

中国经济再平衡蓝图

尼古拉斯·拉迪和尼古拉斯·博斯特

尼古拉斯·拉迪 (Nicholas R. Lardy) 是彼得森国际经济研究安东尼·所罗门高级研究员。他于 2003 年 3 月从布鲁金斯学会加入彼得森研究所，1995 年至 2003 年间，他是布鲁金斯学会外交政策研究项目高级研究员。拉迪最新的著作是《中国经济增长，靠什么？》(2012 年)，《中国汇率政策的未来》(2009 年)，《中国的崛起：挑战和机遇》(2008 年)，和《中国：资产负债表》(2006 年)。尼古拉斯·博斯特 (Nicholas Borst) 于 2011 年加入彼得森国际经济研究所，是该机构的助理研究员以及中国项目主管。他的研究领域包括中国的金融体系、贸易政策和中美两国关系。博斯特同时是该机构中国博客——《中国经济观察》的编辑。他曾担任国际金融集团 (IFC) 和多边投资担保机构 (MIGA) 的顾问。

©彼得森国际经济研究所享有著作权。保留所有权利。

再平衡的必要性

过去几年里，中国最高领导层多次表示该国目前的经济模式“不协调、不稳定、不平衡和不可持续。”与之鲜明对比的是中国在过去 10 年的明显成就：高速的经济增长以及迈入中等收入国家的行列。那么，领导层的看法和数据之间割裂的原因是什么？中国的政策制定者正确评价了该国在过去 10 年的经济增长是基于过高的投资水平和对私人消费的系统性抑制。由此产生的资本密集型增长模式没有产生充分的消费和就业，相反，中国经济累积了重大失衡。

经济失衡累积越久，中国经济面临一次剧烈又痛苦矫正的风险就越大，因为过度投资导致了不可持续的资产泡沫和大量配置不当的资本。未来 10 年，中国需要一个不同的增长模式，以保持适度快速的的增长。因此，中国的政策制定者对经济的悲观看法，是合理认识到过去 10 年经济增长快速却不很健康。摆脱过去 10 年的投资过剩，使经济走上更可持续的路径增长，是经济再平衡的核心目标。

经济再平衡的任务可能需要习近平-李克强新政府的诸多精力和关注。经济再平衡包括各项基本经济政策的重大改变，例如放弃依然存在的价格管制和开放封闭的金融体系。经济再平衡也会导致从过去 10 年的经济赢家，即制造商和房地产开发商，向私人消费者和服务业的转移。一个更平衡的经济模式会实现更多可持续的经济增长，这也需要改变传统的经济决策模式。中国经济的政策制定者们必须减少公开的政府管制和干预，并且更从容地让市场机制引导规模日增的经济环节。尽管存在这些挑战，经济再平衡显然是可实现的，而且宜早不宜迟。

再平衡政策

再平衡像中国一样大的经济体是一项漫长而复杂的工作。幸运的是，政策方案相对明确。

中国经济失衡是由其中三个最基本的价格（利率、汇率和能源价格）扭曲而导致的。不健全的社会保障体系和高度的收入不平等加剧了这些失衡。中国经济再平衡政策应当着眼于让这些关键的价格更多地由市场决定，政府应当增加社会转移并为更加公平的收入分配而努力。大部分政策建议不是新提出的，并已在我们之前的工作中作了深入分析。但是，中国经济不断变化的实质改变了各项改革政策的相对重要性。具体而言，中国经常账户盈余的减少和外汇市场干预率的相应降低，使得汇率改革的重要性相较于利率改革已然下降。此外，中国披露的收入不平等的严重性，促使我们详细讨论收入不平等和经济再平衡之间的关系。

利率

利率反映了资金的成本，在近 10 年里，中国的利率始终被人为地维持在一个较低水平。中国人民银行设定储蓄和贷款的基准利率。央行在过去 10 年将利率固定在非常低的水平，作为维持人民币价格低估政策的一部分。如果国内利率进一步自由化，央行为保持一个被严重低估的汇率而造成的成本会大幅增加。干预外汇市场时，央行用国内货币大量购买外汇，增加了国内货币的供应量。

鉴于 2004 年至 2011 年间央行对外汇市场的空前干预，若其没有应对的货币政策，国内物价通胀将成为一个严重的问题。为了避免这个问题，央行通过提高各银行必须存在它那里的客户资金份额（所谓的存款准备金比例）和在相对小的范围内要求各银行购买央票，消除了这些货币供应增加中很大一部分的影响。央行对所需的储备和央票支付利息，但所定的利率远低于市场利率，从而对各银行征收了一笔隐性的税。为了保持银行盈利，并避免再次出现 20 世纪 90 年代末的不良贷款危机，中国人民银行设置了存款利率上限和贷款利率下限，实际上给了银行一个有保障的利润额。这一政策只不过将“消除影响”的成本转移给中国的普通家庭，自 2003 年开始，中国家庭所面临的实际存款利率，平均下来为负。

维持低利率的另一个动机是希望阻止更多热钱流入。先由人民币进一步升值的预期推动，而中国和世界其他国家之间利率相比的正差会鼓励更多的投机性资本流动。中国政府担心，再次发生导致泰国和亚洲其他国家经济不稳定并引发亚洲金融危机的外国资本流入。

由市场决定的利率会导致存款利率的上升，各银行不得不以贷款利率的形式将资金成本的一部分转移给借款人，而平均下来，矫正通胀影响之后的贷款利率要高出最近这几年的贷款利率。这将缩小资本收益率和银行贷款利率的差额，因此，有可能降低中国畸高的投资率，从而有利于政策制定者们降低中国依赖投资作为经济增长来源的目标。

更高的存款利率也将通过三个不同的渠道促进消费。首先，更高的存款利率直接转化为家庭更多的收入。第二，更高的存款利率可能会降低储蓄率。这一有悖常理的效果是由于减少储户收益的严重金融抑制而导致的（拉迪，2008）。因为中国家庭是目标储户，他们想为突发情况和开支存点资金，而较低的存款利率实际上会导致家庭存款率更高（纳巴，2011）。最后，更高的贷款利率，导致资本密集型的经济发展减缓，结果创造了更多就业，促进了家庭收入，最终，提高了家庭消费水平（图 1）。

图1 更高实际存款利率与家庭消费的关系



来源：作者整理

利率自由化的进展一直很缓慢而且不顺畅。银行贷款利率已经在很大程度上自由化了，而存款利率始终由人民银行严格控制。存款利率自由化将导致更高的贷款利率，因为各银行将上升的资本成本转移给借款人。有人担心，提高利率可能危及中国的企业部门，目前企业部门的负债相当于 GDP 的 100%。因此，存款利率应该分几年逐渐开放，假定从中期和长期存款开始，再到活期存款，给企业和银行时间来适应由市场决定利率的环境。目前，许多快速增长的私营企业被迫通过非正规渠道融资，因为银行不愿意向他们提供贷款。利率自由化实际上可以降低这些企业的借款成本，因为银行更有激励贷款给他们。但是，提高利率可能将一些低效率的企业挤出市场。只要循序渐进并予以控制，破产增多实际上是健康的。各银行目前背负着大量的“需要关注贷款”（special mention loans），由于银行已被迫提供新的资金，所以这些贷款往往尚未违约。银行要向储户支付更高的由市场决定的存款利率并且不破产，剥离这些成为银行重负的贷款是必要的一步。

