

CMRC 中国经济观察

China Economic Observer

2012 年冬季（总第 32 期） 2013 年 3 月 2 日

中国宏观经济研究中心(CMRC)
北京大学国家发展研究院(NSD)

哈继铭：全球经济展望与中国城镇化	1
徐 高：理解中国城镇化的人口视角	16
卢 锋：中国农业革命(1978-2012)—大国城市化的前提条件	26
会议上半场问答	43
王 庆：中国经济的“新常态”	48
宋国青：货币产出比与资本产出比	57
会议下半场问答	64
2013 年第 1 季度：第 31 次“朗润预测”	67
“朗润预测”特约机构名单*	68

联系人：姜志霄 电话：(010)62759087 E-mail: ccerobserver@ccer.edu.cn

全球经济展望与中国城镇化

哈继铭

高盛投资管理部中国副主席、首席投资策略师

哈继铭博士在北京大学国家发展研究院与诸位教授、同学和媒体交流对目前全球经济形势的估计和判断。谈及的主要问题包括美、欧、日总体的经济情况，新兴市场短期的经济增长与通货膨胀的展望，预测中国经济短期的变化趋势、风险和政策应对，最后是经济增长与城镇化。

一、全球经济形势好转，新兴市场值得关注

总体来看，全球经济应该比去年有所好转，全球经济的增长速度，尤其是新兴市场，会比去年有明显的加快。美国经济增长速度与去年基本持平，欧元区可能继续衰退，但是幅度有望低于去年。日本去年灾后重建拉动增长，近年经济增长放缓，但是继续扩张的货币政策，会导致日元进一步贬值。

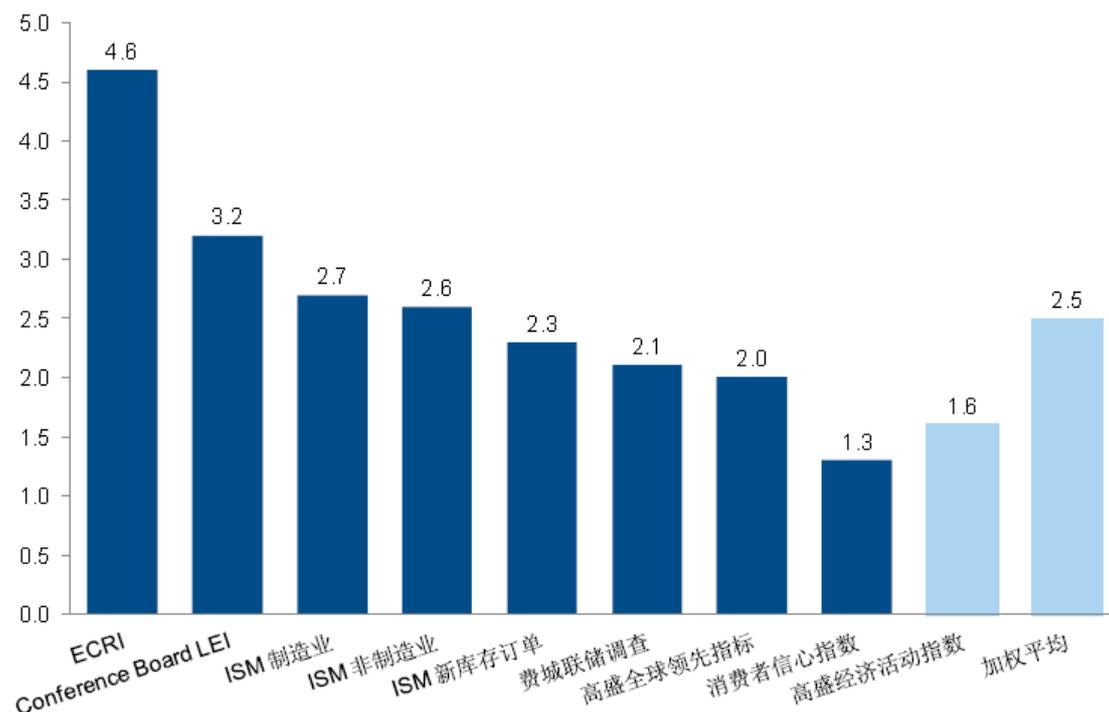
图 1：全球经济增速展望：2013 年小幅加快

	2012年GDP实际增速 ¹	ISG 2013年假设区间			
		GDP实际增速		通胀 (中值)	差情景可能性
美国	2.3%	1.5	- 2.5%	2.0%	20%
欧元区	-0.4%	-0.8	- 0.3%	2.0%	25%
英国	0.1%	0.0	- 1.0%	2.3%	25%
日本	2.0%	0.0	- 1.0%	0.0%	20%
中国	7.8%	7.5	- 8.5%	3.0%	25%
巴西	1.0%	2.8	- 3.8%	5.8%	25%
印度	5.4%	5.5	- 6.5%	7.3%	25%
俄罗斯	3.7%	3.3	- 4.3%	6.3%	25%
金砖四国	6.0%	6.1	- 7.1%	4.5%	25%
新兴市场	5.3%	5.1	- 6.1%	5.4%	25%
世界	2.6%	2.4	- 3.4%	3.1%	25%

美国经济私人部门目前的活动非常活跃，然而政府部门的财政政策仍有一些调整，目前美国政府财政债务上限问题还没有完全解决，最近这几个月，也就是五月份之前，会是最关键的一段时期。美国经济的领先指标比较多，用不同的指

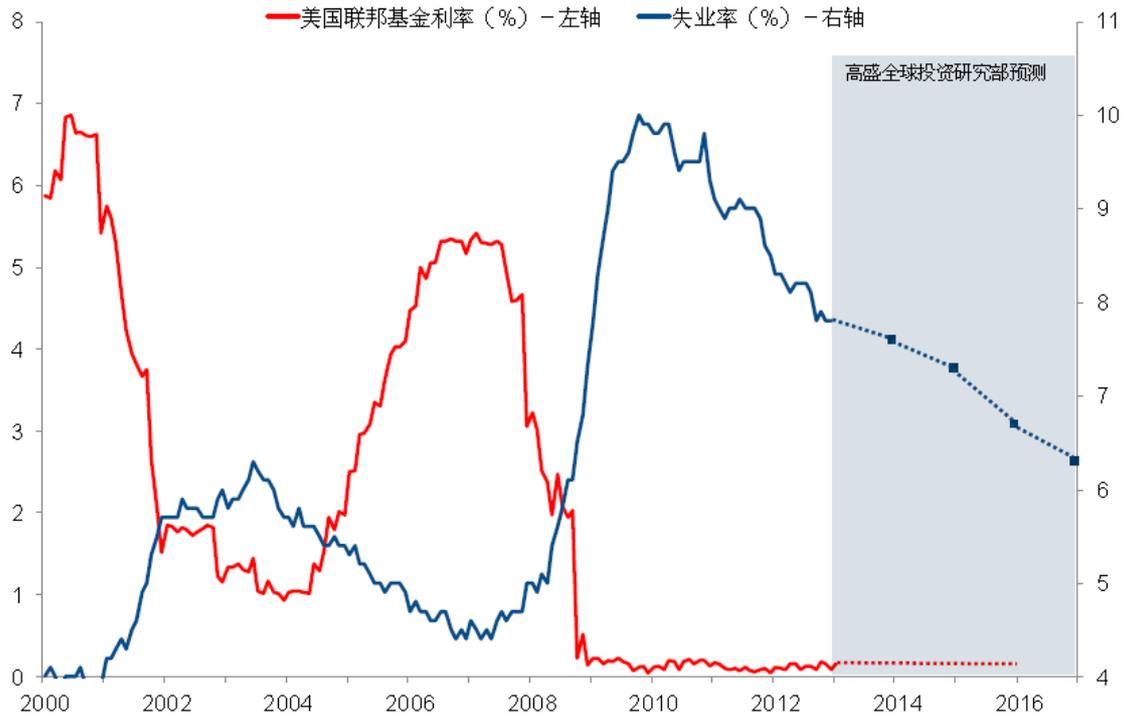
标来进行预测的结果可能不同, 但一个比较科学的方法是将各种指标与需要预测的近期 GDP 增长率挂钩, 观察其平均水平。利用这些领先指标, 哈博士预测美国一季度经济增长平均值在 2.5%。从全年的趋势来看, 美国经济增长速度一季度最高, 二、三季度有所下降, 四季度又有所回升, 全年可能在 2%左右, 在 1.5%到 2.5%之间。但是明年经济增长速度会进一步加快至 2.5—3%这个区间。私营部门经济增长的活力可能会抵销甚至超过自动减支带来的负面影响。

图 2: 美国 2012 年 1 季度 GDP 经济预测



关于美国货币政策的判断, 即关于美国何时开始退出 QE, 甚至加息的估计。目前, 高盛的基本判断还是以失业率为准绳, 美国失业率要达到 6.5%需要到 2015 年左右, 所以货币政策在此之前有望保持进一步的宽松, 因此加息应该在 15 年以后。但并不是说这两年货币政策就不会有调整, 14 年量化宽松政策将有所收紧, 美联储购买债券的数量将有所下降, 这本身也是代表着一种紧缩。

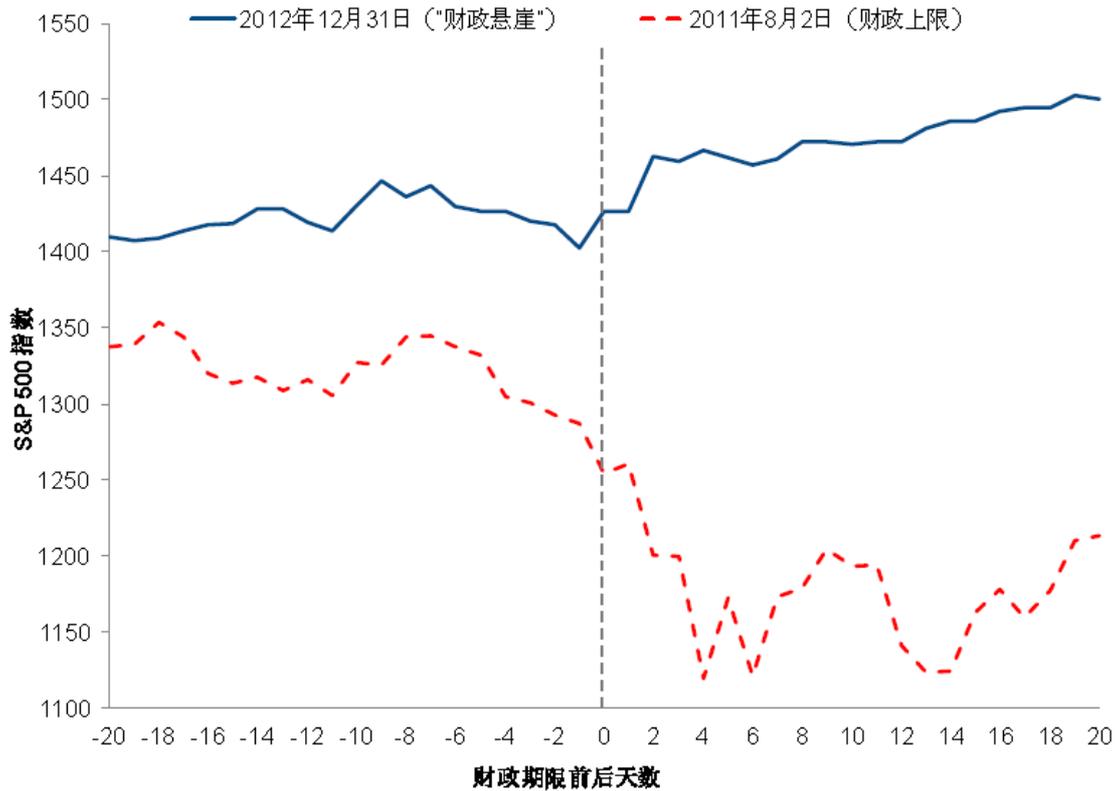
图 3: 美国联邦基金利率与失业率 (%)



有关美国财政政策的关键时点，将在未来的两个月内相继到来。3月1日，美国已经开始自动削减支出，15号以前政府、众议院和参议院将提交财政预算，如果这段时期还没有达成圆满的关于债务上限的协议的话，3月27号政府将面临临时的关闭，有点像95年末、96年初的那种情形。4月中旬参政两院通过财政预算方案，5月18号债务上限正式期满。这些财政上的重要事件可能会引起市场的波动和不安，这种波动和不安是代表着我们应当把全年的经济看淡，还是反而提供了一个入市的机会？哈博士认为，这是一个机会，这些问题最终会得到解决，况且私营部门经济尤其是美国房地产的复苏迹象非常明显。

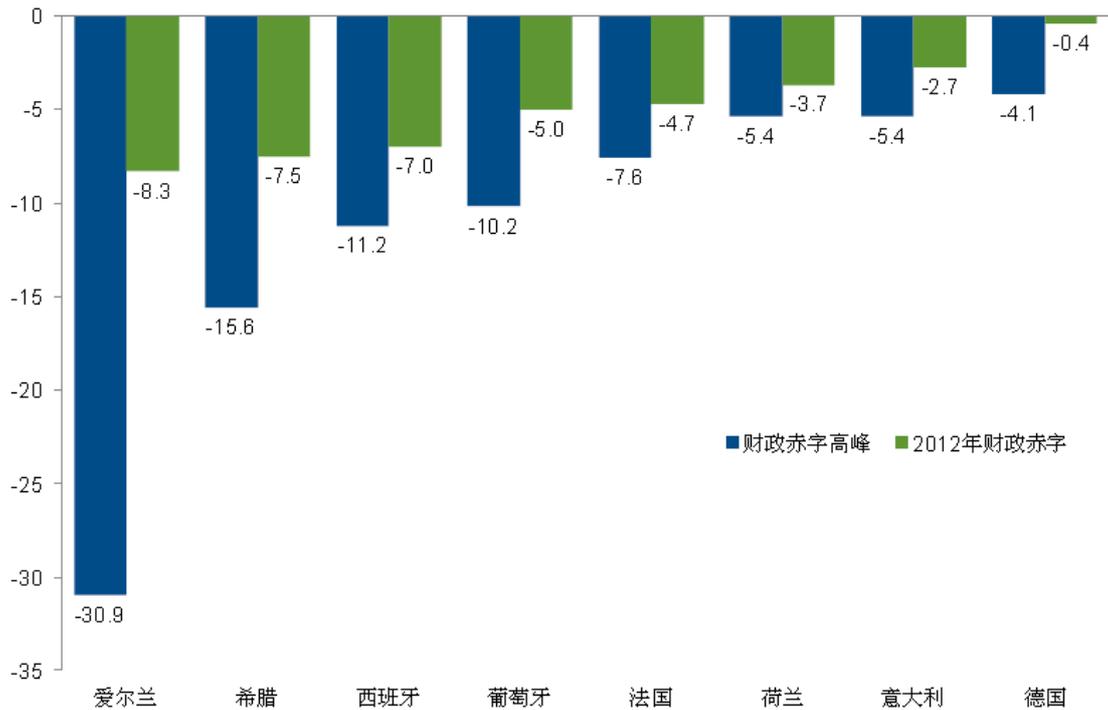
其实，去年11、12月份的时候，市场曾经也等待过一个大幅下调的机会来入市，但是似乎大家没有等到明显的调整，也就是说财政悬崖并没有带来一个资本市场的大幅回调。那么，这一次债务上限会不会带来这样的机会？从历史数据分析，无论是财政悬崖还是债务上限，问题解决之前往往会引起资本市场的巨大波动，但之后这种波动幅度会立即下降。从标准普尔500指数来看，财政悬崖并没有带来股指大幅下挫，之后又持续上扬。但是，去年8月份债务上限到来之前，股票市场经历了巨大的下调。可见，债务上限的讨论可能会引起更大的市场回调，提供入市的机会。尽管一两个星期以前全球的股票市场都涨得很好，然而，联储的会议记录预示着一些对于货币量化宽松意见不一致的观点被披露出来，意大利的选举结果也不令市场满意，市场已经出现了相当幅度的调整。但是接下来可能有更进一步的调整机会，将给投资者提供继续入市的窗口。

图4：美国股票市场在债务期限前后的表现



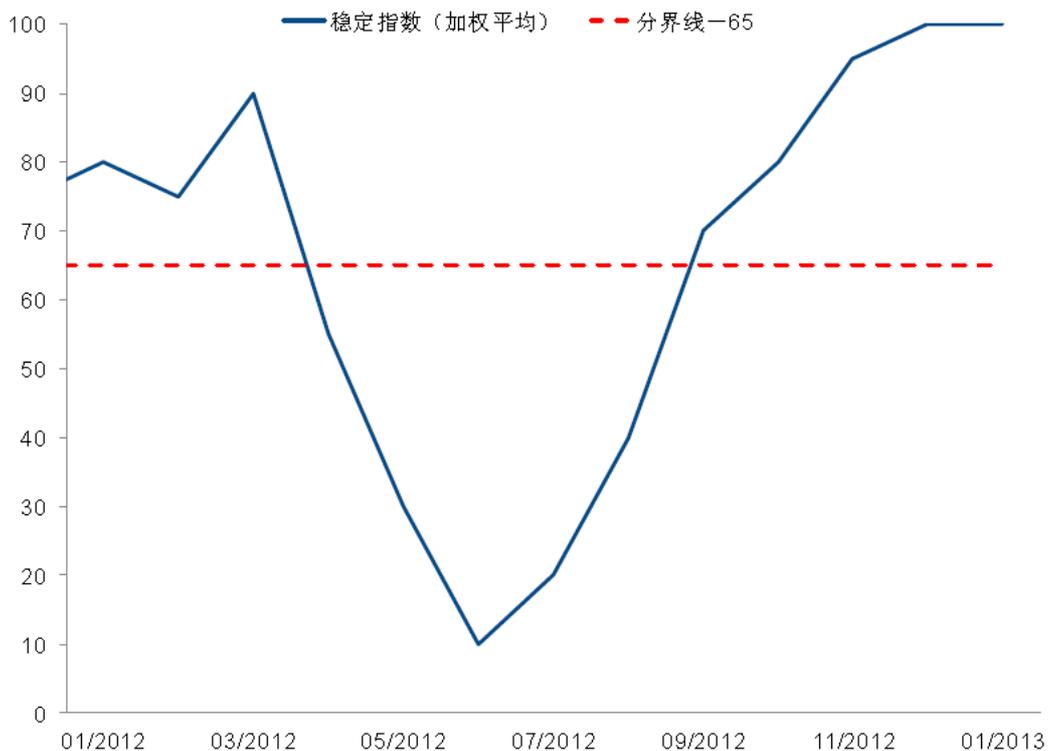
目前来看，欧洲的债务问题得到了一定程度的解决，尤其是欧洲央行量化宽松的政策推出之后，欧洲各国的债券价格明显提升，比如希腊债券。这些投资机会在中国可能鲜有关注，然而，东西会不会涨并不在于它本身的好坏，更重要的是在于未来一段时期内的走势。欧元区的许多国家确实有巨大的财政问题，但是它并不妨碍投资者抓住正确的时点入手，得到可观的回报。为什么各国的情况有这样的改观？一方面，欧洲央行力挺欧元区；另一方面，这些国家也确实采取了一些措施降低自己的财政赤字，无论是爱尔兰、西班牙，还是希腊和葡萄牙，他们的财政赤字和前几年相比都有大幅的削减，这种削减使得市场增强了对这些国家未来财政可持续性的信心。但同时它也是一把双刃剑，它对实体经济至少带来短期的不良影响，因此目前欧元区的经济还是处在比较低迷的状态，但是市场信心得到了一定的提振。所以，在欧元区市场上，可以观察到一些重要的投资机会，比如，高盛现在就比较强调购买欧元区大的跨国公司的股票。这些大的跨国公司身处欧元区，受到整个市场氛围的不良影响，估值都较低，但是很多产品并不是在欧元区内销售，相当一部分销售到新兴市场，包括中国。比如，在中国销售的高档汽车和奢侈品，它们的购买力需求非常强劲，而生产商身处欧洲，这样就带来了潜在的投资回报率相当高的机会。

图 5：欧元区财政预算（占 GDP 百分比）



那么，欧元区接下来的经济走势如何？根据欧洲许多领先指标可以计算出一个稳定指数，从历史平均水平来看，65%是一个分界点，在稳定指数超过65%以后的5-8个月期间，经济会走出衰退。该指数目前已经超过65%，因此欧元区的经济在今年下半年将会走出衰退，尽管全年也许还是小幅的负增长，全年将呈现前低后高的走势。

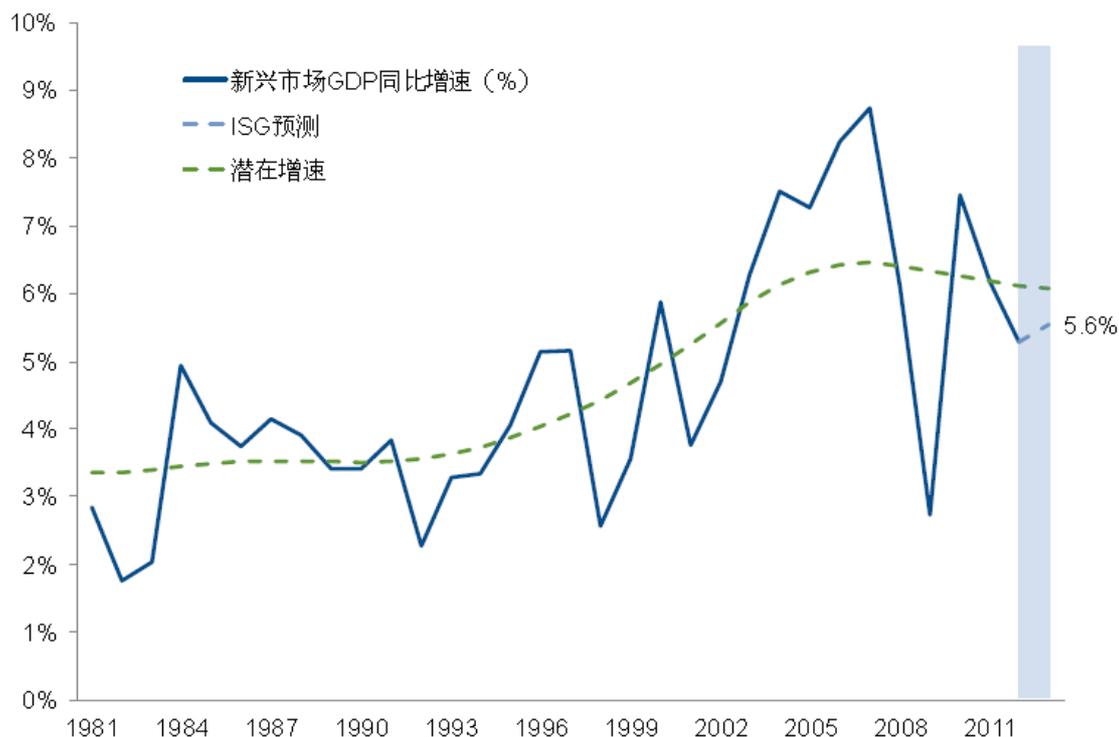
图 6：欧元区稳定指数（2012 年 1 月至 2013 年 1 月）



判断日本经济走势的关键还是它的货币政策。如果日本央行行长 4 月份到位，日本之后有望采取更进一步的量化宽松的货币政策，那么日元的贬值将拉动日本的出口增长，并带动股票市场的上涨。这几个月以来，高盛一直推荐投资者借日元买日本的股票，由于日元利率较低，利用汇率上的对冲，投资者从中可以得到相当可观的回报。

新兴市场的经济增长还是低于潜在增速的，无论是金砖四国还是 N11。这些国家的经济增长速度还会进一步上升，如果说还低于潜在增速的话，进一步的上升也未必导致巨大通货膨胀压力。

图 7：新兴市场 GDP 同比增速对比潜在水平



中国目前的领先指标，无论是汇丰的，还是中国自己的，基本上保持在 50 以上。尽管这些指标最近这一个月有所回落，但是依然意味着经济还是积极向上的。去年年中一些项目的审批、财政赤字以及两次减息带来的经济复苏还在持续，今年上半年经济增长依然非常强劲，可能达到 8% 以上。从全年来看，增长速度应当在 8% 左右，各个季度的增速在 7.5%—8.5% 之间，很可能出现前高后低的趋势，呈现倒 V 字型的极度轨迹。如果说增速达到 8% 以上，可能会出现一些投资过热甚至于房价速度上涨过快的现象，但可以预期政府会采取一定的措施防止这种风险的进一步蔓延。

