



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

渐
行
渐
远
的
红
利
寻找中国新平衡

彭文生
著

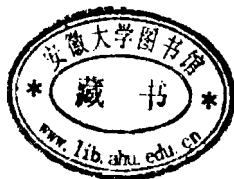




中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

渐
行
渐
远
的
红
利
寻找中国新平衡

彭文生
著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

渐行渐远的红利：寻找中国新平衡/彭文生著. —北京：
社会科学文献出版社，2013.4

(中国金融四十人论坛书系)

ISBN 978-7-5097-4424-6

I. ①渐… II. ①彭… III. ①中国经济-宏观经济
分析 IV. ①F123.16

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第056461号

· 中国金融四十人论坛书系 ·
渐行渐远的红利
——寻找中国新平衡

著 者 / 彭文生

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲29号院3号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226

责任编辑 / 王婧怡 许秀江

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

责任校对 / 白秀红

项目统筹 / 恽薇 许秀江

责任印制 / 岳阳

经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 19

版 次 / 2013年4月第1版

彩插印张 / 0.5


印 次 / 2013年4月第1次印刷

字 数 / 282千字

书 号 / ISBN 978-7-5097-4424-6

定 价 / 58.00元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

内容提要

中国改革开放 30 年来并行或先后释放出的人口红利、制度变革红利、全球化红利，都将并行或先后面临见顶回落的趋势，因循这些发展机遇时期形成的分析框架来思考未来的增长，难免会陷入惯性与定式，从而出现较大的偏差。本书力图建构适应“后红利时代”的宏观经济分析框架；在此框架下，相应地、分主题地分析中国宏观经济领域若干重要议题；最终，引领读者去探索中国经济新平衡的路径。

遵循制度变革和人口结构这两条主线，本书的基本结论有三点。

第一，经济增长进入趋势性放缓的阶段。主要体现在传统意义的人口红利消退，加上农村富余劳动力减少，制度变革尤其是参加世贸组织以来带来的红利的释放，以及高地价/房价对实体经济的挤压。

第二，结构不平衡有多方面，但根本的失衡是贫富差距。后者降低了消费率，提高了储蓄率和投资率；消费弱/投资强的需求结构导致我国产业结构中的工业占比高、服务业落后；工业过重的产业结构进而带来环境污染与资源压力。财富差距扩大有人口结构的原因，大量的劳动力供给压低了工资；更有政策扭曲的因素，包括行业垄断、不合理的财税机制（税收过度依赖流转税、财产税比重低以及政府支出重投资、轻公共服务和转移支付）、金融压抑（存款利率管制和资本账户管制）、房地产价格过快上涨等。

第三，高储蓄、房地产泡沫和信用扩张联系在一起，形成我国的货币信用周期，是未来 5~10 年最大的宏观风险。高储蓄率意味着很强的投资需求，货币扩张受 CPI 通胀的限制较小；而信用扩张和房地产纠



结在一起，有着很强的顺周期特征。其他国家的经验显示在货币信用周期的上半场，房地产泡沫吹得越大，信用（包括影子银行）扩张越快，下半场的调整就越痛苦。

经济转型需要平衡公平和效率、政府和市场、上一代与下一代、金融与实体、需求与供给。随着人们禀赋差异的扩大，公平问题凸现，在处理政府与市场的关系时，需要同时纠正“越位”与“缺位”，转变政府职能，进行深度的财税改革，放松计划生育政策。在放松金融管制尤其是利率市场化的同时，更要控制房地产泡沫，加强对影子银行的监管。

Summary

Over the past 30 years, demographic changes, economic reforms and WTO membership, individually or in combination, have helped China achieve a long period of unfettered economic growth. However, as the “dividends” of these structural factors began to fade, China’s existing growth cycle is likely to experience some fundamental changes going forward. As this happens, the economic doctrines that had provided useful insights on how the economy worked in the past will become less relevant. Thus the main objective of this book is to develop a new framework for analysing the Chinese economy. Based on this framework, we examine in various chapters some important economic issues and challenges. Hopefully, we could help readers identify the path of China’s economic rebalancing.

