

# 风物长宜放眼量<sup>1</sup>

——中国长期利率向何处去？

高善文<sup>2</sup>

2021年7月9日

## 内容提要

以资本边际报酬递减这一规律为基础，我们发现日韩以及中国台湾等东亚经济体在转型过程中资本报酬率普遍出现下降，相应的利率中枢也同步下行。但过去 10 年中国资本报酬率下降的过程中，广谱的利率不降反升、长期背离。

这一背离与三个因素有关：2005-2010 年期间人民币汇率弹性不足，为克服汇率升值的压力，央行被迫维持偏低的利率水平，随后升值压力的消除反向推升了利率；政府过去 10 年为了稳增长而扩大基建开支，而基建相关主体面临预算软约束，推高了整体利率水平；居民和房企持续存在强烈的房价上涨预期，刺激房地产领域大幅加杠杆，导致了利率的抬升。

而随着这些因素的缓解和扭转，未来 10 年中国利率水平将得到系统性的纠正，同时考虑未来资本报酬率的持续下降、以及中国更高的储蓄率，中国长期国债名义利率在 2030 年可能将逐步下降到 2% 左右的平台。

1 本文根据作者在 2021 年 6 月 22 日安信证券 2021 年中期策略会上的演讲发言整理而成。

2 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

## 一、经济增长和发展的过程是一种重复

预测长期经济的走向是一件十分困难的工作。由于经济结构参数的长期演化难以精确掌握，诸多对经济结构特征的预判变得非常困难。因此，我们所采用的分析方法存在这样的假设，即：经济增长和发展的过程基本上是一种重复。尤其是对于追赶型经济体而言，其经济增长和发展的历程，是对已经实现长期高增长、人均收入达到高水平的经济体所经历的增长过程的一种重复。

沿着这样的思路出发，我们将中国近 30 年来的经济增长表现放在东亚经济体转型背景下来进行观察。这样做的想法主要在于，中国与东亚其他经济体在经济结构参数上具有较强的相似性。例如，中国与日本、韩国以及中国台湾等儒家文化经济体的民众崇尚节俭，整体的储蓄率在世界范围内都处于较高水平，促进了资本的高速积累；东亚地区对教育的高度重视，也使得人力资本增长较快；并且，在看重现世回报的倾向下，东亚民众普遍工作勤奋。这些因素合并起来都十分有利于推动经济的高速增长。

因此，我们通过人均 GDP、第二产业相对第三产业占比等指标，对东亚经济体进行经济结构参数的历史比对，得出的基本结论是：中国 2010 年的经济发展程度、人均收入和生活水平大致接近于日本 1968 年前后的水平、韩国 1991 年前后的水平、中国台湾 1987 年前后的水平。

表 1：中国发展阶段与日本、韩国以及中国台湾的对标

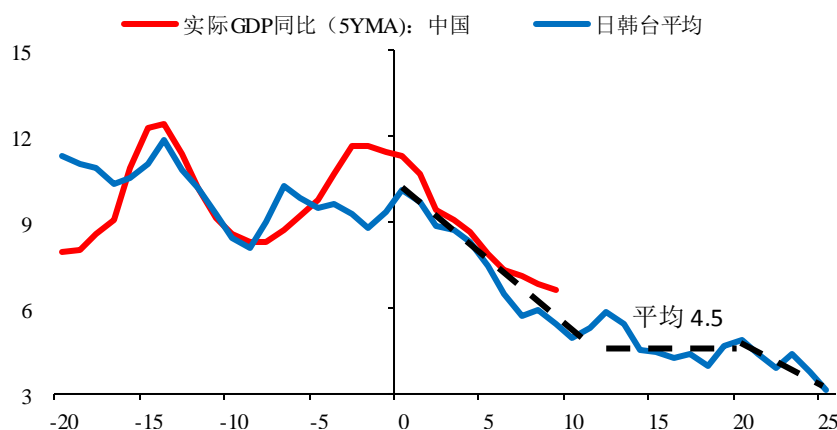
	中国	日本	韩国	中国台湾
对标基准	2010	1968	1991	1987

数据来源：安信证券

以东亚经济体的对标时点为元年，我们将其经济增速进行对标。如图 1 所示，自对标元年（中国 2010 年）以来，中国的经济增速经历了长期的波动下行，从 9-10% 持续下行、至今已经下降到 5% 左右的水平。如果将中国这一 10 年时间的经济下行，与日韩以及中国台湾对标时期的平均实际增速进行对比，会发现当人均收入水平在达到较高的位置以后，经济增速均经历了长期的波动下行。

