

投资、储蓄与中国经济增长：宏观视角与国际比较

Investment, Saving & Growth in China's Economy: Macroeconomic Perspective & International Comparison

郑超愚

中国经济在体制改革、对外开放与经济发展三重协同转型，已经奠定高经济增长与低通货膨胀的制度和技術基础。面临高储蓄倾向的国民收入分配结构下，中国宏观经济政策设计应该遵循凯恩斯主义研究路线，从有效需求视角给出中国经济增长与波动的经济学解释，重视资本积累对长期经济增长的积极作用，建立以投资需求为轴心的需求管理政策体系，通过增加国内投资需求实现高储蓄向高投资的有效转化，促进持续快速的经济增长和可持续的国际收支平衡。

一 投资过度、贸易顺差、流动性过剩

中国经济从 2002 年起进入本次经济周期的扩张阶段，在完成从经济萧条到经济繁荣的周期形态转换后强劲扩张，连续 4 年实现 10% 以上的实际 GDP 增长速度。2006 年以来，中国经济在保持高经济增长与低通货膨胀良好配合格局的同时，呈现固定资产投资增长过快、国际贸易顺差过大以及银行体系流动性过剩的“三位一体”问题，对于其形成机制的主要分析方法存在着结构主义与货币主义的类型区别。

结构主义分析方法认为，在国有企业和地方政府的投资决策中，仍然残余超越利润动机和成本收益核算的计划经济因素；受不完善的市场机制局限，非国有企业投资无法在经济繁荣时期避免过度乐观、盲目从众或者短期投机的非理性行为。中国投资的非均衡性主要表现为投资效率低下条件下的过度投资行为。

结构主义分析方法强调国有企业与地方政府的投资扩张冲动，从非理性的固定资产投资规模膨胀起始，描述中国宏观经济运行的链式作用过程：“投资规模增加 → 国内供给能力增加（超过国内吸收能力） → 净出口增加（吸收国内供给能力） → 外汇储备增加 → 货币供应增加 → 信贷规模增加 → 投资规模增加 → …”；相应地，结构主义分析方法提出控制固定资产投资规模的基本政策主张。

货币主义分析方法认为，巨额并且持续扩大的国际贸易顺差以及加速积累的外汇储备，真实反映人民币汇率相对于国际收支基本平衡目标是明显低估的，人民币汇率的均衡化调整是必要的。中国经济赶超过程必然重合（本币核算的）国民收入增长过程和本币汇率升值过

程，人民币将在成为完全可兑换货币和主要国际货币的同时持续升值。

货币主义分析方法强调人民币汇率的非均衡性，从低估的人民币汇率导致国际贸易顺差起始，描述中国宏观经济运行的链式作用过程：“净出口增加 → 外汇储备增加 → 货币供应增加 → 信贷规模增加 → 投资规模增加 → 国内供给能力增加(超过国内吸收能力) → 净出口增加(吸收国内供给能力) → …”。相应地，货币主义分析方法提出升值人民币汇率的基本政策主张。

