

# 中国经济转型综合症<sup>\*</sup>

张 斌

随着中国收入水平持续增长，需求的趋势性转折引领经济进入结构转型期。经济转型对资源配置提出了新方向，但在传统银行主导金融体系、一般服务业过度管制、公共服务供给机制和基础设施建设存在严重激励机制扭曲等因素遏制下，资源难以有效重新配置，经济结构失衡难以化解，增长动力不足。“经济转型综合症”是指保增长的一些刺激政策和不匹配的金融市场化改革加剧了资源配置扭曲和金融市场风险，供求失衡加剧，内生经济增长活力下降与刺激性政策措施进入恶性循环。

关键词：经济转型 服务业 刺激政策

全球金融危机以来，中国宏观经济运行特征发生了转折性变化。最突出的是经济增速从危机前的上升趋势转为危机后的下降趋势。2001—2007年，中国GDP平均增速10.8%，且增速由低到高逐年上升；2008—2013年，平均增速下降到9%，呈增速趋势性下降。2013年，GDP增速下降至7.7%。迄今没有明显的趋势拐点出现，经济下滑压力还在持续，对刺激政策的呼声和争论不绝于耳。

经济增速转折性变化的同时，诸多经济结构指标也出现转折性变化。从支出结构看，危机后最突出的变化是投资在总支出中的比重进一步上升。2001—2007年，固定资本形成与GDP之比平均达到40.4%，远高于全球平均水平和与中国类似收入的国家水平。2008—2012年，该比率进一步提高到47%。资本形成与GDP之比上升，同时伴随GDP增速的显著下降，结果是新增每单位GDP所需的新增投资大幅增加，即边际资本产出比（incremental capital-output ratio, 简称ICOR）

---

张斌系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。

\* 作者衷心感谢匿名审稿人的有益建议，但文责自负。

迅速上升。从国际标准看，ICOR一般在3左右<sup>[1]</sup>，危机之前，中国是在3.5~4之间，危机以后陡然上升，2012年以来已经超过6。无论ICOR变化原因如何，金融危机以后中国每增加1单位产出所需要的新增资本形成大幅增加。从产业角度看，金融危机后的突出变化是工业部门在整体经济活动中的占比下降。2001—2007年与2008—2013年两个时期相比：从增加值构成角度看，后一个时期工业增加值在GDP中的占比持续下降，建筑业和服务业占比持续上升。

表1 各项支出与产业在GDP中的占比（单位：%）

年份	消费	资本形成	净出口	第一产业	工业	建筑业	第三产业
2001—2007	55.1	40.4	4.5	12.6	40.9	5.5	41.0
2008—2012/13*	48.8	47.0	4.2	10.2	39.4	6.6	43.8

数据来源：Wind。

\*：支出法数据截至2012年，产业数据截至2013年。

另一个引起广泛关注的变化是金融危机后负债率快速上升。2001—2007年，中国的各部门债务占GDP之比从162%上升到172%，累计增幅为6.2%；2007—2012年，该比值从172%上升到215%，累计增幅为25%。跨国比较来看，中国总体的债务占GDP之比处于中游水平，但是企业部门债务占比太高和债务上升速度太快引起了对金融市场风险增加的广泛关注和担忧。<sup>[2]</sup>

经济增速持续下行、工业部门在经济活动中占比持续下降、投资效率下降和金融市场风险上升同时发生，政府需要不断采取刺激政策才能避免经济增速继续下行。这与危机前十年的中国宏观经济运行形成了鲜明对比。本文的主要目的在于理解这些变化的原因，分析当前和未来中国宏观经济运行面临的挑战。文章主要分两部分：第一部分，以GDP支出法分解和比较作为分析起点，步步递进，发现金融危机前后中国经济宏观经济运行特征变化的原因；第二部分，提出“中国经济转型综合症”，从更完整的视角分析当前和未来中国经济面临的挑战。

文章主要结论是：1) 国际和中国经验均表明，按照购买力平价（PPP）方法计算的人均收入水平突破5000国际美元以后，满足传统工业品需求的生产活

[1] Walters A A., “Incremental Capital-output Ratios”, *The Economic Journal*, 1966: 818–822. ICOR的计算公式是资本增量除以产出增量，等价于资本形成在产出中的占比除以产出增长率。这个指标刻画了资本生产率，数值越高表明资本生产率越低。

[2] 李扬、张晓晶、常欣：《中国国家资产负债表2013》，中国社会科学出版社，2013年12月。

动减速。背后的两股驱动力量分别是收入增长带来的对工业品的需求少于对服务业的需求，收入增长提高劳动力成本迫使低附加值出口品退出市场；2) 对高附加值工业品、一般服务业、公共服务和基础设施的需求依然旺盛，但是传统金融体系功能缺陷、一般服务业过度管制、公共服务供给机制和基础设施建设存在严重激励机制扭曲等因素遏制了这些部门的发展；3) 供求失衡带来经济增长动力下降，政府出台刺激政策并加快金融市场化改革；4) 决策机制扭曲的刺激政策和不匹配的金融市场化改革加剧资源配置扭曲和金融市场风险，对刺激政策的需求进一步增强。经济运行呈现内生经济增长活力下降与刺激性政策措施进入恶性循环，是为经济转型综合症。

