



首席经济学家的思考

中国经济 是否会



“硬着陆”

China's
Economy

总顾问◎樊纲 总主编◎毛增余

A Hard Landing?

精英的碰撞 观点的盛宴



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



首席经济学家的思考

中国经济是否会 “硬着陆”

China's 总顾问◎樊纲 总主编◎毛增余
Economy A Hard Landing?

精英的碰撞 观点的盛宴



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济是否会“硬着陆”/总顾问樊纲, 总主编毛增余

北京: 中国经济出版社, 2013.3

(首席经济学家的思考)

ISBN 978-7-5136-1605-8

I. ①中… II. ①樊…②毛… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 046070 号

责任编辑 彭彩霞

责任审读 霍宏涛

责任印制 常毅

封面设计 任燕飞装帧设计室

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 11.25

字数 170 千字

版次 2013 年 3 月第 1 版

印次 2013 年 3 月第 1 次

书号 ISBN 978-7-5136-1605-8/F·9345

定价 40.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

《首席经济学家的思考》书系

策划编辑团队名单

总顾问：樊 纲

总主编：毛增余

总策划：毛增余 姚 广 付 鹏

白 琳 彭彩霞

采访部：白 琳

编辑部：彭彩霞 赵先卫

《首席经济学家的思考》书系 出版前言

英国女王曾诘问全球的经济学家为什么没能预测到2008年的次贷危机。但彼得·希夫(Peter Schiff)却认为自己是少数精确预测到2008年金融危机的经济学家之一。作为奥地利经济学派的坚定拥趸,他还不失时机地把其他经济学派贬损一通:“只有奥地利经济学才是科学,其他的经济学都不过是科幻小说。”

尽管偶有经济学家声称预见到了这次金融危机,但危机爆发前却没有得到足够重视,个中原由有二:一是对金融危机有预判的是少数非主流经济学家;二是悲观声音从来没有停止过,以致所有理性预判的意见也被当成“狼来了”的疲劳轰炸。经济学家从来不缺席各种预测,但真正科学意义上的预测又有几何?可以说,人们对经济学家的预测已经麻木了。所以,没有预测到危机的不必沮丧,预测到的也不必骄傲。对于经济学家群体来说,重要的不是能否预测到重大经济事件的发生,而是如何让别人相信你的预测。人们总是怀疑经济学是不是科学,与经济学家们经常预测失准以及相互攻讦有很大的关系。经济学家们不愿意“团结在同一面旗帜之下”,特别是在政策主张、经济前景预测方面,他们很少用同一个声音说话。

其实,经济学是一个十分庞杂的体系,领域众多,学派纷纭。同时,作为一门显学,作为社会科学“皇冠上的明珠”,经济学又有一定的专业壁垒。在纷繁复杂的世界里,面对众说纷纭的各种经济学观点,领导经济的各国政府如果没有专家襄助,很容易犯外行领导内行的错误;但如果只依靠某些“内行”,也容易犯偏听偏信的错误。为了增强决策的科学性,世界各国政府都

拥有自己的经济学智囊团,这些团队里往往还有一个带头人,这个带头人就是“首席经济学家”。

除了各国政府外,一些大型国际组织、金融机构,甚至包括民间机构和行业协会,都设有类似的“首席经济学家”的位置。

当然,首席经济学家的职责不是冥思苦想如何预测下一次危机甚至世界末日什么时候到来,而是如何帮助所服务的机构做好常规的经济决策。但即使面对的是诸如下一年度世界经济能以什么样的速度增长、经济面临的主要风险是通胀还是通缩等具体问题,经济学家们的观点也是五花八门。即使这样,也并不意味着经济学家是一个很靠谱的群体,更并不意味着社会可以不需要经济学家的指导。事实是,在多数情况下,经济学家们的观点都是相当一致的。只是人们更愿意看到他们的分歧,对相同的观点,人们没有兴趣,而习惯于把所有的注意力都集中在那些分歧上。所以,关键不在于经济学家说什么,而在于别人注意什么。

既然社会都对分歧有需求,经济学家们就会不遗余力地供给自己独特的见解。在创新成为“显词”的时代,与众不同当然价值不菲。于是我就有了这样的想法:把若干首席经济学家针对某些特定问题所发表的观点集中在一起,听听看看他们之间到底有什么不同,也许对政府机构、金融机构,甚至民间组织、企业、个人投资者会有特别的启发。实事求是地讲,兼具前沿经济理论和丰富实践经验的各大机构的首席经济学家有一般经济学家所不具备的独特优势,他们的视角和观点,对各国政府和各类机构把控全球经济未来发展的航向,对社会各界投资、生产、经营、消费等商业活动都会有比较稀缺的指导价值。

