

## 效率冲击、杠杆上升与大国稳定政策的选择

**内容提要：**在世界贸易不确定性仍然存在，全球主要经济体景气程度下滑的情况下，预计2019年中国经济全年增长为6.1%，增速仍保持在6%—6.5%的年度目标区间内，2020年增速为5.8%。如果中美经贸磋商能最终达成互利协议并得以顺利执行，将不仅有利于中美两国经济，而且对世界经济前景也会产生积极影响。随着中国经济的发展，中国的传统优势正逐步消退，劳动生产率增速放缓、资本边际产出(MPK)和全要素生产率(TFP)贡献趋于下降，而杠杆率(M2/GDP)则逐步抬升。当前，中国必须持续推动经济高质量发展，逐步适应以内需为主和创新驱动的“大国模型”，并加快构建相应的宏观政策框架体系。

**关键词：**经济增速 效率冲击 杠杆抬升 宏观政策

**中图分类号：**F120

**文献标识码：**A

**文章编号：**1009-2382(2020)01-0001-09

DOI:10.13891/j.cnki.mer.2020.01.002

### 一、2020年中国经济展望

2019年前三季度中国经济实现了6.2%的增长，分季度看呈逐季递减之势，第三季度中国经济同比增速为6.0%，环比增速为1.5%，均创新低。2019年10月，中国制造业PMI为49.3，比上月下降0.5，连续6个月处于荣枯线以下；同期，规模以上工业企业利润同比下降9.9%，降幅比9月份扩大4.6个百分点。预计四季度GDP环比会低于以前年度，增速在1.4%左右。在外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大的背景下，我们调低了2019年四季度的环比增长，并按趋势全面调低2020年各季度的环比增速（见表1），进行“放缓情景”下的预测。按照我们的推算，2019年中国经济全年增长为6.1%，增速仍保持在6%—6.5%的年度目标区间内，2020年增速则为5.8%。变数在于，如果中美经贸磋商最终达成互利的协议并得以顺利执行，则可能会使经济增速提高0.2个百分点，这不仅有利于中美两国经济，而且对世界经济前景也会产生积极影响。

**表1 2013—2020年经济增长环比增速(%)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
一季度	1.9	1.8	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3*
二季度	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5*
三季度	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4*
四季度	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4*	1.3*

资料来源：国家统计局网站，其中2019年4季度和2020年1—4季度环比增速为作者的预测值。

在世界贸易前景仍不确定，全球主要经济体景气程度下滑的情况下，一些国际组织也在最新的预测中调低了中国经济2019、2020两年的增速。世界银行(WB)10月份发布的东亚太平洋经济半年报预计，2019年和2020年中国经济将分别增长6.1%和5.9%，较4月份调降了0.1和0.3个百分点。国际货币基金组织(IMF)10月份发布的《世界经济展望》报告预测，2019、2020两年中国经济增速为6.1%和5.8%，比7月下调0.1和0.2个百分点。经合组织(OECD)9月的预测显示，中国经济将在2019、2020两年分别增长6.1%和5.7%，也较5月份调低了0.1和0.3个百分点。

对于社会所关注的到2020年国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番的问题，我们认为，最近国家统计局依据第四次全国经济普查结果，对2018年国内生产总值上修了2.1%，如果GDP平减指数和2010年基数不随之调整，那么在此平台上，2019—2020年的国内生产总值年均复合增速只要达到5.1%，就可以实现2020年GDP翻一番的目标；而城乡居民人均收入，在国家统计局2012年底制定新的城乡一体化住户调查制度以来，2013—2018年，除2016和2018年全国居民人均可支配收入增速小于GDP增速外，其余4年都高于GDP增速，因此到2020年实现翻番也不是大的问题。当前，中国保持宏观经济稳定仍有较大政策回旋，同时中美贸易争端出现缓和，这会进一步稳定国内和全球经济增长预期。从当前中国经济增长前景看，稳定政策已经积极地保证了经济增长的平稳化，当下最重要的是实现经济增长的

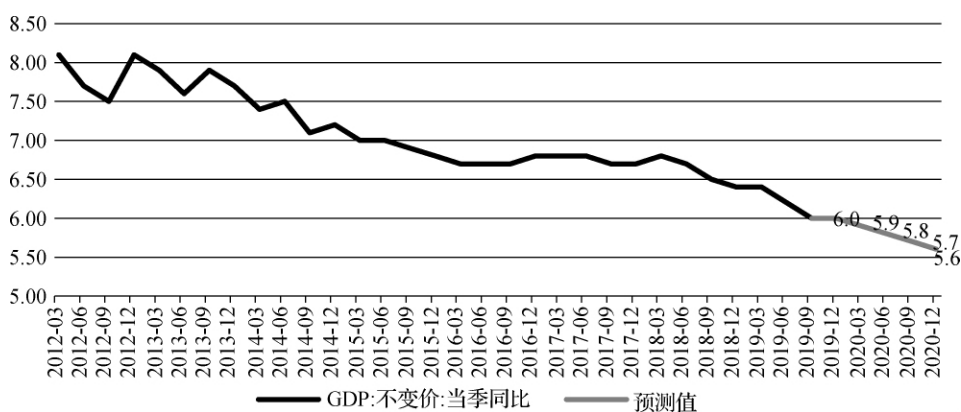


图1 中国GDP季度增速预测

高质量转型。这需要时间,但更需要形成积极转型的动力机制,因此将稳定政策与激励高质量转型结合在一起是更为重要的稳定政策方向。

物价指数方面,CPI与PPI的剪刀差再次显现,CPI在猪肉价格领涨下,预计2020年第一季度可能突破4.0%,全年预计在3.0%左右的水平;PPI由于受翘尾因素的影响,年底前应该仍为负值,2020年二季度可能逐步转正。一般来说,PPI与PMI高度相关,如果未来一段时间PMI持续处于荣枯线以下,则PPI可能依然会呈现负增长。值得注意的是,近期有研究表明,当前的结构性减税有助于降低全社会生产经营成本,但同时会使企业容忍1.16%的PPI下降,从而带来通缩效应(谢云峰,2019)。如果PPI持续为负,减税降费的利润空间就会被部分侵蚀。人民币汇率方面,由于近期中美贸易争端有所缓和,对汇率产生明显的支撑作用,但资本外流是扰动因素,预计2020年汇率水平有望保持稳定,在7.0-7.2间波动。

