

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 121 期

121

2019 世界和中国经济论坛

——中美贸易战阴影下的中国经济



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
二〇一九年七月

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

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭昭'.

编者的话

上海发展研究基金会于7月5日举办了“2019世界和中国经济论坛——中美贸易战阴影下的中国经济”。上半场由中国国际经济交流中心副理事长、重庆市原市长黄奇帆先生发表主旨演讲“中美贸易摩擦下的经济走势及其对策思考”。下半场由四位专家发表演讲，分别是兴业银行首席经济学家鲁政委的“贸易战的金融后果”，上海发展研究基金会研究员何知仁的“寻找中国经济的支撑力”，复旦大学世界经济研究所所长万广华的“对中国经济下行的几点思考”，野村证券中国区首席经济学家陆挺的“2019年下半年中国经济所面临的挑战”。

在演讲中，黄奇帆认为，当下的国际贸易格局事实上使得中美贸易摩擦的挑起方会自食其果。现在世界贸易格局最重要的特征有三个：第一，每年货物贸易的70%都是中间品贸易；第二，跨国公司在全球的核心竞争力从原来的资本和技术，演变成现在还要靠产业链、供应链、价值链的管控能力；

第三，世界各国的关税和非关税壁垒逐渐趋于“三零”，即零关税、零壁垒和零补贴。在这样的格局下，美国加关税、加壁垒，首先损伤的是在美国的企业，也冲击美国在中国的企业。最反对美国加关税的是美国在产业链上处于龙头地位的企业。美国政府只要有理性，或者美国企业受到了压力后反弹，在中美贸易摩擦中就有可能形成比较良好的协议结果。

鲁政委认为，未来的贸易战很可能会导致经常账户顺差缩小，进而有可能变成逆差。经常账户收窄了，就更要开放中国的资本市场，要开放股市，要开放债市。在2018年那一个季度经常账户出现逆差的时候，我们资本账户的证券投资出现顺差，这是过去多年所未见的。现在海外资金持有的中国股票，最新数据是1.8万亿人民币，而现在国内的股基是1.05万亿，比整个的股基还要多。境外机构持有的债券余额也有1.8万亿人民币。如果要让资本进来，就需要资本账户开放更快，就是让持有股基和债券的外资能够持有各种人民币资产。如果要保持汇率稳定，我们在资本更加自由流动的情况

下，需要用利差稳定汇率，所以要推进利率市场化的改革。

何知仁认为，贸易战对我国经济的负面影响已经实实在在显现了。在这种背景下，我们要寻找经济可能有一些支撑力。当制造业遇到瓶颈，不管是债务瓶颈，还是环境污染的瓶颈，还是贸易战的约束，资源会自发流动到其他可以增长的那些行业。第三产业服务业有可能是下半年甚至未来几十年对中国经济的长期支撑。

万广华认为，我们国家城乡分割很严重，中国是一个国家，两个世界，一个农村的世界，一个是城市的世界，中国贫富差距中最大的问题就是城乡分割。我们一直讲振兴内需，都没有振兴起来，很大一部分出在我们国家贫富差距，有钱人有钱不想消费，没有钱的人想消费但没有钱。我们国家贫富差距主要是城乡差距引起，我们要解决贫富差距问题，解决不均等问题，增加内需，要想办法弥补城乡之间的鸿沟，实际上就要无条件市民化。无条件市民化可以增加投资需求，也可以增加消费需求。他估算，短期内每一年可以增加五六千亿的内需。

无条件市民化能够帮助减少城乡的贫富差距，可以促进服务业发展。服务业发展需要有服务对象集聚，分散在农村是不行的。

陆挺认为，过去几年中国投资回报效应快速下行的重要原因，就在于集中在三四线城市的大量低效、无效投资。投资被透支了。大量农民工消耗大量资金回老家买房子，实际上还是在大城市打工。汽车的消费透支了，建筑工程机械也透支了。中国内需下行是上一轮周期的后遗症，目前中国经济既有外患，又有内忧。我们需要注意三个问题：第一，对地方政府的财政激励比以前更重要，不仅要控制杠杆，也要关注投资少的问题。地方政府肯定要约束，但约束不等于不给钱。第二，在信贷扩张方面，甚至中央政府也需要注意，因为大量像PSL的资金配置未必有效率，这必然占用整个社会的资金。第三，未来的城市化不仅仅是简单地把农民变成市民，还有一个去哪里的问题。比较大的城市才有规模效应，在中国三四线城市建大量的地铁肯定是没有效率的。城市化的关键应该围绕着中心城市为代表的城市群的发展。

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

二〇一九年七月十八日

目 录

会议概要	1
会议议程	2
开幕式主办方致辞	4
黄奇帆：中美贸易摩擦下的经济走势及其 对策思考	6
专题讨论	31
鲁政委：贸易战的金融后果	31
何知仁：寻找中国经济的支撑力	39
万广华：对中国经济下行的几点思考	51
陆 挺：2019年下半年中国经济所面临的 挑战	56
讨论	66

2019 世界和中国经济论坛 ——中美贸易战阴影下的中国经济

会议概要

据国家统计局发布的数据显示，今年第一季度开局良好，GDP 增长 6.4%，与去年第四季度持平。5 月份社会零售总额同比增长 8.6%，比上个月快 1.4 个百分点。但是经济下行压力依旧较大。5 月份固定资产投资同比增加 5.6%，增速比 4 月份回落 0.5 个百分点；工业增加值同比增加 5%，较上月回落 0.4 个百分点；制造业 PMI 和进出口均表现疲软。

中美贸易战持续升级，贸易谈判结果存在很大的不确定性。在这种情况下，如何评估上半年经济状况？中美贸易战对中国经济会有哪些影响？下半年的经济走势又会如何？为此，本基金委会于 7 月 5 日召开“2019 世界和中国经济论坛——中美贸易战阴影下的中国经济”，邀请专家学者对上述问题进行发言和讨论。

会议议程

时间	内容
2019年7月5日 5楼大宴会厅B厅	
13:30-14:00	签到
14:00-15:00	开幕式致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长 上海市原副市长
	演讲嘉宾： 黄奇帆 中国国际经济交流中心副理事长 重庆市原市长 演讲题目：“中美贸易摩擦下的经济走势及其对策思考” 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
15:00-15:15	茶歇
15:15-17:00	下半场 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
	演讲嘉宾： 鲁政委 兴业银行首席经济学家 演讲题目：“贸易战的金融后果”
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：“寻找中国经济的支撑力”

时间	内容
15:45-16:00	演讲嘉宾： 万广华 复旦大学世界经济研究所所长 演讲题目：“ 对中国经济下行的几点思考 ”
16:00-16:15	演讲嘉宾： 陆挺 野村证券中国区首席经济学家 演讲题目：“ 2019 年下半年中国经济所面临的挑战 ”
16:15-17:00	讨论
17:00	会议结束

开幕式主办方致辞

张立平（主持人，上海发展研究基金会副会长，国盛集团原董事长）：女士们，先生们，尊敬的黄奇帆先生，今天我们在此举办“2019 世界和中国经济论坛——中美贸易战阴影下的中国经济”。本次论坛是由上海发展研究基金会主办，由淳石资本给予了大力支持。我们首先请基金会会长、上海市原副市长胡延照先生致辞！大家欢迎！

胡延照（上海发展研究基金会会长，上海市原副市长）：尊敬的各位来宾，各位专家，女士们，先生们，朋友们，大家下午好！

在这个盛夏时节，各位不辞辛劳来参加我们“2019 世界和中国经济论坛——中美贸易战阴影下的中国经济”，我谨代表本次会议的主办方向各位来宾表示热烈的欢迎！

今年是新中国成立 70 周年，也是我们实施

十三五规划承上启下的关键一年。从经济增长、就业、物价和国际收支这四项主要指标来看，中国经济前 5 个月总体上表现比较平稳。其中，工业增加值增长了 6%，服务业指数增长了 7.3%，全国城镇失业调查率继续保持在 5% 左右，1 到 5 月份居民消费价格指数上涨了 2.2%，国际收支总体平稳，外资流入还在继续增加。另一方面，5 月份的固定资产投资同比只增长了 5.6%，比 4 月份下降了 0.5 个百分点，5 月份工业增加值同比增长 5%，而 4 月份是 5.4%。这表明经济下行的压力依旧存在。

大阪 G20 峰会的首脑会谈打破了 5 月以来中美两国的僵局，双方同意重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口增加新的关税，两国的贸易团队将就具体的问题进行讨论，讨论的结果尚有很大的不确定性。

在这种情况下，如何评估中国上半年经济状况？中美贸易战对中国经济会带来哪些影响？下半年走势又会如何？这些都是本次研讨会关注的问题。我们今天很高兴地邀请了重庆市的老市长黄奇帆同志给我们做主旨演讲，他是一个有丰富实战经



验的领导，也是一个有深厚理论知识的领导，他在经济界至少有 40 多年了。此外，我们还非常高兴地邀请了四位资深专家为我们做专题演讲，他们丰富的经验和专业的判断，必能使我们更好地理解 and 思考经济形势。

最后，衷心祝愿本次论坛取得圆满成功，谢谢大家！

张立平：下面我们热烈欢迎中国国际经济交流中心副理事长、重庆市原市长黄奇帆先生给我们做主旨演讲，演讲的主题是“中美贸易摩擦下的经济走势及其对策思考”。

黄奇帆：

中美贸易摩擦下的经济走势及其对策思考

黄奇帆（中国国际经济交流中心副理事长、重庆市原市长）：很高兴来参加今天的活动，因为这里有许多我在上海八九十年代时就认识的老朋友、好兄弟。

今天这个话题是当下大家都很关注的，对此我

想讲 6 点意见。

第一，我们要清楚地认识到，当下的国际贸易格局事实上使得中美贸易摩擦的挑起方会自食其果。

近三四十年，世界贸易的格局最重要的特征有三个。第一个特征，每年货物贸易的 70% 都是中间品贸易。在上世纪七八十年代，那时 70%-80% 的全球货物贸易是成品贸易，比如我把一个杯子卖给你，你把一个收音机卖给我，它们都是成品。现在 70% 以上是中间品，往往一个大产品是由几十个国家、几百个企业共同生产的。

第二个特征是跨国公司在全球的核心竞争力发生了变化，其核心竞争力从原来的资本和技术，演变成现在除了靠资本、技术以外，还要靠产业链、供应链、价值链的管控能力。产业链的管控主要是指提出产业链的标准，供应链的管控主要是对供应链的组织纽带的管控，价值链的管控就是把天下各种企业的利益能够融合成一个互惠互利的价值链。有这“三链”管控能力的企业，就是真正的王中王。比如说华为的产业链包括手机、基站，服务

器、路由器、通信设备等，它的供应链、产业链涉及到上、中、下游一万多个企业。这些企业各有自己的专利：其中的面板供应商是面板的发明者，芯片供应商是芯片的发明者，供应各种中间品的都是技术发明者。华为并不见得都发明了这些零部件、原材料，但是大家都要为它服务，因为它是市场的纽带，它是一个标准，各种发明要符合它的标准才有用。苹果也是一样，一年 7000 多亿美元的销售额，1000 多个零部件企业都为它提供技术。比如说富士康为苹果代工，富士康有核心技术，整个生产线也是自己的，但有资本、技术，不见得做老大，真正做老大的是苹果，苹果一有行业标准、产业链标准，二有组织链、供应链的纽带，三是价值链的中枢。随着贸易格局的变化，“三链”的管控成了跨国公司核心竞争力中最重要的一个方面。当然资本和技术还是很重要的。

第三个特征，由于跨国公司“三链”的发展，贸易格局的变化，世界各国的关税和非关税壁垒逐渐趋于“三零”，即零关税、零壁垒和零补贴。实际上这几十年 WTO 已经让世界的关税从 50 年代

