

研讨实录

第 84 期

84

祝宝良：当前经济形势和宏观政策取向

陈 杰：对当前中国和上海楼市的分析

白重恩：中国的新二元经济



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
二〇一六年四月

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，成为了基金会的一个品牌。

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 '胡旭照' (Hu Xizhao), which is the name of the Chairman of the Shanghai Development Research Foundation Council.

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三次学术活动的实录，即基金会与上海社联（上海市社会科学界联合会）共同举办的三次“上海发展沙龙”，第113期沙龙祝宝良先生关于“当前经济形势和宏观政策取向”的演讲，第114期沙龙陈杰先生关于“当前中国和上海楼市的分析”的演讲，第115期沙龙白重恩先生关于“中国的新二元经济”的演讲。

在关于当前经济形势演讲中，中国国家信息中心经济预测部主任、首席经济师祝宝良先生认为，中国当前经济有周期性的问题，但主要是结构性的问题。目前经济增长基本在合理区间。他不认为中国正在由结构性通缩演变成全面性通缩，现在就是结构性通货紧缩，主要反应在PPI的下跌。如果不考虑PPI，考虑资产的价格，实际上是有通货膨胀的。他指出在经济结构调整中有一些亮点，体现在四方面。第一，新型战略性行业、高技术行业发展较好。第二，服务业，主要是金融，去年发展较好。第三，近几年劳动力工资上升超过GDP。第四，能源消耗指标下降。但是新型战略性行业、高技术行业占GDP的比重是8%，高技术行业占整个工业的比重大概是11.8%，比重较小。现在工业里，33%是传统行业，跟我们日常消费有关的行业大概占50%，什么时候高技术行业占到一定的比重，传统行业的比

重下来了，工业才能稳住。

在关于中国和上海楼市分析的沙龙上，上海财经大学不动产研究所执行所长陈杰教授指出，判断中国楼市有没有泡沫可以通过几个指标来看。比较常用的指标是房价收入比，以北京上海深圳的总经理平均四五十万的年薪的收入，也要八九年的收入才能买一套 100 平米的二手房，一线城市的房价收入比是相当高的。还有一个指标是租售比，上海等主要城市长期租金回报率在 1.5-2% 左右，对应租售比在 50-70 倍；日本现在的租售比可以达到 12.5 倍，即一年房子的租金回报可以达到 8%。美国的租售比达到顶峰时，就是美国次贷危机爆发的时候，最后以房价的大幅调整完成了这个周期。房地产总市值和 GDP 的比也可作为一个指标，2015 年中国 GDP 为 67 亿元，住宅房地产总市值是 GDP 的 200%。根据发达国家经验，美国这个比值超过 100% 时候楼市泡沫破灭，日本这个比值超过 200% 时候楼市泡沫破灭。因此，这三个指标预示着上海等一线城市的房地产已有泡沫。他认为，楼市泡沫化的危险比股市泡沫要大得多。股灾的损失主要在机构投资者，股市市值变动对普通居民影响不大，但楼市财富都主要在居民手里，并且有很高的杠杆率，与银行体系牵连很大，房价一旦出现大幅波动，将直接危及金融安全。

在关于中国的新二元经济沙龙上，清华大学经济管理学院副院长白重恩教授提出中国的“新二元经济”模型，即当

前中国经济分为政府主导部门和市场主导部门的二元经济。政府主导部门包含国企，以及为政府财政刺激的投资提供服务的企业，包含所有的建筑企业。中国的新二元经济表现出以下四个特征。第一，实际利率在上升，但资金回报率却在下降。第二，工资增速高于 GDP 增速。第三，低技能劳动力的工资增速高于高技能劳动力的工资增速。第四，政府主导部门的扩展快于市场主导部门。他建议政府不再对政府主导部门进行大量投资，这虽会造成短期的痛苦，但将带来市场主导部门活力的恢复，最终走出低效率循环的困境。如果不愿意短痛，可采取的办法有两个。第一个办法是采取宽松的货币政策，但这个方法实践下来效果不明显。还有一个办法，就是降低企业成本。通过营改增，可以减少企业成本约 5000 亿，但这还远远不够。最可行的方法是降低社保缴费率，可以将国有资产划入养老金以补足欠帐，这样将养老缴费比例从 28% 降到 20% 是完全可以的，如此就能有效降低企业的成本。

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

二〇一六年四月十五日

目 录

祝宝良：当前经济形势和宏观政策取向.....	1
陈 杰：对当前中国和上海楼市的分析.....	31
白重恩：中国的新二元经济.....	54

当前经济形势和宏观政策取向

中国国家信息中心经济预测部主任、首席经济师
祝宝良

上海发展沙龙第 113 期
上海新锦江大酒店 2016 年 2 月 22 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们沙龙的演讲开始了。我简单介绍一下我们今天的演讲嘉宾，国家信息中心经济预测部主任和首席经济师祝宝良先生。祝宝良可以说是我们基金会的老朋友了，我们每年都开宏观经济论坛，他来的次数也是比较多的。上次有个会议他准备了很多 PPT，但因为那个会每个人讲话时间不多，所以我当时跟他说，以后我们另外找个机会让你讲的时间多一点，45 分钟到 1 个小时。刚好过了年以后，大家对中国经济比较关心的，最近议论很多，他因为处在这个位置，所以对全面的情况比较了解。我刚才问了一下，祝宝良其实和我们上海有一定的渊源，他是华师大毕业的，开始学数学，后来学计量经济，所以对上海还是了解的。他在美国路易斯威尔大学进修过宏观经济和数量经济；在日本国际东亚研究中心做过访问研究员；在宾夕法尼亚大学经济系也做过研究工作。大家最近对宏观经济比较关注的，常常会在报纸或杂志上看到他的大作。下面让我们以热烈的掌声，欢迎祝宝良先生给我们做演讲。

祝宝良（中国国家信息中心经济预测部主任、首席经济师）：谢谢乔老师，非常高兴有这个机会，在这里给大家做

个演讲。我也是班门弄斧，在座的很多都是大家，每个人都可能讲得比我还要好一点。今天完全是一个内部的讲座，我把我的一些观点给大家做一个介绍，由于时间关系，我尽量讲短一点，留出些时间讨论。

最近变化比较大，春节前一天，我们接到一个任务，讨论一季度经济形势，让出政策。当时好像大家都很悲观，传出来的消息说统计局的数据很悲观，工信部的数据比统计局还悲观。我们当时说，6.5 能保住就不错了。因为这些消息传到了上面，所以领导就让发改委赶紧把一季度的形势拿出来。当时一季度一月份数字还没有出来。我汇报的时候就说，中央经济工作会议刚刚开完不到一个月，难道中央经济工作会议的判断有错了吗？我说我已经写了十几年的中央经济工作会议报告了，去年中央财经领导小组第 11 次会议，我们 9 月份就在那里写。第 11 次会议提出结构性改革，当时我们 11 个人在那里起草，到中央经济工作会议 12 月 21 号开完会。那时候的理念是一致的：中国经济有周期性问题，但主要是结构性问题，所以提出结构性改革。我说刚开完会，还没有一个月，是不是很多结论就变了？当时会上，就有人提出来不同看法，主张提出一揽子刺激政策。这就有问题了。

上周五在北京开一个公开的 50 人论坛，来了很多记者，我看领导讲话都非常小心。实际上，论坛的观点又回到了中央经济工作会议上。对这些问题，到底怎么去解释？两会马上就要开始了，我看了征求意见稿，基本上还是中央经济会议上讲话的一些内容。

可能是由于今年美国经济不是太好，人们对世界经济的判断发生了变化。我觉得是两个方面的事，一是人民币汇率

过快贬值，这一点把我们领导同志吓住了；二是就业，很多反映回来的数据非常不好。但从统计数据上看，还可以嘛。领导对我们各个地方反映出来的数据，说了两个话，第一个叫做减薪就业，你可以工作，但是工资只给你一千块钱，你在这里就业；第二个叫降低质量就业，就是一个工作，两个人轮流干。然后，我们内部也在讲，到底这个就业形势怎么样？我们发现很多就业数据搞不清楚。后来领导就讲，在就业数据搞不清楚的情况下，我们现在讨论来讨论去，有没有依据？最近这些问题，使得大家的看法确实就不一致了。

另外，前一阵子有些老师提出来，能不能公开搞一揽子刺激政策，包括咱们社科院的余永定老师，他的一些看法还是有一些代表性的。在国内，现在讲中国经济主要是周期性问题的，大概还剩三个人，一个是林毅夫，他一直认为中国经济是个周期性问题，周期的主要问题在国外。第二个是李稻葵，他到现在还在坚持，说中国还是一个周期性的问题，既然是周期性的，还是可以扩张的，但是扩张过程当中要注意金融风险。第三个可能就是北大的曹和平的老师。剩下大部分人的看法，基本上还是觉得中国的主要问题是结构性的，但是周期性的问题可能有点加重，这是普遍的一种观点。

我把这些观点梳理梳理，说一说我们到底是怎么看这个问题，中央经济工作会议从9月份开始起草，到11月财经小组会，我们大致有哪些看法。我讲经济是结构性的问题，实际上从2014年就已经开始了。2014年我们起草了“新常态”，当时我们四个人写了九大特征。从2014年5月份开始，我们已经认为，中国的主要问题是结构性的，2014年

中央经济工作会议到 2015 年中央经济工作会议，一年下来这一点没有太大的变化。

变化主要发生在哪里呢？从 2014 年提出来“新常态”，到 2015 年 6 月份股灾，这半年时间，我觉得在实践过程当中，在政策制定上，出了很多的问题。我自己感觉，从 2014 年底到 2015 年 6 月的半年时间，中国宏观调控的目标变了三次。2014 年年底，当时提的很清楚，是结构性问题，主要问题放在结构调整上。这个提了一个多月后，跟今年一样，去年年初经济一下子下来了，2014 年还有 7.4-7.5，一下子降下来 0.5 个点。当时我记得很清楚，2015 年 1 月份，有个会找我们几个人去，领导就说，我们不要开门红，但是也不要给我们一个下马威，尽管中央经济工作会议决定主要目标是经济调整，稳增长还是很重要的。从去年 1 季度开始，实际上稳增长是主要目标。然后，一直到 6 月份股灾出来以后，实际上政策方面是在防风险。我们当时感觉，到底目标是什么？因为目标不同了，政策就很多，再加上一些改革的政策也出来了。我跟大家说说我们现在改革有多少，三中全会提出 336 项，四中全会的改革是 175 项，五中全会的改革 75 项，这是已经分解到各部委去的，加在一块，586 项的改革。这个改革是怎么改的？就是出文件，谁出了文件，就算改革了。各个单位都在出文件，关于改革的、增长的、防风险的，因此好多政策就出来了。

我记得去年七八月份的时候，在总理座谈会上，我就说了，我说这个政策太乱，乱的原因在于目标不明确。防风险不是一个长期性的目标，现在核心的问题是，稳增长是主要目标，还是调结构是主要目标，能不能把这个问题说清楚？这样我们可以把相应的政策理一理，不要那么乱。另一方

面，一旦经济真的要出金融风险了，有一些短期的应急政策，是可以做好准备的。去年八月下旬，有一次，领导找了很多人去座谈，问我们到底是什么看法？目前的政策到底是什么情况，你们怎么看？当时我说经济增长速度总的来说还可以，但是就一个字，乱，政策乱。我说能不能找一个中期的政策目标，短期找不出来，就找一个中期的宏观调控的目标，我们围绕这个目标确定一些政策，然后来督促执行。那次找了很多人去开会，我们 50 人论坛内部也开过一次会，大家敞开谈的比较多。实际上那个会上大家一致提出说，应该搞一个大概三年左右的政策，这就是供给侧结构性改革出台的背景。

后来就说要开第 11 次中央财经会，能不能把未来三到五年，以三年左右为主，把面临的主要问题说清楚。然后就开始有一个组，大概找了 10 来人。大概到 11 月 10 号，这个会开了。开会的时候，中间提出来“供给侧结构性改革”，目的是想解决这个问题。我觉得呢，去年这个问题比较乱，到了七八月份领导开始关注这个问题了，提出来“供给侧结构性改革”。这个时候一直到中央经济工作会议结束，大家基本认为，中央调控的目标是不是就转成以结构调整为主，兼顾稳增长和防风险呢？

没有想到中间出了几个事情。第一，今年人民币汇率开始贬，包括两次熔断，一个是股市，一个是汇市。这个问题使大家普遍感觉到，风险是不是变大了？正好过了 2 月份，美国经济也不太好的时候，人民币的汇率稍微稳住了一点，防风险又出来了，变成主要问题了。第二，今年经济增长速度又开始下行，而且下行到多少，看法也不一致。现在发改委的基本观点是，可能是 6.5，工业可能要回落到 5.5 左右。

有的还讲，一季度工业可能要回落到 5。这样一来呢，我们看到货币放的很多了，今年 1 月份，社会融资增量就放了 3 万多亿，这里还不包括地方政府的债务置换。如果考虑到债务置换，今年 1 月份的社会融资增量是天量的。这是我们要看到的，对一些问题的争论。

我自己的基本看法呢，第一，评价当前的经济，大家一般说 7% 左右基本合理。第二，结构调整确实有一些亮点，主要是四方面。第一，从产业结构来说，大家看到新型战略性新兴产业、高技术行业占 GDP 的比重是 8%，高技术行业占整个工业的比重大概是 11.8%，速度大概都在 10.5% 的样子。比重比较小，但是发展还可以。

第二，就是服务业。服务业主要还是金融，去年金融业的发展还是比较不错的。去掉了金融，服务业也没有那么快，大概 1.3%，是金融把它拉上去的。大家都认为结构调整还是有进展的，但是这个结构调整，按我自己的说法，是相对价格变动引起来的，并不是真的政府调控以后有多大进展。反应在价格上，工业品的价格下跌比较快，新兴行业的价格基本是稳定的，除了 PPI 里的专门行业，剩下的工业品行业基本稳定在 0 左右。服务业的价格涨的比较高。相对价格的调整，我认为是结构性调整很重要的一个支持动力。所以我们说结构性改革，还是要调价格。把一些价格放开，有可能我们调的还会好一点。还有就是消费比重在上升，这个不展开讲了。

第三，就是收入分配。收入分配里有一个问题，连续近五年了，劳动力的工资上升超过了 GDP。反映出另外一个问题，就是劳动生产率超过了工资，劳动生产率又在下降。我们当时就说了，巴拉萨—萨缪尔森效应，就已经决定了人

人民币汇率要贬了，从这个角度说，人民币汇率是要贬一贬的。一方面我们看到结构在调整，另一方面，这次降成本是很重要的一环。所以楼继伟特别强调，几次讲话都提到了劳动法是一个恶法，当然对外讲的时候，他很客气。我们看到，从收入分配上说它是好的，但背后可能隐含着成本的问题。讲到这一点，等会我会讲到疑惑，怎么解释这个经济现象。

第四，从要素投入角度上，大家看到，能源消耗这些指标下降了。

看到的亮点，大概就是这几个。结构有进展，结构进展里面很多可以用相对价格来解释。

经济增长基本在合理区间，这个合理问题怎么解释？不外乎看两个指标，一个看就业，一个看物价。我刚才实际上已经讲到了，中国的就业到底是一个什么问题？自今年1月份开始，我们已经把失业率调查从50个城市扩大到所有地级以上的城市了。调查的结果是，失业率还是下降的。原来是31个大城市是5.1，现在调查下来是4.9，从这个指标上看就业不是问题。我自己也觉得，在中国就业不是一个问题。就业的主要问题在哪里呢，是“非农就业”这个数字，本来它也不是很准确的。发达国家农业人口很少，非农数据很准确。但我们的农业人口很多，经济不行农民就回去了，这你算不算？当然从另外一个角度说，推动改革不要担心就业。你想改革，可能有一部分农民痛苦一点，回到农村去了，但就业可能不是这一轮的主要问题。社保体系也在完善，跟1998年国企改革相比，就业不是改革很大的压力。去年也能看出，跨区农民工是零增长，基本上农民工进的和回的平衡了，很多农民工回去了。从这个角度上讲，7%也

合适。另外，我们去年去了几次东北，在一些地方调研，实际上发现就业压力没有那么大。从这个角度看，7%左右还是比较合理的一个速度。

其次就是看物价了。这个物价到底怎么反应？我自己对物价是迷糊的。有两个指标，第一，连续五年中国劳动生产率的上升超过了工资，这在国外马上就引起通货膨胀。因为其他要素成本，包括资金，可能降了一点点，土地价格实际上没有降，甚至还在增长，只不过是转移出来的地少了。但是作为主要的生产要素，劳动力五年连续往上涨。第二，从需求角度上看，M2 的增长速度这几年都超过了现价 GDP 大概 6、7 个百分点。过去我们做模型的时候就知道，货币化过程加上通货膨胀，每年超过三个点就行。现在这么多的货币下来以后，物价却不涨。我最近关注，也让我们的人在研究，一些统计比较好的发达国家数据，美国、日本、欧洲基本 CPI 都是零，还有个别月份是负 0.2 左右。中国的 CPI 大概在 1.5 到 1.8。发达国家 CPI 在零的时候，它的 PPI 基本在负 2、负 3，可以用输入性的或者用大宗产品价格的下跌来解释。中国是多少呢？负的 5 点几。先不去讨论原油价格和大宗初级产品价格下跌是不是由中国因素决定的，我们也用我们的投入产出表去算，如果按照现在的输入价，传导到中国大概降多少？算下来大概降 3.2。负的 5 点几里面，超过 2 个百分点基本是产能过剩造成的。