图 8：中国 PMI 指数

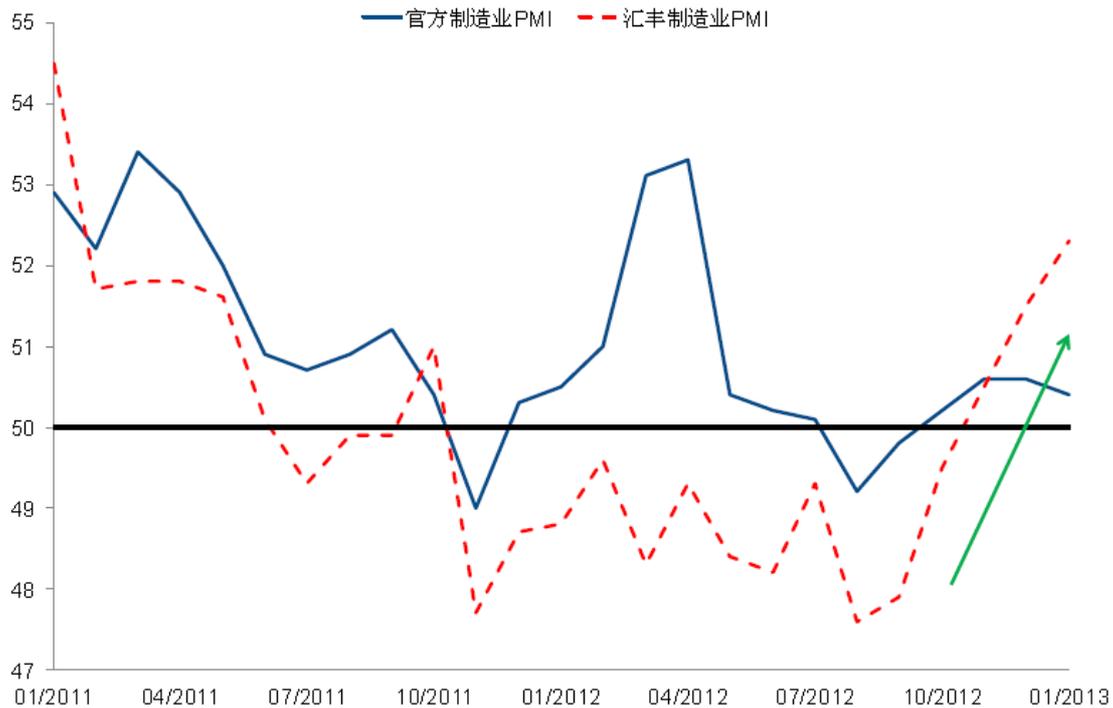
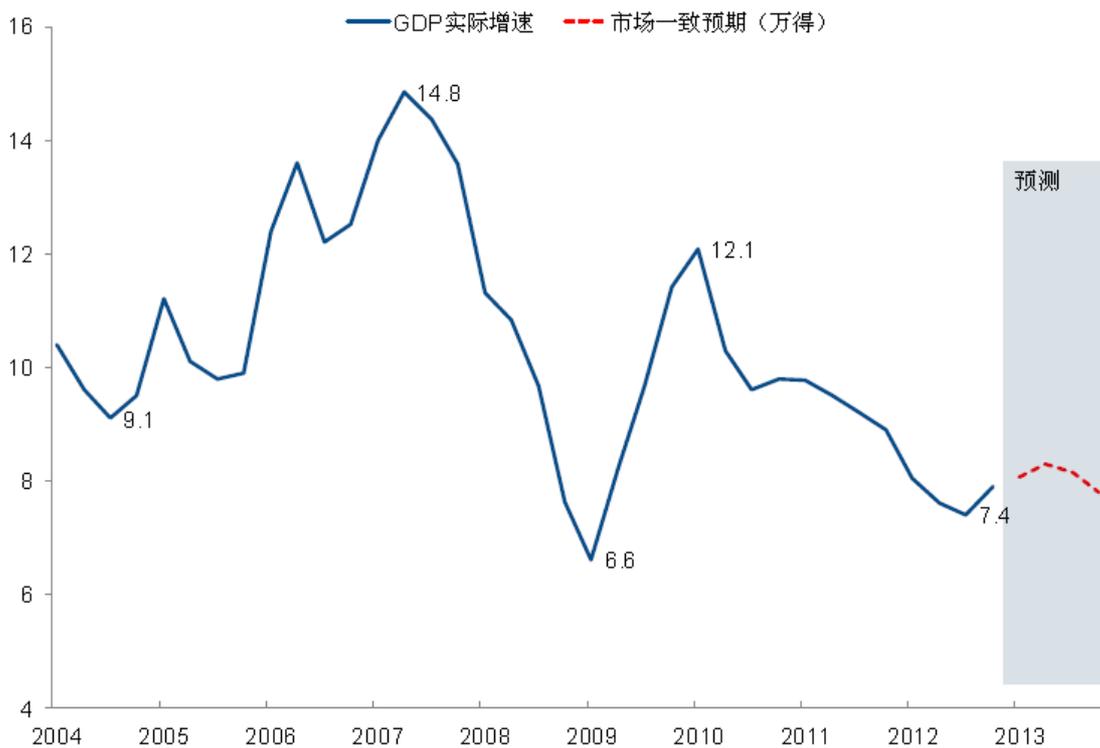


图 9: 中国 GDP 实际同比增速 (%)



除了投资过热和房价上涨过快带来的风险，通货膨胀是主要的隐忧。通货膨胀的压力主要来自于劳动力成本的上升以及可能出现的输入型通胀压力，因为许多国家都在实行量化宽松的货币政策。从劳动力成本这个问题上看，1 月份统计局公布全年 GDP 数据的时候特别提出中国劳动力人口首次出现下降，定义为 15—59 岁的人降低了 350 万人。但是，如果采用联合国对劳动力人口的定义，

即 15—64 岁的人，劳动力数量并没有下降，而且是小幅上升。比较这两组数据，不难看出，60—65 岁年龄段的人群数量上升。从联合国预测的五年期中国适龄工作人口变化来看，中国的劳动力人口现在还没有到一个下降的拐点，但是 15 年之后将会出现劳动人口的明显下降。

图 10：中国统计局适龄工作人口变化（万人）

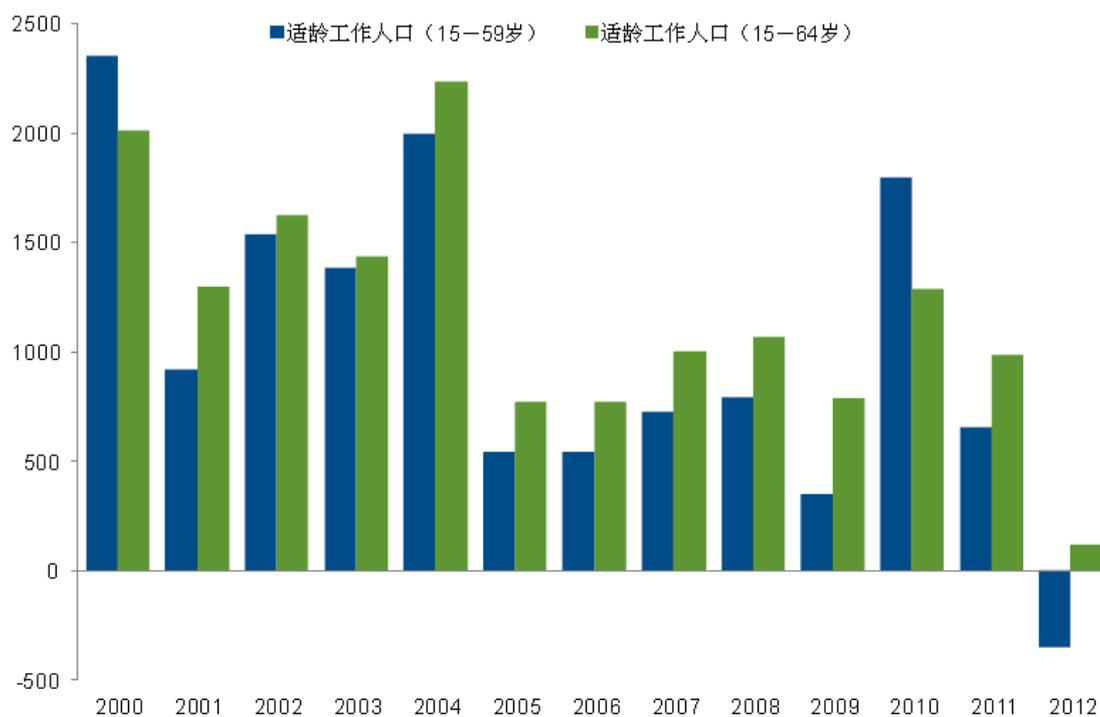
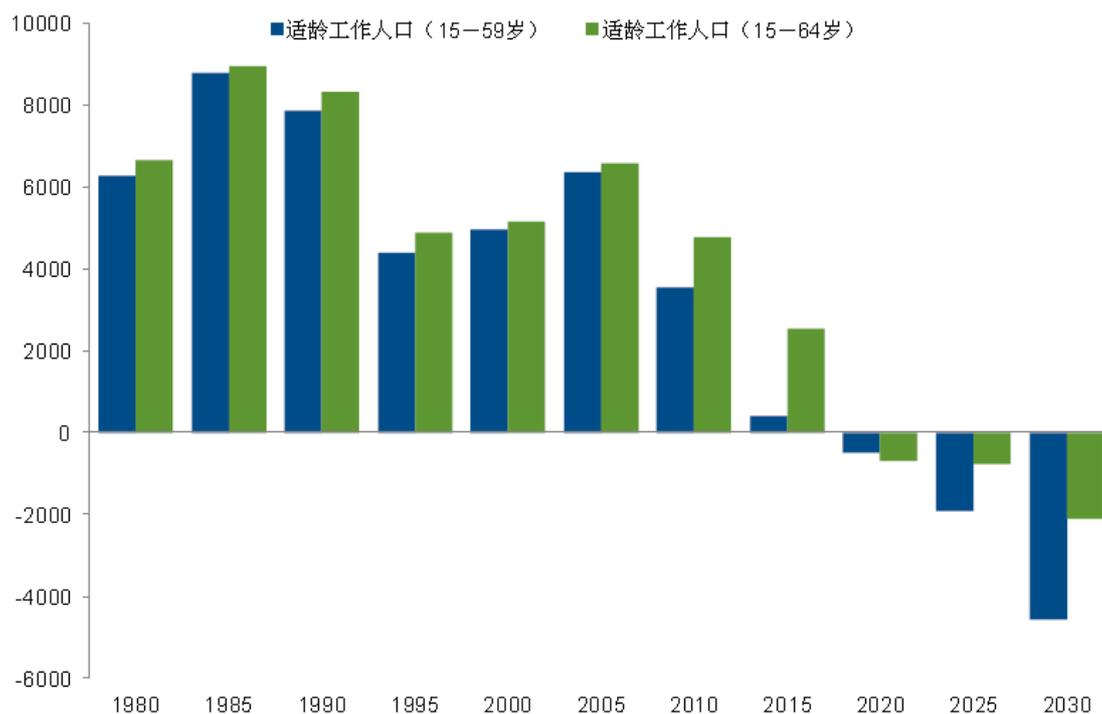


图 11：联合国预测中国适龄工作人口变化（万人）

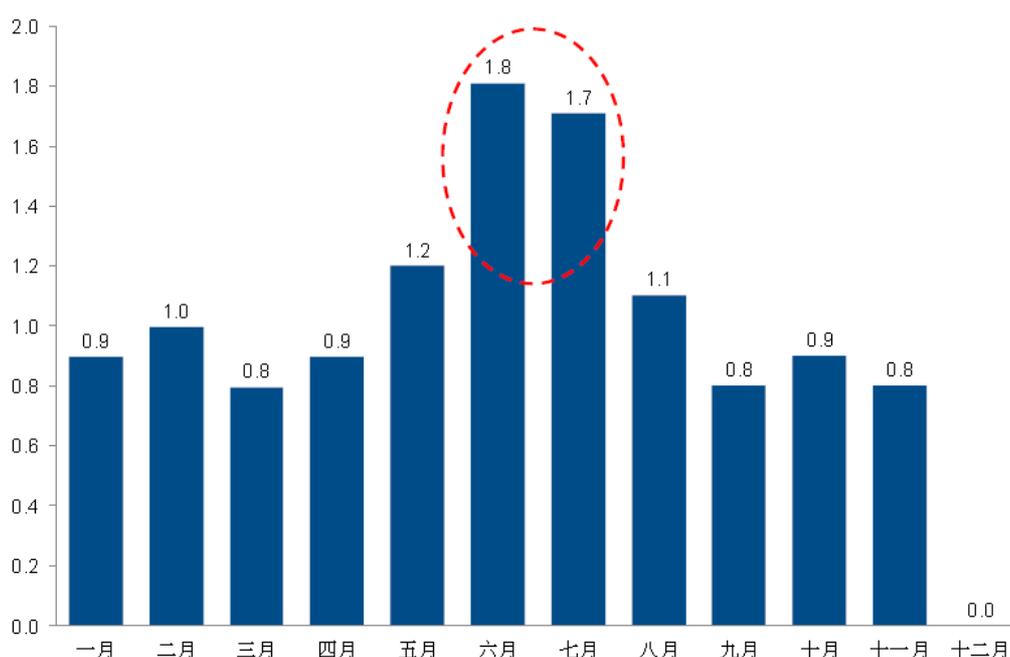


劳动人口年龄结构对经济发展及产业结构的影响很大。从三大产业的劳动人口的平均年龄来看，第一产业的劳动人口年龄最大；第二产业以制造业为主，其劳动人口年龄最小。如果说劳动力总体数量还没有下降，只是年轻人的数量下降得很快，那就说明未来我们的制造业的发展优势，即劳动力成本优势会更明显地减弱，而中老年人所占比例较大的农业和第三产业受到的影响相对较小。这对于我国经济的转型，由依靠以出口为主的制造业来拉动转向由服务业带动，将是一个利好，也预示着我国在服务业甚至农业方面将有更大的发展机会。

最近比较热点的一个话题也是，既然中国的劳动人口数量开始下降，是不是需要改变计划生育政策。生育政策的改变将对许多行业带来深刻影响。第一，房地产行业，将来 90 平米不再是标准户型，而是 120 平米。一家三口需要 90 平米的话，一家四口就需要 120 平米，如此一来，中国需要建造更多的房子，房地产行业的需求仍然很大。第二，婴儿食品、用品行业，在最近，尤其是十八大以后关于人口现象的变化的讨论过程中，婴儿食品、用品企业的业绩已经有了相当大幅度的上涨。

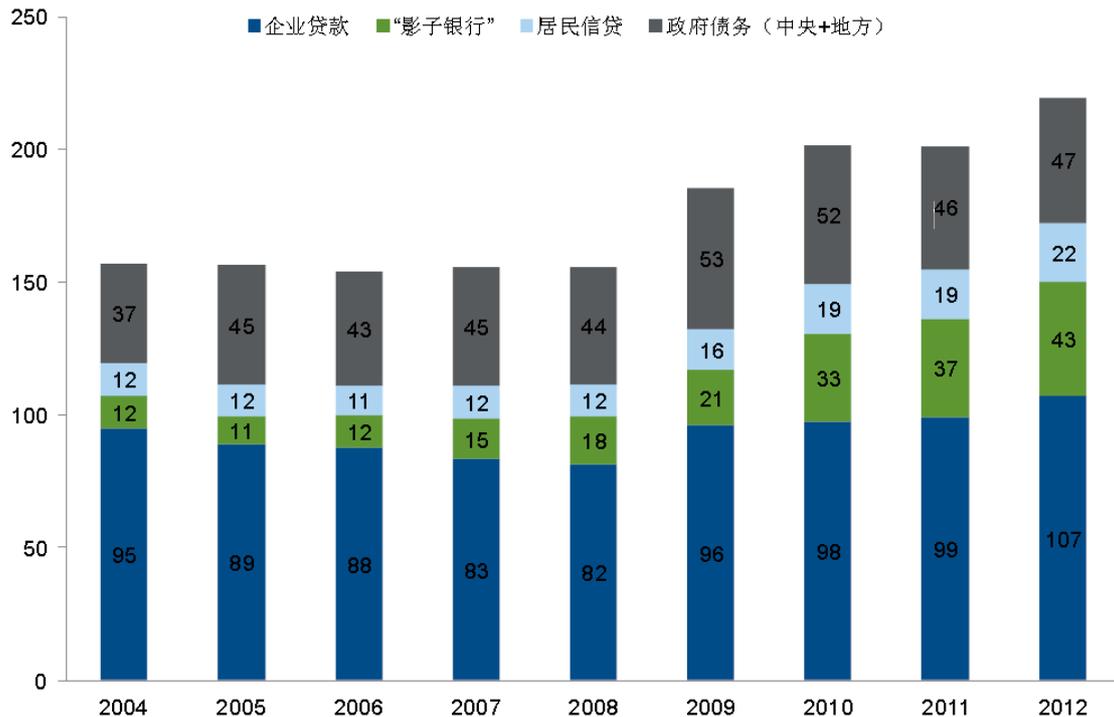
市场对于今年通货膨胀的预测也是逐级上升的，最高点有可能在下半年三季度的时候达到，考虑到翘尾因素，也是在 6、7 月份达到最高点。未来几个月，政府会感受到通货膨胀、房价、投资过热这些风险在积聚，货币政策也许会做出相应的调整。从房价来看，从去年 11 月份开始，房价上涨的城市在逐步增多，而交易量更是成几倍增长，一、二线城市都如此。从历史数据来看，中国房价的变化情况与货币增长速度的相关性是很高的。目前，政府对房价上涨采取了新的五条政策，包括行政上的政策和税收上的政策，货币政策上也会有一定的配合。目前，中国的房地产市场还是垄断着整个经济的走势，如果房价下降或者有关房地产的政策收紧，房地产行业本身以及相关的上、下游行业都会受到影响，这与刚刚所说的今年经济形势前高后低的倒 V 型变化也是一致的。

图 12：中国 2013 年 CPI 通胀翘尾因素（%）



另外一个可能会引起未来货币政策的调整的现象，就是目前的社会融资总量的增长。虽然，贷款在整个社会融资总量占比不断下降，而其它一些融资方式，包括理财产品、企业债券以及信托产品的增长速度非常可观。信贷，是一个比较狭隘的定义，把它扩大到社会融资总量是一种完善，但是还不够，因为它还没有考虑到政府的借贷行为。如果考虑一个定义更为广泛的变量，不妨来看社会信贷总量。

图 13：中国社会信贷总量



纵观整个中国，包括社会、企业、个人和政府的信贷程度，直观感觉上，大家认为短期内应该不会出现太大问题，因为政策的迂回空间还很大，但是这些积聚的风险将来有可能会集中释放。那么最关键的问题在于，何时可能会出现问题，或者什么指标会给出风险集中释放的明确信息？最关键的还是社会的杠杆率，社会总体负担程度。目前，关于中国政府负债的衡量是非常狭隘的，从数据来看，中央政府负债占 GDP 的 20% 多，加入地方政府，占比仍不到 50%。然而，中国有很多企业的贷款，包括信托产品和理财产品，这些负债一旦出现问题，难道政府可以坐视不理吗？显然，从微观现象来看，一些地区的负债出现问题，最终还是转嫁给地方政府，否则，社会将面临不稳定的局面。因此，计算全社会信贷总量是非常必要的，然而，社会信贷总量与社会融资总量的概念有差异。比如，股票融资属于社会融资总量，但是不包含于社会信贷总量；政府负债只计算在社会信贷总量里，而不包括在社会融资总量里面。根据概念，计算得到社会信贷总量，即中国老百姓、企业、政府的总体负债，包括所有银行贷款以及影子银行的活动，总量达到 GDP 的 220%。其中，20% 左右是居民信贷，主要是房贷，剩余的部分中，政府负债份额不到 50%，而余下的 150% 中也许相当一部分也是政府的隐性债务。这些隐性债务一旦出现问题，负担仍然可能会转嫁给政府，因此，整个社会信贷，包括隐性部分在内的政府债务并不是那么乐观。另外，如果动态

地观察这些指标，他们的上升速度很快，2008 年以前，总量在 150 左右浮动，之后就逐年飞速上涨。从结构上看，上升最快的是影子银行和地方政府融资平台，这两项可能是未来我们更需要关注的。

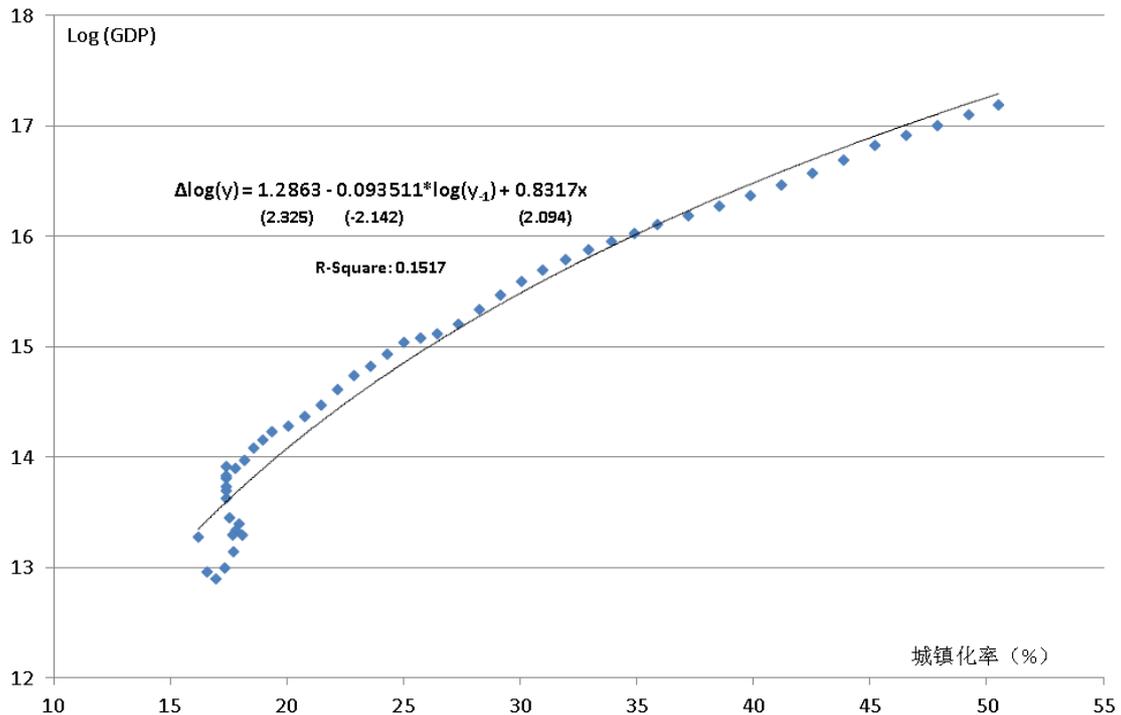
人民币汇率，从趋势上看，在未来可预见的两三年内还是处于小幅升值的状态。升值主要有两大因素，包括内、外两方面。外部因素是指中国经济还是存在比较明显的外部失衡，主要表现在中国的顺差和美国的逆差上，欧元区既无很大顺差也无很大逆差，所以人民币对美元升值，从基本面来说是有支持的。内部因素表现在中国政府正在极力打造人民币国际化，这个过程中人民币贬值是不切实际的，至少会保持稳定，略有升值。

图 14：人民币兑美元中间价



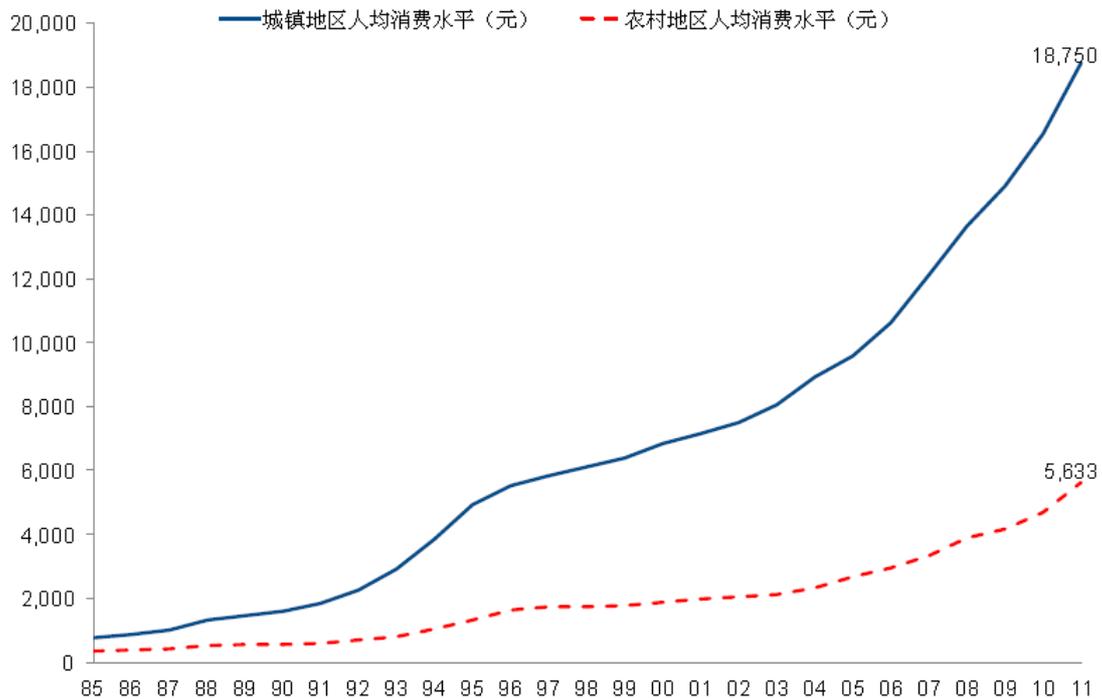
城镇化，是目前政府努力推动的一个未来经济增长的动力。暂且不谈城镇化在推动经济增长的过程中是否会带来一些额外风险，先给定政府要推动城镇化，并立足于此，寻找投资机会。那么，如果量化分析城镇化与经济增长的相互关系，究竟是城镇化会推动经济增长，还是经济增长发展到一定的阶段或者改革开放发展到一定的阶段自然会推进城镇化？哈博士的研究表明，两方面的因果关系都存在。

图 15：中国 GDP 与城镇化



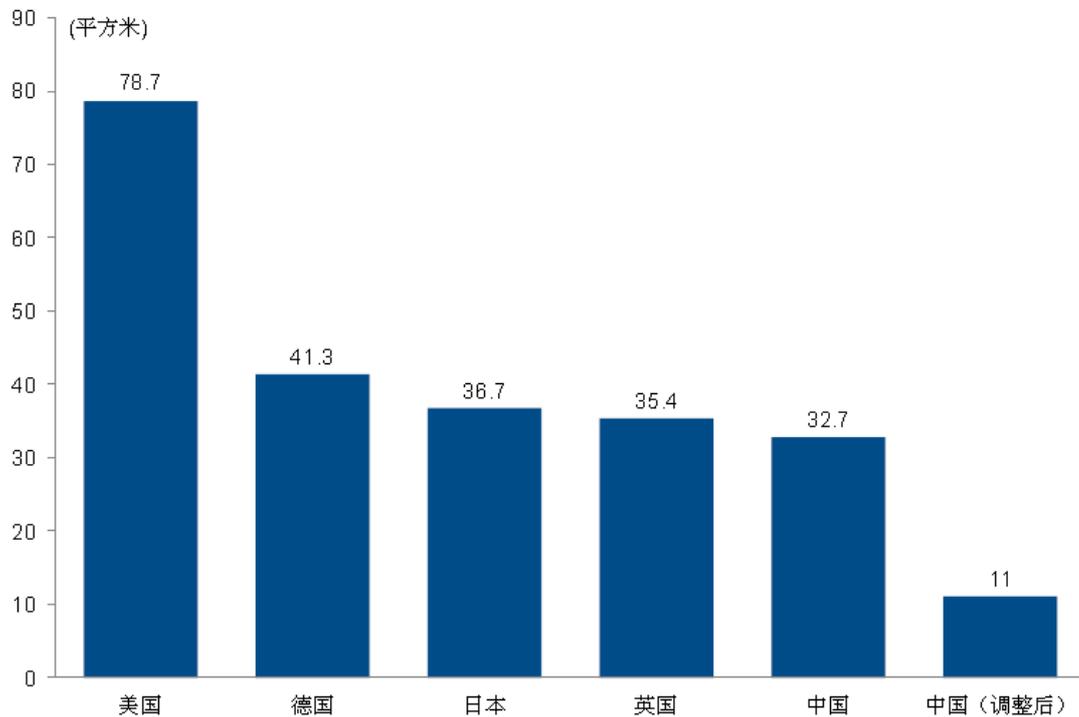
首先，基础设施的完善，自然会带来包括消费、投资在内的经济增长的便利。中国各个省市的电信、交通运输基础设施的投资，本身与这些地区的消费是密切相关的。其次，城镇化会提升农村的消费水平，也能够提升已经居住在城市的但没有城市户籍的人群的消费水平。目前，中国的城镇化率表面上约为 51%，然而，用户籍衡量只有 35%。不同城市的居民，以及同一个城市里有户籍的城市居民和没有户籍的农民工，与纯粹居住在农村的农民，他们的人均消费支出差异很大。我相信，城镇化会提升农村的消费水平，也会提升已经居住在城市的非户籍人口的消费水平。如果真正将农民工安置在城市里，他们将会释放巨大的消费。比如，他们现在可能住在老板提供的宿舍里，一百个人看一台电视机，但是如果将来他们能够自己居住，那一百个家庭至少要一百个电视机，消费量大大提升。另外，中国的城镇化也会带来产业的转移。中国的计划生育政策，中、东、西部地区的执行力度很不一样，东部管的比较紧，中西部相对松一些。因此，即使东部地区的劳动力成本已经上升到不太适合制造业发展的水平，但是一些内陆地区的人口红利还没有完全消失。从劳动力成本来看，沿海地区的工资已经超过周边国家，但是内陆地区仍然低于周边国家。那么，中国仍然有产业梯度转移的机会，也许未来十年中国很多沿海地区的产业将转移到内陆地区。

