



国家智库报告 2016 (24)
National Think Tank

经 济

新常态下中国宏观经济 政策框架的重构

曹远征 于春海 闫衍 著

RECONSTRUCTING MACROECONOMIC POLICY FRAMEWORKS
FOR THE NEW NORMAL CHINESE ECONOMY

中国社会科学出版社



国家智库报告 2016 (24)
National Think Tank

经 济

新常态下中国宏观经济 政策框架的重构

曹远征 于春海 闫衍 著

RECONSTRUCTING MACROECONOMIC POLICY FRAMEWORKS
FOR THE NEW NORMAL CHINESE ECONOMY

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

新常态下中国宏观经济政策框架的重构 / 曹远征, 于春海, 闫衍著.
—北京: 中国社会科学出版社, 2016. 6

(国家智库报告)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 8493 - 6

I. ①新… II. ①曹… ②于… ③闫… III. ①中国经济—
宏观经济—经济政策—研究 IV. ①F120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 146094 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 喻 苗
特约编辑 王 称
责任校对 闫 萃
责任印制 李寡寡

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版 次 2016 年 6 月第 1 版
印 次 2016 年 6 月第 1 次印刷

开 本 787 × 1092 1/16
印 张 7.25
插 页 2
字 数 85 千字
定 价 29.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

摘要：经济新常态业已出现的特征以及大调整、大变革和大开放战略，对中国宏观经济政策框架提出了调整要求。第一，在中国宏观经济调控中，增长和就业目标的重要性相对下降，而宏观经济短期稳定性的重要性相对上升。第二，物价稳定性和金融稳定性在中国宏观经济调控中的重要性凸显。第三，中国的宏观经济政策应该从生产导向和长期导向转变为消费导向和短期导向，应该更多地通过消费渠道去影响宏观经济的动态平衡。第四，财政政策因其具有很强的结构效应和市场扭曲效应，应该避免直接介入甚至主导结构调整过程，而应针对市场化结构调整路径必然出现的短期阵痛；宏观经济和金融稳定性问题应该更多地依靠货币政策手段，并且货币政策操作要从以非市场化的数量型工具为主转向以价格型工具为主。

需要特别关注的是 2015 年中国国际收支的新变化，这种变化预示着中国国际收支的平衡模式将会发生深刻调整。国际收支平衡从过去的官方储备逆差与私人部门顺差相配合的模式，转向私人证券投资顺差与其他私人部门逆差相配合的模式。这样一种新的、可持续的国际收支平衡模式，首先依赖国内金融市场深度、广度以及

效率和流动性的不断提高；其次，这种平衡模式使得中国宏观经济和金融暴露在跨境私人资本流动的波动性和易变性之下。由此要求对国际收支实施主动的、市场化的宏观经济政策管理。

当前及未来一段时间内，中国宏观经济政策框架调整的战略定位应该包括短期、中期和长期三个层次。第一个层次是针对短期中已经显露的宏观经济和金融风险，提升和强化维持宏观经济和金融稳定的能力。第二个层次是针对中期的问题，特别是在较长时期持续存在的结构调整、去库存、去产能以及去杠杆等问题，提升应对这些问题相互叠加后可能带来的负面冲击，应对大调整、大变革和大开放战略可能带来的“创造性破坏效应”。第三个层次是针对长期将会出现的均衡、开放和市场化的经济体系，构建高效的、可持续的和动态一致的宏观经济调控模式和政策框架。

就具体调整而言，首先是增长、就业、宏观经济与金融稳定和国际收支平衡等目标及其相互关系的重新定位。物价稳定、金融稳定和国际收支平衡应该成为宏观经济政策的显性目标。其次是政策工具及其匹配和组合原则的重新考量。财政政策应该减少对市场主导型结构

调整路径的直接介入，更多地针对结构调整期必然出现的短期阵痛，为社会福利提供托底；宏观经济和金融稳定性的实现应该更多地依靠货币政策。最后是政策操作方式和传导机制的重构。宏观经济政策应该遵循市场化、可预期的操作模式，避免自身成为宏观经济和金融波动的来源；宏观经济政策应该围绕市场机制的作用方向去传导其意图和影响。

