IMI No. 1714
Working Paper

新自由主义的反思及其对中国的警示

王 彬

【摘　　要】新自由主义在全球范围内的长期实践表明，主要存在三个问题：金融自由化导致债务膨胀、金融不稳定和金融危机频现；过度私有化和市场机制、减少国家监管和干预，造成公共产品供给缺乏和低质量，加剧阶层持续分化和金融风险；财富与收入分配差异显著拉大，有效消费需求不足和供给过剩，消费型发达国家与生产型新兴市场国家之间的经济关系变得不可持续。新自由主义、华盛顿共识不是发展的普世价值。特别是新兴市场国家在该政策框架下所经历的多次危机值得警惕。当前，我国正处在新一轮改革推进的关键时期，新自由主义对我国国家战略和经济政策的警示作用值得关注。在国有经济发展、国企改革，缩小收入分配差距、推动消费型经济增长模式转变，金融风险防范与金融服务实体经济等结构性改革领域，市场的手与政府的手都具有各自的积极作用，应当把握好市场化与政府干预的有效边界。

【关　键　词】新自由主义 市场化 政府干预 经济政策
【文章编号】IMI Working Paper No. 1714

微博·Weibo　微信·WeChat
更多精彩内容请登陆 国際貨币网
http://www.imi.org.cn/

新自由主义的反思及其对中国的警示

王彬[1]

【摘要】新自由主义在全球范围内的长期实践表明，主要存在三个问题：金融自由化导致债务膨胀、金融不稳定和金融危机频现；过度私有化和市场机制、减少国家监管和干预，造成公共产品供给缺乏和低质量，加剧阶层持续分化和金融风险；财富与收入分配差异显著拉大，有效消费需求不足和供给过剩，消费型发达国家与生产型新兴市场国家之间的经济关系变得不可持续。新自由主义、华盛顿共识不是发展的普世价值。特别是新兴市场国家在该政策框架下所经历的多次危机值得警惕。当前，我国正处在新一轮改革推进的关键时期，新自由主义对我国国家战略和经济政策的警示作用值得关注。在国有经济发展、国企改革，缩小收入分配差距、推动消费型经济增长模式转变，金融风险防范与金融服务实体经济等结构性改革领域，市场的手与政府的手都具有各自的积极作用，应当把握好市场化与政府干预的有效边界。

[1]王彬，中国人民大学国际货币研究所研究员，中国工商银行投行部研究中心宏观经济首席分析师。

1. 新自由主义的发展历程

1.1 新自由主义的理论渊源与兴起背景

新自由主义理论的核心逻辑是支持古典主义经济学的自由市场原则，认为市场这只看不见的手是最好的工具。因此，该理论体系是激烈反对以凯恩斯为代表的政府干预理论。从广义的范畴来看，该理论体系不仅涉及经济领域，也包括哲学、政治学，主要的代表人物有哈耶克、米尔顿-弗里德曼等。1930 年代的大萧条、第二次世界大战和随后冷战带来的外部压力，都对战后西方国家经济政策的取向产生了深远影响。战后西方国家的经济政策思路出现了很大调整，很多政策是基于凯恩斯主义的思路展开。新自由主义在战后 20 年几乎是边缘化的。

从战后到 20 世纪 60 年代末，西方国家经历了黄金的发展阶段，这一时期也是西方国家资本阶层与劳工阶层在国家框架内相互妥协、大致平衡的时期。这期间西方国家经济政策在传统资本主义和以苏联为代表的中央计划经济中间似乎寻找到了一条中间路线：国家在政策目标上关注充分就业、经济增长与国民福利。按照市场过程配置生产要素，但国家在必要时会对经济领域进行介入和干预，通过资本控制实施某种程度的金融抑制，市场进程和企业活动在某种程度实际上处于国家、社会的约束和监管当中。此外，更为重要的是，国家干预更多体现在经济和产业引导，其中国家对重要经济部门的主导作用至关重要。

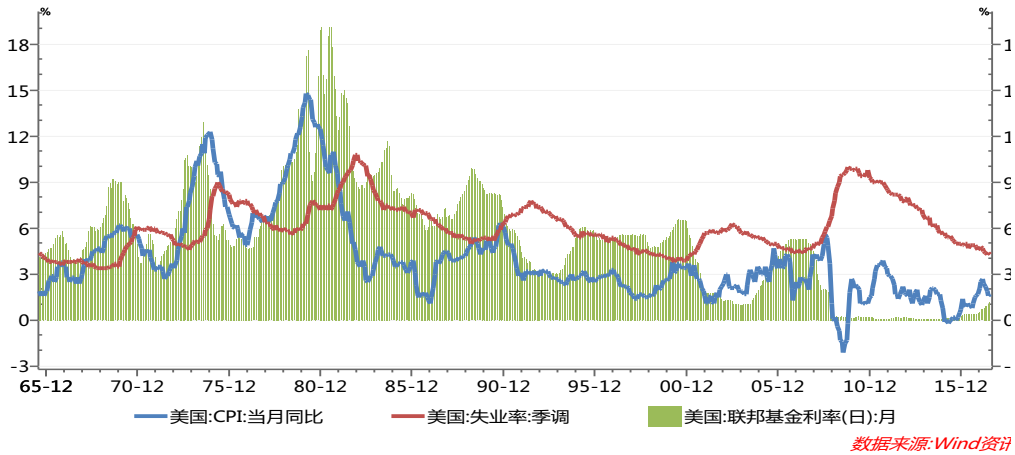
总的来看，战后二十年西方国家的市场自由程度远低于 20 世纪 70 年代中期以后，是政府干预下的有限自由，其背后的逻辑是效率与公平之间的妥协与取舍。但是，凯恩斯框架下的政策逻辑从长期来看存在的问题是，持续的需求政策管理与过度福利支出导致效率损失和企业利润率下行，资本积累面临危机，也是导致“滞胀”的重要因素，而“滞胀”反过来又使得国家干预的代表凯恩斯主义政策面临困境。更为重要的是，在当时大政府干预、各阶层关系在国家层面内生化的大环境下，西方资本阶层在政治与经济层面开始面临着劳工阶层越来越多的制约与挑战，这使得前者开始寻求在政治经济领域权力、地位的重建与加强。

1.2 新自由主义在发达国家与新兴市场的实践

20 世纪 70 年代末，面对持续的“滞胀”局面，首先在美国，当时的美联储主席沃尔克将传统的凯恩斯式的货币政策决策规则进行彻底改变，货币政策不再是失业和通胀的取舍，而是大幅提高利率单边应对当时的高通胀，此时失业问题在美国货币政策中的重要性已经边缘化，货币决策转向了货币主义的盯住通胀。随后，在英国，撒切尔当选后开始限制工会力量和开启国有经济私有化进程。在美国里根政府成立后，一方面支持美联储货币政策决策，其导致的失业高升直接打击了劳工组织力量，另一方面，对美国工农业进行松绑，在国内外释放金融部门，金融自由化、金融深化、反对金融抑制的理论和政策实践开始成为主流。这一系列政策组合限制了劳工力量和社会福利，行业私有化、金融松绑对当时的生产效率提高具有积极作用。20 世纪 80 年代以后，新自由主义在发达国家特别是英美系国家的各个领域都占据了主导地位，在 2008 年金融危机之前达到了顶峰。

从新兴市场国家来看，20 世纪 80 年代，智利、墨西哥等拉美地区国家开始最早实现新自由主义框架，其与随后的俄罗斯、中东欧地区都实行过激进的私有化和休克式疗法，无一例外，这些地区也都经历了金融危机、货币危机的冲击；20 世纪 90 年代，东南亚各国资本市场高度开放，但短期跨境资本波动冲击货币与金融系统稳定。总的来看，贸易全球化、工业生产转移推动新兴市场国家经济发展模式从“进口替代”转向“出口拉动”，新兴市场国家对发达国家市场依赖程度加深，此外减少金融抑制、资本项目开放不断提高使得全球各国经济金融周期趋同，系统性风险加大。事实上，资本项目开放从长期来看对经济增长没有显著的推动作用。

图 1：美国 20 世纪 70 年代末的滞胀与保罗沃尔克时期美国利率政策目标的转换



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

1.3 新自由主义下的收入分配与经济结构

1.3.1 微观失衡：收入与财富分配的极化

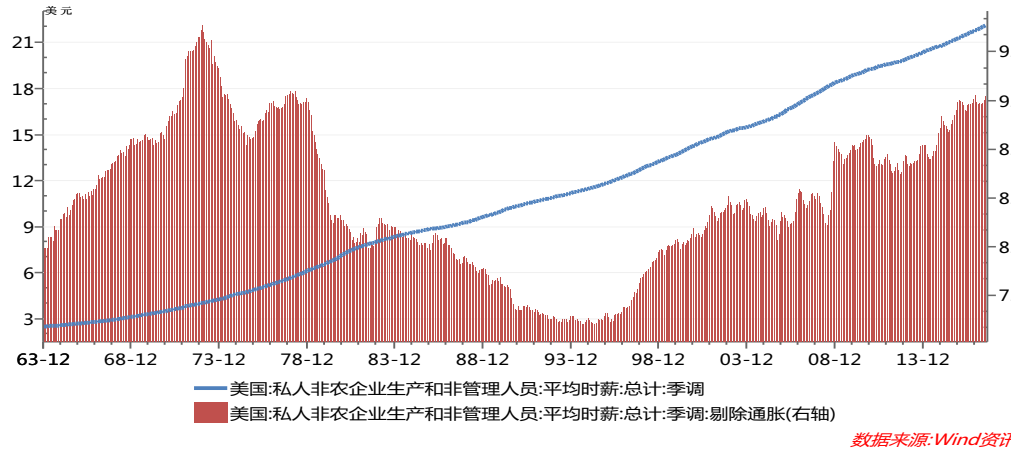
新自由主义更加注重效率、倾向资本阶层的政策取向必然会从微观上加剧收入、财富分配的极差拉大。这可以从两个方面进行理解：