尽管在过去经济增速波动下行的过程中，我们也经历过慌乱和担忧，但是现在回头来看，经济增速的下降也没有那么可怕。而且，相较于周边东亚经济体所经历的经济增速下行和转折过程，中国的数据在主要趋势上的表现类似，包括经济增速中枢下降后所达到的水平、以及下降的斜率，放在国际比较的背景下来看都是比较正常的。

图1：东亚经济转型中的实际 GDP 增速，%



数据来源：Wind，安信证券

## 二、东亚经济在转型时点前后发生了什么

从前述对比的结果来看，把中国经济增长和发展过程理解为对东亚经济体增长和发展过程的一种重复，似乎是有一定道理的。这对我们理解过去几十年的经济增长、预判未来的经济增长，可能会提供一些重要和有益的借鉴。而针对这一结果，我们至少可以提出两个问题。

第一，为什么在对标元年、也即经济转型后，东亚经济体的增长率都经历了长期的减速过程？

第二，为什么东亚经济体增长率系统性的下降会发生在这样的时点上、而非其他时点呢？

对于第一个问题，毫无疑问的是，在这一减速过程的早期，人们对此的心理准备是不足的，并试图寻找各种各样的理由去解释它，比如服务业的崛起、服务业的技术进步速度更慢，以及全球金融危机的长期影响等。

但是，这些解释也许可以概括为在经济分析领域的一个普遍规律，而且这一规律被认为是普适的，即资本边际报酬递减。这意味着，一个经济体在给定技术发达程度、教育水平、劳动力等条件不变的情况下，随着资本存量这一单一变量的增长，其经济总量也在不断增长，但总量的增速却在不断放缓，资本的边际回报也在不断下降。

作为经济分析的一个普遍规律，资本边际报酬递减对于第一个问题而言，具有最重要的和最基本的解释力。其在资本存量非常低的时候表现得不明显，但最终都会在未来的某个阶段表现显著。

这一阶段通常伴随着经济增速的系统性下降，且这一下降的转折点几乎均发生在这些经济体经历了刘易斯拐点后不久的时间里。而这或许是对第二个问题最重要的解释。

具体来说，在刘易斯拐点之前，农业部门的劳动力进入工业和服务业部门后，其所获得的实际收入（剔除通胀）几乎是不上升的、或者说几乎不变；而在拐点之后，从农业部门转移出来的劳动力工资水平开始进入快速上升的通道。

当实际工资基本不变时，劳动力的不断补充，克服了资本边际回报的下降，进而使得资本边际回报率得以在拐点之前保持稳定。而当经济的发展度过拐点之后，非农部门以相对不变的价格获得劳动力的难度越来越大，成本也越来越高，进而使得资本边际回报递减的影响愈发凸显，相应地导致经济增速下行。

结合我们此前的研究以及文献讨论来看，中国的刘易斯拐点发生在 2005 年-2010 年期间，日本在 1960 年代中期，韩国和中国台湾则在 1980 年代中后期左右。