在政策层面，短期问题往往更为紧迫，也更为重要。如果不能解决短期问题，中长期调整都将变得毫无意义；如果短期问题的解决方式不合理，中长期调整将会无以为继。因此，当前不仅要积极应对短期宏观经济和金融风险，而且要选择一种符合中长期调整方向的解决方案。中国短期中最大的宏观经济波动风险来自去产能与去杠杆的交互作用。所以，政策层面需要在推进去产能的过程中避免过快的去杠杆。为此，需要政府部门加杠杆，即提高财政赤字水平。在中国财政赤字水平相对较低的情况下，这具有可行性。关键问题是，如何操作才能不对中长期调整过程形成干扰和阻碍？

一个可行的突破口是通过转变国债发行模式和方式，推动债券市场的大发展和大开放。第一，这能够为财政

赤字提供可持续依赖的融资模式。第二，这有助于提高价格型货币政策手段的操作效率和传导效率。第三，有助于解决央行资产负债表的币种结构失衡问题及其对货币政策操作的制约。第四，有助于提升人民币资产作为国际范围内的安全性和流动性资产的地位，以此打破利率与汇率之间的平价关系及其对我国货币政策的制约。第五，为中国吸引和管理非 FDI 私人资本流动创造了最关键的条件。

目 录

一	导 言	(1)
二	中国现有宏观经济政策框架的特征	(6)
三	新常态对中国宏观经济政策框架提出的 挑战和新要求	(36)
四	关于调整中国宏观经济政策框架的思考	(88)

一 导言

在中国现有的宏观经济政策框架中，增长和就业是首要目标，物价稳定和国际收支平衡是次要目标。为了实现增长和就业目标，宏观政策调控主要针对出口和投资，通过鼓励出口增长来拉动投资增长，或者直接推动投资增长；为了更有效地刺激出口增长和投资增长，政策层面倾向于替代市场机制或扭曲市场机制，在政策组合中往往是以非市场化的、具有结构效应的财政政策为主导，作为辅助性的货币政策也是以非市场化的数量型工具为主。

这样的政策框架已经无法适应经济新常态的特征以及大调整、大变革和大开放战略的要求。

首先，世界经济再平衡使得中国出现全面的产能过剩，并带来通货紧缩、通紧—债务效应和去杠杆压力。各种因素交织在一起，中国宏观经济的短期波动风险急剧加大。这就凸显了宏观经济短期稳定性的重要意义。

其次，通货紧缩不仅使得价格型货币政策工具难以奏效，而且与债务问题、去杠杆压力以及新常态下的其

他变化结合在一起，使得中国宏观经济和金融的内生风险急剧上升。这凸显了物价稳定性和金融稳定性的重要意义。

最后，世界经济再平衡过程与中国国内经济再平衡过程的相互交织，结构调整过程在短期内不可避免地会带来“创造性破坏效应”，都要求中国的宏观经济政策从生产导向和长期导向转变为消费导向和短期导向。

面对经济新常态下的种种深刻变化，过去一段时间所出现的宏观调控效果下降和强政策刺激带来严重后遗症的问题，并不是政策松紧程度、具体工具选择和传导机制方面的问题，而是中国宏观经济政策框架的整体性问题。因此，笔者认为在未来较长一段时间内，中国所需要考虑的政策再定位，不只是政策松紧程度或政策刺激力度的简单调整，也不只是政策工具的调整和政策传导渠道的完善，而是宏观经济政策框架的整体性调整。

上述变化及其带来的调整要求在过去几年中已经出现。在思考未来的调整之路时，我们尤其需要关注 2015 年中国经济在新常态中出现的新变化。这就是中国国际收支在 2015 年从过去常态化的双顺差变为“一顺一逆”，即经常项目顺差和资本金融项下私人资本流动逆差。具

