

繁华渐逝：腹背受敌的中国经济（3 万字长文）

原创 寇文红 [丹江湖上钓鱼翁](#)

本文全面阐述我对中国经济的观点。学术研究，请勿谩骂攻击。

全文约 3 万字，撰写花了我 14 个月。阅读需要 60 分钟。如果完全读懂，能受益 30 年。

一个人的命运固然要靠自身的奋斗，但也要考虑历史的进程。我们这些普通人，无法选择自己生活的年代，更无法对抗历史趋势。历史的车轮滚滚驶过，掀起的一粒灰尘，对个人来说可能便是一座大山，导致灭顶之灾。所以必须看清历史趋势、少踩坑。而决策者如果能认清经济在历史趋势中的位置，出台恰当的政策，避免不恰当的政策，少走弯路，就可以泽被苍生了。

引言：为什么要撰写本文？

我希望通过本文，阐述以下问题：

- 1、中国经济是如何陷入到今天这样的困境的？
- 2、不恰当的财政政策和货币政策，是如何助推经济走差的？
- 3、为什么说中国经济已经陷入“腹背受敌阶段”？
- 4、这个阶段具有什么特征？
- 5、对资本市场有什么影响？
- 6、政府应该如何延缓投资回报率的下降？
- 7、普通人如何应对？

从 2022 年初开始，中国经济快速陷入资产负债表衰退，出现螺旋下降的通货紧缩；房地产崩盘：价格大跌，居民大面积断供弃供，房企濒临倒闭，酝酿着金融风险；各行业倒闭企业增多，失业率明显上升；财政收入增速下降。

2022 年四季度，中央放弃疫情封控政策、放松房企融资政策。所有人都以为，会出现“报复性消费”，经济很快就会修复。但事与愿违。2023 年初至今（2024 年 7 月），[消费](#)增速一直很弱，企业投资意愿持续低迷；

PPI 持续大幅负增长，CPI 在 0 附近徘徊，处于通货紧缩状态 ([点击](#))；M1、M2、社会融资规模、信贷余额同比增速等指标迭创[新低](#)；人民币汇率贬值压力巨大；货币政策效果日益下降，财政政策动作缓慢；目前中央、地方财政收入同比都是负增长，国税部门为了增收，[倒查税收](#)；地方政府债务压力巨大，无力进行民生投资，纷纷[预征过头税](#)，或者增加行政罚没款；房地产调控政策已经彻底放开，并且 2024 年 5 月 17 日开始试图通过降低首付比例和按揭利率来刺激居民购房，但效果堪忧 ([点击](#))；全社会弥漫着悲观的气氛，自杀、恶性案件增多。

总之，如果说 2022 年之前，中国经济行驶是在相对平静的河面上航行，那么 2022 年之后就是在激流险滩上跌宕起伏，险象环生。

面对这样的经济困境，出现了各种各样的声音。官媒认为关键在于居民和企业“缺乏信心”，却说不出为什么会缺乏信心；体制内的学者连发生了“资产负债表衰退”和“通货紧缩”都不敢承认，有的“学者”还受命在媒体上发文，说根本没发生“资产负债表衰退”，简直是掩耳盗铃，自欺欺人；金融机构的首席经济学家们受到严格的监管，不能对外公开提及“衰退”、“通缩”等敏感词语；也有人在幻想新一轮库存周期或产能周期会很快启动，带来股市大牛市。

学术界不对这些问题发表正确的见解，不知不觉就把话语权让给了缺乏专业素养的自媒体作者。这些人为了吸引眼球，胡编乱造一些缺乏常识、毫无逻辑的观点，冠以骇人听闻的标题，到处传播，把仇恨的矛头引向金融行业、资本、外国人，来误导民众，激发民粹主义甚至极端民族主义 ([点击](#))。这对解决经济问题有弊无利。

官员们对经济陷入困境的原因，要么缺乏清晰的认识，懵懵懂懂；要么抱残守缺，心存幻想；要么心知肚明，却无能为力。而没有正确的认识，就无法做出正确的决策。有的地方官员以为，居民不消费是因为缺乏消费场景，只要组织烧烤节、夜市街就能拉动消费；地方政府为了度过财政困难，在应该放水养鱼时，却预征[过头税](#)、罚没款，破坏营商环境，并纷纷提高公用事业价格 ([点击 1](#)、[2](#))；央行应该大幅降息，却犹豫不决、缩手缩脚，导致实际利率居高不下 ([点击 1](#)、[2](#))；中央财政应该尽快大幅加杠杆，却瞻前顾后、畏首畏尾；在应该大力刺激消费时，以为发放一

点补贴就能带动居民采购耐用消费品、带动企业更新设备。

显然，这些做法只会浪费更多时间，走更多弯路。必须先搞清楚中国经济的症结在哪里，然后才能对症下药，避免浪费时间，错过时机，做无用功。

2023 年 5 月，我开始思考经济为什么难以修复的问题，逐渐从以前习惯用凯恩斯主义和货币主义理论分析问题，转向用真实经济周期理论分析问题。循着这个思路，可以完美地解释近年来中国经济的所有现象。随后我围绕着这个思路，撰写了十几万字的研究报告。

2023 年初，辜朝明的新书《被追赶的经济体》中文版上市。我发现可以把他的“资产负债表衰退”、“被追赶的经济体”概念都纳入到我的分析框架下。在我的框架下，必然可以推出这两个经济现象。

2023 年 3 月中旬，我计划将这些思路 and 观点汇总成一本书。但随后家里连遭变故，不得不每日奔波于医院之间，只能挤出一些碎片时间做研究。本文是对已经完成部分的汇总。限于篇幅，以阐述观点为主，具体的逻辑、数据、图表、论证和参考文献，都放在文中[带下划线的超链接](#)里，可以点击查看。还有更多问题有待深入讨论。

一、宏观经济分析框架：以 TFP 和自然利率为核心

（一）分析框架

为了清楚地说明问题。首先介绍我分析中国经济的框架（图 1）。具体来说：

逻辑链 1：长期内，广义的技术进步（包括狭义的技术进步、要素质量、要素配置效率、组织管理效率、制度创新、规模经济、研发投入、开放度、市场化、金融发展、基础设施等）决定全要素生产率（TFP）。

逻辑链 2：长期内，经济中的真实因素（广义的技术进步、资源禀赋、人口数量质量结构、经济体制、分配制度、监管制度、战争、资本积累等）决定自然利率和潜在经济增速。

逻辑链 3：短期内，需求侧因素（财政政策、货币政策、产业政策、外生的需求冲击等等）决定企业的采购、生产、持有库存、销售行为，商业银行的信贷政策，居民和政府的投资和消费行为。这些是宏观经济的微观基础。进

而决定总需求的短期波动。

逻辑链 4：慢变量（TFP、自然利率）决定现实中的实际利率和 GDP 的长期趋势；短期快变量（总需求）决定现实中的实际利率和 GDP 的短期波动。

逻辑链 5：短期内，供给侧因素（战争、气候、疫情、事故、限产等）与总需求一起决定通货膨胀率。

逻辑链 6：短期内，实际利率、实际 GDP 增速、通货膨胀率一起决定名义 GDP 增速。

逻辑链 7：短期内，实际利率、通货膨胀率、市场交易因素与预期，一起决定名义利率。

逻辑链 8：名义 GDP 增速、名义利率、市场竞争因素等一起决定企业的营业收入、现金流情况。进而与税收制度一起决定企业的盈利指标（销售净利率、ROE 等）。进而决定企业的扣非归母净利润，从而决定企业的 EPS、EPS 增速。

这些逻辑链（传导机制）在学术上都是无懈可击的，详细的讨论和分析见[这里](#)。

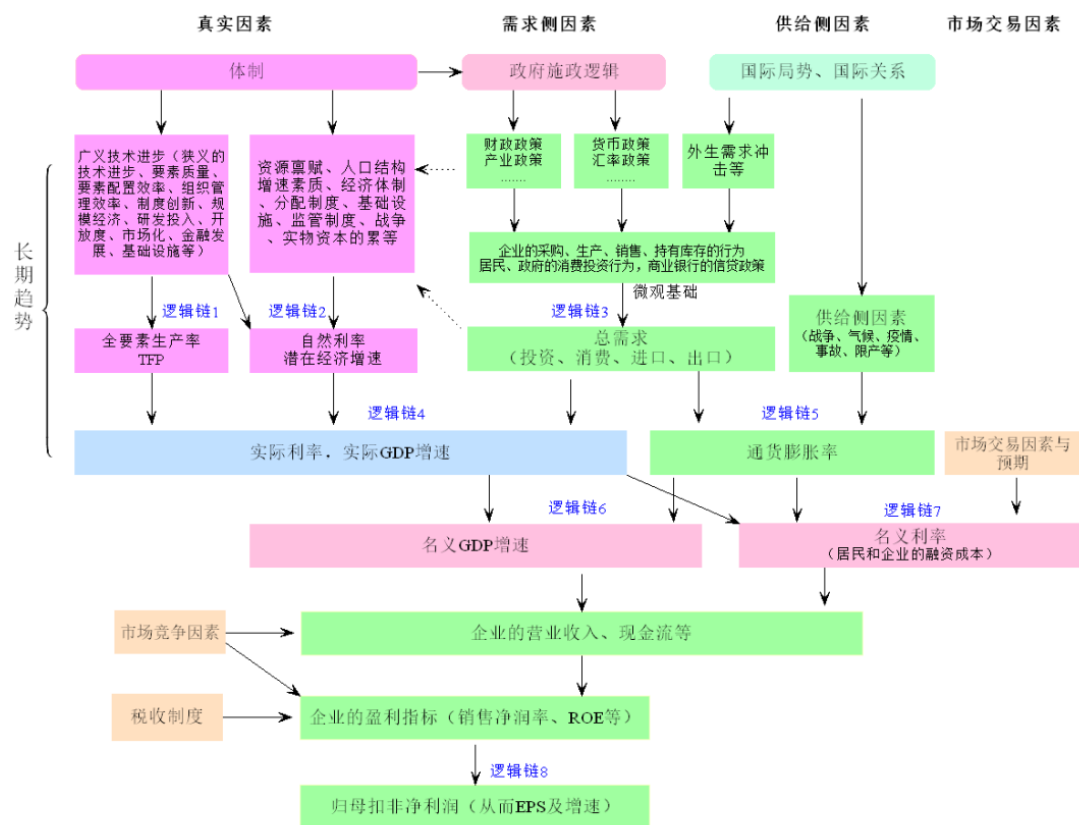


图1 分析宏观经济的框架

资料来源：自己绘制

这个分析框架的特点是：

1、将真实因素纳入分析，抓住了经济增长的最本源。

面对中国经济的乱象，有人认为是总需求走弱导致的，有人认为是经济结构不合理导致的，有人认为是资产负债表衰退导致的。在我看来，这些都是表象。

根源在于：改革滞后；国企民企二元结构扭曲资源配置，导致低效率；创新能力不足；人口老龄化、人口结构恶化；要素成本上升；地区、行业发展不平衡；等等。这些共同导致实体部门投资的边际回报率下降。要解决问题，必须从真实因素着手，才能够治本。

2、以全要素生产率和自然利率为核心，投资的边际回报率贯穿始终

在图1中，真实因素决定TFP和自然利率，进而决定了经济中的所有回报率（名义利率、实际利率、企业净利率、ROE等等）。核心是TFP和自然利率。

自然利率本质上是经济处于均衡状态下资本的边际投资回报率，它是经济的真实因素决定的，与货币政策本身和价格因素无关。

自然利率是衡量货币政策宽松程度的标准，或者说是货币政策的锚。如果自然利率低于现实中的实际利率，则货币政策是紧缩的；如果自然利率高于现实中的实际利率，则货币政策是宽松的；如果二者相等，则货币政策是中性立场。点击 [1](#)、[2](#)、[3](#)、[4](#) 可以查看相关观点、讨论和参考文献。

整个分析框架都以全要素生产率和自然利率为核心，它们的变化决定了所有的经济现象。

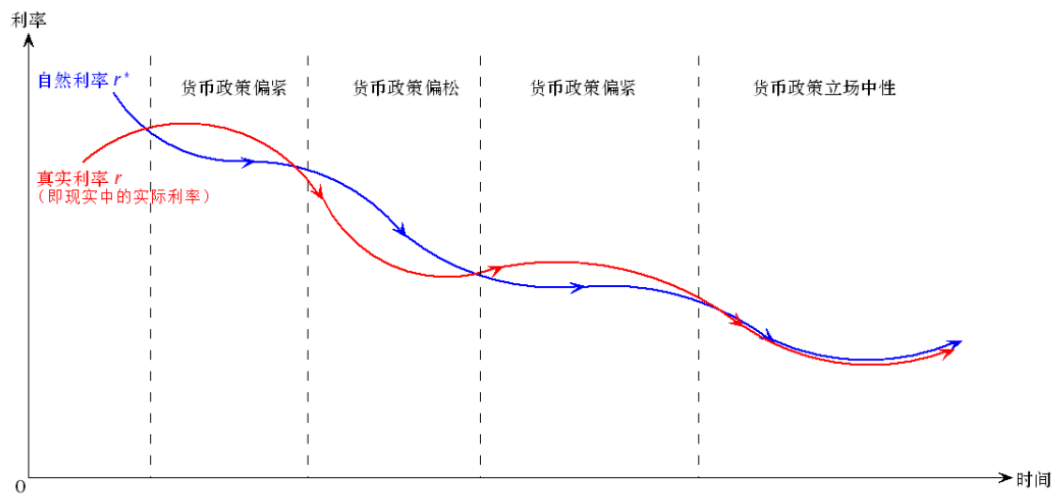


图 2 自然利率作为货币政策的锚

资料来源：自己绘制

（二）自然利率的长期趋势：从公元前到 AI 科技革命

一个“典型”国家的自然利率长期趋势可以如下（[点击查看具体论证](#)）：

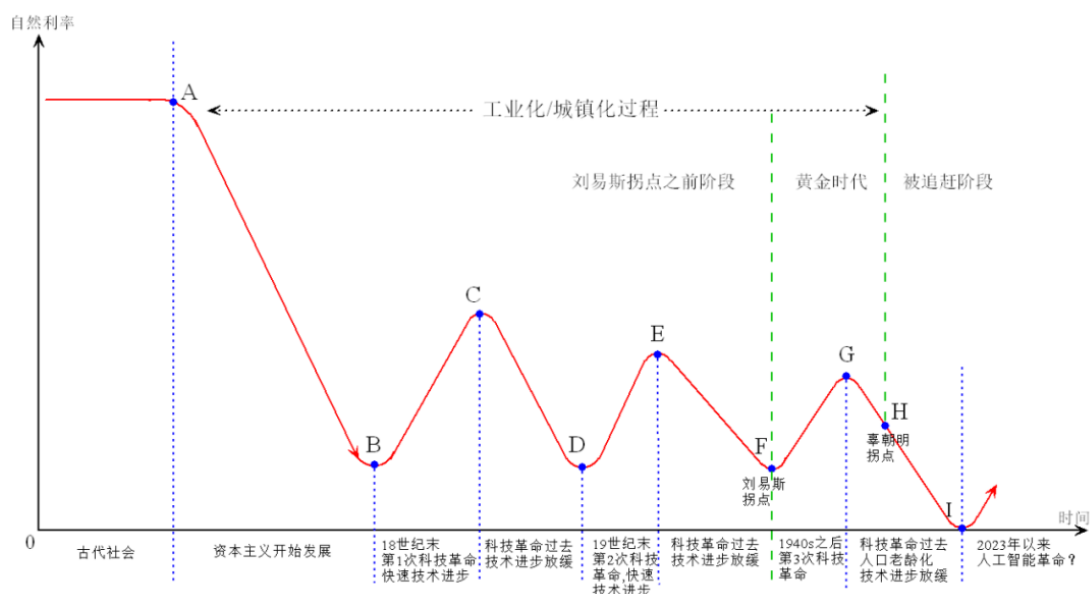


图3 自然利率的长期趋势

资料来源：自己绘制

在漫长的封建专制时代，它的自然利率水平很高（[点击查看原因](#)）。

17 世纪，它像英国一样进入资本主义社会，市场经济得到快速发展。同时开启了工业化/城镇化过程，大量农村剩余劳动力开始向城市转移。随着资本主义的发展，金融机构、金融组织、金融制度、金融市场逐渐完善，自然利率不断下降。