日本提供了一个通过缩小资本收益率和银行贷款利率的差额实现再平衡的先例。日本央行的福本智之和武藤敏郎（2011）确认了减少金融扭曲是日本经济再平衡背后的主要因素之一。在 20 世纪 70 年代之前，日本的银行贷款利率显著低于资本收益率。这自然地大量投资和失衡的增长路径提供了重要激励。在 20 世纪 70 年代，各种因素，从速度放缓的城市化到从紧的货币政策，缩小了资本收益率与银行贷款利率之间的差额。而 80 年代的金融改革使得贷款利率进一步与市场基本因素吻合。资本收益率和银行贷款利率差距缩小，降低了企业进行大量投资的积极性，随后经济增长以更为平衡的方式发展。差不多 70 年代整个后半段和 80 年代，日本 GDP 增长持续强劲。如果导致低估资本的金融扭曲减少，类似的结果很可能发生在中国。

汇率

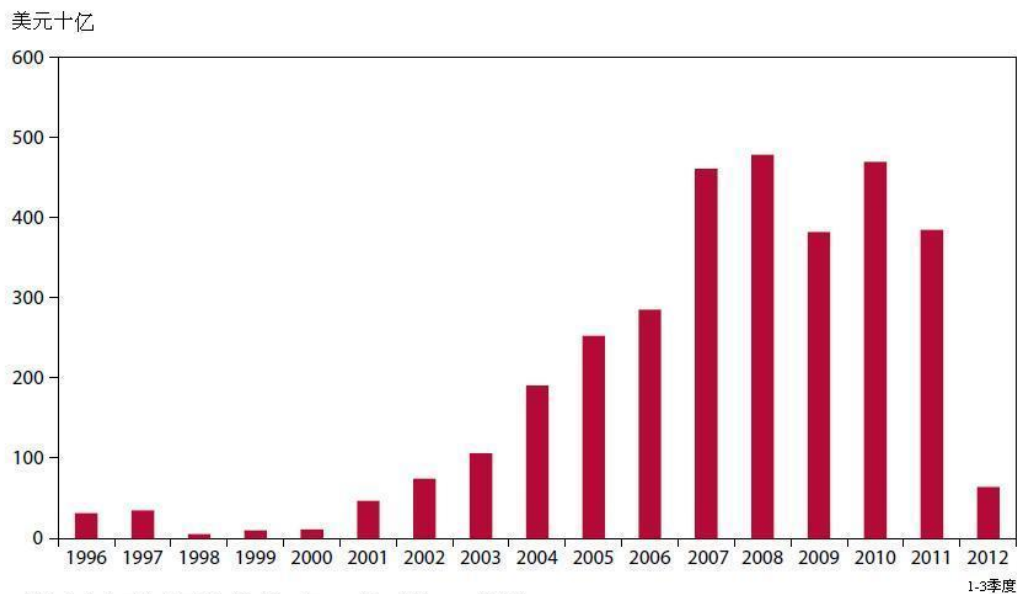
虽然中国的经常账户盈余从 2007-08 年的最高峰以来有着显著下降，但其数额仍然较大。

因此，鉴于中国持续巨大的经常账户顺差，一个更加立足市场的人民币汇率几乎肯定会导致人民币升值。这将从两方面有助于经济再平衡。首先，通过出口成本提高和进口成本下降，货币升值将减少出口，增加进口，削减中国大量的全球性外部盈余。在国内方面，人民币升值将会降低经济中出口导向型制造业相对于服务业收益的盈利能力，而服务业自 2002 年以来一直发展缓慢。其次，更灵活的人民币价格意味着外汇市场干预的减少，是对利率自由化的一个额外好处。

自 1994 年以来，人民币一直与美元挂钩。这项政策在 20 世纪 90 年代后半期，美元升值期间，运行良好。由于人民币与美元挂钩，人民币对中国贸易伙伴的各货币，平均而言也升值。相较于贸易伙伴的平均值，人民币这一升值大致抵消了中国生产率的高增长。因此，以经常账户来衡量中国的外部盈余，是适度的，1995 年和 1999 年之间每年平均为 1.9%。

2001 年 2 月开始，美元开始持续贬值（拉迪，2012，第 94-106 页）。中国当局似乎未足够重视美元贬值，并没有改变中国人民银行人民币兑美元面值维持在 8.28 的任务。其结果是，人民币对其他贸易伙伴的货币开始不断贬值，中国的贸易盈余开始持续上升。因此，央行被迫不断扩大对外汇市场的干预，以维持人民币被低估的币值。即使在 2005 年 7 月中国政府改变货币政策，允许一次性升值 2.1% 并引入了严格管理的浮动汇率制度之后，中国的外部盈余仍然继续扩大。

图2 1996年至2012年1-3季度外汇干预



当时，一些经济学家认为，这表明，中国的贸易余额对人民币币值的变化不是很敏感。现实是，中国的贸易顺差占 GDP 的比重不断扩大，有两个原因。首先，如果 1994 年至 2000 年人民币对中国贸易伙伴各货币均值的升值幅度能够维持，人民币币值就会高企，2005 年年中的币值相较于这一高位就显著低估。第二，鉴于 2005 年年中出现的低估程度，初始升

值 2.1% 和随后的适度升值步伐未能减缓之后 2006 年和 2007 年外部盈余的增长。2008 年秋和 2010 年夏之间，考虑到全球金融危机，中国重新将其货币与美元挂钩，逐步升值再次被抛弃。如图 2 所示，这一系列政策导致 21 世纪头 10 年外汇储备快速累积，到 2011 年总积累超过 3 万亿美元。

2012 年，中国经常账户盈余占 GDP 的比重从 2007 年高峰时的 10.1% 大幅下降到 2.6%。¹ 外部盈余的这一下降可能是 2005 年 6 月以来实际有效汇率上升了 30% 和中国主要的出口市场，特别是欧洲，经济持续疲软造成的。而经常账户盈余的这一下降，部分说明了央行在 2012 年的前 3 个季度大量减少中国外汇市场干预的能力。相比 2007 年至 2011 年间平均每年的 \$4350 亿美元，央行在 2012 年的前 3 个季度，对外汇市场的干预快速下降至仅有 \$640 亿美元。此外，2012 年间，人民币价值有个重要的双向运动，并在某些情况下，央行似乎正通过出售外汇以阻止人民币贬值过快来干预市场。因此，在 2012 年，人民币价值越来越多地表现出由市场上的供给和需求决定。

然而，有几个理由认为中国人民银行的重大干预可能还未成为历史。2011 年下半年，中国经济放缓和欧洲债务危机引起的经济担忧对汇率施加了下行压力，减少了干预的需要。这些顾虑已经消退，因而对汇率的上行压力开始回归。与这些顾虑有关的是，2011 年底和 2012 年初，国内银行的外币存款开始日益迅速增加，因为中国企业觉得没有必要立即将海外收入换成人民币。2011 年第 3 季度和 2012 年第 2 季度之间，外币存款增加了 58%（1490 亿美元），极大减少了央行进行干预的必要性。但在 2012 年下半年，中国银行系统外币存款的累积突然停止，因为企业认为人民币贬值的机会不是很大。