带着这样的想法,我开始策划《首席经济学家的思考》书系。

这样的想法在我的脑海里已经盘旋了将近十年,可惜一直没有“落地”。感谢樊纲教授的鼓励和支持,他愿意担任这套书系的顾问。同时也要感谢银河期货首席宏观经济顾问付鹏先生、中国商报的记者白琳女士,以及银河期货公司的赵先为先生、中国经济出版社的彭彩霞女士,通过与他们多次“头脑风暴”,终于将《首席经济学家的思考》书系的首辑主题定位于《中国经济是否会“硬着陆”》。当然,“经济硬着陆”这样的提法本身并不是很严

谨的,仅是一种借用的说法,可以理解为短期内经济增长速度有较大幅度的下降(至今没有发现学界对“硬着陆”有明确的定义);当然,第一辑的可替代书名还可以用“中国经济触底回升了吗?”或“中国经济再启航”等。本书最后得以出版,还要感谢上海易贸集团对我们工作的热情帮助。

书系的第一辑得到了各大金融机构的首席经济学家(首席顾问)的大力支持。他们围绕中国经济是否已经触底回升、2013 年度及中长期中国宏观经济的走向等主题发表了具有代表性的观点。海通证券首席经济学家李迅雷表示目前人们对中国经济结构存在误判,投资被高估了,而消费则被低估了,通过投资与消费的再平衡,可以增大中国的经济增长潜力;野村证券中国首席经济学家张智威认为,我国中长期潜在增长率存在放缓趋势;高盛/高华中国宏观经济学家宋宇认为应该用改革的手段防止经济滑入谷底;摩根士丹利大中华区首席经济学家乔虹则认为,经济还处于下行阶段,接近底部了;而上海易贸研究中心首席专家钟健先生及其研究团队则对国际油价脱离供求决定的怪现象作出了合理的解释,并预言中国经济不会“失去”,只是复苏成本将居高不下;星展银行大中华区首席经济学家梁兆基认为如果通过宽松货币政策来刺激经济,将会增加中国经济硬着陆的风险;中国国际金融公司首席经济学家彭文生说短期经济企稳仍然要依赖基建投资;安信证券首席经济学家高善文说中国经济将会“U”形复苏;国泰君安证券宏观债券首席研究员姜超认为,产业内迁将继续推动中国经济增长;民生证券研究院副院长管清友则提交了一份 2013 年的中国经济报告,强调通过新“四化”新周期来走出衰退;银河证券首席经济学家潘向东还是觉得中国经济在中期已经遇到瓶颈,必须依靠改革来带动长期发展;银河期货首席宏观经济顾问付鹏在对 2013 年度的展望中认为,中国经济将以“N”形走出复苏之路。

我们对首席经济学家的采访完成于 2012 年第三季度和第四季度,多数情况下采用一问一答的形式来呈现他们的观点,也有的直接将他们的研究成果以论文的形式“原汁原味”地“直供”读者。这些首席经济学家尽管都开展了独立研究,但基于话题的专注性,他们的观点有很多交集,更有不少是针锋相对的。比如涉及中国经济复苏将以何种态势呈现,至少有三种不同

观点：“U”形、“L”形、“N”形；涉及货币政策时，也有应该放松与不该放松之争；在启动经济的“三驾马车”中，投资比重到底是高了还是低了，分歧明显；沿海产业该不该内迁，结论大相径庭……可以毫不夸张地说，在《首席经济学家的思考（一）——中国经济是否会“硬着陆”》一书中，首席经济学家们为我们准备了一席“观点盛宴”，让我们用“杜绝浪费”的精神细细品尝吧。

