

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 94 期

94

2016 中国经济论坛——稳增长、防风险、促改革



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
二〇一六年十二月

序 言

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

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

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

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

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

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

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

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

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

编者的话

本期内容是上海发展研究基金会最近举办的“2016 中国经济论坛——稳增长、防风险、促改革”的实录，这是基金会自 2007 年以来第十次举办“中国经济论坛”了。

论坛的上半场是主旨演讲。前 IMF 副总裁朱民的主题是“2017 年全球经济的观察之确定和不确定”，指出 2017 年全球经济的波动加大是必然的，美国很可能会经历一个美元强、增长强，然后美元跌、增长跌的过程。中国社科院副院长蔡昉的主题是“两个 L 型轨迹——中国经济增长近中期和远期”，他强调无论是短期的“L”型轨迹，还是长期的“L”型轨迹，都得靠改革，不能靠刺激，改革的红利是真金白银，只有改革才能突破中等收入陷阱。

论坛的下半场是专题讨论。国家信息中心经济预测部首席经济师祝宝良的主题是“当前的经济形势和展望”，他指出明年仍然不是中国经济增长的结构底部，中国经济要到底部至少还需 2-3 年时间。上海新金融研究院学术委员李迅雷的主题是“2017 年经济走势基本判断”，他认为 2017 年中国经济将会继续减速，长期趋势上主要是因为人口老龄化，明年最需要担心的是金融风险。重阳投资总裁、首席经济学家王庆的主题是“辨析去杠杆”，他认为杠杆问题总的

来说，与其说是绝对水平问题，不如说是上升速度问题；与其说是总量问题，不如说是结构问题；与其说是负债问题，不如说是资产问题；与其说是资产回报问题，不如说是债务资金性质问题。兴业证券首席宏观分析师王涵的主题是“政策再平衡”，他指出，政策再平衡最后的效果将导致金融和实体投资回报率的再平衡。

更为详细的内容，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

二〇一六年十二月二十七日

目 录

会议概要.....	1
会议议程.....	2
致辞	4
胡延照致辞.....	4
谢萍致辞.....	5
唐磊致辞.....	6
主旨演讲.....	7
朱民：全球经济2017：确定和不确定性.....	8
蔡昉：两个“L”型轨迹——中国经济增长近中期和远期... 24	
互动讨论.....	39
专题讨论.....	42
祝宝良：当前的经济形势和展望.....	43
李迅雷：2017年经济走势基本判断.....	49
王庆：辨析去杠杆.....	56
王涵：政策“再平衡”	64
互动讨论.....	71

会议概要

当前全球经济仍处于低迷的状态中。尽管加息的呼声越来越大，但美联储的货币政策走向仍不确定。特朗普当选美国总统对全球经济发展增加了不确定性。欧洲、日本仍在推行量化宽松政策。以金砖国家为代表的新兴经济体已开始有所好转，尤其是中国和印度。G20 杭州峰会为世界经济发展指明方向，指出要加强各国货币、财政政策的协调，加快结构性改革，利用所有政策性工具推动经济可持续发展。

今年是我国“十三五”开局之年，经济总体走势平稳。前三季度我国 GDP 增速都达到 6.7%，今年达到预期的增长目标应该没有问题。在经济走稳的同时，还存在一些隐患：如私人投资急剧下降；一线城市房价明显升高，出现泡沫；银行坏账率也在上升；去杠杆的效果还不是很明显。这些增加了潜在的金融风险，也给结构性改革带来更大的挑战。

全球经济未来的趋势如何，对中国经济有哪些影响？明年中国经济的走向如何？我国政府可能采取哪些政策措施，对各行各业有什么影响？针对这些问题，我们高兴地邀请到了众多国内著名专家学者，共同分析全球和中国的经济状况及未来走向，为经济工作和投资决策等提供信息与参考。

会议议程

2016 年 12 月 5 日 大宴会厅 A+B 厅	
13:00-13:30	签到
13:30-13:40	致辞 主办方致辞: 胡延照 上海发展研究基金会会长、上海市原副市长 支持单位致辞: 谢萍 上海赢翰资产管理有限公司总经理 唐磊 上海臻界资产管理有限公司合伙人 主持人: 孙福庆 上海发展研究基金会理事、 上海社科院应用经济研究所所长
主旨演讲 主持人: 孙福庆 上海发展研究基金会理事、 上海社科院应用经济研究所所长	
13:40-14:10	演讲嘉宾: 朱民 前 IMF 副总裁 演讲题目: 《 全球经济 2017: 确定和不确定性 》
14:10-14:40	演讲嘉宾: 蔡昉 中国社科院副院长 演讲题目: 《 两个‘L’型轨迹——中国经济增长近中期和远期 》
14:40-14:50	演讲嘉宾: Ousmene Mandeng 前 IMF 官员、现任 New Sparta 资管负责人 演讲题目: 《 英国脱欧: 一个国际货币的消逝 》
09:30-11:00	讨论
14:50-15:05	茶歇

专题讨论

最近一些数据如 PPI、PMI 都出现了向好的势头，对此应如何看待？是否认为中国经济已经达到了拐点、可以稳定下来？

◆如果这么认为，下一步中国经济发展会怎样？应该在防止金融风险 and 进行供给侧结构性改革方面做哪些措施？

◆如果不这么认为，经济又会怎样发展？政府应该采取哪些政策？

主持人：**权衡** 上海社会科学院世界经济所所长

15:05-15:25	演讲嘉宾： 祝宝良 国家信息中心经济预测部首席经济师 演讲题目：《当前的经济形势和展望》
15:25-15:45	演讲嘉宾： 李迅雷 上海新金融研究院学术委员 演讲题目：《2017 年经济走势基本判断》
15:45-16:05	演讲嘉宾： 王庆 重阳投资总裁、首席经济学家 演讲题目：《辨析去杠杆》
15:45-16:05	演讲嘉宾： 王涵 兴业证券首席宏观分析师 演讲题目：《政策“再平衡”》
16:25-17:00	讨论
17:00	会议结束

致辞

孙福庆（主持人，上海发展研究基金会理事、上海社科院应用经济研究所所长）：

各位嘉宾、女士们、先生们，上海发展研究基金会举办的“2016 年中国经济论坛”现在开始。

这次论坛的主题是“稳增长、防风险、促改革”。这也是我们基金会每年一次的全国性专家讨论平台。这次会议受到了上海钜派投资集团有限公司、上海赢翰资产管理有限公司、上海臻界资产管理有限公司的支持，我们在此表示感谢！今天的论坛主要是两段，第一段是领导致辞和嘉宾的主旨演讲，第二段是专题讨论。首先我们请上海发展研究基金会会长、上海市原副市长胡延照先生致辞。大家欢迎！

胡延照致辞

胡延照（上海发展研究基金会理事会会长、上海市原副市长）：尊敬的朱民副总裁、蔡昉副院长和各位专家，尊敬的各位来宾、女士们、先生们、朋友们，大家下午好！

热烈欢迎各位参加“2016 世界和中国经济论坛——稳增长、防风险、促改革”。我谨代表主办方——上海发展研究基金会向参加本次论坛的各位贵宾表示热烈的欢迎！

当前全球经济仍处于持续低迷的状态中，尤其是欧洲和日本。以金砖国家为代表的发展中国家虽然有所好转，但仍不稳定。美联储年底前加息的可能性在增加，可能会引起资金的又一次大幅波动。特朗普当选美国总统，也给世界经济

格局带来了新的不确定性。G20 杭州峰会为世界经济发展指明方向，指出要加强各国货币、财政政策的协调，加快结构性改革，利用所有政策性工具推动经济可持续发展。

今年是我国“十三五”开局之年，经济总体走势平稳。前三季度我国 GDP 增速都达到 6.7%，10 月份延续了总体平稳的发展态势，今年达到预计增长目标应该没有问题。在经济走稳的同时，还存在一些隐患：如私人投资急剧下降；一线城市房价明显升高，出现泡沫；银行坏账率也在上升；去杠杆的效果还不是很明显。这些都带来了更大的金融风险。

全球经济未来的趋势如何，对中国经济可能有哪些影响？明年中国经济的走向如何？我国政府可能采取哪些政策措施，对各行各业有什么影响？针对这些问题，我们高兴地邀请到了国内著名专家学者，共同分析全球和中国的经济状况及未来走向，为经济工作和投资决策等提供信息与参考。

我在此衷心地感谢上海钜派投资集团有限公司、上海赢翰资产管理有限公司、上海臻界资产管理有限公司对本次论坛的大力支持。

最后，我祝愿论坛取得圆满成功，也希望来自北京的专家和朋友们在上海逗留期间生活愉快。谢谢！

孙福庆：谢谢胡延照会长的致辞，下面我们请支持单位，上海赢翰资产管理有限公司总经理，谢萍女士致辞，大家欢迎！

谢萍致辞

谢萍（上海赢翰资产管理有限公司总经理）：尊敬的朱民副总裁、蔡昉副院长，各位专家、各位嘉宾，大家下



午好！

首先，我代表赢翰资产管理有限公司董事长高立平先生和赢翰高管团队向今天莅临研讨会的各位来宾致以崇高的敬意和热烈的欢迎！

我们有幸与钜派投资集团和臻界资产共同支持参与本届研讨会，共同分享各位专家学者对 2016 中国经济“稳增长、防风险、促改革”的真知灼见，是我们的莫大荣幸，在此我向主办方上海发展研究会及各位与会嘉宾表示深切的谢意！

上海赢翰资产管理有限公司作为一家专注投资管理的私募基金管理公司，一直致力于培养自己经营风险、管理风险、处置风险的能力，希望不仅为投资人在浪潮退却的沙滩上找到好项目，也希望带着投资人在波涛汹涌的浪潮中去挖掘和发现我们的投资机会。

改革进入深水区，世界经济形势变幻莫测，我们期待今天的论坛能给我们带来更多的思考和启迪。最后祝愿本次论坛活动取得圆满成功！谢谢大家！

孙福庆：谢谢赢翰谢萍女士的致辞，下面请上海臻界资产管理有限公司合伙人，唐磊先生致辞。

唐磊致辞

唐磊（上海臻界资产管理有限公司合伙人）：尊敬的胡延照会长，尊敬的朱民副总裁，蔡昉副院长，各位来宾，大家下午好！我是来自臻界资产管理有限公司的唐磊，非常高兴有机会在这里支持这个活动。

我觉得还是要感谢主办方上海发展研究基金会请来了

那么多的大咖，请来了那么多的专家学者，给大家创造了这样一个分享经济、资产、资本专业知识的盛宴。

刚才胡会长说到在过去的一年里发生了很多事情，尤其是国际政治经济形势、格局变化很多。虽然变化很多但依旧有很多机会，危和机是在一起的，那么多机会不知道在座的各位有没有抓住？有多少人在过去的一年里把握住了经济宏观的态势，判断准确了，从而站在了资产和资本的浪尖？有多少人因为判断错误或决策错误而遭受巨大损失？我想，不管过去怎么样，还有一个月的时间新的一年要到来了。新的一年，我们最重要的可能还是像今天说的看准大的经济格局，防范风险。从我的角度来看，可能需要有一个综合的资产判断和考量，对于微观的判断其实就是控制风险、分担风险，大家投资的组合在同一个篮子里能够有更有效的配置、更好的选择是比较重要的。如何选择我觉得两个方面，第一是靠自己对个性化行业的判断，第二是大家要多学习多参加这样的活动，能够从大咖们的身上得到更多对于宏观态势的分享经验，从而让你自己有一个更全面的判断。

感谢大家的到来，感谢各位专家跟我们分享，谢谢大家！

主旨演讲

孙福庆：下面我们就进入主旨演讲的阶段。首先请朱民，前IMF副总裁来作演讲。他演讲的主题是“全球经济2017：确定和不确定性”，大家欢迎！

朱民：全球经济 2017：确定和不确定性

朱民（前 IMF 副总裁）：感谢基金会，感谢胡市长邀请我，让我有机会跟大家做一个沟通。

在这个会议上，我想把我对全球经济的一些观察跟大家做个汇报，我的题目叫“确定和不确定性”，因为这个世界总是有确定的，也有不确定的。

第一个是全球经济仍然会在低位运行。这次危机以来，曾经有了一个强劲的反弹，以后整个增长逐渐地一直往下走。通常在反弹以后有个下跌，然后它会继续反弹，但是继续长期的反弹在这次危机中从来没有出现，整个经济增长速度在不断下降，今年的全球增长速度是 3.1% 左右，按照美元的标准是 2.5%。这不是危机。很多机构都说，这么一直往下走的话会有危机，但是危机没有发生。因为往下走应该反弹，但是反弹没有发生，所以全球经济的基本趋势是在比较低的层面上运行。

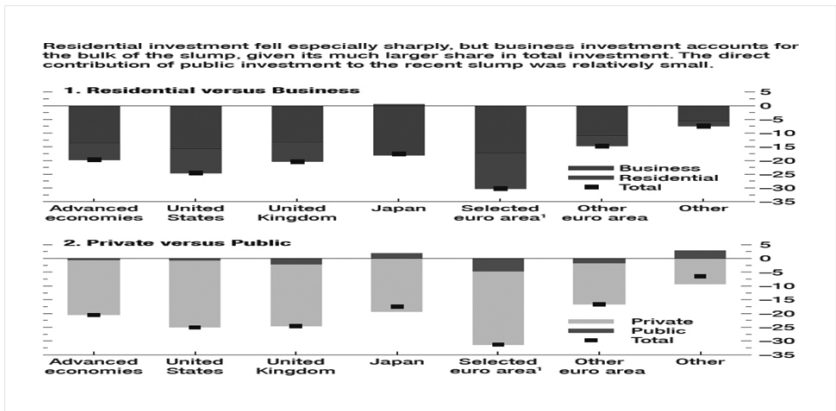


图 1：全球投资急剧下滑：2008-14 平均水平对比 2007 轨迹

不但 GDP 发生了一系列的新情况，与此同时全球的投资大幅下降，相比 2007 年的水平，去年美国的投资比 2007 年跌了 25%，这是一种低迷的情况。大家可以看到黄的是资本，绿的是公共资本，大部分的下跌是私人投资的下跌。

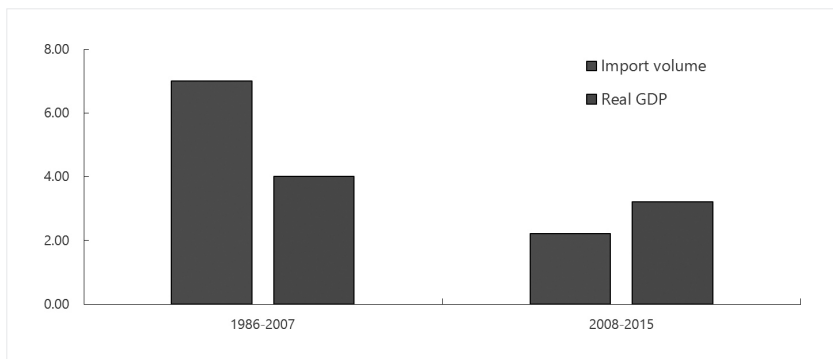


图 2：全球贸易增长速度下跌：贸易增长和 GDP 增长比较

与此同时，贸易增长的速度也开始下降，绿的是 GDP 增长，紫的是贸易增长。在 1986 年到 2007 年这 20 多年的时间里，贸易的增长总是 GDP 增长的 1.6 到 1.8 倍左右。这次危机使得贸易增长速度第一次低于 GDP 增长速度，这是过去 40 年从未发生的事情。

更没有想到的是，全球资本流动的速度下降了。2000 年 FDI 占全球 GDP 的比重是 4.8% 左右，2013 年到现在只占 2.8% 左右，全球 FDI 的流动在危机后下跌了 40%，这是一个巨大的下跌。贸易和资本流出都在下降，全球化在哪里？这是一个很大的结构性变化。

与此同时，因为经济增长放慢导致总需求减少，所以 2011 年初石油跌到 14 美元以下。与此同时，石油的供给方

发生变化，图 4 中红色的是传统的 OPEC 的石油，蓝色的是新的页岩油。在总需求弱化的时候，因为传统石油供应国 OPEC 增加它的石油供给，把油价拉下来了。但油价第二次下跌的时候，传统的 OPEC 的供应在减少，而新的页岩油继续加大生产，全球石油供给的结构在发生变化。油价是由两个因素决定的，总需求和总供给，需求增长弱，供给从 OPEC 转移到了新的页岩油。新的页岩油是谁？美国。美国一天生产 1200 万桶页岩油，第一次成为世界上最大的石油生产国，这也决定了油的价格不可能走高。

油价走低、经济增长走低，当然通货膨胀就下降了，通货膨胀往下走，图 5 用红的指标来表明有多少个国家是负的。约有 15 个国家通货膨胀率低于 0%，30 个国家通货膨胀低于 1%，40 个国家通货膨胀低于 2%。所以，主要国家的通货膨胀预期低于 2%，而且有很多国家是比 0 还低，所以全世界处在通货紧缩的波动区间，整个的波动是这样的。

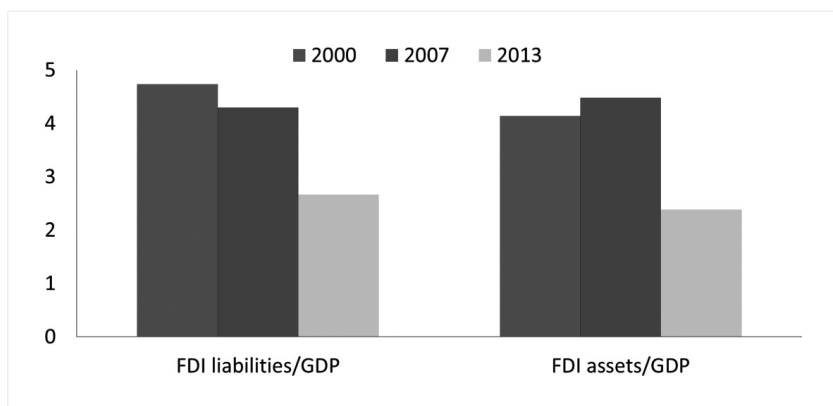


图 3：全球对外直接投资下降：FDI 占 GDP 比重

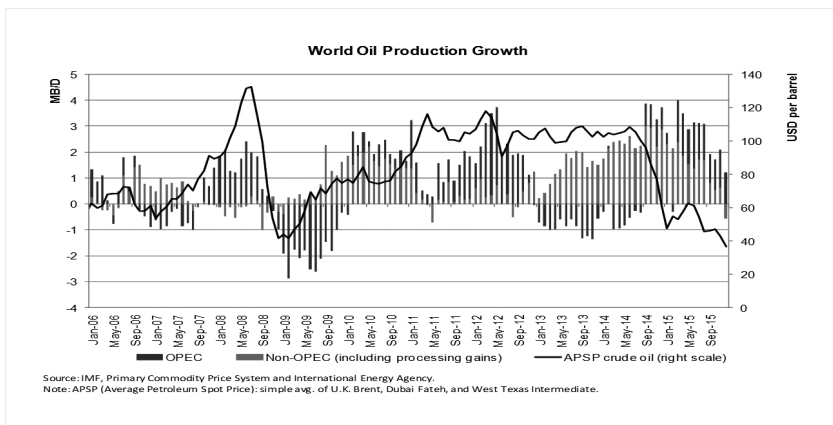


图 4：油价下跌和结构变化

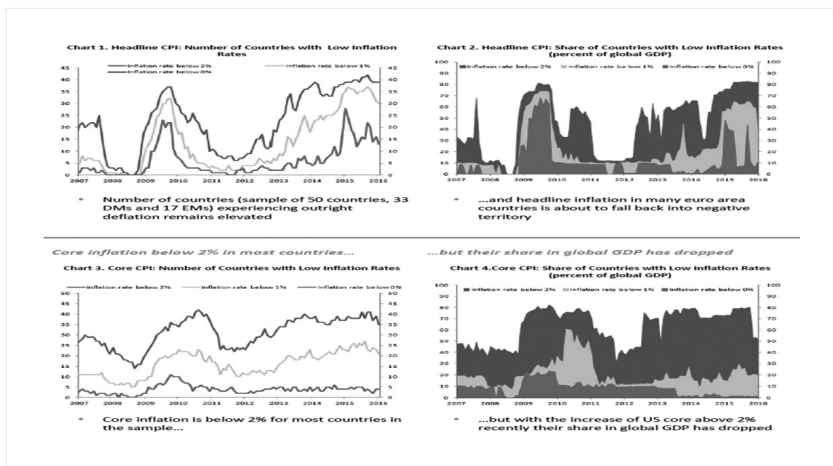


图 5：通货膨胀（CPI）不断下跌

除了通货膨胀往下走，另外发生了一件事，就是真实利率下降。金融危机的时候大概是 8% 左右，下降到今天全球的真实利率大概是负的 1.5%，这又是很大的变化。如果把

这些东西都放在一起的话，我们今天面临的是低增长、低投资、低贸易、低 FDI、低资本流动、低通货膨胀、低油价、低利率。所以我们是在一个较低的水平运作，而且已经发生在过去的两年里。



