

曾几何时,海内外的绝大多数经济学家对中国经济增长前景的怀疑大都建立在消费率过低和投资率过高的认识之上,而消费支出和投资支出的核算数据来自统计局。据其核算,这些年来中国的最终消费率(家庭消费加政府部门消费之和占 GDP 的比重)尚不足 50%,国民储蓄率因而超过 50%;相应地,资本形成率(总投资形成占 GDP 的比重)则接近 50%,几乎高于世界上所有的国家,更大高于世界平均水平(约 22%)。

中国投资率高估之谜

■ 中欧国际工商学院经济学教授 朱天
复旦大学经济学教授 张军

上世纪 90 年代末以来,中国国家统计局用来核算和反映宏观经济的一些加总指标(比如消费、投资、信贷以及劳动报酬等等),在量值和趋势上几乎都出现过一些不可思议的变化。可能很多因素有助于理解这些变化的发生,但也不能排除一种可能:随着中国经济越来越市场化和越来越复杂,惯用的统计口径或统计方式不能很好地反映这些变化,甚至还会暴露出局限。例如,房地产市场的出现和服务业的发展会对家庭的消费支出结构和模式产生影响,进而影响到加总的家庭消费开支的指标;而银行表外信贷活动的频繁和互联网金融的兴起,则会动摇传统的 M2 统计指标的可靠性。一个处于快速增长和结构变化之中的新兴市场经济相对于成熟或稳态的经济(比如发达国家),类似问题当然会严重得多。

这是个浅显易懂的道理,也意味着在观察和理解中国宏观经济总量指标变化趋势时,需要小心谨慎和认真推敲。但这一点或许并未受到大多数关注中国经济的学者们的真正重视——相反,太多的人总是热衷于从中国统计局公布的指标体系中信手捡来他们所需要的数据,而不顾及这些数据的可靠性和真实性。

曾几何时,海内外的绝大多数经济学家对中国经济增长前景的怀疑大都建立在消费率过低和投资率过高的认识之上,而消费支出和投资支出的核算数据来自统计局。据其核算,这些年来中国的最终消费率(家庭消费加政府部门消费之和占 GDP 的比重)尚不足 50%,国民储蓄率因而超过 50%;相应地,资本形成率(总投资形成占 GDP 的比重)接近 50%,几乎高于世界上所有的国家,更大高于世界平均水平(约 22%)。从地方省份的统计数据来看,近一半的省份在 2012 年的资本形成率超过了 60%,有 6 个省(自治区)份的资本形成率超过 80%,达到了不可思议的水平。没有人确信这么高的投资率可以持续到未来哪一年。讽刺的是,大多数经济学家面对从中国官方统计数据真实性抱有质疑,可面对这些不可思议的投资率数据,他们却保持缄默。如果官方投资统计数据高得离谱,或许我们就不能相信我们的眼睛,而应该相信我们的头脑了。

我们过去两年在国内外发表了一系列的研究和评论文章,指出了中国的家庭消费支出存在被官方统计低估的巨大可能性。我们发现家庭调查中高收入家庭的代表不足,城乡住房消费(虚拟租金)以及其他实物消费未能被官方抽样调查方法进行合理核算,这是低估家庭消费的主要原因。根据我们对家庭消费开支的重新估算,这些年来中国的最终消费率(包括家庭消费和政府消费)约占 GDP 的 60%,而不是官方公布的不足 50%的比率。事实上,最近也有有一些研究者认识到中国的消费率被官方统计低估的事实。例如,2013 年摩根士坦利(Morgan Stanley)的郭强盛(Jonathan Garner)和乔虹领导的研究团队就发现近些年中国的家庭消费率被低估了 10%左右。虽然他们的估算

方法与我们不同,但结论相当接近。给定 GDP 的总量不变,如果消费率被低估了,那就意味着投资率同时被高估了。

要理解并解释清楚投资率在中国统计局那里是如何被高估的并不是一件轻松而易见的事。通常的检验方法要么是直接考察投资活动在被核算时是否存在虚高或重复报表,或者用与投资活动存在高度正相关的单体指标(如粗钢产量)的变化模式来间接说明投资率的数据是否存在高估。这些检验一些零星研究报告中都有过,虽然这些研究对中国投资率的真实性表达了怀疑,但这些方法很难说明投资率的数据实际上被高估了多少。