## 二、国际环境:弱需求和负利率趋势

从2018年3月至今,中美经贸冲突已持续了一年多时间。中美作为当今世界最大的两个经济体,其GDP之和占世界总量的近四成,对外贸易之和在全球贸易总量中占两成。在当今世界经济高度融合的背景下,中美之间的经贸冲突已不可能只对冲突双方产生影响,其外溢效应之强恐怕已经大大超乎人们的预料。持续升级的贸易紧张局势叠加“技术割裂”的倾向,不仅制约了全球贸易增长,更严重的是造成了对不确定性敏感的投资增速下滑和金融市场的大幅波动。虽然,近期中美经贸冲突出现缓和迹象,但全球经济增长仍不容乐观。2019年第三季度,美国GDP同比增长2.0%,大幅低于一季度2.7%和二季度2.3%的增速,进出口金额同比增长由上半年的小幅增长

0.81%,转为下降0.84%。欧元区三季度GDP环比增长为0.2%,与上季度持平;日本三季度GDP环比增长0.1%,低于二季度0.4%和一季度0.5%的增速。

从近期数据看,世界主要经济体景气程度下滑的趋势仍在延续。一是主要经济体的商品进出口累计同比增速从2018年初以来持续下滑,特别是商品出口增速从2018年3月开始下滑明显(图2)。二是一些反映宏观经济走势和市场信心的先行指标持续低迷。2019年10月,美国供应管理协会制造业PMI为48.3,比上月回升0.5,但较上年同期下降9.4,连续3个月处于荣枯线以下;欧元区制造业PMI为45.9,较上月回升0.2,但较上年同期下降6.1,连续9个月处于荣枯线以下;日本制造业PMI为48.4,较上月和上年同期分别回落0.5和4.5,连续6个月处于荣枯线以下。11月份公布的最新数据显示,美国密西根大学消费者信心指数和Sentix投资信心指数分别较上月回升0.2和12.8,但仍比去年同期低1.8和12.7;欧元区消费者信心指数和Sentix投资者信心指数10月较9月回落1.1和7.9,比上年同期回落2.5和28.4;日本排除一人家庭的消费者信心指数和Sentix投资者信心指数分别比上月下降0.7和6.8,较上年同期回落6.3和18.6。面对这种情况,国际组织纷纷下调对全球经济增长的预期,世界银行(WB)最新报告预计2019年和2020年全球经济增速分别为2.6%和2.7%,比世行2019年1月份的预测值分别下调0.3和0.1个百分点;国际货币基金组织(IMF)最新报告显示,世界经济2019、2020两年分别增长3.0%和3.4%,比7月份的预测分别下调0.2和0.1个百分点,这是IMF2019年以来第4次下调全球经济增长预期;同时,经合组织(OECD)最新预测显示2019年世界经济仅增长2.9%,为国际金融危机以来的最低预

测,到2020年,预计增长将达到3.0%,这比5月报告中对2019年和2020年增长率的预期分别调降了0.3

和0.4个百分点,而就在一年半前的2018年3月,该组织曾预计2019年世界经济增长将达3.9%。

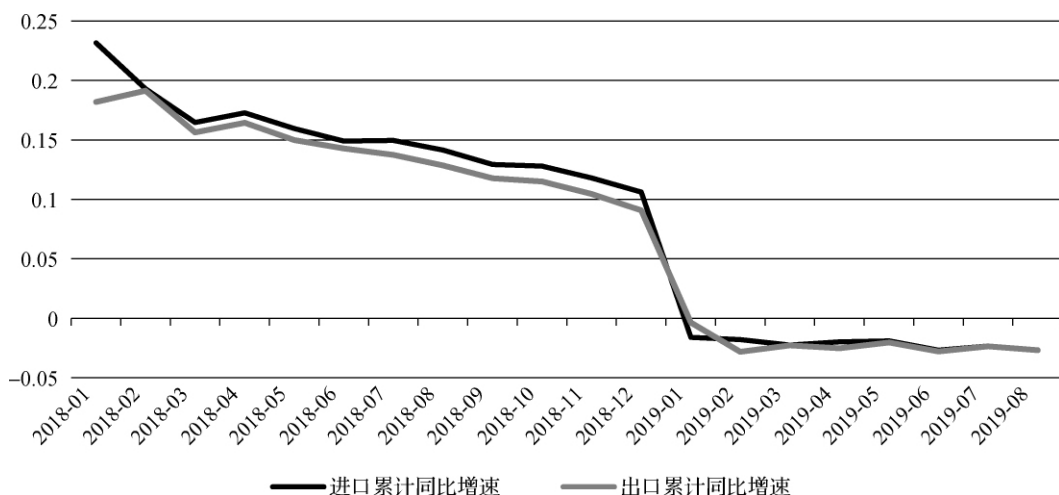


图2 主要经济体① 2018年1月至2019年8月进出口累计同比增速

资料来源:WTO

实际上,在过去几十年经济全球化浪潮的推动下,世界贸易总额与GDP之比快速攀升,1985年这一比例仅为36.3%,2008年攀升到最高的61.4%,近年来虽有所放缓但仍维持高位。资源丰富国家出口资源、制造业先进国家出口资本品,以中国为代表的具有劳动力成本优势国家进行产品加工和组装,以美国为代表的服务业占比高具有技术研发、设计优势国家消费制成品,已经成为全球产业链和供应链起支配作用的模式。美国对外贸易多年来在全球贸易

