



中国金融四十人论坛宏观经济分析小组
黄益平执笔

走向新的增长模式

要点:

“高增长、高失衡”的增长模式难以为继

过去十年的经济增长模式具有“高增长、高失衡”的突出特征。一方面，这可能是过去政府在“保增长、防通胀、调结构”三大宏观经济政策目标中相对轻视调结构的重要性。另一方面，政府在改革期间采取了所谓“不对称的市场化策略”，生产投入品价格被普遍压低，既变相地补贴出口商、投资者和生产者，还变相地向农户征税。这一从农户到企业的收入再分配机制是造成“高增长、高失衡”模式的重要根源。前总理温家宝曾多次指出，这一增长模式是“不协调、不平衡、低效率及不可持续的”。

随着增长潜力回落和经济结构再平衡，新增长模式已经开始形成

最近经济增长速度持续落在8%以下，但政府一直相对克制，一个重要原因可能是增长潜力已经从以前的10%下降到6%-8%。与此同时，有初步证据表明经济结构再平衡已经开始：经常项目顺差已经显著缩小，居民收入分配正在不断改善，而消费占GDP之比也在逐步上升。这些均表明新的增长模式已经开始形成，而促成这个变化的最重要的因素，就是刘易斯转折点出现之后工资大幅上升。在从过去的奇迹向常规发展转型过程中，中国经济将会发生一系列的变化，包括增长速度放慢、通胀压力提高、收入分配改善、经济结构平衡、产业升级加速和经济周期变得更加动荡。

“李克强经济框架”是促成增长模式转型的对症药方

如果新政府能够坚持落实过去几个月来一再宣示的被简称为“李克强经济框架”（Likonomics）的政策意向，应有利于实现可持续增长。这个框架似乎包括三大政策支柱，即不再大规模刺激、去杠杆控制金融风险和全面推进结构性改革。李克强总理已经多次表明：政府再次实施大规模刺激政策的空间已经非常小；要把流动性从投机性活动逼回到实体经济中去；以及改革是最大的红利。“李克强经济框架”的实质就是放弃追求不切实际的高增长，适度容忍低增长，以经济改革推动增长模式转型。



结构性改革是我国经济走上可持续增长道路的关键

当下推动结构性改革的重要性起码体现在如下三个方面，第一，改革可以帮助化解已经形成的经济金融风险，比如金融机构改革；第二，改革可以支持长期经济与金融的稳定，比如增强社会福利体系；第三，改革还可以帮助提高未来增长潜力，比如土地使用与户口制度改革。目前政府正在谋划具体的改革方案，涉及金融体系、财政政策、户口制度、土地使用、要素价格、收入分配、行政审批和国企垄断等方方面面，不过我们认为下面三个领域的改革最为关键：一是金融体系市场化，二是地方政府去企业化，三是国有企业平等化。

对周期性经济下行要有充分的心理与制度准备

要真正达到“李克强经济框架”的目标，必须克服对经济下行的恐惧。经济政策当然应该稳增长、防范“硬着陆”。但何谓硬着陆其实是个主观性很强的问题，现在增长低于 8% 已经成为常态，劳动力市场状况依然很稳定。未来如果我国真正走向市场经济，增长周期性下行具有必然性，其实经济下行也是提高投资与增长质量的必要过程。政府可以采取适当的宏观经济政策，同时也可以通过完善福利制度等手段减少对老百姓的冲击。简单地说，生病了可以吃药，但不能没完没了地打激素。



过去十年高增长、高失衡的经济模式

去年年底展望 2013 年经济形势时，大多数投行经济学家认为今年的增长态势应该是“前高后低”。所谓“前高”，有两个方面的理由，一是 2012 年前三个季度 GDP 增速不断回落，到第四季度才温和回升。有经济学家总结过去中国经济的历史，发现凡是增长反弹，通常会持续三到四个季度。二是李克强总理将在 3 月的全国人大会议上组成新一届政府。也有经济学家发现过往凡是新政府履新，总会推出一批投资项目。由此推算，2013 年上半年经济增长持续往上走的趋势应该是很清晰的。也许到年中时候政府不得不采取一些紧缩措施控制经济过热，因此下半年的增长态势会有所疲软。

不过上述预言最后落了空。今年第一季度 GDP 增速已经低于去年第四季度，第二季度的增速则进一步下滑。从最近的经济数据看，2013 年年中经济态势还在下行，出口不再增长，PMI 已经落到荣枯线 50 以下，通胀却略有抬头。我们预计下半年 GDP 增长速度应该处在 7%-7.5% 的区间。因此，“前高”没有出现，“后低”的可能性却非常大。为什么经济疲软超过预期？有的认为是出口的原因，有的责怪金融投机不支持实体经济，等等。在我们看来，最重要的其实是下面两个因素：一是增长潜力已经下降，过去我们的增长潜力一直保持在 10% 附近，现在很可能已经落到 6%-8% 的区间；二是政府开始容忍相对较低的增速，政府能够容忍的增长下限其实也在不断下移，去年年初是 8%，最近已经变成了 7%，相信未来几年这条下限还会向下走。

我们认为中国经济正在经历一个新的重大转折，增长减速仅仅是一个方面的变化，更重要的、但没有得到普遍承认的则是经济结构的再平衡：外部再平衡已经基本完成，收入分配已经开始改善，而消费比重也正逐步提高。这些变化结合起来，其实是我国的增长模式已经发生改变，逐步走出过去“高增长、高失衡”的模式，转向可持续增长，当然这个改变才刚刚开始。到目前为止，这种转变主要是劳动力市场的变化、尤其是刘易斯转折点的到来所引起的，比如工资高速上升挤压了企业利润、增加了居民收入并改善了经济结构。被称之为“李克强经济框架”（Likonomics）的新政府的政策意向如能落实，应该能够促进经济模式转型、支持可持续增长。

可以说，这个我们刚刚开始经历并且将在未来几年继续经历的经济模式转变具有历史性的意义，我们曾经把它称为从经济奇迹到常规发展的转型。未来我们的经济会越来越像其它高速增长的新兴市场经济。在这个转型过程中，我们将观察到下面一些根本性的变化：增长速度放慢、通胀压力上升、收入分配改善、经济结构平衡、产业升级加速和经济周期变得更加动荡。其实这些变化已经开始出现，它们不仅将影响国内的经济活动，还将对国际经济产生重大影响。比如中国过去是全球通胀的稳定力量，以后则可能成为推动通胀上涨的因素之一；比如过去我们只是集中生产劳动密集型制造业产品，未来随着国内产业快速升级，将强制国际劳动再分工；再比如过去中国是全球大宗商品市场超级周期的主要促成因素，未来则可能成为全球最为活跃的消费品市场。

在过去的 2003-2012 年十年间，我国 GDP 年均增长 10.5%，CPI 则年增 3%。我国的宏观经济状况发生了过山车一般的变化。新世纪伊始，我国刚刚加入世界贸易组织，全球经济也正走出互联网泡沫破灭所导致的经济衰退。我国的 GDP 增长由 2001 年的 8.3% 持续加速到 2007 年的 14.2%，之后则受到美国次债危机及全球经济衰退的冲击而不断减速。不过政府从 2008 年年底开始采取的刺激政策，令 GDP 增长由 2009 年第一季度的 6.6% 强势反弹到 2010 年的 10.4%。随后增速则再次回落，2012 年跌到 7.8%，为十年间的最低水平。与此同时，CPI 也经历了三个周期，并分别于 2004 年年中、2008 年年初和 2011 年年中达到周期高峰，2009 年大部分时间还出现了通货紧缩。



如何评价过去十年的宏观经济表现，是一个颇具争议性的话题。应该说多数专家对我国经济在过去十年的总体表现还是满意的，无论如何，在国际、国内经济环境充满诸多不确定性的情况下，我国经济大体上保持了高增长、低通胀的态势，相当不容易。过去十年我国经济对全球 GDP 增长的贡献份额持续保持在四分之一到一半之间，2009 年全球经济也是在我国强力刺激政策的帮助下走出衰退。不过，经济学界普遍对这十年的经济政策不满意，最主要的抱怨是政府当局没有在经济改革方面取得突破性的进展，这一点与前十年涉及财政、银行、国企甚至贸易体制等多方面频繁而果断的改革势头形成明显的对比。有的甚至认为过去十年的高速增长恰恰是通过拖延必需的改革实现的，实际是为未来的经济增长埋下了许多风险因素。

