中国经济增长新时期与政策重心转变

胡永刚　　陈旭东

摘　要　随着人均收入达到世界上中等水平，改革动能及增长效应逐渐衰减，中国经济进入了一个新的历史发展时期，呈现出三大基本特征：资本从十分短缺变为相对丰裕，资本回报率持续下行；长期经济增长率拐头向下；经济增长从投资拉动为主转向投资与创新驱动并举。基于上述特征可以发现，2008 年以来持续时间最长的此轮经济调整，是由长期增长率下行和短期中经济对趋势的向下偏离共振所致，由于后者的影响占比更大，尤其是 2020 年初以来的新冠疫情冲击，使得这一偏离遽然拉大，周期性政策就显得更为举足轻重。新时期宏观调控重心应从财政政策转向货币政策。积极的财政政策重心应从以基础设施为代表的政府支出转向减税，以与相对并且将越来越丰裕的资本相适应。货币政策重心应从货币数量转向利率，并在较长一段时间内将利率维持在低位，以与较低的投资回报率相适应。

关键词　经济增长　新时期　财政政策　货币政策

作者胡永刚，上海财经大学经济学院资深教授（上海 200433）；陈旭东，上海财经大学高等研究院副研究员（上海 200433）。

中图分类号 F12　　**文献标识码** A　　**文章编号** 0439-8041(2020)10-0053-09

一、引言

1978 年改革开放以来，中国在经济、社会、国防、教育等几乎所有方面都取得了巨大发展，综合国力和国际影响力显著增强，国内生产总值从 3679 亿元增加至 2019 年的近百万亿元，占全球经济的比重从 1% 左右提高至目前的超过 16%，稳居世界第二，人均 GDP 超过 10000 美元，跻身上中等收入国家行列，7 亿多人口脱离贫困线，居民平均期望寿命从 68.2 岁上升至 2018 年的 77 岁。但是，如果我们仔细观察也不难发现，近十年多的中国经济走势与改革开放后最初三十年存在较大差异。2008 年之后，中国 GDP 增长中枢明显下行，经济调整时间大幅延长。2007 年中国经济增长率曾高达 14.2%，之后进入了 1978 年以来最长调整期，至 2019 年骤降至 6.1%，降幅高达 57%。2019 年末爆发的新冠疫情，更是将中国 2020 年第一季度的 GDP 增速拉低至−6.8%。如果中国的宏观经济政策不能做出及时和力度较大的调整，这一下行趋势在今后若干年中可能仍将延续，给经济增长和就业稳定带来巨大压力。

2019 年，中国社会消费品零售总额增速继上年首次跌至两位数以下后进一步下降至 8%，全社会固定资产投资增速则从十年前的 30% 左右骤降至 5.4%，降幅惊人。由于去杠杆和地方政府债台高筑，基建投资增速也呈断崖式下跌，从 2009 年的 22.67% 下降至 2017 年的 14.9%，2019 年进一步降至个位数的 3.8%。2008 年以来作为经济晴雨表的股票指数几乎一路下行，较具代表性的上证综指从 2007 年的 6124 点跌至 2018 年底的 2500 点左右，跌幅近 60%，仅 2018 年全年跌幅就高达 25%，为上一轮世界经济金融危机之后的最大跌幅。至今上证指数也只回到 3300 点左右。行业上下游关联极广、对宏观经济有辐射作用的

汽车行业也遭遇不景气，汽车销量去年首次出现负增长，2019 年更是进一步同比下降 8.2%。

上述数据表明，中国经济在先后经历了 2008—2009 年超 4 万亿刺激和去产能之后不仅没有止跌，相反都在经历了短暂反弹后出现增长速度下行现象。2007 年世界金融危机之后，尽管主要受农产品价格影响的中国消费者物价指数（CPI）与大部分国家一样仍然呈上涨态势，但与中国经济关系更为密切从而更能反映经济总体状况的生产者物价指数（PPI）则曾在 2012 年 3 月至 2016 年 8 月间出现连续 54 个月的负增长，历史上罕见。如果不仅关注 CPI，同时也关注 PPI，以两者的简单平均计，中国一度出现了通货紧缩。日本到达长期增长拐点后也曾经历过二十余年的通货紧缩，这一前车之鉴应该引起高度关注。尽管在 2017—2018 年间 PPI 转正，但在 2019 年 7 月之后又再次转负，全年年均增速只有−0.3%，2020 年一季度受疫情冲击更进一步下探至−0.6%。

过去几十年中国经济高速增长的主要动能来自改革开放，学术界和实际经济工作者大多主张通过进一步深化改革使经济重回上升轨道。但从中国经济当前所处的历史发展阶段和本轮经济调整的性质看，历史不会简单重演。尽管改革尤其是国企改革还将在今后若干年内继续给中国经济提供增长动力，但改革并不能解决所有问题，尤其无法解决经济的周期波动问题。即使中国的改革开放全部完成，即使在完全市场经济国家，经济也还是会有繁荣和衰退甚至危机。由于此轮经济调整由长期趋势下行和短期中经济对趋势的向下偏离共振所致，且后者的占比更大，新冠疫情冲击使得这一偏离进一步拉大，因此，既需要深化市场化改革尤其是国有企业改革、促进民营经济发展等旨在提高经济运行效率的中长期举措，更加需要及时调整财政和货币政策以适应中国经济所面临的新形势和新特点。

