

2018-01-30
宏观研究报告

思想的格局：刘鹤 30 年经济思想脉络梳理与思考

宏观研究报告

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210090002

联系人：袁野

电话：15810801367

Email: yy_buddy@sina.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：本文对刘鹤 68 篇学术论文及 23 次公开讲话进行梳理，从供需结构及金融风险两条主线总结刘鹤的经济思想脉络。

通过对刘鹤经济思想的学习，得到以下几点心得：

通胀不是简单的货币现象，通胀回归合理水平需要供求结构的再调整。从我国的实际情况出发，与上世纪 90 年代后期相反，继续实施宽松的货币政策只能松了过剩产能供给、松了资本利得、加剧了贫富分化、进而紧了有效需求。通胀究其根源是再一次出现的深层次供需结构矛盾。有效的政策应是对供需双方的深层次调整。因此，我们看到了供给侧改革的顶层设计，也看到了“三去一降一补”的逐步推进。削减过剩供给正在顺利推进，未来实现经济高质量增长及合理的通胀关键要进行的是“一补”，以及需求侧的改革。

贫富差距的收缩将释放潜在内需。在经典的凯恩斯经济学理论中，消费取决于两个经济变量，一个是可支配收入，另一个则是边际消费倾向。边际消费倾向的提高则取决于贫富差距的收缩（这也是刘鹤认为的经济危机发生的背景之一）。从而不难理解刘鹤经济思想中城镇化及扶贫的重要性。

城镇化及乡村振兴是释放内需潜能的必然选择。城镇化的发展不是简单的建城市，关键是解决农村剩余劳动力向城市转移。今年基建的重点预期将集中向城市网连接尤其是贫困地区的投入。农村土地制度改革，“三权分置”将带给农民即时及持续性收入。这也是未来内需持续扩大的基础。

发展新经济不仅是补短板，也是降低宏观杠杆水平的有效途径。中国经济的短板在服务业、高端制造业与新兴信息产业。而如果以（负债/GDP）衡量宏观杠杆率，那么宏观杠杆率可继续拆分为：（负债/资产）*（资产/GDP），第一部分为微观企业资产负债率，第二部分为资本产出比。因此，如果从降低宏观杠杆率的角度，以服务业、高端制造业以及新兴信息产业为代表的新经济是轻资产高产出产业。因此，大力发展新经济不仅可以满足消费升级，同时可以在发展中降低高企的宏观杠杆率。

破除垄断及产权制度改革是补短板的工作重点。

金融业的无序扩张是经济危机的导火索。实体经济不断重复着发展、供求矛盾、结构调整、产业升级、供求重新匹配的过程。而金融业在参与经济周期波动的过程中，应在经济发展的不同阶段，尽量熨平经济周期的波动。而不是助推、加速周期的波动。

短期内可能还将出台诸如关闭券商资管、基金子公司及私募等银行表外通道的外科手术式措施，甚至央行下半年有再次启动加息的可能。而资本市场需求趋弱叠加供给扩容，面临的下行压力可能加大。

目录

一、以结构性改革解决结构性问题.....	1
（一）中国经济存在着结构性问题	1
（二）供给结构和需求结构失衡的表现及原因	3
（三）结构性问题必须以结构性调整应对	4
二、关注危机，积极应对，总结经验，加强监管，打好防范化解重大风险的攻坚战.....	8
（一）高度关注国际经济形势变化	9
（二）中国政府应对金融危机的态度和对策.....	9
（三）深入研究危机比较，总结经验预判形势	10
（四）防范风险，加强监管是重中之重.....	13
三、对刘鹤经济思想的几点学习心得.....	15
（一）对通胀的重新认识	15
（二）需求侧改革同样重要.....	15
（三）供给侧改革中的“一补”——新经济.....	16
（四）“长牙齿”的金融监管	17

图表目录

图 1：刘鹤经济思想发展结构图.....	2
----------------------	---

2018 年 1 月 24 日，中共中央政治局委员、中央财经领导小组办公室主任刘鹤在出席第 48 届世界经济论坛年会(达沃斯论坛)时发表重要讲话，再次阐述了中国经济的顶层设计。面对国际国内复杂多变的环境，中国经济将何去何从。我们通过梳理刘鹤发表的 68 篇论文以及 23 次公开讲话，以期从决策层的角度，观察中国经济的未来走向。图 1 是我们梳理的论文及讲话中所展现的经济思想脉络，全文观点梳理也将以结构性问题及金融风险治理两条主线展开。

图 1：刘鹤经济思想发展结构图



资料来源：太平洋研究院整理

一、以结构性改革解决结构性问题

（一）中国经济存在着结构性问题

早在 90 年代，刘鹤就认识到中国经济存在着结构性问题。所谓结构性问题，主要表现在供给结构和需求结构的不匹配上。

他指出，在改革开放之初的八十年代，“面对潜力巨大的温饱型国内市场，在重工业生产加工能力和农业基础设施雄厚，而农业和消费品工业相对萎缩的条件下，中国开始

了结构转换，资源配置方向摆脱了旧的积累模式，向农业和消费品工业倾斜，同时，资源配置机制大胆地使用了市场手段，结构转换取得了出乎意料的实绩。农业丰收和居民收入提高，从供求两方面拉动着消费品工业的快速增长，后者又导致潜力巨大但长期缺乏市场的重工业走出谷底。以满足温饱型消费需求为主导，以中低档工业制成品为最终产品的产业良性循环开始轮动。”

但是，随着中国经济的发展，“产业良性循环并未能长久地沿续下去。主要原因是：巨大的生产潜能使中低档主导产品具有相对无限供给的条件，人均收入的快速提高使国内低档产品市场相对迅速饱和。在这种情况下，低档加工制成品虽然仍存在巨大的需求，但已丧失其主导地位，消费需求的偏好已经转向新的主导产品，包括产业关联链条长、技术密集的耐用消费品、新的交通通讯设备和新的服务。”“正是这种结构性的偏差，把国际贸易推到至关重要的地位。”

