

# 供给侧 结构性改革



林毅夫

等 著

# 供给侧 结构性改革

林毅夫

等著



## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

供给侧结构性改革 / 林毅夫等著. —北京: 民主与建设出版社, 2016.3

ISBN 978-7-5139-0972-3

I. ①供… II. ①林… III. ①中国经济—经济改革—研究  
IV. ①F12

中国版本图书馆CIP数据核字 ( 2016 ) 第 054859 号

---

© 民主与建设出版社, 2016

## 供给侧结构性改革

GONGJICE JIEGOUXING GAIGE

---

出版人 许久文  
作者 林毅夫 等  
责任编辑 程旭  
监制 于向勇 马占国  
选题策划 秦青  
特约编辑 王蕾  
营销编辑 刘健  
封面设计 吕彦秋  
出版发行 民主与建设出版社有限责任公司  
电话 ( 010 ) 59417747 59419778  
社址 北京市朝阳区阜通东大街融科望京中心B座601室  
邮编 100102  
印刷 三河市鑫金马印装有限公司  
版次 2016年4月第1版 2016年4月第1次印刷  
开本 710mm × 1000mm 1/16  
印张 18  
字数 230千字  
书号 ISBN 978-7-5139-0972-3  
定价 39.80元

---

注: 如有印、装质量问题, 请与出版社联系。

Chapter 1 把脉中国新经济 第一章	沈明高：中国未来五年五大趋势 / 002
	胡月晓：供给侧结构性改革，引领未来经济新方向 / 021
	颜 色：中国经济增长潜力靠什么？ / 028
	林采宜：中国经济未来是L型的 / 052
	林采宜：2016年中国经济的主题词 / 058
	许小年：为什么要强调供给侧？ / 062
	钟正生：“三去一补”的障碍与对策 / 070
Chapter 2 拥抱供给侧 第二章	林毅夫：供给侧结构性改革应有中国式理论创新 / 078
	盛 洪：供给侧结构性改革应该改什么？ / 095
	徐朝阳：美国“供给经济学革命”的中国启示 / 099
	陈季冰：告别凯恩斯主义，拥抱供应学派 / 110
	何诚颖：供给侧改革的历史启示与市场影响 / 114
	陆 铭：供求匹配：讨论中国问题如何走出二元对立 / 135
	李拉亚：供给侧改革需要理论创新 / 140
	梁 红：供给侧改革对短期经济增长的影响 / 152
邵 宇：移杠杆与补短板 / 157	

Chapter 3

第三章  
全面深化结构性改革

- 邢 昀 于海荣：供给侧全面发力 / 166
- 冯俏彬：中国“供给侧”改革的核心是制度创新 / 178
- 刘世锦：供给侧改革的主战场是要素市场改革 / 184
- 管清友：中国如何结构性减税 / 190
- 陈 杰：房地产高库存的规模测算、风险评估、成因及对策 / 198
- 杨遴杰：土地供给侧改革要形成多元土地供应格局 / 214
- 伍振军：农业供给侧出了什么问题 / 223
- 赵 衡：互联网医疗的2016：一个供给侧的视角 / 226

附录

- 周小川：人民币汇率改革、宏观审慎货币框架与数字货币 / 233
- 王 宇 刘羊旸：2016年中央一号文件发布，推进农业供给侧结构性改革 / 258

Chapter 1

第一章

把脉中国新经济

沈明高

胡月晓

颜 色

林采宜

许小年

钟正生

## 中国未来五年五大趋势

沈明高 / 莫尼塔首席经济学家 /

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中明确提出，要“加快形成引领经济发展新常态的体制机制和发展方式”。这表明，中国政府希望能够掌握经济转轨的主动权，政府政策与改革措施将会有预见性和提前量。政策的主动性将影响未来经济调整的路径和时间，是预测未来经济增长前景的最大变量，这或许意味着十三五规划的开篇与以往有所不同。抛开政策的不确定性，未来五年中国经济发展的大趋势正在形成，站在历史正确的一边，才能把握经济调整中的大机会。

