

潜在增速放缓下的中国宏观调控新模式

：通缩、高债务、货币政策财政政策协调

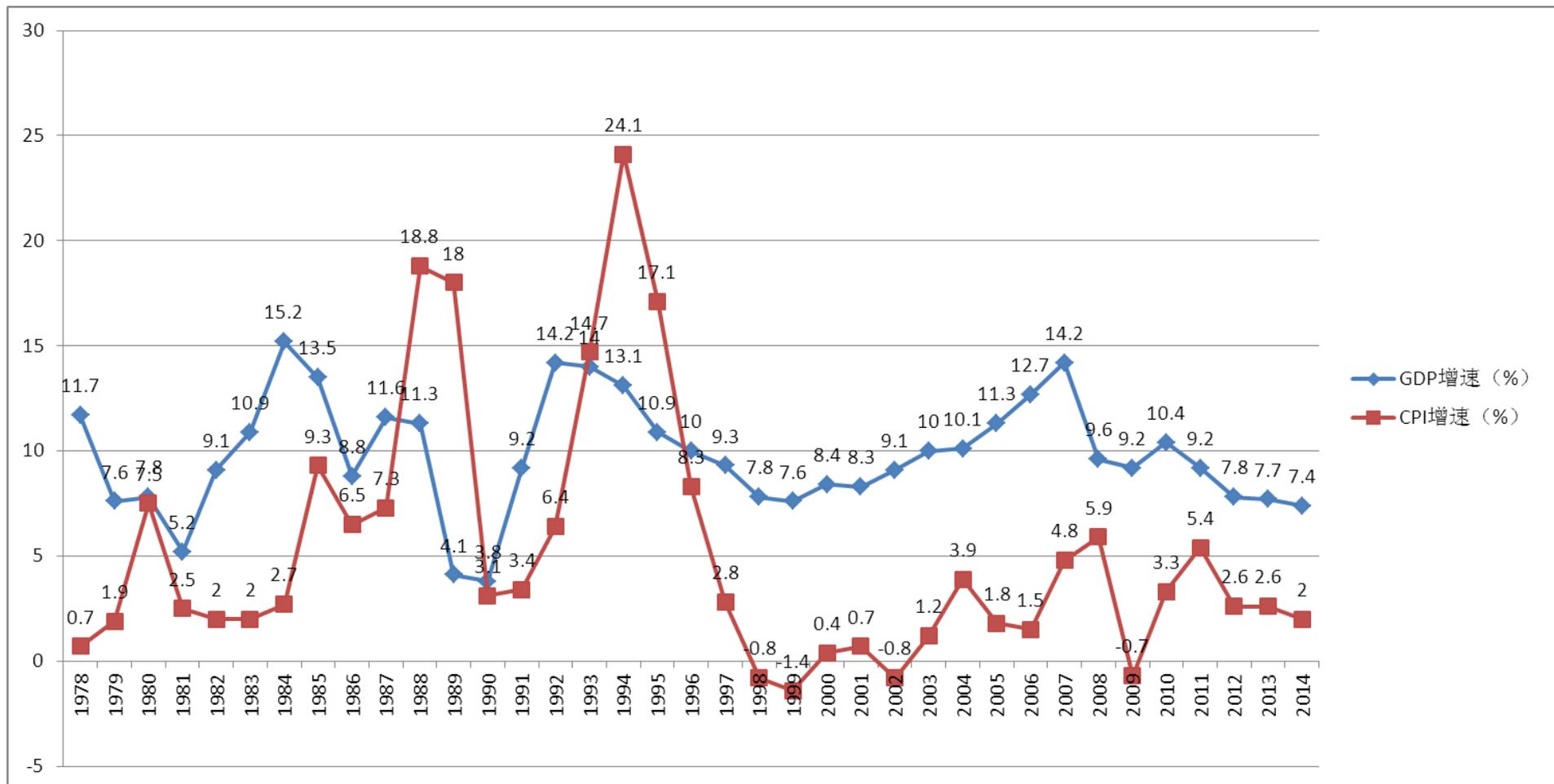
中国人民大学 陈彦斌

2015.8

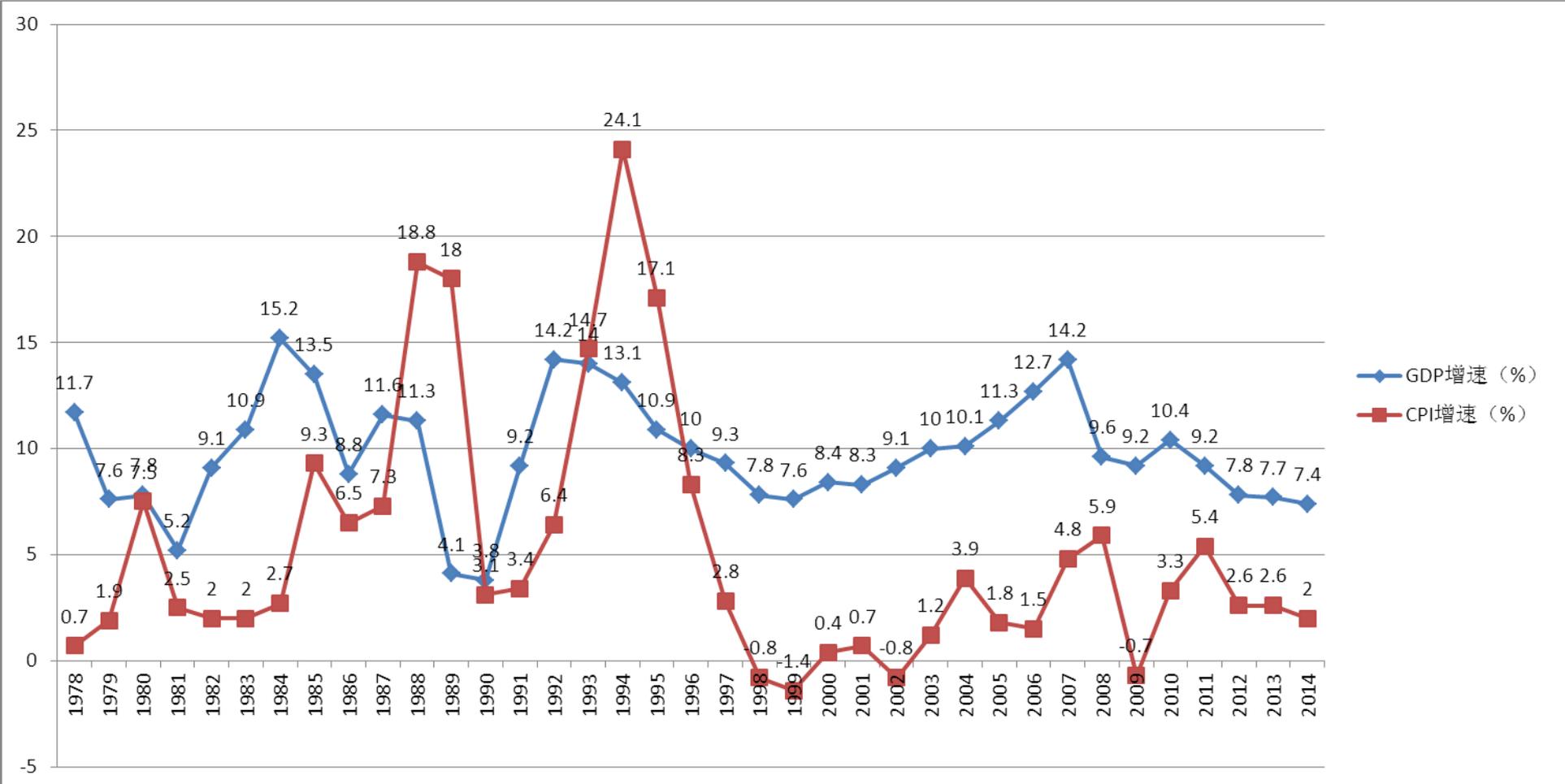
核心观点

- 在中国通常所理解的凯恩斯主义是指早期凯恩斯主义：应对经济衰退，积极的财政政策比货币政策要更加有效。而**2008年**金融危机后，宏观经济学理论与政策更加重视财政政策的作用进一步强调了这种看法。
- 众所周知，中国央行的独立性较差，远不如美联储。因此，人们更多地希望财政政策而不是货币政策发挥应对经济衰退的重任。
- 但是，本文将指出：在当前通缩压力和高债务的背景下，积极的货币政策会比传统看法更为有效。
。