我们的思路虽然不同,但非常简单:从国家统计局关于固定资产投资的基本核算方法入手的,目的是想弄清楚国家统计局在支出法核算 GDP 中是如何核算出固定资产投资支出的,我们先从 GDP 核算开始。

在统计核算方法上,GDP 通常可以从生产、收入和支出三个角度加以核算。理论上,三种方法核算出来的 GDP 应该是一致的,而实际上因为存在统计误差,三种方法核算出的 GDP 不会完全一样,但差距不应该太大,否则就说明统计核算中存在重大的方法或者数据问题。很多发达国家基本上都会用三种方法独立核算 GDP。中国官方公布的 GDP 是以生产法结合收入法核算出来的数据为准的,所以中国 GDP 核算的真实性随着收入登记和企业单位财务报表制度的完善而不断得到改善。统计局公布的全国支出法核算的 GDP 数字,按规定也应该是独立核算出来的,起码我们从《中国统计年鉴》上看到的核算结果与生产-收入法核算的 GDP 数字虽不完全相同,但差别毕竟不大。

在支出的类别上,GDP 由最终消费、资本形成和净出口三项构成。最终消费包括家庭消费和政府消费。从 2004 年第一次全国经济普查之后,家庭消费支出主要以城乡住户调查数据为基础进行补充和核算,而政府消费支出数据来自财政部行政事业单位结算资料。净出口(也即贸易余额),指的是全部货物和服务的出口额与进口额之差,其核算所用数据来自中国海关总署净出口贸易总额数据和国家外汇管理局的年度资产平衡表。GDP 中用于固定资产投资的支出在国民经济核算体系中被称为资本形成总额,等于固定资本形成总额加上存货的变化。在中国,后者占资本形成总额的比例过去 10 年来变得很小,仅有 2%—3%,所以通常仅仅关注和讨论固定资本形成这一项。

那么,国家统计局究竟是如何在统计上核算固定资本形成总额的呢?我们都知,在中国的官方统计口径中,长期以来用于核算当期固定资产投资支出的是所谓的“全社会固定资产投资额”,而固定资本形成总额又是以全社会固定资产投资额的数据为基础的。非常奇怪的是,从过去 10 年来的数据来看,官方公布的固定资本形成总额与全社会固定资产投资额不仅存在差距,而且差距在不断扩大。从 2004 年开始,全社会固定资产投资额一改之前与固定资本形成总额基本等值的趋势,开始持续地大于固定资本形成总额。到 2013 年,全社会固定资产投资



资额占 GDP 的比重已高达 76%,而同期固定资本形成总额则只有 GDP 的 46%左右。这就导致了概念的混乱,一些经济学家声称中国的投资率已高达 70%以上,而另外一些经济学家则说中国每年有接近 GDP50%的投资。到底中国的投资率应该是哪一个数字呢?

这正是我们要试图弄清楚的问题。不过,在回答这个问题之前,我们先要讨论一下为什么固定资本形成总额在 2004 年之后会小于全社会固定资产投资额。对于这一现象,不少经济学家认为应该主要是由于土地价格在 2004 年之后持续上扬引起的,因为用于土地征用、购置和拆迁补偿的费用因地价上扬而持续高走,而这些在土地上的投入并不形成资本,所以尽管统计在了全社会固定资产投资额中,但不会统计在固定资本形成总额中,需要从全社会固定资产投资额中扣除。这样就必然造成全社会固定资产投资额持续大于固定资本形成总额,形成两者的不断分离。

但是,这种普遍的看法并不正确。首先需要注意的是,虽然国家统计局并没有公开固定资本形成中各项组成的具体数字,但简单计算可以发现,2004 年之后全国土地出让金只占到官方公布的固定资本形成总额的 15%不到,占全社会固定资本总投资的 10%左右,比例都很小,很难用来解释 2004 年之后全社会固定资产投资额因此而持续大于固定资本形成总额。