经济转型是一个渐进的过程，长期结构性的力量将发挥重要作用。相对而言，我们可以把中国经济增长和结构调整大致分为四个阶段：（1）高速增长；（2）低质量增长放慢；（3）质量有改善的低增长；（4）较高质量的增长。

目前，中国经济增长仍处在低质量放慢阶段，消费和服务业占比的提

高是投资增速放慢的结果。2014年下半年以来，结构性失衡遭遇瓶颈，经济加速放慢。名义GDP同比增速从2011年第二季度的19.6%（全球金融危机之后的峰值），跌至2014年第三季度的8.5%，并于四季度滑落至8%以下，2015年四季度仅为5.7%，低于2009年第二季度的6.5%（全球金融危机期间的低谷），这个过程也伴随着消费增速的放慢。与经济运行高度相关的财政收入、企业利润和居民收入增长均呈放慢的态势。

“十三五”期间，中国经济或进入前低后高的五年。前半期，以旧经济调整为主，增长质量有所改进但增速较低；后半期，旧经济企稳、新经济的重要性提升，较高质量的经济复苏可期。前期调整越彻底，后期反弹的可能性越大。未来五年，旧经济调整的压力和改革拉力是推动经济转型的主要力量，周期性政策或影响进程但不改变方向。据此，我们提出中国未来五年的五大趋势，概括为“一低四化”，即低名义利率、城镇化、资产轻量化、债务国有化和人民币国际化。

## // 低名义利率

未来五年，特别是未来五年的前半期，旧经济下行快于新经济上行，通缩压力或持续，逼低名义利率。旧经济向下调整的力量大于新经济上升的力量，形成通缩压力。旧经济调整从上游制造业开始，近来调整幅度加大。如果把制造业粗略划分为上游、中游（资本品）和下游，以固定资产投资增长为例，上游制造业的产能投资去年下半年已经进入衰退，即负增



长。与制造业息息相关的房地产投资也同步进入衰退，房地产库存增加降低了成交量反弹对投资的拉力。

传统产业失业压力上升，拉低居民收入增长幅度，使得消费和服务业承压。即使失业率上升有限，由于制造业难以创造更多的就业机会，其对居民收入增长的贡献率不可避免地下降。除非有充分的理由相信服务业可以独立于制造业自主增长（如服务业开放和城镇化进程的加快），否则，2016年服务业增速或明显低于2015年。

流动性宽松的边际效果不彰。M2总量已经接近季度名义GDP的8倍，但名义GDP增速依然下行。同时，企业信贷需求持续乏力，投资意愿不振。宽松的货币政策、积极的财政政策以及外部经济复苏和大宗商品价格上升，也将影响通货紧缩的走向，但除非出现剧烈的政策、经济 and 价格变动，它们对通货紧缩的影响将是次生的。

未来短期名义贷款利率水平，将逐步与名义GDP增速接近。从国际比较看，6个月至1年的短期贷款利率与名义GDP增速保持相当的水平。在过去几年的大多数时间里，韩国的短期贷款利率略高于名义GDP增速，与中国长期偏低的趋势形成鲜明对比（如图1.1）。自2012年年中以来，中国短期贷款利率与名义GDP增速之差已大幅收窄，降至最近的2个百分点，已经逐渐向韩国的相对水平靠拢。我们预期，名义贷款利率相对于名义GDP增速而言虽有下行的可能，但幅度有限，利率相对于增速窄幅波动的情形在未来数年可能会持续下去。



图1.1 短期贷款利率-名义GDP增速：中国与韩国

由于通缩压力，低利率环境并不必然为企业带来较低的成本，企业面临的真实利率或维持在一个较高的水平。更重要的是，在去产能、去库存和去杠杆的压力之下，企业和投资者的风险偏好下降，尽管无风险利率较低，但风险溢价上升，拉高有风险利率水平。

如果低名义利率、高实际利率和高风险溢价持续时间较长，将对未来几年经济将产生重要影响。

第一，企业将保持较长时间的低利润增速和低回报。在过去的几个降息周期中，工业企业利润出现跳跃式增长，然后随着升息增速放缓。在本周期中，受周期性因素和季节性因素叠加的影响，低利率或持续较长时间，主要是企业低利润率的结果而非原因。

