



内部资料

国际经济观察

International Economic Observation

简报系列
(Briefing)

供给侧改革专题

北京外国语大学二十国集团研究中心

《经济日报》社中国经济网

中国管理科学学会工商管理专业委员会

2016年5月

《国际经济观察》编辑委员会

总顾问：彭 龙 丁 士 张国有

顾问：（按姓氏拼音排列）

蔡连侨 蔡芝芳 车 琳 崔 军 戴桂菊 丁红卫 金利民

柯 静 李莉文 李雪涛 李迎菊 李永辉 刘 建 邵建国

史铁强 孙晓萌 陶家俊 万 猛 王建斌 王立弟 王旭东

魏崇新 文秋芳 徐一平 薛庆国 姚晓舟 赵 刚 张 剑

张妮妮 张西平 张晓东 张朝意 章晓英

主编：牛华勇 孙文莉 任康钰

副主编：刘 鹏 马 琳 裴艳丽 钱小沧 邵明星 宋泽宁 吴 浩 詹惠蓉

执行编辑：左 洁 胡慧璟 徐小凤 杨 潇

《国际经济观察》编辑部：

地址：北京市海淀区西三环北路 19 号北京外国语大学国际商学院

邮编：100089

电话：010-8881 7751

传真：010-8881 0062

邮箱：g20@bfsu.edu.cn

zuojie@bfsu.edu.cn

网站：g20.bfsu.edu.cn

公众微信号



【编者按】

2015年11月，在中央财经领导小组会议上，习近平主席表示：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系的质量和效率，增强经济持续增长的动力”。供给侧改革一经提出就引起了社会的广泛关注。甚至有专家表示，供给侧改革的提出，标志着中国宏观经济政策的重大转向，中国经济转型未来有望迎来实质性突破。那么备受瞩目的供给侧改革到底包含哪些重要内容？在凯恩斯主义主导的有效需求管理仍然在世界范围内盛行的背景下，中国政府为何提出了供给侧改革？供给侧改革又将给中国经济带来哪些影响？这期简报，我们将通过黄文涛老师的文章，和您一起更加深入地理解供给侧改革。

从凯恩斯主义到供给侧改革

黄文涛¹

回顾美国过去八九十年的历史，其经济政策当局采取了很多重要的举措来应对外部冲击和经济衰退。例如在大萧条时代，凯恩斯主义横空出世。在其指引下，美国的一系列需求刺激政策陆续出台。但到了20世纪60、70年代的滞胀时期，凯恩斯主义无力应对，货币主义和里根经济学开始浮出水面：货币主义提倡一种稳定、均衡、与经济增长速度相适应的货币供给速度；里根经济学则向古典经济学中的自由放任原则回归。20世纪80年代后期、90年代初期，克林顿在美国经历工业空心化的过程中提出了信息高速公路政策，通过促进信息技术和互联网的发展来实现新经济发展。这些是美国过去八、九十年的历史当中所遇到的各种问题以及应对措施。

而在过去短短一年半的时间里，我国政府就采取了相当多样的被称为“微刺激”的经济政策。比如我国领导人提出的“一带一路”倡议，稳健的货币政策、供给侧改革等等，还有李克强总理在2015年两会期间提出的“互联网+”和鼓励“双创”等。可以说，美国在近一个世纪里遇到的问题和应对的措施，我们几乎在过去的一年半里都看到了。如此多的经济刺激政策密集“上阵”，确实显示出我国在经历结构调整、向新常态转型过程中的复杂性和难度。那么，从“需求”转向“供给”的政策方向调整背后，基于的是什么逻辑，又有什么期待？本文接下来将从需求管理遇挫、增长质量下滑来进行原因分析，继而转向对供给侧改革和均衡增长的分析。

