

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 71 期

71

2015 世界和中国经济论坛——通过改革稳定经济



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼2201室 Address : Rm.2201, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode : 200023
电话：86-21-62188752 Tel : 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax : 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite : www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一五年七月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 多次，成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

本期《研讨实录》收录了基金会最近举办的“2015 世界和中国经济论坛——通过改革稳定经济”的实录。这已是基金会自 2007 年以来第九次举办“世界和中国经济论坛”了。

论坛上半场的专题是“在新形势下稳定经济”。哈继铭（高盛集团投资管理部中国副主席暨首席投资策略师）认为，总体来说，新兴市场经济有可能会走弱，发达经济可能会保持比较强劲的加速，尤其是美国、日本还有欧洲。美国接下来可能会提高利息，可能是今年年末也可能是明年。张兆安（上海社会科学院经济研究所副所长）认为，在经济下行压力比较严峻的情况下，财政政策的作用显然比货币政策更有效。中国还要保持一定的投资增速。政府可直接补贴消费者。刘海影（卓越发展研究院特约研究员）认为，目前经济增长速度的下滑是长期现象，而且未来五到十年中国经济增长的轴心可能会降到 5% 到 6% 的区间。这背后是由于一个庞大的过剩产能，而我们的金融体系又不断把债务增加给那些得到政府隐型信用担保的僵尸企业。如果这个过程不打破，经济体的资源配置效果就无法改善，经济增长也难以上升。韦森（复旦大学经济学教授）认为，要进一步采取宽松的货币政策；要考虑总量减税；应该让人民币随国际市场的供求而贬值。

论坛下半场的专题是“改革与发展新动力”。庄健（亚洲开发银行高级经济学家）认为，产能过剩的原因，一是周期性，即市场因素；另一个是体制或称结构性的因素，即政府干预。陈宪（上海交大安泰经管学院经济学院执行院长）认为，城镇化、结构调整和民营经济是增长空间而非增长动力，经济动力包括技术进步、技术变革、人力资本和创新（企业家精神）。王涵（兴业证券首席宏观分析师）认为，新中国成立 60 多年的历史，第一次出现资本追逐高知识的人才，这是一个巨大的红利。这个红利会带来下一轮经济复苏和增长。胡汝银（上海证券交易所原首席经济学家）认为，好市场的标准很多，但是最基本的标准是：基于价值驱动的正和博弈市场，能最大限度促进上市企业和实体经济创造价值、提质增效，同时能够提供正确的激励，并实现激励相容和全社会资源的有效配置与利用。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一五年七月十三日

目 录

会议议程.....	1
会议概要.....	3
开幕式.....	4
专题讨论一：在新形势下稳定经济.....	7
哈继铭：全球经济展望.....	7
张兆安：我国宏观经济运行特点与对策.....	12
刘海影：中国经济增速下行的原因何在？.....	16
韦森：经济增速下行阶段当为的宏观经济政策.....	24
互动讨论.....	31
专题讨论二：改革与发展新动力.....	38
庄健：我国产能过剩的问题与对策.....	39
陈宪：创业创新将释放中国经济增长的新动力.....	49
王涵：直接融资市场与中国经济转型.....	52
胡汝银：资本市场改革.....	61
互动讨论.....	65

会议议程

2015年6月30日 中国金融信息中心上海厅	
13:00-13:30	签到
13:30-13:40	主办单位致辞 王荣华 上海发展研究基金会副会长、 第十届上海市政协副主席 叶国标 中国金融信息中心总经理、法人代表
专题讨论一：在新形势下稳定经济 ● 全球经济形势及其对我国经济有何影响？ ● 我国经济增速下行的原因何在？ ● 应采取哪些策略应对经济下行压力？ 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长	
13:40-13:55	演讲嘉宾： 哈继铭 中高盛集团投资管理部中国副主席 暨首席投资策略师 演讲题目：《 全球经济展望 》
13:55-14:10	演讲嘉宾： 张兆安 上海社会科学院经济研究所副所长 演讲题目：《 我国宏观经济运行特点与对策 》
14:10-14:25	演讲嘉宾： 刘海影 卓越发展研究院高级研究员 演讲题目：《 中国经济增速下行的原因何在？ 》
14:25-14:40	演讲嘉宾： 韦森 复旦大学经济学教授 演讲题目：《 经济增速下行阶段当为的宏观经济政策 》

14:40-15:10	互动讨论 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 卓越®发展研究院院长
15:10-15:30	茶歇
专题讨论二：改革与发展新动力 ● 如何平衡改革与稳定经济的关系？ ● 近期改革的重点应在哪里？ ● 我国国家战略将如何带动经济发展？ 主持人： 杨燕青 第一财经日报副总编辑	
15:30-15:45	演讲嘉宾： 庄健 亚洲开发银行高级经济学家 演讲题目：《 我国产能过剩的问题与对策 》
15:45-16:00	演讲嘉宾： 陈宪 上海交大安泰经管学院经济学院 执行院长 演讲题目：《 创业创新将释放中国经济增长的新动力 》
16:00-16:15	演讲嘉宾： 王涵 兴业证券首席宏观分析师 演讲题目：《 直接融资市场与中国经济转型 》
16:15-16:30	演讲嘉宾： 胡汝银 上海证券交易所原首席经济学家 演讲题目：《 资本市场改革 》
16:30-17:00	互动讨论 主持人： 杨燕青 第一财经日报副总编辑
17:00	会议结束

会议概要

今年以来，全球经济呈现缓慢复苏的态势，西欧和日本经济复苏乏力，美国经济增长出现反复。世界主要国家货币政策出现分化。美联储的货币政策仍然宽松，但美元加息也已纳入考虑。

目前，中国经济下行的压力仍然较大，由投资和出口拉动经济增长的效果逐渐减弱，未来中国经济的发展后劲可能主要取决于经济转型的进程和制度、政策层面上的改革。

如何理解中国经济增速下行的原因与性质？中国应采取哪些策略应对经济下行压力？如何平衡改革与稳定经济的关系？近期改革的重点应在哪里？针对这些问题，上海发展研究基金会、卓越®发展研究院、中国金融信息中心，将于2015年6月30日下午举办“2015世界和中国经济论坛——通过改革稳定经济”，邀请各方面专家学者展开深度研讨和观点交流，为经济工作和投资决策等提供信息和参考。

开幕式

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长、卓越发展研究院院长）：各位来宾、各位朋友下午好。我们的会议马上开始，今天我们很高兴在这里召开“2015年世界和中国经济论坛——通过改革稳定经济”。这次会议的主办单位是上海发展基金会、卓越发展研究院和中国金融信息中心。支持单位是第一财经研究院和陆家嘴金融网。我们请主办方代表致辞，首先让我们欢迎上海发展研究基金会副会长、第十届上海市政协副主席王荣华先生致辞。

王荣华（上海发展研究基金会副会长、第十届上海市政协副主席）：各位来宾、女士们、先生们、朋友们大家下午好！热烈欢迎各位参加“2015年世界和中国经济论坛——通过改革稳定经济”。我谨代表主办方之一上海发展研究基金会向参加本次论坛的各位贵宾表示诚挚热烈的欢迎。

今年全球经济持续以温和速度增长，但依然存在下行风险。这主要是由于即将到来的美国货币政策正常化、欧元区持续不稳定、地缘政治冲突的潜在溢出效应，以及新兴经济体经济存在的一些问题。

当前中国宏观经济的情况尤其引人关注，根据统计局的数据，中国一季度的GDP同比增长7%，是6年来新低。5月份CPI同比上涨1.2%，年内首次回落。PPI同比下降4.6%，连续39个月负增长，经济下行的压力还在持续加大。

我们在看到形势严峻一面的同时，也看到了一些好的现

象，主要表现在就业形势、居民消费价格和市场预期基本稳定，结构调整稳步推进。转型升级的积极因素在不断的积累，未来中国经济的发展后劲可能主要还是取决于经济转型，创新驱动以及制度、政策层面上的改革。

全球经济环境对中国经济有何影响？中国经济增速下行的原因何在？中国应该采取哪些策略来应对经济下行的压力？如何平衡改革与稳定经济的关系？经济改革的重点应该放在哪里等等。针对这些问题，我们今天邀请了资深专家学者展开深度的研讨和观点交流，为经济工作和投资决策等提供信息和参考。

本次论坛是由上海发展研究基金会、卓越发展研究院、中国金融信息中心主办。第一财经研究院、陆家嘴金融网是媒体合作伙伴。在此，我向合作方表示诚挚的感谢。最后，衷心祝愿这次经济论坛取得圆满成功。谢谢。

乔依德：谢谢王会长。下面我们有请中国金融信息中心总经理、法人代表叶国标先生致辞，大家热烈欢迎。

叶国标（中国金融信息中心总经理、法人代表）：各位领导、各位专家、各位朋友，大家下午好。欢迎各位光临中国金融信息中心。

我非常高兴有机会和上海发展研究基金会、卓越发展研究院一起主办这个论坛。借此机会我简要向大家汇报一下我们中国金融信息中心的定位，我们是干什么的。中国金融信息中心是新华社与上海市人民政府战略合作的具体成果。2008年新华社和市政府签署了战略合作协议，2009年奠基，这是陆家嘴最后一块风水宝地。2011年开始兴建，2013年底竣工，这个建筑已经获得了中国最高的建筑奖。现在我们正在着力打造的业务包括两大块，第一是金融资讯产业，

经济信息产品。第二块是我们的投资，我们也要参与一些上海本地的重量级的优质资本项目的运作。

有形的大楼建起来了，东方蓝宝石是标志性的建筑物，特别是晚上很漂亮，和东方明珠交相辉映。但是无形的大楼需要更多的努力，我们任重而道远。但是我相信有在座各位的支持和关心，我们有信心把这个无形的大楼建起来。中国金融信息中心的定位是，立足于上海，辐射长三角，辐射全国，接轨世界。我们要尽快出品牌，出形象，出功能，出声音，出效益。今天我们很多专家在这里演讲，这就是出声音。我们几乎每周都有重量级的论坛，小会大会不断，中外的一些财经界领袖和知名专家都在这里演讲。明天我们会在这里举行一个活动，由新华社主导，国家发改委推动，中石化、中石油、中海油参与的，组建一个上海石油天然气交易中心。试运行仪式在这里举行，我们也邀请了屠市长光临，国家发改委还有很多人要来。我们也要力争在国际能源市场的发展。此前，金砖银行秘书处也在我们这里入驻，大概在七月中下旬，中方和外方的行长、副行长将到位，正式上班。我们还会引进重量级的机构入驻，同时我们会跟他们在资本层面、在金融资讯业务领域有一些深度的合作。这样才可以把无形的价值、把辐射的能力尽可能提高，服务上海金融中心，特别是上海国际金融中心建设，同时也要服务于新华社经济转型和经济事业的发展大局。

这个平台是新华社的，但更是上海的，它属于上海，是为在座的各位服务的。所以我们也有这个姿态，我们这个平台是开放的、分享的、服务的、共同的平台。欢迎各位领导朋友经常光顾中国金融信息中心。最后预祝本次论坛取得圆满成功！谢谢大家。

专题讨论一：在新形势下稳定经济

乔依德：谢谢叶总的致辞。下面我们开始研讨活动。首先是专题讨论一“在新形势下稳定经济”，这个题目是说，在当前经济下滑的形势下，如何通过种种措施稳定经济。我们请四位演讲嘉宾到台上来。这次论坛非常荣幸地邀请到四位重量级的演讲嘉宾，他们会对当前我们的经济形式做出分析。我们先请哈继铭先生演讲，他是高盛集团投资管理部中国副主席暨首席投资策略师，他演讲的主题是“全球经济展望”。大家热烈欢迎。

哈继铭：全球经济展望

哈继铭（高盛集团投资管理部中国副主席暨首席投资策略师）：谢谢主办方，谢谢乔依德先生。今天我讲的内容既涉及到中国，也包括全球的一些经济展望，我把它叫做“泡沫窘境”。我想简单谈谈对国际经济的看法。

我们觉得今年全球经济增速不均衡，发达国家和大宗商品增长态势还是不错的，但是大宗商品出口国由于现在原材料价格大幅度下跌受到的影响比较大，当然也受到中国经济放缓的影响。我们这个题目是讨论外部环境怎么影响中国。其实还有一个角度，中国经济的变化怎么影响全球，这一点也越来越明显了，因为中国已经是全球第二大经济国了，中国是大宗商品最主要的消费者，所以中国经济增速下降对全球带来了很大的影响。

我们觉得总体来说，新兴市场经济有可能会走弱，发

达经济可能会保持比较强劲的加速，尤其是美国、日本还有欧洲。从全球央行的货币政策来看，美国接下来可能会提高利息，可能是今年年末也可能是明年，这个概率很大。但是欧洲和日本央行还在做量化宽松，欧洲和日本的央行资产负债表会进一步增长，尤其是日本的增长速度非常惊人。在这种情况下，全球的利率水平相对来说比较低，即便美国加息，速度也比较缓慢，所以全球在长时期内利率处于低位。这意味着什么？就是未来全球资产价格的上涨幅度很难高于过去，或者是未来10年、20年很难高于过去的20年。为什么这么讲？因为很多国家的货币政策基本上已经用到了极限，而且利率水平已经接近零。而各国的债务负担都比较重，很难通过财政政策来推动经济。各国的资产价值也是比较高的，一旦资产价格下跌，各国防止经济下滑的能力和过去相比小很多。经济如果下滑，稳定经济增长的政策空间和过去相比也小很多。所以从这个意义上来说，经济的脆弱性比过去大，资产回报率比过去低。

今天讲全球经济，有一个国家要讲两句，就是希腊。我们知道希腊的银行已经关闭一个月，主要的原因就是它的债务。政府难以就债务解决方案与债权国和国际货币基金组织达成协议。这样一个情况对于欧洲乃至对于全世界会有怎样的影响？我觉得短期内这个影响基本是可控的。首先可以看到南欧其他国家，像西班牙、意大利最近这段时期实行了一些改革，经济表现非常不错。如果说2012年的时候这四个国家，就是欧猪四国（Portugal——葡萄牙、Italy——意大利、Greece——希腊、Spain——西班牙四个南欧国家）属于同类，现在好像西班牙、爱尔兰、意大利没有和希腊同类，而希腊成了另类。所以市场还是有甄别能力的。我们最

近也看到南欧的其他几个国家，尤其是西班牙和意大利债券利率也开始上涨，这势必增加政府还债的负担，这种负担增加以后支持实体经济的资金会受到到影响。所以南欧经济可能会受到希腊一定程度的影响。再说远一点，也是更间接一点，就是欧洲是中国最大的出口市场，欧洲现在排到了美国之前成为中国最大的出口市场，所以中国可能也会受到一些影响，但我觉得这些应该还是可控的。

我想再讲讲美元。刚才我们说欧、日的货币政策会进一步放松，其他国家包括中国、印度，很多国家的货币政策都在进一步放松。因为有些国家资金外逃的量比较大，所以国内需要放松货币政策，要有流动性，但这样会导致本币贬值。中国可能有自己的问题，债务负担比较重，融资成本比较高，所以也在降息降准，那么人民币上升的动力可能是没有的。美元以后可能是最强势的货币。欧元和日元的贬值就不用说了。我们看到这一轮四年的时间美元升值了 45%，以往是六七年的时间幅度达到 50%，现在到 45% 才用四年的时间，所以进一步升值的空间还是比较大的。

接下来我讲讲中国的情况。中国一季度报出来的实际 GDP 速度是 7%。我们看了一下微观层面的数据，显示下降的压力很大，甚至比 GDP 所显示的下降速度还快一点。比如说发电量，一季度是负增长。过去 20 年发电量增长和 GDP 增长都在 9% 多，这次发电量是负的 0.1%。还有国家的财政税收，过去 20 多年国家财政税收涨 20%，GDP 涨 10% 左右，这次 GDP 依然保持 7%，但国家财政税收才 3% 多。以前铁路运输差不多是 GDP 的一半，这次货物运输下降 9%，居然 GDP 还是 7%。所以微观层面的数据显示下降的压力依然是比较大的。

