

# 中国宏观经济分析与预测报告

## (2009 年第一季度)

### ——走出经济低谷的改革措施与宏观治理

宏观研究

2009 年 3 月 19 日 星期四

杨瑞龙 刘元春 阎衍 朱戎

#### 报告要点

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

2008 年下半年中国宏观经济急转直下, 出现大幅度的下挫, 随之中国宏观经济政策开始全面转向。2009 年 1-2 月宏观数据的矛盾带来了宏观解释的冲突, 乐观派和悲观派的交锋强化了人们对于未来经济发展的不确定气氛。如何正确认识这些矛盾的数据, 如何评价这些冲突的解释, 成为下一步宏观经济调控十分重要的基础。

根据中国 AS-AD 动态调整分析框架以及各种宏观变量在中国总供给和总需求分析中的地位, 我们的总体判断如下: (1) 由于中国出口与消费在中国需求中的核心地位, 目前以政府投资为主体的经济小幅反弹无法左右中国宏观经济持续下滑的基本趋势, 尚没有充分的证据证明中国的宏观经济已经触底反弹; (2) 工业层面的数据回暖一方面是中国刺激性政策的产物, 另一方面也是去年过度存货调整的产物, 部分工业的小幅反弹尚缺乏坚实的需求基础, 也没有相应足够的结构支撑, 因此, 它难以从根本上启动中国经济的全局性回暖; (3) 外部环境的持续恶化、内部以房地产和出口产业为核心的支柱产业的持续低迷、中国刺激政策实施效率的不确定以及中国社会承受宏观经济波动冲击的能力较弱等因素决定了中国宏观经济下行通道的长度和不确定性。

为了应对深度的经济下滑, 中央政府及时密集地出台的一系列经济刺激计划, 尽管这对提升信心, 抑制经济的继续下滑起到了作用, 但离我们的预期政策目标还有较大的距离。因为从目前的政府资金安排来看, 其本质上是投资驱动型方案, 它只是延缓了投资驱动型经济增长模式内在的矛盾, 它不仅无法从根本上解决需求结构转变和内需的持续增长问题, 而且也会扭曲政策传导机制, 导致当前刺激经济政策效果的不确定性。第一, 在政府投资主导的经济增长模式没有发生根本性转换的条件下, 以刺激投资为核心的宏观经济政策的中长期效果具有很大的不确定性; 第二、消费需求的启动是一个长期的任务, 但目前的国民收入分配格局与社会保障制度在很大程度上限制了消费启动政策效应的发挥; 第三, 财政政策仍然是需求管理政策的核心, 而目前我国的财政体制与政策传导机制的不健全限制了财政政策刺激效应的发挥; 第四, 货币政策调控机制的不完善影响了货币政策的调控效率。

为了提高经济刺激政策的效果，我们认为必须按照科学发展观与改革的思维重新反思与调整我们传统的宏观治理原则。(1) 避免宏观治理目标的错位与混乱。周期性萧条形成有其必然的逻辑和经济基础，不顾经济周期调整的规律，简单进行大规模刺激和过度救助有可能会给经济带来过度的波动和额外的调整成本。(2) “保稳定”与“防经济循环的断裂”比单纯的“保8”更重要。(3) 以投资为主导的短期刺激政策并不足以引领我国走出“周期性”和“全局性”的经济衰退。因此，“扩内需”与“增长模式的转换”必须以体制与机制的“改革”为前提和先导。(4) 强化经济刺激政策的就业导向，把温总理在全国人代会上提出的新增城镇就业 900 万人以上和城镇登记失业率控制在 4.6% 以内的目标落到实处；(5) 强化经济刺激政策的消费导向。利用社会政策的改革在中长期通过收入分配途径来启动消费，利用供给结构调整在中期与内需结构相匹配，在本质上比短期需求总量刺激政策更为重要。(6) 优化宏观经济政策的传导机制。短期宏观刺激政策的效率并不完全取决于刺激力度的大小，而是在于宏观调控政策微观传递机制的重塑。(7) 对刺激政策的力度和时间安排要有准确的考量。(8) 成本最小化的刺激政策导向。

据此，我们主张：第一，把消费需求刺激政策建立在收入分配制度改革的基础上；第二，构建以社会保障制度为核心的社会安全网；第三，进一步改革现有的财政分权模式，规范地方政府行为，为投资主导型增长模式的转换创造条件；第四，立足于治理波动的财政机制的重建，提高财政政策在刺激内需上的效率；第五，改革现有的货币政策调控机制、提高货币政策调控效率；第六，完善市场竞争机制，通过鼓励中小民营企业发展来扩大就业。

改革开放为中国带了持续 30 年的快速经济增长，创造了一个世界奇迹。解决我们当前面临的困难从根本上说也依赖进一步的改革开放，通过改革开放转换经济增长模式，为启动内需奠定坚实的制度基础。

因此，改革促消费，改革调结构，改革理机制，改革保稳定，改革提信心。

## 第一部分 尚未走出下行通道的宏观经济

2008 年中国宏观经济急转直下，出现大幅度的下挫，中国宏观经济指标全面飘绿，致使中国宏观经济政策全面转向。

2009 年，在宽松的财政政策、宽松的货币政策、全面回调的贸易政策、救助性的产业政策以及 4 万亿政府刺激计划的作用下，中国宏观经济发生了一些变异，在进出口贸易、消费和物价进一步下滑的同时，中国固定资产投资增速、工业增加值以及 PMI 出现了止跌回升。1-2 月宏观数据的矛盾带来了宏观解释的冲突，乐观派和悲观派的交锋强化了人们对于未来经济发展的不确定气氛。如何正确认识这些矛盾的数据，如何评价这些冲突的解释，成为下一步宏观经济调控十分重要的基础。

表 1: 矛盾的 1-2 月宏观数据及其解释

| 乐观派                                         | 悲观派                                                             |
|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>1、固定资产投资</b>                             | <b>1、进出口贸易</b>                                                  |
| 1-2 月同比增速为 26.5%，与去年同期提高了 2.2 个百分点          | 1 月进出口同比增速分别为-43.1%和-17.5；2 月分别为-24.1%和 25.7%，贸易顺差比上月下降 342 亿美元 |
| <b>2、工业增加值</b>                              | <b>2、消费</b>                                                     |
| 2 月同比增速 11.0%，止住 2008 年 6 月以来加速下滑的局面        | 1-2 月同比增速 15.2%，与去年同期下降了 5 个百分点                                 |
| <b>3、PMI 指数</b>                             | <b>3、CPI 和 PPI</b>                                              |
| 2 月达到 49%，连续 3 个月反弹。                        | 1 月两指标分别为 1%和-3.3%；2 月分别为-1.6%和-4.5%                            |
| <b>4、发电量</b>                                | <b>4、财政收入</b>                                                   |
| 2 月同比增速 5.9%，改变前几个月同比负增长的局面                 | 1 月同比增速为-17.1%                                                  |
| <b>5、M2</b>                                 |                                                                 |
| 2 月同比增速达到 24.17%，是 1997 年 7 月份以来近 12 年的最高增速 |                                                                 |
| <b>6、重要工业产品产量</b>                           |                                                                 |
| 2 月水泥同比增加 42.5%，原煤 16%，汽车 22.9%             |                                                                 |

资料来源：国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

对于这些判断中国宏观经济的指标体系，我们一方面要分析它们在决定宏观经济走势中的地位，以剔除一些短期波动和非常规性因素的干扰，最终把握宏观经济的走势；另一方面需要把它们放在一个统一的分析框架之中，进行逻辑一致性的处理和说明，而不是单纯依赖某一个参数对宏观经济进行说明。

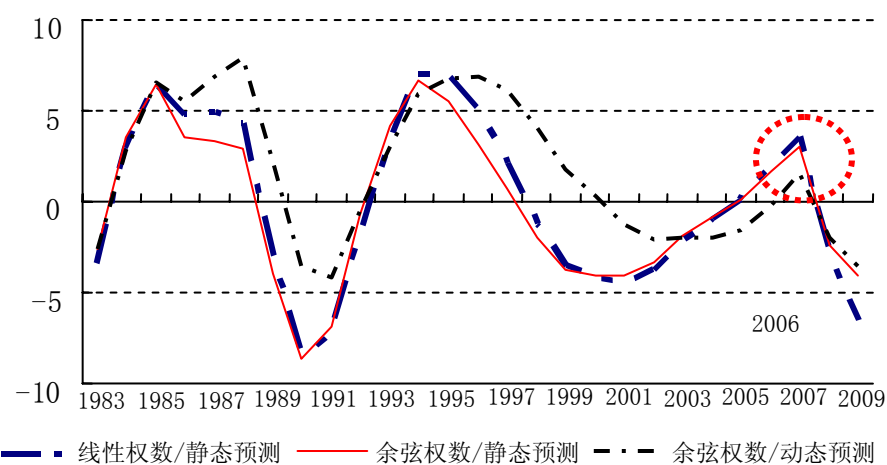
因此，根据中国 AS-AD 动态调整分析框架以及各种宏观变量在中国总供给和总需求分析中的地位，我们的总体判断如下：1) 由于中国出口与消费在中国需求中核心地位，目前以政府投资为主体的经济小幅反弹无法左右中

国宏观经济持续下滑的趋势，中国宏观的周期性下滑刚开始展现，而不是已触底反弹；2）工业层面的数据回暖一方面是中国刺激性政策的产物，另一方面也是去年过度存货调整的产物，因此，部分工业的小幅反弹不仅没有坚实的需求基础，也没有相应的结构支撑，它难以从根本上启动中国经济的全局回暖；3）外部环境的持续恶化、内部支柱产业的持续低迷、中国刺激政策实施效率的不确定以及中国社会承受宏观经济波动冲击的能力较弱等因素决定了中国宏观经济下行通道的长度和不确定性。这具体体现在以下几个方面：

**一、2009 年一季度延续 2008 年下期深度下滑的态势，潜在 GDP 缺口将进一步放大，GDP 增速进一步下滑。在需求大幅度下滑的同时，潜在产能的持续放大决定了中国本轮周期性调整的长期性。**

按照几种潜在 GDP 的估算方法进行测算，2009 年将在前期大规模投资的推动下出现潜在 GDP 和产能大幅放量的冲击。估计 2009 年的产出缺口将比 2008 年扩大 1 倍，总体宏观形势将进一步恶化。同时，由于存量产能过剩的调整不仅涉及总需求的刺激，还涉及固定资产的更新、替代与转型。因此，本轮中国经济周期的低谷期可能相对漫长。短期需求总量的局部变化，难以改变这种周期的特性。

图 1：利用 3 种方法测算的中国 GDP 产出缺口（%）



资料来源：国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

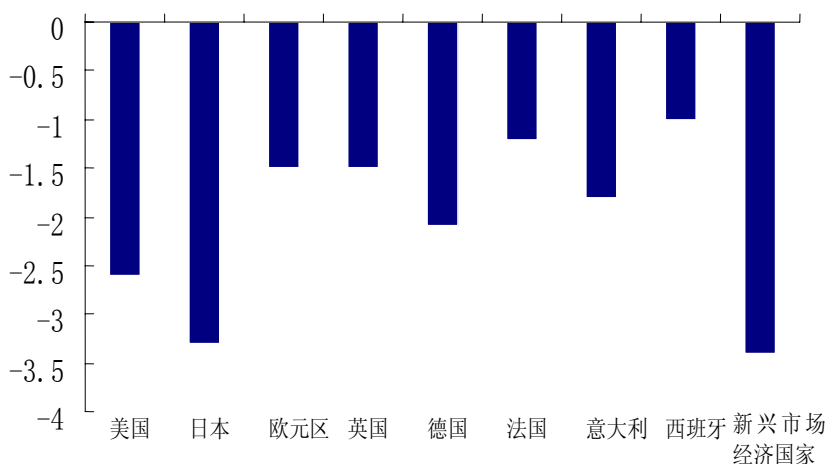
**二、在世界经济超预期下滑的作用下，中国外贸出现进一步加速下滑，欧美经济危机对中国实体经济下滑的冲击开始进入加速期，外贸顺差增长的势头可能遭遇逆转。**

决定中国未来宏观经济走势以及周期调整的深度和长度的一个核心因素就是中国外部经济的变化。因为中国外贸依存度过高（2008 年接近 60%），同时出口占 GDP 比重超过 32%，出口与国内投资以及居民收入的关联度很高。因此，中国外贸的波动对于中国宏观经济的影响并非标准宏观经济学中所言的贸易顺差占 GDP 的比重（2008 年中国贸易顺差占 GDP 比重为 6.7%），对增长的影响不能简单局限于国民经济核算体系。如果将出口对于投资和

消费的影响纳入其中，出口的波动对中国经济波动的影响将超过 45%。

因此，我们不能低估世界经济未来超预期深度下滑，导致中国出口深度下滑对中国宏观经济周期调整的决定作用。自 2008 年第 3 季度以来，世界经济出现全局性的深度下滑，其中第四季度比第三季度下滑了 1.2 个百分点，按照 18 家国际机构预测的 2009 全年下滑的幅度将达到 2.2 个百分点。按照世界实体经济萧条传递的规律，世界经济对中国贸易的冲击刚进入加速期。这从进 5 个月贸易数据的变化体现出来。

