



高善文：中国长期利率路 向何方？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛



7月4日，清华五道口云课堂“在线大讲堂”邀请安信证券首席经济学家、清华大学五道口金融学院业界导师、《清华金融评论》编辑与学术委员会委员高善文，以“面向2030年的中国经济，长期利率向何处去？”为主题做线上分享。本文是根据本次讲座的文字实录，在不改变原意的情况下进行的整理和编辑。

假如经济增长和发展是一种重复

预测长期经济走向是十分困难的工作，很多结构参数的长期演化难以精确掌握，使得对很多结构特征进行预判变得非常困难。因此我们采用的方法有一个基本假设，就是经济增长和发展过程基本上是一种重复，后发国家的经济增长和发展是对已经实现了长期高增长、达到高收入水平的国家的发展过程的重复。

虽然这种假设过于简单，但是我认为它应该有助于我们理解一些经济数据特征，特别是如果我们把中国经济的增长和发展过程放在东亚经济体背景下来看的话。因为我们与日本、韩国和中国台湾有非常相似的历史和文化背景，许多影响长期经济增长的重要参数高度相似，比如老百姓普遍节俭，普遍重视教育，而且工作非常勤奋。这些特点有助于快速积累资本，创造人力资源，实现相对比较好的经济增长。

基于这一思路，我们把中国经济与上述国家和地区做了一个对比，并得到一个基本的想法，即中国经济在 2010 年的增长和发展水平，与 1968 年的日本、1991 年的韩国和 1987 年的中国台湾是非常接近的。这样的对标肯定不够严密，但是并不影响我们的主要结论。

根据这个对标，我们基于对标的时点——比如对中国而言代表了 2010 年，对日本而言是 1968 年，将中国和东亚经济体剔除通胀因素后的实际增长率做了进一步的计算和比对。对于日韩台等东亚经济体，我们采用了相似对标水平下增长率的算术平均值。这样做是为了尽可能抹掉特定国家在特定年份受到的一些偶发扰动因素的影响，从而尽可能剥离出一个经济增长的长期趋势。

从对比的结果来看，把中国经济增长和发展过程理解为对东亚体经济增长和发展过程的一种重复，似乎是有一定的道理的，它对我们理解过去几十年的经济增长以及预判未来的经济增长可能会提供一些重要和有益的借鉴。

从这个结果看，我们至少可以提出两个问题。

第一个问题：为什么在对标原点过后不长的时间里，无论是中国还是东亚经济体的增长率看起来都进入了一个很长期的减速过程？

第二个问题：为什么经济增速的系统性下降和转折发生在这个年份？比如说中国发生在 2010 年，为什么不是 2020 年，或者是 2000 年？对日本、韩国和中国台湾也可以提出类似的问题。

对标原点前后发生了什么？

接下来我们尝试性地对这两个问题提出一些猜测性的解释。对于第一个问题，尽管可以给出很多具体的事件性的解释，但在我看来，也许更基本的一个解释是“资本边际报酬递减”——假设一个经济体的劳动力总量不变，且劳动力的受教育水平和技术的发达程度不变，随着资本存量这一单一变量的不断增长，其经济总量还是在不断增长的，但是总量的增长速度是在放慢的。我们认为，资本边际报酬递减作为一种广泛和普遍存在的规律，对于回答第一个问题具有最重要的和最基本的解释力。

问题二，为什么转折点发生在这个年份？经过一段时间的思考，我认为最重要的原因是转折点出现在这些经济体经过刘易斯拐点（Lewis turning point）以后不太长的时间。所谓的刘易斯拐点，是指现代经济体不断从农业部门吸收剩余劳动力所经过的一个转折点。在这一转折点之前，农业部门的劳动力进入工业部门或者是现代服务业部门，他们的平均工资

水平在剔除掉通货膨胀因素之后是不上升的。但是经过刘易斯拐点以后，他们的工资水平开始进入一个快速上升的过程。

我们几乎可以确定，中国的刘易斯拐点发生在 2005 年至 2010 年之间的某个时候，日本的刘易斯拐点一般认为发生在 1960 年代中期，韩国和台湾地区的情况也相似。我们去观察这些转折点，发现一个非常强的特征，即经济增速在经过刘易斯拐点不太长的时间后就开始下降，因为从农业部门获取劳动力的边际成本越来越高，在这样的环境下，资本边际报酬递减开始产生越来越强大和越来越主导性的作用。

资本边际报酬递减在实际的数据之中是如何发生和表现的？考虑到数据的可得性和计算的方便性，尤其是要进行跨国比较，我们计算了一个重要的指标，叫做增量资本产出比（ICOR），即经济活动每额外增加一单位的产出，所需要额外增加多少单位的资本。资本边际报酬递减在这个指标上就反映为数值不断上升。