当然我们从单月情况看，5月和4月相比，数据似乎是冷热参半。比如说工业增加值是有所加速的，还有社会零售增长速度也有所加快，但这都是在十几年来来的低位而言在加快。不过你要是从发电量的情况来看，5月份比4月差，固定资产投资也比4月份差。总体来看，固定资产投资里的基础设施投资在下降，因为财政的力量不足。这也难怪，税收上不来，增长乏力。好在5月份有一个现象，就是部分大城市房地产回暖，尤其是一线城市房地产，无论是交易量还是价格反弹的情况非常的明显。这可能会带来一定的短期内的对投资的拉动。但是房地产到底是趋势性的上升，还是有人在股市上赚了钱觉得把它换成房子心里踏实一点？我觉得后面的这个因素是很大的。但一旦股市下跌，可能对房地产的影响就是倒过来的。人说这两个是翘翘板，股市不好房地产应该好。我说这个翘翘板翘得过去，但翘不回来。以前大家都买房子了，不买股票。但是现在人如果买了股票，他就不会买房子，因为他的钱被套在股票里面，这个事是我想讲的。

至于货币政策，我们看到降息降准已经好几次了。降息降准对经济有没有很大的拉动？过去的拉动是比较大的，因为过去中国整个债务率不高，2007-2008年债务率占GDP的比例也就150%。现在已经到了250%，你再降息降准，企业借来的钱还帐都来不及，没有很大的能力进行新的投资。债务率的上升背后也是产能过剩的表现，很多钱借了以后，产能过剩难以消化，然后企业也不愿意进一步扩张。地方政府的引领度也不像之前那么高。这些现象就导致了降息降准对经济的拉动不像过去那么强。那么接下来为了稳定经济增长，应该采取什么样的政策来加以推动呢？我觉得中

国有一项政策应推动，就是大力开放债券市场。

中国这一年来已经比较大力地开放了股票市场，原来我们的市盈率只有十几倍，比海外低。但是我们开放了股票市场，比如说沪港通，我们看到了大量的资金流入，老百姓和机构也跟着买，在前几天大跌以前 A 股市盈率超过 40 倍。我们政府的债券收益率都在 3% 左右，而且人民币相对很多货币都是比较坚挺的。你可以试想如果中国开放债券市场，欧洲人一定跑过来买，因为对他们来说人民币是很坚挺的货币。以样的方式来吸引资金流入有诸多的好处，一个是可以降低中国的融资成本，你老是降息降准也不是那么回事，搞不好降下去汇率会贬，压力就来了。你吸引资金流入中国债券市场，可以降低融资成本，也不会让汇率贬。同时这也是人民币国际化的要求，主要原因是中国的资本帐户还不够开放，我觉得接下来开放中国的债券是一个非常好的举措。

我就说这些，谢谢大家。

乔依德：非常感谢哈继铭的演讲。他主要讲了全球经济总的情况，同时讲了全球经济可能对中国经济的影响。这当中他提到有一点，我觉得以前我们不太注意，我们往往有一个习惯思维就是看外面对我们有什么影响，其实中国已经是第二大国了，中国经济的一举一动可能对全球有很大的影响。而且他提到希腊的问题，今年 4 月份的时候在 IMF 和世界银行边上的美洲银行开会，我去参加。全球的投资经理问他们 2015 年最担心什么事情，给他们很多的选择，包括欧债危机、希腊危机。他们结果选了两个，一个是美国加息，一个是中国经济放慢。我感觉他们对希腊已经不报希望了。他们大概已经准备好希腊退出欧元区，到底怎么样，我们拭目以待。最后他提到中国开放债券市场，这也是很值

得关注的一个点。

下面我们欢迎上海社会科学院经济研究所副所长张兆安，他的演讲主题是“我国宏观经济运行特点与对策”。

张兆安：我国宏观经济运行特点与对策

张兆安（上海社会科学院经济研究所副所长）：尊敬的各位嘉宾下午好。

首先，讲中国经济之前，先看一下今天世界经济的情况。

刚才我们哈博士已经讲过一些内容，我再重复讲几句。从2008年到今天，说国际经济形势，我这里有十个字：长期性低迷，全球化共振。假如说你们翻开整个世界经济历史就知道，从历史上来看，主要是依靠三个火车头来推动的，哪三个火车头？第一是美国，第二个是日本，第三个是西欧。1993年以后慢慢发现，1993年日本经济增长开始向下，1993年西欧经济开始向下，“911”以后美国经济也开始向下走。原来拉动整个世界经济增长的三个火车头都下来了。你们也许要问我，这三个火车下来了，好像“911”以后的几年整个世界经济增长速度还是比较快的，是什么原因呢？这是因为三个英雄倒下了，四个英雄起来了。哪四个英雄你们知道吗？就叫金砖四国：中国、巴西、俄罗斯、印度。这四个国家都是发展中国家，但是他们的经济体量非常大，这四个国家的增长可以起到部分替代作用，共同带动整个世界经济向前走。2008年出现了国际金融危机，真正的危机是在2010年以后，什么原因？因为你发现这四个国家的经济增长一路向下走。从今天来看，拉动整个世界经济增长的所

有动力源头几乎全都消失了，除了中国、印尼。你要看本质在哪里，整个经济增长都要靠动力源头，现在的动力源头少了。这就是长期性低迷的原因，世界经济不会马上好起来，原因就在这里。

为什么叫全球化共振呢？道理很简单，因为经济全球化。所以大家一定要明白，经济全球化的直接结果就是你中有我，我中有你。现在人家好你才能好，人家不好你也好不到哪里去。这就是全球化的结果。

1、全球经济：长期性低迷，全球化共振

2、国内经济：经济下行压力，宏观与微观

1) 有利因素：改革红利

2) 不利因素

宏观层面：发展转型，结构调整

微观层面：需求萎缩，成本上升

图 1：当前宏观经济运行态势

我们来看中国的经济情况到底如何？总的一句话：经济下行压力非常严峻。任何事物都会有利因素，也会有不利因素。我们先来讨论一下有利因素是哪些。

从整个国际政治经济因素来讲，中国现在掌握了一部分的主动权。比如说我们搞亚投行、丝路基金，现在搞一带一路等等，这叫国际政治经济关系。从国内来讲，实际上我们

也有一些，比如说长江经济带建设，比如说京津冀一体化，新型城镇化建设等等。这在给整个宏观层面上来讲是比较有利的。还有一个最有利的，叫做改革的红利，各位千万不要小看这个。去年是三中全会以后改革的元年，我们的改革一共有 336 项，在三中全会决定里写着呢。去年有一些改革的效果非常好，是什么？比如说工商登记制度改革。朋友们，这一项改革真的是了不得。我跟大家来说一下，去年一年就是由于这项制度的改革，中国新增加了市场主体 1200 多万，这是历史上从来没有的。所以今年全国两会上有八个字：大众创业，万众创新。还有就业情况比较好，国家比较稳定，这些都是有利因素。

不利因素应该从两个角度来看。第一，从宏观角度来看。经过高速发展，现在的发展转型是一个结构调整。那么就不要再寄希望一年两年可以解决，几十年的问题需要较长的时间才能解决，我们不能寄希望于一天之内解决问题。这是从宏观层面上来看。

经济上最麻烦的是微观层面。从微观层面来看，实际上是八个字：需求萎缩、成本上升。需求萎缩是麻烦事，我们知道外需是向下走的，出口是断崖式向下跳，还有内需的某些领域也在向下走，所以需求萎缩是很大的问题。所以各位朋友，这是我们实体经济碰到的最大的问题，融资难，用工难、创新难这些都是表面，实际上最本质的就是我说的这八个字。需求萎缩加上成本上升就起到了叠加效果，一部分中国实体经济企业走向了死胡同。我们看到有利因素同时，也要看到不利的因素也很多，这是我们中国经济大概的情况。

第三方面，跟大家讨论这种情况下我们怎么办？我们的政策有什么趋向？我觉得我们应该打好几个组合拳。

1、政策取向：调控力度、密集程度

2、政策着力点

1) 政策的组合拳：综合施策

2) 宏观政策：替代关系

3) 微观政策：降低成本 降低门槛

图 2：推动宏观经济稳定运行的对策

第一个组合，财政政策和货币政策要有组合拳。我个人觉得在经济下行压力比较严峻的情况下，财政政策的作用显然比货币政策更有效。我很同意哈博士说的一些观点，中国的货币政策搞不上去，你降准也好降息也好，在这方面的效果是不太明显的，财政政策的效果会比较好。

第二个组合拳是投资政策与消费政策要组合。我个人觉得在经济下行压力大的情况下，中国还要保持一定的投资增速。我不太同意一些专家的观点，说现在的投资不行，一无是处。我们原来是方向搞错了，我们原来的投资主要是增加供给，没有增加需求，假如说增加了需求，中国经济不会走到今天这一步。什么是增加需求？我们中国以前搞过一个，比如说你买一个彩电，补贴你 500 块钱，这 500 块钱不是企业让利而是政府的补贴，这个也叫投资，它既是投资政策也是消费政策，所以要把这个组合起来。

第三个组合是金融政策同实体经济政策要组合起来。从

微观经济层面上来看，我个人觉得首先要降低门槛，要让创新创业成为一种社会的潮流。还有要降低成本，我们从政府的政策已经看到了，今年所有的时间都在降低成本，降息也是在降低成本。工业用电价格在向下走，李克强总理说我们上网的费用要下降。我觉得把微观经济的潜力真正挖掘出来，把微观经济的动力真正释放出来，我们才能好起来。金融政策当然很重要，但是我个人觉得，还是我们的实体经济最重要。我想跟我们各位来宾分享我在这三个方面的观点，不一定正确，仅供参考。谢谢各位。

乔依德：谢谢张处长的演讲。他从全球经济讲到中国经济，分析了我们现在宏观经济的有利因素和不利因素，从宏观层面与微观层面都做了比较好的分析。特别是他提出了要有三个组合拳，就是财政政策和货币政策，消费和投资，金融和实体。我想这些都是很好的借鉴，等一会我们会进一步的讨论。下面我们有请卓越发展研究院高级研究员刘海影先生，他的演讲主题“中国经济增速下行的原因何在”。

刘海影：中国经济增速下行的原因何在？

刘海影（卓越发展研究院特约研究员）：谢谢乔秘书长，也谢谢各位来宾。我相信我要探讨的这个题目的意义是非常重大的，它不仅涉及到对于未来形势的判断，实际上也涉及到应该采取什么方法来应对目前的下行。所以我想分享一下我的观点，不对的地方请大家指正。

目前中国经济的增速下行已经是不争的事实，刚才哈博士也提了非常多的数据，我想这已经是学界的一个共识，就是中国经济目前的确是出现一个台阶式的下行。有一些学

者对于下行的性质是有争论的，有一种看法认为这种下行是暂时性的放缓。还有的学者说，这种下行是一个长期性的现象，或者是长期性的性质。也有人说人口红利消失的时候，经济增速会出现下行。也有学者从生产率降低的角度来考虑这个问题。所以这个问题本身有很多的争论。对于这种下行的定性，我相信是非常关键的。这个问题的困难在于，不管是理论上还是在实战上，我们比较缺乏统一的框架来分析一个国家的经济是高速增长还是低速增长，根本的原因是什么。学术界里，大家是用生产函数，有的时候说生产率。一个国家的生产率取决于资本的存量和投入，取决于你的生产技术。从这个角度去讨论问题的时候，你会发现存量的定义有问题。全要素生产率 TFP，是作为残差被定义的，凡是不能被劳动增长和资本增长解释的经济增长都归为全要素生产率。更重要的是，在生产函数里暗含的假设是，只要有劳动力的投入，只要有资本的投入，会自动转化为经济的产出增长，这其实是不正确的。

所以我想谈什么是经济的增长。经济增长其实可以从另外一个角度来看，是我们所谓的生产可能性边界的扩张，就是你的经济体系在目前的生产技术和经济流程的限制之下，你最大可能产生多少产出组合。比如说我用两种产出来代表：消费和投资。图 1 非常形象地显示了中国的赶超过程。在 2000 年的时候中国的生产可能性边际在这个位置，而美国在很外面的位置。

所以什么是经济增长的来源？一个国家的经济体需要做一个探索来改善自己的生产技术和经济流程，这种探索大致来说是由各个个人，各个企业来做出的。每个人的这种努力都是一种探索，这种探索本身能够改善这个经济体的经济

效益和生产技术。而这种探索最终一定由投资来把这些新的技术固化下来。关键问题就是投资，只有有效的投资能够拉动经济增长，而不是说所有的投资都自动拉动经济增长。

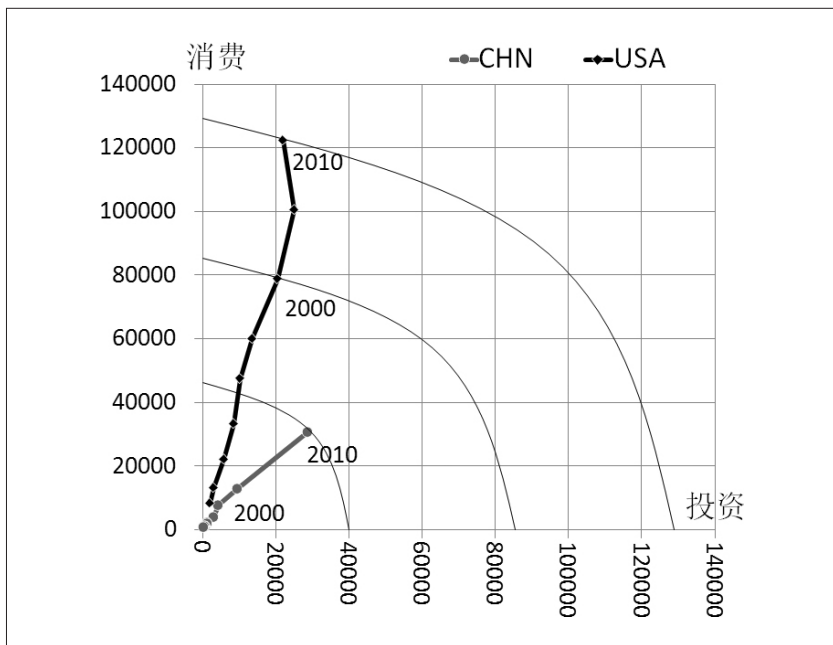


图 1：生产可能性边界：中美对比

这是我刚才强调，为什么我们的生产函数有一个小缺陷，因为它缺乏产能利用率。如果缺乏这样一个变量，你就是假设说只要有投资就是好的，这是不正确的。只有有效的投资，也就是市场经济主体做出的主动的有风险的去改进生产流程和经济过程，对应这种改进的投资才是有效的。只有有效的投资才可以提升经济产出的潜能，所以这是核心点。我在学术上是做了推导的，如果我们在函数里能够

显性包含产能利用率并且探索其背后的机制，可以帮助我们理解中国经济目前的下滑。数据上的东西我就不推了。

所以目前的问题是什么？大家都在谈论中国的债务问题，事实上债务问题本身的纠结点并不在于债务数量的大小，而是在于跟债务相对应的资产，债务的本质是资产问题，是资产质量的问题。我在推进的一个学术研究是从货币角度来看待投资，它的意思是只要经济体里出现了可探索的投资机会，我们的金融体系大致就可以满足为了投资于这个机会而提出的各种债务需求或者债务请求，那么透过债务扩张的方式我们总是能够为这些经济体的投资扩张提供资金。唯一的约束其实是这个利率，如果利率太高了，别人就不愿意投了，而利率的约束是什么？是资本回报率。就是说你的资本回报率不够高的话，这个利率对你的约束会显得非常重。所以债务背后的问题是我们资产的问题，你借了10亿的债务来形成一个投资，如果它本身完全可以还款那不是问题，不会对经济造成问题。如果你这个厂是亏钱的，这个债务就会出现问题。

