

金融改革和中国经济增长再平衡

尼古拉斯·拉迪*

摘要:

关键词:

Financial Reform Policies for Rebalancing Economic Growth

Nicholas Lardy

(Peterson Institute for International Economics)

Abstract:

Keywords:

一、引言

经济增长再平衡是目前中国领导层面临的首要经济问题。全球金融和经济危机的一个后果就是使得中国推迟了 2004 年曾开启的经济再平衡日程。目前，中国面临着极端脆弱的外部环境。尽管正式而言美国经济的大衰退已经在 2009 年 6 月宣告结束，但相对于二战之后的其他几次衰退，目前美国经济的复苏仍然非常羸弱。而对于欧洲国家而言，由于很多欧元区国家需要大幅削减财政赤字，以便把政府主权债务降低到可持续的水平上，因此欧洲国家的复苏更为羸弱，恢复到危机前景象的希望非常渺茫。在这样一个全球环境下，中国出口能再重现之前十余年的繁荣景象的希望也甚为渺茫。而考虑到固定资产投资在 GDP 中的比重已经高不可攀，因此未来能够可持续地支持中国经济增长的源泉唯有私人消费支出的快速增长。为了促进消费增长，中国政府需要采纳的政策组合非常庞大，但我们认为其中最重要的非金融改革莫属。

从依赖投资和出口转变为依赖消费，这一经济增长源泉的再平衡，会导致生产结构的调整。例如，机械和设备等投资品是由工业部门生产的，因此当投资在驱动经济增长中的角色削弱时，意味着制造业在 GDP 中的比重将会下降。此外，由于中国的出口品基本上都是工业制成品，因此经济增长对出口依赖程度的下降，也意味着制造业在 GDP 中的比重将会下降ⁱ。又因为服务业在私人消费中的比重约占到三分之一，消费在促进经济增长中的角色的上升将意味着服务业在 GDP 中的比重会得到提升ⁱⁱ。

经济最终再平衡会对居民、企业、政府在国民收入中的分配比例产生重大影响。家庭消费在 GDP 中的比重的上升主要依赖于家庭收入在国民收入中的比重。政府负担更多、更完备的社会保障服务，也依赖于政府收入在国民收入中的比重上升。显然，这些变化均要求企业在国民收入中的分配比例下降。

二、利率市场化改革

我们认为金融系统的改革对中国经济再平衡非常重要。最重要的金融改革，并不是要引进多么复杂的金融工具，而是政府放松对存款和贷款的利率管制。很长一段时期以来，当局控制了利率，导致居民在银行中的存款只能获得非常低的实际利率ⁱⁱⁱ。实际上，这相当于对存款者征收了一笔隐性税收，而借款者（历史上主要是国有企业）则可以获得很便宜的信贷。

并且，在 2004 年之后，对存款者的这种隐形税收显著上升^{iv}。在 1997 至 2003 年期间，一年期存款的实际利率平均为 3%。并且，一年期存款实际利率除了 2003 最后的两个月之外，在其他时间内均不曾出现过负值。而与之形成鲜明对照的是，在 2004 年至 2011 年期间，实际存款利率在一半以上的时间内均为负值，平均一年期存款实际利率下降到-0.5%。因此，中国今天出现的存款负实际利率的局面，并不能与其他国家在 2009 年至 2010 年期间出现的负实际利率同日而语，这些国家出现负利率是因为其在经济危机中挽救经济而采取的临时措施，而中国较低的实际存款利率是从 2004 年就开始存在的。

较低的实际利率是央行调整名义利率的直接结果。1997 年至 2003 年期间，当通货膨胀上升时，中国央行会及时提高一年期存款的名义利率，时滞很短；而当通胀退潮时，逆向操作也很及时。相反，自 2004 年开始，当通货膨胀再度上升时，央行提高一年期名义存款利率的步伐非常缓慢，时滞很长，并且名义利率的调整幅度明显小于通货膨胀幅度。而当通胀退潮时，央行却会及时地地下调名义存款利率。

自 2003 年开始，央行这种不对称调整名义利率的方式产生的直接后果就是居民获得的利息收入显著低于利率自由化环境下的所能获得的收入。中国居民财产性收入（80%为利息收入）持续下降，并且这一下降在 1992-2008 年居民可支配收入在 GDP 中的下降比重中，贡献了 20%的份额。这是非常引人瞩目的，因为在这一段时间内，中国居民存款与 GDP 的比例显著上升。简言之，由于 2003 年之后实际利率为负，居民收入显著低于利率更加自由化的环境中的可能情形。

中国的实际存款利率为负的一个间接后果似乎是中国居民储蓄在可支配收入中的比重更高。一般而言，居民对存款利率变化的反应，包括替代效应和收入效应。尽管没有理论可以先验地认定那种效应会占优，但实证上一般认为替代效应会更为占优。因此，一般认为实际存款利率下降，会导致居民储蓄率下降。然而，如果居民储蓄的首要目的是积累一定水准的金融资产，那么收入效应就可能占优，即当实际存款利率下降时，为了达到一定的存款量，居民可能反而将其当期收入更高的比例储蓄起来（从而消费更少）。储蓄的首要目的是积累一定的金融资产，这一假说在类似中国这样社会是适用的，因为中国医疗保险覆盖率依然有限，住院一般需要提前预付大笔现金。并且为了购买一套住房，需要支付的首付比例也非常高。通过对中国家庭调查数据的细致分析，一些实证研究支持了实际存款利率越低，居民储蓄率越高的假说^v。

1997 年至 2003 年期间，一年期实际存款利率为正。数据显示，居民储蓄在可支配收入中的比重平均为 29%；而在 2004 年至 2009 年，当一年期实际存款利率变为负数时，居民储蓄在可支配收入中的比重上升到 38%^{vi}。因此，总量数据也显示实际存款利率和家庭储蓄率之间存在负向关系。对于过去十多年居民消费在 GDP 中比重的下降，储蓄率的上升贡献了 25%的份额。