## 中国经济减速原因初探

宏观经济指标变化是周期性、趋势性、政策性以及其他不规则因素共同作用的结果，每种因素都会发生作用。下面采取分项讨论的方式，目的是为了对经济减速做出相对完整的理解，进而对经济增速下降的原因做出判断。

### (一) 周期性因素

从支出法看，2001—2007年期间与2008—2013年期间中国GDP增速下降的最主要组成部分是净出口对GDP增速贡献下降。后期GDP平均增速较前期下降了1.81个百分点，其中仅是净出口对GDP增长的拉动就下降了1.74个百分点，解释了平均增速下降的96%。净出口对GDP增长拉动的下降，主要来自于出口增速下降远超进出口增速下降。前后两个时期相比，出口平均增速下降了13.6个百分点，进口平均增速下降了9.6个百分点。因此，对出口增速大幅下降的合理解释是理解金融危机后中国经济增速下降的关键。

表2 GDP增速分解和进出口增速(%)

	GDP 增速	对GDP增长的 拉动:最终消费 支出	对GDP增长的 拉动:资本形成 总额	对GDP增长的拉 动:货物和服务净 出口	出口 增速	进口 增速	一般贸易 出口增速	一般贸易 进口增速
2001-2007	10.81	4.41	5.16	1.24	25.8	23.4	26.6	23.6
2008-2012	9.00	4.45	5.05	-0.50	12.2	13.8	14.0	18.6
变化	1.81	-0.04	0.11	1.74	13.6	9.6	12.6	5.0

数据来源: Wind。

毋庸置疑，2008年以后中国出口增速的快速下降与金融危机带来的外部冲击有直接联系。从中国外部经济增长和外部经济进口增长两个维度看，金融危机前后呈现了趋势性的上升和下降。外部经济环境的周期性变化，能够部分解释中国出口增长在金融危机前后的升和降，也因此部分解释了中国经济增长在金融危机前后的周期性上升和下降。

## （二）趋势性因素

但是，外部经济环境变化远不足以完整解释中国出口增速在危机前后的变化，也因此远不足以解释危机后中国经济增速的持续下降。出口增速可以分解为进口国进口增速的变化（反映外部经济环境变化），以及中国在国际市场上的市场份额变化（粗略地反映了市场竞争力变化）之和。<sup>[1]</sup>2001—2007年期间与2008—2012年期间相比，中国出口平均增速下降了13.6个百分点，其中进口国进口增速下降带来了4.6个百分点，市场份额增速下降了7.6个百分点。这说明外部经济环境变化仅仅解释了危机后出口增速下降的一部分，但不是主要部分；中国出口市场份额增速的显著下降对解释金融危机后中国的出口增速下降更重要。

表3 出口增速分解

	中国出口增速	全球进口(除中国)增速	出口市场份额增速
2001-2007年	25.8	10.9	13.5
2008-2012年	12.2	6.3	5.9
变化	13.6	4.6	7.6

数据来源：Wind，由作者计算得到。

茅锐与张斌关于2000—2010年期间中国出口市场份额增速变化的研究表明，交易成本下降和劳动力成本上升是决定中国市场份额变化最主要的两个因素，前者促使中国出口市场份额增长，后者则是份额下降的主要原因，汇率、技术进步等因素对局部市场和产品的出口市场份额变化发挥不同程度的影响，但总体上让位于前两项的主导作用。<sup>[2]</sup>

加入WTO带来的红利逐渐消失，部分解释了我国出口增长的趋势性下降。

[1] 定义出口=X，其他国家的进口=M，中国在其他国家进口中的市场份额=S， $X=M \times S$ ，等式两边求导并除以X，得到 $dX/X = dM/M + dS/S$ ，即出口增速等于进口国进口增速的变化与中国在进口国市场份额变化之和。

[2] 茅锐、张斌：“中国的出口竞争力：事实、原因与变化趋势”，《世界经济》，2013年第12期，第3~28页。

2001年中国加入WTO，所带来的不仅仅是外部经济体对中国的关税和非贸易壁垒下降；还包括了国内为了适应WTO规则而推行的一系列简政放权改革，这些国内改革措施为制造业产品生产和贸易建立开放、公平竞争的市场环境，降低了交易成本。随着时间推移，交易成本下降的速度不断趋缓，部分解释了中国出口增速的趋势性减缓。

劳动力成本上升，部分解释了中国出口增长的趋势性下降。劳动力成本自2003年以来快速上升。过去十年，中国城镇就业人员平均名义工资增速在10%~18%之间。造成工资高速增长的主要原因有两个：主导性的原因是制造业部门的技术进步和资本深化带来了制造业部门劳动生产率的持续快速提高，在一个相对自由的劳动力市场环境下（特别是相对于农民工而言），制造业部门的工资上涨传递到其他部门，带来了全社会的工资上涨。这也可以看作是工资上涨的需求方因素。另一个原因是供给方因素。中国工作年龄人口在总人口中的占比在2010年前后出现了转折性变化，之前是持续上升，之后开始快速下降；工作年龄劳动力总的增速在2010年以后也开始了快速下降，2013年总工作年龄人口出现了负增长。<sup>[1]</sup>劳动力供给面变化对工资的影响究竟有多大还没有看到很好的实证研究。

