

“硬着陆”之辩¹

高善文²

2011 年 5 月 5 日

近日，美国纽约大学经济学教授，号称“末日博士”的鲁比尼做出惊人预测，认为中国经济发展有可能在 2013 年因过度投资和产能过剩而遭遇“硬着陆”；几乎与此同时，美国加州大学伯克利分校的学者等人也预测中国经济将在 2015 年前后触及“减速带”。这些评论和看法引起了媒体的关注和国内外学者的广泛讨论。

在这一背景下，作者围绕相关问题接受了《香港商报》的专访，进行了书面回应。全文如下，供大家参阅。

- 1、美国经济学家、纽约大学经济学教授努里尔·鲁比尼近日对中国经济做出惊人预测，称中国经济发展很可能在 2013 年严重放缓，遭遇“硬着陆”。在上个月公布的报告中，加州大学伯克利分校(University of California at Berkeley)的艾琴格林(Barry Eichengreen)、亚洲开发银行(Asian Development Bank)

¹ 本次专访全文链接：<http://www.hkcd.com.hk/pdf/201105/0502/HA12502CCXX.PDF>

² 安信证券首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

的 Donghyun Park 和高丽大学(Korea University)的 Kwanho Shin 预测中国经济将在大约 2015 年触及“减速带”。您认为他们预测的这种情况会发生吗？

您的相关预测是怎样的？

我们在很大程度上同意中国经济的潜在增速很快就会放缓，倾向于认为未来十年之内的某个时候经济会经历显著的减速，比如在 2015 年前后经历 3 个百分点以上的增速下降，我们担心和认真关注这一减速可能带来的经济社会冲击。

我们的理由与他们的判断有一些相近，但不完全相同。比如我们认为刘易斯拐点的跨越，人口红利的降低与消失将会对中国经济潜在增速构成负面影响；我们认为过去十年中国经历的异常高速的资本积累看起来也很难维持，同时资本积累对未来经济增长的边际贡献长期来看也可能会下降。

艾琴格林等人的研究认为，全要素生产率贡献的下降是经济减速的主要原因。就中国的情况而言，我们猜测过去三十年全要素生产率的进步有一些体制变革的原因，例如国有部门的民营化改革等，也有一些低收入带来的模仿和追赶效应的原因。我们认为通过进一步推动体制改革来维持全要素生产率的贡献，在未来看起来越来越不现实，并且同意随着收入水平的提高，通过模仿和追赶效应带来的全要素生产率的进步也注定会放缓，但后者的转折点将在何时发生，是否成为 2015 年前后经济减速的主要来源，仍然是值得推敲的。

就 2013 年中国的硬着陆风险而言，从周期的意义上看，我们同意这一风险值得关注，但其立论基础有些差异。

2、相关经济学家对这些预测给出了他们的理由，请您对此一一加以评述。鲁比

尼认为，中国经济短期和中期之间，存在着可能影响稳定的潜在冲突性因素。这些因素包括，过剩产能导致通缩，一旦不断增加的固定投资不可持续时，2013 年中国经济可能严重放缓。但我们现实面临的是越来越高的通胀问题，包括加州大学伯克利分校艾琴格林在内的三位经济学家的研究报告表明，不断上升的通胀是增大减速可能性最重要的因素之一。两者对于中国经济减速相同结论背后的原因却是矛盾的，请问您如何看待这一问题？

我们认为 2015 年之前中国发生通货膨胀的风险平均来说明显超过通货紧缩的风险。通货膨胀波动中枢看起来在未来 3-5 年之内很可能向上抬升，这反映着刘易斯拐点的转折和人口红利正在减少的事实，暗示着经济潜在增速将逐步下行的趋势，也在一定程度上与全球大宗商品和农产品价格的高位波动相互纠缠，并可能因为经济周期性的爬升或其他需求冲击而加剧。

在这一背景下，房地产泡沫、地方政府融资平台的支付压力与宏观经济政策失误风险构成了我们最关注的不确定因素。

鲁比尼教授担忧高投资可能导致中国未来的产能过剩和通货紧缩，这无疑是居安思危的逆耳忠言。然而仔细地研究中国的历史数据显示，这方面的实际情况可能要更复杂一些。

例如，在过去十年（2002 - 2011）的这轮经济周期中，固定资本形成对 GDP 的占比要显著高于 1992 - 2001 年那轮经济周期的情形，无论是其高点还是平均水平都是这样；但就产能过剩和通货紧缩的压力而言，1990 年代后期的情况显然要严重得多，这通过对比两轮周期后段银行资产质量的恶化幅度就可窥见一斑。

