

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 86 期

96

中国的汇率、资本管制与货币政策

改革和经济增速



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
二〇一六年六月

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

胡旭照

编者的话

本期《研讨实录》收录了最近上海发展研究基金会与《科学发展》杂志社合办的二次座谈会的实录，即 2016 年第 3 期系列座谈会——中国的汇率、资本管制与货币政策，第 4 期系列座谈会——改革和经济增速。

在“中国的汇率、资本管制与货币政策”座谈会中，中国社科院世经政所张明主任、上海发展研究基金会特邀研究员刘海影分别作了引导发言，上海交通大学上海高级金融学院张春教授、复旦大学经济学院林曙教授、上海银监局马强处长、易泓资本高级顾问俞浩明、上海发展研究基金会秘书长乔依德主持并参与了讨论。

张明先生认为，随着未来资本账户管制的加强，资本外流的规模可能在一定程度上会有收缩。目前外汇储备过快的流失，使得央行不得不加强资本账户管制，重新干预中间价。为了维持汇率稳定，央行在一定程度上牺牲了货币政策独立性。对于如何走困境，他认为，第一要保持独立的货币政策；第二要具有弹性的汇率制度；第三要保留适度的资本流动管理，特别是应努力遏制短期资本的大进大出。

刘海影先生认为，中国跨境资本大幅流出主要是由于投资回报率的降低。因此，目前中国所面临的困难是比较长期性的。张春认为资本账户开放需求来自于实体经济的发展及老百姓正常的投资需求，宜疏不宜堵。长期来看，资本账户

还是要充分放开的。林曙指出，中国资本账户管制的主要问题是成本非常高且效率在下降。资本管制最大的问题是，最需要管制的时候往往管制成本最高。

在“中国的汇率、资本管制与货币政策”座谈会中，中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席余永定，上海财经大学经济学院院长田国强分别作了引导发言，参会嘉宾包括中国人民银行金融研究所所长姚余栋，复旦大学经济学院院长张军，上海市政府参事左学金，上海社科院世经所副所长权衡，中国外汇交易中心研究部总经理张生举，上海市政协经济委员会常务副主任张广生，兴业证券首席宏观分析师王涵等，会议由上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德主持。

余永定先生认为，不应该把供给侧改革和需求侧改革对立起来。我们应当注意的是结构性改革，这不仅仅存在供给方，同样存在需求方。要注意提高整个社会的劳动生产率，加快技术进步，必须改善我们的投资结构。田国强先生认为，供给侧结构性改革应以深层次市场化制度改革为内涵推进。中国要实现经济可持续增长和发展必须注重两个逻辑：发展的逻辑和治理的逻辑，否则会造成各种问题和危机，其关键是政府的定位必须恰当。建立一个维护、服务型有限政府离不开三要素：法治、执行力、民主监督。姚余栋认为，目前应保证中国经济处于合理区间，防止大规模失业，防止区域性金融风险。张军认为，目前我们的需求下降的非常

快，而且债务通缩的现象越来越明显，在投资基础建设的时候应当配合适当的短期政策来降低企业的融资成本，这样企业才看得到希望。

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

二〇一六年六月二十七日

目 录

中国的汇率、资本管制与货币政策.....	1
改革和经济增速.....	49

中国的汇率、资本管制与货币政策

系列座谈会 2016 年第 3 期

上海发展研究基金会 2016 年 5 月 24 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们的研讨会现在开始。首先非常感谢各位参加我们的研讨座谈，在发给大家的邀请函中已经讲到，从去年“811 汇改”以后，大家都特别关注汇率制度的变化、外汇储备的影响、货币政策的独立性等，争论很激烈。经济学家常常在很多问题上意见不一致，但在这个问题上意见的对立程度是前所未有的，到底应该怎么做，采取什么措施。我是这样想的，我们在讨论怎么办以前，还有一个比较重要的问题待解决，就是我们所分析的几个重要变量的基础是什么，理论框架是什么？这个问题虽然之前有过讨论，但是我觉得还不够，大家谈的不多。有些人的理论基础还是以往的“三元悖论”，三个主要变量（货币的独立性，汇率的固定、资本的跨境流动）只能三取二。2013 年伦敦商学院的一位学者发表了一篇论文，题目是“三元悖论还是二元悖论？”，主要的意见就是在当前情况下，“三元”不成立，而是“二元悖论”，就是二选一，要么或多或少你受美联储货币政策的某种制约，要么你就对资本的跨境流动做某种管理，没有其他选择，这个理论出来引起很大反响，赞成的不少，也有人不太赞成。

今天我们高兴地邀请了在座各位对这个问题进行一些研讨。当然我们不是纯粹的就理论谈理论，而是分析理论的框架，然后用这样的框架来看待当前中国的跨境资本流动、

汇率，或其他一些重要变量，探讨应该采取什么措施。今天我们的会议这样开展的，先请两位演讲者作引导发言，一位是中国社科院世界经济政治研究所国际投资研究主任张明，另外一位是专门搞投资的，也是我们基金会的特约研究员刘海影，由他们两位首先做引导发言。他们的观点可能有一些差异，大家可以对他们的发言进行讨论。下面我们首先请张明作一个发言。

张明（中国社科院世经政所国际投资室主任）：非常感谢能受邀来参加这个研讨会，也非常高兴能够见到在座很多熟悉的老前辈和老朋友。我接到这个题目之后比较高兴，因为这个问题确实是当前中国比较热门的话题，而我所在的中国社科院世界经济政治所对这个话题也很热衷。“三元”主要涉及三个问题，就是资本流动、汇率政策和货币政策三者以及三者关系的讨论。下面我来做一个引导发言，只代表我个人的看法，请大家批评指正。

我的题目叫“如何走出中国经济当前的三难困境”，表明我自己还是认为这个三难是存在的，不是说只有两难。我想讲这样五个问题：第一个问题就是“三难困境”，包括目前“两难困境”的理论基础。第二个问题是在过去的十多年，人民币汇改的背景下，“三难困境”如何在中国展开，以及当时业内讨论的焦点是什么。第三个问题是想简要回顾一下，从2012年开始到现在是否应该加快资本开放，我觉得过了三四年之后再来回顾这个争论，看当时双方的判断是否准确，背后的理论是否坚实，很值得回顾；第四个问题我想分析一下当前的现实，就是从“811汇改”之后，当前中国面临的“三难困境”是怎么回事儿。最后想提一点关于如何走出困境的建议。

首先来看理论基础。“三难”的理论基础是开放条件下的蒙代尔“IS-LM 模型”。根据这个模型，大致得出这样一个结论：一个经济体很难同时实现三个目标，第一个是自由的资本流动，第二个是稳定的固定汇率制，第三个是独立的货币政策。这就像是一个三角形，任何一个国家只能选取三角形其中的两点，而要放弃另外一个。以香港为例，香港实现了资本的开放，香港的汇率制度是盯住美元的联系汇率制，这意味着香港不可能有独立的货币政策，所以港币的利率和美元的利率是联动的。还有其他的例子就不细讲了。“三难”问题的探讨其实是随着金融危机的变化而不断演变的。比如说，1997 年到 1998 年的东南亚金融危机爆发之后，就有一个争论叫“汇率制度的中间点与角点之争”，当时有学者就说，汇率制度恐怕中间价不稳定，要么选择完全盯住汇率制度，比如说香港金融管理局，要么就选择完全浮动的货币制度。

当时比较有意思的是国内的易纲发表了一篇文章，那时他还没有当副行长，题目我现在不记得了。内容是经过一个论证，说明在一定条件下，汇率制度是可以选择中间价的。其实在过去的十多年，中国央行就在三角中选择一个中间而非角点解。然而，在本轮的全球危机之后，特别是 2007-2008 年之后，对于“三难的困境”讨论又近了一步。刚才乔老师也说了，2013 年的这篇文章引起了很多争议。这个文章说“三难困境”已变为“两难”，认为浮动汇率制是有限的，如果一个国家开放了资本账户之后，哪怕实现浮动汇率制，也只能保证短期利率的独立性，而长期利率依然会跟着美国长期利率的变化而联动。

其实从这个角度带看，新的“两难”选择和危机之后金

融周期理论是一脉相承的。因为金融周期理论，就是说除了经济周期之外，还有一个更低频率、更长时间的金融周期在全球不断交替，这个金融周期的始作俑者就是美国的货币政策和美国的金融市场变化。这个理论提出来之后，引发了各方的关注。我梳理了一下，有很多美国的主流经济学家是不太认可的，他们认为这个文章是非常简单的经验研究，背后没有详细的理论论证，而且可以做其他研究来推翻这个东西，只是提出了一种思考的角度，没有推翻“三难悖论”。在我看来，其实只是弱化了“三难悖论”，从短期来看，三者之间还是有交替的，只不过从长期来看，保持货币政策的独立性是很困难的。在我看来，这两种观点之间没有截然对立，而且其实具有比较相同的理论内容。

关于理论的梳理我就说这么多，下面我讲一下从 2005 年汇改到当前这十多年以来，中国央行的“三难”是怎么选择的。在我看来，中国央行延续了我们其他改革一直的折中态度，没有在三角形的三个点中做三选二的选择，而是说在三角形的中间找一个点。因此我们可以看到，过去十多年其实是有一定程度的资本账户管制，但是在逐渐放松；我们有一定程度的汇率弹性，这个弹性在不断增强；我们有一定的货币政策独立性，这个独立性在不断的削弱。我们和央行同事也有很多交流，他们觉得他们选的这个框架至少从过去来看是合理的，是符合中国现实的。我们这个团队过去十多年一直在争论的是，这种选择你看着很成功，背后其实是有很多成本的。

我举两个情景，第一个情景是从 2005 年开始到 2012 年之前，人民币存在升值预期，这个时候资本是不断流入的，为了遏制人民币的升值进行了干预，所带来的第一个结果就

是储备的飙升。比较早的储备那么多是不太好的，我们做了梳理，总结出过多储备有很多负面的成本，比如说机会成本、汇率风险。除此之外，大家知道积累储备的过程也是释放国内流动性的过程，所以央行要被迫进行冲销，而冲销也是有成本的。比如说最初央行发一些央票，当央票不断发多的时候，央票的利率就会提高，央行会遭遇财务损失，所以说在 2004 年、2005 年之后，我有一部文献就是估算央行的财务损失。到了 2006 年、2007 年之后，央行把主要的促销工具从央票改为提高准备金，表面看央行没有什么财务损失，但是把冲销的损失从央行转移到商业银行，因为商业银行的法定准备金利率是很低的，然后商业银行再通过利率的管制转移到老百姓。这是在升值情况下，各种背后的隐形成本。

第二个情形是从 2012 年人民币贬值之后，维持汇率稳定的成本还是挺高的。举例来说，从 2014 年二季度到今年一季度，我们已经连续 8 个季度面临资本外流，人民币面对很大的贬值压力。为了遏制贬值，在“811 汇改”之前，我们主要是通过中间价原理，那个干预比较强，但是节约子弹。在“811”之后主要是靠卖美元买人民币的外汇公开市场操作，这样做的结果就是中国外汇储备从最高 2014 年 6 月份的 4 万亿美元降到今年 3 月底的 3.2 万亿美元，缩水 8 千亿美元。我们做了一些估算，即使扣除掉汇率波动造成的估值损失，这 8 千亿美元的绝大部分还是央行用于外汇市场。而且我们听到了很多市场消息，就是央行采取了有些手段掩盖真实储备的下降，我就不细讲了，如果这样的话，规模更大。今年以来，我们同很多的国际投资银行家做交流，他们觉得不可思议，说你中国在短短的一年半时间花掉

8 千亿美元的真金白银。在央行看来，这个储备是通过干预花出去的，没有问题。但是你想想 IMF（国际货币基金组织）和世界银行所有的资源都不到 8 千亿美元。余老师有一个例子，构造一个简单的航母编队的成本是 200 亿美元。所以你可以想象一下，在这种情况下你维持汇率稳定的代价是相当之大的。所以可以想象在这种情况下，维持汇率稳定的代价其实是相当之大的。但是目前国内这一块的讨论还没有展开。

所以在我看来，至少从过去 10 多年来看，应该升值的时候，央行实际上是不太愿意让人民币汇率过度升值，觉得有很多的风险。当汇率转为应该贬值的时候，央行还是不想让汇率过度贬值。似乎中国央行真的是有一种汇率浮动恐惧症，但汇率稳定的成本是很大的，这是我想讲的第二点。

第三点是从 2012 年以来，中国国内有一个很重要的政策争论，就是要不要加快资本账户开放。2012 年 3 月份央行发表一篇报告，说当前已是中国加快资本账户开放的战略机遇期。这个文章出来之后，引发了很大的影响，然后国内有一个很重要的争论，我这里列举了一些代表性的正方和反方。作为反方的代表，应该说我们与央行的经济学家在公开场合、非公开的场合进行了讨论。如果大家想看一下这个讨论的全貌，大家可以看“金融四十人论坛”的这本书，就是《资本账户开放：战略、时机与路线图》，把当年的讨论做了完整的梳理。在那个会上，正方有巴曙松、秦晓，反方包括像余永定、林毅夫，都做了发言，并有详细的记录。我在《财经》有一篇文章“资本账户开放迷思”，我提到有八点我是看不懂的。很快温军伟又写了一篇《破解资本账户开放迷思》，基本上把当时我们团队的观点和央行团队的观点做了

一个清晰的梳理。之后我们没有回应，最近我们想来回应一下。时间过了这么久之后，我们再来看这个争论。争论的焦点有几个：第一个就是资本账户开放到底管不管得住？当时他们认为资本账户是管不住的，管的成本也很高。但是我们认为，资本账户管得管不住，关键看央行想不想管，央行推资本账户开发，就是不想管资本账户。我记得当时在一个内部讨论上碰到易纲，易纲说你们为什么害怕开放资本账户？他说我们外管局目前对任何一笔跨境交易都能看的清清楚楚，万一发生资本大部分外流的时候我们可以重新卡死。当时我就问了一个问题，当你看到资本外流的时候，有一些资本外流的主体外管局管得了吗？当时有很多讨论深入到方方面面，但我这里不能展开。

总而言之，过了几年之后我们来看结果。应该说从2012年之后到2014年，很多资本账户开放的举措在加速进行，但是在2014年下半年开始，特别是从2015年“811汇改”之后，随着人民币贬值压力加大，资本账户开放的措施慢慢收紧。当前中国资本账户管制的程度，应该说比前几年要严厉得多，大家如果去银行换汇，特别想通过几个账户把外汇汇到境外的一个账户，你马上能够感受到外管局现在管制的严厉程度。换句话说，至少从过去的两年来看，资本账户开放的速度是显著地放缓，在有些情况下，甚至有所逆转。

下面我想重点讲一下，我对当前中国经济“三难问题”的看法，从资本流动、汇率制度和货币政策的三个角度来做一个梳理。从资本流动来看，开始我也提到了，从2014年二季度到今年的一季度，连续八季度的资本外流，而且资本外流在过去三个季度明显放大。以过去一年为例，去年中国

资本外流的规模粗略估算超过 7000 亿美元，这里没有包括贸易渠道转移定价的资本外流。今年年初以来出现了一个新的现象，今年一季度中国海外并购的规模超过了去年全年，而且今年很多海外报价是比较荒唐的，大家都知道这个报价是报高了。今年一季度有些很重大的变革，中化并购瑞士一家化工厂的金额是 200 多亿美元，当然中化是通过杠杆并购的，在海外融了很多资。我们也帮助相关的部门梳理数据，今年发改委、商务部和外管局给了我们一个内部课题，把数据给我们，让我们来梳理一下中国对外投资的情况。我们这个报告认为，这里面有一部分应该是新模式的资本外流，就是当资本账户（组合资本和其他资本）被卡死之后，通过中国政府比较努力直接对外投资而成立一个新的渠道。不过好在最近中国政府也对此加强监管。

总而言之，就是说资本流动的规模的确是在放大。但我们想说的是，这并不意味着资本管制没有效果，事实上，过去八个季度资本管制的加大和 2012 年之后开放资本账户的举措是密切相关的。我们可以预测，随着未来资本账户管制的加强，制度外流的规模可能在一定程度上会有收缩。

下面我讲一下汇率制度。应该说去年“811 汇改”的直接目的，就是为了方便人民币加入 SDR。因为去年 7 月份，IMF 有一个评估，指出人民币汇率制度最大的问题，就是在于每日的开盘价和前日收盘价持续的背离，这背后反映了中国央行干预的结果。我们启动了“811 汇改”，由于当时市场有贬值预期，所以取消干预中间价意味着中间价很快的贬值。到了后来，当贬值幅度比较大的时候，无论是美国政府还是我们证监会都受不了，向央行施压的结果就是央行重新干预。但这次干预是用真金白银在外汇市场上卖美元买人

民币，这样做的压力很大。所以今年两会左右，央行就想实施一个折中，它不愿意这么快地损失储备，就想一部分借助公开市场干预来稳定汇率，一部分重新干预开盘价，请注意以上只是我个人的看法，不一定对。所以两会期间，央行出来一篇文章，建议未来开盘价的制定参考两个目标：第一个是前日的收盘价，第二个就是人民币兑一篮子货币的汇率。最近货币政策季度报告又提出做市商报价。当时市场欢呼说人民币定价机制变得更透明，但我之后写了一篇文章，我并不觉得它变得更透明。很简单，做市商可以参考三个货币篮子，CFETS，BIS，SDR，又有一堆做市商，要剔出最高和最低的异常值，也没有说是多少，也没有公布哪个报价，也没有具体加权的方法。所以，我觉得至少定价机制没有变得更加透明。而且我们做了反向推理，从今年3月份之后，人民币和美元的汇率几乎是稳定的，从这个角度来讲，我个人觉得，至少3月底到现在的5月初，央行应该在自己的汇率定价上没有很好地参照之前它说的方式来做。我写了几篇文章，如果大家感兴趣的话可以看一下。总而言之，我想说的是，现在央行很痛苦，一方面要稳定汇率，一方面又想节约储备，所以不得不在一定程度上重新开始干预中间价。而且，更要命的是上一个季度是一个时间窗口。一季度美联储没有加息，美元指数走跌，资本外流减缓的时候，实际上是央行加大汇率制度改革的一个窗口，很可惜我们没有利用，现在这个窗口期基本上结束了。我觉得美联储在二季度末加息的可能性是很大的，在这种情况下，资本外流加剧，人民币汇率贬值压力可能卷土重来，这个时候央行怎么做，我们只能拭目以待。

最后我讲一下货币政策，在资本持续外流的情况下，我

们又想维持储备，这个结果就是货币政策的独立性受损。去年最后一次降息降准是 11 月份，到了今年 1 季度情况比较糟糕的时候，实际上需要降息和降准，但是央行一直到两会期间才降了一次准。换句话说，在那段时间，宏观经济需要你进一步放松货币政策，但是货币政策没敢放，一个很重要的原因就是怕进一步降息降准导致资本外流。这方面可以找到的一个佐证，就是马俊的一句话，解释为什么现在不应该降准。他说在一定情况下，降准不一定会增加国内体系流动性的规模，他的言外之意就是说降准释放的流动性可能会流出中国的境外。我觉得这就是一个很好的例子。这说明在当前的情况下，如果你要保护汇率的话，货币政策的独立性在一定程度上就会受损。

所以大家可以看到，去年下半年到现在，央行主要是通过一些短期的流动性调节工具，比如说 SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）调节。短期没有问题，但是如果资本外流是长期的、持续的，那短期工具很麻烦，因为你要不断的续做，一旦没有续做，市场上马上就有反应。所以我觉得央行目前就是这样一个情况，资本已经在外流，而且会进一步外流，汇率在市场上有贬值压力，关键看是一次性释放，还是缓慢释放，还是不让它释放。货币政策明显已经受损了，未来如何增加货币政策的独立性，也是央行面临的一个难题。

最后就是我们提出的一些政策性建议。在我看来，中国是大国经济，一个大国经济必须要有独立的货币政策，不能让自己的货币政策被美国牵着鼻子走。在这种情况下，货币政策独立性是我们最不应该损失的一点。我还有一点看法，中国的汇率制度不能长期盯住一篮子，这适合像新加坡这样

的小型开放经济体，中国作为大国最适合的汇率制度就应该是自由浮动，汇率完全由外汇市场上的供求说了算。这种情况下，我们团队提了一个解决方案，叫“尽快引入人民币对篮子汇率宽幅区间波动”。总而言之，应该为人民币的有效汇率设一个比较宽的年度汇率波幅，比如说每年 10%，只要在 10% 内波动就不应有任何干预，只有触及到波幅的上限和下限时，我们才入市进行强制干预。当然，这也不是一种最好的方案，最好的方案还是自由浮动，这是我们在向最优方案的过渡中，采取的一种成本相对较低的折中方案。

最后一点，我们认为还是应该对资本流动进行适当管制。如果没有过去这几年这么快的放松，就不会有过去这几个季度这么快的收紧。以香港离岸市场为例，香港离岸市场前几年经历了很快的发展，但是我们也都知道，背后有很多跨境的套利和套汇，真实交易是多少不知道。两三年前我和一个同行有一个争论，他有一个观点就是说香港的离岸人民币在很短时间会到两三万亿人民币，他建议把居民每年的换汇规模从 5 万美元扩充到 30 万美元，当时他的观点在市场上很受欢迎。但当时我说很难，只要人民币的升值预期逆转，中外逆差一缩小，离岸人民币的存量很可能就会收缩，而且我觉得其实一个家庭 5 万美元的额度就够中国外管局喝一壶了。现在大家可以看到，香港的人民币存量从 1 万亿降到 8 千亿，目前真实换汇的额度，特别是换现钞已经被收紧。所以我们认为从目前来看，中国应该保留适度的资本账户管理。“811”之后中国政府做的一件事情，就是扼杀过去培养起来的离岸人民币市场。