本文尝试从中国经济在 2008 年后显示出的新的增长特征事实出发，进而探讨其背后成因，在此基础上，指出新时期财政政策和货币政策应该做出的重大转折。

二、中国经济增长进入新时期的三大特征事实

（一）资本从十分短缺变为相对丰裕，资本回报率持续下行

改革开放之初，中国属于短缺经济，尤其缺乏资本，当时即使是很多低端、粗放的投资项目回报都在 100% 以上。之后，随着农村和城市的市场化改革先后启动，投资开始爆发式增长，资本形成总额对 GDP 增长的贡献率长期维持在 50% 左右，助推中国成为世界上投资增长因而也是 GDP 增长最快的国家。在投资和资本给中国带来高速增长和巨大财富的同时，得益于不断推行的体制改革和产业结构变化，中国资本回报率在较长一段时期内维持在高位，但这一状况在 2008 年之后发生了明显变化。根据刘仁和等的测算，在剔除生产税和企业所得税的情况下，考虑调整成本的资本回报率已从 2008 年的 9.82% 降至 2014 年的 3.02% 左右。[①] 白重恩、张琼在考虑存货的前提下，剔除生产税和企业所得税测算，中国的税后资本回报率同样也是从 2008 年的 11.85% 断崖式地下滑到 2009 年的 4.7%，2013 年进一步下滑至 4.17%。[②]

上述研究估算的都是资本平均回报率，即利润与总资本之比。然而，对企业而言，具有决定意义的不是以往资本的平均回报，而是现在投资在将来能够得到多少回报，即对投资起决定作用的是资本的边际回报率。从更贴近经济实际且与经济理论相一致的角度出发，也作为对其他学者研究结论的一个验证，笔者利用全国各省当年利润与投资之比数据测算了 1978—2015 年 [③] 的资本回报率。结果发现，中国资本的边际回报率在 2015 年已降至 2.8% 左右，比前两位学者的计算结果更低。这一差异一方面源于我们计算的是资本的边际回报而非平均回报，另一方面是我们将数据延长到了 2015 年。

从改革开放初期一直到 2015 年之前，中国一直是外国直接投资（FDI）的净输入国，长期与美国一起成为世界上吸引外资的第一或第二大国。这一状况在 2015 尤其是 2016 年发生了根本变化。根据 OECD 统

① 刘仁和、陈英楠、吉晓萌、苏雪锦：《中国的资本回报率：基于 q 理论的估算》，《经济研究》2018 年第 6 期。

② 白重恩、张琼：《中国的资本回报率及其影响因素分析》，《世界经济》2014 年第 10 期。

③ 截止期之所以定在 2015 年，是因为从 2016 年开始中国实施了去产能政策，使企业盈利状况有了较大幅度改善。由于去产能属于行政干预，会对经济数据产生短期扰动，其效果需要在一段时期后才能加以准确评估。

计，中国在 2016 年首度成为资本净输出国，净输出额达 466 亿美元。[①] 而根据商务部、国家统计局、国家外汇管理局联合发布的《2015 年度中国对外直接投资统计公报》，2015 年中国已成为资本净输出国，金额为 100.7 亿美元，到 2016 年净输出金额迅速增加到 441 亿美元。中国从世界名列前茅的资本输入国转而成为资本净输出国并非昙花一现的偶发事件，是国内投资持续高速增长、资本逐渐变得丰裕的必然结果。2011 年，中国对外直接投资仅 746.5亿美元，到 2016 年已高达 1701 亿美元，五年间增长了 128%，一跃成为世界第二大资本输出国。[②]（图 1）投资回报率的大幅度下行和向资本净输出国的角色转换表明，中国已从改革开放初期的资本短缺国逐渐转变为资本相对丰裕国，主要通过投资来拉动经济增长将逐渐成为历史。

