟不可能也不必要保持超高速。這是習近平 2013 年 4 月 8 日在同參加博鰲亞洲論壇 2013 年年會的中外企業家代表座談時表達的觀點。說不可能，主要是一味維持超高速帶來的資源、能源、環境壓力太大，事實上是不可持續的；說不必要，主要是我們在提出中長期發展目標時就充分進行了測算，實現我們確定的到 2020 年國內生產總值和城鄉居民人均收入比 2010 年翻一番的目標，只要年均 7% 的增速就夠了。因此不必要追求超高的經濟增速。

——中共中央文獻研究室

《十八大以來習近平同志關於經濟工作的重要論述》

過去十年的高速增長主要來自兩大紅利的驅動。從供給端看，內部的人口紅利帶來了豐富的廉價勞動力，推升了儲蓄率和潛在經濟增速。從

需求端看，外部的全球化紅利帶來了外需的爆炸式增長和外資的大規模湧入，奠定了外向型增長模式的基礎。但目前來看，內外兩大紅利正在加速衰退，甚至變為拖累，這勢必導致中國經濟從高速增長向中高速增長換擋。從國際經驗來看，高增長之後的“換擋”也是必然趨勢。根據世界銀行增長與發展委員會的統計，第二次世界大戰後連續 25 年以上保持 7% 以上高增長的經濟體只有 13 個，排除博茨瓦納、馬耳他、阿曼這樣的小國，剩餘 10 個經濟體基本都是從第 3 個 10 年開始減速，第 4 個 10 年能保持 7% 以上增速的只有台灣，其餘經濟體基本都掉到了 4% 以下，而中國目前已進入高增長的第 4 個 10 年。

1. 供給端的新常態：人口紅利衰退，儲蓄率出現拐點，潛在增速下滑，勞動力比較優勢喪失

在過去近 40 年的時間裡，中國人口撫養比從 78.5% 一路下滑至 37.8%，勞動力人口即 15~64 歲人口佔比從 57% 升至 74.5%，在此帶動下，國民總儲蓄率從 30% 左右大幅攀升至 2008 年的 53.4%。但從 2011 年開始，中國的人口結構已經迎來拐點，勞動力人口比例開始下降，老齡人口佔比加速上升。未來十年，計劃生育對人口結構的衝擊將加速顯現，老齡化趨勢將愈發明顯，勞動力人口佔比將降至 70% 以下。

人口結構的惡化起碼會從三個方面拉低潛在增速。首先是拉低儲蓄率，而不論是從傳統的經濟增長理論還是從現實的國際經驗來看，儲蓄率與經濟增速都具有顯著的正相關關係。其次會繼續抬高國內的勞動力成本，使中國逐步喪失在勞動力成本上的比較優勢，未來的世界工廠將向東南亞、金磚四國其他三國、拉美、非洲國家轉移。最後，從國際經驗看，人口拐點往往意味著房價拐點。美國勞動力人口佔比 2006 年見頂，2007 年房價開始轉向；日本勞動力人口佔比 1992 年見頂，1991 年房地產泡沫就已經開始破裂。雖然中國 51.8% 的城鎮化率仍遠低於美、日房價泡沫破裂時

的水平，未來城鎮化進程帶來的剛需能對房價構成一定的支撐，但奢望房地產市場延續過去十年的輝煌已不現實。

當然，這種人口結構的衝擊是個緩慢過程，並不會引發潛在增速的斷崖式下行。首先，人口年齡結構變化的同時，人口的素質結構也在變化，勞動力人口的絕對和相對數量雖然都在減少，但隨著義務教育和高等教育普及的後續效應的加速顯現，勞動力人口的素質將明顯提高，對衝勞動力數量的下滑。其次，政府的人口政策將加快調整步伐，目前單獨兩孩已經放開，根據衛計委的預測，近幾年每年出生人口將因此多增 200 萬人左右，長期來看，這有助於延緩人口老齡化趨勢。

2. 需求端的新常態：全球化紅利衰退，全球經濟從失衡到再平衡，外需和外資從漲潮到退潮

對中國來說，21 世紀最初幾年是全球化的黃金時代，外需膨脹，外資湧入，雙順差成為中國經濟奇跡的核心引擎。從貿易渠道看，伴隨著發達國家一輪史無前例的加槓桿，其儲蓄—投資負缺口不斷擴大。再加上中國加入 WTO 和人口紅利帶來的出口競爭力迅速提升，中國迅速崛起，成為全球第一大出口國。從資本渠道看，發達國家的寬鬆貨幣政策，尤其是一輪又一輪的 QE（量化寬鬆政策）浪潮，推動全球流動性迅速擴張，外資大量湧入以中國為代表的新興市場。但金融危機之後，這種趨勢已經逐步逆轉。