总而言之，我们认为在“三元悖论”中，对于我们，第一要保证货币政策的独立性。第二我们需要更具有弹性的汇

率制度，如果人民币有贬值预期，要尽快释放，而不是让它累积。我们并不认为中国经济短期就能向好，中国经济未来几年我觉得是很难过的，特别是金融风险在逐渐爆发。所以说在这种背景下，要有独立的货币政策，要有更具弹性的汇率制度。资本账户只能逐渐的开放，在必要的时候，甚至可能考虑收紧。我就讲到这里，谢谢大家。

乔依德：非常感谢张明，条例清楚、观点鲜明，而且把历史上的一些回顾也讲了，对今后应该怎么做也讲到了，非常感谢。下面我们请刘海影做发言。

刘海影（上海发展研究基金会特约研究员）：我也很高兴有这个机会讨论这么重要的问题，我和张明兄也是多年的朋友，很开心有这个机会交流，在座的各位老师对这方面都有研究。我的演讲实际上没有像张明兄那么贴近中国的状况，对中国的状况我们是非常关心的，但的我准备更多是偏理论的。其实，我满同意刚才张明的说法，就是说“两难”和“三难”并不是矛盾的，在一定程度上讲，可能“两难”是弱化的“三难”。我想从理论方面探讨一下，哪些因素决定我们生活在一个“两难”还是“三难”的世界。在这个过程中，“两难”也好，“三难”也好，是跟全球金融周期相挂钩的，也跟目前中国政策选择的困难有关系，所以我从这个角度做了理论的梳理。

关于“两难”还是“三难”，首先是一个事实上的区别，第二是理论上面的区别。所谓“事实上的区别”，是说在1990年，我们更大程度上可能是一个“三难”的世界，那时全球化和金融联动的状况不像1990年之后这样的密切。从理论的角度，“三难”的理论框架是比较简单的假设，注重实体经济影响汇率、货币政策与资本流动三者之间的选项。

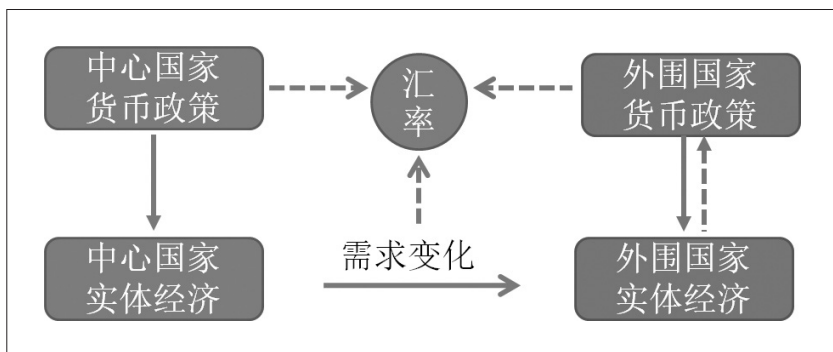


图 1：三难世界

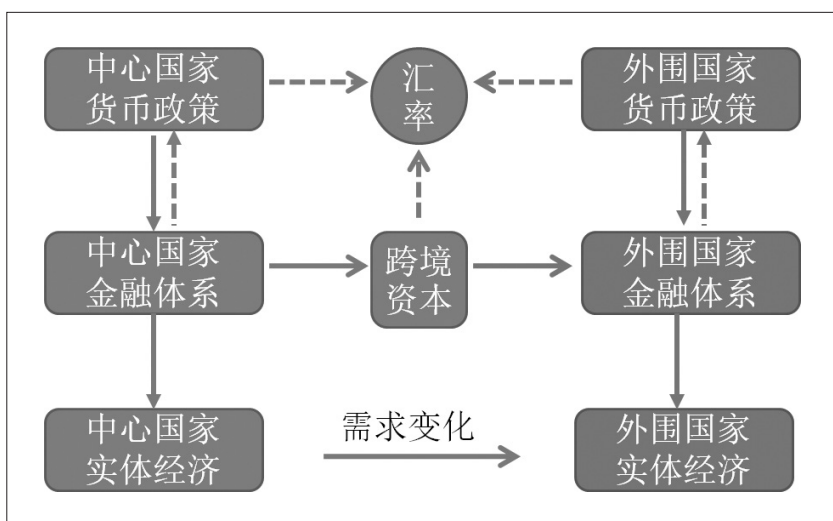


图 2：二难世界

在 2008 年之后，我们从理论分析上更加注重金融体系对于实体经济运行的影响，可能就会引入到“两难”世界。因为在这里面你可以看到，在“三难”世界里，中心国家的

货币政策的外溢效应是通过实体传递给外围国家的，但是在“两难”世界里，加了一个角色金融体系，中心国家的货币政策会影响金融体系的运作，而金融体系的运作会透过跨境资本流动这种渠道，也包括其他一些渠道，影响外围国家的金融体系。在这种情况下，不管是固定汇率还是浮动汇率，都免不了让外围国家的金融体系受到中心国家的货币政策和货币环境的影响。

这种情况下，似乎汇率的选项可以弱化和淡化，更多留下来的是要接受还是不接受货币政策的外部效应。事实上，理解“两难”和“三难”，很多经济学家也做了非常多的数据梳理工作。是否存在全球金融周期这个现象，很多经济学家做了研究，我引用了一位经济学家 Marco Terrones 的研究，他做了一个数据的梳理，研究了过去 50 年时间，61 个发展中国家和工业化国家，涉及到金融周期各个数据呈现出来的规律性。这个结论是比较明确的，就是说这些国家经历了类似的金融周期，而且金融周期的幅度和频率也是类似的。比如说，金融周期里的跨境资本流入（图 3），左边这个图是发达国家，右边这个图是发展中国家，它们都是有兴衰的情况，在金融或者经济危机发生之前是资本流入，在之后是资本流出，会有汇率方面（图 4）的相应时间顺序，包括贸易的状况（图 5），资本市场价格（图 6）的情况，对实体经济影响的同步性也都有数据上的证实。从这个角度而言，这些数据很有可能是比较支持这样的观点，即在全球经济里已经观察到全球进入周期的现象，而且这个现象随着时间的推迟在强化，而不是在减弱，尤其是 2008 年全球金融危机所带来这种全球经济和金融市场同步性的现象是令人印象深刻的。

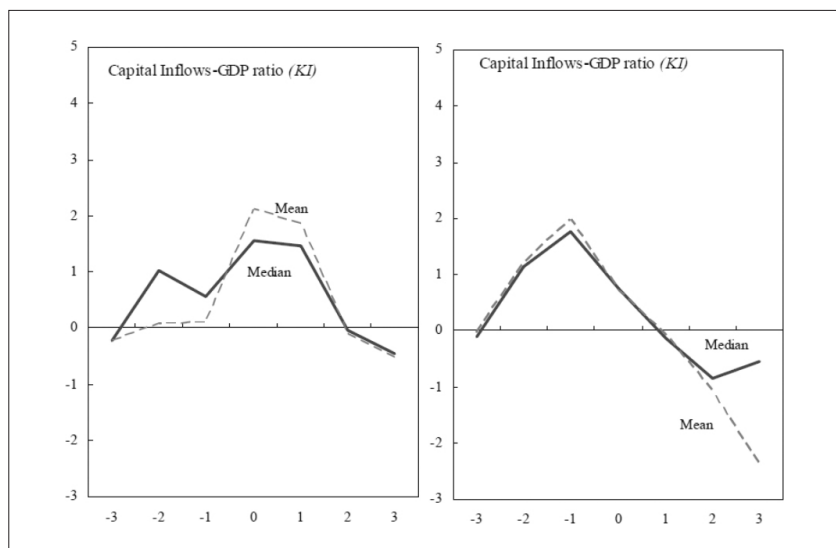


图 3: 工业化国家与新兴经济体的资本流入与 GDP 比值

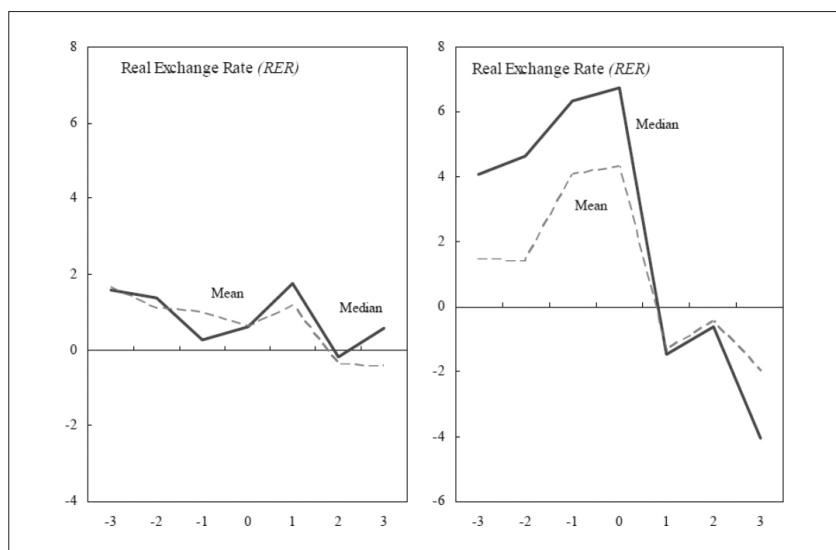


图 4: 工业化国家与新兴经济体的汇率

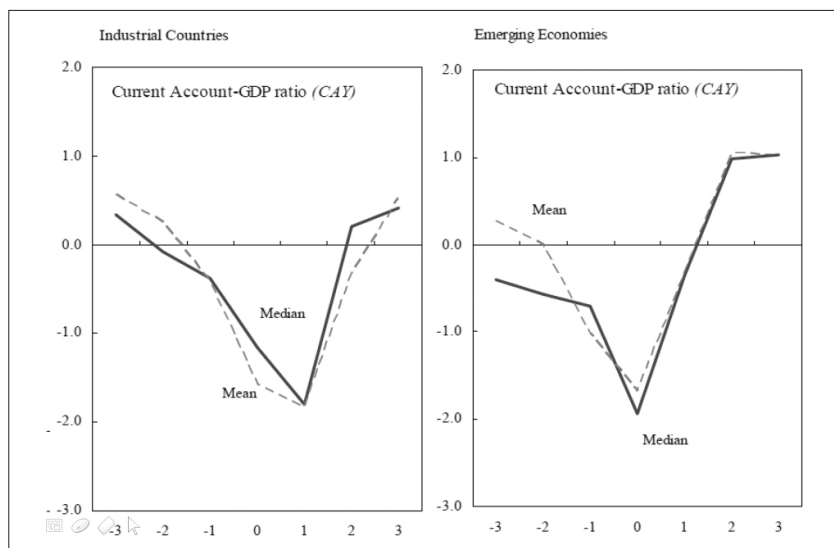


图 5: 工业化国家与新兴经济体的经常账户与 GDP 比值

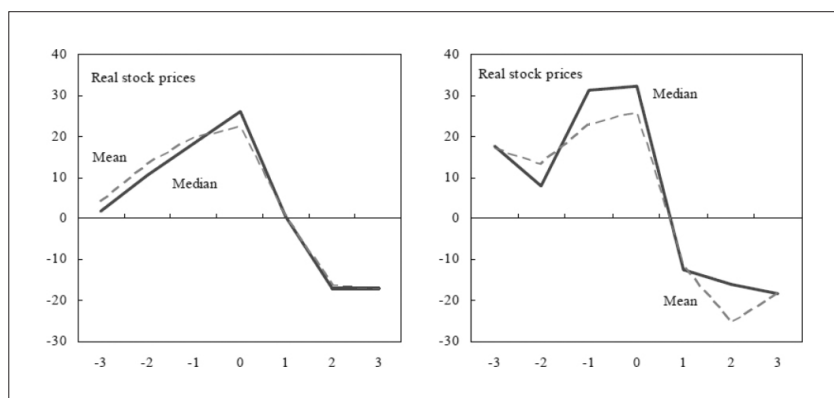


图 6: 工业化国家与新兴经济体的资本市场价格

Rey 的论文强调了 VIX（芝加哥期权交易所波动率指数）的作用，但事实上，如果外溢主要通过信贷链条发生，

那么，更合理的中间变量是信用溢水等衡量信贷市场风险状况的指标，而不是 VIX。我希望做的一个工作，就像刚才张明兄所讲的，能不能以比较简单的实证分析，结合更多的理论来说明为什么全球金融会有这种联动。一个入手点是转换一下中心变量或者说中介变量，从 VIX 到信用溢水。因为 VIX 的简单定义是美国蓝筹股股价的股权隐含波动率，基本上代表着投资人对于股价未来一段时间波动的风险偏好，它更多是描述在股票市场上发生的故事。要理解全球金融联动，或者说全球金融周期的存在，以及全球经济周期的联动性存在，更重要的一个渠道，不是股票市场，而是信贷，是跟信贷相挂钩的跨境资本流动。

要使这个现象衔接进理论框架，我用的一个中间变量是不同的信用风险企业所获得的融资成本差距，风险比较高的企业不得不付出更高的融资成本，高的幅度能够衡量金融体系对于风险的估值是多少。我做了一些简单数据研究工作，发现对于美元汇率指数而言，信用溢水对于美元汇率的影响度是 VIX 的三倍。为什么信用溢水在中间有这么大的作用？我觉得可以引用 2012 年以来发展的一系列模型来说明。在金融市场上，杠杆率或者说银行体系给予企业再杠杆率是和信用溢水密切挂钩的。背后的理论模型没有时间展开，我讲一下大概的含义，每一个贷款都隐含着一个卖出期权，卖出期权定价本身衡量银行在多大程度上估算企业的破产概率。当银行更偏好于风险的时候，它愿意去增加给予实体经济的再杠杆率。所以，在信用溢水能够比较准确地衡量实体经济的风险的时候，信用溢水就跟一个经济体得到的信用融资的数额相挂钩。在这种情况下，杠杆率的波动或者一个经济体得到融资的规模波动，是与经济体的信用溢水是挂钩的。

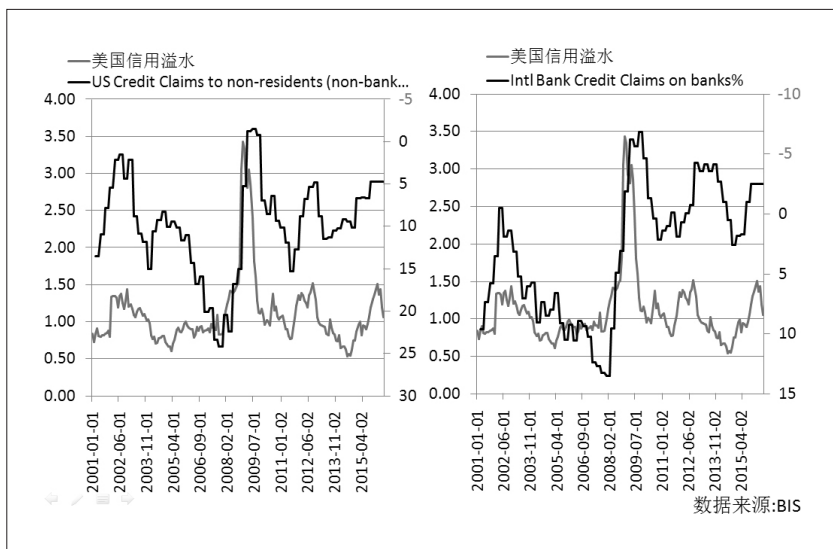


图 7：传导机制：风险溢价影响跨境信贷

你可以观察到，美国经济也好，全球其他国家的经济也好，都有风险溢价和杠杆率周期性的波动。这里你尤其可以注意到，利率更多地是作为杠杆率的期权定价而被银行给定。换言之，当风险比较高的时候，银行会定一个更高的风险溢价。在这种机制里，中心国家金融市场的运作怎么影响全球的金融体系和全球的经济体系？图 7 里面，红色线是美国的风险溢价，也就是对于风险的估值水平，它们在繁荣期间是降低的，在衰退期间是升高的。你可以看到，比较高的点是 2008 年，这张图下面一个横坐标是错误的，但是纵坐标是正确的，右边的纵坐标是逆向的一个坐标。你可以看到，当风险溢价急遽飙升时，美国金融市场提供给国外的信贷是急遽降低的。黑色线是反向的坐标轴，风险溢价会影响跨境信贷。跨境信贷会影响到本地的信贷（图 8），黑色线

是跨境银行对于其他国家银行的信贷支持，它领先于本地银行给予本地经济的融资支持。

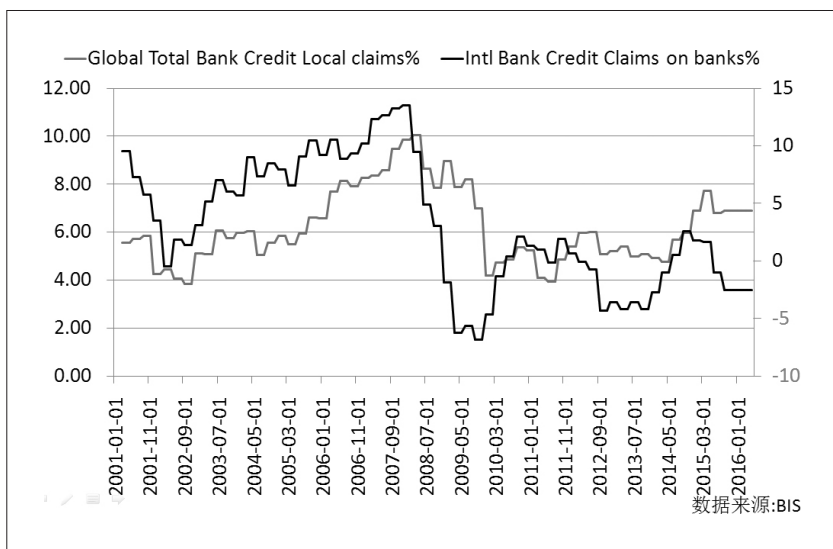


图 8：传导机制：跨境信贷影响本地信贷

我想表达的是，中心国家的金融运作会因自身风险偏好的估算来调整杠杆率和信贷规模，这样一个被调整或者被变动的杠杆率和信贷规模会影响到跨国银行对于其他国家的信贷融资规模，而这一点将导致其他国家的汇率变动，以及其他国家的信贷数量的变动。在这种情况下，外围国家就算是拥有不同的汇率制度，中央银行能够对冲一些影响，实际上也是比较困难的，除非能够在跨境资本流动方面做出足够强的限制。

在这种情况下，固定汇率制度和浮动汇率制度我认为还是有区别的。主要的区别在于，浮动汇率之下的风险更多是

一个超调风险，当跨境资本的流动与汇率之间形成一个相互推升的正循环时，汇率可能超调，跨境资本流动也可能超调。在固定汇率制度之下，汇率更多的是长期偏离价值，以至于要付出固定汇率所需要的代价。所以从理论上讲，如果我们能够认识到金融体系本身，尤其是中心国家的金融体系运作，会导致外围经济跨境资本流动的影响，实际上在很大程度上能够解释为什么在过去几十年时间里，全球各国越来越强的金融联动性和金融周期的联动性。

我想从理论这个角度讲一下，“两难”的世界为什么跟我们金融体系在经济运作中的重要性连在一起。刚才张明兄没有提到，现在一个困难的处境在于我们有巨大的跨境资本流出，各个方面的数据不一样，大概 8 千亿到 1 万亿，这是去年流出的数量。我也仔细察看过中国的国家收支平衡表，可以看到三个大的项目都出现了比较严重的恶化。我们的 FDI，去年上半年之前 FDI 累计是 500 亿美元，去年下半年降到 70 亿，而前年是顺差 800 亿。我们出现的跨境资本流出分布在非常广泛的领域。如果继续追问为什么会有如此巨大的跨境资本流出，我认为一个明显的答案是我们的投资回报率在降低。在 2012 年之前，中国的投资回报率还在可以的水平，是我举两个数据，一个是从微观角度来看，2012 年之前中国蓝筹股的资本收益率和美国是同等水平，大概 15%，今年已经跌到百分之九点几。按照白重恩教授的一个论文，我们在 2012 年之前剔除了库存变化和税收之后，全社会的投资回报率大概在 11%-12%，到 2013 年已经降低到大概 4%-5% 的水平。如此巨大的投资回报率的降低，也会导致巨大的跨境资本流出的压力。跨境资本流出以及汇率的波动这种联动本身所施加的威胁是正反馈的。当汇率降低的

时候，跨境资本流出可能会从现金或流动性资产向非流动形资产蔓延，这会进一步导致中国金融的收缩和经济需求的萎缩。从这个角度而言，中国所面临的困难的的确是比较长期性的。我主要汇报这两点，谢谢。

乔依德：谢谢刘海影，他主要从理论的角度分析了“二元悖论”中出现的问题。刚才他用了中心国家和外围国家的概念，既然存在很明显的全球金融周期，说明外围国家不管采取什么汇率制度，都不能完全隔离外部冲击。我想这个结论可能是他强调的。另外有一点，我们可能也需要做进一步的研究，信用贴水可能是比 VIX 更适合的看全球金融周期的指标。

非常感谢两位第引导发言，下面大家可以随意对他们的发言提出看法，或提出你们自己的想法，我们还是按老规矩，谁要发言把牌子举一下。

张春（上海交通大学上海高级金融学院执行院长）：刚刚两位的发言内容都相当完备，做了很多自己的研究，基本上大的观念我是赞成的，稍微做一下补充。中国的问题不完全是经济理论的问题，还是具体操作的问题，这个操作的问题说老实话没有理论。大的方向经济学家的争论不是特别大，但在实施过程中没有理论指导，所以可能会有一些不同的意见。

刚刚张明讲的有几点我还是非常赞成的。我们先讲第一个“三元悖论”或“二元悖论”的问题。刚才也说了“三元悖论”是传统的，“二元悖论”有一些实证结论，汇率浮动也没有用，最后宏观上还是会失去独立性。很多经济学家，包括刚刚刘海影也说了，理论的基础不是很足。我一直在想这个事情，最近有一个理论可以反映为什么资本账户开放，