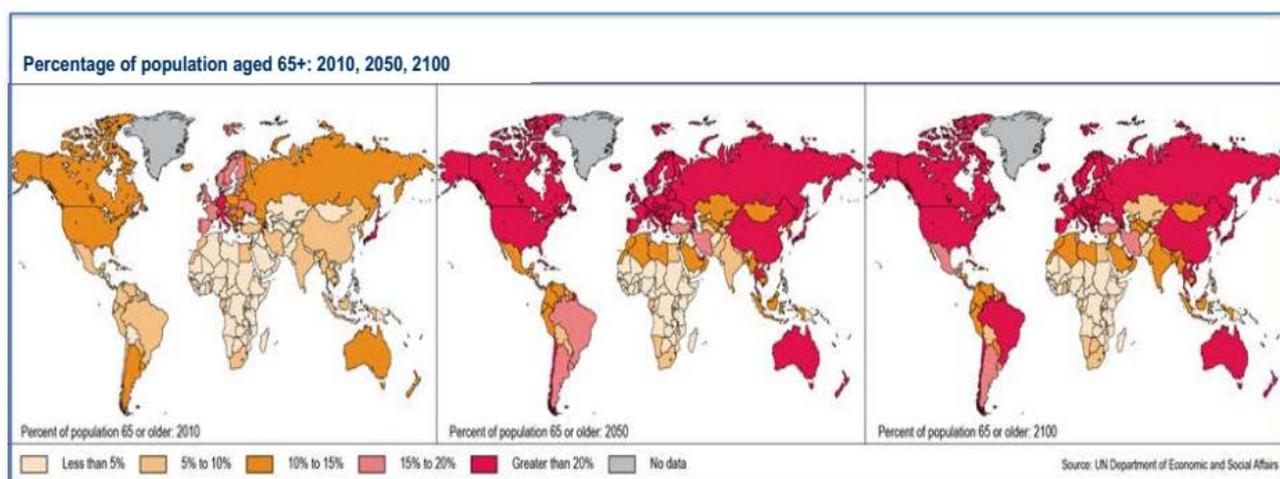
¹黄文涛，中信建投证券宏观与债券研究团队首席分析师，纽约州立大学访问学者，中央财经大学金融学博士。本文根据作者在北大二十国集团研究中心的学术讲座整理修改而成，国商研究生王红燕、黄悦同学做了大量工作，在此表示感谢。

一、需求管理遇挫

为什么凯恩斯主义所倡导的需求管理逐渐失效？一个很重要的背景可能是世界范围的人口老龄化趋势。就全球而言，我们正在遭遇人口老龄化的历史洪流，而且这个洪流是不可逆的。

据相关研究估计，在 10 年内欧洲将有 50% 以上的人口年龄超过 50 岁；到 2050 年世界上将有 20 亿 60 岁以上的人口。如果将一国 30% 的人口年龄超过 60 岁作为老龄化标准，目前符合这一标准的国家只有 2 个；但到 2050 年，世界上将有 60 个老龄化国家，其中包括很多我们所熟知的国家。这样的老龄化趋势是不可逆的，将给世界带来巨大的通缩压力。

图 1 世界的老龄化趋势



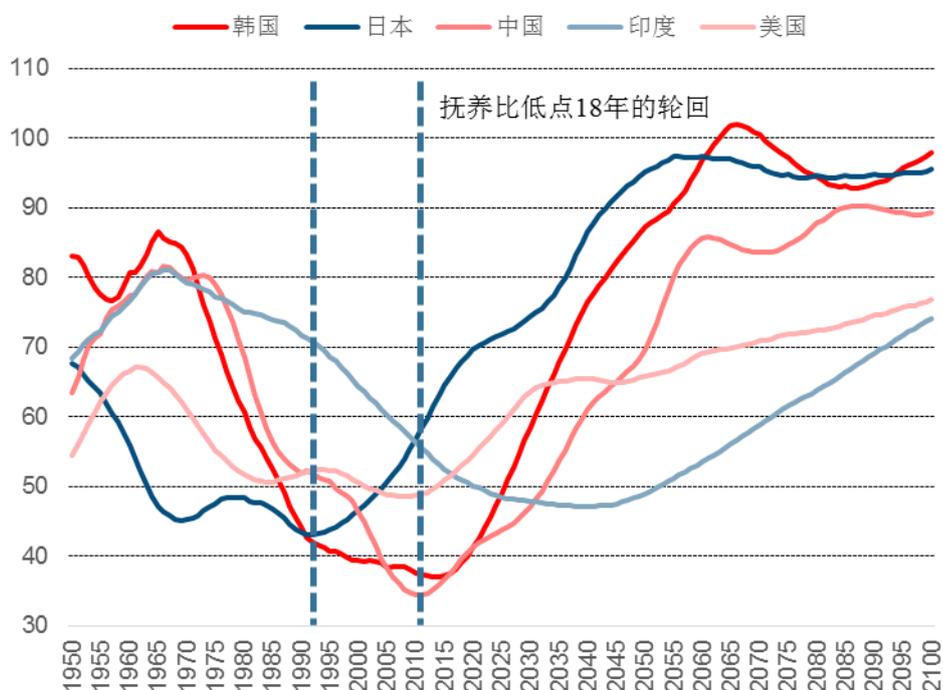
人口老龄化首先会带来全要素生产率的降低。反映在金融市场上，就是实际利率的降低。以国债利率为代表，美国 10 年期国债收益率在 2012 年 7 月达到了 1.45% 的水平，创 220 年来新低；德国 10 年期国债收益率达到 0.38%，是 200 年来的新低；日本 10 年期国债自 1960 年后仅仅在石油危机和 1990 年股市泡沫阶段有所上行，2015 年 1 月达到 0.2%，是 140 年来的新低。利率水平不断创出新低，当然有宏观经济环境不佳的因素，但深层次的原因可能是人口老龄化带来的经济活力下降。

