

研讨实录

第 103 期

103

2017 年中国经济论坛
——贯彻十九大精神，防风险重质量促改革



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802室 Address: Rm 802, 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
二〇一七年十二月

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，沙龙已经成为了基金会有一个品牌。

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

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

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

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

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一层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

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

编者的话

上海市政府发展研究中心和上海发展研究基金会联合主办了“2017年中国经济论坛——贯彻十九大精神，防风险重质量促改革”。上海发展研究基金会会长胡延照在会上致辞。中国发展研究基金会理事长、国务院发展研究中心原副主任刘世锦，上海市政府发展研究中心副主任周国平发表了主旨演讲。参加论坛讨论的专家有上海社科院研究员徐明棋，兴业证券首席宏观分析师王涵，东方证券首席经济学家邵宇，上海发展研究基金会特约研究员刘海影等，上海发展研究基金会副会长张立平、乔依德分别主持了讨论。专家学者们讨论了经济形势和未来趋势。较具代表性的观点是：中国经济未来走势呈现大L型加一些小的波动。中国经济的中高速增长平台可能在5-6%之间。根据国际经验，这样一个平台可以在10年或更长的时间内保持。随着人们预期的变化，人民币贬值压力会逐渐消失，如果中国转型比较顺利，人民币汇率中长期还是会进入上升的通道。

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

二〇一七年十二月二十八日

目 录

前言.....	1
会议议程.....	2
主办单位致辞.....	4
主旨演讲.....	7
刘世锦：如何转入高质量发展轨道.....	7
周国平：2017 年上海经济形势特点与 2018 年展望.....	23
互动讨论.....	32
专题讨论.....	40
徐明棋：2018 年世界经济走势及美欧经济政策走向.....	40
王涵：远方的风景：2018 年宏观经济与金融市场展望.....	45
邵宇：2018 分水岭：流动性尽头和勇敢者游戏.....	51
刘海影：中国经济反弹动力的延续性.....	53
互动讨论.....	60

前 言

党的十九大报告指出，我国社会发展处在一个新的历史起点上，中国特色社会主义进入了新时代。十九大精神将对我国的经济、文化、法治、安全、环境等各方面带来广泛而深刻的影响。刚刚闭幕的中央经济工作会议对明年经济工作做出具体部署，会议继续强调三大攻坚战，要围绕推动高质量发展开展经济工作，促进经济社会持续健康发展。

当前全球经济正在稳步复苏中，其中欧元区的回暖迹象非常明显，新兴经济体的整体发展趋势也比较乐观。IMF最近再次上调了2017年和2018年的全球经济增长预期，并第四次上调中国经济增长预期至2017年的6.8%和2018年的6.5%。另一方面，日益增长的反全球化势头是全球经济复苏的一个威胁，科技发展也增加了各国内部的不平等现象，以及因无法适应技术变革而产生的负面影响。中国的债务风险安全可控，但存在潜在的金融风险，结构性改革也将进入攻坚阶段。

如何深入解读十九大精神？如何贯彻中央经济工作会议对今后重点工作的部署？如何评估中国经济今年的运行情况？中国经济明年的状况将如何，哪些地方需要予以特别的关注？针对这些问题，上海市政府发展研究中心和上海发展研究基金会联合主办了“2017年中国经济论坛——贯彻十九大精神，防风险重质量促改革”。



会议议程

2017年12月25日 大宴会厅C厅	
13:00-13:30	签到
08:30-09:30	主办单位致辞 胡延照 上海市原副市长，上海发展研究基金会会长 主持人： 张立平 上海发展研究基金会副会长、 原上海国盛集团董事长
主旨演讲 主持人： 张立平 上海发展研究基金会副会长、 原上海国盛集团董事长	
13:40-14:10	演讲嘉宾： 刘世锦 上海发展研究基金会副理事长 国务院发展研究中心原副主任
14:10-14:40	演讲嘉宾： 周国平 上海市政府发展研究中心副主任
14:40-15:10	讨论
15:10-15:25	茶歇
专题讨论 1. 如何评估中国经济今年的运行情况？ 2. 中国经济明年的状况将如何？ 3. 明年中国经济哪些地方需要予以特别的关注？ 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长	
15:25-15:40	演讲嘉宾： 徐明棋 上海社会科学院研究员 演讲题目：“2018年世界经济走势及美欧经济政策走向”
15:40-15:55	演讲嘉宾： 王涵 兴业证券首席宏观分析师 演讲题目：“远方的风景：2018年宏观经济与金融市场展望”

15:55-16:10	演讲嘉宾： 邵宇 东方证券首席经济学家 演讲题目：“ 2018 分水岭：流动性尽头和勇敢者游戏 ”
16:10-16:25	演讲嘉宾： 刘海影 上海发展研究基金会特约研究员、 朝阳财富首席经济学家 演讲题目：“ 中国经济反弹动力的延续性 ”
16:25-17:00	讨论
17:00	会议结束



主办单位致辞

张立平（主持人，上海发展研究基金会副会长、原上海国盛集团董事长）：尊敬的各位嘉宾、女士们、先生们，感谢大家参加本次“2017年中国经济论坛”！我们今天的论坛范围不大，但到场的人层次都很高，我们还非常高兴地邀请到了国务院发展研究中心的刘世锦同志。现在我宣布“2017中国经济论坛”开始。

今年的论坛由上海市政府发展研究中心和上海发展研究基金会共同主办，会议的主题是“贯彻十九大精神，防风险、重质量、促改革”。这次论坛是在一个关键的时刻召开的，是在十九大后，也是在中央经济工作会议刚刚结束后。在这样一个时刻，我们来研究明年经济发展的走势，特别是在“防风险、重质量、促改革”上希望大家发表意见，为我们学习、理解、贯彻十九大精神和准确把握今后的经济形势提供宝贵的意见和建议。

我们先由主办方之一的代表、上海市原副市长、上海发展研究基金会会长胡延照先生致辞，随后由刘世锦同志和周国平同志进行主旨演讲。下半场我们会进行专题讨论，由多位专家发表高见。

首先我们邀请上海发展研究基金会会长胡延照先生致辞，大家欢迎！

胡延照（上海市原副市长，上海发展研究基金会会长）：尊敬的刘世锦主任，尊敬的周国平主任，尊敬的各位专家，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“2017年中国经济论坛——贯彻

十九大精神，防风险、重质量、促改革”。这次论坛由上海市人民政府发展研究中心和上海发展研究基金会联合举办。我谨代表主办方之一——上海发展研究基金会向参加本次论坛的各位贵宾表示热烈的欢迎！

这次论坛是在一个很有意义的时刻召开的，不久前党的十九大胜利闭幕，中央经济工作会议又刚结束。十九大报告指出，我国社会发展正处于一个新的历史起点上，中国特色社会主义进入了新时代。中央经济工作会议强调了稳中求进的工作总基调，并围绕着推动高质量的发展进行了重点工作部署。

回顾国内外的经济形势，总体状况是良好的。中国国家统计局12月份发布了一系列最新宏观经济数据，无论是经济增长指标、民生指标，还是结构、质量、效益的指标，都表明了中国经济正沿着稳中向好的方向发展，并且在提高质量方面取得了新的进步。中国目前的债务总体上安全可控，但也存在着潜在的风险。

国际上，美国经济继续向好，已经成为市场的基本共识。欧洲经济出现了比较好的增长势头。新兴经济体的整体发展也较为乐观。另一方面，世界经济也有一些不确定因素，美国政府的减税、缩表、升息政策的叠加效应尚待观察，欧洲宽松的货币政策有可能提早结束，日益增长的反全球化势头是全球经济复苏的一个威胁，各国内部的不平等现象日益严重，科技的快速发展也可能导致某些行业的大量失业。

如何正确解读十九大精神？如何落实中央经济工作会议布置的任务？中国经济今年的运行情况如何？明年的经济趋势是怎样的，要特别关注哪些方面？针对这些问题，我



们很高兴邀请到了多位国内著名专家学者，共同分析全球和中国的经济状况及未来走向，他们的演讲和讨论将有助于我们把握当前的经济形势，为经济工作和投资决策提供信息和参考。

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。

谢谢大家！

主旨演讲

张立平（主持人，上海发展研究基金会副会长、原上海国盛集团董事长）：接下来是主旨演讲。首先我们请中国发展基金研究会副理事长、国务院发展研究中心原副主任刘世锦先生作演讲，大家欢迎！

刘世锦：如何转入高质量发展轨道

刘世锦（中国发展基金研究会副理事长、国务院发展研究中心原副主任）：尊敬的各位领导，各位专家，今天很高兴有机会来上海和各位同志讨论一下十九大以后经济的走势，特别是怎么贯彻十九大精神，推动高质量发展。所以我今天演讲的题目是“如何转入高质量发展轨道”。

每次党代会开过以后，大家和过去的想法比较类似，都想着要大干快上。我也感觉到好多人都对十九大期待很高，十九大结束以后就希望能够大干快上。大干快上其实没错，关键问题是到底要干什么，上什么？十九大有一个很重要的判断，就是中国经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段，这是一个很大的转变。我看最近有这么一个解释，说我们在1978年以前基本上是搞阶级斗争，那是第一个阶段；1978年以后转入经济建设是一个阶段；十九大以后由高速增长转入高质量发展阶段，又是一个转折点。我觉得大体上可以看到这么一个水平上或量级上的转变。十九大报告中讲高质量发展阶段，我们对这个涵义还是要有足够的认识。

转入高质量发展阶段并不会轻松，十九大报告也专门讲

了一句话——“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”。这段时间矛盾、问题、难题还很多，这是回避不了的。转变发展方式，优化经济结构，转换增长动力，这实际上已经指出了下一步我们要干什么、上什么。

我本人领导的研究团队在 2010 年的时候，通过分析国际经验，就提出中国经济将下一个相当大的台阶，由高速增长转向中速增长。当时提出这个判断的时候，几乎没有人相信，包括一些领导同志。那个时候大家还是想着高速增长的时间越长越好，特别是在 2009 年和 2010 年的时候，刚刚经过金融危机的冲击，当时叫做“率先反弹，一枝独秀，风景这边独好”，大家不相信中国经济要下台阶。但是这个过程实际上已经发生了，在过去将近 7 年的时间里，虽然中间有点波动，但是大的方向还是一个回调的趋势。以至于到后来很多人没有信心了，说“跌跌不休”到底有没有“底”？我们判断，中国经济其实过去 7 年的时间由高速增长的平台转向未来的中速增长的平台，是一个转换的过程，这个“底”还没有找到，没有找到就一直还是往下走的态势。

但是从去年开始，我们就提出中国经济已经开始触底，逐步转入中速增长的平台。理由主要是两个。从需求侧来看，过去推动中国经济高增长的主要是高投资。高投资主要有三个重要的来源，就是出口、基础设施、房地产。这三大主要来源，俗称三只“靴子”，基本上是落地了，我就不展开说了。特别是房地产，实际上它的需求峰值是在 2013-2014 年，此后的投资是一个回调的态势。从供给侧来讲，PPI 有 54 个月是负增长的，工业企业利润大概从 2015 年 8 月份以后的一年多时间也是负增长，去年下半年开始都恢复

了正增长，而且回升的力度相当大，大宗商品价格出现了大幅上涨。工业企业的利润，最近几个月的情况还是不错的。供给侧改革一方面用的是行政性的手段，但更多的还是市场的力量在起作用。供给侧的调整应该说基本上也到位了。“底”也看得见了。从需求和供给两个方面来看，我们得出一个判断，就是开始进入触底期。

2017年就是一个触底的验证期，应该说得到了验证。但是触底以后，很多人开始兴奋，说什么触底反弹，特别是炒股票的同志们，一听触底这个词，马上想到反弹。最近一段时间有一个概念叫做“新周期”。“新周期”有不同的含义，很多人非常愿意相信的一种含义是：相对于过去七年回落后触底，大幅反弹甚至重回高增长轨道，称之为“新周期”。前段时间有些人认为，中国经济会上7%，甚至8%都可以看到，并且持续若干年，这是一种比较乐观的判断。但是在我们的分析框架里，这个可能性基本上不存在。我也不排除有些时候采取一些特殊刺激政策，也许会上7%，但也就是一两个季度，一年肯定撑不下来。而且大起以后肯定会大落，中国经济会经历一个大的折腾。从潜在增长率来讲，也不支持这样一个大幅回升的“新周期”的判断。

过去七年中国经济回落的过程，不能由经济学已有的任何一种周期理论解释。我们的解释就是：10%的高速增长平台转入中速增长平台，是增长平台之间的切换，而不是一种所谓的周期变化，所以“新周期”这种说法从经济学理论上是站不住脚的。为什么有增长平台的变化？这是后发追赶型经济体“挤压式”增长的特有现象，比如像中国、日本、韩国、台湾、香港、新加坡等东亚追赶型经济体，特别是成功追赶的经济体，都经历了一段时间的高速增长而产生的一

种特有现象。

那又为什么出现这样的回落和增长阶段的转换呢？主要有三个方面的原因。一个是终端需求（包括房地产）和一些重要的工业产品（像煤炭、钢铁）陆续出现了历史峰值。我讲的历史峰值的意思是，在工业化、城市化发展进程中需求量最大的那个点，或者说增长率最高的那个点都出现了。出现了以后，中国经济就是一个往下走的态势，这是从长期需求的角度来看的。从供给的角度来看，人口和劳动力总量的结构已经发生了变化，可以说已经有了转折性的变化。资源环境的约束已经临近底线了，最明显的就是雾霾。我看上海的雾霾好像比北京还厉害，北京这个冬天是相当不错的，北京今年的雾霾是这么多年很少有的。这是环境底线的问题。这些因素出现以后，这两个平台的转换是势在必行的。

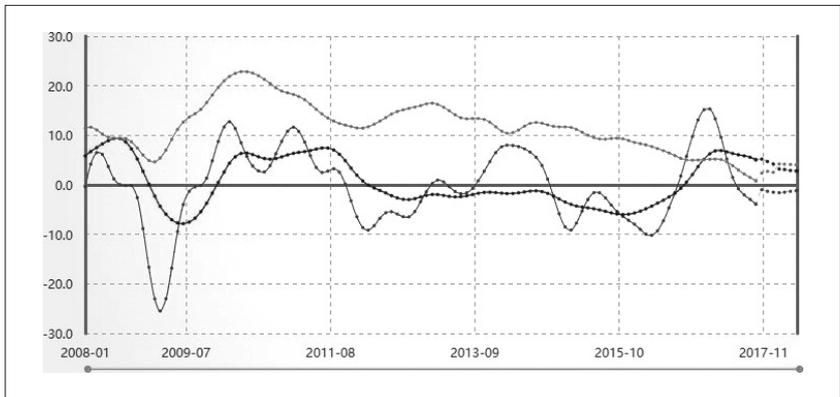


图 1：近期增长回升主要是存货拉动

去年下半年中国经济实际上出现了回升，我们做了一个互联网大数据的分析模型，就是经济活动的实时在线分析预测系统。通过这个系统的分析（图 1），最上面的浅绿色线是总需求，实际上并没有上升。深绿色线是存货，去年下半

