

No. 1713

研究报告

IMI | IMI 宏观经济月度 分析报告(第6期)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

目 录

一、国内外经济金融形势研判.....	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 全球增长：短期维持高位长期可持续性存疑.....	- 1 -
2. 海外政策：特朗普税改加速推进年内落地仍面临困境.....	- 2 -
3. 汇率：主流货币进入波动年.....	- 3 -
(二) 国内宏观.....	- 4 -
1. 经济：三季度稳中有降，关注季节性和环保限产.....	- 4 -
2. 通胀：通胀：CPI 和 PPI 虚弱，全年通胀无忧.....	- 6 -
3. 金融：信贷继续超预期，多约束下四季度将回落.....	- 7 -
(三) 商业银行.....	- 8 -
1. 十九大对银行业影响.....	- 8 -
2. 货币金融数据分析.....	- 9 -
(四) 资本市场.....	- 10 -
1. 股市.....	- 10 -
2. 债市.....	- 11 -
二、宏观经济专题：论凯恩斯主义的理论边界与现实约束.....	- 13 -
核心观点.....	- 13 -
(一) 引言.....	- 13 -
(二) 凯恩斯主义的核心思想：再回顾.....	- 14 -
(三) 凯恩斯主义的理论约束与各国实践.....	- 15 -
1. 理论约束 I.....	- 16 -
2. 理论约束 II.....	- 17 -
3. 理论约束 III.....	- 19 -
4. 理论约束 IV.....	- 20 -
5. 理论约束 V.....	- 22 -
(四) 结论和政策建议.....	- 23 -

三、主要经济数据.....	- 25 -
---------------	--------

图表目录

图 1：美国债务达到历史高位（%）	- 2 -
图 2：美国税改计划时间表	- 3 -
图 3：三季度 GDP 当季同比和环比双双回落	- 5 -
图 4：贸易成为今年经济增长的主支撑	- 6 -
图 5：PPI 生产资料和生活资料涨幅剪刀差连续第三个月走阔.....	- 7 -
图 6：今年居民短期贷款大幅走高	- 8 -
图 7：我国 10 年期国债收益率	- 11 -
图 8：凯恩斯对宏观经济运行规律的推演	- 15 -
图 9：日本的利率走势和央行资产变化（1989—2016 年）	- 17 -
图 10：部分欧洲国家的政府债务率（政府总债务/GDP）	- 18 -
图 11：中国近年来的产能利用情况（%）	- 20 -
图 12：美国股指与美国 CPI 当月同比增速的走势	- 22 -

表格目录

表 1：主要发达经济体宏观经济指标	- 1 -
表 2：9 月 M2 增量结构.....	- 10 -
表 3：经济数据一览	- 25 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球增长：短期维持高位长期可持续性存疑

2017 年十月，国际货币基金组织（IMF）上调 2017 和 2018 年全球经济增长预期至 3.6% 和 3.7%。报告指出 2017 年全球 75% 的经济体增速都将加快，这也是全球经济近十年来最大范围的增长提速。

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

指标	2017 年第一季度			2017 年第二季度			2017 第三季度			与年初比较
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)			1.2			2.6			↑
	失业率 (%)	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4	↓
	CPI (同比, %)	2.5	2.8	2.4	2.2	1.9	1.6	1.7	1.9	↑
	货币政策 缩表将在 10 月份启动, 12 月份加息概率上升									
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)			1.9			2.1			↑
	失业率 (%)	9.6	9.5	9.4	9.2	9.2	9.1	9.1	9.1	↓
	CPI (同比, %)	1.8	2.0	1.5	1.9	1.4	1.3	1.3	1.5	↓
	货币政策 欧央行货币政策面临转向, 下半年料将公布缩表计划									
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)			1.0			2.5			↑
	失业率 (%)	3	2.8	2.8	2.8	3.1	2.8	2.8	2.8	↓
	CPI (同比, %)	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	→
	货币政策 通胀水平离目标相较甚远, 货币政策正常化步伐会显著慢于美欧									

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

从短期来看，全球经济在高位持续增长。美国、日本、欧元区 9 月 PMI 较上月增长 2、0.7、0.7 个百分点至 60.8、52.9、58.1。但长期来看，全球经济复苏动能存疑：当下全球货币政策趋紧，这将对未来经济增长形成冲击。美联储于本月正式启动缩表；10 月 ECB 会议上欧央行大概率宣布缩表计划；英国 9 月通胀达到 3%，英央行加息概率上升；日本在 9 月也减少了在市场的购债规模。

撰写人：IMI 研究员张瑜

2.海外政策：特朗普税改加速推进年内落地仍面临困境

9月28日特朗普公布最新税改框架计划，10月6日众议院版的预算决议案通过，10月19日参议院版的预算决议案通过。目前进入最终版预算决议协商阶段，只有最终版预算决议通过，税改法案细节才能开始拟定。

基于美国公共债务情况的现状，税改对未来公共债务的冲击和政策实施难度三个角度，我们认为在美国公共债务压力下，特朗普年内政策仍存困境。

首先，美国公共债务已经达到高位并且快速增长。2017年9月美国公共债务达14.37万亿美元，与GDP的比值已经达到75%（历史高点为103%），并且金融危机以来公共债务年增速为12.4%。

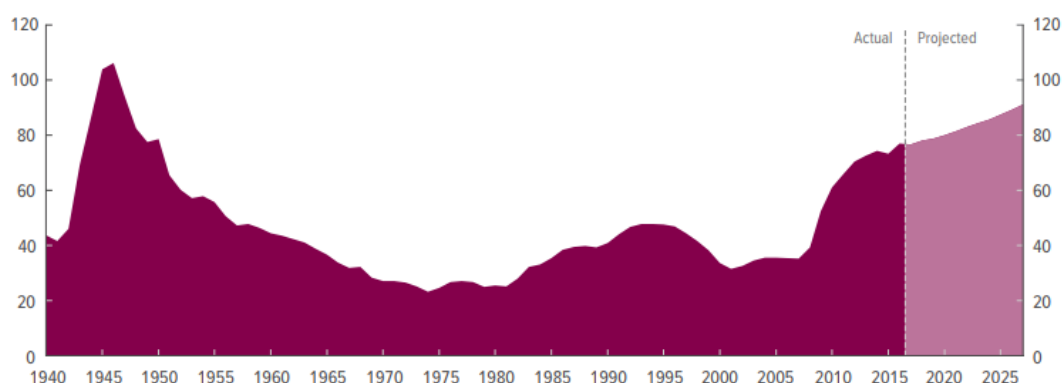


图 1：美国债务达到历史高位 (%)

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

其次，根据9月份特朗普公布的减税框架进行测算，10年内美国债务水平会到100%以上，特朗普的计划将造就历史高位的政府债务规模。

最后，根据主席 Kevin Brady 给出了的税改路线图来看，税改草案通过需要6个步骤，目前已经通过第二阶段。据美国国会官方网站（congress.gov）数据和相关测算，美国一项议案提出平均需要263.57天，中位值为215天。所以在美国平均一项议案需要两百余天才能成为法律，税改法案的通过仍然需要时间。

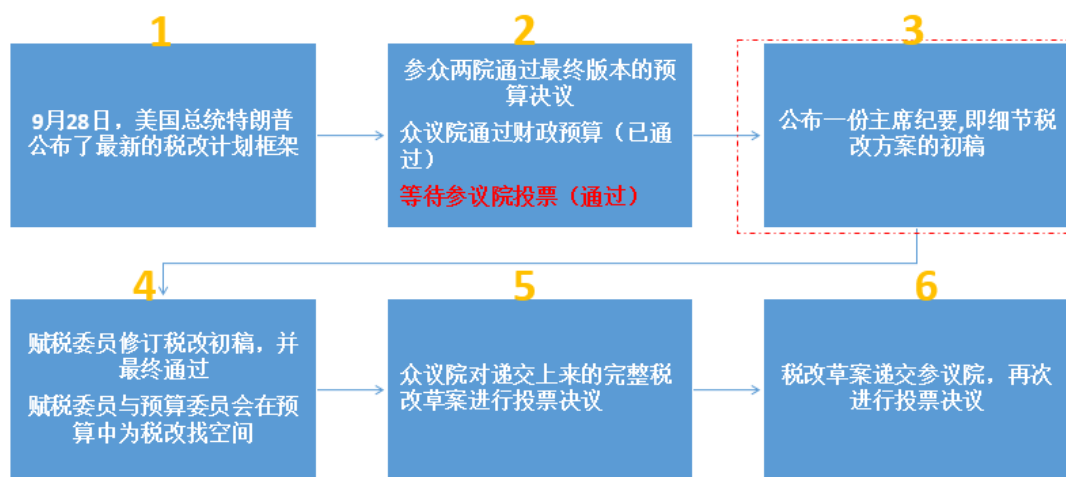


图 2：美国税改计划时间表

资料来源：中国人民大学国际货币研究所整理

3. 汇率：主流货币进入波动年

美元难强势：在近期美元在特朗普税改计划推进加快、9月美国PMI大幅上升等利好因素下，美元指数从9月低位91.32上涨至10月5日高点93.90，累计上涨2.8%。但我们并不认为美国具有强反弹基础。首先，美联储加息并非以经济过热为基础，缩表+加息的政策组合对经济的影响将逐步显现。其次，欧元与英镑修复动能仍存，将继续压制美元。最后，特朗普政策对美元支撑将会逐步弱化。以税改为例，从初始提出的激进税改方案到现在打折版的减税计划，未来特朗普减税计划阻力仍大，不管其中预期反复波动如何变化，我们认为整体特朗普政策对美元推动的趋势是弱化的。

