

中国经济调整与 改革深化

CHINA'S ECONOMIC
STRUCTURE ADJUSTMENT AND REFORM DEEPENING

深圳市博源经济研究基金会 编



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

中国经济调整与 改革深化

CHINA'S ECONOMIC
STRUCTURE ADJUSTMENT AND REFORM DEEPENING

深圳市博源经济研究基金会 编



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国经济调整与改革深化/深圳市博源经济研究
基金会编. —北京: 社会科学文献出版社, 2015. 4
ISBN 978 - 7 - 5097 - 7172 - 3

I. ①中… II. ①深… III. ①中国经济 - 经济
发展 - 研究 IV. ①F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 042177 号



编 者 / 深圳市博源经济研究基金会

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 吴 敏

责任编辑 / 吴 敏

出 版 / 社会科学文献出版社·皮书出版分社 (010) 59367127

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市尚艺印装有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/20

印 张: 29 字 数: 413 千字

版 次 / 2015 年 4 月第 1 版 2015 年 4 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 7172 - 3

定 价 / 128.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

前言

曹远征*

2014 年，世界经济是“平庸”的一年。这一年既不像过去几年，在金融海啸中经济的风雨飘摇，也不同于 21 世纪初，在全球化的红利中经济的艳阳高照。阴沉、灰暗成为其底色。在发达经济体中，欧洲经济仍在“去杠杆”的泥潭中挣扎，日本经济的安倍经济学强心针也功效锐减，即使经济有所亮色的美国，似乎也患上了量化宽松的依赖症。在 QE 的刺激下，第三季度美国经济增长达到了 5% 的季度新高，但 10 月量化退出后，第四季度增长带来的经济前景又开始模糊。在新兴经济体中，一改前几年快速增长的局面，无论资源出口国还是产品出口国，无一例外地出现经济增长下滑，其中一些国家，如俄罗斯等甚至有再次爆发金融危机之忧。低增长、低通胀并有成为全球经济的新常态，通缩变成经济运行的新隐忧。

作为新兴经济体的代表——中国，在世界经济常态下

* 曹远征，中国银行首席经济学家。

也不能独善其身，进入具有中国特色的新常态。其标志是进入经济增长速度的换挡期、经济结构调整的阵痛期和前期刺激政策的消化期，三期叠加使各种矛盾和问题相互交织，表现为经济下行压力持续加大。

包括中国经济在内的世界经济的上述表现，人们用一个新词——“新常态”（new normal）加以概括。它是人们对全球金融危机以来世界经济发展格局的概括性描述。它是与金融危机发生前的世界经济的“旧常态”相对而言的。事实上，如果将 20 世纪 80 年代以来，尤其冷战结束的世界经济作一个比较分析，可以明显地看到存在系统性差别的两个不同状态，构成两个不同的时期。就外在表现而言，两个时期的经济增长率有高低之别，自然，与之内含的宏观经济变量，如就业、物价、利率、汇率、国际收支、财政收支及货币供应等，均呈现出显著的差异，就内在根源而言，支持经济长期发展的基础，如科技创新及产业化水平、人口结构、要素的供给效率、储蓄与投资的关系等，均表现出不同的性状。与之相对应，在世界经济两个不同的时期，各国的经济表现、宏观经济政策也大大相异，并因之影响国际经济关系，撞击全球已存治理体系。一个明显的证据就是，地缘政治因素开始发挥越来越大的影响，全球协调的无力感日益凸显。

新常态既是对原有经济发展格局的挑战，更是对原有格局下惯有思维的挑战。对我们这一代在“旧常态”成长起来的经济学家而言，挑战甚巨。不但要更聚精会神地辨识经济活动的蛛丝马迹，而且更为重要的是在辨识中学习，摒弃传统思维，构建新的逻辑体系，形成新的解决方案。按照习近平主席的表述，“从当前我国经济发展的阶段特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心”。为此，更深入冷静地探讨，更广泛有效地交流，描绘轨迹，

