

研讨实录

第 122 期

122

武 涛：十字路口的美国货币政策

徐 林：关于十四五规划的几点思考

乔依德：CBDC、Libra、IMFcoin：比较和思考

Libra、SDR 和央行数字货币未来谁将成为“主宰”？

中国如何稳定对外金融？

困惑、问题、意见和建议——关于资本市场新阶段和
建设上海国际金融中心的几点看法



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
二〇一九年八月

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 '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

本期《研讨实录》收录了最近二次学术活动的实录，以及我发表在媒体上的二篇文章和在研讨会上的二个演讲。

第一次学术活动是本基金会举办的第 52 期系列座谈会，武涛先生作了题为“十字路口的美国货币政策”的演讲。IMF 高级经济学家武涛先生曾在美联储工作过，从事美国货币政策的研究与制定；在 IMF 工作期间，他负责 IMF 对美国货币政策的评价和协商。他认为美国货币政策正处于十字路口，这不是指升息到降息的变化，而是指美联储已经面临很大的挑战和一些变化，以至于可能在未来一年至数年内，有一个框架性的调整。现在之所以走到了十字路口，实际上是由于过去十几年非常规货币政策的成功和失败造成的。

第二次学术活动是本基金会与上海市社会科学界联合会共同举办的第 152 期沙龙，徐林先生作了题为“关于‘十四五’规划的几点思考”的演讲。中美绿色基金董事长、原国家发展和改革委员会发

展规划司司长徐林先生认为，只要执政党和政府保持足够的战略定力，坚持市场化改革和全方位开放的大方向不变，实施以全方位创新为核心的供给侧结构性改革，推进科技创新和体制机制创新双轮驱动，辅以有效的短期宏观调节政策，形成供给侧和需求侧相结合的合理政策和改革组合，更好激励经济主体创新创业，我们就可以有效应对外部环境的大变局，真正做好自己的事情，用 10 年左右时间成功跨越中等收入阶段，稳稳进入世界银行标准确定的高收入国家行列。

我 7 月 6 日在上海金融与法律研究院做了“CBDC、Libra、IMFcoin：比较和思考”的发言，8 月 12 日第一财经网上发表了我的文章“Libra、SDR 和央行数字货币未来谁将成为主宰？”。我在这两篇中指出，Libra 成为超主权货币的可能性基本为零，技术上没有问题，但难以通过监管的审核，所有国家都可以限制甚至禁止 Libra 的使用。只有全球有中央银行才能有真正意义上的全球货币或超主权货币，而没有全球的中央政府，则不可能有全球的中央银行。SDR 要成为超主权货币，有漫长的路

要走，初步的设想是可以采取区块链中联盟链的方式，IMF 作为一个协调者和监管者，先从官方的跨境交流开始，再逐步推广。关于 CBDC，则需注意安全隐患，如何防止黑客的攻击是重要问题。

在 6 月 11 日发表于 FT 中文网的“中国如何稳定对外金融？”一文中，我指出，对人民币汇率破“7”的作用不能过分夸大，动用大量外汇储备来保“7”是得不偿失的。汇率是宏观经济和国际收支的自动调节器，是会起作用 and 可以使用的，这与保持汇率在合理区间的要求并不矛盾。此外，要注意管控和减少对外金融的敞口，争取经常账户保持顺差，努力扩大货物出口的多元化，适度增加国债发行等。

7 月 21 日在“上海金融改革与上海国际金融中心建设”研讨会上，我作了题为“困惑、问题、意见和建议——关于资本市场新阶段和建设上海国际金融中心的几点看法”的演讲。我提出，上海和中央有关部门应合力做好以下三个方面：一是当前搞好科创板就是证券业的最大政治，对于搞好资本市场，支持上海国际金融中心建设意义重大。二是在

资本账户尚未完全开放的情况下，积极创造条件给跨境资本的自由流动尽可能的便利。三是在金融科技蓬勃发展的情况下，促进上海的金融集聚。建设上海国际金融中心，不只是上海的任务，而是国家的战略，意义重大，必须认真抓好，一抓到底。

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

二〇一九年八月二十六日

目 录

- 武 涛：十字路口的美国货币政策..... 1
- 徐 林：关于十四五规划的几点思考 36
- 乔依德：CBDC、Libra、IMFcoin：
比较和思考 94
- Libra、SDR和央行数字货币
未来谁将成为“主宰”？ 102
- 中国如何稳定对外金融？ 111
- 困惑、问题、意见和建议——
关于资本市场新阶段和建设上海
国际金融中心的几点看法..... 122

十字路口的美国货币政策

武涛

IMF 高级经济学家

系列座谈会第 52 期 2019 年 7 月 2 日

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，下午好！小型座谈会现在开始。今天这个题目大家还是比较关心。我先介绍一下今天的演讲人，武涛先生在美国耶鲁大学获得经济学博士后，加入了美联储，在美联储工作了 10 年，担任过高级经济学家及政策顾问，参与美国货币政策的研究与制定，并对美联储公开市场委员会提供决策咨询。他现在是国际货币基金组织（IMF）高级经济学家，曾经负责与亚洲各个国家在宏观政策上的交流培训，多次担任 IMF 到中国、印度、新加坡等国经济政策培训工作组组长，同时负责 IMF 对美国政策的评价跟协商，就是我们常说的第四条款磋商，这是全球金融危机以后 IMF 对全球系统性

重要国家进行政策评价跟协商，包括中国、美国。每年4、5月份，总有人到中国来谈，也有对美国的。好像美国对IMF的评价不太重视，可能美国是老大，不大要听IMF的。

武涛（IMF高级经济学家）：中国也不听。

乔依德：武涛的经历是比较广泛的，国内经常来。第一届“一带一路”国际合作高峰论坛上，中国宣布和IMF合作建立能力建设中心，为中国以及“一带一路”参与国家官员提供IMF的相关培训，帮助他们设计以及实施一些宏观经济和金融政策，武涛也参加了培训工作。今天这个题目我跟武涛先生反复协商，决定讲货币政策，因为这个题目大家非常关心。美国现在的经济地位还是很重要，美元还是一个全球性的储备货币，美联储的一举一动大家都比较关注，这是第一个背景。

第二个背景，那天讨论我们开玩笑地讲，QE非正规的货币政策，现在变成正规的货币政策了。以前是全球金融危机，经济不好，用QE挽救全球经济免于崩溃。现在全球经济又开始有一点下滑，欧央行已经开始减息了。这是两个背景。下面请武

涛先讲，大家有问题可以讨论，讲到一半你们随时提问都可以，也可以讲完再提问。

武涛：非常感谢上海发展研究基金会的邀请，同时也非常谢谢各位百忙之中抽出时间参加这个研讨会。

一个多月前和我和乔依德商量这个题目的时候，他建议谈一谈货币政策。我在美联储 10 年做美国货币政策，到 IMF 差不多快 10 年了，也是负责美国的货币和经济政策。前几年我负责欧元区，也是货币政策，是在欧债危机的时候。做来做去就是这一套。

谈美国货币政策，不是简单谈美联储的投票机构是怎么设置的，投票过程如何。我原来服务过的几个人风格各有不同，这些八卦的东西肯定不是乔依德希望我讲的。也不是局限于对美国未来几个月通胀预期如何，年底有没有可能降息，这个虽然比较重要，但却是比较短期的、具体的政策调整。根据我一二十年对美国货币政策的制定的研究，以及从全球角度这几年的一些研究，我和我原来那些同事继续保持紧密联系，得出了一些个人的看法。

就我个人角度，我认为美国货币政策处于十字

路口。我指的不仅仅是今年从升息到降息这么简单，我是指美联储已经面临很大挑战和一些很新的发展，一些新的动态，以至于可能在未来几个月或数年内，有一个框架性或根本性的调整。我分享一些个人的思考，我希望大家随时提问题或分享想法。

讲到十字路口，我们一般会想我们是怎么过来的？我们现在是什么局面？下一步怎么走？我认为现在之所以到了十字路口，是由于过去十几年非常规货币政策造成的。所以有必要把过去十几年的政策回顾一下，大家比较熟悉的我就一带而过，大家不熟悉的我就着重分析。我在这个部分，主要是说美联储几大政策过有没有达到效果。第二个部分，我会说这两三年的重新常规化，以及现在的升息和降息又开始到了转换阶段。然后，我会把眼光放远一点，未来几年，5年或10年，美联储面临的挑战和困境。我选择了三个有代表性的问题，拿出来跟大家讨论一下，第一是美联储有没有必要根本改革其政策框架，第二是MMT，第三是中央银行如何面对金融科技的挑战。

先看看我们如何到这一步的。从2007年开始，

美国进入金融危机和经济危机，从 2007 年一直到 2015-2016 年，美联储政策可以分成四大步：大规模流动性释放（Extraordinary provision of liquidity），削减短期利率（Cuts in short-term interest rates），大规模资产购买（QE or LSAP），前瞻性指导（Forward guidance of future policy stance）。

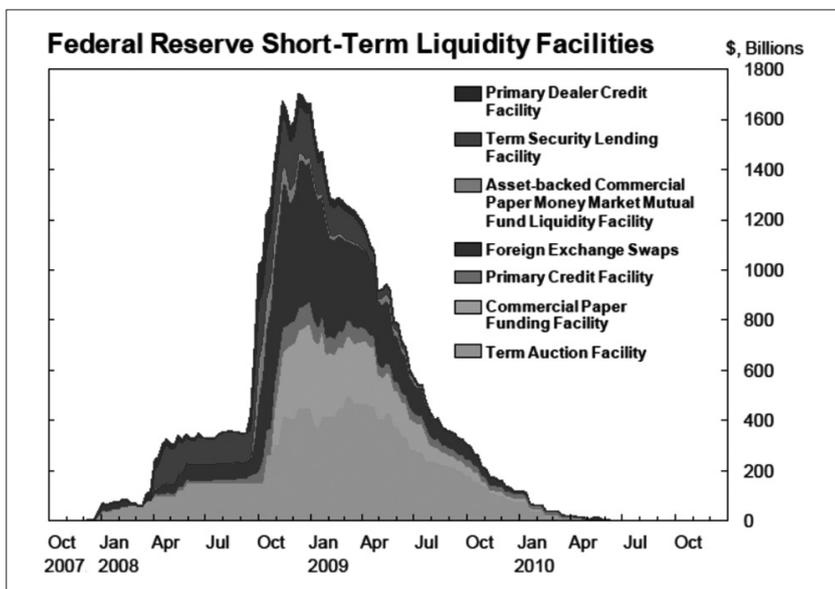


图 1：提供特别流动资金

大概是从 2007 年 8 月初，实际上金融恐慌已经开始了。美联储为应对这个紧张，在 2007 年 12 月份进行了第一个大规模流通性释放，缓解了银

根。到了 2008 年 9 月，银行之间融资成本升高近 400 个基点。为应对危机，美联储注入了大量的流动性，在各个市场上，最高峰注入金额大概是 1.8 万亿美元，非常有效地缓解了银根。2009 年 1 月，美联储已经开始缓慢撤出流动性注入，到 2010 年 1 月基本上完全撤出。现在来看，大家普遍认为大规模流动性释放是比较有效的。

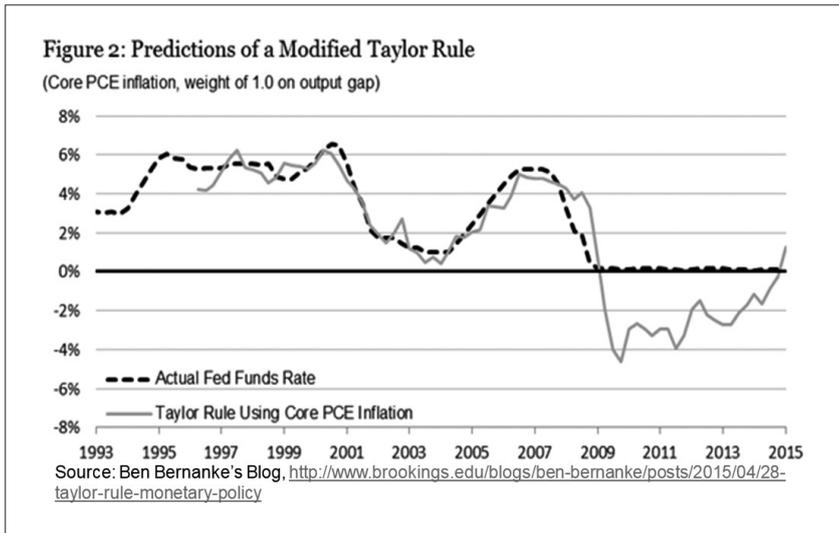


图 2：削减短期利率

第二部分就是降息。美联储 2008 年 12 月宣布将联邦基金利率降至零至 0.25% 的超低水平，美国正式步入零利率政策时代。

樊磊：你刚才提到最开始有一个流动性大规模注入，同时提到利率降到零，一般来讲数量和价格之间是互相影响的，如果数量供给增加，价格自动下降。最开始那两项工具彼此之间算是独立，还是互相之间产生影响？

武涛：一个是降低利率水平。但在危机高峰的时候，问题不在于利率降到零，问题在于降到零以后，你从私人资本借不到钱，不可能以零利率或者0.25的利率借到钱，有400个基点加上去了。所以在这种情况下，美联储一是要降低基准利率，二是要注入流动性。

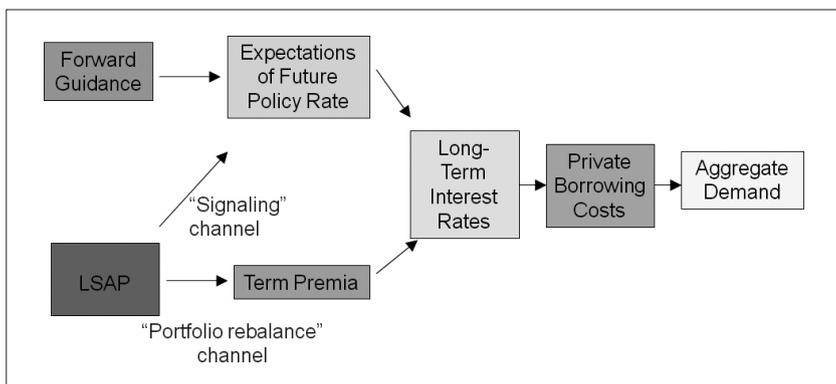


图 3：非常规货币政策在美国的传播机制
在金融危机高峰过后，如何用非常规货币政策

解决经济衰退？实际上 QE 和前瞻性指导这两个政策不是相互独立的，而是相辅相成，互相支持的。

由于已不存在降息空间，美联储随后采取了购买债券等一系列非常规货币政策工具，以压低长期利率和刺激经济，同时承诺将短期利率维持在超低水平，开启了史无前例的量化宽松政策。长期利率由两部分决定，一是未来 10 年的预期政策利率是多少，另一个是降低期限溢价（term premium）。对于前者，美联储通过改变人们对未来 5 年或 10 年政策利率的预期来达到降低长期利率的目的，这就是前瞻性指导。对于后者，美联储通过购买长期国库券，抬高国债价格，扭曲国债市场的供求，人为扩张对它的需求。这就是大规模资产购买，或称 QE（Quantitative easing）。这是第三、第四部分。

2008 年底至 2014 年 10 月，美联储先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约 3.9 万亿美元。美联储持有的资产规模占国内生产总值的比例从 2007 年底的约 6.1% 大幅升至 2014 年底的 25.3%，资产负债表扩张达到前所未有的水平。10 年期国债利率的期限溢价，2008 年在 4% 左右，QE 后的最

低点达到了 1.6%-1.7%，降低的效果是显著的。

美联储与市场沟通，试图引导市场对未来政策利率的预期。2011 年初，美联储表示要把零利率维持到 2013 年年中，过了几个月改成要把零利率维持 2014 年后半年。2012 年底起，美联储不再给出具体的日期，而是将政策与失业率挂钩，只要失业率还在 6.5% 以上，零利率就不会取消，这个政策一直延续到了 2014 年。随着美联储恢复常规化货币政策，它又把定量指标换改回到以前的定性框架。这是前瞻性指导的变化。

Committee member John Maynard Keynes: "... is it a practice of the Bank of England never to explain what its policy is?"

Sir Ernest Harvey (deputy governor of Bank of England): "Well, I think it has been our practice to leave our actions to explain our policy."

Keynes: "Or the reasons for its policy?"

Harvey: "It is a dangerous thing to start to give reasons."

Keynes: "Or to defend itself against criticism?"

Harvey: "As regards criticism, I am afraid, though the Committee may not all agree, we do not admit there is need for defense; to defend ourselves is somewhat akin to a lady starting to defend her virtue."