在我们看来，造成这种差异的关键原因是经济的民营化和金融体系的市场化改革初见成效，这显著改善了私人部门储蓄资源的配置效率。换句话说，投资的多少也许并不重要，更加重要的是谁来投资，他是否对结果承担责任？

尽管如此，我们仍然同意这样的想法，即中国金融体系的市场化改革需要继续推进，实体经济领域的民营化改革方向也不能动摇，甚至要进一步扩大和深化；此外过去三年由于金融危机导致的政府超常规的财政刺激政策需要及时退出，并抓紧修补政府由此恶化的资产负债表。

由于这些方面的考虑，我们认为 2013 年前后中国经济面临的风险更多来自于周期性因素，以及潜在增长率放缓的压力；我们并不非常担心所谓过度投资、产能过剩和通货紧缩问题。

3、鲁比尼还提到了中国的负利率和汇率问题。他表示，中国目前执行的低存款利率，实际上是让普通百姓掏腰包补贴国有企业。而中国实行的低汇率政策是在补贴出口型企业，却降低了家庭对进口商品的购买力。此外，中国的工资水平过低，工资增幅远低于生产力增速。这些因素都将制约中国经济的增长。这些情况似乎在中国确实存在，您认为这些情况会导致他所说的减速结果吗？

过去十年至少在制造业领域，中国城市职工工资增幅低于经济产出增幅的情况相当引人注目，在广泛的讨论中，低利率、低汇率等是常被提及的原因。我们对于这样的看法抱有比较大的怀疑和保留，并倾向于认为经济的结构变迁可能是其中更为基本和主导性的力量；我们同时认为这样的结构变迁可能正在

结束。

最关键的证据是，在过去十年，和历史情况相比，中国企业盈利能力的提升与固定资本形成占比的爬高是同时发生的。如果是低利率等扭曲性的政策导致了高投资，那么显然资本的回报应该会下降，但各种口径和指标计算的投资回报都呈现了显著的改善，这暗示经济对投资需求的上升应该是更重要的影响因素。

那么，为什么经济对投资的需求会经历系统性的上升呢？在我们看来主要是由于重工业化，这又与经济发展水平和阶段、以及九十年代后期住房市场的私有化变革密切相关。

所以问题的关键不是工资水平过低（过去十年工资的平均涨幅在历史上并不逊色），而是经济对资本积累的需求太大，从而需要通过比较高的资本回报率来维持这一平衡。因此这一结果实际上在过去促进而非压制了中国经济的成长。目前来看中国的重工业化过程可能正在接近尾声。

就汇率问题而言，我们同意人为扭曲和相对低估的汇率可能使得经济将更多资源转向可贸易品生产，并抑制了对进口品的需求和消费，这无疑导致了本土消费品对进口消费品的替代，但这是否会导致一个不同寻常的低消费倾向，是相当存疑的。

另外很多人从贸易盈余的角度，来说明汇率低估，这种看法当然有道理，但问题在于其低估和完全忽视了中国贸易盈余的周期性。实际上，历史模式和大量的交叉数据都显示中国贸易盈余波动的大部分来自于中国经济的周期性波动，而不是汇率等结构性因素。

所以，我们并不认为利率和汇率方面的问题是中国经济乱相的根源，也不太认同这会成为导致经济减速的主要力量，但我们仍然同意这样的看法，即过度扭曲的汇率和认为压低的利率会带来广泛的、长期来看相当负面的扭曲，需要政府采取必要的政策行动和体制变革来纠正。

4、鲁比尼对中国正在启动的“十二五规划”也有评述，他认为中国希望能够在在此期间调整经济长期增长的模式，但从目前公布的计划来看，增大的很大一部分可能仍然要靠投资来实现。在您看来，实际情况是否真如他所料？

我们同意中国在未来五年中的多数年份，投资仍然会维持在相当高的水平，这与政府的政策有一定关联，但前述讨论中来自需求的力量可能更加基本，同时经济周期性爬升的力量看起来也会起作用。我们同意政府在鼓励消费等方面仍然可以做得更多，但我们同时也相信潮流即将转变，看起来资本形成过高的局面在十二五的末期可能会转入系统性的修正过程。

5、Barry Eichengreen、Donghyun Park 和 Kwanho Shin 三位经济学家上月发布的研究报告表明，中国经济的减速或许很快就会到来。他们的依据除了长期低估的汇率，还有老龄人口的增加，消费占 GDP 比重过低等因素。此外，还有一些中国特有的减速风险需要考虑，包括金融的不稳定性，日益扩大的不平等加剧社会动荡等。您是否认为这些因素会导致经济减速？

