

刺激政策的是非之辨

- 刺激政策的评价应该放到特定的宏观环境中来进行。同样的刺激政策，在不同宏观环境中可能产生截然不同的效果。因此，该不该做政策刺激，需要视宏观经济环境而定，不能一概而论。刺激政策的真正约束在宏观经济的供给能力，应以反映供给约束是否收紧的通胀和国际收支为目标，在通胀低于目标值，国际收支顺差的时候刺激需求，而在通胀高于目标值，国际收支逆差时退出。刺激经济不是“饮鸩止渴”，而是经济结构失衡前提下稳定经济的必要之策。刺激政策只是政府调控宏观经济的技术性手段。不能将这种技术性的、需视情况而灵活使用的手段，与我国长期要坚持的大政方针对立起来。否则会画地为牢，自我设限，人为加大政府调控经济运行的难度。
- 风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

当前，各方对我国经济形势的评估没有太大分歧，普遍认为我国有需求收缩、增长下行之明显压力，风险不低。但在我国是否需要通过刺激政策来托底经济增长这个问题上，各方观点不一，赞成与反对的声音都有。各方在刺激政策是否有效、是否有持续性、长短期成本收益状况等多个问题上缺乏共识。刺激政策因缺乏共识而面临不小阻力，推出时更多只能像“挤牙膏”一样被经济压力所倒逼出来，因而往往滞后于形势变化，令政策效果大打折扣。

为了更有利于政府调控宏观经济运行，提升政策的领先性和有效性，有必要对刺激政策的成本收益、利害得失做深入分析，把各方对政策刺激的疑惑之处讲深讲透，从而凝聚共识。本文试图利用宏观思维，深度剖析刺激政策的约束条件所在，探讨政策的效果、持续性等关键问题，以明辨刺激政策的是非。

1. 评价宏观政策要有宏观思维

评估宏观政策的利害，不能就政策论政策地一概而论，而必须要将政策放到具体的宏观环境中来进行。同样的宏观政策，在不同宏观环境中可能产生完全不同的效果。在某种宏观环境中利大于弊的政策，在另一种宏观环境中就可能弊大于利。这是因为宏观政策在经济中施行时存在复杂的反馈传导机制，会产生一环接一环的扩散效应。不同宏观环境中，政策的反馈传导状况可能有很大不同，从而让同样的政策产生不一样的后果。脱离宏观环境来评价政策应不应当，容易犯刻舟求剑的错误。

以上道理并不复杂，但却容易被个人从其微观生活中所得的经验所遮蔽，一叶障目。每个人都生活在宏观经济中，都会从自己所处的位置出发，对经济运行有一定了解。但这些得自微观的了解，哪怕是变成了很多人共同持有的“常识”，也未必能够完全把握宏观经济的运行。用出自个人经验的微观思维来理解宏观经济，评价宏观政策（不管是刺激还是紧缩政策），很容易出现偏差和误解。

诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼在 2014 年写过一篇题为《成功的商人不懂宏观经济》的文章很好地说明了这个问题【1】。文中有这么一段话：“国家并不是公司。国民经济政策，即使是在一个小国，也需要考虑在商业生活中常常无关紧要的某些类型的反馈。例如，即使是最大的公司，也只会把一小部分的产品卖给自己的员工，然而即使是极小的国家，大多数商品和服务也主要是卖给国内的。”

克鲁格曼这里批评了将宏观经济当成微观企业来理解的错误思想。微观经济主体（无论是企业还是个人）生活在一个他所不能控制，只能被动接受的外生经济环境中。哪怕是一个规模很大的企业，其经营活动对整个宏观经济的影响也可以忽略不计。因此，微观经济主体决策时，既不会，也不应考虑他的行为对经济环境的影响。所以，企业会将自己的收入看成不受自己控制，而被企业所处经济环境所决定的外生变量。企业决策时因而需要量入为出，以收入确定其支出。企业是这样，体量远小于企业的个人就更是如此了。

很多人在谈宏观政策时，喜欢讲政策空间，认为政策要留有余地，不能把“弹药”用尽。这种讲法反映的就是把宏观经济当企业来看的微观思维。其潜台词是，政策的“弹药”是给定的，只有这么多，用一点就少一点，所以得省着用；要是把“弹药”用尽，政策就难以为继，甚至还会搞出问题。这种说法虽然听上去符合普通人的常识，却是对宏观经济运行的误解。

正如克鲁格曼所说，“即使是极小的国家，大多数商品和服务也主要是卖给国内的。”这意味着对一个宏观经济体而言，其支出大致就是其收入，支出影响着收入，支出与收入之间存在反馈效应。因此，讨论一个国家的宏观政策时，需要知道这个国家所身处的宏观环境，很大程度上被这个国家自己所决定，是这个国家宏观政策可以调控的内生变量。政府作为宏观政策的决策者，必须要知道，自己的支出关系着民间的收入。政府开支的变化，会影响民间经济的活跃程度，并反过来引发政府收入的变化——对政府而言，其收入是“内生的”，受政府自身的影响；这与微观企业和个人将收入当成“外生给定”（不受企业和个人影响）的状况形成了鲜明反差。

