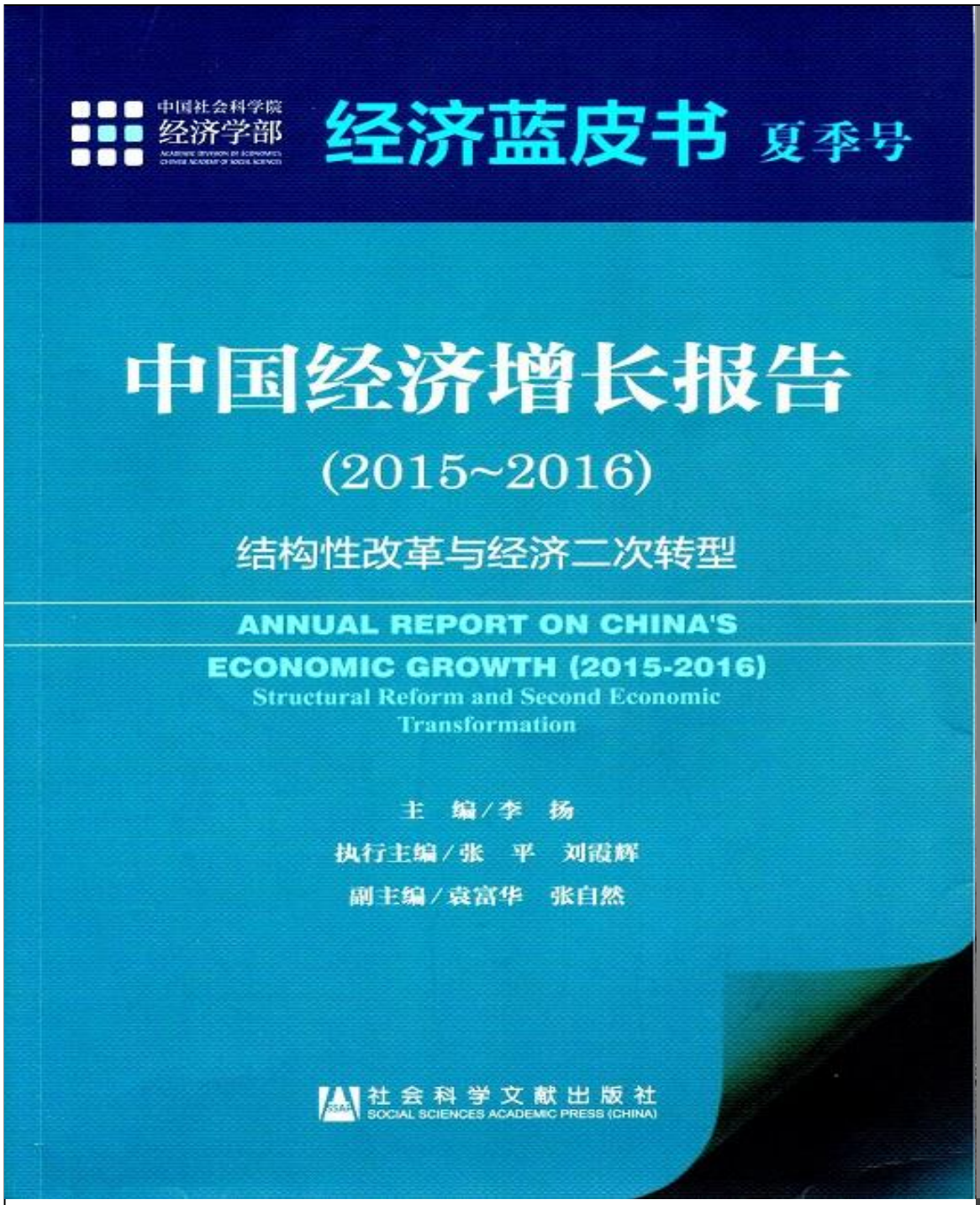

经济蓝皮书夏季号

中国经济增长报告（2015-2016）

国家金融与发展实验室

2016 年 10 月 21 日

经济蓝皮书夏季号

中国经济增长报告（2015-2016）

李扬

国家金融与发展实验室

理事长

李扬：

各位下午好！今天的参会者有一些是我们自己的研究人员，有一些是媒体朋友，我想给媒体朋友稍微做一点介绍。现在做预测的机构非常多，我们中国社科院就至少有四个。那时候，我还是社科院副院长，主管这一块，我想大家不能够互相冲突、互相重叠，于是我就分出来个“春夏秋冬”。其中，秋季的报告是历史传统，当年李鹏当总理的时候，总理基金拨了一笔钱，让我们做预测，这个秋季报告到现在也还是比较受关注；冬季报告是一个关于改革的报告，着重从改革层面来回顾中国的发展状况；春季报告是一个回顾性的报告，主要是对我们过去的一些预测、分析做一些回顾，同时对一些热点难点问题进行重点分析；夏季报告，它的特点实际上是供给侧、是增长，最后的落脚是提高劳动生产率。我们刚开始做的时候，应当说供给侧结构性改革还没有成为国家政策，这说明我们和党中央想的是一致的。要想提高劳动生产率，提高全要素生产率，就是要应对现在的结构性变化，把我们的结构引向更加优化。因此，跟现在各种各样的预测相比，我们是有非常鲜明特色。虽然我是主编，但是我还是自卖自夸，向媒体推荐我们提供的一些角度。

我们对于中国经济的变化，侧重说的是结构性变化，我们用的词叫结构性减速。我后来注意了一下，中国社科院的研究人员研究经济增长的或者研究发展的，基本上都是供给侧、都是结构分析的这样一个大的框架。我们这个分析，不像有些学者分析说“已经30年了，它

总该下了吧？”或者说什么“韩国这样、日本这样，那中国也该这样了”，搞了一大堆来类比。类比，充其量，用哲学语言只是外在必然性，没有说它内在的动力是怎么变化的。在这一点上，我们又要自卖自夸一番，我们说的是动力。现在都在说，发展新经济、寻找新动力，动力在哪？动力是怎么转换的？我们按照这个分析架构，回头再看前30年，这个答案非常清楚，就是前30年中国经济之所以有奇迹，也是因为结构不断的优化，或者说这个结构不断的在向提高经济增长速度这个方向转化。