50%左右的平均关税下降到去年的5%左右。我们中国关税也从八十年代初期的40%-50%下降到九十年代的百分之二十几。到2000年的时候，我们还没有达到“入世”的标准，因为2000年世界平均关税是10%，我们是15.5%。所以WTO给了我们一个过渡期，用10年时间也就是到2010年，中国关税要降到10%以内，这是我们对WTO的一个承诺。事实上到2010年，我们关税降到了9.8%，我们实现了这一承诺。这六七年我们又进一步降低到了现在的7.5%，这是中国关税总水平。实际上，当前中国贸易加权平均关税税率已降至4.4%，美国人是2.5%，欧洲是3%，所以，我们其实已经跟世界发达国家的关税水平差不多了。当前整个世界的格局是按零关税、零壁垒、零补贴这一趋势来展开的。

WTO实现了低关税，低壁垒、低补贴，现在在FTA（Free Trade Agreement，自由贸易协定），进一步的谈判方向都是以“三零”为基础的。比如CPTPP，是由美国和日本挑头、东南亚地区11个国家签署的自由贸易协定，就是这个组织里的国家都

是零关税。这是奥巴马在任的时候谈成的，特朗普觉得美国吃亏，就退出了。但亚洲最大的贸易国中国没有在里面，所以这个圈还是有缺陷的。

综上所述，世界出现了三大新的特征，第一是货物贸易总量的大部分是中间品；第二是跨国公司的竞争以“三链”为核心；第三是世界贸易格局是低关税、低壁垒、低补贴，趋势是零关税、零壁垒，零补贴。

在这样的格局下，中美贸易摩擦里面，美国搞的是加关税、加壁垒，这显然和世界贸易格局的趋势是相悖的。这种行为是错误的，是损人不利己的行为。因为当下的贸易格局已经是几十个国家，成百上千个企业形成的产业链、供应链，一个大产品涉及到这么多企业、这么多的国家，大家是你中有我，我中有你。你如果单方面加关税，对你没有什么好处。这样的贸易战如果发生在 50 年前以产成品为贸易格局的背景下，结果就不同，但现在是你中有我，我中有你，事实上形成的后果类似于我们平时所说的“杀敌一千，自损八百”。不管这次美国人对 600 亿商品加关税，对 2000 亿加关税，还

是未来再要对 3000 亿要加关税，这个关税一加，首先损伤的是美国的进口企业。如果 5000 亿美元都要加 25% 关税，也就是 1000 多亿美元，是由谁出钱呢？首先是美国进口商出钱，然后是美国老百姓摊派，最后是美国人倒霉。

其次，大家会说，你一加关税以后价格贵了，大家不买你的产品了，你的市场就丢了，被加关税的国家当然经济就受到了冲击。但是要知道现在是你中有我，我中有你的产业链，中国 5000 亿美元中有 3000 亿美元的产品是美国的企业在中国搞加工，然后返销美国。在这个意义上，你加关税以后，冲击的是美国在中国的企业，这不是打了自己嘛，因为你占了 60%。

再次，美国出口中国的 1500 亿美元，一定会因为你加关税，中国也加关税，即会有一个互相的阻击。这个 1500 亿美元的东西有 70% 左右是卖给在中国的美国跨国公司，这些公司把美国的产品，比如芯片或其他重要部件买过来以后，在中国加工，加工完了又返销美国。也就是说，如果中国对美国进口的 1500 亿美元商品加关税的话，受冲击

的会是美国的出口企业和美国在中国的进口企业，美国在中国的企业要受到两波打击。

还有，如果在这个贸易摩擦中除了有关税壁垒以外，还有非关税的壁垒，就是我不卖给你，那么又会出现一个情况。比如美国的芯片最近要对华为封堵，而美国芯片企业 20%—50% 的市场在中国，你如果一封堵，首先丢掉的是自己 20%—50% 的市场。如果一个企业 20%—50% 的市场消失，这个企业自己先垮下去，因为要找替代品很难。中国一年进口 3000 亿美元芯片，并不都是中国人自己用，而是美国在中国的企业要用掉很大一块。在这个意义上，如果把中国市场封堵了，你实际上 3000 亿的市场就没有了。全世界一年消费多少芯片？4600 亿美元的芯片，当中有 3000 亿卖到中国。这并不是说中国人消耗了 3000 亿，中国人本土的产品、本土的企业，消费的也就 1000 亿美元不到，有 2000 多亿美元的芯片到中国加工以后又到了全世界。这件事真这么干了以后，你会发现这真是一个加关税、加壁垒的行为，打击的是供应链、价值链、产业链，最后损伤的是产业链上的所有企业，



损伤的是全世界各国的企业。但是损伤最大的是产业链的王中王，你是产业链的龙头，你首先就被这一个过程摧毁。

所以，在这个意义上，最反对美国加关税的是美国在产业链上处于龙头地位的企业，包括苹果，还包括惠普等电子龙头企业，当然也包括其他的各种制造业。世界贸易格局变了，在刚才说的三大格局下，你去搞加关税、加壁垒，最后最受冲击的是产业链的龙头，而龙头老大往往在美国。所以这件事不可持续，贸易战没有赢家，美国人搞贸易摩擦是不会得到什么便宜的，损人不利己，有害于世界，同时也有害于自己。面对中美贸易摩擦的前景，总体上我觉得美国政府只要理性，或者美国企业一旦受到了压力反弹，在中美贸易摩擦中就有可能形成比较良好的协议结果。这是我想说的第一点。

第二点，美国人提出中美贸易摩擦的场面上的理由，表现在美国贸易代表莱特希泽所说的内容上。他在前几年美国国会的会议上，发表了两个小时的演讲，讲了差不多近 2 万字，我看这篇文章可

分为三大部分。第一部分，他把美国三任前总统，也就是与中国入世相关的三任总统克林顿、小布什、奥巴马骂了一通，说他们让中国进入了 WTO 使美国吃了亏。然后又把美国的前政要或泰斗级的人物，比如格林斯潘，比如上述三位总统在任时的财政部长们，都骂了一通，说他们忽悠美国人民让议会通过中国入世等等。第二部分，他在议会里长篇大论讲中国入世、美国吃亏，共有 5 条。第一是中国入世以后，美国的贸易逆差从 2000 年的 200 亿美元涨到到 4000 多亿，涨了 20 倍。第二是说中国入世没有兑现承诺。第三是说中国入世，在许多方面抢走了美国的知识产权。第四条居然说 2008 年的美国金融危机是中国入世造成的。谁都知道金融危机的原因是次贷危机，是美国人按揭贷款，铺天盖地搞零首付的房地产，最后变成了 1:40 杠杆的债券，造成了几万亿美元的坏账。雷曼兄弟就是用 40 亿美元买了杠杆 40 倍，也就是 1600 亿的房地产债券，如果房地产债券涨 1%，40 亿美元就赚 24 亿，跌 10% 它就崩盘了，雷曼就是这么倒闭的。美国的政治家们不太懂经济，听到这之后就义

愤填膺地认为，这么倒霉的金融危机居然是中国人造成的，谣言就这么造就的。第五条说在他发表演讲的那一年，中国的国家外汇储备是4万亿美元，当中有1万多亿美元买了美国债券，他说中国人买美国债券不是为了支持美国发展，是为了让美元升值，让人民币可以贬值，是操纵人民币汇率。这个也是胡说八道的。总而言之，他在里面讲了很多谬论。所以中国针对他这样的谬论应该一段一段地反驳，因为他在国会里面讲，外边没有报道，所以应该把它登出来，一条一条反驳，美国人看了也会觉得他在胡说。中国人要写这样的文章，不能鸡同鸭讲，他在胡说，你在另外一个角度义愤填膺地生气没有用，你要对它的核心观点进行批驳。在这个意义上，我们对美国贸易战的批评不仅要从对手的角度，而且要站在国家利益的角度，来说明这些观点正不正确。你讲出来的道理最终要让美国经济专家、美国企业家来评判，要让他们感觉你讲得对，这是很重要的。

那么，美国讲那么多扭曲逻辑的事实，违反世界经济贸易趋势、违反世界经济贸易规则，真是他

们弱智或者不懂行而胡说吗？当然不是的，本质上是小心眼，看到中国逐渐发展强大，变成世界第二大的国家了，一个发展中的欣欣向荣的老二和一个守成中的老大，老大对老二的小心眼。因为心理不对，就产生很多扭曲，就搞出许多莫名其妙的观点。所以，在这个意义上，我们应该把美国贸易摩擦的本质给想清楚，想清楚了以后，我们不想打贸易战，但我们也不怕打，如果你要打的话，我们奉陪到底。同时，中国和美国，一个是世界上最大的发达国家，一个是世界上最大的发展中国家，这两个国家的和睦相处对世界绝对是有重要引领意义的。所以，我们按照中央要求把这个事情做好的话，实际上对中国、对世界都是非常好的。总之，对这个事情背后的原因我们要搞清楚。

第三点，从国际格局大趋势来说，美国人搞贸易战，加关税、加壁垒，对自己并不是很有利，所以美国很可能审时度势，大概率是会和我们协议一份合理的签订，这样加关税的这一轮贸易战就可能熄火。但是中美贸易今后打打停停、停停打打的状态不会因为协定一签，就 20 年太平了，可能以后

每年不是这个事，就是那个事，经常出现各种摩擦。从底线思维的角度来想，如果这种贸易摩擦持续 5 年、10 年、20 年，持久的摩擦会是什么状态？我们怎么应对？贸易摩擦从加关税、加壁垒，进一步延伸到科技、教育的分离、阻断，各种高科技产品封堵，进一步变成汇率、外汇上的外汇战，延伸到金融战。

美国人掌控全球贸易结算的 SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, 环球同业银行金融电讯协会)，一万多个全球银行都是它的会员。只要是跨国的贸易，不管是私人贸易，还是企业贸易、黑社会贸易，只要是跨国的资金流动，都经过 SWIFT 的账户。所以美国如果跟你搞金融战的话，首先就可能把 SWIFT 里的交易加以清算，阻断运作。全球一年在 SWIFT 里有 300 万亿美元的交易量，我国一年也有五六十万亿美元在 SWIFT 里清算。从这个角度，金融战也是可能要发生的事。比如它说我们几个企业和伊朗前几年有什么交易，最近又把我们几个银行一起都算在里面，实际上这些信息



都是从 SWIFT 里面来的。美国还有长臂管辖原则，可能会使它在全球对中国的资产进行冻结。我讲这一段不是耸人听闻，一旦贸易战打到了深度、不可收拾的时候，各种各样的环节都有可能发生。人无远虑必有近忧，我们要把贸易谈判谈好，最好让这个贸易战烟消云散，同时我们也要有两手准备。

这方面就要向华为学习。华为自从去年年底孟晚舟被抓以后，一下子紧张起来，应战准备非常好，就在这半年以来大量备货。任正非已经想到了，有大量的芯片备货。今年 1 到 4 月，全球集成电路的正常消费量是负增长，各种代工企业的生产能力是负增长，但是台基电 1 到 4 月的产量、销售量、营业额正增长百分之十几，从全球负十几的增长变成正十几，一进一出，加了百分之三四十的量，这就是华为给他下单，下单以后就产生了增量，这个就叫做准备。所以，有好的准备就能有好的预案、好的结果，好的应对。华为的应对就是在产业链下工夫。对付贸易战最重要的手段是：第一，你有市场，市场是王牌，你跟我吵架丧失了市场，总归是得不偿失的；第二，产业链是王中王，你有

良好的产业链，在对付各种升级的贸易战的时候，都是一个很好的杀手锏，产业链是贸易战中的护卫长城，也是消除贸易战中各种冲击的王中王。

还是拿华为这个案例来说，我绝对相信在华为的发展中，美国人最后会跟华为有良好的合作。为什么呢？第一，5G 时代是世界经济发展的一个关键时期，以前 3G、4G 只是改变生活，5G 会改变人类社会的运行方式，更重要的是会改变人类企业的生产组织的方式。在这样的概念中，如果一国在 5G 时代没有获得发展的话，那么它会落伍的。你掌握 5G 装备当然是好的，如果没有 5G 装备，你就应该把最便宜、最好的 5G 装备拿来利用。1G、2G 时代，美国独领风骚，3G、4G 时代美国尚处在先进领域。到了 5G 时代，美国没有一家生产 5G 装备的企业，欧洲和亚洲各有两家企业在生产 5G 的一流队伍里。美国在 5G 时代缺少自己的企业，它打压华为实际上想抬举一下欧洲。总之对华为有恐惧心理，所以举国之力从 5 个角度围剿华为：抓他女儿，封堵华为的产品，要求盟国不买华为的产品，要求它的企业不许卖给华为零部件，要