具体地，老龄化会通过以下机制影响经济活力。第一，随着退休人口的增多，储蓄率和投资率会下降；第二，随着最具有消费能力的人口数量下降，消费从峰值下降；第三，由于政府为了维持经济增长速度要增加资本投入，带来资本劳动比上升，资本回报率下降；第四，老年人的增多会使人口在部门之间转移的速度降低；第五，一般而言人最具创新能力的时段是在二十到三十岁，人口老龄化后创新能力会相应下降。总的来讲，人口老龄化会带来经济增长减速。

日本、韩国的经济发展轨迹就较为典型地反映了老龄化带来的冲击。他们的

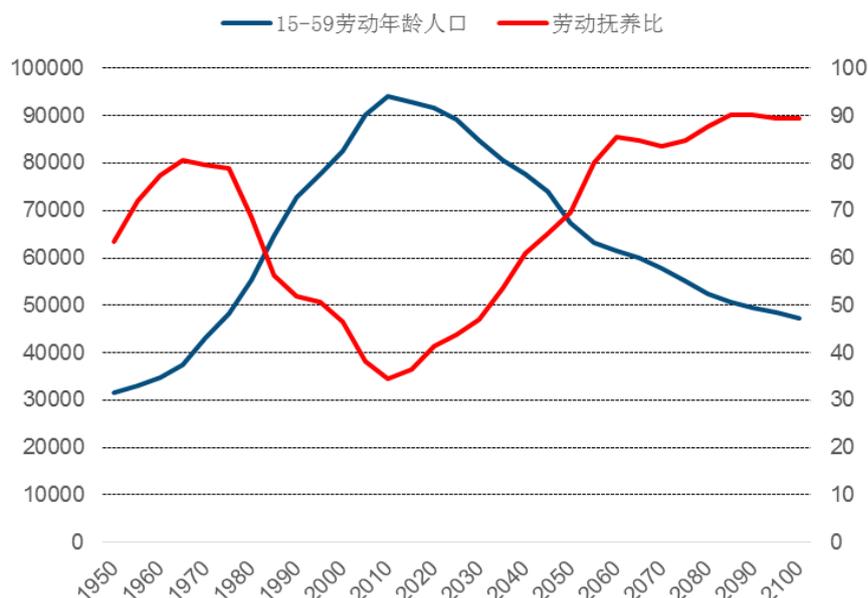
经济增长在从高速变为中、低速的过程中，曾下过两次台阶，分别对应了其两次人口拐点。第一次人口拐点是刘易斯拐点，具有两个特征：低端劳动力工资显著上升，农村剩余劳动力由无限供给变为有限剩余。第二次人口拐点是在从中速增长变为低速增长的过程中，对应的是人口抚养比的触底抬升。一个社会中，不劳动的人增加、劳动的人减少，就带来人口抚养比的抬升。一般来讲，“不劳动的人”是指14岁以下和65岁以上的人群。如果这部分人口所占比例较大，那么该国的人口抚养比压力就会比较大。日本人口抚养比在1990年前后见底，其对应的是1989年、1990年资产价格泡沫的破灭，包括房地产价格、股票价格泡沫的破灭。韩国的人口抚养比在2010年左右见底，同期出现了显著的经济下行。

图2 重要经济体的人口抚养比



就中国而言，大家普遍认为已经度过了刘易斯拐点，原有的人口红利开始消失。我国的人口抚养比在2011年首次开始增加，劳动年龄人口（15岁到59岁的人）的绝对量也开始减少。2011年，我国15-59岁之间的劳动年龄人口首次减少了345万，预计2011-2020年间将出现近3000万的绝对减少。

图3 中国劳动年龄人口与劳动抚养比



不过，与日本和韩国不同的是，中国在两次人口拐点之间的间隔时间，可能要大大小于日本和韩国。这意味着，由老龄化带来的经济减速压力对中国来讲，可能会大于当年的日本和韩国。而且，这里可能还同时有趋势性和周期性因素带来的共振。

从趋势性来看，当一个经济体由高增长变为中速增长时，经济可能会出现30%左右的落差。再加上企业和地方政府高负债、产能过剩、环境和资源约束等问题，结构调整可能造成短期内增长下行的压力低于中枢。从周期性来看，按照三大需求的框架，与收入关系密切的消费基本稳定，而投资和出口波动较大。

过去30年中，尤其是2001年加入WTO后，我国一跃成为最大的出口国。早期我国贸易量只占全球贸易的4%，高峰时期可以达到全球的11%左右。因此，出口一直是一个重要的拉动因素。但是，最近出口遇到了一些问题，尤其是2008年金融危机之后。