与周期性因素相比，趋势性因素解释了中国出口增速下降的更大部分。无论是WTO红利递减，还是劳动力成本（收入）上升都是趋势性因素。这些因素拉低经济增长速度，可以看作是经济增长的烦恼。在既定的资源禀赋、偏好和制度环境下，经济增速朝着自身潜在的增长速度回落。

### （三）政策性因素

为了应对金融危机带来的巨大需求面冲击，中国采取了一揽子刺激经济的政策。2009年年初，中央农村工作领导小组发言人称，受金融危机影响，有2000万农民工返乡。<sup>[2]</sup>面对鲜见的外部冲击，政府批准了大量的以铁路、公路、机场、地铁为代表的基础设施建设项目。这些项目融资主要不是来自中央和地方财政资金，而是银行贷款。以地方融资平台为代表的融资和建设机构在全国快速扩张。为了能够让建设项目如期进行，货币当局释放了大量货币，银行监管部门也放松了信贷标准。2009年年底，广义货币同比增长27.7%，信贷同比增长31.7%。在这些刺激政策的带动下，2009和2010年，资本形成对GDP的拉动达到

[1] 中国劳动人口增速和就业人员平均工资增速的数据，参见Wind。

[2] 中央财经领导小组办公室副主任、中央农村工作领导小组办公室主任陈锡文2009年2月2日在国新办举行的新闻发布会的发言。

8.1和5.5个百分点，甚至高于2003—2008年高速经济增长时期平均5.35个百分点的水平。

刺激政策带来了短暂的经济反弹，但是经济增速很快再次回落，投资增速下降对经济增速带来了新的压力。刺激政策有力地支撑了2009和2010两年的经济增速，经济出现了显著反弹。但是2010年以后，经济增速开始再次下降，迄今没有停止下降步伐。资本形成增速放缓对经济增速带来了新的压力。此前从支出法看金融危机后经济增速下滑的主要原因是净出口下降，这是平均意义上的结论。进一步细分，在2011—2013年平均经济增速与2001—2007年平均经济增速的差额当中，42%来自于总资本形成增速下降<sup>[1]</sup>，59%来自于净出口增速下降。

投资增速下滑来自前期产能过度积累和债务负担提升，是前期刺激政策的后遗症。刺激政策带来了两个后果，一是与基础设施建设相关的工业品企业的债务和产能的快速扩张，二是以地方融资平台为代表的投资主体的债务扩张。刺激政策力度削减以后，产能过剩现象凸显，再加上庞大债务带来的利息负担，企业利润锐减<sup>[2]</sup>，遏制了新增投资。大型产能过剩企业和地方融资平台为了维持下去，不惜高息融资，带动资金利率上升。中小民营企业受高资金利率影响，利润和投资也出现下降。

综上所述，金融危机以来的经济增速趋势下滑主要原因是：1)来自外部经济环境变化的周期性下降压力；2)WTO改革红利递减和劳动力成本上升带来的国际竞争力下降，这是趋势性下降压力，是解释经济增速下滑最重要的部分；3)经济刺激政策后遗症带来的政策性下降压力，主要集中在2011年以后。

上述对于经济增速持续下降的解释，同样也适用于解释上文提出的经济结构变化。外部经济环境变化和趋势性因素带来的出口增速下降，不仅解释了经济增速下降，也解释了中国净出口对经济增速拉动的下降，解释了工业增加值在GDP占比的下降。经济刺激政策的因素，解释了资本形成在GDP占比的上升和债务水平上升。

以上对经济趋势下行和经济结构变化的分析，是便于理解问题的局部性解释。从更完整的视角看，工资提高会导致部分出口商品的国际竞争力下降，但如果退出这些产品生产的资本和劳动在新的高附加值出口产品或者国内市场找到出

[1] 2001—2007年，资本形成带来的GDP增速是5.16个百分点；2011—2013年期间，资本形成带来的GDP增速是4.07个百分点。

[2] 2001—2007年、2009—2010年、2011—2013年三个时间区间内，中国工业企业利润同比增速分别为31.3%、30.3%和13.0%。

路，这些资本和劳动的生产率未必持续下降，经济增长趋势未必下降。从更完整的视角理解中国的经济下行和中国经济未来面临的挑战，需要一个依托于带有结构调整特征的经济增长框架。下文对此展开进一步分析。

## 经济转型综合症

诸多研究认为中国进入中等收入水平以后，经济增速会显著下降。蔡昉和陆旸基于经济增长核算框架，认为中国2011—2015年期间的经济增速为7.19%，2016—2020年期间的潜在经济增速为6.08%，经济增速的下降同时来自于资本和劳动力积累速度放慢和全要素生产率（Total Factor Productivity，以下简称为“TFP”）增速的下降。<sup>[1]</sup>艾肯格林等人发现，当人均收入进入10000~11000美元区间和15000~16000美元<sup>[2]</sup>区间时，经济增速开始放慢。<sup>[3]</sup>中国目前按照购买力平价计算的2005年不变美元的人均GDP处于9000~10000美元之间，已经接近经济增速下降阶段。他们还指出，消费在GDP占比过低和汇率低估的国家，经济增速放缓会更加明显，作者认为未来中国经济速度会显著下降。纳巴等假定中国在当前收入水平上TFP增速与国际经验一致，在此基础上预计中国2013—2030年期间的GDP增速会维持在6%。<sup>[4]</sup>这些研究对未来中国经济增速变化提供了启示，但是缺少对未来经济增速下降的机制分析。

