

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 80 期

80

2015 中国经济论坛
——中国经济趋势与十三五规划建议的解读



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
二〇一五年十二月

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

A handwritten signature in black ink, reading '胡旭昭' (Hu Xizhao), written in a cursive style.

编者的话

本期《研讨实录》收录了上海发展研究基金会最近举办的“2015 中国经济论坛——中国经济趋势与十三五规划建议的解读”的实录，这已是基金会自 2007 年以来第九次举办“中国经济论坛”了。

上半场的演讲中，国家信息中心经济预测部主任、首席经济学家祝宝良分析了中国 2015 年的经济形势，他认为当前的问题主要是结构性问题，触底的时间估计是在 2017 年底甚至 2018 年初。兴业证券首席宏观分析师王涵指出，股债属性兼备的一些资产有可能随着中央推动，在未来进入一个爆发期。瑞银集团财富管理大中华区 CIO、首席经济学家胡一帆深入探讨了货币政策中的利率走廊问题。

下半场的演讲中，复旦大学经济思想与经济史研究所所长韦森指出，供给侧改革的关键是减税，减税，再减税！中国人民银行研究局国际金融研究处副处长谢怀筑指出，“十三五”期间总的货币政策一定是中性适度的，而利率市场化的意义是根本性的，使利率能够决定资本投入的方向才是真正的资本深化和资本优化。渣打银行资深中国经济学家颜色认为，中国要再持续 30 年的中高速增长，取决于 3 件事情：怎样让大学生生活在正确的地方，就是生活得好，工

作得好，然后玩得好。上海社会科学院研究员、上海市政府参事左学金认为，加大财政对教育的投资很重要，中央财政可以统筹一半的教育经费，并且把现在的城乡居民养老保险升级到非缴费型养老金，由财政给钱。

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

二〇一五年十二月二十八日

目 录

会议概要.....	1
会议议程.....	2
开幕式.....	4
专题讨论一：中国经济趋势	6
祝宝良：当前中国经济形势和发展趋势.....	7
王涵：破解中国式流动性陷阱.....	15
胡一帆：利率走廊和新货币政策框架的方向.....	22
互动讨论.....	28
专题讨论二：十三五规划建议解读.....	33
韦森：中国经济发展阶段与供给侧如何改革？	33
谢怀筑：十三五期间中国的金融改革.....	42
颜色：深化十三五改革，迎接人口质量红利的时代.....	50
左学金：十三五期间应解决的民生问题.....	56
互动讨论.....	60

会议概要

今年我国经济下行压力加大，在结构转型阵痛、政策时滞、投资惯性下滑、去库存化、高基数等因素影响下，我国经济增速呈稳中缓降态势。党的十八届五中全会提出的十三五规划建议将“创新、协调、绿色、开放、共享”确立为新的发展理念和中国社会经济的变革指引，这五个理念回答了未来五年我们的发展动力从哪里来，发展空间在哪里，发展方式应该怎么样等关键性问题。

如何评估今年的经济状况？如何分析明年的经济走势？用哪些重大举措来落实十三五规划建议的五个发展理念？这些重大举措将对中国经济产生哪些影响？这些都成为我们当前关注的主要问题。针对这些问题，上海发展研究基金会于2015年12月7日下午举办了“2015中国经济论坛——中国经济趋势与十三五规划建议解读”。主要包括回顾和总结2015年的宏观经济形势，分析明年经济的走势，以及如何解读和落实十三五规划建议的五个发展理念。



会议议程

2015年12月7日 5楼大宴会厅B厅	
13:00-13:30	签到
08:30-09:30	主办方致辞 胡延照 上海市原副市长，上海发展研究基金会会长 主持人： 沈明 上海发展研究基金会副秘书长
一、专题讨论一：中国经济趋势 ◆ 如何分析今年中国经济形势，痛点和亮点有哪些？ ◆ 经济趋势能否稳中趋缓，停止下滑？应该采取哪些经济措施？ ◆ 2016中国经济趋势展望 主持人： 杨燕青 第一财经研究院院长、《第一财经日报》副总编辑	
13:40-14:00	演讲嘉宾： 祝宝良 国家信息中心经济预测部首席经济学家 演讲题目：《当前中国经济形势和发展趋势》
14:00-14:20	演讲嘉宾： 王涵 兴业证券首席宏观分析师 演讲题目：《破解中国式流动性陷阱》
14:20-14:40	演讲嘉宾： 胡一帆 瑞银集团财富管理大中华区 CIO 首席经济学家 演讲题目：《利率走廊和新货币政策框架的方向》
14:40-15:20	讨论
15:20-15:35	茶歇

二、专题讨论二：十三五规划建议解读

◆ 十三五规划建议中的五个发展理念对中国经济发展会在哪些方面产生影响？

◆ 用哪些重大举措来落实五个发展理念？

◆ 推进这些举措的动力和面临的困难是什么？

主持人：**乔依德** 上海发展研究基金会副会长兼秘书长

15:35-15:50	<p>演讲嘉宾：韦森 复旦大学经济思想与经济史研究所所长</p> <p>演讲题目：《中国经济发展阶段与供给侧如何改革？》</p>
15:50-16:05	<p>演讲嘉宾：谢怀筑 中国人民银行研究局国际金融研究处副处长</p> <p>演讲题目：《十三五期间中国的金融改革》</p>
16:05-16:20	<p>演讲嘉宾：颜色 渣打银行资深中国经济学家</p> <p>演讲题目：《深化十三五改革，迎接人口质量红利的时代》</p>
16:20-16:35	<p>演讲嘉宾：左学金 上海社会科学院研究员 上海市政府参事</p> <p>演讲题目：《十三五期间应解决的民生问题》</p>
16:35-17:15	讨论
17:15	会议结束



开幕式

沈明（上海发展研究基金会副秘书长）：尊敬的各位来宾，女士们，先生们，大家下午好！由上海发展研究基金会主办，第一财经研究院协办，渣打银行合作的“2015中国经济论坛——中国经济趋势与十三五规划建设解读”正式开始。下面有请上海发展研究基金会会长、上海市原副市长胡延照先生给我们致辞！大家欢迎！

胡延照（上海发展研究基金会会长、上海市原副市长）：尊敬的各位来宾，女士们，先生们，下午好！

2015年即将过去，我们将迎来新的2016，在辞旧迎新的时刻，我们在上海举办2015中国经济论坛，我谨代表这次会议的主办方向各位来宾表示热烈欢迎！

今年我国经济下行压力增大，通货紧缩风险上升，企业效益下滑，财政收入减缓，政府一方面推进了稳经济、保增长、调结构的各项举措，为中国经济转型增加了新的动力；另一方面，加大支持实体经济的力度，减轻企业的负担，鼓励企业积极创新，寻找新的动力和新的增长点。

在这些政策的推动下，过去的三个季度，第三产业发展增速加快，就业形势相对比较稳定，新型产业的发展趋势良好。在结构转型、去库存化等影响下，我国经济继续保持了中速增长的态势。全年GDP有望保持在7%左右。

最近，党中央召开了十八届五中全会，提出了“十三五”规划的建议，规划建议将“创新、协调、绿色、开放、共享”确立为新的发展理念和中国社会经济变革的指向。在这五个关键词的逐一解读中，包含着大量的实质性的

重大举措，这些举措将使得这五个理念不仅丰满，而且生动。它将有力地回答未来五年我们发展动力从哪里来，发展空间在哪里，发展方式应怎么样变革等关键性问题。

在这继往开来的节点上，上海发展研究基金会举办一年一度的中国经济论坛，邀请国内资深专家，共同对过去一年经济形势做回顾和总结，对即将到来的2016年进行展望。尤其是请各位专家就如何解读“十三五”规划建议的五个发展理念，如何落实五个发展理念中实质性的重大举措，在落实这些举措中可能会遇到什么问题，解决这些问题途径和方法有哪些，进行深入的研讨。

我们深信，本次会议能为我们带来有意义的启发和启示。最后，衷心祝愿各位在上海逗留期间工作顺利！谢谢各位！

沈明：谢谢胡会长的致辞！接下来进入论坛第一部分专题讨论，中国经济趋势。有请主持人第一财经研究院院长，《第一财经日报》副总编辑杨燕青女士！

专题讨论一：中国经济趋势

杨燕青（第一财经研究院院长，《第一财经日报》副总编）：多谢沈副秘书长介绍，也多谢乔老师邀请一起办这个会，我非常荣幸主持第一节讨论。

2015年到2016年是全球也是中国特别重要的两年。从全球背景来看，2008年到2009年金融危机之后至今，全球经济没有像大家预期的那样好起来。如果看IMF的预测，我们看到每一次都在调低，没有实现前一年的预期。

过去5、6年，全球经济一直低于预期，但到了今年或者明年，全球经济有望走出危机之后的低谷，慢慢回到相对正常的状态，但是不可能回到危机之前。在这个大的环境下，美国经济已经复苏了，美联储会在12月份加息，美国经济能够恢复强劲。欧洲虽然比较困难，但是欧洲最难的时候已经度过了。新兴市场在2016年可能面临非常大的危险和冲击。虽然风险比较大，整个的问题也会比较多，但是从全球经济角度看，似乎已经有了稳住的趋势。然而，中国的挑战，我个人认为可能会比全球还要大。

刚才胡市长讲到中国大致情况。如果观察中国制造业和一些产能相对过剩行业的数据，比如说煤、电的消费，还有钢铁行业，大家会看到这些行业所有指数在2014年慢慢往下走，到2015年极大斜坡地掉下来，下一个问题是2016年这些数据到底能不能止得住。从需求角度来看，消费也许还过得去，还比较平稳，但是从10月份以来很多消费指标也在往下走。出口取决于国际市场，国际市场未必那么快好起来。大家现在讲新供给，觉得过去的需求端会比较难了。

新供给也是三架马车，劳动、资本、科技进步。中国迅速老龄化，劳动未必有很大期待。投入资本和消费端投资差不多。最后就回到技术进步，技术进步靠全要素生产率的增长。最后得出一个非常直接的结论，如果2016年中国经济要扭转一直往下掉的趋势，回复平稳，而且再往上走，最需要的还是结构改革。当然在短期内需要更多财政政策，也需要其他政策来衬托。

刚才我讲这么多，是一直期待祝老师来到我们会场，现在我们第一节的三位重量级嘉宾都到齐了。下面有请三位嘉宾，国家信息中心经济预测部首席经济学家祝宝良老师，兴业证券首席宏观分析师王涵老师，瑞银集团财富管理大中华区CIO首席经济学家胡一帆老师上台入座。

第一财经现在有一个研究院，根据我们研究院对中国60个经济学家的调研，大家在2015年12月份对整个经济形势相对比较悲观，60个经济学家得出的信心指数是2015年调研的最低水平，这是我们的一个民间解读。下面我们要请出国家信息中心经济预测部首席经济学家祝宝良先生给出他的权威解读！

祝宝良：当前中国经济形势和发展趋势

祝宝良（国家信息中心经济预测部主任、首席经济学家）：非常高兴参加上海发展研究基金会每年主办的以经济展望为主题的论坛。探讨当前的中国经济，我觉得可以从两个角度展开。

第一角度，2014年的中央经济工作会议在部署2015年的经济工作时，我觉得主要是调整经济结构。但是进入今年

以后，面对经济下行速度非常快的新形势，今年年初就把稳定经济增长放在了重要位置上。6月份股票市场暴跌以后，又把防风险放在重要位置上。一年内宏观调控的目标经历了三次比较大的调整，从调结构变成稳增长，再变成防风险。这样一来，目标的调整导致政策调整非常快，政策出的非常多。社会上普遍感觉，经济调控的目标标好象不是太明确，政策思路不很清晰，需要对当前的经济给出比较明确的判断和清晰的思路，给出比较明确的方向。

第二角度是“十三五”规划。当然五年规划更多的是从中长期解决问题，不是太关注短期问题。但是如果把“十三五”跟“十二五”结合起来看，“十二五”规划在政策导向中，专门提到要加强和改善宏观调控，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，调整优化投资结构，保持投资合理增长。也就是在五年内都要扩大需求、都要实行需求端管理得政策。而“十三五”就没有这个提法，而是强调了“创新、协调、开放、绿色、共享”的发展理念，从供给侧、结构上解决问题。这样，五中全会关于“十三五”规划建议就提出供给侧、结构性调整的大思路，我个人认为这对对短期经济，包括中期经济确定的一个方向。

为什么在这个时候提出来供给侧的结构性改革呢？

对当前经济形势的判断，社会上的看法是不一样的。今年以来的经济运行，如果从经济总量上来说，主要是就业跟物价这两个指标看。一种看法认为，目前的就业还是可以的，就业可以就说明当前经济状况还是合适的，中国的主要问题是结构性的问题。另一种判断认为，现在通货紧缩压力比较大，特别是PPI下跌非常快。需求不足是主要矛盾，既然是这样，需求管理就非常重要。我认为当前的问题主要是

供给侧、结构性的问题

从产业结构上，一方面五大行业产能过剩，钢铁、有色、化工、建材、煤炭，再加上汽车，这几个行业产能过剩比较严重。这几个行业产能过剩实际上导致价格下跌，PPI的70%的下跌是这前五个部门下跌直接引起的。去掉这五个部门，其他的价格，包括消费品价格基本上还是稳定的。如果说需求不足，就是这五大行业引起的需求不足。如果从利润上面看，五大行业利润下降55%左右，把五大行业去掉，整个其他制造业利润率大概增长7%左右。