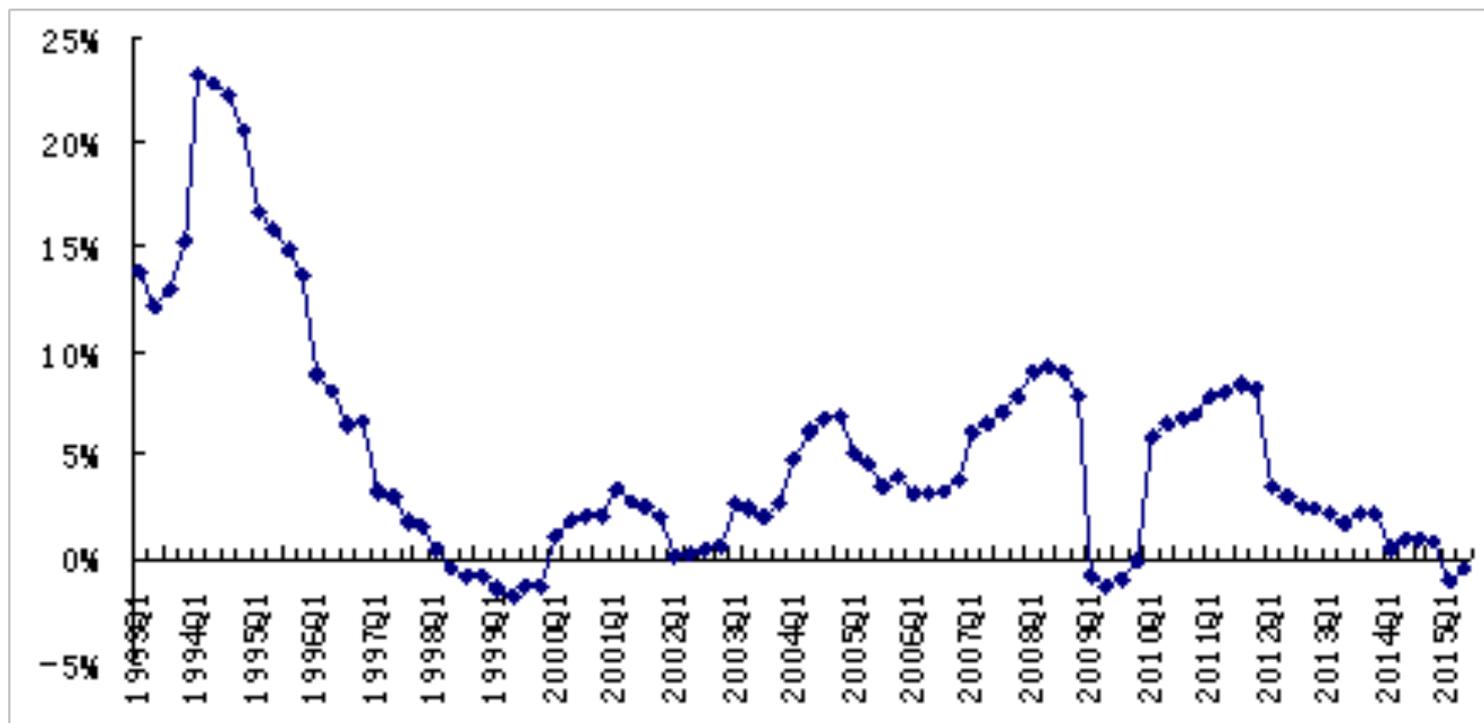
1、“新常态”以来宏观调控政策的“稳增长”效果不佳