汇率调节就不管用。上一次 G20 的时候我说过，就是汇率的多层均衡。这个理论说了以后，我记得秘鲁央行行长说这个就和他们的经历一样。他说 IMF 跟我们说，汇率贬到一定程度，外面的资本流动会停下来，不会外流。他说我们贬了一次再贬一次，就没有一次到位，根本不管用。我当时说了一个多重均衡，这当然是比较理论的，有好几个经济学家在杂志上面发了。我个人觉得可以把这个东西放进去，就是贬值汇率波动性，尤其是对秘鲁和巴西，包括土耳其、俄罗斯，过去十年的例子经常是这样。1997 年香港主要是中国站在后面，不然的话也是没有用的。很多投机的国际对冲基金的影响也是很大的，可以做成一个恶性循环，通过买空卖空把这个预期做实。

讲得简单一点，货币如果有贬值的预期，按照我们的利率平价理论，国内的利率就要上升，国内利率上升才能真正平衡。国内利率上升到一定程度肯定对实体经济有负面影响，这就是金融的问题，就是国内企业借钱成本很高，国内企业可能本来没有问题也变成有问题了。贬值的预期自我实现了。我觉得这个东西也许可以把“二元悖论”在理论上讲通，实证很多是这个情况，利率不管用了。贬了一次再继续贬，可能和多重均衡有关系。所以我就讲一讲我自己在思考的问题，怎么把理论和实证联系起来。刚刚刘海影讲的和我讲的有关系，利率多少是风险溢价的程度。在危机的时候，隔夜利率百分之一百多，就是因为有这个风险在里面，很多银行不一定能够保得住。但怎么在实证上面做出来，也许我们可以讨论一下。这是第一个问题，就是怎样和“二元悖论”的实证结果结合起来。

第二，中国过去这十几年汇率的管理可以说有一定成

效，但确实像张明说的有很大的成本，我完全同意。十几年前我就说，人民币升值没有到位的话，就有对冲的成本。也有人做过估算，最近在美国杂志上也发表过一篇文章，就是中国央行的对冲和通胀，其实可以用一个模型写出来，它是一个最优权衡问题。能对冲到一定程度，不可能完全对冲，会有成本，成本就是刚才说的通胀。这个通胀在中国怎么体现？很多人说CPI，但CPI不是很准。个人认为很可能通过资产价格，也可能通过房地产价格体现，所以是有很大的成本，这点我完全同意，也需要很好的研究。

第三，关于“三元悖论”与中国下一步应该怎么走的问题。中国货币政策的独立性，这一点还是要的。独立性现在不是绝对的，美国政府都不一定绝对独立，现在美联储加不加息也要考虑中国的问题，但整体还是要有独立性。因为“三元悖论”从经济学理论上讲基本上是对的，所以下面要讲“放”什么东西，到底是“放”汇率还是“放”资本账户？我觉得国内包括我自己对这个认识不是很深。张明讲的有一点我是同意的，宏观独立性是要的，另外两样东西怎么权衡我等会再说。怎么样让中国走到这一步？中国以前汇率盯住美元，宏观独立性肯定比较弱，这样的话就要放弃，放弃后怎么走？经济学家可能有不同观点：一种是放弃，让它一次浮动到位；还有就是分步走。我个人比较赞成分步走。张明刚刚说他们的研究基本上是分步走，有各种各样的原因，当然这个理论还要论证，我是觉得没有办法论证。有人也说分步走有很多问题，我完全同意，分步有很多套利的机会等等。但是说一次性到位，刚才讲有多重均衡，一次贬多少、贬多少次到位不知道，所以一次到位会有刚刚讲的多重均衡问题。

从实证上讲，有人做过研究，从上世纪 80-90 年代到现在的 20 多年，从固定汇率变成浮动汇率，大概有 40、50 个案例。这当中有一半以上的转型是不太成功的，而且这个不成功在一年之内有一段时间汇率是像自由落体一样，是失控了。所以从实证上看，也是比较难的。因此要谨慎，我觉得要分步走。当然最自然的，就是先都到一篮子货币。假如真要做的话，一篮子货币还是要相对透明一点。现在是一半一半，50% 是昨天的收盘价，收盘价有最后自己拉盘的因素，还有 50% 是一篮子货币。一篮子货币讲了三个篮子，到底是哪一个篮子还需明确一点，这样对市场的预期会更好一点。所以我觉得是要分步走，分步要有清楚的定价机制，然后逐渐放开。

下面我要讲，到底是放资本账户还是汇率浮动？“三元悖论”里一个是浮动汇率，一个是资本账户开放。为什么汇率要浮动？尤其是短期为什么让它浮动？这个是很重要，我觉得很多讨论没有把这个问题讲清楚。浮动汇率是为了调整短期的资本流动。汇率是什么决定的？长期的汇率可以说是用购买力平价或者是调整贸易，短期的汇率其实主要是投融资的需求。所以短期的汇率浮动，无非就是资本流动引起的。短期浮动起来的好处就是为了调整资本流动。中国的资本本来就在管制下，浮动起来有多大的好处，这个也不清楚。我同意浮动要幅度更大一点。但按照“二元悖论”，说不定过度的浮动解决不了问题，还有恶性循环。所以只有当资本账户充分开放的时候，汇率才需要充分浮动起来，希望由它去调节，当然能不能调节是另外一回事情，也许还要有其他的办法去调节它，现在国际货币基金组织也是这么说。我觉得资本账户开放和浮动汇率这两个选择是有关系的。假

如资本账户都没有开放，浮动起来也没有意思。

现在回到对中国资本账户的判断问题。刚刚张明也说，最近一年多中国资本有很大外流的压力，这个我也同意。这个问题是怎么造成的，是过度的投机还是正常的投资组合？我个人觉得，这是因为中国长期以来资本账户控制太严了，老百姓正常的投资组合配置还没有到位。说有一些投机我也不反对，投机的原因也是资本账户控制太严。香港的人民币汇率和国内不一样，它就是直接套利，这是另外一回事儿。中国对外的资产大于负债，但是中国的收益一直是负的，原因就是中国的大多数资产是在央行的外汇储备，外汇储备现在的收益率非常低。藏汇于民是远远不够的。国外一般发达国家应该是到 15%-20% 的水平，欧洲的国家高一点，美国可能低一点，中国平均水平远远没有这么多。当然有一些特别有钱的人已经把钱转出去了，但是整体来说是不够的。而且这一块长远来说，我觉得是很重要的，一个是实体经济的需要。我写过一篇文章，说了资本账户开放不是为了资本账户开放，是中国实体经济需求到了这一步，中国老百姓的投资需求到了这一步，有正常的需求，是需要满足的，而且硬要把它关掉，也是关不住，会造成很大的成本。

我觉得，如果过度的投机是要严管，但不让正常的直接投资需求出去是所有问题的关键。因为最开始放出去太少，现在汇率一变动，说人民币要贬值了，他就很紧张，因为他的钱大多数在中国。但如果我已经有 10%-20% 的钱在美国，汇率波动就不是那么让我担心。我个人觉得。最终解决这个问题是要逐渐把钱挪出去。我知道短期如果出问题那还是要严管，我不想在中国造成金融危机。我并不是说中国现在要大量放开，但是这个问题在长期要解决，是短痛还是长痛的

问题。长期解决就是要让老百姓有一定的钱出去，以后他才不会慌。而且说老实话，美国也没有好到哪里去，现在钱放到国外收益率也非常低。刚才说中国的收益率低下，但在中国把银行的钱放在国债里面，一年2点几的收益，放到美国一年才0.2%。所以你让他出去，他反而觉得外面也不见得那么好；如果你管的很紧，他觉得进出不自由，就多放一点到外面去，可能会过度往外配资。所以我觉得长远的办法，不是堵的方法，而是疏的方法。短期我觉得还是要管一管，长远应该要放，而且这是中国实体经济、中国老百姓的投资需求，有一定配资以后，汇率放开波动的时候大家才不会慌。

这一点我可能和张明有不同的观点。我觉得长远来说，资本帐户要开放，只有真正这样做，中国才不光是制造大国，不光是经济大国，才是真正的金融大国。短期内开放对国内金融机构可能有压力，我认为要适度有限的开放。国内的利率市场化在表面上已经完成了，中国还是要有倒逼的机制。我同意不要一次性开放，尤其是短期的过度投机一定要监管。但是长期的方向，很重要的就是资本帐户要充分开放，这对中国对世界都有好处。我先讲这些。

乔依德：谢谢张春对前面两位的发言做了评论，评论过程当中也讲了自己的观点。特别是他提到多重均衡，这是他提出来的，看看能不能把这个概念结合到我们讨论“三元悖论”、“二元悖论”之中。有请林曙老师。

林曙（复旦大学经济学院林授）：刚才听各位老师讲了，我觉得其实我们的观点都挺接近。特别是关于到底是“三元悖论”还是“二元悖论”的问题，大家都提到这两个东西事实上并不矛盾。我也考虑很多，我现在基本的结论是觉得理论上“三元悖论”是没有问题的，但在实践上我们看到的

是“二元悖论”。在理论上“三元悖论”是不会错的，因为如果一个国家不在意汇率的预期的波动，这个国家的利率跟基准国家（basic country）的利率可以差别很大。但在实际操作中，没有一个国家这么做，即使它是浮动汇率，它的利率还是响应基准利率。我们做一个非常简单的表（图9），这是一个跨国的数据，对每一个国家控制其产出缺口和通胀缺口。我们把基准国家的利率放进去。我们看第一行，就是基准国家利率的变动，几乎所有列的数据都是显著的。说明这个国家除了关注本国的经济目标以外，它的利率还是受基准利率的影响。第一行就是第一种情形：这个国家的资本账户是开放的，同时它实行固定汇率。

	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta \text{Base Rate}_{t-1}$	0.33*** (0.09)	0.35*** (0.13)	0.29** (0.13)	0.41*** (0.11)
$\Delta \text{Base Rate}_{t-1} \times \text{Open-Float}_t$	-0.01 (0.18)	0.02 (0.23)	0.04 (0.24)	-0.09 (0.21)
$\Delta \text{Base Rate}_{t-1} \times \text{Close-Float}_t$	-0.27 (0.23)	-0.41 (0.27)	-0.34 (0.24)	-0.37 (0.29)
$\Delta \text{Base Rate}_{t-1} \times \text{Close-Peg}_t$	-0.25 (0.45)	-0.31 (0.45)	-0.20 (0.37)	-0.39* (0.20)
$\Delta \pi_t$	—	—	0.32 (0.23)	0.24*** (0.07)
$\Delta \text{Output Gap}_t$	—	—	0.00 (0.01)	0.01 (0.01)
固定效应	No	Yes	Yes	Yes
工具变量	—	—	No	Yes
样本大小	3018	3018	3018	2758

图 9：检验不可能三角与两难困境

后面还有三种情形。第二种情形在第二行里——资本账户开放，实行浮动汇率。再后面两种情形，一种是资本账户关闭，浮动汇率；最后一个资本账户关闭，固定汇率。如果我们比较第一行和第二行，会发现第二行几乎所有的都是不显著的，这表明资本账户开放的话，浮动和固定是没有区别的。这就是为什么实践中所有国家基本上是“二元悖论”而不是“三元悖论”。我们再来看后面两行，基本显著为负，表明如果资本账户关闭的话，会有些区别，其利率会略低于基准国家利率。我们验证了“二元悖论”在实际中是有道理的，但这并不表明“三元悖论”不重要。因为“三元悖论”讲的是，你如果是浮动的话，你可以选择和基准国家不同，但在实践中没有国家这么做。为什么他们不这样做？答案只有一个，他们即使是浮动汇率，也不希望汇率波动太大，这是唯一的解释。虽然他们号称是浮动的，但是实际上他们还是关注汇率波动的，这是唯一的解释。所以从理论上来讲，这两个东西并不矛盾，这是我们做的一个研究。

后面我想讲一下中国的情况，我最近写了一篇文章。大家都觉得中国资本账户是关闭的，这对于我们货币政策有效性会有什么样的影响？我给大家先看一个图（图 10），传统意义上，我们怎么度量一个国家的资本账户是开放还是封闭？图 10 是用的标准的度量。我们把中国、美国、日本等 38 个国家放在一起算了一个平均数，美国和日本是最开放的，中国是排在倒数第二。如果按照传统意义上度量的话，中国资本账户开放程度非常低，非常封闭。

但如果我们看资本账户开放的另外一个度量，比如 FDI，会怎么样？图 11 还是这四组国家，你会发现虽然 FDI 也是资本账户的一部分，但中国比日本和美国都要高。中国

是比较奇怪的现象，对资本账户非常封闭，但是对 FDI 非常开放，这是不是会影响这个国家货币政策的有效性？这是我们在这篇文章里想研究的问题。可以有很多渠道来影响，我们只看了其中一个渠道，叫“商业信用渠道”。即使你对资本账户管制很严格，但如果对 FDI 是开放的话，会通过“商业信用渠道”影响本国货币政策的有效性。因为当本国货币政策比较紧的时候，它可以通过到海外市场融资的商业信用形式，给本国下游企业融资。所以在一定程度上，这会影响到本国货币紧缩的效应。

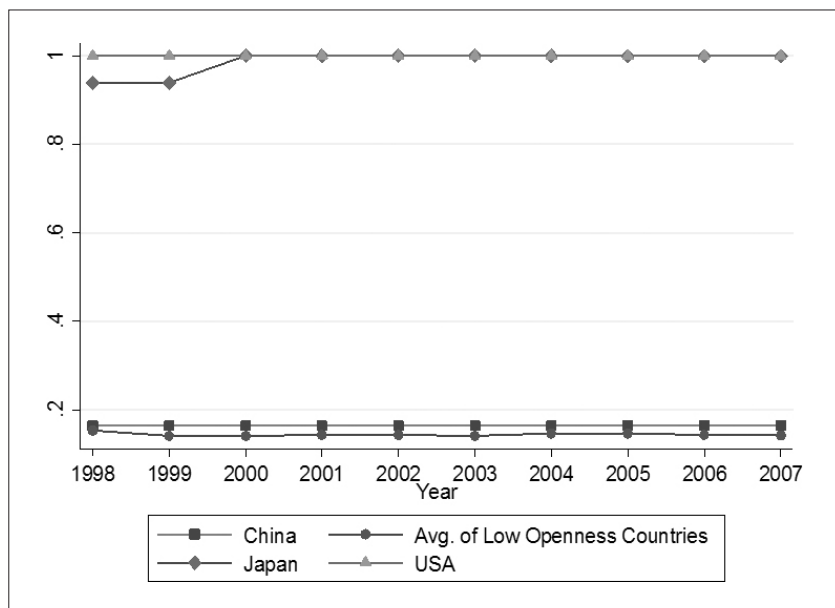


图 10：资本账户开放的标准度量

后来我们做了很多检验，我们发现，FDI 企业不管哪一年都提供更多的商业信用，但在 2008 年全球金融危机的

时候下降了很多。全球国际的流动性可以通过 FDI 影响本国的企业。这个逻辑是这样的，当全球流动性扩张的时候，FDI 企业在国际市场上借钱会更方便，融资成本更低。如果国内融资成本比国外高的话，它会通过商业信用这种渠道给本国下游企业融资。如果对 FDI 开放的话，国际的流动性也会通过这种渠道影响本国货币政策的有效性，这是我最近写的一篇文章。

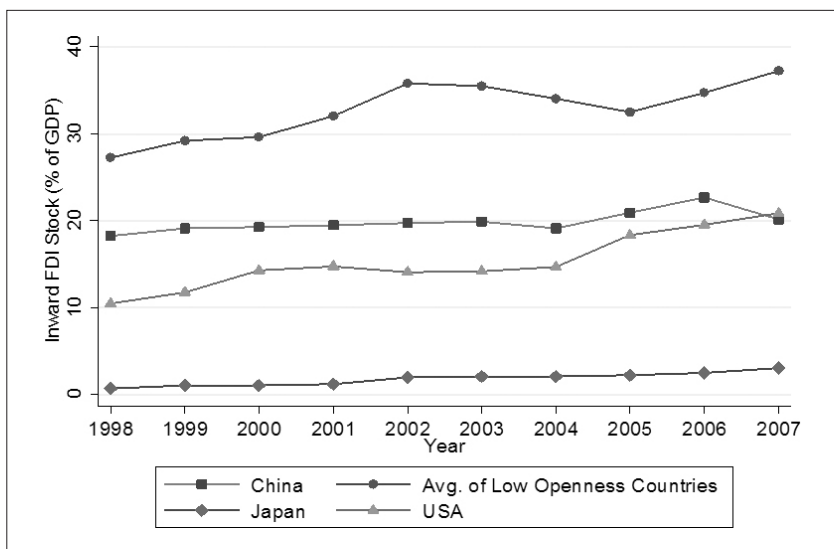


图 11：流入的外商直接投资（% of GDP）

回到中国实际情况来讲，虽然我们号称资本账户是管制的，但如果考虑 FDI 的话，光从这一个渠道来讲（当然还有很多渠道），我们的货币政策到底有多少有效性，我觉得应该打一个问号。即使我们对资本账户管得这么紧，但由于我们非常开放的 FDI，所以货币政策的有效性还是要打一个折扣。

最后我想讲一个简单的观点，我非常同意张春老师刚才讲的。我以前对资本帐户开放一直持反对意见，认为中国现在资本帐户开放的条件非常不成熟。但随着我对中国经济的了解越来越多，做得研究也越来越多，我发现中国资本帐户管制有两个大的问题：一个就是成本非常高，第二是效益在不断下降。管制是不是唯一的最佳选择，我觉得要打一个问号。实际上资本管制有一个最大的问题，就是在最需要管制的时候，往往是管制成本最高的时候。从我自己近期研究来说，我觉得中国现在需要考虑如何逐步开放资本帐户，因为资本帐户管制的效益在不断下降。所以未来如何逐步开放资本帐户，我觉得是一个很重要的研究课题。我就想讲这么多，谢谢大家。

乔依德：谢谢林曙教授做了很多准备，把他的一些主要观点拿出来跟大家分享，我觉得也是挺好，非常有意思。特别是他讲到在不同的情况下，在同样是开放的情况下，浮动汇率跟固定汇率可能没有太大的区别，后面又讲到FDI变化和央行货币政策之间的关系。这个问题我也考虑很多。2013年国外一篇文章发表后，应该说我是比较早注意到这个事情，我在很多场合，包括我们做的课题都讲到这个问题。有记者描述当时的央行行长很震惊，没有想到是这样。我看了一下报道，后面逐步看了一些文章，感觉特别是美联储的官员，他们一般不太愿意讲这个事情，私下都是不赞成，因为这个理论是对美联储很大的直接挑战。随着时间推移，我又看了一些不同的论文，我自己起码同意现在客观的情况是介于“三元悖论”和“二元悖论”之间。刚才林曙教授讲“三元悖论”理论不错，但是为什么大家不用它，当中可能存在一些问题，有一点我觉得很受启发，就是实

行浮动汇率的国家，在一定的情况下也不是什么都不管。最明显的例子，最近七国财长会议时，日本央行想干预，认为日元升的太多，但美国不同意，这算是一个很明显的例子。拿美国来说，虽是完全浮动汇率，但为什么用广场协议压其他国家？因为认为美元太高了。张明的结论当中，实际上也讲了，没有哪一个国家的货币政策是完全独立的，就拿美联储来说，现在也要看其他国家的情况了。客观上也是这样一个情况，货币政策不是百分之百独立，资本流动也不是百分之百自由，汇率也没有完全浮动。

当然这个情况对央行来说是很大的挑战。我自己对这个东西也在思考。我3月30号参加了巴黎的会，当时自己准备一个发言，我后来把我的想法发给IMF的Jonathan Ostry。IMF在2010年改变对资本流动的看法，他是起了主要作用的，他写了那篇文章，后来2014年关于资本流动也是他主导的。我把我的想法写给他，他给我写了一个东西过来，说他在韩国开会的时候碰到Helene Rey，他挑战Rey，说有些地方不太同意Rey。我在会上讲，“二元悖论”完全忽略汇率的作用也是不对的，很巧，Helene Rey就坐在我边上，我讲完以后她还说谢谢，当然她这个谢谢是客气的。我的结论是，央行以前政策和现在政策中，我觉得没有大的错误，当然在执行过程中有一些问题可以处理得更好。我也同意张明说的，可能第一季度有一个窗口，但在这个窗口你叫它完全放开汇率也难。说起开放，我倒不知道“金融四十人论坛”有那本书。说到那次的辩论，当时我也在，我也有一个发言，我总的观点是这样的：我跟中国社科院的观点比，可能偏当中一点。如果比作一个光谱，一端是林毅夫，他认为资本账户开放是自毁长城，完全不要开放；光谱

的另一端是马上要开放，现在（当时是 2013 年底）是最好的时机。我是在当中一点，可能比余永定老师靠右一点。我的观点就是这样的，两年以前我也讲过：开放也好，但还是要渐进。你要承认，我们整个哲学是渐进的，每一个步骤都是可以分割的，不是一下子的，包括汇率的改革、利率的自由化，都是可以分步走的，这一步和那一步很难说哪一步要先，所以我也不同意说一定要协调，要相机决策。但是我有一点完全同意他们，最后一步资本账户开放的时候要小心一点，短期融资在这个时候的开放要小心一点。我记得在当时的清华论坛中讲到，美国的 Q1 就要退出，历史上没有见过这种情况，不确定性很大，要特别小心。现在看来，股市、811 汇改引起那么大的反响，我觉得这个问题要特别小心。