最近发改委有个判断，我不太同意。就是中国正在由结构性的通货紧缩演变成全面性的通货紧缩。这个结论对不对？我认为是不对的。我说现在就叫结构性通货紧缩，主要反应在 PPI 的下跌。如果不考虑这些，考虑资产的价格，包括土地的价格，股票的价格，特别是债券市场的价格，实际

上是有通货膨胀的。我个人这么解释这个问题，现在大量的货币实际上还没有进到实体部门去，这才是供给侧结构改革的说法。中央经济工作会议上，这个话是模糊过去的。讲成绩的时候，讲价格温和；讲问题的时候，讲工业品价格连续下跌，把这个问题模糊过去了，理论上确实说不清楚。我认为从价格上来说，传统经济解释不了这个问题。如果把一些资产价格放进去，现在是不是应该叫滞胀，而不是全面通缩啊。否则的话，如果按照现在的这个说法，凯恩斯主义的理论也可以用，因为经济在下行，物价在下跌，凯恩斯主义还可以用。这是我自己的一个迷惑，这个问题我们要讨论，我自己的看法就是最多提结构性通缩，而不能提全面通缩。这是我关于对当前形势的看法。

如果对通货膨胀的判断，是结构性通缩演变成全面通缩的话，那么当前所有的政策，都是要扩张的。如果它不是，只是结构性通缩，我们就认为，目前更多的问题还是结构性问题。第二个我感觉迷惑的问题就在这里。总书记在去年的中央经济工作会议也讲了，有周期性问题，但主要是结构性问题。那么现在，结构性问题和周期性问题怎么搅合在一块的？传统经济学把它分开来的，供给曲线就是供给曲线，需求曲线就是需求曲线，供给曲线和需求曲线没有关系。我们说它有问题，就在于投资，短期是需求，中长期就变成供给了。现在问题就在这里，如果认为我们目前问题是结构性的，那么中国的增长速度下行就是结构性地减速。当时算十三五规划时，我们也讨论过这些问题，我们也算过潜在增长能力，十三五规划里的 6.5% 就是用的我们的数字。2014 年我们就把这个课题做完了，当时就说，中国的潜在增长速度就是现在这个样子。那时候也考虑到人口的问题，储

蓄率下降的问题，自然环境约束的问题，我们都考虑到了。自然环境当时对中国的 GDP，每年拉下 0.5 的百分点。两年在发改委讨论的时候，环境司司长不同意我这个观点，认为环境投入是拉动经济增长的。我说你得考虑机会成本，这个钱放到哪里去。另外考虑到服务业比重上升以后，劳动生产率在下降。我们当时也认为，目前的潜在增长能力可能就是 7%，整个十三五在 6.5% 左右。课题组当时讨论这个问题时，大部分人是同意这个观点的。

目前这个速度，理论上怎么解释周期性和结构性搅合在一块？我个人认为，这个传导机制就是一个预期，是一个信心问题。现在经济的下行是结构性减速。有人说现在新常态了，经济在换挡，所以慢就慢吧，这是因为结构性的减速，不是我不干，干也是这个样子。领导在这次中央经济会议上说，对新常态有三种看法：一种人认识到了，在拼命地干，实际上是在说深圳，深圳干的挺好；还有一部分人认识到了，但就是等着，包括大部分沿海地区；还有一部分人，根本没有认识到，一看速度不行，还是在拉速度，像大部分中西部地区。把新常态说成是一个筐，什么都往里装，因此领导在批评这个问题。

这中间有结构性的问题，也有周期性的问题。房地产周期性下行以后，导致投资增长速度下行，投资增长速度下行反过来又导致结构性的速度下行。现在这些问题搅在一块了，使得大家的信心基本上没有了，预期也没有了，我觉得这是要解决的一个问题。预期怎么来的？还不是这些问题吗？反腐败的过程中，激励机制和约束机制到底应该怎么弄？所以在中央经济工作会议上，我们当时提出怎么解决这个问题。中央经济工作会议怎么引领新常态？当时我们写了

12条，现在就简化成10条，其中一条就讲预期，能不能把预期改变？后来在中央经济会议上讲的四条：第一条说发展还是硬道理；第二条讲改革开放是发展的关键动力；第三条讲人是最活跃的因素，三个关键少数，就是企业家、创新人才和广大干部积极性。但是这三个积极性怎么调动，始终是一个问题。在省部级干部讲话上，习总书记讲到了，干部的积极性是目前党建最迫切的问题。有一次我们去浙江调研，我们问怎么调动干部的积极性？浙江有一个人就告诉我们，很简单，现在你让52岁以上的人全部退休，把52岁以下的人全部提上来，因为这些人没什么腐败，上来让他干活。刚开始改革开放的时候，胡耀邦、赵紫阳就把年轻干部提拔上来。但这个怎么执行啊？没有办法执行。镇以下的，一般52岁就退掉了。我看我们老家的那些镇长基本都退了，当书记去了，是年轻的镇长在干。所以这也不是一个办法。我觉得还是没有找出来一个对企业家和创新人才的激励机制。还有第四条，讲到坚决防止中等收入陷阱。既要反民粹主义，又要防止收入差距过大的问题。从这个角度上，从预期的角度上，从宣传角度上，把问题提出来了。

目前我觉得从理论上比较难的问题，就是周期性和结构性问题搅在一块，国际国内搅到一块以后，到底是什么样的影响？我们结构性的减速，跟周期性的减速，到底各占多少影响？我们用模型去算，实际上算不出来，我们最近在用模型模拟，各种改革下来以后经济上涨多少，现在做出来的结果，我觉得也不是很满意，没有办法回答这个问题，和预期、信心搅在一块。怎么把这个问题破解掉，是我们目前要讨论的问题。

为什么到目前为止，我觉得一些问题主要还是结构性

的？第一，是产能过剩的问题。为什么大家信心不好？产能过剩这个事提出来，是去年 11 月 10 号开完会以后，当时叫三去一降，没有一补，当时叫“去产能，去库存，去杠杆，降成本”。中央经济工作会议加了一补“补短板”，变成五大工作了。开完会以后，把这四项任务分了，发改委和工信部负责去库存、去产能、降成本。建设部开始研究去库存。去杠杆的事交给了央行。发改委急急忙忙出来两个文件，钢铁行业三到五年降 1 亿到 1.5 亿吨，煤炭降 5 亿吨。这两个文件一出来，一片骂声，为什么？2015 年还没有提去钢铁产能，就去掉了 6700 万吨。我们准备要搞三去一补的时候，提出三到五年降 1 到 1.5 亿吨，一年只降二三千万元，我说不用你去，市场有可能去掉两三千万元，当时钢协的人意见非常大。煤炭的人意见就更大了，到去年年底 58 亿吨的产能，今年还要增加 3 亿吨，实际上去年才需要 38 亿吨煤，多 20 亿吨，你才降 5 亿吨怎么能解决问题啊？钢铁大家都知道，12 亿吨，去年产量 8 亿吨，我们出口 1.2 亿吨，实际上 7 亿吨就够了。五年时间就算降了 1.5 亿吨，怎么能解决产能过剩的问题？当时我说中国的经济可能最快还得探两年的底，讲的就是产能过剩的问题。我一再说，去产能过程当中不一定对经济造成非常大的冲击，经济增长速度不一定降得很厉害。现在要以销定产，你要多少，我就生产多少，产能摆在那里，只是没有把它用起来。为什么要去呢？去的结果，可能把一些问题显性化。其次，能在比较短的时间内降低融资成本，把一些坏账剥离掉以后，从财富效应这一块影响到增长，并不直接影响增长，因为库存在它也没有用嘛，只是把一些问题显性化。所以我说，这个改革不一定有那么大的阻力。

现在出来这个政策，我对经济改革的信心越来越不那么足了。当时我说，为什么出这个政策？这三年五年，1亿吨到1.5亿吨，到底问题出在哪里？如果中央真的下决心解决债务问题，很多地方还是愿意降产能的，留着它也没有用啊。当时我们为了这个问题还提过，说最好不要猝死，要安乐死，这是写报告的时候。这我也不太同意，猝死就是突然就死掉了，安乐死就是慢慢死，什么叫安乐死？安乐死就是最后好企业变成差企业。如果这个过程当中，不进行国有企业改革，大家就一块死。有人就告诉我，说朱镕基1998年改革的时候，就是这么干的，抓大放小。我说那时候不一样啊，两年以后加入WTO，中国的房地产、汽车、旅游全部起来了，产能不仅不过剩，反而不够了。现在这个需求结构，没有人给你消化产能了。现在还要那样做，行不行？关于产能这个问题，我现在的看法是，如果是这样，经济有可能缓慢的下行，而且这个下行不是三年，可能拖的时间还要长。

现在发改委还出来一个文件，除煤炭和钢铁以外，所有的僵尸企业怎么处置。但什么叫僵尸企业，你都说不清楚，不同行业的僵尸企业是不一样的。想把这个标准拿出来，拿得出来吗？在中国不可能拿得出来。

第二，关于房地产的问题。一个是狭义上的房地产库存，就是现在没有卖出去的库存，加上在建规模70多亿平米，还要加上拿到地还没有建的，把这个房地产库存消化掉。按照去年卖掉11亿平米这个数字算，大概需要7年时间消化掉，这是最大的口径。按照第二个口径，库存加上在建规模的，现在拿了地的可以不建改用途，大概需要六年时间。那么未来五年，房地产的投资就是很大的问题了。

我个人觉得它是带有周期性，而产能过剩基本还是结构性的问题。

房地产有一定周期性问题，但更多的也是一个结构性的问题。我们起草文件的时候说，如果现在农民工都买房子，这个房子是不够的；如果农民工不买房子，这个房子基本上消化不掉了。现在看到的现象是，北上广深都在疯涨啊。三四线城市，大家都认为基本是完蛋的。现在就是一线，加上个别的五线城市。五线是什么概念呢？就是一些经济发展比较好的镇，我们给它扩权，给镇赋予县一级的权力，有些特色镇发展得还可以，但是那个的量就比较小了。房地产的调整什么时候结束，现在看法真的不一样。我们原来认为，调两年差不多，所以当时估计 2017 年就可以出来。但是到现在，房地产实际上没有太好的政策。当时弄出来一个政策，给农民工户口，让农民工来买房子。这样就有两个问题，第一，农民有没有要户口的积极性？第二，地方政府有没有给农民工户口的积极性？直接用户口来度量，是一个非常差的政策。如果你把农民工所有的地，宅基地、承包地、建设收益权，全部都拿走的话，农民就不要那个户口。如果全部给他留着，地方政府就不会给你户口，一个户口需要的建设投资是平均 15 万，这 15 万怎么来？中央有一个政策，财政转移支付和人口挂钩，土地和人口挂钩，基础建设和人口挂钩。能挂多少钱呢？怎么算，也就是能挂上大概 1 万块钱一个人，15 万和 1 万，还差的太远了。后来我们想过两招，一招叫居民居住证，不要户口，只要他在那里居住就给他，这样能不能鼓励他们买房子？第二块，就是要建立政策性住宅银行，能不能建起来？实际上就是要用公积金的钱，我们正在研究这个问题。能不能把一部分公积金注入政

策性住宅银行，建起这个政策性住宅银行以后，包括农民工，你只要持有居住证在这里，就能以比较低的利息来贷款买房子，甚至采取对你付的利息进行补贴的办法。当然我们后来也发现了，如果一点利息不收，农民工拿到钱就做高利贷去了，他就转贷出去了。后来我们说，你得交上一点首付，你不交，我给你收了，抑制农民工把资金拿走。有什么政策能好一点解决这个问题？

现在到底有多少农民工买房子？跨地区的农民工至少有 1.5 亿，现在调查下来，只有 1% 的人买房子。大部分买房子的农民工，是没有跨区的那些农民工，他在输出地买房子，他就不跨区，不跨乡镇。跨区、县的，只有 1% 的农民工买房子。我觉得调整的时间要长，如果房地产不到位，中国经济就没有到位。我觉得今年房地产最好的情况也就是零增长，弄不好明年也是这么一个水平。乐观的人认为，今年到 6 月份，房地产可能就回升了，我觉得可能性不大。因为房地产的新开工面积和土地购置面积，已经连续两年为负了，这意味着后来的投资不会太高。我们看到，即使一线城市房地产投资很高，但是你把房地产投资减掉土地，变成固定资产形式，这个量是很小的。一线城市主要是在土地上，土地是不计入 GDP 的，我们还要考虑这个问题。

第三个问题就是地方政府的债务问题了。大家都知道，债务问题要三年全部置换掉，我觉得这个政策是对的。去年我们又发现了这么一个问题：去年一年的基础建设投资大概 10 万亿的规模，不包括电力的，就是交通运输加上一些公共市政建设。这个资金是怎么来的？财政 3 万亿，民间投资大概两万多亿，剩下还有 5 万亿资金是从哪里来的？去年的地方政府已经没有钱了，没有新增的债，去年不让地方政府

发债，置换的就是一个存量。去年就发了 1 千亿的专项债。地方政府新的钱是哪里来的？主要是卖地，去年土地才卖了 3 万亿，还不是纯收入。假设拿 3 万亿全部投资，还有两万亿的缺口。实在是没有办法了，地方政府又跟国有企业，跟一些银行，搞联合发基金，又变相发债了。其次，发改委和财政部在协商不成的情况下，搞了专项建设基金。什么叫专项建设基金？就是开发行给农发行，给储蓄银行发债，发了 7 千亿，这 7 千亿作为资本金给到地方上去了，谁报项目就给谁。你拿了 this 20% 到 30% 的资本金，剩下的钱你再到银行拿。什么概念？变相的债又出来了。我在一次会议上就说了，你让地方政府发专项债，如果这个项目在你的五年规划里面，国家发改委也审批了，你可以发专项债，成本又低，又是透明的。但财政部不同意，财政部说按中国的预算法，地方政府的财政必须是平衡的。

这两年我们只是给了财政赤字，去年地方财政赤字是两千亿，包括 1 千亿的专项债，还有 1 千亿赤字。今年两会上，中央经济工作会议上，写的预算是今年再给地方政府 2800 亿，相当于 3 千亿的规模，就给你这点财政赤字。今年要增加投资 15%，才能保证 6.5% 的速度。我们算房地产投资、消费、进出口，地方基础建设投资必须要投进去 15%，去年 10 万亿，今年要多投 1.5 万亿。如果土地购置和今年一样，地方政府的财政支出也一样，PPP 也一样，加上新增的这块，那就要 3.5 万亿。3.5 万亿投资从哪里来呢？我的意思就是，能不能索性就让地方发债了。当然如果加上 3.5 万亿的债，整个国家债务占 GDP 的比重就不是 3 了，就变成 7 了，那也是很厉害的。这就违反预算法了，这个没有办法，发改委想什么招呢？今年继续搞专项债，就是专项

建设基金，要发到两万亿。这样一来，实际上成本上升了，因为剩下的钱，地方政府变相从银行贷款，又回到银行的债，刚处置完又出来了。所以中国的事情，各个部委之间怎么协调？中间有一次，财政部和央行，我们叫财政学会和金融学会，联合开一个内部会，部长司长都在。我当时提过，为什么非要不要把遮羞布拿掉呢？现在发债的利率这么低，地方政府还有基础建设，能不能让他们发一点债？发了以后还能降成本。这就涉及到中国未来财政的可持续性。我说你如果不发债，还是不可持续的，变相又出来债务了，几年以后还要再处置地方债务。三年把 15.4 万亿全部置换掉，今年置换了 3.2，还剩下 10 万多，一年还要置换 5 万亿，这个没有问题了。这是我们讲到地方政府的问题，这也是一个结构性的问题，需要我们财税制度怎么去改革。但是，两会上中国的预算法已经通过了，很难再改了。我说专项债不是一般债，专项债可以由国务院给额度，能不能把这个问题解决掉？但是今年看，基本没有太大的希望。

还有一块就是企业经营成本比较高。当时讲了八个高，部长出来讲的，融资成本、税、费、工资、社保（社保里面主要是一金）、还有另外两险（工伤和生育险）。这个一金，现在累计收了 9 万多亿，但是只有 1.1 亿职工享受这个住房公积金。有这个住房公积金的，基本还是在正规部门工作的人，基本都有房子，他的公积金基本不用。真正需要房子的人，都没有公积金。敢不敢下决心把这个公积金取消掉？这是一个思路。第二个思路，如果不取消掉，你可以把它注入到一个政策性银行里面。现在还在争论，公积金是要扩大还是减少？我们的主张，一种办法是下决心把它取消掉，到此结束，然后降企业的成本，因为这个成本是很高的，相当于

工资的 12%，然后单位再给你交 12%，企业的成本可以降一大块。但是你敢不敢和这 1.1 亿人作对？我们查一查，一个人手上都好几十万了，放在那里，也不用这个钱买房子。还有一种思路，就是把公积金扩大，扩大到全社会。但是个体户、农民，谁给他交那 12%？这是不可能的，你不可能扩大，他们没有工作单位，这些人没有公积金。这个问题到现在还在争论，没有去解决。如果敢把公积金取消，这倒是一个很重要的办法，降企业的成本。剩下的降成本，大家都认为比较难了。另外一块就是税。税怎么降呢？以前我们提结构性减税，这次提全面减税，大概就是增值税。我们内部主张，能不能降两个百分点？就降 600 多亿，不多。最后算下来，降完增值税，谁拿到好处了？搞不清楚，因为增值税可以转移。因为你一降，产品还卖不出去，好处就给了个人了，变成了 CPI、PPI 下降了。你看国外的减税，肯定是降所得税，企业成本也就降下来了。要降增值税，还要看价格弹性，就是我们讲的弹性有多高。后来大家算下来，说降了增值税，可能企业拿不到好处，反而是财政收入下降。所以最近全面减税的政策又往回退。