所以，在微观经济主体那里很有道理的“量入为出”的逻辑，搬到宏观政策上就可能出问题。当宏观经济陷入需求不足的低迷状态时，政府如果量入为出，要因为财政收入的下降而减少其财政支出，则民间的收入和支出会进一步下降，进而让财政减收压力变得更大。如此，经济收缩的压力会在支出与收入间持续传导并放大，令宏观经济更加困难。面对宏观经济需求不足的局面，政府不能量入为出，反而要逆周期调控，要通过财政支出的扩张来增加民间收入，带动民间支出，进而打破经济收缩的恶性循环。对只懂微观经济运行的人（即使他是一个成功的商人）来说，这样正确的政策应对是反直觉、甚至反常识的。这正是克鲁格曼说“成功的商人不懂宏观经济”的原因。

运用宏观思维来思考刺激政策，就能发现在不同的宏观环境中，同样的政策可能产生不一样的效果。还是以财政支出政策为例。

在需求不足，供给过剩的宏观经济环境中，经济中会有非自愿的失业。此时，财政支出的扩张（财政花更多钱来购买产品和服务）可以让失业的工人找到工作。而这些工人有了工作和收入后，其支出也会相应增加，从而让更多失业的人能找到工作、获得收入。这时，财政刺激会“带动”民间部门的收入和支出，发挥“乘数效应”，缓解经济需求不足之压力，带动经济向好。反过来，更加活跃的民间经济活动也会带来更多的财政收入，从而让财政刺激政策更可持续。

但在需求过剩、供给不足的宏观环境中，财政刺激政策会有不同后果。此时，经济中应已经达到了充分就业，工人们工作量都已经饱满。此时，如果财政支出进一步扩张，工人们为了满足财政的购买需求，就只能放下自己手中本来计划要做的工作，转而成为财政增加的产品和服务之需求工作。这时，民间的工作总量和收入总量并不会因为财政刺激而明显增加，而只是工作内容发生了变化——由之前对应民间需求的工作，变成现在对应财政刺激政策的工作。此时，财政刺激会“挤出”（crowd out）而非“带动”民间需求，并不会让总需求扩张多少，因而也不会让经济活动变得更加活跃。相应地，政府所得的财政收入也难以明显增加。于是在这种情况下，财政刺激并不能让经济变得更好，反而会让政府背上更大的债务负担，弊大于利。【2】

显然，在需求不足和需求过剩两种宏观环境中，财政刺激政策在前一种情况中可取，在后一种情况中不可取。这个例子说明，脱离具体的宏观经济环境，泛泛地说刺激政策是好是坏、应当还是不当，没什么意义。

当然，一概而论地反对刺激政策的人应该还是少数。不需要借助宏观思维也能看出，在经济低迷的时候，刺激政策至少在短期会有积极效果。更多人担心的是刺激政策的持续性。有不少人认为，刺激政策虽然短期有正面效应，却会在长期让经济付出更大代价。换言之，不少人担心刺激政策从长期来看得不偿失、弊大于利。许多人对会带来债务增长的政策（如扩大财政赤字，加大信贷投放）持反对意见，就主要缘于这种忧虑。对刺激政策持续性的分析是下文的重点。这一讨论需要从对刺激政策的需求面属性谈起。

2. 刺激政策是需求面政策

任何经济活动都是供给和需求两方面因素共同作用的结果，宏观经济运行也不例外。因此，宏观经济增长的约束既可能在供给面，也可能在需求面。相应地，促进经济增长的宏观政策既可以作用于经济的供给面（从而叫做供给面政策），也可以作用于需求面（需求面政策）。在供给与需求两方面中，通常只有需求能快速被政策刺激起来，所以当大家谈到刺激政策时，一般说的都是需求面政策。

一个经济体的供给能力主要建立在投入要素（劳动力及资本）和技术水平之上，短期内很难快速扩大。无论是劳动力和资本的增加，还是技术水平的进步，都只能靠持续的积累来逐步实现，而没法因为宏观政策的作用就在短期内突飞猛进。所以就算经济受限于供给不足的约束，也很少会有刺激供给的说法出来。倒不是大家不愿意刺激生产能力，而是因为生产能力确实没法在短期内被刺激出来。如果现在有人能用宏观政策快速地把卡脖子的高端芯片生产能力给刺激出来，国内应该不会有任何反对声音。所以，供给面宏观政策更多是结构性政策，有针对性地为投入要素扩张和技术进步营造良好环境，以促进他们自然发展。