This book focuses on two main analytical streams—institutional reforms and demographic changes—and draws three main conclusions. First, trend growth in China is expected to moderate from the current high pace. The slowdown is mainly resulting from a number of structural changes, including the fading demographic dividend, a decline in surplus rural labour, and the decreasing returns of institutional and structural reforms, especially WTO membership. In addition, the elevated land and property prices will weigh on the performance of the real economy.

Second, the structural imbalance in China is complex and multifaceted, but at the root of the problem is the growing income inequality. The growing income gap over the past decade suppressed the aggregate consumption ratio whilst pushing up savings and investment demand. Weak consumption/strong investment demand in turn led to a strong industrial sector with the servicing sector being lagged behind. Furthermore, the heavy presence of industrial sector



brought along environmental problems as well as increased demand on natural resources. In general, the growing income inequality can be attributed to demographic changes and policy distortions. On the one hand, the migration of large number of surplus rural labourers to the cities during the past decade suppressed wages. On the other hand, the existence of considerable monopoly power in certain industries, a distortionary fiscal structure (including over-reliance on turnover taxes and low tax on wealth and, the government spending inadequately on public services and social benefits), financial repression (through deposit rate and capital account restrictions), and fast-rising property prices means that a large proportion of the income growth being distributed to a small group of people.

Third, the combination of large amounts of private savings, a real estate bubble and strong credit expansion will pose the biggest macroeconomic risk in the next 5 to 10 years. The high savings rate has supported strong investment demand and entailed relatively low inflation. Strong credit expansion and sharp rising property prices both have very strong pro-cyclical characteristics. International experience suggests that the bigger a property bubble and the larger the credit (including shadow-bank lending) expansion a country inherited during the expansion phase of a credit cycle, the more painful will be the adjustment process when the cycle turns.

Economic transition should strike a balance between equality and efficiency. This involves the relationship between the government and market, young and old generation, financial sector and real economy, demand and supply. As the difference in people's endowment continues to widen, the issue of equality will attract greater social attention. In addressing the balance between the government and the market, it is essential to correct simultaneously the "overshooting" and "undershooting" problems, pushing through fiscal reforms and relaxing the restrictive family planning policies. In implementing financial regulatory reforms, especially in liberalising interest rates, it is important to put emphasis on reining in fast-rising property prices, enhancing the regulations on the shadow banking sector and keeping credit expansion under control.

序 言

在追求中华民族伟大复兴的道路上，经济的可持续发展是关键。过去中国经济发展取得成功的原因是什么？现在面临什么样的新环境与新挑战？促进经济可持续发展需要什么样的结构改革？这些是政策制定者、研究人员和市场参与者在分析、判断中国经济发展趋势时需要思考的问题。促进经济发展方式的转变需要集思广益，凝聚有关改革的社会共识。

过去发展成功的经验

改革开放以来，中国经济社会发展取得了巨大成就，实现了社会生产力发展水平的总体跃升，人民生活水平大幅提高。究其原因，在于中国顺应了当时的历史环境、世界环境和人口社会环境，选择了相应的制度安排与改革路径。

从历史环境看，对“文化大革命”的反思推动了中国放弃以阶级斗争为纲的政治路线。在邓小平的领导下，中国走上了以经济建设为中心、改革开放的道路。无论是农村联产承包责任制还是国有企业改革，事实证明，产权保护、契约精神、所有制多元化、公平竞争、价格引导等市场制度安排都极大地释放了生产力。这些可以说是制度变革的红利。

从世界环境和社会人口环境来看，中国坚定不移地推行对外开放，恰恰赶上了发达国家劳动力成本上升后跨国公司全球重新配置资源的历史机遇。依托自身丰富的劳动力资源和人民群众通过奋斗改善生活的强烈



愿望，中国经济快速融入世界分工体系，形成了自己的比较优势，逐步成为全球制造中心。对外开放带来的全球化红利帮助了人口红利的释放。

新环境和新挑战

全球金融危机标志着国际经济环境发生重大变化。全球总需求结构出现收缩式调整，美国等发达国家的消费市场地位明显下降。全球化的黄金时期可能暂时告一段落，世界最短缺的将不再是资本和初级产品，国际市场有效需求不足将成为全球经济增长的最大约束。