中国宏观经济政策的三元悖论是帮助我们理解上述宏观经济矛盾现象的一个有用框架。我国的宏观经济政策存在多级目标，但大体上可以归纳为三类：保增长、反通胀和调结构。问题是有的时候这三个目标之间会发生矛盾，比如当外部需求萎缩，政府如果以投资保增长，就可能令调结构半途而废。同样，如果反通胀成为首要任务，就可能不得不部分地牺牲保增长的目标。而过去十年的经历表明，虽然政府一再强调上述三大政策目标的重要性，一旦它们之间发生矛盾，最容易被牺牲掉的就是调结构。中国宏观经济政策三元悖论实践的结果，就是让“高增长、高失衡”变成了我国经济模式最突出的特征。

经过多年的高速增长，我国已经成为全球第二大经济体，同时也上升为中等偏上收入国家。但中国经济能否保持持续高速的增长却存在很大的不确定性。具体的结构性问题包括投资过度、消费不足、对外部市场依赖过高、资源利用效率低下、环境污染严重、收入分配不公以及部分官员腐败等等。这些问题不改变，想实现可持续增长只能是水中捞月。其实在过去十年间政府也一直在试图改变这一难以持续的增长模式。2006 年年初，转变增长方式被作为重大政策目标写入了“十一五”规划（2006-2010 年）。但五年过去，进展并不明显，

经济增长“新常态”的形成

不过外界没有充分注意到的是，其实过去几年中国的增长模式已经悄悄地发生了变化。过去的增长模式的鲜明特点是高速增长和结构失衡，自 2007 年或 2008 年以来，中国经济恰恰是在这两个方面发生了比较突出的变化。一方面，经济增长速度不断下降，2012 年甚至跌落到 8% 以下。开始的时候，市场有些恐慌，但现在似乎已经接受，也许 7%-8% 就是中国经济增长的新常态。另一方面，经济结构也已经发生了非常大的变化。我们将在下面的讨论中提供三个方面的证据：一是官方数据已经反映而学者也大都接受的变化，如经常项目盈余缩小；二是官方数据有反映但一些学者不接受的变化，如收入分配的改善；三是官方数据没有反映但部分学者根据分析猜测的变化，如消费占 GDP 之比上升。如果上述几个方面的变化属实，那么我们有理由说中国经济的增长模式已经开始发生实质性的变化。

我们将过去的增长模式的形成以及最近的转变归因为生产要素市场的变化。我们认为，过去三十几年我国经济改革政策的实质是不对称的市场化策略，即一方面产品市场基本完全放开，另一方面要素市场扭曲普遍而严重，涉及劳动力、资本、土地、能源和水等。在大多数情况下，投入品的价格被人为压低，当然劳动力成本低更主要是因为供给过剩。普遍压低的生产成本相当于向企业提供变相的补贴而向家户征收变相的税赋，这些做法类似于不断地将收入从家户再分配到企业，人为地提高了生产利润、增加了投资回报、增强了出口产品的国际竞争力。这是过去几十年增长速度很快但结构失衡很严



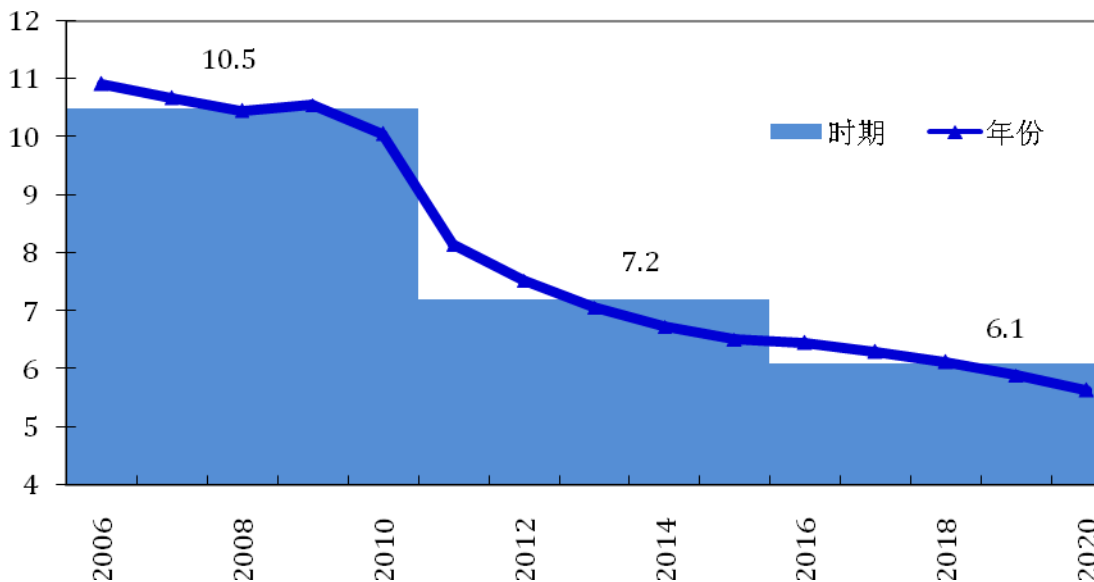
重的根本原因。而最近几年所看到的增长模式的改善，主要也是得益于要素成本、尤其是劳动成本的大幅提高，逆转了过去的税赋与补贴。只不过这个变化才刚刚开始。

首先让我们考察增长减速。GDP 增速下降其实从 2011 年就已经开始了，最初的减速在一定程度上源于政府的紧缩政策，包括 4 万亿元刺激政策退出以及货币政策紧缩等等。不过到 2012 年 3 月，政府则开始担心增长减速过于迅速，第一季度 GDP 增长 8.1%，但显然第二季度的增速会低于 8%。因此，政府采取了一系列措施以稳定增长，包括对银行实施窗口指导，鼓励它们积极支持正在进行的水利、电力和交通运输等领域的基础设施项目。但是 GDP 增长率仍然一路下跌，第三季度只有 7.4%。增长减速再度引起了国际投资者对中国经济硬着陆的担忧。许多金融市场参与者声称决策者“远远跟不上形势”，一再呼吁采取积极的政策以支持经济增长。

然而，可能基于三个方面的原因，政策制定者一直保持相对冷静的态度，容忍增长适度放缓。首先，在全球金融危机期间实施了 4 万亿元的经济刺激计划后，许多政府官员不愿再度采取激进的措施支持经济增长。当年的刺激政策成功地扭转了经济增长下滑的势头。然而，许多经济学家认为，该计划增加了财政风险，制造了不良贷款，导致部分基础设施领域产能过剩，并引发了通胀和资产泡沫。从 2011 年底起，当增长再次放缓时，决策者们变得更为谨慎，避免再次过度刺激经济。

第二，对目前经济增长潜力的估计大致都落在 6%-8% 这样一个区间。世界银行估计认为，中国经济增长潜力在 2011-2015 年间为 8.6%，在 2016-2020 年间为 7%；据蔡昉和陆旸 2012 年估计，中国的经济增长潜力在 2010-2015 年间平均为 7.2%，在 2016-2020 年间平均为 6.1%（图 1）。在一项关于经济增长的跨国研究中，艾肯格林等推测中国在 2011-2020 年间每年增长 6.1%-7.0%，在 2021-2030 年间每年增长 5.0%-6.2%。亚洲开发银行与北京大学的联合研究估计也认为，在 2011-2020 年间的增长潜力为 8%，在 2021-2030 年间为 6%。