本文把中国经济目前面临的挑战称为“经济转型综合症”（以下简称综合症）。综合症是指收入增长突破一定临界点后，需求结构的趋势性转折和由此带来的供求不匹配弱化了经济增长动力，决策机制扭曲的刺激政策和不匹配的金融市场化改革进一步加剧了资源配置失衡和金融市场风险，内生经济增长活力下降和刺激政策进入恶性循环。

综合症的逻辑线索如下：

1) 随着人均收入增长，中国已经进入典型的经济转型期间，国内和国际市场对传统工业品需求增长放慢，对高附加值工业品、一般服务业、公共服务和基

[1] 蔡昉、陆旸：“中国经济的潜在增长率”，《经济研究参考》，2013（24），第8-9页。

[2] 按照购买力平价计算的2005年不变美元。

[3] Eichengreen B, Park D, Shin K. , *Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-income Trap*, National Bureau of Economic Research, 2013.

[4] Nabar M M, N'Diaye P M B P. , *Enhancing China's Medium-Term Growth Prospects: The Path to a High-Income Economy*, International Monetary Fund, 2013.

基础设施需求相对旺盛。

2) 银行主导的传统金融体系难以对一般服务业、公共服务和基础设施、高附加值工业品提供充分恰当的融资，储蓄难以转化为有效投资，遏制了需求旺盛部门的发展。

3) 一般服务业面临较普遍政府管制，即便一些服务业产品面临旺盛市场需求并能得到融资，但不公平的市场竞争环境遏制了资源流入。

4) 公共服务供给面临激励机制扭曲，资源流入受阻，难以形成有效供给。

5) 2) +3) +4) 带来供求结构不平衡，资源得不到合理配置，经济内生动力下降，传统工业品产能过剩和就业压力凸显。政府采取经济刺激政策缓解压力。

6) 政府以基础设施建设项目为依托，增加对传统工业产品需求，缓解产能过剩和经济增长压力。建设项目的决策机制存在严重缺陷，部分项目的社会收益和商业收益难以保障。

7) 政府保持相对宽松的货币政策环境和隐性担保，帮助产能过剩的传统工业企业通过“借新钱，还旧账”的方式继续从金融部门获得资金支持。

8) 普遍存在政府隐性担保和预算软约束的环境下，金融市场化改革和金融工具创新帮助信贷资源继续流向产能过剩的传统工业企业和建设项目，这些单位和金融机构之间“借新还旧”游戏持续并且不断放大。

9) 6) +7) +8) 政策应对措施，偏离经济转型所要求的调整方向或调整方式，进一步延迟了资源从产能过剩的传统工业企业向需求旺盛部门的转移，并带来了传统工业企业、政府和金融机构债务负担的快速上升。从未来经济结构调整方向看，新增负债对应的资产多是不良资产，“坏账不坏”则需要出台进一步的刺激政策。

10) 持续的结构失衡，再加上难以持续的债务拖垮投资者信心，房地产、股票等资产价格低迷，加重经济增速下滑压力。经济内生增长动力和不当的刺激政策进入恶性循环，经济运行向更低的增长速度收敛。

以下，我们对上述粗线条的逻辑中的关键环节展开进一步说明。

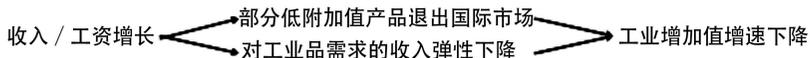
## 结构转型中的需求结构变化

国际经验表明，发达经济体人均收入水平达到一定水平以后，都面临着工业部门增加值在 GDP 中占比趋稳或下降、服务业部门增加值在 GDP 中占比上升的

经济转型阶段。美国自1950年代中期（按照PPP计算的人均GDP 2500国际美元左右<sup>[1]</sup>）以后，制造业占GDP的比重开始趋势性下降；德国、法国、日本在1970年代初期（PPP计算的人均GDP 4500~5000国际美元左右）制造业占GDP的比重开始趋势性下降；中国台湾在1980年代中后期（PPP计算的人均GDP 5000~6000国际美元）制造业占GDP的比重开始趋势性下降；韩国在1980年代中期（PPP计算的人均GDP 4500~5000国际美元）制造业在GDP中的占比停止了上升趋势，此后这一占比保持稳定。

文献对工业部门增速趋缓和服务业部门扩张的解释主要集中在两个方面。1) 需求方力量：收入增长过程中，每单位收入增长所带来的对服务业产品需求增加超过对农业和工业品的需求增加，这是造成服务业相对于工业部门扩张的趋势性力量；收入增长带来生产成本提高，低附加值工业品竞争力下降并退出市场，这是经济进入转型期、高附加值工业品尚未获得国际竞争力的阶段性现象。<sup>[2]</sup>2) 供给方力量：服务业部门TFP增速低于工业部门，在服务业产品相对价格有利变化的驱动下，服务业部门在GDP中的占比不断扩张。<sup>[3]</sup>