欧元修复动能明显：欧元兑美元从2017年初的1.08升值至10月的1.18，累计升值12%。首先，近半年欧元区经济格外亮眼，整体来看目前欧元兑美元定价落后于欧洲兑美经济基本面的走势；其次，货币政策大概率年内转向，10月欧央行大概率公布缩表框架，对欧元形成支撑；再次，脱欧进入长期谈判磨合期，之前给金融市场带来的情绪大幅缓和。

英镑春天可期：英镑兑美元从2017年初的1.24升值至10月的1.33，累计升值8%。英镑脱欧后累计下跌幅度已经基本接近1992年英镑脱钩马克的最大跌幅；近期由于通胀抬升（9月通胀为3%）使其加息越来越近；长期来看，英国经济内生基本面比较稳定，脱欧造成的经济前瞻指标的回落已经基本修复。IMF也提升对英国经济增速的预期，英国“脱欧”谈判进入了漫长博弈期，金融市场对于风险的定价已经基本到位。

人民币贬值预期扭转下资本流动基本面改善：美元兑人民币从2017年初的6.96至10

月初的 6.65，累计升值 4%。人民币单边贬值预期大幅改善：银行结售汇差额自 2015 年 8 月以来首次转正，站稳 2.94 亿美元，较上月增加 41.27 亿美元；外汇储备自 2017 年 1 月以来持续上升，目前达到 3.2 万亿美元，接近 2016 年 10 月份的水平。

但资本重回大幅流入趋势的基本面尚未形成，短期维持平衡化态势：虽然我国资本流动有所改善（外占持续回升、结售汇逆差转顺差），但二季度资本仍小幅流出（以国际投资头寸表为计算口径，2 季度末我国单季资本流出 196 亿美元），资本重回大幅流入趋势尚未形成，短期会维持平衡化态势，具体表现为结售汇、外占、外储的变化小幅正负绕零波动，整体比较稳定，人民币兑美元双向波动明显。

（二）国内宏观²

我国三季度 GDP 累计增速三连平至 6.9%，当季同比增速则自去年二季度以来首度回落至 6.8%，市场对此可谓“爱恨相加”：爱的是 6.9%超出了理性预期，恨的是非但没有“如愿”站上 7%而且还出现了回落。造成如此情景，主要是被“心”预期所主导，而忽视了本轮经济运行的本质。基于今年以来我国投资、消费、进出口的变化趋势和政策环境，其实很容易比较准确地判断出全年 GDP 增速将前高后低、稳中缓降。时下经济走势也说明需求端持续复苏被证伪，去产能、去产量的供给收缩显然带不来“新周期”。往后看，基本上，在“PPI 仍保持高位、房地产投资和基建投资不会失速下滑、全球经济趋于复苏驱动我国外需走好”的三重支撑下，我国经济韧性仍强，全年 GDP 增速前高后低、稳中缓降，预计四季度 GDP 增速降至 6.7%；宏观流动性上，通胀无忧，汇率走稳，M2 低增，利率易上难下；政策面上，四季度“政策稳、经济稳”的必要性更强，“防风险、去杠杆、抑泡沫”主基调未变，地产调控不会放松，货币转向尚需时日，金融监管将继续加码，环保限产则是最大扰动。

1. 经济：三季度稳中有降，关注季节性和环保限产

（1）三季度 GDP 超出理性预期，但不及“心”预期

2017 年三季度 GDP 累计同比 6.9%，连续三个季度走平，超出理性预期（6.8%），但不及前数据公布前的“心”预期（小川行长说下半年有望到 7%，市场更传言会到 7.3%）；三季度当季同比 6.8%（二季 6.9%），为自去年二季度以来首度回落，环比增速降 0.1 个百分点至 1.7%（没能延续二季度反弹态势）。从三大需求看，消费是主支撑，消费对 GDP 累计增长的

²撰写人：IMI 研究员熊园，IMI 助理研究员蒋超

贡献度提高至 64.5%，较二季度提高 1.1 个百分点，贸易和投资的拉动有所回落。不畏浮云遮望眼。不基于经济运行规律进行研究与预测，而是寄希望于所谓的“维稳”行情和“政治周期”，姑且冠之以“心”预期，那么，得到的结果即便对了，那也是侥幸的、站不住脚的。

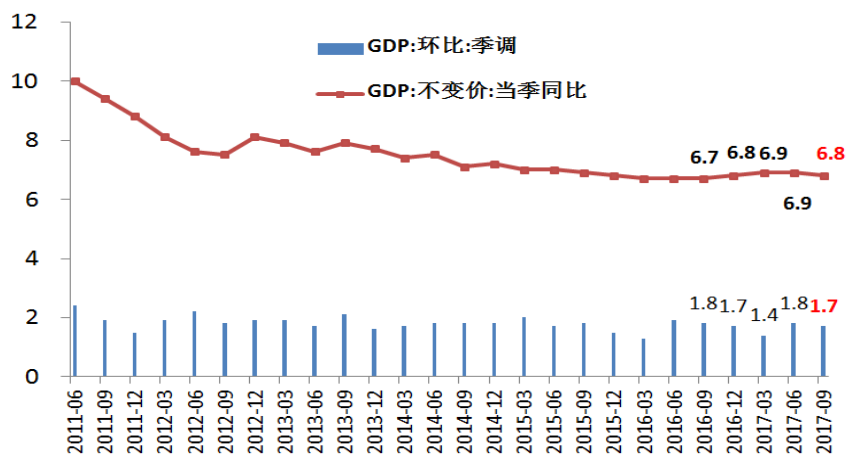


图 3：三季度 GDP 当季同比和环比双双回落

资料来源：Wind

（2）工业季节性反弹，环保限产压制工业品

2017 年 9 月，工业增加值同比增长回升 0.6 个百分点至 6.6%，季末效应再现，但反弹幅度不及 6 月（+1.1 个百分点），反映到累计增速上，较二季度回落 0.2 个百分点至 6.7%。分产业看，采矿业跌幅扩大（降 0.4 个百分点至-3.8%），制造业明显回升（升 1.2 个百分点），公用事业回落（较 0.9 个百分点）；分产品看，受到环保限产影响，焦炭、粗钢、钢材、生铁产量继续下滑，单月产量降至年内最低。分行业看，除黑色与有色受环保限产影响负增外，其他行业增速总体走高（41 个大类行业中有 34 个行业正增）。

（3）投资延续回落，制造业投资仍旧低迷

在房地产后周期和需求没有实质性复苏的大背景下，投资回落是必然趋势。因此可以看到，尽管 9 月固定资产投资单月增长 6.2%，较 8 月的 3.8% 明显回升，但累计增速仍然回落 0.3 个百分点至 7.5%，也即连续三个月下滑、连续 5 个月不增。具体来说：9 月房地产投资增速超预期回升了 0.2 个百分点；基建投资单月同比增速大幅回升了 4.3 个百分点，但累计增速仍然延续放缓；制造业投资增速回落 0.3 个百分点至 4.2%，已连续 3 个月下滑且为年内最低，制造业低迷是总投资回落的大拖累，也是需求没有真正起来的有力佐证。

（4）消费小幅反弹，地产链相关继续降温

2017 年 9 月，社零名义增速 10.3%，不及 6 月（11%）和 3 月（10.9%），单月反弹幅度（较 8 月回升 0.2 个百分点）也不及 3 月（+1.4 个百分点）和 6 月（+0.3 个百分点）。成因看，主要是地产后周期对消费的负向拉动作用开始全面显现（家电增速下滑 1.6 个百分点），

特别是考虑到 9 月地产销售较 8 月大幅回落 5.8 个百分点至-1.5%，为 2016 年来首度负增长。往后看，随着房地产销量回落和汽车消费持续走弱，消费总体难以走高。

