

中国经济的逻辑与出路

- 本文从“中国经济发展的源泉是什么”这个根本性问题出发,梳理中国经济的逻辑,揭示当前中国经济发展的核心障碍所在,指出我国经济的出路。在以提升居民福利为经济发展目标的前提下,经济发展的源泉有三:(1)居民对更好生活之欲望的扩张;(2)生产能力的扩张;(3)“有效需求”的扩张。我国经济发展的主要障碍在有效需求不足,而非生产能力不足。
- 对经济有影响的需求,是购买力与支出欲望相结合所形成的“有效需求”。我国的需求不足,其实是国内有效需求不足(即内需不足)。有效需求不足归根结底是个收入分配问题,产生于收入分配结构所导致的购买力和支出欲望的错配——有购买力的经济主体缺乏支出欲望,有支出欲望的经济主体缺乏购买力。我国企业部门向居民部门的分红偏少,企业收入向居民的转移不足,从而导致居民收入占经济总收入比重偏低,因而产生了消费不足的问题。而在投资回报率下降到低位,明显抑制企业投资意愿后,企业收入难以向居民转移的情况就会催生内需不足的问题。
- 我国完全有办法解决当前因需求不足而产生的经济增长下行压力。化解需求不足的“上策”是优化国内收入分配结构,增加居民收入占经济的比重。在长期,这可以通过“全国国企持股计划”来实现。在短期,可以通过加大国有资本向社保基金的划转来提振居民收入和消费。在“上策”还未走通的时候,靠投资创造需求的“中策”是我国经济的一条不坏的,并且可以持续出路。

(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

宏观及策略: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

2008年“次贷危机”以来，我国经济增长面临的阻力逐步加大，经济结构失衡、经济增长缺乏内生可持续性等问题变得更加严峻。针对我国经济面临的压力，各方有不同的看法：有些人认为这是人口老龄化带来的必然结果，只能适应，而无法改变；有些人认为这是市场化程度不够所致，需要通过进一步市场化改革来释放增长的活力；还有些人则认为这是宏观政策稳增长不够积极所致，需要通过进一步的刺激经济的措施来稳定经济增长。有关我国经济的不同看法绝不仅仅以上罗列的这三种。由于各方对中国经济运行逻辑有不同理解，所以在应该采用何种宏观政策来化解经济压力方面，也难以形成共识。

面对诸如我国经济增长减速的问题是出在供给面还是需求面、是否应该用大规模政策刺激来稳定增长、我国经济结构转型应该如何推进等具体而又重要的问题，之所以难以形成大家普遍接受的答案，关键在于一些根本性的理论问题没有得到妥善回答。甚至，有些关键问题尚未被问出。正如凯恩斯在其名著《就业、利息和货币通论》最后一段所说的那样，“统治世界的只是思想”。思想上的关键问题未能得到澄清，实践就没有方向，政策也就难以决断，经济也就难逃低迷状况。有鉴于此，本文从有关我国经济的根本性问题出发，梳理中国经济的逻辑，阐述理解和分析中国经济的整体框架，从而为经济实践指出方向。

这个有关我国经济的最根本问题是：中国经济发展的源泉是什么？对这个看似抽象问题的回答，将会揭示当前中国经济发展的核心障碍所在，并指出我国经济的出路。

1. 经济发展的源泉是什么？——答问的方法

经济发展的源泉是什么？或者换种问法：经济为何能发展？对这个关键问题的回答通常是，经济发展的源泉是生产力的发展，即经济生产能力的不断扩张。如果有一点西方主流宏观经济学的知识储备，还可以进一步回答说，生产能力的扩张建立在劳动和资本两个投入要素的增加，以及技术水平的提升之上。在劳动、资本和技术这三者中，技术又最为根本——离开了技术水平的提升，人均产出的增长必定会因为资本边际回报率递减而停滞。如此一来，经济发展的最终源泉便是技术水平的提升。正是基于这个逻辑，有不少人呼吁需要采取措施促进创新，提升我国的全要素生产率（技术水平的又一个名字），从而摆脱增长低迷的现状。

这种建立在当代西方主流宏观经济学之上的“标准答案”虽然不能算错，却未抓住我国经济现实的关键。从发展源泉的问题到技术水平的答案之间，有漫长的推理过程和潜藏其中的诸多关键隐含假设。事实上，像任何一种理论体系一样，西方主流宏观经济学建立在一些旨在简化分析的假设之上。这些假设是理论的前提，因而也划定了理论应用的边界。西方主流宏观经济学建立并发展于西方发达国家，自然以解释西方国家的宏观经济为其主要目标。相应地，这一理论的关键假设从西方国家经济现实中抽象而出。虽然不同经济体之间有“共性”，从而使得西方主流宏观经济学的某些潜在假设也适用于我国；但相比西方经济体而言，我国经济也有其“个性”，从而导致某些西方主流宏观经济学的潜在假设与我国现实不符。不问假设是否与现实相符，而盲目把基于这些假设的理论应用到中国经济上，会犯“刻舟求剑”的错误，落入“教条主义”的陷阱。

对中国经济的分析当然需要借鉴西方主流宏观经济学，但这种借鉴应该是批判性的借鉴。西方主流宏观经济学作为人类智慧的成果之一，一定程度上反映了宏观经济运行的“共性”，可以帮助我们更好认识中国经济。在利用西方经济学分析中国经济时，需要有“批判性”，从而避免将“共性”和西方的“个性”都强加于我国的“个性”之上。

所谓批判性，按照我国哲学家吴晓明的解释，是“澄清前提、划定界限”。吴晓明进一步阐述到：“正像任何一个事物有其历史的前提和界限一样，任何一种知性科学的理论或观点，无论多么先进，都必然有其理论前提和界限。只有当我们真正把握它们的前提与界限，并将其同社会生活本身的前提与界限形成对照时，才能对这些理论或观点加以批判性的运用。哲学的时代使命就在于倡导批判性的思想。只有在这种批判性的思想中，生活的本质内容才可能被触及，社会现实才可能被揭示。”¹这是哲学的时代使命，也是包括经济学在内的社会科学的时代使命。要揭示我国经济运行根本逻辑，就不能停留在对西方主流宏观经济学的简单套用上，而必须要从逻辑上回到这些理论的前提假设处，从时间上回溯到这些理论的创立之初，跳出当前理论的局限，问出并回答最为根本的问题。

2. 经济发展的源泉是什么？——问题的回答

现在我们跳出当前西方主流宏观经济学理论的范畴，在经济理论之“前”，用基本逻辑来试图回答“经济发展的源泉是什么”这个问题。

经济发展的源泉是什么，首先取决于经济发展的“目的”是什么。不同的“目的”之下，经济发展源泉可能会有较大差异。比如，在改革开放前，我国以独立自强、抵御外侮为主要目标，需要建立起强大的国防军工体系。²而在新中国刚刚成立时资本稀缺之小农经济环境中，这样的目标很难靠市场达成。因此，在改革开放前，我国在重工业优先发展的导向下，建立起了“扭曲价格的宏观环境”、“以计划为主要手段的资源配置”和“缺乏自主权的微观经营制度”的三位一体的计划经济体制，在政府推动下建立起了门类比较齐全的工业部门体系，造出了“两弹一星”，维护了国家的独立和自主。可以说，在改革开放前的经济发展目的之下，政府实现其战略目标的意志力和执行力是经济发展的最主要源泉。

当然，在提升人民生活水平方面，改革开放前的计划经济体制有很大不足。所以有人会在潜意识中忽略计划经济体制对经济发展的贡献，甚至认为这一体制是经济发展的阻碍。但如果以增强国防实力，维护中国的独立自强为目的，改革开放前的计划经济体制又可以说是相当成功。当新中国在1949年成立的时候，很少有人能够想到，这个当时一穷二白的国家能够在仅仅15年后就造出了原子弹。