还有一块，就是企业利润下降非常快，三角债也在增加，企业的信心指数连续两年在下降。企业确实没什么信心了。另外就是金融风险在加大，金融市场、股市、货币市场，主要就是汇率，1 月份汇率这一块，突然对我们的影响也很大了。还有银行的不良贷款，官方估计 1.8%，我们私下估计至少 8%，9 万亿的规模，那个数字就很大了。很多银行我们也都都知道，都在那里展期。为什么我们算出来 8% 呢？那个贷款到哪里去，比如贷给工业企业的，贷给钢铁的，贷给煤炭的，我们都知道回不来了，把这个算算就是

8%。还有贷给一些商店的，这个商店是什么商店呢，就是我们原来的实体店，你就知道它很危险了。把这些一笔一笔拿出来，算各行业贷款数，我们估计这个数字是差不多的。有些投行也这么估计的，比官方数字要大。最近就提出来，能不能剥离不良贷款，同时债转股，再成立资产管理公司。

还有一块，就是债市。今年1月份，美国经济不好以后，我们的汇率稳住了，债市得救了。1月份为什么投放那么多货币，主要是在救债市。中国的债券市场，44万亿美元的债券规模，除了地方债跟政府债，还有20多万亿的企业债。企业债大家都知道，现在我们理财产品利润是多少？一般4.5%左右。买了理财，大部分是干什么？基本买债了，买债的利率是多少？有的企业债就卖到3%，还有低于3%的，和国债利率一样的，有几个房地产企业发的债是2.8%。很多人奇怪了，理财产品4.5%，这是卖给个人的，银行再收1.5%的手续费，成本是6%到7%啊，你怎么敢拿6%到7%的资金，融过来买3%的债啊？谁那么傻啊？我们去调研，大部分就是做杠杆，怎么加杠杆呢？买了这个理财产品，然后买个债，拿这个债去抵押，从银行质押出来资金，这个资金干什么去呢？银行间市场利率是很便宜的1.8%，用它买那个债，再去贷款，再买。大概就是3倍的杠杆， $1.8\% \times 3 + 7\%$ ，除以4基本上就到3%了。买的债如果是3.5%，还能赚0.5%。证券公司都在做这个事，所以债权的杠杆一般是3到4倍，有的还要高。

那么这里面就有一个问题，1月份香港的人民币市场利率到过66%。中国只要人民币汇率在海外走低，这边不敢降准，不敢降息，不敢增加货币供应量。如果利率升高干预市场的话，只要中国的人民币市场利率稍微从1.8%涨到

2%，所有债市就崩掉了。因为一到2，就没有3.5的收益率了。所以当时我们说，无论如何，得把汇率管住，让国内的市场利率下来，银行间的市场利率不能往上涨，这就是1月份投出这么多货币很重要的原因。我认为它在救债市。当时我在担心，这个债市要是坏了，股市破了，债市又破了，那还怎么融资，怎么降杠杆啊？这是很大的问题，这个问题到现在也还没有解决，具体怎么监管我们也搞不清楚。有一次我还和他们讨论这个问题，当然还有一些互联网金融的问题。对于互联网金融，我们认为它没有系统性的风险，谁买了谁倒霉，愿赌服输。当然政府不能这么干，还得查非法集资弄了多少钱，给老百姓追回来，但它没有系统性风险。那么这些是有系统性风险的，下一波风险怎么出来，出在哪里，搞不清楚。这是关于风险的问题。

还有一个问题，就是财政政策、货币政策的效应确实在下降。过去我们都是搞计量经济的，对于货币市场，财政政策一出来，三个月见效；货币政策一出来，6个月到9个月见效，持续两年。我们看中国的财政，从2015年年初开始，扩张非常厉害。2015年的财政收入，全口径的是零增长，全口径包括基金、土地出让等等。如果用预算的口径，大家可以看到，财政赤字增长非常快，财政赤字占GDP的比重，2014年只有1点几，去年就到了3.7了。但是经济在往下走。再看利率，2012年开始降息，降完以后，经济还在往下走。需求管理的政策基本上没有用了，财政政策、货币政策确实不管用了。到底怎么回事？我们传统的模型够不够用？所以我提出来，怎么看物价，怎么看结构性减速和周期性减速，搅合在一块怎么把它们识别出来？我们要把这些问题提出来，大家一块做研究。现在明显感觉到财政货币

政策不管用了。这时候也有一些人表达观点，说放的还不够狠，再量化宽松，再继续放下去是不是就管用了？也有人提出，从预期管理的角度上说，突然一次性汇率大降，降完以后把整个预期改变掉，然后再开始做，问题是我们敢不敢试这种观点？又回到前面的问题，是不是周期性问题？这几个问题结合在一块，使得我们感觉到，中国的经济问题可能还真是结构性，真不是周期性的问题。

还有一个观点，这是林毅夫的观点，从一个国家看，产能都是过剩的，放在全球看，产能不过剩，有比较优势。但是有几块是不可贸易的，当然就过剩了。或者运输半径比较长，运输成本比较高的，比如说建材、水泥没有办法出口，或者出口量很小，可能就过剩了。有人就主张，能不能通过国际市场把这个问题解决掉。去年的中央经济工作会议，包括第 11 次中央工作会议上，我们实际上解释了这个问题，觉得现在全球的出口，可能也是一个结构性问题，而不是一个周期性问题。你想把全球拉起来，也拉不起来。当时是这么解释的。大家都知道，2007 年以前，美国老百姓借债消费，欧洲是政府借债消费，就是主权债。我们借给美国人消费，借给欧洲人消费，这是我们的顺差。2008 年以后，整个产业链价值链断了。美国人在降杠杆，再产业化，再加上搞 TPP。我个人认为 TPP 从短期上对我们影响不大，但从长期看，如果没有战略，会有比较大的影响。这个产业链断掉以后，带来现在这些问题，中国大规模的出口出不去。也有人问我们，朱镕基那时候就靠 WTO 走出去，现在一带一路能不能解决这个问题？我个人觉得，一带一路不能替代 WTO，WTO 一加入，马上就把市场给你了，而一带一路只是带你去找市场，这个就难了。没有一带一路，不是也有

1.2 亿吨钢的出口吗？当然，从长期看，可能一带一路这个大战略是有用的，但是短期依靠它，可能真的不行。这样一来，我们的产能要想靠国际市场走出去，也不行了。国际市场也是一个结构性的问题，全球性的结构性也在变化。我不太同意林毅夫讲的，那是一个长期问题，短期还解决不了我们产能过剩的问题。

通过讲这些问题，我自己觉得，可能存在有周期性问题，但主要还是结构性的。我们如果有通货紧缩，真的就是结构性的通缩，绝对不是全面的通货紧缩。中央经济工作会议刚开完一个月，是否就要改弦易张，搞出一揽子刺激经济的政策？我们是否已经从结构性通缩，变成全面通缩了？我不是太同意这个说法，我觉得还是要把重心放在结构性供给侧改革上去，解决三去一补一降的问题。去库存、去产能的过程中，并不一定会对经济造成极大的影响，最多是把这个问题显性化以后，短期上可能带来一些不好的影响，但是中长期的预期是好的，有可能把我们的资金价格压下来。如果现在不去解决这个问题，我觉得资金价格是下不来的。如果你就解决 1.5 亿吨的钢，那么剩下的企业都是好企业，你继续给我贷款吧。贷款的结果就是贷进去钱，基本上收益是零，甚至是负的。是直接养人，还是贷款给你间接养人，这个问题我觉得是一目了然的，那么得下决心解决这个问题。对于房地产的问题，我觉得基本上没有解。对于城镇化的问题，除非改政策，改成不是户口而是居住证，加上政策性住宅银行，看能不能解决一部分问题，但这个问题也不是短期能够完全解决的。对于房地产的问题，我比一般人悲观。

还有财政改革的事该怎么弄，包括金融改革。另外一个很大的问题，就是社保。能不能把这个事权放给中央去解

决？很多农民工为什么买房子，就是孩子的教育问题。如果不是孩子教育的问题，不一定非要待在城里，在郊区有好的学校也行。实际上你去问问，基本上都是为了教育的问题。还有就是社保不能在全国范围内变成统一公共产品的问题，每个人在全国范围内流动的过程中，买房子的贷款一次性解决不了，因为无法认定你在哪里工作。能不能把一部分社保变成全国的公共事权？这次中央经济工作会议，当时我们提的很好，解决国企改革问题、财政改革问题、金融改革问题和社保问题，把这四个改革问题解决完以后，就基本上就完成了整个供给侧结构改革的任务。

到现在为止，我觉得主要的问题是要把路子定了。中央经济工作会议一结束，我就跟很多人说，把过去的混乱解决了，把未来三年的政策目标定好了，那么市场预期应该能改变。市场预期改变了以后，股票市场也好，资本市场也好，应该会有一个比较好的说法。我刚说完，1月7号以后，人民币汇率开始贬值，很多人问我怎么判断？后来我在反思这个问题的时候，我就说了，我们把大的方针政策定下了以后，具体的政策是乱的，这是第一点。第二点，政策制定了以后，没有人来执行，就是我们讲的空转。第三点，历史上没有一个政府只管增长，不管发展的。我说的是什么概念？发展政策和增长政策，现在只管增长政策，而发展政策涉及到改革。我们改革是怎么改的？570多项改革，都分到各个部委去了，各个部委就在那里搞文件，搞完这个文件给谁报呢？直接报改革领导小组，如果这个改革是需要人大通过的，就直接报人大。发改委的改革直接报整改办就行了。

11月10号开完会，13号有领导给我打电话，他说你们提到供给侧结构性改革，有没有需求侧结构性改革？我说

有啊，肯定有需求侧结构性改革，什么叫需求侧结构改革？就是刺激需求的这些改革，举个例子，比如说 PPP，改革完以后肯定是有利于刺激投资的。第二，收入分配，如果你敢改，收入分配有效果，马上可以解决消费问题。搞政策性住宅银行，如果你敢做，那么房地产预期就会改变，也有利于房地产的需求。有这种政策，但是现在这些政策很难出。如果短期内暂时不动，那么只有现在我们所强调的从“三去一降”的角度，从供给侧解决这个问题。后来我们就看到，总理马上就出来说了，要进行供给需求双加力，推动结构性改革。又加一句，特别要推动供给侧结构性改革。但这个改革，最后出来一个 1.5 亿吨钢，出来一个 5 亿吨煤，大家的预期又没有了。有一次我就主张，能不能好好协调一下，把发展和增长的政策结合在一块？政策之间要协调，但现在政策实际上是不协调的。我刚才已经讲过一个不协调的例子了，发改委和财政部的政策不协调了。国外搞个政策，投票 5 比 4 通过，四个人反对，五个人通过，实行负利率。而中国的政策必须 100% 的人通过，只要有一个人反对，这个事就干不了。所以我们能不能也搞一个多数人通过的机制？使得一些政策能够快点往外出？暂时来说，我觉得这个是有难度的。所以我觉得很多问题可能是在这里，就是干部的积极性和政策的协调上，出了一定的问题。

以上这些是我觉得在进行结构性改革的过程中，我们一直在呼吁的问题。那天 50 人论坛上，张曙光，茅于軾，还有吴敬琏老师，都在呼吁改革之间的协调问题。这真是面临的比较大的问题，不是我们没有改革的意愿，是说这个改革政策的协调上，如果同一个人把这个政策协调起来，我们的问题可能会解决。短期看到这些问题，中期我觉得还是有可

能把这些问题解决好的。三去一降一补，如果按照现在这个关系逻辑，我记得上次讲的可能得两年以后，按照现在这个速度可能降的慢一点了，见底的时间弄不好又得往后退。这样一来，十三五实现全面小康的目标，到底怎么办？这个难度就比较大了。但是如果改的快一点，可能这一两年见底的速度会稍微快，见完底以后可能就会弹起来。现在的看法又有点分歧了。当然还有一部分人主张说，在 2017 年或者 2016 年底，就能见底。但是从内部讨论来看，持这种看法的人是少的。说这个底要往后延伸一点的人，又多起来了。这确实依赖于我们对结构性改革的看法。我就讲这些内容，提了一些问题，把我这些看法给大家做个介绍，不一定对，大家可以讨论。谢谢。

乔依德：非常感谢祝宝良先生给我们做了很精彩的演讲，特别是有很多的东西，大家在报纸上是看不到的。他亲身经历了很多的决策过程，参与了很多讨论。我想，应该会帮助我们理解当前中国经济所面临的挑战和问题以及该怎么解决。下面，我们还有一些时间，让大家提问题，讨论一下大家最近比较关心的问题，或者有一些看法。

提问者一：谢谢祝总，谈的非常精彩。刚才说，我们国家在建的房地产有 72 亿平方米，其中 50 亿是住宅，根据已经批的土地折算还有 40 亿要建。那么，房地产肯定也是一个很大的风险因素。你刚才说到去产能，房地产去产能比较困难。但是 2015 年，北上深三个城市房地产疯涨，深圳一年涨了 50%，北京上海大概涨了 20% 到 30%，你对北上深这样的现象，有没有相应的数字，有什么判断？有人认为，北上深的房价要永远涨下去，全中国的人都要到北上深买房子，会不会这样？我们都很疑惑这样的事情。另外你说到收

入分配的问题。因为我们产能过剩，从某种意义上，可能基本需求没有满足，比如农民基本的教育啊，不是说农民，应该是全体人民的基本教育、健康、医疗服务的需求，有很多还是没有满足。还有老人养老的需求，有的老人一生病，就自杀了。针对这些问题，我们现在到底有什么具体政策呢？一方面是产能过剩，另一方面是基本需求不能满足。

祝宝良：你看的很深，这方面的研究比我们多了。北上深，我觉得还是人口继续输入的问题，这个需求还是比较大的。去年有个别二线城市也涨了，但是大部分二线城市没有怎么涨。深圳的情况呢，我们去调研，据说还有一个特殊情况，上半年很多人赌股市上升，把房子抵押了，甚至买完房子多次抵押，这种情况造成虚高。下半年股市泡沫破掉以后，好像深圳的房价还在涨，但是略微回落了，这是第一个原因。第二个原因，大家认为深圳的创业环境好，去年大众创业、万众创新，很多出现在深圳那个地方。我们去调研，这两个原因可能造成深圳房价上升比较快。还有一个传说，说深圳想直辖，风传过一阵子，大概是这么一个情况。北上广深，这几个一线城市，我感觉它们未来的房价还有上涨空间，主要还是因为人继续往那里走。我们没有详细研究，很多人在做，各个城市流出多少人，流入多少人，包括东北流出来的流向哪里。我想主要还是经济增长以后带来的人口问题。

还有你讲的，那么多过剩产能，但还有一些短板，比如 77 千万人的扶贫问题，这个要解决。2016 年要解决 1 千万，对于这一块，中央财政已经有一部分预算在里面了。第二块短板就是服务业，你讲的，教育医疗这一块，要补的。第三块是高技术行业，第四块，就是基础设施建设。我们现

在主要进行，传统以外的基础设施建设，有三个方面。一个是管廊，，今年预计要搞两千公里，有人估算管廊管网的建设费用，有人估算，基本接近高铁，现在修一公里的管廊管网大概需要是 5800 万投资，现在修的管廊管网都是很好的。现在修地下管网，第二块，就是停车场，现在全国缺 5 千万个车位。第三块，就是地铁。地铁今年的投资规模也比去年大得多，全国平均下来，一公里地铁是 5.7 亿的投资规模。对于地下管廊管网，我们有人去看过巴黎的规模，是双向四车道，要修建的话，北京一公里的造价和地铁差不多。这三大块基础设施建设投下去，是有一定的拉动作用的，大概未来三年基础设施建设还是有一些空间的。还有一个，为什么钢铁这一块，产能去的不多呢？受两个影响，一个是现在能不能推强制性的建筑标准，比如钢结构要加倍，能不能推这个。钢铁协会的人希望推这个。第二，中国钢铁有一个指标 h380la，如果提到 400，大概一年可以淘汰掉多少钢产量。现在这个标准，我们可能要准备出来，钢结构加上这个。也有人争论这个问题。建设部很多人反对，他说以前就是那个标准，厂房就是 20 年，你不能把它搞成 40 年，因为我土地就是 20 年的使用权；一般的房子 70 年，就是 70 年，你不能搞成 140 年。这些可能是可以去做一做的。但是我认为消化不了那么多产能。至于像教育这些，按照现在的规模，怎么投我们研究的不多。基础设施建设这一块，我们的思路还是清楚的。