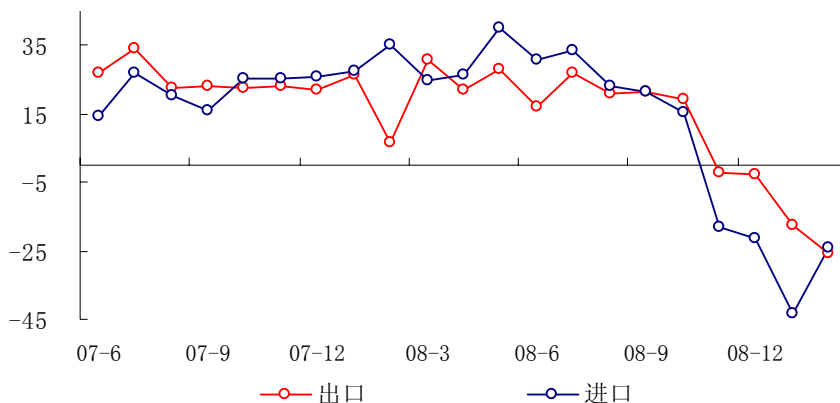
图 2：主要经济体 2008 年 4 季度与前季下滑度 单位：%



资料来源：BLOOMBERG 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

1 至 2 月我国外贸进出口总值 2667.66 亿美元，同比下降 27.2%。2 月出口总值为 648.95 亿美元，同比下降 25.7%；进口总值为 600.54 亿美元，较去年同期下降 24.1%。贸易顺差实现 48.41 亿美元，较上月减少 342.59 亿美元在剔除本年春节因素后，1 月的实际出口降幅在 8%-10%，进口下降约 30%，2 月出口、进口在剔除上年春节因素后，实际降幅将达到 30.7%和 27%。

图 3：2009 年 1-2 月进出口同比增速回落明显 单位：%

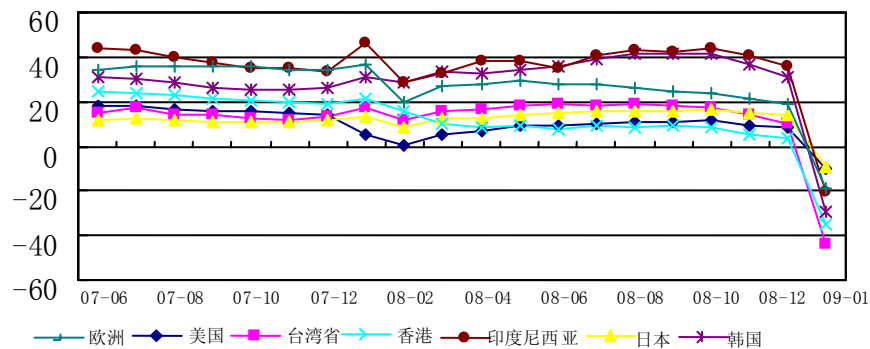


资料来源：WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

如果考虑中国目前出口下滑的国别因素，我们会发现，与新兴市场经济国家的出口下滑最为剧烈，欧盟次之，而美国和日本都在-9%左右。因此，西

方发达国家 GDP 深度下滑对中国外需的冲击刚刚进入加速期。如果考虑中国结构调整以及技术升级等政策的实施，中国出口增速下滑的速度将超过进口下滑的速度，从而导致中国贸易顺差的减少。

图 4: 主要经济体系出口总值累计增速

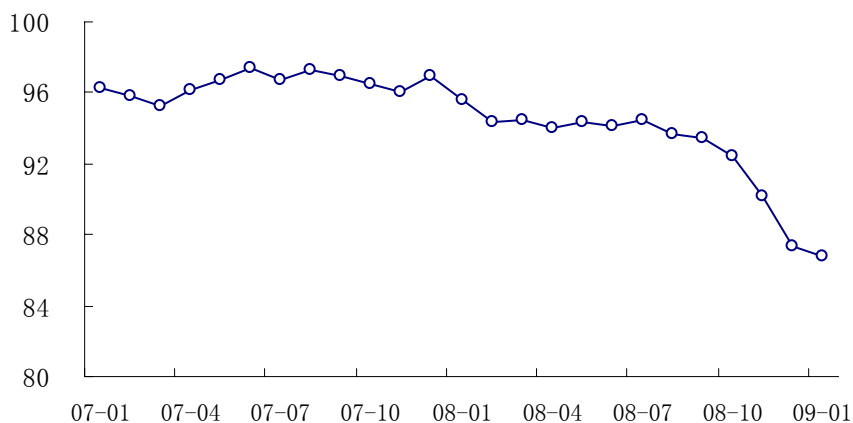


资料来源: BLOOMBERG 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

三、在消费信心下滑、收入增速回落以及整体宏观经济景气大幅下滑等因素的作用下，消费增速开始进入加速下滑的时期，宏观经济下滑开始由出口与投资领域传递到消费领域，未来消费启动难以达到预期的目标。

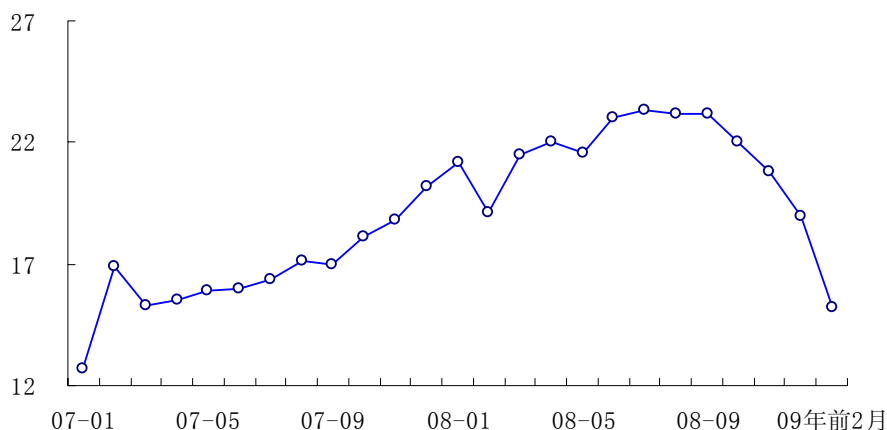
自 2008 年 9 月以来，中国消费者信心指数持续下滑。同时，居民收入同步出现下滑。2009 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 15.2%，与去年同比下降了 5 个百分点，名义消费自 2008 年 9 月以来，出现缓慢加速下滑的态势，即使剔除价格因素，2009 年 1-2 比去年第四季度也下滑了 2-3 个百分点。这种下滑预示着中国经济全局性下滑格局的形成，2008 年出现的“消费支撑宏观”的局面将消失。

图 5 中国消费者信心指数 08 年 9 月以来下滑明显



资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

图 6: 中国社会消费品零售总额增速

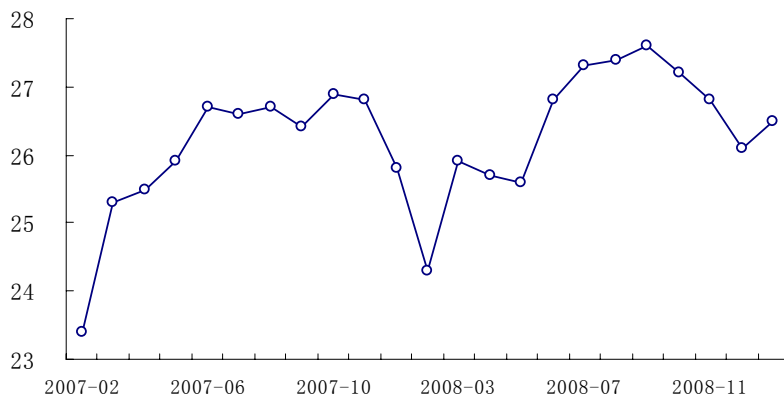


资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

**四、投资型短期刺激政策的推动下, 固定资产投资增速有所提升, 但政府投资在启动民间投资上收效甚微, 在萧条时期财政刺激的拉动效应可能要大打折扣。**

2009 年固定资产投资增长速度出现明显的回调, 达到 26.5%, 较去年同期增速提高了 2.2 个百分点, 如果考虑价格因素, 实际投资增速提高了 9 个多百分点。这充分说明自 2008 年 12 月开始启动的刺激型投资计划发挥了巨大的作用。但是, 导致 2009 年 1-2 月固定资产投资增长核心因素是国有及国有控股投资大幅度增加, 增速达到 35.6%, 比去年同期增速提高了 23.3 个百分点。如果剔除国有因素, 则其他经济成分投资同比增速仅为 20%, 港澳台商投资和外商投资增速仅为 1.1% 和 2.1%, 房地产开发完成投资增长仅为 1.0%; 如果我们剔除 2008 年 12 月启动的 2300 亿元刺激性新增投资, 常规性投资增长速度还下降了 1.8 个百分点。与此同时, 中央项目增速迅猛, 增速达到 40.3%, 比去年同期提高 25.4 个百分点, 而地方项目与去年同期基本持平这充分说明两个问题: 1) 刺激计划至少在目前为止对非公有经济的拉动效应没有实现, 一般市场主体对刺激计划的反应并非预期的那么积极; 2) 地方对于中央的配合并非达到预期的目标。

图 7: 2007-2009 年 1-2 月固定资产投资增速情况

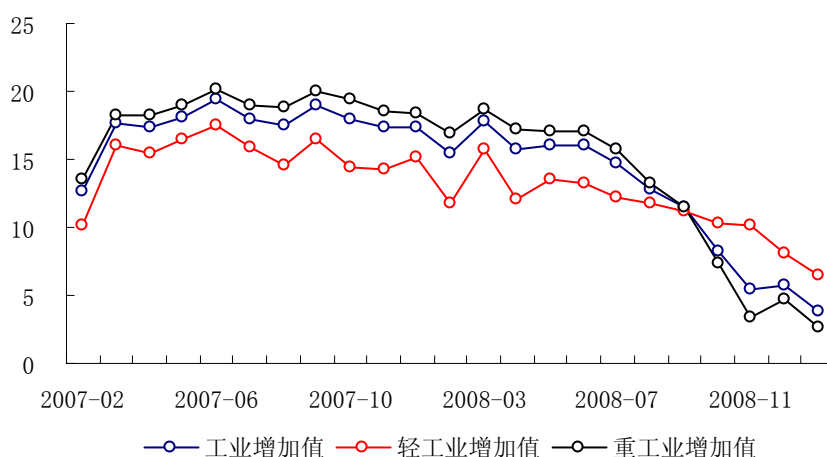


资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

## 五、工业增加值增速止跌回升，但在考虑春节因素和结构因素之后，工业增加值增速回升的基础并不坚实。

虽然 2009 年工业增加值单月同比增速达到 11%。但是，由于 2008 年春节在 2 月，2009 年春节在 1 月，同时，每年 1 月和 2 月的数据本身具有很大的变异性，因此，利用 2 月的数据难以说明全局和趋势的问题。如果从 1-2 月整体来看，其各业增加值增速达到 3.8%，延续 2008 年 12 月持续下滑，并没有止跌反弹，仅仅改变了加速下滑的态势，缓和了经济下滑的速度，有止跌的迹象。但是，如果进一步考虑工业增加值的结构，我们发现：1）局部产业增速过快，2 月，汽车和水泥的增速分别达到 22.9% 和 42.5%，表明这些行业可能存在超调的问题；2）虽然发电量增加了 5.9%，企业用电量同比仅增加了 1.8%；3）在产量增速回暖的同时，产销率却出现了下降，2 月产销率比去年同期下降 0.9 个百分点，其差额进一步扩大了 0.3 个百分点。这种现象的可能解释是：1）2008 年下半年超预期的宏观调整使企业进行了过度的供给调整，2 月的反弹只是这些企业对这种过度调整的弥补，即通过扩大产出，部分弥补去年存货的过度减少。因此，这种回调具有短暂性。2）部分行业在国家刺激计划以及市场结构调整计划的作用下，为获得国家订单、产业补贴、避免被行政性兼并而进行的理性反应。

图 8 各类企业增加值当月增速 单位：%

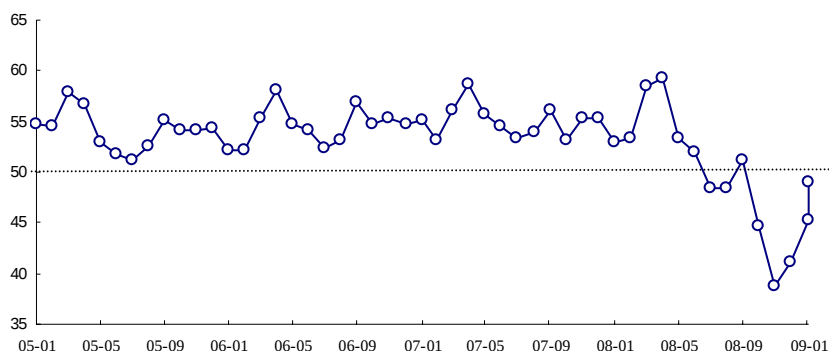


资料来源：WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

## 六、PMI 指数在低水平基础回升，宏观经济刺激初见成效，但去库存化并没有结束，产能过剩问题没有真正缓和，制造业可能面临调整过度的危险。

2 月份中国 PMI 为 49%，比上月上升 3.7 个百分点，自 11 月的最低点 38.8% 连续三个月反弹，表明中国经济发展形势已出现积极变化。但同时应看到，PMI 指数仍然低于 50% 的临界点，如果考虑春节期间 PMI 调整的规律以及目前 PMI 数据的特性，整体经济远远未走出衰退的阴霾。