刻画性状，揭示本质，以凝聚共识。

正是基于上述看法，2014 年深圳市博源经济研究基金会经济学家座谈会，在保持对短期宏观经济跟踪传统的同时，注重长短结合，通过长期展望来聚焦当下的问题，通过构建“新常态”的逻辑起点来归纳当下的经济现象。显然这一过程既是研究深化的过程，同时也是自我学习、自我扬弃的过程。与此相适应，2014 年度的《博源经济观察》的编辑体例也有所变化，前几章仍依从惯例，按时间序列选编短期宏观经济形势分析评论，后几章则从热点问题出发，力图刻画中国经济新常态下的新特点，展望中国经济新常态下的新轨迹，以此抛砖引玉，期望展开更深入的讨论。但是，无论编辑体例如何变化，编辑初衷依然“涛声依旧”，即为市场和政府提供可把握的决策参考，为社会提供高品质的学术资源。

二

2014 年，中国经济是在对改革的憧憬中起步的。此前，刚刚召开的中国共产党十八届三中全会，做出了具有历史里程碑意义的全面深化决定。会议提出改革的全面深化，不仅是经济、政治、社会、文化、生态五位一体的改革推进，而且涉及国防和党的建设的改革，其目标是国际治理体系和治理能力的现代化建设。在经济方面，会议提出了四个基本原则：一是在政府与市场上的关系上，市场起决定性作用，政府的职能应从建设型政府转向公共服务型政府；二是这个市场是一个体系，而不是碎片化的，改革需要配套推进，尤其是宏观调控的体制改革和机制建设至关重要；三是中国的市场体系的改革和建设是面向全世界的，而不是封闭的，因此，以开放的姿态，以新的标准

重塑涉外经济体制成为题中之义，上海自由贸易区正在进行这方面的探索；四是市场经济也是法制经济，包括独立审判在内的司法体制改革是必需的。

于是，当时许多人预期随着改革的展开，红利的释放，2014年中国经济将呈现快速增长。然而，中国短期宏观经济却没有像人们预期的那样乐观，反而在下行。一时间，方向感迷失，猜测纷起，悲观者甚至认为中国经济会出现“硬着陆”，导致经济崩溃。

为什么2014年中国经济开局呈现出与预期不一致，甚至相反的变化呢？从长期来看是中国经济进入新阶段，与过去35年的经济增长相比，至少有四个方面的增长条件发生重大变化：一是世界经济低增长、低通胀乃至通缩的新常态，预示着中国出口导向型经济难以维持；二是要素成本，尤其是劳动力成本不断上升，意味着中国的制造业不再长期具有低成本的持续竞争优势；三是人口的老齡化加速显现，人口红利趋于消失，储蓄率也会因之下降，投资驱动型经济增长的动力减弱；四是中国的产能已接近或达到自然承载的极限，而节能减排、绿色发展又成为世界性趋势，表明资源耗费型、环境污染型的经济增长模式必须转型。由于这些增长条件的变化，中国经济历史性地告别了两位数的经济增长，而下了一个台阶，潜在增长率开始下降。

就短期宏观经济表现来看，在中国潜在经济增长率下降的同时，2014年下台阶的压力如此之大，则是由于中国经济周期的变形。长期以来，中国经济周期的基本决定因素是投资，呈现出典型的投资驱动型增长特征。在2008年金融危机前，是出口的高涨带动了民间投资的高涨。在金融危机后，因出口低迷导致民间投资低迷，迫使政府扩大投资，用投资来带动投资。十八届三中全会提

出，在政府与市场的关系中，市场起决定性的作用，这就遏制了政府，尤其是地方政府的投资意愿，限制了其投资能力，从而投资对经济的驱动能力明显减弱，导致经济下行压力加大。一个明显的证据就是，长期以来，中国的投资增长率一般在 20% 以上，而 2014 年大幅下滑到 16% 以下。

2014 年 4 月，在深圳市博源经济研究基金会召开的第 35 次经济学家座谈会上，多数一线经济学家已明确指出了这一态势，认为“全年经济增长不会超过 7.5%”，“短期经济下行风险将继续存在，而政策调整要兼顾短期预期管理和长期结构调整”。“中国经济已经从超高速增长进入常态增长。经济常态增长时期需要对短期下滑进行干预。因为如果投资者不知道下滑到什么程度，就无法定价进行交易，市场就会等待，等待又会蔓延，直至最后影响经济的复苏”。建议政府提出可容忍的底线为“短期不能再持续下滑，市场由此变得相对稳定。但强调这个底线不意味着必须要推出大规模的刺激政策”。“政策取向上要区分短期和长期政策，短期看预期，长期看结构”。