首先，貿易再平衡正在加速。從需求角度看，2008 年的銀行業危機之後，私人部門去槓桿，2009 年的主權債務危機之後，公共部門也開始去槓桿，去槓桿的直接後果是發達國家的儲蓄—投資負缺口和經常賬戶逆差不斷收窄。從制度角度看，內需不給力，各國開始加大力度搶外需，美歐搞 TPP（跨太平洋夥伴關係協議）、TTIP（跨大西洋貿易與投資夥伴協議），實質是變相的保護主義。未來十年，WTO 紅利將逐步消散，取而代之的是所謂 ABC WTO（Anyone But China，意為將中國排除在外的 WTO）的巨大

挑戰。從技術角度看，中國的服務貿易逆差、投資收益逆差以及貨物貿易中的能源逆差正在逐步吞噬一般貨物貿易日漸萎縮的順差，未來中國經常賬戶可能全面陷入逆差。

其次，資本退潮也已拉開序幕。2014年QE逐步退出，2015年美聯儲大概率加息，全球流動性拐點到來。伴隨著歐美經濟的“逆差糾正式”復蘇，全球資本將加速回流中心國家。拉長週期看，2008年的美元指數很可能已經是個大底部，未來美元升值大週期將加速刺破新興市場泡沫，中國雖然有資本管制和外匯儲備的防火牆，但未來從“資產本幣化、負債美元化”向“資產美元化、負債本幣化”的轉變足以終結外資的單邊流入和人民幣的單邊升值。

二、結構調整的新常態：從結構失衡到優化再平衡

加快推進經濟結構戰略性調整是大勢所趨，刻不容緩。國際競爭歷來就是時間和速度的競爭，誰動作快，誰就能搶佔先機，掌握制高點和主動權；誰動作慢，誰就會丟失機會，被別人甩在後邊。

——習近平

過去十年是結構失衡（imbalance）的十年。從產業結構上看，以加工製造業為主的工業產能嚴重過剩，而服務業產能卻嚴重不足，看病難、上學難、融資難問題成為困擾國民福利改善的鐐銬。從需求結構上看，政府以GDP為綱的考核機制引發了各地方政府的招商引資錦標賽，投資和出口超常增長，而消費佔比不斷下滑。從地區結構上看，東部沿海地區快速崛起，中西部地區發展滯後，大城市尤其是北、上、廣、深等特大城市的城市病愈發嚴重，而中小城市及小城鎮相對薄弱。未來十年，必須通過優化結構緩解失衡，當然，這個再平衡過程中的陣痛在所難免。

1. 產業結構的新常態：從工業大國向服務業強國轉變

中國在出口和投資拉動的增長模式下迅速崛起為工業大國，自 1990 年以來，工業在 GDP 中的比重一直維持在 40% 以上。但金融危機之後，先是需求大幅萎縮，後是“四萬億”造成嚴重的產能過剩，中國的工業佔比開始加速下滑，服務業佔比半被動、半主動地提升。到 2013 年，GDP 中的服務業佔比已經超過了工業，服務業對經濟增長的貢獻率（48.2%）也超過工業（46.5%）。未來十年，中國將完成從工業大國向服務業大國的蛻變。

從主觀上看，問題倒逼之下，中央將加大力度進行產業結構調整。工業部門的產能過剩與服務業部門的供給不足並存是最核心的矛盾，為此，中央一方面將“以傷筋動骨的決心和代價堅定化解產能過剩。對產能過剩，決不能不作為、把問題往後拖”。另一方面，為了解決“看病難”“上學難”“融資難”的頑疾，中央必將加速開放以民營醫院、民營銀行為代表的服務業部門，擴大供給。

從客觀上看，伴隨著收入和資本存量的增長，中國正在從投資和出口主導型經濟向消費主導型經濟過渡。從歷史經驗看，這必將明顯提升對服務業的需求，尤其是商貿物流、互聯網金融等生產性服務業。