(5) 低基数助推出口，限产能进口超预期

2017 年 9 月，以美元计，我国出口同比回升至 8.1%（前值 5.6%），主因去年低基数和外贸向好（9 月欧美制造业 PMI 均达 3 年内最高），受限产能政策影响，钢材、焦炭等原材料出口量显著下降；9 月我国进口同比走扩至 18.7%（前值 13.5%），大幅超市场预期，主因是供给侧改革下原材料的“进口替代”（前期大宗涨价的滞后效应亦有贡献）；因出口增长不如进口，9 月贸易顺差大降至 284.67 亿美元（前值 419.19 亿美元）。往后看，欧美经济增长高位震荡，限产效应仍在，高基数下四季度出口有下行压力；进口方面，国内生产回暖需求稳中向好，随着采暖季临近前最后一轮补库存接近尾声，进口虽能保持高增速，但继续大幅走扩的可能性不大。

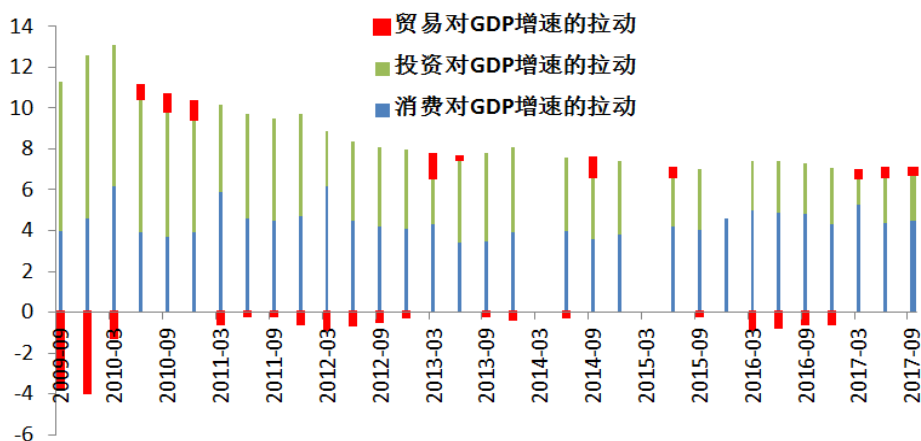


图 4：贸易成为今年经济增长的主支撑

资料来源：Wind

2. 通胀：通胀：CPI 和 PPI 虚弱，全年通胀无忧

(1) CPI 回落符合预期，食品主拖累

2017 年 9 月，CPI 同比回落至 1.6%（前值 1.8%），连续第 8 个月低于 2%，主因前期涨价因素不再（高温洪涝天气抬高鲜菜、蛋价）叠加高基数，食品项是主要拖累（连续 8 个月负增），其中猪价已连续第 5 个月跌幅超过-10%。相比之下，医疗保健、居住类价格等非食品类则持续走高。往后看，全年通胀无忧，四季度 CPI 中枢小幅抬升但仍处低位，预计 10 月回升至 1.7%，年末难破 2%，18 年上半年将升至 2.3-2.5%甚至更高（主因是低基数）。

(2) PPI 涨幅超预期，环保限产是主因

2017 年 9 月，PPI 同比连续两个月超预期走扩至 6.9%（前值 6.3%），主因是限产政策下

黑色系商品等上游原材料价格继续反弹走高（从结构上来看，PPI 大涨的主贡献来自生产资料，生活资料价格仍弱），也有统计因素的滞后反映。往后看，高基数下四季度 PPI 仍将加速回落（环保限产的执行力度是最大扰动），全年呈“M 型”走势，10 月份预计回落至 6.3% 左右，年末 PPI 跌至 3% 左右（此前预期会跌至 1% 甚至更低）。

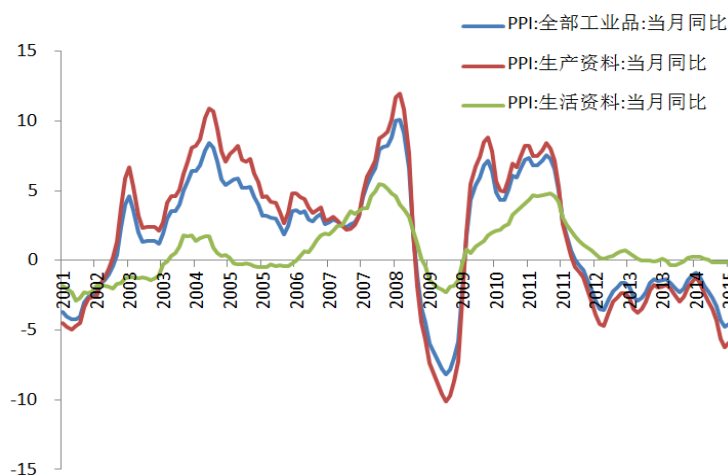


图 5：PPI 生产资料和生活资料涨幅剪刀差连续第三个月走阔

资料来源：Wind

3.金融：信贷继续超预期，多约束下四季度将回落

（1）季节性和高房贷推升信贷，表外融资回升拉高社融

2017 年 9 月，新增人民币贷款 1.27 万亿（环比多增 1800 亿），高于预期（1.2 万亿），季节性为主因（季度末贷款大多会冲高），同时与 8 月一样，居民短贷继续高增。9 月新增社融 1.82 万亿（环比多增 3409 亿），显著高于预期（1.57 万亿），主因是表外融资回升较多。基于去年信贷规模增速，叠加后续房贷可能加速放缓（限制消费贷、地产调控持续加码、房贷利率攀升），预计四季度信贷月均新增 5000-8500 亿，远低于前 9 月月均规模（1.24 万亿）。

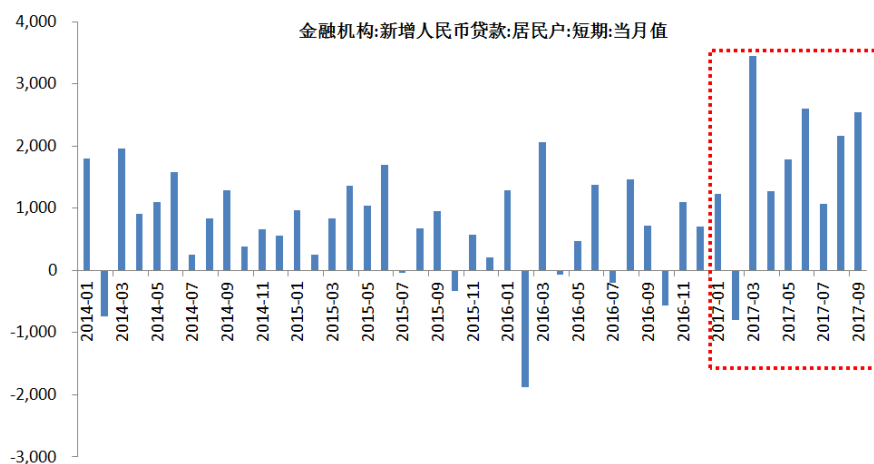


图 6: 今年居民短期贷款大幅走高

资料来源: Wind

(2) M2 同比 8 个月来首升, 但可持续性尚不具备

2017 年 9 月, M2 增速较 8 月回升 0.3 个百分点至 9.2% (去年 11 月以来已经连续 10 个月不增, 今年 2 月以来已经连续 7 个月下跌), 主因是信贷社融超预期叠加外汇占款企稳 (去年 9 月外占大幅流出 3375 亿, 今年 9 月则小幅转正)。往后看, 考虑到四季度贷款规模受限、去年同期基数较高以及“防风险、去杠杆、抑泡沫”的政策总基调未改, 预计未来一段时期内, 我国 M2 同比增速将维持在 9% 至 10% 的较低水平, “比过去低一些的 M2 增速可能成为新的常态”。

(三) 商业银行³

1. 十九大对银行业影响

党的十九大于 10 月 18 日开幕, 习总书记做了报告。报告指出, 我国社会主义建设已到新的阶段, 总体实现了小康, 生产力不足不再是主要矛盾, 有些方面的生产力甚至已进入世界前列, 此时, 发展不平衡不充分成为了主要问题。因此, 我国社会主要矛盾, 已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。

这一主要矛盾的变化是历史性的, 会影响经济、金融、银行等各方面工作。银行业作为服务实体经济的金融业重点业态, 必须紧随经济发展模式的转变, 享受转变的成果。这一转变至少给银行业带来两点重大影响:

一是, 旧模式下隐含的系统性风险, 正在逐步释放, 对全行业构成利好。旧的发展模式, 主要是依靠投资驱动, 包括基建、房地产、工业等投资。在我国过去十几年的背景下, 这一

³撰写人: IMI 研究员王剑

模式是符合经济实际的，既能提升我国工业化水平，又能满足城镇化过程中人民对基建、住房的需求。而银行为这些投资提供了信贷等其他金融服务。但随着城镇化水平提高、工业化进程到位，各类投资的回报率在下降，投资主体的杠杆率上升，整个经济体的系统性风险曾一度上升。银行也为此承担了一定的风险，被市场所质疑。银行释放这种风险的根本方式，还是在于整个经济经展模式的转变，从投资依赖型转变为创新驱动型。