另一方面，中国开始步入中等偏上收入国家行列，出现很多发展过程中的阶段性新特征和新挑战。中国庞大的制造业受土地、水、能源和空气质量等资源环境因素的约束日益强烈，人口老龄化逐渐显现。高投入、高消耗的增长条件已经逐步丧失，经济进入增长速度放缓和产业结构调整时期，适应中等收入需求多样化特点的、以技术创新和人力资本质量支撑的增长格局尚未形成。与此同时，国内收入分配差距扩大正在影响已经形成的发展共识。

适应这种新的内外环境，中国必须加快转变经济发展方式，扩大内需，重点是增强居民的消费能力，把经济发展和改善民生紧密结合起来。

扩大内需的三个重点问题

（一）中国在全球经济分工中的定位

在过去全球化加速推进的过程中，中国成为最主要的全球生产中心，但过度依赖出口；美国等发达国家作为全球的主要市场，起到世界经济增长发动机的作用，但过度依赖负债消费；资源富集国家通过出售价格不断提高的初级产品获得利益，但产业结构单调化问题突出。全球金融危机对这个三角循环产生了很大的冲击。中国在未来全球经济中担当的角色面临着重新定位，在继续发挥全球制造中心作用的同时，逐步扮演全球市场大国的角色。这需要使中国广大中低收入者逐步转变为中等收入者，依托其消费能力，使中国成为国内市场规模位居世界前列的国家。

（二）城市化模式

稳步推进城市化和引导农村富余劳动力向城市转移，是改善民生、扩大内需的重要源泉。在选择城市化模式上，长期以来存在“小城镇派”和“特大城市派”的论争。小城镇众多，形成了生产供给产业群，但是其发展空间受到资源生态成本上升、国际市场萎靡的限制。特大城市分工相对充分，创造较多净需求，但其发展受到现存的社会资源特别是教育、医疗、土地、交通资源配置的限制。有鉴于特大城市人口“落不下”和中小城市“没人去”的困境，“十二五规划”提出了发展城市群的政策导向和建设网络化城市的发展模式，在合理的运输半径内实现大中小城市的“同城化”，引导农村富余劳动力转变为有就业、有住所、有保障和有文明素质的市民。

（三）经济增长和收入分配

经济增长和收入分配是经济发展的基本内涵：如果没有经济增长，就没有就业机会，也就没有收入分配的物质条件；反过来说，如果缺乏公平的收入分配机制，出现两极分化加速的现象，将会使经济增长失去动力，更谈不上发展。诸多陷入“中等收入陷阱”的国家在人均收入超过5000美元后，经济结构变化剧烈，在处理经济增长与收入分配关系上普遍存在盲目性。例如拉美国国家“中产阶级丧失”、收入分配恶化；由此引发民粹主义的分配政策使得福利过度而透支财力，为此又不得不高额举债、超发货币，最终导致高度通胀、资本外流。这些都是前车之鉴。

改革推动经济转型

上述的扩大内需的几个方面的问题是相互联系的，关键还是要处理好经济增长和收入分配的关系。第一，要保持适度的经济增长速度，增强协调性，提高质量，尤其要大力发展小型微型企业和服务业，为创业和就业创造良好的制度环境。第二，加快建立在财力上可持续的基本公共服务体系，国际正反经验显示，提高政府用于改善民生的公共服务支出，既



有利于增长，也有利于公平分配。公共服务均等化是促进城镇化发展，消除城乡、城市内部二元结构的重要着力点。第三，改革收入分配制度，处理好公平和效率的关系，创造起点公平的各种条件。要把提高居民收入在国民收入分配中的比重和提高劳动报酬在初次分配中的比重作为调整收入分配的基本目标。

在明确了改革目标后，问题在于以何种方式推进改革。在改革开放前期，中央政府鼓励各种形式的改革试错，一旦局部改革试验成功，立即总结经验和形成政策在全国推广。改革开放推进到现在，实验和试错的改革方式仍十分重要，与此同时，加快转变经济发展方式所需要推进的改革必须整体配套、协调推动，动员全社会成员形成深化改革的舆论共识。

