

CMRC 中国经济观察

2012 年秋季（总第 31 期）

2012 年 10 月 27 日

目 录

林毅夫：遵循比较优势发展战略，进行结构持续升级， 避免中等收入陷阱	1
庄巨忠：超越低成本优势：中国经济如何避免落入中等收入陷阱	6
贾 康：持续推进制度建设，冲破技术天花板	17
宋立刚：浮动汇率有助于金融和银行体制改革	21
姚 洋：两点评论	24
会议上半场问答	27
梁 红：中国经济的长周期和短周期	32
李迅雷：中国经济：下一轮增长靠什么	40
宋国青：居民收入逆周期	50
会议下半场问答	57
2012 年第 4 季度“朗润预测”	62
“朗润预测”特约机构名单	63

遵循比较优势发展战略，进行结构持续升级， 避免中等收入陷阱

林毅夫

世界银行前首席经济学家、高级副行长

北京大学国家发展研究院名誉院长

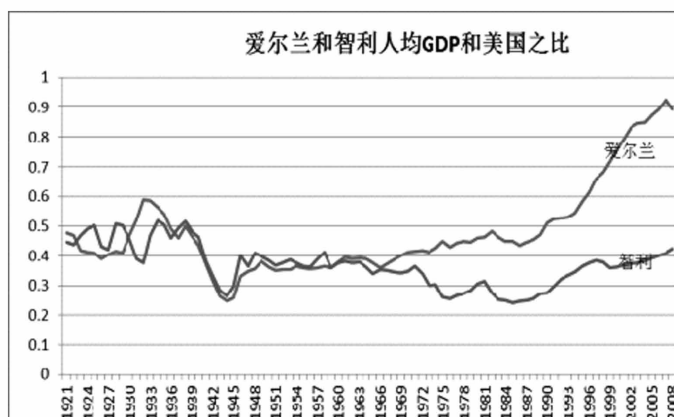
中国改革开放三十多年来取得了巨大成就，国内生产总值以平均每年9.9%的速度持续增长，从一个非常低收入的国家发展成为一个中等收入国家。1979年，中国人均收入不及非洲国家平均水平的1/3，而到2011年，中国的人均收入达到5400美元，今年应能超过6000美元，将近非洲国家平均收入水平的5倍。中国取得骄人成绩的同时也有很多问题令人担忧，包括收入差距的急剧扩大、环境的不断恶化和贪污腐化的日益严重等。最近经济增长速度放缓，许多国外声音质疑，中国会不会出现硬着陆？一旦出现硬着陆，再加上社会腐败、收入分配问题，可能造成中国整个政治跟社会稳定不能维持，进而导致经济增长继续减速。

中国如何避免中等收入陷阱，是一个很现实的问题。回顾历史，通过分析1950年到2008年的最新数据，可以看到全世界200多个国家和地区中，只有28个经济体的人均收入与美国的差距缩小了10个百分点或者更多。这28个经济体中绝大多数是欧洲国家，如果再剔除掉石油和钻石生产国，只剩下12个经济体，这意味着什么？从二战到现在，世界上将近200个国家和地区实际上陷入了低收入陷阱或者中等收入陷阱，真正打破这个陷阱的国家和地区是非常少的。

当然，并不能断言，从低收入变成中等收入，再继续从中等收入变成高等收入是不可能的。这12个国家和地区中，许多是我们的近邻。比如，五十年代的台湾和韩国，人均收入都只有美国的10%左右，他们当然算是低收入经济体，六十年代以后它们的经济开始持续发展，到2008年的时候人均收入都超过了美国的60%，已经成为高收入经济体。同样，日本、香港、新加坡当时的人均收入只达到美国20%的水平，与我们现在的情况相仿，但他们经历了持续经济增长之后，日本曾经达到美国80%的水平，现在降到70%多，而香港、新加坡的人均收入都达到美国的80%甚至更高。所以东亚经济体有能力从低收入变成中等收入然后继续走向高收入。而且，这不仅存在于东亚经济体，其

他地区和国家也有出现。

以爱尔兰和智利为例，从上世纪初开始，两国基本一样，一直占美国人均收入百分之四十左右，这种相似情形一直持续到七八十年代。但是八十年代末以后，智利跟美国的差距没有缩小，爱尔兰却在 2005、2006 年左右实现人均收入与美国持平。由此看来，中等收入陷阱不是必然。既然二次世界大战以后，基本上亚非拉所有的国家在取得政治、经济独立之后，都在努力发展本国的经济，追求国家的现代化，试图缩小跟发达国家的差距，那么为什么只有那么少的经济体成功，而大多数经济体失败？我们有一句话，思路决定出路，在我看来，大部分发展中国家发展绩效差强人意是思路错误所致。



不管是发达国家、发展中国家还是落后国家，在 18 世纪的工业革命，进入到现代经济增长以后，其经济持续增长的最主要决定因素是能否实现技术创新、产业不断升级，资源配置不断从低附加值部门转向高附加值部门。五十年代的时候，主流的发展理论是结构主义，不管是社会主义国家还是非社会主义国家，当时的政策都与中国的“超英赶美”政策类似。他们称作是进口替代战略，中国则称之为重工业优先发展战略。当时的认识是发达国家民富国强，是因为其人均劳动生产率非常高，是因为拥有现代化的产业。发展中国家之所以落后，是因为落后的农业经济或者矿产经济，劳动生产率低。因此，要变成现代化的国家就要有现代化的产业，而为什么没有现代化的产业，当时他们诊断为市场失灵，并主张政府直接干预，克服市场失灵，以直接动员资源来发展那些先进产业。然而，那些产业不符合发展中国家的比较优势，企业在开放的市场中没有自生能力，政府被迫实行各种保护补贴。政策推行二三十年之后，这些国家与发达国家的差距不仅没有缩小，还进一步扩大了。到了七十年代末八十年代，新自由主义的“华盛顿共识”取代了结构主义成为主导思想。当时认为发展中国家经济绩效普遍较差，是因为没有一个完善的现代市场经济体系，将发展中国家失败归咎为政府失灵。因此，按照华盛顿共识提出的休克

疗法，就是要建立一套让市场经济体制良好运行的自由化政策。这种政策引导之下，发展中国家在八十和九十年代的实际绩效比六十和七十年代还差，平均增长速度降低，危机发生频率提高。

那么，成功国家和地区是怎样的情形呢？实际上，他们既未按结构主义来发展经济，也未按华盛顿共识来进行经济改革，他们在每一个发展阶段都充分利用了自己的比较优势。起初，往往推行劳动力相对比较密集的产业，利用其竞争力，积累资本，实现产业不断升级，当然这个过程必须以市场为基础。在产业升级过程中，政府因势利导，有所作为。对于东亚经济体，不管是日本、韩国还是台湾，或者是大陆这几年，政府都发挥了相当重要的作用。

仍然将爱尔兰和智利对比来看，智利在七十年代以前一直实行进口替代战略，经济未能有起色。七十年代以后，根据华盛顿共识的思想，智利一直努力克服政府失灵，完善市场。如果按照华盛顿共识的内容来看，他们做得非常好，比如按照世界银行的企业经营指标衡量，它在全世界排名第40位，创除发达国家，它在发展中国家名列前茅。但是七十年代以后，它基本上没有出现过新的产业，结构变迁基本停滞，创造就业相当困难，收入分配不断恶化。九十年代，英特尔为了实现生产地区分散化，想到拉丁美洲设厂建基地，它一开始洽谈的是智利政府，英特尔提出几十亿美元的投资，要求政府做好基础设施建设，并且为其提供配套的教育，以供应拥有合适人力资本的劳动力。智利政府却认为，这是市场的事，不应该政府干预，予以拒绝。哥斯达黎加政府听到这个消息以后，和我国政府常做的招商引资那样，由总统亲自率队到英特尔的总部邀请，应允为其进行必要配套。结果，哥斯达黎加改变了曾经百分之九十的出口产品都是农产品的落后情形，实现了产业结构升级和收入增长。再看爱尔兰，爱尔兰原来被称为欧洲的乞丐，虽然其教育水平非常高，社会、法制条件也很好，又有英联邦的政治制度，也讲英语，但就是不能创造就业，导致大量人口外流。爱尔兰实际上五十年代开始就有产业政策，只要证明投资的企业是为了出口，政府就有各种优惠。1987年以后，它有所改变，开始实行选择性的产业政策，政策优惠只针对信息、电子、化工和制药这四个产业。政府并积极到国际上把美国的跨国公司引进来，很快就形成了几个非常有竞争产业集群，爱尔兰经济就起飞起来，成为欧洲的小虎。

鉴于中国目前所处的阶段，要避免中等收入陷阱，最主要的是以下两点。第一，怎样创造条件让经济能够不断按照比较优势发展，充分利用后发优势，实现快于发达国家的产业升级和技术创新。第二，过去这三十几年改革推行的双轨制遗留了许多对市场的扭曲，这些扭曲带来收入分配不断恶化，引发贪污腐化等各种问题，所以要深化改革，建立完善的市场体制。但是在这个过程中，经济发展不是静态上的资源在现有产业之间的配置，靠市场这双看不见的手就可以。产业升级和技术创新的过程必然会伴随着诸多外部性问题和协调问题，

如果中国政府像智利政府那样，认为市场就可以完成，那么许多新产业不能出现。如果没有新产业，即使有很完善的市场制度，也不会有技术不断创新和产业不断升级，这样中等收入陷阱或者低收入陷阱就会成为必然。

在产业升级上政府应发挥因势利导的作用，对于位于世界技术、产业链内部的产业我国政府可以按新结构经济学“增长甄别和因势利导”框架中的“两轨六步法”来帮助企业利用后发优势，加速技术创新，产业升级。对于接近或已经位于世界产业链前沿的产业，我国政府可以借鉴发达国家对技术创新和产业升级提供帮助的惯常方式来发挥因势利导的作用，发达国家主要通过四种方式：专利、对基础科研的支持、政府采购，以及对使用某些技术或产品的行政指令。对于这四种方式中的后三种，因为政府资源是有限的，它必须把有限的资源做一个策略性的配置。这个策略性配置必须支持某些特定的有前途的产业。

如何克服中等收入陷阱，对中国未来的发展和改革至关重要，关键是，如何平衡市场跟政府的作用，在未来的改革开放过程中，一方面要完善市场经济体制，另一方面政府要发挥因势利导的作用，克服困难，创造条件，不断地实现技术创新和产业升级。

To Avoid the Middle-Income Trap China Has to Follow the Principle of Comparative Advantage to Achieve Continuous Structural Change

Justin Yifu LIN

Former Chief Economist and Senior Vice President of the World Bank
Honorary Dean of National School of Development, Peking University

After the 2nd World War, except the western European countries and oil and diamond producing countries, only 12 economies succeeded in narrowing their per capita income gap with the US by 10 percentage points or more. The development thinking and then the strategy of development determined the economic outcomes. The market-failure theory of the first wave of development thinking and government failures theory of the second wave of development thinking are proved to be wrong successively. The experience of successful economies suggests that developing countries need to exploit their comparative advantages and make full use of the advantage of backwardness to achieve continuous technological innovation and industrial upgrading. At the same time, a facilitating government has a role to play in promoting technological and industrial upgrading in a well-functioning market economy. Considering China's current stage, in order to avoid the middle-income trap, we should highlight two aspects. On one hand, China should follow its comparative advantages in realizing industrial upgrading and technology innovation. On the other hand, China needs to deepen the market-oriented reform and address problems of income inequality and corruption.

超越低成本优势： 中国经济如何避免落入中等收入陷阱

庄巨忠

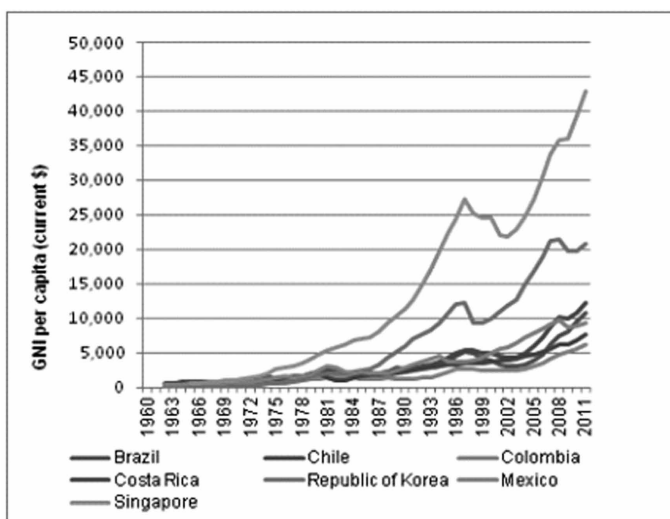
亚洲开发银行副首席经济学家

2012年10月27日，亚洲开发银行与北京大学国家发展研究院在第31次CMRC中国经济观察报告会发布双方合作的“超越低成本优势的增长：中国如何避免中等收入陷阱？”报告。亚洲开发银行副首席经济学家庄巨忠博士介绍报告主要观点，并就中国如何避免中等收入陷阱提出相关政策建议。

一、中等收入陷阱的概念

中等收入陷阱至今没有一个严格定义，通常指一国人均收入达到中等水平后经济停滞的一种状态。通常大家把它与拉美和某一些东南亚国家联系在一起。中等收入陷阱有许多典型的例子。拉美国家如巴西、墨西哥等（如图1所示），东南亚国家如菲律宾、马来西亚、泰国。这些国家六十年代的时候已经是中等收入国家，现在还是中等收入国家。而日本、韩国、中国台湾则是成功跨越中等收入陷阱的反例。虽然各个国家陷入陷阱的原因不同，一个共同特征是当劳动力由过剩变为短缺、劳动力成本上升时，产业不能实现升级，导致一国既无法与低收入国家以低成本优势竞争，又不能和高收入国家在高价值产品上竞争。而跨越陷阱国家的一个共同点恰恰是它们能够通过创新促使产业升级，从而加入高收入国家的行列。

图 1、国民生产总值 (\$)



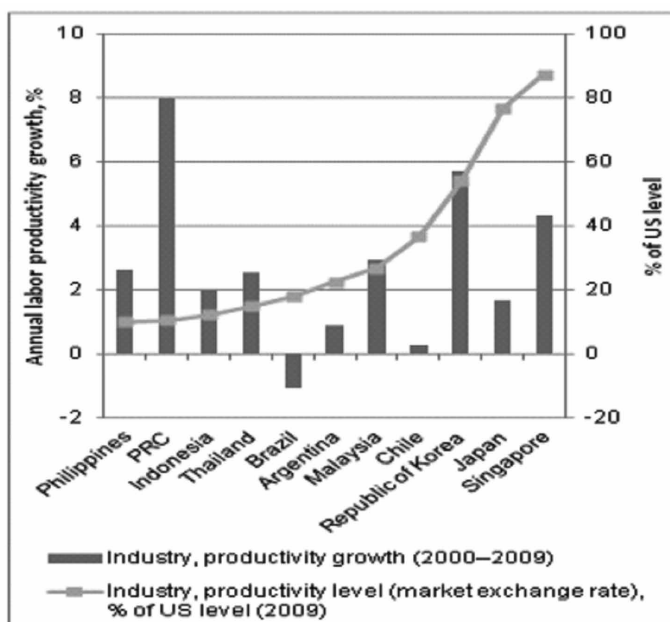
一国如何通过不断创新实现产业升级？对此有共识也有争议。共识主要有两点：一是产业升级需要大量勇于创新的企业，因为企业是创新主体。二是政府应提供一个鼓励创新的环境，其中包括政治与经济的稳定、良好的基础设施与人力资本、有效的市场竞争机制、健全的金融体系、社会的包容、健全的法制、产权保护以及廉洁高效的政府。争议主要集中在如何实施产业政策。每个国家国情各异，政策的着力点也应不同。

二、中国落入中等收入陷阱的风险

中国三十多年经济的高速增长主要可归结于以下几个因素。一是改革开放。二是生产要素价格低廉，生产要素包括劳动力、资本和能源。三是政府在经济转型过程中发挥了积极的作用，解决了发展中国家经常碰到的市场“失灵”问题，如信息不对称、协调不完善等。其他成功因素还包括国民的高储蓄率、大规模基础设施投资、人口红利以及稳定的社会环境。

但中国经济发展也伴随很多问题，这些问题也使中国面临落入中等收入陷阱的风险。报告讨论了六个主要问题。第一是中国技术生产力水平与发达国家相比还有很大差距。如图2所示，尽管中国劳动生产率高速增长，但2009年其水平只有美国的10%左右。中国虽是世界上最大的科技产品出口国，但大约80%是加工贸易，附加值很低，iPod、iPad、iPhone就是典型的例子。产业升级需要一大批勇于创新的企业，但是中国民企规模相对较小，国企生产效率激励机制有待改进。

图 2、各国劳动生产率水平和增长率



第二是工资上涨与人口老龄化会侵蚀中国的低成本优势。如图3所示，近年来中国实际工资增长率超过了劳动生产率增长率，沿海地区开始出现劳动力短缺，工资上涨，中国正在接近刘易斯拐点。且人口老龄化，人口红利逐渐消失。

第三是经济增长来源不平衡。需求方面主要是居民消费不足，供给方面主要是服务业发展相对落后，如图4所示，我国服务业就业占比只有34.6%。经济结构失衡很大程度上反映出体制改革不到位。如高投资率与要素价格扭曲，国企和地方政府过分追求高投资与扩张的行为有关；市场准入限制、城市化程度低导致服务业发展滞后。对出口的过度依赖增加一个国家对外部经济环境的脆弱性。持久的贸易顺差也会加剧全球的经济失衡，并导致其他国家采取贸易保护主义。要素价格的扭曲，一方面提高了出口的竞争力，另一方面也会削弱中国企业创新和产业升级的动力。

图 3、中国实际工资、劳动生产率增长率 (%)