1978年改革开放之后，我国的发展目标逐步转向了提高人民生活水平。1982年，邓小平说：“社会主义必须大力发展生产力，逐步消灭贫穷，不断提高人民的生活水平。”³2017年，习近平总书记在十九大报告中说：“中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”⁴可以说，我国经济发展目标已经在改革开放后转向了提高人民生活水平，基本上等同于西方经济学所假设的提升居民福利之经济发展目标。

但就算我国经济发展目标与西方经济学的假设一致，也并不代表可以把西方经济学的结论盲目照搬到中国。西方经济学在展开其逻辑的过程中，做出了一些并不符合当前我国实际情况的假设。而这些假设，因为在西方学者那里被当成如此的“理所当然”，甚至已经被很多人忘记了其存在。在面对中国经济时，有必要回到这些假设之前来展开分析。

在以提升居民福利为经济发展目标的前提下，经济发展的源泉有三：（1）居民对更好生活之欲望的扩张；（2）生产能力的扩张；（3）“有效需求”的扩张。下面我们对其做详细分析。

第一，经济发展要以居民对更好生活之欲望的不断扩张为前提。这个条件听上去似乎必然成立，毕竟，有哪个人会不愿意过上更好的生活呢？但大前研一对日本低迷经济的病因诊断恰恰是“低欲望”。在其颇有影响的著作《低欲望社会：人口老龄化的经济危机与破解之道》中，大前研一写到：“现在的日本已经步入国民失去消费欲望的‘低欲望社会’。国民的低欲望才是日本社会最大的特征，是日本经济低迷的元凶。”⁵在讨论中国经济时，有人担心现在我国有些青年人不愿结婚、不愿生孩子，安心“躺平”，反映的也是对“低欲望”的担心。

所以，对更好生活的无限欲望，并非先验确定的东西。从日本20世纪90年代泡沫破灭后的经验可以发现，无限的欲望有可能只是某些特定历史环境下的时代精神，也可能因为历史环境的改变而消失。对欲望的讨论，需要更多借助社会心理学、乃至哲学这样的思想工具。本文作为一篇分析经济问题的文章，无意涉入那样的领域，因而只是简单接受经济学对消费者偏好的假设来规避掉这个问题。我们假设，居民对消费的欲望是无限的。用经济学术语来说，就是居民在消费偏好上有“无满足性”（non-satiation）——对居民而言，更多的消费总是好过更少的消费。但要注意的是，居民虽然在消费上有“无满足性”，即消费总是多多益善；但无论是居民还是投资者，在投资上都没有“无满足性”——投资并非越多越好。这一点差别在后文的分析中有重要意义。

第二，经济发展要以经济生产能力的不断扩张为前提。这一点应该是容易理解的。毕竟，人类并非生活在“心想事成”的自然界中，自然界所提供的天然产品在数量和质量上都相当有限，远不能满足人的欲望。因而人类需要从事生产活动，生产出自然界中所没有的产品，来满足人的欲望，提升人的福利。因此，经济的发展必然建立在生产能力的扩张之上。由于生产能力的扩张建立在劳动增长、资本积累和技术进步之上，这三者也就是经济生产能力扩张的源泉。

这里所讲的这个从生产能力扩张到经济发展的供给面逻辑，是西方主流宏观经济学分析长期经济增长的主要叙事。如果认为生产能力是经济发展的唯一约束，这个生产能力扩张的叙事就会成为经济增长的唯一叙事。很多人在分析我国经济增长时，只是从劳动、资本和技术这三个方面切入，而不考虑包括需求和精神等的其他因素，就是因为他们已经落入了西方主流宏观经济学构建起来的经济发展叙事中，思维被局限于生产能力是经济发展唯一约束的前提假设之中。

在居民消费欲望不断扩张，以及经济中生产能力不断扩展这两个前提条件之外，经济发展还有第三个前提条件，即经济中“有效需求”要能跟上生产能力扩张的步伐，以确保生产能力能充分发挥其作用。对中国经济而言，这个条件尤为重要，却又被很多人所忽略。因此，有必要详细阐述之。

3. 经济发展的“有效需求”约束

熟悉中国经济的人知道，“需求不足”长期是中国经济增长的主要阻力所在。2023年7月24日召开的中央政治局会议明确指出：“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足”。⁶如果仔细想想“需求不足”这个说法，会发现它似乎是个悖论。对许多人来说，需求就是人的欲望。人的欲望是无限的，而经济的生产能力怎么也有限。相比有限的生产能力而言，无限的欲望怎么可能不足？这个悖论的出现，表明需求不足背后有关键理论问题没有得到回答。

事实上，这个悖论产生于概念的混淆。经济中的需求确实与人的欲望有关，但又不是只决定于人的欲望。笔者在撰写这篇文章的时候，脑子里正在想着购买一百架飞机，让它们在天上飞着，一会飞成“人”字，一会飞成“一”字，好让我看着它们解闷。买一百架飞机确实是我的欲望，但我却不拥有购买一百架飞机所需的购买力。因此，我的这个欲望只是我的胡思乱想，没法影响到真实世界的经济活动。对经济活动有影响的需求，是人的欲望与购买力相结合，表现为购买行为的“有效需求”（effective demand）。只有笔者真的拥有购买一百架飞机的购买力，且拿出这购买力来试图购买一百架飞机，笔者才真正为经济创造了一百架飞机的有效需求。而如果笔者缺乏相应的购买力，买一百架飞机的欲望就只是我个人的单纯思想活动，不能算成经济中的需求。

所以，对经济有影响的需求，是购买力与支出欲望相结合所形成的“有效需求”。人的欲望虽然是无限的，但购买力总是有限的，所以经济中的“有效需求”总是有限的，而且还可能比生产能力更小，从而形成“有效需求不足”（insufficient effective demand）的状况。当人们在说“需求不足”时，他们说的其实是“有效需求不足”。

对一个宏观经济体（国家）而言，它的总购买力来自其总产出——产出总是某些经济主体的收入，因而也就是其购买力。一个国家的总产出，就是其总收入，也就是其总购买力。⁷所以，一个国家总是有足以购买其总产出的总购买力的。但是，做出购买行为的并不是国家这个抽象主体，而是国家中数量众多的经济主体（居民、企业和政府）。国家的总购买力要通过收入分配结构，分配到国家中的不同经济主体那里去。如果购买力分配时，出现了购买力和支出欲望的错配——有购买力的经济主体缺乏支出欲望，有支出欲望的经济主体缺乏购买力——购买力与支出欲望结合所成的有效需求就会低于国家的总购买力，也就会低于国家的生产能力（总产出），从而出现“有效需求不足”的情况。所以说，需求不足归根结底是个收入分配问题——出现需求不足的国家，一定是收入分配出了问题。

卡尔·马克思（Karl Marx）相信，有效需求不足是资本主义国家的常态，并最终会导致资本主义因“生产过剩”的危机而灭亡。提出了“人口论”的马尔萨斯（Thomas Malthus）其实比马克思更早认识到了有效需求不足的问题。马尔萨斯在1814年写给大卫·李嘉图（David Ricardo）的一封信中说：“有效需求由两个成分构成，购买力和购买愿望……一个国家，供给有可能超过需求。一国必然拥有购买它所生产的全部产品的购买力，但我很容易地设想它不拥有购买这些产品的愿望。”⁸

