



执笔人:

黄益平/唐杰/纪洋

## 金融改革与经济发展

要点:

- 二季度经济增长初露企稳迹象，但下行压力依然存在。靠‘微刺激’抬起来的增长难以持续，而且房地产市场状况恶化带来了新的不确定性因素。未来政府可能会继续推出稳增长的措施，令GDP增长速度在7.5%附近波动。
- 经济结构已经发生积极的变化，服务业已经成为最大的产业，外部账户再平衡已经完成，消费比重也开始上升，失业率持续下降、工资继续稳步增长。
- 金融改革势在必行，但它既可能加速增长，也可能提高实际利率、引发资本外流并增加银行危机的风险。
- 核心的政策建议是真正放弃保增长的思路，适当容忍短期的低增长，当前经济增长减速既有周期性因素也有结构性因素，只有通过改革才可能实现可持续的中高速增长。
- 第一，扩大‘区间调控’的区间，让经济稳定到增长潜力的附近。放弃‘微刺激’的提法，真正宏观稳定政策的框架。‘定向调控’宜节制，可集中‘补短板’，要避免变成‘有保有压’的产业政策，也不宜以货币政策实施‘定向调控’。
- 第二，适当采取措施控制房地产市场崩盘的风险，但也应预防产生新的泡沫。短期策略应是稳需求，长期要压投机。作为短期对策，可以考虑取消限购、支持刚需、加快城镇化并与棚户区改造和保障房建设配合。
- 第三，加快推进各个领域的经济改革，提高未来的趋势增长水平。比如计划生育政策、国有企业、户口制度以及金融政策等的改革，都有可能增加要素投入特别是加速生产率增长。
- 最后，在推进金融改革的同时需要采取有效措施应对资本外流以及银行资产质量恶化。在制定改革方案时应该充分考虑不同领域改革措施的相互配合，尤其应该关注金融机构所有权改革与监管质量的提高。



## 目录

一、增长初露企稳迹象但下行压力依旧 .....	- 3 -
全球经济仍然增长乏力 .....	- 3 -
投资带动国内经济企稳 .....	- 4 -
货币物价分析 .....	- 7 -
二、警惕房地产调整拖累经济 .....	- 9 -
三、宏观调控创新与风险 .....	- 11 -
‘区间调控’与‘定向调控’ .....	- 12 -
防范新瓶装老酒 .....	- 13 -
四、金融改革对中国经济的影响 .....	- 13 -
金融改革的成果与挑战 .....	- 14 -
进一步改革的成本效益分析 .....	- 15 -
五、政策建议 .....	- 20 -



## 一、增长初露企稳迹象但下行压力依旧

CF40 第一季度宏观经济报告预测：“2014 年全年经济增长都会围绕 7.5%左右波动，并且波动率极小，一季度经济增长 7.4%可能带来的影响是短期内无必要再加码经济刺激政策了，而往后的政策依然以微调为主。”目前看来这个判断基本准确，过去几个月来，政府采取了一系列的‘微刺激’手段，二季度 GDP 增长轻微回升到 7.5%。不过房地产市场走过转折点，已经成为下一步经济发展的主要风险。预计政府会继续实施‘区间调控’与‘定向调控’，经济增长可能仍然是小幅波动，全年增长会非常接近预定的 7.5%的目标。

### 全球经济仍然增长乏力

今年全球经济增长的速度低于预期。5 月份，联合国经济和社会事务部将 2014 年全球经济增长预测降低了 0.2 个百分点到 2.8%。6 月份，世界银行将类似的预测从 1 月初的 3.2%调低至 2.8%，其中发达经济体的预测从 2.2%调低至 1.9%，发展中经济体从 5.3%调低至 4.8%。7 月份，国际货币基金组织表示，全球经济复苏的速度没有之前预测的那么高。总体看来，未来一段时期，全球经济可能仍将保持疲软增长的态势。

一季度美国经济的低迷表现是今年以来全球经济最大的意外事件。根据初步估算数，GDP 环比年化增长率从前一季度的 2.6%骤降至 0.1%，是 2011 年二季度以来的最低水平。上述初步估算数在修订之后的终值则是-2.9%，为 2009 年一季度以来的最低值。二季度以来，美国经济逐渐显露活力，增长率的初步估算数为 4%。如果下半年两个季度的增长率都能维持在 3%，全年增长率将为 1.78%。

中长期来看，美国经济已经基本走出危机，具体可看两个关键的指标。A、失业率。6 月份，美国失业率降至 6.1%，而且劳动参与率与前几个月持平。失业率离历史平均值(5.8%)已经不远，比美联储估计的长期正常水平(5.2-5.5%)还高近一个百分点。B、房价。4 月 20 城市的房价指数已进一步回升到 168.7，比 3 月提高了 1.9，摆脱了 2013 年 9 月至 2014 年 2 月的平台(165.6 左右窄幅波动)。目前的房价比 2012 年初的最低点已上涨约 25%。

支撑美国走出危机的是杠杆率的下降。美国的家庭和企业降杠杆的过程中已取得显著进展。美国家庭负债与 GDP 的比例已经从 2008 年一季度的 98%下降到今年一季度的 81%，非农非金融企业的资产负债率和家庭部门一样都经历了下降。

美联储在量化宽松货币政策的退出问题上比较谨慎。一方面，政策退出的方向是确定的；但另一方面，政策退出的步伐是渐进的，近期仍然会按照每月缩减 100 亿美元资产购买金额的速度进行。通胀处于目标区间之内（不高于 2%），美联储没有必要快速退出量化宽松。

从欧元区各国国债收益率来看，欧债危机的影响已经基本消散。欧元区 GDP 的环比增长率自 2013 年第二季度以来就从负值变为正值，而同比增长率自 2013 年第四季度以来转为正值。2014 年第一季度，欧元区 GDP 同比增长 0.9%，环比年化增长 0.8%。

但是，对于欧元区经济前景不能过于乐观。首先，通胀仍处于历史性低位。6 月，欧元区核心 CPI 同比增长 0.8%，比 5 月高了 0.1 个百分点，但这并不意味着转折点。出于对通货紧缩的担心，6 月 5 日欧央行将基准利率调降 10 个基点至 0.15%的创纪录新低，并首次将存款利率调降至负值(-0.10%)。其次，5 月欧元区工业产出环比下降 1.1%，创 2012 年 9 月以来最大单月降幅。最后，5 月欧元区失业率仍然高达 11.6%，远高于危机之前 8%左右的水平。

日本经济的两个难题是人口问题(总量萎缩与结构老化)与债务问题(政府债务与 GDP



的比例高居世界榜首)。可能由于人口问题的影响,日本自2012年7月以来持续处于贸易逆差,而且贸易逆差的规模不断变大。即便安倍经济学以前所未有的力度推行量化宽松,导致日元大幅贬值,也未能改变贸易逆差的趋势。自2013年10月以来,日本出口的同比增速就不断走低,从18.6%降低到今年5月份的-2.7%。

面临巨额债务,日本政府一方面继续大加举债、刺激经济,一方面提高还债能力,比如今年4月1日将消费税率从5%提高到8%。在消费税提高之前,消费者提前消费,结果是一季度GDP环比年化增长率高达5.9%。但是,在税率提高之后,对于消费和经济增长的压力会显现,日本二季度GDP有可能大幅萎缩。4月日本每户家庭的平均支出同比实际下降4.6%,5月下降8%。7月,日本央行把2014财年的经济增长预期从1.1%下调至1.0%。

印度、巴西、俄罗斯等金砖国家的近期经济走势和中国具有较高的同步性,都是从2010年一季度(中、印、巴、俄的同比增长率分别为12.1%、13.3%、9.3%、3.8%)在大幅反弹之后开始出现明显的增速放缓并随后在低位保持稳定。不过,印度、巴西的增速放缓程度大于中国,如今的增长率也明显低于中国;俄罗斯虽然增速放缓程度不高,但如今增长率是四个国家中最低的(今年一季度中、印、巴、俄的同比增长率分别为7.4%、6.1%、1.9%、0.9%)。

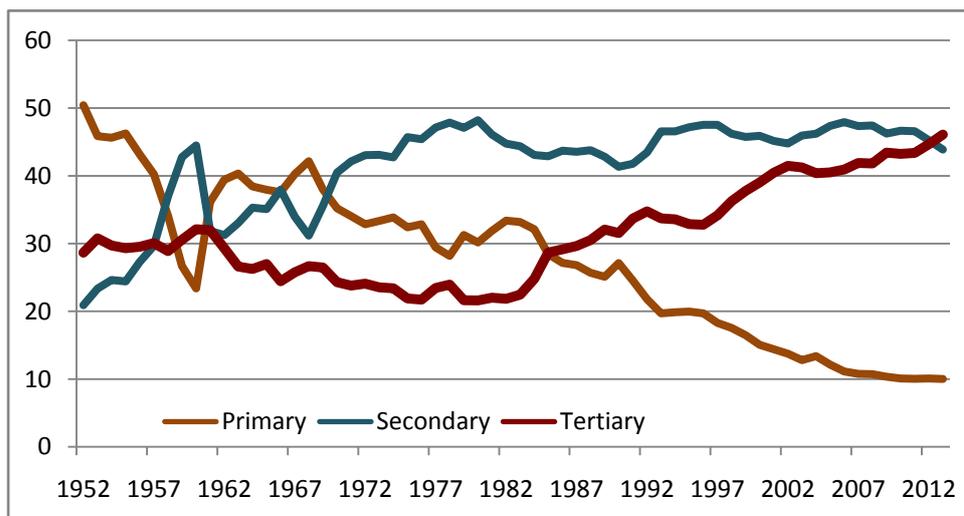
## 投资带动国内经济企稳

二季度GDP相比去年同期增长7.5%,比一季度提高了0.1个百分点,扭转了去年四季度以来的连续下滑势头,初步露出企稳迹象。从环比来看,二季度GDP相比一季度增长2%,折合年率8%,高于同比增速。自2012年第二季度以来,各季度GDP的同比增长率一直在7.4-7.9%之间窄幅波动。这是增长潜力与宏观政策共同作用的结果。从今年一季度再次触及箱体底部、二季度有所回升来看,这个箱体仍在发挥作用。

