

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 99 期

66

2017 世界和中国经济论坛——开门红以后



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
二〇一七年六月

序 言

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

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 多次，成为了基金会有一个品牌。

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

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

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

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

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

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

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

编者的话

上海发展研究基金会于 2017 年 6 月 19 日举办了“2017 世界和中国经济论坛——开门红以后”。参加讨论的专家有上海社会科学院研究员徐明棋、上海交通大学安泰经济与管理学院教授陈宪、中泰证券首席经济学家李迅雷、东方证券首席经济学家邵宇、上海社会科学院世界经济研究所所长权衡、上海发展研究基金会特约研究员暨朝阳财富首席经济学家刘海影。上海发展研究基金会副会长张立平和上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德主持了讨论。

徐明棋先生指出，全球经济今年增长的速度比去年有所提升。美国经济复苏基本势头没有变化。欧洲经济也在复苏的进程中，日本经济虽然也在复苏，但是今年的经济增长率将比去年低。发展中国家总体形势有所好转，大宗商品价格有所回升。

李迅雷先生认为，下半年经济走势前高后低，一季度 6.9%，二季度 6.8%，三、四季度在 6.6%—6.7% 的水平，全年判断 6.7%，跟去年持平。投资增速估计略有回落，没有通胀压力。

专家们分别对中国经济提出了政策建议，简要概括如下：

- 1、短期内适当扩大有效需求，推动内需型增长模式转

型，扩大出口，重视发挥积极的财政政策的作用，减轻企业负担。长期内实施创新战略，加快创新（技术进步与创新效率提高），深化改革（解决资源错配），发展教育（解决人力资本和劳动生产率），提升质量（产品质量和效益）。

2、控制金融风险以应对未来可能的不确定性。

3、全面发展服务业，通过开放使更多的机会出现。

4、解决资源在区域上的错配问题，发展超级城市与城市群是更加有效、更加直接的方法

5、放弃对 GDP 增速目标的追求。

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

二〇一七年六月二十七日

目 录

会议概要.....	1
会议议程.....	2
主办方致辞.....	4
专题讨论一.....	7
徐明棋：世界经济走势与美欧经济政策调整的影响.....	6
李迅雷：下半年中国经济及未来走势.....	13
陈宪：分化格局及演变影响着中国经济中期走势.....	21
互动讨论.....	27
专题讨论二.....	42
邵宇：刀锋上的平衡：去杠杆与稳增长.....	31
权衡：中国经济结构性减速与结构性改革.....	35
刘海影：为什么应该放弃GDP增速目标？.....	43
互动讨论.....	50

会议概要

世界经济复苏的势头日趋明显，IMF 对今年全球经济增长预期从原来的 3.2% 调高到 3.5%。中国经济也实现了开门红，第一季度全国 GDP 增长 6.9%，超过预期。工业、消费、进出口数据持续好转，居民收入实际增长跑赢 GDP 增幅。

在这种情况下，人们可能会关心全球经济的增长是否能继续保持强劲的势头，还有哪些风险？中国经济开门红意味着什么，是否已经触底？如何在开门红的情况下继续推进供给侧结构性改革，如何着重防范金融风险等，这些都是大家关注的问题。

针对这些问题，上海发展研究基金会将于 2017 年 6 月 19 日下午举办“2017 世界和中国经济论坛”，邀请了东方证券首席经济学家邵宇先生、上海交通大学安泰经济与管理学院经济学院执行院长陈宪先生、中泰证券首席经济学家李迅雷先生、上海社会科学院世界经济研究所所长权衡、上海社会科学院研究员徐明棋先生、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先生等专家学者发言并讨论，为经济工作和投资决策提供信息和参考。

会议议程

2017 年 6 月 19 日 大宴会厅 A+B 厅	
13:00-13:30	签到
13:30-13:40	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
专题讨论一 1. 对全球经济总体评估如何? 全球经济复苏势头能否继续保持? 2. 2017 年中国经济实现了开门红, 如何评价? 3. 今年下半年以及明年中国经济走势如何? 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	
13:40-14:00	演讲嘉宾: 徐明棋 上海社会科学院研究员 演讲题目: 《世界经济走势与美欧经济政策调整的影响》
14:00-14:20	演讲嘉宾: 李迅雷 中泰证券首席经济学家 演讲题目: 《中国经济下半年趋势与特征》
14:20-14:40	演讲嘉宾: 陈宪 上海交通大学安泰经济与管理学院 经济学院执行院长 演讲题目: 《分化格局及演变影响着中国经济中期走势》
14:40-15:10	讨论
15:10-15:25	茶歇
专题讨论二 1. 如何在保持经济稳定的前提下防范金融风险? 2. 中国经济还存在哪些结构性问题, 如何进行供给侧结构性改革? 3. 影响中国经济中期走势的因素有哪些? 主持人: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长	

15:25-15:45	演讲嘉宾： 邵宇 东方证券首席经济学家 演讲题目：《 刀锋上的平衡：去杠杆与稳增长 》
15:45-16:05	演讲嘉宾： 权衡 上海社会科学院世界经济研究所所长 演讲题目：《 中国经济增长：结构性减速与结构性改革 》
16:05-16:25	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：《 为什么应放弃经济增速目标？ 》
16:25-17:00	讨论
17:00	会议结束

主办方致辞

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）：各位嘉宾、女士们、先生们、同志们，今天我们在这里举办论坛。今年以来，大家普遍感觉世界经济走势好于预期，中国经济也实现了“开门红”。“开门红”以后，经济的走势会怎么样？会遇到哪些风险？应该有哪些对策？都是比较热门的话题。所以我们上海发展研究基金会确定了这么一个题目叫“开门红以后”。

我宣布“2017 世界和中国经济论坛”正式开始！首先我们有请上海市原副市长、上海市人大常委会原副主任、上海发展研究基金会会长胡延照先生，代表我们主办方致辞！大家欢迎！

胡延照（上海市原副市长、上海发展研究基金会理事会会长）：尊敬的各位来宾、各位专家、女士们、先生们、朋友们，今天我们在这里举办“2017 世界和中国经济论坛”，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和朋友们表示热烈的欢迎！

今年以来，世界经济整体状况得到了改善，发达经济体的经济走势整体回暖，美国经济温和增长，核心经济指标持续向好。欧元区经济复苏进一步加快，消费稳定增长，失业率有所降低。日本经济开始回暖，通缩的风险有所缓解。主要的新兴经济体的总体状况也比较好，印度和东盟继续保持了较快的增长，巴西和俄罗斯的状况开始逐步好转。总的来看，当前经济复苏的势头可以谨慎乐观。

同时，世界经济也面临着一些风险和不确定性，包括

特朗普政策的不确定性、美联储加息的后续效应还不明朗、贸易保护主义有所抬头、地缘政治冲突仍然严峻。2017 年，中国经济实现了开门红，一季度 GDP 增长了 6.9%，工业增加值也出现了好的势头，增长 6.8%。经济的质量有所提高，高新技术产业增加值增长了 13.4%，工业固定资产投资、民间固定资产投资有所上升。根据最新的数据，到今年 5 月为止，制造业 PMI 连续 10 个月扩张。国民经济保持了稳中向好的势头，基本面逐步好转，积极的因素在进一步积累。

在这样的情况下，全球经济增长能否继续保持强劲的势头？美联储的加息会有什么影响？中国经济开门红是否已经意味着经济触底？是否将继续保持较为稳定的增长？如何继续推进供给侧结构性改革，如何防范金融的风险？这些都是大家关注的问题。

针对这些问题，我们今天邀请了相关方面的专家进行研讨和交流，帮助我们把握当前的经济形势，为我们经济工作和投资决策提供信息和参考。

最后，衷心地祝愿本次论坛取得圆满成功！谢谢各位！

张立平：感谢胡市长的致辞！下面按照会议议程进行专题一的研讨。专题一主要是讨论世界和中国经济发展的趋势。首先我们请发言嘉宾上台参与讨论，他们分别是：上海社会科学院徐明棋先生、中泰证券首席经济学家李迅雷先生、上海交通大学安泰经济与管理学院经济学院执行院长陈宪先生。他们将讨论：对全球经济如何总体评估？全球经济复苏势头能否继续保持？2017 年中国经济实现开门红，如何评价？今年下半年以及明年中国经济走势如何？

首先，我们邀请徐明棋先生上台演讲！

专题讨论一

徐明棋：世界经济走势与美欧经济政策调整的影响

徐明棋（上海社会科学院研究员）：首先谢谢基金会举行一年两度的经济形势分析会。今天是讨论 2017 年下半年的预期，主办方让我给大家分析世界经济走势以及美国和欧盟经济政策的调整，以及对我们会产生什么样的影响。

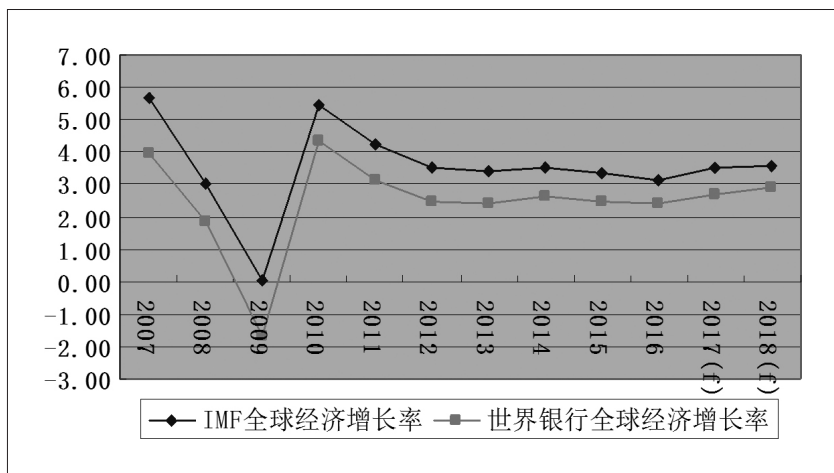


图 1：IMF 与世界银行均预测增速提升

从全球经济基本态势来看，将继续维持温和的增长，而且普遍认为今年增速好于去年，2018—2019 年持续维持相对来说较好的增长势头。6 月份 OECD 出台的全球经济展望，用了一个词“好转，但是不够令人满意（Better but not good enough）”，这个说法非常贴切。根据全球几个主要的国际机构预测，今年经济增长都比去年有所提升，比如世界

银行把今年经济增速从去年预测的 2.4% 提升到 2.7%，IMF 从去年预测的 3.1% 提升到 3.5%，比今年年初预测的 3.4 提高了 0.1 个百分点。最近 OECD 预测也提高了 0.1 百分点，预计今年可以达到 3.5%，对明年预期是 3.6%。

图 1 是 IMF 和世界银行分别预计的经济增长曲线，因为这两个机构的数据来源有点不一样，所以基本数据一直存在差异，但总体上都是往好的方向调。

第一大经济体美国的经济复苏势头仍然没有变化。从就业角度来看，应该说美国就业水平已经达到过去 16 年来最好的水平，失业率降到 4.3%。但是一些最新的数据发现，美国经济增长似乎已经到了天花板，去年年底特朗普当选以及他所宣称的刺激经济的政策带来鼓舞人心的效应似乎逐渐平息。到了今年第一季度增长率反而有点下降，环比折年率只有 1.2%，同比仍然有 2.1%。总体来看，美国投资、消费在 4 月份最新的数据都有所放缓，这也是外界普遍认为美国今年经济增长可能难以达到年初预测的 2.4% 的原因，只能有 2.1%-2.2% 的水平。去年年底普遍预期美国经济增长比较高，就算达不到 3%，起码 2.5%，最保守的估计是 2.4%，但是不管怎么样，美国经济基本复苏的势头仍然维持。因此，美联储 6 月份继今年一季度提高利率后再度提高利率，可以看出美联储对经济增长的信心仍没有变化。去年最好的是第三季度，去年第 4 季度到今年第一季度环比都是在下降。

欧洲经济形势处在一个复苏的进程中，欧盟整体经济 2017 年预测可以达到 1.8%，欧元区出现了更加好的发展势头，这是欧债危机以来经济复苏最好的情况。预期欧元区的增长会高于整个欧盟的增长，说明核心国家的经济增长在提升。但是欧洲面临着成员国之间失衡的问题，仍然没有办法

解决。欧洲核心国家形势开始好转，但是南欧，比如说意大利形势依然不十分乐观，尤其是整个银行体系不良资产的问题对整个欧洲经济增长仍然有一定的负面影响。另外英国脱欧，整个欧盟内部难民危机所带来的民族主义和民粹主义情绪对社会的冲击，使得社会撕裂仍然存在。尽管荷兰、法国选举使整个欧洲主流社会松了一口气，但是这种思潮并没有真正得到遏制，来自左的、右的方面的极端思潮仍然存在，英国这次大选中可以看到这个情境。欧元区 and 整个欧盟季度经济增长略微有所提升，但是要进一步恢复到 2008 年危机之前的状态，可能还需要很长的时间。