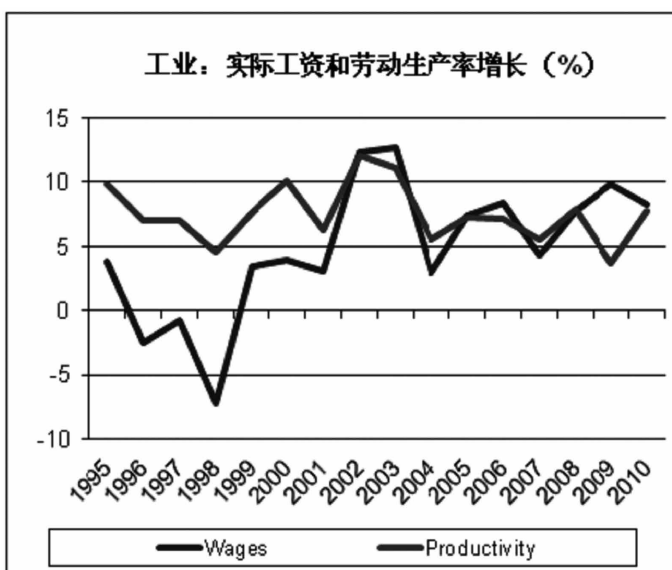
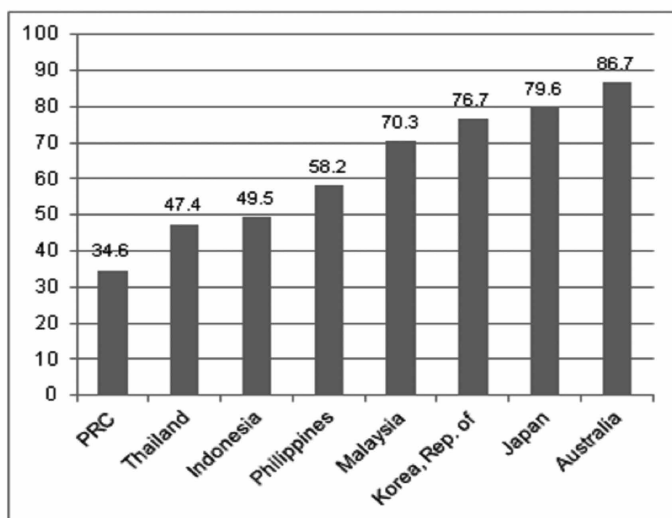


图 4、2011 年各国服务业就业占总就业比例 (%)



第四是收入差距扩大。改革开放初期，中国人均消费的基尼系数仅为30左右，2008年达到43.4，在亚洲属于偏高水平。如图5所示，中国农村贫富差距比城市更大。虽然技术进步、全球化分工可能导致收入差距扩大，但在中国收入差距的扩大也反映了经济改革不到位。如户籍制度；大量行政干预资源配置产生寻租机会；政府公共服务投入不足等。

第五，能源与水资源的制约与环境可持续性。中国已经成为最大的二氧化碳排放国。图6显示，中国是空气污染最严重的国家之一。如果不采取有效措施，中国水资源短缺和能源供应安全也可能成为将来增长的制约因素。

第六是日益挑战的外部经济环境。如图7所示，最近几年中国已经成为各国采取歧视性贸易措施的首要目标。中国在制订经济政策时需充分考虑政策的外溢因素，以保证稳定和谐的外部经济环境。

图 5、1990—2008 年中国农村与城市收入差距

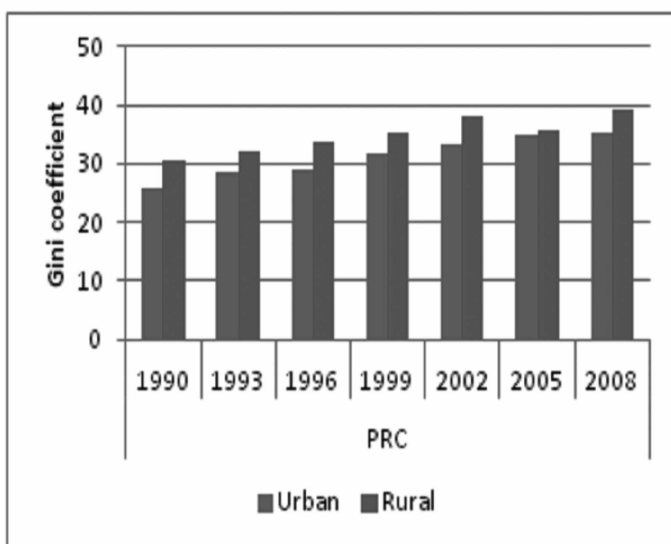


图 6、2009 年空气污染世界排名 (PM10)

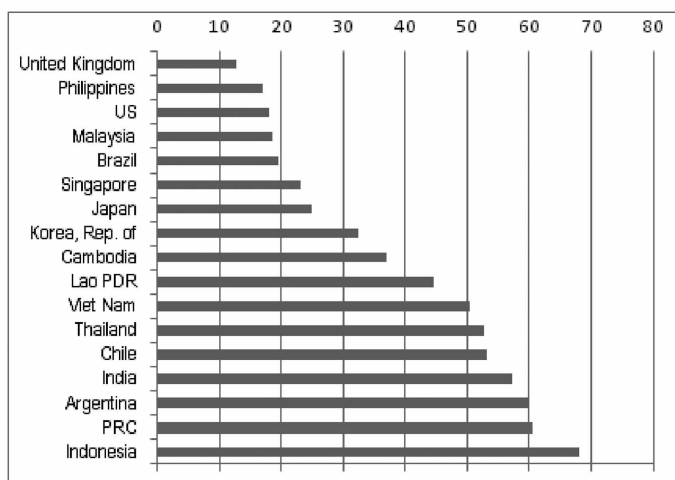
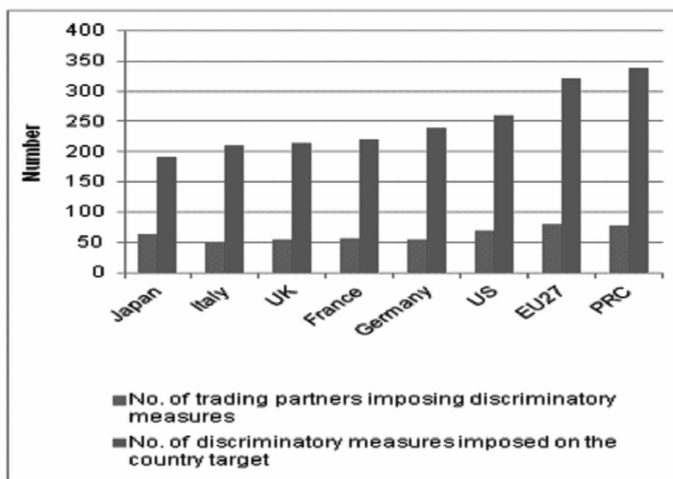


图 7、2008—2010 歧视性贸易措施前八目标国



三、 中国跨越中等收入陷阱的政策选择

中国应如何避免落入中等收入陷阱？报告提出了六个原则和三个对策。六个原则包括：在低成本和创新的关系上更依赖创新；在市场与政府关系上更依赖市场；在消费和投资关系上更依赖消费；在内需与外需关系上更多依赖内需；在增长与分配的关系上更加兼顾增长与分配；在发展与环境的关系上更加兼顾发展和环境。三个对策包括：一是要超越低成本优势，通过科技创新实现产业升级，推动知识型经济的发展；二是要深化企业、要素市场和财政体制改革，推动城市化与服务业的发展，以促进经济结构的调整；三是要保持一个良好的经济与社会环境，包括稳定的宏观经济、健全的金融系统、社会和谐与包容、环境的可持续性、稳定的外部经济环境。

关于如何推动创新和产业升级，报告提出了一些具体措施。第一是要深化企业改革。图 8 显示国企利润率远远低于私营企业。国有企业改革主要是进一步弱化行政干预，完善公司治理结构，使企业完全以商业化运行。同时加强对国企监督与绩效评估，防止腐败现象。对于民企主要是创造民企与国企公平竞争的环境，特别在市场准入、融资和税收方面，此外鼓励企业通过合并与收购扩大企业规模。对外企主要是给予国民待遇，鼓励公平竞争，并保护其知识产权。二是要营造一个鼓励支持产业升级的环境。图 9 显示，与世界各国相比中国目前 R&D 支出比例处于较低水平。产业升级需要鼓励市场竞争、增加公共基础科学研究、有效的产业政策、风险投资机制和知识产权的保护。第三是要增加人力资本投资。把政府教育支出从目前不到 GDP 4% 增加到 5%，把成

人平均受教育年数从目前的 8 年增加到 11—12 年，即韩国和日本的水平，同时继续推进教育体制改革。

图 8、1998—2010 年中国国企、民企和外企资金利润率（%）

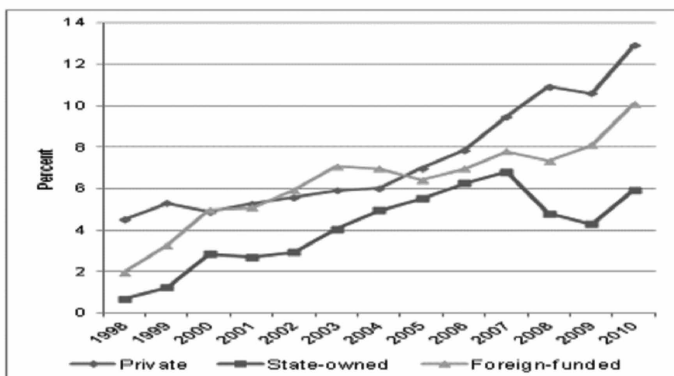
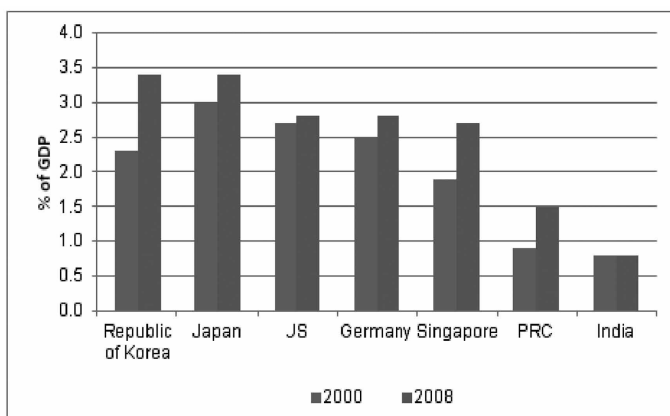


图 9、各国 R&D 支出占 GDP 比例（%）

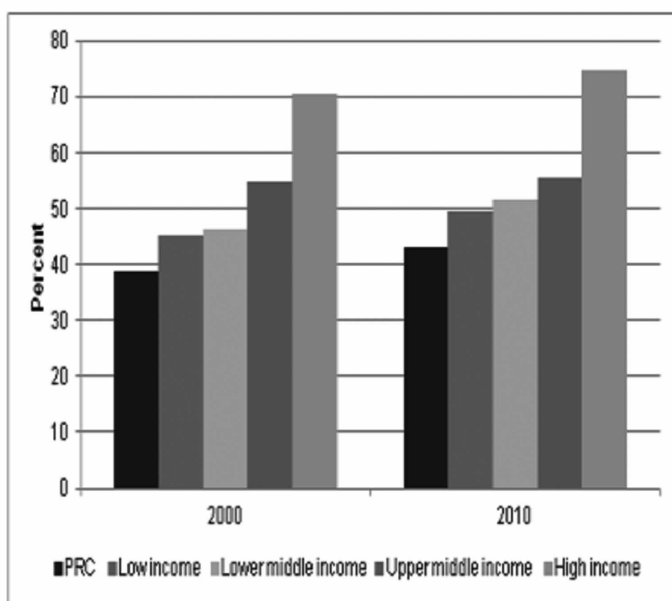


在要素市场改革与财政体制改革、推动城市化与服务业发展方面，报告提出以下几个方面。劳动力市场改革主要是改革户籍制度、降低劳动力流动阻力，同时健全劳动力市场机制，比如劳动保护、最低工资、集体协商和失业保险等建设，兼顾就业保障与劳动力市场的流动性。金融体制改革是进一步推动金融市场化，包括利率市场化、鼓励民营资本、国有银行商业化、资本市场发展和金融包容性，解决中小企业融资难问题，并进一步增加汇率的弹性，并根据国内金融改革进程逐步推进资本项目开放。土地市场改革主要促进土地流通与土地市场的发展，使土地定价机制更加合理。财政体制改革包括优化支出结构和增加对公共服务的支出，如教育、医疗、社会保障。同时改革税制，加速增值税、房地产税和个人所得税改革，增加个人所得税的税收份额，增加国企

利润上交力度，理顺地方政府收支关系，完善预算系统。

报告认为服务业将成为中国重要经济增长来源，且是创造就业的主要途径。如图 10 所示，2010 年中国服务业占 GDP 不到 44%，低于马来西亚的 46%，菲律宾与印度的 55%。且中国服务业就业占总就业比例更加低，2011 年只有 35%，而韩国为 77%、日本为 80%。要着重推动生产性和高附加值服务业的发展，如金融、电信、交通、医疗卫生、教育、咨询中介、科研、传媒法律等等。同时消除宏观政策对制造业的倾斜，使人民币汇率更加富有弹性。在税收信贷方面做到服务企业和制造企业一视同仁，并把服务企业营业税改为增值税。

图 10、各国服务业占 GDP 比例 (%)



提高增长的包容性主要是要缩小城乡和地区差异，增加公共服务投入，保证机会平等，建立公平合理的税收制度，增强法制建设，确保社会公平，预防与杜绝腐败。中国收入差距 50% 源于城乡差距与地区差距。缩小城乡收入差距需要推进城市化与服务业的发展，以进一步促进农村富余劳动力的转移，为他们提供足够的就业机会。缩小地区差距需要继续实施西部大开发战略，推动产业向内地转移，消除劳动力流动的障碍。

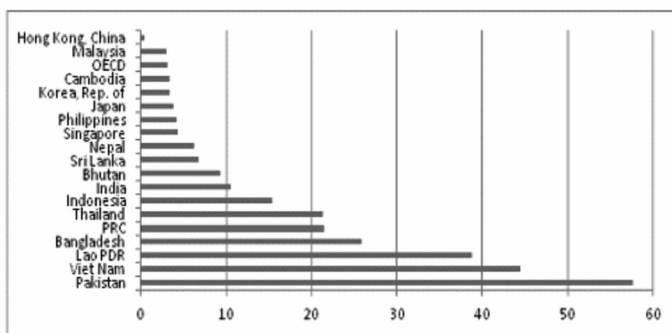
我要强调中国个人所得税的改革。如表 1 所示，目前中国个税占 GDP 比例只有 1.3% 左右，OECD 国家平均是 8.7%，中国个税调节力有限。从税率上比较，中国个税税率和其他国家相比不低，如中国工资税最高税率是 45%，OECD 国家平均大概是 42%，日本是 50%，其他大多数亚洲国家都在 40% 以下。主要问题是中国个税税基小，45% 的个税税率要到很高的收入才开始征税。如图

11 所示，中国 45% 的个税起征点是人均国民收入的二十几倍，而 OECD 国家、日本和韩国都在 5 倍以下。另外个税实施不力，该交税的不交税。在中国提倡包容性增长，增加个税对收入的调节作用应是重要的一方面。为此中国应扩大税基，降低最高税率起征点，并且逐步实现综合征税，提高税制的渐进性。收入高的人要多交税，这是中国走向高收入国家必须要走的一步。

表 1、各国税收结构（占 GDP 比例，%）比较

	中国	马来西亚	韩国	日本	OECD
公司所得税	3.6	8.1	3.5	2.8	2.9
个人所得税	1.3	2.2	3.6	5.2	8.7
消费税	10.4	3.9	8.5	5.1	11

图 11、2009–2012 年各国最高个税起征点（人均国民收入的倍数）



在进一步市场化过程中，保持宏观经济与金融系统稳定非常重要。资本帐户开放要根据国内金融体制改革进程来推进。同时要加强国际与地区经济合作，提倡共同发展。中国在制定经济政策需要充分考虑外溢因素。积极参加 G20、APEC，ASEAN+3 这种多边合作机制，增加对国际经济政策与治理结构的影响力。

四、展望中国经济

报告最后对中国经济未来 20 年发展做了情景分析。如果报告提出的改革思路能得到有效实施，中国有望在 2030 年前成为高收入国家。具体来说，中国有潜力在 2010–2020 年达到年均 8% 左右的增长率，2020–2030 年保持 6% 左右。按 2010 年不变价计算，中国人均国民收入在 2030 年将可达到 16500 美元。而根据世行目前的划分标准，中国在 2025 年将可成为高收入国家。以市场汇率计算，中国在 2026 年将可超过美国成为世界上最大的经济体。以购买力评

价计算，中国将在 2016 年超过美国成为世界上最大的经济体。根据东亚的经验，这样的增长速度是有可能的。日本在成为高收入国家的前 10 年年均增长率是 10% 左右，韩国是 8.5%，中国台湾是 7.7%，而报告预测的中国大陆是 7%，是一个可能达到的目标。

最后，我来总结一些报告的主要观点。中国过去三十几年的高增长相当程度上依赖于低成本优势，但是未来几年因为接近刘易斯拐点及人口老龄化引起劳动力成本上升，低成本优势对增长的贡献将逐步减少，经济增长将要更多依赖创新和产业升级。由于改革没有到位，经济高增长也带来了一系列的结构性问题，如增长来源失衡、收入差距扩大、资源利用效率低下、供给制约和环境恶化。此外，中国也面临日渐复杂的国际经济环境。以上问题可能制约中国产业升级。为避免落入中等收入陷阱，中国需要三方面对策。一是超越低成本优势，通过科技创新实现产业升级；二是深化改革并推动城市化与服务业的发展，促进经济结构调整；三是保持一个稳定的经济与社会环境。如果能有效实施以上对策，中国有望在 2030 年前成为高收入国家。

Growing Beyond the Low Cost Advantage: How China can avoid the Middle Income Trap

Juzhong ZHUANG

Deputy Chief Economist of Asian Development Bank

The economic performance of China has been spectacular over the last three decades. This success can be attributed to three key drivers—market-oriented reform, low-cost advantage, and the role of government—along with other supporting factors.

China's impressive achievements, however, should not make one lose sight of the major challenges it faces. Many countries experience a growth slowdown after achieving middle-income status. To avoid the middle-income trap requires continuous industrial upgrading through innovation and moving from a low-cost to a high-value economy. Moving from a low-cost to a high-value economy requires a critical mass of firms with strong incentives for innovation. It also requires the government to create a conducive environment.

The challenges and risks sustaining China's long-term growth include: (1) large technology and productivity gaps with advanced countries; (2) rising wages; (3) imbalances in the sources of growth; (4) rising income inequality; (5) resource constraints and environmental degradation; (6) a challenging external economic environment. To avoid the middle-income trap, China needs a development strategy that allows it to grow beyond low-cost advantage and move from a low-cost to a high-value economy. The policy options to avoid the middle-income trap include: (1) stepping up innovation and industrial upgrading; (2) deepening structural reform; (3) expanding services and scaling up urbanization; (4) reducing income inequality; (5) promoting green growth; (6) maintaining macroeconomic and financial stability; (7) strengthening international and regional economic cooperation. Implementing this strategy would greatly increase the likelihood of sustained growth and reaching high-income status before 2030.