无非是今天，在向降低经济增长速度方向转化，但这并不一定是坏事。比如说，刚刚有个很重要的看法，我们的经济结构是服务业占比逐渐上升，仅就此而言，我们应该欢呼啊，提高服务业比重这一点写到文件里都写了多少年了；但是你要看到它的另一面，服务业的劳动生产率低于制造业，于是它把整个的劳动生产率也都拉下来了，进一步的使得经济增长速度慢下来了。所以，我们在接受那样一个优化的同时，也要接受这样一个速度变化的现实。经济就是这么复杂，不可能一下子所有方面都令人满意。我们这个报告，优点、长处就在这里，你在别的报告里基本上是看不到的。

我们这样一个分析架构其实也是由来已久。五年前，我们用这样一个架构解剖了一下上海，取得了非常良好的一个成果。而且，这个成果为上海发展所印证，为上海的同志们所接受，同时也指导他们今天进一步的发展。当时做分析的时候，上海的增长速度在三十几个省市自治区里边排倒数第一、倒数第二，现在变成了正数前几名。因此，我们从结构变化这个层面来分析经济，容易得出非常靠谱的结论；如果仅仅是比对其他国家的发展情况，实际上只是一个外在的一些现象的类比而已。这个是我们这个报告的特点，我们希望这个特点能坚持下去，为人们分析认识宏观经济提供又一个视角。目前，我们国内的很多机构、学者在做宏观分析时，基本是在做情景模拟分析，是典型的短期分析；而我们做的是结构分析，是长期的分析，是中国特色的分析。

借这个机会，我想说一下我最近研究的一些体会，请大家批评指正。我觉得现在所有的这些变化，包括中国的变化以及全球的变化，它是一个大的趋势。这趋势可以有不同的概括，我概括为五种长期趋势，在这五种长期趋势下出现了目前的这些情况。我们制定政策就是要认识趋势，然后采取相应的对策。

第一个趋势是全球的经济增长低迷。危机以来全球增长速度逐年下滑，特

别是每年权威机构预测经济增长速度都是高估，然后到下半年就开始按阶梯往下调。美国的一些好事者把权威机构对经济增速的预测、调整情况放在一张图上，呈现出一个楼梯形状向下的结果，这其实对我们的智慧是一个很大的讽刺，当然也是说明这是一个趋势，不以人的意志为转移。我们的新常态也是发生在这样一个大背景下的。这么大一个趋势这么让人无可奈何，其原因一定是供应侧的，一定是实体面的，具体有以下几个方面：