但很多经济学家却想当然地认为全社会固定资产投资额与固定资本形成总额是不同的概念和统计口径,而且前者必然会大于后者的。我们不同意这样的看法。我们认为两者应该是基本等价的。为了说明两者在统计结果上的相似性,我们根据国家统计局公布的固定资本形成的核算方法推写出了下面的定义或者计算公式:

固定资本形成总额=全社会固定资产投资额+商品房销售增值-用于住宅和非住宅建筑物土地征用、购置及迁移补偿费+50 万元以下(2011 年起,500 万元以下)固定资产零星投资+计算机软件支出-购置旧建筑物和旧设备的价值。

由上面的公式可以看出,固定资本形成总额其实是在全社会固定资产投资额的基础上经过一些数据的调整估算出来的。其中最重要的调整是,要得到固定资本形成总额,必须从全社会固定资产投资额中减去“用于住宅和非住宅建筑物土地征用、购置及迁移补偿费”,但要加上“商品房销售增值”。“商品房销售增值”是指本年度的竣工商品房房屋按市场售价计算价值并减去用于土地和建造成本之后的那部分增值。土地乃至房地产价格持续上扬虽然会增加“用于住宅和非住宅建筑物土地征用、购置及迁移

补偿费”的支出,但也同样会导致“商品房销售增值”这一项扩大,因此“商品房销售增值”与“用于住宅和非住宅建筑物土地征用、购置及迁移补偿费”一增一减,最后导致土地价格对全社会固定资产投资额与固定资本形成总额的净影响实际上并不如想象中的那么大。正是因为这两个资本形成总额与全社会固定资产投资额,其结果是相当接近的两个统计口径,毕竟两者实际上是衡量了同样的投资活动的。

既然全社会固定资产投资与固定资本形成在理论和统计口径上应该十分接近,那为什么在国家统计局公布的支出法核算 GDP 中的固定资本形成总额却远远小于同期全社会固定资产投资额呢?为了回答这一问题,我们在最近的一篇讨论中国投资率估计的论文中试图复原国家统计局在支出法核算 GDP 方式下对固定资本形成总额的估计,其结果却让我们大吃一惊。在计算中,我们完全按照国家统计局颁布的标准核算方法并使用了国家统计局提供来源的基础数据重新计算了年度的固定资本形成总额,出人意料的是,我们的计算结果(即固定资本形成总额)与《中国统计年鉴》公布的同期全社会固定资产投资数值非常接近(这验证了我们对两个统计口径基本等价的看法),而远远大于它公布的同期固定资本形成额,并且与后者的差距也是自 2004 年以来变得越来越大。以 2012 年为例,我们估算出的固定资本形成总额的结果比官方公布的数字要多出 64%。

由此我们只能大胆猜测,《中国统计年鉴》公布的固定资本形成总额并不是严格按照国家统计局自己颁布的方法独立核算出来的。这似乎难以置信。如果不是独立核算出来的,那么,统计局公布的固定资本形成总额的数字到底是怎样的呢?除非统计局公布其核算方法和数据调整的具体细节,否则我们无从得知问题的真实答案。不过,我们的研究使得我们可以就这个可能的答案作一些推测。

假如官方公布的固定资本形成总额的数字没有严格按照规定的方法独立核算出来,那么可以说中国的支出法 GDP 数字其实也不是独立核算出来的,以 2012 年为例子,如果我们根据官方公布的核算方法计算出来的固定资本形成总额去代替《中国统计年鉴》中给出的固定资本形成总额的数字,并假定最终消费支出和净出口额(这两项确实是独立核算出来的)不变,那么我们得到的支出法核算的 GDP 总额就应该是 684855 亿元,这比当年国家统计局公布的以生产-收入法核算出来的 GDP 数字 519470 亿元高出 32%。由于中国的 GDP 核算数字是以生产-收入法为准的,这也就意味着国家统计局对采用支出法核算 GDP 的信心要比用生产-收入法的核算更低。事实上,统计局也认为用收入-生产法核算的 GDP 在中国更为准确。根据我们的调查和地方公布的支出法核算的 GDP 的数字可以判断,地方上的支出法核算的 GDP 数字更不是独立核算出来的,而干脆使用了收入-生产法核算的数字。