图 6：全球真实利率持续下降

看未来的走势，我们要问的第一个问题，这些低增长、低利率、低石油价格、低贸易、低投资会不会持续？我想理解 2008 年的危机是很重要的。在图 7 中，蓝线是 2007 年没有危机的轨迹。有了危机以后 2008 年曲线有所下调，但只是比较小的下跌。黄线是全球 GDP 的实际水平。大家可以看到 2008 年的危机对全球经济增长的影响是巨大的，它把全球经济的水平平移下来，移到了比较低的水平。通常发生危机的时候都会下跌，然后会使劲反弹，再逐渐回到原有的轨迹。这次危机是 1929 年危机以来的第一次冲击过后经济

没有能够返回来，而是一直低于原先的轨迹。所以危机把全球经济的基本运行面压到了一个低的均衡水平。这个理解是特别重要的。

第二点，对未来全球的资本运作，因为理解经济增长速度要理解还债能力。图 8 中，第一个蓝色的部分是潜在的投资增长水平，红色是潜在劳动力增长水平，黄色是潜在劳动力生产增长水平。因为人口老龄化，所以潜在的劳动力增长是下降的。因为科技革命的原因，我们对劳动力生产还是给予很高的希望。但总体来说，未来潜在的经济增长是处于下降的趋势。

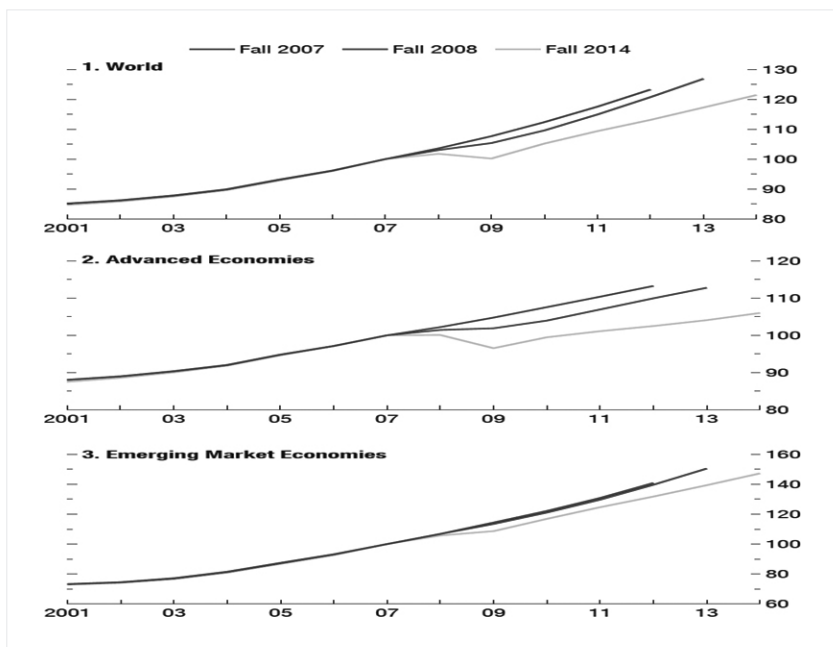


图 7：危机的冲击：全球经济实际产出和 2007 年产出轨迹的比较（百分比，2007=100）

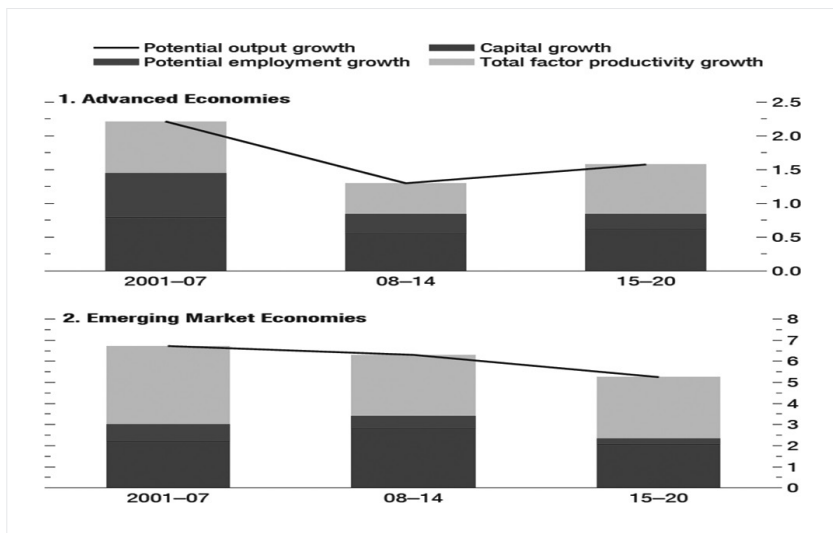


图 8：潜在经济增长

当然还有很多理由，因为时间的关系就不说了。就上述的分析，我可以说在今后的二三年里，全球经济将继续在低位运行。我觉得这是我们对全球经济的第一个判断，我觉得这也是确定的。

你会说这是一个不太好的消息，经济增长不是很强劲，我觉得不存在这个问题，因为如果这是一个事实的话，你只能接受这个事实。我特别欣赏唐总刚才讲的话，作为一个资金管理者来说，他只是根据形势的状况找到最佳的配置，给你投资增长的回报。如果你认识这个变化，根据这个变化做出调整，你还是赢家。如果你固执地认为经济一定会强劲增长，强劲反弹，并由此采取措施，当然就会是另外一回事了。

但是美国进行了选举，选出了一个很不一样的总统，这

个总统有很不一样的政策，对他的政策有很多猜测，形成了新的不确定性。所以在看明年的经济时，我们必须把特朗普的经济政策放进来来看一下对全球有什么影响。

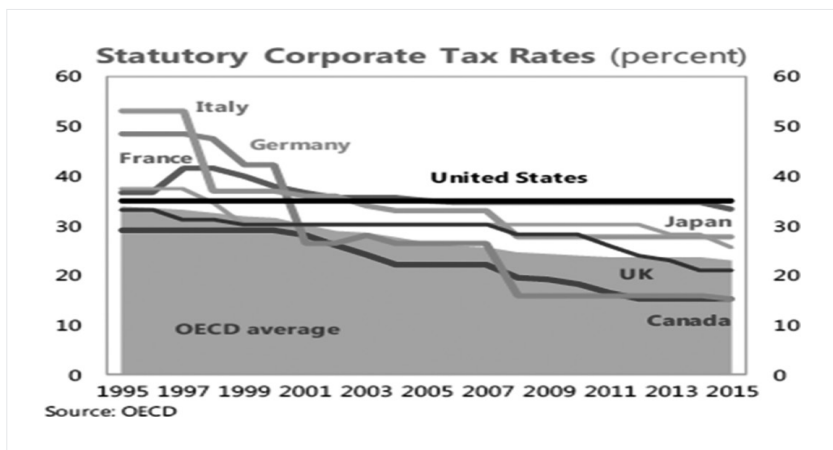


图 9：美国公司税

在竞选中，特朗普讲了无数关于经济政策的承诺，归纳起来是 13 条。第一条是减税，他要把美国居民的所得税从现行的 10%-39.6% 的七档改为三档，减成 10%-25%。同时对穷人征税的下限从 1.2 万美元提高到 3 万多。所以他是给富人减税，也给穷人减税。他要把公司税从现在的 35% 降到 15%。公司税从 1995 年以来总体是往下走的，蓝色区域是 OECD 的平均税率，从 34% 左右下降到今天的 22%，整体 OECD 的公司税下降了 12 个百分点。公司税最低的是加拿大和英国。就美国今天的公司税来说，美国有空间也有理由对公司税进行改革。而且现在美国是共和党执政，共和党一向主张减公司税，所以我们说特朗普的税制改革一定会实

施，这个也是确定的。

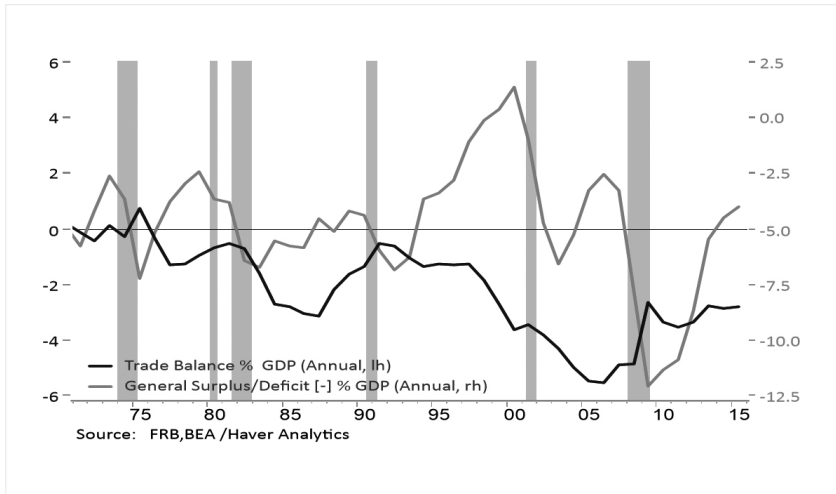


图 10：美国第一：贸易保护主义

特朗普的第二个经济政策就是贸易保护主义，“美国第一”，要把工作留在美国。主要的理由就是美国的经常性账户赤字太大，达到 5%-6%，美国出口太少，进口太多，所以他要把出口增长速度减下来，要把工作留在美国。我想，这个他也会做。他说要退出 TPP，我觉得他会做，因为国会已经明确不会批准 TPP，对他来说是顺水推舟。他说要退出北美自由贸易区，但这个已经成为法律了，所以不太容易，但是他可能重新谈判。墨西哥比索跌了 10%，又跌了 2%，到现在为止一共跌了 12%。原因很简单，市场预期美国会重开北美自由贸易谈判，所以墨西哥比索先跌 12%，正好和北美贸易区的关税优惠抵消。所以这个市场是特别有意思的。特朗普也会加强对中国的贸易谈判。

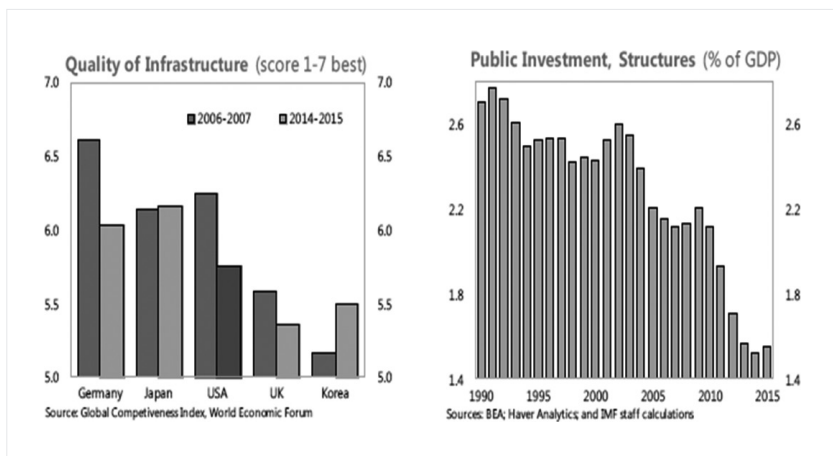


图 11：增加对基础设施投资 5500-10000 亿美元

第三个政策，要增加对基础设施投资 5500 亿 -10000 亿美元左右，这个事他也会。为什么呢？我们图 11 的左边是美国基础设施的质量，全世界标准最高的是 7%。在危机以前美国大概是 6.3% 左右，高于日本，低于德国。但在危机以后，经过 8 年，美国的基础设施急剧下降。政府对基础设施的公共投资，二三十年前基本占 GDP 的 2.8%，今天只有 1.4%，美国政府对基础设施的投资下降了 50%，这是一个巨大的下跌。

基础设施质量下降，桥、铁路、码头、机场都陈旧，美国有空间增加基础设施投资，增加就业，增加 GDP，所以特朗普一定也会做。

对于特朗普上台后的经济政策，有人认为他会改，也有人认为他不会做。但是我觉得他三个政策都会做，这也是确定的。

唯一我们现在不知道的，就是他怎么做这件事情？到

现在为止我们没有听到任何的消息，关于他怎么实施计划，怎么税改，怎么进行贸易谈判，怎么对基础设施进行投资？这产生的巨大的不确定性，所以市场开始猜测，市场开始波动。

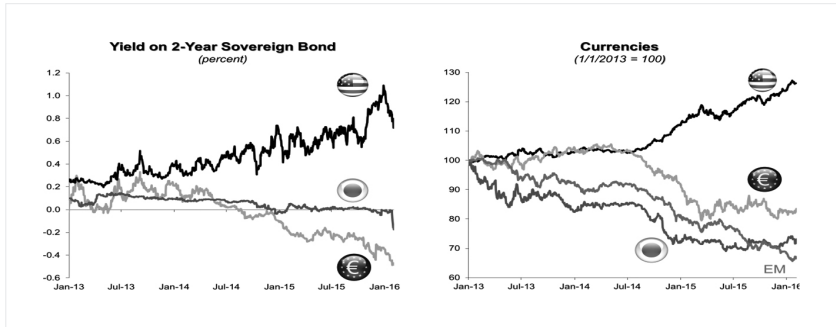


图 12：背离的货币政策和汇率变化

特朗普说要加大基础设施开支，美国经济可能会走强，所以美联储今年一定会加息，而且明年会继续加息。欧洲央行和日本央行还是在零利率水平，所以主要央行货币政策的背离加大了，这对全球资本市场当然会产生影响。

在这个情况下，有两件事我们觉得是重要的，第一是整个市场预期和美联储加息预期的变化。图 12 中，黑线是美联储向全世界说的，美联储已经准备了 2018 年、2019 年到 2020 年加息。绿线是市场认为美联储的利率水平会是这根曲线，就是长时期在 0.25% 到 0.5% 的水平。市场的预期和美联储预期的区间我们称之为风险溢价，对投资人来说最主要的收益是风险溢价。在特朗普上台以前，美联储的曲线永远是向市场的主线靠拢的，所以市场一直是赢家，所有资产按照市场的低利率水平配置。特朗普改变了美联储的预期，所

以市场完全不确定了。这不是小事，这个特别重要，因为市场今天是按照这个利率的未来预期水平来配置资产的，如果这个曲线很快往上走的话，全球的资产都会重新配置。这是一个巨大的风险波动。因为没有人知道美联储加息的强度和速度，也没有人知道市场能不能理性地反映美联储的政策，就是这根曲线能不能理性地向美联储区间靠拢，这个调整的过程没有人知道。所以这是对市场产生的第一个重要的风险。

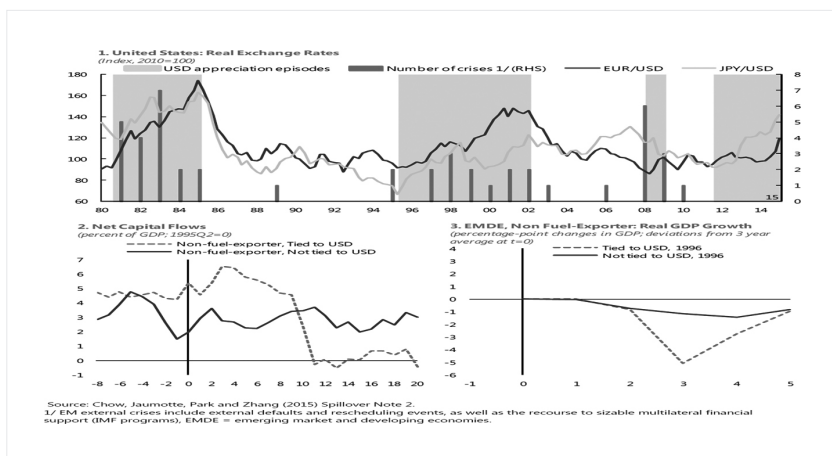


图 13：美元持续走强影响的历史回顾

第二，特朗普强调要加强美国的出口，引起了美元走强的预期。美元在最近已经达到的指数是 100，而且在未来 6 个月里美元会继续走强。美元走强会发生什么呢？图 13 中，蓝线是欧元的走势，黄线是日元的走势，大家看到美元在 80 年代走强，90 年代走强，今天又是走强。红线表明有多少国家发生了金融危机，阴影部分是危机的时期。80 年代美元走强时，发生了拉美金融危机；在 90 年代美元走强时，

发生了亚洲金融危机。

美元走强为什么会发生金融危机呢？因为美国走强意味着企业的资产负债表恶化，你必须为你的美元债务付更高的利息，就面临着有没有足够的财政收入。资产负债表恶化是美元走高的第一个结果。美元走高，资本趋于返回美国市场，因为美国和其他国家的利率差距缩小，没有必要冒这个风险，资本流回美国是最合适的选择。如果资本流出你的市场，本地市场能否支持这个汇率？美元第一次走强的 80 年代，拉美的公司因为负债太高，资产负债表恶化而破产。金融市场主要靠美元支持，金融市场崩溃，发生拉美危机。同样的故事，10 年以后又发生在亚洲，导致了亚洲金融危机。现在是第三次美元走强了，当然现在各国的债务和管理水平和 90 年代不同，但美元走强确实增加了金融波动和风险的预期，这对全球有很大的影响。