一是劳动生产率下降、全要素生产率下降，导致全球经济增长低迷，导致中国经济增长速度下降。劳动生产率下降、全要素生产率下降，对宏观经济直接的结果是投资回报率的下降；投资回报率下降进一步的结果是没人愿意投资，导致投资需求低迷；投资需求低迷，经济增长速度就下来了。而劳动生产率下降的根本原因在于科技创新不足，还不可能全面地把经济从低迷的泥沼中拉起来，所以在这个意义上，创新是我们的当务之急，而且是一个长期任务。必须通过创新创造出新的生产力，然后提高劳动生产率，提高全要素生产率，让人们愿意投资，经济增速才会慢慢地提升。这是第一个原因，也是我们这个书一个很主要的看法。

二是人口结构恶化。人口结构恶化对经济最大的影响是抚养比恶化。抚养比，说简单一点，就是总人口中有多少人干活，多少人被养活。抚养比决定着经济的增长、经济的效率、以及收入分配。如果干活的人多，被养的人少，经济肯定是要增长的。如果干活的人少，被养的人多，干活的人创造出一点价值，都被那些被养的人吃掉了，经济是不可能有增长的。现在全世界的情况是，干活的人比重越来越小，被抚养的人越来越多，人口的抚养比在上升。从各大洲来看，非洲抚养比在下降，人口非常的年轻；以印度和巴基斯坦为首的南亚，抚养比在下降，但是预测到2060年，也会开始上升；包括中国在内的东亚在2012年抚养比开始上升，而且是一个断崖式上升，非常快；欧洲的抚养比一直都很高，而且还在上升；拉美是持平；北美也是持平，略有上升。因此，全世界人口结构是在向去“人口红利”的方向发展。对于此，货币政策和财政政策都没有用，最后只能改变社会政策，包括延长退休年龄、发展机器人技术等等。大家看到最近机器人技术发展极快，很重要一个原因就是有这样的压力存在，没有人工作了。

三是长期的产出缺口。这里说的产出缺口不仅是供应面的，而是供应面和需求面对比来看的一个结果。所谓产出缺口，是指实际产生的增长低于潜在增长水平。十几年来，世界各国都存在这个问题，所以世界各国通货膨胀不太高。以上是决定全球经济增长低迷最重要的三个因素。

第二个趋势是低利率或负利率长期化。低利率现象从上个世纪就开始了，美国2007年发生危机的时候，大家就大肆批评格林斯潘，说他在任时实行低利率政策刺激美国经济，后来美国房地产市场出问题，他又用极低的利率政策搞出个次贷。现在回头看，不是他要这样搞，而是整个形势使然，全世界的利率水平都低。

利率水平低，很重要的原因是全世界的储蓄大于投资。最初只有发达国家在市场中时，发达国家的储蓄率是很低的，相对而言，他们的投资需求旺盛；投资需求大于储蓄需求，利率自然是比较高的。后来，苏东剧变、中国进入，再后来，亚洲整个都在进入，这些国家都是高储蓄、低成本的，就把世界整体的储蓄、投资拉平了。格林斯潘在他的回忆录里写的很清楚，他说低利率不是我搞的，是因为中国、前苏联这些国家进入世界市场造成的。从那以后，低利率就一发不可收。2007年美国次贷危机，2008年美联储开始把利率降到零，到现在也还是0.25%。2014年6月，欧央行出现了名义负利率，这是人类历史上的第一次。此后，各国开始效仿，现在已经有6个国家和地区前赴后继地进入负利率这个行列，日本是其中之一，日本其实再往前追溯有20余年低利率。所以，低利率、负利率成为一种常态。

低利率、负利率的情况下金融产品定价完全反过来了，怎么办金融？现在全世界说是资产慌，大家都在讨论零利率负利率下金融的运作问题。在欧洲，企业到银行去存款，先付银行一笔钱，债权人给债务人钱。现在很多人用保险箱理论等等解释这一现象，但都很勉强。更糟糕的是，低利率、负利率的情况下，实体企业仍然不愿借钱，仍然刺激不起来经济，整个政策逻辑中断了。我们不知道该执行什么样的货币政策，这一点上美联储是很尴尬的，没什么新话可讲，只能在修辞上变来变去。低利率、负利率会成为我们的常态，金融业何以自处，这是一个非常突出的问题。