日本的经济状况不是十分乐观，虽然仍然在复苏过程当中。日本今年经济增长率会比去年低，第一季度同比只有 1.3%，环比只有 1%，预计今年只有 0.9% 的增长，比去年要低。因为安倍的大规模刺激和量化宽松的效益在下降，从长期看，日本经济存在一些隐患没有得到真正缓解，目前这一轮日本经济增长主要是靠出口拉动。大规模量化宽松导致日元总体处在比较低的水平，但是国内的投资和消费并没有真正启动，而且日本政府负债已经占 GDP 的 250% 以上，宽松政策的效果在递减。虽然普遍认为日本不会发生债务危机，但是高负债率使日本政府财政政策和货币政策的有效空间在缩小。从过去七八年时间来看，日本整体经济增长不太稳定。最近主要是得益于出口的快速增长，今年整个出口增长势头是非常好的。

从大多数发展中国家的经济情况来看，应该说也是有所好转，主要是得益于大宗商品价格有所回升，尤其是美元汇率走高的情况下，大多数新兴市场国家的出口有所改善。金砖国家印度仍然在高位运行，第一季度增长 6.3%，俄罗

斯也走出衰退，从去年第 4 季度开始增长。巴西和南非的情况要糟糕一点，因为内部政局不稳，导致整个经济仍然处在衰退当中。东亚和拉美大多数国家的情况比较稳定，仍然处于全球经济增长的前列。全球经济尽管有很多风险，但是总体应该来说比去年好，而且未来走势是比较令人乐观的。

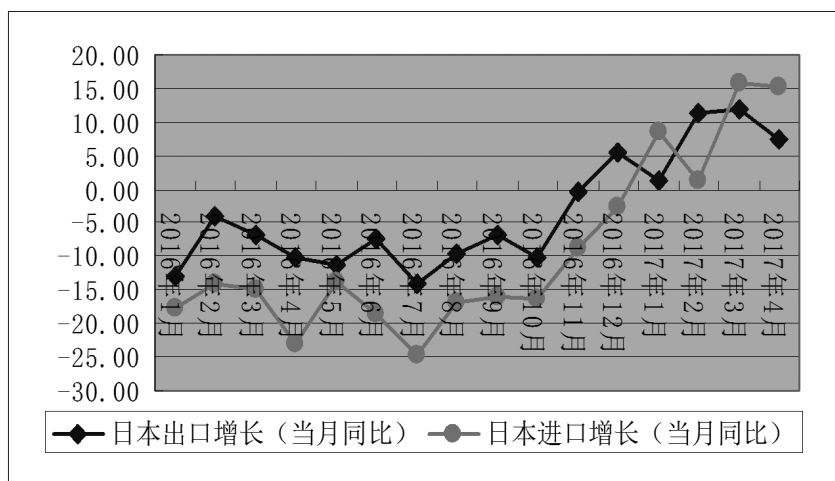


图 2：日本进出口增长率（月度同比 %）

美联储这次加息，并且对未来缩减资产负债表做了比较详细的阐述，证明美联储对整个经济增长是有信心的，比较乐观的，因此要把美国货币政策逐渐调整到所谓中心区间。美联储主要国内的就业情况、通胀率，再就是全球经济增长率，这个原来在传统美联储货币政策考虑。从这几方面的情况来看，都符合美联储持续加息的要求，因此下半年再增加一次利息率基本上是确定的。美联储的耶伦在发布会上表示“未来的经济增长率将使美联储可以继续以渐进式方式加息”。

美联储在 2008 年金融危机导致美国二战后最严重的经

济衰退后，采取了三轮量化宽松政策，总共购入 3.9 万亿美元各类政府债券和其他抵押资产支持的债券。美联储资产负债表规模由 9000 亿美元扩充至 4.5 万亿美元。现在大家担心的是美联储下半年启动的缩表进程，美联储计划在开始时每月缩减 100 亿美元（60 亿国债，40 亿资产抵押债）。未来每个季度增加一次缩表规模，直到每月缩减规模达到 500 亿元，其中 300 亿国债，200 亿其他抵押资产债券。美国今年整个缩表规模应该说不会很大，我的基本判断是，对市场流动性造成的影响也不会很激烈，因为充其量到今年年底按照这样的进程来说不会超过 1 千亿，相对 4.5 万亿规模而言只有象征性意义。但是 2018 年以后，按照现在的计划缩，如果每月缩 500 亿，那个时候对美国和国际金融市场流动性收缩的影响会逐步显现。当然，2018 年以后美联储货币政策将由新一届美联储主席主持，而且特朗普届时采取什么样的经济政策，都要进一步观望。如果美联储缩表按照现在所说的规模不断推进，还是值得我们进一步观望和考虑的。

现在对目前的整个经济增长率，特朗普是不满意的，他的目标是 3%，因此他要通过其他政策，尤其是财政政策来刺激，所以出台了非常大规模的减税计划。虽然这个计划没有能得到国会的普遍同意，但是减税趋势是必然的。在国际经济政策上，他毫无疑问变得越来越保护主义，为美国企业进入其他国家市场提供服务。至于货币政策，目前还不是十分明朗，但是有一点可以肯定，他会选择一个更加听话的，使美联储更加积极配合其经济政策的人来主持美联储。这从特朗普对联邦调查局局长的任命以及后来解雇他，所表现出来的要求来看，他要求下面的人言听计从。所以从这个角度来看，未来美联储货币政策的趋势应该说不是十分明朗，

不会有非常明确的像耶伦这样的货币政策。我对未来的判断是，美联储货币政策在特朗普新选的美联储主席指导之下，会出一些怪招，对全球金融市场，包括美国金融市场，都可能带来一些意想不到的冲击。

从总体来看，美联储缓慢收缩的货币政策对世界经济的影响可能不如人们担忧的那么大。原来历史上曾经出现过美联储提高利率，全球经济出现收缩和发展中国家出现金融危机的现象，这次是非常谨慎的缓慢收缩，而且大部分国家的资产泡沫有了比较成功的压缩，现在泡沫水平是比较低的。因此，不会出现随着美联储提高利率及收缩资产负债表引起的发展中国家金融危机。我个人判断，我们现在需要关注，接下来特朗普利用财政政策刺激美国经济，可能会导致美国出现新的泡沫。美联储如果持续收缩货币政策，可能引发美国新一轮周期性的衰退。因此，我们现在加快结构性改革，控制金融风险，应付未来的可能不确定性，是非常重要的，有着积极非常重要的作用。

- 
- 美国战后的衰退周期，GDP下降的年份：
 - 1954年：下降0.6%
 - 1958年：下降0.7%
 - 1960年：年度没有下降，但是第二、四季度环比下降
 - 1970年：年度没有下降，但是1969年第四季度和1970年第一季度连续两个季度环比下降
 - 1974和1975年：连续两年下降0.5和0.2%
 - 1982年：下降1.9%
 - 1991年：下降0.1%
 - 2001年：年度没有下降，但是第一季度和第三季度两个季度出现了环比负增长
 - 2008和2009年：连续下降0.3%和2.8%
 - 2008-2009？是否会衰退？

图 3：美国经济周期

从周期来说，这里有一些数据，美国二战以后 4-10 年时间，总是会发生一次衰退，最短 4 年，最长 10 年。两次比较长的时间是 60 年代，以及 90 年代，没有出现明显的收缩，但是由于比较长的周期，随后导致比较严重的衰退。74 年和 75 年连续两年衰退。90 年代长周期之后，出现了 2008—2009 年连续两年的衰退。按照 2010 年美国经济复苏，我们到今天已经过了七八年，2018-2019 年，甚至 2020 年，这个期间会不会出现新的衰退，这是值得我们认真考虑的，这个规律我估计难以逃脱的。

从欧洲中央银行的货币政策走向来看，2015 年 1 月份出台了量化宽松，在这个过程当中做了两次调整延长和一次扩充，总规模 2.2 万亿，比美联储量化宽松的规模要小。今年 6 月 8 日欧洲央行货币政策会议后德拉吉宣布将维持目前的宽松货币政策不变，也就是说一直到 2017 年年底，购债计划是不会改变的，只是从 800 亿缩减到 600 亿。我判断未来购债不会完全停止，根据情况需要可能有一定程度的缩减，因为德国现在对欧洲央行持续维持宽松的货币政策表示不满。但是总体来看，欧洲绝大多数国家现在支持欧洲中央银行维持目前的量化宽松。欧洲央行的宽松货币政策帮助了欧盟重负债国，稳定了欧元区的金融市场，而且刺激了欧洲出口，促进了欧盟经济复苏的爆发，对稳定全球金融市场有好处。但是也带来新兴市场国家面临汇率不确定、金融市场动荡、波动加大的溢出性影响，尤其是有些国家，它的债务和资产如果存在货币错配的话，这个风险是在增加的。

下面谈对中国的影响。美国经济走强，美联储货币政策的收缩，刺激了国内短期避险和投资资金外流的动机，但今年上半年这种动机在下降。特朗普经济政策刺激效应完成之

后，外部突然发现美国经济要达到 3% 的增长水平几乎不可能，美国经济政策对美国经济刺激的影响是有限的。从这个意义上来看，美联储货币供应持续缓慢收缩，进一步导致中国资金外流逐渐放缓。当然，特朗普的财政政策和税收政策也有影响，一方面刺激美国经济，这对中国出口是有好处的，中国对美国出口今年上半年明显增加；另外一方面，它也对中国国内的减税产生重要的压力，这块国税局明显感受到。

欧洲银行继续宽松，对中国的出口存在不利的影响，今年上半年，实际上从去年下半年开始，中国对欧洲的出口出现了下降。但是这对稳定国内金融市场有好处，美国在收缩，欧洲在放缓，中国资金外流动力减少。人民币金融资产在这样的背景之下，变得相对来说有吸引力。这对到中国的投资也有积极影响。但是对存在资产与负债货币匹配差的企业，汇率风险是在增加的。

总体来看，欧美货币政策和财政政策的调整，对我们存在双重利弊影响。关键是，我们要发展国内本身的经济，以及能够控制住风险，应该说，欧美政策调整不至于对我们中国经济产生非常明显的负面影响。

谢谢大家！

李迅雷：下半年中国经济及未来走势

李迅雷（中泰证券首席经济学家）：谢谢基金会的邀请，我给大家交流一下下半年中国经济以及未来走势。前面徐老师讲了很多关于发达经济体经济增长以及全球经济的情况，我的内容也有，但是时间关系我就不重复了，基本上认可徐老师的判断。

怎么看中国经济？我们首先还得看全球经济，这非常重要，特朗普的新政，欧盟经济，日本经济，都会对中国产生影响。所以，我今年年初总结了一个进行经济判断的所谓 6 维度分析法，第一个维度是前面徐老师讲的外部变量，就是发达经济体、全球经济的影响；第二个维度是内部变量，今年中央经济工作会议，以及马上召开的十九大，会对经济带来一些影响。这两个维度，一个是国内维度，一个是国外维度，是短期因素。还有长期的因素，一个维度人口，就是人口红利；一个维度是投资，一直讲中国的投资拉动模式；一个维度是货币，因为货币体量非常大；一个维度分析居民收入结构，能否实现消费拉动。六个维度分析经济。

外部变量： 1997年东亚金融危机---导致中国第一次债务上升
第一维度--- 2007年美国次贷危机---导致中国第二次债务上升
2017年弱复苏下外部环境 好于预期 ----？

长期因素： 第二维度---人口老龄化与流动人口减少不可逆转
第三维度---投资拉动模式仍将持续
第四维度---货币超发导致资产荒和贬值压力
第五维度---居民收入结构问题影响消费和投资行为

内部变量： 政策不仅影响投资还影响资产价格
第六维度---十九大今年召开，改革决定未来五年的发展方向
经济下行与高杠杆背景下需要守住底线
管制加强的逻辑是防风险也是稳增长