但对出口而言，凯恩斯主义可能很难有效。2016年，全球经济复苏疲弱，中国主要的贸易伙伴增速都比中国低。过去20年，外国很多学者把经济增长的情景叫做旧常态或者大稳定，其主要特征是“高增长、高就业和低通胀”。但是，2008年金融危机之后，经济出现了新常态——“低就业、弱复苏、全球治理的真空”，乃至全球主要经济体的经济政策的不同步。新常态之后，中国的外贸出口先导指数连续16个月处于下滑区间，PMI新订单指数连续16个月下滑并处在50%以下，这表明未来出口速度还将会进一步下降。特别值得担心的是，最近的数据显示，中国对主要贸易伙伴东盟国家的出口累积下滑了24.78%，这是非常难以理解的一个现象。过去，我国对东盟的出口非常的稳定，比美国、欧洲、日本还要更好，但此次对东盟的出口下降近25%。这其中既有汇率的因素，也有需

求的因素，从中期来看还存在劳动力成本上升、劳动密集型企业向东南亚转移的原因。此外，美国制造业的回归，各个经济体的贸易保护主义也对出口造成影响。

接下来再看剩下的投资一项。固定资产投资分为三大部分：制造业（占据1/3以上）、房地产和基建。当前，在我国占据最大份额的制造业出现盈利恶化、产能过剩与需求不足，现在正处于去产能周期，因此制造业的投资将会继续减缩。房地产方面，虽然最近一线、二线城市的房地产价格和交易量有所企稳，但是此次房地产回暖实为退潮中的小浪花，大势仍然是退潮。而且，人口变化决定了房地产投资趋势性拐点已到，“销售带动投资”的逻辑链条也逐步弱化。

参考日本的经验，日本的地价和房屋价格与劳动人口占比高度一致，人口拐点过后，地价和房地产价格就下降。1951-1970年，日本劳动人口占比由最低的53%升至1970年的64%；1981-1990年间，占比由63%升至75%。同期，日本的地价上升也比较快。而在劳动人口比下降的1971-1980年间及1991年之后，地价持续下跌。2011年开始，中国的劳动人口占比开始下降；2013年下降幅度最大，由上一年的74.1%下降至72.8%，相对于日本1990-1995年间基本保持在71%而言，中国下降的斜率和幅度都比较大，难以支撑整个房地产价格持续向上。一般而言，20岁到34岁的人群对房地产是刚性需求，35岁到50岁的则是改善性需求。中国的刚性需求高峰出现在2014年，改善型需求高峰在2012年。目前，这两部分的人口高点均已过去，两种需求都开始下降，而且预计会持续5-6年的时间。因此，从长期趋势来看，房地产供给肯定是过剩的，尽管短期内北京房价可能仍会上涨。所以，房地产固定资产投资今年仍会减速，估计只会增长5%左右，过去10%或者20%的高增长时代已经一去不返。所以，凯恩斯主义在制造业和房地产投资方面可能就无所作为。

最后，凯恩斯主义的抓手就只有基建。但是，基建主要靠财政发力，在经济增速下移的过程中，财政收入也一定会减速。过去四年，我国一共实施了四次基建微刺激，但是效果却不理想。综合来看，2016-2017年经济动力仍面临较大下滑压力，中国GDP可能会迎接6时代。

在人口这个大背景考察完了之后，我们再来看价格。从统计指标来看，我国的PPI已经连续50个月为负值，GDP平减指数连续四个季度为负，CPI预计2016年在2%左右，尚未脱离通缩风险。奥地利学派认为，通缩是企业无盈利之结果。目前很多上游、中游行业盈利持续恶化。短期内难有改善。

此外，近期全球需求乏力，新兴市场加速衰退，大宗商品价格中长期保持低位；我国产能过剩、内外需求不足，所以，工业领域通缩还将持续，明年的PPI应该还是负值，预计今年PPI仍是-4%。而对于大家最关注的CPI，根据新公布的数据，中国CPI为2.3%。2.3%是一个非常理想、温和的通胀水平。但考虑到

蔬菜由于受了两次冻灾，蔬菜价格只有两个月的增长期，天气回暖后蔬菜价格已顺利回归。至于在CPI中举足轻重的猪肉价格，最近一直保持在较高的位置，这背后有较为复杂的原因，包括国家环保政策的实施生猪生产结构的变化等。但是，预计猪肉价格不会持续处于高位，因此不会推高CPI。

因此，总的来讲，我们现在反而有通缩的压力，而且可能比1998年那次更为严重。当时政府启动房地产市场化改革，加入WTO，实施国企改革，推行五大银行改革上市等等。这一系列改革措施都带领中国走出了当年的通缩。而目前我国的结构调整才刚刚开始，短期难以收效。因此，未来可能是渐进的经济结构调整期与人口变化带来的衰退期叠加，需求低迷与通缩预期互相促进，价格和增长低位的状态会延续更长时间。