	2014	2015	Projections									
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Federal government deficit												
President's FY2016 Budget	-2.8	-2.5	-3.3	-2.6	-2.3	-2.6	-2.4	-2.4	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7
CBO budget assessment	-2.8	-2.5	-2.9	-2.2	-1.9	-2.5	-2.7	-2.9	-3.4	-3.4	-3.2	-3.5
CBO baseline (current law)	-2.8	-2.5	-2.9	-2.8	-2.7	-3.4	-3.7	-3.9	-4.4	-4.4	-4.3	-4.6
Gross debt												
	104.9	105.7	107.9	107.8	107.4	107.5	107.7	107.8	108.2	108.4	108.5	
incl. unfunded pension liab.	123.2	125.4	127.8	127.8	127.6	127.9	128.2	128.6	129.1	129.5	129.7	
Current account												
Current account balance		-2.6	-2.9	-3.5	-3.8	-4.0	-4.0	-4.1				
Balance on trade in goods and services		-2.8	-2.9	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.1				

图 14：美国财政和经常账户赤字

特朗普说要减税，要增加投资。老百姓很高兴，企业也

很高兴，但钱从哪里来？你要减少收支、增加开支只有一个结果，就是你必须增加财政赤字。所以在特朗普时期，美国的财政赤字可能会增加，我们本来预期今年美国的财政赤字是 3.3%，明年应该会下降。但从现在的趋势看，明年会在今年的基础上进一步提高。因为美国扩大基础设施投资，经济增长上升，所以美国的经常账户也会进一步恶化 3.5 到 4 个百分点，美国很可能又回到危机以前的财政、经常账户双赤字的情况。你说这是美国人的事儿和我没关系，但如果美国进一步的财政和经常账户双赤字，美元会走跌，这个会影响我们。

当美国财政赤字扩大的时候，美国就得继续借债。美国参议院、众议院联合达成的决议是，美国联邦政府的债务应该从 76% 左右逐步下降到 69.5%，下降持续到 2025 年。但按照现在的趋势，债务是不断上升的，而且上升的速度可能比现在的预测还要高。当然也不能借太多钱，因为美国国会对借钱的上限有一个额度，如果突破了这个额度，就必须请求国会批审。2011 年因为美国的债务到了上限，美国国会不批，引起了全球对美国经济的巨大的信心危机，所以 2011 年和 2012 年全球股市动荡，经济下滑。

特朗普当政，这件事又来了，因为他要财政赤字，一定要追加债务上限。什么时候？2017 年的 3 月 15 日，特朗普会要求国会批准提高债务上限，这又是一次政治的较量。能否通过？不知道。所以这又是一个巨大的不确定性。

美国经济总体来说，增长还是不错，今年经济增长是 2.4% 左右。红的是美国潜在增长水平，蓝的是实际增长水平，我们预计它会下降到 2% 左右，但因为特朗普采用了刺激的财政政策，所以美国经济可能会走强。

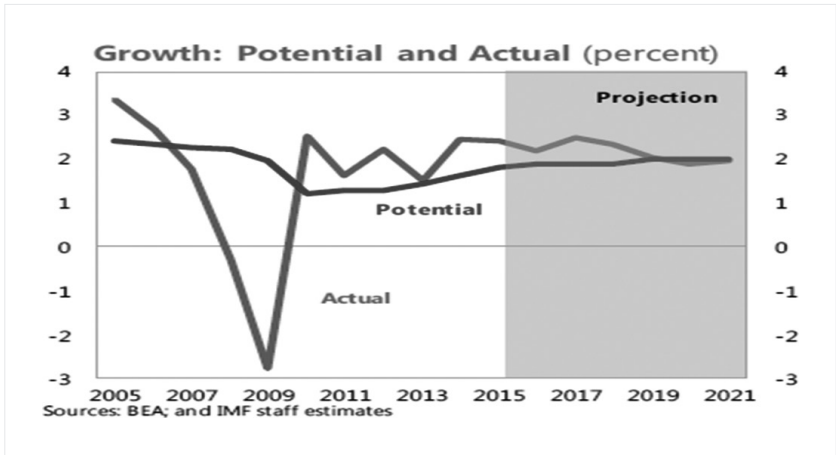


图 15: 美国经济增长预测 2016-21

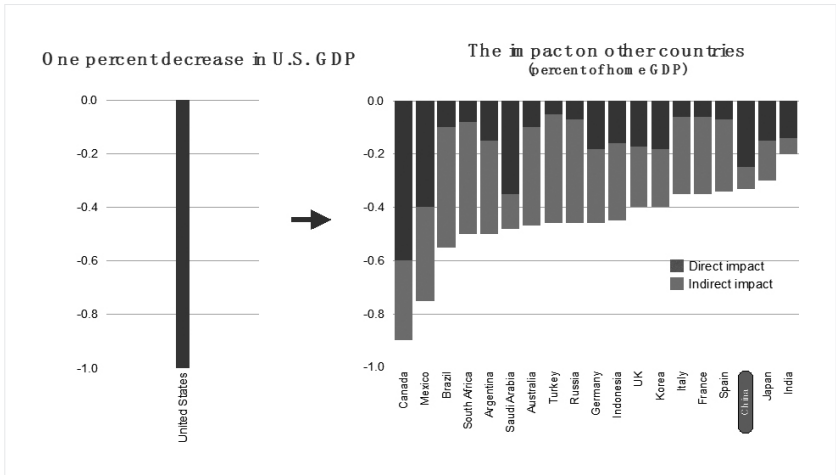


图 16: 美国经济对世界的溢出影响

美国经济走强会推动全世界经济的增长，但是它能持续吗？没有人知道。因为我们都不知道特朗普准备怎么实施他

的规划，这是今天最大的问题，因此没有人知道美国经济能否持续。

如果美国经济上升或者下降一个百分点的话，对全球经济的影响很高。图 16 中，右边蓝色的部分和美国经济有直接的联系，如贸易等等，红色的部分是间接的市场冲击和影响。加在一起可以看到，如果美国 GDP 下降 1 个百分点的话，加拿大会跌 0.9 个百分点，墨西哥会跌 0.75 个百分点，因为他们是邻居，都在北美贸易区。全世界很多国家，沙特会受到 0.5 个百分点的冲击，中国会受到 0.35 个百分点的冲击，这个冲击是巨大的。

特朗普的政策有明确的部分，他确定是会做一些事。不确定的是不知道他怎么做，所以我们不知道他对市场和全球的影响在什么时候发生，以什么形式发生，但是我们知道一定会影响美元，一定会影响市场的风险溢价，一定会影响全球的资本配置，一定会影响美国的经常账户和财政赤字，一定会影响美国的经济增长，由此一定会影响全球经济。这是最大的不确定性。结论是：

第一，全球经济整体低位运行，这是确定的。

第二，特朗普的经济政策——减税和贸易保护——也是确定的。

第三，特朗普的经济政策如何实施，这是最大的不确定。

第四，美国经济金融走势，这是全球最大的不确定性。

第五，全球金融市场波动、经济增长波动将加大，这个是确定的。

我觉得，2017 年经济波动加大是必然的，不确定的是不知道它会加大多少，什么时候会发生。对中国的经济和企

业来说，美国在需求端，中国在供给端，当美国需求端起来的时候，供给端才刚刚跟上，有一个扩大效应。但因为特朗普很可能不持久，所以很可能会经历美元由强到跌，增长下跌的时期，如果中国的供给端仍然在继续往前走的话，就会处于非常不利的地位。我就到这里结束了，谢谢！

孙福庆：谢谢朱民的精彩演讲，他为我们分享了美国经济的确定和不确定的因素，这个问题确实很需要继续察，尤其是对中国经济的影响。我想在座的各位专家学者对这个比较感兴趣，我们后面会留一点时间给大家提问。

下面请中国社科院副院长蔡昉演讲，他的主题是“两个‘L’型轨迹——中国经济增长近中期和远期”。

蔡昉：两个“L”型轨迹 ——中国经济增长近中期和远期

蔡昉（中国社科院副院长）：大家下午好！谢谢主持人，也感谢上海发展研究基金会乔依德秘书长的邀请，使我能够有这个�会跟大家分享一下我的研究结果。刚才朱民总裁讲的是世界经济，那么我想讲中国经济。世界经济跟中国经济在很多方面不一样。

对世界经济的低迷状态，大部分主流经济学家认为是需求侧的原因造成的。朱民总裁讲的美国经济引导的世界经济，有很多潜在增长率下降的供给侧问题，这跟我认识的中国经济比较接近，但也有很多不一样的地方。

总体来说，发达经济体的潜在增长率是比较稳定。而中国是处在一个巨大的变化时期，它的潜在增长率有一个巨大的变化，这构成了很大的不一样。所以，去年中央经济工作

会议给了两个英文大写字母的说法。

第一，我们不应该期待一个“V”字型的宏观经济复苏。

第二，我们追求的可能是一个大写“L”型的长期经济增长轨迹。

这正好与我们过去做的一些实证研究有很强的相关性，我们发现短期的和中长期的两个“L”型增长轨迹，今天我给大家做一下介绍。

首先，我们看一看为什么中国经济不是“V”字型的。我们不指望“V”字型的复苏，当然是供给侧的原因，这主要是因为中国处在一个特定的发展阶段。在这个阶段上，人口红利下降这个不可逆转的因素导致潜在增长率下降。

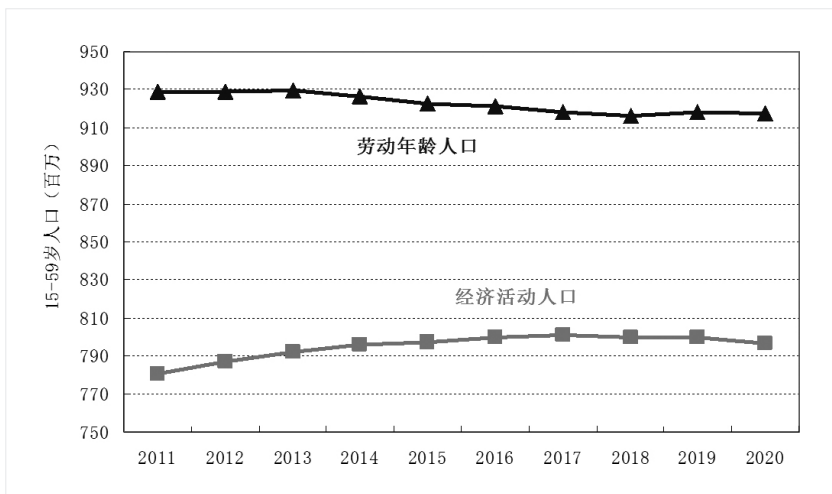


图 1：不可逆转的人口红利消失

中国 15 岁到 59 岁的劳动年龄人口，在 2010 年进行第

六次人口普查的时候到达了峰值，从那儿之后就是负增长，是绝对减少的。大家可以看图 1，我们一般就用这个指标，15 岁到 59 岁就是劳动力，但其实也不完全准确，因为 20 岁之前还有相当多的人在读书，也没有就业。所以真正决定我们劳动力的指标，叫做经济活动人口，就是要拿劳动参与率做一个修正，因此我们用“经济活动人口”这个指标。看下面红色的曲线，2017 年达到峰值，从明年之后也是负增长。

也就是说，劳动力绝对供给的负增长已经是没有疑问的了。过去很多人批评我，说你过分强调了人口因素、劳动力等因素，说经济增长有很多的因素，生产函数等式右边有很多东西。但我讲人口红利的时候，其实就是讲生产函数等式右边几乎所有的东西。

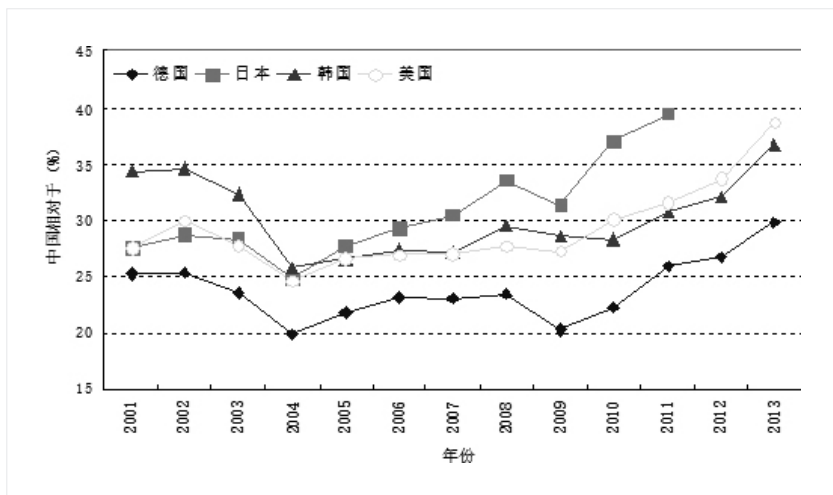


图 2：单位劳动成本比较

大家看图 2，它反映的是劳动力供给，这个指标我们是

叫做“单位劳动成本”。单位劳动成本等于工资除以劳动生产率。你工资上涨，单位劳动成本一定会提高，但如果你的劳动生产率能跟着提高，就不会提高单位劳动成本，不会迅速丧失你的比较优势。但是由于我们劳动力短缺来的非常突然，劳动生产率的增长速度在过去几年里已经跟不上劳动成本的提高了。因此，算出的结果就是单位劳动成本不断提高。我在这里给出的还不是单位劳动成本的绝对值，是它和主要发达制造业国家的比。这个相对成本越来越高，就意味着他们在或多或少是可以把自己的制造业往回搬的，事实上也有一些确实搬回去了。但更重要的是，那些还享受人口红利的国家很可能会替代我们成为劳动密集型制造业的出口国。

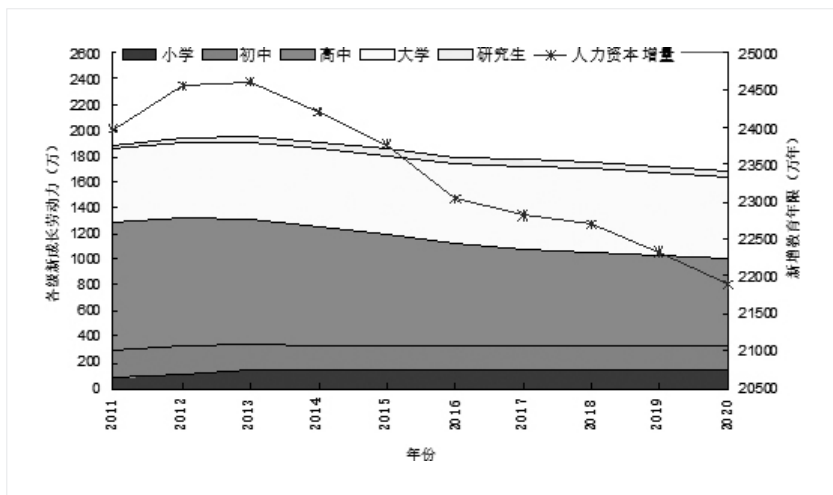


图 3：中国人力资本的改善

图 3 是中国的人力资本的改善。任何时候，年轻一代都

比上一代受教育程度更高。因此，当新成长劳动力每年大幅度增长的时候，你的人力资本可以得到迅速的改善，这是过去生产函数给我们带来经济增长的部分。但是当新成长劳动力越来越少的时候，你的人力资本新增量也在减少。我们测算了一下，把各级新毕业的人加在一起，根据每一届毕业生的人均生产年限加在一起，我们可以得出一个中国每年新增的人力资本总增量。大家看从 2013 年开始也是往下走的，是负增长。因此在生产函数中，人力资本这个变量是不利于经济增长的。

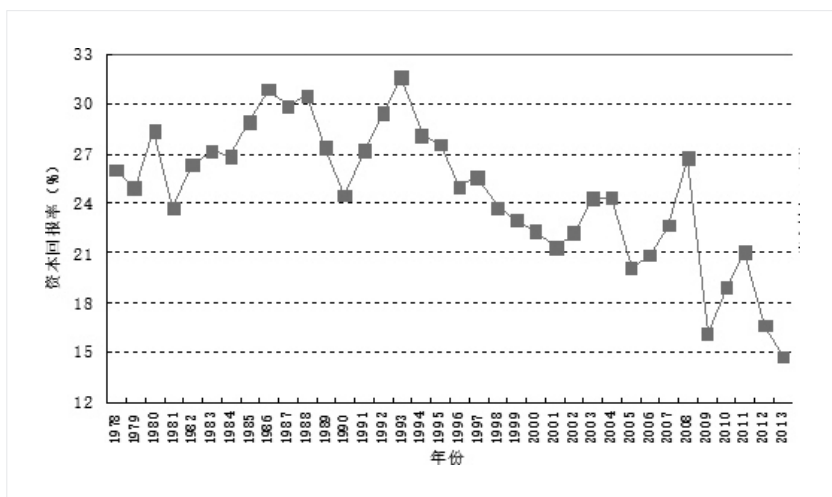


图 4：资本回报率的变化

再看图 4，根据清华大学白崇恩教授的计算结果，资本回报率大幅度下降了。因为你的劳动力不再是无限供给的，你不断用资本替代劳动，机器人替代活人。如果人的素质没有相应的提高，替代过快就带来资本回报率低，这是经济增

长理论中一个铁律。现实中就表现在我们的投资回报率在不断下降。这是又一条，资本也是生产函数中的一个重要变量。

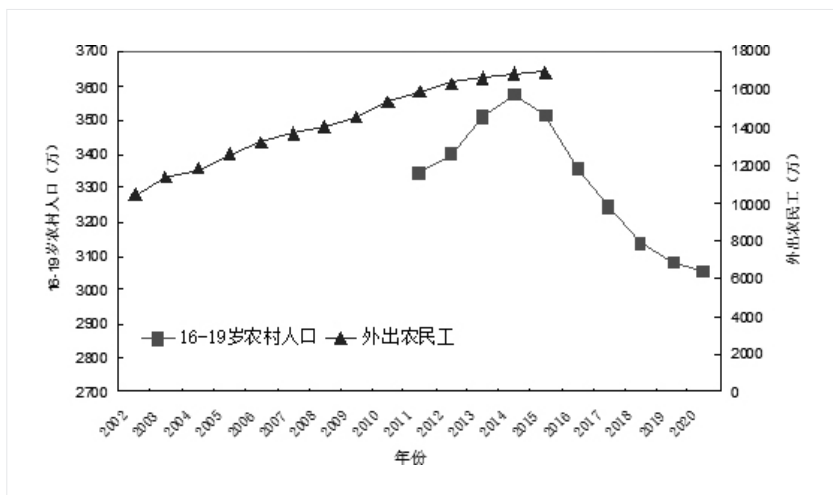


图 5: 中国农村 16 岁到 19 岁农村人口的数量

全要素生产率在过去的改革开放时期，提高的速度比较快，它主要来自资源的重新配置效率，就是劳动力从生产率低的部门转向生产率高的部门，这就提高了总体的生产率。资源重新配置构成了全要素生产率提高中的接近一半。个趋势能不能维持下去？我们可以看看图 5。图中的蓝线是中国农村 16 岁到 19 岁农村人口的数量。这个倒“U”型曲线显示，2014 年到达了峰值，2015 年以后就是负增长。相应的，农民工的转移速度一定会放慢。另一条棕色的线，反映的是每年外出农民工的增长率，从过去很多年的每年 4%，降到了 2014 年的 1.3%，去年只有 0.4%，今年或许更低，或许