沿着这个思路我们做了实证方面的研究，说明这个投资如果是无效的，这个国家的经济增长速度就会降低。为什么会降低？如果是一个无效的投资，就意味这整个经济体产生的剩余是无效的。我演算了一下全球200多个国家的数据表现，这个数据是非常明确的。在高速赶超期间的国家，闲置产能是比较低的。闲置产能或过剩产能对GDP增速是有影响的。如果你的投资里有很多是无效的，那么这个投资无法拉动GDP的增长。如果一个国家比较大规模地介入到全球经济链条的分工，那么这个国家有比较多的机会发现有效的投资机会，实现投资的有效性。

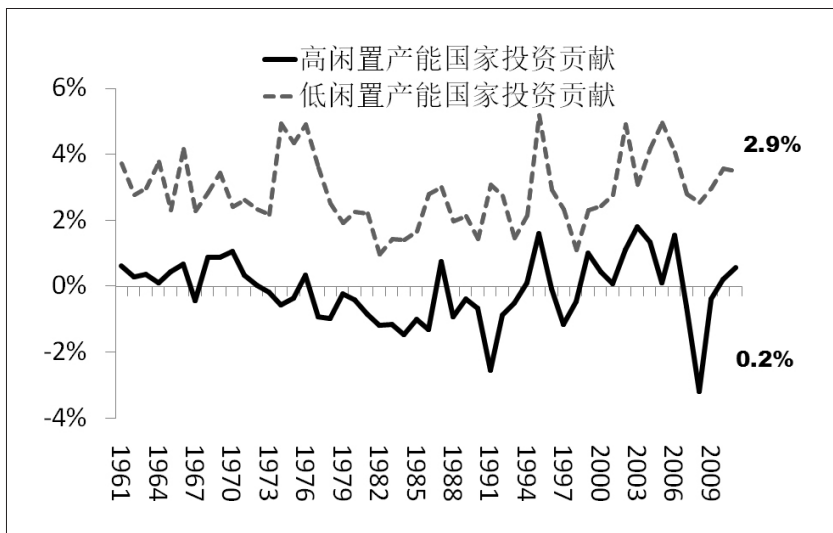


图 2: 经济增长: 过剩产能影响

数据来源: 世界银行、《中国巨债》

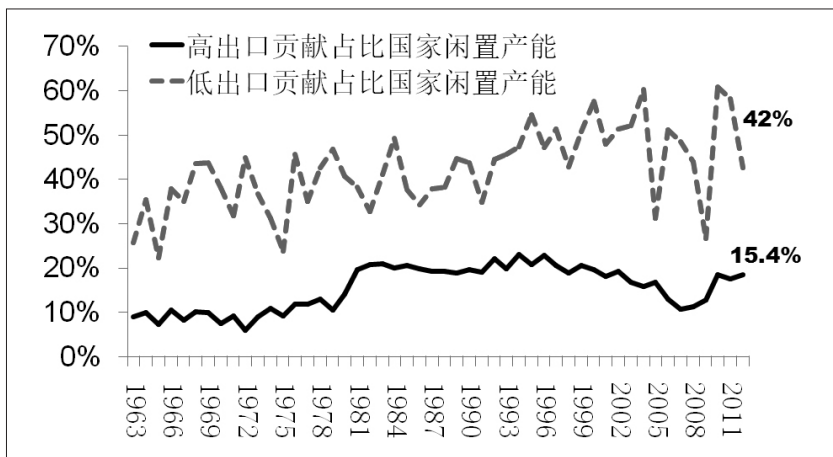


图 3: 什么决定过剩产能?

数据来源: 世界银行、《中国巨债》

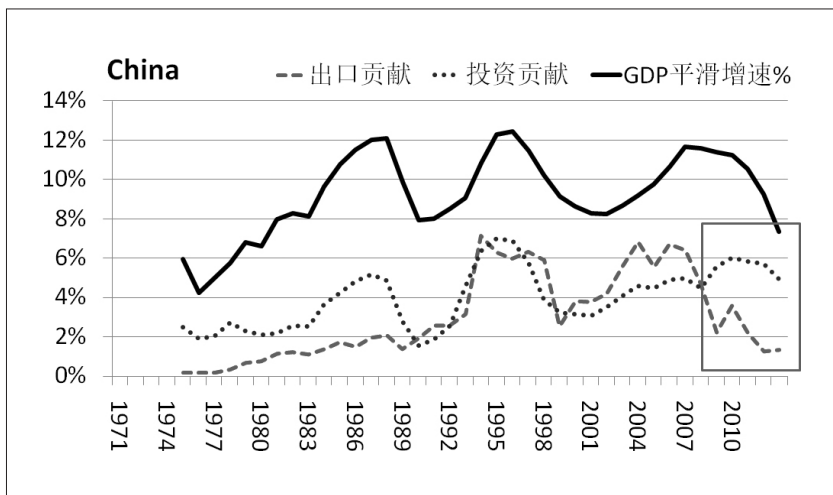


图 4: 中国经济增速下滑

数据来源: 世界银行、《中国巨债》

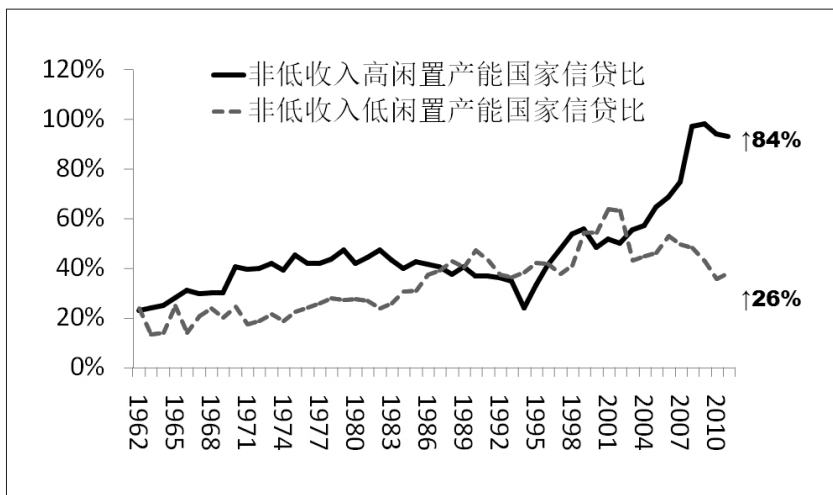


图 5: 债务上升: 过剩产能的后果

数据来源: 世界银行、《中国巨债》

投资无效的时候，你必须不断透过债务来维持无效产能的生存。比如说一个工厂是亏钱的，但这个工厂可以得到源源不断的融资支持，这个工厂就不会倒闭，一旦不倒闭，闲置产能就上去。中国的情况是在过去这些年，我们的出口贡献降低，我们是靠投资拉动的。同期我们的债务比在大幅度上升，我们的投资回报率在不断走低。我们目前的债务杠杆已经超过了美国、日本、欧洲的水平。所以在这种情况下，中国经济增长速度的降低不是一个短期现象，它背后是由于一个庞大的过剩产能，而这背后又是由于我们的金融体系不断把债务增加给那些得到政府隐型信用担保的僵尸企业。如果这个过程不能打破，你就无法改善经济体的资源配置效果，经济增长也难以上升。

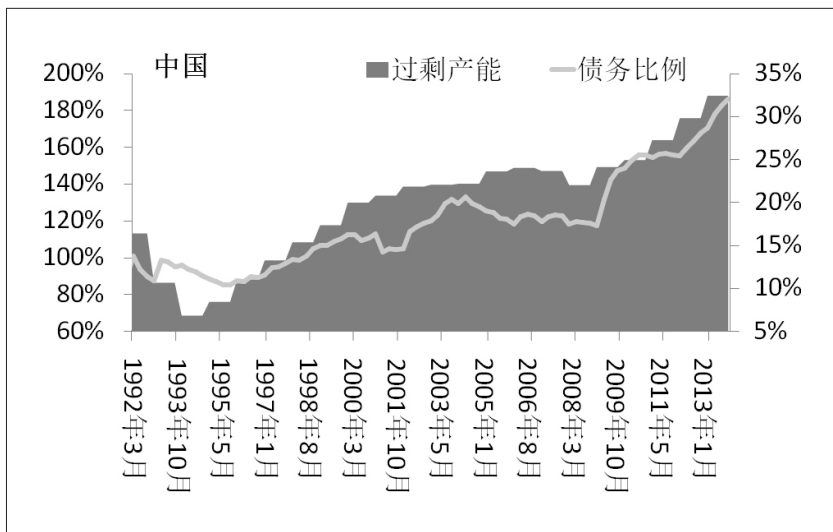


图 6: 过剩产能推升债务比例

数据来源: BIS、《中国巨债》

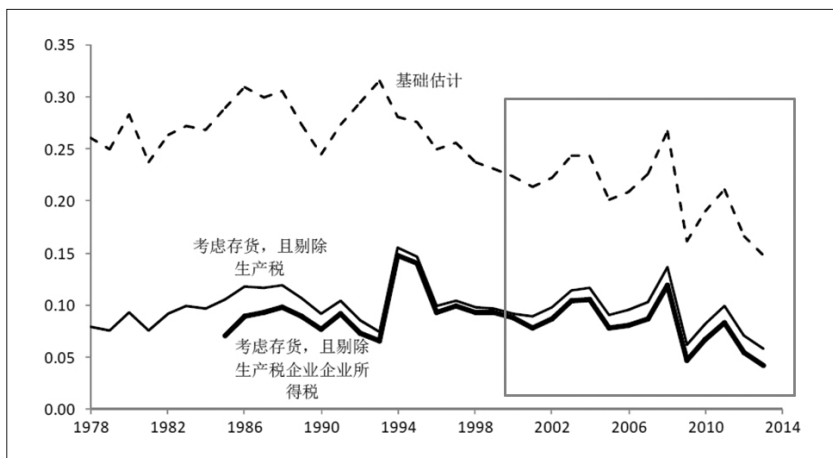


图 7: 投资回报率降低

数据来源: 白重恩 (2014)

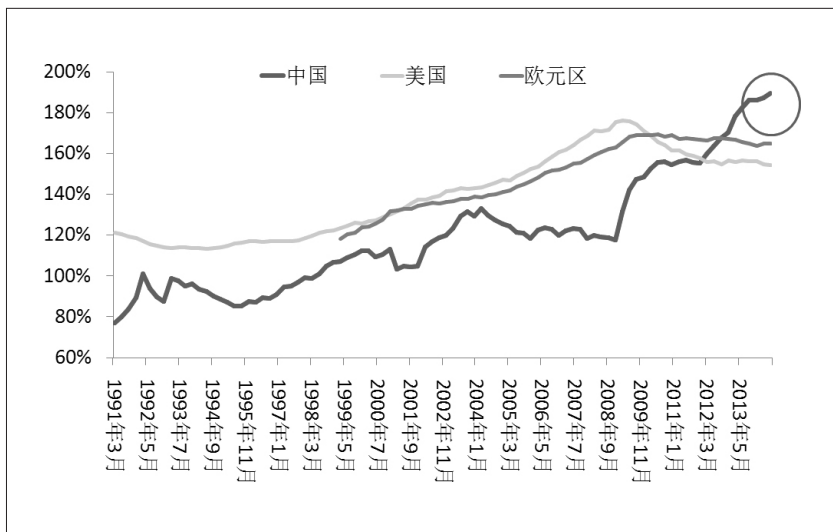


图 8: 债务杠杆率飙升

数据来源: BIS

- ◆ 出口增速下滑到个位数：有效投资机会减少
- ◆ 过剩产能居高不下，恶化经济资源配置
- ◆ 中国经济增速下台阶运行，从10%降低到5%~6%水平

图 9：结论

所以我们得到了一个模型结果，认为目前经济增长速度的下滑是长期现象，而且未来五到十年中国经济增长的轴心会降到 5% 到 6% 的区间。谢谢大家。

乔依德：非常感谢刘海影的演讲，他从学术和理论的角度分析当前我们经济下滑的因素是什么。有人我们说经济下滑是短期的，还可以回到 8%，他不赞成这个说法。他通过生产可能性边界的分析，特别是把投资分成了有效投资和无效投资，有效投资才能拉动经济。同时他把这个观点和生产函数联系起来，而且在把有效投资跟我们的出口、产能利用联系起来。最后他得出结论：中国经济下滑不是短期现象，而是长期现象，而且今后会下滑到 5% 到 6% 的水平。我想他的分析会给我们很大的启示。

下面有请复旦大学经济学教授韦森，他的演讲主题“经济增速下行阶段当为的宏观经济政策”。

韦森：经济增速下行阶段当为的宏观经济政策

韦森（复旦大学经济学教授）：各位朋友下午好。现在

我谈谈中国经济增速下行中，当为的宏观政策。

我们先看一下我们政府的宏观政策。大家知道3月31日李克强总理接受英国《金融时报》总编巴伯专访的时候说，现在的货币政策是预调微调，并且不希望看到人民币继续贬值，因为我们不靠贬值来刺激出口。从2013年十八大报告之后，李克强总理基本上每年6月至10月都做一个工作，就是盘活资金。他明确说谁让资金沉睡，就严肃问责，相当一部分资金进了预算却“趴”在帐面上“沉睡”，再花不掉就要调剂和统筹。

我在15分钟的演讲里讲两个问题，第一是当前中国经济增速下行及其潜在风险。第二是三条宏观政策建议。

第一，潜在风险。中国经济增速下行还是非常明显的，刚才大家都讲的非常多了。但是最近我到了江西、山东、河北、福建跟一些企业家聊天，跟地方政府聊，现在企业倒了一片一片，可能这个增速下行比我们想象的严重得多。