而在经济处于需求不足状况时，可以用宏观政策在短期内就把需求刺激起来。要理解需求为何可以如此神奇地在短期内就因为政策而明显扩张，首先要知道宏观经济的“需求”，是有购买力支撑，在市场上表现为购买活动的“有效需求”（effective demand），而非仅仅是各个经济主体的支出欲望。一个国家的总产出就是其总收入，也即其总购买力。因此，一个国家总是有足够购买其总产出的总购买力的。但是这些购买力会根据国家的收入分配结构流向不同经济主体，与不同经济主体的支出欲望相结合，最终形成这个国家的总有效需求。如果收入分配结构存在问题，支出欲望与购买力结合之后形成的有效需求完全可能低于国家的总供给能力，形成需求不足的局面。

在2023年8月29日撰写的《内需不足是个收入分配问题》一文中【3】，笔者曾论证过：我国内需不足产生于居民和企业两大部门间收入分配的不合理之处，根子在于居民部门收入占国民总收入的比重过低，从而导致国内购买力与支出意愿有错配——消费者部门购买力不足，企业部门支出意愿不足。在这样的情况下，用宏观政策来优化购买力与支出意愿的匹配，有效需求就能被快速刺激起来。

所以，“有效需求不足”是刺激政策的理论基础。1936年，宏观经济学创始人凯恩斯出版了传世名著《就业、利息和货币通论》。这本书的第3章题为《有效需求原理》。其中，有这么一段话：【4】

“人们把[古典]经济学家看成是乌托邦一类的人物。这一类人离开这个世界去独自开垦属于他们自己的花园，并告诉人们：只要我们任由自然发展，那么这个世界上存在的所有事物都将以最好的方式向前发展。我认为，他们之所以这样想，是由于他们忽略了‘有效需求不足’可以拖累整个经济的繁荣……如果假定社会的经济运行方式果真如古典理论所描述的那样，那其实就等于我们研究所面对的困难就都不存在了。”

1929年爆发的“大萧条”教育了凯恩斯及很多他同时代的经济学家，让他们认识到了“有效需求不足”的可能性危害和危害性，并在这一基础上提出了需求管理的宏观政策框架。当今宏观经济学正奠基于凯恩斯的洞察之上。

如果经济如乐观者所设想的那样处于最优状态（市场处于有效状态），则购买力与支出意愿会有最有效的结合，从而让有效需求与供给能力匹配。此时，需求面的刺激政策既不必要，也无效果。不必要的原因是经济此时不存在有效需求不足的问题；无效果的原因则是此时有效需求受购买力的约束而无法进一步扩张——这一点在后文的分析中会逐步清晰。

但现实世界并非总是处于理想的最优状态，有效需求不足的情况时有发生。此时，需求面的刺激政策作为对市场无效的纠偏手段，有其可行性和必要性。有效需求不足的情况下，政府作为实体经济中的一个购买者，总是可以通过自身财政支出的扩张来创造有效需求，弥补民间支出意愿不足的问题；而货币政策则可以提升金融市场中资金融通的规模，让更多购买力流向有更高支出意愿的经济主体，从而让购买力和支出意愿更有效结合，进而推升有效需求。这样的财政和货币政策可以在短期内刺激需求和经济增长，令宏观经济状况变得更好。

3. 刺激政策的真正约束在供给能力

对一个国家来说，需求面刺激政策的真正约束能力是这个国家的供给能力。这可能与很多人得自微观经验的直觉相悖。如果问一个国家的需求面刺激政策的约束在哪里，很多人可能会说是货币（钱）——但这只是微观视角下的片面看法。对一个微观经济主体（无论是企业还是居民）来说，手里的钱花完了就花完了，没了钱当然没法做更多购买。但对一个国家来说，其拥有的本国货币由这个国家自己创造（货币由国家的金融体系凭空创造），真不够了，自己还能再印。所以，货币数量并非刺激政策的真正约束。

需求面刺激政策的约束在供给能力——当刺激政策令国家内需（国内消费加投资）超过国家供给能力时，刺激政策就碰到了紧约束，没法再继续用了。这是因为当内需超过国内供给能力的时候，会带来需求拉动型的通胀，令物价会不断加速上升，从而引发宏观经济的混乱。

当然，此时这个国家为了避免通胀走高，可以靠进口来弥补国内供给的不足。这虽然可以抑制国内通胀，但必然会造成贸易逆差，令本国所欠的外债不断走高。毕竟，别国不可能把商品白送给本国，贸易逆差一定是用本国欠的外债换来的。而外债要靠国际硬通货（通常是美元）来偿还。除美国之外的其他国家，美元用完就用完了，没法自己印。一个国家如果缺乏足够的国际硬通货来偿付其外债，就会爆发国际收支危机，令本币大幅贬值，国内经济遭受重创。1997年爆发的亚洲金融危机就是东南亚国家碰到的一场国际收支危机，其严重后果已为人所熟知。【5】

所以，只要一个国家的需求超过了其供给能力，就必然会通胀上升，或是国际收支恶化（贸易逆差）。这两个后果中的任何一个，都会让宏观经济失去稳定，爆发危机。在这样经济失稳的路径上，需求面的刺激政策自然没法再用。

