

研究报告

(2019 年 第 7 期 总第 67 期)

2019 年 3 月 26 日

清华大学国家金融研究院

建立审慎的、支持高质量增长的宏观政策新框架

金融与发展研究中心

马骏

摘要

中国的经济增长潜力至少将受到三个结构性因素的制约：劳动年龄人口下降、环境成本以及消费者偏好的改变。尽管技术进步和体制改革可以减缓增长潜力下降的速度，但未来十年经济增速放缓是难以避免的。鉴于经济增长潜力的下降和宏观杠杆率高企造成的金融风险累积，中国需要一个新的宏观政策框架来实现可持续、高质量且对环境友好的经济增长。这个新框架应当摒弃 GDP 为核心的政策目标而更关注宏观金融稳定。

Research Report

2019-03-26 edition

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

A New Macroeconomic Policy Framework for Prudence and Higher-Quality Growth in China

Center for Finance and Development

Ma Jun

Abstract

China is facing a slowdown in economic growth potential due to at least three unavoidable structural issues: demographics, environmental costs, and changing consumer preferences. Ongoing technological innovations and reforms can partially cushion the deceleration, but a further slowdown in growth is inevitable in the coming decade. This trend, together with the financial risks caused by a high macroeconomic leverage ratio, calls for a new macroeconomic policy framework. Key to sustainable, high-quality, and environment-friendly growth in China is adoption of a macroeconomic policy framework that is less growth-centric and focuses more on macroeconomic and financial stability.

由于难以逆转的结构性原因，中国经济增长潜力将在未来十年逐渐放缓。尽管技术进步和结构性改革可以减缓潜在经济增长率下滑的速度，但中国需要一个新的宏观政策框架来适应增速放缓、但增长质量提高的经济模式。

有效控制宏观杠杆率（如 M_2 与 GDP 之比）是保持宏观金融稳定的关键。宏观杠杆率高企且持续上升是金融风险上升的主要原因。根据国际清算银行（BIS）的数据，截至 2018 年二季度，中国非金融部门信贷与 GDP 的比例达到 253.1%，近 10 年年均增速超过 10 个百分点。鉴于此，中国决策层多次强调，防控金融风险是中国经济工作的重中之重，并已经开始通过控制影子银行发展、清理 PPP 项目等一系列措施防范金融风险。

过去追求 GDP 高速增长的目标导致了货币总量过快增长，造成债务快速积累。比如在 2009-2010 年的后金融危机时期，中国 GDP 增长率目标为 8%，但 2009 年和 2010 年的实际 GDP 增速分别达到 9.4% 和 10.6%。2009 年 M_2 增速达到 27.7%，比 2000-2008 年 M_2 年均增速高出 11.2 个百分点。2011-2016 年间， M_2 增速远超名义 GDP 增速， M_2 与 GDP 之比以年均 6.8 个百分点的增速增长。