首先，由于新自由主义更加强调放松管制、开放和生产要素（资本、劳动力等）在全球范围的自由配置，这使得发达国家过剩的资本与新兴市场国家具有比较优势的劳动力供给、自然资源禀赋、环境约束能够更为有效地紧密结合。以美国为代表的部分发达国家生产部门持续空心化，这造成了发达国家经济增长逐步转变为消费驱动，也使得普通劳工阶层衰落，资本阶层和高级管理层的收入却在持续增长，两个阶层的收入差距显著扩大，这在英美系国家表现得更为明显。上世纪 70 年代以后，美国居民实际收入一直没有增加。

其次，金融自由化、资产价格膨胀进一步加剧了财富分配的不平等。新自由主义将一切金融化、商品化。在金融深化、金融抑制被取消后，金融领域创新迅速发展，各类复杂的金融创新产品开始出现，造就了庞大活跃的金融市场。金融市场、资产价格波动性显著大于 CPI 通胀，但这又不在传统货币政策考虑之内。货币扩张、金融自由化进一步加剧了财富分配的分化。

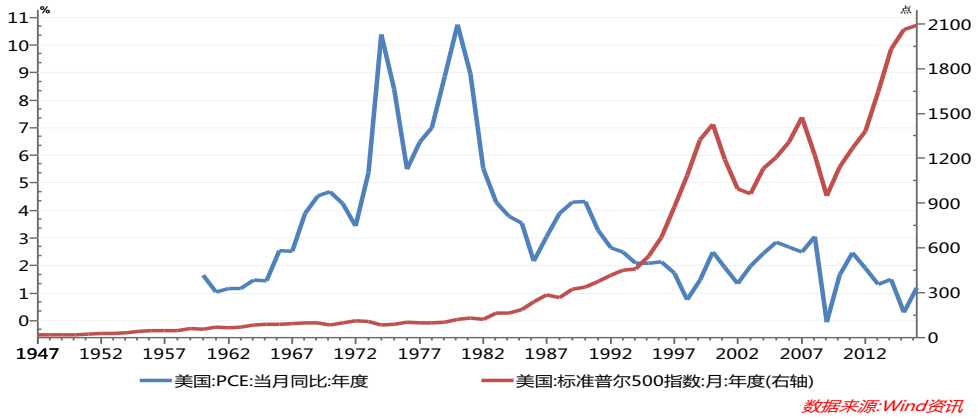
一个颇具讽刺意味的事实是，20 世纪 50 年代，库兹涅茨提出收入不均现象随着经济增长先升后降，呈现倒 U 型曲线。由于其数据选取的时间是到 20 世纪 50 年代为止，如果从 1910 年以来美国收入前 10%人群收入占美国国民收入比例的变动情况来看，这一结论是成立的，其政策含义是，只要经济总量增加，经济发展到一定程度，贫富差距就会自动缩小。但是，如果把时间轴拉长到当前，收入不均现象又从 20 世纪 70 年代末开始显著拉大，库兹涅茨曲线又不成立了。收入分配与经济增长之间的关系一直是理论与政策界关注的热点，但至今没有形成共识。事实上，从 20 世纪初一百多年各国经济发展历史来看，库兹涅茨曲线根本就不存在。20 世纪 40-70 年代西方国家收入差距缩小，很大程度上是大萧条、大规模战争和 20 世纪 50-70 年代以后国家积极调节收入分配的结果，不是什么经济发展自然出现的收入差距缩小。

图 2：美国剔除通胀后的劳工实际收入高点是 20 世纪 70 年代中期以前



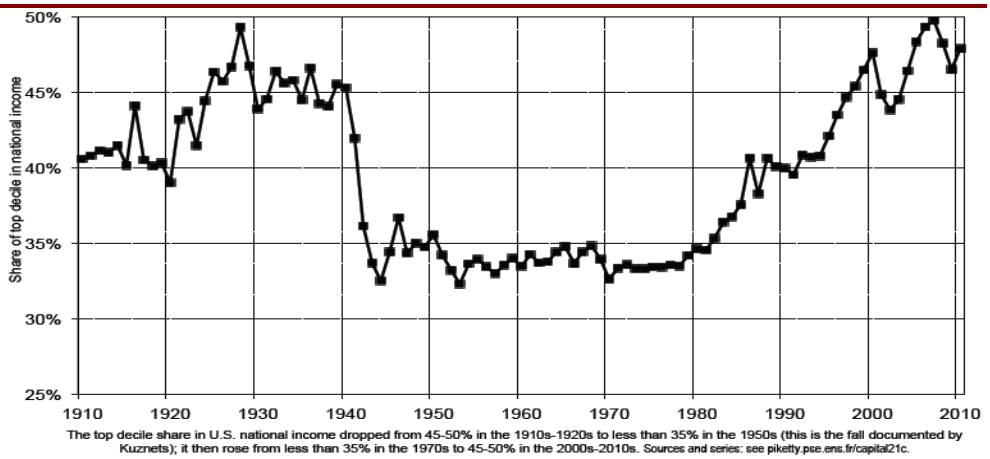
资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 3：20 世纪 70 年代以后美国传统通胀与资产价格的波动转换



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 4：1910 年以来美国收入前 10%人群的收入占美国国民收入的比例



资料来源：《21 世纪资本论》，工行投行研究中心

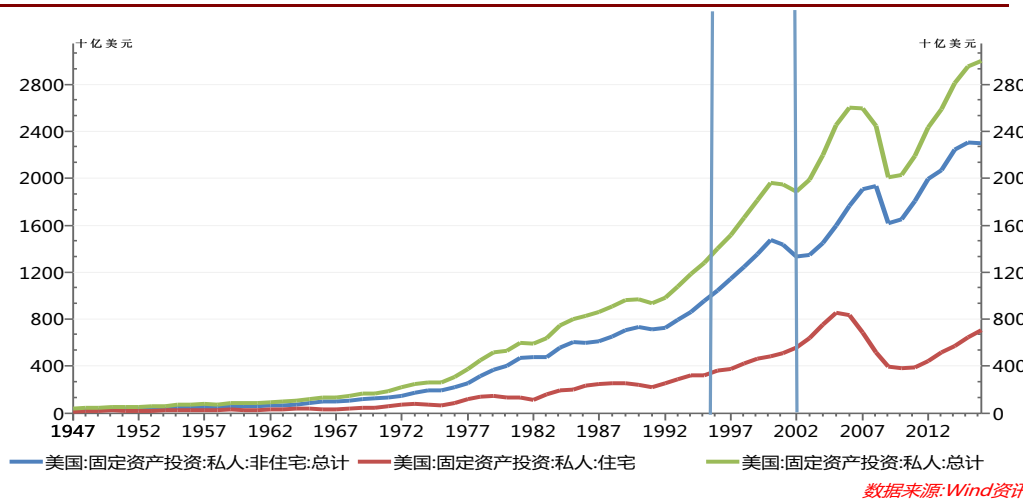
1.3.2 宏观失衡：全球贸易失衡与中美供需的再区域化

上世纪 80 年代以来新自由主义政策框架在英美成为主流，资本开始在全球寻求配置，美国等部分西方国家制造业外溢，以中国为代表的新兴经济体成为了承接对象。美国经济制造业从上世纪 80 年代开始不断转移海外，非金融企业投资率不断下降。20 世纪 90 年代后期的信息技术投资暂时掩盖了这一点，但 21 世纪初信息科技投资泡沫开始破灭。随后经济增长动力转换到住宅投资，但这又使得家庭部门债务激增，直到次贷危机最终爆发。事实上，收入长期处于低位必然导致消费驱动美国经济增长的不可持续。居民部门加杠杆虽然可以鼓励消费，但长期来看也最终受到实际收入的硬约束。

另一方面，新兴市场国家特别是中国在生产领域的全球重要性则在不断增强，经济增长对贸易部门的依赖不断被强化。除去服务业为主的第三产业，中国在 2010 年工农业产值已经超过美国，是实实在在的生产大国。金融危机之前，我国贸易顺差占我国 GDP 曾达到 9%的峰值，金融危机后随着外部需求的萎缩迅速回落，目前仅为 1%左右。需要指出的是，由于贸易顺差是出口抵减进口，因此该数据对经济增长的贡献更多是统计意义，应当更多关注出口对经济增长的实际拉动。2016 年我国出口拉动 GDP 增长 1.6 个百分点，贡献度接近 20%，出口依然是我国经济增长的重要驱动力。