求各种系统、网络标准不跟华为合作。但是这件事它做不成，就是因为我们华为在产业链上已经进入到王中王的阶段。

美国为什么最终一定和华为合作呢？因为美国不能丢掉 5G 时代，哪怕自己没有 5G 装备，也必须在美国把 5G 装好，华为的 5G 基站比欧洲几家基站的价格低 1/3，性能还比它们好。全世界最需要 5G 装备的就是美国，因为 4G 的时候全世界有 600 万个基站，中国有 370 万个，美国只有 30 万个，欧洲和其他所有国家有 200 万个。美国的基站特别少，所以美国 4G 电话打到郊区、农村根本打不通。到了 5G 的时候，如果要全部覆盖，美国至少要有几百万个 5G 基站，是去买欧洲贵的、性能差一点的，还是买华为的？现实面前，一定是跟华为合作。现在无非是说你这里有窃听，那只是政治较量的时候、封杀的时候说的话。真的到现实面前，我们华为没有窃听，不买华为的话，是跟自己的钱过不去，跟市场过不去。

美国说通过 6G 超越，也没有用。6G 这件事是唬人的，眼下还是科普，至少十几年以后才会有

6G。6G 是用卫星通信来进行，Facebook 和造新能源汽车的美国公司计划要发射一万两千颗卫星，每年发射 1000 多颗，发射 10 年，但卫星用 10 年就老化了，变成太空垃圾，又要发射 1000 多颗，成本很大。而且卫星通信到地面一般有几百公里，任何手机如果跟几百公里外的卫星通信，能量就要大。能量大的手机，电池也要大，功率也要大，最后就像一个大哥大。现在大家都用惯了苹果、华为这样的小手机，再回到 80 年代大哥大的手机，谁还会用？这也是逆天时的。

中国 960 万平方公里，把新疆沙漠和西藏 200 多万平方公里去掉，有人群的地方有 700 多万平方公里，我们有 300 多万个基站，平均一个基站覆盖 2 平方公里，这一点中国已经实现了。也就是说，每个手机离基站就是几百米，一公里都不到。但是如果卫星通信，手机距离卫星大约有几百公里，这就有能耗的问题。我们 300 多万个基站，两平方公里一个基站，在最密集的地方也就是一万人同时打手机，这个基站的频谱就形成均衡。一颗卫星的频谱和一个基站的频谱是差不多的，只不过是放在天

上，但卫星辐射的地方是几百、上千平方公里，可能会有几十万人、上百万个手机同时在使用，频谱就不够用，就会塞车，就无法通信。在这个意义上，希望通过卫星，从而在地面上不用造那么多基站，这件事连最基础的原理还没有突破，所以 6G 要到 15 年以后说。眼下美国想跳过 5G，这只是跟中国打贸易战时说说而已，我们就不要相信有 6G 可以跳过 5G 这一说，至少 10 年里不会发生这件事情。总之，对付贸易战不断升级的各种状态要有预案，预案的最好案例就是华为，华为是把 5 种围剿状态一起对付了。

第四点，对付中美贸易摩擦要和目前中国的经济发展结合起来。这几年新常态下的中国经济进入到了一个平稳发展的阶段，经济增长水平在 6% 到 6.5%，形成一个今后 5 年、10 年或更长一段时间的发展状态。这个贸易战、贸易摩擦像一个“黑天鹅”，也像一个“灰犀牛”这么跑来。如果贸易协议定了，可能有惊无险；如果贸易摩擦愈演愈烈，可能就变成冲击力很大的“黑天鹅”或“灰犀牛”。这种情况下，我们应该怎么处理好国内经济的发展

呢？首先当然要分析一季度、上半年的经济形势等各种指标。其次，研究经济指标的时候，不仅要研究过去三五年经济走势形成的基本面，还要分析外来冲击可能给我们带来的变量。在这个当口，我们要按照中央年初说的稳经济的“六稳”方针来展开，要按照中央说的加强供给侧结构性改革的“八字方针”来展开，这是我们经济发展的定海神针。

我们对贸易摩擦给经济发展带来的冲击也应该有一个定性、定量的分析。从定量的、静态的计算来看，如果跟美国贸易摩擦使得 5000 亿美元的进出口受到了障碍，这对中国经济的冲击量有多大呢？5000 亿美元算起来就是 3 万多亿人民币，再算成 GDP 的话就是 0.3% 的 GDP。我们以前看到过一些文章，说贸易战对中国经济的冲击充其量是 0.3% 左右，这个分析没有错，我也是认同的。但是对贸易战来说，我们还要注意另外一方面，一旦贸易战深度展开的话，它不仅是加关税给贸易量带来影响，它还会引起企业心理预期的变化。可能一些原本要到中国来投资的外资变得举步不前，还有一些本来已经在中国投资的外资可能开始把中国的



产量缩小，可能移出中国，这一类的减少投资或者撤资行为，一旦心理预期冲击到位，也会对我们有影响。

改革开放 40 多年，我们引进了 3 万多亿美元的投资，这 3 万多亿美元折算成大约 20 万亿人民币，是净资本，它和银行贷款加在一起，一般会形成 60 万亿投资。中国每年进出口的 4 万亿美元里 60%—70% 是这 60 万亿外资企业贡献的。从这个意义上讲，它会给投资带来很多冲击。当然，对我们国内的民营企业也会有负面影响，会有一些企业把资本、资金转移到越南等其他地方去。大家会想，美国限制中国产品出口到美国，那我就到越南去搞生产线，把中国的部件拉到越南，贴个牌变成越南产地销美国。前不久，越南河内的报纸，相当于我们中国的大报，它的封面上有一篇文章，我们中国是打黑，它来一个“打假冒伪劣，最重要的是打假冒注册地、假冒产品产地”，这么一个标语式的东西写在报纸上，尽管没有说中国，越南政府或越南企业就在于这个事。我们要考虑可能存在这样的情况：中国企业在往外走的过程中，也会受到人

家的抵制和阻碍。如果这么去联想的话，贸易摩擦、贸易战对我们的冲击有可能从 0.3 增加到 1%、2%、3%，我们要有一个预案。另外一方面，企业关门以后导致大量的人下岗，就有一个社会稳定、社会安置的问题。

针对这些情况，我觉得要综合我们现在国内的经济，综合贸易摩擦可能会有的冲击来做好预案，我们在经济政策上可以有下面的考虑。

第一，减息。全世界都在减息，几乎都进入了零利息。美国人这几年加息没加多少，现在也不加息了，甚至提出下半年要降两次息。日本已经是负利息，欧洲也在降息，全世界都在往零利息走，零利息还要降为负利息。我们是 4%-6% 的利息，小微企业融资难、融资贵，都是百分之十几的利息，我们成了全世界利息的“顶梁柱”。所以，我们可以降点利息的。我们中国 145 万亿贷款余额，降一个点就是 1.4 万亿，比财政费九牛二虎之力降 1 万亿的税还厉害。现在利息是 5 年前定的，5 年来世界经济这么多变化，我们没有降过息。我们金融上的利息是双轨制度，货币是按市场规则来的，而



利息是政府、央行规定的，然后商业银行贷再给企业加 20% 上浮，一般现在都上浮，就出现了融资难。

还有就是我们现在的管理能力还不足以做到定向降息、精准降息，即我们的操作能力还做不到。比如说今年有一个很好的政策：新增贷款的 30%-40% 给小微企业降息，一年十几万亿新增贷款，30% 即 4 万亿，以百分之 4 点几的利息贷 4 万亿给小微企业，利息当然很低，但问题是贷款到得了小微企业吗？太多的商业银行拿到小微企业的贷款指标，它们找小微企业，一是工作量大，二是风险也大，小微企业借钱可能出现坏账。最后就出现一批零注册企业，现在注册很方便，几小时就能办一个小企业证，把自己的房子抵押给银行，银行一看这个房子值 300 万，借给你 100 万，不会坏账。它拿了钱一不搞项目，二不搞其他什么，往私募基金里一放，100 万闭着眼就套利 4 万块。也就是说好的政策到地面上长出了跳蚤。我们的操作机制、管理体系还没有到精准的阶段，这时候整体地、普惠地降一个点的利息，对所有企业、对股市都有好处。

而且我们真的犯不着在世界都是零利息的时候，高举“顶梁柱”，为世界的成本做支撑，没有必要。

第二，降准。我们的准备金率也很高，我们原来是在外汇占款的基础上发货币，每年 4000 亿顺差变成外汇占款的话，就要发 2 万多亿的基础货币。这个货币到了市场上会造成通货膨胀，就需要高的准备金率把它对冲、回收。现在我们没有那么多顺差了，所以我们的准备金率从 20% 降到 16%。降到 15%、14% 也是可以的，因为全世界平均的准备金率是 7%。准备金率相当于人民银行对商业银行抽一了笔税，这笔税抽了以后，商业银行怎么办？它当然要摊到贷款企业身上，从这个角度应该把准备金率降一点。

第三，出口企业退税。我们出口企业收 17% 增值税，退 13%、14%。今年开始，我们国内的增值税从 17% 降到 14%、13%，退税不能因为收 17% 是退 14%，收 13% 就退 11%。其实现在各种各样的企业出口到国外，美国人还给你加了关税，那我们这个地方就执行零关税、零税率，也就是在增值税上退税。退税不是补贴，全世界出口都是零

税收的，所以在这个意义上，出口退税对中小企业、出口企业是及时雨，是很大的帮助。

第四，如果中国许多企业的产品出口到外国的价格变高了，导致很多产品出口不了，那么就出口转内销。但如果这样的话，出口本来退税，一转内销就加税了，又变成国内销售，那也没有必要。比如说它本来已经算作出口的，现在出口不了，你当做它出口，又转内销了，这个时候进来应该是零关税。即视同它出口了，在海外又把它买回来了，买回来时，进口的各种增值税都应该按出口以后的那个税来平衡，这也是对出口企业的一种市场平衡，是很有用的。除此以外，我们还应该对企业的营商环境进行帮助，把今年以来中央已经对企业降税、降费的措施落实到位。

五、进一步加强改革。除了国内各方面的改革以外，特别是对企业、地区、开发区、保税区或自贸区，各个方面怎么适应 WTO，适应国际游戏规则的变化，进行改革。总书记在去年底说了一段非常重要的关于改革的话，中国在国际贸易上，在开放问题上，要推动由商品和要素流动型开放向规则

等制度型开放转变。所以我们不管是自贸区，是开发区，还是新区，尤其要在制度规则上进行一系列的改革。

六、要按照三零的原则。WTO 是低关税、低壁垒、低补助，FTA 现在的谈判基础是零关税、零补贴、零壁垒。我们现在还在协调贸易摩擦的事，所以跟美国还谈不上去谈自由贸易协定的事，但是我们跟欧洲谈自由贸易协定，跟日本、韩国谈自由贸易协定，跟我们隔壁邻居东南亚谈自由贸易协定，我们主导一带一路的贸易协定。如果我们在今后两三年里，跟欧洲、日本、韩国、亚洲地区以三零原则为基础的自由贸易协定能够达成，这个时候美国人会醒过来，发现中国跟其他国家都是零关税或低关税，都是和谐一片。你说他最后怎么样？只能放弃贸易战，走向人类共同的趋势，也跟中国搞低关税、低壁垒或零关税、零壁垒。在这个意义上，我们开放是两条腿走路，一方面跟美国贸易谈判，另一方面跟其他国家双边、区域谈判，把这些事做好了，中国未来发展的前景将是波澜壮阔的，有非常良好的前景。中国一定在自强发展同时，为



人类命运共同体做更大的贡献。谢谢大家！

张立平：刚才黄奇帆市长给我们做了一个非常精彩的报告，让我们看清了当前中美贸易形势下整个经济的走势。同时，为我们进一步应对这样的挑战提供了很多建设性的意见，大家非常受启发。今天上半场到此结束，现在休息 15 分钟。

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，今天研讨会的下半场现在开始！上半场我们非常荣幸地邀请到黄奇帆市长给我们做精彩的主旨演讲。下面是另外一个形式，我们很荣幸很高兴地邀请了四位专家，他们从不同的角度对今天大会的主题进行发言和讨论。

