

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 115 期

115

2018 中国经济论坛——复杂形势下的中国经济



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼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
二〇一九年一月

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 '胡成彰' (Hu Chengzhang), the Chairman of the Shanghai Development Research Foundation Council.

编者的话

上海发展研究基金会于12月20日举办了“2018中国经济论坛——复杂形势下的中国经济”，第一财经研究院为合作单位。上海市原副市长，上海发展研究基金会会长胡延照发表致辞。论坛的上半场由北京大学国家发展研究院副院长、数字金融研究中心主任黄益平先生发表主旨演讲并回答听众问题。下半场由四位专家发表演讲，分别是花旗集团首席中国经济学家刘利刚，兴业证券首席经济学家的王涵，上海发展研究基金会研究员何知仁，上海自由贸易区研究协调中心秘书长、上海社科院研究员徐明棋。

在演讲中，黄益平认为，要为宏观经济政策腾出一些空间，增加货币政策独立性，可以暂时封闭部分负债存量，短期内政策可以突破3%财政赤字的约束。刘利刚认为，如果我们有很强的政治意愿去解决国企和土地改革的问题，中国经济在今后应该可以重新回到一个可持续发展的道路。

王涵认为，今年A股市场外资流入力量非常强，原因可能是国外投资者看的时间比较长，中国政府在健全社保体系，在做环保，在推进供给侧改革，这些政策尽管短期之内影响经济增长，但长期来看，将使得我们的经济增长更好。

何知仁认为，2019年我国出口将大概率放缓，进口或

继续扩大，经常账户很可能转为逆差，但是经济增长仍然可以稳住。前提是央行要做到三点：（1）人民币汇率定价机制改革不要走回头路；（2）坚持货币政策的独立性，不要惧怕贬值压力；（3）打通货币政策向实体经济传导的渠道。

徐明棋认为，扩区后的上海自贸试验区还要结合中央决定在上海证券交易所设立科创板，在高起点上规划科创板的制度建设和功能。既要对外开放，更要与国际标准接轨，成为推动资本市场基础制度完善的样本，而不是简单地将原来在主板试图推出的注册制转移到科创板上。

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

二〇一九年一月八日

目 录

会议概述.....	1
会议议程.....	2
开幕式 主办方致辞.....	3
主旨演讲.....	5
黄益平：努力扩大经济政策空间.....	5
讨论.....	29
专题讨论.....	39
刘利刚：2019 年中国经济展望.....	40
汪涵：这次不一样？ ——经济与金融市场几个值得注意到结构性特征 ..	49
何知仁：从货币视角看我国出口对经济增长的贡献.....	57
徐明棋：中国自由贸易试验区对外开放功能的提升与 中国全面对外开放新格局 ..	65
讨论.....	70

会议概述

今年以来，我国经济基本保持平稳运行，新动能蓬勃发展，取得了来之不易的成绩。但国内外环境错综复杂的变化给经济运行带来了新的下行压力，实体经济困难增加，地区、行业走势出现分化，矛盾和问题不容低估。

针对这些情况，中央一再肯定民营经济对我国经济的重要性，千方百计为企业营造良好的营商环境，帮助民营企业、小微企业克服融资难融资贵的困难，确保经济平衡运行在合理区间，向高质量方向发展。同时我们扩大对外开放，宣布一系列的开放政策并逐步实施、落地，特别是顺利召开了第一届中国国际进口博览会。习近平总书记在庆祝改革开放四十周年大会上的讲话为进一步改革开放指明了方向。

如何正确看待当前我国经济面临的困难？如何落实好中央的各项决策、使我国经济继续保持稳定的增长？如何落实习近平总书记在进博会上提出的上海三项新的重大任务？为此，上海发展研究基金会于 2018 年 12 月 20 日召开“2018 中国经济论坛——复杂形势下的中国经济”，邀请国内知名专家学者，总结分析当前的经济形势，预判明年的经济走向，为以后的经济工作和投资决策提供信息和参考。

会议议程

时间	内容
星期四 2018 年 12 月 20 日	
13:00-13:30	签到
13:30-15:00	开幕式主办单位致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长，上海市原副市长 主旨演讲：努力扩大经济政策空间 演讲嘉宾：黄益平 北京大学国家发展研究院副院长、 数字金融研究中心主任 主持人：张立平 上海发展研究基金会副会长， 国盛集团原董事长
专题讨论 1. 如何正确看待当前我国经济面临的困难？ 2. 如何落实好中央的各项决策、使我国经济继续保持稳定的增长？ 3. 如何落实习近平总书记在进博会上提出的上海的三项新的重大任务？ 主持人：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长	
15:00-15:15	演讲嘉宾：刘利刚 花旗集团首席中国经济学家 演讲题目：“2019 年中国经济展望：考验北京勇气的一年”
15:15-15:30	演讲嘉宾：王涵 兴业证券首席首席经济学家 演讲题目：“这次不一样？——经济与金融市场几个值得注意的结构性特征”
15:30-15:45	演讲嘉宾：何知仁 上海发展研究基金会研究员 演讲题目：“从货币视角看我国出口对经济增长的贡献”
15:45-16:00	演讲嘉宾：徐明棋 上海自由贸易区研究协调中心秘书长、 上海社科院研究员 演讲题目：“中国自由贸易试验区对外开放功能的提升与中国全面开放新格局”
16:00-17:00	讨论
17:00	会议结束

开幕式 主办方致辞

张立平（主持人，国盛集团原董事长，上海发展研究基金会副会长）：各位领导、女士们、先生们，我们现在开会。前天刚刚开完“庆祝改革开放四十周年大会”，感觉信心满满，回到现实中又感到矛盾问题很复杂，特别是经济下行的压力很大，尤其是第四季度比较明显。对上海来说，现在又承担了三项任务，担子很重。在这种情况下，怎么来看中国经济？我们今天有幸请到了黄益平教授，还有其他各位专家、学者，一起进行讨论。

首先我们欢迎上海市原副市长，我们上海发展研究基金会会长胡延照先生作致辞。

胡延照（上海市原副市长，上海发展研究基金会会长）：致辞都是形式主义，但是形式还是得走一下。

尊敬的黄院长，尊敬的各位来宾，女士们、先生们，尊敬的各位专家，大家下午好！热烈欢迎大家来参加“2018 中国经济论坛——复杂形势下的中国经济”。我谨代表本次会议的主办方上海发展研究基金会，向各位来宾表示热烈的欢迎。

今年是改革开放四十周年，总书记也作了一个十分重要的讲话，就是“三个伟大”。伟大的中国改革开放波澜壮阔，五千年来中国人民没有这么幸福过，什么唐宗宋祖，真正能让中国人民吃饱饭的就是改革开放。第二个伟大是邓小平理论，伟大的中国共产党在伟大的邓小平理论的指引下，始终

不渝地坚持党的基本路线，始终不渝地以经济建设为中心，始终不渝地遵循发展是硬道理。四十年发生了一个什么样的变化？我们刚刚出国去的时候，看得目瞪口呆。现在不要说上海，就是我们周边的城市，我们的地级市，我们的县城也像模像样了。当然我们也存在许多问题。这种伟大的变化，就是在小平同志理论的指引下，在党的基本路线的指引下实现的，所以太伟大！第三个是伟大的中国人民，中国人民很厉害，只要有阳光，就有中国人，石头缝里可以长出草。改革开放最厉害的两件事情，第一个是这四十年是真正尊重人才、尊重知识、以科学技术为第一生产力的新时代；另一个是伟大的中国农民，中国第一批企业家就是从乡镇企业出来的，然后才有 80 年代、90 年代的下海潮，才有像王石一样的企业家。伟大的中国人民一旦有机会，就活了，就财富涌现。

当然我们现在也面临着许多问题。2018 年我国经济运行保持了总体平稳、稳中向好的态势，全年 6.5% 的目标可以达到。而且结构也在优化，动能也在转换，质量效益比较稳定。但与此同时，实体经济，尤其是民营经济，遇到了一些困难。针对这些情况，中央和各地出台了许多促进民营经济发展的政策。

当前，国际环境错综复杂，尤其是中美的贸易摩擦加大了中国 经济所要面临的挑战。面对这些挑战的最好办法，就是进一步扩大开放，进一步深化改革，在这方面国家也出台了一系列的政策。上个月上海在中央的支持下，顺利举办了第一届国际进口博览会，表明了我们坚定支持贸易自由化和经济全球化的决心。前两天总书记在庆祝改革开放四十周年的会上，全面总结了我国改革开放四十年的经验，为我们

今后进一步的改革开放指明了方向。

在这种情况下，我们举办了本次论坛，邀请了一些资深的专家进行研讨。他们将关注以下一些问题：如何评估当前中国的经济？明年中国经济的走势将会如何？如何为稳定经济增长和防风险创造有利的环境？如何落实总书记在进博会上对上海提出的三项重大任务？我们的专家、学者具有丰富的经验和卓越的学识，他们的演讲和发言必能使我们更好地理解 and 思考当前的经济形势。

最后，衷心的祝愿本次论坛取得圆满成功，谢谢大家！

张立平：下面我们热烈欢迎北京大学国家发展研究院副院长、数字金融研究中心主任黄益平教授，为我们作演讲，大家欢迎！

主旨演讲

黄益平：努力扩大经济政策空间

黄益平（北京大学国家发展研究院副院长、数字金融研究中心主任）：谢谢张会长的介绍，也很感谢乔秘书长邀请我到这儿来参加今天的这个活动。我刚才看我们今天的主题主要是要分析研讨明年的经济形势。我现在在北大做老师，所以短期的形势分析预测做的比较少。很高兴的是今天我看到有几位同行、证券公司的首席经济学家，这是他们每天要干的活儿，所以我想跟大家简单探讨一个问题，就是我们现在的政策空间。

我们现在的经济形势变化比较大。大家感觉比较困难的一个很重要的原因就是，从货币政策、财政政策和金融政策方面来看，我们的政策空间似乎已经非常小了，下一步还能有什么样的调整？许多人说，在 2008 年全球发生金融危机的时候，当时我们的经济也很困难，但从政策的角度来说，这个空间是很大的，所以做了很多调整。这一轮如果全球经济再发生大的变化，我觉得可能不光是对中国，世界各国现在的政策空间都比较小。在国际上我最近听到一些美国经济学家的分析，据说有三分之一的商业机构的经济学家都认为，在 2020 年年底以前，美国再发生一次大的危机的概率超过了 80%。当然这个数字肯定是会有变化的，每个人的看法都不一样。总体来说，这是有风险的，如果存在这样的风险，我们下一步怎么应对？今天我们自己的经济下行压力就很大，大家可以想象的是，其实我们是很难应对的。同时还碰到一个更大的问题，如果发生这种情况，我的第一个反应是美国会怎么办？我们最近正好去国外做交流，我听到欧洲央行和美联储官员提出一个非常有意思的看法，他们分析量化宽松政策的实施和退出会对经济造成什么样的影响？美联储和欧洲央行官员共同的看法是，量化宽松政策的实施和退出，总体上来说达到了预期的效果，同时没有造成非常大的冲击。他们说这话的时候，我就举手，我说你们没有看到南非、土耳其、阿根廷发生的问题吗？他们说这些问题是他们自己所造成的，我们传统的对其他国家的货币传导机制并没有发生改变。第二个让我更吃惊的观点是，现在看来我们所谓的非常规的货币政策，看起来并没有那么非常规。换句话说，如果美国或者欧洲遇到 2008-2009 年那样的情形，再次使用量化宽松政策的概率是很高的。这是今天为什么我

要讨论扩大经济政策空间的原因。

对这个问题，我们需要一个很深刻的考虑。第一，现在我们经济下行，政府能做的事情看上去似乎很少。如果政府做不了什么事情，我们就听任经济下行，到底下行多少可以接受？第二，如果美国、甚至全球经济真的再一次走入快速下行期，先不说经济危机对我们有什么影响，我们有什么样的应对的办法？第三，如果美联储和欧洲央行真的要在下一轮经济下行时，再一次重启量化宽松，对我们会有什么影响？我们有什么样的政策空间？这三条是我今天想跟大家讨论的，我们的政策空间有没有可能腾出一些灵活性来，有没有可能在现有的经济环境下做一些工作，以便外部或内部经济环境变化时，政府还有一些应对的空间？

首先，我想跟大家分享的第一点是我自己观察。我们今年是改革四十周年，大家都在回顾和展望。在我个人的回顾和展望中，我觉得有一个非常有意思的发现。我们大概在过去十年，与改革开放前三十年相比，似乎发生了一个大的反转。这个大的反转是宏观和金融的反转，我着重讲三个方面。第一个方面，是增长速度出现了很大的变化。2008 年前，我们 GDP 增长年均大概在 10% 左右，如果我们看现在 40 年，大概年均是 9% 左右。40 年和 30 年差了一个百分点，其实意味着后十年的增长速度是缓慢的。现在更关键的问题是，增长速度还在往下走，到底什么时候是底？其实我们现在不知道。我们听到一些分析师，每过两三个季度就说经济增长很快就要触底回升了，后来发现触底之后又往下走了。这个背后的一个大的问题，不是说我们什么时候能触底的问题，而是要从根本上理解这一次经济下行为什么和以前不一样。以前我们在 911 也好，在亚洲金融危机也好，在非典也

好，只要增长发生下行，政府一出手，增长就稳住了。在我们北大国家发展研究院，对这个问题一直有争论，核心问题是这一轮增长下行的根本原因是什么？这才能帮我们理解什么时候能够见底，什么时候能回升。第一派认为全球经济不好，我们经济也不好，美国经济有所稳定，但是远远没有达到 2808 年以前的增长速度，大家都不好，所以我们也不好。我的同事林毅夫教授会给我们看中国的增长速度从多少跌到多少，印度跌到多少，阿根廷跌到多少，俄罗斯跌到多少，看到中国增长下跌的幅度没有超过其中的一些国家。他的基本论点是，这是一个周期性的情况，大家都在下行。如果你说我们是体制型的、结构型的，我们的下行应该跟其他国家不一样，所以确实是全球经济不好，所以可能是周期性的问题。我们另外也有一些同事，我有一位做宏观政策分析的朋友刘峰教授，他的基本观点是，这是一个趋势性的变化。大家知道全世界的经济增长，基本上都是发展水平越高，增长速度越慢。其实也就是林老师说的后发优势，后发优势就是你的技术比较低，你赶超比较容易，你逼近前沿了，增长速度就下来了。我们在 1978 年时是全世界最穷的国家之一，现在是中高收入水平，增长速度往下走，这不是顺理成章的事情吗？为什么我们一定要反弹呢？这是第二种观点。

我个人觉得他们这两种观点都有一定道理，但我觉得可能都不是最根本的解释。这一轮经济为什么往下走？我自己的看法，就是所谓的“中等收入陷阱”这样一个问题。这个问题的核心，就是 2007 年我们人均 GDP 是 2600 美元，去年我们人均 GDP 是 8800 美元。这两个之间的差异，不是说 6 千美元这样一个简单的数字，而是原来低成本的优势没有了，现在我们处于中高收入水平，而且收入水平还在往上

走。在成本快速增长的基础上，我们还有什么样的办法，能让我们有一批有竞争力的产业支持中国下一轮的增长？在长江三角洲和珠江三角洲，这个问题被看得很清楚，过去做得很好的企业现在没有竞争力了。我们能不能培养一批新的有竞争力的产业？这个问题不是很清楚。我经常开玩笑说，我在北京时间待长了，变得比较悲观，我到南方待几天，一下子心情就好了。你到深圳一看，什么中等收入陷阱都不是什么问题。但你到东北去看一看，目前经济发展是很困难的。我们国家的情况不太一样。我们今天碰到的经济增长下行的主要挑战，就是一个新旧产业博弈的问题。如果新的产业能成长，旧的产业能退出，增长是没有问题的。我们的产业升级换代还在进行过程中。总体来看，我觉得培养新产业做得还是相当不错的，但失去竞争力的旧产业的退出不是很理想。以上是第一点，经济在 2008 年前后发生很大的变化，到底底在哪儿，不是很清楚。

第二个是经济结构的变化。2008 年以前我们觉得经济增长没问题，但是我们的结构失衡的问题很突出，消费非常疲软，制造业很强大，但服务业很弱小。我们的经常项目顺差非常大，以至于世界各国都认为中国在操纵人民币汇率，因为我们外汇储备增长很快。2008 年以前，如果你问外国专家，中国经济最大的风险是什么？他们一定会告诉你，是结构失衡，连我们的总理都说现在这样的增长模式是不平衡的、低效率的。我觉得这背后很大的问题是失衡，失衡的经济结构是很难持续的。

现在我们其实讨论这个问题不多，因为我们的经济结构几乎已经平衡过来了。服务业比重在上升，投资和出口比重不断往下走，消费已经成为中国经济最主要的贡献力量，最

近这一两年的贡献比率应该在 70% 到 80% 左右。总体来说，经济再平衡已经发生。最重要的指标就是经常项目顺差占 GDP 的比例，最高的时候 2007 年占 GDP 的 11.8%，这两年都是在 2% 以下，今年上半年估计在零左右。外部失衡的问题基本上已经解决了，这恐怕是我们原来是没有预想到的。恰恰是在前几年，政府每年都说要调结构，结果越调结构，失衡的问题越突出。现在这两年大家关注的都是增长减速的问题，再平衡的问题反而解决了。这是第二个比较大的变化。