图 1：六维度看中国经济

第一个维度前面徐老师已经讲了，我就不展开了。

第二个维度，我始终认为人口是一个很重要的因素，中国经济增长很大程度上取决于人口的变化，人口的结构、人口的流向都会对经济潜在增长产生影响，可能有些观点跟普遍的观点不一样。比如，大家讲了很多“城镇化是中国经济增长的动力”，中国现在城市化率水平只有 57%，我们按照一年一个百分点，将来可以到 70%，中国经济还有 14 年的高速增长，这是从城镇化率的角度来讲的。但是我认为，城镇化率基本上到尾声了。我不知道国家统计局怎么统计城市化率的速度，国家统计局说去年 2000 万人从农村流向城市，但是又有另外一个数据——进城农民工比 2015 年减少 160 万。所以我不知道统计局的数据是怎么统计出来的。不管怎么样，我还是坚持我的观点，中国的城市化率基本上到尾声了，很难再提高了，农民工的数量在减少，上海跟北京两大城市外来人口连续两年减少了。人口还在增长主要是因为现有常住人口的出生人口，劳动力增长这个动力已经不足了。如果再看 40 年前，中国人口抚养比例有 60% 多，现在只有 30%。过去经济为什么那么快增长，就是因为抚养人口（老人和小孩）大幅度下降，但是现在又开始上升了，一旦上升的话，又是很长时间的过程。农民工进城数量减少了，我们动力来自于哪里呢？过去中国经济增长是靠大量劳动力增加，尤其是 1950 年 -1970 年的 20 年中出生了大量人口，给我们 1990 年 -2010 年这 20 年带来了人口红利，现在来讲这个人口红利已经消失了。这是普遍的现象，各国在经济发展过程中，都遇到这样的问题。一旦遇到这样的问题，经济就会有下行压力。

德国、日本、韩国由于城市化率水平大幅度下降，导

致经济增速下降，基本上减半增长，本来 9% 的增长，现在只有 4.5% 的增长，这个过程就是经济转型过程。中国实际上也面临经济转型，这个经济转型一方面是我们改革的需求，另外一方面也是自然现象。中国工业化进程已经完成了，2011 年以后中国第三产业比重就开始上升了，按照这个角度，中国经济转型是从 2011 年开始的，到现在为止也是在经济长期下行的过程当中。所以我觉得可能未来经济还会继续下行。这是一个很正常的现象。经济只有下行才能实现转型，没有一个国家经济上行实现转型的，全世界没有这样一个案例，所以下行是很正常的。但是，另外一个问题是稳增长，我们要实现翻番目标，这使得中国经济投资拉动的模式要长期持续下去，这就是现在面临的问题。

经济要稳增长，靠投资来支持，而投资在 GDP 中占比越来越高，我们去年固定资产投资规模占 GDP 总量的 80%，在 90 年代初只有 20%。这样一种投资拉动的模式是稳住了经济，但是付出的成本很高。这就是我分析的第二个维度，高速增长的投资还能持续多长时间？我们要研究经济增长，必须考虑到投资这个因素。投资所带来的另外一个问题就是货币增长过快，我们现在货币总体体量过大，这么大的货币体量导致了资产荒，导致了经济脱实向虚。现在意识到这个问题了，通过加强金融监管，金融去杠杆来解决这个问题。但是，你又要实现稳增长，又要去杠杆，这两个目标如何同时实现？按照以往的经验，要实现 GDP6.5% 的增长，要维持 M2 货币供应量 10% 左右的增速，意味着货币扩张很难改变，这就是我们所面临的问题。

我们还面临资产泡沫，所以官方文件里有这样的表述，房地产泡沫，包括资产价格的泡沫。我想既然有泡沫，这个

泡沫其实在各个领域都存在。但由于泡沫不是一个经济术语，不是一个可以量化的东西，所以我们现在讲得比较多是高杠杆率，实际上高杠杆率对应的就是资产价格泡沫。这个泡沫什么时候破？会不会破，对经济会带来什么影响？如果说泡沫破的话，那就是金融危机了，如果金融危机的话，经济就有可能负增长。所以我们应该关注的问题是，这个泡沫会不会破？从目前来讲，我们觉得还是不会破。从图 2 看，债券的泡沫也很大，一般来讲债券 10 年期国债收益率跟美国 10 年期国债的走势，或者跟任何一个国家，比如日本、欧盟的 10 年期国债率水平是比较接近的。但是中国这里就有一个巨大的鸿沟，这个鸿沟表明泡沫的程度。比如说中国名义 GDP 到过 18%，但是中国 10 年期国债收益率从来没有到 6%，这成为很大的缺口，这个缺口长期存在。我想短期内不太会破。

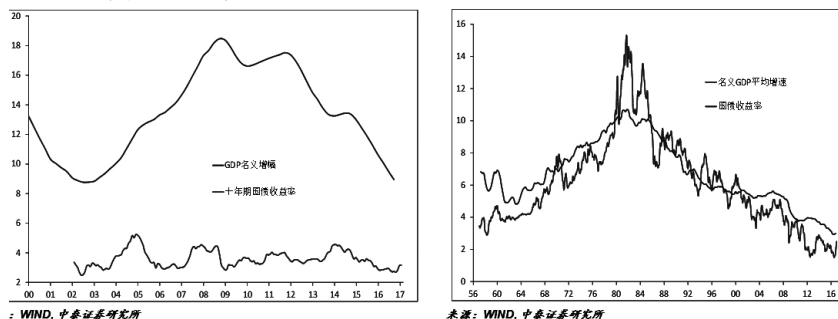


图 2：中美十年期国债收益率与名义 GDP 关系

对于汇率的问题，理论上人民币有很大的贬值压力，但是实际来看，人民币也稳住了。由于货币过量发行，泡沫问题还是显而易见的。但是我们不希望泡沫破灭，因为泡沫破灭会导致经济负增长，因此就要加强管制，管制力度加强之后，可以使价格稳定性增强，但不等于这个问题就解决了。

有人专门写过一本书《刚性泡沫》，我觉得我们现在也有类似这样的现象。

对于今年下半年，对政策的研究把握是非常重要的。因为我算过，中国政府的力量是美国政府力量的 8 倍左右，我也是把它量化了。这么大的力量，所以研究政策就非常重要了。政策核心就两点。一是稳中求进。稳中求进这个口号 2011 年就提出了，过去稳中求进只是在经济领域里的稳中求进，现在把它上升到治国理政的总原则。稳中求进首先要稳，经济要稳，金融要稳，稳增长，在稳的前提下才能够推进改革。房产税、财税体制改革等，可能会比预期要缓慢一些。国企改革、金融监管体制改革是会如期推进的。

今年有两大看点，一个是金融监管，另一个就是国企改革。现在金融监管上升到了一个非常重要的地步，是当务之急。怎么理解这一轮金融监管，我觉得还是有必要和大家坐下来交流的。金融问题由来已久了，每一次我们都会提到要加强金融监管，要控制货币规模。为什么每次讲了之后都没有实现这个目标呢？恐怕还是跟我们的稳增长目标相关。我们金融扩张经过三个阶段（图 3）。

第一个阶段是当年的 4 万亿，这是最陡峭的，一下子冲得很高，就是 2009-2010 年两年。2011 年后开始加息，提高准备金率，开始收缩了。收缩到 2012 年 5 月份又回来了，又有新一轮的宽松，但是这一轮宽松以表外为主。第三轮货币扩张是去年，虽然去年 M2 增速回落了，但是银行总资产增加 30 多万亿，这一轮子扩张还是以地方政府债，以企业债为主要特征。这样之后，权威人士就很担忧，连续两年 5 月份都答记者问。这两年金融扩张比较厉害的时候，2015 年股市加杠杆，2016 年楼市加杠杆。今年 5 月份人民日报

没有权威人士接受记者采访，这说明政策基本上得到了落实。这一轮金融监管加强会比较严厉。当然也强调底线思维，不能因为加强金融监管、去泡沫、去杠杆而导致系统性金融危机发生，这显然是不符合我们监管的初衷，所以这一轮监管也是松紧搭配的，在市场利率上行的时候就会放松一点，当市场利率往下走、流动性又比较好的时候，它又会收紧。我觉得这应该都是比较长期的一种举措吧。

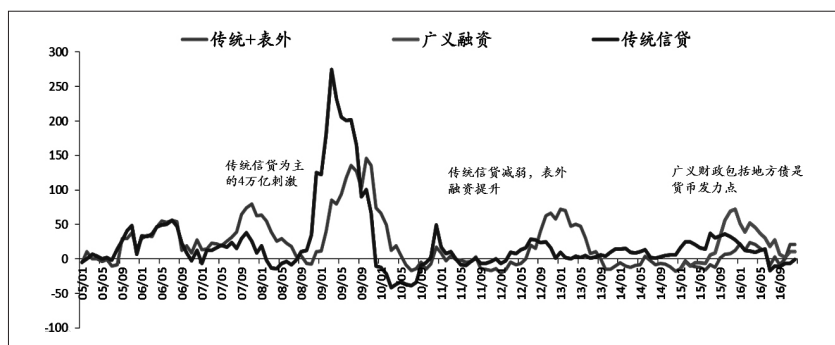


图 3：三次货币宽松

在这种背景下，我们应该盯住利率变化，在不同领域里的利率变化。比如现在对房地产市场的控制，是通过提高房贷利率进行房价调控，历史上都是这么做的，过去跟现在的做法其实还是一样。对于央行缩表，不用过于担心，美国央行缩表跟中国央行缩表都不用担心。因为美国的商业银行是独立的，现在美联储如果缩表的话，商业银行还是我行我素。中国也是一样，中国商业银行在央行收缩货币的时候它还扩张，在央行放松的时候它还是扩张，所以它不管什么情况下都是扩张的。但这一轮商业银行很难再扩张了，它本身有缩表的意愿了。因为宏观审慎的监管，银监会、央行一起监管商业银行的行为，监管表外业务。为什么 5 月份公布的

M2 会首次跌破 10% 呢？主要是表外业务的减少，所以这方面我们要引起更多的重视。

利率我觉得不要太担心，因为利率如果往上走的话，对应的就是资产泡沫破灭，这显然不符合中央经济工作会议提出防止房地产大起大落的要求。最近来讲，核心利率水平已经稳定了，对于利率这方面我想央行会充分控制。

从下半年来讲，经济走势估计前高后低，一季度 6.9%，二季度 6.8%，三四季度在 6.6%—6.7% 的水平，全年判断 6.7%，跟去年持平。基建投资，制造业投资的增速估计都会略有回落。从通胀角度来讲，没有通胀压力。不管油价涨也好，跌也好，很难对 PPI 构成威胁。所以整体来讲，今年还是会面临通缩的压力，CPI 也是低于预期的。我们连续两年 CPI 都低于预期，2015 年年末大家对通胀很担心，2016 年年末大家对通胀又很担心，但是通胀还是起不来，主要原因是食品的价格，以猪肉为主。产能过剩也是一个客观的情况。在影响中国经济的 6 个维度中，其中之一就是居民收入结构。这一轮经济复苏的过程中，消费很难起来，中低收入群体收入增长缓慢。中国经济有这么一个特点，中低收入群体的收入跟 GDP 增速比较相关，高收入群体的收入跟投资比较相关的，基建投资持续上升导致高收入群体收入上升，去年汽车的销量，奢侈品价格的上涨，豪华车销量，都是非常高的。所以在这个过程中，也隐含着消费升级的因素。当然，普通老百姓的收入水平也增长，但是他的消费更加倾向于服务类行业，所以这方面也带来了一定的投资机会。今年整体汽车销量是下降的，跟消费升级有关，SUV、豪华车销量增速还是很高的。奢侈品的价格，背后所对应的地产投资增速上行，地产销量的上行，这就是结构性的机会。

主要跟大家汇报这些，谢谢！

陈宪：分化格局及演变影响着中国经济中期走势

陈宪（上海交通大学安泰经济与管理学院经济学院执行院长）：大家下午好，现在已经应该进入讨论时间了，我尽可能缩短一些时间，有更多时间来互动。

我讲的题目是“分化格局以及演变影响着中国经济中期走势”，因为中国经济近年来最基本的表现就是走势分化。我觉得总书记去年年中的时候对整个经济分析有这样一段话，我觉得未来一段时间还是适用的，媒体当时把这段话概括为8个字“总体平稳，走势分化”。这个走势分化就是讲，旧的结构有一个向下的力量，新经济、新的结构有一个向上的力量，如果经济要再回升的话，就意味着新经济、新的结构的上升要能够覆盖掉旧经济、旧的结构向下的部分。现在为什么很多人讨论新的动力、新的结构，道理就在这个地方。所以对这个东西的分析和判断，就决定中国经济到底是启稳还是下探？一季度数据出来后，大家认为中国经济启稳了。但是最近的数据，尤其是房地产的数据，大家又认为中国经济可能还是趋于下探。这些会在新经济、旧经济共同作用的分化当中所表现出来。

分化的表现从这一张图（图1）可以看到，地区间的、城市间的。我在深圳待了几天，昨天晚上回来。深圳现在战略新兴产业的东西很多。他们告诉我，深圳现在搞了很多东西，上海是不会搞的，比如生产手机卖到印度去，卖到非洲去，这个上海不会做。深圳这个地方有很多初始创业和草根创业，这个特征是非常明显的，由于它的这种政府管制方