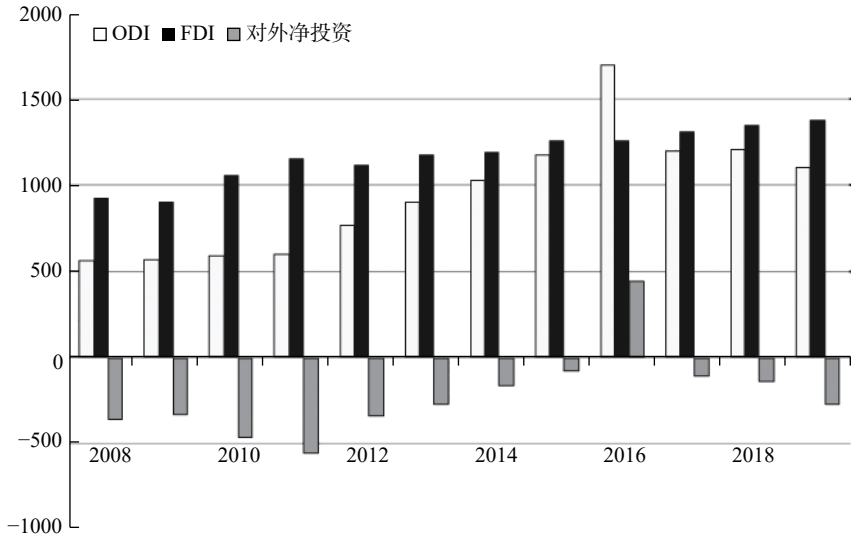

图 1　2008-2019 年中国 FDI（实际使用外资）、ODI（非金融类对外直接投资）与对外净投资变化一览（单位：亿美元）

数据来源：中华人民共和国商务部。

（二）长期经济增长率拐头向下，并将逐渐降至年均 2%—3% 左右

改革开放后的最初三十年，中国经济年均增长率大约在 9.6% 左右。以 2007 年此轮增长高点的 14.2% 计，至 2019 年的 6.1%，降幅高达 57%。虽然这一增速在全球经济中仍然名列前茅，增速的下滑中包含了趋势因素，但下滑幅度之大、下行时间之长前所未有。不仅如此，这一增速还是在中国近年货币发行量世界第一、财政赤字接近 3% 这一世界公认警戒线、政府债务陡增、企业和居民部门杠杆率增加了数倍的情况下获得的。[③]

无论新古典经济增长理论还是内生经济增长理论均表明，一国长期增长率既不能靠投资、也不能靠消费或服务业拉动，它取决于知识和技术进步。在投资拉动力逐渐衰减、创新驱动尚在酝酿的背景下，中国的高增长将成为历史。从各国发展看，投资拉动与创新驱动在经济增长过程中通常此消彼长，在后者取代前者占据主导地位的过程中，经济增长率逐渐下降，最终降至该国技术进步所能支撑的速度。美国近百年的经济增长率之所以长期维持在 2%—3% 左右，因为这一增速与美国的技术进步率相匹配。理论和历史均显示，一国进入创新驱动为主的发展阶段之后，经济增长率将放慢。

中国目前正处于新旧动能转换阶段，在转换过程中应该能够保持比发达国家更高的增长率。如果二十

① 数据来自 OECD 数据库网站。参见 https://data.oecd.org/fdi/fdi-flows.htm.

② 当然，由于 2017 年特朗普政府上台以来，中美经贸关系一波三折，对外投资管控加强，近年来中国对外直接投资的规模有所收缩，但趋势不会改变。

③ 据统计，中国地方政府债务规模从 2008 年不足 5 万亿元增至 2018 年超过 18 万亿元，企业部门杠杆率 2012—2016 年年均增长 8.3 个百分点，居民部门杠杆率则从 2008 年 17.9% 上升至 2017 年 49%。参见中国人民银行：《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》，http://www.gov.cn/xinwen/2018-05/13/content_5290717.htm.

年之后这一转换过程完成，届时中国的技术进步能够保持在与美国相似水平，中国长期增长率也有可能维持在年均 2%—3% 左右，而不可能一直保持在 6% 以上。换言之，在今后二十年左右时间里，中国经济长期增长率将趋于下行而不会呈 L 型。政府政策可以在短期内影响一国经济增长率，但它无法改变该国长期增长。长期增长率拐头向下并将向发达国家的较低增速收敛，构成中国经济增长新时期的第二个特征。

（三）中国经济目前处于创新驱动与投资拉动并举、两者缺一不可阶段

改革开放初期，中国经济增长与创新一词相距甚远，曾有学者通过实证检验后甚至得出中国经济增长不包含任何技术进步因素的结论。[①] 近年来这一状况有了明显改观。根据世界经济论坛《全球竞争力报告 2016—2017》分析，中国大致处于从要素驱动、效率驱动向创新驱动转变发展的阶段。[②] 根据国家知识产权局数据，2019 年中国（不含港澳台）有效发明专利拥有量已达 186.2 万件，通过《专利合作条约》（PCT）途径提交专利申请 5.9 万件，跃居世界第一。[③] 根据世界知识产权组织、欧洲工商管理学院和美国康奈尔大学等机构发布的全球创新指数报告（2019）[④]，中国继 2018 年以第 17 名首次跻身最具创新力经济体 20 强后，又提升三位至第 14 位。其中，中国在“本国居民专利申请量”“高技术净出口占比”“创意产品出口在贸易总额中的占比”等 9 项细分指标方面，均排名世界第一，但是高质量专利占比不高，真正签订专业许可的占比少之又少，创新之路依然任重道远。

上述事实表明，中国从无需创新正在逐渐转向要素驱动与创新驱动双引擎发展阶段，随着资本数量的进一步增加和向消费与服务业转型的日趋完成，创新驱动将逐渐取代投资拉动在经济发展中占据主导地位。但是在完全取代之前，投资拉动仍将扮演十分重要的角色，在中国一些发展相对落后地区尤其如此。中国区域、城乡间的不平衡蕴藏着较大投资空间，人均收入和资本较高的发达地区以创新驱动为主与相对落后地区以投资拉动为主的发展模式将在一段时期内并存，两者缺一不可。在此期间，轻投资的观点与轻创新的观点均有失偏颇，都会阻碍经济的正常发展。