因此，判断宏观刺激政策是否碰到了瓶颈，关键要看通胀和贸易顺差这两个指标。通胀走高、贸易逆差的时候，表明国内供给已经不足，需求已然过剩，刺激政策此时会进一步加大通胀和外债压力，令宏观经济进一步失稳。相反，当通胀处于低位（或者通缩）且贸易顺差的时候，说明国内供给过剩、需求不足，此时刺激政策非但可行，而且很有必要。

一个国家的供给能力是需求面刺激政策的约束，自然也会约束到作为需求刺激手段的财政和货币政策。先来看财政政策。更积极的财政政策总是表现为财政赤字的扩大——这既可能来自财政支出的增加，也可能是由于财政收入的主动下调（比如减税）。财政赤字要靠国家发行国债来弥补。也就是说，财政的收入如果超过了支出，政府就得借债来支付超支的部分。

当国家处在产能过剩、有效需求不足的状况时，一定是国内经济没有充分将其总收入（购买力）支出出去，而有部分购买力沉淀了下来。此时，全社会总购买力没有充分转化成为购买行为，从而导致有效需求小于（能够产生总购买力的）总产能。这种情况下，财政借债来扩大赤字，本质上是将社会中沉淀的购买力借财政之手给花了出去，转化成了有效需求，因而能够带动闲置产能被利用起来，让非自愿失业人员找到工作。因此，此时财政政策能缓解经济中需求不足的压力，令经济形势好转。

财政赤字当然会让政府债务增加。但在产能过剩的国家中，本来就存在因收入分配不合理而形成的过度储蓄（未转变成为购买行为的沉淀购买力）。此时政府债务的扩张，是对国内过度储蓄的纠偏，形成的也是“内债”（债主在国内），政府债务的接续不会有问题。我们甚至可以说，这种情况下政府债务的增加是周瑜打黄盖，一个愿打（政府愿意多借债），一个愿挨（民间愿意借钱给政府），完全可以持续。

但如果国家处在供给不足、需求过剩的状况，出于两方面原因，赤字财政会难以为继。第一，财政支出扩张会更明显地拉动通胀上升，让通胀失控。第二，此时民间部门已经将其购买力充分转化成了支出，并没有过度储蓄沉淀。于是，政府就只能向外国人借外债。对一个国家来说，需要用国际硬通货偿付的外债是紧约束，欠得多了国家就会爆发国际收支危机。因此，在产能不足的状况下，刺激性的财政政策会让经济失稳，因而难以持续。

下面再来看看货币政策。货币扩张表现为货币总量的更快速增长。但首先要弄清楚，在现代货币体系中，国家的金融体系虽然可以无中生有地创造“名义货币”，但名义货币的“真实购买力”却无法由金融体系（包括中央银行）创造，而只能由实体经济的运行状况所决定。换句话说，一个国家的金融体系虽然可以印钞票，但印出来的钞票能不能买到东西，却不由这个国家的金融系统说了算。

在2021年9月15日发表《货币超发的谬论可以休矣》一文中【6】，笔者论述过，我国名义货币总量增速持续快于名义GDP增速，M2/GDP比例持续上升的真正原因是我国的高储蓄率——我国实体经济持续有大量储蓄以银行存款的形式（属于货币口径）积累在金融体系中，导致我国名义货币增速会长期快于名义GDP增速。

在供给过剩、需求不足的国家中，存量名义货币所对应的真实购买力没有充分转化为支出行为，从而导致由货币支撑的有效需求小于国家供给能力。此时，增发货币可以提振那些购买力受限之经济主体的支出，从而让有效需求扩张，让经济中被闲置的产能利用起来。而且在这种情况下，因为存量货币的购买力并未充分发挥作用，所以增发的货币并不会带来更高通胀，宽松的货币政策可以持续。【7】

相反，在供给不足、需求过剩的国家中，存量名义货币一定已经充分地转化成为了经济中的有效需求（所以需求才会过剩）。此时，如果增发货币，则这些增发货币所带来的购买行为会让经济中供不应求的问题更加严重，从而让通胀进一步上升，令经济失稳。

由此可见，无论是财政政策还是货币政策，都只能在经济处在供给过剩的情况下发挥刺激经济的作用。此时刺激政策可以放松经济增长面临的需求瓶颈，令经济产出扩张，经济形势向好。而且这时刺激政策并不会带来通胀失稳，国际收支恶化这样的负面效应。但当经济产能不足时，需求面的刺激政策会加大经济中供不应求的压力，令通胀或国际收支状况恶化，因而弊大于利。

4. 刺激政策的可持续性取决于宏观环境

了解了刺激政策的真正约束在国家供给能力之后，可以来讨论刺激政策的可持续性问题了。判断刺激政策是否可持续，无非看两点：第一、刺激政策对经济的有利效果是能够持续，还是很快就会无效（就像人体在持续用药的情况下，可能会对药物产生抗药性，使得药物无效）；第二、刺激政策所需要的成本（或者说付出的代价）是否很快会变得不可承受，从而使得刺激政策得不偿失。