考虑到这些因素，断言人民币价值现在或多或少处于平衡状态，可能为时过早。事实上，根据威廉·R·克莱因和约翰·威廉姆森（2012）最新的基本要素均衡汇率分析，尽管中国的外部盈余下降，人民币仍然有些被低估。此外，假如受到控制的人民币升值幅度在未来没有跟上中国生产力迅速增长的步伐，这一低估程度可能会加深。如果对外汇市场的干预率逐步停止，从而主要让市场力量来决定人民币价值，这一问题是可以避免的。

能源价格

必须纠正的第三个价格扭曲是能源价格。电力、汽油和其他液体燃料的价格控制形成了中国工业部门的一个隐性补贴，而该部门消耗了三分之二的能源生产量。这种补贴导致了以服务部门为代价的资本更为密集型的增长。取消这些补贴，将有助于停止对资本过度密集型增长模式的激励，而随着劳动更加密集型的服务部门加速发展，将逐步提高工资占 GDP 的比重。

汽油和其他液体燃料的价格扭曲，其形式是国家发展和改革委员会（“国家发改委”）关于原油的价格形成机制。当价格发生的变化大于 4%，且持续 22 个工作日时，现有的机制就会调整国内原油价格。在基础层面上，以这样的机制来调整价格是合理的，而不是任其受

¹ 中华人民共和国国家外汇管理局，“国家外汇管理局有关部门负责人就 2012 年我国国际收支状况答记者问”，2013 年，www.safe.gov.cn（2013 年 2 月 1 日访问）。

制于全球石油市场剧烈的价格波动。然而，问题源于国家发改委限制将原油价格变化转移给成品油价格。当原油价格低于每桶 80 美元时，有一个完全转移，包括决定资本收益率的利润率。然而，当原油价格在每桶 80 美元以上时，完全转移被放弃，以致降低了中国炼油企业的利润率。而当原油价格上升到每桶 130 美元以上时，零售价格有了上限（即没有成本转移）。由于这些限制的结果，大型国有石油企业的炼油业务，在原油价格很高时，就处在亏损状态下经营。2007 年、2008 年、2011 年和 2012 年上半年，中石化和中石油公布了炼油业务的亏损。²³这些亏损正好与较长时间内超过 80 美元临界值的原油价格同时发生。此外，不充分的成本转移问题仍将持续，因为石油分析师普遍预测，全球原油价格于未来 12 个月内将维持在 100 美元以上。⁴

电力行业也存在价格扭曲。如果煤炭价格 6 个月间上涨了 5% 以上，国家发改委的定价机制提高了向电力生产者支付的价格。然而，就像原油一样，煤炭价格暴涨时，国家发改委往往不愿意相应地提高由用电户支付的电力价格。⁵即使电力生产者获准向电网收取更高的价格，电网将上升的成本转移到终端消费者的能力是受到限制的。2007 年、2008 年、2010 年和 2011 年煤炭价格上升时，国家发改委未能充分上调电价以抵消投资成本的上升，导致火力发电企业利润的下降。例如，2011 年，装机容量占近一半左右的五大火力发电企业报告称，发电业务总亏损为 151 亿人民币（中国国家电力监管委员会，2011）。这一亏损表现为对用电户的直接补贴，而实际的补贴远远更大，因为这些电力企业运行的资产回报率接近于零。即使有来自国家补贴和其他业务部门的利润，“五大”电力生产集团的利润只有 185 亿元人民币，资产回报率仅为 0.61%。这些大型国有企业所赚取的低资产回报率成为向工业部门的一个间接补贴，而工业部门整整消耗了中国电力生产总量的四分之三。即使以 5% 的资产回报率为标准（对于像中国这样一个高速增长的经济体已经保守），将意味着这些电力公司在 2011 年向其终端用户少收了 1334 亿元人民币。如果将小型电力生产企业包含在内，这个数字可能会更大。

对于电力和液体燃料，中央政府一直不愿意将增加的成本全部转移，取而代之的是将损失或低收益率强加给国有企业。这使得能源密集型产业，主要是制造商，比服务业更为有利

² 中国石油化工股份有限公司，美国证券交易委员会，表格 20-f，2011 年，参见 http://english.sinopec.com/download_center/reports/2011/20120426/download/Sinopec2011-20F.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）；《2012 年中期年度报告》，参见 http://english.sinopec.com/download_center/reports/2012/20121129/download/2012082719.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）。

³ 中国石油天然气集团公司，《2007 年度报告》，参见 www.petrochina.com.cn/resource/EngPdf/xwygg/ew_20090415_annual_report.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）；《2008 年度报告》，参见 www.petrochina.com.cn/Ptr/Investor_Relations/Periodic_Reports/Annual_Report/2007en.htm（2012 年 12 月 18 日访问）；《2011 年度报告》，参见 www.petrochina.com.cn/Resource/Petrochina/img/2012bg/2011Indbg_en.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）；《2012 半年度报告》，参见 www.petrochina.com.cn/Resource/pdf/xwygg/2012interimreportEn.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）。

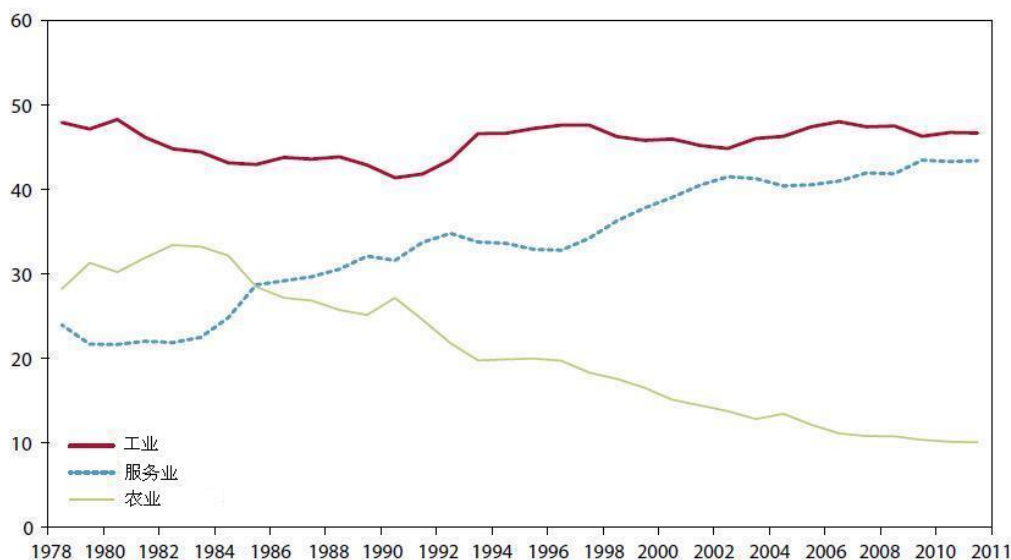
⁴ 哈维尔·布拉斯（Javier Blas），“页岩革命不会削弱 100 美元的石油价格，”《金融时报》，2013 年 1 月 1 日，参见 www.ft.com/intl/cms/s/0/7680572a-5030-11e2-a231-00144feab49a.html。

⁵ 煤炭和电力价格管制改革似乎取得了一些进展。2012 年底，政府公布了一系列措施，减少合同煤价的控制程度，增加协定电价中成本转移的力度。这些改革最终的效果将取决于它们如何实施到位。过去在这一领域的改革努力是不充分的。