二是，银行也要及时掌握服务经济发展模式的本领。服务对象包括各类新兴产业(对公)，以及城镇化过程中的新的居民(零售)。换言之，对公、零售乃至其他条线业务，均有转型的需要。比如，原先从事投资为主的企业(传统制造业、基建行业等)，对信贷服务的需求旺盛，因为投资是资本密集型的业务。但新兴产业则可能有所不同，对资本需求有限，但对其他更为丰富的金融服务却有紧迫的需求，甚至融资手段也不以信贷为主。银行需要积极探索、创新，及时开发相应产品与服务，建立相应的服务流程，满足客户需求。再比如，居民生活水平达到小康并继续向上提升时，也会有更多的金融服务需求。因此，未来银行业转型、分化会更加紧锣密鼓地展开，同质化将成为历史，银行业将更具特色。

2. 货币金融数据分析

9月份，人民币信贷全月新增12700亿元。结构上看，个人中长期贷款和对公中长期贷款仍然是主力，分别为4786亿元、5029亿元，与前几个月无异，说明个人住房按揭、中长期项目贷款仍然是主力，也反映出我国经济增长的内涵。信贷需求仍然较为旺盛，但下半年有季节性回落现象，比如对公短期贷款走低。票据融资小幅增加44亿元，原本是用来调节信贷额度的工具，但由于前期大幅压缩票据余额用以腾出信贷额度，目前很多银行已压无可压。9月社融为1.82万亿元，信贷是主体，信托贷款、企业债券有所回升。

9月份金融去杠杆迹象依然明显。月末M2余额为165.57万亿元，全月增加1.05万亿元，同比增速回升至9.2%。从M2来源上看，贷款派生M2达到1.19万亿元(把约2000亿元的地方债置换加回去，则1.39万亿元)，债券还回笼了2715亿元，两者合称为“银行向实体投放”，约1.1万亿元。财政支出投放了约5000亿元。此外，“其他(非银、非标等)”回笼约5700亿元，反映了金融去杠杆依然在推进。从其他数据上看，银行业的“股权及其他投资”还在下降。

表 2：9 月 M2 增量结构

存量结构		来源结构	
M0	2198	外占	9
单位活期	-2448	债券	-2,715
单位定期	8726	贷款	13,900
个人	10463	财政	5,000
非银	-8432	其他（非银、非标等）	-5,688
全月	10505	全月	10,505

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

（四）资本市场⁴

1. 股市

十九大标志着中国经济进入高质量发展阶段，经济增速不再是最主要的发展目标，供给侧改革将聚焦培育新的产业动能。十九大报告明确指出，经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，供给侧改革则从之前的强调推进“三去一补一降”、处置过剩产能和僵尸企业，转变为发展先进制造业、培育新动能。在总量层面，对经济增速的单一追求已成为历史，增速在整体上趋缓或将成为常态；在结构层面，对于落后产能的供给端收缩或不再是重点，对科技创新、消费升级的支持将成为方向。

三季度经济数据的结构，增速趋缓、消费与服务稳中向好、高端制造业带动工业回暖、投资中枢向下，正契合了经济新阶段的趋势。首先，消费继续保持 10% 左右的平均增速，在投资趋势性向下的情况下，逐渐成为经济增长的主力。除了绝对消费规模，在消费结构方面，也保持较好的升级态势，体育、娱乐、旅游等高速增长。相反，投资需求的中枢进入下行通道。其次，传统行业继续回落，高端制造业带动工业增加值反弹。9 月工业增加值反弹，主要的提升来自制造业，其中，计算机通信、食品制造、医药等新经济成分贡献最大，而金属冶炼等行业拖累较大，钢材、水泥等产量也出现负增长，产业来看，新动能逐渐在积累。

当前经济周期的现状和未来经济新阶段的趋势，都指向科技和消费的投资方向。新时代，代表着新经济的消费、服务、和科技创新将成为趋势，而当前下行的周期背景下，稳健的消费已经开始成为经济的驱动力，高科技产业也逐渐显现出活力和重要性，而传统产业、投资

⁴撰写人：IMI 研究员芦哲

等都出现趋势性下滑，因此，消费升级与产业升级相关的行业，是投资的主要方向。重点推荐智能制造、新兴科技、技术替代、绿色经济、消费升级、以及一带一路六大投资方向。

市场判断：主板或承压，创业板相对更好。股市方面，一季度 GDP 名义增速已成为高点，随着基本面下行压力逐渐增大，名义 GDP 的增速还会继续下行，带动企业利润回落，因此主板或将承受一定压力，创业板相对更好，重点关注消费升级、科技创新领域，四季度重点推荐 TMT、医药、环保等行业。

2. 债市

伴随 10 年期国债收益率突破前期高点，市场对未来债市走向的疑虑有所增加。近期，10 年期国债收益率突破 3.7%，一度达到 3.74%，创 2015 年以来历史新高。随后，收益率有所回落，但仍保持在 3.7% 之上。当前时点，10 年期国债收益率较去年 10 月下旬的低点已上行接近 110BP，调整幅度和持续时间均已接近历史平均水平。然而市场情绪整体偏弱，对未来债市走向的疑虑有所增加。

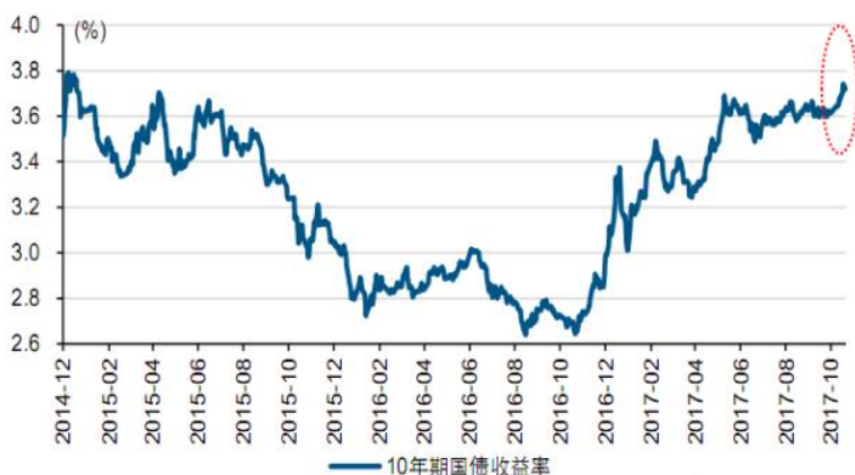


图 7：我国 10 年期国债收益率

资料来源：Wind

结合历史经验来看，长端收益率出现趋势上行或下行的可能性均较小，或继续延续震荡格局。一方面，金融监管仍是市场担忧长端收益率趋势上行的主要逻辑，在前期去杠杆已有所推进、监管协调趋于加强的背景下，监管对债市的影响或弱于此前。另一方面，债券牛市往往由经济基本面的恶化或者货币政策的转向开启，当前经济向下空间非常有限、货币政策总体取向不变，均不支持债市出现趋势机会。从经济基本面来看，当前及未来一段时期经济环境或与 2012 年 9 月至 2013 年 4 月类似，经济总体相对平稳、通胀有所回升，债市震荡。

利率债策略：短期交易仍需谨慎，以票息策略为主，年内利率债延续震荡格局。短期交



易仍需谨慎，以票息策略为主。上周，受经济增速“7%”的论述影响，债市连续2个交易日大幅调整，10年期国债收益率突破3.7%。尽管随后公布的3季度GDP增速略有回落，债市反弹幅度有限。经济增速回落的预期已被充分消化，不会引发收益率出现趋势下行；通胀预期的回升以及对流动性环境和金融监管的担忧，或仍将对债市有扰动。短期交易仍需谨慎，以票息策略为主。

年内来看，流动性环境或难现明显改善、经济向下空间非常有限，均不支持年内债市出现趋势机会；加之，金融防风险仍在稳步推进，对债市继续形成压制。慎言债牛、为时尚早；利率债仍将延续震荡格局。

二、宏观经济专题：论凯恩斯主义的理论边界与现实约束⁵

核心观点

凯恩斯主义经济学立足于短期视角，主张通过扩张货币或财政政策进行总需求管理，2008 年国际金融危机以来，成为主要国家走出危机的指导性政策方针。但凯恩斯主义存在特定的理论边界或现实约束条件，具体包括：宽松的货币政策会受到名义利率下限与流动性陷阱的约束；扩张的财政政策会受到政府既有债务水平及赤字率的限制；如果考虑跨期动态因素，当期过度的投资需求可能引发未来的产能过剩；从结构性视角来看，经济结构的扭曲因素会削弱总量性政策的效果；金融市场与宏观经济之间日益加强的复杂交叉联系会制约宏观政策的实施。鉴于上述约束条件会影响凯恩斯主义在实践中作用的发挥，且当前中国正处于“三期叠加”的转型时期，笔者建议应保持中性适度的货币环境，合理利用财政政策的空间，加快推进结构性改革。更深层次看，研究者有必要结合现实情境的演进，时常考量凯恩斯主义的理论边界与现实约束条件，不断探寻宏观经济理论的推陈出新。