总量中的占比相对稳定,且一直高居首位,近40年来,其份额最高时为16.0%,最低时也有10.8%。中国以其劳动力成本等优势在这一体系中扮演着越来越重要的角色,特别是在加入WTO后,中国外贸总额实现了年均13.8%的复合增长,2018年中国对外贸易总额占全球的10.9%,仅次于美国居世界第二位,其中货物贸易占全球11.8%,超过美国,居全球首位,可以说中国经济已经深刻地融入全球经济之中(图3)。

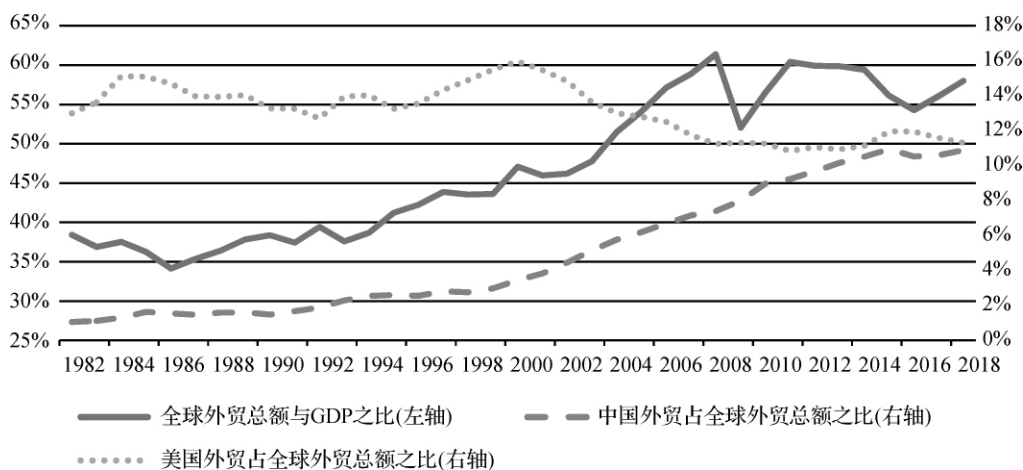


图3 全球外贸总额与GDP之比及中美外贸占全球外贸总额的比例

在全球经济已经高度融合的背景下,可以说在美对华加征关税的商品名录中,很难找到一种商品的生

产设备、工具、原材料和中间产品都是在中国境内由中国工人全程加工完成的。美对华挑起的经贸冲突

① 这些经济体包括:中国、美国、欧盟27国、英国和日本。

将严重地破坏现存的全球产业链和供应链,而产业链和供应链的重构不可能在短期内完成。因此世界贸易量萎缩和全球经济增长步伐放缓所带来的损失,只能由包括美国在内的参与全球价值链的世界各国来共同负担。

为应对需求持续疲弱和不确定性增加,包括欧美和新兴经济体在内的很多国家纷纷转向宽松货币政策。美联储自 2015 年 12 月至 2018 年 12 月连续加息 9 次,市场曾一度预计 2019 年还会加息 2—3 次,但 2019 年来已降息 3 次,这是自 2008 年以来首次转入

降息。欧央行 9 月宣布下调存款利率(商业银行存在欧元体系的隔夜利率)10 个基点至负 0.5%,并恢复债券购买,此前欧央行曾于 2018 年 12 月底结束购债。除美欧央行外,2019 年已有包括澳大利亚、新西兰、韩国、俄罗斯、巴西、印度、印尼、马来西亚在内的 30 多家央行宣布降息,尤其是 6 月以来,加入降息行列的国家明显增多,幅度超出预期,但在欧元区和日本长期负利率的情况下,货币政策继续宽松的空间和有效性变得越来越有限,同时长期负利率对银行盈利能力的侵蚀和金融体系脆弱性的增强值得关注(见表 2)。

表 2 全球发达国家负利率程度加深

8 月 27 日	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年	10 年	15 年	20 年	30 年
瑞士	-1.09	-1.1	-1.13	-1.12	-1.1	-1.07	-1.04	-1.03	-1.07	-0.99	-0.79	-0.7	-0.53
日本	-0.25	-0.31	-0.31	-0.34	-0.35	-0.37	-0.39	-0.38	-0.34	-0.28	-0.09	0.06	0.15
德国	-0.82	-0.89	-0.92	-0.93	-0.89	-0.89	-0.86	-0.82	-0.76	-0.69	-0.55	-0.41	-0.19
荷兰		-0.86	-0.9	-0.87	-0.81	-0.75	-0.72	-0.65	-0.62	-0.56			-0.2
丹麦		-0.86	-0.89		-0.88	-0.83		-0.76		-0.65		-0.45	
芬兰	-0.67	-0.77	-0.79	-0.77	-0.76	-0.66	-0.63	-0.55	-0.5	-0.43	-0.25		0.03
法国	-0.74	-0.8	-0.84	-0.82	-0.75	-0.69	-0.63	-0.56	-0.49	-0.41	-0.1	0	0.43
瑞典		-0.64		-0.72	-0.7	-0.62	0.04	-0.53		-0.33	-0.16	0.11	
奥地利	-0.65	-0.78	-0.78	-0.77	-0.71	-0.68	-0.6	-0.58	-0.52	-0.44	-0.9	-0.09	0.15
比利时		-0.8	-0.81	-0.74	-0.65	-0.62	-0.55	-0.49	-0.43	-0.35	-0.07	0.15	0.53
爱尔兰	-0.55	-0.44	-0.65	-0.62	-0.54	-0.42	-0.34	0.57	-0.18	-0.09	0.2	0.42	0.75
西班牙	-0.51	-0.56	-0.54	-0.42	-0.36	-0.24	-0.15	-0.08	-0.02	0.08	0.49		0.97
意大利	-0.17	-0.11	0.22	0.36	0.55	0.59	0.81	0.87	0.9	1.14	1.66	1.84	2.2
美国	1.73	1.51	1.43		1.38		1.43			1.4			
中国	2.59	2.71	2.8	2.76	2.92	3.19	3.09	3.12	3.15	3.05			3.67