可图，导致对制造业和工业投资的比重上升，对服务业的投资比重下降。在 20 世纪 80 年代和 90 年代，中国的服务业增长迅速，其所占 GDP 的比重平均每年上升 1 个百分点，到 2002 年时达 41.5%（图 3）。由于 2003 年出现严重的金融压抑和其他扭曲，服务业处于停滞状态，在 2002 年和 2011 年间增长不到 2 个百分点。中国的服务业占经济的比重较其他新兴市场典型的表现低整整 10 个百分点。能源价格扭曲导致了资本更加密集型的增长路径，其资本回报以劳动力成本为代价，导致了工资占 GDP 的比重下降。这种扭曲降低了消费水平并加剧了收入不平等。

图3 1978年-2011年GDP的构成

占GDP的比重



来源：中华人民共和国国家统计局，ISI新兴市场CEIC数据库。

社会转移和收入再分配

解决中国经济失衡的努力，可以通过更注重社会转移和再分配来加快，社会转移和再分配会降低储蓄率，把钱交到那些最可能消费的人手里。首先，中国政府需要继续建设社会保障体系，以减少家庭的预防性储蓄。社会保障体系的缺乏，促使家庭存储大笔金钱以应付突发状况。一个更稳健的社会保障体系会减少预防性储蓄的必要性，降低家庭储蓄率，并增加私人消费。

中国政府已经宣布，到 2020 年建立一个全面的养老和医疗服务体系，这包括向农村和外来务工人员输送更多的福利，以及提高整个工薪阶层福利的可转移性。虽然，最近农村的社会养老和医疗保险计划具有较高的参与率，但迄今为止所提供的福利还是相当低的。事实上，中国在卫生、养老和其他形式的社会保障上的花费只占其 GDP 的 5.7%，没有达到相似发展水平国家通常水平的一半（IMF，2012）。通过对家庭增收费用和税款进行融资来建设社会保障体系，不会显著改变消费模式。相反，这一融资的相当大份额应该要求国有企

业上缴更多的分红并把这些资金用于养老和医疗保险体系来实现。2011 年，中央国有企业的纯利润为 1 万多亿人民币，但是，仅有 823 亿元人民币用来进行国有资本经营预算（中华人民共和国财政部，2012）。更糟的是，大部分上缴的分红被再次用于重组表现不佳的国有企业和其他补贴，而不是用于中国人民的福利。提高上缴分红的要求并将这些资金用于社会保障体系将有助于减少经济失衡。

除了构建社会保障体系，解决中国收入不平等的剧烈程度将有助于降低储蓄率。官方基尼系数⁶差不多十年没有发布，因为国家统计局忙于协调农村和城市地区的收入计算。2013 年，官方公布了经修订的追溯至 2003 年的年度基尼系数。新数据显示，虽有胡锦涛-温家宝政府的平民主义，过去 10 年间的收入不平等始终厉害。在此期间，基尼系数在 0.47 和 0.49 之间徘徊，这意味着中国的收入不平等比俄罗斯和美国糟糕，而与尼日利亚和墨西哥基本持平。

西南财经大学在《中国家庭金融调查报告》（CHFS）中所做的创造性调查工作显示，中国的收入差距可能要高于官方统计。如果这一调查的结果是准确的，那么 2010 年中国实际的基尼系数为 0.61，这使中国成为世界上最不平等的国家之一。⁷调查发现，中国前 5% 的家庭占总储蓄的 62%。而后 55% 的家庭有很少或者根本没有储蓄。与之完全相反的国家统计局的统计数据 displays，即使是城镇中等收入的家庭，其储蓄也为家庭收入的 20%。⁸根据 CHFS，处于收入分布 90% 以上分位数的家庭，其平均储蓄率为 61%，而处于收入分布 95% 以上分位数的家庭，其平均储蓄率为 69%。

即使人们不接受 CHFS 中所显示的收入不平等的极端程度，但现实依然是高收入群体占据总储蓄中的极大比例。社会保障体系的改进不太可能显著改变这些高收入群体的储蓄行为，因为他们不依赖于社会保障体系。另一方面，低收入群体有较高的边际消费倾向，因此，政府的政策也必须集中精力通过进一步降低收费和增加直接的社会转移来提高他们的收入。

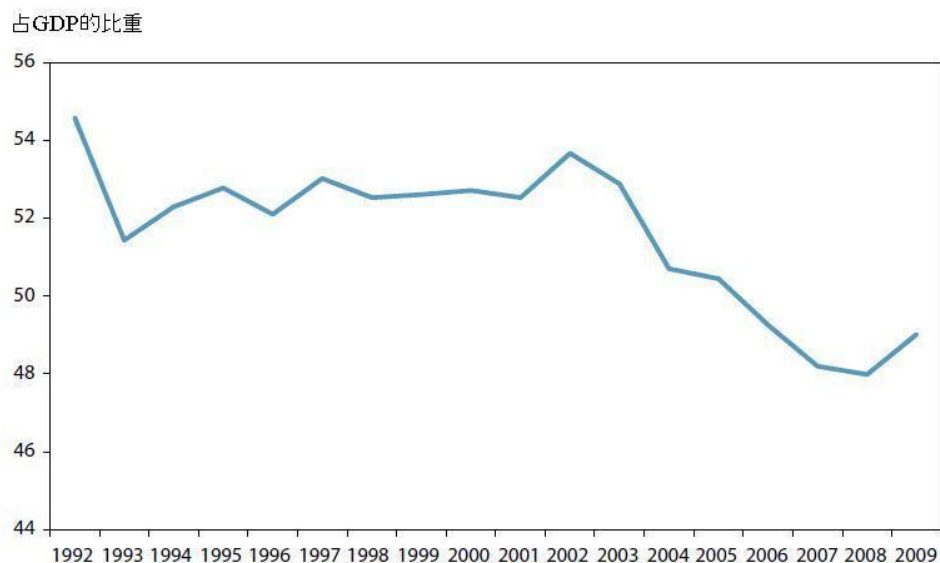
减少不平等最有效的方法是采取一个更加立足市场的利率、汇率和能源价格，这将有助于提高工资所占 GDP 的比重，从而减少过去 10 年使资本所有者受益和不平等加剧的巨大得利。图 4 显示了 2003 年出现严重的经济扭曲之后，工资所占 GDP 的比重大幅下降。更平衡的经济增长模式应该有助于工资所占 GDP 的比重恢复到新兴市场更典型的水平，约为 55%。此外，政府应当增加中国税收的累进性，现在中国太过依赖于间接的从而累退的征税。最后，进一步改革户籍制度，以减少农村和城市地区之间的不平等和改善农民工的生活水平。

⁶ 通常用于测量收入不平等，基尼系数的数值介于 0（完全平等）和 1（完全不平等）。

⁷ 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心，《中国家庭收入差距的报告》，2013 年，参见 <http://chfs.swufe.edu.cn/upload/shourubupingdeng.pdf>（2013 年 1 月 31 日访问）。