年是回升的，带动了紫色线（PPI）出现了回升。但是高点已经过去，就是今年第二季度的时候。

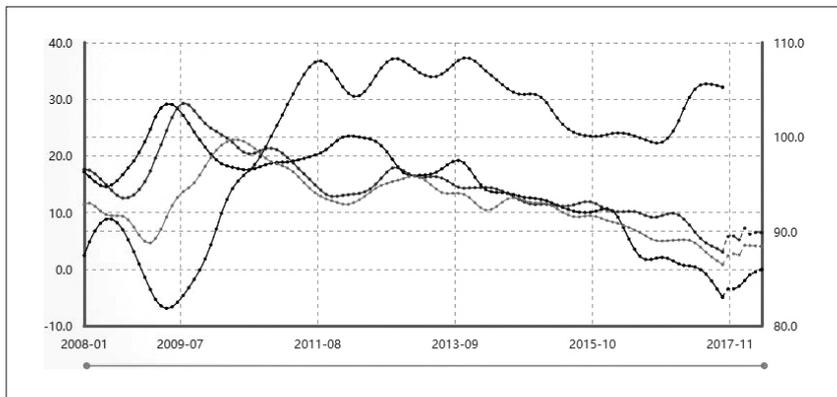


图 2：增长主要靠产能利用率提升

从供给侧来讲（图 2），最下面颜色最深的那条线是生产性投资（其中大部分是民营投资），那条线基本上一直朝下走。但是为什么产出在增加呢？看最上面产能利用率那条线，产能利用率提升了以后，产出就会增加。所以从去年下半年开始到今年上半年，经济的回升基本上是靠存货需求拉动和产能利用率提升而带动的，这样的回升是不可持续的。在今年上半年的时候，有些人对下半年的经济很乐观，认为增长率又要上 7% 了，但我们的判断是前高后低。

2018 年上半年总需求可能出现季节性回升。但是到年中以后，如果下一步去杠杆、防风险的力度加大，基础设施投资增速难以为继，下半年将会面临较大的下行压力。现在基础设施投资在终端需求中占的比重是最大的，这块主要靠地方政府的债务、地方政府的融资在支撑着。大家知道这次十九大提出的三大攻坚战，首先就是防范风险。防范风险中首先就是地方政府的债务，特别是隐形债务，这个是超过

预期的。公开的债务和隐形的债务比较起来，不是一比一、一比二，可能是一比三、一比四，甚至可能更多。这些如果不控制的话，是要出问题的。但是这个控制了以后，基建投资增长速度有一个下行，下行了以后整个中速增长的平台重心就会下移，当然这个幅度不会太大。因为出口、存货、生产性投资可能有不同程度回升，形成对冲。

总的来讲，中国经济就会进入所谓中速增长的平台，我们通常称之为大L型路线加一些小的W型波动（主要是存货、生产性投资波动引起的）的增长状态。简单来说，就是十九大以后，不能再延续过去的思维定势，又想把速度赶上去，中国已经不是那个阶段了。一定要搞清楚，阶段发生了变化了，高速增长期已经过去了，以后就是高质量发展。

对中国经济我就提一个基本的思路，就是要做实做优，而非人为做高。明年包括今后一段时间，可能要降风险、挤泡沫、增动能、稳效应，提高增长的稳定性、可持续性。降风险就是地方政府的债务风险，这个至少现在要稳住，不能再膨胀了，还有一些企业过高的杠杆率。挤泡沫，包括大宗商品的泡沫，特别是部分一线城市的房地产泡沫，这个可能上海也包括在内。增动能就是实体经济转型升级、创新发展的动能。稳效益，从去年下半年开始整个工业盈利状况其实是不错的，主要是上游行业盈利比较好，这个上游的盈利会逐步降低的，其他行业应该有一个比较正常的盈利状态。中国经济要避免这个问题，要形成比较均衡、比较正常的盈利状况，这对我们去杠杆以及中国经济长期稳定发展都是至关重要的。所以就是把风险降下来，把泡沫挤出去，使动能增强，使效益稳定，这样的话，中国经济的状况应该还是不错的。

增长速度应该是会有所下降的，但是只要刚才讲的几条实现了，其实中国经济状况还是很好的。到 2020 年全面建成小康社会目标，今后三年增长速度每年 6.3% 就可以了，没有必要太高。中速增长平台可能调整到 5-6% 之间，其实从中速增长阶段来讲，有这么一个增长速度也算是高速度了。所谓的高速度要看在什么阶段，在高速增长阶段，增长 7%-8% 可能是低速增长，到中速增长阶段以后，5%-6% 就是高速增长。这样一个基本状况出现以后，中国金融市场，包括人民币汇率，应该说压力最大的一段时间就可以逐步过去了，因为人们的预期会发生改变。过去 7 年是一直往下走的状况，现在进入中速增长平台以后，基本上走稳了，预期也会发生一些正面的变化。如果中国转型比较顺利，生产率提高，人民币汇率中长期还是会进入上升通道。

中速增长平台形成后，根据国际经验，将可能持续 10 年乃至更长时间。十九大提出的两个百年目标，2020 年全面建成小康社会，2035 年基本实现现代化，本世纪中叶成为社会主义现代化强国。这样一个增长状态为实现 2020 年和更长一个时期的目标打下一个比较好的、稳定的基础。

怎样转入高质量发展阶段呢？其实没有那么简单。不能说我们现在已经是高质量发展阶段了，我们现在应该正处于转换期。最近我也开了一些会，大家都想把这个标签贴上去，都要搞高质量发展。但是一听，还是过去那些事，还是要搞投资，还是要弄开发区、招商引资，还是过去那些办法。高质量发展到底是什么意思，其实并没有搞明白。首先，要把这个目标重新设定。这次中央经济工作会议讲了，发展的目标、评价和激励体系都需要重新构造。过去是 GDP 挂帅，现在可能大部分地方还是这个思路，但是这个

是要变的，以后要更多地转向重视就业。甚至有人提出，以后就把就业作为指标，把最重要的指标体现出来就可以了，这也是国际上通行的。质量效益、风险防控，比如说杠杆率不能太高，太低也不行，现在主要是太高的问题。稳定性、可持续性这些指标怎么体现出来？下一步理论上、政策上，统计部门包括各个地方都需要探索一些可行的指标体系。

这不是说不要 GDP 了，GDP 毕竟还是国际上通行的主要的统计方法。GDP 本身没有什么问题，而是过去我们在特定体制环境下把它用偏了。不是说不要增长速度，而是要长时间、高质量、高效率、没水分、可持续的尽可能争取到的高速度。刚才我们也讲了，如果说中国经济已经没有高速增长潜力，我们人为的一定要把它推高，那还是会下来的，最后一算总帐，增长速度其实并不高。我们讲质量和效益，最终还是想在相当长的时间，算总帐以后，GDP 增长速度反而是高的。GDP 将会成为一个预测性或结果性的指标。

第二个问题，怎么能够真正转入高质量的轨道？我认为很重要的一个问题是要重塑和提升高质量发展的地方竞争机制。其实中国这么多年成功的一个很重要的体制特点或者说体制优势就是“强政府+竞争”，这个是不能丢的。中国过去那么多年创造了那么多奇迹，包括高速增长，很多老外看了以后也想不明白中国怎么能发展这么快。这些做法是我们各级政府在过去很多年摸索的。我记得九十年代的时候，当时地方政府都是保护本地企业的。经过一段时间以后，发现保护本地企业不合算，还是招商引资比较好。儿子不一定能干，招个女婿能干就行，能攻坚 GDP 就行，所以才开始招商引资，招商引资其实就是开放。现在要搞高质量发展，一个是想不想的问题，认识的问题，更重要的还是会不会的

问题。到底什么叫高质量发展？现在大家提出来一个概念，具体什么办法还不知道。这个办法确实不是天上掉下来的，不是中央设置的，也不是办公室里想出来的，它一定还是要通过探索、试错、特别是地方之间的竞争而逐步形成的。

我想，下一步各个地方政府相互竞争的时候，省和省之间，市和市之间，县和县之间都在竞争，目标要从过去GDP优先转向聚焦高质量发展，竞争的内容也要相应调整。我从媒体上看到，上海最近的动作还比较大，讨论思考也在酝酿之中。促进产业转型升级的营造发展环境的竞争，培育创新环境、聚集创新资源、成为区域创新中心和创新性城市的竞争。其实不是哪个地方都搞创新，关键是一些区域性的创新中心或者创新型城市。中国这几年搞的不错，深圳、杭州、北京中关村地区，就是营造一个比较好的创新环境，但是只有这几个地方还是不够的，我估计中国起码得有十几个这种比较知名的或者是有影响力的创新中心。

既吸引中高级生产要素，又形成合理分工的竞争。这是什么意思呢？就是现在都在吸收大学生或者人才，但是你光有高端人口，没有中端人口、低端人口也不行。把低端人口弄走以后，高端人口的日子也不好过，这是一个人口生态的问题，也是一个竞争，是让人们生活更美好的城市发展模式的竞争。我感觉到，我们现在到这个阶段，特别要研究中国这个阶段发展的规律，我们这么多年老是在限制大城市的人口，其实最后也限制不住。下一步，中国转型升级创新驱动，包括刚才讲的高质量发展，基本上都会发生在大都市圈。大都市圈本身也是存在问题的，这个问题到底怎么解决，实际上是城市发展模式的竞争。现在看报纸的人也很少了，看网站的人也不多了，大部分人一半时间盯着微信，微

信上传播的消息都是按照他们的偏好来组织的。舆论中介现在已经不是官方发的，有些人觉得什么重要就传播什么。我觉得这对我们社会治理提出了一个非常大的考验。这次十九大讲的“人民美好生活的需要”，人们吃饱了穿暖了，社会物质文化生活这个需求从多数人来讲基本上满足了以后，不是说没有要求了，反而要求更高了。民主、法制、公平、正义等等，这些东西的关注度比以前大大提高了。我们社会治理方式到底怎么办？下一步中国在高质量发展阶段，大都市圈、创新中心、新兴产业基地等，各个地方都有机会，机会也很多，但是也不可能最后所有的城市都搞得一样。这些好东西能落在什么地方？很大程度取决于地方有没有自己的竞争优势。我们在大方向明确的前提之下，应当允许地方有较大的“自选动作”空间，允许有个性、有差别，允许试错纠错，在竞争中发现和推广好的做法和政策。