再说一条，实际上渐进式改革一定是有成本的，除非就是完全开放，完全开放你是否受得了？有这样一个问题。张明你们那篇文章中，说上下浮动 7.5%。其实你们的办法也是有问题的，因为你明明告诉别人 7.5，那么我就可以操作了，到 7.3、7.2 的时候，我把它拉高，然后在下面等着你，这肯定是可以操作的。你们的第二个方案是不告诉别人，现在你也不知道央行到底什么样子，可能内部也会有这个东西，但你不知道。当然，总的倾向是允许波动范围大一点，这个我也同意。就是说不能很绝对，浮动也可以扩大，资本账户也可以慢慢做，但是最后一步尽可能要小心，这是可以考虑的。刚才你提到外汇流出去那么多，不能简单的说这就是我们的损失，其实没有损失，它是换人民币的，而且实际上换人民币还赚了钱的，当然这个钱是小的。

再说最后一条。因为汇率不单单是经济问题，还是信心和政治的问题。国外为什么对“811”反响那么大，因为

前面 5 月份的股市没有处理好，不是说股市跌的多，而是政策的可信度出问题了。以前中国宏观很好，做什么基本上都做得不错，哪知道处理股市那么糟糕，8 月份又做这个汇改，他就一下子都不相信了。我们国内也有信心的问题。贬值不是完全根据经济情况，还有一个预期在里面，但如果经济能稳定下来，汇率也能稳定下来了。国外做空也是要成本的。我觉得虽然有很大挑战，但这样处理未尝不可。客观上这几个月，包括今后的 3-6 个月，我觉得人民币国际化或者资本账户开发不会走得很快。仔细琢磨周行长讲的话，对人民币他是这样说的，“时间合适，窗口开放了，我们多做一点；时间不合适，窗口小了，我们可以停一停”，我觉得今后的 3-6 个月是停一停的时间，我是这个判断。你客观地想，2009 年的 SDR 和人民币走出去，这都是 2008 年全球金融危机以后很自然的想法，外面出了那么大的事情，怎么使我们自己国家能不完全依赖美元。当然通过这几年的尝试，大家心里也明白，这件事情不容易做。我们社会上有一些人，那个时候危机一出，基本上在他们心目中，很多人马上想美国已经完蛋了，实际上现在不是那么回事。有很多人脑子很清楚，像郭树清，我当面听他讲的，他说和美国银行合资，现在有人讲这个不好，他说这个说法是不对的。其实高层有一部分人还是清楚的。当时社会上很多人，说小平同志的韬光养晦现在不行了，对自己看的比较高，这种情绪有没有影响到这个当中？我觉得是有的，现在大家可能在某种程度上恢复到稍微理智一点。

2012-2013 年那个时候就讲，2015 年资本账户要完全开放了，这是有案可查的，但是现在肯定做不到，这个事情肯定还是要朝后推的。最近一个会议上 Jonathan Ostry 很尖锐，

他问易纲，人民币国际化你们做过成本分析吗？这个很难回答。易纲的回答是比较小心的，就是人民币真正要国际化有一条很长很长的路要走，至少目前为止是比较强调这个的。现在大家知道这件事情不是那么容易做的。对于人民币国际化，美联储的姿态就比较高一点，它的意思是我在这里，你们有多元储备，OK，你们来也可以，没有关系，基本上是这样。也是 Jonathan Ostry 提问，美元作为一个国际货币，与美国的国家安全有什么关系？美联储的也很聪明，他说我知道你的意思，我不能 overuse（过度使用）美元的这样一个地位，否则对美元也是有损害的。当然，后来我跟余老师说，他说不是 overuse，你根本就不可以！不能拿这个惩罚人家，你美国跟伊朗关系不好，就利用这个对付伊朗。我想，我们为什么要人民币国际化？潜在也有这个东西在里面，如果跟美国关系不好，万一美国对我们搞一下怎么办？很多现在不能讲出来的，但内在有这个东西，这个东西到底走到什么程度，你自己要考虑，各个方面包括法治等等很多东西，我想跟你们所讲的是连在一起的。

关于 FDI，我有这样一个想法，还没有想好。FDI 是不是对资本流动影响很大，我是怀疑的。我个人觉得 FDI 跟融资的关系不是很大，它是从企业本身扩大业务出发的，这个跟银行的贷款会有一点不一样。根据一般分类，跨境资本流动由三部分组成，分别是 FDI，证券投资和其他投资，其中 FDI 的流动性最弱，影响也相对较小。因此在考虑跨境资本流动的时候，可暂时将 FDI 排除在外，着重考虑证券投资和一年期以下的银行借贷，可用新术语来表示，比如快速移动的资本 FMC（fast moving capital）或者容易变现的资本 ECOC（easily cash out capital）。

张明：其实资本账户讨论，主要集中在 2012 年到 2013 年，2014 年之后我们很少参加讨论。这两年我们也没有发声了。中国经济学家一个很重要的问题，就是老忘记过去自己是怎么讲的，他现在居然说当年他是很谨慎的，说资本开放不要那么快等等。市场和学者的记忆总是很短暂的，这是很有意思的一件事情。

乔依德：你讲的很对，这个不单单是他记忆短，我们的媒体还要加强。我们每年在年末讨论明年的事情，第二年我会把他去年讲的话拿出来，我说去年你是这么讲的。你只有这样做，他的记忆才不会短暂。

张明：我做几个回应。第一个回应，我们团队从来不反对开放资本账户，长期来看中国一定要开放资本账户。从长期来看，金融抑制的环境打破之后，中国居民的财富一定要多元化，否则就被国内未来的资产价格波动给吞噬掉了，这是必须要做的。我们的争论只是集中在 2012 年往后看的几年，那个时点是不是加快资本账户开放的战略机遇期？这个我们也不能判断。当前中国资本账户开放已经放缓这是事实，当然中国主要的问题不在于汇改，不在于资本帐户开放，不在于货币政策，不在于三元困境，在于当前如何实现确保合理经济增长，同时实现结构调整，同时不触发大规模金融危机，这才是最重要的。当前资本外流固然有一部分是因为贬值预期而外流的，但还有很大一部分是因为对国内看不清楚而流出去，这才是中国最主要的问题，其他都是次要问题，这是我想讲的第一点。所以我们并不反对改革，也不反对开放，很多人把我们往光谱左边放，这是不对的，我们都是市场导向的。我们只是说想谨慎一点，谨慎一点有什么好处？谨慎一点就不用像这样逆转，不用当时把政策

放那么宽，现在又把政策收得那么死。这种政策的逆转使微观主体无所适从，甚至倒逼破产。我们只想走得稳健一点，这是我想讲的第一点。

第二点我也同意张春老师的看法，就是说汇率的一个功能实际上就是对资本流动做反应的。所以说，你要是资本流动管死了，你的汇率自由化也不能起什么作用。但现在中国同时在放资本流动和放大汇率弹性，我们觉得放汇率弹性要比放资本早一点。举个例子，如果我们的汇率是弹性的，你再进一步放资本的时候，就不会形成汇率的持续低估或高估。2014 年之后的这一波资本外流，应该和 2013-2014 年那个时候人民币跟着美元对其他货币升值过快有关，如果那个时候我们是盯住一篮子的，就不至于跟着美元升得那么快，之后那么被动。所以我们认为，如果要排序的话，汇率的自由化应该比资本帐户的大规模开放要更早一点，这样就避免持续的低估或高估，这样的话，至少汇率变化的预期对资本流动的作用要小一点。这是我想讲的第二点。

第三点，我觉得林曙的这个看法很有意思。我也注意到了，哪怕是 FDI 通过贸易融资，还是要走金融账户下其他投资这一项，其他投资这一项里有一个很重要的项就是贸易融资项。如果你看中国的资本的波动性，其他投资的波动性最大，其他投资又有三个子项是波动最大的，一个就是贸易融资，一个是贷款，还有一个是货币存款。你讲的故事，我觉得除了 FDI 有之外，如果把分析维度往后拓展的话，其实所有人都在做这个事情。特别是 2009 年人民币国际化之后，大家知道，所有的企业都在做跨境套利，我们调研下来国企比外企做的多得多，都在香港借美元或人民币，以虚假贸易的方式，以贸易融资的方式，拿到国内来套利。

这个现象我们从 2001 年就一直在给人民银行写内参，但人民银行的解释是，你们说的这个现象存在，但真实需求是主流，套利是辅助的。那我就说这个我们不能跟你们争论，因为你们的数据更全。我当时就跟他们说，记得是 2012 年，我说这个事情我没有办法证实，但我可以证伪，怎么证伪呢？假如有一天，人民币升值预期逆转了，同时中美逆差缩小了，如果境外人民币存量的扩展速度能够依然保持稳健增长，说明你们对我错了，说明背后的真实需求是国际化的主体，套利是辅助的；但是如果相反，这两个事发生之后，境外的人民币存量缩减，用各种指标来衡量人民币国际化的进程都往后退了，对不起，那就是你们错了我对了，就是跨境套利的是主体，真实需求可能是次要的。就是说可以用一个自然事件来说明这一点，至少目前来看，事情是朝着我们当时所预测的在转变，这是我讲的第三点。

其实林毅夫也没有反对开放资本账户，其实没有人支持中国资本账户要锁住。我最近写了一篇综述，查了林毅夫当时说的，他说如果当前放松对资本流动的管制，这是自毁长城，他是反对过快开放，他不是完全反对。

你说在人民币贬值的情况下，外汇储备缩水，这还是福利增进，我压根没有想明白这件事情。我觉得有两点。第一，如果你把中央银行作为一个主体，中央银行最近在做什么事情呢？就是在美元对人民币不断贬值的情况下，我们不断积累美元资产；现在是在美元升值的情况下，我们不断出售美元资产，至少从央行角度来讲，这是损失吧。当然马上有人说了，这是藏汇于民，央行的损失被老百姓获取了。如果你是在在岸市场这么做，你可以说央行的损失是被在岸居民拿走了，这是藏汇于民。但去年 811 之后大家都知道，央

行在离岸市场上做了类似的操作，离岸市场上与我们博弈的是境外投机者，你再这样做的话，就不是肉烂在锅里，你的钱就白白出去了。我就没有想明白，为什么这种操作我们最后还是赚钱的。

乔依德：我回应一下，我不是说增进福利，我是针对你刚才说的一个航母编队 200 亿美元，等于我们损失了多少个航母编队，这个说法是不成立的，这个说法是完全错误的。因为换回人民币不管是在岸还是离岸，我只是说你一定要计算的话，在这一年当中实际上是赚的，当然这不是我强调的。我强调的是针对你说的，因为换了外汇储备，等于多少航母损失掉了，我说这个理解是错的。

张明：当然，关键就看你怎么看硬通货了。

张春：我基本同意张明的说法。你当时换美元是按照 8 点几，你现在再换出去是 6 点几。

乔依德：他说是损失掉了。外汇储备少 8 千亿，跟你损失 8 千亿怎么会是一回事儿呢？

张明：假定你就是一个游戏主体，你自己发的本币，你想印多少想能印得出来，但美元你印不出来。

乔依德：如果按照你这个观点的话，那以前外汇储备增加就是好的，那个时候美元增加，你也是用人民币去换的嘛。

张明：凡事都是有成本收益的，有的角度是好的，有的角度是不好的，凡事都是要经过成本收益的分析。

张春：但是你当时没有更好的办法，我们 8 点几的时候买美元，这个是渐进的成本，如果现在完全一下子放开，说不定成本更高，整个金融市场乱掉了，这个成本是很难算的。所以我同意你的说法，假如按照以前买美元储备是 8 点

几，现在卖出去 6 点几，肯定亏了。但是你不这样做的话，当时一次到位，我估计成本是非常非常大的，整个国家都乱了。这个成本你算不出来，很难说。

张明：其实这个方面我同意张老师的看法，我们还是提一个渐进的思路。如果一步到位，没有人知道什么是底。

马强（上海银监局处长）：我谈一下自己的观点，我来算是一个学习。总体上来讲，张明主任的意见，张春院长的意见，我是赞成的。我们今天讨论的这个问题，我觉得第一个应该要明确，不管二元悖论还是三元悖论，这当中都有一个问题，我们金融发展到底是干什么？我本科是学政治经济学，博士学国际经济学，干的活是货币银行学。我说个简单的比喻，政治经济学是要解决人们吃饭，宏观经济学是让人们穿得好看。这些年来，简单的来讲，我觉得金融发展过快，不管是金融周期或者是国际金融体系，它对经济发展的作用，不管从几百年来还是从一百多年以来，总之来讲，金融的过快发展对人类社会没有超过多少好作用，它的结果是毁灭性的。

我后来一直在银行这边，我发现曾经有一阵子金融业觉得自己非常高贵，比其他行业的水平高、能力强，就是应该多赚钱。我们现在思考这个问题，金融本身应该怎么定位，如果把自己定位太高，没有服务实体经济，或者金融行业过分强调自己的独立性，影响了我们经济的稳定增长和经济长周期的稳健运行，我觉得这种经营也好，这种经营周期也好，这种经营体系也好，都是我们需要反思的。今天的三元悖论或者二元悖论，都有一个核心的问题，就是我们在宏观经济学的视角下，在货币银行学的理念下，我们是不是还希望有一个对政治经济学的尊重。一方面我觉得金融周期太

快，资本市场开放我不认为应该过快开放，我不是说不开放，我也不认为渐进开放的成本不可承受。

第二，我认为，我们首先应该解决市场扭曲的问题，产业扭曲的问题。特别是刚才讲到的，我们现在虚假的 FDI，其实不是来推动产业发展，它是套利的。如果是这样的 FDI，其实没有给我们的福利带来多少好处，而是扰乱了我们的市场。索罗斯让几个国家都吃了亏，现在整个世界的经济哲学、金融哲学出了问题，是以逐利为目的。

第三，从亚洲金融危机的教训，至少让我们注意到，我们中国的经济学体系，我们的文化价值观，以及我们的市场信用以及运行架构，有些方面和国际上还是有区别的。我到国外去听了几门课，学了一些课程，我觉得我们中国的体质还不行。我们过分强调国际化，过分强调对外开放的时候，还是要考虑自身的承受能力。

最后一点，我们现在作为第二大经济体，确实要有国际责任。我们想扮演中心国家的角色，这个可能是正确的，但是在这个过程当中，我们可能心有余而力不足。我们要量力而行，在这方面要有一个平衡。我们加大改革开放的方向是正确的，步子肯定要扎实。在方向正确的情况下，不管是在金融体系完善方面，金融周期的应对方面，金融工具的创新方面，还是在国际金融秩序的维护建设方面，我们还是要实事求是，还是要一步一个脚印。

俞浩明（易泓资本高级顾问）：我不是专家，听了几位的发言，我很有启发。他们都是搞理论的，我离开理论已经很多年了，所以现在说理论肯定不如他们，我谈一些自己感性的想法。刚才讲了外汇储备，我在做银行的时候，中国外汇储备最低的时候是 20 亿美元，这是我们最惨的时候，惨

到把黄金都算到外汇里面去，没有办法就是要凑数。所以中国人被外汇储备少吓怕了。现在外汇储备增长，通常一讲有多少万亿，普通老百姓都以为是好事。我们不太同意这个意见，在朱小华当外管局局长的时候，我曾经说过，增长那么快，是不是考虑适度平衡外汇储备，因为外汇储备过高是有代价的。

刚才有人讲了，我们不愿意做中心国家。事实上我们已经成为了中心国家，是这么一个状态。我举个例子讲，我最近和几个外国朋友聊天，他们说你们中国人到国外买房子，已经买得全世界不得安宁，你们买东西已经影响我们当地的生活了，这个趋势会形成全球性的反应。澳大利亚、加拿大，现在很多地方都已经开始了，你们能够把当地价格带动起来，影响了当地房价的变化，影响了他们的生活。

中国人在想人民币要贬值了，所以百姓有一个推动的力量，希望能够早点做资产多元化的配置。所以刚才张春院长的讲话我非常同意，就是说政府应该考虑这个问题，我们现在给老百姓的投资机会太少了，老百姓要么炒这个，要么炒那个，太少的话就集中在少数的资产上面，所以一些东西价格抬高了。如果在这个时候适度放开一些渠道，让他们有一些投资机会的话，这是一个办法。

我谈一个观点，我认为政府看到很多问题，政府也在做很多事情，但好像有的事情没有完全考虑成熟就放开做。我多年来是做外汇的，811 汇改似乎是臭棋，因为形势在变化的时候，你再动一动的話，老百姓的想法就扭曲了，连着几天往往下掉的话，任何人都会恐慌的。而且从那儿以后，中央采取了很多措施，钱用了很多，现在稳定了在这个阶段。现在主要一点是稳定人心，因为墙倒就怕众人推，中央银行

有再多的外汇，如果大家都朝外面走的话，也是吃不消的。刚才张教授讲得很有道理，是不是一定要这么快去做浮动汇率？我认为这是将来可以做的事情，但眼前稳定人心很重要，我认为近期稳定汇率很重要。

我有很多外资银行的朋友，他们最近对我们国内宏观管理政策的意见比较大。他们都明显感觉到，这是改革开放以来 30 多年最差的时候。

乔依德：谢谢。介绍一下俞浩明，他以前是中国银行的研究所副所长，当时在外滩和南京路的转弯角上。那个时候我在社科院世经所，常常跑到他那边，刚刚开放的时候，只有他那边有外汇。后来他去了外资的投行。

刘海影（上海发展研究基金会特约研究员）：我觉得，谈到现在的政策选择，可能三个问题是需要问的。第一个是资本管制能不能管得住？第二个问题，逐步浮动汇率是否能终止或阻碍官方外汇储备下滑的速度和势头？第三是说在目前中国宏观经济所处的情况之下，汇率和外储政策怎么组合是最有利的，或者说怎样的组合能够防范最需要防范的风险？我觉得这三个问题和政策选项的关系非常大。就第一个问题而言，我觉得在中国如此融入全球经济的情况之下，我们有这么多通道的情况下，有贸易、金融、投资的通道，要管住、管死资本流动，难度还是非常大的。民间的创新你们肯定关注很多，就是双投怎么样倒来倒去，最后把钱弄出去，其实民间的办法是非常多的。相当于你的猫（监管层）只有一只，但有千万只老鼠在做搬运工作，这是第一个问题。

第二个问题，外储的下滑是因为有很多交易对手方想要你的美元。交易对手方的主体不是对冲基金，主体是中国的

居民和企业，我们有大量的居民和企业想把自己的负债和资产进行重新调整。以前欠美元多的，要把美元还掉；以前配人民币多的，把人民币降下来，多换一点美元。这种实实在在的交易，就一定会让央行外储降低。这个交易对手方配置美元的需求，背后的驱动力到底是什么？对这个问题的回答，可能会决定未来外储会不会继续降低。我对这个问题的认知是，在中国的投资回报率降低的情况之下，能够约束央行的交易对手方增配美元的最重大的变量是你的无风险利率。就是在你的风险资产收益率低于美国的情况下，你的无风险资产收益率必须高于美国，中国国债收益为什么在 2012 年之后持续高于美国大约 100 多个基点，是有这个背景存在的。

在这种情况下，可以预言在未来一段时间中，当中国的投资回报率无法提升的时候，因为这是一个大的背景（这个不展开），在这种情况下，中国资金外流的压力会一直存在，这不完全取决于你汇率浮动的速度。我们不知道人民币和美元内在的价值是多少，但我们知道方向，人民币现在是高估的，这是非常明确的。所以在人民币回调到它的内在价值之前，居民会持续不断地去换这个汇，企业、居民和全球所有的人。所以不管是逐步的还是怎么样的一种汇率政策，我所看到的是，我们的外汇储备会一直降低，而外汇储备率一直降低本身，并不只是金融现象，它会对实体经济的运行有实实在在的深刻影响，这会导致你的利率上行，导致收缩效应等等。

第三点，在这种背景之下，你怎么样去选择汇率和外储的一个组合。我也同意张春老师的意见，很有可能的是，从政治和经济的合理性和现实性出发的话，我们只能是不止一

次的大幅度贬值，而且是浮动贬值。这个形势认清楚之后，就是会有浮动贬值，会有持续资金流出压力的情况下，做好以银行为核心的金融体系的流动性管理和风险防范工作。所以，其实你选择什么样的汇率浮动时间和阶段都无法阻止这个问题。现在美元处在贬值中，但如果美元开始恢复，人民币的压力和外币的压力立马就会浮现出来，所以决策当局需要有一定的预警来做好风险和流动性管理的工作。

我觉得这三个问题都值得把细节搞清楚一点后，再去做这个工作，我就讲这些。

张明：我回应一下，我觉得海影提的这几个问题都很尖锐，我也认同。其实按照这个逻辑，很简单，国内的改革不往前推，国内的金融系统风险就降不下来，那些东西都是次要的，你的逻辑很简单。

张春：这句话肯定是对的。假如现在国内改革一上去，人民币马上就又恢复了，所以这些都是可以解决的。

张明：对，所以我觉得在这些方面，张春老师、海影，我们都是有共识的，在座各位也都是有共识的。就是说这些其实都是次要的，我们这个策略还是以空间换时间的策略，就是为了保证我们调整的时间更多。这就是为什么我们赞成在这样的背景下再贬一点，比如说，你在 1: 7 的时候卖出美元，和你在 1: 6.5 的时候卖出美元，你更加节约一些子弹，你总是要卖出的。你现在要守也不是那么容易守的。我给你举个例子，我前段时间在北京见了 BlackRock 最传奇的一个债券投资经理，他一个人管上百亿美元做外汇。他们就特别着意估算中国央行可能的超出目前数字的干预规模，他们到处找数字。他们现在等着你资本再往外流，等你的储备降到一个点，你到时候怎么办呢？除了收紧资本账户，