图 1：中国的 GDP 增长潜力（%）



资料来源：蔡昉和陆旸（2012）。

第三，尽管 GDP 增长减缓至低于 8% 的水平，就业和通胀等指标却显示没有必要采取积极的宽松政策。CPI 先放缓，从 1 月份的 4.5% 下降到十月份的低谷 1.7%，但在接下来的几个月又缓慢回升到高于 2%。劳动力市场也具有惊人的弹性：2012 年，尽管经



济增长放缓，劳动力市场仍创造了 1270 万个新就业机会；农民工数量比一年前增加 470 万，从事非农工作的农民总数在一年内增加了 980 万；二十五个省份调整了最低工资标准，将全国平均水平提升 20.2%；农民工月平均工资比一年前增长 11.8%。今年经济增长速度比去年低，但新增就业比去年还多。

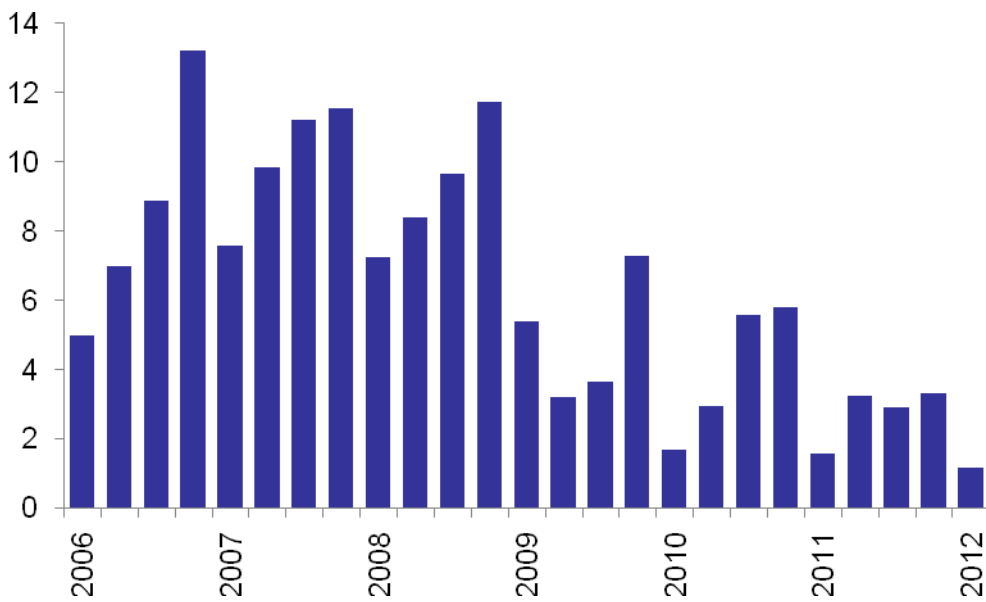
我们判断决策者不再热衷于保 8% 以上的增长速度。这主要是因为随着经济发展水平的提高和劳动力市场状况的趋紧，在东亚金融危机期间，政府首次提出“保八”的政策目标时，适龄劳动人口年增 800 万，而到 2012 年，适龄劳动人口已经下降了 350 万。如果实现充分就业是保增长政策的主要动机，而且十五年前 8% 是一个合适的增长目标的话，那么今天我们应该能够接受远远低于 8% 的增长速度。这是我们认为 6%–8% 的增长速度可能已经成为我国经济增长的新常态的主要理由。我们所观察到的谨慎的宏观经济政策，可以看作是一种策略，以允许经济增速逐步稳定到新的增长潜力附近。当然，未来如果失业率意外上升，政府也可能再次采取更积极的政策以支持经济增长。

经济再平衡的初步证据

更重要的是近年来经济结构失衡的问题已经在逐步缓解。不过需要指出的是，这些变化尚未得到学者和官员的普遍承认。我们在此提供三个方面的证据来支持我们的基本观点。第一个证据是经常项目盈余已经明显下降。过去我们担心经济结构失衡的一个问题就是经常项目盈余庞大，意味着我们的经济增长在很大程度上依赖外部需求，可持续性有问题。同时，经常项目盈余表明我们是个净资本输出国，作为一个本来应该资本短缺的发展中国家，这也颇不寻常。另外，其他国家的一些政客也以经常项目盈余为证据指责人民币被明显低估，迫使我国加快货币升值的步伐。不过，经常账户盈余占 GDP 的比值已经从 2007 年的 10.8% 降至 2011 年的 2.8% 和 2012 年的 2.6% (图 2)。未来经常项目顺差仍然存在一定程度反弹的风险，但相信外部账户再平衡的大部分过程已经完成。据此，中国人民银行副行长易纲称，人民币汇率已接近均衡水平。而且近年来，人民币汇率的双向波动以及资本的双向流动实际上已经出现。



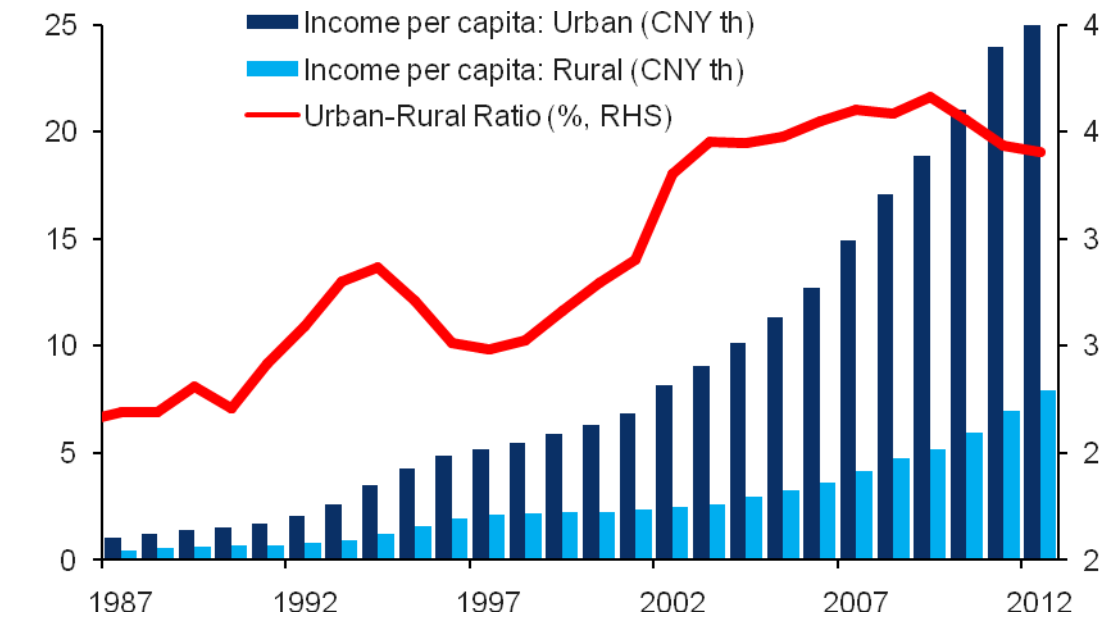
图 2：经常账户盈余占 GDP 比重，2006-2012 (%)