到 0，今后完全有可能变成负的。负的含义是什么？很多人说农民工现在不爱进城了。不是那么回事，这是错的。说他不愿意放弃家里土地，不愿意要城市户口，哪有这种事，这些观察都是错的，但很多媒体都是这么报的。逆流趋势的原因是因为没有新增量了，农民工在城市没有户口，不能指望在城市养老。所以常态是 40 岁以后，他任何时候都可能回家了，不干了。当回家的人数多于新增量的时候，看上去就是一个负增长。不是人们的心态变了，而是人口结构变了。因此全要素生产率的提高速度必然会变慢。你看看生产函数里还能写出什么东西？所有的变量都是从人口来的，而且会影响中国的潜在增长率。所以人口红利本来就是一个经济增长概念，不是一个人口学的概念。

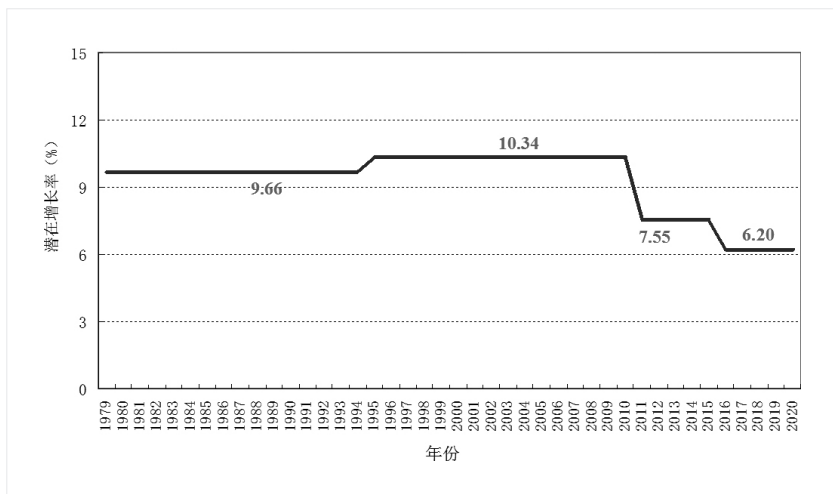


图 6：潜在增长率下降趋势

因此，根据这样的一种变化，我们测算过去中国经济的

潜在增长率，也预测了后来的潜在增长率。从图 6 看，2010 年之前中国的潜在增长率总体上大概是 10%，实际增长率也大概是 10%。从“十二五”开始，过去的这五年间平均一下子降到只有 7.6%，“十二五”也结束了，我们实际实现了 7.8%。接下来是正在经历的“十三五”时期，潜在增长率的平均水平是 6.2%。这是因为人口红利消失影响到生产函数的所有的变量，从而导致潜在增长率的大幅度变化。

很多人会问一个问题，为什么潜在增长率到了中国就能有这么大的一个跌幅？即使下降也应该是一个缓慢的下降过程。这个跌幅就在于生产函数那些指标的变化，它是一点一点变化，但积累到一定的时候它有转折，就是劳动年龄人口从增长到负增长，符号都变了。以 2010 年为界，人口抚养比持续下降，见底以后开始提高了，也是一个转折，也是符号变化。在一个公式中符号都变了，你还能指望它渐变吗？它一定表现为突变。就是说潜在增长率的下降是瞬间的。

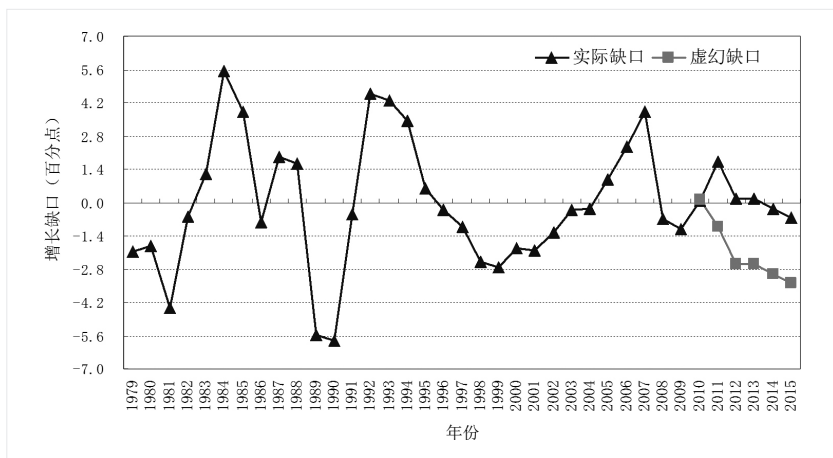


图 7：V 字型是指回归潜在增长率

潜在增长率下降了以后，我们就应该改变认识。在历史上，我们经历过很多经济增长速度下滑，那个时候我们想让它回到原来的水平上，形成“V”字型的复苏。那时候是有道理的，因为2010年之前，总体上中国的潜在增长率都是10%。如果你跌到了8%以下，你当然希望还回到10%，因此你从需求侧运用货币政策、财政政策、产业政策、区域政策，各种刺激让它回到潜在增长率。

横轴是0的时候，相当于没有经济增长的缺口，就是实际增长率和潜在增长率相等。当潜在增长率相对稳定时，比如说10%，你每年的实际增长率可能高于也可能低于它，低于它的时候就是遇到了经济增长的缺口，没有充分利用你的生产能力。我们历史上有过几次降到比较低的水平，而最后结果都是“V”字型复苏，因为你的能力在那儿，克服了需求侧的冲击，自然可以回到原来的能力上去。

但从2010年我们的潜在增长率降下来了，不再是10%了，这个时候我们观念必须变。假如认为中国到目前为止的潜在增长率还是10%的话，今年已经跌到6.7%，你就可以算出我们具有负的增长率缺口，我们可以刺激经济，让它将来回升又是“V”字型。但是错了，我们的潜在增长率已经是过去的5年的7.6%了，从现在开始5年只有6.2%，如果按照真实的潜在增长率去算的话，那你看到的还是蓝色这条线，基本上在0的位置，就是没有缺口。虽然我们增长速度下来了，但是我是在降下来的能力上生产，没有潜在增长率的缺口，不需要回到“V”字型的复苏，因为这是为什么我们不指望“V”字型的经济发展状态。

我们指望什么呢？我们提出了“L”型，第一个是近中期的，短短几年的“L”型，我觉得是可以期待的。

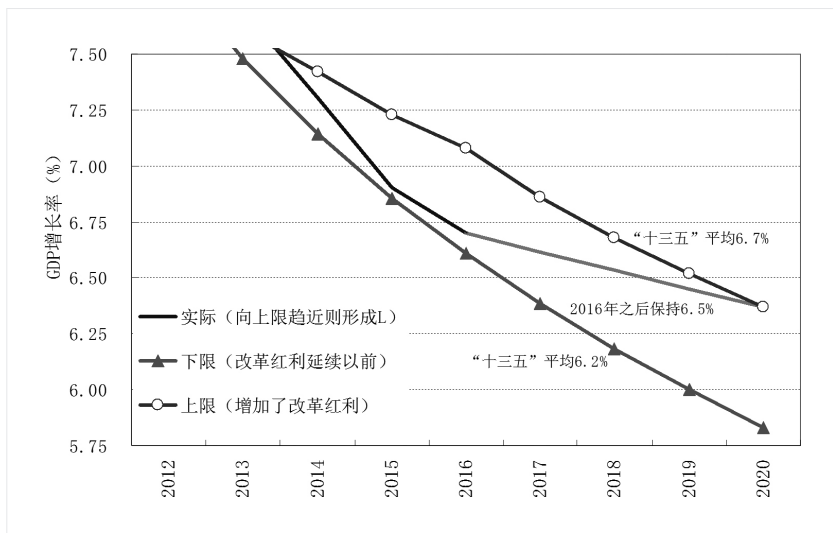


图 8: 从“较陡峭”到“较平坦”

首先我们看“十三五”时期，今年已经完了一年了，还剩四年。“十三五”时期有两个可能的增长速度，构成了增长速度的上限和下限，这是我们理论上测算出来的。意思是说，在“十三五”时期潜在增长率是 6.7%，但是每年不一样，每年都要往下走一点，因此构成了 6.2% 最后的底线，这是经济增长的下限，我们不能突破。有没有上限呢？也有，有的时候我们会说底线应该有，上线应该越快越好，不是这样的。上限是上面红色的线，这条线是“十三五”时期的平均 6.7%，也是每年略有下降的。平均下来的 6.7%，它的含义是什么呢？是你还要有一些改革。改革是可以改变劳动力供给、资产报酬率、生产率的进步速度。这些因素会提高你的潜在增长率，不是让实际增长速度超过潜在增长能力，而是提高潜在增长率，仅此而已。只要中国经济增长在这两条线之间

就应该是合理的，底线不要突破，是你的能力所在，上限也不要突破，因为加上改革红利以后应该也不会超过上线。

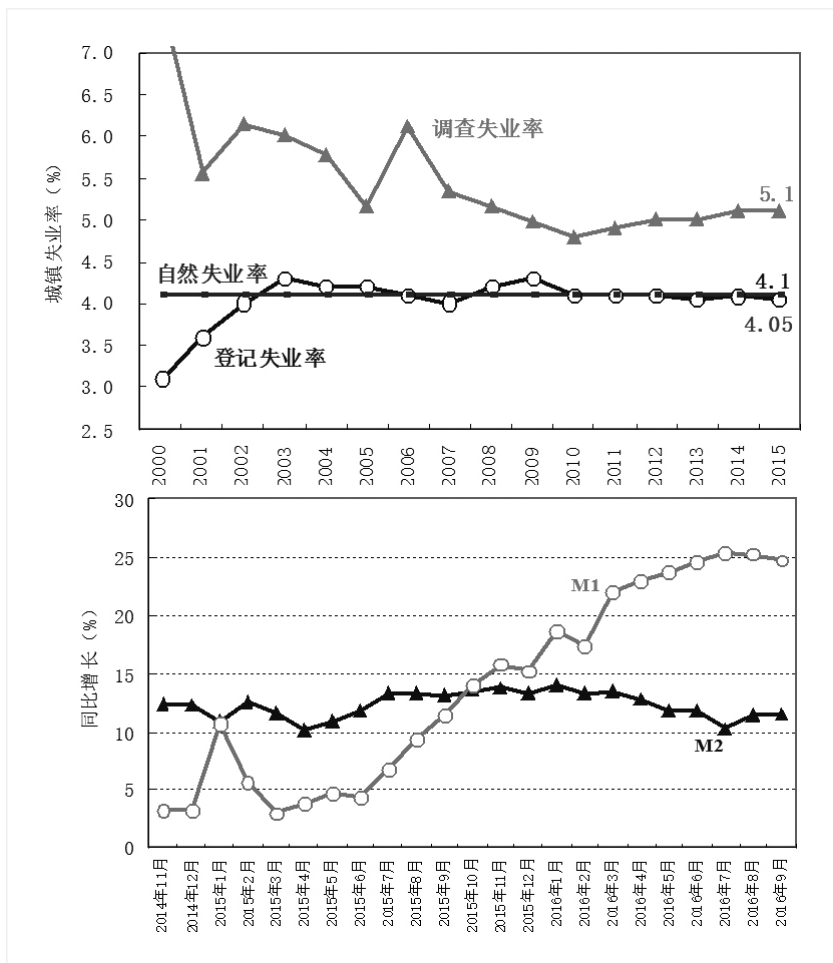


图 9：为什么要设下限与上限？

在“十三五”时期，我们近期可以追求的“L”型是什

么呢？就是我们的第一个“L”型，就是有下限不要突破，上限也无须突破，中间蓝色的这条线到是目前为止的中国实际增长速度，因为它已经发生了。从这个速度往下走，让它逐渐靠拢上限，并不是一年窜上升，一年窜上升就是不是大写的“L”，是小写的“l”了。

2015年的时候靠近了上限的水平，所以提出了中近期的“L”增长速度。就是在潜在增长率往下掉的过程中，通过推进改革，让它靠近更好一点的结果，就形成了“L”型的趋势。这个要求是什么呢？我们假设今年是6.7%，从明年开始“十三五”时期的后四年保持每年平均6.5%的速度就可以了。第一，保持了这个速度，我们就可以形成了第一个“L”型。第二，保持了这个速度就可以实现十八大要求的在2020年GDP总量翻一番。这就是我们讲的第一个“L”型的趋势。

再强调一下，我们为什么要设限？下限比较容易理解，潜在增长率决定下限：突破则会出现周期性失业现象。加上改革红利后形成上限：超过该水平的增长速度可能是刺激的结果。我们看图9，展示了三个失业率指标。第一个是稳定的，大概4.05%，这是自然失业率，无论如何总是要有部分人失业的，这是摩擦性失业、结构性失业，和经济周期没有关系，它是比较稳定的，这个失业水平应该是正常的。再一个叫城镇登记失业率，目前大概是4%到4.1%之间，它和自然失业率是比较吻合的。最近我们陆陆续续公布了一些数字，表明城市还有调查失业率，这个是比较可靠的，目前也稳定在5.1%左右，但这个失业率没有调查到足够多的农民工样本。农民工的失业率非常低，我猜想，如果把足够的农民工也纳入到样本里去，算出来的失业率也比较接近自然失

业率。这意味着我们的失业率是可以接受的，没有生产能力不足的情况，没有周期性失业。一旦经济增长速度突破了 6.2% 底线的话，周期性失业就会出现，这和我们 2020 年全面建成小康社会的要求不一致，所以我们不突破下限。

不突破上限，是我们看到了 M1 和 M2 的增长有巨大的“剪刀差”，含义是什么呢？如果实际增长速度突破了上限，意味着一定是采取了刺激的办法，就是你通过过渡宽松的货币政策，过分扩张性的财政政策，或过于干预性的产业政策，大量发出货币，结果刺激你超过上限，那种经济增长不是健康的，一定会带来资产泡沫的增长，最严重的情况下你可以看看 80 年代后期的日本。所以我们要设下限，也要设上限。

什么是长期的“L”型轨迹？拿 IMF 或世界银行的各国增长速度来看一看，我们会发现没有一个发达的高收入国家会增长很快，增长最快的时候也不会超过 3%。如果增长在 5% 以上，6% 以上，甚至还高，一定是收入比较低的一些国家。因此，人均 GDP 水平和经济增长速度是负相关的。你越是在低的发展阶段上，具备了一定的条件的话，你可以赶超，可以用比较低廉的成本使用更好的技术，不断实现技术进步，可以增长快一些。这个含义是什么呢？中国现在人均 GDP 是 8000 美元，到 2020 年也许达到 12600 美元，以后还会继续增长。这个增长的结果就是中国从中等偏上水平进入到高收入水平，因此我们预计未来中国的增长速度一定是长期下降的，没有回来的机会。

但是在这个趋势中我们为什么要纠结“L”呢？就是我们不要下滑得那么快，要把我们体制中还有的增长潜力释放出来，因此我们在长期也可以期待“L”型的增长轨迹。而唯一的来源就是推进供给侧结构性的改革，改革的红利是真

金白银的，可以直接提高潜在增长率。一个是户籍制度改革，一石三鸟，立竿见影，可以带来改革红利。它可以提高非农产业的劳动参与率，因为农民工现在 20 岁之前就往外跑，就进城打工，到 40 岁时因为没有城市户口，没有长期预期，通常是逐年一点一点回去了，至少损失了 20 年的劳动参与率。尽管他回家回村也是要干活的，但那是比较低的部门，他没有改进生产力的资源配置，而是逆向的资源配置，是不利于经济增长的。所以户籍制度改革能提高劳动参与率。

保持在农业的劳动力，目前占全国劳动力的 19%。如果降到美国、日本 1% 水平的话，还有 18 个百分点可以降。整个制度衔接更好的话，就可以重新配置资源，可以带来全要素生产率的提高，对潜在生产率是直接做供应的。

“三去一降一补”的短期性结构性改革，也可以提高全要素生产率。把僵尸企业去掉，因为它占用资源、要素，但没有产出，没有盈利。你把它去掉了，那些资源可以得到新的配置，就可以提高全要素生产率，也可以提高资本回报率

我们提高教育水平，进行教育体制改革，把义务教育拓展到高中阶段，同时又拓展到学前阶段的话，就可以提高劳动者的人均受教育水平，可以提高人力资本，这些都是生产函数中的重点因素。

生育政策的调整，现在已经开始了。但是生育政策是稍微中长期一些的因素，我们今天生了孩子也成不了劳动力，但他们在 20 年后一定是劳动力，因此他们对未来的劳动力供给有积极的作用。

这是供给侧的效应，都可以在生产函数中显示出来的，同时在需求侧也会有所帮助。比如说农民工进城会扩大消费

者的总规模。1.7 亿进城的农民工，还有 1 亿没进城的农民工，2.7 亿变成跟我们城市人一样的消费，你想想内需的效应会多大。还有社会政策托底，人口的长期均衡给社会带来更加和谐的因素，这些都可以在需求侧表现为有利于经济增长的因素。

改革到位都能变成真金白银的红利，对于这些改革红利，我们设想了不同的情景。有几种可能性，横坐标是从 2010 年到 2050 年。基准情形就是没有什么改革，按照这个趋势潜在增长率滑下去了，这是一种情景。情景一，是有一部分的改革效果和一部分收益率的提高。情景二，是设想一个更好的改革效果，可能更高的未来生育率水平。情景三，是最理想的但也不是天方夜谭的改革效果。我们做了几种不同的假设。

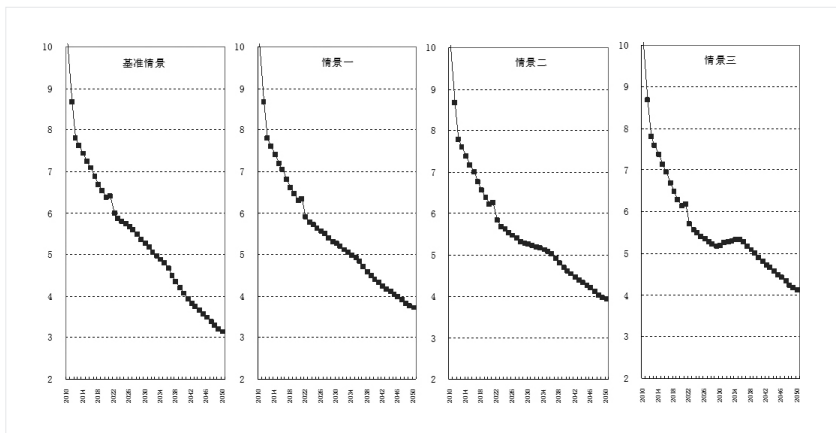


图 10: 长期“L”轨迹：未来改革红利

大家可以看到，越是改革推进得更好一些，潜在增长率

的下降就稍微慢一些，和缓一些。在最好的情况下，特别是这一代多生出的孩子成为劳动力的时候，会改善人口结构，形成一个大写的“L”型。这就是我所说的长期的“L”型轨迹。