因此,我们猜测出的答案是,由于统计局需要公布支出法核算的 GDP,但又不能公布

两个相差 30% 的 GDP 数字,自然就必须要对支出法核算的 GDP 的数据进行向下的大幅度调整。GDP 支出构成中的净出口数据来自于海关总署,统计局不能调整;家庭消费数据主要来自公布的住户调查数据,而且占 GDP 的比重已经低到只有公布的 GDP 总额的 36%,也没有下调空间;政府消费数据来自财政部门,统计局也不能调整;最后只剩下资本形成总额这一项可以调整。一个最简单和最直接的调整办法当然就是让资本形成总额直接等于所公布的 GDP 的数值减去最终消费和净出口后的“余项”,这样一来,支出法核算的 GDP 就会等于生产-收入法核算的 GDP。不过,由于名义上支出法核算的 GDP 应该是独立核算出来的,支出法核算的 GDP 与生产-收入法核算的 GDP 在公布时保持充分接近而不完全相同是可以理解的。由此可以推断,官方的固定资本形成总额数据极有可能是在对全社会固定资产投资数据进行大幅度“打折”(折扣率应该在 6 到 8 折)之后计算出来的,而折扣后的数字应该是减去消费支出和生产-收入法核算的 GDP 减去消费支出和净出口之后的“余项”。

至于为什么全社会固定资产投资额的数字会这么大,而且越来越大,这似乎永远是个谜,有待经济学家有朝一日来揭开。对我们而言,的确还不能充分理解为什么全社会固定资产投资额与固定资本形成总额的差距在最近这些年变得越来越大。如果说全社会固定资产投资额的“水分”很大,为什么过去几年来它的水分会不断增大呢?官方的统计能力与水平不应该比以前更差;即使有虚报,地方官员虚报投资的激励也很难说比前些年更高了。我们越来越怀疑全社会固定资产投资的传统统计核算方法使得其与实际固定资本形成之间的关系变得越来越弱了,也就是说,通过在前者的数据基础上做一些项目增减的核算方法已越来越难以反映固定资本形成的真实情况。我们在统计局的访谈似乎加强了我们的这一看法。如果是这样,那么,为了独立地得到更准确的固定资本形成数据,也许我们需要大力修改乃至放弃我们长期沿用的基于地方申报和加总的全社会固定资产投资统计核算制度,而改为国家统计局的独立调查与核算。

如果是用生产-收入法核算的 GDP 减去消费支出和净出口后的“余项”来确定资本形成总额的数字,那么一个直接后果就是,一旦最终消费被统计低估,那么这个低估就会直接转化成对固定资本形成总额(即低估值)的高估。根据我们对之前对被官方统计低估的消费数据所做的重估结果,很容易推断出中国近些年的投资率大约是在 GDP 的 35%左右,远低于官方公布的接近 50%的水平。这样的投资率虽然依然高于世界平均水平,但与其它东亚国家和地区在经济快速增长时期的投资率大体相当。另外,基于我们对官方的家庭消费支出核算和投资统计的系统研究,我们倾向于认为,在中国的支出法核算的 GDP 构成里,投资和消费数据及其相关的结构比率可能与真实情况相距较远,暂不宜作为我们进行经济分析、政策讨论和学术研究的可靠依据。(FT 中文网)

▶▶▶[上接 8 月 3 日 03 版]

■ 浙江金融职业学院教授、浙江地方金融发展研究中心副主任 应宜逊

(一)取消地方政府政绩考核中的 GDP 指标,代之以城乡居民人均收入及贫富差距(如居民人均收入中位数、基尼系数等)这样做,有助于抑制、弱化“GDP 主义”,有助于减少经济增长数据中的“水分”,并使政绩考核更贴近民生。这不但是当前经济体制改革的迫切需要,而且,可以从两个侧面促进中小企业融资困难的缓解。一则,有助于促使地方政府弱化向大企业倾斜的行为,这就有助于改善中小企业的“资源分配”处境。二则,由于中小企业的发展与民生的关联度很大,因而,当突出民生指标后,地方政府也会更多地关心中小民营企业的发展。并且由于 GDP 中的“水分”将受到压缩,会腾出部分资金,这样也将一定程度上缓解中小民营企业融资难问题。