数据来源：国家统计局

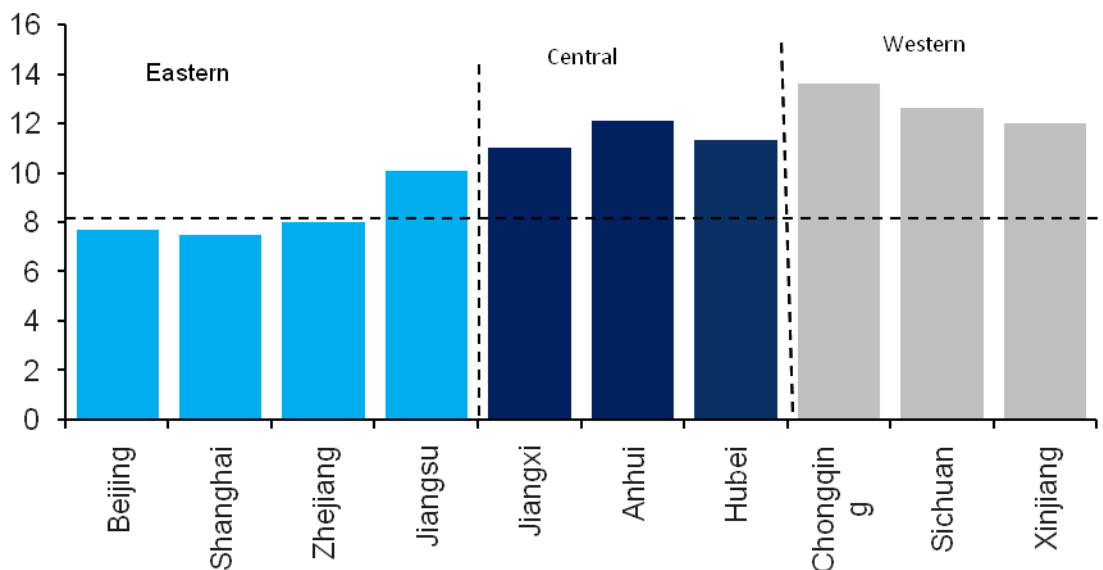
经济再平衡的第二个证据是收入分配已经得到改善，这个变化体现在地区差别的缩小，但更是反映在居民收入分配趋向平等。自 2003 年以来，城乡居民收入差距日益扩大，不过这个状况在 2009 年之后发生了逆转（图 3）。城乡居民收入差距缩小，可能有多方面的原因，包括农业获得更强的政策支持、农产品价格更快上涨以及农村生产力稳步提升，其背后的因素可能也包括大量的农民进城就业，减少了实际留在农村务农的人数，从而大大提高了农村劳动生产率。此外，直到最近，中国改革的成功还主要体现在沿海地区。然而，最近几年来，内陆经济的增长速度一直远远超过沿海地区的增长速度，这可能得益于前几年政府实施的“西部大开发”政策、最近几年制造业企业由东往西的迁移以及西部十分丰富的资源禀赋（图 4）。

图 3：城乡收入差距缩小，1987-2012 (%)



数据来源：CEIC

图 4：2012 年中国东、中、西部地区 GDP 增长率 (%)



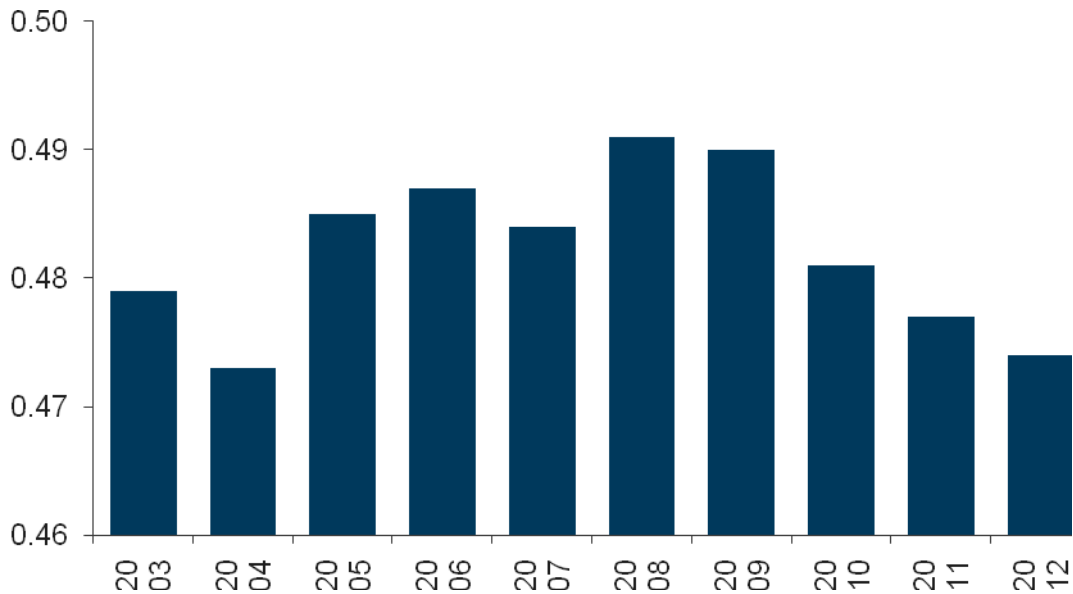
数据来源：CEIC

2013 年 1 月中旬，国家统计局公布了 2003-2012 年基尼系数测算值，数据显示基尼系数从 2003 年的 0.479 增加到 2008 年的 0.491，表明收入分配在此期间持续恶化；此后，基尼系数又逐年降低到 2012 年的 0.474，表明 2008 年到 2012 年收入分配逐年改善（图 5）。许多中国经济学家对这一结果持怀疑态度。例如，最近西南财经大学的一项研究表明 2010 年基尼系数为 0.61。对国家统计局数据的一种批评认为统计局忽略了家庭财产收入的差距，如不动产；另一种批评认为统计局低估了高收入群体的收入。我们认为官方基尼系数的估计值确实存在低估的可能性，比如根据李实和岳希明教授的分析，真实的基尼系数也许在 0.52 左右，而不是国家统计局公布的 0.47。但 2008 年



以来，收入分配不公恶化的趋势已经得到阻止，这一个发现应该是合理的，其中一个理由是劳动力短缺带来的农民工工资大幅度上升。

图 5：国家统计局估计的基尼系数，2003-2012

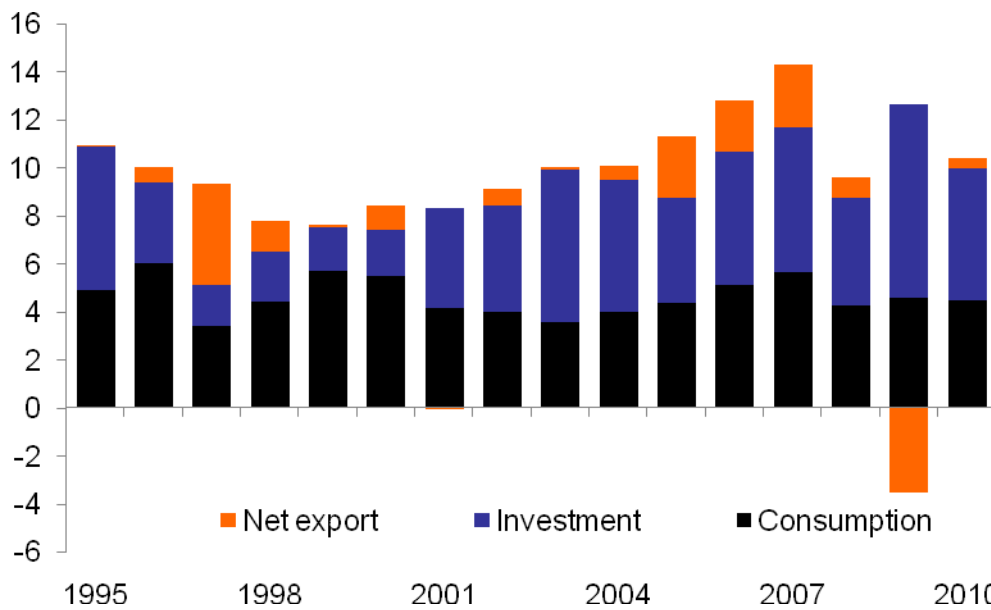


数据来源：国家统计局。

经济再平衡的第三个证据是消费占比可能已经开始回升。官方关于消费的统计数据有许多可疑之处。比如，有国际经济机构估计中国人在海外购买的奢侈品占到全国奢侈品总消费的三分之一到一半，但这一部分没有得到很好的统计。张军和朱天更进一步认为，由于对住宅消费的低估、部分消费被算作机构（企业）支出以及居民调查方法中的技术问题，中国的消费比重被严重低估。他们发现，宾大世界表估计的 2010 年消费比重为 60.9%，而中国官方公布的数值为 47.4%；宾大世界表估计的 1990 年消费比重为 58.9%，也就是说消费占比在 1990 年至 2010 年间没有呈现出官方统计所显示的下降趋势。另外，官方数据还表明，消费对 GDP 增长的贡献在 2008 年之前一直在 40% 以下，但此后连续多年达到 50% 甚至更高（图 6）。