首先我们邀请兴业银行首席经济学家鲁政委，演讲的主题是“贸易战的金融后果”。大家以热烈掌声表示欢迎！

鲁政委：贸易战的金融后果

鲁政委（兴业银行首席经济学家）：尊敬的各位来宾，大家下午好。我今天汇报的题目是“贸易战的金融后果”。关于贸易战前面已经讲得很全面

了，对于企业、产业链的影响，我就不再说了，对于股市、债市、汇市的分析也很多。我想从另外一个角度讨论金融后果，金融后果不是一个短期波动的影响，很可能是一个持续更长时间的影响，是很多方面的状态。今天的演讲不一定都有确定的结果，希望能够激起大家的思考。

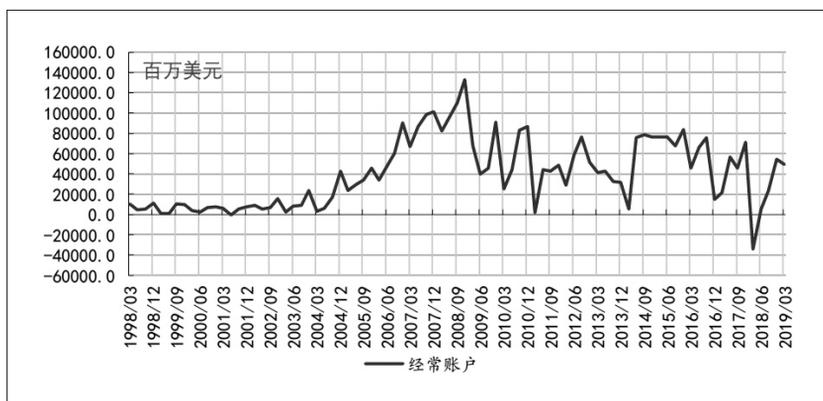


图 1: 20 年“未有之变”：

贸易战下的单季经常账户逆差

大家看图 1，我们经常账户的余额，就是顺差余额，从 1998 年开始，只有 2018 年第一季度是逆差，这是 20 年所未见的。我们过去偶尔有逆差，但很少见到持续一个季度都是逆差。未来的贸易战很可能使得经常账户逆差更为常见。为什么呢？因

为研究国际贸易的学者说，美国认为的中美不公平贸易，不是从规则角度来理解，而是从结果角度来理解——中国顺差这么大，美国觉得是不公平，觉得你钻了什么空子，不管有什么其他层面的诉求，一定要把你来自美国的顺差降下来。

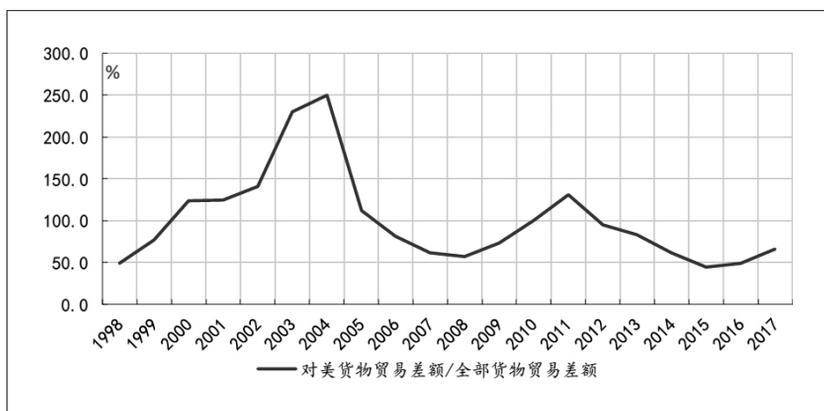


图 2：对美贸易顺差与经常账户顺差

我们再来看图 2，这是中国来自于美国的顺差，现在大概还占到总顺差的 50%。如果真的对美国的顺差消下来，中国的经常账户一下子会消下来。因为是结果导向的，你消不下来就没完。美国过去对日本、韩国都是规则导向的，定了新的规则，你遵守这样的规则，对美国的顺差应该能下来，结果发现定了规则还是没有下来。

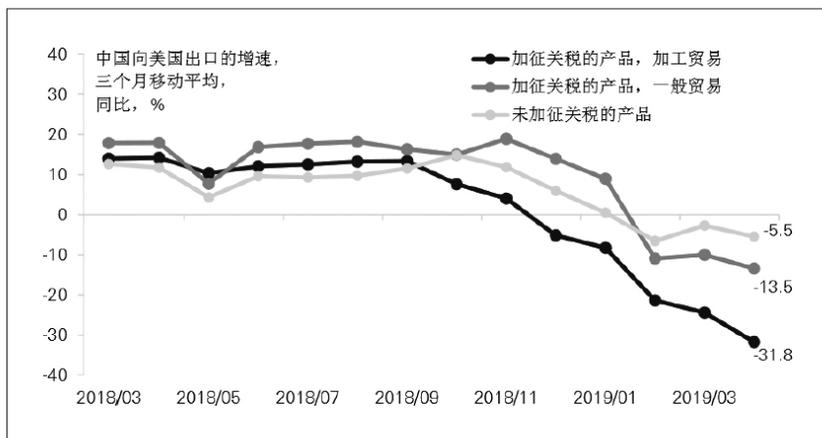


图 3：贸易战中的加工贸易与一般贸易

如果我们进一步分成加工贸易和一般贸易，从 2004 年以来，我们经常账户的顺差几乎全部来自加工贸易。再看图 3，过去的中国的人便宜，中国的地便宜，所以搬到中国组装。现在一加关税，就不便宜了，然后搬到其他便宜的地区，所以就去越南、去菲律宾，去印尼，去印度这样的地方。这意味着加工贸易减少，加工贸易是经常账户顺差的主要来源，意味着未来中国经常账户顺差将进一步下降。从数据来看，加工贸易比一般贸易下降更快，指向贸易战会进一步导致经常账户顺差缩小，进而有可能变成逆差。

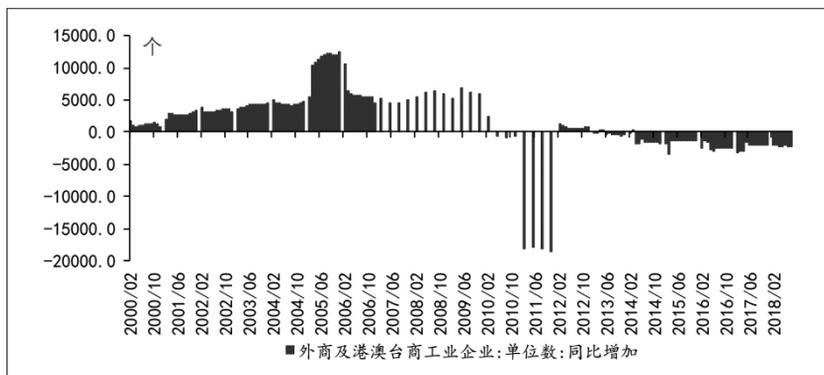


图 4：FDI：早在贸易战前，已发生变化

直接投资企业数量的下降，在贸易战之前就发生了，只不过贸易战会使这个趋势变得更明显而已。图 4 是外商投资企业的数量，以前都是年年增加，在金融危机期间一度减少，后来又重新变成增加。但 2013 年后每一年都减少，一些企业在往外迁。不管将来关税战打不打得成，纠缠还会持续很久，产业转移的趋势无法逆转。

如果我们的经常账户大幅收窄，甚至变成逆差，接下来我们要考虑什么？经常账户收窄了，能不能从资本账户再来点钱？要开放中国的资本市场，要开放股市，要开放债市。所以你就看到，在 2018 年那一个季度逆差的时候，我们资本账户的



证券投资出现顺差，这是过去多年所未见的。现在海外资金持有的中国股票，最新数据是 1.8 万亿人民币，而现在国内的股基是 1.05 万亿，比整个的股基还要多。境外机构持有的债券余额也有 1.8 万亿人民币了。经常账户不容易快速反转，一旦出现顺差，这个顺差会持续一段时间。但是金融账户不是这样的，金融账户投完了，这一个月是北上，下一个月就可能南下。实际上人民币汇率跟投资账户进出有非常大的关系，本来人民币汇率要有更大的弹性才对，然而现在人民币汇率的弹性还不够。这样如果资本账户吸引更多的资金进来，导致人民币继续升值的话，这就意味着人民币汇率有可能未来被高估，意味着未来经常账户会被资本账户所支配。资本账户产生越来越大的影响，使汇率被高估。我不是说一定会有这样的可能，只是在讨论这种可能性存在的风险，所以需要引起我们的重视。

虽然资本账户流入这部分越来越多，人民币汇率波动并没有摆脱以前的区间，说明眼下的人民币汇率还是稳定的。如果经常账户顺差缩小了，可是资本账户没有进来，会发生什么？这叫资本外逃。如

果要让资本进来，就需要资本账户开放更快，就是让持有股基和债券的外资能够持有各种人民币资产。我们现在希望金融账户不要大进大出，如果是炒作型的，就容易大进大出。如果是长期投资者，或者养老金，就不会在短期内大进大出，我们喜欢这样的资金，说它更稳定。其实我们的政策依然没有注意到一个问题，就是股债之间天然有翘翘板效应，如果做好股票和债券之间的搭配，这两个是可以实现对冲的。如果金融账户流入越来越多，人民币汇率的弹性就不得不增加，否则没有办法适应灵活的流出和流入。目前在主要大国的货币当中，人民币的弹性还是偏低的，所以有进一步增加的空间。

我说了贸易战对经常账户的影响，对资本账户的影响，对人民币汇率的影响，现在再说对货币发行机制的影响，货币同比增速还得是正的才行。我们显然需要新的抵押品，一定要是本币的抵押品，国债的量不够，就要政策金融债。所以这几年银行不断扩大信用抵押款，每一次都有各种理由，比如支持小微企业等等，但是大的逻辑背景下都是外币作为抵押品的发钞机制已经不能再持续了，所以需

要本币的抵押品。

贸易战的“蝴蝶振翅”

- 贸易摩擦-经常账户逆差-资本项目顺差
- 保持汇率稳定-吸引外资流入-资本项目开放-人民币汇率改革、利率改革-金融市场改革
- 经常账户逆差-经常账户外汇占款消失、资本项目外汇占款重要性提升-货币政策反应速度-货币政策中介目标变化
- 央行抵押品变化
- 避免资本账户大进大出-从吸引机构投资者到股债搭配
- 吸引长期投资者的一个副产品，是持续的流入，可能使得资本账户可以影响经常账户

把贸易战看成是蝴蝶的振翅，似乎不是一个特别大的事情，但是会引起方方面面长期而深远的影响。比如贸易摩擦造成我们经常账户顺差收窄甚至逆差，如果我们需要资本账户的顺差，就需要资本账户更多的开放，而开放需要债券市场和股票市场。如果要保持汇率稳定，我们在资本更加自由流动的情况下，需要用利差稳定汇率，所以要推进利率市场化的改革。同时发钞的外币抵押品不足，需要本币的抵押品。对外开放过程中，要做好股债的搭配，作为长期吸引投资者的手段。谢谢大家！

乔依德：非常感谢鲁政委，他从非常重要的侧面为我们讲述贸易战对我国经济的影响，一个是国际收支，一个是汇率，还有人民币的发行机制。由

于贸易战，我们的贸易顺差在减少，为了保持国际收支平衡，需要资本跟金融账户保持上升，让更多的证券投资进来，这对汇率也有影响。

第二位是上海发展研究基金会研究员何知仁，他的演讲主题是“寻找中国经济的支撑力”。大家欢迎！

何知仁：寻找中国经济的支撑力

何知仁（上海发展研究基金会研究员）：各位专家，各位来宾，下午好！今天我讲的背景也是跟贸易战有关的，因为贸易战对我国经济的负面影响已经实实在在显现了。5月份工业增加值降到5%，最近几个月出口增长平均下来已经是负增长。我知道后面几位专家还会讲中国经济的下行，我想讲一个正面一点题目，寻找一下在这种背景下经济可能有一些支撑力。