马尔萨斯说的对，“一国必然拥有购买它所生产的全部产品的购买力”。正如前文所述，一个国家的总产出就是其总购买力。但马尔萨斯所说的“我很容易地设想它不拥有购买这些产品的愿望”该如何解释呢？如果人的欲望是无限的，他怎么可能会不把自己拥有的购买力全部花出去呢？

这里的关键就是本文第2节所说的，虽然消费欲望是无匮乏的（消费总是多多益善），投资却不是。就提升居民福利这个经济发展目标而言，消费是目的（更多消费带来更高福利），当然是越多越好。而投资却只是以获取投资回报为目的之手段，并非越多越好。投资欲望（投资意愿）受投资回报率高低的影响。如果回报率太低，投资者就算手里有购买力，也未必会愿意将其拥有的购买力尽数拿来购买投资品做投资。所以，如果国家中的收入分配产生了这样的格局，让收入（购买力）大量流向投资者而非消费者，投资者又因为较低的投资回报率而缺乏投资欲望，那么投资者手中的购买力就不能充分转化成购买行为。如此一来，国家中购买力与支出欲望结合所形成的有效需求就会低于国家的生产能力，从而产生需求不足的问题。

所以，经济发展的第三个必要条件是：经济中存在有效的收入分配机制，能够实现购买力与支出欲望之间的有效结合，让购买力充分转化为有效需求，从而平衡经济的供给与需求，确保“有效需求不足”不会成为经济发展的障碍。

在西方经济学中，“有效需求不足”的可能性长期被遗忘。在其名著《就业、利息和货币通论》中，凯恩斯写下了如下的话语：“李嘉图经济学的基本思想用一句话就可以概括——我们‘可以忽略总需求函数’。一个世纪以来，我们都是在这个观点的基础上学习经济学的……马尔萨斯曾经努力想解决的‘有效需求’的困惑从经济学文献中消失……‘有效需求’这一概念只能在不是当时主流的经济学家们的著作中找到。”⁹凯恩斯复兴了“有效需求不足”的理论，并相应给出了其“需求管理”的政策应对。但随着20世纪70年代宏观经济学界“理性预期革命”（Rational Expectation Revolution）的兴起，凯恩斯经济学让位于对市场运行效率有较高信仰的“新古典”（Neo-classical）理论，“有效需求不足”再度在经济学界被边缘化，以至于经济学学生们在最近几十年很少能在课堂上听到这个概念。¹⁰

在过去几十年又一次的“西学东渐”中，我国以各种方式大量引入了西方经济学，显著提升了我国经济学研究和教育水平。西方经济学的引入和应用，也让我国的经济工作得到了显著提升。但是，在西方经济学教育环境中成长起来的经济学学子（其中不少人在后来成为了经济工作者），如果缺乏批判精神，不能主动找寻所学理论之前提，明晰理论应用的边界，就很容易陷入当前西方主流宏观经济学供给面单一增长叙事之中，只知道经济发展的约束在供给面的生产能力，而不知有效需求不足也会成为经济发展的瓶颈。让这样的人给当下的中国经济开药方，他们就只会在供给面出主意，而不知有效需求不足，以及产生有效需求不足的收入分配结构才是我国经济的症结所在。

4. 有关需求不足的三个概念：总需求不足、内需不足、消费不足

前面的讨论一直都在封闭经济体中进行，并没有考虑国际贸易的可能，也没有分析来自国外的需求（外需）的影响。这么做是为了让有效需求不足的逻辑更清晰的呈现出来。但在现实世界中，各国都处在与其他国家和地区密切的贸易往来之中，外需不能忽略。在这一节，我们把外需的影响纳入考虑，着重阐述和区分人们在谈“需求不足”的时候，三个时常出现、但又很容易混淆的概念。它们分别是“总需求不足”（总有效需求不足）、“内需不足”（国内有效需求不足）和“消费不足”。

一个国家的总有效需求由国内消费、国内投资和净出口三者构成。其中，国内消费和国内投资组成了内需，净出口则对应外需。“总需求不足”，指的是消费、投资和净出口之和所形成的总有效需求（总需求），低于国内供给能力。在日常讨论中，人们在说“需求不足”时，通常指的“总需求不足”。因为决定宏观经济运行状况和物价走势的是“总需求”。所谓“内需不足”，指的是国内的消费和投资加起来形成的有效需求（内需），低于国内供给能力。本文前几节在封闭经济中所讨论的“有效需求不足”，指的其实是“内需不足”（国内有效需求不足）。最后，“消费不足”指的消费占经济的比重低于某个最优的水平。这个最优水平在后文将会详述其由来。

上面三个概念间的相互逻辑联系可用四句话来概括：（1）总需求不足的时候，内需多半不足；（2）内需不足的时候，总需求未必不足；（3）内需不足终究会演化成总需求不足；（4）内需不足总是产生于消费不足。下面我们详细解释这四句话的含义。

第一句，总需求不足的时候，内需多半不足。需要注意，与消费和投资只能为正数不一样，净出口可正可负（负的净出口就是净进口）。理论上来说，如果净出口是个绝对值比较大的负数（较大的净进口），那么就算消费和投资所组成的内需并非不足，这二者加上净出口所形成的总需求也可能不足。但如果真是这样的话，意味着在真实世界中，虽然国内消费和投资很旺盛，但消费和投资所消耗的产品很大部分进口自国外，以至于留给国内供给能力的有效需求小于国内生产能力。这种情况往往发生在外国廉价商品大量流入国内，冲击国内产业的时候。而面对这种情况，本国往往会用反倾销措施来抑制外国商品的过量流入。因此在当代世界，内需并非不足而总需求不足的情况较少发生。对净出口长期为正的我国来说，总需求不足的时候，内需肯定不足。

第二句，内需不足的时候，总需求未必不足。这句话是容易理解的，一个国家内需不足的时候，可以将其生产能力向外出口，用外需来补内需的不足。在 2003 至 2008 年期间，我国虽然内需不足，但在外需的强劲拉动下，甚至一度出现过总需求过剩、通胀上行、经济过热的局面。

第三句，内需不足终究会演化成总需求不足。内需不足的时候确实可以靠外需来补。但外需（净出口）主要决定于国际需求，不是国内政策能完全决定的。更为重要的，一国的净出口（贸易顺差）对应着别国的净进口（贸易逆差）。¹¹而一个国家如果长期贸易逆差，其外债必然会持续上升，最终很可能因外债偿付不了而爆发“国际收支危机”（Balance of Payment Crisis）。之所以说贸易逆差国只是“很可能”爆发“国际收支危机”，而不是“一定会”爆发“国际收支危机”，是因为美国是逆差国中唯一的例外。美国用本币美元借外债，因而不会爆发“国际收支危机”。在过去几十年中，美国是全世界唯一可以长时间有大规模贸易逆差的国家。

所以，除美国之外的世界其他国家，积累贸易逆差的能力都是有限的。而美国虽然不会爆发国际收支危机，但其庞大的贸易逆差也会引发美国国内的关注，让其贸易保护主义倾向抬头。因此，对任何一个国家而言，其他国家为其创造内需的能力一定是有限的。换言之，一个国家确实可以在一段时间内靠外需来补其内需的不足，但很难持续这么做。因此，一个内需不足的国家，终究会演化成总需求不足。

第四句，内需不足总是产生于消费不足。本文前面几节对“有效需求不足”的讨论其实已经解释了为什么消费不足会导致内需不足。简单来说，消费欲望是无限的，而投资欲望并非无限。因此，如果收入分配结构出了问题，导致流向消费者的收入过低，则会出现消费者有消费欲望而缺购买力、投资者有购买力而缺投资欲望的情况，因而导致国内有效需求不足。不过，只有比较严重的消费不足才会演化为内需不足。如果消费只是轻微不足，投资回报率并未下降到明显抑制投资意愿的情况下，偏低的消费会为更大规模的投资所弥补，不至于产生内需不足的状况。只有投资规模扩大到严重压低投资回报率，以至于投资者就算有购买力也不愿投资的时候，投资才也无法弥补消费不足的缺失，内需不足就会随之而来。