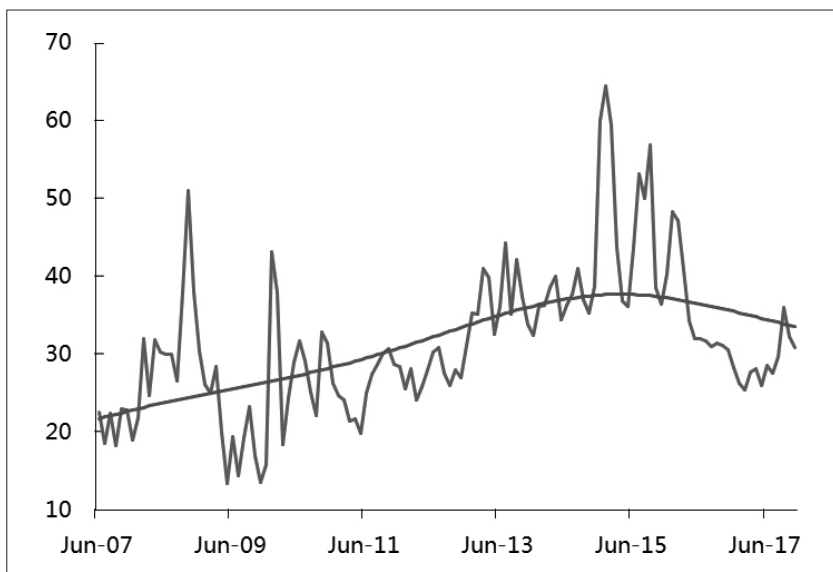


图 1：中国系统性金融风险指数（2007 年—2017 年）

第三个比较大的变化是金融稳定。2008 年以前我们没有发生过系统性的金融风险，但现在不太一样了。我们做了一个系统性金融风险的指数（图 1）。你可以看到 2008 年以后一直在上升，最近一两年有所平稳，总体来说还是处于比较高的水平。在 2008 年以前，我们有一些金融风险，比

如说 1997 年亚洲金融危机时，我们银行的不良率平均超过 30%，但是没有出现问题，因为我们政府有各种担保、各种支持，所以没有出现银行挤兑。最近这一段时间，这个问题变得比较突出。最近两三年，金融风险几乎是在不同的部门之间不断游走，这是令人担忧的。一会儿股票市场，一会儿理财产品，一会儿互联网金融，一会儿地方融资平台，总之是各个部门和地方的金融风险都在产生、增长，监管部门、投资人就开始紧张，把一块按住，另一块又出来了。这有可能意味着我们今天的风险已经变成了一个系统性的风险。其中的一种解释是说，今天我们碰到的一个很大的问题，是可投资的资金很多，但是能购买的资产很少，这样就导致很多人手上有许多钱，只要去投资一个地方，那个市场就热起来，一热起来就形成泡沫，一形成泡沫大家就开始担心，一担心就开始往下压，一压下去，钱又去其他地方。

过去老百姓总是把钱放在银行，但是今天老百姓对于持续把钱放在银行获得非常低的存款利息，已经不再满足了。这也解释了我们政府一直说，要发展多层次的资本市场，原来的思路是也许老百姓把一部分钱从银行拿出来，去投资资本市场、债券市场、股票市场，以后直接融资、间接融资的比重就发生改变了。一部分老百姓确实把钱从银行取出来了，但是意料不到的是没有去股票、债券市场，而去了影子银行，这是有一点始料未及的发展。这也在一定意义上反映了我刚才说的那件事情，老百姓钱很多，但真正能买的资产，老百姓不见得想买。今天有多少人有意愿去买股票？这说明我们的金融体系确实存在很大的问题。最大的问题是，大家都知道中国的杠杆率很高，比如说 M2 跟 GDP 之比，这是一个宏观性的指标，中国的比例现在应该在 210%

左右，这个数字在全世界排第三。第一是黎巴嫩，第二是日本。这表明我们钱很多，但也反映了现在杠杆率很高的问题。非金融企业的负债占 GDP 的比例现在到了 170%，这在全世界可能也算是最高了。前两年有一本畅销书叫《这一次不一样》，看 800 年来的金融危机历史，总结出了一句话，就是钱借多了都要出问题，我们现在就是面临这样的风险。我们最近这十年的发展，我们的宏观经济和金融格局，确实跟前 30 年出现了很大的反转。第一是增长速度原来很高，现在增长速度不断往下走，而且不知道底在哪里。第二是大家认为经济失衡是中国最大的风险，但现在很大程度上给消除了。第三是我们过去金融体系相对稳定，甚至很骄傲地说中国可能是新兴市场经济体中唯一没有发生过系统性金融危机的国家。未来能不能保持这样的记录？现在说实话很难。从这三个方面来说，中国经济确实是不一样了。

为什么不一样呢？当然也可以有各种解释，其中一个可能是我刚才讲到的“中等收入陷阱”的问题。我们今天面临的金融稳定和经济发展的任务，和 30 年前、40 年前的任务完全不一样了。更重要的是，我想跟大家说的第二件事情，我们的经济、金融形势发生了改变，把第一点和第二点合在一起，系统性金融风险不断地上升，说实话这是很难对付的一件事情。重要的是我们今天碰到的国际清算银行提出来的所谓的风险性三角，这其实是总结各国经济的总结，我觉得这三条对中国特别适用。第一，生产率下降，第二，杠杆率上升；第三，政府的政策空间收缩。这三条合在一起，就意味着政府的日子很难过。例如生产率下降，如果大家关注经济研究，最近一些关于生产率的分析，基本上都表明在全球经济危机以后，生产率是不断地往下走的，差异在于往下走

了多少。总体来说，我们的增长速度在持续下降，这是很危险的。边际资本产出率是每生产一个新的单位的 GDP 需要几个新的单位的资本投入，这个数字在 2007 年的时候是 3.5，去年变成了 6.3。资本的效率在不断地下降，同时可以看到资本的回报率在不断下降。

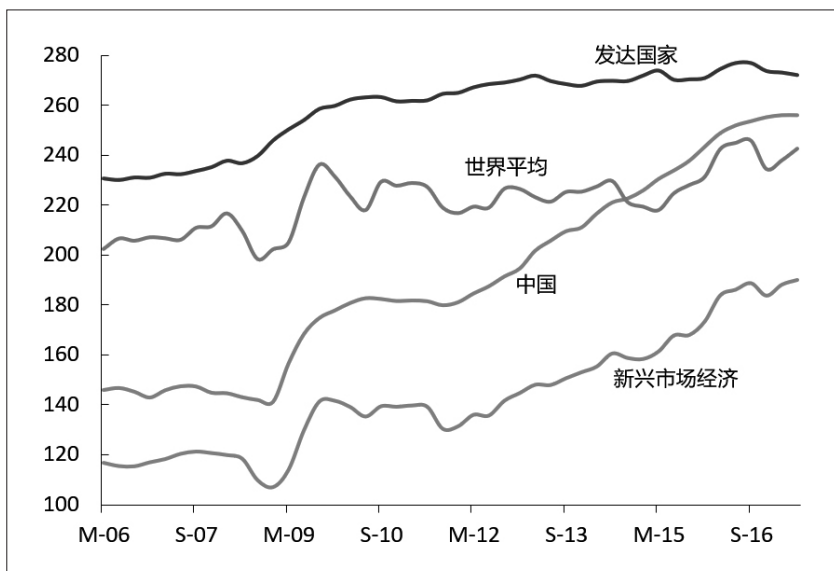


图 2：非金融企业的杠杆率 (%GDP)

第二点是杠杆率上升，这个我就不展开说了。2014 年、2015 年前后，为什么中国的杠杆率忽然变成了一个全世界关心的问题？就是有几家机构忽然发现中国的杠杆率不但很高，而且上升速度很高。我们现在非金融企业的杠杆率在 240% 到 250% 左右（图 2）。全球危机以后，我们的总体杠杆率上升了 100 个百分点以上，这个上升速度是很罕见的。前面说到的两位美国经济学家写的书叫《这一次不一样》，第一句是，钱借多了，一定要出问题；第二句话是，杠杆率

高是风险，杠杆率快速上升是更大的风险。杠杆率高了，可能会出问题，但是如果在短期内快速上升，蕴含的风险更大，因为可能意味着更大的泡沫，更大的资产错配等问题。我们杠杆率上升的速度，从全世界来看是比较少见的。

我觉得更关键的是第三个，我们的政策空间明显收缩。2007-2008 年发生金融危机的时候，国务院一开会就说 4 万亿。今天有各种议论，但当时没有人怀疑可以做 4 万亿，其实最后做的远远不止 4 万亿，当年的新增贷款规模做了大概有 10 万亿，当然还有很多其他的开支。今天如果再发生一个不是很好的经济变化，我们政府还有没有这样的空间？我相信各位都有自己的回答。

我刚才说了几个指标，我们就看三个指标。第一，M2 跟 GDP 的比已经全世界第三高，央行还有多大空间能采取大幅度扩张的货币政策支持经济增长？第二，杠杆率已经很高了，即便货币政策不大幅度扩张，从信贷和金融的角度还有多少空间支持经济增长？第三，财政政策，现在中央财政可能也还可以，但原来是所有问题最后都由政府来兜底，银行的不良率超过了 30% 以上，但没有人去挤兑银行，大家并不是觉得银行没有问题，而是觉得反正只要政府不倒台，我的存款是不会有问题的。现在的情况已经发生了很大的改变，我也不知道有没有人觉得政府会出问题，但现在政府的负债已经成为我们关注的一个问题，尤其是地方政府负债的问题。前面说的第一点是增长减速，系统性风险上升。第二点说的是政府能做的政策空间越来越小。这两条结合在一起，我认为是我们今天碰到的最大的困难。其实经济有下行，经济有危机，都不可怕，如果你的政策可以应对的话。如果政策空间不是那么好，但是经济本身比较平稳，金融体

系比较稳健，可能也不是那么糟糕。我们今天遇到比较大的问题，就是两个问题合在一起。

为了分析这个问题，我简单地跟大家回顾一下我们这段时间是怎么走过来的，主要是跟大家分析一下我们这个金融体系是怎么样演变过来的。1978 年，正好是 40 年前，十一届三中全会召开的时候，当时说我们工作的重心要从过去的阶级斗争转向经济建设。当时中国的金融机构主要是一家，叫中国人民银行，它既是中央银行，又是商业银行，占到全国的金融资产 93% 左右，也就是说全国基本上是这一家银行在运作。当时经济对金融交易的依赖度比较低，计划经济的资金都是由国家计委来调配的，不是由金融机构来调配的。既然要搞经济建设，对交易的需求就提高了，从 1979 年开始，新建了三家国有专业商业银行，农业银行、中国银行和建设银行。工商银行其实就是原来的人民银行，1984 年初把整个商业运作部门分离出来，一家变成了今天的工商银行，一家仍然叫人民银行，是专业性的金融监管和货币政策决策的机构。由此开始了我们重建金融体系的这样一个过程。

40 年过去了，现在回过头来看，应该说我们的变化是翻天覆地的。我对这 40 年的金融改革和发展，有一个简单的概括，这 40 年金融改革和金融发展呈现一个非常明显的特征，我简单地把它称作为重量轻质。重量轻质的意思是，我们花了 40 年的时间，把我们的金融体系搞得非常庞大。从金融机构的角度来看，1978 年我们只有一家金融机构，今天的很多金融机构在那是都是不存在的。今天我们再数一下，一行两会，五大国有商业银行，十几家股份制商业银行，成百上千的农商行、城商行，还有保险公司、资产管理公司等等，其实都已经非常庞大了。而且我们知道，如果用

一个综合性的金融资产的概念 M2 跟 GDP 的比来衡量，中国总的 M2 的规模今天已经超过了美国的 M2 的规模，M2 跟 GDP 的比已经相当高了。我们一直说我们的资本市场不够发达，我们的银行很发达，四大国有商业银行最近这一两年在全世界排名都在前五，原来一直在前十，现在前十打不住了，已经都在前五了。从这个角度来看，这个发展是非常惊人的。我们说我们的资本市场的发达程度相对较低，就是股票市场、债券市场都不太发达，但是我们股票市场和债券市场的市值，今天在全世界分别能排到第二和第三。从机构的总量和规模来说，中国的金融体系已经很庞大了，在全世界都排得上号的。在所有的金融市场中，唯一比较欠缺的就是衍生品的市场，跟市场发展的程度有关系，跟我们监管的态度也有关系。其他相对来说看不出特别落后的地方。

但是从另外一方面来说，我们的政府对金融体系的干预还是非常普遍的。大家都能理解对汇率，对跨境资本流动，尤其是对大型金融机构的控制，政府的干预还是很普遍的。我们学经济学的，喜欢说看不见的手和看得见的手。金融体系里面，“看得见的手”是很活跃的，“看不见的手”受到很大的约束，这和其他的领域不太一样。

为了反映一下中国对金融体系的干预到底有多严重，我们用世界银行的数据，测算了金融抑制指标（图 3），反映了金融体系受政府干预的程度。这个指标从 1980 年到 2015 年，大概涵盖了 150 个国家，从这个数据里可以看到几点比较有意思的变化。第一，假如说 1980 年中国刚刚开始改革开放的时候，中国的金融抑制指数是 1，到 2015 年已经下降到了 0.6，下降了 40%，说明我们过去 40 年市场化进程还是在不断推进的。但是这个推进的速度是很缓慢

的。如果我们和其他转型国家相比，比如俄罗斯，俄罗斯的经济改革开始比我们起码晚了十年，但是俄罗斯今天的金融抑制指数是 0.4，我们是 0.6，说明我们市场化进程远远落后于俄罗斯的步伐。第三，即便是今天，中国的金融抑制的程度在全世界来看，都还是比较高的。举个例子说，2015 年，中国的数字是 0.6，超过全世界中等收入国家平均值指数，甚至超过全世界低收入国家的平均指数。在 2015 年，我们大概有 130 个国家金融抑制的指数，中国在这 130 个国家中排在第 14 位，说明中国对金融体系干预的程度在全世界仍然是很高的。这就是我刚才说的中国的金融改革从数量上来说进步非常大，翻天覆地，但从质量上来说，市场机制仍然没有充分发挥作用，政府的干预很普遍、很严重，这是我们 40 年改革的一个基本特征。

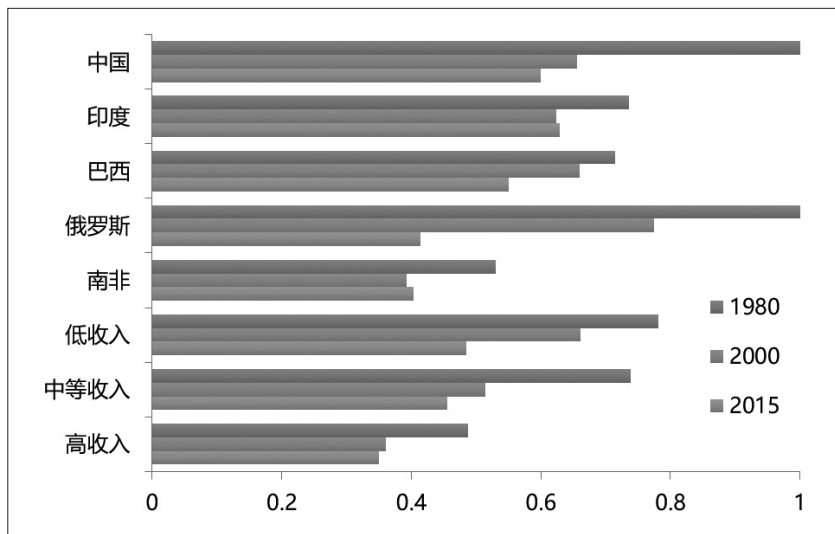


图 3：金融抑制指数：
中国与国际比较，1980，2000 和 2015 年

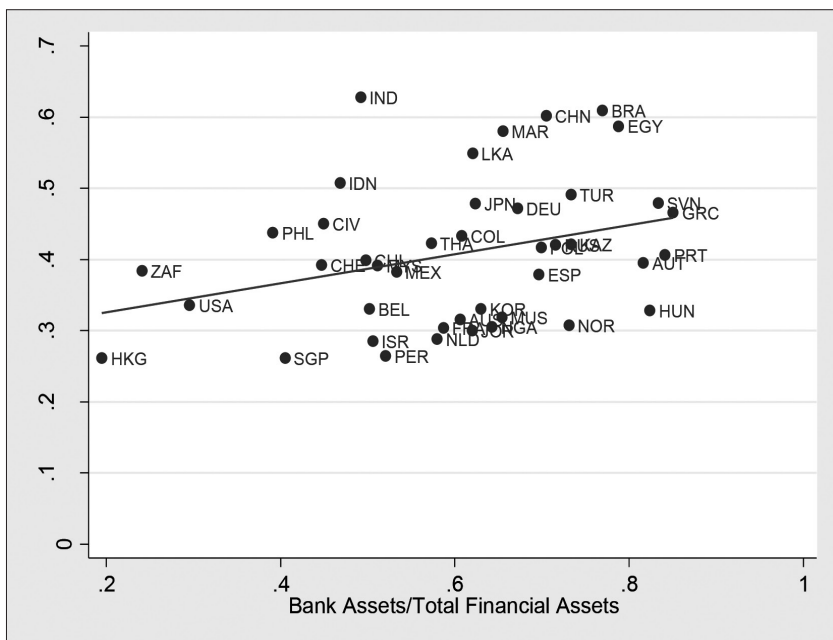


图 4：金融抑制（纵轴）与银行占比（横轴）两个视角

我们可以把这样的特征放在一个图表里（图 4），从另外一个角度做一个国际比较。这个图表中的坐标有两个轴，横轴反映的是银行在总资产中的比重，纵轴反映的是金融抑制的程度。越往右走，银行在金融体系中的重要性越高；越往上走，政府对金融体系的干预越严重。我们把这两个变量做一个回归，它是正相关的。平均而言，世界上的金融体系，银行占比越高，政府干预程度越深。后来我看了一下文献，确实有不少学者提出了，在资本市场和银行部门这两种不同的金融体系中，银行更擅长于帮助落实政府的抑制政策。如果我们政府要发展 AI，政府就可以跟银行说，应该多发一些贷款给做人工智能的初创企业，甚至要求你不能把贷款利率搞得很高。政府也许没有办法告诉资本市场的投资