一个市场经济国家，资源配置是会流动的，当制造业遇到瓶颈，不管是债务瓶颈，还是环境污染的瓶颈，贸易战也是一种约束，它会自发流动到其

他的可以增长的那些行业。第三产业服务业有可能是下半年甚至未来几十年对中国经济的长期支撑。所以我想谈一谈服务业。

服务业增长和制造业的此消彼涨，大家可能已经熟悉了，在数据上大家只是知道服务业占 GDP 的 50% 多，至于服务业扩张有多快，并没有一个很直接的统计数据，因为我们的统计体系更多是传承自以前工业发展的模式。所以我在第一个部分，用一些数据来呈现现在服务业扩张的势头。第二部分简单讲一下服务业扩张的趋势。第三部分讲一下对宏观经济各个方面的支撑影响。

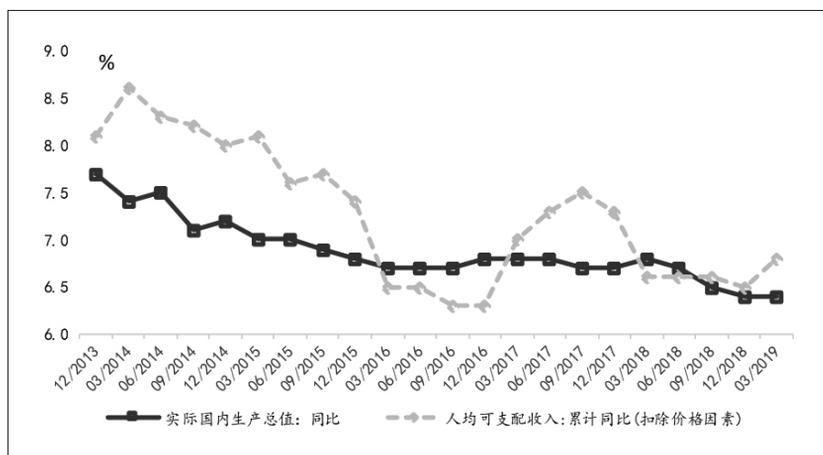


图 1：经济观察的盲点：人均可支配收入的增长

先看第图 1，我把它称之为经济观察的盲点。图 1 都是实际数据，剔除了价值因素，GDP 的长期增速是放缓了，但是人均可支配收入的增速从 2017 年开始大多高于 GDP。可支配收入是基于对城镇和农村家庭的调查，问你家庭可支配收入多少，这个比 GDP 统计好一点，而且涵盖口径更广，GDP 遗漏的主要部分是服务业，这个可以间接反映我们服务业对经济的支撑。

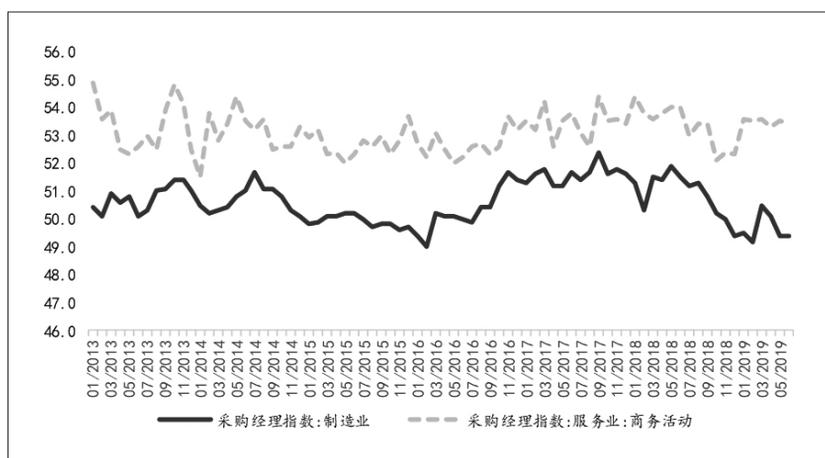


图 2：经济观察的盲点：采购经理指数（服务业）

如果觉得前面是一个推测性的假设，大家熟悉的采购经理指数就明显表示出来了。我们熟悉的是 PMI，但是还有一个服务业的指数，它一直在

53-54 的区间，非常稳，一直扩张，而制造业采购经理指数降到了 50 以下，5 月份是 49.4%。

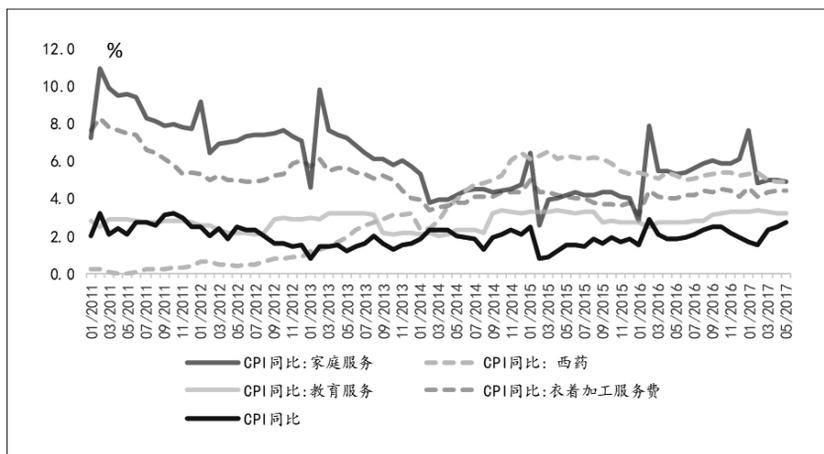


图 3: 经济观察的盲点: 物价

再看物价方面，5 月份 CPI 当月同比增长 2.7%，如果剔除食品、蔬菜、鲜果涨价，CPI 是往下走的。但是，你看这个里面的服务项，物价增长最快的都是服务项，这里还没有列全，我列了西药，没有列中药。与家庭服务相关的教育、衣着、药品增长速度明显高于 CPI，但在总的 CPI 里没法体现，因为它在 CPI 里的计算权重比较小。

就业也是一方面，我们工业增加值是往下走的，特别是 2018 年下半年下滑比较快，但是城镇

调查的失业率一直是比较稳的，到 2019 年 5 月份在 5%。

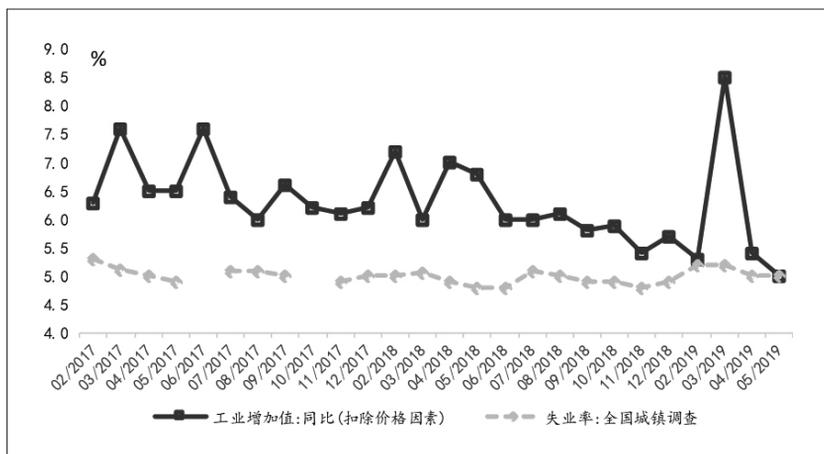


图 4：经济观察的盲点：就业

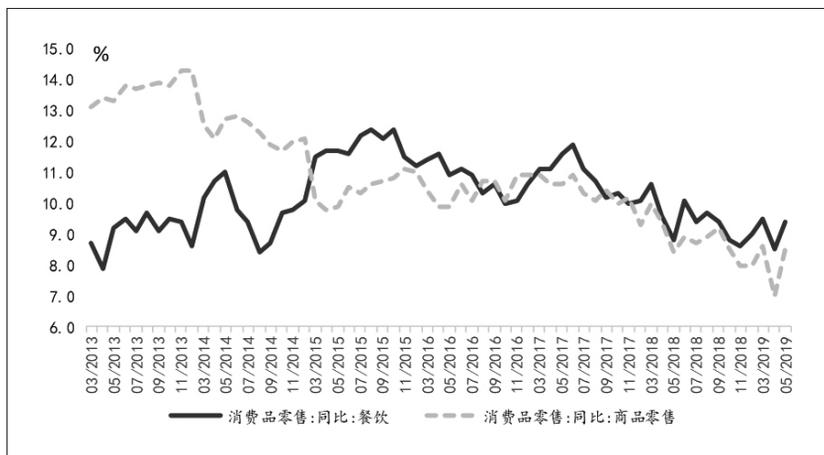


图 5：经济观察的盲点：消费（餐饮）

再看经济的三驾马车。比如说消费下滑，我们用的是消费品零售，这个统计的还是商品，包含的服务比较少。图 5 的餐饮是蓝线，增速明显比总的要高，黄线下滑时蓝线并没有下滑。

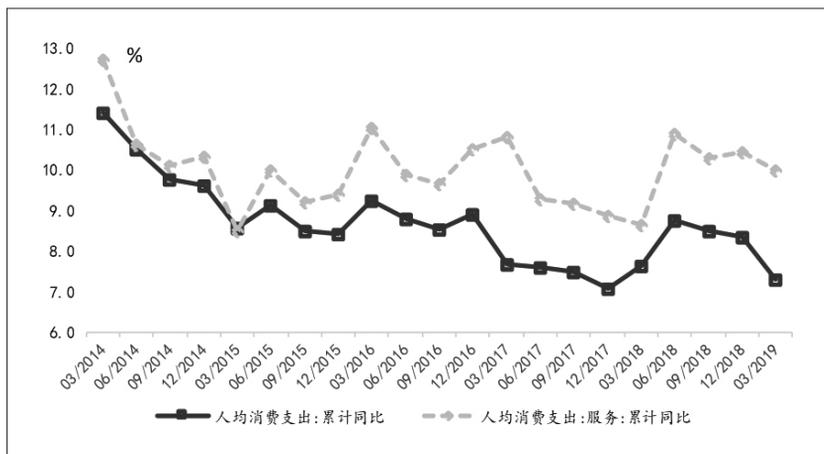


图 6: 经济观察的盲点:

消费 (人均消费支出: 服务)

如果我们看调查统计数据，人均消费是蓝线，在 2018 年下半年下滑非常快。但如果把食品、衣着剔除，只剩下服务，这条黄线就表现服务下滑比较慢，一直在 10% 左右，还是非常高的。

我们知道固定资产投资 5 月份下降到 5.6%，但是如果看代表第三产业的蓝线，其增速持续高于

第二产业和总体的增速。

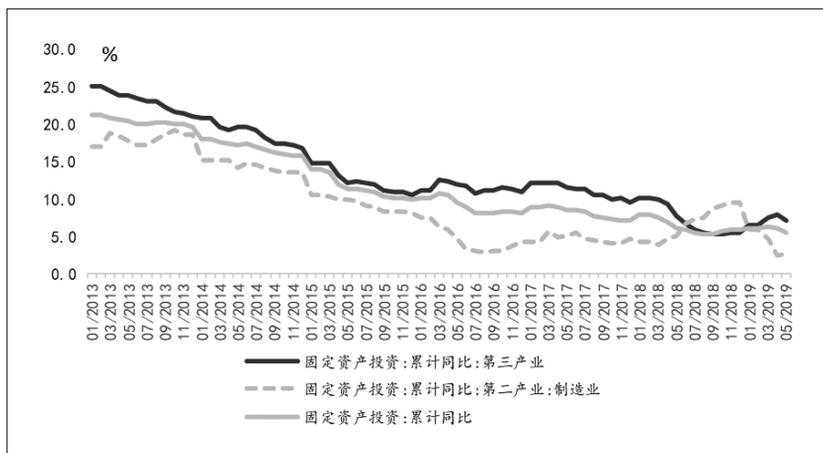


图 7：经济观察的盲点：投资

	12/2018	01/2019	02/2019	03/2019	04/2019	05/2019
信息传输、软件和信息技术服务业	4	10.9	10.9	25.3	18.7	10.6
金融业	-13.1	1.6	1.6	2.3	11.2	15.8
租赁和商务服务业	14.2	-6.4	-6.4	7.3	9	12.7
科学研究和技术服务业	13.6	5.1	5.1	7.7	8.2	10.8
生态保护和环境治理业	43	48.9	48.9	43	37.6	41.5
教育	7.2	14.8	14.8	14.7	15.9	15.4
文化、体育和娱乐业	21.2	16.1	16.1	22.7	22.7	20
基础设施	3.8	4.3	4.3	4.4	4.4	4