分产业来看,二季度与一季度相比,第一产业的提高幅度最大(0.8个百分点),第二产业基本持平(提高0.1个百分点),第三产业略有提高(0.3个百分点)。但在增速的数值上,第一产业最低,第二产业居中,第三产业最高。由于上半年第三产业在GDP中的比重超过第二产业,其增速又比第二产业高,可以说第三产业已成为经济增长最大驱动力。不过,第三产业在GDP的比重还不能稳定的超过第二产业,比如二季度第三产业的比重反而略小于第二产业,和一季度的情况正好相反。只是两个产业在比重上的差异要小于增速上的差异,所以“第三产业已成为经济增长最大驱动力”的判断仍然成立。



图 1、第三产业的经济比重已经超过第二产业



资料来源：数据来自国家统计局。

在细分行业中，交通运输、仓储和邮政业在第二季度的同比增速比一季度提高了 2.2 个百分点，是提高幅度最大的，住宿和餐饮业、金融业也有明显提速，分别提高了 0.6 和 0.4 个百分点，建筑业下降了 0.2 个百分点，而房地产业是细分行业里面下降幅度最大的（1 个百分点）。其中建筑业的增速下滑比房地产业轻微得多，是因为房地产业侧重于商品房的发展，而建筑业的对象则不仅包括商品房，还包括保障房、自建房、工业厂房、基础设施等。

对于工业，规模以上企业的月度数据显示，经济提速主要发生在 6 月份。4、5、6 月，规模以上工业增加值同比增速分别是 8.7%、8.8%、9.2%，环比增速分别是 0.71%、0.72%、0.77%，增速都是逐月提高，而且 6 月份提高幅度较大。规模以下工业的增速明显慢于规模以上的部分。作为二者的加权平均，工业整体在第二季度的同比增速为 7.3% 左右，比一季度提高了近 0.2 个百分点。

表 1、2014 年一季度与二季度行业增速比较

	2014 年上半年 绝对额 (亿元)	2014 年 Q1 同 比增速(%)	2014 年 Q2 同 比增速(%)	Q2-Q1
GDP	269044	7.4	7.4	0.1
第一产业	19812	3.5	4.3	0.8
第二产业	123871	7.3	7.5	0.1
工业	106814	7.2	7.3	0.2
建筑业	17057	9.3	9.1	-0.2
第三产业	125361	7.8	8.2	0.3
交通运输、仓储和邮政业	14114	5.7	7.9	2.2
批发和零售业	25422	9.8	9.8	0.0
住宿和餐饮业	5318	5.9	6.5	0.6
金融业	18463	9.5	9.9	0.4
房地产业	17453	3.0	2.0	-1.0
其他服务业	44591	8.9	8.9	0.0

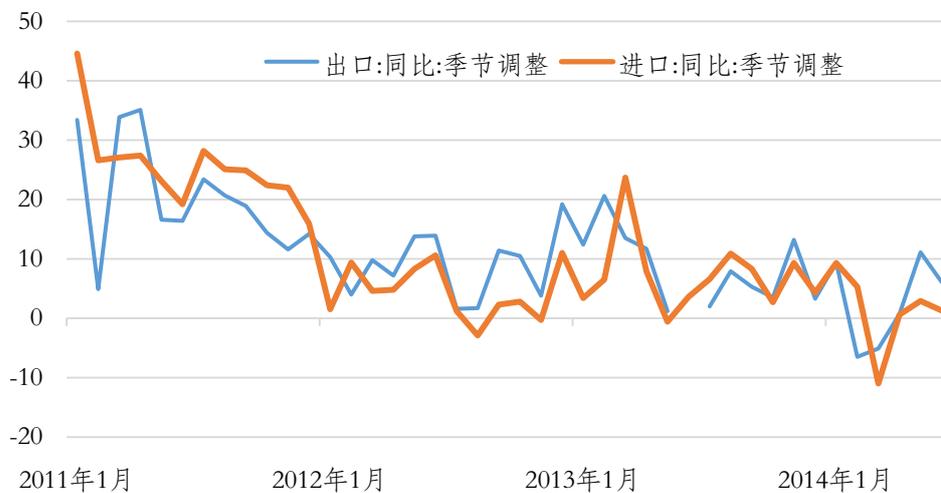
注释：增速按不变价格计算。Q2 的增速系根据上半年增速和 Q1 增速估算而得。由于四舍五入因素，GDP 的 Q2 增速的估算值的和公布值略有出入。



根据总需求“三驾马车”的分析框架，二季度与一季度相比，进出口顺差大幅增长，消费品零售名义增速回升而实际增速下降，财政支出明显加快，固定资产投资名义增速下降而实际增速不变。

二季度进出口顺差 859 亿美元，其规模在历史上仅次于 2008 年第四季度和去年第四季度，比今年一季度的 166 亿美元增加了近 700 亿美元，比去年第二季度增加了近 200 亿美元。贸易顺差的增加主要来自出口的增加而非进口的减少。去年前几个月出口基数虚高，导致今年 2、3 月出口同比大幅负增长。随着虚高基数因素的消除，今年 5、6 月出口同比增速恢复到 7.0%、7.2%，二季度平均同比增长 4.9%。进口的同比增速和出口高度正相关，在二季度同样出现回升，但回升幅度没有出口大，二季度平均同比增长 1.1%。

图 2、季节调整后的进出口同比增长



资料来源：CEIC。

消费方面，二季度消费品零售总额 6.21 万亿元，同比名义增长 12.2%，实际增长 10.7%，分别比一季度提高了 0.2、-0.2 个百分点。应该说，消费品能有如此增长还是难能可贵的。毕竟房地产市场不景气会影响装修、家庭电器的消费，反腐会影响高端餐饮的消费。一个有可能抵消上述两种负面冲击的因素是工资的上涨特别是简单劳动力工资的上涨。农村的消费品增速快于城镇（上半年同比增速分别为 13.2%、12%），就是一个突出的证据，因为农村的简单劳动力更多。这种结构上的改善对于调节收入差距、促进社会和谐都是非常重要的。

政府消费也是最终消费的重要组成部分。作为政府消费的替代变量，二季度财政支出 3.87 万亿元，同比增速为 18.5%，比一季度提高了 5.9 个百分点，是 2012 年一季度以来的最高值。本来，由于反腐等措施的影响，政府人员花钱积极性不高，造成财政支出增长缓慢、公共部门存款大幅增多，对于经济产生紧缩效应。随着财政支出速度的加快，稳增长的作用得以发挥，财政政策的积极性得以体现。在财政支出加快的同时，财政收入增幅反而放缓。二季度财政收入 3.96 万亿元，同比增长 8.4%，比一季度降低了 0.9 个百分点，比二季度的财政支出增幅低 10.1 个百分点。

作为国民经济核算中固定资本形成总额的替代变量，二季度城镇固定资产投资 14.4 万亿元，同比名义增长 17.2%，比一季度降低了 0.4 个百分点，实际增速维持不变（16.3%）；房地产开发投资 2.67 万亿元，同比名义增长 12.6%，比一季度降低了 4.2 个百分点。可见，



房地产开发成为拖累投资增速乃至整体经济的重要原因，这在 GDP 核算部分房地产业增加值的低增速已得到反映。在固定资产投资中，二季度与一季度相比，电力行业的同比增速提高了 6.3 个百分点，公共设施提高了 2.7 个百分点，制造业降低了 0.5 个百分点，铁路反而下降了 2.5 个百分点，而且不管是下降前还是下降后的增速都低于固定资产投资的平均水平。