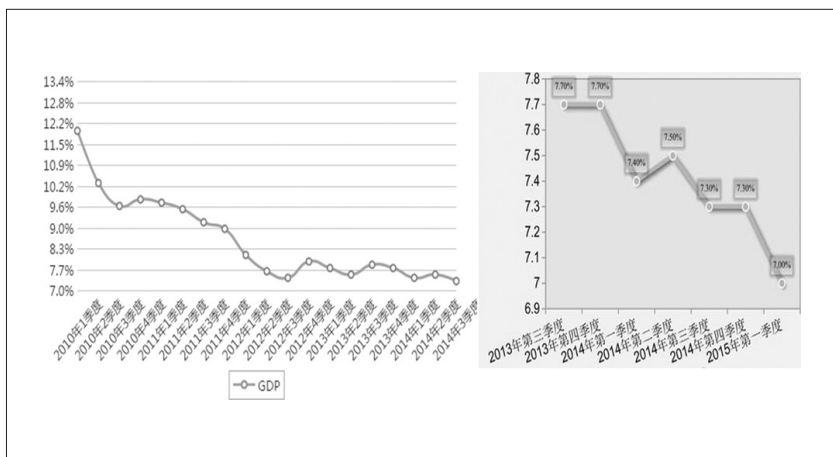


图 1: 中国经济增速还在下行

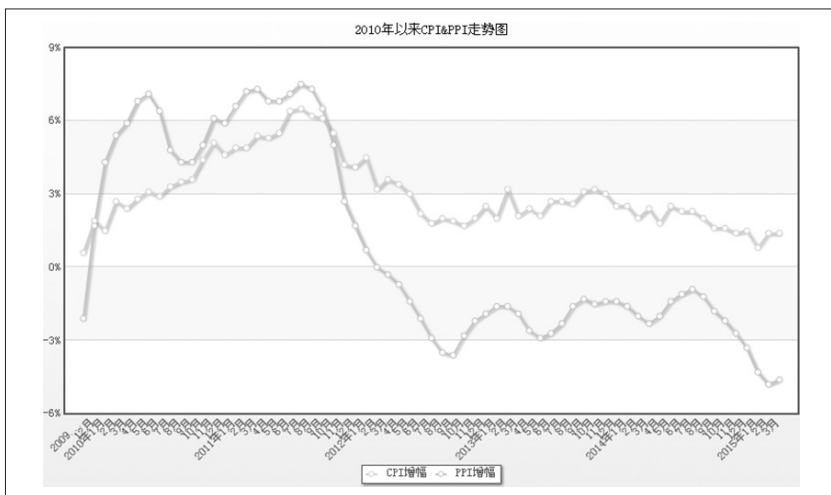


图 2：PPI 和 CPI 十几个季度继续走低，说明经济仍在“增长中的萧条”之中



图 3：中国工业总产值、固定资产投资和社会消费零售同比增长

中国工业总产值、固定资产投资和社会消费零售都在下降，而且非常明显。今年出口的形势相当不乐观，今年前4个月我们的出口只有0.8%，今年广交会的订单大幅度的下降。

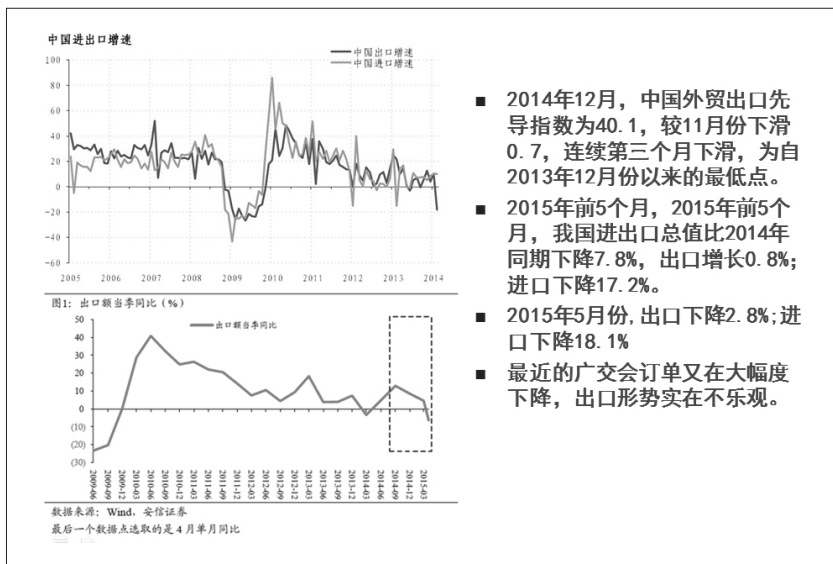


图 4：中国的外贸出口增速在放缓

- 1，劳动力成本在上升
- 2，人民币实际不断升值
- 3，政府税收不断攀高
- 4，企业融资成本奇高

图 5：中国企业面临的四大挑战

为什么会下降？劳动力成本在上升。人民币实际不断升值。只有税收不断攀高。企业融资成本奇高。这四条联系起来，我们的出口企业没有办法做。首先是劳动成本，中国在2008年就已经超过了马来西亚，现在恐怕已经超过了俄罗斯。人民币汇率实际上在升值，刚刚哈博士讲到美元在升值，我们跟着美元基本上也升上去了。但是日元贬了40%，欧元贬了20%，为什么我们不贬值？中国是第一出口大国，现在有几十万家出口企业，为什么我们不贬值？你看现在汇率在上升，出口在下降，我觉得我们的货币政策真的值得考虑。而且我们中国企业的所得税非常高。我去了一些企业的董事会，他们跟我说，现在经济下行，我们的收入在下降，这时候税务局忙起来了，挖地三尺也要把税收出来。另外实际利率也非常高，在这种情况下企业怎么做？所以要考虑减税。

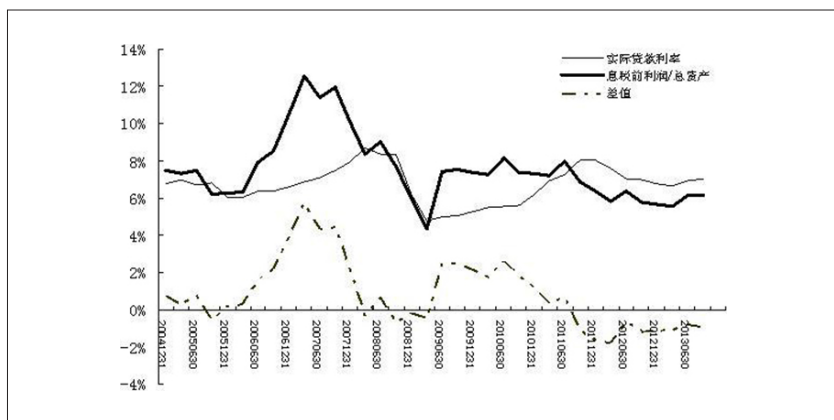


图6：2011年以来，银行实际贷款利率一直高于息税前企业利润率

这是非常简单的一个图，但是却反映了一个非常深刻的

问题，就是中国所有企业的税前利润率低于银行实际利率。企业实际上还不了贷款。现在难的是企业产品卖不出去，银行又要贷款。当然相比较而言，中国整个债务水平不太高，但是中国企业的负债基本上是世界最高的。这就出现了所谓的企业家的跑路。现在温州银行坏帐到了 6000 亿元。现在一季度的还款到了，如果企业还不了款，企业联合政府找到银行，要么给它展期，这就是济宁模式。我上次到江西，也是这么做，就是说地方政府联合企业不还款。

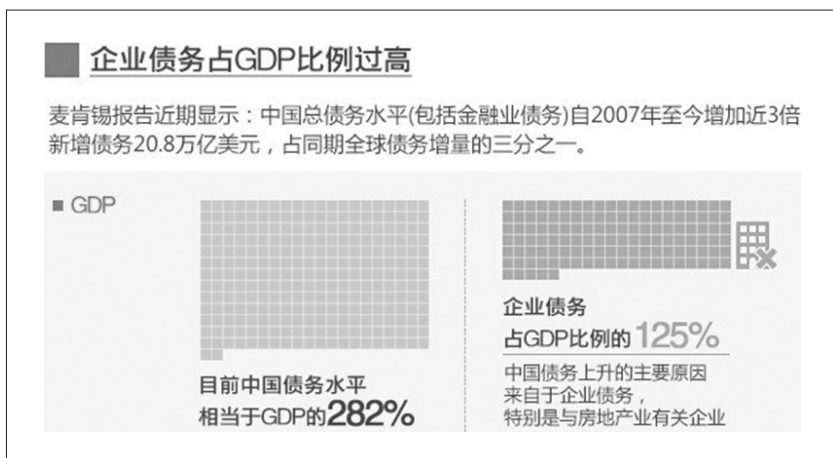


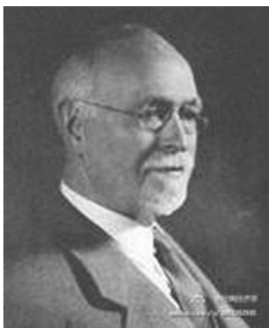
图 7：中国的债务总水平

过度的投资和投机通常对经济有重要影响，如果不是用借来的钱，所引起的不良后果要小得多。由于蜂拥清偿的规模效应，个人为减轻债务负担做出的每份努力反而都会加重负担。我们意识到了中国经济在下行。虽然新常态是很新的一个词，但是背后是很辛酸的故事，有很多企业都倒闭了。这就是我讲的第二方面。

- 2014年2月份一些江浙企业家跑路
- 鄂尔多斯企业还贷告急
- 山东企业还款告急（**济宁模式**？）
- 邯郸告急？高利贷攀升？大量来百姓的血汗钱蒸发
- 山西企业还款危机？经济负增长？
- 东北经济塌陷式下降
- 安徽“宿州模式”
- 四川企业还款告急，各地投资担保公司接连倒闭.....
- 温州银行坏账到了**6000**亿元，坏账率达多少？

图 8：2014 年以来各地企业还款纷纷告急

当前中国经济要特别警惕“通缩-债务螺旋加重”费雪效应
尤其是是要尽量避免“帕廷金效应”与“费雪效应”的
双重叠加，这对未来中国经济将会是灾难性的！！



Irving Fisher
1867—1947

“过度的投资和投机通常对经济有重要影响，但如果不是用借来的钱，它们所引起的不良后果要小得多。由于蜂拥清偿的规模效应，个人为减轻债务负担做出的每份努力反而都会加重负担。还得越多，欠的就越多。经济之舟越倾斜，就越容易倾倒”。

——费雪，1933年在美国
计量经济学会上的发言

图 9：当前中国经济要特别警惕
“通缩 - 债务螺旋加重” 费雪效应

就货币政策来讲，通过降准等增加基础货币供给，要进一步宽松货币。我们主张大胆的货币宽松，可不是再主张一波类似四万亿的强刺激计划，而是通过增加基础货币供给降低实际利率。你增加货币供给，才能降低实际利率。两次降息，实际利率也开始下降了，但我们的实际利率仍然在 6.5。

另外一个汇率。实际上从去年起，一直是热钱外流，今年四、五月份汇率有降低的空间。还有税收，我们赋税这么重。我们的财政存款，李克强总理说要盘活资金，财政存款还是比较高的。还有机关存款比重在不断攀高，这种情况下为什么不能减税？

我的结论有三点想法：

第一，货币政策。不要担心通胀，要进一步采取宽松的货币政策。不是来一波新的刺激，也不是“救股市”，而是通过增加货币供给降低实际利率来减少企业和地方政府的债务利息负担，使中国经济渡过目前的难关。

第二，财政政策。中国的宏观税负已经很高了，应考虑总量减税，而不是结构性减税。减税才能促使企业增加外贸出口，增加就业，才能增加居民收入。现在减税，将来才能增加政府财政收入。

第三，汇率政策。应该让人民币随国际市场的供求而贬值。

我讲完了，谢谢大家。

互动讨论

乔依德：谢谢韦森老师！他的三个对策很鲜明，就是增加货币供给、减税、贬值。下面我们还有一些时间，我先向

四位嘉宾提出问题。大家一会儿有问题可以提问。我想提两个问题：第一，怎么来判断当前经济下滑的性质？也就是说，现在的经济下滑是短期性的或报纸上常讲的周期性的，还是结构性的？刚才刘海影和韦森老师都讲了，你们两个我就不问了。那么我想请问哈继铭和张兆安，你们的观点是什么？

哈继铭：我觉得更重要的是结构性的。因为现在中国经济有三个问题，产能过剩、债务过高、房地产供应过大，这三个问题都是结构性因素造成的。我们看到老龄化到来，买房子的人就少了；人少了的话，卖房子的人就多了。所以房地产的结构性问题，从全国范围来说是长期的，如果有城镇化的因素可能会好一点。另外债务问题，我觉得现在我们的债务率已经很高了，但是据我的测算，如果GDP保持7%的增长，而资本边际回报率依然是目前这个水平，那么不到五年或者十年，中国的债务率会从现在的200%多上升到300%多。现在许多地方在搞基础设施投资，项目一批又一批，可能都是在经济不怎么发达的地区，投资未必能够得到资金的及时回笼。所以目前看来，这三个问题将来还不容易解决，甚至还会有一定的恶化。经济下滑的结构性问题比之前想象的还要严重一些。

张兆安：我认为从发展历程来看，确实是结构性问题。从未来发展的角度来讲，结构性问题很有可能演化为中长期问题。我们可以通过具体的工具或措施，相对地缓解结构性问题爆发的可能性。如果演变为中长期问题，那么麻烦就比较大了，不是靠短期的工具或者是刺激政策能解决的。

乔依德：你刚才归纳全球经济的十个字，最后五个字是“全球化共振”。你是不是说欧洲经济、美国经济不好了，共振到我们这里来了？如果按照这样的逻辑，就不是结构性问

题，而是周期性问题。因为有时候我们也看到有的学者说，现在全球经济都不好，所以中国经济不好也不奇怪；说不定哪天世界经济好了，那么我们中国经济也会保持在8%。

张兆安：现在从全球来看，它可能是一个周期性问题，但是中国整个的发展过程是慢慢地融入到全球的过程中，所以还是结构性问题表现得更加明显。

哈继铭：过去全球经济的增长对于中国出口拉动很大，弹性吸收很高，因为过去中国经济体量相对比较小，所以美国、日本和欧洲需求上来以后，对中国出口拉动很多。但现在我们是出口第一大国，即使全球经济将来复苏，对于中国出口增长速度的拉动不可能像过去那么大，除非月球上有人买我们的东西。

乔依德：我想对这个问题，在座各位的观点还是比较接近的。还有一个问题，针对现在的经济下滑，我们应该建议政府采取哪些措施？刚才韦森老师说的放松货币、减税、贬值，你们各位是否同意，或者有所保留？

哈继铭：放松货币政策实际上是打麻药的政策，美国曾经也放松。我们知道打麻药的目的是为了动手术，中国从2007年一直打麻药，但是不动手术，这样麻药打下去就没有意义了。

张兆安：从当前整个政策体系的角度来看，我认为原来一直看表面，都说宏观政策，但目前来看所有的政策聚焦点应该是体现在微观经济的层面上。我经常说现在有一个情况，就是上面比下面好，比如央企比市属企业好一点，市属企业比区县企业好一点，大企业比中小企业好一点。实际上政府也是如此，比如说中央政府比省政府稍微好一点，省政府比区县政府好一点。下面好上面好才是稳定的好；若

上面好下面不好，有一天上面也会跟着不好。因此，所有真正的聚焦点应该体现在微观经济层面上。我觉得货币政策对目前中国的效果比较小，但减税降成本是非常重要的事情，实际上的确有很多涉及微观经济层面的措施可以做。

乔依德：海影，你对韦森的三贴药，同不同意？

刘海影：从技术上讲，我是同意的。但我觉得现在的问题不在技术层面。中国经济如果的确如大家所认同的，是长期性和结构性地经济下滑。第一条，是决策层需要对形势有一个认知和分析。现在决策层的一些想法，给我的感觉是比较相信一些灵丹妙药，好像有一个招出去，我们的问题就 *disappear* 了（消失了）。只有深刻地认识到问题的本质和严重性，做好承担痛苦的准备，可能才会有一个全盘的考虑。

第二，我认为需要有真正的改革。需要对制约中国经济发展的最大因素有一个正确的判断，包括我们国企的问题。目前中国出台的国企改革思路与我们 30 年改革所一直坚持的原则其实是相违背的，这无助于中国的经济问题的解决。我希望解决软约束的问题，就是地方政府的软约束，以此才能为产能过剩不再继续上升打下一个制度性的基础。我还有强调一下，改革是有痛苦的，中央的财力应该有很大的一块用来分担最弱势阶层所感受到的改革的痛苦和成本。这是非常重要的。

第三，然后才是打麻药。改革有痛苦嘛，要打麻药。最根本的一点就是守住不发生金融危机的底线。放宽货币也好，财政减税也好，我认为都是需要服务于不发生金融危机的底线。汇率政策的两难之处在于，我们还要同时维持中国的资产价格不发生崩溃，这跟汇率是相关联的。就技术细节的考虑而言，如果我们能做好一个最坏的打算，比如我们能

够承担二三年经济速度在 4-5% 的状态，允许一部分企业有序破产，允许一部分债务的有序违约，同时使民众感受的痛苦让中央财政有所承担，又保全我们最重要的系统性重要银行不致破产，不致发生金融危机。作为一个通盘的考虑的话，我觉得也许在三四年的痛苦之后，中国经济会重新腾飞；如果没有做这么坏的打算的话，我相信这个问题会变成长期的无法解决的问题。