者们，说你们都去买人工智能的股票，而不要去买生产食品或服装的股票；或者政府说了，但投资者听不太清楚。两种不同的金融体系，落实政府政策意图的能力确实是不一样的。当然我必须说，我说的只是一个极端的情形，其实在不同国家这两种体系都是有的。我们过去一般的常规看法是，世界上大概有两种不同的金融体系，一种叫银行主导的金融体系，一种叫市场主导的金融体系。一般我们认为德国和日本是银行主导的金融体系的代表，美国和英国是市场主导的金融体系的代表。从图 4 上我们可以看出来，美国在图的左边，日本和德国在图的右边，美国的确是市场主导。

另外一个角度就是看政府干预的程度，我们一直觉得新加坡和香港政府干预比较低，印度和中国政府的干预程度比较高。确实也可以看出来，香港和新加坡基本上都在最下面，印度就在中间，干预程度比较高。把中国放在这样一个图里，基本上可以看出来中国大概处在一个什么样的位置。中国上在右上角，说明第一我们银行在金融体系中的主导程度是很高的，第二政府干预的程度也很高。这是我们今天金融体系的两大重要的特征。

一般来说，经济学家基本上都会觉得既然政府干预，肯定是个不好的事情。我们过去改革，不就是要市场化吗？如果政府还干预这么多，是不是会出很多问题？最近我们做了一系列实证研究，有的是用中国的数据做研究，有的是用法国的数据做研究。最后我们发现抑制性的金融政策对经济的影响，不是简单的好坏的事情。我们项目起初的要解决的一个问题是，既然我们都认为金融抑制是个坏东西，为什么中国能在三四十年时间创造一个经济奇迹，甚至长期保持金融稳定？为什么大家都认为金融抑制是个坏的东西，不把它

降低，就会受到很大的损害？我们做的实证分析发现，大概在头几十年的时候，金融抑制对金融稳定是正面的影响，到最近才出现问题。然后我们就回到文献去看，最后我们认为金融抑制对经济增长和金融稳定有两种不同的效应。

第一种我们称之为麦金农效应。他的基本理念是我们很多人都接受的，金融抑制第一会降低金融效率，第二会遏制金融发展，第三会增长金融风险，所以金融抑制是个坏的东西。但后来我们发现还有一种效应，叫斯蒂格列茨效应，他的看法是，在金融体系发展比较低的国家，适度的抑制对金融稳定是有好处的。所以我们把它区别成麦金农效应是负的，斯蒂格列茨效应是正的。我们认为这两种效应在任何经济中都是同时存在的，但可能在不同的阶段，不同的经济体中，这两种效应的相对重要度不太一样。什么决定这个相对的重要度？我们猜测可能是金融体系和金融监管的有效性。我们说金融抑制是坏的，它其实有一个很重要的假设，就是这个金融体系是有效运作的。

举个例子说，1978年改革开放，我们认为政府不管是最好。所作的假设是，我明天重新建了一个工商银行或农业银行，它就能有效地配置金融资源，就能有效地定价，甚至有效地控制风险。但事实上在很多发展中国家，做不到这一点。所以80年代以来，新兴市场国家发生这么多的金融危机，就是你认为放开了就是好的，但如果金融稳定都保不住，其实最后的效果是很麻烦的。我们过去做渐进制改革，而不是休克疗法。为什么休克疗法最后不行？只要放开，明天你的市场就运作了？现实不是这样子的。资本主义国家市场机制起码经过了几十年，甚至几百年的发展，才会有效运作，才能有效定价，才能控制资源。金融体系更是如此，

金融体系的问题比农产品市场、制造业市场更加严重，因为它有两个很大的区别。第一是不确定性更高，第二是情绪更容易波动，这两个合在一起很容易爆发金融危机。所以我们发现，中国早期金融抑制对金融稳定发生了正面的影响。很简单的一条，中国的储蓄率很高，但是中国的国有银行在配置储蓄时，有可能是有效率损失的，但是它能做的最好的一件事情是可以在一天之内把储蓄转化成投资，变成推动经济增长的力量，不发达的金融体很难做到。所以效率损失也许有，但是你的有效性可能远远超过了这种效率损失对经济的影响，更重要的是对金融稳定的支持。1997 年的亚洲金融危机就是个很好的例子。我们的金融体系虽然有很大的问题，但恰恰是因为它有政府的支持，大家觉得它是稳定的，不会出现问题，这是对投资者信心的重大支持。当然这种支持不是永久延续的，但在特定的时期内，这保证了金融稳定，保证了我们经济增长的条件。我有时候开玩笑说，我们 1978 年准备搞经济建设时，如果彻底放弃了政府对金融体系的干预，几乎可以肯定地说，在过去 40 年会发生很多次金融危机，起码在亚洲金融危机和全球金融危机时，我们所受到的冲击会大很多。

最后我想说，金融抑制并不是一个好东西，金融抑制仍然会有正面和负面的效应，关键是哪一个更重要？要看你的金融环境。我们的实证研究就发现，起码在头 30 年，正面的效应是很明显的。现在再来看这个问题，负面效应就比较大。为什么现在负面效应比较大？有多方面的原因。其中一个原因，就是我们这样的金融体系，已经不再能适应今天经济所要求的金融服务。过去我们经济发展的主要任务是什么？就是粗放式的、低成本基础上的制造业的扩张，

在那样的情况下，政府干预对效率的损失影响不是那么大。因为粗放式的制造业扩张，其实就是帮助扩大生产规模，只要有大量的农民工进城，生产规模就可以扩大。我只要给他配置资本，明天就可以生产。在项目的选择上，对技术要求其实不是那么高。所以我们过去即使有金融抑制、银行主导这样一套体系，对于支持中国这种快速的经济增长，仍然是非常有效的。但是今天我们就碰到很大的问题，我把它简单称为“中等收入陷阱的挑战”，真正的含义是说我们现在只有通过创新和产业升级，才能支持中国经济的下一轮增长。这个时候如果政府干预还很多，还是主要靠银行提供金融服务，很难支持中国的下一轮的经济增长。我将在这上面举两个方面的例子，来说明我们现在金融体系很难满足实体经济的需求。

第一是从家庭的角度。过去老百姓就是把钱存在银行，银行的回报很低，很多人就去买了房地产。现在随着老龄化和消费的上升，同时储蓄率有可能下降，中国家庭对于投资收入的需求就会上升。但是我们没有资产性的投资，中国家庭的金融资产大概 70% 都是存在银行里，这远远不能满足他们持续发展的要求，这也是为什么影子银行和互联网金融这么蓬勃发展，在一定意义上来说，这反映了正规金融部门满足不了现在中国的家庭所需要的金融服务。

第二是从企业的角度。现在更多的是需要创新，需要产业升级。前一段时间讨论所谓的民营企业危机的问题，领导也说了，民营企业在中国经济中的作用是举足轻重、不可替代的。但我们现在的金融机构不太擅长给他们提供服务，这里头有很多具体的原因。传统金融机构的二八法则是，服务上面 20% 的客户，抓住 80% 的市场；下面 80% 的客户他

其实是服务不了的。一方面对这样的客户，获利难、风控难，其实就是比较难做。传统的金融机构做起来，投入大、收入小，没有做的意愿，这是很正常的。更重要是金融遏制利率，这也是为什么老百姓觉得钱存在银行越来越不合算，对于企业来说也是这样的。如果银行不能自由定价，对于风险比较高的小微企业、民营企业，要求和国有企业一样风险定价，监管部门要求进一步降低融资成本，这是完全违背金融规律的，当然是能不做就不做，因为做了很可能是赔本买卖。风险定价是金融学里最基本的一条。我们现在这样的做法，政策的限制加剧了小微企业和民营企业的融资难、融资贵问题。我们有的时候不是那么明确地意识到，我们一说要解决小微企业融资难问题，首先想到的就是发一条行政命令，让银行发更多的贷款，同时让他们把融资成本降下来。这个做法短期看也许有效果，长期看后果是很糟糕的。更关键的是，我们的金融体系如果解决不了这些企业的金融服务需求，中国的经济增长就会遇到很大的问题。我们最近碰到的一个问题，就是今年所谓的民营企业困难，我觉得有一些可能是跟我们原来的政府的政策，我们的金融体系和政策存在关系的，但也跟我们最近一段时间的三大攻坚战有关系，实实在在地减少或冲击了民营企业的融资。其中最明显的一条是处置系统性的风险，守住不发生系统性风险的底线。监管部门开始出击，影子银行的交易量直线下降，今年上半年影子银行交易量减少了2万亿，银行的信贷增长了1万亿，加起来还是减少了1万亿，这主要是对于民营企业、小微企业的融资。我们今年三大攻坚战的短期政策，主观上并不是要打击民营企业和小微企业，但是客观上的确造成这样的结果。

为什么影子银行在中国这么发达？传统上来说，影子银行就是规避正规部门的监管。既然你有资本流动性的监管要求，相当于增加了金融机构的交易成本，那我把它放到表外去做，这是很常见的做法，世界各国的影子银行都是这样发生的。在中国还有一个特殊的原因，除了正常的监管以外，还有很多额外的管制。如果银行要给小微企业贷款，即使我认为这个项目不错，但是有风险，前提是要成本覆盖风险，在表内我就做不了这个，我只要把利率提到 15%，一定会有监管部门的领导给我打电话。但如果我觉得这笔业务真的不错，我也信任他，怎么办呢？我就把它挪到表外。这个时候你不仅仅规避了正常的监管，你把本来不应该有的那些管制也规避掉了。从一定意义上来说，影子银行也是一种市场化。我不是说影子银行就可以肆无忌惮地发展，没有监管的金融交易是风险很高的。我非常赞同风险要全覆盖，但现在风险全覆盖的直接结果就是对于民营企业和小微企业的冲击很大。如果要我提一个建议，我认为监管全覆盖是非常必要的，但其中一个很重要的前提就是要采取一些合理的市场化措施，让它在市场化的条件下改善和增加对于民营企业的金融支持。我认为融资难和融资贵这两个问题要分开来说，这两个问题是不一样的。民营企业往往是到正规部门融资很难，只要能融到资，其实不贵，银行给你上浮 80%，都不是很贵的。贵是贵在他不能在正规部门融到资，这个时候是很贵的。你不要老骂人家把成本搞得这么高，其实在一定程度上，压得越低，说明他在正规部门能得到的金融服务越少，越大的需求被推到了非正规市场，非正规市场的成本就被进一步抬高。最后的根源还在于我们金融正规部门的抑制程度很高。

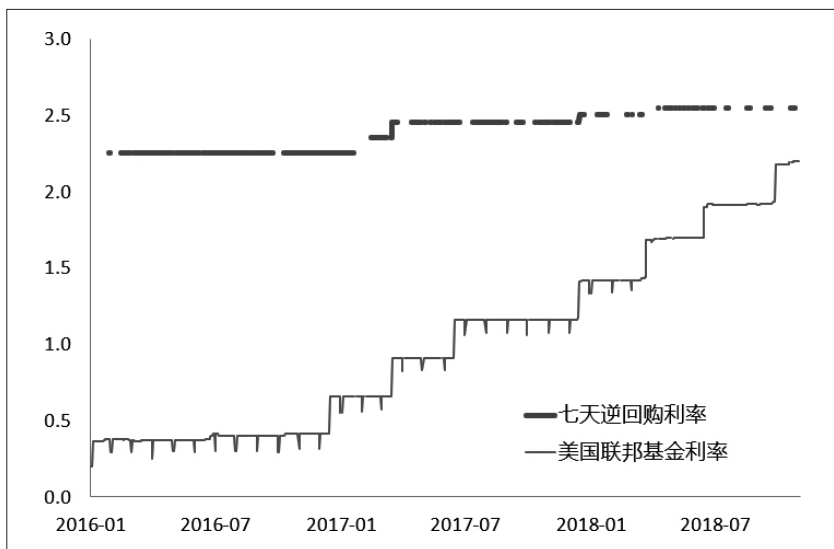


图 5：货币政策独立性受限

在今天这样一个困难的经济形势下，我们遇到两个比较大的政策约束。第一是美联储加息给我们导致了很大的外部的的问题。我看了两个指标（图 5），一个指标是中国的七天逆回购利率，还有一个是美国的联邦基金利率。这两个指标一年以前的差异是 1.25 个百分点，现在这个差异已经缩小到 0.25 个百分点，如果美联储继续加息，这个区间基本上就没有了。如果明年还要加息的话，这个利差还要逆转，这对我们的货币政策造成很大的冲击。

第二个压力是我们的杠杆率的问题（图 6），我们的杠杆率这么高了以后，大家觉得任何的扩张都是不应该的。在全球危机以后，学界和政策部门形成一定的共识，中国经济下一步如果碰到困难，应对的主要策略，应该是改革，而不是宏观的货币政策或财政政策，所以提出来供给侧结构性改革。我觉得从这个角度来说没有问题，问题是当短期经济疲

软的时候，我们是不是坐视不管？宏观政策是不是完全不要了？这是我们今天要考虑的一个问题。接下来我简单地总结一下。

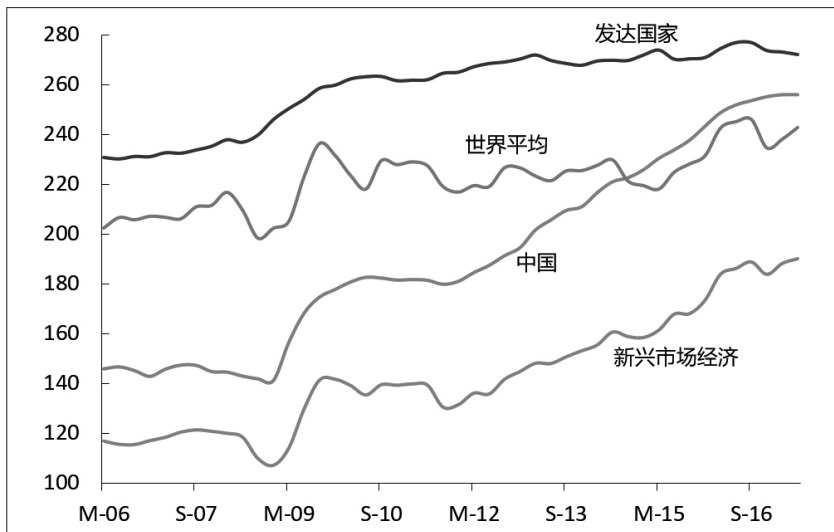


图 6：高杠杆率约束经济政策空间

我们的金融下一步怎么更好地支持经济发展？第一条我想说的是，我们的金融改革走过了一段非常独特的道路。我们数量做得很大，但是市场化机制没有真正建立起来。这样的—个体系，我必须说在过去二三十年对于支持中国的经济奇迹是非常有效的，起码比很多其他转型国家有效的多，所以不是—个问题。核心是要理解它背后有两个效应，—个是正面的效应，—个是负面的效应。过去因为我们金融体系不发达，监管体系不发达，政府的干预虽然有效率损失，但是对经济增长起到很好的作用。但这个正面的效应在不断减弱，负面的效应在不断增长。今天，无论是满足实体经济的需求，还是更多地发挥正面效应，我们都需要进一步推进

市场化改革，这个改革就三句话，十八届三中全会的决定都已经提到了，第一是发展多层次的资本市场，第二是让市场机制发挥决定性的作用，第三是守住不发生系统性金融危机的底线，其实就是改革监管体系。

第二，除了市场化以外，还需要通过一些创新来支持民营企业、小微企业。利率市场化，我觉得是解决融资难、融资贵问题绕不过去的一步。首先要做的就是市场化的改革，但光走这一步还不够。小微企业融资难是一个全世界的问题，但是有两个经验，第一个是线下靠软信息，第二个经验就是线上靠大数据。所以我们很多中小银行，包括一些网络银行，在做这方面其实提供了很多值得借鉴的经验。很多大银行，如果要做小微企业或民营企业的融资，也应该走这样的道路。

最后，从短期来看，我们还是应该想一些办法，给宏观政策腾挪出一些空间。最近大家看到量化宽松比较难，怎么办呢？最近央行又有一些定向宽松政策，说是支持民营企业的融资。你可以把它看成是一种变相的宽松，一种结构性的宽松。到底结构性的货币政策目标能发挥多大作用？说实话，我个人是有一定疑问的。但是适度的宽松，支持经济增长稳定，我觉得都是应该支持的。

短期来说，有三个方面的政策可以考虑。美联储加息是我们的货币政策没有独立性的一个很重要的原因，就是因为我们的汇率不灵活。在三元悖论的框架下，如果我们觉得货币政策的独立性很重要，改变不了美联储加息的趋势，我们只能改变自己政策框架的选择。这里有两条可选，一是增加汇率的灵活性，一是加强我们对跨境资本流动的管理。其中一条或两条合在一起，都可能适度地帮助我们增加国内