第三个长期趋势是通货紧缩。事实上，通货紧缩这个词已经名不符实了。

通货膨胀，是指长期过多的货币供应造成物价水平长期上涨；通货紧缩，应当是长期的货币供应不足造成物价的长期低迷。但是，现在的情况并不是这样，现在是“货币供应过剩情况下的物价长期低迷”。

这个情况其实还是实体经济领域的问题，是供求关系的问题。同时，也充分说明这些年来在金融领域中发生的一些事已经产生它的副作用了。一是整个经济的金融化，原来在说通货膨胀、通货紧缩、金融服务实体经济的时候，是能够有个准确的、大致明晰的界限的。现在，经济金融化了，已经分不清楚哪个是货币，哪个是商品。货币是根据流动性来定义的，流动性高就是货币。现在通过金融的创新，什么东西都可以有流动性，包括不可移动的房地产也可以通过证券化进行非常活跃的交易。也因此，在美联储的概念里，房地产是金融部门。二是布雷顿森林体系崩溃后的一个恶果。自从布雷顿森林体系崩溃之后，货币供应再也没有约束了。世界各国央行放出去信用货币，不知道怎么能收回，特别是货币失去了贮藏功能之后，就没法市场化的收回了。贮藏功能，是指货币的自然价值和货币价值如果有差别，就可以据此调整库存。现在的货币只有在流通中才有价值，从这次美联储的救助就可以看出来，他要救助美国的房地产行业，于是美联储出面购买“房利美”的债券、股票，让“房利美”下市又上市，这是救助。但如果要退出，货币供应减少，用中央银行的话说是缩表，也就是卖出“房利美”债券，他敢卖吗？还没卖呢，美国房地产市场就应声而动。在这种情况下，就只能扩张，不能收缩。因此，在信用货币的制度下，货币供应变成了单向的，只能扩张，区别仅在于扩张的多或者少而已。

第四个趋势是债务水平居高不下，杠杆率居高不下。危机是杠杆率的危机。世界各国的第一个任务都是去杠杆，可是8年下来了，哪个国家去了杠杆呢？没有。虽然杠杆在部门间有一些调整，但是总杠杆率没有下降。美国是居民杠杆率下降了，银行部门的杠杆率下降了，但是企业杠杆率上升，政府杠杆率上升，总杠杆率还在上升。中国是都在上升，相对而言比较低的居民杠杆率也被搞上去了，而企业杠杆率没降下来，政府杠杆率在提高，金融部门杠杆率也在提高。我们的这种情况其实也与我们刚刚说的货币制度的这种变化，以及整个经济的金融化有密切的关系。因为现在这种情况下，各国当局都面对着一种两难的尴尬境地，你要想让经济起来，就得用货币政策、财政政策，货币政策就是加贷

款，财政政策就加债务，这都是在加杠杆，都会对经济造成损失。我最近写了篇文章就说关于杠杆的问题，现在有好多媒体的朋友问，杠杆率多少合适,是不是降到零就好，这样对杠杆率就有误解了。杠杆运行是工业社会的正常情况，其实在一定意义上，企业会借钱，企业杠杆率高是好企业，但是不能过分。所以，我在最近文章里强调的就是杠杆或者债务的可持续性问题，有些指标宏观上怎么衡量，微观上怎么衡量，如果不超过这些指标就正常，一直盯着杠杆率到零的话，就不是工业社会，那是土地主，是自然经济。自然经济就是谁也不欠谁，得靠自己。但是这样的经济，它就不可能有资源，不可能有有效的配置。所以我觉得在一个相当长的时期内或者准确一点说在经济下滑的过程中，这种趋势是不能够扭转的，不要指望杠杆率下降减少。

