



北京王府井一家百货商场外的购物者和行人。

Jahangir Aziz 和 Steven Dunaway

在过去的20年间，中国为世界GDP贡献了大约2万亿美元，创造了1.2亿个新的工作机会，帮助了4亿人脱贫。这是一笔巨大的数目——相当于每年增加一个经济规模与葡萄牙相当的经济体；每年创造的新的工作机会与澳大利亚总就业人数相当；脱贫人数相当于埃塞俄比亚、尼日利亚、坦桑尼亚和赞比亚几个国家的总和。近些年来，中国每年的经济增长都保持在10%以上，而通货膨胀保持在3%以下。今天，中国已经成为世界第四大经济体，第三大贸易国。

尽管取得了令人瞩目的成绩，但是海内外对中国的经济形势却越来越担忧。在今年3月召开的全国人民代表大会上，国家总理温家宝就警告说：“中国经济面临的最大问题是增长不稳定、不平衡、不协调、不持续。”更笼统地来讲，或许也是很重要的问题在于，增长步伐是不是可持续的，或者说经济机制中的不平衡是不是会减缓增长。这也是为什么中国的政策制定者开始期望能使经济实现再平衡，减少对出口和投资的依赖，使增长的原动力更多地依靠于消费的原因。

这种不平衡的根本原因是什么，

应该如何解决？这是非常关键的问题，不仅对中国而言，对世界上其他众多依靠中国繁荣而繁荣的国家同样重要。因为当中国的经济增长时，它对很多国家的经济影响都会扩大，无论通过巨大的贸易不平衡、汇率问题或者对资源和食物的巨大且不断增长的需求。有很多关于中国应采取各种政策来平衡经济的建议——甚至有意见认为作为市场力量的结果，再平衡会“自然而然”的发生（见“解开中国再平衡的谜团”，本刊第32页）。我们认为再平衡不会自动实现，它有赖于货币政策、价格放开、金融市场改革以及政府财政支出政策的改变等众多努力。

如何开始的

中国的自由化通常被分为三个阶段——1978年、1984年和1999年的三次改革——每一次改革都促使经济进一步开放。1994年的改革有三个方向：官方与市场汇率统一，并取消了对货物、服务贸易和收入在支付方面的限制；向外国直接投资开放了出口部门；国有企业（SOEs）改革。前两项改革促使出口部门转变成经济增长强

中国的经济奇迹可能处于危险中，除非可以更多地依赖国内消费。

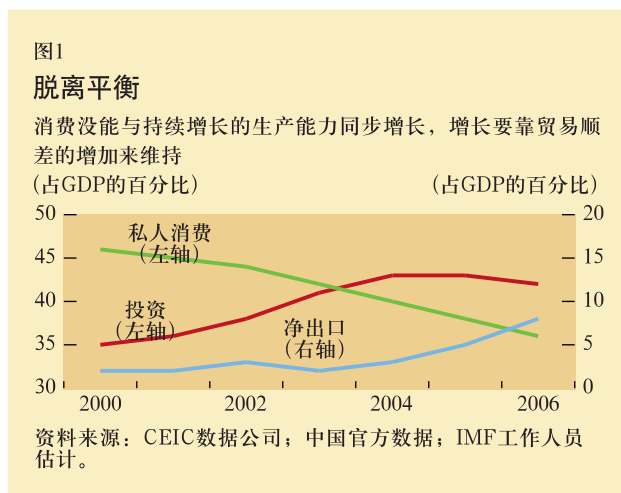
有力的推动机，而第三项改革释放了国内的企业家精神。

外国企业，包括外资和合资企业中的外方，利用中国廉价的熟练劳动力，将沿海地区变成了“世界工厂”，成为全球供应链上重要的一环。与此同时，国内企业因为不再负担高成本的社会责任，也不被要求和政府共享利润，从而开始投资新技术，快速扩张，并找到新的市场。国内的私人企业也开始发展。中央和当地政府的激励措施甚至过多——包括减免税收，审批提供廉价土地和超低的公共品价格等多种形式——这些鼓励政策有助于产品维持低成本，刺激企业将利润再投资到进一步的扩张中。