从需求结构看，我们看到结构性问题也非常严重。一方面五大行业过剩生产，产品没人需要；另一方面高质量、个性化产品、服务业产品需求得不到满足。中国每年出国的次数超过一亿多人次。这些人出去干什么去了？大家知道是到国外抢购去了，比如抢马桶盖，这说明什么问题呢？供给没有满足需求。

还可以从宏观调控政策来看。如果当前的问题主要是需求问题，我们的宏观调控包括财政政策、货币政策应该是管用的。从财政政策看，这几年，我国的财政政策相对是宽松的，但作用在下降，地方政府没有配套能力支持财政政策的扩张，当然也可能有其他的原因，比如地方政府官员有人不作为等。财政支出的乘数效应非常小。中央财政将近4万亿存在中央银行，机关团体在银行的存款达到21万亿。再看货币政策，货币市场的利率下来了，债券市场的利率也下来了。但信贷市场的利率有没有下来，理财市场的收益没有下来。在这种情况下，我们还继续宽松的货币政策，我认为债券市场的风险会非常大。这说明中国经济的问题确实是结构性的、非常严重的问题。

在这个过程中，能不能通过世界经济的好转，拉动这个问题的解决？从国际上看，结构性问题大于周期性问题。2007年以前中国经济模式讲了很多，当时我们有一个“三角关系”的解释，美国通过高负债、欧洲通过高福利扩大了消费，中国通过出口扩张生产，资源富集国出口资源给中国。全球产业链条就形成了。中国、资源国出口后换来美元，再把钱借给美国人，就开始循环起来了。大家认为这个循环平衡要打破，最后通过美国次贷危机爆发出来。

我认为2008年次贷危机爆发以后，产业循环已经完全打断了，美国在去杠杆，欧洲在降福利，南欧国家在紧缩财政，美国再产业化。带来什么后果呢？可以看到全球贸易增长速度和GDP增长速度同步了，甚至还低于GDP的增长速度。我个人分析下来，对世界经济很担心。美国经济危机爆发2年以后欧洲出事，再过2年，2012年左右把这个链条传给中国为代表的发展中国家。再2年以后，也就是2014年左右再把这个链条传给资源出口国。第一波传给欧洲，第二波传给中国，第三波传给资源出口国。实际上，资源出口国的苦日子才刚刚开始，已经看到中东的很多问题出来了，俄罗斯已经很严峻了。现在看，美国的经济有所好转，但似乎拉动不了世界经济，我国想再依靠出口，包括“一带一路”战略，在短期内要解决中国的问题，我个人认为，不能抱这个幻想。这样一来，国际上大宗商品会有继续往下跌的趋势，至少上升的趋势还没有看到。全球贸易增长速度跟GDP基本同步的速度要维持一段时间。在这个过程中，金融波动是不可避免的。

从具体存在的问题看，我看主要是结构性问题。

第一是产能过剩，我不认为产能过剩是周期性的，绝对

是结构性的。钢铁、煤炭不是相对过剩问题，二是绝对过剩。怎么处置它，这是我们要考虑的第一个问题。

第二就是房地产。现在还有人讲，房地产明年就开始起来了，我说没那么简单。2013年按照55%城镇化计算，存量住房大概是每个家庭有1.06套了，所以从套数上来讲基本上匹配的。这里面有分配不均匀的问题，还有2.7亿农民工的问题，2.7亿农民工购房率只有1%左右，因此存量住房中有约5000万套空置房。从在建规模看，约7亿平米库存，在建规模50亿平米，还有已经出让还未开工的约40亿平米，我国的住房供给在未来五年约有1.5亿套。每年的有效需求也就是800万套。我国我们的房地产很难，只要房地产还很难，前面五大产能过剩问题更难解决。现在问题是，你要让大家买房子，谁来买房子，谁有这个需求？如果2.7亿农民工真的可以买房子了，中国房地产虽然不会像以前那么火，但是它不会出更大的问题。全国楼市潜在库存大概有5000万套房子，建设成本大概是二十万亿，这个账谁来承担。

第三个问题就是财政问题。过去地方政府通过招商引资、土地出让、融资平台、大幅度增长的财政收入来解决融资，进行基础设施建设和提供公共服务。我们看到这四个渠道现在全都不通了。产能过剩，招商引资不行了。土地出让跟房地产有关系，房地产下滑，土地出让下降。融资平台我们在清理，搞置换，置换是非常好的办法。地方政府财政收入增速下降。地方政府特别是市县融资困难，而事权又不断下沉到市、县政府。当然，我国政府总体负债率不高，还可以加杠杆。大家都在研究，目前政府，特别是中央政府的杠杆率很低，企业的杠杆率非常高，老百姓杠杆率也

很低。要解决企业杠杆率高的问题，就是要给政府加杠杆，给居民加杠杆。怎么给居民加杠杆？就是通过资本市场，增加债券、股市的规模。

这三个问题就意味着，制造业投资在下降，房地产投资在下降，基础设施投资也在下降，这三块占投资总量的80%。靠其他20%的投资还不能支撑经济增长？而且高新技术行业只占投资的10%，占GDP不到5%。所以经济下行的压力还在，这些问题背后都是结构性问题。

除此之外，企业的经营困难，其中企业负债率高、财务成本大是一个重要原因。企业的负债率占GDP的比重百分之130多，是全世界最高的。还本付息压力打，我们有一个估计，一年企业的社会融资总量是16万亿，按照现在负估算，支出的利息是8.5万亿。当然这带来的一个好处就是，部分居民收入是增加了，所以能看到我们消费还可以。但企业困难，最终会影响就业。所以要考虑怎么把企业的杠杆率给降下来。还有一大块我认为就是公积金，相当于工资的10%左右，这块成本很高。现在有公积金的人在全国有1.1亿人，这1.1亿有公积金的人大多都有房子，都是在正规部门的人才会有公积金，全部变成企业成本，变成个人福利了。但需要买房子的这些人却没有公积金，农民工有公积金吗？如果不调整的话，企业成本下不来。低收入的家庭买房子买不起，所以要解决这个问题。

十三五规划里面提出要全面建成小康社会，这要求未来五年我国GDP增速至少要达到6.5%。在这个情况之下，如果结构性的问题不解决，经济仍然下行，靠需求往上拉可能短期会稳定，但最终还会出问题，击鼓传花又传到自己手里。。



供给侧结构性改革是什么意思？我的理解是，首先要改善供给结构增加有效供给，放松管制，保护产权，提高企业家创新的积极性。其次，是结构性改革，消除资源自由流动的障碍，提高资源配置的效率，最终要提高全要素生产率。

产能过剩怎么解决，在中国要实行中医疗法，企业要安乐死，慢慢来，慢慢来就是兼并重组。在这个过程当中财政政策要扩张，第一要减税，让企业活下来。第二要守住民生和金融稳定底线。财政政策要有大的改变，财政赤字总量上扩张，但主要用于减税和保民生，支持企业退出。

第二是关于房地产。核心的有这么几点，第一，保障性住房不要再建了，看能不能直接用货币补贴给这些群体。第二，成立一个政策性住宅银行，如果公积金不能取消，就把公积金放在这个里面，以比较低的利率贷款给这些没有房子或房子很小的人。因为毕竟有一部分农民工的收入还是可以的。三是给农民户口，让农民工变市民，稳定其购房或租房的预期，现在为什么很多农民工不买房子？他们往往在输入地工作，由于不稳定，他没有办法在输入地买房子。

第三是降低企业生产成本。要降低电价，也可以考虑把公积金给取消了。

第四是防风险。让老百姓加杠杆，资本市场一定要发展起来。货币政策上不能收紧，但也不能再扩张，扩张的风险会很大。

总的看，由于投资还在下降，出口低迷，改革是个慢变量，工业增长速度就得往下降，这个趋势还没有结束。什么时候触底？我认为应该在2017年底甚至2018年初，过剩产能和房地产基本出清，高技术行业和服务业占比不断上升。从五年看，全面建成小康目标还是能实现的。我们要肯定

力，不能着急了。

我就讲这么多，谢谢大家！

杨燕青：非常感谢祝宝良老师，他不仅给我们做了非常精深的解读，也有非常深刻的判断。这里面的信息量和重要的结论实在太多了。首先全球的问题和中国的问题都是结构性的问题，这点判断非常重要。全球是从美国、欧洲到新兴市场这一轮整体危机传导还没有结束，因为美联储加息，美元升值，2016年整个新兴市场面临的挑战都非常大。中国的问题也是类似的，中国还在持续往下走，由于结构性的问题导致工业和制造业下行还没有结束，这可能要到2018年才能够结束。在这之前，明年或者是后年，中国经济可能会继续往下走，但是之后会慢慢回来。慢慢怎么回来，祝老师给出非常深刻的判断和解读。

我们五大行业产能过剩，加上汽车，是我们整个经济下行最重要的部分。这些需要一些结构改革，但是短期内回不来。大家都期待房地产明年能够回得来，但祝老师认为希望渺茫，不过依靠农民工可能推动一些住房的需求，加上保障房也许可能解决一些压力。中国经济面临非常大的困境，我们的货币利率已经降下来，但是信贷利率还降不下来，在这个情况下，需要做很多事。比如说要做债务置换，把影子银行这块解决掉。还需要财政赤字、财政减税，同时也可以从降低企业负担角的度来解决这些问题。如果宏观政策都能够覆盖，之后还需要供给端的改革，最后还是要发展资本市场。我个人觉得从祝老师整体解读中受益非常非常大，他把中国未来几年事情全部说清了，把未来改革的事情都说清了。如果未来改革我们做到位，那么经济下滑之后还能回得来，否则中国会一直滑下去。希望祝老师这样的智囊不断



给中央出建议，让未来经济过一两年下滑之后最后还能回得来。

下面请出第二位演讲者，兴业证券首席宏观分析师王涵先生，他分享的演讲主题是“破解中国式流动性陷阱”。掌声有请！

王涵：破解中国式流动性陷阱

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：今天非常荣幸能够站在这里。祝老师作了非常全面的展望，我可能选择一个相对比较小的点，来谈谈我自己的看法。

流动性陷阱这个词以前比较少出现在中国。从经济学层面来讲，从广义上来讲，当中央银行要对货币政策进行宽松，但是发现当把钱释放到整个银行体系以后，钱出不去，没有办法转化为实实在在的投向实体的信贷，一般来讲这种情况就是流动性陷阱。就像中央银行在绳子一头推这个绳子，但绳子是软的，你怎么推，另外一头绳子都是不会动的。

最近看领导人的表述，李克强总理在一次会上讲过，中国经济现在的情况，就好比有一个巨大的蓄水池，钱很多，但是这个钱好像到不了实体。实际上现在银行间市场利率比较宽松，国债利率比较低，但问题在于企业信贷的资金成本下不来，量放不出来，这是比较大的问题。

我的一个结论是，最近从一些微观的政策上，我们逐渐开始看到央行的货币政策开始进行一些调整，逐渐有针对性地去解决所谓流动性陷阱的问题。在这样一个大的背景下，我对于明年或后年整个经济层面，随着流动性陷阱慢慢解

决，对于经济企稳回升在整体上还是比较有信心的。

中国现在实际上是结构性的问题。具体来讲，中国现在的经济潜力，现在大家谈的比较多的是缺需求，包括房地产市场不行，我觉得实际上就看我们预期是多少。如果我们看中国居民消费，这里有很多数据，包括电影票房收入占 GDP 比重，包括中国人去旅游境外购买，这两年都在逐年上升。如果我们把网络购物，双十一购物需求拉进来，每一年都是在以 50% 甚至更高的速度在扩张。所以中国经济实际上不缺需求。但问题是什么呢？仔细想一想，在这个点上，我们谈到居民消费的需求，现在真正有很强消费倾向的人是年轻人，80 后、90 后这一代人。80 后现在面临的问题是买房子的压力太大，没有那么多钱去消费。90 后面临的问题，消费能力很强，但是他们刚刚踏入工作岗位，可能没有那么多钱去消费。换句话说现在核心的问题就是，要想消费的这批人没有钱。海外怎么解决这个问题？实际上通过信用，是把一部分人的未来需求提前到现在释放，通过这种方式解决需求不足的问题。

第二个问题是房地产。现在对于房地产大家都比较悲观，如果看房地产股票的话，今年 6 月份之后房地产股票都是相对比较低迷的。中国房地产市场现在是一个什么问题呢？总量层面上我们的确是够了，但是如果看存量和持有结构，实际上现在虽然平均城镇每一户家庭都有超过一套房，但是每一户家庭自己都有一套房吗？不是。我们做了一个简单测算，30% 的首付比例把多少城镇家庭卡在买房人群之外了呢？这个数字超过 40%。换句话说，现在中国房地产市场的情况是，存量持有结构上，城镇里有一半的家庭有两套房，剩下一半的家庭在租房。如果在经济转型过程中不允