图 9: PMI 指数连续 3 个月反弹, 但仍低于 50% 的临界点



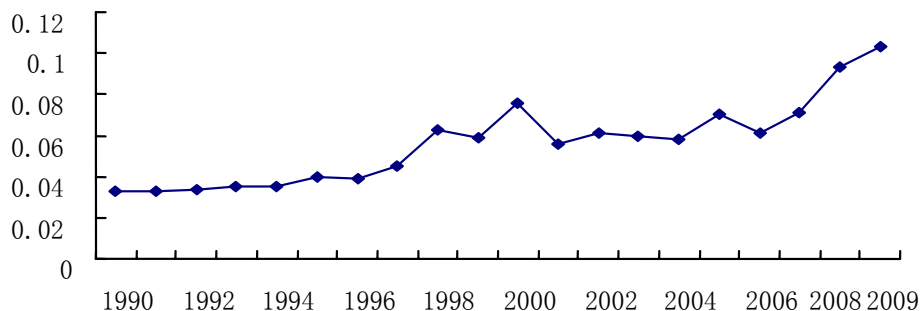
资料来源: CFLP 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

从几大主要行业来看, 今年前两个月, 汽车、水泥率先反弹, 价量齐升; 有色行业中的部分铜、铝企业陆续复产; 工程机械子行业出现快速复苏; 钢铁业普遍复产, 成交量大增, 但钢价依旧低迷, 行业面临着市场回暖与产能释放之间的矛盾。这说明中国的十大产业救助计划对于稳定市场、保证产业循环起到了明显作用。但这并不表明这些产业真正进入全面复苏的上升通道。因为, 这些行业的反弹可能是去年库存过度调整的产物, 也可能是政府行政性购并计划促使的产物——对于不开工的企业可能面临被兼并的危险。例如包括钢铁、有色等在内的部分行业受产能无序释放的影响, 或将重新进入新一轮去库存化过程。2 月的原材料库存与产成品库存指数分别上升 1.7 个百分点和 4.2 个百分点, 但产成品库存回升速度快于原材料, 显示下游销售压力依然较大。

## 七、劳动力就业问题日显严峻, 失业问题对中国脆弱的社会结构带来巨大的冲击。

按照中国人民大学的测算 2008 年底中国将面临 3200 万人的失业, 而 2009 年 640 万应届大学毕业生, 70-90 万 2008 年遗留的未就业的大学生, 2000 多万的失业农民工, 900 万的新增城镇劳动力, 以及已经城镇登记失业 800 多万存量, 中国面临 3500 万人的失业人口。对于缺少系统性和全面性社会安全网的中国, 以大学生和农民工为主体的大规模失业将给中国宏观经济调控带来极大的挑战。

图 10: 调整后的失业率

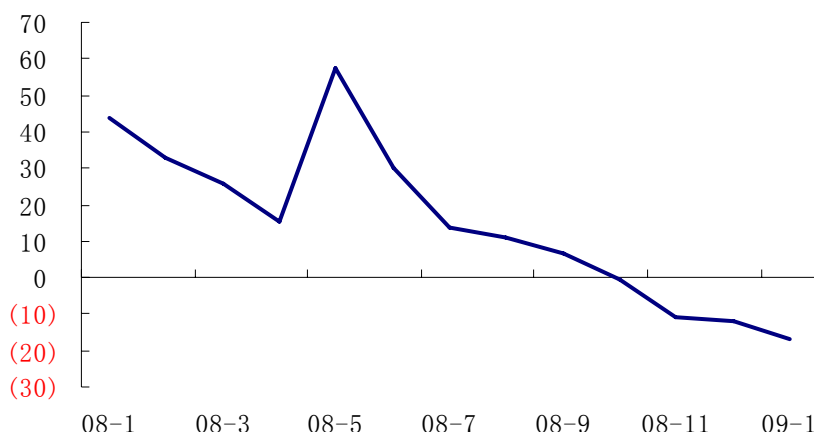


资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

## 八、财政下滑剧烈，地方财政问题开始显现。

2009 年 1 月财政月度收入同比下降-17.1%。按照 2009 年财政预算，财政收入预计增加 8%，支出增加 22.1%，2009 年总体财政形势将恶化，特别是在通货紧缩出现的状况下，财政收入的加速收缩效应的启动，财政收入增长速度可能难以达到预期的水平。财政状况恶化可能并不会体现在中央财政，而是凸现于地方财政，因为房地产的低迷、土地拍卖的流标、资源价格的下滑、工业增加值的进一步回落以及企业利润的进一步恶化，都将对地方财政带来极大的冲击。而这些问题的出现，将使地方政府出现 97-2001 年的财政窘况，导致宏观经济调控在基层政府的传导上出现问题。

图 11 08 年下半年来财政增速下滑明显



资料来源：WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

## 九、各种价格指数回落明显，在 PPI 的引领下，CPI 和 PPI 双双进入负增长阶段，通货紧缩的压力加大。

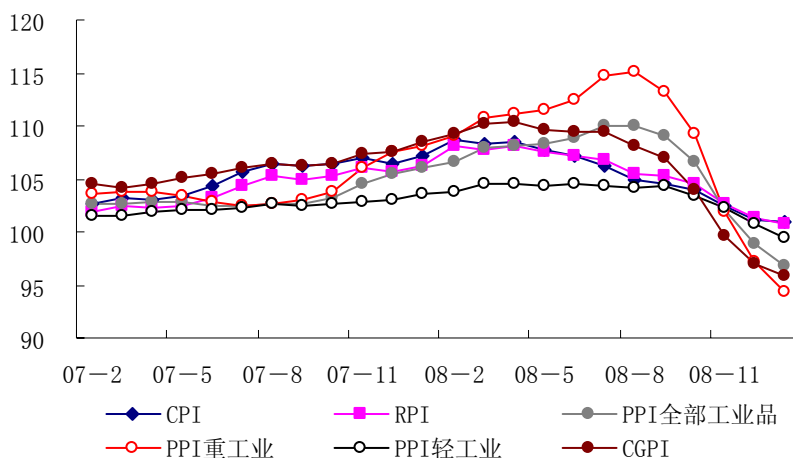
各项价格指标延续了 2008 年第 4 季度大幅度下滑的趋势，自 2009 年 2 月以来，CPI 和 PPI 同比和环比都双双进入负增长状态，通货紧缩压力加大。2 月份 PPI 同比下降 4.5%，下降幅度超出上月 1.2 个百分点，创出了 1999 年 4 月份以来的新低。PPI 的持续下降是对全球经济持续深度下滑、全球流动性收缩、大宗商品价格持续低位徘徊、国内产能过剩和去库存化等国内外经济基本面的一个综合反映。

2 月份，原材料、燃料、动力购进价格下降 7.1%，比上月回落 1.8 个百分点，已连续第 7 个月回落。上游基础原材料价格的下降虽然有利于企业成本的降低，但由于原材料价格的下降在本质上是下游产品需求全面下滑的产物，因此，它更为全面地反映了整体经济收缩的幅度依然在加剧，工业企业利润将出现进一步下滑。

2 月份，CPI 同比下降 1.6%，虽然翘尾因素十分严重，但考虑春节因素，2 月 CPI 环比也开始进入负增长阶段。这说明中国宏观经济衰退的格局已经开始从外贸领域→重化工行业→一般制造业→一般工业品蔓延到消费品领域。这标志着中国宏观经济自 2009 年 1 季度进入到全面下滑的状态之中。2009 年如果不算新涨价因素的话，几乎每月 CPI 都将处于负值区间，2009 年全年翘尾因素将平均达到-1.2%的水平。我们预计未来的几个月内 CPI

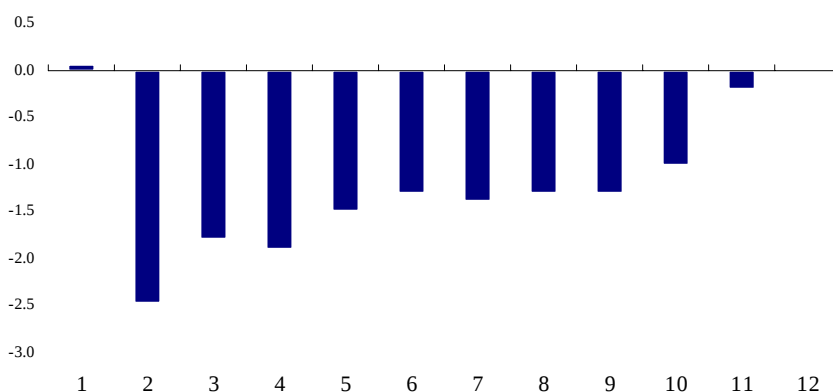
将一直处于负增长状态。这将给中国宏观经济调控带来了额外的负担。

图 12: 各种价格指数



资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

图 13: 2009 年 CPI 翘尾因素

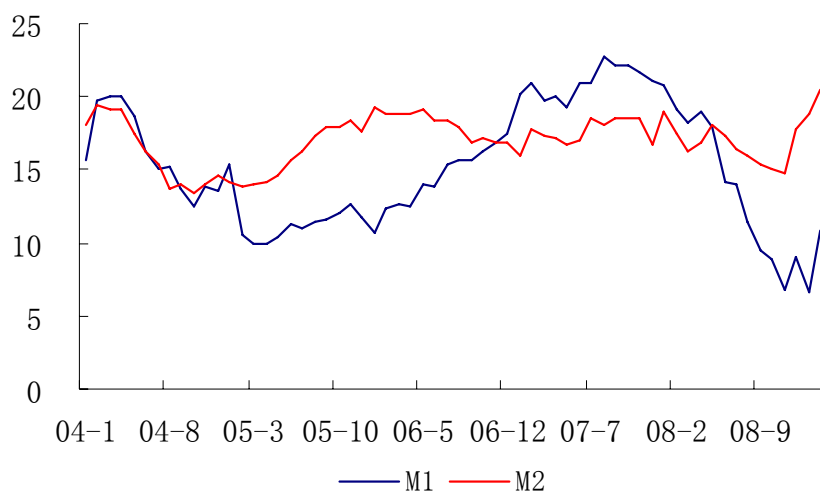


资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

十、M2 增速和信贷虽然增长很快,但 M2 与 M1 增速差距的创历史新高,市场主体进行投资和消费的意愿进一步下降。

2009 年 1 月 M2 达到 49.6 万亿,同比增速为 18.8%,2 月金融机构人民币各项贷款余额 33.06 万亿元,同比增长 24.17%。货币增速较快,但这只能表明中国货币政策的状况,而不能表明中国宏观经济的状况。如果考察 M1、M0 的状况,我们会发现其他结论,2009 年 1 月的 M0 增速为 12%,与 2008 年 1 月的 31.2%相比,少增加 19.2 个百分点,基本与 2004-2009.1 期间的平均增速相当;M12009 年 1 月仅为 6.7%,比 2008 年 1 月同比少 14 个点。同时 M1 与 M2 的增速差异在 2008 年 5 月以后快速加大,达到历史最高水平 12.1 个百分点,这标志着中国货币供给存在强烈的存款定期化和居民储蓄化。2008 年全年,定期储蓄存款和企业定期分别增加了 3 万亿和 7226 亿元,而 2009 年 1 月则分别为 8380 亿元和 3809.76 亿元。这种存款定期化如果剔除证券投资市场波动的因素,则表明 1 月份中国市场主体进行投资和消费的意愿进一步下降。

图 14: M1、M2 同比增速情况



资料来源: WIND 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

## 第二部分 当前刺激经济政策效果不充分的原因分析

应对经济衰退的重要措施就是扩大总需求，总需求由国外需求与国内需求两部分组成，通过扩大出口来刺激总需求仍然是一个非常重要的途径。但是，我们看到由美国金融危机引发的全球经济衰退还没有见底，2009年中国出口面临的冲击主要不是内部成本冲击，而是外部的需求冲击，我们很难利用人民币升值减缓、出口退税率提高以及出口补贴等刺激政策来缓和外需的下降。因此，尽快走出经济低谷的关键就是有效刺激内需。为了应对深度的经济下滑，我国政府于2008年下半年开始进行宏观经济政策的全面调整，从2007年的“双防”调整到目前的“全力保增长”，从紧缩性的财政政策和货币政策调整到宽松的财政政策和货币政策。特别是4万亿刺激计划具有坚实的短期基础，具有及时性和必要性，是宏观经济治理和社会治理通盘考虑的产物。中央政府及时密集地出台的一系列经济刺激计划尽管对提升信心，抑制经济的继续下滑起到了作用，但离我们的预期政策目标还有较大的距离。我们应该清醒地看到，本次刺激计划缺少中期治理的基础，因为从目前的政府资金安排来看，其本质上是投资驱动型方案，它只是延缓了投资驱动型经济增长模式内在的矛盾，它不仅无法从根本上解决需求结构转变和内需的持续增长问题，而且也会扭曲政策传导机制，导致当前刺激经济政策效果的不确定性。