如果存款利率能够根据市场需求自由决定，就可以消除金融抑制向中国储蓄者征收的隐形税收。利率自由化之后，可以通过两个渠道提高中国居民消费在 GDP 中的比重。首先，更高的存款利率可以直接提高居民收入水平，并且在任何给定的储蓄率之下，也会增加居民消费在 GDP 中的比重。这可以理解为利率市场化改革的直接效应。

第二，存款利率的市场化决定也会间接刺激居民消费。由于居民储蓄的首要目的是维持一定的金融资产，满足其谨慎性储蓄需求。因此当政府抑制实际存款利率时，希望维持一定金融资产的居民就会增加其储蓄，以弥补低收益带来的资产损失。如果政府放开对存款利率的管制，居民储蓄率极可能下降，即居民可能选择将收入的更大比例消费出去。这可以视为利率市场化改革的间接效应。

因此，利率市场化改革的直接效应和间接效应的综合影响，极可能使得私人消费在 GDP 中的比重上升至少 6 个百分点^{vii}。单凭此，就可以恢复之前居民消费在 GDP 中比重下降幅度的 40%。

在利率市场化改革之外，金融改革也会涉及金融抑制的其他方面。例如较高的法定存款准备金率，以及强行要求商业银行大量持有财政部发行的国债和央行发行的央行票据，这些都是中国金融抑制的重要表现。政府债券和央票的利率都非常低，并且主要由商业银行持有。在 1980 年代政府债券发行早期，至到 1990 年代，个人投资者一直占据主导地位，当时，财政部和主要由国有企业发行的企业债券不得不对投资者支付市场化的利率^{viii}。但在过去十多年，财政部越来越直接向商业银行发售债券，并且为了降低财政部的利息负担，国债的利率主要由财政部决定。因此，财政部获得的资金，不是直接从居民手中获得，而是主要通过商业银行，间接取自于居民储蓄。2009 年，个人投资者持有的国债比例仅有 1%，而银行系统持有超过 70% 的固定收益债券，其中包括 50% 以上的财政部发行的国债，以及几乎全部央票。这些低收益债券在银行资产配置中的比重高达 20-30%^{ix}。

最近这几年，中国政府的社会保障支出、养老金支出均大幅增长，对城镇和农村低收入群体的转移支付也大幅增加，这些均对中国的经济再平衡助益良多。政府也开始讨论，但尚未实施金融和银行系统的改革，而根据上文的分析，金融改革无疑会有助于中国经济向消费主导的增长模式的转型。但是，自 2004 年以来，在以下两方面，中国的金融改革实际上是在倒退：首先，自 1997 年开始的利率渐进自由化进程，在 2004 年—2012 年 6 月期间，是停滞的。其次，如上所述，从居民角度而言，金融抑制在 2003 年之后，有增无减。以下，我们将对利率自由化的历史进程进行简要概述，之后我们再对金融抑制所以对居民的影响，进行详细评估。

中国人民银行在 1997 年开启了利率市场化改革的步伐。央行历史上首次允许金融机构可以在央行制定的贷款基准利率的基础上，适当上浮。例如，商业银行对中小企业贷款利率的弹性更高。在 1998 年之前，商业银行对中小企业的贷款利率不得高于央行制定的基准利率的 110%^x，而自 1998 年开始，上浮比例扩大到 120%。这样，在 1998 年下半年，一年期周转资金贷款基准利率为 6.93%，那么商业银行就可以制定最高 8.32% 的利率。之后，中国人民银行又允许商业银行对所有贷款均可以有一定的弹性。此外，农村信用社获准的贷款弹性更大，在 1998 年年初，其贷款上浮标准调整为央行基准利率的 150%。2002 年 9 月，农村信用社贷款利率上浮标准提高到央行基准利率的 200%。央行也放松了对主要经营外币业务的外资银行的存贷款利率的管制。

然而，这一利率市场化改革步伐自 2004 年开始宣告停滞，至到 2012 年年中才得到重启。在 2004 年年初，中国人民银行将商业银行和农村信用合作社贷款利率上浮限额从 130% 提高到 170%。最后在 2004 年 10 月，央行将城市和农村信用合作社的贷款利率上浮限额提高到基准利率 230%，而对商业银行贷款利率的上限则完全取消。这些改革是政府当局让商业银行经营更加市场化的努力的一部分，而众所周知，商业银行经营市场化的一个关键就是对定价风险的掌控。在 1997 年之前，银行基本上没有动力去发展风险定价机制，因为每笔贷款都只能设定在相同的基准利率上。

但从一个关键地方我们可以看到这样的利率市场化实际上是跛脚的。中国人民银行对所有金融机构所支付的存款利率设置了不得逾越的上限，同时也规定贷款利率不得低于央行制定的基准利率的 90%^{xi}。因此，银行其实一直可以维持一个最低利差。而 1996 年开始的这一利率市场化改革进程到 2004 年 10 月份就宣告停滞。

但到了 2009 年，温家宝总理在当年的全国人民代表大会上再次使用了“利率市场化改革”的表述，标志着中断多年的利率市场化改革重新纳入政策日程。但是直到 2012 年上半年，央行才进一步扩大基准利率的浮动范围，并首次允许存款利率可以在基准利率之上适当上浮，这无疑更为根本。

