



掌控中国的经济转型



作者：[李昌镛](#)

2015年10月5日

从发达经济体的金融市场，到发展中国家的大宗商品生产商，近几个月，全世界都在密切关注中国的发展态势。经过 35 年的高速增长，中国经济正在经历重大转型，从出口带动和依赖债务融资的公共投资的增长模式，转向越来越多地依靠消费和服务驱动。

这一过程伴随着进口增长的减缓和金融市场的波动，使人们对全球经济所受影响产生了合理的担忧，特别是那些从中国迅速崛起中受益最多的国家所受的溢出影响。

然而，重要的是要理解一点，如果中国要建立更具包容性的经济，让市场力量发挥更大作用，实现更安全、更可持续的增长，那么，这种转型是必不可少的。为此，中国政府要在两个方面求得微妙的平衡：一是实施改革，二是维持需求和金融稳定。随着改革推进，关键是要确保新放开的市场和企业具备有效的治理。这特别要求加强国有和私营企业的预算约束，并不断增强金融监管框架。

到目前为止，实体经济的发展状况在一定程度上表明可以管理好这一转型过程。当前中国经济放缓的步伐仍符合基金组织的[预测](#)，也符合中国当局自身的预测，但下行风险已经增加。尽管制造业和建筑业的活动已经明显减弱，但基础设施投资和消费，特别是服务业，仍然势头强劲。

如果经济增长出现过度下滑，需要进一步采取政策刺激，中国具备足够的政策空间。有关措施应重点针对需求和再平衡（例如，为消费，特别是社会中弱势群体的消费提供支持）。

相比而言，最好避免重新利用债务融资的投资来刺激经济增长，以防止企业杠杆再度上升。全球金融危机以来，中国的增长严重依赖投资和信贷，国有企业、房地产行业 and 建筑部门以及实力较弱企业的杠杆率上升幅度最大。这导致脆弱性不断增大，虽然目前仍是可控的，但不能再任其继续积累下去。

过度杠杆的危险已经清楚地体现在股市上。在信贷强劲增长的刺激下（信贷增长后来已经放缓），股市在 2014 年 11 月至今年 6 月间飙升 100% 以上，近几个月则回落了 40%。这种调整大概是必要的，但也产生了显著的全球溢出效应。好消息是，预计股市震荡对经济的直接影响有限，因为中国家庭持股程度较低，企业融资中的股权比例也较低。

人民币汇率制度的近期变化也造成了严重的连锁反应，特别是在亚洲，这是由于这一变化产生的不确定性。但汇率制度的变化符合当局转向在更大程度上由市场决定的汇率的意图。此外，在过去一年显著升值后，人民币自汇率制度调整以来仅贬值了 3% 左右。汇率贬值并未改变基金组织关于人民币汇率大致符合中期经济基本面的评估。

尽管中国经济的放缓符合预期，但鉴于中国经济规模庞大且已融入全球经济，中国的经济表现会对相关邻国产生影响。我们估计，中国经济增长下降 1 个百分点会导致亚洲其他国家的经济增长下降 0.3 个百分点。这种溢出影响显然值得关注。近期经验表明，中国的亚洲邻国所受溢出影响最近可能已经变得更大，影响渠道不仅是贸易，还有全球金融市场的联系。

溢出效应已经被中国境外的其他因素放大，包括大宗商品价格的下跌和美国可能采取的加息措施。这可能会对亚洲邻国产生下行压力。

总之，中国和亚洲其他经济体必须保持警惕。对于中国，这意味着要关注下行风险。对于其他经济体，这意味着要防范潜在溢出效应。如果管理得当，包括通过更清晰的沟通以帮助引导市场预期，那么，对于已经引领世界经济增长若干年的亚洲来说，中国的转型将为该地区经济的重新振兴奠定基础。

李昌镛博士现任国际货币基金组织亚洲及太平洋部主任。在加入基金组织之前，李博士曾任亚洲开发银行首席经济学家。他是亚洲开发银行关于经济和发展趋势的首席发言人，并主管经济研究部。李博士在韩国曾任二十国集团峰会总统委员会秘书长。在就职于金融服务委员会之前，李博士曾任首尔国立大学的经济学教授和罗切斯特大学的助理教授。在韩国工作期间，他为韩国政府提供了大量政策建议，包括总统办公室、财政经济部、韩国银行、韩国证券存管公司以及韩国发展研究所。他的主要研究领域包括宏观经济学、金融经济学和韩国经济。他在这些领域发表了多篇论文。李博士拥有哈佛大学经济学博士学位和首尔国立大学经济学学士学位。