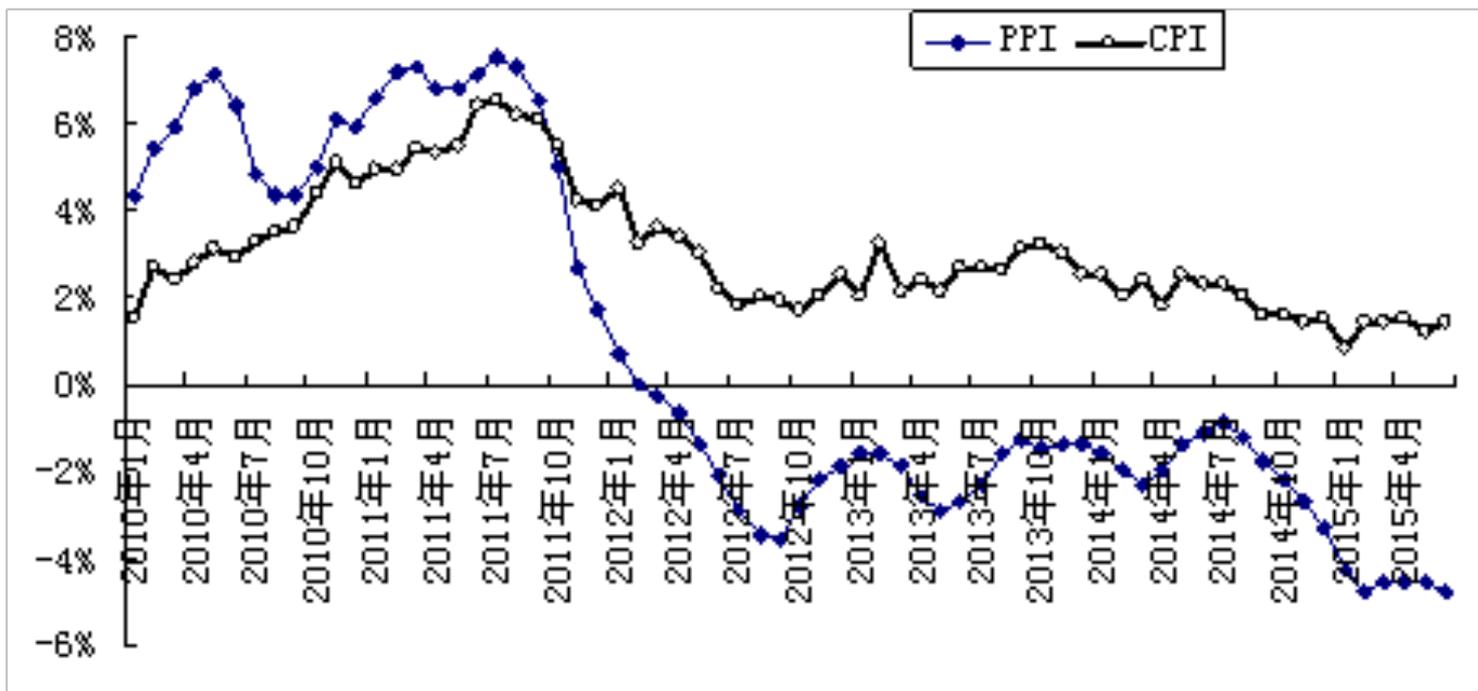
改革开放以来中国经济增长与通货膨胀一览图