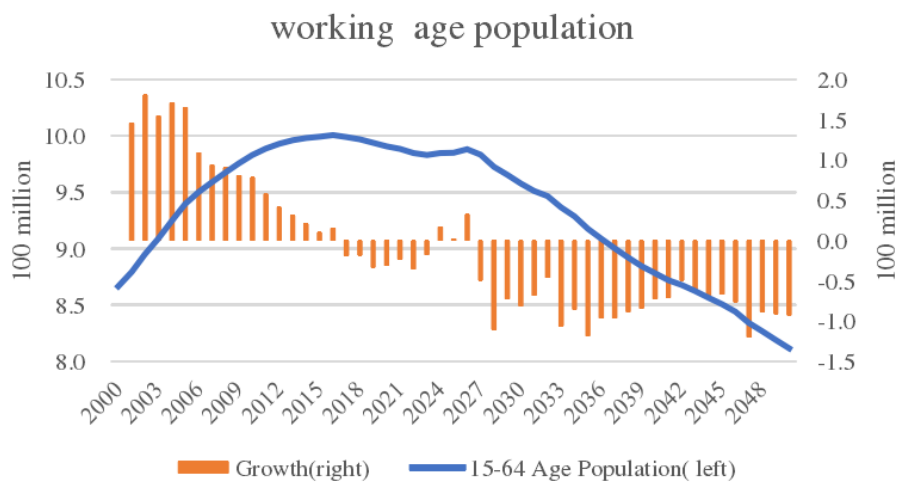
一、GDP 增速放缓的结构性原因

未来十年或几十年，导致中国经济增速放缓的结构性因素主要有三个：劳动年龄人口下降、环境成本以及消费者偏好的改变。这三个因素都是难以甚至不可能逆转的。

（一）人口因素：劳动力迅速减少

由于中国自 20 世纪 70 年代实行了计划生育政策，中国总和生育率从 20 世纪 70 年代初的 5.8 下降至 2016 年的 1.7（国家卫生和计划生育委员会 2016 年统计公报）。自 2013 年以来，中国劳动年龄人口（15-64 岁）大幅减少（见图 1）。

图 1 2000-2050 年中国实际和预计劳动参与率



来源：国家统计局，作者的人口统计模型。

根据我们的人口统计预测模型，尽管有 2016 年出台的“全面二孩”政策，中国劳动年龄人口将持续下降，其年度降幅将从 2017 年的 180 万增加到 2028 年的 1000 万，相当于当年劳动年龄人口存量的 1.1%。根据文献的估算，我国的劳动投入产出弹性约为 0.5，劳动年龄人口减速和下降将导致 2028 年中国经济增速比 2017 年下降约 0.5 个百分点。这一估算还没有考虑人口迅速老龄化可能会导致储蓄率降低、并进一步引发经济增长减速等问题。

（二）环境成本

中国过去靠投资拉动和以重工业为主导的传统增长模式对生态环境造成了严重的破坏。环境恶化将限制经济增长潜力，并可能导致一些社会问题。

中国面临的环境成本主要来自于空气和水污染、土壤污染和二氧化碳排放。在过去几十年里，一部分人获得了收入和财富的快速增长，但是是以破坏环境为代价，而后代将承担这些代价。根据兰德公司（Rand）的估计，2000-2010 年期间中国由于空气、水和土壤污染每年造成的经济成本占 GDP 的比重分别为 6.5%、2.1%和 1.1%，其中水污染和土壤污染的成本未来可能还会更高。环境保护部生态司司长庄国泰曾表示，土壤污染的治理成本可能高达数十万亿元人民币。

环境成本将大大增加商品和服务的生产成本。例如，世界银行 2017 年的研究显示，未来十年中国碳价格可能会上涨 10-15 倍。麦肯锡的研究¹显示，由于水污染的问题，2030 年中国的水供给缺口将达到 2045 亿立方米，占总需求的 25%，而这将大大提升水的价格。

较高的投入成本将导致企业盈利能力下降，进而导致总产出下降和经济增长放缓。我们的 DSGE 模型显示，假设清洁能源价格比污染性能源贵 30%，在 2017-2030 年的能源转型期间，中国 GDP 年均增长率会下降 0.5 个百分点²。水和食品价格的上涨也可能产生类似的影响。综合考虑能源、水、土壤等与环境有关的

¹ McKinsey 2030 Water Resources Group 2009. “Charting Our Water Future” https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/sustainability/pdfs/charting%20our%20water%20future/charting_our_water_future_full_report_ashx