有观点认为，中国过去经济增长方式落后，主要依赖要素投入，这一观点缺乏历史观，也与经济理论背道而驰。当一国一穷二白、资本十分短缺时，通过投资拉动经济增长属最优增长方式，这时既不需要也不可能实现创新驱动。当资本积累到一定程度，投资机会变得越来越难以寻找时，创新将逐渐成为企业的必然选择。从模仿走向创新系历史发展使然，无优劣之分。

三、成因诊断：长期趋势下行与短期波动的共振

改革开放以来，中国经济增长大致经历了 3 个波动周期，目前处于第 3 个周期的下行区域。此轮经济增长调整也是 3 个周期中持续时间最长、下行幅度最大的一次。中国经济增长已经进入了一个新的发展时期，此轮经济调整不仅是经济在短期中对常态的偏离，也包含了长期趋势的下行，是多种因素共同作用的结果。为此，我们必须正确理解这些因素的作用机制和内在逻辑，从长期和周期波动二重视角，及时调整应对之策，经济走出困境方指日可待。

（一）中国经济增长持续下滑的长期因素

1. 中国改革开放已从方向性转为深入化，大的增长动能不再。从图 2 看，中国增长的 3 个上行期大体对应 3 次重大改革开放举措：20 世纪 70 年代末以家庭联产承包责任制为标志的农村改革，90 年代初确立社会主义市场经济体制建设目标后的国企改革和民营经济大发展，以及 2001 年正式加入世界贸易组织，这些均给中国经济注入了巨大动能，大体形成了中国经济 3 个上行期。其中，加入世贸组织后的一轮上行持续时间最长。随着时间的推移，上述改革红利大幅度衰减，新的改革大多属于沿着既定方向的深入，增长的边际拉动效应明显递减。

---

① Chow, G. C., “Capital Formation and Economic Growth in China,” *The Quarterly Journal of Economics*, 1993, Vol. 108(3), pp. 809-842.

② Schwab, K., “The Global Competitiveness Report 2016-2017,” World Economic Forum, 2016.

③ 中国 PCT 国际专利申请量跃居世界第一，2020 年 4 月 7 日，http://www.cnipa.gov.cn/zscqgz/1147244.htm.

④ 康奈尔大学、欧洲工商管理学院和世界知识产权组织：《2019 年全球创新指数：打造健康生活——医学创新的未来》。

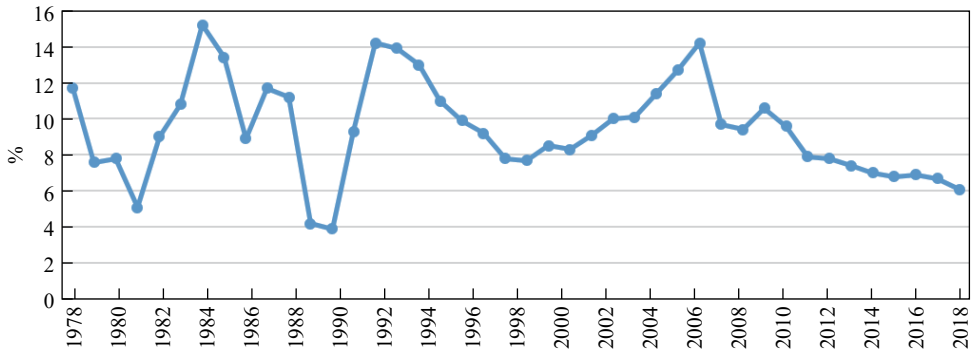

图 2　1978 年以来中国经济增长趋势图（单位：%）

数据来源：国家统计局。

2. 人均收入达到世界上中等水平，中国经济已到达或十分接近稳态，高投资、高增长时代基本结束。根据新古典增长理论，一国在资本十分缺乏时由于资本回报率较高，投资从而增长较快。当经济到达稳态后，经济增长率则由技术进步率决定，增长速度将大大放慢。不仅老牌发达国家，日本、韩国、新加坡等众多后起之国的发展过程都验证了这一理论。根据笔者的测算，如果中国的人口增长率、技术进步率、折旧率和资本份额分别以 1.5%、2.5%、5% 和 0.5 计，根据索罗模型，中国达到稳态约需三十年。如果贴现率和相对风险规避系数分别为 4% 和 1，根据拉姆齐—卡斯—库普曼斯模型，中国到达稳态的时间不到三十年。以 1978 年作为起始年，意味着中国在 2007 年之后接近稳态，进入长期增长的向下拐点。2009 年前后中国人均收入达到世界中等水平，也为这一猜测提供了支撑。