货币政策的独立性，这是我们需要考虑的。

第二条是我们的财政政策。我们现在讨论来讨论去，都说 3% 财政赤字的边界能不能突破？我觉得现在讨论这个问题，其实不是特别有必要。3% 是 OECD 国家认为要坚守的底线。首先，我认为 3% 就是一个数字，为什么要说 3%？更根本的是总债务占 GDP 的比例，每年多少赤字只是一个指标，更影响资产负债表的是总负债有多少？我们现在把所有的政府负债加在一起，总体上来说还可以。中央政府的资产负债表很健康，地方政府的资产负债表不太健康。如果考虑总的负债规模，考虑到我们经济稳定的需要，我觉得在短期内临时性地突破 3%，不应该成为我们一个巨大的障碍。

第三个问题是我们杠杆率达到这么高以后，要怎么办？一般来说，去杠杆最简单的办法就是破产。因为有很多坏的企业，不怎么生产，又有很高的杠杆率，就把整个杠杆率抬得很高。一些僵尸企业效率低，还要不断投入资金才能生存，实际上对总体效率有不好的影响，对资产也不好。让僵尸企业破产已经呼吁很多年了，这是一个缓慢的进程。在这样的情况下，有没有可能把其中一部分生产效率比较低，但对市场信心冲击不那么大的杠杆分离出来、封闭起来，然后慢慢化解它？前提是把流量切断了，把存量慢慢消化。我们其实是有先例的，我国在四大国有商业银行不良资产占总量的 30% 以后，建了四大国有资产管理公司，把不良资产用面值转移到资产管理公司。这样资产管理公司可以用十年、二十年慢慢化解这些不良资产，这对全国经济来说是微不足道的成本。把这些不良资产置换出来，银行的资产负债表就改善了，就可以进行新一轮的改革和发展。正因为如此，才有我们今天四大国有商业银行在全世界排名前五的成绩。

如果大量不好的企业，包括地方的企业，短期破产不太可能，有没有可能考虑用同样的“封闭疗法”把一部分不会有很好的产出，但也处置不掉的资产转移出来慢慢的化解？这样的话，无论银行、货币政策，还是我们的政府都可以轻装上阵。这是我个人的一个建议，谢谢大家！

讨论

张立平：刚才黄益平教授作了非常精彩的演讲，对我们认识当前经济形势非常有益处。接下来有一个简单的讨论，请我们的秘书长乔依德先生来主持。

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：刚才黄益平教授作了一个关于我国金融的演讲，笼统讲是对我们政府的经济政策空间如何扩大的演讲。黄益平教授在前两年还是中国人民银行货币政策委员会的委员，也是 IMF 金融科技的顾问，他在金融方面有很多研究。

下面我们还有一些时间供大家提问题。坐在前排的嘉宾要提问可以把牌子翻起来。坐在后排的嘉宾可以举手示意，我们按照先后次序，给大家一个提问的机会。

赵广彬（普华永道中国资深经济学家）：谢谢黄教授的精彩演讲。你讲的内容很多，很多观点我们比较赞同，特别是一些建议都特别好。我有两个问题，想请教一下。现在大家对经济特别悲观，很多人预测 GDP 会跌破 6.5%。你参加政策的制定比较多，请问你认为什么时候有必要调整 GDP 的增速？如果调低增速的话，什么时候调低？这是第一个问题

另外一个问题是有关人民币汇率的问题。我觉得这个问

题比较复杂一点。前段时间我看到一位专家说保 7 特别重要。因为人民币汇率又牵涉到中美贸易战的事情，对我们经济有很大的影响。同时，我们的人民币汇率的市场化改革正处于初期阶段，是一个探索的时候。我个人觉得 2019 年人民币不一定贬值，你能不能多介绍一些人民币汇率的情况。谢谢！

黄益平：刚才你提的这两个问题都很重要。过去我们就这两个问题提过建议，但显然都没有被接受。这个问题还可以进一步的讨论。

总体来说，我对这两个问题的看法是这样：第一，我觉得在心态上可以放得更开一些。比如说增长速度、增长目标。我们能不能把这个区间放得更大一些，不要仅盯在一个小的数字上？

关于人民币汇率，我觉得也是这样的。因为经济本身到了这个阶段，市场趋势是这样，所以我们的思路要放开一点，同时我也赞同适度的稳定，我对两个指标其实持同样的看法。虽然我们说增长速度不是那么重要，但假定上半年前三个季度是 6.7%，到了第四季度下降到 5%，我相信整个市场会崩溃。所以，还是需要适度的稳定，需要一些宏观政策的调整。宏观政策就是为了反周期，经济下行太快，就有必要采取一些措施。但是这里涉及稳定和灵活的问题。过去汇率一直是稳定的，所以汇率一动起来，我们就紧张得不得了。2015 年是很好的例子，我们中间价改革导致了 1.8% 的贬值，全世界觉得人民币要崩了。但今年大家的反应理性得多，大家慢慢接受了，问题也不是那么大。早年我们有一个有意思的观点：如果人民币升值 3%，中国出口行业一半以上会垮，农民工全都会到街上去，所以国务院紧张

得不得了。

首先，我支持区间放得更加灵活一点，更多让经济和市场来决定。短期内波动太大，也可能造成更大的冲击。这背后有鸡生蛋、蛋生鸡的问题。GDP 增长率到 6.4%，大家会不会紧张？如果我们现在总体的经济增长趋势就是要往 5.5% 方向发展。你就让它慢慢地一步一步走，大家也能接受。2008 年我们觉得增长率降到 8% 中国就垮了，现在已经比 8% 低了那么多，中国也可以接受。

刘利刚（花旗集团首席中国经济学家）：黄益平教授的演讲确实把中国的问题说得非常严重。从业者的角度来看，中国可以从哪些方面进一步解决现在所面临的问题？我的问题是改革真的很困难吗？我倒是觉得，从现在的政治体制看，只要上面有政治意愿，很多问题应该都可以迎刃而解。比如说债务问题，央行的这种紧监管的政策治标不治本，它不会减少中国的高债务问题。怎么来治本呢？看哪个行业的负债率最高。其实就是国有企业负债率最高。中国的企业债务占 GDP 的比重是 160%，这里面 65% 的负债是国有企业造成的。怎么解决这个问题呢？我觉得其实也非常简单，只要把所谓的混改执行下去，用产权来换投资，就可以把国企债务高居不下的问题解决。其实在 1998 年的时候，中国之所以没有像其他亚洲国家陷入金融危机，是因为我们政府做了一件很重要的事情，就是决定把四大国有银行 20% 的股份让出来，让我们的民营企业、外资持有。政府用这样的方式有效解决了四大银行呆坏账在 30%-40% 的问题。我那时候在亚洲开发银行研究所工作，和左院长做了很多这方面的研究，当时左院长在上海社科院。我想是不是通过产权改革的方式，能够解决这些呆坏账的问题？我觉得上面的做法

在意识形态上已经突破了。

另外，在金融改革方面，我倒是觉得在一些国家已经使用得非常好的金融产品，我们的监管机构不去鼓励和使用，却鼓励我们自己的金融创新。创新过了几年之后，一地鸡毛，造成了新的风险、新的呆坏账要去处置。现在我们可以多研究大部分发达国家行之有效的金融产品的创新。比如说在房地产按揭贷款方面，一个很重要的创新就是资产的证券化。其实四大银行面临的问题越来越大，因为现在按揭贷款变得越来越大，对资本金的要求也越来越大。按揭贷款越多，银行系统投资期限不匹配的问题就越大。怎么来解决这个问题？美国是走资产证券化的道路，欧洲就是发担保债券。发一个二三十年的银行担保债券可以解决我们银行系统的很多金融乱象。很好的资产都在我们的银行系统里，而我们的投资人，特别是我们的储户，拿不到优质、高效的投资品的话，就会买一些比较有风险的有关高收益产品。如果我们能够把这些优质的资产通过证券化的方式发到金融系统里，让这种机构投资人长期持有优质的产品，我们的这些储户就可以通过共同基金的方式投资证券领域。这样一来，我们的金融风险会大幅下降。另外西方国家已经在刺激消费产品方面做了很多，比如汽车贷、随身贷。这些东西我们为什么不积极地去支持？如果有这样好的产品，也会使我们的耐用品消费变得更加容易一些。另一方面，虽然现在监管机构比较担心居民负债率高的问题，但是我们的居民也有很多的资产。一二线城市的很多居民的资产都在房地产市场里。很多的居民财富都在“砖头”上面。在发达国家，这样的“砖头”可以拿出来提前消费，你可以再做一个按揭，然后把升值的部分拿出来去买耐用品，为小孩在海外、国内的教育

提供资金。这样，消费也可以活络起来。在金融改革方面，我觉得如果多学习其他国家的成功经验，少一些创新的话，对中国金融下一步的正常发展应该有很大的帮助。

所以我觉得朝前看是有解决方式的，同时也不难。关键要看我们的监管机构有没有这样一种虚心学习的态度。我们不要继续去闭门造车，现在很多的金融问题可以迎刃而解。朝前看的话，中国已经积累到这样的水平，有很好的条件、市场、人才，我觉得下一步就是建立一个有效的机制。现在中国面临的很多所谓难解的问题，我觉得倒不是那么难。我们现在面临的挑战，要比 1998 年朱镕基改革的时代面临的挑战小的多。我觉得我们需要很强的政治意愿去推行这些有效的改革。

我的发言就是一个评论，不是一个问题。

乔依德：我们一个个来吧。学金，你先来。

左学金（上海社科院研究员）：我就做一个很简单的评论，提一个问题。黄教授的演讲给我很大的启发。从经济的角度来说，黄教授想用金融抑制在不同时期的正向、负向作用来解释我们国家经济增长速度的下行。从金融部门来看，这也很重要，但是可能从更大的经济范围而言，人口红利和土地红利也有很大影响。原来我们是计划经济，土地在 GDP 中不计价。现在 GDP 很大一部分是土地带来的回报。我感觉这一部分现在不能继续往上走了，这一部分可能也很大，要进一步研究，这也是值得我们考虑的问题。只从金融系统内部，可能不能解释从 10% 到 6%，甚至到 4% 这么明显的下行趋势。

然后是一个问题。刚才黄教授建议扩大金融政策的空间。我感觉扩大空间主要还是推动经济的数量，但是我们金

融部门本身的问题很多。比如银行，根据原来的数据，我们 20 多家金融机构赚的钱在 500 强中比 470 多家企业加起来赚的钱还要多。再比如，我们银行通过理财，用利差来寻租。我们的资产市场也是一塌糊涂。上市企业情况不好，就不分红、不退市。这些都是很大的问题。我的问题就是，改革和扩大政策空间这两者的关系怎么处理？到底哪一个更优先一点？我担心光是扩大政策空间，可能并不能消除结构性的问题。谢谢！

黄益平：我首先说一下刚才左老师的第一个评论。我觉得他说的可能跟我说的没有矛盾。我只是说原来在实证分析中发现正向的影响更多，现在变成了负向的影响。为什么会转变？这背后有很多原因。我只是将它简化为，过去依靠地产的优势，制造业粗放扩张；现在进入了中高收入水平，成本上升，需要靠创新和产业升级来发展。这个时候那一套金融体系就不太管用了。你刚才说人口红利的问题，原来劳动力很多，现在人口红利没有了，劳动成本上升非常快，这加大了中等收入陷阱问题的挑战。

关于改革和宏观政策的问题，我的立场应该说一向是旗帜鲜明的。从我们支持增长的学者的角度来说，经济政策应该把重点放在改革而不是放在宏观政策上。因为所有的问题归根到底都是一个结构性的问题，而不是短期的周期变化。今天碰到一个问题，似乎宏观政策都没有发挥的空间了。虽然我认为中国经济到了要靠供给侧结构性改革来支持的地步，但从宏观货币政策或财政政策的角度来说，我讨论的其实是个更小的问题。中国的问题，更多的还是要通过金融改革来解决。今天跟大家讨论的问题，讲了很多背景，但是我想说的是一个很小的问题。中国经济发展到今天把宏观经济

政策的空间挤死了。我认为从短期来看还是有可能腾出一些空间来，不排除需求端的宏观政策。这对于中国经济增长来说，仍然是一个辅助的手段，关键还在于结构性改革。

尉安宁（谷旺基金创始合伙人）：黄教授是说我们中国的经济进入了陷阱？

黄益平：我没有说我们进入陷阱。我是说现在中等收入面临的是新旧产业更替。

尉安宁：我们要摆脱这个陷阱。怎么摆脱呢？我们可以做一些宏观调控，但关键在于改革和创新。我的问题是你觉得现在政策的组合、经济的形势在效率提高或创新方面是很乐观还是不清楚？我们怎么做？我们好像看得不是很清楚，信心不是很充足。

黄益平：我觉得中国是一个很大的国家，不同地方的经济表现不太一样。总体来说，我对中国经济发展不太悲观。我觉得长江三角洲、珠江三角洲是很明显的例子。凡是做得好的地方，基本上都可以很明显的看到：第一，市场机制是相对比较活跃的；第二，企业家很努力地工作；第三政府发挥的更多的是一种补充和维持秩序的功能，而不是“看得见的手”到处乱搅合。深圳政府没有替代市场或企业家。在其他经济发展不好的地方，政府或主动或被动地帮市场把很多事情都做了，所以很难发展创新，民营企业很难发展。

政府应该做什么呢？你可能听说过，在我们院有一个更大的争论，就是应该施行一个什么样的产业政策？这是林毅夫老师和张维迎老师之间的讨论，他们两个观点相对来说比较极端。大多数学者认为还是需要产业政策。我认为产业政策是需要的，但与此同时不能限制竞争，不能无限制保护，应该鼓励大家发展。更重要的是克服市场失灵，而不是政府

帮助选择哪一个行业应该有更多人去做。

刘子成：谢谢黄教授，我叫做刘子成（音）。我在纽约一家债券对冲基金工作，主要负责债券的量化投资和研究。黄教授刚才提到了风险三角的观点，即生产率下降、杠杆率上升，财政收缩。我想对杠杆率这个问题发表一些看法。我们之前的研究也认为，杠杆率的上升速度和杠杆率的量是很重要的，但是杠杆率的构成也是非常重要的。如果杠杆率在关键部门、关键行业过于集中，那么造成的危害比数量更严重。我的观点可能跟刚才一位先生观点比较相似，就是把杠杆率构成平铺下来，风险平均，大家分解压力，再用时间解决这些问题。在国内有没有什么金融政策可以解决这个问题？

黄益平：你说的这个结构很重要，这一点我非常赞同。我现在也有几位博士生在研究这个问题。它分为三个维度：一是总的杠杆率太高了之后，会有问题，这是我们一般的观察；二是速度增长快引发的问题可能更集中一些；三是总量不变的情况下，如果分布方式不匹配，会出现很大的问题。你刚刚提到我们国家突出的问题，全球危机以后我们的杠杆率出现了所谓国进民退的现象，国有企业的杠杆率还在上升，但是民营企业的杠杆率在不断下降。我有一位已经毕业的博士，他做的论文就与此有关。全球危机爆发了以后，企业的正常的反应是去杠杆，因为经济不好，不知道未来前景怎么样，所以你就会减少或延缓投资，考虑过一段时间再说，去杠杆是很正常的反应。但国有企业没有去杠杆，一方面因为软预算的支持，一定意义上也是政府支持他们做的。4万亿政策一施行，共和国的长子应该支持政府，加很多的杠杆，造成的客观结果就是刚才尉老师说的分化非常严重。

国企的杠杆率上升，民企的杠杆率下降，杠杆率这样的分化从平均质量上来说是不利的。平均来说民营企业的利润率更高一些，国企相对低一点。

第二，中国的杠杆率是很高，但重要的还是信心问题。中国杠杆率最高的是国有企业，其次是政府，这种情况或多或少跟政府的担保有关系。它的风险是：如果边际资本产出率持续上升，会导致不管多少资本投入都不会再有产出，经济就停滞不前了。我觉得可能没那么糟糕，毕竟都是国有的，但确实是在效率上有所损失。如果我们能适度扭转这个杠杆率，是不是对我们的经济增长有好处？也就是说，既然国企杠杆率这么高了，不管把它消化掉还是不消化掉，民企应该有一定的加杠杆的空间。民企去杠杆很久了，假定能加一定的杠杆，是不是对我们的经济增长有好处？

胡延照（上海市原副市长，上海发展研究基金会会长）：我插一句话。我感觉黄院长讲的有道理，比如说杠杆的问题。中国的杠杆很特殊。你们讲的国企债务出现在什么地方呢？出现在高速公路、高铁和码头，包括现在的去污和环境保护。以前经济相对而言比较困难，投资拉动就靠这些东西。所以保持 6.7%，建高铁、高速公路或各种各样的码头、机场、工业设施，包括我们现在电力改造。地方政府的想法很简单，这些事情早晚都是要做的，你说路能不修吗？河道能不整治吗？能长期这样黑臭下去吗？解决河道黑臭的问题、排污的问题，要花许多钱，民营企业是干不了的。要民营企业干也可以，它收费。所以政府必须要去做。这些事情一定要早做，越早做成本越低，越早做机会越大，越早做以后增加新空间越大，效率越高。当然有时候涉及到攀比、政绩化的时候就很难讲。比如说当年我们搞旧改，那个时候

搞旧改 15 万改造一户人家，现在 150 万、200 万都改不了一户。肯定是早干的成本低。政府终归要负债，政府不负谁负？像这一类的东西能不能做一点合理的分析？现在谈债色变，我们不要搞得那么恐怖。