持续推进制度建设，冲破技术天花板

贾康

财政部财政科学研究所所长

从短期来看，今年第四季度宏观经济运行走势应该说不难预判，最大可能性是在四季度实现经济运行企稳筑底以后回升，全年GDP增长7.5%目标有较大把握在年度内如愿实现，而且可以使我们对明年经济运行进行较好的年度规划安排。因为第四季度经济回升会有惯性，如果延续到明年一季度，正好对应于今年一季度下滑0.8个点的低基数，所以明年一季度宏观数据会比较好看，整个市场信心会进一步增强，对于景气的提升和经济的稳定有一定正面效应，而且“稳增长”措施还会继续发挥积极的政策效应。这些归结为一句话，就是从短期和年度中国经济的运行来看，问题不大。

但这次季度报告研讨的重心是把视角从短期转向中长期，对此我非常赞赏。中国经济发展的中长期问题，实际上涉及一些更深层次的问题，它们是伴随经济社会的转轨过程，特别是配套改革的攻坚过程出现的，是制约我们长远可持续发展的问题。

低劳动成本优势曾经支持了持续三十多年被称为“中国奇迹”的中国经济快速增长，但这种优势，或者说中国比较优势中一个很重要的组成部分，在最近一段时间里明显滑坡。民工荒问题几年前已经出现，现在较普遍了，不少中心城市的保姆雇工市场上都出现了“高价”、“稳不住人”的局面，实际用工成本明显急剧提高。而成规模的像富士康这样的企业，其用人紧张局面也总是不能够得到有效缓解，即使现在转移到了与沿海拉开一定距离的中原地区，比如河南，也很快就出现了类似原来在深圳出现过的紧张局面。经济学理论中讨论的刘易斯拐点确实正在逼近。学者的数据分析显示，我国人口红利在2015年之后迅速消退，同时老龄化压力会迅速显现。

特别是要指出，这个过程中还有其他很多矛盾的凸显，出现中等收入陷阱问题。我们必须正视这个非常有挑战性、而且对中国现代化命运有威胁力的深刻问题。有些学者说不要简单套用拉美的情况，中国情况跟他们有诸多差异，但是大的逻辑其实是高度一致的：那些国家开始发展一直很好，但一旦达到中等收入阶段之后，却难以前行。中国前面30多年以平均9.8%的速度增长，

但如果继续按照原来的套路，是不是就可以像邓小平勾画的三步走战略那样在2050年前后如愿实现中华民族的伟大复兴？决非如此简单。现在已有一系列令人堪忧的问题，如果这些问题处理不好，这样的前景就会被不确定性因素所困扰，就不能够有把握地说中国可以避免拉美和其他一些经济体走过的道路：即到了某个时刻突然增长失速，而其他问题一起表现出来，跌入某种低速增长的状态而一蹶不振。

目前，中等收入经济体中“两头够不上”的两难现象比较明显，一方面，低劳动力成本优势丧失，另一方面，产业升级换代能力和高科技附加值又没有培育出来。此时，民众还很容易形成羊群效应，造成“民粹主义基础上的福利赶超”压力。老百姓到中等收入阶段以后，对迅速致富、迅速享受高档生活充满憧憬，且公民意识不断提升，对政府所作所为都可能感到不满意。只要某个公民出来发声，表明感觉政府什么地方没有做到位，要求尽快改进，在互联网和微博时代，这种声音立马一呼百应。政府面对这样的压力，自然而然要考虑回应民众呼声。拉美国家普遍套用直接选举这个政治框架，谁想当选，就要给出尽可能让民众满意的允诺，当选之后要连任，就要竭尽全力实现这种允诺。在这样的体制之下，他们并没有走远，民粹主义的福利赶超一旦没有了后劲，从云端跌落尘埃，就往往造成福利赶超没有了，经济赶超也泡汤了，一蹶不振几十年。

中国现在很多社会现象与此很有相似之处，同时伴随政府公信力的迅速滑坡，导致威权快速递减。这种迅速滑坡中，是不是还可能出现政治学中的“塔西佗陷阱”呢？也就是说中等收入陷阱式的威胁发展到某一个临界点，政府再说什么，哪怕推出非常好的值得肯定的政策改进和制度改革措施，老百姓都不认账，只要政府发声就会迎来一片讥讽一片攻击，到了这个程度，局面将更加不可收拾。只要稍微有点远见，就可以观察到中国十八大是非常关键的历史节点，十八大以后必然引出一轮顶层规划的全面配套改革设计，将体现应有的远见和配套水准，以更大的决心和勇气深化改革。当然，除了有很大的勇气实施改革以外，还要更好地与民众互动，面对利益已经分化，各种诉求明显有所区别的现实，要更好地引导中国社会方方面面，学会理性交流和探讨，在共和导向之下更多注入建设性的东西，对冲互联网上出现的暴戾之气，从而带来更多的正能量。这个报告已经从战略层面延伸到可操作层面，这些思路是从学者的角度和政策研讨设计者的高度来关注这些问题的，值得进一步探讨。

报告中强调了技术更新换代方面所碰到的问题，目前在中国值得高度关注。现在长三角、珠三角普遍出现发展壮大起来的、一定规模的民间资本为主的标准股份制企业，无法突破其升级换代的技术天花板，典型的是温州几十家当地代表性企业的老板以“跑路”避祸。如果实体经济层面的升级换代迟迟上不去，一旦竞争力丧失，资金链吃紧，加上外部压力的作用，以高利贷和准高

利贷为基础的资金融通体系就禁不住这个压力，只能断裂。断裂的同时，整个经济生活便会进入非常严重的局部危机。温州这样的事情，实由高端决策层亲临一线坐镇指挥，应急处理进行“灭火”才平息事态，实际上现在还余波未平，也逼出了以温州为先导的金融综合改革，后边延伸出的很多改革应该与之一起发力突破技术天花板。在使中国实体经济真正如愿升级换代的同时，必须也解决制度天花板的突破问题（如建成多样化的、有效、可持续的融资制度）。

对于制度天花板，现在大家普遍关心的还有减税问题。财政的结构性减税原则早已确立，但还有人认为应该全面减税，大幅度减税。我认为，我国当下全面减税逻辑上是不成立的，需要有增有减。直接税，比如个人所得税部分，不是简单的减少的问题，而是要更好地降低低端税负，同时增加高端税负的问题。另一些项目，比如房产税，其改革试点还要往前推进。另一个不是结构性减税而是实现结构性增税的事项，就是资源税。它对突破技术天花板、产品升级换代有重大意义。它可以促成配套改革来校正现在经济生活命脉层面的基础能源价格不合理，堆积如山的非常严重的矛盾导致比价关系多年不能理顺，价格形成机制越来越背离市场经济内在要求，副作用越来越强的电力部门的过度垄断和对电价的行政管制等一系列问题。实际上，目前中国千千万万的市场主体并不能感受到基础能源这种资源制约的经济压力，自然将节能降耗看成是无关痛痒的事情。

资源税改革的启动，可使稀缺、金贵的资源表现出它的份量，依法透明地、可预期地加入以从价税收为代表的与市场经济波动内恰的价格形成因子。这样激励所有企业一起努力节能降耗，一起开发有利于节能降耗的工艺技术和产品。这种税负变化，从煤传导到电，会导致电价上涨，促使大家更注意省电，节约能源。平时所说的低碳可持续发展，无非就是各个主体的具体经济活动组成的一个经济过程。所谓淘汰落后产能就是要靠经济杠杆的力量处理千千万万的市场经济主体怎么自发去节能降耗的机制问题。政府要做的是，在力度操作上，保证大多数企业可以通过努力继续生存，少数企业淘汰出局。以社会保障系统负责解决人员的分流安置问题，并及时适度提高最低生活标准，使得实际收入水平不下降，其他中等收入及以上的人自动改变消费习惯，顺应低碳化的经济压力。这些想法都可以在此报告的基础上继续讨论。需要强调的是，要重视以制度建设支撑我们突破实体经济更新换代的技术天花板。

China needs to keep improving the institutional building to break the technology ceiling

Kang JIA

Director of the Research Institute for Fiscal Science, Ministry of Finance

In the short term, China's economy will run smoothly and will become better. But in the long run, dissipating comparative advantage tends to lower down the economic growth rate. Moreover, the tardy technology innovation makes this situation worse. There are many doubts whether China will follow the development pattern of Latin America and fall into the middle-income trap. With the decline of credibility of the government, the 18th Congress of the Communist Party of China reaches a key point of Chinese history. In order to inject more positive energy into Chinese society and break the technology ceiling which hampers Chinese companies to survive and develop, we need to intensify the institution building. Among them, a problem everybody concerns is tax reduction. Structural tax reduction is rational and feasible. Some taxes, for example, resource tax, should be raised. It helps to reflect the scarcity of natural resources and inspire people to form the habit of treasuring and effectively using resources.

浮动汇率有助于金融和银行体制改革

宋立刚

澳大利亚国立大学资深研究员

中国经济项目主任

中国在经历三十年的改革之后，进入了新的发展阶段，需要新的思路 and 战略，报告对此的论述非常全面和及时。在报告中提到的中国要素市场的改革方面，黄益平教授和王碧珺博士等人早在 2010 年时就对产品市场改革完成之后要素市场如何改革进行了系统的研究；而我主要想对报告中提到的金融市场化、利率市场化等方面的金融改革，特别是如何进一步增加汇率弹性发表一点评论。

理论上来说，金融改革需要一定的顺序。例如在资本项目开放之前，需要达到宏观经济稳定，银行系统和金融基础设施健全以及具有充足外汇储备等方面的条件。尽管经历了九十年代末的亚洲金融危机和本次的经济危机，中国仍在不断推进金融改革的步伐。尽管需要一定的顺序，但是否存在一些重要的因素，能使中国在某种程度上规避上述的顺序的要求，并借此加速金融改革的步伐呢？我认为人民币汇率浮动便是其中至关重要的一点。为什么调整人民币汇率政策能够有助于推进金融体制的改革？这是因为调整汇率有助于实现以下四个目标：第一是可以加速中国经济体制的改革和结构调整；第二是有助于央行恢复货币政策的独立性；第三是有助于深化中国金融体制的改革；第四是可以规避估值效应带来的损失。

这里需要做一点说明，人民币的浮动过程其实早在 2005 年 7 月 21 就已开始了，2007 年中国开放了有资格的境内机构投资者，之后这几年又在热议人民币的国际化过程。目前，人民币浮动范围已经在扩大，但是学者们仍有将其进一步放开的呼声。在汇率改革方面，我想澳大利亚的例子是值得借鉴的。同现在的中国一样，澳大利亚从 1971 年开始就一直想对其汇率进行改革。但在之后十几年的时间内，由于汇率放开的幅度很慢，改革的效果非常差，对国内金融体制也产生了一些负面的影响。在 1981 年前后，当时的澳大利亚政府将其货币的汇率一次性的放开了。而这一改革使得之前汇率缓慢放开带来的负面效果得到了彻底的改善。

为什么浮动汇率会有助于金融和银行体制改革？最重要的原因是央行在汇率浮动之后不必将国内金融条件和外资流动相挂钩了。尽管过去十几年出现了几次经济过热的情况，但由于要维持固定的汇率，人民银行却仍需不断在国内投放基础货币。浮动汇率下，人民银行就能将货币政策和汇率分开考量了。而一旦汇率由供给和需求决定，央行对商业银行的贴现率也就可以不受外汇市场干预的影响，从而利率也就可以相对浮动，这会进一步影响到所有商业机构对贷款人的利率。报告中也提到，利率的浮动是金融体制改革的核心问题。同产品市场价格放开，市场会做活一样，利率是资本市场的一个价格。目前利率的不灵活是由于汇率制度和相应的货币体制造成的，一旦汇率放开，利率也能够做活了，从而银行体制改革也会更加容易。中央银行的货币政策的独立性、资本的自由流动和固定汇率在理论上被称为不可能三角。中国要维持固定汇率，政府就只有牺牲中央银行货币政策的独立性。在资本项目趋于开放的大环境下，实行资本管制的可能性不大。为了保持货币当局的独立性，将汇率放开因此便是唯一的出路。另外，放开汇率还有助于减少扭曲。利率放开在理顺信贷的关系的同时，会有助于解决企业特别是非国有企业融资方面的问题。

对于放开人民币汇率或加快浮动速度，还可以从金融估值效应来看。当一个国家的资产和负债用外币和本币购买比例发生变化的时候，一国的福利会受到汇率和资产价格变化的影响。在这一点上，中国和美国是一个很好的例子。美国的资产中，三分之二是由外币计价的，但负债中的 95% 却是由美元来计价的，这实际上导致其他国家向美国的一个净财富转移。在 2003 年的一项研究表明，美元贬值 10% 导致流向美国的财富值达到了其 GDP 的 5.3%。中国作为其最大的债权国，在这其中的损失是首当其冲的。因此，规避估值效应风险对报告中提到的中国金融改革是非常重要的。如果人民币兑美元升值意味着损失，为什么还要将汇率放开？这是因为我们不仅要考虑放开汇率带来的短期效应，还要认识到形成市场驱动的、稳定的人民币定价机制是为人民币国际化的一个很好铺垫，而人民币国际化从长期来讲会减少估值效应的损失。

另外，报告中还提到了十分重要的两点。第一是中国的结构转型不能再依赖低成本优势，对近三十年中已习惯了低要素成本的中国，制度上需要进行很大的调整。与我国地区之间的收入存在巨大差异的同时，是在教育投资的地区发展上的不平衡，如何在教育财政投入上缩小地区差距非常重要。第二，报告中提到了全要素生产率的提高是今后经济发展的主要动力，在这方面我们的任务非常艰巨。因为尽管体制改革会带来全要素生产率的提高，但体制改革也很有可能受到边际报酬递减效应规律的支配，如何在深化改革的过程中保持改革给全要素生产率带来的收益，从而保持全要素生产率对经济增长的贡献，任重道远。

Floating Exchange Rate could prompt monetary and banking system reform

Ligang SONG
Senior Fellow and Director,
China Economy Program, Crawford School of Public Policy
Australian National University,

Professor Ligang Song confirms the timing and comprehensiveness of the report. Concerning to the financial reform, he points out the floating exchange rate reform is the key to deepening the financial and banking system reform in China. The floating process of exchange rate has started since 2005, and China may need to accelerate the pace.

From other countries' experience, free floating exchange rate helps solve the problems arising from the process of economic transition. The reasons are as follows. First, free floating exchange rate will boost systematic transition and structural adjustment of China's economy. Secondly, free floating exchange rate will help the central bank maintain the independence of its monetary policy. Thirdly, free floating exchange rate will prompt financial system reform, and finally it can help avoid the losses stemming from the international financial valuation effect.

两点评论

姚洋

北京大学国家发展研究院教授

中国经济研究中心主任

我想对报告主要做以下两方面评论。

首先是中国经济增长的潜力问题。对于这一点的判断很容易受到短期因素的影响。这几年中国经济增长的下降很明显，主要有两方面原因，一是国外需求的下降明显，今年中国的出口和房地产业额增长和去年相比都下降了 10%，而二者对 GDP 的贡献也大概在 10% 左右，因此经济增长下降 2% 是十分自然的事情。但我相信在未来的十年内世界经济恢复到 90 年代初的水平是很有可能，而国内房地产市场在很大程度上是受到政府政策变动影响的。因此我十分同意林毅夫老师的观点：从长期来看，中国仍有潜力保持 8% 的经济增长率。通过对比其他经济体也有助于这一判断：在达到我国 2010 年收入的水平之后的 10 年间，日本增长率达到了 9.6%，而韩国达到了 9%，因此中国没有理由不保持 8% 的增长速度。庄博士的论文中提到，按现价计算到 2026 年中国经济总量才能超过美国。而根据我们的计算，中国到 2021 年就可以实现这一目标。如果按照从 2009 年到 2011 年间，中国同美国的 GDP 差距从三倍缩小到两倍多这个速度计算，我们目标的时间还能够提前，大概到 2018 年中国就能超过美国成为世界最大的经济体。

谈到增长潜力，我们的眼光不仅要聚焦在未来十年，而且要看未来 20 至 30 年间，中国是否还能保持持续增长的势头。即使 2021 年中国成为世界最大经济体，按人均现价计算，中国的收入按人均计算也不过 1 万美元左右，仍未达到发达国家水平。因此，到那时我国仍将面临着如何维持经济长期增长的问题。

第二，就刚才宋立刚教授提到的教育问题，我想进一步发表自己的看法。尽管在亚洲我国并不处于领先地位，但中国教育总量的增长是非常快的，我对中国教育的总量并不担心。目前，中国已有 80% 的适龄青年高中就读，23% 的适龄青年大学就读，预计到 2020 年适龄青年进入大学的比例会达到有 40%。目前中国的人均收入仅相当于日本 1962 年的水平，但日本在 1970 年代的 28-22 岁之间大学生比例才达到了 22%，因此可以说中国教育现在超前了十年。

报告中提到中国的劳动力总量会在 2015 年会开始下降，但由于教育水平

的提高，我想动力总量的下降也并不是大问题。清华大学的李洪彬用双胞胎数据进行的教育回报率研究发现，在中国高中和大学阶段的教育回报率最高，在这一阶段多接受一年教育能够增加未来 10% 的回报。我们现在 20—30 岁人口的教育水平比 50—60 岁的人口高 4.3 年。如果按照 10% 的回报来算，新一代要比老一代的劳动生产率要提高 43%。尽管可能存在高估，但我想这一数字起码应在 25% 至 30% 之间的。由此来看，尽管一些人在抱怨退休年龄过早导致劳动力资源的浪费，但从教育回报率来看，这个阶段的早退休也许并不是一个坏事。

现阶段中国最大的问题是教育资源的不平等上，这主要体现在城乡教育水平差距持续过大上。根据北京大学中国家庭动态跟踪调查 2010 年的调查，城乡教育水平无论从哪个年龄段来看，差距都在 2.4 年左右，且从未缩小。这显然是造成城乡差距的重要原因。

教育资源分配不均不仅会对收入分配造成影响，更重要的是会对中国经济增长带来负面影响。试想一下，现在年轻打工者的月工资大约为 2—3 千左右，到 2020 年时会达到 1000 美元左右，按这个速度增长，到 2030 年时，会达到 2000 美元左右。但就他们的教育水平来看，其教育程度并不足以支持如此高的工资水平。现在 2.4 亿的外出务工人员中，一方面年轻人占到一半，另一方面有 80% 务工人员的教育年限低于 9 年。按现价计算，没有一个国家能够达到 9 年以下教育水平的劳动者月收入为 2000 美元。即使在美国，高中肄业生的月收入也不可能达到这一水平。

在达到中等收入水平之后，教育之所以显得更加重要的原因是高中和大学阶段教育回报有一个规模报酬递增过程。在收入较低的水平上，由于教育回报比较高，将教育资源集中分配给少数人是没有问题的。但当教育资源总量较多时，平均分配教育资源会更好。

要摆脱中等收入陷阱，教育的公平是非常重要的。尽管教育部去年发布的《2020 年教育与改革发展纲要》对我国适龄人口的教育进行了全面的规划，但我认为在以下两个方面仍有待加强。第一是贫困地区的教育问题。根据斯坦福大学教授 Scott Rozelle 对中国贫困地区的调查发现：贫困地区有 40% 的孩子患有贫血，近视的孩子中仅有千分之几的配戴了眼镜，很多孩子还患有蛔虫，这都会对孩子的学习造成一定的障碍。在这些问题上，政府还应加大投入。第二是对于已经离开学校的劳动力，政府还应加大再培训和继续教育方面的投入。巴西近些年情况的好转和收入不公平现象的改善，很大程度上应归功于卢拉政府在教育 and 公共卫生方面的投入。长期而言，一个国家的人力资源还是最重要的，特别是对发展中国家而言，缺乏高素质的人力资源是无法完成向发达国家的成功转型的。我们应当想到，在我国，绝大多数人的教育水平仍没有超过 9 年，在这一点上政府应当做得更多。

Two Comments

Yang YAO

Professor of National School of Development, Peking University
Director of China Center for Economic Research

Professor Yao made two comments on the report:

First, it is possible for China to maintain a growth rate of 8% in the following ten years. We must recognize that the long-run potential grow rate may be obscured by the short-run condition. The short-run descending trend of China's economy mainly attributes to two components: the temporary shortfall in external demand and the depressions in domestic real estate market. There are reasons to expect the two above will revive in the following ten years. What's more, both Korea and Japan maintained a high speed growth rate as they were in nowadays China's situation, which also gives us some reason for optimism. Based on our calculation, China will catch up US in terms of economy aggregate scale by 2021. However, how to maintain a relatively rapid growth rate after that may become a real problem.