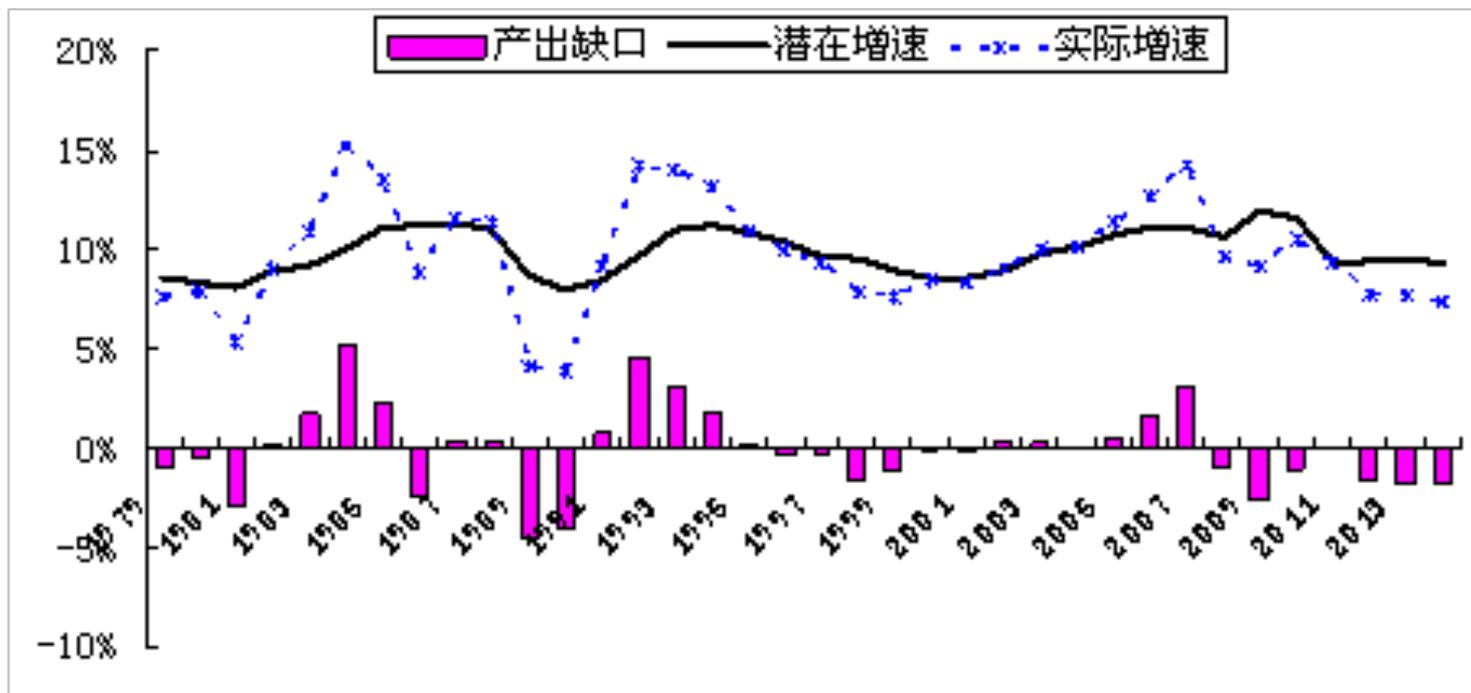
当前的经济状态是“萧条”