自 2003 年开始有所加重的金融抑制，对居民收入和消费具体产生什么影响？银行支付给居民的实际存款利率降低，究竟给居民带来多大的隐形税收？评估此一隐形税收规模的一个办法就是，假如 2003 年之后的实际存款利率一直保持在 2002 年的水平上，将会如何影响居民所获得的收益。下面我们评估自 2002 年开始的情形，这是基于以下两个原因：第一，2002 年 2 月 21 日，央行制定的商业银行活期存款基准利率为 0.72%，这一水平一直保持到 2008 年 11 月。尽管在这一期间，通胀水平曾高企不下。负的实际存款利率与中国的汇率政策密切相关，在 2002 年开始，中国即出现人民币汇率的显著低估。正如上文所述，一年期存款实际利率直到 2003 年最后几个月，仍保持为正数。例如，自 2002 年 2 月开始，中央银行制定的一年期存款基准利率为 1.98%，而当年的 CPI 则下降 0.8%，从而使得实际利率高于名义利率，达到 2.78%。这与 1997 年至 2003 年期间平均 3% 的实际存款利率非常接近。

但是自 2002 年开始，CPI 开始上升，而央行只小幅上调了名义存款利率，并保持活期存款基准利率不变长达六年有余。在 2008 年上半年，CPI 一度达到同比增长 7.9%，这意味着活期存款的实际利率下降到 -7.18%，较 2002 年年初下降了 8.7 个百分点。央行确实提高了不同期限的定期存款的名义利率。例如，央行在 2008 年年中提高一年期存款基准利率至 4.14%。但是，此时一年期存款实际利率仍低于 0，为 -3.76%，较 2002 年的一年期存款实际利率下降了 6.54 个百分点。

2008 年上半年，居民在银行中的存款规模平均有 18.68 万亿^{xii}，从中可以看到 2008 年上半年对居民储蓄所征收的这种隐形税收的具体规模。这些存款当中，又有 40% 为活期存款，或存款期限在 3 个月至 5 年不等的定期存款。如果这些存款获得的利息可以和 2002 年相同，那么 2008 年上半年居民收入就可以增加 6900 亿元，占 2008 年上半年 GDP 的 5.3%。这意味着 2003 年之后，长期存在的负利率严重阻碍了居民收入的增长，从而也妨碍了居民消费在促进经济增长中的作用。在利率市场化的情形下，居民消费对经济增长的作用可能要大得多。

央行的低利率政策限制了居民收入和消费的增长，使得经济增长失衡。除此之外，这一政策也造成了经济其他方面的失衡，即 2003 年之后中国居高不下的投资率。对此的一个简单解释为：2003 年之后实际贷款利率大幅下降。1997 年至 2003 年期间，一年期贷款实际利率平均为 6.8%^{xiii}。但 2004 年至 2011 年，一年期贷款实际利率平均仅有 1.79%，这显然会鼓励哪些回报较低的固定资产投资项目，从而提高投资在 GDP 中的比重。

政府实施的低存款利率政策也间接抑制了贷款利率。这主要是由于各个银行之间的竞争。央行设定的较低的基准利率，等于商业银行有了很便宜的资金来源。近年来，央行赋予商业银行可以在基准利率 90% 以上很大的一个定价区间内自由定价，但是商业银行却很少使用这一权力。尽管如此，银行业的利润率仍然非常高^{xiv}。除非对那些有异常风险的企业的贷款定价更高外，其他情况下银行很难设定高于基准的利率，因为其他银行都在虎视眈眈，

等着降低贷款利率，抢夺生意。银行之间存在的激烈竞争，降低了贷款利率，并且这一效应被自 2003 年开始出现的储蓄-投资失衡所放大。而储蓄和投资之间的失衡则恰恰反应了中国存在的巨大的经常账户盈余。整个中国流动性泛滥，市场力量使得贷款利率保持在低位。

三、化解房地产泡沫

较低的贷款利率对房地产投资的影响更为引人注目。房地产投资的快速增长是 2003 年之后投资在 GDP 中的比重大幅提升的重要原因。中国的金融管制成功限制了按揭贷款的杠杆率，而高杠杆率会在房地产价格崩盘时恶化其影响。如果房地产投资大幅下降，GDP 增长也会跟着大幅下降，对这一宏观风险，中国政府似乎并无良策。在 1996-1999 年，第一轮房地产热时，房地产投资在 GDP 中的比重仅有 2.4%^{xv}。而在 2000 年至 2003 年，这一比例上升到 4.1%。之后，随着实际存款利率步入负区间，房地产投资在 GDP 中的比重一路攀升，到 2011 年达到 9.4%^{xvi}。

中国房地产投资比重的上升，显然不是城市居民房屋拥有率的快速提高或城市化迅速推进的结果^{xvii}。中国城市居民房屋拥有率上升最快的时间是 1990 年代中期，当时出现了巨大的、史无前例的城镇住房私有化浪潮。这些房屋在私有化之前，基本上都由政府机构和国有企业所拥有。这些房屋一般都出售给现住者，而出售房价较其重置成本均有非常大的折扣。当 1998 年住房私有化基本完成时，城市住房拥有率达到 80%。而在 1983 年经济改革刚刚起步时，住房拥有率仅有 9.7%。即住房拥有率的上升主要发生在 1996 年至 1998 年私有化高潮之际。之后，住房拥有率上升速度就变得非常缓慢，但依然达到了很高的水平，2002 年达到 82.1%，2006 年达到 87%，2008 年达到 87.8%，2010 年更是达到 89.3%^{xviii}。

同样地，快速的城市化进程也不是房地产投资在 GDP 中的比重长期上升的满意解释。在 2000 年至 2003 年，中国的城市人口平均每年增加 2400 万，这些新增的城市人口靠占 GDP4.1%的房地产投资，就可以居有住所。在 2000 年，新增的住房面积一年有 2400 万平方米，到 2003 年，增加到 4400 万平方米。自 2003 年开始，城市居民每年新增不过 1900 万人，而房地产投资在 GDP 中的比重则上升到 6.8%，是 2000-2003 年的两到三倍，2004 年新增住房面积提高到 4900 万平方米，而到 2010 年更提高到 1.29 亿平方米^{xix}。