细心的读者在看上面对第四句话的解释的时候，应该会感觉到困惑。“消费不足”到底是什么含义，“不足”是相对什么而言的不足？流向消费者的收入多低算低，消费多低算不足？读者们产生这样的困惑是完全合理的。这是因为到这里我们又触及到了一个关键问题，即对“消费不足”问题的阐述。下面我们对其做详细分析。

5. 我国的消费不足

消费不足与有效需求不足是两回事。说有效需求不足，比较的对象是国内供给能力：国内有效需求如果低于国内供给能力，就是内需不足；内需加外需的总有效需求如果低于国内供给能力，就是总需求不足。说一个国家消费不足，说的是这个国家的消费占经济的比重低于某个最优的比重——这里比较的对象是某个在真实世界中并不能直接观测到，而被我们构建出来的最优值。

用更偏学术的语言来说，一个国家是否需求不足（不管是内需不足还是总需求不足），是一个实证性的问题。将国家的有效需求和供给能力测量出来加以比较即可以回答。而一个国家是否消费不足，是一个规范性的问题。在回答这个问题之前，先得搞清楚对一个国家而言，“消费占比多少才足够”这个问题。因此，我们的分析在此必须要做一个转折，从前面对“是什么”的实证性问题的讨论，转向“应该是什么”的规范性问题的讨论。

规范性问题涉及价值判断，首先必须要给出一个价值判断的标准。就“消费占比多少才足够”这个问题而言，价值判断的标准是经济发展的最终目标。不同的最终目标，会产生不同的答案。如果经济发展的最终目标是尽可能高的经济增速，那么就应该在维持居民生存的前提下，把尽可能多的资源都投放到投资中去，从而达到最高的资本积累速度和经济增速。在这种情况下，消费占经济的比重在维持居民生存和繁衍的前提下，越低越好。

如果经济发展的最终目标是尽可能提升居民福利（尽可能满足民众对美好生活的向往），消费占经济的比重就会有一个最优的水平。首先，消费占总收入（经济总量）比重肯定不是越低越好。因为居民福利主要来自消费，较低的消费水平意味着较低的居民福利。但另一方面，消费占经济比重也绝不是越高越好。因为消费不是一锤子买卖，而是一个持续的过程。居民福利最大化的意思是，让持续的消费流带给居民的跨期总福利达到最大。如果把国家所有的收入都变成消费（消费占经济比重 100%），则经济中就不会有储蓄和投资，居民在未来获取消费的能力就会大打折扣，从而降低民众跨期总福利。因此，为了尽可能提升消费带给民众的跨期总福利，消费占比就一定在 0% 与 100% 这两个明显不好的极端之间，有一个最优的水平。这个最优水平，便是评价“消费是否不足”的比较标准。

有关这个最优的消费占比，有三点结论是可以分析得到的。

第一、最优的消费占总收入比重并非一个固定的常数，而会因为宏观经济投资回报率的变化而变化。为了实现居民福利最大化的目标，经济总收入应该有多少用在消费上，多少用在投资上，既取决于居民在消费上的时间偏好，也取决于投资回报率的高低。居民越偏好当前的消费（更看重当前消费带来的福利提升），消费占收入比重就应该越高；反之，居民越倾向于推迟消费（更看重未来消费带来的福利提升），收入中的消费支出占比就应该越低。另一方面，投资回报率越高的时候，意味着牺牲一单位当前消费能够换来的未来消费越多，此时就越应该多投资。反之，投资回报率越低的时候，就越应该少投资。由于投资回报率可能随时间而变化，所以最优消费占比也应该是变量。

第二、因为居民福利是居民心理的感受，只有居民自己知道，所以要达到最优的消费占总收入比重，需要让居民在收入分配上有话语权。居民在现在和未来的消费之间是什么样的偏好，究竟什么样的消费流能让居民跨期总福利达到最高，居民之外的其他经济主体很难知道。因此，如果要尽可能实现提升居民福利的经济发展最终目标，就一定要让居民部门对国民总收入的分配有话语权。

在国民收入初次分配中，国民总收入会被劳动报酬和资本回报所瓜分。因为劳动力天然归居民所有，所以劳动报酬会完全流向居民部门。事实上，我国居民劳动报酬收入占 GDP 比重并不算低。2022 年，我国居民劳动报酬收入占我国 GDP 比重为 52.6%。而如果将居民部门的净增加值（主要为个体户创造的增加值）也加上，2022 年我国居民广义劳动报酬收入占 GDP 比重有 58.4%，与发达国家的水平相差不多。¹²这些流向居民部门的劳动报酬自然归居民支配。

在劳动报酬之外，资本回报流向资本的所有者。而企业部门作为资本的主要持有者，获得了资本回报的大头。因此，最优消费占比是否能够达成，关键就看居民部门对企业部门的资本回报收入是否有支配力。只有让居民部门对企业部门收入的运用有话语权，从而决定企业部门的资本回报收入中，有多少再转移给居民（进而变成居民的收入和消费），有多少留在企业内部变成投资，企业部门的资本回报收入之运用才能符合提升居民福利之经济发展目标。具体来说，为了最大化居民福利，居民部门需要有能力在企业投资回报率下降到过低水平时，让企业将其手中的收入转移给自己。

第三、最优的消费占比要靠有效市场机制（该机制灵活高效调节着收入在消费和投资间的分配）来实现——这一市场机制主要表现为企业向居民部门的灵活分红。流向企业的收入要转移给居民，才能最终变成消费。所以，要让流向企业的资本回报能够根据居民意愿在消费与投资之间做配置，就意味着要有企业部门向居民部门的收入转移机制。如果企业的收入不能转移给居民部门，企业的资本收入就会刚性地留在企业部门，而无法转变成居民的收入和消费。在真实世界中，企业主要通过分红来将其收入转移给居民。

当企业为居民所拥有（居民部门是企业部门的股东）的时候，居民也就有了对企业收入运用的话语权。当投资回报率比较高的时候，站在居民的角度来看，企业应该多投资。因为此时牺牲当前消费来投资，能够通过较高的投资回报率在未来换取更多的消费——此时更高的投资能够让消费者跨期的总福利提升。此时，企业应该将其收入的较大部分用作投资，而仅把较小部分的收入通过分红的形式转移给消费者部门。而当投资回报率比较低的时候，企业就应该少投资，多向消费者分红，从而将更多企业收入转移给消费者。

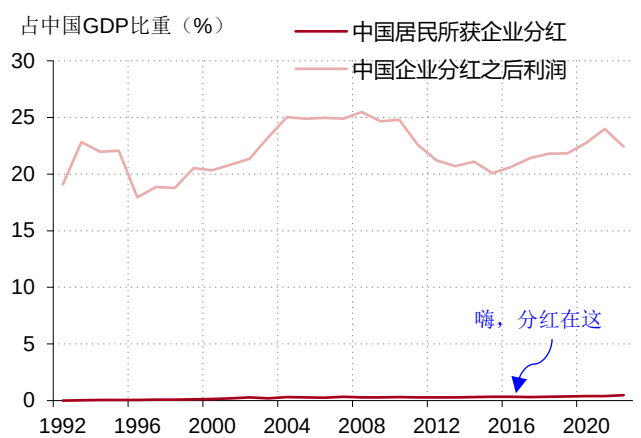
这样的情况下，企业向消费者的分红数量会随投资回报率的变化而变化，从而确保消费与投资的配比时时处在最大化消费者福利的水平上。灵活变化的分红，能确保全社会总收入在居民部门与企业部门之间，以及随之而来的在消费与投资之间的高效配置，从而达成居民福利最大化的经济发展最终目标。