GDP平减指数。2015年1-2季度GDP平减指数为：-0.5%



7月CPI为1.6%。猪肉价格上涨16.7%，影响CPI上涨约0.48个百分点



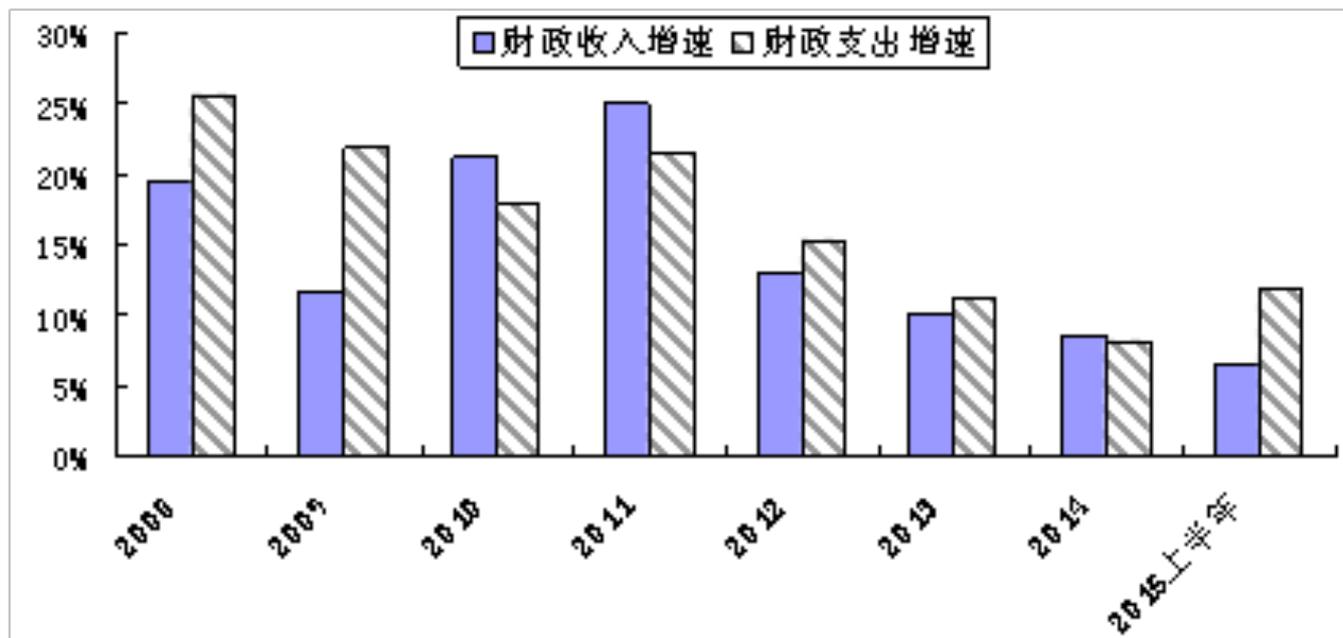
2012~2014年中国潜在经济增速分别为9.38%、9.49%和9.24%，而实际经济增速分别为7.7%、7.7%和7.4%，可见2012~2014年产出缺口依次为-1.72、-1.81和-1.84个百分点。

2、“稳增长”效果不佳是因为财政政策和货币政策的力度不够

(1) 财政政策力度不够

表1：2009年来财政政策目标及完成情况

年份	政策定位	目标赤字 (亿元)	实际赤字 (亿元)	目标赤字率	实际赤字率	是否完成政策目标
2009	积极	9500	7782	3%	2.25%	否
2010	积极	10500	6773	2.8%	1.66%	否
2011	积极	9000	5373	2%	1.11%	否
2012	积极	8000	8699	1.5%	1.63%	是
2013	积极	12000	11002	2%	1.87%	否
2014	积极	13500	11312	2.1%	1.78%	否
2015	积极	16200	?	2.3%	?	?



财政支出增速已经从2011年的21.6%直线下降到2014年的8.2%，下降幅度达13.4个百分点，比1993~2014年间财政支出平均增速也低了足足10个百分点。在政府不断提高财政赤字率的同时，财政支出增速却出现“断崖式”下滑，同样表明财政政策的力度是不够的。

财政政策力度不够的原因。

- 财政收入方面，财政收入增速已经从**2011年的25%**降到了**2014年的8.6%**，这是**1992年**以来中国财政收入增速首次低于两位数。**2015年**上半年全国财政收入增速进一步下滑至**6.6%**，辽宁、新疆、山西和青海等省份财政收入更是出现了负增长。