许资产价格出现系统性崩盘，资产价格里房地产又非常重要的话，我们就先要稳定房地产市场的交易量。现在显然总量够了，要稳定的是这些房子的交易量的增量，使平均拥有两套房的人的房子如何通过交易进入一套房子都没有的人手里。如果这部分交易量能够稳住，经济转型也会带来稳定的环境。从这个角度来讲，最近我们看到政策上似乎有一些对于房地产首付的松动，按照现在的测算，30%的首付比例把40%的家庭挡在购买房子的人群之外，实际上可以释放一部分需求。

我觉得中国的经济，尤其是在过去这半年时间里，外部投资者对我们有非常多的悲观预期。我们仔细去想这个问题，对中国的系统性悲观是没有必要的。

这两年有一个事情满关键的。我们刚才谈到了银行信贷起不来，流动性陷阱问题，其实把很多问题放大了。比如说看银行贷款投向，这两年有一个明显的变化，信用投向企业那一端变少了，现在生存压力最大的是企业，最需要钱的恰恰拿不到钱。

其次，今年股市为什么跌起来这么猛，碰到流动性的情况越来越多？两年之前的2013年6月，我们有钱荒，今年6月份就有股灾。这里有一个很重要的数据，银行信贷端投向长期贷款的比例在逐年下降。我们可以想象这样一个情况，中国经济体处在转型期，转型期需要什么样的资金？需要的是长期的资金。就像一个公司一样，如果只是日常运营，可能3到6个月票据贴现就可以了。但如果这个企业开始进行转型，进行结构改革，这个情况下就需要长期资金，因为钱要投到研发部门中去，投到产业链中去。但是恰恰银行贷款这两年投向的全是短期贷款。

如果你用很短期的钱支持一些长期的项目，必然带来流动性错配的问题。传统意义上有防御性的大股票今年没有防御性，因为流动性风险出来了，出现流动性风险是这两年金融市场非常频繁的现象。为什么会有这样的情况？为什么银行不愿意放贷，为什么银行不愿意放长贷？背后的核心问题要从2011年中国外汇账款和利率市场化谈起。2009年我们货币政策一放松，信贷马上就出来了，4万亿一旦出来以后整个经济就出来了。为什么现在也在降息、降准，信贷不起来？商业银行负债端发生了变化。以前商业银行的主要负债来自于存款，原来我们负债成本是3个点，放贷款6个点，有3个点的利差，所以银行的放贷意愿不会受影响。现在这两年外汇账款没有了，外汇账款是上一轮周期中居民自有资金的主要增长部分。居民存款无非来自两部分，一部分是自有资金，另外一部分是银行贷款。2011年之前，由于中国出口带来稳定的外资流入，这部分提供给了私人部门，企业加居民自有资金的增加。这部分只增加了银行存款，并不增加银行的贷款。我把东西卖给外国人，把钱存给银行，这个时候贷款还没有增加。2011年我们看到，外汇账款不增加，资金从净流入转向了流入流出平衡。这时候从银行的角度看，客户的自有资金不增加，他去年50万自有资金，今年还是50万自有资金，他的贷款信用变差了。这种存款增长变慢以后，就出现利率市场化的问题。因为银行突然之间发现存款不够，这时候小银行就要发理财，大银行要抢存款，于是理财出现了。银行在这个过程中因为存款不够导致贷款能力不够，导致企业必须发高息信托才能揽来钱解决资金问题，于是信托就出现了。老百姓去买理财，于是银行存款流失，这导致传统的货币政策没有办法调控商业银行的负债成

本。今年降了6次息，存款减少了，变成越来越多的理财，降息过程中直接降低贷款利率，存款端是更多老百姓把钱取出来去买理财，这种情况下银行当然不愿意贷款。

从金融结构角度来讲，房地产企业最近发现拿贷款比较困难。企业也在试图通过市场化的手段去解决自己的融资问题。但是最根本来讲，我们依然需要解决的一个问题是，你怎么把贷款放出去，贷款一旦陷入一个停滞状态，企业负债很快出现问题。这个时候整个社会资产价值都可能出现

问题。刚才讲到理财和同业，这些是在银行存款不足的情况下共享存款的一种方式。工商银行有存款，可能小的城商行没有存款，城商行就发理财从工商银行那边分流一部分。资产证券化产品为什么在过去两年出现井喷式发展，因为要追求资产端可变现的能力，所以需要把放出去的贷款证券化，让它有流动性，这样腾出额度再搞贷款。

要解决银行中长期放贷意愿问题，一方面是利率走廊调控的问题，另外一方面需要调整资产端的收益。当前中国进入到一个央行需要重新拿回商业银行负债端定价权的状态。以前商业银行的负债主要是存款，现在银行主要的负债是同业和理财，利率式的调控可能比数量式调控更加有利。美联储的做法是设定一个利率窗口，这个窗口定了价格就不管量，使得银行负债端利率慢慢回到央行的窗口利率。利率走廊有助于提升银行对于负债端稳定性的预期，有助于降低银行负债端的成本，有助于推动银行放贷。

另一方面，贷款之所以没有需求，背后的根源是由于企业本身不盈利。2009年为什么贷款放出去有那么大的需求，因为财政在发力，汽车购置税在减免。最近谈的比较多的

是，明年财政发力能否逐渐改变实体回报率低导致企业不愿意贷款的问题，这也是值得关注的。

另外两件事情，一个是股权式的资金注入。银行觉得这两年信用资质差是因为这两年存款增加完全来自于银行负债的增加。一个人如果存款每年增加 100 万，但是负债也增加 100 万，时间越长这个人的信用资质就越差。这个事情要解决，日本银行直接持有企业的股份，这是股权式的资金注入。最近看到开发银行做的专项贷款，能否扩大也是值得关注的。

还有股债结合的融资方式。看下面很有意思的一张图（图 1），讲的是中国和美国大类资产相互的关系，黄色的点是美国的，红色的点是中国，横轴是过去 5 年平均收益率。美国的点是很连续的，基本上在任何一个收益率区间上都能找到相应的资产。中国的债权收益率很低，要达到 5%-10% 的资产负债率只能买股票，中国有风险最高的资产——创业板，在中间的区间想找相应的资产是很困难的。中央这次提出股债结合的融资模式，老百姓并不是不愿意投资，关键是需要有相应的资产和它对接，如果这个事情就解决了，就解决了转型中最重要的问题，就是钱从哪里来的问题。

具体来讲，我们会看到在接下来的几年，股债属性兼备的一些资产有可能随着中央推动，未来会进入一个爆发期。如图 2 所示，左边是风险最高的金融资产，包括风投、股票；右边是风险最低的资产，包括国债、地方债。上面是美国这类资产占 GDP 的比重，下面是中国的比重。中国两端资产其实并不少，但缺少的是中间。换句话说，在这个时间点让所有老百姓买股票并不现实，让所有老百姓拿钱买国债，也不现实。这两年已经开始出现变化，我觉得中间这类

资产的发展有可能会逐渐改变流动性陷阱的状况。

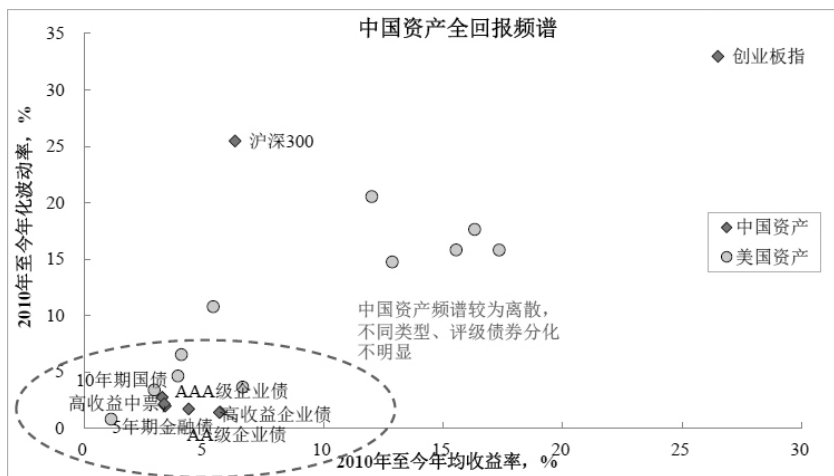


图 1: 资产频谱: 中美比较

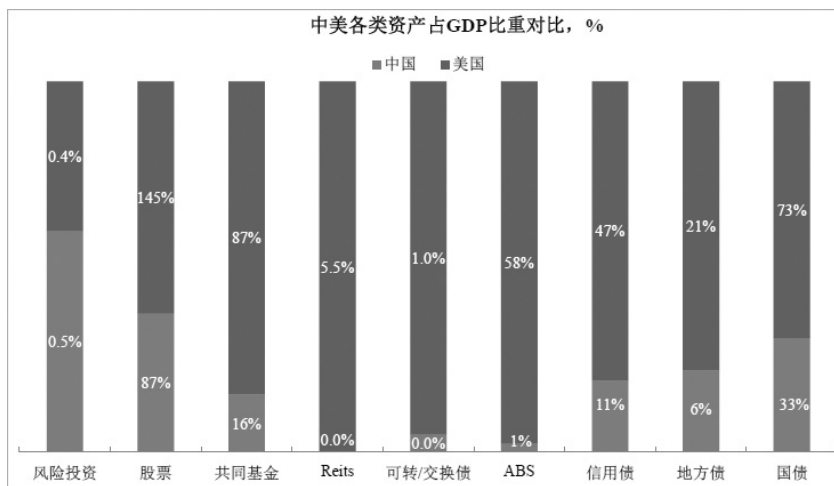


图 2: 相比美国, 中国在股债属性兼备类资产方面更为缺乏

中国现在的短期问题都是在于流动性陷阱的问题, 怎么解决? 通过财政、金融市场变化去解决。我觉得在明年有可



能会看到一些起色。谢谢大家！

杨燕青：非常感谢王涵，他找到一个比较小的切口，提出假说，根据这个假说又给出解决方案，整个逻辑体系是非常完整的。他的两个假说也是相关的，第一个假说是中国目前出现的所有的金融问题，可能最后都会归结为长期资金和长期金融产品的缺乏。在全球也面临这样的问题。第二个假说是银行贷款这么贵，原因可能在于银行微观体系中的货币政策传导机制有问题，这和整个企业的贷款意愿不强有关，也和企业体系的资产负债结构有关。如何解决这些问题，首先需要建立一个新的货币政策框架。另外在金融产品供给这一端，包括银行改革这一端，第一个方案还是债权股，第二就是金融市场的深化，要提供大量的从低回报低风险到高风险高回报的一系列的股债结合。我们非常高兴看到他提出了非常有建设性的框架和建议。

最后我们请来自瑞银集团财富管理大中华区 CIO、首席经济学家胡一帆博士，她要演讲的主题是“利率走廊和新货币政策框架的方向”。掌声有请！

胡一帆：利率走廊和新货币政策框架的方向

胡一帆（瑞银集团财富管理大中华区 CIO、首席经济学家）：我今天有两个身份，一个是投资总监，还有一个是中国经济学家。刚才祝老师已经给大家高屋建瓴地讲了中国改革的全局，还有今后的方向。王涵也讲了货币政策。我接下来会讲明年的全球和中国经济形势，以及利率走廊问题。

我现在参与到瑞银全球资产管理当中。根据我们对全球资产管理的判断，明年全球经济形势当然有很多结构性

问题，但是从明年来看，全球经济形势还是温和向好。无论是发达国家，还是发展中国家，明年可能出现向好趋势，明年 GDP 从 3.1 调整到 3.3。新兴国家成为明年经济增长主要的推动力，增长是 4.1 到 4.3。美联储加息是一个比较定局的事情，美联储会加息，但是加息速度可能会比想象中来得慢，是一个慢加息。在加息过程中，我们认为美联储可能加到 1 左右会停下来看一看，明年上半年的步伐可能会比较快一点，等加到中间的时候会停下来看一看对全球经济的影响。

另一方面，影响全球经济最相关的两大因素，一个是美联储加息，另一个是大宗商品影响全球的产品市场。我们判断大宗商品从 2015 年下半年下跌之后一直处于比较疲软的状态，到了 2016 年上半年后期，大宗商品可能开始慢慢缓和，并且可能会慢慢恢复，当然这个恢复的态势也是比较疲软的，最主要还是来自供给方。沙特不愿意减产的口气也有比较大的缓和。由于中东区域经济动荡，可能会使大宗商品在明年慢慢起来。

在这样全球状态之下，全球经济温和提速，全球流动性也比较宽松。所以明年从全球整个市场来看，从资产配置上来看，比较利好股票，全球明年股市还是比较向好，尤其是欧洲股市和日本股市有比较大的行情。美国整体企业利润还是比较高，但是由于股市已经到了比较高的点，再加上比较强势的美元，可能机会不太大。债权由于美联储加息可能承压比较高。

明年有三大风险。第一大风险可能是美联储加息比想象中的要急要快，可能对全球经济造成比较大的动荡。第二可能是石油价格或粮食价格在某个时点突然出现快速上升。

还有一个就是中国的经济，我们在调整结构过程中，会不会下行比想象中快，这个风险也是现在全球比较担忧的。尤其是经历了今年6、7月份股市突然下滑，8月份人民币汇率调整导致人民币迅速下滑之后，现在全球资本市场的投资者对中国既爱又怕，所以现在也是全球关注的焦点。