计算结果非常清楚，中国的 ICOR 数值在 2010 年之前基本上稳定在接近 4 的水平，2010 年之后开始进入不断上升的过程，或者说资本边际报酬的递减是非常明显的。按照新冠疫情之前非常晚近的水平，中国的增量资本产出比已经上升到 8 以上，十年时间里几乎上升了一倍，而我们的经济增长率也从 9% 以上水平下降到不到 6%。

用同样的对标方法，把中国的 ICOR 与其他东亚经济体的表现做一个对比。首先我们对数据做了五年的几何平均，以尽可能地剔除短期扰动因

素对数据的影响。从计算结果看，其他东亚经济体的 ICOR 指标在转型之前总体上也是相对稳定的，数值处于 3~4 附近；但在转型原点之后，他们的 ICOR 指标都经历了长期的、趋势性的上升，表示资本边际报酬递减开始产生非常强大的影响。而即使从绝对值来看，无论是转型前还是转型后，中国的 ICOR 数值水平与其他东亚经济体都非常接近。

我们还用了另外一个办法，就是直接去计算资本报酬率，即资本所获得的报酬除以有效的资本总量。资本所获得的报酬包括债务资本获得的利息、权益资本获得的利润，以及一些折旧，还有一些生产税等等的调整。分母就是整个经济的资本存量，是对整个经济有效的资本存量做通货膨胀等的数据剔除以后的一个估计值。由于获取其他经济体的这类资本存量数据非常困难，因此我们没有进行跨国对比，但是为了验证这一指标的有效性，我们把它与中国自身的 ICOR 指标做了一个比较。

我们可以清楚地看到两个很重要的结论：

第一个结论：在 2010 年或者是 2010 年之后的某个时点，中国的资本报酬率进入了一个非常长期的下降，这一长期的下降与我们经济增长率的下降，与 ICOR 的恶化实际上是同步发生的。在这一转折点之前，中国的资本报酬率实际上还处在非常高的水平，特别是在 2004 年到 2009 年这段时间。

第二个重要结论：资本报酬率所显现的趋势与 ICOR 所显现的趋势，即便不是精确的同步，在趋势上也是非常接近的。

上述研究都是以宏观视角展开的，我们相信资本报酬率的下降在微观层面上也一定会有相似的表现。尽管微观层面上的数据无疑是非常庞杂的，样本的代表性也会存疑，哪怕是存在这些困难，我们仍然在微观层面上研究了一些资本报酬的情况。我们选择的研究角度包括上市公司的总资产回报率，国企与央企的总资产回报率，以及包括国企和非国企在内的工业企业总资产回报率。我们认为，基本上可以做出结论，即在总量层面上看到的 ICOR 上升、资本报酬率下降等趋势，在微观层面的多数领域，实际上也有非常一致的表现。

中国利率的逆趋势之谜

我们知道，利率的影响因素有很多，但是，资本报酬率的变化无疑是其中最关键的因素之一。由于过去 15 年资本报酬率非常明显而普遍的下降，很自然地可以得出的一个结论是，由于企业投资活动越来越不赚钱，他们能够和愿意支付的利息水平越来越低，能够提供给权益资本的分红不断下降，所以从道理上来讲，整个经济的利率水平也应该是明显下降的。

那么这一推论是否符合实际情况？首先，我们还是用同样的对标方法研究了东亚经济体的一年期国债名义利率水平。应该说，他们的名义利率在转型以后很长的时间里，都表现出非常明确的、非常强的一个下降趋势。

然而当我们去观察中国的一年期国债名义利率时，结果非常令人惊讶——当资本报酬率在下降的同时，中国一年期国债的名义利率实际上经历了非常明显的上升。在转型原点前五年的时候，它还在 2.2% 的水平，在转

型后五年和后十年都上升到了 2.8%，甚至更高一些的水平。

采用名义利率存在一些问题，在于无法剔除通货膨胀的影响，而通胀对利率水平的影响，最重要的一个途径是通过通胀预期来影响价格的形成。由于通胀预期本身很难直接观察，我们采取了一个简单粗暴的方法，就是将当年的通货膨胀水平直接作为当年的通胀预期。从东亚经济体的表现看，即使是用这种比较简单的方法去剔除通胀预期的影响，也并不影响一般的结论——从长期来看，利率水平是下降的。用于中国的一年期国债利率，实际上也不影响刚才的结论——跟转型前五年相比，中国一年期国债的实际利率是上升的，而且后期的升幅更加显著。

尽管这种对通胀预期的剔除存在技术上的瑕疵，但是从这一结果与名义利率的对比，以及从东亚经济体名义和实际利率的对比来看，它所反映的趋势是一致的，因此我们认为这一结果所揭示的趋势应该是可信的。

考虑到国债利率只是反映了整个经济的无风险利率水平，而且在东亚经济体以银行为主导的金融体系背景下，国债利率很可能还受到银行管制等因素的影响，所以我们选择了另外一个角度，就是直接去观察信贷市场

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33516