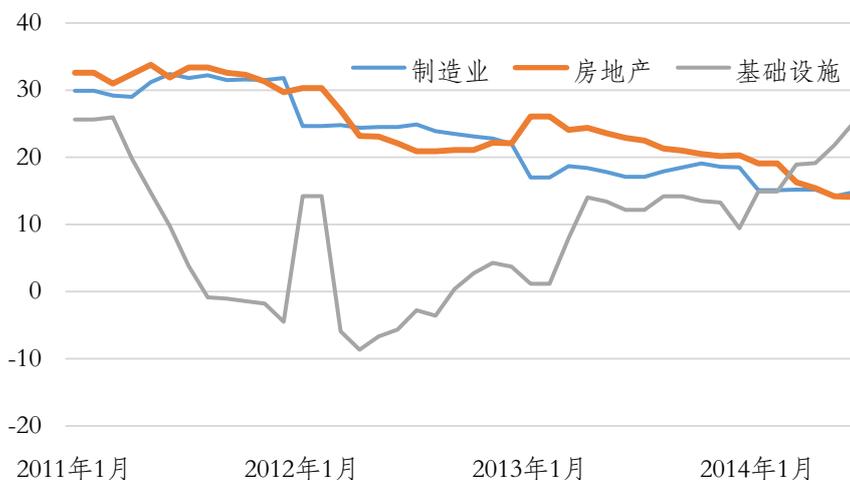
表 2、2014 年一、二季度城镇固定资产投资与房地产开发投资增速比较

	固定资产投资							房地产开发投资
	国有及国有控股	制造业	电力	铁路	道路	公共设施		
Q2 绝对额 (亿元)	144449	45023	49061	4864	1395	6594	11034	26679
Q2 同比增速 (%)	17.2	14.5	14.7	21.1	13.4	23.8	26.3	12.6
Q1 同比增速 (%)	17.6	14.5	15.2	14.8	15.9	23.0	23.6	16.8
Q2-Q1 (%)	-0.4	0.0	-0.5	6.3	-2.5	0.9	2.7	-4.2

注释：增速按名义值计算。Q2 的绝对额系将上半年减去 Q1 而得。

基础设施投资加速但房地产投资减速，一方面反映了房地产可能拖累下一步经济增长的风险，另一方面也很清楚地表明二季度经济增长开始稳定，其实就是政府增加投资的结果。不管政府政策在表述上发生了多大的变化，通过投资稳增长的做法并无实质性的转变。现在如此，恐怕未来几个季度还将如此。

图 3、固定资产投资增长：制造业、房地产与基础设施



资料来源：国家统计局和 CEIC。

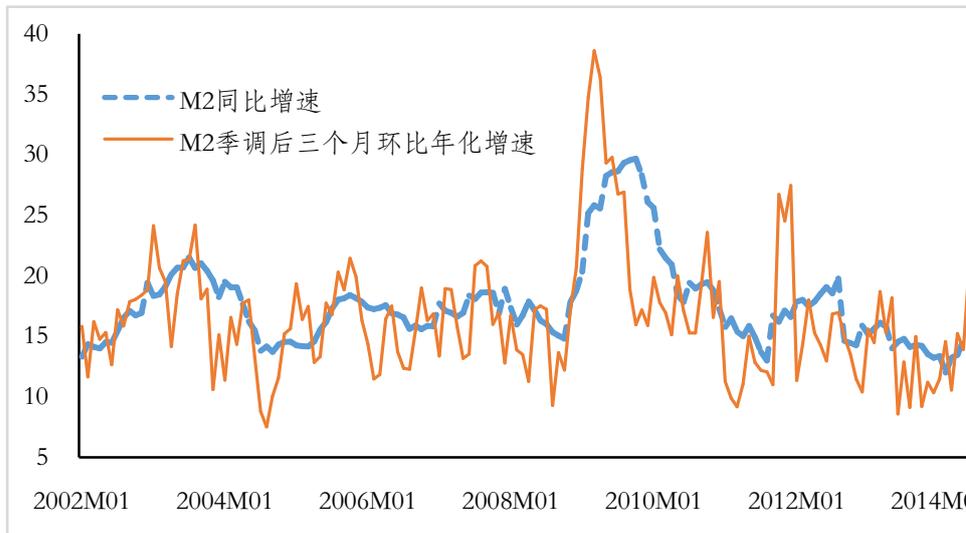
## 货币物价分析

货币总量增速的回升是二季度特别是 6 月份的一大亮点，虽然央行官方表示‘稳健’的货币政策的基调并未发生改变，但实际政策环境转向宽松的政策动机一目了然。6 月底 M2 达到 121 万亿元，同比增长 14.7%，比一季度末增加了 2.7 个百分点，比 5 月末增加了 1.2 个百分点。6 月底 M2 季节调整后三个月环比年化增速为 21.0%，已经接近于 2009 年货币政策特别宽松的时期，比一季度末提高了 10.4 个百分点，比 5 月底提高了 7.1 个百分点。之所以环比增速远高于同比增速，是因为同比增速涵盖去年下半年以及今年一季度环比增速较低的



时期。与去年 6 月的钱荒相比，今年 6 月的货币环境非常宽松。整体来看，二季度三个月平均的 M2 同比增速为 13.8%，比一季度提高了 0.9 个百分点。

图 4、广义货币发行量 M2：同比增速与三个月环比年化增速



资料来源：中国人民银行与 CEIC。

作为金融脱媒的产物，债券托管量在 6 月底达到 27.2 万亿元，同比增长 8.89%，比一季度末增加了 0.96 个百分点，比 5 月末增加了 0.93 个百分点。整体来看，二季度三个月平均的债券托管量同比增速为 8.25%，比一季度降低了 0.18 个百分点。可见，无论是从债券托管的规模、6 月份的同比增速、二季度的同比增速还是二季度增速相比一季度的变化，债券市场的表现都远逊色于银行（M2）。

受益于货币总量的快速增长，二季度各品种、各期限的利率平均都比一季度有所下降。其中降幅最少的也有 11 个基点，而 1-6 个月期限的利率降低了超过 100 个基点。利率水平的降低将带动更多投资，有利于稳增长。进入 7 月份以来，部分利率出现了一定程度的回升。

表 3、市场利率普遍开始下降

	债券质押式回购				票据转贴	国债			
	隔夜	1 周	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	5 年	10 年	20 年
Q2	2.52	3.41	4.19	4.58	4.21	3.41	4.00	4.21	4.63
Q1	2.75	4.13	5.44	5.58	5.30	3.52	4.24	4.52	4.98
Q2-Q1	-0.23	-0.73	-1.25	-1.01	-1.10	-0.11	-0.25	-0.31	-0.35

资料来源：中国人民银行以及 CEIC。

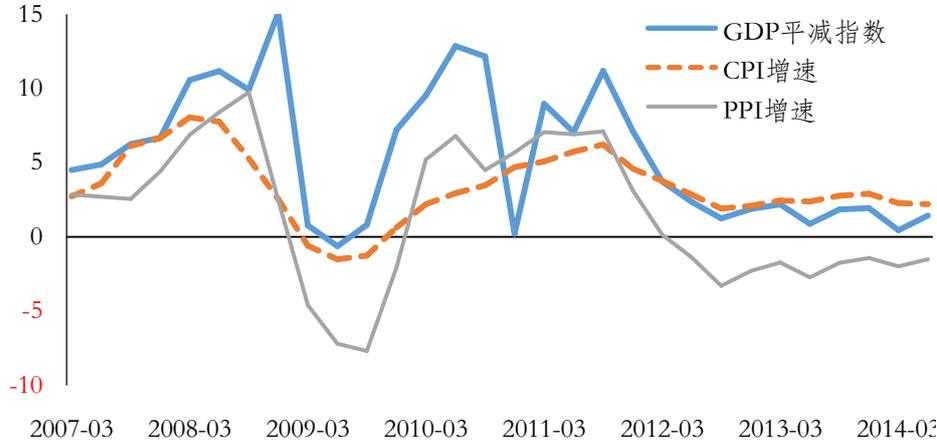
二季度人民币名义有效汇率相比一季度贬值 3%，比去年同期贬值 1.14%；实际有效汇率相比一季度贬值 4.61%，比去年同期贬值 1.37%。这与货币扩张的逻辑是一致的，因为货币总量的增加导致本币供给增加，在本币兑换需求给定的情况下，供给增加导致本币贬值。应该说，二季度人民币贬值幅度较大，但对于出口的促进作用尚未得到充分体现。

物价在二季度保持了基本稳定。CPI 同比增长 2.2%，比一季度降低 0.1 个百分点；PPI 同比增长-1.5%，降幅比一季度收窄 0.5 个百分点。其中 CPI 的稳定和工业特别是重化工产业的产能过剩有关，据介绍我国的钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业的产能利用率仅为 70-75%，明显低于国际通常水平。由于产能过剩，二季度耐用消费品价格同比上涨 0.4%，交通工具价格下降 0.8%，建房及装修材料价格上涨 1.1%，涨幅均远低于 CPI。历史上，CPI



与 PPI 是高度正相关的，但后者的波动幅度远大于前者。二季度 PPI 降幅的收窄也是经济好转的体现。

图 5、通货膨胀的变化：GDP 平减指数、CPI 和增速



资料来源：国家统计局与 CEIC。

## 二、警惕房地产调整拖累经济

中国经济在快速增长的同时也面临很多风险，房地产调整、影子银行、地方政府债务等都已讨论很多。其中房地产调整是最大的风险。房地产市场规模大，存量高，牵涉到几乎每一个经济主体。一旦房地产调整幅度较大，为其融资的影子银行以及依赖土地出让金的地方政府都会受到严重影响。

市场一个普遍的共识是房地产市场可能已经走过了一个转折点，量、价高速增长的阶段可能已经结束。即便是比较乐观的也认为 2013 年总销售面积达到 13 亿平米的记录很难持续，这意味着房地产对增长的贡献也许就此消失，要推动经济可持续增长，未来需要找到新的增长点。不过对于未来房地产市场调整的方式，市场上有不同的判断，大部分认为调整仍将缓慢进行，但也有不少人认为断崖式调整的可能性不能完全排除。无论是那一种形式，经济政策都必需严格防范房地产市场调整引发重大的经济与金融风险。