到 18 世纪末期（图 3 中 B 点），它像英国、西欧一样开始第一轮科技革命，进入蒸汽时代。技术进步带来了投资回报率的快速上升，自然利率从 B 点反弹到 C 点。这次科技革命在 1840s 结束，机器大生产成为普遍现象。

1850s 之后，随着蒸汽革命过去，技术进步放缓，投资的边际回报率下降，自然利率从 C 点下降到 D 点。这正是[马克思](#)（1818-1883）和[恩格斯](#)（1820-1895）生活的年代。他们观察到资本家的投资回报率在下降，将其当作资本主义的普遍规律，并且认为无法解决。他们观察到无产阶级处于非常悲惨的境地，贫富差距在急剧扩大，认为这必然会激起无产阶级的反抗，资本主义制度必将灭亡。不过[辜朝明](#)（2023）认为，贫富差距扩大是经济在城镇化/工业化过程中，跨越刘易斯拐点（F 点）之前必然出现的现象。

到 19 世纪末，它像美国、西欧一样开始第二轮科技革命（电气革命）。这次科技进步带来了投资回报率的上升，自然利率再度反弹，从 D 点反弹到 E 点。这是熊彼得（1883-1950）生活的时代，他观察到了创新对生产率的极大提升，于是非常推崇创新的作用，将其加以理论化。

第二次世界大战之后，1950 年前后，这个经济体像美国一样开始第三轮科技革命（核能、电脑、空间技术、生物工程等）。技术进步使自然利率从 F 点反弹到 G 点。到了 1960s，技术进步速度逐渐放缓，自然利率从 G 点开始下降。

到 1970s，它像美国一样，技术进步速度放缓，要素成本上升，人口红利消失，自然利率下降。此后 2008 年金融危机、2020 年疫情，都使它的自然利率降得更低，接近于 0，甚至是负值。

从 2022 年底、2023 年初开始，人工智能技术有了突破性的进展，人们将其视为新一轮科技革命，认为能带来生产效率的提升。如果真的是这样，那么自然利率将从 I 点再度反弹，但是目前尚不确定。

图 3 是一个典型的经济体，现实中每一个经济体都可以在图 3 中找到自己所处的阶段。迄今为止，学术文献揭示，1960s 之后的美国、加拿大，1970s 之后的欧元区、1980s 之后的日本、1990s 之后的韩国、2000s 之后的中国以及其他各国，自然利率是普遍下降的。原因在于，它们研究的恰好是第三次科技革命之后、技术进步放缓的阶段。

自然产出（潜在 GDP）增速的趋势，与自然利率的趋势基本上是相同的。

从图 3 还可以看出，自然利率的上升和下降阶段持续的时间很长，长过一个人的一生。政府（决策者）可以决定一部份真是因素，例如通过体制改革、基础设施建设、鼓励创新和技术进步等，提高自然利率，延缓它的下降，但很难扭转它的长期下降趋势。个人更难与它的长期下降趋势对抗。

所谓“一个人的命运固然要靠自身的奋斗，但也要考虑历史的进程。”

用在这里恰如其分。我们这些普通人，无法选择自己生活的年代，更无法对抗历史趋势。历史的车轮滚滚驶过，掀起的一粒灰尘，对个人来说可能便是一座大山，导致灭顶之灾。因此必须看清历史的

趋势、少踩坑。而决策者如果能认清经济所处的位置，出台恰当的政策，避免出台不好的政策，就可以泽被万民了。

（三）辜朝明的理论作为上述分析框架的一部分和必然结果

辜朝明（2008，2023）提出了“资产负债表衰退”、“被追赶的经济体”等概念。在辜朝明（2023）中，他拓展了刘易斯（William A. Lewis, 1954）的“二元经济”发展理论，提出了“被追赶的经济体”（Pursued Economy）的概念，把工业化/城镇化过程划分为三个阶段（[点击](#)），分别是：

1、刘易斯拐点前的“城镇化阶段”

在经济达到刘易斯拐点（图 3 中 F 点，图 4 中 K 点）之前，农村劳动力无限供给，但工资基本不上涨。在这一阶段，厂商获得的报酬总额增速远高于劳动力获得的报酬总额增速。并且由于厂商的人数远远少于工人人数，因此厂商快速完成资本积累，工人则只能维持较低的收入水平，消费能力有限，贫富差距会扩大，收入不平等加剧。

2、跨越刘易斯拐点之后的“黄金时代”

当经济跨越刘易斯拐点之后，企业为了扩大再生产，不得不提高工资水平，于是居民收入上升，消费能力得到提升，贫富差距缩小。所有人都从经济增长中受益，甚至低学历、缺乏技能的人也很容易找到工作，投资和消费都比较强劲，人们对未来预期非常乐观。因此辜朝明将这一阶段称为“黄金时代”。

在这一阶段，由于企业和居民对贷款需求旺盛，很容易推高货币乘数，因此货币政策非常有效，容易出现通货膨胀。而财政政策由于会挤出私人部门投资，因此效果有限。只有在发生资产负债表衰退时，财政政策才比货币政策有效。

3、“被追赶的阶段”

随着国内劳动力逐渐被吸纳，工资上升，导致企业生产成本上升，利润率下降。对应图 3 中，自然利率降低到 H 点。相比之下，一些比本国经济起飞较晚、比较落后的经济体存在大量剩余劳动力，工资和其他要素价格低，投资回报率高。因此企业开始“出海”，去后进国家投资。

企业出海投资，一方面导致本国经济增速放缓，消费增速下降，只有那

些具有创造力、能够通过学习提高自身能力的人才能获得高收入，而那些不能适应发展的人（尤其是被其他国家竞争对手替代的制造业的工人）将失业。于是贫富差距再度扩大。另一方面会带动落后国家经济开始起飞，追赶先进国家。因此辜朝明将这一阶段称为“被追赶的阶段”。表现在图 4 中，即劳动力需求曲线移到了 D4，与水平的“全球劳动力供给曲线”交于 R 点。

为了方便，我参照“刘易斯拐点”，把图 4 中的 P 点称为“辜朝明拐点”。

经济体处于“被追赶阶段”时，国内缺乏投资机会，企业融资意愿低，居民消费意愿低。换言之，国内储蓄大于投资，利率下降，甚至利率降到很低都无法吸引投资，货币政策的效果大大下降。此时财政政策不会挤出私人部门投资，因此财政政策效果更好。如果恰好又发生资产负债表衰退，就更是如此。

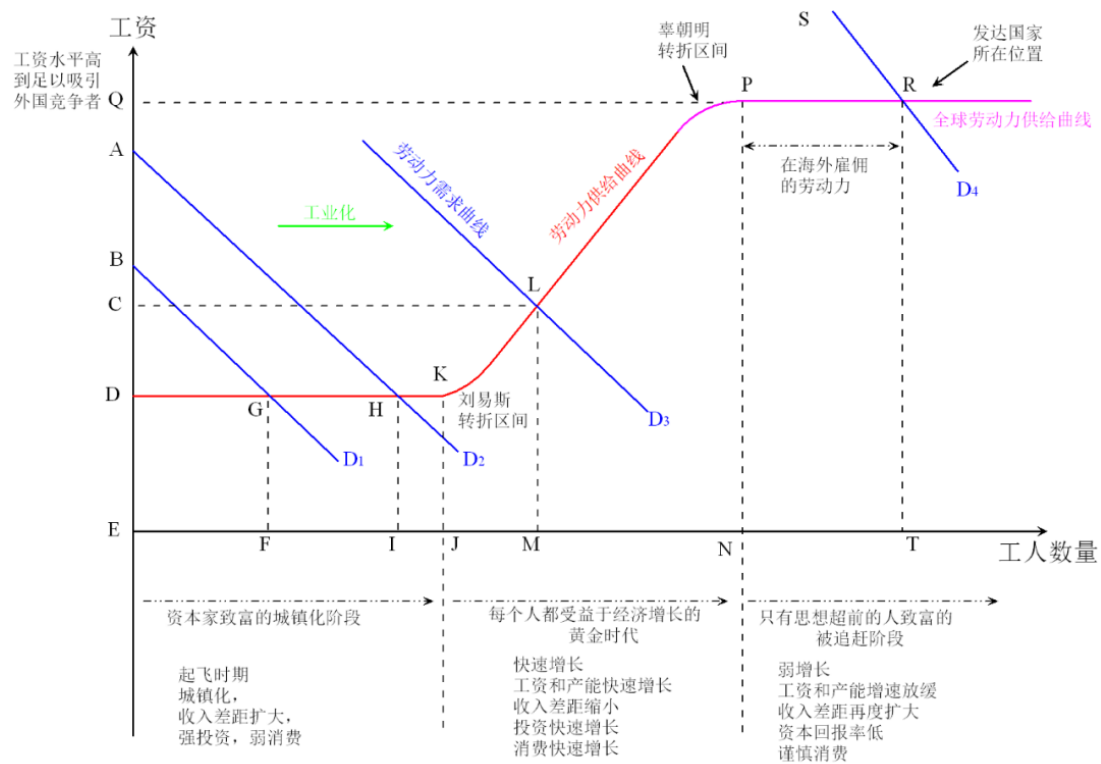


图 4 对辜朝明（2023）“被追赶的经济体”框架的改进

资料来源：自己绘制

辜朝明没有深究经济陷入“资产负债表衰退”和“被追赶阶段”的根源。图 3 已经展示了我的观点，即根源是真实因素导致投资回报率下降。例如在

图 3 中，当自然利率下降到 H 点时，国内投资回报率下降，也缺乏低成本的劳动力，导致企业在国内投资无利可图，只好出海投资，造成本国制造业空心化。也正是因为投资回报率下降，经济特别容易发生“资产负债表衰退”（详见下文）。

以中国为例：

在 1978 年之后，制度变迁释放的制度红利、低廉的要素价格、学习国外的技术和管理经验、大量的要素投入、人力资本的发展等真实因素，共同带来了广义技术进步；进而导致 TFP 增速、潜在 GDP 增速、自然利率上升；进而带来了现实中 GDP 增速上升、较高的投资回报率。这个过程，也就是工业化过程；也是农村剩余劳动人口不断向工业部门转移，推进城镇化的过程。

但是 2008 年之后，TFP 增速下降到 0 附近 ([点击](#))；2000 年之后，自然利率一直在下降；2010 年之后，潜在 GDP 增速逐步下降；最终带动现实中 GDP 增速下降，边际回报率下降。2004-2012 年之间，人口红利逐渐消失，跨越了“刘易斯转折区间”，劳动力成本开始快速上升。

从 2010 年至 2021 年，自然利率和潜在 GDP 增速虽然在下降，但下降比较缓慢。由于房地产、基建、出口的拉动，以及新兴产业的崛起，GDP 增速还算较高，工人工资上升。这就是辜朝明（2023）说的“黄金时代”。

但是 2022 年的疫情封控，严重压低了中国的 TFP 增速、自然利率和潜在 GDP 增速，使经济陷入了资产负债表衰退 ([点击](#))。叠加人口老龄化，投资边际回报率快速下降，迫使企业加快出海，经济跨越“辜朝明拐点”，进入“被追赶阶段”，或者说进入了前有围堵（美日欧），后有追兵（东南亚、南亚、拉美）的“腹背受敌阶段” ([点击](#))。

换言之，辜朝明只指出了“资产负债表衰退”和“被追赶的经济体”现象，没有深究其根源。而按照我的框架，秉承真实经济周期理论，认为随着真实因素决定的投资回报率下降，到一定程度时，经济必然陷入“资产负债表衰退”，或进入“被追赶阶段”。这样辜朝明的范式就成为我的分析框架的一部分，“资产负债表衰退”和“被追赶的经济体”就成为我分析框架的必然结果。

二、中国经济是如何陷入当前的困境的？

（一）2022 年的严格封控，压低了自然利率和自然产出（[点击](#)）

在 2020 年之前，中国自然产出（潜在 GDP）增速大约是 6%。按照孙国峰和 Rees（2021）的估算，2000s 初中国自然利率约为 4%，2019 年底降到约 2%。