如图 1 所示，依据结构主义分析方法与货币主义分析方法，固定资产投资、银行体系流动性与国际贸易顺差相互激发而形成正反馈性质的不稳定累积循环过程。

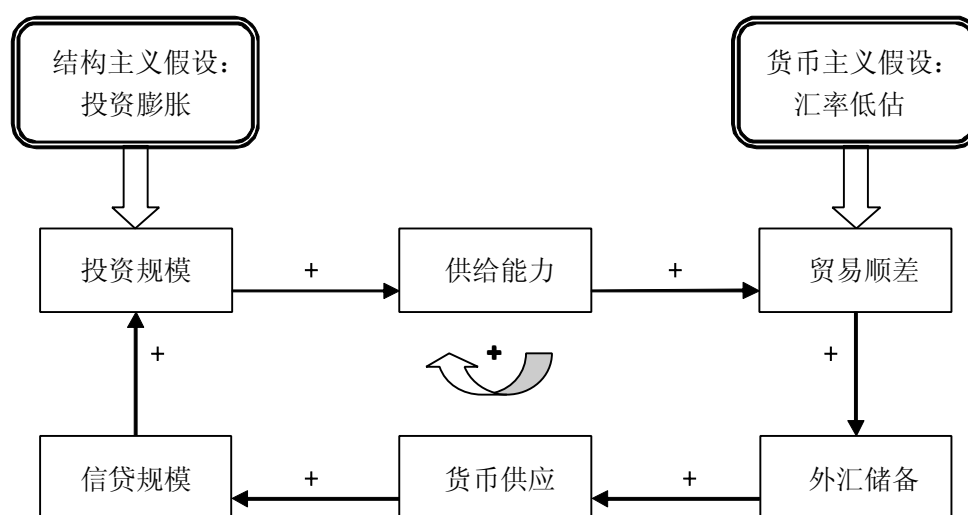


图 1 结构主义观点与货币主义观点：正反馈过程

就货币主义与结构主义的观点对立而言，货币主义分析方法虽然同意固定资产投资规模过度膨胀的结构主义观点，但是认为若延误人民币汇率升值过程，控制固定资产投资规模这样的需求减少（demand-reducing）政策措施将减少进口需求，可能恶化（而不是改善）国际贸易不平衡状况。结构主义分析方法怀疑人民币汇率升值这样的需求转换（demand-switching）政策措施对于恢复国际收支平衡的实际效力，认为中国国际贸易顺差有着（除人民币汇率以外）包括国内贸易发展方式、国际贸易发展趋势和全球经济结构调整在内的多种结构性原因，不可能唯一通过人民币升值途径克服。

二 投资规模与投资效率的国际经验

费尔普斯的经济增长黄金律理论，揭示以追求高速增长为目标的高储蓄行为和高投资行为却最终降低居民消费水平这样的动态无效率(dynamic inefficiency)非合意现象，经常被引证来说明中国经济的储蓄过度和投资过度问题。然而，有必要具体理解黄金律理论构建的历史背景，界定黄金律理论的模型化对象和适用条件。不能够仅仅依据固定资产投资规模的高速增长，判定中国经济已经违背最优国民收入储蓄比率的黄金律，从而其投资规模是过度膨胀而不可持续的。

20世纪中叶同时是前苏联经济增长和美国经济增长的黄金时代。不过，前苏联经济增长模式与美国经济增长模式有明显差异：前苏联经济通过高储蓄—高投资模式维持高速增长，居民生活水平改善却较为迟缓；美国经济的国民收入储蓄比率相对低下，投资增长与经济增长速度平缓，居民生活水平改善却较为明显。经济增长的黄金律理论肯定美国经济增长模式而否定前苏联经济增长模式，然而从储蓄过度和投资过度角度给出的前苏联经济失败的经济学解释是不充分的。事后回顾，主要是投资内容的非生产性偏向（如军事投资支出）和计划经济体制下的投资效率缺乏，而不是单纯的高投资行为本身，损害前苏联经济增长的潜在能力及其可持续性。

在黄金律理论的标准模型中，可能的动态无效率现象既包括中央计划经济体制下的投资过度状态，也包括分散市场经济体制下的投资不足状态，在资本边际生产率低于人口增长率、产出增长率和资本折旧率总和的条件下发生。对于中国经济体系，并没有观察到（净）投资收益率低于人口增长率与产出增长率总和的普遍现象；同时，其人均资本存量向发达国家水平持续收敛的发展中国家性质，也是与黄金律理论加以比较并且从中选择最优国民收入储蓄比率的定态(steady state)模型对象不一致的。