- 财政支出方面，政府不仅要通过财政出资上项目搞投资来“稳增长”，还需要负责教育医疗等民生刚性支出，更需要承担地方政府债务、中央政府债务、甚至部分国有企业债务还本付息的重任，而后面两类支出则会不断“挤占”积极财政政策空间，导致财政政策越来越无力“稳增长”。国家统计局数据显示，固定资产投资中来源于国家预算的资金增速已经从**2012年的29.7%**大幅下降到**2013年的17%**和**2014年的14.1%**。而固定资产投资主力军——地方项目的投资增速已经从**2011年的27.2%**一路下滑至**2014年的15.9%**，**2015年上半年**再度下降到**11.9%**。

- 此外，不断增长的高额地方债以及去年出台的**43号文件**加大了对地方债的管理力度。截至**2013年6月**，地方债务为**17.89万亿**，比**2010年**增加**70%**，中央和地方政府债务总量**30.27万亿**，占**GDP58%**。

• (2) 货币政策力度不够

表2：2003年以来中国M2目标增速与实际增速对比

年份	政策定位	GDP目标增速	M2增速			
			目标增速	实际增速	实际增速-目标增速	是否完成目标
2003	稳健	7%	16%	19.6%	3.6%	是
2004	稳健	7%	17%	14.7%	-2.3%	否
2005	稳健	8%	15%	17.6%	2.6%	是
2006	稳健	8%	16%	17.0%	1%	是
2007	稳健	8%	16%	16.7%	0.7%	是
2008	从紧	8%	16%	17.8%	1.8%	是
2009	适度宽松	8%	17%	27.7%	10.7%	是
2010	适度宽松	8%	17%	19.7%	2.7%	是
2011	稳健	8%	16%	13.6%	-2.4%	否
2012	稳健	7.5%	14%	13.8%	-0.2%	否
2013	稳健	7.5%	13%	13.6%	0.6%	是
2014	稳健	7.5%	13%	12.2%	-0.8%	否
2015上半年	稳健	7%	12%	11.8%	-0.2%	否

3、通缩压力和高债务背景下，“积极财政+适度宽松货币”的政策组合能够更好地稳增长，因此应该加大货币政策宽松力度

- （1）按照传统的IS-LM模型，“积极财政+宽松货币”的政策组合可以降低实际利率，有助于扩大企业投资需求。
- （2）在通缩和高债务并存的情况下，宽松货币政策既能激励企业增加投资需求，又能为财政政策腾出空间“稳增长”，因此“积极财政+宽松货币”的政策组合更有助于稳增长。