Second, in order to maintain a rapid long-run growth rate, education is the key. We are not falling behind in terms of the aggregate education level compared to other Asian countries. But at the present stage the problem does not lie in the aggregate education level but in the inequality of education resource allocation. There is a big urban-rural gap of education level within every age cohort, which is the most important reason that leads to urban-rural income inequality. What's more, inequality in education resource allocation may also hinder the economic growth. At present, 80 percent of migrant labors' education level is below nine years. As we catch up with developed countries, such an education level is not high enough to generate a high level of wage. As we become a moderately developed country, education equality will be more and more important. The government should pay more attention on this issue.

会议上半场问答

问题 1: 林老师从世行回国之后提出中国经济在未来 20 年还能够每年有 8% 的增长潜力，我们听了之后很受鼓舞，但是业界也有很多人提出质疑，那么林老师觉得哪些因素支撑了未来中国 20 年可以达到 8% 的增长潜力？

林毅夫: 现在经济增长特性是什么？是技术不断创新、产业的不断升级，这一点是对发达国家和发展中国家都是一样的。但是有一点不同，发展中国家在产业升级、技术创新上可以发挥后发优势，以比较低的成本、比较少的风险发展，所以它技术创新的速度跟产业升级的速度都可以比发达国家高。发达国家从工业革命以后第一个一百年平均的人均收入增长是 1%，第二个一百年到现在平均人均收入增长大概 2%，如果加上人口增长的话，发达国家潜在增长率或者长期实现的增长率大概 3 个百分点。发展中国家如果政策不好，没有产业升级，技术创新这样的后发优势没有发挥出来，实际经济增长率比发达国家低，所以才出现了从工业革命以后发达国家跟发展中国家收入差距不是缩小而是在不断扩大。但是那些能够不断的进行产业升级跟技术创新的国家，尤其是懂得怎么利用后发优势的国家，它们的经济增长可以达到发达国家的两倍三倍高。东亚经济增长就是这样的例子。还有一些例子，比如二次世界大战以后有 13 个经济体达到平均每年收入增长 7% 或者更高，达到 25 年或者更长。为什么比发达国家经济增长率更高，就是它们技术创新、产业升级的速度更快，所以可以比发达国家高 2 倍以上的速度增长。

我为什么认为中国有可能再有 20 年平均每年 8% 增长的潜力？是因为中国在 2008 年的时候人均收入水平是美国的 21%，这相当于日本在 1951 年跟美国的差距水平，新加坡 1967 年跟美国的差距水平，中国台湾 1975 年跟美国的差距水平，以及韩国 1977 年跟美国的差距水平。这四个东亚经济体，日本从 1951—1971 年维持了 20 年平均每年 9.2% 的增长，新加坡从 1967—1987 年平均每年 8.6% 的增长、中国台湾地区从 1975—1995 年平均每年 8.3% 的增长，韩国是 1977—1997 年平均每年 7.6% 的增长。我们知道改革开放以后，大陆地区经济发展的轨迹也跟东亚经济一样，在经济发展过程当中发挥比较优势，所以产品出口非常有竞争力，创造了很多剩余用来积累资本，进行产业升级、技术创新，并且在产业升级跟技术创新的时候充分利用后发优势。既然我国跟发达国家的技术差距和其他东亚经济体是一样的，也就是后发优势是一样的，发展轨迹也是一样的，在此基础上他们实现了 20 年 7.6% 到 9.2% 的增长，这也就是我为什么判断我们还有 20 年平均每年 8% 经济增长潜力的原因。

当然这个潜力的发挥需要很多条件，我们今天讨论的就是这些条件，但是也必须知道潜力在那个地方，然后克服现在的瓶颈障碍从而努力把潜力发挥出来。东亚经济体，包括日本在五十年代，新加坡、台湾、韩国在六七十年代也有很多问题，他们都是在发展的过程中解决问题。我们现在不要期望把所有问题都解决了再来发展经济，这不现实。还是必须在经济发展过程当中不断挖掘潜力发展经济，在经济发展过程当中克服存在的问题释放潜力，这两个是互动的。克服现在存在的问题，更好地挖掘发展的潜力，经济发展了，创造条件更好地解决现在的问题。

问题 2：请问欧债危机或者说全球危机对中国改革有什么启示，请林老师回答。

林毅夫：对这一次欧债危机和全球金融危机有什么经验教训，我讲三点。第一是这一次欧债危机跟以美国作为触发点的国际金融危机发生前，现有的宏观理论未能做出任何预警，代表现有宏观经济理论是有问题的，危机发生以后到现在还没有提出有效的解决办法，再度证明现有宏观理论不足，因此我觉得非常有需要进行理论的创新。理论创新的重要性不仅是在宏观经济学上，在发展经济学上也一样。从长期的经济发展来看，发展中国家在追赶发达国家的过程当中，基本上按照现在主流理论来制定政策的国家没有成功的，成功的国家跟地区当时的政策从主流理论来看都是错误的，这证明发展理论需要创新。第二，如果看短期的全球金融经济危机跟欧债危机，我觉得对泡沫要特别注意。因为在泡沫开始产生的时候，会有一段时间财富增加、消费增加，经济增长加快，泡沫在产生的过程当中，投资回报率非常高，投资也会增加，投资跟消费增加带来经济快速成长。快速增长就导致工资增长，政府财政税收也增加，导致政府有钱支持更多福利，这从欧洲跟美国看得很清楚。但是泡沫没有不破灭的，泡沫破灭的时候工资、福利降不下来，这是现在欧洲跟美国进行结构调整非常难的原因。现在宏观理论不看资产价格对宏观经济周期的影响，这是理论不足的地方，也是理论可以创新的地方。即使在理论还没有创新之前，对泡沫跟它的发生产生的影响要提高警惕，特别注意。第三是要居安思危，在欧美 07、08 年以前，基本上没有什么危机意识，即使现在看很多指标也相当不错。比如说西班牙财政一直平衡而且有盈余。美国有人认为美国金融体系非常完善，外国资金都流到它那个地方去，这代表了它的优势而非劣势，但意想不到危机却爆发了。居安思危是维持一个国家长期稳定发展的必要。

问题 3：林老师，中国在前一段的全球产业链当中获益匪浅，感觉东部沿海地区获益更多。现在面临的问题是成本上升很快，面临两个出路，一个是向

中西部转移，另一个是向国外，林老师提出来向非洲走出去。那么这两个选择哪一个更加着重，哪一个有更多的优势？

林毅夫：中国要继续发展，不管从哪个国家来讲，发展就要产业升级，旧产业就要转移出去，到底是转移到中西部还是转移到海外？从短期来看可能更多转移到中西部，从长期来看更多是要转移到海外去。原因是什么？转移到中西部的话，目前来看较容易，但是，现在中西部跟东部收入差距在缩小，工资差距不超过30%，东部地区继续发展，中部地区也会发展，劳动力密集的产业，不管是东部还是西部，慢慢都要失掉竞争优势，所以转移到海外也是必然。这是一个比例的问题，以及是从现在还是从5年、10年、20年角度来考虑的问题。如果现在更多是中西部，从长远来看肯定是海外，实际上日本、亚洲四小龙经济发展的过程是这样，美国、欧洲经济发展产业转移也是这样一个过程。

问题4：降低个税起征点会不会和扩大内需有矛盾？

庄巨忠：我们报告中提出中国现在所得税对调节收入的力度很小，个税只相当于GDP的1.3%，跟其他国家相比非常低（发达国家为GDP的8—9%）。改善收入分配的一个重要方面应该是个税改革。其中一步是降低最高税率的起征点。根据我们的分析，中国个税最高税率起征点太高了，是人均国民收入的20几倍。而发达国家通常为4—5倍。通过降低最高税率起征点就可以扩大税基，就是富人多交税。增加的税收收入可以用于公共服务。所以这与扩大内需没有矛盾。

我们报告中说2010—2020年中国年均GDP增长8%，2020—2030年均均是6%，平均起来是7%，所以和林老师的8%不相上下。20年年均7%是怎么来的？其中2.6个百分点是资本积累，负0.2个百分点是劳动力减少，4.6个百分点是要靠全要素生产率增长，所以产业升级非常重要。将来20年中经济增长主要动力之一就是要看全要素生产率。

贾康：关于个税的这个问题的逻辑是说，如果把个税起征点这个界限下降，等于增加了税负，这是不是和提高居民收入、增加消费、扩大内需有矛盾？仅就这一点说，是减少了相关这些人的支出能力，是与扩大内需有矛盾。但我不赞成这样考虑问题的单一视角。因为这个问题应与现在这个阶段特别需要的通盘考虑的分配和再分配优化结合在一起。

个税相关因素很多，不能只谈税率起征点的问题。刚才谈到民粹主义，如说民粹主义相关一个值得注意的公共财政再分配问题，我完全赞成，但中国现在在民粹主义方面体现出来的声音恰恰不像某些国家那样是大家一起增加自己的福利和实惠，现在中国网络、微博上还有很多场合有话语权的人，他们主张暗含的是否定再分配的必要或者弱化再分配的必要，他们更希望看到现在先

富起来的人继续富。比如昨天微博上有关于土地制度的讨论，很多人实际主张是把现在中国土地所有权马上变成终极产权私有，比如说我家现在有很大的宅基地，同时我现在在城里工作，应是宅基地算我的，城里买到的房子也算是我的终极不动产权，美其名曰这样会让市场充分发挥作用。但这会造成中国先富而没有共富过程中实现既得利益的人的收益进一步固化和靠财产收入带来的总收入继续提升，而另外一些人相对状况则会越来越糟糕，这是中国现在民粹主义声音的主流，他们不是强化再分配。

现在个人所得税设计的内涵是要综合考虑，使个人所得税应该发挥的再分配作用逐渐得到改革配套过程中的强化，所谓起征点和税率、级次等具体问题一并考虑，应该努力把对工薪收入的征收和对非工薪收入征收结合，即综合和分类相结合，而不是像上一次只是针对工薪收入。上一次只做工薪收入的一个结果是把中国个税对工薪阶层 28% 的覆盖面收缩到 7%。我们现在全中国个人所得税按照超额累进征收的这个自动稳定器，这个所谓缩小贫富差距调节机制的覆盖面，只是领取工薪人口里面的十几分之一，覆盖面很小了。特别是不领取工薪收入的富豪、厂主，上一次改革中纹丝未动，对他们的调节其实是更重要的问题，怎么让先富起来的人按照现代税制的抽肥补瘦的原则，按照支付能力的原则，把他们所有收入，包括金融资产收入、其他种种不动产和财产所衍生出来的收入归堆合在一起，超额累进征收，这是税制改革的实质性问题，也是非常难的问题，也是我们一说马上会引来骂声一片的问题，所以我们希望听到更多理性的讨论。

问题 5：请问庄老师，林老师跟您的理论中都提到中等收入的陷阱，您个人认为林老师的理论跟您的理论有什么区别？

庄巨忠：报告主要内容和林老师的理论没有很大差别。关于产业政策，林老师认为，政府在经济转型、产业创新过程中的作用非常重要。我们报告中提到一个原则，即在处理市场跟政府的关系上要更加依赖市场，这是根据目前的情形，因为中国目前市场取向的改革还没有完成，还要继续。但我们也强调产业政策的重要性，特别是在支持创新与产业升级方面。林教授也谈到市场机制的重要性。所以我认为我们的观点没有大的差别。

问题 6：现在有金改实验区，包括温州和广东，舆论大多认为金改实验区意义大于实际，在制度天花板上还有很多局限性。那么您怎么看，温州现在金改是不是属于意义更大？广东提出来浅海试验点，是不是意味着人民币汇率方面资本账户开放是一个课题，如果制度天花板上突破的话广东如何做突破？

宋立刚：你的问题提得非常好。最近出现的一些问题凸显了制度上改革的

迫切性。就像产品市场一样，金融市场如果不一体化，这种分隔的市场一定制约着经济的发展。非正规部门的出现反映体制上的问题，所以应该深化体制上的改革。广东人民币市场问题，因为人民币离岸市场已在香港，市场有境内市场、离岸市场和官方市场，广东人民币市场范围很小，规模很小，这是一点。另外它的功能也受限，现在功能主要在贸易结算，真正把汇率作为市场供给需求来决定的话，要发展国内金融产品，让国外投资者觉得有利可图进行投资，但是金融的发展在现在还不具备这种条件，这也反映了国内金融体制的改革和发展。

刚才提到的另一问题，说到超越低成本优势有好多因素，我认为熊彼特所谓创造性破坏的思想还是可以在中国应用的，因为这个思想是你要想变革，体制调整是一种创造性破坏的过程，不断淘汰低效率的企业，扶植更高效的企业。经济才能更具活力。。创造性破坏过程中可能需要公共政策的扶持，但是对经济增长的很大一块的推动，对中国来讲还是需要靠市场。刚才有人提到大学生毕业找不到工作等等，核心问题还是劳动力市场问题，如果劳动力市场是非常有效的是公平的，对大家来讲所有人按照能力来参与的，那么这样的市场就可以把最好的资源配置到最有效的地方去。而现在一体化的中国劳动力市场还远远没有建立起来，这是一个问题。另外一个问题，大家都强调我们现在要转型了，所以政府教育投资、培训投资都需要。但是我们仔细回想一下过去30年，有2.5亿农民工转向城市，国家在培训上花的钱并不多。过去30年中国主要是靠干中学的理论和实践。所以我觉得未来转型靠企业家精神的发挥，并伴随着创造性破坏过程，同时靠干中学的余地还是很大，不要把所有负担全推到政府那儿去。

问题7：如何将大学生结构性失业和我国产业结构升级结合起来，为何一方面理工科大学生无用武之地，另外一方面产业陷入低效？

姚洋：如果看一下统计数据，大学生第一年刚毕业的时候就业率的确不是太高，百分之七八十，但是多数调查表明，大学生毕业之后三年之内基本上全都找到工作了，长期失业是没有的。这意味着什么呢？我觉得有两个，一个是说学校里头学的并不对口，另外一个是自己期望并没有你想象的那么高，也许中国到了这么一个阶段，大家的期望都很高，都想做白领工人，甚至想一毕业可以挣到买房子的钱，这显然是超出了现在经济允许的范畴。中国现在还处在产业扩张期，中国制造业还在发展，所以现在看来多数大学毕业生还是要准备到企业就业。如果大家都有这种心理准备，大学生失业问题不会成为一个问题。

中国经济的长周期和短周期

梁红

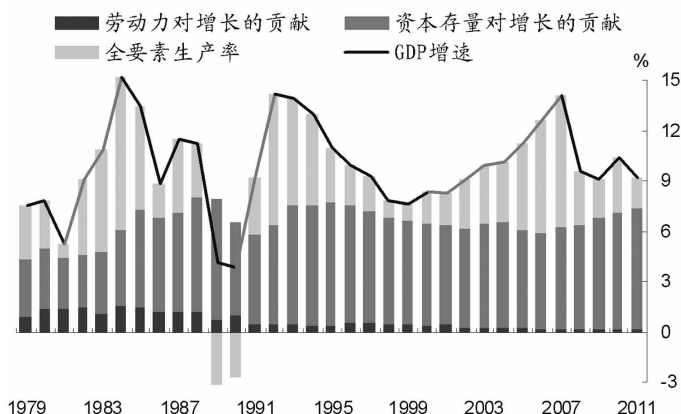
中金公司董事总经理

梁红博士从长周期和短周期两个视角分析中国经济未来几年的增长前景，指出当前中国经济减速是长周期和短周期因素叠加的结果，未来几年中国经济增长率低于 8% 可能会是常态，但改革能通过释放全要素生产率提高经济增长率。梁红博士反思了 2009、2010 年的经济刺激政策造成的影响，指出依靠金融加杠杆方式拉动经济并没有提高投资的效率，反而使中国经济积累了一定的风险，如今在政策收缩时很多企业陷入困境。在现有的资源配置体制和机制下，如果还继续拉动政府主导的投资增长，拉升中国经济整体的杠杆率，不但不能提高经济增长率，而且会加剧资源错配，进一步积累系统风险。