图 16: 中国人均消费（元）



值得一提的是，城镇化对中国不少产业会有巨大的推动作用，这里主要提及房地产行业，农业和服务业。就房地产行业而言，目前有三套数据值得关注，尽管还存在争议。第一，中国城镇化率目前为 51%，不论户籍；第二，中国已购房的城镇居民人均居住面积 32 平米；第三，房改以来，建成的商品房有 90 多亿平米。根据这三套数据进行一个简单计算，可以得出城镇居民购房的百分比。计算结果为 40%，也就是说大约还有 60% 的人租房居住，或者住在福利分房中，这一部分人拥有改善性需求，也就是真实需求。将来城镇化率可能会从 51% 提升到 70%，保守估计，至少会到 60%。如果满足没有买房的城市居民的住房需求，再加上迁往城市的 9% 的农村人口的需求，那么按照现在的总体住房面积来计算，城镇居民人均居住面积将下降为 11 平米。要将这一数字继续拉到 30 平米的话，中国还需要建设 170 亿平米的住房。按照现在每年 8 亿平米的建设速度，中国房地产还需要 20 年的发展。当然，有人质疑国家统计局公布的 90 亿平米这个估计，认为现在至少 180 亿了。目前还没有权威的统计数据，但即使是 180 亿，也还需要再建设 80-90 亿平米。建设 170 亿需要 20 年，八、九十亿也还需要 10 年，因此，中国房地产行业不是在一、两年内马上就不行了，还是需要大量建设来满足城镇化过程中释放的真实需求。另外，房地产行业的发展会推动建筑材料的需求，比如水泥、电力和煤炭等等。它们都会有很大的未来增长空间，其实在城镇化口号提出来的时候，这些行业在资本市场上已经出现反应。

图 16: 2011 年中国人均住房面积 (平方米)



城镇化对中国的农产品价格也会有比较明显的影响。本来农民可以在家里的宅基地种菜、养猪，但是目前这一块供给在明显减少，城镇化逐步推进后，居民的食物消费都要到市场上才能实现。我相信，未来中国对国际粮食的进口依存度会明显上升，从而推高粮食价格，所以农业在城镇化的过程中一定会展露出巨大的投资机会。

最后，城镇化将展现中国服务行业发展的巨大机会。目前，中国服务业的劳动力结构是有相对优势的，至少和制造业相比是如此。从需求方面来看，服务业也存在巨大空间。服务行业的发展通常在经济体的人均收入水平达到一定水准以后才开始腾飞，比如，美国七十年代中期。我们计算了一下购买力平价调整后的中国现在的人均收入，与美国七十年代初期的水平基本相当，也就是说，接下来中国服务行业的需求会有更大幅度的增长。无论是电脑，还是互联网的渗透率，中国的城市已经是比较高，但是在农村边远地区依然是很低的。服务行业还包括医疗、教育方面的开支，农村和城市相比，差距依然很大。旅游需求，及其带动的经济酒店的需求，目前也相当旺盛。

Prospect of World Economy and China's Urbanization

Jiming HA

Vice-Chairman in China, Investment and Management Division, Goldman Sachs

Dr. Ha mainly talks about the current economic situation of major economies, including U.S, Japan, and Eurozone and emerging market, among which China's economy is worth of most attention. Several aspects, for example, the short-term economic growth, currency inflation, risks to be encountered and policy responses are to be highlighted. Besides, urbanization constitutes an ending part of this speech.

On the whole, the turning point of the world economy is expected to come. Compared with the last year, the growth of global economy would speed, especially that of emerging market. However, different economies will take on diverse pictures. The U.S economy is likely to grow as fast as last year. The economy would at first grow at the speed of 2.5 percent, which then decline in the second and third quarters, yet the speed is supposed to rebound finally this year. For now, the economic vitality of private sectors is going to offset, or even overweigh the side effect of fiscal sequestration. Monetary policy is expected to remain loose in the foreseeable future. The recession in Europe may continue to the degree which hopefully would be lower than last year. According to the stability index, we estimate that the downturn in Eurozone will end in the second half of this year. Besides, as soon as the debt problem was solved to some extent, particularly, after the implementation of the loose monetary policy, the price of national bond in Europe has risen significantly. Impacted by earthquake and reconstruction, the growth of Japan's economy is supposed to slow down. The same easy monetary policy would lead to further depreciation of yen. The growth speed of emerging market is still below its potential; hence, the growth would go on accelerating without the concern of inflation.

The China's economy would be more complicated. Many leading indicators suggest that the economy would maintain robust growth and the growth trend through seasons would take on inverse U curve. However, risks could lie in overinvestment and overheated real estate prices. Besides, people could be concerned about inflation, especially resulting from increasing labor cost and imported inflation pressure. As to the monetary policy, continuously rising social financing would give rise to its adjustment. The RMB exchange rate is expected to mildly appreciate in the next 2-3 years.

Urbanization, which is regarded as the engine of future economic growth, needs more and more attention. On one hand, the urbanization does drive the growth, for good infrastructure spontaneously spurs consumption and investment, hence economic growth. Urbanization gears up several industries, including agriculture, services and real-estate sectors. In turn, the urbanization is the inevitable outcome of economic growth.

理解中国城镇化的人口视角

徐高

光大证券首席宏观经济分析师

徐高博士主要从人口结构变化的角度入手，研究了我国改革开放三十多年以来的农村劳动力转移的具体特征。结合国际其他一些国家的经验，徐高博士认为要继续推进我国的城镇化进城，避免城镇化停滞给经济增长带来的负面影响，我们需要走上“新型城镇化”的道路，尤其是从制度层面减少对农村移民进城的歧视。而实现这一政策的转变，需要领导层的勇气与决心。

一、中国与世界其他国家城镇化的比较

徐高博士认为，城镇化之所以成为热点问题，不仅因为领导层面重视，而且因为广大投资者和研究部门在此问题上分歧很大。分歧的原因首先在于，城镇化和经济发展到底哪个是原因哪个是结果？如果城镇化是经济发展的结果，人为的强行推动不但对经济增长无益，而且会造出“空城”，带来种种问题；分歧的第二个方面在于，“新型城镇化”的概念与内涵与之前几十年我国经历的城镇化有何不同？它的方式以及带来的结果会是怎样？目前大家的意见还不十分统一。

鉴于城镇化这个问题的复杂性，徐高博士主要从人口（变化）这个切入点来谈自己对城镇化问题的看法。他认为，城镇化的定义应是完成对人身份的转变，即农村里有着农业生活方式的人转变为有城市生活方式的人。从大范围的国际比较来看，中国过去三十年的城镇化进程看似十分正常。然而，在看似平常的城镇化过程中，我国的特点是城镇化移民主要以青年为主，由此导致农村老龄化程度明显快于城镇。这一特点才是制约中国未来城镇化的关键瓶颈，要走上“新型城镇化”的道路，如果不破除造成这一瓶颈的制度原因——城市对农村移民制度性的歧视，那么我国的城镇化进程可能会过早的结束。

从国别比较来看，首先，无论是 1980 年还是 2011 年，将世界各国城镇化率对人均 GDP 回归可以发现，中国的情况处于回归拟合曲线的附近。这表明中国符合随着经济增长城镇化率提升的规律。（图 1）第二，从城镇化率和非农产业的关系来看，我国过去三十年的发展也符合跨国比较的经验规律。过去三十年我国非农产业在 GDP 中的份额明显扩张，这种扩张带来了更高城镇化的需求（图 2）。另外，从城镇化率和非农就业占总就业的比重、城镇化率和大城市居民人口比重以及城镇化率同老龄化等方面比较来看，我国仍然符合跨国比较的经验规律。（图 3，图 4，图 5）

图 1 世界主要国家人均实际 GDP 同城镇化率的关系

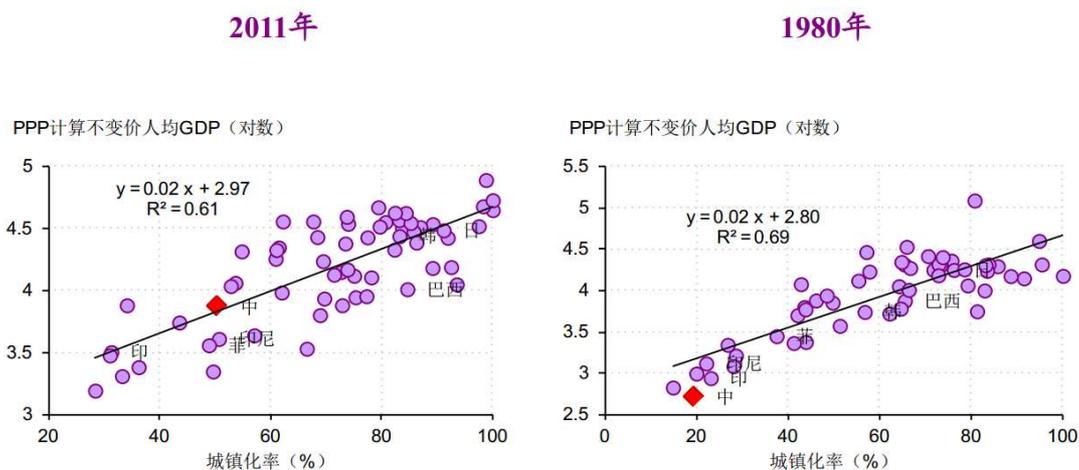


图 2 世界主要国家非农 GDP 比率同城镇化率之间的关系

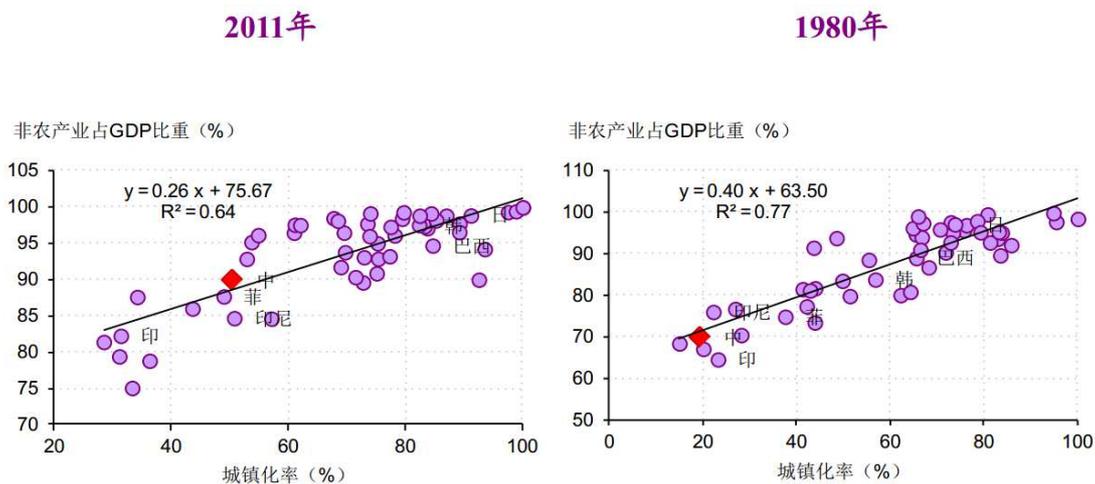


图 3 世界主要国家非农就业占比同城镇化率之间的关系

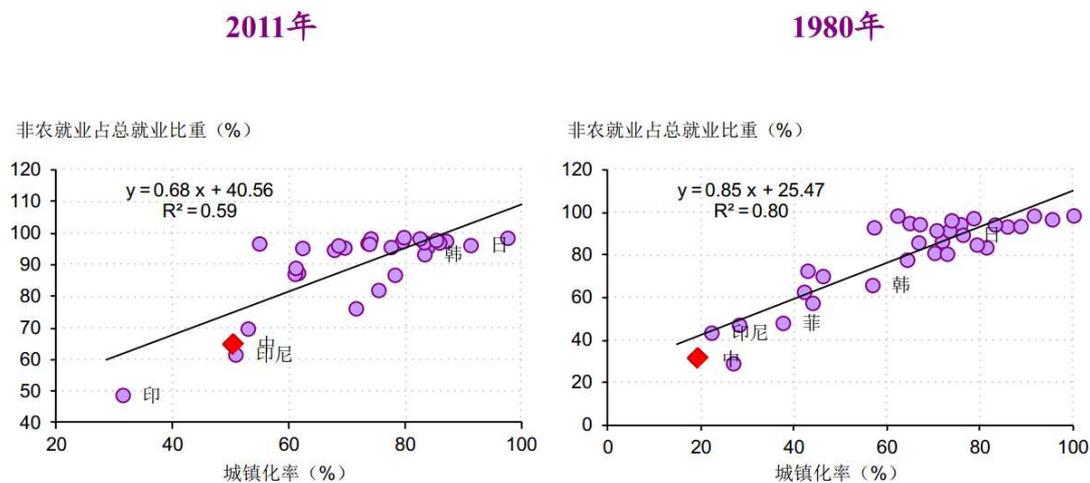


图 4 世界主要国家城市居民占比同城镇化率之间的关系

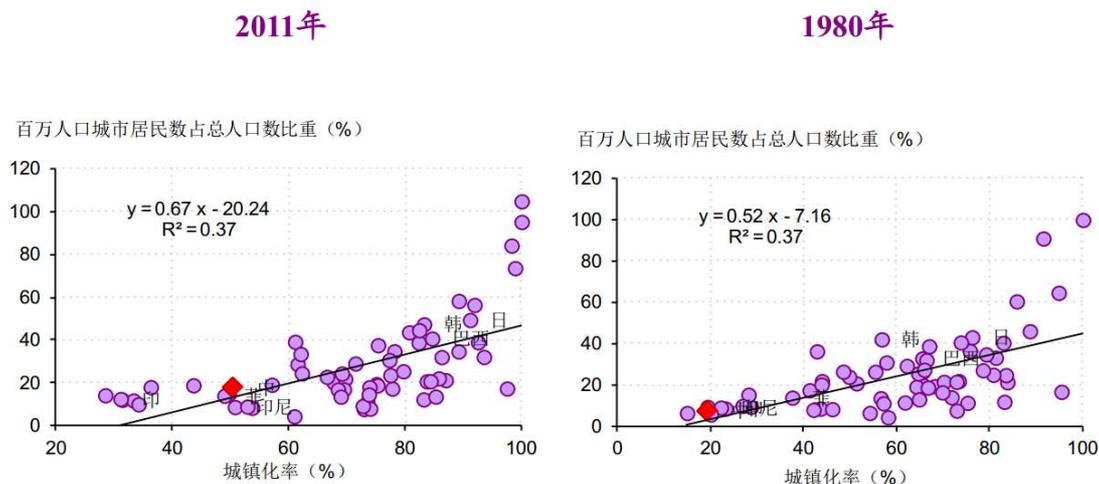
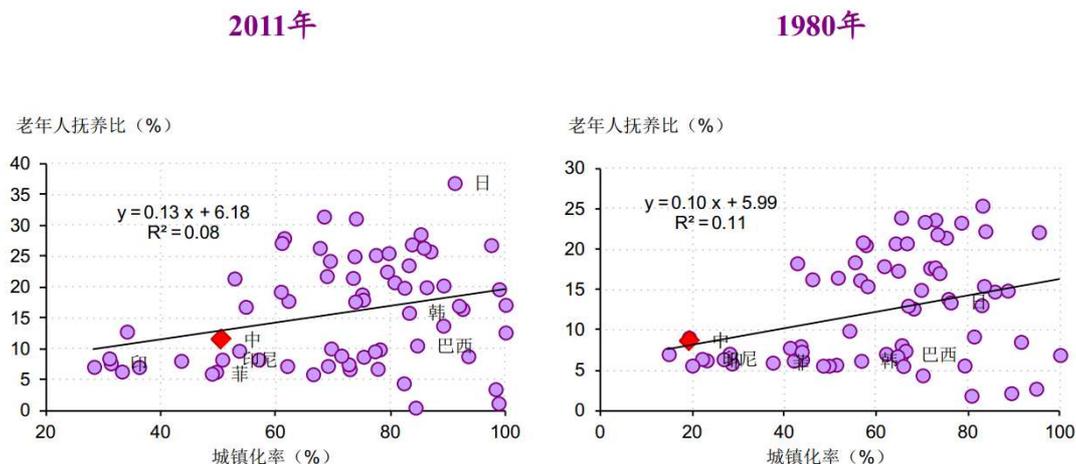


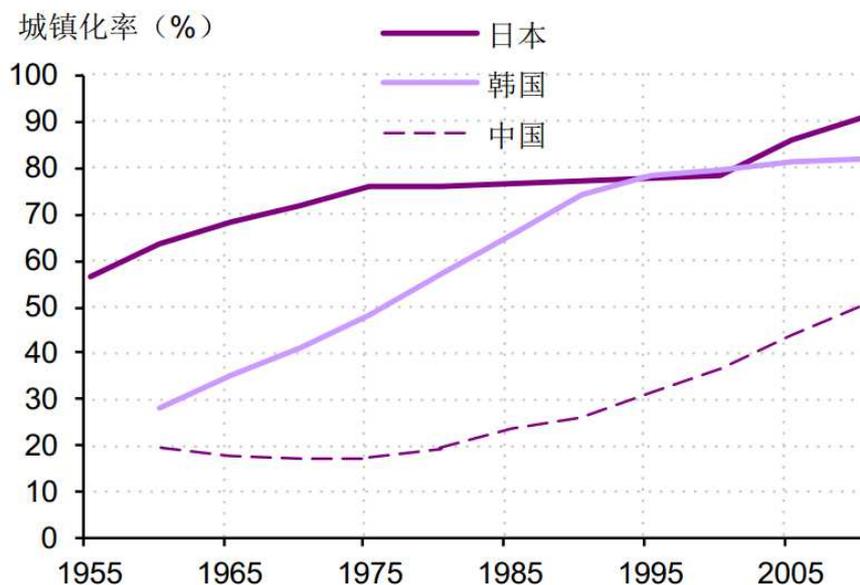
图 5 世界主要国家老年人抚养比同城镇化率之间的关系



从日本和韩国的经验上来讲，城市化率大概进行到 80%左右才会结束。回顾我国过去三十年的城市化进程和我国目前的城镇化水平并结合前文所述的跨国经验，我们很容易得出我国城镇化进程还有可能继续发展二三十年的结论。但如果从人口结构的角度来探究，这个结论很可能是错误的。

即使是我们的东亚邻国日本和韩国，如果进行更为细致的比较，也能看出其各自城镇化过程中的差异。如果分别将日本和韩国各自的城镇化率以及城镇和农村的老龄化比例（65 岁以上老年人占城镇或农村总人口的比例）画在一张图上我们可以发现（图 6），尽管两国的老龄化率均随着城镇化而提高，但在城镇化的过程中，日本城镇和农村的老龄化率基本上保持一个同步上升的态势，而韩国则是逐渐拉开了明显差距。韩国在城镇化的后期，农村老龄化率已经远远高于城镇的老龄化率，而与此同时，城镇化进程也就走向了停滞。

图6 中、日、韩城城镇化率



韩国农村的老龄化速度之所以如此之快，一个可能想到的解释是因为其城镇化过程的移民中老年人的数目不多（图7，图8）。用韩国城镇和农村人口结构估算移民的年龄分布我们可以发现，其移民年龄大多集中在15—19岁之间，30岁以下的移民占到移民总量的绝大多数。按十年为一个时间段，将每个时间段内移民的年龄结果画在图上我们可以看到，韩国在城镇化的早期和快速推进时期移民的主力主要是青年人。而最近二十年（1991-2010）中，移民中青年的比例已经大幅下降，估计的主要原因是随着移民的进行，农村地区的青年人已经大大减少了。

图7 日韩城乡城镇化率的人口分解

日本

韩国

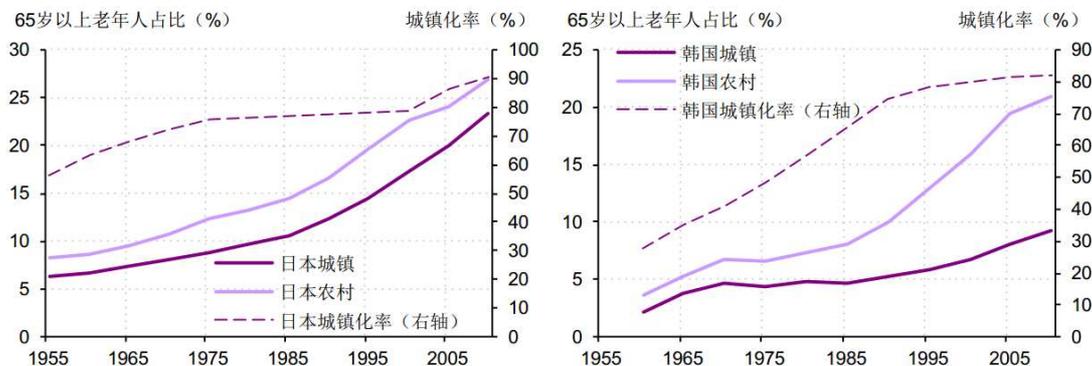
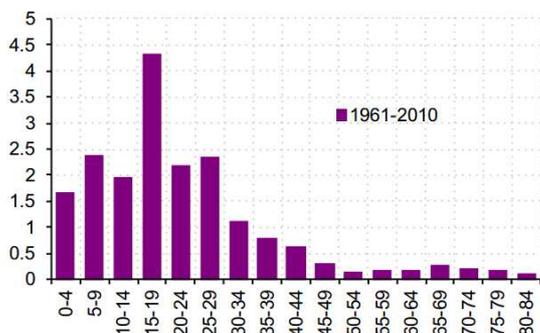


图 8 韩国城乡移民人口结构及其变化

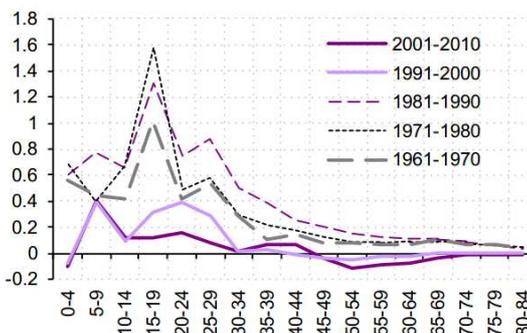
过去半世纪韩国农村向城市移民的年龄构成

近20年，韩国农村向城市移民的数量大幅下降，以青年尤为明显

韩国农村向城市移民年龄构成（百万人）



韩国农村向城市移民年龄构成（百万人）



中国的城镇化模式同韩国的模式非常类似（图 9，图 10）。根据估算，过去二十年中我国移民的绝对主力是青年人。比韩国更严重的是，移民中不但老人很少，而且连儿童也十分鲜见。现在我国的农村地区中，留守儿童和留守老人很多，有工作能力的青年人已经大幅流失。这一模式带来了很深刻的结果。

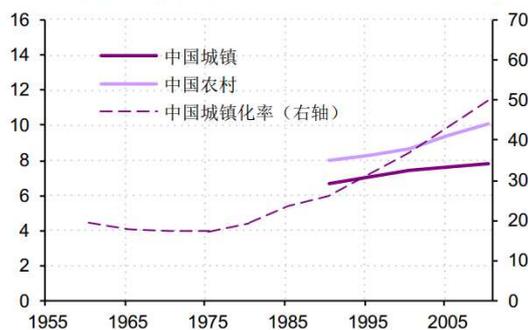
图 9 中国城乡移民人口结构

中国的城镇化进程与城乡老龄化率

农村向城市的人口转移以青年人为绝对主力，儿童和老人占比都很小

64岁以上老年人占比（%）

城镇化率（%）



中国农村到城镇移民年龄构成（百万人）

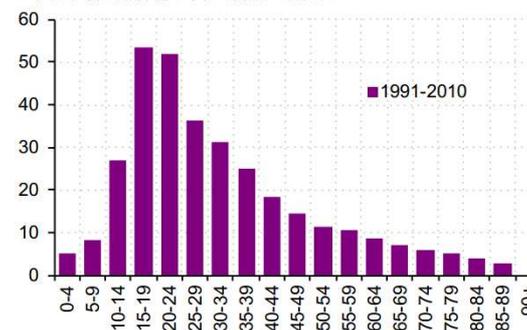
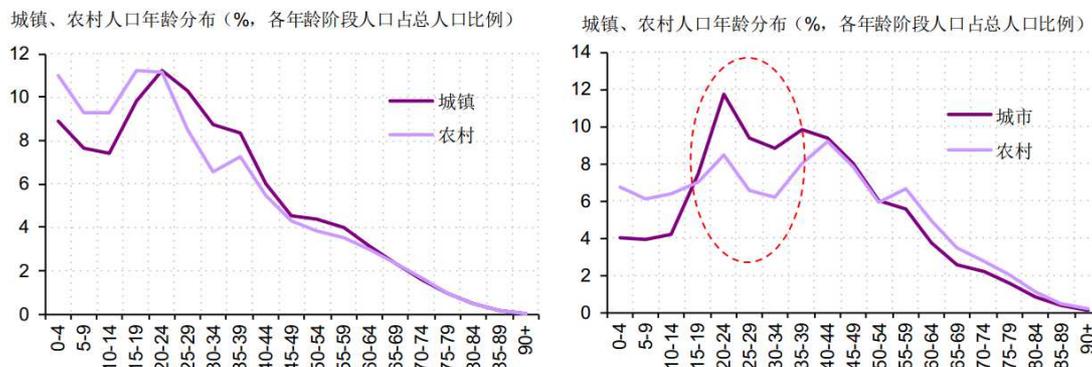