中国正处于工业部门增加值在GDP中占比下降、服务业部门增加值在GDP中占比提高的经济转型期。根据以上国际经验，以Penn World Table方法计算的PPP人均GDP 5000国际美元作为制造业在GDP中占比下降的转折点，中国制造业在GDP占比中下降应该发生在2005—2006年期间。事实上，中国经济转型也大概在此期间发生。2008年以前，中国制造业在GDP中的占比持续上升；2008年以后开始下降。2008年与2013年相比，工业增加值在GDP中的占比从41.5%下降到37%，第三产业增加值在GDP中的占比从41.8%上升到46.1%。劳动力工资水平提高是造成工业增加值增速下降趋势的主要原因，具体的机制如下：



[1] 这里使用的是佩恩表（Penn World Table）提供的基于购买力平价方法计算的人均GDP数据，计价单位是国际美元，代码“cgdp”。使用这一指标主要是因为其未经购买力平价调整的人均GDP指标更真实地反映了居民的真实收入和真实购买力，且具有国际可比性。

[2] Laitner J., “Structural Change and Economic Growth”, *The Review of Economic Studies*, 2000, 67(3): 545-561; Kongsamut P, Rebelo S, Xie D., “Beyond Balanced Growth”, *The Review of Economic Studies*, 2001, 68(4): 869-882. 收入和工资成本提高带来的低附加值工业品退出国际市场，但不足以解释工业品部门增加值在GDP中占比的趋稳或者持续下降。

[3] Baumol W J., “Macroeconomics of Unbalanced Growth: the Anatomy of Urban Crisis”, *The American Economic Review*, 1967: 415-426; Ngai R, Pissarides C A., “Structural Change in a Multi-sector Model of Growth”, 2004.

以汽车、电冰箱、洗衣机、彩色电视机等几种主要工业最终产品的需求收入弹性来看，1998—1999年彩色电视机需求收入弹性进入下降趋势；2003—2007年冰箱、洗衣机和汽车需求收入弹性进入下降趋势。随着中国收入的持续增长，上述市场内生的趋势性力量还会继续发挥作用，这对既定的产业结构带来了供求失衡和结构调整压力。

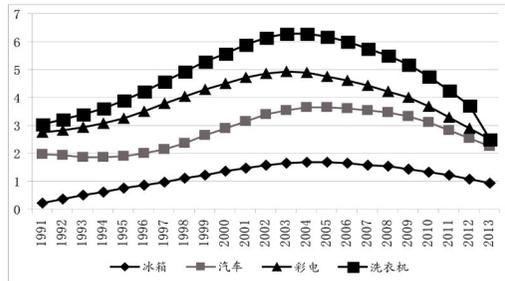


图1 中国主要工业产品的需求收入弹性

数据来源：Wind，作者计算得到。

注：需求收入弹性用工业品销量增速除以城镇居民人均可支配收入增速，取hp滤波值。

## 储蓄—投资转换功能失灵遏制供求平衡

当需求不再向传统工业品集中，而是向一般服务业、公共服务和基础设施、高附加值工业品转移的时候，金融体系将面临巨大压力。既有金融体系主要适用于服务传统工业发展模式，在功能上难以有效实现符合产业结构转型需要的储蓄—投资转换。

传统工业部门主导的经济增长模式下，即便是比较简单的银行主导的金融体系，也能基本兼顾经济增长和金融体系稳定的需要。金融危机以前的经济活动向工业部门集中，特别是出口、进口替代以及房地产相关产业的数量扩张。这些行业有以下几个特点：1) 预算约束强，相关产业主要的市场参与者是私人部门，有很强的预算约束；2) 资产周转率较高，债务杠杆率较低<sup>[1]</sup>，很多经营较好的制造业企业没有负债，新增投资主要来自于过去的盈利；3) 有着成熟的经营模式、生产技术和市场网络，企业规模也相对较大，投资风险较低；4) 可提供大量的抵押品，比如出口订单、国外信用证、机械设备和土地等等，能较好地解决

[1] 参见高善文、尤宏业、姚学康：“债务危机有多远”，安信证券宏观研究，2014年1月2日，该报告基于上市公司数据，发现不同行业间债务杠杆率和资产周转率明显差别。总体而言，制造业债务杠杆率相对较低且资产周转率较高。

信息不对称问题；5) 有技术进步较快的领先部门（主要集中在制造业），并对其他产业（比如房地产业）带来正面外溢效应，外溢效应的最主要机制是技术进步部门带来了收入提高，并因此提高对其他产业的需求。产业间的良性循环，给企业带来了较好的盈利水平。上述行业特征下，经济活动的整体负债率较低、风险较低，即便是金融服务功能比较简单的银行主导的金融体系，也能基本满足经济增长的需要，而且经济运行的负债/收入比较低。