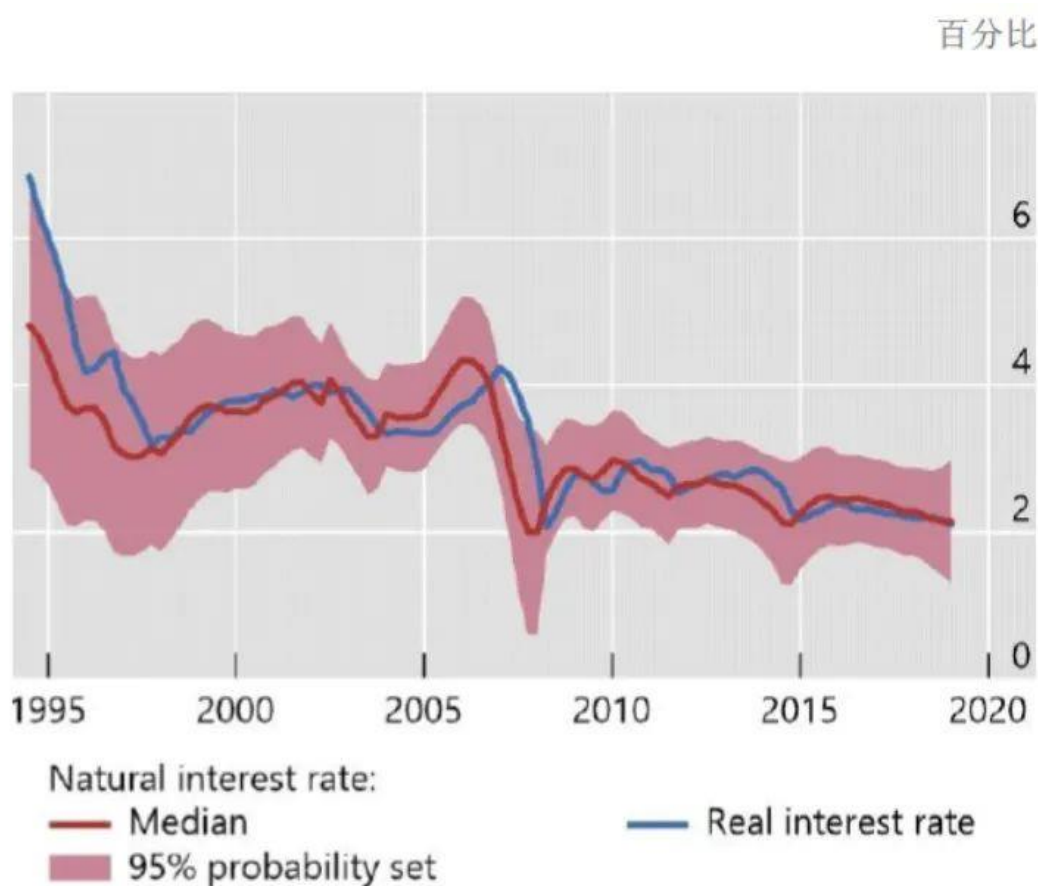


图 5 中国的自然利率

资料来源：孙国峰和 Rees（2021）

在 2020 年一季度，中国经济短暂地受到疫情的影响。到 2020 年 5 月，疫情就得到了控制，经济基本恢复正常。此后欧美陷入疫情，经济活动停摆，供应链中断，对我国商品需求增加，我国出口大幅增长。因此直到 2021 年底，中国经济增速都还不错。

但是，2022 年初，欧美经济逐步正常化，对我国商品的需求下降。同时 Omicron 开始在我国蔓延。面对这一传染性强、毒性下降的变种，我国没有及时放松封控政策，而是更加严格地封控。各地纷纷实施了严格的、

长期的封控，压低了 TFP 增速、自然利率和自然产出增速。主要传导机制包括 ([点击查看详细分析](#))：

- 1、迟滞效应 (hysteresis effect) 导致企业投资开支和研发开支下降。
- 2、大量人力物力财力投入疫情防控，导致投入生产、研发的要素减少。
- 3、导致技术进步放缓 ([点击 1](#)、[2](#))。
- 4、疫情防控导致全要素生产率下降。
- 5、导致居民边际消费倾向下降。
- 6、疫情期间劳动人口下降，人口老龄化加快，少子化加重。
- 7、劳动参与率下降。

这些传导机制与 2008 年金融危机类似，使 TFP 增速、自然利率、潜在 GDP 增速下了一个台阶。在 2023 年 7 月，我认为中国的自然产出增速已经下降到了 5% 左右，自然利率被压低到了 1.5% 甚至以下 ([点击](#))。

这样，2022 年以来，经济陷入“资产负债表衰退”，企业边际投资倾向、居民边际消费倾向下降，人口老龄化延续，技术进步继续放缓，国进民退导致的低效率继续存在，因此自然产出增速、自然利率还在继续下降。

(二) 严格封控和行业整顿政策，推高了自然失业率 ([点击](#))

2020 年以来，尤其 2022 年以来的疫情、封控政策及迟滞效应还推高了我国的自然失业率，传导机制如下：

- 1、疫情封控导致人员流动不畅，信息不畅，推高[摩擦性失业](#)；
- 2、[疫情期间的产业结构变化](#)、[技术进步](#)，导致部分人失业；
- 3、[实施了行业整顿政策](#)，包括：

【1】2020 年开始整顿平台经济，到 2022 年 4 月 29 日的政治局会议，告一段落。

【2】2021 年开始整顿教育培训行业，到 2022 年告一段落。

【3】2020 年 8 月央行、银保监会等机构针对房地产企业提出“三道红线”指标，限制房企融资，一方面导致大量房企无法融资，濒临倒闭，只好于 2022 年 10 月之后又放开房企融资；另一方面，没有及时放松限购限贷，导致房价暴跌，居民资产缩水，资产负债表恶化，一直到 2024 年 5

月 17 日才基本放开。

【4】2023 年开始整顿金融行业。

这些整顿政策中，有的有民粹主义的意味。对房地产调控过头之后又没有及时调整。这些整顿政策恰好与疫情重叠，使这些行业运行受到双重打击。在行业整体萎缩和人员流动不畅的情况下，这些专业性较强、就业面较窄的失业者很难再就业，推高了结构性失业。

4、企业的理性选择（往届生困境）

疫情导致应届毕业生就业困难，毕业即失业，只能在家啃老，考研或考编。疫情过去之后，他们再找到专业对口工作的难度会成倍增加，因为：

【1】企业会怀疑他的能力；【2】他毫无相关工作经验，只能当应届生用；同时他又有一定的社会经验，企业会觉得不如应届生好管理。这在企业看来是最优的理性选择，但客观上导致了结构性失业上升。

5、迟滞效应。

疫情导致短期经济波动，进而导致劳动力失业，不仅他的工作意愿受到打击，还可能失去工作技能，导致他难以再就业，永久地退出劳动市场。即自然失业率上升了。

自然失业率的上升一直持续到现在，目前很可能还在上升。2023 年 7 月，国家统计局发布 2023 年 6 月城镇 16-24 岁青年调查失业率高达 21.3%。2023 年 8 月开始停止发布该数据，对统计口径进行调整。2024 年 1 月开始发布城镇 16-24 岁青年（不含在校学生）调查失业率，2023 年 12 月是 14.9%，2024 年 5 月是 14.2%。从草根了解来看，实际情况肯定更严重。由于上升的是自然失业率，因此很难通过需求扩展降低。当然，需求也很难扩张。

（三）2022 年的严格封控，损害了各经济主体的资产负债表（[点击](#)）

1、非金融企业主动缩表

2022 年各地长时间大面积封城，纷纷成为经济孤岛，供应链中断，企业现金流受到影响，营收和利润增速下降，杠杆率上升。虽然 2022 年底已经放弃了动态清零政策，但悲观预期叠加 PPI 同比转负，导致企业收入、利润增速下滑的态势难以扭转。企业发现自己的收入、利润增速在下降，

库存在减值，资产在缩水，但负债却没有减少，即资产负债表恶化了。企业被迫收缩资产负债表，归还贷款、减少投融资，准备过冬。

甚至一些高科技企业都出现裁员、倒闭，这无疑会导致中国科技进步的速度放缓，埋下未来全要素生产率、自然利率、潜在 GDP 增速进一步下降的隐患（点击 [1](#)、[2](#)）。

2、居民资产缩水，主动削减消费。

2022 年各地长时间大面积封城，居民收入下降，疫情结束遥遥无期，逐渐形成悲观预期；叠加房价、股市、基金大跌，居民资产缩水，负债却没变，即资产负债表恶化。于是居民主动削减消费，归还债务，追求负债最小化。

3、政府财政吃紧，有心无力。

[2023 年 6 月](#)，我在分析投资和消费为什么复苏缓慢时，认为中国经济在下图 6 右上方绿色方框那里。如果没有强有力的政策配合，单纯靠经济自发地调整、然后复苏，是一个非常漫长的过程，随时可能被各种因素打断，导致复苏中断。

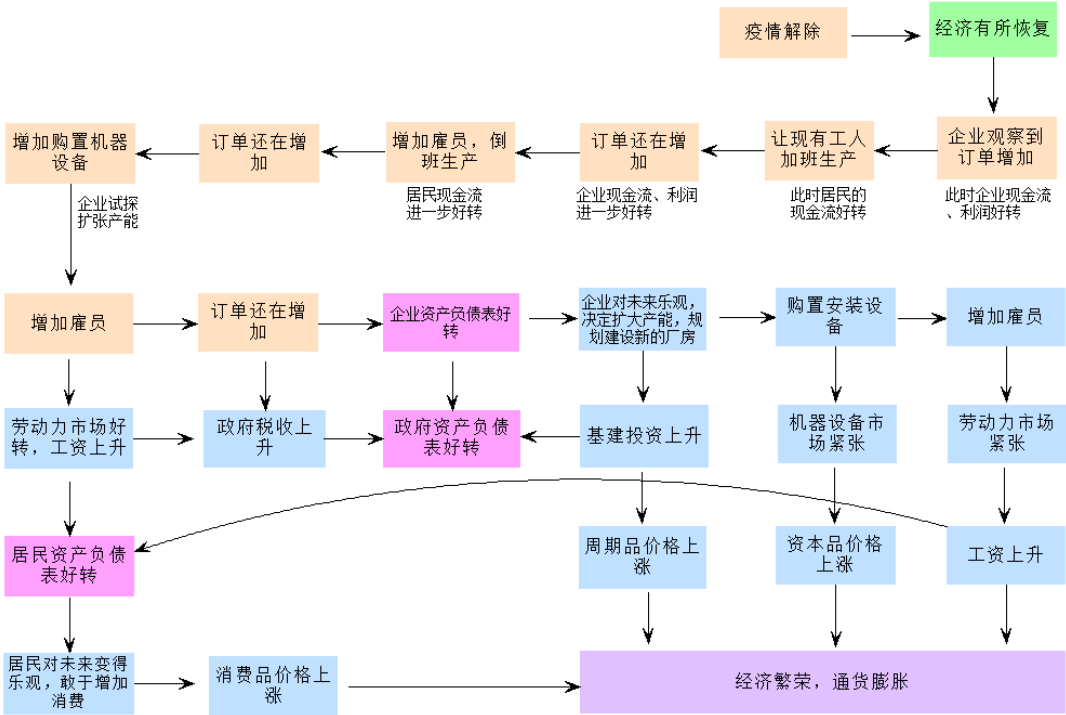


图 6 漫长的自发传导机制

资料来源：自己绘制

总之，从 2022 年开始，中国经济发生了严重的“资产负债表衰退”，同时陷入“腹背受敌阶段” ([点击](#))。必须尽快采取强力的刺激政策：

- 1、中央财政主动加杠杆，扩张中央财政，代替地方财政、企业和居民来拉动经济。
- 2、把刺激消费作为重点，直接改善居民的财务报表，刺激消费。建议中央财政直接给边际消费倾向较高、符合特定条件的中低收入家庭发现金、大幅减税，降低存量房贷的按揭利率。而不是只给消费者购买耐用消费品减免税收或发放一点补贴，或者发放几元钱的消费券，这样毫无意义。
- 3、直接改善企业的财务报表，扭转企业的预期。降低一些行业的准入门槛，吸引民营资本进行投资；继续改善科技企业融资环境等。
- 4、货币政策进行配合，大幅下调 LPR 利率。

然而不幸的是，央行和财政部门抱残守缺，反应缓慢，导致至今经济依然在图 6 右上角的绿色方框那里。

三、中国经济在 2022 年陷入“腹背受敌阶段”

图 3 和图 4 给展示的都是“典型”国家的经济发展过程。按照辜朝明 (2023) 的观点，美国在 1947 年跨越刘易斯拐点，进入“黄金时代”；1970s 跨越“辜朝明拐点”，进入“被追赶阶段”，被日本追赶。

日本在 1960s 中期至 1990s 中期处于“黄金时代”，持续了 30 年。1990s 中期之后处于第三阶段，被韩国、台湾省和中国大陆追赶。

韩国和台湾省在 1985 年越过刘易斯拐点。1985-2005 年处于第二阶段“黄金时代”，持续了 20 年。2005 年进入“被追赶阶段”，被中国大陆追赶。

辜朝明对这些时间点的划分，显然是基于学术研究做出的。例如南亮进 (Minami, 1968) 论证过，日本在大约 1960 年到达了刘易斯拐点。

对于中国，辜朝明 (2023, p.105) 认为，中国在 2012 年之前处于第一阶段，2012 年跨越刘易斯拐点，进入“黄金时代”。认为目前中国依然处于“黄金时代”。

我认为，中国经济很可能从 2022 年开始已经进入了“被追赶阶段”，开始被东南亚国家甚至拉美国家追赶。具体论证见[这里](#)。大体来说：

第一，2022 年，中国的自然利率已经下降到与 1970 年的美国、1990s 中期的日本类似的水平。

第二，中国的投资回报率已经低于潜在竞争对手。

第三，2022 年开始，企业被迫开始加快“出海”。

从 2022 年开始，企业家普遍意识到：【1】东西方走向对抗的背景下，逆全球化加剧，美欧在东南亚、拉美加快培育供应链，来替代中国企业；

【2】国内投资回报率下降严重。出海俨然成为很多企业为了自救、生存的必然选择。中国企业出海，在东南亚、拉美甚至非洲建厂，意味着这些地方的经济将起飞，实际上，东南亚、印度、非洲很多国家的 GDP 增速已经远远超过中国。只要有需求，它们的供应链将逐渐完善起来，逐渐替代中国。越南、泰国、老挝、缅甸、印尼、印度等国将成为中国的主要追赶者。

第四，中国从 2022 年开始陷入资产负债表衰退，驱使中国进入“被追赶阶段”。

总而言之，2022 年的严格封控，一方面导致中国陷入资产负债表衰退，另一方面压低了我国潜在 GDP 增速和自然利率，导致中国投资回报率大幅下降，使中国在 2022 年已经跨越了“辜朝明拐点”，进入了“被追赶阶段”。

中国所处的“被追赶阶段”，与当初的美国、日本、韩国等完全不同。主要在于美国、英国、加拿大、澳洲、欧洲、印度等对中国抱有严重的敌意，试图在科技、贸易、供应链乃至国际政治、军事等方面全面挤压和遏制中国；并且企图扶持东南亚、印度、墨西哥，打造新的供应链来代替中国供应链。

即中国面临的是前有围堵、后有追兵，腹背受敌的状况。

因此，我更愿意将其称为“腹背受敌阶段”。

四、央行没有及时大幅降息，导致实际利率居高不下，放大经济波动

（一）央行错误地坚持所谓的“黄金法则”，刻舟求剑（[点击](#)）

如前所述，2022 年以来的疫情、封控政策和迟滞效应压低了我国的自然

利率和自然产出。在 2019 年底，中国自然产出增速大约是 6% 多一点，2022 年下降到了 5% 左右；2019 年底，自然利率大约是 2%（孙国峰和 Rees, 2021），2022 年很可能已经下降到了 1.5% 甚至更低。