提问者二：因为你是从北京来的，我想问一下，北京同志对上海城市的发展，比如说特大城市，鼓励不鼓励，发展特大型城市好不好？

祝宝良：我只能从个人学术角度上说，我觉得城市的规

模，可能有它的规律性。像北京，一定要强制性地把市中心迁到通州那边去，行还是不行，或者限制人口，行还是不行？从现在看起来，我觉得可能这个政策，从市场角度来说，不一定是对的。我带了一个学生，研究过东京的人口聚集，开始的时候聚集，然后分散，最后还要聚回来，这可能是由一个规律决定的，包括一些交通的便捷性。人口聚集到几千万，行不行？这个就搞不太清楚了。我觉得，你还是应该尊重城市发展的一些规律。2014年城镇化工作会，这次我们参加的是城市工作会，会上讨论还是要限制大城市，对还是不对？讲的都挺好，但是你符合不符合这个规律？这是我觉得需要研究的。大家看法完全不一样，你讲城市规模问题、交通问题、污染问题，可能最后按照市场自身的规律来发展，是不是更好一点？至少我看到了，上海的人口比北京还要多，上海的城市管理水平，大家都认为比北京要高，这一点，我认为和管理有关系。但是去年城市工作会议，重点还是讲规划，不是讲城市化，城市化是讲土地、财政怎么弄。当时讲城市的管理规划，我觉得它讲了一些怎么规划、怎么管理，从这个角度上讲，我觉得文件写的还是可以的。

提问者三：你刚刚讲了中国经济面临的很多困难，那么在你看来，有没有比较积极的因素在里面？

祝宝良：积极的因素我刚才说了，可能有一些结构性的调整，相对价格变化以后，我们的高技术行业、服务业这一块在起来。但是我也讲了，这个比重还是太小，高技术行业占了11.8%，你至少要占到20%才行。现在工业里面，33%是传统行业，12%左右是高技术行业，中间一大堆就是跟我们日常消费有关的行业大概占50%，这一块，像食品、纺织等肯定要降。什么时候高技术行业占到一定的比重，传

统行业的比重下来以后，工业才能稳住。这是我讲的，有亮点，但是这个亮点三五年之内撑不住中国经济。我也认为，到 2018 年，即使中国经济触底，也应该到 6 左右，甚至还要略微再低。还有一块就是服务业，现在也是相对价格决定了服务业的比重上升，这两年服务业的比重比工业快那么多，我认为也不可持续。一旦工业劳动生产率在下降，整个劳动生产率也应该下来。服务业的比重在上升，但是它这个上升的幅度可能也会慢下来。所以在这些领域里面，亮点是有的，但是还撑不住中国的经济。

现在我就觉得，从需求上来说，汽车和房地产这两个行业，可能还是要想点办法，让它们稳定一段时间。像房地产，唯一的办法就是让农民工来买房子。买房子这一块，没有户口是不行的，还得找一个类似于美国的低利率政策贷款，让它去解决房屋的问题。第二块我主张国有企业的改革，现在我也不好说太多。我认为国企改革在两个方面上，应该赶紧搞两个案例。第一个就是混合所有制，第二个是员工持股，搞几个案例出来，让大家看到你真的要动。现在我也听说，有些领导很着急，找一些央企进行实验，还有就是让央企下面的一些二级公司，看你能不能搞员工持股进行鼓励，要是有了这个后面推起来可能就比较容易。如果国企改革真的起来，僵尸企业的很多问题是不是有可能就有一个解。剩下的，像金融改革，我赞同有的人的看法，就是汇率改革这个窗口关掉了，人民币国际化暂时关掉了。重点把国内的一些监管问题，银行的设立问题、准入问题解决掉。还有财税改革，今年改个人所得税的综合征收。关于财权和事权的划分基本上看来很难。这个事权和财权的划分，这个问题要是不解决，后面的基础设施建设还是一个很麻烦的事，

融资问题还是很麻烦的一个事。我觉得，亮点可能还是在结构性改革上，能够往下推一推。

乔依德：时间不早了，我想大家还有很多问题，我们以后还有机会。我们再次以热烈的掌声，对祝宝良先生的精彩演讲表示感谢。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

对当前中国和上海楼市的分析

上海财经大学不动产研究所执行所长

陈 杰

上海发展沙龙第 114 期

上海新锦江大酒店 2016 年 3 月 16 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们沙龙演讲开始了。今天我们非常高兴地邀请了到上海财经大学学术委员会委员、教授、博士生导师陈杰教授给我们做演讲。陈杰在复旦经济系本科毕业，硕士也是在复旦，然后到挪威奥斯陆大学经济系读硕士，在瑞典乌普萨拉大学获得经济学硕士。他今天讲中国和上海现在的楼市，大家都比较关心这件事，看看他怎么给我们解读当前的楼市。下面我们以热烈的掌声表示欢迎。

陈杰（上海财经大学不动产研究所执行所长）：谢谢乔老师的邀请，非常荣幸有这个机会和大家进行一些交流。关于房地产和楼市的话题，我最近参加了好几个研讨会，因为确实出现了一些异常的或牵动大家的一些现象。我们上上周五在复旦经济学院搞了一个论坛，当时大概有 400 多人参加，经济学院最大的一个报告厅都坐满了人。大家都很关心上海房地产，前一段时间大家从媒体上能看到，像发烧了一样，很多房地产交易中心都人满为患，要出动警察去保卫。我有些同事正好住在杨浦区等几个区的房地产交易中心对面，给我发了一些照片，看到有些房地产交易中心，基本从凌晨开始就有很多人在排队购房。最近，可能大家看到的新

闻报道比较少了，包括我们自己想写一些文章在媒体上都发不出来。但是我们作为学者，作为观察者，我们还是要思考。最近我还是写了一些文章，我们有个公众号“城市与房地产研究”，上面登了几篇文章。大家有兴趣可以查一下这个公众号，上面有一些我写的文章，因为媒体上现在不让发了，但在一些学术杂志上还是能发出来。今天时间比较有限，我就跟大家分享一下我最近的思考，请大家多多指正。

我个人首先做一个开场白，旗帜鲜明地提出一些判断。我们分析了那么多，能不能给一个清晰的答案，房地产到底有没有泡沫？这是大家首先关心的。判断了有没有泡沫之后，可能大家更关心的是泡沫会不会破裂？更加关心的是，这个泡沫什么时候破裂？很多人说房地产泡沫可能有，可能没有，他不关心。他就关心能不能在最后那一棒之前，抛掉赚一把。他觉得，只要能捞到最后一笔钱，哪怕破灭之后洪水滔天都与他无关了。今天的交流主要围绕这几个问题。

房地产，中国楼市，有没有泡沫？泡沫，大家对这个名词听了那么多，到底什么叫泡沫？它的含义是什么？这个泡沫到底会产生什么？为什么会带来这样的泡沫？我们可以有把握地说，日本现在的房价肯定没有泡沫。但是我们回头来看，日本房价 20 多年以前是有泡沫的。最近网上也流传一些文章，说 10 次危机有 9 次与房地产有关。所以大家担心，泡沫破灭之后，到底会发生什么？可能有的人说，我自己没有买那么多房子，自己一套或两套。但是泡沫破灭之后，哪怕你的房子只是自住，其实都会影响到你自己。这些问题，可能大家都会关心。在有限的时间内，我试图展现一些我最近的思考，可能有一些启发，之后我们可以继续交流。

给大家一些数据。我们先从泡沫开始，你既然要说泡沫，总归要有一些判断的标准了，我们做经济学的，总归要有一些指标。一般来说，判断标准有几个，比较常用的叫房价收入比，就是房价跟你的收入之比。

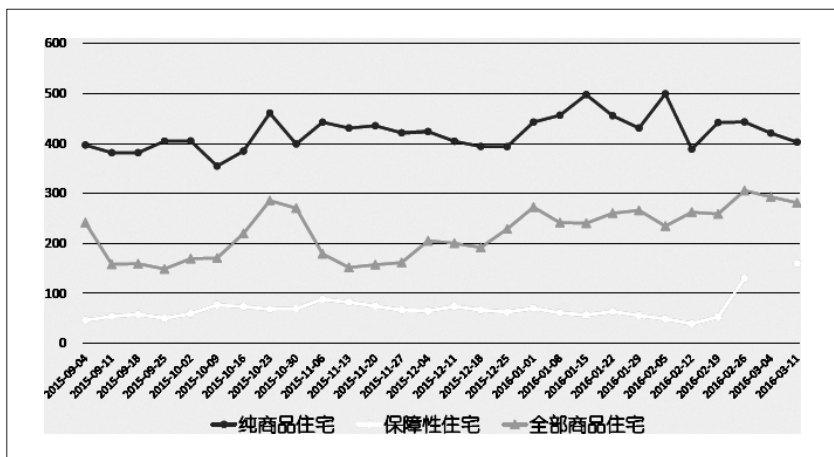


图 1: 上海新建商品住宅套均价格 (万元)

地区	董事长、总经理平均年薪	二手房均价	100平米二手房总价	房价收入比
北京	47.6万元	40532元	405.32万元	8.52
上海	44.64万元	40267元	402.67万元	9.02
深圳	57.25万元	46130元	461.3万元	8.06

图 2: 房价收入比

大家看很计数据的时候，要小心里面有很多陷阱，因为统计数据里面，包括很多商品住宅，但是这个商品住宅不是纯商品住宅（图 1）。在上海，至少有 40% 到 50% 是保障房，那些保障房是跟你无关的。我们把那些剔除之后，剩下

的纯商品住房是大家能买得到的，不是说低保户才能买到。能买到的纯商品住宅，帮大家算了一下，现在每套的均价是 500 万。就是说，你能看的中的，是 500 万的水平。在座可能有最近刚刚买房的人，更加有切身体会。500 万是什么概念呢？我们看，普通的总经理在上海也买不起房，按照正常工资标准，他们在上海的年薪是 40 万，还算比较高薪的了（图 2）。这个收入水平，即使不是总经理，也是非常高端的白领，按照上海的房价，他是买不起房的。

为什么说买不起房？因为在房地产经济学上，房价收入比有一个临界线，就是不能超过 8，如果超过 8 的话，就认为你不可能买得起房了。为什么呢？因为它是倒推过来的，如果房价是你家庭年收入的 8 倍，你去银行贷款，是贷不出来的。银行贷款要求你的收入，每个月的流水，是你每个月按揭的两倍。大家如果买房，可能都要走过这一道。我最近有一些同事去买房，就遇到这个问题，贷款贷了很多，结果流水做不出来。所以我们比较粗浅的说，如果房价收入比超过 8 倍，风险就很大了。总经理这个级别，在上海还是很有限的，但即使是他们，也买不起房。如果看我们的平均收入，上海去年的家庭平均收入大概 10 来万。那么你想想，500 万的房子和 10 来万的家庭收入，房价收入比飞到天上去了，50 几倍。

当然有人会问，那么多房子不是都卖出去了吗？从某个角度说，房子卖出去了，不代表这个房价是有基础的。因为很多人买房，不一定要靠自己，很多是为了短期炒作，跟他的收入并没有关系。所以我们第一个指标还是看房价收入比，这个房价收入比就是看大多数人平均的，如果超过 8 倍，我们就认为是非常危险的。现在的房价就是跟一些高收

入的比，都远远超过了 8 倍，所以我们说这是危险的。

当然，更加准确的，我们是用租售比，租售比这个含义更加清楚了，你的租金回报。如果我们把房子理解为就是为了住的话，从一生来说我大概住三四十年，我买房子花的钱和我租房子租三四十年的钱，应该差不多。从现在来看，买房子如果是自住的，是非常吃亏的。因为你只要每年花 1%-2% 买房子的钱，就可以住到你现在住的房子。买房子后，每个月出租得到的钱连银行的活期利息都不到，说明这个房价是非常危险的。从去年到今年，如果大家最近去买房子或最近关心自己所在小区的房子，都能感觉到，这一年多一点，我们监测到大多数楼盘基本上涨了 40%，多数在 30%-40%，全市平均至少 30%。租售比一下子更加恶化了。当然有人说，租售比从历史上看，好像也不怎么好。比如说，日本现在的租售比可以达到 8%，就是你买房子然后出租，一年房子的租金回报可以达到 8%，那是很好的。

- ☞ 上海等主要城市长期租金回报率在 1.5-2% 左右，对应租售比在 50-70 倍
- ☞ 本轮之后租售比情况更加恶化，剪刀差加大
- ☞ 租金回报率全面跌到 1.5% 以下，平均租售比普遍超过 80-100 倍
- ☞ 历史上租售比曾持续高位，但问题是还能继续么？

图 3：租售比已亮起红灯

当然，这个租售比是比较静态地去看，但是我们反过来

想，迟早有一天租售比要恢复正常吧。我们允许短期之内租售比不正常，因为我们有预期。大家如果炒股的话，租售比可以和市盈率相比。我们不能说市盈率低的一定是好股票，市盈率高的也可能是好股票。但是为什么有些绩优股，我们可以用 100 倍的市盈率去买它？因为我们预期，它将来的分红会不断增长。但是你要测算一下，这种增长要花多少时间能达到正常的市盈率。我们讲，市盈率 25 倍是比较合理的。如果从 50 倍或 80 倍的市盈率或者租售比，调整到 25 倍的市盈率或者租售比，你们想一想需要多少时间？这个调整周期是非常长的。它是非均衡的，任何一个东西迟早要达到一个均衡价格。如果调整周期太长，那么这个周期过程中的每一天，买房子的人就是在担惊受怕，你是有风险的，你的价格是没有足够的未来现金流支撑的。如果有一天，预期没有达到你的想象，就是现在说的高位接盘。

从历史上，中国因为没有经历那么长的周期，很多东西我们没有办法去理解，但是我们可以参照国外的经验。日本很极端，我们就不说了。我们就说美国最近的刚刚发生的次贷危机，2011 年诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒，他在 2006 年的时候就发了警报。他说，所有的价格都有一个历史，他从 100 年的历史去看，短期之内允许一些异常，但是历史是要回归的。他在 2006 年发现美国的租售比异常，这个异常怎么去调整，不可能靠租金一下子拉上去，因为租金是跟收入相关的；只可能靠房价去调整，房价跌回去。很快，他这个预言很快应验了。罗伯特席勒本来在学术界就很有名气了，这之后大家更加尊敬他，因为他从历史规律中发现了美国的租售比。这个租售比是按照每月计算的，我们再除以 12，大概是 40 倍，到 40 倍的时候，美国的租售比达

到一个顶峰，也就是美国次贷危机爆发的时候。租金本身其实变化不大，但是房价陡然下降，最后以房价的调整完成了这一次的周期，完成了这一次泡沫从爆发到结束的过程。

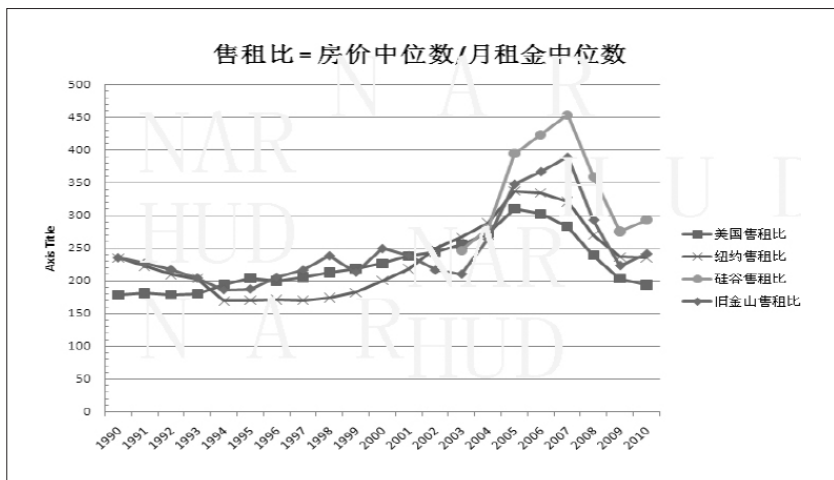


图 4：美国租售比的回归

还有一个警报，我们可以用房地产总市值和 GDP 的比作为一个指标。房地产的总市值，我们先算全国，然后算上海。我粗略计算一下，在 2011 年全国第六次人口普查的时候，全国住房存量大概是 200 亿平方米，过去每年又增加 10 亿平方米，所以我们现在住房存量大概是 250 亿平方米。我们就按照 5400 元 / 米这个平均价格去算，大概是 135 万亿。我们去年的 GDP 是 67 万亿，就是说，不算商业地产，不算其他地产，光住房的价值就是 GDP 的两倍。现在还有人计算，中国四大一线城市的市值，可以买下半个美国，这个我没有仔细去考量，因为要看具体的指标。但这个指标是

很惊人的，很有警示性。为什么这个指标很重要呢？首先，我们从美国的经验来看，如果这个超过 100%，就会热。它不是一次两次，而是有几轮楼市泡沫都是在超过 100% 后破灭。日本呢，有一些特殊的情况，它在超过 200%，2 倍的时候破灭了。为什么这个是有意义的呢？其实我们想想，GDP 的含义是我们全部收入，GDP 按照收入法来说，有政府的收入、企业的收入和居民的收入，然后进行分配。一般来说，居民的收入在美国占 60%，在中国要低一点，占 45% 左右。GDP45% 的收入里面，有多少能支付住房消费呢？一般来说，20%-30%，那么我们 GDP 里面大概有 10% 用于住房相关的消费。如果你的总市值和 GDP 比超过了两倍，就意味着你房子的价值是你住房的消费的 20 倍，你的租金回报率低于 5%，就认为是比较有风险。

