

中国经济在走向硬着陆吗？

德怀特·珀金斯 (Dwight H. Perkins)

如今普遍认为，中国为期三十年的追赶式高速增长阶段已结束。所有国家的追赶式增长都会在达到最先进经济体的收入水平之前结束，中国亦不例外。剩余劳动力从农村的低生产率岗位至城市的高生产率岗位的转移已基本完成，除了与祖父母生活在老家的留守儿童之外。中国出口的快速扩张也已经到头，部分是因为世界经济衰退，更主要原因则是中国依赖廉价劳动力的产品，已经令市场达至饱和，而实际上中国的劳动力也不再便宜。中国未来的经济增长将更依赖汽车等产业的本土创新与国际竞争能力，而其他国家在这方面有很大的先发优势。

在过去一两年，经济放缓引发了对中国可能走向“硬着陆”的担忧。该术语很少有明确的定义，但应该是指担心中国正陷入为期数个季度乃至更长时间的衰退。每当经济中出现意外事件，如近期发生的人民币汇率有几个百分点的轻微跌幅，或较大的股市泡沫破灭时，此类担心便会加剧。其实这些意外事件本身对中国的整体经济表现影响甚微，但人们忧虑它们可能标志着中国将会面临更大的危机。对危机的恐惧通常始于快速且不可持续的债务积累（尤其是公司债务），或者缺乏监管的影子金融市场的扩张，例如在正规银行体系以外开展业务的贷款人。

无法维持的债务扩张和影子金融市场的问题的确实存在，但它们造成金融市场崩溃和重大衰退的可能性并非很现实。中国经济面临的真实危机其实在别处，并且是由涉及金融界和其他领域的中国现行政策倾向所造成。

金融市场崩溃之所以不太可能导致急剧的经济衰退，首先是因为几乎所有中国债务都是由国内其他机构持有，尤其是（但不限于）大型国有银行。这些银行已开始出现坏账（称为不良贷款）的增加，而且普遍认为不良贷款占全部银行资产的比重可能还会大幅上升。按理说，假如不良贷款的金额超过银行本身的总资本，许多银行会破产，这确实是有可能发生的。但中国在1990年代面临的不良贷款形势更为严峻，官方说法是相当于国有银行全部资产的四分之一（非官方说法则可能达到40%）。政府当时成立了多家资产管理公司来承接全部银行不良资产，随后又对银行进行重新注资。

最近，中国政府还通过把银行债务转为股本证券，以减少不良资产。实质上，此类措施和其他行动都需要政府通过印制和发行钞票来恢复银行的经济健康状况。中国政府过去已这样做过，未来不可能不继续做，因为金融市场崩溃或急剧衰退可能严重影响到政治稳定。印制货币可能导致过高的通货膨胀，然而在衰退的威胁持续、又没有纾困措施的情况下，高通胀不太可能发生。

中国的金融危机可能导致无法避免的衰退的唯一可能是如果许多债务都是以外币计算的对外债务。如果中国的外汇储备维持在不久之前接近四万亿美元的水平，这也不会对其构成太大威胁。然而，中国的外汇储备在去年减少超过七千亿美元，反映出中国不可能始终拥有如此充足的外汇储备资产。外汇储备下滑很有可能牵涉那些曾长期持有人民币储备、希望中国货币继续升值的公司和其他人。随着中国开放部分国际资本流动，人民币目前更有可能贬值，而非升值，因此持有人民币储备并不合理。不过在未来，中国还可能面临其他原因导致的资

金外流，使外汇储备减少到危险的低水平，导致人民币急剧贬值。如果中国同时又累积起很多的以外币计算的对外债务，就可能爆发大规模破产，而政府也将无能为力。1997-1998年金融危机期间，泰国、印尼、马来西亚与韩国就出现了这种局面。但是，中国现在距离这种危机还颇为遥远，因为其外汇储备充足，对外债务规模也很小。

中国面临的现实危险不是硬着陆，而是经济增长会显著放缓至远低于“十三五规划”（2016-2020年）推算的6.5%目标。不济的贷款政策和累积的银行坏账可能导致增长放缓，但中国面临的主要威胁只是与金融业有间接关系。中国的主要结构性问题是其投资率（相对于GDP的比例）过高。总投资在2011年达至GDP的47.3%的高峰，至2015年仍维持在44.1%的高位。没有现成可用的统计数据表明究竟需要多少投资才能生产出全部产品（以及制造这些产品的生产机器设备），以供中国目前消费和出口，但应该不会比目前中国每年实际投资的一半高太多。为维持对资源的充分利用，中国还必须找到相当于GDP的20%的额外投资。

直至一两年前，中国还很容易找到有效的投资来填补总需求的缺口。1978年以前的苏联式投资政策在很大程度上忽略对住房与交通的投资，导致中国的城市住屋供应严重不足（1978年的人均居住面积仅为7.2平方米或72平方英尺），而交通系统也难以应付1980年代初不算太大的运输量。至1990年代后期，特别是2000年之后，中国政府和私人机构开始大规模投资来弥补过去留下的缺口。随着中国政府采取大规模经济刺激措施，以避免2007-2009年的世界经济衰退的冲击，上述的大规模投资也进一步加强。