2. 質量結構的新常態：從“吹泡沫”到“擠水分”，實現有效益、有質量的增長

習總書記曾說過：“增長速度再快一點，非不能也，而不為也。”為甚麼不為？習總書記也給出了答案：“增長必須是實實在在和沒有水分的增長，是有效益、有質量、可持續的增長。”這意味著必須刺破過去 GDP 導向下盲目吹起的泡沫，擠出經濟增長的水分。自十八大以來，這種擠水分的動作一刻也沒有停止。

一是投資擠水分。在去產能的過程中，新政府通過收縮非標融資、信

貸窗口指導等方式斷了產能過剩領域的水源，實際上相當於擠出投資中的水分，使稀缺的資源更多地投向有利於轉型升級和服務民生的領域。

二是消費擠水分。2013年以來，“八項規定”掀起的反腐浪潮狠狠打擊了“三公”消費，鋪張浪費、無益於人民福祉的消費水分被擠出，緊接著的“掃黃”則有效擠出了非法消費的水分。未來十年，八項規定、反腐不會只是一陣風，新一屆領導層的決心毋庸置疑。

三是出口擠水分。從2013年5月的外管局20號文開始，中央嚴打隱藏在經常賬戶下的套利資本流入，虛假貿易的水分被大幅擠出。在這個過程中，中央同樣頂住了出口大幅放緩甚至負增長的壓力，展現出非凡的決心。

3. 區域結構的新常態：從各自為戰到協同發展，打造一弓雙箭格局

改革開放以來，每屆領導層都會在區域發展中尋求突破。鄧小平時代設立沿海經濟特區，江澤民時代推動浦東新區和西部大開發，胡錦濤時代重點建設濱海新區。但在經濟增長的黃金時期，區域經濟實際上未成為發展重點。當前國內外形勢發生深刻變化，新一屆領導再一次把區域發展提升為國家戰略。核心思路是打破過去的“一畝三分地”思維，頂層設計、協同發展，正如習總書記所說的“區域一體化乃大勢所趨”。在區域一體化的基礎上，從點到面，逐步實現“一弓雙箭”的戰略佈局。

“一弓”指貫穿中國東部一綫的東北老工業振興基地、京津冀經濟圈和21世紀海上絲綢之路，這片“弓”形區域基本涵蓋了中國經濟最發達的地區；“雙箭”指橫貫中國東、西部地區的絲綢之路經濟帶和長江經濟帶，兩支箭連接了中國廣袤且資源豐富的中、西部地區。“一弓雙箭”基本涵蓋了中國所有的省市區，向東連接東北亞、東南亞、澳洲，向西連接中亞、中東、歐洲，不僅是國內經濟發展的重要引擎，也是對外開放的重要窗口，

在政治、經濟、外交戰略上均具有重要意義。

“一弓雙箭”在戰略上各有側重。京津冀經濟圈的政治戰略比較明顯，首先要解決的是首都的安全和環境問題；絲綢之路經濟帶和海上絲綢之路的外交戰略更為突出，目的是解決中國的外交戰略突破問題；而長江經濟帶和東北老工業振興基地則更側重經濟效益，希望能夠成為托底中國經濟、推動穩定增長的快速抓手。新一屆領導的區域戰略明顯不同於以往的各自為戰、粗放發展，而是強調“全國一盤棋”，著力優化結構、協同發展。

4. 金融結構的新常態：打破金融壟斷，讓利實體經濟

金融混業趨勢逐步形成。第一，簡政放權，牌照放開，業務交叉。銀行業壟斷的局面即將打破，首家民營銀行或將落戶上海自貿區。證券業牌照管制逐步放開，民營資本等各類符合條件的市場主體均可出資設立證券經營機構，券商、基金等可以交叉持牌，金融機構業務交叉、互相滲透。第二，融資方式變化倒逼金融機構分化。根據《金融業發展和改革“十二五”規劃》，股票和債券融資佔社會融資規模的比重將顯著提高，這將導致銀行、信託等金融機構高速增長的時代結束，證券、私募等行業進入快速發展期。根據證券業 2014~2020 年發展規劃，總資產規模按照年均 20%~30% 增長，2020 年或將超過 10 萬億。

金融機構推動實體經濟轉型升級的作用更加重要。首先，金融行業享受政策紅利，盈利高企。2013 年金融類上市公司的利潤佔全部 A 股上市公司的比重超過 55%，但上市企業數量佔比不足 2%。金融機構的快速發展並沒有解決，反而加重了實體企業融資門檻高、成本高、負債高等問題。未來金融機構的角色必須有所調整，加快利率市場化、機構改革、業務創新，為實體經濟讓利。其次，資本市場是國企改革的重要戰場，國有企業通過資本市場可以跨區域、跨行業引入民資發展混合所有制，併購重