乔依德：谢谢！我觉得你特别强调中央决策层要认识到现在问题的性质，同时进行改革。我也有问题问韦森老师，你提到货币贬值，我以前一直认为中国汇率是中度低估，前不久 IMF 出来了 2015 年度第四条款磋商的结果，认为人民币是在基本合理的区间。当然美国财政部还是认为低估。国内也有一个说法，基于现在贸易顺差依然较大，现在是否应该贬值？请问你对这个说法有什么观点？

韦森：首先，我想对三位教授的观点补充两点。第一，承认货币政策无效；第二，即使财政政策也改变不了中国经济下行的趋势。我说的三个结论都是在这两个前提之下，能够保证中国经济不出大问题，能够让中国的企业存活下来，这样中国才会有未来的长期发展。至于汇率问题，我也问过官员，为什么中国出口下降得这么厉害，我们还说不打汇率战？他说，我们的汇率是由市场决定的。既然是市场决定的，那为什么要说不打汇率战？虽然外贸顺差很大，但是整个去年外汇是流出的。在这种情况下，为什么我们钉住美元，我们有没有贬值的空间呢？我觉得就是顺应市场的需求，也应该贬值。

乔依德：现在还有一些时间，我们让给大家。在座各位也听了很长时间，可能有一些想法或者问题，请举手。

提问者一（私募公司研究员）：各位领导，我是上海一家私募公司标普投资的研究员。请问各位老师，怎么看待最近股市的暴跌？我觉得这次股市暴跌，一方面反映了杠杆危机，另一方面刚才提到了货币宽松，但是货币宽松全跑到股市了。请问通过决策层对这次股灾的应对，是否能观察到改革的力度，还有部门的协调等等？

哈继铭：股市的短期波动是很正常的事情，没有只涨不跌的股市，但是也没有只跌不涨的股市。前段时期市盈率达到了40多倍，这是全世界最贵的股市。而且这次股价一年来的上扬，好像并不是基本面支持的，经济在下行，企业的利润基本上没有增长，增长的部分也是企业炒股的利润。中国的印花税、交易费、两融的成本加起来比从股市赚的还多。前段时期由于官方媒体的推动，货币政策的推动，当然在一年前我们的A股股指是比较低的，有上涨的基础。但是我们到了40多倍，人家还是17-18，比17-18高太多了，那么下调是正常的。下调的速度很快，和融资有关系。2007年股市上涨，但是没有融资的因素；现在有融资的因素，涨得快，跌得也快。从今天开始怎么判断股市，我看大盘蓝筹还不算很贵，比如银行等，且降息对保险是利好，降准对银行也是利好，债务置换对银行也是利好，降息对于银行利差的挤压也不像过去那么大。2007年涨的都是中小板股，进入到今天这个阶段，我相信会有资金进入蓝筹股，不要太悲观。谢谢大家！

提问者二（第三方支付公司）：我来自第三方支付。我想问的是，在上届政府温家宝总理时，每年都出台房地产改革政策。那么房地产作为中国经济的重要支柱，能否通过产权20年、40年、60年、80年的方式带动相关的产业经济？是否存在这种可能性？

哈继铭: 我觉得房地产最终还是由需求决定的。中国房地产无非是由两大因素推动的，一个是人口红利，一个是城镇化。现在人口红利基本已经消失了，而且是在大城市率先消失的。但是为何大城市的房价依然坚挺呢？那就是因为第二个因素的推动——城镇化。全国各地的人都愿意到北上广深去，无论是农村的人还是三四线城市的人都愿意到大城市。所以你看，现在三四线城市的房价不涨甚至下跌，而大城市的房价上涨。我觉得城镇化的因素会长期存在，尽管可能之前市场对城镇化因素的预期比现在看到的更高一些。三中全会提出改革户籍制度，所以大家信心满怀。但是户籍制度改革的具体方案在去年6月出来后，大家一看，500万人口以上的城市还要严格控制人口，而中国许多城市的人口都在500万以上。这么一来，人们对城镇化的预期和现实相比，在速度上还是有一定的差距。但是无论政府怎么控制人口，人口向大城市涌入的趋势是不会改变的。所以我觉得，如果房地产没有需求，即使改为100年产权也没用，许多国家都是永久产权，该房价下跌时候还是跌。中国是50年产权，该涨还是拼命涨，与多加20年没有太多关系，关键是供求关系。

乔依德: 如果没有其它问题，这一专题到此结束，我们以热烈的掌声感谢四位嘉宾。谢谢大家！

专题讨论二：改革与发展新动力

乔依德：第二专题就此开始。第二场讨论的重点，是通过总量或者是改革来稳定经济，本专题的主持人是《第一财经日报》副总编辑杨燕青女士，大家欢迎。

杨燕青（《第一财经日报》副总编辑）：非常感谢乔老师！我们有请四位嘉宾上台就坐，他们是亚洲开发银行高级经济学家庄健，上海交大安泰经管学院经济学院执行院长陈宪，兴业证券首席宏观分析师王涵，上海证券交易所原首席经济学家胡汝银。让我们以热烈的掌声欢迎他们上台。

自2009年开始的世界与中国经济论坛，到今年已经六年了。今年我感觉这个论坛在结构设计上是有创新的，因为以前我们一般一个专题是世界，一个专题是中国，我跟乔依德老师每年都分别主持。今年我们不仅换了新的构架，也换了新的场地，我们到了浦东陆家嘴。我特别高兴今年继续能够回到论坛，跟大家探讨当下全球和全国最重要的经济问题。

我们第一专题实际上是把中国面临的一些大的挑战，在全球背景下的难题和可能解决的方案做了探讨。第二专题的重点是在于改革，这是当下最切实重要的话题。但是大家经常觉得一筹莫展，大家把改革和经济发展两件事做权衡的时候，通常的观点认为改革会让经济减速，所以这可能也是现在大家对于如何推进改革的最大顾虑。刚才第一专题也充分地探讨了目前中国面临最大的经济困境，包括我们的债务，包括产能过剩，包括方方面面的结构性问题，导致经济增长下行，而且也面临非常不容易的全球环境。在这种背景下，

不改革是没有出路的，这点毋庸置疑。但是改革也需要付出很大的成本和代价。在这个意义上，大家觉得改革是非常难的事。所以我们第二节的话题，会从各个不同的角度跟大家一起讨论，十八届三中全会框定的改革蓝图如何能够相展开，不仅给经济产生一定的承托作用，而且能在未来推动中国经济的长期增长。如果短期需要付出成本和代价，那么哪些成本和代价是值得现在付出的，或者是必须付出的？我们先有请来自亚洲开发银行高级经济学家庄健。他会和我们一起求解我认为中国目前最难的一个话题，就是产能过剩。掌声有请。

庄健：我国产能过剩的问题与对策

庄健（亚洲开发银行高级经济学家）：感谢主持人给我这样的机会跟大家交流我个人对中国产能过剩问题的分析和有关对策。总体来看，我觉得有五个部分需要介绍，首先是讲产能过剩的有关背景，特别是近年来的情况；接着是产能过剩的定义；第三部分是对中国产能过剩目前处于何种水平的判断；第四部分是原因分析；最后提出政策建议。

第一，我先给大家做背景梳理。根据国内的有关政府文件，我觉得上世纪90年代以来，中国制造业经历了三次大的产能过剩。第一次是1999年，第二次是2003年至2006年，第三次是2009年至2012年。针对产能过剩，政府采取了许多方面的措施，法律方面如破产法、大气污染防治法和水污染防治法等，实际上或多或少都和产能过剩有关。在法规方面，也有很多部委的法规出台，如2005年、2006年和2009年等很多年份都有国务院发文淘汰落后产能，2011年

很多文件涉及到企业的关闭破产和人员安置，以及企业的兼并重组，也都是针对中国出现的产能过剩而出台的。更多的是部门规章，发改委、工信部、人社部、人民银行和国土资源部等都出台了关于产能过剩的规章；中国经济工作会议方面，2007年至2013年的中央经济工作会议上有一系列针对产能过剩的提法，我大致做了梳理，表格如下。

2007	加快先进适用技术推广应用，有效遏制高耗能、高排放行业过快增长，坚决淘汰落后生产能力
2008	切实淘汰落后生产能力和加快产品更新换代，增强自主创新能力和产业竞争力
2009	推进节能减排，抑制过剩产能。要强化节能减排目标责任制，加强节能减排重点工程建设，坚决管住产能过剩行业新上项目，开展低碳经济试点，努力控制温室气体排放，加强生态保护和环境治理，加快建设资源节约型、环境友好型社会。
2010	严控投资产能过剩行业，防止新的低水平重复建设。
2011	改造提升传统产业，要严格产业政策导向，进一步淘汰落后产能，促进兼并重组，推动产业布局合理化。
2012	要充分利用国际金融危机形成的倒逼机制，把化解产能过剩矛盾作为工作重点，总的原则是尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治。要加强对各个产能过剩行业发展趋势的预测，制定有针对性的调整和化解方案。
2013	坚定不移化解产能过剩，不折不扣执行好中央化解产能过剩的决策部署。把使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用有机结合起来，坚持通过市场竞争实现优胜劣汰。政府要强化环保、安全等标准的硬约束，加大执法力度，对破坏生态环境的要严惩重罚。化解产能过剩的根本出路是创新，包括技术创新、产品创新、组织创新、商业模式创新、市场创新。大力发展战略性新兴产业，加快传统产业优化升级。

图 1: 2007-2013 年中国经济工作会议

我做个铺垫，2013年提出了著名的“四个一批”的方法解决产能过剩问题：1. 扩大内需“消化一批”；2. 通过企业“走出去”“转移一批”；3. 通过兼并重组“整合一批”；4. 通过提高环保、安全、能耗标准“淘汰一批”。

国内文献关于产能过剩已有很多研究和分析，个人认为尚未形成一定的共识。例如，产能过剩是从宏观意义还是微

观意义上定义有很多不同的看法。具体的产能究竟是怎样的，也有很多不同的看法，针对它的策略也相当多。个人认为目前国内产能过剩有两个判定标准：1. 产能利用率是否在80%左右的合理区间里；2. 企业的财务指标有无恶化。产能利用率高，未必产能不过剩；产能利用率很低，也未必有大问题。因此，判断产能过剩要将产能利用率和企业的财务指标相结合，这样相对较为稳妥。企业对产能利用率有一定的容忍度，不达到100%，达到80%比较合理。

下面我对中国制造业的产能过剩做一些分析。首先是产能利用率，产能利用率分为生产产能利用率和设备产能利用率。国家统计局关于生产产能利用率做了调查：1. 每5年的经济普查，已有2004年、2008年和2013年；2. 年度生产能力调查，涉及22450全部工业产品中的400种产品，但自1994年起停止公布。企业协会关于生产产能利用率，也对钢铁、水泥和汽车等做了调查。国家统计局对设备产能利用率也做了调查：

1. 季度商业景气调查，但结果不公布；2. 网站、报告和官员讲话。中国人民银行关于设备产能利用率，对自1992年起的5000家企业“产能利用率”调查，这是比较连续的。自2008年起国研中心进行“企业家调查”，该数据也可以提供一些参考。基于以上得到的数据，我做图2如下。

从图2中可以看出，蓝色曲线代表中国人民银行的调查，红色曲线是代表国家统计局的调查，绿色曲线反映来自城市资料做出的测算。如图所见，1992年至2002年间，左侧的产能利用率都低于80%，比较低。其中，1997年和1998年时接近60%，产能利用率非常低。2008年和2009年以后的这部分曲线不连续，产能利用率也比较低，最近

一两年慢慢稳定在 80% 左右。该图是通过梳理文件得出的，可看出产能利用率还是比较高的。但国家有关文件反映出产能利用率出现低的情况，可能是着重于某些产品。宏观方面，我觉得在较大时间范围内的成果比较明显。除产能利用率外，还要观察相应的企业财务状态，如下图 3。

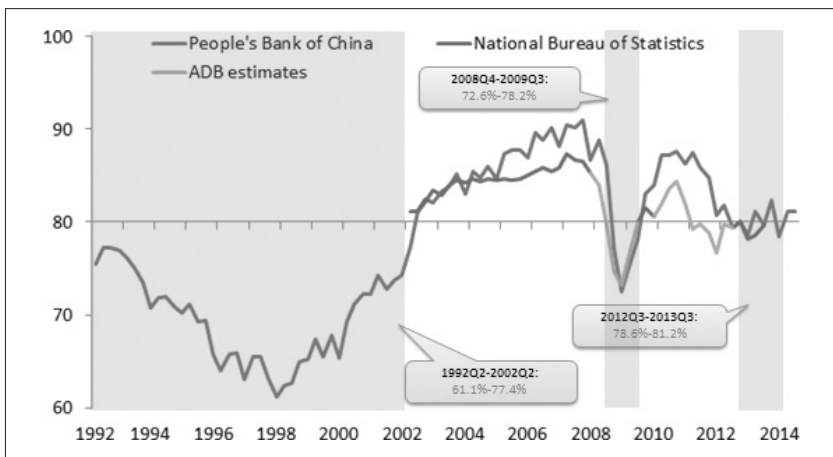


图 2: 制造业产能利用率估计

如图 3 所见，红色曲线代表利润总额变化，可看出变化较大，许多利润是负增长；蓝色是应收帐款净额，可看出产能利用率比较低时，蓝色曲线指数比较高，增长比较明显。

下图 4 是关于工业企业亏损面和销售利润率。

如图 4 所见，企业亏损面正在下降，企业利润率最近也比较低。虽然该表无法十分确切地与前面那张表相匹配，但是大致判断目前看来对于企业而言，中国宏观层面的产能利用率无法看出非常严重的情况。但为何现在各界都关注产能过剩呢？

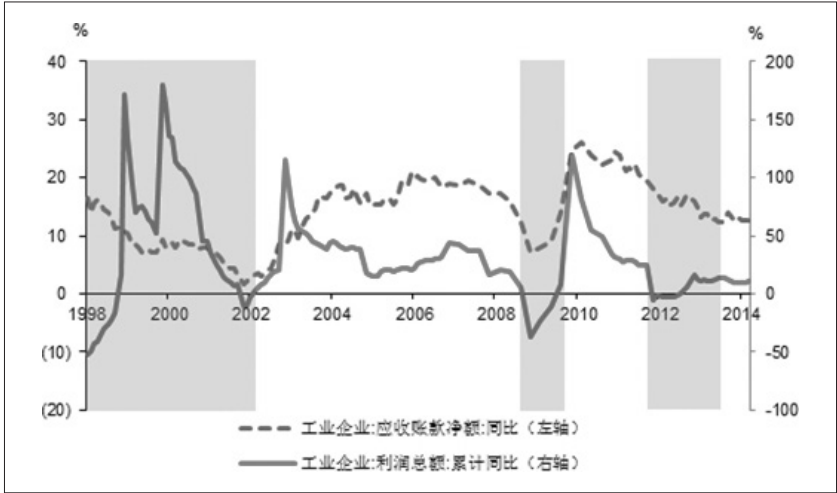


图 3：工业企业利润总额和应收账款

数据来源：国家统计局

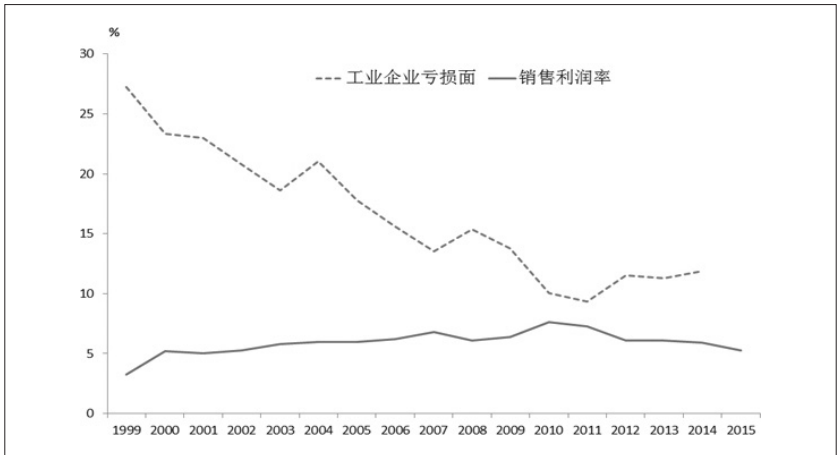


图 4：工业企业利润总额和应收账款

根据来自中国企业家调查系统资料的数据，经过仔细分

析相应的工业大类即相关制造业发现，2008年至2013年存在非常明显的产能利用率较低的情况。总体而言，期间我国29个工业大类行业中有19类都存在产能过剩的情况。现在某几个行业的产能利用率只有75%，情况比较严重。当然，产能利用率还要结合其它指标，下图对此做了分析。