目前在我国消费与投资的决定中，市场机制发挥的作用还有限。根据 2018 年进行的“第四次国民经济普查”统计得到的数据，2018 年我国企业部门总资产为 914 万亿元人民币。其中国企资产规模为 475 万亿元，占企业部门总资产的比重为 52%。¹³ 国有企业虽名义上归全民所有，但其大部分股权并非直接持有在消费者部门手上。相应地，国企向消费者部门的直接分红很少。此外，国企向国家提供的资本回报也不多。财政部披露的数据显示，2022 年，在我国国有非金融和金融企业中，国有资本权益总额为 122.3 万亿元。¹⁴ 但这些国有资本创造的国有资本经营收入中，仅有 2506.5 亿元充入了财政一般公共预算。¹⁵ 据此可以推算，2022 年我国国有资本给财政一般公共预算带来的净资产现金回报率仅有 0.2%，实在不算高。当国企向居民和国家转移的收入都有限的时候，国企对我国消费的直接贡献就会不足。

此外，“一股独大”的民营企业的存在，也会限制市场机制在消费与投资决定中作用的发挥。因为我国的市场经济才发展了四十多年，民营企业中也普遍存在股权高度集中，“一股独大”的情况。在这些股权高度集中的民营企业中，企业决策主要由大股东做出，而跟普通居民没太大关系。当民企大股东追求打造“伟大企业”时，也会降低企业对消费的支持。

国企和民企两方面的因素合起来，就使得我国企业部门向居民部门的收入转移不足，从而让我国消费占经济比重低于最有利于提升居民福利的“最优水平”。在过去 30 年里，我国消费者部门从企业部门得到的年分红不超过 GDP 的 0.5%，企业部门向居民部门的收入转移渠道不通畅——这是我国消费不足的明证。事实上，在投资过剩的时候，最有效的投资方式是不投资，而将准备用作投资的收入转而用向消费。但在企业向居民分红渠道不畅的状况下，我国缺乏有效手段做到这一点。我国因而长期投资过剩、消费不足。（图表 1）

图表 1. 我国居民部门从企业部门获得的分红收入微乎其微，企业部门收入难以通过分红的渠道转移给消费者



资料来源：CEIC，中银证券

在我国消费不足的格局下，很容易产生内需（国内有效需求）不足的局面。投资回报率不断下降的过程中，企业（哪怕是国有企业）投资意愿终归还是会受影响，多少会降低一些。最起码，如果投资亏损的概率很大，企业多半是不会做的。再加上企业部门不会直接做消费（因为消费的主体是居民）。于是，在我国企业与消费者部门缺乏有效收入转移机制的局面下，企业部门就算投资意愿下降，也难以将其收入转移给居民。这样一来，就形成了前文论及的局面：有收入的经济主体（企业）缺乏支出意愿，而有支出意愿的经济主体（消费者）缺乏收入的错配局面——国内有效需求不足随之而来。

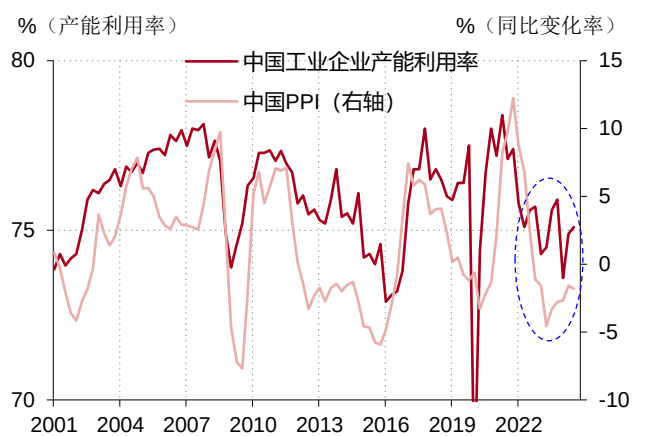
6. 国内有效需求不足是中国经济发展的长期约束所在

论证清楚了我国消费不足的逻辑，现在我们再回到本文一开始提出的“经济发展的源泉是什么”这个问题，分析我国经济发展的长期约束所在。

第一，肯定不能说我国已经进入了“低欲望社会”。现在确实能在我国社会中找到一些人们支出欲望下降，消费降级的案例。但这应该主要是经济增速下行的宏观背景下，收入预期下降产生的结果，而很难论证说这是中国人缺乏欲望的证据。不过，经济下行对社会心理和时代精神会产生的影响，确实值得高度重视。

第二，中国经济发展的约束也主要不在供给面。道理很简单，如果供给面的生产能力是我国经济增长的紧约束所在的话，那么我们应该观察到我国产能利用率和通胀都应该处于高位才对。但实际情况是，我国经济增长偏慢的时候（尤其是2022年疫情结束之后），产能利用率和通胀同时都很低。产能利用率和通胀的“双低”格局表明，我国经济增长的瓶颈在需求面，而非供给面。（图表2）

图表 2. 疫情结束之后我国产能利用率和 PPI 通胀“双低”的局面表明，需求而非供给才是我国经济增长的紧约束



资料来源：万得，中银证券

注：中国工业企业产能利用率数据从2013年开始发布。2013年之前的数据用人民银行5000户工业企业景气扩散指数中的“设备能力利用水平”分项指数估算。

事实上，并不需要掌握多么深奥的经济学知识，而只需要睁眼看看我国经济的实际状况，就应该知道我国发展的主要瓶颈在需求而非供给。市场曾一度流行“人口红利消失”（人口老龄化）导致中国经济增长减速的故事。其逻辑是，我国的老龄化导致劳动年龄人口增速放缓，因而拖累经济增长。如果这个逻辑是对的，那么应该看到我国会普遍存在“招工难”的情况——企业因为找不到足够的工人，产出因而受限。但现实显然不是这样。2024年年底，我国16-24岁年龄段的人口，非在校生的失业率接近16%。青年人失业问题这么严重的情况下，人口红利消失（劳动年龄人口不够用）导致中国经济增长减速的故事实在难以令人信服。

其实，这么多人罔顾我国经济中遍地可见的需求不足之证据，还坚持要从供给面来讲我国经济增长减速的故事，根本原因还是他们都被西方主流宏观经济学蒙蔽住了双眼。基于其对市场运行效率的信仰，当代主流西方宏观经济学不相信有效需求不足会长期存在。因此，研究长期增长时，西方主流宏观经济学通常只从供给面切入来讲故事。那些学了一些西方主流宏观经济学，却又不肯去深究其背后道理的人，自然就容易陷入当前西方主流宏观经济学的增长叙事，有样学样，刻舟求剑。

第三，但也是最重要的一点是，国内有效需求不足才是我国经济发展的长期约束所在。早在1999年，时任我国总理的朱镕基就曾说过：“现在国民经济的主要问题是生产能力很大，需求不足，供需矛盾变得越来越尖锐，推动消费是一个很大的问题。推动消费，说起来是件好事情，但做起来很不容易。”¹⁶近年来，党中央更是将需求不足列为中国经济面临的主要挑战。可以说，我国的需求不足是长期结构性问题，而非短期周期性问题。这种长期结构性问题要靠对经济结构的重大改革来化解。而在给中国经济开出医治“需求不足”的药方之前，先得把“需求不足”的病根给找准。对症下药，方能药到病除。