商业银行主导的金融体系在功能设计上难以为服务业及其所依托的基础设施建设、高附加值工业行业融资。高附加值工业行业往往是高投资、高风险、高回报行业，商业银行在功能设计上并不善于为此类项目融资。从发达国家经验看，往往是投资者通过股权投资方式分担了投资风险，为项目融资，金融中介机构并不过度涉入投资风险。服务业具有以下几个特征：1) 需求本地化，服务业产品差异化高，生产经营的标准化程度低，难以像工业品那样进行大规模标准化复制；2) 人力资本密集型行业，普遍缺少有形抵押品；3) 平均意义上，服务业企业规模小，以小微企业居多。上述特征意味着服务业向商业银行融资将面临较高风险和成本。基础设施项目普遍面临的问题是投资周期超长、未来投资项目产生的现金流难以覆盖利息和本金支付。从发达国家经验看，这些项目融资往往依托于债券融资，而不是商业银行融资。

过度依赖银行主导的金融体系难以有效驱动资源流向经济转型所需的部门，储蓄难以转化为有效投资。经济结构再平衡面临挑战。

### 一般服务业管制加剧供求失衡

这里所指的一般服务业是指能够依靠市场力量由非政府部门提供的服务业，与政府部门基于财政资源提供的公共服务形成对照。中国目前在教育、医疗、铁路、航空、邮政与通讯、金融中介、文化与娱乐、社会工作等服务业部门，普遍存在行政措施保护下的国有资本经营格局。这些服务业市场准入严格受限，不同类型的市场参与主体难以做到公平竞争，细分市场不完善，法律和政策等市场基础设施不健全等，更加接近垄断竞争的市场结构。私人部门难以有效参与。

一般服务业部门近似于垄断竞争的市场结构，不仅遏制了资源流入服务业部门，也遏制了对工业部门的需求，加剧了供求失衡。一般服务业部门近似于垄断竞争的市场结构，在遏制资源流入的同时，还带来了服务业产品的高价。工业品

生产过程中，服务业也是不可或缺的重要中间投入品。垄断竞争格局下的服务业产品高价，也提高了工业品的生产成本和价格，遏制了对工业品的需求。一个相关的例子是垄断竞争格局下的交通运输高价提高了工业品价格，遏制了对工业品的需求。下面是对这个问题更完整的理解。

图2比较了完全竞争与垄断竞争市场结构下的服务业产品和工业产品市场均衡变化，以及最终的均衡产出变化。把服务业产品理解为中间投入品，把工业品理解为最终产品。较高的服务业价格水平意味着较高的边际成本和产品价格，对应着较低的产品需求，在服务业价格和产空间内，产品市场均衡曲线向右下方倾斜。较高的服务业价格水平对应较高的服务业投入水平，以及较高的产出水平，服务业市场均衡曲线向右上方倾斜。无论是在完全竞争还是垄断竞争市场结构下，上述曲线的形状没有变化。区别在于，在给定的服务业价格水平上，垄断竞争的服务业市场结构下对应更低的服务业中间品投入和产出（或可理解为给定服务业中间品投入，要求更高服务业价格），服务业市场均衡曲线向左移动。垄断竞争市场结构下的均衡产出 $E'$ 会低于完全竞争市场结构下的均衡产出 $E$ 。

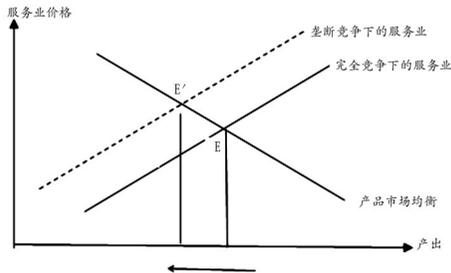


图2 完全竞争与垄断竞争市场结构下的均衡产出变化

## 公共服务投入不足

公共服务是指基础教育、基础卫生和医疗服务、基本社会保障、环境保护、保障性住房、公共交通等市场难以有效提供，需要政府利用公共资源投入提供的服务。随着中国收入水平提高和城市化进程的不断推进，对公共服务的需求日益迫切。中国目前大城市面临交通拥堵、环境污染等日益严峻的城市病。一些官员和学者把城市病归咎于城市人口和规模的快速增长，但比北京、上海、广州等特大城市的容积率高的香港、纽约、东京等大城市的城市病却得到了很好解决。推进城市化，尤其是发展大城市的集聚优势依然是中国经济发展的主要动力源

泉。<sup>[1]</sup>各种城市病凸显的根源，是公共服务滞后于城市发展。<sup>[2]</sup>公共服务缺失和不足成为中国推进城市化进程最大的制约因素。

公共服务供给主要面临两个难题。一是激励机制扭曲。各级政府公共政策决策最看重的是GDP和税收增长<sup>[3]</sup>，这紧密关系到地方官员升迁和官员集团福利<sup>[4]</sup>。提供公共服务更多被政府视为只有投入、鲜有回报的负担。政府在改善公共服务方面的意愿和投入严重不足，且缺乏有效的外部监督。二是信息扭曲。即使政府有意愿改善公共服务，所面临的另一个难题是基于何种信息有针对性地提供有效服务。公共服务源自本地居民复杂多样的需求，具有很强的本地化、非标准化特征，需因地制宜提供。只有广泛、充分接收基层民众信息，并经专家科学论证，才具备改善公共服务的信息基础。但在现实决策中，没有机制确保公共服务决策的信息基础，基层群众的需求信息难以充分、有效地传递到政府。激励机制扭曲和信息扭曲，根源上都来自于公共服务需求方和供给方处于严重的不平等位置。供给方可以置需求方利益不顾，需求方对供给方缺少有效监督和强制执行力量。