⁸ 中国国家统计局，《中国统计年鉴-2012 年》，北京：中国统计出版社。

图4 1992年-2009年工资占GDP的比重



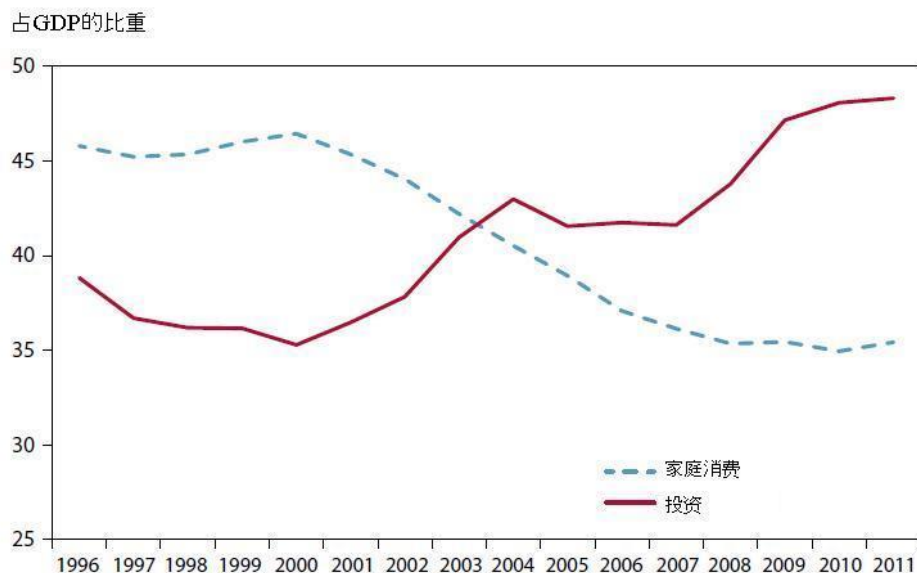
来源：中华人民共和国国家统计局，ISI新兴市场CEIC数据库。

经济再平衡的核心是消除起初将经济推往失衡方向的扭曲。这些扭曲是基础价格、汇率、利率和能源价格的错位。社会保障体系不完善和收入极端不平等也是中国家庭储蓄率极高的重要因素。让这些价格归位，同时提高社会转移和采取其他政策以改善收入分配，将促进消费，形成未来更可持续的经济增长来源。

经济再平衡的规模

为使中国走更可持续的增长之路，作为GDP一部分的投资，尤其住宅类房地产投资，必须开始大幅下降。长期地将40%多的GDP用于有成效的投资，对于任何一个国家均不可能。从2003年以来，中国的投资每年都超过了这个临界值，在2011年达到了48%的高峰（图5）。由于投资的增长必须放缓，为维持中国合理快速的中期经济增长，GDP中所占的私人消费开支，相对于当前低迷的水平，必须增加。虽然，净出口在过去推动了经济增长，但它不可能再像21世纪头10年的中期一样贡献那么多的增长。短期内，欧洲经济持续的疲软和美国经济缓慢的复苏，出口增长将不温不火。从长远来看，中国对进口能源的依赖日益加重会减少净出口。考虑到这些因素，中国经济需要多大规模的再平衡才能建立一个更可持续的基础，以及实现这种再平衡的速度可以多快？

图5 1996年至2011年家庭消费和投资占GDP的比重



来源：中华人民共和国国家统计局，ISI新兴市场CEIC数据库。

经济再平衡目标

2011年，中国的投资占GDP的48%，力度过大。国际货币基金组织（IMF）新近的一项研究得出结论，将投资占GDP的比重减少10个百分点，可使中国经济回归到与基本面一致（李一衡、司马喆、刘雪燕，2012年）。这意味着，为了朝更平衡的经济结构迈进，中国应采取行动将投资所占GDP的比重下降到百分之三十几的水平。一个合理的目标是让投资所占GDP的比重接近于2002年的38%。出现严重的金融抑制之前正是2002年，严重的金融抑制加剧了中国的经济失衡。相较于亚洲其他国家和地区的经验，这一投资水平依然比较高。日本、韩国、泰国和台湾，其投资所占GDP的比重在下降之前的峰值，简要而言，分别为39%、40%、43%和39%。然而，有充分的理由认为，即使在再平衡之后，中国的投资仍然可以保持相对较高的水平。如果快速城市化在未来几十年继续保持，以及户籍制度的改革使得农民工完全成为城市居民，在中国城市继续兴建基础设施同时，相对较高的占GDP比重35%至40%的投资是可以持续的。

如果扭转现有的失衡是保持合理快速的中期经济增长的前提，那么这种扭转的最优速度为多少？就像所建议的那样，再平衡政策将减少并最终消除扭曲，这些扭曲以工资为代价偏向利润，以服务业为代价偏向制造业，以内地为代价偏向沿海地区。快速消除这些扭曲的成本可能很高，因为把劳动、资本和生产要素引向新部门会有摩擦。因此，如果通过在边际上重新分配生产要素，例如，引导服务业的增长速度超过制造业，而不是将制造业现有的生产要素投入到服务业来减少失衡，对经济增长造成的破坏，可能要小些。

鉴于中国巨大失衡是在过去10年的过程中积累的，因此，利用差不多的时间框架来消除经

济失衡，而不对经济增长造成重大破坏，这一预期看来是合理的。投资占 GDP 的比重 10 个百分点的调整，意味着每年的结构调整 1 个百分点。过度投资的总体趋势中存在的具 体失衡也必须得到解决。具体来说，作为 GDP 一部分的住宅类房地产投资，需要下降，以 减少房地产泡沫的风险。2011 年时，城市住宅类类房地产投资达到 GDP 的 9.4%，这一水 平高得离谱且难以持久。对于像中国一样快速城市化的发展中国家，一个更可持续的水平 是 GDP 的 7% 左右。⁹

在以下段落中，我们初步描绘了我们认为可行的一个再平衡方案。这一方案，首先假定中 国领导层将保持合理快速的实际经济增长——每年增长 7.5%——放在首位，并且假定领导 层希望将投资占 GDP 的整个比重下降到一个更可持续的 38%，包括将房地产投资下降到 GDP 的 7%。¹⁰根据这些假设，投资的增长将不得不从过去 10 年间平均每年实际增长 13.9% 回落到今后几年的 8%，在 10 年调整期内的最后几年只为 3%。城市住宅类房地产增长的步 伐在 2019 年至 2022 年间也将明显放慢至 3%，以满足占 GDP 7% 的目标。

如果没有其他领域的相反政策来刺激经济增长，投资增长的下降必然会减少 GDP 增长。此 外，也可能产生一个拖累消费的次效应，因为投资依赖型产业的增长放慢会降低工资增长 和就业。防止 GDP 增长的急剧下降，同时还实现经济再平衡，唯一的方法是抵消性的消费 增长。然而，家庭消费增长速度的提高不会是自动的。在投资下降拖累消费的背景下，为 刺激消费增长，决策者们将不得不大力推行刺激消费的议程，其核心是放开利率、减少汇 率干预、减少能源补贴以及增加社会转移和减少收入不平等。

关键的问题就变成了，为实现 GDP 增长 7.5% 的目标，所需的消费增长速度是多少，而且 这是可以实现吗？如图 6 和表 1 所示，消费支出的增长速度（私人 and 政府）将不得不在 10 期间内逐渐提高，在最后几年达到每年 10% 的速度。¹¹就整个期间而言，矫正通胀影响之后的 消费支出平均每年将不得不增长 9.7%，或者是比实际 GDP 增长速度快 2.2%。

相比之前的增长趋势，这一变化是什么？在 2007 年至 2011 年的 5 年间，实际 GDP 增长平 均每年为 10.5%，而实际消费支出及其所包含的私人消费开支分别增长 9.7% 和 9.5%。这意 味着，为实现上述所列的目标，相对于 GDP，消费增长的变动约为 3 个百分点。

