

结构性改革是提高亚洲潜在增长率的关键

■ 赫苏斯·费利佩 魏尚进 亚洲开发银行

如无坚定的改革举措，亚洲经济体潜在增长率或低于金融危机前夕。承认潜在经济增长率下降有何帮助？改革次序因国家而异。

2015 年，亚太地区依然引领世界经济增长，占全球增长的 60%。亚洲在全球经济产出表现平平的形势下展现了其实力。然而，面临巨大的全球阻力，亚太地区必须通过深化结构性改革，进一步提高生产率。

新的亚行研究表明，如果没有坚定的改革举措，亚洲许多经济体的潜在增长率有可能低于全球金融危机前夕的水平。潜在增长率指的是在不加快改革步伐的前提下，在充分就业和通胀稳定情况下所能实现的最大经济产出。

承认潜在经济增长率下降带来的挑战为什么会有所帮助呢？一方面，如果一国的实际增长率低于潜在增长率，那么利用货币和财政激励政策来提高实际增长率，使其接近潜在增长率的举措是适宜的。另一方面，如果二者已经持平或接近，那么比起采取货币或财

政激励政策，更应该优先通过结构性改革来提高增长潜力。

造成亚洲自全球金融危机以来增长放缓的部分原因，来自中国潜在经济增长率的下滑。与 2000 年—2007 年相比，2008—2014 年间，其潜在经济增长率下降了一个百分点以上，而中国的国内生产总值占亚洲发展中国家总量的 50% 以上。出现潜在经济增长率下滑的还有韩国、新加坡、哈萨克斯坦和泰国。当然，这次增长放缓的程度和影响都远不及 1997—1998 年的亚洲金融危机。

首先，这并不意味着亚洲已经告别了保持高增长率的“昔日辉煌”。通过降低工资水平与增长导向型政策相结合，越南、柬埔寨、孟加拉国等国已跻身增长最快的国家。印度启动了宏伟的结构改革计划，目前已成为全球增长速度最快的大型经济体。

为什么一些亚洲国家的潜在增长率会下降？首要因素是人口结构；该地区已经开始进入劳动年龄人口增长放缓阶段。以中国为例，2011 年以来，中国劳动人口的绝对数量已经在萎缩。即使在劳动人口正增长的国家，其目

前的增长率也往往低于以往水平。

其次，物质资本积累也提高了劳动生产率。但在一些国家，这种积累已经开始显出颓势。再次，全球金融危机和中国增长放缓的影响主要通过贸易渠道扩散到了亚洲其他地区。

人口结构的改变非朝夕之功。虽然中国在近期放宽了计划生育政策，由一户一孩变为一户两孩，但此举对于今后的十五年并无助益。为什么呢？因为没有哪个家庭能立刻生出一个劳动年龄的孩子。因此，至少在未来十五年，中国劳动人口下降的速度不会受政策变化的影响，而由于新生人口的增加，家庭抚养负担将进一步加重。

不过，亚洲国家可通过实行改革提高生产率，进而提高潜在经济增长率。在亚洲，农业就业人口占据了相当大的比例（在许多国家超过了 30%），要加快劳动力从农业转移到工业和服务业，实施促进生产要素高效分配的改革至关重要，比如对中国限制人口内部流动的户籍制度加以改革。

在教育、贸易、金融资本一体化、劳动力

市场、信贷市场和政策效能等领域深化改革有利于提高增长水平，并促进劳动力和资本的高效分配。优先进行哪些该改革则因国家而异。

很多此类改革面临着政治挑战。但一些成功案例表明，只要付诸实施，这些改革将显著刺激增长。

中国在 20 世纪 80—90 年代的国有企业改革、放开价格管制和降低贸易壁垒都是成功的例子。另一个例子是越南自 1986 年实施的“革新开放”（Doi Moi），其内容包括开放国际贸易，下放决策权，促进农业现代化和扩大私有化。近期的例子则包括：2015 年印度尼西亚和印度取消燃料补贴，以及印度于本月刚刚通过新破产法。