对资本的控制和不发达的资本市场限制了人们的投资选择，中国巨大的储蓄资本不得不作为廉价的融资资源，通过国有银行系统提供给这些企业。正因为此，在投资和出口的刺激下，中国取得了空前的经济繁荣。但是消费增长尤其地不能与迅速增长的投资带来的生产能力的增幅保持一致。因此，在投资在GDP中占比增加时，消费的占比却在下降，下降的比例正是贸易顺差增加的比例（见图1）。

增长加速，失衡进一步严重

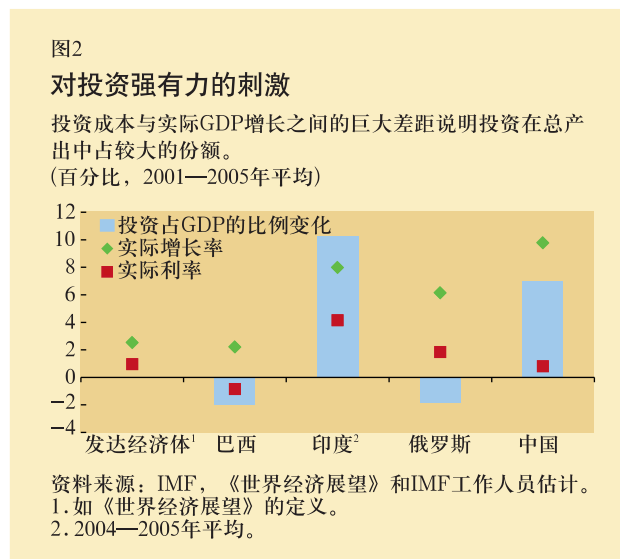
关键是，如果生产能力的继续扩张最终导致价格下降，进而造成利润减少，债务拖欠增多，投资者信心挫伤，中国的快速发展势必会减缓，甚至于大幅放慢。随着不平衡的进一步加剧，出现这种发展趋势的可能性也在增加。如果与此同时，全球的经济增长放缓，其他国家的竞争力上升，中国的企业就会发现，如果不大幅降低价格，就很难将产品销售到国外。此外，中国的贸易伙伴采取保护主义的可能性也会增加，形势会进一步恶化。



但是，今天很多经济成功增长的国家难道没有在一段时间内持续使用这种发展策略吗？事实上，以大量的国内储蓄和投资做支撑，建立在出口基础上的增长战略在20世纪90年代初的中国是适用的。这种战略也取得了举世瞩目的成功。自1990年，中国变化巨大，当时的中国只是一个刚刚开放的小的经济体，它为西方国家而进口技术先进的零部件，然后将这些组装成消费品出口到西方国家。而现在，中国2500亿美元的贸易顺差中，组装业务占不到10%。中国的出口业务已经延伸到新的、更先进的产品领域，而这些产品中，国内制造的生产资料的组成比例在进一步加大。中国已经成为很多市场的重要参与者。但是，以前扩大市场份额相对比较容易，而现在，如果要进一步扩张，中国的企业很可能必须降低价格。如果降价的幅度在很大程度上抵消了生产能力的增长，那么目前的很多投资就变得不可行，会进一步演变成未来的债务拖欠。

投资为什么高？这并不难理解。在过去的几年里，中国公司的利润大幅增加，这说明投资回报非常具有吸引力。部分原因是因为关键的生产投入成本很低——包括能源、公共资源、土地价格以及污染成本。但是可能最重要的还是资金的低成本。投资在中国GDP中所占比例接近45%，其中90%是在国内进行的融资（国民储蓄率是GDP的55%）。外国直接投资在GDP中的占比不足5%。国内银行贷款和企业利润的再投资资金满足了融资的大部分需要。而且，因为政府规定的存款利率较低，银行贷款利率也很低。

自从企业改革开始，政府不再从国有企业获得利润分红，甚至包括那些在证券交易所挂牌交易的、需要向私人持股者派利的国有企业。对这些企业而



消费水平严重滞后

中国的消费明显低于其他经济体。

(占2004年GDP的百分比)

	家庭可支配收入	个人所得税 ¹	家庭消费/ 可支配收入	劳动收入	个人消费	医疗卫生和教育 方面的政府支出	调整后的 消费 ²
美国	74	9	95	57	70	10	80
英国	66	10	98	56	65	12	77
意大利	67	...	90	42	60	12	72
澳大利亚	58	12	103	49	60	11	71
印度	84	2	76	...	67	4	70
德国	66	9	88	51	57	6	63
加拿大	58	12	96	50	56	7	63
法国	62	8	90	52	56	6	62
日本	59	8	96	51	57	5	61
韩国	54	3	95	44	51	5	56
中国	60	1	69	56	41	3	44