--- Minutes of MacMillan Committee on Finance and Industry, House of Commons of the United Kingdom, 1929

图 4：中央银行在历史上是好的沟通者吗？

我们先回到前瞻性指导的目的，我们看目标是什么？目标就是要改变对未来货币利率的预期，我们改变的不是一个点，不是下一个季度或下两个季度，而是未来 5 年到 10 年。衡量一个央行前瞻性指导与市场的沟通能不能达到目的，首先取决于你的沟通水平。你要问我这个问题的话，我很坦率跟你说，央行从来不善于和市场沟通，不仅在中国，也在美国，也在央行的老祖宗英国。

我这边有一个历史资料，是 1929 年英国议会一个听证会上的记录。1929 年金融大萧条，英国议会宣布成立一个调查组去调查这个问题，成员包括凯恩斯（John Maynard Keynes），这个委员会广泛征询各方面人士的意见，包括央行的老祖宗英格兰银行，就问他们原来的金融政策是怎么样的。

凯恩斯问：你们从来不解释所采取的政策，是不是一直都是这样的传统？

对面是副行长 Ernest Harvey，他说：我们的传统是，由我们的行动来解释我们的政策。

凯恩斯继续问：那解释政策背后的原因呢？

Ernest Harvey 回答：给出原因是一件危险的事。

凯恩斯再问：因为批评而辩护呢？

Ernest Harvey 最后说，关于批评，我担心，虽然委员会可能并非所有人都同意，但我们不承认需要辩护；这多少类似于一位女士开始捍卫自己的美德。

中国话叫越描越黑。这就是当时英国人的一个传统，不沟通，连解释都不做。你怎么可能指望他们增强与市场沟通？与市场沟通根本不在他们的目标里面。

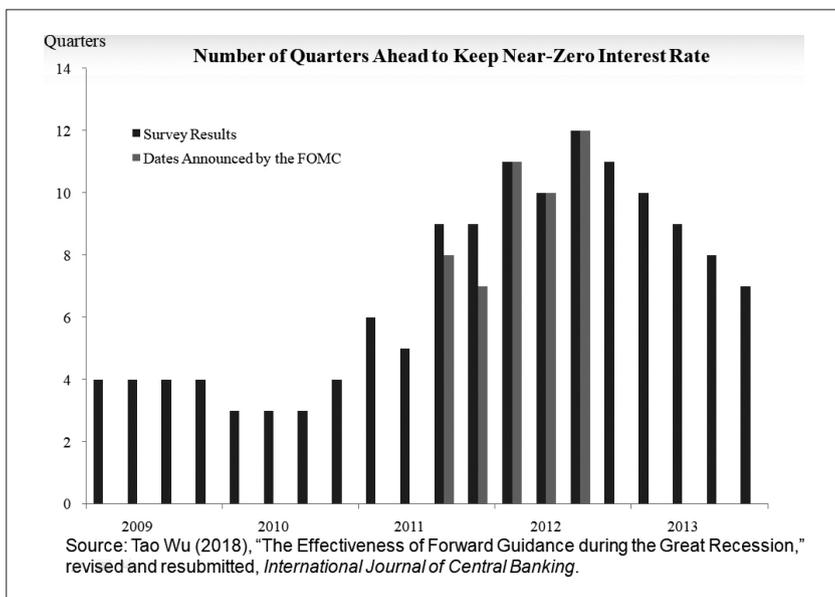


图 5：美联储前瞻性指导的可信度

市场对前瞻性指导也有怀疑，零利率是否维持到 2003 年年中，市场觉得可能不会。从这一点来讲，市场有没有相信美联储前瞻性指导的这些事情。美联储公开市场的主要交易对手大概有 40 家商业银行，他们对于市场很熟悉，因为他们是美联储的交易对手，对美联储的货币政策也最关心。从 2012 年开始每一次会前一个星期左右，美联储就问他们预期零利率会延续多久，这能有效检验市场预期方向。图 5 中蓝色的线是美联储对交易对手的调查结果，红色的话是 FOMC（美联储议息会议）在 2011 年到 2013 年之间宣布零利率会维持多久。2010 年初问他们零利率会维持多久？他们的回答是 6 个季度，到 2012 年终结束。2011 年 8、9 月时问他们，他们说大概有 9 个季度。从这个角度看，当美联储说把零利率维持到 2012 年底的时候，市场 100% 相信。研究前瞻性指导的人大部分把这个作为美联储前瞻性指导有效的根据。

作为一个政策，首先要大家相信你，这是基础，但不是全部。更主要的在于你这个政策有没有达到你的目的。这个前瞻性指导的目的是什么？是

降低对未来数月或几年的政策利率的预期。这个表还不足以说明这个政策是有效的。

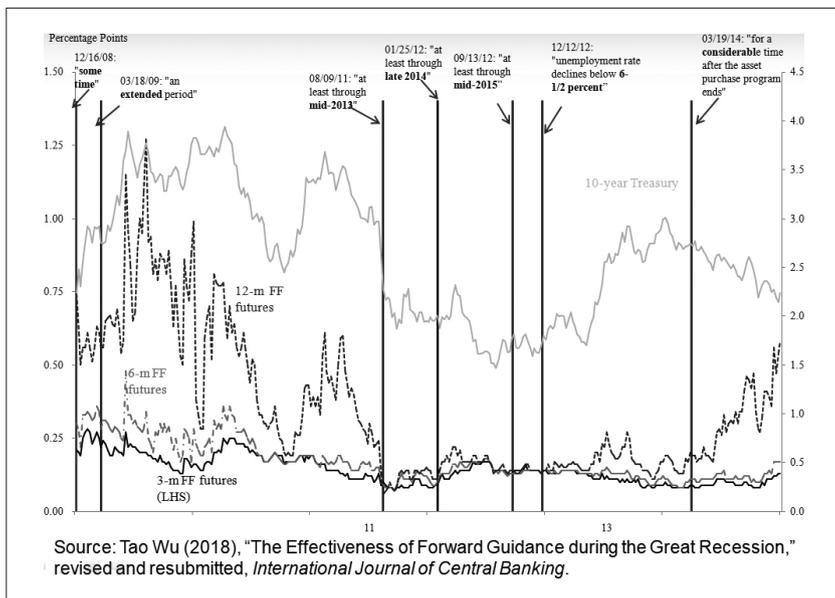


图 6: FOMC (美联储议息会议)

2008-2014 年的前瞻性指导

所以我们现在看看前瞻性指导到底有没有真正起到降低市场对未来政策利率预期的目的。图 6 中，绿色的线是 10 年期的利率，黑色的线是对未来 3 个月的预期，红色的线对未来 6 个月的预期，蓝色的线是对未来 12 个月的预期。如果前瞻性指导有效的话，应该看到这些线不管 3 个月、6 个月、

12 个月，都应该在 0.25% 左右，如果市场认为你未来会把利率维持在零利率的话，未来 12 个月利率的平均应该是在 0.25 以下。我们现在看一看，3 个月基本上在 25 点以下，6 个月基本上也是在 25 点以下，但 12 个月并没有在这个以下，12 个月一度在 1% 左右，到 2011 年年中还在 50 个基点以上。这个说明市场并没有相信美联储准备保持零利率。

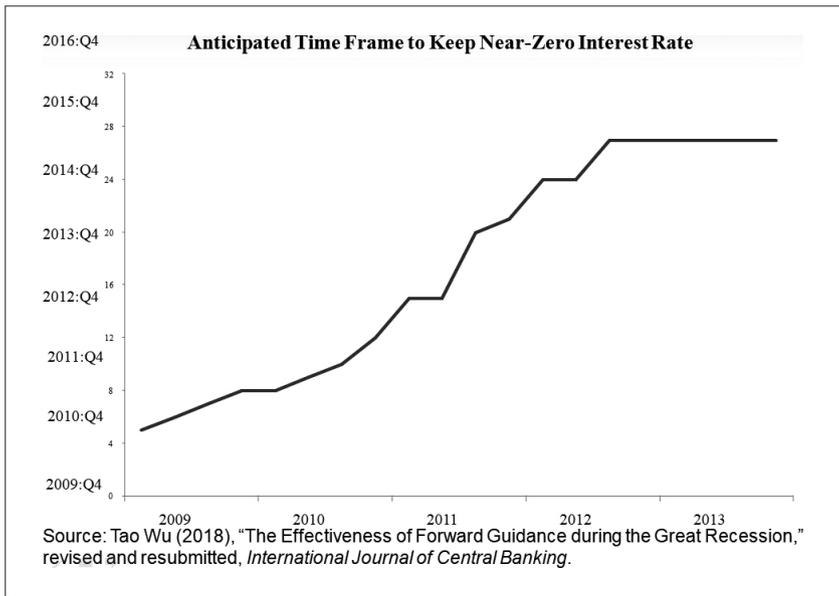


图 7：美联储前瞻性指导的时间一致性

图 7 把图 6 的蓝色线条转换了一下，蓝色线条在图 7 是很规则的。很明显，2009 年时市场预计

2010 年零利率就结束，2010 年时市场预计 2012 年结束，2013 年时市场预计 2015 年结束。我们退一步想一想，对市场最有效的前瞻性指导是什么？在一个有非常充分信息，没有不确定性的情况下，如果美联储说我要把零利率维持到某一天截止的话，应该是水平线。如果美联储没有不确定性，应该把零利率一直维持 2014-2015 年，这个预期不应该改变。现在有一条很均匀的 45 度线，这就是问题了，为什么每一个季度或每一年都要改变零利率政策的时间，使得市场逐步往后推移零利率维持的时间。从这个角度讲，过去几年实际上有很大的问题，时间上不协调，不一致，自相矛盾。一个解释是，危机是逐步深入的，2009 年 -2010 年冲击并不大，没想到危机一步一步深入。虽然美联储每一步都采取恰当的货币政策，但是实际上因为危机逐步深入、逐步恶化，所以只好把这个时间往后推移，这是很合理的解释。另一个解释更简单了，2009 年也许就应该想到这个危机如此深，应该把零利率维持 5 年。实际上从 2008 年年底到 2015 年年底，维持了 7 年。

樊磊：不见得大家在那个时候就能看到这个问题，QE 进行一轮又一轮，原来觉得进行一轮就够了，之前没有预见到要进行好几轮 QE。

武涛：我当时也没有看到这一点。现在是在危机发生 10 年以后，对过去各项政策做一个评估——如果我们当时就知道这些，下一次是不是可以做得更好。我们当时没有能够充分预计到危机的严重性，也许还过高估计了政策的有效性，我们以为 4 到 6 个季度可以战胜衰退，实际上拖了 7 年。这是为了我们在下一个危机的时候有一个更好的准备。

樊磊：美联储改变说法，说到 2013 年年中保持利率为零，设定这个东西是否有一套内部的模型？

武涛：每一次联储开会的时候，有那么一个模型，会上说目前看起来我们有必要把它更延长，延长也许两个季度或者 5 年，你可以想象每六个星期开会的时候都有这样一个改变。如何跟市场沟通有几种选择：第一种很模糊，我会说是一段时间 (some time)，这样比较灵活，但是市场摸不清；第二种，我告诉你准备延长到哪一天，但问题在于每次开会时必须改变这个日期，这次说是 2013 年第一

季度，也许下一次开会变成 2014 年第二季度，下一次变成 2015 年年头了。你每次跟市场沟通的时候都要改变，这对市场来说是不小的干扰，而且改变过于频繁的话，实际上非常影响沟通。所以最后干脆把政策思路告诉你，只要失业率还在 6.5% 以上，就不提升利率，这样的话现在不用告诉每一期利率，我告诉你的思路就完了，这是一个方式的改变。

- An indicator-based rule

- Keep policy rate at near-zero until unemployment rate reaches 6.5%, provided that inflation expectation remains below 2.5%;

- A “compensation” rule

- “... to commit to making up for at least some portion of the cumulative shortfall created by the zero lower bound” (Yellen, April 11, 2012)

- A “price-level targeting” rule: Krugman (1998), Eggertsson and Woodford (2003), Gaspar, Smets and Vestin (2007).

图 8：前瞻性指导政策的三种规则

对于前瞻性指导，我建立了一个模型，假定现在回到 2009 年 1 月份，我怎么样可以做得更好？在这种情况下，我用了三种模拟。第一种是美联储最后宣布 6.5%。另外一种叫 Compensation Rule，

弥补至少一部分 ZLB（Zero Lower Bound，零利率下限约束）所造成的累积亏空。也就是既然已经遇到了 ZLB，我不可能像我所想要的那样给经济提供那么大的宽松，我在 ZLB 结束以后，继续把利率维持为零，这样就提供了一个额外的宽松。第三种就是所谓的“price-level targeting” rule，如果第一年开始的时候价格指数是 100，明年是 102，后年是 104，再后年是 106；但如果明年只有 101，后年我的目标必须达到 104。

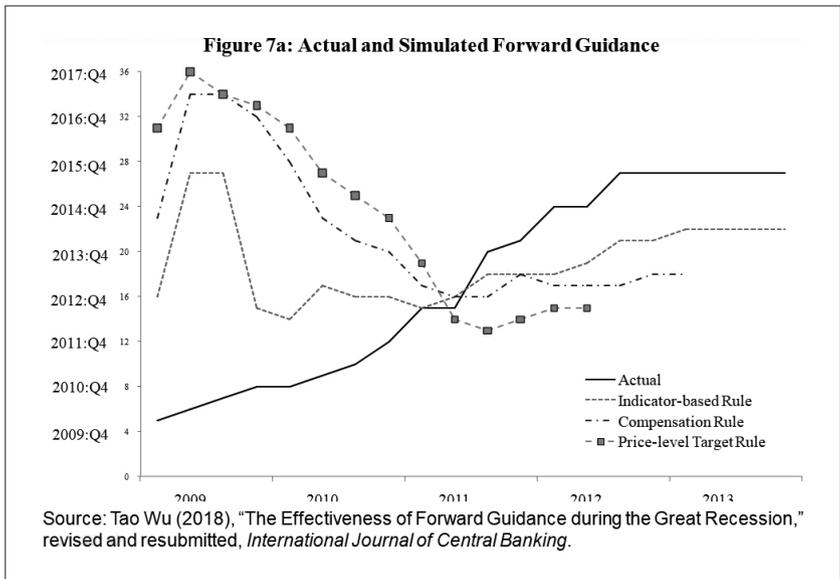


图 9：实际的和模拟的前瞻性指导

模型会认为，因为提供了足够的政策刺激，所以反而能比后来更早退出。如果用“**price-leveltargeting**” rule，2012 年年终就可以退出了。

我要讲的第一个部分已经结束了。现在回顾一下我刚才谈了四个组成部分，大规模流动性一般来说我们都是支持的，降息非得降，QE 基本上来说大部分认为还是很有效的，虽然很多人说 QE3 的有效性不强。

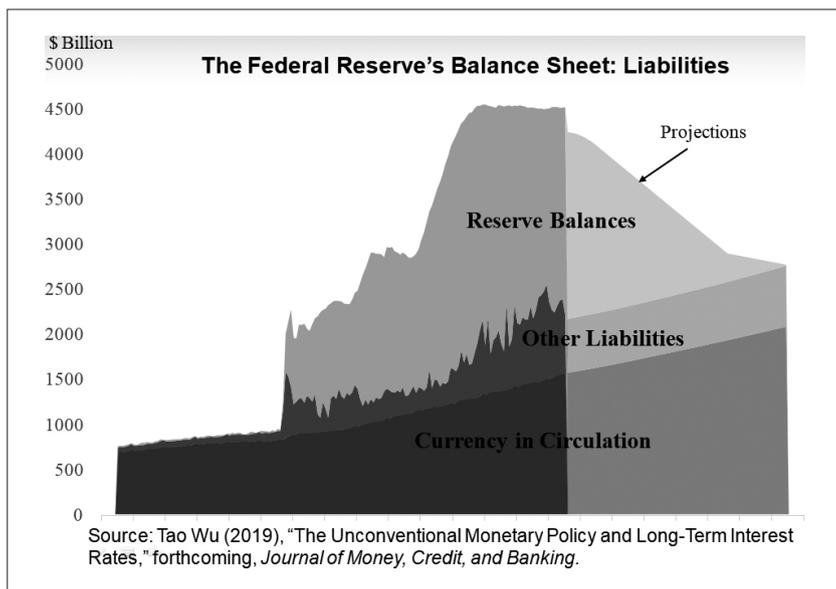


图 10：重整化：高储备余额

我的第二个部分，是讨论如何改革美联储的政

策框架，它不仅仅牵扯是事务的判断，更牵扯到根本的问题。

大家很关心的 Renormalization（重整化），首先开始的是 Unwinding of LSAP，QE 缩表，到 2024 年 8、9 月份缩表会截止，大概在 2.8 万亿结束，缩表不大可能像原来想象的那样真的缩回去，它至少维持在危机前的 2 到 3 倍。

这一次升息从 0 一直升到 225 点，差不多截止了，大家感觉有点虎头蛇尾，吞吞吐吐，还没怎么样就没有了。

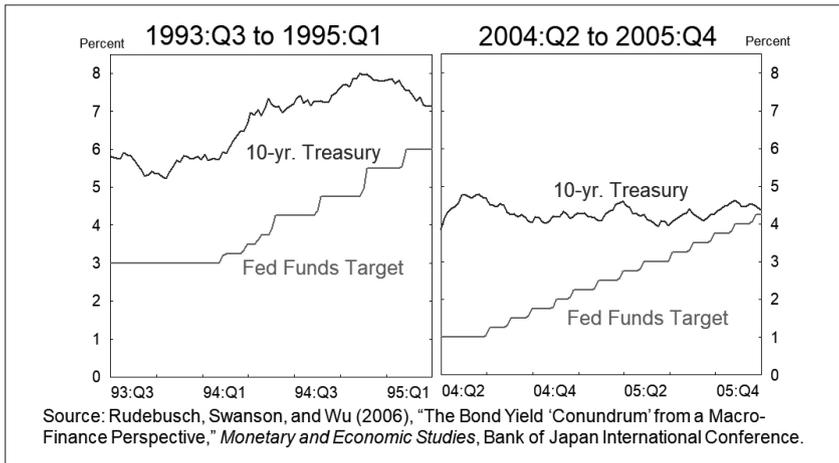


图 11：前两次美联储升息周期

我比较了 90 年代和 2004 年两个升息周期，那

个升息是很迅速的，从 1994 年一季度到 1995 年一季度，大概不到 5 个季度，从 3% 到 6%，300 个基点。从 2004 年 6 月 28 号一直到 2005 年底，大概 6 个季度，从 1 到 4.25，325 个基点，而且还没有结束。2015 年到现在，3 年多，225 个基点。以前速变很快，而且幅度很大，现在完全不一样。为什么？因为经济已经到拐点，这个 IMF 最新 5、6 月份，这是 2019 年，2020 年，到 2.3%，这个是最近两个星期前公布的他们的 2.1、2.0。所以经济已经到了拐点，升息已经结束了。

