



张斌：既能刺激增长又能避免后遗症的四类新经济政策



文/意见领袖专栏作家 张斌



张斌在 2022•金融四十人年会暨闭门研讨会“金融促进高质量发展：改革和展望”平行论坛专场—“宏观形势和资本市场”发表主题演讲

➤ 中国经济当前所处的时代背景有两个，一个是产业引擎的转换，另一个是购买力引擎的转换。

产业引擎转换方面，进入二十一世纪第二个十年以后，经济增长的产业引擎转换到了以服务业为主导的人力资本密集型产业。由于人力资本积累较难、行业发展标准化程度较低、往往面临更高管制需求等原因，人力资本密集型产业尤其是服务业的发展面临一定困难。

购买力引擎转换方面，在中国债务主导型的金融体系中，购买力主要来自信贷创造。资本密集型工业部门发展高峰期过去以后，我国企业信贷下降、居民和政府信贷上升，但这并非个例而是高收入国家类似发展阶段的普遍现象。

➤ 当前经济下行压力的来源，一是市场收缩，产业引擎与购买力引擎同时遇到较大挑战；二是政策支持力度不足，财政政策与货币政策的逆周期调节力度都较为有限。

眼下，应考虑以下四方面既能刺激经济增长又避免刺激政策后遗症的政策举措：一要充分使用利率政策，大幅降息；二要财政保底，尤其要补贴疫情防控中受损的企业和中低收入群体，要通过财政贴息债券和政策性金融贷款支持缺少现金流收益的公益类和准公益类基建投资；三要进行监管政策改革；四要稳住房地产市场，盘活房企沉淀资产，帮助房企温和去杠杆。

——张斌 中国金融四十人论坛（CF40）资深研究员

* 本文为作者在2022年4月10日的2022•金融四十人年会暨闭门研讨会“金融促进高质量发展：改革和展望”平行论坛专场一“宏观形势和资本市场”上所做的主题演讲，有删改，文章仅代表作者个人观点。

提振经济活力需要新经济政策

当前经济增长遇到很大挑战，现有政策或不足以支持5.5%的目标经济

增速，提振经济活力还要出台新政策。

时代背景

讨论当前经济面临的问题之前，我想先拉长一些时间，看看中国经济当前所处的时代背景。拉长一些时间看问题，对认识当前问题以及政策选择可能都会有些帮助。

宏观经济的时代背景有两个，一个是产业引擎的转换，另一个是购买力引擎的转换。

关于产业引擎的转换，产业引擎未必是生产率最高的部门，未必是生产率提高最快的部门，但却是满足了最迫切需求、拉着经济往前走的部门。

比如经济发展初期，纺织品未必是生产率很高的部门，但是对纺织品的需求很迫切，为了满足全国乃至全世界的纺织品需求，要扩大纺织品生产，要把纺织品运到全国、全世界，这就催生了机械设备、交通运输、道路基础设施一系列产业的发展。

在二十一世纪第一个十年，中国经济增长的产业引擎是资本密集型工业；进入第二个十年以后，经济增长的产业引擎转换到了以服务业为主导的人力资本密集型产业，包含科教文娱、医疗健康、商业服务这些产业。这些产业发展迎合了最迫切的产业升级需求和消费升级需求，对其他产业也形成了强有力的带动，是经济增长的火车头。从高收入国家类似发展阶段的经验来看，这种转型是成长中的必然阶段，中国也不例外。

人力资本密集型产业，尤其是服务业，发展起来困难重重：一是人力资本积累很困难；二是行业发展标准化程度低，投资周期长且风险高；三是服务业往往面临更高的管制需求，管制程度很高，市场竞争不充分。尽管如此，中国过去十年的人力资本密集型产业整体发展情况还不错，增速远超过其他产业。

取得这些发展，除了因为市场需求，有两个很重要的推动力量。一个是资本市场，尤其是海外资本市场。中国大量新兴产业通过在海外上市获得企业成长的快速上升期。有大量的风险资本在中国找项目，找到项目以后在海外或者国内上市，这成为新兴企业成长的主要模式。平时我们生活中也能看得到的淘宝、京东、美团等都是这个模式。另一个是互联网科技，互联网科技的力量不仅在于科技本身，还在于借助互联网科技使得很多企业绕过了监管，在很短时间里面取得了快速增长，比如蚂蚁金融在个人金融服务、小微企业贷款方面取得了飞速发展。

关于购买力引擎的转换，中国是债务主导型的金融体系，购买力主要来自信贷创造。进入二十一世纪第一个十年之前，中国的信贷创造主要来自于企业。企业创造了信贷，创造了全社会的存款、全社会的购买力。当然，外需的贡献也很重要。进入二十一世纪第二个十年以后，政府和居民部门取代企业成为信贷创造的主体。2020年，我国广义的新增信贷里面，企业只占26%（10年前是57%），居民占24%，政府和平台公司占50%。

有很多人担心企业不贷款了，都由居民和政府贷款，那是不是很糟糕、

是不是不利于资源优化配置？资本密集型工业部门发展高峰期过去以后，企业信贷下降、居民和政府信贷上升并非个例，而是高收入国家类似发展阶段的普遍现象，德国、法国、日本、韩国都是这样。日本工业化高峰期的结束发生在上世纪 70 年代初，1970-1990 年期间，日本政府债务/GDP 上升 5.6 倍，家庭债务/GDP 上升 2.6 倍，企业债务/GDP 上升 1.5 倍。中国过去十年当中，政府和平台债务/GDP 上升 3 倍，家庭债务/GDP 上升 2.05 倍，企业债务/GDP 上升 0.94 倍。

图 1 工业化高峰期后，政府债务扩张 > 居民

债务扩张 > 企业债务扩张是普遍现象

	政府债务 /GDP 上升倍 数	家庭债务 /GDP 上升倍 数	企业债务 /GDP 上升倍 数
德国 (1970-1990)	2.3	1.3	1.1
法国 (1978-1990)	1.7	1.8	1.1
日本 (1970-1990)	5.6	2.6	1.5
韩国 (1990-2010)	3.6	1.8	1.2
中国 (2012-2021)	3 (包括平台 公司债务)	2.05	0.94

当前经济下行压力的来源

一是市场收缩。

由前文可知，中国经济要想增长，产业端面临的是从工业到人力资本密集型服务业的产业引擎转换，需求端面临的是从企业到政府和居民的购买力引擎转换。这两个转换力量目前同时遇到了大的挑战。

从产业引擎来看，与互联网科技相关的一些新兴产业被纳入监管范围，而且未来面临较大的监管政策不确定性。这些举措比较严重地影响了相关产业投资。中概股和港股的下跌是个示警信号，是对未来中国经济新兴产业和未来经济增长点的警示信号。

从购买力引擎来看，居民和平台公司的信贷增长同时遇到问题，问题背后是房地产行业的发展。房地产行业一手托着住房抵押贷款，一手托着卖地收入支撑的平台贷款。房地产行业遇到了问题，信贷增长也会遇到问题，防止信贷坍塌的呼声不是无的放矢。

二是政策支持力度不足。

市场自发力量收缩，需要逆周期政策帮助市场度过难关。

财政政策方面，2022年公共财政预算支出增速8.4%，政府基金预算

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40618