根据 2013 年全年数据，房地产投资占 GDP 的比例为 15% 左右，商品房销售额的规模与投资差不多，而按揭贷款和开发商贷款合在一起大概达到银行信贷余额的 18% 左右，以房地产为抵押品的所有贷款所占比重还会更高。如果再考虑到相关的上下游产业如水泥、建材、家具、家电等，房地产对总体经济和金融系统的影响可以说是举足轻重。

不论是房地产业的增加值，还是房地产开发投资，他们在二季度的表现都比较差，同比增速都相对一季度明显下降。商品房销售陷入负增长。二季度当季商品房销售面积 2.83 亿平米，同比下降 7.47%，降幅比一季度扩大 3.71 个百分点；销售额 1.79 万亿元，同比下降 7.82%，降幅比一季度扩大 2.61 个百分点。可见，商品房销售方面的表现比房地产增加值和投资都要差。不过，根据月度数据，6 月份的商品房销售面积同比下降 0.16%，销售额同比下降 0.71%，相比前几个月已有大幅改善。

受累于销售困境，二季度房地产企业的新开工面同比下降 10.51%，降幅比一季度缩小

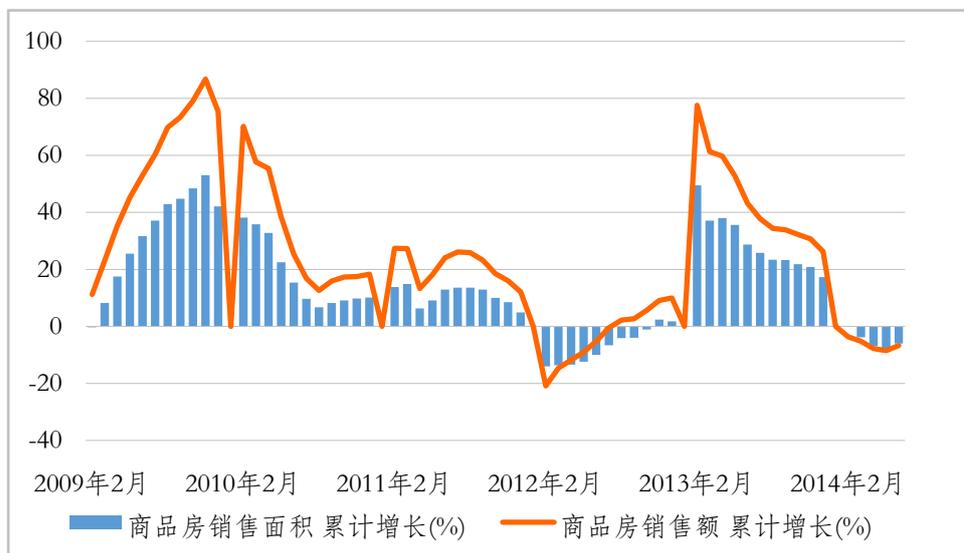


了14.7个百分点。但是，分月来看，6月当月同比下降9.31%，降幅比5月扩大1.42个百分点，与商品房销售降幅缩小的趋势正好相反。这也许说明，在房地产开发商眼里，6月的改善并不稳固，他们没有信心增加开工。

作为房价长期持续上涨的结果，我国很多城市无论是绝对房价还是相对房价（房价收入比）都已位居世界前列，住宅总值远超美国，部分城市供过于求的矛盾相当突出。根据一份15万人参与的相对房价网上调查，2014年一季度，在全世界486个城市中，中国大城市的房价收入比不仅远高于发达国家，也明显高于新兴市场国家（表）。和2009年相比，北京和上海2014年的房价收入比提高了50%左右。

很多人认为，房价收入比不是一个很好的指标，具体理由包括房价和收入的中位数难以获得、收入容易低估、外地投资者的情况难以计入、不同国家收入增速不一样等。其中最后一个理由是最重要的。的确，收入增速较快的国家理应承受更高的房价收入比，但是收入增速较快的国家并不仅仅只有中国，与其他同样收入增速较快的国家相比，中国的房价收入比偏高，同样能说明中国房价偏高。

图6、商品房销售面积与销售额（累计%同比）



资料来源：CEIC。

即便中国房价偏高，只要原来支持房价上涨的因素仍然存在，房价就有可能继续上涨。可惜的是，推动房价上涨的因素大都在向相反方向转化。首先，反腐力度大大加强。房产作为需要登记的有形财产，难以隐藏。随着统一登记制度的推进，房地产作为财富储藏手段的重要性将明显降低。反腐本身限制了官员及相关企业的高收入，这也会影响对于房地产的需求，同时会使部分官员抛售房产，增加房地产供给。

其次，人口方面，我国近年来面临劳动年龄人口总量和劳动年龄人口所占比重从双上升到双下降的历史性转变。这比美国单纯的人口老化更加复杂。劳动年龄人口总量减少意味着总收入的增速降低、经济相对低迷，劳动年龄人口所占比重下降意味着同样的收入要更多用于消费而不是投资、储蓄相对减少。当然，人口的变化比较缓慢，但长期下来的累积效果很大，更会改变当下的预期。在这方面，日本是一个突出的教训。

再次，国内外货币环境整体趋紧。美联储退出量化宽松政策，国际资本回流美国，不少发展中经济体货币出现明显贬值，原来资本流入和房价上涨的正向循环将反向逆转。与此同



时，国内互联网金融的兴起和利率市场化的推进提高了居民可以获得的利率水平，改善了买房增值和储蓄获利之间的平衡，增加了银行资金成本和买房贷款支出。受益于互联网金融的推广，货币基金爆发式增长。今年 5 月底，货币基金总额已达 1.92 万亿元，比去年年底增加了 1.3 万亿元。

又次，开发商面临融资困难。原来开发商是集中产生超级富豪的地方。现如今不断有开发商破产、跑路。银行等金融机构并不能完全确定每一家开发商的财务状况和资产质量。面对个别开发商破产、跑路，他们很容易收紧整个行业的资金供给，从而会导致更多的开发商陷入困境。

最后，需求透支情况严重。在房价长期上涨的情况下，买房不仅可以满足生活需要，还是一夜暴富的手段。虽然后来政府采取限购等措施，一定程度上限制了房地产投机现象，但是仍然不能完全避免，比如人们可以提前买房、买大房、尽早一步到位。这方面的证据是，中国年轻人（25-34 岁）的住房拥有率高达 80.9%，而美国只有 36.8%。一旦房价停止上涨甚至下跌的趋势得到确认，投机需求会很快消散。

随着房地产市场的调整，有可能受到冲击的一是金融系统，二是实体经济。当然，如果造成金融危机，同样会危及实体经济。从目前的情况来看，房地产调整对于中国金融系统的冲击相对可控，开发商以及上下游企业受到的影响会比较明显。这是因为，买房特别是买二套房有较高的首付要求，存贷款利差较大诱使买房者尽早还款（类似于变相提高首付），银行业资本充足率较高，大银行为主的行业分布有利于抵御风险等。

表 4、全球各大城市房价收入比及排名

	房价收入比		2014 年世界排名		房价收入比		2014 年世界排名
	2009	2014			2009	2014	
北京	22.3	34.4	5	印度孟买		28.5	10
上海	18.1	28.6	9	香港	21.2	25.9	21
杭州		27.7	12	新加坡	14.4	23.0	27
广州		26.7	15	俄罗斯莫斯科	31.7	21.1	31
深圳		26.0	19	巴西里约热内卢	9.1	18.3	46
南京		20.8	34	法国巴黎	16.2	15.9	74
苏州		15.9	70	英国伦敦	14.7	14.8	89
				韩国首尔	21.3	13.5	111
				澳洲悉尼	6.5	8.7	234
				日本东京	10.5	7.9	259
				美国纽约	7.9	7.9	260
				德国柏林	2.7	6.2	324

资料来源：作者搜集的数据。

### 三、宏观调控创新与风险

目前我国经济正处于从高速增长转向中高速增长的换挡期，根据北京大学国家发展研究院的估计，我国经济增长的潜力已经从之前的 10% 下降到当前的 7-8%。现在面对的一个重大挑战是如何保持高质量的中高速增长、成功跨越中等收入陷阱。过去三十几年，我国经济实现了高速增长，但改革不彻底特别是要素市场扭曲等问题也引发了消费不足、分配不公和



环境污染等结构性矛盾。同时，随着成本的快速上升，过去依靠低成本、高投入的增长模式已经难以为继。因此，现在有两个结构性难题，一是如何实现再平衡，二是如何推进产业升级。如果按照传统的看法，前一个是改革问题，后一个是发展问题。

## ‘区间调控’与‘定向调控’

‘区间调控’和‘定向调控’应该是最近我国政府为了实现可持续增长所做的宏观政策创新。两者实为一体，前者关注增长总量，后者聚焦经济结构，但它们是同一组财政或货币政策工具的不同功能。这个政策创新的一个重要特点是问题导向，试图解决当前经济中结构失衡和产业升级的问题，在考虑策略时长、短期结合，不但关心周期性问题，也关心结构性问题。而大萧条之后根据工业化国家的经济实践发展起来的宏观经济学，无法有效解决经济快速发展期的一些结构性问题。