你只能一次贬了。所以他们密切关注这个。我想说的就是，你现在贬有可能守不住，你不贬更守不住。

张春：我现在最大的担心不是这些人，对冲基金跟央行玩是玩不过的。最大的担心是每一个中国大妈，每一家有五万美元的额度。如果她们一恐慌，央行就出现大问题了。所以你要稳住她们的预期，这是非常重要的。现在最大的问题是大家盯美元盯得太多了，人民币兑美元和美元兑一篮子货币，过去这几年（最近半年情况不一样）是上升的，美元对一篮子货币过去几年升了 20%-30%，人民币对美元过去这十年又升了 20%-30%，那就升了很多了，这是不对的。所以中国一定要跟美元脱钩，这就是为什么要让，老百姓相信一篮子货币，而且要熟悉对美元的波动，使得他们不恐慌。现在中国有很多人整天看着美元，你一定要让他们觉得这个波动是正常的。而且要让他们看到希望，让他们知道长远来说钱还是可以出去的。不然的话，他就更紧张，现在就拼命想办法出去。要让他们知道这是一个开放的过程，不要让大家都去拿五万美元，把这个额度兑完，那样的话中国的四万亿的储备立马就是不够的，当然现在没有四万亿，只有三万多亿美元。所以你要让他习惯波动，让他习惯不是盯着美元，而是盯着一篮子货币。所以我们就一定要透明，让大家都相信央行，这样就比较不容易恐慌。

当然，如果中国大妈还是一直盯着美元，那也没有办法，最后可能就得把资本账户关掉，这个完全可以。假如这个风险来了，那也没有办法。但是你现在转的意思，就是让他们淡化盯住美元，一定要让他知道这个波动是正常的。我也同意你放宽波动，让大家都知道一篮子货币，而且人民币对一篮子货币该升的时候就升，该贬的时候就贬值，一定要

有信用，老百姓不去做，市场投机的力量就不大敢再做了。这是下面要一步一步做的。当然如果中国改革转型顺利的话，马上人民币又开始升值了，大家全都进来了，那根本就不用担心了，人民币该浮动多少都不怕。现在人民币浮动，不是怕那些对冲基金，对冲基金也是看中国的大妈们会不会大规模地去换美元，如果都去换五万美元，那肯定就出现大问题了。

俞浩明：最近一段时间，我碰到一些朋友说，国内人民币外汇存款在银行里的数字也是增长的，这是一个很重要的信号。有可能很多人怕有什么变化，先买，买了以后再决定。第二个信号是中国银行最近推出一个产品，这个产品很简单，就是买美国政府债券，也有企业债券。你可以委托理财，用人民币，没有上限，100万起存，300万、500万都可以。起存一年以后，你可以按照当时美元兑人民币的汇价，转成人民币出来，很受欢迎，为什么很受欢迎？老百姓想，虽然不是永远换成美元，还是要回到人民币，但至少一段时间里是锁定在美元里的。

张明：我稍微回应一下，我们也不担心对冲基金的单独作用，我们就怕对冲基金的攻击和老百姓的损失突然联动起来，这样就很可怕。我担心的就是，现在我们政府说不用担心，人民币兑美元不会贬。但突然哪一天一下贬很多，你觉得这是好事还是坏事？

张春：现在老百姓还没有适应一篮子货币，你对美元贬很多，老百姓肯定会恐慌。所以你要过一段时间，让老百姓适应一篮子货币，波动率大了，才不会那么恐慌。而且在这个过程中，还不能把人民币完全关住，还是要让老百姓有一部分投资可以出去。

张明：如果我是大妈，我又学会点金融学的话，其实现在你盯不盯一篮子货币都不重要。我就看美元对一篮子货币是升还是贬，如果我预计未来两年美元对一篮子货币是升，无论现在你盯篮子还是盯美元，我都会买美元。

张春：其实一篮子货币不是一个投机的概念，你就是投资的话，在国际上也应该去投一篮子，不应该去投美元。中国有很多人要判断什么时候人民币跌到最低，美元最高的时候，我这个时候进去。但是没有人能够做这个判断。所以要引导他们去看一篮子，我觉得这个才是对的，这个当然讲得更技术性了。

乔依德：我们暂告一段落吧，大家讨论还是比较热烈的。我想通过今天两位的引导性发言，把一些思路理得很清楚。大家也做了一些发言，进行了一些争论，在某些方面没有达成一致意见，这个也无所谓，本身这个事情就很复杂。特别是汇率，这是最最复杂的事情。我想还是继续保持对这个事情的关注，有的时候我也想，搞经济学有一个好处，就是不会枯燥，一直在变化，不断有新的理论和新的解释出来。我们今天就告一段落，再次对大家参加今天的讨论表示感谢，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

改革和经济增速

系列座谈会 2016 年第 4 期

上海发展研究基金会 2016 年 6 月 13 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我们就准时开始。首先非常感谢各位参加我们今天闭门的小型研讨会。特别感谢好几位从北京赶来的，他们带来了好天气，连续几天的阴雨天今天阳光明媚。在座的可能有几位知道，有几位不知道，我们有时候会关起门来对社会上面的热点问题探讨，我们叫“中国经济的未来”，是一个系列的座谈会。这次用了一个很平淡的标题就是“改革和经济增速”，我起这个名字的时候也纠结要不要把“供给侧改革”写上去，最后决定不写，因为这个词用得太多。最近看了两个例子，农业部强化优质奶源建设推进奶业供给侧改革，一个历史学家写了一篇“清末民初的教育供给侧改革”。我想就不用这个名字了，现在不加上这个好像政治上就有点不太正确。

我在发给大家的通知中讲到，这不是一个新问题，是一个老问题。5 月份的时候发表了权威人士的讲话，大家对这个问题的比较关注，网上、微信上有很多议论。有些议论说，为什么要匿名不公开讲，也有联想到政治上的考虑，这个含义不是我们关心的，我们现在关心的四五月份经济到底怎么评价，如何准确理解供给侧结构性改革，供给和需求如何在改革和经济增长中体现出来，下半年的经济结构是怎么样的，对今后有什么样的政策建议。我们先请两位做引导性的发言，每人讲 15-20 分钟，留下更多的时间让在座的各位都

有机会发言。你们的发言可以针对我前面的问题提出自己的看法，也可以对他们讲话中的问题作出评论。先请余永定讲。

余永定（中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席）：我前天刚从罗马回来，昨天又开会，时差还没有倒回来，说话说错了请包涵。

我已经写了一篇文章，原来的题目是“全面贯彻结构性改革，加大基础设施投资力度，稳定经济增长”，发表时的题目是“供给侧结构性改革不是大杂烩”，那是媒体的题目，为了吸引读者，我就不多说了。

我今天先正面谈一下对中国经济目前一些问题的看法，然后可能会涉及到对供给侧问题自己的理解。“对普通事物持常人见解”，这是我40年前背在脑子里面的东西。萨缪尔森曾说过，“只要教会鹦鹉说供给和需求，它也能成为经济学家”。在宏观经济领域内，所谓供给与需求严格说应该是总供给和总需求。供给和需求构成一个矛盾的两个方面，因而我们也可以说“供给方”和“需求方”。什么是总供给、总需求？

谈（总）需求是凯恩斯以后的事情了。古典经济学是不研究总需求的。古典经济学认为，通过利息率的变动，经济可以自动实现充分就业下供求均衡。在30年代的大危机中，凯恩斯发现，经济虽然可以自动实现供求均衡，但可能是失业状态下的均衡。换言之，经济可能长期处于失业状态，在这种情况下，国家干预是必须的。在凯恩斯那里，他假设供给是给定的，现在问题是需求不足，怎么使需求的增长能够和供给的增长相匹配，解决有效需求不足的问题？所以凯恩斯主要讲的是需求的问题。供给侧这个说法我查过，是

日本来的。我们用的是供给面和需求面，供给方和需求方，怎么就“侧”了呢？直到目前为止，在中文的经济学教科书里没有供给侧、需求侧这一说。

- 生产函数 $Q=F(K, L, t)$ 代表的就是经济的供给方。凯恩斯之前的古典经济学认为，总供给会自动创造总需求，因而不存在需求管理问题。
- $Q=C+I+G+(X-M)$ 代表的就是经济的需求方。因此，当现实经济增长速度低于潜在经济增长速度，出现产能过剩（或生产过剩）的时候，国家必须干预经济，通过扩张性的财政、货币政策，刺激有效需求，以实现充分就业。

图 1：供给方和需求方

左学金（上海市政府参事）：我们用“方”比较多，如“供给方”、“需求方”。

余永定：我特别问了日本人，日本人说的是“側”，翻译成供给侧，不翻译成供给方，这是借用日本的词，不过咱们很多词都是从日本来，所以无所谓，大家习惯就行。有时候经济学家问我们到底消费驱动还是投资驱动。消费怎么能驱动经济增长呢？经济学家虽然愚蠢，但还没有愚蠢到认为靠吃喝就能实现经济增长。这时候我们已经假定：供给是无限大的，要多少有多少；经济增长的制约因素（或“矛盾的主要方面”）是需求、是“有效需求”不足。如果产品生产出来了（或尽管有生产能力），但没人要，经济怎么可以增

长？因而，在讨论宏观经济问题时必须先考虑经济是处于什么状态：是总供给大于总需求，还是总供给小于总需求？在进入正题之前，我们需要把这些本来不必说的基本宏观经济概念澄清一下。

首先要讨论一个问题，我们经济的潜在增长速度到底是多少？现在国内明显存在分歧，一部分经济学家以林毅夫为代表，认为中国潜在的增长速度是 8% 以上。主流观点则认为中国潜在的增长速度是 6.5-7% 之间。我过去也一直持这种观点，但现在已经不太肯定。

现实的经济情况大家都知道，从 2011 年以后逐年下降，2010 年曾经达到 12%，去年的速度是 6.7%，这是金融危机之后最低点。这里马上存在一个问题，我们如果认为潜在经济增长速度是 7% — 6.5%，现实的经济增长速度是 6.7%，就说明我们现在经济的运行速度在潜在经济增长的水平上，不存在有效需求不足的问题。但现实是有效需求不足和产能过剩严重。在这种情况下，这两个数你相信哪一个数？你相信 7%-6.5% 还是 6.7%？你不可能两个都相信，两个肯定有一个错的，或两个都有错。权威人士说，我们经济运行的 L 型走势是一个阶段，不是一两年能够过去的。看到这个判断之后。我们会问，L 型的横画是指中国潜在经济增长速度，还是某种低于潜在经济增长速度的均衡状态？权威人士并没有回答这个问题。

我的问题很简单，我们现在的经济到底运营在什么状态，是在潜在经济增长速度之上，还是在潜在经济增长速度之下？要回答这个问题，我们可以看物价指数、就业统计和设备利用率统计。物价指数报括 CPI、PPI、GDP 平减指数。CPI 是正的，核心 CPI 在相当长时间里是 1% 左右，我们从

经济学文献上看到，如果你的 CPI 是 1% 的话，一般来讲，在西方国家你的经济就属于通货收缩状态，因为 CPI 是容易高估的，它往往不能反映质量的变化，对于发展中国家更是如此。PPI 更明显，已经是 51 个月的负增长。Deflator 去年是负的，今年第一季度是微正。从物价的指标来看，我们只能认为中国的经济运行在潜在增长速度之下除了这个指标，我们要看失业指标，在中国失业指标是不可靠的，这个大家都知道。退而求其次，我们看企业的设备利用率问题，根据企业家协会去年公布的调查，对整个经济来讲，平均的设备利用利用率 67.8%，而且还在继续下降，在正常情况下美国是 80%，日本是 83-86%。还有一个比较明显的例子，只要中国经济处于一种不景气的状态，进口是下降的，我们去年进口的绝对值减少 13.2%，这也是中国经济运行的潜在经济增长之下的明显迹象。

总而言之，我觉得应该认为中国经济是属于通货收缩的状态。我们对比 1997-1998 年的通缩，现在从连续的负值来讲已经超过了 1997 年的情况。为什么我要强调通货收缩，而不仅仅是经济运行在潜在经济速度之下？因为通缩不是一次性的东西，通缩是一个过程。不是说你现在供大于求，物价下降，供给减少，需求增加，经济就会自动恢复供求平衡。在通货收缩的时候，物价和需求相互作用，盘旋下跌，使你的经济很难企稳，即便企稳，经济增长速度也会明显低于潜在经济增长速度。换言之，经济就会长期处于不景气状态。

中国目前所存在通缩的过程，根源是过去的投资过度导致现在的产能，产能过剩导致 PPI 下跌，并进而导致利润下跌。由于利润前景不佳，企业就会减少投资。现在的投资是

有效需求的重要组成部分。有效需求减少进一步加重产能过剩，于是 PPI 进一步下跌。除了这个过程之外，我们还有典型的债务—通缩过程，CPI 下降使得企业的实际债务上升。早先的过度投资是由信贷支持的，中国企业已经处于高负债状态。由于 PPI 的下降，实际债务上升，企业不得不减少投资，从而使产能过剩进一步恶化。这两个恶性循环导致企业不良债权上升、违约上升，最后可能导致金融危机。我们在座的会问，你说的实际债务，到底是用哪个物价指标来衡量？一般经济学文献用 CPI，我这里用的是 PPI，真正负债率高的企业都是跟 PPI 相联系的大型国有企业、制造业。对于大量借债的企业来讲，他们的产品价格是 PPI。

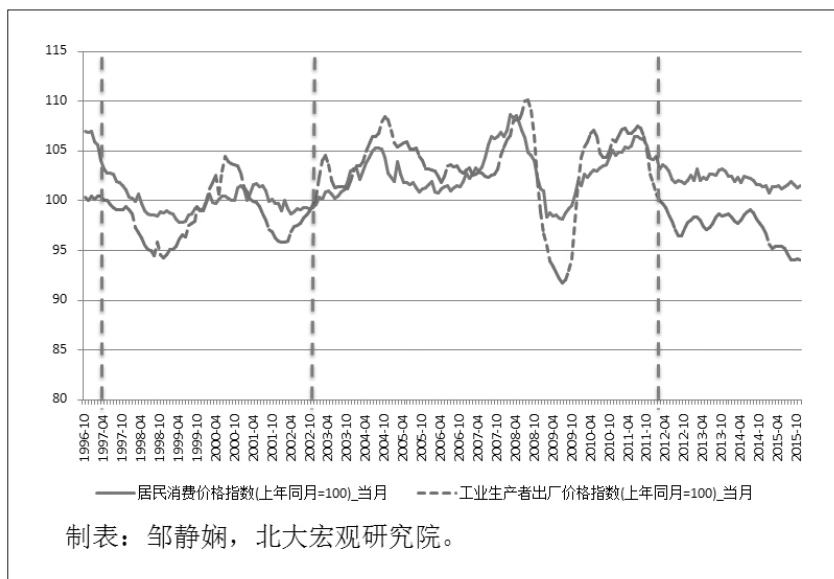


图 2：中国的物价形势

——PPI、GDP 减缩指数下跌、但 CPI 依然上升

我们必须打断这种恶性循环，不能让它继续循环下去，道理非常简单。如果你承认我们国家现在处于有效需求不足，承认我们处于运行在低于潜在经济增长速度的状态下，你的办法就是要刺激有效需求，增加有效需求，这是非常传统的做法。货币问题还需要进一步的研究。2016 年美国总统经济报告有 300 页的正文，里面有 40 页都是讲基础设施。报告中特别强调，如果政府真正发现了需要投资的项目，而且又能确认目前的经济处于有效需求不足的状态，政府就应该毫不犹豫地增加基础设施投资。总统经济报告特别强调，目前利息率很低，因而是一个难得的投资机会。美国没有财政实力，但中国的财政政策比较好，应该有能力支持基础设施投资。

这就是我对中国目前经济状况和政策的基本看法。我想说一下在我们的讨论中的一系列概念问题。强调供给侧结构改革是有道理的，我并不反对这种提法。但大家的解读有问题。供给侧是改革，需求侧算不算改革？重要还是不重要？经济学家在讨论宏观调控，经济增长时，为了分析的简便，往往把相关问题分为两类：一个是结构性改革，一个是宏观经济管理。凡是能够宏观经济政策解决的问题，我们称之为宏观调控（管理）问题。凡宏观经济政策解决不了的问题就称之为结构性改革问题。宏观经济管理解决短期问题。结构性改革解决长期问题。两种的目标是不同的，但又是相辅相成的。需要强调的是，结构性改革既涉及供给面又涉及需求面。不应该把需求面的结构改革同供给面的结构改革对立起来，两者都是重要的。

有的经济学家认为，供给侧结构性改革的提出标志着中国宏观经济管理方式的根本性改变。我认为，不应该把两者

对立起来。我特别要强调的是，结构改革不仅仅存在供给方，同样存在需求方，提高劳动生产率，必须改善投资结构，在科技创新方面投资，在人力方面投资。本来不应该对立的问题，我们把它对立起来了。我们特别要担心的是今年的五大任务，去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板，后两个算是微观的，前三个明明是宏观管理上的问题，怎么又成为结构改革的五大任务了？结构改革的内容我们很清楚，市场化改革，改革国有企业。这里的问题是，所有的改革都需要通过政府的规划，需要政令法令下来，没有这些就谈不上改革。这样就可能和宏观管理混在一起，本来应该市场干的事情政府来干，所以可能适得其反。比如规定一个去杠杆的指标，这本来应该是企业和银行之间谈判和决定的事，政府如果有一个指标肯定会把这个事情搞砸。不要好心做错事，不要把概念混淆起来，要对普通事物持常人见解，不要加更多的东西。当然，我们需要创新，如果旧理论无法解决当前问题，要创出新的概念来。如果现有的概念能够解决，就不需要新的概念。如果是新的概念，也必须界定得非常清楚。政府部门有必要进一步清理和梳理，使我们政府之外的研究者，甚至经济工作的实践者，对于我们的政策有更好的理解。谢谢大家。

田国强（上海财经大学经济学院、高等研究院院长）：谢谢邀请，我的演讲题目是“供给侧结构性改革的重点和难点——关键是建立有效市场和维护服务型有限政府”。当然，供给侧这个概念我也很不喜欢，太模糊。

从长远来说，中国 30 多年的改革，很多深层次的问题没有解决，比如说社会公平正义严重不足，贫富差距过大，贪腐猖獗，生态严重恶化，没有处理平衡好发展的逻辑和治

理的逻辑，导致成就和问题两头都冒尖。同时，当前经济持续大幅下滑，形势不容乐观，压力重重：实体经济整体疲弱，更严重的是经济主体信心不足，表现在消费者信心下降明显，民间投资出现断崖式增长下滑，民营企业出现倒闭潮，劳动力市场的就业和失业的压力加大，商业银行坏账大幅上升，使得生产效率、投资收益及收入增速的预期都在下滑，而国有背景的投资由于贷款可得性，即使在去过剩产能、去库存的任务下，仍然出现爆发式增长，但其对经济增长的提升作用比 2008 年的 4 万亿差了很多。并且，随着人民币国际化进程的加快和美联储加息周期的临近，以及中国比较优势的丧失，外企的外迁势头也显著扩大，人民币贬值压力和资本外逃风险日益加剧。所有这些都表明，外部经济环境的波动和不确定性、内部经济状况的扭曲和恶化、金融风险的加剧和间断性的释放，使得经济内生性下滑的压力仍在加剧，没有形成稳定或复苏的基础，因此中国经济持续下行的风险是大概率事件。

其实，中国经济增长根本不应这么差！理由至少有三条：首先，即使要素边际收益递减规律发生作用，其潜在增长率也一定是一个缓慢下降的过程，绝不会在短短的几年中就下滑偏离了改革开放以来的经济增速均值 3 个百分点！实际经济增长率降得如此之快一定是不正常的。其次，由于政府行政垄断、主导经济、国企做大的现象愈演愈烈，民营经济的发展空间进一步受到严重挤压，经济效率肯定比在原有低效率的情况下更是雪上加霜，怎么可能效率得到改进变好，从而使得实际增长率和潜在增长率接近呢？再次，不要低估改革开放和民营经济大发展的威力。如能进行市场化深层次制度性改革，提高市场效率和激发人们的积极性是

关键，会产生意外的极大效果。

我至今印象十分深刻的是，上世纪 80 年代初，中央提出了到 20 世纪末实现工农业总产值翻两番的目标，那时几乎没有经济学家相信这能实现，包括我的老师张培刚教授和林少宫教授都觉得不可能，其基本判断就是怎么可能在整整 20 年间将平均经济增长速度从 4% 一下子提高到 7% 左右呢？结果中国的改革开放和民营经济的大发展不仅实现而且是超额完成了这个目标任务。此外，上世纪 90 年代初，中国经济也面临极大的困境，邓小平 1992 年南方谈话，确立市场经济体制改革目标，又给中国带来了 20 多年的经济大发展，而这又是靠市场化改革和民营经济的大发展。

所以，无论是从内在逻辑分析，还是从历史视角的分析，还是量化的实证数据都得不到潜在生产率大幅下降的结论。从而，实际经济增长率降得如此之快一定是不正常的，是有其内在原因的，在一些关键性的地方出了问题，如不尽快扭转，弄得不好，将会导致和加剧了一系列严重的社会经济问题和风险。如果供给侧、结构性改革真正到位，现代市场制度建设不断完善，全要素效率不断提高，资源配置效率不断改进，中国未来 5 年的潜在增长率至少应该是 7% 以上，不会显著大幅下滑。那么，中国实际增长率与潜在增长率落差为什么如此之大且越来越大呢？这不得不让人反思，急需弄清楚背后的深层次原因究竟是什么？

我认为，根本原因是在贯彻落实中央决议精神的执行力上和应对经济下滑的具体举措方面都有很大的问题，也就是：十八届三中、四中、五中全会所提出的决议精神和发展理念没能真正得到有效执行和落地，没有进行深层次市场化制度改革，许多领域改革推而不动，停歇不前甚至是倒退，

不作为甚至反向作为的现象严重，民间信心不振，导致了决议和现实反差巨大的严重激励不相容，改革和发展及稳增长在打架，在稳增长短期方面的具体对策和举措上出现了严重的偏差，发展的逻辑和治理的逻辑都出现了很大问题，没有解决好两者间的相辅相容的辩证关系，没有解决好是“政府还是市场，是国企还是民企”这样“谁去做”和“怎么做”的关键性、方向性问题，思维僵化，仍然还是一如既往的“重政府轻市场、重国富轻民富、重发展轻服务”。

