

中国经济的危险在哪里？

本文是作者在“2016年中国经济学奖颁奖典礼暨第二届思想中国论坛”上所作的主旨演讲的缩写版。

二战以来，大多数低收入国家的经济增长都比较弱。中国前30年的高速增长，不说是独一无二，也是凤毛麟角。而且，中国距离完善的市场经济制度还有相当大的距离。这就给经济学家提出了一个世界级的难题：存在明显缺陷的经济制度为何能造就如此强劲的经济增长？中国乃至全世界的学者在过去的二三十年里做了种种探索，最具代表性的就是今天两位获奖教授的研究。从他们合写的M型政治经济结构，到钱颖一教授提出的中国式财政联邦制（China-Style Federalism）和许成钢教授提出的分权式威权主义（Decentralized Authoritarianism），都为前30年中国经济的高速增长提供了制度上的解释。

中国经济制度的一大特色是各级政府对经济的主导和介入。构成中国经济主体的不仅有国家队，还有大量的省队和市队，甚至是县队和乡队，这里面不仅有国有经济，而且更多的是在地方政府的帮助和支持下的非国有经济。这些经济体的规模可以很大，也非常活跃。主流经济学一般把宏观经济抽象为原子结构（Atomism）。最近十年有一种新的框架，说经济是颗粒结构（Granularity），只要抓住几百或几千家大企业，就把宏观经济搞清楚。从这个意义上讲，前30年的中国就是一个向“颗粒状”经济转变的过程，不仅逐步培养了一个比较适合“颗粒们”生长的环境，而且通过“颗粒们”的成长改进了资源配置效率，从而造就了一个高投资、高回报、高增长的宏观经济。

我们先来对比中国、美国和印度的企业成长情况。印度企业基本上没有生长。不管企业存活多久，大小都跟新进入的企业差不多。美国企业的成长比较有活力。进入市场十到十五年的“成熟”企业比进入市场五年以下的“新”企业大一倍以上。图1中的实线是中国非国有工业企业在2007年的情况。“成熟”企业的规模大致是“新”企业的一倍左右，说明2007年之前中国非国有企业成长良好，远好于印度，与美国的情况相差不大。正因如此，在短短的一二十年里，中国就涌现了一大批新兴的大型企业，这是构成“颗粒状”经济的重要部分。

这些“颗粒们”不仅体量大，而且效率高。它们的成长在很大程度上缓解了资源错配。测量资源错配的严重程度是过去十年里经济学研究的一个重要方向。测算的主要方法是衡量企业和企业之间的边际产出有多少差异。简单说来，如果资源得到最完美的配置，每个企业的边际产出都应该是一样的。所以，企业间边际产出差异越大，这个经济的资源错配程度越高，福利损失也就越大。根据1998-2007年间的中国工业企业数据，错配程度的大趋势是在往下走，而且下降的幅度不小（参见图2）。其中的主要原因是资本和劳动流向了高效率的颗粒们，资本和劳动的配置效率因此得到了一定的改善。

高效率颗粒们的成长在宏观层面的表现就是高投资和高增长。对比各国的投资和增长数据，不难发现中国在前30年不仅创造了高投资，而且比较投资规模接近的国家，中国的增长也是比较高的。这说明前30年中国的资本回报率保持在比较高的水平。从

图 3 中也可以看到，2008 年前投资率与经济增长率的变化高度同步，投资对增长的作用显而易见。

现在让我们来看看最近几年的情况。吴敬琏老师说中国经济正面临严峻挑战。从图 3 中可以看到，2009 年以来，投资与增长的关联程度发生了明显变化。投资率上升到新的高度，但增长率却下来了。从省级和市级的数据上也可以看到投资与增长的“失联”。2009 年前地方的投资率与增长率高度正相关。但最近的数据显示，这一基本规律已经消失，投资和增长甚至出现了负相关。投资回报之低可见一斑，这也与白重恩和张琼最近对中国资本回报率的测算结果相吻合。