第二，受低投资回报影响，居民收入增长放慢。减息以牺牲储户利息收入和投资者投资收益为代价，长期低利率对消费和服务业发展有负面影响（如图1.2）。在旧经济调整与新经济上升的初期，其净影响不利于就业

和收入增长，是居民收入低增长的另外一个原因。

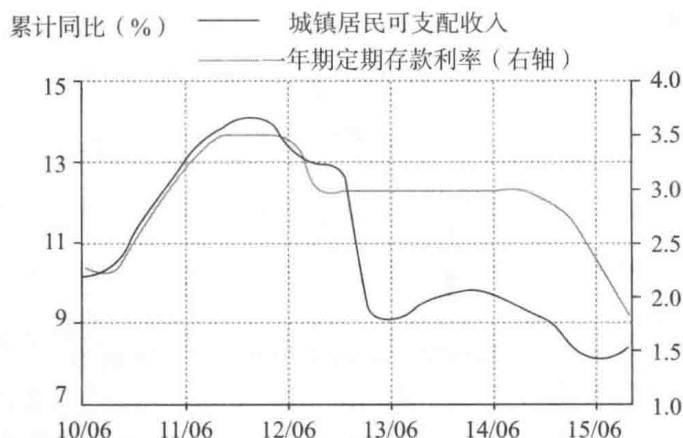


图1.2 利率水平与居民收入增长

第三，人民币贬值压力上升。决定人民币兑美元汇率的基础是反映中美经济动态的利差水平，尽管全球低利率，美联储难以独自加息，但中美利率缩窄仍是大趋势，形成持续的人民币贬值预期和压力。

第四，低利率对资产价格总体而言是利多，但高杠杆挤压了低利率对资产价格的边际影响。特别是，如果低利率是经济不振的结果，未来违约的几率上升，以信用为基础的资产价格将面临很大的压力，重资产企业违约风险上升。

## // 城镇化

中国经济转型是一个旧经济做减法、新经济做加法的过程。供给侧改

革可以消除有效供给不足的瓶颈，更大程度上满足现有有效需求。然而，一些体制性障碍也制约着有效需求本身，如何释放这些需求，并使之得到满足，需要需求侧和供给侧改革并举。

城镇化是工业化发展的结果，重点在户籍人口城镇化。2014年3月发布的《国家新型城镇化规划（2014—2020）》明确要求，将常住人口城镇化率从2013年的53.7%提高到2020年的60%左右，户籍人口城镇化率从36%升至45%左右。简言之，常住人口城镇化率是衡量工业化率的一个指标，泛指非农业人口占比，而户籍人口城镇化率是指在城市居住且消费的人口，可以更加准确地反映中国的实际城镇化水平。考虑到人口增长，2020年户籍人口城镇化率实现之时，将有近1.5亿农民工和家属在城镇落户，围绕着城镇化的住房、基础设施和社会保障需求是未来经济源源不断的增量。

城镇化可以支持较低但可持续的投资增长。城镇化过程本身可以驱动较长时期内投资增长，增加有效供给。据宾夕法尼亚大学估算，中国人均资本存量虽远高于印度等国家，但与巴西、墨西哥相当，低于阿根廷和俄罗斯。中国目前的人均资本存量与人均GDP相当，即就总量而言，并无明显的过度投资（如图1.3）。投资过剩主要体现在：（1）结构性过度投资，如制造业的上游和一些中西部地区的基础设施；（2）投资效率低，资本存量质量不高。