毛增余

2013年1月25日

目 录

01	消费与投资的再平衡增大中国经济增长潜力 李迅雷（海通证券首席经济学家）	1
02	经济短期企稳 中长期潜在增长率放缓 张智威（野村证券中国区首席经济学家）	23
03	政策防止滑入通缩 尽快进行深层次改革 宋 宇（高盛/高华中国宏观经济学家）	33
04	中国经济改革应围绕综合竞争力 乔 虹（摩根士丹利大中华区首席经济学家、董事总经理）	45
05	2013 年油价走势 “疯狂” 还是 “温和” 钟 健（上海易贸商品信息研究中心首席专家、新华社特约分析师）	59
06	中国经济远未 “失去” 但复苏成本将居高不下 钟 健 胡文娟 于志丹（上海易贸商品信息研究中心）	71
07	中国经济再启航的探讨 梁兆基（星展银行大中华区首席经济学家）	81
08	短期经济企稳仍然依赖基建投资 彭文生（中国国际金融有限公司首席经济学家）	91
09	中国经济未来将呈现 U 形复苏态势 高善文（安信证券首席经济学家）	99
10	产业内迁继续推动中国经济增长 姜 超（国泰君安证券宏观债券首席研究员）	107

11

新“四化”新周期 走出需求收缩型衰退

115

管清友（民生证券研究院副院长、宏观经济研究中心总经理）

12

中期增长遇瓶颈 长期发展靠改革

149

潘向东（银河证券首席经济学家）

13

中国经济回顾及 2013 年展望

163

付 鹏（银河期货首席宏观经济顾问）

海通证券首席经济学家——

李迅雷简介

李迅雷现任海通证券首席经济学家,主管研究所及机构业务,享受副总裁待遇。2008年当选为上海市第十三届人大常委会委员,上海市人大财经委员会委员。同时,他还是九三学社上海经济委员会副主任、中国证券业协会证券分析师委员会副主任委员。



作为最早从事国内证券市场研究的人士之一,李迅雷在业内颇具影响力,如2004年被世界金融实验室(World Financial Lab)、《世界经理人周刊》评为“中国最具声望的100位证券分析师”(名列第三);2006年被《新财富》评为年度券商研究机构“杰出研究领袖”;2007年再度获某媒体评选的“金牌领队”奖。2010年荣获“第一财经金融价值榜”最佳预测分析师(中资机构)TOP5殊荣。

李迅雷先生加盟海通证券之前,曾出任国泰君安证券总经济师、首席经济学家等职务。

消费与投资的再平衡 增大中国经济增长潜力

李迅雷

(海通证券首席经济学家)

核心提要:中国经济结构存在误判,投资被高估,消费被低估;高储蓄率源于政府、企业和高收入群体,中低收入群体储蓄率并不高,边际消费倾向的差异是内需不足且通胀不显著的原因;实物投资高收益时代已近终结;区域振兴政策已成“普惠制”,均衡发展战略难以推动产业转移,大多数中西部地区不具备产业转移的承接力;对城市竞争力和投入产出比进行评判,产业转移和升级应在具有竞争力和规模经济的区域开展(主要集中在东部)。

问:转变经济发展方式是上上下下谈论最多的话题之一,当今对经济结构的共识是过度依赖投资而内需不足。从已公布的官方统计数据看也的确如此,拉动 GDP 增长的“三驾马车”中,投资总是一马当先,而高储蓄率也支持这种投资拉动模式的持续。但是您此前似乎对这种看法提出过异议,您认为把这些关键指标系统地做一个相关性分析,会发现彼此之间的逻辑关系错乱。能给我们详细说说您的看法吗?

答:确实,从官方数据来看,过去十年大部分时间里资本形成对 GDP 的贡献均超过最终消费,即中国经济增长一直靠投资拉动。但是我们对固定资产投资增速与 GDP 增速之间进行一致性分析,发现自 2004 年起投资增速与 GDP 增速之间发生了明显的背离现象,从 2004 年到 2009 年,投资增速大致稳定在 25% 的水平, GDP 却是一路高歌。既然大家普遍认为中国经济是

靠投资拉动的,那么固定资产投资增速与 GDP 的背离现象就足以引起人们对投资规模数据可靠性的怀疑了。

若从增量资本产出比(ICOR,反映投资效率指标)看,1994 年大约为 1.955,到了 2009 年已经达到 6.09 了,甚至在 2011 年达到了 7.05 的水平了,也就是说,增加 1 元钱的 GDP,原本只要 1.955 元的投资,现在则需 7.05 元投资。这当然可以解释为边际投资效率的降低,但是否也可以解释为投资的“水分”越来越大呢?虽然说土地购置成本的上升等价格因素也是造成固定资产投资增速虚增的原因,但即使用扣除价格因素后的实际增速来考察,也同样会发现固定资产投资规模有虚增嫌疑。