7. 中国经济的上、中、下三策

如前文所述，我国长期存在消费不足，以及随之而来的内需不足的局面。我国经济增长的紧约束长期在需求面而非供给面。好消息是，内需不足的经济体，完全可以凭自身的力量，跳出需求不足的陷阱。换言之，我国完全有办法解决当前因需求不足而产生的经济增长下行压力。但首先应该找准经济的“病根”，对症下药，方能切实稳定经济增长。其中，尤其需要区分供给面和需求面，用供给面的政策解决供给的问题，用需求面的政策解决需求的问题，切忌供给面和需求面眉毛胡子一把抓。

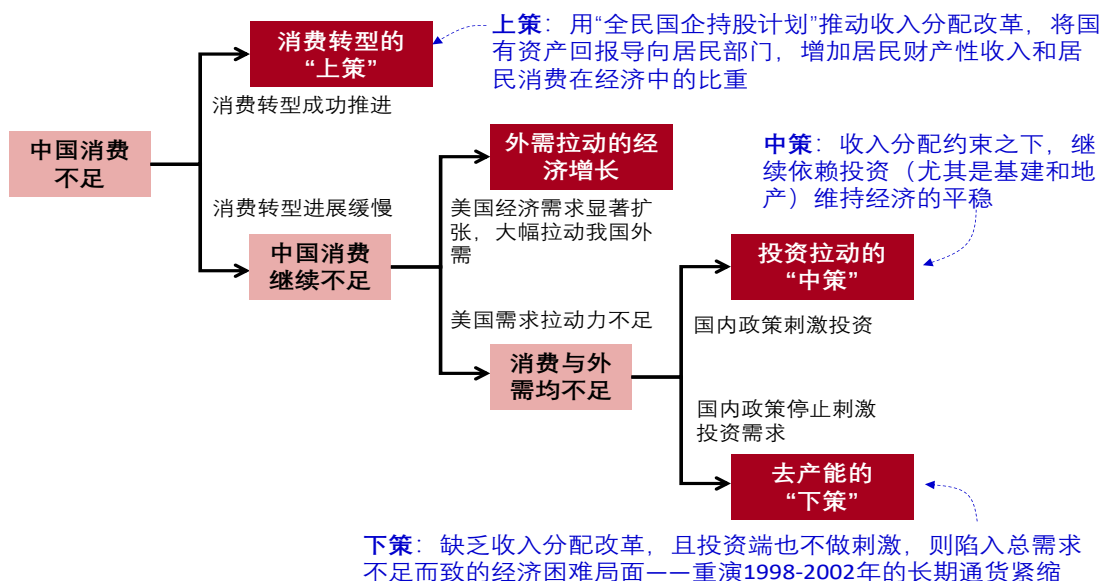
内需不足的时候，要在国内平衡供给和需求，既可以在需求面做加法，也可以在供给面做减法。由于有效需求不足归根结底是个收入分配问题，产生于消费者收入的不足，所以化解内需不足的治本之策是优化国内收入分配结构，增加居民收入占经济的比重，从而从根子上消除需求不足，此为“上策”。如果收入分配局面一时难以显著调整，国内还可以通过政策来刺激投资需求，从而将内需稳定在与供给能力基本相称的水平——但这会形成经济发展对刺激性政策的依赖，只是“治标之策”，而只能算“中策”。

如果国内不愿在需求面做加法，那就只能在供给面做减法，也即压缩供给能力的“去产能”。这必然会带来大规模的企业倒闭和工人失业，带来“生产过剩”经济危机爆发的风险。此外，出于两方面的原因，去产能政策也并不能真正重塑供需的平衡。一方面，导致长期需求不足的收入分配结构并不会因为去产能而被自动优化，因此去产能政策无法消除长期的需求不足。另一方面，在去产能的过程中，企业倒闭和工人失业会打压有效需求，可能带来产能与有效需求竞争性收缩的局面，令经济深陷危机之中，而难以达成供需的平衡。所以，去产能既会给经济带来严重冲击，也没法解决长期需求不足的问题。换句话说，很多乐观者所期望的“市场出清”，事实上很难通过去产能政策而实现。所以，去产能是应该尽量避免的“下策”。

在化解需求不足方面，促进供给扩张的政策能发挥的作用有限。近年来，我国供给面采取的政策有力推动了我国产业升级，并一定程度上通过补供给的短板而在某些领域带动了需求。近几年我国汽车行业所取得的历史性突破，就得益于供给面促进生产力发展的政策。但是，面对因收入分配结构失衡而来的广泛的有效需求不足，供给面政策能发挥的作用有限。我国在推动供给面高质量发展的同时，还需要更大力度做好扩大内需的工作。

当然，在内需不足的时候，如果能够有强劲的外需拉动，我国经济仍然能够保持平稳增长。事实上，在2008年“次贷危机”爆发之前的几年中，我国虽然也是内需不足，但在外需拉动下却一度出现了总需求过剩，经济过热的局面。不过正如前文所分析的，我国这么一个大国，不可能将经济发展的动力长期维系于外需之上。随着全球贸易保护主义倾向的持续抬头，我国外需也面临着越来越沉重的压力。因此，外需拉动的经济增长模式并非我国可选的对策。

图表 3. 消费不足前提下，中国经济有上、中、下三条对策



资料来源：中银证券

8. 中国经济的“上策”

对我国而言，调节收入分配结构的“上策”是最好的出路。我国经济结构失衡的症结在于企业从资本中获得的回报没有充分流向消费者部门。这可以通过笔者提议的“全民国企持股计划”来化解。我国企业部门总资产中，国有资产占比大概为一半。除此而外，包括土地在内的自然资源也属于国有资产。作为一个社会主义国家，这些国有资产本质上是全民所有，属于每一个中国人。不过，我国国有资产对老百姓收入和消费的直接支持力度还有些不足。对普通老百姓而言，国有资产虽然看得见，但很难用得上。而“全民国企持股计划”则可以让国有资产的收益更直接地惠及广大老百姓，让老百姓对国有企业的收入运用有更大话语权，从而在我国构建起依照投资回报率的变化，动态调节收入在消费者和企业两大部门间分配的市场化机制。在 2024 年 3 月笔者发表的《以“全民国企持股计划”根本化解中国经济的困局》一文中，笔者曾详细解释了“全民国企持股计划”的思路，现摘抄如下：¹⁷

“全民国企持股计划”的关键是设立多个国有投资基金。初始的时候，将国企股权注入这些国有投资基金，让基金持有。然后再将基金的份额平均地分配给全国人民，让全国老百姓都变成国有投资基金的份额持有人。完成初始的分配之后，国有基金可在国企股权市场中自由买卖国企股权，以获取尽可能高的投资收益。

至少在相当长的一段时间里，应该不允许老百姓将其持有的基金份额卖出，以免部分民众因信息劣势或其他原因而不恰当地将其国有基金份额卖掉，失去国有资产对其的保障。但每年，老百姓可以将基金的分红提现出来花销。老百姓还可以在不同国有投资基金之间转换其份额——老百姓可以随时按照基金净值将其持有的某个基金的份额转换成为另一国有投资基金的份额。

在“全民国企持股计划”中，通过设立多个国有投资基金，构造了两个竞争市场，从而建立起了调节消费与投资的市场机制。

第一个市场是国有投资基金之间竞争老百姓份额的市场。基金要努力通过自己的投资业绩来争取老百姓的认可，以扩大基金规模。那些投资业绩较低的基金，基金份额将会逐步流出到其他基金去，最终被市场淘汰。在这个市场中，国有投资基金为了在竞争中胜出，自然会根据老百姓的偏好来经营基金，在老百姓需要基金多分红的时候多分红，需要基金少分红的时候少分红。通过这个市场，居民部门的时间偏好可传递至国有投资基金的投资行为上。