结构性问题持续地困扰着中国的发展质量和发展的持续性，刘鹤清楚地认识到，“结构不合理和调整结构是任何经济的永恒主题。技术变化、需求偏好变化及体制的变化必须不断派生结构调整的要求，即使在后工业化经济体美国、日本及欧盟也都存在结构调整问题。我们必须始终抓住这个重要问题，不能放松。同时，对结构调整问题要动态地分析而不能使之静态化，任何结构合理的经济都只能是一种相对的短暂的平衡，而结构不合理则是长期的绝对的趋势。”

在本世纪初，刘鹤在文章中引用了朱镕基总理的一句话来说明自己的观点，“朱总理在记者招待会上说过一句话：中国经济已经到了不调整结构就不能再发展的程度了。这话说的份量是相当重的。所以从大的格局来看，“十五”应该说是一个结构调整期。整个增长的基调将从数量扩张转向追求质量、效益。那么结构的调整所涉及的不仅是我们经常说的那些大的概念，实际上对每一个人来说，都是一次调整；对每一个机构来说，都是一次调整；对每一个产业来说，都是一次调整。”

在金融危机的冲击下，中国经济逐渐步入新常态，结构性问题更成为亟待解决的重大问题。在1月24日的达沃斯论坛上，刘鹤在讲话中提到“一条主线”，“就是要以推进供给侧结构性改革为主线。从中国的实际出发，经济发展的主要矛盾在于供给体系难以适应需求体系的变化，供求之间存在结构性偏差，需要及时调整。因此，通过改革提高供给体系的质量，是我们实现高质量发展的基本路径。供给侧结构性改革的阶段性重点

是‘三去一降一补’，就是在生产过剩的领域‘去产能’，在房地产领域去掉多余的库存，降低过高的杠杆率，在全社会降低成本，在整个经济结构中补上公共服务、基础设施和制度性短板，全面提升供给体系的适应力和创新性。”

（二）供给结构和需求结构失衡的表现及原因

1.需求结构失衡根源在城乡结构

城市化在中国发展进程中占有重要的地位，“城市化是工业化的载体、市场化的平台和国际化的舞台。大量农村剩余劳动力转向城市成为市民，是消除二元结构的根本出路，也是扩大国内需求的主要依托。城市化派生的投资和消费需求是拉动经济增长的主要动力。”

中国的内需不足的原因在于城市化不足，“目前我国的城市化率为30%多一点，而工业化率达到52-53%，二者之间相差20个百分点。正是由于这20个百分点，才造成农民收入低、农村劳动力人口过剩，制造业产品没有空间，同时也阻碍了中国的重大改革无法推进。因此，“十五”期间需要着重进行调整的结构之一就是城乡结构。”

同时，也正是城市化的发展，使得消费需求同供给之间出现了断裂。随着人口农村向城市的转移，“我国居民消费重心正由食品、服装和一般家用电器转向高档、大宗耐用消费品(当然包括住房)。”消费偏好变动的大趋势是，“恩格尔系数继续下降；相当一部分千元级耐用消费品需求饱和；服务性和交际性消费需求增加；住房及关联产品需求旺盛；汽车需求逐步扩大。”

不仅对于商品的需求在发生变化，对于公共服务的需求也在发生变化，“现存的社会资源配置特别是教育、医疗资源配置条件下，具备资金、知识条件的群体大量涌进大城市，这使其进入门槛越来越高。特别是土地资源有限而购房需求旺盛，使大城市住房价格快速上涨，交通基础设施和教育卫生条件也难以适应城市人口密度的急速提高。比如：北京、上海的平均房价正在向每平方米2万元迈进，目前还看不到有大幅下降的任何迹象。虽然大城市就业机会多，但生活成本高，农民工在新的发展机会和保证生活质量之间的选择困难，政府在接纳可以提供边际高产出率的人口和有效提供公共服务之间面临两难选择。这种情况在很大程度上限制着城市发展进程。”

2.供给结构失衡根源在产业结构和制度结构

服务业，高端制造业和新兴信息产业是我国产业结构中的短板。

对于服务业发展不足的现象，刘鹤曾这样描述，“在通货紧缩的 1998 年，服务业价格指数仍然上涨了 10.1%。也就是说，**中国经济出现了新的“短缺”，这就是服务不足。**与此同时，家庭支出用于服务业的比重正稳步扩大……然而，供给方的反应却明显迟钝……若以不变价表示，服务业的比重还在下降。”“在产业层次，**出现了新的结构性短缺现象**，现在中国还没有完全克服全面短缺，只不过短缺的内容不一样。现在的短缺主要是服务业。用 1998 年的数据同 1990 年相比，工业的比重从 37%上升到了 47%，而服务业的比重下降了 6-7 个百分点。目前，中国第三产业所占的比重比低收入国家的平均水平低 30 个百分点，比中低收入国家的平均值低 20 个百分点，**我们的金融、保险、旅游、咨询、教育、医疗等等，以及为市场体系建设和配套的服务业是短缺的。**因此，要调整的第一个重大结构比例就是全面发展第三产业。1998 年，农副产品收购价格下降 4.1%，工业品价格下降 4%，而服务业的价格指数上升了 10%，这说明服务业的供给仍不适应人民生活的需要。”

对于制造业和新兴信息产业的问题，刘鹤也很重视。他以汽车工业为例，阐述了行政垄断对新产业发展的制约，“汽车工业发展的教训，政企不分的办法，不利于汽车工业竞争力的提高和规模经济的形成。与行政垄断相对应的是外部交易的内部化推动新经济发展和建立政府的信息化平台应该广泛地进行招标，使最优秀的力量能够进入这个领域。但是，由于行政垄断的存在，这些项目的承担者，都交给了内部水平比较低的部门来做，从宏观的角度来看，我们正面临着新一轮的低水平重复建设。更令人担心的是，**发展新经济的本意是通过发展新经济促进体制改革，但如果这种现象继续延续，很可能产生一个我们不希望看到的结果，就是新经济的发展强化旧的体制。**”

他还指出，我国存在着“**制约我国产业结构高度化的两个瓶颈**”，就是说，“一个是随城市化加快而引起的基础产业供给瓶颈，另一个是高消费导致的技术供给瓶颈。第一类矛盾不解决，基础产业的缺口得不到迅速有效的弥合；后一类矛盾不解决，我国的产业关联就会始终处于层层断裂的状态，就会失去经济增长的动力源。”

