

张明

zhangmingcass@vip.126.com

如何走出当前的宏观经济困境？

当前中国宏观经济似乎陷入了新的困境中。这具体表现在：第一，央行千方百计通过各种定向放松政策来降低中小企业融资成本，但迄今为止中小企业融资成本依然高居不下，有评论者将此比喻为中小企业在流动性的海洋中被渴死；第二，中国政府一直在保增长与调结构之间寻求平衡，但目前似乎结构性调整并未取得显著进展，而若干高频数据表明宏观经济依然面临较大下行压力；第三，尽管沪港通开闸在即，但诸如上海自贸区与前海特区等新型金融试验区在金融开放方面进展缓慢，而且短期资本流动的波动性已经显著加强；第四，作为人民币利率市场化的重要前提，全国性存款保险公司却迟迟未能推出，导致市场开始怀疑利率市场化的节奏是否会显著放缓；第五，最近几月 M2 与社会融资总额增速显著下滑，这固然与监管机构加强对影子银行体系的监管、导致大量表外信贷回表有关，但很大程度上也与融资需求方的萎缩有关。

宏观经济的新困境，造成目前国内政策界与学术界对下一阶段的宏观政策走向众说纷纭、不一而足。目前讨论的焦点似乎在要不要全面降息或全面降准。赞成者认为这有助于降低真实融资成本，提振投资消费需求。反对者则认为降息或降准未必能降低中小企业融资成本，反而可能再度造成流动性涌向房地产企业与地方融资平台，从而进一步恶化结构问题。

那么，中国政府究竟应该如何应对，才能走出当前的宏观经济困境，实现调结构

与稳增长的平衡呢？以下，笔者将按照重要性由高至低排序，提出一系列政策建议。

第一， 中国政府应实施更加积极的财政政策。近期央行推出了一系列新的定向宽松措施（例如定向降准、定向降息、再贷款、PSL 等），用传统上的总量货币政策来试图调结构，央行实在是不得已而为之，根源在于财政政策在一定程度上缺位了。财政政策天然是具有调结构功能的宏观政策。但迄今为止，中央财政有些过于保守，年度财政赤字的 GDP 占比被死死控制在 3% 以内。诚然，如果财政资金被投向缺乏效率的过剩产能领域、或者被各级官员挥霍浪费，这还不如不扩大支出。但目前只要使用得当，更具扩张性的财政政策能够减轻央行负担，更好地推动中国经济的结构调整。例如，针对中小企业融资难的问题，可以考虑实施定向的财政贴息。对小微企业的所得税减免可以更进一步。可以加大对城乡低收入居民的最低生活保障等。此外，中央财政资金的支出结构，还可以更多地向教育（尤其是职业教育）、医疗、养老等社会公共产品领域倾斜。

第二， 央行不应对定向宽松货币政策的效果过于自信，不妨渐进式地使用全面降息或全面降准的总量政策。毫无疑问，央行对 2008 年全球金融危机后过度宽松货币政策的后果记忆犹新。由于害怕全面宽松政策进一步加剧产能过剩、房地产泡沫与城投债务，迄今为止央行一直在通过公开市场操作或定向宽松货币政策来注入流动性。但遗憾的是，这些政策到现在为止尚未发挥作用，而随着宏观数据在 8 月份进一步走低，市场信心开始削弱。笔者认为，全面降准与全面降息并非是洪水猛兽，只要使用得当，还是能够发挥相关效果的。随着外汇占款增量的下降，通过降低存款准备金率这个池子来放水是顺时应势之举。由于很多贷款利率都是参照基准利率定价（在基准利率水平上进行加成），降息对降低融资成本的功效可能强于降准。事实上，近期央行通过 SLF 释放 5000 亿资金，功效上已经相当于全面降准 50 个基点。

第三， 银监会应加强与央行的配合，使得信贷能够真正流向中小企业。作为总量政策的实施者，央行很难控制流动性的最终流向。然而作为金融机构的监管者，银监会在控制资金的最终流向方面具有很强的优势。例如，通过适当放松对三农贷款、小微企业贷款的考核标准，银监会可以对贷款最终流向施加激励。换句话说，在切实降低中小企业融资成本方面，需要央行的总量放松政策与银监会的差别化监管政策相互配合。

第四， 中国政府应加快推动国内结构性改革，以增强市场信心。在笔者看来，

GDP 增速究竟是 7%、7.5%还是 6.5%并不太重要，重要的是，在经济增速下降的同时，经济增长的质量是否有所提高，居民部门是否能够从增长中获得更多的好处。要在经济增速下降的背景下缓解社会动荡，就必须加速推动结构性改革。当前最重要的结构性改革，一是进一步提高居民收入占国民收入的比重，二是应尽快打破国有企业对若干服务业部门的事实性垄断，三是应该加速实现要素价格市场化。结构性改革的推进不仅有助于夯实下一轮经济增长的基础，更可贵的是能够加强国内外民众对中国政府与中国经济的信心。在市场动荡时期，信心比黄金更重要。

第五，在资本账户加速开放之前，应尽可能降低金融市场上的各种脆弱性。沪港通目前已经箭在弦上，其他资本账户开放措施也引而未发。笔者深信，未来几年，中国金融市场将迎来波动性显著上升的一个时期。为了避免短期资本流动的大起大落引发国内金融市场危机，中国政府应该抓住当前的时间窗口，通过加强宏观审慎与微观审慎监管，来尽可能降低各种主要的金融脆弱性。例如，商业银行应该对未来几年内不良贷款比率可能显著上升做好准备，进一步提高资本充足率、流动性比率与拨备水平。再如，监管机构应该进行更加全面的压力测试，以甄别一旦爆发尾部风险后，可能造成的潜在损失以及如何进行应对。又如，有关部门应该尽快允许特定影子银行产品违约、允许部分资不抵债的借款者（例如融资平台）破产倒闭、尽快成立全国性存款保险公司以减轻对商业银行的隐性财政担保，只有这样才能真正打破刚性兑付预期，提高有关各方的风险意识。

第六，做好一旦爆发经济或金融危机的应对措施。中国不可能永远不爆发金融危机。重要的是，一旦爆发危机，如何将其控制在最小范围内。中国政府应该准备好系统的应对预案，即一旦金融危机爆发，有关部门应该如何应对。芬兰、韩国的案例表明，一国爆发金融危机之后，其实是该国政府能够更好地凝聚国内各方共识、克服既得利益集团阻力、进一步深化结构改革的良机。然而更多国家的案例表明，如果应对不当，金融危机的爆发非但不会加速国内结构性改革，反而可能拖延、逆转结构性改革，甚至可能让一国几十年来的增长成果功亏一篑，从而陷入中等收入陷阱而不能自拔。对此，我们应保持充分的清醒，做好最坏的准备，以达到防患于未然、转危机为机遇的目的。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