我们预测，如果亚洲发展中国家实施上述领域的改革，那么在未来十年，其潜在增长率将可提高近一个百分点。与世界其他地区相比，亚洲经济增长依然强劲，但亚洲绝不可因此而自满。继续推进结构性改革将提升亚洲增长潜力，确保亚洲在全球增长和减贫中继续发挥引领作用。

凯恩斯主义的现实边界

■ 伍 戈 华融证券首席经济学家
谢洁玉 中国外汇交易中心

拿来主义之下，人们只看到凯恩斯的结论，忽视其约束条件和政策边界；在凯恩斯主义框架下，许多宏观政策效果有待观察，凯恩斯主义经济学是否还有效？

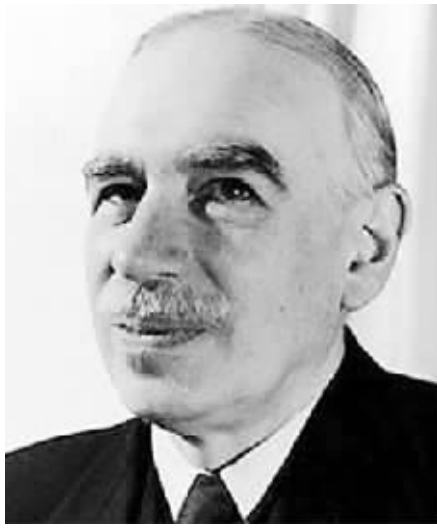
2008 年国际金融危机爆发后，“凯恩斯主义”再次回到宏观政策实践的舞台中央，主要国家不断地实施积极的财政政策，从扩张的货币政策来刺激总需求。八年以来，中国以及其它新兴市场国家仍处在经济探底过程中。当前为应对经济再次下降的下行压力，经济学家们对于是否应再次大规模采用凯恩斯主义经济措施存在诸多争论。虽然我们对凯恩斯主义的总需求管理政策已经耳熟能详，但实践中，人们往往容易奉行“拿来主义”，只看到凯恩斯提出的“结论性”政策主张，而忽视其约束条件和政策边界，从而可能产生与政策初衷相左的效果。

凯恩斯主义经济学根植于上世纪“大萧条”的土壤，致力于解决迫在眉睫的经济衰退问题。“大萧条”期间失业严重，劳动力没有“物尽其用”，全社会没有达到充分就业产出，为此凯恩斯试图从总需求方面去寻找原因。在不考虑外部需求的情形下，凯恩斯认为总需求由消费需求和投资需求决定。由于边际消费倾向递减的作用，人们并不能将所有产出都消费掉，所形成的缺口需要由投资需求来填补。但投资需求本身是由资本回报率和利率决定的，并不能恰恰填补该缺口。于是，面对有效需求不足的问题，凯恩斯开出了总需求管理的药方：扩张的货币和财政政策。货币政策方面，由于经济萧条时大众商业心理消极，资本预期回报率下降很快，因此需要下调利率激发投资热情；财政政策方面，则需要扩大财政投资，直接弥补私人部门投资需求的不足。凯恩斯提出的政策主张看似简单，即通过扩张的财政和货币政策应对经济危机。但在此次危机应对的实践中，我们确实感受到了它的一些约束条件，这可能是决定凯恩斯主义经济学是否有效的重要原因。

一是名义利率下限和流动性陷阱制约着货币政策的实施空间。宽松货币政策意在降低利率以促进投资需求。然而，名义利率会受到零利率下限约束。即使极端情况下，央行可以将名义利率设定为负值，但其实际效果仍有待进一步观察，且负利率也不能无限制地下降，也存在下限的问题。除了下调名义利率以外，央行还可以通过增加货币供应量来提高通胀预期，却可能落入“流动性陷阱”。一个典型的事实是日本自上世纪 90 年代以来的货币型事实在防御日本衰退和通缩风险上成效甚微。当然，也有人认为日本的宽松货币政策之所以收效甚微，是因为宽松的力度还不够大，可以进一步采取量化宽松、汇率贬值等非常规货币政策。实践中，日本央行确实加大了宽松力度，但其政策效果仍存在较大不确定性，值得未来进一步观察。