无论罗斯托的经济发展阶段理论，还是库茨涅茨的现代经济增长理论，均认为国民收入投资比率提升不仅是从传统经济向现代经济转变的前提条件，而且是现代经济区别于传统经济的典型特征。国际经验和历史经验的比较研究，普遍支持国民收入高储蓄倾向和高投资比率对于长期经济增长的积极作用。特别是对于后发国家，由国民收入高投资比率驱动的大规模资本积累与快速技术进步，构成其成功赶超战略的核心部分。日本和韩国先后在20世纪70年代和20世纪90年代完成对欧美发达国家的经济赶超，而在经济赶超时期维持30%以上的国民收入投资比率。其间，日本的国民收入投资比率在1952年至1961年间从26%增加至41%，韩国的国民收入投资比率在1991年达到39%的高峰值。

即使作为先发国家的美国经济，其20世纪90年代来在信息技术革命中的领先优势也同样依赖于由国民收入高投资比率驱动的大规模资本积累与快速技术进步。美国经济的贸易

和财政双赤字以及低居民收入储蓄倾向，给出美国经济投资不足的扭曲印象而低估其实质的国民收入投资比率。一方面，全球经济一体化便利和促进美国经济在国际资本市场融资。充足的国际资本流入在弥补巨额美国贸易顺差的同时，有效松弛美国国内储蓄能力不足对其国内投资需求的资源约束。另一方面，美国经济在 20 世纪 70 年代进入服务经济时代，并且在 20 世纪 90 年代进入知识经济时代，其资本积累形式已经从以物质资本积累为主转变为人力资本积累为主。包括在居民消费内容中的个人教育和医疗服务支出，以及包括在政府消费内容中的公共教育、科学和医疗服务支出，构成人力资本投资的重要渠道而具有投资支出性质，在 SNA 统计制度下却归属纯粹消费项目。

从粗放经济增长方式到集约经济增长方式的转变是从传统经济结构到现代经济结构转变的实质内容，也是中国经济结构现代化的基本标志。依据中国与发达国家的资本积累财务指标差距而否定中国投资效率，这样的静态机械思维无视中国经济落后于发达国家的发展阶段，也忽略经济转型以来特别是本次经济周期以来中国投资效率的重要改善。

美国经济政策界与经济学界推崇美国经济的效率和弹性，其重要经验依据就是美国经济应对本次严重逆向供给冲击的良好表现。与 20 世纪 70 年代石油危机时不同，面临石油和原材料产品价格大幅度上涨冲击，美国经济通过技术进步途径，沿产业链逐级消化源于石油和其他矿产品价格的通货膨胀成本推动因素，在保持快速经济增长的同时实现价格稳定。由于美国经济的轻型服务经济结构和中国经济的重型工业经济结构，本次石油和原材料产品价格大幅度上涨对中国经济的逆向供给冲击更为严重。中国经济能够与美国经济同样，在保持快速经济增长的同时实现价格稳定，其技术进步表现更为优异。

随着中国经济体制的市场化转型取得巨大进步，市场机制对于投资行为已经发挥基础性调节作用，（市场）理性因素在国有企业与非国有企业以及地方政府投资决策的主导地位已经确立。在本次经济周期中，中国经济的市场体制效率与分散投资理性，在高投资行业的（事后）产能相对平衡和高收益回报中得到经验证明。在警惕高投资行业产能过剩问题的同时需要认识到，高投资行业产品价格首先因需求增加而上升、随后因供给增加而下降的超调（over-shooting）现象，部分属于需求拉动型产品投资周期的典型价格行为。

三 从投资缺口到均衡化调整：凯恩斯主义研究路线

中国国民收入的高储蓄倾向在经济学意义上是部分合理的，可以同时从经济体制转型过

程中积累功能的重新配置、年轻人口与高成长经济的净储蓄余额以及经济扩张阶段的投资支出顺周期行为多层面进行解释：（1）向计划经济体制向市场经济体制的渐进过渡，伴随着居民收入补偿的“完全化”，居民收入增长部分来自适应积累功能重新配置的收入分配结构调整，不可能形成消费支出；（2）年轻人口在高速经济增长时期净流入劳动力市场，在当前高收入基础上进行的正储蓄，必然超过老年人口在既往低收入基础上进行的负储蓄，提升国民收入的总体储蓄倾向；（3）在消费平滑化机制的作用下，消费支出的顺周期（pro-cycle）行为较为平缓，其增长速度在经济扩张时期慢于投资支出，而在后继经济收缩时期快于投资支出。