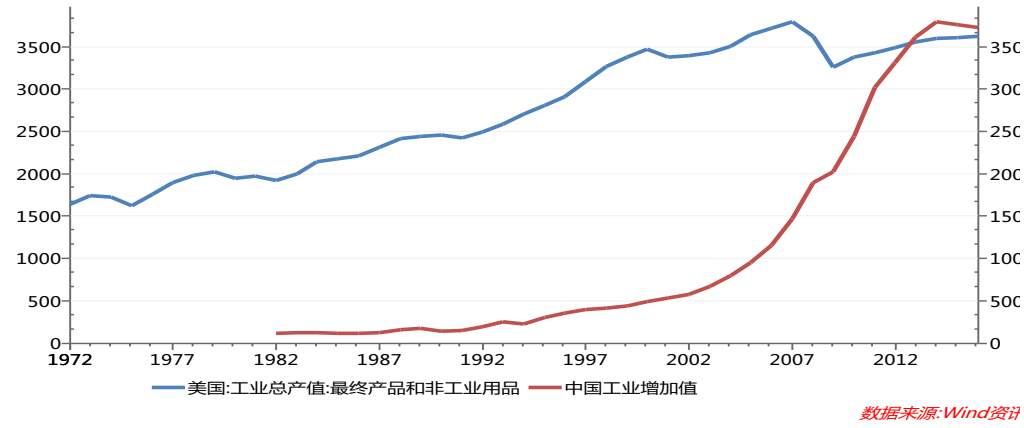
近期，特朗普国内经济政策改革受挫，其在中美在贸易问题上的态度正在强化，摩擦有所升温。美国对外货物贸易逆差的近一半来自中国，中国货物贸易顺差的一多半来自对美贸易。中美作为全球最大的两个经济体，两国间贸易失衡的最根本原因是两国经济结构的巨大差异，即美国作为全球最大的消费需求市场和中国作为全球最大的生产供给国。美国经济增长的最主要驱动因素是消费，中国经济增长最主要的驱动因素是投资和出口。两国经济结构具有高度的互补性。中国开放服务贸易领域、美国放开高科技产品或者增加油气等能源品对华出口，这些仅可以在短期内降低中美贸易失衡程度。增设贸易壁垒加强贸易保护，把贸易失衡归咎于汇率问题，也不是解决问题的有效途径。从长期来看，平衡中美贸易应该是美国生产的再区域化和中国需求的再区域化，也就是中美两国各自的经济结构调整。

图 5：20 世纪初的网络科技和随后的地产带动了美国私人部门投资的两次热潮



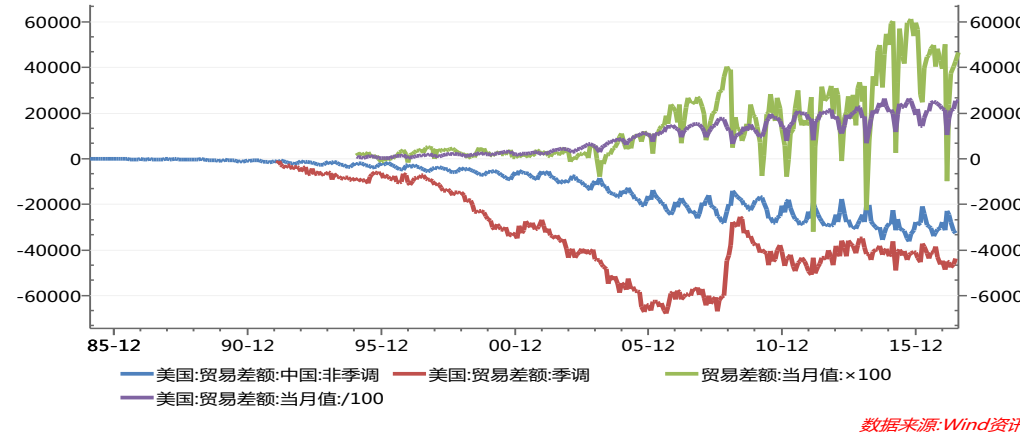
资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 6：美国工业生产部门的退化（十亿美元）



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 7：中美贸易的失衡（百万美元）

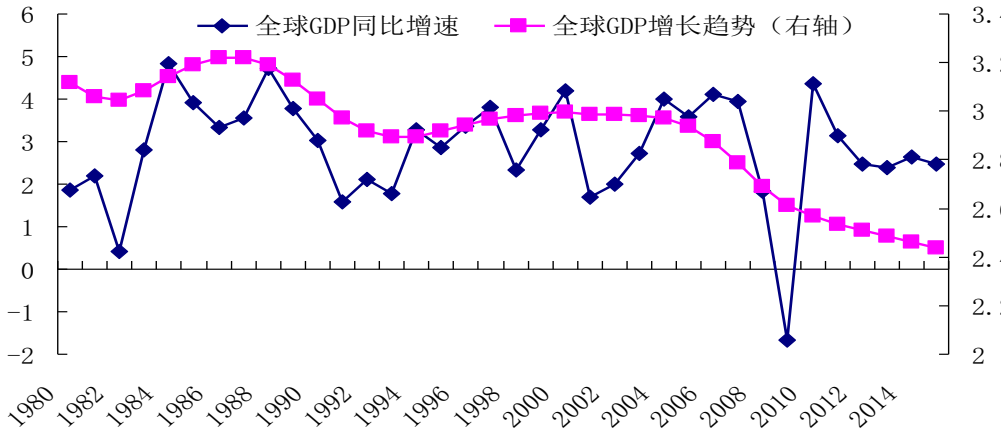


资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

1.3.3 金融与实体失衡：债务膨胀与经济低增长

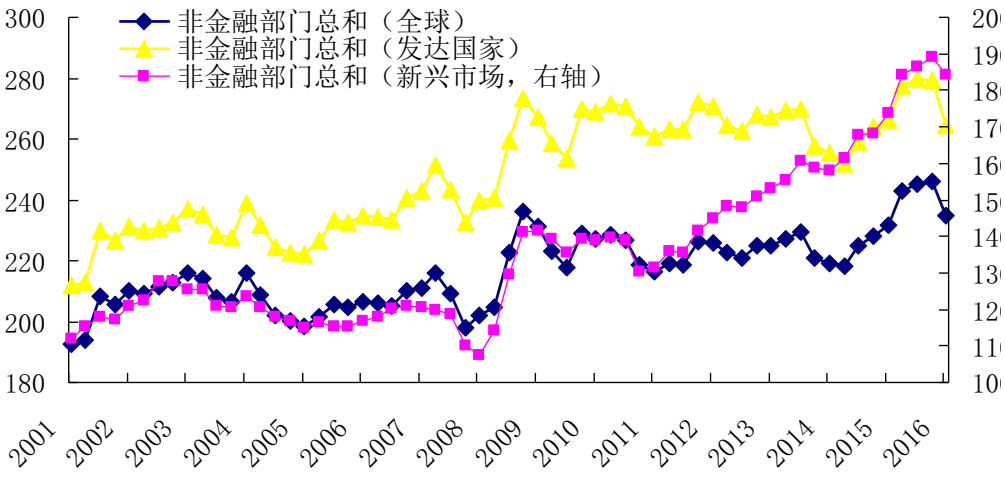
如果从二战后的经济增长看起，20 世纪 70 年代以后新自由主义登台后，以十年为一个窗口来观察，全球经济增速均值几乎是每十年下降一个台阶[2]。但另一方面，20 世纪 70 年代了以来，债务增长是极为惊人的。无论是发达国家还是新兴市场国家，其宏观债务率都在持续增加。

图 8：20 世纪 80 年代以来经济增长趋势在持续放缓



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 9：全球债务与 GDP 比率的持续增长



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

[2] 当然，这其中有很多其他长期因素如人口增速的趋势性放缓

2. 新自由主义的政策特征与金融化

2.1 从凯恩斯到新自由主义的转变

二战后持续主流二十年的凯恩斯主义政策不是万能的，后期面临“滞胀”难题的困扰，经济困局使得西方国家资本阶层与劳工阶层之间的利益“大妥协”出现松动，国家干预下的经济有限自由不再有效，必须寻找新的政策替代方案。随着哈耶克、弗里德曼先后在 1974、1976 年获得诺奖，从属于新自由主义范畴的宏观经济理论与政策实践开始在学界、政策制定部门逐渐成为替代凯恩斯主义的主流意识形态。事实上，从 20 世纪 80 年代开始，战后建立的国际组织包括国际货币基金组织、世界银行、国际清算银行、世界贸易组织的经济政策也放弃了原有凯恩斯框架下的政策体系，转而以新自由主义为取向。

新自由主义政策更加关心的是财政赤字缩减与预算平衡、通胀控制，凯恩斯主义政策强调的充分就业与收入增长变得不再那么重要。新自由主义热衷资产私有化，对公有资产、公共服务领域的企业化、商品化和私有化；推动金融自由化，金融部门快速扩张，金融交易量远超贸易与生产领域的实体需求，全球金融衍生品、金融资产数倍于全球生产总值，债务从 20 世纪 70 年代开始持续上升；商品与金融市场的开放与自由，产业资本、金融资本在更大范围进行转移和配置；税法改革倾向于累减原则，利好投资收益和企业、富人减税。