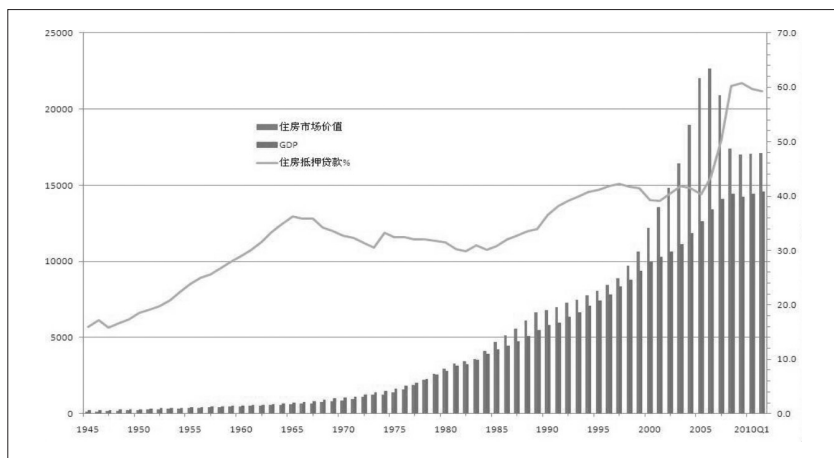


图 5：美国住房的市场价值与 GDP 之比

再看一下美国的过程，美国住房的市场价值和 GDP 的

比值在 2006 年超过了 100%，到了历史最高水平。那个时候，就是美国次贷危机爆发的时刻。爆发之后，美国 GDP 没有明显的变化，但房子的价值显著下降，又回到历史平均水平，才算调整结束。很多人说，这个房子如果我是自住，是不是可以不担心泡沫，这些泡沫跟我有什么关系呢？很遗憾地说，如果房地产市场崩溃了，哪怕你自住，每个人都会身受其害。去年的股灾从 2000 多开始起跳，一下子到 5000 多，现在回到 3000，除了网上出了很多段子，好像大家没有鸡飞狗跳的，没什么大事。但是房地产如果崩溃的话，比股灾严重的多。股市，很多老百姓可能有一些损失。因为你没有杠杆，用杠杆的人还是比较少。股市里的市值损失，有很多是国有股，非流通股，所以它只是国有企业帐面的损失。但是楼市的财富，主要在老百姓手里，所以影响是非常大的。

当然还有很多了，比如房地产的产业链，还有银行。我最近写了一些文章。昨天住建部部长也再次确认数字，短期的库存，就是已经建好没有卖掉的，就 7 亿平方米，如果算上在建的潜在的库存，是 50 亿平方米。那么你想想，按照平均每平方米 5000 元来算的话，如果这些在建的卖不出去，马上银行就要损失 20 几万亿，现在四大国有银行的资本金全部抹消都不够。对于政府而言，今年和去年上海的楼市非常兴旺，我想上海政府财政局是非常开心的。因为去年的楼市，光契税就能贡献 700 多亿，比前一年增加了一倍，就是净增加了 300 多亿。本来上海 GDP 增速在全国是排倒数的，但去年达到 7%，在全国来说不错了，算是优等，至少良好。很重要的一部分，上半年靠股市，下半年靠楼市，比如印花税，一下子撑起来了。现在全国房地产开发投资快

要负增长了，但是上海去年是 8.2%，不算特别高，但在全国来说已经算比较一枝独秀了。现在上海房地产投资占上海全部投资的一半多。其实上海现在已经没什么投资了，没有工业投资，基础投资也很少，现在的投资一大半是房地产投资。如果这部分投资下来的话，上海去年的 GDP 也会比较难看。

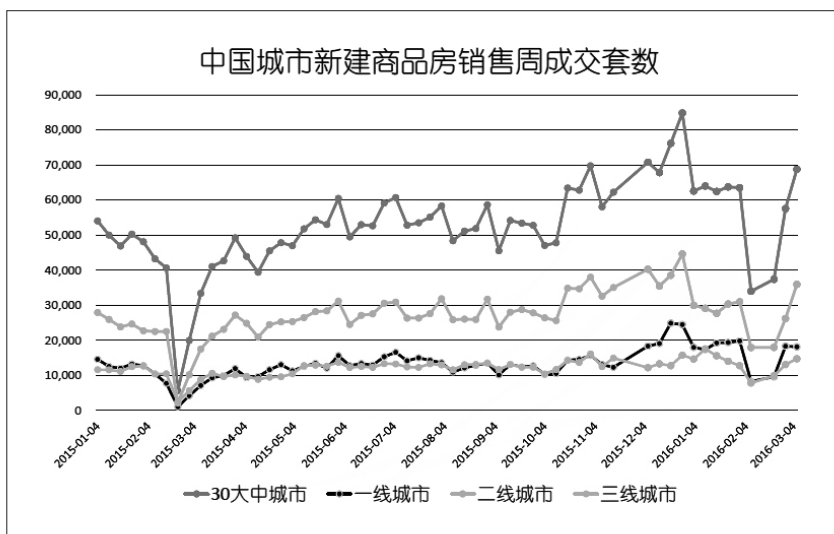
我们就以上海为例。因为我最近写了一些材料，参加了一些政府的座谈会，对上海做了一些分析。全国和上海的情况会有一些差异，但可以从上海看到全国的一些迹象。我刚才说了，全国的房地产市值是 GDP 的两倍，两倍已经是非常悬了，上海是 6 倍，更像走钢丝了，出了一点问题的话，整个市场的影响就会非常大。如果上海的房价调整 10 个百分点，就是下降 10%，居民财富的损失就超过居民一年可获得的收入。上海与房地产直接相关的信贷，占全部贷款余额超过四分之一。

❧ **楼市泡沫化的危险比股市泡沫要大得多——**股灾的损失主要在机构投资者，股市市值变动对普通居民影响不大。但**楼市财富都主要在居民手里，并且有很高的杠杆率，银行体系牵连很大。**

❧ **楼市对宏观经济举足轻重——**2015年上海房地产开发投资为3469亿元，占到当年上海全社会固定资产投资6353亿元的54.6%。2015年上海一手商品房和二手房相加为1.45万亿元（增加1倍多），直接贡献近700亿元税收。此外2015年上海土地出让金1677亿元。而当年上海GDP也才2.5万亿元，财政收入才5920亿元，房地产仅交易环节带来的税收就占到了13%之多。

- ⑧ 经济对楼市风险高度敏感——上海目前6.3亿平方米的住宅存量，按平均2.5万元/平方米计算，**仅住宅房地产已经有15万亿元的市值，相当于上海2015年2.5万亿GDP的6倍之多。**房屋存量总面积为12亿平方米，按平均2万元/平方米计算，楼市总市值超过24万亿元，接近上海GDP的10倍。**楼市价格调整10个百分点，社会财富的消失就相当于一年的GDP。住宅房价下调10%，居民财富损失1.5万亿，远远高于居民一年可以获得的收入（上海GDP中仅约40%为居民收入）。**
- ⑨ 房地产信贷占全部信贷比重很高——2016年1月末上海房地产相关贷款余额超过1.4万亿，占金融机构贷款余额比重超过四分之一。房价一旦出现波动，将直接危及金融安全。

图 6：楼市泡沫破灭的危害



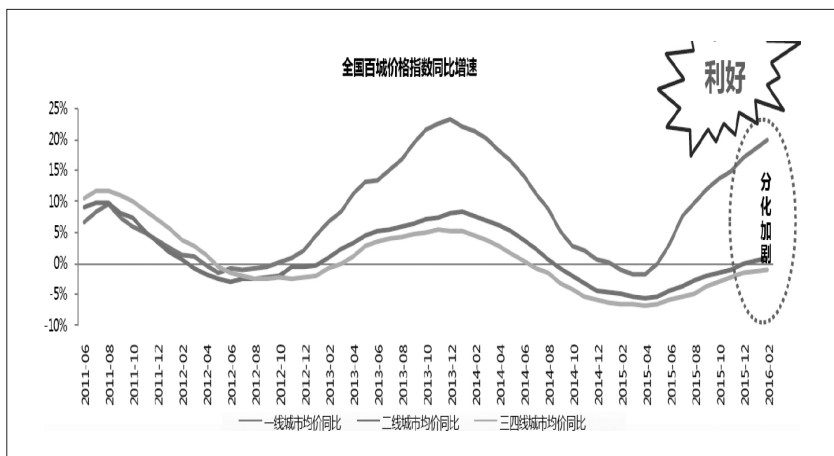


图 8：房价的周期性和城市间分化

今天在座的都是专业人士，所以我们对全国情况还是稍微看一下。如果简单问中国有没有泡沫，这个问题很难回答，因为中国太大了，不同地方很不一样。上海呢，现在还在泡沫吹大的过程。但很多其他地方是一个泡沫破灭的过程，或者缩小的过程，各个地方的差别很大的。去年也是几起几落，一线城市有比较大的增长，但是二三线城市、三四线城市已经有明显的分化。

我们图 8 上也可以看，中国你说没有一个周期，也不完全对，其实也经历过一些小周期了。去年两三月份的时候，上海房价也到了一个很危险的阶段，其实从 2014 年下半年到 2015 年上半年，二手房房价连跌了 7 个月。可能当时大家会有点感受，有一段时间，中介不打电话来骚扰我了，中介已经很绝望了。再以杭州为例，杭州的房价曾经有三年基本上没有涨，因为 CPI 还在涨，没有涨就相当于在跌了。据说温州曾经也跌了 30%。所以还是有周期的。这一轮周

期之后，上海出现了一个反弹，或者说北上广深出现了比较大的反弹，但很多二三线城市还没有出现反弹，还是很低迷。我看了一些数据，武汉、成都、重庆，去年房价都没有怎么动。深圳去年涨了 50%，上海房价从去年到现在平均涨了 30% 多。这就带来一个严重的分化。越是分化严重，资金越想到上海来，就是为了避险，因为人们觉得三四线城市的房价肯定往下走了，不愿意去投资。中国现在还有明显的资产荒，没有其他投资工具，没有其他可以投资的，股市去年在某种程度上已经跌到地板了，地板下面还有地下室。所以三四线城市越是看空，一线城市越是看涨，因为资金为了避险跑到这边来。我们有个说法，叫虹吸效应（图 9），上海北京深圳把别的地方的钱都吸过来了。

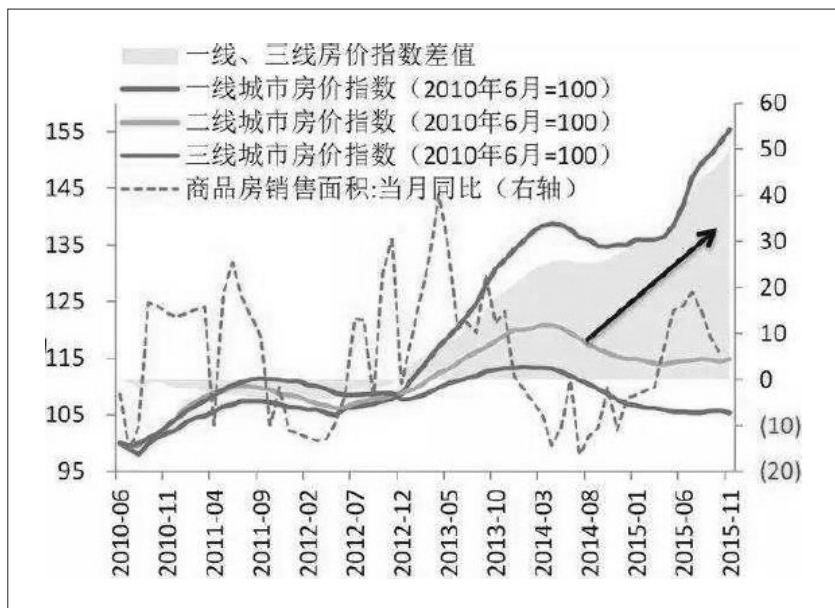


图 9：国内各线城市房价的加剧分化——虹吸效应

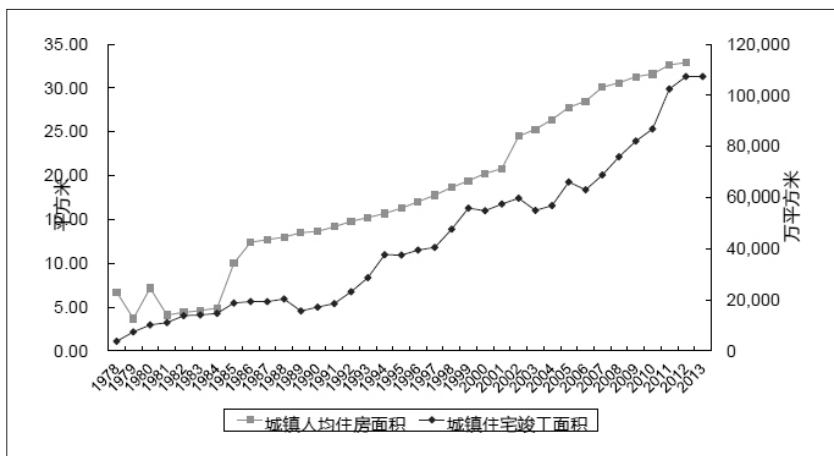


图 10: 全国总体已经过剩

所以中央现在很困难，昨天住建部也说，一方面三四线城市高库存，一方面一线城市库存不足。如果这种情况继续的话，去库存会更加困难。因为没有人愿意去三四线，钱都跑到上海来了，所以两极分化，住建部已经不敢再出政策了。我们有个形容，住建部的政策本来是想给三四线城市补一点营养、加点糖，但是一线城市已经是高血压了，越加糖越加剧上海北京深圳的高血压。政府现在已经意识到了，统一的政策不再出了，楼市政策必须要差异化，提出要因地制宜。所以简单说中国有没有泡沫，是个很难回答的问题，因为中国太大，尤其房地产市场差异非常大。从全国来说，如果看三四线，我们的判断是已经过剩了（图 10）。刚才我说了，全国现在是 250 亿平方米，7 亿多的城镇人口，人均 34 平方米，这个已经不低了。

我最近写了报告，简单测算了一下。我们情景模拟一下，未来十年住房需求总量大概是 100 亿平方米，我们现在

每年产能是 12-13 亿平方米。就是说，现在房地产的产能严重过剩。中央经济工作会议说去产能，大家主要会想到钢铁要去产能，煤炭要去产能，但房地产同样也要去产能，如果不去产能的话，库存源源不断出来，没有办法去消。上海北京补库存还来不及，但其他地方有大量产能过剩。当然，即使在上海，即使在一线城市之内，也有明显的分化（图 11）。全国大多数城市里，一线城市大概占了一半的销售量；在一线城市里，上海大概是 30%。但是最近几个月，上海的销售量占了一半，超过了北京，深圳的体量本来就很小说。所以现在说，全国房价看一线，一线房价看上海。深圳去年是一轮的疯牛，一年涨了 50%。在这一轮里，广州在某种程度上掉队了，广州去年房子销售和价格都没有太大的变化。上海和深圳领跑，北京涨的也不太多，但北京这几个月在发力。

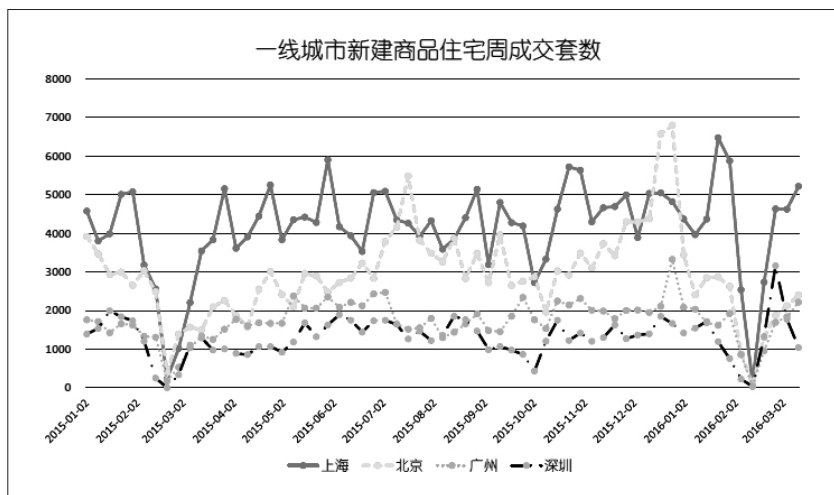


图 11：一线城市内部也有分化

我们可以看到几个数字（图 12），房价怎么去测有很多技巧，争执不下。我们认为中原的数据还是比较可靠的，按照他们的测算，上海从去年 2 月份到现在，已经累计上涨了近 40%，其实就是 13 个月之内涨了 40%，无论如何，这是一种发烧的状态。当然还有更发烧的，深圳在 17 个月里涨了 81%。我们看全国的楼市，可能看不出这些问题。因为统计数据有时候会拿一些保障房放在里面，统计数字好像没有那么难看，或者房价涨的没有那么多。如果你关心一下自己住的小区，就深有体会了，看这个小区去年涨了多少，就知道这一轮房价有多么发烧。这里面还有很多特点，时间关系，我这里不展开了。

中央看到三四线城市的库存，为了去库存出了很多政策。但是这个政策在三四线没有起到效果，效果跑到北上深了。包括周小川行长 2 月底说的那段话（个人住房贷款占银行总贷款中的比重还是相对偏低的），更加让很多人觉得这个市场有政府保底的。大家觉得政府在楼市上肯定会托市的，因此更加肆无忌惮。当然，长期来看是一个资产荒。一方面，我们货币发行非常高，现在 M2 已经是 135 万亿，和我们刚才说的楼市市值差不多，是 GDP 的两倍。这是很不正常的，大多数国家货币供应量和 GDP 一般是 1 比 1，但是我们是 2 比 1。一方面钱很多，一方面没有足够的资产。所以楼市和股市，正好有一定的翘翘板关系。