### 一、在政府投资主导的经济增长模式没有发生根本性转换的条件下，以刺激投资为核心的宏观经济政策的中长期效果具有很大的不确定性。

在很多人看来，经济萧条在本质上就是总需求的下滑，因此选择凯恩斯主义的需求刺激政策就可以走出经济衰退。事实上，周期性下滑和经济危机不能简单等同于总需求的下滑，简单的总需求刺激也不足以使经济走出萧条（例如美国大危机时的胡佛政策）。经济周期更迭的核心在于新技术、新市场核心现象导致的投资冲动所带来的总需求与总供给的错配。因此，一方面是投资泡沫破灭带来的总需求下滑，另一方面是更为重要的是错误的投资积累导致的总供给的过剩或产能过剩。而我国投资主导的增长模式所产生的过剩不仅体现在数量上的过剩，更重要体现在结构上的错配。

投资主导的增长模式产生的制度根源与中国的分权式改革路径有关。一方面，通过市场化，政府逐步退出竞争性领域，使这些领域的资源配置主要由价格和竞争机制实现；另一方面，在政府体制内部，中央也逐步向地方放权，无论是早期的财政包干制，还是后来的分税制，都使得地方拥有了一定程度上的事实上的自主权。分权的结果是，居民、企业和地方政府作为资源配置的主体逐步参与到经济决策活动当中，并通过自主决策来获得必要的激励。

由于财政分权带来了地方政府作用的日益上升，地方政府承担了主要的支出功能，因而对经济增长的影响要更为深远。问题的关键就在于，在财政分权的基础上，形成了一种地方政府竞争的格局，这种地方政府的竞争会影响到经济增长。而这种影响路径正是通过投资决策来实现的。地方政府之间的竞争，要么采取直接的支出竞争形式，要么采取税收竞争或者制度

竞争的形式，所有这些形式几乎都围绕资本的争夺展开，地方政府之间的招商引资竞争等就是最突出的证据。资本的来源可以是上级政府的财政支出部分，也可以是社会上的资金，地方政府通过提供各种优惠和配套设施和政策来争夺资本，从而导致了我国独特的以投资为核心的经济增长模式。这种有限财政分权下围绕着投资展开的地方政府竞争不仅导致经济的粗放型增长，导致公共品供给的扭曲，加剧了地区的收入不平等和地方政府债务的风险，而且加剧了宏观经济波动。究其原因，是由于财政分权的体制下，地方政府在竞争过程中采取外延型的增长模式，产生了投资冲动，而中央为了平抑该冲动，不断采取相机的宏观调控政策，导致经济的波动。政策的时间不一致性、中央和地方的信息不对称、政策制定和执行的政治交易成本、以及一些总需求变动等，都可能加剧这种波动，从而形成了一个独特的“投资→增长→泡沫→通胀→紧缩→衰退→扩展→投资……”的循环模式。

当一个经济体处于以投资为主导的经济增长路径时，给定总需求不存在约束，那么这种路径的持续所面临的重大问题就是两个：一是投资的膨胀会拉动资产价格上升，从而导致资产价格泡沫和通胀，这一点在我国的经济波动过程中已经反复证明；二是投资所形成的资本必然会陷入边际产量递减规律，从而随着资本的累积，对于经济增长的贡献会逐步递减。当资产价格膨胀和经济增长趋弱之间的反差越来越大时，也就意味着实体经济无法支撑金融活动，必然会引发金融危机，甚至进一步引发经济衰退。上世纪九十年代后期的东亚金融危机本质上就是如此。从这个角度讲，如果没有本次世界金融危机的影响，中国经济也迟早要面临经济结构的调整，只不过本次世界金融危机放大了我国增长模式的内在矛盾。

为了抑制经济下滑的态势，我国目前出台的刺激经济计划首先也是刺激投资需求，无论是扩张型的货币政策还是扩张型的财政政策，无一例外地都是强调投资的核心地位。尽管“4 万亿”投资结构有所改变，但本质上投资核心的政策设计理念没有动摇。显然，在投资增长型经济模式下，这种刺激投资需求的政策能否有效地增加国内需求乃至于解决供求矛盾吗？我们认为有很大的不确定性。因为投资需求的刺激导致过多的资本积累，在给定最终消费需求不足的前提下，可能使未来产能过剩的局面更为严重。因此，总需求刺激只是危机治理的一个方面，供给管理特别是供给结构性的调整更为重要、更为本质。结构的调整不仅需要技术层面的调整，更为重要的是需要利益结构的调整，其根本途径就是通过深化改革实现增长模式的转换。

## 二、消费需求的启动是一个长期的任务，目前的国民收入分配格局与社会保障制度在很大程度上限制了消费启动政策效应的发挥。

从上世纪 90 年代开始，我国的消费率和居民消费占 GDP 的比重持续大幅下降。就消费率而言，从 1991 年的 62.5% 下降到 2006 年的 42.1%，同期的投资率从 34.9% 上升到 42.5%。消费需求取决于价格，也取决于收入。从国民收入分配格局的角度看居民的消费需求，可以分为两个方面，一是居民部门可支配收入占全部可支配收入的比重，二是居民部门储蓄率的高低。首先从居民部门可支配收入比重来看，根据 1992-2005 年资金流量表的实

物表，我们可以发现，居民可支配总收入占国民总收入的比重一直呈下降趋势（表2）。

**表 2: 1992-2005 年各部门可支配总收入占国民可支配收入比重 %**

| 年份   | 企业可支配总收入/国民可支配总收入 | 政府可支配总收入/国民可支配收入 | 居民可支配总收入/国民可支配总收入 |
|------|-------------------|------------------|-------------------|
| 1992 | 11.55             | 19.22            | 69.23             |
| 1993 | 12.91             | 19.32            | 67.76             |
| 1994 | 14.59             | 18.61            | 66.80             |
| 1995 | 14.65             | 17.42            | 67.94             |
| 1996 | 13.57             | 17.15            | 69.29             |
| 1997 | 14.37             | 17.51            | 68.13             |
| 1998 | 14.33             | 17.53            | 68.14             |
| 1999 | 14.31             | 18.58            | 67.11             |
| 2000 | 15.65             | 19.54            | 64.81             |
| 2001 | 15.14             | 21.08            | 63.78             |
| 2002 | 14.32             | 20.49            | 65.18             |
| 2003 | 15.47             | 21.85            | 62.68             |
| 2004 | 21.79             | 20.38            | 57.83             |
| 2005 | 20.04             | 20.55            | 59.41             |

资料来源：根据《中国统计年鉴》（1999-2008）资金流量表计算得出。

从表2可以看出，1992-2005年间，居民可支配总收入占国民可支配总收入的比重由69.23%降至59.41%，下降了近10个百分点。而与此同时，企业可支配总收入占比则上升了8个多百分点，政府可支配总收入占比也上升了1个多百分点。这种此消彼长的趋势显然会抑制居民的消费能力。

如果说居民可支配总收入占国民可支配总收入比重的长期下降，是导致居民消费不振的主要原因，那么我们就需要弄清楚是什么导致了居民收入比重的下降。对于这个问题可以从国民收入分配格局的两个方面来看。

首先从国民收入的初次分配来看，在《中国统计年鉴》的资金流量表中居民部门的初次分配收入主要由劳动报酬净额、财产收入和增加值三部分组成。下表列出了1992-2005年居民部门各项收入占国民初次分配收入的比重。从下表我们可以发现，在14年间居民的劳动报酬净额占比和财产收入占比都呈不断下降的趋势。而在劳动报酬净额当中，政府支付的劳动报酬净额占比呈上升趋势，而企业支付的劳动报酬占比呈大幅下降趋势。1992-2005年，居民获得的劳动报酬净额占国民初次分配收入的比重下降了5个多百分点，而同期政府支付给居民的劳动报酬净额上升了1个百分点，企业支付给居民的劳动报酬净额占比下降了6个百分点。这说明，居民在初次分配中收入比重的下降，主要原因是企业支付劳动报酬占比的下降。

**表 3: 居民部门各项收入占国民初次分配收入的比重** %

|      | 劳动报酬净额<br>占比 | 其中：政府支付的劳<br>动报酬净额占比 | 其中：企业支付的劳动<br>报酬净额占比 | 财产收入占比 | 增加值占比 |
|------|--------------|----------------------|----------------------|--------|-------|
| 1992 | 36.66        | 5.90                 | 30.76                | 4.55   | 28.97 |
| 1993 | 37.70        | 5.89                 | 31.81                | 5.26   | 26.37 |
| 1994 | 35.28        | 5.99                 | 29.30                | 5.96   | 28.00 |
| 1995 | 37.23        | 6.30                 | 30.92                | 5.54   | 27.46 |
| 1996 | 33.94        | 7.01                 | 26.93                | 5.48   | 29.28 |
| 1997 | 32.98        | 7.51                 | 35.47                | 4.58   | 29.49 |
| 1998 | 31.99        | 8.91                 | 23.08                | 4.65   | 30.30 |
| 1999 | 31.91        | 9.80                 | 22.10                | 3.75   | 30.87 |
| 2000 | 30.63        | 9.27                 | 21.37                | 3.50   | 31.79 |
| 2001 | 31.36        | 9.59                 | 21.77                | 3.41   | 30.32 |
| 2002 | 34.69        | 10.45                | 24.23                | 3.26   | 28.64 |
| 2003 | 33.35        | 9.68                 | 23.67                | 2.80   | 28.27 |
| 2004 | 29.66        | 6.83                 | 22.83                | 2.64   | 28.05 |
| 2005 | 31.53        | 6.93                 | 24.60                | 1.88   | 27.96 |

资料来源：根据《中国统计年鉴》（1999-2007）资金流量表计算得出

除了劳动报酬净额之外，居民财产收入占国民初次分配收入比重也呈下降趋势，14 年中下降了 2 个多百分点。这种变化趋势与居民财产收入的来源结构有关。从资金流量表中可以看出，居民的财产收入中主要是利息收入，红利收入很少（如 2005 年只占 12.7%）。这就使居民难以分享经济增长给企业带来的利润增长。这也意味着在初次分配中居民收入占比和企业收入占比可能出现此消彼长的趋势。事实也正是这样。从下表可以看出，1992-2005 年居民收入在国民收入初次分配中所占比重下降了 9 个多百分点，而同期企业收入占比却提高了 7 个多百分点。同时，从表 3 可以看出，居民部门在初次分配中比重不断下降的趋势，并没有在再分配中得到校正。1992-2005 年，居民收入在国民收入再分配中的比重也不断下降，甚至在其中的 5 年（1994、1995、2002、2003、2005），再分配之后居民收入在国民收入中的比重反而低于在初次分配中的居民收入比重。

**表 4: 各部门在国民收入初次分配和再分配中的收入比重** %

|      | 居民部门  |       | 政府部门  |       | 企业部门  |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 初次分配  | 再分配   | 初次分配  | 再分配   | 初次分配  | 再分配   |
| 1992 | 68.89 | 69.23 | 15.53 | 19.22 | 15.78 | 11.55 |
| 1993 | 67.74 | 67.76 | 16.83 | 19.32 | 15.43 | 12.91 |
| 1994 | 67.68 | 66.80 | 16.40 | 18.61 | 15.92 | 14.59 |
| 1995 | 68.75 | 67.94 | 15.35 | 17.42 | 15.91 | 14.65 |
| 1996 | 67.23 | 69.29 | 15.53 | 17.15 | 17.24 | 13.57 |
| 1997 | 65.71 | 68.13 | 16.17 | 17.51 | 18.12 | 14.37 |
| 1998 | 65.61 | 68.14 | 16.87 | 17.53 | 17.53 | 14.33 |
| 1999 | 64.98 | 67.11 | 16.95 | 18.58 | 18.07 | 14.31 |
| 2000 | 64.36 | 64.81 | 16.69 | 19.54 | 18.94 | 15.65 |

|      |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2001 | 63.53 | 63.78 | 18.36 | 21.08 | 18.11 | 15.14 |
| 2002 | 65.28 | 65.18 | 17.48 | 20.49 | 17.25 | 14.32 |
| 2003 | 63.20 | 62.68 | 17.98 | 21.85 | 18.82 | 15.47 |
| 2004 | 57.68 | 57.83 | 17.84 | 20.38 | 24.48 | 21.79 |
| 2005 | 59.59 | 59.41 | 17.48 | 20.55 | 22.93 | 20.04 |

资料来源：根据《中国统计年鉴》（1999-2007）资金流量表计算得出。

较高的储蓄率与较低的消费率与国民收入分配的均等化程度有关。从下表可以看出，中国的储蓄结构中，住户部门占了 44.6%，为第一大部门。因此，中国的家庭对储蓄的贡献最大。同时，2007 年我国的住户存款 17.6 万亿，相当于 GDP 的 67%，但大部分为 20%的家庭拥有。

