

财新
Caixin

国是 06 | 封面 10 | 特稿 20 | 经济 32 | 调查 64 | 治理 76 | 影像 105 | 随想 109

中国改革

政经评论双月刊

2017年第3期 / 总第393期 / 邮发代号：32-236

创新引领新经济

“一带一路”风云录

从全球视角看中国经济

多角度认识现阶段经济体制改革

扩大中等收入者比重之路

影子信贷监管影响几何





经济 / Economics

32

关于新经济，我们知道什么？

沈明高 财新智库总裁兼首席经济学家

陈沁 数联铭品首席经济学家

沈艳 北京大学国家发展研究院教授

38

三大世界城市人口变迁的启示

范毅 国家发改委城市和小城镇中心政策研究院副院长

冯奎 国家发改委城市和小城镇中心学术委员会秘书长

44

影子信贷监管影响几何

汪涛 | 瑞银集团中国首席经济学家

49

从全球视角看中国经济：起伏波动皆有因

胡伟俊 麦格理集团首席中国经济学家

52

该谁去杠杆

钟宁桦 同济大学经济与管理学院教授

解咪 经济研究人员

56

台湾高铁屡陷财务困局的教训

荣朝和 北京交通大学经济管理学院教授

王大鹏 经济研究人员

调查 / In-depth

64

扩大中等收入者比重之路

万海远 李实 北京师范大学中国收入分配研究院研究员

杨修娜 杨玉梅 杨灿 任职于北京师范大学中国收入分配研究院

治理 / Governance

76

多角度认识现阶段经济体制改革

张俊伟 国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员

81

民法典分则起草：几家欢喜几家愁

徐国栋 厦门大学法学院罗马法研究所教授

85

从于欢案透视民间金融

季卫东 上海交通大学凯原法学院院长

89

五部委放权后，大学离“双一流”还有多远？——专访中国人民大学教育学院副院长周光礼

张兰太 陈少远 财新记者

吴迪 财新实习记者

94

集体经营性建设用地调整入市：湄潭方案

唐健 中国土地勘测规划院地政研究中心主任

陈俊 任职于贵州省湄潭县国土资源局

梁鸿 任职于贵州省湄潭县国土资源局

98

仿制药产业治理水平待提升

贾平 《公共卫生治理》电子期刊主编

102

美国与欧盟最新农业补贴政策及启示

柯炳生 中国农业大学校长

影像 / Profile

105

回忆母亲李昭

胡德平 十一届全国政协常委、经济委员会副主任委员

随想 / Prose

109

制度是起作用的

张宇燕 中国社科院世界经济与政治研究所所长

《中国改革》广告客户目录：封二 财新一线 / p05 财新私房课 / p30-31 岭南论坛 / p43 财新商城 / p111 比较 / 封三、封底 中国改革

欢迎读者通过邮件与本刊交流，《中国改革》杂志电子邮箱：chinareform@caixin.com，我们将视情况由专人答复您的邮件。

该谁去杠杆

经济增速下降时，一些地方政府为了“保增长”，往往会回到以投资来强刺激的老路上，并且伴随着大量金融资源的消耗。去杠杆的“主战场”应该在国有部门，尤其是低效的、严重产能过剩的大型国有企业

钟宁桦 | 同济大学经济与管理学院教授

解咪 | 经济研究人员

2008年金融危机以来，中国经济增速不断降低至近期的6.7%。今年全国“两会”上，政府工作报告将2017年经济增长的预期目标定为6.5%左右。国内外对此有很多讨论，其中不乏一些忧虑。笔者认为，GDP增速的下降并不是一个严重的问题，因为这主要是由基数变大导致的。比如，2008年中国的GDP是31.7万亿元；而到2014年，GDP为63.6万亿元，即2014年比2008年整整翻了1倍。这就意味着，在2008年GDP的基础上增长10%，和在2014年GDP的基础上增长5%，从绝对量上来说是一样的。