体考察经常项目顺差和私人资本流动逆差的构成，我们将会发现这种状况中蕴藏着巨大的风险，并对中国宏观经济政策框架提出更深层次的调整要求。

国际收支结构变化意味着中国的国际收支平衡模式发生了改变。从过去的官方储备逆差与私人部门顺差相配合的模式，转变为官方储备顺差与私人部门逆差相配合的模式。基于中国所拥有的外汇储备规模，以及官方积累外汇储备的动机，国际收支的这种平衡模式在短期中是合理和可行的。但是在长期中不具有可持续性，因为官方储备资产总有耗尽的一天。

从长期发展趋势来看，中国 2015 年在经常项下出现的“衰退性顺差增长”不会持续。随着世界经济和中国经济走出目前的低迷状况，中国的进口需求和大宗商品的国际价格都会恢复增长，这必然导致中国的货物进口相对于货物出口更快地恢复增长。在服务贸易方面，对旅游、购物、教育和高端医疗等进口需求旺盛，加之服务市场开放程度的提高，都将会导致中国的服务贸易在未来很长时间内维持不断扩大的逆差状况。总之，中国在经常项目上的顺差会出现大幅下降，甚至从顺差转变为逆差。

随着“一带一路”战略的全面实施，中国企业加快走出去的步伐，由此会导致中国直接投资净流入规模进一步下降，甚至可能转变为净流出状况。一旦经常项目顺差不能弥补私人部门直接投资逆差，甚至经常项目本身也转变为逆差，那么，中国的国际收支平衡只能依靠官方储备资产或者非 FDI 私人资本流动。如前所说，用官方储备资产来弥补私人部门国际收支逆差是不可持续的。一旦官方储备耗尽，必然带来国际收支危机和货币危机，乃至演变成整体性金融危机和经济危机。如果依靠非 FDI 私人资本净流入来实现国际收支平衡，也将面临两个问题。首先是如何吸引非 FDI 私人资本的大规模流入？其次是如何管理具有极大波动性和易变性的非 FDI 私人资本流动？所有这些都意味着，随着中国国际收支平衡模式的变化，中国的货币稳定性、金融稳定性乃至整体经济稳定性都全面暴露于国际金融冲击之下。这与前面所分析的中国宏观经济和金融的内生脆弱性和波动性结合在一起，加剧了中国宏观经济和金融的短期波动风险。因此，国际收支平衡必须成为中国宏观经济政策框架中的显性目标，成为宏观经济政策主动调控和管理的对象。

新常态下的各种新旧变化交织在一起，对中国的宏观经济政策框架提出了调整要求。并且所要求的调整是整个政策框架的调整，涉及目标、工具和具体操作模式等。这是一个极其庞杂的工作，我们无法从整体到细节展开全方位的分析。在本报告中，我们从整体上分析三个方面的问题：首先是中国现有宏观经济政策框架的特征；其次是新常态下的各种新旧变化对中国宏观经济政策框架的挑战；最后是对中国宏观经济政策调整的战略定位、原则和突破口做一般性分析，并针对宏观经济政策调控的着力点、财政政策、货币政策和金融市场发展等问题给出初步思考。

二 中国现有宏观经济政策框架的特征

1. 不同于理论逻辑与国际实践经验，中国宏观经济政策在目标定位上的长期经济增长导向远比短期宏观经济稳定导向重要。

对宏观经济运行过程的关注，通常集中在两个基本维度的问题，即长期增长和短期稳定。宏观经济学的理论逻辑和国际实践经验表明，在长期增长问题上，政府需要做的是为市场机制引导资本积累和为技术内生增长提供合适的制度基础，无须展开逆市场力量的宏观调控。在短期稳定问题上，由于微观主体行为的不稳定，市场力量引导下的宏观经济运行在短期中具有内在的不稳定性，进而呈现出频繁的周期波动性，所以，政府需要展开逆市场力量的宏观调控，以熨平宏观经济周期波动。鉴于此，在宏观经济政策理论和国际实践中，宏观经济政策通常被界定为稳定化政策，以熨平宏观经济的短期波动为主要任务。