图 10 中国城乡人口结构变化 (1990,2010)

1990年, 中国城乡人口年龄构成基本类似

2010年, 中国农村中青年人口占比已明显低于城市



从 1990 年和 2010 年中国城乡人口的年龄分布的比较中可以发现：1990 年中国城乡人口年龄结构是基本相似的，农村里面小孩子还更多一些；但是经过二十年以青年人移民为主的城镇化发展之后，农村中青年人口的比例较 1990 年时已大幅下降，大大低于同期城市的水平。如果我国按上述模式继续发展，到底中国的城镇化能否再推进二十年或更长的时间呢？目前中国农村还有 6 亿人口，从总人口来说答案似乎是肯定的。但将人口构成和移民构成均考虑在内，未来中国的城镇化如果仍按照过去五年人口转移规模以及人口转移年龄构成继续外推，那么不出 15 年，农村中某些特定的年龄段的人口就将消失。因此，如果考虑到年龄构成，中国的城镇化进程要想再推进 20 年就显得十分困难了（图 11，图 12）。

图 11 对中国城乡人口结构变化的预测

按照过去5年的移民状况, 农村人口结构不能支持未来20年的城镇化

农村将加速老龄化

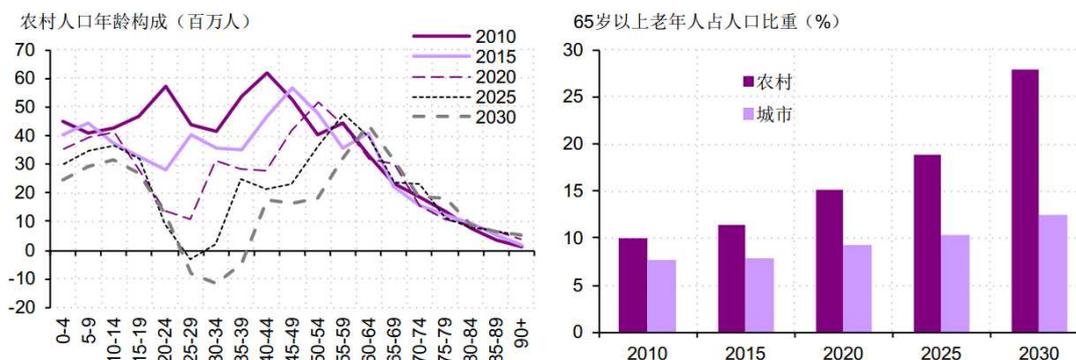
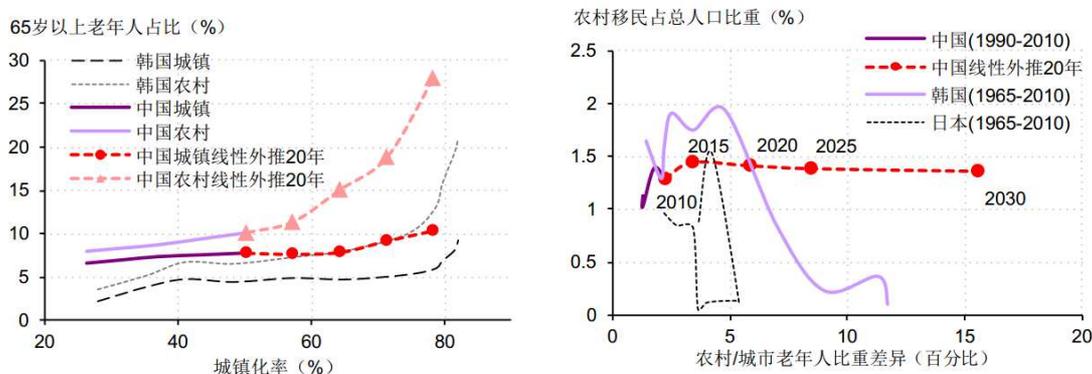


图 12 中国城乡人口结构变化的预测及国际比较

外推结果显示，20年内中国农村的老龄化率将远超过韩国

城乡老龄化的差距将制约农村人向城市移民的步伐



另外，尽管我国目前城乡的老龄化差距还不大，在未来十五到二十年内会大幅拉开。到 2025 年时，农村老龄化率会达到城市的两倍之多，这会进一步制约城镇化的发展。将目前城镇和农村的老龄化率的发展趋势进行线性外推可以发现，我国农村老龄化率（快速）上升的时间会远远早于韩国，最后达到的绝对量也会远高于韩国。城乡老龄化率的差距也会远比韩国大的多。韩国的经验表明，城乡老龄化差距同城镇化率推进之间负相关。随着农村老龄化率的提升，农村青年的转移会日益受到照顾老人等因素的制约。按照上述经验对中国城镇化未来的发展趋势进行推测，如果按照老模式继续推进，中国城镇化要想继续推进二十年是不大可能的。

二、青年成为中国城乡移民主体的原因

中国城镇化移民之所以以青年人为主，从省份数据可以找到一些端倪（图 13）。一方面，将各省（过去十年）吸收外省移民总数同各省老年人抚养比上升幅度进行比较可以发现，如果一个省吸收外来移民越多，那么这个省老龄化上升速度越慢。（如广东、上海、浙江、北京、天津等吸收移民多的省份老龄化上升较慢，移民输出大省四川、贵州、河南老龄化上升比较快。）而在另一方面，如果将（过去十年）吸收外省移民总数同各省没有城市户口居民数量占常住人口比例进行比较可看出，吸收外来人口越多的省份，没有城市户口的城市人的比例越大。这显示城市对于农村移民有非常明显的制度性排斥，农村移民可以进城打工，但是要真正在城市安家却非常困难。医疗、教育、社保等方面人为设置的障碍过多，使得城市对很多移民来说只是一个打工地而非居住地。因此，老人和小孩就很难转移到城市中来。过去三十年的这种浅层城镇化不太可能再维持很长时间了。如果按照目前的方式继续推进城镇化，农村的老龄化不但会制约农民进城脚步，而且还会引发贫困问题。在农村中，越是贫困的家庭其青壮年的比例越少（图 14），从而也就越难实现家庭人口向城市的转移。农村家庭人口结构越差，其所面临的贫困问题也就越突出，从而最终可能导致城乡收入差距的再次拉大。

图 13 移民和相关指标的省际比较

吸收移民越多的省份，老龄化率上升得越慢

吸收移民越多的省，无城市户籍的城市居民的比例越高

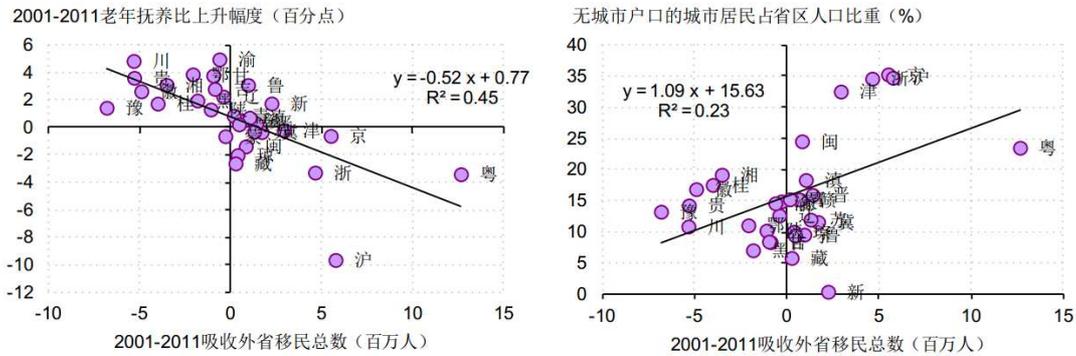
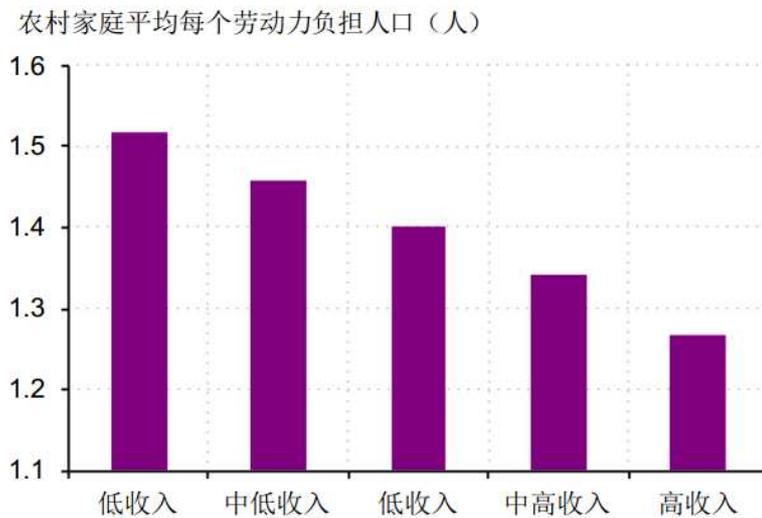


图 14 农村不同家庭收入同单位劳动力负担人口

家庭抚养比与家庭收入之间负相关



三、走上“新型城镇化”的新路

应当如何应对上述矛盾呢？解决方法有二：要么让城镇化推进的速率慢下来；要么在推进城镇化的过程中改变移民的年龄结构。这对应着中国未来城镇化的两条前途。

其一是被动走死路，即中国城镇化进程过早地结束，让中国过早地失去城镇化对于经济增长的推动，落入一个比较差的状态：农村人很多，农村人很穷、农村人很老，要大量的用城市反哺农村，给中国经济增长带来很大负担。如果维持

现在的政策不变，十年内我们就应该可以看到这样的恶果：在城镇化水平还没到60%的时候我们就会发现城镇化速度推进明显减慢，这显然不是理想之路。

因此我认为中国经济现在需要走一条新的城镇化道路，这个新型的城镇化道路要破除过去对于农村移民制度性歧视，让农民融入城市。这其中非常关键的是让农村的老人也进城。因此，这种新型城镇化的重点不是在城市里面创造多少就业，而是要在城市提供更多服务，让农村人进的来住的下。

新型城镇化之路要成功必须要满足三个必要条件。首先、城市，尤其是老人更可能落户的二三线城市，基础设施房地产要做好准备。现在中国房地产还需要建设十年甚至二十年，才有可能基本满足国人的需求。而我国基础设施各种指标和发达国家都差一个数量级。由于在城市里搞建设与目前短期稳定增长的目标相一致，因此推进起来相对容易。除此之外，还有两点更为迫切的改革要求：第一是放开城市的户籍制度，让移民融入当地的社会保险等公共服务网中。这一措施目前已在推进，但力度不够且仍存在问题。第二是改革农村土地所有制。现行土地制度虽然给了农民一个最基本的生存保障，但是同时也束缚了农民进城脚步。这是因为一旦农民以家庭为单位离开农村，就意味放弃了对土地这一终极保障的拥有权。在目前的制度下，农村土地作为一种社保形式，没办法转变为其他形式的城市社保，这导致即使农村家庭转移到了城市，也仍会把“根”留在农村。要让中国农民大规模进城，将土地这个“根”斩断是十分重要的。要让农民可以把土地换成足够的资金和其他形式的“社保”，使得农民有摆脱土地束缚。这也将为农民进城提供足够的资金支持。

尽管上述三点合起来都不构成新型城镇化成功的充分条件，但它们都是必要条件。上述改革都是深层次的结构调整问题，面临的阻力一定很大，比如说土地财政每年三万多亿。如果让农民自由卖地，这三万多亿就没了。政府是不是有魄力把握在自己手里的资源让给民众，以自己小的利益损失换取社会利益的最大化，还需要领导人的魄力。

总体来说，城镇化的道路将决定中国经济未来，而现在是一个非常关键的时期。我国现在处在城乡老龄化率将拉开但又没有拉开的时候，这个时候做一些恰当的政策调整，可以让中国摆脱前面讲的老城镇化走向死路这种不好前景。但政策调整是否能够进行，取决于决策者的魄力。留给我们的时间窗口其实并不长，现在就要开始在思维上认识上做好准备，大的城镇化变革就在面前，现在如果不做，会给未来留下更多问题。

Understanding China's Urbanization: A Demographic Perspective

Gao XU

Chief Economist, Everbright Securities

Though it seems we couldn't find anything abnormal about China's urbanization processes through a cross-country comparison, it is still too early to conclude that China's urbanization will keep its pace for the next twenty years. When considering the demographic structure of the immigrants, China's urbanization may not last as long as we had expected. The current discriminatory policies in education, medical care and household registration hinder the long-staying of the immigrants, and thus lead to an unsustainable age structure of immigrants. In the near future, the increasing difference in aging population rates between urban and rural areas will finally lead the process of urbanization come to an end. At the current stage, there is no too much time left for us to make necessary policy adjustments. In order to step up the way of 'new pattern urbanization' and to facilitate our economic development, three necessary conditions are suggested by Dr. Xu. First is to develop the real estate and infrastructure vigorously in the city. Second is to accelerate reforms in areas of education and medical care. And third is to promote rural land system reforms.

中国农业革命（1978-2012） ——大国城市化的前提条件¹

卢锋

北京大学国家发展研究院教授

改革开放以来，我国开始了快速城市化进程，农业劳动力占比从改革初期约70%下降到目前35%上下。同时中国主要农产品产量大幅增长，农业劳动生产率持续提升，堪称当代农业革命。中国农业革命有效保障了十多亿人口粮食安全，并构成中国大国城市化与结构持续转变的前提条件之一。本文简略考察中国农业革命的表现、根源与贡献，并评论完成农业革命所面临的挑战。

一、中国农业革命的表现

可以从以下几个方面观察我国当代农业革命的具体表现。表现之一是在主要农产品产量不同程度大幅增长方面。如图1所示，过去30余年里，我国主要农产品产量都获得成倍增长，虽然不同农产品增长幅度有较大差别。粮食、棉花增长1-2倍，水产品涨幅高达10余倍，油料、肉类涨幅居中增长5-6倍。

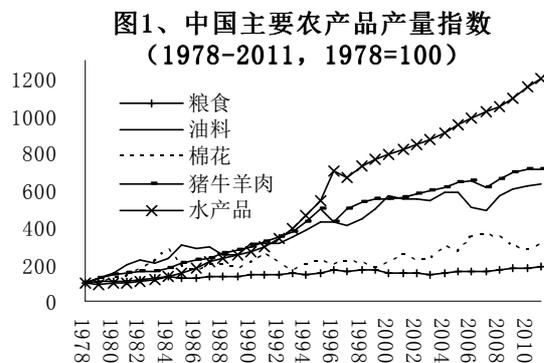


图2和图3报告我国粮食产量和波动情况。数据显示，我国2012年粮食产量为5.896亿吨，比2011年增产1836万吨，增长3.2%；与2003相比增产1.589亿吨，增幅为36.9%。从图2可观察到我国粮食产量从2003-2012年出现了“九年增”的现象。历史上1961-1967年我国曾出现过粮食产量“七年增”现象，以1960年1.435亿吨为产量谷底，增长到1967年的2.178亿吨。

¹ 感谢张杰平博士帮助整理文稿。

图2、中国粮食产量增长和波动绝对量
(1949-2012, 亿吨, 万吨)

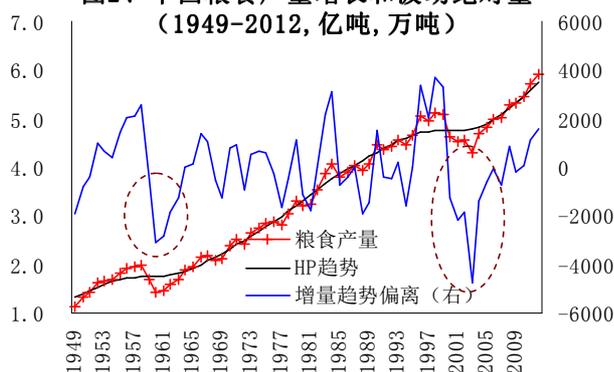
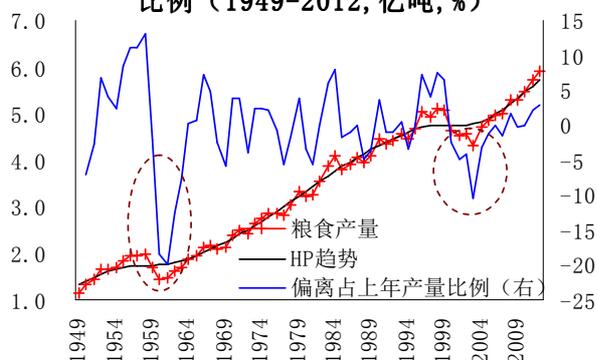
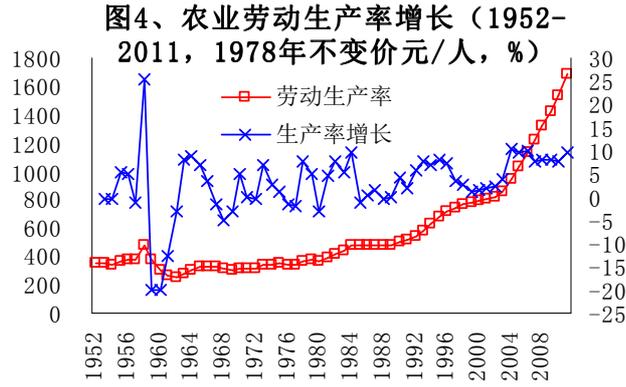


图3、中国粮食产量增长和波动相对比例
(1949-2012, 亿吨, %)

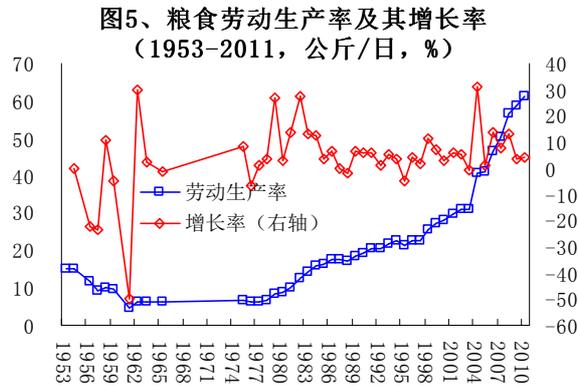


粮食产量从 2003-2012 年出现的这种“九年增”现象，是新时期我国农业发展所取得的重要成就。不过图形数据也显示，这一现象背景成因之一，是此前五年粮食产量大幅下降，即从 1998 年 5.123 亿吨持续五年下降到 2003 年 4.307 亿吨。根本不同于上世纪 50 年代末因为重大制度失误导致粮食危机，我国世纪之交粮食产量大幅下降的重要诱致原因，在于上世纪 90 年代粮食政策偏差和市场周期叠加作用导致粮食超量库存和粮价低迷，派生世纪之交产量下降与空前粮食库存净释放。

我国当代农业革命表现之二是农业和粮食劳动生产率持续增长。如图 4 所示，以 1978 年不变价增加值衡量年均劳动生产率，从 1953 年 350 元变为 1976 年 343 元，说明这 20 多年我国年均劳动生产率不升反降。与 1978 年我国人均农业劳动生产率 363 元相比，计划体制从 1953-1978 年共增长了 3.7%。相比之下，改革开放后农业劳动增长率增长速度较快，2011 年为 1688 元，是 1978 年 362 元的 4.66 倍，平均年均增长 4.77%。

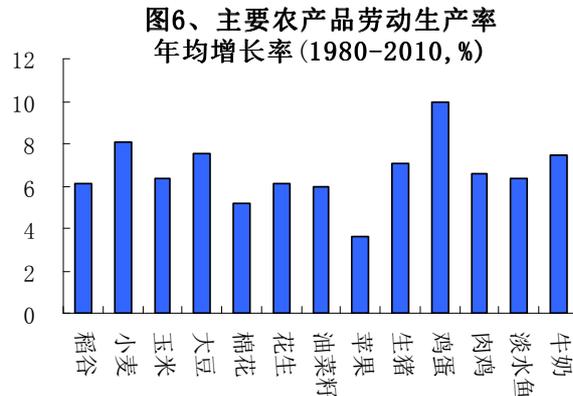


表现之三是劳动平均粮食生产率持续增长。如图 4 所示，1978 年每工日平均产出 6.65 公斤粮食，比 1953 年每工日平均产出 9.2 公斤下降近三成。但是，改革开放后粮食劳动生产率快速提升，2003 年每工日粮食产量 31 公斤，年均增长 6.35%。2011 年每工日粮食产量达到 61.1 公斤，2003 年到 2011 年这段时期年均增长率达 8.84%。

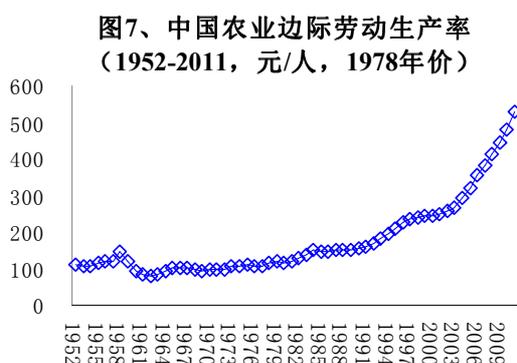


说明：利用“农业成本收益调查数据”计算，1966-1974 年没有数据。

表现之四是在实物量劳动生产率方面。如图 6 所示，我国 13 种主要农产品过去 30 余年劳动生产率增长率均值为 7.1%，增长率最高的是鸡蛋约 10%，最低的是苹果 3.5%。从图 5 还可以看到，过去 30 余年我国 4 种主要粮食（稻谷、小麦、玉米和大豆）的劳动生产率平均增长率为 7%，最高的是小麦 8.1%，最低的是稻谷 6.3%。

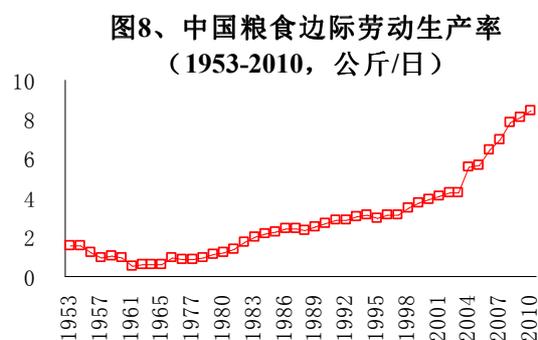


表现之五是价值量劳动边际生产率提升。边际劳动生产率指的是在特定劳动投入水平上追加投入一个单位劳动力带来的产出增加量。经过计算可以证明： $\text{边际劳动生产率} = \text{劳动产出弹性} + \text{平均劳动生产率}$ 。再利用常规经济学生产函数模型可估算我国农业劳动边际生产率变动。如图 7 所示，在计划经济时期，我国农业边际劳动生产率用 1978 年不变价衡量在 110 元上下波动，没有出现趋势性增长。相比之下，在改革开放时期，边际劳动生产率呈现持续和加速增长趋势，到 2011 年增长到 527 元，年均增长近 5%。



数据来源：未发表专题研究估计结果。

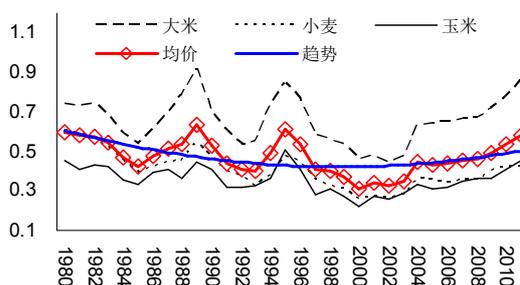
表现之六是在粮食边际劳动生产率方面。如图 8 所示，在计划经济时期，粮食边际劳动生产率先降后升，但是同样没有趋势性增长，1978 年每个工日 0.92 公斤低于 1953 年 1.52 公斤。在改革开放时期，粮食边际劳动生产率持续和加速增长，2010 年增长到 8.13 公斤/日，年均增长 7%。



数据来源：未发表专题研究估计结果。

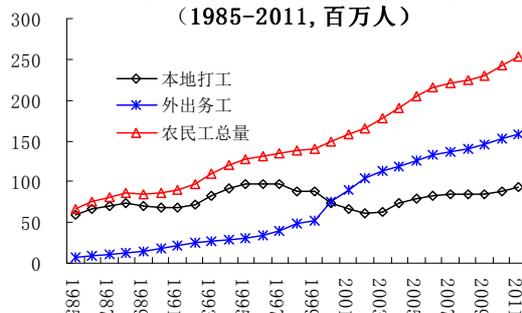
表现之七在粮价方面。如图 9 所示，我国谷物不变价经历了周期波动，但在整个时期没有趋势性大涨。具体表现为 2011 年每公斤均价为 0.58 元，略低于 1980 年 0.60 元。这样的特点反应了农业生产供给系统在过去 30 余年大体平顺支撑我国经济结构的转型。

图9、我国三种谷物实际平均价格
(1980-2011, 1978年价, 元/公斤)



表现之八是农业劳动力大规模转向非农就业带来农业劳动力占比大幅下降。如图 10 和 11 所示, 过去 30 多年我国农业劳动力向非农部门累计转移约 2.2-2.5 亿人。如果再加上城镇人口新增的劳动力就业, 那么非农就业总增量就达 3.7 亿之多。与 OECD 国家过去一个多世纪农业劳动力平均占比从 53% 下降到 10% 相比, 中国该占比值从改革初约 70% 降到 2010 年 35.6%。

图10、我国农民工总量和构成
(1985-2011, 百万人)



上述变化构成农业革命整体演变的不同侧面表现, 最有实质意义的是农业劳动生产率持续提升。如马克思所言, 超过劳动者个人需要的农业劳动生产率是一切社会发展的基础。只有劳动生产率提升, 才能在改善不断增长人口总量膳食结构同时, 还能支持越来越多农业部门劳动力转向非农部门。中国当代农业革命的基本特征事实, 与简单经济分析常识高度吻合, 与农业部门生产率不变前提下“农业无限劳动供给”的刘易斯传统二元结构基本理论假说其实并不一致。