（一）引言

2008 年国际金融危机后，凯恩斯主义再次回到宏观政策实践的舞台中央，主要发达国家事实上均把凯恩斯主义经济学视为挽救经济、走出危机的杀手锏，即不断地实施积极扩张的财政和货币政策来刺激总需求。当时中国也采取了四万亿经济刺激计划。危机爆发至今已近八年，放眼全球，经济增长依然不尽如人意，部分国家还有陷入长期通缩泥潭的风险。围绕危机的宏观研究层出不穷，经济学家们对政策的争论从未停止。实际上，为了应对当前中国经济存在的下行压力，经济学家们对于是否应再次较大规模采用凯恩斯主义经济措施存在诸多争论。

鉴于大萧条时期的教训，美联储在 2008 年国际金融危机后果断履行最后贷款人职能以化解金融恐慌，并实施史无前例的量化宽松货币政策来避免经济陷入深度衰退。然而，伯南克也坦言货币政策有如钝器，虽有总量性影响却无法解决结构性问题，因此需要发挥财政政策的作用并注重两者搭配使用。目前美国经济似乎已呈现初步复苏的迹象，而日本和欧洲在相继采取经济刺激计划后，直接效果不如美国明显。1990 年代初，日本资产价格泡沫破灭后，日本央行一度将名义利率降为零，并且早在 2001 年就开始实施量化宽松货币政策，

⁵撰写人：IMI 特约研究员伍戈

但对经济疲弱和通缩的改善基本无效，被不少学者视为流动性陷阱的现实版演绎。2016 年，日本开始实施负利率政策。另一端的欧洲，2008 年金融危机和 2011 年欧债危机使其经济面临双重冲击，财政政策在扩张与紧缩的抉择之间陷入两难，量化宽松的货币政策仍在持续。

从中国的现实来看，一方面，有观点认为中国需要保持总需求的可持续增长，政府可以扩大在基础设施、环保领域、产业升级、城镇化等方面的有效投资，从而带动技术创新和生产率提高；另一方面，也有观点认为凯恩斯主义只是用来应对短期经济困难的处方，不适合用来应对长期经济问题，而是要转变经济发展方式，增强经济增长的内生驱动力量。

诚然，凯恩斯主义已是一个耳熟能详的词汇，但关于其有哪些理论上的前提假设、有何现实约束条件、边界在哪等问题却少有深入系统的研究。从各国运用凯恩斯主义经济学的经验来看，可谓“几家欢喜几家愁”，不幸的国家各有各的原因。实践中，人们往往容易奉行拿来主义，只看到凯恩斯提出的结论性政策主张，而忽视其约束条件和政策边界，从而可能产生与政策初衷相左的效果。本文试图结合此次国际金融危机的实践，对上述理论与现实问题进行系统梳理，并提出相关政策建议。

（二）凯恩斯主义的核心思想：再回顾

1936 年《就业、利息和货币通论》（以下简称《通论》）问世标志着凯恩斯主义经济学的诞生，并由此掀开了现代宏观经济学的独立篇章。在此之前，古典经济学几乎统领着整个经济理论体系。大萧条早期的“清算主义者”秉承古典经济学思想，他们坚信市场具有灵活的自发调节机制，反对政府干预，并默默等待市场自动出清。虽然市场机制最终会使经济重新寻找到均衡，但经济衰退的底线在哪里、衰退过程的剧烈程度如何、何时才能企稳复苏，都无人知晓。为解决当时的大规模失业、经济极度萧条问题，凯恩斯提出了一个崭新的宏观经济学框架及其系列政策主张。其核心思想大致可归纳如下：

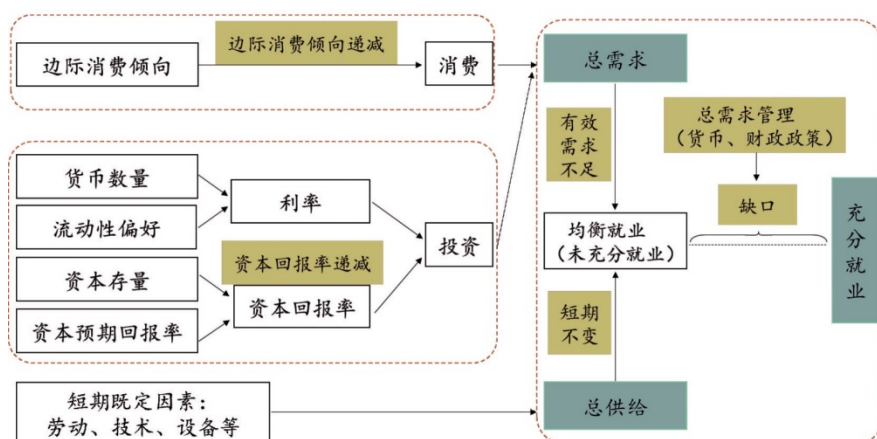


图 8：凯恩斯对宏观经济运行规律的推演

资料来源：笔者自行整理绘制

一是凯恩斯立足于短期视角，设定了一些短期内不变的因素。因为“长期人们都会死去”，所以凯恩斯不像古典经济学家一样“执拗”于长期，而是专注于短期视角去摸索宏观经济运行规律。这些短期既定因素包括：技术水平、劳动力数量和资本存量等（可理解为生产各种商品和劳务的要素资源）。虽然凯恩斯指出这些短期既定因素也会影响其他变量，但他暂不考虑它们变化所造成的影响。总之，凯恩斯将其分析框架锁定在了一个较短的窗口期，没有涉及跨期或中长期分析。

二是凯恩斯探寻了分别决定消费需求和投资需求的因素。传统古典经济学认为，消费需求和投资需求能够通过利率自动调节。而在凯恩斯看来，决定消费需求和投资需求的是两组独立变量。消费需求由收入和边际消费倾向决定，而投资需求由资本回报率和利率决定。其中，资本回报率由资本存量和资本预期回报率决定，其与资本存量呈反向关系，与资本预期回报率呈正向关系。利率则受到货币供应量和流动性偏好的影响。由于流动性偏好的存在，央行调节货币供应量不一定能有效带动利率变化。

三是凯恩斯提出了有效需求不足的概念，并认为这是经济常态。在总供给方面，全社会的生产边界是各种要素资源物尽其用（例如劳动力充分就业）时的最大产出。在总需求方面，由于边际消费倾向递减，人们并不能将所有产出都消费掉，由此形成的缺口需要投资需求来填补。但投资需求本身由资本回报率和利率决定，并不恰恰能够填补该缺口。因此，当总供给和总需求决定的均衡就业水平小于充分就业量时，就会出现失业现象，凯恩斯将此种情况定义为总需求不足或有效需求不足。值得注意的是，有效需求不足并不是指总需求小于总供给，而是指总需求小于实现充分就业条件所要求的潜在总需求水平。

四是针对上述有效需求不足问题，凯恩斯提出了总需求管理的政策建议。在短期视角下，人们的消费倾向变化缓慢，消费需求上升空间很小，故凯恩斯着眼于提升投资需求来扩大总需求。在货币政策方面，由于经济萧条时，大众商业心理消极，资本预期收益率下降很快，较低的资本回报率难以激发投资者热情，因此货币当局需要下调利率，使之低于资本回报率以促进投资；在财政政策方面，政府则需要扩大财政投资，以弥补私人部门投资需求的不足。

（三）凯恩斯主义的理论约束与各国实践

如同任何经济理论一样，凯恩斯的经济思想根植于彼时经济现实土壤，建立在一系列的理论假设前提之上，也必然存在着一定的理论边界和现实约束条件。实践中，人们往往容易

奉行拿来主义，只看到凯恩斯提出的结论性政策主张，而忽视其约束条件和政策边界，从而可能产生与初衷相左的政策效果。

1. 理论约束 I：货币政策受到名义利率下限和流动性陷阱的约束

宽松的货币政策意在降低实际利率，使之低于经济衰退期间较低的均衡实际利率以促进投资需求，同时“制造”通胀预期以规避债务通缩风险。在经济衰退时，一方面均衡实际利率会较长期保持在低水平，另一方面物价下跌会造成实际利率高企。那么，即使央行将名义利率调到很低水平，实际利率仍然会高于均衡实际利率。虽然央行可以降低名义利率，但名义利率会受到零利率下限约束，使得名义利率降无可降。极端情况下，央行可以将名义利率设定为负值，但负利率也不能无限制地下降，公众持有现金的存储、交易、保险等成本就是负利率政策的下限。