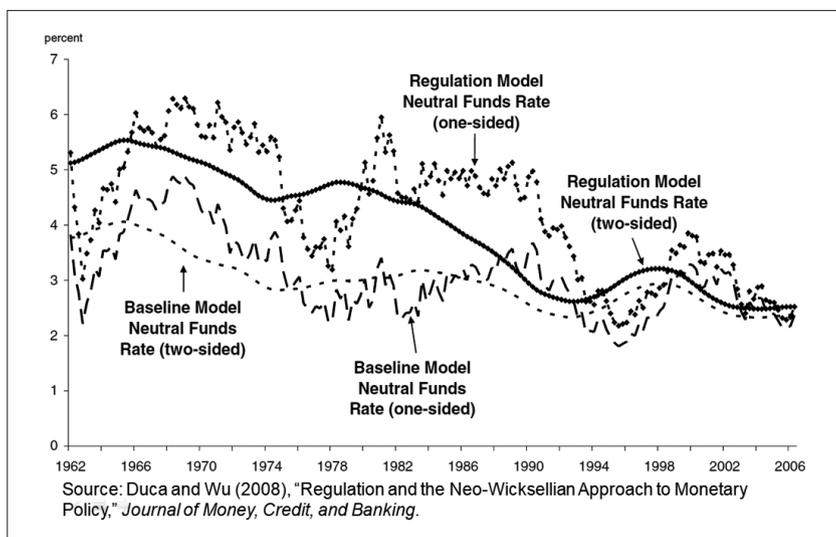


图 12：中性利率在哪里？

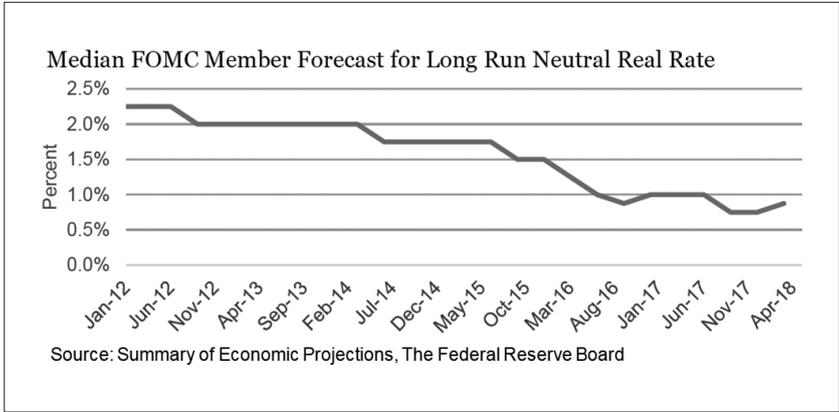


图 13: FOMC 成员对长期中性利率预测的中位值

在这种情况下大家有一个问题了，美联储到底有没有准备好下一次经济衰退？实际上现在的中性利率已经不到 2%，我在 2008 年时就这个问题发了一篇文章，我分析战后美国中性利率逐步下滑的趋势，危机前是 2% 到 2.5%，从 2012 年开始已经到 1% 左右了。

更麻烦的是，这个中性利率的方差是正负 2%，图 14 中我用绿色阴影来表示，所以从 0 到 4% 都有可能，我就没有办法把它作为一个依据。我在 10 年多前的报告里用了很多种模型，每一种给你的答案是千差万别的，可能在概念上有助于我们思考，但是实际上不是很有操作性。

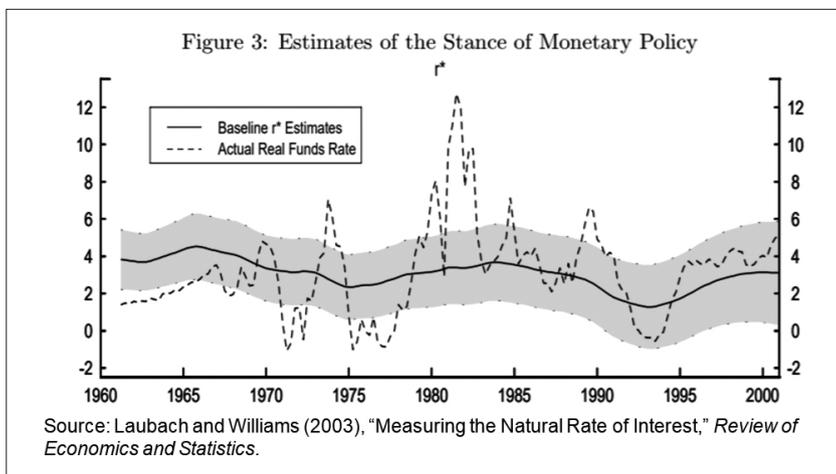


图 14：对货币政策的估计

美联储可能是会降息，问题在于他们有没有做好准备？我们看到美国长期利率和短期利率倒挂。美国如果真的发生衰退，比 2008 年的衰退要轻缓。200 年前打仗的时候都是用火药枪，如果你的弹药湿了，就没有办法打枪了，所以一定要做好准备充分。如果看美国经济过去几十年的经历，会发现一般发生经济衰退，美联储要用 500 个基点才能把衰退扭转，现在只有 250 个基点，这是很大的不同。关于 QE 的有效性我们已经讲了，我们现在还这么高，从这个水平要升多高？准备把它升到 6 万亿，还是 8 万亿，还是 10 万亿，？ QE 还能买多

少？我个人判断，有没有足够的弹药去应付下一场危机，是很大的问题。

乔依德：这个也不是你一个人的观点，我看到有很多人都是这个观点，下一次危机来没有办法应对。

武涛：早知如此，如果在 2012-2013 年就开始升息的话，升息幅度可能比现在要好得多，这个是我个人的判断。也许提前升息会有帮助，但也许帮助并没有想象的那么大。我们现在不谈过去有多少失误，如果从根本上改变这个框架，有没有可能在 10 年以后做得更好？问题在于现在的大背景。实际上美国包括欧洲，现在的问题不是通胀，而是通缩。美联储降低利率刺激经济，还动不动就要开始 QE。有很多人提出很多想法，第一个想法是干脆不要 2% 的通胀目标，把通胀率目标提高到 4%，这样不就额外多出 2% 了吗，2009-2010 年应该把目标从 2% 上升到 3% 或者 4%。但是过去二三十年，2% 已经变成一种天经地义的事情，就像空气和水一样，现在突然把它改成 3%-4%，会引起社会很大的困扰，一般老百姓不答应。如果经济衰退

了，央行宣布明年通货膨胀再上升百分之多少，经济衰退本来日子就不好过，大家还要忍受更高的通货膨胀，这在政策上是一种自杀，实际上不可能采取这样的政策。

我们再讲一讲 MMT, Modern Monetary Theory。目前为止，MMT 并没有一个成型的東西，只是有几个代表人物发表一些言论。通过我这几个月的阅读和观察，基本上有几个主要的论点，拥有本国货币的国家无需担心其偿付能力；经济应以财政政策（支出与税收）为指导；解决失业的最佳办法，不是靠央行调整利率，货币政策不应该是“独立的”，而应该只是适应旨在实现充分就业的财政政策；较高的预算赤字会导致利率下降，而不是增加；通货膨胀主要不是过度强劲增长的结果，而是企业过度的定价能力；实行由政府管理的工作保障计划，旨在确保充分就业。

MMT 产生的环境背景是：宏观和金融失衡，表现在低通胀，低增长，低利率，长期性经济停滞；对财政可持续性的担忧导致全球金融危机期间过度依赖货币宽松政策，特别是在欧洲；全球储蓄过剩，

安全资产稀缺，美元的主导地位在全球贸易和金融中主导地位意味着美国更大的借款能力。

我认为 MMT 的主要论点缺乏论证，一个国家永远不会破产的论调也不符合现实。

徐明棋：像津巴布韦就是无限发债，结果是金融体系的破产。

武涛：因为我们关起门来讲理论，和社会大众的观感不一样。我们实际上过多地依赖货币政策。现在美国的国债利率太低了，美国国债实在太受人欢迎，到目前为止 10 年期利率还是百分之 2 点几。我想不通日本国债占了 GDP 的 260%，还能持续多少年？

徐明棋：只要日本国际收支的经常帐出现持续逆差，就会出现这个问题。现在主要发达国家大量进口廉价的商品，先从中国进口，中国涨价了，转到越南，再转到印度，衬衫永远是二三十美元一件，在中国都不止这个价。问题在于这些国家还没有真正融入到整体中，印度还有廉价劳动力，再过 10 年、20 年，找不到廉价劳动力来，情况就会改变。

武涛：我稍微谈一谈央行电子货币的冲击。现

在人人都谈 Fintech，我认为科技是没有办法阻挡的。从宏观政策角度来讲，Central Banking 是很重要的。如果每个人在央行开一个帐户，在这种情况下，我们就没有所谓的货币创造，因为用不着商业银行，商业银行即使参与到这个过程也是被动的，以前那些概念全部都没有了，没有狭义货币和广义货币的区别。在这种情况下，很多规则都要重新改写。

May lose the monopoly of issuing sovereign fiat money:

- Monetary history during “private monies” periods (e.g. “greenbacks” before the establishment of the Federal Reserve) might provide some insight.



图 15：对中央银行业的影响

央行可能再也不是法定货币的垄断发行者。我们会回到类似 19 世纪的时代，那个时候每个银行基本上都发自己的钞票，每个银行发的一美元钞的相互比值都不一样。19 世纪你到纽约的时候，可能那里有 5 家发钞的银行，你可能选择最大的一家。我觉得看看 19 世纪的一些经验教训是有益的。

我在 IMF 里算是 Fintech 的积极者。从 2009 年开始有那个时候每个银行基本上都发自己的钞票，每个银行发的一美元钞的相互比值都不一样。19 世纪你到纽约的时候，可能那里有 5 家发钞的银行，你可能选择最大的一家。我觉得看看 19 世纪的一些经验教训是有益的。区块链、比特币，他们的口号是去中心化，使金融变得更民主。为什么这样讲？因为他们认为央行是垄断的，所以他们要用技术去改变体制问题。另外我们讲 CBDCs (Central bank digital currencies)，在技术上已经看到了这个可能性。

徐明棋：如果说有这样的可能性，最终的结果是迫使中央银行将来把货币发行与它挂钩，但绝对不可能取代。

武涛：从社会角度央行也有可能发行电子货币，央行建立以及央行发行货币 1913 年开始，它是作为公共设施一部分，所以央行不可能退出这个市场。

接下来的一个想法可能比较跳跃，我们既然有人工智能的阿尔法狗能打败围棋，也可能有基于智能规则的中央银行业务（Central Banking based on a smart rule），这不是没有可能的。另外一个是可编程货币和智能合约，以后发行的同样一张票子的价值可能不是固定的，美国在天冷的时候可能发 100 美元的票子，天气没有那么冷的时候可能就没有 100 美元，只有 50 美元。我们也许正处在科技发展的前夜，未来二三十年会有很大的变化。

赵广彬：美国再发生金融危机的基础能否再解释一下，美国下一次降息的节点能不能说得详细一点？

武涛：天下没有不散的宴席，经济周期不可能不来，只不过来的时点以及幅度有多大，肯定不会比 2008 年危机来得更猛烈。现在 3 个月和 10 年期的利率倒挂，这个指标是非常有效的。最近的 9 次

倒挂，8次都有危机，出现倒挂后12月内就有危机，唯一的一次是2006年没有发生危机，结果不是没有来，而是要等的时间更长，危机更猛烈。

赵广彬：大多数国家的债务都是在危机后上升了很多，如果把全球加总，其实已经到了历史上非常高的水平。

武涛：国债红线到底在哪个地方，有的时候很难讲，IMF10年前说是60%。日本非常高，美国差不多也是100%，但它的国债收益率还是特别低的，至少未来这几年美元还可以享受优势地位，它没有红线。美国会不会把利率降低到零以下，我个人判断不会，因为我对零利率高度怀疑，零利率带来的坏处远远大于好处。

徐明棋：当危机来临时，零利率甚至负利率都有可能，因为现在食利者太多了，实体经济已经没有办法承担食利者吸骨髓的能力。金融危机来了之后，盈利能力大打折扣，迫使经济达到新的平衡，这是必然的。我非常同意你的观点，危机迟早会来的，来了以后一定是金融资产大规模缩水，再怎么运用货币政策都没有用，因为实体经济无法承受。

武涛：QE 这个东西，你可以把它想象成挤柠檬，最后再挤一两滴还可以，但是已经挤了这么多了，再挤就没有用了。

嘉宾：经济衰退的根本原因是什么？因为经济过热、通胀、美联储加息？

徐明棋：还是要回到马克思的理论。

武涛：经济总是从不平衡中寻找平衡，我也是学马克思经济理论的。经济各个部门永远不平衡，不平衡有小有大，积累一定程度就发生衰退。

徐明棋：通过政策然后把它对冲、缓解一下。

武涛：现在经济增长已经特别低了，低增长，低通胀，低欲望，大家都佛系了。这使得经济没有办法做根本性调整，包括社会。中国过去几十年，经济特别好，看不出来。我前两天跟我小孩在日本，20年前通货紧缩，谁最得利？是四五十岁这代人，因为他们有比较好的教育，有正常的工作。最倒霉的是下一代人，没有机会，这一点在日本看得很明显，因为年轻人有 2/3 没法找到正式工作，都是临时的。美国其实也是这样，失业率这么低，实际上我是不相信的。还有资产泡沫太大了，前两个

月我跟朋友聊天，他告诉我他们租公寓 4 千多块钱一个月，我大吃一惊，我当年就几百块钱。整个经济已经奄奄一息，平衡点不断往下降，这是比下一次经济衰退何时发生更可怕的一个问题。从这个角度，我很能理解 MMT 那些人。

乔依德：我感觉你对经济悲观。你讲到一种可能是 CBDCs，私人直接在央行开户。中国讨论很多，还是保持现在的三层，还有商业银行。

武涛：实际上私人在央行即使有帐户，也可以委托商业银行，使电子货币电子化，商业银行也是参与者。

乔依德：你今天没有讲 Libra，我们上星期小范围讨论一下，我个人没有外面自媒体写得那么乐观。根本原因不是技术不好，并不是说没有这种需要，也不是说它的动机是错的，关键是它脱离现实。现在强调主权国家，不是 10 年前的全球化要求大家放弃一部分主权，特朗普上台后越来越强调主权国家。

嘉宾：其实你说的都是正常国家，全球有 100 多个国家都不是正常国家。像拉美国家，每隔两三

年就贬值 1 千倍，过去 50 年贬值了 7、8 回。这种情况下的拉美国家就有一个特点，很难储蓄，也很难有贷款业务，因为货币贬值太快。事实上拉美国家的储蓄货币是美元，储存帐户是离岸的海外帐户。巴西 GDP 也不低，但普遍民众拿在手上的本币必须马上花。看世界杯，阿根廷很多人是贷款来看的，贷款利息是百分之几十，因为一个月贬了 30%。如果货币贬的速度这么快，贷款利息可想而知非常高。

乔依德：是有这个需要，有这个道理。但是政府不让你做，比如说委内瑞拉允不会允许你这样。

徐明棋：你讲的这些情况，Libra 对这些国家的普通帐户没法清算。

嘉宾：作为财富的储藏手段也可以。

徐明棋：这个货币到底以什么形式存在，它的价值以什么为基础等这些问题，最终还是要和某几个得到世界公认的央行挂钩，很难一下子变成自我有价值。

乔依德：个别人用这个是可以的，实际上比特币就是个别人用，但作为全球货币，我非常坦率地

说不可能。现在法币是靠政府信用来支撑的。作为一个全球货币，要有一个全球的中央银行，没有一个全球的中央银行，就没有真正意义上的全球信用货币。要有一个全球的中央银行，就要有一个真正的全球政府。所以不可能有真正的全球货币，就这么简单。

徐明棋：这类货币可以叫电子货币，不像比特币那样通过区块链加密程序形成，而是有一个组织系统，1000 个机构，每个机构搞 1000 万美元进去，最终形成了一个新的系统，和中央银行发行货币一样。比特币支付根本不可能代替现在的系统，现在的微信支付也好，阿里支付也好，还是基于人民币现有的机制的，不是数字货币。如果 Libra 走所谓数字货币路线，它不可能有那么便利的程度，如果想走阿里、微信的道路，它在全球是有很大发展空间的。因为 Facebook 比微信全球用户还要多，它潜在的提供便利支付的能力比现有银行体系要好，但是大额支付一定会受到中央银行的限制，因为有相应的洗钱、跨境资金移动的监管，跨境支付一定受到限制，不可能脱离现在由政府形成的对全球金

融越来越强调监管的这样一个基本体制，除非政府不存在。小额支付可以，大额支付马上受到限制，不可能让你取代现有的银行体系。Facebook 将来也会面临同样的问题，可能经营的范围更大，Libar 会对阿里和微信的国际化产生重大的障碍，它会形成民间非常便利的渠道，对没有银行帐户的人提供一个便利支付的渠道，将来在全球起到小额支付的作用。

乔依德：如果真正走全球化，每个国家要让渡一部分主权，但现在不是这样一个趋势。好，我们就谈到这里。我们再次对武涛的精彩演讲表示感谢！谢谢大家来参会。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）



关于十四五规划的几点思考

徐林

中美绿色基金董事长

原国家发展和改革委员会发展规划司司长

上海发展沙龙第 152 期 2019 年 8 月 6 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，演讲马上就开始了。我们今天非常荣幸地邀请到了中美绿色基金董事长、原国家发改委发展规划司司长徐林先生，给我们做演讲。徐林原来是学数学的，后来到南开大学攻读数量经济学研究生，获得经济学硕士。1989 年 8 月，他进入原国家计委长期规划司工作，先后担任了发展规划司副司长、财经司司长，发展规划司司长。2018 年 10 月，他任中美绿色基金会董事长。徐林先生参与我们国家经济社会发展的多个五年计划的编制，参与区域规划、区域政策、国家政策制订，也参与了中国加入世贸组织的谈判，专门负责工业补贴的部