图 8：经济观察的盲点：投资（第三产业分行业）

大家知道第三产业里包含的很大一部分是基础

设施，图 8 把基础设施也单列出来，其他的是一些服务的细项。2019 年 3-5 月，金融业、科研、生态教育、文体等的投资增速都非常快。

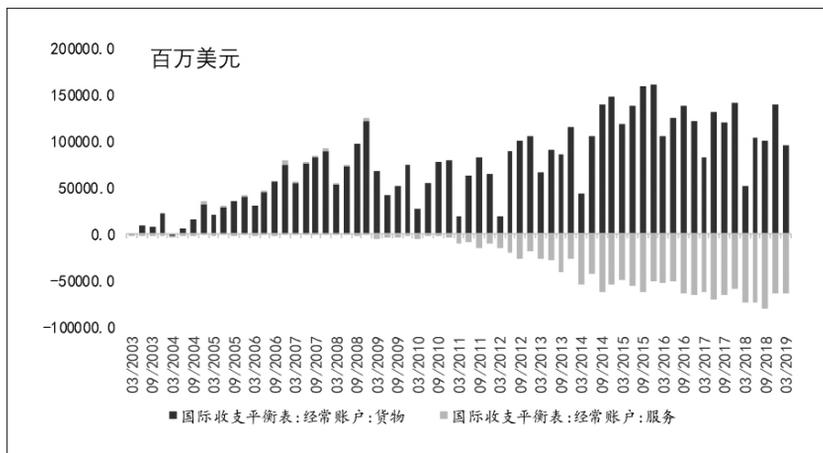


图 9：经济观察的盲点：国际收支

最后看国际收支，我们都知道现在在打贸易战，全球供应链受到影响。国际收支里面，经常账户还分货物和服务，加起来是经常账户总的余额。货物余额从 2016 年开始往下掉，但是服务逆差也在收缩，特别是近 3 个季度连续收缩，这就与货物顺差减少有一定的对冲。

服务业扩张的趋势是不是会延续，可按内因和外因简单讨论一下，这里面逻辑还需要更多的检

验，我更多是呈现一些事实。成熟经济体的服务业占 GDP 的比例大多在 70%—80% 之间，日本、德国都在 70% 左右，美国服务业更高，在 80% 左右。中国现在刚刚超过 50%，还有很大空间。产业到了一定程度，自然而然调整，资源自然而然转移，重新分配，这是一个难以避免的趋势，任何国家都是这样。

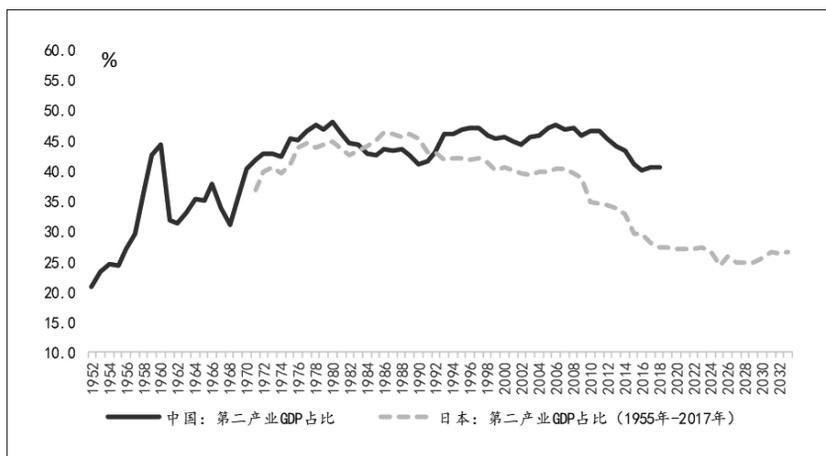
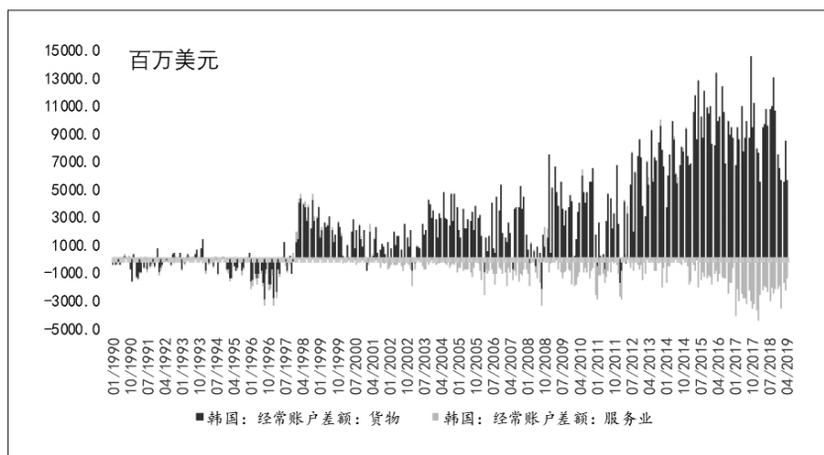


图 10：中日第二产业 GDP 占比的比较

如果我们看中国和日本的产业结构调整，图 10 就反映了中日的第二产业 GDP 占比，中国落后日本 20 年。中国现在差不多走在日本原来走过的道路上。现在中国第二产业在 45% 左右，日本后来

维持在 25%，假如我们最后维持在 30%，也要下降 15%。要多长时间呢？2035 年。15 年还要下降 15 个百分点。外因跟贸易战有关系，这对制造业有抑制的作用，货物出不去了，资源就有可能转移去发展服务业。从需求逻辑来讲，因为货物出不去，可能有贬值的压力，如果真的贬值了，对服务业是不是有一个正向推动作用？这是我猜的，还需要验证。很多国家的商品经常账户和服务经常账户是反向的关系，商品顺差服务就逆差，服务顺差商品就逆差。



**图 11：服务业扩张的外因：
货物顺差缩小可能导致服务逆差缩小（韩国）**

我举韩国的例子，韩国经常账户商品顺差扩大以后，过几年服务逆差又扩大；后来商品顺差减少，服务逆差也减少，这个背后有一定的逻辑，因为很多国家都是这样的。美国是相反的，货物的逆差扩大，服务的顺差扩大，近几年来商品逆差不再扩大，服务贸易顺差也不再扩大。贸易战导致商品贸易逆差减少，服务贸易的竞争力也会减少，这只是推测。

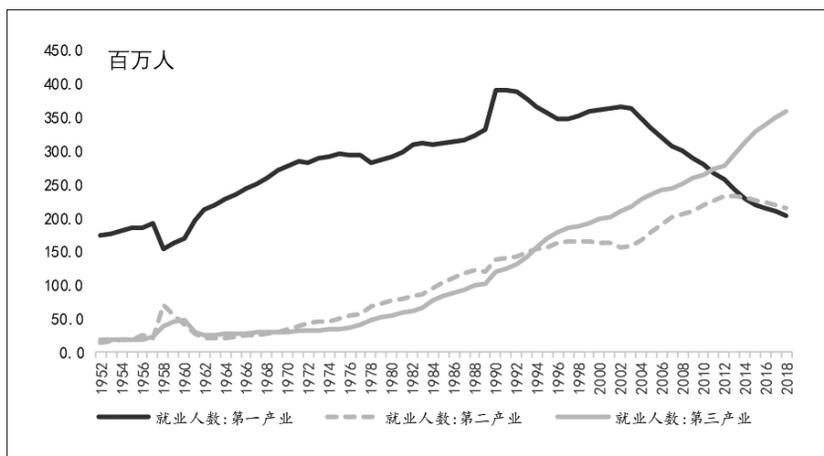


图 12: 服务业扩张对宏观经济的影响: 就业

最后再谈一下服务业持续扩张对宏观经济有哪些影响？首先影响的是就业。中国一二三产业就业人数曲线，从 2000 年以后农业向制造业和服务业专转移程，2015 年开始，第二产业的虚黄线也折下

去了，到了往服务业大幅度转移的阶段。所以服务业未来对就业的支撑会更明显。第二、第三产业经常像翘翘板一样，增长会有一个对冲。国际收支也是一个翘翘板，也有可能对冲。中国不会陷入一个很快、很严重的经常账户逆差，这对人民币汇率的稳定是有帮助的。

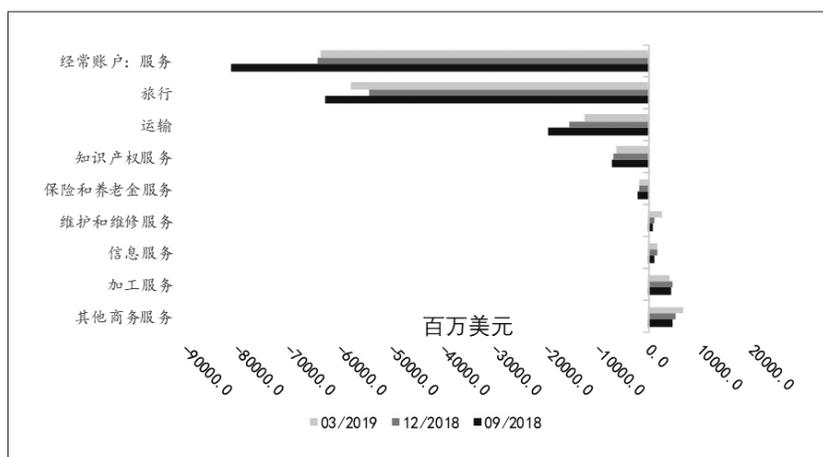


图 13: 服务业扩张对宏观经济的影响：国际收支

图 13 说明这个问题。蓝线是 2018 年第三季度，深黄是 2018 年第四季度，浅黄是 2019 年第一季度。总的服务业逆差在减少，最大逆差来自于旅行，外国旅行价格变贵了。我今天就分享这些。谢谢大家！

乔依德: 非常感谢何知仁, 他发言的主要内容是我们的产业在转变, 过去第二产业占比重大, 现在逐步转到第三产业了。下面有请复旦大学世界经济研究所所长万广华, 他演讲的主题是“对中国经济下行的几点思考”。

万广华: 对中国经济下行的几点思考

万广华 (复旦大学世界经济研究所所长): 感谢上海发展研究基金会的邀请, 我讲一下自己的思考, 跟大家做一些分享。

中国经济下行这么多问题, 究竟是供给侧的问题, 还是需求侧的问题? 我们知道中国经济下行是2008年开始的, 一直在下滑, 而且有可能还继续下去。做经济学都讲一个反思, 如果没有2008年世界经济危机, 会不会有一个下滑? 国内很多判断认为是周期性的, 现在过去十几年, 周期性还没有过去, 所以我有不同的看法。

我给大家分享一个很小的例子, 我写了一篇东西, 讲中国要促进需求, 那个期刊老不给我发, 为

什么？他说中央的调子不是这样的。这个思路上的差别其实挺重要的，这个思路是：没有世界经济危机，中国经济不可能像这样下滑，而且不可能持续这么长时间，所以下滑的原因是世界金融危机。这一轮下滑的主要问题在哪？我的判断是在需求端。

需求分内部需求和外部的需求。首先我们看外部需求，全球的债务都比较严重，包括美国、欧洲和新经济体。降息是很明显的信号，就是经济不行了，全球经济前景不是很好。总得来说，从需求角度讲，外部需求是我们面临的很大的问题，全球制造业 PMI 和新订单指数持续回落，贸易活动趋弱。中国经济作为全球经济一部分，尤其是高度开放的经济，一定会受到很大影响。国际组织做的增长率预测都在不断往下调，当然这跟贸易战也有关系。外部需求最主要的指标就是贸易，在 2008 年全球经济危机之前，贸易增长快于经济增长。但是全球经济危机之后，两个是持平的，经济在下滑，贸易也在下滑。所以指望外部需求拉动中国经济，可能是比较困难的，而且这会持续一段时间。这是我个人判断。