以上这两点都取决于刺激政策所处的宏观环境。当经济处在供给不足、需求过剩状况时，经济运行的紧约束在供给面，不是靠需求面刺激政策能放松的。此时刺激政策既无法令经济向好，也会带来通胀上行、国际收支恶化的成本，可以说是弊大于利，更谈不上可持续性。

但如果经济处在供给过剩、需求不足的状况时，刺激政策就可以让经济产出扩张，就业上行，并且不会有通胀和国际收支方面的过大成本。值得注意的是，这个时候刺激政策确实可能会让政府债务增加，货币增长速度加快，但这些后果并不会威胁到刺激政策的可持续性。

缺乏宏观思维的人可能会错误地将国家比作微观企业，担心更多的债务和货币早晚会让刺激政策付出代价（比如债务危机和通胀及资产价格失控）。但宏观经济的运行规律并非仅凭得自微观的经验所能把握。在供给过剩的宏观经济环境中，政府债务（主要应为内债）和货币发行都可持续。在2023年6月28日发表的《需要全面纠偏对我国债务的认知》一文中，笔者尤其对我国债务可持续性问题的详细分析，此处不再赘述【8】。

讲到对刺激政策持续性的忧虑，总量上的考虑只是一方面，还有不少人担心以投资为着眼点的这种特殊的刺激政策难以持续。内需由消费和投资两部分组成，刺激内需的宏观政策只能在这二者之中选择落脚点。消费是消费者当期收入的函数，更是消费者对未来收入预期的函数。刺激政策就算可以在短期内增加消费者的收入，也很难有效提升消费者对未来收入的预期，所以消费对刺激政策并不敏感。相比消费而言，投资对刺激政策更加敏感，因而是刺激政策更常选择的“抓手”。2008年“次贷危机”以来，我国的刺激政策主要以投资为目标，道理就在这里。

长期高强度投资之后，我国全社会投资回报率已经明显下降，高回报的投资项目越来越难找到。较高的投资占GDP比重与投资回报率持续下降的组合，不禁让许多人对这种以刺激投资来拉动增长的模式还能走多远，抱有越来越高的疑虑。

但投资回报率走低，投资拉动的模式就一定无法持续吗？对微观企业来说多半是这样的。那是因为企业面对着外生给定的，它自己不能控制的资金成本。如果企业的投资回报率下降到比资金成本还低的水平，企业就难以偿还为投资而借入的资金，会有债务违约的风险。但宏观经济却未必如此。宏观经济的投资回报率很低的时候，经济中储蓄者对投资回报率的要求（决定着经济中的资金成本）可能更低。

在2024年3月28日发表的《中国经济的上中下三策，要避免滑入下策的不利局面》一文中【9】，笔者曾论述过，全社会投资过剩的时候，最有效的投资方式其实是减少投资，而将原本准备用作投资的收入拿去消费掉。要做到这一点，需要将收入从做投资的企业部门转移到消费者部门那里去。但在我国，因为企业向消费者部门的分红渠道不畅，企业向消费者的收入转移因而受阻，所以企业部门的收入会刚性留存在企业部门，不会因为投资回报率的降低而自动流向消费者转变成消费。这种情况下，我国的企业部门是一个对储蓄回报率不敏感的储蓄者——因为企业部门在很少向消费者分红的情况下，其收入除了变成储蓄和投资，也没有什么别的出路。这是我国储蓄过剩、投资过剩，乃至供给过剩的主要成因。

于是，我国国内投资的回报率虽然确实不高，但不投资，收入也不会自动流向消费者转变成消费，而只能变成经济中沉淀的购买力（变成过度储蓄），加重有效需求不足的问题。换句话说，在需求不足的宏观环境中，如果有人认为做低回报投资是对国民收入的浪费，因而不可持续，那么他还必须要知道，此时不这么做（做低回报投资）也并不会带来国民收入的更有效利用，反而会让收入被沉淀下来而产生更大浪费，让经济最终落入需求不足带来的衰退和危机之中，让经济运行更加不可持续。所以在我国当前因收入分配结构而产生的需求不足之经济格局下，高投资非但可以持续，而且还是经济保持平稳的必要条件。

凯恩斯在《就业、利息和货币通论》一书的第10章曾经提出过在雇人在地上“挖坑”来创造需求，刺激经济的建议。在地上“挖坑”当然谈不上什么回报率，但却是经济处在需求不足状况下有效的政策应对。不懂宏观经济运行的人可能会从自身的微观经验出发，对凯恩斯的“挖坑”理论嗤之以鼻。但拥有宏观思维的人，却能看出“挖坑”理论中反（微观）直觉的智慧。运用这种智慧，便能发现我国当前高投资的合理性和持续性。