分。下面我们以热烈的掌声欢迎徐林先生。

徐林（中美绿色基金董事长、原国家发展和改革委员会发展规划司司长）：谢谢乔老师。他拐弯抹角地通过朋友找到我，让我来和在座各位做一次关于“十四五规划”一些思考的交流。我过去一直都在国家计委或国家发改委，29年都在这个部门工作，参与了多个五年规划的编制。我在财政金融司做了六年的司长，后来又回到规划司做了五年多的司长。又到城市和小城镇改革发展中心做了一年的主任。去年年初的时候，刘鹤副总理找我谈话，希望我到中美绿色基金做董事长。中美绿色基金是中美两国元首定下来的中美合作项目，就是要在绿色领域做出一个完全市场化股权投资标杆，这也是中美民间交流的一个平台和渠道。当时刘副总理找我谈的时候说：中美现在官方的关系非常困难，所以中美绿色基金作为民间交流的一个平台和渠道，应该更好地发挥作用。他说：你去把这个机构给它做好，做大，做得更有影响力。我就是在这样一个背景下离开了国家发改委，来做这个事情。我目前的工作和过去比有很大的差别，现在完全是一个市

场化的投资机构。我的工作首先是募钱，基金的每一分钱都要到市场上去募集，然后我找好的项目投资，得挣钱，最后还得退出。如果项目挣不到钱，那就结束了，因为我不可能再募到钱了。这对我来说，是一个很重要的转变，也是一个很大的挑战。

今天这个话题说白了，还是我离开发改委之后的一种惯性，其实我都不应该考虑这个问题了。但是有一次，我在一个会议上，其实讲的也不是这个话题，讲的是对中国经济中长期增长的一些思考。后来在那个基础上，我做了一些调整，给它放大了一些，写了一篇文章。因为现在开始编中国的第十四个五年规划了，我觉得有些话题可以放在十四五规划这个框架里讨论。这篇文章先是在胡舒立的《财经》发了，是5月份发的，也没什么太大的反响。后来《比较》杂志又转发了一次，后来发现在朋友圈的各个群里转的比较多，好象文章还有点影响了。我估计乔老师也是在那里看到这篇文章，他就找我来给大家做一个分享。我今天谈的这些观点，完全是个人的一种思考，跟发改委一点关系都没有。我要是在发改委，可能有些话我就不会

这么说了。大家觉得有什么不对的地方，可以随时批评。

我们做五年规划，首先一个很重要的方面，就是要研究内部外部的环境。我觉得做十四五规划，外部环境是很重要的挑战。国内官方的说法是，我们现在是百年未有之大变局。说实在的，所谓百年未有之大变局，最根本最核心的是中美之间的关系发生了重大的变化。中美之间到底有一些什么样的问题呢？我个人觉得，第一是美国主导维护国际秩序的能力和意愿在下降。二战之后，说实在的，整个国际秩序，全球的安全，主要是美国主导的体系在发挥作用。美国在这个体系中起着领导的作用，当然它也投入了很多资源，包括人力、财力、物力。现在美国感觉在当前条件下，再按过去的模式走下去，它觉得能力不行了。既然能力不行，意愿就会下降，这是肯定的。所以美国过去一直很希望中国能和它分享一些这方面的责任。我记得当年，我们发改委和美国国务院每年都有一个战略对话的讨论。有一年，当时美国的副国务卿霍马茨，那是在奥巴马政府期间，我们中午一块吃饭的时候，他

跟我说：其实我们美国希望和中国分享全球治理的一些权力和责任。他说：G20 在我们眼里，就是 G2+0，美国人认为 G20 这个平台真正起作用的是 G2，就是中国和美国，其他都是 0。当然这个话有点玩笑话，但是我觉得总体上也体现了美国当时的一些看法。但是中国没有接这个茬，觉得我们自己是发展中国家，没有必要这样。

第二，美国现在对其主导建立的二战之后的国际体系不满。这个体系——联合国、世界银行、IMF、WTO——是二战之后建立的国际体系，现在美国很明显地对这个体系不满。比如它从联合国的很多机构里退出来了，人权组织、教科文组织等等，因为它觉得在联合国这个体系下，要贯彻它的一些意图很难很难。尤其是特朗普上台之后，他觉得这种机构对美国已经没有用了。WTO 也一样，美国现在与中国和别的一些国家的贸易纠纷，它都不通过 WTO 解决，全是通过双边的贸易战或贸易摩擦来解决，完全把 WTO 甩在一边。因为 WTO 的决策机制非常低效，而且它认为中国占了美国的便宜，中国的关税和美国对中国的关税是不对等

的。但是这种不对等是我们当年加入 WTO 时谈下来的，是中国作为一个发展中国家谈下来的一个最惠国的待遇，它本身就是不对等的。但是因为在 WTO 这个框架里，它没有办法和中国讨论这类问题，因为这种关税安排是 WTO 的组成部分，所以它就单边的。这一系列国际制度的安排，美国表现出不满，包括对北约，特朗普认为都不符合美国的利益，觉得美国承担的责任太大，付出的资源太多，他要求北约成员国要承担更多的责任，付出更多的资源。

第三，现在西方国家不是铁板一块了。过去冷战时期西方是一个板块，它对苏联、对中国基本上立场是一致的。但是现在和冷战时期不一样了，西方国家对待中国的态度是不一样的。尽管美国和中国的贸易战可以打得一塌糊涂，但是欧洲、日本对中国在贸易问题上，和美国是有区别的。它们和美国在某些问题上的立场上是一致的，都认为中国没有很好履行 WTO 规则，比如在工业补贴等方面，导致了不公平贸易。在这些问题上，它们的看法是一致的，但怎么处理这种问题的做法是不一样的。

西方国家在其他一些政治问题上，可能立场也不都是一样的。

第四，中国在过去几十年里迅速崛起，影响力上升，确实导致很多国家不适应。美国是最典型的，因为美国在过去历史上从未遇到过如此大的一个国家，追它追得这么紧，跟它的实力差距在不断缩小。这就好像我们在跑步一样，如果你是跑第一，后面有一个人在紧追你的时候，你的压力是很大的，你会很紧张，会产生一种心理上的焦虑感。美国现在就是这样的。过去美国从来没有遇到过像中国这么强大的对手，而且中国没有表现出美国一些人希望看到的，到了一定程度中国的制度会有问题，经济可能会衰退甚至崩溃有。所以，美国觉得中国的这种挑战，对它来说是一个很大的战略上的压力。

第五，美国确实强化了对中国的防范和遏制，这届美国政府表现得十分突出。特朗普身边的那几个所谓战略思想家，都是极右的，而且对华很不友好。他们设想了一些非常极端的做法，包括脱钩，包括怎么对中国进行各方面的限制，如在教育、科

技、产业链方面。但是对我们来说，有一个怎么看待的问题：一种是敌对的对抗或敌人关系，一种是大国之间战略博弈的一种正常手段。我们对这个问题要有一个客观的看法，我是不主张把美国作为敌人来对待的。美国和中国作为第一和第二大国，在战略上一定是一种博弈的关系，但是战略博弈不意味着一定是敌人。但是过去我们没有博弈的思想，我们过去学的就是斗争，或者是零和思维。但是我觉得，如果把美国作为敌人对待，可能会使中美关系朝着一种更不健康或更危险的方向发展下去。所以我们对中美关系，要把它作为一种正常的大国之间的战略博弈来对待。这样的话，我们会比较理性客观地来看待美国对中国采取的措施，同时我们也会更加理性地来出牌，来应对，这是我个人的一种看法。

第六，既然发生这么多的变化，那么国际体系未来肯定会面临改革和重组。对中国来说，是挑战，也是机会。所谓挑战，现有国际体系和制度安排里一些对中国有利的东西，在这个变革的过程中，美国和其他一些西方国家可能试图改变之。但

同时我们也有一种机会，就是对现有国际体系里对我们不利的东西，我们也可以提出来，去改变，使它变得对我们有利。所以是挑战和机会并存的。十四五，甚至更远一点的时间，我们面临的所谓百年未有之大变局，核心是围绕中美关系展开的。这里面涉及到经济、军事和贸易等方方面面，这是一个非常复杂的、非常全面的变化，毫无疑问会对我们未来的外部发展环境会造成影响。我觉得很大的程度上，和过去相比，更多可能是一种不利的影 响。

$GDP = M \times F(K, L)$ ，其中 M 为技术
进步， K 为资本投入， L 为劳动力投入

中国储蓄率随着老龄化程度提高会逐渐下降，当前固定资产投资增速在逐渐下降，已经有过去的两位数增长下降到不到6%的个位数增长；过去几年劳动年龄人口每年净减少300万左右，劳动生产率增速开始下降，由过去10年年均增长9%左右下降到过去5年年均增长5%左右。全要素生产率增速由2008年前30年的年均6.24%下降为2008年后的年均5.18%

结论：潜在经济增长率具有下降趋势，如果假定劳动参与率和劳动生产率增速基本稳定，未来5-10年潜在经济增长率会下降至5%-6%之间

图 1：供给侧宏观模型分析

我们接下来要看国内的一些发展要素和条件，有一些什么样的变化。对我们做五年规划的人来

说，面临的第一个问题就是怎么合理确定未来五到十年的经济增长预期目标。

一般会怎么考虑呢？一般我们都会用新古典增长的模型来考虑，从供给侧的宏观模型（图 1）来看，就是 GDP 和资本、劳动、技术进步（或全要素生产率）的一个函数关系。我们来看这几个变量目前表现出来的趋势。

第一，中国的储蓄率随着老龄化程度的加深，应该在持续下降。因为从上世纪 80 年代开始实行计划生育政策，一对夫妇只能生一个孩子，所以中国的老龄化到了一个拐点之后，会变得非常快，这是独生子女政策带来的一种非常不好的影响。2018 年 60 岁以上的人口占总人口的比例，已经达到了 17.9%，65 岁以上的人口占总人口的比例也达到了差不多 15%。像上海这样的城市，60 岁以上的人口占总人口的比例，已经超过了 30%，是全国老龄化程度最高的一个城市。老龄化程度提高，意味着劳动力在减少，人口抚养比在提高。这就意味这储蓄率要下降。中国的储蓄率确实也在下降，我们的储蓄率从最高的 50% 左右，已经降到了 45% 到

46% 之间，而且根据预测还会进一步下降，可能在未来五六年时间里降到 40% 多一点，是一个比较快的下降。尽管如此，可能大家还觉得，中国的储蓄率相对来说依然很高，大多数国家的储蓄率只有 20% 到 30% 之间，东亚国家好一点，但是也没有高到中国这个程度。储蓄率在下降，就意味着投资的资源在下降，可用资源在下降。我们固定资产投资的增速，已经由过去两位数以上的增长，降到了大概 6% 左右。我记得在发改委工作时，遇到 20% 到 30% 的增长速度，就要搞宏观调控，那时候面临的主要问题是防止经济过热。现在的宏观调控是反着调了，想把投资的增长速度往上拉，但是很难，拉不上去。

从劳动力来看，我们现在每年 15 岁到 60 岁的劳动年龄人口，平均净减少 300 万左右。如果你的劳动力减少，但劳动生产率在不断提高，那么是可以弥补劳动力数量减少带来的负面影响的。但是恰恰在过去十年，或者过去五年左右，中国劳动生产率增速也是下降的。我们过去十年的平均劳动生产率增速是 9%，但是到过去五年已经降为了 5% 左

右。根据有关学者，像白重恩、蔡昉，包括其他几个经济学家的研究，全要素生产率的增速也在下降。根据白重恩的计算，全要素生产率增速从前30年的年均6.2%，已经下降了到2008年以后的年均3.18%。我们把所有这些要素投入和要素投入效率合在一起综合考虑，可以得出一个很明显的结论，就是中国的潜在经济增长率是下降的。假定劳动参与率和劳动生产率的增速都比较稳定，不发生大的变化，那么我们算出来，未来五到十年，未来潜在的经济增长大概只有5%到6%之间，而且我们的算法更靠近5%。

$GDP = \sum S_i$ (其中 S_i 表示不同产业部门增加值)

- ▶ 过去五年，制造业传统部门和农业生产增速比较稳定甚至有所下降，增速超过两位数的只有医药制造、体育娱乐制品、汽车制造、计算机通信设备、废弃资源综合利用、金属机械制品等部门
- ▶ 新兴部门或新经济部门增速较高，甚至超过两位数，属于创新创造供给的部门，但都是小部门，具有对传统模式的替代效应
- ▶ 服务业增速明显快于工业和农业，其中中文化娱乐、信息服务、体育健康等增速超过两位数，信息计算机服务业增速接近20%，需求增长的收入弹性很高，服务业具有较大潜力，是未来的希望。

图 2：供给侧部门增长模型

我们看供给侧的部门模型（图2）。GDP是由各个部门的增加值加总形成，过去五年制造业中的

传统部门（包括农业）的增速是比较稳定的，而且大部分的行业都有所下降。在国家统计局统计的几十个部门里，增速超过两位数的大概只有医药制造、体育娱乐、汽车制造、计算机通讯设备、废弃资源综合利用、金属机械制品这几个部门。其余的增速都在 10 以下，大部分在 5 以下。汽车制造今年已经在负增长。在一些新兴部门，或者所谓新经济部门，确实表现出比较高的增速，有的甚至超过 20%。但是这一类的部门，都是一些偏小的部门，在整个 GDP 中的比重不高。而且有些部门，特别是像网络销售这样的部门，它是替代性的，就是说网络销售多了，实体销售就会少。发改委每年讲销售的时候，都会特地把网络销售的数额列出来，增长 30% 多，但是没有用的，因为社会商品零售总额最后的增速还是那个数，并没有明显的变化，所以这个是有替代作用的。服务业的增速明显快于工业和农业。在服务业中，文化娱乐、信息服务、体育健康等部门的增速超过两位数，信息计算机服务业的增速接近 20%。服务业是一个收入弹性很高的部门，即服务业需求的增长速度要高于居民收入

的增长速度，它的弹性是大于1的。这意味着什么呢？随着居民收入的增长，更多的消费将用于服务业，这是一个具有较大潜力和充满希望产业。

讲完供给侧，我们再来看需求侧。过去我们说的比较多的是需求三驾马车，消费、投资加出口（这里出口指净出口，就是出口减掉进口）。我们来看看这三驾马车的情况。消费增速在过去一段时间，都呈稳定下降的趋势，由过去两位数以上的增长，降到了8%左右。投资降到了6%左右。因为贸易环境和外部条件的恶化，未来贸易对增长的贡献不可能像过去那么大。这样看起来，我们常说的支撑经济增长的三驾马车，就是三大需求的动力，实际上也处于一个相对疲软的状态，不大可能再现过去非常强劲增长的动力。如果把供需两侧的分析都结合起来，我们可以得到一个比较基本的结论，就是十四五时期，中国经济的预期增长目标大概在5%到6%之间。

我们过去在制订五年规划增长速度的时候，都不愿意定的太高，希望能够稍微偏低一点。经济增速目标偏高带来的问题是什么呢？第一，中央的目

标定了之后，一般地方的做法都是在那个基础上再往上码一点。尤其是西部地区，它不光要跟国家对比，还要跟东部比，它觉得要是比东部低了，就没法缩小差距了。还要跟全国的比，如果低的话，就不可能缩小与全国平均水平的差距了。地方都是这么考虑问题的。增长目标定得太高，容易形成一个引导，水涨船高，导致日常经济运行崩得比较紧，压力比较大。

实际上，十三五期间，我们已经面临这种问题了，如果我们不是定在 6.5%，就没有必要围绕这个目标的实现，去配备宏观政策和调控。但是实际上，我们年年都在为了稳增长而调控。稳增长是稳什么？就是为了稳 6.5% 左右的增长。为此不断加码投资，不断增加债务，使得中国的杠杆率在十三五期间不但没有减少，还在进一步提高。我们在制定十三五规划时有个考虑，想通过供给侧结构性改革有所降低宏观杠杆率，但是我们没有实现这个目标。所以十四五时应该吸取这个教训，中国的杠杆率如果进一步提高，早晚是要买单的。

美国 2008 年金融危机时，债务杠杆率是

320%，中国当年是 160%。11 年过去了，美国的杠杆率降到了 250% 左右，但是中国提高到了 260%，我们涨了整整 100 个点。如果不在十四五确定一个比较合理的预期增长目标，如果在十四五继续保持比较大的增长压力的话，债务杠杆率还会进一步上升，这对整个宏观的长期稳定是非常不利的。既然我们认为经济潜在增长速度是下降的，可能在 5% 到 6% 之间。我在我的文章里建议，我跟发改委领导也建议：十四五规划不要设定一个值，就设定一个区间。这个区间的好处是，只要在这个区间里，就不需要采取什么额外的做法，不需要刺激或调控，你会比较从容。

为了稳定十四五甚至更长时间的经济增长，我们到底应该做些什么事情呢？我觉得，从供给侧来说，最主要的是以全方位的创新为核心，深化供给侧结构性改革。十三五提出来供给侧结构性改革，五年时间不可能取得完全的成效。因为像供给侧结构性的问题，都不可能是五年可以完成的问题，而且中国的供给侧结构性改革，很多与体制和制度密切相关，可能需要的时间更长。所以我们还得坚持

不懈地把这个结构性改革做下去。我列了一下几个供给侧方面要做的事情。

第一，要努力稳定劳动力的供给。我刚才说了，我们劳动力总量已经开始减少了。在很多领域，现在劳动力的供求关系已经发生了根本性的变化，而且已经出现了劳动力供给的不足。这种不足，有人说不是总量性的，是结构性的。其实在某些方面，也带有总量性的特点。当我们劳动力很充足的时候，有大量的年轻劳动力可用的时候，在城市，在服务行业，在餐馆、旅店，我们看到的服务员都是很年轻的小伙子，漂亮的小姑娘。但是现在你再去看，我不知道上海是什么样的，在北京的很多饭店里面，都已经变成大妈了。说明什么呢？至少劳动力在老化，或者在劳动力供求关系变化中，年轻人已经不做这个事情了。劳动力供求关系的变化，最后也会体现在工资上，过去十年中国劳动力的成本平均每年上涨 12%，这是一个非常快的速度。所以中国的密集型产业很快就失去竞争优势。在珠三角、长三角地区，很多劳动密集型产业不得不搬离，搬到劳动力成本更低的国家，或搬到西部