在可预见的未来时期，中国消费比率在经历长期下降后将趋于稳定，促使中国国内收入最终消费比率长期或者短期下降的各种因素将逐渐消失或者反转。例如，中国经济周期从扩张阶段向收缩阶段的演化，中国经济体制市场化转型的完成，中国人口结构的老龄化，特别是随着社会保障体系的完善，未来收入不确定性降低而居民预防型储蓄动机弱化。

国民收入分配结构是内在于经济发展过程的自然历史现象，库兹涅茨总结现代经济增长的国际经验而观察到国民收入分配差距随经济发展水平演化而呈现倒 U 型历时轨迹。马克思主义经济学严厉批判西斯蒙第的消费需求不足论。凯恩斯革命超越古典经济学，从有效需求不足视角而不是从收入分配差距角度和从消费需求不足视角，给出市场经济条件下经济危机的宏观经济学解释和需求管理解决方案。中国宏观经济政策设计应该遵循凯恩斯主义研究路线，从有效需求视角给出经济增长与经济波动的经济学解释，主要通过调节有效需求（而不是收入分配）途径促进中国经济持续快速增长。面临高储蓄倾向的有利国民收入分配结构，有必要建立以投资需求管理为轴心的宏观经济政策体系，通过增加国内投资需求实现高储蓄向高投资的有效转化，以充分积累的资本存量与相对短缺的劳动力互补，支持 20 世纪中后期来临的中国老龄社会。

不断扩大的巨额国际贸易顺差有着包括国内贸易发展方式、国际贸易发展趋势和全球经济结构调整在内的多种形成原因，然而也真实反映国内储蓄的相对过剩状况。依据国民收入双缺口模型，国内储蓄缺口（ $I - S$ ）映射为国际贸易缺口（ $M - E$ ）。国际贸易顺差直接体现的是低于国内储蓄能力的国内投资能力，而不是超过国内消费支出增长的国内投资支出增长。增加国内投资需求将缩小国内储蓄剩余（ $S - I$ ）从而缩小国际贸易顺差（ $E - M$ ），最终消除人民币升值的结构性原因和实现可持续的国际收支平衡，并且将通过乘数机制增加居民可支配收入从而自然增加居民消费需求。

有关日本经济萧条时期“失去的十年”的形成机制研究，不恰当地强调“广场协议”以

后日元汇率急剧升值这样的货币经济原因，而忽视日本国内投资需求不足这样的真实经济原因。从20世纪80年代起，面对居民收入的高储蓄倾向和企业投资需求的疲软状态，日本放弃通过扩大政府支出缩小国内储蓄剩余的凯恩斯主义财政政策，选择通过日元汇率升值消除国际贸易顺差而通过宽松货币政策刺激国内居民和企业支出的实际政策组合。然而，汇率调整无法根本消除根源于国内储蓄剩余的国际贸易顺差，而低利率的金融政策在悲观的市场预期下无法启动居民消费支出和企业投资支出，来自国际贸易顺差的过剩银行体系流动性最终过度投资于不动产和股票而导致泡沫经济。

对于中国经济体系，虽然固定资产投资增长较快，但是国内投资需求相对于国内储蓄能力不足；虽然无法通过人民币汇率升值消除国际贸易顺差，但是人民币汇率相对于国际收支平衡目标低估。基于这样的推论前提，凯恩斯主义分析方法在固定资产投资、银行体系流动性与国际贸易顺差间的累积循环过程中，发现中国经济均衡化调整的自我校正机制，如图2所示。