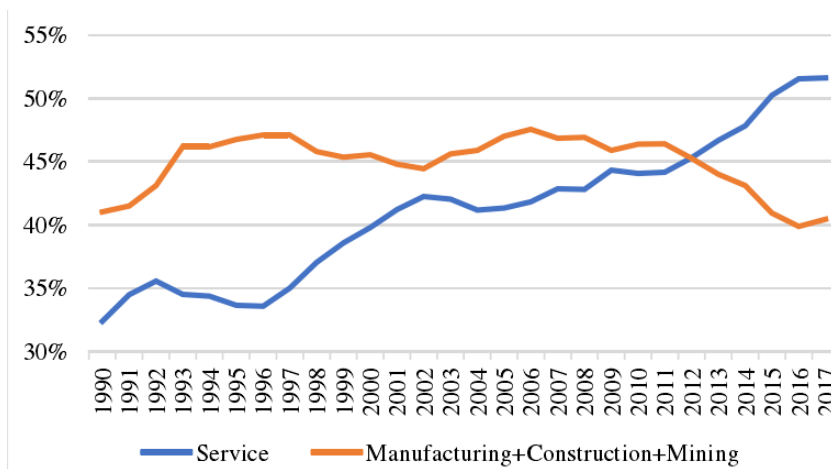
² Shenghao Feng, Jun Yang, and Jun Ma, 2018. "Economic implications of energy transition in China — Analysis based on a dynamic CGE model with elaborated energy module", 对外经济贸易大学工作论文

成本上升（其本质是上一代人欠下的债务，要下一代人偿还），未来 10 年中国 GDP 年均增长率或将下降 1 个百分点。

（三）消费者偏好从商品转向服务

根据国家统计局数据，中国服务业增加值占 GDP 的比重从 2008 年的 43% 上升至 2017 年的 52%。在未来 10 年，中国服务业占比还将继续快速提高，因为商品（包括住房、电子产品、食品、服装等）的普及率已经相当高（接近经合组织国家的平均水平），而人均服务消费（医疗、保险、娱乐、运动等）仍远低于发达国家。

图 2 1990-2017 年中国服务业和制造业增加值占 GDP 的比重



来源：国家统计局

消费者偏好从商品转向服务的结构性变化，很可能导致生产率增速放缓。2007-2016 年，中国制造业和服务业的年均劳动生产率增长率分别为 9% 和 5.8%³，目前中国制造业和服务业增加值占 GDP 的比重分别为 40% 和 52%。根据上述数据，我们估算出

³ 在本文中，“制造业”包括“制造、采矿和建筑业”。

（非农业）劳动生产率的年增长率约为 7.2%。按照目前的趋势，预计未来 10 年服务业占比将上升 10 个百分点（制造业占比将下降）。由于服务业的生产率增长速度低于制造业，这一结构性变化意味着未来 10 年（非农业）劳动生产率的年均增长率可能进一步降低。在其他因素保持不变的情况下，劳动生产率年均增速下降 0.3 个百分点，会导致未来 10 年 GDP 年均增速下降 0.3 个百分点。

（三）经济增长放缓的必然性

上述结构性变化是难以逆转的。同时中国经济增长还面临其他挑战，包括高企的宏观杠杆率等，因此中国不可能再以原来的速度进行信贷扩张。部分由于劳动年龄人口变化的原因，城市化进程也在放缓，基础设施建设和房地产投资驱动的增长可能失去动力。

幸运的是，经济增长放缓不一定会导致严重的失业，因为求职人数也在减少。根据我们的人口统计模型，到 2028 年当年中国劳动年龄人口将减少 1100 万人，未来十年中即使新增就业人数不增长，我国的失业率可以保持基本稳定。

二、已采取的应对减速压力的措施

中国政府已采取一系列措施来对冲上述负面因素，提升经济增长潜力。其中最重要的是促进技术创新。中央和地方政府通过税收减免等优惠措施促进技术创新和新商业模式的发展；增加政府在研发方面的投入；建立了数千个高新技术创业孵化器；鼓励将科学产品转化为商业用途；为专利审查、验证和保护提供一站式服务。在过去几年，许多中国高科技企业，特别是互联网和电