资料来源:Wind

### 三、效率冲击:劳动生产率、MPK 和 TFP 增长放缓

过去几十年中,全球经济增长经历了逐步放缓的过程(图 4)。特别是国际金融危机发生后,不论是发达国家、新兴经济体还是低收入国家都出现了经济增速下降。根据世界银行的统计数据,1961—2007 年高收入国家和新兴经济体聚集的东亚和太平洋地区的经济增速分别为 3.5%和 5.3%,2008—2018 年则分别下降到 1.4%和 4.3%。全球经济出现长期停滞的一个重要原因是 TFP 增长缓慢,新的技术进步未能有效提高经济效率。对于发达国家来说,TFP 增长明显减速可以解释国际金融危机后经济增速下滑的 40%,而发展中国家则更大(IMF SDNs,2017)。这主要是

因为发达国家早在金融危机之前就出现了 TFP 增长放缓的迹象(Fernald,2014;Furceri 等,2016)。“戈登之谜”甚至认为 1970—2014 年美国技术进步就明显放缓(R. Gordon,2016),而发展中国家 TFP 增速的快速下滑则出现在国际金融危机之后(IMF SDNs,2017)。对于技术进步放缓是否具有长期性目前还存在不少争议,因为人工智能(AI)和其他技术领域的重大突破将为生产率的提升提供广阔空间(Brynjolfsson and McAfee,2014),同时服务业和 AI 等的发展,也会彻底改变原有技术进步和劳动生产率的测算方式。总体来看,按一般增长核算,效率冲击仍然是经济长期停滞的供给侧最主要问题。对于中国来说,这一冲击依然严峻。

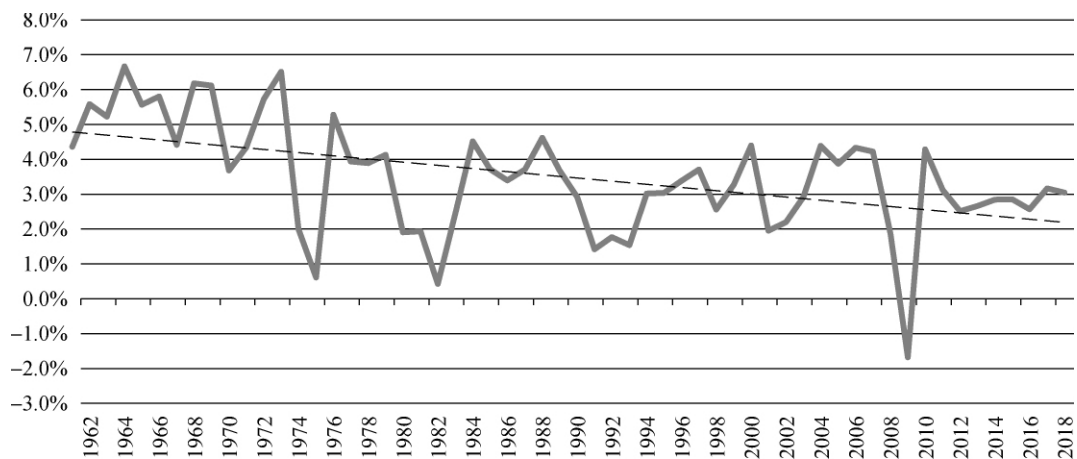


图4 上世纪60年代以来的全球经济增速

资料来源:世界银行

从宏观核算来分析,一国经济增长取决于劳动生产率与人口的变化。

$$GDP \equiv Y = \frac{Y}{L} \cdot \frac{L}{POP_L} \cdot \frac{POP_L}{POP} \cdot POP \quad (1)$$

这意味着,GDP增长率=劳动生产率增长率+劳动参与率增长率+劳动年龄人口占总人口比例增长率+总人口增长率。2012年以来,中国人口红利开始逐步消退,人口总量增长趋缓、劳动年龄人口增长转负、劳动参与率下降,因此经济增长完全取决于劳动生产率的提高。在劳动生产率的一般核算方面,按C-D生产函数展开,两边同除劳动L,劳动生产率增长率等于全要素生产率(TFP)增长率与资本深化增长率之和。若分解劳动力为一般劳动力与人力资本,则会分解出人力资本的作用。这里包括了劳动产出弹性,即劳动在要素分配中的份额,该值一般比较稳定。因此劳动生产率的增长就取决于人的素质提高、全要素生产率和资本深化。劳动生产率指标比全要素生产率更容易计算,而且直接与劳动报酬相比,是一个宏观最为重要的观察指标。

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (2)$$

其中,A为全要素生产率。由式(2)可得到:

$$y = Y/L = A(K/L)^\alpha = Ak^\alpha \quad (3)$$

式中的y就是劳动生产率,对式(3)两边取对数求导可得:

$$\dot{y}/y = \dot{A}/A + \alpha \dot{k}/k \quad (4)$$

由式(4)可知,劳动生产率增长率受技术进步率和资本深化的影响。当产出函数为C-D形式(同时满足哈罗德技术中性),此时产出函数为:

$$Y = K^\alpha (AL)^{1-\alpha} \quad (5)$$

根据MPK(资本边际产出)定义,对产出函数(5)式两边对K求偏导得:

$$MPK = \partial Y / \partial K = \alpha K^{\alpha-1} (AL)^{1-\alpha} = \alpha \left( \frac{AL}{K} \right)^{1-\alpha} = \alpha \left( \frac{K}{AL} \right)^{\alpha-1} \quad (6)$$