（三）结构性问题必须以结构性调整应对

1.产业结构调整：打破垄断以促进服务业等产业发展，以企业家精神振兴高技术产

业和信息产业

服务业发展必须打破垄断，“现在，在金融、保险、医疗、教育、咨询、旅游等方面，存在着严重的进入壁垒，现行的一些公共政策正在阻碍正常的价格竞争，所以造成了这种短缺。因此从另外一个角度讲，中国未来经济增长的空间就在服务业，而解决增长的问题的关键就是反垄断。”特别的，要在金融业打破垄断，“促进形成有竞争性的商业银行体系，逐步打破大银行的垄断，引导银行之间的利率、服务和新产品竞争；促进投资性银行和其他非银行金融机构发展，支持形成产业投资基金和相互基金，为居民投资提供专业化服务；加快和支持保险业的发展，鼓励正常的竞争，反对垄断，扩大保险业的投资机会，完善其竞争秩序和规则。”

制造业发展必须打破垄断，“鼓励竞争，对那些可能形成市场垄断的产业组织主体进行监督，放松进入壁垒，消除可能借以形成垄断的客观因素，不断调整市场结构，使之处于比较符合产业发展属性并保持消费者利益的竞争状态。”

高新技术产业，尤其是信息产业，更要防止垄断，形成良好的竞争环境，早在上世纪末，中国信息产业方兴未艾之时，刘鹤就高度重视信息产业的市场化竞争环境构建，“电子工业的发展也不能走封闭的模式，要强调面向市场，放开搞活……**建立市场秩序，提倡竞争，反对垄断。**”

刘鹤高度重视熊彼特增长和罗默增长模式对中国借鉴意义，希望要用企业家精神振兴高技术产业和信息产业。刘鹤引用熊彼特的一句话说明企业家的重要作用，“经济的真正动力阶层在于企业家，他们把新的思想、新的技术，通过新的组织形式和新的制度投入市场，并且不断地开拓市场，这样使得经济得以发展。”他指出，决定信息产业发展的三个定律之一就是比尔盖茨定律，“比尔·盖茨是为大家所熟知的企业家，他认为一个企业成长的速度取决于企业家创新的理念和企业家创新的心态，也就是说在今后的网络经济时代，对一个企业家的基本要求就是要不断地开拓、不断地创新。在资本市场上可能就是要有这样一种人，这种人做为市场的领导者，要不断地讲出新故事，推出新的概念来。如果把三个定律结合在一起，我们可以看出，在知识经济时代，年轻的企业家不断产生新的思想，通过不断扩大国际互联的覆盖范围，使全球经济在技术更新加快、价格不断下跌的条件下快速发展。”他呼吁，“中国应像尊重科学家一样尊重企业家，给其以应有的回报，这样才能培养出一个企业家阶层。”

对于企业家阶层与政府之间的关系，刘鹤给出了这样的看法，“在发展的初期，市场体系并不存在，企业家阶层也软弱无力，政府在培育市场和促进发展方面发挥了重要作用。当经济发展到一定阶段之后，政府和市场这两只手的关系逐步发生变化，企业家阶层开始成长并且发挥重要作用。这是具有制高点意义的问题，各个高增长的地区都有一个善于引导的政府，虽然发挥作用的方式很难用同一个公式表述。改革后的税收制度使地方政府之间存在竞争关系，**明智的地方政府为了实现增长，更加重视发挥企业家的作用，这是诠释中国出现高增长的一个重要原因。但是，今后的挑战可能恰恰来源于这个环节。**”

2.制度结构调整：以进一步开放促进服务业等产业发展，以完善产权激励企业家

刘鹤高度赞扬了开放对中国经济发展产生的巨大作用，“中央政府坚定地放弃了闭关锁国路线，幸运地抓住全球化加快发展的历史机会，毫不犹豫地加入到全球化行列中，把对外开放作为基本国策。中国加入全球化的过程是渐进和务实的。从开放思想和理论的传播、新产品的引进、对外贸易的扩大和利用外资的拓展，然后到全面对外开放和加入世界贸易组织。开放使中国及时利用了人类社会经济发展经济最好的实践成果，享受到全球分工的巨大利益。中国加入全球化的分工体系也是世界的福音。”**“以开放促改革、促发展，是中国发展的重要结论。”**

他指出，对于开放，有两种看法，“一种是放开一般，保证重点，国家保护，国家关税有期限地支持，国家贴息等。第二种是全面参与国际分工，寻找到我们的比较优势，使中国用新的办法、通过市场制度的建立和完善，成为 21 世纪初期全球终极制造产品的生产基地。我们比较倾向第二种做法。”

在 1 月 24 日的达沃斯论坛上，他再次向世界宣布，“**我们要继续推动全面对外开放，加强与国际经贸规则对接，大幅度放宽市场准入，扩大服务业特别是金融业对外开放，创造有吸引力的国内投资环境。我们坚信，开放包容的制度安排、要素有序自由流动是经济长期增长的必要条件。**”

企业家精神的蓬勃发展，企业家创新的巨大活力，需要完善的产权制度进行保护，“由于信息产业发展的核心在于知识和人才，因此在推进信息化的过程中，要加快制度创新和体制改革，如鼓励竞争打破垄断、保护知识产权、建立激励机制等”

他认为，务实的产权制度在过往的中国经济奇迹中起着重要作用，“以渐进的方法引

入竞争机制，并且逐步健全适合国情的产权制度、信用制度，是中国的独特之处。在学院经济学家围绕产权和竞争激烈争论着的非此即彼或非黑即白的区域之间，中国找到了现实存在的灰色区间，在市场化这一根本问题上走出了迂回和有特色的道路。”