式，使得经济总体感觉非常有活力，从它的增长就可以看出来。你怎么解释深圳现在高于全国平均水平的增长呢，它也没有特别多的大规模投资，深圳地方也很小，只有上海的三分之一还不到。

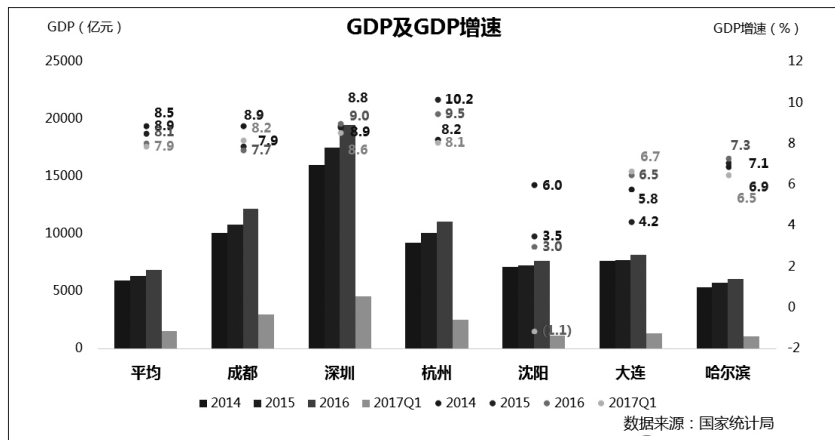


图 1: 分化的表现——地区分化

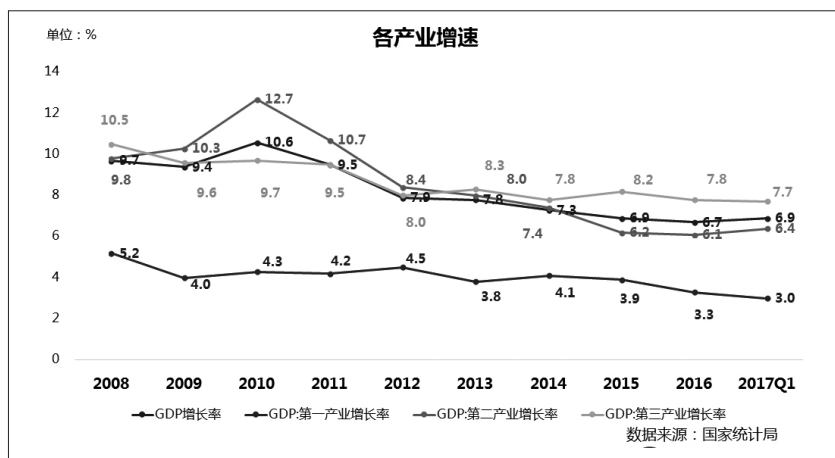


图 2: 分化的表现——产业分化

大家还可以看到产业上的分化（图2），这些大家都比较熟悉了。分化原因大致可以归结为这样几个方面。从大的方面来讲，这种分化就是经济规律作用的结果，当然也有一些受到政策扭曲的影响。中国经济现在越来越表现出一种存量的模式，从人口、产业里都可以看到这样一种存量模式。我们的经济过去主要来自于很大的增量，人口的增量，劳动力增量，投资的增量，这在未来都会发生变化。

动力转换有短期和长期两个观察层面，短期就是需求侧的视角，从投资驱动到消费驱动；长期就是供给侧的视角，从要素驱动到创新驱动。2015年，我国GDP中最终消费对经济增长的贡献率为66.4%，比上年提高15.4个百分点，比2010年高达29.1个百分点。2017年一季度，最终消费对经济增长的贡献再创新高，达到77.2%，消费驱动的格局正在形成。

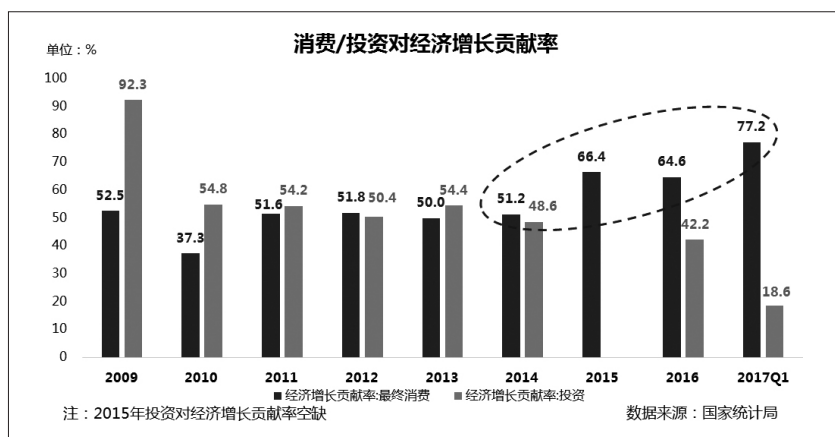


图 3：消费和投资对经济增长的贡献率

分化一个很重要的方面就是创新驱动，尽管这个创新驱动是慢变量，变化比较慢，但是从一些新兴产业的增长也可

以看到创新驱动的表现。以深圳为例，近三年来，深圳的经济增长高于全国平均水平两个百分点。如果说在前些年主要依靠要素驱动增长时，某地的增长率高，不一定能够这么说，那么，对于深圳这样转型中的经济体，这恰恰表明，创业创新已经成为增长的新动力。还可以从战略性新兴产业的角度，看创新驱动对深圳的积极影响，它们的较快发展，既说明产业结构在迈向中高端，也反映创业创新活动的活跃。“十二五”期间，深圳七大战略性新兴产业年均增长 20%，占 GDP 比重由 28.2% 提高到 40%，2016 年新兴产业对 GDP 增长贡献率提高至 53% 左右，未来产业（生命健康、海洋经济、航空航天和智能装备制造）已然成为深圳经济增长的新引擎。2016 年，全市战略性新兴产业和未来产业增加值增长 10.6%，其中互联网产业增长 15.3%，机器人、可穿戴设备和智能装备产业增长 20.2%，无人机、新能源汽车等新产品产量分别增长 60% 和 146%。

当然我们也看到一些政策干预上的问题。从投资方面你可以看到，中国过去很长时间里，民间投资增长快于国有的增长。但是 2016 年上半年表现非常明显，民间投资增长下滑，而且现在制造业 60%—70% 是民间投资。这种变化我们感觉背后有政策的问题。

我觉得中国经济在未来一段时间，如果要解决分化对中国经济下行的影响，很重要的就是怎么培育出新的动力、新的动能。最近大家可以看到两个趋势，一个是创业、创新。另外就是通过拓展新空间，通过空间上的调整产生新的动能。我们讲内生的动力来自创业、创新的内生动力。自从总理在 2014 年夏季达沃斯第一次提出“大众创业，万众创新”，我们看到创新、创业在中国形成这样一种势头。我最

近这段时间对这个比较多的关心。一开始讲到创业，其实有很多质疑的看法，尤其是讲初创，人们对大学生创业有很多质疑，我在很多场合解释过这个问题。你这样理解创业是不够的，初始创业只是创业的一种形式。深圳这个地方初始创业、草根创业比较多，和这个城市的一些特点有关，比如它仍然可以说是一个移民城市。前不久总理在北京视察航天科工集团，航天科工集团作为一个央企怎么通过构筑“航天云网”这样一个平台来推动创业。所以，现在大公司内部创业，或者说大公司建立的这种平台创业，成为一种很重要的创业形式。比如华为，华为在 2000 年就有过一个文件，要在华为公司里面进行内部创业。很多华为以后发展出来的新业务，都是在公司内部平台创业产生的，高管再去组建一个公司创业。还有大家都很熟悉的海尔平台创业。为什么非常强调这一点？因为上海这个格局，是大企业、国企、外企的比重比较高。如果上海这个地方寄希望于草根创业是不太可能的，当然上海也有，比如说杨浦区就推动这样的创业。但是在上海这个地方，它的大企业、央企、国企怎么学习效仿人家非常成熟的平台创业，就非常重要。我刚才讲了三个，一个是航天科工集团，一个华为，一个海尔，都是平台创业的典型。

我想讲的还有一种创业，这也是最近在深圳调研发现的：国有企业混合所有制改可以在未来扮演一个很重要的角色，而且这种创业形式已经出现了。我现在给它一个名词叫“融合创业”。我们在深圳看到一个案例，深圳有一个初创公司是做车联网的，它最近和中集车辆合作，共同注册一个公司，专门解决车辆挂车智能化的问题。中集车辆很想解决挂车的智能化，因为我对技术不是很懂，他们跟我讲，

比如挂车的刹车到底磨损什么程度，原来要车子停下来检查后才知道。现在把它智能化，随时有可以知道挂车的各种技术参数。原来中集车辆没有这个技术，所以它们合作注册一个公司，而且是初创公司占大股。我看了以后就觉得，大企业和小企业合作在中国的意义特别大。现在讲国有企业改革，怎么注入活力。初创当然很重要，然后就是平台创业，融合创业，培育内生的动力，来形成所谓供给侧三驾马车，就是技术进步、人力资本和企业家精神。

中国经济过去也讲从东部到中部到西部，在经济发展过程中一些重要的增长极、增长点对拉动整个经济非常重要。这一点中央也看得非常清楚。中国东部在未来如何引领中国经济和全球经济增长，在今年政府报告里已经提出来，一个杭州湾，一个深圳湾，从长三角到长江经济带，从珠三角到泛珠三角，就是新经济科创资源的集聚形式。为什么一定要在湾区集聚？因为全球经济总量 60% 在湾区，所以中国要打造这些湾区，作为新经济的策源地，作为未来重要的增长地。这一点现在看得非常清楚，中央也已经做出这样一个部署，推动湾区发展。粤港澳大湾区的提出还有一个背景，就是香港回归 20 周年。两大湾区，杭州湾和深圳湾未来是中国科创资源、战略新兴产业的策源地和聚集地，是拉动中国经济增长两个非常重要的地方，这是有关培育创新创业、获取新动力和新动能的问题。我就说到这里，谢谢大家！

张立平：刚才三位老师讲得非常精彩，徐老师从整个世界经济发展走势，李老师从中国经济分析六个维度看下一步经济走势，陈老师从整个走势分化分析原因，他后面提到的平台创新和融合创新给我们非常大的启示。下面进入互动阶段。

互动讨论

提问者一：我有两个问题。次贷危机后，美国、日本用宽松货币经济刺激经济，但是效果差距很大，美国率先走出泥潭进入加息周期，日本还在泥潭之中。除了日本人口红利消失之外，造成这些情况的原因有哪些？

第二个问题，日本经济疲弱的主要原因是投资和消费的低迷，与之对应的是日本工资水平两年没有增长，请谈一谈社会贫富差距对经济潜在增长率的影响。谢谢！

徐明棋：你说日本宽松货币政策没有什么效果，也不能说没有效果，只不过效果比美国要差。而且就目前的情况来看，欧洲的两轮量化宽松对欧洲经济已经显出了它的效益。日本经济疲弱和整个社会经济结构有关系，现在普遍认为日本人口老龄化、储蓄率低，这些因素导致日本宽松刺激政策的效果要差一点。还有很重要的原因，日本产业转移到其他国家比较彻底，国内制造业基本上已经完全转移出去了。当然它有创新和研发，但是这块对日本经济的推动作用不是十分明显。因此，日本经济目前来说仍然处在一个调整的过程中。由于我们刚才讲到的这些因素，日本现在仅仅靠量化宽松政策带动增长是有一定难度的，因为日本财政政策的空间是非常小的，它的负债率非常高。安倍政府已经看到这个问题，试图增加消费税，遭到民众的普遍反对，而且差一点影响自民党的政治基础。所以日本经济估计还得在低迷状态中度过一段时间。这是我的基本看法。谢谢！

提问者二：关于全球化，美国新总统说要美国优先，英国要脱欧，欧洲大陆被恐怖分子搞得心慌意乱，发达国家对全球化趋势有深刻的反省。在这个背景之下，中国搞亚投

行，搞“一带一路”，能不能用新的方式继续推进经济全球化？全球经济一体化的结果是出现一些新兴市场经济国家，这对世界财富的增长和世界贸易格局的改变都有很大影响。“一带一路”会不会又产生出一些新的市场经济体，比如说使巴基斯坦变成一个非常有潜力的市场？“一带一路”会不会我们动员了很多国家，最后成长起来是外国人而不是中国人？这是第一个问题。

第二个问题，陈老师讲湾区，中国湾区有什么技术出现，有什么东西引领经济的成长？新动能最后来自于什么技术，什么产品，什么方式？有什么新的技术能够在湾区成长起来，能不能讲具体一点？

