



评论 | 将金融要素纳入 增长理论



张斌

将金融要素纳入增长理论，主要有三方面需要关注。第一，我们习惯于企业或个人的微观行为逻辑，用个体行为逻辑去推导宏观的结论很容易出错。比如对于一个企业，如果企业生产效率更高、技术进步更快，它能够赚更多的钱，这是对的。但如果这个社会上所有的企业生产效率更高，技术进步更快，企业是不是能赚更多的钱呢？这个社会的钱会不会更多呢？答案是不会。假定我们所说的钱是银行存款，货币银行学告诉我们全社会的银行存款是由贷款创造的。无论企业如何提高生产效率提高产量，如果没有信贷的相应增长，全社会的存款不会相应增长，企业的钱也不会更多。

再比如，个人节衣缩食可以省出来更多的钱，那么所有人都省钱是不是大家的钱都会更多呢？答案也是不会。所有人都节约，全社会购买力可能不足，全社会购买力不足可能导致物价低迷和企业信贷下降，全社会的钱反而更少。

经济增长过程中有两个不可缺少的发动机。第一个当然是生产率的提升，同样的投入可以生产更多的产品和服务；第二个是与生产率提升相匹配的名义购买力提升，也就是名义金融资产的增加。过去经济增长理论当中主要关注前者，不关心后者，不讲信贷，信贷只是在短期内的波动问题。实践当中，我们看到有些国家在长时间内面临广义信贷的不足，由此带来了购买力不足和持续的物价低迷，这对经济增长不是短期的影响，会带来五年十年甚至更长时间的影响。从这个角度来讲，增长理论把金融要素纳

进去是很有必要的，这个问题到目前来说理论界还没有一个很好的解释。

第二，上面提到经济增长过程中有两个发动机，生产率发动机和购买力发动机。中国的宏观经济在过去十几年发生了很显著的变化。2012 年以前，我们最主要的问题是购买力这个“发动机”太快了，生产率这个发动机虽然也很快，但相对于购买力来说不够快。购买力增长过快导致了通胀、经济过热。这个期间内增长最快的都是重资产行业，借很多钱的行业。正好处在产业发展高峰期，借钱也能还得上，越借越多，购买力发动机增长太快。2012 年以后，产业结构发生了重大变化，重资产行业高峰期过去了，轻资产的人力资本密集型企业更有增长潜力，这些行业只借很少的钱，像 BAT 这些大的企业不需要太多信贷就能长得很大。因为产业结构发生变化，贷款下降，购买力就会下降，全社会面临通缩压力。

在这样的背景下，需要政府把广义信贷增上托上去，不要让购买力发动机熄火，拖累实体经济增长。如果没有政府债务扩张，我们大概算一下，过去五六年，全社会名义信贷增长速度连 8% 都不到，名义 GDP 连 6% 都到不了，真实 GDP 当然更低，经济会比现在困难得多。从这个意义上讲，政府需要通过自身债务扩张把广义信贷顶上去。但是不能总是靠政府信贷撑着全社会广义信贷增长，要通过结构性改革释放民间信贷活力，最好是两者形成互补的合力。从广义信贷创造的角度看，中国和其他国家横向相比已经非常依赖于政府信贷了。2018 年下半年政府信贷缩一下，广义信贷就明显下降。从增量上看，广义信贷有半数来自包括地方融资平台的政府行

为推动。日本企业的信贷全是负的，企业不贷款只还钱，居民不买房不贷款，日本的广义信贷 100%都是靠政府支撑信贷，这有很大的问题。中国现在有这个趋势。

第三，中国之所以有今天的土地金融，是在一系列的约束条件下做出来的。我们的土地供应包括农地、工业用地、商业用地有这么多的差异，地方政府不能发债，同时却有许多发展任务，对于大部分地方项目建设，只有很少的配套资金去支持。因此，才会出现土地金融这种发展模式。它确实支持了基建，很多地方的城市发展和工业增长形成了良性互动。但代价也不小，比如过高的房价、过度投资、债务风险、寻租等等。这是不是最优的模式？不谈约束条件就无所谓最优，这个问题没有意义。可以有另外的模式，可以不让土地那么贵，农、工商用地可以同权，土地收入可能会少一些，但政府可以举债做基建，可以通过税收做基建。换一种方式，会不会比现在这种更好？

(编辑 祝乃娟)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31921