刘鹤认为，产权是一种基础设施建设，“基础设施建设包括两个方面的含义，一是硬的基础设施，包括供电、供水、供气、交通；二是软的基础设施，包括法律、制度等，也包括政府提供的公共产品。“十五”期间，重点应放在软的基础设施建设和环境建设上。……关于这一点，这里有一个最核心的问题，就是微观的公司治理问题，这是整个经济环境运行中最需要解决的问题。最新的研究成果证明，公司的治理结构是一个宏观的增长命题，经济学家斯蒂格利茨最近的研究结果表明，凡是一个国家公司治理结构、产权关系比较明确的，外资就进入，储蓄就能比较有效地转化为投资，这个国家就能享受比较高的增长率，而如果不然，整个信息披露系统和制度不健全、不完善，股东特别是小股东的利益得不到保障，外资就不敢进入。所以这个问题可能是所有问题的重中之重，实质问题就是产权的界定和股东利益的保护。”

在未来的改革中，进一步完善产权制度也是核心任务之一，“中国还应该加强以产权保护为中心的法律制度建设，改革目前不利于产权保护的成分，并且在发展、公平和效益的基础上解决好历史上遗留的‘旧账’。”在达沃斯论坛上，他也谈到这个问题，“我们要坚持发挥市场在资源配置中的决定性作用，针对突出矛盾，保护产权特别是知识产权，充分发挥企业家的重要作用。”

3.城乡结构调整：合理有序推进城市化

城市化不是简单地建造工程问题，需要系统地考虑，“‘十五’期间需要着重进行调整的结构之一就是城乡结构。在这个问题上，有两点需要注意。一是城市化过程中，究竟是发展大中城市，还是发展中小城镇，二者孰重孰轻……城市化究竟是什么意思？现在有一种误解，认为城市化就是建城市，实际上城市化是解决农村剩余劳动力向城市转移。在这个转移过程中，就需要对土地制度进行重新的鉴定。农村的人口进入城市后，需要进入城市的社会保障体系。他进入城市后需要就业，需要寻找、搜索就业的市场，所以城市化实质是市场化的过程。我们应用大力发展市场体制的办法发展中国的新城市。”

要寻找城市规模的平衡点，使得大城市和小城市有序协调发展，“大城市特别是特大城市转移人口‘落不下’和中小城市‘没人去’的情况表明，中国城市化模式面临如何

确定均衡点的难题。在一系列复杂变量中，**就业机会和价格剩余之间的均衡，是决定中国城市化模式的基础性供求变量**。说得更简单一点，这个均衡点就是农村转移人口个人资产负债表的平衡。平衡表的左边是在城市工作的收入预期，右边是由住房、教育和其他支出构成的生活成本，再加上储蓄结余和自我尊严等社会心理指标……但中国目前的情况是，由于对城市生活的向往和认同，即便个人资产负债表失衡，支出大于收入，仍然有大量的人口从农村向城市溢出，一部分人则成为个人资产负债表失衡的城市不稳定性新社会群体。这时，**通过城市化均衡模式的创造，实现转移人口收支平衡，进而在社会稳定状况下有序引导城市化健康发展，就成为极其关键的因素。**”

刘鹤认为，城市网可能是较理想的发展状态，“‘城市网’是均衡发展理念下的城市化模式，即**通过现代化的交通、通信体系，把一个区域内特大城市和中小城镇整合起来，形成城市网络，通过城市间基础设施一体化实现大中小城市的‘同城化’**。这样既能够实现大城市的规模效益，又可以避免单个城市盲目扩张带来的大城市病，既可以降低大城市生活成本，又可以避免小城镇缺乏就业机会的现象。在这一模式下，大城市尤其是特大城市更多提供市场和就业机会，而中小城镇侧重为转移人口提供住房和教育、医疗等公共产品，这样的模式安排使市场行为主体、地方政府和中央政府都可以实现预期目标：个人收入增加、公共服务职能优化和国家发展战略顺利实施。”

二、关注危机，积极应对，总结经验，加强监管，打好防范化解重大风险的攻坚战

本部分主要谈及刘鹤对金融危机和金融监管的认识。2008年金融危机爆发至今，刘鹤曾在多个场合就危机问题进行表态：首先是金融危机爆发后，刘鹤（2008年）指出要高度关注国际经济形势变化；之后，刘鹤（2009年）就国际金融危机对中国经济的冲击和中国政府的政策应对作客观描述；为进一步探索危机爆发原因，以便更好的进行经济形势预判，刘鹤牵头央行等多部门人员进行了“两次全球危机比较”的深入研究（2010-2013年），并提出了具有重要参考价值的政策性思考；2016年，刘鹤发文指出“防范风险是金融工作的生命线”，为避免危机发生，要警惕那些新形成的、变异了的风险隐患，更要克服那些共同的根源性因素，加强监管，防范风险；2018年1月，刘鹤在达沃斯论坛上发表主旨演讲再次强调要稳中求进，打好防范化解重大风险的攻坚战。

（一）高度关注国际经济形势变化

刘鹤在 2008 年发文提到，我们要特别关注世界经济形势的变化，因为我国经济和世界经济的互动性明显提高，市场相关性明显增强。

他指出，高度关注美国次贷危机的主要原因是，如果次贷危机继续扩散，会对我国产生较大压力。**第一，美国消费减少对我国出口可能会产生不利的影响。**我国的外贸依存度过高（已达 66.9%），如果美国的消费下降，我们的出口减速过大，可能会引起国内产能过剩，对经济增长产生影响。**第二，如果美元继续贬值，全球的油价、粮价就会继续攀升，我们的物价也会面临新的压力。****第三，如果美国经济继续趋缓，我们面临的外汇压力也会显现出来。**

刘鹤认为，2008 年中国宏观经济外部风险大于内部风险，外部挑战大于内部挑战。我们要高度关注国际环境和经济形势的变化，对各种可能发生的情况做到未雨绸缪，对各种情况要制定应急预案，最主要的内容就是要按照党的“十七大”的要求，加快转变经济增长方式，稳步扩大国内需求，使经济增长能够由主要依靠投资和出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，并且加快推动与之相配套的各项改革。（详见[1]刘鹤.高度关注国际经济形势的变化[J].经济前沿，2008(04):7-9.）

（二）中国政府应对金融危机的态度 and 对策

关于危机的应对对策和态度，刘鹤在 2009 年发文指出，中国政府应对这场金融危机的态度 and 对策可从三个层面概括：**一是对金融危机发展的趋势和中期世界经济增长格局作出判断；二是努力维护开放的国际贸易体制以保护外需；三是通过多种手段扩大内需和调整经济结构。**