### 不当刺激政策加剧经济结构失衡和金融市场风险

综上所述，资源配置格局调整难以有效推进。需求结构趋势性变化和由此引发的经济结构失衡加剧，经济内生增长动力持续减弱，工业部门产能利用率下降，就业市场压力增加。政策制定者在此环境下会选择宽松的货币和财政政策刺激经济增长。中国在2008—2014年不到六年时间里采取了三次经济刺激政策。第一次是2008—2009年应对金融危机的大规模刺激方案，后两次分别是2012年和2014年在面临经济增长压力时采取的小规模刺激政策。刺激政策的主要内容是放宽货币政策条件，增加对基础设施、保障房建设等的投资。宽松货币政策的目的很大程度上是为了保障投资增速，尤其是保障基础设施建设项目投资。

设计欠佳的刺激政策会偏离经济转型所要求的资源配置调整指向，加剧经济结构失衡压力。刺激政策以建设项目为依托，增加了对工业部门产品的短期需求。从方向上看，刺激政策资源配置的引导方向与化解经济结构失衡所要求的调

[1] 陆铭、向宽虎、陈钊：“中国的城市化和城市体系调整：基于文献的评论”，《世界经济》，2011年第6期，第3~25页。

[2] 爱德华·格莱泽：《城市的胜利》，上海社会科学出版社，2012年。

[3] 周黎安：“中国地方官员的晋升锦标赛模式研究”，《经济研究》，2007年第7期，第36~50页。

[4] 徐现祥、王贤彬：“任命制下的官员经济增长行为”，《经济学（季刊）》，第九卷第4期（2010年），第1447~1466页。

整方向不一致。刺激政策虽然存在以上方向问题，但如果经济结构调整压力对短期内就业和经济增长压力太大，增加建设项目就能够带来显著的正外部性，这些投资可以看作对过去基础设施投资欠账的弥补，是对工业部门产能的有效利用，不失为短期内化解结构失衡的权宜之计，对未来经济增长也有帮助。

更严重的问题是刺激政策的决策机制。中国在“铁路、公路、机场”为代表的标准化大型基础设施方面取得了很大进展，但是新增标准化大型基础设施的边际收益快速下降。主要原因是：1) 标准化大型基础设施建设的边际收益快速递减；2) 经济转型带来的经济减速削减了对标准化大型基础设施的需求。

当前更迫切需要的是具有本地化特征的非标准化基础设施。比如城区地下基础设施建设、城市老旧基础设施维护和改造、城中村和城乡结合部改造、街道收费停车场等等。改善非标准化基础设施，需要地方政府在充分了解本地社会公众需求的基础上，在给定的预算约束下选择最迫切需要的基础设施项目。地方公众代表和相关专家在决策过程中应该发挥非常关键的作用。但是在目前中国的基础设施建设决策过程中，没有充分反映本地社会公众需求信息的合理机制，决策权主要掌握在中央和地方个别行政部门手里，有些地方几乎是当地政府一把手的个人决策。项目的社会收益缺少民众和专家意见评估，项目的商业收益缺少市场评估。这种决策机制难以确保基础设施项目是本地公众最迫切需要的，未必是性价比最高的项目，其社会收益和商业收益都难以保障。

设计欠佳的刺激政策还对其他部门带来了负面挤出效应，扩大了结构失衡。挤出效应主要体现在两个方面：1) 信贷资源挤出。刺激政策所依托的地方融资平台（简称“平台”）有很强的投资冲动并且普遍面临预算软约束，平台向商业银行或者信托公司和债券市场要求大量信贷资源。由于平台受到政府隐性担保，金融机构也倾向于把信贷资源向平台倾斜，中小企业面临的可贷资金下降，贷款利率提升。即便是在相对宽松的广义货币增长和社会融资总额增长的环境下，中小企业融资难、融资贵的呼声也不绝于耳。2) 价格挤出。刺激政策支撑了工业品和房地产价格，也因此提高了服务业或者高附加值工业所需的工业原材料和劳动力投入价格，遏制了服务业或者高附加值工业部门的发展。

刺激政策大幅拉低投资回报，加剧金融市场风险。自2008年底中国启动连续几次刺激政策以来，中国投资效率开始大幅恶化。如文章伊始指出的，危机以来中国的ICOR大幅提高。中国的固定资本形成在GDP中的占比以及边际资本产出比都远超世界平均水平，也远远超出历史平均水平。超乎寻常的高投资、低回

报组合可以看作是映射的一端，映射的另一端是刺激政策牺牲消费补贴投资，是刺激政策驱动着大量不计回报的低效率投资。高投资依托于高债务增长，低回报率意味着未来将无法偿还这些债务，这是爆发金融危机的实体经济根源。