新的宏观调控框架的核心任务是‘稳增长、补短板、促升级’。‘稳增长’是尽可能让增长速度稳定在一个适当的区间，支持社会稳定，控制金融风险，同时也为改革创造有利的环境。‘补短板’是尽快地消除经济结构中的一些薄弱环节以及一些瓶颈领域，其中包括通过增加民生开支或支持中小企业发展等手段实现经济结构的再平衡。‘促升级’则是淘汰落后产业和过剩产能、支持新兴产业发展，争取较快的生产率增长速度。无疑，这三大任务的最终目的就是要保证我国经济实现高质量的中高速增长。

‘区间调控’是总量政策，其目的是把增长速度稳定在一个合理的区间。‘区间调控’的理论依据是揭示失业与通胀之间权衡关系的菲利普斯曲线，即追求低失业率有可能引发高通胀，而追求低通胀则可能出现高失业率。这个思路也跟奥昆定理有关，即经济增长能够减少失业。合理区间的条件是上限不引发高通胀、下限不引发高失业。‘区间调控’的做法与传统的政策框架类似，即通过调整财政与货币政策工具影响经济增长速度，不同之处在于把传统的点目标变成了区间目标。‘区间调控’为政策选择提供了一定的灵活性，对处于增速换挡期的经济十分重要，最终还是要让增速逐步稳定到增长潜力的附近。

‘定向调控’是结构政策，其目的是消除经济结构失衡并支持产业升级。李克强总理曾经指出，‘定向调控’“是区间调控的重要组成部分，也是对区间调控的深化。”经济学文献曾经讨论宏观经济政策的结构性后果，比如以投资为主要表现形式的货币政策扩张容易导致产能过剩问题，而通过贸易赤字实现的财政政策扩张则可能形成国际收支风险。但传统的宏观经济学没有主动地进行‘定向调控’的思想，不过发展经济学与转型经济学都关注经济结构的问题，比如产业政策理论所探讨的就是如何以经济政策工具推动新兴产业的发展。

‘定向调控’的实质就是把转型政策与产业政策的理念有机地嫁接到宏观经济政策体系当中。比如宏观政策需要扩张或者紧缩，决策者可以在设计具体的措施时考虑结构调整与产业升级的需要。一是消除失衡、补短板和克服瓶颈，比如把宏观政策的着力点放在增加民生开支、增加公共产品的供给以及改善中小企业的融资服务等。二是提质增效、促进产业升级，比如通过税收、补贴、投资、利率、信贷等手段鼓励、支持新兴产业的发展，特别是机械装备制造制造业、电子商务、清洁能源等产业的发展，形成新的区域经济增长点。

以‘区间调控’和‘定向调控’为核心的宏观经济政策框架是一个重要的政策创新。如果能在实践中被证明行之有效，这个新框架也许对新兴市场经济具有普遍意义。不过实现高质量的中高速增长需要一个综合的政策体系，不是宏观调控独力可以完成的。这个综合体系应该包括宏观政策、改革政策、产业政策甚至区域政策。比如我国的经济结构失衡主要是制度扭曲特别是金融抑制政策造成的，消除结构失衡也需要大力推进金融改革。同样，发展新



兴产业也需要一系列的政策如支持基础研究、应用开发等。

## 防范新瓶装老酒

这个新的宏观调控框架是否真正有效，还需要经过时间检验。今年年初以来的经济发展态势提供了一些正面的证据，比如在第二季度 GDP 增速已经扭转下行趋势，开始微弱回升，再比如经济结构也出现了积极的变化，第三产业对经济增长的贡献已经超过第二产业，等等。而政府也竭力避免再次重蹈‘四万亿刺激政策’的覆辙，无论是运用货币手段还是实施财政政策，政府都保持了谨慎的态度，李克强总理一再明确表示，目前既无必要、也无可能再度采取大规模的刺激政策保增长。

不过新的宏观调控框架的制定与落实却远非那么简单。第一，虽然说是‘区间调控’，但实际政策目标似乎还是没有什么区间。政府确定的 GDP 增长目标为 7.5%左右，这与过往的点目标 8%相比自然已经有较大进步，但‘左右’这个区间最后却被划定在 7.2%以上，区间的意义并不大。第一季度 GDP 增长 7.4%，各级政府紧张得不得了，想各种办法出台‘微刺激’措施。姑且不讨论这些做法的动机与效果，客观的事实是区间太窄，经济政策并没有获得预想中的灵活性。

第二，如果增长目标定得过高，‘微刺激’很容易转化为‘强刺激’。现在的政策语言摒弃了‘保增长’的说法，改为‘稳增长’，这是理念上的一个巨大进步。稳增长是正常的宏观经济政策，缓解经济周期的冲击，这个政策的具体表现就是增长速度太慢时往上托一托，增长速度太快时往下压一压。但我们现在的客观事实是政府一直在往上托增长速度，有时候大托，有时候小托。这就提出一个问题：目前的 GDP 增长目标是不是定得太高、远远超过了增长潜力？比如说，今年年初以来，政府采取了一些‘定向宽松’政策，第二季度经济增长已经得到稳定，但下行压力依然存在，是否意味着未来几个季度政府还要托增长？

最后，定向调控选择不当的话不但会影响政策效果还可能导致腐败等问题。定向调控的前提是政府清楚地知道往哪儿使力、怎样使力，但政府组织经济活动的效率是有限的，不然我们也不会搞了二十几年的计划经济之后回过头来走市场化改革的道路。过去三十几年，政府调结构的成效并不好，今天凡是产能过剩严重的产业往往都是政府介入比较多的行业。‘补短板’补过头的现象也很常见。不少从事创新的企业家认为他们最需要的政策支持不是补贴而是公平的竞争环境。与此同时，虽然现在以‘滴灌’替代‘放闸’，如果土层下面可以相互渗透，‘滴灌’的效果也不宜夸大。这些都意味着实施‘定向调控’，无论是选择方向还是决定力度，都需十分谨慎。

## 四、金融改革对中国经济的影响

作为一个案例，我们分析金融改革将给中国经济带来什么样的影响。我们之所以选择金融改革，有几个方面的考虑。第一，其它一些部门的改革尚在酝酿之中，而金融改革的步伐已经不断加快，因此理解金融改革的含义十分重要。第二，国内各界对金融改革还是有不少争议，尤其是像利率改革和资本项目开放等，论争各方观点差别很大，有时候难以调和，但其中的一个困难是缺乏量化分析。任何一项改革都是既有成本也有收益，只是大小不同而已。假若没有数字概念，完全据于主管判断基础上的争论很难化解分歧。

我们想做的就是根据其它国家的经验来预测我国的金融改革将会带来什么样的变化。当然我们知道这组量化结果肯定不准确，理由是多方面的。但我们认为这样的分析有其意义，



因为它可以为当前的政策争论提供一个起点。因此，我们的目的并不是提供一套大家都能接受的预测，而是给当前的政策辩论提供一个量化的靶子。

## 金融改革的成果与挑战

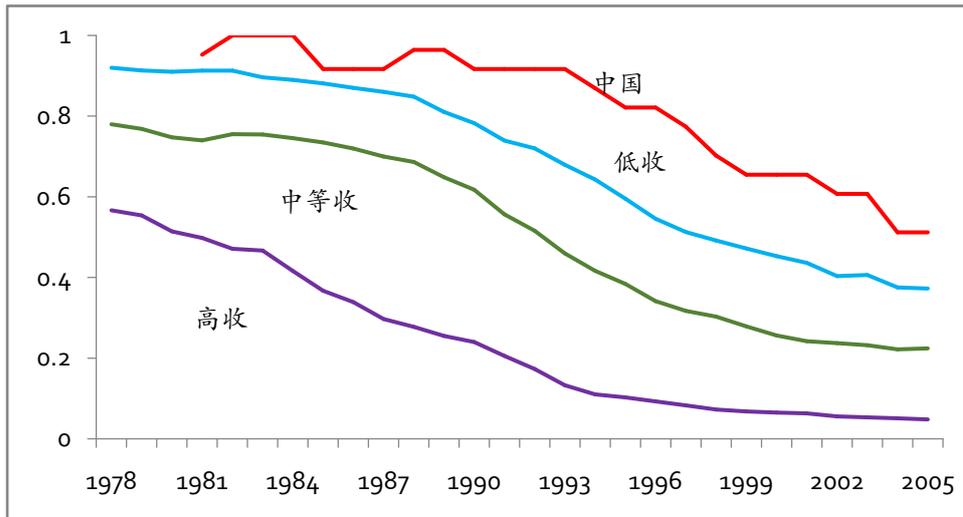
对我国三十几年经济改革的策略，有多种概括，我们认为最核心的是两个相互叠加的双轨制。第一个双轨制是国有与民营企业之间的双轨制，即在改革初期保留国企但尽力允许民企发展，对这个双轨制的做法和效果已经有很多分析。而另一个不太受到关注的双轨制是产品与要素市场之间的双轨制，即基本放开了产品市场，但保留了大量的要素市场的扭曲。这些包括劳动力、资本、土地和能源等市场的扭曲，极大地压低了投入品的价格，相当于向企业提供了变相的补贴但对家户征收变相的税收。这个持续地从家户向企业的收入再分配过程，正是过去以高速增长与结构失衡为特征的增长模式的主要成因。