二、增长质量下滑

在增长速度下降的过程当中，我国也遇到了增长质量的下滑，其主要表现在以下几个方面。

第一，投资效率低下。一方面，增量资本产出比增长很快；另一方面根据M2/GDP，目前货币存量也较多。

图4 中国增量资本产出比

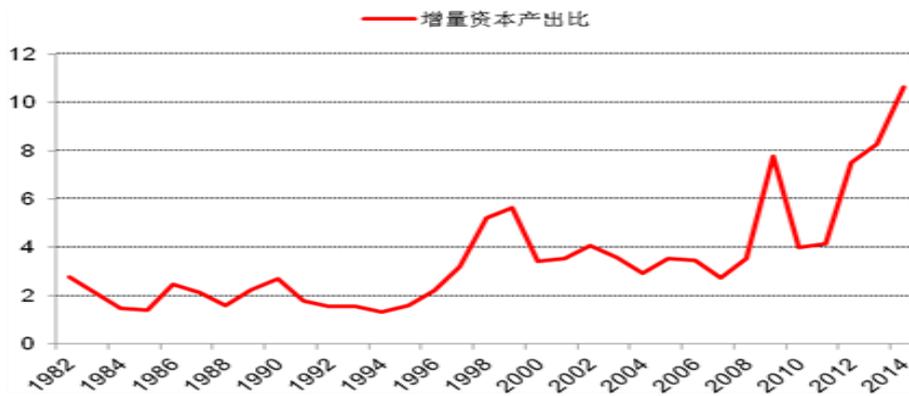
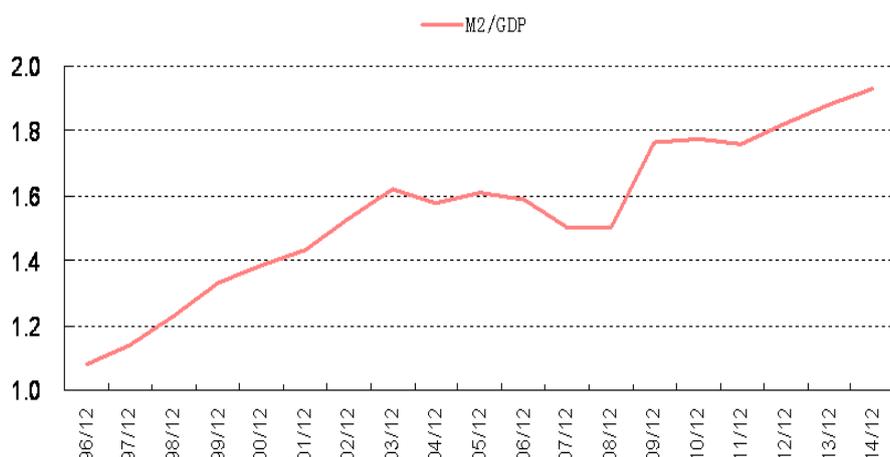


图5 M2/GDP



第二，杠杆率上升。当中国 GDP 在下行的同时，国家债务率却在提高。同时，企业负债率情况并不是很好，根据企业负债/GDP 数据，国际通行的警戒线是 90%，中国现在则为 180%。这表明，企业可能已不能像过去一样继续加杠杆。