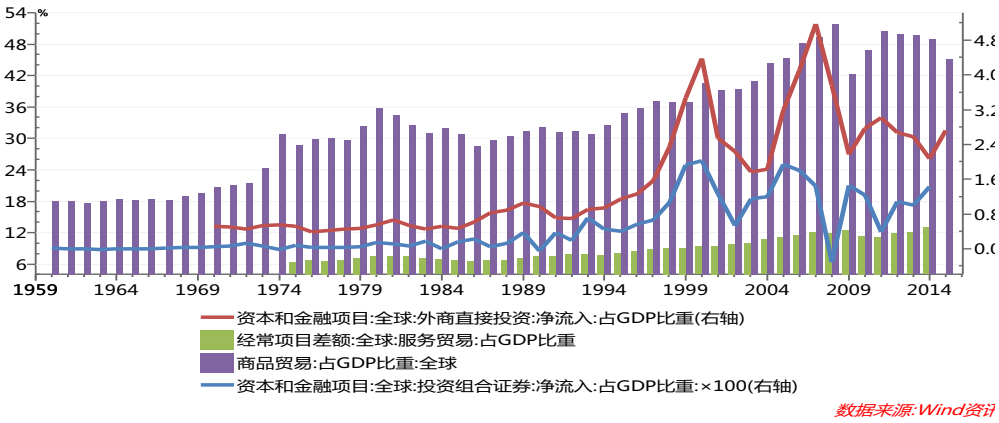
新自由主义是对资本赋予更多的自由，而不是普通劳工阶层。其对自由的定义强调更多的是一种机制的自由，这与 1935 年罗斯福认为过度的市场自由导致经济大萧条、提出“免于短缺的自由”的内涵是完全不同。新自由主义客观上解放了企业和商业权力，重建市场自由，提高了生产效率，但也不可避免地加剧了收入分配差距和经济结构失衡，这对经济增长具有长期影响。20 世纪 70 年代以来，全球经济潜在增速是不断下降的，不同阶层间的收入与财富分配差距被明显拉大。从这一角度来看，新自由主义的效果更多体现在收入与财富的再分配，而不是财富和收入的生产扩大。

2.2 新自由主义与金融自由化

金融自由化是新自由主义的重要特征，在很大程度上决定着新自由主义政策实施的深度与广度。从历史发展的角度来看，2008 年金融危机爆发是全球经济结构失衡、收入分配持续扭曲、金融自由化过度等因素的一次大清算。新自由主义积极鼓吹贸易与资本项目开放、

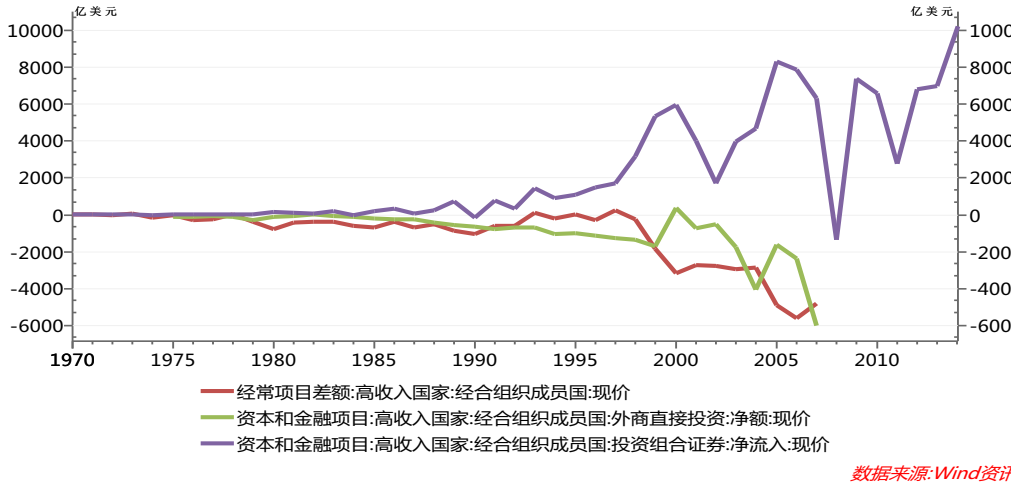
金融自由化与放松金融监管。实体部门融资负债和金融机构加杠杆都变得更加容易，融资在驱动经济增长中的作用进一步强化。在此期间，布雷顿森林体系结束，所谓后续的牙买加国际货币体系实质上是一个整体无锚的货币扩张体系，利率与汇率变动更加浮动和不确定。这些政策调整固然有其历史发展阶段的需要或者内在政策逻辑矛盾等因素的驱动，但必须承认，客观上有利于资本阶层利益与财富的加速增长。20 世纪 70 年代以来，贸易全球化、资本项目开放越来越成为政策主流。特别是 21 世纪初的几年里，在新自由主义的政策框架下，全球生产要素配置更为有效率，经济与贸易增长都达到了空前的水平，“华盛顿共识”似乎要成为世界各国谋求经济发展的必由之路，新自由主义一时风头无两。但是，这一过程终结于 2008 年的次贷危机的爆发。事实上，从美国经济结构的演化进程可以看到，全球化加速了美国制造业等实体经济部门的持续外溢，非金融企业投资率不断下降。20 世纪 90 年代后期的信息技术投资暂时掩盖了这一点，但 21 世纪初信息科技投资泡沫开始破灭。随后经济增长动力转换到住宅投资，但这又使得家庭部门债务激增，直到次贷危机最终爆发。从 1970 年代至今，政策的逻辑框架仍然在延续。

图 10：贸易全球化、资本自由化的演进



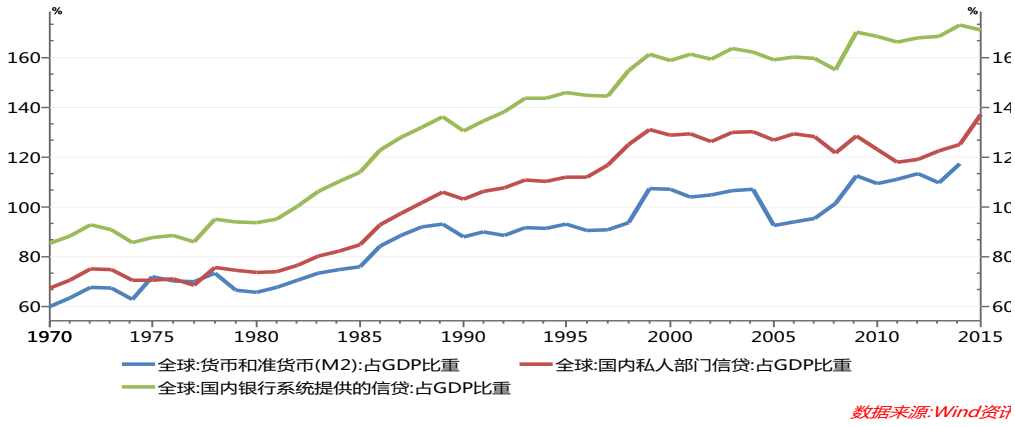
资料来源：世界银行，Wind，工行投行研究中心

图 11：发达国家的经常与资本金融项目



资料来源：世界银行，Wind，工行投行研究中心

图 12：金融部门的扩张：信贷（资产）与货币（负债）



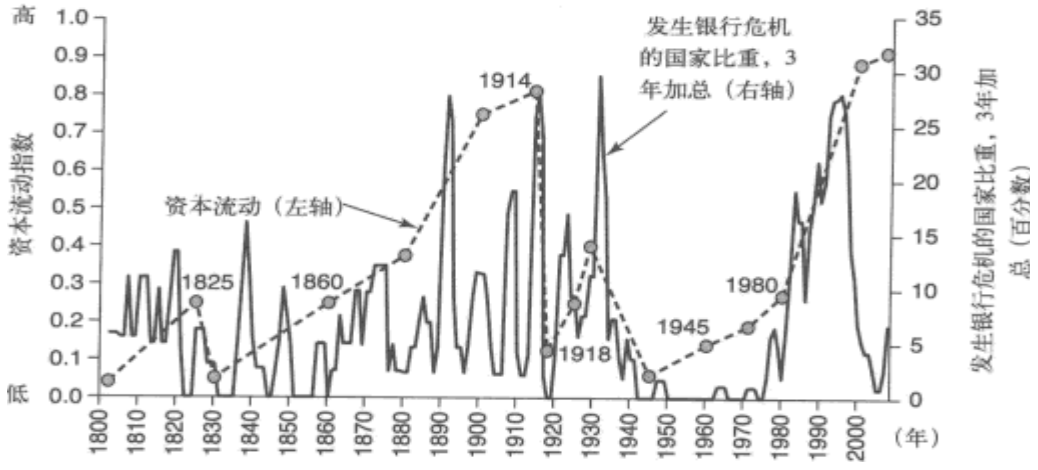
资料来源：世界银行，Wind，工行投行研究中心

2.3 驱不散的金融危机魅影

史无前例的量化宽松虽然在维护经济与金融稳定方面具有积极意义，但也更多保护了资本阶层的利益和大而不能倒的金融机构，使之避免了在上世纪 30 年代大萧条时期可能出现的财富冲击和机构倒闭出清。从收入分配的分化趋势看，从一战前的发散到大萧条和二战期间的收敛再到 1970 年代以后金融自由化导致发散趋势加速，目前没有任何收敛的迹象。当前美国的经济问题在于，国内实体经济空心化严重，全球化使得美国资本阶层更加富裕，但普通劳动者收入增速被远远抛在后面（当然一个好处是可以买到更廉价便宜的商品），收入分配在阶层间的持续分化，金融自由化导致美国储蓄率在收入分化的条件下反而出现储蓄率在下降，这在长期必然导致债务总体不可持续，美国资本的利益与美国的国家利益之间的不

