



解开中国再平衡的谜团

市场力量会遵循“自然”轨迹。

中国中部湖北省的市场上工人正在运送钢管。

Jonathan Anderson

在过去的一年里，全球经济事件的观察家们一直在谈论一个罕见的现象，东道国美国内阁的官员和他们的中国伙伴打着“中美经济对话”的旗号，开始了一系列更具吹捧意味的会议。这一官方项目涵盖了很多主题，包括市场准入、知识产权保护、美国出口控制和投资担保；但是，准确地讲，这一项目的实际议程是一直以来存在的美国与中国的双边贸易赤字和中国大陆在全世界范围普遍存在、并且还在加剧的贸易顺差问题。换句话说，代表团讨论的重点是中国经济的再平衡问题，这个话题也是很多中国观察员近几个月一直在提出的问题。

但是“再平衡”到底意味着什么，如何才能取得“再平衡”？这决不是一个简单的问题，因为中国是世界上最独特和令人难解的经济体之一——此外，如事实发展的那样，在这个问题上如果按常规的思路思考可能会被误导。

接下来会发生什么？

这是最根本的问题。一方面，在过去的3年里，中国的贸易和经常项目的顺差快速增加——2007年上半年大约是GDP的10%，2004年只有3%，2000—2003年大约是2%。另一方面，投资总额占经济的比重在同

期内也有所上升，从本世纪初占GDP的大约35%增加到43%，创下历史新高。

这是50年来经济学家第一次看到这样的情景。通常来讲，投资比率的急剧增加会导致经常账户赤字；拿东南亚的例子来说，急剧增长最终造成了亚洲金融危机的爆发。反之亦然，20世纪80年代中期，日本和中国台湾省大量的贸易顺差主要归咎于内部投资比例的减少。这种规律性在世界上很多新兴市场一遍又一遍地得到验证，但是除了中国。在中国，投资率增长和经常项目顺差的飞速增加同时发生。

接下来会发生什么？根据理论，如果两者比率都在增加，那么国内储蓄率势必增长得更快，这意味着接下来国内消费占GDP的比例就会降低——而且还是急剧下降。果真如此，官方公布的数据显示中国总的消费支出从本世纪初占GDP的60%以上降到今天的50%左右，家庭消费创下了仅占GDP的37%以下的记录。这是整个亚洲最低的比率，也可能是新兴市场国家中最低的。

很明显，事情不仅仅是这个充满活力、快速发展的大陆国家出现了一点小“紊乱”，从上面陈述的现象中我们可以得出明显的结论，疲软的消费是造成这些问题的罪魁祸首。这意味着，要解决中国国内和外部的不平衡，迫切需要采取措施来推动消费支出，这是恢复平

衡发展的惟一推动因素。

简要地说来，这是由不同事件得出的一个共同看法。但是，如事实表现的那样，还有很多很好的理由来质疑这种看法，如果更仔细地研究宏观经济数据，事实上可以发现真正的问题出在别的地方。在本文中，我会说明家庭消费不是最主要的问题，事实上，大量的过度储蓄来源于中国企业在世界其他市场上“抢夺”来的市场份额和利润。而且，这种不平衡现象是暂时性而非结构性的问题，经济已经开始了自我调整。当然，在消费者金融领域和社会安全网络方面，中国仍需要长期的结构性改革——但是，这些不是解决目前周期性不平衡的办法。

其他的三个谜团

怎样做才能实现再平衡？我们可以先从考虑以下三个额外的经济谜团开始：

第一，如果家庭支出如此疲软，为什么感觉不到呢？官方的GDP数字显示消费远远滞后于经济总的发展速度，但是能实质上证明消费疲软的也就只有这些数字。自2002年起，零售的增长率保持在两位数，农村消费支出随着食品价格的增长也在飞快上涨，而年度城市小汽车销售量增加了两倍。中国消费者好像也并非处在“受制于杠杆”的状况下，从前10年之初开始，抵押贷款和汽车融资的增加就明显导致了家庭总债务大量增加。

第二，如果中国存在如此之多的过度投资，那为什么利润没有下降？有关投资的数据同样引出了刚才的疑问：投资比率的快速增长连同消费的减少，应该导致企业利润的削减和下降，但是过去5年的官方行业数据却表明企业具有很强的盈利能力。2004年以来，行业边际利润虽然有所降低，尤其是一些生产能力过剩的行业，但是与中国历史水平相比仍旧很高。