⁹ 中国住宅类房地产投资可持续的长期水平有相当大的不确定性。目前的水平为 9.4%（房地产开发商的投资）， 比台湾快速发展和城市化期间的住宅类房地产投资的最高水平高出两倍多。研究公司龙洲经讯（Dragonomics） 估计，中国的城市住房建设的可持续增长，在未来 10 年，每年约 10 亿平方米（甘同睦和咬丽蕾，2012）。西南 财经大学的甘犁（2012）估计，未来 5 年，城镇住房的增量需求每年约为 580 万个单位。相对于目前的住宅建 造规模，两方预测均表明，中国建造的住房过剩（进一步而言，住宅投资过度）。这些数字所隐含的可持续投资 范围在 4.7% 和 7.8% 之间。假定预期继续的城市化和翻新现有住宅，我们估计的 7% 虽然偏高但却合理。

¹⁰ 7.5% 的 GDP 年增长是 2012 年的官方目标，并且报告表明，这也是 2013 年的目标。这个数字略高于第 12 个 五年计划设定的 7%。类似的前瞻性分析是马丁·沃尔夫（Martin Wolf）进行的“中国经济如何再平衡”，《金融 时报》，2012 年 4 月 3 日，参见 www.ft.com/intl/cms/s/0/6d5d71c2-7cb0-11e1-8a27-00144feab49a.html#axzz2IoF1vV4h。沃尔夫预设了目标 7% 的 GDP 增长速度和目标 9% 的消费增长速度。他的结论是，投资增长放 缓，没有刺激消费的重大改革，这些目标是无法实现的。

¹¹ 假定政府消费与家庭消费的增长速度相同，是基于社会保障体系持续建设需要增加政府消费的预期。政府终 端消费支出包括关于公共产品和服务的支出，以及从政府到家庭的如医疗保健、住房以及教育等各类服务形式 的社会转移。

图6 2013年-2022年经济再平衡方案



来源: 作者的计算

表 1 经济再平衡目标

条件	2013年-2022年 年平均增长率 (百分比)
目标 GDP	7.50
目标净出口	1.70
目标投资 (不包括城市住宅类房地产投资)	5.10
目标城市住宅类房地产投资	4.20
所需消费 ^a	9.70

a. 所需消费是消费在此期间必须逐步增长的速度, 以实现所预期的 GDP 增长 7.5%。

来源: 作者计算。

中国的政策制定者可能会被重新吸引到外部需求, 以作为保持增长的一个途径。但是, 正如已经指出的那样, 净出口在经济再平衡的过程中不可能为中国提供太多缓冲。如果中国继续让市场力量在决定汇率时发挥更大的作用, 即使中国的主要市场重启了更多常规增长, 净出口对中国经济增长的贡献是可以忽略不计的。因此, 上文所述的再平衡方案, 假设净出口在未来 10 年内的增长很温和。净出口对消费和投资有次级效应, 但这些是很难预测的, 而且可能不会对经济再平衡的总体步伐有太大的影响。所有这一切都意味着, 在经济再平衡期间, 新的增长点将不得不得来自国内消费需求的增加, 而不是出口增长。

经济再平衡可以比上述 10 年框架更快地实现吗? 许多经济学家认为, 快速消除这些失衡是可取的, 因为这些失衡有引发经济危机的潜在性。此外, 许多人认为, 中国需要保持较高的增长速度以确保社会稳定。加速消除这些失衡的问题在于, 也许在 5 年内, 需要对投资

增长进行一个突然的矫正。假定一种情境，为使 GDP 增长 10.7%，同时将投资占 GDP 的比重下降到 38%，投资增长必须立即下降到 6%，而消费增长必须提高到 15.5%。为了在 5 年内实现再平衡，即使决策者接受一个更温和的 GDP 增长目标——7.5%，投资增长仍然需要下降到低的个位百分数，而消费继续以 12% 增长。不考虑政策变化，面对一个投资急剧下降的重大拖累，消费增长快到这样的程度，是不可能的。另一些人可能会争辩说，鉴于中国转型的困难度，一个更缓和的再平衡路径于中国是理想的。但是，太过缓和的转型会使中国在很长一段不安的时间内面临需要突然矫正的风险。中国领导人在描述经济再平衡的需要时所表现的紧迫感是有道理的。10 年时间来再平衡经济是在过于雄心勃勃的 5 年转型和超过 10 年的漫长转型之间的一个很好折衷。

一个可以实现的目标？

乍一看，我们假设的再平衡方案中为消费和投资增长所设的目标似乎难以实现。中国从过高的工业增长模式转向服务业更快增长，难免会出现一些混乱。经常产生的一个忧虑是，这种转变会导致就业和工资错位，对任何加速私人消费增长的前景产生破坏。一种误解是，在创造大量高薪就业岗位时，服务业不如制造业。事实正好相反。对于每单位产出或资金投入，服务业比资本更密集的工业部门，平均而言创造更高的就业水平。此外，2011 年，制造业的平均工资为 36,665 人民币，而服务业平均工资为 46,720 人民币。因此没有制造业工资溢价，所以更侧重于服务部门的就业增长会使得工资占 GDP 的比重上升而非下降。¹²任何大的变化，会产生一定范围的混乱。然而，用 10 年时间来再平衡经济是渐进的，能让制造业继续增长，尽管速度较慢。原来被吸收到制造业的新劳动力会在不断增长的服务业找到工作。

另一个经常出现的忧虑是，消费增长是否能快到足以抵消下降的投资。一些经济学家认为，消费增长比过去 10 年间所被观察到的速度要快，是不可能的。¹³由于投资放缓，消费必定会随之被拖累。因此，只有在 GDP 增长急速减缓时，才能实现经济再平衡。这一预测可能因为几个原因而不适用于中国。首先，消费增长远远比许多经济学家认为的要快，过去 10 年实际最终消费支出每年平均增长 8.5%，2007 年以来实际家庭消费每年平均增长 9.5%（巴奈特、密尔维达和纳巴，2012）。尽管存在抑制消费的系统性政策扭曲，消费仍然获得了快速增长。因此，有充分的理由相信，如果政策制定者出台刺激消费的改革，消费可以增长得更快。

第二，台湾的例子表明，在 GDP 快速增长时，消费增长超过 GDP 的增长速度，是可能的。虽然鉴于中国的规模和经济失衡程度，没有一个可以完美相比较的经济体，但是从 20 世纪 80 年代中期开始后 10 年间，台湾实现了相当程度的经济再平衡，这表明对于中国，一样操作也是可能的。

¹² 非正规劳动力是本分析所关注的一个领域。非正规劳动力比正规劳动力的工资可能更低。此外，制造业和服务业都存在非正规劳动力，而在服务业非正规劳动力可能更普遍。这可能降低服务业的平均工资。由于非正规劳动力本身的性质，其数据质量不一，所以准确的分析是困难的。

¹³ “拉迪对佩蒂斯——中国经济未来辩论，”《华尔街日报》—《中国实时报》，2012 年 11 月 2 日，参见 <http://blogs.wsj.com/chinarealtime/2012/11/02/lardy-vs-pettis-debating-chinas-economic-future>（2012 年 12 月 28 日访问）。