第二个市场是国有投资基金竞争国企股权的市场，即国企所有权的竞争市场。这一市场仅对国有投资基金开放，以保证国企的所有制不发生变化。在这个市场中，国有基金可以将其感知到的老百姓的偏好传递给国企，从而影响国企的行为。这样，当老百姓感受到企业投资回报率较低而希望多分红的时候，国有投资基金会有向老百姓多分红的动力。而国有基金作为国企的所有者，会将这种分红的压力传递给国企，让国企多分红。

这样一来，在不改变国企所有制的前提之下，构造了联系起居民与国企两大部门的市场机制，可以根据投资回报率的高低来随时调节消费和投资，从而确保消费占比处在最优水平，消除消费不足。如此，我国内需不足的问题也可得到根本性的化解。

如果能这样做有利于居民部门的收入分配改革，可从源头上化解我国因消费不足而来的内需不足问题。这样，也可以让经济增长果实更加惠及广大民众，更好实现提升居民福利这一经济增长最终目标。此外，将国有资产平均分配至每个人的个人账户，也可以起到促进“共同富裕”之作用。

当然，“全民国企持股计划”的推进绝非朝夕之功，要变成现实，还需要一个漫长的凝聚共识的过程，并且还要克服诸多体制和机制上的障碍。目前，可以通过加大国有资产向社保基金的划转来推进其步伐。在时机成熟之后，再逐步加大国有资产向社保基金的划转额度，并逐步建立多个社保基金型的国有投资基金以实现基金间的竞争，从而逐步构建起一个更加市场化的体系。

2025 年我国要扩大消费、稳定增长，马上可以做，并且马上能见效的一个可选政策是加大国有资本向社保基金的划转，将国有资本回报更多导向低收入阶层，从而有效促进消费，并更好实现共同富裕。如果能将 10 万亿元非金融国有资本权益划入社保（仅占 2023 年我国国有非金融国有资本权益的 1/10），按照 2024 年 12 月 A 股非金融上市公司平均 2.1 倍的市净率（PB）估算，可以让社保基金新增 21 万亿元的管理资产规模。社保基金 2023 年度报告披露的数据显示，社保基金从成立至 2023 年，年均投资收益率为 7.36%。¹⁸按这一投资回报率计算，新增的 21 万亿元管理资产规模，可让社保基金每年投资收益增加 1.5 万亿元。我国有 5.6 亿月收入低于 1000 元的极低收入民众。如果将这 1.5 万亿元社保新增投资收益平均分给这 5.6 亿极低收入民众（或者用作充实这些民众的社会保障），可让他们人均年收入增加接近 3 千元。考虑到极低收入民众的消费率应该不低，他们 1.5 万亿元的总收入增加，应该会给我带来不低于 1 万亿元消费的增加。当然，如果划转的规模能更大些，则促进消费的效果会更明显。这样的举措在长期来看，也能和“全民国企持股计划”衔接起来，兼顾短期和长期。

9. 中国经济的“中策”

在“上策”还没有完全走通的时候，靠投资创造需求的“中策”也是我国一条不坏的出路。“中策”这条投资拉动的“老路”，我国已经走了几十年。伴随它而来的过剩投资、低效投资早被许多人诟病。但看待事物要有辩证的态度。“中策”既有它的不足，也有它的长处。在这里，我仅仅阐述三点有关“中策”的正面结论。

第一，在消费不足的格局下，投资拉动是我国经济的“约束最优”。有人认为，过剩而低效的投资对我国而言是资源的浪费。这话说得没有错，过剩投资确实是资源的某种浪费。但问题是，不做这些过剩投资，是不是资源就不浪费了？答案是否定的。以提升人民群众福利这一经济发展最终目标来衡量，当国民总收入中流入居民部门之份额偏低的时候，浪费就已经产生了——因为这个时候经济运行已经偏离了最终发展目标。在收入分配结构没有做有利于居民部门的重大调整，消费仍然不足的时候，用投资来拉动需求是我国收入分配结构下的“约束最优”。如果不做这些过剩投资，则经济会陷入需求不足导致的去产能和通缩陷阱，甚至有可能爆发生产过剩的经济危机。如果那样的情况发生，我国将会面临更严重的资源浪费。

第二，在消费不足的格局下，“中策”这种投资拉动的增长模式完全可以持续。很多人认为，过剩投资会让投资回报率降低，从而让投资项目无法偿还其借入的融资，最终引发债务危机。但这种忧虑是只盯住债务方的部分均衡分析所得到的结论。分析宏观经济，需要把债务方和债权方都考虑进来，用更为全面的一般均衡分析方法。

过剩投资压低了投资回报率不假。但这是因为中国经济中大量存在着对投资回报率不敏感的储蓄者，储蓄过剩所致。对居民来说，储蓄永远是有机会成本的——这个机会成本是不储蓄，将收入消费掉能够得到的福利的提升。因此，居民永远对储蓄的回报率是敏感的。但那些不消费的储蓄者，对储蓄回报率就不会太敏感。我国大量存在的不受居民约束的企业就是这样的储蓄者。正如前文所分析的，这样对回报率不敏感的储蓄者的大量存在，是我国消费不足、储蓄过剩得以产生的根本原因。如果储蓄者对投资回报率不敏感，低回报的投资项目就能持续获取融资，而无需担心“债主”催债而爆发债务危机。

前文在分析有效需求不足的时候说过，有效需求不足产生于购买力与支出意愿的错配——有些经济主体没有将自己拥有的购买力充分花掉，导致购买力在其手中沉淀，而没有充分转化有效需求。在这样的情况下，投资实际上是将这些沉淀的购买力转化成为了有效需求，既改善了经济供需的平衡，又能够持续得到这些缺乏支出意愿之经济主体的融资支持，完全可以避免债务危机的爆发。换言之，在消费不足时，从缺乏支出意愿的储蓄者那里借钱来投资，哪怕投资回报率低一点，也是周瑜打黄盖，一个愿打一个愿挨，完全可以持续。

第三，“中策”发挥着我国资本成本的优势，可以明显提升我国国际竞争力。资本的成本是资本所有者对资本回报率的要求。资本所有者对资本回报率的要求越高，资本就越贵，反之资本就越便宜。

西方主流经济学认为，储蓄和投资本身都不是目的，而只是将消费转移到未来的手段——储蓄（投资）无非是牺牲当前的消费，以求在未来获取更多的消费。这个手段的回报率如果太低，再用它就不划算，因而也就应该相应减少储蓄（和投资）。这是在西方经济学框架内，储蓄（和投资）规模应该对回报率敏感的最根本原因。西方主流经济学反映了西方国家的现实。在这些国家中，储蓄基本是为了在未来获取消费的工具。西方国家储蓄者对储蓄回报率有不低的要求——意味着西方国家的资本成本不便宜。

我国的储蓄行为显然与当前西方主流经济学的想法不一致。因为收入在消费与投资之间的分配缺乏价格敏感性，我国消费不足，储蓄过剩。在这样的收入分配格局下，我国储蓄并非完全以在未来获得消费为目的，而表现出了一定的刚性。这种刚性的储蓄不符合当前西方主流经济学将储蓄当成“工具”的论点，却是我国独特的国情之一。在这种经济格局下，我国大量对回报率不敏感的储蓄者，为我国提供着相对便宜的资本。