图 6：GDP 增长的贡献因子，1995-2012（%）

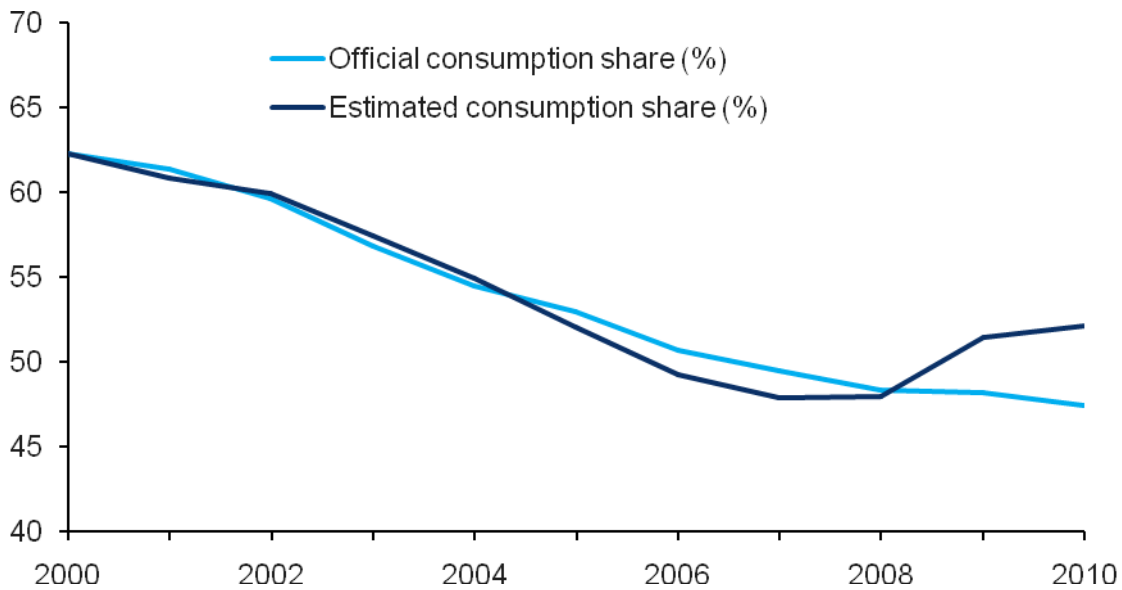


数据来源：CEIC

如果按照上述数据推算，消费占 GDP 之比应该在 2008 年之后有所上升。官方数据所反映的情形却完全相反，总消费占 GDP 之比从 2000 年的 62% 持续下降到 2010 年的 47%，也就是说在十年间下跌了 15 个百分点。大概也是因为这个原因，多年来温家宝政府一直把刺激消费作为实现经济再平衡的着眼点，只不过从数据来看效果不太明显。黄益平及其合作者近期的研究发现，消费占 GDP 的比重其实在 2008 年后已经开始上升，虽然这一趋势尚未完全反映在官方统计中。他们的估计主要考虑了服务消费被低估的问题，因此首先用与消费相关的社会零售增速与服务销售增速的加权平均得到一个新的消费增长率，并以此推出过去十年消费占 GDP 之比的估计值。他们发现 2008 年之前消费占 GDP 的比重一直在下降，这一点与官方数据相同，但 2008 年以来消费占比则从 48% 反弹到 2010 年的 52%，与之相比，2010 年官方估计值仅为 47%（图 7）。但即便是官方数据，也表明了 2011 年消费占比已经止跌回升，只不过比我们研究发现的晚了四年。据官方数据，2012 年消费占 GDP 之比已经回升到 49.4%。



图 7：总消费占 GDP 的比重(%)

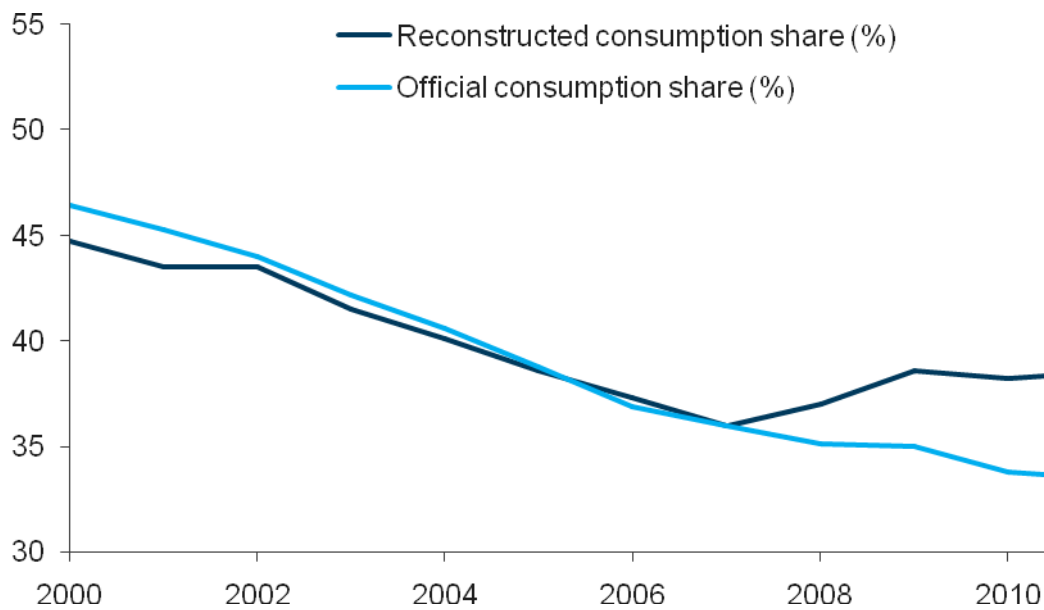


资料来源: Huang, Yiping, Chang Jian and Yang Lingxiu, 2012, China: Beyond the Miracle – Great wave of consumption upgrading, January 2012, Barclays, Hong Kong. Huang, Yiping, Jian Chang, Lingxiu Yang, 2013, “Recovery of consumption and rebalance of the economy in China”, Asian Economic Papers.

我们的上述分析在最初发表之后遭到了普遍的质疑。一大批媒体如英国金融时报网站和《南华早报》等都刊登了评论文章，但大多对我们的发现持怀疑态度。英国《经济学人》杂志在 2012 年 5 月刊登了一篇相对比较肯定的文章。后来李稻葵及其合作者采用不同的方法得到了类似的发现。他们的研究考察的不是总消费而是家庭消费，他们的估计方法是逐项重新估算家庭消费的总量，包括社会零售、自产消费品、服务品消费以及其他一些项目，包括住宅开支等。他们的结论是家庭消费的比重从 2007 年的 36% 反弹至 2011 年的 38.5% (图 8)。



图 8：居民消费占 GDP 的比重（%）



资料来源：David Li and Sean Xu, 2012, “The rebalancing of the Chinese economy”, CCER-NBER Conference on the Chinese economy, Peking University, June 25-26, 2012, Beijing.