一致性正在增加。这些问题是结构性的，量化宽松可能会解决一时的稳定，但会从长期加剧结构的扭曲。虽然当前美国经济表现温和，但结构性问题难改，未来这些问题再次以某种危机形式爆发的概率仍然很大。事实上，今年 IMF 下调美国今明两年的经济增速，显示出对美国宏观政策不确定性的担忧。

图 13：国际资本流动与银行业危机



资料来源：Reinhart and Rogoff（2012），工行投行研究中心

2.4 金融危机后的货币政策反思——是否关注资产价格

近 20 年来世界上大多国家较为成功地控制住了通货膨胀，宏观经济总体上相对稳定，然而资产市场波动则加大了，随着资本市场的迅速发展和各国金融资产总量与结构的变迁，资产价格波动对实体经济影响凸显，研究发现，无论是基于对发达国家还是发展中国家资本市场的实证研究结果均表明，股票、房地产等资产的价格确实可以影响未来产出和通货膨胀。始于美国资产市场的次级债券危机最终演化成为当前全球性的经济危机，给包括中国在内的世界各国的实体经济造成了巨大的冲击和影响。事实表明，资产价格的波动效应早已经不是仅仅局限于对资本市场本身的影响，对宏观经济运行也具有了显著的影响，金融资产因素对全球实体经济的影响愈加突出。一般来讲，资产价格对宏观经济影响的传导途径主要通过财富和资产负债表效应。Modigliani 认为，消费支出取决于消费者的毕生财富，而房地产和股票又是组成真实资产与金融财富的重要部分，资产价格的波动会影响消费者的毕生财富，消费支出也随之发生变化，从而对实体经济产生影响。而资产负债表效应在于企业和家庭的净值会影响其借款能力，净值升高，借款能力增加，反之则减少。资产价格的上升与下降影响企业与家庭的净值，从而也影响其借款能力，而借款能力的变化又影响下一期企业和家庭的

支出活动，该传导机制还具有自我放大的功能，Bernanke 和 Gertler(1989)将这种机制称为金融加速因子(Financial Accelerator)。

鉴于资产价格波动对宏观经济广泛而深远的影响，其对一国货币政策中的影响也正日益受到关注，金融结构变迁与资产价格波动对中央银行制定与实施货币政策产生了深刻的影响，货币市场与资本市场联系不断加强，显著改变了货币政策对实体经济的影响，从而对以往传统货币政策理论提出了新的问题与挑战，货币政策与资产价格之间的关系成为了学者们研究的焦点。对于央行是否关注资产价格，以 Bernake 和 Gertler 为代表认为，只有当资产价格推升通货膨胀预期时，货币政策才需要做出反应; 而 Cecchetti 则认为，当资产价格偏离基础价值时，货币政策应随之出击，但在实际操作时很难界定资产价格是否偏离均衡基础价值，因此存在技术性问题。因此，尽管学界和政策部门在危机后开展了对传统货币政策规则框架的反思，但仍然没有形成一致的意见。但无论如何，金融稳定在宏观经济政策中的地位被显著提升了。

3. 新自由主义对我国的警示

3.1 新自由主义、华盛顿共识不是普世理念

尽管从 20 世纪 80 年代初，IMF、BIS、世行等国际组织已经基本放弃了凯恩斯主义，政策框架转向新自由主义，强调自由市场、经济开放与金融深化。但所谓“华盛顿共识”直到 1990 年以后才逐渐成。从新自由主义近 30-40 年以来在全球范围内的实践来看，市场原教旨主义式的新自由主义、华盛顿共识很难成为新兴市场国家发展的普世规则。自从 20 世纪 80 年代新自由主义登上西方国家政策部门、学术界的主流位置之后，持续的收入分配极化和金融危机爆发从来就没有停止过。

从新自由主义在全球范围内近 40 年的实践来看，主要存在三个问题，第一，金融自由化导致债务膨胀、金融不稳定和金融危机出现频率不断增加。第二，过度强调私有化和市场效率、提倡减少国家监管和干预，往往造成公共产品供给缺乏和低质量，市场机制和市场失灵也加剧了各阶层的持续分化和金融风险。第三，财富与收入分配上的差异化被显著拉大，导致有效消费需求不足和供给过剩，供需结构失衡使得消费型发达国家与生产型新兴市场国家之间的经济关系变得不可持续。当前，我国正处在新一轮改革推进的关键时期，新自由主义对我国国家战略和经济政策的警示作用值得关注。

3.2 市场的手与政府的手：失灵与干预

3.2.1 市场失灵与政府干预的必要性

从理论上看，对于无摩擦市场下的要素资源配置，市场化最优解和中央计划最优解是完全一致的。如果考虑到现实中信息不完备等因素的影响，市场化配置中的效率一般是强于中央计划型配置。但是，即便是最信奉市场机制的理论也没有否定市场失灵问题的存在。市场的手不是万能的，市场结构存在垄断或者不完全竞争、市场的外部性、市场机制不能有效保证公共产品供给、市场信息的不充分不完备，这些都是经典经济学对市场失灵的阐述。市场虽然在要素资源配置中具有决定性作用也更有效率，但这不能否认市场失灵问题的存在。如果天真地相信仅靠市场机制就可以决定经济有效运行，在理论上是幼稚的，在实践上是教条的、危险的。市场机制在很多领域不是完全有效的，特别是关系到社会福利的一些自然垄断行业、基础设施建设、公共服务领域。不受约束的市场化可能在上述领域形成寡头和垄断，减少供给提高价格，造成社会福利损失，或者因为没有足够的超额利润难以吸引私人资本进入，造成公共产品缺乏足够的供给。政府在这些领域的作用是不容忽视的，政府干预对于减少社会福利损失、更好地维护公平性上具有积极意义。

3.2.2 新自由主义理论与实践的矛盾与不一致

新自由主义理论信奉市场自发调节的力量，市场自由机制是其理论体系的核心价值。但是，颇为讽刺的是，那些大力鼓吹新自由主义的英美系发达国家却在某些领域的实践上与其理论出现了矛盾和不一致。例如，作为智利、墨西哥作为新自由主义试验的首批国家在 20 世纪 80 年代出现金融危机时，债务国受到本国政府和国际力量的压迫，进行所谓“结构性调整”，包括削减本国福利、国有资产低价私有化和增加劳动力市场的灵活性（裁员），承担债务偿还的一切费用，但作为债权国却几乎没有承担投资决策失误的损失。这一危机处理模式在之后屡试不爽，包括 1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯金融危机等。这显然不是新自由理论所描述的市场自发出清过程，强权在其中扮演着决定性的作用，发达国家对新自由主义的解读与实践具有明显的利益偏向性，这是有双重标准的市场自由实践。

3.3 从金融创新到金融稳定：我国金融强监管周期的到来

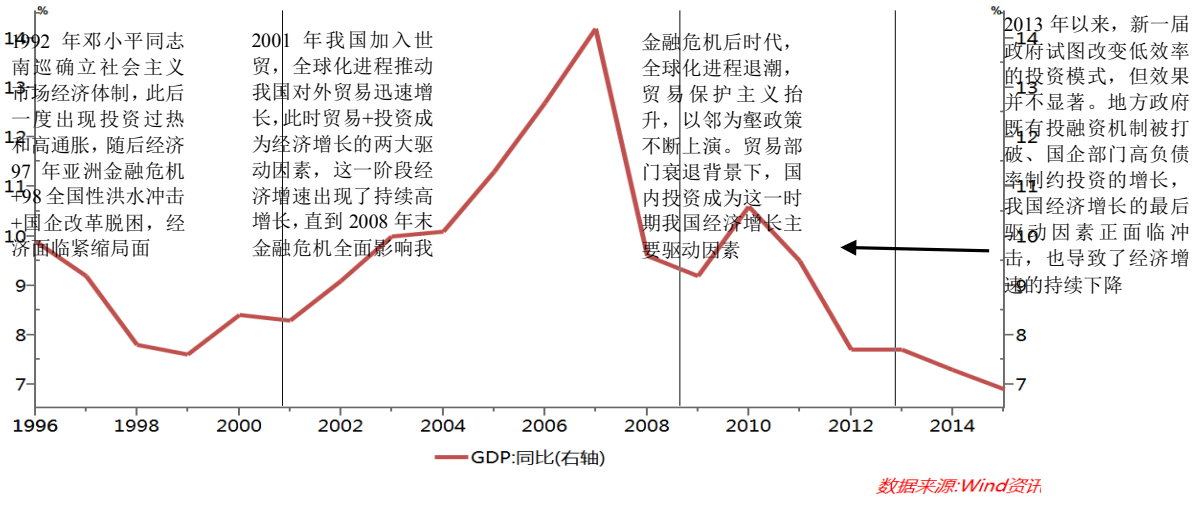
3.3.1 经济增长、融资与债务风险

从我国的情况来看，2009 年以来的我国经济增长驱动因素已经从危机前的贸易+投资双向驱动向后危机时代的投资单极驱动转换。经济增长越来越依赖债务推动，我国各部门总债务率不断上升。从我国债务率的动态演进轨迹来看，2008 年之后，受到大规模经济刺激的