改革大计方针难以落实，使得潜在生产率和实际生产率落差巨大，决议和现实反差巨大，也让人迷惑和导致争论，出现了一股否定市场化改革及其现代市场制度的理论基础——现代经济学的思潮，使得社会上出现了各种声调，如怀疑甚至是否定改革开放的正确大方向，将市场化等同于私有化，将个体和民营经济等同于私有经济，将公有经济等同于国有经济。其实，正如邓小平所说，市场只是一种手段、方法，资本主义可以用，社会主义也可以用。但是，由于没有一个明确的说法，使得深化改革的基层执行者没了方向感，“多做多错、少做少错、不做不错”自然就成为最优的选择，其表现形式就是不作为，改革也就没有了方向，争辩四起，造成了社会舆论及思想上的混乱。历史和现实告诉我们，老百姓过度关心和时刻议论国家大事和政治，对一个国家的经济政治社会稳定都不见得是一件好事，“文化大革命”就是一个例子。

我的核心结论有三点。

第一，供给侧结构性改革应以深层次市场化制度改革为内涵推进，提高市场效率，建立维护和服务型有限政府，同时加以提振民间信心才是中国同时处理好发展和治理的

逻辑，以及应对当前经济困境的标本兼治之策。

这是由于制度才是最关键、最根本、最长效的，在个体通常逐利的客观约束条件下，现代市场制度是不可替代的，要在资源配置中发挥决定性作用，建立有效市场。同时政府要在维护和服务方面发挥好的作用。如果这些做不到，即使有作用也是短期的，不是长远的。

中国经济增长持续大幅下滑的一个重要原因，就是许多部门没有真正遵循十八届三中、四中、五中全会的中央决议精神，特别是没有沿着让市场在资源配置中发挥决定性作用和更好发挥政府在维护和服务方面的作用的方向改革，所给出的改革措施甚至和改革开放在很大程度上是背道而驰的，导致了严重的激励不相容，以致当前许多改革的思路和举措都是反向的，政府行政垄断、主导经济、国企做大的现象愈演愈烈，民营经济的发展空间进一步受到严重挤压，导致民间、民企对当前政策手段和改革方式信心不足。

2015 年中央经济工作会议曾对供给侧结构性改革定调，指出其目标是“矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构适应性和灵活性，提高全要素生产率”，并将 2016 年供给侧结构性改革的五大任务界定为去库存、去产能、去杠杆、降成本、补短板（“三去一降一补”）。毫无疑问，中央对供给侧结构性改革的定调及其实现目标是非常精准和正确的。

当供给侧结构性改革和工作目标及其五大任务已明确改革要做什么的问题后，接下来就需要明确更基础、更根本、更重要的谁去做、怎么做的问题：是政府还是市场，是国企还是民企？其实不难发现，库存最严重的部门是国有企业，产能过剩最严重的部门是国有企业，高杠杆和高成本地

方也是国有企业，短板最严重的地方是政府提供公共服务不足，民营经济没有被平等对待。如不对高库存、过剩产能、高杠杆、高成本和短板背后的制度问题进行改革，让市场发挥决定性作用和政府与维护公共服务方面发挥好的作用，又怎能从根源上解决“三去一降一补”问题呢？即使短期解决了，也还会死灰复燃。

结论就是必须统一到中央全会精神的精神。我觉得可以得出基本的结论，如不尽快进行深层次市场化制度性方面的改革，中国经济唯一可能的趋势就是经济增长持续大幅下滑。现在简单套用、泛用、误用经济学理论及其经济政策现象严重，有人认为依靠重商主义政府来推动中国的“工业革命”就可解决问题，更多人呼吁采用更大力度的财政政策和货币政策就可解决当前经济下滑劣势。这些观点都以为不重视长期治理的市场化改革，就可以快速实现工业化，就能扭转经济增长持续大幅下滑困境。然而，这只能是空想或短期有效，而不能从根本上解决问题，甚至有反效果。这是由于，许多现代经济学理论以及基于这些理论发展出来的政策工具大多都是基于有一个成熟完善市场经济制度环境的假定而给出的，因而都是基准经济制度环境下的基准经济理论和基准政策工具，不能直接照搬照用到中国这样一个市场经济体制还没有远没有完善的转型加转轨的新兴经济体。如果不考虑前提假设一味地泛用、误用，只能是作用有限，弄不好起反效果。

当然，也有不少人很不以为然地说，发达国家如美国现在也就 2-3% 的经济增长，中国哪怕低到 6% 的增长也很不错了而沾沾自喜，缺乏忧患意识。殊不知，这种将不同发展阶段放在一起的简单类比是会误国的。用卫星作比喻，

发达国家就像已进入预定轨道环绕飞行的卫星，总体已基本处于平衡增长轨道。中国则不同，作为一个仍处于发展中的经济体，就像一个处于腾空上升阶段的卫星一样，还需一定的速度保障，否则动力不足，就可能达不到预定目标轨道，并会造成非常严重的灾难性后果。因此，中国在更为关键、更为根本的市场制度建设问题上一定不能出问题，否则可能非但动力会不足，还会出现阻力。

我们必须从逻辑上、历史上来看中国应该怎么做。国内外找不到政府作为投资主体，最后导致民富国强的，我找不到这样一个例子。观察自 2015 年以来中国各省的经济增长就可以发现，那些政府干预较多、国有经济占比较大的省份，往往也正是经济受冲击最大的省份。例如，在 2015 年全国 31 省 GDP 增速排名中，有 5 个省份经济增速低于 6.9%，它们是辽宁、山西、黑龙江、吉林和河北，其中辽宁以 3% 的增速位列倒数第一。回顾近代以来的中国历史，也有三次以国有企业主导的工业化失败尝试：第一次是洋务运动，在国家处于主导控制下的工业化尝试，最终以中日甲午战争惨败收场。第二次是西方国家发生第一次大萧条以后，1934 年开始国民政府掌握了经济的走向，抗战胜利后国有资本膨胀到了新的历史高峰，由于贪腐严重，效率低下，反而导致国民政府的加速崩溃。第三次是建国后以国有企业推动工业化，最终形成了国有经济占绝对经济地位，对经济造成严重负面影响，到文革结束时几乎让中国经济走上了崩溃边缘。

历史和现实都告诉我们，国有经济主导、政府主导，势必会导致效率低下、创新不足、贪腐猖獗、挤压民营经济、机会不均、社会公平正义严重不足，这与让市场发挥决定性

作用是根本冲突的，从而无法真正实现国家治理体系和治理能力的现代化。为了避免歧义，我需要着重指出的是，我并不是说不需要国有企业。国企的存在必要性主要是基于国家经济安全 and 政治方面的考虑，而不是基于效率的角度，从而必定有一个度，比重不能过高，不能过度强调它的作用，包括执政作用，一个没有效率，经济不能有大的发展的社会是不可能长久稳定，可持续的。

并且，如果什么都是由政府和国企兜着，中间没有隔离带和防火墙，一旦经济出事，责任自然就在政府，在国企，从而矛盾立刻就集中在政府身上，这将会对中国政治、经济和社会稳定造成很大的风险。同时，这也非常不利于产业转型升级和破产。比如，我们能让那些高污染、高消耗的国有企业破产吗？而如果是民营企业，就不存在这个问题。比如，美国政府为了削减发电厂的碳排放，加快清洁能源的使用，以应对气候变化，制定了《美国清洁电力计划》环境能源政策，当然也由于页岩气能源革命，短短几年，美国已有 30 多家煤炭公司申请破产，包括美国第二大煤炭生产商阿尔法等大型煤炭公司。中国国有煤炭企业能这样做吗？

很多人认为国有企业是党的执政之基，而忽视民营企业在这方面的作用，这其实是有失偏颇的。执政之基主要体现在人民对执政党的拥戴度及满意度，而这取决于执政党能否通过有效的治理让经济持续发展、社会和谐稳定，来满足人民日益增长的物质、文化和公共产品的需求。没有非国有经济，特别是民营经济的发展，中国经济怎么能大发展，改革开放怎么会取得举世瞩目的成就呢？显然，改革开放以前的实践已经表明，计划经济条件下完全靠国有企业并没有很好地满足人民的需求，恰恰是改革开放后民营经济的大发

展才使得人民的需求得到了极大的满足，极大地夯实了党的执政基础。

不管怎么样，中国的国力前所未有的强大，这完全靠改革开放，民营经济大发展，才让中国的国际地位前所未有的高。1990年代初的时候，小平的南方谈话给中国带来20多年的经济大发展。只要通过真正的制度性、市场化的深化改革和扩大开放，同等对待民营经济，社会和企业的信心肯定会为之一振，经济持续下滑的劣势就会逆转。

第二，中国要实现经济可持续增长和发展，社会和谐稳定，国家长治久安，必须注重两个逻辑：发展的逻辑和治理的逻辑，否则会造成各种问题和危机，其关键是政府的定位必须恰当。同时，建立一个维护、服务型有限政府离不开三要素：法治、执行力、民主监督。

为什么改革开放之后中国经济产生这么大的差别，那就是除了坚持党的领导、坚持社会主义、社会稳定之外，新的因素是：较大程度上的经济上的选择自由、松绑放权的改革、引入竞争机制（包括中央与地方政府、对内对外的竞争）、对外开放、民营经济大发展，中国的巨大成就正是在这样的基本制度性市场化改革下才取得的。

然而，现实中许多的改革正在往回改，又回到政府主导的老路上。一旦遇到问题，就惯性思维地回到老路，就仍采用政府主导的方式去解决，一如既往地采用“重政府轻市场、重国富轻民富、重发展轻服务”的“三重三轻”发展模式，负面作用很大。例如，由于对供给侧结构性改革与“三去一降一补”的机械理解，各级政府通过层层分解的任务指标，以行政手段来越来越俎代庖地解决本应由市场和企业自主解决的问题，使得问题并没有从根源上得到实质解决，随时可

能死灰复燃。

供给侧结构性改革首要任务应该是体制机制的改革，首先解决好效率驱动的问题，改革影响市场效率的不合理制度环境和监管架构，解决政府职能定位的问题，以此解决好政府与市场和政府与社会的治理边界，使之成为一个好的市场经济。由于政府既是改革的主要推动力量，更是改革的对象，这就决定了中国下一步改革的艰难性。这些问题实际上就牵涉到政府治理本身。在我看来一个有限政府的善治实现依赖于三要素——法治、执行力和民主监督。如果现在政府不作为，民企还有这么多限制，尽管国务院已经废除了1000多条行政审批，但根本的问题没有去动。

第三，供给侧结构性改革要取得成功，必须正视改革的艰巨性和复杂性、用好成功改革的方法论，灵活运用“明道、树势（顺势）、优术、抓时（择时）”四位一体的方法论。并且，对于改革方案的制定方式也需要重新设计，以确保独立性、科学性和可操作性。咱们学者首先要务真，然后求实，现在我们敞开谈中国改革的空间非常小，怀念毛泽东的比怀念邓小平的多得多。现实当中很多改革不能再拖了，中国的社会、政治、经济风险真是挺大，中国经不起这些折腾。为此，我们要有十足的紧迫感，不能再滞后，越拖越麻烦，比如房产税和遗产税如在十多、二十年前基本没有房产和财产时就制定成法规是非常容易的一件事情，但现在再来制定阻力已经困难重重。

现在很多改革包括政府大力倡导的供给侧结构性改革，并没有从方案落实到制度，从制度落实到政策，从政策落实到行动，缺乏可操作性，执行不下去。基本是上面在踩油门、中间在挂空档、下面在踩刹车，整个在地方部门不作

为，改革决议和文件在许多方面处于空转的状态，甚至由于目标、方向的混乱，反而出现文件与文件打架，反作为，改革有往回走的趋势，令人十分忧虑。例如，国有企业尤其是央企，这几年基本停止了“退”的部署安排，而是进入各行各业包括大量竞争性行业，如前述的房地产和那些产能过剩严重行业。问题出在哪里？在我看来，至少有三个方面的因素。

第一，按照现在的改革做法，部委自己操刀给自己动手术，让地方政府革自己的命，这是很难的，因为屁股决定脑袋。不像以前，中国设置国家体改委这样一个专门研究、制定、协调和指导体制改革的综合性、独立性专门权威机构，一旦形成决议和文件，中央部委不得不执行。因此，有必要恢复国家体改委或成立类似的机构。第二是缺乏鼓励改革理论探讨的氛围条件，无法凝聚改革的学理共识，增加改革的前瞻性和战略性。理论探索离不开一个开明、宽松的舆论氛围和社会环境，需要务真求实，因而要尽量避免上纲上线，甚至动辄上升为意识形态、阴谋论、敌对势力的大字报“文革”语言。第三，目前中国的智库还是官方色彩浓厚，缺乏独立性、客观性，民间智库很少，发展严重滞后。独立的政策研究机构是政府决策科学化的保障，中国需要大力发展民间智库。

谢谢大家。

乔依德：下面我们大家进行讨论发言。张军老师本来有事情，他请了假过来的，非常感谢。下面大家随意，你们谁要发言把牌子举一下。我们现在做一个规定，发言也好，评论也好，第一次5分钟，然后可以再讲。左学金你开始。

左学金：刚才两位的发言我很赞成。余教授你认为现在

搞基础设施投资是必要的，那么到底投什么呢？国强教授说是改革比较难，关键是利益问题，但后面要求大家屁股不要决定脑袋，逻辑上是不可行的，可能还要更好的招数来克服这个障碍。

我谈一些个人的想法。我觉得从表面上看，我们国家一方面产能过剩，另外一方面部分群众也有一些最基本的需求没有得到满足。比如说有个报道，有个母亲六一儿童节到超市偷一只鸡腿，因为她的两个女儿都有肾脏病，她带女儿来看病，女儿说儿童节想吃鸡，一只鸡腿 6 块钱，但是她没有足够的钱来买。。我们国家有 90% 多的人有社会医疗保险，但是农民的医疗保障水平非常低。供给侧改革与需求侧改革的结合点在哪里？就是对我们国家的软基础设施进行投资。我们过去对硬基础设施做了许多投资，如铁路、公路等交通基础设施，如造城、造房等。现在大家对这些投资存在较大分歧，我认为，对硬基础设施在某种意义上过度投资了，未来这些投资的回报率可能会比较低。但是另一方面，我们对人力的资本投资还远远不足，我们有 6 千多万留守儿童，3 千多万流动儿童，加起来 9 千多万儿童，如果这些儿童不能受到正常教育，怎么能保证他们在五年十年后能和美国欧洲日本的年轻人竞争，拿什么去竞争？所以，一方面一些人的最基本需求没有得到满足，据说原因是没有钱；另一方面我们产能过剩，据说国内需求不足，钱没有地方用。我们可以看到，这里存在明显的矛盾。

我有一点不太赞成国强，你说政府太强，但政府在有些方面是很弱的。第一是对人的投资。第二是安全或基本保障的投资。要解决僵尸企业，首先要解决劳动力的安全保障问题。但是我国社会保障的供给还存在不少问题。如机关事业

单位的社会养老保险，现在公务员的养老金缴费，单位与个人缴费合计相当于工资的 40%，如此高的养老保险缴费率，在全世界是闻所未闻。我们农民每年可获得 840 元基础养老金，2015 年贫困线是 2800 元，基础养老金仅仅是贫困线的 30%，显然远远不足。医疗的问题也很多，我们不断看到医疗方面的问题。

我们政府最基本的保障功能没有发挥出来。但是我们在担心福利主义与民粹主义。如何来判断到底是满足人民的最基本的需要，还是社会主义或民粹主义呢？我认为一个可以采纳的判断标准是，如果是连自由放任的美国政府都提供的基本社会保障，我们作为社会主义国家来提供，就谈不上福利主义，好多东西美国政府提供了，但是我们还没有提供，如伤残保险。有很多软基础设施，当然软基础设施很重要的是如何法制化，但是从改革阻力较小的角度看，我们加大对人力资本的投资，实现高中阶段全民免费教育，向全体公民提供最基础的养老保险和医疗保险，这是应该做的。在需求不足、产能过剩的时候，如果我们说我们是社会主义，但是我们不去做这些事情，就是名不副实了。我就谈这个问题。

乔依德：谢谢学金，除了硬的基础设施还有软的基础设施，这个问题我们回答一下。

余永定：我完全赞成学金的观点，特别是能超出经济学家的比较冷血的“理性”态度，而表达了一种人文关怀。你的态度使我很感动。我所说的基础设施投资包括两方面，一方面是物理上、实物上的，另一方面是公共服务上的。十三五规划开出了一份基本公共服务项目的清单，其中包括公共教育、劳动、就业、社会保险、卫生、计生、文化、体育、残疾人基本公共服务等等。这里面我还要强调一下，

这部分的实施更依靠政府，实施起来比较困难。我们应该大力推，比如说刚才田教授讲了财产税、遗产税，我们经济学家没有出声。我觉得这很大程度上反映了我们经济学家对社会良知的看法，应该立即开征遗产税和房产税。谁开个头，我跟着签名没有问题。

基础设施也非常清楚。北京地铁的一些换乘站通道太狭小，非常危险。多年来我一直呼吁北京市政府及早解决这个问题。我在英国留学多年，我记得英国伦敦地铁多次出事，死了很多人。我向北京建筑方面的有关负责人提过这个问题，据说这里涉及东西太多、动静太大，下不了决心。难道要等出了事、死了人之后才能下定决心吗？。北京市中心能淹死人，因为我们的下水道系统太差了。中国的自来水是一条线，人家美国的自来水是可以喝的，中国是不可以喝的。我们国家之所以现在比日本有优势，是因为日本似乎已经没有什么可投资的基础设施了，而我们有大量需要投资的项目。如果一时没有经济效益，社会效益是巨大的，经济效益以后也是会有的。2009年我写文章批评发改委，认为四万亿有很大的问题，当时对高铁也持怀疑态度。担心没人坐高铁。但现实完全不是这样。我想即便把票价再涨很多，也会是满座的。北京的新机场，大家说花得不值，没想到不久后机场就爆满。

我认为结构性改革是完全必要，是需要长期坚持作的，中国的可持续性发展要靠我们的结构性改革。但现在的问题是，目前我们的经济一步步下滑，需要通过宏观经济政策抑制经济增速下滑，使经济增速维持在潜在经济增长速度允许的水平上。刺激有效需求同结构性改革并无矛盾。两者完全可以同时推进。有一种看法是我们无效供给太多，有效供给

太少，这是否意味着对有效需求我们不用管，让它自生自灭，让市场来解决？问题是市场能解决吗？况且，从宏观经济学的角度看，“无效供给”的概念是有问题的。

为什么现在产能过剩这么严重？最直接的原因是政府对房地产的调控。中国的房地产投资在 GDP 中的比重太高。这是资源的错配。整个经济是以房地产投资为中心，人人都要住好房子，我们把大量的资源浪费在这里，政府抑制房地产过度发展是正确的。房地产投资增速下降，其他行业的问题马上来了。钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝等行业马上出现产能过剩？钢铁怎么办？难道钢铁除了盖房子就没有别的用途了？有相当多行业的产能过剩是有效需求不足造成的。如果基础设施投资能消化过剩产能，我们为什么不可以增加基础设施投资呢？中国经济从来都是摇摇晃晃中前进的。不是说一切都搞好了再走。市场化改革的最终完成大概要等年轻一代去实现了。中国经济其实就是连滚带爬发展的。在给定潜在经济增长速度的前提下，应该让经济经济增长尽可能维持在潜在增速的水平上。

乔依德：下面有几位，张军你先说。

张军（复旦大学经济学院院长）：老余前面谈了很多需求管理的问题，老余说他是做宏观的。我实际上做改革研究相当长的时间，同时经济增长也是我的一个研究题目。所以很多人可能觉得奇怪，我做制度转型这么久的研究，然后又研究中国经济增长差不多 20 年的时间，我想在增长上有一些想法。

我觉得中国现在的情况，我们在关注增长问题的同时，不能忽视需求这一方的问题。我觉得一个基本的判断，就是现在经济增长的实际状况，其实是下降得很严重到。大家有

争论，我自己做了一些研究，发表了一些论文，实际上我们现在这个缺口在逐步拉大，会导致整个资源全面的闲置。

长期的增长问题，我认为大力推进结构改革的分析是对的。今天中国遇到的问题，需求已经受到严重的冲击，开始持续回落。总需求回落有点像早期讲的通缩，通缩的形成不仅仅使房地产和有些行业的产能过剩，现在大量的产业因为总需求不足也面临很艰难的生存环境。现在因为需求下降的非常快，而且债务通缩的现象越来越明显，所以这种情况下，我们不能无视这个现象，应该先来处理这个。否则的话，我想我们的实体经济也看不到希望。我在韩国出席论坛说，中国现在最大的问题是没有希望，企业看不到希望，导致总需求的水平逐渐回落，而且回落比较大。在这样的情况下，短期的政策需要用上，除了老余讲的这些基础设施投入以外，我们从降低实际融资成本角度也能够说明短期政策的必要性。

现在很多投资活动，面临融资成本居高不下。要真正把融资成本它降下来，是要把 PPI 升上去，这就需要通过提高总需求水平。最近讨论汇率，汇率也是要降的，现在的汇率不利于我们短期的需求。现在的需求已经出了严重的问题，如果不解决，潜在增长和实际增长的这个缺口会越来越大，真的会走向所谓日本的状态，这是我们不希望出现的。

前面谈到在基本的公共服务领域做得更好，这个我也认同。胡锦涛时代，实际上中国社会保障的开支，包括教育，增长得非常快。原因在于他此前的政府维持了一个比较好的经济增长，GDP 上去了，社会保障包括教育开支，提高就相对容易一些。如果我们的经济持续下行的话，经济越是下行社会的需求越大，这种情况之下会带来更严重的开支上的