最后，我们再来谈谈刺激政策的副作用问题。事物总是二分的，有利必有弊。尤其在当前我国经济各方面矛盾相互纠缠的复杂局面中，没有任何宏观政策能做到只有好处没有坏处。刺激政策当然也会带来种种副作用。但重要的是把正面和负面效果结合起来看，综合评估刺激政策之利弊。而在实践中，刺激政策的副作用还可以通过优化政策操作来加以控制。在经济处在供给过剩、需求不足状况的时候，刺激政策利大于弊。因为一些副作用就否定刺激政策，无异于因噎废食。

5. 刺激政策与结构改革不矛盾

不少人还认为刺激政策会延缓甚至阻碍经济结构改革，所以反对刺激政策。近些年来，我国刺激政策的主要着力点在基建投资和地产投资两个传统经济增长引擎上。有人担心，将资源投放在这二者之上，既可能固化我国投资拉动的传统增长模式，还可能挤占经济转型所需之资源，从而阻碍我国经济结构的改革。但这种担心缺乏根据。

将刺激政策与结构改革对立起来的看法似是而非，搞反了因果关系：刺激政策是经济结构问题的结果而非原因——正是因为经济存在结构不合理之处，所以需要利用刺激政策来稳定经济；而不是反过来，因为在用刺激政策，所以经济结构不合理。

在谈我国经济结构时，有需求面和供给面两个所指。在需求面，我国的结构问题主要是消费不足导致的内需不足。而在供给面，我国的结构问题主要表现为产业结构还不够优化，且在部分行业存在关键供给瓶颈。当前我国经济面临的需求收缩，增长减速之压力，主要产生于我国需求面的结构问题。而需求面的结构问题，是刺激政策可以对冲的领域。

在《中国经济的上中下三策，要避免滑入下策的不利局面》一文中，笔者已经详细分析过，我国因为居民总收入占经济比重较低，所以长期存在消费不足、内需不足的经济结构问题。面对这种情况，“上策”是调节收入分配结构，增加居民收入和居民消费占经济的比重，从而疏通我国经济内循环的堵点，从根本上化解内需不足的问题。

在收入分配结构的改革取得实质性进展之前，我国的“中策”是用刺激政策来刺激内需。刺激政策落脚点只能落在组成内需的消费和投资中。在投资中，又只能在基建投资、地产投资和制造业投资这三大组成部分中选择。从政策效果来看，基建投资和地产投资是刺激政策着力点的最好选择。这是因为刺激制造业投资会直接带来产能扩张，加大供给过剩、需求不足的压力；另一方面，消费受限于居民消费，很难在短期内被刺激起来。

面对我国需求面的结构问题，调节收入分配的“上策”与刺激投资的“中策”并不矛盾。正是因为“上策”推进不足，所以才需用“中策”来稳定需求和经济增长。而且，在当下内需不足的经济环境中，刺激政策并不会“挤占”经济转型所需资源，而反而会“带动”民间支出——没有刺激政策，经济中会有更多资源会被闲置和浪费。不取“上策”和“中策”，只是期望经济需求面结构的不合理之处因为增长放缓而自动消失，是不切实际的一厢情愿。

而面对我国供给面的结构问题，刺激政策虽不能代替结构改革，却可以营造一个稳定的宏观经济环境，从而对产业转型升级提供有力支持。产业结构的发展主要靠企业自发的投资和研发。如果没有一个稳定的宏观经济环境，企业会因为缺乏稳定信心和良好预期而减少投资，削减研发开支。很难想象，当企业大面积挣扎在破产边缘的时候，经济的产业结构能够快速转型升级。因此，在经济因需求不足而增长乏力的时候，通过刺激政策稳住经济增长，可以提升各个经济主体的收入和信心，有利于供给结构改革的推进。那些认为经济减速和危机可以倒逼供给结构改革的想法，更可能带来各行业的萧条，反而延缓甚至阻碍我国供给面的转型升级。

所以说，刺激政策与结构改革并不矛盾。而且在实践中，可以将刺激政策和结构改革结合起来。比如，政府刺激政策在发力时，可以把着力点更多放在消费上，一方面增加消费者的收入，另一方面化解约束消费的供给堵点。又比如，在刺激基建投资时，可以更多向约束我国经济发展的“新基建”瓶颈处用力。还比如，在刺激地产投资时，可以通过更富价格弹性的土地供给制度，让土地和房屋的供给与人员流动方向更好匹配起来，既发挥地产投资稳增长的作用，也切实提升人民群众在住房上的获得感。认为刺激政策会阻碍结构改革，甚至认为不刺激就自动能实现结构改革的想法，对经济是有害的。

6. 采取刺激政策不是“饮鸩止渴”

在全面阐述了刺激政策的是非评价逻辑之后，现在我们来反驳当前有关刺激政策的一个流行误解，即将刺激政策比作“毒酒”，说采取刺激政策是“饮鸩止渴”。这种误解背后的潜台词是，刺激政策就算短期能有效果，也必然会在长期带来严重后果。本文第4节对刺激政策持续性的讨论其实已经揭示了这种观点的偏颇之处。在这里，我们准备从历史的角度对这种误解再进行一番剖析和反驳。