总的结论是说，无论是短期的“L”型，还是长期的“L”型，都得靠改革，不能靠刺激。刺激是“V”字型，而“V”字型是有风险的。

最后我们做了一个测算，如果中国经济未来按照这种情形走的话，2022年我们人均GDP达到12600美元，就是目前世界银行划分的高收入国家的门槛。到2030年就达到了19000美元。到2040年就是32000多美元，相当于目前发达国家的平均收入水平。到2050年就是中华人民共和国建国100周年的时候，第二个百年目标的时候，是51900美元，相当于目前的典型发达国家加拿大的水平，所有的这些都是靠改革，而只有改革才能突破中等收入陷阱。谢谢大家！

互动讨论

孙福庆：下面有一个互动。因为时间关系，只提两个问题。

王庆：这是对朱民总裁提出的问题。刚才你提到特朗普的政策对美国的影响，最终可能导致美元走弱，这跟当年里根经济学有相似之处。但里根经济学执行了一年多后，最后以广岛协议的形式造成了美元贬值，这似乎不是市场化的方式。所以想请你评判一下，这次的调整将会以什么样的形式发生？

朱民：里根时代跟今天的世界是很接近的，美国走向现在这个趋势也是不可避免的，而且会有更大地波动。因为从现在的团队来看，整个方案时间都不知道。我现在强调的是美元的波动和经济增长的波动，我觉得这个波动要增加。至于它采取政府的方式，还是以市场的方式来干，我觉得今天和当年比，政治形势发生了很大的变化，G7 已经不像当年那么厉害了。当年是 G5，G5 协调汇率政策。现在如果没有中国加入，全球的汇率协调是没有这个意义的。从这个意义上来说，更多的会是市场行为。当然会有国与国之间，央行之间的沟通和协调。

王庆：还有一个问题问蔡院长，刚才你提到中国会达到高收入国家水平，以中国在全球占人口的比重，如果中国成为高收入国家水平，是否意味着某些国家会被挤出高收入国家？

蔡昉：我们看到中国经济的潜在增长率是下降的，那个底线的水平基本上是用传统增长方式达到的。如果你能够按照原来的预期变成高收入国家，必须是通过改革达到的，主要是通过经济发展方式的变化。从这个意义上来说，如果用过去的高投入、高污染、高消耗的方式成为了世界上最富的国家之一的話，我想或许会挤出某些国家。

如果你用一种新的发展方式，我觉得应该是可以共赢的。而且现在看，在某种程度上我们可以期待一次新的巨大的技术革命的到来。其实从历史上看，谁也不知道技术革命什么时候到来。在工业革命如火如荼的时候，身在其中的马尔萨斯写出了最悲观的经济学著作。但是事实上，我个人认为，新技术革命正在发生，它可能比我们想象的变化还会大。从这个意义上来说，今后的中国发展也不能指望是高收

入、高污染的模式。

孙福庆：我们可以再有一位提问者。

嘉宾：我想请教朱民总裁一个问题，就是特朗普对中国的政策的问题。特朗普跟蔡建文通了一个电话，这是中美建交以来第一次。我的问题是，特朗普说要把中国定为汇率操纵国，并对中国出口产品征收高关税，那么中国在美国的大投资会不会被特朗普直接否定？

朱民：谢谢你，这个问题提的很好，也很贴合实际。特朗普的政策首先是减税，这具有国际竞争的因素。很多国家下降公司所得税，是为了吸引更多的企业到这个国家去投资，典型就是英国、加拿大、爱尔兰、冰岛等等。公司税减到 15%，隐含的意思是希望吸收全世界的资本过来，当然包括中国。特朗普对中国到美国投资会不会有限制，我们可以观察。但减公司税是欢迎外国资本过去投资。

第二，基础设施投资导致经济需求加大，进口的设备谁生产？当然是中国。

第三，居民消费税减少，居民消费增加，居民的进口也会增加。会不会有专门针对中国的贸易壁垒、贸易关税、贸易谈判发生呢？在某些产品上，贸易战是必然的，但不大可能是全面的贸易战，因为这对美国、中国都是不可接受的。

对中国的企业来说，特朗普的政策在宏观角度是有很多机会的。但我还是强调它的不确定性，它的波动性，这个波动从需求方传到供给方时会有扩大，所以这个时候企业要特别谨慎。这个是我关于你的问题的回答。

孙福庆：由于时间关系，我们上半段讨论就暂时告一段落，谢谢各位嘉宾。

专题讨论

权衡（主持人，上海社会科学院世界经济所所长）：各位专家，下面的是专题讨论，刚才我们两位主旨演讲者围绕世界经济增长的趋势和中国经济增长趋势做了非常好的交流。

下面的专题讨论，会对这些问题做进一步讨论。去年到今年，中国经济出现下行的趋势，我们官方的解释是“新常态”。学界也有一些说法，这样的下降恐怕不是“新常态”，是“非常态”，这当中有很多投资，特别是民间投资下降非常厉害。我们观察一下第三季度的投资数据，会发现主要的投资是由国有企业投资拉动的，大概是两位数左右的增长，民间资本只有6点几，增长率拦腰一半，这个情况说明经济的确有进一步下滑探底的可能。第三季度数据出来以后，我们的材料和媒体等各方面，认为第三季度数据特别是最近一个月的数据，无论是投资还是消费，特别是PPI、PMI这些宏观经济指标，都出现了非常好的趋势，稍微有所上升。媒体也在讨论到底是增长的积极信号，还是货币现象，大家有争议。所以我们围绕这些问题进行专题讨论。

根据会议的安排，有4位专家做专题演讲，请每一位在15分钟左右结束，这样我们可以留出比较多的时间互动讨论，上半场有很多人要提问交流，我们留在下半场一并讨论。

首先有请国家信息中心经济预测部首席经济师祝宝良先生做专题演讲，题目是“当前的经济形式和展望”。大家欢迎！

祝宝良：当前的经济形势和展望

祝宝良（国家信息中心经济预测部首席经济师）：各位来宾下午好！很荣幸再次到上海发展研究基金会的论坛。只有 15 分钟，我就不完全按照 PPT 讲了，我把主要的看法跟大家做个简单的介绍。

我今天想讲四方面的内容：

第一，当前的经济怎么看？

第二，当前中国经济的问题到底在哪儿？

第三，明年经济应该怎么走？到底是上，平，还是下？

第四，大的政策取向是什么样的？

对今年经济到底怎么看，一个判断的标准，就是去年中央经济工作会议提出来中国经济面临的问题是“四降一升”，即中国经济增长速度在下降，工业品价格在下降，企业利润在下降，财政收入增长的速度在下降，还有一升，就是经济与金融发生风险的概率在上升。

这个“四降一升”背后主要是供给端的问题，靠需求端是拉不上去的。供给侧的主要问题就是产能过剩，企业的生产成本上升，杠杆率高，企业的压力也很大。这些原因导致了工业品价格下降，企业利润下降，企业价格下降，造成财政收入下降，经济速度在放慢。

解决这个问题的政策取向，就是在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革。具体的任务就是“三去一降一补”（去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板）。所以去年的逻辑关系非常清楚。

这个政策出台之后，我觉得今年采取的主要措施就是这两个方面。一是适度扩大总需求的政策，主要是三个方面。

第一个是财政政策。今年财政政策扩张的力度是非常大的，除了一般性的财政支出加大以外，相当一部分的财政我自己给它起了个名字叫“财政金融化”。实际上我们用的工具包括 PSL，包括专项建设基金，包括 PPP，表面上看是货币政策，背后是财政政策的作用货币化了。我个人认为财政政策的作用是比较大的。第二个是货币政策。第一季度的货币放得非常快，导致房地产价格上升非常快。

还有一个政策主要是结构性的，主要有三类。第一是针对汽车的政策，从 2015 年开始购置税减半征收，我们今年卖的汽车大概是美国和日本加在一块儿总和。去年我们的汽车销售量是零增长，今年增长了 14% 左右，1.6 升排气量的汽车占汽车总量的 75%，购置税减了 600 多亿。购置税主要是交通部在征收，交通部用这个钱搞基础设施建设，这部分的征税减少了，交通部用什么来补这一块税收呢？第二个政策工具是国家发展改革委出台了国家专项基金的政策。刚才提到的 PSL 和 PPP，本质上是财政，是用金融化的工具支持基础设施建设。第三个是房地产。今年一季度我们为了去库存，对房地产开始了一轮比较大的降杠杆，到了 10 月份又减杠杆，房地产的杠杆继续在往下降。这是今年适度扩大总需求的政策，是财政政策、货币政策、产业政策。

今年采取的主要措施的另一个方面是去库存，即供给侧结构改革。第一个是去产能，主要是钢铁和煤炭。煤炭产量 1 到 10 月份下降 10.5%。但发改委主任在会上也公开讲过，实际上考虑到今年的特殊因素，今年煤炭的产量应该往上增一点点，实际上把煤炭产量减下来了，导致了煤炭价格暴涨。第二是去房地产库存。在一些价格涨幅比较小的地区，各个地区采取了一些措施。大家把重点放在 22 个涨幅比较

高的城市，不太关另外 645 个小城市采取的措施，比如说商业地产的置换等办法。

这几个政策合在一块儿，大家就看到了今年的数据，经济稳了，工业品的价格环比 2 月份往上涨，企业利润也有所好转。企业利润好转以后，财政收入增长速度也比预期快，预期 3%，实际增长 5.9%。一些金融风险也有所释放，就是原来一些产能过剩的行业带来的银行不良资产这一块有所释放，比如说钢铁、煤炭行业对银行的不良资产有所释放。

但是我自己的基本看法是，整个金融风险是在加大的。“四降一升”的问题从结果上看确实得到了缓解，缓解的主要原因可能是把需求适当地往上升。供给侧改革使得钢铁、煤炭的价格上升了，但是否用这几个因素就能完全解释价格上升呢？我个人认为，今年以来的价格上升可能是非常关键的因素，一定要把价格上升的原因搞清楚。我觉得有四个原因。

第一，确实是跟供给侧改革有关系。因为把钢铁、煤炭的产量给去掉了，同时产能也去掉一些。煤炭价格上升跟去产量确实有关系。刚才讲到产量下降 10%，考虑到今年大量的煤炭进口，国内的实际供给量跟去年比略微涨一点，大量的钱转给海外去了。

第二，我们把需求稳定在 6.7% 以后，也使一部分商品的价格有所调整。我觉得，汽车销售量上升也引导了国际原油价格上升，一些投行和国外的一些政府部门的领导到中国来交流的时候就说，你们汽车多卖掉 14%，这个油价能不涨吗？这个预期很重要。尽管我们汽车卖了很多，但是我们原油的消费量增长不多，只增长了 2 点几，中国人买了车之后不怎么开。但他们认为这个预期非常重要。

第三，人民币在贬值，价格也在上升。

第四，货币因素在这里面起作用。去年 6 月份开始 M1 超过了 M2，去年 10 月份 M1 慢慢涨，按照我们传统的解释，M1 连续增长超过 M2 6 个月左右，大宗商品价格一般会涨。所以今年 2 月份的时候，跟一些钢铁行业说，弄不好今年钢铁价格没有想象的跌得那么惨，有可能个别时候会涨，这里确实有 M1 上升的因素。所以 M1 的大幅度上升也是推动价格的很重要的原因。后面价格再往上涨，10 月份以后我觉得与中国房地产的调整有关系，房地产的资金进入大宗商品市场，推动大宗商品的价格增长。

我讲这个道理是什么意思呢？可能这一轮价格上升里有供给侧结构改革的因素，也有稳定增长的因素，更大的两个因素可能是人民币贬值加上货币原因造成的。大宗商品价格上升有没有可持续性？这跟刚才朱民他们讲的国际形势与国内政策的关系还是非常大的。我觉得经济上要管住的。是不是明年的投资增长速度就已经探底了？民营投资，包括制造业的投资，房地产的投资是不是探底了？探底的话，经济就有可能会升，甚至明年的速度会很快。我觉得重要的是，要考虑物价上升背后的真实原因是什么。真正由于需求面造成的因素不是主要的，很有可能是投机因素、货币过多的因素以及人民币汇率的因素。人民币汇率明年贬到什么程度，还有利润在负增长，很多问题我们确实没有讲的太清楚。

同时我们也看到，经济中存在的问题一个也没有根本性解决。

第一．产能过剩的问题，今年是钢铁煤炭，我们还有一些重要的产能过剩行业，像造船等比较大的行业，产能过剩

还是比较严重，这个问题没有解决。

第二，房地产问题。我今年5月份开会的时候就说，今年去库存不是用供给侧的办法解决的，而是用了货币拉动的办法，加上部分城市控制土地的办法，解决了部分城市去产能的问题。真正的房地产去库存，我理解有四条：土地制度要改革，投融资制度要改革，房地产税制要改革，户籍制度要改革。这几个问题一个都没有涉及到，你没有解决中国的房地产问题。按照现在的趋势下去，房价还是要涨，只是短期把这个需求压下来而已，并没有从供给端解决问题。

第三，一旦土地卖不下去，财政收入增长的困难又回来。

第四，我个人认为民间企业的积极性还是比较弱的，我不太同意民间投资探底了。关键是看大规模的基础设施建设投资，是挤出了民间投资，还是挤入了民间投资。现在看来，基础设施建设对传统行业带有挤出效应，但我们也看到对其他制造业已经有挤出效应。最近新兴产业投资也在放缓，已经有一定的挤出效应了。从整个国家来说，我们的投资板块可能对整个经济的挤出效应要大于挤入效应。

第五，汇率风险加债券市场风险。逻辑关系是人民币贬值的压力在加大，要防人民币继续贬。按照现有的汇率形成机制，资本是要管制的，利率不能往下降，可能名义利率要上升，债券市场可能要出问题。这是我们看到的非常重要的导致金融风险的链条。

房地产的问题上，我们也看到多多少少也有风险，总体上金融风险是在加大的。

我们看到，继续扩张的财政政策、货币政策的效应在下降。这些问题整体看下来，我个人觉得经济增长速度没有到底，应该还是继续往下走的趋势。什么时候到底，什么时候

出清？我个人觉得，如果中国经济要到底，还要看传统行业的投资，包括基础设施建设投资，资本产出率什么时候恢复到正常水平。传统行业产能要出清，投资基础建设的回报率至少跟国债利率水平差不多，那个时候经济有可能到底，但那个过程还得至少 2 到 3 年。

我觉得经济的增长速度是要下行的。下到多少呢？考虑到今年的汽车、房地产对中国经济的拉动作用，明年的 GDP 应该比今年至少要低 0.3% 到 0.4% 的样子。工业品价格有可能缓慢上升，主要体现在 6 大传统行业上。价格持续上升的可能性有多大，这是由前面讲的供求关系决定的。

明年下一步的思路是什么，我们现在的思路到底有多少是合适的？如果把 6.5% 作为目标，实际经济增长速度比这个要低。明年的政策取向，我个人觉得财政政策可能要比今年的力度大一点，货币政策应该比今年力度要小，甚至往中性转。明年要换届，稳中求进是必要的，不可能大规模增长。明年很重要的一点就是要防止金融风险加大，这样货币政策不可能太宽松，财政政策要再扩张一点。财政政策的怎么扩张？像美国一样减税还是扩大财政基建支出？是用现在的 PSL 办法，还是专项基金的办法，还是进一步扩大 PPP 的办法？我觉得更多地用 PPP 的办法支持一些基础设施建设的投入，同时可能更多地用于减免税率来支持民间投资。

供给侧改革还是要做的。明年供给侧改革的重点转向两个。第一是去产能，从现在的煤炭、钢铁继续扩刚才讲的造船等国有企业比较多的领域。第二可能是去杠杆，就是债务置换。怎么去做，这是一个问题。第三，我自己也提出建议，一般性的财政政策可以稳定不动，但在财政之外必

须搞一个类似特别国债或长期国债的工具放在那儿。解决什么问题呢？可能作为在出现金融风险的过程中，对央行、商业银行补充资本金的工具放在那儿，以防止经济出问题。我是从金融风险的角度上来讲，但也能算积极的财政政策，通过这么一种办法可以绕开两会，不用跟全国人大说财政赤字搞了多少。其实就是搞了一个类似的基金，用于财政上把钱随时用于经济发展中出现的问题，甚至作为支持 PPP 发展或基础设施投资都可以。本质上财政政策还是扩张。明年要把防风险放在稍微重要的位置上。

我主要的观点大概就是这样，谢谢大家！

权衡：下面请上海新金融研究院学术委员李迅雷。他演讲的主题是“2017 年经济走势基本判断”。

李迅雷：2017 年经济走势基本判断

李迅雷（上海新金融研究院学术委员）：我非常荣幸能够在这里跟大家交流。祝宝良老师讲的非常好，我基本上同意他的观点，所以他前面讲过的部分我就简略了，讲一些我认为大家考虑得比较少的方面。

第一个基本判断，我也觉得经济是减速，因为全球经济在减速，欧洲经济不行，整个欧元区经济在往下走。美国经济虽然有个反弹，但是总体来讲，我觉得它也是弱反弹，不是强反弹。

总的来讲，我们在判断每一年经济的时候，不要刻意去找今年或明年是不是最关键的一年。有句话说“年年难过年年过”，总还得过，也不一定马上就要达到一个转折点。虽然川普上台对美国经济是有利的，有助于美国复苏，但它还

是要以财政赤字增长为代价。所以总体来讲，我觉得财政刺激必然会带来利率往上走，所以任何一个政策的出台都是有代价的，我们很难找到一个没有成本的政策。

从目前来看，货币宽松流动性的拐点可能已经出现了，无论是人民币汇率也好，还是整个亚洲的货币，都在贬值，这也是过去宽松政策所付出的代价。今年前三季度，中国的经济走势还可以，至少走了“L”型。这个“L”型所付出的代价很高，就是货币政策的宽松加上财政政策比较积极。前面祝老师也讲到，金融化的财政支出在大量增加，为求得一个经济的“L”型，我觉得付出的成本是偏高的。

很多人都问，什么时候见底？我觉得这个问题没什么意义。

第一，经济往下走是一个大趋势，因为你的经济体量在增加，这是一个数学问题。体量大的话，经济速度肯定会降下来。不可能你的体量越来越大，经济还会在这个位置上再起来。

第二，长期趋势问题。我觉得这是由人的年龄决定的，我们越来越老龄化了，和平的时间越长，经济肯定会走向衰退的。因为和平时间越长，科技进步，医疗养老这方面就发达了，然后你的寿命又长了，寿命长了之后，你的抚养比就上升了。美国、日本等抚养比都往上走了，而中国的抚养比在 2012 年之后也往上走了。所以说导致经济下行的根本原因是人口老龄化，是因为没有战争的和平，这个趋势是漫长的。