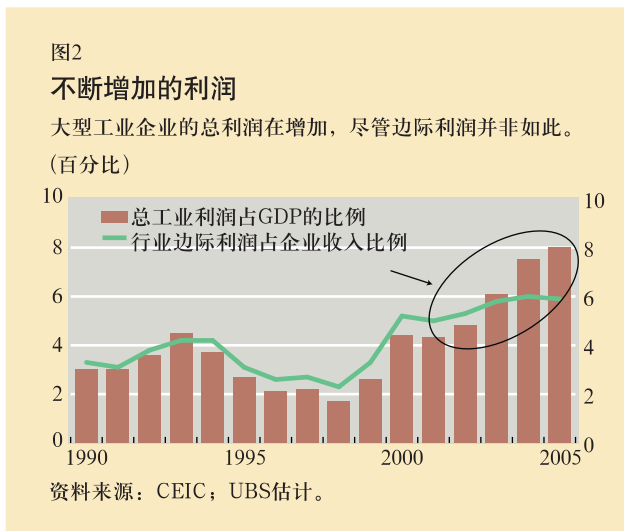
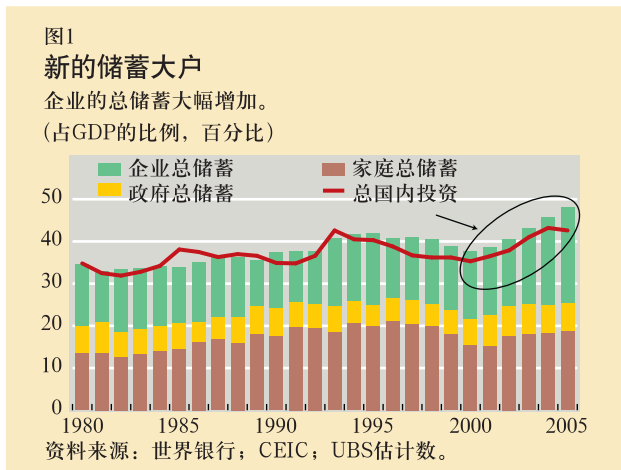
第三，如果消费者储蓄暴涨，为什么我们没有发现这些存款？到目前为止，对这个共同观点的大多数最主要的评论来自储蓄一方。毕竟，真实的消费可能高于官方GDP数字所显示的，而投资可能低于这些数字——但是过去几年内经常项目顺差的急剧增加仍意味着储蓄的巨大增加，任何关于中国经济不平衡的合理解释都必须说明这些储蓄从何而来。

我们只能解释的是，这些储蓄不是来自家庭。银行系统的数据显示，自前10年开始，家庭在存款总额中的比例下降了，取而代之的是企业存款比例的上升。这一点得到了基金流量估算值的证实，同时这一估算值也表明，尽管家庭和政府储蓄率普遍较高，但过去5年里，两者比率的变化都非常微弱。实际上，推动中国近几年来“储蓄潮”的实际因素是企业。据估计，自前10年开始，企业总储蓄率暴涨近7个百分点（见图1）。

企业，而非家庭

我们是说过去几年里中国不平衡的突显——贸易顺差的大量增加以及相对于中国大陆已经很高的投资水平而言的国内储蓄隐性的急剧增长——不是疲软的消费引起的。事实上，大量的证据表明中国企业和法人机构存款的增加是诱发这些问题的根源。

从理论上讲，企业总存款等于总利润——准确来说，是企业赚取的可用于投资或向所有者分配的所得——企业边际利润依然很高，但是在过去的5年里相对稳定，甚至有所下降。然而，企业边际利润和经济中总的利润额有很大的差别，后者说的是不同的问题。自2002年以来，在关于大型中国工业企业的边际利润和总利润额在GDP中的占比两者的相对评价上存在明显的分歧。总利润额占整个经济的比例飞速增加（见图



2)。如果算上规模较小的制造企业和服务业的利润,很容易发现企业如何导致了中国的储蓄的暴涨。

是什么导致了过去几年里企业边际利润和总利润的脱节?答案是行业销售量的猛增。20世纪80年代和90年代的大多数年份中,产业销售收入和GDP之间存在着稳定的关系,但是,自2002年起,产业销售收入占GDP的比例突然开始猛增,到2005年,这一比例已经从90%增长到令人惊讶的140%(见图3上部分)。更有甚者,这还不是跨境增长;事实上,这种增长几乎全部集中在重工业部门。

重工业生产的增长明显快于国内对工业品需求的增长(见图3下部分)。当然,中国轻工业产品和电子产品的贸易顺差也有所增长,但是对贸易顺差的增长起最大作用的单一原因是重工业部门,像钢铁、原材料、机械和化工这些行业贸易地位的突然转变。