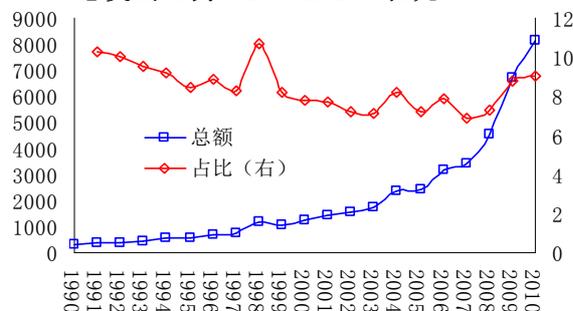
二、中国农业革命的原因

当代中国农业革命主要是三个方面驱动因素的结果。首先是“政策好”与“人努力”。政策好是指改革计划经济时期错误体制政策, 实行符合经济规律和农业经济特征要求的政策。改革建立以确认农户自主产权为本质内容的家庭承包制土地制度, 由此构建适应农业经济规律和特点的农村微观组织架构。放开价格管制, 鼓励要素流动, 允许和培育农产品市场产生和发展。市场取向的农业改革政策, 加上中国农民整体勤劳努力与聪明善学的优良素质, 善于通过“干中学”提升人力资本, 构成农业劳动生产率持续提高的关键条件。

过去 30 余年我国农业财政支出增加也对农业增长发挥重要推动作用。如图

11 所示，我国农业财政支出（支农、基建、救济等）从 1990 年 308 亿元，增长到 2010 年 8130 亿元，占财政总支出的比例大体在 7%-10%之间波动。近年政府财政收入规模快速扩张背景下，财政农业支出增量也显著提升。

图11、我国农业财政支出及占财政总支出比例（1990-2010，亿元，%）



农业现代投入大幅增长是当代农业革命的不可或缺条件，也是从经济分析角度看“工业反哺农业”命题最具本质意义内涵。图 12 数据显示，过去 30 年左右时间，我国农业有效灌溉面积从不到 6 亿多亩增长到 9 亿多亩

图12、全国有效灌溉面积（1978-2010，千公顷）

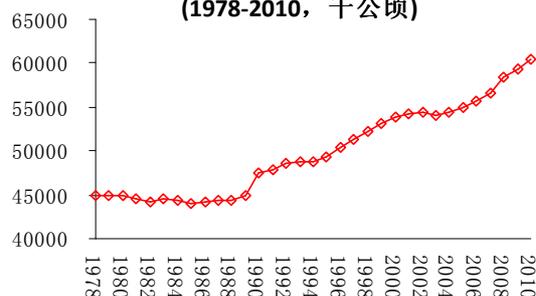


图 13 数据显示，拖拉机使用量持续增长，特别是 2004 年以后大中型农业机械增速大幅提升，显示我国农业机械化水平大幅提升。

图13、农用机械总动力（1978-2011，万千瓦）

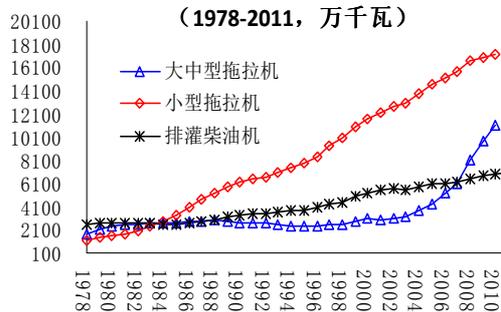


图 14 数据显示，我国农村用电量 1978 年到 2010 年增长了几十倍。

图14、农村用电量
(1978-2011, 亿千瓦时)

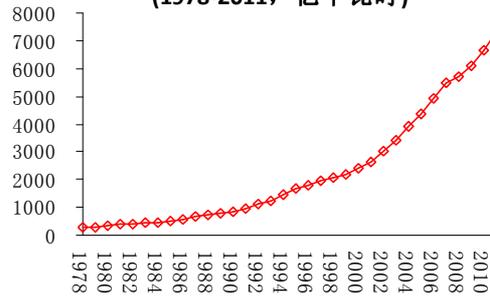


图 15 数据显示，我国化肥尤其是复合肥使用量大幅增长。

图15、主要化学肥料使用量
(1978-2011, 千万吨)

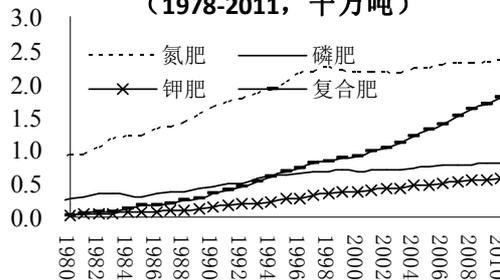
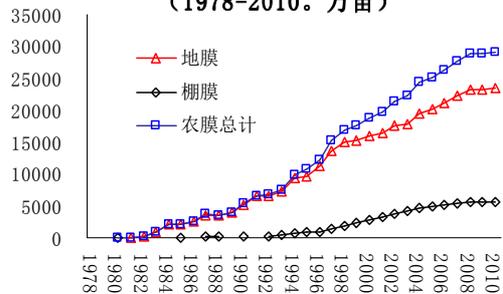


图 16 数据显示，农用薄膜覆盖面积持续增长，到 2011 年增加到 3 亿亩左右。

图16、农膜覆盖面积
(1978-2010, 万亩)



农业科技和现代投入增长，从定量角度显示提示农业生产函数结构的持续演变，构成劳动生产率持续提升的驱动力。

再次是全球化开放环境的助推作用。开放政策与开放环境引导中国农业生产和贸易结构转型，通过挥比较优势提升农业产出效率。图 17-19 数据显示，农业进出口从 1981 年 110 亿美元增长到 2011 年约 1600 亿美元，年均增长率 9.3%。出口以水产品和园艺品增长较最，进口以土地密集型大宗农产品为主，与中国农业要素禀赋和相对成本结构特点具有一致性。虽然受本币实际汇率升值等因素影响，我国近十年来农业贸易逆差较快扩大，但开放发挥比较优势对提高农业效率和结构调整具有重要意义。

图17、中国农产品贸易平衡变动趋势（1981-2012）亿美元

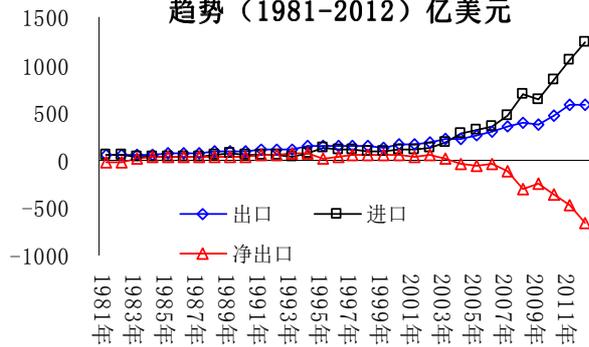


图18、中国农产品出口及分类（1981-2012，百万美元）

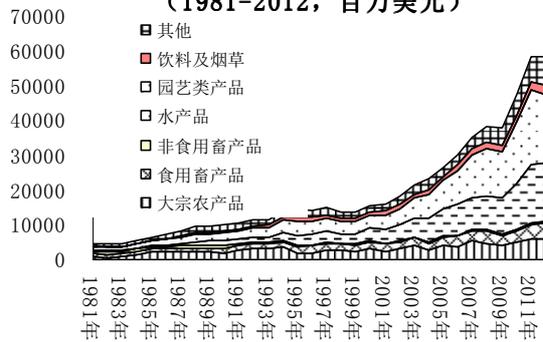
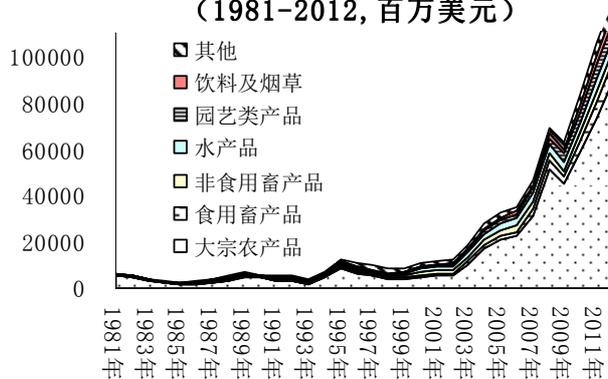


图19、中国农产品进口及分类（1981-2012，百万美元）



农业贸易近年演变的一个突出特点，是我国大豆进口量大幅上升。大豆进口成为引发如何看待农业开放影响的不同意见讨论的重要事例。图 20 数据显示，我国大豆净进口从世纪之交的 1000 万吨增长到 2012 年 5816 万吨。占国内产量比重从 66% 达到 4.5 倍。图 21 数据显示，与全球大豆进口总量相比，我国大豆进口占全球进口总量比例从 26% 增长到近 6 成（如图 24 所示）。大豆进口的这种增长几乎是新世纪我国农业贸易最超出预测的变化之一。

图20、中国大豆产量与净进口
(1980-2012, 万吨, %)

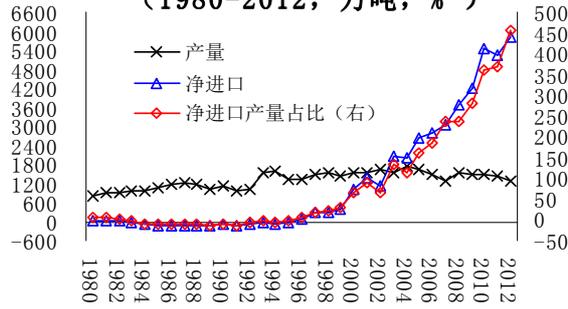
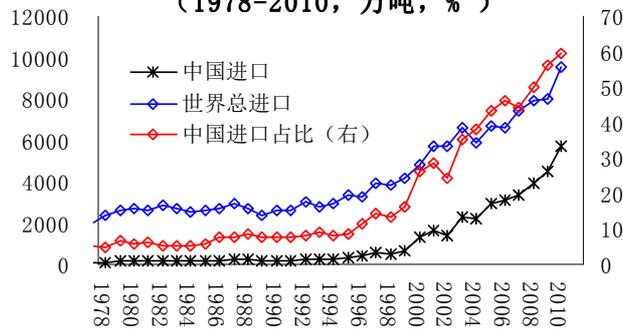


图21、中国大豆进口及占全球比例
(1978-2010, 万吨, %)



虽然对大豆进口不同意见争论较大，从经济分析角度看，大豆进口主要是在开放环境下国内外生产效率相对差异结果，并且对节省国内耕地资源和提升粮食安全水平具有积极意义。大豆进口带来不少需要研究的问题，不过也不应因为产量增长较慢和进口增长较快，就把大豆行业看作完全失败案例，甚至认为农业开放完全不可取。

比较我国与世界其他地区大豆及谷物单产，可以看出我国大豆生产效率确实较低。图 22 显示，我国谷物单产与增速都高于世界平均水平。但是图 23 数据表示，我国大豆单产低于世界平均水平，并且近年呈下降趋势。

图22、中外谷物单产比较
(1961-2010, 公斤/亩)

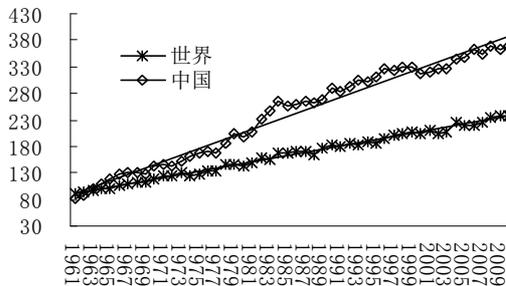


图23、中外大豆单产比较
(1961-2010, 公斤/亩)

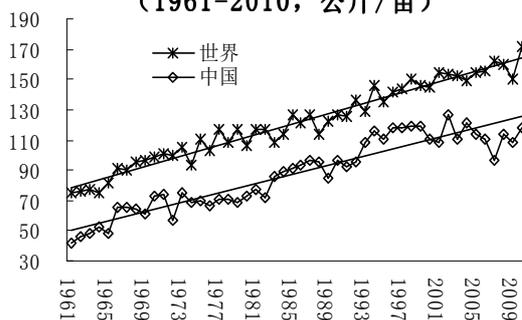


图 24 和 25 数据显示,我国国内大豆的价格不同程度高于国际价格,尤其新一轮景气增长后价差飙升到一倍以上,大量进口使价差收敛。可见,我国进口增长规模虽然超过预期,但是这种演变本身具有经济合理性的。

图24、中国和国际大豆价格
(1999.1-2012.6, 美元/吨)

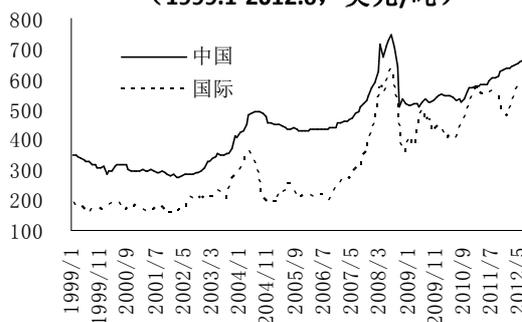
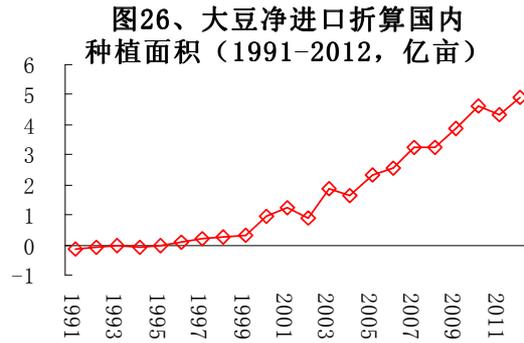


图25、中国与国际市场大豆价差
比率 (1999年1月-2012年6月, %)



大豆进口具有积极经济功能。由于大豆蛋白质含量高,作为饲料原料支持我国饲养业(“牧渔业”)发展。豆油供给增加支持我国城乡居民膳食结构改善。图 26 数据显示,利用国内单产折算,近年进口 5000 多万吨大豆等于“进口了 4 亿多亩耕地的生产功能”。



三、农业革命的贡献与前景

当代农业革命对我国膳食结构改善和经济增长提供产生了重要保障作用,是改革开放时期经济和社会发展最基本成就之一。

农业革命第一大贡献,是从供给面保障中国国民膳食结构的历史性改善。这种改善集中表现为城乡居民原粮直接消费减少和各类动物产品消费大幅增长。图27-29 数据显示,我国城乡居民人均禽类、蛋类、鲜乳品和水产品消费在过去 30 余年都不同程度地大幅增长。

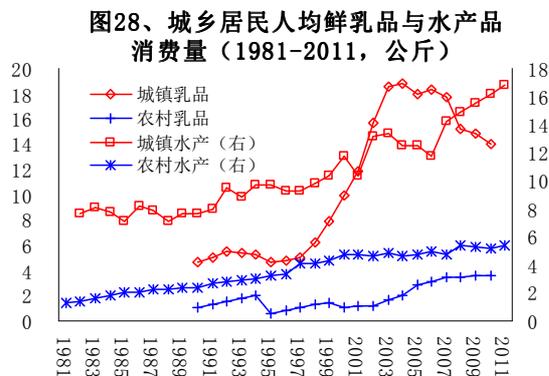
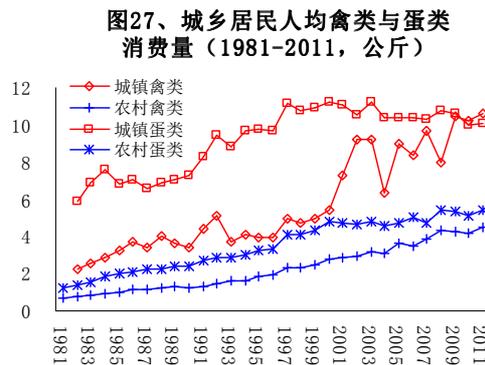
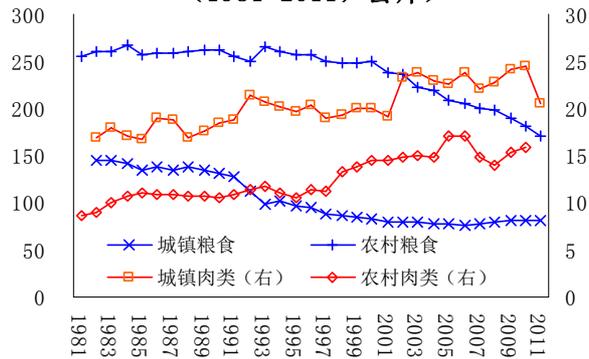
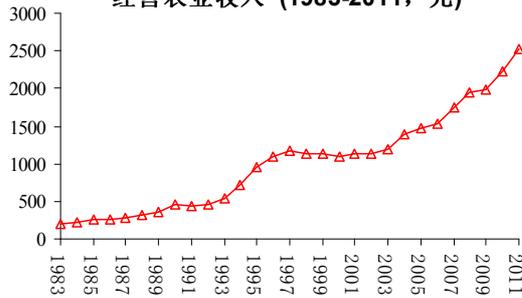


图29、城乡居民人均粮食与肉类消费量
(1981-2011, 公斤)



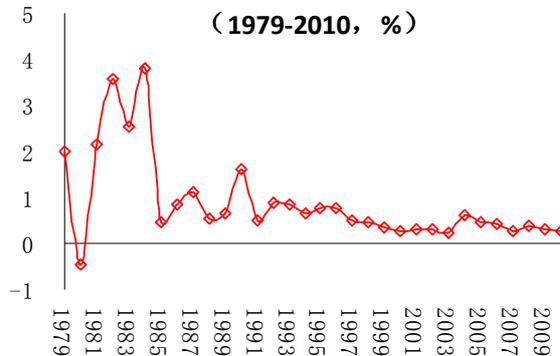
农业革命第二个重要贡献在于对农民收入增长产生的促进作用。图 30 数据显示, 农民务农得到的人均年纯收入 (该收入由经营农业、林业、牧业和渔业收入四项组成), 从 1983 年的 206 元左右, 上升到 2011 年 2519 元。增量占同期农民人均纯收入三成左右。

图30、中国农民人均年纯收入的家庭经营农业收入 (1983-2011, 元)



农业革命的第三个贡献, 是对国民经济增长的直接和间接的助推作用。如图 31 所示, 随着我国经济增长和农业所占份额下降, 农业增加值增长对总需求增长直接贡献度呈下降趋势。经对有关数据测算, 整个改革时期我国农业增加值增长对整体经济增长贡献简单均值接近每年 1 个百分点。

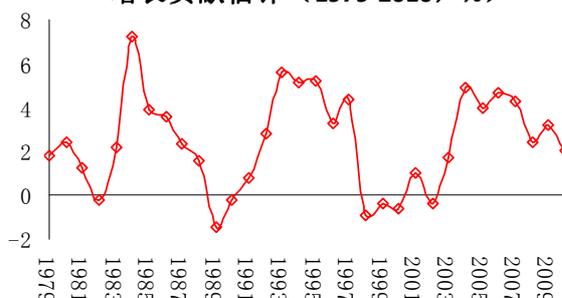
图31、中国农业对GDP增长贡献 (1979-2010, %)



但是农业劳动生产率提升助推的农业劳动力转移增长效应更为重要。根据我们对包括农业劳动力转移变量的“中国广义奥肯关系模型”估算结果, 过去 30 余年“农业劳动力相当于劳动力总量的每 1 个百分点向非农部门转移”, 会伴随

2.2-2.3 个百分点 GDP 同向增长,可看作是农业革命对整体经济增长的间接贡献。采用“中国广义奥肯关系模型”中农业劳动力转移项系数以及历年经济增长和劳动力转移具体情况,图 32 报告由此估算的农业革命对宏观增长的间接贡献,可推测整个改革时期农业革命对宏观经济年均增长贡献的简单平均值约为 2.5 个百分点。

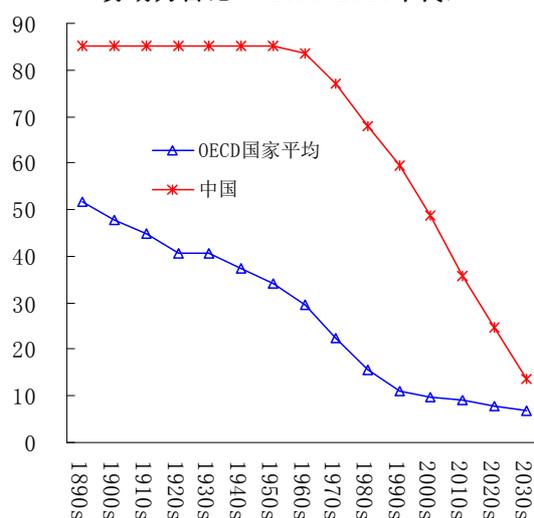
**图32、中国农业劳动力转移的经济
增长贡献估计 (1979-2010, %)**



虽然以产量大幅增长和生产率持续提升为标志的农业革命已经取得长足进步,但是观察中国农业和国民经济发展现状,借鉴国际比较经验,可以推测我国农业结构性转变这一历史进程仍将持续。

首先是农业劳动力向非农部门转移进程仍将持续。图 33 数据显示,估计我国 2020 年农业劳动力占比预测将从 2010 年 35.6%下降到 25%上下,到 2030 年才会降到 13%上下接近于目前 OECD 国家实际水平,但是比届时 OECD 国家这一指标预测值 6.8%仍高出一倍左右。。

**图33、中国与OECD经济体农业
劳动力占比 (1880-2030年代)**



说明: 中国 2010 年及以前为实际数据,此后为预测数据。OECD 国家均值 2000 年以前为为实际数据,此后为预测数据。

依据表 1 报告的专题研究模拟预测结果,决定我国农业劳动力占比未来走势的“退出量、转出量、进入量、非农劳动力数量变动”的四个决定因素中,“退出”

和“转出”将是决定未来农业劳力占比下降的两个最重要因素。

表 1、中国农业劳动力占比变动因素估测

	2005-2010	2010-2015	2015-2020	2025-2030
期末经济活动人口 (万人)	78388	79081	79907	78958
期末农业劳动力占比 (%)	35.6	30.1	24.6	13.6
期末农业劳动力 (万人)	27903	23800	19634	10733
非农就业新增量 (万人)	6969	5283	4808	3508
农业劳动力净流入量 (万人)	2023	2207	1382	1142
农业劳动力退出量 (万人)	3843	3046	2837	2949
农业劳动力转出量 (万人)	4220	3291	2692	2704
进入量贡献率 (%)	-15.1	-30.2	-31.5	-22.6
退出量贡献率 (%)	34.7	45.5	45.6	54.3
转出量贡献率 (%)	38.3	48.7	43.3	49.8
非农劳动力变化贡献率 (%)	42.2	36.0	46.6	18.5

数据来源：卢锋，杨业伟：“中国农业劳动力占比变动因素估测：1990-2030”（《中国人口科学》2012年第4期）。

在农业劳动力数量绝对和相对减少背景下，农业产出绝对规模仍有望持续增长。2011年我国农业增加值为4.77万亿元，大约相当于7231亿美元，占GDP比重10.1%。随着我国经济追赶持续进行，预计我国到2020年以美元目前不变价衡量的GDP规模，将从目前7-8万亿美元增长到17-18万亿美元上下。考虑农业GDP占比将下降到8%-9%，用美元衡量的农业增加值规模将增加到1.4-1.5万亿美元上下。这意味着我国农业劳动平均产出仍有望提升，2010年我国农业劳动平均产出值为2600美元，按照上述数据估算，到2020年应能超过6000多美元。

我国农业未来发展也面临多重新的困难。一是环境压力加剧趋势。现代投入增长推进农业革命的同时也带来各类环境污染压力。种植业、饲养业、养殖业等经济活动密度增加，带来化肥和农药残留、残膜白色污染、农业面源污染导致水体富营养化等多方面环境问题。如何在继续推动农业增长同时控制和减少环境污染，是未来农业发展将要面临的越来越棘手难题。

二是食品安全新挑战。近年频频发生的三聚氰胺、瘦肉精、苏丹红、孔雀绿、地沟油和毒豇豆等食品安全事件，有的发生在食品制造加工环节，也有不少发生在农业生产环节。如果说传统食品安全主要解决是否有吃的问题，新型食品安全则要重视应对敢不敢吃的问题。食品安全具有“人命关天”的重要性。我国较长时间都会面临“大市场”和“小农户”结构矛盾，给食品安全控制带来特殊困难。

三是农业劳动力老龄化制约。图34-35数据显示，我国农业劳动力年龄分布结构形状，已从1990年比较年轻化的下宽上窄“金字塔形”，变为2010年壮年劳动力为主的腰身粗壮的“圆葫芦形”，说明过去20年农业劳力总量减少同时也经历年龄逐步老化进程。未来农业劳动力“量减年老”趋势仍将持续，需要发掘技术进步潜力和增加现代投入以持续提升农业劳动生产率，才能最终完成中国农业革命和经济转型的历史进程。

图34、1990年中国农业
劳动力年龄分布（万人）

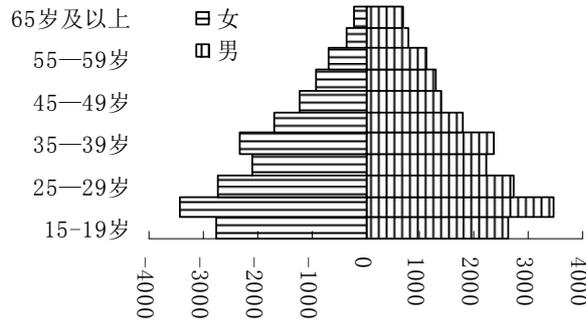
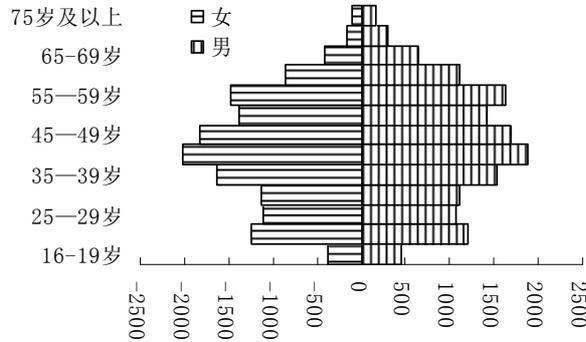


图35、2010年中国农业
劳动力年龄分布（万人）



本文得到几点初步观察结论。首先，由于市场化取向制度改革引导与亿万农民勤劳努力，得益农业科技进步与全球化环境，改革时期我国农业劳动生产率持续增长，堪称当代农业革命。其次，农业革命实现的多重转变中，最有实质意义的是农业劳动生产率持续提升。只有劳动生产率提升，才能在改善十多亿人口膳食结构同时，支持几亿农业劳动力转向非农部门。最后，面临劳动力“量减年老”、环保压力趋势上升等压力，中国需持续进行制度创新发掘农业增长潜力，并在更高水平上借助技术进步与现代投入增长效应，通过进一步提升农业劳动生产率以最终完成农业革命。

改革开放以来，我国开始了快速城市化进程，农业劳动力占比从改革初期约 70% 下降到目前 35% 上下。同时中国主要农产品产量大幅增长，农业劳动生产率持续提升，堪称当代农业革命。中国农业革命有效保障了十多亿人口粮食安全，并构成中国大国城市化与结构持续转变的前提条件之一。本文简略考察中国农业革命的表现、根源与贡献，并评论完成农业革命所面临的挑战。

China's Agricultural Revolution (1978-2012)

——Precondition of the This Big Country's Urbanization

Feng LU

Professor of National School of Development, Peking University

During the past 30 years, more than two hundred million labors have transferred from the agricultural sector to non-agricultural sector in China. At the same time, the labor productivity and the output of agricultural products have grown so substantially that the phenomenon can be referred to as an agricultural revolution. The agricultural revolution during the process of labor transfer is a precondition of China's urbanization during the past 30 years.