組來進行產業或技術的整合，股權激勵員工持股來完善治理結構，市值管理來優化股東價值，推動傳統產業的轉型升級，滿足新興產業的投融資需求。

資本市場結構深度分化，體現在主板和創業板市場分化、傳統產業和新興產業板塊分化、估值分化、交易分化。宏觀經濟處於合理區間，波動趨緩，以傳統產業為主的主板市場難有明顯的投資機會，低估值，業績下滑，交易清淡，藍籌股逐步失去彈性。以新模式、新業態、新產業為代表的創業板，以及具有成長潛力的新三板公司，有望成為經濟轉型升級的領軍者，部分企業市場關注度高，估值長期處於高位，交易活躍。未來，伴隨著創業板首發、再融資以及新三板轉板制度的陸續推出，資本市場各層次的功能將更加明晰化，創業板、新三板、場外市場等服務於中小創新型企業的作用將更加強化，債券市場的融資功能凸顯，期貨、大宗商品、衍生品等市場的金融創新將加快。

三、宏觀政策的新常態：前期政策消化期， 從西醫療法到中醫療法

如果我們繼續以往的發展方式，我們會有更高的增長率。但是，在宏觀經濟政策選擇上，我們堅定不移推進經濟結構調整，推進經濟轉型升級，寧可主動將增長速度降下來一些，也要從根本上解決經濟長遠發展問題。

——習近平

過去十年，中國經濟的潛在增速處於上行通道，經濟下行基本是週期性波動，決策者更傾向於從需求端入手，通過“大投資”“寬貨幣”實現總量寬鬆、粗放刺激，彌合產出缺口。這種思路類似於西醫療法，一生病就要吃止疼藥、打抗生素，對疼痛的容忍度低。從積極的一面講，西醫對症

下藥、藥勁猛，在治理危機時見效速度快。但是，從消極的一面講，這種療法治標不治本，而且是藥三分毒，長期使用西醫政策，必然會產生不利的副作用，甚至造成嚴重的後遺症。從歷史上看，凱恩斯主張的干預政策雖然帶領各國迅速擺脫了戰後蕭條，但間接導致了滯脹困境；列根和戴卓爾的新自由主義雖然成功克服了滯脹，但為之後的全球金融危機埋下了種子。同樣道理，中國的“四萬億”雖然保住了經濟增速，但導致了今天嚴重的產能過剩和債務風險。

未來十年，政府將採取一種全新的中醫療法。面對病痛，不再是簡單的頭疼醫頭腳疼醫腳，而是休養生息，增強身體的免疫機能，憑藉自身力量克服病痛，消除病根。也就是說，面對經濟下行的壓力，政府不再寄望於通過“放水”“刺激”等需求管理手段抬高經濟增速，而是如習近平總書記所說，“保持戰略上的平常心態”，著力通過促改革和調結構消化前期政策，發掘經濟的長期增長潛力。

1. 財政政策的新常態：從挖坑放水到開渠引水，從建設型財政到服務型財政

十八屆三中全會明確提出加快轉變政府職能，其中的重要內容就是轉變財政職能。過去是建設型財政，政府在投融資過程中發揮主導作用，財政資金大量投向“鐵公基”等基礎設施建設，但這種模式已經遭遇瓶頸。根據財政部的測算，從現在到2020年，城鎮化帶來的投資需求約為42萬億元，僅靠財政存在巨大缺口，而且可能加劇效率低下、權力尋租、政府債務等風險。因此，未來隨著政府加快簡政放權、轉變職能，財政也必須從“挖坑放水”式的建設型財政向“開渠引水”式的服務型財政過渡。

“開渠”旨在解決財政資金來源問題，未來迫於經濟轉型升級的需要，政府將不斷通過結構性減稅支持重點領域和產業的發展，比如擴大中小企業所得稅減免，擴大出口退稅範圍，繼續推進營改增，等等。稅收開源空