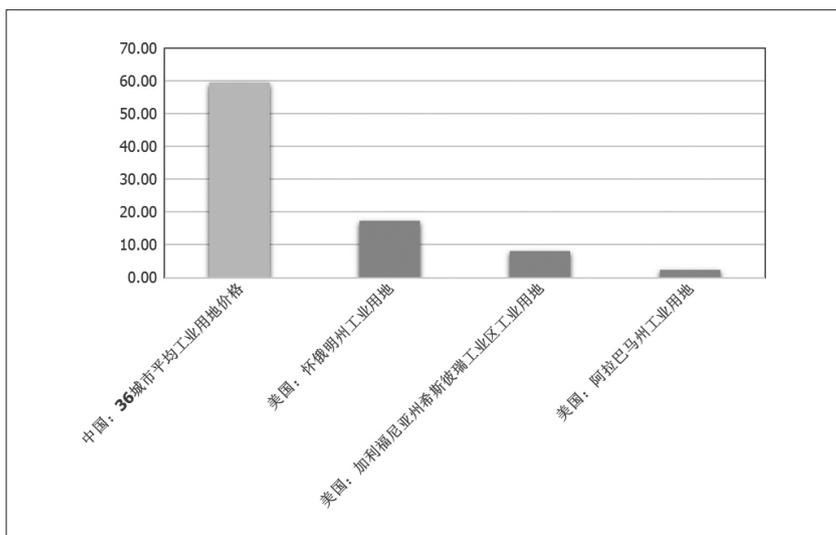


图 3：中美工业用地价格对比图（万元 / 亩）

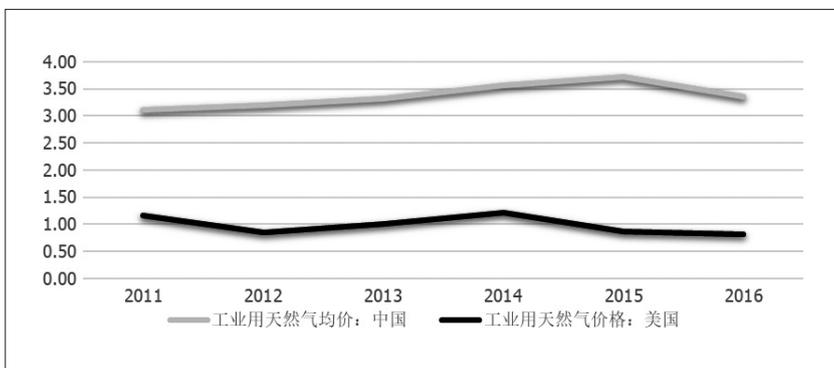


图 4：中美工业用天然气价格对比

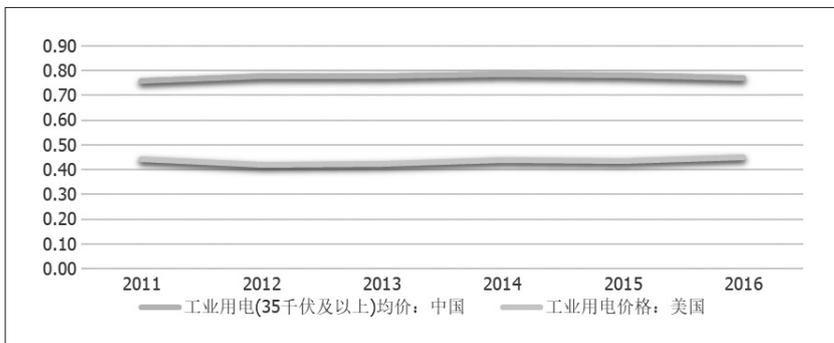


图 5：中美工业用电价格对比

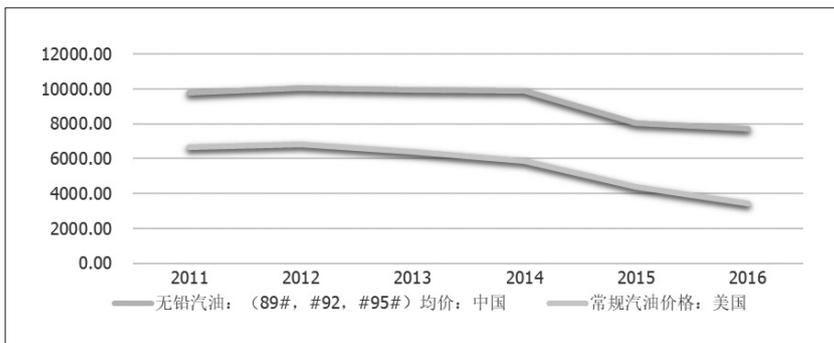


图 6：中美汽油价格对比

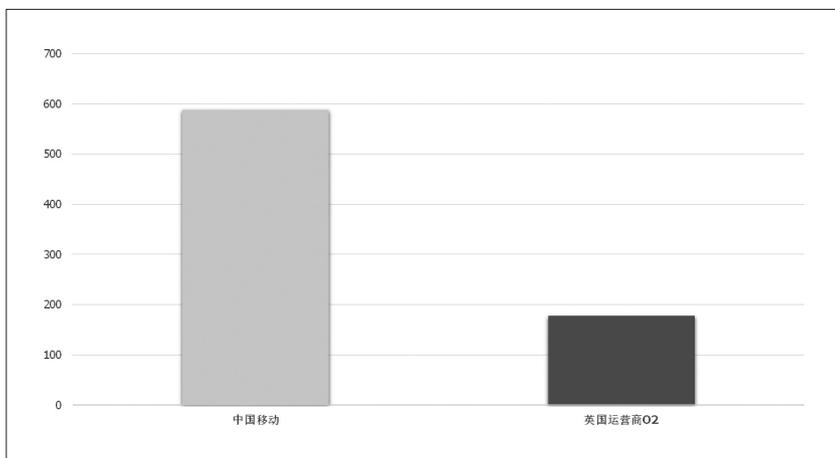


图 7：中国移动与英国运营商 O2 价格对比（元）

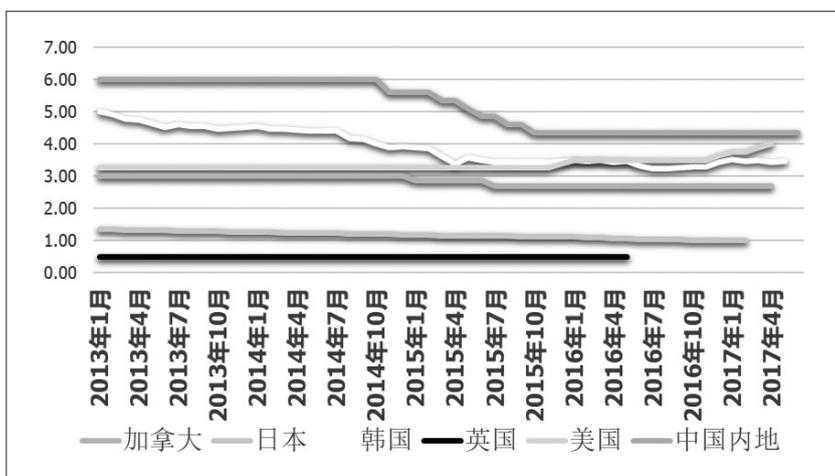


图 8：各国融资成本（贷款利率）对比（%）

我们推动高质量发展需要促进五个方面的改革。第一个就是打破行政性垄断，着力降低五大基础成本，也就是土地、能源、通讯、物流、融资。中国的发展以实体经济特别是制造业为基础，十九大也讲了，是建设现代化经济体系

的重点。但是面临的问题是成本偏高，这几年民营企业家在美国办厂的时候计算了一些成本，刚才讲的五大成本中国比美国高1-2倍，我们收集数据发现这个说法是能够站得住的。图3是中美工业用地价格的比较，左边是中国36个城市的工地用价，右边蓝色的是美国的一些城市，高的差了7-8倍。图4是天然气价格，大概1:3，中国比美国高两倍。图5是电力价格，大概差一倍。图6是汽油价格，大概也是一倍左右。图7是移动通讯，这是中国移动和英国一个运营商比，大概差了两倍。图8是融资成本，最上面是中国的融资成本，下面是其他一些国家的。

所以中国现在就有一个问题，我们现在人均收入水平在八千美元，发达国家在四五万美元以上，为什么中国这些成本反而比他们还高，特别是和美国相比？这里有资源禀赋的原因，但主要还是我们存在行政性垄断。在上面那些领域里，都不同程度地存在行政性垄断，这样一来竞争不足，效率低下，成本就降不下来。所以十九大报告里特别讲了，要打破行政性垄断，加快要素价格市场化改革。在相关领域中下一步能不能真正推动，一个是企业混改，再一个是行业混改，把行业放开。民营资本，或者行业之外的国有资本，都可以让它进去，关键还是要提供竞争，这样的话才能够真正降成本，降下来的成本涉及到几乎所有企业，包括居民的生活成本。这应该成为我们下一步供给侧改革的重点，也是我们效率变革的重点。

第二个就是税改带动减税。特朗普减税以后，在中国引起的反应有人说比在美国反应还大，原因在什么地方？因为大家都在讨论中国的问题，中国目前仅仅从税收来讲的话，实际上也不是很高。但是把“费”加上，把税费的综合水平

加上，中国的税率是比较大的，像五险一金，在全世界算起来是比较重的。综合税费水平整体比较高，所以现在减税的呼声比较高。但是客观地讲，现在国家和各级政府的财政收支压力也很大，在现有的税制结构之下，无论有多少正当的理由，其实减税的空间也不大。更重要的是，中国现在是以间接税为主，美国是以直接税为主。所以我们下一步一定要把减税和税改有机结合起来，才有可行性，也更具合理性。这也是十八届三中全会指出的税收改革的一个方向，比如说把房地产税征起来，环境税征起来，包括把消费税从增值税里拿出来作为一个地方税。有增有减，这样才有可能突破税制改革。另外就是国有资本充实社保基金，相应减少企业税费。

第三就是以管资本为切入点，深化国资国企改革。十九大有一个重要的提法上的改变，就是推动国有资本做强做优做大。我们过去的提法是推动国有企业做强做优做大，就变了两个字，但是这个含义是不一样的。当然十八届三中全会就提出了管企业向管资本转变，这次十九大又明确了。为什么要有这样的改变呢？第一，就是市场经济中企业可大可小，可进可退。一个企业在市场经济中一味要求做大是不符合市场经济规律的。而资本是什么企业好就进去，什么企业不好就出来。资本相对比较稳定，可以做强做优做大。从国有企业现实情况来看，必须要做一个战略性的调整。一个是从传统的企业体制退出，从传统的实物形态中退出，转为价值形态和资本形态，特别是从过剩、缺少竞争力的产业退出，比如说钢铁、煤炭这些。第二就是国有企业资产规模大，做大国企，并不意味着资本规模大。有些国有企业做大了，但是进去一看里面的钱基本上是借的，负债率很高，

真正国有的权益资本比重并不高。所以国有企业做大并不意味着国有资本就一定多，有时候是相反的，我们要立足于国有资本。第三就是资本形态有更大的灵活性、可塑性，有利于及时满足国家和各级政府发展战略的需求。国有资本自身有着独特的优势，一般的国有资本规模是比较大的，直接体现国家和各级政府的意志，政府的执行力是比较强的。而其他的资本没有这些优势。至少到目前是这样的。下一步要更多集中于提供公共产品，比如说社保基金，这是十八届三中全会的要求。最近国务院已经发文了，国有股权的10%充实社保基金。全国社保的缺口相当大，东北一些地方现在已经是难以为继了。所以拿国有资本充实社保基金，真正体现了国有资本是属于全体人民的。还有保障性住房，最近叫做租购并举，保障性住房这块讲的比较多。此外更多的集中于战略性的大型项目，比如说大飞机、核电站、国家实验室、国防建设、生态保护等，这些可能成为国有资本下一步更能发挥作用的地方。

还有加快农村土地制度改革，顺应大都市圈发展和乡村振兴的需要。最近两年出现的趋势，一个是大都市圈的发展，再一个就是乡村振兴战略，这是十九大报告提出的一个新的战略。其实这两件事从某种意义上来说是一件事，乡村振兴最后实际上是乡村成为城市的组成部分，整个生产生活方式需要现代化。农村的人可以待在城市里，城市里的人也可以下乡，资金、人员包括土地在城乡之间要能够自由流动。这样的话，要做的一件关键性的事情就是农村土地制度改革。按照十八届三中全会讲的，农村集体经营性建设用地与国有土地同等入市、同权同价。农民的宅基地也要流转起来，所以农村土地制度改革不能再拖下去。这里有一种观

念，就是说农民的土地不能动，城市资本或者说工商资本不能下乡，过去的说法像“鬼子进村”一样，是剥夺农民的，现在这些观念要调整。关键是农村土地进入市场以后，农民那点土地的价值才能显示出来，才能真正保护农民。中国的城市化下半程的土地收益更多应该分给农民，扩大中等收入群体。

最后就是加快知识密集型服务业的开放和竞争。中国人均收入水平 8000 美元，发达国家 4-5 万美元，大部分是知识密集型服务业的差距，重点是生产性服务业和社会服务业领域，比如说研发、设计、金融、物流、信息服务这些行业，还有社会服务业，包括医疗、教育、文化、娱乐、体育等这些产业。这些行业有一个特点，它的一些先进技术、先进做法和我们过去搞工业引入先进技术有不一样的地方，它是一些所谓“软技术”，就是体验式的技能。从经济学来讲的话，它是一种不可编码的知识。就像我们游泳，拿一本书把游泳姿势讲透了，你看起来好像知道一点，但是一下水照样不行。它是一种体验式的知识，这个一定要对外开放，通过深入的合作才能学到和提高。

所以中国下一步就是知识密集型行业加快对内和对外的开放，而且往往是通过对外开放带动对内开放。这样的话，与互联网、大数据、人工智能等结合，利用市场规模、产业配套的优势，中国有可能形成一批世界级的技术、企业和产业，形成更具竞争优势的现代化经济体系。

十九大报告中也讲到这些改革需要落实，但是现在中央文件有了以后，这个落实为什么比较难呢？很多地方是选择性落实，什么事自己想弄就弄，不想弄就不弄。这个还是要全面落实。再一个就是我刚才讲的，要鼓励各个地方竞争，

要有比较大的试错、纠错的空间，把这个积极性、创造性发挥出来。这样的话，以后中国高质量发展也会形成自己的几套模式，产业发展才会有比较好的基础。

谢谢！

张立平：刚才刘主任给我们做了一个非常精彩的演讲，下面请上海市政府发展研究中心副主任周国平先生给我们作演讲。

周国平：2017年上海经济形势特点与2018年展望

周国平（上海市政府发展研究中心副主任）：尊敬的各位来宾下午好！刚才刘主任主要讲了全国的情况，刘主任讲的很多观点我都非常赞同，因为从近年上海经济的发展来看，有很多方面的情况可以印证刘主任讲的那些观点。

近年来，上海经济的总的一句概括，市里面也在反复商量怎么概括，最后我们用了这句话，基本上跟全国一样，就是“总体平稳，稳中向好”。这句话跟前两年，跟去年是有区别的，去年是“总体平稳，稳中有进”。区别在于从原来的“有进”转变为“向好”。这里面有一些实质性的变化，我们前几年讲“稳中有进”实际上我们的侧重点在于“稳”，今年我们讲“稳中向好”实际上更偏向于“好”。今年的“稳”跟往年的“稳”有什么区别？前几年我们讲的“稳”是一个综合的“稳”，从经济增长的各个行业来看，有的增长，有的下降，有正增长、有负增长，合起来是“稳”的。今年我们发现，除了房地产以及跟房地产密切相关的建筑业之外，其他行业都是增长的，都保持较快增长速度或者有较快回升，是一个全面增长的态势。

首先从经济增速来看，和往年相比我们今年的特点是呈现阶梯式上升，我们公布的GDP增速一季度6.8%，上半年6.9%，前三季度7.0%。如果按当季不累计地来看，就更加明显了：一季度6.8%、二季度7%左右、三季度7.3%左右，速度很明显地一阶一阶往上走。全国按当季来说是6.9%、6.9%、6.8%，这是有很大区别的。我们现在全年的数据还没出来，要等统计局公布，但总体预期是超过去年的6.8%，今年是6.9%还是7%要等国家统计局来核算，但肯定是超过去年的。从上海今年的预期来看，从短期来看，我们可以说去年是一个“底”。今年我们GDP总规模也有一个历史性的突破，和五年以前相比，2012年我们GDP总规模突破2万亿，今年突破了3万亿，正好五年时间突破了。

第二从工业来看，今年最大的亮点是工业。上海工业前几年一直低于全国增长速度，今年1-10月份上海工业增加值增加8%，比全国高出1.4个百分点，今年工业增速是2011年以来最高的。工业里的重点行业，去年是“四降两升”，今年是全面增长。

今年大家分析经济形势，很多人都说我们今年的经济增长主要靠工业拉动的，其实不是。工业起很重要的作用，但是服务业也增速了很多。服务业中的大多数行业，除了房地产业，增速全都比较快，或者明显回升。服务业里的六大行业中，金融和信息服务业今年前三季度仍然保持两位数的增速，非常快。商业、交通邮电业、住宿餐饮业增速比去年提高1.7到4.7个百分点。跟实体经济密切相关的生产性服务业增长了9.9%。

从具体指标来看，股票交易额前10个月从去年的负转变为正，去年我们前10个月的股票交易额比前年下降

65%，今年前10个月增长6%，虽然增幅不大，但是从负转变为正。有几个指标是非常好的，港口集装箱吞吐量今年前10个月分别增长7.3%和8.3%，前三个季度扭转了前三年的负增长速度。我们的货物运输总量和货物周转量增长10%和30%，前三年都在0%左右徘徊。

今年行业里下降的最主要是房地产和建筑业。房地产业今年下降了15%，建筑业实际上跟房地产是密切相关的，增速从5.5%回落到0.8%，但是这个可以说是我们主动调整的结果。如果今年房地产要增长的话，其实现在这个市场非常好，多卖几块地就可以增长上去，但是市里面非常明确，我们坚决不做损害长远发展的事情，所以这是我们主动调控的结果。

另外，今年和往年相比，出口、消费、投资“三驾马车”全部是正增长，而且全部加速，这在历史上是很少有的。投资今年增长6.9%，对上海来说这个增长是非常难的。房地产投资里的城市基础设施建设投资在逐步提高，房地产投资增速在明显下降。特别是跟全国相比，民间投资的增速比较高，达到16.7%，增速非常快，占整个投资比重的40%。为什么增速这么快？有一个原因是现在国家对向外投资管理严格以后，很多民营投资就转向国内了。

我们社会消费品零售总额增速是8.1%，比去年同期提高0.2个百分点。特别是电子商务和网络购物增长非常快，电子商务增长近22%，服务类的网络购物增长了40%，增长速度非常快。商品销售总额增长今年达到13%，时隔两年，我们重新回到两位数上。进出口总额都比去年同期有大幅度增长，这个速度是6年来最高的。

同时，就业和物价水平比较稳定，今年的就业形势应该

比去年还要好，失业人数在下降，主要就业指标都提前完成或超额完成。CPI指数1-11月是101.7，同比回落1.5个百分点，基本上实现了中高速增长的局面。

刚刚讲了“稳”跟前几年有不同的特点，“好”主要体现在经济增长的质量和效益上面。我们现在也在学习习总书记关于经济建设的重要思想，里面关于什么是好的经济增长或者说经济增长质量有几个表述。我们对照着来看。