微观层面也有很多证据表明最近几年中国经济的表现和以前不大一样。比较图 1 的实线与虚线，我们可以看到最近“成熟企业”与“新企业”的规模差异明显变小，说明高效率“颗粒们”的成长变得更加困难，中国不是在向美国靠拢，而是变得更像印度。从图 2 中可以看出，原先资源配置效率得到改善的趋势在最近几年被反转。2011—2013 年的工业企业数据显示资源错配在迅速恶化，甚至抵销掉了前 10 年的成绩。折算成产出或福利，过去几年恶化的资源错配可能已经造成了 10%—20% 的损失。

看来快速上升的投资并没有投向高效率的“颗粒们”。问题的关键是这些投资到底去哪里了？最近我们估计了地方融资平台的债务总额（参见图 4）。2007 年的债务总额大概是 7 万亿，到 2015 年已经快 46 万亿了。种种原因导致地方融资平台的投资回报率偏低，而且还在不断下降。资金的另一个流向是上市公司。最近几年的一个热门话题是中国企业的杠杆率偏高。其实中国绝大多数企业的杠杆率并不高。以工业企业为例，负债和主营收入的平均比例大致在 50% 左右，这个数字放在任何一个国家都不高。更何况，过去十几年间这个比例还呈下降趋势。但是，大企业（特别是上市公司）的负债水平在 2009 年之后上升很快。比如上市公司，2008 年之前的负债和主营收入的比例也在下降，而且与普通工业企业的水平差不多。2009 年之后，两者的差距迅速拉大。到 2015 年底，上市公司（无论上市的工业企业还是服务业企业）的负债和主营收入比例已经达到 100% 左右的水平，是普通工业企业的一倍。更重要的是，过去几年上市公司的资本回报率下降很快，明显低于普通工业企业资本回报率。即使在工业企业内部，也出现了资本流向边际产出较低的大企业的现象，这是造成资源错配恶化的主要原因。

宏观和微观的证据都表明，今天的中国经济与前 30 年有明显的不同。简单讲，30 年来改革一直努力在解决或者已经得到部分解决的问题在今天又重新出现了。这个变化的开始是“4 万亿”。“4 万亿”被不少西方学者叫做财政刺激。其实中国学者都知道那不是财政政策，“4 万亿”的背后是金融控制的放松。原来地方政府不能借钱，但现在却可以通过各种的方式借钱。表面上 2009 和 2010 年我们要放出去 4 万亿，结果放了 40 万亿，而且这些钱去了边际回报比较低的地方。

为什么会出这样的“放水”？从实际操作的角度讲，就是**地方政府把原来的隐性资产（土地）显性化**。通过把土地注入融资平台，以所谓的市场价格对土地估值，推动了地方融资平台资产负债表的扩张。事实上，地方融资平台不仅是债务端的扩张，更是资产端的扩张。现在的债务总额有 40 多万亿，资产总额竟然已经达到了 70 万亿。除了土地资产显性化外，房价的上升也进一步推动了地方融资平台乃至大企业资产负债表的扩张。