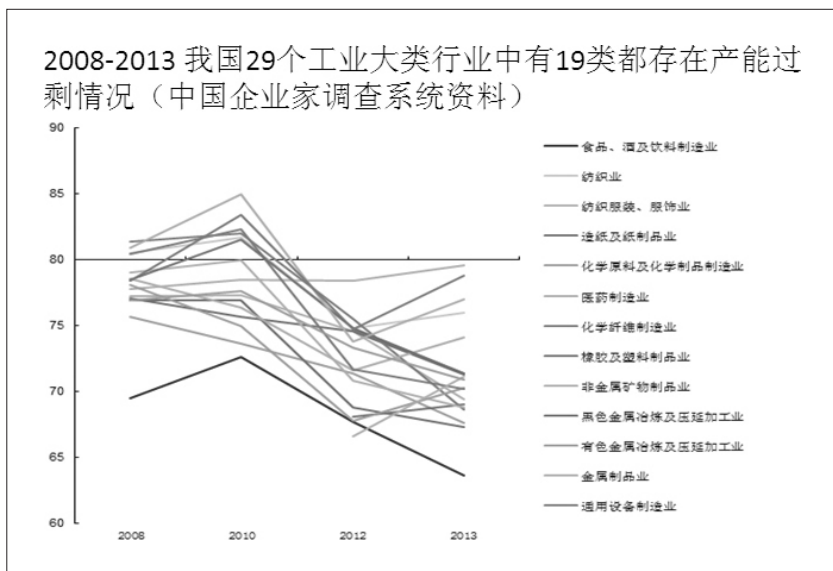


图 5: 19 个工业大类产能过剩情况

如图 6 所见，纵轴反映产能利用率，横轴反映某个行业对经济的相对重要性，比如利润、就业和企业收入情况等。我们可以发现有六个行业存在产能过剩，分别为黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业和汽车制造业。

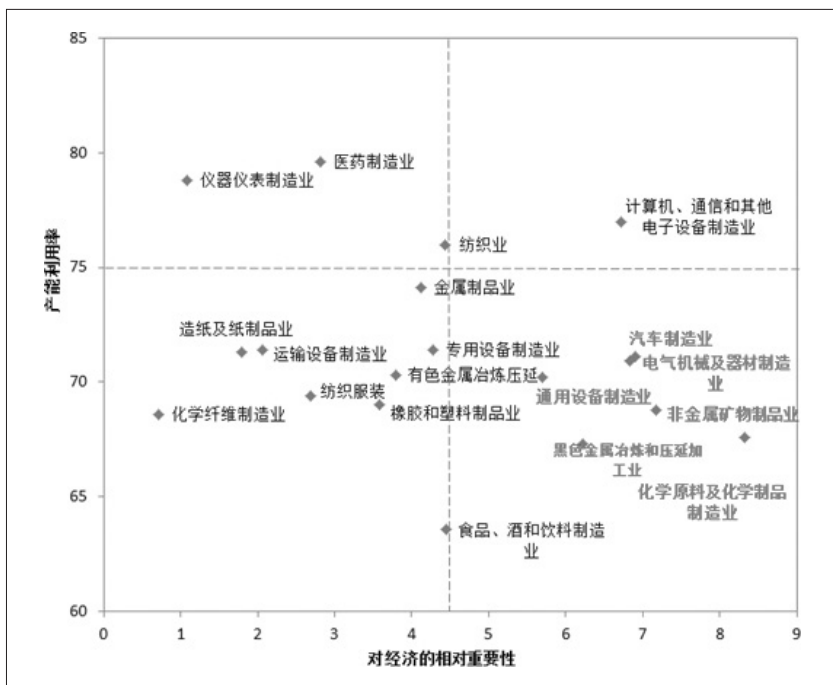
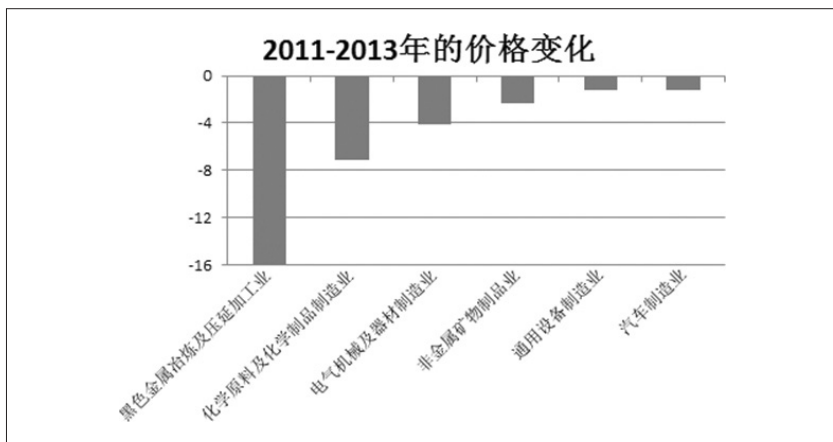


图 6: 19 个工业大类产能过剩情况



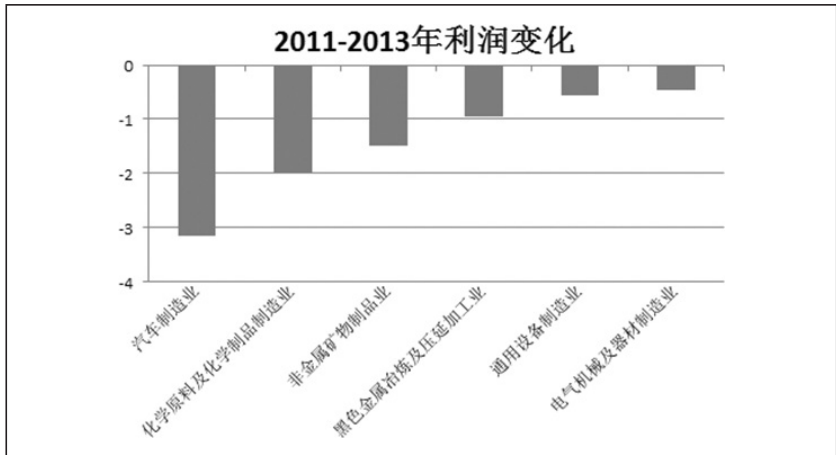


图 7-8: 六个行业的财务指标变化

这六个行业的财务指标不好，利润逐渐下降，说明确实存在产能过剩。

这六个行业再划分小类即具体产品，国家统计局、中国钢铁协会和亚行估计，钢铁、水泥、化肥和汽车的产能过剩情况比较严重。前些天工信厅明确地判断得出，钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃和造船的产能利用率在 70% 以下，存在产能过剩。

我对造成产能过剩的原因做了分析，分为两大块：一个原因是周期性，即市场因素；另一个比较大的原因是体制或称结构性的因素，即政府干预。我认为目前中国周期性和结构性的因素相互缠绕，很难区分。市场因素起作用，如刚才分析到的 1997 年至 1998 年的亚洲金融危机引发了需求不足，2008 年至 2009 年的全球金融危机同样引发了外需不足，便导致了产能过剩比较严重。另外一个市场因素是发展中国家较为共同的一个现象，即“潮涌现象”，就是在信息不完

全对称的条件下，许多企业蜂拥投资它们认为利用率较高的新兴产业，使得产能迅速上升，然而实际需求没有那么大，便导致了“潮涌现象”带来的产能过剩。还有一个市场因素是升级意愿不强，价值链低端锁定。这是市场的原因，或称周期性原因。这些原因带来的产能过剩的变化是很大的。

中国产能过剩的原因还包括政府干预。第一种干预是多年的高投资增长率。这会带来产能扩大，如果没有后续的投资和需求拉动，那么高投资的增长一定会造成产能过剩。第二种是政府通过各种补贴和降低相关法律法规执行标准所带来的干预。中国很突出的一个问题是政府用土地来对企业投资行为进行补贴，对投资决策进行干预。这其中有很多的现象，在此我不一一说明。还有一种是企业市场准入和退出机制的不完善，例如，相关企业需要退出市场，但由于机制不健全，地方政府避免了其退出。

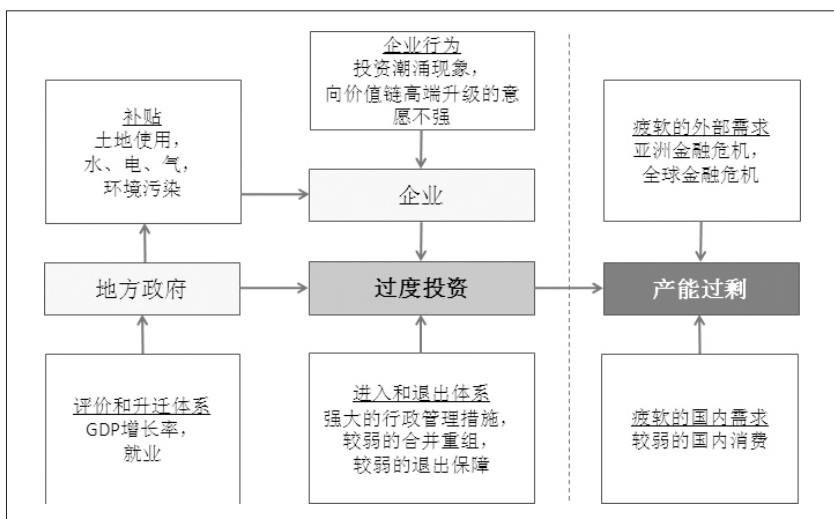


图 9：产能过剩的传导渠道

该图为产能过剩的传导渠道，比如地方政府通过刚才提到的环境污染和土地政策等一系列的补贴措施，对企业进行干预。还有企业投资的“潮涌现象”，以及缺乏较为完善的市场准入和退出机制，也会导致投资过度。最后再加上国内外需求的原因，导致产能过剩。

下面是政策建议。如果要彻底解决中国的产能过剩，必须要完成以下四方面的改革：1. 行政管理体制改革；2. 要素市场改革，包括土地制度、资源、金融融资三项改革，这对于解决中国产能过剩是非常有效的；3. 教育、科技管理体系改革，这是中长期和长远的改革，我认为如果不解决这些问题，中国新的产能和企业就很难向两端延伸和提高；4. 市场准入和退出机制需要建立和完善。这些方面我觉得都是和改革密切相关的。

最后，我对刚才讲的内容做简单的回顾。第一，自1992年以来，中国的制造业经历了三次产能过剩，目前从总体上看已有所缓解，但产能过剩还是比较严重的。第二，2011年至2013年，19个制造业大类存在产能过剩现象。第三，有6个制造业大类产能过剩严重，影响较大。第四，有4到5个行业小类（产品）产能过剩严重。第五，政府干预是中国制造业产能过剩的主要原因。第六，有必要加快相关改革，减少政府干预。

我就讲到这里，谢谢！

杨燕青：非常感谢庄健老师！我过去几年也看了很多关于产能过剩的一些分析，感觉庄老师的研究是从实证的角度将许多行业的实际情况进行描述，整体的细致度很高。他研究得精细，而且将行业对经济的相对重要性和产能过剩置于同一框架下进行比对，最终分析出最大框架中最本质的问题，因此讲

得特别到位。我感觉中国产能过剩的状况可能比庄老师开始给我们展示的那几张宏观的 PPT 更为严重，这是我的一个直觉。第二，我觉得庄老师分析的原因特别切中要害。我国自身的经济增长模式是靠地方政府推动的，实际对各种利率和资源都没有真正地进行市场化定价，政府也有能力动用各种补贴因素来扭曲经济。我们认为庄老师的研究做得特别深入。

接下来有请上海交大安泰经管学院经济学院执行院长陈宪，他的演讲主题为“创业创新将释放中国经济增长的新动力”。让我们以热烈的掌声欢迎！

陈宪：创业创新将释放中国经济增长的新动力

陈宪（上海交大安泰经管学院经济学院执行院长）：大家下午好！乔老师之前问我说能否在论坛上从消费和投资的角度讨论经济动力。今天的论坛分为两个专题，专题一讨论的是稳定，特别是哈继铭博士谈到了中国的消费和投资问题。

中国经济下行的主要问题和压力来自结构性因素，那么如何解决该问题呢？可能更多需要根据中长期的因素来看待，这些因素可能更多涉及倒逼改革，比如创业创新。现在提出的“大众创业、万众创新”，其实之前，尤其在增长下行时期也提过。大家会将它视为一项权宜之计，认为经济下行导致就业出现问题，才提出创业创新。但是我觉得这个视角低了，改革开放 30 多年至今，国家、政府和人民已经充分认识到创业和再创业是市场经济活动的原生态，创新是经济活动的原动力。可以说，我们对创业创新的认识达到了前所未有的高度。因此，需要放宽准入和减少审批。政府做得较多的是设立自贸区 and 减少审批。大家感到遗憾的是降低税负的问题，

我非常同意调整经济的最好办法是降税。我们今天恰巧在浦东开会，在浦东纪念成立 25 周年时，有记者问一位领导关于浦东未来发展的高成本问题，领导认为政府不管高成本的事。我当时非常纳闷，税收和间接税不是企业成本吗？网费和电费怎会不归政府管理呢？税收和其它许多收费都具有很大的改革空间。若政府仅仅提出“大众创业、万众创新”，我认为还是口号性的，势必需要倒逼前面谈到的这些改革。

专题一讨论了很多货币政策的问题，货币政策是属于短期的，在经济增长下行时期发挥一些作用。但正如许多经济学家批评的，短期政策不可长期化，不然会很麻烦。刚才讲的“打麻药”是很麻烦的，结构调整和创业创新均是慢变的。结构调整怎么释放动力呢？在 2014 年统计年鉴中，我本想多分析几个行业，但只分析某一个行业也有代表性。刚才庄健老师从整个工业行业分析产能过剩，在某一个行业中同样可以发现增长放缓。按销售总额计算，2014 年信息技术产业的规模已达 14 万亿元，比 2013 年增长 13.0%，高于全国工业生产增速 2.8 个百分点。其中，信息制造业主营业务收入 10.3 万亿元，占全国工业销售收入的 9.3%，同比增长 9.8%；软件和信息服务业收入 3.7 万亿元，同比增长 20.2%，高于全国工业销售收入增速 10 个百分点。同时，2014 年底规模以上信息技术企业超过了 5 万家，其中信息制造业企业 1.87 万家，软件和信息服务业企业 3.8 万家。工业利润数据更支持这一趋势。随着增长放缓，工业企业的利润增长速度从之前的双位数降至一位数，最近更降至较低的一位数。2014 年，全国规模以上工业利润总额仅增长 3.3%，很多传统行业包括煤炭、石油、钢铁、有色等都是负增长。但新一代信息技术产业中的计算器、通信和其它电子设备制

制造业却增长 17.7%，继续快速发展。今年 1 季度的数据所表现的反差更大，规模以上工业企业利润总额总体下降 2.7%，但计算器、通信和其它电子设备制造业的增长却进一步加快至 22.9%，在所有 39 个统计工业行业中增速第二。