地区。

要解决这个问题，有些通行的做法，比如延长退休时间，我们可以延长到 65 岁。我不知道在座的各位愿意不愿意多工作五年，有的人是不愿意的。但延长五年工作时间，不仅仅对劳动力供给有好处，实际上对降低社会保障的负担也有好处。你一旦不工作，就开始拿退休金，这就成了养老金这一块的负担了。我们过去是连续交 15 年社保，退休就可以领了，但是 15 年这个时间太短了。现在的人活得太久，上海的人均寿命都超过 80 岁，你 60 岁退休，领到 80 多岁，有的到 90 多岁，要领 20-30 年，但是你却只交了 15 年，这个由谁来负担？这是一个问题。

要让那些进城务工的农民工尽可能都落户。我们国家现在进城务工的农民工，异地的大概是 2.7 亿人，这些人绝大部分都没有在就业所在地拿到户口。但是这些人如果能够落户的话，一般他的工作时间可以延长十年。如果不能落户，可能男的 50 岁，女的 40 多岁，就回老家了，就退出劳动力的队伍，这对劳动力供给的影响是很大的。黄奇帆跟

我说过，他在重庆时落户进城了 300 万人，以本地的农民为主。这带来的最大好处，他自己都没有想到的，很多代工的笔记本电脑生产线，在重庆初五就可以开工，因为工厂里都是本地的工人。但在广东的那些工厂，到大年十五还复不了工，因为很多人回家过年回不来。

我还觉得应该让那些退休的官员能够带薪工作。现在的组织部门把这些人管得很死，防贼一样地防着，觉得他们一出来工作就会腐败。我觉得这是不对的。如果你担心这些退休的高官再出来工作会腐败，你可以做更细致的规定，比如不能在他原来管的领域工作，各国都有一些做法。当然这些人如果拿工资，就别领退休金，这也是合理的；等你不工作了，再来领退休金。我们现在一刀切的做法，是非常大的劳动力的浪费。我觉得共产党应该珍惜自己培养的这批精英，这些人有水平、有经验，很多人是企业很需要的，这我都知道。现在的规定是不合理的，应该改。

还有一个就是放宽生育。十三五期间，我们做的一件事，就是允许一对夫妇可以生两个孩子。

我当时为什么对这一点印象特别深刻？我当时搞十三五规划，我在网上开了一个请大家为十三五规划建言献策的网站。我没有想到，那个网站头几天收到的 70% 以上的信息，都是要求放开生孩子。最后我们跟中央汇报，在五中全会中央写建议起草的时候，就写进去了。那么在十四五，我觉得应该完全实现自主生育，就是取消计划生育政策。不光是要放宽，如果效果不好，还应该采取适度鼓励年轻人生育的政策。所谓鼓励，就是你要有点激励性的措施，比如给生孩子的年轻夫妇一点补贴，或者给他们更多的时间。

第二，要提高劳动力的素质和质量。弥补劳动力数量不足的最直接的办法，无非就是强化教育、培训，更多提倡专业精神，让更专业的人做专业的事，提高技术工人待遇和地位，包括新型职业农民等等。在这方面，政府可以拿出更多的资源，来从事培训，而且建立更好的机制来做这种培训。这一点我们可以学习德国的做法，德国的培训不光有教师，它有学徒制、师徒制，但是我们现在都没有这些东西了。再就是学校，学校的办学自主权要增

强。学校如果没有办学自主权，就没有办法根据整个社会和市场对人才的需要，调整它的专业和课程设置。现在什么都得教育部管着，这个体制非常机械，非常僵化，不适应提高劳动力素质和质量的要求。

第三，要强化技术创新能力的建设。从产业端来看，就是要通过创新进一步提高产品和服务的质量。你的产品和服务的质量提高了，才会有更强的竞争力，才容易在更加严峻的国际外部环境下占据市场。对政府来说，我觉得还要进一步加大研发投入，更好地激励企业加大研发投入。中国目前每年研发投入的总量已经非常大了，已经超过了欧盟所有国家研发投入的总合，仅次于美国。作为一个结果，中国在过去五年里的创新成果，应该算是比较多的。中国过去五年新注册的专利数，每年都名列全球第一。当然我们专利的数量多，但是质量可能赶不上人家，不管怎么样至少数量是上去了。

但是我们跟美国比，有很大的差距，就是中国原创性、基础性研究的投入是不足的，这表现在哪里呢？政府对研发经费的投入比例偏低。我们对比

了一下中美，美国的整个研发投入里政府占 30%，中国政府的投入只占 20%。美国政府的研发投入更多是用于基础性研究和原创性研究。中国政府的投入不足，会表现在基础研究和原创研究方面的不足，这是未来需要加强的。另外，我们对企业的研发投入，可以提供更有激励性的税收待遇。还有其他一些举措，包括对研发人员产权的激励等等，这些都可以，但是我就不展开说了。

第四，要进一步的推进市场化和法制化的改革。最主要的就是要更好地保护各类产权，因为产权是最重要的激励。所有的投资，所有的创业，如果它的产权得不到保护，它是不会有长期打算的。这对我们绿色基金来说，是特别根本性的一个问题。我过去在政府写文件，写规划，不关注这个问题；但是我现在出来做投资，就非常关注这个问题。为什么？因为所有的投资都体现在产权上，而且我现在投的大部分企业都是私营企业，而不是国有企业，所以我关心投资的未来会是一个什么结果。如果我的投资所形成的产权和利益得不到有效保护，对我来说是极其不安全的。我经常跟很多做投资的

人在一块，我说：我们做投资，我们就得出来呼吁，我们要关注这个国家的政策和制度的改革，因为所有的改革都有可能影响到我们投资的未来；如果我们不关注，我们对有些事情不敢去呼吁，我们就只能被动地接受，搞不好我们就捱打，搞不好我们就蒙受很大的损失。所以，保护产权至关重要。同时，要依法行使政府的管制职责，现在我们政府各种管制的随意性太大了，使得市场主体对政府的治理完全缺乏可预期性，这对市场非常不利。资本市场表现得特别淋漓尽致，所以你会觉得在资本市场上做投资，面临非常大的不确定性，这种不确定性不是来自市场本身，而是来自政府，来自政策，这是很要命的。这在别的国家是不多见的。这样做的好处是可以降低制度性的交易成本。

对我们国家来说，还有一个更核心的问题，就是我们必须要从长计议，解决好我们现在主流意识形态和经济基础以民营经济为主的结构性矛盾。大家都知道，我们是信仰共产主义的，对共产主义的解释，我们依然是马克思的那一套，共产主义是要革资本家的命。但是我们现在 60% 的 GDP 是民营

企业产生的，而且除非国家采取国有化的逆向的措施，今后民营企业的占比会进一步提高。但是，主流意识形态和民营经济的这种结构性矛盾，如果不解决的话，它带来的根本问题，就是民营企业家在主流意识形态下，总是带有一种不确定性、不安全感。有不安全感的时候，很多老板采取的措施是什么呢？我发起来之后，就变现，变现之后就转移资产出去，在外面留足了能够生存下去的资产之后，国内的就让它怎么玩就怎么玩，很难形成百年老店的经营理念，因为他不敢想 100 年之后的事情。

对资本市场来说，就更要命了。现在资本市场，包括上海科创板，上市的主体都是民营企业。民营企业作为股票市场的上市主体，如果对未来没有信心，没有安全感，你很难指望这样的上市公司会有可持续性的经营理念，会有百年老店的想法。那么，我们的资本市场就是一个不稳定的市场，资本市场的微观基础不稳定，带来的最大问题还不仅仅是股票市场本身的不稳定，我们今后的养老金很多都配置在资本市场，资本市场出问题养老金今后都要打水漂的，最后我们领什么？所以这个问题可

不是一个小问题，是非常大的问题。搞意识形态的人是看不到这个问题的。但是我们这些搞经济的人，我们是看得清清楚楚的，我们充满了担忧，这个问题一定要提出来。

江泽民当总书记的时候，提出三个代表思想，实际上是在试图缓解主流意识形态，或者是共产党和资本家之间的矛盾。资本家作为先进生产力的代表，是可以入党的，是可以作为我们统治阶级的成员。现在不太提这个东西。如果这个问题不解决，今后是要出大问题的。所以我们党还需要有这种创新的意思，从长计议，从根本上化解上层建筑和经济基础之间的结构性矛盾。

第五，要深度推进全方位的对外开放。我们现在面临的对外开放已经不是市场准入的问题了。原来我们说对外开放，是关税降低，取消所有非关税壁垒，进一步扩大服务贸易的市场准入等待。这只是市场开放的概念，今后开放有两个方面值得我们进一步关注。首先，要有全球性的视野来配置资源。因为中国是一个大国，我们的利益肯定在全球的各个角落。离开了全球，我们大国的生存都会有

问题，为什么？因为中国的资源禀赋不好，我们大量的资源需要进口。对石油，我们现在的进口依存度已经达到 71%，我们天然气的进口依存度已经达到 43%，而且还在进一步提高。我们粮食的有些产品，像大豆 80% 靠进口。我们一年因为粮食进口，实际上占用了别的国家 7 到 8 亿亩的耕地，因为中国的耕地短缺。这就意味着中国未来的资源配置，必须用全球视野来配置，而且中国的国家利益，将会分布在世界的各个角落。其次，我们今后的开放可能涉及到制度和体制与国际规则的进一步对接。刚才我说了，下一步可能国际规则要面临一个改革和重构，在这个过程中，中国的很多体制是需要和国际规则接轨的，不可能我行我素。为什么西方国家对中国在有些问题上，立场是一致的？我们过去老说要维护自由贸易，但是西方国家最后发现不能和中国人说自由贸易，跟中国人一定要说公平贸易。他们认为中国目前的一些做法，或者是基于体制的做法，导致了不公平竞争和不公平贸易。这个问题你可以认也可以不认，你要是不认，继续我行我素，那么今后还会不断有各种双边甚至多边的贸

易纠纷。但是我觉得中国必须与国际规则对接，因为中国是一个大国，你太大了。越南就是搞得再好，对全世界影响是很小的。但是中国占全球五分之一人口，出口规模占全球的 30%，我们现在一年的经济增量是全球经济增量的 30% 多，影响太大，没有人会不顾忌你的。

我们一方面要积极参与国际规则的制订，同时我们自己内部制度和体制的改革必须要瞄准国际规则来对接。中国在加入 WTO 时做了很好的工作，我们修改国内很多的法律法规，当时我们说的最多的一句话是“与国际惯例接轨”，但是现在这话已经不怎么说了。我一直参与世贸谈判，当时外经贸部成立 WTO 司，龙永图就来找我说：徐林你能不能调到我们的外经贸部来做新成立的 WTO 司的副司长，专门负责政策审议？因为我在世贸谈判的时候，就负责谈政策。当时各个部门制订的任何一项政策，都要送到外经贸部的 WTO 司进行一次审议，那里要给你挑毛病，告诉你可能违反了 WTO 的哪些规定，但是现在这样的做法也没有了。所以现在我们所面临的问题，就是西方国家对我们的抱怨开始

多起来了。我第一次注意到西方对中国用词的改变，是在前年 G20 峰会在德国举行的时候，当时发表的宣言，中国的提议是要维护自由贸易体制，但是没有被采纳，当时的宣言用了维护公平贸易，这是第一次的改变。这种改变实际上国内学术界没有怎么注意，但这绝对是针对中国的。所以我们如果不能进一步跟国际接轨的话，我们也无法积极主动地参与国际规则的制订。因为你不可能我行我素，如果要我行我素，就会变得更加孤独，不会有别的结果。

第六，要强化国际化大都市的发展。上海毫无疑问是中国最具有国际化大都市特征的一个城市，有自己的优势。但是光有上海还不够，因为纵观世界各国的相互竞争，说白了主要是城市之间的竞争，因为经济、创新都主要在城市。所以中国应该建设更多具有竞争力的国际化大都市，作为中国更加全面参与国际竞争的主体。但是我们现在有个最大的问题，我们老是害怕大城市，老想控制大城市的规模。大城市是有优势的。我在发改委编了中国的国家新兴城市化规划，我一直在做城市化的推动

工作。我特别的无奈，在涉及到城市的很多改革方面，完全推不动。其中一个很根本的原因，就是都不喜欢大城市，但是也特别奇怪，所有那些不喜欢大城市的人都住在大城市，他们自己住在大城市，然后都不希望别人进这个大城市。我们暂且不说权力问题，大城市之所以有魅力，是因为城市规模大了之后，任何一个领域都很容易实现规模经济，所以就会有专业分工，所以就会产生各种各样的创业和就业机会，这是大城市最大的好处。你要是把大城市的规模优势弄掉，或者把人赶走，实际上你把很多创业和就业的机会抹煞了。北京现在发生的事情就是如此，上海我估计比北京略好点，但是好象也在做类似的事情。

当然现在我们也看到有些城市在抢人。我家在成都，成都是敞开胸怀，抢的主要是大学毕业生。但是一个城市不仅仅需要大学毕业生，城市需要不同层次的人在一起相同协作，相互配合，相互支撑，才能生存下去，才能发展下去，才会有效率。前不久我看到一则新闻，纽约曼哈顿的密度高的不得了，纽约市政府在做什么呢？他们对纽约的

很多地下室进行改造，使之具备条件可以住人，这样等于为纽约的低层次人口提供一个能够支付得起的居住场所，而且居住条件要过的去，因为它做了改造。但是北京做的是什么事呢？把所有在地下室住的人全部赶走了。我有时候就想，人家是一个资本主义国家的市领导，还能为最底层的人做点好事，当然它的动机也许很复杂，但是这对城市是有好处的。

其实一个人，能在城市里生存下来，就是被这个城市所需要的。有的时候城市觉得这批人是负担，其实这批人对城市是有贡献的。我只要在这个城市有就业，对当地 GDP 就有贡献，对税收也有贡献，因为我就业的那个企业要交税。我住在这里，在这里消费，我消费的每一笔钱里都有税，因为中国的税是价内税。虽然他没有这里的户口，但是他和本地有户口的人做的贡献是完全一样的。所以你没有理由歧视他。站在我们学经济学、学公共财政之人的角度来说，你必须给他们提供和当地有户口居民完全同等的公共服务和福利，但是我们现在没有做到这一点。

如果你有一个更有效的劳动力配备，实际上你的城市会更方便，更有竞争率，效率更高。哈佛大学有个教授写了一本书《城市的胜利》，讲的就是这个道理。最近还有一本书，是个物理学家写的，叫《规模》，这本书讲城市规模的好处。我不知道我们的很多市长、书记是不是看过这些书，因为道理并不复杂。

第七，要优化能源结构，并强化节能。因为我们现在在能源方面面临两大问题。第一，我们能源的安全供给问题；第二，跟能源相关的排放问题，也就是绿色低碳可持续发展问题。大家可以看得出来，我们的煤 OK，但是我们的石油和天然气是不 OK 的。我们石油天然气去年一年的进口加起来是 3 千亿美元，而且这个数量还在进一步提高。我们石油进口依存度超过了 71%，但是我们石油的储备（政府的官方储备和企业的储备）加在一起，不到两个月的时间。但是一般来说，安全的储备是要三个月，所以我们是比较脆弱的。

我一直认为，中国其实不存在粮食安全问题，但中国铁定存在能源安全问题。只要世界一动荡，

一有战争，或者主要的通道被封锁，我们的原油供应就会出现很大的问题。粮食安全为什么没有问题呢？第一，我们的粮食储备足够，现在粮食储备的量是一年的产量还要多。实际上我们只要储备半年的产量就足够了。但是我们每年都在不断提高官方的收购价格，所以农民也没有一个市场调节，不断增加生产，生产出来你得收，你不收农民就得亏。而且粮食真正出现问题的時候，你有半年时间，我们自己可以生产出很多粮食来。现在农村很多耕地根本没有种，因为种粮食不挣钱，没有人愿意种粮食。我们种粮食，一亩地一年挣 600 块钱了不起了。我去过很多地方，像四川、湖南，尤其丘陵地区农地，基本不种，这些地荒在那里。没有关系，真正出现粮食短缺的时候，一种，半年就出东西了。

能源是有问题的。对能源安全问题，你可以说要加强战略储备，但这个是不够的。我觉得中国在石油问题上，天然气问题上，今后要搞电气化和电动化的替代。因为中国还有很大的潜力去发电。即便从绿色的角度不增加煤电产能，我们可以增加核

电产能，我们在光能和风能方面还有很大的潜力。中国的西北地区可以搞太阳能发电，说实在的，新疆的沙漠上随便摆，而且新疆的沙子有很充足的硅，你可以直接在那里生产硅片。我最近和宁夏一家私营的宝丰能源交流，在上海主板上市的，他告诉我，他的光能发电成本已经到了2毛1分钱。所以在这方面，加大一些技术投入，储能技术再进一步发展，你可以用那边的电来做这些新能源，而且是用清洁的电来做这种电能转换，如果用煤电做这个我觉得是不值得。所以中国在这方面的潜力是很大的，应该积极推动这件事。还有一个好处就是，烧油、烧天然气有二氧化碳的排放，如果我实现清洁电能的替代，是可以减少碳排放，减少污染物的排放。上海PM2.5的浓度，30%-40%是来自于汽车尾气的贡献。要解决这个问题，除非你是用电动化或用更高标号的汽油，但是也不可能完全解决。这一块是值得很多城市花大力气做的，而且这样做下来之后，对中国保持能源独立性和安全性是有好处的。这是一个战略性的话题。

当然我要还讲一下需求侧的举措。我讲完之

后，你会发现，我们很多需求侧的政策最后也是回到供给侧的改革上。比如说要保持需求的稳定，消费是什么的函数？消费是收入和就业的函数，或者是收入分配的函数，收入分配越公平，消费会越大。相对于高收入者来说，低收入者用于消费的比例更高。