間有限，完善政府的舉債融資機制勢在必行，總體的思路是“開正門，堵歪門”。“開正門”，適度擴大地方政府舉債權限，引導地方政府以市場化原則在資本市場發行地方債；“堵歪門”，加強對銀行同業業務和影子銀行的監管。一方面，這有助於解決融資平台政企不分、預算軟約束造成的實體融資成本高企和期限錯配風險，緩解對私人部門金融資源的擠出效應以及對金融市場的扭曲作用；另一方面，地方債務融資規範化、成本降低，有助於彌補新型城鎮化的巨大融資缺口。未來，將會逐步剝離融資平台的政府融資功能，修改《預算法》，披露地方政府真實的資產負債表和財政收支表，完善地方政府融資機制。

“引水”有兩層含義。一是搭建平台和渠道，引入更多的社會資本參與公共建設和服務。基礎設施建設方面，政府主導的大規模刺激不會再現。十八屆三中全會明確提出“允許社會資本通過特許經營等方式參與城市基礎設施投資和運營”，事實上就是國際上流行的 PPP（公私合營）。2014 年 4 月，國務院常務會議宣佈向社會資本推出首批 80 個基礎設施建設項目，PPP 模式已經進入實質推廣階段。未來政府將從示範項目入手，繼續擴大地方試點，地區性的 PPP 中心也將陸續跟進。公共服務方面，政府親力親為的格局也將逐步改變。未來公共服務將更多地由社會主體提供，政府負責出資向社會力量購買服務。2013 年 9 月發佈的《國務院辦公廳關於政府向社會力量購買服務的指導意見》可以看作綱領性文件，明確了到 2020 年在全國基本建立比較完善的政府向社會力量購買服務制度的目標。

二是引導財政資金和社會資本的投資重點從經濟建設向服務民生轉移。近年來，中國財政支出中與民生關係最為密切的社保、醫療、教育佔比持續提升。2014 年，中央財政支出預算中上述三項支出佔比已從 2010 年的 15.3% 大幅攀升至 19.1%，但從國際經驗來看，未來仍有很大的提升空間。歐盟的醫療衛生、教育、社保在政府支出中的合計佔比為 47.8%，美國聯邦財政支出中社保、醫療保險、醫療補助的合計佔比為 48.0%。

2. 貨幣政策的新常態：從寬鬆貨幣到穩健貨幣，從總量寬鬆到結構優化

在經濟增速換擋的新常態下，貨幣政策的分析框架和調控思路也在發生適應性的改變。過去總量寬鬆的貨幣政策已經不再適用，中國當前需要的是穩健的貨幣政策框架。所謂穩健，即“保持政策的連續性、穩定性，既不放鬆也不收緊銀根”。貨幣政策不能大幅寬鬆，因為中國經濟減速屬於結構性的潛在增速下移，並非週期性產出缺口，盲目鬆銀根容易引發滯脹；貨幣政策也不宜過度收緊，因為在經濟結構調整的過程中，傳統行業存在下行壓力，但新的經濟增長點尚未大規模形成，貨幣政策必須維持適度，避免經濟出現“硬著陸”。

2012年第三季度以來，央行基本放棄了直接的總準備金率和存款利率調控，取而代之的是精細化的正、逆回購操作。央行通過頻繁公開市場操作，對貨幣政策進行預調微調，發揮貨幣政策的逆週期調節作用，熨平週期性的產出缺口。實際上，自2013年年初推出常備借貸便利（SLF）和短期流動性調節工具（SLO）以來，貨幣政策通過不同期限的搭配使用，通過正、逆回購和SLF、SLO等多種公開市場操作工具調控流動性的手段已是愈發精細和嫻熟。

政策工具的變化最終是為經濟結構調整和轉型升級的政策目標服務的。過去，在總量寬鬆的政策下，資金大概率流向房地產、地方融資平台和產能過剩行業等資金黑洞。現在，在盤活存量、用好增量的原則下，央行已經通過信貸管控、同業和非標監管徹底堵死了上述通道。因非標規模萎縮，金融機構沉澱在銀行間的流動性通過正回購主動上繳至央行。央行可以利用這個“錢袋子”，通過定向寬鬆支持再貸款，促進信貸結構優化，鼓勵和引導金融機構更多地將信貸資源配置到“三農”、小微企業、現代服務業等重點領域和薄弱環節，實現“總量穩定、結構優化”的目標。

總而言之，貨幣政策的新常態是：政策基調從過去的寬鬆貨幣轉向穩

健貨幣，政策工具從過去的總準備金率和利率調控轉變為精耕細作的公開市場操作，由此在保持“總量穩定”的基礎上引導資金流向，實現“定向寬鬆、結構優化”，更好地為實體經濟的轉型升級服務。