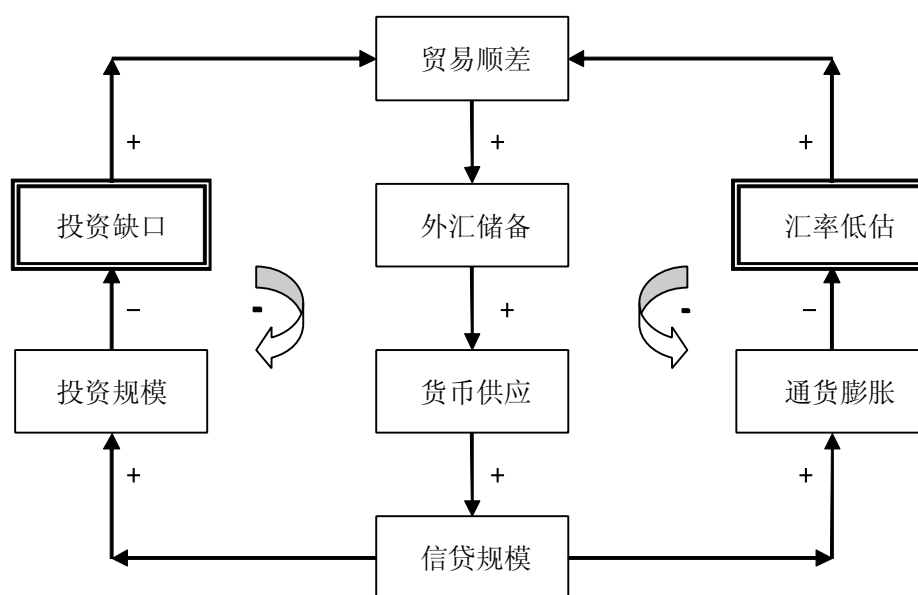


图2 凯恩斯主义观点：负反馈过程

其中，从相对于国内储蓄能力不足的国内投资需求出发，存在缩小国内储蓄剩余的负反馈调整过程：“投资需求不足→国内吸收能力不足(低于国内供给能力)→净出口增加(吸收国内供给能力)→国际贸易顺差增加→外汇储备增加→货币供应(以及信贷规模)增加→投资规模增加→投资需求增加”。从相对于国际收支基本平衡目标低估的人民币汇率出发，存在促

使人民币实际汇率升值的负反馈调整过程：“汇率低估 → 净出口增加（吸收国内供给能力） → 国际贸易顺差增加 → 外汇储备增加 → 货币供应（以及信贷规模）增加 → 投资规模增加 → 有效需求增加 → 通货膨胀率上升 → （实际）汇率升值”。

由于二元结构条件下非递减的资本边际收益，中国经济增长过程具有资本深化特征，而重工业化阶段的大批量生产方式和资金密集的产业性质，必然要求大规模增加固定资产投资。中国经济失业问题包含古典型劳动力失业问题与凯恩斯型资本失业问题，需要分别通过增加资本积累途径解决和通过增加有效需求途径解决。向投资需求倾斜的国民收入支出结构将在短期内增加有效需求而在长期内增加资本积累，同时实现经济增长目标与就业目标以及长期就业目标和短期就业目标。

四 乐观的前瞻与积极的政策

关于中国经济奇迹的经济学解释，存在着华盛顿共识与北京共识的对立和争论，特别聚焦于市场机制对中国经济奇迹发生的解释能力，经常表现出对于市场经济的原教旨主义狂热崇拜和后现代主义盲目贬斥的极端态度。20世纪80年代以来中国经济进行大规模的资本积累与劳动投入，所实现的持续快速增长是可以理解的，有助于淡化所谓中国经济奇迹的神秘色彩。看不见的手（the invisible hand）在计划经济时代以后其功能被重新发现，而在向市场经济过渡过程中其形式进行适应性调整。中国经济的市场体制是不完全的，具有不同于发达国家的非典型特征。然而，离开“自由了的手（the freed hand）”，中国经济奇迹是不可想象的。

在全球经济一体化时代，国际资本流动对区域间与产业间的比较收益反应敏感，以主权国家为供给方而以国际资本为需求方的竞争性经济政策市场逐步形成。与商品本位制度下货币市场通行的劣币驱逐良币的格雷沙姆定律（Gresham's Law）相反，以市场为基础的自由化和均衡化经济政策优于反市场的压制性和扭曲性经济政策主导经济政策市场的必然是“好”政策驱逐“坏”政策的反格雷沙姆定律（anti-Gresham's Law），而市场导向的国家经济政策必然使得国际国内经济体系趋于充分竞争。