一．经济增长减速：周期性和非周期性因素叠加

从长周期来看，中国经济增长将会减速。中国经济过去 30 年维持了平均 10% 的年增长率，其与别国最大的区别在于全要素生产率的贡献非常巨大，这一贡献按不同算法在 3.6%—3.8% 之间。这三十年中国全员劳动生产率的提高可分为两部分，一部分是人均资本的积累导致的人均劳动生产率提高；另外一部分就是全要素生产率的提高，其中很重要的就是改革红利。

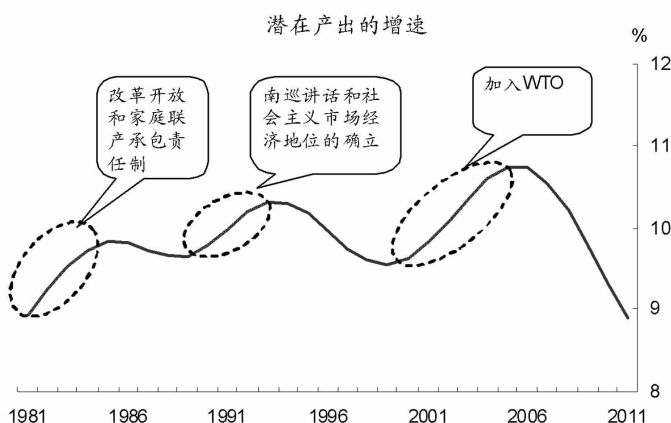
图 1、生产率是长周期波动的主要驱动因素



资料来源：CEIC、中金公司研究部

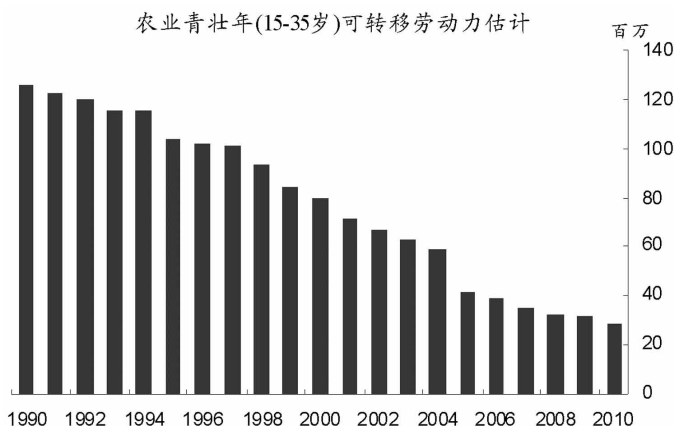
改革开放以来中国全要素生产率的三次高峰都与改革红利有关。第一次高峰的出现是由于八十年代的改革开放和家庭联产承包责任制，第二次是因为邓小平南巡之后的城市工业的一些改革，最近一波的效率提高得益于我国加入 WTO，以及这前后的国企改革、金融改革。目前上一次改革红利已基本释放，中国经济潜在增速处在下行区间。一方面，2008 年以后，中国潜在的生产效率降低，投资效率低下，成本提高。另一方面，2012 年左右，中国一胎化政策开始对人口增速有非常明显的影响，可能也会对潜在增速产生不利影响。因此从长周期来看，中国经济增速下行的可能性较大。

图 2、最近一次效率提高得益于我国加入 WTO



资料来源：CEIC、中金公司研究部

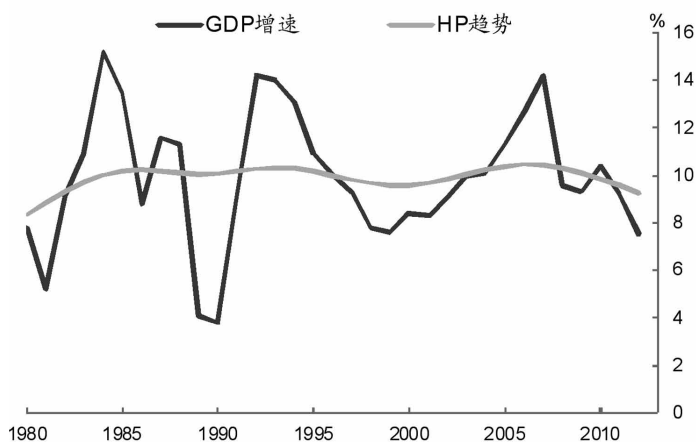
图 3、农村可转移劳动力减少



资料来源：CEIC、中金公司研究部

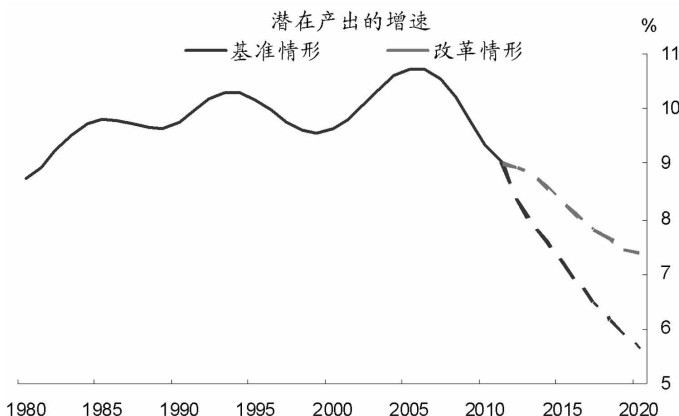
假如进入 21 世纪以来中国潜在增长率是 8%，而过去 10 年增长率平均为 10%，那么从短周期来看，未来有几年经济增速在 8% 以下将会很正常。另外，对于 8% 是不是目前一段时间的潜在增长率也有较多讨论，目前较悲观的证据更多。未来两三年内，增长放缓可能难以避免，但是改革空间还很大，对资源配置低效率的机制进行改革之后会重新释放出全要素生产率的增长，从而促进经济增速的回升。

图 4、未来几年经济增速可能低于潜在增长率



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 5、增长放缓不可避免，但改革空间还比较大



资料来源：Lee and Hong (2010)、CEIC、中金公司研究部

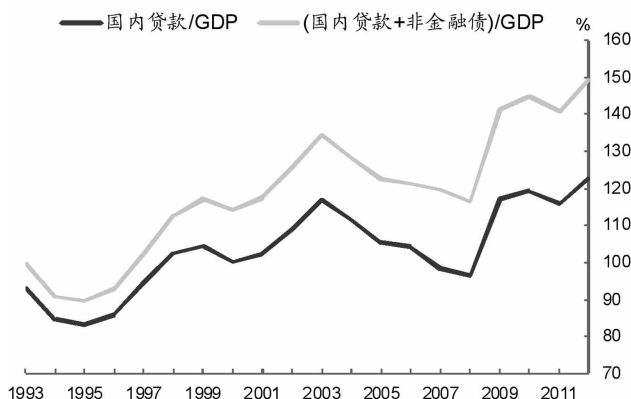
二．短周期：软着陆？硬着陆？继续加杠杆？

未来 2—3 年经济增速的放缓对市场的影响可能超出很多人的预期。由于长周期和短周期因素叠加，如果按照往次经济周期的经验，数年前以 20%—30% 高速增长很多年的企业，未来几年即使面临负增长，也属正常。GDP 增速下滑对一些行业产出下滑影响的弹性可能非常大。工业增加值同比增长率从 2002 到 2011 年 14—18% 的同比增长率，降低到 10% 一下，这对电力、原材料等的需求变化影响非常大。

假如潜在增长率下降，而政策还把经济增长目标定在 8%、9%，并以过去的方式拉动经济增长，会造成怎样的后果？对比 2009、2010 年的大规模经济刺激与 2003 年的信贷膨胀后经济在微观层面的表现，最大的不同在于 2009、2010 年依靠信贷扩张的经济刺激明显加大了中国的金融杠杆，但企业的投资回报却没有好转。

以国内贷款 /GDP，或（国内贷款 + 非金融债）/GDP 衡量的中国整体杠杆率一年内都提高了 20 个百分点。如果有影子银行、民间信贷等方面可靠的时间序列数据，计算出的杠杆率会更高。上次经济刺激的一个问题是总规模太大，原本 5 万亿新增贷款足够保持经济 8% 的增长率，但 2010 年新增贷款却高达近 10 万亿贷款，并且还发行了约 2 万亿公司债、企业债。

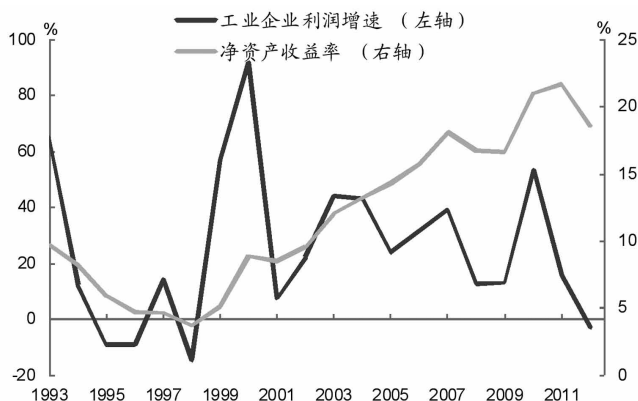
图 6、2009 年以来中国整体杠杆率快速增加



资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

这种放债速度加以中国的金融体系和微观基础，结果是很低的资源配置效率。在目前试图平缓杠杆的过程中，从资产负债率、净资产收益率和企业利润增速等指标来看，企业的情况并不乐观。相反，2003 年—2007 年，企业的资产负债率逐步下降，当时微观层面要求的投资扩张和信贷增加是有较高投资回报支撑的，不需要快速增加杠杆率来维持企业投资回报，因此那时中国没有明显的投资过剩。但是 2009、2010 年杠杆率提高之后，政府在 2010 年、2011 年以来希望把杠杆率平缓下来，却对企业层面带来很大影响。这几年企业盈利下降，应收账款率上升，投资回报率下降，很多企业的资产负债率已达到 80% 以上。如果在现有情况下继续加大经济的杠杆，短期内企业盈利可能企稳，但是中国不可能无限提高杠杆。如果考虑到影子银行等未纳入统计的融资手段，中国目前的杠杆率已经非常高。以中国目前的经济体量和较高的经济增速，如果再以 2009、2010 年的速度提高杠杆率，中国出现较大系统风险的可能性将会提高。如果出现问题，再拿 4 万亿恐怕不足以解决问题。

图 7、企业投资回报率下降

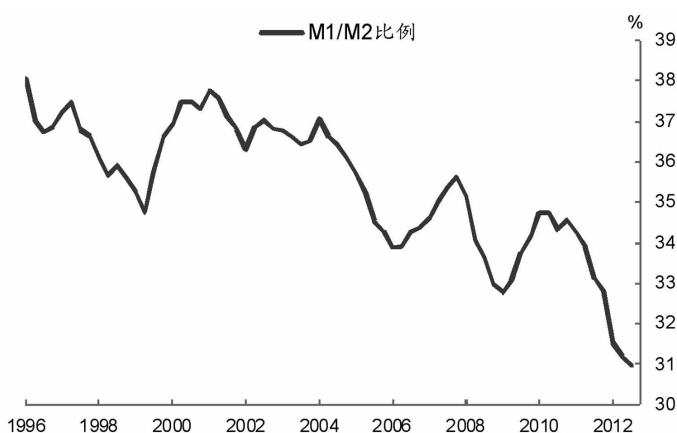


资料来源：CEIC、中金公司研究部

同时，企业的现金流也很吃紧。有些企业会计意义上的回报减低，甚至亏损正在发展为现金流亏损。以 $M1/M2$ 为指标进行观察，从长期来看，由于居民金融财富的增加（主要是放在银行的存款），这一比例有下行的长期趋势，但这个指标还表现出很强的周期性，每次宏观经济偏紧的时候，这一比例都会有较大下滑。现在央行流动性释放较多流动性，外汇流出也有所缓解，但是微观层面上钱还是很紧。这一方面是因为上一轮刺激摊子铺得太大，一方面是因为支持 2009、2010 年的大项目，不断出现银行系统担心的以新还旧，滚资产。看上去资产质量没有问题，但这种行为挤出了很多应该给更有效的行业 and 企业的贷款。

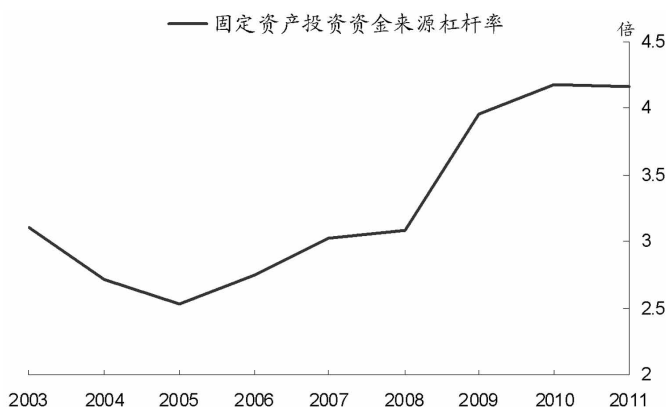
2009—10 年经济刺激政策产生的另一个问题是，中国主要不是通过财政赤字的手段而是使用银行信贷的途径来刺激经济，这种刺激经济的方式虽然速度较快，但目前看来影响了银行给资源配置较为有效的企业贷款融资的能力。一种可以考虑的处理方法是在适当时候把上次经济刺激时的政策性贷款跟银行做一个划断，使银行给正常企业的融资功能较快得到恢复。

图 8、 现金流吃紧



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 9、总需求增长动能放缓：高杠杆制约投资增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

三．总结

首先，从今年开始，经济增长低于潜在增长率的情况可能会持续一段时间。经济既面临消化劳动力、原材料，金融、财政等成本的压力，也面临金融系统消化坏账的压力。这不仅是去库存的周期，可能也是一个去产能的周期。2009年、2010年的大规模投资整体效率比较低，随之扩大产能的一系列行业面临去产能压力。

第二，这些压力会表现在名义收入增长明显放缓、许多与高速投资相关的板块出现负增长等方面，中国将可能面临资产价格通缩压力，包括信用事件也会出现。

第三，这些经济增长的负面因素只能靠提高微观的效益来根本解决。提高微观效益的手段既包括利息、租金、税收等成本的降低，资源配置效率的提高（尤其是金融系统风险的控制和化解），也包括体制的改革等。中国金融系统的杠杆不能继续提高，这里所说的杠杆既包括银行信贷，也包括所有的债券扩容。

第四，在现有的资源配置的体制和机制下，政府主导的投资效率在加速恶化。这表现在政府在加大投资、提高杠杆的同时，投资回报率却在下降。继续拉动政府主导的投资增长，拉升中国整体的杠杆率，只会加剧资源错配及系统风险。

The Long Cycle and Short Cycle of China's Economy

Hong LIANG
Managing Director, CICC

Dr. Liang pointed out the moderate economic growth of China is a result of both secular factors and short term cyclical factors. The economic growth rate staying below 8% will likely be a normal state in the coming years. However, appropriate reforms are expected to bring increase in total factor productivity, which did critically stimulate China's economic take-off.

Dr. Liang also reviewed the stimulus policies in 2009 and 2010, which increased China's leverage by 20 percentage points, as measured by domestic credit/GDP ratio. But the credit boom did not escalate the efficiency of investments. And the tighten-up economic policies led many companies trapped in troubles. The government must stop stimulating the economy through investment or increasing the leverage, which will be counter-productive and further increase systematic risks.

中国经济：下一轮增长靠什么

李迅雷

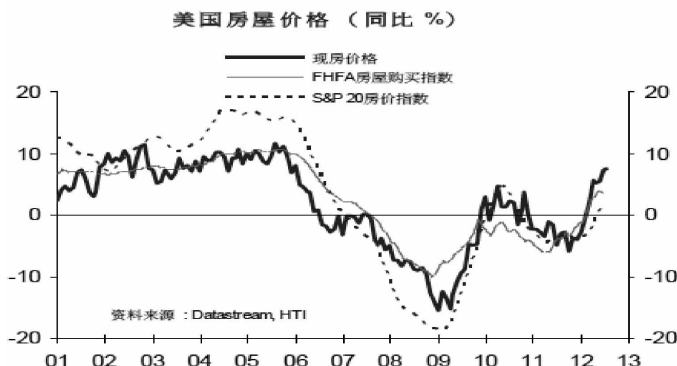
海通证券首席经济学家

李迅雷先生主要就中国当前与未来经济增长问题展开议题。他用“去库存步入后期，去杠杆还在前中”来概括当前中国经济状况，同时他还认为中国经济增长今后仍要靠投资来拉动，最后提出了下一轮经济增长要靠改革来推动的观点，并分析改革的逻辑次序。

一、去库存步入后期，去杠杆还在前中

谈到当前的短期经济走势，普遍认为第四季度经济会迎来反弹，去库存还是在去，但是一方面去得不太彻底，另一方面去库存的时间比上几次都要长，表明中国经济的消化能力有些转弱。从国际环境来看，中国经济在第四季度至明年年初反弹主要是国际环境的好转。如图1所示，美国经济的长期困扰显然难以消退，但QE3的推出、就业数据的好转、消费增速的回升为中国经济在外需上带来的一些正面刺激。接下来等到明年年初，大家又在担心财政悬崖问题，我想这肯定是个负面的，最终解决方案应该也是各方妥协的结果。所以，财政悬崖问题的解决方案也不可能愚蠢到把美国经济推向深渊，但明年美国经济的减速的概率较大。

图1、美国经济短期反弹有利于中国外需复苏



从国内来看，为了稳增长，实现全年 7.5% 的目标，政府会继续加大投入，第四季度的增速的回升应该是没有任何悬念的。如图 2 和 3 所示，从今年地方财政支出增速处于高位、城投债发行量明显增加可以看出，无论是财政投入的增大还是直接融资规模的扩张都支持了经济不出现硬着陆。