冲击，我国债务率有了显著上升，此后一路上行，直至近期 265%的负债率。横向来看，我国债务率总水平已经超过的新兴市场国家的均值，但仍然显著低于美日欧等发达国家经济体。从债务结构来看，我国高负债率主要来自于政府部门的公共债务和非金融企业债务。经过 2015 年接近 3 万亿的地方债务置换，政府债务水平有所下降，目前与新兴市场国家均值接近，远低于发达国家，40%的负债率也低于一般公认的 60%警戒线。但是，非金融企业部门债务率不仅远高于所有国家，债务增长也在不断加速，成为我国债务风险最为集中的部门。随着经济增速不断放缓、融资成本下降缓慢，企业债务风险面临较大挑战。金融和家庭部门债务率偏低，其中家庭部门负债与新兴市场国家均值较为接近，但近年有超越的趋势。金融部门债务远低于发达国家，但也呈现出上行的趋势。

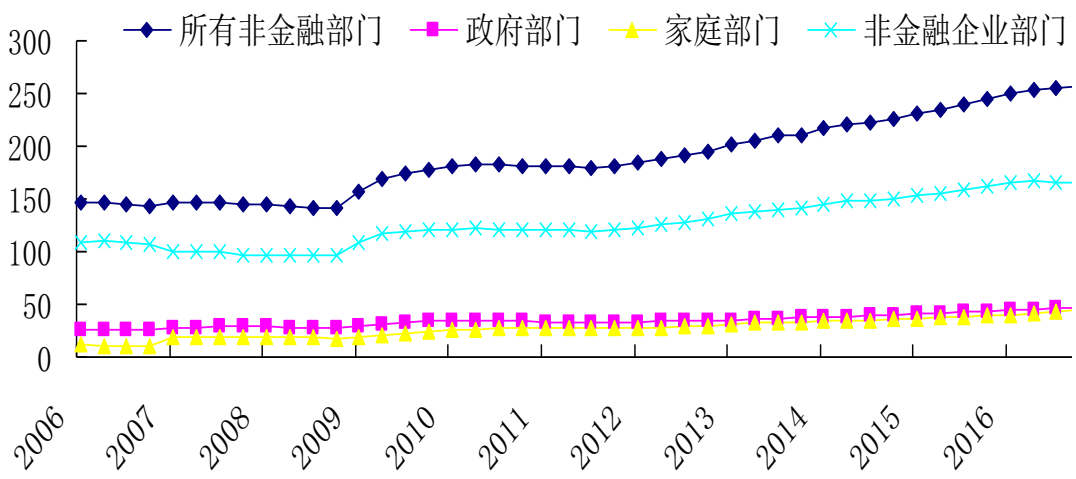
需要指出的是，2008 年以来，市场出清较为彻底、总体债务率下降最为明显的只有美国。特别是金融危机前高杠杆的金融部门、家庭部门，负债率有了显著下降。非金融企业债务也呈现出温和的下降，政府债务则有所上升。对比其他国家，无论是欧日还是新兴市场国家，总体债务率均处于上升态势。从这一角度看，降低债务总负担并不容易，美国量化宽松政策最为坚决，但市场出清也最为彻底；欧洲、日本不仅在货币宽松上表现出犹豫和妥协，其在处理欧洲主权债务危机、日本“僵尸型”企业的过程中也受到更多非市场化因素的干扰，最终导致债务负担依然过重，高负债部门没有实质性的改善。

图 14：GDP 增速驱动因素转换的历史轨迹



资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 15：我国宏观杠杆率



资料来源：BIS，工行投行研究中心

3.3.2 金融供给侧改革：金融回归本源，服务实体经济

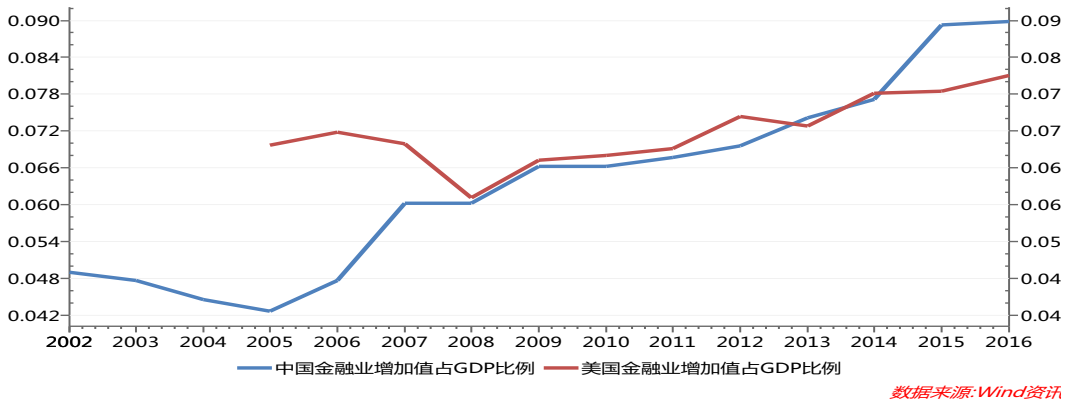
第五次全国金融工作会议对我国金融业改革、发展和稳定产生深远的影响。会议提出金融工作围绕实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，坚持回归本源、优化结构、强化监管、市场导向的工作原则。提出要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，设立国务院金融稳定发展委员会，加强金融监管协调，扩大金融对外开放。

本次金融工作会议提出，金融工作围绕实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，坚持回归本源、优化结构、强化监管、市场导向的工作原则。根据本次金融工作会议的精神，金融业正本清源、服务实体经济本位是未来金融工作领域的最终目标；金融风险防范与加强金融监管是核心内容；深化金融改革是实现工作目标、完成既定内容的载体和方式。这可以看做是对之前一段时期内金融领域过度单边创新突进、金融监管部分缺失的一次修正。

总的来看，金融工作会议将加速建设长效机制，有助于化解和降低系统性风险。事实上，本次金融工作会议主要内容的实质与 2016 末中央经济工作会议的定调基本上是一致的。进入 2017 年，一行三会在协调推进金融去杠杆，“稳健中性货币政策环境＋多个监管部门政策同步发力”成为此轮金融去杠杆的主要特点。从会议强调的主要任务来看：第一，强调“金融服务实体经济”的本质，这也是防范金融风险的根本举措。以市场为导向推进金融供给侧结构性改革，发挥金融在资源配置中的重要作用，改善和加大实体企业的金融供给，降低实体经济融资成本。拓宽企业融资渠道，加快多层次资本市场建设，提高直接

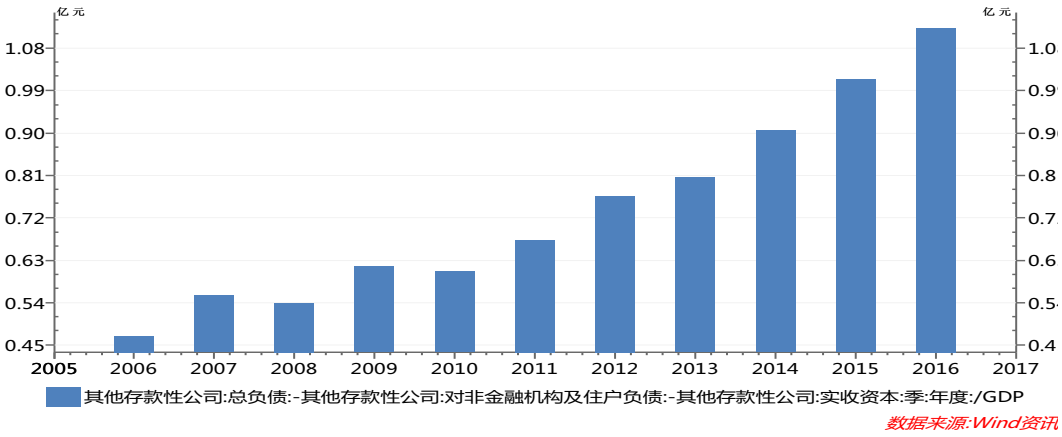
融资比例，降低企业杠杆。第二，强调防控金融风险，守住不发生系统性金融风险底线。将继续把防控金融风险作为金融工作重点，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，做到金融风险“早识别、早预警、早发现、早处置”。加强金融监管协调，推进机构监管与功能监管、微观行为监管与宏观审慎监管、中央监管和地方监管有机结合，进行“穿透式”监管，统一监管规则。需要指出的是，未来金融监管改革的总思路应当还是在分业监管的基础上实现监管全覆盖，这就要求保留一行三会的分业监管功能，同时赋予现有的监管部门协调机制更多实质性权力，将暂时成为复杂环境下的可行选择。升级后的协调机制关键是能否拥有实质权力和明确职责，而不再是像以往简单的部门协调。第三，深化金融改革，增强发展活力和开放力度。会议强调，要把发展直接融资放在重要位置。协同发展多层次资本市场体系，拓宽企业的多元化融资渠道。在间接融资领域，要着重抓好银行业金融机构的改革创新，加快大型商业银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构，在扩大开放方面，会议要求“深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换”，扩大金融机构双向开放，加大企业境内外融资支持力度。