这两个双轨制的策略很具体地反映在我国的金融政策中。我国的金融改革其实自 1978 年就已经开始了，改革前夜我国的金融体系基本就是中国人民银行一家机构，既是商业银行也是中央银行。三十几年的改革，非常彻底地改变了金融系统的面貌。但是我们的金融改革也有许多十分突出的特征，如果用一句话概括，就是“强于建立体系和发展规模，但弱于开放市场和改善治理”。

经过三十几年的改革，我国已经建立了一个非常庞大而完整的金融体系，现在我们有商业银行、政策性银行、证券公司、保险公司、投资银行、资产管理公司以及一行三会的监管框架，这个体系几乎可以与市场经济国家的体系相提并论。同时，我国的金融资产规模已经十分庞大，比如经济学分析一般以 M2 占 GDP 的比重表示一个国家的金融资产的相对规模，中国 M2 占 GDP 的比例大概接近 200%，在世界上已经是属于领先的地位了。另外，我国的债券市场全球排在第三位，最近债券融资规模更是上升到全球第一。所以无论是建立体系还是发展规模，我国的金融改革都取得了很大的成就。

与此同时，我国金融自由化的程度还非常低。虽然金融规模很大，但市场发挥的作用很少，比如政府保留了对利率、汇率、资金配置、金融机构等方面的深度干预。我国的金融机构虽然经历了一系列的改革包括国家注资、转移坏账、引入海外战略投资者甚至海内外上市等，它们的治理结构以及机构行为仍然没有完全摆脱传统国企的色彩。如果用一个简单的金融自由化的指标来反映，我国目前的程度低于世界上大多数国家。反过来用金融抑制指数来看，我国的抑制程度不但远远高于中国收入国家，甚至高于多数低收入国家。

图 7、金融抑制的国际比较：中国和其它国家，1973-2005



资料来源：Abiad et al (2010)

我国经济在改革期间的表现曾经引起一些国际学者的好奇，一方面我国金融抑制的程度远远超过世界上大多数国家，而另一方面我国经济增长的表现又相当突出。曾经有经济学家提出中国的经验是否表明金融改革其实不利于经济增长。不过，黄益平和王勋（2011）的研究发现，在上个世纪八十年代和九十年代，金融抑制对我国的经济增长有正面的促进作用。但进入本世纪以来，这个影响变成了负面。<sup>1</sup>在后来的研究中，他们进一步将金融抑制对增长的影响分解为麦金农效应和斯蒂格利茨效应，麦金农效应主要指金融抑制会降低资金配置的效率并遏制金融深化，从而对经济增长产生负的影响。而斯蒂格利茨效应则强调在发展中国家金融抑制有利于更好地克服信息不对称和道德风险的问题，包括支持金融稳定，从而对经济增长有正面的作用。在任何一个经济中，麦金农效应和斯蒂格利茨效应同时存在。

但现在的问题是这些抑制性的金融政策已经难以为继，第一，正如黄益平和王勋的研究所证实，金融抑制已经成为降低经济增长速度的重要因素。这个状况不改变，经济增长可能持续快速失速。而伍晓鹰最近所做的研究也表明全球危机以来中国工业总要素生产率急剧减速至年均 0.5%。第二，抑制性金融政策所造成的结果已经构成我国经济金融的重大风险，比如投资过度和收入分配不平等等。今年房地产泡沫成为重大经济与金融风险，其背后也有金融抑制的影子：金融抑制起码部分地促成了高储蓄，但缺乏投资机会又迫使居民将庞大的储蓄投向房地产。第三，影子银行体系和热钱流动等问题的存在，强力证明了目前利率管制、资本账户管制已经难以为继。影子银行交易隐含着潜在的金融风险，但其实也是一种自发的利率自由化过程。

## 进一步改革的成本效益分析

现在比较一致的看法是要加快金融改革，但对于改什么和如何改却仍然存在巨大的分歧。去年十八届三中全会上通过的关于全面深化改革的决定，具体地提出了包括 11 个领域的金融改革。易纲副行长曾经把它们概括为三个方面，第一是降低准入，第二是开放市场，第三个是改进监管。虽然最近央行多次表明要力争在今后一、两年内完成利率市场化的进程，但决策层似乎还没有就金融改革的进程与步骤达成共识。学界对这个问题的看法更是五花八门，

<sup>1</sup> Yiping Huang and Xun Wang, 2011, 'Does financial repression inhibit or facilitate economic growth: a case study of China's reform experience', Oxford Bulletin of Economics and Statistics, December 2011, Volume 73, Issue 6, pages 833-855.



有的支持快速推进，有的建议谨慎从事，还有的根本反对进一步放开金融体系。

不过当前金融改革讨论的一个最大的问题是缺乏量化的评估。任何改革都有利有弊，政策讨论的基础是成本收益分析。如果没有量化分析，只是根据主观判断提出论点，就很难通过辩论缩小差别、形成共识。我们现在想做的就是填补这个空白。我们的基本方法是根据大约六十个中等收入国家在过去四十年的历史经历来预测中国金融改革可能带来的经济与金融影响。我们充分意识到中国与其它中等收入国家有许多不同之处，因此其它国家的经验不一定能很好地帮助我们预测中国的改革效应。我们希望做的是提供一组根据分析得出的数据，欢迎提出批评与修改意见。

我们一共搜集了一百多个国家的数据，包括金融改革指数、宏观经济变量、实际利率、资本流动和金融危机等。<sup>2</sup>不过最终的实证分析只选取了六十多个中等收入国家作为回归样本，我们认为这些国家的经验可能对中国具有更大的参考价值。我们利用国际货币基金组织提供的关于金融改革的七个分类指数：资本账户开放、利率自由化、信贷配给、银行监管质量、所有权、证券市场自由化和双向准入。

表 4、金融改革分类指数的内容

<p>信贷配给自由化：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 是否要为特定部分提供信贷？</li> <li>• 是否要为定向信贷提供补贴利率？</li> <li>• 是否有信贷夸张的上限？</li> <li>• 是否有较高的准备金要求？</li> </ul> <p>利率自由化：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 对于存贷利率，是否有官方限制？</li> </ul> <p>所有制：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 国有银行的资产占比有多高？</li> </ul> <p>证券市场</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 股市与债市的运行如何？</li> <li>• 政府债券是否公开拍卖？</li> <li>• 是否采用税收或其他激励鼓励证券市场发展？</li> <li>• 是否对国外投资者开放？</li> </ul>	<p>准入开放：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 是否限制国内银行、国外银行、或其他金融中介进入市场？</li> <li>• 是否限制银行的业务类型？</li> <li>• 是否限制银行开展业务的地区范围？</li> <li>• 是否有准入许可限制？</li> </ul> <p>资本账户：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 是否对不同类型的资本流动采用不同的汇率？</li> <li>• 是否有资本交易税？</li> <li>• 是否存在跨境资本的流量限制？</li> </ul> <p>监管质量</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 是否有资本充足率的要求？</li> <li>• 银行监管部门的独立性与执行能力？</li> <li>• 是否有银行部门压力测试，质量如何？</li> </ul>
---	--

注释：Abiad et al (2010)。

在进行分析时，我们首先利用六十几个中等收入国家的面板数据做如下回归：

$$y_{it} = \beta Reform_{it} + \gamma X_{it} + \alpha_i$$

其中因变量为我们希望考察的宏观与金融变量，本文报告的主要是人均 GDP 增速、实际利率、分类国际资本资产与负债的存量以及金融危机。关键自变量为上面提到的七个方面的改革。而控制变量  $X$  包括经济发展水平（人均 GDP）、金融市场规模（M2 占 GDP 的比

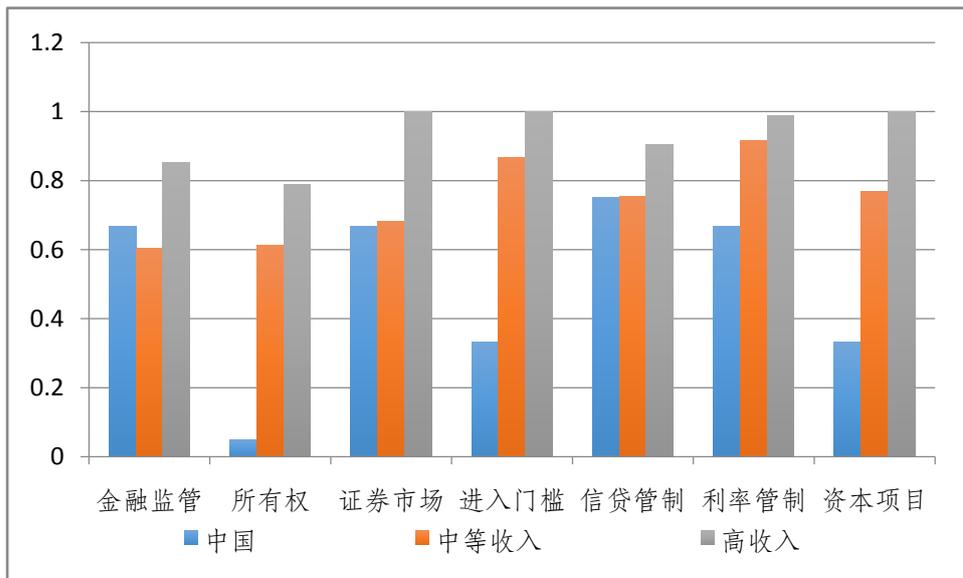
<sup>2</sup>金融改革指数来自于国际货币基金组织 Abiad, Abdul; Enrica Detragiache and Thierry Tresselt. 2010. "A New Database of Financial Reforms." IMF Staff Papers, 57(2); 宏观经济变量来自于世界银行；资本存量数据来自于 Lane, Philip R and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 - 2004." Journal of international Economics, 73(2), 223-50.; 资本流量与金融危机数据来自于 Broner, Fernando; Tatiana Didier; Aitor Erce and Sergio L Schmukler. 2013. "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises." Journal of Monetary Economics, 60(1), 113-33.。