大规模投资令中国的交通系统焕然一新。1988年以前，高速公路尚不存在，而在2000年其长度已达到16000公里（接近10000英里），2015年更是增加至123500公里（77200英里），比美国的州际公路系统还要长。中国的乘用车数量从1990年的

160万辆激增至2015年的1.413亿辆，其中1.276亿辆为私人所有。延伸到偏远市镇和村庄的大部分两车道公路如今已成为晴雨通车的平整道路。每个大城市，包括所有省会城市，都设有大型现代化机场，民航飞机的数量超过1900架。中国的高速铁路网络已遍布全国，长度居世界之首。毫无疑问，交通系统中某些部分依然需要改善，但国内的主要需求已经达到世界级标准，未来的主要花费将会来自于维修保养方面，而非再建设新的高速公路或机场。

住屋建设的情况与之类似。2010年以前的住房投资尚算大规模，而在2010-2014年间，中国兴建了共计67.8亿平方米的居住空间，足以给6700万个三口之家提供每户100平方米的住宅。至2010年，人均居住面积达到31.6平方米，随后几年更持续攀升。住屋需求已不再能支撑如此大规模的建设与存货的增长，尤其是在二三线城市。如果中国能采取重大措施为进入城市的农村移民提供住屋，或许还能持续年增10亿平方米的住屋建设，但却不能继续维持2010-2014年间年均13.6亿平方米的增长速度。除最大的几个城市外，整体的房屋价格均在下跌。

关键的供应产业在基于无限增长的假设下持续扩张其产能，更是加剧了将发展迅速的交通和房屋建设所带来的问题。中国在2014-2015年已经可以生产出超过全球一半数量的钢铁和水泥，远超于国内的需求量。钢铁厂商试图通过快速增加出口来解决问题，但引发了全世界的反倾销行动，以抵制中国钢铁的出口贸易，以及维护北美和欧洲钢铁企业的运转。除钢铁业外，造船等产业同样出现产能过剩，国有企业与私人企业均是如此。

这些投资在多年中获得了较高回报，也有人论述建筑业的繁荣并没有变成危险的泡沫。但多位中国研究人员指出，2010年以来由超高投资率产生的利润（或者说全国的资本回报率）从高于10%下跌至2012年的6.6%，此后还可能已继续下降。同样重要的是，整体全要素生产率的增速在2012-2015年也急剧

表15.1 中国经济增长的供应侧来源

时期	增长率 (%)				
	国内生产总值	固定资本	原始劳动力	教育升级劳动力	全要素生产率
1953-1957	6.5	1.9	1.2	1.7	4.7
1958-1978	3.9	6.7	2	2.7	-0.5
1978-2005	9.5	9.6	1.9	2.7	3.8
2006-2011	11	15.1	0.4	2.1	3.3
2012-2015	7.4	11.9	0.4	2.1	1.1
1953-2005	7	7.7	1.9	2.6	2.1

资料来源：本表为作者于2016年6月在深圳与中国留美经济学会 (Chinese Economists Society) 的一次会议中用到。至2005年的估算数据来自：Dwight H. Perkins and Thomas G. Rawski, "Forecasting China's Economic Growth to 2025," in Loren Brandt and Thomas G. Rawski, *China's Great Economic Transformation* (Cambridge: Cambridge University Press, 2008), pp. 829-886。2006-2011年的教育升级劳动力数据由张琼博士以早期数据估算的相同方法整理，2006-2015年的资本存量 and 全要素生产率估算则由本章作者利用相同方法整理。

下降 (见表15.1)。十年前，人们曾以为如果中国要在2015年后维持每年6%的经济增长率，全要素生产率的增速至少需要达到每年3%，而更高的经济增长率可能难以实现，因为这需要全要素生产率的增速达到超乎现实的超过4-5%的水平。但结果表明，中国在2012-2015年间实现的全要素生产率增速只有1%，只是其影响被大规模增加的资本投资抵消了。

中国政府未来可以开展某些颇为有益的投资，特别是在清洁环境方面。如果采用能反映环境改善的方式来测量经济进步，这些投资能促进生产率的提升。中国还可以从过度依赖高投资率转向降低投资率，同时提高居民消费在整体经济中的占比。当然，转向消费主导型的经济模式是极为艰难的，尽管已付出极大努力，中国在这方面取得的成就依然有限。

最后，假如中国能积极实施2013年第十八届中央委员会第

三次全体会议宣布的一系列改革，就将可以加快全要素生产率的增长。中国宣布的许多改革政策皆有可能显著提升生产率，但前提是能够积极实行。到目前为止，除金融业以外等领域，改革措施的整体进展依旧缓慢。另外，最重要的改革理应是迫使国有企业充分加入到市场竞争中，甚至有人预测某些大公司将被（与政府）切割以使其自生自灭。但目前的证据是国有企业在国内外发挥的作用比以往更大，并会继续得到控制它们的中央政府的强力支持。对于国有企业的持续依赖，加上经济中其他部分的市场化改革迟缓，以及居高不下的投资率，或许可以让中国维持6%的增长率一段时间。然而，全要素生产率与资本回报率却可能继续下跌，使GDP增长率最终也会随之回落。