The paper is organized as follows. Section 1 summarizes the stylized facts of China's agricultural revolution. Section 2 devotes to the roots and causes of the agricultural revolution. And Section 3 evaluates the contribution of China's agricultural revolution and the prospects of China's labor transfer.

会议上半场问答

问题 1: 在研究农业劳动力转移时，拿中国和日韩相比的问题在于：在世界经济中，日本、韩国的人口规模和中国不能相比。日本最多的时候，一年新增就业最多 110 万，韩国是 20 几万，相对国际市场规模的需求来说，他们就业机会的供给几乎无穷，而中国现在每年新增就业 1100 万到 1200 万，上述事实是否会对给您的研究造成限制？

徐高: 供给方面，因为人口结构受限，未来从农村进入城市的劳动力供给增长会减慢。另一方面如果需求不足。最终转移的结果会受到供需双方的决定，您的提问加强了我们的结论。

另一方面我想谈的是。目前，中国的国际竞争力仍然很强，到目前为止还不需担心生产能力。我们几点观察，即使在 08 年次贷危机之后，中国出口占世界的份额仍然快速增长，我们仍然在“抢”别人的份额。

第二，很多人讲的劳动力已经失去了竞争优势。这一方面是事实，根据我们的估计，我们现在制造业平均工资是印度两三倍、印尼的三四倍、孟加拉的三四倍。但这不是近几年才发生，在九十年代我们工资水平就超过他们了，只不过现在差距越拉越大。但是相较发达经济体，比如美国、日本，我国的工资仅是他们的七分之一、六分之一；甚至只是墨西哥工人水平的二分之一。所以对于比较落后的国家，我们的竞争优势不在于劳动力多便宜，优势在于我们的产业配套、在于我们的基础设施、在于我们庞大的国内市场。另一方面跟我们处在同一起跑线的国家，比如美国、日本，除了高技术产品之外，我们技术水平跟他们相差不太多，但是我们的成本比别人低太多。

所以现在中国经济出口面临的困局是周期性的不是趋势性的。当国际经济重新复苏以后，我认为很快能看到出口大量提升，那时候农村向城市转移的瓶颈又变成供给了，这是长期的问题，因为周期的力量很快而人口变化很慢，如果放到一块儿研究不是很恰当。

问题 2: 哈博士提到，人均居住面积 32 平米，这个数字来自城调队的抽样调查，他是已有房子的配给面积，还有一半左右没房子的，所以我们经过重新调整之后得出一个结论，从 2008 年到 2012 年中国城镇人口人均面积从 21 平方米下降到 19 平方米，城镇化速度高于房屋面积提升速度，这就说明一点，供求关系是供不应求而且缺口很大。请问，在供不应求的情况下，您估计房价下降的概率有多高？

哈继铭: 关于房价的问题，强劲的刚性需求会对房地产价格产生较强的支持。这种需求来自已经在城市里的城市居民，不论户口，以及未来的城镇化过程中将会转移的农村居民。但是，中国的问题在于有些人可能拥有很多房子，也有很多人还没有，这就导致房地产成为一种投资工具，房价的过快上涨会导致在收入差距拉大的基础上财产差距扩大。但是，政府不会允许也不愿意看到房价大幅度上涨，因此，在政府控制或者干扰之下，房价还是稳步上涨。

问题 3: 如果说，直观来讲中国基本面还是比较好的，总体趋势还是向上温和回升，但是也存在将来风险集中释放的可能，请问这个风险怎么样表现？

哈继铭: 中国经济的风险主要存在两个方面。第一，投资扩张很快，并且投资回报率很高。过去，中国年龄结构比较年轻，储蓄率很高，导致资金价格相对比较低廉，所以推动了投资增长，甚至导致超额投资。但是未来中国老龄化很快到来，会使得社会储蓄下降，资金价格也许变得更加昂贵，在过去的利率环境下能够获得回报的投资，在未来利率环境下可能不再能获得那么高的回报，甚至是亏损，这些风险叠加起来本身就会产生一定的未来风险。第二，中国存在一大块的可能由政府主导的，本身对利率不是那么敏感的投资。中国的财政收入主要来自于税收和土地出让收入，然而随着未来经济增长速度下降，可能税收增长不会像过去那么快。另外，如果实行土地改革，让土地收益在农民和政府之间更合理地分配的话，那么土地财政增长的速度也不会像过去那么快。在这种情形之下，政府是不是还能够支撑之前的借贷所产生的成本？不仅如此，这些还只是现在能够计算得到，看得到的一些债务，还有一些或有债务，比如说将来人口老龄化所带来的社会养老支出。对于一个政策储备和调整空间还比较大的国家，短期问题不大，即使有问题的话，也可以用一些政策的操作来短期地抵销风险，但是长期来看可能这种风险是在加剧。衡量这种风险最重要的指标是全社会的信用杠杆，美国出现问题也是当时相关的金融产品杠杆率过高所导致的，中国也需要密切观察这类变量。

问题 4: 现在债务整体规模达到了 GDP 的 220%，那么钱从哪儿来，债务这么高的情况下，是否又变成只能靠土地？同时寄希望城镇化拉动经济，如果进城务工人员变不成真正的市民，可能就不能达到这个目的。

哈继铭: 这里主要谈到城镇化的发展方式和发展路径。卢教授强调，过去农业改革提高了劳动生产率从而释放出许多农村剩余劳动力，为城镇化提供了基础。另外一个重要方面，是过去除了农业改革之外，还有其他结构性的改革，也为城市接纳这些劳动力奠定了基础，比如，城市的国企改革，房地产改革，以及中国进入 WTO。无论从农业方面、城市方面还是对外开放的改革来看，城镇化是改革改出来的，不是简单投资投出来的。目前的年龄结构正在改变，如果将来城镇化也允许老人进入城市，他们将如何生存？年轻人进入城市，是有工作可以做的。老人来的话，他们不一定能找到合适的工作，至少制造业部门很难吸纳他们。那么，是不是给他一张城市户籍，甚至让他变卖土地之后就能够舒舒服服居住在城市中呢？如果给他提供和城里人一样的医疗、教育和社会保障，国家能否承受这种财政上的负担？这是一个非常尖锐的问题。哈博士认为城镇化除了需要改革，还要依赖私营部门的参与。服务业可能为这种城镇化带来希望。城市的消费服务行业将来可能有更大的空间，而且正如前面提到的，制造业是不适合中国现在的年龄结构的发展趋势变化的，但是服务行业受到的影响相对较小，所以服务行业可能有更大的发展空间来创造新的就业机会，使得老年人进城也不是躺在政府的身上，而是拥有自己的工作机会。另外一方面，是硬件条件的支出，比如住房需求，水、电、气、交通方面的基础设施的供应。这些投入可能也不能仅仅依赖于政府，而应当让私营部门更多地参与。然而，私营部门的参与是以盈

利为基础，因此这种参与本身伴随着对于公共服务价格、资源价格的改革，总体来说，城镇化涉及到一系列的改革。还有一项改革，就是中央与地方政府的财税关系。城镇的社会福利以及基础设施投资很多都是来自地方财政，城镇化对于整个国家是有利的，但是对于地方政府来说，财政上是难以承受的。要解决对于整个国家有利，但是过程中可能对于地方有一定负面影响的矛盾，就需要解决中央与地方财政的关系。这也牵涉到是否可以让地方政府将来有自主权力在公开的市场上发行债券的问题，从而让市场有一个更加公开透明的环境监督债券财务的质量状况。同时，还要加强税制改革，完善中央和地方财政转移方面的改革，使得城镇化所需要的融资数量的落实和质量保障有一个明显的提升。

问题 5：徐高博士刚刚提到制度土地的改革，那么关于农村土地制度改革会不会危及中国粮食安全土地红线？

徐高：我觉得不能够把我们的粮食安全与现行农村土地所有制挂钩。首先我们有这么多人要吃东西，必须通过地种东西，这是客观不可违背的事实，但是不可把它夸大。其实城镇化的过程是一个释放或者更高效利用土地的过程，我们去农村看一看一个宅基地要多大平米，如果把这些宅基地的农民去城市住高楼，平掉宅基地能释放多少土地，所以城镇化是释放农村非农用地占据的土地，把握好这个关系，其实城镇化进行的越深化恐怕越有利于释放出一些优质良田。不仅把人移过去把农村的家庭也移过去，一定会带来农村土地使用集约性提高。这就意味着农村户数大规模收缩，农村大规模土地利用科学技术应该可以促进农业生产，这其实不矛盾。不能因为过去土地所有制保证了我们吃饭问题，就认为我们动掉可能吃饭就会出很大的问题，这关键还是中间政策的把握。

哈继铭：城镇化一方面可能会使得耕地有一定的减少，另外目前农村的粮食、蔬菜、家禽的某些供应上农民还是自给自足的，城镇化也将减少这部分供给。但是，同时我们也要看到，现在中国农村的劳动生产率还没有完全的释放出来。相比起来，美国的机械化程度使得美国的农业劳动生产率非常高，那么少的农村人口不仅养活他们的人口，还可以出口。目前中国农村土地划分零散，农业机械的拥有成本较高，这都导致农村生产效率不高。如果将来，农民可以拥有大量土地的话，这将产生巨大规模效应，节约生产成本，释放农村劳动生产率，城镇化不见得会产生粮食问题。再者，粮食需求即便没有城镇化也会有很大的发展，八十年代大家吃饭都得吃三碗米饭，现在吃饭都不用点主食了，前面鸡鸭鱼肉都吃饱了。现在吃米饭的改成吃肉了、喝豆浆的改成喝牛奶了，所以畜牧业的增长也间接增大了对粮食的需求，因此有没有城镇化这都是必然的趋势。反而，以后城镇化的进程，如果同时伴随土地制度的改革，规模效应的提升可能对农业供给产生正面作用。

卢锋：这是一个老问题，也是一个非常重要的问题，同时也是一个在学界、社会上一直争议的问题。面对这个问题，笼统地讲可以从几个角度来看。从逻辑上来讲，这个问题是一个真问题，如果假定城市化或者其他变化导致土地不断减少，给定的劳动力投在越来越少的土地上，那么土地的边际收益就会递减。由于粮食有基本必保的最低消费量的需要，这样一来，就会导致人们温饱问题不能得

到满足，甚至导致社会稳定问题，这个逻辑是学过经济学的都能接受的。

但是在现实中怎么样呢？现实中也可以从两种角度来看，从历史角度来讲，中国历史上在某种层面也是存在这个问题的，人口增加很快。中国在过去至少存在两千多年的传统农业时期中，土地的增长也在变化，但所谓的经济区的扩张比较慢，几百年才出现一个经济区。可是人口变化呢？从清代顺治到道光时期，人口从两千万增加到四万万。正常健康的夫妇一辈子大概能生十个小孩，可能有一半夭折了，但是还有五个，两个变五个，五个能变多少个呢？这种扩张是很快的，这就是马尔萨斯所说的陷阱。这个陷阱在中国几千年的历史中是存在的，刚才徐高讲到流民，流民从某种意义上讲也是这个概念。中国人口增加了，而土地增加很慢，这样的人地比例变化就要求中国的农业技术采取精耕细作的方法，精耕细作作用经济学语言讲就是在给定地块上不断追加投入劳动力，最后的结果一定是单产相对较高。但是当劳动生产率很低，低到一定阶段后就发生土地兼并。土地市场化和土地流转，就能导致了兼并，导致了流民问题，同时导致社会不稳定。这个逻辑在大学的课程中都这么讲，这么讲的话就消极无为了，就没什么办法了。所以革命史学总是讲地主不好，这样你就可以进行革命进行造反了，这是一种解读。

从历史角度看，这个担心也是有道理，但是从现实角度看，由于约束条件的变化，这个故事要另外讲了。最主要的变化有两个，第一个是技术变化，这个技术变化不是传统农业自然就有的，而是从外部系统引入的。现代工业、科技，无论是机械化还是化肥还是转基因，还是粮种化学都是外部引入的。第二个是制度变化，经验还告诉我们，光有技术还是不行的，还要有制度。制度不好的话，技术不能很好得到利用。最好的一个例子就是中国的改革，它几乎是很难找到一个试验，同样的土地、同样的人、同样的历史、同样的文化，改变制度，联产承包责任制，土地产出一下就增加了，增加到什么地步呢？过去几十年政治挂帅解决不了温饱的问题，居然变成粮食产量过剩了。这说明什么？一靠制度二靠技术，有了这两条以后，应该说就差不多了。

城市化会占用土地，这在一定程度上是有道理的，但是从宅基地的角度来讲，现有经验证明，我们中心的周老师还有很多学者都做过考察，经验证明现在农民在农村的宅基地的实际占有量，一家一户可能都有一亩来地，比较集约的也有半亩地的宅基地，因为前边要有一个场院来晒稻谷，半亩到一亩，也就是平均一户四五百平宅基地一点问题都没有。但是转移到城市后，35平米一个人，4口之家一共是一两百平，这通常可以解决一些耕地。因为从传统逻辑或者历史上看，由于我们没有现在的技术条件和制度条件就导致了一种约束，我们要有足够的认识，认识这个约束条件在改变，从而使得我们对土地问题包括户口问题、城市化等一些相关重大问题的改革的空间有了新的认识。我们需要重新评估，我觉得这个评估结果有可能使我们能更自信、更果断地推进一些必要的改革。

问题 6：最近在关注我国农产品价格时，发现价格显著上涨，特别是小麦价格上涨了两到三成，既然过去几年我国农产品实现了“九连增”，那么，这一次价格上涨的原因是什么？是短期波动还是一种长期趋势，对我国经济有什么影响？

卢锋：长期来看，在我国农产品产量从 04 年到 12 年出现九连增现象的时期里，实际粮食价格一直在上涨。可以从不同角度来理解这个现象。

简单说，其他条件不变时，造成粮食产量增加可能有如下原因，第一个原因就是需求，因为这几年我们的城市化确实可能造成这个现象的出现。在粮食产量上涨的同时，农业劳动力的转移速度每年都是大约一千万到一千二百万，所以需求增加如果比供给增加更快的话，会促使农产品价格上涨。

第二个可能原因与粮食市场本身的国际因素有关系。总得来讲，中国在现有的发展阶段，经济开放度比较高，特别是在农业方面。由于加入 WTO 的原因，我国农业被我们的贸易伙伴国要求相对比较开放。1999 年朱镕基到美国访问时签了中美协议，那一次领导人承受了很大的压力。但是回头客观地看，朱镕基后来也讲到，当时最担心 WTO 开放以后会在两个方面比较困难，一个是农业方面，另一个是金融方面。现在回头来看，农业确实在某些方面增长很快，比如贸易逆差增长较快，但是并没有对粮食安全带来太多负面的影响。而金融业不用说，反而是欧美国家顶不住了。所以在开放的环境下，中国农产品价格与国外环境有关，08 年是外部经济波动影响国内农产品价格变化。

另外，从货币角度看，货币多了以后，它对整个物价的影响也不完全是同比例变化，我们感觉它是跟产品供给弹性的大小有关系。越是供给弹性小的东西，它的价格上涨速度越快。最近我们的小组正在研究，看看能不能把这种现象从理论和中国经验上进行分析，就是说当货币扩张时，过度的货币所带来物价的变化很可能是结构性的。通胀是一般性的、总量的，但是物价的变化是结构性的。在这里面，由于农产品的供给相对于需要有较长的生产周期，所以使得它在面对价格通胀时比较脆弱。

当然具体的小麦价格最近出现的变化，我最近没有特别仔细地去关注，不过我想总是可以从这些角度去把握的。

中国经济的“新常态”

王庆

中金公司董事总经理

王庆博士以中国的储蓄为根本出发点，分析了中国经济的“过去式”，结合人口结构发生的变化指出了中国经济的“新常态”，最后从杠杆率、债务水平、利率等方面分析全球发达经济体的特征，并提出中国将面临的挑战。

一、中国经济的“过去式”

要分析中国经济的“新常态”，首先不妨描述一下它的“过去式”，这里我用比较直观的方式来跟大家一起探讨中国经济的“过去式”是什么？中国经济的“过去式”可以理解为是 2007 年以前的状态，总体来讲有三个特征：一是经济增长速度比较快；二是通货膨胀率很低；三是资产价格上行压力持续存在。理解这一现象以及中国经济过去十年、十五年甚至更长一段时间诸多宏观经济现象的重要出发点就是中国的高储蓄。如果假定中国储蓄给定的话，实际上使用方式只有三种：第一是形成境内有形资产，第二是形成境外有形资产，第三是形成境外金融资产。因此，在给定储蓄的情况下，我们面临的问题是如何在这三种资产类别中分配的问题。

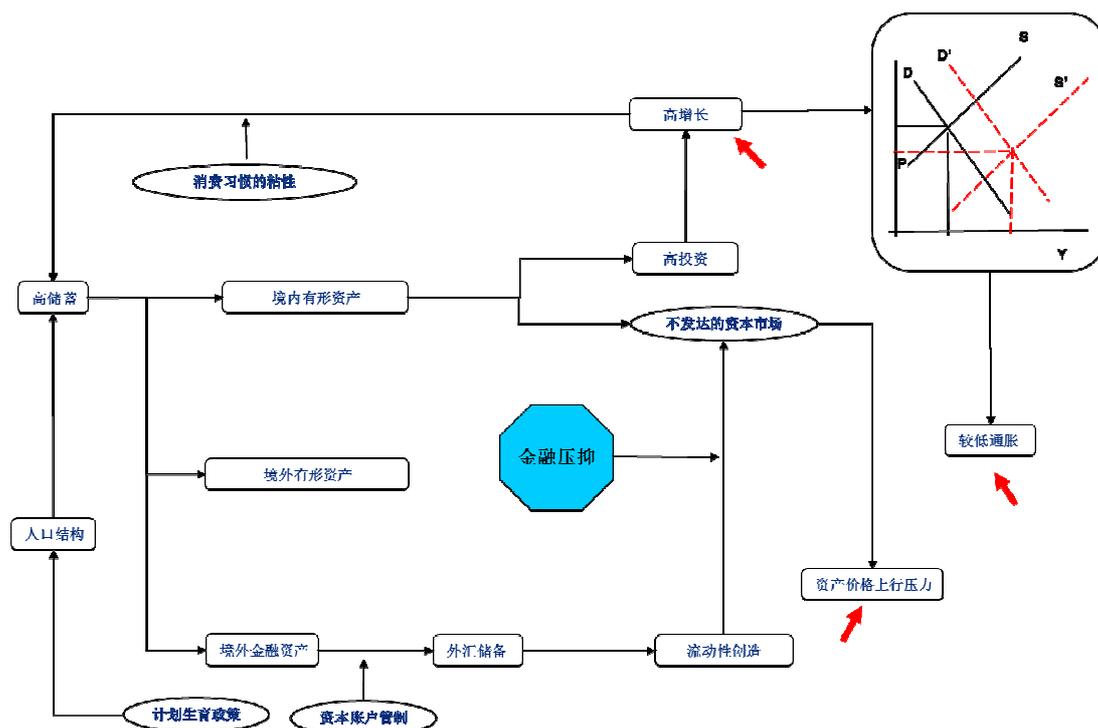
在境内，储蓄自然会形成境内有形资产。中国的高储蓄造成了较高的境内有形资产，也就是较高的投资水平，而高投资会形成高增长，但是在中国高经济增长伴随的不是相对较高的通胀而是相对较低的通胀，这与经济学经典教科书上的理解是不太一样的。对这一现象的理解可以从总供给和总需求的框架来考虑，当投资扩张时，总需求曲线向右发生移动，自然会带来经济的扩张以及通货膨胀压力的上升，但投资一旦形成就会形成产能扩张，总供给曲线也会向右移动（这一点是中国经济跟其他成熟经济体非常不一样的地方），正是由于总供给的快速的反应速度和反应能力造成了中国经济高增长伴随的相对较低的通胀。所以，在分析中国宏观经济问题时，不能简单地假定总供给曲线是不变的，甚至是垂直的，即使是在中短期。

关于另外两类资产，虽然金融危机以来我国一直鼓励对外投资，但是由于获得境外有形资产的难度较大，所以储蓄更多地体现在境外金融资产上。在外汇资本账户管制的情况下，中国对外金融资产集中体现为外汇储备的积累，这从国家整体来讲是对外金融资产的积累，但同时也形成了对内流动性的创造。换句话说，从国家整体来讲有对外金融资产，但是就每个居民个体、企业个体并没有形成境外金融资产，而是把手中美元卖给央行然后由央行进行对外投资。所以，一方面国家整体形成对外金融资产，另一方面对每个个体不形成境外金融资产，这就造成了内部流动创造，产生流动性过剩的现象，具体体现在货币的增速很快。

同时，我们的资本市场并不发达，尤其体现在证券化产品供应比较弱（无论

股票还是债券市场)，这就形成了资产价格的上升压力，因为多出来的流动性需要寻找投资机会。但是，种金融性质的投资机会由于不发达市场的存在形成了不对称，于是中国经济的“过去式”的根本特征表现在较高经济增长、相对较低通胀和资产价格上行的压力。但这并不是说资产价格短期内必然上行，因为短期压力形成资产价格泡沫，泡沫到一定程度会破裂，而这种压力并没有消除，也许随着泡沫的破裂进一步压力产生，或者压力从股市转移到债市或者房地产市场以及其他类资产商品价格上，包括大宗商品、古董等等。

图 1：中国经济的“过去式”



之前的分析都是假设储蓄是给定的，但实际上它并不是给定的，影响储蓄的一个很重要的因素就是人口结构。人口结构在很多国家都可以用来解释储蓄，但在理解中国经济系统以及对储蓄的影响时，可将其作为政策变量或外生变量，这是因为计划生育政策。计划生育政策相当于在中国社会中执行了一个伟大的深远的社会实验，这个实验改变了人们基本行为，改变行为必然表现在人口结构变化和宏观层面上表现出对储蓄率的影响。这个变化以至于人口结构演进在中国发展比其他国家快很多，其他国家人口老龄化要花几十年上百年的过程，中国三五十年就完成了。此外，人们消费习惯难以改变，尤其体现在整个改革开放过程中受益最多的群体，我们这一代以及父辈他们经济实力收入增长很快，但是消费行为变化比较慢，这也是造成高储蓄的一个重要因素。

我们这一代以及父辈他们经济实力收入增长很快，但是消费行为变化比较慢，本身经济增长本身就带动高储蓄，这是我理解中国经济的过去式一个很重要的出发点就是高储蓄，而高储蓄很重要的解释变量就是计划生育政策。在这样一个宏观特征中中国经济的政策和制度环境最突出特点我归结为“金融压抑”，因为如果制订政策者的话，面对这样一个环境，实现经济增长并不难、控制通货膨胀也很容易，很重要的一点是如何抑制资产价格上升压力以及可能产生对金融系统

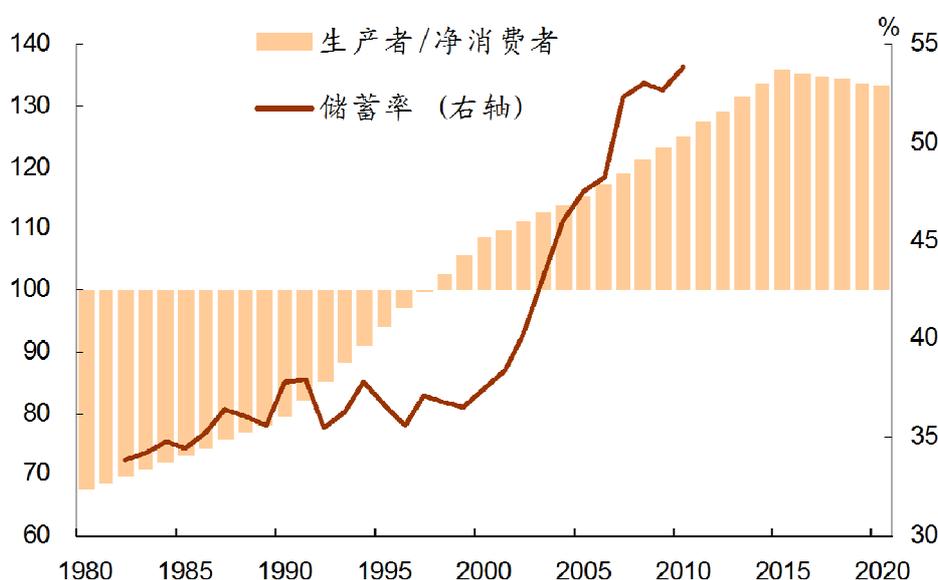
的威胁，于是产生了“金融压抑”。这个具体体现在通过各种各样的方式，通过对利率、汇率、金融机构、金融产品的管制，使得资金使用上受到严重限制，以至于防止由资金使用自由化引起的对资产价格上行压力必然带来的泡沫，以及泡沫可能对金融系统的影响。

在这样一个宏观经济特征和政策制度环境中，最突出的特点表现为“金融压抑”。政策制定者面对这样一个环境，实现经济增长和控制通胀对他们来说并不是难事，难点在于如何抑制资产价格上升的压力以及可能产生对金融系统的威胁，于是产生了“金融压抑”。具体体现在通过对利率、汇率、金融机构、金融产品的管制，使得资金使用上受到严重限制，以至于防止由资金使用自由化引起的对资产价格上行压力必然带来的泡沫以及泡沫可能对金融系统的影响，这既是中国经济的“过去式”的特征，也是政策制度的特点。

二、中国经济的“新常态”