图 6 GDP 与负债率

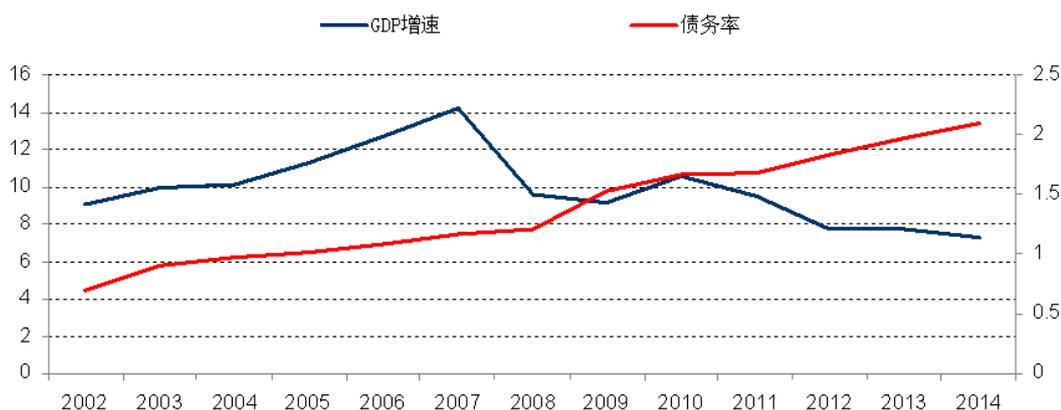
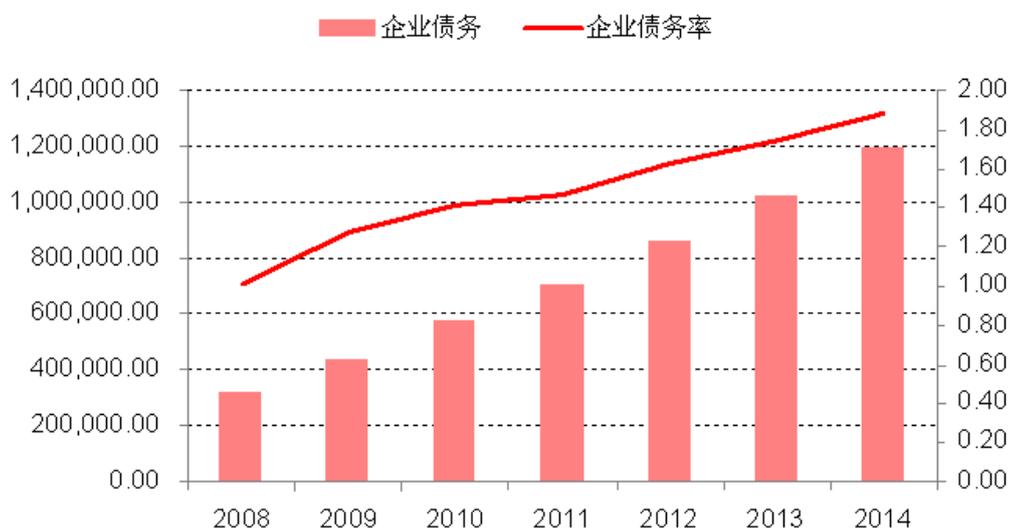


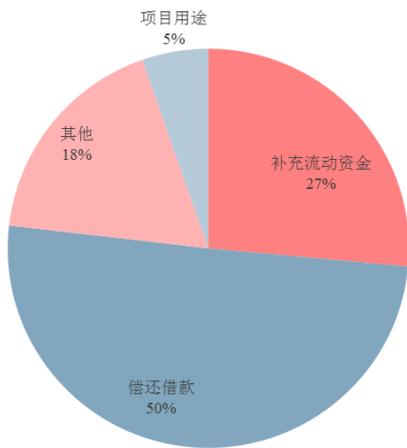
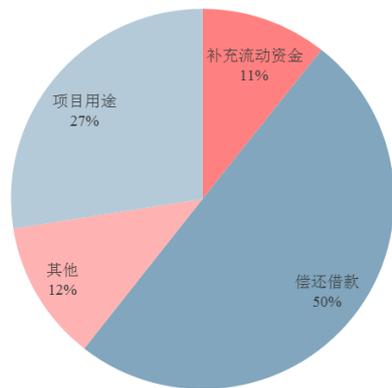
图 7 企业部门债务率



第三，企业盈利能力下降。传统行业盈利能力周期性下行：能源、工业、原材料等领域回报率下行。上中游行业盈利继续恶化，工业企业利润总额下降。

第四，融资使用效率较低。当前融资用于债务循环，资金使用效率降低。此外，负债风险也在不断累积。

图8 城投债募集资金用途 图9 产业债募集资金用途



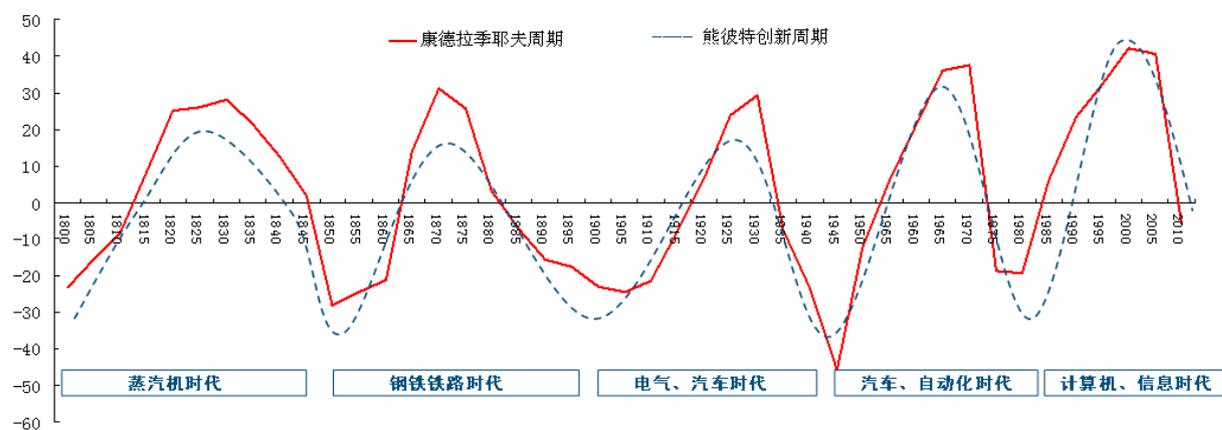
第五，产能过剩的戈尔迪之结。生产企业产能过剩，大量僵尸企业存在；基础设施供给过剩，债务长期风险累积；其结果就是，投资减速，工业通缩持续，行业风险暴露。