资料来源：OECD；CEIC；IMF工作人员估计。

注：...表示数据无法得到。

1.2003年的数字。

2.个人消费和政府医疗和教育上的支出。

言，利润要么再投资，要么放在企业户头上，而这种存款账户的利息很低。企业存款的增加正是中国总储蓄额增加的主要原因。企业存款与普通个人存款基本相等——占GDP的比例大约在23%—24%。银行贷款的低利息和留存利润使得投资基金保持了低成本。尽管中国实际GDP增长平均为10%左右，投资的实际成本却一直在1%—2%左右浮动。而在发达国家，这两者之间的差距是微乎其微的。在很多新兴市场，这种差距也是存在的，但是没有任何一个国家两者之间的差距像中国这么巨大（见图2）。所以中国的投资增长如此之快，投资占GDP的比例成为世界最高的国家之一并不令人惊讶。

资本成本不仅仅是低；尽管中国有大量的劳动

力供给，相对工资而言，资本成本还在下降。因此，就像经济学理论预测的那样，生产快速向资本密集型行业倾斜，就业机会的增加速度开始减慢。在多数国家，3%—4%的GDP增长通常会带来2%—3%的就业机会增加。但是在中国，10%的GDP增长只创造了大约1%的就业增加（见图3）。另外，汇率低估以及投资者普遍抱有的货币将会升值的预期会促使投资倾向出口和进口替代部门，这会进一步促使贸易顺差增加。

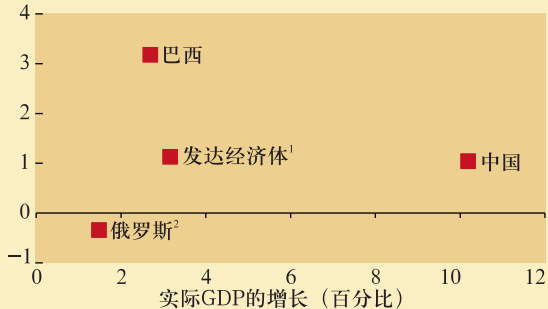
为什么消费会低？尽管自20世纪90年代初，消费一直以8%的实际增长速度增长，但是远远落后于GDP的增长。家庭消费占GDP的比例下降超过12个百分点，仅占GDP的大约40%，是世界上最低水平国家之一（见表）。在中国，家庭存款额高，近几年这一比例也有些微的增长，这解释了为什么只有约1个百分点的降低。几乎所有的下降都是因为分配到家庭的国民收入比例在下降，包括工资、投资收入和政府转移支付的收入。我们可以看到很多国家的工资比例在下降，但是在多数国家，总家庭收入还是适当有所增加，因为红利和利息收入的增加弥补了工资比例的下降。但是在中国，家庭的投资收入从90年代中期6%以上的GDP占比下降到目前的不足2%，这主要是因为存款利率较低以及对家庭资产所有权的限制（直接或是通过机构投资者）。而且，在很多国家，国有企业的利润上交政府，政府以这些利润为公众提供消费商品，例如医疗卫生和教育，以及提供给家庭的收入转移。但是在中国，政府得不到红利，因此对家庭的转移支付和在卫生及教育方面的公共支出在减少。

图3

就业机会太少

尽管GDP快速增长，就业机会的增加却很慢。

(就业增长，百分比，1992—2006年平均)



资料来源：IMF，《世界经济展望》和IMF工作人员估计。

1.如《世界经济展望》的定义。

2.1993—2006年平均。

为什么再平衡不能自动发生

解决不平衡的办法看起来非常简单：将经济增长的主要推动力从投资和出口转变为消费。有些分析家会质疑这是否是很重要的问题，他们认为正常的商业循环周期会再次平衡这种经济状况。在经济上升过程中，企业进行投资和扩张，对诸如资本和劳动力资源等的需求增加。这会增加投入成本，削减利润，抑制投资。低生产能力的公司退出会使经济增长放缓，价格趋于稳定。

“最明显的办法是同步地提高贷款利率下限、提高存款利率上限，并且允许汇率更快上升。”