再回到对明年经济怎么看，刚才祝老师已经全面讲过了，我自己认为，明年对中国经济发力最大的应该是财政政策。大家知道我们需要一个更积极的财政政策。无论从产业政策调整，还是从供给端改革，意味着大规模结构性减税，能不能做？还有财政不仅仅是说要给中小企业提供贷款，实际上有些财政担保是不是能够做，这也是对企业最后拿到比较便宜的贷款起着重要的支持作用。但是大家现在觉得财政政策相对来说不太透明，这不是经济学家讨论能够决定的。现在大家都把聚焦放在货币政策上，货币政策相对比较透明。虽然我们觉得今年在货币传导机制中有很多问题，但现在央行已经提出利率走廊，我们觉得是开启了今后货币政策的方向。当然具体怎么实施，走到那一步需要很多年的时间，但是至少从以前专注从量管理到从价管理，从量控制货币发行速度，慢慢调节用利率手段来调节市场。在相当长时间内，我们可能都是量、价双轨式并行，包括量和价都会继续推行。

从价的方面今后会怎么样？首先明年货币政策还是比较宽松的，刚才祝老师讲要宽松但不能太宽松。中国货币政策有一个两难的境地，一方面要支持经济，另一方面金融领域现在隐含的风险很高，不良贷款比想象中的要多，如果没有一个宽松的环境，虽然货币传导机制对实体经济不一定有效，但是对金融问题还是很有效的。明年从货币政策上来

看，降息空间可能较小，因为降息起不到真正的作用。刚才王涵的分析非常重要，降息之后传导机制出现问题，贷款端成本降不下来。但是我们觉得明年降准会比较激进，这也是跟利率走廊相关。要实现一个比较完善的利率走廊，实际上存款准备金一般都会放到非常低，银行自己定钱的流量。如果要打造利率走廊，在存款准备金这一端会慢慢往下走。

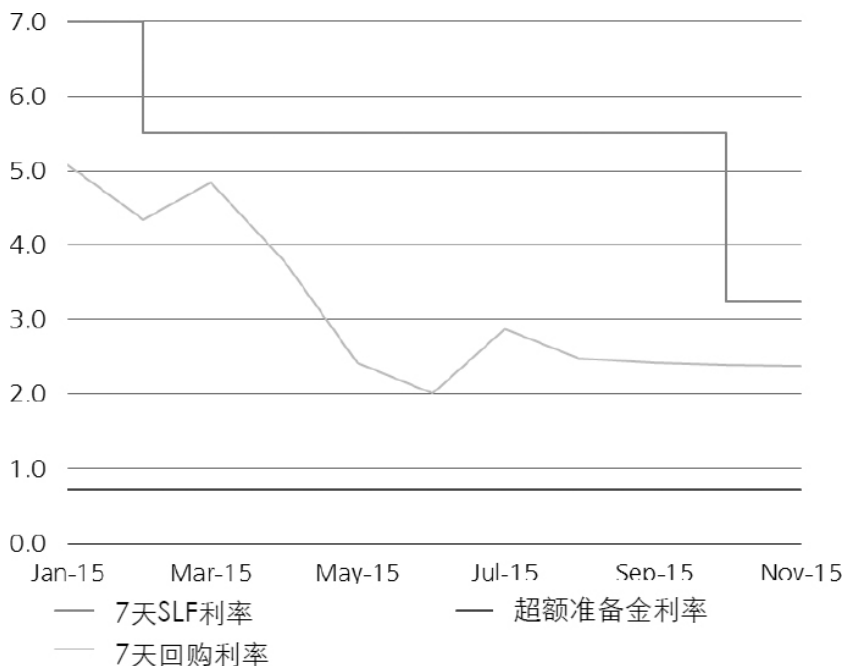


图 1：货币走廊图

再讲一下利率走廊。2014年5月周小川行长第一次提出利率走廊，中国要慢慢实现利率走廊。在11月，马俊也提出利率走廊要分几步走，先确定一个走廊，然后再把这个走廊缩窄。大家都在寻找下一个央行调控的目标。利率自由化之后，在实践过程中，由于现在的同业存款，还有各种余

余额宝等的存在，存款利率已经慢慢失效，银行有相当的自主权发放贷款，应该想想今后央行调控怎么走。

美联储、ECB（欧洲中央银行）都有货币政策利率，我们的货币政策利率现在没有明晰，将来随着利率走廊明晰化，货币政策走廊也会明晰。根据我们的研究和交流，已经把货币走廊图画出来了。货币走廊的上限就是SLF（央行短期存款便利），商业银行在同业之间借不到款项，可以用上面这条线（7天SLF）向央行借钱，这个利率在3月份是5.5，马骏文章出来之后降到3.25，现在基本上处于利率走廊的上限。下限最有可能是超额存款准备金的利率。超额存款准备金现在利率是0.72，在0.72和上限之间构成了150个BP的走廊。我们猜测货币政策利率最有可能是7天回购利率，但是从我最近观察和央行交流当中，我觉得7天拟回购利率最有可能，因为隔夜波动性太大。

在这样的利率下，央行今后可以用货币政策利率来调节市场的利率。这是理想状态，中间还有很大的差距。现在央行体系的利率还是满多的，也觉得比较乱，多元而复杂。现在央行想降利率，但是没有传导机制，缺了一个传导机制，实际上就是债权收益率曲线。我们对照美国的货币政策，我们现在至少连国债收益率曲线都画不出来。长期利率对短期利率不敏感，所以根本没有办法传导。现在我们如果勉强画一条中国的收益率曲线的话，可能短期的是用远期的预计来画的。虽然我们有一些国债，有一些报价，但基本上10年以上的交易就不活跃了，并且报价不连续，基本性不强。央行在传导利率机制的时候，现在没有那么透明，和微观主体之间的沟通也是不足的。它和市场也没有办法形成一致的预期性，增加了利率传导的复杂性，放大了信号。所以利率走

廊还是要经过长期阶段，这是一个系统性的改革，要涉及到金融体系的改革、利率的改革、汇率的改革。

我们认为现在最主要的约束来自几方面。第一，要有较为完善的金融市场，现在金融体系面临很多的政策和体系约束，比如说存款准备金过高、存贷比。第二，债权市场也不够发达，央行利率传导最主要是通过债权市场，现在国债收益率曲线都没有办法画，但是成熟市场上除了国债还有企业债的收益率曲线、政策债收益率曲线，所以债权市场应该大为发展。这个市场还有很多人人为的管制，债权发行准入、基金公司的准入、成本较高、参与主体、发债主体等等限制。金融市场的资产也比较小，金融衍生品还不成熟。我得到最后能不能有一个真正体现央行对于货币政策利率传导的利率走廊，需要发达的金融体系。第三，微观上对利率敏感的主体也很重要。特别是国企和地方融资平台对利率不敏感。中国现在还有很重要的局限因素，可能我们货币过多发行，货币量过大，大家对利率不敏感，所以利率成本相对较低。

最后还有重要的保证机制，就是汇率机制。人民币虽然最近有了很大的改善，进入了SDR一篮子货币，但今后中国汇率政策还是面临三难。第一，国内货币政策保持宽松，保持支持实体经济，导致汇率下行的压力。第二，在国际市场上，我们要推动人民币国际化，推动各项人民币产品，让人民币成为国际储备货币，对人民币应该是一个比较稳健的，上行的压力。第三，我们也要求资本市场进一步开放，这样的话实际上是波动的。所以中国货币政策要在汇率政策上做出一个平衡和选择，也是一个非常高难度的动作。

要保证最重要的制度因素的话，央行要有比较大的独立

性、透明性，这也是在制度层面最基本的要求。利率走廊的建立可能要比想象中的时间长，但是从2015年已经可以看到，至少在往从量到从价管理这个方向转移！谢谢大家！

杨燕青：胡一帆把货币政策这一块的未来走向、央行的制约、央行发展方向可以有的选择给我们陈述得非常清晰。后面有一点时间的讨论，大家看看有没有什么问题？

互动讨论

胡延照（上海市原副市长，上海发展研究基金会会长）：刚才各位发言非常精彩！我以前也搞过经济工作，我请教请教。世界经济前20年，或者说前15年，之所以能够相对蓬勃的发展，有一个很重要的原因就是新兴经济体的崛起，或者说是以中国为代表的新兴经济体的崛起。今后的10年或者20年，世界经济的复苏，单靠美国是很困难的，像欧洲这样高福利国家要崛起也很难，当然它也会有恢复，可能有两个点左右。所以还是要寻找一个新的动力源，这个动力源在什么地方，当然中国也可能成为新10年的发动机之一。或者亚洲经济像印度有12亿人口，印度尼西亚有2亿人口，整个东盟有5、6亿人口，再加上现在正在努力耕耘的非洲，可能是第二个10年或者20年的希望所在。一定要有动力源，而且现在大家对经济的发展都看得很清楚，如果它的城市建设，它的基础设施，它的基本的东西都已经不行了，它的增长一定是进入到一个相对比较平稳或比较缓慢的阶段，从世界经济历史来看，无非都是如此。所以，中国经济今后10年或者20年的发展，除了中国本身以外，真的还是要看世界经济。照理来讲中东已恢复发展，或者说已经有

一个新的动力源，但是最近来看又不像。

接下来说说中国经济。从理论上讲，中国经济7%左右的增长是有潜力的，就是考虑到低谷的因素，考虑到服务价格不完全的因素，至少今后5到10年是有潜力的。而且中国发展很不平衡，还有相对落后的中西部地区。另外，中国城市化率要达到70%，还有15个点。中国从改革开放到现在，蓬勃发展。现在人们有很大的需求，包括教育的需求、健康的需求、体面生活的需求等等。那么供给呢，大家都说现在供给不足，一方面有需求，另一方面供给不足，其中状况到底如何，是很值得研究的。

所以刚才讲到供给侧的改革，当前一个很大的问题，比如说融资成本，我们现在融资成本至少比海外高3到5个点，真正企业没有6到7个点是拿不到钱的，你比人家高3个点，你的竞争力在什么地方？本来股市是一件很好的事情，现在股市也伤脑筋，因为我们股市不是完全市场化，现在股价已经那么高，所以股市也很困难。新三板流动性太差，有什么办法能给股市注入新的血液，使它能够解决降低企业间接融资成本的问题？现在我们拿到钱需要5、6个点，能不能降低？应该是有空间的，资本市场要改革，银行利率有没有改革的空间，这是一个问题。

第二个方面，为什么把土地成本搞那么高？全世界发展中国家把土地成本搞那么高的有多少？现在土地成本极高，无论是写字楼也好，服务业也好，大众创新也好，能不能通过一些土地制度的改革，把土地成本降下来，使有需求的人付出相对比较低廉的成本而真正得到发展。

第三个方面，我们现在保障性用房那么多，怎么办？现在那么多的大学毕业生出来工作以后，一个变通的办法就是人才



公寓。怎么能够把房价降下来，或者现在不把产权卖给他，包括用比较低的利率卖给长期在这里居住的农民。如果这条路能够走出来，去库存化也是能够解决一点的。如果这一波能够稳住的话，房价上升空间就比较小，这一块改革要动动脑筋。

刚才也讲到劳动力成本，讲到 20% 还算低的，上海是 62%，还有生育、工商，还有残疾人保障金，还有教育附加，这在以前经济蓬勃发展的时候交交也就算了，现在这样一个阶段继续保持这么高，企业怎么发展？

我想，中央现在讲改革，能不能在这些问题上下点工夫，真正解决实际问题。现在的“一带一路”很好，中国有质量的过剩产能怎么在为世界经济服务过程中把它消化，这也是一条路。这些改革，务实方面能不能做到？我想请教祝宝良同志。

另外是胡一帆、王涵，你们是年轻的经济学家。日本也不是所有的人都是中产，从理论上讲它的潜力是存在的。金融政策怎么应对中国中等收入阶层不断提高的生活成本？现在我们资产主要是在房产，房产这一块不会有大幅度增加，这块怎么做？这块做了以后怎么扶持中小企业？

现在都是讲大银行，现在中小企业贷款，大银行一做尽职调查，六七十万就没有了，它总共就贷款 100 万。我们过去有农村信用社，比如说王涵，我知道你这个人，我知道你有家庭，人品好，借 50 万小额贷款，这样就进入实体经济了。特别是你们两位搞金融的，能不能够试试看，特别是在县域经济或乡镇经济，怎么才能支持中小企业？

杨燕青：胡市长问了几个非常深刻的问题，因为时间关系，我把胡市长的问题简化成一两个比较直接的问题，请三

位进行回答。胡市长提出未来10年全球经济增长靠什么？或者说中国经济增长靠什么？比如说我们可以靠某些地区，某些国家，也可以靠中国不同的区域，也可能是靠新一轮全球化，或是靠贸易、基础设施投资、技术进步，整体未来10年从中长期角度来看，中国和全球经济增长最核心的动力源是什么？

祝宝良：从新常态角度来说，我们提出还是靠科技。但是大家都觉得是这随机的，不是内生性的。可能未来一段时间真的要靠发展中国家，但是10年、20年印度还不太可能起来，中间是个空档。在这段时间欧美国家中，可能还是靠美国。中国从新常态这个角度还靠我们的科技创新。