去年我在上海讲全球会不会走向终结？很多朋友都说是不可能的事情。这就与中美贸易战相关了。我去年刚刚回国，3月15日在上海做了第一个讲座，那时中美之间还没有拉开，真正的美中贸易战是在3月23日，我就开始讲中美贸易战早晚爆发。很早的时候我就说中美之间的贸易战，不止是中美之间的，而是全球性的。WTO如果能帮助中美解决问题，它就可以继续存在；如果不能帮助中美，它可能就要结束了。我们中国对外贸易依存度最高达到60%，现在是40%，仍然是全世界非常高的，比美国高很多。我的观点一直没变，中美关系不会走向好，只会走向越来越糟，国际局势怎么样，我们拭目以待。贸易战越来越糟糕是全球性的，我们要把它尽量控制在贸易领域。

如果外部需求没有多少指望，我们怎么办？要增加内需。如果生产出来的东西不能销售出去，一个地区一个企业就不能发展，一个国家也不能发展。要增加需求，每个人都买东西，都消费。一个简单的办法就是给我打钱，但是要看给谁钱，给马云、王健林10万，促进不了一点消费，这里面就是贫富

差距。我们国家城乡分割很严重，中国是一个国家、两个世界，一个是农村的世界，一个是城市的世界。农村里有贫富差距，城市里也有贫富差距，这叫内部差距。还有城乡之间的差距，中国贫富差距最大的问题就是城乡分割。我们从 90 年代中后期一直讲振兴内需，都没有振兴起来，很大一部分是因为我们国家的贫富差距，有钱人不想消费，没钱人想消费但没有钱。怎么解决呢？财政税收解决不了贫富差距问题，国外也解决不了，过去解决不了，现在也解决不了。我有一个的想法：我们国家的贫富差距主要是城乡差距，我们要解决贫富差距问题，解决不均等问题，增加内需，就要想办法弥补城乡之间的鸿沟，实际上就要实现无条件市民化。

10 多年前我在上海讲了一个观点，我说中国城市化到 2030 年将达到 80%，当时有很多人说这个想法疯了。过了将近 10 年，我还是要讲这个东西。无条件市民化可以增加投资需求，也可以增加消费需求。我最近做了估算，短期内每一年可以增加 5 千亿、将近 6 千亿的内需，其他什么都不用改变。无条件市民化可以促进服务业发展，服务业发展需

要有服务对象的集聚，集聚就是要城镇化，分散在农村是不行的。所以我一直在鼓吹无条件市民化。我们国家十八大已经提出了一些政策，还有今年4月2号发改委提出《2019年新型城镇化建设重点任务》，除了特大城市像上海不放开（我个人对此也有保留），其他都开放。

中美关系不可能走回头了。有一个爆发点，这个爆发点是在2018年。我对此的三个建议是：第一，中国必须要韬光养晦，继续闷声发大财；第二，在国际上跟印度联手；第三，就是城市化，中国必须把这部棋走好，才能继续发展。

$2.8\text{亿农民工} + 0.6\text{亿留守儿童} + 0.9\text{亿老人} + \dots = 4.5\text{亿}$
 \Rightarrow 额外提升消费 $\text{¥}1500/\text{人}$ (approx $\text{¥}7000\text{亿}$)

农村劳动力: $13.75\text{亿} * 0.73 * 0.6 = 6.02\text{亿}$

减去 2.8亿农民工 和 0.3亿种田 = 3.10亿

剩余农村劳动力 > 2亿，城镇化还可以持续20年

农村人口占比 = 60%

城镇化 / 市民化仍有潜力



最后我提一下，现在很多人说城市化没有动力了，究竟中国城市化还有没有动力，我把这个留给大家计算。谢谢大家！

乔依德：谢谢大家！那个时候万广华先生在亚洲开发银行工作，我们2012年一起合作编了一本书《中国的城市化：目标、路径和政策》。去年他回来了，到复旦大学担任世界经济研究所所长。他的观点是非常鲜明的，认为中国经济下滑主要原因不在供给，而在需求，外部需求现在很难有大的发展，主要要扩大内需。怎么扩大内需呢？要解决城乡不平衡。怎么解决城乡不平衡？市民化。这个逻辑就是这样的，应该对我们有启发。

最后一位发言的是野村证券中国区首席经济学家陆挺，他演讲的主题是“2019年下半年中国经济所面临的挑战”。

陆挺：2019年下半年中国经济所面临的挑战

陆挺（野村证券中国区首席经济学家）：谢谢上海发展研究基金会的邀请！

我先讲一讲中美贸易战，这对判断今年下半年和明年的经济形势至关重要。应该说后面升级的可能性还是比较大的，虽然在 G20 上有所进展，但是我认为这样的进展有可能只是暂时的，更多的矛盾还在后面，G20 并没有真正解决核心的问题。

核心的问题在什么地方？第一，中美之间的矛盾是第一大国和第二大国的矛盾，关键是第二大国人口有 14 亿，人均 GDP 还不满 1 万美元。根据目前中国经济的增长水平，在未来 10 年左右中国经济总量非常有可能超越美国，实际上是指日可待的。第二，中美之间除了经济之外，在政治、社会、文化方面有诸多不一样，有些方面的沟通也存在问题，最终的矛盾必将是比较尖锐的。解决这种矛盾肯定是共赢的，但是过程将会比较坎坷。所以未来半年到一年，中美贸易冲突升级的可能性还不可低估。

中美贸易战对中国经济的影响主要还是征收额外关税。如果未来还要征收 3000 亿美金的额外关税，对中国经济的直接影响在 0.4 个百分点。如果美国对中国某些高科技的实行禁运，影响会达到

0.5 个百分点。实际上中国制造业投资现在非常疲软，今年上半年就在 3% 左右。很多企业面临不确定性的时候，会减少投资，或者将投资转移到其他地方，尤其是亚洲的其他地方。这是我们对今年和明年中美贸易战对中国经济影响的预期。

目前中国经济外需占的比例已经减少了，10 年前全球金融危机时，中国还是一个外需占比很高的国家。所以内需也非常重要，我后面会着重分析内需。我先讲一个观点，为了让讨论更有趣，我跟刚才万老师观点有一点不一样，中国过去十几年经济增长速度下行主要是供给方面的原因，主要是投资回报率等各个方面的下行。全球金融危机改变什么？全球金融危机改变我们下行的斜率，本来下行比较缓的，金融危机推高了 2009-2010 年的需求，预支了很多需求，后面就会疲软。全球金融危机还有非常重要的一点，它改变了整个中国融资的结构。2009 年是中国融资结构和资本市场的重要转折点，标志是中国地方政府平台融资的崛起，一开始这对中国经济有正面的影响，但是越到后面正面影响越小，负面影响越大，改变了中国投资回报效率。

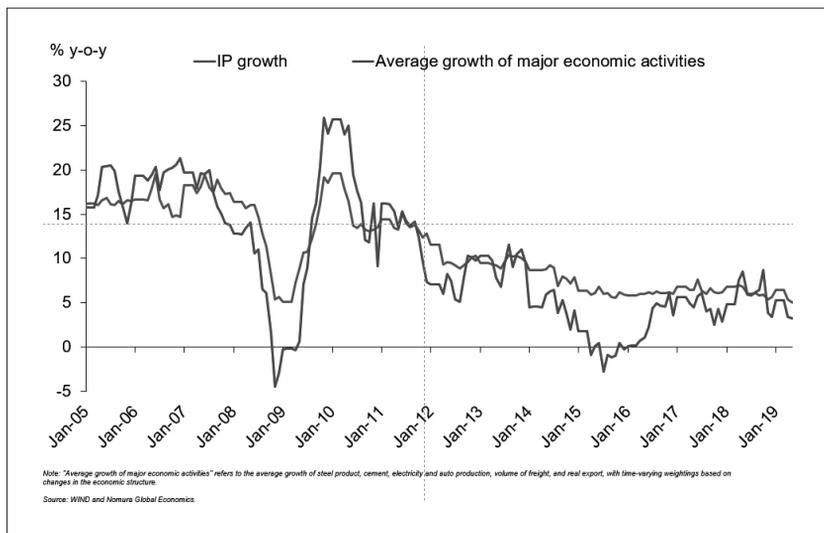


图 1：中国经济增长的波动性

图 1 有两根线，一根线是我们国家的工业增加值，虽然说工业、制造业没有以前那么重要，但还是比较重要的。工业增加值这根线按照官方的数据，过去几年是很平坦的。我们自己做一根曲线来描述中国制造业，描述中国经济活动的曲线，我们会看到过去五六年，中国经济经历了很大波动。为什么要画这个图，为什么我要用这个图表明现在对经济的一些看法呢？实际上中国在过去五六年经历了一个比较大的周期波动，所以现在经济下行不仅仅有供给侧方面的原因，还有需求方面的原因。

2014-2015 年的时候，中国经济明显下行，尤其到了 2015 年下半年，本身经济就已经下行了，加上股灾造成不大不小的金融危机，对中国需求是有比较大冲击的。2015 年下半年时，我们政府开始一场刺激，刺激规模仅次于 2008-2010 年的 4 万亿。

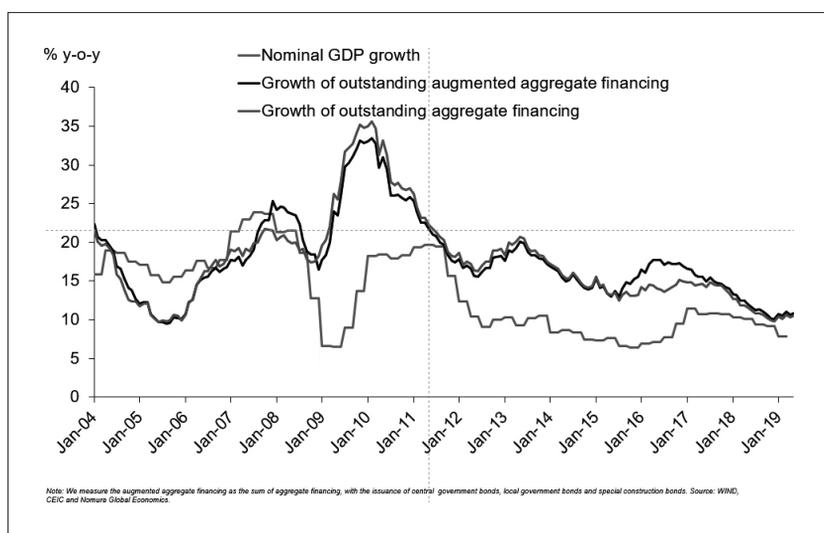


图 2：中国信贷增长

图 2 展现了 2015-2016 年中国经历了新一轮新的信贷周期，黑线是调整的结果，红线是官方的数据，两者之间的差别很大。这个差别来自于什么地方？来自于专项金融债、来自于外债，来自于 P2P，来自于股权质押，来自新型融资方式。这个

周期预支需求，使得投资回报进一步降低。内需最重要的一块，就是中国房地产投资。2015年开始，我们实际上要通过一些渠道去印钞，有一个渠道就是PSL，印钞并没有进入商业银行系统，而是进入国开行，国开行直接把这个钱用到了房地产行业，这直接拉动了中国三四线城市房地产的发展。在过去那几年，尤其在2015-2018年，中国房地产投资及销售主要是由中国三四线城市拉动。经过三四年房地产业繁荣，尤其是三四线城市繁荣之后，我们现在所面临的问题是消费和投资被透支了，这必然对去年和今年乃至明年的经济增长有不小的影响。

我们要看到，人往高处走。刚才万老师讲了一个观点，我非常赞成，但是要补充一个关键细节，我们不能只讲单纯的城镇化，我们要看到真正的城镇化是城市化，乃至大量人口向大城市集中。过去几年中国投资回报效应快速下行的重要问题，就在于我们大量低效、无效投资集中在中国的三四线城市。农民工消耗大量资金回老家买房子，实际上还是在大城市打工。还有中国汽车行业，过去10年减过两次汽车购置税，透支了汽车的消费，今年同