彭文生在这本书里的分析在不同程度上涉及以上描述的问题，尤其在三个方面值得关注。第一，人口结构的变动不仅通过劳动力供给影响经济增长，对宏观经济的其他方面包括经济结构、物价和资产价格也有影响，其表现形式可能不像人口结构渐进变化所意含的那样平缓。第二，收入分配差距是中国经济最大的不平衡，导致消费弱、投资强，进而造成产业结构中的工业占比高、服务业落后，进而带来环境污染、资源压力等问题。第三，高储蓄、房地产价格上升和信用扩张联系在一起，带来房地产泡沫和相关的宏观风险。彭文生强调根本的出路在于改革，提出改革需要在公平和效率、政府和市场、上一代与下一代、金融与实体、需求与供给等方面取得平衡。

因为看问题的角度不同以及理念的差异，经济分析难免有争议。彭文生的新书为我们思考中国经济的未来发展，提供了不少新的视角，对当前热点经济问题的分析也有一些不同于流行观点之处。很高兴应作者的邀请，为本书作序，希望这本书的内容有助于促进对经济转型等相关问题的讨论。

中央财经领导小组办公室主任
国家发展和改革委员会副主任

2013年3月27日

前 言

过去三十年改革开放，中国经济取得了巨大的成就，成为全球第二大经济体，人民生活水平大幅提高。随着时空环境的变化，中国经济发展面临新的挑战：结构不平衡、人口老龄化、环境和资源压力、房地产价格过快上涨、全球金融危机后外需持续疲弱、发达国家货币环境极度宽松等，人们对未来前景的看法出现较大的分歧。本书试图从宏观经济的角度系统地分析我国经济发展面临的机遇和挑战，探讨结构改革的方向和着力点。

我们探讨经济问题，是基于一定的理论逻辑。凯恩斯曾经说“负实际责任的人尽管认为自己并不太受知识分子的影响，但通常都是某些死去的经济学家的奴隶”。经济学对人们的行为与公共政策有着重大的影响。但经济学给人的印象却有很大的不确定性。有个玩笑甚至说，问10个经济学家同一个问题会得到11个不同的答案。为什么会这样？有些是因为理论基础不同，而更多的情况是因为大家对同一个问题的出发点、立场，即分析框架不同，造成不同的理解，甚至是误解。所以，一个分析框架很重要：一方面是对研究者本身的约束，另一方面，可以清楚地显示各种经济分析所依据的理论来源及其局限性。从这一点出发，本书的第一章简要回顾了宏观经济理论的演变，总结主流的宏观经济分析框架，以及其在全球金融危机后的最新发展，以此为后面的章节提供一个基础和纪律约束。对于那些想在很短的篇幅里了解宏观经济理论来龙去脉及其对市场和政策分析的指导意义的读者来讲，这一章具有独立的参考价值。



在现在这个时间点总结主流的宏观经济分析框架有着特殊的意义，因为全球金融危机以及发达国家政府的政策应对严重冲击了过去的主流理念和共识。经济学界对主流理念的最大反思是其对资产价格和货币信用周期的特殊性重视不够。在金融危机前的30年，主流的政策研究和市场分析框架有一个重要假设：货币信用在中长期来讲是中性的，只影响通胀，因而只要把通胀控制住了，宏观经济就不会有大的不平衡。金融危机再次提醒人们，资产价格和货币信用结合起来，有超越增长和通胀短周期波动的重大影响。正确理解我国货币信用大幅扩张的含义对判断未来的经济走势至关重要。

现代货币主义的创始人弗里德曼曾说“千万不要根据学生来判断老师”，其实，我们更不能根据“信徒”来理解一个理论的原意。弗里德曼的货币主义更多地来自凯恩斯的流动性偏好理论（强调货币的储值功能，从而强调货币与资产价格的关系），而不是古典的货币数量论（强调货币的交易工具功能，认为货币发多了导致商品的价格上升）。在讨论我国货币扩张的影响时，流行的观点往往把现代货币主义等同于朴素的货币数量论，所以就会有“房地产交易吸收超发货币，帮助抑制了通胀”“发展直接融资降低货币增速，从而降低通胀”这些似是而非的观点。