我的理解是：他们研究的核心思想是随着人均收入水平的提高，经济的增长需要从模仿转向创造，这自然会带来经济的减速，这种想法无疑是相当

朴素和符合直觉的。在这样的基础上，在实证研究过程中，面对大量不同国家的横截面数据，他们使用了一些基于常识和猜测的控制性变量，包括汇率低估、消费占比等。

对于这些控制变量的经济合理性及结果的恰当解读，实际上需要相当谨慎。例如即使文章作者本人也对汇率变量的解读留有很多余地。

我们同意人口老龄化（以及低端劳动力的迅速减少）对中国经济是个相当不利的因素，也关注与房地产泡沫和地方融资平台等因素相联系的金融稳定风险，并认同日益扩大的不平等加剧了社会不稳定的风险，但我们对人口因素和金融稳定的风险更加重视。

- 6、包括加州大学伯克利分校艾琴格林等三位经济学家的研究报告亦表示，一系更扭曲的商品价格导致对非贸易有利产品的贸易生产，从而导致了一个不寻常的低消费份额。国有企业的松散治理降低了投资分红的压力，使得投资往往成为一种补贴行为。而社会安全网络的缺失以及发展良好的国内金融市场往往鼓励家庭的预防性储蓄。这表明中国政策有余地缓冲经济突然减缓的打击。对此您有何评述？

汇率、利率扭曲等问题前面已经讨论，将中国消费占比过低部分地归结于预防性储蓄和社会保障体系，是相当符合直觉的解释，麻烦在于：过去十年中国社会保障体系总体上不断改善，但消费占比同期显著下降，这至少说明其他抑制消费的力量更为基本。就此而言，政策的影响力就不宜高估。

7、为了避免中国经济出现“硬着陆”，鲁比尼针对中国经济开出的药方是，减少投资刺激消费。他认为，中国应降低储蓄率、减少固定资产投资，削减净出口占国内生产总值的比例、提高消费所占的比重。此外，为了增加居民收入，中国应该加快汇率改革速度、实行利率自由化、大幅增加工资和解除户口限制等。对此国内有声音指这是一种西方国家惯用的阴谋论，背后有着某种政治经济目的。对此您如何看待？

实际上，这是绝大多数国外经济学家给中国经济开出的标准药方，符合现代经济理论的基本思想，在国内也得到比较多的认同。想一想，会有多少人反对增加工资、提高消费、扩大居民收入这样美好的政策呢？

真正的困难在于操作。这些政策建议都很美好，但在具体政策实践中缺乏可操作性，因此与其说它是政策建议，不如说它是政策目标。

我们知道，很多经济学家长期以来也鼓励日本和德国人扩大消费，日德两国的汇率和利率相当自由化，也没有户口限制，但扩大消费仍然效果不彰，可见说来容易做起来难。

我想抱着阴谋论的想法来看待学者的政策建议，除了说明自己不自信，没有其他的意义；抱着解决问题的态度看待学者的政策建议，通常会发现他们只是看上去很美，最后，还是需要政府自己想办法。

8、中国经济是否存在着西方经济学家不曾看到的潜在的有利因素？或者说，中国能否成功地将种种不利因素转换成有利因素？如果有，包括哪些方面？

中国政府持有巨额的高流动性的外汇储备、持有大量具有良好盈利能力的

国有企业和银行，持有全国范围的土地、拥有强大的行政动员与控制能力，这些可能是一些没有被充分重视的有利因素。

9、能否谈谈您对中国经济开的药方？

- 一、刺激性的财政政策要早日退出，并抓紧清理由此对政府资产负债表带来的潜在损害；
- 二、将总量政策的重心切实从追求增长转向控制通胀，提高中央银行的独立性，提高总量政策的前瞻性，尽量避免严重的经济政策失误；
- 三、加快推进金融市场化，切实推进经济自由化
- 四、高度重视宏观审慎性监管，充分警惕未来可能的经济波动对金融稳定的冲击。

10、三位经济学家研究报告提到，存在一种普遍的假设，即中国仍将保持快速增长，中国有可能避免中等收入陷阱并跃升到中高收入国家。但是，上世纪下半叶，只有非常少的国家完成了这种转型，而大部分的国家，比如拉美国家，仍然挣扎在摆脱中等收入陷阱的路上。鉴于中国的巨大规模和一系列结构性问题的挑战，实现这一转变任重而道远。在您看来，中国如何能够穿越中等收入陷阱？

这一问题目前关注很多，意见分散。中国要在达到中等收入水平以后继续维持一定水平的增长，我个人的看法是要做到三句话，即“政治上克服民粹主义倾向、经济上克服裙带主义倾向、贸易上克服保护主义倾向”。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

高伟栋，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2009 年 7 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

高善文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出

处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034