胡延照：能不能能够在财政政策上给中国企业走出去提供一点支持？现在人才价格也最低。

杨燕青：胡市长还有两个问题，其中一个问题是说，金融改革，包括对股市的改革，包括对整个金融市场的改革，如何切合未来投资转向消费这样的经济转型？你们心中认为最重要的那个金融改革是什么？

胡一帆：我针对刚才胡市长讲到村镇银行来谈谈我的看法。美国有7千家银行，中国金融改革非常重要的一点，小企业能够拿到贷款。村镇银行现在已经在实施，农村合作银行、农村商业银行做得很好。现在金融体系中不能再让大银行下沉，不能让4大银行下沉，最多只能到三线城市。因为大银行下沉之后，就是吸收当地所有的存款，借给大国企，根本不能和小企业一起成长。

杨燕青：需要社区银行还是大银行变成更多类型的银行？

胡一帆：在浙江这一带我们做过实际的调研。大银行一

下沉，就把所有存款吸走。中国银行体系改革当中最重要的就是让大银行，尤其是我们的四大行、五大行，就到三线城市，但不能再往下走。我甚至认为到二线城市就不能再往下走。

杨燕青：我们需要中小银行占据整个经济体系比较核心的部分。

王涵：中国现在的问题在于我们需要让大多数投资人拿到与他们风险补偿相匹配的收益，每个人都知道自己有什么样的投资，有什么样的收益，这其中需要有效的定价机制。

杨燕青：我们这节是讨论 2016 年中国宏观经济和全球宏观经济，因为时间缘故，我的问题非常直接，你们认为 2016 年中国和全球最可能的黑天鹅事件是什么？

王涵：欧洲货币政策收紧。

胡一帆：全球大宗商品价格有可能走高。

祝宝良：中国的债权市场会不会又有一轮泡沫。

杨燕青：我们第一节讨论现在圆满结束。非常感谢三位老师从宏观到微观非常好的解读。也感谢胡市长给我们非常深刻的解读。再次感谢三位经济学家！

专题讨论二：十三五规划建设解读

沈明：下面进入“专题讨论二：十三五规划建设解读”，有请主持人上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德先生。

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我们第二节的讨论是关于“十三五”规划建设的一些解读。第一节大家讲得很好，发言者包括胡市长的提问都很好，我个人也学到很多东西。他们当中有一些讨论的内容跟我们这一节已经有一些交叉，或者说有一些连接，尤其是金融方面的改革跟调整。

下面有请这一节的演讲嘉宾上台！经常参加我们研讨会的朋友们会知道，我们基金会办论坛的特点，并不是很简单请了几个人就随便他们讲什么，往往是根据他们讲的内容做了先后的次序安排。上一节请了祝宝良，他是从全面的角度来讲，下面要从聚焦来讲。首先请复旦大学经济思想与经济史研究所所长韦森教授，他带来的主题演讲是“中国经济发展阶段与供给侧如何改革？”。下面我们以热烈掌声欢迎韦森老师！

韦森：中国经济发展阶段与供给侧如何改革？

韦森（复旦大学经济思想与经济史研究所所长）：今天我讲一个问题，讲供给端减税问题。祝宝良讲的一些东西，我发现我们观点非常一致，并且几个经济学家对中国经济现在的情形判断基本上没有多少差别。但是未来怎么做，我

补充一下王涵博士和胡一帆博士，对现在的货币政策谈谈我的感觉。去年在深圳我就讲了，现在经济放了货币没用，到不了实体部门。我最近在反复讲的观点是，恰恰是这个思路本身有问题。因为这牵扯到我们的经济发展阶段，我们到了工业化中后期，所有产业过剩，你支持实体部门后面就是坏账。恰恰现在放货币，不围绕实体部门发货币，货币增多了，利率降下来才能救实体经济。不为支持实体经济而发货币才能真正支持实体经济。另外一个判断，刚才王涵也讲到，明年央行还有大幅度降准空间。

我是一个大学的老师，我给大家读几句话，荀子讲这么一个观点“王者富民，霸者富士，仅存之国富大夫，亡国富筐篋、实府库。筐篋已富，府库已实，而百姓贫，夫是之谓上溢而下漏。”这是一个重要的观点。还有一个观点是邱峻讲的，“古者藏富于民，民财既理，则人君之用度无不足者，是故善于富国者，必先理民之财，而为国理财者次之。”

“王者富民，霸者富士，仅存之国富大夫，亡国富筐篋、实府库。筐篋已富，府库已实，而百姓贫，夫是之谓上溢而下漏。”

——荀子《王制第九》



图 1: 荀子



丘浚（濬）（1421年—1495年），英宗到孝宗四朝为官，官至文渊阁大学士（相当于宰相）主要著作作为110万字的《大学衍义补》（160卷）。

古者藏富于民，民财既理，则人君之用度无不足者，是故善于富国者，必先理民之财，而为国理财者次之。

——【明】邱浚

《大学衍义补》，卷二十

图2：邱浚

下面讲一下中国经济的发展阶段。在这一点上我可能比祝先生还要悲观一点。中国经济持续30多年的高速增长已经完成了工业化，城镇化只会减速，不会加速，因为城镇化是工业化的结果。比较欣慰的是，最近习近平总书记讲了这话。这一年，我的看法是，不论是采取货币政策还是财政政策，都推不动经济增长。不出现大的去杠杆化的金融风险是最大的安全。所有金融政策指向降低实际利率，汇率贬值，还有通过减税来支持中国救企业，这是未来中国经济首要的任务。

论坛给我安排的任务是讲“十三五”的规划。“十三五”我读了一下，确实党的这个理念非常好，强调供给侧改革，这个是对的。但是供给侧的改革关键在于什么？这一点我跟

大家讲一下，供给侧改革有两点：第一点，供给学派经济学主要是政府的经济学；第二点，一定要吸取 2008 年金融风暴后在四万亿刺激政策旗帜下两轮宏观刺激的教训。

供给侧的改革，其基本含义是企业家的创新精神和自由经营活动是促进生产、增加供给的关键因素。上次我们在苏州开会，邀请了贾康和我两个人，我一直说应该大幅度减税，在财政收入上政府应该把减税落为一个基本国策。

创新创业是企业家的事情，并且是你想通过供给的改革提升我们的生活。日本的马桶盖，西方中产阶级用的那种产品做不到，你造出来别人也不买。从目前来看，之所以中国经济长期往下走，关键在于没有看到下一轮科技革命在哪里。因为在商业周期里，一波大的科技革命推动一波增长，这个衰退之后就来了一个长萧条。中国经济即使有了复苏，或者美国、欧洲、日本经济不再降低了，也是低速增长，不可能是高速增长。全球的复苏只能是缓慢增长。

在这种情况下，我们一定要把供给侧改革留给市场，留给企业，不能再来一个国家政策推动经济增长。我最近回想 2008 年发生的事情，现在大家基本上保持一致的是当时 2008 年经济危机下来，我们马上推出了“四万亿刺激计划”，首先是“十大产业振兴计划”，钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工、有色金属等。接着 2009 年又进行“七大新兴产业计划”。我现在就问这么一个问题，所谓的七大战略新兴产业，新能源、新材料、信息产业、新医药、生物育种、节能环保、电动汽车哪一个形成了产业？一个是十大产业振兴计划，一个是七大产业振兴计划，仅仅两年之间就发生这么多事情，导致这几年实际上是建了高铁，建了地铁，建了基础设施，建了机场，而真正的七大产业又建了什么？在这种情

况下，导致我们产能过剩的恰恰是上述两轮计划的结果。

按照**2015年10月22日**财政部网站上一则月报的数据，截至**9月30日**，中国国有企业整体债务总额达到**77.7万亿元**：

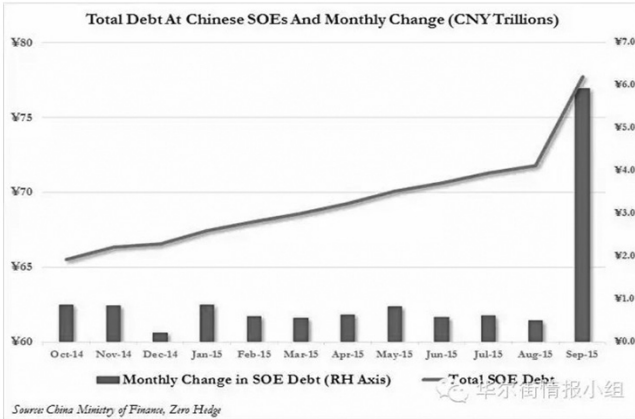


图 1：中国国有企业整体债务总额达到 77.7 万亿元

大家再看一下七大产业振兴计划导致的结果是什么？导致了贷款急剧上升，不是央行在超发货币，央行准备金在 2007-2008 年没有降，央行为了控制货币已经尽了最大努力。这个困难导致的结果是什么？大家看中国的产业、产能远远大于美国，已经是 220 多种产品世界第一，我们的钢铁、水泥、煤炭产能在世界都保持在 40%—60%，这可不是短期能够完成的。这就导致一个结果，那就是负债。中国国有企业整体债务总额已经是 77.7 万亿。在这种情况下企业产能过剩，资产回报率在下降。结果中国出现的难点就在于，建了很好的工厂、很好的铁路、很好的基础设施，中国经济现在却到了最困难的时候。此时最好的办法是把前一段时间扩张的产能消解掉。我提出以下三点，第一，大胆放货

币。去年降准又降息，我的感觉是现在我们利率还很高，不是说银行借贷利率高，而是央行基准利率本身就高。你看看美国、欧洲、德国和日本，即使美国再升息也是 0.25%，中国是 4.35%，企业越做越亏损。在这种情况下，央行进一步降准，降低实际利率还是有空间的。

第二，人民币贬值。8月12日人民币对美元终于贬了。这里面还有两难问题，既然外贸出口为负，中国经济在下行，央行外汇储备在减少，按照市场需求来讲人民币也会贬。所以从这一点上，我觉得既然我们已经加入了 SDR，更应该顺应市场，真正做企业的知道利润非常非常薄，贬一点就能活下来。

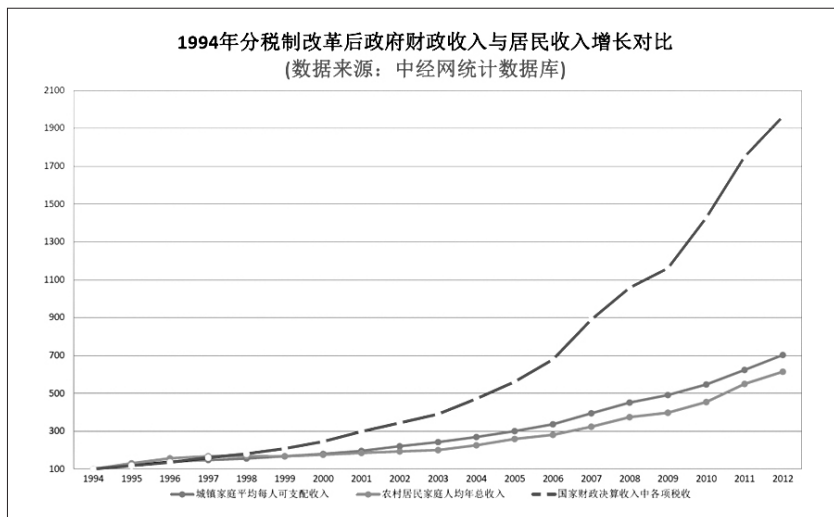


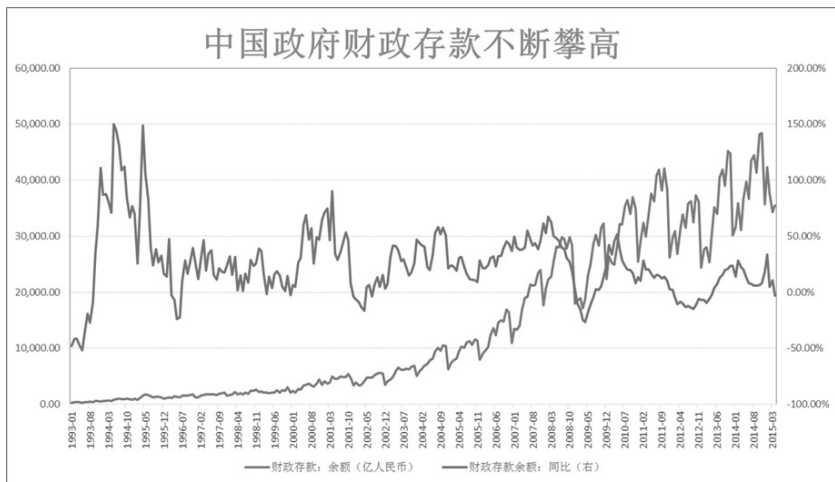
图 2：1994 年分税制改革后政府财政收入
与居民收入增长对比

第三，要减税。下星期要开中央经济工作会议，包括明年的报告，减税应该是结构性减税。我说现在不是结构性减

税的时候，而应该是总量减税。

大家看一下图 2，每年我们的财政收入都完成大大超出自己计划的增幅，财政收入高速增长。分税制改革后政府财政收入与居民收入增长对比，已经翻了 18 倍到 19 倍左右，这几年政府财政收入确实在快速增长。