2022 年开始，中国经济已经陷入严重的通货紧缩，实际利率在 4% 以上。实际利率高于自然利率，意味着货币政策是紧缩的，需要大幅降低名义利率（LPR），把实际利率压到低于自然利率。

然而，当时央行一直遵循所谓的“黄金法则”，即实际利率与潜在 GDP 增速大体相等。时任央行行长易纲（2021、2023）曾经多次阐述为什么要遵循“黄金法则”。他认为：

“理论上，自然利率是宏观经济总供求达到均衡时的实际利率水平……中长期看，宏观意义上的利率水平应与自然利率基本匹配。由于自然利率是一个理论上抽象出来的概念，具体水平较难估算，实践中一般采用“黄金法则（Golden Rule）”来衡量合理的利率水平，即经济处于人均消费量最大化的稳态增长轨道时，经通胀调整后的真实利率 r 应与实际经济增长率 g 相等。

若 r 持续高于 g ，会导致社会融资成本高企，企业经营困难，不利于经济发展。 r 低于 g 时往往名义利率也低于名义 GDP 增速，这有利于债务可持续，即债务杠杆率保持稳定或下降，从而给政府一些额外的政策空间……总体上 r 略低于 g 是较为合理的，从经验数据看，我国大部分时间真实利率都是低于实际经济增速的，这一实践可以称之为留有余地的最优策略。但 r 也不能持续明显低于 g ，若利率长期过低，会扭曲金融资源配置，带来过度投资、产能过剩、通货膨胀、资产价格泡沫、资金空转等问题，超低利率政策难以长期持续。”

当时央行的利率政策正是遵循他的这一思路。例如 2023 年 5 月 25 日发布的央行《货币政策执行报告》专栏 1 就表达了同样的思想。一直到 2023 年，易纲（2023）还坚持认为：

“经济学理论中，一般参考泰勒规则和黄金法则等来衡量合适的利率水平。比较来看，泰勒规则强调短期逆周期调节，黄金法则（Phelps, 1961）阐述了一条储蓄和投资的最优路径，此时消费也得到了持续满足，因此效用函数最优化。黄金法则是长期稳态的最优解，给我们的启示是实际利率应约等于潜在增长率，利率太低或太高都会产生不良后果。黄金法则对货币政策短期操作指导意义不大，但对较长时期时间序列验证是有意义的。黄金法则可以提供一条长期最优增长轨迹的衡量标准。”

2023 年 7 月，我撰文指出“黄金法则”是在一系列假设条件下，用一个非常简单的模型推导出来的（[点击](#)）。这些假设条件包括：

- 【1】 经济是完全竞争性的；
- 【2】 技术进步是外生的，且完全是劳动扩张型的。
- 【3】 不存在外部性。
- 【4】 生产函数满足规模报酬不变。
- 【5】 劳动的供给是无弹性的，劳动力总量按照外生的速度 γ 指数增长。

然而这些条件在现实中都是不可能成立的。

【1】 我国经济显然不是完全竞争性的，国企民企二元结构使民企始终处于弱势地位；经过 2016 年以来的供给侧结构改革，每个行业的集中度都在提高；技术进步不是外生的（[点击](#)）。

【2】 几乎所有研究我国技术进步的论文都指出，我国技术进步不完全是劳动扩张型的。大多数研究发现，我国的技术进步是偏向劳动扩张型，美国的情况也是类似的（[点击](#)）。

【3】 经济中不可能不存在外部性；

【4】 生产函数当然也不是规模报酬不变的。

【5】 劳动供给绝不是无弹性的。尤其是中国在 2012 年已经跨越了“刘易斯转折区间”，劳动力短缺日益严重（[点击](#)）。

等等。总之，“黄金法则”的前提是不成立的。因此在现实中，“黄金法则”不可能成立。

退一步说，“黄金法则”说的是“实际利率约等于潜在 GDP 增速”。由于 CPI 在不断变化，因此按照“黄金法则”，应该根据 CPI 调整名义利率，使实际利率保持相对稳定。

2022 年三季度之后，随着经济走弱，CPI 下降很快，名义利率下降缓慢，实际利率在快速上升（图 7 中红线），已经远高于自然利率。这意味着货币政策其实是收紧的。那么即使根据“黄金法则”，也应该大幅下调名义利率，把实际利率压低到 2% 以下。

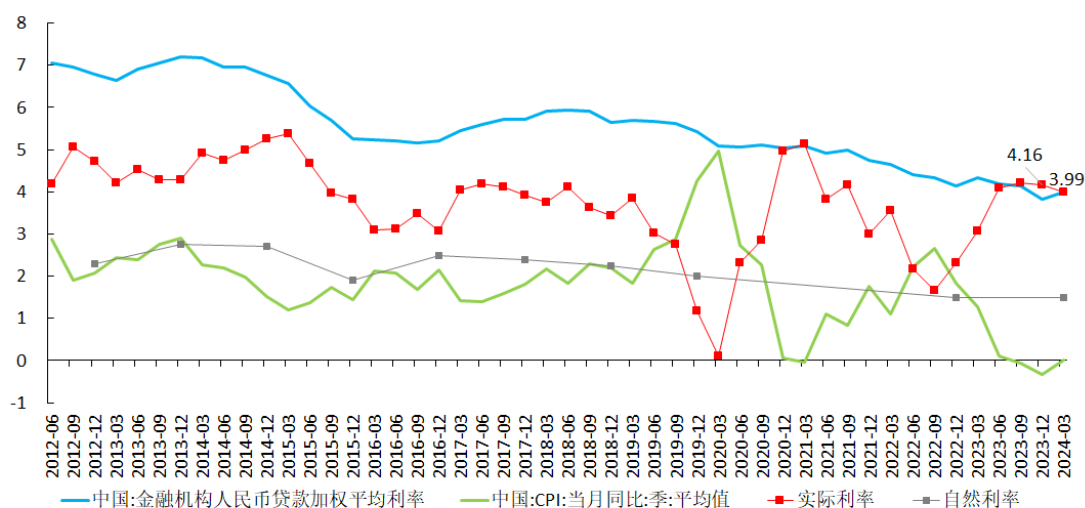


图 7 中国的实际利率

来源：国家统计局；中国人民银行；孙国峰和 Rees (2021)

(二) 在应该大幅降息时，却按兵不动，人为放大了经济波动

但是央行没有这么做，而是迂腐地坚持名义利率不变，导致实际利率居高不下。这是一种刻舟求剑的做法，会放大经济的波动。我当时用下图 8 来说明这个问题。图 8 中，潜在 GDP 增速（即自然产出增速，黑色实线）和自然利率（黑色虚线）长期下降，这符合我国当时的实际情况。

在 t_1 时刻，经济处于 A 点，此时 GDP 低于潜在 GDP 增速，存在负的产出缺口，物价低迷（绿色虚线）。这也符合我国 2022 年以来的实际情况。如果央行坚持黄金法则，不下调名义利率（没画出来），或者下调的幅度很小，则实际利率（粉色实线）会不断攀升，经济主体不堪重负；于是 GDP 增速沿着蓝色实线持续下滑。由于缺乏政策的支持，经济自发调整非常缓慢，若干个季度之后，到 t_2 时刻，经济处于 C 点。此时依然存在负的产出缺口，CPI 较低，实际利率较高，经济非常疲软，经济主体（企业、居民、政府）处于漫长的痛苦之中，利润表和资产负债表持续恶化，并且企业和居民对未来预期悲观，倾向于收缩资产负债表，削减投资和开支，导致经济持续疲软。

相反，如果央行放弃黄金法则，决定遵循泰勒规则、或参照自然利率行事，及时下调名义利率（没画出来），使实际利率下降沿着粉色虚线前进，等于或略低于自然利率，则经济主体的融资成本下降，利润表和资产负

债表不再恶化。GDP 增速将沿着红色虚线前进。若干个季度之后，到 t_2 时刻，经济处于 B 点，大体和潜在 GDP 增速一致。如果能一直维持实际利率和自然利率一致（即央行保持货币政策中性立场），则 GDP 增速也可以保持与潜在 GDP 增速一致。

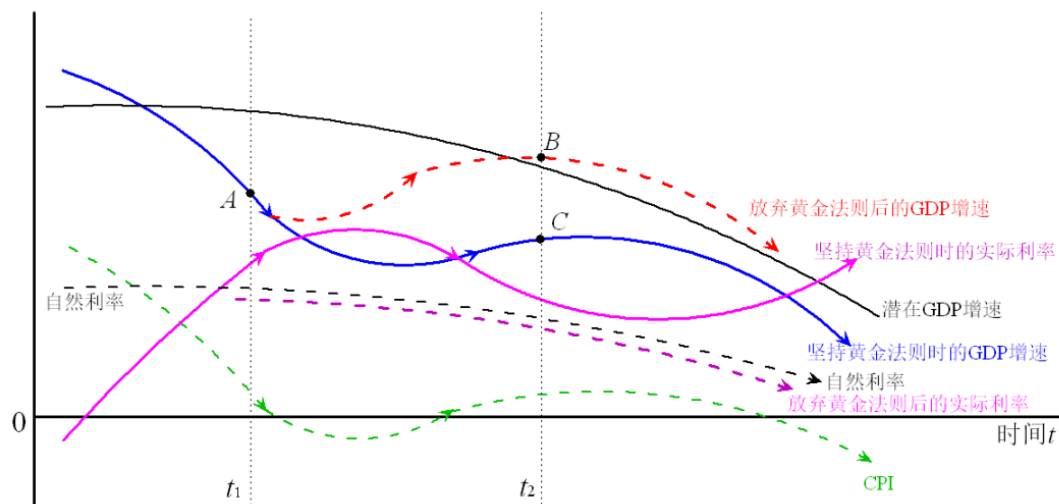


图 8 坚持黄金法则与放弃黄金法则下的经济走势比较

资料来源：本文作者绘制

总之，在经济疲软、物价低迷阶段，如果央行拒绝下调名义利率，就需要居民和企业扛过经济低迷，痛苦地走完整个经济周期，再慢慢复苏。这需要漫长的时间，还会加大经济的波动，使经济主体遭受不必要的痛苦（福利损失），与央行福利最大化的初衷背道而驰，并且复苏过程还可能因为各种因素被打断（图 6）。

基于这些分析，我建议央行尽快大幅下调 LPR，至少使实际利率下降到 2% 附近（[点击](#)）。即便这不能刺激消费和投资，也可以营造宽裕的流动性环境，使地方政府、企业、居民能够以很便宜的利率贷到资金，将其持有的高息负债置换出来，改善资产负债表，延缓资产负债表衰退的速度和势头。

2023 年 7 月 25 日，央行行长易人。此后央行《货币政策执行报告》中再也没有出现过关于“黄金法则”的描述。但是一直到 2024 年 2 月 20 日，才下调了 LPR。

2024 年 4 月 30 日中央政治局会议提出：“要灵活运用利率和存款准备金

率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。”意味着未来会继续降准降息。我认为这是对之前降息迟缓的矫正。认为未来一年 LPR 应该降低 50-70BP。另外，应该加快深化改革和鼓励创新，推迟零利率和负利率时代的到来 ([点击](#))。

(三) 惯性思维，跟不上形势

既然“黄金法则”有那么明显的弊端，为什么央行前行长会坚持这个法则？我认为，这是惯性思维导致的 ([点击](#))。

经济处于“黄金时代”和处于“被追赶的阶段”，表现是完全不同的。在“黄金时代”，居民收入快速增长，中产阶级队伍快速发展壮大，人人分享到经济发展的红利，对未来充满希望和自信，投资和消费增速强劲，货币乘数较高，经济有发生通货膨胀的倾向。但在“被追赶阶段”，大多数人收入增速下降，消费能力下降，货币乘数下降，通货膨胀问题要小得多。

但是人们（包括经济学家、央行行长和政府决策者）往往意识不到经济已经进入了“被追赶阶段”，还抱着“黄金时代”的思维惯性，容易把“黄金时代”经济指标的趋势简单外推。辜朝明（2023，p.159-160）认为，尽管所有发达经济体当前都处于被追赶阶段，但无论是经济学教科书还是这些国家的政策制定者，都无法摆脱“黄金时代”的惯性。

具体到 Phelps（1961）的“黄金法则”来说，他提出“黄金法则”是在 1960s，当时美国正好处在“跨越刘易斯拐点之后的黄金时代”，工人工资不断上升，投资和消费增长旺盛，技术进步迅速，投资回报率高。因此 Phelps 研究的问题是“什么样的储蓄（资本积累）路径，能够使居民的福利最大化？”带有强烈的时代色彩，完全没想到若干年后，会出现大规模的资产负债表衰退，导致储蓄过剩、投资不足的问题。

在中国，从 1978 年开始改革开放到 2022 年，中国从未出现过真正的资产负债表衰退。在 1990s 至 2010 年，地方官员一直在参加 GDP 锦标赛、投资饥渴症。2012 年跨越刘易斯拐点之后，投资、GDP 增速虽然有所回落，但还是比较高的，居民收入和消费也维持了较高增速。在这期间，虽然发生过总需求不足的问题（1998-2001，2008，2018），但都很快被改革或扩张政策熨平了。居民和企业对未来充满信心，即便是在 2020 年疫

情爆发之后亦是如此。

在这种情况下，央行前任行长自然也会对未来抱着乐观心态，认为 GDP 将趋势性地维持较高的增速，自己要考虑的是，采取什么样的政策，能够使居民福利最大化。完全没想到 2022 年之后会突然出现投资回报率大幅下降，借款人消失，资产负债表衰退，过往的政策已经不再适合新的经济形势。

事实上，在 2022 年下半年经济回落的过程中，从政策制定者到市场研究者，几乎所有人都认为，总需求的回落是暂时的，是疫情封控限制了消费场景，影响了生产活动。只要放开疫情管控，居民就会“报复性消费”，企业就会开足马力生产，经济增速会很快恢复的疫情之前。一直到 2023 年 4 月之后，大家才意识到，居民和企业再继续缩表，消费和投资的恢复是非常弱的，需要漫长的过程。

这种惯性思维也影响到了对实际利率的认识。在“黄金时代”，由于需求旺盛，容易出现通货膨胀。尤其是，在 2010 年至 2021 年，中国的房价高速增长。央行自然倾向于维持较高的名义利率，以便维持较高的实际利率，这样一方面可以控制通货膨胀，另一方面可以控制房价。但是经济进入“被追赶的阶段”后，通货膨胀不再是个大问题，而是有发生通货紧缩的倾向，加上发生了资产负债表衰退，此时名义利率僵化就容易导致实际利率飙升，对经济造成损害。