(二)调整货币政策
首先,要调整利率政策。通过加快存款利率市场化步伐,切实消除存款低利率、负利率。现行的利率政策乃是造成中小企业“融资难、融资贵”的重要原因之一,尤其是造成“央企——大企业——中小企业”融资成本差距严重偏大的主要成因。调整的基本方向与途径是:适当提高存款基准利率、大幅度提高浮动上限,并且最终取消浮动上限。这两年来,货币当局“利率市场化”口号喊得甚响,但在行动上却竭力回避“存款利率严重偏低”这一要害问题,继续让利给利的天平向央企等强势利益集团倾斜。如 2012 年 6 月,在“允许存款利率上浮 10%”的同时,于 6 月 8 日、7 月 5 日连续两次下调存款利率,合计下调 16.7%,使得上浮 10%化为乌有。2013 年 7 月,宣布根据“先贷款、后存款”原则,放开全部贷款利率。由于贷

中小民营企业“融资难、融资贵”的成因与对策

款利率浮动上限早已放开,“全部放开”主要就是放开 0.7 倍的浮动下限。不难看出,“全部放开”的受益者主要就是利率“议价能力”极强的央企及有权有势的官宦。欲使中小企业及普通百姓真正受益,就应当切实提高存款基准利率、放开存款利率浮动上限,以消除存款低利率、负利率,进而迫使银行提高大额贷款利率,达到遏制央企、上市公司等“强势群体”的“贷款饥渴症”的效果,从而为中小民营企业腾出较大的贷款额度空间,促成民间借贷市场需求下降,民间借贷利率与正规金融市场利率的差距缩小。为此建议,在确保一年期存款基准利率不低于通胀率及 CPI 的前提下,尽快扩大利率上浮幅度,2013 年内应至少达到 30%,2014 年则不低于 60%,2015 年实现完全放开(在 2014 年“两会”期间,中国人民银行周小川行长也说,要在一到两年内放开存款利率上限)。

其次,信贷规模控制应加大“差别化”管理。目前,商业银行的信贷规模都还是受控的,并不能按《商业银行法》中的 75%的规定执行。在货币政策从紧时,暂时采取这种做法是可以理解的,但是,应当加大“差别化”做法。比如户均贷款在 100 万元以下的小银行机构,只要存贷比不超过 75%,就不应当控制信贷规模;其他银行机构的 100 万元以下贷款,也应当不计入信贷规模。

(三)调整证券市场管理方针,使之成为“真正的市场”、多层次的“金字塔”式市场
要彻底摒弃证券市场“为国有企业改革与发展服务”的管理方针,并且主要应采取下列措施。

一是扩大企业债券发行。凡是中型以上企

业,不论行业与所有制性质,只要具备下列条件均可发行债券。(1)有正当用途;(2)有良好的偿债能力,并且发行债券后,资产负债率小于 70%;(3)财务制度完善报表真实;(4)三年内无不良信用记录;(5)有金融机构代理发行并且承诺,债券到期偿付有困难时,将提供“垫支”。

二是放开股票一级市场,实行注册制。任何企业法人及自然人,都可以依法组建股份有限公司并向社会募股;由代理发行的证券公司代向证监部门注册,证监部门仅审核其资料的完备与合规情况,完备、合规者便允许注册。募股发行由证券公司代理,若在规定期限内“冻结”资金不足募股金额,即为发行失败,“冻结”的资金全部退还,经济损失全部由发起公司的当事人承担。