因此，过去十多年中国房地产投资的增长并不能归因于住房拥有率的快速上升或城市化的加速。其主要原因其实是房地产已经成为居民，特别是城镇居民的首选保值资产。造成这一局面的原因是多方面的：第一，银行存款的实际利率大幅下降，2003 年过后，一年期存款实际利率已经步入负区间。相反，尽管各地新建住房的回报率差异较大，在 1998 年至 2003 年期间，平均回报率依然达到 2.3%，2004 年至 2010 年更是提高的 4.6%^{xx}。换言之，在 1998 年至 2003 年，一年期存款实际利率超过平均住房价格增速 0.7 个百分点，而在 2004 年至 2010 年，这一关系却逆转，平均住房价格实际增长率超过一年期实际存款利率 4.9 个百分点。

第二，个人住房按揭贷款的条件比较优越，原因有二：一是首次购房者可以根据其住房按揭期限，在央行为商业银行制定的基准利率基础上，获得 15%-30%的折扣。二是通过按揭，居民渐少了其负担的隐性税收（低利率对居民收入的影响）。这是因为居民按揭贷款就会渐少其在银行中的净存款（存款减贷款）：一方面，居民之前在银行中的存款会转换为购房的首期付款；另一方面，居民在获得按揭贷款时会进一步减少其净存款。

第三，由于不存在房产税，居民持有空置房屋的成本很小^{xxi}。

第四，由于人民币资本项基本上依然不可兑换，因此绝大多数居民没有合法的渠道去投资高收益的外币金融资产。国务院的确在 2006 年引入了合格境内机构投资者，允许居民将

其资产委托给那些经过严格审批的机构，然后由这些机构代表他们去投资外币金融资产。但是到 2010 年年末，境内合格机构投资者获批额度仅有 684 亿美元，仅占居民银行存款总额的 1.5%^{xxii}。

第五，中国股票市场很不成熟，不仅治理虚弱，而且价格波动性也异常高，导致散户投资者对股票投资失去信心。早在 2001 年，中国著名改革派经济学家吴敬琏，就抨击了中国股票交易中存在的非法预先交易、内幕交易，以及其他一些不当交易行为，直斥中国股票市场就是一个“赌场”，普通散户投资者长期内不可避免地会遭受损失^{xxiii}。2007 年 10 月份，上证指数达到 6251.5 的高峰。随后，在全球金融和经济危机尚未爆发之前，股票市场已经开始大量放水，到 2008 年年中上证指数已经腰斩。之后股票市场继续震荡下行，到 2008 年秋雷曼兄弟倒台时，上证指数已经跌倒 1800 点。虽然之后上证指数有所反弹，但是到 2012 年 6 月，上证指数仅仅艰难爬升到 2225 点的位子，不足 2007 年 10 月份高点的一半。大部分中国居民，由于深受股票狂跌之害，因此对股票投资非常有限。据瑞银研究人员估计，2010 年股票仅在中国居民资产配置中占 10% 左右的比例，而银行存款和房地产则分别占到了约 42% 和 40% 的比例。进一步地，公司债券市场规模非常小，政府债券收益率也非常低，因此难以吸引个体投资者，因此，在 2010 年债券仅占城市居民资产配置的约 1%^{xxiv}。

房地产已经成为中国城市居民非常偏好的资产类别。这不仅反映在房地产投资在 GDP 中的比重上升，也反映在很多城市居民都拥有多套住房，这简直匪夷所思。例如，根据中央银行 2010 年第四季度的一个调查，18.3% 的北京家庭拥有两套或两套以上的房产^{xxv}。这些房产很多（如果不是大部分的话）都是空置房。空置房的存在部分是由于北京、上海、深圳等一线城市的房租回报率非常低^{xxvi}。但是拥有多套房屋的现象并不仅限于一线城市。2010 年年中，在中国所有城市中，投资性购房比例超过 40%，尽管自 2009 年 12 月开始，政府就千方百计地抑制投资性购房，但到 2011 年年中，仍有超过 20% 的购房者是以投资为目的的^{xxvii}。

房产作为理想投资品的广泛普及对居民储蓄率的变化有非常重要的影响。居民储蓄的一大目的就是能够在按揭购房时支付首期付款。这一现象支持了这样的判断：随着拥有房屋的城市居民的比例上升到一定的高度，居民储蓄率可能会下降。但是城市居民房屋拥有率早在 2000 年就已经达到一个非常高的水平，但那时居民储蓄率却刚开始上升。也许这放映了房地产作为首选投资品的现象。如果在已经拥有一套住房之后，居民考虑购买第二套住房，此时居民储蓄率也许会进一步上升，因为居民不仅要支付其第一套住房的首付，现在也不得不更多储蓄，以在按揭购买第二套住房时，支付新的首付。

目前，中国面临的主要风险不是当房地产价格下挫时，借款者对其按揭贷款的可能违约所导致的金融危机，尽管这正是全球金融和经济危机期间多个发达工业化国家所出现的问题。中国银行业监管当局要求银行在发放按揭贷款时收取很高的首期付款比例，对投资性购房者更是如此，居民按揭债务在其可支配收入中的比例其实仍然是很低的。中国所面临的风险在于在某一时刻，居民可能就不再将房地产视为优选投资品了。这将意味着房地产投资的剧烈下降。由于在 2010 年房地产投资占据固定资产投资非常大的比重，因此房地产投资的下降将导致经济增长大幅放缓。

正如瑞银经济学家汪涛所指出的，房地产可能会失去其优先投资品地位，原因是多方面的：利率的大幅上升^{xxviii}；居民可以自由海外投资；股票市场更加规范，投资者将股市视为中长期投资的选项之一；其他投资品涌现，将资金从房地产中抽出；房价下降，导致房地产投资回报趋负。