另外，我赞同黄院长的观点，既然负债没有那么恐怖，或者说也可以通过刚才讲的证券化方式解决。就像以前我们搞电，如果一度电涨 5 分钱，什么负债问题都能解决。这个事情现在是民生问题，5 年以后就不是民生问题。五年以后，涨 5 分钱就不是什么大事情了。这个就叫定位，有许多问题还是要有更宏观的观察。我就非常赞成把类似这样的东西长期化，不要怕，长期化以后会有效的，或者说以后就不是个大问题。要用时间来解决这个问题，但是同时要有比较合理的、科学的办法，让人可以战胜它。另外，既然大家都认为民营企业效率比较高、市场化程度比较高，这方面的改革怎样才能稍微放宽一点？我真的建议放宽一点。现在我们大银行有一个问题，它的风控、成本控制都很高。其实我们以前在地方都干过这个事情，说实话以前信用社是很管用的，现在信用社都没有了。信用社的成本很低，一个信用社就管一个县或两个镇，采用的就是信用经济。比如，我知道黄益平的信用很好，我知道乔依德信用很好，我也知道左学金借了钱肯定还给我。所以要两条腿走路，特别是在我们这个发展很不平衡的、庞大的国家，或者说土洋结合的国家，信用社的成本很低的。叫花旗银行去做，它要花几百万美元才会去做。我一共借一千万块钱，花这么多成本？这种信用社有没有可能再稍微回去，回到原来的村镇银行、什么银行，适当的股权分散化一点，能不能够往信用社这方面发展？

黄益平：现在农商行也是分散的。

胡延照：现在大家都在收购乡镇银行，希望它上市，做大。

黄益平：你说的太对了。

乔依德：很感谢胡市长的评论。胡市长有实践经验，做过很多这方面的事情。我也知道在座还有很多问题，但因为时间关系就不再继续了。因为下面还有几位嘉宾要有发言和讨论。我们已经晚了 20 几分钟了，按照我们的议程，下面茶歇。在茶歇前我们还是再一次感谢黄益平教授给我们作的精彩演讲。

专题讨论

乔依德：各位来宾，我们下一个环节的专题讨论马上开始。上半场黄益平教授作了一个精彩的演讲，在演讲之后我们也有一个很好的互动。我知道因为时间关系，有一部分问题没有提，没关系，我们在这一环节里还有机会提出问题。这一节我们有 4 位讨论嘉宾，我先简单的介绍一下。坐在我左边的是花旗银行首席中国经济学家刘利刚先生，然后是兴业证券首席经济学家王涵先生，那边是我的同事上海发展研究基金会研究员何知仁先生，再那边是我的老同事，上海自贸区研究协调中心秘书长、上海社科院研究员徐明棋先生。

这一节我们延续上一节黄教授的演讲进行讨论，可能我们会讨论怎么看待当前的经济形势，怎么预估明年的经济走势，怎么看待当前经济面临的困难以及如何落实中央的各项

决策。另外，在上海进博会上总书记对上海提出了三项重大任务，其中之一就是要进一步搞好自贸区。我们也有位发言者涉及到这个问题。

下面我们就有请第一位演讲嘉宾刘利刚先生，让我们热烈欢迎！

刘利刚：2019 年中国经济展望

刘利刚（花旗集团首席中国经济学家）：非常感谢乔老师的邀请。乔老师对我们的支持非常多，这是一个很好的互动机会，我非常愿意在这种时间和大家交流一下我们花旗对中国经济的一些看法。

在讲中国经济之前，我想讲一讲花旗对明年世界经济，特别是主要的一些经济体的看法。特别是对美国的看法。我们认为 2019 年美国的经济还可以增长 2.8% 左右。到 2020 年，这个增速可能会大幅下降，大约在 1.7% 到 1.8% 左右。下降的原因也很简单，因为美国债务上限要到了，2019 年后可能会有比较大的财政紧缩状况。今年美国的财政赤字大概在 5.2%，明年美国财政赤字会在 6.2% 左右。这就是大家不是特别看好今后美国经济的一个很重要的原因。另外，中美贸易战如果继续进行，对美国经济也没有太大的好处。同时，美国经济周期比较成熟，美国经济已经有近十年持续的上升状况。其实美国经济周期是非常明显的，特朗普的减税可能延长了一下美国经济周期，但是你在今年花了很多钱，将来还是要还的。这样的财政紧缩使大家觉得 2020 年美国的经济可能出现大的增速下滑，并不是衰退。经济增速从 2.8% 降到 1.8% 左右，对美国的失业、消费各方面影响都很

大，特别是 2020 年美国又进入了大选年，影响就会更大。

对于欧元区，我们认为今年它的增速应该在 1.9% 左右，明年大概有一个小幅下滑，到 1.7%。欧洲的问题和美国不同，因为欧洲在财政方面相对比较保守，同时整个欧元区有经常账户的顺差。欧洲是不是能够起到引领世界经济的一个主要的“火车头”作用呢？很难。它的很多问题也很难短期解决。

关于日本，今年预测最多有 1% 的增长，明年可能会在 1.6% 左右。日本跟欧元区大致相当，它的经常账户也有一个很大的顺差。同时，日本除了宽松的货币政策在支持现在的经济以外，它也在大幅执行积极的财政政策。你可以看到日本今年财政的赤字大概占 GDP4% 左右，明年可能会在 4.3%。至于三大经济体的货币政策，美联储明年最多有两次加息，花旗是这样的看法。如果有一些政治压力的话，明年美联储加息的可能性也许还要小一些。欧元区方面，它的 QE 暂时结束，但是从 QE 到退出还有比较长的时间。花旗预测到明年中旬欧元区才可能第一次加息。对于日元区，花旗总的看法是这样的：明年量化宽松可能会继续进行，因为日本现在远远达不到央行在通胀率 2% 退出量化宽松的目标。

所以明年发达的国家的央行的加息步伐在放缓，同时全球两个很重要的央行，欧洲央行和日本央行还在相对货币宽松的状况中。在全球这样一种经济形势下，怎么看明年中国经济的增长？我的副标题是“明年是考验北京意志的一年”，这里面有很多含义。刚才我在评论黄益平教授的发言中也讲到，如果我们能积极推进改革的话，中国的很多问题并不是我们想象的那么难解决。但是我们有没有这样推动改革的积

极意愿？另外，中国在今后怎么应对中美贸易战或中美贸易摩擦？在讲这些问题之前，我先给大家介绍一下我们对明年经济增长的看法或预测。

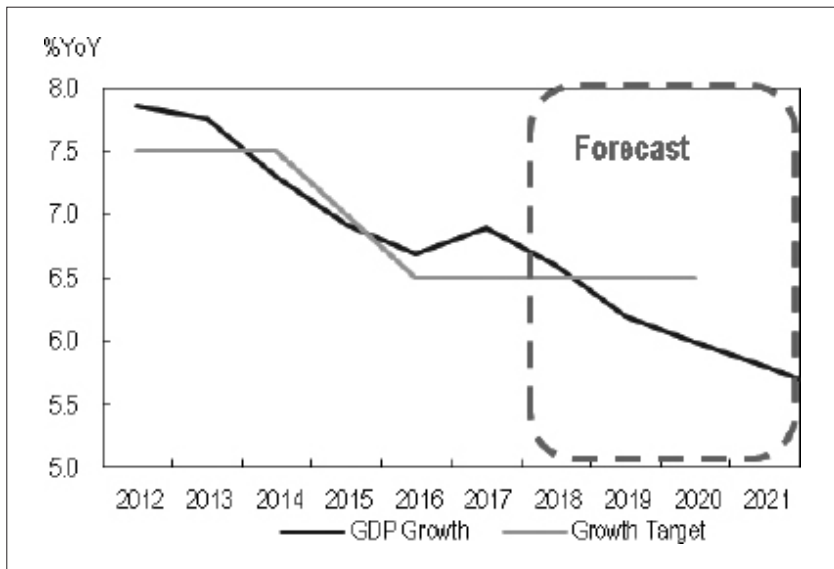


图 1：中国 GDP 增长预测

我们认为明年经济增长可能会在 6.2% 左右，第四季度经济增长会下滑到 6.4%。至于周期，我们认为是前低后高。明年最重要的一个影响因素就是中美贸易摩擦。

从上面的两张图可以看到，贸易摩擦对中国出口的影响并不是很大。到现在为止中国对美国的出口相对比较强劲，中国对美国的进口已经有大幅的调整。从 10 月份的进口数据可以看到，我们从美国进口的增速猛降了 25% 左右。其实在实体经济方面，关税对中国的出口还没有很大的影响。但是请看图 4，这是我们花旗关于美国对中国出口产品增加关税，对宏观经济和明年失业的一个预估。

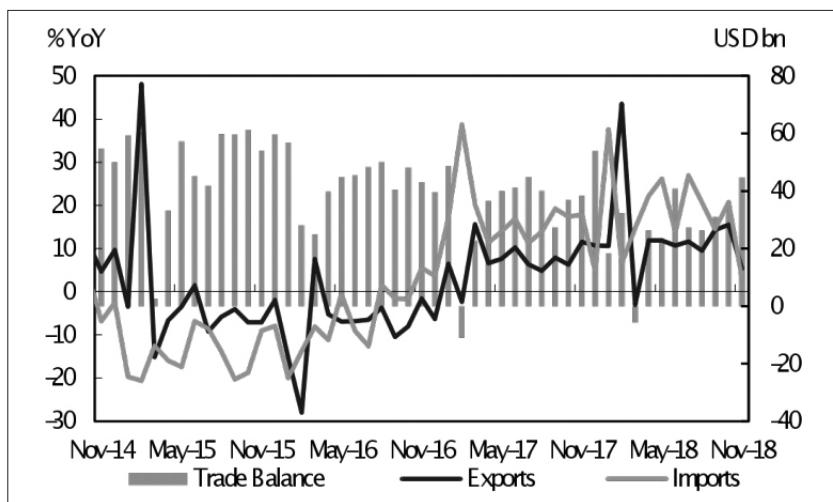


图 2：进出口和贸易平衡

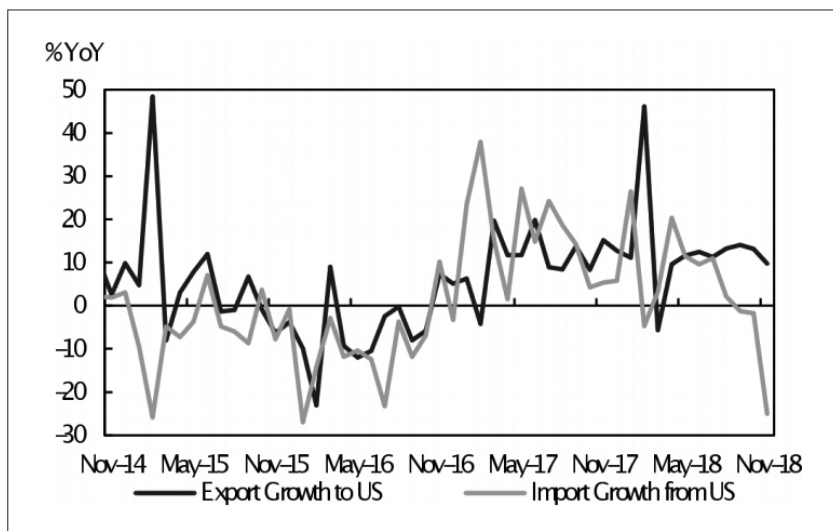


图 3：中美贸易

在这里我们用了一个很简单的、并不是完全平衡的计算。我想给大家讲一下两个指数。一个是关税，因为加关税

就有一个价格传导的问题。这里我们用了一个比较大的传导效应，就是说增加 20% 的关税以后，它会使中国卖到美国的产品的成本或价格增加 15% 左右，60% 的关税可能会被传导到中国产品在美国的销售价格里。中国产品的价格升高以后，有多少中国出口的产品会被其他国家或美国自己生产的产品所替代？我们有一个美国进口价格指数。我们允许一个比较大的替代性。根据我们的计算，如果到明年 3 月 1 日，双方达不成协议的话，美国向中国 2000 亿美元产品的关税上调到 25%，那么会使中国的 GDP 增速降 104 个基点，大概一个百分点左右。就是说 2000 亿产品近一半将会被其他国家的产 品所替代。根据我们的计算，大概有 440 万产业工人面临失业，这就是对中国影响的上限。当然，在这里我们没有把中国的政策考虑进去，比如说人民币在前一阶段已经有 8% 的贬值，同时我们的出口退税也在增加，地方政府也有一些减税的政策使出口产品更有竞争力。如果把这些政策考虑进去的话，其实对中国经济的影响不到一个百分点。

Quantifying the impact of US tariffs on Chinese economy						
	Source	Formula	First Round	Second Round		Potential Third Round
			6 Jul / 22 Aug 2018	24 Sep 2018	2019	2018
US to raise import tariffs	Policy Decision	a	25%	10%	15%	25%
Pass-through of tariffs to prices	Feenstra (1989)	b	0.6	0.6	0.6	0.6
US import prices to increase	Calculation	c=a*b	15%	6%	9%	15%
US imports from CN subject to tariffs (\$ bn)	Policy Decision	d	50.0	200.0	200.0	257.0
US import price elasticity	Kee et al (2009)	e	-3.39	-3.39	-3.39	-3.39
US imports from CN to decline (\$ bn)	Calculation	f=c*d*e	-25.4	-40.7	-61.0	-135.8
CN-US trade surplus (\$ bn)	CN Customs 2017	g	277.9	277.9	277.9	277.9
CN total exports (\$ bn)	CN Customs 2017	h	2,253.5	2,253.5	2,253.5	2,253.5
CN GDP (\$ bn)	NBS 2017	i	12,253.7	12,253.7	12,253.7	12,253.7
CN total urban employment (ppl mn)	NBS 2016	j	424.6	424.6	424.6	424.6
Impact on CN-US trade surplus	Calculation	k=f/g	-9.1%	-14.6%	-22.0%	-48.9%
Impact on CN exports	Calculation	l=f/h	-1.12%	-1.80%	-2.70%	-6.00%
Impact on CN GDP	Calculation	m=f/i	-0.21%	-0.33%	-0.50%	-1.11%
Impact on CN employment (ppl ft)	Calculation	n=f/j*1000	-881.0	-1,409.7	-2,114.5	-4,704.7

图 4：美国关税对中国经济的影响

另外，这是一个中长期的计算。我们没有把产业链的调整放进去，因为很多的企业不可能立刻离开中国到越南或墨

西哥设厂，它需要一个过程。如果我们有两三年的缓冲期，其实每年对中国经济的影响也并不是那么大。所以我觉得贸易战对中国来说是有影响，但是天也塌不下来。

市场对明年 3 月 1 日中美达成一个协议非常悲观。我想在这里给大家讲一讲我对这个问题的看法。中美首脑在阿根廷会面之后，中国已经开始积极地去调整政策，正在积极兑现一些承诺。比如说对 IP 的保护，现在有 38 个部委发了新文件，中国对违反知识产权的处罚变得更加严格。另外，中国也承诺开始购买美国的大豆和其他一些产品。同时，汽车的关税也降到 15%。“中国制造 2025”是中美之间谈判很重要的分歧，现在也有一些新说法。我觉得中国在积极应对，或者是在满足美国合理的要求。从中方的角度来看，我们愿意避免贸易战。我觉得问题可能不是在中国方面，而是在美国方面。更重要的是我们要问一个问题：特朗普今后怎么看待中美贸易战？他要是从美国真正的利益或长远的利益来看的话，就是跟美国鹰派的想法大致一致。美国鹰派觉得这是抑制中国崛起的最佳时期，错过这个时期之后，中国有大概 5 到 10 年的持续发展，会在 GDP 总量方面和美国大致相当甚至超过美国。如果鹰派在这里挡路，达成协议确实是比较困难的。因为现在到美国去访问，不管是民主党还是共和党对中国的看法都比较一致。这样对中国看法一致的现象，在 30 多年前很难看到。但是如果特朗普从自己的利益出发的话，他想要在 2020 年赢得大选，就需要美国经济持续增长，也就是说失业率要非常低，美国经济还会有 2% 到 3% 的增长。从个人利益的角度出发，我觉得他是愿意跟中国达成一定协议的，把中美贸易争端的风险推迟到将来，为他重新赢得大选创造一个很好的条件。所以中美能否达成协议，

还要看今后双方的表述。我倒是觉得应该用一个谨慎乐观的态度来看这个问题。

另外，我想讲一下明年中国政策刺激的空间到底有多大。我非常同意黄益平教授的观点，我们有刺激的空间，但是不像以前那么大。财政政策方面，我觉得减税可能是明年一个非常重要的政策。今年减免的个人所得税大概在四五千亿人民币左右，这对于 GDP 的贡献应该在 0.3% 左右。下一步是不是应该有一个企业的增值税和所得税的减免？同时，我们的地方政府也在减免一些税负，有 9 个省份已经公布了一些对省内企业减负的政策，根据我们的计算也有 4200 亿人民币左右。这是在预算内的减免。大概明年我们的财政赤字可能会从今年的 2.6% 重新回到 3%。是不是要超过 3%？这里面的争论确实非常大。因为从 1994 年之后，中国的财政赤字还没有一年超过 3%。如果超过的话，是不是表明中国经济现在出现了很大的问题？虽然说我们有预算的限制，但是在预算外，地方政府还是有不小的支出空间。在这里我想给大家看另外一个数据，国际货币基金对中国政府的赤字做了一些研究。他们认为中国虽然说有 2.6% 的表内赤字，但是如果把政府预算内、外的花费加进去考虑，今年整个政府的预算赤字是 10.4%。我们认为如果把其他财政的、地方财政的手段加进去考虑，那么我们认为明年中国政府财政总的赤字可能会升到 11.2%。它会贡献 0.5% 到 1% 左右的 GDP。所以，我觉得短期内还有财政政策的空间，但是从中长期看，中国的地方政府的负债率确实已经非常高。今年花旗对地方政府的债务也做了一个研究，如果把地方政府的 PPP 放进地方政府的债务里，地方政府的负债率已经可以达到 GDP 的 52.5% 左右。所以向前看，财政