3. 供給管理的新常態：從淺水區改革到深水區改革

如前所述，中國目前的經濟減速不是簡單的週期性現象，自然不能單純依靠逆週期的需求管理，更重要的是打破供給端的瓶頸，尋找新的增長動力。增長動力從哪裡來？習總書記上任之初就給出了明確的答覆：“只能從改革中來。”2012年12月7日，距離十八屆中央政治局常委亮相不到21天，習近平第一次離京調研選擇了“重走小平路”，宣示對攻堅深水區改革的信心。一年之後，中央全面深化改革領導小組成立，習近平親自出任組長。

改革的核心是從制度層面打破未來十年經濟增長的供給瓶頸，對衝潛在增速的下行壓力。第一，改革基本經濟制度，提高全要素生產率，包括國資國企改革（理順國企與出資人以及國企內部的關係，提高國企運行效率）、財稅體制改革（理順中央和地方政府的關係，降低企業稅收負擔）、行政管理體制改革（簡政放權、強化市場）和涉外經濟體制改革（從貿易開放到投資開放，從製造業開放到服務業開放，探索負面清單管理）四大關鍵領域。第二，改革人口和戶籍制度，改善勞動力供給，包括放開“單獨兩孩”、逐級放寬戶籍限制等。第三，改革金融體系，改善資本供給，包括理順價格（利率和匯率市場化）、健全市場（多層次資本市場建設，新“國九條”）和深化開放（推進資本賬戶開放和人民幣國際化）等。第四，改革土地制度和城鄉管理體制，改善土地供給，重點是建立城鄉統一的建設用地市場，推進要素平等交換和公共資源均衡配置。

研究新常態要搞清楚三件事

馬 駿

中國人民銀行研究局首席經濟學家，曾就職於世界銀行和國際貨幣基金組織，任經濟學家和高級經濟學家

對新常態問題的研究，我認為要搞清楚三件事：一是搞清楚經濟增長潛力，科學判斷經濟增長潛力是避免過度刺激的基礎；二是搞清楚我們要保的到底是 GDP 增長，還是就業增長，還是合理的失業率；三是在有了正確的調控目標之後，如果確實需要一定程度的刺激，那麼應如何避免刺激帶來太大的後遺症，包括槓桿率上升過快、經濟結構重型化、國進民退、產能過剩等。

搞清楚經濟增長潛力

大家都認同，目前經濟的增長潛力肯定比 2007 年之前低了。2007 年之前可能在 10% 左右，現在的潛力到底是多少？8%，7%，還是 6%？這些數字之間一個百分點的差別，對宏觀政策來說，有很大的不同。

如果是 8%，而目前實際運行在 7.5%，就是低於潛力，一般來說，宏觀政策的微調方向就應該略微鬆動；如果增長潛力是 7% 或者 6%，那麼 7.5% 的增長就說明經濟過熱，一般來說，宏觀政策就沒有必要鬆動，而應

該反向操作。

從經濟學角度看，對短期經濟增長潛力的判斷至少有如下幾個方法。

首先，判斷經濟在目前的運行情況下是處於偏通縮還是偏通脹的狀態。如果經濟呈現出通縮的徵兆，則表明投入品的利用率處於低位，經濟增長潛力沒有被發揮出來，如果在需求方加一點刺激，則短期增長速度可以得到提升，通脹不至於太高。相反，如果通脹壓力較大且繼續上升，則表明實際增長速度超過潛力。當然，在實際運用這個判斷方法時會遇到許多技術問題，比如用哪個通脹指標，同比還是環比，是否要考慮資產價格，是考慮當期還是未來的通脹等。這就需要進行仔細的研究，尤其是要做定量的研究。

其次，考察企業的產能利用率。如果利用率明顯低於正常水平，則表明經濟增長低於潛力，否則即高於潛力。可惜的是，我們目前沒有公開的、有較大覆蓋面的企業產能利用率數據，當然，對甚麼是“正常”利用率也會有爭議。