我们现在混淆了增长动力和增长空间的概念，我觉得城镇化、结构调整和民营经济都应该是增长空间，而非增长动力。经济动力包括技术进步、技术变革、人力资本和创新（企业家精神）。我之后会讲到，创业创新将释放增长新动力，这是未来中国经济最应该被观察的重要事实。我最近去了以色列，真正体会到“读万卷书，行万里路”。2010 年中国出版的一本书《创业的国度》，探讨创业国度以色列的，当我买这本书时，四年间已经了印刷 34 次。你在以色列会经常听到创业公司这个词。以研发新技术为使命的新创公司（start-up）或科创公司，是中国创业创新的“软肋”。以前我们将创新定义得特别泛化，将科学家的发现、工程师的发明和制度创新都包涵在内。但是创新最重要最根本的，是由企业家精神主导的技术的不断进步。这恰是美国和以色列的“强项”，以色列有 5000 多家新创公司，数量仅次于美国，人口只有 700 多万。5000 多家公司中，每年都有 20% 消失，又有 20% 出现，这是为何？这些公司或者退出，或者被兼并，或者是进了创业板。以色列的风险投资产业是非常发达的，且具有管制性，只能投资新技术。若上海想借助金融来推动创业创新，便存在风险投资的问题。

因此，结合起来共有三项：第一，创业创新需要研发新技术；第二，风险投资需要资本支持；第三，需要良好的产业化水平。以色列将其聚集在一起，形成良好的创业创新生态系统，并通过供给创造需求，从而形成供给式地可持续增

长的动力。

我就讲到这里，谢谢大家！

杨燕青：非常感谢陈院长从经济学的角度跟我们分享了以色列的案例。推动经济增长最核心的，还是全要素增长率，靠资本投入，但是中国资本投入回报率越来越低。刚才陈院长从以色列的案例给我们分享得非常好，我们也希望上海可以学习以色列。下面我们有请兴业证券首席宏观分析师王涵，演讲主题是“直接融资市场与中国经济转型”。掌声有请。

王涵：直接融资市场与中国经济转型

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：首先非常感谢主办方给我这样一个机会来和大家一起探讨。刚才陈院长和庄老师观点我都很认同。

现在我们很多人都在讲中国这个阶段需要转型和创新，我想我是比较乐观的人。新中国成立 60 多年的历史，第一次出现资本追逐高知识的人才，这是一个巨大的红利。这个红利会带来下一轮经济复苏和增长。

首先看一下中国现在碰到了什么样的问题，以及资本市场要解决什么问题。如果我们把中国看成一个公司，其实很简单，这个公司在 2008 年金融危机之前的业务模式很清楚，就是做一些低端商品卖给美国人赚外汇，这些资金进来了以后老百姓有钱了，这时候老百姓要买房子，于是房地产起来了。第二，企业赚到利润了，所以企业要投资扩产，所以制造业起来了。第三，企业拿到了这些钱以后，产能扩张了以后，原材料要运进来，产品要运出去，于是基建行业就起来了。所以我们看到上一轮周期出口带动投资的是基建、

房地产和制造业投资。

但是现在中国碰到的问题是什么呢？就是产品越来越不好卖，一方面因为发达国家的需求不像以前那么旺盛了；另一方面，人工成本在上升，环境成本在上升，原来的廉价商品现在变得不便宜了。任何一个公司在转型的时候要做什么事情？做转型要做两件事，第一，我要把新的产品研发出来。第二，要确保经济熬过几年苦日子的过程中不出风险。这就是我认为中国的资本市场和直接融资市场在这个时间点上最重要的两个作用。

第一，股权融资要解决什么问题。首先我给大家看两幅图，我觉得蛮有意思的。很多人都在讲中国没有创新，如果我们看企业的数据的确是这样。

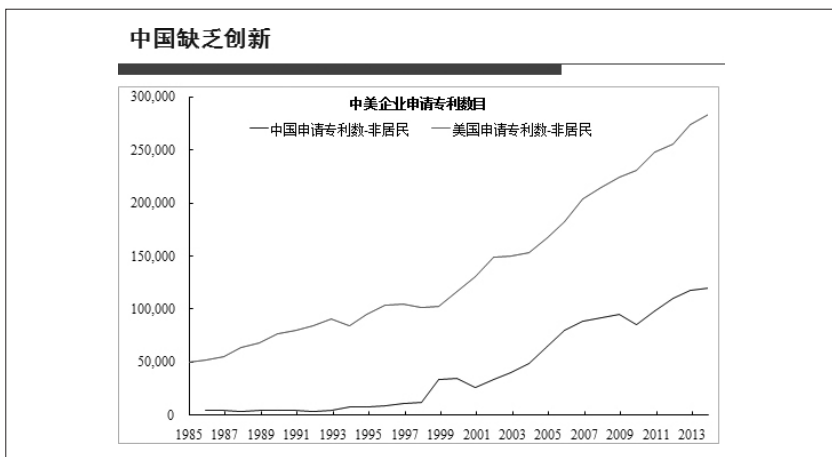


图 1：中美两国企业每年申请专利的数据

这是世界银行统计的中国和美国企业每年申请专利的数据，红色这个线是美国，蓝色的是中国，的确我们的专利

数远远低于美国的。再看下面这个图。

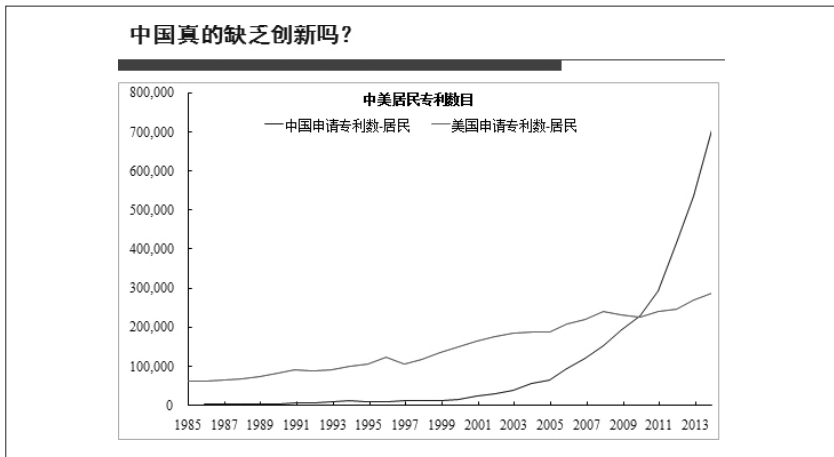
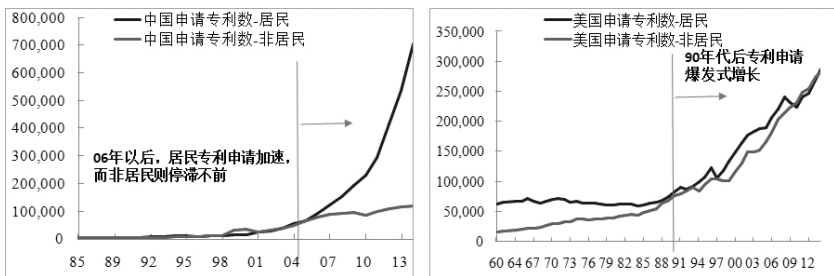


图 2：中美两国居民申请专利的数目

中美居民的专利数目，中国远远超过美国。但是中国大量的创新和发明专利出来了以后没有产业和它对接，所以这些东西都被锁在了保险柜里面。中国要产出新的技术，核心的问题我觉得不在于鼓励企业创新，而是如何把存量的已有的发明和创造产业化。



左边的这个图，是我们比较了中国自身的居民和企业创新数，2004年以后居民专利申请加速，而非居民则停滞不前。而美国2004年以后居民申请专利和非居民专利申请是同步发展的。中国现在资本市场需要做什么，实际上我们要做的事情就是通过复制美国纳斯达克加硅谷的模式，让资本去追逐人才。资本是逐利的，如何能够使得资本追逐人才？首先要把价格打进去，只有创业板二级市场的估值维持在一个高位，才会有产业资本愿意用40倍，50倍的估值给企业融资。才会有PV、VC愿意用30倍的估值去给这家公司融资。如果一家刚刚设立的企业的融资成本是30倍估值，倒过来这家公司的融资成本只有3.3%。3.3%是什么概念？我们知道最近息准双降以后，五年期贷款率是5.4%，也就是说我们只要用好当前的资本市场，股权市场，实际上就可以解决中国企业现在缺乏创新的问题。中国人不是没有创新，而是中国的企业没有创新。

为什么企业没有创新呢？因为资本的钱没有跑到居民的那端去，去把他们已有的创新的东西给产业化出来，这是核心问题。实际上我们知道过去的两年，当创业板大幅上涨之后，我们发现了一个有意思的现象。第一，中国的企业数目开始大幅度的增加。第二，当这些创新开始启动以后，我们发现中国以前的高知识人群，以前毕业以后可能就去钢厂，去煤厂，现在我们可以看到在2013年之后中国的高校毕业生就业率是大幅度的上升，失业率是大幅度下降的。为什么呢？以前去钢厂，钢厂产业过剩以后没地方去了。现在呢？可以去创业，只要有专利在手，只要有创新在手，就有资本来追逐我。

我顺便想讲一下为什么是一个股权市场。创新型企业的

融资一定是股权融资，为什么呢？因为新型的企业特点是它的个体存活率很低，100家创新公司可能过了三年之后只有10家活下来了。如果通过银行贷款融资，碰到的问题是那90笔贷款发出去都是收不回来的，剩下的10笔，即使他给我10%的年化收益率也不够覆盖那90家贷款所产生的坏账。但是股权投资不一样，风投就是这么干的。我投100家公司，我有90家就是预期它出不来。但是那10家公司上市了，最后每家我赚100倍，我在这块的投资收益就可以弥补剩下90家投资的失败。所以创新型的企业一定是通过股权市场的，而要让资金进入一级市场去给创新企业投资，那么一个繁荣的二级市场是必需的。

第二，债权市场干什么事情。企业转型过程中，除了要解决创新研发的问题之外还要解决另外一个问题，传统的部门在收缩，这些部门的存量债务怎么办？这些部门存量的人怎么办？这就是整个债权市场所要做的事情。第一，中国现在面临的问题是市场化过程中，整个社会都面临着资金链的问题，我们知道过去几年银行负债里主要是稳定的存款，这带来的一个影响就是负债稳定，所以银行放的贷款一定是长周期的。所有跟银行借钱的人三、五年才担心还钱的问题。现在银行的负债主要是三到六个月的短期负债，所以如果没有一个期限置换的市场，意味着银行只会愿意放短期贷款。如果银行借给你的钱都是半年、一年甚至是三个月的，这个时候每个人的风险都很大。那么债权市场的作用是什么呢？债权的二级市场很多的创新是解决期限置换的问题。比方说ABS，我们知道银行开始不愿意放长期贷款，因为负债是短期的。但是如果有一个长周期的ABS的市场，资产证券化的市场，企业放出30年的长期贷款以后，有一个二级市场

可以出售，那么在这种情况下我就愿意去放长期贷款。所以从这个角度来讲，如果我们认为股权市场是在给中国经济转型过程中的创新企业投资，那么一个债权市场尤其是一个有创新的债权市场，可以解决存量的债务存续问题。银行不愿意放长期限贷款的问题，这要通过债权市场的创新来做。

刚才陈院长也讲了，转型创新是一个长期的问题，但是股权市场的诉求是短期的。上交所 2012 年报过一个数据，平均股民持仓时间是 120 天，最近这个数据可能也就是十几天，当然这个数据不一定准确。但是我们知道一个企业的创新至少是以年计的，所以这里面临一个问题。大家一开始预期经济要转型，创新的企业会起来，资金会流入，但是一定有一个阶段大家把资金放进去以后业绩还要等两年，这时候会带来一些问题，这就是为什么最近市场有动荡。我自己觉得这跟用短期的资金去追逐一个长期的股市是有关系的。

中国的这些企业真正成长需要多长时间？我做了简单的测算，现在 A 股市场的中小板和创业板，假设所有的企业未来都可以长大。我们做这样一个测算，假设 A 股现在上市公司里主板企业每年营收增速按照 5%，如果中小板和创业板每年营收规模翻番来计，那么中小板和创业板也就是新兴的行业的规模多久可以追上主板呢？大概要到 2018 年，这是按照每年翻番的速度来算的。如果我们按照每年 20% 的中小板、创业板的营收增速来算的话，到 2018 年的时候，也就是三年以后中小板和创业板的营收在经济中的占比，也就是从现在的 8% 上升到 14%。这就说明转型创新这个大方向没有问题，但是它的见效是很长的。如果大家追逐的是短期的利益，短期的资金冲进去 15 天以后我就要求你

这个企业变成创新企业，变成亚马逊和谷歌，这是不现实的。罗马不是一天建成，当建设罗马第一天的时候所有人都会很兴奋，当你开始建设罗马第二天的时候，告诉大家这需要30天，50天才能建成的时候，这个时候很多人就开始纠结，这就是最近市场动荡的一个原因。

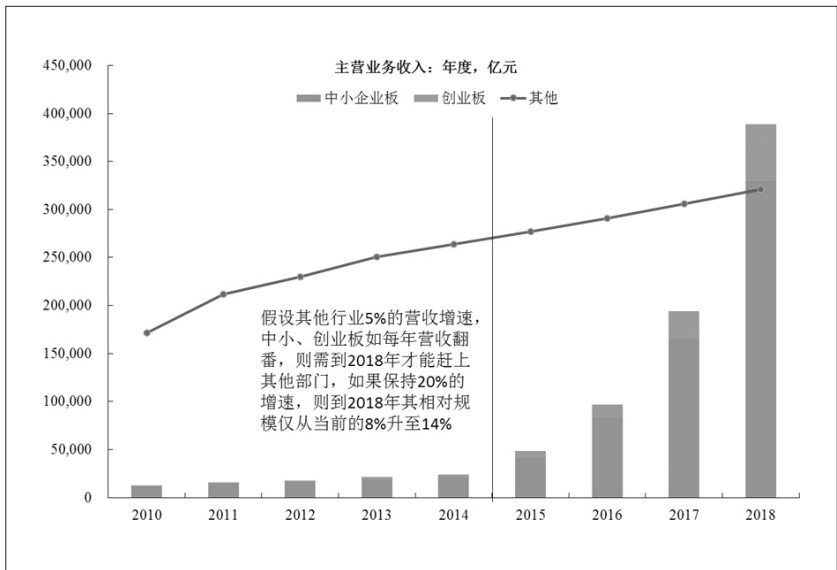


图 4：罗马非一日建成

怎么办呢？我觉得如果从投资的角度来讲，我们应该想清楚这样一件事：我们在这个时间投资创业板和中小板真正做的是什​​么？实际上是在二级市场上做风险投资。什么意思呢？我们这里有一个数字，假设我们现在投了很多创业板、中小板的企业，它未来可以成长为亚马逊和谷歌，那么它成功的概率是多少？我们统计了纳斯达克的一个数据，纳斯达

克上最终没有被收购而成长为伟大企业的比例大概是 20%。换句话说我们在做投资的时候，进入到投资的第二天的时候我们真正在做什么，我们在赌一个概率。就是我们讲的风险投资的特点，投 10 家企业有 9 家是倒闭的，但是剩下那 1 家如果成长成亚马逊和谷歌，涨了 100 倍，我就赚了。但是并不表示上市的这 10 家企业每一家都会成长成亚马逊和谷歌，所以从这个角度来讲，我们在赌一个概率。而且从政府的角度来讲，如果有 20% 的企业能够成长为中国的亚马逊和谷歌，一千家创业板的公司有 200 家能够成长为中国的谷歌和亚马逊，那是相当好的！