（四）在应该改善居民和地方政府资产负债表时，却鼓励买房，将导致它们资产负债表更加恶化

2021 年以来，房地产库存积累，价格大幅下跌，大量居民断供、弃供。房企无法回笼资金，银行无法收回贷款，面临金融风险。

5 月 17 日，央行宣布了刺激房地产的政策：取消购买商品房贷款利率下限；下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点；把首套房的首付比例下限从 20% 降至 15%，二套房从 30% 降至 20%；设立 3000 亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。保障性住房再贷款期限一年，可展期 4 次，利率 1.75%。发改委则要求：商品房价

存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房（[点击 1](#)，[2](#)）。

至此，房地产刺激政策已经有史以来最宽松的了。

在地方政府和居民资产负债表恶化的大背景下，不仅没有帮它们改善资产负债表，反而推出了这样的房地产刺激政策，本质上是想让已经负债累累居民和地方政府继续加杠杆，增加负债，把房地产商和银行的杠杆接过来，降低房企和银行的违约风险。换句话说，决策者在“改善居民和地方政府资产负债表”与“为房企和银行纾困”之间，选择了后者。我猜可能是因为前者更遥远，而后者更紧迫。政策的时间不一致性表现得淋漓尽致。

从长期看，这会导致居民和地方政府的资产负债表进一步恶化，居民消费能力更加萎缩；地方政府负担将进一步加重，更加无力进行基建投资和民生建设。最终会给未来经济带来需求不足的隐患，导致资产负债表衰退更加严重。甚至可以说，房地产刺激效果越好，成交量越大，对未来经济的拖累会越严重（[点击](#)）。

五、财政政策不仅没有及时强力扩张，反而人为制造紧缩

（一）中央财政在应该尽快大幅加杠杆时瞻前顾后、畏首畏尾

2022 年以来，中国经济陷入“资产负债表衰退”和“腹背受敌阶段”。居民主动削减消费，企业主动削减投资，追求负债最小化；而地方政府由于背负沉重的债务负担，无力扩张资产负债表。那么就应该由中央政府来扩张资产负债表、拉动经济、减缓经济下行。

用辜朝明（2023）的范式来说，就是企业和居民已经不愿意借款，那么政府应该充当最后的借款人，使信用创造过程能够持续下去，创造需求。原则上说，在“资产负债表衰退”和“腹背受敌阶段”，货币政策的效果远远不如财政政策。

因此，2023 年二季度，当发现经济恢复乏力、居民和企业仍在缩表时，中央财政就应该尽快扩表，主动扩大财政赤字，主动加杠杆（[点击](#)）。比如可以：

【1】通过重点建设项目拉动投资；设立各类大型产业基金，投资于高端

科技项目、“卡脖子”项目，吸引民间资本一起进行投资等。

【2】给企业大幅减税，直接改善企业的负债表，放水养鱼。

【3】给特定家庭发放现金，直接改善家庭的资产负债表，刺激消费。

采取这些措施速度要快，力度要大，才能尽快扭转经济主体的悲观预期，切断资产负债表衰退的传导机制。

但是 2023 年开始，中央财政似乎对经济面对的困难认识不清楚，一直畏首畏尾：

【1】财政支出扩张的力度不够大。2023 年上半年，各界就不断呼吁发行特别国债挽救经济，但迟迟没有动静。一直到 2023 年 10 月 25 日（新财政部长上任的第二天）才宣布发行 1 万亿特别国债。2023 年全年财政支出增速只有 5.38%，比 2022 年还低。财政赤字比 2022 年只上升了 1 个百分点。

【2】不愿意直接给特定家庭发现金，似乎担心这会违背多劳多得、不劳不得的社会主义价值观。反映了决策者思想僵化、不知变通。

结果只有部分城市（上海、深圳、北京、杭州等）给居民发放消费券，但效果不佳。原因是：①金额太小，人均只有 2-3 元钱，不可能拉动消费；②地方政府发放消费券，受益的未必是本地企业，因此地方政府缺乏动力。其实这事最好中央财政来做。

【3】观念陈旧、抱残守缺，以为给消费者减免一点税收（例如减免车辆购置税），或者给企业一点补贴，就能刺激他们购买耐用消费品或更新机器设备。完全不理解，在资产负债表衰退阶段，居民和企业根本就不愿意消费和投资，这样做的效果非常有限。

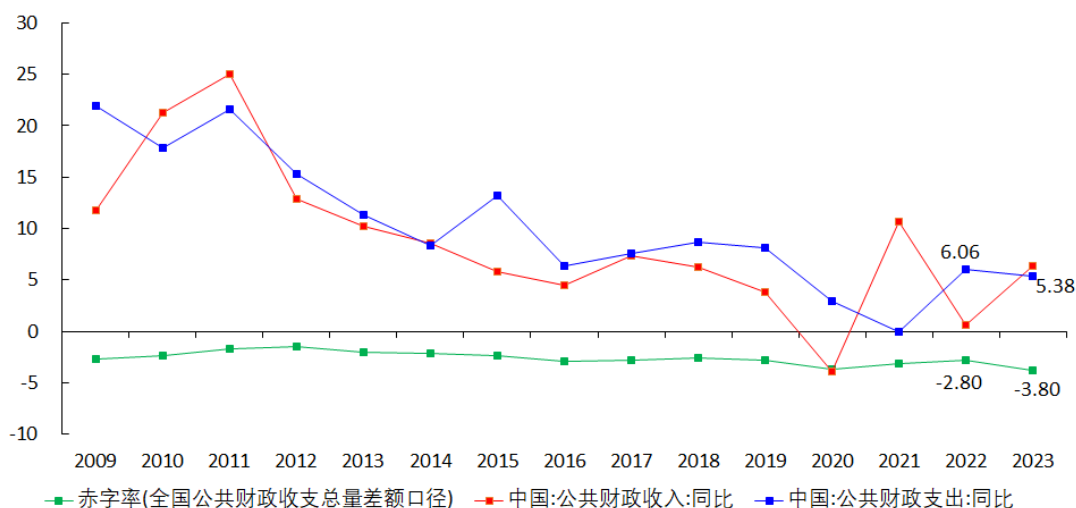


图 9 中国公共财政收入、支出增速与赤字率%

资料来源：财政部

2023 年 10 月 24 日，新财政部长就职。次日财政部宣布将在 2023 年四季度增加发行 1 万亿元特别国债，这使 2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，中央财政赤字由 3.16 万亿元增加到 4.16 万亿元，财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。

2024 年 3 月 5 日《政府工作报告》提出，从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。

但是，我认为这个力度还是远远不够。

（二）国税部门在应该放水养鱼时，却预征收过头税、倒查税收，涸泽而渔

在企业和居民全面缩表的当下，原本应该减税，改善企业和居民的资产负债表，刺激消费和投资。然而税务部门的做法恰好相反，它们采取了两个措施：

一是倒查税收，追缴历史欠税（[点击](#)）。

追缴历史欠税是合法的，但时机不对。说小一点，此举会抽走企业现金，导致企业经营困难，被迫停产甚至裁员，营业收入和经营利润下降，进一步陷入困境。说大一点，会破坏营商环境，导致失业、居民消费下降、加大通货紧缩压力。

二是预征“过头税”，即预征未来的税款。

预征过头税对经济有害无益。即便一开始经济处于稳态增长路径，预征过头税也会使经济偏离稳态（[点击](#)）。并且随着时间推移，GDP 规模将偏离稳态增长路径的 GDP 规模越来越远；应缴纳税款也将偏离稳态增长路径的应缴纳税款越来越远。

在经济高速发展阶段，预征过头税的负面影响很容易被后续的经济增长对冲掉，因此对经济的负面作用不那么大。

但是现在中国经济已经进入了“腹背受敌阶段”，GDP 增速将长期下降，还将长期面临通缩压力，名义 GDP 增速的长期趋势也将下降，这会导致财政收入将逐年下降。此时再预征过头税，会导致经济增速下降的压力更大，雪上加霜。只能以后每年都预征过头税，否则财政就无法维持。而持续不断地预征过头税，会导致企业和居民更加缩表，经济增速雪上加霜，财政迟早会崩溃。

这些政策都是紧缩性的，体现了税务部门缺乏大局观，涸泽而渔，饮鸩止渴。

（三）地方政府在应该休养生息时，却杀鸡取卵

地方政府的支出普遍存在严重的刚性。2022 年以来，随着经济下滑、财政收入下降，地方政府为了增加收入，普遍采取了如下措施：

一是[削减对公用事业（水电煤气、公共交通）的补贴，推动公用事业涨价](#)（[点击 1、2](#)）。

这会导致居民：

【1】削减消费；

【2】居民担心公用事业开支未来会进一步上升，因此会提前增加储蓄，导致消费下降得更多。

【3】居民原本就对经济前景和收入前景不乐观。当政府削减补贴时，居民会把这当作经济进一步恶化的信号，因此会增加储蓄，以防未来经济下滑、自己失业。从而导致消费下降得更多。

结果，消费下降的金额将远远超过政府节约的补贴金额，可能达到政府节约的补贴金额的数倍。即便政府通过其他渠道（例如政府消费或投资），

把节约下来的这部分补贴花出去，对经济的净影响也一定是紧缩性的。

公用事业价格上升本身会推高 CPI 和 PPI。有些愚蠢的宏观分析师对此欢呼雀跃，认为这有助于经济走出通缩，却没注意到它会抑制消费，压低 CPI 和 PPI，最终导致更严重的通货紧缩。

如果每个地方政府都提高公用事业价格，对整个经济将是灾难性的，它本质上是“以民为壑”，使居民的资产负债表更加恶化，消费意愿和消费能力更低。长期看，导致当地消费不振，经济增长乏力，最后政府的资产负债表也无法修复。

二是提高行政处罚力度，增加罚没款收入。

在一些城市，罚没款收入已经占到当地财政收入的 40% 以上。它对经济的影响与提高公用事业价格是类似的，并且更加恶劣，因为它不仅迫使居民和企业进一步缩表，还会严重破坏当地的营商环境。

目前中央正在酝酿对消费税进行改革，将其从全归中央，改为央地分成，使地方增幅能增加一个收入来源。问题在于，从国税预征过头税、倒查税收，地方增加罚没款收入来看，国税和地方都缺乏远见和大局观。在这种情况下，简单地进行央地分成，并不能解决他们涸泽而渔、杀鸡取卵的做法。

需要指出的是，在经济衰退时期加税这种蠢事，日本政府也干过。1990 年日本泡沫破裂，1995 年陷入“被追赶阶段”。1997 年，IMF 和 OECD 向日本政府施压，要求日本削减财政赤字。于是日本政府于 1997 年 4 月开始实施 15 万亿日元（占日本 GDP 的 3%）的财政紧缩计划（加税、缩减开支），结果导致日本经济雪上加霜，GDP 连续 5 个季度下降。一些成功熬过之前 7 年衰退的银行开始纷纷倒闭。2001 年、2009 年日本政府又两度犯了类似的错误。

中国政府应该摸着日本的尸体前进，而不是重蹈覆辙。

六、“腹背受敌阶段”的中国经济有哪些特点？

在“腹背受敌阶段”，经济将呈现出如下的特点：

（一）潜在 GDP 增速将长期下降

目前中国潜在 GDP 增速大约是 5%。未来在自然利率下降的同时，潜在

GDP 增速也将逐年下降。现实中的 GDP 同比将随之下降 ([点击](#)), 20 年后可能下降到 1-2%。

值得注意的是, 如果把全国看做一家公司, 那么 GDP 相当于营业收入, 而不是利润。这家公司的效率特别低, 2023 年 GDP 同比 5.2%, 对应规模以上工业企业利润同比只有 -2.3%, 股市处于熊市。如果不能尽快提高 TFP, 那么未来当中国 GDP 增速降低到只有 1-2% 时, 企业利润增速可想而知。

(二) M1、M2、社会融资规模、信贷余额存量同比处于低位

2024 年 4 月, M1、M2、社融、信贷余额同比增速都创出历史最低 ([点击](#)), 引起了广泛的讨论。在我看来, 这是经济陷入“腹背受敌阶段”必然出现的现象。

在“黄金时代”, 经济增长强劲, 居民收入上升, 甚至一些低学历、缺乏技能的人也很容易找到工作, 人们对未来预期非常乐观, 边际投资倾向和边际消费倾向较高, 投资和消费增速都比较强劲。对贷款需求旺盛, 很容易推高货币乘数, 货币政策非常有效, 容易出现通货膨胀。M1、M2、社融、信贷余额同比增速无疑将比较高。

但是随着经济陷入“被追赶阶段”, 国内要素成本上升, 投资回报率下降。由于缺乏有利可图的投资机会, 企业的融资意愿和投资倾向下降, 储蓄率上升, 导致消费增速下降, 失业率上升, 居民收入增速下降, 甚至负增长, 贫富差距扩大。由于经济缺乏活力, 因此 M1 同比将处于较低水平。企业和居民的融资意愿大幅下降, 导致货币乘数将下降, 货币流通速度放缓, 货币创造机制不那么顺畅, M2 同比、信贷余额同比增速都将下降到较低的水平。

金融部门向实体部门融出的资金量下降, 即社会融资规模的存量同比将下降到较低的水平。

2024 年 5 月 10 日, 央行发布了一季度《货币政策执行报告》, 其中专栏 1 《信贷增长与经济高质量发展的关系》指出, 随着经济转型升级和高质量发展, 我国信贷增长与经济增长的关系趋于弱化。信贷增速下降至个位数, 并不意味着金融支持实体经济力度减弱。主要原因是: 【1】随着

经济结构调整升级，房地产式微，地方债务风险防控加强，重化工业占比下降，对信贷的需求下降了。【2】随着信贷存量规模增长，信贷投放的边际效果递减。过度投放信贷会导致资金空转。【3】直接融资占比在上升。

这三点是有道理的。长期看，这三点都将继续存在，导致货币供给指标都将继续处于低位。未来很低的 M1，7%甚至更低的 M2，8%甚至更低的社融同比，9%甚至更低的信贷余额同比将成为常态。

（三）特别容易发生“资产负债表衰退”

“资产负债表衰退”可能发生在经济进入“腹背受敌阶段”之前，也可能发生之后。但是在“腹背受敌阶段”，特别容易发生“资产负债表衰退”，并且会反复发生。

这是因为，“腹背受敌阶段”的本质，就是真实因素导致本国实体部门投资的边际回报率下降，当下降到一定程度（图 3 中 H 点），低于后进国家时，本国企业为了盈利，只好出海投资，利用外国的低要素成本，赚取更高的投资回报。从而导致本国消费、投资、就业、经济增速全面下降。当企业在本国投资普遍无利可图时，它们就会主动缩表，削减投资，导致更多的失业；导致居民主动缩表，削减消费，即导致资产负债表衰退。

（四）将长期存在通货紧缩的压力，且很难逆转（[点击](#)）

在“腹背受敌阶段”，由于本国缺乏有利可图的投资机会，企业的融资意愿和投资倾向下降，储蓄率上升，导致消费增速下降，失业率上升，居民收入增速下降，甚至负增长。显而易见，此时经济容易发生通货紧缩。