当然，我们可以继续列出很多，例如房地产税收的提高增加了房地产投资的持有成本，使得居民多样化分配其财富的意愿更强。正如上文所述，在 1990 年代中期之前，城市居民只将其财富的很小一部分投资到房地产。而 1997 年房地产私有化改革推进后，房地产投资占城市居民总财富的约 20%。

但是，到 2010 年，房地产投资在城市居民财富中的比重进一步上升到 40%。三个因素促使房地产投资在城市居民财富中的比重在短短十年内翻番。第一，如上文所述，在城市居民对更大、更高端的住房的改善性需求刺激下，住房投资在 GDP 中的比重大幅上升。第二，房地产价格在 2004 年开始大幅上升，而自 2007 年年末开始，股市却迅速下行，到 2012 年年中也仅部分回升。第三，相当比例的城市居民购买第二套甚至第三套住房。在某一时刻，居民可能会认为他们已经拥有了足够的房产，因而寻求其他投资渠道。而当这一现象发生时，房地产需求可能会暴跌，导致价格直线下降。

如果房地产价格暴跌，会造成严重的宏观风险，这并不是因为房地产业的高杠杆率，尽管一些房地产开发商的确可能会在房地产暴跌中破产^{xxx}。宏观风险的上升是因为房地产投资在整个固定资产投资中的比重太高。在中国，住宅投资占据了整个房地产投资的 75% 以上，而且相当一部分的中国经济都与房地产业直接或间接相关。房地产业直接消耗了全国 40% 的钢铁产量，而当钢铁被用于装修设备等时，其销售走势也与整个房地产业高度相关，因此使得更高比例的钢铁产量与房地产息息相关。在考虑到所有与房地产相关的上游产业之后，瑞银研究人员估计房地产影响了中国经济总需求的 25%^{xxxi}。考虑到房地产业与其他行业的关系，很显然房地产的暴跌将会立即导致非常严重的宏观经济后果。

此外，房地产价格的重大调整将对经济产生非常长期的负向影响，原因有三：第一，存在很大比例的空置房产。投资者购房而又空置这些住房的原因就是其预期房地产价格会进一步上涨。如果房地产价格出现较大幅度的下调，相当一部分投资性房产业主将会回到市场，抛售其手中的房产，而这会进一步压低房地产价格，且显著抑制新建投资。第二，由于房地产在城市居民财富中的比例非常高，房地产价格的大幅下降，将大幅削减居民财富，因此通过对居民消费的副作用，而进一步抑制经济增长。第三，房地产价格暴跌将会对地方政府的财政收入造成很大影响。新房开工面积的大幅下降将影响地方政府土地出让收入，进而影响地方政府提供社会保障和地方基础设施投资的财政能力，进一步削弱经济总需求。此外，土地出让收入的大幅下降将会影响地方政府对其拥有或担保的地方融资平台公司的债务的偿还。而这些债务相当的比例是靠土地出让收入担保的。而这些也会导致银行系统大额不良贷款的重现。

以上这些情况，在与美国的情形进行比较时，也许可以得到一些更直观的结论。在 2002 年至 2006 年美国房地产膨胀期间，住宅投资占到 GDP 的 5.5%，相较于 1950-2011 年长期维持的 4.7% 的比例，上升了近一个百分点^{xxxii}。在房地产泡沫达到顶峰的 2005 年，全美新建了 200 万套住宅单元，房地产投资与 GDP 的比例上升到 6%。最终房地产泡沫的破灭不仅导致出现全球性的金融和经济危机，也导致美国经济增速长期欠佳。即便在 2009 年下半年，美国经济开始复苏后，经济增长仍然很羸弱，主要原因就是住宅投资依然异常疲软。2010 年第四季度，房地产投资在美国 GDP 中的比重下降到 2.5%。在 2012 年即将结束之际，一些分析家认为美国房地产市场已经开始复苏，但房地产投资在 GDP 中的比重依然徘徊在 2.5% 左右，较长期趋势约低一半。美国经验的一个明显教训就是，房地产业的繁荣是美国 2002 年至 2005 年经济增长的重要推动力，而房地产泡沫的破灭也使得经济陷入大萧条以来最严重的衰退。更重要的问题是房地产已经成为美国经济开始复苏后三年内的经济增长的严重拖累，并且很显然这一拖累还要持续数年，至到房地产再次成为美国经济增长的正常动力。

四、中国的汇率政策

促使中国经济转型到消费驱动的增长模式，还有一个重要的政策组合需要采取，那就是更有弹性的人民币汇率政策。自 2004 年开始，中国中央银行开始系统大规模地干预外汇市场，大肆抛售本币，购买外币，从而导致外汇储备大量积累。2004 年至 2010 年，中国外汇储备在 GDP 中的比重平均每年增加 10 个百分点，使得中国的外汇储备到 2010 年年末，达到 2.9 万亿美元。如果没有规模空前、单向的持续外汇市场干预，人民币肯定会大幅升值，升值幅度肯定会超过 2004 年至 2010 年累计 24% 的升值幅度（根据贸易量加权的实际汇率升幅，下称“实际有效汇率”）^{xxxiii}。

自 2010 年开始，政府大幅渐少了对外汇市场的官方干预。相比于 2007 年至 2010 年每年 4500 亿美元的外汇储备增量，2011 年中国外汇储备仅增加 3500 亿美元，而 2012 年前三季度外汇储备增量更是渐少到 300 亿美元。并且，在 2012 年，人民币汇率出现大幅双向波动，央行有时似乎也在通过抛售外币，干预外汇市场，阻止人民币的进一步贬值。人民币汇率越来越由市场供需所决定。

人民币汇率更加有弹性可以在两个方面推动经济增长的再平衡。第一，人民币升值使得出口商品更贵，进口商品更便宜，从而降低出口增速，而提高进口增速，进而降低中国庞大的外部盈余。中国经常账户盈余在 2012 年上半年已经下降到 GDP 的 2.1%，而 2007 年高峰时，中国经常账户盈余曾达到 GDP 的 10.1%。然而，基于下文将要阐述的因素，人民币汇率升值之外的因素促使了经常账户盈余比例的下降。