图 16：中国金融增加值对 GDP 的贡献率已经超过美国



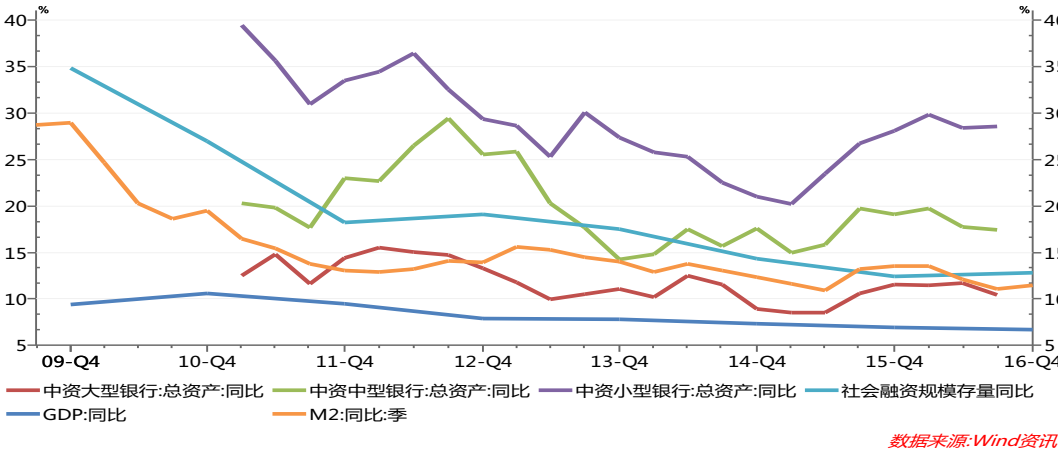
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 17：我国金融部门杠杆率的快速增加



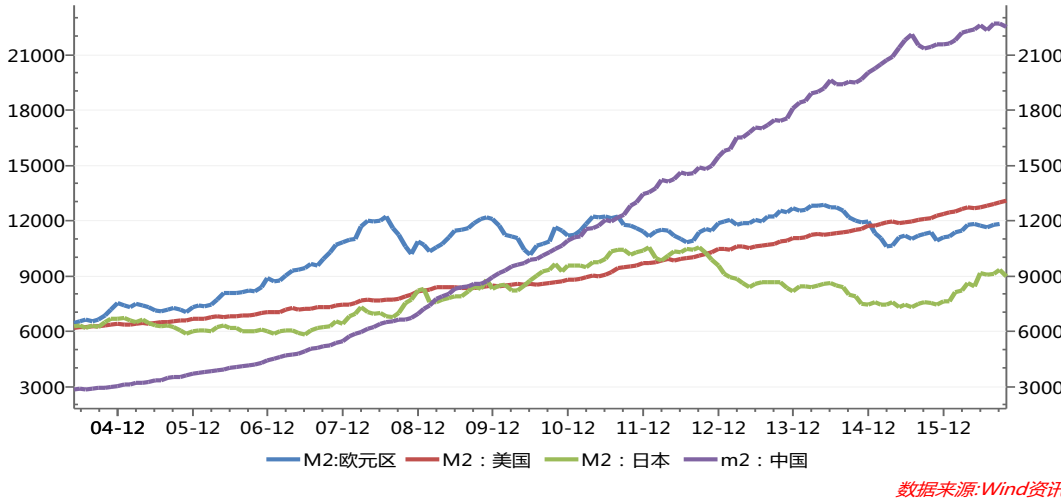
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 18：我国金融机构资产增速与 GDP、社会融资增速



资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 19：我国 M2 规模与美欧日的比较



资料来源：Wind，工行投行研究中心

3.4 国有经济的战略意义与国企改革

一直以来，国有经济最容易被攻击的问题是生产低效率和机制灵活度不足，这也是鼓吹国有公共资源私有化的重要逻辑支撑。从全球经验来看，随着国有经济部门的削弱，公有资源转向私有，社会福利从社会化供给转向私有化购买，包括教育、医疗、居住在内的福利供给体系愈加商品化、产业化。社会福利供给确实多元化了，也出现了明显的分层。从增长角度看，全球范围内，虽然政府对经济部门控制程度较高的国家普遍经济增速相对较低，但大部分富裕国家包括私有化的代表英美却也面临着增长低迷的困境。新自由主义推动的公有资产私有化虽然在一定程度上解决了效率问题，但又带来了新的问题，包括过度私有化带来的企业权力膨胀、不平等性增加和失业问题。

3.4.1 国有经济发展壮大的战略意义

经过 30 多年高速发展之后，我国经济进入了新常态发展时期。未来一段时期内，我国将面临多重叠加的风险和挑战，包括经济增速放缓、经济结构调整、环境压力增大、国际竞争加剧等。在当前形势下，国有经济处于支配地位的作用和国有企业改革，不仅关系到我国供给侧改革和经济新常态发展大局，也是我国能否跨越中等收入“陷阱”的重要力量。以公有制为主体、国有经济为主导，是中国特色社会主义基本经济制度的核心和基石，是多种所有制经济共同发展的前提和保证。国有经济的发展和壮大，不仅是中国特色社会主义政治经济学的重要基础，更是代表全民利益的社会主义生产关系的性质和实现形式。那些以效率为名义积极鼓吹国有经济部门私有化的新自由主义式的理论逻辑无论有多么精美，

在当前的现实条件下，虽然国有企业在经营上存在诸多问题，但从更高的角度来看，只有发展壮大国有经济、做强做优做大国有企业，在很大程度上才最能够代表和决定我国广大人民的根本利益。事实上，西方不同流派的经济理论体系对国有经济、国家干预的态度也是差异化的。在当前我国面临结构性改革推进的重要时期，如果单纯照搬西方某些服务私人资本利益的公司法人治理结构，或者认为通过私有化、市场放开监管可以解决当前国有经济面临的技术层面问题，显然是不现实的。俄罗斯、拉美地区私有化及其寡头经济陷阱值得警惕。这些国家对国有经济部门的私有化过程，不仅没有维护公有财产、改善经营管理，反而是一些官僚利益集团、私有资本利益集团相结合，将私有化转变成“公权私用”的制度工具，为国有公共财产的“化公为私”提供便利。

3.4.2 国企存在问题，但国企的存在不是问题

由计划经济体制转向市场经济体制的改革过程中，我国国企面临的最大课题，就是如何适应市场资源配置方式，将自己打造成为真正的市场主体。多年来，国企改革走过了从扩大自主权、厂长负责制、内部经营承包制，到实行公司制、股份制改造的道路，虽然取得了一定成效，但也伴随着一系列问题，包括一些国企市场主体地位未真正确立，现代企业制度尚不健全，国资监管体制需要完善，国有资本运行效率有待进一步提高，内部人控制、利益输送、国有资产流失严重，企业办社会职能和历史遗留问题还很多。其中，最大的问题就是借改制名义侵吞国有资产。

总书记指出，坚持党对国有企业的领导是重大政治原则，必须一以贯之；建立现代企业制度是国有企业改革的方向，也必须一以贯之。这是国企改革的原则和方向，以促进国有企业转换经营机制，放大国有资本功能，提高国有资本配置和运行效率，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展为目标，稳妥推动国有企业发展混合所有制经济。

坦率地讲，从技术角度，我国全面深化改革的总体布局中，国企改革可以说是最重要、最敏感，也是最纠结的一项改革。自 20 世纪 80 年代启动国企改革以来，国有经济理论就处于不断的创新和验证、总结和反思之中。我国国有企业改革和国有经济发展路线，不是纯理论的学术演绎，而是来自于改革实践的理性总结和提炼，为当今中国国企改革和国有经济发展提供了参考和借鉴。

3.5 财富与收入分配、社会福利体系建设

从传统视角来看，收入分配的极差拉大必然导致社会整体边际消费倾向的下降和储蓄率的提高，这在长期会导致消费型经济体增速下降。但是，美国的经济数据却显示，20 世

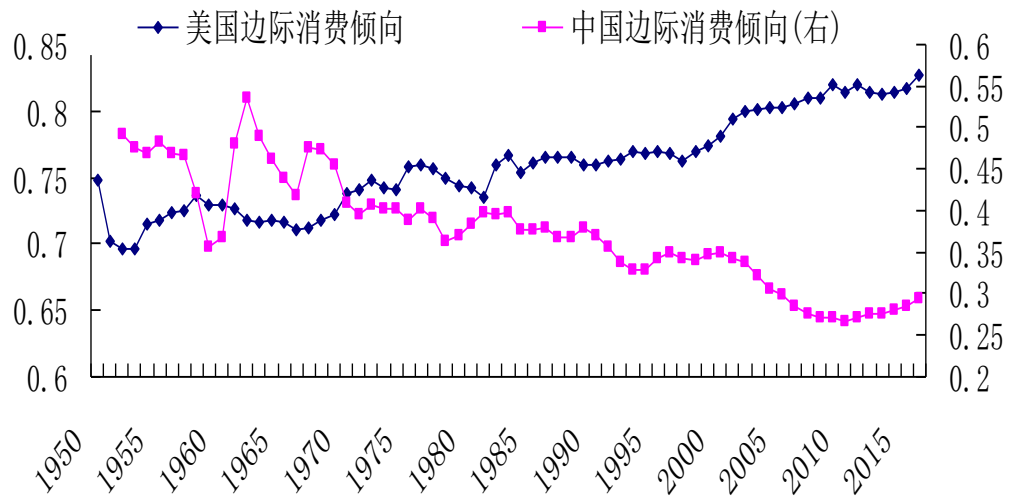
纪 80 年代以来，美国的储蓄率是微降的，边际消费倾向一直比较稳定，而且趋向微升。这与经典理论相悖，一个合理的解释是，消费金融化、家庭部门的负债型消费。融资与消费金融扩大消费，导致高低收入阶层的消费都在扩张，其中低收入阶层更倾向于消费金融，由此导致美国储蓄率的下降而不是上升。但这又带来两个新的问题，一是家庭部门债务的持续上升，二是在实际收入增长缓慢的条件下，家庭部门面临的金融风险（如次贷危机爆发）和脆弱性（大部分家庭债务来自住房按揭）加大。美国边际消费倾向不降反微升背后的一个很重要因素是家庭部门债务率的持续攀升和债务结构的脆弱性增加。需要指出的是，虽然金融部门可以通过消费信贷，在一段时期内增加消费和边际消费倾向，但从长期来看，如果居民部门实际收入没有持续增长，也只会透支未来消费。