2014 年第二季度以来，中国经济的下行压力进一步加大，除制造投资下滑外，以房地产为代表的民间投资下滑得更快。房地产行业在中国经济中占有特殊的地位，一方面，房地产行业上下游关联 40~50 个行业，上至钢材、水泥，下至家具、家电，其投资下滑将会使这些产业的产能过剩问题更加严重，同时也会影响就业形势。另一方面，房地产的发展状况对金融风险高度相关。它不仅关系到商业银行不良贷款增加金融市场的影子银行违约的可能性，而且涉及政府，尤其是地方政府债务的可持续性。于是，随着以房地产为代表的投资下行压力的加重，一种忧虑开始在市场蔓延，中国经济会“硬着陆”吗？其核心

是两个问题：一是随着投资下行，经济下行，失业问题会严重化吗？二是随着投资下行，尤其是房地产投资的下行，中国经济以债务可否持续为代表的金融风险会加大吗？中国经济的宏观调控政策的重心因此也需要围绕着这两个问题重新建构，而房地产发展趋势又成为宏观调控力度把握的关键变量。

2014年8月，深圳市博源经济研究基金会召开了第36次经济学家座谈会，在回顾2014年上半年经济形势的基础上，认为“中央一系列微刺激经济政策发挥了支撑作用”。经济短期持续下滑态势得到一定程度的遏制，第三季度经济增长环比会高于第二季度，“虽然第四季度增长势头可能有所减弱，今年实现7.5%左右（7.3%~7.4%）的增长目标问题不大”。由于经济增长能达到预期目标，失业问题不会严重。事实上，“从劳动力市场来看，人才市场的供求比和中央公布的调查失业率都反映劳动力市场并不差，而且工资上涨压力仍然比较大”。“虽然对短期增长并不担心，但是大多数经济学家认为目前经济中存在的结构问题仍然严重，并且有加强的态势，对影子银行可能带来的金融风险以及房地产下滑相当担心，认为明年的经济增长有较大的不确定性”。由此，宏观经济调控的重心主要是防范这些风险，尤其是确保不出现区域性或系统性金融风险。就上述政策组合所需要的经济增长而言，“如果杠杆（债务问题）能够得到有效控制，结构问题有所减轻，经济增长的质量好，那7%左右的增长已经够了”。大部分经济学家认为，7%左右的GDP增长目标是一个合理的水平，是“保底线”和“新常态”的结合，“既能保证就业的稳定增长，实现‘十二五’的目标，使得经济不会因过快失速而带来许多问题，又考虑到了经济中下行的压力和改革的成本”。

2014年下半年后，深圳市博源经济研究基金会的经济学家们在保持对短期宏观经济形势跟踪的同时，更加关注中国经济“新常态”的性状、机理与趋势。本书的后半部分主要收录了他们在这方面的研究成果，并分别以“中国经济‘新常态’”和“中国经济进入新阶段”冠名。概览经济学家们在这方面的研究，可以看到，他们已达成共识，即中国经济正步入新常态，增长将更注重质量而非数量，以建立更为持续的增长模式。经济发展方式虽然更加以人为本，关注环保，但也需防范陷入经济衰退、通货紧缩或改革乏力等多个陷阱。为此，根据全球其他地区的经验，实施合理的支持性政策是平稳而高效的再平衡经济的必要条件。在新常态下，2015年除短期宏观经济政策继续坚持区间调整，为防止经济下行风险以稳投资来稳增长外，长期经济政策更注重以改革来加速结构调整，并在下述四个方面将呈现新的亮点：第一，财税体制改革将加速。在2014年拉开财政预算体制改革序幕的基础上，以政府支出责任改革为重心来遏制地方政府债务的无序增长，建立更加平衡和透明的政府支出结构，并为固定资产投资更加持续的融资渠道开辟前景；第二，以产能合作为基础，以对外投资为途径，以“一带一路”为核心，在全球范围内寻找中国的优势产能和富余产能配置的国际合作，相应地改善国际经济秩序和治理机制；第三，以加快人民币国际化为重心，将上海自由贸易区的试验成果进一步推广到其他省区，加快国际收支资本项目的开放，尤其是以深港通为代表的资本市场开放；第四，通过混合所有制等资产管理体制的改革，并辅之包括鼓励技术进步、推动战略性新兴产业发展在内的一系列政策，加快制造业的升级换代。同时，通过政府行政体制改革，开放服务领域，鼓励小微企业发展以提升经济活力。