第一，我们产品有市场。今年10月份，整个工业的产品产销率达到100.4%，超过100%，所以我们的产品是有销路的、有市场的。

第二，我们企业有利润。前10个月，规模以上工业企业利润增长10.3%，比去年同期提升1.5个百分点，而且15个月连续正增长，所以企业是有利润的。

第三，居民有收入。前3个月，城镇居民和农村居民的收入分别增长8.5%和9%，扣除一些因素后和GDP增速基本上是同步的。

第四，政府有税收。前10个月，一般财政收入增长8.7%，这是在去年同期增长19%的超高基础上实现的。我们本来预期今年的财政非常困难，但是现在来看，今年的财政预期还是不错的。今年财政的一个特点是房地产收入大幅下降，对财政增长的贡献是负的，但是工业和商业快速增长。工业增长了35%，商业增长了19%，工业在今年财政收入中占到65%，汽车、石化、电子信息、纺织等行业都发展比较好。

第五，环境有改善。今年前10个月，全市PM2.5的平均浓度下降了14%，工业用电量下降0.5%。工业增速在提高，但是用电量在下降，单位工业增加值的能耗下降10%，

单位 GDP 的能耗下降 5.1%。从这个来说，我们的绿色发展还是取得了一定进展的。

除了以上这五个“有”之外，我们的“好”还体现在经济运行更趋健康。这个主要反应在以下几个方面：

第一，金融去杠杆成效比较明显。上海商业银行表外业务收缩，理财资金余额同比要减少 4000 多亿。

第二，金融服务实体经济的力度在加大。到今年 10 月末为止，新增贷款中投向制造业的贷款增加了近 400 个亿。

第三，从资金流向来看，资金运行方面现在已经出现了“脱虚向实”的趋势。房地产价格上涨得到了有效遏制，1-10 月份，一二手商品住宅成交量分别下降 57% 和 65%，新建商品住宅价格指数环比下降 0.2%。1-10 月份新建商品房平均价格水平低于 2016 年 10 月水平。

第四，资金外流情况得到了明显遏制。今年前 10 个月，上海对外直接投资是 87 个亿，同比下降 62%，预计全年是 100 个亿，下降 60% 左右。去年实际上对外投资金额要比吸引外资金额要大，今年反过来。

今年的经济速度回升、效率提升，我们分析主要有以下几个原因：

第一，国际经济的回升对我们的拉动是非常明显的。今年美国、欧盟、日本、新兴经济体等各个经济板块同步增长，这是前两年没有的。国际贸易增速还首次高于经济增长，国际贸易增速今年预计 4%，去年是 1.6%，大幅增长。这也拉动了上海的工业、运输、进出口、社会商品销售总额等一系列指标的增长。从工业这一块来看，今年 1-10 月份，工业出口交货值的增长要占到整个工业产值增长的 28% 左右。今年电子信息产业增速非常快，其中主要原因是苹果新

款手机和笔记本销售看好，拉动了我们的出口，也拉动了我们集成电路产业的增长。今年电子信息产业的增长对工业增长的贡献达到了26%，占四分之一。所以今年国际市场对我们影响非常大。

第二，和我们产品升级换代有密切关系，主要是汽车工业。今年汽车产值增长了20%，增速非常快。今年全国汽车市场总体低迷，只增长4.7%，上海的汽车是逆势增长。为什么上海能逆势增长呢？主要是新产品，比如荣威RX5互联网汽车、SUV、凯迪拉克等汽车的市场销量非常好，整个拉上去了。汽车工业对工业增长的贡献率是45%。汽车加上电子信息，这两个行业对今年上海工业的增长贡献了四分之三。

第三，今年全国经济的回暖和全国的去产能、降成本对我们的影响也是非常之大。全国经济回暖以后，拉动我们的工程机械，成套设备、机器等行业。同时全国去产能、降成本对上海的工业效益，特别是上游工业效益的拉动作用非常大。今年上海工业行业利润增长最快的是石化，产值增长只有2%-3%，但是利润大幅增长了61%，这和去产能有密切关系。

最后，我们今年增长得比较快和去年的基数也有关系。去年工业、运输、进出口等基本上都是负增长，今年的基数比较低，基数的影响也是大的。

虽然我们讲今年的经济“稳中向好”，但是我们认为增长的压力还是比较大的。从以下几个方面来说。

第一，今年工业增长对经济增长起了很大作用，但是我们觉得工业持续回升的基础目前来看还是不牢固的。今年工业基本上把房地产下降的这块弥补掉了，而且还有余，所以

才拉动经济上升。但是在短期内，工业持续向好的难度比较大。我刚才讲了，今年拉动工业的两大产业是汽车和电子信息，这两个行业受市场波动以及今年基数抬升的影响，明年对经济增长的支撑会下降。今年10月份这两个行业增速已经明显回落，汽车回落到3.2%，电子信息回落到0.3%。因为今年工业增速太高，我们预计明年会有一定幅度的回落。

第二，我们工业投资增长是比较乏力的。2008-2016年，我们工业连续8年是下降或微增长，去年是增长的，但也只增长了2.3%，幅度很低。我们现在面临的是新项目，特别是大项目储备明显不足，而且项目的落地目前还是比较空的。这对我们未来发展后劲有比较大的影响。

第三，我们实体经济发展仍然面临着不少困难。根据调查，融资难、融资贵的问题仍然存在。目前来看，传统的一些融资服务、融资产品无法满足创新型、技术性、服务型的中小企业的需求。在集成电路、航天航空等投资大、周期长的技术密集型行业，社会资本进入的动力不足。

还有就是利用外资下降，未来几年估计也不是非常乐观。应该说从2000年以来，上海利用外资一直是正增长的，但是今年首次出现17年以来的负增长。前10个月，实到外资下降了7.6%，其中制造业下降33%，金融业和房地产业下降17%和15%，下降幅度是比较大的。特别是租赁服务业也在下降，而且现在有一部分外资研发中心撤离的现象。现在的外资撤离、利用外资下降，是在外资企业营运状况非常好的情况下出现的。今年前三季度，外资企业营业收入同比增长15%，利润总增长26%，外资制造业利润增长17%。但是固定资产投资中，外资投资下降15%。我们认为这反应了一个趋势，利用外资的下降或外资的转移不单单是制造

成本上升造成的，更多的是全球争夺资金的竞争加剧，全球比较成本版图变化以后，跨国公司在全球的战略在发生新一轮的调整。

明年来看，我们认为美国大幅减税可能会引发全球竞争性的减税，会引起全球资本争夺更激烈，和以美国为市场的制造业的回流。我记得在2012年的时候，美国波士顿咨询公司发表一篇研究报告对全球影响很大，报告上说按照当时中国制造成本上升的趋势，到2020年在美国市场上的中国产品制造成本跟在美国制造成本是一样的。现在我们认为这个趋势在加快，如果特朗普降税的话，不仅会造成全球资本进一步流向美国，而且以美国为市场的产品生产会逐步回归。对我们来说，如果因为种种原因它不把工厂搬走，但也有可能进行利润的转移，因为那边的所得税率和我们这里的所得税率相差非常大。所以我们认为今后几年的形势还是比较严峻的。

金融和房地产的存在的潜在风险还是不容忽视的。今年以来上海的金融市场总体是平稳的，风险总体可控。我们前三个月商业银行的不良贷款率和不良贷款额都在持续下降，9月末上海商业银行的不良贷款率0.57%，全国是1.74%，我们远远好于全国。企业杠杆率在下降，9月末规模以上国有企业负债率是48%，同比下降。但是目前以P2P为代表的准金融类活动引发的集资风险处在高发期。特别是对上海来说，我们有很多注册在外、运行在上海的互联网金融平台，吸纳了巨额的社会资本，这些平台、这些机构存在难以为继、难以监管、难以追责的问题，这是现在我们感觉到的比较大的潜在风险。

从房地产市场来看的话，尽管今年房地产调控取得了很

重要的阶段性成果，二手房价格也已经出现了松动，但是现在在一些区域一二手房价格倒挂的情况还是比较严重。现在整个市场对房价上涨的预期仍然强烈，我们未来稳定房价的任务还是相当艰巨的。

从明年来看的话，我们认为要保持上海经济健康稳定持续发展的话，既有有利的因素，也有不利的因素。从有利因素来看，世界经济明年应该还会回升，虽然这个回升速度比今年会有所放缓，但是总体仍会回升。我们前几年也陆续在临港新城、松江、青浦投资了一批比较大的国内项目，比如说华为要建设研发中心等。这些逐步会有一些新的产能，也会提供一定的支撑。同时今年由于房地产下降的影响，整个服务业总体上的增速还是比较低的。我们明年也有一些利好的因素。比如举办中国国际进口博览会、自贸港建设等等，这些会对经济发展产生推动作用。同时我们也面临着一些不利的因素，一个最大的因素就是基数太高高。另外，明年的国际环境可能也会产生影响，刚才说的美国减税、加息、缩表，最近中美贸易摩擦也有加剧的趋势。美国市场占上海出口的24%，这个比重比全国高5个百分点，所以中美贸易摩擦对我们的影响非常大。我记得2008年金融危机发生的那一年，总理在开经济型座谈会的时候，全国各省都说形势一片大好，只有上海和广东说情况不是很妙，因为这两个地方外商比例比较高，首先受到了金融危机影响。

总体上判断，我们认为明年还是会延续今年总体平稳的态势，但是由于受今年基数比较高以及国际环境的影响，保持今年的增速还是有一定困难的，可能明年增速会比今年有所放慢。从上海的情况来看，我觉得刘主任刚才讲的有兩点对我们上海来说也是比较适用的。一是我们经济总体来说

见“底”了，二是今后我们增长的压力还是比较大的。

以上是我向各位简单汇报交流上海的情况，谢谢大家！

张立平：刚才周主任为我们比较全面地分析了上海今年的经济走势以及明年有利和不利的方面，应该说对我们进一步认识经济形势非常有启示。那么接下来，大家可以提出想要探讨的问题，我们花 20 分钟时间讨论一下。

互动讨论

左学金（上海社会科学院研究员）：刘世锦主任，今天听你关于中国宏观经济的介绍，我受到很大的启发。我很赞成你关于中国经济走入中速增长平台的判断，在这个平台上今后可能 5% 的增速就算高的了。这里我有几个问题想要请教一下。

你认为强政府非常重要，我的问题是到底是要强政府还是好政府？因为强政府有时候可以做不好的事情。我们国家现在转型比较成功的，先不说上海，广东和浙江是做的比较好的。浙江杭州现在可以说是全国互联网、物联网产业的高地，广东特别是深圳，企业创新应该是全国走在最前面的。但是广东和浙江如果从政府支出占 GDP 比例来看，都是相对比较小的政府，不是大的政府。我认为强政府的问题非常重要，值得我们今后进一步讨论，我想请教一下刘世锦主任这一块。

另外一个问题就是，我们现在谈很多东西，但是具体的重大举措很少。可能是我孤陋寡闻了，离北京比较远，看到的不是太多。我做社保研究，我知道社保研究都是鸡毛蒜皮地在做，真正重大的改革很少，到目前为止很多东西提了也

都做不到。比如说发展企业年金、职业年金，那么高的强制缴费率有多少企业能交？折腾了那么多年，还只有百分之几的参保机关、参保企业在交这个所谓的“第二支柱”。医疗也是这样。

我的问题是有关税制改革。现在美国特朗普做了一个很大的改革举措，我个人感觉如果有问题，就是今后财政平衡更加困难。但是它对经济的刺激，对全球的资金流向肯定有很大的影响，这个刚才刘主任也讲了。三中全会也强调减少税费，但是至今都没有具体的重大举措。我不知道中央到底有什么考虑，我现在看到的这方面报道总的来说是比较少的。我感觉中国从税制结构来说，企业的税负比较重，但是个人所得税占的比例非常小，前两年大概是5%-6%，企业税负过重对发展是很不好的。另外从税制来看，中央在民生上花的钱很少。我看美国最近有个介绍，说美国联邦政府的钱是三个三分之一，第一个三分之一是社会保障、养老金这块；第二个三分之一是医疗这块，包括老年医疗；第三个三分之一是国防和所有其他的费用。如果看我们的中央财政，我感觉民生用得很少，这块是不是要改革？因为这块对劳动力市场流动，包括地方政府拒绝对外来人口提供社会服务，某种意义上也有一定的影响，我觉得中央是不是要做更多的考虑？

第三个是资源环境的问题。实际上我们现在比较多用行政办法，比如煤改气，都是强制性的手段。但是在税制如何引导绿色发展这方面，我们做的还很不够。比如说了很多年的资源环境税，现在资源税税率很低，为5%，这实际上根本不能引导绿色发展解决环境问题。我们煤用得很多，占60%多，大家用煤的理由就是煤很便宜，如果把污染环

境成本算进去，煤就比较贵。这是如何推动资源环境税的同时，降低企业一般税负的问题。我认为税制改革上，我们应该要有大的举措了。美国已经做了。我们国家有的政府官员批评美国，说造成了国际上新一轮减税竞争，但某种意义上来说这是人家的内政，要么我们国家也采取对策。我希望听到你说一些这方面的看法，想了解中央到底什么想法。谢谢！

刘世锦（中国发展基金研究会副理事长、国务院发展研究中心原副主任）：第一个中国强政府的问题，最好是又好又强，当然真正做到也不容易。我今天上午看到微信上有一篇文章讲新加坡政府，应该算一个强政府，大部分事情都做对了，而且做得很好。但是看完以后，感觉到世界上再找出第二个新加坡很难。而且新加坡能做到这样，和李光耀有很大的关系，他把西方的制度和中华文明有机结合起来。这种层面的结合，我们听起来是很悬的，哲学层面的，但是最后一定落实在某一件具体事情上，落实在大的判断上面。

我觉得中国的政府很值得研究，其实我一直觉得中国的中央政府和地方政府有很大差别。中央政府基本上做所谓的宏观调控，而地方政府在中国过去将近40年的发展过程中很大程度上是竞争的参与者，实际上往往是中央政府在调控地方政府。有一种说法，说中国地方政府的市委书记像董事长，市长像总经理，一天就为招商引资、改善环境到处跑来跑去，跟大公司的经理比较像。这么一种行为方式，其实跟我们理解的传统意义上的政府差距比较大。

我觉得中国在过去将近40多年发展过程中，能有这么一个局面出现，地方政府之间的竞争实际上是一个非常重要的机制。最近我们还讨论一个问题，现在要理解中国奇迹，

你得好好研究中国共产党。其实现在这个问题，我们不一定能把它说清楚，中国共产党这种组织形式，某种意义上也是独一无二的。国外一些人来到中国来看，觉得中国发展不错，特别是“一带一路”。其他国家想学中国，看了半年以后发现学不来。很多事情可以模仿，但是一件事模仿不了，中国共产党组织是在那个历史条件下形成的，以前搞革命，然后开始搞建设，开始对外开放了，开始搞市场经济了。中国共产党是非常具有灵活性的、具有弹性的组织，一直在与时俱进，一直在学习，我感觉到中国共产党实际上逐步在现代化，党组织的现代化。这种组织架构和市场的经济，特别是全球化的市场经济和对外开放的格局出来以后，两个东西一融合出来这么一种架构，这么一种组织、形态，我觉得是很有意思的现象。对中国问题这方面的研究还是太少了。