刘易斯转折点与要素市场改革

如何理解在过去十年间一开始结构失衡的问题越来越严重，但后来却开始得到改善？我们认为一个可能的解释是我国政府在改革期间采取了非对称市场自由化的改革策略。产品市场的自由化确保了生产决策符合供求状况，因此资源得到了有效的配置；要素市场的扭曲为经济个体特别是企业提供了额外的激励，有时还为克服市场失灵提供了途径。不论是历史形成还是有意设计，支持要素市场扭曲的重要动机就是为了支持高速的 GDP 增长。一个突出的例子是中国的外商直接投资政策。在改革初期，中国政府为吸引外商直接投资制定了一系列优惠政策，包括免税、无偿使用土地、信贷补贴以及廉价的能源和水资源等要素投入。政府对外商直接投资项目的支持，也减少了法律体系对产权保护不足而带来的问题。这些政策虽在普通的经济学教科书中被视为政策扭曲，但是它们实际上已经取得了成功。截至 2011 年，流入中国的外商直接投资已累计达到 1.8 万亿美元。实际上，在过去的几十年里，通过普遍地压低要素成本，中国不仅为外国投资者也为本国投资者提供了“补贴”。

要素市场扭曲，包括限制劳动力在城市和农村地区之间流动的户籍制度、对银行存贷款利率的直接控制、政府机构对能源价格（尤其是石油价格）的调节以及向投资者提供的土地使用费优惠等。多数情况下，这些扭曲压低了要素成本。然而，劳动力是一种特殊情况，因为劳动力市场分割到底会降低还是增加劳动力成本并不明确。丰富的农村劳动力为中国这一典型的刘易斯二元经济体提供了无限的劳动力供给，因此在很长一段时间里劳动力成本都较低。虽然廉价能源、资本和土地对推动制造业发展也很重要，但无限的劳动力供给和低廉的劳动力成本，可以说是决定中国在国际市场上竞争力的最重要因素。中国大部分产业集中于劳动密集型领域。

一方面，包括劳动力在内的低廉的要素成本提高了生产利润、投资回报以及中国出口产品的国际竞争力。另一方面，低廉的要素成本也造成收入从家庭流向企业的特殊机制。多年来，由于家庭收入很大程度上受制于停滞的工资率，企业利润的增长速度远远



超过家庭收入，导致了结构性问题。首先，这种显著的激励导致出口和投资占 GDP 比重的不断增加；其次，由于企业储蓄率普遍高于家庭储蓄率，企业利润占国民收入比重的上升也增加了储蓄率；第三，由于低收入家庭主要依赖工资性收入，而高收入家庭主要依赖企业利润和投资回报，家庭之间的收入差距扩大；第四，随着时间的推移，由于家庭收入的增长慢于 GDP，消费占 GDP 的比重下降；第五，能源、资本和其他资源不正常的低成本也可能导致浪费。

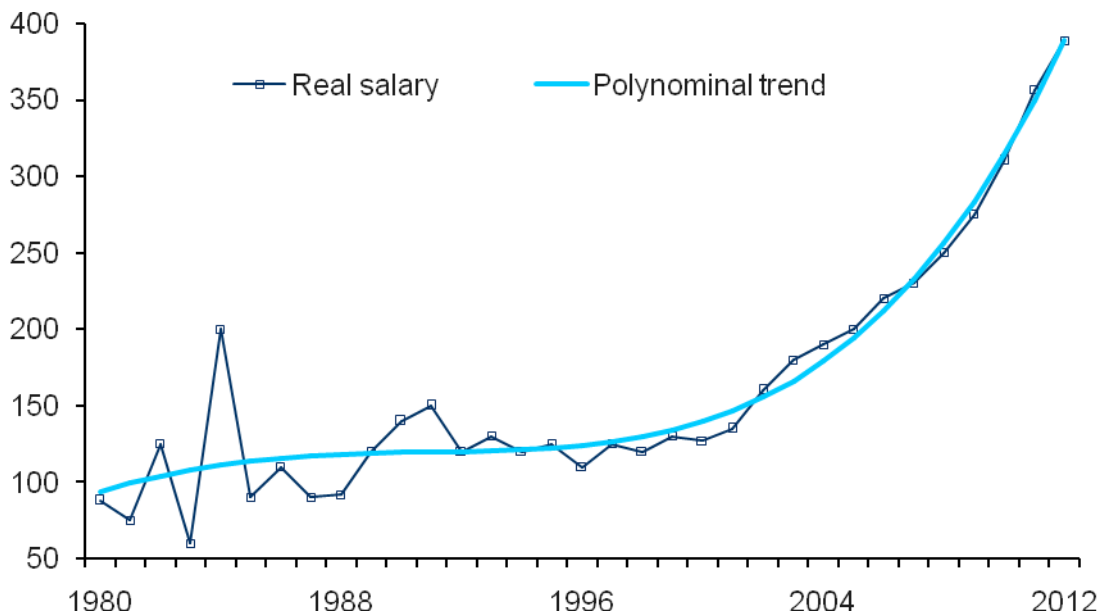
如前所述，要素市场扭曲是过去不平衡的经济增长模式的主要促成因素。同样，近期要素市场的变化也是促使中国经济向“常规发展”转变的主要原因。改革期间，中国经济的独特表现，包括强劲的经济增长和不断增长的结构性风险，主要由低生产成本推动。出于同样的原因，成本结构的逆转也会让中国更像其他快速增长的新兴市场经济体。

“常规发展”模式包括经济增长放缓、通胀压力上升、收入分配更为平等、经济结构更为均衡、产业升级加快和经济周期更为动荡。这些正是过去几年所发生的现象。

黄益平及其合作者预测了要素市场的一些变化。劳动力市场已经明显显示出供给短缺的迹象，近年来不断上涨的工资可以提供证明（图 9）。影子银行业务的发展，为“事实上的利率自由化”敞开了大门。政府也一直在试图改革能源、水和其他资源的定价。简言之，低成本优势和改革政策是推动中国过去几十年经济成功的两个主要贡献因子，但前者正在急剧衰减。目前而言，最显著的变化发生在劳动力市场上，尤其是刘易斯转折点的到来。

刘易斯转折点对中国的宏观经济和增长模式具有重要的意义，它扭转了过去劳动力市场对经济增长和经济结构的影响。工资的快速增长，尤其是在低端市场，会直接降低利润率。因此，这会使过去收入从家庭转移到企业的再分配机制得到反转。由于中国企业的隐性补贴减少，出口和投资活动会减弱，因此，经济将实现再平衡。黄益平和蒋庭松应用可计算一般均衡模型，详细分析了刘易斯拐点对中国经济产生的全面影响。

图 9：农民工平均月工资（1978 年固定价格）



资料来源：卢锋，2011，《就业扩张与工资增长（2001-2010 年）》，北京大学中国宏观经济研究中心。原文数据截止期为 2010 年，本文作者根据国家统计局的数据将本图更新至 2012 年。

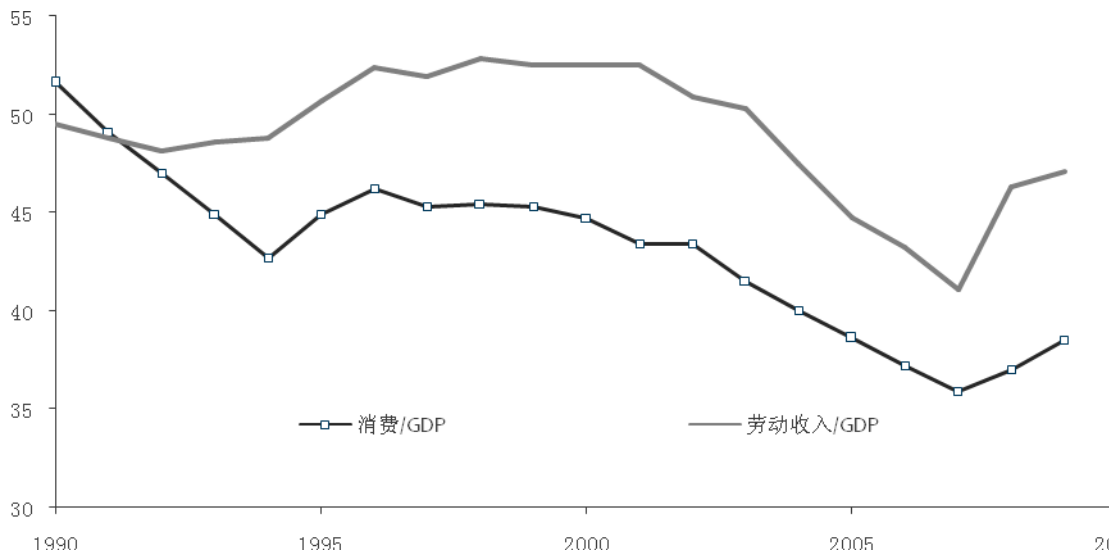
也许，近年来增长潜力下降和通胀压力上升比较容易理解。随着经济的发展，增长



会放缓，这是一个普遍的现象。这是因为，与世界技术前沿的差距缩小，意味着更小的后发优势。中国人口结构的变化，包括劳动力短缺和适龄劳动人口下降，进一步加速了中国经济增长的放缓。出于同样的原因，迅速上涨的工资也会造成通胀压力，因为成本上升只能通过更高的产出价格、更小的利润率或更快的生产率增长或者几者综合加以吸收。