徐明棋：关于“一带一路”，毫无疑问，现在已经吸引了全球的关注。我们对“一带一路”的理解，包括中央对“一带一路”的大思路也是在不断发展和完善的过程中。就我个人的理解来看，“一带一路”是推动世界经济新发展的一个大的思路，它的内涵非常广泛的，现在已经提到了“四通”。你问“一带一路”最后会不会推动沿线国家出现一批新的增长点？如果我们按照现在的思路去引导全球资源在“一带一路”更有效利用起来的话，通过贸易、投资、文化交流推动这些国家的增长，可以预见某些国家将会快速进入工业化。进入工业化之后，它会重现东亚国家曾经走过的经济快速增长的现象，应该说是可以预期的。在这样一个背景下，所有参与到“一带一路”建设的国家，都可以从“一带一路”中得到相应的利益。这一点应该说是毋庸置疑的。总体来看，“一带一路”的大方向是值得人们去期望的。从中国的角度来说，对于应当欧美国家现在的一些逆全球化思潮以及保护主义措施也是有积极作用的。至于“一带一路”

最后搞成什么样子，我们也没有办法预期。现在是积极动员，推动贸易、投资活动的初步阶段，未来的潜力是非常巨大的。谢谢！

陈宪：刚才有问到消费对潜在增长率的影响。潜在增长率主要是讲长期的因素，就像劳动、土地、资本。为什么经济学家算出来的潜在增长率不一样呢？因为土地、劳动、资本的参数不一样，导致经济学家算出来潜在经济增长率不同。但是消费对这潜在增长率没有直接影响。

未来经济增长要有新的动力，增长靠技术，这个技术从两个方面来讲。你可以看到这么多年，新兴产业的这些技术，基本上都是由创业者和企业家试错试出来的，就是有一个好的环境试错，美国的硅谷，深圳是硅山，这些地方的创业者在那里做新技术试错，试这个技术能不能被应用到什么地方，能不能产生新的产品，产生新的服务。靠这些人那里创业，至少要起到 70% 的作用。还有 30% 的作用，可以找一些战略科学家预见未来技术是怎么样的。如果说原来老的产业，大致能看得清楚，还可以做一点规划，新兴产业没有办法做规划，但是可以通过技术预见为企业家试错提供信心。最终能不能做出来，还是那些人的事情，绝对不是科学家和工程师的事情。所以为什么要有这种湾区，过去这些新技术、新产业就是从这些地方出来的，就是要有一个更好的环境，让这些人能够更好地来试错。我想就这么一个简单的结论。

张立平：我向李老师提一个问题。刚才你讲到用六个维度来看整个中国经济的走势，现在最担心的是实体经济，你刚才讲投资拉动，但制造业的投资在往下走，这会对实体经济的未来发展产生哪些影响？

李迅雷：经济增长是一个逐步趋缓的过程。就像前面问到的，为什么日本经济还是起不来？宽松政策肯定有效果，但是关键还是与潜在增长率有关，它的人口老龄化使得潜在增长率下降。我发现 2005 年中国粗钢产业的增速已经到顶了，2010 年中国房地产投资增速达到 33%，之后也是下降了，这说明潜在动能下降。中国传统制造业的动能在下降，新兴制造业还是有很大空间的。但由于新兴制造业的规模有限，所以对整个经济的拉动作用也是有限的。我们现在面临的问题是，为稳增长采取的举措很多，政府大量的基础建设投资，现在挖掘机的产量已经比去年下半年翻了一倍，这么大的基建投资按理说对制造业是有利的。但是单纯靠基建投资改变不了下行趋势，还是要进行结构的完善、结构的调整，不是说非要让制造业投资维持比较高的增速。我也同意前面陈院长讲的，民间投资 60%—70% 是在制造业，由于民间投资获得银行融资的利率水平比较高，当投资回报率下降时，投资意愿就下降了。怎么让它的投资意愿回升，可能要在我们融资体系上进行改革。国有企业有政府的隐含担保，国有企业又是重工业为主的。新兴产业都是轻资产的行业为多，轻资产没有厂房怎么得到融资呢？这对现在的金融体系提出一个问题。在这种背景之下，如果经济要进一步完善，好多方面还是要通过改革来推进。目前的经济增长还是依托于传统产业，新兴产业是有，是在缓慢提升，但占比偏低。所以我觉得，要提高制造业的投资，还是要通过金融改革和财税改革来鼓励民间投资。

张立平：第一阶段讨论就到这里。刚才三位老师给我们做了精彩演讲，也感谢各位积极参与讨论！

专题讨论二

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，第二阶段讨论现在开始。我们在第一阶段主要讨论了全球经济和中国经济的发展趋势，三位老师都做了精彩的演讲。茶歇的时候我也听了参会者的一些想法，大家都觉得他们几位都做了比较充分的准备，也给我们带来很多启示。其实在最后讨论的时候，陈宪老师的发言已经涉及到我们这一阶段要讨论的问题。我们这一阶段主要是关于中国经济结构以及中期的问题，在会议手册中列了三个问题，第一是如何在保持经济稳定的前提下防范金融风险？第二个问题，中国经济还存在哪些结构性问题，如何进行供给侧结构性改革？第三，影响中国中长期经济发展的因素有哪些？我们很高兴请到三位在这方面有研究的专家学者，首先有请东方证券首席经济学家邵宇先生做发言。

邵宇：刀锋上的平衡：去杠杆与稳增长

邵宇（东方证券首席经济学家）：谢谢乔秘书长。我的第一个话题是关于全球化的，现在是对全球化争论最大的时期，究竟是继续还是已经结束了，还有“一带一路”。

第二个话题是关于中国经济增长，究竟这个动力来自哪里，现在分歧巨大。一方面繁荣的高峰已经过了，接下来都是下坡路，所以是凛冬将至。

第三个话题，新的周期开始，究竟真相是什么，在这个增长后面是杠杆的问题。现在讲到金融监管，甚至金融反

腐，这个演变对我们的投资非常重要。

第一个问题很简单，这个季度跟上一个季度不同在哪里？中美似乎在转变，美国特朗普上来后对中国形成巨大的压力，说中国是汇率操纵，又是利率操纵。现在中美之间推动百日计划，我们对外面临一个新的窗口，可能有更多的美国商品进口，包括美国的牛肉、天然气、石油能源。更重要的是，我们将更大幅度地开放中国的服务业，中国重要的发展空间就在服务业，外资、独资的证券公司、基金公司、律师事务所、教育、医疗等等，都会在自贸区，甚至在中国整个沿海城市开花结果。这意味着中美在这方面形成一定实质性共识。

第二个问题，中国在这样一种环境下，自身成长的动力究竟在哪里？我们可以在这个阶段尽量去创造，尽量去发明各种东西，比如说最近最热的共享单车，它的估值可能几十亿、上百亿，这样一个创新能拉动中国经济吗？我们试想一个极端情况，我们所有人都不开车，都骑自行车，骑共享单车，最终我们可能回到石器时代。我们要找到新动能的主干在哪里？其实这个答案并不远，我们有深度城市化。其实对于中国而言，现在无论多少投资，都不可能发动一次全面意义上的周期繁荣，经济无论如何不能再回到 10% 以上的增速。那我们可以做什么呢？我们可以对重点投资区域，特别是超级城市和城市群区域进行新一轮的公共服务、基础设施、土地供应优先投入，形成一个区域的周期，这一点我们是做得到的，而且现在正在做。刚才陈教授提到深圳湾跟杭州湾究竟怎么样，制造业基地会怎么样，这个就是谈区域能不能稳住经济增长并且引发更多投资和消费升级的趋势。比如说这几年其他行业增长很缓慢，但是电商增长

很快，江浙沪是包邮，你想一下为什么新疆西藏不包邮，它没有办法包邮。即便你是新型业态，也是基于未来城市化、城市群新一轮发展格局的，这可能是我们发展的终极动力。你在那里做更多的公共服务，基础设施、养老，甚至房地产和产能投放，可能是存在更多机会的。

我们更愿意选择更为客观和持续的方式，我们认为这叫做周期的升级。在这样一个发展阶段，我们很难想象只凭每年一到二个百分点的全要素增长，就能够拉动中国经济稳定增长，我们现在不应该快速掉下来，因为我们还没有到那个阶段，我们的城市化和超级城市并没有真正兴起。

另外一方面，我们面临一个巨大的去杠杆以及流动性调整的环境。我们提出一个框架。整个宏观经济由 6 个大的部门构成，分别是 3 个实体经济——所谓政府、居民和企业；2 个金融部门，一个是银行（加上影子银行），最终流动性供应者中央银行，以及中国在全球化环境下是一个重要的对外部门。现在的问题在于，全球所有经济体的杠杆都在不断上升，二战以后没有一个国家真正去过杠杆。去杠杆对中国意味着什么？M2 的增长应该是负数。你觉得这个可能吗？而且还伴随 6% 左右的增长，如果 M2 变成一个负数，这是难以想象的情况。所以我们更多是做一些调整。比方我们使得居民部分的杠杆有一定的上升，这个已经做到了。居民杠杆已经上升得非常高，特别是过去两年贷款有 80% 给居民做房地产贷款。政府部门，特别是中央政府，以及央行资产负债表，都经历了一轮膨胀。但是企业部门的杠杆已经平缓，并且开始慢慢下降。并不是说这个工作就到此结束了，还有更多工作或更艰巨的工作在做。

整个对外部门会怎么样？整个对外部门会引发我们汇

率稳定以及外汇储备的变动，我们只是给了大致的判断。在未来这段时间里，我们觉得人民币汇率仍将稳定在 6.8 到 7 的水平。因为资本流出狂潮，人民币汇率机制的调整，加上反周期的效应，使得市场贬值的那部分预期已经全部被抵消掉了，当然有一部分是由于资本管制。如果汇率能够稳定，回过头来能用更多的时间来去杠杆或者泡沫压制。监管风暴以及金融调整形成了共振和冲击，一方面表现为资产价格下行，特别是中小商业银行的杠杆在一定程度上减低。问题在于所有监管在拼命竞争，总量和流动性在收缩，加上金融反腐，整个投资市场在下降。现在值得庆幸的是，他们正在视图用不同的方式去缓释这样一种风险。比如有人说前段时间央行放水了 2.5 万亿，其实没有那么多，一共就是 680 亿。现在中国实体经济发展类似于美国 80 年代到 90 年代，通过核心龙头企业做强，很多就是通过并购实现的。这自然对市场活跃度，包括整个市场预期的调整产生一些暖意。大家看到市场已经有所反映了。

所以现在强调一点，大家一定要心里有数，这样一个调节或者这样一个适当的流动性供应并不意味着整个去泡沫的全面转向，只是给你一个缓冲的时机。什么时候政策有标志性成果或者有一些调整呢？我们觉得要等到明年一季度，通过央行货币供应端价格上升，成本上升，最终会传达到实体经济。在这个传导过程中，让银行减低它的杠杆，特别是中小银行过度膨胀的资产。我们时间并不多，大概就两个季度左右，如果经济还是这样缓慢，又会来到 6.5 以下的边界。

我们现在遇到的是，全球化停滞和城市化停滞的关键节点，在这种情况下我们不断追问一个问题，究竟动力来自哪

里？经济学家给出充分的答案。

第一，服务业全面发展。通过开放，更多的机会正在出现，而且大家已经投资于服务业的重点区域。

第二，全面深化改革，这个难执行。金融释放流动性一枝独秀，但是真正供应的要素太少，比方说国有资产和土地。水就是流动性，面多了就加水，否则饺子永远不好吃。现在水太多，泡沫太大，如果你不供应足够的实体要素进去，是没有办法的。

第三，最大的动力在于解决这些资源在区域上的错配，就是超级城市与城市群的发展。这个做起来可能会更加有效，也更加直接。配合这些重点区域的改革试点，我相信我们将看到一个周期的升级，一个监管的协调，以及政策释放的暖意。在这种情况下，下半年对于资本市场我们还是存在一定的期望。

对于中长期经济发展，只要我们沿着这条路走，我们觉得仍然能够保持一个温和并且持续的增长速度。这是我们对未来这段时间，包括杠杆、泡沫、经济增长的一些看法，供大家做参考，谢谢！

乔依德：非常感谢邵宇先生，他主要强调我们要进行改革，通过改革和去杠杆达到优化和动态的平衡。下面有请上海社会科学院世界经济研究所所长权衡。

权衡：中国经济结构性减速与结构性改革

权衡（上海社会科学院世界经济研究所所长）：全球经济是否复苏，现在大家还在争议。它是真的复苏了，或者新的周期起来了？还是几轮货币政策刺激的价格现象，或

者是一个货币数量现象？这个问题还也争论。特别是美国、欧洲、日本短短几个月的数据，不足以说明世界经济在主体上复苏。刚刚跟张会长聊的时候，他问我情况到底怎么样？我个人看法是，2008 年以来，或者在上一轮增长过程中激励起来一系列结构性矛盾，根本没有解决，所以这一轮复苏的基础根本不存在。因此我个人判断是，这多半是出于量化宽松的货币政策，甚至负利率刺激的结果。现在世界经济很难乐观说已经走向复苏。