说到强政府，我认为还有一点需要关注，就是中国现在不同地区的政府行为差异很大。我前两年探讨中美现象，我提了一个概念叫做“隐性体制”，相对应的是“显性体制”。比如我们现在学十九大文件，你看报纸各个地方上党委表态说的差不多。但是你到各个地方去仔细看，政府官员思维方式差异很大。改革开放初期有一个很著名的讨论就是怎么看待回扣，广东人说做生意哪有不要回扣的，黑龙江说你拿回扣还有什么可做的，肯定是犯法。所以思维方式有很大的差异，包括地方政府现在的官员想法差异也是相当大。

我这两年去深圳比较多，深圳市政府你说它强不强？从干预企业来说不是强的，但是深圳市政府搞基础建设，包括搞一些重大的工程，它起的作用相当大。深圳的国有经济、国有资本占的比重是相当高的，很多人可能不是特别清楚。我发现一个非常有意思的现象，越是经济强的地方，国有资

本也越大。深圳市政府的作为和东北某个地方政府的作为差异非常大。

我刚才强调竞争，竞争一定是多样化的，中国不能一概而论。不同的地方政府行为差异非常大，那就放开，让不同的形态出来，大家会感觉到有些是好的，有些是差的，然后让好的慢慢浮出水面。有比较才有鉴别，竞争其实是一个试错的过程，或者说选优的过程。中国这么多年各个地方发展是有差异的，其实某种意义上是政府质量的差异。我明白你说的意思，咱们政府强是不错，但是如果干坏事的话，结果很差，这种情况确实也有。

胡延照（上海市原副市长，上海发展研究基金会会长）：其实中央的官员和地方的官员感受是不一样的。我在地方做官员，我认为推动中国经济成长的就是地方之间的竞争，这种地方之间的竞争创造了好的模式，创造了好的东西。比如说蛇口的、深圳的开放性的东西，大家全部在学。广东开不开放？你去看看，现在名不见经传的地级市，三四线城市的新城建设水平，我们不讲它是不是好，但是建设水平是高的，一下子把中国的水平拉上去了。这种制度安排，说是GDP挂帅也好，最终发展才是硬道理，要想办法使一个地方富裕起来，使一个地方的人民全部富裕起来，这个其实很简单。浙江跟上海的竞争，然后形成了浙江的模式，江苏和上海竞争形成了江苏的模式。苏州怎么来的？就是竞争而来的。浙江的民营经济怎么来的？它也是竞争而来的。但这个东西中央政府官员是不太支持的。地方的空间相对比较大一点，中国经济就相对比较活跃一点，当然也有可能出现错的，刚才讲了有一个不断试错的过程。现在说“金山银山不如绿水青山”，其实地方政府很早就做了，2001-2003

年那时候环境水平太差劲了，不是说什么面子工程，总归要像样一点。为什么要脱硫脱硝？因为那是污染大气的。降低PM2.5以前就在做了，也是因为中央政府号召。

现在是高质量发展阶段。过去的竞争，当然也出现过许多的错误。刚才讲的大都市圈，过去一直不承认，搞人口又搞经济从来都是批判的，但是现在最有活力的就是大城市，所谓的一线城市。大城市怎么解决这个问题，是靠疏解去解决，还是靠分而治之去解决？你看现在上海2500万人口，面积6340平方公里，交通快捷，发展得很好。我认为很重要的原因是“分而治之”，形成了多个CBD（Central Business District，中央商务区）。

再说宅基地的问题，宅基地置换土地就有了。上海深圳北京的房价，关键是供给问题。要是上海宣布开放50平方公里土地造房子，北京宣布开放60平方公里，房价马上下来了。要在没有供给的情况下控制房价，谁也没有这个本事，暂时控制可以，但长期控制是不可能的。这个问题中央政府到底要怎么办？行政体制不改革，你也没有办法去改。长三角这块我看可以的，为什么不做的呢？现在讲的医疗、教育、经济都在搞，上海交通大学有常州分院，复旦大学有常州分院。为什么不能搞？为什么资源不能到有需求的地方去呢？打破行政垄断首先打破这个垄断。今后中国有七八个地区一定是这样的。我认为城际铁路会有大发展。

现在浙江民宿的模式也是正在研究的，上海有许多老人、老同志，都在浙江盖房子，怎么盖房子？到山清水秀的地方，这种宅基地是可以翻建的，可以投资的。农村空心化是全世界的趋势，这是人心所向。所以刚才讲的，是城市体系的不足。

刘世锦：中国过去40年，邓小平说了发展是硬道理，这个大家都同意，这个是有共识的。但是怎么发展？地方政府去选择，去试错。不是说政府不犯错，犯错以后尽可能降低试错成本。市场经济实际上是一种低纠错成本的机制，很多企业垮台了就是纠错的过程，资源配置是错误的，你就关门破产或者倒闭了，资源让给对的企业去做。包括我们政府，如果做错了，需要很快纠错。现在我们对“民主”这个词有不同的理解，真正的民主社会，就是让你纠错的成本低一点，限制你的错误不要再继续下去。但是最近北京有几个事，也不是说这几个事搞的规模多大，但是这次社会各界反映很大，很快。现在已经到了互联网时代，而且不是一般的互联网，是微信时代了，传播的速度很快，这都和以前不一样。海淀区拆广告牌，拆了一半，因为民众反映太大，马上停下来了。就是你刚才讲的，强政府有可能做错事，这在中国是必然的，做错以后成本能不能低一点。

再一个你刚刚讲的税收问题。我现在直观的感觉是，第一，在目前的情况下真正大幅度减税不大可能。说再多的道理，政府有没有钱是硬道理，政府支出的压力很大，减税这个事到目前转不过弯来。再下来的事，就是刚才讲的改革确实是需要做的，包括环境税。我们最近讨论绿色环境的问题，绿色发展不是一个绿色负担，是一个重要的绿色机遇。要创造一个公平竞争的环境，什么叫做公平竞争的环境？刚才讲了，把造成的环境污染的成本考虑进来，包括碳排放，把广义上的显性成本、隐性成本算进来的话，煤炭价格会很高，包括通过征收环境税体现出来一部分，大家就会觉得明年用煤不合算。这样的话，绿色的新型产业能够发展起来。这是一个过程，这得做一个很大的结构性的改革，中国的税

制改革。这几年我参加了一些中央文件起草，十九大文件我也参与了起草，我知道中国的改革，第一就是方向明确，我们应该朝什么方向走。现在看来有些改革可能是我们不得不改的，过不去了才会改。这次特朗普搞点这样的事，有时候可能是好事，中国只有在压力下才会考虑改革的事。

张立平：我们上半场现在告一段落。下面有茶歇，大家稍微休息一会。我建议大家再次为刘主任和周主任给我们做的主旨演讲，表示衷心的感谢！

专题讨论

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，我们论坛的下半场马上开始。刚才参加上半场，我也有比较深的体会。这次中国经济论坛跟以往有些不一样，我们跟上海市政府发展研究中心合办，范围比较小，便于大家深入进行讨论。至少从我个人来说，上半场听了以后很有启发，两位主旨演讲者从不同的角度讲了大家关心的问题。提问者 and 回答者，都做了非常精彩的评论。

下半场我们非常荣幸地请了四位嘉宾，他们将从不同角度对当前全球经济以及中国经济的展望发表观点。我们延续上半场的做法，他们每人发言15分钟，留出时间讨论，希望大家勇于发言。

第一位发言的是上海社会科学院研究员徐明棋，他演讲的主题是“2018年世界经济走势及美欧经济政策走向”。大家热烈欢迎！

徐明棋：2018年世界经济走势及美欧经济政策走向

徐明棋（上海社会科学院研究员）：首先感谢基金会和发展研究中心举办论坛。尊敬的刘主任，胡市长，王院长，各位领导，各位来宾，我今天演讲的题目是乔依德会长给我指定的题目，谈谈美欧的经济走向。

这方面信息非常多，全球经济总体势头在往好的方向逐步发展。危机以后，经过大规模刺激，经济增长速度恢复很快。从全球来看，大规模财政刺激增长速度有所下降。在

退出刺激经济之后，经济应该是继续往好的方向缓慢发展，明年的形势总体好于去年。

今年年底美联储再次提高了联邦基金利率，现在美国整个就业率是比较好的。从2015年开始提高利率，今年已经是第三次了，说明这是一个逐步往中心利率调整的过程。我个人判断，上面的一次调整其实并不是为了应对通胀压力，之所以这么缓慢提高，就是担心复苏的势头会被破坏。

欧洲的增长势头今年比较好。日本经济未来依然存在着不确定性，今年整体增长比年初好，明年可能比今年低一点。印度好一点，7.5%。中国也进乐观，明年大家普遍在6.5%，预期超过6.5%的也有，东亚在6%左右。这是一个总体的情况。

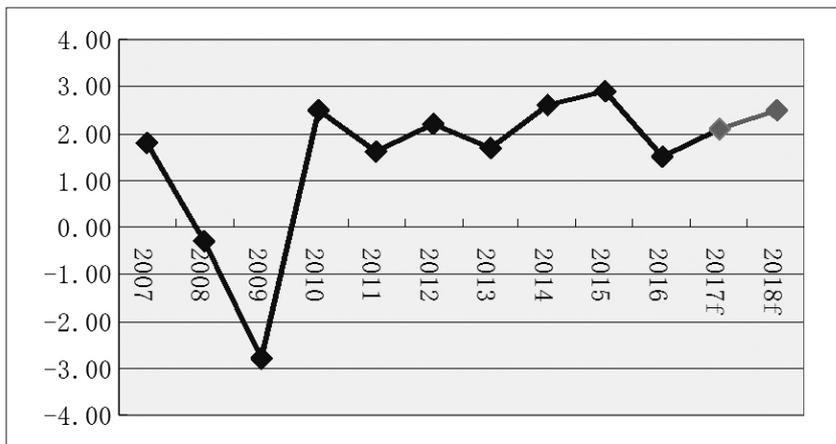


图 1：美国经济危机后 10 年的复苏态势

美国的季度增速从第二季度开始逐步往上走。特朗普最近比较乐观，在今年圣诞致辞中强调，他上台以后二三季度增长达到 3%，环比增长 3%。实际上美国同比增长还是不可能超过 2.5%，可能也就是 2.1%-2.2% 的水平。明年普遍预

计美国年度增长也是 2.5%。很多学者认为，从美国现在经济增长率来看，到 3% 不大可能。如果税收政策能够起到刺激作用的话，可能只是短暂地使美国经济增长维持在大概一两年 3% 的水平，长期的增长率维持在 3% 的可能性非常小。

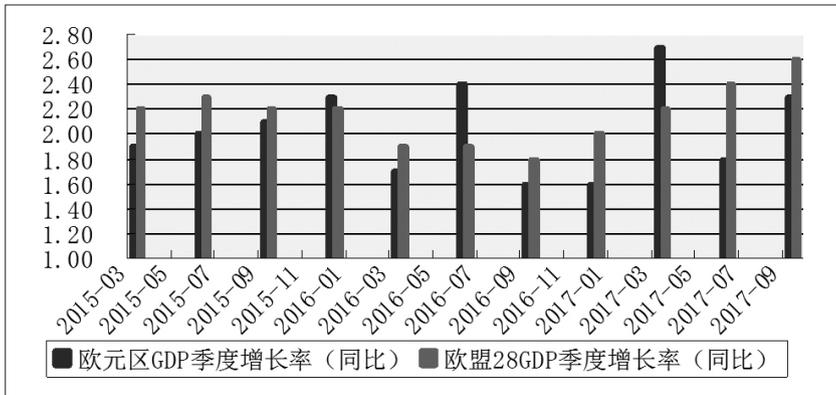


图 2：欧元区与欧盟季度经济增长率

欧洲经济现在总体上来说，形势是比较好的，欧盟的季度经济增长率，环比和同比都是往上走的，应该说是走出衰退。欧盟现在的经济比较乐观，因此他们认为欧洲的总危机已经结束了，可能接下来一体化会获得新的生命。实际上欧洲明年经济增长面临的最大的挑战，还是在于内部的很多不确定性，包括一体化的进一步推进，包括很多地区的民粹主义，虽然没有获胜，但是议会席位的是增加的，主流政策无法忽略他们的政策诉求，所以说在很多的政策上存在着不确定性。

日本当然也在复苏，但日本的复苏是在大规模量化宽松后获得的。日本 2014-2015 年都是负增长，导致日元汇率比较低，推动了日本的出口，日本的进出口都是在大规模量化宽松以后快速往上走，因此日本整个经济增长主要来自外部市

场。接下来日本中央银行面对的问题是，经济是否能够继续维持这么大的量化宽松？因为如果坚持2%通胀率能够达到的话，会持续进行量化宽松，但是持续量化宽松对日本经济长期潜在的影响实际上也是无法忽略的。这个我们不展开讲。

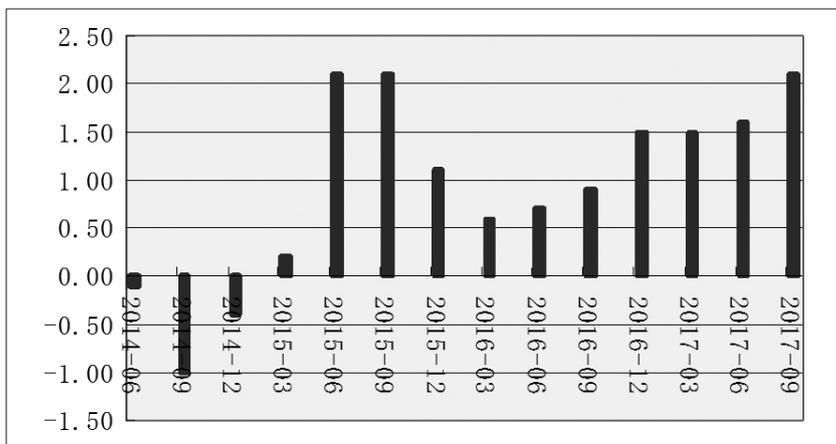


图3：日本季度经济增长率（同比）

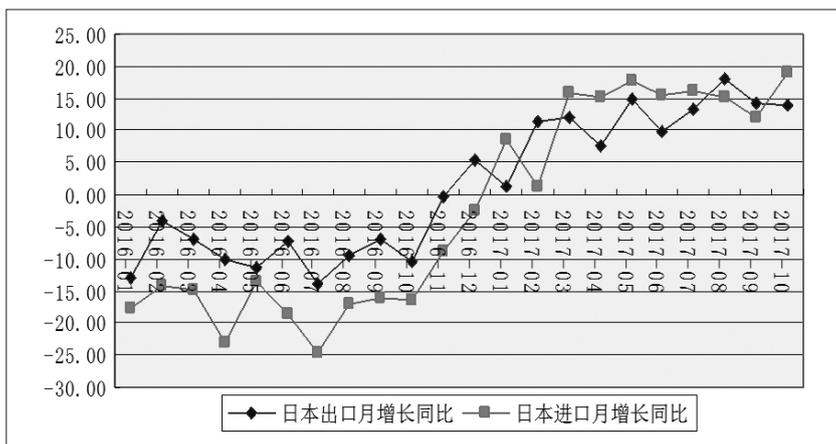


图4：日本进出口增长率（月度同比 %）

现在大家谈的比较多的是美国现在的货币政策，包括财

政政策，对中国对全球经济的影响。现在美联储持续升息，同时资产负债表缩表，加上特朗普的减税，大家非常关注未来可能产生叠加的影响。去年年底和今年年中我们开会的时候，我曾经讲过，这次美联储的货币收缩政策和历史上所有曾经出现过的收缩政策不一样，它不一定会引起发展中国家新的危机。这次美联储的货币收缩政策还没有导致新兴国家再次出现金融危机，原因在于大多数国家总体的经济形势，尤其是收支的状况，好于历史上美国货币收缩过程当中的情况。这次我们没有看到大规模的冲击，不是说没有影响，而是说这种影响是可以控制的。