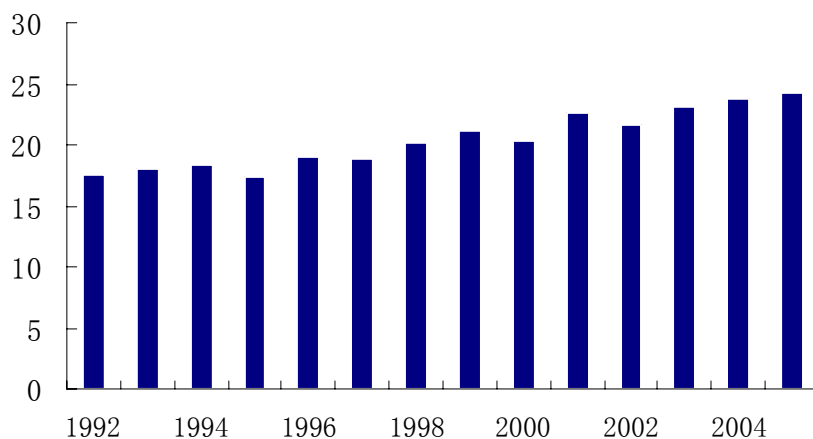
表 5：中国的储蓄结构和投资结构

| 国内总储蓄    | 非金融企业部门         | 金融机构部门         | 政府部门            | 住户部门            |
|----------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 88345.5  | 36024.1 (40.8%) | 1283.2 (1.45%) | 11646.1 (13.2%) | 39392.0 (44.6%) |
| 固定资本形成总额 | 非金融企业部门         | 金融机构部门         | 政府部门            | 住户部门            |
| 77304.8  | 50711.4 (65.6%) | 86.0           | 9486.0 (12.3%)  | 17021.4 (22%)   |

资料来源：中国统计年鉴 2008，表 2-30

最近 IMF 的经济学家查蒙（Chamon）和康奈尔大学的普拉萨（Prasad）教授在 NBER（美国国民经济研究局）的研究发现，中国城市居民的储蓄率从 1992 年的 17.5% 上升到 2005 年的 24.3%，而导致中国家庭储蓄率持续上升的主要原因有三：住房、教育和医疗的负担过重！

图 15 中国家庭储蓄率的变化



资料来源：Chamon, Marcos and Eswar Prasad, 2008, Why are saving rates of urban households in China rising? NBER Working Paper 14546. <http://www.nber.org/papers/w14546>

以基本可比的社会保障、教育、卫生三项社会发展支出合计占 GDP 的比重，我国该比例也仅仅在 5% 左右，远低于美国、法国的 16% 和 30%，也低于波兰、俄罗斯、伊朗、巴西、南非的 10-27% 的比重。

根据 OECD 的统计口径和关于上述两部分社保支出的数据，我们对我国公共社会支出与国际上其他国家进行了比较，不难看出，尽管增长迅速，我国

的公共社会支出规模仍然非常小，占 GDP 比例仅仅在 5.1%，而比例最高的瑞典则占到 30%以上，美国则为 16.2%，OECD 国家的平均值为 20.7%。

**表 6：中国和 OECD 国家的比较：2003 年公共社会支出占 GDP 的比例（%）**

| 国家        | 比重   | 排名 | 国家        | 比重          | 排名        |
|-----------|------|----|-----------|-------------|-----------|
| 瑞典        | 31.3 | 1  | 荷兰        | 20.7        | 17        |
| 法国        | 28.7 | 2  | OECD 平均   | 20.7        | 18        |
| 丹麦        | 27.6 | 3  | 英国        | 20.6        | 19        |
| 德国        | 27.3 | 4  | 瑞士        | 20.5        | 20        |
| 比利时       | 26.5 | 5  | 西班牙       | 20.3        | 21        |
| 奥地利       | 26.1 | 6  | 冰岛        | 18.7        | 22        |
| 挪威        | 25.1 | 7  | 新西兰       | 18          | 23        |
| 意大利       | 24.2 | 8  | 澳大利亚      | 17.9        | 24        |
| 欧盟 15 国平均 | 23.9 | 9  | 日本        | 17.7        | 25        |
| 葡萄牙       | 23.5 | 10 | 加拿大       | 17.3        | 26        |
| 波兰        | 22.9 | 11 | 斯洛伐克      | 17.3        | 27        |
| 匈牙利       | 22.7 | 12 | <b>美国</b> | <b>16.2</b> | <b>28</b> |
| 芬兰        | 22.5 | 13 | 爱尔兰       | 15.9        | 29        |
| 卢森堡       | 22.2 | 14 | 墨西哥       | 6.8         | 30        |
| 希腊        | 21.3 | 15 | 韩国        | 5.7         | 31        |
| 捷克        | 21.1 | 16 | <b>中国</b> | <b>5.3</b>  | <b>32</b> |

资料来源：《国际统计年鉴》 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

除上表外，我国各类保险结构的国际比较也显示出我国社会保障和救助规模较低的事实。以失业保险为例，国际上大多数国家的失业保险发放都是以失业前收入的一定比例为标准，如在美国，满足失业标准和在允许的最长失业时间内的失业者可以领取失业前收入的 53%作为失业时期的生活补助，这一比例在瑞典是 80%，在日本也高达 50%到 80%；而在我国，领取失业保险的标准是当地的最低工资水平的一定比例，如在有些地区这一比例为 120%，这种做法无疑使得发放的总失业保险金远远少于按照国际其他国家的方式所发放的总保险金数。

不仅我国的公共支出占 GDP 的比重比较低，而且社会保险的覆盖率也比较低。下表反映我国各个地区的保险覆盖率。

**表 7：我国主要地区的保险覆盖率**

| 地区  | 养老     | 失业     | 医疗     | 地区  | 养老     | 失业    | 医疗     |
|-----|--------|--------|--------|-----|--------|-------|--------|
| 全 国 | 15.20% | 8.80%  | 16.90% | 福 建 | 14.30% | 7.80% | 17.20% |
| 上 海 | 50.20% | 32.80% | 59.00% | 宁 夏 | 12.60% | 7.30% | 15.60% |
| 北 京 | 41.10% | 26.50% | 56.90% | 湖 南 | 12.30% | 7.10% | 15.30% |
| 天 津 | 30.90% | 19.90% | 36.20% | 重 庆 | 12.20% | 7.00% | 13.80% |
| 辽 宁 | 30.20% | 14.50% | 28.10% | 青 海 | 11.80% | 6.80% | 13.60% |
| 广 东 | 23.60% | 13.70% | 28.00% | 河 北 | 11.50% | 6.60% | 13.30% |
| 浙 江 | 23.10% | 12.70% | 27.90% | 四 川 | 11.30% | 6.30% | 12.60% |

|       |        |        |        |     |        |       |        |
|-------|--------|--------|--------|-----|--------|-------|--------|
| 黑 龙 江 | 21.60% | 12.10% | 24.10% | 陕 西 | 10.90% | 6.20% | 12.30% |
| 江 苏   | 21.00% | 11.60% | 21.60% | 江 西 | 10.90% | 6.10% | 11.60% |
| 吉 林   | 18.40% | 10.20% | 18.80% | 河 南 | 9.80%  | 6.00% | 11.40% |
| 海 南   | 16.80% | 9.30%  | 18.70% | 安 徽 | 8.70%  | 5.80% | 10.70% |
| 新 疆   | 15.60% | 8.90%  | 18.70% | 甘 肃 | 8.00%  | 5.10% | 9.60%  |
| 湖 北   | 15.60% | 8.80%  | 18.40% | 广 西 | 6.80%  | 4.70% | 8.90%  |
| 山 东   | 15.60% | 8.70%  | 18.00% | 云 南 | 6.20%  | 4.10% | 7.80%  |
| 内 蒙 古 | 15.40% | 8.70%  | 17.60% | 贵 州 | 5.50%  | 3.60% | 7.60%  |
| 山 西   | 14.90% | 8.40%  | 17.40% | 西 藏 | 2.90%  | 2.50% | 6.80%  |

资料来源：《国际统计年鉴》 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

从不平等的角度看，我国无论是收入不平等还是教育不平等都是表中最严重的；从社会性支出占 GDP 的比重看，我国的教育和医疗两项支出占比和发达国家差距明显。较弱的社会保障体系以及过大的收入分配差距会降低消费者的收入预期，从而会鼓励家庭通过大量的储蓄来解决后顾之忧，导致消费支出提升的困难。

### 三、财政政策仍然是需求管理政策的核心，而目前我国的财政体制与政策传导机制的不健全限制了财政政策刺激效应的发挥。

自动稳定器和相机抉择政策是政府对付衰退的两道防线。前者其实是政府提供公共服务和进行收入再分配的副产品；后者是政府有目的地实施反危机的政策选择。就财政政策中的自动稳定器部分而言，其在经济下滑时所起“托”总需求方面作用有限；而在经济繁荣时，它不仅没起到“削平”总需求的作用，还会因进一步透过政府开支而加大经济波动<sup>1</sup>。在相机抉择政策方面，政府干预经济的工具匮乏，在他国行之有效的政策工具在我国都无法使用。自 1998 年以来，财政政策的自动稳定器部分的安排并没有重大改变，相机抉择的政策工具亦没有增加。我们因此有必要探讨如何改变自动稳定器的安排，如何创造新的财政政策工具，减少经济波动的可能性，并快速有效、低成本的应对经济衰退。

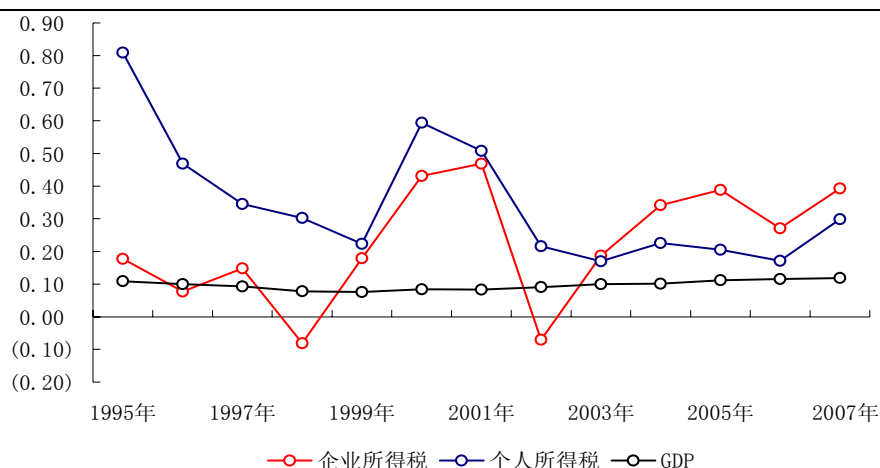
#### （一）自动稳定器贡献较小是导致财政政策失效的重要原因之一。

自动稳定器的规模大小以及对经济的稳定作用取决于若干条件。一般来说，税率越累进、失业保险补偿水平越高，自动稳定器的作用就越大。从这个角度看，我国 1998 年自动稳定器作用不明显的原因有以下几类。

第一，收入一侧的所得税和开支一侧的失业保险补偿占 GDP 的比重太小。这样，即便自动稳定器的弹性很大，由于其规模太小，稳定经济的能力因而大下降。我们知道，个人所得税是自动稳定器重要内容，但是我国个人所得税在财政收入中所占比重长期偏低，经济周期因此难以透过这个渠道影响消费者的消费决策。

<sup>1</sup> 另外一个效率损失的源泉是：当资源通过税收体系从企业和居民手上转移到政府手上；而且政府实施平衡预算，没有储蓄的情况，全社会储蓄率会因此下降。

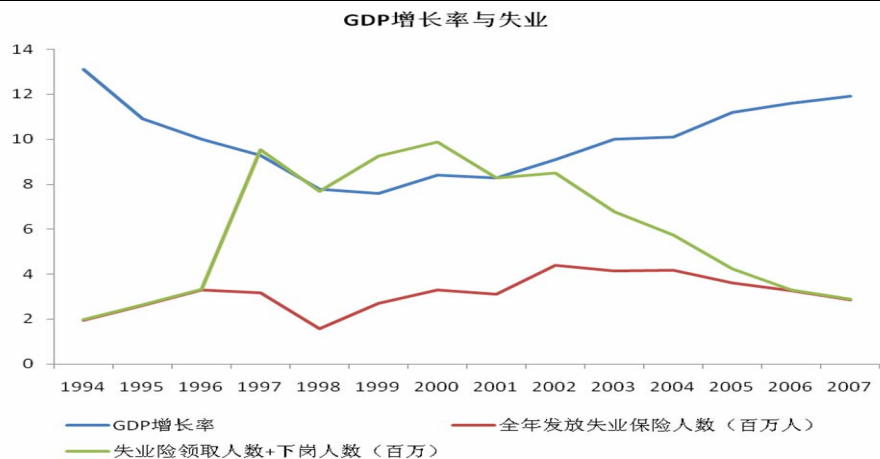
图 16: 我国所得税增长率和 GDP 增长率 (1995-2007)