政策刺激的空间确实也比较有限。

货币政策方面，刚才黄益平教授也说了，中美之间的利差在大幅缩小。在这样的状况下，为了维持人民币的相对稳定，避免资本的大幅度流出，央行在降息方面可做的事情是比较少的。但这并不表明在其他方面它不能做更多的事情。我们认为明年对存准率大概还有 3 次下调。如果明年 M2 的增速在 8.8%，和名义 GDP 大致相当，再假设有一些净资本的流出，那么央行对市场的流动性的投入应该有 150 个基点左右。所以我觉得短期内货币政策和财政政策确实都有一定的放松空间，但是这种空间在逐渐缩小。

另外，怎么看明年的人民币呢？关于人民币，刚才黄教授讲得很清楚。其实从央行的货币政策的取向来看，已经比较清晰。三元悖论理论认为，一个央行有三个政策选项：稳定的汇率、资本自由流动和货币政策独立性。我们的央行从 2016 年 12 月份之后，已经放弃了资本自由流动这一选项，现在它的选择就是保持汇率的相对稳定，同时增加货币政策的独立性。在这种情况下，我们确实也看到在前一阶段，我国央行跟美联储是相向而行。因为美联储加息的缘故，其他的新兴市场也都在加息，中国央行是第一个没有跟着美联储加息的。同时，今年我们的存准率在一年内有 4 次调整，我们计算，至少有 3.4 万亿人民币注入市场增加流动性。总的来说，我国政策还是一个放松的状况。

最后，我想说一下怎么看待风险。贸易战是不是还会加剧？如果说美国对中国出口的所有产品加税，对中国 GDP 的影响将会更大。在这种情况下，我觉得 6% 的增速较难达到。政府用很多的减税政策刺激消费，但是居民在没有信心的情况下，会不会把减税的钱又拿去储蓄？或者他有比较高

的债务，不去消费？我们知道金融危机之后，日本的很多减税政策并不有效，原因就在这里。关于改革的预期，我觉得如果明年加速国有企业的改革，其实可以解决中国的债务问题。我觉得更重要的是在农村土地方面。如果农村土地确权改革从现在的 33 个县推广到全国，我们用一个影子价格计算出的它的财富效应将会是 20.6 万亿美元。我再说一遍，20.6 万亿美元。如果有这样的一个非常大的财富效益的产生，我们就不用过度担心美国关税对中国经济的影响了。在那种情况下，很多不能出口到美国的产品可以在中国的农村地区被消费，因为农村对家电、汽车的需求量是巨大的。从这个角度来看，中国经济的韧性还在那里，我们的对策也在那里。只要我们有强烈的政治意愿，其实有很多问题是可以被解决的。我觉得今后中国的经济应该可以重新回到一个可持续发展的道路。

好，我就讲到这里，谢谢大家！

乔依德：非常感谢刘利刚做了一个很精彩的演讲。他在有限的时间里讲到了很多问题。我觉得他的演讲中还是有很多干货，比如他把全球经济大致上梳理了一下。2017 年各个国际经济组织都调高经济的预测，现在开始调低。美国、日本都调低经济增长的预测，这是今后中国经济的一个大背景。他对贸易战的负面影响也做了一些量化预计。大家可以记住这里面的两个数字：60% 和 50%。现在网上有很多人不清楚贸易战中，美国对我们的产品征的税是谁交的。特朗普说都是中国人交的，其实不是。主要的还是进口商交的。最终这个税钱来自于哪里？三部分组成，可能是我们出口的给一点，进口商涨一点钱，销售商在利润上削一块。利刚估计 60% 的费用是传导过去的，各种不同的商品是不一样

的，很难判断这个假定正确与否。利刚假定了 50% 的替代率，如果美国可以找到其他国家的产品来替代我们的产品，那么中美贸易摩擦的谈判在 90 天内能不能谈成？我基本上同意他的观点，还是保持谨慎乐观的态度，原因在于特朗普的目标跟其他的鹰派不完全一样。另外，我国有政策调整的空间，但这个空间在减少。大家基本上都同意明年我们可能降准。现在商业银行放到中央银行的准备金还是比较高的，在 14.5% 到 15%，这方面还是有很大的下降空间，下降可以释放流动性。

下面欢迎王涵给我们作演讲！

汪涵：这次不一样？ ——经济与金融市场几个值得注意到结构性特征

王涵（兴业证券首席首席经济学家）：首先感谢乔老师的邀请，我感到非常荣幸。刚才我在下面仔细听黄老师和刘老师的演讲，他们两位把中国经济讲得很全面了。我想挑我自己从事的金融市场，谈几个我们观察到的有意思的地方，给大家作个参考。

第一点，我想聊聊关于明年经济增长预期的问题，现在我们经济困境是什么？换言之，其中的主要矛盾到底是什么？我的感受或者我看到的数字，有可能跟我们通常意义上讲的经济“三架马车”不太一样。首先，黄老师讲的金融抑制问题，至少在今年是一个主要矛盾。第二，国内的投资人对股市的预期非常得悲观，但是我们看到境外投资者在对 A 股逆势加仓。第三，现在市场普遍对于信用扩张的空间预期不高，我们看股和债这两个市场，便会发现这有可能处在历史的大

拐点上。最后一点是房地产，我只从我的角度进行探讨。

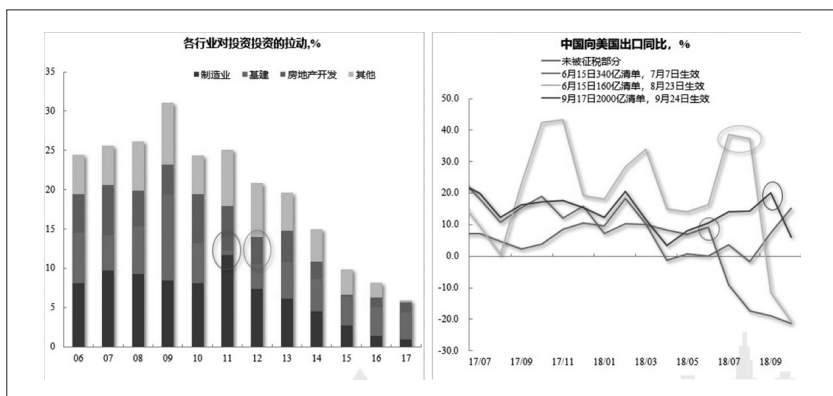


图 1: 各行业对投资的拉动（左），中国向美国出口同比（右）

简单来讲，我们在今年探讨中国经济的增长，刚才黄老师讲到的结构性问题和周期性问题可能都会有。在我们讨论今年下行压力的时候，我们先需要去看一个问题，即政府在 2016 年到 2017 年到底做了什么？如果我们将 PPP 数据和棚户区改造的数据加总的话，2016 年到 2017 年我们 PPP 项目落地是 4.3 万亿，棚户区改造货币安置是 2.6 万亿，这还不包括地方政府的资金，这两项相加是近 7 万亿的托底政策。为什么我们会有这么大的托底？我们知道 2016 年，当时股市大跌破、汇市大跌破，市场熔断。上一轮出现这么大的刺激是 2009 年 -2010 年的 4 万亿，当时的刺激力量很强。到了 2011 年之后，我们大概花了 3 到 4 年消化刺激政策带来的后果。2011 年基建先跳出来了，图 1 左图的红色部分是基建投资，2012 年是房地产。我们如果看今年的经济数据，会发现今年的基建投资已经从过去两年的两位数跌到最新的单月负增长。为什么会有这两年的时间？因为中国固定资产的平均建设周期是 18 到 24 个月，2016 年初我们释放的

大量基建刺激项目，到今年基本上建完。

另外一方面，我们做了相对详细的测算。现在已经有 340 亿、160 亿和 2000 亿的产品的清单，在这些清单生效之前和之后，发生了什么？数据上大家可以看得很清楚，340 亿和 160 亿清单，在生效前的一个月，对美出口是大幅上调的，但是在生效后的两个月内，对美这些产品的出口掉到了负 20%。2000 亿的清单现在只是逐渐下降，还没有很明显。我们觉得这个可能跟后面的板块输入有关系，前面我们讲到为什么一开始上去，之后又下来呢？因为大家预期下个月要加征关税了，我赶紧出口，加关税以后一下子掉下来。2000 亿这个事情有点不一样：一开始是 10%，后面加到 25%，虽然 10% 有影响，但总比 25% 好，我还在抢出口。明年的 3 月 1 日如果它不落地，这种抢出口都没有用。征关税的范围还会扩大，所以明年经济下行压力大，这个我觉得应该没什么分析的必要。

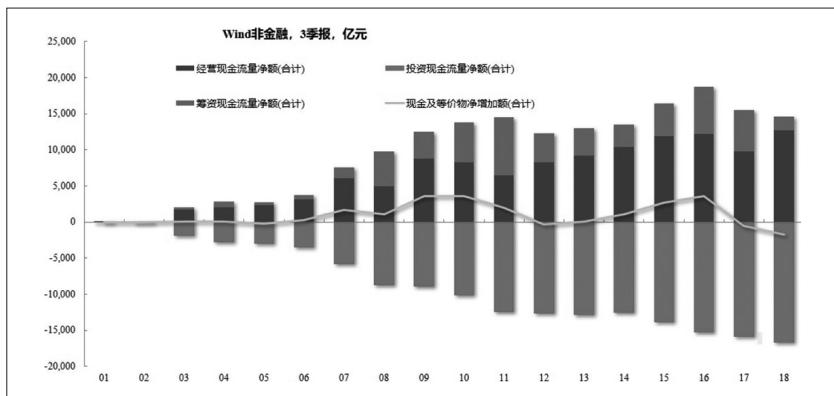


图 2：2018 年企业现金流数据隐含的信号

我想说的核心是，2018 年我们看到企业现金流非常异常的现象，图 2 是我们所有上市的非金融企业每年第三季度的财务

报表数据，深蓝色（中间）部分是企业的经营现金流，这根本看不出企业经营有什么困难。深蓝色部分今年相较于去年的改善是非常明显的。投资性现金流（下部）比去年有所增长，但是增长得不多。为什么我们会看到很多的企业资金流动性有问题？浅灰色（上部）部分是筹资现金流，今年比去年下降了50%。我们讨论企业的运行状态，讨论企业的经营压力，除了GDP下滑之外，还有在三大攻坚战和金融去杠杆过程中部分企业资金链断了。我们碰到有一家企业很有意思，它做了一个四年期的项目，找银行拿了2.2亿的贷款，两年过去以后，银行说贷款没有了。为什么没有了？资管新规说你资金和期限不匹配，影子银行是理财资金，那是3个月的，你要的两年期我们不能做。导致什么结果呢？这个企业此前投入了大量的人力、物力、财力，现在全部僵在那里。GDP也好、销量也好，盈利也好，是一个流量的概念，但是企业最怕的是什么？就是它投了很多年积累的利润做一个项目，做了一半钱没了，这是最大的问题。今年企业面对的困难里，是有现金流问题和金融问题的。如果这样的话，如果一些金融的宽松政策出来，至少能把一部分企业从死亡线上拉回来。

第二点，经过几十年的发展，大家有一个共识：在中国买房子是挣钱的，买股票是亏钱的。在全球主要的经济体里，我国A股股市的涨幅今年排名倒数第三，剩下两个是委内瑞拉、土耳其，股市的确不好。

但是有一个很奇怪的现象，今年A股市场外资的流入力量非常强。有很多人会说这是假外资，这是我们国家队在境外打的钱，这个事情也有可能。在全球市场上交易的中国5年期CDS，从国家队的角度来讲，我相信没有任何动力使得我们政府要去维护我们的CDS。这个指标怎么看呢？你

买 10 万元的中国国债，你要对冲这个需要花多少钱？2016 年 -2017 年需要花 120，现在需要花 60。国际投资人认为中国的系统性风险相比过去两年已经下来一半了。国外投资人看的时间比较长。当我们的政府在做健全社保体系、在做环保，在做供给侧改革的时候，尽管短期之内对经济是不好的，但长期来看，会使我们经济增长得更好。所以，如果你是长期的投资人，可能会更好。这是我想提的第二个结构性的问题。

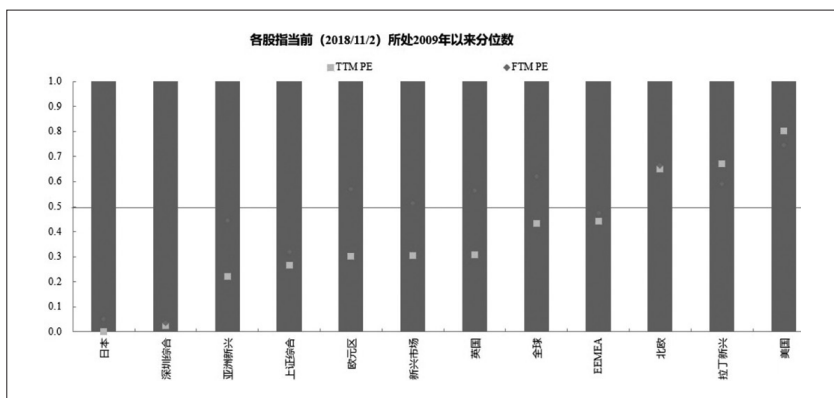


图 3：市场对大类资产的普遍预期：买房子赚钱，买股票亏钱

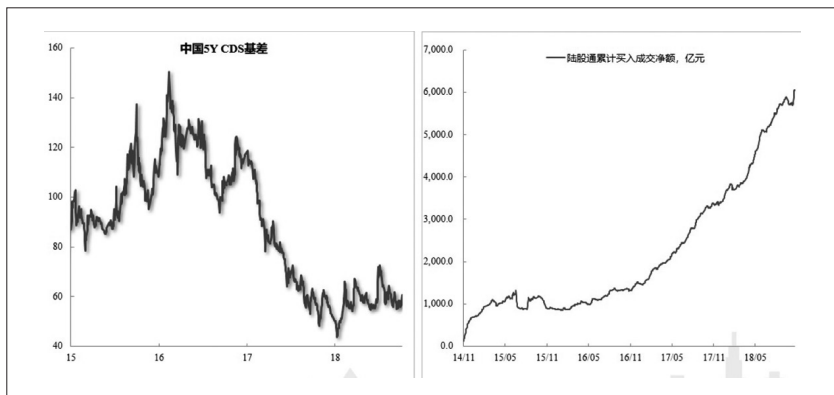


图 4：境外投资者对中国股票在逆市加仓

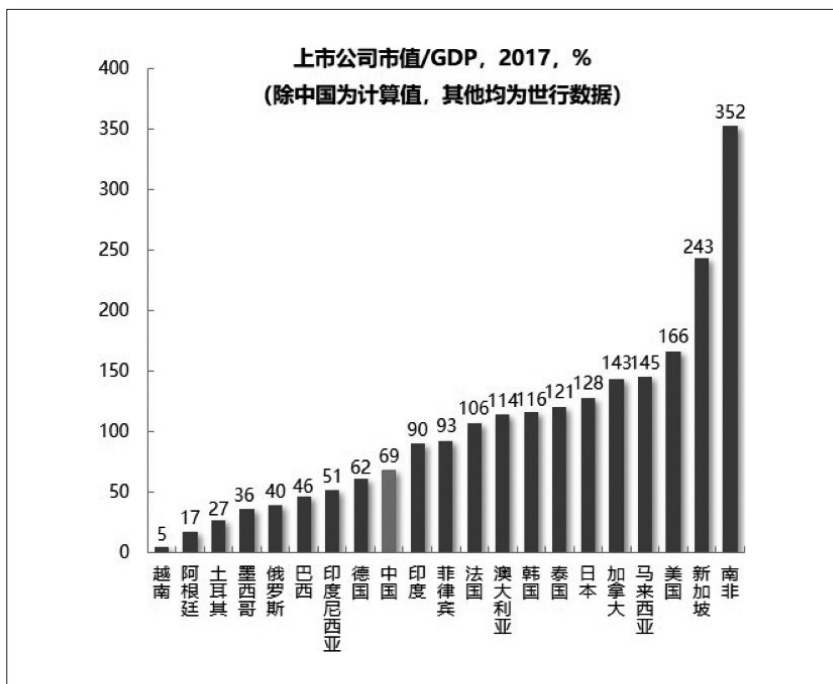


图 5：上市公司市值 /GDP,%
(中国为计算值，其余为世行数据)

第三个问题是所有人普遍预期经济要转型。怎么转？整个市场你找 10 个经济学家，有 10 个会说要转型。中国的人才红利我们要用好，而要用好人才红利，你要依赖于什么样的金融机构去融资？初创的企业要用 5 年融资，科技类的企业没有抵押品，这种情况下他们也需要股权类的融资。恰恰在中国，我们的融资结构是很奇怪的。从债务占 GDP261% 的比重来讲，已经超过美国市场了，但股权市场只占 GDP 的 69%。为什么会形成这样的效应？我觉得有两个原因：第一，站在政府干预市场的角度来讲，找银行定向地发贷款，还有到市场定向地去融资？第二，此前的债务率低。我们