第二，汇率弹性的增加是允许市场力量在决定利率时发挥更大作用的重要前提条件，这一点对促进经济增长再平衡非常重要。但这一点在类似的讨论中，往往被忽略。中央银行将利率控制在非常低的水平，似乎是为了配合人民币低估政策。2003 年之后，存款实际回报大幅下降，这一点表现尤为明显。当时，中国的经常账户盈余开始迅速增加，而这又是之前一到两年央行对外汇市场的干预力度加大，人民币开始出现大幅低估所导致的结果。

如果国内利率进一步自由化，中央银行维持低估的人民币汇率的成本就会大幅上升。这是因为，10 多年来，中国政府当局给中国人民银行设定了两个存在内在紧张的政策目标，即同时保持人民币低估和维持国内价格稳定。通过实施低存款利率政策，央行实际上缓解了这一两难困境。当央行干预外汇市场时，通过用人民币购买外汇，可以直接控制人民币的升值幅度。但是这样做却增加了国内货币供应量。在 2004 年至 2011 年，央行空前干预外汇市场的时间段内，如果没有央行采取的其他对冲操作，中国国内物价可能会成为一个非常严重的问题。但是实际上由于得到冲销，中国国内消费者物价指数在 2004 年至 2011 年期间仅年均增长 3%^{xxxiv}。

中国央行采取两种货币冲销政策，来对冲央行干预汇率导致的国内货币供应的增长。第一，央行向商业银行发行央行票据。商业银行购买央票发行的付息票据，从而渐少国内货币供应量^{xxxv}。第二，央行不断提高法定存款准备金要求。提高存款准备金比例，由于降低了商业银行增加贷款的能力，从而削弱了国内货币供应量。

在利率富有弹性的环境下，央行的冲销成本一般会伴随着央行对外汇市场干预政策的深度而上升。随着央票存量的上升，这些票据的投资者，预期央行最终将无法完全有效控制通货膨胀，因此在继续持有更大规模的央票时，会要求更高的利率。另一方面，央行通过将其持有的外汇储备投资到外币金融资产上所产生的收益率很可能会保持平稳。最终，当这些相反趋势进一步延伸时，央行在其外汇市场的这些操作就可能会亏损，即其支付给央行票据持有人的利息超过了其外汇储备投资所能挣到的收益。

而央行将利率控制在非常低的水平，可以使得央行最小化甚至避免以上所述的潜在亏损。在 2010 年年末，央票共有人民币 4 万亿元，其中绝大部分由商业银行所持有。2010 年央行支付的三月期和一年期央行票据的利率平均分别为 1.692% 和 2.136%^{xxxvi}。这些商业银行被占用的资金原本可以用于投资收益更高的项目，因此要求商业银行持有央票意味着很大规模的隐性税收。2010 年，商业银行贷款平均收益率为 6.11%，比其从央票中所能获得的收益率高出逾 4 个百分点^{xxxvii}。因此，在忽略这些贷款潜在风险的情况下（央行票据可以视为无风险票据），商业银行持有央票所产生的隐性税收约为 1700 亿元，约占 GDP 的 0.4%^{xxxviii}。

央行通过提高法定存款准备金比率来达到冲销目的，也给商业银行增加了隐性税收。2003 年 8 月份到 2010 年年末，中国人民银行将法定存款准备金比率提高了 12.5 个百分点，从当时的 12% 提高到 2010 年年末的 18.5%。2010 年，商业银行持有的存款平均约有 73.3 万亿元，12 个百分点的法定存款准备金率增幅意味着，相对于法定存款准备金比率不变的时候，商业银行不得不将额外 9.2 万亿元存款存放在央行。2002 年 2 月至 2008 年 10 月，央行支付给商业银行的准备金利率为 1.89%，2008 年 10 月之后则维持在 1.62%。与上述计算央行票据所产生的隐性税收的方法一致，我们可以计算得出商业银行因为不得不持有（更多的）法定存款准备金，所产生的隐性税收在 2010 年达到人民币 4500 亿元，约占 GDP 的 1%。

因此，不管是要求商业银行持有大量的央行票据，还是要求商业银行在央行存放大量法定存款准备金，总之极低的利率水平使得中央银行的冲销操作成本非常低廉。

尽管中国央行对外汇市场的干预，以及随之而生的冲销操作，给商业银行带来了很大的隐性税收，但中央银行也通过控制商业银行的存款利率，来补贴对商业银行的这一隐性税收。正如上文所述，商业银行对存款能够支付的最高利率是非常低的，在 2004 年至 2011 年期间，平均实际存款利率甚至为负。简言之，尽管官方并不这样表述，但是我们似乎可以看到商业银行还是乐意将其大量资金存放在中央银行（低收益的存款准备金），并持有央行发行的低收益票据，部分原因就是这一行为所带来的成本已经在其吸收低成本存款中被补偿了。中央银行设置较低的存款利率上限，以及贷款利率下限，这些都使得银行可以在其存贷款业务中获得较大的利差^{xxxix}。这一利差产生的收益足以弥补商业银子在法定存款准备金和央票上被央行所征收的隐性税收^{xl}。