有了框架，还需要确立一个分析主线。影响宏观经济的因素很多，要抓住重点，避免只见树木不见森林，需要围绕驱动中国经济发展的最主要力量展开分析。本书以制度变革和人口结构变动为两条主线，对我国经济过去的发展、现在的问题以及未来的挑战做一个系统的梳理。其中，改革开放作为驱动过去三十年以来我国经济发展的主要力量，也将是影响未来经济走势的重要因素，应该没有争议。

为什么人口结构如此重要呢？有两个原因。第一，相对于其他经济社会变量而言，人口的数据比较可靠，而且变动缓慢，基于现在的人口年龄结构和出生率得出的对未来人口的预测也有较大的把握。第二，人是最重要的生产力又是最终的消费者，但人在不同年龄阶段的消费和生产能力不一样，所以总人口年龄结构的变动对经济有重大影响。

老年人和小孩占比高的社会，其消费需求相对于生产能力较强，反过来，青壮年人口占比高的社会，其生产能力相对于消费需求更高（所谓的人口红利）。

依据上述的主线，第二章阐述了我国人口结构的现状和未来，从理论层面分析了人口结构与经济增长、经济结构、通胀、资产价格以及货币信用的关系，并借鉴了其他国家的经验教训。人口结构对经济的影响不是人口缓慢变动所意含的那样渐进和均匀。除了一般所讲的劳动力数量变动影响经济增长外，人口的年龄结构影响社会的平均消费率和投资需求，进而和通胀、货币信用扩张以及资产价格联系在一起，其效果往往有一个累积到集中爆发的过程。人口结构变动先于我们的国家的经历显示了人口红利带来的经济繁荣可以在相当长的时期内掩盖经济结构矛盾和政策失误，加大了经济长周期波动的幅度。

遵循制度变革和人口结构这两条主线，第三章到第九章对我国的经济增长、结构平衡、货币信用、通胀、房地产、国际收支与汇率以及城镇化分别进行了分析与展望。总体来讲，相关的分析基本围绕三个方面展开。

第一，经济增长进入了趋势性放缓的阶段，也就是说增长虽然受需求的影响有短周期的上下波动，但供给端的潜在增长率在逐渐下降。这主要反映在人口结构转向（传统意义的人口红利消退，加上农村富余劳动力减少），制度变革尤其是加入世贸组织后带来的红利释放殆尽，以及高地价/房价对实体经济的挤压。判断经济增长的走势，一般都是短期看需求（消费，投资，出口），长期看供给（劳动力，资本存量，生产效率），但两者有时候是交织的，政府的短期需求管理可能影响经济的长期潜在增长能力。比如，对出口的依赖降低有利于需求结构的平衡，但对供给端效率的提高来讲并不一定是好事情，房地产价格相对于其他价格的快速上升拉动相关的投资需求，但同时也挤压其他行业，抑制经济供给能力的增长。

第二，我国经济的不平衡有多个方面，背后的影响因素也有差异，但根本的失衡是贫富差距的大幅扩大。收入差距、贫富差距的扩大降低



了平均消费率（穷人的边际消费倾向高于富人），提高了储蓄率，带来消费弱/投资强的不平衡；这样的需求结构导致产业结构中的工业尤其是重工业占比高，服务业发展落后；工业过重的产业结构进而带来环境污染、资源压力等问题。是什么原因导致了收入和财富差距的大幅扩大呢？这其中有人口结构的基本因素，大量的劳动力供给尤其是农村的富余劳动力压低了工资，导致要素收入分配不利于劳动者；但更有制度、政策扭曲的因素。后者体现在多方面，包括行业垄断、缺乏竞争存款利率管制，企业分红派息率低，政府开支重投资、轻公共服务和转移支付，税收过度依赖流转税、财产税比重太低，社会保障不足等。人口结构已经开始变化，近几年工资上升加快，但机制和政策的扭曲需要结构改革来纠正。