资料来源: 国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

在开支一侧, 我们首先注意到, 由于统计的原因, 1998 年和 1999 年部分失业者被定义为下岗人员, 因而被统计到下岗人员再就业中心。如果将下岗人员和失业者合并在一起, 我们就会发现失业和 GDP 增长率之间存在明显的反向关系。但庞大的失业人口并没有透过失业补偿这个渠道给来达到稳定经济作用。从历史上看, 失业保险占 GDP 比重最高年份是 2003 年的 0.099%。这以数字不仅远远低于荷兰的 2.43% 和德国的 2.27%, 甚至连美国的五分之一都不到。

图 17: GDP 增长率与失业



资料来源: 国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

造成这一现象背后的原因是我国失业保险覆盖面低, 补偿标准过低、领取失业保险时间过短, 且由地方政府负责等。

第二, 中央、地方财政关系和预算法规定的平衡预算, 以及对地方政府举债的限制造成自动稳定器作用甚微。

和大多数国家不同的是, 在财政安排方面, 中国的个人所得税和企业所得税都由地方政府负责征收。另外, 直到 2003 年之前, 这两个税种都是由地方独享税种。2003 年之后变为中央和地方对半分成, 仍然由地方政府负责征收。给定这样一个安排, 当经济下滑时, 地方政府面临着收入下滑, 开

支增加的局面。更为困难的是，不能举债的地方政府，还必须做到收支平衡。一个合理的结果就是地方政府的预算顺周期。事实上，自动稳定器帮助抑制衰退的前提是政府赤字具有反周期的特征。而我国的现实情况是自动稳定器职能赋予了地方政府，却有限制了其举债能力。

## （二）财政工具匮乏是导致财政相机抉择政策贡献较小的重要原因之一。

毫无疑问，1998 年政策制定者是指望财政政策来治理衰退。但研究表明 98 年积极性财政政策并不“积极”，若干具体政策甚至还带有一定程度的紧缩性质。显然，政策制定者的愿望和目的存在冲突。而冲突背后是政府相机抉择政策工具匮乏这样一个事实。

和全球其他国家相比，我国政策制定者对付衰退的武器是数量少，且品种单一。下表是美国政府反衰退武器库中的武器，以及各种武器的“性能”和政策时滞。

**表 8：美国的财政工具及其效果评价**

|              | 国会预算办公室* |          | 穆迪公司的估计** |          |
|--------------|----------|----------|-----------|----------|
|              | 对 GDP 影响 | 发生作用需要时间 | 对 GDP 影响  | 发生作用需要时间 |
| <b>收入方面</b>  |          |          |           |          |
| <b>一次性退税</b> |          |          |           |          |
| 实际纳税者退税      | 大        | 中        | 1.01      | 中        |
| 全部纳税人退税      |          |          | 1.22      | 中        |
| <b>临时减税</b>  |          |          |           |          |
| 工资税短期豁免      | 大        | 中        | 1.28      | 中        |
| 临时性全盘减税      | 小        | 短        | 1.03      | 不能确定     |
| 加速折旧         | 中        | 中        | 0.25      | 中/长      |
| <b>永久性减税</b> |          |          |           |          |
| 取消最低赋税制      | 中        | 长        | 0.49      | 长        |
| 布什所得税永减税     | 小        | 长        | 0.31      | 长        |
| 资本收益减税       | 无此项目     | 无此项目     | 0.38      | 长        |
| 削减公司所得税      | 小        | 长        | 0.3       | 不能确定     |
| <b>开支方面</b>  |          |          |           |          |
| 提高失业保险补偿     | 大        | 短        | 1.63      | 短        |
| 临时提高食品券标准    | 大        | 短        | 1.73      | 短        |
| 对州政府转移支付     | 中        | 中        | 1.38      | 短/中      |
| 基础设施开支       | 小        | 长        | 1.59      | 长        |

注：\* <http://www.cbo.gov/ftpdocs/89xx/doc8916/MainText.4.1.shtml#1074482>

\*\*[www.economy.com/mark-zandi/documents/assessing-the-impact-of-the-fiscal-stimulus.pdf](http://www.economy.com/mark-zandi/documents/assessing-the-impact-of-the-fiscal-stimulus.pdf)

资料来源：国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

对照我国 1998 年财政政策的内容,我们不难发现中国相机抉择政策工具匮乏问题多么严重。在收入方面,美国政府的政策工具,我们几乎都不能使用。无法使用的原因或者是这些税收在总收入所占比重太小、或者是缺少实施的基础设施。例如,美国的“全部纳税者退税”这一政策对 GDP 的影响系数为 1.22,但我国并没有一个覆盖全国的纳税人号码系统,政府因而缺少必要的基础设施来实施这一退税计划。在开支方面,我国的失业保险和救助项目都是由地方政府负责。中央政府提高在这些方面的标准立即面临一个需要解决的问题是:已经非常困难的地方财政缺少资金。我国政府真正能用的是对地方政府的转移支付和基础设施开支。但前者只能用于弥补地方政府因衰退引发的财力缺口;而后者又因时滞问题无法帮助经济及时复苏。

#### 四、货币政策调控机制的不完善影响了货币政策的调控效率。

中国货币政策调控的基本机制是:通过准备金率调整和央行票据来对冲外部冲击带来的外汇储备的增加,从而控制经济中的信贷量和 M2。国内信贷是调控实体经济的主要手段,M2 是物价水平变动的主要影响因素之一。由于信贷与 M2 之间互为因果的关系,M2 和信贷均是货币政策调控的有效中介工具。尽管利率市场化步伐在不断推进,但利率和信贷量还是两个独立的货币政策工具,中国经济中的利率—信贷渠道是不通畅的。信贷规模是货币政策调控有效的中介工具,这一点从 1998 年取消商业银行信贷规模直接控制至今没有改变,数量调控为主仍是中国货币政策调控的主要特征。而在开放条件下,中国不存在通过利率去调控汇率以缓冲资本流动对汇率冲击的机制,也不存在通过汇率去吸收外部利率冲击的机制。中国经济中还不存在利率与汇率的联动机制。

这样的货币政策调控方式导致了三大困境:

困境之一:数量型的调控工具的进一步强化,容易导致“一放就乱、一乱就收,一收就死”的怪圈。利率无法反映全社会投融资成本,利率难以有效起到优化信贷结构的作用,目前快速膨胀的信贷可能导致银行坏账的增加,如果未来银行坏账需要通过货币发行去消化,就会埋下了通货膨胀的隐患。同时,如果增加的贷款缺乏企业实际生产需要的支撑,那么多余的流动性就会转入股市,从而有可能刺激股市的泡沫。

困境之二:过于依靠准备金的对冲措施带来了央行的对冲行为替代了银行的商业化行为这一矛盾,导致外部冲击内部化,使得对冲的货币政策会偏离国内实体经济的真实需求。

从表中的具体数据来看,1998M2-2008M12 中国经常账户余额的均值为 76.05 亿美元,但波动高达 94.51 亿美元;而资本账户余额的均值为 61.50 亿美元,但波动幅度高达 130.60 亿美元;2003M1-2008M12 经常账户和资本账户的波动性都上升了,分别达到 105.35 亿美元和 161.73 亿美元;而 2007M1-2008M12 经常账户的波动幅度有所下降,为 81.75 亿美元,但资本账户余额的波动性达到了 258.95 亿美元。这表明货币对冲的数量和不确定性均呈放大趋势。

表 9: 不同时间区间经常账户余额和资本账户余额波动 (当月数, 亿美元)

|        | 1998M2-2008M12 | 2003M1-2008M12  | 2007M1-2008M12  |
|--------|----------------|-----------------|-----------------|
| 经常账户余额 | 76.05 (94.51)  | 124.51 (105.35) | 232.86 (81.75)  |
| 资本账户余额 | 61.50 (130.60) | 106.54 (161.73) | 135.33 (258.95) |

注: 这里把资本账户简单处理为指外汇储备当月数量减去经常账户当月数量, 实际上没有剥离跨国转移等因素, 因为这部分数量较少。数据来源: 中经网数据库。

资料来源: 国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

困境之三: 国内外利差不是导致短期资本流动的原因, 导致利率难以起到调控资本流动的作用。这表明资本管制在进一步强化, 这会导致国家替企业管理汇率波动的风险, 不利于初步加快培养企业的汇率风险管理能力。

表 10 给出的中美经济中三种利差的变化都不是中国资本账户外汇储备变化的原因。这也从另外一个角度说明了在国内利率与汇率之间不存在联动机制的背景下, 资本流入更多可能是人民币升值的预期以及中国经济中其他金融资产收益预期导致的, 而不是中美利率变化导致的。

表 10: 中美利差变化与中国资本账户外汇储备变化之间传递渠道 P 值检验

|                                          | 1 阶    | 2 阶    | 3 阶    | 4 阶    | 5 阶    | 6 阶    |
|------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| $\Delta YEAR$ 不能 Granger 引起 $\Delta FR$  | 0.9007 | 0.7212 | 0.7989 | 0.8425 | 0.8885 | 0.5068 |
| $\Delta IDIF$ 不能 Granger 引起 $\Delta FR$  | 0.6490 | 0.8640 | 0.9592 | 0.9646 | 0.9819 | 0.9888 |
| $\Delta IDIFD$ 不能 Granger 引起 $\Delta FR$ | 0.6606 | 0.8785 | 0.9620 | 0.9311 | 0.9699 | 0.9584 |

注:  $\Delta FR$ : 资本账户外汇储备的变化;  $\Delta YEAR$ 、 $\Delta IDIF$  和  $\Delta IDIFD$  分别代表中国一年期存款基准利率和美国 1 年持续期的国债 (CMT) 之间利差的变化、国内银行间月度加权的同业拆借利率和联邦基金利率之间利差的变化以及国内银行间隔夜拆借利率和联邦基金利率之间利差的变化。

资料来源: 国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

## 第三部分 按照科学发展观与改革的思维来进行宏观

### 治理

#### 一、修正宏观治理原则的偏差

尽管目前我们面临的经济形势是比较严峻的，但我们对我国经济的长期经济走势仍然充满着信心，因为从中长期看，我国经济的基本面是好的。一是由 30 年的改革开放所激发出的经济活力和积累的巨大财富，如 1.95 亿美元的外汇储备等为我国长期经济增长奠定了坚实的基础；二是我国尚未完成的工业化与城市化隐含了巨大的国内需求，这是我国保持长期增长的基本保证；三是以庞大的农村剩余劳动力为基础的低成本劳动优势还将长期存在，从而保证我国的制造业仍然在国际上具有竞争优势；四是我国庞大的人口基数和巨大的市场规模可支撑我国的长期增长等。需要强调的是，以上这些有助于刺激经济长期增长的可能因素能否转变为现实因素，除了需要继续出台一系列旨在有效及时刺激内需的宏观经济短期政策外，在很大程度上依赖于我们能否按照科学发展观来进一步推进经济体制改革与对外开放。为此，我们必须按照科学发展观与改革的思维重新反思与调整我们传统的宏观治理原则。

第一，避免宏观治理目标的错位与混乱。治理经济萧条的核心目标不是在短期内保证经济增长速度的快速回升或经济快速恢复到繁荣时期的高涨状态。因为，周期性萧条形成有其必然的逻辑和经济基础，它必然经过一定时期的经济调整，特别是需求总量与供给总量、需求结构和供给结构的调整，经济才能真正突破以往经济发展在总量和结构上的瓶颈，重新进入到正常的增长路径上来。试图用短期的刺激政策来彻底解决周期性、全局性的经济下滑是困难的。因此，不顾经济周期调整的规律，简单进行大规模刺激和过度救助，不仅会破坏市场经济体系的正常运转，而且会给经济带来过度的波动和额外的调整成本。

第二，“保稳定”与“防经济循环的断裂”比单纯的“保 8”更重要。力求 2009 年 GDP 增长 8% 不仅对于提升信心，而且对于刺激总需求是非常重要的。但是，在目前中国三元社会结构所呈现的各种社会矛盾重叠的复杂情况下，我们应把防止宏观经济过度收缩带来社会结构不稳定作为我国宏观经济治理的更为重要的目标。因为在目前的增长模式下，通过“保增长”或“保投资”达到 8% 的增长速度，依然会引起中国高达 3200 万以上的失业。因此，当前的政策选择必须将失业救助、失业安置作为一个更为关键的目标，正是在这一意义上，我们认为构建全局性的社会安排网已经超越了传统社会意义，它具有坚实的宏观效率基础。在保持社会稳定的基础上，为此，我们必须从产业层面上保证产业循环链不断裂，在中观层面上保证社会资金链不断裂。

第三，以投资为主导的短期刺激政策并不足以引领我国走出“周期性”和“全局性”的经济衰退。总需求刺激只是危机治理的一个方面，供给管理特别是供给结构性的调整更为重要、更为本质。结构的调整不仅需要技术层面的调整，更为重要的是需要利益结构的调整。因此，“扩内需”与“增