那么，是什么推动着近年来消费占 GDP 的比重上升呢？答案是家庭收入。当劳动力存在无限供给时，伴随着快速工业化，工资率比较稳定，工资收入占 GDP 的比重会下降。这一趋势会在劳动力出现短缺、工资迅速上涨以及工资收入在 GDP 中的份额开始增长时发生反转。事实上，劳务收入占 GDP 比重已从 2007 年的 41% 增长到 2009 年的 47.1%（图 10），这反过来又刺激了消费占比。这也正是 20 世纪 80 年代中期发生在韩国和台湾的现象，当他们各自经历刘易斯拐点后，消费占比开始复苏。

图 10：劳动收入和消费占 GDP 的比重（%）



资料来源：Li, David and Sean Xu, 2012, “The rebalancing of the Chinese economy”, CCER-NBER Conference on the Chinese economy, Peking University, June 25-26, 2012, Beijing.

工资的快速增长也可能是国家统计局强调的近期收入分配改善引起的，因为低收入家庭更多地依赖于工资性收入，而高收入家庭则依靠投资回报或企业利润。如果说过去的趋势是家庭补贴企业，那么新的趋势将是企业到家庭的收入再分配，因为劳动力成本上升会增加工资性收入而挤压企业利润。这大概就是为什么在快速发展的经济体，所谓的库兹涅茨转折点常常伴随着刘易斯拐点。

有趣的是，我们看到，最近几年来消费真正提高的原因，也是不断变化的劳动力市场条件和相应的工资上涨，而不是政府政策。这也符合我们的论点，即要素成本可能是推高结构性风险的最重要因素之一，因此，调整要素成本也应有助于缓解一些结构性问题。

显然，再平衡仍处于早期阶段。例如，根据我们的估算，2010 年消费占 GDP 的比重为 52%，大大低于大多数发展中国家和发达经济体 70%-90% 的范围。通过不断调整工资，这种差距可能会缩小。预期的利率自由化，至少可能导致存款利率提高，会进一步促进再平衡。彻底转变发展模式还需要进一步的措施。这些措施包括超越初级收入分配来改善收入平等，完善社会福利体系，如养老保险、医疗保险和教育，以及促进金融和资本账户自由化。



对新政府经济政策的期待

李克强总理组阁至今才四个月时间，新政府的经济政策框架尚在形成过程中，海内外各界有各种猜测。不过最近的政策动向和官员言论已经释放出一些非常清晰的信号，表明经济政策策略已经发生了重大转变。发生这个转变的内在逻辑是很清楚的，过去的增长模式已经难以持续，如何保持长期可持续增长已经成为十分紧迫的政策课题。全球危机以来，学界和政界展开了对四万亿刺激措施的反思。而通常的看法是，四万亿的刺激政策虽然保住了增长，却同时导致了一系列的风险问题，如个别基础设施领域出现了产能过剩的问题，地方政府无节制地举债大大提高了财政风险，银行信贷快速扩张则可能诱发通胀压力、资产泡沫和不良贷款等等。

学界根据新政府的政策动向和意向总结了“李克强经济框架”（或 Likonomics，俗称李克强经济学）。当然这个框架究竟是否存在以及如何定义，都存在较大的争议。不过通常的看法是这个框架大致包括三个方面的政策支柱：第一，不再实施大规模的刺激措施。去年以来，经济增长不断减速，但政府保持相对平静的态度，李总理多次表示，再次实施 2008 年那样的刺激政策的空间已经非常小，而且政府主导的投资其实也很难持续。第二，去杠杆降低金融风险。最近央行开始改变过去无限量供应流动性的做法，用李总理的话说，就是要“用好增量、盘活存量”，把流动性从投机领域逼回到实体经济领域。第三，实施全面的结构性改革。自去年年底以来，李总理一再指出，改革是我国经济最大的红利。最近各部门都在紧锣密鼓地准备各个领域的改革方案，我们也许会在三中全会期间看到一个综合性的方案，重启延缓了将近十年的改革进程。¹

我们认为“不刺激、去杠杆、搞改革”三个方面比较清楚地概括了自去年年底以来李克强总理和其他决策者一再传递的政策意向。需要指出的是，“不刺激”是指政府不太会再实施大规模的投资支持过高的经济增长，但这并不意味着政府不再实施宏观稳定政策。相反，经济下行时政府采取财政与货币政策扩张，而经济上行时政府采取政策紧缩，这都是再正常不过的事情。比如 2012 年第四季度，政府实际是大幅增加了铁路投资。不过宏观稳定与刺激政策有一个根本性的区别，前者是减少波动，但不人为地支持过高的增长速度，而且政策措施应该比较严格地限定在财政与货币政策的范围内，而不是以举国体制（包括动员银行、国企及各级政府）来支持增长。因此，“不刺激”与最近李克强总理提出的经济增长的上、下限并不矛盾，上限是不让经济过热，这是由通货膨胀界定的；下限是不让经济过冷，这是由产能过剩和失业界定的。执行“上下限”的实质就是让经济增长稳定在增长潜力附近，不过这个增长潜力已经缓步下行。

如果说“不刺激”的目标就是不采取过激的措施支持增长，并逐步接受日益走低的增长潜力，“去杠杆”的含义和手段就更加复杂一些。一个重要的背景是从 2008 年到 2012 年，信贷与 GDP 之比已经从 75% 提高到 200%。全球范围比较，200% 并非一个特别突出的数字，但过去五年的快速增长却是举世罕见的。罗格夫和莱恩哈特在《这一次不一样》一书中考察了过去八百年来的金融危机，他们发现任何一个国家在经历了一段快速信贷扩张之后，都不得不面对或大或小的痛苦的调整。更重要的是，最近一段时间，融资增长与经济增长严重偏离，意味着许多金融交易投机性比较强，没有直接支持实体经济活动。当然，所谓的“去杠杆”并非表示全面性降低举债率。实际上，未来几年家户的杠杆率存在大幅上升的空间，可以支持消费增长。即便对企业部门，也并不一定要

¹黄益平、常健和 Joey Chew, “What to expect from Likonomics?”, *China: Postcard from Beijing*, June 27, 2013, Barclays, Hong Kong. 黄益平, “What Likonomics has to offer?”, *China Daily*, July 4, 2013. 黄益平, “China turns to Likonomics”, *Australian Financial Review*, July 8, 2013.



减少金融中介，一方面是遏制投机性的金融活动，另一方面是增加直接融资的比重，更好地发挥资本市场的功能。当然，要真正实现“去杠杆”和将流动性从投机性活动逼回到实体经济活动，总量措施（如流动性和利率）必须跟监管措施（如对影子银行的监管等）想结合。

李克强经济政策框架最终能否成功地让我国的经济模式转型，关键要看结构改革的成效，但结构改革也正是上述政策框架的三大支柱中最难落实的一个。结构改革的重要性起码体现在以下三个方面：第一，一些结构改革措施可以帮助化解已经形成的一些经济风险。比如银行已经形成了不少潜在的不良资产，现在可以通过金融改革甚至财政注资，降低甚至化解这一风险。当然这些改革需要一个前提，就是有可以化解问题的存量，但必需切断流量，不然容易造成新的道德风险。第二，有些改革可以帮助增强未来经济的稳健性和增长的可持续性。比如通过财政和其他改革充实养老金和改善医保，这些增加的开支在短期内也许使投资减少，从而影响经济增长，但长期看对经济、社会稳定十分必要。第三，还有一些改革可能会提高我国经济的增长潜力。比如利率市场化也许会影响国有重工业的生产，但对于过去一直被排挤在正规信贷体系之外的非国有部门则十分有利。再比如破除垄断、减少行政审批，这些也都能极大地改善总体经济的效益。