经过变换可得出:

$$\frac{M\dot{P}K}{MPK} = (1-\alpha) \left[ \frac{\dot{A}}{A} + \frac{\dot{L}}{L} - \frac{\dot{K}}{K} \right] \text{ 或 } \Delta MPK = (1-\alpha) [\Delta A + \Delta L - \Delta K] \quad (7)$$

由(7)式可得,资本边际报酬的变化=技术进步变化+劳动力变化-资本积累变化(同时受到劳动产出弹性的影响)。由此可见,资本深化有两条道路:一是没有技术进步,资本积累回报率随着积累规模的扩大而逐步降低;二是采取发达国家较为普遍的方式,即一方面通过技术进步推动国内资本深化,另一方面通过资本输出获得高劳动力变化的收益加技术交换的创新租金收益,稳定本国的资本回报率,吸引全球资金,进而稳定其福利体制。

因此,高质量增长其实蕴含着两个简单但非常重要的结论,一是需要持续提高劳动生产率;二是需要TFP的持续改善,特别是TFP贡献不断上升,否则就难以完成高质量转型。在中国现阶段,随着人口红利衰退,劳动参与率降低,必须通过持续的劳动生产率提高才能抵消人口红利下降对经济增长的侵蚀;通过全要素生产率增长才能有效提高劳动生产率,同时公式(7)显示全要素生产率的增长可冲抵资本深化过程中资本边际回报率的下降。当前,中国以单位投资带来的GDP增量表示的资本边际产出(MPK)出现持续下降,说明资本深化过程中没有得到劳动力增长和TFP改善的冲抵,特别是国际金融危机后下滑趋势更为明显,而美国的MPK除国际金融危机前后有所下滑外,其余时间则保持相对稳定(图5)。

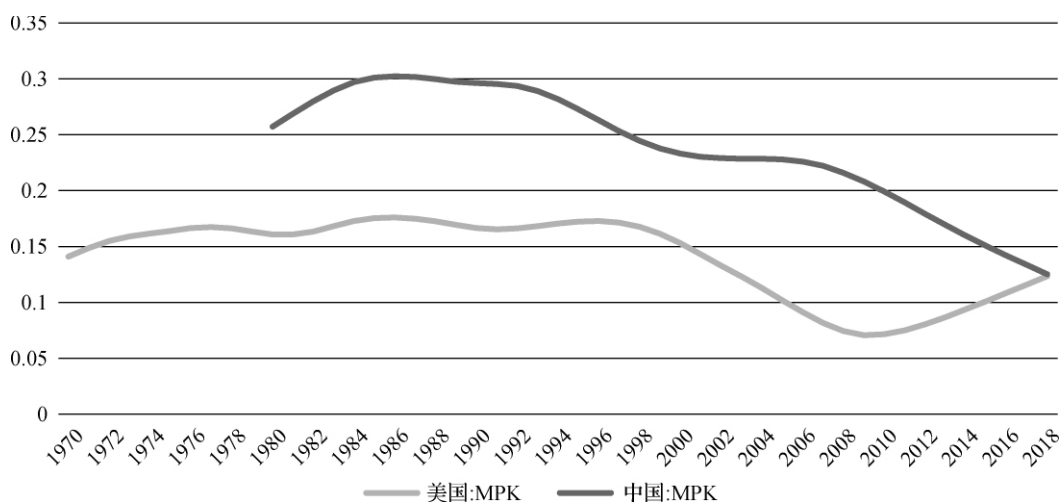


图5 中美单位投资拉动的GDP增量 (MPK, 即 GDP 增量 / 资本增量) ①

资料来源:Wind

在以往的高速增长期,中国技术进步处于“干中学”的技术进步路径,引进设备相当于一方面实现了资本深化,另一方面由于人口红利,导致资本与劳动结合加快,使投资产出水平较高。随着中国技术水平的不断提高,引进设备投资已经不是提高TFP水平的最重要因素,在劳动力增长逐步停顿的情况下,当前最为重要的是通过研发投入和人力资本积累来提升TFP。

2012年后,中国的工业化进程和城市化进程发生重大变化,特别是2018年中国的城市化率达到60%。中国已进入以城市经济为主导拉动经济增长的阶段,城市化率的提高推动消费与服务的比重持续上升,经济结构服务化特征越来越明显,国际经验表明经济结构服务化与经济增长放缓高度相关,同时也是高质量增长的起点,即提高人的消费福利水平和更加依赖于提高经济中的创新贡献。中国多年的投资和出口导向的“规模”赶超发展的时期渐行渐远,高质量增长要求的持续提高的消费和创新贡献是当前的主要任务。随着我国的低成本优势逐步消退,主要依靠要素投入推动经济增长的粗放型发展方式难以持续,现在需要的是要素质量的升级。

随着城市化往深度演进,中国产业结构也逐渐由传统的产品经济向以城市化为主的服务经济转型。就第一、第二和第三产业占GDP的比重而言,目前第一、三产业占比呈现出此消彼长的特征,而第二产业占比在高位窄幅波动。2018年工业和第三产业占比分别为33.9%和52.2%。2012年第三产业占比首次超过第二产业,自此第三产业逐渐取代工业成为中国