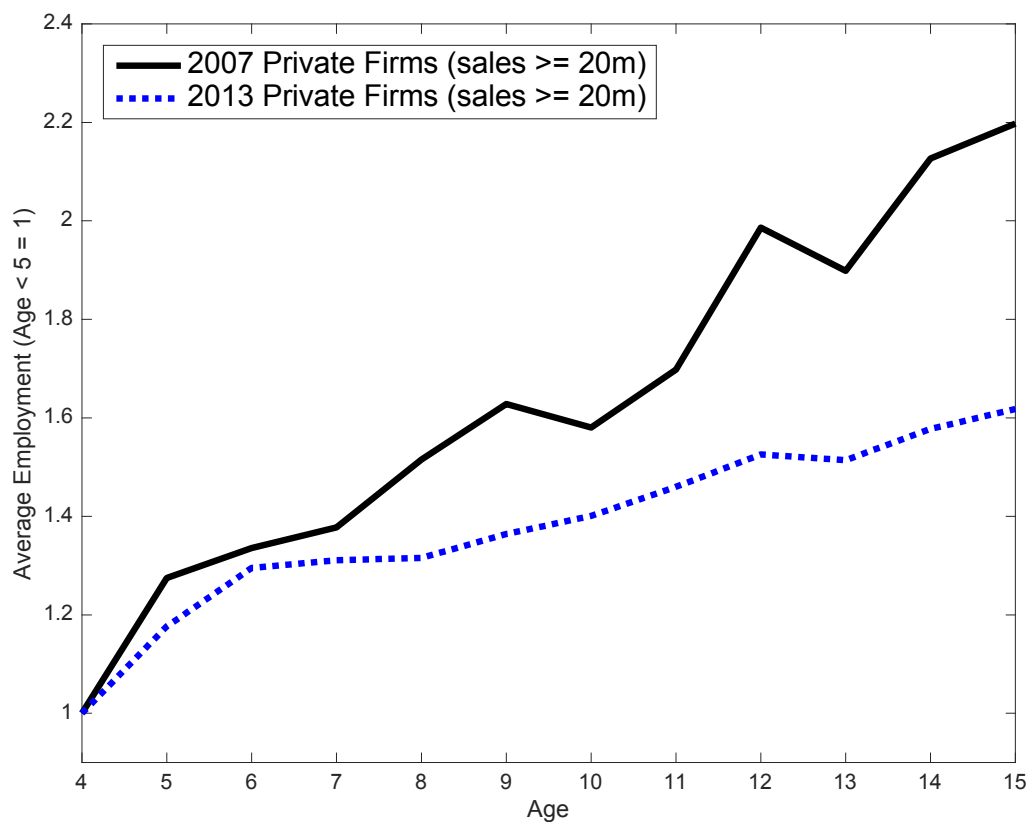
放松金融控制究竟是好事情还是坏事？理解这个问题还要依靠钱颖一教授讲的“次优理论”。在中国这样一个存在诸多扭曲的环境下，放松金融控制不一定是好事情。以许成钢教授提到的预算软约束问题为例。如果地方政府和国有企业面对的是预算软约束，对他们加强金融控制很可能增进大家的福利。放松金融控制可能造成的后果是什么呢？比较形象地讲，就是从过去 30 年的“颗粒状”经济变成了“大块头”经济。

“大块头”不仅意味着体量大、而且有效率低、比较笨重的意思。“大块头”经济的背后是地方政府和金融机构的关联。前 30 年，通过财税、国企和银行等方面的改革，软约束逐步硬化。但是，4 万亿的出台又一次打通了地方政府、企业和金融机构的通道，把至少已经部分硬化的预算约束再次软化。归根到底，现在的问题还是 30 年前的老问题，只不过以新的方式出现了。

必须要强调的是“大块头”经济可能造成的危害。首先是体量大、差异小。现在流行这样一个说法，国有企业要“跟党走，听政府话，按市场经济规律办事”。按市场经济规律办事放在第三位。如果投资都跟党走，听政府话，大家就会投类似的地方。如果投资到实体，大家一起投类似的项目（比如几年前的光伏产业），资本回报率就会大幅下降。如果投资到资产，当期资产价格会迅速上涨，并造成未来资产价格波动的加剧。最危险的是，与过去的重复建设不同，现在的“大块头”大的不得了，不仅造成产能过剩，退出困难，而且“大块头们”的个体风险有可能直接转变为系统风险。这种极具中国特色的风险传导机制尤其值得引起大家的注意。

