

高盛：中国未来经济的全面分析（一）

高盛亚洲投资管理部董事总经理哈继铭发表《2014年中国经济发展与投资机会》的演讲，他提到，中国股市是在一个比较窄的走廊里面震荡。估值便宜，这个是历史平均估值在11倍，现在是9倍，是相对比较便宜，但是便宜自有便宜的道理，因为主要便宜在银行和地产，只有五六倍，剩下的把银行和地产拿掉就不便宜了，很多被大家看好的行业已经很贵了，所以银行地产原材料这些属于便宜。我们觉得这些行业代表旧的经济增长模式，将来经济的转型对于这些行业来说还会有更大的负面的影响，所以我们即便便宜也不鼓励大家去买。哈继铭表示，现在的判断是未来五到十年新兴市场的股票基本上都是跑输发达国家的，眼前来看欧洲的股票是具有极大的吸引力。

以下为演讲实录：

哈继铭：各位老总、各位老师，大家下午好！今天很荣幸来到这里和大家交流宏观经济市场的一些分析和判断，我们就直接切入主题，今天想讲四个内容：首先是中国经济过去几十年高速增长靠的是什么、未来这些增长动力将会发生什么样的变化，在这个变化当中我们遇到了什么样的挑战和机遇，还想对人民币中长期的汇率变化做一个分析和展望，最后再谈一下股票市场。

过去中国几十年，每年的经济差不多都能以平均10%的速度增长，到底靠的是什么？我觉得说白了就是靠着两样东西：一个是人口红利，一个是改革红利，我先讲一下人口红利。

人口红利

人口红利是怎么个情形？大家都知道，中国在建国以后差不多三十年的时间出生率非常高，那个时候毛主席鼓励多生多育，生五个孩子以上是光荣母亲，但是这个政策到了1978年以后改为计划生育，变成最多只能生一个，这是邓小平制定的政策。我想说毛泽东和邓小平这两个伟人制定的政策给中国经济之后几十年都带来了一些戏剧性的变化。首先如果你在脑子里形成一张图形，设想一下五十年代到七十年代的时候中国的人口是一种什么样的结构呢？它是一个向左倾斜的三角形，就是这边小孩子很多，中年人和老年人相对比较少，这样的社会有以下的特征，第一是劳动力供应不足，尤其是相对社会总人口不足，家里五六个孩子，六七个孩子，即使夫妻两个都工作，家里的情况不是很好。这是因为劳动力供应不足，但同时也伴随着储蓄率的低下，把这几个孩子喂饱了就不错了，哪有钱用来储蓄、买房子、投股票？那是不可能的，所以这个社会缺人、

缺钱就一定是贫困的。但是三十年以后这些孩子长大成人，进入了劳动力市场，而这个时候又执行了计划生育政策，所以这个左三角形就变成了一个鸭蛋形，两头小中间大，青年人中年人很多，老年人少，少年儿童更少，这个社会的劳动力供应一下子变得极其充裕，甚至于是过剩了，比如夫妻两个工作就一个孩子，那家里不仅是生活水平提高，而且有余钱可以储蓄。储蓄需要寻找载体，在没有房地产(行情专区)的时候大家就把钱放在银行里，但是之后有了新的投资载体就是房地产，所以人们就一个劲地买房子。

这样一个鸭蛋形的人口结构下产生了至少四个重要的经济现象：

第一是经济增速快，因为这个国家劳动力供应相当充裕，资金价格劳动力成本非常低廉。

第二是社会储蓄率很高，我们知道老人小孩是不储蓄的，中年人是储蓄的，所以中年人占比高的话社会储蓄率就很高，资金就会过剩，资金过剩的话利率就会比较低。那个时候就看到开个场自然成百上千的工人排队给你打工，去银行很容易搞到贷款，去地方的话地方政府求着你把土地免费给你使用，所以各种要素价格的低廉就使得中国处在一个人口值钱、钱不值钱、干啥都赚钱的时代。

另外就是增长不平衡的失衡增长。这话怎么讲呢？经济增长是靠廉价的劳动力和资金推动的，廉价的劳动力促进了出口业、制造业的发展，廉价的资金促进了投资的发展，但是消费这架马车相对比较弱，赚了钱的人首先想的不是花钱而是怎么攒钱，因为他知道将来退休以后孩子最多只有一个，靠孩子养老是不可能的，靠国家政府也没有一个非常健全的社会保障体系，所以只能靠自己，但凡能挣钱的时候首先想到的就是存钱，那么就造成了经济增长出口和投资两驾马车很强劲，但是消费很疲软，出现了一种所谓失衡的增长。这就是为什么中国的GDP里面消费占比很低，美国私人部份的消费就占70%，中国私人部份的消费就占30%，加上政府部份的消费就勉强到50%。