巨大缺口。所以我同意老余讲的，这个话讲的很好，中国经济回过头看，其实就是连滚带爬，拖泥带水，没有效率的部分很多。我自己做增长的研究，如果你测算我们的资本产出比，资产劳动比，在这个过程当中就是大起大落的，但还是能让中国经济的总量上一个台阶。如果现在需求方的因素导致我们的经济总量上不去，这种情况下，我们需要有一些调整，这是一个基本的看法。如果我们认定现在的增长率低于潜在增长率。在这种情况下，可能我们需要考虑怎么把需求拉上去。

权衡（上海社科院世经所副所长，研究员）：我们去年底在复旦一次会上，讨论供给侧改革的时候，就提出供给侧改革如果没有需求管理支持和配套的话，经济运行可能会下降得更快。权威人士的讲话以后，把供给侧放到更为突出更为重要的位置来讲，但是实践中很多认识和做法仍然把供给管理和需求管理对立起来。

刚刚余老师讲到的，包括田院长讲的，有两个地方要补充。第一，就是讲中国经济下行，不能不讲世界经济下行对中国经济的冲击。世界经济从 2008 年到现在没有起来，如果世界经济复苏起来了，中国经济还在往下运行那确实是中国的问题，但是如果世界经济没有起来，就不能忽略外部的冲击对我们的影响。刚才大家讲到投资下行，预期利润率下降，这些年大宗商品价格大幅度下降，导致投资者预期利润收窄，投资就没有意愿，或者不愿意投资，这种情况下加剧了投资没有意愿，结果全球性量化宽松导致资本的流动性过剩。所以我们看这两年中国经济往下走，世界经济冲击的外生因素不能忽略。

第二，刚才大家讲潜在增长率和实际增长率，确实权威

人士讲的 L 型，下半段没有明确是潜在的增长率还是实际的增长率，这倒是经济学家确实需要考虑的问题。什么叫潜在增长率，经济学家研究明确表明：当所有的经济资源得到最优配置、并被充分利用时的产出是潜在的增长。刚才田院长讲了，任何国家潜在增长率的下降是很缓慢的，不是骤然的下降。中国过去的经济增长当中，全要素增长率过去的贡献率很大，其中资源配置效率的改进贡献更大。这些年我们为什么说产能过剩？过剩的本质就是资源配置扭曲，说明这些年有大量的资源配置扭曲，效率就下降。从这个意义上讲，潜在增长率的下降，就是过去十年当中资源配置的扭曲、错配，导致实际增长率低于潜在的增长率。我觉得这一点还是要考虑的。

既然是潜在增长率和实际增长率出现了背离，并且目前这个缺口即实际 GDP 和潜在 GDP 缺口正在扩大，从经济学来说，就应该做需求管理。如果从凯恩斯经济学来讲，一是需求不足的时候，你调整供给使之与需求相匹配，短期内是没有用的。二是经济增长本身就有周期，当它出现下行的时候，需求管理要跟上去。但是，中国的情况稍微复杂一点，我们跟凯恩斯说的情况有一点不同，我们有结构性的问题，即结构性短缺与结构性过剩并存，这种结构性的问题短期内虽然很难纠正过来，但是也需要下决心去做。因此，目前中国经济需要在加快结构性改革的同时，也需要充分利用需求管理政策，防止经济增长特别是实际增长率下降过快。我就先说这些。

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：我谈两点。刚才听了余老师的发言，学到很多的东西。从一个朴素的观点讲讲，经济增速下降是转型期必然出现的问题。刚才余老师讲

的加大软的投入，我觉得在这样一个特殊的时期，我们用实际的产出和潜在产出之间的差以及通缩，表达这个点需不需要刺激，我没有想清楚这里面的关系。如果是债务的问题，我们单纯的从增长的角度考虑，还是可以通过社会保障保底，包括降成本，包括银行给它降息，通过这种方式解决，是不是更加符合这个阶段的特征，我觉得这是一个可能有点意思的角度。

第二个问题，刚才田老师讲执行力的问题，如果把两位老师的发言综合到一起，这个阶段实际上没有人要说全面刺激，或者我们也认为，单纯只搞供给不搞需求也有问题。如果把大的背景放到执行层面考虑，我们讨论需要一些基础设施的建设，我相信我们所有人都认为要确保经济不要出现太大的问题。我就这两点。

乔依德：谢谢王涵，他提的问题很有意义，他提出来一个视角。

左学金：第一个问题，他认为转型期经济下行是难免的，不一定意味着我们的经济在潜在增长率以下运行。第二个问题，因为转型债务是一个很大的问题，他的意思可能是要有效地针对债务采取措施。

余永定：其实张军说的已经回答了他的第一个问题。我们现在第一看到我们潜在经济增长速度在下降，我完全赞成这个观点。其中一个很重要的原因是，我们的改革已经进入深水区，难度在增大，边际收益在下降。不能像过去一样，一个改革就使全要素生产率有一个很大提高。过去家庭承包制一实行，农产品市场马上就丰富了。现在，这种事情不会再发生了。不可否认的事实是，潜在增长速度下降。潜在增长速度是个慢变量，确实不应该突然一下由 10% 降到 6%。

但出现这种情况也并非不可能。日本 1956 年到 1970 年经济的年均增速速度 9.7%。1970 年增速高于 10%，1971 年跌倒 5% 以下，1972-3 年回升。但 1974 年由于石油危机影响，出现负增长。在整个 1970 年代，日本经济的平均增长速度只有 4.4%。1980 年至 1985 年是 3.9%。此后，日本经济就进入动荡时期。1989 年泡沫经济崩溃，出现所谓失去的 20 年。是否会接着“失去”，没人知道。如果中国经济现在就进入 6% 时代，前景是堪忧的。

中国经济学家确实应该好好研究中国的潜在经济增速到底有多少。这是一个不容含糊的问题。我没有这个研究能力。我所能说的是：如果通货收缩，如果企业的设备利用率很低，低于 70%，就应该承认中国的现实经济增长速度低于潜在经济增长速度，中国存在较大的产能利用率缺口。

田国强：我也同意两位老师的说法，也要采取一定的宏观措施，问题是现在实际上采取了很多的措施，把资金投到国有经济这一块行不行？如果不把这个问题讲清楚，只能造成更大的问题，我觉得像现在这样去产能是不行的，很可能造成问题更进一步的恶化。

张生举（中国外汇交易中心研究部总经理）：我先说一下潜在增速的问题，我非常同意余教授刚开始说的公式，因此潜在增速在短期内是不可能快速下降的。但实际增速则不然，因为需求有可能快速发生改变，现在的需求越来越软，实际的速度是有可能快速下降的。

左学金：日本下滑是很快的，也不是慢慢下。

余永定：我们有长期和短期，要看总需求的各个部分，哪一个需求部分下降最快。需求方面一个重要的动力是外需，原来外需也是相当大的，可能有两个百分点，现在外

需增长速度下来了。但最主要是我们国内的投资增长下降，主要是房地产下降。

田国强：投资总量差不了多少。

张生举：我觉得大家的看法偏于悲观，我想把我的有些想法交流一下。在座的都是很有影响的学者，能够让你们觉得我这里面有一点点可取的地方就非常好了。我觉得应该说一点乐观的，我也尽量从积极的方面来说。我们现在的基础已经比原来好很多，人均寿命 70 多，上海更高，全国基本上脱贫了，中央把脱贫这个当成很大的任务。整个营养的状况，主要是营养过剩。还有大学扩招以后，基本教育程度，原来可能就是初中义务教育，现在基本上都是本科、大专。劳动力成本上升是一个很大的问题，但在分配当中，劳动力收入的比重提高了，资本的比例在下降。你看微信和你看新闻联播的心情完全不一样，都不是真理，都是某一方面。

我的意思是说中国经济的基础已经比原来好得多，这是我想说的第一点，我们有很好的物质基础来解决问题。第二，我们没有问题吗？不是。大家看到很多的问题，主要就是过剩产能，再就是杠杆问题，负债率。我们 GDP 的增长速度，或者人均收入增长的速度上不去，所以现在出现问题了。这些问题怎么解决？沿着原来的思路惯性来做，投资、消费、出口？这是原来传统需求方的管理，做不下去了，消费找不到亮点，投资的回报率越来越低，对应的杠杆率越来越高，有问题了，所以才提出从供给这一块来解决问题。供给肯定离不开需求，现在产能过剩是说我们供给方有能力，但是生产出去没有那个需求，实际上里面隐含着说有一些需求不能满足。刚才讨论过需求。前面说的基础设施，美国的机场比我们多多了，美国的民用飞机很方便。我们说淘宝

已经很方便了，但是美国比较偏远的地方货物也能隔天到，他们就是用飞机送，我们现在还是快递小哥。大家有到医院看病的经历，体验一般都不好，有新闻报道，上海幼升小培训班要连夜排队，在中国有哪些东西还要排队买？是医疗、教育，还有养老，我父亲的年纪也大了，79岁，接到上海来看病，本来怀疑有很大的问题，结果没有什么问题，好歹我有兄弟姐妹可以照顾，但是我们以后呢？

所以有好多的需求现在还无法满足，如果到民营医院，不需要排这么长的队，但是贵。有需求，但与供应对不起来，所以需要结构改革转轨，这个转轨的第一推动力特别需要政府，推动完以后市场化，收入也上去了。其实教育问题、医疗问题很简单，提高医生、护士的待遇，但现在提高了以后，医药价格老百姓更付不起。在这方面我又是乐观的，我相信科技进步的力量，觉得机器人、人工智能有巨大潜力，现在很多常规手术用机器人来做比医生更好。这些东西都需要长期的巨额投入。我们家有阿姨，成本也不低，如果说有一个机器人做得像阿姨一样灵活，估计每个家庭都会买，肯定比轿车便宜。还有一个乐观的因素，这么多年除了物质上的进步以外，还有每个人占有的信息量，这一块我们不知道比前辈多了多少。

最后说回到金融。结构改革转轨需要的投融资机制，现在美国等西方国家有大企业，有风投、有股市，我们国家目前这些市场化的基础机制还不完备，所以我们目前还是以储蓄、银行的间接融资为主，说到降杠杆，肯定降不了。短期内一味追求杠杆率指标下降，可能适得其反。

乔依德：谢谢张生举从另外一个角度谈了比较乐观的看法。

文贯中：听了大家的发言以后，我想谈自己的看法。第一个我自己认为潜在增长率的基准大概需要讨论一下，有时候我们说达到 12% 点几，也有比较低的时候，所以潜在的增长率是以什么为基准比较重要，我觉得有 GDP 数字是虚的。对潜在的增长率需要更细的研究，这是第一点。

第二点，我在有一个很长的采访里讲过，我自己也有点困惑，因为十八届三中全会用的词非常明确，就是要建立要素市场，由要素市场决定性地配置要素，大家认为这是一个非常好的表述。

今天我们又在这里讨论供给侧改革，说明这个语言远远不及十八届三中全会里面的语言，本来供给和需求这两方是不能分开的。中国学习西方有一个现象，因为就是喜欢把东西分解，分解到最后拿出一个非常小的概念，这从研究的角度是需要的。但我们生活在现实生活中，应该是拿出一个有机的综合的概念来。你说过剩，要看对什么需求过剩，而不是说过剩就都过剩。现在两亿七千万农民工需要小户型的房子，而国家把土地规定为要么国有要么集体，这个要素就不能做出反应。国家的反应是做大户型，集中在鬼城和空城，大马路和所有的下水道都在那里，然后没有人用。但你到城中村里面去，几十万的农民工挤在里面，而他们不去做反应。这里面有一个很严重的问题，住房对城中村来说是严重的不足。但在供给侧改革过程当中，产能过剩把这种东西掩盖掉了，或者至少说是扭曲的。所以要回到经济学本身，这是我第二个想要说的。

第三，我们在上海财大开过一个会，我讲的意思就是中国还是要强调制度性的改革，包括土地制度等一系列的制度。如果不去强调改革的话，所谓的改革红利或潜在的增长

是没怀孕办法发挥出来的。我刚才讲两亿七千万农民工的生存，它不做反应，好像他们不存在一样。但深圳的繁荣、上海的繁荣，都有他们的贡献，我觉得这是非常不应该的。

我上次强调刘易斯拐点，如果这是事实的话，那么农村留下来的应该是生产效率越来越高的农民。如果刘易斯拐点是真的，那么城市有一个吸收的顺序，首先是把农村的劳动边际产品为零的人吸收完，然后再是劳动边际产品比较低的农村人口吸收走。一直到农村的劳动边际产品跟城市一致了，那时农村的人口就没有动力移民了，然后城乡二元消失，也就是一体化了。中国现在是反的，留下的是老幼病残妇女，有六千万留守儿童在农村，在城市的农业转移人口等到他们晚年的时候又赶回去，他们丧失劳动能力的时候被高房价又打压回去了。他们的状况是妻离子散，他们的配偶往往不在身边，子女又在农村。

我们还是回到实事求是的角度，在这样一种状态之下，这些农民工自己掏腰包买车票，到城中村去找自己的房子，其实就是 10 几平方米，然后开始找工作，没有找到工作就默默的走了，他一旦找到工作以后就开始纳五金。应该开始有制度保障他们，我们现在为什么坐在这里讨论，就是因为还有很多的问题没有被讨论。他们绝大部分人还是拿着农村户口，我们要研究如何使得他们和我们一样，使这些农村工人能和上海、北京的人有同等的权利。

美国开始工业化以后，不断制造新的中产阶级。我觉得中国有段时间是靠外需支撑自己，中国应该不再走这条路。如果农民和农民工能够生活得像一般市民一样，他们需要电器、房屋。我们现在的产能过剩是相对什么而言，如果这些需求在那儿的话，其实是不需要跑到阿富汗、伊朗，放在国

内是很可控的局势，中国是不是眼睛还是要放在国内，利用我们现在已有的财富去帮助他们。

乔依德：从制度改革的必要性来讲我们现在如何达到供给和需求的平衡，这是一个很好的结论。现在请谢怀筑发言，她是央行的。

谢怀筑（中国人民银行研究局副局长）：非常感谢有这个机会，今天在座的都是我的老师。我在央行做研究工作，过去都是看各位老师的研究。我讲三点自己的认识，是有的可能是提出问题，并没有找到答案。

供给侧和需求侧是宏观经济学里一个核心的问题，当前经济下行，必须看实际。余老师的演讲已经跳出我们对供给侧的局限，我内心非常赞成，如果从这个意义上来说，供给侧的改革在某种意义上是和结构性改革结合在一起的，并不矛盾。

实际产出会上下波动，所以我们不想再去追溯上面是怎么说的，我们今天在这里是纯粹回到经济学本身，我们回归到本质，可以再更加清晰地看中国的目前情况。张军老师做了很多年劳动生产率增长的研究。余老师提出一个比较好框架，首先看一套价格体系，包括 CPI、PPI。我们从中央银行的角度一直思考这个问题。我提一个自己的想法，并不意味着解决这个问题。

今天中国的宏观经济只有总量的数据，缺乏很多精细的结构化数据，我们对宏观的判断可能有偏差。拿劳动力市场的数据来看，如果看 PPI、CPI 的走势，中国现在进入通缩，通缩债务的负反馈机制，这是要我们谨慎对待的。刚才余老师谈到中国的产能利用率是 70%，我认为中国制造业的结构和美国的制造业有区别。再进一步，如果看产能利用率，

分结构、分行业，这就显出中央银行遇到的困境。如果最后从多目标到单目标，我看失业率或CPI，或更单一化地指定通胀，大部分时候我们看通货膨胀是关心资源的利用率，资本的利用率很难衡量，中国今天的市场比较难做判断。要判断劳动力成本在上升，特别是低端劳动力成本上升，这个很难。这会对未来的通胀预期产生影响，很难仅由CPI、PPI来判断。现在下行的价格导致我们处于一个资源没有充分利用的状态。持平的经济里面，真实的利润水平在下降，融资难融资贵的状况依然存在。

现在五个有失业压力的省有产能过剩的问题，我们需要看结构的数据，但是我们现在缺乏很好的数据。还有一个问题，现在去看各省人民银行有一些调研的数据衡量贷款利率，利率再高仍然可以承受，而且还可以支付很高的利率。所以我觉得从结构这个角度，可以给我们提供更丰富的视角。通缩跟全球的大宗商品价格有关系。回到宏观经济学，看通胀就是看劳动力市场的状况。中国没有劳动力市场的数据，只能看通胀，除了石油的价格长期抑制，你把核心通胀里的能源和食品都去掉之后，受石油影响的乙烯也抑制这个价格。

如果计量劳动生产率，方法会有很多。我们看生产函数，一个国家的生产函数由劳动、资本、技术三个部分构成。生产率是来源于六个部分，包括劳动投入的增加、劳动效率的改善、资本的投入、资本效率的改善，技术的投入，技术效率的改善，一个国家的长期增长率就是这六个部分。我们只是劳动密集型肯定是不够的，资本效率的改善可能是未来的一个方向，再加上过去传统的长期增长因素，就是技术的进步。我们如何看潜在产出的下行，刚才文老师谈到的

很重要，如果把要素市场的配置提升之后，可以稳住经济过快的下行。

所有的老师都在讲基础设施投资，无论是铁公鸡的投资，还是软的基础设施投资，这是在我们实际产出和潜在产出的平衡过程中一个重要的抓手。我们的消费由于劳动收入的占比还是比较低，不可能上得特别快，投资不能靠房地产，只能靠基础设施投资这一块。这里面投融资的机制是什么？中央和地方怎么分配基础设施的投资？再进一步，我们政策性金融和商业金融在这里面有什么设计，能够让基础设施投资能很好地持续？一个很重要的着力点，包括刚才余老师谈到的，美国总统经济报告花 40 页讲基础设施投资，我们认为现在应该好好研究基础设施的投融资机制。我也没有答案，我提出一个和各位老师共同思考的问题。

乔依德：非常感谢谢怀筑，从央行货币政策的角度提了很好的问题，可以供我们进一步进行研究。下面是俞浩明发言。

俞浩明（易泓资本高级顾问）：我不是学者，不是专门做研究的，所以就发点感想。因为余老师的文章在新浪网已经出来了，余老师的观点我有所了解。今天听了田院长的讲话，我很有感触，我谈三个意见。第一，我同意大家的基本观点，就是目前我们的实际增长速度是低于潜在增长速度的。

第二点，我同意文教授的观点。我们目前应该关注的是一个大的结构性的东西。我知道余老师是希望通过供应方和需求方的东西解决一些问题，从大的环境看，区别开来单独强调一侧是有些问题的。

第三，我已经是退休，我有很多朋友是改革开放后起来

的中产阶级，就像今天田院长讲的，改革开放以来，现在是最困惑的时候。我记得在改革开放开始的时候，我们国家一缺人才，二缺资金，三缺高科技。当时改革开放的大旗能够把大多数人聚起来。在这样的情况下，大家觉得回国有希望，应该发展，应该做事情。现在相反，中产阶级的种种困惑，首先从人开始向外移动，财也在向外移动。这几年当中，外国企业也在流失或者移动。中国在开始的时候有很多鼓励的政策，我们需要他们的技术和资金，他们也带来很多东西。但现在他们退了，这样的情况对我们来说到底有利还是不利？

事实上，我们知道改革到今天为止，走到深水区走不下去。如果政府能够把这个攻坚做下来还是有希望的，我们一直在想这段时间究竟发生什么，确实很令人困惑。比如去年股市的问题，接下去又有 P2P 的问题，连着出了一些金融的问题。我们出很多的乱子，到底是举棋不定还是经验不足？其实我们在改革开放初期也没有经验，我当时和北京领导人谈话的时候，很多人都是老干部，外语完全不懂，但是做的决定却是正确的。

乔依德：谢谢，下面请刘海影发言。

刘海影（上海发展研究基金会特约研究员）：我发言的主题是比较技术性的，也是比较关键的判断，目前的经济增速到底是高于还是低于潜在增速？

基本上讲，一个项目的投资有建设期和投产期这两个时期。在建设期的阶段，投资项目所提供的主要是需求，到项目投产之后会有需求和产出。从这个角度而言，投资是分阶段持续的，有需求有供给。如果一个项目投资是成功的，产能应该是合格的，投资回报也是合格的；如果一个项目是

失败的，项目的产能很大一部分不能充分发挥出来，会形成产能过剩。所以，在投资项目建设期，提供的是需求，如果项目规模非常巨大的话，意味着在提升当期需求与当期经济产出，以后需要更大的需求来匹配扩大的产能，否则就会出现需求不足以匹配供给的现象。需求扩张来自于消费扩张或投资规模扩张。

- ◆ 投资项目在建设期具有需求含义
 - 对上游行业中间品的需求
 - 雇佣员工产生的消费需求
- ◆ 投资项目投产之后，产能释放，产出=需求
 - 如果项目成功，所形成的是有效资产，销售收入足以支持员工工资与获得合格投资回报（ROI），所对应的债务有望逐步还本付息；
 - 如果项目失败，无法获得合格投资回报，债务无法还本付息，与产能相比，项目能够支持的需求不足（员工工资、企业利润），所形成的是过剩产能；

图 3：投资的供给——需求含义

包括投资需求在内的总需求与投资项目总产能之间的动态平衡，需要 ROI（投资回报率）维持在正常水平。如果失败的投资项目一直拒绝退出，当期的产能不会受影响，但这些过剩产能必须有融资支持。这种情况下，在投资释放的产能大于这个阶段需求的时候，是可以强行扩大投资规模的，这必然会导致投资回报率的降低，未来也会导致投资的减速。

- ◆ 供需何时平衡：包括投资需求在内的（本期）总需求与（上期）投产项目总产能之间的动态平衡；这需要ROI维持在正常水平，以至于下一期投资需求与产能可以保持动态平衡
- ◆ 需求高于供给：包括投资需求在内的总需求旺盛，而当期产能不足，则可能出现经济过热，呈现通货膨胀上扬、就业市场兴旺、经济加速增长特征
- ◆ 需求低于供给：包括投资需求在内的总需求低于当期总产能，则容易出现通缩，体现为PPI下滑、经济增速下滑、贸易顺差等特征