第三，高储蓄率、房地产泡沫和信用扩张联系在一起，形成我国的货币信用周期，构成未来5~10年最大的宏观和金融稳定风险。高储蓄率意味着很强的投资需求，消费需求相对于供给能力较弱，使得货币扩张受通胀的限制较小，刺激了房地产价格，而信用扩张和房地产纠缠在一起，有着很强的顺周期特征，两者相互强化。其他国家的经验显示货币信用周期持续的时间超过经济增长和通胀周期，其最终对实体经济的冲击程度取决于房地产泡沫的大小，在货币信用周期上半场的繁荣时期，房地产泡沫吹得越大，信用（包括影子银行）扩张越快，下半场的调整就越痛苦。

围绕经济增长、结构和货币信用在不同层面的延伸，本书在不同章节分别分析了一些热点经济问题，试图提供一些与流行观点不同的视角。第六章解释为什么劳动力短缺带来的工资上涨不意味着我国通胀的中枢水平将显著提高，为什么货币信用过度扩张（货币“超发”）在短期和中期内加大通胀压力，长期反而可能带来通缩压力，以及为什么政策对通胀的容忍度在未来难以提升。

第七章在分析房地产价格和经济基本面关系的同时，强调我国城乡二元结构以及人口不均衡发展所带来的特殊性，体现为房价上升对城乡居民之间、居民代与代之间的财富差距的影响。由此解释为什么与发达

国家和地区比较，我国房地产价格泡沫有其特殊的社会经济含义，为什么房价变动对总需求的影响主要体现在投资而不是消费上。

第八章解释了为什么过去10年持续的贸易顺差主要反映的是人口结构 and 经济结构不平衡带来的高储蓄率，而不是人民币汇率低估的结果，为什么未来贸易顺差的进一步缩小甚至出现逆差也并不意味着人民币应该贬值，为什么外汇资产在政府和非政府部门之间分布的不平衡将是人民币贬值压力的一个来源。

第九章分析我国城镇化的发展。和过去十几年相比，城镇化的未来进程将面临两个方面的新挑战，一是农村富余劳动力减少，意味着劳动力转移促进效率提高的空间降低，二是城市内部有城市户籍和没有城市户籍的常住居民的二元结构难以持续。新型城镇化需要公共服务均等化、户籍制度、土地制度、农业现代化等一系列结构改革的促进，成功的新型城镇化应该改善收入分配，同时提高供给面的效率。

第十章总结前面章节的分析，从促进经济增长、平衡结构、控制金融风险三个角度探讨未来经济改革的可能方向和着力点。为应对经济发展面临的内外挑战，改革需要在公平和效率、政府和市场、上一代与下一代、金融与实体、需求与供给等方面取得平衡。经过改革开放30年的发展，公平和效率之间的平衡到了新的阶段，人们之间的禀赋差异大幅扩大，在公共政策的制定和执行中需要提高公平的重要性。这意味着在处理政府与市场的关系时，需要同时纠正“越位”与“缺位”，转变政府职能，同时进行深度的财税改革，切实发挥财政在调节收入分配中的作用。在上一代与下一代的关系上，迫切需要放松计划生育政策，促进生育率的提高。在金融与实体的关系上，既要放松金融管制尤其是推进利率市场化，以促进资源配置的效率，更要管理金融风险，控制房地产泡沫，尤其加强对影子银行的监管。最后，总需求管理需要顾及对供给的影响，尤其要避免依靠刺激房地产来支持短期的经济增长。

目 录

001 序 言

005 前 言

第一章 宏观经济分析新思路

003 一 分析框架的重要性

005 二 需求和供给

007 三 长期和短期

010 四 两大主流学派的盛衰

016 五 主流分析框架

020 六 全球金融危机的冲击

第二章 人口结构的宏观经济含义

028 一 人口结构的主要特征

033 二 人多人少的争议

035 三 放松计划生育的影响

038 四 人口结构和经济增长

041 五 人口结构和通货膨胀

042 六 人口结构和资产价格

044 七 前车之鉴

第三章 增长的长周期和短周期

056 一 过去三十年的三次增长上升期

062 二 长周期放缓已经开始

065 三 改革决定未来的增长趋势

071 四 短周期波动：中国版“大缓和”

076 五 案例分析：2013年的温和反弹

078 六 供给与需求的双面性