子商务企业在证券交易所上市。在电力、工程、采矿、高铁和建筑行业，中国已经成为一个技术输出国。

但是，技术的加速进步可能不足以抵消结构性因素造成的经济减速效应。戈登（2016）研究的结果表明，1980-2010年期间，虽然美国的技术创新领先全球，但美国全要素生产率年均增长率不足1%。中国拥有很多专利，但平均质量偏低，人均专利拥有量仅为韩国的10%，而韩国在过去20年里一直未能摆脱经济减速的影响。根据这些国际经验，技术进步似乎只能部分抵消中国经济下行压力。

三、宏观经济政策新框架的特点

考虑到经济增长放缓以及控制宏观杠杆率的必要性，中国宏观经济政策框架需要适应比以前较低但更高质量的增长。新框架应具备三个特点：（1）将稳定就业作为宏观经济政策的核心目标；（2）增强货币政策的独立性；（3）确保财政和准财政支出计划应符合宏观经济和金融稳定目标，以避免地方政府债务进一步扩大。

中国沿用几十年的、以GDP增长为核心的宏观政策框架具有以下几个关键特征：

第一，中央政府设定1年、5年和10年经济增长目标。省级及以下政府设定各自的增长目标，且通常高于全国目标（如中央政府设定的增长目标是6.5%，省级政府设定的目标可能是7.5%，市县级政府设定的目标则可能是8.5%）。地方政府官员的晋升在很大程度上取决于GDP增长目标的实现。

第二，各部委（包括负责产业发展、基础设施和社会服务的部门）也制定相应领域的增长目标。如果将这些目标所隐含的GDP 加总，通常也会高于全国增长目标。中央各部委向地方政府下达许多任务（包括在减贫、环境保护、教育、医疗、养老、公共安全等领域），但中央并没有保证其中许多任务的财政资金来源，于是地方政府被迫通过融资平台或 PPP 项目的借款来融资。这是过去 10 年地方政府债务快速增长的一个重要原因。

第三，中国设立许多开发区来刺激区域经济发展。中央和省级政府设立了约 5000 个开发区（如经济开发区、高新技术开发区、保税区等）。市、县、乡政府也设立了众多开发区，虽然目前没有官方统计数据，但即使没有上万，也有数千个。5000 个省级和省级以上开发区的尚未满足的基础设施投资需求高达近 50 万亿元，相当于中国 GDP 的 60%。

第四，从历史上看，货币政策的关键决策是中央政府综合各方意见后的博弈结果。结果是， M_2 增速持续几十年超出名义 GDP 增速，宏观杠杆率持续上升。 M_2 过度增长的一个关键原因在于，许多影响决策的群体从货币快速扩张中收益，但他们并不关心货币扩张的中长期后果，如通货膨胀和金融风险。

这些特征表明，过去的宏观政策框架可能由于不切实际的承诺、地方政府对负债发展的强烈冲动、决策机制中对货币扩张缺乏约束等因素，容易导致经济过热和金融风险。当经济增长潜力强劲、杠杆率水平还不太高时，上述问题不会对宏观经济和金融稳定构成重大威胁。但是在经济新常态阶段，由于潜在经济增速

放缓，杠杆率进一步提升的空间又明显收窄，旧的宏观经济管理模式也就不再可持续。

因此，以 **GDP** 增长为核心的宏观政策框架需要转向以质量为中心、关注宏观审慎和金融稳定的新框架。经济增长潜力的下降和劳动力人口的下降使得这一转变成为可能，因为不再需要为创造就业而保持很高的经济增速。宏观杠杆率高企的背景下使得这个转变成为必要，因为继续以加杠杆来保持高增长可能会导致金融危机。因此，宏观金融经济管理框架的转型势在必行。我认为，向宏观经济管理新框架的转型至少应该包括以下几个方面的内容。