图 2、地方财政支出增速处于高位（%）

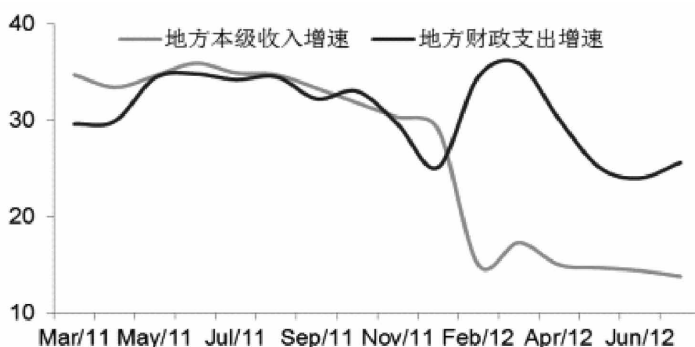
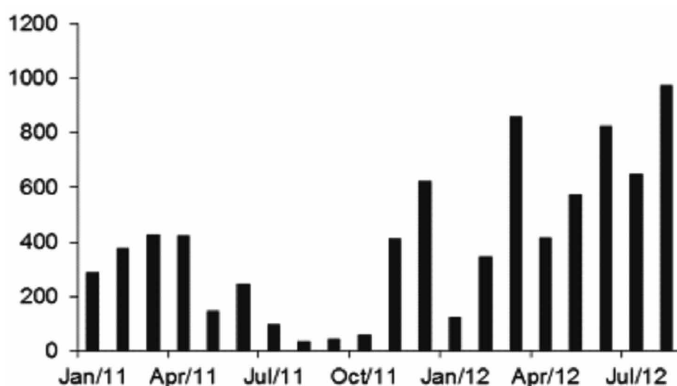


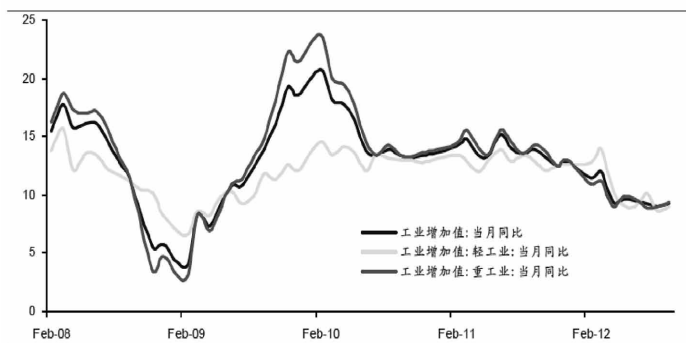
图 3、城投债发行明显增加（亿元）



如图 4 所示，从 9 月份数据来看，工业增加值增速与发电量增速继续背离，但和工业用电量增速走势一致。从历史经验看，经济增速变化基本上应该是与通胀变化同步的。在 7 月份 CPI 创新低之后，估计 11 月份的 CPI 环比应该会略有回升，CPI 逐步回升，那么 GDP 的回升应该也是会出现的。对于中国经济来讲，短周期应该是个低点，但是长期下行压力也是大家达成共识的。对于未来 GDP 走势，或许会呈现两个特征，一是今年年末至明年年初经济会保持反弹的趋势；二是明年年中走势比较难确定，这里有增长乏力的因素，但是明年年底还是会略有回升，这会与通胀回升同步。中周期回升没有那么快是因为相对于较灵活的短期逆周期政策手段，中周期的调整的时间会延后，需要一个更长的时间过程。从经济增长理论角度来看，长期增速下行是经济走向成熟的

表现，亚洲的日本、台湾韩国在经历了高速增长之后普遍下了台阶，中国经济是否也到了下台阶的阶段？总的来说，中国步入了重工业化的后期，经济面临结构性调整的长期压力，同时又受到经济周期性因素减速的影响，尽管短期经济有回升迹象，但长周期下一个台阶求增长已无悬念。

图 4、9 月份工业增加值小幅反弹



如图 5 所示，从钢铁业产量看，中国粗钢产量增速在 2005 年达到历史最高水平，之后逐步回落，这或许表明中国已步入了重工业化的后期。因为从日本和韩国的例子看，粗钢产量增速的回落都与重工业增速的回落相一致，在这一发展阶段，伴随着企业资本回报率的下降，劳动力短缺导致的劳动报酬上升，制造业的盈利水平会下降。劳动力报酬占 GDP 比重的上升，无论是韩国还是日本都发生过，而工业化后期的资本报酬率则相应下降。如果一个国家经济增长不是以企业的盈利增长作为保证的话是不可持续的。如图 6 所示，09 年起城镇最低收入 10% 群体的收入增速明显加快。

图 5、中国粗钢产量增速

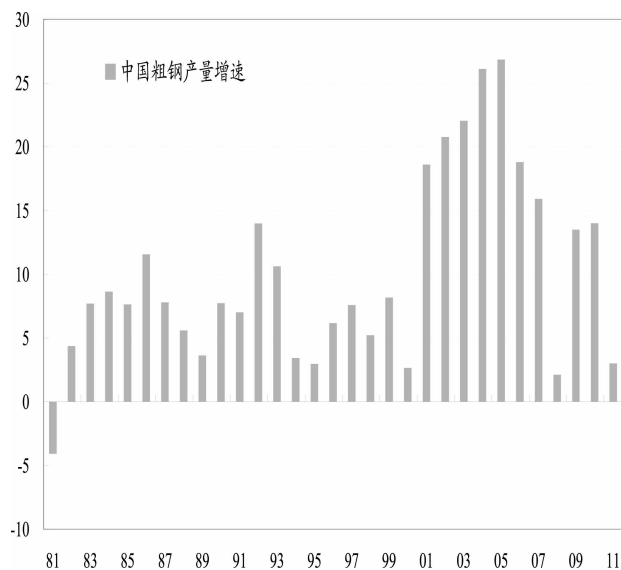
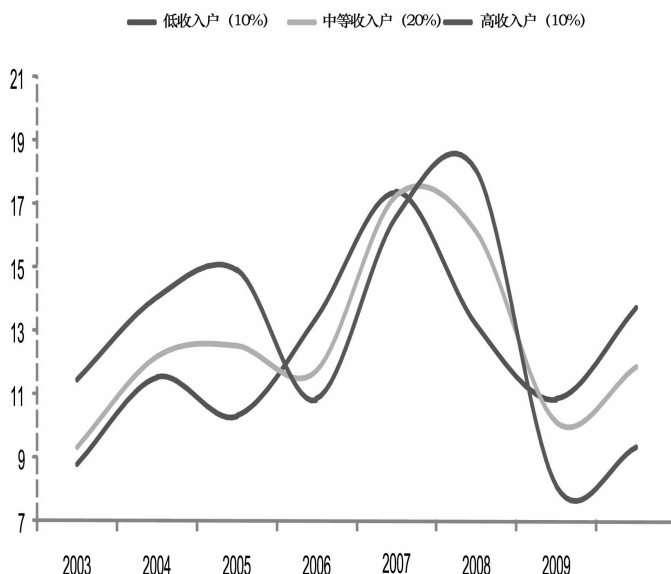
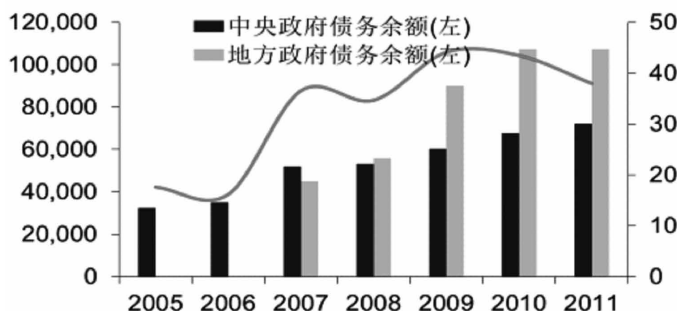


图 6、高中低收入户收入增速



近年来，在提到中国经济面临的调整压力时，讲到最多的是库存，但是卖方分析普遍都把经济反弹的时间提前了，曾预测经济在二季度或三季度反弹，实际上四季度才反弹，反弹力度究竟多大，还要等结果，而且现在看来去库存是不能完全去干净的，因为从政策层面来讲还是会有稳增长的要求的。当今全球各经济体大都无一例外地采取逆周期的宏观政策，而顺势彻底改革、下决心调整经济结构的案例不多。与此同时，去杠杆的压力依然存在。如图 7 所示，虽然与发达国家相比，我们国家、居民和企业的整体杠杆水平并不高，但是债务水平的增速非常快，同样还是存在去杠杆的压力。

图 7、中国政府债务占 GDP 的比重



如图 8 所示，像船舶、钢铁等比较困难的行业以及像制造业、建筑业、批发零售、交通、仓储、邮政等行业都存在去杠杆的压力。有统计数据显示，今年 1-7 月全国国有企业资产负债率为 64.6%，比上年同期提高 0.7 个百分点。

点；有人说 2011 年中国企业负债占 GDP 比重达 107%，几乎是世界上最高的。负债占 GDP 比重是不是超过百分之百还是有争议的，但是从目前工业企业的债务水平来讲的话，今年确实比去年同期有明显上升，企业债务水平还是偏高。如图 9 所示，房地产行业也在去杠杆，而银行过去很多年盈利增长在百分之二三十，明年可能有负增长或者零增长，银行业也将面临去杠杆压力，所以中国经济增速下台阶应该没有什么悬念。

图 8、主要行业的资产负债表变动

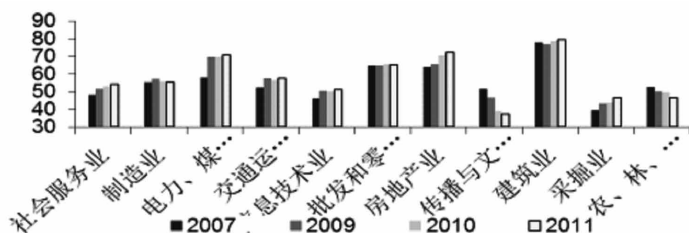
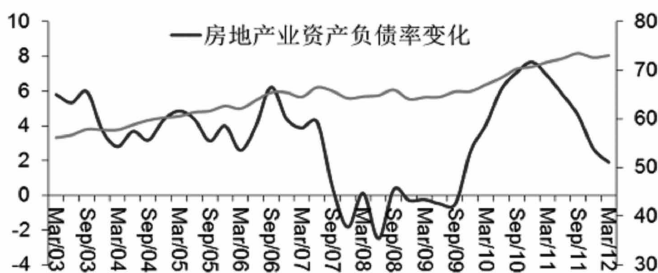


图 9、房地产业资产负债率波动

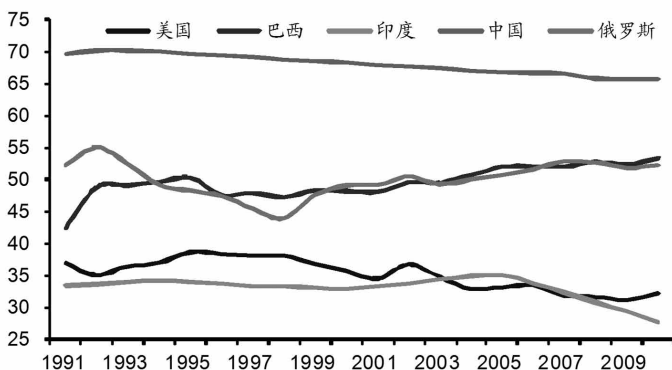


二、中国经济增长今后仍靠投资拉动

那么今后中国经济靠什么增长，个人认为还是靠投资拉动，面对如此庞大的经济规模，创新驱动还只是个玩具发动机，整体经济还是要靠投资这架重型起动机拉升。中国能否摆脱中等收入陷阱？上半场讨论的比较多了，乐观的方面，我觉得国家发展研究院是不是可以研究关于对中国经济增长中的“勤劳”因素。二战之后摆脱中等收入陷阱、步入高收入国家和地区的有日本、韩国、新加坡、台湾和香港，均属于儒家文化圈，勤劳为本，且都避免了中等收入陷阱。德国在欧洲也是以勤劳著称。国家计生委《2012 中国流动人口发展报告》中披露，2.3 亿流动人口的工作时间普遍较长，平均每周工作 54.6 小时。中国人每周平均工作时间是 45 个小时，相比之下，美国人平均约为 40 小时，而

欧洲国家则平均只有 37 个小时。如图 10 所示，在女性就业率方面，中国比欧美国家都要高，这方面是值得研究的，在发展经济中勤劳要素是跟经济增长具有相关性。

图 10、女性就业比例中国最高



谈到投资拉动为何仍然是中国经济继续增长的主要手段，其理由是中国人均拥有的资产规模非常低，另外的依据是城镇化率水平较低。现在的主流说法是城镇化是未来拉动中国经济增长的最大内需，确实是中国过去三十年的增长是个城镇化的过程，这个城镇化的依托是工业化，中国工业化的优势在于低成本，因为中国有大量的廉价劳动力从农村转移到城市。那么，未来还能够有多少劳动力转移到城市？这是需要量化的。换句话说，假定每年 1% 的城市化率的提升还能够提升多久？这涉及统计问题。我最近有篇文章把农村还有多少劳动力转移到城镇做了一个分析，当然，这篇文章会有争议。09 年以来，我做了很多计算，凡是我直觉上认为国家统计局提供的数据有问题的，我都做了重新计算，包括城市化率、城市居民可支配收入、居民储蓄率、固定资产投资总额等。现在中国有多少农民，按国家统计局的数据估算 2011 年我国农业劳动人口为 2.66 亿，而我的估算值为 1.7 亿左右，比国家统计局整整低了 1 个亿。这意味着现在可以转移农民数量不多了，今后也就是 4000 万到 6000 万，这样的话城镇化的持续时间就非常有限了，到 2020 年可能就差不多了，即现在就已经步入到城镇化的晚期了。城镇化的早期肯定是刺激经济增长，因为成本低，不仅是劳动力薪酬低，而且还不用为劳动力提供必要的公共产品或支付社会成本；中期也能够拉动中国经济增长。到了晚期是不是一定还拉动中国经济增长，是不是会有阻碍中国经济增长的可能性？因为到了晚期劳动力成本大幅度上升，再加上为这些劳动力所要支付的社会成本也会大量增加。这次砸日系车而被拘留的人，根据司法部门披露的信息，全部属于非本地户口的“穷二代”——“穷二代主要从两个方面来定义”，一是从农村直接到城里打工的一批 30 岁以下的人，还有一批是城市内长大的农民工的子女，这个规模加起来

占到城市常住人口规模20%，今后，要不断为他们支付教育、医疗等方面的成本，从而增加政府部门的债务水平，这或许会对我们经济的增长产生一定的阻力。

图 11、两种统计口径下的中国城镇化率

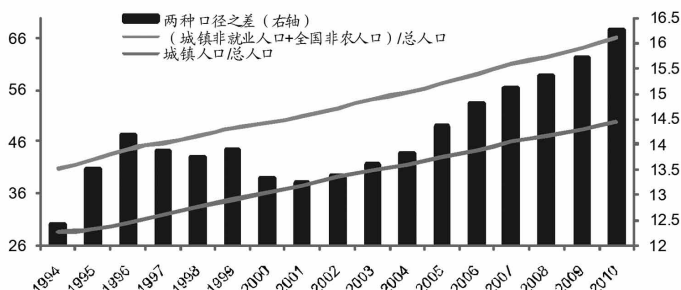
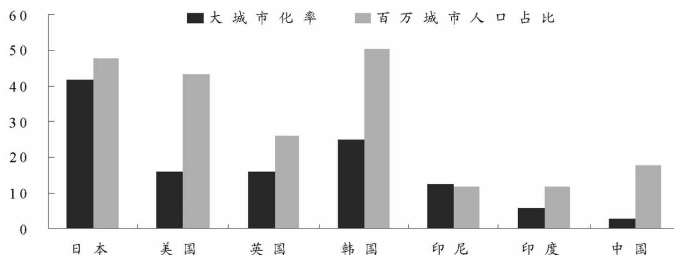


图 12、各国城市化率比较 (2005)



三、下一步增长靠改革：改革的逻辑顺序

现在说中国经济转型通过内需拉动，那么内需怎么形成？这不是喊一个口号就可以的，包括我们收入分配制度的改革，怎么能够让农民工收入提高，这不是行政命令可以实现的，也不是主观愿望可以实现的。

在我看来，中国经济转型的标志是中国企业利润率水平的上升。如图 13 所示，刚刚公布的全球 500 强上榜当中非金融企业平均利润率中国占 2.9%，这表明我们 GDP 对应企业盈利水平是很低的。这样的粗放增长模式在未来很难使财政收入持续增加，从而经济转型也很难会实现。所以，要提高企业的经营业绩。首先可以通过降低企业成本来提高企业业绩，这就需要金融改革，比如说直接融资，如大量增加发债规模等，这有利于降低企业融资成本。如图 14 所示，我们可以看到美国上世纪八十年代时的案例，信贷占比下降、债券占比上升，企业融资成本得到有效降低，这只是金融改革必要性的一方面。另一方面，通过打破垄断放松管制，利率市场化，金融管制放松等，让企业走出去在全球配置资源和资产，提高企业收益率。所以，从改革的次序来看，应该

先进行包括产品创新、打破垄断、放松管制在内的金融改革，这主要是出于提高我国企业利润率的考虑。

图 13、各国 GDP 与对应全球 500 强上榜非金融企业平均利润率

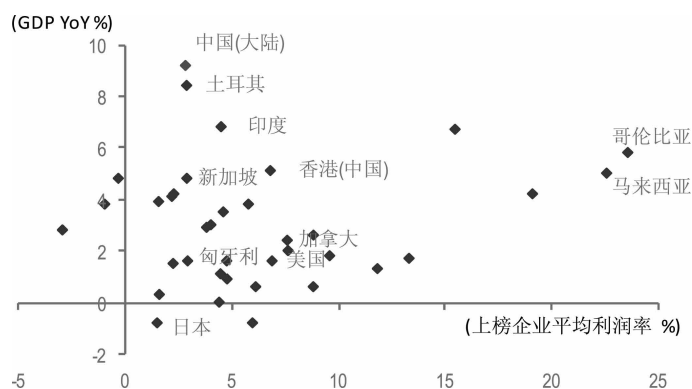
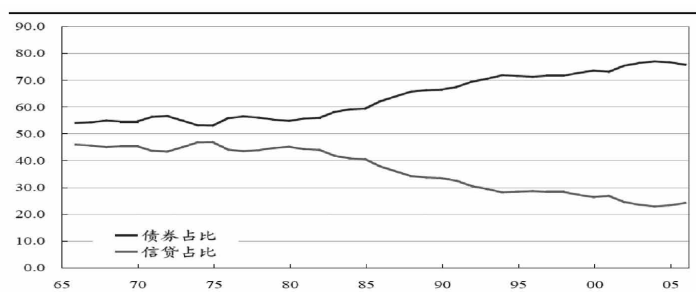