三、拥抱供给改革

现在全球正处于第五波繁荣向衰退的转换期。过去每次周期都会有主要的创新力量的出现，比如第一次是蒸汽机时代，第二次是钢铁和铁路时代，第三次是电器和汽车，第四次是汽车和自动化，最近的一次是计算机和互联网的信息时代。那么第六波如何能够启动？当前世界正处于第五波低谷，第六波该如何启动？是靠新能源？还是智能制造？还是真空管道运输？还是其它？目前还不清楚，因此

全球经济还要在底部徘徊。

图 10 技术创新下的长波周期



就中国而言,如何面对挑战,迎接繁荣?就是要坚信改革,拥抱改革。

为什么要提出供给侧改革?当前,人力资本供给在弱化,资本供给也在弱化,那么如何稳增长,提高增长率?那就是要靠全要素生产率来提高增长率。供给侧改革的大部分内容都是针对全要素生产率提出的,这就是供给侧改革的真正意义之所在。未来,供给管理将大有作为。

要想走出经济增长困境,就要从总量政策为主变成结构性政策为主,从政府主导变成市场主导,从管制经济变成真正的市场经济。原来凯恩斯的需求管理应该向哈耶克、熊彼特和奥尔森转换。哈耶克的主要观点就是减税、鼓励企业自主投资等;熊彼特,是奥地利学派的代表人,他最主要的观点就是创新。奥尔森的核心观点是,利益集团需要变革,需要通过制度的变革来释放制度的红利,中国也是如此。

在我看来,当前短期而急迫的供给侧改革任务有以下几点:

1. 人口政策进一步放松:目前已经从一孩政策过渡到二孩,未来可能需要进一步放开,甚至进行生育补贴;
2. 调整产能过剩,消除僵尸企业,优化资源配置,培育创新性破坏机制;
3. 扩大对外开放,延续后发优势;
4. 加快对内开放,释放民营经济活力;
5. 国企改革:提高效率;
6. 金融改革:建立与经济结构相适应的金融结构;
7. 简政放权:释放市场活力。

在这七点之中,最重要的一条就是人口政策的放开。最近二胎政策放开,但实际上具备生二胎的条件和年龄的人群中,有很大一部分人已不会再选择生二胎。因此,这个政策的效果可能并不像原来想象的那么好。因此可能需要进一步

放开，甚至推行生育补助政策。

另外，扩大对外开放也需要重视。很多人认为，中国改革开放已经实现了三十年多年，为什么还需要扩大对外开放？其实，中国的很多服务业还需要开放。中国现在的服务业比较落后，就是因为没有竞争，存在垄断。在过去的几十年，中国的制造业和西方国家的差距大大缩小，中国的后发优势发挥得非常好。但是，我们的服务业和西方的差距却还较大，或者至少不像制造业一样，差距缩小得这么快。未来应该加快服务业开放，将后发优势继续做下去。其次，对内也要继续开放，中国无论是对内开放还是对外开放都有很大的空间。

同时，供给侧改革也面临着一些长期而艰巨的任务。

第一，延长义务教育年限，向人力资本要效率。事实上，延长义务教育年限在其他国家都能找到先例。日本、韩国当年义务教育延长，它的效果在 20 年之后就体现出来。中国现在实施的是 9 年义务教育，但很多农村地区还达不到 9 年。如果延长到 12 年，可以想象，未来中国的人力资本效率将会大大提升。当然这需要大量资金投入，但是这个问题非常重要。

第二，推进职业教育。中国现在是制造业大国、世界工厂，但是很多高端的技师和技术人才国内却培养不出来，仍然需要从欧洲、日本、俄罗斯等国引进。中国在校的高校生数量一年比一年多，但实际上我们很需要专门的技术人才。

第三，收入分配体制改革，增加低收入人群的购买力。基尼系数是一个比较科学地衡量一个国家和一个经济体的贫富差距的指标。根据基尼系数，中国的贫富差距问题较为突出。对于低收入群体而言，很难通过他们拉动消费。所以，要降低我国的贫富差距，因为低收入人群的消费弹性是最大的。