2022 年以来，我国一直存在较大的通货紧缩压力。如果通缩压力来自短期的需求下滑（像 2008 年那样），那么随着需求快速恢复，通缩压力就会消失。但是 2022 年以来的通缩压力，根源是真实因素变化导致自然利率下降，这是个长期趋势，很难逆转，因此它带来的总需求萎缩、通缩压力加大也是难以逆转的，将长期存在（[点击](#)）。地方政府和税务部门不合时宜的政策又加重了通缩的压力。

另外，目前我国制造业产能占全球的大约 30%，其中大约 15%供应国外（出口），15%供应国内。当外需走弱时，如果内需能走强，消化多余的

供给，则可以化解通货紧缩压力。问题在于，我国进入“腹背受敌阶段”后，一方面国内消费和投资需求增速下降；另一方面，出口将受到欧美日的围堵（提高关税、限制进口），东南亚、南亚、墨西哥等竞争对手的追赶。这样内外需双双受到挤压，很容易造成产能过剩，加大通货紧缩压力。

（五）无法再采用行政措施去产能（[点击](#)）

那么，有没有可能再像 2016-2017 年一样，再搞一次行政去产能，用行政手段强迫（比如）环保不达标的中小企业退出行业，人为造成供给端产能收缩，使产品价格上涨，从而使经济摆脱通货紧缩，改善存活下来的企业的现金流和利润表？

我认为不会，也不应该。理由是：

第一，当前的经济环境与 2016-2017 年完全不同。

在 2016-2017 年，经济增速和企业盈利增速还比较高。当时迫使一些企业退出市场，让留存的企业改善处境，对整个经济影响不大。而现在整个经济状况很差，GDP 增速下降，企业利润增速下降，在这种情况下再强迫一批企业退出，会造成严重的失业。

第二，目前的产能过剩与 2012-2015 年的产能过剩不同。

2012-2015 年的产能过剩是此前十几年投资导向型发展模式造成的，主要集中在传统周期性行业（钢铁、煤炭、有色、化工、建材等）。其中很多产能确实比较落后，不能适应市场的要求，理应淘汰掉。2016-2018 年供给侧改革后，升级改造或新建了产能。现在的“产能过剩”是 2022 年以来 GDP 增速下滑过快、需求不足导致的，而不是说产能已经太旧，不能适应市场需要了。如果去产能，把总供给曲线向左移动，会造成 GDP 增速进一步下降，那些竞争力弱、抗风险能力差的中小企业雪上加霜。而中小企业是吸纳就业的主力，如果中小企业大面积倒闭，势必危及社会稳定。

第三，通过行政手段去产能，被去掉的往往是民营企业，会进一步造成国进民退，降低 TFP，导致投资边际回报率更低。

第四，频繁地用行政手段去产能会导致制造业空心化。在“腹背受敌的阶段”，投资、消费疲软将长期存在。假如一出现产能“相对过剩”和通缩压

力，就通过行政手段去产能，那么长远来看，需要不断地去产能，最终加剧制造业空心化。在美国主导与中国经济脱钩、试图摆脱中国供应链的当下，制造业空心化无异于自杀。

（六）不宜再拿库存周期分析经济，期盼新周期启动

2023 年 9 月，国家统计局发布的工业企业经济效益指标中，产成品库存名义同比出现小幅反弹。不少金融机构的宏观分析师欢欣雀跃，认为新库存周期即将启动，上升阶段会持续 3-4 个季度，带来股市大幅上涨。

这个观点显然是错误的。我当时撰写了几篇文章，来反驳这种观点，论证工业去库存过程并未结束，补库存遥遥无期（[点击 1](#)、[2](#)）。事实证明我的分析是正确的。

另外，我从 2012 年开始，就反对拿理想化的库存周期模型硬套中国经济现实、认为周期的四个阶段会像春夏秋冬一样按顺序依次到来，每个阶段一定会按部就班地持续 3-4 个季度。

实际上，在 2012-2015 年的产能过剩、需求增速下滑时期，政府的稳增长政策扭曲了库存周期，导致去库存过程被拉长。库存周期的每个阶段都很短，幅度变小了。如果过剩产能如果不能及时退出，会持续抑制企业的利润率和利润增速，导致利润率和利润增速持续低位波动（[点击](#)）。这是 2016 年开启供给侧改革、去产能的逻辑基础。

随着目前中国经济陷入“腹背受敌阶段”，需求增速将逐年走弱。总需求即便有反弹，也是非常弱的，造成的库存周期将非常弱。并且不能再简单通过去产能来挽救 PPI。在这种情况下，再试图分析库存周期、根据库存周期来判断行业的运行、拿美林时钟来做资产配置，必然不会什么效果。

（七）资金空转将成为常态

2022 年以来，我国再度出现资金空转，引起了监管部门的关注。

2023 年 8 月 4 日上午，国家发改委、财政部、央行、国税总局联合召开新闻发布会，央行货币政策司司长邹澜在回答记者提问时说：“（要）既根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策传导效率，增强银行经营稳健性。”

2023 年 11 月 22 日，中国人大网发布《对金融工作情况报告的意见和建议》，其中提到：“近期，我国 M2 增幅高，M1 增幅低，两者不相匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。”

2024 年 3 月 5 日的《政府工作报告》指出要：“加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。”

这些都表明中央在试图防范资金空转。

问题在于，本轮资金空转的根源，是自然利率（投资回报率）下降，即出现了“资产荒”，实体企业不愿意投资，居民不愿意消费，大量资金无处可以投资，于是流向金融机构，被加杠杆投资于长端债券。未来随着自然利率的继续下降，这种情况将继续存在。

央行要想杜绝资金空转，只有两个办法：

一是收紧货币，回笼流动性。这显然会造成经济增速下降，央行肯定不愿意这么做。

二是把结构性货币政策做到极致，严格控制从银行体系流出的资金的流向。这样做的成本极高。

因此这两点都无法采取。

总之，在“腹背受敌阶段”，央行必须保持流动性宽裕局面，这样必然有一部分资金处于空转状态，无法完全杜绝。这是我一直看好长债的理由之一。

（八）财政赤字将逐步走高，需要政府解放思想，敢于提高赤字率

经济进入“腹背受敌阶段”之后，货币政策效果逐渐下降，财政政策效果更好。这意味着财政政策将成为稳定经济的主力，货币政策只要保持宽松局面，做好配合即可。

财政扩展，意味着财政赤字扩大。这就需要政府彻底转变思路、解放思想，敢于提高财政赤字率。

依然以日本为例。1990 年日本陷入衰退之后，日本政府开始扩张财政赤

字，稳定经济。但是：

“正统财政鹰派主导了日本媒体和学术界，试图给财政刺激设置障碍，表示巨额财政赤字将很快导致利率飙升和财政危机。一旦经济出现复苏迹象，鹰派就会给政客施压，（要求）削减刺激措施，从而引发新一轮经济衰退。由此产生的时断时续的财政刺激，并没有提升公众对政府处理经济方式的信心……”（辜朝明，2023，p.069）。一直到1997年IMF和OECD给日本施压，要求削减财政赤字，导致日本衰退加重。

这就是为什么我在前文说，每年发行1万亿特种国债远远不够。财政政策应该是：只要经济没有好转，就继续扩大财政赤字。而不是提前设置严格的赤字率限制，捆住自己的手脚，不敢突破。

（九）长期看，国债收益率将持续下降到0或负值

自然利率下降导致全社会面临“资产荒”，上市公司ROE下降，股市缺乏系统性的投资机会。金融机构把大量资金投向债券市场，导致2023年下半年以来，长期国债利率一直在下降。

长期看，如果不能通过体制改革释放制度红利，如果不能抓住新一轮科技革命提升各行业投资回报率，那么随着人口老龄化的加重，自然利率将持续下降。最终将像美国和日本一样，自然利率下降到0附近甚至负值，自然产出（潜在GDP）增速也下降到很低的水平。现实中的GDP增速将逐年下降，十几年后下降到1-2%。

因此长期来看，国债收益率也将下降到0，甚至下降为负值。因此我从2023年下半年以来，一直看好降息，看好长债的投资机会（[点击](#)），认为只要有调整，就是买入机会。

在2021年夏天，我还认为中国自然利率降低到0，将是20-30年后的事情。现在看，这一天离我们越来越近了。

央行对超长期的收益率下行比较警惕。2024年4月23日，央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访时表示：

“理论上，固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险。对于交易型投资者，通过加大杠杆、拉长久期，在短期价格大幅上行中可以获得更多收益，但也容易加剧市场波动，需要承担价格大幅下

行出现的损失。对于银行、保险等配置型投资者，如果将大量资金锁定在收益率过低的长久期债券资产上，若遇到负债端成本显著上升，会面临收不抵支的被动局面。”

并以 2023 年 3 月美国硅谷银行倒闭事件来提醒投资者注意控制风险。

2024 年 7 月 1 日，央行入市，借入国债卖出，导致国债价格大跌。2024 年 7 月 2 日、3 日，债券价格上涨，10 年期国债完全收复失地，30 年期收复部分。央行可以借此锻炼操控收益率曲线的能力，但是扭转不了长期的下降趋势。

（十）央行将被迫进入市场交易国债，实施财政赤字货币化，必要时采取 QE

2024 年 4 月 23 日，央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访时，还表示：

“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备……一些发达经济体央行在常规货币政策工具用尽情况下，被迫大规模单向买入国债来实现货币政策目标，而我国坚持实施正常的货币政策，人民银行买卖国债与这些央行的量化宽松（QE）操作是截然不同的。”

确实，现在我国自然利率为正，实体经济的投资回报率为正，因此还可以“坚持实施正常的货币政策”，因此央行买卖国债与西方的 QE 截然不同。但长远看，随着自然利率、自然产出增速、投资回报率继续逐步下降，迟早有一天，将像欧美日一样，自然利率接近 0 或变为负值。届时将不得不经常性地采用 QE 操作。

为了推迟这一天的到来，一方面，决策者必须竭尽所能地深化改革、刺激创新，提高经济的投资回报率。另一方面，央行应该尽快入市，直接进行国债交易，这样（[点击](#)）：

一是可以比较灵活地调控收益率曲线。

二是长期看，可以配合财政，为财政赤字融资。虽然我个人很厌恶赤字货币化，但这是不得不做出的选择。

三是为未来搞 QE 积累经验。

（十一）贫富差距将扩大，基尼系数将上升

如前所述，从理论上来说，在经济到达“刘易斯拐点”之前，贫富差距会扩大；在跨越“刘易斯拐点”、进入“黄金时代”之后，贫富差距会缩小；在跨越“辜朝明拐点”，进入“腹背受敌阶段”之后，贫富差距会再度扩大。这种情况在美国、法国、德国、印度、泰国等都已经得到印证（[点击](#)）。

从中国的数字看，从 1990s 到 2010s，随着 GDP 高速增长，一部分人先富了起来，贫富差距扩大，基尼系数迅速上升到 40 以上。在 2010 年前后，基尼系数触顶。此后随着产业结构升级，从东部向中西部转移，“先富”开始带动“后富”，居民收入普遍快速增长，分享了经济增长的红利，基尼系数开始下降。

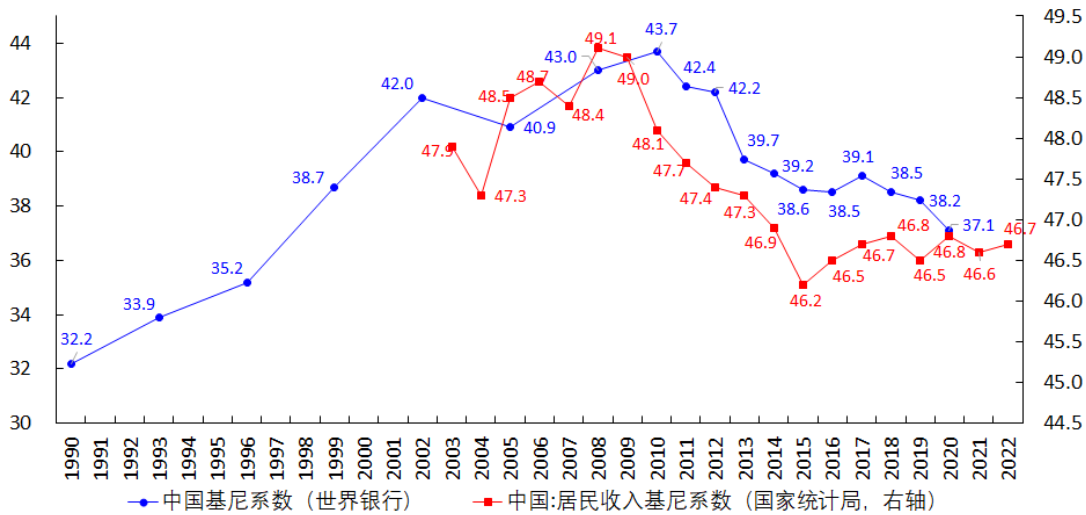


图 10 中国的基尼系数

资料来源：中国国家统计局；世界银行

随着经济进入“腹背受敌阶段”，经济增速下行，总需求增速下行，居民收入增速下降，甚至负增长。只有那些具有先进技术的人，或者具有较强学习能力、能够适应新形势的人，才能找到工作。那些工作岗位很容易被转移到国外的人，则将很容易失业，生活陷入困顿。贫富差距将扩大，基尼系数将上升。这显然会造成社会不稳定。