图 14、美国债券和信贷存量占比



除金融改革之外，当前最需要做的就是加速“国退民进”，因为未来中国的投资不是靠政府投资，而是要靠民间投资。如图 15、16 所示，实际上，现在我国民间投资在固定资产投资总额中的占比已经是 62%，已经不低了。其实，民间资本在中国经济当中所发挥的作用越来越大，今后力度还要进一步加大。在“国退民进”的过程中，当政府的财政收入减少、负债总额增加的时候，只有变卖国有资产来增加民生服务方面的支出。2008 年我做中国资产资产负债表，发现变卖国有资产为民生这个逻辑是成立的，大规模变卖恐怕在今后也是要做的，毕竟我们现在中国政府是目前全球最有钱的政府，因为它的净资产规模全球最大，所以变卖资产是比较现实能够实现的。民间投资担当主角也可以有一些政策，这在明年财税改革中也会讨论到。综合以上几点，未来可以通过降低民间融资成本、扩大社会融资渠道，打破金融垄断，结构性减税以及开放民间资本的投资领域等措施来加快“国退民进”步伐。

图 15、固定资产投资与民间固定资产投资

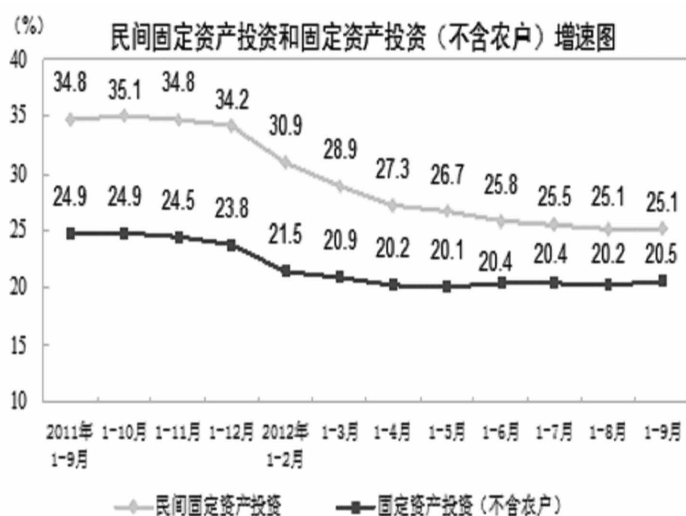
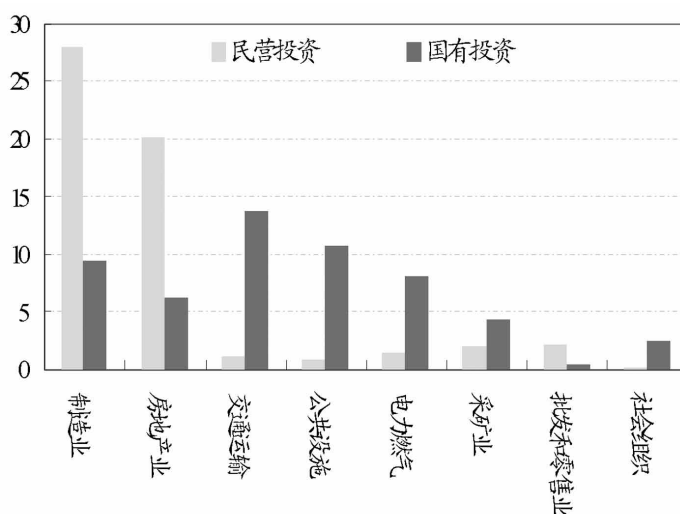


图 16、各行业国有投资与民营投资占比



从逻辑上来讲，我们提出改革的步骤是与改革难易程度相关，往往是最难改的放在后面，相对容易改的放在前面，所以明年可能还是在财税改革方面会有举措，毕竟政府换届之后这方面还是要推动的。

What Does the Next Round of China's Growth Rely On?

Xunlei LI

Chief Economist, Haitong Securities

Professor Song points out that domestic demand was weak for the past half year. The growth of global economy may be hurt by this situation, which will further affect domestic export in the next half year.

The return on investment of industrial enterprise sustained downward trend for a long time. Businesses are witnessing a difficult time. Some industrial enterprise just earned the profit to pay for interest of the loan. Entrepreneur had bad expectation for the future return. Demand of capital began to decline.

Entrepreneurs think that the lending rate is too high since PPI had been declining for one and half year. It is the main reason for the declining profit of industrial product. However, consumers think that the deposit rate is not too high since CPI has been just back to normal level. The different variations between CPI and PPI brought challenges to the adjustment of interest rate.

From the current situation, aggregate demand will be weak for the next half year. Year over year growth rate of economy will maintain the current level while inflation rate will continue to decline. The possibility of endogenous deflation for a long time is low. However, it is still possible for short-time endogenous deflation which depends on the economy policy adjustment.

居民收入逆周期

宋国青

北京大学国家发展研究院教授

央行货币政策委员会委员

近两年在较高通货膨胀的宏观背景下，消费者对于通胀的厌恶，对于GDP的冷漠，以及对于投资的担忧，与企业界的态度差别很大。这一态度差异具有国民收入统计方面的依据。从收入分配看，居民收入逆周期，企业利润份额顺周期。即持续一段时间的高增长可能带来通胀的上升，导致居民收入增长率的下降，引起公众的情绪和对宏观政策的负面评价，进而导致宏观政策调整滞后于经济信号。然而逆周期只是在短期波动剧烈的时候才存在，如果低增长低通胀持续一段时间，居民收入增长率也会降下来。所以从较长的时间段来看，居民收入仍然是顺周期的。

一、居民收入逆周期

从图1看，城镇居民人均可支配收入的实际同比增长率和GDP的同比增长率在08年以来显著反向变化。由于GDP和居民收入调查的口径差别，这两个指标本身不是在包含的意义上严格对应的。例如，居民收入包括股票交易损益，而GDP则不包括此类财产价格变化的结果。07上半年居民收入增长率很高，在一定程度上是由于股市大涨。除了这种定义上的差别之外，统计中存在这样那样的误差，特别是高收入家庭的调查收入倾向于偏低，会影响居民收入增长率和GDP增长率的可比性。不过误差的比例在短期没有太大变化的话，增长率的变化就不受影响。当然这一点也不是很可靠的，还是应当尽可能从其他数据中进一步确定。

图 1、城镇居民人均可支配收入实际同比增长率和 GDP 同比增长率 (%)

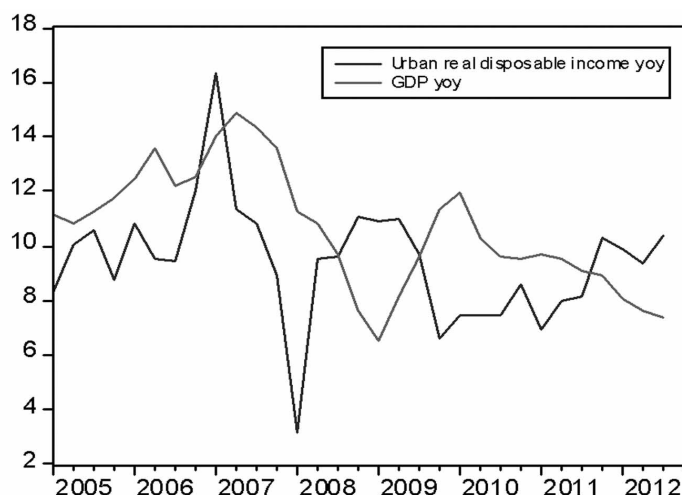
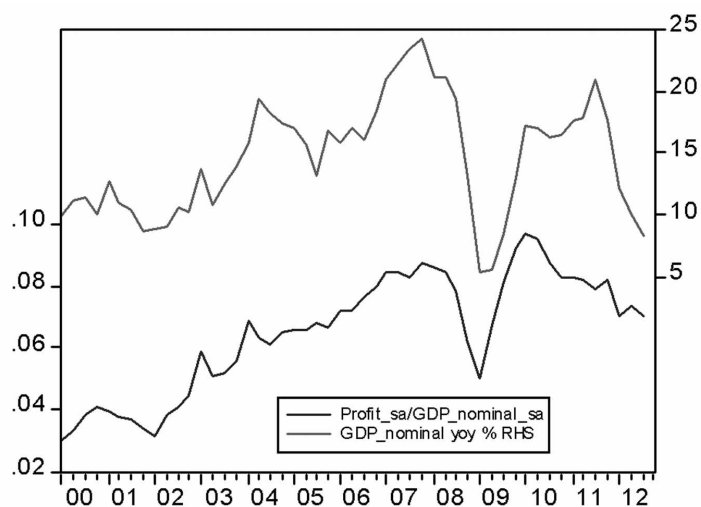


图 2 显示，规模以上工业企业利润总额占名义 GDP 的比例与名义 GDP 的增长率有非常强的正相关性，简单说就是利润份额是顺周期的。这里考虑名义 GDP，包含了通胀率顺周期的情况。在不考虑滞后等细节的时候，说到一个变量顺周期可以理解为与真实 GDP 正相关，也可以理解为与名义 GDP 正相关。名义的劳动收入、利润和财政收入都是顺周期的，这一点没有问题，但是利润份额顺周期有更强的意思。财政收入份额也是顺周期的，只有劳动份额是逆周期的。再分配中的变化对这样的周期性没有大的影响。

图 2、规模以上工业企业利润总额占 GDP 的比例与名义 GDP 同比增长率 %

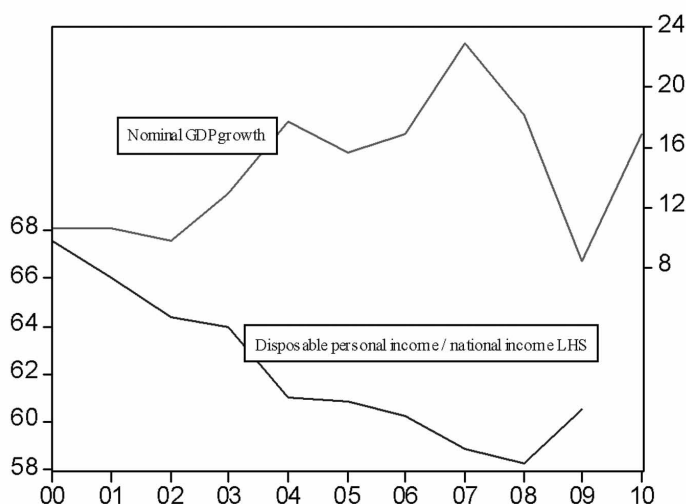


利润份额顺周期的情况在其他经济中也存在。由于给定的固定资产折旧

率和一般的工资粘性，以及借贷利率的事先决定，企业利润对于经济景气的弹性一般来说都比较大。中国的情况更进一步加强了利润的弹性。一是很大的国有部门包括政府和企业的就业和工资对于短期经济景气的反应很差，再是利率显著缺乏弹性。后者在企业负债率比较高的情况下影响更大。

修订后的资金流量表提供了可支配收入分配的一些情况。图 3 显示，住户可支配收入的份额在 2000—09 年的 10 年里总的来说在显著下降，但也包含与名义 GDP 反向变化的短期波动。特别在 2009 年，当名义 GDP 达到多年最低增长率的时候，住户收入的份额反而上升。在 2010 年和 2011 年，由于企业利润和财政收入的高增长，住户收入的份额应当显著下降。

图 3、住户可支配收入占名义 GDP 的比例和名义 GDP 增长率 (%)



不过，居民收入份额与名义 GDP 的短期反向变化并不必然导致居民实际收入增长率与实际 GDP 增长率的反向变化。后者比前者更强。从前者到后者，需要几个有关的弹性达到一定的量值。这包括通胀率对 GDP 增长或缺口的弹性，利润和劳动收入对于名义 GDP 的弹性以及再分配中的一些情况。主要参考工业利润和名义 GDP 的关系，再考虑通胀率对 GDP 的弹性，可以认为图 1 中的情况是可能的。

但是考虑到通胀的滞后，居民实际可支配收入与 GDP 的同期反向变化关系仍然难以成立。在需求扩张引起高增长的早期，通胀还没有起来，居民收入份额虽然下降，但绝对的增长率仍然上升，这导致了真实收入增长率上升。在晚些时候，CPI 通胀率上升，居民真实收入增长率才开始下降。所以应当存在一个滞后的负相关关系。这里，CPI 通胀率特别是食品通胀率的变化，与更多的变量有关，难说有一个确定的滞后时间，在一些情况下，就可能出现同期负

相关的结果。

最近几年劳动年龄人口增长率下降，这早晚会导致利润率的下降，但是否会影响到利润和劳动收入的份额并不很确定。从其他同类型经济的情况看，经济增长率显著下降的过程确实伴随着劳动报酬份额的上升。这是一个比较长时期的变化趋势，在短期内难以产生很显著的影响以至达到使居民收入和 GDP 增长率反向变化的结果。最近两年的情况，可能仍然是以周期性变化的影响为主，但劳动收入份额的长期趋势可能已经发生并产生了一定的效果。

二、通胀对金融资产本金的影响

在简单的收入会计方法中，金融资产收益的计算可能产生歪曲。将表面收益计为金融资产的收益，在通货膨胀情况下对于本金的损失没有考虑。在 1988 年和 1994 年两次高通胀中，居民金融资产遭受了很大的损失，住户收入调查数据没有反映这方面的情况。过去 10 年的通胀率平均水平显著低于早先，但是居民金融资产与收入的比例显著上升了。1987 年，年末居民储蓄为当年 GDP 的 25.5%，到 2010 年，这个比例上升到了 77.2%。所以，尽管 2011 年的 5.4% 的 CPI 通胀率大幅度低于 1988 年的 18.8%，储蓄存款因通胀导致的损失相对于收入水平却是接近的。在金融资产迅速增长的情况下，居民对通胀越来越敏感。

图 4 显示了一个很简单的估计结果。首先根据城乡人口和住户调查的人均收入计算居民总收入，其中城镇为可支配收入，农村为纯收入。这样计算的总量是有一定误差的。不仅可支配收入和纯收入口径上不完全可比，而且推算中城乡人口数也有问题，还有城乡收入的可加性也不尽然（考虑购买力评价问题）。限于数据问题，这里只考虑了居民的储蓄存款，用上年末的储蓄存款和当年的 CPI 通货膨胀率计算储蓄存款的本金损失，按当年价格计算。这里只考虑本金的损益，因为利息收入已经计算了。最后再将这一项从前面计算的居民总收入中减掉，对结果按 CPI 做调整。如此估计肯定有多方面的漏洞，只能作为一个参考。不过在通胀率变化很大的年份，存款损益的变化很大，各种误差会相对变小。特别应当注意的是，跨度很大的对比误差比较大，近年来居民金融资产多样化，储蓄存款的重要性相对下降了。

图 4、储蓄存款通胀损失调整后居民收入实际增长率与 GDP 实际增长率 (%)

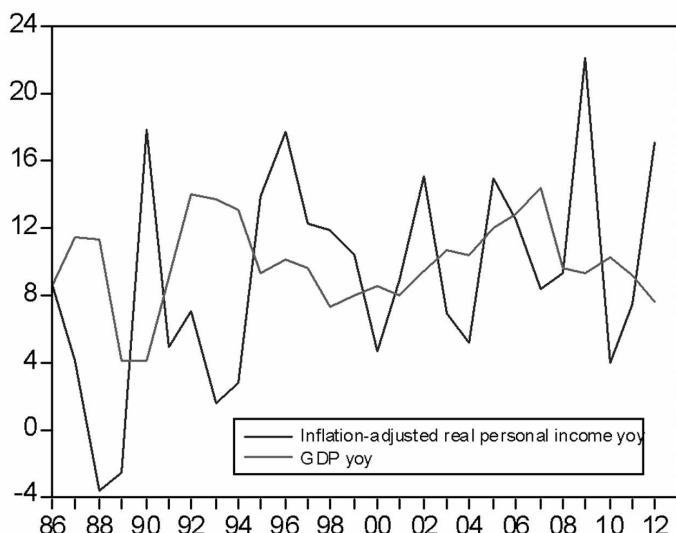


图 4 中的结果是，用年度数据如此调整的居民收入增长率和 GDP 增长率在同期是轻微负相关，当年收入增长率和上年 GDP 增长率的负相关更强一些。由于年度数据样本小，不确定性是比较大的。从图中可以看出，负的相关性主要来自 GDP 增长率波动大的时候，在 1997—2002 年的通货紧缩期间，GDP 增长率持续偏低，情况就不一样了。就最近几年的情况来说，09 年是居民收入增长率最高的，10 年最差（12 年是估计数）。由于是增长率，09 年的收入增长率高部分是由于上年通胀高而存款损失大，12 年的情况也是这样。

需要强调的是，逆周期只是在短期波动剧烈的时候才存在，如果低增长低通胀甚至通缩持续一段时间，居民收入增长率也会下来。所以从较长的时间段来看，居民收入仍然是顺周期的。

三、反通胀舆论的影响

在过去两年，基于较高的通胀，对于宏观政策上刺激需求的倾向或者可能性有不少批评，而本来就存在的对投资高增长的担忧进一步增强，对 2008 年底的“4 万亿”政策的负面评价也在增加。这样的舆论可能对今年以来的宏观政策产生了相当的影响。尽管很多企业感受到了严重的困难，盼望政策宽松，但消费者更担心政策宽松引起通胀回头。回顾过去，同样的情况在 1988 年前后和 1994 年前后的高通胀时期也出现过。

这里的分析是希望从收入分配的角度来理解企业界和消费者群体的不同感受。消费者对于通胀的厌恶，对于 GDP 的冷漠，对于投资的担忧，与企业

界的态度差别巨大。考虑到居民收入逆周期的情况，对问题的理解也许有助益。当然，与总量上收入份额波动相关的，还有收入分配差距扩大的问题以及其他一些问题。居民收入逆周期只是很多问题中的一个。

这样来理解，过去治理通胀有时候在一定程度上“矫枉过正”是有基础的。持续一段时间的高增长可能带来通胀的上升，导致居民收入增长率的下降，引起公众的情绪和对宏观政策的负面评价。如果没有收入分配方面的积极调整，可能性很大的政策选择就是保持一段时间的紧缩，直到有所过度。这或许就是一种被动调整。

在被动调整开始的一段时间，居民收入增长率比较高。但是，如果在GDP增长率比较低情况下，调整持续时间太长，对企业和财政收入挤压太过，就可能导致内生的通货紧缩。1996—1999年，在主动紧缩和被动紧缩中，调整后居民收入增长率显著高于GDP增长率，导致了企业的很多困难，最后产生了大规模的下岗和银行坏账，居民收入增长率随之降下去了。

Counter- Cyclical Household Income

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking University

Professor Song observes that nowadays households expect totally differently from the investors about government policy. Households do not expect loose monetary policy since they do not care about the growth of GDP, hate the inflation rate, and worry about the growth of investment. However, the investors are eager for policy to help them survive.