第一，基于就业和收入预期稳定的内需扩大。这主要是消费需求。要解决这个问题，首先，必须改善就业环境。比如城市不赶人，这就是改善就业环境。因为中国未来，刚刚我说了，服务业的增长潜力会更大，但是服务业的增长潜力主要在城市。如果城市要赶人，要控制规模，实际上是在抹煞服务业的增长机会和带来的就业机会，所以不能做这样的事。要改善就业环境，你就得使城市更开放，更包容，因为城市是就业的主要产生地。

其次，应该进一步降低企业的税负，因为中国企业的税负特别重。为什么呢？因为中国的税制是以间接税为主的一个制度，间接税主要是从企业征税的，我们的税收来源不像美国以直接税为主的国家。美国企业交的税很少，主要就是收入所得税，

还被特朗普将税率从 25% 降到了 21%。中国的企业所得税是 25%，比美国要高，处于不利的竞争地位。关键是中国的企业除了所得税之外，还要交增值税，增值税虽然有一些会抵扣，但还有很多是抵扣不掉的。当然中国企业还有其他乱七八糟的税费，这个附加，那个附加，这在美国是没有的。这么算下来，中国税费负担是偏重的。必须要降低企业的税费负担，这样企业才能有更好的盈利前景，企业才能吸纳更多就业。但是这涉及到一个系统性的财税体制的改革。

再次，要增加社会保障的支出。现在企业的养老金、医保的负担重，要为企业减负，但是也不能无限度地减，因为养老金涉及到未来。我觉得要不断补充社会保障资金的来源，这个补充从哪里来呢？我觉得可以从国有企业里产生。全民所有制企业最后就要把福利落到全民的头上，用它的分红进一步充实社保。另外，国有企业退出所形成的收入，也应该进入到社保。从中央到地方的各级政府都拥有很多很好的国有资产，其实政府不需要拥有那么多国有资产，完全可以通过混合所有制改革退

出来一部分，有些纯粹卖掉就得了。这样的话，我们就可以进一步增加居民的可支配收入，居民才会有更好的消费能力。

在这个过程中，你要减税，要做这个，做那个，政府就得过紧日子。我们政府现在一年国家财政的总收入是多少，你们有概念吗？20万亿。这是一笔不小的钱，但说实在的，我们政府财政的很多钱，用得是不恰当的，浪费是很多的。如果我们把这些浪费稍微节约一点，把那些锦上添花的项目少做一点，我们可以省出很多的钱，这些钱完全可以用来增加社会福利和社会保障的支出。这笔省出来的钱，我觉得少算都可以到1万亿一年。我们看G7开会，都在小课桌上，在小屋子里。我们好多地方，包括杭州，包括北京，盖的那些会议场馆，最后平时都没有用，都在那里展览。这样的钱，在西方国家是绝对不可能支出的。我们在北京，我相信上海也一样，很好的道路，挖了又重新弄一遍，我觉得至少过两三年再弄是没有问题的。我仔细问过什么原因，就是负责城建道路这一块的，必须每年要这笔钱，而且必须每年把这笔钱花掉，否则就

没有了。这都是很多过去的预算结构形成的既得利益，每年要浪费很多钱。我们完全有可能把钱用在刀刃上。

还有一点，有时候财政资源的错配也是浪费。比如说扶贫，咱们 2020 年要全部脱贫，要搞乡村振兴，这是浪费很多钱的。为什么呢？因为现在乡村里的人都在进城，你要振兴乡村，要投很多资源到农村，修的那些设施，最后没有人用，全是摆设。你为什么不把钱用在城市，给那些进城的农民工多盖点公租房、廉租房，让他们在城市里有住的地方？我觉得这个对脱贫的作用，比乡村振兴现在这种搞法，效率要高得多。但是没有人提这个不一样的意见，因为这都是中央定的战略，中央定的目标，必须完成。这些问题还都不是要政府过紧日子，政府改善一下资源配置的方向就可以实现的。

第二，基于深度城市化的城乡融合发展。我们现在提的城乡融合发展搞错了，把重点放在农村我觉得是不对的，因为中国的城市化还没有完成，中国城市化的动力还依然是强劲的。为什么这么说呢？因为中国城乡居民收入的差距是 2.7 倍，如果

算上城市和农村公共福利的不同，差距就更大了。城市化的动力来自何处？来自于两个差距，第一是城乡居民的收入差距；第二是第一产业和第二、第三产业在劳动生产率上的差距，这个差距在三倍以上。城市化在什么程度上会稳定下来呢？当城乡居民收入差距小于2倍的时候，城市化的速度会降下来。过去也有经济学家算过，说真正城市化率要到了70%以后，曲线开始变得平缓了。我们现在是60%，在城市化的动力依然比较强劲，城市化进程还没有完成的时候，城乡融合发展的重点应该放在城市，而不是放在农村。如果重点放在农村，你配错了资源的方向。农村什么地方是可以的呢？就是城市郊区的农村是可以的，或者离城市不远的村是可以的，因为它可以被城市的消费所覆盖，所辐射。所以你看，在长三角这一带，很多农村都不错，小镇、农舍、民宿都不错，为什么？因为它被整个长三角城市群的消费带动的。到了再偏远一点地方的农村，就没有任何带动了。

那么，要做什么事了？就是刚才我说的，要让进城的农民工和城市之间流动就业的人口，获得就

业居住所在地的户籍并享受均等化的公共服务，稳定他们就业和收入的预期。因为这些人一旦稳定下来，就会花更多的钱用于消费。现在好多打工的，年轻的可能都吃掉用掉，年纪大一点的农民工很多都是存钱，存钱干什么？就是回去盖房子，盖房之后没有人住。现在很多农民工，特别是年轻的农民工，也不会回到农村，都是在县城里面买个房子，因为他不在县城里买房就娶不到老婆，女孩子不嫁给他。他们生孩子之后，住在城市，在城市里享受教育，因为农村的教育不行。这里涉及到多少人？农民工 2.7 亿。流动就业的，就是那些有城市户口的人，从小地方到大地方去的，县城、小城市到上海或其他大城市的，这批人有多少呢？有 8 千到 9 千万人，这些人很多人都是大学毕业生。所以如果我们一个国家，长期有 3 亿多人处在这样一种流动的不稳定的状态，而且他们很多人受歧视，他们在城市感到受歧视，这是极不稳定的社会，也是极不和谐的社会。如果这些人稳定下来，会是一个很稳定很强有力的消费群体。有了这样的政策之后，他们就会满足城市购房购车的条件。在北京你

要是没有本地户口，你买车都不够格，买房也不行。现在好多地方都积分，搞得门槛特别高，比过去没有积分的门槛还高。把这样的一些政策改变之后，我觉得是有利于扩大消费需求的。

还有就是改进城市的房地产调控政策。我们现在的限购限价政策，完全扭曲了市场信号。让很多正常的房地产消费需求，完全没有办法得到满足。比如说我，我现在在北京，住在发改委的对面，是很好的位置。但问题是，我现在不在那里工作了，我可以搬到离我现在上班的地方近一点的房子。但是我现在要买房子就麻烦了，为什么？因为我们两口子另外买了一套房子，给我岳父岳母住的，所以我们名下有两套房，我没有买房资格了。实际上我就想换个房子，换房必须先卖掉一套房，但我现在卖了房，我住哪里？租房也麻烦，我一房子的家具怎么办呢？总之就是造成了很多不便，这种不便不应该是市场应有的常态，市场应该是方便大家的，有利于需求和供给撮合的市场才是高效的市场。但是我们现在这种管制，把市场变得非常的低效。调控房地产的目的是为了抑制炒房，你对

炒房行为征税不就完了吗？你让他交交易税、交增值税，你看看有多少人愿意？要让那些正常的改善性的住房需求，可以得到市场的满足。我们现在用的是一种非常落后的管理办法，我觉得必须改革。一旦改革之后，你会发现，其实中国人改善性住房的需求还是很大的。谁也别批评房地产是支柱产业，房地产在哪个国家都是支柱产业。美国那么成熟的经济，房地产依然是它的支柱产业。中国作为发展中经济，而且是城市化速度比较快的时候，房地产免不了是支柱产业。那些所谓要打压房地产的提法，我是坚决反对的。我不是说我们经济增长要依赖房地产，房地产是一种客观的存在，你不能否认。

第三，基于宏观审慎的财政货币政策。十四五有可能面临外部的冲击，产生经济动荡，一旦发生这种情况，比如外部需求剧烈萎缩，导致对实体经济的巨大冲击的时候，确实是有必要实施财政刺激政策。如果你不刺激一下，经济降幅太大的时候，会造成资源的巨大浪费。中国还是有条件在一些领域去实施一些刺激的。过去应对金融危机的时候，

我就在观察世界不同国家刺激经济的政策，中国是铁公鸡，铁路，公路，机场，还有别的一些需求。当时我就看德国，德国因为是一个很成熟的经济了，实在没有太多可投的。它刺激经济有一条，我看到好笑，刷墙，补贴所有住户刷外墙。你们去德国访问的都知道，德国所有的房子都很漂亮，看着都很新。德国对刷墙有要求的，按德国的规定，所有的住宅，包括私人住宅、别墅，你的外墙属于公共空间，你是不能自己乱来的。所以它补贴那个，因为它认为刷墙是一种公共产品。我觉得中国还没到这个程度。但是，即便是要刺激经济，我觉得中国也应该优化财政支出的结构，要增加对人的支出，而非简单扩大基础设施投资。因为我们现在基础设施投资已经开始有浪费了。但是在人身上，我觉得值得投入更多的钱。比如说城市化，更多人进城，可以花钱在他们身上。

现在简单地搞基础设施，尤其是西部地区人烟稀少，修了很多高速公路，甚至高速铁路，没有人用，没有几辆车跑。我喜欢越野，我要是休假，因为我家在四川，我经常到川西，到高原去开车。西

部地区，尤其像贵州，我都开过车的，很多高速路根本没有车。贵州县县通高速公路的，现在据说还要把高速公路通到每个镇上去。修高速公路，欠了一屁股债，没有车跑，也收不到费，还不了债。这样的做法不能再搞下去的，完全没有效益。为了基础设施而搞基础设施，绝对是重大的浪费，这样的浪费现在越来越多。我觉得中国如果今后再弄，应该在人口密集地区把基础设施的网络进一步密集化。而不应该在人口稀少的地区去增加密度，因为那边没有人用。

对货币政策来说，我觉得不能放水。如果货币政策放水，就意味着杠杆继续提高，所以我主张货币政策保持中性，主要为金融市场提供稳定的流动性支持，使得实体经济的融资成本，特别是债务更新和置换的融资成本，不要上升就可以了。因为我们现在有很多债务是还不了的，到期的债务只有让它再融资，或者借新还旧让债务延续下去，特别是地方债务，就要采取这种方法。金融就为这些融资行为保持一个稳定合理的利率水平就行了。过去欧洲债务危机为什么会产生？因为欧洲，像希腊，再

融资的成本非常高，已经高到 20% 几的利率，所以它融不起这个资。中国好在地方政府的债务都是内债，内债相对比较可控，风险不会外溢。再加上我们的储蓄率相对比较高，如果流动性保持合理充裕，利率成本不上升，这个债是可以滚下去的。对那些高负债地区，你只要控制住它的债务总量，债务余额不再增加，老债不断翻新往下走，只要当地的经济不断增长，财政收入在不断提高，它的偿债能力慢慢总是会提高，不会导致债务危机。中国很多基础设施的举债过去本来就有问题，都是短债长用，有流动性风险。我们国家的长期融资品种是很少的，法国的银行可以贷 50 年的贷款。但是中国没有一个银行贷过 50 年的贷款。我过去在财经司当司长的时候，那时候发城投债，10 年债都发不出去，没有人愿意买，大部分都是 5+2，就是七年。

第四，基于深化开放和全球化的出口稳定增长。出口依然是重大的需求，所以我们政府要做的事情，就是努力为企业营造公平、稳定、友好的贸易环境。怎么能够维护这样的环境？首先，你也得扩大产品和服务市场的对外开放，你不能抢占人家

的市场，自己不开放，搞重商主义策略是不可行的。没有哪个国家能够接受中国这么大的国家搞重商主义的政策导向。但是我们现在最大的问题是，现在所有的产业政策基本都带有重商主义倾向。所以外国人现在特别怕中国人这一套。你看我们的核电，核电的引进，一个是法国，一个是美国西屋的 AP1000。在合作基础上，我们搞出了中国的华龙一号，现在都可以了，就开始在国外搞，一在国外搞，就跟他们就抢生意了。美国人为什么把广核列入了实体名单？广核又不是军事，美国人觉得广核现在在国际上跟他们抢生意，他们觉得当时给你们转移了技术，你们现在弄起来，来抢占我的市场。我不能说我们这样不对，但是我们要适可而止。毕竟中国这么大的国家采取这样的策略，其他国家承受的压力是很大的。所以我们一方面要扩大出口，同时也得开放自己的市场，这样才能与主要的贸易伙伴之间形成你中有我、我中有你的利益关系。

在这个基础上，我们还要更加积极，更主动地推进多边、双边、区域的贸易制度安排。多边，就是进一步改革 WTO。双边，就是跟不同的国家做

双边自由贸易制度的安排。再就是区域性的，像 ASEAN 等等。现在美国因为在 WTO 做任何制度性改革都很难，要三分之二多数票通过才可以。所以美国就自己单独拉出来，当时搞了 TTP，把中国甩在外面。中国现在呢，也要化被动为主动，必须主动结成一些区域性的或双边的自由贸易安排。

第五，基于城市群和都市圈的区域协调发展。这一条我也是经过多年的工作思考形成的想法。中国过去的区域战略，先是西部大开发，后来东北老工业基地振兴，后来又有了中部崛起，最后又是东部地区率先实现现代化，我们叫四大板块。四大板块战略说白了，是没有太多意义的。除了在西部大开发，当时确实采取了一些实质性的措施，主要在基础设施领域加大了投入之外，其他一些板块并没有特别的措施。而且这么大的板块，一个板块内部各个省之间，各个城市之间的差距，都是非常大的，很难制订有针对性的区域政策。所以这种大尺度的、大坐标的区域战略，我觉得是没有意义的，纯粹是政治口号。那么怎么做对区域协调发展有意义呢？我觉得应该基于城市群和都市圈的协调发

展，这是有意义的。中国今后城市化率还会进一步提高。我估计到 2035 年的时候，中国的城市化率应该在 75% 到 80% 之间。中国的城市人口，80% 应该都会在 20 个左右的城市圈和都市圈地区。只有在城市群和都市圈地区，才有可能真正实现区域协调发展，为什么？大中小城市和小城镇的协调发展，一般只有在城市群和都市圈，才有可能产生。如果我们的城市群和都市圈形成了协调发展的格局，全国的协调发展基本上就八九不离十了，这种资源的配置会比较高效。而现在这种洒钱的方式，我觉得效率非常低，浪费非常多。在这个基础上，你再重点关注一下什么呢？关注一下老少边穷地区，因为那些地区是特殊困难地区，中央政府给予一些特殊的关照和扶持是必要的。这样的区域战略，可能针对性会更强，效率会更高。

第六，基于可持续发展的绿色低碳创新。现在全球，包括国内，都面临一个日益上升的绿色低碳的需求，特别是碳减排的压力越来越大，为什么？因为现在看起来，气候变暖的趋势比过去想象的要严峻得多。麦肯锡请我担任他们的全球低碳咨询顾

问，前几天在北京我们开了一次全球电视电话会议，它发的一个报告我觉得很好，对气候变化未来可能带来的一些不利影响做了透彻的分析。那个报告还是很触目惊心的，气候变暖如果继续下去，东南亚地区、印度会受非常大的影响，因为温度提高之后，那边很多人就没法工作了。我们温带地区一天工作八个小时，那边一天以后可能只能工作两三个小时，这样的话，对整个经济的负面影响是非常大的。那个报告做了很细致的测算，所以我觉得，今后碳减排是很大的压力。对中国来说，老百姓收入提高之后，对生活品质改善的需求很多都跟生态环境相关，大家需要更清新的空气、更洁净的水、更安全的食品、更好的生态。这样的话，就需要投入更多的资源去改进生态，加强环保，减少碳排放。这里就需要有一些更强有力的激励性制度和机制安排。这种机制安排往往和产权激励、技术创新、绿色金融，包括绿色资产交易，都密切相关。中国的碳交易为什么起不来呢？因为中国没有实施真正的碳排放额度管制。但中国现在是全球第一大碳排放国，如果你不采取行动，今后在国际上会变

得越来越被动。所以我相信，中国在未来的几年一定会实行碳排放总额的控制制度，进行额度分配，一旦有额度分配，就会形成交易。所以碳交易在中国是可以做起来的。

另外，我觉得在中国，绿色资产的交易也值得做。如果你想吸引更多的资本，特别是私人资本去做生态环境建设，去做生态环境的改善，它的投资要有回报，你必须对它投资所形成生态资产有产权界定，有法律保护，有交易。只要有交易，就会有价值。总书记说绿水青山就是金山银山。绿水青山要成为金山银山，要有机制才能实现。我原来在发改委工作的时候，已经开始探索试点，搞绿色试点的交易制度。在北京，我是北京绿色金融协会的理事长，我把北京环境交易所直接改成了绿色资产交易所。我想在北京建立一个绿色资产的交易平台，因为这种非标的资产没有交易场所，我来建立这样一个场所。我过去看到很多地方，为了改善生态把一片山包给一个私人投资者，他做得很好之后就形成了资产了。这些资产的价值是会外溢的，一座山的环境搞好了之后，周边土地拍卖的价格就会明显

提高，这和绿色资产价值外溢是有关系的。这种价值是可以交易的。所以我们要把这种制度建立起来，这样的话，中国的绿色可持续发展，就会有更多的人愿意去做，有更多的人愿意去投资。过去我们觉得搞绿色发展，意味着投入，意味着成本，但是现在我们发现，绿色有可能成为中国未来经济增长一个新的动力。