在这种情况下，现在有人会说你谈减税，但是看财政预算支出在增加，税收在减少，今年到了个位数，只有 5 点几，有没有减税空间？我觉得中国还有大量的减税空间。政府每年年底的突击花钱。李克强总理上台 3 年，每年 4 月到 7 月开两次会，要盘活库里的资金，但是库里的资金越盘越高，现在还是 10 万亿。这个究竟是因为什么？有没有减税空间？财政存款至少有 20 万亿。西方负债那么高都还有减税空间，中国还有 10 万亿财政存款盘不掉就没有减税空间了？



（资料来源：中国人民银行月度数据）

图 3：中国政府财政存款不断攀高

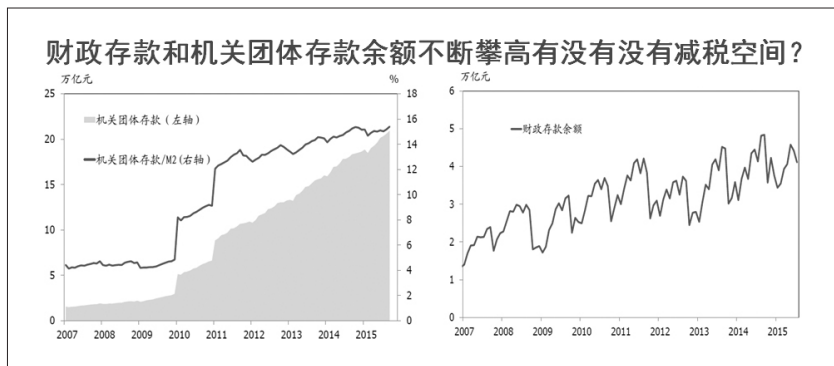


图 4：财政存款和机关团体存款余额不断攀高

另外说财政供养人口很大，实际上从一个比例就看到，中国财政供养人口并不很高，完全是没有减税空间的。政府造了许多政府大楼，现在问题是大楼盖好了，你不会再盖了，广场也盖好了，为什么就没有减税空间了？



图 5：中国财政供养人口：规模很大，但比例并不高

大家知道，深圳突然多出一千多亿，市政府发现不行了，8月份财政猛花钱，比上一年增加53%多，9月份花

了300万，1千亿要把它花光。这种状况就没有减税空间了吗？在这种情况下，特别是实行八项规定以后，哪个行政单位拨的行政经费能花掉？在这种情况下为什么就不能减税呢？

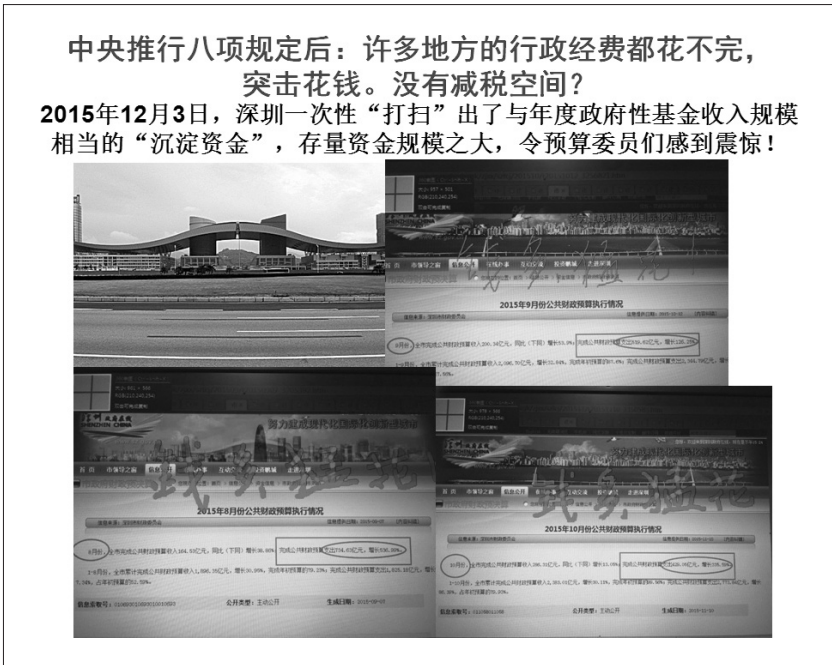


图6：突击花钱，有没有减税空间？

所以供给侧改革的关键是减税！减税！再减税！营改增本身就是减税！回想一下今年的政府工作报告，李克强总理报告中的GDP增加多少了？是7%。我们财政收入增加7.5%，单纯从这一点，从经济上来讲，你的税收增加速度比GDP增加速度还高，你能叫减税吗？等把企业救活了，未来才能增加税收。供给侧改革，国务院明年考虑到企业这么困难，负债这么严重，明年财政收入应该不增长，甚至财

政收入负增长，地方财政厅、财政局就好过了。所以供给侧的改革就一句话，我们希望中央决策层能把减税作为未来供给侧改革的首要政策！谢谢大家！

乔依德：非常感谢韦森老师！他的观点一贯比较鲜明，如果在座各位参加过我们上一次宏观经济研讨会，他当时演讲可以概括为7个字，就是贬值、发货币、减税。这次他联系到我们媒体上比较热的词——供给侧改革，我也看了很多东西，也没有搞得很明白。所谓供给革命是从美国开始的，通过减税刺激经济。他提出既然我们要强调供给侧的改革，减税是应该重点考虑的，这是他主要的观点。

下面我们有请中国人民银行研究局国际金融研究处副处长谢怀筑进行主题演讲“十三五期间中国的金融改革”。大家热烈欢迎！

谢怀筑：十三五期间中国的金融改革

谢怀筑（中国人民银行研究局国际金融研究处副处长）：谢谢乔老师邀请我参加这个论坛，借这个机会解读一下央行的政策，包括“十三五”期间的金融改革，还有下一阶段政策趋向、方向、力度。

我今天的内容分成两个部分。第一部分是关于我们在“十三五”期间宏观经济形势的总体判断。央行要对冲宏观经济的冲击，我们要区分这个冲击是超短期的冲击、周期性冲击还是结构性的冲击。一般来说央行很少对超短期冲击进行反馈。比如说巴黎出现恐怖袭击会对全球大宗商品价格产生影响，但是央行不对短期冲击进行反馈，一旦反馈会对中期宏观带来影响。央行选择对外部宏观波动反应的时候，

你要判断现在面临的下行风险是周期性还是短期性的。我们“十三五”经济增长动力发生什么变化，在未来5年，结构化特征什么？由于这些结构化特征，央行货币政策总体方向应该是什么？

第二部分，我解释一下“十三五”期间金融结构改革的总体思路。刚才祝宝良老师讲得非常多。总体来说未来“十三五”期间我们面临的任務非常艰巨，因为已经承诺100年目标，在“十三五”至少要保持6.5%的增长率，要完成6.5%的增长率有很多结构性的改革要做，需要探索货币政策如何解决结构性问题。

“十三五”金融改革怎么使高度流动化的货币政策适应结构性变迁，这个是巨大的挑战。财政政策也是非常大的挑战，最近我们跟财政部综合司有很多的合作，关于“十三五”财政和货币之间的协调和配合。站在政府政策部门来说，有很多问题非常现实。韦森老师谈到减税的问题，明年的名义GDP下降到6%，整个税收自然就会收紧，明年财政预算赤字达到4%都非常艰巨。还有韦森老师讲到核心的问题，我们国库的库里资金有4万亿，它本身是一个拟周期的问题，当经济周期比较上行的时候，我希望库里的资金多一点，政府少花点钱。现在钱躺在央行国库账上，我们希望它出去，为什么这些钱花不出去？因为几级财政以后，实际上每一次中央进行大型财政扩张的时候，都是从中央到省、市这一级，县市一级加大转移支付的力度。现在有新的财政预算法以后，我们的财政纪律比以前更加紧了。一旦专项经费到了县，它要花这些钱，就需要中央相关主管部门跟它有一个配合，所以审批非常慢。中央财政和地方财政实际上今年还是挺积极的，不是没有花钱，而是这个钱到了县这

一级就出不去。从宏观政策制定角度来说，如何生成良好的政策，现在的挑战是非常大的。

下面回到第一个问题，我们当前面临的问题是结构性还是周期性？图1大家都很熟悉，左边的图是当前这一轮经济的下行情况，右边的图是自改革开放以来中国几轮周期的情况。对于央行来说要判断一个问题，实际产出和潜在产出是什么关系。从这张图来看，这是中国现在很多经济学家讨论的中国经济增长断崖式下降，这一张正是一个下行期。现在央行的主要问题是，潜在增长率到底是多少？假使现在中国潜在长期增长率只有6.5%的话，实际增长率有7%，如果这个判断是正确的话，它不能使用扩张或宽松的货币政策。核心在于潜在长期增长率，潜在产出在哪里？大家对当前这个问题分歧很大，比如说KPI的下降是不是通缩？通缩的实际含义是要素的闲置，你看我们劳动力市场，特别是低端劳动力市场，你并不感觉到它萧条。而且KPI走势和CPI走势有背离，我们做过一些实证研究，很难讲这一轮KPI下行一定对CPI是什么影响。如果央行有政策框架，大部分央行也是顶住CPI，而不是KPI。中国即使是平减指数下行，也并不一定反映未来有通缩的压力，从央行角度来看需要更多的分析。

下面谈我们怎么看未来的潜在增长率。图2是美国经济增长三个阶段，中国已经完成了这一轮工业化，韦森老师讲的，我不能同意更多。任何一个国家长期来看，它的经济增速是在下台阶。美国经历过34年到45年的平均增长速度10%。如果你一定要看长期结构的话，第一个台阶是10%，第二个台阶是1945-1971年的4%，第三轮是1971-2009年的2.7%。今天如果有人问美国宏观经济怎么样，这是第三



个阶段长达 30 年长期潜在经济增长率，美国潜在增长率已经达到这个位置。

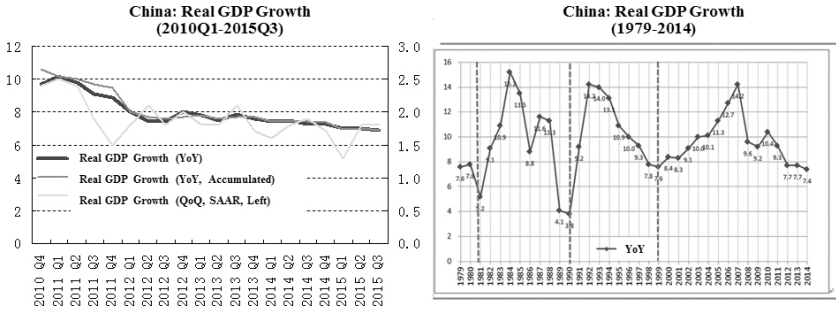


图 1：中国的实际 GDP 增长

- Phase 1, 1934-1945, averaged at 10.1%;
- Phase 2, 1945-1971, averaged at 4.0%;
- Phase 3, 1971-2009, averaged at 2.7%.

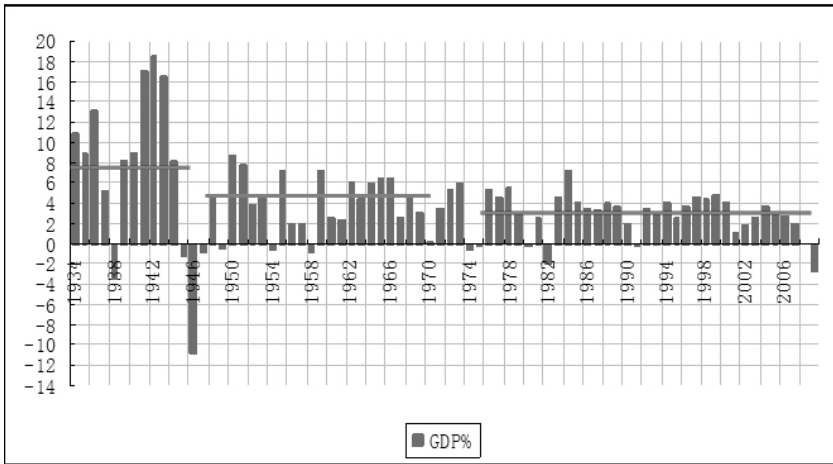


图 2：美国经济增速的阶段性变化

对于中国来说，如果你的判断是长期潜在增长率在下降，你就会发现宏观里有很多数据的对应关系不存在了。比

如果说通货膨胀和失业率的关系，失业率和 GDP 的关系，因为在发生结构性的变化。我们现在看中国的问题为什么分歧很大，那是因为我们进入到一个非常深刻的结构化变化中，这个过程对央行挑战非常大。任何一个国家的中央银行，基本上来说是从多目标最后走向单目标，从多个宏观目标最后主要盯住价格稳定。随着经济结构发生变迁，基本上来说它的主要控制目标是通货膨胀。2009 年之后，发现各种情况发生了变化，长期潜在增长率过分下调，导致实际产出过分下调，没有办法判断潜在增长率。为什么后来美联储政策目标发生变化，潜在增速菲利普斯曲线的各个对应的关系混乱了，不能仅看通胀，还要看 GDP，还必须关注劳动力市场，这就是政策框架的变化。我们判断美联储已经恢复到正常阶段，下一步可以再回到过去曲线上有一个正常的反馈，而中国不是。我们正在升级我们的框架，我们都不知道长期潜在增长率在哪里。