To find some statistical evidence for the observation above, Professor Song points out that household income are counter cyclical while enterprise profit share is pro cyclical. It means that with a period of high GDP growth, household income growth rate will drop since the inflation rate will rise. The investors are the only ones benefited. Therefore, consumers hold negative views about the government macro policy to help economic growth. If the dilemma cannot be solved properly, the adjustment of macro policy will be delayed which hurt the whole economy.

A closer look at the statistical evidence, household income is counter cyclical only during the period with high short-term volatility of GDP growth. If GDP growth rate and CPI growth rate lasts low for a period, it will lower the growth rate of household income as well. Therefore, from a long period, household income is still pro cyclical.

会议下半场问答

问题 1: 对银行业面临不良率的问题，很多人归结到目前经济大形势的问题，可是它的背后最根本的原因是什么？现在银行不良率有人预测在有人说 10%，您的意见如何？造成不良率的行业之间，比如光伏、钢贸等行业是不是有一个关联性，这个关联性会不会从点到面铺开，让不良率成为全国全行业的一个大问题，未来发展会怎样？

问题 2: 这一轮经济减速的时候，很多投行经济学家说政府明显滞后于经济周期，应大幅度刺激。但是我感觉跟一些政府官员交流，他们都在说要容忍低增长，他们觉得经济可能没有那么糟糕，是在下行，但是你听一些投资者说似乎经济完全不行了，他可以告诉你很多例子，从微观的层次，得出结论宏观需求不可靠，因为微观的所有情况都是这样，怎么解释这个现象，这是一个很奇怪现象？

梁红: 为什么对今年刺激经济，方方面面都有犹豫。根据我和一些人士的接触，我觉得大家已经感受到了坏账的问题。中国的坏账额和坏账率的下降趋势已经反转。虽然现在报的坏账率不到 1%。但如果我们用银行上市股估值可以倒推，大概市场 price in 了大概 10% 的坏账率。我看到有人用今天的企业经营数据计算，得出的坏账率大概在 4%—6% 之间，取中间数在 5% 左右。

如果我们今天“断臂”，认了这部分坏账，把它们当做是当初发了国债，银行和企业可以继续往前走，股市可以涨，但经济还是要调整。这 5% 的坏账对应的大都是与高投资相关的行业，比如原材料，包括钢铁、水泥、机械制造等，光伏是为了刺激经济不小心搞出来的。很多行业的过剩产能要去掉，账面资本存量可能要减少百分之二三十。这样一个过程之后，经济表现上可能会有痛苦，可能会有一年所谓的硬着陆。

但这样的硬着陆在政治上是不太会发生的，所以可能会有所谓的软着陆。也就是可能不断反复。比如光伏好像又要救了，这样不断的反复，不断的积累，最后坏账率可能从现在的 5% 搞成最终的 10%。这种事在中国出现过，日本出现过，美国 80 年代末也出现过。所以现在市场预期不能说它错了，如果真的往这条路上走，坏账率可以到 12%，13%。回顾上一次剥离坏账的经历，1993、1994 年到 1999 年划断，中间耗了很多年。在这个过程中，最大的问题是，银行已经上市，要保证利润，要保证资本充足率，那么它肯定不肯多贷款，自我的行为本身具有收缩性，而坏账又不能划掉，这样经济实体的借贷其实是受影响的。所以除了宋老师讲的主动将国民收入那一块拿出来以外，这个地方主

动做的意义其实也很大。

同时有些国企利润在这个周期是会自动消失的。其实这十年的国企利润，很重要的两部分来自地租、原材料价格，这些对于很多中下游企业、居民消费是成本，这一部分利润不垮下来，经济无法起飞。但是不管有多大的决心，进行这项改革需要时间，再加上这中间的争议，时间可能会拖的比较长。

现在看今年的数字，这一波投资有一大块效率是很差的，是需要纠正的。现在已经不是过去一个行业或者个别企业的问题，而是相当多的一些重资产的大行业有严重的产能过剩。如果捂着不去解决，后面除非是把中国 1994 年那时定下的很多监管的东西全撤了，包括发债不能超过净资产的 40%、，不能杠杆率超过 80%，包括存在比等，要去改变这些约束来加杠杆。

还有一点在现有体制机制下与过去不同。过去十块钱浪费了五六块钱，它还在国内循环，现在就直接出去了。效率变坏的速度也在加大。

所以这条路，从政府到学者到微观层面上，大家的认知在后面会越来越清晰，无效率的后果是比较显著的。

李迅雷：我是做投资银行的，对银行的研究不是我的强项，很难估算商业银行不良率到底有多少。但坏账率应该是一个观察银行信贷质量的滞后指标，就目前而言，银行平均坏账率水平并不高，一是原来基数比较低，不足 1%，即便翻一倍，也不足 2%。我认为观察未来坏账率的趋势应该关注两个数据，一个是逾期贷款数量增加，另一个是企业应收账款额的增加，有数据显示，至 8 月末，规模以上工业企业应收账款同比增长 15.6%，比主营业务收入增长高出 5.4 个百分点，小企业被拖欠情况更为严重。此外，银行里信贷质量评估中，记入“关注类贷款”规模的增长也是很快的。所以，现在讨论银行坏账问题，似乎还不能切中银行业的要害。尤其是次贷危机之后，资本充足率还是有一定的提高，而且过去几年中政府对于金融风险防范的关注度也非常大，所以今后几年内银行风险也不会急剧爆发。中国金融风险的积聚应该也是缓慢的渐进的过程，从目前来看，银行不良率上升也不会构成对经济的很负面影响，也不会马上爆发金融危机。未来或许会发生。一个好的方面是今年企业债发行规模大幅度增加，企业债新发规模占到新增贷款的 1/3，这对于我们降低金融风险包括抑制通胀都还是有作用的。而另一个不好的方面是银行理财产品余额不断增大，表外业务发展过快，不利于监管和风险控制。

问题 3：请问李老师，现在您看好哪个行业？

李迅雷：在经济的周期性下行与结构调整不期而遇时，大部分行业都会出现不景气状况。故看好哪个行业这个问题很难回答。以日本为例，它的产业发展阶段是行业交替繁荣阶段，如六十年代是纺织，七十年代是钢铁等等重化工

业，八十年代是家电，九十年代是汽车，之后日本经济就陷入到停止增长阶段。故每个阶段都有每个阶段的行业增长热点。中国也有过八十年代各行各业普遍繁荣，九十年代的家电业崛起，两千年之后是房地产、汽车等所谓住行消费的繁荣等经历，经济回落之后拉动经济增长的两个驱动力——“住”和“行”的动力都不足了，全国一哄而上的风电、光伏、LED等所谓新兴产业马上过剩。所以，行业发展机遇与经济发展阶段及经济结构调整的关联度较大。从目前来，通过与机构投资者交流，发现今后的行业热点与消费的相关度较大，如与互联网技术发展相关的电子商务行业，成为商业流动领域中高增长的板块，尤其是随着无线互联网的普遍应用，网上交易的规模将进一步扩大。此外，今年的酒类和制药行业，以及其他与吃喝玩乐相关的行业，比如旅游行业、文化产业等，都值得看好。因为当我们的收入水平到了一定阶段，居民休闲娱乐类消费需求开始增加，对于医疗保健、养老等需求也会增加，所以相对来讲，我还是比较看好与消费及消费升级相关的这些新业态的小行业。

问题 4：请问宋老师，人均资本上升是不是资本回报率就下降？GDP 增速的高低与企业资本回报率有什么关系？

宋国青：给定其它条件，人均资本上升会带来资本回报率下降。而对于其他条件或是宏观环境，目前没有看到好的前景，最好能保持前几年的情况，也可能比前几年还略微差一点，利润率可能有下降。但是短期的趋势还不一定看得很清楚，只能说早晚要下降。这么高的投资再加上这么高的回报率的情况会发生变化。

统计上 GDP 增速与企业资本回报率两者统计上有很强的正相关性。日本、韩国高增长的时候都是资本回报率很高的时候。

说起来，日本、韩国的城镇化、人口红利的好处、高投资回报率、高经济增长这些几乎是同步，也差不多都是一起下去的。中国与这些国家人口红利的时间与这些国家基本同步，差异在于城镇化晚了三十年。中国人口红利最好的时候是八十年代，但那时候主要受益于包产到户的制度改革，可能也存在人口红利的因素。简单在统计上人口红利和经济增长体现出了正相关性，但在逻辑上是否有关系还未解释清楚。另外，人口红利过程还是一个高储蓄率过程。中国储蓄率看不出来要下降，四五十岁这一拨人是现在人口最大的一拨，五六十岁是储蓄率最高的，六十年代出生到现在四五十岁，还有十年高储蓄，因为退休以后提高消费比例，钱没花完，所以还是要储蓄。

问题 5：如果考虑到中国很快进入到红利消失的阶段，2015 年抚养比要上升，国家养老支出上升，劳动供给减少，所以储蓄率一般预期要下降。不过宋

老师刚才说五六十岁的人储蓄很高，可以弥补一下，但是也就大概十年左右，那么十年以后会怎么样，是不是储蓄率会下来。日本的经验是大概经过 10—15 年储蓄率从很高的一下下来了，我问了一下日本的经济学家，他认为这个问题跟人口红利的关系大概是百分之百。

宋国青：日本目前的储蓄率还是很高，虽然比最高的时候下降了很多。日本高增长时间段较近的是六十年代，远的是二战以前。这比中国要早一些。

应该说增长率未来会下降快一点，但是储蓄率可能现在看不出来要下降，未来十年不会下降还会上升。十年以后的情况还看不清楚。

问题 6：中国宏观经济周期到底什么时候见底？好像去年年底市场普遍认为今年一季度应该见底，一季度又认为二季度见底，二季度推到三季度，现在终于推到四季度。真的要见底了吗？

宋国青：大家看预测，三季度 7.4，现在预测均值 7.8，小幅回升，但是不是说就见底？底是对规则的周期性波动而言，就会有一个局部的底。但对股票市场上不规则的波动，就很难说哪儿是底。底是跟规则性的周期相关的。从随机波动的角度来看，就很难说，很可能高一段后又下来了。要说 7.4 是不是最近三年的最低，这很难说。但如果说是不是未来三十年的最低，那肯定不是。就说四季度是不是今年的底，看这个预测数据，可能多数人认为四季度会比三季度高一点。

梁红：这一年市场判断最大的误差是从去年三季度开始大家预期政府政策放松，但这个事情没有发生。不像过去，政策一紧，市场一痛，政策就放松了。可以从方方面面来理解政策的反应，一个是大家普遍地认同低增长率不可避免，第二是认同低增长率对经济的长期健康发展有好处。

如果中国经济的“七上八下”甚至“六上七下”维持一段时间，中间小波段意义不是很大。更大的问题是很多行业去产能的压力是挥之不去的。我们在 2002 到 2007 年之间经历了一阵宏观经济旺盛的时期，经济过热怎么打压也打压不下去，在 1998 到 2002 年之间也经历了一段怎么也拉不上来的时期，我觉得接下来可能经历的也是经济拉不上来的时期，原因可能还是在繁荣时期积累了一些问题要处理。如果处理得早，如果有制度红利，未来维持 8%、9% 的潜在增长率还是有可能的；如果不做的话，很多因素叠加下来，潜在增长率还会降低，有人看到 6%，5%，甚至更低。

李迅雷：我觉得投资者很聪明，年初大家一直在谈何时见底，但是真正底来了以后市场反而对底没有兴趣，这也是前面宋教授说的“GDP 增速上去了，但是我们收入增速反而下降了”类似，政府采取了逆周期的财政货币政策，经济总量的增速回升是可以实现的，这就如农业生产中暖棚技术、化肥等

的应用，出现了水果蔬菜的反季现象。但关键在于我们的企业盈利如何。在我看来，即便经济增速上去了，企业的盈利还是不太乐观的，即宏观乐观微观担忧。在经济预测中，往往要预测每个季度、一年的数据准确率并不高的，但是预测长期还是相对有把握些的。所以，我也认为长期经济还是会减速，今年四季度 GDP 增速见底回升，分析师的一致预期为 7.8%，但回升力度不大，明年的 GDP 增速估计还是在 7.5—8% 水平，但是中周期（基钦周期）会不会又有一个回升？我还是寄希望于 2013 年下半年—2014 年成为中周期的上升的起点。

如引用本表数据，敬请注明资料来源为“朗润预测”

2012年第4季度：第30次“朗润预测”

预测机构 \ 指标 *	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
安信证券	7.7	2.5	9.7	21.0	14.0	10.5	6.5	3.00	6.30
北大CMRC	7.6	1.9	9.4	23.5	13.9	8.0	4.0	2.75	6.31
高盛高华	7.5	1.9	9.3	23.0	13.8	9.0	2.0	3.00	6.30
工商银行	7.8	2.3	9.8	20.8	14.5	10.7	10.4	3.00	6.28
光大证券	7.7	2.3	9.5	21.0	14.0	9.0	0.0	3.00	6.30
国家信息中心	7.9	2.4	10.0	20.0	14.5	7.0	7.0	3.00	6.20
国泰君安	7.8	2.2	9.1	20.6	13.8	7.6	8.1	3.00	6.30
花旗集团	7.8	2.4	10.0	NA	NA	6.8	6.5	3.00	6.25
汇丰银行	8.0	2.6	10.5	21.0	14.0	5.0	6.0	2.75	6.30
交通银行	7.8	2.3	9.6	21.5	14.8	9.2	6.9	3.00	6.33
美银美林	7.7	2.6	9.8	20.5	14.0	5.1	5.4	3.00	6.25
农业银行	7.6	2.4	9.9	22.0	14.8	9.3	7.3	3.00	6.27
瑞银证券	7.0	2.7	9.3	19.0	13.5	8.0	1.0	3.00	6.35
社科院数经所	7.8	2.0	9.5	21.2	13.8	10.5	7.2	3.00	6.22
申银万国	7.6	2.2	9.5	20.5	13.6	7.5	-2.5	3.00	6.30
天则经济研究所	7.5	3.0	10.5	21.0	14.5	6.0	5.0	3.00	6.28
湘财证券	7.6	2.4	9.3	20.8	13.5	10.0	4.0	3.00	6.25
野村证券	8.4	3.1	12.0	21.0	15.0	5.0	9.0	3.00	6.28
银河证券	7.6	2.2	9.0	19.8	14.0	7.1	1.2	3.00	6.29
渣打银行	7.6	2.2	NA	NA	NA	NA	NA	3.00	6.31
招商证券	8.1	2.2	9.5	20.5	14.1	9.9	5.7	3.00	6.24
中金公司	7.5	2.2	9.2	18.0	13.8	4.0	6.0	3.00	6.27
中信建投证券	8.0	2.2	9.9	20.5	14.0	12.5	7.8	2.75	6.20
中信证券	7.8	2.3	10.0	21.0	13.8	8.0	6.7	3.00	6.28
中银国际	7.6	2.2	9.5	20.0	14.0	8.0	6.0	3.00	6.25
简单平均	7.7	2.4	9.8	20.7	14.1	8.1	5.3	2.98	6.28
加权平均	7.8	2.3	10.0	21.4	14.0	9.0	4.0	2.98	6.26

朗润预测点评：

**“外需好转内需稳，汇率缓升利率平，
宏观回暖在年底，通胀隐忧未能忘。”**

2012年第3季度：第29次“朗润预测”

预测指标 *	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
简单平均	7.8	1.9	10.1	20.5	13.8	10.1	9.0	2.81	6.32
加权平均	7.8	1.9	10.1	20.6	13.7	9.7	8.0	2.79	6.31
实际值	7.4	1.9	9.1	20.6	13.5	4.4	1.3	3.00	6.34

* 预测机构和指标说明：

1. 预测机构按机构全称拼音字母排序，机构全称见“朗润预测”特约机构名单。
2. 除利率和汇率外，各指标为今年4季度比上年4季度同比增长率。其中GDP和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
3. “工业”指规模以上工业增加值，“投资”指城镇固定资产投资，“零售”指社会消费品零售总额。
4. “利率”和“汇率”分别指季末最后一天1年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。
5. 加权平均是基于预测机构历史预测误差调整的计算结果。平均绝对预测误差越小，加权系数越大。

“朗润预测”特约机构名单*

机构全称	预测人员	职务
安信证券	高善文	首席经济学家
北大中国宏观经济研究中心	宋国青	经济学教授
法国巴黎银行	陈兴动	首席经济学家
高盛 / 高华	宋 宇	高级中国经济学家
工商银行	莫扶民	公司业务总监
	张都兴	投资银行部副总经理
	陈耀刚	投资银行部研发处处长
光大证券	徐 高	首席宏观分析师
国家信息中心经济预测部	范剑平	主任
	祝宝良	首席经济学家
国泰君安证券	姜 超	首席宏观研究员
国投瑞银基金	吴士金	宏观分析师
花旗银行	丁 爽	高级经济学家
汇丰银行	屈宏斌	中国区首席经济学家
交通银行	连 平	首席经济学家
	唐建伟	高级宏观分析师
	仇高擎	高级分析师
美银美林证券	陆 挺	经济学家
摩根士丹利	乔 虹	大中华区首席经济学家
瑞银证券	汪 涛	中国首席经济学家
	胡志鹏	经济学家
社科院数量经济与技术经济研究所	李雪松	副所长
	沈利生	研究员
	张 涛	研究员
申银万国证券研究所	杨成长	首席经济学家
	李慧勇	首席宏观分析师
天则经济研究所	张曙光	学术委员会主席
湘财证券研究所	李 康	首席经济学家
	罗文波	宏观研究员
	牛鹏云	策略研究员
野村证券	张智威	中国区首席经济学家
	孙 驰	中国区经济学家
银河证券研究所	潘向东	首席经济学家
	许冬石	宏观经济分析师
渣打银行	王志浩	中国研究部主管
招商证券	丁安华	首席经济学家
中国国际金融有限公司	彭文生	首席经济学家
	赵 扬	经济学家
	刘 澐	宏观分析师
中国农业银行战略规划部	李 运	副总经理
	付兵涛	宏观经济研究处处长
	范俊林	宏观经济研究处高级分析师
中信建投证券研究所	黄文涛	首席宏观分析师
	胡艳妮	宏观分析师
中信证券	诸建芳	首席经济学家
	孙稳存	宏观分析师
中银国际证券	曹远征	首席经济学家
	程漫江	研究部主管

* 注：1. 按机构全称拼音字母排序；2. 各机构排在第一位的预测人员为预测负责人；3. 今后可能有新的特约机构参与“朗润预测”项目。