但是套用在中国这个例子上，这种论点是有缺陷的。商业周期通常发生在比较发达的国家，这些国家的市场发展完善，价格能较早地提供市场信号，从而允许企业和家庭顺利地进行调整。在中国，市场发展不完善，价格不是主要市场供给和需求情况的真实反应。事实上，它们在不同程度上受到政府的影响。因此，再平衡需要政府的参与和行为，改变政策和进行改革。政策变革和改革都需要做些什么？有四个主要的步骤：

首先，提高资本成本。在不久将来，利率和汇率将成为抑制投资快速增长和银行贷款利率联动增加的关键。抑制投资是过去3年中宏观政策调控的主要目标。中国政府也曾试图通过行政手段和“指导”银行贷款多项举措直接控制投资，但是这些不是长久之计。中国必须加强依靠货币政策，通过提高资金成本来抑制投资和信用增长，这是投资迅速增长最主要的原因。但是政府也担心，如果通货得到严格管理，利率的增加会刺激资本流动，从而增加银行系统的流动性，这又要求进一步提高利率来化解这些影响。中国政府不仅设置了存款利率的最高限，同时也规定了贷款利率的最低限，并对外汇汇率进行严格管理，尽管2005年中国政府对外汇机制已经进行了改革。

最明显的办法是同步地提高贷款利率下限、提高存款利率上限，并且允许汇率更快上升。这会为紧缩性货币政策达到效果留下余地。这不仅会使资本的财务成本上升，从中期来看，强势通货还有助于抑制向出口和进口替代部门的投资，同时增加家庭收入。经济政策的目的是应该是使利率和汇率都更多地

可以由市场决定，所以正确的价格信号应该提供给投资者和家庭。

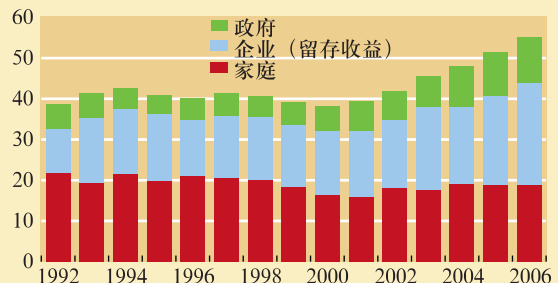
其次，放开价格。降低投资增长不只是要求货币紧缩。经济中的其他主要价格也必须反映市场状况和基础性的资源成本。在过去的几年里，政府开始提高工业用地、能源、石油的价格以及更重要地，开始引入严格的环境标准，更好地实施污染控制。政府的目标是在接下来的5年里，使单位GDP的能源使用节约20%，这一目标不仅有助于提高能源的利用率，减少污染，还能通过提高商业成本抑制投资增长。

在税收方面，政府正在统一企业所得税税率，但是还必须削弱那些过去20年内大量采取的税收和其他鼓励投资的措施，尤其要削弱是地方的鼓励程度。提高资本成本同时还要求政府对国有企业实行更好的法人治理，包括要求盈利的企业上缴红利作为财政预算的一部分。政府制定了一个试点计划，要求2008年一些国有企业向财政支付红利，红利从1994年开始算起。这是迈向正确方向的第一步，但是还需要进一步推广，尤其应该包括上单企业，他们应该向政府派分和私人股东一样多的红利。

第三，改革金融市场。一方面政府的法人治理不严使得国有企业累积了大量的储蓄，另一方面私人企业，尤其是中小规模的私人企业，由于不发达的金融媒介限制了他们从银行取得贷款，同样积累了大量的储蓄（Aziz, 2006）。21世纪初期，中国开始了轰轰烈烈的银行改革计划，在清理拖欠贷款、调整银行资金、向外国机构和竞争对手开放金融市场方面取得了实质性的进展。但是，由此而来的是，银行开始变得保守谨慎——因为脆弱的内在风险管理和风险定价体系——它们牺牲了私营和个人的利益，继续向拥有大量现金的国有企业放贷，贷款数额甚至

图4
对金融改革的需求

私营企业和家庭的投资和主要支出正不断转成储蓄。
(储蓄，占GDP的百分比)



资料来源：CEIC；中国官方数据，IMF工作人员估计。

更大。因为资本市场——债券和股票——同样脆弱，企业融资或个人存款都没有别的选择。因此，作为一种替代，企业只好依靠内部储蓄进行投资，而消费者同样只能依靠储蓄来支付几乎所有的大额支出——教育、医疗卫生、养老金、住房贷款和耐用品（见图4）（Aziz 和 Cui, 2007年）。能够更方便的获得贷款，允许以更多的形式建立基金可以降低企业保留大量储蓄的积极性。同样，如果能够更方便的获得信用、保险和私人养老金的话，私人储蓄也会减少，消费会增加。