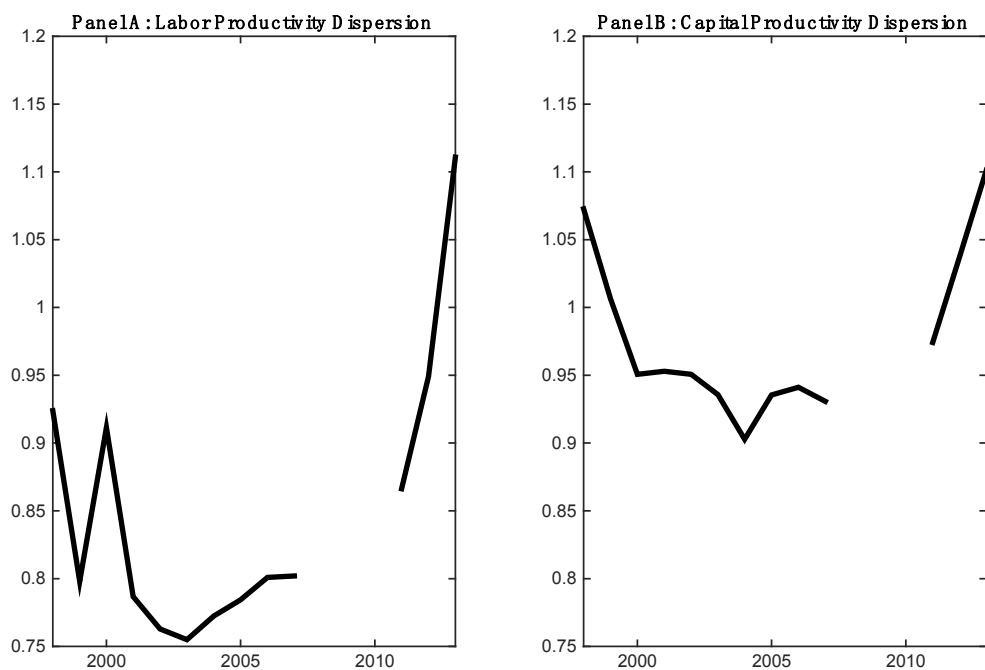
很多学者都在说要通过总结过去的经验解决现在的困境。我特别想说的是，虽然前 30 年取得了许多成绩，但是前 30 年的经验不一定能够直接用到现在的情况。而恰恰是前 30 年没有彻底解决的问题才是现在特别需要关注的焦点。

图 1：中国工业企业成长情况



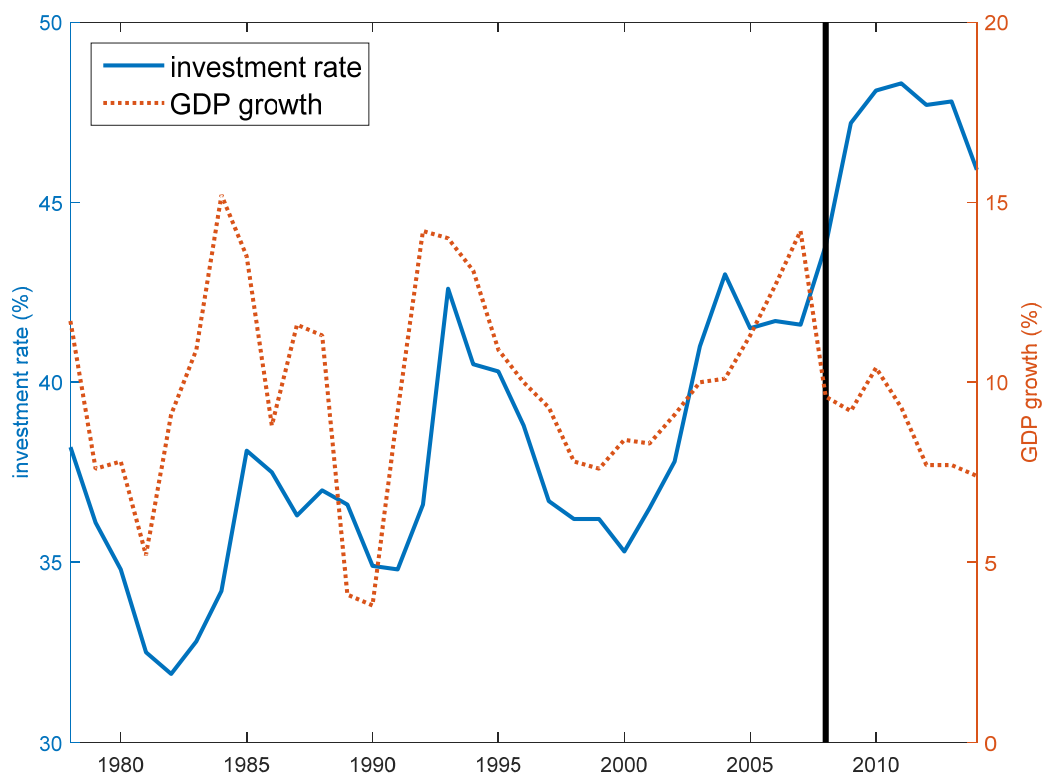
注：横坐标是企业年龄（进入市场的年数），其中 4 表示企业年龄等于或小于 4。纵坐标是不同年龄企业的平均职工人数，年龄等于或小于 4 的企业平均职工人数被标准化为 1。实线和虚线分别是 2007 年和 2013 年非国有工业企业数据（年销售收入两千万以上）。