长模式的转换”必须以体制与机制的“改革”为前提和先导。

第四，强化经济刺激政策的就业导向。从目前的经济刺激方案来看，主要体现的是投资导向，即以加大投资刺激重工业，缓和制造业为核心，而這些行业大部分都是资本密集型的，通常不具有大规模就业吸收的功能。事实上，在需求不足条件下，扩大就业不仅可以稳定与增加劳动者的收入，刺激消费需求，而且可以把改善民生落到实处，维护社会和谐与稳定。为此，我们需要进一步强化刺激内需政策的就业导向，特别是各级地方政府要千方百计出台有效措施和搭建有关平台，创造就业机会，切实做好大批失业返乡的农民工以及面临就业压力的大学毕业生的就业问题，把温总理在全国人代会上提出的新增城镇就业 900 万人以上和城镇登记失业率控制在 4.6% 以内的目标落到实处。

第五，强化经济刺激政策的消费导向。消费需求的刺激从长期看必须以收入分配制度的调整为基础。内需替代外需不仅仅是一个需求总量的问题，而且是一个供给结构的问题，即大量的外向型供给是否与膨胀的内部需求相匹配。因此，利用社会政策的改革在中长期通过收入分配途径来启动消费，利用供给结构调整在中期与内需结构相匹配，在本质上比短期需求总量刺激政策更为重要。收入分配格局的调整一方面要通过收入分配制度的改革，增加城乡老百姓的收入来源，缩小收入分配的差距，另一方面要大大增加转移性支出在政府刺激计划中的比例，完善社会保障体系。

第六，优化宏观经济政策的传导机制。短期宏观刺激政策的效率并不完全取决于刺激力度的大小，而是在于宏观调控政策微观传递机制的重塑。因此，通过财政与金融体制的改革来理顺和完善宏观经济政策的传导机制对于提高财政与货币政策的效率是非常有价值的。

第七，对刺激政策的力度和时间安排要有准确的考量。持续的经济增长在本质上是需要经济需求的扩张存在一个加速度，如果一个经济刺激计划平均分配刺激的力度，如果没有其他因素的刺激，我们看到的将是经济持续的下滑。因此在危机救助中，刺激需求的战略应当存在一个加速的概念，直到经济全面复苏。因此，简单采取一次性大规模刺激投入并不是一种科学的方法，政府需要在刺激计划中有一个加速的支出安排，以形成相应的市场预期。

第八，成本最小化的刺激政策导向。就像没有免费的午餐一样，任何政策都有正反两方面的效应，刺激需求的政策也同样会支付大小不等的成本，我们在政策选择时应尽可能权衡利弊，选择刺激作用更大但成本更小的政策。例如，为了刺激内需，固然需要更多发挥政府的作用，但政府干预应尽可能减少对市场机制的扭曲。

因此，改革促消费，改革调结构，改革理机制，改革保稳定，改革提信心。

## 二、建立在收入分配制度改革基础上的消费需求刺激政策

调整国民收入分配格局确实可以对居民消费需求起到相当大的扩张效应，而且这个效应要比仅在居民部门内部缩小收入差距带来的消费扩张更大。而调整国民收入分配格局的重点，应是增加居民收入在国民收入初次分配和再分配中的比重。

首先需要推进提高居民从企业获得劳动报酬的制度改革。（1）形成劳动者

报酬决定的集体协商谈判机制，从根本上改变单个劳动力与用人单位在谈判中的不利地位。(2) 进行税制改革。将目前的生产型增值税转变为消费税。因为税制的转变，必然引导地方政府关注重点的转变，使其由招商引资转变为打造良好的消费环境，自觉提高劳动者的报酬，刺激消费需求增加，从而使税收增加。(3) 建立健全涉及保护劳动者利益的各项法规，严格保护劳动者权益。这包括严格的劳动保护制度、最低小时工资标准制度、社会保障制度、根据物价指数调节居民劳动报酬水平的制度，等等。

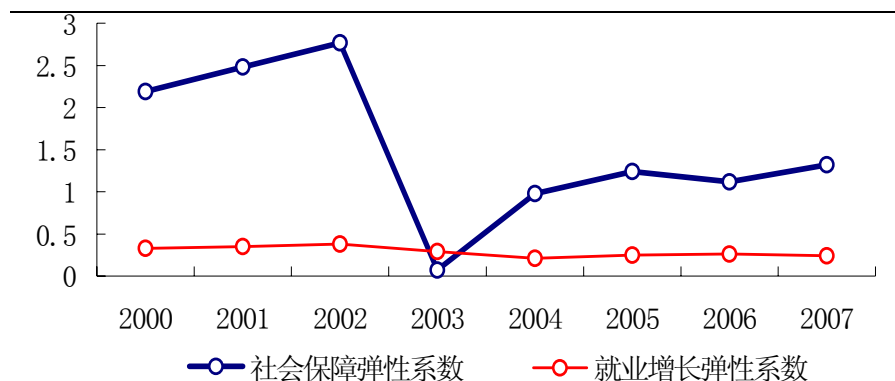
其次需要推进有助于增加居民财产收入的制度改革。(1) 从法律和产权制度上保证居民特别是中低收入阶层的财产。因此，更大力度保护普通居民的财产权，以及他们在任何地方都能靠劳动吃饭的机会，是最应该被“创造”的“条件”之一。(2) 要推进农村土地制度创新，建立健全土地承包经营权流转市场，让更多农民群众获得集体土地的增值收益。(3) 加强和完善资本市场立法，创新金融及其管理制度，为居民获得和拥有更多的财富创造出更多的金融工具。

### 三、构建以社会保障制度为核心的社会安全网

社会保障投入和经济增长之间变动的反向趋势一方面导致经济高速增长时没有及时补足社会安全网所需要的资金，另一方面导致在经济增长放缓时，会放大社会不稳定的矛盾。因此，在当前经济增长压力较大的背景下，必须补足过去投入的不足，一方面积极发挥社会安全网缓冲器的作用，另一方面发挥社会安全网构建在推进经济增长上的积极作用。

1999 年以来，我国各级财政对于社会保障的补助支出与经济增长之间的弹性系数呈现较为明显的相关关系，即经济高速增长时期，社会保障的弹性系数较低，而经济增长较为平缓时期，社会保障补助支出的弹性系数较高。1999 至 2002 年，我国 GDP 平均实际增速达到 8.3%，社会保障支出的弹性系数 2.48；2004 至 2007 年我国经济呈现高速增长，年均实际增长达到 11%，社会保障支出的弹性系数反而降低至 1.23。这种社会保障和经济增长之间的反向变动趋势状况说明，我国各级财政对于社会保障的投入支持力度与经济增长呈现反向相关。在经济形势好的时期，社会保障体系的建设并没有随之加强，反而在经济形势相对困难的时期，社会保障的建设才相对有所加强。这在一定程度上反映了过去几年我国社会保障体系的建设在规范化、制度化和持续性等方面的操作存在明显的错位。

图 18：近年来我国社会保障支出和就业增长的弹性关系



资料来源：国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

无论从治理波动的角度，还是从促进经济增长的角度，我们都有必要对我国的社会保障体系进行改革。

第一，建立全国统一的、中央政府负责的社会保障体系。我国目前的社会保障体系，无论是养老保险、医疗保险、失业等，还是城乡“低保”等都是由地方政府负责。这样安排产生了若干不良后果。首先是存在效率损失。社会保险作用的大小和参与保险的规模相关，现行的安排事实上形成了若干分割的地区保险市场。养老、失业和医疗等风险不能在地区之间分享。其次，地区之间支付水平差异过大，社会保障的属地化不利于劳动力在全国各地合理配置。第三，地方政府面临平衡预算约束，在财力衰退时期，可能会减少社会保障方面的开支。社会开支的减少既不利于地方稳定，也减少了经济复苏的动力。为了避免这些问题，有必要建立全国统一、由中央政府负责的社会保障体系。例如，由社会和劳动保障部统一负责全国社会保障中的养老、医疗和工伤事故险；由民政部统一负责全国的“低保”和其他救济事宜。

第二，加大财政投入力度，完善社会保障筹资机制。为满足不断增长的社会保障资金需求，各级政府首先要调整财政支出结构，通过深化行政体制改革和事业单位改革控制行政事业经费支出的过快增长，政府逐步退出竞争性领域以进一步压缩建设性支出，相应增加社会保障支出比重。中央财政可以通过划拨国有资产、扩大彩票发行等多渠道继续充实全国社会保障基金，在人口老龄化高峰期可通过发行社会保障特别国债适当平滑财政支出，减轻当期压力。地方财政也可视财力增长情况下建立相应的保障储备基金。同时，建立健全社会保险基金自求平衡机制。

第三，统筹城乡发展，完善以农村为重点的社会保障体系。要进一步落实对农村、农业“多予、少取、放活”的方针，将国民收入分配结构向农村和农业倾斜。通过加大中央和地方对三农的支持力度，调整财政资金和国债资金的使用方向，加快完善农村社会保障体系。一是要加强法制建设，充分发挥政府在社会保障建设体系中的作用。二是集中政府财力，支持农民根据本地经济发展和财力状况，在农村建立健全符合当地实际的最低生活保障、医疗保险和基本养老保险金在内的三条基本社会保障线，实现农民老有所养、病有所依和贫有所济。三是继续加大扶贫开发力度。

第四，完善社会保险制度，促进居民消费需求增长。一是加快完善企业职工基本养老金保险制度，进一步扩大养老保险覆盖范围，完善鼓励个体工商者和灵活就业人员的参保政策。二是加快事业单位养老保险制度改革。三是完善城镇医疗保险方案。四是推进失业、工伤、生育保险制度建设。五是适应城镇化加快的需要，加快建立符合农民工特点的社会保障制度，优先解决工伤保险和大病医疗保障问题。推进农村新型合作医疗建设，尽快建立适应国情的农村养老保险制度。切实解决好被征地农民的社会保障问题。

第五，加快发展社会救助和社会福利，提高低收入者收入水平。一是完善城乡最低生活保障制度。二是完善农村供养制度。继续提高农村五保供养标准，并确保落实到位。三是积极发展城乡医疗救助。四是大力发展以扶老、助残、救孤和济困为重点的社会福利和慈善事业。完善优抚安置政策，确保重点优抚对象的实际生活水平高于群众平均生活水平。五是大力发展

社会慈善事业。

#### **四、进一步改革现有的财政分权模式，规范地方政府行为，为投资主导型增长模式的转换创造条件。**

前文的分析表明，我国特有的财政分权体制是我国投资主导增长型经济模式的制度基础，因此，通过进一步改革现有的财政分权模式，调整政府间财政关系，理顺地方政府和中央政府的关系，规范地方政府竞争，通过改善财政支出结构、赋予地方政府相应的税权以及赋予当地居民对当地政府预算的上话语权等措施来发挥真正意义上的公共财政的作用，有助于实现增长模式的转换。

第一，要通过改革来调整支出结构，促进经济增长，降低政府竞争的负效应。从过去的经验来看，政府之间存在显著的支出竞争，并且这种竞争对经济增长具有重要影响。具体包括几个方面：（1）、财政支出影响经济增长不仅在于总量，而且更在于结构。因此，我们建议今后的财政支出政策的改革重点放在结构调整方面。（2）、预算外支出阻碍了经济增长。因此，必须要加强预算外支出的管理，把该项支出纳入到公共财政的范畴。（3）、文教卫支出具有正的增长效应，所以有利于经济发展。财政支出政策应该加大该项支出的投入。（4）、基本建设支出对经济增长和行政管理费反而阻碍经济增长。因此，我们建议通过政府体制改革来降低行政管理费支出和基本建设支出。

第二，就政府体制改革来说，应该考虑建立真正意义上的公共财政。现行的有限分权制度导致了有限的地方政府竞争，这一点在税收竞争上表现得非常明显。这种有限的竞争可能在一定时期内会促进增长，但不可能具有长期的增长效应。有限分权和有限地方政府竞争已经导致了环境恶化、教育和医疗等公共服务的供给弱化等，这些都是为了增长而付出的巨大代价。今后财政体制的调整首先是赋予地方政府相应的税权；其次，是赋予当地居民对当地政府预算的投票权，这就需要调整预算制度和修改预算法；再次，在赋予当地居民投票权的基础上，形成以当地居民为主体的标尺竞争机制；最后，这种公共财政体系的建设应该逐步实现，而不是一步到位。

第三，建立功能导向的政府组织，协调地方政府的行为。由于基层政府数量较多，且每个政府提供专业化的功能。如果把基层政府功能化，而非多任务化，同时把原有的基层政府按功能分拆，增加其数量，那么政府间的竞争就会加剧，而居民的权力就会在流动中得到改善，而且这种功能化还可以遏制政府的官僚化。

#### **五、治理波动的财政机制重建**

在市场经济条件下，依靠财政体制彻底消除经济波动是不现实的。但财政体制在减少、预防经济波动，治理波动方面还是有很大空间的。而完善财政机制对于提高财政政策在刺激需求方面的效率是很有作用的。

第一，深化财政体制改革，将财政自动稳定器职能划归中央。这一安排不利的地方在于所得税的较大比例划归中央，将会降低地方政府招商引资的积极性。积极的作用在两个方面。首先，统一的社保、救助和失业体系将