还有避险、大城市土地紧缩的问题，二胎政策，我觉得也在一定程度上起了推波助澜的作用。当然了，最近投入比较多的就是场外配资。本来大家买一个房子一百万，至少 30 万要自己首付，但是现在中介告诉你，30 万已经不需要了，我可以帮你借这 30 万，这叫首付贷。就是说，你

所有的钱其实都可以去借，本来 30 万还是一个门槛，能筛选一批有一定积蓄的人。银行也有一个缓冲，房价万一跌 30%，起码还有一个缓冲，但是现在有首付贷之后，相当于你可以用 100% 的杠杆。而且更可怕的是，这种首付贷可能是 P2P，它本身不是中介拿出来的钱，可能是理财产品，拿别的客户的钱挪过来付你的首付。所以这里面风险非常大。次贷为什么会发生？因为美国一开始钱太多，大家互相竞争，如果你要求 20% 的首付，就没有人找你。很多银行推出 10%，5% 的首付，甚至零首付。零首付之后，任何的资信都没有了，就是完全的次贷版。

当然，大家会怀疑，上海不是限购吗？其实我们看到，上海有一段时间，有一些漏洞，包括各区之间其实信息没有完全联网，很多的擦边球还是存在的。在这个前提之下，房价就像去年的股灾一样，买涨不买跌，越涨大家越觉得有花头，应该去投资，要冲进去。这就是羊群效应和马太效应，刚开始大家预期 10% 杀进去，后来发现短短一个月房价就翻百分之十几，就把所有的财富都投进去。那么多资金之下，上海现在库存的房子只有 5 万套。但过去 6 个月，销售将近 7 万套。如果库存小于 10 个月，已经很危险了，现在上海的库存只有 6 个月。上海市民买不到房子就抢购，越抢购房价就越高，越高大家越去买，形成一个滚雪球。一些政府官员不合适的表态和刺激，也是火上浇油。

当然，从长期来看，政府在这中间不仅是一个税收的问题，还有土地财政的问题，用这个进行杠杆融资。所以在某种程度上说，房地产是一个金融。对美国人来说，房地产业就是金融业的一个分支。我们的 M2 现在是 2010 年的两倍，是 2005 年的 5 倍，正好和房价这几年的上涨幅度高度线性

相关。反过来说，我们为什么出现这么大的一个房地产？这么多的货币，钱都跑哪里去了？我们五年就涨一倍的货币供应量，而通胀却没有爆发，主要的钱都被房子吸附住了，变成一个蓄水池。但是它是一个困在笼子里的老虎，总有一天会出来咬人的。

从机制上面，我个人有一个归纳总结。我们整个城市的发展模式，其实非常依赖房地产，所以政府会这么紧张。如果房地产的链条，这个呼吸道，这个大动脉，被堵塞了，整个经济的血液就流不下去了。因为有了土地财政，才能招商引资，整个城市才能发展起来。今年元旦的时候，我在解放日报有一篇文章（“新常态下，中国城镇化如何转型”）讲述了这个观点，以地融资的城镇化发展模式必然导致房地产在长期之内出现严重过剩。我们房地产的产能在五年之内翻一番，2006-2007年的时候，每年建房大概6亿平方米，到了2010年，每年的房地产竣工量达到10亿平方米，这中间有大量的政府的推波助澜。我们房地产市场其实是非常脆弱的，是建立在一系列的预期之上的，但预期能否实现谁也不知道，只有上帝才能知道。

简单来说，如果我们认为房价就是未来多年租金的贴现值，按照这个金融学公式来说，房价有几个影响因素，一个是利率，还有未来租金增长率。如果你预期未来租金增长快，你不能等租金涨了以后才去买房子，必须现在就买。但是你预期的未来租金增长率是否一定会实现？没有人知道，因为这里面有很多的不确定性。过去几年GDP增长率明显放慢，去年官方的说法是GDP增长率6.9%。我们财大宏观课题组内部测算要比这低很多，我们认为只有5点几，而且我们对于今年的测算还会更低。那么，如果原来买房子的

人，预期判断出错了，他就会在房价上面受惩罚。很多国家都经历了这个过程，应该说没有哪一个国家没有经历过的，而且很多国家经历好几次还是没有办法逃脱。

有人说，我们上海是独一无二的，北京是帝都，上海是魔都。天下只有一个魔都，上海的房价比钢筋水泥还要硬。但实际上，美国很多大城市，房价照样会暴跌。日本的房价现在还在跌，只有 1991 年高峰时的三分之一。网上有一篇文章，描述了很多日本人在房价泡沫之后的生活，要偿还房子的付债，哪怕房子只有原来贷款的三分之一。在东京，房价的跌幅也不比其他城市好多少。所以大城市能幸免，可能是过于乐观的一个想法。

一开始时我提了几个问题，再总结一下。经过简短的交流，我逐步提供了一些线索。我们看到了泡沫，价格处在一个很不可实现的预期。什么叫做不可实现的预期？我刚才说了，你最近的回报率只有 1%-2%，如果调整到正常的 8% 的租金回报率，需要 20 几年的调整周期，要担保 20 几年不发生任何事情，这个预期就是危险的预期。你所有的信念都建立在你的收入、整个经济都不断增长的基础上。这种价格像建立在沙滩上的大厦，是很不牢靠的。

为什么中国会出现这么大的泡沫？很多预期被操作了，当然了，还有很多利益。我前面解释了机制上的问题，包括政府希望通过房地产来带动城市化，给大家很多的心理预期。但即使是政府，也没有办法担保它的那些承诺一定能兑现。所以我觉得泡沫在中国是客观存在的，那么泡沫一定会破灭吗？这个其实看你怎么去看。有些股票的市盈率有 100 倍，比如谷歌刚上市的时候，市盈率曾经达到 150 倍，但是它最后软着陆了。一开始买谷歌股票的人，如果没有及时

套现的话，后面这几年的股价使他一直没有办法解套。如果长期投资是可以的，但是短期操作，就不是最佳的投资。在中国有一些地方，已经发生了泡沫的破裂。刚才说的鄂尔多斯、杭州最近有点复苏过来了，还有温州，其实很多三四线城市，去年一年政府出了很多政策。为什么说日本是失去的 20 年，就是房地产泡沫的打击。

能否预防呢？当然我们可以做一些事。作为学者，包括写文章，提建议。但实际上，能想的东西还是很有限的。人性有很多贪婪。我们最近写一些文章，有中央政策的问题，上海本身去库存反而变成火上浇油，在这个阶段里必须采取个性化的政策，包括从长期短期以及很多方面的应急政策。昨天住建部部长说了，上海北京这些地方，要给他们充分的自主权。但即使这样，我觉得个人对房价未来几个月的走势，还是很担心的。因为今年的宏观经济形势还是有很大的不确定性。当然我们不希望发生比较灾难性的后果，但确实需要很多的共同努力，才能防范政策性结果。这是我向大家报告的一些东西，谢谢大家。

乔依德：感谢陈杰教授给我们做了精彩的演讲。我们还有一些时间给大家提问，或者发表一些评论。看看谁有问题或者想法，可以一起交流。

提问者一：谢谢陈教授，给我们上了一堂很接近时事的课。这个房地产泡沫，我相信在座的，包括社会各界，都有共识。我的问题是，一般来说，这样的泡沫能持续多久？尤其在中国，我们讲房产泡沫，我印象当中已经很长了。上一次的软着陆也好，硬着陆也好，大概在 1990 年代末。现在这一段大概是在 2001-2002 年开始。印象比较深的是有一个谢国忠教授，大概十年前就说房价要腰斩。这个据说要腰

斩的过程中，实际上不是腰斩，而是翻了一倍。我们想看看泡沫到底有多少，这是我要请教的。

陈杰：确实，房地产泡沫一定要等它崩溃之后，才能说它是一个泡沫。现在应该说还是有转机，我们希望有软着陆的机会，因为历史上也存在软着陆，但是需要很多很好条件的配合。目前我认为是比较危险的转折点。因为泡沫有两股力在作用，一是价格的速度，二是基本面的速度，如果价格的速度和基本面的速度背离，但两者增长速度的差距不是很大，那么就有机会软着陆。实际上 2008-2009 年，即使在上海北京，也出现一定幅度的下降，是 4 万亿救了它。至少在很多郊区，房价已经开始跌了。但后来，出来 4 万亿救市，谢国忠想不到也是可以理解的。他的想法是，按照正常的市场情况应该有一个调整周期。但政府在一定阶段干预它，让它的周期又拉长了，这是有可能的。但是到今年，政府再想拉，难度就很大了。因为现在的剪刀差非常大，一方面价格 13 个月涨了 40%，而基本面的情况实际上在恶化。这种情况下，我就非常担心。当然我不是说今年一定会出现硬着陆，它还有一段时间。但今年如果出现一些黑天鹅事件，短期之内暴跌，也是存在这种可能性的。所以经济有很多不确定性。理论上说，要把这种危险性提出来。

提问者二：谢谢陈教授。你刚才用了很多经济方面的指标谈了房价的问题，另外也说了这一轮或前几轮房价上涨的一些理由。但是我觉得还有一个很重要的因素，我们是做金融工作的，在这个过程中银行也起到了推波助澜的作用。虽然经济下行，但是从银行的贷款结构来讲，还是房地产最好，最赚钱。其他的東西呢，因为经济下行，都是有问题的。在这个过程中，政府也是比较关注的。前几天，周

小川行长专门有一个记者招待会，谈到房价的时候，他说了一个指标，中国的按揭贷款在整个贷款比例中占 10% 几。美国等发达国家都到 40%。和美国有这么大的差距，可以进一步发展。现在发现的一些问题，比如首付贷，银行不是不知道，它装糊涂啊。但是我跟你探讨，我觉得这个指标本身就是有问题，从某种意义上讲有误导。因为中国的金融资产或者银行的资产结构，跟美国是完全不一样的。中国在金融行业里，200 多亿的金融资产，银行要占到 180 亿。美国金融市场比较发达，社会融资渠道也非常多，银行只不过是很小的一块，大量的是在资本市场上。即使银行做了按揭贷款，马上就证券化了，就到资本市场去了，所以它的余额是很小的。这是两个绝对不同的市场，怎么比啊？这个很误导大众。美国的房地产市场，还有房利美、房地美，这部分绝对不算在银行资产里面。所以用这个指标在这个场合讲，很误导大家。我想请教你怎么评价。

陈杰：这些话至少措词上给大家一些误导，用加杠杆的办法去库存，这个风险是非常大的。刚才说的那些，确实和国外一些地方不太可比。但是从按揭贷款的角度来说，我个人觉得它其实有鸡生蛋和蛋生鸡的问题，或者说它是一个结果，而不是一个原因。我们看一下 2014 年，上海的按揭贷款是负增长的，因为 2014 年的房地产销售量是下降的，大家不敢买房子，按揭贷款就下来了。当然去年 9 月份的时候，央行把这个首付比从三成降到两成，二套房从五成降到三成，从这个角度来说，加了一些杠杆。但这还不是最主要的原因，主要的原因还是房地产市场本身起来了，这把火烧起来了。按揭贷款是被动的，在被动中，它火上浇油，推动起来。我有一个观点，其实银行在按揭贷款这方面可以

自主，两成三成让它自己决定，让它自己把控，只要它自己
有办法把控，其实不一定要限定多少。但是，首付贷是非常
危险的，首付贷没有任何把控，而且它是用这个顾客的钱，
来还那个顾客，是非常危险的。如果其中一个顾客的资金
链断裂了，所有的人都受到影响。按揭贷款，我个人觉得，
从某种意义上还是有发展空间的。我们按揭贷款占银行贷款
余额是 20%，上海大概是 28%。当然，前提是按揭贷款证
券化，如果不证券化，银行想贷都不能贷了。公积金其实也
想放贷，也要做按揭贷款证券化，上海公积金其实已经没有
钱了。按揭贷款本身呢，我觉得倒不是最大的风险。现在银
行最大的风险在开发贷，开发贷风险非常大，因为开发商一
亏的话，整个楼盘砸在手里卖不出去。我们所说的房地产会
带来系统金融风险，主要指开发贷，按揭贷款还是有一定
缓冲的，因为它还有三成的首付。以前这种系统性的风险，
过多的靠银行贷款，把系统风险全部积压在银行里面，所以
房地产如果要转型，其实应该推进这种 REITs（房地产信托
投资基金），这样银行开发的资金就可以分散化，不会积压
在银行。而且这个房地产投资信托基金多了以后，大家就不
炒房了，它相当于房地产的一个股票，可以分散，让大家有
一个投资的机会，有一个资产品，否则现在市场上优质的资
产品是比较少的。从这几个方面，我们尽量把房地产积压的
金融风险分散化。

乔依德：我们今天的沙龙就到此结束。我们再次以热烈
的掌声，对陈教授的精彩演讲表示感谢，也感谢大家来参加
我们的沙龙。我们下次再见。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

中国的新二元经济

央行货币政策委员会委员
清华大学经济管理学院副院长
白重恩

上海发展沙龙第 115 期
上海新锦江大酒店 2016 年 4 月 5 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，请大家安静一下，演讲马上开始了。今天我们非常荣幸地邀请到了白重恩教授，他是清华大学经管学院副院长、经济系系主任、清华大学中国财政税收研究所所长。他 1983 年获得中国科技大学数学学士，1988 年和 1993 年分别获得美国加州大学圣地亚哥分校数学博士和哈佛大学经济学博士，先后任教于美国波士顿学院和香港大学经济学院。2006 年，他受聘为教育部长江学者特聘教授。另外还有很多，我就不一一介绍了。他目前是全国政协委员，中国人民银行货币政策委员会委员，“十三五”国家发展规划专家委员会专家委员。他今天演讲的题目是“中国的新二元经济”。在我们确定题目的时候，我跟他有过交谈。3 月 1 号，中国人民银行和美联储在杭州开了一个内部讨论会，会上白重恩教授就做了这方面的演讲。他觉得从二元结构来看中国经济，有解释很多以往很难解释的现象。当时反应很好，我也觉得这样的演讲题目非常好，所以我就邀请他来这里演讲。下面我们以热烈的掌声欢迎白重恩教授给我们作演讲。

白重恩（央行货币政策委员会委员、清华大学经济管理

学院副院长)：很高兴有机会来跟大家交流。我跟乔秘书长认识多年，1988年在哈佛学习的时候开始认识，当时他是我们的老大哥。在座的也还有很多故旧，比如左(左学金)院长，我们也认识很久了。费(费方域)老师是我回国后，交流最早的国内经济学者之一，也对我有诸多帮助，谢谢大家。

我今天讲的是“中国的新二元经济”。提出这个新名词好像有点胆大妄为，但是我觉得呢，要理解中国的一些经济问题，首先要有一个比较好的框架。用我们经济学研究者的说法，就是要建一个模型，这个模型当然不能很复杂，但是要能够抓住并解释经济中一些关键的特征，同时对我们分析政策有帮助。其实我这个模型不一定有多少创新，但我觉得它确实抓住了中国经济的一些特征，我把它叫做“新二元经济”。

我们先来看一下中国经济有的一些什么样的特征，特别是和教科书中的经济学理论有什么不一致的地方。下面我提出几个现象，这些现象用普通的经济学理论不能很好地解释。

第一个观察就是，尽管我们经济增长率在向下走，但是实际利率从2010年开始一直在向上升。这个现象在经济学教科书中是不会看到的，因为在经济学教科书中的实际利率是顺周期的，就是说经济增长比较高的时候，实际利率会比较高；经济增长率比较低的时候，实际利率会比较低。但是中国呢，在2011年之后增长率在不断下降，但实际利率在不断上升。所以要理解中国经济，就必须理解为什么会出现这样的现象。算实际利率的时候，我们是用名义利率减掉某一个价格指数。图1是用消费者价格指数来减的，如果用生产者价格指数(图2)也能得到类似的结果，就是实际利率在上升。这是一个我们需要解释的现象。