除了下调名义利率以外，央行还可寻求增加货币供应量来提高通胀预期，但可能落入流动性陷阱。凯恩斯在《通论》中曾明确指出，利率不仅取决于货币数量，还与人们的流动性偏好有关。经济不景气时，公众持有现金的意愿很高。当央行将名义利率降低到极低水平时，无论如何扩张货币供应，扩大的货币供应只会以银行库存现金或公众持有现金的形式存在，并不会提高支出水平，即形成所谓的流动性陷阱现象。在经济衰退、资本回报率很低的情况下，如果货币供应的扩张效应不能抵消流动性偏好的上升，那么即使央行试图扩张货币，也难以将实际利率降低至资本回报率以下，无法刺激投资需求的增长。

现实案例 I：日本自 1990 年代以来的货币政策在防御经济衰退和通缩风险上成效甚微。

自 1991 年资产价格泡沫破灭后，日本经济步入了“失去的二十年”。为应对经济衰退，提高通胀预期，日本央行实施了宽松的货币政策，包括零利率政策以及率先实行的量化宽松政策，但是物价指数仍持续在低位徘徊、私人部门投资增速乏力。对于货币政策在日本失效的现象，不少经济学家认为是流动性陷阱在日本有了首次现实版演绎。

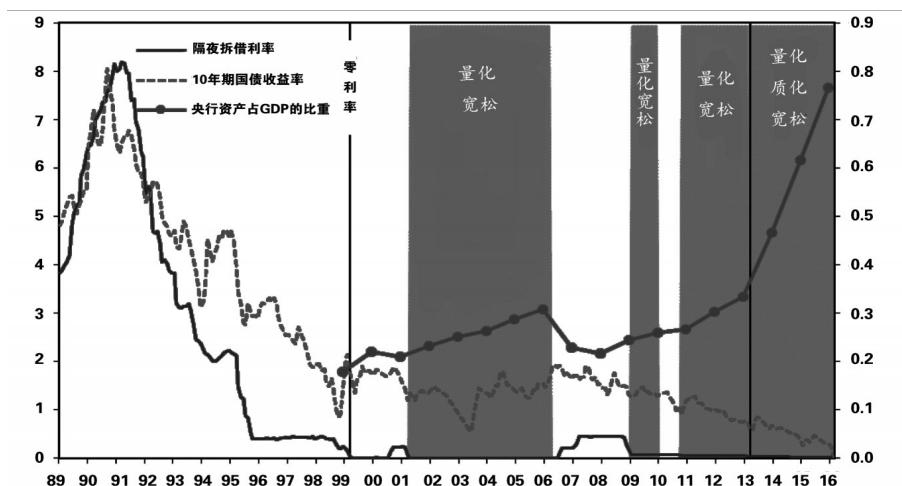


图 9：日本的利率走势和央行资产变化（1989－2016 年）

数据来源：日本央行，CEIC

辜朝明认为，尽管日本央行向市场投入了大量流动性，但现实情况是基础货币的大幅增长并没有带来货币供应量或信贷规模的同等增长。这说明金融中介的信用创造功能羸弱，货币政策传导机制中的信用渠道不畅。首先，根据伯南克等人（BGG）提出的金融加速器理论，经济衰退时银行与企业之间信息不对称加剧，企业净资产减少会进一步提高银行风险溢价，使得企业在急需外部融资来支撑生产时，贷款更加不可得或成本更高，因此只能削减投资支出。其次，辜朝明提出的资产负债表衰退理论认为，日本经济泡沫破灭重创了私人部门资产负债表，为修复资产负债表，企业专注于负债最小化而非利润最大化，因此私人部门只会想方设法偿债，而不是增加新的贷款进行投资。无论是何种理论解释，都说明货币政策传导机制受阻，其应对经济衰退的效果大打折扣。

当然，也有一部分学者认为日本的宽松货币政策之所以收效甚微，是因为宽松的力度还不够大，即使名义利率降至零时仍可以采取量化宽松、购买长期国债、货币贬值等非常规货币政策以提高通胀预期并提振经济。借鉴 2008 年金融危机后美国量化宽松货币政策的做法，2013 年日本央行进一步地推出量化质化宽松的非常规货币政策，2016 年初更是推出了负利率政策，以尽快实现 2%通胀目标，但政策效果并不如政策制定时预期得那样显著。

2.理论约束 II：财政政策受到既有政府债务水平及赤字率的约束

由于货币政策可能遇到流动性陷阱，所以凯恩斯更加推崇财政政策在应对经济衰退时的作用，但他却忽略了扩张性财政政策本身的资金约束问题。凯恩斯指出，为应对经济萧条时的总需求不足，政府需要增加财政支出。但是，经济萧条时财政收入通常会下降是不争的事实。政府无论是选择保持税率不变或是减税，只要经济增速下降，财政收入增速一般都会相

应下降。因此，一方面财政收入下降，另一方面财政支出还要提高，这无疑会提高财政赤字率。持续的财政赤字会不断限制政府进一步开展投资的可行性。更具体地：一是在加税已不再可能的情形下，政府只能通过借债来弥补财政收支缺口；二是当期政府债务需在下一期还本付息，必然加重未来财政预算的负担；三是经济衰退时资本回报率低迷，政府投资的收益可能会低于成本，难以实现盈利，反而产生更多的债务；四是政府债务层层加码及财政赤字率高企，容易引起债权人对政府偿债能力的质疑，导致政府债券风险溢价上升，进一步加重政府债务负担。因此，虽然扩大政府投资可能解决短期总需求不足问题，但会受到政府债务率不断攀升以及财政可持续性的现实掣肘。

现实案例 II：2008 年国际金融危机和 2011 年欧债危机以来，部分欧洲国家财政政策面临的两难困境。

如果上述日本案例显露出货币政策在应对经济衰退时的苍白，那么受国际金融危机和主权债务危机双重打击下的欧洲案例则凸显了财政政策的无奈。在财政支出方面，国际金融危机前许多欧洲国家曾大幅扩大社会福利支出，导致财政支出较快上升；危机爆发后，购买了大量美国次级抵押贷款衍生品的欧洲银行坏账率飙升，政府为救助银行体系导致财政赤字率陡增，银行业危机进一步拖累政府债务。而在财政收入方面，危机后经济增速下降客观上造成财政收入减少。面对严重的入不敷出局面，投资者对政府偿债能力的担忧又导致国债利率上升，进一步增加了政府债务偿付压力。按照凯恩斯主义的思路，为应对危机的负面冲击，政府应当不断地实施扩张的财政政策，但是部分欧洲国家财政政策的空间却受到明显制约。

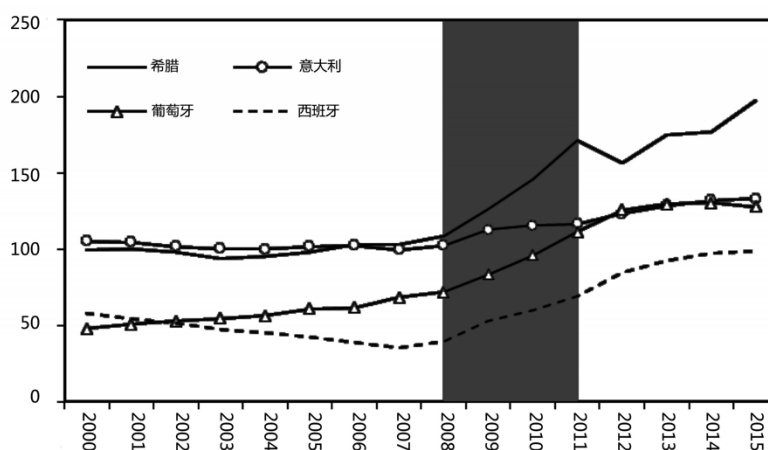


图 10：部分欧洲国家的政府债务率（政府总债务/GDP）

数据来源：IMF

可见，许多欧洲国家的经济衰退与主权债务危机是相互影响、相互制约的。经济衰退会增加政府债务负担，而债务危机也会进一步加剧经济衰退。如何打破该恶性循环，从哪一方

着手，哪个目标优先，这些都是财政政策面临的挑战。如果实施扩张的财政政策，短期内有利于减缓经济衰退，但却会触碰高债务的高压线，不知何时，多借的一笔政府债务甚至会成为压死骆驼的最后一根稻草；而如果实施紧缩的财政政策，确实能够降低政府债务，有利于重拾国际投资者对本国信心，但可能会进一步加剧经济衰退。特别地，削减社会福利所涉及的利益分配还容易引起社会纷争。从各方博弈结果来看，部分欧洲国家选择了宽松货币政策和紧缩财政政策，此种在凯恩斯主义看来矛盾的政策组合，却出现在了现实之中。