笔者计算了2007-2016年各年GDP增长的绝对量，即用某一年的GDP减去上一年的GDP，发现除了2009年，都在4万亿元以上。GDP增长绝对量并没有显著下降，只是因为基数变大，所以增速下降。根据国家统计局今年初公布的数据，2016年中国的GDP已经达到了74.4万亿元。随着分母越来越大，增速下降是很正常的。从这个意义上来说，“中国经济增长放缓，下行压力增大”这个提法可能本身是有些误导的。我们认为，没有必要对此表示忧虑，更没有必要用一些短期刺激的方式来保持GDP的增速。此外，大家关心GDP，一个主要的原因是就业。与就业真正相关的是GDP的增长量、而非增速。每年GDP增长量比较稳定，那么新增就业量也是稳定的。

国企杠杆不断上升 保增长或为其中缘由

笔者强调要弱化GDP增速目标，是因为在经济增速下降时，一些地方政府为了“保增长”，往往又

会回到以投资来强刺激的老路上，并且伴随着大量金融资源的消耗。

2015年年底召开的中央经济工作会议提出了供给侧结构性改革，其中，去杠杆是核心任务。然而，根据财政部公布的数据：至2016年年底，国有部门的负债总额为87万亿元，与2015年底相比，增长10%。其中，中央国企负债总额47.6万亿元，同比增长8.2%；地方国企负债总额39.4万亿元，同比增长12.1%。即使在2016年，国有部门的负债仍然以两位数的速度增长，尤其是地方国企。这可能还是和“保增长”的目标有关。去年民间投资显著下降，一些地方政府便要求地方国企加大投资。

根据统计局的数据，2015年下半年，国企固定资产投资增速基本在12%以内；而从2016年初以来，投资增速突然上升至20%以上。然而，作为保增长目标的“短期手段”“老办法”，这些投资的质量又如何？其中包含了多少盲目、重复、低效的投资？

在当下，我们或许需要反思一下：近期“产能过剩、库存过剩、杠杆率不断攀升”这样困难的局面是怎么形成的？笔者愚见，目前的困境很大程度上和2008年之后为了保持经济增速而实施的强刺激经济政策是相关的。2008年金融危机后，美国、欧洲等发达国家对中国的需求突然下降。中国在几年内少了数万亿美元的出口订单。在外部需求突然下降的情况下，企业市场化的应对方式应该是主动地削减产能和去库存。然而，在经济刺激计划出台之后，一些大型国有企业纷纷上马大的建设项目，扩张产能。建造新的厂房和生产线，



2016年8月25日，位于天津市和平区马场道的渤海钢铁集团。渤海钢铁曾经跻身世界500强，但负债却骤然升至1920亿元，债务涉及100多家银行和其他金融机构。

确实马上拉动了内需，其表现为2010年GDP增速和工业生产者出厂价格指数（PPI）的双重上升。然而，一旦当新的生产线建成、开始生产，原有的产能过剩就更加严重了，以钢铁、水泥为代表的一部分工业产品更是出现全球性的供过于求。这突出表现为，从2012年2月开始，PPI出现了连续54个月的负增长。同时，虽然在2010年初，GDP增速被一轮大规模投资迅速拉升至超过10%，然而并没有维系多久就马上开始下跌，至2012年初就跌到8%以内（若考察GDP增长的绝对量，可得到相同的结论）。2009、2010年的大规模投资并没有能够持续地拉动GDP的增长；不仅如此，由于严重的产能过剩，前期扩张产能的企业只能被迫去产能。2008年后，中国花了很多钱来扩张产能，现在又要花很多钱来去产能。在整个过程中，大量的金融资源被浪费了。

2008年后，金融资源配置效率显著下降 提高效率刻不容缓

2008年金融危机以后，中国经济中出现的一个

重要的现象就是金融资源的配置效率显著下降，这点需要引起高度关注。根据国际货币基金组织（IMF）2015年一份报告的估计，在2008年危机前，中国1元的新增贷款能创造1元的GDP；而2008年后，这一所谓“信贷密集度”显著上升，近期达到了3元以上。

而与此同时，2008年之后，中国广义货币供应量M2激增，从2008年的47万亿元骤升至2016年的155万亿元，即M2在8年间增加了100多万亿元。目前，中国M2已经超过20万亿美元，在绝对值上超过了美国、欧盟等世界上最大的经济体，M2与GDP的比值也达到200%以上。