如果和平延续下去的话，全球经济的增速都会降下来，投资的需求也减少了。消费对经济拉动的作用基本上是中性的，今年消费对 GDP 的贡献增加到了 70%，但这主要是因

为投资增速下降了，出口可能是负增长。中国的出口在全球份额里已经接近 14% 了，进一步提升很难，所以明年的出口还是不乐观。三架马车就靠投资来拉动，而投资里主要是靠基建投资和房地产，基建投资是靠政府加杠杆，房地产投资是靠居民加杠杆，这两个杠杆一加，投资还是能够保持平稳，对于 GDP 的贡献相对大一些。总体来讲，今年 GDP 的增速是 6.7%，明年的话应该是 6.3%。今年的投资是靠政府加杠杆，居民加杠杆，那么明年政府还得加杠杆，居民的杠杆率水平可能要走平。这样一来你就少了“一条腿”，本来是居民跟企业。今年我们拉动经济增长，一个房地产，一个汽车，这是两大动力。明年汽车销量增速肯定会回落，房地产销量肯定也会有回落。销量回落的话，最终会在明年 6 月份左右使投资增速，这样一来明年的支撑点就显得不足了。

我同意祝老师的说法，明年的政策还是靠财政，就是货币要收紧，货币收紧导致的是利率上行，利率上行对资产泡沫又是个挤压。我们的问题是越来越多，这几年我不担心会爆发金融危机。去年年末我写了一篇文章，我说今年应该不会爆发金融危机，我觉得明年恐怕也不会爆发金融危机。但我们政策的调控余地越来越小，越来越窄。货币政策要收紧也不敢严厉收紧，如果严厉收紧的话，那么利率大幅上行，就会挤泡沫，泡沫一破就是金融风险了。所以泡沫又不能破，经济又不能出现明显大幅下滑，在这几个方面要取一个平衡点。那你的政策又有多大的调控余地？所以我认为这空间不会太大。

我们现在的财政赤字主要狭义的，主要指一般财政预算的赤字，加上政府基金，占 GDP 的比重是 3%。按照我的计算，今年广义的财政赤字，加上发改委发的债，加上一些

PPP 里的公共投资部分，再加上地方政府搞的企业、产业引导资金等，还有三大政策支持银行，这样算起来的话，财政赤字率大概要 5%-6%，这已经是过大了。

今年还有一个数据我觉得很有意思，虽然今年的 GDP 增速是下行的，但今年的 GDP 增量创了历史新高的，这也是财政大量投入的结果。

在这种情况下，明年财政政策不是说应该积极还是收紧，而是你不得不积极，你只能够选择积极的财政政策，而且整个财政赤字率水平也不会比今年低。即便不比今年低，经济增速也下来了，所以经济是往下行。

我觉得明年要担心的问题就是金融风险。就业没什么太大问题，劳动年龄人口数量在下降，所以 GDP 即便回落一点，也不用太担心。而且我建议统计局把 GDP 计算的口径进一步扩大，这样可以减轻 GDP 目标对我们的压力。有很多民间的交易没有纳入到 GDP 中，尤其是第三产业的部分没有纳入到 GDP 中去。我觉得这块是可以纳入，这样使我们的压力可以减轻，否则你付出的成本太大。总体来讲，我觉得货币还是超量发行。

我一直在思考一个问题，房价为什么不跌？最近上海在上升，又来一个更加严厉的房地产调控。为什么在国庆之后，大家都以为政策出完了，上个星期又一个新的调控？说明上海房价根本就压不住，压不住就是一个货币现象。上海的人口流速已经放缓了，但货币的流量还是很大。货币的流量大是因为老百姓还是有钱。你说老百姓有钱，肯定会有很多人跳起来反对。但我看过两个数据，2014 年国家统计局的实物资产账户里有一个数据，就是住户部门的可支配收入总额（住户部门包括居民和个体工商户）减去国家统计局

抽样调查的居民可支配收入，住户部门的可支配收入多了 11 万亿人民币。那么多的部分难道都属于个体工商户所创造的利润吗？显然没有那么多。说明我们对居民实际可支配收入到底是多少，没有一个确切的数据来估算。如果按照这样一个情况推断房地产泡沫，当然是很大的泡沫。如果把这块重新修正的话，我觉得居民可支配收入肯定是被低估的，但低估多少没有一个确切的数据。所以我觉得房地产风险不是太大，这不意味着以后没有风险，但这一两年未必会产生风险。

今年的房价上涨，居民加杠杆起了很大的作用（图 1）。居民的杠杆率水平，用一个非常狭义的、非常保守的计算，居民住宅的比重大概是 21%，美国次贷危机爆发的时候是 55%，目前是 40% 左右的水平，所以比美国要低了一半，这方面看来还是可以支撑的。

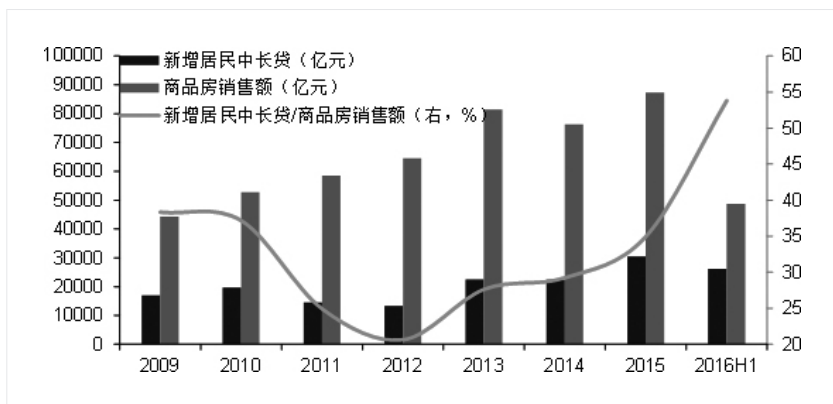


图 1：2009~2016 年居民房地产投资加杠杆

中国经济还是有动力的。GDP 往下走是因为体量大了，

所以 GDP 往下走是个自然现象。亮点还是有的，这个亮点就是大城市化，居民从三、四线城市往一、二线城市迁徙，带来产业结构的变化，带来了一、二线城市房价的上涨。目前中国大城市化率的水平只是美国的一半，所以发展空间还是有的。中国比起日本、韩国来，大城市化率就更低了。

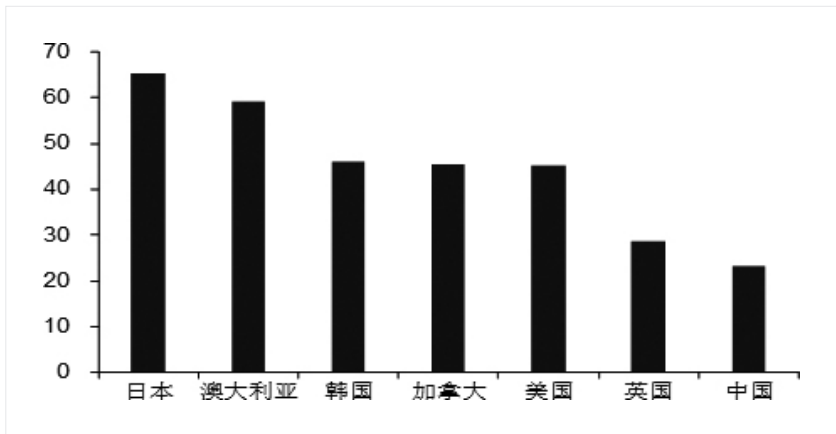


图 2：部分国家的大城市化率（2014 年统计数据）

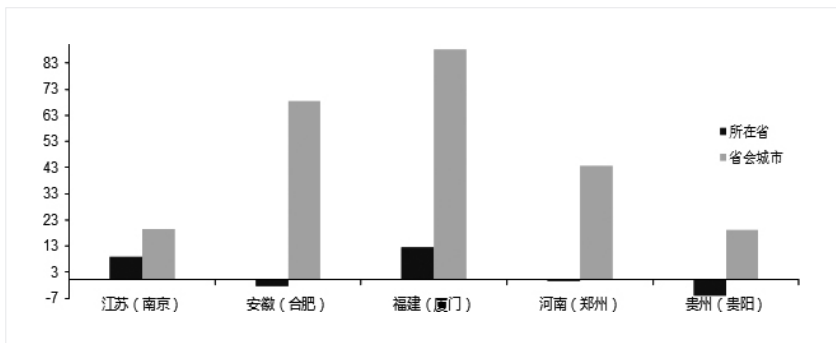


图 3：2000~2015 部分二线城市人口变化 (%)

从图 3 来看，我觉得今年一线城市房价上涨，更多是货币的现象。二线城市房价上涨，更多是人口的集聚。

从长期来看，我觉得房地产是有泡沫的。中国只要一个东西有泡沫，所有东西都有泡沫。因为货币可以从一个地方流到另一个地方，本身就是资产荒。这个地方有泡沫了，其他地方肯定也有泡沫，泡沫是不能回避的，只不过是泡沫什么时候破，怎么破的问题。

房地产去年只有 1% 的增速。今年因为居民加杠杆，政府也加杠杆，所以投资增速回升了。但长期来看，我觉得应该是负增长。如果 2017 年没有负增长的话，2018 年房地产投资应该也要负增长，这对经济是负的贡献。

现在风险在房地产领域里暂时稳住了，前提是利率不继续往上走。如果利率继续往上走的话，只要一个地方泡沫破灭，可能会引发其他地方的泡沫破灭。现在一个不好的情况是，全球的流动性拐点已经出现了，整体利率在短短一个多月时间里，十年期国债大概就上升了一百多个基点，这是明年遇到最大挑战。

在过去四十多年时间里，新兴市场的货币平均贬值了。发达市场的货币对美元升了 15%。这四十多年是一个大的趋势，我们一年两年看不出趋势来，五年十年也未必是个趋势，但是四十年应该是趋势。新兴经济体的货币长期都是贬值的，中国也是个新兴经济体，它的汇率水平会怎么走？我用了两种测算，一种是通胀，就是在过去 12 年中，我们的通胀率相对于美国升了 30%，但名义汇率升值了 33%。从通胀的角度来看，人民币是被高估的，这是假定 1998 年 8.35 的汇率是一个合理水平，如果不合理的话，人民币往上调是应该的。

所以总体来讲，我觉得不能够推翻人民币被高估的结论。另外从货币发行相对 GDP 增速来讲，也是被高估的。具体内容因为时间的关系不展开了。就是我们的货币发行过多了，货币所导致的经济增长效率越来越低。美国的货币也超发了，也导致了它效率的下降。都下降，但中国的下降更多。所以从这几方面都可以判断，我们面临人民币贬值的压力，在这个压力下，最应该防止的是一致预期。如果一致预期的话，会导致下行速度加快，这样就容易引发金融风险。所以去年对股市的去杠杆，防止了股市泡沫所导致的金融风险。今年对房地产去杠杆，又防止了房地产泡沫破灭导致的金融风险。很不幸的是，我们现在又面临汇率的风险。汇率的提高会迫使国内利率水平提升，这会不会引发金融风险呢？所以从这个角度讲，我觉得明年最大的担忧还是金融风险的问题。

我的演讲就到这里，谢谢大家。

权衡：感谢李迅雷先生的演讲，他系统分析了“三架马车”投资、消费以及贸易。下面我们邀请重阳投资总裁、首席经济学家王庆先生，他演讲的主题是“辨析去杠杆”。

王庆：辨析去杠杆

王庆（重阳投资总裁、首席经济学家）：大家下午好！非常荣幸有机会参加这个论坛。前面几位嘉宾无论从国内、国外，还是长期、短期，都对中国的宏观问题做了非常全面的分析。我今天讲一个非常具体的问题，及中国去杠杆的问题。去年中央政治局会议提出“三去一降一补”以后，10月底的政治局会议特别总结了相关进展，特别提出去杠杆的进

展不是很明显，所以中央有一些新的举措。去杠杆的问题到底如何理解？它对宏观经济的影响比较大，我谈谈我的理解。

我们这几年的杠杆率的确上升很快。企业部门的负债水平最高，而且上升最快，这是一个基本的事实（图 1）。

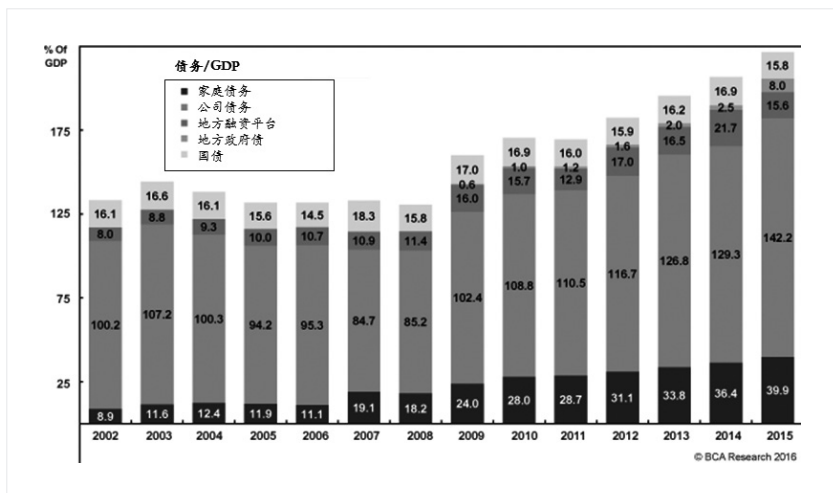


图 1：2002~2015 我国负债主体的债务占 GDP 的比重

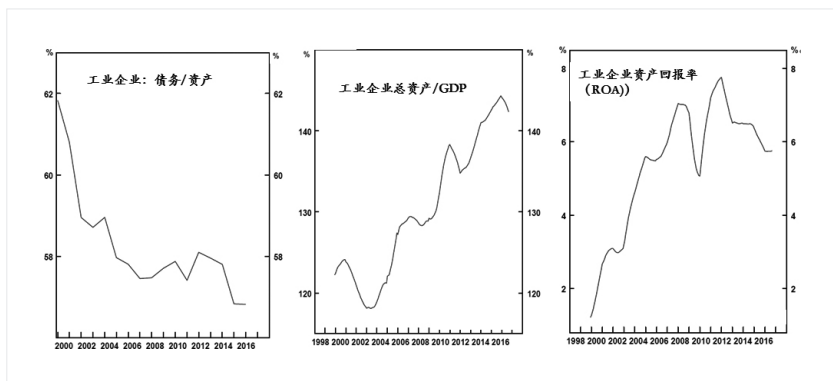


图 2：债务上升的同时，资产上升更快

如果关注企业负债水平的话，我们看图 2，左边是债务占资产的比重（债务资产比），比重是下降的，什么意思呢？债务上升的同时，资产上升更快，以至于债务和资产的比重是下降的，这是一个很重要的事实。为什么资产上升这么快呢？因为中国工业企业总资产占 GDP 比重上升很快，中国现在到了一定的发展阶段，资本的密度比较高。对应的工业资产回报率是有所下降的。

我们现在面对的事实，就是中国的负债率在上升。但从资产负债表两端来看，资产上升也很快，甚至比负债还快。因为我们现在到了一个资本密集型的经济发展阶段，而资产的增长对应的是负债的增长。

一个国家的债务对GDP 比率可以进一步分解为以下组成部分：

$$\frac{\text{负债}}{\text{GDP}} = \frac{\text{负债}}{\text{资产}} \times \frac{\text{资产}}{\text{销售}} \times \frac{\text{销售额}}{\text{利润}} \times \frac{\text{利润}}{\text{GDP}}$$

↑
↓

图 3：辨析杠杆水平——杜邦方法

我们对整体负债水平做一个剖析，用所谓的“杜邦方法”。整体负债率是在上升，我们需要关注的是它的几个组成部分如何发生，前面提到负债占资产的比重是下降的，整个的上升必然是后面三项带来的，所以我们需要了解后面三项的变化。

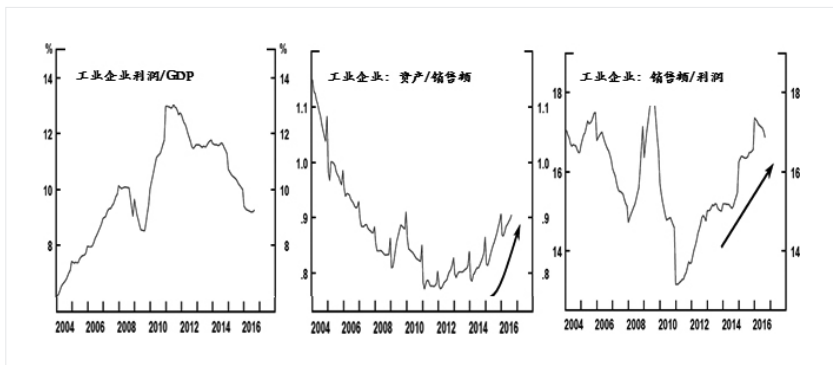


图 4：辨析杠杆水平——后三项

图 4 中，利润占 GDP 的比重是下降的，资产占销售额的比重在上升，销售额占利润的比重在上升，一个在下降，另两个在上升。从总债务率的上升来看，应该聚焦到资产占销售比的上升，和销售占利润的比重在上升。

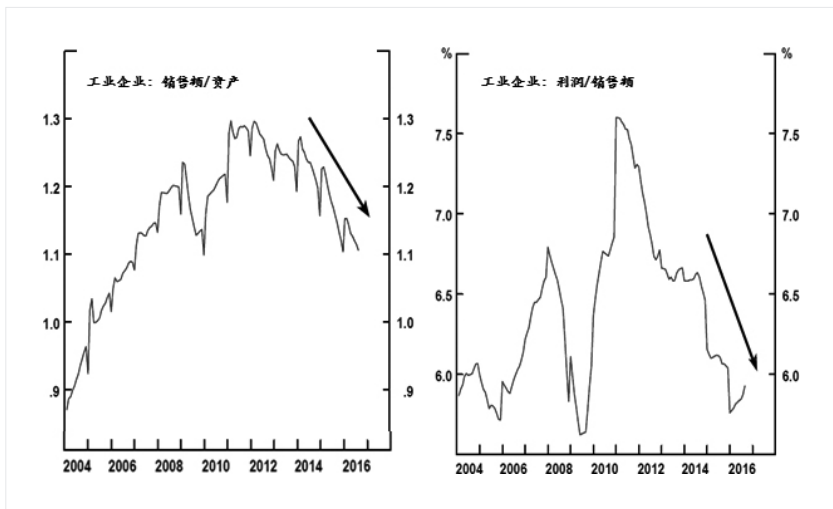


图 5：企业效益恶化：资产周转率和销售利润率下滑

怎么理解这两块的上升呢？这两个比例的倒数就是很明确的财务指标，倒数是指销售额占资产的比重、利润占销售额的比重，一个是财务上的资产周转率，一个是销售利润率。负债上升的问题就进一步聚焦为企业效益的恶化，是资产周转率和销售利润率下降带来的。我们如何理解债务问题呢？与其说是债务问题，不如说是资产质量恶化的问题，而资产质量恶化具体表现为资产周转率的下降。

经济增长到现在持续下行。刚才从蔡昉教授的分析中也看到了，我们的负债率在持续上升。资产负债率上升的过程更多地跟一个国家的经济、金融周期是相关的。研究表明，我们的金融资产周期和经济周期不同步，金融周期很长，可能 10 年、15 年，甚至 20 年，而经济周期比较短，1 年、2 年，最长也就 7、8 年。