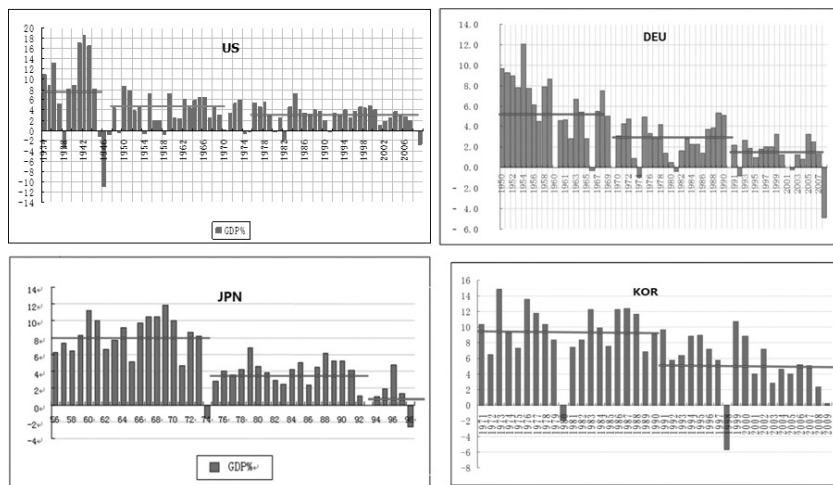


图 3：其他重要工业化国家的经验数据

经济增长下台阶每个国家都有，基本上经历的三个阶段都非常类似。可以从供给侧，从要素做一下简单的分解。从图3可以看到德国的情况，还有日本的情况，还有韩国的情况。韩国现在处在第二个阶段。所有现在主要的发达国家，特别是已经完成工业化的国家，都有三个阶段。

我们现在谈供给侧很多，为什么我非常同意韦森老师说的，中国已经完成第一个阶段，如果你对中国过去30年增长做一个简单分析的话，你会发现过去增长主要来源于劳动要素持续投入。当劳动力转移到高回报率地区，或产业转移到高回报率产业的时候，显然会得到一个劳动边界产品的提升，不仅是资源要素投入，同时也是效率提升，主要是集中在劳动力这个要素上。我们认为从1991年之后，中国劳动力市场逐渐发生一些结构性变化，它为我们过去30年增长提供非常大的支持。但是现在，中国经济进入一个阶段性变化，现在如果你要求中国劳动力市场还有持续增加的劳动力投入恐怕很难。现在放开二胎也晚了，我们不是移民国家。如果要培训劳动力技能提升，那是效率问题，要素投入在劳动要素这一块基本上耗尽、用尽了。

另外一块要素效率的改善。如果我们再去看一下结构的数据，看一下劳动力市场数据，特别是省际之间的工资增速，看一下农民工和城镇职工工资之间的差距，它们已经在逐渐降低，说明要素效率改善空间可能也很有限。未来第二个阶段，如果我们的资本要素流动，还有资本效率改善能够做得很好，整体TFP有提升的话，我们会稳定在一个相对于第一个阶段已经下了台阶的，但是长期可持续的均衡的位置。

现在我们面临的问题有两个。第一就是实际的产出在下

行，无论从投资还是消费来看，无论从需求侧哪个方面来看都是这样。另外一个就是潜在产出在下行，尽管我们说新常态已经说了很多年，从中央到各级决策层，到市场参与者，大家心里有没有准备要接受一个长期性增长在6%以下的水平？如果你接受这一点，你对这些事情的看法会彻底发生变化，对政策框架设计也会发生变化。我们现在面临的是双重压力，是两个增速的下调，一个是实际产出，一个是潜在产出下调。在这个过程中，各种因素在纠缠。我们判断在“十三五”期间，主要下行因素是结构性的。周期性问题，作为银行来说要防止惯性下滑，如果能够使得平均长期增速从10%平滑得下降到6%或7%的这样一个稳态，我觉得央行货币政策在“十三五”期间就成功了。这是一个大的判断。

在这个时期会发生什么变化，跟我们的政策有关。第一，收入格局。因为收入分配格局发生变化，所以未来总体来说我们的总需求结构发生变化。我们今天消费的上升可能还不是很明显，但是未来一定是主要的。不是因为我们过去政策特别推动了投资，而是因为过去的要素禀赋，使得居民在整个国民收入分配里的利润部分扩大了，而工资部分是被压抑的，一个压抑的工资加上比较低的边界消费倾向，宏观一定会带来比较低的消费。随着未来工资的上升，劳动成本的上升，和利润的收窄，未来从宏观上来看，一定是消费成为一个更为主要的拉动力，我说的是未来长期。为什么说再平衡，怎么使得消费在未来宏观经济增长中成为更均衡的力量？货币政策可以做什么？在这个过程中，过度投资还要不要去做？它是一个自然衰退的过程，它的衰退在于微观上首先企业的利润被压窄，因为生产要素成本在上升；宏观上来

说，可用的资金在下降，投资增速在下降，放在一个长周期来看也是这样。所以货币政策首先是压抑这个部分的需求。

第二，我们再看产业结构升级。在经济结构变化过程中，各个国家制造业增加值份额都会有一个衰退，而服务业增加值都有一个不断的上升，这背后有很多经济文献可以做解释，包括需求层面。未来消费或者服务业会有一个比较大的拉动，我们金融体系还没有做好准备。比如说服务业平均意义上都是中小企业，都是轻资产，如何使得银行体系更好地把这些钱投入到这样一个领域里，是需要深入研究的。还有对未来中国出口你们会不会有信心？1970年到1990年的日本经过产业升级以后，出口逐渐扩大。你可以想象一下，当你整个出口产品在整个制造业链条上逐渐上升，你的出口还会扩大。因此日元在战后过程中经过了3次结构性上台阶，它的中长期稳定汇率水平上了三次台阶。所以我们下一步必须要让市场作为一个主导力量来改革汇率制度，这也是一个在中长期可以预期的结果。

我的结论是：“十三五”期间总的货币政策趋向以结构性问题为主，这时候货币政策一定是中性适度的。因为过度放水只能使得泥沙俱下，货币作为一个高度流动性的工具，怎么处理结构性问题，需要长时间探索。我再回应一下刚才两位嘉宾谈到货币政策框架的转型，在这个时候推进利率市场化的意义是根本性的。如果你观察中国的要素市场，资本这个市场或者说实用资本的要素，它缺乏推动力走到核心地方去。如果你把作为资金价格的利率打通，按照市场需求来决定的话，东北的某些企业可能借的钱主要来还利息，但是很多好的新兴行业的企业可以承受20%的贷款利息，因为它的收益率在30%—40%以上。这种时候你让市场力量来

决定，把利率作为一个根本上决定资本的方向，这才是真正的资本深化和资本优化。我们认为，如果货币政策在未来能够做一个很大改变的话，会使实物资本的价格进一步打开。谢谢！

乔依德：非常感谢女士的演讲。“十三五”期间，全球央行货币政策目标有一个趋势，从多目标走向单一目标。我们国家现在有4个目标，可能以后慢慢就走到控制通货膨胀、价格稳定上面，这也是中国大部分经济学家的观点。现在经济下滑是周期性还是结构性的？当然有个别经济学家认为这是周期性的，全球经济复苏后我们还可以回到8%。但是大部分中国经济学家认为，这是结构性的，是由于我们本身的生产要素发生很大变化。针对这样一个总的判断，她认为在“十三五”期间，央行货币政策总的定调是中性和适度的，这也可以说是很重要的一条信息吧。

下面第三个发言嘉宾是渣打银行中国资深经济学家颜色现实，演讲主题是“深化十三五改革，迎接人口质量红利的时代”。

颜色：深化十三五改革，迎接人口质量红利的时代

颜色（渣打银行资深中国经济学家）：非常感谢各位嘉宾的到来，今天我讲的问题跟各位经济学家讲的都很相关。刚才我们主持人说了，我们很多经济学家在讨论到底是周期性还是结构性的问题。我想我也稍微回应一下，我的观点是既有周期性，也有结构性，我们不能否认有周期性的问题。我们总书记在讲供给侧改革的时候，其实说的是很全面的，在考虑需求面的同时增加供给侧的改革。但是我们这个环节

的主题是“十三五”，我个人也同意各位经济学家的观点，我认为更重要的或者主要的矛盾是结构性的问题。“十三五”很重要，因为我们要决定“十三五”钱花在什么地方，投资在哪里。“十三五”本来就是一个中长期的规划，“十三五”的投资可能到“十四五”、“十五五”才见效。所以结构性问题一定是非常重要的问题。

我把刚才各位经济学家的观点稍微重新整理了一下，我们为什么认为是结构性的问题。刚才韦森老师说第一阶段是工业化，我说的这个跟他们是一个意思。我们认为第一阶段是要素驱动，要素驱动最主要就是劳动力的驱动。中国以前有3亿农民工，这些农民工很现实，很勤奋，很努力，不仅是低价，而且是高质量的农民工。这些农民工跟美国形成了一种合作，美国专注于创新，我们专注于生产。这是我们第一阶段30年双位数增长的关键因素。

我们把中国模式稍微总结一下，在人均3千美元GDP以下叫贫困阶段，我们主要是脱离贫困陷阱，教科书上就是中国模式，我们依赖大量低成本，我们有一定的产权保护，但是产权保护没有过度，所以叫社会主义市场经济的初级阶段。还有健康的劳动力，初等教育的普及，初等教育很多是文革时期已经普及了，这个是中国增长教科书式的典范。但是我们现在进入一个中等收入阶段，我们现在面临的问题是跨越中等收入陷阱，需要的是持续改善市场环境、企业竞争力和劳动生产力。我们要逐渐提高效率，市场要逐步加强力量，政府要逐步弱化，做合适的工作。高等教育要逐步推广和普及，金融市场要深化，最终要进入一个创新驱动的阶段。创新驱动真正到了高收入，人均1.5万美元GDP以上，这个时候很多国家创新力量就衰退，只有像美国、德国少数

国家能够持续创新。这时候需要效率持续提升，全民教育和创新能力逐步提升，以及良好的创新生态和制度文化。我们现在要做的事情就是提高效率，为创新做准备。

为什么我们要转变增长方式，刚才各位专家都讲了，人口数量红利消失了。我们没有那么多3亿农民工，由于人口老龄化问题，现在很多第一代农民工已经50岁左右，很快他们就要退休了。新一代年轻人即使是农民工，也不愿意在原来地方工作。所以农民工出现结构性问题。人均收入也在提高，收入提高以后不爱干这种活。还有环境和资源的承受力，从北京来的人感受是最深的。还有持续的投入，边际收益持续下降。我们“十三五”讲中长期问题，最最关键的一点，就是人口的问题，人口是中长期当中最重要的问题。因为人口现在生出来，变成劳动力也得20年以后。这一次“十三五”在社会上引起最大反响的政策是什么，就是二胎政策。为什么我们要做这样一个变化？我们看到从70年代开始，人口增速就一路下滑。总和生育率是指一个妇女一生要生几个小孩，平均下来一个妇女一生生两个小孩人口才能稳定。事实上考虑到单身和不愿意生小孩的，平均下来一个妇女一辈子要生2.1个小孩人口才能稳定，2.1个小孩以下人口就会萎缩。我们普遍认为的老龄化国家，日本是1.3到1.4，俄罗斯谁1.3到1.4，韩国是1.3到1.4。如果我们相信第六次人口普查的数据，中国的总和生育率都要低于日本、俄罗斯、韩国，我们只有1.2。这直接导致一个后果就是抚养比的上升，一个工作的人口要支持多少不工作的人口，你要支持的人无非就是老人和小孩。现在2015年最低点，由于前期老人的人均寿命不是很长，小孩人数又少，所以我们抚养比是最低的，但是接下来我们抚养比就要上升。原因是

我们的计划生育政策，更重要的是因为老年人活得越来越长，这会导致我们的抚养比越来越上升。大概 20 到 30 年之后，我们抚养比就会超过发展中国家的平均水平，到 60 年之后我们的抚养比就会超过发达国家平均水平，这就会导致非常严重的后果。别的国家是先富后老，我们是未富先老，这是一个非常严重的情况。

我们看到现在已经有很多苗头了。事实上 2012 年的时候，人口劳动力总量就开始减少，现在每年减少 200 到 300 万人，这样一来成本就上升。10 年之前，平均每年成本上升 12.4%，2010 年之后增速加快了，事实上跟东盟国家比，我们是劳动力成本最高的几个国家之一。考虑到我们的生产力，情况还好一点。