好多具体数据因为时间关系不展开了。我觉得美国提高利率的货币政策和减税的财政政策对于中国的影响是存在的，但是没有人们所想象的那么大。货币政策主要通过全球市场相对的资产价格和收益变化，对国内市场存在一定的压力，对人民币汇率产生影响，压缩了我们汇率政策调整的空间，我们不能维持相对宽松的货币政策，国内资本流出的动力会增加。

减税的压力和影响也是间接的，是通过跨国公司、企业的渠道。在这样的背景下，中国宏观税务偏高的问题变得突出了，这是我们现在面临的压力。我个人觉得跨国公司在全局布局，相对的税负是一个问题，可能最关键的还不仅仅是税负问题，还有外国公司投资所需要的适宜环境，以及产业链整个动态的变化，这块更值得我们去关注。我个人觉得美国整体经济政策调整中，贸易政策的调整可能将来对我们的直接影响更大一点，美国贸易代表办公室正在按照 3A 类的条款对中国进行调查，调查的结果肯定是负面的。将来特朗普采用什么样的政策进一步对中国施压，我们需要进一步观察。

美国最终可能不会采取极端的手段，对中国大规模出口进行施压，但这种可能性是存在的。欧洲中央银行也好，日本中央银行也好，未来货币政策持续宽松的空间越来越小。在美联储货币收缩政策的背景下，全球大宗商品的价格如果出现缓慢往上走，带动这些国家的通货膨胀、领导人更替，在这样的背景下，两个中央银行持续货币宽松政策提早结束的可能性是存在的。如果特朗普明年的税改没有真正导致经济增长往3%的高速方向走，还是维持在2.2%-2.5%区间的话，它税基扩大的效果就可能无法显现，财政赤字问题会马上暴露，在这样的背景下，美国财政就需要一个廉价的货币来支撑。在这样的背景下，美联储紧缩的速度会放大。我个人担忧的一点是美联储货币政策的透明度，它调整的趋势性判断，可能在未来不再那么清晰。在这样的背景下，美联储货币政策突然超出预期的调整，会带来短期的振荡。如果我们在全球金融中的关联度不断提升的话，这对我们整个金融市场，对人民币汇率市场的压力是需要关注的。时间关系就讲这么多，谢谢大家！

乔依德：非常感谢徐明棋，他没有按照PPT，而是把自己的观点提炼出来。对于中美可能进行的贸易争端，他很明确地提出自己的观点，这一点值得我们考虑。

第二位发言的是兴业证券首席宏观分析师王涵，他演讲的主题是“远方的风景：2018年宏观经济与金融市场展望”。大家热烈欢迎！

王涵：远方的风景：2018年宏观经济与金融市场展望

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：首先非常感谢发展

研究中心、发展基金会对我的邀请。关于宏观经济这个方面，刚才徐老师讲的非常细了，我不班门弄斧了，我们是证券公司，我就从商业研究的角度更多聊聊明年整个宏观经济形势以及可能对金融市场产生的各方面影响，跟大家做一个分享。

从经济层面上讲，明年上半年的经济增长压力可能还是会有。具体的数据就不详细展开了。在2009年的时候，我们政府为了应对全球性金融危机曾经做过一次四万亿的刺激，释放大量刺激政策，2010年经济反弹。但是到了2011年随着刺激政策的效果慢慢减弱，经济进入了下行。我们看这一轮，有一个值得注意的地方，政府在2016年进行了比较多的政策托底政策。从2016年到现在，落地的项目有2万亿人民币，国开行两年贷款将近3万亿，这两年里时间里财政的刺激很大，光是PPP棚户区改造就有5万亿。2016年政府出台了很多政策，不奇怪在2017年看到经济回升。进入2018年之后，这些刺激的推动力在逐渐减弱，对明年上半年经济的研究分歧较大，这两年刺激政策叠加了供给侧改革，到现在为止没有明显效果。今年上半年我们不担心CPI，钢材价格涨跟CPI没有关系，但是到今年四季度，各种化工品、农药的价格起来了，包括冬季的粮食，除了猪肉以外，所有的农产品都在上涨。明年上半年可能再现2011年的刺激政策。

我对中国发展前景是非常乐观的。我们现在谈到创新，制造业要有创新，要有全球竞争力。我这里做了全球所有国家的上市公司分行业的数据。我去看在每一个行业里排名前十分之一的公司，比如说医药行业，我只看前180家，这里面有多少家是中国的公司，占比多少。一大块是我们的传统企业，房地产、金融、采矿这些行业在全球龙头的梯队占比

一直很高，这两年一直在上升。我觉得更值得重视的是下面三大块，与消费和服务相关的。我们可以看到红色的部分，2012年之后的贡献上升非常快，这些板块的中国公司突然现在全球龙头梯队里。一个是信息产业，在2012年之后，中国公司在全球本行业的龙头梯队占比大幅上升。还有上升非常快的主要是生物医药、教育、医疗方面的。中国经济有可能在过去5年内发生了重大的变化。我们原来印象中，中国是一个传统的工业化经济体，中国逐渐有一些公司进入到龙头梯队。我们在股票市场，这两年更多关心中国人要买什么，这跟10年前关心中国公司卖给老外的东西是不一样的。如果政策层面上有一些支持，支持科技创新的新产业，有做大做强政策的话，未来5-10年会看到更多中国公司进入到龙头梯队。

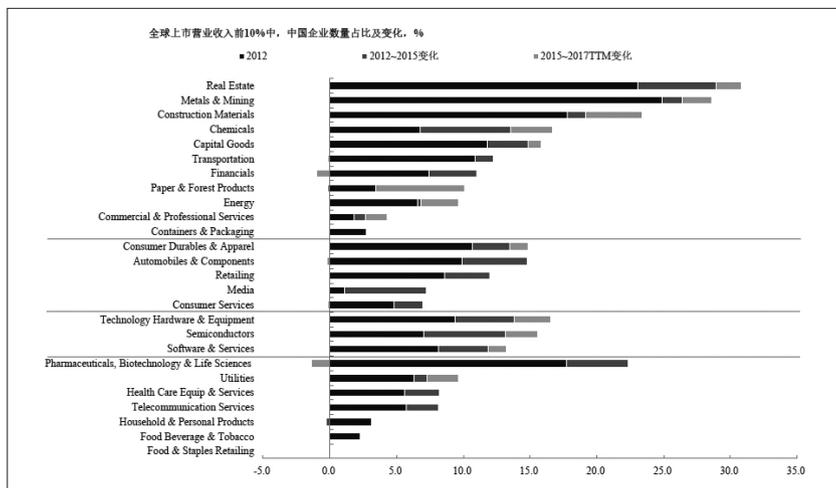


图 1：解决“发展不充分”的问题：从“做大”到“做强”

关于“一带一路”的问题，这是写进党章的内容。我在思考一个问题，中国“一带一路”在试图解决什么样的问

题？我的理解就是，除了很多人在讲的消费过剩产能之外，可能还面临这样的问题，中国的资本回报率在很多年发展后处在比较低的位置。我们过去几年讲“资产荒”，“一带一路”除了消费过剩产能以后，很重要的一点是把全球资本稀缺、发展比较落后地方的陆上海上路线连接起来，带来的好处是会解决回报率偏低的问题。因为这些地方是资本稀缺的，如果纳入到中国影响范围里，我们在资本稀缺的市场会有更高的合理回报。

我比较同意美国减税对我们的影响不大这个观点。只有在稀缺的市场才会回报率更高，美国等发达国家的资本是不稀缺的。也就是说，资本放在中国和放在欧洲，什么都不干的情况下，中国的合理回报会比欧洲高3.7个百分点，如果欧洲的投资回报率做到4%，多出来的3.7个百分点就是我们承担了更多的风险，也带来了更多的收益。如果“一带一路”真的把中国整个经济的影响范围扩大了，我们会有更高的回报。这是我自己从资本市场的角度来讲的。

13个租赁住房试点城市：2017-2021年住宅用地供应及租赁住房占比情况								
	住房总套数 (万套)	产权类住房套 数(万套)	租赁住房套数 (万套)	租赁住房套数 占比	住房用地总面 积(公顷)	产权类住房用 地供应面积 (公顷)	租赁住房土地 供应面积(公 顷)	租赁住房供应 面积占比
北京	150	100	50	33.3%	6000	4700	1300	21.7%
上海	170	100	70	41.2%	5500	3800	1700	30.9%
广州	75	60	15	20.0%	3200	2375	825	25.8%
南京					5150			
杭州				30.0%	2755			
厦门					625			
武汉					4765			
合肥					3611 ²			
郑州			5.3		4000 ²			
佛山					1411			
肇庆					1503.35			
沈阳			2		2377.91			
成都					4583			

数据来源：各地国土资源局，Wind，兴业证券研究所
 注1：表中空白格为该城市规划中未明确给出数据；
 注2：该数据根据2017-2019年数据推算，假设2017-2021年均供应量与2017-2019年相等。

图 2：房地产：租售并举解决“不平衡”的问题

在十九大里看到的，除了经济发展不充分以外，还有经济发展不平衡的问题，政府开始在关注这件事情。我跟外资机构交流下来，他们认为如果这个问题真的得到重视，中国的风险就下降了。未来5年，20%-40%的土地用于租赁住房，对于买得起的人来讲是买房的市场，对于买不起的人来讲是租赁的市场，这能解决一部分发展不平衡的问题。



图 3：财政：向民生领域倾斜助力解决“不平衡”问题

中国的财政结构（图 3），我们可以看到，最上面黄色部分的经济事务是中国财政支出最大的一块。右边绿色、灰色、深蓝色的部分是与民生、教育、医疗相关的，中国的投入是偏低的。下面的发达国家在经济事务上投入偏低，在保障方面投入更多。如果这些事情我们都做了，我们会有更多具有全球影响力的新兴产业出来，会把我们经济的辐射带扩得更大，我们会解决长期发展不平衡带来的问题。中国的前景总体来说是乐观的。

接下来谈金融市场可能的变化，最主要的变化是房地产

市场。如果从全国房地产和收入来讲，有钱的人都买房了，没有钱的人没有买房。通过租赁把买不起房的人转移到租房市场，对于销售来讲，从增量变成了流量。城镇的人均居住面积是42平方米，过去是以每年一平方米的数据往上走。42平方米相当于欧洲一半国家的水平。政策上如果把一部分房地产的购房需求转变到租房需求，房地产市场就变成一个存量博弈的市场。从市场经验来看有两种情况，好的地段好的房子好的城市，它的房子涨；但是很多地段不好或没有人口流入的城市，这些地方的房子未来面临的不是价格下跌的问题，而是没有流动性的问题。2000年以来，A股市场一两百家公司是翻倍的，另外一两千家公司不是股价下跌的问题，而是没有流动性的问题。

其次是债券市场，中国债券市场体量大幅上涨。前几年我们对债券市场讨论比较少，这两年比较多，出现了比较多的理财产品。站在明年这个时间点上来讲，债券市场处在一个坎儿。首先从短期因素来讲，明年通胀上升的压力，包括全球利率上升的压力，尤其在新时代里，证券市场有两个压力。第一是“青山绿水”，我们要把环境的成本搭进所有的产品里面，这样对通胀长期可能是有压力的。第二，政府要做民生的东西，意味着国债要起来。我觉得短期内债券市场有一定压力，长期来讲，由于政府的负债压力越来越大，收益率是一个上去再慢慢下降的过程。从一个相对的角度讲，我认为股票市场可能在未来几年表现更好一些，具体的原因不展开了。简单来讲，在政府打击投机的情况下，股价收益率的波动变小了，股市的性价比提升了。

经济层面，我觉得短期之内有压力，长期来讲积极的因素会更多一点。具体落实到明年金融市场的话，股票市场应

该不错，债券市场可能先有一些调整，再有比较好的政策。房地产需要调整，因为结构会发生变化。

谢谢大家！

乔依德：感谢王涵的发言，他从我国上市公司在全球范围内各个行业中的变化，看到了我国经济结构在变化，我想这个是很有意义的。

下面第三位发言的是东方证券首席经济学家邵宇，他演讲的主题是“2018分水岭：流动性尽头和勇敢者游戏”。

邵宇：2018分水岭：流动性尽头和勇敢者游戏

邵宇（东方证券首席经济学家）：我想先谈一句，明年主要的风险有两个，第一个还是流动性的拐点。我们称之为三高一低的状态。三高一低放在一起，就如同一个人有高血压，高血脂，高血糖。现在全球市场很清楚，如果说2000年是互联网的泡沫，2008年是房地产的泡沫，现在所有的东西都是泡沫。举个例子，到现在为止所有的泡沫加在一起也没有比特币大，原因在于2010年高度量化宽松的政策。

明年最让人担心的，就是全球流动性的拐点。明年几乎所有经济体都会进入到央行的缩表，这是十年来第一次。今年开始复苏，明年开始收缩流动性。这是十年来大家一块收缩流动性，就是高泡沫金融资产这方面，这个风险不得不防。第二个就是中国经济。

新时代的主要矛盾变化是美好生活需要与不平衡不充分发展。美好生活应该是需求侧，（还包括公平、正义、法制、精神、涉及社会、文化、政治等非经济方面），不充分是供给侧，不平衡是分配侧（城乡区域和人民内部）。发

展模式是：需求侧（全球化 4.0+ 深度城市化 2.0），供给侧（工业化 4.0+ 信息化 2.0，研发并购创新驱动），分配侧（共同富裕，精准扶贫，收入再分配（房产遗产税制））。

城市化 2.0，我们称之为深入城市化。供给侧我们说工业 2.0 直接到 4.0，中国制造 2025 年的目标。在分配上更加简单，是共同富裕，精准扶贫，收入再分配，包括国民基金，还有现在讨论比较热烈的房产税遗产税。

现在报告里面讲得很清楚，未来城市化是以城市为核心的，比如上海领导的长三角是不是有更多的一体化空间。还有更多的农民工通过户籍和土地的改革，深入城市化的核心，这是终极动力。