再从投资过程的实物投入看,绝大部分的固定资产投资项目,都需要用到钢材和水泥,即钢材和水泥在固定资产投资规模中占一定比例,假如这个比例恒定的话,那么固定资产投资规模增加 10%,钢材和水泥的用量也应该增加 10%。然而,从统计数据看,2004—2011 年螺纹钢消费量平均增长率为 15.96%,但扣除价格因素之后的同期固定资产实际投资平均增速为 22.78%,每年平均竟相差 6 个多百分点,说明螺纹钢消费量并没有随固定资产投资的增长而同步增长,其在固定资产投资的中占比越来越小。如 2010 年螺纹钢消费量同比只增长 13.12%,但同期固定资产投资实际增速为 20.89%,超过螺纹钢消费量增速 7 个百分点。而更能说明问题的是水泥,因为水泥的保质期较短,不宜储存或对外出口。据统计局数据,2001 年全社会固定资产投资额中每亿元所含的水泥产量为 1.7 万吨,而到了 2011 年,每亿元所含的水泥产量仅为 0.67 万吨,按普通硅酸盐水泥价格涨幅计算的话,即便考虑过去 10 年水泥的价格上涨因素,也要比 10 年前减少了一半左右。

钢材和水泥产量实际增速远低于固定资产投资增速,这就说明,固定资产投资规模统计存在高估可能。之所以出现高估的情况,无非有三个主要路径:项目转包、统计报表虚报和偷工减料。项目转包是目前非常常见的现象,每转一次,就可以提取一定比例的管理费,如果转包 5 次,或许实际发生的工程费要比计划少掉一大半。此外,有些项目中存在虚报价格、从事关联交易的财务欺诈行为的可能性;还有些申报项目为能获批而支出的公关费用、招标过程中发包方得到的回扣等支出,往往也计入工程款项而被统计入

固定资产投资中。至于在偷工减料方面,把钢筋拉长拉细以降低成本等,更是屡有所闻。

2011年7月审计署发布了2010年审计署绩效报告,在报告中提到“截至2010年6月底,全国审计机关共对京沪高速铁路等已投入资金1.9万亿元的5.4万个投资项目实施了审计或审计调查。通过审计,核减工程价款和挽回损失、节省工程投资283亿元,占相关项目投资总额的3.5%”。由此,我们认为固定资产投资至少被高估了3.5%,当然,被审计出来的部分只是冰山一角而已。

另外,若固定资产投资被高估,那么被高估部分肯定会有流向。我们将新增固定资产投资增速与澳门博彩业收入增速以及内地奢侈品消费增速进行了比较,发现两个结论:(1)博彩业收入增速与内地奢侈品消费增速之间存在很强的正相关关系,这很容易理解。(2)内地奢侈品消费增速或博彩业收入增速约滞后固定资产投资增速两年,后期也呈现同步性加速迹象,印证了我们“部分高估的灰色投资需要阳光化”的判断,对这种关系的解读是部分被高估的投资已有部分变为居民的灰色收入,其中一部分流向了博彩业和奢侈品市场。

投资被高估,不仅在统计上需要重新评估中国经济的增长模式,而且也需要对居民收入进行重估。因为国家统计局“居民人均可支配收入”数据是抽样调查数据,存在误差。由人均可支配收入乘以人口数测算的居民可支配收入总额必然也存在误差。我们认为长期以来居民可支配收入是被低估的,因为从长期看,收入应该等于支出,假定一年内居民新增支出也大致等于新增收入,那么,就可以估算出该年份的居民实际可支配收入,若减去国家统计局公布的居民可支配收入抽样调查数据,就是低估的部分。

这里所指的支出,其含义是经济学上的消费加储蓄,即广义支出,包括年内新增的消费、新增居民储蓄、居民在股票、债券和基金及银行理财产品、保险费用的净支出,还有购房投资及房贷还本付息等方面的净投入,以及固定资产投资等。根据这一方法,2008年居民可支配收入总额被低估约4.7万亿。

如今,我们又发现了一个更便捷的估算方法。《2010年中国统计年鉴》

中有 2006—2008 这三年的“资金流量表(实物交易)”,显示 2006 至 2008 年住户部门可支配总收入分别为 12.9 万亿、15.66 万亿和 18.24 万亿。这是统计局以联合国 1993 年版国民经济核算体系(SNA)为模式确定的核算方法所得出的数据,其基本原理类似于会计中的“有借必有贷”的平衡算法。这里所谓的“住户部门”,也包括一般居民之外的个体工商业者,这与国家统计局抽样调查中的“居民”涵盖范围是一致的。