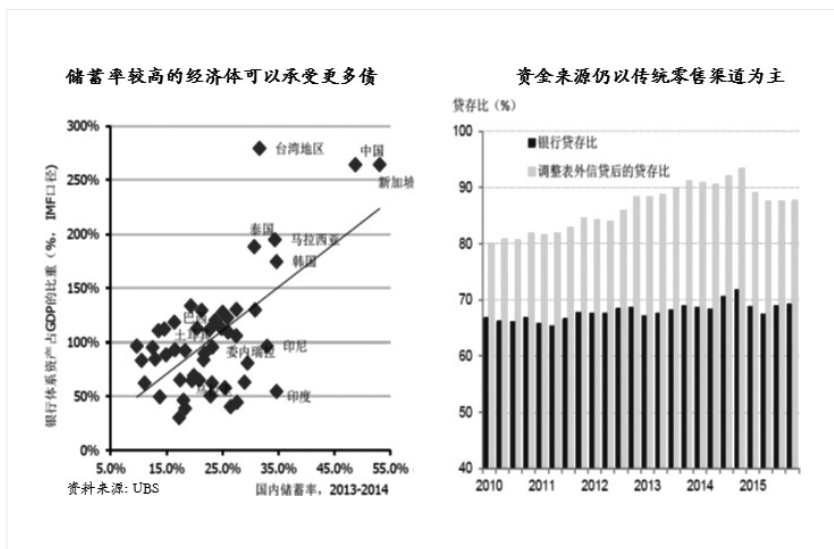


图 6：储蓄率水平和资金来源结构

前瞻性地看，尽管我们提出了去杠杆的问题，但杠杆率还会上升，因为金融周期的拐点还没出现。资产质量可能更多是微观的问题。从图 6 看，一个国家储蓄率比较高通常意味着这个国家的负债能力比较强，储蓄转为投资。如果都是直接融资的话，那么储蓄转为融资，经济增长速度很快，可以没有任何负债。如果都是通过银行来转化的间接融资的话，银行会形成负债。方式不一样，负债率结果也不一样。第一，储蓄率高对应的是负债水平相对较高，储蓄率高可以承受更多的负债。你可以说是宏观问题，但是背后有更深刻的原因。第二，杠杆资金问题也跟资金来源结构有关。

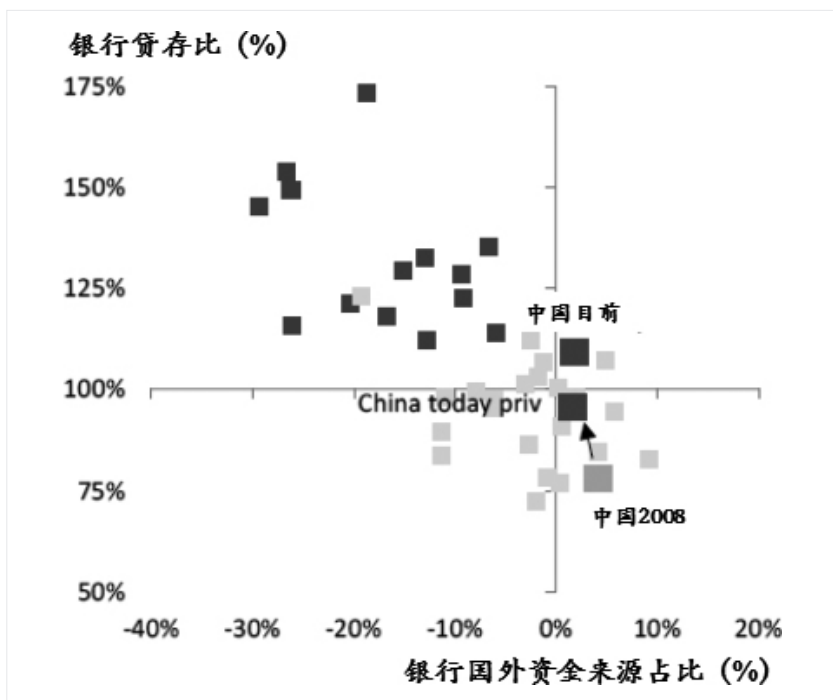


图 7：债务危机图谱：债务的融资结构更重要

图 7 的每一个点是一个国家，纵轴是这个国家银行体系的贷存比，横轴是这个银行体系来自国外资金的比例关系。如果贷存比是 100 的话，就是你的存款就全部贷出去。如果贷存比更高的话，银行的资金来源就不仅仅是存款，可能还有其他资金来支持贷款。横轴资金的一部分来源是什么呢？如果来自外债，从国际市场借资金的话，这个风险会比较大。当一个国家银行的贷存比超过 100，这个国家的银行体系就有国外的资金。所有蓝色的部分就是这个国家发生债务危机的时候。一个国家债务水平可以高，可以低，关键是看债务背后的资金性质。如果银行的资金主要来自于普通存款，这个资金非常稳定，理论上讲可以支持很高的债务。如果这个国家的资金来自于银行，而银行的资金只是部分来自于存款，另一部分来自于银行通过其他方式的融资（债务市场、资本市场的融资，所谓的批发式融资），能支持的债务水平不高，因为这个资金不稳定。如果是从国际市场融资的话，就更不稳定。如果一个国家依赖更多地依赖于资本市场上比较敏感的资金来支持债务形成的话，就容易出现债务危机。

中国的贷存比仍然没有超过 100，中国的债务形成主要是银行存款。老百姓的银行存款是很稳定的，不太容易触发债务危机。中国不依赖国际资本市场，是个封闭的资金市场，所以在这样的情况下可以容忍更高的债务。

日本是典型的案例，过去 20、30 年的经济这么弱，但是从来没有发生过债务危机。因为日本都是靠老百姓的存款放在银行里形成债务，贷款利率低，倒逼存款利率低，越低老百姓越存款，总之形成了貌似良性的循环，使得债务可以很高，但是仍然不会触发金融危机。而欧美国家很容易触发

危机，因为老百姓没有存款，不得不依赖于国际市场。

中国的债务问题与其说是绝对水平问题，不如说是上升速度比较快的问题；与其说是总量问题，不如说是结构问题。政府和居民的负债率比较低。与其说是负债问题，不如说是资产问题；与其说是宏观问题，不如说是微观问题；与其说是资本回报率的问题，不如说是资金性质的问题。

关于资金性质，我们也需要前瞻性地看。中国过去几年取得了金融创新的进步，从金融体系的资产性质来看，已经越来越多样化，体现在银行资金来源的结构也出现了变化。中国银行体系的资金性质主要还是以零售资金为主，老百姓存款为主，整个金融机构是非常稳定的。但其他资金来源越来越多，表现在银行越来越多的理财产品，而这些理财产品是通过资本市场、半资本市场、类资本市场形成的，这块资金在不断地增加，有点像批发式资金，就不稳定。

金融创新对提升中国金融体系的效率有帮助，但从应对危机和解决债务风险的角度来讲，它是有潜在隐患的。我们整个银行体系是这样的，中小银行体系更是这样。中小银行零售的渠道比较少，不能跟大银行比，所以它更多依赖其他类型的资金来支持贷款，支持企业的负债行为，中小银行比重的增加是潜在的风险隐患。我们没有债务危机的问题。但如果金融创新的进展太快的话，风险可能会产生，表现在银行，尤其中小银行的中介机构的资金来源，越来越短期化，越来越受资本市场波动的影响。在这种背景下，如果我们又出现了国际收支逆差，我们资金波动、资产价格波动跟国际市场相关的风险会增加。这个风险增加就可能触发债务风险。但是目前还不是问题。

去杠杆问题与其说是短期的问题，更多是中长期的问

题，而当前更应该聚焦的是资产的质量问题，解决这个问题恐怕要通过体制、机制的改革来提升企业的效应。中国杠杆率上升的现象未来好几年都会长期存在，这个问题也将一直困扰方方面面。我想利用这个机会跟大家谈谈我对这个问题的理解。希望对大家有所帮助，谢谢大家！

权衡：谢谢王总，非常好的分析。去杠杆、高债务问题，是从去年到今年学界讨论关心的问题。从经济学来讲，大家以往认为债务不是问题，因为有借有还，当然前提是经济的增长，包括资产质量的提升。我们在复旦讨论这个问题时讲过一个观点，现在企业负担重，很重要的原因是经济下滑太厉害，回报率低，利息率再怎么降也效果不大。在高债务的背后，也能够看出为什么民营投资在下降，回应了前面两位讲到的问题，这是连锁的问题。目前的风险还不是太大，但是要看到这个趋势。

最后我们请兴业证券首席宏观分析师王涵，他演讲的主题是：政策“再平衡”。

王涵：政策“再平衡”

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：非常荣幸第二次参加基金会的论坛。为什么讨论政策？很简单，因为今年的经济跟政策有很大的关系。我们做了简单的拆分，思考今年的经济到底是怎么企稳的？从拆分的情况看，房地产和基建的贡献是除了2009年外最高的一年。

房地产对经济的拉动是5.3个百分点，基建是3.3个百分点。我的理解是，去年中央政府担心的是两个事情：股票市场刚刚跌完，汇率市场的恐慌刚刚起来。我的理解是，转

型期的政策思维是一旦市场有恐慌，必须通过一切手段把恐慌扼杀在摇篮里。

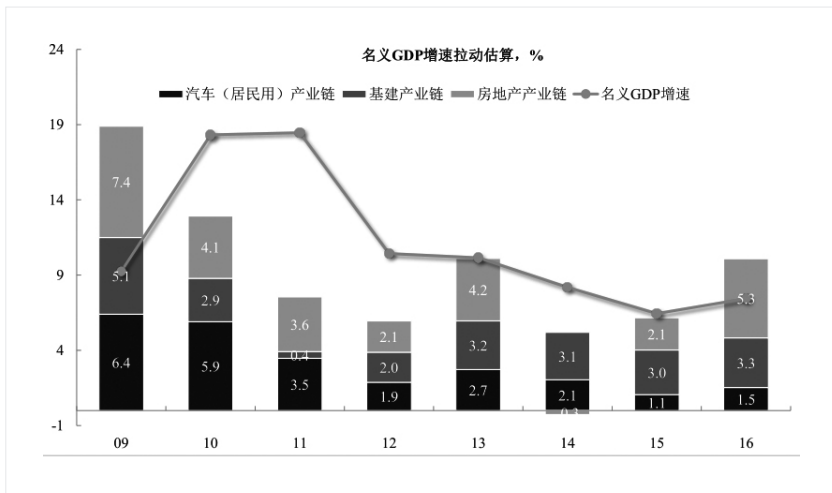


图 1：2016 年经济回暖的主要原因是政策

去年咱们的政府有点着急，我反而不太着急。今年的经济跟政府的刺激有很大的关系。接下来的问题就是，明年还有没有托底的可能？我自己觉得可能没有，这是我对明年经济比较谨慎的原因。这是考虑到几个方面的因素。

第一个是关于前面几位领导讲的关于特朗普的新政。我自己的理解，特朗普上台意味着全球的经济不是更好，而是更坏。什么意思呢？特朗普说要财政刺激，你把全球每一个国家想成一个上市公司。过去几年各国央行在基础市场买国债，QE 是在做什么呢？本质上是上市公司的大股东在出钱买自己的股票。今年的问题是什么？货币市场突然遇到瓶颈了，利率变成了负利率。如果纸币的价格是由利率来定的，

负利率说明没有人要纸币，中央银行的价值是存在问题的。

回到大股东买股票的例子，大股东不断出钱买上市公司的股票，买着买着发现大股东的信誉下去了，这个时候就不能买。这个时候它会做什么事呢？所谓的财政刺激本质上是什么？你把全球想成是一个产业，财政刺激本质上是上市公司掏钱自己去买这个行业的产品来解决供需矛盾。我买的东西可能是自己的，也可能是其他公司的产品。我们 2009 年做了一把财政刺激，最后的结果是澳大利亚和巴西的需求被我们拉起来了。

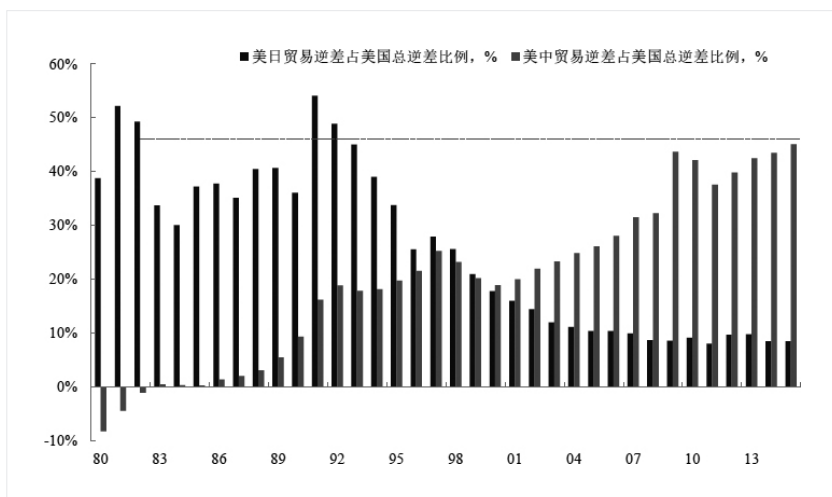


图 2: 政策再平衡 1: 汇率政策的再平衡

特朗普的财政刺激和贸易保护，本质上是买产品来解决供需矛盾，但要确保是买自己的产品，不买别人的产品，所以它的财政刺激一定跟贸易保护组合起来。贸易保护最后的结果等效于全球加税，这是我们现在所面临的宏观环境。

对中国的影响是什么？80年代全球出现贸易保护，贸易摩擦，那次受伤最大的是日本。从数据上来看，中国现在对美国逆差的贡献占到将近50%，这是80年代美日贸易摩擦时日本对美国的贡献度。

美国如果搞贸易保护，我们是首当其冲的。但我们跟当年的日本不同，我们的产业结构跟美国不互补。美国当年把日本盖下去以后，日本可以把产业转到美国，对美国来讲就是创造工作。中国如果把相对低端的产业向美国搬，美国人是愿意做的，这个时候的落脚点在什么上面？一定是汇率。

大家有没有印象，去年8.11汇改之后，特朗普竞选时就说要把中国经济定成汇率操纵国。为什么？第一，人民币对美元贬值会加大他的逆差。第二，美国大量企业在中国有投资，人民币贬值美元以后，其资产是缩水的。特朗普是上海丽思卡尔顿酒店十大股东之一，他的资产是缩水的。换句话说，我们的汇率市场明年面临真正的问题是什么？不是有贬值的压力，是你想贬，美国那边天天拿着贸易保护不让你贬，这是最大的问题。

现在唯一受央行干预比较小的市场，就是汇率的期权市场。图3的左边体现的是人民币贬值的预期，图3的右边体现的是崩盘预期。左边这张图告诉我们贬值预期依然存在，右边的图告诉我们贬值预期比去年8.11和今年年初低很多。为什么没有崩盘预期？很简单，人民银行今年把空方打爆了。

在这种情况下，我们的货币政策相对会紧一点，确保我们的汇率对美元不会贬很多。国内的货币政策，我觉得是明年的新变量，这是在过去一年没有出现过的。

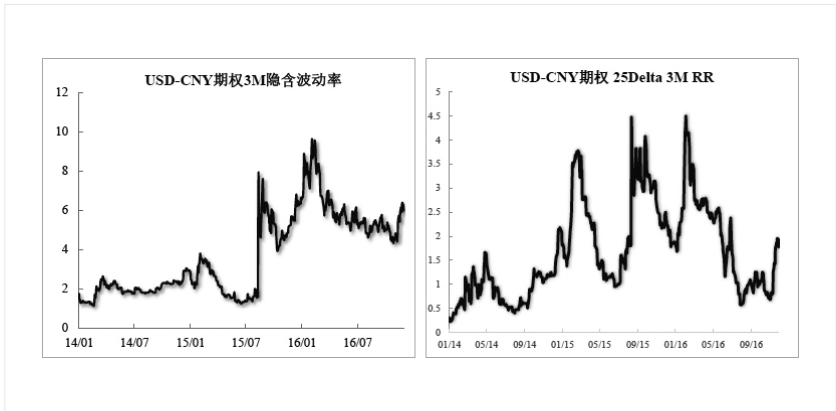


图 3: 汇率市场的“再平衡”？

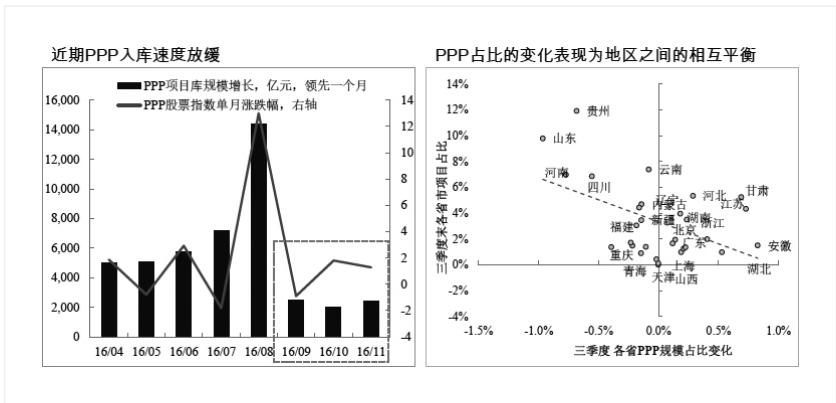


图 4: 基建投资: PPP 相关政策出现“再平衡”迹象

第二个是基础设施投资。今年大家预期非常高的 PPP，我们今年做了一个软件，能够实时跟踪财政部每一个库的情况。图 4 显示，9 月份以后 PPP 入库的速度显著放缓，具体什么原因我不清楚，也许是对项目的审批加强了监管，也可能是项目一开始比较多，后面比较少。如果延续现在的速

度，明年 PPP 的项目增长幅度可能比之前市场预期的总规模（20 万亿以上）低不少。

第三个是关于房地产的。中国房地产市场明年面临的问题是什么呢？一线城市是供给不足的。一线城市现在面临的问题是什么？为什么压不住？我们图 5 的左边，库存是很低的。以上海为例，上海现在的政策叫“2040 年之前人口不增”长，人口不增长意味着土地的供给指标起不来，需求旺盛，供给起不来，价格自然是涨。反过来，意味着我们在政策层面上对房地产可能会更加严厉。

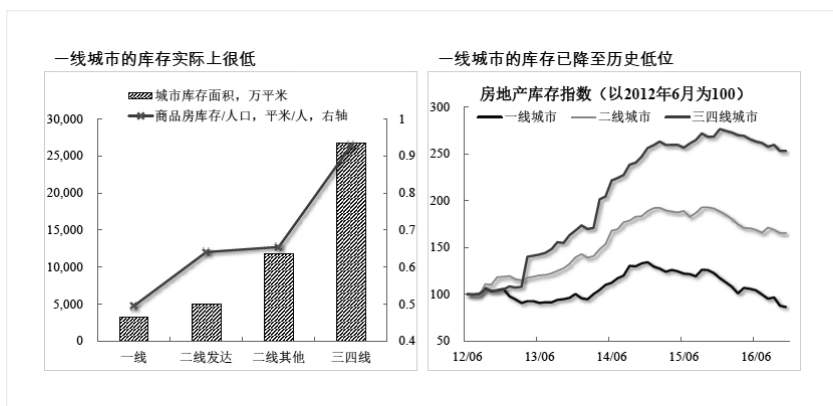


图 5：从“去库存”到“防止价格过快上涨”：
房地产政策的再平衡

最后是关于通胀预期的问题，这个就不多讲了，今年的情况就是经济还没反弹，价格先上去了，人民银行也会担心。还有关于金融去杠杆的问题，前面几位老师也讲过了，我也不多说了。