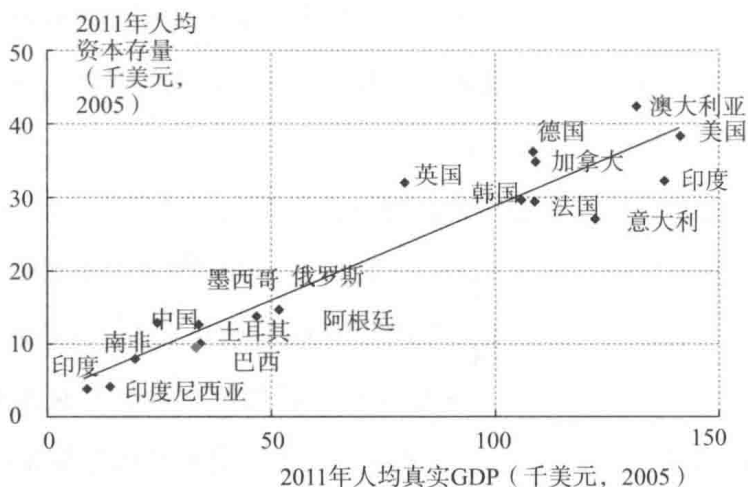


图1.3 中国人均资本存量与人均GDP相当，关键是需改善投资质量和结构

未来的挑战是，中国能否成功避免中等收入陷阱，按人均资本存量或GDP计算向发达国家阵营靠拢。在G20国家中，两大阵营壁垒分明，发达国家人均GDP和资本存量都处在较高的水平，而新兴市场国家，两者均处较低的水平。在过去几十年中，成功从新兴市场阵营升级至发达国家阵营的就两个国家，日本和韩国。粗略来看，横亘在两大阵营之间的“无人地带”可等同于中等收入陷阱。

很多国家的经验显示，在城镇化率达到75%左右的拐点之前，投资占GDP的比重仍然保持上升或相对稳定的态势。中国或需要20年甚至更长的时间才能接近这一城镇化水平，在这之前，不需要过分担心投资失速，而需要关注能否以改革打造一个相对低速但较高质量、可持续的投资模式。

各省市城镇化与投资和服务业发展的关系的横向比较，剔除了制度因素对两者关系的干扰，或能更好地预示未来城镇化带动的经济新动力。一

方面，投资占GDP的比重与城镇化率高度负相关；另一方面，服务业占比与城镇化率高度正相关。根据各省市差异粗略估算，按常住人口计算的城镇化率平均从40%上升到60%，投资占比或从70%降至60%，而服务业占比将从40%上升至50%。

与城镇化相关的改革和资金支持或可以在短期内将消费潜力释放出来。我们建议启动一个10万亿元人民币的新城镇化基金，以财政发债和贴息的方式设立，为保障房、城镇基础设施和社会保障提供资金支持，落实新城镇化规划提出的到2020年将户籍人口城镇化率提高到45%左右的目标。通常情况下，政府支出有2~4倍的乘数效应，即总共30万亿~50万亿元人民币的投资规模，缓解城镇化的资金约束。在未来五年落实新城镇化规划，还需要尽快落实三方面的改革，即户籍制度改革，土地制度改革和社会保障体系改革。

## // 资产轻化

“高杠杆、重资产”是过去30多年企业和地方发展的重要特征。在低利率和高资产升值潜力的大环境下，这是一个盈利性很好的投资策略。首先，尽管名义利率水平不低，但由于高增长和相对较高的通货膨胀，实际利率水平很低；其次，很多资产价格出现了快速上涨，重资产是投资获利的主要媒介。

相对而言，国有企业是资产扩张最大的受益者，中国政府控制了全

国一半以上的资产。中国社会科学院发布的国家资产负债表显示，国家总资产从2007年的284.7万亿元增加至2013年的691.3万亿元，年均增长15.9%，高于14.4%的M2同期平均增速。国家负债率从41.9%稳步增加到49%。在2013年总资产中，居民、非金融企业、金融机构和政府总资产占比分别为29.4%、30.3%、27.4%和12.9%。根据财政部的数据，2013年全国独立核算的非金融国有法人企业15.5万户，资产总额104.1万亿元。以此推算，2013年国企占全部非金融国企资产的半壁江山。考虑到金融企业大多数为国有，金融和非金融国企资产占全部资产的42%左右，再加上政府资产，政府能够直接控制的资产规模约占整个经济资产的55%。如果进一步把农地和牌照等非贸易品的实际价值计算在内，国家实际控制的资产规模或超过60%，这是有别于世界主要国家的中国国情。