我比较赞同李迅雷讲的，特朗普政策没有办法从根本上解决美国经济的核心问题。因为美国经济两头遇到了矛盾。一头在供给端，面对老龄化问题，劳动参与率在下降，劳动生产率在下降，潜在生产率在下降。一头在需求端，面对美国的收入分配差距扩大，使得消费这一块根本起不来。他现在所采取的这些政策措施没有办法解决这两个问题。

首先，怎么看当前中国经济出现的一些新现象或者新特征。

1-5 月确实出现了拐点，最近大家也在争论，中国经济是不是出现明显的启稳和回暖？中国经济几年的努力和调整，是否进入新常态？现在处在新旧动能转换的时期，谈不上全国都进入新常态，也谈不上新周期的复苏。整个世界经济出现了一些温和的态势，但是中国经济总体上还是乏力，不是新的周期，而是新旧动能并存的一个特殊的时期，老的动能没有衰退完，新的动能在全国整体没有完全形成。

第一，低增长和高就业率并存，传统经济学没有办法解释，是理论出了问题，还是实践出了问题？为什么出现中国经济一直低增长，而新增加就业 1200 万 -1300 万？这是一个悖论。

第二，量宽和低投资并存，这也是一个说不清楚的问题。本来量宽了，低利率了，投资应该上去才对，但是投资还是往下掉。

第三，实体经济长期冷，虚拟经济短期热。过去我们说实体经济跟虚拟经济背离，而现在实体经济长期冷却，起不来，长期衰退。为什么最近这段时间对虚拟经济的监管要这样下力气呢？我觉得是为了防止在实体经济没有起来的情况下，虚拟经济一旦再热，股市、房市不得不重拳出击。

第四，高 PPI 和低的 CPI 并存。大宗商品价格回升，PPI 带起来了，消费需求没有起来，投资成本增加，这是很危险的信号。

第五，区域分化，东北现象全面下滑，西南一路高增长。西北五省的投资跟西南高增长的背后，仍然是高投资在推动。而东北之所以下来，是因为投资太低，没有任何投资。在东北、西南、西北这些现象并存的情况下，中国经济是否整体进入新常态？我看只有沿海地区，或者珠三角、长三角，可以说创新的特征比较明显，或者说新经济的特征明显，增长趋于稳定，增长质量效率高，其他的地方都还没有出现新常态的特点。我们判断经济新常态，或者叫做分化增长，不是看增长率的高低，要看背后支撑增长的动力是什么。这个增长率从来没有一样过，东中西本来就是不平衡的，本来东南沿海一直高于中西部。分化的背后是增长的新旧动能不一样，有些高增长的地方还是传统的动能，有些增长稳下来也许是新动能。这就是我讲的第一个问题，新旧动能并存出现了很多怪现象，很多传统经济学无法解释的现象，一些悖论的现象。

其次，为什么出现这种悖论，或者短期出现这种怪现

象？有些经济学家说，这些怪现象是因为统计出了问题，我们统计指标、统计方法要改，否则跟不上经济改变。是不是因为统计呢？我不太清楚。关键是与中国经济长期结构性的改变带来的结构性减速有关系。我们国家高速增长的同时，工业增加值在 GDP 中占了 50%，现在增长率非常之低，去产能早就开始。背后的固定资产投资在下降，中央的、地方的都在下滑。在过去 10 年中，制造业、房地产、基础设施增速都出现下降，今年一到五月份，房地产下降更厉害。民间投资非常低。这种情况意味着，关键要提高投资回报率，现在投资回报率太低了，利率宽松也没有人愿意投资。实体经济出了非常大的问题，这是中国经济当下很重要的问题。

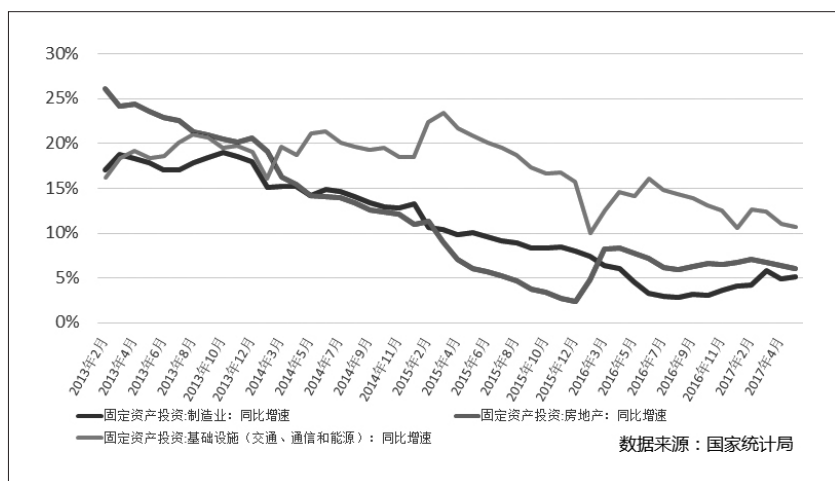


图 1：制造业、房地产和基础设施增速累积下降

那消费怎么样呢？我们原来说中国经济要转型，从投资驱动转向消费驱动。我们统计方面，社会零售消费总额其实在下降，我问了统计局，很多网购没有算进去。但是我问过，即使算进去差别也不大，总的趋势还是往下调。第三

架马车是外部环境，没有办法，还是起不来。这种情况下，我们政策有没有刺激呢？有。我们货币政策 M2 已经打得很高了，结果在去年、前年，股市起来了，后来又下去了。我们又让房地产起来了，下去了。最后发现实体经济不行。最近央行发言人讲得很清楚，今后一段时期广义 M2 供给量将在 2 位数以下，成为一种新常态。这几年一直是货币扩张带动经济增长，央行发现这个不行了，M2 可能不是 12%-13% 的供给量，可能低于 10%，这个话已经放出来了，跟整个经济减速有关系。

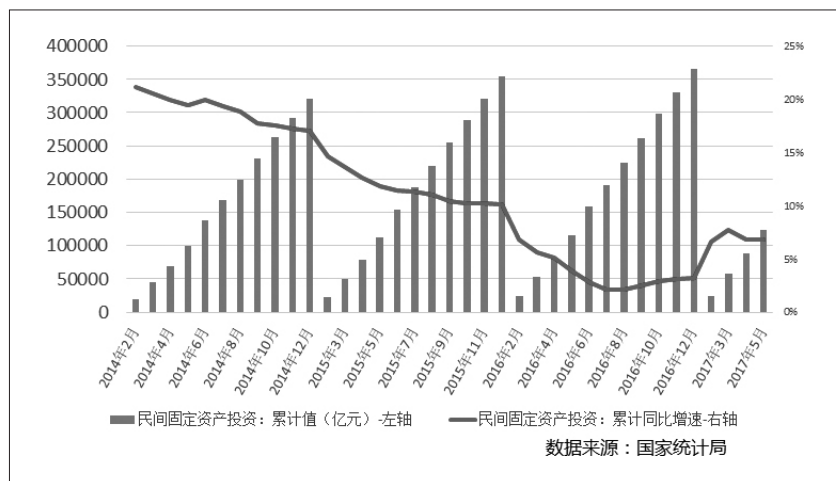


图 2：民间固定资产投资

到底怎么解释中国经济增速的趋缓？第一种说法，这是金融危机的冲击。现在越来越少的学者持这种观点，只有个别学者认为是金融危机的冲击，美国也下来，欧洲也下来，日本也下来，一些金砖国家也下来了。但是我们看到在整个慢慢复苏的过程中，出现了分化，美国在慢慢复苏，这个复苏尽管不稳定，但是它起来了，你能说是因为金融危机吗？

印度增长率也不错。所以我觉得中国经济恐怕很难用周期来解释。最近理论界有一个讨论，中国经济在这样一个结构下，周期理论可能很难有说服力，宏观经济学讲的宏观经济周期理论还存在吗？这些问题都值得思考。

第二种说法，中国经济减速，当一个国家人均水平很低，速度很高，增长率会下来，这叫收敛了。日本、韩国分别在 1972 年、1991 年赶上欧美发达国家，然后增长率下降。中国现在还没有到这个时候，我们 GDP 人均 8000 多，发达经济体 3-4 万美金，所以赶超没有达到。因此，用收敛解释经济放缓也解释不了。

第三种说法，政策收缩，这个也解释不了。

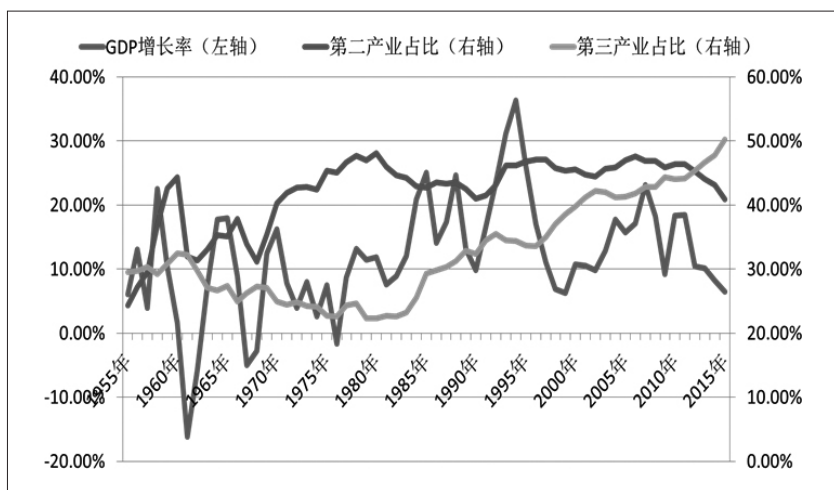


图 3: GDP 增长率和二、三产业的占比

第四种说法，提到“鲍莫尔成本病”，核心是 TPF 下降。江小涓写了一篇文章（服务经济：理论演进与产业分析），论述高科技革命使得服务经济劳动力成本降低的假说不再存在，鲍莫尔假说不再存在。当然，这篇文章讲的是高

端服务业，当然劳动生产率很高，一般服务业劳动生产力高不起来。

中国 GDP 增长率下降，正好是在第三产业超过第二产业的时候。制造业比重下降大概是什么时候呢？2012 年开始的。中国的服务业占比虽然已经提高，但是服务业能级不高。很多劳动生产者进入了第三产业，但是大多数劳动生产者在服务行业里面从事的是低端的和比较高成本的服务业。我经常举例子，上海淮海路那么好的地段，如果都去卖鸡爪子，大家排着队，不仅影响交通，吃了还消化不了，再去跳广场舞，这是一种什么样的劳动生产率 and 经济增长呢？非常之低，这是服务业的低端化。

技术进步，技术创新，科创中心建设，这个在短期内很难做到。还有一个使劳动效率高的办法，是靠改进资源的配置效率。要通过改革，来解决资源错配问题。这几个问题恰恰在中国经济发展中都遇到一起，服务业占比提高，劳动生产率下降，大量实体经济产能过剩，导致资源配置效率下降。

增长阶段	资本	劳动	TFP	人力资本	结构变化	制度创新	
						市场 化	对外开 放
1978-1984	55.26	32.65	12.10	5.39	-5.93	2.65	2.02
1985-1992	59.91	20.43	19.66	3.55	10.81	13.16	1.28
1993-2007	69.80	7.50	22.71	6.22	11.03	1.68	0.99
2007-2014	92.24	3.65	4.11	6.79	5.44	2.38	-1.25
1978-2014	67.79	13.66	18.55	5.48	7.98	5.43	0.87

注：本表数据经作者整理而得。

图 4：1978-2014 年中国各阶段经济要素对
经济增长的贡献率单位：%

我们看一下 TFP 贡献率，这里只有 4.11%。全要素生产

率降低的两个原因，一是服务经济占比高，劳动生产率下降，二是资源配置效率恶化。资源配置效率恶化基本上是行业过剩导致资源错配，PPI 下降，制造业价格越来越低，回报率越来越低，成本越来越高，企业就没有任何投资的愿望了。