图 2: 中国工业企业资源配置效率



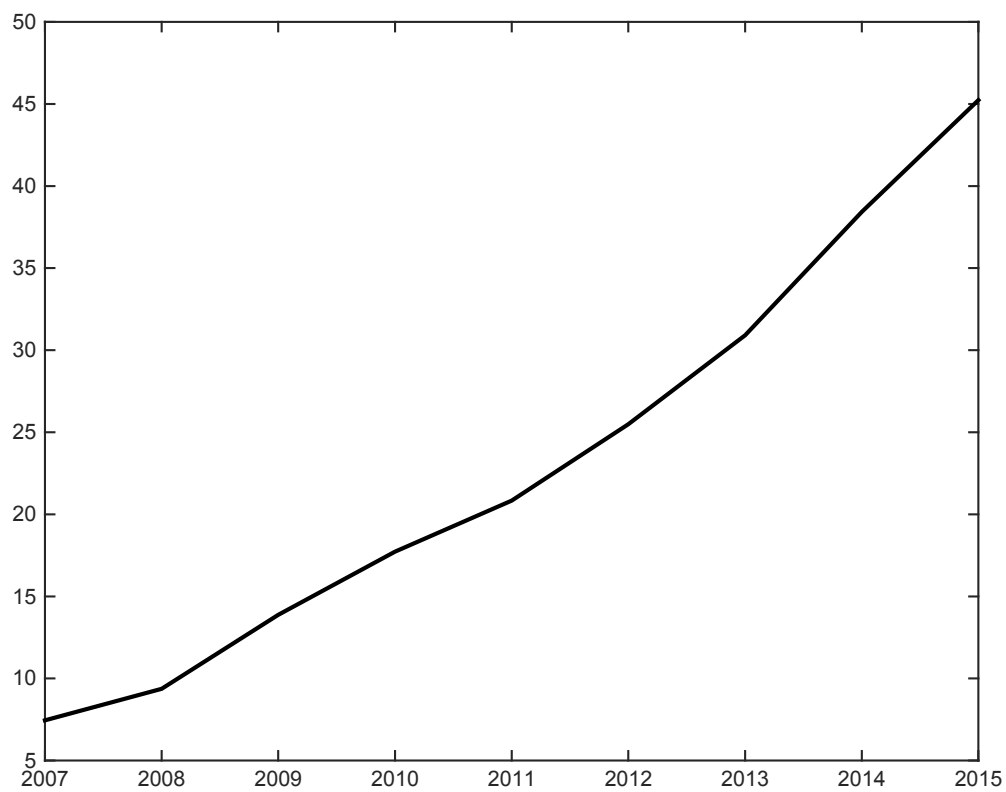
注：左图和右图分别是中国工业企业间劳动边际产出和资本边际产出的差异。差异越小，错配程度越轻，福利损失越小。

图 3: 投资率与 GDP 增长率



注：图中的实线是投资率（固定资本形成占 GDP 的比重），虚线是实际 GDP 增长率。左边和右边的纵坐标分别是投资率和 GDP 增长率。

图 4：地方融资平台债务合计（万亿元）



注：数据来源参见白重恩、谢长泰和宋铮的论文“The Long Shadow of a Fiscal Expansion”。