这几组数字说明：虽然金融资源总量在骤增，但配置效率在显著恶化。也就是说，大量的钱被配置到了低效的地方，甚至被浪费掉了。导致大量浪费的一个重要原因，就是为了保增长而实施的强刺激政策。在强刺激的背景下，大量投资项目迅速上马，而这些投资往往是盲目的、低效的、没有市场需求作为支持的。因此，拉动GDP的作用，即便有，也是短暂的、不可持续的。作一个不那么恰当的比喻，这就

像你花钱请一个人把一堆砖头从这间屋子搬到那间屋子，GDP就上升了；你再花钱请人把同样的这堆砖头从那间屋子搬回到这间屋子，GDP又上升了。但是，这种GDP的上升是没有质量的，是浪费金融资源的。这类GDP的上升，是我们应该避免的。

提高金融资源的配置效率，对于中国经济未来的发展而言至关重要。从2010年以来，中国的劳动力的增长速度放缓。并且，由于中国从上世纪80年代开始实施的计划生育政策，在以后的一二十年中，中国社会将迅速地老龄化。在2010年左右，中国的人口结构大概是两个劳动人口抚养一个非劳动人口；非劳动人口包括老人、孩子和残疾人。在后面几十年中，这一比例会迅速下降。据估计，可能在2040年左右，就会降至一个劳动人口抚养一个非劳动人口。驱动中国过去十几年高速增长的人口红利正在很快耗尽。

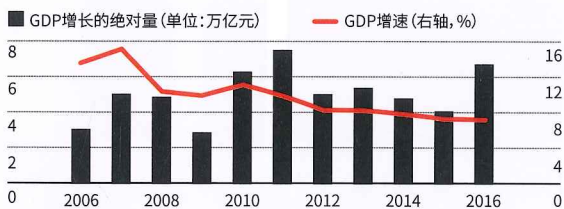
在失去劳动力优势的背景下，中国经济增长就需要更多依靠资本，尤其是需要实现资本的优化配置，即要将资金配置到真正高效的、有现实生产力的企业和项目上，配置到有创新潜质的早期项目中，以支持它们的发展。能否做到这点，将直接事关中国未来中长期的经济增长的潜力。

提升金融配置效率 首要推进国企去杠杆

2008年后，伴随着中国金融资源配置效率的恶化，是中国整体负债率的高企。截至2015年底，中国债务总额达到了168万亿元，债务总量与GDP的比值达到249%；而2008年这一比例还不到160%。中国整体杠杆率的上升主要是由非金融企业导致的。

笔者研究发现，中国的企业债务“惊人”的集中。比如，在2013年，中国总共约有34.5万家规模以上工业企业，所有企业的负债总额为49.1万亿元，其中负债最多的500家企业的总负债为13.5万亿元，占到34.5万家企业负债总额的四分之一；负债最多的2000个企业的总负债为23.5万亿元，占到了总额的近一半。进一步的，根据我们的计算，2015年，中国上市公司中负债最多的50家企业的总负债就高达11万亿元，占当年所有上市公司负债总额的54%，平均每家企业负债超过2000亿元。而负债最多的300家企业的总负债达到16万亿元，占到所有上市公司负债总额的82%，平

2006-2016年, GDP增长的绝对量



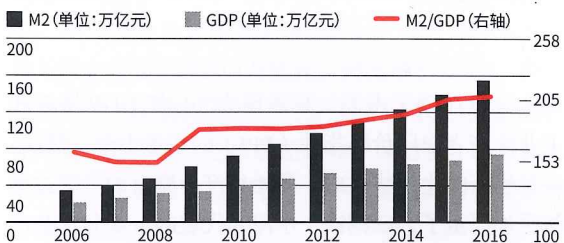
资料来源:国家统计局

国企固定资产投资累计增长



资料来源:国家统计局

2006-2016年, M2和M2/GDP

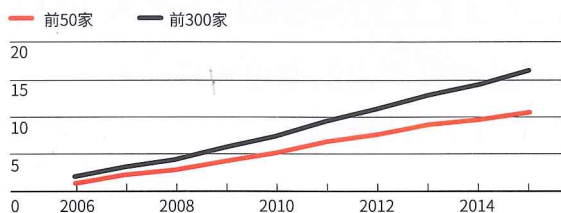


资料来源:国家统计局

均每家企业负债超过500亿元。而从2008年以来，这50家企业每年新增贷款总额逾1万亿元，平均每家每年新增200亿元。也就是说，中国负债率的上升主要集中在几千家企业上，其中，大部分是大型国有上市公司。