三是设置“基础性”市场,通过市场选择“上市”。股份有限公司发行成功后,股票便可在代理发行的证券公司挂牌交易,这是场外交易市场。交易届满一个完整的企业财会年度后,如果业绩优良,可以由证券公司推荐去当地的柜台交易市场交易。柜台交易市场中心城市组织,交易会员制,会员为中心城市中的券商。在柜台交易市场中交易届满一年以上,并且业绩优良达到沪深证交所的上市公司标准者,由柜台交易市场向沪深证交所推荐,经沪深证交所审查后择优“录取”进入主、二板市场。这一程序必须严格遵守,任何公司均不得违反。同样,在主、二板市场交易的上市公司,若业绩欠佳,便要逐级下退,直到退至相应的场外交易市场为止。

四是证监会要集中精力于监管。实行上述调整后,证监会不再从事公司上市、发行等的

审批事宜,而是专注于监管。要依法对公司的设立、发行、上市、交易的全过程进行严格监管,并依法严惩各种违法、违规行为。

(四)通过进一步改组,释放邮储银行信贷潜力

应当通过进一步改组,使邮储银行的巨大信贷潜力充分释放出来,真正成为我国中小企业信贷中的“航空母舰”。基本途径是再次增资扩股、进一步完善治理结构。这有两种做法可供选择。①仅仅在总行一级增资扩股,将国有独资公司改组为“社会化”的股份有限公司。这种方法主要只能解决“资本金不足”问题。②不仅在总行一级增资扩股,而且各省分行也通过“增资扩股”,改造为股份制独立法人,进而使得行全行变成两级法人制的“中国邮政储蓄银行集团公司”。实行两级法人制的好处,一是可以在“两级”增资扩股,更有利于解决资本金不足问题;二是可以大大增加经营的灵活性,更好地适应“本土化”要求。显然,后一种做法比第一种做法更佳。在“增资扩股”中,新股东中应当有银行机构(甚至是主要投资者),尤其是小额信贷做得好的银行机构。同时,也要保障“创始人”权益,让中国邮政集团继续成为总行的最大股东,总行则是省级的最大股东。

此外,为释放邮政储蓄银行的信贷潜力,还可以鼓励其与小额贷款公司“联姻”,成为小额贷款公司的“资金供应人”和“监督人”。具体做法在后文中详述。

(五)大力发展、办好“草根银行”
完整意义的“草根银行”应当是:来源于“草根”、服务于“草根”的小型商业银行。也即由民间资本经营的、与中小企业共存共荣的小

型商业银行。在本节中,更侧重于从功能上定义“草根银行”,泛指所有的以中小企业为基本服务对象、与中小企业共存共荣的小型金融机构。“草根银行”正是我国目前所缺少的,必须大力发展。

1.要继续大力发展现有形式(即由法人银行发起)的村镇银行。

目前,村镇银行的发展进度虽然欠快,远未达到原来的构想(2009 年曾作三年规划,2011 年末全国要开业 1131 家,但到 2013 年末才开业 987 家,筹建 84 家,合计 1071 家);但是,就开业后的经营状况看,总体上还是良好的,有关方面的“扶持”力度也不小,并且还涌现出一些优秀的村镇银行与主发起人银行。根据迄今为止的实践,办好一家村镇银行的基本经验,可以归纳为“一一一五”。“一个好的主发起人银行”,资质良好,有创办村镇银行的积极性与正确的方针,能够尊重村镇银行的独立法人地位,能够给予必要支持。“一个好的领导班子”,有正确的经营理念,有激情、有事业责任感,团结协作,能够领导银行实现“五个化”。“五个化”在经营中做到:市场定位“小微化”、人员机构“本土化”、运作机制“市场化”、操作手段“先进化”、良好的企业文化。对于下一步,建议主要有四。①关于推动资质符合条件的法人银行主发起村镇银行时,应当更多地强调“自愿”,可以“鼓励”,不宜硬性或变相硬性要求。②为鼓励去后进贫困地区设立村镇银行,应当强化“扶持政策”引导,弱化“捆绑销售”。③目前,应对财政、货币信贷等方面的扶持政策加以梳理,使之更加公平、协调。④对于因主发起银行“不得力”而活力不佳的村镇银行,可以考虑重组,更换主发起银行。(待续)