例)、储蓄率、政府规模(政府消费占GDP的比例)、通货膨胀、贸易开放度、人口增速和人力资本等。样本期间是1973-2005年。回归方法是考虑了异方差的固定效应模型。在危机分析中则采用了生存分析方法。

在获得了中等收入国家的经验关系之后,我们将中国的变量代入这些方程并假设未来改革的程度获得两组预测,第一组假定中国各分类金融自由化的程度达到中等收入国家的平均水平(即中等目标),第二组假设中国各分类金融自由化的程度达到高收入国家的平均水平(即高等目标)。

图8、金融自由化的分类指标:中国与国际比较

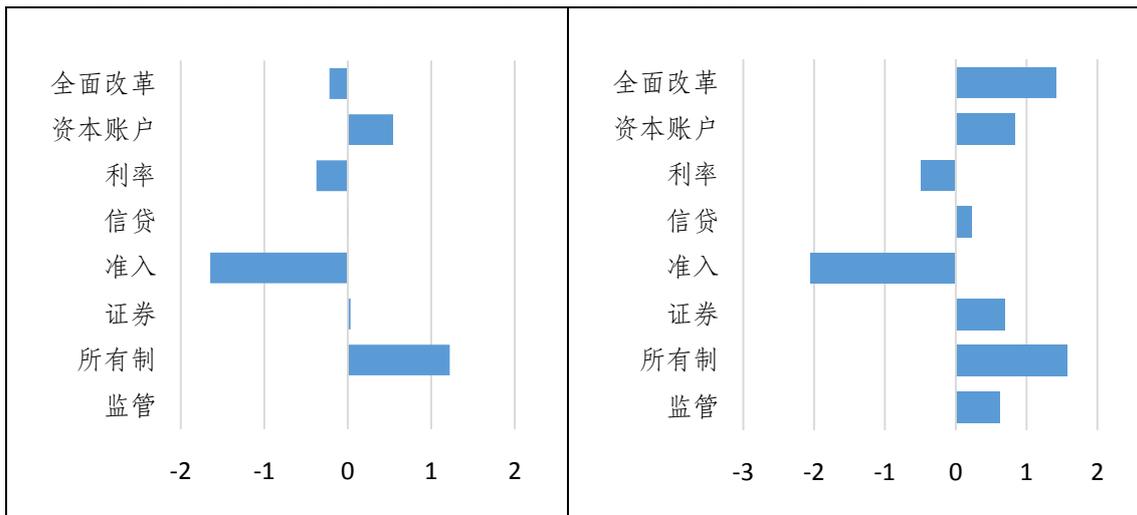


数据来源:IMF,作者整理; 指标说明:均采用最新数据(2005年)

分析发现如果追求中等目标,我国的人均GDP增长可能下降0.2个百分点,而如果追求高等目标,人均GDP则有可能加快1.4个百分点。这实际是说,温和的改革并不能完全扭转金融抑制遏制经济增长的现象。但相对比较彻底的改革则可以提高未来的经济增长速度,也就是说,金融改革其实也可以帮助我国实现较快的增长。具体地看,不同领域的改革对增长的影响并不相同。比如资本项目、信贷、证券市场、所有制和监管的改革能够加快经济增长,相反,利率改革和准入改革则可能降低经济增长。稍感奇怪是降低准入门槛的后果,这有可能是在多数中等收入国家,降低准入门槛不仅意味着外资和民资金融机构的进入,同时也可能有更多的内资金融机构去海外市场。



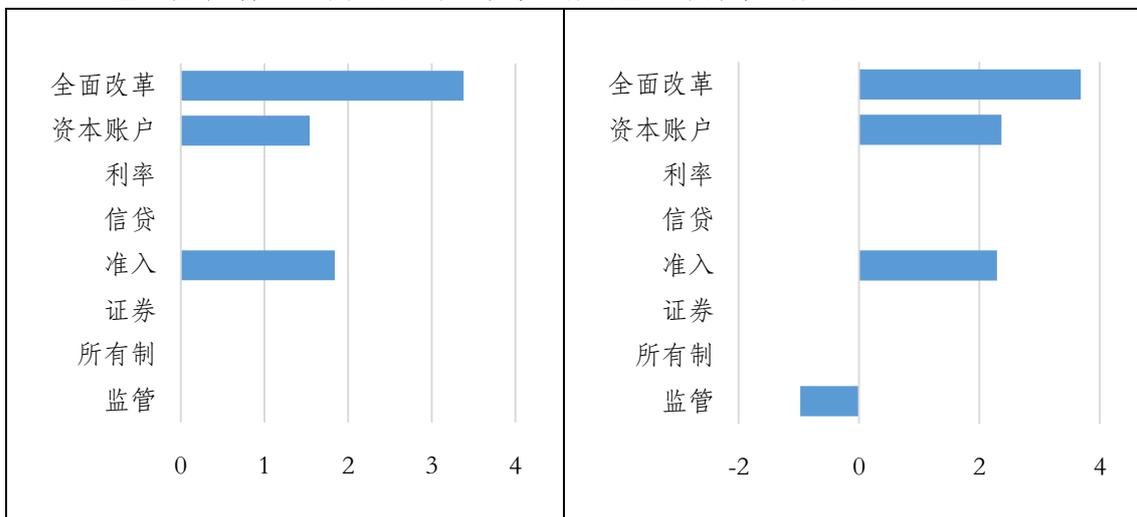
图 9、金融改革对经济增长的影响：中等目标（左）与高等目标（右）



资料来源：作者根据统计回归所做的预测。

金融改革对实际利率影响的分析稳定性不如对增长影响的分析,但其基本结论是金融改革短期内将提高实际利率:中等目标时提高 3.4 个百分点、高等目标时提高 3.8 个百分点。简单地看,资本项目放开与降低准入门槛都会提高实际利率,而加强监管则会降低实际利率。对于实际利率的结果,可能有几个因素需要考虑:第一,这个分析是关于短期利率的变化,相信长期看实际利率还是会回落;第二,实际利率上升一个很重要的原因是正规市场与非正规市场在改革之后的并轨,这会直接导致正规市场利率上升,但非正规市场的利率则可能下降。第三,正规市场实际利率上升还有一个原因是利率市场化之后一些大型企业转向资本市场融资,银行的主体企业客户群的规模可能下降。

图 10、金融改革对实际利率的影响：中等目标（左）与高等目标（右）



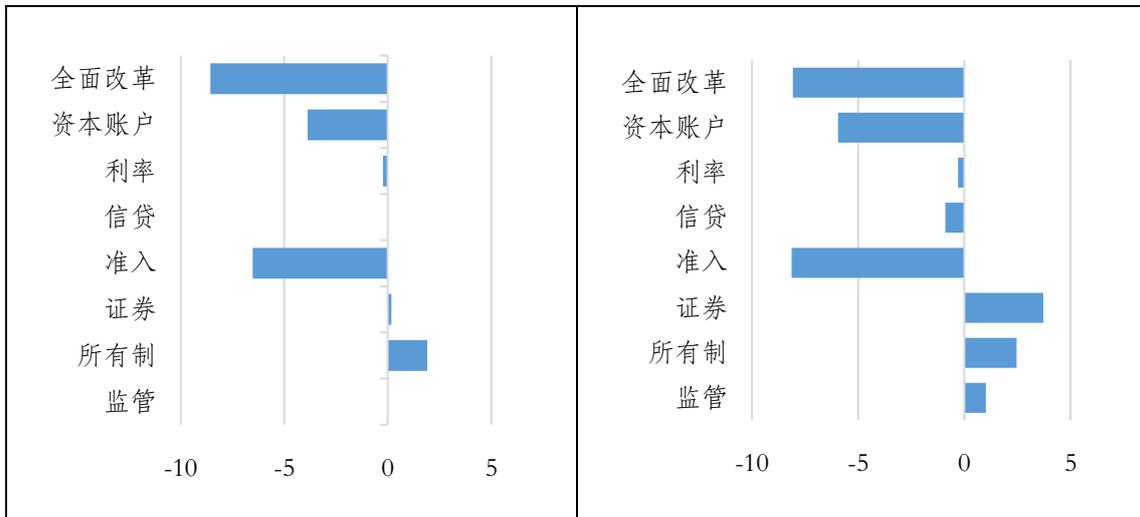
资料来源：作者根据统计回归所做的预测。

金融改革将会导致资本净外流,中等目标情形下净外流可达到相当于 GDP 的 8.4%,高等目标时略有减少,但仍然高达 8%。从方向上看,资本项目、利率、信贷和准入改革都会导致资本外流,而证券市场、所有制和监管改革则会吸引资本流入国内。资本外流从逻辑上比较容易理解,因为过去三十几年我国资本项目开放一直遵循宽进严出的原则,国内企业和居民持有的海外资产非常少。未来资本项目管制进一步放松之后,即便单纯地考虑资产组合