中国政府意识到，尽管发生了历史罕见和百年不遇的金融危机，世界经济增长格局、政府的公共职能、国际货币体系和金融监管模式会发生适应性变化，但市场在资源配置中的基础性作用没有变化；金融在现代经济中的核心地位没有变化，美元在国际货币体系中的重要地位没有变化；中国作为一个发展中国家处于社会主义初级阶段的基本国情没有变化；全球化进程虽然曲折，但其深入发展的趋势不可逆转。**中国政府还清醒看到，这场危机不但是巨大挑战，而且是难得机遇，要充分利用危机形成的倒逼机制，在扩大内需的同时，加快结构性调整和改革。**

中国政府认为，维持开放的贸易环境和相对稳定的大国汇率，不但对中国而且对全球都有好处，贸易保护主义倾向不但有害于中国，而且对世界都是灾难性的。因此，中国决心在本次危机面前，积极提倡自由贸易。所采取的政策主要包括：**第一，通过双边和多边合作的努力，呼吁创造良好的国际贸易环境，全力反对贸易保护主义；第二，鼓励出口和进口。**

扩大内需是应对国际金融危机的根本举措，已经采取政策的主要内容包括**大规模增加政府支出和实施结构性减税；大额度降息和增加银行体系流动性；大幅度提高社会保障水平；与此同时，实施更加积极的就业政策。**除此之外，面对股市低迷，政府没有出手干预，更没有放弃对非流通股允许流通的承诺，这使资本市场反而有了信心。总的看，**这些政策措施把增加投资和刺激消费结合起来，把克服当前困难和促进长远发展结合起来，把拉动经济增长和改善民生结合起来，对于应对危机将逐步起到关键性作用。**（详见[2]刘鹤.国际金融危机冲击和中国的政策应对[J].中国发展观察，2009(04):11-15.）

（三）深入研究危机比较，总结经验预判形势

在不确定性较大的情况下准确判断经济环境既重要又困难，从这个意义上说，借鉴历史是最好的办法。基于此，为更好的判断风险、应对危机，2010年开始，刘鹤牵头的中财办课题组会同中国人民银行、银监会、社科院、国务院发展研究中心、北京大学等部门的专家学者共同组织了一项研究，就是对两次危机进行对比。在中国经济年会(2011～2012)上，刘鹤曾介绍其中间研究成果，就两次经济危机的三个背景和三个结论做分享介绍。

➤ 三个背景：

一是在两次危机发生之前，世界经济都出现了技术革命，此后经历了空前的繁荣，但收入分配两极分化达到顶点。

二是危机延续的时间比想象的更长，而且意外事件不断发生。

三是在危机中往往伴随着大国实力的相对变化以及重大的理论创新和制度创新。

➤ 三个结论：

第一，本次危机发生后可能经济全球化的高涨期相对告一段落，全球经济可能进入相对低迷的时期，**经济结构的调整是主要基调**，这是一个必须面对的客观现实，它是由

经济发展的周期规律所决定的，也是由资本主义内生矛盾所决定的。

第二，虽然全球化的高潮已经过去，但我们仍然处于重要的发展战略机遇期，在全球化高潮时期和低迷时期，我们面临的发展机遇不一样。目前全球金融危机所形成的倒逼机制，是加快转变经济发展方式的强大动力和较好时机，在这个时期，各级政府需要转变那种过度依赖出口和粗放投资的发展模式，为经济发展提供更好的外部环境，使经济加快回到自主增长的轨道。与此同时，企业创新商业模式也是转变经济发展方式的重要内涵，而创新商业模式的关键，是在理解消费者潜在需要、理解生产要素和供给条件变化和理解全球经济之争新环境的基础上，通过创造新的供给方式启动需求。我认为，现在重新认识熊彼特的理论和萨伊定律，对企业的成长和走出低迷的全球商业周期，具有非常重要的现实意义。

第三，很多人都盼望经济转折的出现，全球经济转折何时出现并不重要，重要的是抓住机会，苦练内功，切实增强自己的实力，以便更好地利用下一次机会。因此，中央经济工作会特别强调“稳中求进”的工作基调，我们对此要深入理解和思考。

之后，在2013年课题研究的总报告中，刘鹤对两次经济危机爆发的共性表现和政策性思考又进一步做了详细叙述。

➤ 危机的共同点

1.两次危机的共同背景是都在重大的技术革命发生之后。其警世意义在于，今后当重大的技术革命发生之后，不仅需要认识它的进步作用，抓住它带来的机遇，同时要充分意识到重大变革会随之出现，充分估计震动性影响和挑战。

2.在危机爆发之前，都出现了前所未有的经济繁荣，危机发源地的政府都采取了极其放任自流的经济政策。在两次繁荣期间，经济的自由放任和企业家创新精神的发扬互为补充，推动着经济的高增长，但也与后来危机的发生存在某种逻辑关系。

3.收入分配差距过大是危机的前兆。两次危机发生前的另一个共同特点，是少数的人占有较多的社会财富。

4.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。

5.大众的心理都处于极端的投机状态，不断提出使自己相信可以一夜致富的理由。当经济处于过度繁荣状态的时候，没有人不相信泡沫会继续膨胀，人们不是找出理由使

自己理性，而是找出理由使自己相信盲目冒险的正确性。可以肯定的是，在特定的历史阶段和制度条件下，人类这种自我膨胀的说服力量和缺乏理性是导致危机的重要原因。

6.两次危机都与货币政策相关联。大萧条前，泛滥的信贷政策引起了股市的泡沫和投机的狂热；在这次危机前，美联储极其宽松的货币政策、金融放松监管和次级贷款都达到历史前所未有的水平，这使得经济泡沫恶性膨胀。

7.危机爆发后，决策者总是面临着民粹主义、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，这使得危机的形势变得更为糟糕。特别需要强调的是，两次危机中的市场力量从来都是高度政治化的力量。如果仅从经济角度认识问题而忽视了其政治属性，就会犯重大的判断性错误。

