

## 增长陷阱、金融市场动荡与政府改革的三难选择

经济减速有两种。一种是资源基本得到了合理运用，因为发展阶段的原因，经济自发地减速。另一种是资源利用效率下降，更多的资源被闲置，经济增长落入陷阱。中国目前面临的问题是二者兼有，后者为主，此一难。

政府采取刺激政策调动闲置资源，提高经济增速，短期内前面一难缓解。但是政府之手的效率不可能高，而且一定会提高金融杠杆率，引发未来金融市场动荡。此二难。

没有政府之手，资源闲置和经济减速，不可取。太多的政府之手，未来金融市场动荡，也不可取。突破以上两难困境，只能靠依靠政府改革，让市场的力量调动闲置资源。政府改革，少了不管用，多了短期内政治和经济秩序紊乱。此三难。

总结过去改革的成功经验，推进关键行业的市场化改革，能够实现三者之间的平衡。

### 经济为何减速

这里先提出两种假说，再结合相关证据回到对中国当前情况的解释。

“富人的烦恼”。穷的时候有了钱，买衣服、买电器、买汽车，这些都是工业品，提高生产效率很快，经济增长也快。富了以后，花更多的钱给孩子上学、家人健康和吃喝玩乐，这些都是服务业，提高生产效率很慢，经济增长跟着慢下来。看那些成功赶超经济体的经验，经济发展到了富人临界点以后，服务业在经济中的占比不断提高，经济增速回落到一个较低的水平。

“缺陷的市场”。以前的经济运行处于相对完善的市场环境，各种资源基本得到充分利用。突然间，经济活动被迫转移到一个有更多垄断的市场环境。垄断，不仅意味着自身部门不充分使用资源，不提高产出；还提高了其他非垄断部门的投入成本，减少其它部门的投入和产出。这种市场环境的转移也会使得经济增速会放慢。看那些没有成功赶超经济体的经验，落入中等收入陷阱不是资源和禀赋条件突然恶化，而是资源持续得不到充分合理运用，失业率高企，经济一蹶不振。

现在回到对中国当前经济减速的解释。先看看几个关键的现象。1，从支出方看，2008年爆发金融危机以后中国出口增速大幅下降，净出口下降是从需求方拉动经济下滑的主要原因之一。2，从生产方看，中国的经济活动金融危机前向工业部门集中，在此之后的多年时间向服务业和建筑业转移。3，2008年金融危机是中国经济增速的分水岭，危机前五年是两位数时代，危机后趋势性下降，现在到了七上八下时代。

“富人的烦恼”假说对危机后中国经济增速下降即便有一定的解释能力，也很有限。其一，“富人的烦恼”与金融危机和出口增速突然大幅下滑没有显著联系；其二“富人的烦恼”能够解释经济活动从工业向服务业转移，但是不能解释为什么以金融危机为界发生这种转移；其三，从国际经验来看，中国人均5000美元的发展水平距离富人的标准还有很大距离。中国大部分还是穷人，工业品部门生产效率继续提高的余地还很大。

“缺陷的市场”假说与上面几个现象保持一致。中国的工业部门以制造业为主体，是一个高度市场化的部门。而中国的服务业里有一半是市场化程度较高的部门，比如餐饮、旅游、零售等等；也有一半是受到严格管制的部门，比如医疗、教育、通讯、金融等等。服务业总体而言是个市场化程度较低的部门，接近于教科书中的垄断竞争市场。金融危机爆发和外需下降，主要打击的是工业部门，迫使经济资源离开高度市场化的工业部门，转向市场化程度低的服务业部门。这种转移更大程度地暴露了“缺陷的市场”，内生的经济增速下降。

除了这两个假说，对中国经济减速还有其它一些解释，比如“人口红利消失”、“外需下降”。前者有些像“富人的烦恼”，发挥作用但未必关键，与关键证据难以对接；后者在逻辑上不完整，可以作为“缺陷的市场”假说中的一个环节。