第三个现象就是房价高，因为寻找投资载体的话不可能像过去把钱存在银行，利率可能比通货膨胀还低，所以大家就一个劲地买房子，不断地买房子，把房子当成自己的退休保障和退休金在买，一家或者一个人拥有数套房子的现象就在中国变得非常普遍。

第四个现象就是人民币升值，因为在这个鸭蛋形的人口结构下资金和劳动力价格低廉，中国的出口非常强劲，增速远远超过进口，所以每年都有大量的外汇储备积累下来造成我们外汇储备迅速增长，因此就产生了对人民币的升值压力，人民币对外至少是升值的，因为有巨大的外汇储备。

这四个现象我们已经享受了差不多二十多年，向前看这只鸭蛋还能保持多久？我相信保持不了多久，很快这只鸭蛋就会变成一只右三角形，将来就是老人是社会当中的主力军，是最弱的，五六十年代出生的人在社会占比是最高的。那个时候中年人就是现在说的年轻人，就是80后和90后将来变成劳动主力军，他们在人数上是少于父母辈的，他们的下一代可能会更少，如果计划生育政策不改变的话就会更少，所以就要变成一只右三角形的话，劳动力供应又不足了，而老人在社会当中的占比上升以后会使得这个社会的储蓄率下降，因为老人是负储蓄者，储蓄嘛，顾名思义就是收入减掉消费，老人没有收入，但毕竟是要消费的，所以社会当中的负储蓄多了储蓄就会下降。这一点在当年的日本就已经看得很清楚了，日本在七八十年代的时候储蓄率一度高达25%，当然比我们现在还低一点，我们是28%，就是一个家庭收入当中有28%是拿来储蓄的，那70%多是拿来消费的，但是日本现象的家庭储蓄率降到4%，我相信中国这28%早晚也会降下去。

到了右三角形人口结构的情况下，刚才说的四个现象都会出现转变。第一是经济不可能增长得那么快，因为未来劳动力供应会出现越来越多的短缺问题，会推高劳动力的成本。第二是整个家庭的储蓄率下降、社会的资金供应就不会像现在那么充裕，会导致资金价格的上升。第三是越来越多的人退休以后首先想的不是买房子，而是怎么卖房子，中年的时候买房不就是为了退休以后卖房套现养老吗？这就是当时买房的目的，所以将来卖房子的人比买房子的人要多，房价是要跌的。上海很多家庭至少都有三个房子，自己一个，岳父母给他一个，周围邻居一看都是三个房子，至少三个房子。第四是中国的出口增长速度还会明显下降，因为在这个过程中劳动力、资金价格都上涨了，所以就变成了一个人更值钱、钱更值钱、干啥都不挣钱的社会，不是说生产什么东西到外面出口就有优势，可能越南和其它的一些国家比中国更有优势。从低端的产品来说是这样，高端的话中国又很少有品牌，基本都是靠廉价的要素价格来制造产品而不是创造产品，所以将来中国的出口增长速度会下降。但是随着中产阶级的涌现，进口还是会保持比较高速的增长，将来可能是出口增速慢于进口，就是外贸出现逆差。日本现在就是逆差，日本在1990年出现人口的拐点，这条红的虚线大家可以看到，但是它毕竟是一个有品牌的国家，所以之后的十到二十年出口还是比较强劲的，直到现在出现了逆差，尽管日元在大幅贬值，但日本还是逆差，可想而知，中国用不了十年二十年马上就会逆差，因为中国没有什么品牌，而且中国人的消费，尤其是年轻人消费倾向还是比较强烈的，这样的话人民币可能是面临一个不再是像现在升值的压力，而是一个贬值的压力。

这种情形会主宰中国的许多现象，包括人口红利的兴衰。关键是这个拐点在哪？根据我们的测算，拐点就是2015年，2015年是中国有工作能力的人在社会中的占比达到最高点，达到73%，比当年的日本还要高，但是由于之后的计划生育政策以及早期的光荣母亲政策会使得中国老龄化到来得非常的剧烈、非常