3.理论约束 III：当期过度的投资需求会抑制下一期的总需求，并诱发产能过剩

凯恩斯提出，为满足充分就业的要求，当期需要扩大投资。而事实上，在跨期情况下，当前投资需求的过度扩张却会对下一期供求关系产生显著影响。投资需求与消费需求有所不同，人们购买消费品当期会立即消费掉，而购买投资品是用于继续生产商品和劳务，进而对资本存量等方面产生一系列影响。具体而言，一方面，根据资本回报率递减规律，已有资本存量的增加会降低资本回报率。作为投资需求的重要参考，资本回报率下降会约束下一期投资需求的扩张。另一方面，已有资本存量会形成新的生产能力，进而提高潜在供给水平。当资本回报率高于利率时，人们有动力扩张投资需求，而投资需求扩张所形成的新的生产能力也会被下一期的投资需求所消化吸收，故此时不太可能出现产能过剩；但当资本回报率递减并降至利率水平以下时，投资需求将出现缩减。若短期内生产函数没有及时改善，那么多余的资本可能闲置，即导致产能过剩。

现实案例 III：中国过度投资发展模式导致的产能过剩格局。

与其他国家相比，长期以来中国投资率保持在较高水平。[1]高投资率直接带动了经济高速增长，并推动了嵌套在投资中的技术进步。然而，高投资在促进资本快速积累时，也成为导致中国出现产能过剩的最直接因素。根据 OECD 的估算，2014 年中国对全球的产能过剩贡献了 37%；而另一个研究结果是 2012—2014 年间全球增加的 41% 的产能都来自中国。

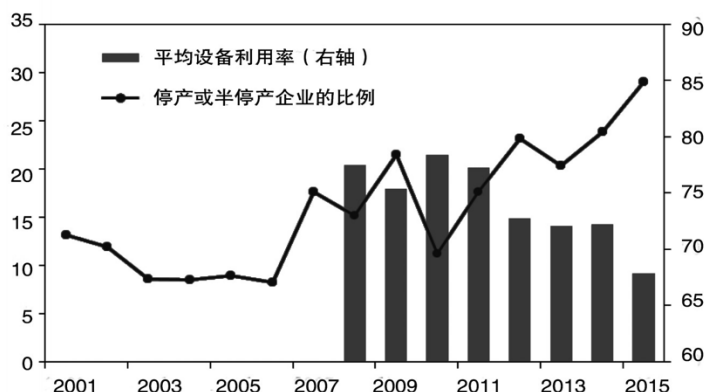


图 11：中国近年来的产能利用情况 (%)

数据来源：中国企业家调查系统

为应对国际金融危机中的经济下行压力，2008 年中国政府果断采取了大规模经济刺激计划。尽管四万亿计划的最终利弊得失众说纷纭，但不可否认的是，中国当前所面临的较大产能过剩压力与国际金融危机后投资刺激政策的规模和效率息息相关。一方面，为迅速拉动经济增长，政府很短时间内对基础设施建设等有限几个领域进行密集投资，其对下行的资本回报率不敏感；另一方面，政府通过税收减免、帮助企业获取融资等方式对企业投资提供各种投资补贴，即使资本回报率下降，企业也可以扩大投资。大规模政府投资或带有补贴性质的企业投资迅速带动了对投资品的需求，表面上看似乎“立即”缓解了内需不足的问题，实际上并不具有长期效果，甚至加重了日后消化过剩产能的负担。由于缺乏有效的价格信号，新的资源仍源源不断地加入过剩产能行业。经济刺激计划下过度的投资意味着更低的资本回报率、更高的债务水平和更多的银行呆坏账。

4.理论约束 IV：政府投资与私人投资对利率敏感性不尽相同，总量刺激政策的效果受到投资结构等问题的制约。

凯恩斯假定投资需求（无论是私人投资需求还是政府投资需求）都受利率和资本回报率的影响，并且假设政府部门投资需求与私人部门投资需求是完全可替代的关系，即当私人部门投资需求不足时，政府投资需求能够恰好弥补，最终实现充分就业目标。上述假设其实忽视了投资的结构问题，即政府投资与私人投资对资本回报率的要求不同或者对利率的敏感程度不同。具体地，当私人部门投资需求因资本回报率下降而不愿意扩张时，政府投资恰恰要迎难而上、填补缺口；然而，政府投资也会受到下行的资本回报率影响。但为了提高有效需求而持续地进行政府投资，必然会使该投资陷入亏损的困境。这说明凯恩斯在建议以政府投

资本来弥补产出缺口时，并没有以全社会总资本回报率或利率水平来约束政府投资，忽视了政府与私人投资对资本回报率（或利率）有着不同敏感性等结构性问题。

更进一步地，即使在私人投资需求范畴内，不同类型投资主体对资本回报率或利率的敏感程度也不尽相同。凯恩斯所言的高度市场化，是指所有私人部门均严格以利率和资本回报率为约束进行投资决策。但如果是在一个市场化程度不高的经济体中（例如新兴市场国家），各类微观主体面临的预算约束程度不同，对利率的敏感程度不尽相同。既然如此，总量性政策会对各类经济主体产生差异化效果，例如央行降低利率对各类经济主体的投资需求扩张会有不同程度的作用。这些都是凯恩斯当年未曾深入考虑的结构性问题。而事实上，理解总量性政策的效果往往需要有结构化的视角。

现实案例 IV：中国软预算约束等结构性问题与宏观总量政策之间的相互影响。

在转型中国的各类微观市场主体中，存在着大量对资本回报率或利率不甚敏感的部门，例如一些地方融资平台以及部分国有企业等，即所谓的软预算约束部门。软预算约束部门具有一些典型特点。一是软预算约束部门的投资往往带有政府投资色彩，通常涉足一些具有正外部性但名义资本回报率较低的公共领域，即背负着政策性负担。二是软预算约束部门往往生产率较低，但因为有政府的隐性担保，能够更加便捷地获得贷款；相对比的是民营企业等生产率较高的硬预算约束部门，其对利率变化十分敏感，但外部融资的可得性较差。三是软预算约束部门在资不抵债时一般不会破产，而是依靠政府对其进行救助；相反，受硬预算约束的民营企业资不抵债时就会很快破产。

在宽松的货币金融环境下，软预算约束部门对融资成本不敏感，债务规模往往增长迅速，对硬预算约束部门形成明显挤压并造成要素配置的扭曲。一个典型的观察是，中国在四万亿经济刺激政策实施过程中，由于隐性担保、刚性兑付等问题的存在，不少金融资源流向了软预算约束部门。软预算约束部门对利率不够敏感，加之融资量大，反而推升整个市场的利率水平，从而对硬预算约束部门尤其是民营经济形成挤出效应。面对资金等要素价格的上涨，生产率更高的硬预算约束部门却降低了投资需求。因此，经济的结构性问题加剧了要素配置市场的扭曲，造成要素在高生产率和低生产率部门之间的低效分配。当经济中存在大量预算软约束和对利率不够敏感的部门时，结构性问题还会使货币运行路径发生变化。软预算约束使得总量型宏观调控面临两难困境：若降低利率水平，可能进一步刺激软预算约束部门的投资；若提高利率水平，又会对一般产业形成打压，拖累经济增长。在这样的环境下，宏观总量政策的边际效果将不断下降，且难以应对结构性问题，这其实是实体经济扭曲在金融领域的自然映射。

5.理论约束 V：如何将金融市场因素纳入凯恩斯主义经济学的范畴

凯恩斯所处的年代金融市场尚不发达，融资方式和金融工具较为单一，因此《通论》仅将金融市场局限为银行体系，将其视为连接资金供给与需求方的中介，并没有提及金融市场与实体经济的内生性联系。不仅如此，凯恩斯之后的主流宏观经济学范式均假设金融体系顺利运作，不会对实体经济产生实质性影响。尽管也有少量文献将信息不对称因素引入信贷市场，建立了“金融加速器”、“抵押品约束”等理论，但主流宏观经济学仍认为金融市场从来不是主角。然而，在近年来的一次次金融危机、经济危机中，金融市场客观上都扮演了重要角色。全球金融危机引发了宏观经济学家对金融问题的集体性反思，即金融体系可能对宏观经济运行具有不可忽视的重要影响，需要重建宏观经济学的“金融支柱”等。危机使学者们意识到金融市场的摩擦已成为宏观经济分析中不能忽视的部分，围绕金融加速器、抵押品约束、银行资本约束等机制，大家开始在主流宏观经济模型中植入金融因素。特别地，资本市场上证券价格波动可能对实体经济产生巨大影响。当金融资产在新型金融衍生工具的推波助澜下脱离实体经济不断自我膨胀时，就容易形成资产泡沫，而资产价格泡沫的膨胀和崩溃会阻碍实体经济的发展。

现实案例 V：量化宽松等刺激性货币政策对金融市场泡沫的催生作用。

货币政策在应对此次国际金融危机中做出了很多及时适当的反应，对于缓解金融危机起到了重要作用，但对金融市场也产生了溢出效应。宽松货币政策释放的海量流动性会“自发”流向房地产、证券等资产领域，有时并不会直接表现为传统的通货膨胀率上升。例如，宽松货币政策为 2009 年起美国股市开启了一个牛市，而 2% 的通胀目标却不易实现。当然，保持物价稳定和金融稳定（含金融资产价格稳定）有时是种两难，一些央行将金融稳定的目标更寄希望于宏观审慎管理，但这仍是一个尚未经充分证明的概念。