图 4：供需平衡（失衡）的时序特征

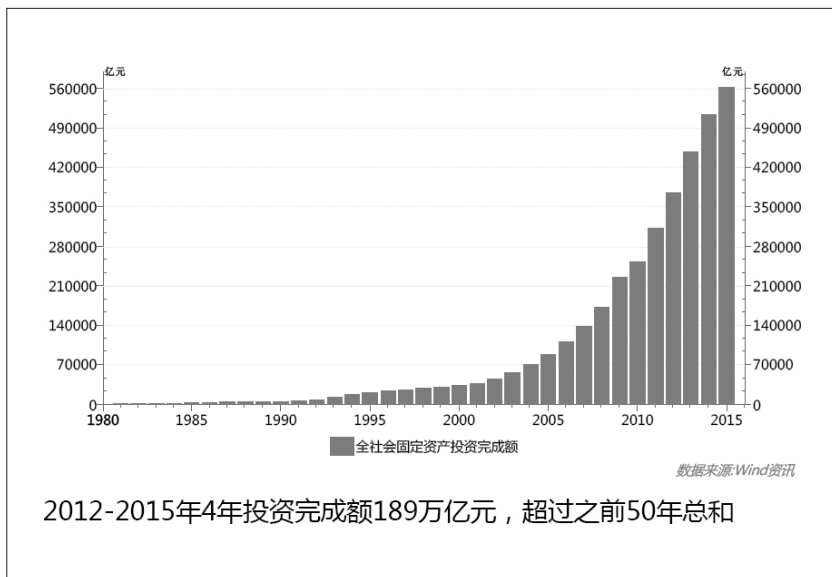


图 5：为什么说现在增速高于潜在增速？

为什么说现在的投资增速是高于潜在增速的？从数据上讲，过去四年，2012—2015 年的投资完成额是 189 万亿，超过之前 50 年总和。就算是如此庞大的投资所提供的需求，仍然无法匹配之前多年巨大规模投资所释放的产能，以至于中国的过剩产能在这些年持续上升。这个过程中，由于过剩产能压迫，投资回报率减低。微观上看，沪深股市的 ROI 从 10% 左右降到 9 点几的水平；宏观上，经济增速从 2014 年的 12% 降到目前 6-7% 的水平。一边用债务展期支持过剩产能，同时压迫投资回报率。目前的 PPI 为负和贸易顺差的扩张现象，不表示投资刺激的力度不够，而是表示前期投资规模过大，释放的产能过大，无法被需求匹配。

所谓的实际产出低于潜在的产出这个现象，讲的就是我们的过剩产能率在扩张，它与现在讲的经济增速高于潜在增速，是一枚硬币的两面，而非相矛盾。另外一个方面也是大家提到非常多的，能不能用基建投资来支撑我们目前不足的需求？我的观点也是否定的。基建投资本身不是没有成本的，基建投资对经济和社会是否有好处，要看基建投资的边际产出。基建投资的边际产出已经低于制造业的边际产出，表明基建投资也是过剩的。

目前所看到的通缩也好，保证顺差的扩张也好，都表明中国目前的实际产出低于我们的潜在产出。前期过分巨大不合理的投资结果产生出来，随着 ROI 的持续降低，随着未来有效投资机会的减少，未来投资的增速也是降低，以至于在未来的投资需求无法匹配我们这些年投资释放出的产能。这种情况下，未来的经济增长速度的轴心仍然会进一步降低，我们在三年前预测平均增速将降低到 5.5%，但现在的预测调到 5% 以下。

我从比较单纯的角度，从投资的需求和供应来看目前的经济增长速度和潜在增长或者是未来增长的关系。我的结论是，目前的增速其实是高于我们能够支撑的增速，这也可以解释我们政府做得如此努力，增长的速度还是很难上去。我觉得可以从这个角度提供一个观察。

乔依德：谢谢刘海影，你刚才基本上是说，现在的经济增速是高于潜在增速的。余老师有什么看法？

余永定：这里面涉及到方法论的问题，宏观和微观的问题，这不适合于在一个很短的时间里讨论。这可以写成文章，从文章里面分析，这是我的感觉。

田国强：我是不太同意的。因为潜在增长率在过去 30 多年，波动平均是 10%。中国的改革开放 30 年的实际平均增长率差不多也是 10%，尽管有泡沫。近年来，潜在增长率无疑会下降，但不会像实际增长率那样下降那么快、那么大，是渐进的。

余永定：我的感觉是，他是用一个微观的企业来看宏观的问题。当你讲一个企业，这个企业创造了供给的时候，另外一个企业正好处于不同的阶段，要分不同的时间段，重叠起来是非常复杂的。

乔依德：我们还有一位发言，张广生。

张广生（上海市政协经济委员会原常务副主任）：由于时间关系，我想简单的谈四个观点。首先，我认为供应侧也好，需求侧也好，都是实现持续增长一个问题的两个方面。只是在我国经济发展的不同阶段，宏观调控措施是偏向于某一个方面。纵观改革开放 30 年的发展，我国经济发展主要是解决大多数人一般的吃住用行，关注的是“有没有”，基本上是满足数量的要求。到今天已经逐步发展到大多数人

民不只是满足一般的吃住用行“有没有”，而是“好不好”，同时还希望提供各方面的公共服务产品，并对生态环境也提出了要求。在这种情况下，宏观调控的关注点，势必从过去注重数量方面的需求，逐步转向于提高质量的有效供应。

第二，供给侧改革的重点是结构调整。一是产业结构的调整，这是一个老问题。事实上历届政府都提出要产业结构调整，为什么到现在没有解决好这个问题，我认为过去的调整主要是在量的方面。二是城乡二元结构调整。新型的城镇化怎么从经济、社会、历史、文化的角度统筹考虑，同时结合现在“城市病”的治理。我认为重点在两个结构调整，然后是制度性的改革。重点是改变按不同所有制性质实行不同管理方式和政策设计；二是怎么样形成能够反映各种要素供求关系的市场价格信号，不解决好这两个问题仍然会陷入结构不能调整的“怪圈”。

第三，梳理和认清。现在，一方面许多行业都存在产能过剩，或者是潜在的产能过剩，或者面临着全面产能过剩，这有大量的数据支撑。另一方面，产能不过剩，但结构有问题，主要表现为高端产业低端化。如机器人有四大组成部分，我国现在有 800 多家企业，其中有 200 多家都是组装式的。三大核心要件都是引进，引进零部件的成本占整个机器人的成本 70%，引进的价格又是没有话语权，出现了国内生产机器人的价格高于进口的现象。

这就是为什么会出现大量的日用消费品国人会跑到国外去买。从总量的角度我们是平衡的，但是结构有问题。

第四，稳增长和调结构的关系。我国的经济呈 L 型走势，现在需要研究的一是经济下行持续探底，L 型的底部在哪里？二是 L 型走势是阶段性的或是周期性的还是趋势性

的？第二，讲维持一个阶段，这个阶段是什么呢？是阶段性的还是周期性的？就目前而言，稳增长取决你在结构性调整中，培育的新兴的产业能不能弥补关停并转留下的缺口，内需的增长能不能弥补外需减少的缺口，改革红利释放产生的内需变量能否弥补外生变量留下的缺口。我对这个供给和需求的基本看法是，供给是指能由适应细分市场能力的有效供给，需求应该是有货币购买能力的有效需求。一般讲，总供给和总需求的理论很难解释或者解决现有我国经济发展和供给与需求问题。

乔依德：谢谢张广生。刘海影回应一下。一个是潜在增长率下降是比较缓慢的。第二个是你用单个企业投资的时间序列来分析，因为每个企业可能处于不同的阶段，这个问题怎么来解决。

刘海影：这实际上很复杂，短时间不一定讲的很清楚。关于田老师讲的长期增长速度不可能在短期下滑这么多，实际上中国的增加速度如果和三年前，现在是6点几，2007年是13点几。在国外的经济史上，一个国家从高速增长掉入到低速的情况出现了很多次，背后反应了整个赶超机制的问题。在过去五年的发展上，我们经济结构上的问题在很大程度上恶化了资源的配置，很多投资放在了不合理和没有效率的地方，导致后来体现出这个恶果。

目前的需求中，有一大块是投资，投资构成对目前产品的需求，或者目前的投资项目包含着对上游行业的需求。对于中国而言，目前的投资规模尤其巨大，固定投资额超过GDP的75%。这个问题如果不解决的话，未来的投资增长速度是一定会降低的。所以从这个角度，你可以看到需求和供应的不匹配，这个问题可能还是需要写一篇文章展开一下。

韦森（复旦大学经济学院教授，以下为书面发言）：我对中国宏观经济的基本判断还是老的观点，一点没变。

第一，经过 38 年市场化改革以来经济的高速增长，中国经济社会从总体上来看已经完成了这一轮科技革命发展阶段上的工业化过程，产能过剩和外贸出口下行，只是经济达至这一基本发展阶段的外在表现形式。故未来 10 到 20 年，无论采取供给侧方面的结构性改革，还是采取凯恩斯主义的加大投资刺激总需求宏观政策，都改变不了中国经济增速继续下行的自然趋势。从人类社会近现代经济史来看，目前中国经济的增速仍然不低，即使降到 5%-6%，甚至 3%-4%，仍然是高速增长。中国经济增速在未来 10 到 20 年，还会像日本、韩国、台湾、香港和新加坡一样下台阶。而权威人士认为中国经济增速将是个 L 型的，还是偏乐观。关键是这 L 的一横，是要持续多长时间？是否还有更多的 L？即不断地下台阶？

第二，从 1929-1933 年大萧条和 2007-2009 最近这场世界经济衰退来看，中国各国经济指标均表明我们有处在萧条前夜的迹象。故目前政府最当为的宏观经济增长不是保 6% 以上的增速，而是尽量避免大萧条和长萧条。这是我们这个脆弱的社会所经受不了的。尽管目前我国的投资率在下降，尤其是民营企业的投资增速在下降，但是我们的投资率仍然很高，这是我国经济目前仍保持一个较高增速的基本原因。但是现在我们却不能、也不宜再搞凯恩斯主义的加码投资来刺激总需求的宏观政策了。这对长期中国经济增长只会贻害无穷。现在最合宜的宏观政策是尽快和尽量消化掉前一波“四万亿刺激计划”所造成的企业贷款负债的还款清算的困难，使中国经济进入一个平稳地可持续增长期。虽然与世界

其他国家相比，中国经济的整体负债率不高，尤其是政府负债率和居民家庭负债率不高，但企业负债已经差不多是世界最高的了。相比中国企业尤其是上市公司的资产回报率和企业平均利润率，中国企业的高负债问题就更加严重了，或者说这是一枚硬币的两面。现在最合宜的宏观政策是通过相对宽松的货币政策尽快降低企业的实际还款利率和偿债负担，降低企业税负，并随国际市场的需求而让人民币汇率的市场化决定，来降低企业的实际成本。这才是中国宏观经济政策的当务之急。故我认为目前所有的政府宏观政策当指向救微观单元企业濒临破产倒闭的燃眉之急，而不是靠行政化的或强制的行政手段去搞“三去一补”。一大批民营企业在目前自己产品在国内国际滞销和还款负担极重的情况下活了下来，中国经济才有长久的未来。

第三，现在一些经济学家和政府决策层提出的“去杠杆”思路 and 手段目前看来有问题。比较一下 1929-1933 年的大萧条和 2007-2009 年的世界经济衰退，血的教训已经告诉人们：去杠杆千万不可紧货币，宽货币才能平稳地去杠杆。中国经济的当务之急是降低企业贷款的实际利率和偿债负担，这是比给企业减税还要重要许多的第一宏观经济政策要务。

第四，民营企业增速投资下降已经不是 2016 年第一季度的一个短期现象了，而是近三、四年一直在发生的事情。究其原因，除了融资成本高、产能过剩、产业升级难、人民币实际升值所导致的产品很难再开拓和保持国际市场诸因素外，主要是大批中国企业家对未来的前景缺乏信心，甚至有不少企业家担心我们在走计划经济的回头路。私有财产得不到有效的法律保护，计划经济的管理思维在回潮，改革开

放三十多年来所积累和沿革下来的市场经济发展的有效措施在改变和退化，这些才是影响大批企业家对未来的信心和把资产转移国外的主要原因。目前全中国社会乃至全世界各国政府最担心的不是中国经济增速的下行，而是计划经济思维和政府管理经济和社会的计划经济方法和手段在中国的回潮。如果是这样，这对中国经济和中国社会的未来发展将是灾难性的。

姚余栋（中国人民银行金融研究所所长）：非常感谢余前辈和田前辈的发言，也感谢各位嘉宾的发言，我也是来学习的。我觉得凯恩斯经济学主要是需求管理，他的理论中漏了资产负债表。在上个世纪 30 年代的时候，没有企业资产负债表，实际上是 50 年代以后，二战以后才有资产负债表。在需求和供给管理中的重要忽略就是资产负债表，还有企业的资产负债表。现在的宏观经济学没有完成把这个综合进来。要把资产负债表考虑进来，潜在经济增长速度是要下降的。中国现在的企业债务已经相当于 GDP 的 140% 了。要认识到以前的经济学中凯恩斯漏了什么，这个很重要，否则我们没有一个谈的基础。

余永定老师和他的学生陆婷有一个重要概念叫“债务路径”，我觉得就是在全球范围内这也有创新意义的。这个理论显示，即使经济增长比较高，通过刺激，但考虑到企业债务就不一样了，企业债务一路上涨，就相当于经济增长是抱着一个炸弹跑，到一定程度的时候，有一个 **wakeup point**，某个早上醒来，发现你还不起债了，就是一个债务的明斯基时刻。不是通胀，就是通缩，两者必居其一，要么是快速激烈的调整，要么说慢的调整。我觉得余永定 - 陆婷的“债务路径”，是我们今天考虑问题的一个非常重要的逻

辑框架。

余永定：我给你提供了打我自己的武器。

姚余栋：没有没有。我觉得首先要注意的是，中国的债务还在持续上升，在全球也是很高的了，这就有一个金融的信用周期的问题，我这个就不多讲了。目前供给侧面临的一个问题，现在总的杠杆不是很高，但是企业的债务已经是全球最高了，由此带来的是通缩风险，债务那么高，于是可能会出现恶性循环。

我觉得可以两方面着力。我是很赞成供给侧改革的，供给侧改革增加市场竞争。举个例子，我去年来浦东参加陆家嘴论坛的时候打不到车，今年在香格里拉有那么多车，我发现上海的车突然多起来，这就是专车的作用。我觉得这也是供给侧改革。所以增加市场竞争，包括打破垄断，还有大众创业、万众创新本身也是增加竞争。以前我们总在说降低成本，说了多少年，现在营改增大概能减少税收 1 万亿左右，所以还是有成效的。还有养老的缴费，我呼吁降 10%，现在也降了一二个点。

去库存我们做了一些研究。主要还是要去掉僵死企业，市场出清。我们研究，日本可能是让年功序列制给整坏了，企业没有解雇人，也破产不了。欧洲地区也出清不了。当市场不能出清的时候，只能靠杠杆了，央行只能搞 QE 了，最后就是负利率了。去产能短期内是痛苦的事情，也得要出清，要压缩产能，而且各地方政府要同时进行，否则可能你压我不压。去库存主要是房地产的问题，现在稳很重要，一线城市要控制住，否则将来成为泡沫，金融风险太大了。三四线城市只能稳，逐渐地去库存。最难的还是去杠杆，因为从全球来看，去杠杆一般是伴随着金融危机。只有美国加

入二战和中国加入 WTO 的去杠杆是没有危机的。但按照余永定 - 陆婷的“债务路径”，这似乎是不可能的事情，它还在涨。

我昨天开始在各种场合在说一个“引入长钱”，就是说我们站在金矿上没有发现金子，就是要把养老的第三支柱做起来。第一支柱我们才做了 4 万亿左右，就是各地方的社保。以前我们纠结于统筹不统筹，担心长远够不够。长远大致也是够的，统筹一时也做不了，但是它大致够，它维持的替代率也就是 40%-50%，就是饿不死，保障老百姓的基本，所以它也没有余钱，基本要花掉。第二支柱 401K，也没有太多，一共才 6 万家企业，10 年才积累了 1 万亿左右，所以前景不是很大。我们的第三支柱特别重要，第三支柱是空帐，就是没有做起来，根本是 0。假如说有我们 120 万亿的金融资产，按照全球来配置，要有四分之一配置到养老上，那就是 30 万亿。我们现在只有 5 万亿，还差得很远。如果到 2020 年，我们的家庭金融资产达到 200 万亿，我们需要配置 50 万亿，第一支柱和第二支柱加起来 10 万亿，第三支柱就要配 40 万亿。如果 40 万亿中，假如说我们配 15% 进入股权融资，那就是 6 万亿，就会迅速地给我们整个实体经济的企业部门注入资本金。这虽然还是改变不了余永定 - 陆婷的“债务路径”，但是能够趋缓。现在似乎唯有这个办法，似乎没有别的更好的办法。当然债转股也是要做的，我们要通过案例积累逐步来做。

左学金：我插一句，如果不降低强制缴费率，不降低第一支柱、第二支柱的缴费率，第三支柱是没法做的。这么多年都做不起来。

姚余栋：税收递延要做，缴费率也要降，上海是可以多

降的。所以我觉得能够造就养老第三支柱，通过第三支柱的长钱注入实体经济，这样去杠杆。这是唯一的生力军，把我们的高储蓄从银行体系分流一部分，然后注入。最后还是债转股，我们还是要做的，只是现在我们要积累经验，要缓做，不要破坏信用。最后是很痛苦对，这个东西也是逐渐要推动的。

我想讲的是在这种情况下，在着力于供给侧的降杠杆，但一时降不了，是很艰难的抉择，这个时候要防止通缩，防止经济下行的压力。这种情况下，余老师说的我就非常赞同，就是要加大基础设施投资。因为央行供给的 M2 的已经是 13 了，还让央行怎么供应，我们已经超出 GDP 有 6 了。基础货币扩张以后，最得益的是房地产，先转到房地产去了，先把上海的房子炒起来了，因为它有抵押呀，先吸纳货币。我们稳健的货币政策已经是量很大了，还能怎么样。财政赤字 3% 我觉得是低的，早就跟余老师汇报过，3 是低的，我就主张 4。

所以想什么辙呢，就是咱们的第三条腿，用国开行和农行增发债券，增发 1.5 万亿，今年原来计划发 2.5 万亿，如果今年发不了明年发，一共 4 万亿的金融债。金融债做什么，大致就是投到基础设施上去。高铁确实是可以很多的。我觉得很多的城际铁路可以修。所以，中国的基础设施还是大有可为的。一定要托底，防通缩，保证中国经济处于合理期间。同时在这种情况下，着力于去杠杆，坚定去杠杆，但又不能着急。一定要使经济处于合理区间，防止通缩，防止大规模失业，同时防止系统性和区域性的金融风险。

总体来说，要高度重视知识结构中漏掉的资产负债表，和余永定 - 陆婷的“债务路径”。不能像日本一样，安倍经

济学已经不行了，只能 QE，负利率，然后只能直升机撒钱，之后就不知道该干什么了。我们要冷静地看待，十四五期间会下到 5 左右，之后会继续下降，到 2035 年超老龄社会可能就是 2% 左右了。我认为，长期的措施在于防止经济停滞，防止经济停滞更重要，我发明个词叫“向滞而生”。我们不能奔着日本而去，日本刺激到后来就不知道怎么办了，它们做供给侧改革已经来不及了。所以供给侧改革是非常重要的，要忍受短期痛苦，要把这个路径扭住，至少趋缓，同时托底，然后再加上抓紧其他方面的改革，抓紧创新。我就先汇报到这。

余永定：刚才姚所长的讲话我理解有两个要点，一个是增长要托底，同时加速结构改革，这个我完全赞成，我觉得这是中国必须走的路。特别是从长远，从根本上来讲，必须要通过结构改革，才能提高我们的生产效率，最终才能使我们的潜在增长速度、长期增长速度不至于持续下滑或者停滞。但你要说 2% 太低，怎么要比美国高一倍吧，它 2%，我们至少要 4% 吧，要不怎么赶超美国？从经济总量上赶超美国一直是我心目中的目标，我觉得中国人应该争这口气。所以我觉得，按照姚所长解释的供给侧改革，我没有任何不同意见。但有些人在讨论中，把短期的宏观管理给排斥了，尤其是有的经济学家解释宏观供给侧改革，说这意味着我们宏观调控方式的转变，这根本是两码事。供给侧改革目标是长远的，我们得把保底结合在一起。还有概念上的混乱，五大任务至少有三大任务是宏观管理方面的问题，不是结构改革。去库存怎么叫结构改革，只能说为了达到去库存的目标要进行一些结构改革。

随便我要补充一点，权威发言人讲话里面有一个提法的

错误。依德、学金我们这个时代的人，当时是苦读马列毛泽东著作的，什么叫主要矛盾，咱们是清楚的。你不能说供给侧是主要矛盾，这等于说矛盾的一个方面是主要矛盾，这是不对的。我认为人民日报编辑是有责任的，你怎么把最基本的概念都搞错了。可以说供给侧是矛盾的主要方面。但不能说它是主要矛盾。

乔依德：非常感谢大家。今天时间不早了，大家也进行了充分的讨论和发言，进行得也很好，有一些不同的观点大家理得也比较清楚，有些还要进一步研究。我在此对大家的积极参与表示感谢，我在刚开始的时候说，我们有速记，回去整理后会发给大家，大家尽快看一下。我们有一个内部的电子版以及书面的实录，有一些关心的人还是喜欢看的，包括一些领导很喜欢看，因为我们的东西原汁原味，比较实事求是的。你们看了以后尽快在一个星期里给我们回应。最后再次对大家的参与表示感谢。