对刺激政策的反对在经济学发展历史中早已有之。哈耶克（1974年诺贝尔经济学奖得主）在1935年出版的《价格与生产（第二版）》一书第3讲“信贷周期中价格机制的作用”中，写下了这么一段话：

“[如果通过增加货币供给的方法来]人为创造需求，那就一定意味着一部分可用资源被引导至错误的方向，并使一种必然会到来的持续的调整再一次受到阻滞。即使闲置资源因刺激而被加速吸收，也会为新的纷扰和新的危机播下种子。因此，如果要持久地‘动员’一切可用的资源，唯一的办法不是采取人为的刺激——无论在危机时期还是在危机之后都一样——而是让时间去完成一个持久的治疗……我们或许可以用及时扩张的办法来避免一次经济危机，不过危机一旦发生，在它未自行消失之前，我们是无法摆脱它的。”【10】

哈耶克相信，刺激政策或许可以在短期内避免经济危机，但也会阻碍市场的调整机制发挥作用，从而为新的危机埋下种子。因此，政府对经济危机的正确应对是什么也别做，等待市场在经过一段时间的自行矫正和治疗后恢复正常。

毫无疑问，哈耶克就是凯恩斯眼中的“乌托邦”类的人物，相信市场会自发回到有效状态，而任何对这一自发回复过程的干扰（比如采取刺激政策）都只会延缓经济的修复，甚至还会为新的危机埋下种子。

但早在1923年，凯恩斯就在《货币改革论》一书中写下了这么一段针锋相对的话：

“但长期是对当前事务的一种误导。在长期我们都死了。在暴风雨的季节里，经济学家如果只是告诉我们，当暴雨过去海面会恢复平静，那么他们将自己的任务也设定得太容易、太无用了。”【11】

在这里，凯恩斯所讲的“长期”（long run），代表着笃信市场的经济学家（如斯密、李嘉图、哈耶克）对经济运行的一种理想化的假设——即经济会在市场自发的作用下，在长期回归到最有效的状态。而在市场回归有效之前的“短期”（short run）——不管其中包含多少颠簸和苦难——是我们不能干预，必须要耐心等待的过程。

但无论是在理论上，还是在实践中，这种市场自发回复有效状态的假设都已被证伪。即使在西方经济学发源的西方发达国家中，也很少有人完全相信市场的有效。当前经济学家普遍的看法是：市场可能在相当长时间内偏离有效状态；而在市场偏离有效状态之时，宏观政策需要有所作为——经济需求不足的时候，要做政策刺激；需求过剩时，要做政策调控。从这个意义上来说，大部分人认为凯恩斯是对的，我们大部分时间生活在市场偏离有效状态的“短期”，必须要有所作为，而不能以理想化的“长期”作为行动的指南。

在我国，哈耶克所设想的那种理想化的“长期”既非现实，也非中国特色社会主义的追求方向。我国市场运行不同于西方经济学理想假设的那种有效状态。这固然是因为我国仍然存在妨碍市场运行的体制性机制性约束、一定程度上阻碍了市场力量的发挥。但更重要的则是，中国特色的市场经济本身就是“中国特色有效市场”和“有为政府”的有机结合，而“中国特色有效市场”与西方经济学理想化假设的那种有效市场有根本差异。【12】

当我们称道我国政府有“集中力量办大事”之优势时，必须要看到这种优势建立在政府对市场的较强引导力之上，以及与这种“政府引导力”相伴随的市场对政府的依赖。如果市场已经如西方经济学所假设的那样达自足地到了最优，任何对市场的干预都只能带来对最优的偏离，那“有为政府”根本无从谈起。哈耶克所设想的有效市场，绝非我国的现实，更不是中国特色社会主义追求的目标。

自然地，用继承于哈耶克的市场原教旨主义之思想，将刺激政策比作“毒酒”而加以反对，既与我国经济现实不符，更不符合中国特色社会主义的导向。在我国宏观经济实践中，刺激政策不仅是对市场无效乃至市场失灵的抵补，而且还是中国特色有效市场的组成部分，应根据经济形势的变化，该出手时就出手，而不应被“饮鸩止渴”这样似是而非的说法束缚住手脚。

7. 需求不足时该刺激就刺激

通过上面的分析我们可以看出，刺激政策的是非评价应该放到特定的宏观环境中来进行。同样的刺激政策，在不同宏观环境中可能产生截然不同的效果。因此，**该不该做政策刺激，需要视宏观经济环境而定，不能一概而论——该刺激的时候不刺激，与不该刺激的时候刺激，都是不对的。**

刺激政策的持续性也要视宏观环境而定。刺激政策的真正约束在宏观经济的供给能力。只要供给能力约束没有收紧（经济需求不足、供给能力富余），则刺激政策既能持续产生有利于经济增长的正面效果，也能持续获取必要资源来加以推行，持续性没有问题。因此，**刺激政策应以反映供给约束是否收紧的通胀和国际收支为目标，在通胀低于目标值，国际收支顺差的时候刺激需求，而在通胀高于目标值，国际收支逆差时退出。**