## 不匹配的金融市场化改革加剧经济结构失衡和金融市场风险

经济转型需要金融体系做出与之相匹配的调整。从国际经验来看，随着一国经济发展水平提高和经济转型，金融体系的复杂程度和自由化程度提高，具体表现为：1) 更加完备和自由的金融市场：主要是指建立功能完备的各种金融市场，不仅是传统的银行信贷市场，还包括货币、外汇、债券、信托、衍生品等其他各种金融产品市场；按照市场供求的力量决定价格（利率、汇率市场化）；对国内和国外市场参与者的开放（资本项目开放）。2) 更加完备的金融机构：银行在金融体系中的作用相对下降，非银行金融机构（包括保险公司、投资银行、基金公司等）在金融体系中的占比增加；私人部门参与金融业的门槛降低，国有金融机构占比下降。3) 更加完善的金融基础设施：包括金融监管、会计和审计、清算和结算体系、评级机构等多方面设施更好地支持金融体系运行。上述更复杂的金融体系，从功能上不仅能更好地分散风险和优化资源配置，也能够帮助抵御各种冲击对金融体系稳定带来的压力，维护金融体系稳定。

国际经验表明，由于其他改革措施不配套，金融市场化改革会加剧资源错配和短期内的金融市场波动。韩国金融市场自由化时期，信贷资源进一步流向政府支持的大企业集团（Chaebols），尽管这些大企业集团主要集中于传统的产能过剩且运转效率低下。<sup>[1]</sup>日本金融市场自由化时期，信贷资源加剧流向房地产部门，造成了房地产价格泡沫。<sup>[2]</sup>众多研究发现，金融市场化改革会提高爆发银行危机和货币危机的概率。<sup>[3]</sup>利率市场化导致金融业竞争加剧，在缺乏合理有效监管的背景下会加剧道德风险和爆发危机的概率。资本项目自由化对金融体系稳定的冲击更是受到学术界的广泛关注和担心。<sup>[4]</sup>

[1] Yoon Je Cho, "Korea's Financial Sector Reform Experience: Possible Lessons for China".

[2] Kanaya A, Woo D., *The Japanese Banking Crisis of the 1990s—Sources and Lessons*, International Monetary Fund, 2000.

[3] Demirgüç-Kunt A, Detragiache E., *Financial Liberalization and Financial Fragility*, World Bank Publications, 1998; Kaminsky G L, Reinhart C M., "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-payments Problems", *American Economic Review*, 1999: 473-500; *Financial Crises in Emerging Markets*, Cambridge University Press, 2001.

[4] Stiglitz J E., "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, 2000, 28(6): 1075-1086.

中国自金融危机以来加快了金融体系改革。2008年金融危机以来，中国的金融体系发生了重大变化，具体体现在以下几个方面：1) 影子银行体系发展；2) 人民币国际化和资本项目开放；3) 进一步的利率市场化和汇率市场化改革；4) 放松私人部门参与金融业的限制；5) 互联网金融发展等。与金融危机前相比，非金融企业的融资模式发生了显著变化，人民币新增贷款在社会融资总量的占比持续下降，企业债券融资占比持续上升。

金融体系改革符合未来经济转型的需要，但是在其他部门改革不匹配或者金融市场化改革次序安排不合理的情况下，加剧了资源错配和金融风险。典型的例子是影子银行体系发展。中国的影子银行业务与西方国家的影子银行业务大相径庭。影子银行业务发展的初衷是节约存款准备金成本、规避银行贷存比和资本充足率等管制，更多为实业界融资，进而获得更多利润。通过影子银行业务通道，更多信贷资金流向房地产和地方融资平台，中小民营企业融资难、融资贵现象更加突出。众多融资平台普遍存在预算软约束和政府隐性担保，不惜以较高的资金成本从影子银行通道获得资金从事大量建设项目。这些项目的商业收益普遍较低，未来投资收益难以覆盖利息和本金，加剧了资源错配和金融风险。

人民币国际化拓宽了海外持有人民币计价资产的渠道，是事实上的资本项目自由化改革。<sup>[1]</sup>由于人民币汇率改革还未到位，大量外贸外资企业和投机者借助人民币贸易结算业务和人民币离岸市场，获得在岸与离岸人民币利差与汇差。企业资产负债表上的货币错配更加严重，央行被迫购买更多外汇资产并被迫放大资产负债表<sup>[2]</sup>，埋下未来金融市场动荡隐患。若未来投资者对中国经济基本面丧失信心，通过人民币国际化打开的资金流动渠道，中国金融市场将遭遇更大冲击。

克服经济转型综合症，在于打通资源重新配置通道。结合以上分析，重点的政策调整应包括以下几个方面：1) 在打破微观主体预算软约束前提下，坚持金融市场化有序改革；2) 放松一般服务业管制，建立公平竞争的市场环境；3) 赋予社会公众对公共服务的外部监督和强制力；4) 减少刺激政策措施，重视本地化、非标准化的地方基础设施建设投资，合理分配地方公众代表和相关专家对地方基础设施的决策权力，理顺基础设施融资机制。<sup>[3]</sup>

[1] Yu Yongding, "Revisiting the Internationalization of the Yuan", ADBI Working Paper Series No. 366, July 2012.

[2] 张斌、徐奇渊：“汇率与资本项目管制下的人民币国际化”，《国际经济评论》，2012年第4期，第63~73页。