二是政府债务水平及赤字率制约着财政政策的实施空间。凯恩斯指出，为应对经济萧条时的总需求不足，政府需要增加财政支出。然而，当经济增速下降时，财政收入增速往往也会随之下降。一方面财政收入不断下降，另一方面财政支出还要被动提高，这无疑会提升财政赤字率或政府债务。如果说上述日本案例暴露出货币政策在应对经济衰退时的苍白，那么受国际金融危机和主权债务危机双重打击下的欧洲案例则凸显了财政政策的现实无奈。究竟是要扩大财政投资以减缓经济衰退，还是要削减赤字率以降低债务水平？各方争论不休，其财政政策实际上陷入了两难困境。从博弈的现实结果来看，当前部分欧洲国家似乎选择了宽松货币政策和紧缩财政政策。此种在凯恩斯主义看来矛盾的政策组合，却出现在了现实之中。

三是当期过度的投资需求可能抑制下一期的总需求并诱发产能过剩。凯恩斯强调，为满足充分就业的要求，当期需要扩大投资。而在跨期情况下，如果投资效率缺乏保障，那么当前投资需求的过度扩张可能会对下一期的供求关系造成扰动。人们购买投资品是用于继续生产商品和劳务，必然对资本存量等产生一系列影响。若短期内生产函数没有及时改善，那么多余的资本可能产生闲置，从而引发产能过剩。例如，尽管“四万亿”计划的最终利弊得失仍众说纷纭，但不可否认的是，中国当前所面临的较大产能过剩压力与国际金融



危机后投资刺激政策的规模和效率息息相关。

四是总需求政策的效果深受结构性问题的影响。凯恩斯认为当私人部门投资需求不足时，政府投资需求能够有效弥补。这种观点忽视了投资结构等深层次问题。具体地，当私人部门投资需求因资本回报率下降而不愿意扩张时，政府投资恰恰要迎难而上、填补缺口；然而，政府投资也会受到下行的资本回报率影响。但为了提高有效需求而持续地进行政府投资，必然会使该投资陷入亏损的困境。这说明凯恩斯在建议以政府投资来弥补产出缺口时，并没有以全社会总资本回报率或利率水平来约束政府投资，忽视了政府与私人投资对资本回报率（或利率）有着不同敏感性等结构性问题。即使在私人投资范畴内，例如在一个市场化程度不高的经济体中，预算约束程度不同的微观主体对利率的敏感程度也不会相同。事实上，中国在“四万亿”经济刺激政策实施过程中，由于隐性担保、刚性兑付等问题的存在，不少金融资源流向了软预算约束部门。而融资量巨大软预算约束部门对利率不够敏感，极易对其他部门形成挤出效应。

五是开放经济下现代金融市场与总需求之间的复杂互动影响。凯恩斯所处的年代金融市场尚不发达，故鲜有提及金融市场与实体经济及其宏观政策之间的内生性联系。此次全球金融危机进一步引发了宏观经济学家对金融问题的集体性反思，即现代金融市场体系可能对宏观经济运行产生不可忽视的重要影响，特别是金融市场的表现可能会给货币政策带来意想不到的副作用。危机后，在主要国家的宽松政策刺激下，大量资金

涌入金融市场并催生各类资产价格较快上涨甚至形成泡沫，而一旦泡沫破灭又会再次冲击实体经济。当然，保持物价稳定和金融稳定（含金融资产价格稳定）有时是种两难，对此一些央行将金融稳定的目标寄希望于宏观审慎管理——一个尚未经充分证明的概念。此外，开放经济条件下的全球金融市场高度联动，不仅存在“中心国家”对“外围国家”的外溢效应，还有新兴经济体对发达经济体的“回溢效应”。例如，以前投资者更多关注的是美联储加息对中国经济的影响，但最近一段时间以来，中国经济金融的变化实际上对美联储的加息决策也产生了重要影响。