的迅猛，劳动力大幅下降，所以会对经济的增长构成很大的挑战。这里我想声明一点，有的朋友跟我说，你说日本人老了以后劳动力成本上升这是对的，但是人家资金价格并没有上升，你为什么说中国人老了资金价格也会上升？日本利率都到零了，中国利率为什么会上升呢？这里有几个因素，最重要的一个因素就是日本在人口老龄化到来以后资金的供应、储蓄率下降的情况下，它的政府没有要求经济依然保持 7%-8% 的增长，它是容忍了低增长，甚至于零增长，有的年份下还出现过负增长，但是政府并没有说不行，我还要靠基础设施投资，还要把经济保持在 7%-8% 的增长水平，也就是说日本人在资金供应减少的情况下资金需求也相应地减少了，利率就下来了，但是中国看来很难容忍一个零增长或者负增长，甚至于低增长都难以容忍，中国在资金供应减少的情况下对资金的需求依然不会减少。而且现在我们越来越感觉到过去增长 10% 的 GDP 所需要的贷款增长速度还没有我们现在增长 7% 所需要的贷款增长速度来得快，因为现在的投资效率是在下降，过去一块钱的贷款可以带来相当大的 GDP 增长，现在一块钱的贷款贷不了了，因为很多行业都已经过剩了，再往里投就是互相竞争，产生不了太多的附加值。即便要保持 7% 左右的经济增长，你对贷款的需求可能比过去有过之而无不及，这个时候资金的供应又比过去少很多，年利率可不就得上升吗？这是问题的症结所在，当然，还有一些原因，就是中国利率市场化，过去利率是国家管制，现在放松管制利率上去了，这也是一个因素，所以各种因素都会使得将来中国的要素价格，无论是劳动力、资金还是土地等等价格都会上升，抑制经济增长，所以增速下降是必然的。

改革红利

刚才说人口红利是一个很重要的因素，但是不能解释所有的问题，因为我们看过去二十多年中国经济增长还是有起伏的，呈现出某种周期性的现象，如果已知人口结构是唯一的因素，经济增长速度应该是平的，就是 10%，为什么有的时候高有的时候低呢？说明还有其他因素在里面起着作用，这个因素就是改革红利。比如邓小平南巡以后经济一度过热，但是到了 1994-1995 年的时候政府开始整个治理，那个时候有很多国企被关闭，很多工人下岗，很多三角债问题、银行坏账问题暴露出来，最后政府同志国企改革、金融改革注资上市重组来为之后的经济增长奠定了基础。我们看到在九十年代中期中国经济是一路下滑的，到了 1998 年以及本世纪初的时候推出了一些有助于增长的政策，比如 1998 年的房改，2001 年的 WTO，所以改革的初期当初邓小平、朱镕基基本上是做的减法，就是这种国企关闭、工人下岗都是做减法，到了 1998 年以后房改、WTO 才是做加法。也就是说当经济投资过热以后，所谓的改革就一定意味着改革的初期是要做减法的，因为这个时候需要改革还是会制造更大的过剩，所以我们看到今天一个很重要的判断政府能不能真正改革的一个指标就是经济增长速度是不是

放缓了，如果是加快的话那就谈不上什么改革，目前有那么多过剩的行业，要是再加快的话只能是雪上加霜，肯定是使得一些过剩的投资更过剩。我相信两个礼拜以后召开两会，政府制定经济增长目标，如果目标定得过高的话市场反而会觉得这是一个负面的信号，说明你改革没有诚意。

但不管怎么说，中国的经济增长经过在九十年代的一波调整之后，给之后的从1998年到2007年差不多十年左右时间的高速增长奠定了基础，到了2008年的时候外部需求一下子受到了影响，就是美国的信贷危机，之后是欧洲的债务问题等等，使得我们的外需大幅受挫，我们出口下降。这个时候政府其实应当和当时一样，应该做一些深入的改革，但是那个时候可能是用的不同的手段，主要是财政刺激，所以4万亿把这个经济从底部又拉起来了，但是拉了两年以后又不行了，现在看来是非改不行了，因为再靠这种刺激肯定是不可持续的，也是不现实的。现在我们可能面临的是过去的改革红利正在消失，而我们享受了二三十年的人口红利即将消失，经济将是呈现一个很明显的下降的态势。

于是乎我们看到三中全会推出了一系列的政策，国企改革、完善市场体系、转变政府职能、金融改革、税收改革等等，这些改革我相信是很必要的，也是很重要的，虽然不能说很及时，可能是应该更早去做的一些事情，但是晚做总比不做好。不管怎么说，即便能推这些改革的话，因为我们有些问题积累的时间过长，这个问题过大，所以经历一波向下的调整，哪怕有改革也是不可避免的。改革也不是灵丹妙药就能够解决所有的问题，更何况改革真正能不能落到实处还有待进一步的观察。我为什么这么讲呢？现在三中全会决定里面的最大亮点就是让市场起决定性的作用，很多人认为这是一个灵丹妙药就能解决很多问题，我不这么认为，您可以设想一下，2008年以前美国的所有价格也都是市场决定的，市场一直都起决定性作用，但为什么还是出现危机呢？1997年亚洲金融危机以前所有的东西也都是市场决定的，但是也照样出现危机，1990年以前日本的市场也是起决定性作用，但还是出现问题，关键是经济太失衡了，一个失衡的经济是仅仅靠市场起决定性作用解决不了问题的，还需要经历更深层次的调整。