我们怎么办呢？结构性转型不是原来简单的理解为退出制造业，发展服务业，而是要发展什么样的制造业和服务业。从国际经验来看，不是所有服务业都出现劳动生产率下降，只是在劳动密集型低端，美国发现高端服务业的劳动生产率还是高端，知识密集型行业的劳动生产率非常之高。所以上海也好，全国也好，我们要发展服务业应该是发展这类服务业。服务业要发展，占比提升，不等于制造业不重要，不等于简单的“退二进三”，有段时间这个路走过头了。“退二进三”的结果就是今天欧美国家普遍遇到的产业空心化。现在上海很重视制造业，提出先进制造业、战略新兴产业每年要提高百分之多少，增加值占比不低于 25% 的红线。比重不重要，关键是复杂度、技术含量、知识密集度、劳动生产率，不在于数量、比重。

这个怎么办呢？涉及到最后一个问题，所有这些都要通过供给侧结构性改革来实现，那就是提高劳动生产率。一是政策手段，供给侧要提高劳动生产率和技术进步，加快实施创新驱动发展战略。二是提高资源配置效率，加快纠正结构性过剩矛盾和资源错配问题。三是深化体制机制改革，短期内配合供给侧改革。我觉得短期内还是要强调扩大有效需求，尤其是消费需求，解决三角债问题，还有减轻企业负担。长期来说，创新、改革、教育、质量。这个我就不展开讲了。谢谢大家！

乔依德：非常感谢权衡做了全面精彩的演讲，他对如何

解释中国经济增速下降，归纳了 4 种解释，他自己倾向于用产业结构变化解释中国经济增速降低。他也讲到劳动生产率，这里面稍微解释一下，在座有一些可能不太熟悉，所谓全要素生产率是指劳动力、资本、土地这些生产要素以外的其他因素对经济增长的贡献，包括技术进步、组织结构、资源配置，所以它叫全要素生产率，这也是比较重要的衡量经济增长的指标。下面有请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。

刘海影：为什么应该放弃 GDP 增速目标？

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）：我认为中国经济现在遭遇很多困难，追根溯源，是与我们多年来一直强调追求经济增速是相关联的，如果这一点不予以改变，中国经济所面临一系列结构性矛盾和困境都难以真正改变，这是我主要的想法。

经济是如此复杂。我们每个人都需要有一个观察的要点，除了我们经常讲到投资需求、资本、劳动之外，我认为投资回报率会提供额外的洞察力。

投资回报率不完全是资本家赚了多少钱，在更为本质意义上讲，它从资本角度衡量一个经济体对于自己资源的配置是否合理，如果资源配置是合理的，投资回报率就会高，如果资源配置不合理，投资回报率就低。而一个经济发展过程，可以说是生产边界外扩的过程，是劳动力得到了越来越多的资本装备，导致生产率提升的过程。如果资本无法获得回报，我们就缺乏一个合格和有效的产业升级换代过程，也就缺乏资本深化的过程。所以投资回报率对于观察一个国

家长期的经济增长潜力是极端重要，不容忽视的。这张图显示过去几年中国投资回报率下滑。

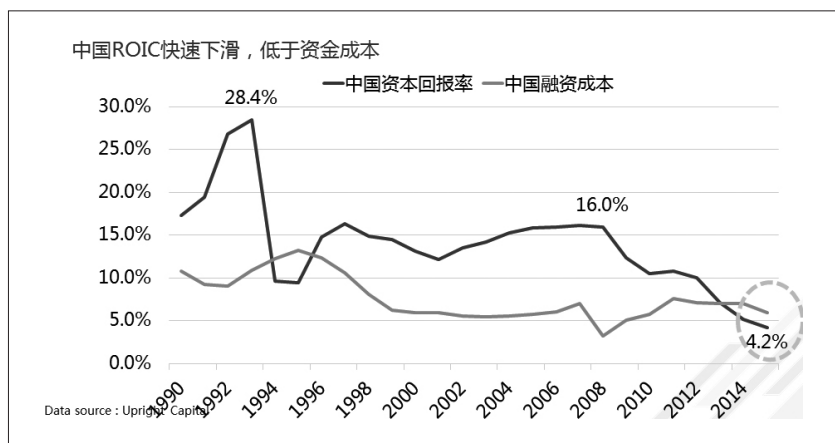


图 1：中国经济长期挑战的核心：投资回报率问题



图 2：过剩投资压低资本边际产出

9 年之前中国的投资回报率在 16% 左右，过去几年时间一再降低。什么是投资回报率最重要的因素呢？是资本边际产出，单位资本增量对应的 GDP 新增价值有多少。1997

年-2008 年这段时间，中国的边际资本产出是 40%，现在是 10%。2014-2016 年这 3 年的固定投资完成额是 169 万亿元，这样投资规模能够保证政府达到了历年 GDP 增长速度的目标。投资本身是有需求含义的，投资进去几十万亿会形成上游的投资需求；投资也有供给端的含义，当它项目投成那一天，社会产能就增加。如果没有相应需求的增加，这个时候过剩产能就增加出来了。在投资建设期，这个投资项目只是提供需求，没有产出。项目建成就有产出，你有产品。如果其他行业的需求不足，就会呈现出产能和产出之间的距离。

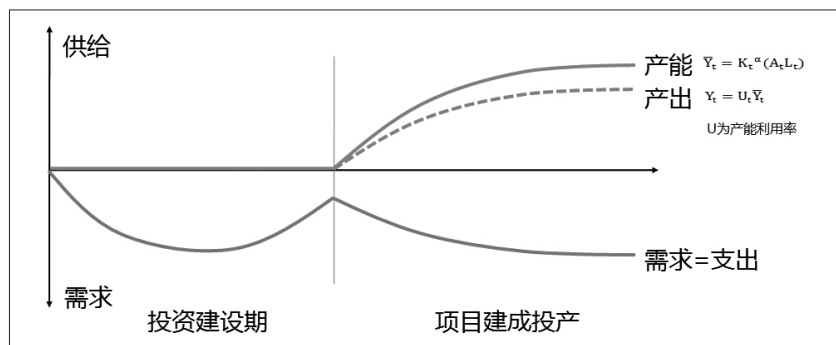


图 3：投资的供给 - 需求含义

在什么情况之下，这个动态均衡能够完成呢？你每年新增的投资所形成的产能在第二年正好能够满足第二年投资的需求，这么一个动态结果就能够持之以恒，前提是你的投资是有效的。投资有效的含义是，这些产出品能够被社会所消化，所需要。在这个意义上，投资回报率和过剩产能之间有密切的关系。

投资回报率低的结果是什么呢？图 4 左侧的红色线是民间固定资产投资速度下滑的情况。在 2015 年之前，民间固定资产平均增速高达 30%—50%，对应那个阶段中国平

均投资回报率高达 16%。资本是逐利的，当资本能够赚钱的时候，你不用担心民间企业是不投资的，只要有赚钱的机会，中国人民绝对不会害怕风险，不害怕付出辛劳去投资。随着投资回报率从 16% 下降到 4.2%，为自己的钱负责的民间投资下降到 2016 年的个位数，今年依然是个位数。这些年中国投资还在巨幅增长，靠的是基建投资和国企投资。图 4 中去年投资增速 8.1%，其中制造业 4.2%，房地产是 6.9%，基建 19%。

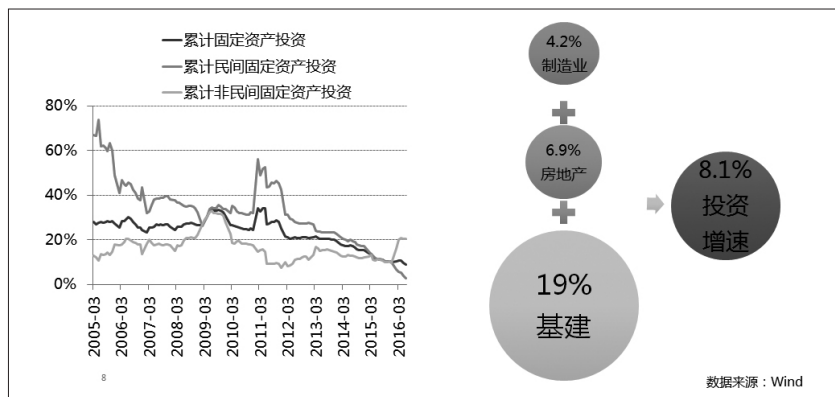


图 4：ROI 降低压低投资意愿

图 5 显示我们在经常项目仍然有顺差，但是在资本项下全部逆转成为逆差。需要关注“直接投资”这么一个科目（图 6）。国外企业直接到中国来投资建厂，是中国经济在过去 40 年腾飞的一个原动力，或者是一个巨大的发动机。在 2013 年中国直接投资吸引 2 千亿美元的流入，如果国内新建一个全球领先的工厂需要一亿美元，那个时候每年有 2 千家最先进的工厂落户中国。如果仍然是一个亿美元建一个厂，去年有最领先的 400 个工厂离开中国，落户到东南亚或其他国家。

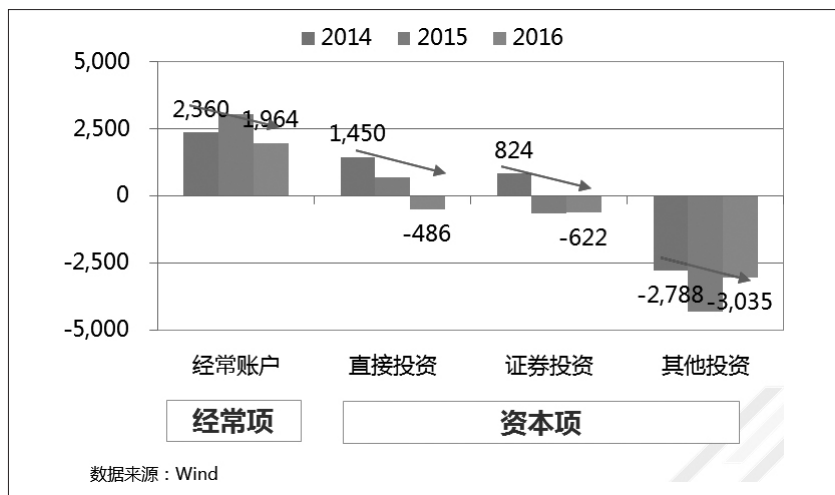


图 5：资本项下资金流逆转

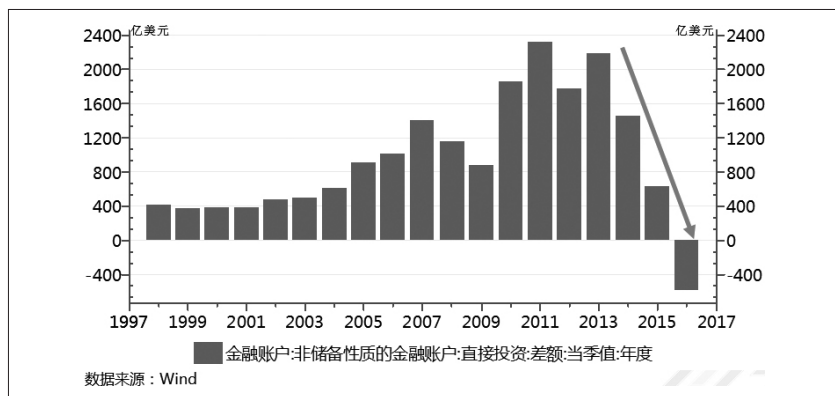


图 6：对中国直接投资出现赤字

如果投资失败，必然呈现债务的累积。这些企业都是靠债务展期维持它的生存。中国这些年非政府债务占 GDP 比例急剧飙升，这导致利息负担高昂，每年支付的利息占 GDP 比例快速上升，新增 GDP 的 80% 付给了利息。债务问题背后就是过剩产能。过剩产能的多少可以从实体经济层