正是出于对宏观经济短期稳定性的关注，增长、就业、物价稳定和外部平衡才成为宏观经济政策的四大目

标。需要强调的是，这些目标始终都是指向宏观经济的短期稳定性问题。

第一，在增长目标上，并不是要改变长期潜在的增长速度，而是缩小实际增长与潜在增长之间的产出缺口，也就是说，使得现实的 GDP 增长稳定在潜在增长路径轨迹上。

第二，就业目标要实现的是促进充分就业，避免持续地向上或向下偏离潜在就业水平。增长目标和就业目标通常是对应的。在给定生产的技术性特征以及经济的结构性和制度性特征的情况下，在就业和产出缺口之间存在“奥肯定理”这样的经验性联系，所以，增长和就业目标在宏观经济调控中通常是统一的目标。

第三，物价稳定，这一目标要实现的不是物价水平的绝对稳定，而是物价水平适度、稳定的增长。或者说，物价增长不能过快，也不能过慢。这一目标的引入，主要考虑的是，物价过快或过于频繁的变化不仅会带来收入分配效应和影响社会稳定，而且会使得价格机制在资源配置中失效。

第四，外部平衡目标。沿着经济开放的基本逻辑，开放的作用是弥补国内供求之间的总量和结构性差异。

因此，作为国内供求对比关系变化的结果，经常项目收支可以是顺差，可以是逆差，也可以是绝对平衡的。由此，经常项目收支的绝对平衡不应该成为宏观经济政策追求的目标。但是，经常项目失衡的过度积累，无论是顺差还是逆差的过度积累，都不仅会带来对外资产或负债的过度积累，进而导致国际风险暴露程度的增加和整体经济对外脆弱性的提高；而且对外资产或负债的过度积累，还会削弱宏观经济政策调控内部平衡的能力。正是基于这些考虑，适度的、可持续的对外收支成为宏观经济政策的目标。

上述从宏观经济短期稳定性衍生出来的四大政策目标中并没有涵盖金融稳定问题。事实上，基于金融体系在现代宏观经济体系中的关键地位，金融稳定性一直是政策层面关注的重大问题。但是在传统实践中，金融稳定与金融监管是脱离于宏观经济政策框架的，金融稳定目标和金融监管职责被赋予单独的金融监管部门。金融稳定和金融监管指向的是单个金融机构和金融市场的失灵问题，缺乏对其宏观经济含义的考量。既没有考虑宏观经济稳定性与金融稳定性之间的内在联系，更没有考虑宏观经济周期对金融失衡积累过程的影响，以及后者

对前者的反馈效应。2000年以来的实践经验显示，金融失衡和泡沫的快速积累往往是发生在宏观经济稳定性保持较好的时期。一旦宏观经济形势出现变化的苗头，即便整体宏观经济形势没有逆转，也会触发金融失衡积累过程的逆转，并导致金融泡沫破灭。这反过来又会加剧宏观经济的周期波动，使得宏观经济稳定目标更难实现。这就要求宏观经济政策目标中引入金融稳定性目标，关注宏观经济稳定性和金融稳定性之间的内生联系。

宏观经济政策框架的特征依赖宏观经济和金融环境。这背后的道理很简单，宏观经济和金融的动态特征决定了一国宏观经济运行的周期动态，作为熨平宏观经济周期、维持宏观经济和金融稳定性的政策，在目标定位和工具选择等方面必然依赖宏观经济自身的周期动态。首先，在不同的宏观经济和金融环境中，产出缺口、就业缺口、通货膨胀和国际收支等宏观经济变量具有不同的动态特征，这些宏观经济变量之间也具有不同的动态联系。这决定了宏观调控过程中对增长、就业、物价稳定、金融稳定和外部平衡等目标的取舍。其次，在不同的宏观经济和金融环境中，财政、货币和金融层面的相关政