综观凯恩斯主义的约束条件，结合中国当前“增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期”三期叠加的历史背景，我们认为：一是应保持中性适度的货币环境。后危机时代，宽松的货币政策对经济复苏的边际效应正在不断减弱。特别地，过度的货币扩张极易带动金融资产、房地产等一系列价格的迅速、轮动上涨，且在极端情况下不排除出现“滞胀”的可能性，因此有必要密切关注广义通胀等综合反映各类价格与流动性的指标。二是在可持续的财政赤字和政府债务水平范围内，应切实提高投资效率，合理利用财政政策的剩余空间。政府投资需积极发挥结构性调整功能，致力于中长期教育、环保等领域的基础性投资。三是加快实施具有“治本”功效的结构性政策。理顺要素市场的价格机制，鼓励不同产业、不同生产环节、不同流通领域的管理创新、技术创新和制度创新。值得一提的是，结构性改革可能引起短期经济下行，对此要保持一定的定力，顺应经济增长规律，提高对经济增速波动的容忍度。

值得一提的是，在凯恩斯主义的理论框架下，现实中许多宏观政策（尤其是创新性的政策）的效果仍有待进一步观察。例如，非常规货币政策对物价稳定和经济增长的实际效果，加大政府投资与全社会去杠杆之间的取舍、金融市场与宏观经济的互动影响等。放眼历史长河，每一场大的经济金融危机几乎都会激发经济理论的创新。“大萧条”催生了凯恩斯主义经济学；上世纪 70 年代的“滞胀”危机让新古典主义经济学占据主流；2008 年国际金融危机后，凯恩斯主义经济学似乎重回现实政策应对的舞台，但目前对其政策效果的争论也与之俱增。或许，崭新的经济理论正在孕育之中，而我们对凯恩斯主义的理解也必然会随着宏观经济现实的发展而不断深入。

上接 02 版

新三板：中国资本市场改革的“试验田”

■ 李海涛 长江商学院

新三板利益相关方将迎来发展难得机遇

新三板已经开始逐渐具备制度优势。随着创新层的设立，只要监管部门后期放低投资者准入门槛，例如，未来可能允许公募基金进入新三板，这将大大增加新三板市场的流动性。同时，通过创新层提供更好的资本市场服务，未上市企业也将会更有动力去新三板挂牌。而新三板原本的挂牌要求相比创业板还是要简，创业板原本的发行批准方式也是备案制，等同于事实上的发行注册制已经推行。同时，由于“创新层”被区分之后，“基础层”企业的流动性将进一步枯竭，多数企业与退市无异，由于创新层已经给出了明确的维持条件，不满足这一条件的挂牌企业将退出创新层，事实上的“退市”制度也得到完善，优胜劣汰的机制已经完善。

对于全国中小企业股份转让系统而言，其有望通过制度性优势吸引越来越多中小企业来到新三板挂牌，从而快速做大做强，未来甚至有望成为和上交所、深交所比肩的大型

交易所。对于挂牌企业而言，随着新三板现存的一些劣势逐步改善，它们在新三板挂牌已经能够享受到和 A 股上市一样便利的资本市场服务，但目前在 A 股上市的难易程度和在新三板挂牌不可同日而语，如果抓住这一时机在新三板挂牌，则有望和这一市场一起成长。对于投资人而言，由于新三板上市企业的成长性更好，他们未来投资这些企业也能够更好地分享到其成长带来的红利。

但同时也需要注意，新三板能够走得更远同样需要强有力的制度配合，以免这些改革流于形式。其中信息披露制度是重要一环，例如“创新层”的进入和维持标准，主要是对于财务指标的相关要求，挂牌企业有动力通过粉饰报表来迎合这一要求，这就需要信息披露等相关事项作出更为严格的规定。注册制之后，监管部门更加重要的职责是充当“守夜人”的角色，做好这些制度性安排。