8.危机的发展有特定的拓展模式，在它完成自我延伸的逻辑之前，不可轻言经济复苏。经济危机过程中很多意外事件的发生，似乎是由小概率事件和运气所决定的，但事实并不是这样。经济一旦从正常状态转入危机状态，它就开始以一种不同寻常的方式循环。危机往往从经济大幅跳水开始，由泡沫破裂走向失业率攀升，由经济困境加重转向社会矛盾激化，由经济社会领域转向政治领域乃至军事领域。

9.危机只有发展到最困难的阶段，才有可能倒逼出有效的解决方案，这一解决方案往往是重大的理论创新。

10.危机具有强烈的再分配效应，它将导致大国实力的转移和国际经济秩序的重大变化。大萧条后世界经济重心由欧洲转向美洲，美国在世界经济中发挥主导作用，美元占据支配地位，联合国、国际货币基金组织和世界银行产生，世界经济政治格局发生重大变化。这次危机发生后，全球发展的重心向亚太地区转移，平台产生，世界实力对比正在急剧变动，国际经济秩序正在发生变化。

➤ 政策性思考

考虑到我国加快推动经济发展方式转变、全面建成小康社会的历史背景，在诸多可以选择的政策建议中，刘鹤课题组主要提出3点思考：

1.树立底线思维方法，对危机可能出现的最坏场景做出预案。对比研究的结论和目前欧债危机的加速恶化形势告诉我们，必须树立底线思维的思想方法，对危机态势做最坏的准备，同时努力争取较好的结果，既要应对突发性外部冲击和震动，又要做好应对危机结构性变化的长期准备，只有这样，才能使我们立于不败之地。

2.把握我国战略机遇期内涵的重大变化，谋求中国利益和全球利益的最大交集。对比研究的结论也可以告诉我们，我国所处战略机遇期的内涵已经发生重大变化。从经济意义来说，在本次危机前，我国的战略机遇主要表现为海外市场扩张和国际资本流入，我国抓住机遇一举成为全球制造中心。本次危机发生后，全球进入了总需求不足和去杠杆化的漫长过程，我国的战略机遇则主要表现为国内市场对全球经济复苏的巨大拉动作用和发达国家呈现出的技术并购机会和基础设施投资机会。我们应牢牢把握这些实质性变化，认真分析我国与大国经济体在新的历史条件下所出现的巨大利益交集，明确提出解决全球增长困境问题的方案，在外部条件明朗化后稳步加以实施。

3.集中力量办好自己的事，抓好重大课题的务实超前研究。无论国际风云如何变幻，集中力量办好自己的事是我们应对外部巨大冲击，实现我国和平崛起的根本之策。我们要借鉴历史上大国崛起的经验，警惕卷入不必要的国际事件，切实集中力量、重点突出，扎扎实实地办好自己的事。我国正处于全面建成小康社会的关键期，建议从顶层设计角度出发，对一些需要集中力量办好的事进一步务实研究，尤其需要增强全球视野，提高定量化程度，使研究成果具有可操作性。

（四）防范风险，加强监管是重中之重

刘鹤提到，事实上，金融危机并非无迹可寻。过去 800 多年金融历史数据的研究发现，历次金融危机产生的共同标志性特征有：资产价格大幅上升；债务负担加剧；经济增长率波动；经常账户赤字等。基于此，有不少人坚持认为，金融危机应当可以避免。为避免危机发生，要警惕那些新形成的、变异了的风险隐患，更要克服那些共同的根源性因素。

这场危机带给金融监管的启示至少有以下三条：

第一，金融监管要有前瞻性。前瞻性是风险管理和金融监管的生命所在。金融监管者需要对金融风险保有一颗敬畏之心，提高风险警觉性，不能只在出现问题后才采取行动，**要有预判、有预案。**从某种意义上说，监管必须是内生反周期性的，特别是在繁荣时期，金融监管在不受重视时最有价值。

第二，金融监管体系要有适应性，要根据本国金融体系的发展水平、结构变化和风险变迁动态演进，关键是要有效捕捉风险并与时俱进地配置监管资源，使监管能力建设

与金融创新相适应。金融监管者需要具备深刻的自省意识和不断改良的能力。

第三，金融监管要“长牙齿”，不能只说不做。金融监管者不能只靠风险提示或道义劝说实施监管，在巨大的利益面前，监管机构的口头警告只不过是纸上练兵。金融危机是一个强大的敌人。监管机构要能够在危机的关键时刻，做出不同于市场的独立判断，而不是被市场的意志所左右。这既需要智慧，更需要强烈的使命感和勇气。

当前我国经济发展进入新常态，发展的速度、方式、结构、动力都在发生转化。这既是金融发展的重要机遇期，也是金融风险的易发多发期，对金融工作提出了更高要求。一方面，**金融业要提高服务实体经济的能力**，为去产能、去库存、补短板等供给侧结构性改革提供强有力支持。另一方面，虽然我国金融风险整体可控，但伴随着经济增速下调和经济结构调整，各类隐性风险将会逐步显性化，**面对以高杠杆为主要特征的各类风险，要坚持用改革的思维和方法解决长期性结构性问题，并以外科手术式的措施化解短期风险隐患，真正使金融体系经得起经济结构性、周期性变化的考验。**我们要深刻吸取国际金融危机教训，把防范风险作为金融工作的生命线，牢牢守住不发生系统性区域性金融风险的底线。

刘鹤认为，加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架。在完善体制的同时，也要改革和优化监管机制。**一要牢固树立风险思维和危机应对意识。**要摸清真实的风险底数，广撒网、细捕鱼，实现金融风险监管全覆盖。**二要进一步提高监管能力。**不断完善监管手段和工具箱，运用压力测试等手段提高监管的前瞻性，打造现代化的监管队伍，着力提高监管的专业性。加强金融消费者权益保护，寓监管于服务。**三要进一步强化行动的意愿。**敢于质疑、能够说“不”，拒绝监管上的“父爱主义”，提高依法监管的执行力。

从长远看，我国应在充分借鉴国际经验和教训的基础上，积极构建系统性风险防范长效机制，不断建立并完善系统性风险监管的法律制度、机构安排、技术工具等，构造现代化的金融监管治理体系。