近些年来，中国经济已经发生深刻的变化，尤其是人口结构发生了巨大变化，从而形成了中国经济的“新常态”。计划生育政策本身并没有发生变化，但是政策带来人口结构的拐点已经在出现，进而造成储蓄率停止上升甚至下降，储蓄率下降自然会引引起境内有形资产、境外有形资产、境外金融资产积累放缓、投资增速放缓、GDP 增速放缓。投资扩张本身会形成需求增加和通货膨胀压力，但是供给反应不再那么迅速，使得经济出现相对较低的增长伴随着相对较高的通胀，这是中国经济“新常态”的一个很重要的特点。

图 2：人口结构的拐点正在显现

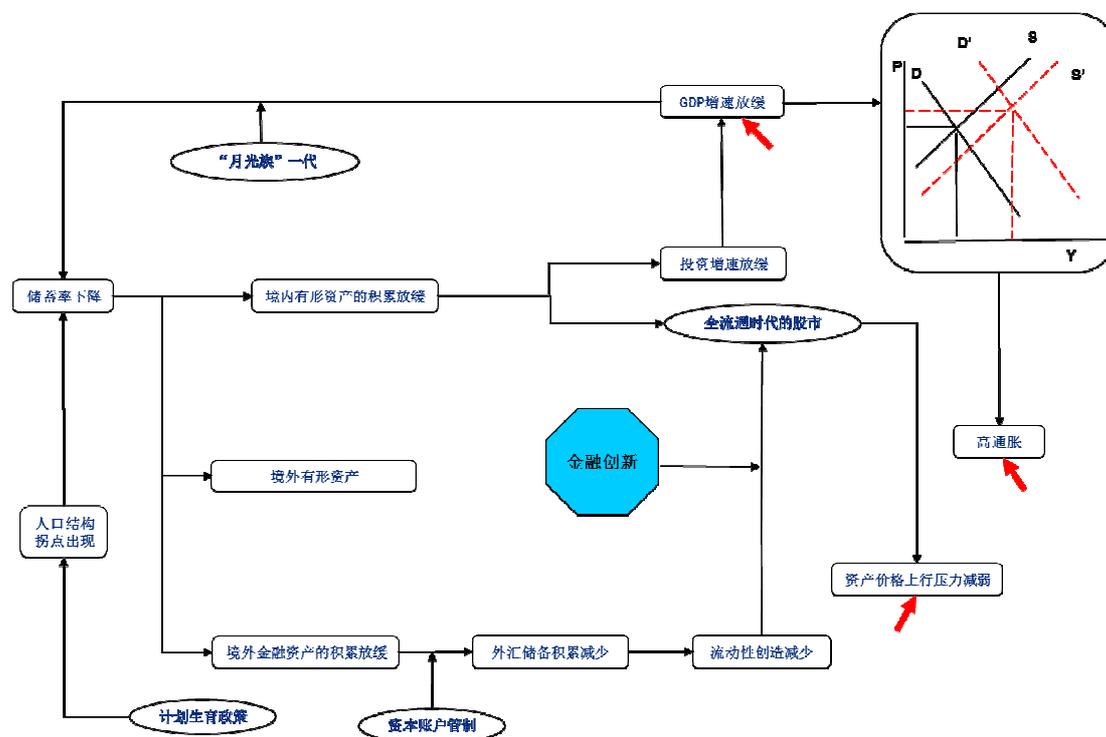


资料来源：Wind、中金公司研究部

在境外金融资产积累方面，储蓄率下降会减缓境外金融资产积累，加之资本账户管制，外汇储备的积累和流动性创造也会相应减少。过去两年我国外汇储备积累速度明显放缓，去年几乎没有新增长，由外汇占款产生的流动性创造也很少。同时伴随着中国资本市场进一步发展，有价证券供给大幅度增加，使资产价格上

行压力减弱。

图 3：中国经济的“新常态”



所以，中国经济“新常态”主要特征就是 GDP 增长速度放缓，相对较高通货膨胀率，资产价格上行压力减弱。此外，造成储蓄率下降的另外一个因素是新一代人的消费习惯开始发生变化，出现了所谓“月光族”一代。这是我所理解的中国经济“新常态”的特征，根本出发点还是来自于中国储蓄率可能发生的拐点，储蓄率拐点来的这么快、这么急是因为储蓄的变化本身很大程度上是人口结构的函数，人口结构又是政策变量的函数，从而使得政策变量变化比较大。

由于宏观经济变量发生上述变化，使“金融压抑”不再成为必要条件，同时在储蓄率放缓、投资增长速度放缓的情况下，要实现同样速度经济增长必须提高投资质量，提高投资质量就要提高金融中介的效率，这种效率在原有“金融压抑”下是无法实现的，于是就有了“金融创新”的需要，从而出现了对利率、汇率、金融机构、金融产品创新的要求。“金融创新”主要体现为在金融中介的多样化、金融产品的多样化，也会表现在金融资本价格的上升，也就是利率的上升，最近两三年信托产品的出现使得资金价格已经在明显上升了。由于“金融创新”管制放松，资本市场价格管制越来越松，资金将逐渐开始体现它的机会成本，这也是中国经济的“新常态”。

三、全球发达经济体的特征

如果中国经济表现这样一个“新常态”的话，那么全球经济发达经济体又会有什么特征？

首先，我们说在这场危机过程中是发达国家，尤其是欧、美、日发达经济体

有去杠杆化的过程，但是三大经济体杠杆率是上升的，各国非金融机构负债水平持续上升。我们说的杠杆率去杠杆化是非公共部门，私营部门的杠杆率停止上升甚至有所下降，但是整个经济系统本身杠杆率在上升，因为公共部门杠杆率上升速度非常快，所以整体负债水平是在上升的。从利息支出占 GDP 的水平 and 利息支出占整个债务规模的比例来看，发达国家整个系统负债水平在上升，但是负债单位成本在下降，也就是利率水平有一个非常长期的，尤其是在危机以来迅速的下降，这使得在负债水平上升的同时，负债成本在下降。

图 4: G3 杠杆率持续上升

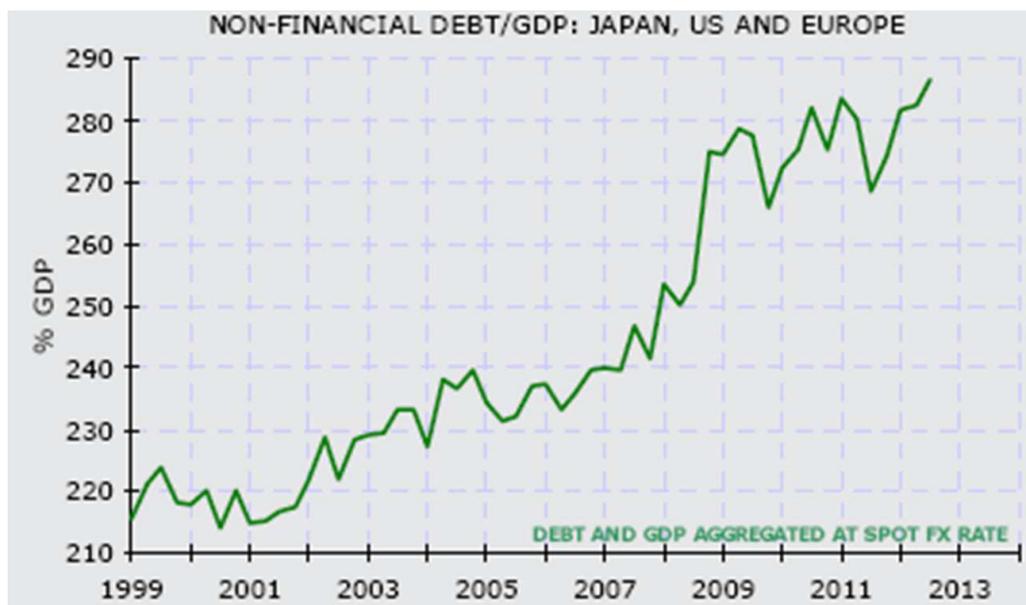
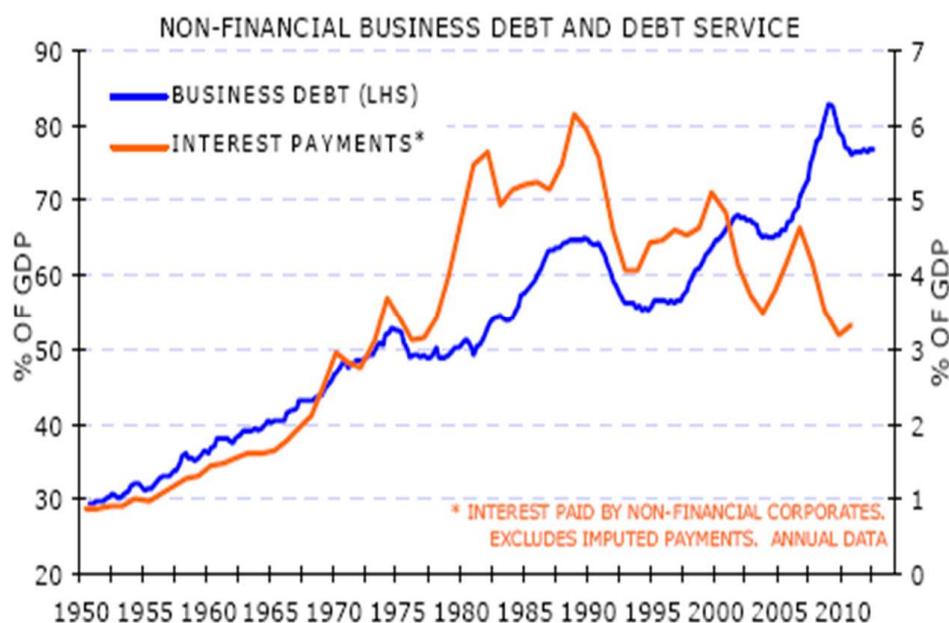


图 5: G3 杠杆率和债务成本



但是我们看到，刚才说在整个发达国家系统中一个重要的变化是杠杆率上升，杠杆率上升最重要的一部分是公共部门的杠杆率上升。图 7 显示出发达国家

中财政融资需求，主要有两块，一块是财政赤字，另一块是借新债还旧债。深色部分是借新债还旧债部分，浅色是财政赤字，这意味着每年这些发达国家通过市场融资的规模非常大。以日本为例，每年通过市场融资相当于 55%以上 GDP 的规模，其他国家也超过了 20%。这些融资都是市场化行为，如果市场利率上升的话，将会使这些发达国家的财政状况迅速明显恶化，因为这些国家已经在财政问题危机中挣扎。

图 6: G3 利息率下降很多，但利息支出变化不大

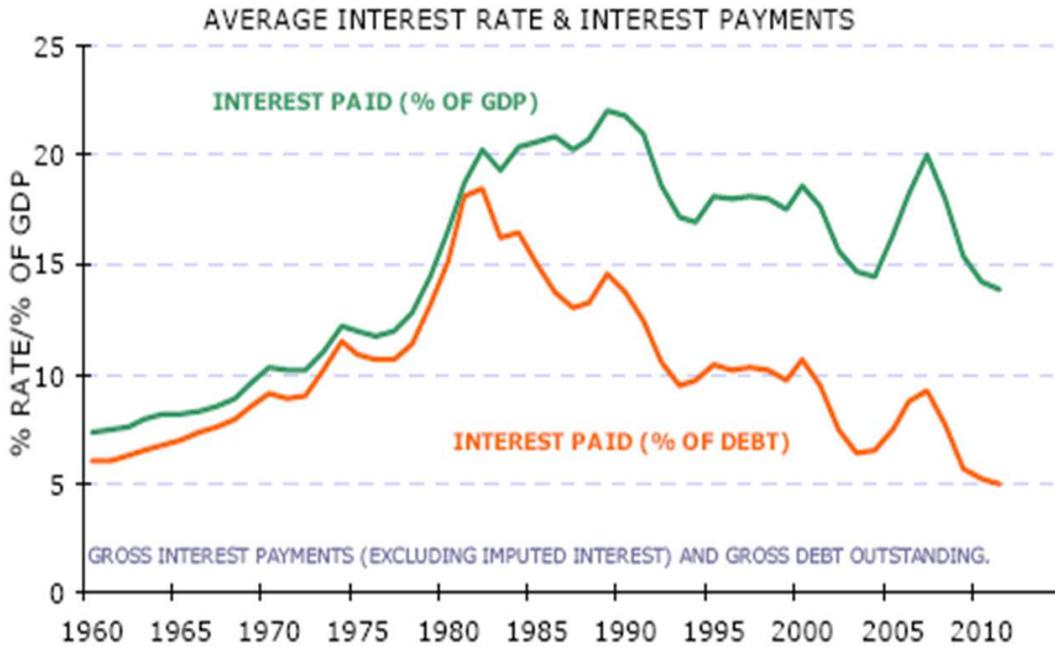
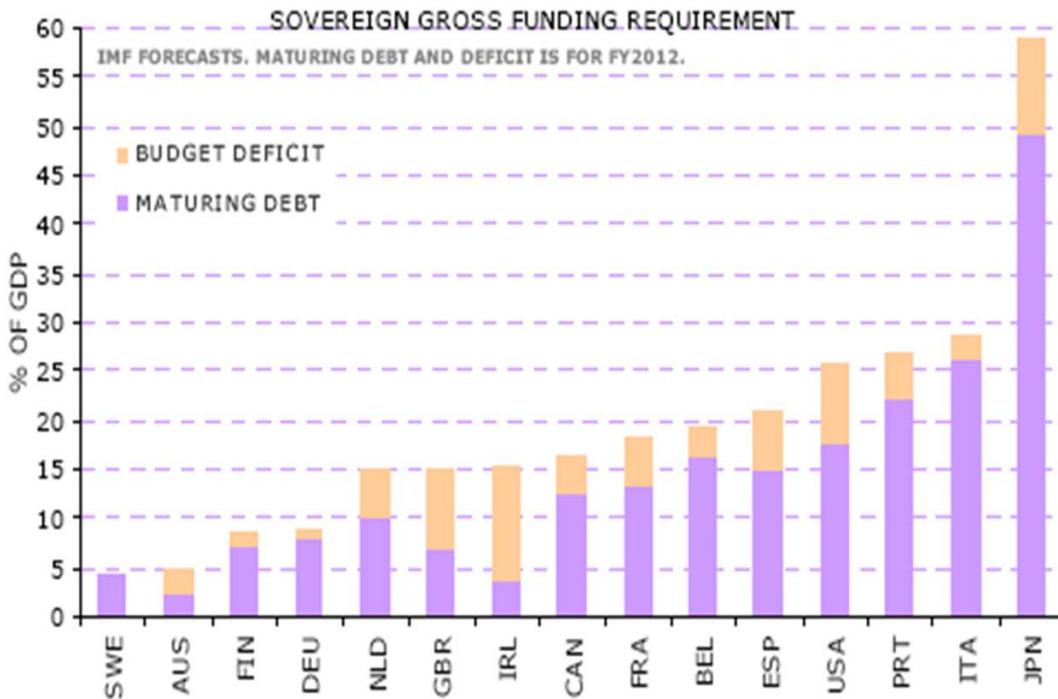
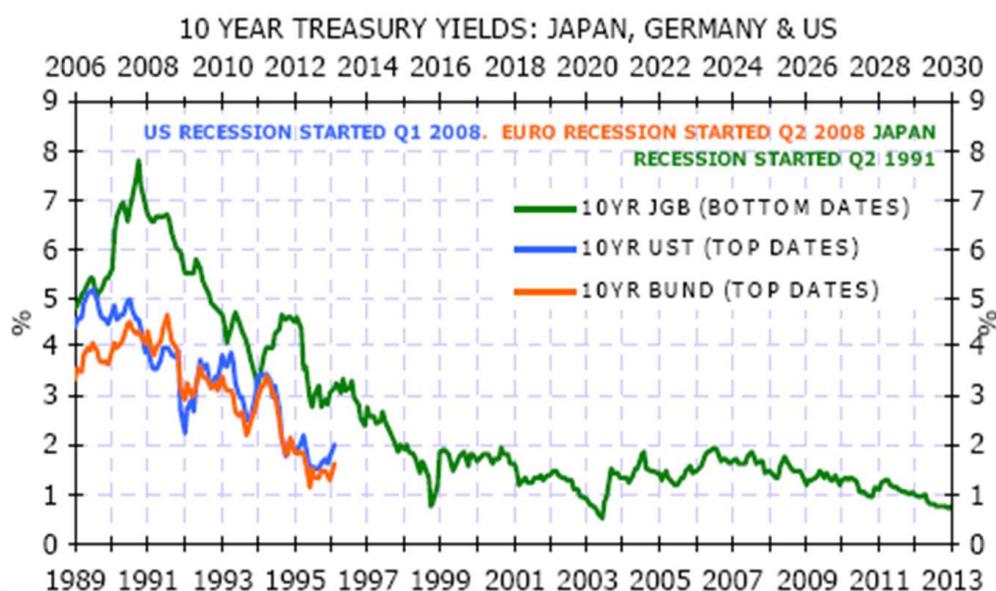


图 7: G3 利息率上升会迅速推高负债成本



所以，危机后发达国家经济系统最重要的特征表现为：一是负债率很高，尤其是公共部门的负债率更高；二是无法承受利率上升可能带来的负担。如果利率上升，财政将出现严重问题，将会再度开始一轮危机的过程。所以利率是不能上升的。如果利率不能上升，利率在实际中就不会上升。观察欧美日十年期国债收益率的走势（日本以1992年第2季度为起始，欧美以2008年第2季度为起始），给我们一个启示，未来欧美国家的长期利率很可能会寻着日本这样一个利率的趋势，也就是说欧美国家在后危机时代如果有常态的化，最明显的特征是利率将长期走低，因为它们无法承受高利率，高利率将会带来一系列问题，尤其财政问题。

图8：G3的“新常态”：如果利率不能上升，利率就不会上升



四、中国经济面临的政策挑战

当前以及未来相当一段时间中国的外部政策环境就是发达国家依赖“金融压抑”维持低利率，鉴于这样深刻的结构变化，中国将不得不依赖“金融创新”来提高金融中介的质量，然后提高投资质量和经济增长质量，甚至维持一定的增长速度，这必然意味着利率水平要走高，这就形成了挑战。从政策上来讲，这将使得央行上调利率空间变小，否则的话会形成进一步的资本流入压力以及汇率上升升值压力（这将不得不依赖于进一步的资本账户管制来解决）；从对市场的影响来看，境内金融创新必然带来金融成本上升，尤其是中长期利率上升，同时由于外部环境这样一个约束，又抑制了中央银行调整利率，尤其上调利率的空间，从而在资本市场中将会体现在中国债券市场收益率曲线的陡峭化，债券市场的陡峭化本身带来很多投资交易机会，由于中国资本市场不发达，不能直接通过这个判断做投资，但是这样一个变化对于判断市场变化甚至个人投资都是有帮助的。如果短期利率持续偏低，长期利率走高，一般情况下应当做空短期负债做多长期负债，也就是借短贷长。但在实际中如果靠贷款买房，实际上是做空长期做多短期，从这个意思上来讲，似乎不太说得通。另外，短期利率偏低对股市也是有帮助的。如果出现短期利率持续偏低，长期利率走高这种趋势性变化，而且这种变化长期存在，从交易本身而言似乎炒股比买房更合适。

The New Normal State of China's Economy

Qing WANG

Managing Director, CICC

To analyze the “new normal state” of China’s economy, we should describe and summarize its “past tense” firstly. The "past tense" can be understood as the state before 2007, which including three characteristics: First, the economic growth rate was fast. Second, the inflation rate was low. Third, assets price has persistently upward pressures.

China's high savings is very important for understanding this phenomenon as well as many macroeconomic phenomena of the Chinese economy over the past decade. If we assume the savings is given, in fact, it could be used for three purposes: the first is the formation of the domestic tangible assets, the second is to buy the tangible assets abroad, and the third is to acquire offshore financial assets. Therefore, in the case of given savings, the problem that we face is how to allocate in these three asset classes.

China's high savings brought about higher domestic tangible assets, which is a higher level of investment, the formation of the high-growth and high investment, in China's high economic growth is not accompanied by relatively high inflation, but relatively low inflation. Refer to the other two assets, due to the control of foreign exchange capital account, China's external financial assets epitomized the accumulation of foreign exchange reserves, which is the accumulation of external financial assets from the country as a whole is concerned, but also the formation of domestic liquidity creation. The domestic capital market is underdeveloped, especially reflected in the relatively weak supply of securitized products, which form the upward pressure of asset prices.

In recent years, China's economy has been undergoing profound changes, in particular, has undergone tremendous changes in the population structure, forming the "new normal state". The major manifestations are the demographic turning point has emerged, savings rates stop rising or even decline, caused domestic tangible assets, tangible assets abroad, overseas financial assets accumulated slowdown, investment growth slowed, GDP slowdown.

From the leverage ratio, debt levels and interest rates, we found the characteristics of t Europe, the United States and Japan are mainly as follows: the leverage of the public sector rise and the private sector leverage stop rising or decline, the overall level of indebtedness of the non-financial sector is rising and liabilities spending is declining.

China's external policy environment is that developed countries rely on financial repression to maintain low interest rates. Given such profound structural changes, China will have to rely on financial innovation to improve the quality of financial intermediation, and then improve the quality of investment and the quality of economic growth, which necessarily means that the level of interest rates would rise. That poses a challenge to China in the future.

货币产出比与资本产出比

宋国青

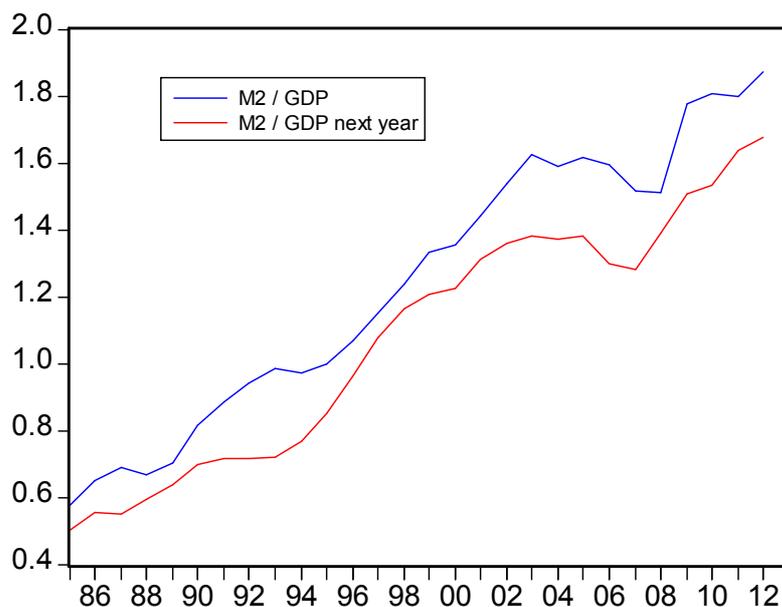
北京大学国家发展研究院教授

2003-2009年M2与GDP的比例有所下降，最近又恢复上升，引起了普遍的关注。这里从长期趋势和短期波动两个角度考察货币产出比的变化，长期考虑的要点是将货币产出比和资本产出比联系起来。从目前的情况看，储蓄余额与产出的比例还将在很长时期内持续上升。在贸易顺差与产出的比例不快速上升的前提下，资本产出比也将在很长的时期内持续上升。如果股权融资和债权融资的比例没有很大的变化，全社会负债余额与产出的比例也将持续上升。进一步，在银行融资占比没有很大变化的情况下，货币产出比还将上升。目前，企业债权融资增长率比较高，但股权融资增长缓慢，银行融资的比例还难以很快下降，所以货币产出比很可能还将上升一段时期。

一、货币产出比与宏观经济波动

这里货币产出比是指货币与名义GDP的比例，其中货币可以用M2来衡量，也可以加入其他渠道的资金，甚至可以用更广义的流动性指标。图1中处于较高水平的是年末M2与当年名义GDP的比例，较低水平的是年末M2与下一年名义GDP的比例。图中可以观察到两个现象，其一，2003-2009年年末M2与当年名义GDP比例有所下降，最近又恢复上升；其二，M2与当年GDP的比例和M2与来年GDP的比例的走势有时候并不一致，例如1992-1993年两条曲线就出现了明显的喇叭口形状。

图1 年末M2与名义GDP比例



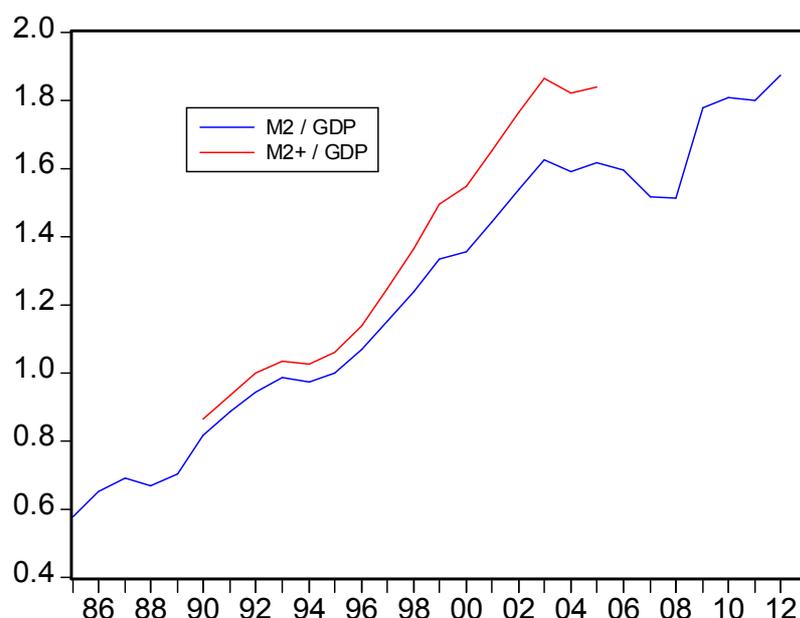
注：年末 M2 数据取自《中国统计年鉴 2012》、《中国金融年鉴 1992》和人民银行网站，2013 年名义 GDP 是按 11.8% 的名义增长率预测的。

对于近来货币产出比的上升，一种观点将其看作货币多发的标志。在名义 GDP 总量已给定的情况下，如果年底的货币供给超常增加特别是出乎意料的超常增加，货币与已经形成的当年 GDP 的比例确实会上升，并且对以后的通货膨胀有预测含义。从这个意义上来讲，用年末 M2 与当年 GDP 来衡量货币是否超发有一定的合理性，但这里要考虑怎样区别正常增加和超常增加。