持中国经济到达长期拐点这一观点的，国内外早有人在。例如，王小鲁、樊纲预计从 2001—2010 年中国经济的平均增长率将降至 6%。[①] 然而，中国经济增速不仅没有如该书作者和国内外许多经济工作者所预期那样在这一期间下降，反而有所提高。2000 年中国人均收入只有 6666 元，远远低于世界中等水平。由于人均收入与人均资本大体对应，表明中国当时仍然是资本短缺国，资本回报率较高。一国在人均收入或资本达到世界平均水平之前，不会面临长期增长拐点，中等收入是长期增长拐点来临的必要条件。这一情况在 2009 年前后中国进入中等收入国家行列之后发生了改变。一国达到中等收入水平后，在丧失低成本优势的同时，在技术上与发达国家尚难相提并论，有跌入中等收入陷阱可能。2009 年前后是中国经济从高速增长逐渐转向中低速增长的拐点。

3. 模仿接近尾声，创新是一个长期过程。人均收入或人均资本达到世界平均水平是一国达到长期增长拐点的必要条件而非充分条件，模仿接近尾声是中国长期增长形成向下拐点的又一重要原因。如果模仿成本低于创新成本，容易证明，模仿国的增长率将快于创新国，这被称为后发优势，一定条件下后发国还可能超过技术领导国，形成“蛙跳”效应。[②] 模仿是对中国高速增长形成重大推力的另一因素。起飞前的中国经济几乎一穷二白，但这也为我们提供了巨大模仿空间。在改革开放条件下，1978 年之后三十年的模仿使我们跨入中等收入国家行列，成为了世界第二大经济体。

截至目前，几乎在联合国产业分类中全部工业门类都有中国制造身影，许多行业领域已经模仿到了极致，这既是好事也是不利之处，后者使我们失去了通过继续模仿进一步高速增长的可能。任正非在全国科技创新大会上的发言中就指出，“华为正在本行业逐步攻入无人区、处在无人领航，无既定规则，无人跟随的困境。华为跟着人跑的‘机会主义’高速度，会逐步慢下来，创立引导理论的责任已经到来”。[③] 当然，中国的一些非对称创新也引发了美国的高度关注和定点打击，尤其是中兴、华为、大疆、海康威视等高新企业在特朗普 2017 年执政之后受到不同程度的打压，产业链和供应链安全问题凸显。

---

① 王小鲁、樊纲：《中国经济增长的可持续性：跨世纪的回顾与展望》，北京：经济科学出版社，2000 年。

② 林毅夫：《后发优势与后发劣势——与杨小凯教授商榷》，《经济学（季刊）》2003 年第 4 期。

③ 任正非：《以创新为核心竞争力为祖国百年科技振兴而奋斗》，http://tech.ifeng.com/a/20160603/41617944_0.shtml.

4. 城镇化接近尾声。研究表明，1978 年以来，城镇化与中国经济增长之间存在着长期稳定的均衡关系，在主要靠投资拉动的经济增长中扮演了不可或缺的角色。[①] 1998 年开始房改，当年常住人口城镇化率为 30% 左右，到 2018 年达到 59.58%。二十年平均每年提升 1.5 个百分点左右。到 2019 年末，中国常住人口城镇化率已经达到了 60.6%，与改革开放之初的 17.9% 相比已经有了很大提升，与 65% 左右的完成形态也相差不远。即使按照国家发改委制定的 2030 年城镇化率达到 70% 的目标，今后十年平均每年也提升不到 1 个百分点。尽管尚有一定潜力，但势能和动能已大大减弱，对经济拉动的边际效应将逐步递减。

5. 人口红利消失，老龄化掣肘经济增长。中国刚进入中等收入偏上国家已面临生育率急剧下滑、老龄化日益严重的未富先老格局。据统计，2016 年中国总和生育率 1.6 [②]，低于国际公认的实现和维持代际更替的 2.1。2019 年中国 65 周岁及以上人口已占总人口的 12.6%，大大超过进入老龄化社会的 7% 门槛，位居世界各国中老龄化前列（图 3）。老年人口比重的持续增加和人口抚养比的不断上升，会加剧社会整体的养老负担，减少储蓄和资本积累，增加健康保障方面的支出，挤压对于技术和人力资本的投资，对经济增长的抑制效应非常明显。[③] 如果未来一个时期，中国在技术进步、人力资本积累等方面没有显著增长，潜在经济增长率和实际经济增长率的继续向下探底，将是内在逻辑可预见的结果。