可以想象一下，当你的经济已经发展到债务率占 GDP 的 261%，超过美国的 10 点的情况下，未来的经济转型还有多大的空间，资金还有多少是来自于债券市场？这里边包括了债券、包括了“非标”，包括了银行的贷款。如果我们中长期要稳定债务率，假设我们的名义 GDP 一年增长 6.8%，我们的债务本金的增长，剔除了利息，还有 2%。但是你转型还需要钱，这个钱从哪里来？只能从股权市场来，这一轮的资产可能对我们经济转型具有至关重要的作用。

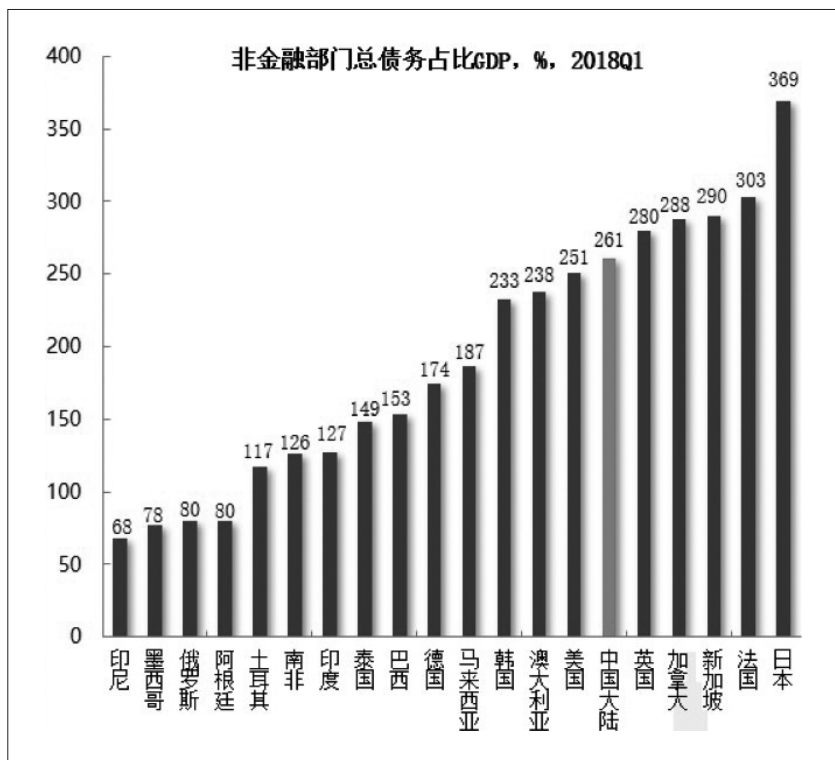


图 6: 非金融部门总债务 /GDP, %, 2018Q1

最后一点，也涉及到跟股权市场的关系。市场最近有一

种说法，说我们在这个点上要放松房地产，不放松房地产，经济起不来。我说是，不放松房地产是起不来，但问题在于我们还要放到到什么程度？2014 年社科院的数据显示，农村加城市居民资产中的 54% 是房地产，还不包括 2015 年到 2018 年，现在我想这个数据应该到 60% 甚至 70%。我们从一个最简单的问题去想，假设市场上所有投资人持有某一股票已经占到 70% 的仓位，这个股票未来跑赢其他资产的概率有多大？如果我们跟美国相比的话，2005 年美国居民的资产只有三分之一是房产，现在是四分之一。房地产的空间还有多大？其带来的风险又有多大？以前为什么我们的股票市场不好管？很多人讲是因为中国没有机构投资人，中国的老百姓喜欢炒。我说这都对，市场上最核心的一件事是钱。当我们的资产 70% 在房地产里的时候，你还有多少长期资金可以投股市？理财的平均期限，全国口径是两个月，两个月的资金去投股票，又有多少投股票的人能够真正看一家公司三年、五年以后的增长？房地产分流了长期的资金，如果房只住不炒，大多数人意识到房地产没有办法再带来超额收益，也许对房地产不一定是好事，但是对于经济转型、股权融资来讲不一定是坏事。

前面两位老师已经讲的很详细了，我从结构的角度提供两个观察点。我对中国经济还是不悲观的。举个最简单的例子，中国债券市场的规模很大了，但是衍生品市场的规模很小。换句话说，金融市场要靠金融的衍生品去腾挪，把风险转到那些能够承受风险的人，我们可以做的事情还有很多。我们中长期经济要增长，对于股权市场、资本市场的重视，在这个时间点上怎么强调都不为过。由于时间关系，我就讲这些。

乔依德：非常感谢王涵，我觉得当中的亮点，特别应该

提一下。第一，他注意到境外投资者现在在加仓，对我们股市有信心。尽管我们股市到目前为止，可能是全球倒数第三。但这是很重要的一点，供大家参考。

第二，他讲到，前面黄益平老师也讲到，现在我们在金融结构上存在很大问题，这个问题也讲了好多年，即直接融资比例低，间接融资比例高。他认为现在是一个发展多层次资本市场的好时机。

第三，他对房地产提出了自己的看法，认为不应该在房地产上搞什么刺激。因为房地产从各个指标来说，已经比较高了，且不说房地产的价格跟我们的收入的比例，光看老百姓在房地产上投入的钱占总资产的比例，我们几年前就是 54%，也比较高，美国现在只有四分之一。他的观点很明显，不应该去放松对房地产的调控。这样坚持下去，对市场的预期有一个影响，让大家改变投资房地产总是赚钱的成见，可能从长期来说，这些钱会有利于发展实体经济，进而投到股票市场。非常感谢王涵，在前面两位发言的基础上提出了一些自己的看法。

下面一位发言的是我的同事何知仁博士，他发言的题目“是从货币的视角看我国出口对经济增长的贡献”，是从一个比较小的视角看大问题。

何知仁：从货币视角看我国出口对经济增长的贡献

何知仁（上海发展研究基金会研究员）：我们知道明年经济下行最大的压力来自于出口。出口占名义 GDP 的比例大概有 20%，美国的出口占我们全部出口的比例大概也是 20%。即便明年贸易战能够化解，贸易摩擦能够缓解，我们

明年的出口可能还是会下降的，这是大概率事件。一方面是因为全球贸易市场不景气，另一方面是因为我们有抢出口的情况，所以透支了明年的出口。出口到底对经济下行有多大的压力？有多大的负面影响？我今天想选一个角度来讨论一下这个问题。

首先，我想提醒大家注意一个事实。就是从 2017 年开始，出口和经济增长的关系有一些变化，以前我们看到工业增长值和出口增长的走势非常一致，特别是危机以后。但是 2017 年以后，工业增长值往下走，出口往上走。我觉得这个事情还是需要解释一下，才能推测未来。

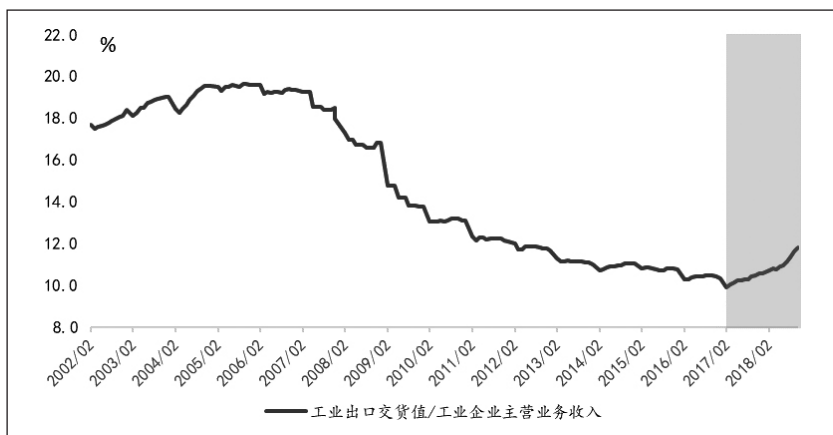


图 1：工业出口交货值 / 工业企业主营业务收入 (%)

一种解释是：出口只是三驾马车之一，出口虽然回暖，但是投资和消费在下行。需要解释一个问题，投资和消费为什么能和出口背离？从历史上来看，消费和投资和出口走势大概也是一致的。从投资的角度来看，在我们加入 WTO 以后，在金融危机期间，投资和出口是背离的，因为那个时候我们没有投资刺激政策，其他情况下，投资和出口的走

势大概是一致的。但是从 2017 年开始，投资下滑，消费也是。金融危机以后，我们国家的出口和消费是大体一致的，但是 2017 年以后也出现了背离。

还有一种解释是：从生产的角度来说，出口的产业链拉动我们整个经济。比方说，出口商如果情况转好，就会加大对上游的一些投资，加大对上游设备、上游资源的购买。或者是出口商的那些员工也会增加消费等等之类的。我们就要看我们这个出口，占工业生产的比例大概是多少？我用了一个指标，就是工业的出口交货值比工业企业主营业务收入，出口交货值就是把产品转移到出口部门的名义价值，分母是工业企业的主营业务收入，也即规模以上的工业企业的总销售额，这个比例就是移交到外贸部门的商品占工业销量的比例。这个比例从 2006 年高峰的 20%，一直在下降，下降到最低处是在 2017 年初或者 2016 年底，降到 10%。但是，这里面有两个问题。一是从 2013 年开始，这个比例就一直很低了，早就低于 12% 了，跟现在也差不多，为什么现在说出口对经济不拉动了？还有从 2007 年以后，这个比例其实是微微上升的，截止到现在，大概回升到 12%，这就更加不好解释为什么工业出口不能拉动工业增长值了。

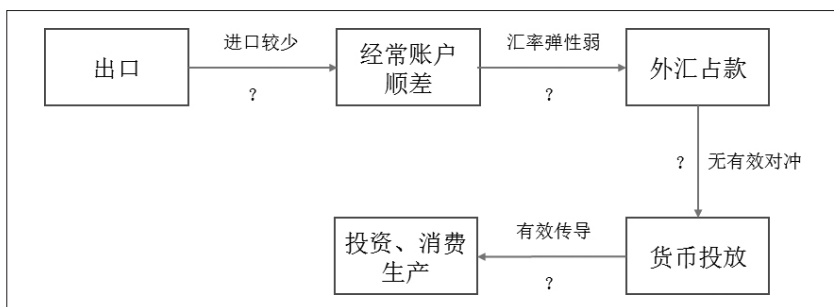


图 2：从货币视角解释出口和经济增长的关系

所以我想从另外一个角度，即从货币的视角来解释出口和经济增长的关系。这个逻辑其实也是大家所熟悉的，只是好像大家不怎么提。就是出口部门的特殊性，大家觉得它会带来外汇，商品出去，外汇进来。在汇率不灵活的条件，或央行有干预的条件下，伴随外汇占款，会造成基础货币的投放，基础货币的投放传导到实体经济，对消费投资和刺激生产会有一定的作用。出口对货币转化为外汇占款，占全部货币投放的比例有多少呢？在一段时间内是相当高的，这个我到后面会讲。这样的一个货币的链条需要四个环节的条件，第一，出口转化为经常账户的顺差。第二，经常账户顺差转化为外汇上升，央行要干预，如果不干预，外汇占款也不会上升。第三，外汇占款有一个条件——央行采取其他工具的问题，是不是存在有效的对冲？第四，货币投放到实际的生产，这个环节是不是有效传导？

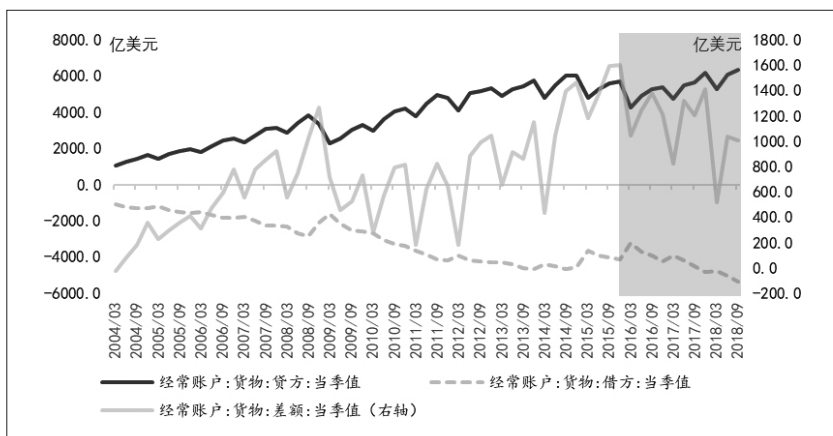


图 3: 货物出口 → 经常账户顺差的传导弱化：
货物进口规模扩大

在我看来，在 2006 年以前，这些环节都是比较畅通的，

但是从 2006 年以后，这四个环节都不同程度地受到了阻碍。我就从这四个环节来展开。首先从货物出口到外汇顺差，图 2 显示的都是货物，包括货物的出口、进口和进出口差额。下面的线是货物的进口，上面的线是货物的出口。我们看到当中那条线，在左边白色的区域，一直是跟着货物的出口来走的。但是 2016 年以后，货物的出口规模大到一定程度以后，当中那条线就不跟着出口走，而跟着进口走。出口跟经常账户差额已经没有一个必然的联系了，经常账户差额到外汇占款的联系已经弱化了。2015 年汇改以后，外汇占款也在下降。央行减少了干预，所以外汇占款的变动也少了。

在前面两个环节的影响下，外汇占款的增速现在显著低于出口的增速。在 2017 年以前、危机以后，外汇占款的增速和出口的增速基本上是一致的。2017 年开始，外汇占款的增速显著低于出口的增速。外汇占款增速转化为货币投放，这个传导机制也出现了问题。在 2011 年到 2016 年以前，央行总资产的波动明显增加了，因为央行也采用了其他的货币供应手段来调控货币的数量，但是它的走势还是和外汇占款的走势是一样的，但是 2016 年以后这两个就完全不相关了。我们把央行的资产负债表拆为“对其他银行的债权”、“对外国的资产”、“其他资产”这三部分。其他资产我们不管它，它波动性不大。外汇占款在 2014 年终的时候，最大达到 23.3%，在 2018 年的 10 月这个比例已经下降到 59.5%。同样地，“对其他银行的债权”，也就是我们所知的“麻辣粉”、PSL 等等，这个比例在 2018 年 10 月份达到 28.5%。这就说明央行现在投放货币的方式更多的是依赖于信用的创造，而不是原来通过干预外汇的方式。

当然央行不光是通过 PSL，还多次调整了法定准备金

率。货币发行增速和出口增速就产生了一个背离。这个货币发行增速其实扣除了存款准备金，跟央行的总资产的指标是略微不同的。在 2017 年以后，它是往下走的，和出口增速是背离的，因为它撒的这些粉，没有办法弥补外汇占款的增加。原来出口上升，外汇占款应该是上升的，现在尽管投放了货币，货币发行的增速还是往下走。



图 4：社会融资增速和货币发行增速（%）

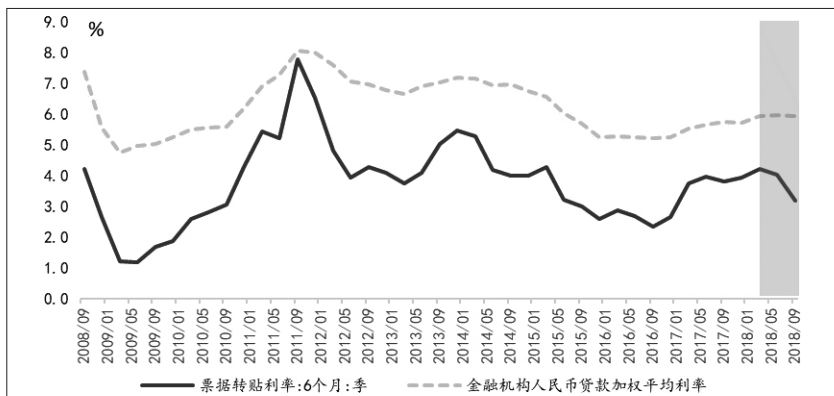


图 5：票据贴利率和金融机构人民币贷款加权平均利率
（单位：%）

上面两张图都是为了说明货币投放和社会融资的传导也在弱化。前面几位老师说了，这个可能是因为压缩影子银行，导致一部分的资金不能及时进入实体经济。我们看到2018年社会融资增速比2017年下滑得更快。我们看到金融机构的贷款加权平均利率还是在上浮，这也说明货币没有及时往实体经济传导。随着实体经济实际融到钱的速度放缓，工业增加值的增速也在放缓。

我简单小结一下，这里面的四个环节都出现了问题。因为出口放大了，到经常账户的传导减弱了。因为汇率弹性增强了以及货币政策的独立性增强了，所以外汇占款到货币投放的渠道减弱了。金融去杠杆到货币投资、到消费生产的渠道减弱了，这导致出口在2017年没有把消费、投资拉起来。这是我从货币的渠道来解释。从这个角度来看，2019年如果出口产生大幅地下行的话，会不会对经济产生大幅的压力？我觉得这取决于几种情况，我先把今天的演讲简单总结一下。出口通过产业链影响实体经济，和出口通过货币创造影响实体经济，其实是一个硬币的两面。其他部门的生产是需要货币的，而恰好出口带来了外汇，转化为央行基础货币的投放，正好满足了那些下游的生产、投资的需要。货币的逻辑和产业链的逻辑是一个硬币的两面，如果后面的一个逻辑被打破，前面这个逻辑也不一定成立。如果出口上来了，我们通过其他的渠道投放货币，但这个货币不能满足生产和投资的需要，那么实体经济还是会受到一定抑制的。反之，如果2019年出口下来了，我们通过政策工具来创造足够的货币，有可能也会刺激到国内的内需，经济也不一定能下来。