中国经济在体制改革、对外开放与经济发展三重协同转型方面的长足进步，已经奠定持续快速经济增长的资源、技术和制度基础。二元经济结构提供近似无穷的剩余劳动力，年轻化人口结构与高成长经济前景蕴含高居民储蓄倾向，先进技术跨国转移和吸收在经济全球时

代更加便利,重工业化、城市化与全球经济一体化过程开辟广阔的国内市场和国际市场空间,共同蕴含高速经济增长的长期历史趋势。

由于日益重型化的产业结构、日益严格的环境保护标准以及日益完善的国有产权制度,资源性产品价格的持续上涨是难以避免的。不过,国内市场和国际市场的有效竞争有效促进技术进步,能够沿从产业链方向逐级吸收资源性产品价格的成本推动影响。PPI 指数与 CPI 指数在本次经济扩张阶段的历时差异,不仅仅体现通货膨胀成本推动因素的传递时滞,而主要反映技术进步对通货膨胀成本推动因素的逐级消化。中国通货膨胀率将呈现从 PPI 指数到 GDP 平减指数到 CPI 指数依次递减的动态结构,保持温和的最终消费品通货膨胀率。

本次经济扩张阶段中国经济高速增长,连续突破对潜在总供给增长速度事前估计的统计和心理界限,并且伴随着重要原材料、能源、交通运输瓶颈制约缓解和产业结构高级化,提供通过增加有效需求而增加实际总供给、进而实际总供给增加导致潜在总供给增加这样的“反向软着陆(reverse soft-landing)”成功范例。在高速经济增长和剧烈结构转变时期,潜在总供给能力连续扩展而难以及时准确预测,低估潜在总供给能力而实行紧缩性需求管理的政策风险是存在的。中国需求管理有必要采取微撞(fine-tapping)模式,即反复“小幅度增加总需求—等待通货膨胀反应—(若无通货膨胀加速)小幅度增加总需求/(若通货膨胀加速)小幅度减少总需求”的探索过程,通过间歇性增加有效需求而追踪潜在总供给前沿。

与发达国家的最低可持续失业率(LSUR)(lowest sustainable unemployment rate)目标对应,中国经济应该建立最高可持续增长率(HSGR)(highest sustainable growth rate)目标,作为中性需求管理的政策指导线,以避免政策偏好从计划经济时代的速度饥渴反转为市场经济时代的速度恐慌,造成非理性经济萧条。

参考文献

1. 陈佳贵. 2007 年:中国经济形势分析与预测(经济蓝皮书)[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2006.
2. 纪宝成等. 中国人民大学中国经济发展研究报告 2007[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2007.
3. [美]费尔德斯坦. 20 世纪 80 年代美国经济政策[M]. 北京:经济科学出版社, 2000.
4. [英]凯恩斯. 就业利息和货币通论[M]. 北京:商务印书馆, 1963.

5. [美]库茨涅茨. 现代经济增长[M]. 北京: 北京经济学院出版社, 1989.
6. [美]罗斯托. 经济增长的阶段[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2001.
7. [日]星川顺一. 日本经济与财政政策: 凯恩斯政策的忠告[M]. 上海: 立信会计出版社, 1997.
8. 袁志刚等. 20世纪90年代以来中国经济的动态效率[J]. 经济研究, 2003(7).
9. 郑超愚. 中国货币政策: 评论意见与调整建议[J]. 中国金融, 2007(5).
10. 郑超愚等. 中国宏观经济形势与政策: 2006-2007年[J]. 经济理论与经济管理, 2007(1).
11. Barro, Robert J., et al., Economic Growth. MIT Press, 2003.
12. Rommer, David, Advanced Macroeconomics. McGraw Hill, 2001.