那我们说去杠杆，供给侧改革，三去一降一补的意义在哪里呢？意义就在于提醒我们，不要过度地、唯一地依赖需求调控，因为把杠杆搞上去，不就是把需求搞上去嘛。所以在这个意义上，我们政府提出供应侧结构性改革是英明伟大的。虽然杠杆率不容易降下来，但是政府知道在维持着这个经济增长速度的时候，更应该做的是供应侧的结构性改革，更应该做的是提高劳动生产率，提高全要素生产率，更应该做的是创新，更应该做的是经济的可持续增长。这个在我们党和中国政府的政策笔记中也阐述的很清楚。所以不要用很苛刻的，在我看其实是非专业的眼光看杠杆率和债务问题。

第五个长期趋势是去全球化。一个显著的指标就是全球的贸易增长率已经连续4年低于GDP增长率。大家知道全球化背后实际上就是大家根据自己的比较利益进行的全球分工，而分工就有交换，全球化越深入，交换就越深入，交换频率越来越高，交换规模越来越大，那么自然的一个综合结果就是贸易增长率会高于GDP增长，但是现在已经连续4年不是这样了，这是一个表现。另一个表现是三四十年来全球化的不断深入与中国等国家崛起有关系。因为像我们国家一崛起就搞出口导向、进口替代，不管出口导向还是进口替代，都是加大对外部门对本国经济的影响，这就是全球化。所以说中国在蓬勃发展的时候，贸易增长低于GDP增长是不可能的。但是话说回来，这样一种过度依赖出口的增长方式是不可持续的。我们说有两个转变，一个是转变过度依赖出口，第二个转变过度依赖投资。现在全世界，包括发展中国家，都在转化自己的增长方式，都

开始扩大内需。扩大内需外需就少了，大家的外需都少了，全球贸易增长也降低了。再有一个表现就是发达国家基本上都回到了贸易保护主义的状态，各种贸易壁垒、非贸易壁垒、贸易纠纷等，层出不穷。从这次总统竞选来看，美国也要收缩。封锁移民、禁止美国企业外移、绝对不允许外国企业进来，这完全是一个闭关锁国的态势。

当然在看到长期趋势的同时，我们要看到中国在逆势发展，现在中国在扛着全球化的大旗。2015年的政府工作报告，总理就明确地宣称，中国是全球化的推动者，所以中国有一带一路、亚投行、APEC、上海经济合作组织，金砖国家等等，我们在推行有利于发展中国家、有利于世界人民的一个全球化的进程，同时这也意味着世界在调整。

我这一段时间就在做这些分析。概括下来，结论也很简单，现在确实是进入了一个长期的结构调整时期，当然供给侧结构性改革是它主要的内容。如果说要强调的话，我觉得是要以全面提高劳动生产率和提高全要素生产率作为组织经济活动的核心，更重要的一些立足点是要推进创新。所以，最近党中央的文件都是创新，我们所有的工作都要转到创新上，唯有如此，才能够走出低迷。其实我刚刚说的五个现象是互相关联的，基本上就是说资本收益率不行，实际上是一个现象的多种表现，这是从积极的面来讲这个问题。

从我们防御这一面来说，今后我们宏观调控的重要任务就是处理好风险。数字肯定在下滑，要稳妥地处理在经济长期下滑的过程中可能出现的风险、处理不良资产是今后工作的核心任务。我们做的资产负债表的研究对此有一个基本的方向性的概括：中国几十年高速发展积累了大量财富、大量的优良资产，虽然经济下滑有可能会使得一些优良资产变成不良资产，但是我们还是有很多的优良资产，用这样一些优良资产处置好不良资产，中国肯定能够比较顺利地度过这一难关。不过，世界有一些国家是很难度过的，比如希腊以及非洲、欧洲的一些国家，他们面对债务危机，国内没有任何可以来填补的资产。而这些东西中国还是有的，我们有得天独厚的优势，中国经济的韧性很强，工具还有很多，外汇、黄金白银等贵金属、上市公司，这些我们几十年来积累的财富都是高度流动性的，基本上不太会贬值的。外汇能不能贬值呢，人民币贬值的时候，他会升值，所以在这个意义上我们坚决反对用外汇去平抑人民币汇率，那

是用优良资产去买不良资产。从资产负债表来分析就是这个结果。所以，我说管控金融风险我们还是有基础的，但是在过程中一定要避免体制回归。因为现在债务、债转股都发生在国企，过程中如果变成了逃废债，那我们几十年的心血就付诸东流水了。我讲完了，谢谢！