然而，“高杠杆、重资产”存在的前提条件已经或正在发生改变。2012年以后，贷款利率迅速接近于名义GDP增速，显示实际资金成本攀升，即资金成本相对于经济和资产价格高增长的优势开始消失；同时，包括土地、房地产和其他各类资产的价格从快速上涨到高位企稳，上升空间有限，下行风险加大。这两个因素随着利率市场化和美元加息有进一步恶化的可能，使得高杠杆企业不堪财务重负，或面临生存的挑战。

去资产可以帮助企业和政府实施资产轻量化战略，是去产能、去库存和去杠杆的前提。未来五年甚至更长的时间内，重资产压力最大的是国有资产和政府部门，也包括一部分私有企业。国有部门资产轻量化必须与国有企

业和地方政府财政改革同步进行；混合所有制改革和负面清单的全面实行，有助于加速去资产的进程。去资产也是结构调整的助推器，即使在私有企业部门，处置传统行业的资产，重构资产负债表，也需要有一个较为发达的资产市场。金融机构也是资产证券化的参与者，通过资产负债表证券化降低流动性和信用风险。

去资产或资产轻化只是一个总称，广义而言，其实质是资产控制权、收益权和风险分布的重新配置。去资产的实现形式包括资产出售、分拆、证券化（如发债、上市）和PPP（公共私营合作制）等。在去资产的过程中，出售资产是最简单的一种形式，是资产控制权、收益权和与资产相关的风险的一次性转让，其他形式的去资产或证券化，则是三者部分转让的组合。

资产供给方通常是“高杠杆、重资产”的企业或地方政府，其目的是增加流动性或缓解财务成本的压力，或者化解风险。以中国社会科学院对国家资产负债表2013年的估算为基础，假设按10%的年均资产增速推算，到2015年，中国整个经济的总资产规模或已接近840万亿元，在这个基础上，国有企业和政府减持5%的资产，其规模可达42万亿元。同时假设过去两年资产结构没有明显改变，国有部门5%的资产去化可使国有和私有部门持有的资产规模相当。

资产轻化面临的最大障碍是如何为风险资产定价。风险难以定价主要是因为缺乏违约，而没有违约在很大程度上是违约的风险难以计量，这是鸡和蛋的问题。2016年或是中国市场有序违约的元年，风险定价和风险交易将再造中国的金融体系。



去资产或资产轻量化应是供给侧改革的核心内容之一，目的是淘汰过剩产能，降低杠杆率，提高资产配置的效率，以市场化的方式实现企业的关、停、并、转。是继续持有重资产、忍受高财务成本和流动性风险，还是与社会分享收益，走资产轻化的道路。不同市场主体面临的财务约束不同，但或早或晚都会面临同样的挑战，或主动或被动地做出决策。

资产轻量化也将带动金融市场的结构调整。首先，渠道从间接融资向直接融资转变。中国债券市场或是最大的受益者，如果债市余额占GDP的比重从目前的50%左右翻倍，其规模或扩大3倍。其次，主体从银行为主转向资本市场为主。未来如何为轻资产企业融资，适应从存款立行到资产立行新趋势，将是一大挑战。适应新的市场需要的主体将会上升，如资产管理公司和租赁公司，信用评级公司。再次，信用从政府主导到市场主导。去资产的过程就是一个信用市场化的过程，资本市场对政府信用有明确的定价，资本市场对政府的约束将较银行系统明显强化。

最后，土地货币化将登场，这是最大的金融资源之一，也是效率配置的洼地。可以考虑在基本不改变土地所有权性质的前提下，通过土地证券化，赋予农民选择退出的权利，换取城镇必要的生活和社会保障，缓解城镇化的资金约束。农地的价值因资源的富裕程度而异，据美国农业部估计，2014年美国农地价值高达2.4万亿美元，是其当年农业资产的4/5，全国GDP的13%左右（如图1.4）。自1995年以来，美国农地平均回报高达12%，是同期名义GDP增速的4倍。