我们总结一下经济的情况。

第一，今年经济主要的贡献来自于政策托底。

第二，如果这个前提成立的话，现在政府对于汇市、房市、股市的担心要显著低于去年同期这个时候，也就是意味着 2017 年政府保增长的必要性是有的。在这个情况下，如果外面的汇率对我们有压力，导致人民银行该放的时候不能放，国内的金融市场可能会有压力。

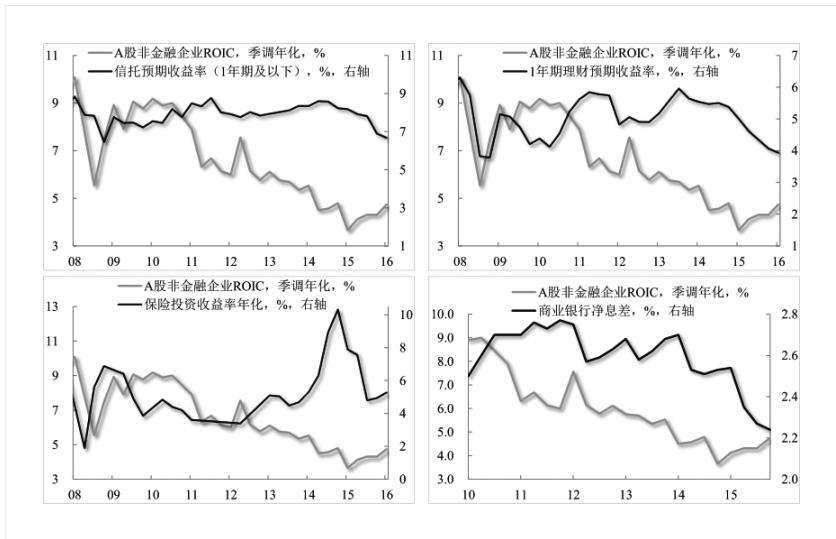


图 6：最终效果：金融与实体投资回报率的再平衡

图 6 的四张图简单讲一件事情，灰线是非金融企业的投资回报率，2010 年以后都是下行的。蓝线是信托、理财、保险以及银行业的投资回报率，都高于实体。长期来看，金融的投资回报应该跟实体拉平。什么情况下金融的回报会高于实体呢？第一，央行在放水，货币政策在放松，钱多了估值往上提。第二，老百姓的风险变化往上推，金融资产价格

往上走。现在这两个因素可能都没有。央行的政策被绑住了双手，明年很难有放松。今年大量投资者买什么？在买保本类的理财，买固定收益类的理财。去年大家都是买股票、基金，说明我们的风险偏好已经降下来了。明年最重要的再平衡，是金融市场的投资回报率可能会弱于实体。

时间的关系，就讲这么多，谢谢大家！

互动讨论

权衡：我们有接近 30 分钟可以用于讨论。先邀请四位演讲嘉宾上台，请大家准备提问题，或者发表自己的看法和观点。

刚刚四位的演讲谈到了中国供给侧结构性改革。第一位祝宝良教授对 2016 年的“三去一降一补”政策做了很好的评估，也让我们看到我们国家结构性改革的成效。第二位李迅雷的演讲虽然也是讲经济走势，但重点讲需求端的“三架马车”，通过风险变化的情况给我们增添了很多新的观点、新的看法。第三位王庆讲的去杠杆也是这几年的重要问题。高杠杆率跟过剩产能和高库存是有密切关系的。经济下行的时候，债务问题就会非常突出。预期回报率高的时候，企业不担心债务，银行也有现金流。但经济在下滑，所以企业债务比地方政府债务更加严重。最后一位王涵讲了金融政策的再平衡，非常好地梳理了贸易政策、汇率政策、房地产政策、货币政策以及实体经济和金融之间的再平衡。金融化既增加了经济学分析的难度，也增加了我们对经济观察的难度。下面把时间给在座的各位。

提问者一：我想问第一位发言人祝宝良教授。你前面提

到金融风险，也提到了国家可以发行特别国债，我关心的是居民投资回报这一块儿。有两个问题，一是什么样的固定资产收益类产品相对比较稳健？二是金融风险有可能会爆发在哪些领域？可以让我们选择产品投资的时候也有一些偏向。

提问者二：习近平主席提出很重要的战略就是“一带一路”，我想这个战略对于整个国家的发展包括解决过剩产能都是非常好的方向。我想请问一下两位王总，我们应该怎么看中国企业未来在“一带一路”的发展？是侧重于发展中国家还是发达国家？

祝宝良：你提出的第一个问题我只能提一个建议。在经济与跟金融风险扩大的过程中，从融资渠道来说中国发生风险的概率不大，这个观点我是同意的。但你得通过监管防止这些风险。在处置“僵尸企业”过程中，商业银行是不是要满足巴塞尔协议最基本的的资本出资率？我认为90年代初四大银行金融注资的模式是可以考虑的，还可以建立类似的基金，或者是发放国债。从风险的角度来看，这些比直接纳入财政预算会更好一些。

从经营风险的角度来讲，我现在担心人民币汇率的风险问题。人民币贬值以后，我们的汇率政策和货币政策是不是不敢过于宽松，甚至短期内流动性的风险是不是会扩大到债券市场，这是需要考虑的。

还有一个是关于人民银行和互联网金融的事。一般的投资公司告诉我们，表外的利率水平还是比较高，这个利率水平是跟特朗普有关系的，可能有这么一个渠道影响到金融风险。

王涵：我不太懂国家的战略，我简单说一下我的想法。我觉得咱们国家搞的“一带一路”绝对是好的。2008年到

现在，全球没有解决的问题是需求的来源问题，不论是中国搞供给侧的改革，还是美国再制造业化，都是在增加供给，最后是要解决需求问题的。我觉得习主席提出的“一带一路”把很多经济体通过经济纽带结合在一起。这个过程中，如果能做到降低各个经济体之间的贸易成本，实际上是可以解决一些需求问题的。但现在看来，特朗普提出的主张是在往保护的方向走。我们如果在“一带一路”上往前推进，一方面短期成本会上升，另一方面从中长期来看是大的方向，是正确的方向。

第二，关于新兴市场和发达国家的事情。新兴市场短期做项目比较容易，因为它们对经济的依存度更高，很多项目推行起来比较容易，但是个体的风险会比较高。发达国家可能准入比较难，尤其是在现在的情况下，如果对我们没有大量出口的话，可能不会让我们做大的事情，但如果一个项目能够落地的话，潜在的机制会更好一点。

王庆：我补充一点关于“一带一路”。经济学家不太看好，因为没有战略高度。从经济分析来讲，不论是“一带一路”，还是国内搞城市化建设，本质上都是靠基础设施投资来支持内需。基础设施投资本身的回报率是很低的，但是它有社会效益，就是所谓的经济外溢性。我们的“一带一路”是搞国际基础设施投资，如何保证国际基础设施投资的外溢性能够内化到企业，这是很重要的课题。我觉得中国现有的政治、军事实力很难做到内化。

相反，我们在境内做基础设施投资，虽然表面上项目收益不高，但老百姓企业可能受益比较容易，比较直接。所以我对“一带一路”的经济效应，包括长远的经济效益，是看不明白的，因为这些地区没有基础设施是有道理的，为什么

有些资金不去也是有道理的。

结合美国大选特朗普上台，“一带一路”的问题更有新的意义。如果美国全球回撤的话，要么中国填补美国的空白，要么中国也相应回撤，这样双方都各自顾及国内，各扫门前雪。我觉得后者对中国更有利。如果中国试图填补美国的空白的话，我觉得我们没有到那个实力。因为你做“国际警察”，是要有国际收税的权利的，你没有这个收税能力，说不定会把中国的问题拖的更严重。

权衡：我稍微补充一点，我也赞成你们的顾虑和担忧。企业层面关心的是项目投资的回报率，这里有很多风险和不确定因素，因为它毕竟不是外援，不是发展经济学所讲的援助。有一些专家认为中国的“一带一路”是援助，是政府掏钱你们去做。但是“一带一路”是政府搭桥进行经济创新，一定要按照市场的规则来做。从这点来说，企业一定要算帐，否则是做不好的。我们很多境外的园区建设，很多项目的谈判非常艰难，有的外国合作方认为，你要“一带一路”，那你为什么还要跟我斤斤计较呢？

但是，从宏观经济和世界经济的发展来讲。中国搞“一带一路”倡议更有积极的效应。因为有逆全球化的势力的存在，的确需要中国继续推动全球化往前走，中国是上一轮经济全球化的获益者，毕竟全球化背后是市场化在驱动，在全球范围内来配置资源是大趋势。

之所以出现逆全球化的思考，不是全球化本身出了问题，是因为全球化的负面效应在全球经济衰退的背景下放大了，包括收入不平等加剧、失业加剧等，这些问题使得大家要各扫门前雪。越是在这样的背景下，中国越是要高举全球化的大旗，“一带一路”恰恰在这样重大的关口有很多积极

的意义，包括推动国际投资、国际贸易、基础设施建设等，都是降低全球贸易的成本和门槛的。我们自己内部也要有很多改革，要把它做好。

从国内来讲，这也是中国全面开放的重要部分，我们讲的是开放，不仅引进来。我们以前是引进为主，现在当然也要走出去，真正的经济强国不仅是引进外资，更重要的是要投资，要走出去，这才是我们讲的中国经济的全球化布局。“一带一路”对中国的对外开放，有这个战略意义。但是做的时候要小心，一定要一个项目一个项目推，要把沿线国家的风险、机遇算好，走稳走好，争取有一个成功一个。我们过去没有搞“一带一路”的时候，中国也有对外投资，你看到的很多是失败的案例。原因是当地发生内乱，撤人都撤不及，要派我们的人过去接回来。所以一定要有前瞻性和预见性，这是我个人对这个问题的回答。

提问者三：我看今天的题目“稳增长、防风险”似乎中国可以做到，因为中国有很多工具来做这些事情，中国也有很多外汇储备，也能暂时和美国较量一下。但是最后的“促改革”，我觉得短期内中国也许可以，但从长期来看，中国在体制、经济结构、创新能力上远远不如美国。我们经常谈经济，但这方面没有看到非常根本性的改变。怎么看这个问题？

提问者四：我注意到一个问题，为了实现翻两番的目标，接下来每年我们都要维持 6.5% 的增长，为此我们必须一直搞财政刺激。一方面搞财政刺激，另外一方面增加了援助，弄的国富民穷。我想什么时候我们可以明确地放弃翻两番的目标，什么时候能够明确地放弃 6.5%？我觉得这个是有必要的。

提问者五：我的问题是，房价对中国经济增长有正的贡献，但同时实体经济也产生了巨大的冲击，产生了负面的作用。房地产目前好像压制住了，增幅不是很大，但还是在涨。供给没有增加，房价还会继续涨。对中国经济未来的影响是什么样的趋势？

李迅雷：确实，房地产是“双刃剑”，任何一个东西的刺激都是有代价的。今年初，因为怕经济有比较大的回落，所以降低了首付比率，今年的利率水平也是下降的，导致房地产上涨，对经济确实是拉动了。

同时我们不能回避的问题就是收入差距。像上海，卖一套房子就可以赚 1000 万，在西部地区一套房子也就 100 来万。收入分配的差距在缩小，但没有明显缩小。财产性收入差距又在扩大，这确实会导致经济的不平衡。我觉得这是现在面临的问题。

总体来讲，我觉得大家讨论很多，觉得这个可以平衡，那个政策可以来解决问题，但我觉得有一点始终是解决不了的，就是钱放得那么多。热钱会不断地从一个领域转到另一个领域。我们又想利用金融创新，利用大众创业、万众创新来拉动经济增长，但是实实在在的就是钱肯定是发多了。这个问题不仅会冲击到房地产，还会冲击到汇率、股市。你要收紧货币，又会导致利率上升，我觉得可能是无解的。

就像我们做数学题一样，明明是无解的，搞了很多假设还是无解。全球经济也是一样，现在陷入到无解当中了。我们能够做的就是延缓，通过各方面的手段来延缓，但是真正要解决的话很难，包括改革也是一个伪命题。

为什么日本就不改革呢？如果日本也能通过改革解决问题，那日本不也就改革了吗？我们不是说没有改革，能改

的东西都已经改了，遇到的都是不好改的问题。但我们可能要反思一下，这个东西为什么要改革，但迟迟不能改？这些确实是现实问题。

王庆：我问李老师一个问题。你说是无解，我想象一种情景，如果人民币对美元贬 30% 的话，我们的金融业会不会大幅提升？实体经济的回报率会上升，资金会不会回到实体经济当中去？这不是不是一个解？

李迅雷：这个是一个解，问题在于前面提出来的，你的翻番目标怎么实现呢？

王涵：如果人民币贬 30% 的话，房价也一样要跌下来。我们最近做了一些研究，中国的汇率和房地产同涨同跌的迹象非常明显。如果我们通过人民币贬值让大家继续生产给全球，凭什么你生产鞋子、袜子的人可以挣 1000 万？我觉得依然解决不了，除非你有大通胀。

王庆：刚才李老师提出来的问题是，房价在一二线城市的的问题更严重。我的意思是说，如果汇率贬值的话，后续的反应不是照样解决财富差距问题吗？另外，我们汇率经过了从 2005 年到现在八九年的升值，现在还活下来的出口企业一定是高资质的出口企业。现在如果贬 30% 的话，等于是对这些企业的补贴。李老师你解答一下。

李迅雷：你提的问题是非常好的问题。我觉得波动是正常的，平稳是不正常的。你看一下全世界绝大部分经济体，印度在 1990 年到现在有过 4 次负增长，现在再来看印度，印度是最有希望的。我们特别在意经济增速不要有大幅波动。股市是要有波动的，有得必有失，我前面讲的无解的假设条件，就是你在什么都要的情况下，就是无解。你如果放弃什么的话，就有解了。我现在感觉，在 2020 年之前恐

怕还是很难解决的，因为我们要稳增长，又要防金融风险，可能在这里面要牺牲些什么东西，前面那位女士也提到改革是要有所牺牲的。

祝宝良：今天我们听了蔡昉老师的观点，潜在增长率是 6.2%。他有假设条件，如果改革成功了或者再增加点人口红利，可以到 6.7%。刚才这位女士也讲了改革是有难度的。我个人感觉从政策的目标来说，如果潜在增长率是 6.2%，可能定在 6.2% 更好一点。在这个基础上再去努力一下，这就需要政策的调整。第二个问题，我也赞成房地产的事情上货币因素起了很重要的作用。如果我们考虑到利率的问题，人民币汇率的问题，中国 M1、M2 曲线上升的陡度要比美国、日本偏大一点，从货币上来说是这样的。在这种情况下，人民币贬值可能有一定的道理，但能不能通过贬值来解决这些问题？这可能就需要全球的协调机制，难度是比较大的。在这种情况下，这么多的货币确实要找一个地方，过去我们老讲池子的水能不能吸收掉，我估计得找出其他财产吸收一部分，因为这是一个综合作用的结果。我个人认为如果真的推改革的话，可能土地制度的改革能吸收流动性，这个问题在短期内是有一定难度的。

王庆：我们继续推改革，一种可能是刚才祝老师说的提供更多资产，包括土地政策的改革。另外一种可能，我们前几年进行的金融创新发生倒退，只有单一的银行体系，钱只能回到银行体系，出不去了。

祝宝良：感觉现在是要走这条路。

王涵：咱们的目标是要进入发达国家行列，全球 60 亿人，中国占四分之一，四分之一都发达了，谁下去？这里面有个很核心的问题，就是中国现在的整个改革，单纯做国内

的改革够不够？还是说要解决全球性的问题？我们都认为上海的房价太贵了，1000 万我也觉得贵。伦敦、曼哈顿的房子也 1000 万一套，我们为什么不觉得贵？因为觉得美国政治体系好，金融环境也好。这个定价跟 LV 与七匹狼的定价是一样的。这个过程中涉及到国家定位的问题，就是又回到我们一开始说的问题，为什么要去做“一带一路”，为什么要提出中华民族的伟大复兴？这不是简单的口号。如果在你的心目中，上海的房子永远是七匹狼的话，那就是贵，如果解决了国际定位的问题，真的伟大复兴了，就不贵了。

提问者六：如果明年金融产品的投资回报率会低于实体经济，我不知道所谓的金融产品是指什么？我早上看了金融国际的一篇文章，越看越不明白，我们明年究竟是买 A 股市场某一支看好的股票，还是买相对稳定的金融产品？

第二个问题，我觉得你们都是非常资深的经济学家，从央行来说，究竟是希望我们国家的货币相对于美元是强势还是贬值？作为普通消费者，这是我们需要搞明白的。如果是汇率下降，了对我们的出口是有好处，但我们究竟是希望它贬值还是高上去呢？

王涵：你说的这种看不清楚，是正常的。市场如果形成一致预期的话，你也没时间建仓了。

第二个是汇率的问题，汇率是一个国家所有资产定价的非常重要的锚。有的国家愿意汇率贬值，它对外的负债都是美元，美元贬值了负债率就下降了。也有国家不愿意贬值，比如说 1997 年的泰国，它的资产一下子贬值了，美国就以低价把它的资产买走。当泰币重新回到起点时，汇率是没有变化的，但资产是别人的了。每个国家的发展阶段是不一样的。

中国对外的资产大概是 6 万亿美金，对外的负债大概是 4 万亿美金。就像一个公司一样，如果这个公司资产大于负债，为什么要通过贬值来做平资产负债表呢？我刚才讲的汇率贬值过程，好比你这一家公司几十年的财富，一把打折让别人买走了。什么是货币国际化？为什么要通过贬值做国际化？最傻的事情是先贬值再国际化，你拿一张便宜的纸换人家的东西，等到货币国际化之后，结果人家拿一张升值后的纸买你更多的东西。

对于人民币没有大幅贬值的基础，领导们是真心的。但真正的问题是，所有的媒体和新闻都在说中国汇率有贬值的空间。中国对外的资产负债表是正的，为什么要贬值？

提问者七：一个国家的货币相当于上市公司的股票价格，就刚才拿出来的一系列数据，人民币在全球的货币池子中价值没有被高估？

王涵：第一，我觉得海外资产占总资产的比例也就是 3%。第二，货币超发是个伪命题，为什么呢？中国是 M2，美国做的是货币互换。如果把衍生品考虑进去的话，美国的货币比我们多的多，只是中国是以 M2 的形式体现出来，仅此而已。

李迅雷：我也补充一下，王涵有他的道理，他认为中国有最大的顺差。有一点我也比较偏向王庆的观点，如果资本账户不放开的话会怎么样，能不能挡得住？你想我们在全球扫货，中国人这么有钱，是挡不住的。

权衡：最后再次感谢四位的精彩演讲，还有台下的互动。本次论坛到此结束。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）