事实上，我国这种较为刚性的储蓄，与西方学界讨论很多的“资本主义精神”有异曲同工之妙。1904年，马克斯·韦伯在其名著《新教伦理与资本主义精神》的第二章写了这么一段名言：“既要挣钱，而且多多益善，同时又要力避一切本能的生活享乐……人活着就要去赚钱，就要把获利作为生活的最终目的。经济获利活动不再作为人满足自身物质需要的手段而从属于人了……它是极其无理性的，但却显然是资本主义的一项指导原则。”韦伯将“经济获利活动”作为目的，而非从属于“生活享乐”（消费）的手段。后来，经济学家将韦伯提出的资本主义精神总结成“为上帝而储蓄”，而不是为未来的消费而储蓄。在资本主义精神的影响下，资本主义国家曾经历过资本快速积累、经济快速增长的时期。

我国中国特色的社会主义当然与资本主义有根本差别。我国追求的是市场与政府的有效结合，是先富带动后富的共同富裕。但在实现资本的快速积累方面，我国的储蓄过剩与韦伯讲的资本主义精神有相通之处。当两个对资本回报率敏感度不同的经济主体在同一个市场中竞争时，对回报率更不敏感的经济主体会有一定优势。当代的西方发达资本主义国家早已偏离了“资本主义精神”，而日益变成追求消费和享乐的国家。结果自然是其资本积累速度和经济增速的下降，这一点又以美国为甚。失去了“资本主义精神”的西方国家与高储蓄的中国相比，前者的经济增速自然会慢一些。

所以，必须要用辩证的、宏观的眼光来看待“中策”。“中策”确实有其弊端。但只要从消费不足和内需不足的逻辑出发，就能看到“中策”的合理性和可持续性。在“上策”还未走通的时候，“中策”是我国经济的一条不坏的，并且可以持续出路，而绝非某些人口中的“饮鸩止渴”。

10. 结语

1936年，凯恩斯在其名著《就业、利息和货币通论》的结尾处，写下了这么一段名言：“经济学家以及政治哲学家之思想，其力量之大，往往出乎常人意料。事实上统治世界者，就只是这些思想而已。许多实践者自以为不受任何学理之影响，却往往当了某个已故经济学家之奴隶。狂人执政，自以为得天启示，实则其狂想之来，乃得自若干年以前的某个拙劣学人。……对形成善良或丑恶的观念而言——更危险的是思想，而不是既得利益。”

当前中国经济所面临的压力，根本源头也在思想。有太多人盲目地接受了西方主流经济学有关长期经济增长的供给面单一叙事，相信经济增长的源泉只在劳动增长、资本积累和技术进步这三者，而完全忽略了有效需求不足对我国经济发展的长期约束。这带来了对中国经济的误读与误判，干扰了宏观政策的施行。因此，**要化解中国经济面临的压力，首先需要在认识上纠偏，以批判的态度来运用包括西方主流经济学在内的各种理论，以更加实事求是的态度来认识中国经济，找准症结，对症下药。只要思想的问题解决了，经济的问题自然就会被化解。**本文试图从最根本问题出发，梳理中国经济逻辑，找寻中国经济出路，其用意就在于此。（完）

（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。）

¹ 吴晓明,《守护思想 引领时代》,《人民日报》,2013年11月15日07版,
<http://opinion.people.com.cn/n/2013/1115/c1003-23547334.html>。

² 1966年3月28日,毛泽东在接见日本共产党中央总书记宫本显治时说:“我们要准备[苏联]修正主义来打,打进满洲,东三省,打进新疆,中央突破,从外蒙古打进北京……[苏联]在外蒙古设立了原子弹、氢弹阵地,运来了原子弹和氢弹,驻扎了两个师。在中亚西亚的新疆那一边的哈萨克斯坦增加兵力。在赤塔以北的伯力、海参崴增加兵力……我们还要准备美苏合作,瓜分中国。以淮河,陇海铁路为界,苏联占领北边,美国占领南边。”(此引文转引自沈志华《中苏关系史纲:1917-1991中苏关系若干问题再探讨(第3版)》,社会科学文献出版社,2016年,第三篇,第四章,第三节。)由毛泽东的话语可知,当时中国承受着来自苏联和美国的巨大军事压力。

³ 邓小平,1982年9月18日,《一心一意搞建设》,《邓小平文选(第三卷)》。

⁴ 习近平,2017年10月18日,《决胜全面建成小康社会,夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》,收录于《习近平谈治国理政(第三卷)》。

⁵ 大前研一,《低欲望社会:人口老龄化的经济危机与破解之道》,第一章,“美国属于高欲望社会,其经济政策在低欲望社会的日本是行不通的”小节。

⁶ 会议新闻公报全文可见于: http://www.qstheory.cn/yaowen/2023-07/24/c_1129765418.htm。

⁷ 在开放环境中,一个国家总产出的一部分可能是别国的收入。比如,外国人在本国工作所得到的报酬,虽然来自本国的产出,却不能算作本国的收入。严格地说,一个国家的总收入是“国民总收入”(GNI),未必等于这个国家的“国内生产总值”(GDP)。对像中国这样的大国而言,GDP与GNI的差异并不大。2010-2019年,二者之间的差距不到GDP的1%。因此,这里正文中论述时,我们忽略了经济总产出和总收入的差异。

⁸ 托马斯·马尔萨斯,1814年,《李嘉图著作和通信集》,VI,131-132页。

⁹ 凯恩斯,1936年,《就业、利息与货币通论》,第三章“有效需求原理”。

¹⁰ 在阿西莫格鲁(Acemoglu)、莱布森(Laibson)和李斯特(List)2022年出版的《宏观经济学(第三版)》教材中,通篇没有出现“有效需求”这个概念。作者之一的阿西莫格鲁在2024年获得了诺贝尔经济学奖。

¹¹ 地球是一个封闭经济体。这意味着全球经济作为一个整体,贸易顺差应该为零(忽略各国的统计误差)。因此,一国的贸易顺差,一定对应着别的某些国家的贸易逆差。

¹² 劳动报酬数据来自我国“资金流量表(非金融交易)”数据。其中数据显示,2022年我国居民“劳动者报酬”收入占GDP比重为52.6%。除此而外,居民部门创造的“净增加值”(居民部门创造的增加值减去居民部门支付的劳动者报酬)占GDP比重为5.8%。这部分是个体工商户支付了雇工工资后的收入,也应该算成劳动者报酬。因此,我国居民部门广义劳动报酬占GDP比重在2022年为58.4%。

¹³ 2018年企业部门数据来自国家统计局2019年发布的《第四次全国经济普查公报(第二号)》,
https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202302/t20230203_1900525.html。2018年国有企业数据来自2019年发布的《国务院关于2018年度国有资产管理情况的综合报告》,
https://zcgls.mof.gov.cn/gyzcgzdt/201911/t20191127_3430567.htm。

¹⁴ 《国务院关于2022年度国有资产管理情况的综合报告》显示,2022年,全国非金融国有企业国有资本权益94.7万亿元,全国国有金融资本权益27.6万亿元。详情可见:
http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202310/t20231027_432641.html。

¹⁵ 财政部在2023年3月发布的《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》中披露,2022年,国有资本经营预算中调入中央和地方一般公共预算的数额分别为900亿元和1606.5亿元,合计2506.5亿元。详见: https://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content_5746960.htm。

¹⁶ 朱镕基,1999年6月22日,《加快住房制度改革——在浙江召开的住房制度改革座谈会上的讲话》,《朱镕基讲话实录(第三卷)》。

¹⁷ 徐高,《以“全民企持股计划”根本化解中国经济的困局》,《当代金融家》2024年第2期,30-33页。

¹⁸ 参见全国社会保障基金理事会2024年10月发布的《全国社会保障基金理事会全国社会保障基金2023年度报告》

(<https://www.ssf.gov.cn/portal/xxgk/fdzdgknr/cwbg/sbjjndbg/webinfo/2024/10/1730355860076084.htm>)。

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得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刊载或转发的，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