## 金融杠杆率为何提高？

如果是“富人的烦恼”带来的经济下滑，政府没必要出手，资源已经被充分利用了，增长放慢是没办法的事情。“缺陷的市场”则不然，资源没能得到充分利用，政府有政策空间改变这种局面。

多数情况下，政府会采取刺激政策，扩大需求，调动更多的资源参与经济活动，降低福利损失。刺激政策能在短期内减少就业和产出损失，代价是必须依赖更大程度的债务扩张。可以用反证法理解为什么会这样：如果能够依托比市场机制更低的债务扩张带动收入增长，市场机制本身就会发现并做到，无需政府出面。

换个角度看，在一个市场化程度更低的环境下实现资源的充分使用，必要条件是相对于较高市场化程度环境下更高的需求水平。更大的债务扩张才能带来更高的需求水平，但是在垄断的市场环境下，需求扩张带来的收入增长有限，债务/收入比提高在所难免。

刺激政策工具的选择影响着债务/收入比上升的幅度。如果刺激政策有较大的正面溢出效应，刺激政策虽然提高了公共部门的债务收入比，但是会降低其他部门的债务/收入比，全社会的债务/收入比上升有限。如果刺激政策不具备较大的正面溢出效应，甚至还有显著的挤出效应，刺激政策措施主要不仅带来局部的债务/收入比显著上升，也会带来全社会的债务/收入比显著上升。

中国的情况不乐观。中国服务业部门的管制普遍而且严重，这种环境下要实现资源的充分利用，非得更大程度的债务和需求扩张才能奏效。政府主导的债务扩张行政色彩太浓，正面的溢出效应难以保障。

在缺乏市场环境实质性改善的前提下，只要政府不愿意闲置资源，刺激政策和债务扩张就难以避免。2009 和 2010 年是银行信贷和地方融资平台扩张，监管部门担心风险不让做了。2012 年影子银行扩张，监管部门又开始了新的担心。接下来，不是重新回到银行信贷扩张，就是开辟新的领域，比如地方债。这样干时间长了，债务/收入比不断放大，未来爆发金融市场动荡的概率大幅增加。

在资源闲置和金融市场动荡两难之间，如果非要选，后者未必更差。

## 改革为何难

通过政府职能改革，在更低的债务扩张下实现资源充分利用，摆脱增长陷阱与金融动荡的两难选择。但是改革也是一难，因为改革会带来一定时期内政治、经济甚至是社会动荡的概率增加。能改革成功的国家不多，少数幸运的国家也是经历了金融市场动荡以后，才痛定思痛总结教训，成功实现了改革。

改革的结果是一系列条件概率放在一起的结果。政治家的信念、决心、共识和能力是前提条件，方式方法也决定成败。诸多因素放在一起，至少短期来看经过风险调整后的改革成果就未必那么大了。

坚持不下去的改革还不如不改，结果可能会比出发点更糟糕。全面铺开的改革风险很大，这意味着政治和经济秩序大面积的真空期。也许过了真空期就是一片光明，但真空期就可能断送一切。次序颠倒的改革很危险。金融开放先于国内金融市场发展葬送了不少国家的前途。抓不住重点的改革是瞎折腾，耗费了政治家的热情和精力以后，改革中断收场。

三难选择只是短期利益的权衡，长期来看改革是唯一的出路。给定政治环境，找到恰当合理的改革方式才能谋取更大的改革收益和更小的过渡期损失。过去的成功经验是抓住一个能做大蛋糕的行业，推进其市场化进程。这个过程政治压力没那么大，收益很显著。这些经验在今天依然适用。看看健康行业，千万量级的潜在就业潜力，难以估量的投资潜力，所缺的就是机制。一届政府搞好一个关键部门的改革，就业压力能极大缓解，债务扩张没有太大必要，经济增速就算下滑也相对有限而且没有严重的资源闲置损失，三难困境大大缓解。