如果把眼光放得更长远些，从更长的时间序列观察中国经济，上述亮点的积累使中国经济结构日益发生着深刻的变化。对此可以在“十一五”与“十二五”期间的经济结构对比变化中看出端倪。“十一五”期间二十二项指标中，有三项涉及服务业的指标没有完成。它凸显出当时中国经济结构是以制造业为主的，并且这个制造业是高度外向的出口导向型的。于是经济结构调整方向自然成为：第一、二、三产业全面发展，重点是发展服务业；内外需共同提高，重点是扩大内需，核心是扩大消费，途径是增加居民收入。过去五年间，上述结构转变进展迅速，表现在以下方面：第一，服务业增加值增速一直超过制造业，到2013年，服务业成为第一大产业部门，并且增长继续保持领先。与此相关，医疗、教育、金融、物流、互联网蓬勃发展，蔚然成势。第二，居民收入与GDP增长率基本保持同步，而农民收入增长快于GDP的增长，达两位数。与此相适应，消费已成为GDP的主要贡献力量。目前尽管产能过剩，但与居民消费，尤其是农村居民消费相关的产业，如通信器材、汽车、冰箱、彩电、洗衣机等耐用消费品并未出现明显的产能过剩。第三，研究与发展经费投入保持持续增长态势，于2013年首次达到“十一五”规划中提出的占GDP 2%的要求，而投入的主体是企业，占总投入的78%。这表明以创新为代表的技术进步在加速之中，从而给经济带来新动力。以汽车工业为例，新车车型发布与世界同步，而车价在不断降低，表明由技术进步带来的劳动生产率在提高之中。第四，东、中部地区经济差距明显缩小，中、西部地区经济增速明显高于东部地区。新兴产业开始在中、西部地区兴起，这也为“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”的建立提供了经济基础。

以此种种结构变化，孕育出与之相关的一批“嫩芽”产业。正是在这个意义上，目前以微调、预调为特点的稳增长的宏观经济政策是有意义的。因为它是在给正在成长的“嫩芽”产业提供适宜的温度，避免经济大幅波动带来的暴冷暴热。一旦这些“嫩芽”成长为参天大树，中国将在一个新的台阶上领跑，并持续发展。

中国经济正处于从旧常态向新常态的过渡之中，正在迈向新的阶段，这就是2014年宏观经济运行给我们的启示。

三

以新常态为代表的中国经济新阶段的来临，如前所述，需要我们用新眼光来观察中国经济和世界经济，并在新思维的基础上建立经济政策的新框架。鉴于此，有必要将新常态作一更深入的讨论。

所谓“新常态”，最早由美国太平洋投资管理公司总裁埃里安于2009年5月提出，由前任美国财政部部长、著名经济学家萨默斯于2013年底在世界银行年会上予以发挥，进而被市场和经济学界广泛接受，并由形容词 new normal 演变为名称 new nom。在中国，经济学界虽然用这一概念讨论经济问题也有一段时间，但是官方第一次使用是在2014年5月习近平主席考察河南工作时提出的。从新常态的概念演变看，它在不同的国家、不同的时期有着不同的理解。埃里安使用新常态的概念来描述金融危机爆发后经济缓慢而痛苦的复苏过程。他认为，由于一个经济体在经历一段时期的过度经营、过度负债、随意冒险和信贷扩展以后，需要很多年才能恢复。而货币政策和财政政策的空间和效果又因去杠杆化而日渐逼仄，政策回应无力



而总需求持续不足，加剧了经济和就业增长的艰难程度，经济活动会处于缓慢性萧条、失业率居高的状态，而不会出现迅速回升，即“V”形反转。而萨默斯将这一描述中短期现象的概念扩展为“长期停滞”。在他看来，此次危机标志着以美国为首的发达经济的实体经济将进入一个长期停滞的时期。概括而言，其论据主要有以下三点。

第一，技术进步缓慢。根据 Gordon 的研究，美国全要素生产率（TFP）在持续下降中。1980 年至今，TFP 的年平均增速仅为 0.5%，为 1930~1980 年增速的 1/3。这时期的技术进步主要是互联网和电子设备的创新。然而这些创新对产出效率的提升作用不仅远远小于一个世纪前电力和内燃机的发明和应用，而且自 2001 年美国互联网泡沫破灭后，其对产出效率的提升能力进一步下降。与此同时，全球众多研究机构的研究分析也表明，在此次金融危机后，发达经济体劳动生产率增速下降且需求疲软，进一步伤害了企业的创新动力，创新可能正处于停滞之中。