经济增长的主要推动力。随着中国城市化进程的快速发展,第三产业发展会持续加速,服务业的产出效率及其带动的工业体系升级成为了中国经济转型的根本,如果服务业自身效率不断下降,而且难以服务于工业体系的升级发展,高质量增长的转型就会受到阻碍。事实上,服务业劳动效率增长率始终低于第二产业,虽然中国第三产业劳动生产率在2013年后有所改善,但仍然低于第二产业。在第三产业的比重不断提高的情况下,其劳动生产率水平正逐步主导国内整体劳动生产率的高低,如果不能有效地提高服务业劳动生产率就会制约经济增速(图6)。

另一个更为严峻的挑战是中国经济增长中的创新贡献,1985—2007年,TFP增长贡献为14.4%,2008—2018年下降到5.1%(《中国经济增长报告(2018—2019)》)。白重恩和张琼(2016)估算的1979—2007年间中国扣除要素投入增长之后的生产效率年平均改善速度约为3.55%,而2008—2014年间生产效率的年平均改善速度仅为1.97%。尽管很多机构和研究者,根据不同模型和数据所得结果存在一定差异,但TFP增长和贡献率下降是一个重要事实。如果不能逆转TFP贡献下降和持续提高劳动生产率,高质量增长就难以完成。

随着中国经济结构的变动,中国经济资源配置方式和效率驱动模式也随之调整,具体表现如下:一是工业占GDP的比重下降,服务业比重不断提高,经济结构服务化格局逐步形成。二是要素驱动的低成本工业化出现了严重的“规模收益递减”,需要新的人力

① 数据进行了HP滤波处理,以保留长期中的趋势项。

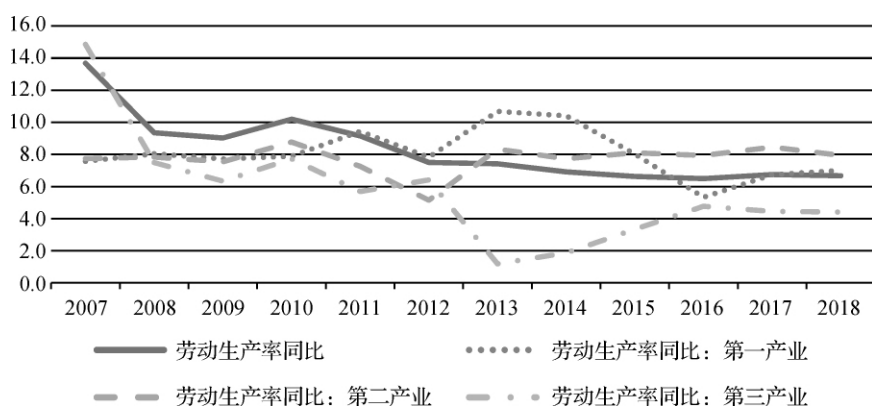


图6 国际金融危机以来的中国各产业及整体的劳动生产率情况

资本、信息、制度等非独占性要素参与的生产函数体系,提高经济增长中的TFP贡献率,逐步形成内生增长路径。而支撑高质量发展的医疗、教育、社会保障等公共服务需求行业或部门主要集中于第三产业。在服务业比重不断提升的同时,要注重服务业高端化发展趋势,通过服务业结构升级促进要素升级,从而有效实现增长的效率补偿。

同时,中国劳动年龄人口增长逐渐放缓,城市化高质量发展更加依赖于人的素质提升,并对福利和效率动态带来压力。自2012年以来,中国劳动年龄人口数量和比重已连续7年出现双降。1985—2007年间中国劳动年龄人口增长率为1.35%,2008—2018年间降低为0.84%,预期未来五年的劳动年龄人口增速将进一步下降到0.41%。劳动参与率则一直在下降,但下降的幅度有所放缓,对应三个阶段的劳动参与率变化率分别为-0.446%、-0.343%、-0.180%。劳动投入增长率受劳动年龄人口增长率和劳动参与率变化的综合影响,整体而言,劳动投入增速持续下降,1985—2007年和2008—2018年两个阶段平均增速为0.91%和0.52%,预计2019—2023年将进一步下降至0.33%的水平。随着经济从工业化阶段向更高发展水平的城市化阶段演进,生活水平和生活质量的持续提高对人口增长的诱致效应将递减。这会进一步导致中国像其他发达国家一样,在城市化阶段人口增长向低度均衡路径收敛,并且高收入水平是提供人口增长补偿进而维持低度均衡路径的必要条件。

#### 四、劳动生产率放缓与杠杆抬升

在劳动生产率、TFP和MPK不能得到持续改善的情况下,为维持一定的经济增速,往往会转向依赖宽松货币政策。本世纪初,中国劳动生产率快速上升,M2/GDP比重稳中有降,但受2008年金融危机的冲击,劳

动生产率增长开始放缓。为应对危机,2009年货币激励启动,M2/GDP开始快速上升,货币、信用和债务与GDP之比都呈现一致性的上升趋势。随着国内发展阶段逐步转变,劳动生产率增长持续放缓。直到2017年中国经济增速出现暂时回升,同时“去杠杆”政策加强,M2/GDP才逐步缓中有降,但2019年随着经济形势变化,杠杆率水平又有所抬升。当前,中国需要进一步的供给侧结构性改革才能真正实现效率改进,同时有效降低融资成本也是杠杆水平可以继续维系的重要因素。

劳动生产率和M2/GDP表示的杠杆率关系,实际上体现了实体经济与金融之间的均衡机制。劳动生产率提高才能有效维持增长,从而逐步吸收金融杠杆,否则金融负债会越来越侵蚀企业的盈利能力,从而影响整个宏观经济的稳定。