图7 1951年-2011年台湾的家庭消费和投资占GDP的比重



来源: 中华民国统计资讯网

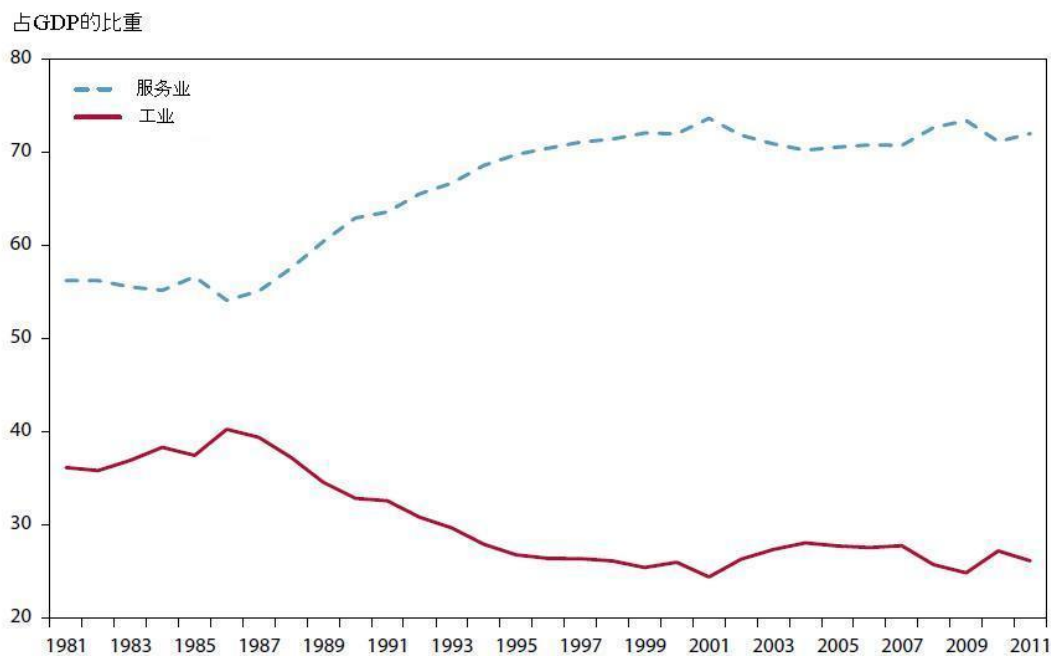
如图 7 所示, 在其发展初期, 台湾的增长模式相对失衡, 家庭消费占 GDP 的比重从 20 世纪 50 年代初的 75% 不断下跌到 1986 年的 47%。台湾经济再平衡始于 20 世纪 80 年代中后期。在此期间, 台湾经济再平衡的基本推动力是比 GDP 增长要快的私人消费的增长。这是通过改变该地区增长模式的几个重要的经济改革而实现的。在接下来的 20 年里, 家庭消费占 GDP 的比重恢复到 60%。在经济再平衡中的第一个 10 年 (1987 年至 1996 年), 私人消费开支的实际增长每年平均为 9.1%, 而实际 GDP 增长的速度为 7.5%。两者相差 1.6 个百分点, 与中国为保持经济较快增长的 2.2 个百分点目标相接近。

诚然, 在此期间, 台湾的投资继续快速增长。实际投资增长为 10.1%。¹⁴但是, 由于投资增长的基数小于家庭消费, 投资占 GDP 的比重保持相对稳定, 从第一个 10 年初期起的 22% 增长到了尾期的 24%。在这方面, 对于中国而言, 经济再平衡是一个更为艰巨的任务, 因为要实现经济再平衡, 中国投资的增长相较于之前的速度必须放缓。

台湾经济出现再平衡期的一系列政策, 其极大部分与本政策简报中建议中国的多个政策相重叠。首先, 台湾允许其货币实质上更多地由市场决定。20 世纪 70 年代末, 台湾实施了更自由的汇率制度, 在 80 年代中期其货币经历了兑美元升值 30% (米勒, 2012)。此外, 在 20 世纪 80 年代早期到中期, 台湾政府推动了资本市场、利率和金融自由化。同样重要但没有包括在本政策简报中的是, 在此期间, 台湾实行了重要的国有企业改革, 放弃了许多进口限制。这些政策的综合效果是取消了相对于消费更有利于投资、相对于服务业更有利于工业的许多隐形补贴。如图 8 所示, 服务业从 1986 年占经济的比重为 54%, 到 10 年后, 占 70%。在同一时期, 工业占经济的比重从 40% 下降到 26%。

¹⁴ 在此期间, 由于外部的负面拖累, 台湾的 GDP 增长低于适当加权平均的消费和投资的生长。台湾在 1987 年有个大额的外部盈余, 随后的几年出现了赤字。净出口每年平均下降 21%。

图8 1981年-2011年台湾GDP的构成



来源：中华民国统计资讯网

台湾的经验于中国而言，不是一个完美的模式。中国的消费抑制和金融扭曲的程度，导致了一个相比台湾任何时期的更为严重失衡的经济增长模式。在某些方面，这意味着，中国经济再平衡的挑战更为艰难，因为需要消除的失衡规模更大。中国投资增长的速度需要大幅下降，而在台湾，由于失衡规模较小，不需要快速调整投资。虽然面临的挑战可能更大，但仍有理由保持乐观。在中国，家庭消费和服务部门已经压抑了太久，以致于存在着巨大的奋起直追的增长潜力。简单地说，中国花了近 10 年时间储蓄和投资了其远远超过所需的数量。在未来 10 年内，中国可以将消费赶上，而这是中国应当长期所持有的局面。台湾证明，长时间内私人消费开支的增长超过 GDP 的增长，是可能的。有了正确的政策组合，台湾实现了私人消费的高速增长，而中国的经济再平衡也应该是可以实现的。

政治方面的挑战？

常见的一个反复出现的观点是，中国的政治改革对于打破目前经济改革僵局是必须的。¹⁵中国内外很多人提出了这一看法，声称权力日益庞大的既得利益集团在过去 10 年扼杀了中国经济改革。由此得出结论，全面的政治改革将扫清决策的障碍，为重启经济改革开放空间。由于中国的政治改革步履艰难，这种观点的支持者可以理解为对进一步经济改革的前景持悲观态度。

¹⁵ 裴敏欣，“首先需要政治改革，”《纽约时报》，2012 年 11 月 22 日，参见 www.nytimes.com/roomfordebate/2012/11/22/dawn-of-a-new-china/china-needs-political-reform-more-than-economic-reform (2012 年 12 月 19 日访问)。

政治阻碍经济改革的说法有一定的合理性，但显然被夸大了。在某些政策领域，既得利益集团强势，并成功地抵制了改革。一个明显的例子是国有企业的分红。尽管财政部和国务院施加巨大压力，国有企业上缴的分红从 2007 年起仅轻微上升，而且大部分的分红最终又被用于国有企业。国有企业及其监管机构——国有资产监督管理委员会（国资委），代表了成功抵制改革的既得利益集团。既得利益集团抵制政策改革的其他例子包括地方政府无视中央政府的住房限购令和抵制旨在对农民提高补偿的土地征用政策。