2003 年以来中国央行保持低利率政策的一个密切相关的理由是想最小化所谓的海外热钱流入。考虑到中国最近几年外部盈余的迅速增长，海外的私人投资者广泛预期人民币将会升值，不管是通过央行调整名义汇率，还是国内出现相对于国外更高的通货膨胀。为了利用这一完全可以预期的机会，投资者非常乐意持有人民币标价的金融资产。这些投资者通过不同方式逃避中国对资本流入的管制。这些外国投资者期待可以获得的收益相等于人民币银行存款利息，以及他们进入中国投资和撤出投资之间的汇率升值之和。中国中央银行，通过将国内利率保持在一个很低的水平上，来减少这些投机行为的利润，以削弱这些资本流入的规模。2006 年，当时的中国人民银行副行长吴晓灵对此直言不讳：中国人民银行保持低利率水平，是为了维持国内利率和国外利率之间的负利差，但这也确实会带来风险，因为“这种低利率的状况容易形成资产的泡沫，这是我们当前非常关注和担心的问题”^{xli}。而最近，原中国人民银行货币政策委员会委员李稻葵重申了这一观点：“如果中国的利率水平太高，热钱将大量流入”^{xlii}。

因此中国中央银行有两个密切相关的理由可以将存款利率保持在非常低的水平。第一，低利率使得央行可以低成本地开展冲销操作，缓解两个不同政策目标之间的冲突。第二，低利率抑制投机性资本的流入，因此降低央行欲将外汇汇率维持在一个较低水平上时不得不购

买的外汇量，从而也降低了维持物价稳定所必须的冲销操作量。

还有另外的理由可以解释当局存款利率的上限和贷款利率的下限。中国政府当局，特别是财政部非常希望可以维持一个较大幅度的利差，以维持商业银行的盈利性。1990年代末，中国政府开始启动对中国最大的几家国有商业银行的一系列注资过程。到2005年，总注资规模达到4万亿美元^{xiii}。尽管这一系列注资过程的资金来源并不透明，但似乎中国人民银行和中国财政部分担了约85%的成本。事实上，国际战略投资者在这些国有大型商业银行正式上市之前，就购买了它们的股份。财政部和央行都希望使得这些大银行保持盈利，以使得它们的投入有利可图。由于中国的商业银行很少有中介费用收入，它们的盈利性主要依赖于它们的存贷款之间的利差。

财政部力保银行业的盈利性的兴趣近年逐渐增加，当然这主要是由于中国投资有限责任公司掌控了中央汇金公司，而中央汇金则拥有中国几家大型商业银行的大量股份。由中国财政部控制的中投公司，需要对由财政部在2007年为进一步重组金融系统而发行的1.55万亿特别国债支付利息。中投公司则依赖几家商业银行利润的分红来维持这些债务。利率市场化将降低银行盈利性，从而使得财政部自身为这些债务的利息承担责任，而将对财政收入造成额外负担^{xiv}。

中国四大商业银行之一中国银行的董事长肖钢明确表示，如果金融系统进一步实施利率市场化改革，利率就会提高。他强调利率市场化改革将降低银行利差，这意味着存款利率将会上升，而银行又无法完全将这些成本转嫁给其客户^{xv}。这等于直接承认央行通过对存款利率设置上限，贷款利率设置下限，是为了保持商业银行的盈利性。不过，肖钢仍支持利率的市场化改革，认为这是避免与负存款利率如影随形的金融资产泡沫的手段，也是增强中国银行业竞争力的前提之一，同时也可以深化中国资本市场改革，完善货币传导机制^{xvi}。

如果利率由市场力量决定，将导致实际借贷利率上升，肯定会超过最近几年以来的水平，因而将降低中国近年来高速增长的固定资产投资的增速。这有助于实现中国领导期待的渐少经济增长对投资的依赖。更富有弹性的利率也使得央行可以通过提高借贷利率来削弱投资泡沫，从而熨平宏观经济周期。而目前，政策当局仍部分依赖行政命令，来调控商业银行的信贷，很明显这一手段并不是很有效，因为银行和企业都可以通过各种手段进行规避。

考虑到更有弹性的汇率对经济增长再平衡的直接和间接贡献，那么最近几年中国的汇率政策发生了哪些变化呢？

2005年7月21日，中国启动汇率形成机制改革，结束了自1990年代中期就开始的事实上的盯住美元的汇率机制。这一新政策有多个维度。第一，中国央行立即对人民币与美元之间的双边汇率进行了重估，人民币汇率从8.28升值到8.11，升幅2.1%。第二，自此开始，人民币汇率的决定开始参考一篮子货币，而不是仅仅盯住美元。第三，这也是最重要的，中国央行宣称人民币汇率将会基于“市场供给和需要”而“更富有弹性”。

需要注意的重要一点是在中国人民银行在2005年年中宣布重启人民币汇率形成机制改革之时，人民币的实际有效汇率已经显著低估，低估的幅度也许达到20-25%^{xvii}。这一判断的形成是基于多种定量分析方法和基于过去人民币盯住美元的十多年历史的定性分析得到的。这十多年大体可以分为两个阶段。1994年年中，中国宣布废除汇率双轨制，形成一个单一汇率，并开始盯住美元，到2002年2月份，美元的实际有效汇率出现升值。因此此时人民币的实际有效汇率也平均每年升值3.5%^{xviii}。实际有效汇率的这一升值速度大体上与中国与其贸易伙伴在生产率增长上的差异相当。

在 1990 年代中期至 2001 年，人民币的实际有效汇率大体上处于均衡水平。有多个理由支持我们这一判断。首先，也许也是最重要的是，正如上文所述，在当时中国的经常账户盈余平均而言仅占 GDP 的 2%，也没有表现出明显的上升趋势。

第二，如上文所述，在 1994 年之前，中国实行的是汇率双轨制。有特权的进口商可以按照优惠价格购得外汇。其他人则只能在外汇调剂中心购买外汇。在外汇调剂中心，出口商往往是外汇的供给者^{xlix}。在 1993 年年末，人民币兑美元官方汇率为 5.8 人民币每美元，而外汇调剂中心的汇价则达到 8.7，两者之间巨大的差距说明人民币官方汇率出现严重高估。但是当中国人民银行在 1994 年 1 月 1 日将两个汇率并轨时，央行将官方汇率调整到现行调剂汇率的水平。这样当时的官方汇率可能就出现了一些低估，但是在其后的 18 个月内，并轨后的汇率逐渐升值到 8.3，并在 1997 年升值到 8.28，而在这一水平则差不多维持到 2005 年 7 月^l。