A 股：短期不构成利空，但改革压力不容小觑

对于新三板近期的制度改革对于 A 股市

场的影响，有市场人士比较悲观，认为会对 A 股产生包括估值压抑和资金分流在内的两点负面影响。但总体来看，短期这两点都不构成实质性利空。

第一， “创新层”的设立，可能会对目前中小创的高估值形成压制。许多新三板挂牌企业，特别是那些未来有望进入“创新层”的企业，实质上资质是优于部分中小板和创业板企业的，例如从业绩增速的视角看，未来新三板“创新层”的挂牌企业成长性优于创业板和中小板，但估值更为便宜，PE 低于中小创上市公司。如果未来新三板的资质值问题得到改善，则会对这些估值偏高的中小创股票产生压制。

诚然，对于估值问题应当以这样的视角考察，其实新三板的企业中并不缺乏一些新兴行业，特别是那些一些细分行业的成长明星，为什么此前其估值会系统性逊于中小创上市公司？一个重要的原因在于流动性欠佳，因此可以认为这种估值的整体折价是一个流动性折扣，未来随着新三板市场流动性的向好，这一流动性折扣将会消失。

第二， 新三板未来对 A 股的资金分流压力会更大。如果私募基金未来投资新三板的

渠道更为通畅，可能会有部分资金分流到新三板，未来对 A 股形成资金压力。

但需要注意的是，由于流动性不佳，此前新三板的投资类似于一二级市场投资，投资者更多的是利用新三板实现股权的公允价值定价和转移。因此投资新三板的私募基金也主要以一级市场投资者为主体，对 A 股的资金压力并不大。

未来如果允许公募基金等传统二级市场投资机构进入新三板市场，则可能会分流部分 A 股资金，但短期还看不到。

然而中长期来看，如果未来 A 股相比新三板存在制度性劣势，则可能会有越来越多的企业选择在新三板挂牌而非在 A 股 IPO 上市交易，A 股将很难做大做强。

因此，A 股市场的制度建设，不能总以照顾市场情绪为由，“头痛医头脚痛医脚”地做一些缝缝补补。

同时，随着加入 MSCI、“深港通”、“沪伦通”等多形式资本市场开放，A 股将同时面对对内和新三板等其他层次资本市场的竞争，以及对外和其他资本市场的竞争，在此之前应当做好自身制度性的建设，这也是应当引起监管层重视的问题。

(完)

上接 02 版

中国拥抱“供给经济学”

■ 刘胜军 中欧陆家嘴国际金融研究院

上述要点，构成了里根经济学（Reagonomics）的核心要义。

“里根经济学”的理论基础何而来？主要是货币主义学派和供给学派。货币主义学派坚信，价格是一种货币现象，货币超发必然导致价格膨胀；供给学派则主张通过减税来刺激供给而非需求。这两个学派共同的逻辑都是对市场 and 自由的坚定信念。

优秀的领导者首先选择优秀的团队。里根每月与一批顶级的顾问举行一次很长时间的午餐会，确保政策是正确的，这些人包括沃尔克、弗里德曼、格林斯潘、拉弗……与这些人士共事，帮助里根不断强化自己的改革信念。

对于里根而言，当时推行“里根经济学”可谓阻力重重：一是，当时“供给学派”在美国经济学家是一个非主流学派，拉弗只是一个年轻学者而非功成名就的经济学大师。二是，国会的强大反对势力，国会议员不断以财政赤字为理由阻挠减税方案。里根在推动减税时要不停给议员打电话进行游说动员；三是，最重要的是，“改革红利”的产生需要时间，在短期内，改革不仅不能改善经济，反而令经济更加困难。这对政治家，特别是面对选举压力时，无疑是巨大的挑战和威胁。