多样化的需求，也可能在短期内出现比较大规模的资本外流。监管当局和金融机构应该对此可能导致的冲击有所防备。

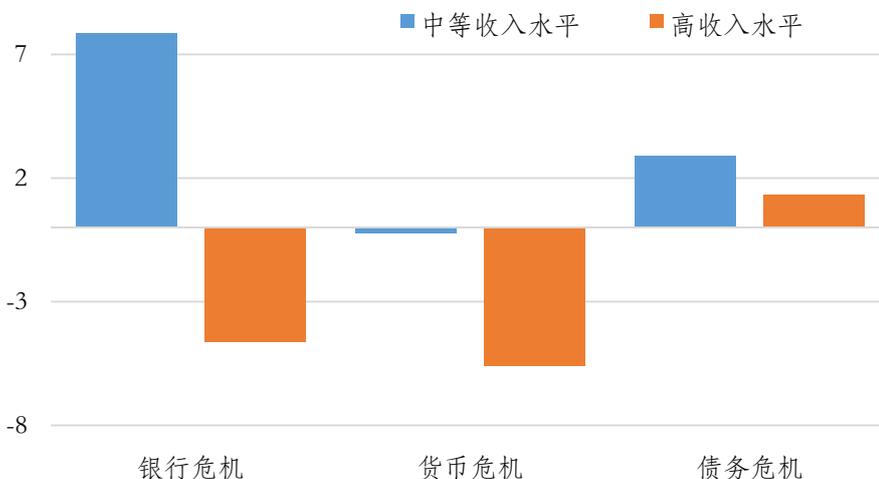
图 11、金融改革对资本净流入的影响：中等目标（左）与高等目标（右）



资料来源：作者根据统计回归所做的预测。

最后，我们用生存分析法来分析金融改革之后发生银行、货币和债务危机的可能性。首先需要说明的是，假若我们把我国金融政策与其它变量代入根据中等收入国家的历史数据求得的函数，我们发现我国目前发生货币与债务危机的概率非常低，只有 10%左右或者更低，但发生银行危机的概率已经非常高，远远超过 50%。中等目标的金融改革将提高银行危机的概率近 8 个百分点、提高债务危机的改革约 3.5 个百分点但能略微降低货币危机的概率。而高等目标的金融改革则可能降低银行与货币危机的概率，但可能增加债务危机的概率 1 个百分点多一点。这样看来，金融改革与否，银行危机是我国面临的最大的金融风险。不过基于我国大多数国有银行的国有体制以及政府健康的财政状况，银行一旦出现问题，也未必引发类似 1997 年韩国发生的银行危机，更可能的情形是大量的不良贷款成为银行或者政府的债务负担，最糟糕的情形可能是像日本在过去二十几年一样出现经济停滞。

图 12、金融改革对发生金融危机概率的影响：中等目标（左）和高等目标（右）

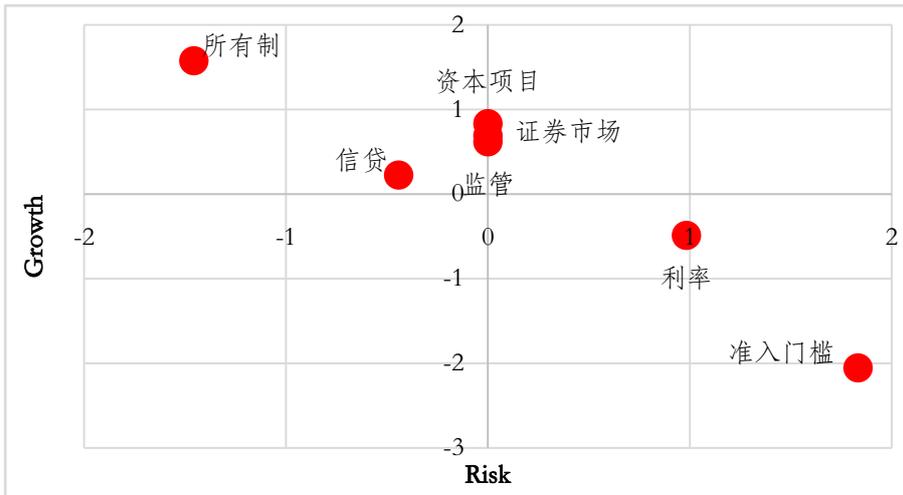




资料来源：作者根据统计回归所做的预测。

如果把七个领域的改革放在一个系统里来考察它们对增长与风险的影响,我们发现平均而言资本项目、证券市场和金融监管方面的改革对风险影响不大却能够增加经济增长(但具体而言,加强监管确实降低银行危机风险最重要的手段)。所有制改革与信贷管制放开既可以加速经济增长又能够降低危机风险。与此同时,利率市场化与准入放开却既降低经济增速又增加金融风险。决策者应该可以根据这些相对影响来安排不同改革措施的配套以尽量减少对经济与金融的冲击。不过不可否认的是,不是所有改革措施都能够相互割裂。比如说,要开放资本项目,必要先推进利率市场化的改革。

图 13、分类金融改革对经济增长与金融风险的影响



资料来源：作者根据预测结果整理。

## 五、政策建议

根据前面的分析,我们大致可以得出两个比较清晰的判断或结论:一方面,虽然二季度经济增长已经稳定到 7.5%,下行压力仍然非常大。最近增长回升主要得益于一系列的稳增长措施,包括实质性货币政策放松和电力以及基础设施投资加速。但这样的增速无法自我持续,房地产市场调整可能会令经济增长进一步放慢。另一方面,长期增长前景并非一团糟,经济结构已经开始调整,外部账户已经实现再平衡,消费比重开始回升,最近第三产业比重已经超过第二产业。更重要的是是一些经济改革措施有可能提高未来经济增长潜力。

现在一个关键问题是短期内究竟能接受多慢的经济增长?前几年决策层似乎已经接受了必需适当容忍低增长并加快改革从而实现长期可持续发展的理念,可惜这一观念没有在经济决策中得到很好的贯彻。最近政府不断地采取‘微刺激’、‘定向调控’等手段,其实还是反映了对增长减速的恐惧。当然,政府在任何情况下都不应该容忍自由落体式的增长减速,但对三大问题即失业、金融风险和投资者信心的过度担心严重制约了容忍低增长的政策空间。一再以投资保增长的结果是造就大量的僵尸企业。

为了稳定短期的宏观经济并争取实现长期的可持续增长,我们提出如下几个方面的政策建议:

一、扩大‘区间调控’的区间,让经济增长逐步稳定到其潜力附近。区间调控的核心是控制通胀和失业的风险,目前 CPI 在 2%左右,没有明显的通胀压力,增长显然还没有触到



上限。目前政府一味地拉抬经济增速，只是力度不同。如果宏观经济政策真正放弃保增长策略而走向稳增长，我们支持卢锋的建议放弃‘微刺激’的说法。‘定向调控’是政府在宏观经济政策方面的创新，但执行起来要做好不容易。比如过去宏观调控也主张‘有保有压’、控制过剩产能、支持新兴产业发展，实际效果并不理想。我们建议把定向调控的重点放在‘补短板’，而且控制在宏观调控的范围，不要演变成新的产业政策，尤其应该避免使用货币政策进行定向调控。

二、采取措施防范房地产市场崩盘，同时也要预防推动新的泡沫。短期要稳需求，长期需压投机。各地已经开始自发地取消行政限购的做法，房地产调控从行政手段转向经济手段是长期目标。金融监管当局和各地政府也可以适当采取措施调整第一套房与改善性需求贷款的利率与首付条款。有条件的地方也可以加快城镇化进程，消化本地住房的过度供给。不过城镇化与住房市场发展需要农村土地制度改革相配合才可能有积极进展。政府在安排棚户区改造和保障房建设时也应该根据当地商品房市场状况因地制宜制定办法。

三、放弃短期保增长，但通过改革来提高未来的趋势增长水平。国际货币基金组织的研究发现如果我国政府完全落实三中全会上决定的一系列改革措施，六、七年之后中国的增长速度可以提高2个百分点。陆昉和蔡昉关于改革红利的研究也得出了类似的结论。我们的研究也发现相对彻底的金融改革可能令中国经济的增长速度提高1.4个百分点。这些都表明，未来要实现可持续的中、高速增长完全是可能的，但这种可能性只能通过不断改革来实现，连续的刺激政策只能适得其反。而且国际货币基金组织的研究还发现，改革在短期内可能会导致增长速度略有下降。

四、推进金融改革需设法应对资本外流，同时尽快改进银行的治理结构与资产质量。但这些问题并不意味着我们还应该保留目前的金融抑制，这些抑制性政策不仅已经开始严重影响资源配置效率与经济增长速度，它们的有效性已经显著下降，难以为继。但在改革过程中，需要认真考虑改革的速度、步骤以及不同领域改革的相互配合。如果担心资本外流，应该谨慎对待资本项目放开以及双向准入门槛的降低。如果担心经济增长，应该谨慎对待利率市场化和准入降低。金融机构所有制改革既有利于加快增长也能够降低风险，但在目前的改革讨论中没有得到足够的重视。我们的研究表明银行发生风险的概率非常大，所以政府、监管和银行应该预先采取一些措施，防范发生系统性后果。