我们做了很多系统性的研究。大家提的比较多的就是新一代全球化，我们体系的形成是 1992-1994 年系统化政策改革，那时朱镕基总理确定了这个框架，把基本的制度确定下来了。1992-1994 年第一个是价格改革，还有产权改革，这构成了市场的核心。光有这个体系不能推动我们的发展，需要财税跟金融两个特别重要的支柱。中央推出了土地财政，进一步延伸变成了融资平台，现在的高杠杆就是这样产生的。大家在抱怨 M2 增速，这是央行货币政策的投放，加上商业银行 90% 资产反复膨胀创造出来的。这个体系适合高速增长，适合追赶城市化，未必能够适合未来更加强调公平的、能够有更多创新的以及可能有全球万亿性影响的超级经济体。这块在十八届三中全会中是提到的，2000 年到三中全会这么长的时间，没有很严肃的改革。未来这个体系的核心是什么？相信肯定也会慢慢有雏形的。十九大的经济体系，我个人理解不光管到 2020 年，理论上管到 2025 年。这个改革锦标赛应该用怎样的方式改变，我现在看到更多的是

补丁，这个补丁要打到什么时候？因为这套体系管到2025年，这个更引发系统的深入研究。

我先讲到这里。谢谢大家！

乔依德：感谢邵宇，他对流动性变化和可能会出现的问题讲了自己的看法。最后一个发言是上海发展研究基金会特约研究员、朝阳财富首席经济学家刘海影，他演讲的主题是“中国经济反弹动力的延续性”。

刘海影：中国经济反弹动力的延续性

刘海影（上海发展研究基金会特约研究员、朝阳财富首席经济学家）：首先感谢发展研究中心和基金会对我的邀请。刚才已经听到很多专家的发言，我的发言可能是想聚焦一点，就是来看看2017年中国经济出现了一轮反弹，这个背后的动力和延续性怎么样，我想讨论这个问题。

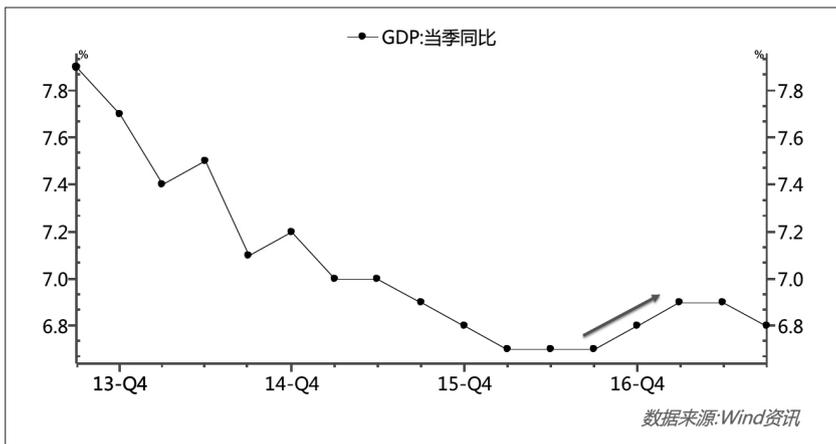


图 1: 2016/4Q ~ 2017/2Q 经济增速反弹 0.2 个百分点
三个话题：为什么称之为反弹，反弹背后的动力，反弹

的延续性。

为什么反弹呢？图1有一个生动的解释，从一年前的6.7%反弹到上个季度的6.9%，虽然是微不足道的0.2%的变化，但是如果放2010年以来中国经济持续回落的情况下，就应该称之为反弹。刚才刘主任讲到了，在短短一年前，面对连续四五年跌跌不休的状况，大家是没有信心的，不知道这么一个寻底的过程什么时候才能结束。今年出现宝贵的0.2%增长，至少可以看到是一个反弹。

为什么不能叫反转？从我的角度看这个问题，基于中国资本边际产出的降低，12年前在中国一个单位的投资所能够产出的GDP跟现在相比出现了大幅回落。这个回落构成了最重要的一个条件，体现成为整个中国宏观的资本回报率的降低。图2显示，10年前中国资本回报率保持在2位数，12-16的区间。但是在去年，包括今年这个数据已经跌到只有四点几，整个数据的分析框架我们采用了白重恩叫水一篇文章里面的框架，分子是整个经济体可以产生的可以分配给资本的利润，分母是资本存量，当然会做各种折旧摊销处理。

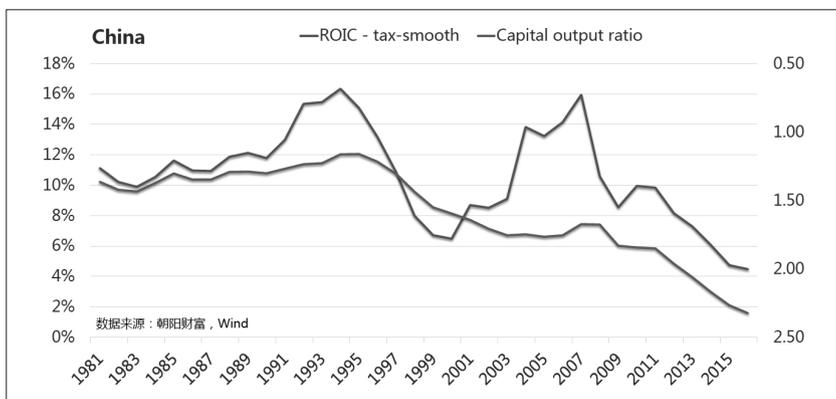


图 2：中国经济长期压力，资本回报率降低

过去十年，中国经济在很大程度上仍然是由巨量的投资支撑它的发展速度，所以从分子分母这两个层面可，所导致的状况是资本回报率的降低。每年中国GDP的增量在五六万亿，而中国在过去几年时间里的固定资本开支在50万亿以上，能够分配给资本的利润是有限的，而资本存量是极其巨大的，整个中国的投资回报率出现了不断下降的情况。

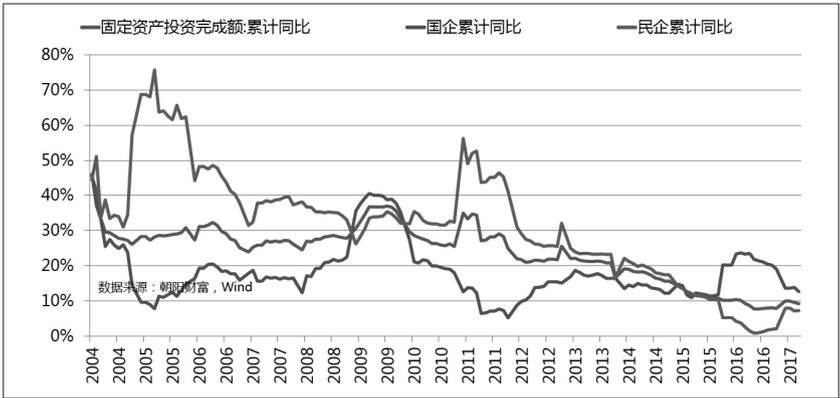


图 3: 民企投资萎缩, 国企扩张

这种情况导致了中国的资本回报和资金成本之间的差距出现了一个反转，在2005年中国经济最好的阶段，资本回报率和资金成本之间有巨大的差距，意味着在那个时候中国的企业应该做的事情就是去非常快速地扩张，那时候也存在着非常丰富的有效的投资机会，应该去抓住。但到了最近三年，回报率和资金成本之间的倒挂关系意味着应该缩减投资。这种情况的确在民企的投资中已经发生了，中国现在还是七到八点几的数据，主要还是国企的扩张。这并不是没有代价的，以前的民企投资增速是百分之三十到五十，而现在只是百分之三到五。这个代价意味着当资本存量在继续扩张的

同时，利润空间有限的情况之下，出于逐利目的由民企进行的投资，其空间和长速度都很有有限。我们最近这几年八点几的固定投资速度，大头是基础建设和房地产和国企，三十多年来推动中国经济升级换代的民企投资出现了巨大的萎缩。

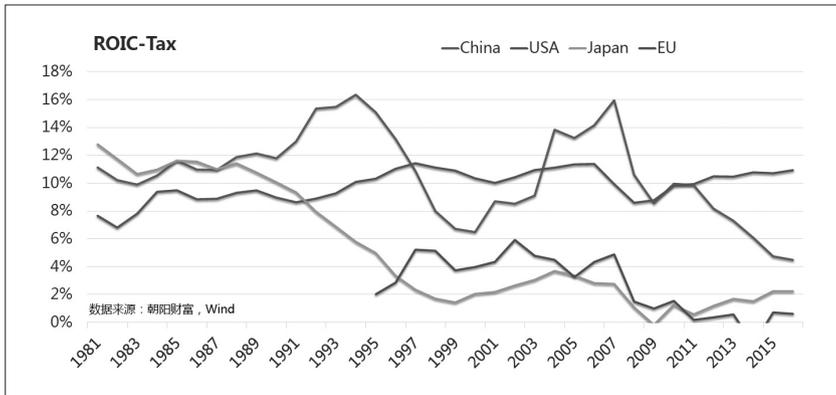


图 4: ROIC 国际对比

从国际对比情况来看，中国在过去 30 年时间里，能够得到经济腾飞动力的资本回报率在全球领先的状况，现在也已经大幅度削减，我们现在的水平接近了 10 年前欧洲和 10 年前日本的水平。

所以在这种大背景之下，我认为中国未来的长期增长速度还会有一个长期下滑的压力，因此我把今年以来经济的好转称之为反弹。为什么有反弹，四大动力，居民，地方政府，中央政府和全球的经济。

居民这块，主要的动力是加杠杆。2016 年以来，尤其是三四线为主线的城市，房地产的热潮带动了居民以史无前例的速度加杠杆，去年 7 万亿，今年 8 万亿。加杠杆这个动作在当期能够带来需求的增加，但它意味着对未来的投资以及金融的脆弱性。

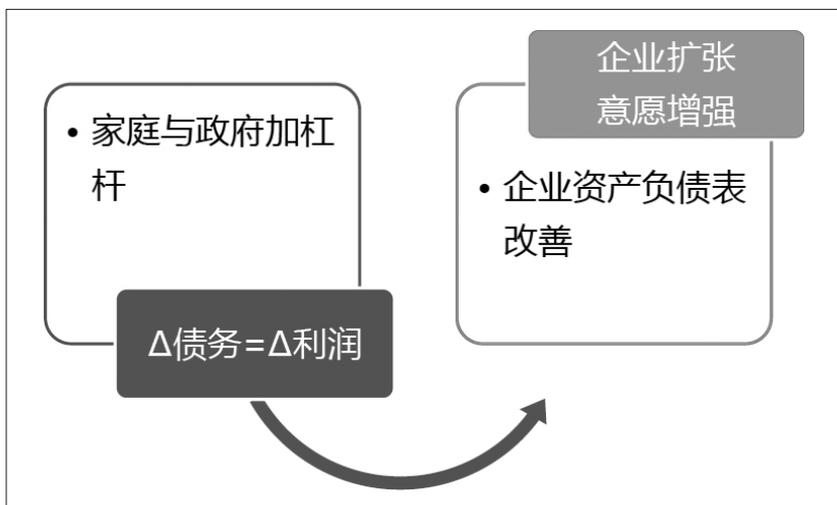


图 5: R2017 年经济反弹的影响

第二是地方政府，债务置换也好，PPP 落地也好，都带给我们充分的财力来维持基建投资，构成了投资没有崩溃的一个重要支柱。

第三个动力是加库存，这主要是由供给侧改革推动了上游资源行业价格飙升，所带来的企业加库存的行为。价格上升的时候，企业加库存。下游加库存的动作等于上游扩大内需。

第四个是贸易复苏，去年贸易增长是负的，前年是负的十几的增长，今年接近 8% 的正增长。在这样的对比之下，带给中国出口的变化是立竿见影的。

在这四大动力支撑之下，今年中国经济出现了这么一轮反弹，各行各业的利润都是大幅度上升的。这个反弹明年是否会持续下去？我现在的答案是，可以，至少持续两三个季度。原因在于一切的短期经济分析，最终都要落地到企业行为。在上述四大力量的支撑之下，在过去这段时间里中国企业从国企到民企的资产负债表都得到了改善。企业界在长达

3年悲观危机之后，在资产负债表改善的情况之下，很有可能可以期待在制造业、出口相关行业和民企三块里的投资行为比今年有所扩张。这个扩张的力度是否一定能够对冲明年在基建、房地产一定会出现的下滑，这个有不确定性，但是至少在这三块是扩张的，能够起到对冲的效果。第二个不确定性是关于出口。按照我们现在的预测，明年出口很有可能是正增长，这取决于全球贸易是否能够像今年这样扩张，还有美联储的加息政策对于全球流动政策多大。按照基础路径来测算的话，明年还是可能正增长，这在一定程度上支撑需求的复苏。

把这两者叠加在一起考虑，我们觉得明年至少在前三个季度，中国经济回落的压力没有那么大。在表面的瓶颈背后是内部结构的巨大变化。今年房地产的回落，制造业投资的上升，这两种力量的扭转维持明年经济的一个平稳。CPI这个层面，肯定是有压力的，但速度不会那么快。

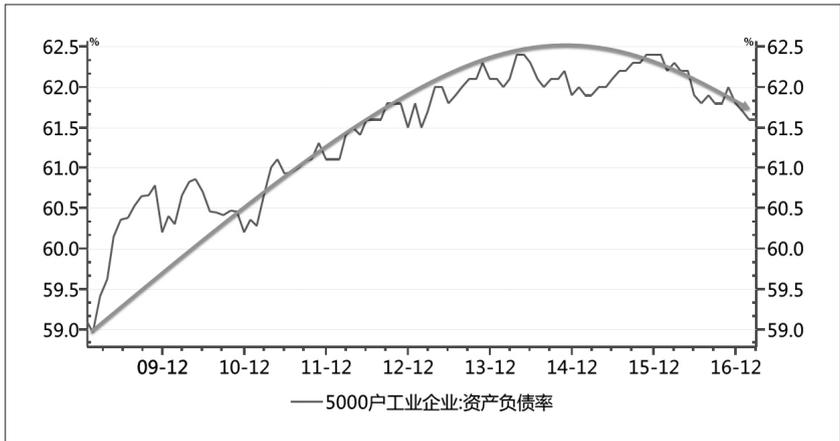


图 6: 2018 年展望: 企业资产负债率降低, 维持扩张与贷款意愿

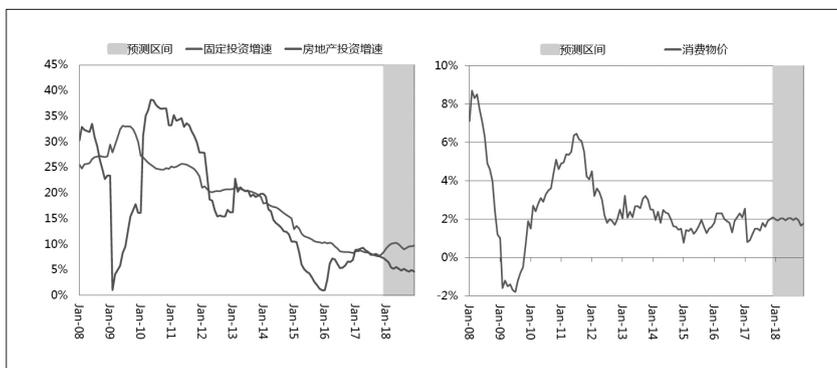


图 7：2018 年展望：制造业投资与消费维持稳健

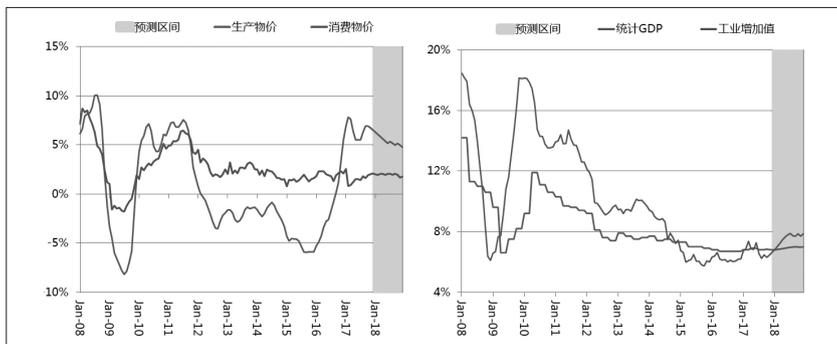


图 8：反弹影响力可能持续到明年 2、3 季度

总结下来就是，从长期来看，我认为中国经济仍然有下行的压力。这轮复苏背后的力量，在于上述的四大力量对于中国企业的资产负债表的改善作用，能够在未来两三个季度，支持中国经济的扩张。这是我主要的观点。