卡特任命的美联储主席沃尔克成功矢志加息降伏通货膨胀，导致经济衰退、卡特落选。当时整个国家，不论左派、右派还是中间派，都反对沃尔克加息、呼吁放宽货币供应。只有里根一个人对沃尔克支持到底。沃尔克治理通胀的策略非常简单：加息。1983 年美国失业率达到最高值，超过 10%。

里根就任总统后，果断推行“30%减税计划”，个人最高税从 70%降为 28%、企业所得税从 46%降至 33%。但减税存在“时滞效应”：税率的下降立竿见影，但税基的扩大却需要时间来培育。因此短期内可能导致财政赤字扩大。当时，就连总统经济顾问委员会主席费尔斯坦（Martin Feldstein）都对“里根经济学”失去了信心，公开表示“里根总统就是安徒生童话里没穿衣服的国王”。里根立即将其解雇。

幸运的是，经济学家的嘲笑、国会的阻挠、经济形势的恶化，都没有动摇里根的意志和信念。他坚信自己的逻辑是对的：税率越低，政府管得越少，人民的积极性越高，经济就越繁荣。如此简单而清晰的逻辑，怎么会错呢？

正是因为里根有着惊人的判断力、朴素的价值观念和坚定的信念，最终度过了经济衰退，迎来美国经济再度起飞，不仅成功帮助美国经济挣脱了滞胀的泥潭，而且财政收入从 1980 年 5170 亿美元升至 1990 年 1.03 万亿美元。

里根 1984 年竞选连任时，经济已经触底反弹。里根赢得了 50 个州中 49 州的选举人票，成为美国历史上胜选差别最大的总统。这是选民对“里根经济学”的信任票。

可以说，里根重新塑造了美国经济：一个企业和个人享有广泛经济自由、税率尽可能低的现代经济。这奠定了美国长达 25 年的经济繁荣。从某种程度上讲，克林顿时期的经济辉煌，正是里根经济学红利的涌现。

中国改革开放 37 年的成就，归根结底就是市场力量不断增强的结果。面对过度依赖投资、强势政府推动的经济增长模式所形成的严重后遗症，十八届三中全会提出“让市场发挥决定性作用”。这是在经历了 21 世纪第一个十年的“国进民退、政府权力无序膨胀”之后，中国经济理念再度向市场力量回归。

中央提出加强供给侧改革，体现了当前经济问题的准确判断。中国面临的问题显然并非简单的需求不足：一方面产能过剩，另一方面国民蜂拥到日本买马桶；一方面国内奶粉行业陷入困境，另一方面澳洲、德国的奶粉被国人买得断货。中国经济真正的问题在于供给侧的结构性缺陷：要素价格扭曲导致资源不能有效配置，一些行业过度投资过度发展；政府管得太多、法治薄弱，企业普遍抑制创新活动，减少了有效供给；中国严重停滞停留在低成本竞争阶段，中国目前的供给现状是低端供给过剩、高端供给不足，无法适应居民消费升级的需求结构。

对于供给经济学的适用性，马云做了非常深刻的阐述：“中国经济前 30 年，加大基础设施、出口，这是政府拿手好戏，银行的钱掏出来。消费，把老百姓的钱掏出来，那是企业家的本事，那是创新的体现。我们要用观念去不断打开这个消费和内需拉动的东西，这一定是企业家的作用。未来 20 年到 30 年，中国必须以消费拉动，而消费拉动一定是企业家。”

李克强总理提出：“大道至简。中国历史上，但凡一个时期的政治比较‘简’，让老百姓休养生息，就会被后世称为‘盛世’。”这其实就是供给经济学的精髓。

与凯恩斯主义的立竿见影不同，供给经济学要求的是大胆的减税、痛苦的结构性调整、自我革命的简政放权。政治家必须要有“功成不必在我”的心胸、力排众议的勇气、不畏阵痛的定力，才能将供给革命进行到底。

(完)