面衡量资源配置效率。过剩产能比较高的国家，平均发展速度只有 2.0%，而比较低的国家平均发展速度是 6.1%。

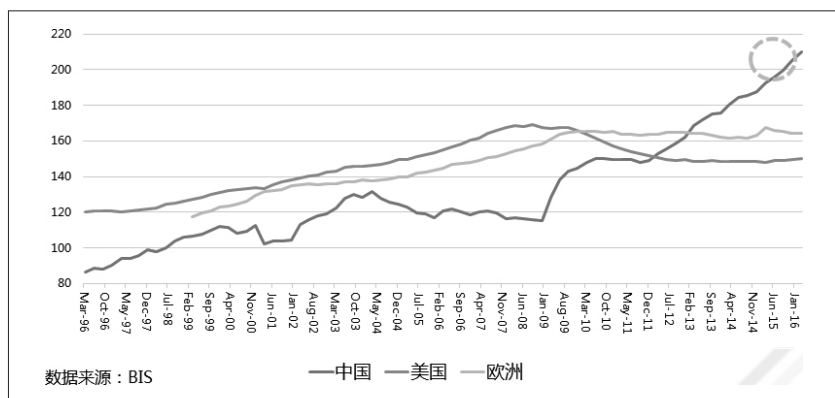


图 7: 非政府债务占 GDP 比例

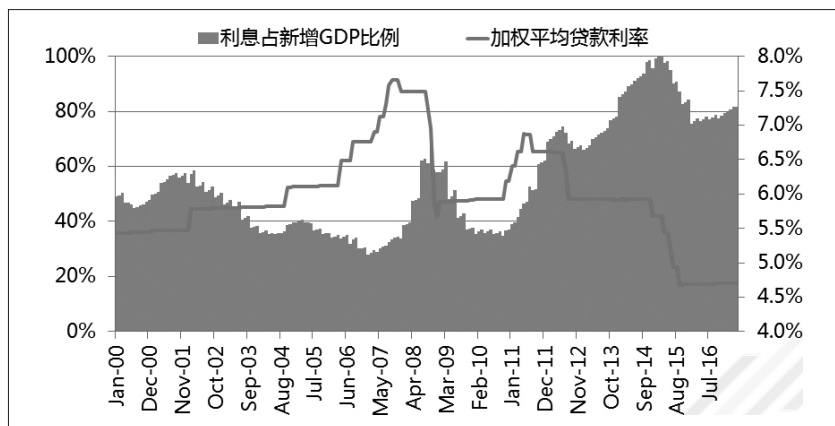


图 8: 利息负担沉重

那为什么中央已经提出“三去一补一降”情况之下，中国债务杠杆率和过剩产能并没有根本性好转呢？很简单的原因，就是两个方面。第一，现有过剩产能很难去除。第二，不断有新的过剩产能在生成。

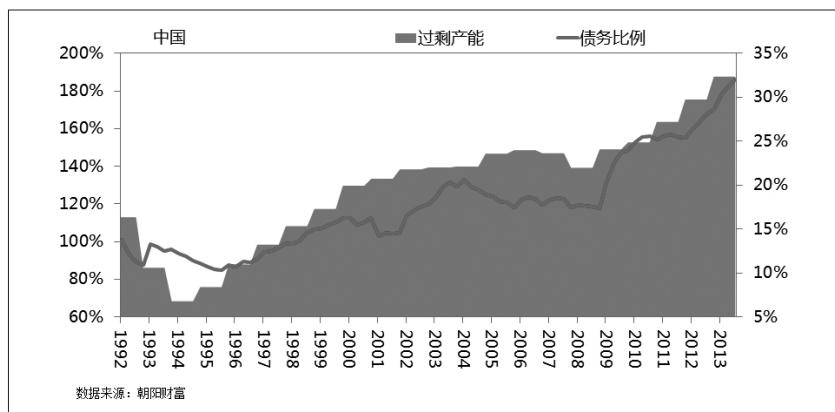


图 9：债务问题的本质是坏资产问题

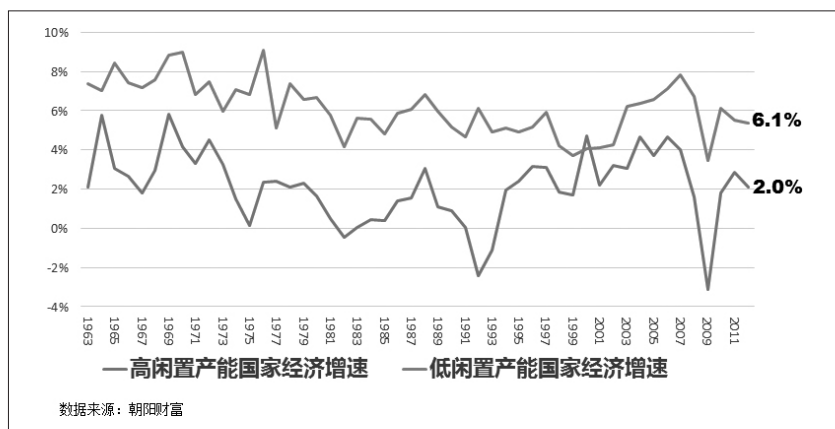


图 10：经济增长与过剩产能程度相关

为什么现在过剩产能难以去掉？第一，我们使用行政化手段代替市场去产能。设想一下，你用行政化手段去产能的时候，政府和长官具备挑选权利，决定谁生谁死。而大部分国营企业有很强的能力去游说政府机关不要关闭它们。行政化去产能的后果是，这个行业里竞争力最低的企业并不一定被去掉，没有得到保护的企业反而被淘汰出去。一个行业里

有大量低竞争力的企业，必然吸引另一部分资金成本更低、优势更强的企业进入到这个行业。这样一个循环往复的结果，使得行业产能去而复得。第二，国企改革啃不动，它们是僵尸企业，产能还是去不掉，还是要继续生存下去。第三，政府越位执政，有可能导致扶持行业的产能大量过剩，也可能导致本来过剩行业里的去产能举步维艰。不管是审批权力也好，还是去产能的权力也好，都是千金难买的权力，不会被轻易去掉。所以，如果不放弃经济增长目标，我们刚才所陈述的在过去一段时间，中国政府所尝试或者所犯的错误仍然会重复。在这种情况下，中国民间的活力难以真正被释放出来，因为在这么低的投资回报率之下，是没有资金愿意做实业的。所谓“脱实向虚”就成为一个自然现象。改变对增速目标的追求，我们才能允许刚兑的破灭，才能允许民企有更好的国民待遇。所以我认为，到了今天，这个问题已经非常清晰，如果不改变追逐 GDP 目标，中国经济所遭遇的结构性问题会一年一年重复，经济增速下滑也是无法改变的。这是我主要的发言，谢谢大家！

互动讨论

乔依德：现在三位嘉宾发言结束，下面还有一些时间给大家提问。

提问者一：我想问一下权衡教授，刚才您也提到经济周期问题，西方经济周期都是因为资本的原则，中国是特殊的经济体，是否能克服经济周期呢？中国控制力比美国要强 8 倍，这个问题作为经济学者，有没有深入思考？

权衡：中国改革开放 40 年，至少有 5 次周期。不管是

资本主义，还是社会主义，特别是中国在市场经济条件下，它一定是存在的。现在让我们感到困惑的地方是，你讲经济增长周期问题的时候，是从总量讲的，而经济增长周期理论没有反映增长总量跟结构的关系。恰恰在中国经济快速增长过程中，积累了我们刚才几位都提到的深层次结构性矛盾，尤其是 2008 年金融危机以来到现在最为明显，以至于逆周期宏观经济政策也失效。就像我们说灌水，怎么灌，刺激不起来。特别是 2008 年为应对周期衰退，4 万亿投资导致大量过剩，过剩导致回报率下降。在这个问题没有得到很好解决的情况下，这一轮衰退期更长，这种情况下怎么办呢？在结构性遇到问题的情况下，恐怕不能用传统的周期来解释，要靠结构性改革，使结构与供需匹配了，再回到增长的轨道上来。

关键是中国地方政府之间围绕 GDP 增长的锦标赛，这种机制还没有完全转变过来。在这种情况下，中央确立八大支柱产业、九大战略新兴产业，各地都要搞 8 个，搞 9 个，这种产业发展就有问题，哪怕是战略新兴产业、支柱产业也会过剩。这是很重要的问题，涉及到怎么改革体制，政府在过去赶超的时候有积极的作用，今天这个阶段，政府该怎么发挥更好的作用，是这么一个问题。

提问者二：我请教一下刘海影老师。我听说日本的海外经济已经超过国内经济。刘海影老师提到日本过剩，我在别的地方听到中国和日本的人口结构具有相似性，它是先富后老，而我们是先老后富。我们国家是否在这个方面遇到很大的问题？第二个问题，我们之前提到城市化和湾区经济的问题，这个好像不在这一阶段的讨论范围之内，57% 的城市化是不是顶点？城市化是不是拉动我们经济最主要

的渠道？

乔依德: GDP 是按照地域的，只要在日本国内，不管所有者是谁。而 GNP 不管地域的，是日本公司。所以日本 GNP 大于 GDP，并不等于日本在海外的生产大于国内的生产。我要给你纠正一下。

刘海影: 我先讲一下日本的情况，这个情况跟中国背后的逻辑动力是类似的。日本在 1970 年代初之后遭遇石油冲击，日本政府实施了日本列岛改造计划以及一系列社会经济政策调整。同时日本的财阀投资体系还在进一步持续，投资回报率低于它的资金成本，由此导致社会动力学的改变，特别是资产负债表的改变，日本企业从此之后迅速改变它的负债投资行为，从之前的资金使用方变成资金供应方。与此同时，日本国际收支平衡也提前 10 年出现逆转，日本投资回报率降低的时候，大量资金变成净流出，大概持续 30 多年，是一个国际社会的资金提供商。所以它形成海外资产，背后的原因都在于日本国内投资回报率的低迷。日本国内投资回报率低迷，相应国内投资机会减少和投资产业升级换代降低。所以过去 30 年，日本企业所做的事情是不断赚钱还债。由此得到一个好的成果，日本非政府债务占 GDP 比例从 200% 降到 160% 多，这个可以称之为史无前例的最大的去杠杆。但是这个成就的成本是这 30 年日本经济发展速度非常低。中国跟日本不同的一点是，日本非政府债务占 GDP 比例从 111% 上升到 205%，花了 25 年，而中国只花了 9 年。按照同样的逻辑看，面对硬的财务约束，投资回报率降低导致民企投资增长速度降低。但中国国企预算软约束，这个企业体系是如此庞大，它们仍然可以不顾投资回报率降低，进一步去投资，这么一个投资行为支撑这些年中国

国经济增长的速度，但是这么一个行为所犯的错误的也是同等大。

邵宇：常住人口是 57%，是说这些人生活在城市，而户籍人口是 37%，问题在于哪里？中国有特别明显的现象，我们有 6 千万留守儿童和上亿的留守家庭，这可能跟中国的传统文化有关系，每年号称全世界最大的迁徙，就是春运。如果让这些人真正居住到超级城市群，那个时候中国就没有太大的迁徙，就能享受平等的公共服务，并且为城市发展贡献力量。中国有 660 个城市，真正形成城市群就四五十个，你把有限的土地，包括劳动力，密集投入上海、长三角、湾区这样的地方，它的产出一定是最大化的，而不是平均分配。这才是未来真正的增长动力，能改善我们整个福利，是在可持续发展和环保各方面的最终解决方案。当然你要解决它，一定要越过户籍，越过城市规划和狭隘的规划等门槛，这是最后的动力。

权衡：关于城市化和湾区，我再补充一点。首先我不太赞成中国城市化已经到头了，我们真正的城市化率只有 38%，即使常住人口是 57%。如果按照发展中国家平均水平 68%，发达国家 87%，我们的这个水准还是很低的，这个空间还很大，这是第一。

第二，李迅雷提到的城市化到头了，是指人口流动问题，主要是从长期看中国人口流动停下来了。我们昨天下午还跟学生讨论测算的问题。最近三四年各大城市都在控制人口的时候，人口仍然继续向大城市流动，而在流动过程中发现一个很有趣的现象，这些城市的劳动生产率在提高。我们讨论这是什么原因。人口往大城市流动的过程中，在解决资源错配的问题。劳动生产率，特别是服务业的劳动生产率，

这几年有所上升，比制造业高出 3 倍。这说明人口向大城市流有利于效率改进和资源配置，这个数据很能说明问题。

除了向大城市的人口流动，还有一个城市群。人口可以集聚，要素可以集聚，这样一个城市空间还是很大的。

我想说一下湾区，秘书长给我打电话的时候，我正好在旧金山，我们会上面有一个环节就是讨论旧金山湾区。美国有两个湾区，一个旧金山湾区，还有一个大纽约湾区。他们说中国三个湾区，一个环渤海，一个长三角，还有粤港澳大湾区。说到底还是区域经济一体化的问题，要素规模集聚，要素市场流动一体化，包括规则一体化。美国那两个湾区为什么成功，日本东京湾区为什么成功？因为一个国家内部货币统一，规则统一，没有行政性分割。中国这三个湾区恐怕比较难，粤港澳湾区问题是货币不同。而珠三角和环渤海经济湾区，最大的问题是行政性障碍，因为它跨了好几个省。旧金山就一个湾区，没有行政分割，更何况在那些国家里，城市没有什么行政级别。中国的城市是有级别的，省会城市，地级城市，县级城市，资源配置是按照城市级别高低决定的，能级不一样，资源配置就不一样。这个湾区是个好东西，但在中国要通过一系列改革的工作。

乔依德：今天研讨会就到此结束。再次感谢三位演讲嘉宾，包括上一阶段的另外三位演讲嘉宾。感谢各位能花时间来参加我们的会，再次向大家表示感谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）