第二，劳动参与率下降。根据 Gordon 的研究，1972~1996 年，美国劳动参与率年均增长 0.4 个百分点，而在 2007~2014 年，该指标年均下降 0.8 个百分点。仅此一项，就导致美国人均 GDP 增速下降 1.2 个百分点。与此同时，与衰退相关联的失业并不会随着经济复苏而完全恢复。不仅失业率维持较高水平，而且就业不足，劳动参与率也维持在低水平。这意味着，某些人力资本将在失业中永久的失去。由于要素供给的减少，危机后经济即使有增长，也难以回到危机前的长期增长路径。

第三，维克赛尔利率，即充分就业实际利率呈现下降趋势，甚至会处于负值水平。所谓维克赛尔利率，是指实体经济存在着一个由储蓄和投资决定的真实利率水平。根据维克赛尔累积反应，该利率水平取决于三类因素：一是

储蓄供给函数，即可贷资金供给；二是投资需求函数，即可贷资金需求；三是相对于风险资产的对安全性的需求强度，即风险偏好。三类因素均衡产生的实际利率是充分就业利率水平。但是，这一充分就业实际利率并非总是正水平，一旦储蓄供给大于投资需求，且安全资产的供给难以将超出的储蓄完全吸收，则充分就业实际利率可能落在负值区间。根据萨默斯等人的研究，在 20 世纪 90 年代初以及 2001 ~ 2005 年，美国的实际利率曾降到 0 以下，远低于当时的名义利率。在这种情况下，名义利率虽然一降再降，但仍高于充分就业真实的利率水平，不足以刺激投资和拉动经济，为降低名义利率而加大货币供应量，导致了资产价格泡沫，为金融危机埋下了导火索。危机爆发后，尽管名义利率在 0 左右，但美国充分就业实际利率一直保持在 $-1\% \sim 2\%$ 的水平，于是，投资不足、产出低于潜在水平和就业不充分等经济停滞局面出现。顺便指出，这也是欧元区要实行的名义利率为负的货币政策的原因之一。

以上这三个变化都出现在实体经济，并且都是供给端的问题。这使以调控总需求为目标的宏观经济政策陷入两难境地。一方面，为提振经济，发达经济体的货币当局不得不长期将名义利率压低到接近于 0 的水平。但即使这样，相对于充分就业实际利率水平而言，这一名义利率仍然过高，因而对经济的提振作用有限。另一方面，将名义利率压低到接近于 0 的水平，意味着货币政策的极度宽松，在刺激实体经济有限的情况下，却刺激了资产泡沫的出现，并趋向严重化，反过来，又阻碍着经济复苏的进程。于是，在充分就业实际利率为 0，甚至负值的情况下，充分就业、经济合理增长和金融稳定三项宏观目标难以同时达成，宏观经济政策不得不在低迷的经济增长和膨胀的资产泡沫之间摇摆，痛苦地抉择。这便是当下发达经



济体宏观当局苦无良策的原因。

从这个角度观察当代发达经济体，理论和实践都表明，若要超出可能陷入长期停滞的泥沼，已不能依赖着眼于提高总需求的短期货币政策，而须仰仗能够直接影响总供给及其结构的财政政策。经济学家一致认为，大胆的推行全面改革，势在必行。改革的重心在于供给端，包括鼓励创新创业、促进教育发展、提升人力资本、增强劳动力市场弹性、提高退休年龄、改革社会保障制度和移民政策、完善企业税制等都是题中之义。