最後，判斷目前的就業情況。如果失業率高於“均衡失業率”並繼續上行，則說明勞動力供給過剩且趨於嚴重，經濟增長就很可能低於潛力，反之則很可能高於潛力。

要判斷經濟增長潛力，應該研究並爭取量化一系列長期結構性變化因素的影響。

一是勞動年齡人口的下降。模型預計，至 2030 年，中國的勞動年齡人口會在 2013 年的基礎上下降 10% 左右。

二是治理環境的成本。這裡我們限於討論治理空氣污染的成本。從我們的研究來看，空氣污染主要來自燃煤和汽車燃油，而治理空氣污染基本上就是採用清潔能源（或將能源清潔化）的過程。而污染性能源向清潔能源的轉變（比如從煤炭轉向天然氣）意味著能源成本的上升，目前，清潔能源比常規煤炭的成本高約 30%。

三是消費者偏好從商品（製造業產品）轉向服務。理論和實證研究都表明，當收入達到一定水平之後，消費者對商品消費的需求彈性就會下降，對服務消費的需求彈性則會上升，這種需求結構的變化會引導產業結構從製造業向服務業轉型。但是，製造業通常比服務業有更高的生產率增速，因此，向服務業轉型一般伴隨著經濟增長的減速。

四是經濟領域的一系列改革將提高民企和混合制企業佔經濟的比重。由於民企和混合制企業較國有企業有著更高的全要素生產率，提高前者佔比將提高經濟增長潛力。

搞清楚宏觀調控的目標

搞清楚了 GDP 的增長潛力，就可以確定宏觀調控的基調到底是要鬆一些還是緊一些。過去一個普遍被接受的觀點是：保增長就是保就業，保就業就是穩定勞動力市場（失業率）。這個判斷的前提是：經濟增長與就業率之間存在穩定的正相關關係。在勞動年齡人口和勞動參與率的趨勢、經濟結構變化、經濟週期都比較正常的情況下，這個關係一般是存在和穩定的。

但是，數據表明，上述三個變量（GDP 增長、就業增長、就業率的變化）之間的關係不是簡單的綫性關係，在某些情況下，就業與就業率之間甚至不是正相關的。

第一，經濟增長提高一個百分點能夠帶來的就業增長幅度在下降。

第二，同樣的資金，投在基建、地產和重化工業所產生的 GDP 能夠創造的就業遠遠小於用來支持中小企業和服務業所能創造的就業。這是因為基建、地產、重化工業是資本密集型的產業，而中小企業和服務業多為勞動密集型的產業。

第三，如果勞動力供給開始下降（比如勞動年齡人口或 l 和勞動力參與率下降），則保持一定的失業率所需要創造的新的就業就會越來越少。也就

是說，就業增長和失業率之間的關係也會弱化，甚至在一個階段內可能逆轉。

與 2013 年下半年相比，2014 年前幾個月的經濟增長在減速，但人社部公佈的“求人倍率”（表明勞動力市場的勞力緊缺程度的指標）顯示出勞動力市場更加供不應求，這意味著失業率在下降，李克強總理最近披露的城鎮調查失業率的幾個月度數值也證實了這個趨勢。這說明，在勞動力供給趨勢出現結構性變化的特殊階段，經濟增長的趨勢與就業率的趨勢可以是背道而馳的。

由於上述三個變量的相關性的弱化，政府以哪個指標為依據來確定其宏觀調控的目標就顯得十分重要，選擇不同的指標，會導致不同的“最優”宏觀調控取向、力度和方式。如果政府的宏觀調控目標是保 GDP，那麼最有效的手段（即同樣的財政刺激資金帶來的 GDP 增長）是投資於“鐵公基”，因為其投資的乘數效應遠大於 1。相比來說，刺激消費的乘數效應一般小於 1。

但是，大量投資於“鐵公基”會加大槓桿率和潛伏在未來的金融風險。如果政府的調控目標是就業水平，那麼應該用同樣的錢更多地去支持消費、中小企業、服務業，雖然這對 GDP 增長的提升不太明顯，但能創造更多的就業。

如果政府的調控目標是將失業率穩定在合理水平，那就不光要看刺激政策能提供多少新的就業，還要看勞動力供給的變化，如果勞動力供給增長減速，那麼為了維持失業率所需要創造的就業就會更少一些。

從中長期來看，我們的調控目標應該從保 GDP 增長逐步過渡到保證穩定的勞動力市場（即均衡失業率），這反映了“以人為本”的政府對民生的關注將逐步超越對 GDP 的關注的必然趨勢。這種目標轉型的經濟基礎是隨著人均收入水平的提高，進一步提高物質生活水平對老百姓的邊際效用會下降，民眾會更多地追求社會和諧，而適度的失業率是“和諧”中最重要內容之一。