另外就是社会保障压力越来越大，社保赤字一直是非常受关注的问题。人口逐渐老化，即使现在放开二胎，短期之内也见不到明显的好转，所以很有可能我们数量红利时代已经消失了。刚才韦森老师说供给侧改革，我非常同意他的减税观点。但是我想稍微补充一点，供给侧改革除了减税以外，还有更多内容，我认为它还包括所有要素市场的改革，很重要的改革就是人口的改革。事实上考虑到现在人口数量和结构的变化，我们相应的政策调整也是供给侧改革的一方面。现在人口结构发生什么样的变化呢？我们每年毕业的大学生数量，1999 年毕业 100 万大学生，但是今年毕业 770 万大学生，15 年翻了将近 8 倍。高校扩招的事情大家关注不够，甚至很多人有不同的意见，我们现在一年接近 800 万大学毕业生，再过几年，我们完全可以实现一年培养 1 千万大学生，10 年就是一个亿。新生儿 1600 万，每年新增劳动力的 2/3 是大学生，所以说中国以低技能工人为主的时代已

经过去了，现在就是高技能为主的国家了，这是世界历史上从来没有发生过的。韦森老师跟我都研究经济史、思想史。很多人说这些大学生没有用，我们一年培养1千万大学生，你说这些大学生没有用，那我打一个折500万，500万也是非常大的数量。所以之后就会出现一种情况，5年之后、10年之后，每个家庭可能雇不起保姆了，保姆很贵。可是我们企业可以顾得起最优质又最廉价的工程师，我们将进入工程师时代。我们要求供给侧，企业、政府都要做相应的调整，如果不调整，非技能工人成本上升，企业还不调整不升级，就用农民工，那你就等着关门跑路吧，或者就搬到越南去，或者搬到马来西亚去。面对要素市场的变化，企业必须要变化，这个事情又不能怪企业，企业没有钱，所以政策就要回到韦森老师说的，金融机构怎么支持企业升级，使得它能够承担风险，能够有实力去实践，然后雇佣大学生。

中国经济将来好还是不好？我想说中国经济有充分的潜力，做得好与不好取决于现在怎么做。中国经济将来要做得好，可以持续30年中高速增长。如果要再持续30年中高速增长，取决于3件事情：这些大学生以后都是中产阶级，怎样让这些大学生生活在正确的地方，就是生活得好，工作得好，然后玩得好，这就是我们中国经济30年最主要的任务。首先生活得好，生活在什么地方，这些大学生现在想去哪生活呢？只想去北上广深，因为他不去北上广深就得回老家，回老家自己技能发挥不出来，都得靠关系，找路子。为什么北上广深？北京雾霾那么重还愿意呆在那里？至少我投简历就可以找到工作。以后能不能推进城镇化，造出比北上广稍微小一点，但是有产业链的足够大的城市吸引这些大学生就业？所以我们的观点是，能不能在今后30年，

在现有基础上建造 100 个城区人口在 500 万到 800 万之间的大型城市，让我们大学生就业。这样需要推进户籍为基础的城镇化，需要进行财税改革。刚才韦森老师说的我特别同意，减税！一个重要的前提是，减谁的税，一减税公共产品怎么办？到时候城镇化，这些人进来，进来以后小孩子要上学，扩建学校钱从哪里来？中央和地方就要打官司。第一个问题是让我们这些中产阶级生活在正确的地方。第二个问题，让这些中产阶级大学生工作在正确的地方。工作好什么意思？我们现在产业结构没有办法升级，没有这个能力升级，所以这些大学生想在哪工作呢？想到政府机关、事业单位、国企，因为民营企业不要它，民营企业说我只要民工，这些大学生出来就业难、薪酬低，还不如上技校。第三个问题，让我们这些大学生玩得好，比如说大文化产业、大娱乐产业亟待发展，怎样让它们继续升级积累人力资本？

我们建议做什么样的改革呢？事实上我们建议的改革，中央领导都想到了，关键在于落实。今天说的深化改革，领导都已经想得透透的。第一是加快城镇化，进行户籍改革，建立全国统一的社保，便于劳动力流动。我们要保证土地使用权和流动权，使得农民没有后顾之忧。第二是打破区域分割，建立统一的劳动力市场。我们要促进东部腾笼换鸟，换出来鸟到哪？我们西部要赶超，逐步建立相应的体系，促进保障再培训，建立全国统一的劳动力市场。第三是一定要加大教育和人力资本的投入，提高人力资本存量。我们“十三五”纲要中说逐步普及高中教育，后来说了一句话，在有条件范围内贫困生免除高中阶段的学杂费，还不是一个全国统一的高中阶段的义务教育。我们觉得“十三五”期间完全可以做到 12 年义务教育，既然要促进质量红利的



到来，就应该逐步推广 12 年义务教育。事实上韦森老师说减税，我认为 17% 增值税降到 15% 一点问题都没有。义务教育推广到 12 年一点困难都没有。

如果劳动力市场配置效率能够在未来 10 年不断提升，提升经济总效率约 20% 到 25%，关键在于城镇化统一市场，以及人力资本的投资。如果我们做到这一点，中国经济完全有可能在长期之内保持一个中高速增长。明年发生什么事情我不知道，但中国经济中长期有它的潜力，关键我们要做好这个工作。谢谢大家！

乔依德：非常感谢颜先生的演讲，他集中说的就是人口问题，还特别指出人口结构发生很大变化，2012 年劳动力人口占总人口开始下降。现在存在的问题是，劳动力结构发生变化，和产业结构怎么配合，存在一个错配问题。最后他总结了几条，第一是城镇化，第二是统一劳动市场，第三是进一步提高人力资源。具体来说，他认为在“十三五”期间，应该 12 年义务教育制，不要说得模模糊糊。

下面我们有请上海社会科学院研究员、上海市政府参事左学金，他的演讲主题是“十三五期间应解决的民生问题”。我们热烈欢迎！

左学金：十三五期间应解决的民生问题

左学金（上海社会科学院研究员、上海市政府参事）：谢谢各位在 5 点钟以后听我演讲。

刚刚各位都发表了很多非常重要的演讲，我很赞成，我们国家经济下行可能是一个长期性的、结构性的，不是周期性的。我也赞成大家提出的很多想法，比如说如何提高我们

国家的创新能力，提高效率，如何来减税，如何对人力资本做更多的投资，如何提高我们金融的效益。我认为，除了减税以外应该减费，我们费也很高。费很高就造成你的负债繁多，如果费不那么高，可能反而好一些。

这次提了很多理念，都是我们中央的建议，或者是习总书记讲话的一些内容。有些东西大家比较关注，比如说扶贫问题，民生的问题、短板的问题，户籍人口城镇化的问题。我重点讲一讲个人的体会，不是中央建议当中的内容，是我自己学习中央建议后我的建议。一个是医疗，一个是教育，一个是养老。

我们常常把消除贫困看成是一种公平性的努力，我们生产出来国内老是不能消费，老是大量出口，长期来看也是有问题的。如果大量出口，你的利率就要升值了，你的货币就要升值，本币升值就影响出口。作为一个大国，最重要的还是应该放在国内。如果我们有很多贫困人口，国内消费肯定就不行。现在根据人均每天1美元的标准，我们还有1.28亿贫困人口，经过几年努力还有7千万，现在希望把它全部消除掉。

我感觉消除贫困最直接的举措是帮他脱困，救济他。但更重要是在前端，如何提升他的人力资本，加大财政对教育的投资很重要。但是中国碰到的一个问题，我们有2亿多小孩，6千多万是留守儿童，3千多万是城乡流动儿童，这些都是投入不足的，需要我们极度关注。一般发达国家教育经费都是地方承担的。但因为我国国家有户籍制度，有劳动力大规模流动，我认为可以适当增加中央财政事权，增加对义务教育的投入。

中央财政能不能统筹一半的教育经费？现在中央财政

收入和地方财政大概是一半对一半，中央直接支出百分之十几，地方支出百分之八十几。中央有很多专项，专项是“跑部钱进”。中央能不能拿出一半的钱，这个一半钱是按小孩人均，你在哪个流入地接受教育，中央钱就配过去，地方再配另外一半，这样就把公平性大大提高了。当然大都市也有问题，大都市教育是分到区，比如静安区的钱是用不完的，但崇明、金山的教育人均是不平衡的。

另外就是信息化。农村现在好多村子里面没有人了，或者人少了，就变成集中办学，造成大量的辍学。这个我感觉可以通过技术来解决，让小孩就地入学，通过视频来上课，减少老师，这个完全可以做。否则信息化永远是城里人在享受，农村的孩子享受不到。这是很容易做到的，可以考虑。我到云南、新疆调研，发现这是个很大的问题，小孩子上学的路越来越远，据说新疆小孩子从家到学校，骑骆驼要走两个星期。现在当然也要提高小孩子的数量，我们已经放开二胎了，可能在两三年之内全面放开，不放开大家都不愿意生了。

再就是基本医疗，我们国家可以做到。但是我们现在是两难，政府到底包多少？全部包负担太重，而且效率低；如果不包，穷人负担不起。我的看法是一二级医院要办好，我们完全有能力办成真正的廉价医院，支付标准降得低一点，可能15%、20%最多，而且让一二级医院的医生有更好更体面的收入。如果把我们的医保的钱拿出来放在一二级医院，经费就绰绰有余。我感觉“十三五”是可以好好做这个事的。

我们养老金现在有一个问题，有很多人没有拿到城镇养老金。他们实际上有养老金，但是原来每个月55块钱，现在每个月提到70块钱，这是中央给的。在中西部，中央给

多少地方就给多少，70块钱一个月，一年840。贫困县大概是2500还是2800多少，840就是贫困县的1/3，这个养老金实在很低。我们还要继续往前走一步。现在大家特别关心高龄农民工，50岁以上还在城镇打工，打了几十年工，一身病痛，拿不到城镇养老金。我们2011年才把他们纳入到城镇企业职工，但是现在50岁没有时间做到15年，所以我感觉可以把现在的城乡居民养老保险升级到非缴费型养老金，或者叫公民养老金。公民养老金就是财政给钱，这不是我们创新，实际上加拿大、澳大利亚、新西兰、韩国都有公民养老金，他们给的标准很高。我建议的标准给到贫困线以上，完全可以做到。我们算下来贫困线财政大概要拿3千多亿，实际上2千多亿本来就要拿的。因为有很多民政的救济，贫困补助，或者中西部养老金，居民养老金100%的补助，七七八八加在一起已经2千多亿了，所以3千多亿完全能做到。我们建议把人均GDP的6%作为标准来给公民养老金，全国65岁以上老年人都可以拿公民养老金，这样一来皆大欢喜，穷人、富人都有。当然富人可以放弃拿养老金。财政拿1千多亿，我们国家财政已经是十几万亿的盘子了，1千多亿简直微乎其微，完全可以做到。这将是我们的新一届领导给全国人民的大礼包，而且成本不高，可以实现。

关于全国统筹。我们认为，钱不够是因为缴费率太高。大家感觉奇怪，缴费率不高怎么造成钱不够？因为缴费率太高，非农产业劳动者参加企业职工养老金不到一半，40%几，50%几的劳动人口没有参加养老金，这样养老金体制的抚养比就高了，因为支持率低了，一大半人没有参加，这是一个问题。参保率低，所以抚养比高了。第二是地方统筹，中西部劳动力大量向沿海流动，造成我们国家从缴费和

支出来说，总盘子，2013年养老金报表还是结余的，但是中西部出了大量问题。5个省亏了900亿，沿海5个省却结余了1700多亿，广东就结余700亿。这个结余和亏损在某种意义上是制度造成的，因为没有全部统筹。全部统筹可能没有这么多结余，也没有这么多亏损。我到韩国参加一个养老金研究会，韩国是4.5%+4.5%，我们是20%+8%，公务员是20%+8%+4%，我们现在还要亏损，还要政府补贴。所以我们必须降低养老金，全国统筹。我的建议是，12%的缴费率由中央来缴，中央出40%。个人从基础养老金可以拿平均工资的40%。能不能做到？完全能做到。如果我们把农民工加进来，大概至少有5个人负担一个人，如果5个人每人缴12%，退休的人可以拿60%，不亏损，完全平衡。今后可能问题越来越大，一会适当提高缴费率可以适当降低替代率，这还是可以的。但目前我们完全可以用比较低的缴费率来实现比较理想的替代比。谢谢大家。

乔依德：学金对教育、医疗做了很多研究。我有一个小的建议，养老金除了财政以外，以前我们已经有一个政策，就是国有企业要把它的一部分钱交到全国养老保险，而现在没有落实。我建议你如果写报告也把这一条写上去。

左学金：上海国有企业拿的钱实际上不多，央企与其让它交养老金，不如让它少收点费。垄断价格收得太高了，供给侧首先是金融部门要好好改革，供给这方面赚钱赚得太多了。

互动讨论

乔依德：我就提一个问题，你们4个人只要回答一句

话。我的问题很简单，从你今天演讲的角度，你最希望今后5年“十三五”期间能完成什么事情？

韦森：希望我们财政收入的税收弹性不要大于1。

谢怀筑：市场机制改革，一是利率市场化基本完成，包括框架，二是汇率部分基本上完成体制转变。

颜色：楼部长能够在“十三五”期间全面推进财税制度改革，进行第二次分税制改革，在这个基础上进行户籍制度的城镇化。

左学金：我希望“十三五”能扎扎实实推动要素市场的改革，加大对人力资本的投资，促进创新创业。

乔依德：非常感谢4位演讲嘉宾的精彩演讲！也感谢大家过了5点以后还能坚持听我们会议！今天研讨会就到此结束，感谢大家！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）