在考虑是否需要采取刺激政策时，一定要从经济的实际状况出发，而不能被“饮鸩止渴”这样似是而非的说法所干扰。用脱离现实的大而化之的语言来讨论刺激政策，一味地说刺激政策好或是不好，都不利于我国经济的高质量发展。事实上，**扩张性的刺激政策也好，紧缩性的调控政策也罢，都只是政府调控宏观经济的技术性手段而已，分别有其适用和不适用的经济环境。不能武断地将某些手段打入另册、束之高阁，更不能将这些技术性的、需视情况而灵活使用的手段，与我国长期要坚持的大政方针挂钩或对立起来。否则会画地为牢，自我设限，人为加大政府调控经济运行的难度。**

2014年9月，在经济下行压力加大的背景下，市场对降息的预期很高。当时，有一种反对降息的声浪，将市场对降息的预期看成是对改革的不信任。2014年9月17日，人民网发表了《人民财评：降息不是改革的对立面》一文【13】，驳斥了将降息这样的技术性决策，与改革这样的大政方针对立起来的错误看法。

这篇文章中说：“市场期待降息和是否信任改革没有必然关系。中国经济‘新常态’本身就是尊重经济发展规律的。在不同阶段采取灵活的货币政策是普遍共识，是否降息、降准都应该取决于经济运行的实际情况。未来，在不改变货币政策大方向的同时，定向降息或者定向降准的可能性仍然存在。”这篇文章还说：“**对经济政策解读不要政治化，经济形势发生变化，政策就应当适时适度调整……降息升息是相机抉择的政策选择，不要‘上纲上线’。‘上纲上线’会绑架政策选择，失去时间窗口会后悔莫及。**”

十年过去了，人民网这篇评论的观点仍然成立。我国建设中国特色社会主义市场经济，走向高质量发展的方向是确定无疑的。而刺激政策作为政府调控宏观经济的工具之一，与我国经济发展的大方向没有矛盾。所需的只是根据经济形势的变化，适时适度地动用这一工具。在当前我国经济需求收缩压力较大的情况下，刺激政策该用就得用。（完）

【1】克鲁格曼，2014年，《成功的商人不懂宏观经济》，
https://caijing.chinadaily.com.cn/2014-11/04/content_18865959.htm。

【2】事实上，即使经济处在产能充分利用的状态，财政刺激也能在一定程度上令总需求扩张。因为满负荷工作的工人还可以加班加点生产更多产出。但这时必然需要给工人付出更高的工资，持续推升通胀，令经济处在通胀失控的路径上。在正文的分析中，我们忽略了这种短期效应，因为考虑了这种效应也不会改变正文中的结论，即需求过剩的宏观环境中，财政刺激弊大于利。

【3】徐高，2023年8月29日，《内需不足是个收入分配问题》，
<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404940026134790339>。

【4】凯恩斯，1936年，《就业、利息和货币通论》，
<https://weword.qq.com/web/bookDetail/d6632d705cf769d6646fc55>。

【5】美国作为国际储备货币的发行国，可以用其本币（美元）来借外债。所以美国是唯一的可以长时间大规模有贸易逆差而不爆发国际收支危机的国家——因为它总是可以通过印钞票来偿还外债。2000年至2023年的24年间，美国累计的经常账户逆差达到了惊人的13万亿美元。这是美元给美国带来的“过度特权”（Exorbitant privilege）。但这种特权并不会被美国之外的国家享受。

【6】徐高，2021年9月15日，《货币超发的谬论可以休矣》，
<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404681781054931735>。

【7】现代法币体系下，名义货币虽然可以由央行和商业银行无中生有地凭空创造，名义货币的真实购买力却由实体经济赋予。分析货币金融现象时，必须要穿透货币的面纱，看到货币背后的实体经济运行。但是，将货币金融与实体经济之联系阐述清楚的任务，已经超出了本文的范围，此处只能从略。未来笔者将撰写专文来分析这个重要问题。

【8】徐高，2023年6月28日，《需要全面纠偏对我国债务的认知》，https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404917557374353431&mark_id=999_realloq_mark_ad%3A999%7CWeiboADNatural。

【9】徐高，2024年3月28日，《中国经济的上中下三策，要避免滑入下策的不利局面》，<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309405016912579919919>。

【10】哈耶克，1935年，《价格与生产（第二版）》，第3讲，9-10节，<https://delong.typepad.com/files/prices-and-production.pdf>。

【11】凯恩斯，1923年，《货币改革论》，第三章，第一节，第80页，<https://www.gutenberg.org/files/65278/65278-h/65278-h.htm>。

【12】在2020年10月召开的中共十九届五中全会中，党中央明确要求“推动有效市场和有为政府更好结合”。

【13】人民网，2014年9月17日，《人民财评：降息不是改革的对立面》，<http://finance.people.com.cn/n/2014/0917/c1004-25679744.html>。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371