2018年1月在达沃斯论坛上，刘鹤再次强调防范风险、金融监管的重要性，他提到，要继续打好防范化解重大风险的攻坚战。在我们面临的各类风险中，金融风险是最为突出的，我们将坚持稳中求进工作总基调，针对影子银行，地方政府，隐性债务等突出的问题。争取用三年左右的时间使宏观经济杠杆率得到有效的控制，经济结构的适应性提

高，金融风险得到有效化解。

三、对刘鹤经济思想的几点学习心得

（一）对通胀的重新认识

通胀不是简单的货币现象。货币学派的弗里德曼认为“一切通货膨胀都是货币现象”，但刘鹤并不赞同这种简单的观点引用。在1989年的通胀高企时指出，“货币主义的幻象在中国不存在微观基础。”他认为，通货膨胀的表象虽然是“过多的货币追逐过少的产品”，但实质上是国民收入分配格局倾斜引起的结构矛盾。在不触动分配格局和经济机制的情况下，单纯地从总量入手“管住货币、砍下投资”，只能紧了供给、松了消费最终出现经济滞胀的结果。20世纪80年代后期，正是改革开放后居民收入增长较快的时期，而体制约束及技术约束制约了供给扩张。因此，虽然需求高企，并未有效拉动供给的相应增长。反而刺激了进口，消耗了仅有的外汇储备。相比而言，目前我国甚至全球都同样面临着通胀低迷的问题。发达国家继续采用货币学派的观点，通过持续的宽松货币政策以期达到2%的通胀目标。而实际结果却是，货币政策已松无可松的情况下，通胀仍在看原油的脸色。

通胀回归合理水平需要供求结构的再调整。同样从我国的实际情况出发，与上世纪90年代后期相反，继续实施宽松的货币政策只能松了过剩产能供给、松了资本利得、加剧了贫富分化、进而紧了有效需求。通胀究其根源是再一次出现的深层次供需结构矛盾。有效的政策应是对供需双方的深层次调整。因此，我们看到了供给侧改革的顶层设计，也看到了“三去一降一补”的逐步推进。削减过剩供给正在顺利推进，未来实现经济高质量增长及合理的通胀关键要进行的是“一补”，以及需求侧的改革。

（二）需求侧改革同样重要

贫富差距的收缩将释放潜在内需。在经典的凯恩斯经济学理论中，消费取决于两个经济变量，一个是可支配收入，另一个则是边际消费倾向。回顾我国改革开放后40年的发展历程，经济增长中投资与外需相继扮演着决定性的角色。但投资与外需在经济发展到一定阶段终将收敛于一个均衡水平。经济要实现转型，则要求内需发力，替代投资及外需，拉动经济实现新的边际增长。从内需的决定因素看，一方面，可支配收入依赖于经济的发展及减税降费的实施。另一方面，“富人”的边际消费倾向低于“穷

人”，因此边际消费倾向的提高则取决于贫富差距的收缩（这也是刘鹤认为的经济危机发生的背景之一）。至此则不难理解刘鹤经济思想中城镇化及扶贫的重要性。

城镇化及乡村振兴是释放内需潜能的必然选择。城镇化的发展不是简单的建城市，关键是解决农村剩余劳动力向城市转移。“大量农村剩余劳动力转向城市成为市民，是消除二元结构的根本出路，也是扩大国内需求的主要依托。”由此，我们应关注两个问题，一个是城镇化及扶贫过程中的基础设施建设投资；另一则是乡村振兴战略及农村土地制度改革。首先，刘鹤认为城镇化理想的发展状态是城市网的建设，“即通过现代化的交通、通信体系，把一个区域内特大城市和中小城镇整合起来，形成城市网络，通过城市间基础设施一体化实现大中小城市的‘同城化’。”这一思想与中央经济工作会议中强调的基本公共服务均等化不断提高的要求相类似。从中我们可以一窥未来基建的投资重点。其次，农村消费能力的释放是现有城镇收入分配格局下，一个潜在的巨大的边际增量。因此，虽然中央一号文件已连续14年聚焦三农，但今年乡村振兴战略尤为值得关注。随之而来的农村土地制度改革，“三权分置”将带给农民即时及持续性收入。这也是未来内需持续扩大的基础。另外，高房价带来的高生活成本，“农民工在新的发展机会和保证生活质量之间的选择困难，政府在接纳可以提供边际高产率的人口和有效提供公共服务之间面临两难选择。这种情况在很大程度上限制着城市发展进程。”

（三）供给侧改革中的“一补”——新经济

发展新经济不仅是补短板，也是降低宏观杠杆水平的有效途径。中国经济的短板在服务业、高端制造业与新兴信息产业。“制约我国产业结构高度化的两个瓶颈”，“一个是随城市化加快而引起的基础产业供给瓶颈，另一个是高消费导致的技术供给瓶颈。”早在2000年，刘鹤就提出了“网络是一个全新的社会基础结构，就像水、空气、高速公路一样与大家共存。”他大力推荐“新经济”，认为“目前发生的网络经济现象，是一次新的产业革命，它不仅仅是一个产业部门的发展现象，其影响是全局性、全方位、战略性和具有深远历史意义的。”同时，他也批判了大部分专家对这种“网络型微机”的漠视。我们知道，如果以（负债/GDP）衡量宏观杠杆率，那么宏观杠杆率可继续拆分为： $(\text{负债}/\text{资产}) * (\text{资产}/\text{GDP})$ ，第一部分为微观企业资产负债率，第二部分为资本产出比。因此，如果从降低宏观杠杆率的角度，以服务业、高端制造业以及新

兴信息产业为代表的新经济是轻资产高产出产业。因此，大力发展新经济不仅可以满足消费升级，同时可以在发展中降低高企的宏观杠杆率。而具体来看，我们要关注的重点是打破垄断以及市场秩序建设。