这就是我今天讲的一些主要的内容。我总体的看法呢，中国虽然潜在经济增长率是下降的，但是中国还有很大的增长空间。我们有很多的机会，被现在一些不合理做法或一些不合理体制和机制制约了。如果我们执政党和政府有足够的战略定力，坚持市场化改革和全方位开放，推进科技创新和体制机制创新双轮驱动，再辅以有效的短期宏观经济政策调节，形成供给侧和需求侧相结合的合理的政策和改革组合，我们在今后就可以更好地激励经济主体去创新创业，我们就可以更加有效地应对外部环境的大变局，真正做好自己的事情。这样我们可以用十年左右的时间，使得中国成功跨越中等收入阶段，稳稳进入世界银行确定的高收入国家行列。所

以我对于未来依然是充满信心的。谢谢大家。

乔依德：非常感谢徐司长给我们做了全面、精采的演讲，他从我们今后可能所处的外部环境，一直讲到国内的供给侧需求侧。他是多年从事这方面的工作，既有非常丰富的实践经验，又有理论高度，给我们带来很多启发。今天时间不多了，但是还是可以有一两个提问。

王世豪：我非常敬佩徐董事长的坦率和直言，以及睿智。我想问的是关于金融问题，我来自银行。你刚才说的中国对外依存的石油、铁矿石等是长期的、刚性的，但是我们用去交换的是外汇。如果外部市场严重萎缩下，我们没有外汇了，但是这些进口品是刚性的，我们拿什么去换？这是第一个问题。第二个问题，现在老百姓的存款一共是 80 万亿。老百姓跟银行借了 50 多万亿，跟政府的公积金借了 6-7 万亿，加起来已经 60 万亿，民间借贷至少 10 万亿，加起来是 70 万亿。每年付利息，如果算 6% 的话，就要 4-5 万亿的利息，实际上老百姓没有钱来消费。未来的增长，消费是很重要的一个方面，哪里来的消费推动力？你刚才分析了很

多，但是我觉得，从货币的角度来分析，前景很不乐观。这是两个国内的问题。再问一个国际问题，你说十四五期间，中美关系的修昔底德陷阱，发生的概率怎么样？

徐林：我试着回答。第一个问题，是一个很现实的问题。其实我这里讲了，我说要通过电动化和电器化，来降低对石油天然气这样一些能源进口的需求，实际上也是降低进口依存度。对中国来说，你刚才提到的问题是一个非常战略性的问题，因为中国的资源禀赋不好，所以我们不光是在石油天然气，还有其他一些矿石上高度依赖外国。所以我们必须通过制造业的出口创造足够的外汇，来购买这些产品。所以中国的贸易收支会对某些国家形成比较大的顺差，可能对别的国家是逆差。如果我们不能通过贸易获得足够多的顺差，就没有足够的外汇来购买我们所需要的资源。这种压力也需要通过一些其他方式，像刚才我说的能源问题，通过国内的进一步电气化来降低，这也是一种办法，但需要时间才能实现。这种压力永远存在，所以中国不可能放弃对一些国家的贸易顺差。目前这个问题还不

突出，因为我们现在即便和美国打贸易战，我们对美国的顺差都没有减少，还是在增加的。这是第一个问题。

第二个问题是关于消费的。中国家庭户负债率在过去十年是上升的，而且上升的速度比政府和企业的债务都要快，这在一定程度上也影响了消费。但同时呢，债务本身也构成消费。因为有很多人是举债在消费的。因为消费是收入和就业的函数，所以要进一步扩大就业，进一步增加居民可支配收入，这样才有偿债能力。这不一定能完全回答你的问题，但也是出路之一。

第三个问题，中美一定会斗一段时间。我觉得中美贸易战也必须打一下，因为只有打了之后，大家才会知道打的后果是什么，如果不知道打的后果，就不会有一个很好的贸易协议。前各种传言比较多，美国说是中国人变卦了，中国人也谈不上有多大的变卦。任何一个谈判，不到最后签协议，都是不算数了。所以美国人说中国反悔了是站不住脚的，因为没有签协议的东西，谈不上反悔。其实最核心的问题，并不像外界传说的因为有监督机制，

中国人认为要修改国内的法律，影响我们的主权，不可接受。其实根本不是这么回事。中国人对贸易协议的态度还是认真的，我们在世贸谈判的时候修改了多少法律？修改法律对我们根本不是问题，问题是什么呢？问题是美方不愿意放弃已经加征的10%关税。既然签了贸易协议，你以前加征的10%的关税就必须取消，但是美国人不愿意取消，我们觉得不能接受。这样的协议，拿回来没法交代，可能比李鸿章还差呢，实际上是这么一个情况。中美之间是大国之间的战略利益博弈，这种博弈，或者你把它叫成斗争也好，可能持续比较长的时间，直到美国人觉得中国已经发展到跟我们作对没有任何好处的时候，它可能才会放弃现在的遏制。但是我估计可能至少还得要有20年左右的时间，才有可能到这一步。

现在很多人在反思中美走到这一步，中国是不是做得有什么问题？我相信会有一些问题，但是这个问题我检讨不出来。我觉得有一些必然性，就是两个大国之间的战略博弈必然要走到这一步，但是这一步可能来的略微早了一点。我觉得中国和美国

避免修西底德陷阱是有可能的，因为毕竟二战之后各国，包括美国，对国际体系的安排，认为还是必要的。而且中美都是核大国，核大国之间的战争从来没有发生过，也很难想象。所以我不认为中美之间会真正走向修西底德陷阱。当然我们也确实需要用博弈的心态来客观看待美国对中国的一些做法，提出我们自己应对的办法。

乔依德：最后一个问题。

张明海：谢谢徐司长。我接着刚才王行长讲的，问两个问题。一个就是你刚才提到的，我们提自由贸易，但欧美国家提公平贸易，我想问一下，这个公平贸易意思是什么？是指中国和世界上其他国家的公平贸易呢，还是指我们国内的公平贸易？

徐林：当然是国际的。

张明海：是不是包括国内呢？接下来的问题，你刚才讲到，中国的劳动力短缺，要延长退休时间。我的印象里，每年都说要安排大学生就业。到底是劳动力短缺，还是就业是一个大问题？你说要延长退休年龄，有好工作的人不愿意退休，再做五年也无所谓。但是现在很多失业的，啃老，有工作

不去做，可能是不喜欢那类工作，这是结构性的问题。怎么样解决这个问题？

徐林：我觉得中国在就业方面既有总量的问题，也有结构性的问题。大学生就业难的问题，更多是结构性的，因为有些活他不愿意去干。比如北京搞装修，你要请一个工人，一天的工资没有 500 块钱找不到人。我不知道上海是什么水平。如果一天 500 块钱，如果他每天都有工作的话，他一个月的收入大概是 15000 块钱。在北京，有时候我和我太太两个人去捏脚，捏脚的小姑娘一个月的收入也都在 1 万块钱。劳动力成本上升肯定跟供求关系变化有关。总的来说，过去十年中国劳动力的成本平均每年上涨了 12%，在全世界各国比起来，是上涨幅度最快的，肯定也跟劳动力供求总量变化有关。所以中国劳动力的就业问题，既有总量的问题，也有结构性的问题。你得用不同的方法，来应对这个问题。城市里面，特别是大城市，其实还是有很多就业需求的，但是现在找不到人。在北京就是找不到人，比如说找不到保姆，上海也一样，6 千块钱，8 千块钱，都找不到合适的。到底这是结构性的问

题，还是总量问题，我也说不清楚，我相信一定是结构和总量都存在问题。另外，因为劳动力不那么丰富，我们要提高劳动力资源配置的效率。

关于公平贸易，在国际上说这个话题，主要是指国别之间的贸易。为什么他们特别强调公平贸易？因为他们认为中国的很多产业，包括民营企业，都接受了大量的政府补贴，在政府补贴下形成了生产能力和竞争优势。他们认为相对于其他国家没有接受政府补贴的那些企业而言，是一种不公平的竞争行为。所以外国人提公平贸易的时候，针对的是中国背后的一些体制问题，政策问题，就是我们的很多产业政策，都有对一些特定产业甚至特定企业的大量补贴，这种补贴名目繁多。但也不是说别的国家就完全是干净的，因为很多国家都有各式各样的补贴。我过去在世贸谈判时，主谈的就是工业补贴。这对我们来说，是一个现实的话题。我们其实有空间改善这种补贴的方式。使得补贴呢变得更加有效，不那么显眼。我们还有一个毛病，别的国家一般都不会对外宣传做了补贴，但是中国特别爱宣传。中国每个部门都有自己的发言人，不定期

地就要搞一次新闻发布会，然后说我做了什么事，给哪个产业提供了什么支持，这都给人家提供了很多的把柄。我过去在参加世贸谈判的时候，和美国人谈补贴，我当时特别恼火的有一次就是：美国找了一个华人，实际上是中国在美国的留学生，毕业之后留在美国，在商务部工作，找了一大堆国内的报纸，把各个报纸上发的哪个部门提供了什么，全抖在我面前，那次弄得我特别被动。我们应该变得更聪明一点，有些事只做不说。有些事可以不做的就别做，这就是我的观点。谢谢。

乔依德：今天时间不早了，我们再次以热烈的掌声，对徐司长精采的演讲表示感谢。今天的沙龙就到此结束，也感谢大家的参与。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）



乔依德：CBDC、Libra、IMFcoin：比较和思考

（上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德
7月6日在上海金融与法律研究院的发言）

首先感谢金融与法律研究院邀请我来参加这个活动。我发言的题目是“CBDC、Libra、IMFcoin：比较和思考”。

一、CBDC（中央银行数字货币）

我简单归纳几条。核心是它是一个法币，跟其它所有的比特币、数字货币不一样，这一点非常重要，是中央银行发的货币，当然形式是数字化发行的方式，好处是提高了效益。首先，提高了货币政策的有效性，我这里补充一点，现在有些国家在某种场合上搞负利率，如果不是数字货币，那么效力就会受影响，因为老百姓可以把纸币藏起来不用。而在数字货币的情况下，就不会发生这种情况，所以，它会提高货币政策的效率。其次，提高了金融系统的有效性，包括零售等等，对于整个金融系统

效率有很大的提高。

但是也有一些问题。第一个问题，我在很多场合听到在讨论一个问题，即：它的结构是两层还是三层？第一种假定是二层，个人账户开在了中央银行。我的感觉是中国的中央银行、人民银行还是倾向于三层结构，即类似于现在传统的人民银行、商业银行、个人三层结构。这两种不同的结构可能各有利弊，二层结构可能不太好控制，容易出乱子，保持现在三层的结构可能会稳定一些。

最大的问题，也是我最担心的问题就是如何应对黑客，整个国家的数字货币系统如果被黑客攻破的话那就不得了。现在我没有看到明确的答案，现在想立即实施的都是一些小国家。英国本来有一个研究小组，后来撤销了。我预计现在大的国家还不敢推出，谁敢拍胸脯说我的系统肯定不会出问题？！

二、Libra

我把 Libra 定义为“比特币 3.0”。

比特币 1.0 是我们知道的区块链、公链，它的

波动性很大，现在仅在币圈内使用，不可能大规模使用。

比特币 2.0 是稳定币、联盟链，用各种法币计价，人民币或者美元。

比特币 3.0 是 Libra，采用了联盟链，以法币 1 : 1 作为储备，这一点和前面都是不同的，它是正儿八经作为储备，应用场景丰富。这个和香港货币发行有类似之处，香港发行货币和其他所有国家不同，它是由三家私人银行按照固定汇率真金白银地把美元放到金融监管局，钱要放到那里不能动，然后港币再发出来。Libra 有一点这个味道。

问题在于：

1、Libra 能否成为全球超主权货币？微信上有不少文章认为这是全球超主权货币，在瑞士设立 Libra 协会类似于数字货币的央行，这些说法我都不赞成。

2、技术上没有问题，马化腾一开始就讲我们早就可以做，但是有监管的问题，这是对的。

3、客观上也有需要，白皮书讲得很聪明，说全球有好几亿人没有银行账户，通过 Libra 交易的

话会让他们享受到普惠金融的便利。

4、操作上存在很多问题，如果在一个非洲国家，货币不是储备货币，老百姓怎么拿当地货币买 Libra，没有账户谁卖给我？如果出售 Libra，怎么计算汇率？你说你为了解决普惠金融，但是操作上还有很多问题没有解决。

5、Libra 仍旧受各国监管。有人认为这不是主权货币，可以不受监管，这是不对的。且不说 Libra 使用的法币的这些国家可以监管，所有国家都可以监管，可以不让 Libra 进来，主权国家有这个权利。首先 facebook 现在没到中国来，那么 14 亿人就不能用。

6、削弱了各国发行法币的主权。发主权货币是一个国家主权的一部分，特别是现在越来越强调国家的主权，在这个情况下哪个国家都不会放弃发币的权利，这个是最难克服的一个障碍。发行 Libra 动机不错，带有理想主义，但现实很残酷，也不公平，也没有办法。

我举一个其它例子，解决国家之间财富不平等、收入不平等其实有一个最简单的方法，即让人

口全部自由流动，穷国人口流到富国去，那么不平等就能够下降。从纯粹经济学的角度来看，确实如此。但是人性不是这样的，富国大多数人都会不同意。

三、IMF coin/eSDR/pSDR

姚余栋 2015 年写了一篇文章提出“eSDR”，我在有一次国际会议上提出“pSDR”，觉得可以采用数字货币或者在区块链技术发行和推动 SDR 的广泛使用。为什么？IMF 章程规定所有成员国有义务扩大使用 SDR。这个要比 Libra 更有权威性。当然即使如此，SDR 也不是法定意义上的全球货币，它只是一个储备货币。

我在 2017 年 7 月份在秘鲁一个国际会议有一个发言，题目是“跨境支付清算，区块链和 SDR”。前面部分不讲了，我将第三点的一些想法介绍了一下，在跨境交易使用中如何使用 SDR。因为现在跨境资本流动中存在很大的问题，SDR 存在很多问题，发行不够有效，分配不是很公平，私人不能很好地应用。真正成为一个货币有很长的路要走。

IMF2016年有一篇文章将SDR的功能归纳了几条，首先是“O-SDR（官方储备资产），还有一个市场交易工具叫“M-SDR”。易纲那时候是人民银行副行长，他在2017年IMF、世界银行年会上提出“U-SDR”，Unit of account，说的是SDR的计价功能。我顺着他们的思路，提出“Payment”（pSDR），刻画SDR的（跨境）支付功能。这是我想出来的，供大家参考。

我没有像姚余栋想的那么大，我很保守、谨慎，想一步步来。先把数字货币运用到跨境支付交易当中，一步步走，官方跨境交易可以先用pSDR，IMF作为一个协调监督者。慢慢地再用到其他的国际组织当中，以后再运用到其他场合。这是我的想法。

四、结论

只有全球有中央银行才能有真正意义上的全球货币或者是超主权货币，而没有全球的中央政府，则不可能有全球的中央银行。很简单，就是这么回事。

比特币出来以后，这几年我一直比较关心数字货币以及货币的本质。当时我们也和搞技术的人做了研究课题，搞技术的人有很大的冲动，非常看好比特币。最后我们写报告没有完全照抄他们的观点，对于比特币模棱两可。最近 Libra 出来，我的反应很坚决，我对这个很不看好，对这个事情持保留态度。

脸书要搞 Libra，消息一传出，开始时，这件事一开始网上都争先恐后说此事了不得，要替代微信、支付宝了，中央银行、中国政府必须马上作好准备，否则的话会被打垮掉，此类议论非常多。第二波就开始出现不同的声音，各国监管部门先后出来说话了。这样看问题，可能会更全面。

我觉得现在的人有一种恐惧，什么恐惧？害怕被先进科技抛弃，被时代的巨轮抛弃。一有新的东西出来之后，每个人都有下意识的倾向要抓住它。这样的冲动有好处，否则的话就不可能有创新。每个人都像我这么保守的话，那么就没有创新。但是还要冷静和平衡，我举几个大家都经历过的例子。

十年之前，认为纳米技术会改变一切，再看

五六年以前，那时候人人都讲第三、四次工业革命，都认为3D要改变一切了，大家都经历过。我当时就说，3D当然好，但是难道个人家里都要有3D打印机打印杯子？有这个可能吗？没有，这个是违背常识的。

我说这个话的意思是要有一种平衡感，我不否定大家希望在新时代看到和抓住一些新东西，同时要有冷静的态度。观察外部世界变化的时候最好有一个平衡的观点。



乔依德：Libra、SDR 和央行数字货币 未来谁将成为“主宰”？

（该文刊载于第一财经网 2019-08-12，内容是上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德接受第一财经记者周艾琳专访，就 Libra、SDR 和央行数字货币的未来发表看法。）

中国人民银行近日召开 2019 年下半年工作电视会议提及，加快推进我国法定数字货币（DC/EP）研发步伐，跟踪研究国内外虚拟货币发展趋势；8 月 10 日，中国人民银行支付结算司副司长穆长春表示，“央行数字货币现在可以说是呼之欲出了”。

加密货币此时成为市场持续关注的热点。脸书（Facebook）此前宣布推出 Libra（天秤币）；而在 8 月 1 日，美国专利和商标局披露文件显示，零售巨头沃尔玛正在申请数字加密货币专利；不只是商业机构，包括英格兰银行、加拿大央行以及瑞典央行在内的多国央行也在进行法定数字货币的研发。

IMF 曾表示，拟根据特别提款权（SDR）机制推出一个全球数字货币——IMF Coin。

值得探究的是，如果按此路径向前推进，Libra、SDR、央行数字货币未来可能如何共生？金融危机后，“去美元化”趋势一度升温，超主权货币在未来是否有存在的必要性？SDR 等能否担此大任？对此，上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德接受了第一财经的专访。乔依德为国际货币体系专家，多次参与 IMF 研讨。