因此在终极的意义上来讲，东亚经济增速在对标元年后下降，是因为在度过刘易斯拐点后不久的时间里，经济增长终于过渡到了资本边际回报递减发挥主导性作用的阶段。

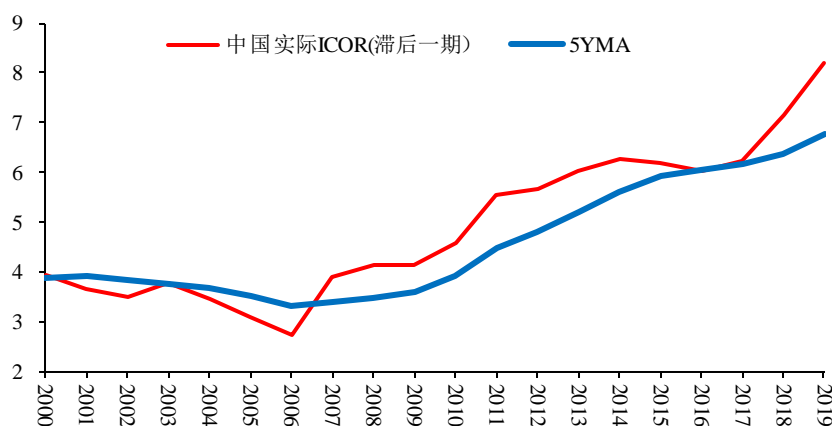
那么，这一变化过程在实际数据中是如何体现的呢？

考虑到数据可得、计算简洁、以及跨国可比等特点，我们计算了一个重要的指标——增量资本产出比（Incremental Capital-Output Ratio, ICOR）。

其含义是，经济活动每增加一块钱的产出，需要额外付出多少资本。该指标越高，就意味着每增加一块钱的产出所需要投入的资本越多。因此，资本边际报酬递减的过程在该指标上就反映为 ICOR 的数值不断上升。

首先，从中国的情况来看，如图 2 所示，中国 ICOR 在 2007 年前的水平大概稳定在 3-4 左右。但自那以后，这一比率不断地波动上行。按照新冠疫情之前的水平，中国 ICOR 已经上升到 8 以上，十年时间里几乎翻了一番，而同期的经济增长率也从 9% 以上的水平下降到 6%。

图2：中国增量资本产出比（ICOR）

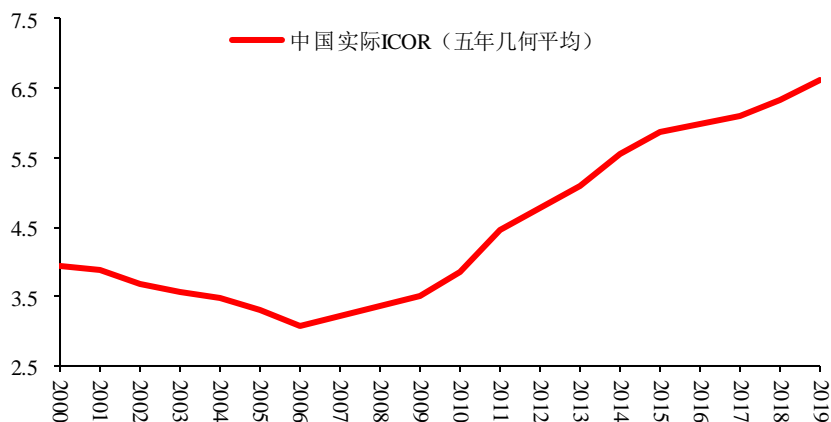


数据来源：Wind，安信证券

ICOR 滞后一期算法举例：2000 年  $ICOR = \frac{2000 \text{ 年现价固定资本形成总额}}{(2001 \text{ 年现价 GDP} / 2001 \text{ 年平减指数} - 2000 \text{ 年现价 GDP})}$ 。2019 年 ICOR 为估计值，使用调整后的 2020 年 GDP 以及平减指数（通过 2019-2021 年几何平均增速推算）。

除了年度数据外，考虑到数据受短期扰动因素的影响，我们还计算了 ICOR 五年几何平均的数据。如图 3 所示，其结果的趋势与前述方法一致，即在过去的十年时间里，中国 ICOR 持续上升。这意味着中国资本边际报酬的递减表现是相当显著的，而这也与中国经济增速在近 10 年的下降趋势较为一致。

图3：中国增量资本产出比（ICOR，每5年几何平均）



数据来源：Wind，安信证券

五年几何平均算法使用不变价的5年固定资本形成总额加总，除以滞后一期的5年不变价GDP新增总额。2019年ICOR为估计值，使用调整后的2020年实际GDP测算。

对于中国近十年的资本边际报酬的显著递减，我们该如何评价呢？

按照前述相同的方法，我们把中国放在东亚经济体转型的背景下，与日本、韩国、中国台湾的情况进行对标。如图4所示，在经济转型之前，中国的ICOR与他们相比是非常接近的，基本都稳定在3-4左右的水平；而在转型以后，东亚经济体ICOR都经历了长期、趋势性的上升，这意味着东亚经济体的资本边际报酬率也都经历了不断的恶化。

因此，中国ICOR在经济转型后的恶化相对于其他东亚经济体来讲没有特别

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\\_20623](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20623)