(十二) 恩格尔系数将上升，居民将花费收入的更大比例购买食品

恩格尔定律是说：一个家庭的收入越低，用于购买食物的开支占家庭收入的比例就越大，用于教育、文化娱乐、医药卫生方面的开支占比越低。

1978 年以来，我国恩格尔系数趋势下行，这是一个经济体在城镇化/工业化进程中的典型表现。

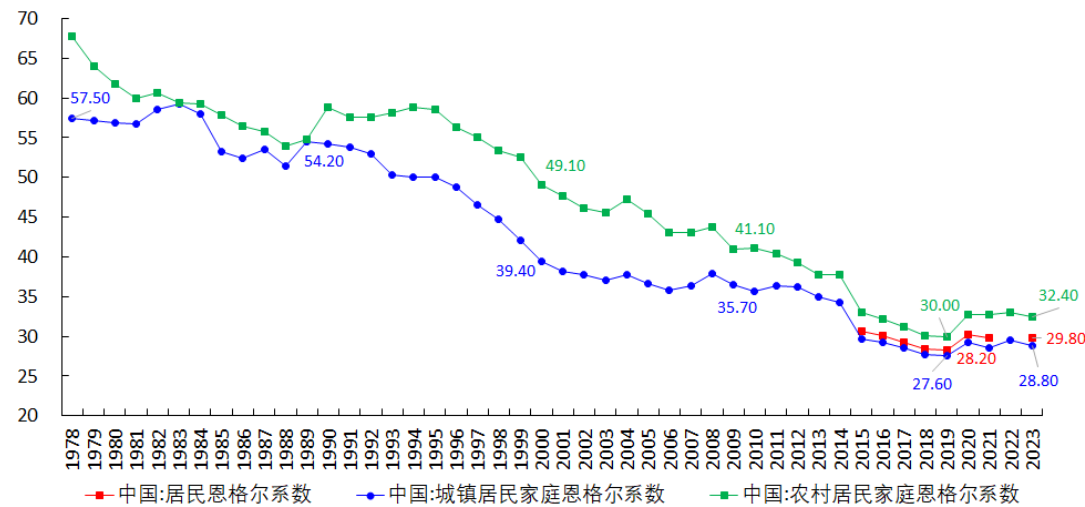


图 11 中国的恩格尔系数

资料来源：国家统计局

但是，我注意到，2020 年以来（[点击](#)）：

1、中国居民的消费支出增速在下行，原因是：【1】疫情导致消费场景缺失；【2】居民家庭主动收缩资产负债表，缩减消费开支。

2、食品支出存在刚性。

这导致 2020 年-2023 年恩格尔系数明显反弹。

随着经济进入“腹背受敌阶段”，总需求增速下行，居民收入增速下降，甚至负增长。那些工作岗位很容易被转移到国外的人，将很容易失业，生活陷入困顿。从逻辑上说：

1、居民将削减消费开支，优先保证在生活必需品（例如食品、居住、公用事业、医疗保健等）方面的开支，削减在奢侈品和可选消费品（例如衣着、文化娱乐服务等）方面的开支。这会导致恩格尔系数上升。

2、随着收入增速进一步下降，在发生严重的经济衰退时，在必需品中，居民也将降低要求，例如降低对食品的要求，不再追求“吃得好”，减少采购“高端食品”、“可选食品”；而以“吃得饱”为目的，只采购满足生活基本需要的食品。这将导致居民在食品上的开支减少。但由于此时收入和消费开支也减少了，因此恩格尔系数应该还是上升的。

3、极端情况下，随着经济越来越差，居民的储蓄被逐渐消耗，居民也将开始削减在生活必需品方面的开支，进一步降低对必需品“质”的要求，维持基本的数量要求。甚至对“量”的要求也降低。

总之，我认为，中国恩格尔系数的下降趋势已经结束了，很难再继续下降。随着经济增速长期下行，恩格尔系数将上升。

对日本数据的分析发现，1996 年之后，东京都的恩格尔系数横盘震荡，缓慢上升（图形见[这里](#)），趋势上符合我对“被追赶的经济体”恩格尔系数的判断。在消费结构上，2002 年至 2023 年，东京都家庭：

1、在食品、教育、医疗保健、家具家务用品方面的支出，在消费支出中的占比上升。

2、在文化娱乐、住房、服装和鞋类、其他方面的支出占比下降。

3、燃料水电及照明、交通通信等方面的支出，在消费支出中的占比大体持平。

这种变化与 2020 年以来中国居民消费结构的变化大体类似，都是在保证基本生活需求的同时，削减了“可选消费品”。明白这一点，在股市上进行行业配置时，可以避开那些没有前途的行业，具体见[这里](#)。

（十三）人口出生率将持续维持低位

人口出生率取决于居民的财富存量、预期收入水平、育儿成本等。近年来，疫情、收入增速下降、育儿成本上升，共同导致出生率下降。

在“腹背受敌阶段”，收入增速将进一步下降，生活压力将增大，这必将导致生育意愿进一步下降，出生率继续维持低位。由于死亡率是比较稳定的，因此最终的结果是人口总量将逐年下降。

依靠发放补贴、延长产假等方式是不可能扭转生育率的颓势的，因为补贴和假期给居民带来的效用有限，远远无法对冲收入增速下降、育儿成本等因素给居民带来的痛苦。

顺便说一句，比人口总量下降更可怕的是，人口结构的恶化。全国，尤其是西北、西南某些省份汉族占比在不断下降，儿童、新生儿中汉族占比的下降触目惊心。未来必将严重危及国家稳定。

（十四）民粹主义和极端民族主义将沉渣泛起，同流合污（点击[1](#)、[2](#)）

国务院前副总理刘鹤（2013）在总结国外金融危机爆发后的社会思潮时说：

“危机爆发后，决策者总是面临民粹主义、民族主义和经济问题政治意识形态化的三大挑战，市场力量不断挑战令人难以信服的政府政策，这使得危机形势更为糟糕。”（刘鹤，2013，p.11）

我认为，用来分析中国的未来，也是恰如其分的。

在中国，民族主义和民粹主义都有广泛的社会基础。1978 年以来中国经济的高速发展掩盖了很多社会矛盾。随着经济进入“腹背受敌阶段”，那些缺乏学习能力的人，将无法适应产业的变迁和时代的冲击，将陷入失业，收入水平下降，生活陷入困顿。他们的认知能力有限，对时代的这种冲击感到迷惑不解，无法理解自己为什么会陷入这般境地。

此时一些自媒体会开始宣扬民粹主义、非理性极端民族主义，散播谣言，鼓吹各种谬论，例如经济出现问题、平民生活陷入困境是因为政府漠视底层民众的利益，是因为权贵们垄断了权利，是因为不公平的分配制度，是因为技术进步（例如电子商务冲击实体门店），是因为精英阶层故意掠夺底层民众，是因为资本家的阴谋操纵，是因为外国势力的渗透，是因为全球化抢夺了自己的就业机会，等等。

缺乏学习能力、认知能力的人，当然也缺乏辨别能力，更容易被这些谬论蛊惑，成为民粹主义、非理性民族主义忠实的信徒。民粹主义和极端民族主义同流合污，将危机社会稳定。

“在公共政策空间被挤压得很小的情况下，发达国家政府所采取的民粹主义政策通常是危机的推手。技术变革和分配差距扩大造成的心理压力，往往会引起社会公众的不满，在执政期内无力改变现状和选票政治的推动下，政府倾向于更多地采取民粹主义的政策宣示安抚民心。”（刘鹤，2013，p.10）。我国政府也应避免采取民粹主义政策，避免用政策来取悦和讨好民粹主义者。

（十五）自杀、诈骗等各类犯罪会增加

经济进入“被追赶阶段”或“腹背受敌阶段”之后，由于居民收入增速下降，失业率上升，因此自杀率会快速上升，这已经被日本、韩国、美国的数

据证明 ([点击查看数据](#))。

我还注意到，自杀率的上升通常不是从经济恶化之初就开始的，而是经济恶化几年之后才快速上升的。

我猜想原因是：

经济从“黄金时代”突然陷入“腹背受敌阶段”时，绝大多数人不相信经济会一蹶不振，他们保留着“黄金时代”的美好记忆，以为经济只是暂时不佳。自己靠着积蓄挺一挺，熬几年，经济还会好转；或者自己更努力一点，多打一份工，就能对冲收入的下降。

然而，“腹背受敌阶段”的根源是真实因素导致的投资回报率下行，在这种历史大趋势面前，个人的努力不值一提。在经济恶化之后的几年，他们会发现，自己无论如何努力，也难以改变处境。经过一连串的打击后，他们彻底失去了信心，万念俱灰，选择自杀。而一个人的自杀会有强烈的“示范效应”，鼓励周围有同样想法但一直未实施的人步其后尘。

如前所述，我判断中国经济是在 2022 年陷入“腹背受敌阶段”的。从 2024 年开始，观察到自杀现象明显增多。我预期：**【1】** 未来几年我国自杀率会继续上升；**【2】** 中国自杀死亡者将与日韩类似，以男性为主，男性将占到 70% 左右。

另外，随着失业增加，居民会寄希望从彩票上获得补偿，彩票销售额会增加 ([点击](#))。也有的居民会走出国门，到海外去寻找投资机会。

但是，当居民从合法渠道不能获得收入时，就会寻求从非法渠道获取收入，因此各类犯罪会增加 ([点击](#))：

【1】 失足妇女将增多，价格将下降；

【2】 诈骗案件将增多。这是因为与盗窃和强劲相比，诈骗成本低、风险小、收益大 ([点击](#))；

【3】 盗窃、抢劫案件将增多；

【4】 贫富差距增大的大背景下，有人会把个人的困境归咎于社会，毫无理由地当街砍人、驾车撞人、去幼儿园和小学砍小孩、仇杀等恶性案件将增多。

总之，岁月将不再静好。

七、资本市场：股市长期缺乏系统性机会，长期看好债券市场

（一）TFP 和自然利率压制中国股市

现在把图 1 的分析框架拓展到资本市场。

逻辑链 9：上市公司的 EPS 增速、市场环境、投资者风险偏好一起决定上市公司的估值。

逻辑链 10：上市公司的 EPS 增速和估值，一起决定了股票价格。

逻辑链 11：上市公司股价，与上市公司的行业分布、投资者结构、交易制度和监管制度等因素一起，决定了大盘指数。其中上市公司的行业分布归根结底取决于经济结构。

结合逻辑链 1-8，即真实因素决定 TFP、自然利率和自然产出，并通过影响实体经济，最终决定了企业的 EPS、ROE、估值，最终决定了股票价格。

对日本、韩国、台湾省、美国等的数据和股市进行分析发现，这些经济体历史上出现的长期牛市，都与较高的 TFP 增速有关。当 TFP 增速下降时，相应地出现熊市（具体见[这里](#)）。

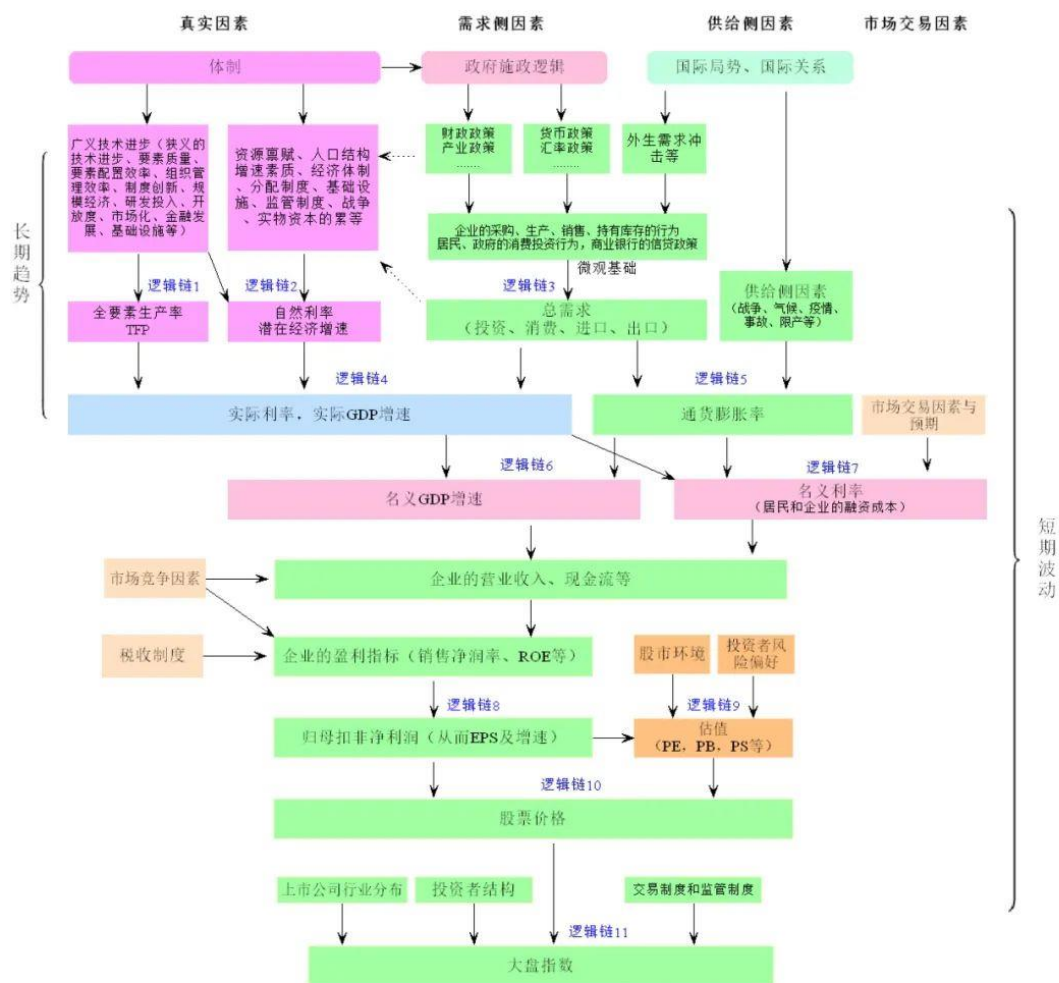


图 12 把分析框架拓展到资本市场

资料来源：自己绘制

在 2001-2007 年，中国 TFP 增速较高，2008 年之后大幅下降。

具体来说，在中国经济起飞阶段，1983-1987、1991-1997、2001-2007 年，TFP 增速远低于加拿大、法国、德国、西班牙、意大利、台湾省、日本、以色列、马来西亚等经济体 1955-1980 年的水平。原因是：

- 【1】行业、地区发展不平衡。
- 【2】国企和政府干预扭曲了资源配置，降低了效率。
- 【3】增长方式有问题。增长更多地依赖要素投入，而不是技术进步。
- 【4】人口老龄化。

2008 年之后中国的 TFP 增速持续较低。原因是：

【1】 人口老龄化。

【2】 国企、民企二元融资结构、僵尸企业、政府干预等扭曲了资源配置。

【3】 我国经济规模已经很大，一般的技术进步给整个经济带来的 TFP 增速有限。除非有划时代的技术进步，提高经济中大多数行业的 TFP 增速，才能提高整个中国经济的 TFP 增速。

【4】 中国企业更习惯于模仿而不是创新。

对 1995 年之后 A 股的表现进行分析，发现中国 TFP 增速能在一定程度上解释上证指数乃至整个 A 股的整体涨跌。TFP 增速较低，限制了实体部门投资回报率水平，导致上证指数长期难以摆脱 3000 点。即便因为某种原因（比如 2005-2007 年库存周期向上波动、2014 年底-2015H1 大放水）而短期上涨，最终还是会跌回 3000 点。在这样的经济结构下，必然有这样的股市。

中国自然利率的持续下降，也压制了上市公司的 ROE。图 12 中，2004-2019 年上证 A 股的 ROE 与自然利率的相关系数是 0.70，全部 A 股的 ROE 与自然利率的相关系数高达 0.75。前文指出，2022 年疫情封控进一步压低了中国的自然利率和 TFP，导致 ROE 进一步下降，是 2022 年初以来股市持续熊市的根源。