（一）不再以 **GDP** 增长为核心目标

长期以来，中国设定 **GDP** 增长目标来促进投资和经济增长。比如，在“十二五”规划中，政府制定了到 2020 年中国实际 **GDP** 和城乡居民人均收入较 2010 年翻一番的目标。

目前来看，以既定的 **GDP** 增速为宏观的缺点越来越明显。主要问题在于，地方政府设定高于全国水平的增长目标，并通过大量举债来实现这一目标，导致地方政府债务积累，进而推高整体经济的杠杆率。许多地方政府由于缺乏足够的财力进行投资，不得不依靠多种债务融资渠道，包括贷款、债券和影子银行产品。此外，过分强调 **GDP** 增速还导致了产能过剩、环境恶化、统计数据真实性下降等问题。

新的宏观管理框架应该不再以 **GDP** 增速作为宏观经济核心目标和评价地方政府业绩的主要指标，而应该将稳定就业作为最重要的宏观经济目标。这样做将减轻地方政府举债的政治压力。但

GDP 增速仍可以作为预测指标，指导预算和规划的制定。可由央行、发改委或财政部发布 GDP 增速的预测。

（二）提高货币政策独立性和专业性

在中国，关键的货币政策是由中央政府决定的，包括调整基准利率和存款准备金率等。由于中央政府在制定政策时要协调各方诉求和利益，而这些影响决策的各方往往是货币扩张的短期受益者，而并不关心货币扩张的中长期后果，如通胀和金融风险。央行的专业技术官僚虽然关注宏观经济和金融稳定，但其影响力却相对有限。因此，这种决策机制自然倾向于过度货币扩张的政策。

央行应在货币政策制定方面拥有更大的独立性，并推动货币政策的中介目标从数量向利率转型。这一转型的理想结果是，将某个短期利率(如七天回购利率)明确为政策利率，宣布取消直接干预不同期限银行存贷款定价的存贷款基准利率，并赋予央行决定政策利率的决策权。这种制度安排可使货币政策更专注地服务于宏观经济和金融稳定，提升货币政策决策的专业化、透明度、可信度以及央行引导市场预期的能力。

（三）建立评估公共政策的宏观经济影响的机制，减少部委给地方下达导致隐性债务的“任务”

为防止地方政府债务特别是隐性债务的进一步扩大，必须确保地方的支出责任（包括法定的和中央各部委临时要求地方政府在教育、卫生、环境、减贫、维稳、养老等方面所完成的任务）符合宏观经济和金融稳定的目标。应通过量化各类公共政策（尤其是中央部委对地方下达的“任务”）对地方支出和举债的压力，

建立评估这些政策对“宏观经济稳定的影响”的机制。例如，为减少贫困、改善医疗、教育和基础设施而下达的许多任务需要消耗大量财政资源。如果不在人大批准的财政预算中，这些任务很可能导致地方政府隐性债务的增加。既然中央不希望看到地方隐性债务的增加，就应该禁止各部委下达这些导致隐性债务的“任务”，而上述“评估”机制就是实施此类禁令的“牙齿”。

（四）取消没有一批风险大、无前景的开发区

许多开发区在历史上促进了区域经济的快速增长和技术创新。但也有很多开发区由于过度举债用于基础设施投资而导致很高的债务负担，且没有可靠的偿债计划。

目前“一县一区”（即每个县都可以设立一个开发区）的政策面临不少问题。因为很多县缺乏自然资源、劳动力、人才和区位优势来吸引投资和企业入驻，因而不具备大规模基础设施建设的条件。在中国 5000 多个（省级和省级以上）开发区中，多达三分之二的开发区没有实现最初预计或宣传的增长潜力。如果继续大规模推动开发区建设，将加剧地方政府债务负担，导致宏观杠杆率进一步上升。因此，中央政府应该考虑取消一批无明显比较优势、潜在金融风险的开发区，并减少新设开发区。