另一方面，从绝对水平的角度来看，我国边际消费倾向是显著低于美国的，且走势在近二十年来呈现下降趋势。考虑到我国金融部门并不发达，收入绝对水平低、收入差距拉大是我国消费长期不振重要因素。从公布的基尼系数来看，我国收入差距的极化程度尽管从 2009 年以后开始收窄，但仍然高于所有欧洲国家，也高于美国。虽然这一系数在统计和经济学意义上存在一定商榷，但也从一个侧面反应出我国收入分配差距拉大的现实。事实上，我国较高的基尼系数与较低的边际消费倾向、较高的储蓄率是相互印证的，从逻辑上看是一致的。

我国当前正处于经济转型的关键时期，经济结构正在从生产型大国向消费型国家转变，未来有望成为全球最大的消费市场。以服务业为代表的第三产业发展是我国未来经济增长的新兴力量，这必然要求国内有足够的消费需求来做支撑。居民实际收入增加和社会福利体系建设是保障我国经济转型、推动消费需求的基础条件，特别是中等收入群体将对经济增长产生巨大红利。能否实现这一点，从历史实践来看，政府的有形之手比市场的无形之手更加重要。在某种程度上，政府的作用和政策取向可以说是决定性的，应当更多发挥其在促进社会公平性和社会福利体系建设方面的积极作用。

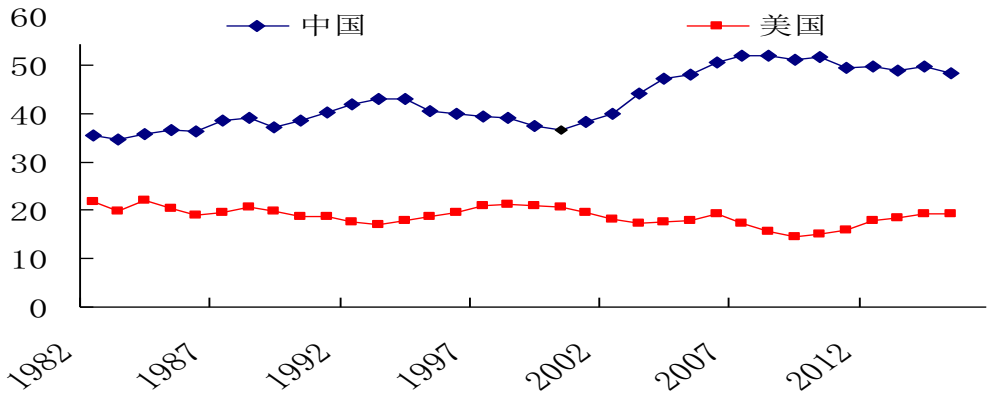
、

图 20：中美国边际消费倾向的显著差异反映出多重结构因素



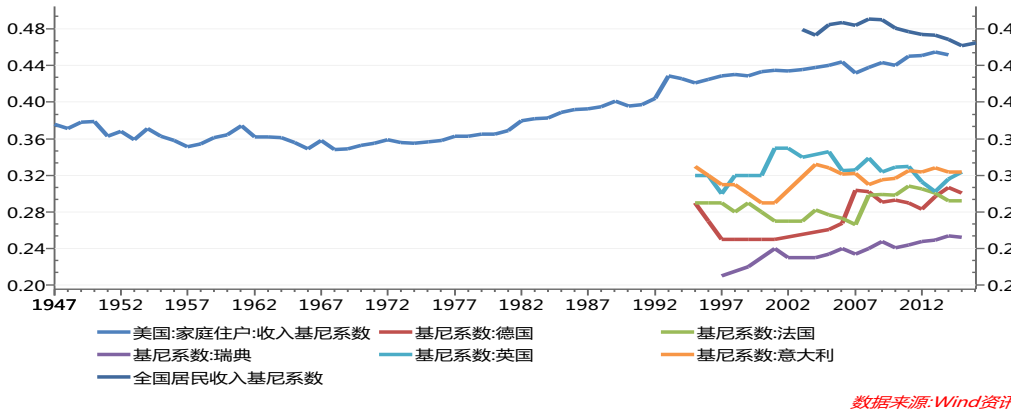
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 21：中国储蓄率的显著抬升与美国储蓄率的微降



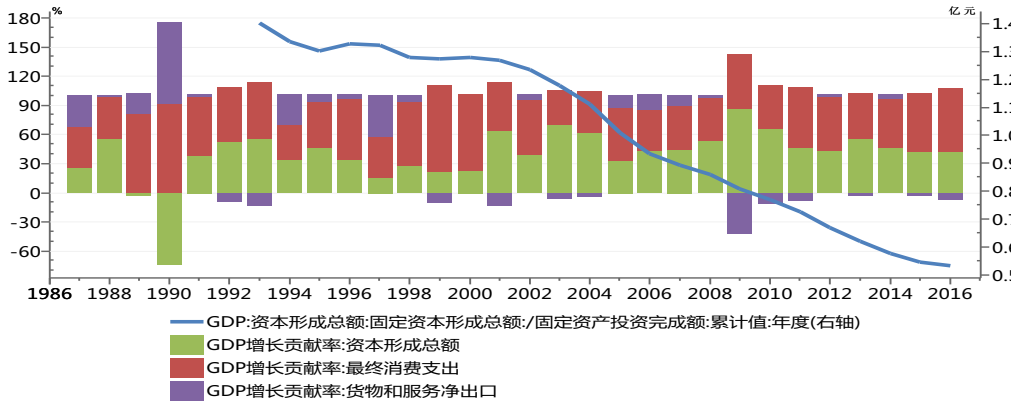
资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 22：各国收入分配差距程度（基尼系数）的动态变化



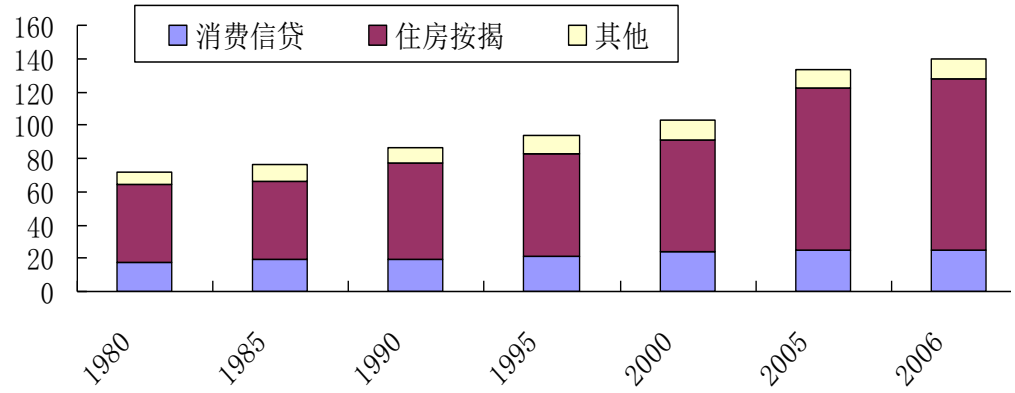
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 23：投资效率持续下降是推升我国消费在 GDP 中贡献率的主要原因



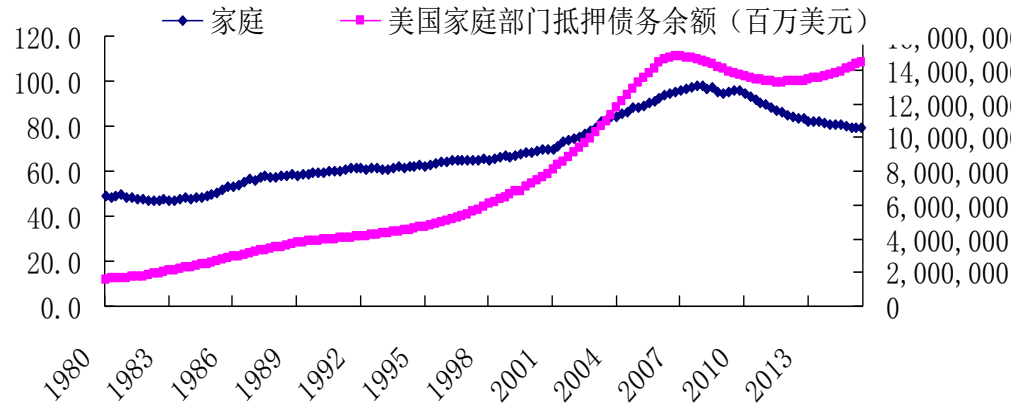
资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 24：次贷危机前美国家庭部门债务-可支配收入比率、债务结构



资料来源：Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications-a long period analysis，工行投行研究中心

图 25：次贷危机后美国家庭部门的显著去杠杆



资料来源：BIS，工行投行研究中心

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872　电话：010-62516755　邮箱：imi@ruc.edu.cn