谢谢大家！

乔依德：刘海影从资本回报率的视角来谈为什么反弹。上面四位深入分析了 2018 年中国经济可能面临的问题，可能出现的前景。下面我们还有一些时间，大家可以讨论与提问，也可以结合前面刘主任、周主任的演讲，一起讨论。

互动讨论

王世豪（原上海银行副行长）：首先我非常感谢刘主任刚才精彩的分享和演讲。我非常赞同，非常有广度深度。我想问的问题就是，全球十年超低利息周期结束了，2008年危机后美国出现了0.25%的利率，中国储蓄利率比文革期间3.2%还要低一半，只有1.5%，到现在还没有动。这个超低利息周期，随着美国五次加息，全球开始逆转。中国现在是主要经济体中杠杆最大的国家，它的负债大部分是在这个超低利息期间（也是4万亿之后）累计起来。所谓的4万亿，我在外面一直讲是44万亿，因为你财政拿4万亿，我们的银行四年之内增加贷款40万亿，超过前面60年的贷款总量。我们开始的时候是30万亿的余额，2008年底到2012年为止是40万亿的增长，所以应该是44万亿。

后面每年这样加上去，尤其是2015年我们要拉动股市，后面这个4万亿再拉股市，结果由于各种原因没有成功。2016年开始各种顶层设计拉房地产，维持了两年，我估计还可以冲冲。这么大的负债率，居民的负债率，地方政府的负债率全部大规模上升。我个人看法，这个周期结束了，今后就是升息周期。现在这么低的利息，正常的银行贷款加2个百分点。现在中国的工业企业超过100万亿贷款，每年2万多亿利息；居民现在负债率50%，是30多万亿，加2个百分点，6000亿。我的问题就是，这个债务不可能降低，利率不可能不涨。那么，这个利息是刺破泡沫最大的利器，我觉得是非常大的危险之处。我想问，你从顶层设计这个角度看，怎么来处理这些矛盾？谢谢！

刘世锦：这是大家讨论比较多的，中央对这个问题也是

高度关注。所以十九大以后，咱们是三大攻坚战，第一就是防范风险，包括地方的债务，包括利润，杠杆率。这是全球的问题，我历来的观点是，因为欧美国家金融危机以后超宽松的货币政策，这是和过去的那种降息不同，是量化宽松。能不能解决西方国家经济衰退的问题？有时候过度关注货币问题，可能把真正的问题忽略了。西方国家如果不发生重大科技革命的话，人类社会提供所谓增长的潜力基本上释放差不多了，这是西方国家主要的问题。

所以欧洲、日本是1%，它们真正增长的动力，基本上像苹果一样已经熟了，人类社会提供的由于技术进步而增长的潜力基本上释放差不多了。所以这个货币政策的变化并没有解决增长动力的问题。其实在西方国家里，整个经济增长的龙头还是美国，美国和其他西方国家有两个比较特殊的因素或者不一样的因素。第一，美国的人口是在增加的。移民进来以后，他们的收入水平比较低，给这个国家的经济增长带来新的动力，这是很重要的因素。再一个，包括克林顿时期的美国，整个经济增长不错是由于IP产业，扩展到欧洲，日本能不能扩展很难说，可能更快扩展到中国来了。

2008年以来过度宽松的货币政策，是由于美国在2008年的时候犯了一个很大的错误。在现有的增长结构之下，金融结构出现问题了，导致经济连平时的增长速度都维持不下去，有一个很大的下行。美国就搞一个宽松货币政策让危机缓解一下，充其量恢复到危机以前的状况。我觉得西方国家到目前为止，没有解决新的经济增长动力来自何处的问题。

你刚才讲的相当透彻，中国现在负债率比较高，居民杠杆也在不断往上增加。中国之所以杠杆比较高有两个因素。第一个，过去很长时间直接融资部分相对比重比较低，股权

融资比重比较低，外部融资比重比较高，这样适当提升了杠杆。还有一个说法，中国的储蓄率高于其他国家，有一些特殊的原因。但是，无论如何中国现在杠杆率的水平不能再往上加了。但是利率要上升，利息的支出要上升。我看到最近一些统计数据，全年的利润总额不能抵过支出的利息。有的地方、企业，实际上是一个庞氏机制，通过借钱来还之前的，以前这个游戏可以继续玩下去，但是现在这个游戏玩不下去了。我觉得现在的问题可能有两点是需要关注的，第一点就是最近中央在讲防金融风险，这次中央经济工作会议只是讲稳住杠杆率，没有讲把杠杆率降低，现在要降低难度很大。再一个，杠杆率本身是高还是低是讲不清楚的，背后反映的是经济效益，说得更宽的话，是反映企业所有的盈利。看一个企业，如果这个企业盈利能力很强，杠杆率高一点不是问题，低一点反而是问题。如果这个企业效率不高，它是亏损的，杠杆率不高也是问题很大的。所以实际上杠杆率背后对应的是非常复杂的体制问题，不是重新把杠杆降下来就能解决问题的。这个问题不解决的话，纯粹把杠杆率往下降，一个是很难降下来，再一个是表面降下来也不一定解决问题。这是第一点。

再一点就是中国特色的问题。咱们说某些行业，某些地区，确实到了那个点上了，这个庞氏骗局在玩不下去的时候，是不是会像西方国家那样，到某个点就崩溃了？西方国家如果市场真正起评定性作用的话，到那个点就会崩溃的。但是在中国这种体制下，会不会？一般来讲，不会。我们应该相信中国体制的特点，刚才讲的强政府，不会让你继续把这个游戏玩下去的。问题在于你这样摠住我了，问题解决了吗？如果摠住的话，西方国家也可以摠住，我让你市场不

起作用了。这个是我们真正遇到的难题，即使把它摠住了，下一步杠杆能不能真正降下来，杠杆背后实际上是一个体制效率的问题。但是有利的一面或者好消息就是，从去年下半年开始到今年上半年，中国盈利状况有所改善，企业开始盈利了，这个可能是比较主动的因素。或者说下一步不说降杠杆，就是稳杠杆。企业的盈利状况有所好转，基本上是上半年为主，这个盈利水平是会下降的。我们希望现在中国经济回到一种状态，盈利比较稳定。各个行业应该在资源得到均衡配置或优化配置的状况之下，各个企业赚到钱，好企业能够成为赚钱的大头，现在这个趋势已经基本出现了。行业内部出现这种局面是比较好的，不能像2014-2015年PPI过低，保持一个适当的、比较均衡的盈利状态，慢慢消化杠杆，这是非常重要的。

我们现在期待的一种格局是普遍均衡盈利的状况，然后就是稳住杠杆，现在你要降杠杆，难度很大。稳住杠杆以后深化改革，释放高杠杆背后的体制低效率问题，不要有更高的期待，可以一块一块能够有所缓解。国有企业朝大做大以后，靠负债在那里撑着。要解决这种问题，先解决高质量高速增长，为稳杠杆、降杠杆创造条件，这是比较好的结果。

咱们的经济降到6.5%以后，你是不是着急了？你急什么，又要搞到6.7%以上，6.8%以上？从中央来讲的话，这次讲的非常尖锐，负债的问题，谁的孩子谁来抱，中央不给你抱，以后要追查你的责任，当政的时候谁借了债，不能拍屁股就走了，是要负责任的，中央对这个问题高度重视。其实中国的经济没有那么大的潜力了，关键问题就是就业能保证，杠杆率比较适当，企业能赚钱，财政有税收，老百姓的收入能有所增长，最后资源环境可持续，这就可以了。关键

问题还是一句老话，从过去 GDP 高增长挂帅的思维方式里转不过来，当然这个难度很大，我估计转过来还要几年的时间。最后说说认识问题，现在学十九大文件，咱们现在沿着过去的办法搞不下去了，但是怎么能够从实际出发，适当发挥我们的体制优势，也就是说我们摠住，消化里面的东西，你还得深化。这个问题大概也就这么一个结果，这是我个人的建议。

王世豪：王涵说股市会好，为什么这次经济工作会议只字不提？还有问邵宇，国务院金融稳定发展委员会已经成立了，把一行三会统一起来了，理财产品镶嵌式不要搞，要取消。现在的理财产品像我们买的房子一样，形式多样，银行、保险、证券、基金都不一样。但是现在问题来了，金融机构的市场部门已经在讨论，要不要取消销售理财产品，你怎么看待这个问题？

王涵：中央的精神我不太懂，我只是说说我自己对金融市场现在的看法。刚刚几位嘉宾讲了，这次经济工作会议对于防范金融风险还是提到了比较高的高度的。我觉得一方面过去几年银行资管发展比较快，就会出现一些问题，是不是一定程度上对这些事情有一些考量。直接融资实际是一个框，只要不经过银行作为中介都算直接融资，什么都可以往里面装，股票 IPO 也算直接融资。

刚才时间的关系我没有说得太清楚，我不是说明年的股市一定会涨，我只是讲从大的资产配置角度来讲，原来的股票市场是中等收益高风险的市场。金融市场讲有收益有风险，风险、收益是对等的。以前最不理性的的人出的价格最容易成交，因为所有的个人、机构都在场内交易，当所有的理性觉得股票 20 块时候，有一个不理性的人说我 21 买就有人

卖给他了。

为什么海外的金融市场没有那么大，做市商起到了一个噪音过滤的作用。我们金融市场多了两个市场，一个是政府主导的，还有就是我们大量的机构，机构就是涨多了会买，跌多了会卖。原来股票市场和金融市场配置的话，债券80%，股票20%。大部分做股票的人股票配置会多一点。

邵宇：在2015年1月份的时候，我写了关于银行理财问题的一篇文章。我们这个系统就是在打补丁。我们说影子银行，其实都是“银行的影子”。这么多年补丁打下来，老百姓的想法和银行的想法都是一样的，我们券商从来不承诺利息，大家相互绑死了。我们是把影子银行按下来，另外就是通过类似ABS这样的产品解决。不让银行倒来倒去卖，金融体系才能慢慢修炼到位。所以我觉得这个一刀切肯定会切出问题。现在银行也在闹，中国是“按闹分配”的，你闹一下就加一点，你不闹，到明年就彻底结束。虽然政府的信心如此之强，但是在去风险过程中会引发新的风险。如果你确定直接融资是你想要的，现在就不是都压回去，而且制造一个可靠的渠道，让商业银行变成投资银行，这才是正确的做法。

周师迅（上海市人民政府发展研究中心信息处处长）：我认为美国去全球化，实际上很大程度上是在解决一个金融怎么“脱实向虚”的问题。全球资本市场的流动量大概是进出口贸易额的400%，即40倍左右。现在全球价值链越拉越长，所以最大的受益者就是与全球资本流动有关的。美国现在采取很多措施使全球资本回流到美国，目的就是使资本流动尽量往它的制造业上去靠。现在资本市场链条越拉越长，但是缺乏全球统一的监管机构。上海要在2020年基

本建成金融中心。我的问题是，上海目前是不是要发展金融科技？因为杭州等其他城市都在跟我们竞争，上海是不是应该做这些工作促进我们金融中心的建设？

徐明棋：我想从金融服务于实际经济的内在关系来看，毫无疑问，金融产生于实体经济，金融在今天资本主义生产方式的大背景之下，不断成为整个生产过程、整个生产方式的一个主导。我最近在有一篇文章谈到全球化，探讨了理论性的问题，我不展开讲了。我个人观点是，它和生产内在的特征有关系，资本在生产过程中的有机构成不断提高，导致了资本获取的利益越来越大，这在全球都可以看到。中国也有这样的一种现象，但是中国已经看到这样的问题。我个人的观点是，无论是银行还是其他非银行金融机构，国内总体的金融供给能力是过剩的。因此，会出现金融泡沫，这是值得进一步探讨的问题。

关键是内部的结构问题。所以中央现在对金融采取了很多措施，使之服务于实体经济。另外，机构的问题是存在相当大的金融资产泡沫，因此要控制风险，不让系统性金融风险发生。至于科技要不要发展，金融中心要不要发展，这是必然要发展的。科技金融，或者金融的科技快速发展，可以提供渠道和手段解决我们前面谈到的整体经营结构上存在的失衡。我觉得这是可以进一步讨论的问题。

乔依德：我问刘海影一个问题：你刚才讲到2017年动力反弹有四个方面，你讲到企业加库存。如果我没有记错的话，刘主任在讲经济稳定时讲去库存。我的问题是，到底是加库存还是去库存，不能加库存也有好处，去库存也有好处。

刘海影：我讲的加库存，主要指企业界在产品和原材料

这两端的加库存。大家现在说得比较多的去库存，是房地产的去库存，以前在三四线城市房地产积压比较多，经过一年半的时间，房子大部分卖给了居民，开发商手里积压的库存减少了。

刚才刘主任的分析里讲，这一轮经济上涨有两个非常重要的动力，一个是出口，还有加库存。我们业内的共识也是这样的，在一年半时间里面，企业加库存跟过去54个月各行各业减库存的状况形成鲜明对比。我是说这一轮的加库存跟政策是挂钩的，资源行业带动了PPI的上行，从而加库存。

王世豪：长风公园那里新开的一个楼盘7.5万一平方，这个大家很感叹，因为对面的二手房是14万。旧房14万，新房7.5万，不管从哪个维度来看都让人感叹，这个事情你怎么看？

周国平：这个不完全是市场的行为，有很多的原因，我们现在靠行政手段来抑制房价，这个做法哪年是个头，是个很大的问题。

乔依德：时间不早了。在结束之前，我们再次对前面四位发言嘉宾以及上半场两位主旨演讲者表示感谢！也感谢大家的参与，特别是提问题、做评论的各位。今天的会议到此结束，谢谢大家！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）