真实情况

就像我们解释的那样,中国经济不平衡的真实状况与消费基本无关,几乎全部是因为大规模的储蓄从国外转移到了中国大陆的企业。因为创造了过度的国内生产能力,重工业企业通过在国内和海外两个市场抢得巨大的市场份额来有效地利用世界上其他国家的储蓄。所以,与其说是一种长期的结构性不平衡的反应,还不如说是周期性循环带来的震动来得更准确。

我们来看看它是怎么发挥作用的。从2001年到2005年,中国在建筑和机械相关行业的投资方面经历了一个高度繁荣的时期。2004年,随着紧缩性宏观经济政策的实施,国内需求开始下降,按常理来讲,这会刺激这些部门的生产减少,利润降低,但是这些行业的主要企业却能够通过“抢夺”在本地市场海外供应者的市场份额,或者提高他们本身的出口量来消化生产能力的增加。这样一来,进口增长率会大幅下降,而出口会飞快上升——也就是说,贸易顺差会快速增加。发展过热的几个部门的边际利润的确在下降,但是市场份额的增加使得企业在国内市场的利润总量上创下了新高,边际利润也比其他方式可能创造的边际利润大,这反过来又进一步促使整个经济中整体企业边际利润份额增加。这揭示了第二个大谜团:尽管投资与GDP的比率创下了新高,但为什么我们没有看到收入和利润承受着更大的压力。

净出口对总体增长水平罕见的推动作用也是与国内需求相关的GDP上升的原因,从而也“人为地”降低了消费在整个经济中的比例。这有助于理解第一个谜团:为什么各种消费指数在上升而官方公布的家庭消费比例在下降。

解决再平衡问题的一些通行方法

所以,简而言之,以下就是中国宏观经济不平衡的运行模型:重工业部门周期性的投资过度,通过贸易调整增加市场份额,最终导致国内企业的储蓄上升。现在,以这个模型为基础,可得出多种不同的解决不平衡问题的办法。

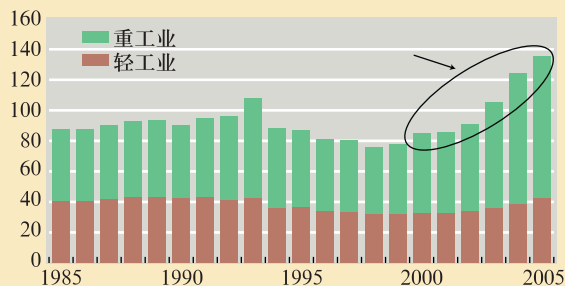
促进家庭更多的消费。这种观点可能是中国分析家和金融出版物中最普遍可见的一种解决方法。但是,这未必就讲得通。以国际的标准衡量,中国家庭的平均储蓄率的确较高,但是较高的结构性储蓄和周期性过度储蓄之间有很大的不同。较高的结构性储蓄部分是由于家庭本身的原因造成的,这是中国经济结构性投资和增长速度较高的主要推动因素。在经济周期中,储蓄率降低将会使平均投资率降低,进而提高结构性的资金回报率,但同时它也将抑制GDP和收入的增长。对中国来说,这是否是最理想的结果,还有待商榷。而且,周期性的过度储蓄更多是企业法人事务而非消费者的事情,现在简单地通过刺激消费来减少贸易顺差,而没有解决目前不平衡的根本影响因素,则会使已经发展

图3

重工业的发展

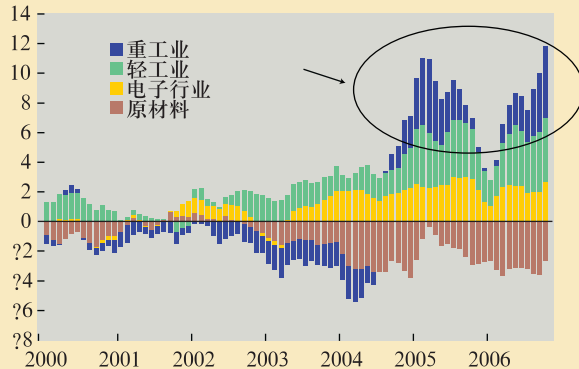
重工业造成了销售量的大幅上涨……

(工业销售额占GDP的比例,百分比)



……这促进了贸易顺差的增长。

(对贸易余额变化的贡献,十亿美元)



资料来源:CEIC;UBS估计。

过热的经济偏离正常水平。

减少企业和政府储蓄，重新将资金转向家庭。很多经验丰富的经济专家认识到这些误解，并将关注的重点转向解决中国经济不平衡的系统性问题上：减少中

“从理论上讲，大规模进行重新估价可能会比较好，但是就目前而言，这么做实际上是行不通的。”