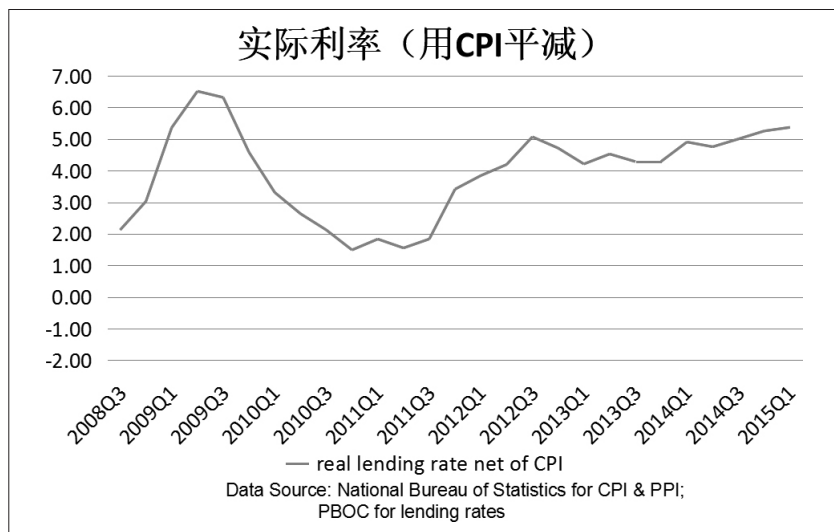


图 1：中国实际利率水平（用 CPI 平减）

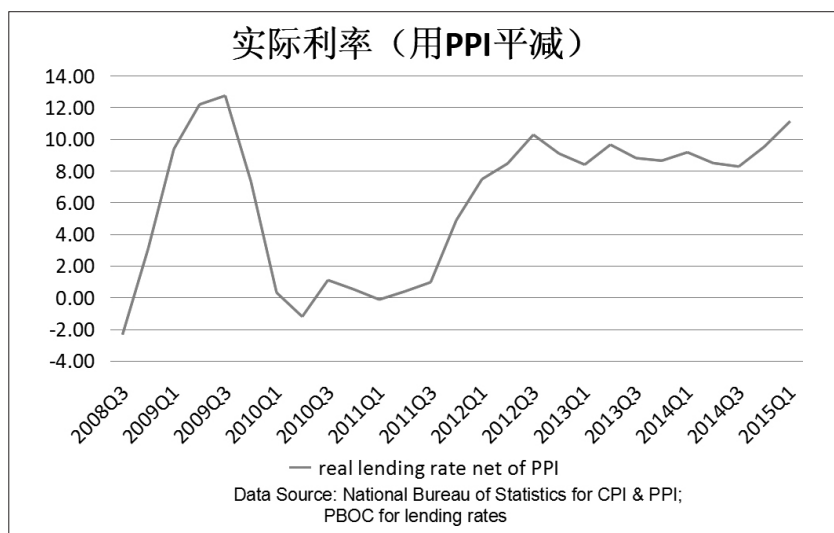


图 2：中国实际利率水平（用 PPI 平减）

第二个现象呢，一般来说，当实际利率上升的时候，资金回报率需要上升才可以。原因是什么？因为利率是我们做投资所付出的成本，如果说成本增加了，回报不增加，那就有问题了。通常情况下，成本和回报应该是一起走的。但是在中国，我们看到的是另一个现象。刚才我们看到实际利率在上升，但是资本回报率却是一直在下降的。这又和教科书中讲的不一样。我把这个叫做“特征事实 1”（图 3），就是利率上升，但投资回报率下降，这两个看上去是有矛盾的，特别是在我们经济增速下降的背景之下，就更难理解了。我们有很多看利率的数据，基本上趋势都是一致的。

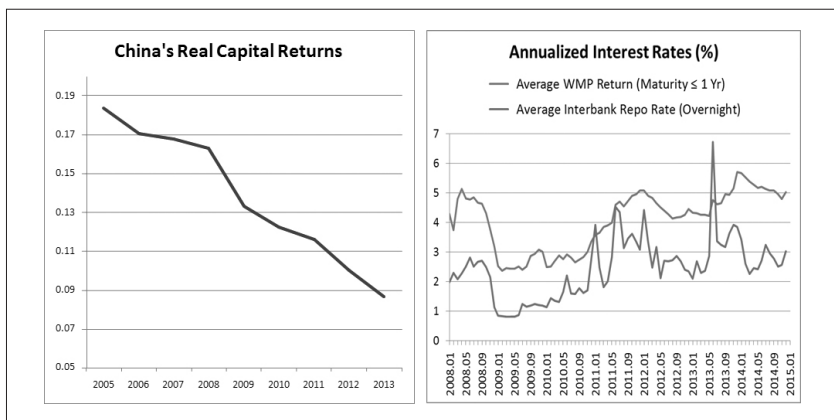


图 3：特征事实 1：利率上升但资本回报率下降

刚才我们讲的是资本市场，我们再看劳动力市场。刚才说过，一般来说利率应该是顺周期的，即经济增长率高的时候，利率要比较高。劳动力市场也应该有这样的情况，经济增长比较快的时候，劳动工资增长应该也比较快。一般来说，不应该发生工资增长的速度超过 GDP 增长速度的

现象。中国的情况在大部分时间也确实是这样，劳动收入占 GDP 的份额在下降，也就是说，劳动收入增长速度慢于 GDP 的增长速度。但是最近几年，这个趋势转过来了，劳动收入增长速度要高于 GDP 增长速度，这是一个特殊的现象。我们要理解中国经济，也必须要能解释这个事。图 4 可以看到逐年的劳动工资增长，发现 2010 年以来确实比 GDP 增长速度要快。这是第二个现象。

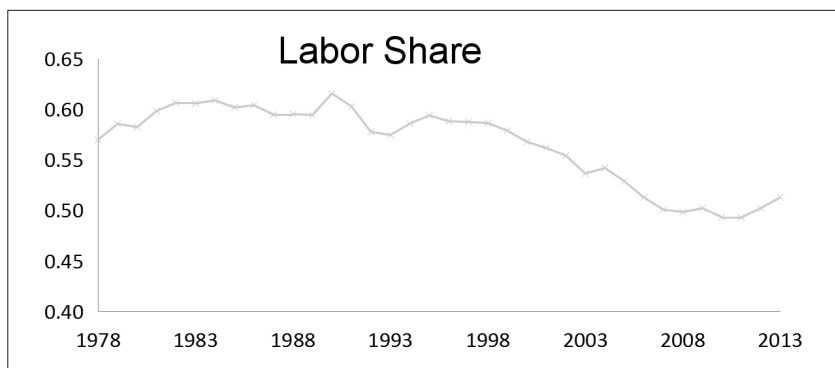


图 4：特征事实 2：工资增速高于 GDP 增速

第三个现象，刚才说，劳动力的成本在增加，但是不同的劳动力成本增加的速度不一样。关于劳动力有不同的分法，要么按大学教育程度作为一个切割点来分，分为大学及大学以上的劳动力，高中及高中以下的劳动力；要么以高中作为切割点，分为高中及高中以上学历的劳动力，初中及初中以下的劳动力。不管怎么切割，在 2009 年之前，学历越高的劳动力，收入增长越快；2009 年之后，学历越低的劳动者，工资增长速度越快。如果家里有保姆，你就会知道，他们工资增长得有多快。如果看不同的行业，图的横轴表示这

个行业劳动力的平均受教育年限，纵轴是该行业工资增长速度，可以看到 2008-2012 年工资增长速度的大致趋势是：某个行业雇佣的劳动者受教育水平越高，这个行业工资增长的越慢。这都是 2008-2009 年之后的现象，之前是反过来。这个现象跟其他国家也有所不同。至少在金融危机以后，大部分发展中国家是低教育水平的劳动力工资增长速度比较慢，高教育水平的劳动力工资增长速度比较快。我们国家之前是这样的，2009 年之后就反过来了。

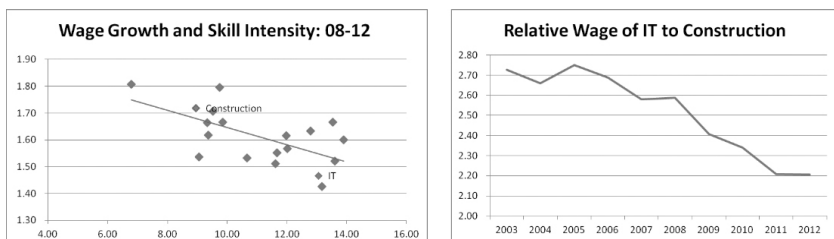


图 5：特征事实 3：低技能劳力的工资增速较高
(政府主导部门为低技能)

这是几个现象。下面的问题就是，到底是什么原因造成了这些现象？有的是跟其他国家不同的中国特殊现象，有的是和教科书里的结果不同。什么样的理论或模型能解释这样的现象？到底中国经济有什么特殊之处？我们提出了这样一个框架，叫做“新二元经济”。为什么叫“新二元经济”呢？我们研究经济学的人知道，本来有一个“二元经济”的概念，这个概念主要是讲，城市经济和农村经济构成了二元经济。我们讲的这个“二元经济”，不是城市和农村之间的二元结构，而是另一个二元结构，这个二元结构其中的一部分，叫政府主导部门，另一部分叫市场主导部门。为

什么这样分呢？就是因为我们觉得，现在这样的一个分法，要比农村和城市这样的二元结构更加重要，更能帮助我们理解中国的经济现象。我想强调一下，我这里说的政府主导部门，不仅是国有企业。以前我们有很多学者的一种分法，是按所有制分，国有企业和非国有企业。我所说的政府主导部门是广义的主导部门，它的范围要大于国有企业，比如一个建筑企业，它给政府造桥或者修路，它的收益，它的盈利，很大程度上受到政府政策的影响。一个生产鞋子的企业，它和政府的关系就非常小，当然一定程度上也受政府政策的影响，但是可以说，它不受政府财政投入多少的影响。所以我们说的这个政府主导部门，是一个比较宽泛的概念，是一个广义的概念，包括了国有企业，以及为政府财政刺激的投资提供服务的这些企业，包含了所有的建筑企业。

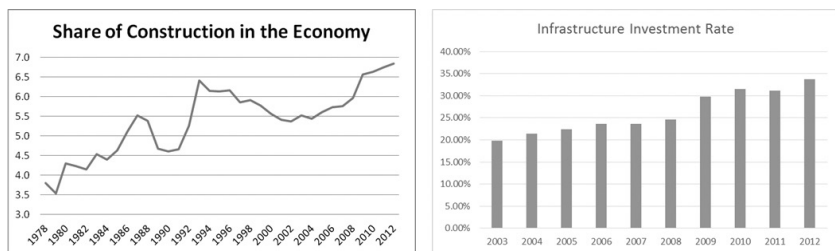


图 6：特征事实 4：政府主导部门的相对扩展

这样一个二元结构，我觉得能够解释我刚才说的这些现象。下面我就要跟大家解释一下，为什么这个二元结构能解释我刚才说的那些现象。除了要解释这个现象外，我还想利用这个新二元结构，来分析当下我们面临的一些问题，以及我们应该采取什么样的政策应对。我用一个非常简单

的图（图6），来表达这个模型，左边是政府主导部门，或者叫“被补助的行业”，这个行业有什么特征呢？我们来看一下政府过去几年做的事。我们把投资分成三个部分，一部分是机器设备的投资，另外部分是建筑安装，建筑安装里面又分成居民建筑安装和非居民建筑安装。这三个部分从2009年到现在，产生了什么变化呢？居民建筑安装，就是我们通常讲的居民房地产，这部分投资在资本形成中所占的比重非常稳定，基本上总是在20%左右，可能在2015年有所下降，但从今年第一季度来看，又恢复到20%左右，所以这部分是稳定的。那么另两部分，一部分是机器设备的投资，一部分是非居民建筑安装，包括所有的基础建设，道路、桥梁、机场、港口，还包括办公楼等。这些投资占的比重是多大呢？在2008年的时候，非居民建筑安装占的投资是38%，现在是50%。所以从2008年到现在，也就是不到10年的时间，这部分投资从38%增加到50%，平均每年增加1.5个百分点。所以从国际金融危机到现在，我们投资的结构发生了非常大的变化。为什么有这个变化呢？大家可能不需要我说数字都会知道，因为自国际金融危机以来，政府一直在做经济刺激。刺激都是采取什么手段呢？就是去投资，而政府主导的投资绝大部分都是非居民建筑安装，这部分在经济中占的比重是越来越大了，这部分就和我刚才说的政府主导部门有密切的关系。

请大家想一想，这部分非居民建筑安装，修路、盖房子、修桥、造机场等等，所创造的主要是什么就业？主要是建筑行业的就业。所以我们看从2009年到现在，建筑行业扩张非常快，建筑行业的就业也扩张非常快。现在大概有5500万的工人是在建筑行业工作的。从3000万左右增加到

5500 万，就是从 2008 年到现在，增加了这么多。我想说的，就是政府的扶持和就业之间的关系。政府这些刺激，主要是非居民建筑安装的投资，特别是基础建设的投资，这部分投资创造的就业绝大部分是和建筑有关的，是低端劳动。如果是这样的话，那我们想一下，政府投资扶持的部门雇佣的主要是低端劳动者，而其他的市场部门，是什么样的劳动力都雇佣。

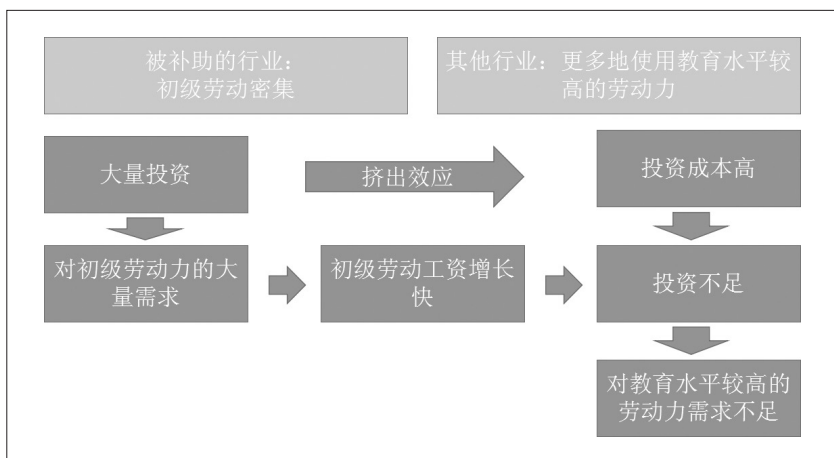


图 7：“新二元经济”模型

图 7 中，左边的部门是政府扶持的部门，得到的扶持力度越来越大，占用的资源越来越多，因为它占用的资源多，所以吸引很多劳动力。我们看到的是，低端劳动力的工资增长的很快。等会我还会讲其他的解释，先看这个解释。政府扶持部门雇佣的大部分是低端劳动力，所以低端劳动力工资涨上去了。而政府扶持部门又会用很多的资本，因为它们用了大量的资本，所以其他部门获得资本的成本就增加了。

当经济不好的时候，政府就加大刺激的力度，一旦加大刺激力度，占用的资源更多，造成资本的成本增长更快，造成低端劳动力成本增长更快。而市场部门面临这样高的资本成本和劳动力成本，它就发展乏力。因为成本太高，它不愿意投资，所以这部分就在一定程度上萎缩了，增长不那么快了，所以机器设备投资占总投资的比重在下降。

所以在新二元结构（政府主导部门和市场主导部门）里面，政府主导和扶持的部门占用资源越多，市场部门获得资源越困难，面临的成本越大，这就是基本的框架。这造成了一个什么样的结果呢？我认为，它会造成一种限制，我把它叫做“新二元经济限制”。为什么是一个限制呢？假设我们的起始点是国际金融危机来了，然后经济增长潜力下降，所以我们要做刺激。刺激的手段是什么呢？就是修马路、盖房子，做了大量的投资。这一边的投资多了，那一边的成本就增加了，它有一个挤占效应，它挤占了资源，另一边获得的资源就少了，成本增加了，所以市场部门增长就乏力。

我们经过大量的数据研究发现，政府扶持部门的效率是相对比较低的，市场部门的效率相对较高。我们刚才说的这种经济刺激，使得效率比较低的行业扩张比较快，效率比较高的行业扩张比较慢，所以总体效率就下降了。我们看到了投资回报率的下降。我们还看到另一种衡量效率的指标——全要素增长率——也在下降。这些效率都下降以后，对经济增长就造成了进一步的下行压力，所以又要做进一步的刺激。大家再回忆一下，因为经济增长的下行压力，然后去刺激，刺激造成了市场部门面临高成本，市场部门增长速度减缓，而政府部门增长速度加大，然后总的效率下降，造成进一步的经济下行的压力。从经济下行压力又到进一步

的经济下行压力，就形成了一个循环。

这是我认为我们面临的最大的问题，我们在这个循环中，要走出来，其实是非常困难的。原因是什么呢？你要想从这个循环里走出来，要么就是突然有一个技术的突破，使得市场部门突然发展起来，这个现在我们看不到。另外就是要忍受短痛，减少刺激性投资。减少刺激性投资，它对市场部门的挤占就减少，当政府部门用的资源少的时候，就会释放出资源，使得市场部门能够以比较低的成本获得劳动力和资本。但是在这个过程中，有一个调整，从一个梯子上下来，上一个更高的梯子的时候，它先要下来，再上去。这个过程中，我们要承受短期内减少政府投资刺激所带来的阵痛，只有这样才能把资源腾出来，让市场部门有效地发展。这是我认为我们现在面临的一个问题。

如果短期来说，我们不愿意承受这个短痛，我们有没有办法走出来？一种办法是用货币政策。人们会很快提出来用货币政策，为什么呢？短期内如果货币政策变得比较宽松，作为资本成本的利率会下降。市场部门获得资金的成本下降，它们就愿意多投资，一旦市场部门多投资了，政府刺激的需要就不那么强了，这是一个非常理想的状态。但问题是，我们货币政策的宽松并没有造成这样的结果。货币政策宽松已经有一段时间了，我们的名义利率在下降，但是实际利率呢，至少到去年第二季度，实际利率还是在上升的。实际利率没有下来的原因是什么？就是在我们宽松货币的同时，我们的价格指数在通缩。消费者价格指数，上个季度是 2.5%，有人担心说太高了，但如果把食品价格去掉以后，消费者价格指数只涨了 1%。如果看生产者价格指数呢，是连续 48 个月向下走的。所以货币政策并没有起到一般教科