按照产出和通货膨胀对货币供给滞后的时间来考虑，年末货币对名义 GDP 影响的大部分在下一年内释放出来。对这一点，不同看法的差别还是很大的，有的看法会认为货币的影响持续更长时间。显然，通胀对货币冲击滞后的时间和利率等变量有很大的关系。这里先不考虑更加复杂因素的影响，从平均的意义上考虑滞后的时间。如果对于货币冲击在一年内将基本释放的估计不同意，可以考虑两年释放的假设，将上面的指标换成年末 M2 与下两年名义 GDP 均值的比例或者甚至与下下年名义 GDP 的比例。总之，考虑一个足够长的滞后时间，其间货币冲击的效果相当充分发生了，这样的货币和滞后的名义 GDP 的比例按说应当是中性的，与期初货币的多少没有关系。实际情况如何要看具体的数据。

这里重点考虑 1997-2002 年通货紧缩的情况。按年度数据和一年滞后考虑，期初的货币量用 1996-2001 年末的数据。在 1999-2000 年间，国债余额高速增长，股市反常繁荣、流入股市的资金量很大，其中部分已经计算在 M2 中，部分没有包括进去。考虑到这些情况，这里在 M2 的基础上加上各年国债余额和股市融资累计额（按成本价计算）得到 M2+。因为数据问题，这样的度量仍然没有包括进入股市二级市场但没有统计在 M2 中的部分。从图 2 中可以看到，M2+ 与 M2 衡量的货币产出比的走势大致一致，但 M2+ 的增长率在 1996-2002 年间显著高于 M2。

图 2 年末加项 M2 与名义 GDP 的比例



注：加项 M2(M2+)是 M2 加上国债余额和股市融资累计额，考虑到国债余额口径的变化，未用到 2005 年以后的数据。国债余额和股市融资数据来自历年《中国统计年鉴》。

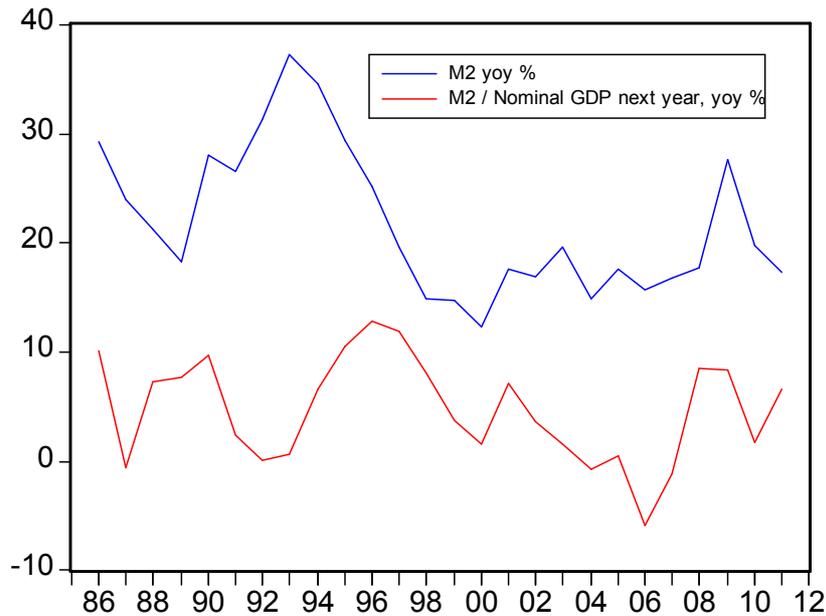
图 3 显示了年末加项 M2 与下一年名义 GDP 比例的变化率。从图中可以看到，1996-97 年，通货紧缩开始时，货币产出比的年涨幅超过 13%。在 1997-2001 年的通货紧缩期间，M2 的增长率降到了多年的最低水平，即使加上另外两项，增长率也是多年的低水平。这也正是通货紧缩发生的直接原因。从名义增长的角度看，货币偏少，但货币产出比在这五年间的平均涨幅却是最高。背后的原因在于，通货紧缩时，真实利率比较高，导致货币流通速度减慢。在相反的情况下，如 1993 年末货币增长率相当高，但来年名义 GDP 的增长率更是大幅度上升，货币与来年名义 GDP 的比例反而相对下降了。在真实利率大幅度偏低的情况下，货币流通速度加快，具体表现为消费倾向上升，企业存货和农民存粮增加。这些情况说明，货币数量和滞后的名义 GDP 的比例甚至可以是反周期的，即名义货币越多货币的比例越低。

图 3 年末加项 M2 与下一年名义 GDP 比例的变化率



为了进一步说明较长期内货币供给与货币产出比的关系，图 4 展示了 1986-2011 年货币增长率与货币产出比增长率的情况。图 4 中可以看到 M2 增长率与货币产出比增长率在整个样本中呈现弱的正相关，这主要是由于样本期内两个增长率都有下降的趋势。考虑到趋势变化，两个增长率在同期大致上是不相关的。其背后有多种可能的原因，包括近年来社会融资多样化发展快，简单货币指标难以充分反应情况；年度数据特别是年末时点数有多种问题；出口的大幅波动特别是 08-09 年间的变化对于货币产出比有大的影响；通胀对需求冲击的反应时间并不确定，在很短时间内价格粘性可以导致货币比例与货币数量增长率的正相关。考虑到种种可能的问题，倾向于认为货币增长率与货币产出比增长率有一个负的相关性，也就是说，在货币加速供给的情况下，名义 GDP 的涨幅比货币增长率上升的幅度大，货币产出比反而下降。

图 4 货币增长率与货币比例增长率



这样的情况在图 1 中有所反映。如前所述，年末货币与当年名义 GDP 的比例较快上升可以作为货币多发的一个简单度量，如 1992-93 年间的情况。当用来年名义 GDP 的时候，货币的比例反而相对甚至绝对下降了。这就构成了图 1 中两条曲线不同走向形成的喇叭口。

但是，从较长时期来看，两条曲线的走势是一致的。这个一致的趋势是由另外的因素决定的，与名义货币的多少关系不大。如果认为这个趋势的水平过高或者增长率过高而用简单控制货币数量的办法去解决，实际上改变不了甚至可能越控制越高，就如 1997-2002 年通货紧缩期间那样。

二、货币产出比、负债产出比与资本产出比

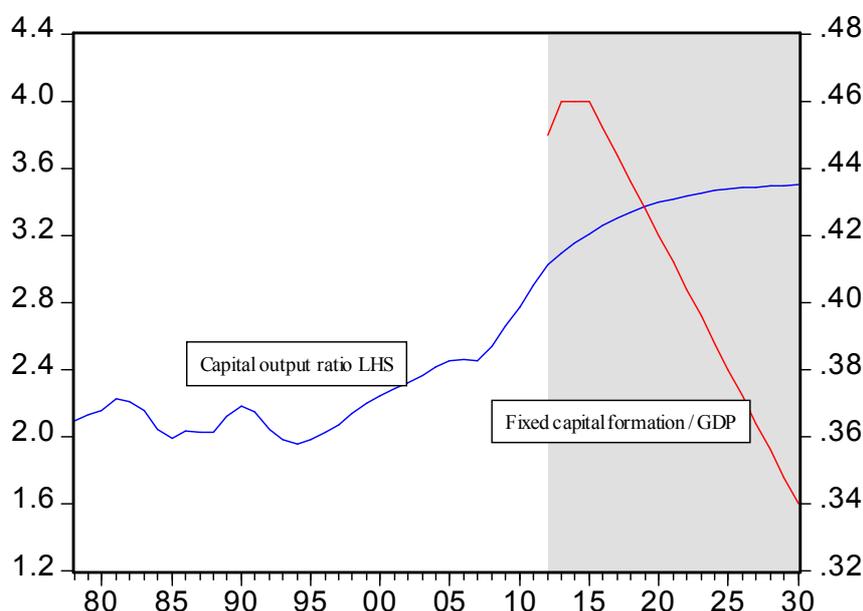
给定贸易顺差和社会融资结构这些变量，货币产出比或者更广义的流动性产出比的长期趋势与货币或者流动性的多少没有多大关系。这样考虑的话，理解和预测中国货币产出比的长期趋势就有很重要的意义。在 1980 年代和 1990 年代，对于货币产出比的上升，比较普遍的看法是认为与体制改革和经济转型有关。但是，过去十多年并没有很大的体制变化，继续用体制变化来解释货币产出比的上升就越来越牵强了。这里考虑用资本产出比的变化来解释。

资本产出比指资本存量与 GDP 的比例。全社会资本存量并没有直接的统计数据，很多研究者根据历年的投资和估计的折旧率以及期初资本存量来估计一段时间内资本存量的变化。显然，不同的参数会导致估计结果的差别。不过，在投资占 GDP 比例上升持续很长时间的条件下，固定折旧率的大小不影响资本产出比的上升。正是从这个角度考虑，这里给出了一个简单估计的结果。要强调的是，不同折旧率对估计的资本产出比的绝对水平有相当大影响，但对过去 10 年资本产出比的增长影响不大。这里是强调资本产出比的变化而不是其绝对水平。

图 5 展示了 1978 年到 2012 年资本产出比的变动情况和到 2030 年的一个说

明性预测。这里也不是要严格预测未来的绝对水平，而是说，资本产出比在未来 20 年的上升几乎是确定的事情。1978 年到 2011 年，GDP 平均每年增长 9.9%，按固定资产投资价格指数缩减的固定资本形成平均每年增长 11.8%，这导致资本产出比的显著上升。图中给出的估计是从 2.1 倍上升到 3 倍左右。对这里的分析来说，2.1 倍和 3 倍这些绝对数字并不重要，重要的是资本产出大幅度上升了。图 5 阴影部分估计的思路是，GDP 增长率比 2012 年稍微恢复以后再下降，到 2030 年下降到 5.0%，固定资本形成占 GDP 的比例从 2013 年的 46.0% 下降到 2030 年的 34.0%。这是假定了一个作者认为的最快下降速度。按这些数字换算，固定资本形成的增长率在 2030 年下降到 2.6% 这样一个极低的水平。从图 5 可以看到，即便按照这样一个很低的投资率估计，资本产出比仍会一直上升到 2030 年的 3.5 倍之后才会缓慢下降。

图 5 资本产出比和投资率变化示意



注：阴影区域为估计值。资本存量指支出法 GDP 中固定资本形成按固定资产投资价格指数缩减并经 5.0% 的几何折旧率累积的结果。1978 年的资本存量按资本产出比 2.1 倍算（资本存量都指年末值）。阴影区域的估计方法见正文。

这个示意性说明的要点是区别存量和增量的不同变化。就资本产出比而言，假如说 GDP 的增长率不变，投资率也不变，资本产出比会趋向达到一个稳态水平。如果期初的水平大幅度低于或高于这个稳态，那么调整的过程会相对长，可能是好几十年还有显著差距。所以，目前中国的投资率之高在大国历史上是超一流的而且持续了很多年，但未必意味着目前资本产出比的绝对水平也比其他国家高或者高很多。正是由于这个原因，在当前水平与稳态有很大差别的情况下，增量的比例和存量的比例差别很大，增量资本产出比的概念有它的用处，但不能直接从其中推算存量的资本产出比。同样的道理，中国家庭的储蓄率也是超一流的，并且持续了很多年，但中国家庭储蓄存量（不算房价上升引起的储蓄）与收入的比例目前仍然比较低。

一个有关的问题是，资本产出比的上升是否意味着投资效率的下降或者投资太多？首先，例如在 2007 年以前的十多年，资本产出比的下降伴随着劳动生产

率的快速增长，全要素生产率的增长率可能还是上升的。就像乘客排大队等出租车，可以说出租车的使用率非常高，但如何评价社会效率是另一回事情。从人等车变成车等人，车的使用率下降了，仅此而已。然后，就算真的效率下降了，比如说全要素生产率或其增长率下降，本身也不意味着应当怎么做。就投资而言，需要考虑的是投资的未来边际生产力和资本的机会成本。

资本的来源有一部分是投资主体的自有资金，其他部分则通过融资。如果公司分配了其全部利润再融资，利润不分配或者不全部分配的话也可以考虑虚拟分配和虚拟融资，对其他生产者也这样假定，那么社会融资总额和按成本价计算的资本存量恒相等（折旧在计算利润时已经处理）。这样，资本产出比上升就意味着社会融资总额与产出的比例上升。不考虑虚拟融资的话，如果实际融资与总资本的比例稳定，那么实际融资与产出的比例也会上升。就目前的情况来看，总融资或更广义流动性与社会总资本的比例不下降的可能性很大。单就货币而言，银行融资占比的变化是很重要的因素，但几年内不太可能发生很大变化。因而，在资本产出比将持续上升的情况下，货币产出比或者更广义的流动性产出比下降的可能性不大。

另一方面，如果股权债权融资比例不变并且融资与总资本比例不变，也即资产负债率不变，资本产出比的增加会导致负债与收入（GDP）的比例上升。所以资产负债率和负债收入比（或负债产出比）的不同变化是可能的。这里有三个变量，一是总资产，二是其中的负债，三是GDP。只要总资产与GDP的比例上升，就可以发生负债与总资产的比例不变甚至下降而负债与GDP的比例上升的情况。目前的情况大致上是这样，全社会负债收入比即社会总债务与GDP的比例在上升，而负债率即负债与总资产的比例没有明显变化。

提高股权融资的比例当然可以降低负债率，可能但不一定降低负债产出比。在这个方面，适当借鉴国际经验有一定道理，但还是要更多根据具体情况考虑。特别是，由于股市融资面临其他方面的问题，社会负债率并没有多大选择空间。

剔除短期经济景气的影响，投资报酬率上升的趋势可能已经发生变化。根据韩国日本等国家的经验，高增长以后产出中利润的份额会有显著下降，在资本产出比继续上升的情况下，投资报酬率面临双重的下降压力。无论是政府还是企业，都需更加注重长期的投资报酬率。

Money/Output Ratio and Capital/Output Ratio

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking University

M2-to-GDP ratio declined during 2003 to 2009, and its recent rebound attracts much attention. The author finds that in the short run, a rise in M2-to-GDP ratio or general liquidity-to-GDP ratio does not necessarily mean that there is excess supply of money or liquidity, and vice versa. In the long run, money/GDP ratio, or the reciprocal of velocity of money, is determined by institutional environment. Given the current stage of China's financial system development, it's highly possible that China's money/GDP ratio will continue to rise. In the long run, capital/output ratio will certainly go up, leading to a rise in debt-to-GDP ratio even without any change in debt-to-asset ratio. Therefore, rising debt-to-GDP ratio is not necessarily a sign of rising leverage.

会议下半场问答

问题 1: 国际经济特别强调利率和结构性逆差，很难想象中国利率和外国利率会很快趋同，这样一来就有好多问题，比如资本管制等。但是您刚才讲到一个非常重要的观点，因为欧美利率不能高，所以也就不会高。不能高是指不愿意让它高，但是它就一定不会高暗含的就是它的政策不仅能控制短期利率，还能够控制长期利率。这些东西现在确实是这么假定的，美联储和其他发达国家都是这么假定的，但是这些东西有理论依据吗？或者说您觉得这个意图长期来讲能够很好地实现吗？

王庆: 理论到底研究到什么程度我不是很清楚，但是我们可以举两个极端例子。例如新兴国家中像巴西、印度这样的国家，显然是没法儿控制长期利率的，因为存在财政赤字和经常账户赤字，所以对于这些国家来讲，它的边际融资成本是靠国际市场来决定的。国际资本市场对其风险定价就决定了国内经济水平，它的央行是控制不了的。它们当然希望利率降低，但是很难降下来。另一个极端是日本，日本能够长期保持低利率，我觉得日本极端的更多原因是日本长期以来经常账户顺差、国际收支账户顺差。作为国家整体来讲自我储蓄、自有资金能满足本国经济，所以经济不受国际融资条件限制。对于美欧等发达国家来讲，它们比日本控制长期利率的能力弱一些。美国存在经常账户赤字，需要对外融资，所以它的融资条件是受国际市场条件约束的。相对于日本，它想控制较低的长期控制低利率，把长期利率降下来比日本更困难，但是理论上如何实现恐怕需要在座的各位在学校里做研究来完成。我觉得金融机构本身的发达或者银行制度发达形成的货币的在全球的所谓的“发烧权”的特殊地位本身加上她的“金融压抑”，包括现在央行在整个金融体系中的政策直接干预资本市场、直接参与扩张央行资产负债表、压低利率，这两个加在一起可以使美国这样一个国家面临经常账户赤字的情况下实现新兴市场国家无法做到的。它可以发货币，货币完全可兑换，在这种情况下再加上一些“金融压抑”手段，我的判断是能够实现的。如果一直这样做下去，持续十年、十五年，它的货币的霸权地位就会削弱，时间再长以后就无法维持，但是现在之所以能做到是因为他在吃老本。

问题 2: 王庆博士您好，四年前您曾经在经济中心讲过次贷危机，您的图形学让我很受用。在谈到中国经济“新常态”是，您提到的人口变化经济从较低通胀变成较高通胀，是因为在“过去式”时供给增长很快所以不会有高通胀，为什么到“新常态”的时候就不会是这种现象呢？

王庆: 我比较喜欢采用这种方式来呈现我的分析，因为经济系统里边各种变量是互相依赖的，所以发现很多经济学家讨论问题大家都说得有道理，由于互相依赖，到底是鸡生蛋还是蛋生鸡，这在经济学讨论中是让人头疼的问题，所以有必要对逻辑体系比较清晰，而更重要是能够确认一个什么是外生变量什么是内生变量，这种分析思路至少提供一个比较透明的分析框架，让大家讨论批评起来比较容易。为什么从较高的增长变成较低增长，在这个里面我强调是供给反应速度比较快，这也是强调中国特殊性。我们对比中国和发达国家，包括传统宏观经济

学供给曲线是不动的甚至短期内是垂直不变，中国跟发达国家有不一样的地方，跟新兴市场国家也有不一样的地方，区别在哪里，中国有充足的储蓄，他没有充足的储蓄。在实际传导如何实现呢？实际上就是说我们储蓄不是那么充裕了，同时伴随着我们劳动力也不是那么充裕，这都是跟劳动人口结构有关，这都是跟供给反应速度不是那么快了。所以，这里还有劳动力市场的变化，但是我想突出强调的是中国的特殊性是中国的储蓄更充裕，因而由它解释中国供给反应速度变慢从而产生了相对较低的增长相对较高通胀“新常态”的组合。

问题 3: 现在全球主要经济体—欧美日国家都在量化宽松，您觉得三五年内会不会出现高通胀和恶性通胀？

王庆: 如果要量化宽松的货币政策引起通胀的话应该是短期内引起，如果短期内引起不了通胀，现在货币发行对未来通胀这个判断没有必然联系。如果是通胀起来的话，一定是经济起来了，那么如果经济起来的话，货币政策一定已经做出了反应，现在可以超发货币，以后可以把货币收回来，至于会不会引起通胀，要看那个时期那一两年货币政策和实体经济的关系。如果现在超发货币五年后会不会通胀，我看不出什么必然联系。日本是个很好的例子，日本这么多年来经济起不来，通胀起不来，尽管发了很多货币，利率保持非常低的水平。所以，货币发行对产生通胀之间的关系，中间一定要引起经济增长才行，如果没有经济增长很难引起通货膨胀。

问题 4: 2013 年我国投资增速会怎样？

王庆: 中国固定资产投资很大程度上跟房地产市场有关系，看房地产市场复苏状况。因为基础设施投资（也就是政府政策影响的投资）占固定资产投资比重与房地产投资不是一个量级的。直到昨天我还认为房地产市场投资复苏会比较快，但是政策出来以后到底影响有多大？一部分观点认为短期内有利于新房建设，因为对新房购房不受影响，所以如果说一定要做判断跟去年相比的话，我觉得今年房地产投资会比去年快。

宋国青: 这需要认真算一算，现在没有仔细算。粗略估计一下，投资占 GDP 的比例会比 2012 年上升一点，但是幅度不大。可能全年真实 GDP 增长 8.3% 左右，投资增长率 9% 左右或者再稍微高一点，这取决于外部经济的变化，主要是出口的情况。这里的投资增长率指年报口径按不变价格计算的固定资本形成的增长率，再加上通货膨胀率，名义投资增长率应该到 10% 上下。

问题 5: 我们一直在提稳健的货币政策，刚才您也提到外部条件和内部条件，那么您认为今年货币政策和去年相比有什么变化，可能采取哪些工具支持货币政策，或者您认为什么样的货币工具比较合适？

宋国青: 从社会认可的角度看还是低通胀目标，决策层也一直在讲反通胀，货币政策还是主要从这个角度出发。今年一季度具体的货币政策可以直接看预测，我们看到的各机构对 1 年期储蓄存款利率的预测都是 3.0%，没有变化。我也这样预测。当然在利率之外的微调是随时都会进行的。后面的政策还会是走一

步看一步吧，目前我自己没有看到大幅度变化的理由。金融改革包括利率浮动范围放宽，可能会不断地往前走。但到底具体会怎么操作我不知道，这里只是个人预测。

问题 6：宋老师，您在货币数量与货币比例增长率中讲到 92—94 年 M2 增长率比较高，那时候对应的通胀率也比较高，但是在 04—08 年的时候我国 M2 增长率相对比较低、比较平稳，但是 07-08 年的通胀率却相当高，这种现象您怎么解释？

宋国青：07 年我写过文章，谈到货币度量有问题。2007 年时股市大涨，有一部分钱进入了股市也进入了 M2 的统计；还有一部分跟股市密切相关的钱，例如基金的钱，证券公司和交易所收入的未分配部分没有纳入 M2 统计。这是 M2 统计里的一些问题。另外，06、07 这几年发的债券比较多，社会融资总量比较大。简单地说，就是用货币指标预测通胀、经济增长速度、名义 GDP 等的难度比过去要大一些。不过也不完全是这样。

问题 7：您刚才提到想更好衡量社会信贷发生总量，最好把政府负债、外汇占款也加到社会融资总量内，外汇占款是通过基础货币进入到负债方，通过银行信贷来反映，如果再加到社会融资总量是不是有重复计算？

宋国青：如果简单加上外汇占款确实会有一小部分重复计算，但是按照现在的情况看大部分还是应该算进去而没有算进去的。社会融资总额是指实体经济部门从国内金融市场上获得的资金，定义本身没错。在一个封闭经济里融资方获得的资金和融出方融出的资金是相等的，但在一个开放经济里融入资金和融出资金是不一样的。一边是负债方，一边是债权方，在封闭经济体中二者的债务发生额恒相等、在开放经济体中则不等。中国资本净流出，境内单位借出去的资金和融入的资金有一个差。货币或流动性度量是从资金融出方的角度来度量，而社会融资总量则是从融入方的角度度量。需要看的是哪个指标对预测总需求更有用。这里并不是说社会融资总额这个指标应该包括外汇占款，这是个定义的问题，好比 CPI 应不应该包括房价，定义讲清楚就行了。但是从预测有用性的角度看，我倾向于使用从融出方度量融资的货币指标，理想的是一个更全面的 M2 再加上股票债券等。社会融资总额加政府债券和外汇占款再加一些调整，实际是一个半牛半马的东西，作为一个凑合的替代品。期望有更好的度量。

如引用本表数据，敬请注明资料来源为“朗润预测”

2013 年第 1 季度：第 31 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	8.2	2.5	10.7	22.0	15.4	9.0	6.0	3.00	6.27
北大 CMRC	8.3	2.2	10.6	22.0	15.0	15.0	5.0	3.00	6.28
法国巴黎银行	8.1	2.8	10.8	19.5	14.5	5.7	7.9	3.00	6.18
高盛高华	8.2	2.3	10.5	22.2	14.9	13.0	6.0	3.00	6.28
工商银行	8.2	2.5	10.5	21.3	15.9	14.9	9.9	3.00	6.28
光大证券	7.9	2.3	10.0	19.0	15.0	11.9	4.3	3.00	6.28
国家信息中心	8.1	2.6	10.5	21.0	14.5	8.0	6.0	3.00	6.28
国泰君安	8.2	2.5	10.3	20.4	15.7	5.0	6.0	3.00	6.30
国信证券	8.1	2.7	10.5	21.0	15.0	11.0	7.0	3.00	6.28
花旗集团	8.0	2.3	10.2	NA	NA	6.0	8.0	3.00	6.19
汇丰银行	8.4	2.7	11.6	20.5	14.0	5.0	8.0	3.00	6.23
交通银行	8.3	2.4	10.5	21.0	15.0	12.0	5.9	3.00	6.27
美银美林	8.3	2.5	11.3	21.5	14.8	10.0	7.5	3.00	6.20
农业银行	8.3	2.4	10.3	20.5	14.2	15.0	13.0	3.00	6.30
瑞银证券	8.0	2.6	11.0	21.2	15.4	16.0	18.0	3.00	6.23
社科院世经政所	8.2	2.5	10.5	20.7	16.1	14.1	7.6	3.00	6.28
社科院数量所	8.0	2.5	10.7	21.0	15.0	10.0	8.0	3.00	6.25
申银万国	8.0	2.5	10.5	22.3	15.4	7.5	5.5	3.00	6.27
天则经济研究所	7.5	2.5	10.0	20.0	14.5	7.5	5.5	3.00	6.27
湘财证券	8.1	2.4	10.2	20.3	15.2	7.0	5.0	3.00	6.22
野村证券	8.2	2.1	10.8	21.0	16.2	3.0	7.0	3.00	6.22
银河证券	8.1	2.5	10.7	20.8	16.4	22.7	11.4	3.00	6.29
渣打银行	8.0	2.5	NA	NA	NA	NA	NA	3.00	6.21
招商证券	8.0	2.5	10.6	20.9	14.5	16.0	6.5	3.00	6.21
中金公司	8.1	2.5	10.5	21.0	15.3	12.0	9.0	3.00	6.27
中信建投证券	7.8	2.5	10.0	21.3	15.0	11.9	13.2	3.00	6.28
中信证券	8.2	2.4	11.3	22.8	15.5	8.0	9.5	3.00	6.26
中银国际	8.1	2.5	10.1	20.1	14.4	12.0	9.5	3.00	6.27
简单平均	8.1	2.5	10.6	21.0	15.1	10.7	8.0	3.00	6.26
加权平均	8.2	2.4	10.5	21.0	15.0	11.3	7.5	3.00	6.23

第 31 次朗润预测点评：“经济温和回升，政策审慎求稳”

2012 年第 4 季度：第 30 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	7.7	2.3	9.7	20.8	14.1	8.1	5.3	2.97	6.28
加权平均	7.8	2.2	10.0	21.5	14.0	8.9	4.0	2.98	6.27
实际值	7.9	2.1	10.0	20.8	14.8	9.3	2.9	3.00	6.29

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 1 季度比上年 1 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
国信证券	周炳林	宏观研究主管
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
社科院世经政所全球宏观实验室	张斌	首席专家
	吴海英	副研究员
	梁永邦	助理研究员
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
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
	刘鎏	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。