比下降 15% 也不足为奇。还有哪些方面是被提前透支的？中国工业资本品方面，明显看到建筑工程机器接下来几个月会更糟糕，过去几年卖得太多了。中国内需下行是上一轮周期的后遗症。目前中国的经济既有外患，又有内忧。

中国经济的韧性还是比较大的，中国有比较齐全的产业，有比较高的储蓄率，这些都是韧性。但是大家有没有发现，韧性在过去 10 年发生了变化。我们能不能像 10 年前那样，通过不断拉动需求来拉动经济呢？实际上我们现在已经面临了种种约束条件。今年 3 月份的数据稍有回升，4 月份政治局开会，我们的基调变了，我们要重新面对金融风险。实际上是因为我们的韧性没有以前那么高了，不能一次又一次刺激需求。现在中国迫在眉睫的是需要供给侧改革，释放中国的经济增长动力。

过去 10 年我们的投资回报率下降，背后是什么原因？我认为有以下几个原因。第一，2009 年中国地方政府融资平台崛起。一开始我们建设中国整个高铁网络和全国性的铁路网络。但是到了全国性网络建成之后，我们开始进入新一轮城市基建的

时候，地方政府的预算软约束，加上城市基建的崛起，使得中国在整个信贷配置上的效率大大降低。过去几年还有一件事使得投资效率受到一定程度降低，就是高达 3.6 万亿的货币化棚改，因为其支出主要走向是三四线城市，但实际上中国未来城市化更有效率的是人口（尤其是年轻人口）不断涌向大城市。2017 年当我们经济复苏之后，我们要开始去杠杆，去杠杆最重要一环就是减少三四线城市的低效和无效投资，但因为种种原因，执行不到一年就停止了。中国铁矿石、铜、铝一半来自于进口，中国石油一半来自于进口，中国粮食一半来自于进口。如果我们面临贸易战的同时拉动内需，必然导致我们经常项目进一步恶化。如果把刚才两点结合起来看，一方面是投资回报率的降低，另一方面是经常项目出现赤字。最后的结果，刚才鲁政委讲了。更直接地讲，中国金融面临的后果是什么，就是中国外债急剧上升。过去几年没有经济学家讲到中国外债上升，实际上中国的美元债从 2014 年的 2000 多亿美金上升了 4 倍，现在已经到了 8000 多亿美金，另外我们国债有 5% 左右已经掌握在外国

人手里。这个是金融开放，本身没有对错，更多是正面的。但是另一方面，在这个过程中，我们现在的刺激实际上背后有外债的累积，这就告诉我们现在面临真正的约束在什么地方。换一个角度来讲，目前我们以更高的信贷增长，再加上低效投资，必然使人民币受到贬值的压力。如果维持汇率不变，人民币就会被高估。拉动内需的时候，实际上会有损我们的外需，这也会使得拉动内需的效果大打折扣。

我们的出路在什么地方？我们现在经济下行，面临一定的压力，政策空间可能已经没有那么高了，那政策的方向在哪里？要不要拉动内需？我认为要。关键是我们已经到了非常重要的一步，就是要讲究投资的效率。当一个人很有钱的时候，买一个奢侈品，做一点低效的投资，关系不大。但如果到了开始要借钱的时候，你就不能买大量低效的东西，或者不能买奢侈品，这是一个最简单的逻辑。在我看来，目前或者今后几年，要真正推进供给侧改革，市场化改革。所以我列了以下几点，如果有以下几点，我对中国经济会更乐观。



第一，地方政府的财政激励比以前更重要，不仅仅是控制总体杠杆的问题，也是为了解决投资少的问题。地方政府肯定要约束，但约束不等于不给钱。

第二，在信贷扩张方面，甚至中央政府也需要注意，因为大量像PSL的资金配置可能未必有效率，这必然占用整个社会的资金，没有钱是真正免费的。

第三，在土地市场方面，这里面涉及的问题很多，但是土地的供应，尤其是住宅的供应，要和吸收就业人口、户籍人口结合起来。未来的城市化不仅仅是简单地把农民变成市民，而是人往哪里去的问题，比较大的城市才有规模效应。在中国三四线城市建大量地铁肯定是没有效率的。我前天刚从东京回来，中国人口是日本11倍，中国未来有11个东京那样的城市群，我们的城市发展才比较成功，东京人口是日本人口的1/3。城市化的关键实际上应该围绕着以中心城市为代表城市群的发展，而不仅仅是把一个农民变成一个市民，这个过程就是一个效率的提高。从去年到今年，城市群发展变成国



家的战略，与之相对应的战略是人口的流动和户籍制度改革。

最后一点，还是要进一步加强改革开放。前两天李克强总理有一个非常振奋人心的讲话，原来规定的 2021 年取消证券、期货、寿险外资股比限制提前至 2020 年。实际上现在就可以，有百利而无一害，一方面他们进来占不了多少便宜，另一方面中国服务业要想走向国际，没有国际性的企业到中国来好让我们向他们学习，我们是永远长不大的。谢谢大家！

乔依德：非常感谢陆挺先生。他条理非常清楚地谈了自己的观点，他比较强调投资回报率的重要性，也讲了一些投资效率不高的情况，这对我们有很多启发。下面我们还有一些时间留给大家提问，在座的有什么问题可以抓紧时间提。

讨论

提问者一：我请教一下陆总，房地产市场应该怎么判断，贸易战对我们房地产市场会有什么

影响？

陆挺：现在中国房地产市场在大城市有各种限制，过去几年三四线城市因为货币化棚改限制不多。在强调“一城一策”后，开始价格反弹，价格一反弹又开始限制，这是一个死局，很难解开。我希望真正解开这个局的还是以市场化为导向，哪些城市能够吸引人，哪些城市就应该得到更多的土地和资金。未来中国城市会越来越大，人口会集中，在这个过程中资源流向是最有效率的。

乔依德：学界反复呼吁这事。以前是讲中小城市发展，这个口号讲了十几年、二十年，现在也不讲了。今天也讲发展城市群。你刚才讲到的一点，我也同意，应该通过劳动生产率解决就业问题。但是我有这样的问题，义乌三四十年以前怎么知道它发展那么快，贵阳搞大数据这几年发展起来，但如果以前说这个城市不行，不支持，这两者怎么区分？

陆挺：我认为这的确是一个问题，但是这个难点也不是那么大。因为中国土地分两块，一块是工业用地、商业用地，还有一块是居民用地。工业用

地一般来讲，各个城市相对来讲还是比较宽松的，真正紧的是住宅用地。对于一个城市，这当然不是最理想的状态。如果在我这个地方有交社保的人，我的住宅用地就按照交社保的指标来配置就可以了，现在数据的可获得性足以让我们真正跟踪监督就业和人口的流动。

提问者二：我是来自爱建集团的。刚才讲到我们国家要发展大的城市群，这个我同意。但是我觉得在西方发达国家，农民都是很富有的，为什么我们的农民，只要他是农民就不可以富呢，一定要成为一个城市人才能富呢？如果大家都到大城市来，我们美丽乡村怎么办？农村都荒芜了，谁来建设美丽乡村呢？在我的印象里，我小时候到农村去，都是很美丽的，水是清的，印象很美。现在一塌糊涂，大家都往大城市里面拥，乡村变成了淘汰工业的集中地，真的太可惜了。我们是一个农业大国，我们怎么把乡村建设好，这也是很重要的。而且我们现在许多农村都造房子，但大房子都没有人住，这太浪费土地了。本来是土地稀有的国家，怎么能这么浪费，我真的觉得很痛心。

万广华:你说的这个问题其实很重要，农村人在农村建房子，你有没有想过这个问题还是出现在城乡分割上？上中国农村究竟需要多少人？我在很多场合上讲过，你到了西方，到了欧洲，到了美国，看到乡村很好，但那里如果有 40% 的人呆在乡村，会是一个什么状况？从根本上来讲，还是我们国家的户籍制度。很多经济学家一直在鼓吹就地工业化、就地城市化。只有把人口移出来，我们乡村才能更加美丽。

乔依德:你这个问题其实不难回答，很简单。美国农村人口占全国人口的 2%，因为有大片土地，所以可以机械化操作，劳动生产率高，所以它富有。尽管如此，美国政府还会给农民大量补贴。我们国家解决这个问题，不能就事论事，像建设新农村，做了很多表面文章，不解决问题。只有根据劳动生产率，有一部分人（当然是自愿的）到城市里来，农村中也有一部分人比较能干的，他可以种很多地。两方面的人都能富起来，在农村做农民的人能富起来，到城市里的人也能富起来。我们土地制度改革 40 年来基本上没有太大突破。如果下一步



想走好，这个问题一定要解决。人在城市里工作，为什么还要弄一个大房子？因为他不知道能不能在城市里待下来，小孩子上学能不能跟城市人一样。如果都是一样的，你想留大房子可以放假回去，让人家可以自己选择，这样国家才好，你担心的农村的问题才会解决。

提问者三：我问一下鲁政委。你刚才讲到我们资金的效益，结合陆总提到要约束地方政府，实际上在中国目前体制下不可能提出这个问题的。今年上半年还能够有点增长，实际上全靠地方政府拿了2万亿钱，其中5000亿还本付息，1.5万亿搞基建，拉起了GDP。这么多的地方债，不要说还本，付息都很难，这个怎么解决？第二个问题，从2008年危机到现在10年，印钞43亿。从清朝到2008年正好100年，也是印钞43万亿，你觉得这个问题继续下去如何解？第三个问题，你研究外汇，外汇储备3万亿中真正能用的钱不多，只有一半，另一半是老外的。我们70%的石油需要进口，重要原材料必须拿现钞去买，如果贸易战下来，现钞越来越少，储备用光，这个问题怎么解？



鲁政委：关于这三个问题，我自己认为我都不能回答。但是我还是要尝试说一下，供大家批评。

第一，关于大家讲的资金效率和地方债的问题，这个争议非常多。高铁当时修的时候争议也很多，修完大家觉得好，大家现在再去看，很多高铁的上座率还是可以的。基建效率本来就不是当下能测算得很清楚的。我自己的理解是，只要政权是稳定的，政府是唯一可以借新钱还旧债、不停地转的部门。地方债也是这种思路，其实是可以解决的，时间可以解决所有的事情。

第二，关于印钞的问题，永远说不清，因为各国 M2 的统计方法不一样。随着经济增长，我们印的钞需要不断增加，就像孩子长大衣服尺寸变长。至于印钞过不过分，要看物价水平高不高，资产价格高不高。如果这个问题还不到大家无法忍受的地步，说明这个印钞还能接受。

第三，至于我们要从海外进口的问题，实际上这要动态地看。未来如果中国把纺织、玩具都转到东南亚，就可以赚到钱，我觉得可能会有新的顺差。还有人民币国际化的问题，人民币加入

了 SDR。随着大家对人民币的接受程度提高，至少在非洲一带一路的国家上越来越多地开始接受人民币。从这个意义上来说，我们外汇减少之后，不一定给我们带来很大的困扰，要动态来看这个问题。

陆挺：约束地方政府肯定是一个问题，但约束不等于不给钱。2 万亿也需要给，给谁就有一个讲究，不能像撒胡椒那样给。有一些地方，GDP 数据都造假，一个人口不满 100 万的城市要不要建地铁？我们建高铁没有错，但如果在小城市建地铁肯定就有问题了。所以不能以为我们 10 年前怎么样，10 年以后还会怎么样。我说的财政约束肯定要加强，各个方面一步一步来，但并不是不给钱。

第二是关于印钞。实际上大家已经看到，去年到今年上面强调一个模式，就是我们的货币增长速度要跟名义 GDP 增长速度匹配，目前已经越来越强调这个问题，否则可能导致国内资产价格和通胀的问题。

第三，我们会面临较大的经常项目逆差，如果我们要维持外汇储备的稳定，将会有越来越多的外债。到最后人家愿不愿意借给你外债，会形成一个

真实的约束。一个国家不可能无限印钞，最后必然有这样一个约束，最后终极的约束就是国际收支。

乔依德：今天研讨会就到此结束。我们再次以热烈掌声对四位嘉宾的精彩发言表示感谢！同时我代表主办方对在座各位今天下午花半天时间认真听讲也表示感谢！谢谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）