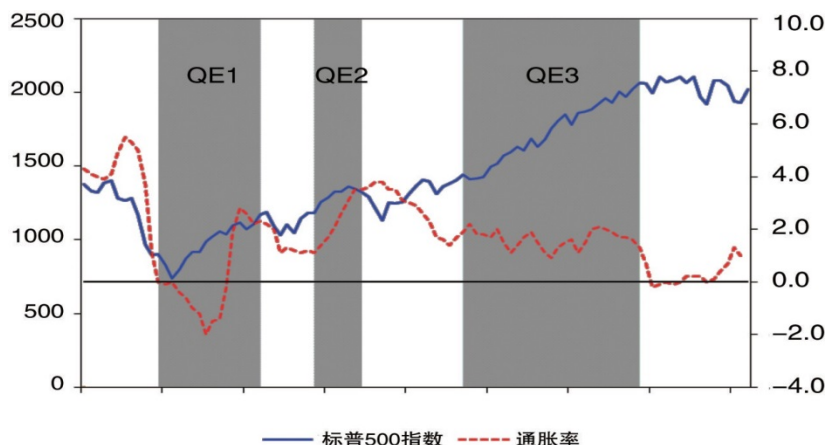


图 12：美国股指与美国 CPI 当月同比增速的走势

数据来源: Wind

此外,金融市场的表现也会给货币政策带来意想不到的副作用。一是大量资金涌入金融市场,尽管可通过财富效应等渠道溢出至实体经济,但长期低利率环境会鼓励风险激进的投资逐利行为,催生全球范围内金融资产泡沫和资产价格轮动,而一旦泡沫破灭又会再次冲击实体经济。此种对金融市场泡沫破灭拖累经济增长的担忧束缚了货币政策由非常规走向正常化。二是在开放经济条件下,全球金融市场高度联动,主要的“中心国家”释放的大量流动性外溢至全球,必然对“外围国家”经济产生冲击。三是新兴经济体的经济金融发展对发达经济体也有“回溢效应”。考虑到全球金融市场动荡和不确定性加剧的情况,来自新兴经济体货币政策的变化或金融市场动荡对许多发达经济体也会产生重要影响。

(四) 结论和政策建议

1930 年代诞生的凯恩斯主义经济学为摆脱当时的大萧条提出了系统性的政策应对方案,开创了近代宏观经济理论体系。虽然 1970 年代后,凯恩斯主义经济学因为难以解释滞胀现象而日渐式微,但 2008 年国际金融危机爆发后,凯恩斯主义再次回到政策舞台中央,成为各国走出危机的指导方针。危机以来,无论是中心的发达国家还是外围的新兴市场国家,纷纷采用凯恩斯主义的经济刺激计划,然而效果参差有别。与任何其他经济理论一样,凯恩斯主义经济学有其理论边界或现实约束条件,如果对其边界或约束条件的认识不足,实践中很容易造成凯恩斯主义的不恰当运用以及政策的效果差异。

本文在回顾了凯恩斯主义经济学的核心思想后,从经济理论与现实案例的角度归纳总结了其理论边界和现实约束条件。第一,名义利率下限和流动性陷阱制约着宽松货币政策的实施。自 1990 年代以来,日本的宽松货币政策已被证明在防御经济衰退和通缩风险上收效甚微。第二,政府债务水平及赤字率制约着积极财政政策的实施。在 2008 年金融危机和 2011 年欧债危机的双重打击下,不少欧洲国家既需要扩大财政投资,又需要削减赤字率,财政政策实际上陷入了两难困境。第三,当期过度的投资可能会抑制未来的总需求并形成下一期的产能过剩。中国当前所面临的巨大产能过剩压力与国际金融危机后的大规模投资刺激政策不无关系。第四,总量刺激政策的效果会受到结构性问题的影响。对资本回报率或利率不敏感的软预算约束部门大量存在,既容易造成要素配置的扭曲,又易使宏观总量政策陷入“扩张还是不扩张”的两难困境。第五,金融市场对宏观经济运行产生了复杂的互动影响,其对凯恩斯主义总需求管理政策提出了诸多挑战。全球金融危机后,主要央行纷纷实施大规模量化宽松货币政策,容易催生金融资产泡沫,而金融市场的大幅波动也会给宏观政策实施带来复

杂的回溢效应。

综观上述凯恩斯主义的理论边界和现实约束条件，并结合中国当前“增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期”三期叠加的宏观经济金融环境，我们提出如下建议。一是应保持中性适度的货币环境。后危机时代，宽松的货币政策对经济复苏的边际效应在不断减弱，不宜对通过宽松货币来刺激经济增长的效果抱过高期望。特别地，过度的货币扩张极易带动居民消费品、金融资产、房地产等一系列价格的迅速上涨，且在极端情况下不排除出现滞胀的可能性，因此有必要密切关注广义通胀等综合反映价格与流动性的指标。二是在可持续的财政赤字和政府债务水平范围内，提高投资效率，合理利用财政政策的剩余空间。积极推进“营改增”改革、调整社保费率等财税领域改革，降低企业负担。发挥政府投资的结构性调整功能，致力于中长期环保、教育、改善收入分配等领域的投资。通过破产重组、资产出售等市场化方式化解非金融企业的高杠杆风险。三是加快实施具有治本功效的结构性改革。理顺要素市场的价格机制，鼓励不同产业、不同生产环节、不同流通领域的管理创新、技术创新和制度创新。当然，创新不一定是疾风骤雨式的大变革，可能只是一些和风细雨式的平凡举措。值得一提的是，结构性改革可能引起短期经济下行，对此要保持一定的定力，提高对经济增速波动的容忍度。

在凯恩斯主义的理论框架下，现实中许多宏观政策（尤其是创新性的政策）的效果仍有待进一步观察。例如，非常规货币政策对物价稳定和经济增长的效果、加大政府投资与去杠杆之间的取舍、金融体系与宏观经济的互动效应等。因此，需要不断结合实际情况，加深对凯恩斯主义经济学的理解甚至进行创新。放眼历史长河，每一场大的经济金融危机几乎都会激发经济理论的创新。大萧条催生了凯恩斯主义经济学；1970年代的滞胀危机让新古典主义经济学占据主流；2008年国际金融危机后，凯恩斯主义经济学重回现实政策应对的舞台，但目前对其政策效果的质疑和争论也与日俱增。或许，崭新的经济理论正在孕育之中，而我们对凯恩斯主义的理解也必然会随着经济现实的发展而不断深入。

三、主要经济数据⁶

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	17-Apr	17-May	17-Jun	17-Jul	17-Aug	17-Sep
CPI	同比	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6
PPI	同比	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9
PMI	同比	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4
工业增加值	同比	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6
工业企业利润 总额	累计同 比	24.4	22.7	22.0	21.2	21.6	22.8
固定资产投资 完成额	累计同 比	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5
社会消费品零 售总额	同比	10.7	10.7	10.9	10.4	10.1	10.3
进出口金额	同比	9.70	11.3	13.8	8.8	8.9	12.7
M2	同比	10.50	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2
社会融资规模	当月值 (亿元)	13900	10625	17762	12200	14791	18199
金融机构新增 人民币贷款	当月值 (亿元)	11000	11100	15400	8255	10900	12700

⁶撰写人：IMI 副研究员黄泽清

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流 ---- 驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》 课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论 多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼	张超、张家瑞、黄泽清、 韦伟
IMI Report No.1619	—东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度） 人民币国际化进程走出低潮，重新扬帆起航	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	—东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 2 季度） 人民币汇率跌宕起伏，国际化进程遭遇低潮	曹彤、杨丰
IMI Report No.1617	—东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 1 季度） 两岸金融合作机制探讨	曹彤、杨丰
IMI Report No.1616	—海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第三部分） 两岸金融改革经验与制度借鉴	蔡颖义、何青、钱宗鑫
IMI Report No.1615	—海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第二部分）	蔡颖义、涂永红、胡波、 钱宗鑫、吴雨微
IMI Report No.1614	人民币国际化与特里芬难题的辩证反思——海峡两岸金融改革 问题研究发布稿（第一部分）	王芳、张晋源
IMI Report No.1613	主要发达国家去杠杆经验和中国经济去杠杆研究	罗煜
IMI Report No.1612	全球直销银行创新发展与未来趋势	张继元、曲双石
IMI Report No.1611	创新视角下全球金融科技的内涵、发展状况及未来趋势	樊旼旼、曲双石
IMI Report No.1610	Fintech：金融科技企业的数字革命	杨望、曲双石



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