会大大促进统一的劳动力市场建设；对提高经济效率具有重要影响。其次，从治理波动的角度看，统一的失业保险制度一方面大大提高劳动力地区之间流动，从而提高资源配置效率。更为重要的是，统一的失业保险会大大提高政府对付衰退的效率。由于中央政府发行赤字的能力，中央负责的制度可以在经济衰退时期提高失业给付标准。另外，统一的制度将避免当前出现的劳动力流入和流出地区之间的责任不匹配问题。

第二，调整财政收支结构，提高自动稳定器预防和治理波动能力。为此，我们有必要提高政府的收入结构和开支结构，提高自动稳定器抑制和治理波动的能力。和国际主要经济体相比，我国所得税占总收入比重偏低。2004年，我国这两项税收所占比重分别为4.5%和13.8%，两者之和为18.3%。同期，美国个税和公司所得税的比重分别34.7%和8.7%，两者之和为43.4%；OECD国家平均而言，个税和公司所得税比重分别为24.6%和9.6%，两者之和为34.2%。提高所得税比重可能会对劳动供给和资本形成有一定的影响，其正面效应亦值得重视。所得税的提高不仅能有效改善国民收入分配格局，还对预防和治理经济波动具有重要意义。在开支的结构和内容方面，我们也有类似问题。提高失业保险和“低保”等开支的比重，不仅可以改善国民收入分配现状，对自动稳定器发挥作用也极为有益。

第三，建立社会保障号，解决相机抉择政策工具匮乏问题。98年的积极财政政策和目前的4万亿刺激计划大部分都以刺激总需求中的投资为主。财政政策似乎对总需求中消费部分无能为力。背后的原因就是缺少类似美国社会保障号(Social Security Number, SSN)之类的软基础设施。社会保障号在实现日常政府职能方面也具有重要意义。政府在筹集资金、实现政府公共服务职能，建设和谐社会的过程中对公民收入信息有着十分迫切的需求。公民收入信息系统的建立将大大提高政府管理、驾驭经济，促进社会和谐发展的能力。覆盖全社会的社会保障号将大大提高社会保障部门筹集社会保障费的能力。这一基础设施的建立不仅能提高社会保障资金的规模，增强系统稳定性；更能将目前分离的、以地方政府为主建立的社会保障整合为全国性的社会保障网络，从而大大提高社会保障体系的效率。这一号码还能有助于解决困扰政府多年的社会保障账户不能全国流通的问题，因而有助于促进劳动力的自由流动和合理配置，解决劳动者，尤其是农村地区劳动者的后顾之忧。一旦覆盖全社会的社会保障号建立，政府将有充分信息来实施退税、提高救助标准以及失业保险标准等。政府的反衰退政策从目前的集中在投资领域延伸到总需求的消费部分。

第四，建立财政稳定基金，抑制经济波动幅度。财政收支波动加剧，而不是烫平经济周期这个现象事实上已经引起了中央和若干地方政府的重视。财政部2006年设立了中央预算稳定基金。在省一级，内蒙古自治区制定了《本级预算稳定调节基金管理暂行办法》，上海市政府也成立了用于稳定预算的基金。但是，从现实情况看，有必要在各个省都建立预算稳定基金。具体说来，可以考虑如下做法，收入增长超过10%以上部分，强制投入预算稳定基金；当财政收入下降到一定程度时，地方政府就可以利用预算稳定基金来缓解支出压力。透过这样一个机制，政府预算稳定基金“以盈补欠”既能缓解经济过热，也能有效降低衰退时期的预算困难。

## 六、改革现有的货币政策调控机制、提高货币政策调控效率

要改变货币政策调控的困境和提高货币政策调控资源配置的效率，必须加快利率市场化改革步伐，调整目前的对冲方式，培育利率与汇率的联动机制。具体包括：

第一，信贷量和 M2 依然是当前中国货币政策有效的中介目标，但必须要改革信贷结构，信贷结构的改变必须依靠资金成本的变化来调节，应该加快利率的市场化步伐。可以考虑在扩大现有的商业银行信贷浮动利率定价自主权的基础上，有选择性地放开一些金融机构的贷款利率，并使用贴息贷款等方式来加大对中小企业的贷款。同时利率市场化要求有相应的金融资产，因此，必须改变整个经济过多依靠信贷的融资体制，要加快企业债券和股票市场等金融市场的发展步伐，做到“放水养鱼”。

第二，要改变目前的货币对冲办法，不能过多依靠准备金调整的办法去对冲外汇储备的增长。尽管这样可以降低央行的成本，但会导致外部冲击内部化，使货币调控会在一定程度上偏离国内经济的真实需求。要主要依靠央行票据来对冲外汇储备的增长，因为这样的对冲政策会增加央行货币政策的自主性，相对于贴现窗口来说，央行可以通过自主决定来确定货币的投放与回收。同时，央行票据市场的发展也为货币市场提供了一个基准利率水平，而且这一利率对于外汇市场的汇率形成机制是至关重要的。

第三，要有步骤地构造中国经济中的利率和汇率的联动机制。要做到这一点，必须打通货币市场和汇率市场之间的传递机制，除了依靠央行票据市场的利率与汇率形成机制以外，在制度改革上应该进一步加快银行同业拆借市场的改革步伐，允许更多的外资金融机构进入同业拆借市场，以反应这些机构对短期资金流动性的需求，由于这些外资机构或企业对外汇的敏感性更强，那么货币市场的利率变化就会逐步反应到汇率市场上。与此同时，可以进一步加大汇率日波动的幅度，比如由目前的 5% 提高到 7%，甚至更高一点，逐步形成利率与汇率的联动机制。

## 七、完善市场竞争机制，通过鼓励中小民营企业发展来扩大就业

当前一方面需要通过构建“社会安全网”来维持社会稳定，另一方面需要通过刺激经济增长来增加就业机会。从微观机制的角度讲，通过保增长来促就业，就必须让不同类型的企业公平地分享增长的机会，在竞争中让有限的财力发挥最大的就业促进作用。

通过引入微观的就业弹性概念，利用国家统计局 2000 - 2004 年全部国有及规模以上工业企业数据库，我们的研究发现，在各类型的企业中，外资和港澳台企业的就业弹性最高，私营和集体企业的就业弹性居中，国有企业的就业弹性最低。这意味着，同样的投资额，就业弹性最高的外资企业所带动的就业量大概是就业弹性最低的国有企业的两倍。我们还估计了工资和福利的就业弹性。相比之下，国有企业的工资就业弹性也是最低的，这说明国有企业靠增加工资来吸引就业的效果并不好。国有企业的福利就业弹性是最高的。这可能是因为国有企业实行“低工资、高福利”政策，因此福利水平相对具有更大的就业吸引力。相反，外资企业和港澳台企业的工资就业弹性很高，而福利就业弹性则很低。表 12 还提供了资本密集度对就业的效应。资本密集度的系数均显著为负，说明资本密集度越高的行业，吸纳的就业数量越少，因为高资本密集度的行业通常不是劳动密集型企业。

表 11 不同类型的企业的就业弹性（2000 - 2004 年）

| 企业类型  | 销售额对数            | 工资对数              | 福利对数             | 资本密集度                 | Within-R2 | 观测值    |
|-------|------------------|-------------------|------------------|-----------------------|-----------|--------|
| 国有企业  | 0.093<br>(38.85) | 0.189<br>(58.26)  | 0.038<br>(16.94) | -0.00006<br>(-58.10)  | 0.188     | 108805 |
| 集体企业  | 0.121<br>(39.10) | 0.199<br>(61.10)  | 0.025<br>(11.23) | -0.0005<br>(-74.51)   | 0.263     | 97242  |
| 私营企业  | 0.136<br>(59.71) | 0.283<br>(115.18) | 0.026<br>(16.79) | -0.0004<br>(-88.21)   | 0.368     | 223932 |
| 港澳台企业 | 0.183<br>(47.59) | 0.266<br>(73.46)  | 0.015<br>(7.99)  | -2.06e-06<br>(-13.37) | 0.308     | 66074  |
| 外资企业  | 0.187<br>(47.95) | 0.264<br>(69.62)  | 0.010<br>(5.34)  | -4.80e-06<br>(-11.14) | 0.323     | 59842  |
| 其他企业  | 0.100<br>(43.26) | 0.280<br>(104.30) | 0.036<br>(20.10) | -0.00003<br>(-40.41)  | 0.281     | 172597 |

注：因变量为职工人数对数，控制变量为地区。小括号内为 t 值，估计系数均在 1% 的水平上显著。

资料来源：国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

我们进一步估计了不同行业的就业弹性，见表 13。在全部 30 个二位数制造业中，皮革制品业、家具制造业和橡胶制品业具有最高的就业弹性，而化学制品业、农副食品加工业和饮料制造业具有最低的就业弹性。平均而言，就业弹性最高的皮革制品业所带动的就业量大概是就业弹性最低的饮料制造业的 2.5 倍。排名靠前的行业均为劳动密集型产业，因此对就业的吸纳程度更高，而排名靠后的行业则相反。

表 12：30 个行业的销售额的就业弹性（2000 - 2004 年）

| 排序 | 行业                 | 就业弹性  | 排序 | 行业                | 就业弹性  |
|----|--------------------|-------|----|-------------------|-------|
| 1  | 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业   | 0.180 | 16 | 工艺品及其他制造业         | 0.128 |
| 2  | 家具制造业              | 0.179 | 17 | 石油加工、炼焦及核燃料加工业    | 0.126 |
| 2  | 橡胶制品业              | 0.177 | 18 | 纺织业               | 0.125 |
| 4  | 通信设备、计算机及其他电子设备制造业 | 0.168 | 19 | 交通运输设备制造业         | 0.118 |
| 5  | 文教体育用品制造业          | 0.163 | 19 | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | 0.118 |
| 6  | 金属制品业              | 0.161 | 21 | 专用设备制造业           | 0.108 |
| 7  | 塑料制品业              | 0.154 | 22 | 医药制造业             | 0.107 |
| 8  | 电气机械及器材制造业         | 0.145 | 23 | 烟草制品业             | 0.106 |
| 8  | 仪器仪表及文化、办公用机械制造业   | 0.145 | 24 | 非金属矿物制品业          | 0.099 |
| 10 | 纺织服装、鞋、帽制造业        | 0.141 | 24 | 黑色金属冶炼及压延加工业      | 0.099 |
| 10 | 食品制造业              | 0.141 | 26 | 有色金属冶炼及压延加工业      | 0.098 |
| 12 | 印刷业和记录媒介的复制        | 0.136 | 27 | 废弃资源和废旧材料回收加工业    | 0.096 |
| 13 | 化学纤维制造业            | 0.135 | 28 | 化学原料及化学制品制造业      | 0.087 |
| 14 | 造纸及纸制品业            | 0.132 | 28 | 农副食品加工业           | 0.087 |
| 15 | 通用设备制造业            | 0.130 | 30 | 饮料制造业             | 0.072 |

注：因变量为职工人数对数，解释变量为销售额对数，控制变量包括工资、福利、所有制和地区。估计系数均在 1% 的水平上显著。

资料来源：国家统计局 中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

上述分析说明，非国有企业具有更高的就业弹性，以非国有企业为主的行业具有更高的就业弹性。因此，从解决就业的角度出发，我们建议政府实施 4 万亿元的投资计划过程中，能够更多地支持中小民营企业和劳动密集型产业的发展，因为它们是就业的主力军。事实上，根据媒体报道，过去几年，民营经济占中国 GDP 的比重超过了 65%；创造了 80% 以上新增就业岗位；提供了 70% 的技术创新，65% 的发明专利和 80% 以上的新产品。而在政府去年开始的 4 万亿投资之中，近 90% 被国有大中型企业拥有。我们建议政府通过透明、公正的政府采购和招标计划，让非国有企业和国有企业一样能够参与增长的机会，从而更有效地实现充分就业的政策目标。中央政府应在“增长”和“就业”之间设计有效的激励机制，为民营企业提供更多的增长机会，才能减少地区之间的“失业外部性”，从而巩固“社会安全网”。从这个角度看，让民营企业公平地参与增长机会，也是构建社会保障体系的有益补充。

改革开放为中国带了持续 30 年的快速经济增长，创造了一个世界奇迹。解决我们当前面临的困难从根本上说也依赖进一步的改革开放，通过改革开放转换经济增长模式，为启动内需奠定坚实的制度基础。因此，改革促消费，改革调结构，改革理机制，改革保稳定，改革提信心。

## 附注:

**杨瑞龙:** 东海证券研究所顾问, 中国人民大学经济学院院长、经济学教授、博士生导师, 兼任北京市政府顾问, 北京市经济学总会常务理事。享受国务院特殊津贴专家

**刘元春:** 东海证券研究所顾问, 中国人民大学经济学院副院长, 经济学教授, 博士生导师、“孙冶方经济科学奖”获得者, 国家重点研究基地“中国改革发展研究院”副院长

**阎衍:** 东海证券研究所顾问, 中诚信证券评估有限公司副董事长, 经济学博士

**朱戎:** 东海证券研究所所长, 中国人民大学经济研究所联席副所长, 经济学博士

## 一、行业评级

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

## 二、股票评级

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

## 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122