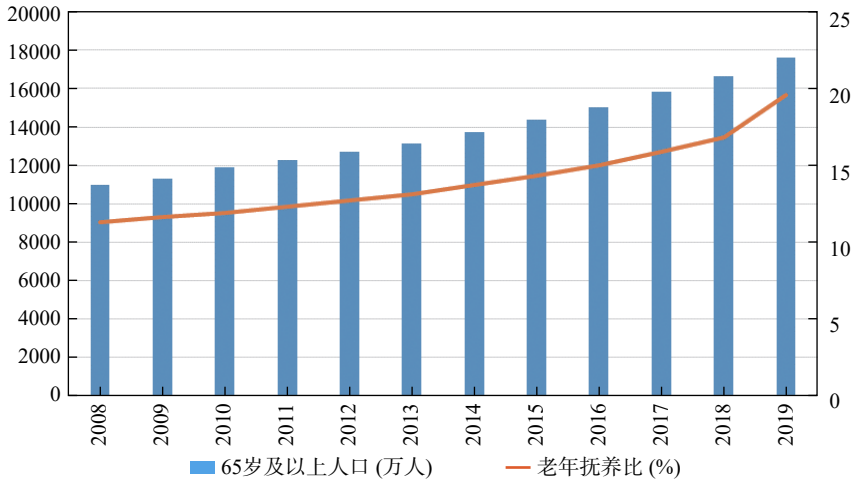

图 3　2008—2019 年中国 65 岁及以上人口与老年抚养比变动趋势

数据来源：国家统计局、民政部。

（二）此轮经济下行的周期因素：金融危机与逆周期调节力度不足

世纪之交亚洲金融危机的结束叠加中国成功加入世界贸易组织，使得中国经济从 2000 年开始进入新一轮高速增长，至 2007 年增速达到了 14.2%。长达八年的持续高速增长在经济内部积累了巨大产能之时世界金融危机不期而至，巨大的产能累积与世界金融危机叠加对中国经济形成了重大打击。尤其是在中国高度融入世界经济、贸易与投资体系中之后，使得当时中国的外贸依存度一度高达 64% 左右，经济受到了外部环境变化冲击的较大影响。

除了前面所述当时中国正处于长期拐点之外，答案还在于两国不同的财政和货币政策，经济下行与逆周期调节力度不足的叠加是此轮中国经济增速放缓的另一重要原因。金融危机爆发后，美国在财政政策方面推出了以降税为主、增加政府支出为辅的刺激计划，后者起应急作用，前者则作用于经济的持续复苏。中国的财政政策与此相反，表现为大幅度增加政府支出，直至 2017 年以前没有实质性减税政策。在中央政

① 朱孔来、李静静、乐菲菲：《中国城镇化进程与经济增长关系的实证研究》，《统计研究》2011 年第 9 期。

② 参见《2016 年我国卫生和计划生育事业发展统计公报》，2017 年和 2018 年的卫生健康事业发展统计公报均未公布当年的总和生育率。

③ Pecchenino, R. A. and Pollard, P. S, "Dependent Children and Aged Parents: Funding Education and Social Security in an Aging Economy," *Journal of Macroeconomics*, 2002, Vol. 24(2), pp. 145-169.

府推出了以 4 万亿元为代表的支出计划之后，各地方政府宣布的支出据笔者当时统计超过了 20 万亿元，中央和地方两者合计达 24 万亿元以上，这一数额与 2007 年中国全年的 GDP 相当。结果是美国经济持续强劲复苏，中国经济在 24 万亿刺激下仅仅反弹了 4 个季度。

相较财政政策，美国货币政策在经济复苏中扮演了更为重要的角色。其货币政策重心在于长期实施零利率政策并辅之以 3 轮量化宽松。事实表明，量化宽松的影响微乎其微，零利率政策的作用则举足轻重。与美国不同，金融危机爆发后，货币政策方面中国以大幅度增加货币供应量加以应对，利率最初几乎没有下调，直至 2014 年 12 月经济下行态势十分严重后才被迫开始转变利率政策。一国利率的长期均衡水平应与该国的投资回报率相适应，当产出缺口和通胀缺口为零时，利率应等于投资回报率。2008 年之后，中国投资回报率从原来的 10% 左右大幅度下降至 3% 左右，降幅高达 70%。如果对这一点有足够认识，中国理应通过迅速和大幅降息加以应对。尤其是在经济进入资本变得相对丰裕的新时期后，必须认识到中国投资回报率处于低位将成常态，中央银行不仅需要降息而且应在较长时期内将利率维持在较低水平。利率政策迟迟未对新时期这一特征事实做出应有反应，是中国经济增速放缓的另一重要原因。

四、政策建议：加快国企改革，壮大民营经济，调整财政与货币政策重心

尽管中国经济已经接近或到达稳态，从资本十分短缺转为相对丰裕，资本回报率大幅下降，但中国的增长潜力仍然大于美国等发达国家。中国经济的增长潜力既来自收入、资本，也来自财政和货币政策重心的调整潜力。如果能够适时转变宏观政策重心，尤其是将税收和利率降至与企业盈利相适应的水平，尽管面对新的疫情冲击和外部扰动，中国经济也将很快企稳上行。

（一）加快国企改革，壮大民营经济，通过微观经济主体的效率提升来延缓长期增长率的下行

这一轮时间长达十年以上、幅度高达 50% 的向下调整，系长期增长率的拐头向下与短期中经济对长期趋势的向下偏离共同所致，需要长期和短期应对之策双管齐下。前者指通过提高经济运行效率来延缓长期增长率的下行，其重中之重包括两个方面，一是提高国有企业效率，二是大力发展民营经济。

一方面，改革开放四十年后，国企在做大做强方面有了长足发展，但在管理层的任命、决策和运行机制等诸多方面仍然是一个市场调节与政府调节的混合体，效率提高方面存在较大潜力。如果能够加快国企改革，在有关国计民生的重要领域保持国企控股的同时，从完全竞争性行业逐步退出，中国有可能在 2021 年开始形成经济增长的第 4 轮上升周期，较大程度上延缓长期增长率下行趋势。

