



CWM50：宏观政策思路应跳出“三驾马车”框架，统筹考虑企业、居民、政府三大资产负债表



意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛

中国财政科学研究院院长刘尚希在中国财富管理 50 人论坛 4 月 27 日举办的“当前形势下如何提高财政货币政策效能”闭门研讨会上作主题发言。

刘尚希认为，要稳住经济大盘，必须坚持实事求是，以改革精神、创新思路出台相应政策。遏制经济下行、应对经济新拐点，必须转变宏观政策思路，统筹考虑企业、居民、政府三大资产负债表。

从资产负债表的角度看，核心问题是居民的资产负债表，与之相关的就是房地产市场和股票市场。宏观政策必须将提高居民收入作为发力点。从企业角度看，应在继续贯彻落实退税、减税降费等优惠政策的同时，认真考虑降息问题。从政府角度看，扭转预期非常必要。从行业发展的角度来看，各部门的监管政策也需要适当调整。

以下是发言实录整理。



长期以来,消费、投资和净出口被喻为拉动经济增长的“三驾马车”,也一直是人们认识宏观经济走势的分析框架和政策的主要着力点。进入新发展阶段,我国经济发展呈现三大趋势,改革创新面临三大障碍,当前形势也受三大因素同频共振的影响。对此,宏观政策思路应跳出“三驾马车”的分析框架,更好地统筹考虑企业、居民、政府三大资产负债表,进一步增强政策的整体性和协调性。

三大因素同频共振,经济下行进入加速拐点

3月份以来,多项经济指标急转直下。需对当前经济形势的复杂性、

严峻性有充分估计。经济形势下行，在很大程度上是三大因素汇聚叠加的结果。

一是疫情因素。疫情形势与防控措施共同构成对经济的影响，且影响程度不容忽视。上海等地的静态管理措施，对经济的连锁反应已经逐渐显现。

二是西方主导的经济金融全球化正走向终结。尤其俄乌冲突之后，美欧金融制裁动摇了国际货币体系和金融体系，国家外汇储备和企业、个人海外资产的风险不断上升，国际结算体系面临碎裂化风险，全球市场和全球资源可持续的风险明显增大。

三是去年中央经济工作会议提出的“三重压力”，即需求收缩、供给冲击、预期转弱尚未得到明显缓解，且预期转弱仍在加剧，经济的内生动力明显不足。在此背景下，宏观政策的预期效果会不及预期。

上述三大因素同频共振，导致经济下行进入新拐点。3月份部分指标回落或许只是一个开端，“蝴蝶效应”显现。之后的经济形势可能更加严峻，甚至面临长期低速增长的风险。对此，我们必须有充分的认识和足够的估计。

宏观政策应把握三大趋势、三大障碍

把握当前经济形势应从新发展阶段的三大趋势、三大障碍出发。短期经济波动很可能是中长期因素导致的余波，因此有必要将短期经济形势放

在中长期框架下来观察。从新发展阶段来看，我国经济增长有三大趋势：经济社会数字化、低碳绿色化、经济金融化，这是中国经济发展的大趋势，也是当前经济形势的大背景。所谓经济金融化，并不是经济泡沫化，而是国民财富、经济行为、经济关系的金融化，包括金融交易和实体交易的融合，各种传统经济关系的金融化，如债权债务关系、股票股息关系、风险保险关系、信用委托关系、融资租赁关系、跨期交易关系，等等。经济金融化是市场经济发展到一定阶段的产物，是金融深化的结果。在进入更高级的发展阶段后，经济金融化不可避免。

经济金融化、数字化、低碳绿色化“三化”叠加，使原有的规则、制度、组织架构和行为模式面临重构，现有的生产、生活方式，也将经历涅槃重生的过程，新发展阶段面临更大的不确定性和风险挑战。从中长期看，当前经济形势可能只是大趋势的余波。当然这种大趋势也给中国带来了战略机遇。如果能够抓住机会、换道竞争，中华民族伟大复兴将更为顺畅。

在此趋势下，需要以创新的精神来面对变化、适应变化，主动求变，构建中国经济发展的更大确定性。这里要重点强调的是改革创新。目前，一些旧的体制机制已经边际失效，经济下行趋势迫使我们必须作出改变。从现实情况看，改革创新仍面临三大障碍，如果处理不好很可能产生逆流和回波。

一是经济的二元。我国目前的市场化改革尚未完成，建立城乡区域统一大市场还面临很多棘手难题。尤其是广大农村地区未能真正建立土地市

场、住房市场，未能与城市市场关联起来。所以提及中国的房地产问题，其实主要指城市地区，而非全国市场，与农民关系不大。

二是社会的二元。当前，我国市民化率虽然 2021 年达到 64.7%，但实际上 53.3%的人口都是农村户籍。机会不均等问题不仅表现在就业层面，更体现在社会层面，内需不足、贫富差距扩大等社会问题都与机会不均等直接关联。现有体制使占总人口比重约 53%的农民的增收和能力提升都面临“天花板”，给经济循环、特别是经济内循环造成了障碍。

三是所有制的二元。当前，我国市民生活在国有土地上，而农民生活在集体土地上。农民作为集体经济的成员，难以携带个人财产转移，导致劳动力流动、家庭迁徙受限。因此，切实增强经济韧性、推动经济形势根本好转，不能只依靠短期政策，而必须顺应三大趋势，以改革创新来消除三大障碍，从中长期视角来思考当前经济形势。

宏观政策思路要跳出“三驾马车”的框架

从逻辑上看，消费、投资和进出口是经济运行的结果，是对国民经济形势的反映，而非经济增长的动力，更不是政策的着力点。虽然在危急状态下，“三驾马车”作为应急手段可以起到一些效果，但要真正扭转当前经济形势，就不能再局限于这一视角。

从中国的实际情况来看，当前经济发展最大的影响因素是政府与市场关系的不确定性。在一些领域，政府“这只手”过于强势，导致市场“这

只手”常常陷入无所适从的状态。市场主体难以预期政府行为和政策，有形之手和无形之手就很难形成合力，导致政策效果往往偏离预期。从这个角度看，市场预期转弱在很大程度上来自于政府的合成谬误、分解谬误，以及各种“运动战”、“突击战”。这反映出当前计划经济传统依然强大，宏观经济治理有待完善，而不仅仅是宏观调控的问题。政府需从自身找原因，而不是眼睛一味向外，把问题归结于经济大周期，归结为经济发展的一种“宿命”，似乎当前经济下行是发展到一定程度的必然结果。

要稳住经济大盘，必须坚持实事求是，以改革精神、创新思路出台相应政策。遏制经济下行、应对经济新拐点，必须转变宏观政策思路，统筹考虑企业、居民、政府三大资产负债表。经济衰退本质上就是资产负债表的衰退。研究房地产问题时，其实也要考虑这三大资产负债表，因为都是相互关联的问题。“三驾马车”的分析框架，虽然也能起到一点效果，但消费、投资的经济拉动效果本质上都取决于政府投资的乘数效应。在乘数效应不断下降的情况下，通过政府投资来拉动 110 万亿的经济体量，无疑是非常困难的。比如通过扩大公共消费来拉动居民消费，前提是居民必须有钱。如果居民收入增长缓慢，公共消费是很难带动居民消费的。从这个

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_42111