第三，在人民币汇率 1994 年 1 月并轨后，中国央行大幅减少了对经常账户交易的外汇管制。最终在 1996 年 12 月，中国正式接受国际货币基金组织第 VIII 章规定的义务，意味着中国实现了经常账户下的自由兑换，政府批准所有经常账户下的善意支付和转移的外汇需求^{li}。在实现经常账户可兑换之外，中国的经常账户余额也很小，但是这反映潜在进口商很难获得外汇，而不是汇率已经达到均衡水平。

然而，2002 年 2 月之后，美元开始显著贬值。由于人民币实际上是盯住美元的，因此人民币也背离了之前的均衡水平，开启贬值之路。根据国际清算银行的数据，到 2005 年年中中国央行重启汇率形成机制改革之时，人民币实际有效汇率已经贬值了 15%。而相对于其过去六七年还没升值的步伐，此时人民币低估的程度更为严重，估计有 20-25%^{lii}。

人民币低估也反映了中国自 2002 年开始出现的外部盈余的逐渐扩大，以及外汇储备的迅速积累。

自 2005 年 6 月到 2008 年年末，中国当局允许人民币实际有效汇率升值 25%。然而，此阶段中国的经常账户盈余依然迅速增加，2005-2008 年之间中国的经常账户盈余绝对量增加了两倍。经常账户盈余与 GDP 的比例在 2007 年和 2008 年分别达到 10.1% 和 9.1%，这在全球大型开放性经济体当中是绝无仅有的。

在人民币汇率开始迈上显著升值步伐之后，为何中国的外部盈余依然扩张迅速。这可能是由于：第一，一国汇率升值减少该国外部盈余，使其小于没有汇率升值时的情形，即如果人民币没有升值，也许中国的外部盈余会更高。但是这一局面的出现也会有几个季度的滞后。第二，如上所述，在 2005 年 7 月，人民币汇率并不是处于均衡水平，而是处于显著低估的水平。第三，人民币在 2005 年下半年出现 6% 的升幅，之后人民币的升值步伐就变得温和了。在 2006 年，人民币实际有效汇率实际上出现贬值，至到 2007 年上半年，仍然甚少改观。只是从 2007 年年末几个月一直到 2008 年年末，中国央行才允许人民币更快的升值步伐。

全球金融和经济危机期间，长达 15 个月内人民币重新盯住了美元，至到 2010 年 6 月才告结束。之后中国人民银行再度允许人民币对美元逐步升值，升值步伐犹如 2005 年 7 月到 2009 年 4 月时的升值步伐。到 2011 年 6 月，人民币对美元名义汇率升值了约 5%。但人民币的实际有效汇率在 2010 年 6 月至 2011 年 6 月期间却是贬值的。其实再往前的约一年半时间内，人民币实际有效汇率也是贬值的。

尽管 2010 年 12 月之前的两年时间里，人民币实际有效汇率出现贬值，但是中国的经常账户盈余与 GDP 的比例却自 2007 年的峰值 10.1% 下降到 2009 年的 5.2%，并在 2010 年和

2011年进一步下降到4%和2.8%。是什么原因造成了这一下降？是否中国的外部经济再平衡已经步上正途？若如此，中国的外部再平衡能够持续吗？中国政府的一些高级官员对这两个问题的答案都是肯定的。在2012年春中国政府与IMF的年度沟通会议上，中国政府官员强调“当前中国外汇市场已经接近均衡水平”、“人民币汇率目前已经接近均衡水平，或者最多略微低估”ⁱⁱⁱ，等等。IMF的报告认为中国目前正在进行的结构性改革、工资水平上升、以及人民币的汇率升值是中国“经常账户盈余迅猛下降”的主要原因。

然而，另一方面，IMF研究人员也预测中国经常账户盈余在中期内会上升到GDP的4%至4.5%的水平。IMF研究人员强调目前中国经常账户盈余大幅减少的原因当中，全球经济复苏乏力，中国的贸易条件恶化与人民币的升值至少一样重要。当这些周期性因素消退时，中国的外部失衡会重新上升。

一些独立研究结论支持了IMF研究人员的这一观点。William Cline分析认为由于通常而言，汇率变动和一国的外部均衡变动之间有两年左右的时滞，因此中国的经常账户盈余在GDP中的比例从2007年的10.1%下降到2010年的4%，可以解释为2005年-2008年人民币的实际汇率的显著升值（其中升值主要发生在2007年年末和2008年）^{iv}。而由于2008年年末至2011年年中，人民币实际上出现贬值趋势，因此他认为在中国的主要出口市场（主要是美国和欧洲）经济有所恢复时，中国的经常账户盈余很可能会再度上升。

五、结论

就中期而言，持续增加私人消费支出，是维持中国经济较快增长速度的关键。在欧洲经济持续疲软，美国经济仅能温和复苏的情况下，中国净出口不可能犹如其在21世纪头十年的中期那样支撑经济增长。而投资在GDP中的比重，特别是房地产投资必须明显下降，这是将中国重新拖回可持续增长路径的前提条件。继续重建中国社会保障网络，以减少中国居民的谨慎性储蓄，改革哪些曾经为制造业提供补贴的主要生产要素的定价机制，这两者也是实现中国经济增长再平衡的关键举措。但是，金融改革却是重中之重。进一步实现利率市场化，可以增加居民消费，减少居民储蓄率，从而减少中国经济的内部失衡。进一步改革人民币汇率形成机制，正如2012年前三季度所做的一样，增加市场力量在决定人民币汇率上的角色，则是另一个有助于实现中国再平衡的重要政策。