第四，制造业升级、产业优化。为什么很多人都去日本买马桶盖？因为很多东西国内还无法生产出现，或者生产的商品质量比较差，甚至还有假货。这是很重要的问题。不过，我国政府已作出相关规划。

第五，技术进步。技术进步是提升全要素生产的关键。美国、德国、日本等国家有着众多国家级实验室、基础创新中心。在这方面，中国和美国、日本、德国相差得还非常远。因为投入还不足，有志于做这些基础研究的人也少，这导致中国的基础研究和创新水平还有差距。因此需要增大技术进步空间。另外，中国知识产权保护体系比较落后，需要加强知识保护，激发创新动力。最后，鼓励创新、创业，培育和企业家精神等方面的内容也值得关注。

四、期待均衡增长

既然凯恩斯主义在中国的作用空间已经有限，我们就需要进行供给侧改革，期待均衡增长。

第一，传统产业尾声，新兴产业崛起。以房地产、重化工等传统行业逐渐衰落，铁矿石、煤炭、钢铁、化工、有色等重化工行业投资占比下降，增速回落，在 GDP 中的占比也在逐渐降低，传统行业接近尾声。而与此同时，以生态环保、卫星传输、互联网、软件和信息技术服务四个子行业为代表的新型产业投资增速上升。软件和信息技术服务业、科学研究、技术服务等智力密集型服务业投资保持高速。行业发展更加均衡。这些行业都是轻资产的行业，由于传统行业都是属于重资产的行业，它们留下的空白可能比这些新增的增量要大很多。因此，GDP 还会继续向下，但结构在改善。

第二，第二产业回落，第三产业繁荣。1973 年，日本的第二产业超过了第三产业，此后日本在 1973 年之后迎来了 20 年的第三产业黄金发展期。从 2013 年开始，中国第三产业开始超过第二产业，第三产业的黄金发展期到来。第三产业是个蓝海，手机游戏、动漫、旅游、电影、教育、文化、体育等等行业在未来都是爆发式增长的行业。

第三，传统消费饱和，个性消费蓝海。2014 年海外消费 1 万亿，单月社会消费品零售总额的 40%。中国游客去年海外消费次数增长近 1/3，总消费金额占全球游客海外消费的 27%，居全球首位。为什么中国人要去海外购物？因为外国的个性化消费做得比较好，没有假货，知识产权保护得也很好。目前，中国很多传统的制造业都是过剩的，如家具、家用电器，但是智能家具智能家居、电子、电视用平板玻璃、定制自行车、定制手表等等缺口还是很大。总而言之，这种传统的消费品已经饱和，但是个性化的消费还是蓝海。并不是中国没有消费潜力，消费品的制造没有潜力，蓝海还有很多。中国的制造业需要升级，以满足个性化、多样化消费需求。

第四，东部增长回落，中西占比提高。中西部在 GDP 中的占比正在抬升的，东部出现回落，这也是一个比较好的现象，说明经济增长更加均衡，未来可能会更加均衡。未来新增长点层面将包括：优化经济发展空间格局，重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。

第五，本土收入瓶颈，境外创造机遇。为什么要提出“一带一路”，实施走出去的战略？根据约翰·邓宁“投资发展阶段论”，人均 GDP 超过 4750 美元的国家，对外直接投资净额明显表现为正值并逐步扩大。过去可能是吸引更多的资本进来，但是当人均 GDP 达到 4750 美元且人均 GDP 体量的抬升，投资的净额可能更加扩大，走出去的步伐更大，进来的步伐更小，走出去的净额会越来越大。2015 年中国的人均 GDP 在 8000 美元左右，因此我们现在走出去不是太早，而是太晚。从商品输出到资本输出，亡羊补牢还不算太晚。中国以“一带一路”新起点，以高铁、电网、核电、基建为代表的资本输出大有可为。

在过去一段时间，中国确实从国有企业的夹缝中走出了几个伟大的企业，过去“高大上”的企业主要是中国石油、工商银行、中国石化、中国人寿等，但现在就市值而言，阿里巴巴、腾讯和百度已经悄悄地进入了前十大上市公司之列。这些公司在十五、六年前都不太被人所熟知，现在这些公司已经跟原来的知名企业平起平坐。那么这是如何形成的？供给侧改革，包括简政放权在内的一系列措施出台之后，如果贯彻得力，如果知识产权保护较好，财政政策、货币政策得以支持，有公平公正的市场，未来一段时间中国还会诞生一大批伟大的企业。

总而言之，供给侧改革是一个与时俱进的政策安排。通过体制改革和要素改革，提升人力资本、提高要素配置效率、加快技术进步，“让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流”，挖掘和提升增长潜力，实现从亚健康、不均衡的高速增长到健康的、均衡的中高速增长。