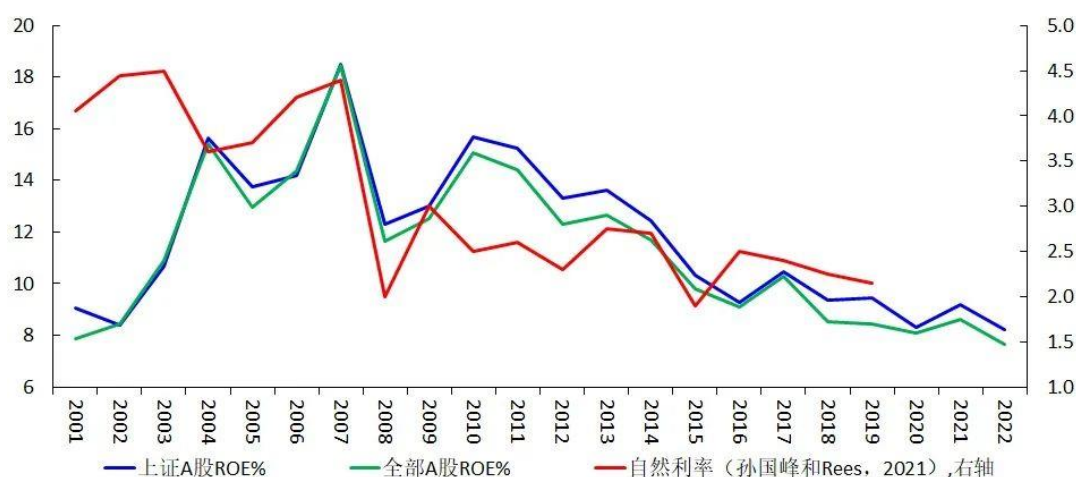


图 13 各指数的 ROE 与自然利率

资料来源：Wind；孙国峰和 Rees（2021）

（二）其他原因

除了 TFP 增速和自然利率下降压制 ROE 外，还有几个因素导致 A 股（包括创业板）难以持续走牛：

一是产业化的效率太高，过于内卷，压低了 ROE，缩短了产品的生命周期

中国企业产业化的效率太高：【1】喜欢在新技术新产品出现后一窝蜂地涌入，大规模投资，压低利润率和 ROE，迅速导致产能过剩。以新能源为例，在短短几年内全国到处都是光伏、风电、锂电池、新能源汽车企业，导致业绩在短期内暴增，然后产能过剩，大家一起亏钱。【2】迅速将产品在市场上铺开，渗透率迅速提高。原本可能需要 10 年做完的市场推广，可能三年就做完了。例如光伏、风电、新能源汽车龙头，在政策的推动下，迅速推向市场，提高渗透率。

反映在股价上，就是短期内给予 80 倍甚至上百倍的估值，股价暴涨；随后随着渗透率迅速提高到 30%、50%，预期未来业绩增速将下降，股价暴跌。原本可能持续 10 年甚至更久的慢牛，在 2-3 年内就涨完了，然后就是暴跌。

二是投资者行为。

因为上一点原因，导致投资者不敢长期持有科技股（担心坐过山车），更喜欢做趋势投资，而不是长期持有。这导致：【1】当热点行业和公司出现时，他们会一窝蜂地涌入，导致股价短期内暴涨；然后一窝蜂地卖出，导致股价暴跌。【2】在科技股上涨时寄予厚望，赋予极高的 PE、PB 或 PS；在下跌时又超跌。

三是指数的权重有问题。

截止 2023 年 11 月底，NASDAQ 指数、韩国综合指数、台湾加权指数中，信息技术的权重远高于 A 股。A 股创业板指中信息技术占比 19.91%，创业板综指是 30.3%，上证指数中只有 12.04%。相比之下，NASDAQ 中信息技术的权重是 61.51%，台湾加权指数中信息技术权重是 59.3%，韩国综合指数中是 39.5% ([点击](#))。

上证指数、万得全 A 中金融、工业、周期类权重太高，确实能反映中国 TFP 低增速的客观情况。这样一来，上证指数难以长期脱离 3000 点才是

正常的，如果它持续上涨，反而是匪夷所思的，因为违背了经济规律。

（三）“腹背受敌阶段”，A 股市场将长期缺乏好的投资机会

随着中国经济进入“腹背受敌阶段”：

- 【1】投资回报率将继续下降，企业为了争夺利润，势必更加内卷。
- 【2】随着经济增速下行，科研投入增速也在下行，技术进步速度也会放缓，进一步压低自然利率。
- 【3】越往后人口老龄化越严重。
- 【4】改革进程缓慢。

因此未来要提高 TFP 和自然利率更加困难。

2024 年初以来，监管部门不遗余力地加强监管，查处违法微观行为，导致上证指数在 2024 年 2 月至 5 月中旬反弹，创业板指在 2024 年 2 月至 3 月中旬反弹。并且社会似乎在营造一种氛围，即股市下跌是金融从业人员导致的，因此应该打击他们，只要把他们收拾了，就能出现牛市。这其实是一种民粹主义思想。决定股市的最根本原因既不是金融从业人员，也不是监管行为，而是 TFP 增速和自然利率。在 TFP 和自然利率得不到改善的情况下，A 股市场将长期缺乏像样的投资机会。

（四）可以考虑的投资主线

一是低波红利概念，类公用事业行业。寻找高分红，高股息，低估值的个股。一些央国企也可以归入这一类。

二是新质生产力方面。寻找技术壁垒高、市场空间大、前景广阔的个股。但是其中很多行业（例如人工智能、人形机器人、氢能源车、可控核聚变、脑科学、脑机接口、未来显示等等）目前要么缺乏被广为接受的标志性产品，要么处于发展早期，短期见不到业绩，因此还是以主题炒作为主。

三是出海概念。但是目前我国企业出海和日本企业 30 年前出海面对的市场空间、政治环境、竞争环境完全不同，需要仔细甄别（[点击](#)）。

四是总需求上升带来的机会。但是如前所述，未来中国很难出现标准的库存周期，总需求增速的反弹将是非常弱的，因此从这个角度很难找到投资机会。

（五）长期看好债券市场

如前所述，从长期看，中国的长债收益率将下降到 0,甚至负值，因此可以长期看好债券。

八、政策建议：竭尽全力延缓投资回报率的下降

（一）短期需求管理政策方面

- 1、央行大幅下调名义利率至少 70BP，使实际利率与自然利率持平，使利率政策恢复中性立场或宽松立场。
- 2、不要试图拉高长债收益率，也做不到，且有害无利。建议维持较低的长债收益率，使居民、企业和政府能把之前的高息负债转换为低息负债，改善资产负债表，这是经济复苏的必要前提。
- 3、央行尽快参与国债买卖，为 QE 积攒经验；在必要时进行赤字货币化。
- 4、不要太看重外部均衡。必要时允许汇率更大幅度的贬值（[点击](#)）。
- 5、财政部门要敢于大幅加杠杆，提高财政赤字到（比如）6%甚至更高。发行特种国债：

【1】中央主导进行国家重点项目投资，尤其是科研攻关项目，尽快解决被西方卡脖子的问题；

【2】设立产业基金（类似于半导体大基金），不遗余力地发展新质生产力，比如 AI、人形机器人、脑科学等等，确保在与美国的科技竞赛中不落后。

【3】为特定的居民家庭减税，甚至发放现金，刺激消费；

【4】加强政府各部门之间的政策协调，禁止出台紧缩性的政策。

（二）长期的治本之策（供给侧政策）

既然中国经济问题的根源是真实因素导致投资回报率下降，那么治本之策，就是从真实因素入手，尽量延缓 TFP 增速、自然利率的下降。包括两个方面，一是改革，二是创新。

- 1、对所有阻碍技术进步的体制、机制进行改革。例如：推动僵尸企业倒闭；禁止对民营经济的歧视政策，在融资、市场准入等各个方面，享受与国企一样的待遇；改革分配制度、财税体制等，释放制度红利。

- 2、对所有阻碍创新的体制机制进行改革。例如对科研体制、教育体制、产融结合、知识产权制度、营商环境等进行改革，培育创新土壤。
 - 3、精简政府工作人员。废除不能提高经济效率的政府活动，减少财政供养人员；缩减不能产生效能的政府开支。
 - 4、斩断政府“闲不住的手”，杜绝政府对市场、产业的胡乱干预，让市场真正在资源配置中起基础性、决定性作用。
 - 5、对人口政策、民族政策、宗教政策进行改革。取消民族划分，全国只有一个民族，鼓励相互通婚融合。废除逆向民族主义政策，尤其是对汉族的歧视政策，所有人一律平等。这是国家长治久安的根本保障。
- 改革和创新不能停留在纸面上，要落到实处。切实地通过改革和鼓励创新提高 TFP 增速，延缓自然利率的下降。尤其是在新出现的科技领域（例如 AI）决不能落后于美国，必须抓住一切机会提高生产率。

九、给普通人的建议

最后，我想给像我这样的普通人几句建议：

过去 40 多年中国经济的增长，在整个人类历史上都是一个奇迹。它是改革释放的制度红利、人口红利、广义技术进步等共同带来的。我们这些普通人恰好生活在这个时代，加上自己的努力，分享了经济发展带来的好处。但是奇迹总是短暂的，繁华终将随风而逝。这么大的经济体，不可能一直维持“黄金时代”。“腹背受敌”、“被追赶”才是常态。搞清楚这个历史阶段的特点，可以使我们做出更优的选择。

首先，任何时候都必须保持学习能力。通过学习可以提高自己的技能，适应产业的变迁，抵御时代的冲击。通过学习还可以提高认知能力和分辨能力，在经济不景气的年代少踩雷，少踩坑，不被不良思潮蛊惑，规避风险，就是胜利。

其次，不要轻易投资于权益和商品，包括炒股票、买股票基金，和自己创业（当股东）。面对长期通缩压力，保住现金，降低收益预期，就是胜利。

第三，虽然个人努力在历史大趋势面前不值一提，但人生终归不应该浪费在随波逐流、自暴自弃之中。在任何时候都要保持强大的内心，永不

放弃希望。

最后，用小说《飘》（Gone With the Wind）的最后一句话结束本文：

Tomorrow is another day !

参考文献（只列出正文直接引用的文献，更多文献可以点击正文的超链接）

[美]辜朝明著，喻海翔译，《大衰退》，东方出版社，2008 年 11 月。

[美]辜朝明著，徐忠，任晞译，《被追赶的经济体》，中信出版集团股份有限公司，2023 年 11 月。

Lewis, Arthur, 1954, “Economic Development with Unlimited Supplies of Labor”, Manchester School, Vol. 22, No. 2, 139—191 .

易纲，《中国的利率体系与利率市场化改革》，《金融研究》2021 年第 9 期。

易纲，《货币政策的自主性、有效性与经济金融稳定》，《经济研究》，2023 年第 6 期。

孙国峰，Daniel M. Rees, 《中国的自然利率》，中国人民银行货币政策委员会讨论论文 No.2021/01.

Phelps, Edmund. The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen, The American Economic Review, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), pp. 638-643.

[美]埃德蒙德·菲尔普斯著，张延人译，《经济增长黄金律》，机械工业出版社，2015.

Minami, Ryoshin, 1968, “The Turning Point in the Japanese Economy”, Quarterly Journal of Economics, 82 (3) , 380—402 .

刘鹤主编，《两次全球大危机的比较研究》，中国经济出版社，2013 年 2 月。

延伸阅读：“腹背受敌的中国经济”系列

[2024-07-02 从公元前到 AI 科技革命：自然利率的长期趋势](#)

[2024-06-28 哪些人、哪里的人更容易被民粹主义和非理性民族主义蛊惑？](#)

[2024-06-27 未来中国民粹主义、非理性民族主义将沉渣泛起，同流合污](#)

[2024-06-15 消费税改革，确定央地分成比例，未必是最有效率的方式，可能导致最差的结果](#)

[2024-06-07 自杀率上升，是经济处于“腹背受敌阶段”的特征之一](#)

[2024-06-06 低成本、低 ROE 壁垒与人口红利](#)

[2024-06-05 中国企业大举扩张新兴产业产能的原因，远不止西方学者认为的那么简单](#)

[2024-05-31 房产刺激政策陷入两难，成交量越大，对未来经济损害可能越严重](#)

[2024-05-30 房产刺激政策陷入两难，成交量越大，对未来经济损害可能越严重](#)

[2024-05-28 经济进入腹背受敌阶段，预征“过头税”是饮鸩止渴，恐须年年预征](#)

[2024-05-24 中国的恩格尔系数可能已经降到底了，未来甚至会上升](#)

[2024-05-23 中国的基尼系数将逐渐进入上升趋势](#)

[2024-05-19 放松房地产政策不会带来 A 股牛市](#)

[2024-05-17 让俄国既不能胜、也不能败，才最符合中国的利益](#)

[2024-05-16 从彩票销售到世界大战，背后的经济行为分析](#)

[2024-05-15 水电煤气涨价抑制消费和物价的传导机制，进一步讨论](#)

[2024-05-14 水电燃气涨价不能提升通胀率，反而会使经济恶化，加重通缩](#)

[2024-05-12 腹背受敌的中国，M2、社融等同比创历史最低，未来还会更低](#)

[2024-05-11 腹背受敌的中国，不宜再通过行政手段去产能](#)

[2024-05-10 腹背受敌的中国，通缩压力恐将长期存在，并且很难解决](#)

[2024-05-09 腹背受敌的中国经济：一个分析中国经济的新框架](#)

[2023-11-23 A 股为什么没有长期大牛市？根源在这里……](#)

[2024-05-06 腹背受敌，被迫出海：中国与 1990s 的日本恐怕不能同日而语](#)

[2024-05-04 降息≠被收割，不是卖国，不能拿外部失衡反对降息](#)

[2024-05-03 中央政治局决定降息在意料之中，是对行动滞后的矫正，希望降幅大些](#)

[2024-05-02 “被追赶的中国”应该摆脱陈旧观念，大幅降息](#)

[2024-03-19 中国或已跨越“辜朝明拐点”，进入“被追赶阶段”或“腹背受敌阶段”](#)

[2024-01-23 中国研发投入增速的放缓：更多证据](#)

[2024-01-16 需求疲软、产能过剩的年代，库存周期没那么容易重启](#)

[2024-01-18 警惕中国陷入 GDP 增速下降→技术进步放缓的恶性循环](#)

[2023-12-13 中央改进货币供给规则，实现政策目标与工具的匹配，规则性与灵活性的统一](#)

[2023-07-28 建议央行的利率政策因时而变，放弃“黄金法则”，改为参考自然利率](#)

[2023-07 疫情、封控政策和迟滞效应压低我国自然利率和自然产出的传导机制](#)

[2023-06-24 疫情封控推高我国自然失业率的传导机制及治理](#)

[2023-06 2023 年年初以来经济复苏受阻的微观根源与政策建议](#)