- 第一，中国目前不仅面临通缩压力，而且企业和政府部门还面临高债务问题。

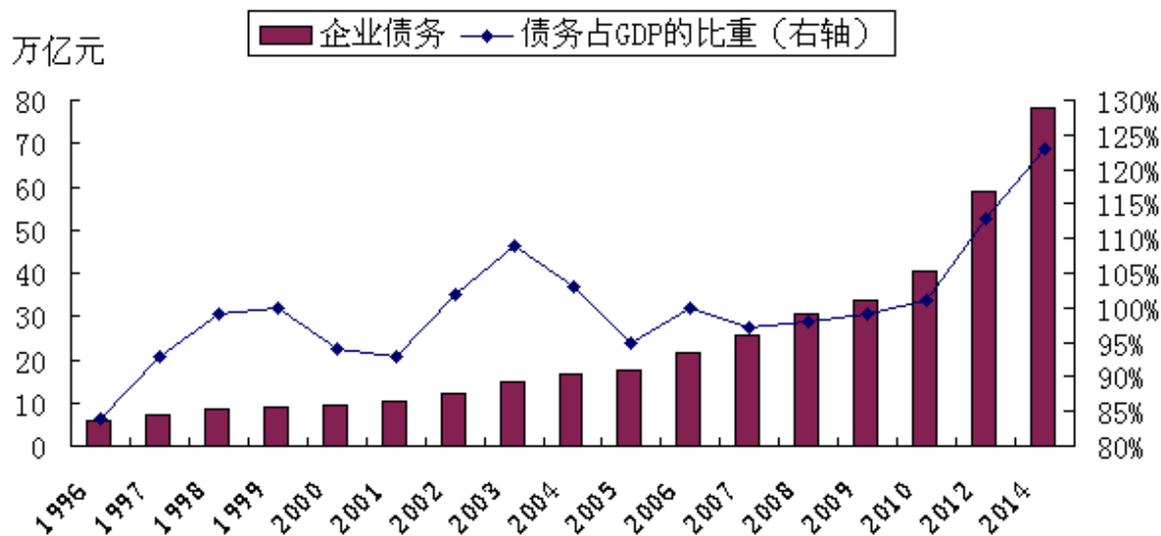


表3：全国政府债务规模情况（单位：万亿元）

年份	政府层级	负有偿还 责任债务	负有担保 责任债务	可能承担一 定 救助责任债 务	债务合计	债务占GDP 比重
2010年	地方	6.71	2.34	1.67	10.72	26.21%
2012年	中央	9.44	0.28	2.16	11.88	22.88%
	地方	9.63	2.49	3.77	15.89	30.58%
2013年 6月底	中央	9.81	0.26	2.31	12.38	21.06%
	地方	10.89	2.67	4.34	17.89	30.43%

- 第二，回顾“大萧条”历史可知，当通缩和高债务共存时，央行有必要实施宽松货币政策使物价水平上涨从而降低债务负担，刺激全社会投资需求扩张。
- 第三，对中国而言，加大货币政策宽松力度，不仅可以减轻企业债务负担，更重要的是可以腾出财政空间，助力政府部门使用财政政策“稳增长”。

表4：宽松货币政策给企业带来益处的估算结果（单位：万亿元）

基本信息		情形1：降准		情形2：降准+降息	
债务规模	73.8	削减债务负担	$73.8*2\%=1.48$	削减债务负担	$73.8*2\%=1.48$
				削减债务利息	$73.8*80%*0.5\%=0.30$
融资规模	16.0	降低融资成本	$16*2\%=0.32$	降低融资成本	$16*2.5\%=0.40$
当年偿债规模占比	20%	收益合计	$1.48+0.32=1.80$	收益合计	$1.48+0.30+0.40=2.17$

表5：宽松货币政策给政府带来益处的估算结果（单位：万亿元）

基本信息		情形1：降准		情形2：降准+降息	
债务规模	30.27	削减债务负担	$30.27 * 2\% = 0.61$	削减债务负担	$30.27 * 2\% = 0.61$
				削减债务利息	$30.27 * 80\% * 0.5\% = 0.12$
融资规模	5.67	降低融资成本	$5.67 * 2\% = 0.11$	降低融资成本	$5.67 * 2.5\% = 0.14$
当年偿债规模占比	20%	收益合计	$0.61 + 0.11 = 0.72$	收益合计	$0.61 + 0.12 + 0.14 = 0.87$

结论

- 目前中国所坚持“积极财政+稳健货币”政策组合是在经典IS-LM理论框架下分析得出的，忽视了通缩和高债务两个重要因素。
 - 其一，在面临通缩压力的情形下，“积极财政+适度宽松货币”的政策组合可以防止实际利率升高，有助于扩大全社会投资需求。
 - 其二，在高债务的情形下，“积极财政+适度宽松货币”的政策组合既可以激励企业增加投资需求，又可以为财政政策腾出空间“稳增长”，这进一步提高了中国加大货币政策宽松力度的必要性。
- 通过计算发现，如果实施宽松货币政策将通胀率推高2个百分点，将会帮助企业削减债务负担和融资成本1.8~2.17万亿元，促使全社会固定资产投资增速额外提高3.5~4.2个百分点。更重要的是，宽松货币政策将会为政府腾出7200~8700亿元的财政空间，使2015年财政支出增速额外提高多达4.7~5.7个百分点。由此可见，加大宽松货币政策力度，将宏观调控从“积极财政+稳健货币”转向为“积极财政+适度宽松货币”有助于更有效地“稳增长”。

谢 谢！