另一方面，中国经济的可持续增长和高质量发展离不开民营经济的发展。时至今日，民营经济贡献了中国经济 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新成果、80% 以上的城镇劳动就业、90% 以上的企业数量。[①] 不能保持民营经济的良性发展，中国经济的较快增长将难以持续。民营企业的发展，一方面需要企业自身的管理水平、技术水平的提升，另一方面也离不开政府所创造的良好市场环境和亲市场的宏观经济政策支持。

（二）将积极的财政政策重心从增加政府支出转向减税，将政府支出重心从基础设施转向鼓励创新

中国经济此轮长达十年的下行不仅是因为经济已到达了长期增长拐点，也是经济短期对长期趋势的向下偏离所致。我们的估算表明，周期冲击大约解释了中国经济波动的 60% 左右。由于改革开放并不能解决短期波动问题，因此，在通过改革举措来延缓长期增长率下滑的同时，更需要积极的财政政策和货币政策来对冲经济的下行压力。[②] 在中国，人们常常将积极的财政政策与增加政府支出相联系，这是对积极财政政策的误解。积极的财政政策首先应该指降税，其次才是增加政府支出。与降税相比，政府支出的合理性难以保证，政府花钱效率不高世界公认，且政府花钱容易滋生腐败。

---

① 王俊：《民营企业是稳外贸的关键》，《人民论坛》2020 年 4 月下期。

② 胡永刚、苗恩光：《趋势冲击、流动性约束与中国经济波动》，上海财经大学经济学院工作论文，2018 年；胡永刚、苗恩光：《垂直结构视觉下的趋势冲击、周期冲击与中国经济波动》，上海财经大学经济学院工作论文，2019 年。

并且，与减税相比，通过增加政府支出刺激经济仅具短期效应。金融危机之后，中央和地方政府在两年左右时间里支出了相当于 2007 年全年的 GDP，仅使经济反弹了 4 个季度。2019 年中国 GDP 已高达 100 万亿元，如果以此类推，同样要使经济反弹 4 个季度所需要的政府支出将不低于 100 万亿元。在政府债务已翻番达到约 39 万亿元、地方政府尚有约 22 万亿元债务等待偿还的情况下，仍然依靠增加政府支出来维稳经济的老路已到了不得不改变的地步。在中国迈入经济增长新时期之后，在实施积极的财政政策时用减税取代政府支出、在政府支出中用补贴创新取代基建投资应成为一种不二选择。

在基础设施短缺国家，政府的基建投资不仅直接增加 GDP，也会通过资本和劳动边际回报的提高间接作用于产出，但政府支出的正面作用存在一个临界点，过了这个点，以支出为代表的积极财政政策将阻碍而不是促进经济增长。有研究显示，政府生产性支出对中国经济增长的助推作用已经到达临界点，再继续大幅度增加基础设施投资可能对经济增长带来负面效应。[①] 与支出政策会通过抬高利率从而挤出居民消费和民间投资不同，降税则不仅增加总需求，而且增加总供给，避免了挤出效应。如果说支出政策的效应是短暂的，支出结束后经济有可能重回下行通道，由税收降到合理程度引起的经济反弹是可以持续的，属于经济内在机制作用的结果。在政府债务陡增，政府投资效率持续下降后，用减税取代支出成为积极财政政策首选成为必然。

一国总需求可以分解为消费、投资和政府支出。对资本短缺的国家，后者可以比前者更能促进经济增长。但在基础设施规模日益庞大、资本变得相对丰裕、由于消费不足不时为产能过剩而困扰的中国，与其将收入以税收形式交给政府去进行效率较低的投资，不如将 GDP 的更大部分发给居民，以消费的增加解决总需求不足问题。产能过剩的实质是投资和消费的失衡，不能仅仅通过供给侧改革来解决。中国人均 GDP 虽已开始跨越世界中等水平，但工资却远在世界平均水平之下，劳动收入占 GDP 的比重在世界各国中处于较低水平，仅高于非洲，低于印度等国。大幅度提高工资性收入应该成为今后较长一段时间内的工作重心。

（三）实施积极的货币政策，将积极的货币政策重心从降准转向降息

1. 中国比美国更需要实施积极的货币和零利率政策，资金脱实向虚不是货币传导机制不畅而是利率高于资本回报率的必然结果。

一国利率水平应该与该国的投资回报率相适应。如果说高利率与改革开放最初三十年的高投资回报率相适应，那么当中国从资本短缺转为相对丰裕、资本回报率大幅下降并将在较长一段时期内维持在较低水平后，仍然维持高利率的思维和政策则与中国经济基本面背道而驰。根据泰勒规则，央行的目标利率取决于：一、长期均衡利率；二、产出和通胀缺口。长期均衡利率由该国投资回报率决定。国内一些研究人员往往集中于利率的短期部分而忽视了前者。金融危机爆发之后，美国主要依靠零利率政策将经济从衰退带向繁荣，成为近十年世界各国中增长最为强劲的国家。欧洲和日本也纷纷实施了零利率甚至负利率政策。