眼下政策讨论所涉及的改革领域非常广泛，包括金融体系、财政政策、国有企业垄断、土地使用、要素价格、行政审批、收入分配和户口制度等等。这些改革都非常重要，不过从促成经济模式转型和实现可持续发展的角度考虑，我们认为下面三个方面的改革最为核心。一是金融体系市场化。利率和汇率市场化其实是生产要素价格改革最重要的部分，我们以前的分析发现资本是生产成本扭曲的最重要源泉，同时还发现过去的金融抑制政策有利于经济增长，但现在这个影响已经由正转负，成为遏制经济增长的因素。而一个良好运转的金融体系应该是现代市场经济最重要的支持机制之一。具体说来，金融改革应该包括利率和汇率的市场化、金融机构的重组以及资本项目的开放。不过国际经验表明，金融开放既能带来效率改善，也可能导致新的风险。稳妥地推进金融改革和开放至关重要。

二是地方政府去企业化。放权曾经是我国经济改革的重要内容，各地相互竞争也是促进我国经济增长的重要因素。这一机制所导致的直接结果是地方党政首长的行为更像董事长、总经理，忙于招商引资，过度强调 GDP 增长的重要性，这是我国过去“高增长、高失衡”经济模式的重要促成因素之一。这种做法忽视了地方政府提供公共服务、保障社会秩序的功能，在很多情况下裁判员兼职运动员，破坏了运动场上的规则，严重挤压了正规企业的运行空间。尤其重要的是，最近几年，地方政府呈现明显的融资饥渴症，以前靠收费，后来靠卖地，过去几年则高度依赖地方政府融资平台。地方政府在软预算约束的前提下无节制地举债，已经成为我国财政体系的重大风险因素。因此，下一步的改革应该进一步推进市场化进程，让地方政府去企业化，退出直接的经济活动，回归提供公共服务的角色。

三是国有企业平等化。最近的政策讨论大都没有涉及国企改革问题，至多也就是蜻蜓点水般地讨论打破垄断的意义。国有企业对于我国的社会主义市场经济非常重要，但客观上，国企及其垄断确实已经成为进一步提高经济效率的重要障碍，甚至已经变成社会矛盾的重要根源。国企不能得到有效改革，市场经济便无从谈起。国有企业改革的途径很多，可以通过私有化直接改变国有制，也可以通过建立公平的市场环境和制度平台，让国企和民企在同一个水平上竞争，优胜劣汰。核心就是两条：一是在投入品市场真正引入市场机制，比如利率市场化可以做到国企融资由市场定价；二是在产品市场打破垄断，民营企业可以和国有企业公平竞争，民营资本也可以作为投资者进入国有企业。如果国有企业真正能够接受平等待遇，其实有利于国有企业的长期发展。不然，只好走私



有化这华山一条道。

打破对经济下行的恐惧症

我们认为李克强经济框架的一个核心内容就是进一步走向市场经济，约束政府的行为。这就不可避免要面对如何看待经济增长减速的问题。最近政府表达了稳增长的意向之后，引发了各种各样的猜测，有的认为“李克强经济框架”难以持续，有的认为政府将走上大规模刺激支持增长的老路。我们的看法不太一样：稳增长是宏观经济政策的做法，保增长才是以举国体制强推增长速度。与此同时，我们也需要打破对经济下行甚至硬着陆的恐惧症：第一，所谓的硬着陆，其实是个相对主观的问题，今天被看作硬着陆的增长减速，明天则不一定；第二，中国经济增长在未来几年发生周期性显著减速，从逻辑上看有其必然性；第三，增长硬着陆短期内会造成一定的困难，但却是长期走向可持续增长的必经之路。

有意思的是，虽然近年来国内各界已经就适当容忍低增长达成了一定的共识，大多数人依然谈“硬着陆”色变。当然容忍经济减速与接受增长硬着陆是两件不同的事情，但怎样才算硬着陆其实也是个很主观的问题。几年前，多数人将 GDP 增速落到 8% 以下看作硬着陆，现在低于 8% 已经成为常态。目前不少人可能仍然将 GDP 增速滑到 7% 以下看作硬着陆，但这个看法明年就可能改变。过去我们一向强调“保八”的重要性，其实是指望通过增长保障充分就业与社会稳定。但十五年前提出“保八”的时候，我国的劳动人口每年以八百万的数量增加，去年劳动人口已经减少了三百五十万。既然如此，所谓的“硬着陆”，也即 GDP 增速回落到 3% 左右，究竟会造成多大的痛苦呢？

更为重要的是，未来几年我们很难避免出现经济显著减速的情形。我们把过去独特的增长模式，即高速增长与结构失衡的结合体，归因为改革期间不对称的市场化策略，这一将收入从家户转移到企业的特殊再分配机制正是促成我国经济高速增长的主要原因，同时也导致了结构失衡、效率低下和收入不均等问题。其实，我国的增长模式已经开始出现转变，GDP 增速已经从前几年的 10% 降到了目前的 7.5% 左右，经济再平衡也已经开始——经常项目的顺差大幅缩小，收入分配明显改善，甚至消费占 GDP 之比也逐步回升。而促成这些转变的主要原因，就是因劳动力短缺而出现的工资高速上涨，逆转了过去由家户向企业的收入再分配。不过工资上涨仅仅是成本冲击的第一波，资金与能源价格上涨将是成本冲击的第二波。一旦资本与能源成本实现正常化，一大批杠杆化程度高但已经面临严重产能过剩压力的重工业企业将陷入财务困难。普遍的去产能过程可能导致经济快速下行。也正因为这个原因，经济增速明显下行，甚至硬着陆，很难完全避免。

不过这样的增长减速可能是暂时的。一方面，我国经济增长潜力起码还在 6%-8% 附近，经济下行是个周期性而非永久性的现象。比如，利率市场化可能会打击杠杆率较高的国有重工业部门的生产，但非国有部门则可能由此改善融资条件从而实现更高速的增长。总体来看，要素市场扭曲的消除应该有益于总效率的提高。换个角度看，发生临时性的经济硬着陆，其实就是经济周期正常化的一个具体表现。过去政府强制将增长率波动压制在 10% 左右的狭小区间，以后进一步市场化了，中国经济会在各方面变得更像普通的新兴市场经济，而新兴市场经济的增长出现较大幅度的周期性波动，则是再正常不过的事情。

周期性下行还有一个好处，就是可以帮助提高经济的质量，这也是我国政府一直在追求的目标。通常的规律是：经济上行时，好项目、坏项目都可能上马；经济下行时，可以把那些质量不太高的投资项目挤出去，同时也能提高下一轮投资、信贷决策的质量。



过去我们经济没有明显的上下行,不管是好项目还是坏项目,只要上了马都能存活下来,实际是显著地降低了经济的平均质量。这也可能是现在经济稍有减速就听到一片哀嚎的主要原因。

总之,经济下行本身是个相对的概念,其对实际经济的冲击力也在随着增长潜力的下行而逐步减弱。而改革的进一步推进也意味着增长下行很难完全避免,我们所担心的增长减速,在其他新兴市场经济却是稀松平常的事情。更重要的是,经济增长周期性下行,既能摆脱对无法持续的、政府主导的投资的过度依赖,还能进一步提高经济的效率与质量。因此,我们有必要打破关于经济下行的恐惧症。过去就是因为怕增长减速,不敢改革,过度刺激。这些做法造成的新问题比它们所解决的问题要多得多,也严重得多。当然,不怕减速,并非意味着政府什么都不做。政府依然可以采取政策措施适当地稳定宏观经济,也可以采取措施缓解经济减速对就业市场的冲击。简单地说,生病了当然要吃药,但不能一股劲儿地打激素。



免 责 声 明

本报告中的观点仅代表作者个人观点，不代表其所在单位或机构意见。论坛对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本研究周报的版权为北京四十人论坛顾问有限公司所有，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、发表、上网或引用。