破除垄断及产权制度改革是补短板的工作重点。发展新经济的过程中，首先要解决的是垄断。发展新经济，就是希望最优秀的资源配置于这个领域。但若存在行政垄断，将导致资源配置于低效部门。进而造成“新经济的发展强化旧的体制”。以此思路来看，打破金融业及制造业的垄断势在必行。“促进形成有竞争性的商业银行体系,逐步打破大银行的垄断,引导银行之间的利率、服务和新产品竞争”。鼓励制造业领域竞争，“对那些可能形成市场垄断的产业组织主体进行监督，放松进入壁垒，消除可能借以形成垄断的客观因素”。而在维护市场秩序建设中，最为重要的则是产权制度的完善，以激励企业家，充分发挥企业家在经济建设中的重要作用。

（四）“长牙齿”的金融监管

金融业的无序扩张是经济危机的导火索。经济危机的救助，往往伴随着货币的超发，进而带来金融业的率先繁荣。金融业若远超实体经济的发展水平出现过度繁荣，在没有内生反周期性的监管之下，势必为下一次危机埋下祸端。也正因如此，我们看到了发达经济体周而复始的危机爆发。金融业的发展最终是为了实体经济而服务，使金融体系经得起经济结构性、周期性变化的考验。实体经济不断重复着发展、供求矛盾、结构调整、产业升级、供求重新匹配的过程。而金融业在参与经济周期波动的过程中，应在经济发展的不同阶段，尽量熨平经济周期的波动。而不是助推、加速周期的波动。

短期内外科手术式金融监管使资本市场下行压力加大。具体到我国目前的状况，金融业已明显助推了资产价格的上升，同时带来了实体经济债务的快速积累，进而导致宏观杠杆率的快速上升。因而本轮金融监管的目标，则是有效降低宏观杠杆率水平。根据国际清算银行公布的国家负债率/GDP的情况来看，我国的宏观杠杆水平低于日本、加拿大、法国、英国等发达国家，略高于美国6个百分点。从分项来看，政府部门与居民部门杠杆水平在全球主要发达国家与发展中国家中排名靠后，而企业部门杠杆水平则在排名中位列第一。企业部门杠杆水平的高企，一部分缘于在投资回报率下降的情况下，企业为维持自身的生存而快速积累的债务；另一部分则应归因于代地方政

府借债而产生的债务累积。刘鹤在达沃斯的讲话中特别强调金融风险中影子银行无序输血高杠杆企业的行为以及地方政府软约束下的债务风险。由此，降低企业杠杆需要要求对商业银行表外转表内的监管未来难以放松。不能低估政府金融监管的决心，短期内可能还将出台诸如关闭券商资管、基金子公司及私募等银行表外通道的外科手术式措施，甚至央行下半年有再次启动加息的可能。对于资本市场来说，银行业务回归表内，商业银行创造货币的能力必然下降。增量资金边际增速趋弱，而对应的是商业银行表外回归表内过程中，除表内贷款对接外，股票与债券市场则需扩容以接纳剩余融资需求。需求趋弱叠加供给扩容，资本市场面临的下行压力可能加大。

附录、参考文献

一、（一）

[1]刘鹤.改革十年间中国对外贸易的实证分析[J].经济研究, 1991(9):16+63-68.

[2]刘鹤.扩大有效需求与培育新增长点相结合拉动国民经济适度快速增长[J].预测, 2000, 19(3):1-5.

[3]刘鹤."十五"期间中国经济增长的三大趋势[J].财经界, 2001, 311(7):21-21.

[4]刘鹤, 在达沃斯论坛上的演讲, 2018年1月24日

（二）

[5]刘鹤.中国未来的趋势和三个长期课题[J].中国经贸导刊, 2017(11):4-6.

[6]刘鹤.关于“十五”规划和当前宏观调控中的几个问题[J].财政研究, 2000(5):2-7.

[7]刘鹤, 杨伟民.中国经济发展的大趋势及政策选择[J].经济纵横, 1994(4):12-18.

[8]杨云龙, 刘鹤.体制转变中的中国经济发展及其政策变化走向[J].经济导刊, 1992(1):10-24.

[9]刘鹤, 杨伟民.城市化、国际化和产业结构的高度化——未来二十年中国经济发展基调的判断[J].宏观经济研究, 1994(5).

[10]郑新立.中国经济分析与展望:2009-2010[M].社会科学文献出版社, 2010.

[11]刘鹤.扩大有效需求与培育新增长点相结合拉动国民经济适度快速增长[J].预测, 2000, 19(3):1-5.

[12]刘鹤.把发展新经济与改革目标统一起来——中国发展新经济的路径依赖和现实挑战[J].开放导报, 2001(8):28-30.

[13]刘鹤, 杨焕昌, 梁均平.我国产业政策实施的总体思路[J].经济理论与经济管理, 1989, V(2):14-19.

(三)

[14]刘鹤, 网络经济不能错失的机会, 中国物资报, 2000 年 07 月 28 日

[15]刘鹤, 在第六届华商大会上的讲话, 中新社, 2001 年 9 月 18 日

[16]刘鹤, 在达沃斯论坛上的演讲, 2018 年 1 月 24 日

[17]刘鹤, 中国证券报记者专访, 中国证券报, 2000 年 11 月 6 日

[18]刘鹤, 城市化:中国 2010 年短期宏观政策和未来中长期政策的结合点, 中国经济分析与展望 (2009~2010)

[19]刘鹤.关于“十五”规划和当前宏观调控中的几个问题[J].财政研究, 2000(5):2-7.

[20]刘鹤.为中国经济实现持续高速增长创造条件[J].经济研究参考, 1999(z1):26-40.

[21]刘鹤.关于推进国民经济信息化的几点意见[J].电子展望与决策, 1996(1).

[22]刘鹤.中国未来的趋势和三个长期课题[J].中国经贸导刊, 2017(11):4-6.

二

[23]刘鹤.高度关注国际经济形势的变化[J].经济前沿, 2008(04):7-9.

[24]刘鹤.国际金融危机冲击和中国的政策应对[J].中国发展观察, 2009(04):11-15.

[25]刘鹤.在中国经济年会(2011-2012)上的发言[J].经济研究参考, 2012(21):5-7.

[26]刘鹤.两次全球大危机的比较[J].管理世界, 2013(03):1-7.

[27]刘鹤.防范风险是金融工作的生命线[J].经济导刊, 2016(02):26-28.



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610)88321761

传真: (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。