书中所说的作用，就是宽松的货币应该带来通胀压力。我们没有这样的压力，除了农产品以外，那是很特殊的，其他价格没有上涨的压力。我们也做过一些分析，发现 2008 年之前的货币政策是有这样的传导的，就是一旦货币政策宽松，价格就会跟着变。但是 2008 年之后，整个就反过来了，货币政策并不是很有效。

而且还会产生什么样的现象呢？今年一季度就出现这样的现象，货币政策宽松了，但带来的不是实际利率的下降，而是资产价格的上升，在上海就不用我说了，房价猛涨。这个呢，当然短期有一定的好处，它会带动一二线城市房地产的投资，但是对三四线城市并没有任何帮助。而且，这样的资产价格上涨，会不会带来未来的风险，我们也有担心的。我想说的是，我们面临这样的陷阱，本来希望通过货币政策的宽松把我们拉出来，但是似乎并不管用。

那么还有什么办法？还有一个办法，就是努力降低企业面临的成本。不是通过货币政策来降低企业的成本，而是通过其他手段来降低企业的成本。大家常说的一个就是减税。所以我们今年先搞“营改增”，还是有很大的减税作用，大概测算一下，“营改增”带来的减税力度是 5000 亿左右。我觉得还不够，因为我们面临的问题太大了，我们企业面临这么多债务，只有当降低成本的力度比较大的时候，才能让企业有比较多的盈利，让他们不被这些债务压得喘不过气来。

那么还有什么降成本的空间呢？这个是我主张了很久的，现在觉得特别迫切，就是降低社保缴费。有很多人非常反对，说社保已经面临这么大的支付压力了，你怎么能降社保缴费？我想跟大家来解释一下为什么应该降社保缴费。首先，它的好处是显然的，社保缴费是企业所面临的一个非常

重要的成本。我们的社保缴费率也是比较高的，五险加起来大概是工资的 40% 左右，我们的养老缴费是 28% 左右。我们养老缴费率在全世界算起来，只有七八个国家比我们高。这七八个国家，可能大家首先想到的是北欧国家，但没有一个是北欧国家，比如说瑞典的养老缴费，企业加上个人是 18%，我们是 28%。那些养老缴费率比我们高的国家是谁呢？绝大部分是跟我们一样的，从过去计划经济转型过来的国家，比如说拉脱维亚、匈牙利等等这些国家。为什么我们这些转型国家有这么高的养老缴费率呢？就是因为过去有很多国有企业，这些国有企业当时有很多退休职工，本来是企业负担的，现在推向了社会。所以我们开始养老的时候，这些职工本来是没有积累的，这些企业也是没有积累的，它们的积累是国有企业的资产，但是没有对养老贡献积累，却有这么多人要拿养老金。当时我们为了解决这个问题，把养老金缴费率定的比较高，这样一个高的缴费率就像一个税，使得企业的劳动力成本变得很高。

如果没有历史欠帐，我们要多高的缴费率才能保持一个比较可接受的退休以后的替代率？所谓替代率，就是退休的收入和退休前的收入的比重。所有这些计算都要做假设，一个假设是我们能够把退休年龄延迟到 65 岁，另一个假设是我们把缴费拿来的钱，拿去做比较好的投资。比如我们社保基金会做的投资，在过去几年中的平均回报率是百分之八点几，还是很不错的。如果我们能做到这一点，把养老缴费率从 28% 降到 20%，是完全没有问题的。瑞典是一个福利这么好的国家，它的养老保险缴费率只要 18% 就够了，我们 28% 为什么不够呢？主要是历史欠账问题，历史欠账问题怎么解决呢？我们有解决的办法，因为我们有国有资产，

如果用国有资产解决历史欠帐问题，在没有历史欠帐的情况下，定一个新的缴费率，我们的问题就可以解决。

要把我们拉出这个陷阱，很重要的是要降低企业的成本。因为我们知道，货币政策至少到现在为止，效果不是那么好，所以要靠财政政策。财政政策除了减税以外，我认为最有效的就是降养老保险的缴费率。如果我们这样做了，我们降低了企业的成本，企业的盈利增加了，它就可以有更大的能力去投资，一旦企业部门的投资增加了，财政的刺激性投资就不需要那么多了，我们就可以回到正常的状态。这是我想跟大家分享的一个部分。

我们这样的一个新二元结构，它可能带来陷阱。其实它还有很多其他的含义，一个含义就是它带来教育回报的降低。我们前面看到，大学毕业生的工资增长的速度要低于大学以下教育水平的人的工资增长速度，长期看来，这对于人们获得教育的积极性会产生一定的影响。讲到这里，可能在座的有人会有疑问，说你讲到低技能的劳动力工资增长，是不是由于农村的劳动力供给的减少造成？其实也是可能的。我们过去这些年，大学毕业生越来越多了，而从农村能出来的人越来越少，当劳动力供给产生这样变化的时候，应该也会造成刚才我说的这个现象，就是低端劳动力工资增长快，高端劳动力工资增长慢。但是呢，我们做了进一步的分析，如果这个劳动力供给的变化是造成不同劳动力工资增长速度变化主要原因的话，那么它应该带来什么样的后果呢？当低端劳动力供给减少的时候，使用低端劳动力的行业应该发展的比较慢，因为这部分供给减少了，能雇佣的低端劳动力少了，所以使用低端劳动力的部门应该发展的比较慢。大学毕业生多了，那么雇佣大学毕业生的行业，应该增长比较快。但是

我们发现正好相反，不同行业增长的速度和行业劳动力的平均受教育年限是反过来的。职工受教育年限越高的行业，扩张的速度越慢。所以我们说，劳动力供给的变化造成的这种工资变化的不同，尽管在一定程度上是对的，但它不是最主要的原因，最主要的原因还是刚才我说的新二元经济。

我就讲到这里，欢迎大家提问题。我主要想说的是，现在我们经济有一个很特殊的结构，和其他国家不同，它能解释我们特殊的现象，对于我们分析政策也有一些特殊的指导意义。谢谢！

乔依德：感谢白教授给我们做了一个精彩的演讲。下面我们提问，或者作一些评论，看看谁有什么想法？

提问者一：白教授的新二元经济能解释很多东西，有很大的启发。我有两个问题，第一个就是，我们金融市场现在分正规金融市场和非正规金融市场，我想知道非正规金融市场的实际贷款利率是不是顺周期的？请教一下。第二个是劳动力的问题。我总的感觉呢，可能和中国劳动力供求关系的变化还是有关系的。低端劳动力供给是减少了，从某种意义上来说，其他条件都不变，它的工资要上升。但是高端劳动力，特别是大学生呢，因为大学高校的扩招，供给非常多，可能增长速度快于低端劳动力，而其他条件不变，这能解释高端劳动力的工资增长比较慢。在市场经济下，高端劳动力的工资，比如大学生的工资如果低于农民工了，那么大学生就去做农民工的工作了。但是我们国家呢，劳动力其实是分成两元的，正规的劳动力市场和非正规的劳动力市场，这两个之间的流动性很差，大学生宁愿拿更低的工资，也不愿去做农民工。你是从政府主导部门和市场主导部门来解释这个现象的，但是我们可能也要考虑一下，劳动力市场本身可能是二

元的，这个二元能解释我们低端劳动力工资增长快，高端劳动力工资增长慢，也许从这个角度也能有一些解释，谢谢。

白重恩：关于非正式金融市场的利率，我们做了很多尝试，非常难获得数据。我们用的数据，是人民银行每个季度的货币政策执行报告里公布的数据，叫做银行的加权平均利率。可能一个数据不够完美，因为银行的利率不完全由市场决定，会不会有非市场的因素造成这样利率比较独特的现象？所以我们还用了另外的数据，一个是理财产品的回报率数据，理财产品的回报率基本上是不受管制的，所以比较能反应市场的情况。

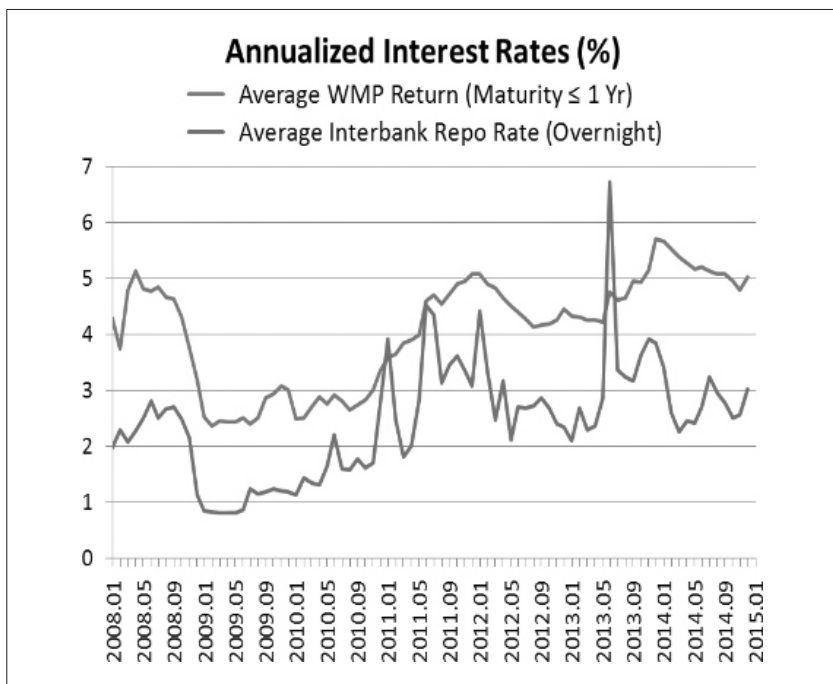


图 8：年利率

我们看理财产品，图8的蓝线就是理财产品的回报率，也呈现了基本一样的趋势，从2010年底就一直向上涨。我们想找更贴近小企业的数​​据，但实在太难了，找不到这样的数据。

乔依德：我插一句。在杭州，浙江省副省长介绍义乌有一个民间贷款数据，不知道这个可以用吗？

白重恩：那个是两位数，要高很多。上次讲的时候，那个数据只是一两年的。如果我们要用，需要有从2009年到现在数据。这是一个很好的问题，我们一直想找数据，但是找不到。刚才你讲的劳动力供给的变化，我觉得这是对工资有一定影响的。我们之所以把这个叫“新二元经济”，还有一个原因：这样一个结构在旧二元结构比较显著的情况下，是有好处的。我刚才讲的都是它的负面影响，它有的时候可以有正面影响。比如说当农村有大量剩余劳动力的时候，经济中最应该发生的事是什么呢，就是把这些劳动力移到城市里面来。怎么吸引农村的劳动力进城呢？就是通过政府大量的基建投资创造就业，让他们进城。但现在我们的情况是，农村的劳动力该走的差不多走光了。所以你再去​​做这些刺激就业这方面的事，就会挤压其他部门，这是我们的想法。确实是这部分供给减少，农村剩余劳动力减少了，所以造成它工资增长快，这个我们不否认。但是我刚才想说的是，如果说农村剩余劳动力减少了，那么雇佣农村剩余劳动力的部门，应该受到负面的影响，因为它没有那么多​​人好雇，而且工资又涨的很快。但是我们看到的是，这些部门增长特别快。我们用企业数据来看，就是当雇佣的劳动力教育水平比较低的时候，这个行业增加值的增长就会比较快，从2007年到现在是这样的。所以不能完全由劳动力供给的变化来

解释。所以我还是说，这两个故事都对，但我想强调的是，政府在某些部门的刺激所产生的这种效益还是非常重要的。

提问者二：谢谢白教授精彩的演讲，你给我们提供了一个崭新的思路。我想提一个小问题，根据你说的低端劳动力的增长。我想，教科文卫都是国家的，工资也算比较高的。据我所知，科研的费用不得了，用都用不完，工资也涨得蛮快的。我想问，他们的增长率也是不慢的，怎么解释？我们做金融的都知道，自从2008年之后，央行的印钞机开始了新的时代。前面60年一共印了40万亿，2009年到去年为止，只有7年，就增加到140万亿，7年增加了100万亿。信贷是同样的，2008年正好是30万亿，前面60年正好30万亿，现在基本将近90万亿了，大体是这个概念。这是中国经济中非常重大的变化。我想问的是，如此巨额的货币量，对货币结构有什么影响？

白重恩：这是一个非常好的问题。2008年以来呢，除了我刚才讲的这些东西以外，还有一个显著的现象刚才没有讲，但是大家都知道的，就是房地产的价格从2008年到现在增加了很多倍。这部分和货币政策是有关系的。你刚才说M2增长的这么快，它和房地产的价格是密切相关的。我认为这个相关性，不仅仅是单向的，也是双向的。为什么？一方面，当货币宽松了以后，钱就会跑到资产市场去，比如买房子，价格就上去了。但同时呢，当资产价格上升了，为了进行资产交易，对货币的需求也会增加。所以，房地产市场价格涨得很快的时候，如果货币增长不跟着走的话，可能对其他部门的挤压会很严重。确实有这样一个现象，我没有把它放进去，就是房地产的价格增长很快，跟货币冻结是密切相关的。如果不提这个行业，将会很难解释货币供给增加

了这么多的时候，为什么实际利率还上升？主要原因，我认为就是资产的价格，就是房地产部门占用了大量的流动性。

提问者三：是不是还有一个原因是货币固化，因为它没有流动性。顺便我再问一下，如果测算七年之后的货币量，按照这个速度上去的话，是否可能会超过 300 万亿？

白重恩：我觉得可能不会有像过去那样的增速了。为什么不会呢？有几个原因。一个是我们经济增长速度肯定是比以前低了。第二，就是资产价格的增速不会像以前那么快了。如果资产价格的增速降下来，它对于货币的需求可能就不像以前增长得那么快。如果你问我未来七年会发生什么，我认为，未来七年货币发行增长的速度要远远慢于过去从 2008 年到现在，这是我的预测，当然所有的预测也都有可能是错的。

提问者四：我是做国际关系方面的。我觉得你讲的二元，有两个假设要加上，你这个是比较封闭性的，就是只有国内因素，没有外部因素。在 2008 年之前，中国基本上和西方是差不多的发展趋势。但是 2008 年之后，就是次贷危机之后，是不是有外部需求降低的因素？我个人认为，全球经济增速都在降低。你讲的新二元结构，中国只是和过去比降低了，但是相比其他经济体来说仍然是中高速增长。在这种中高速增长情况下，市场主导的外部性是很强的，而现在面临外部需求的下降。所以我觉得在这种情况下，为了维持中高速增长，我们是不是应该更关注政府主导型经济的发展？这种政府主导模式可能不适合长期的，但如果在中短期可能会更好。我觉得在中短期的时候，政府主导模式能够维持中高速增长；在外部变化的时候，政府应该主动退出，让市场主导。

白重恩：我知道你的意思，2008 年我们确实受到了外部的冲击，所以我们需要一定的刺激，这个我一点都不反对。问题是力度多大，以及要持续多久？如果我们认为现在这个冲击，还是一个外部冲击的话，我就不同意了。我认为现在的国际经济是处在“新常态”，这个词本来是描写美国经济的，但其实整个世界经济都进入了一个新常态。在这个新常态中，增长确实就是很乏力的。所以不是一个短期的冲击，而是一个永久性的变化。在这种永久性变化的情况下，是不是要把这个刺激一直维持下去？我觉得是值得商榷的。我想说的是，2008 年之后，尤其是 2009 年，我们需要有一个刺激计划。但是，是不是到今天还要一直维持下去？这是我觉得需要讨论的问题。

提问者五：我看到一个数据，如果我没有记错的话，说工资收入占 GDP 的比重在增长，然后我还记得说，消费占 GDP 的比重在下降，对吧？

白重恩：消费在 GDP 中的比重，最近几年也在增长，这两个是一致的。我们从 2011 年以来，有很多新的趋势，之前劳动收入占 GDP 比重在下降，居民收入占 GDP 比重在下降，消费占 GDP 比重也在下降，之后都转过来了。

提问者六：我补充一个问题。这个结论很明显的，政府太大了，民间太小了。政府主导的经济板块占到固定资产投资 50% 的投资，它会降下来吗？或者它会继续往上涨，涨到 60%-70%，最后民间经济可能基本没有了，这个怎么看？

白重恩：刚才你说的，确实是趋势没有反转。所以我认为，它进入了一个陷阱，怎么从这个陷阱里走出来就是问题。我刚才想说的是，货币政策是不够的，需要有力度比较大的财政政策，这个财政政策不是用来投资，而是用来降

低企业的成本。我希望这样做了以后，企业的活力会增强，然后经济增长速度会回到一个比较正常的水平，那么我们政府去做刺激的需求就不那么强了。

提问者七：如果国内缺资本，民营企业的资本减少，那么国外资本会进来填补这个空缺吗？没有人借钱给民营企业，因为钱都被政府借走了。为什么没有出现外资大规模进入的情况，为什么外资不那么积极进入？

白重恩：如果我们的劳动力成本增长很快，那么外资就不一定愿意进来。当然，还有其他的很多原因。比如说，人们对未来的预期是怎么样，对产权保护有什么样的预期等，这些都会影响。我不是说我这里讲了所有的故事，应该还有很多其他的因素会影响资本的流动。为什么外资不流进来，我觉得有很多原因。按照我们这个模型，如果我们考虑到劳动力成本这样的变化，也意味着即使是一个开放式经济，资金仍然不会流进来。

乔依德：如果没有问题，我们今天的沙龙就到此结束。让我们再次以热烈的掌声，对白重恩教授的演讲表示衷心感谢。也感谢大家来参加我们的活动，我们下次活动再见。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）