如果把 2006—2008 年国家统计局城乡居民人均可支配收入抽样调查数据,分别乘以城乡常住人口,则可以推算出 2006—2008 年中国居民可支配收入总额分别为 9.48 万亿、11.32 万亿和 13.20 万亿。与上述资金流量表的数据相比,分别相差了 3.42 万亿、4.34 万亿和 5.04 万亿。也就是说,国家统计局修正后的 2008 年居民可支配收入总额要比原先公布的抽样调查结果高 5.04 万亿,也高于我们之前的估算。

虽然国家统计局要到 2013 年才会公布 2011 年的“资金流量表(实物交易)”,但根据已经公布的 2011 年城乡居民人均可支配收入(抽样调查结果),可以推算出 2011 年中国居民可支配收入总额约为 19.65 万亿。由于 2008—2011 三年居民可支配收入(抽样调查结果)累计涨幅为 51%,可推算出 2011 年的实际居民可支配总收入可能达到 27.54 万亿,即低估了 7.89 万亿,相当于居民可支配收入占 GDP 的比重从 41.8% 提升至 58.6%,该比重或许可以化解长期被大家诟病的“居民收入占 GDP 比重过低”的困惑。

居民可支配收入被低估,可以从逻辑上推断全社会消费能力被低估。统计年鉴中与消费有关的科目主要包括:社会消费品零售总额和 GDP 支出法下居民消费支出。

首先看社会消费品零售总额。社会消费品零售总额按产品分类包括商品零售、住宿餐饮零售和其他类(如部分制造业零售、汽油、化工品等),其中商品零售和住宿餐饮与 GDP 支出法下居民实物消费支出可以近似替代,社会消费品零售总额中的其他类不在 GDP 消费核算之内。社会消费品零售数据大多通过联网直报形式获得,准确性较高,而且企业虚报和少报动力并不大。

再看 GDP 支出法下的居民消费支出,居民消费支出分为实物消费支出

和服务消费支出(教育、医疗和旅游等)两部分,主要根据《城市和农村居民家庭情况消费支出调查》来估算,同时参考了行业内部数据,如金融服务支出等。由于家庭调查数据与真实居民消费之间存在着较大的误差(影响因素包括样本选择技术、对于自有商品的定价、对服务业的统计不健全、有些家庭不愿意如实报告消费支出等),因此 GDP 支出法下居民消费支出数据也会面临家庭调查数据一样的误差,这需要我们进行一定的修正。

GDP 支出法下的居民消费支出比社会消费品零售总额更能反映我国居民综合生活消费水平,但有很多被低估的成分。我们采用化整为零的方法,尽量还原真实的居民消费支出。首先,用社会消费品零售总额(商品、住宿和餐饮零售部分)增速对支出法下实物消费支出增速进行修正,得到支出法下真实的实物消费支出,从而计算出被低估的实物消费支出。其次,根据服务消费的细分类,找到各项服务消费可能被低估的比例,从而大致判断出统计范围内被低估的服务消费支出。最后,将两者结合就可以得到居民消费支出总体被低估的数额,进而可以得到居民消费对 GDP 贡献被低估的比例。

居民实物消费被低估,其中高端消费品被低估幅度较大。在实物消费中食物和衣着等低端消费品被低估幅度较小。主要被低估的领域存在于珠宝首饰、化妆品类及奢侈品等消费中,这部分消费在支出法项目下被归为其他类支出,从数据看这类占比非常少,明显看出是被低估了的。

把社会消费品零售总额(商品、住宿和餐饮零售)增速与支出法下实物消费增速进行比较,会发现自 2007 年以来支出法下消费增速明显低于社会消费品零售总额的增速,有理由相信零售数据的可靠性,因为零售数据大多是通过企业联网直报形式获得,准确性较高。那么 GDP 支出法下的实物消费支出出现明显被低估现象,而且这种低估的规模在逐步拉大。我们用社会消费品零售总额(商品、住宿和餐饮零售)增速对支出法下实物消费支出增速进行修正,得到支出法下的真实实物消费支出,从而计算出被低估的实物消费支出,根据我们的测算,从 2005—2010 年实物消费被低估的数额依次为:1586 亿、1588 亿、0 亿、2071.1 亿、4552.2 亿、6568 亿元。被低估的实物消费支出占支出法下实物消费金额的 4%—10%。

服务性消费支出被低估的可能性同时存在,并高于实物消费支出。仅