在中国，区别于发达国家经济体，新常态具有自己的特色。2014年11月，在APEC北京峰会上，中国政府向世界阐释了对中国经济新常态的理解，即经济增长转向中高速，经济结构转向优化和经济增长动力转向创新，并由此，经济开始面临着众多挑战。随后在12月召开的中央经济工作会议上，将中国经济新常态的表现刻画为九个特征，即在消费需求方面，模仿型排浪式消费阶段基本结束，个性化、多样化消费渐成主流；在投资需求方面，传统产业相对饱和，但基础设施互联互通和一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现；在出口和国际收支方面，全球总需求不振，同时我国的出口竞争优势依然存在，高水平引进来、大规模走出去正在同步发生；在生产能力和产业组织方式方面，新兴产业、服务业、小微企业的作用更凸显，生产小型化、智能化、专业化将成为新特征；在生产要素方面，人口老龄化日趋发展，农业富余人口减少，要素规模驱动力减弱，经济增长将更多地依靠人力资本质量和技术进步；在市场竞争方面，逐步转向质量型、差异化为主的竞争，统一全国市场、提供资源配置效率是经济发展的内在性需求；在资源环境约束方面，环境承载能力已达到或接近上限，乃至顺

应人民群众对良好生态环境的期待，推动绿色低碳循环发展方式；在经济风险方面，各类隐形风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间，必须标本兼顾，对症下药；在资源配置模式和宏观调控方面，全面刺激政策的边际效果明显递减，既要全面化解产能过剩，也要通过发挥市场机制的作用探索未来产业发展方向，必须全面把握总供求关系的新变化，科学地进行宏观调控。

综上所述，同样一个“新常态”，在不同的经济体、不同的时期所表达的现象和根源具有不一致性，区别在于：在发达经济体中是发展成熟后的新常态，而在发展中经济体中，尤其在中国，则是发育新阶段展现出的新常态。但与此同时，更为重要的是用新常态来概括当代的世界经济是一个具有历史穿透力的概念，它表明无论是发达经济体还是发展中经济体都脱离以为是恒久不变的惯性轨道，并且不会再回到旧有轨道。从而未来的经济轨迹不再是传统的周期轨迹，而是深刻的结构变化带来的前所未有的新轨迹。

在历史转弯的关键时期，“认识新常态，适应新常态，引领新常态”，比任何时候都更显重要。其中，建立在短期基础上的侧重于需求端管理的传统经济学逻辑需要扬弃，相应地给予长期的促进供给端调整的新经济学思维需要构建。正是在这个意义上，作为瞭望手的一线经济学家不仅要记录航迹，而且要透过现象看本质，总结归纳航迹中出现的异象，更新思维，抽象理论，寻找历史潮流的方位。

我们认为当前世界经济的一个基本特征是“去杠杆”和“加杠杆”的两难状况仍在延续。此次金融危机是由长期以来各类经济主体负债率过高而引起的，“去杠杆”



是资产负债表快速衰退的危机。降低负债率，即去杠杆是治疗危机、避免重演的根本之策，但是杠杆又不能去得太快，否则将深陷危机之中不能自拔。于是各发达经济体的政策取向是，在政府财政加杠杆的情况下缓慢地去杠杆。然而这构成了一个新的两难困境：一方面，去杠杆作为恢复经济的主要路径，修复资产负债表是必然的。在这一过程中，各类经济主体一旦新获得资金，其优先选择是将之用于充实资本，减少债务，而不是用于消费、投资等“正常”经济活动。这种修复资产负债表的行为使企业在相当长的一个时期内的经营目标由“利润最大化”转向“负债最小化”，从而整个社会就会形成不事生产和投资、未事还债的局面，并由此导致消费低迷，投资停滞，信用收缩，经济衰退。另一方面，为避免这种情况发生和蔓延，政府不得不加杠杆，不仅长期使用宽松的货币政策，而且用货币直接定向购买政府国债，以支持政府开支，刺激经济，结果使政府的债台高筑。这两个方面的相互缠绕，出现了恶性循环，形成了一个悖论：危机的治愈取决于去杠杆的成功，但去杠杆导致经济收缩，迫使政府不得不加杠杆，而加杠杆又不能使经济健康化，反而预示着政府债务的不可持续性，埋下了再次快速去杠杆的隐患。

需要指出的是，在以往的世界经济史，已经有了这种恶性循环的案例。国际经验表明，日本经济之所以在世纪之交“失去了二十年”，就是由这个悖论造成的。在过去二十年中，日本企业致力于去杠杆和修复资产负债表，投资裹足不前，消费萎靡不振，银行坏账严重。为了提振经济，历届日本政府不断地加杠杆，并无所不用其极，量化宽松货币政策就是由日本于2001~2006年首先采用的，尽管向经济注入了巨额资金，但效果始终不佳，并不得不中止。安倍政府上台后，将量化宽松的货币政策与通货膨