依据上市公司年报数据,2018年上市公司净资产回报率(ROE)低于融资成本。考虑到中国上市公司收益率在金融和非金融公司间存在明显差异,若直接分析将高估实体经济运行情况。为剔除行业间的差异,我们使用申万证券行业分类标准将上市公司中银行、房地产和非银金融等金融类上市公司去除,并删除了ST类股票来分析上市公司的经营和财务情况(表3)。通过表3可以发现,与宏观经济走势相一致,ROE自本世纪初至国际金融危机爆发之前呈逐步上升之势,金融危机爆发后ROE快速下滑,后受“四万亿”计划带来的需求扩张影响,ROE在2010年迅速反弹后逐步回落,2015年到达6.3%的低点,随后受供给侧结构性改革的影响,ROE在2016年又有所回升,2017年上涨到8.0%,2018年由于受经济下行压力的影响,ROE又有所下行,2018年扣非后ROE为5.9%,而融资成本为6.1%。分企业规模来看,总资产规模低于100亿的上市公司扣非后的ROE,除2015和2016两年外,都大大低于总资产规模超过100亿的上

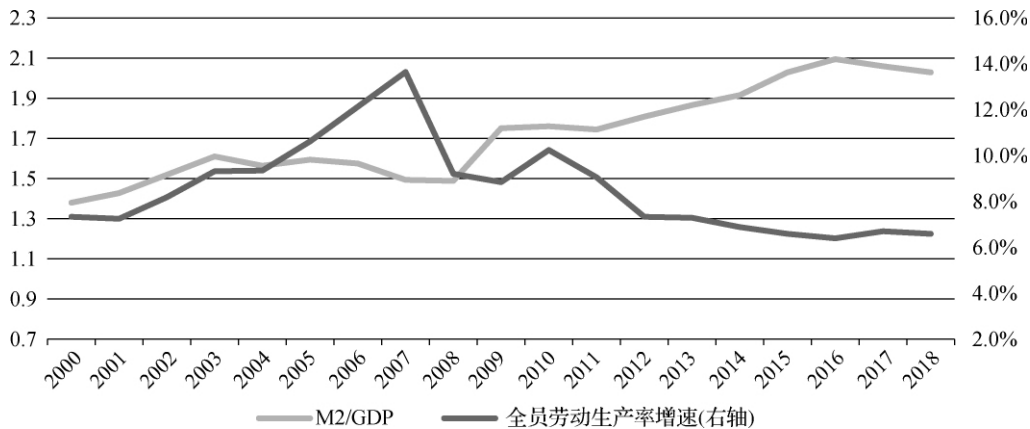


图7 2000—2018年中国全员劳动生产率增速与M2/GDP情况

市公司。2018年资产规模超过100亿的上市公司扣非后的ROE为0.069,而资产规模低于100亿的上市公司只有0.029。2019年前三个季度的情况依然如此,大企业的ROE高于融资成本,而中小公司ROE低于融资成本。ROE低于融资成本说明杠杆率会持续提高,而且负债率会出现自然性上升。

### 五、加快构建适应大国模型的宏观政策框架体系

当前,城市化率的提高推动着消费与服务的比重持续上升。经济转型过程中的三大特征开始显现,一是服务业比重超过制造业成为主导产业;二是投资和净出口在经济增长中的贡献减弱,消费对经济增长的贡献逐步增强;三是创新在经济增长中的作用更加凸显。中国经济在转向高质量发展的过程中,需逐步构建一整套与发展阶段相适应的制度体系,与此改革相匹配的是宏观政策框架的调整。当前,中国的宏观政策框架是基于出口导向工业化的宏观体系,今后应考虑向大国模型转变。

一是随着外汇占款的下降,央行应加快货币供给改革。在中国存在大量经常项目和资本项目顺差时期,基础货币的供给主要是基于外汇占款。2013年以来,外汇占款占央行资产负债的水平逐步下降,2013年为83.3%,2019年10月下降到59.0%,央行的外汇资产下降造成资产负债表扩张速度趋缓。目前央行主要通过不断上升的货币乘数和创设资产来维持货币供给。2013年末货币乘数仅为4.08,2019年10月货币乘数提高到了6.51;同时,2013年央行对其他存款性公司债权(主要包括MLF等资产)占总资产的比重仅为4.1%,2019年10月上升到了29.0%。随着全球经济增长放缓和中国出口受阻,央行外汇资产占比可能继续回落,从而从总量上产生信用收缩效应,央行货币供给改革已日益紧迫,成为需要体制改革加以解决的问题。

二是改革以间接税为主的税收结构,逐步增加直

接税比重。目前,我国的税收仍以间接税为主,与间接税相比,直接税特别是其中的所得税具有更强的激励创新的功能。同时,间接税具有明显的累退性,在我国直接税占比低、个人所得税几乎成为“工薪税”的情况下,造成现行税制没有起到有效调节居民收入分配差距的作用,我国居民收入分配差距,特别是二次分配后的收入差距在世界仍属非常高的水平,居民收入分配差距过大会进一步制约消费增长。在我国城市化持续推进的过程中,应实现直接税与福利享受相匹配;同时,我国税收增速下降与城市化公共服务支出刚性也构成了一定的挑战。因此,在维持宏观税负水平稳定的前提下,应逐步提高直接税比重,降低间接税比重,实现税制结构改革与经济结构优化相适应,与支持创新发展的国家战略相匹配。

三是产业政策方面需逐步放松管制,实现平等竞争。我国的产业政策过去以干预保护、强制提高国产化率和招商引资减税作为产业战略,现在需要放松管制,平等竞争。中国不仅需要技术创新来扩张生产可能性边界,而且需要制度创新以优化资源配置使产出水平尽量向边界靠拢。这需要真正激发企业家的活力,企业家作为生产要素的配置者,能够及时按照市场需求变化进行新的生产要素组合,提高生产效率。政府在这一过程中,应发挥好服务者和市场规则维护者的角色,逐步适应由生产型政府向公共服务型政府的转变。