（五）提高地方政府债务的透明度

2013 年中共十八届三中全会决定，中央和地方政府将公布政府资产负债表，以提高地方政府运作的透明度和责任约束。但这项改革的进展较为缓慢，很多地方政府编制了资产负债表，但都没有对外公布。

在过去 5 年里，地方政府隐性债务迅速增加，凸显了实施这一改革的必要性和紧迫性。强制要求地方政府披露其资产负债表（包括地方平台类公司的或有债务和隐性债务），对于遏制地方政府过度借贷行为具有重要意义。公开发布隐性债务信息，将为中央政府、公众、当地居民、地方人大代表、媒体、银行、债券市场、评级公司等第三方服务商提供评估地方政府债务风险的重要信息。来自公众舆论和资本市场的压力将使地方政府对过度借贷的行为保持谨慎态度。

政府可采取下列步骤推动这项改革：一是，财政部应建立地方政府资产负债表的标准化模板，明确地方政府或有债务和隐性债务的定义。二是，财政部可以选择若干省市作为启动这项改革的试点。三是，一旦积累了足够的经验，这项改革试点应迅速推广到全国其他地区。

四、结论

与许多面临长期经济停滞问题的国家不同，中国经济增速放缓是由三个不可避免的结构因素驱动的：人口结构、环境成本和消费者偏好变化。目前正在推动的技术创新和改革可以在一定程度上对冲经济增长减速压力，但从中长期来看，经济增速进一步放缓仍是不可避免的。

经济增速放缓，与宏观杠杆率高企带来的金融风险相叠加，要求我们的宏观政策框架与之相适应。中国能否实现可持续、高质量和环境友好的经济增长的关键，在于从以追求高 GDP 增长为核心的宏观政策框架向以宏观金融稳定为核心的框架的转型。为了建立新框架，决策者应考虑采取以下行动：（1）将稳定就业

作为最重要的宏观经济政策目标，取代过去以 **GDP** 增长为核心目标的做法；（2）提升货币政策的独立性和专业性，避免货币政策过度偏好短期增长和忽视长期稳定；（3）确保各项公共政策与宏观和金融稳定目标相一致，防止部委给地方下达导致隐性债务的“任务”；（4）清理一批没有潜力、风险较大的开发区；（5）提高地方政府隐性债务的透明度。

即使增速有所放缓，中国在未来 10 年仍将是世界上经济增长最快的国家之一。劳动力人口的下降将使中国能够接受更温和的增长，而不会造成大量失业。因此，没有理由继续以追求 **GDP** 高增长为宏观经济的主要目标。本文所提出的宏观经济管理新框架，有助于降低金融危机的风险，有助于更好地实现中长期可持续发展目标。

参考文献：

[1] Fang Cai and Yang Lu. Population Change and Resulting Slowdown in Potential GDP Growth in China[J] China & World Economy, 2013(2).

[2] Gordon. The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War[M].Princeton University Press, 2016.

[3]马骏,张晓蓉,李治国. 中国国家资产负债表研究[M]. 社会科学文献出版社, 2012.

[4]国家卫生和计划生育委员会. 2016年我国卫生和计划生育事业发展统计公报[EB/OL].
<http://www.moh.gov.cn/guihuaxxs/s10748/201708/d82fa7141696407abb4ef764f3edf095.shtml?winzoom=1>.

[5]Crane and Mao. Costs of selected policies to address air pollution[R]. RAND Corporation, 2015.

[6] Shenghao Feng, Jun Yang, and Jun Ma. Economic implication of energy transition in China—Analysis based on a dynamic CGE model with elaborated energy module[R]. Working Paper of University of International Business and Economics, 2018.

[7] World Bank. Guidance note on shadow price of carbon in economic analysis[R]. World Bank, 2017.
<http://pubdocs.worldbank.org/en/911381516303509498/2017-Shadow-Price-of-Carbon-Guidance-Note-FINAL-CLEARED.pdf>.

报 送:

联系人: 张乐然 电话: 62795758