所以这就是市场和政府现在对于股票市场的诉求。当然，中国是一个人口红利依然很大的国家，但是这个人口红利和传统意义上的人口红利的区别在于，传统意义说的人口红利是数量，现在我们讨论的是质量。现在大方向来看中国有超过 1 亿的大学生此前是没有资本对接的，现在通过了创业板和中小板以后，大批的人在给这些人融资，这带来的创新动力是巨大的。也就是说这个概率是比较大的，但是我如果单独赌一个股票，不一定可以成为亚马逊或者是谷歌。

总结一下他们之间的关系，资本市场在这轮转型中的角色是什么。第一，股权市场很重要，因为只有通过股权市场才能够最大化的把中国这一亿的大学生，中国超过美国的居民的创新真正产业化出来。这有点像前两年的选秀节目，我们知道中国最早出现的选秀节目是湖南台的“超级女声”。第一年，第二年的时候我们发现在那个选秀节目里面有很多才艺非常好的人，但是这几年大家对选秀节目累了，为什么呢？因为一开始的时候，中国那么多有素质、有水平、唱歌唱的好的人以前没有这样一个平台给他们展示，突

然之间芒果台打开了这样一个展示的平台，这个时候出来的人质量一定非常高。但是就像韭菜一样，第一茬第二茬割完了以后再向下割，就会新生出一些东西。中国的好处在于，新中国成立 60 多年以来第一次出现资本大规模追逐那一亿大学生，大规模追逐一亿大学生锁在家里巨量的存量的发明和创造，这是中国现在最大的红利。所以股权市场很重要。

债权市场也很重要。因为就像任何一个公司一样，我一边在给我的创业部门投钱，另一方面我必须要稳定住存量的债务，我不能在这个时间点上出现流动性问题。所以债权市场要起到给中国的存量债务存续，要起到在短期之内商业银行不愿意放长期性贷款之时，如何通过创新形成期限的置换。

刚才说的两个是长期，短期问题在于股权市场和债权市场过去一段时间的火爆，隐含的是一个转型成功。但是经过一开始大家对于中长期方向的确认之后，现在这个点上市场是有波动的。为什么？因为转型是需要时间的，但是之前冲进去的这些人有可能对于转型成功的预期比较高。或许对转型实现的时间点预期很短，希望一两个月就可以转型成功，这种预期和现实有背离，有可能在这个阶段带来市场波动。

但是就像我说的，这是新中国历史上第一次有廉价资本追着人才走，在这个时候释放红利，中国的经济的前景将非常光明。

谢谢大家。

杨燕青：谢谢。他用的语言和框架跟陈宪老师不太一致。我觉得他跟陈宪老师说的是同一件事，就是通过资本市场。王涵认为中国现在已经进入了创业和创新的黄金时期，他的几个结论看起来还是特别受启发。第一，中国市场是不

缺创新的，因为中国现在有大量的受过很好教育的，而且比较便宜的人才，他们带来了比较多的创新。第二，创新最后要成长为推动经济增长的东西需要很长的时间，在这个过程中资本市场可以推动创新创业。

下面我们有请最后一位发言者上海证券交易所原首席经济学家胡汝银，演讲主题是“资本市场改革”。掌声有请。

胡汝银：资本市场改革

胡汝银（上海证券交易所原首席经济学家）：大家下午好。我的题目是“资本市场改革”。

英美等国建设经济、金融、货币与资本市场强国的時候，有三部曲。第一步：基于稳固的实体经济基础，建立强大而富有深度、广度的本土货币、债券、股票现货及衍生品市场，同时做强做大国内证券业和其他金融行业。第二步：接下来才底气十足地推动美元和英镑在全球广泛使用，吸引国外机构来其国内发行证券产品和进行投资。第三步：之后再借助其全球领先的金融行业机构和市場影响力，在全球金融市場上强势出击，控制和支配全球市場。

接下来我们看一个国际成功案例，就是美国。美元、美国金融和美国综合国力强盛有两大支柱是：卓越的实体经济和公司部门，稳健高效的资本市场。华尔街在 20 世纪初的兴起，首先得益于美国公司部门的强盛，使得一大批具有强大竞争力和盈利能力的工商企业上市，这些工商企业在创业者兼管理者和职业经理人的领导下，在美国乃至全球市場上成为其所在行业的佼佼者。这些企业的盈利能力使其上市后可以给予股东高额、稳定的回报，使股票成为一种有利可图

的投资，使华尔街金融市场和美国金融业的长期、持续繁荣具有牢固的实体经济基础。比如说 21 世纪最伟大的三位投资家之一巴菲特，巴菲特投资的都是老掉牙的企业，但正是因为这些老掉牙的企业成就了巴菲特。很多所谓的“夕阳”企业，在巴菲特手中都变成了先进的企业。为什么美国会这样？那是有一些原因的。

美国公司的崛起有其文化与社会基础。2013 年国内翻译出版的《清教徒的礼物》一书，生动地揭示了清教徒的信仰、美德和精神传统如何塑造了良好的美国管理文化，支撑了美国商业与经济成功的社会主流价值观，推动美国作为一个工业强国而崛起。另外，美国和欧洲不一样的地方是什么？是大规模、大批量的生产，然后是高效的生产，科学管理。这是在美国最早出现的。美国这些企业的高效，就像钱德勒教授 1977 年出版的《看得见的手：美国企业的管理革命》所言，组织成本更低，效率更高，因此美国的经济非常富有竞争力。

其次美国得益于资本市场本身的健全高效。它有合理的证券估值。美国的资本市场厉害在什么地方？厉害在它能够非常好地筛选投资家，让好的投资家，好的技术，好的企业脱颖而出。比如说它要给企业估值它背后有非常严谨的模式，不是乱吹。另外，上市公司、企业家还有技术企业不断的升华。因此，资本市场和企业之间形成了良性互动。美国早期，那个时候也是新兴经济，钢铁、铁路、汽车、化工等等都在大规模扩张，到后面是大规模并购。后来剩下的一些企业都是佼佼者，形成了可竞争的市场，还有有效的产业组织。在很多行业可能只有一家企业，但因为它是一个可竞争的市场，这些企业的运作非常有效果，不是垄断，

因为它有进入者，市场非常有效，所以它的管理毫无懈怠。不像我们的中石油、中石化，那是真正意义上的行政垄断，但是它没效果，浪费了很多的资源。我们看到美国实体经济强大，企业强大，背后是有一整套的因素在支持着。

这些因素成就了美国资本市场和美国企业两点。第一，美国的企业融资结构里股权融资比例更低，大约是5%至6%之间，大部分是利益留成。利益留成不是靠吹牛吹来的，是因为效率高。第二，在过去的200年时间里，股市平均带来的年回报是6%至7%。即所谓“Siegel常量”。1802年用一美元买股票，到1991年是125万。

中国资本市场也要发展，刚才王涵老师讲到的我也非常同意，就是未来的资本市场会有非常重大的作用。资本市场在促进经济发展过程中的作用，中国和美国越来越相似。但另一方面，我们的差距太大了。这就是我刚才讲的市场的效果。我们需要政府转型，需要金融结构的转型，需要经济增长模式的转型，要实现以质为胜。也需要资本市场的转型，资本市场一定要有效果，没有效果乱炒作那就会造成很多效用的损失。因此我们要构建一个好市场，好金融，好货币，好经济，好国家，当然也包括一个好的企业部门。只有这样中国才能够超越美国，否则我们就是吹牛了。

什么是好市场？好市场的标准很多，但是最基本的标准是：基于价值驱动的正和博弈市场。能最大限度促进上市企业和实体经济创造价值、提质增效，同时本身也能最大限度地创造价值和提质增效，亦即能够提供正确的激励，并实现激励相容和全社会资源有效配置与利用。就像学校里面给好学生和坏学生打分，这个分很重要，不能乱打，如果给好学生打很低的分，给坏学生打很高的分，那你是鼓励人家创新

吗？你是鼓励人家努力学习吗？不是。现在我们看到很多人高价减持，为什么？他浮躁了。如果股市乱估值，很差的企业家给很高的价格，那么他可以从股市套现，他不做企业家了，他不会不断升华了，他就套现走了。像并购，往往就是迎合股民在炒作，有些并购就没有效果。

我们所做的全部金融安排，都是为了尽可能排除取之无道或一夜暴富得来的财富，为通过实力赚取财富的赢家留有获得尊重的空间，这是现代市场经济最根本的成功因素之一，也是现代证券市场成功的根本因素之一。

我们资本市场有三个阶段：1.0 阶段是行政分权阶段：一放就乱；2.0 阶段是行政集权阶段：一收就死；3.0 阶段是要过市场化、法治化、国际化、专业化变革，进入健康有序高效发展的好市场阶段。中国资本市场发展已走到历史的十字路口，我们究竟是回到 1.0 阶段一放就乱？还是升华，像美国市场那样，很有效果，然后真正实现中国的经济转型，实现中国的企业家转型呢？这是非常重要的。

我们看到市场波动很大，我们和美国相比市场波动太大了，这意味着高风险，意味着我们的钱在这个博弈之间消耗掉了，因为这个市场没有创造它的价值。刚才哈博士讲的我非常同意，我们能达到美国每年 6% 至 7% 的长期回报率吗？美国它不是吹出来的，是靠自己的估值得来的。我们现在这个市场上市公司的盈利实际上是负数。还有我们投资的边际回报率，不光是递减的问题，在很多行业都是负的，整个行业都是亏损的，这是问题的所在。

还有就是股市繁荣，我们需要怎样的繁荣？这个很重要。所以我们不要去忽悠了，要拿出我们的专业精神，设计一个好的市场机制，设计一个好的市场平衡制度，让整个

社会能够可持续发展。我们成绩好的同时一定要冷静，一定要把这个市场做得更好。谢谢大家。

杨燕青：非常感谢胡老师。由于时间原因，我们直接进入讨论阶段，请我们的朋友来提问题。

互动讨论

提问者一：现在股市也是特别的疯狂，刚才胡老师提的改革的重点领域都非常的到位。我的问题是，在你看来有多大的概率能够把这些改革做下去？做下去的困难在什么地方？克服这些困难的途径有哪些？我经常也能写出非常好的方案来，后来发现这些方案落实起来太复杂了，所以我不知道你怎么看待落实这些领域的改革措施，使现在我们这个市场能得到民心。

胡汝银：你的问题很好，大家现在很关注这些东西。这里面有些方案，比如说 IPO 注册制、战略新兴产业板，这些都是在今年年底前后确定无疑的。关键问题是推动这些东西之后，质量如何，效果如何，我们不要东西到我们这儿来都变样了，这是很重要的。这取决于我们大家互动。证监会有很多的改革都是大家互动起来的，它走两步退一步也是互动起来的。还有我一直强调华尔街非常富有主动观念，你看日本也有泡沫，但是他们都非常主动和专业，我觉得这点很重要。另外就是股民，还有整个业界太浮躁了，我们一定要去掉这种浮躁的东西。今天为什么股价下来？也是因为太短视，太浮躁。我们只有去除浮躁，真正回归理性，我们才能够超越美国。

杨燕青：你就讲一个大致的时间点，你认为最大的概率

会出现在哪一年？

胡汝银：应该说今后5年之内大部分的改革是可以到位的，但是有些改革还不能真正完全到位。

杨燕青：好，我们还要再等五年。我顺便把这个问题问王涵所长，你描绘的说，因为这样一个资本市场可以来支持中国的创新创业，中国可以由此找到下一阶段的经济增长动力。现在我们中国股市暴涨暴跌让人疯狂，又让人痛苦不堪，你觉得这个不断动荡的市场在多大程度上可以实现你要的那个目标，有多大的可能性？

王涵：我们是从一个比较高增长的情况跌下来的，所有人的预期都是高的，但经济是在低位的。一个理性的市场首先需要一群理性的投资者。我们看到这两天的市场跌而不崩，通过几次的振荡，大家逐渐开始意识到风险调整之后的收益慢慢下来了。

杨燕青：换句话说你认为市场不会暴涨暴跌了？

王涵：我觉得随着投资者理性程度的上升，它会下降。在这个过程中，同样是企业融资，越好的企业，融资的成本会越来越低。但那些“讲故事”的企业，它的融资成本可能就上去了。

杨燕青：不知道陈老师和庄老师是否想评价一下股市？我先问陈老师，我们跟以色列有很多学习的空间，你觉得最难学到的东西可能是什么？我们怎么来避免我们学不到它最优秀的方面？

陈宪：我觉得蛮难学的，像以色列和美国都有显著的特征，它是移民国家，所以移民的国家是创新的。计划经济以后上海都不移民了，大家不能把农民工看成移民。上海的创新创业跟深圳比，差在那里呢？深圳这三十年是移民的城

市，上海这三十年大学生是来了，但不是移民。还有犹太人的精神，真的很难一两句话说清楚，而且以色列国家的条件倒逼这些人去技术创新，因为国家小，市场也小，干别的也干不了。

杨燕青：听下来我们好像根本没法学以色列。

陈宪：可以学，我们要注重培育生态系统，文化氛围。比如说现在世界上有一种培养创业创新人才的大学，我们现在的大学都不培养这种的人才。美国斯坦福大学就在培养这种创意创新人才。

胡汝银：我说一下陈教授刚才讲的，你们不要太相信深圳是因为移民城市的缘故。其实我们上海基本上也是移民过来的，但是上海为什么没有那么好？第一，上海好的资源相对于深圳太多，大家创业的机会成本太高。第二，政府的管制少，深圳很多人都想发财。这跟30年前的上海非常相近。

杨燕青：最后有请问庄健。国家提出了“四个一批”化解产能过剩，但基本上是指标，你怎么看这个？

庄健：在落实当中还是遇到很多的问题。为什么呢？目前很多行业依然有产能过剩的问题，在这里面去分析一下几个一批，实际上没有特别抓住核心。很多都是在短期，像所谓的整合。比较根本的东西，我觉得要长期抓，要抓一批。向国外转移，我觉得这个难度比较大。现在大家觉得一带一路是比较好的契机。我觉得这个难度非常大，一个是想走出去的转移量很小；再一个，想转移，但涉及到很多国际贸易，还有各种政治、法律等等的问题。我觉得如果制度层面不下大力气，那么产能过剩还会继续存在。大家可以对比来看，很多西方国家也有产能过剩，但是它没有把它当一个问题来看。一般来说，市场的调整是比较快的，两三年后可能产能

过剩的企业就会被淘汰掉了，真正的新兴企业就出来了，实际上还是要在市场发挥更重要的作用才能解决这个问题。

杨燕青：我最后问各位嘉宾一个问题，就用一句话回答。你们认为在2015年，我们一定要做的一个改革是什么？另外，在今年一定不能做的改革是什么？

庄健：我觉得今年应该大力做的是金融改革。一定不能做的我看不出来。

陈宪：我同意，资本市场的改革一定要做。不要做的改革可能是还没有特别想好怎么做的，也就是说还没有想好做的就先不要做，比如说土地制度改革。

杨燕青：土地制度改革已经在做了。

王涵：我也觉得是金融改革。

杨燕青：你觉得金融改革里面最该做什么？

王涵：我自己的想法是，如何使得股权市场可以让好企业拿到钱。就是刚才胡老师说的筛选机制，这个很重要。我觉得改革既然是一个褒义词，就都可以做，只要是好的都可以做。

胡汝银：最值得做的我觉得还是发行市场的自由化，包括股票市场，包括债券市场，包括资产证券化市场，包括场外市场，也包括衍生品，因为我们的衍生品市场是滞后的。金融市场里最不能做的，是资本账户不能完全自由兑换，没有管制的自由兑换的风险很大的。

杨燕青：非常感谢我们四位老师。我们金融市场的改革，或者是发行注册制的改革，已经是箭在弦上了，所以我也期待着这些改革可以尽快推出。我们非常感谢四位嘉宾，也非常感谢乔依德老师，我们明年再见，谢谢。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）