国源于国有企业红利支出带来的过度投资这种结构性倾向，通过银行体系的市场改革引入更加严格的预算审批限制，指导将地方政府投资项目的剩余资金投入为中国家庭设立的社会安全保障体系中（见“中国再平衡行动”，第27页）。这才是真正的再平衡，从某种意义上讲，这不仅可以将政府和企业的储蓄转向家庭，同时也减少了会促进不恰当行为的系统性因素。以上所有办法都已经逐渐被提上了正式的政策议程。但是，还有一个小问题。这些政策本质上都属于长期措施，它们的目的更多是为了防止下一轮周期性储蓄和投资的失衡，而非解决目前遇到的失衡问题。

合并重工业。政府应该立刻采取措施，通过关闭边缘企业，选择一些重工业进行合并的手段来削减行业性生产能力过剩吗？通过减少与需求相关的国内供给和扩大进口，这种方法可以降低企业储蓄水平，并促进贸易平衡。虽然在理论上这是一个好主意，但实践证明，这种方法执行起来没有效果。中央政府曾试图限制新的投资，并将钢铁、铝、水泥、汽车以及其他一些行业中现有的厂商合并起来，但是过去的三年里，几乎没有看到任何成功的迹象，也没有任何现象表明继续下去会有根本上的变化。

让人民币自由浮动。汇率在中国不平衡中所起的作用可能是目前理论政策研究中讨论最热烈的话题之一。最普遍的一种观点是，汇率调整作为一种再平衡的手段，中国大陆的外部盈余无疑使其作用变得微乎其微。如果严重的贸易平衡问题反映了结构性的消费疲软和家庭过度储蓄，那么依靠人民币升值来解决不平衡问题的效果就不是很明显。另外一种解释是贸易顺差是因为明显的货币低估造成的，但是出于同样的原因，这种解释总的来说也无法合理地说明结构性的货币低估如何导致总的国内储蓄突然大幅的增加。

与这两种看法相反，将不平衡的原因集中在周期性生产能力过剩所起作用的观点解释了中国贸易调整的速度和规模以及总储蓄的大幅增长的原因，同时还阐明了汇率起到的作用。货币低估与过度投资和生产

能力增长的关系不大——但是，人民币的坚挺在促进政府面对目前所处的贸易顺差而进行分析调整时，仍能起到重要的作用，可以促使大家购买海外重工业产品供应商的东西，加速与进口产品竞争的制造商中那些利润较低的厂商的退出，并通过此过程，减少国内企业储蓄。

从理论上讲，大规模进行重新估价可能会比较好，但是就目前而言，这么做实际上是行不通的。到目前为止，名义汇率的逐渐坚挺没有对贸易平衡或企业边际利润带来任何可见的影响，政策限制也是阻止人民币汇率发生大规模变动的主要障碍。

自然的再平衡

因为不可能实行快速的汇率调整，所以只剩下“真实的”短期再平衡。目前的趋势是未来几年内企业收入和贸易顺差极可能回复到更加可持续的水平，这种趋势意味着生产能力的过度增长将慢慢结束，随之而来的将是净进口需求的恢复，整体GDP增长将放缓。这也就取得了真实的短期平衡。

首先，生产能力的过度扩张在慢慢结束。这不是因为政府政策的缘故，而是正常市场力量作用的结果——利润靠不寻常的强势市场份额在支撑，但是一些重要的生产能力过剩的行业，如汽车、钢铁和工业原材料行业的利润仍旧不断下降，从而导致这些行业的投资支出开始下降，这有助于阻止过去5年里启动的建立庞大的工业生产能力的势头。

就像目前发生的那样，贸易顺差应该已经到达了顶点，并最终开始下降，甚至在上列出的某些行业，中国已经转变成一个净进口国。中国企业在开拓海外市场或替代本土的进口市场份额时会遇到很多限制；多数成功的行业是类似的、商品化的原材料行业，像钢铁、水泥和铝；而另外一些行业，像机械设备，投资和利润受国内条件的影响程度相对较深。

最后一个含义是GDP增长速度的减缓。多数人实质上会赞同这种观点，随着消费的增加，国内支出的增长速度也会加快。但事实是，没有任何一种可行的方法能维持中国GDP以10.5%或11%的增长速度平衡地发展。中国结构性上可持续的实际增长率大约是9%，中国经济必须回复到这一水平。真实的再平衡过程涉及更多的是投资的减少和净出口的下跌，而不是城镇消费的进一步增加，这也是目前为止本世纪最初十年结束时最可能出现的情景。

Jonathan Anderson, UBS（瑞士联合银行）亚太经济主管。