2019年，我们的出口会大量的放缓，进口会扩大，但经济增长仍然可以稳住，前提是央行要做到以下三点。就是

我前面讲的四个环节里的三个，一个是人民币汇率定价机制改革不要走回头路，如果出口下来、外汇占款减少，货币收缩，这样是不利于实体经济的。第二是不要惧怕贬值压力，根据国内经济情况来选择其他货币政策工具投放货币，包括定向降息或降准，不能因为担心贬值压力而不投放。第三是打通政策向实体经济传导的渠道，财政政策也要配合，要发挥政策合力，但这个不是我今天讲的内容。我今天就这个问题，汇报这些思想，希望得到批评指正。

乔依德：谢谢何知仁跟我们作了一个演讲，他的发言可能是从一个比较窄的角度，来分析出口对经济的影响。什么叫货币的角度呢？可能平时大家不是太关心，所以觉得比较生疏。因为我们国家投放货币的渠道，跟其他发达国家不完全一样。其他发达国家，央行控制市场流动性，主要通过公开市场上买卖国库券，买进卖出，增加投放流动性。我们国家由于特殊的情况，是通过他讲的外汇占款，这是什么意思呢？因为我们在很长一段时期里要保持人民币汇率的稳定，那我们有很多贸易顺差怎么办呢？我们就用人民币在市场上购买美元，以保持人民币的汇率的稳定，这样人民币就发行出去了。所谓的外汇占款，以前是人民币投放到市场的一个主要的渠道，后来有一些变化，我不重复他讲的具体情况了。我们汇率有弹性，顺差又减少了，所以我们投放人民币的渠道发生了变化了，主要不是通过市场上购买外汇占款了，这一比例下降了。我们有新的发行渠道，包括中期贷款便利 MLF，常备贷款便利 SLF，就是所谓“麻辣粉”、“酸辣粉”货币工具。这样一来，我们就有新的发行渠道，出口对其他经济变量的影响跟以往就不一样了。说来说去，说到底就是这样的一个结论。

下面我们就请徐明棋老师给我们讲一下上海自贸区，大家热烈欢迎！

徐明棋：中国自由贸易试验区对外开放功能的提升 与中国全面对外开放新格局

徐明棋（上海自由贸易区研究协调中心秘书长、上海社科院研究员）：大家下午好！前面各位专家的发言都非常精彩，所以时间用得比较多。按照我们约定的时间，5 点钟结束，我争取不拖时间，按照我的 15 分钟把它讲完。其实对前面很多专家的观点，我个人也有一些不同的看法、见解，在这里没有时间展开来讲了。乔秘书长让我讲一讲自贸区的扩区，以及未来自贸区在中国对外开放中能够发挥的作用。下面，我就简单地谈一下我的看法。

上海自贸区已经运行了 5 年，习主席今年在 11 月 5 日中国首届进口博览会上，对外宣布要进一步增加新的片区。120.7 平方公里如何来扩区？外面有各种各样的讨论，内部也在不断讨论，方案挺多的。今天上海的一些报纸都在报道，说根据透露的信息，大概片区已经定下来了，将会在临港新区。原来大的规划实际上包括整个浦东，再加上虹桥开发区。原因也是客观存在的，上海自贸试验区从 2013 年 9 月份，大家看到最早的时候是三块保税区，外高桥是保税区，再加上空港、洋山保税区。刚开始在保税区搞，大家感觉是在保税区货物管理的水平上进一步放开，贸易进一步自由化。实际上我们在 28.78 平方公里的自贸区，按照国务院后来的规划搞贸易的自由化，但一线高水平的放开并没有成为真正核心的内容。贸易上，实际上在推贸易的便利化，搞了统一的通

关平台、单一窗口，使进出口商通关的时间大幅下降，在学习新加坡的通关模式这块，政府做了很大的努力。

然后，在保税区里边主要干了什么呢？主要干了外资管理体制的一个改革，现在这已经推广到全国，就是负面清单加准国民待遇。还搞了金融的进一步开放，主要就是实现了FT账户。对租赁、外汇管制进一步放松。对在自贸区登记注册的企业，不管是外资还是本地居民的企业，如果它们跨境投资，外汇管理基本上由事前的审批变成备案，即只要你有实际的跨境投资活动，基本上就放行了。尤其是通过FT账户这样一个相对比较有特色的资本账户，进一步开放新的渠道。然后到120平方公里，政府做了一些具体的部署，就是金融市场的进一步开放，期货市场开放、黄金期货市场开放、石油期货市场开放，外资可以进来了。这有非常重要的象征性意义，对推动人民币的国际化发挥了重要的支持作用。上海国际金融中心，随着上海自贸区的金融市场、金融服务业的进一步的开放，排位迅速提升。原来第10位，现在已经到第5位。

自贸区还试验了服务业，总体规划1.0版里就已经规划了6个服务业：金融服务、航运服务、社会服务、专业服务、文化等等，这些都做了进一步的规划。但是可以告诉大家的是，一直到今天，我们没有真正取得重大的突破。我们后来发现服务业的开放难度比较大，为什么？垂直的部委办的内部规章制度非常繁杂，没有配套的措施来呼应，系统集成如果达不到高水平的话，服务业的进一步开放就难度比较大，所以，后来进一步提出了系统集成，现在还在摸索。比如说，本来我们可以开放外资医院，但是在开业的过程中遇到种种的难题，涉及到内部的各种规章制度的改革和进一步

开放，由于时间关系，有很多例子就不展开来讲了。现在，自贸区管委会在浦东新区这个层面，以及在上海市这个层面，继续在和中央有关的部委协商，试图在我们已经规划的6个服务业领域，一步地取得突破性进展，让一些象征性或示范性的大项目能进来，但是这块难度是非常大。因为相关的部委按照系统性风险控制的要求，提出了各种各样的考虑，我们在推进的过程中是需要有风险控制的底线的。在这些底线能够很好地被他们接受之前，在国务院这个层面，很难贸然同意上海对某个行业进行大幅度的推行。当然，在面临外部环境变化这个大背景之下，接下来是有可能取得进一步突破的。比如说金融服务业，已经首先在上海自贸区取得突破，因为习主席已经宣布：上海自贸区作为金融市场的核心。上海自贸区的外资在人寿保险、基金、证券、期货这四个方面，已经取得突破。原来我们有股权严格限制，不能突破50%。现在陆续都在上海自贸区首先取得突破，这块已经在往前推，金融服务业的突破已经出现了。

另外一块是行政管理体制改革，尤其是新片区。大家可以看到，新片区它不是海关特殊监管区。一旦新片区被纳入到自由贸易区里以后，这个自由贸易的概念，实际上完全淡化了。为什么？它连保税区都不是，贸易便利化对它来说不是很重要的内容，更何况贸易自由化？现在在外高桥可以实施的保税管理方法，一线已经放开了，你拿到张江去好了。张江要进一步实验让外国商品和相关服务进来以后享受保税待遇的话，你还得把张江再进一步申请成保税区。所以说，实际上在自贸试验区里存在着两块不同的对贸易的管理措施——海关特殊监管区和非特殊监管区。因此，非特殊监管区的重点是放在产业的进一步对外开放，以及政府行政管

理体制改革方面。那么就“放管服”的各种改革而言，取消审批、事前资质管理等都在试验，也要往前推的。上海自贸试验区仍然做了很多创新性的实验，比如说搭建信息共享平台，后来被国务院在全国要求推广，但上海这块往前稍微早走了一步。另外，在信用体系建设、为企业提供服务方面，上海率先在全国把原来信用体系建设中的信息平台拿出来给社会共享，鼓励企业在经济合同的签订中，相互之间可以查对方的信用记录。还有行政逐渐退出，即让更多的社会中介机构、行业协会来承担更多的监管责任，这个在上海自贸区里面实验以后，现在已经在全国推广。浦东后来把自贸区和浦东管委会、自贸区的管委会和浦东新区的政府捏在一起，在浦东这个层面推各种改革，最明显的一项改革，就是把有权利到企业行政执法的那些政府部门全部拿出来，成立了浦东城市监管执法局，这个举措在全国是开创先例的，将来也会在全国范围推广。自贸试验区在贸易自由化这个层面往前推的程度是很少的，主要是做了便利化的措施。金融我刚刚已经讲了，上海试图同中央协商，希望能够通过我们的 2.0 版以及后来的 3.0 版。去年 2017 年 3 月份出台的《进一步深化上海自由贸易区改革开放的规划》里面，提出了一个重要的概念，就是“自由贸易港”的概念。原来是试图在去年底能够规划落实下来，能够推进。但是一直到今年底了，这个规划还没有落实下来，原因很多、很复杂，我不展开讲了。

现在进一步扩区，如果海南 3.5 万平方公里都能够成为自由贸易试验区的话，上海整个浦东 1100 平方公里，再加上虹桥作为自由贸易试验区，是完全可以的。所以说，现在如果仅仅是临港地区 300 多平方公里，加上已有的 120 平方公里，500 平方公里都不到，还是园区的概念，不是自由贸

易区的概念。对于深入推动进一步改革，尤其是体制上的改革而言，你会发现缺乏一级政府的全面推广，还会有行政管理体制上不顺的问题。我有一个理解，可能是为迟迟没有出来的自由贸易港规划作铺垫。因为自由贸易港原来是在洋山 14 平方公里，再加上空港 36 平方公里的保税区里面搞，目的是什么？目的就是要实现我们原来自由贸易试验区试图要突破的“一线高水平的放开”，也就是实现我们原来汪洋副总理在《人民日报》上在解读十九大报告时谈到的“三个自由”，即能真正在自由贸易港实现人员、资金，货物流动的完全自由。相对来说，在这个小范围里实现这样的自由的可能性就比较大。

这样做的目的是干什么？其实也是为了实现国家战略。上海自由贸易试验区一直是为实现国家战略而推进的，不是中央给上海一个大红包，而是在小区域里面推，然后快速发展。中央实际上不断把自贸区作为可复制、可推广的经验，是在全国推广的一个试验田。当然如果自贸港能够顺利地推出，对上海作为亚太地区最重要的中转港有重要的作用。在此基础上，离岸金融就可以获得快速发展，使得我们国际金融中心的地位，以及与此相配套的全球有影响力的科创中心的地位，能得以实现。由于时间关系，我简单提两句，就是习主席同时发出的一个很重要的指示，即在上海搞科创板，并且强调同时要推进注册制改革。现在金融界的人士，尤其证券界的人士，眼光只是着眼在原来在主板上，没注意到推进注册制。我们提出一些观点：这个科创板不仅仅是搞注册制，它一定要推动上海证券市场的国际化，这个要放进去。如果这个不放进去，那么科创板仅仅简单地把注册制放进来，再按照我们原来几个板块搞，搞到最后很可能像深圳

的创业板。因为习主席讲，一个是为科创中心服务，另外一个就是要推动整个资本市场基本制度的完善，试图通过科创板形成这样的制度体系。所以说，我个人认为这个科创板一定要和我们自贸区扩区以及对外进一步开放这个大的主题要联系起来。否则，科创板的建设很可能就不能实现这样的一个目标。所以，我希望科创板会创设一个和我们目前国内其他板块完全不一样的、高水平的、开放的制度体系。然后，引进国际的融资者和投资者，使这个科创板一步到位地与国际资本市场接轨。这样，它就能够服务于我们上海，成为国际科创中心以及推动整个资本市场基本制度的完善。我就不展开讲了，谈这么一点简单的观点，谢谢大家！

讨论

乔依德：非常感谢明棋。我觉得他说的很有意思，他直言不讳地说我们自贸区在很多方面突破不是很大，我想这也是一个值得我们考虑的点。他也认为现在在外部压力下，说不定我们金融业的开放可能会走在前面。特别是在后面讲到自由港，这个事情我也知道。年初的时候，上海搞自由港讲得比较多，也做了研究，后来为什么不提呢？因为总书记提了海南自由港，其他都不提了。我觉得最有意思的，他把自贸区扩区跟科创板联系起来，这个想法我是第一次在脑子里出现，还是值得我们注意的。科创板不单单是让一些好的企业能够上市，或搞注册制，而是直接跟国际对接，我觉得这也是很好的思路。

我们四位发言人的发言就到此，虽然时间是拖了，但是我想还是有一些时间让大家提问。提问对于很多问题的看

法，能够进一步深化跟提升。坐在前排的人，你们要发言提问，把牌子竖起来，后面的人你们举手，按照先后秩序。

陆丁（上海科技大学教授）：谢谢！我想问徐明棋老师，上海自贸区的资本项目开放，这跟近两年国家资本项目的收缩是矛盾的。这个你是怎么看的？谢谢！

徐明棋：这是一个矛盾。我们外部的风险现在在增加，我们金融市场的风险进一步暴露，需要有比较严格的管理资本流动的措施。但是我想如果做得好，实际上这两者并不矛盾。比如说，现在按照 FT 账户的管理模式，可以进一步扩大开放，对于短期的投机资金，还是能够形成一定的管控。这个我就不展开讲了。

现在不能因为有风险，就像一些同志所建议的那样全面加强外汇管制，甚至把资本流动的渠道封死，然后国内就可以乱发货币来解决我们经济问题。因为你这样做的话，最终会导致资源配置的进一步扭曲。外部的压力始终存在，内部的资金配置就得小心谨慎。我的基本观点就是这样。所以，我们还是要做一些对外扩大开放的新举措。现在我可以告诉你，我们的政策目标就是要把外资在上海资本市场、金融市场的参与度明显提高，开放股权限制就是未来这样的一个目标。但与此同时，的确需要设置底线，一旦出了问题，要有能把风险控制住的措施和手段。

张晓朋（上海 WTO 事务咨询中心）：谢谢各位老师。前面各位专家讲的时候，或多或少提到中美贸易战。我注意到最近美国国家贸易会主任纳瓦罗提到美国跟中国打贸易战，不仅仅是希望中国进口更多的美国产品，还希望中国进行结构性改革。这样的话，中国后面的谈判可能会比较艰难。各位专家对他所希望的结构性改革的力度或范围有没有

一些想法？

刘利刚：我简单说一下，美国人要求我们在某些地方达成协议之后，下一步是不是会出现还有一个机制去看中国执行的情况？因为美国学术方面的研究人员或美国官方的一些人，认为在很多方面，包括在中美对话中，中国有很多承诺，但问题是承诺之后执行不到位。最典型的例子，就是电子支付行业在 2012 年，美国对中国有一个 WTO 仲裁案件，WTO 判中国应该开放电子支付行业，但并没有执行。所以我觉得，下一步它会用另一种方式，里根时代有一句话，“信任但要确认（Trust but verify）”，怎么把这个机制建立起来是我们可以考虑的地方。

王永刚（中国矿业大学教授、博士生导师）：我问王涵先生一个问题。你刚才提到外资在加仓，但是你有没有注意到今年大幅减仓的是什么资本？是国家队还是外资？MSCI 和罗素有指数加仓的压力，你能不能阐述一下对手盘交易的博弈情况？谢谢！

王涵：MSCI 这个事情，根据我们今年检测到的数据，我们去把陆股通这些有外资的资金加在一起的话，明显是主动性的产品比被动性的产品要高。我还倾向于认为现在境外的投资人对于美国市场的悲观情绪，有可能加剧了对于中国资产的偏好，避险的因素也是重要的。

王永刚：减仓的情况能不能介绍一下？是短期资金还是长期资金在抛股票？

王涵：长期资金减仓的比较多，但是今年有边际上的影响，机构资金在调仓。去年，大量的机构是从银行的委外拿到资金的。外资正好进入了，形成了换仓的情况。

现场提问者 A：我来自一家证券公司，我想请问徐先

生，你刚才提到对前面的发言有不同意见，请说一下。

徐明棋：我就说一下中美为期 3 个月谈判的前景，我是表示乐观的。刚才有人提到美国有些要价对推动我们国内的改革是有积极作用的。我们上海自贸区搞行政管理体制改革，2017 年营商环境排名 78 位，中央不满意。上海马上下决心，进一步推进行政体制改革，一下子提升到 42 位。上海做出重大的努力，特别是对一些原来不能改的方面，诸如区一级的行政审批全部取消。原来认为两级政府的审批怎么能取消呢？现在取消了，天也没塌下来。很多是可以改的。所以说，我个人觉得前景是乐观的，并不像他们几位表示的那么悲观，好像觉得我们不肯让步似的，有些只不过是谈判的技巧。

乔依德：我们是谨慎乐观。

现场提问者 B：我就问一个问题，我们现在是 58% 多的城镇化率，一般到 59% 是城镇化率的减退期。我们最近一直在研究房地产行业，扰动也挺多的。我就想让各位大佬解读一下，如果到 59% 以后，对我们国家有什么样的影响？

乔依德：这只不过是常住人口，我们有户籍的人口可能占到大概 40%，还有百分之十几是没有户籍的人口。你简单地用国外的经验套中国，我觉得不一定准确。我个人觉得城市化还有一段路可以走，不要说发达国家，一般发展中国家城市化都能走到 70%，我觉得这也可以解释这样一个问题：长期来说，中国经济为什么还能继续发展？城镇化可能是一个潜在的动因。在城市里面，不管是农民工还是其他什么人，都应该享受与城市居民同样的福利。另外，我觉得农村人口还是可以继续向城市流动的，这会提高我们国家的劳动生产力。我觉得从长期角度来说，还是会这样。

那就这样，由于时间关系，我们今天的研讨会到此结束。再次感谢四位专家的演讲，还有黄益平先生前面的主旨演讲，也感谢大家的参与，谢谢大家！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）