四是中国作为大国崛起之后,在国际上应更多地参与国际规则制定。尽管中国等新兴市场国家经济实力不断增长,但在国际经济体系和全球经济治理中的话语权仍然较弱。近年来,“一带一路”建设蓬勃发展、人民币纳入特别提款权(SDR)货币篮子、A股纳入明晟(MSCI)新兴市场指数、以人民币计价的国债和政策性银行债纳入彭博巴克莱全球综合指数,我国在国际经济体系中的作用有所提升,但仍未改变欧美等发达国家主导全球经济治理的格局,美国在相关领域



表3 非金融上市公司杜邦分析(删除ST股票)

年份	净资产收益率 a	净资产收益率 b	总资产低于100亿公司的ROE <sup>b</sup>	总资产高于100亿公司的ROE <sup>b</sup>	总资产收益率 a	总资产收益率 b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	资产负债率	融资成本	资本回报率	劳动生产率
2004	0.119	0.122	0.025	0.144	0.057	0.059	0.123	0.779	0.010	0.518	0.045	0.082	53310
2005	0.118	0.117	0.010	0.139	0.054	0.053	0.110	0.845	0.010	0.539	0.045	0.081	62514
2006	0.128	0.127	0.038	0.143	0.058	0.058	0.105	0.900	0.010	0.548	0.060	0.092	79324
2007	0.139	0.122	0.067	0.132	0.064	0.057	0.115	0.894	0.010	0.539	0.069	0.104	99509
2008	0.090	0.080	0.056	0.085	0.039	0.036	0.076	0.882	0.012	0.560	0.069	0.064	104925
2009	0.097	0.086	0.071	0.089	0.041	0.037	0.087	0.760	0.009	0.575	0.053	0.067	125690
2010	0.117	0.108	0.082	0.114	0.050	0.047	0.091	0.852	0.008	0.572	0.055	0.082	168488
2011	0.109	0.098	0.080	0.102	0.046	0.041	0.082	0.885	0.009	0.581	0.055	0.074	200073
2012	0.086	0.075	0.062	0.078	0.036	0.031	0.073	0.843	0.011	0.587	0.061	0.059	208483
2013	0.090	0.077	0.060	0.081	0.037	0.031	0.075	0.820	0.010	0.592	0.053	0.060	228312
2014	0.082	0.069	0.061	0.071	0.034	0.028	0.077	0.765	0.011	0.589	0.061	0.056	243413
2015	0.063	0.048	0.054	0.047	0.027	0.020	0.075	0.661	0.011	0.575	0.068	0.044	247585
2016	0.067	0.055	0.059	0.055	0.029	0.024	0.081	0.617	0.009	0.569	0.058	0.048	275878
2017	0.080	0.067	0.057	0.071	0.035	0.029	0.084	0.694	0.009	0.563	0.063	0.057	331581
2018	0.071	0.059	0.029	0.069	0.031	0.026	0.076	0.716	0.009	0.565	0.061	0.054	357049

注:净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是, a 分子为净利润, b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。劳动生产率和工资的分子为毛利和应付职工薪酬, 分母是员工总数, 单位: 元/人。

的权力垄断依然相当强势。在对外开放的进程中, 我国应始终牢固树立“四个自信”, 主动参与国际规则的制定, 发出中国声音, 贡献中国方案和中国智慧, 推动国际经济体系和全球经济治理朝更加公正合理的方向发展。

五是深化金融等现代服务业对外开放, 使扩大开放和提升监管能力相互促进。在我国服务业成为主导产业, 越来越多的中国企业走出国门, 在全球市场配置和整合资源的情况下, 迫切需要加快金融等现代服务业双向开放步伐与之相适应。在对外开放的过程中, 应善于借鉴国际监管的有益做法, 提升监管水平, 确保监管能力与对外开放水平相适应, 使扩大开放和加强监管能力建设相促进。在我国取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制的情况下, 短期内外国资本可能根据市场环境和自身判断进入或撤出中国市场, 而中长期外资是否会持续流入的核心因素则是中国的经济发展和资产回报情况, 这需要培育出体量较大且综合收益较高的金融市场, 持续推动境内资本市场平稳健康发展。

#### 参考文献:

1. Brynjolfsson, E., and A. McAfee. The Second Machine Age: Work Progress, and Prosperity in A Time of Brilliant Technologies. *New York: W. W. Norton & Com-*

*pany*, 2014.

2. Fernald, J. Productivity and Potential Output before, after, and during the Great Recession. *NEBR Working Paper*, 2014, No. 20248.

3. Furceri, D., S. K. Celik, and A. Schnucker. TFP Growth before Global the Financial Crisis: Evidence from A New Database for Advanced Economies. *Forthcoming IMF Working Paper*, 2016.

4. Gordon, R. The Rise and Fall of American Growth: The United States Standard of Living since the Civil War. *Princeton: Princeton University Press*.

5. Gustavo, A., R. Duval, and D. Furceri, et al. Gone with the Headwinds: Global Productivity. *IMF Staff Discussing Notes*, 2017.

6. 白重恩、张琼:《中国经济增长潜力研究》,《新金融评论》2016年第5期。

7. 谢云峰:《结构性减税的价格效应——基于 CGE 模型的实证研究》,《吉林金融研究》2019年第7期。

8. 张自然、张平、袁富华等:《外部冲击、名义 GDP 收缩与增强经济体制韧性》,载《中国经济增长报告(2018—2019)》,社会科学文献出版社 2019 年版。

作者简介:张平,中国社会科学院经济研究所研究员、博士生导师,国家首批高端智库“国家金融与发展实验室”副主任;杨耀武,中国社会科学院经济研究所助理研究员。

[责任编辑:吴群]