无论从长期还是周期视角看，中国比美国等发达国家都更应该实施积极的货币政策尤其是零利率政策。首先看利率的长期均衡水平。金融危机爆发之前中国资本回报率与美国大体相当，都在 10% 左右。危机爆发后，美国央行迅速将联邦资金拆借利率降至 0%—0.25%，而中国在资本回报率大幅下降至 3% 左右情况下，在利率问题上迟迟未做反应。直至今天，与从 10% 降至 3% 左右的资本回报率相比，利率的调整水平仍属杯水车薪。近年来数次降息后，1 年期银行贷款利率仍然维持在 4% 以上，市场贷款利率远远高于官方水平，估计在 6% 以上。一方面，中国的投资回报率低于美国，另一方面利率却处在相对较高水平，美国经济在金融危机后得以强劲复苏、中国经济至今尚未企稳应在预料之中。当利率维持在 6% 左右，投资回报率只有 3% 时，资金脱实向虚成为市场的必然选择。资金不愿流向实体经济不是货币传导机制不畅，而是投资回报率低于利率使然。

从周期视角看，新冠疫情之前，美国一直处于充分就业甚至过度就业状态，中国经济则正处于改革开

① 胡永刚、郭新强：《内生增长、政府生产性支出与中国居民消费》，《经济研究》2012 年第 9 期。

放之后下行时间最长时期。中国的 CPI 与美国大体相当，但与经济联系更为密切的 PPI 一度连续 54 个月负增长，去产能之后的 2019 年仍然出现连续数月的负增长，提示了通货紧缩和产出处于正常水平之下。因此，无论就长期还是周期视角，中国比美国都更应该实施积极的货币政策尤其是零利率政策。要使中国经济走出下降通道，降息成为政策首选。如果将一年期名义贷款利率降至 2% 左右，同时将存款利率降至 0.25% 这一与美国相似水平（欧洲目前名义存款利率为负），中国经济方才可能反身向上。

2. 货币政策重心应从货币数量转向利率。

近年来尽管经济持续下行，但我们一直不愿或不敢实施积极的货币政策，其重要原因之一是担心流动性过剩。中国货币是否超发？从货币存量角度回答可能是肯定的。据世界银行统计，2009—2012 年中国新增货币量连续位居世界第一位，约占全球新增货币总量的 40%。尽管近年 M2 增速已有所下滑，但截至 2019 年末，中国的 M2 仍高达 198.65 万亿元，约为 28 万亿美元，远远超过了美国，而中国的 GDP 不到美国的 70%。然而，仅从货币存量得出流动性过剩的结论，既缺乏理论依据也有失偏颇。

首先对经济具有实际影响的不是货币存量而是货币流通量，后者尚受资产价格和持现率等货币流通速度影响。近几年，随货币数量的增加，货币流通速度在持续下行。这一方面源于资产价格尤其是房地产价格的大幅度上升，另一方面源自需求不足情况下钢铁、煤炭等大宗商品的滞销。金融危机之前，中国货币供应量增长率一直高于 GDP 增长率与通胀率之和 3 个百分点左右，总体而言并未爆发持续性通货膨胀，表明货币政策基本符合中国实际，其中房价的大幅度上涨吸收了相当一部分货币。

美国在 20 世纪 70 年代之后将货币政策中介目标从调控货币数量转向利率，两者分别称非传统和传统货币政策。以货币数量为中介目标的非传统货币政策存在“风筝效应”：要让风筝下来十分容易，抽紧绳索即可，欲让其飞起来则需借助于风。同理，要使过热经济降温，抽紧银根即可，但当经济十分疲软、市场预期很差、投资无利可图时，增加货币供给并不足以使企业增加投资、居民增加消费。中国目前更接近后者，这也是一方面大幅增加货币供给，另一方面实体经济资金仍然短缺的重要原因。在当前经济下行特征明显，数量调控又受制于“风筝效应”的情况下，央行应该尽快以利率调控取代货币数量调控，大幅度持续降息，并在较长一段时间内将利率保持在与投资回报率相适应的较低水平。

〔本文得到数理经济学教育部重点实验室（上海财经大学）的资助〕

（责任编辑：沈敏）

The New Period of China’s Economic Growth and the Shifts in Policy Focus

HU Yonggang, CHEN Xudong

Abstract: With its per capita income reaching the middle level in the world and the momentum of reform gradually declining, the economy of China has entered a new period of development, showing three basic characteristics: the capital has changed from very short to relatively abundant leading to a consistent declining rate of return on capital; the long-term economic growth rate has turned downward. the economic growth has gone from investment driven alone to both investment and innovation driven. The current longest round of economic downward adjustment since 2008 stemming from both the in the long-term growth rate and the short term deviations from the trend implicates that in the new period the heart of China’s macroeconomic policy should turn from fiscal to monetary policy. The focus of fiscal policy should shift from government spending to tax cuts and that of monetary policy should shift from quantity of money to interest rates.

Key words: economic growth, new period, fiscal policy, monetary policy