国有部门作为一个整体，在2008年之后不断加杠杆，其整体的负债率从56%上升到62%。但是，我们的分析显示，国企杠杆率的上升并不符合它们的企业特征和经营性需求，是缺乏经济基本面支持的。换言之，这些企业借的钱太多了。不过，借钱多未必是好事，因为需要支付利息。根据我们的计算，2015年，大概有超过160家中国上市国有企业，其息税前利润

中国上市公司中负债最多的50家企业的负债总额



资料来源:中国上市公司数据库

国有和私营工业企业的整体平均负债率



资料来源:中国工业统计年鉴

不足以支付利息——说明这些企业的负债太高了,最终带来沉重的利息负担。更麻烦的是,这些企业只能靠借越来越多的钱来还本付息,债务的“雪球”越滚越大。我们发现,这160家企业的负债总额从2010年的0.98万亿元升至2015年的1.68万亿元,即它们在六年里又多借了7000亿元的债务。

与此同时,私营部门却在加速地去杠杆,私营工业企业的整体平均负债率从2004年的62%降到2015年的52%。换言之,私营部门已经“去杠杆”十多年了!到近期,私营工业企业所贡献的产值和利润占到所有工业企业的总额的近四成,而这些企业的负债只占所有工业企业的负债总额的两成。也即,私营部门使用的金融资源远远低于其经济贡献。因此,要提高资金的配置效率,我们首要做的,就是纠正2008年以来国有和私营部门在融资上所呈现出的“两级分化”的趋势,并使得各个部门得到的金融支持和其经济贡献大抵相当。

也因此,当下我们说去杠杆,并不是对于大部分企业说的,而是对于少数几千家企业说的。去杠杆的“主战场”在国有部门,尤其是低效的、严重产能

过剩的大型国有企业。僵尸企业占据越来越多的资金,其结果是挤占了健康企业所能获得的金融资源。大量资金借给这类企业用来还本付息、而没有用于真正高效的投资项目,会导致“金融不支持实体”的现象越来越严重。所以,对于低效的企业,要尽快“去杠杆”,释放这部分信贷资源,并配置到真正有效的企业上去。

然而,我们发现,部分僵尸企业“僵而不死”,在保增长的任务下,其债务不降反升。这类企业占用的金融资源越来越多,积累的风险越来越大,对局部金融体系的潜在冲击也越来越大。从去年开始,个别企业的债务问题以一种“爆发式”的方式呈现了出来。尤其是渤海钢铁,存在不过六年,曾经跻身世界500强,但负债却骤然升至1920亿元,债务涉及100多家银行和其他金融机构。所以,当下亟需用市场化的方式来处置僵尸企业的债务问题。若以“保增长”为名,让这些企业继续加杠杆、做投资,日后的问题只会越来越大,最终严重影响部分金融机构和局部金融市场。

政企分开 权责明确

从上世纪80年代,中国经济就有“治乱循环”的怪象,即一放就乱、一乱就管、一管就死、一死就放。导致这一现象的根源在于政企不分。1993年,中共十四届三中全会提出“建立现代企业制度”的目标,明确表示要实现“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”。然而,至今国企依然承担了大量的政府职能——保就业、稳增长、促投资。国有银行也在承担政府的职能,先是为国企扩张产能提供廉价资金,再给低效国有企业提供新增贷款以维系其生存。从而导致历史上出现过的局面反复出现——经济要素配置严重扭曲、整体经济的效率不断下降、经济增长的活力被抑制。

中共十八届三中全会提出,使市场在资源配置中起决定性的作用。为了实现这个目标,必须从改革体制机制入手,尤其是改革政府官员、国企高管的激励和晋升机制;弱化GDP增速在考核中的重要性;强化市场竞争,更多发挥市场机制在监督国有企业中的作用。通过不断深化改革,让中国经济增长激发出新的动力和活力。■

财新 **中国改革**
Caixin

政经评论双月刊

重塑中国的思想力量

RETHINK, RESHAPE, REFORM



政经评论双月刊，财新传媒出品。创刊于1986年，邓小平题写刊名

紧贴时事，评述影响中国改革进程的重大事件和焦点人物

高屋建瓴，建构转型社会的公民认识框架

服务高端，为进步中国的设计者、决策者建言