就经济再平衡所需的关键改革，既得利益集团有组织并能抵制改革，这一事实却很不清晰。经济再平衡的必要性是明确的，中国的经济学家和政策制定者之间达成了广泛共识。简单调查一下最近的官方经济政策文件，就可以证明这一点。2010 年底，在第 12 个五年计划（2011-2015 年）包含了经济再平衡的几个核心要素，包括增加消费、利率自由化、开放资本帐户（国家发改委，2010）。2012 年 9 月，人民银行和中国银行业监督管理委员会公布了一个金融改革规划，要求一个更加市场导向的汇率、利率自由化以及开放资本帐户。¹⁶2012 年秋季，中国领导层换届也带来了经济再平衡的希望。2012 年 11 月，在党的十八大开幕式讲话中，胡锦涛重申了利率、汇率和资本帐户自由化的需要。据报道，胡锦涛的发言由其继任者习近平为首的一群党政官员所起草。几乎可以肯定的是，这一发言反映了新近履职的中国最高领导层的意见。此外，习近平上任后的第一个行动是前往南部的广东省，表达了对著名的“邓小平南巡”的敬意，邓小平南巡重燃了 20 世纪 90 年代的经济改革之火。

不像需要地方政府和成千上万国有企业合作的改革，实现经济再平衡的关键政策手段是由中央控制的。这些改革的大部分仅仅要求中央政府停止积极干预市场，而非可能被下级参与者抵制的强制改变。经国务院批准，中国人民银行可以立即进一步放开利率、汇率和资本帐户。对于利率，市场竞争的动力将迫使所有的银行，即使是大型国有商业银行，开始出台具有竞争力的利率以维持存款。接着，这可能对贷款利率施加上行的压力，这反过来将有助于减少投资占 GDP 的比重。更加市场导向的人民币仅要求中国人民银行进一步减少其在外汇市场的干预。更多地由市场决定能源价格仅要求改变国家发改委的定价机制，使石油和煤炭不断变化的市场价格充分反映在成品油和电力的终端用户所支付的价格中。

增加社会转移和收入再分配的政策调整需要下级参与者的合作，从而比较困难。然而，由于其广泛的群众支持，这些政策调整应该是可以实现的。改善社会保障体系需要地方政府的合作，但是他们难以抵制这些受群众欢迎的政策。农村医疗和养老计划的快速铺开以及参与率的速度，均表明了强有力的群众基础，以及中央和地方政府在这个问题上共同努力的能力。中国人经常说不平等是他们最关注的问题之一，国家发改委自 2004 年以来一直致力于一个解决这个问题的计划。该计划迄今为止已经公布的细节，强调打击垄断行业、提高国有企业上缴的分红并为低收入群体提供更多的扶持。这些计划的群众支持可能很强大，如果中央领导层积极和公开地推动这些计划，既得利益集团抵制这些政策将会历经波折。

经济再平衡需要的改革在很大程度上已是政府政策。此外，中央政府可以直接实现这些政策的大部分，而不被其他参与者干预。而中央不能直接实现的政策，在政治上却是极受欢迎

¹⁶ “中国发布金融改革规划”，新华网英语新闻，2012 年 9 月 17 日，参见 http://news.xinhuanet.com/english/china/2012-09/17/c_131856012.htm（2012 年 12 月 19 日访问）。

迎的，所有既得利益者对此应该都难以抵制。因此，没有明显的理由支持何以经济改革之前必须有根本性的政治改革。胡锦涛-温家宝时代的改革步伐缓慢是因为最高领导层对经济调整没有尽全力。过去 10 年，经济的高速增长没有向政策制定者提供什么激励以真正推动经济再平衡的艰巨任务。兴风作浪总是很困难的，尤其是当一个国家发布了一个大型经济体所实现的最快的 GDP 增长速度。仅因为 2012 年经济放缓，导致了 10 年来最低的增长速度，经济再平衡的议程才显示出更大的紧迫性。与大多数政治制度一样，只有被必要性推动时，才会强制实行困难重重的改革。通过持续经济增长使得提高人民生活水平成为可能，共产党由此继续获得其主要的合法性。因为经济再平衡日益被视为维持经济增长的必要，经济改革也因为日加紧迫而开始被实施。中国的政治改革当然是可取的，也能有助于解决各种各样的社会弊病，但它并不是使得经济更为平衡的一个先决条件。相反，打破政策僵局并把中国的经济建立在更加可持续的基础上，需要最高领导层重申经济改革的承诺，就像朱镕基在上世纪 90 年代领导的大改革一样。

参考文献

史蒂文·巴奈特、安拉·密尔维达和马尔哈·纳巴，2012 年，《中国式消费》。《金融与发展》第 49 卷第 3 期，第 28-30 页。参见 www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/09/pdf/barnett.pdf（2013 年 1 月 2 日访问）。

中国国家电力监管委员会，2011 年，《电力监管年度报告》。参见 www.serc.gov.cn/jggg/201208/P020120817333010586438.pdf 2013 年 1 月 4 日访问）。

威廉·R·克莱因和约翰·威廉森，2012 年，《基本要素均衡汇率的最新估值》。彼得森国际经济研究所《政策简报》P12-23 号。华盛顿：彼得森国际经济研究所。参见 www.piie.com/publications/pb/pb12-23.pdf（2013 年 1 月 8 日访问）。

福本智之和武藤敏郎，2011 年，《论中国经济再平衡：借鉴日本经验》。东京：日本银行。参见 www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2011/data/wp11e05.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）。

甘同睦（Thomas Gatley）和咬丽蕾（Rosealea Yao），2012 年，《达到房市顶峰》。龙洲经讯。

国际货币基金组织，2012 年，《中华人民共和国 2012 年第四条磋商工作人员报告》。华盛顿。参见 www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12195.pdf（2012 年 12 月 26 日访问）。

尼古拉斯·拉迪，2008 年，《中国的金融压抑》。彼得森国际经济研究所《政策简报》08-8 号。华盛顿：彼得森国际经济研究所。参见在 www.piie.com/publications/pb/PB08-8.pdf（2012 年 12 月 18 日访问）。

尼古拉斯·拉迪，2012 年，《中国经济增长，靠什么？》。华盛顿：彼得森国际经济研究所。

李一衡（Houng Il Lee），司马喆（Murtaza Syed）和刘雪燕，2012 年。《中国是否有过度投

资？会有问题吗？》，IMF 工作文件 WP/12/277 号。华盛顿：国际货币基金组织。参见 www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12277.pdf（2012 年 12 月 19 日访问）。

甘犁，2012 年，《中国家庭财富调查结果》。美国德州农工大学和中国西南财经大学。<http://chfs.swufe.edu.cn/upload/files/Report-English-Sep-2012-2.pdf>（2013 年 1 月 31 日访问）。

汤姆·米勒，2012 年，《台湾模式》。《中国经济季刊》第 16 卷第 4 期，第 39-45 页。

中华人民共和国财政部，2012 年，《关于 2012 年中央国有资本经营预算的说明》。参见 http://yss.mof.gov.cn/2012zhongyangyusuan/201203/t20120322_637096.html（访问 2013 年 1 月 8 日）。

马尔哈·纳巴，2011 年。《中国城市地区的目标、利率、和家庭储蓄》。IMF 工作文件 WP/11/223 号。华盛顿：国际货币基金组织。参见 www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11223.pdf（2012 年 12 月 19 日访问）。

国家发展和改革委员会，2010 年，《第十二个五年规划纲要》。参见 www.ndrc.gov.cn/fzgh/ghwb/gjjh/P020110919592208575015.pdf（2012 年 12 月 19 日访问）。