因此，建立更好的金融中介成为政府应首先考虑的问题。当局正努力争取在银行的商业运作、内部控制和监管方面取得进一步的成绩。他们还应该提高存款利率的上限，这不仅能够提高资金成本，还能促进规模较小，但是积极进取的银行与大型国有银行之间更好地竞争，刺激大银行扩大对中小企业的贷款。中国同时也在争取扩大国内其他的金融市场，尤其是债券和产权市场。但是，政府对债券和股票发行的控制对这些市场而言是非常严重的障碍。增加家庭消费不仅要求提高国民收入中家庭收入比例，还要求减少那些促使人们保持较高预防性储蓄的不确定性。对第一点来说，关键的解决办法是提高家庭投资性收入——通过较高的存款利率和更积极的参与股票市场，以及直接或间接地扩大共有基金和养老基金。过去几年里产权市场的改革促使日趋萎缩的股票市场获得新生，但是产权供给需要继续增加。

第四，改变政府支出格局。政府在这次再平衡行动中有着另外一个重要的作用：加强主要社会性服务的提供，尤其是教育、医疗卫生、养老金（见图5）。减少这些供应的不确定性能够从实质上降低人们进行预防性储蓄的动机，提高人们增加消费的信心。1994年，国有企业进行改革，医疗卫生、教育和养

老的提供从企业转给了政府。但是，总体而言，地方政府没有足够的资源来履行这些新的责任。因此，家庭不得不承担医疗卫生和教育增加的那部分成本。拿医疗卫生来说，中国家庭需要自付大约80%的医

“中国目前的高增长和低通胀以及世界经济的良好发展可能会使人们形成一个错误的印象，认为中国还有时间按照其节奏完成这些改革。”

疗卫生成本，这是世界上最高的比例之一。此外，他们还面临着养老金的巨大不确定性，因为这一领域的改革还没有形成一个新的、可行的养老系统，尽管中国的计划生育政策加剧了人口的老龄化，增加了对存钱防老的需要。虽然政府在这几年的财政预算中增加了在教育 and 医疗卫生方面的支出，但是非常有限。实际上，家庭采取了“自我保险”的方式来防御养老、医疗和教育相关的不确定性。因此，他们的储蓄明显高于如果风险由社会共同承担时人们的储蓄。

政府事实上不是为了提供一些快速的定论，而是采取了一些正确的决定来平衡经济，包括多方位地进行基础性改革，将强烈依赖投资和出口的经济发展方式转向依赖消费。中国在很多项改革上已经取得了进展，很多分析家也同意这种战略的基础原理。但是，有一个很关键的问题是，中国目前的高增长和低通胀以及世界经济的良好发展可能会使人们形成一个错误的印象，认为中国还有时间按照其节奏完成这些改革。而事实不是这样。虽然未经核实，但是中国的不平衡会继续加剧，随之而来的进行巨大调整的可能性也在增加，这会构成对中国经济增长和稳定的重大威胁。

Jahangir Aziz, IMF 亚太处处长, Steven Dunaway, IMF 亚太部副主任。

参考文献：

Aziz, Jahangir, 2006, "Rebalancing China's Economy: What Does Growth Theory Tell Us?" IMF Working Paper No. 06/09 (Washington: International Monetary Fund).

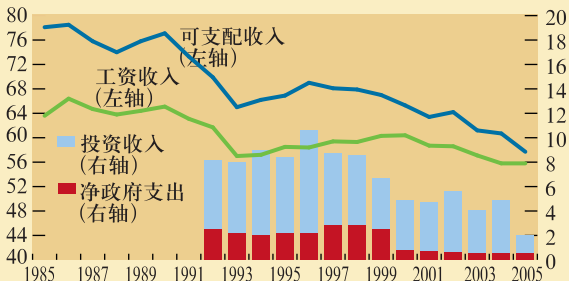
——, and Li Cui, 2007, "Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Declining Household Income," forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

图5

转向个人承担

政府用于家庭医疗卫生、教育和养老金的支出一直较低且不确定。

(家庭收入来源，占GDP的百分比)



资料来源：CEIC；中国官方数据，IMF工作人员估计。