Libra 难成超主权货币

乔依德认为，Libra 成为超主权货币的可能性基本为零，Libra 自身也否认了这一雄心，称仍将停留在跨境支付领域。

目前业界人士更倾向于将 Libra 看作为“比特币 3.0”。比特币 1.0 是区块链、公链，其波动性很大，现在仅在币圈内使用，而不太可能大规模推广；比特币 2.0 是稳定币、联盟链，用各种法币计价；Libra 在以前虚拟数字货币的基础上有所改进，同时它把 Uber、Visa、ebay 等 28 家机构集合起来

参与发行和运营，所以应用场景比较丰富、用户流量大。但 Libra 仍是一个私人发行的虚拟数字货币，它也不可能成为一个全球的超主权货币。

“要真正成为法定意义上的超主权货币，必须要有一个全球性的中央银行，而这也就必须要有一个类全球性的政府。目前这些都没有。因为只有政府才有强制力，才有强大的信用来发行货币，包括超主权货币。”乔依德表示。尽管美元现被称为全球货币，但乔依德说，美元这种全球货币职能也仅是在事实使用中的存在（De Facto），而并非是法定意义上的，因而它是可以改变的。

此外，美国国会在 7 月 16 日和 17 日举行了两次听证会，对 Libra 表示质疑。主要问题集中在三个方面：一是隐私，二是如何保证做到反洗钱，三是关于国家安全或者说如何防止冲击金融系统。Facebook 关于 Libra 项目的负责人马库斯尽管极尽全力解答疑问，但并没有消除这些质疑。马库斯同时表示直到监管落地才会推出 Libra 项目。“各界在 G7 财长会议很快就一致同意对此事表示关切，并将成立工作组来应对。Libra 被冷藏的可能性会很

大，除非是做出根本性的改变。”乔依德对记者说。

SDR 的超主权货币之路漫漫

目前还有没有必要推出一个超主权货币？谁可能是候选者？当前的观点大多认为，多元货币体系的可行性更大，SDR 要被铺开使用仍存难度。

十年前爆发的全球金融危机显示了国际货币体系存在着的根本性矛盾，即美元充当了全球的信用货币，美国根据自己国内的需求来决定发行美元，而这常与全球流动性的需求不匹配。这一矛盾再加上次贷危机等的爆发，就会引起全球性危机。因而，乔依德称，全球性的信用应该由发行的全球性货币来承担，这是最为理想的状况，但是目前没有这种可能性。

“因为没有有一个全球性的政府和中央银行。今后可能的演变是国际货币体系朝着储备多元化的体系发展，同时也可以扩大 SDR 的使用范围，这样双管齐下，会减缓当前国际货币体系存在的根本矛盾。”乔依德说。

过去被寄予厚望的 SDR 是一个储备资产，也



不是真正的全球性货币。SDR 也存在缺陷，例如发行不够有效、分配不是很公平、私人不能很好地应用等。

“很多人可能不知道这样一个事实。上世纪 60 年代，由于美国国际收支持续走弱，布雷顿森林会议所决定的双挂钩——即美元和黄金挂钩，其它货币与美元挂钩——这样的安排受到了很大冲击。美国想通过 SDR 这样一种储备资产来支撑美元，所以在 1969 年推出了 SDR。后来 IMF 修改章程，规定所有成员国有义务扩大使用 SDR，但是现在效果不是很明显，SDR 没有得到广泛使用。”乔依德称。

原因有几个方面。首先 1973 年牙买加协议后美元逐步稳定下来，美国对扩大使用 SDR 态度消极，又由于美国拥有一票否决权，这就成为推动 SDR 使用的最大障碍；其次，在技术上也存在一些难点。例如，现在全球外汇储备由各国分别持有，这样对持有国来说收益并不高，对全球经济来说有通缩效应。因而上世纪有人建议建立一个替代账户，各国将外汇储备放入这个账户，取得 SDR，这个账户由专业工作人员管理，将会提高外汇储备

的收益。当外汇储备持有国需要用外汇时，可以用 SDR 替换储备货币。

“这一设想是很好，但账户可能会出现汇率风险。如果出现风险，由谁来承担？尽管也提出了各种方案，但都未达成一致意见，最后也就不了了之。也有私人机构曾发行过 SDR 计价的债券，但是最后都未能形成一个很好的市场。”乔依德称。

全面推广 SDR 存在很大的阻碍和困难。那么能否可以考虑采取渐进的办法找到一个点先行突破，然后逐步扩大到全面使用？

IMF 于 2016 年发布的论文将 SDR 的功能归纳了几条：首先是“O-SDR（官方储备资产），另一市场交易工具叫“M-SDR”。央行行长易纲在 2017 年 IMF、世界银行年会上提出“U-SDR”（Unit of account），说的是 SDR 的计价功能。顺着 IMF 的思路，乔依德说“Payment”（P-SDR），刻画的是 SDR 的（跨境）支付功能。

“如何监管跨境资本流动一直是各国中央银行关注的问题，也难以得到圆满解决，因为它涉及到两国或者多个国家的问题，存在着监管套利。因此

这也许是一个比较好的突破口。”乔依德告诉记者，初步的设想是可以采取区块链中联盟链的方式，IMF 作为一个协调者和监管者，先从官方的跨境交流开始，再逐步推广到所有的机构交流（包括私人机构），最后推广到个人和企业。与 Libra 相比，它有更的可信度，但是没有像 Libra 所拥有的那么多的流量入口，因此只能采取这样渐进式的方式。

加密货币崛起倒逼央行数字货币

随着金融科技、区块链技术、数字货币的崛起，各家央行程度不同地对虚拟货币采取了相关的监管措施。面对数字货币的浪潮，央行们事实上也进行数字技术的研究，有的考虑发行央行数字货币（CBDC）。在这一背景下，CBDC 又会扮演什么角色呢？

对此，乔依德说，国际清算银行（BIS）在 2018 年下半年对 63 家中央银行进行了问卷调查，结果发现 70% 的央行已经正在对发行 CBDC 做一些框架性、概念性的研究，其中很小一部分考虑进行试点，更少的一部分考虑在今后十年中有可能发

行 CBDC。

他称，CBDC 循环可能有一层或两层结构。一层结构是指央行和直接使用者（个人、企业）；两层结构是指央行、商业银行和直接使用者（个人、企业）。

“从央行投放的角度，CBDC 有一层或两层的结构，其实质是一样的。不同的结构有不同的优缺点。直接投放给使用者效率会比较高，但是也可能会带来更大的不确定性和风险；如果采取两层投放的方式，这样的结构与传统结构相同，可以充分利用现有的金融基础设施，相对比较稳妥。”乔依德分析称。

穆长春近日在一场论坛上说，中国人民银行正在研究的央行数字货币 DC/EP(DE, digital currency, 是数字货币；EP, electronic payment, 是电子支付) 采取的是双层运营体系，央行做上层，商业银行做第二层，这种双重投放体系既能利用现有资源调动商业银行积极性，也能够顺利提升数字货币的接受程度。

谈及 CBDC 的推出将对金融机构产生的影响，

乔依德表示，如果采取一层投放方式，冲击会比较大，金融媒介的规模和功能都可能会大大减弱，很多商业银行的一些基础性业务，可能未来就不再需要了；采取二层投放方式，冲击就会小很多，原因是原来的基础设施都还存在，很多运行流程仍可以继续使用。

至于为何全球央行的数字货币研究和推进都慢于预期，乔依德称，有很多问题需要考量，例如如何影响货币政策传导？如何影响金融稳定性？虽然现在有些央行已经或正在考虑进行局部的试点，但这些试点得出的结论是否具有普遍意义仍是不确定的。更重要的是，CBDC 运行本身具有安全隐患，即如何防止黑客的攻击是重要问题。如果一旦被黑客攻破，就不是个别数据的泄露问题，而是整个国家金融和经济面临崩溃的大问题，所以各国政府慎而又慎。

乔依德：中国如何稳定对外金融？

（该文刊载于 FT 中文网 2019-06-11，
作者系上海发展研究基金会副会长兼秘书长）

当前中国经济正面临着一个复杂的局面，各种经济数据好坏参半，尽管开局良好，但下行压力仍旧很大。与此同时，中美经济摩擦急剧升级，并逐步扩大到科技、外交等领域。这也给经济增长前景带来了巨大的不确定性和负面影响。在这种情况下，人们常说要做好自己的事情，这当然是对的。做好自己的事，首先要坚持改革开放，同时也需要针对各种情况、各种风险制定互相协调的有效政策。本文仅从经济的一个侧面，即如何稳定对外金融谈点看法。

所谓对外金融，相对于国内金融，涉及到汇率、资本跨境流动、国际收支和外汇储备等等，是我们对外经济活动的一个重要组成部分。毫无疑问，它受到外部冲击的影响是比较大的，其中首当其冲的是人民币的汇率。自从去年中美贸易摩擦升

级，人民币一直处于贬值中，已经贬值 8%。特别是最近美方宣布要进一步加税，汇率更是处于贬值之中。这本身是市场经济运行的自然结果。对中国出口商品加收关税，人们预期出口会下降，经济增长可能下滑，因而产生了人民币可能贬值的预期。德意志银行汇率策略师 George Saravelos 对各种加税后可能对人民币产生的影响作了分析和估计，制成了下表。具体预测的数据也许并不重要，但是他针对加税对人民币影响为我们提供了一个量化的结果。当然最终人民币是否会贬值到这种程度还取决于其它各种因素。

从表 1 中可以看出，最严重的一种可能是美国对全部中国出口商品加收 25% 的关税，人民币贬值到 7.93。这就牵涉到一个敏感而又有分歧的问题，即我们应不应该采取措施不让人民币突破“7”的界限。对于是否应该保“7”，有两种截然不同的观点。一种认为“7”是一个很重要的关口，应该动用各种措施保住它，否则有可能出现资本大量外逃，人民币进一步贬值的一种恶性循环。另外一种观点认为，“7”和任何其它数字一样，没有特别

的含义，即使破“7”，汇率形成超调，市场机制也可以使它恢复到合理的水平。仔细分析这两种对立观点背后隐含的逻辑，似乎可以得出以下的阐述。“7”就像任何一个整数，在金融市场，特别是在外汇市场上具有一定的心理暗示作用，而这也是影响汇率波动一个短期因素。所以，它与一般数字有不同的含义。如果可以采取四两拨千斤的简单办法，比如金融管理部门发声进行预期管理，能保住“7”则不是一件坏事。但要注意的是对此不能凝固化，否则等于给买空卖空的投机无形中上了保险。而且，对其作用也不能过分夸大，不能动用大量的外汇储备来保“7”，这是得不偿失的。至于有人说宁可GDP降到5%，也要保住汇率稳定，更是无法接受的。经济急剧下降，会影响到就业，影响到整个大局的稳定。我们应该认识到，不使用汇率来促进出口是一回事，但是汇率毕竟是宏观审慎工具之一，这则是另外一回事。欧债危机时期，希腊等国国际收支严重恶化，它们无法通过贬值来改善国际收支。这个事实从反面教育我们，不应该忘记汇率毕竟是宏观经济和国际收支的自动调节器，是会起

作用和可以使用的。这与保持汇率在合理区间的要求并不矛盾。

表 1 增加关税对人民币影响的估计（美元 / 人民币）

	加权平均的所增关税	人民币汇率的估值
不加关税	0.0%	6.34
500亿美元商品加收25%关税	2.3%	6.48
500亿美元商品加收25%关税 + 2000亿美元商品10%关税	5.9%	6.71
500亿美元商品加收25%关税 +2000亿美元商品25%关税	11.4%	7.06
500亿美元商品加收25%关税 +2000亿美元商品25%关税 +3000亿美元商品10%关税	16.8%	7.41
全部中国出口商品加收25%关税	25%	7.93

（注：假定中国对美全部出口为 5500 亿美元，资料来源：德意志银行、布隆伯格金融）

2016 年以后对资本账户的控制加强了，这是不得已而为之，是防止人民币大幅度贬值，防止外汇储备急剧下降的手段。当然这存在一个悖论。当现在面临复杂的环境时，人们进一步认识到人民币国际化的根本意义，但资本账户目前还不能做到完全开放，这无疑会阻碍人民币国际化的进程。应该认识到目前并非是人民币国际化最好的“窗口期”。对此我们只能抱着一种着眼于长远的心态在应对当前已经发生或即将发生的冲击中采取谨慎的态度，

同时在可控的情况下依旧争取人民币在境外的更广泛使用。

目前要注意管控和减少对外金融的 exposure（敞口）；对外投资和对外借贷要严格按照《“一带一路”债务可持续性分析框架》；对接受国的财务可靠性进行全面分析；对数额巨大的项目要特别谨慎，发行外币债券要注意数量、期限以及币种；在经贸活动中，在可能的情况用本币，特别是人民币计价。应该意识到，任何跨境金融活动只要是用美元计价结算的，不管金融交易对象是不是美国机构，一般都将在美国进行清算，这就会受到美国法律的制约，因而尽可能在经贸活动中避开美元计价和结算。当然，最大的痛点是 SWIFT，如果 SWIFT 对我们关闭，那么对外金融活动几乎将被迫完全停止，就像目前伊朗所遭遇的那样。区块链可以突破这一瓶颈，技术上已无问题，应加紧研究如何在商业上大规模应用。有报道称，有越来越多的外资银行加入 CIPS，因而 SWIFT 的地位将不保。这种说法将两件事情混淆了，SWIFT 是跨境报文系统，是传递支付信息的，而 CIPS 至少在目前还

仅是一个人民币支付清算系统，就是说即使国外银行加入了 CIPS，因为是以间接联系行的方式加入的，所以还是得用 SWIFT 来传递跨境支付信息的。CIPS 的建立对于人民币国际化具有重要意义，但是很遗憾，它还不能解决在美元仍据统治地位情况下跨境金融交易所面临的困境。

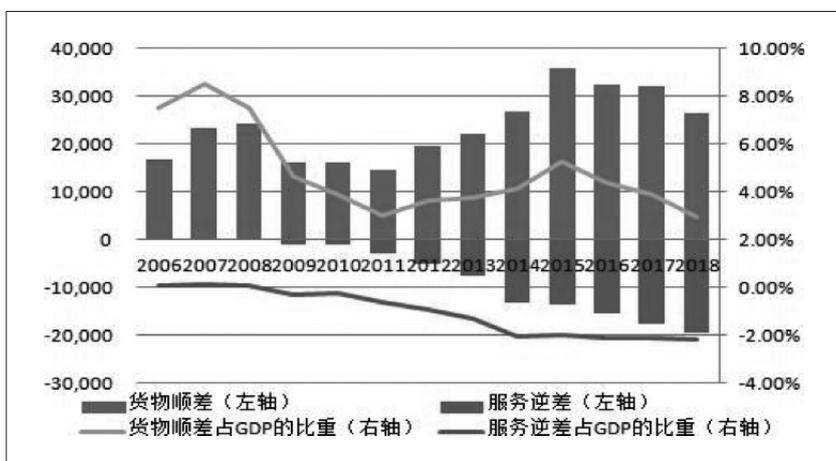


图 1 中国货物贸易与服务贸易余额及其占 GDP 比重

保持国际收支基本稳定是对外金融的一个核心和主要的目标。国际收支主要有两部分组成，即经常账户以及资本和金融账户。目前的基本情况是经常账户的主要部分贸易顺差无论是实际金额还是与

GDP 的占比在过去的 10 年中一直持续下降，经常账户顺差与 GDP 的占比从 2007 年的 10% 降到去年的不到 0.4%。有预测，中国的经常账户很快就将出现持续的逆差，对此结论有不同的看法，认为会出现 U 型反转，但是基本共识是出现以往那样大幅度的顺差则是不可能的。除了货物贸易以外，中国服务贸易的逆差也持续增加（图 1）。这一点常常被忽视。

在这种情况下首先要争取经常账户保持顺差，要努力扩大货物出口的多元化，目前美国在中国进出口总额中的占比持续下降，而欧盟、东盟以及一带一路沿线国家的占比在增加，还有进一步提高的空间。另外，要扩大对外服务贸易的出口以减少服务贸易逆差，今年第一季度服务贸易逆差虽然仍达到 365 亿元，但同比下降了 14.3%，这是一个可喜的苗头。资本和金融账户前几年已经开始时不时地出现逆差，过去两年虽然出现顺差，但占比很低，仅达 0.9%。因此，要争取跨境资本流入，在直接投资方面要认真落实《外商投资法》，进一步改善营商环境，让那些由于中美贸易摩擦可能会向境外转移的外企留下来。在这方面由于华为受到美

国政策不公正的打压，也有人建议以牙还牙，对美国在华的企业报复打压，这无疑是错误的，正中美国那些希望与中国脱钩的人的下怀。出台任何政策时，恐怕都要问一下：这究竟是有利于留住外企呢，还是实际上是为渊驱鱼。在吸引国外证券投资方面，最近 MSIC 扩大了 A 股的成分，这使得更多的外国资金进入中国股票、债券市场。上证所可试行国际版，发行 CDR，可以在上海自贸区扩大自贸区账户功能，允许更多银行开展 OSA 业务。

适度增加国债发行，也是吸引外资的一个稳妥的办法。与成熟国家相比，目前中国国债在全部债务中的比例是比较低的，仅占 45%。而 2016 年底，美国联邦政府债务在政府总债务中占比为 83%。适度增加国债发行有利于实行积极地财政政策，同时也有利于人民币国际化。彭博巴克莱指数 4 月 1 日已经把中国国债纳入其指数中，可以预计会有更多的机构和国家购买中国国库券，也会有更多的国家将其作为外汇储备。据高盛估计，未来 20 个月中仅仅是被纳入指数这一项就可能使外国资金流入中国债券市场的数额高达 1350 亿美元。

拥有一定数量的外汇储备是抵御外部冲击所必需的，因为这有利于稳定汇率、稳定跨境资本流动、稳定国际收支平衡。目前3万亿美元是适合的，应该保持稳定，但同时也不应该无限夸大其重要性。有人认为人民币的发行依赖于外汇储备、依赖于美元，这完全是错误的。人民币像所有法定货币一样仅靠政府的信用支持。历史事实和理论逻辑驳斥了这一错误观点。

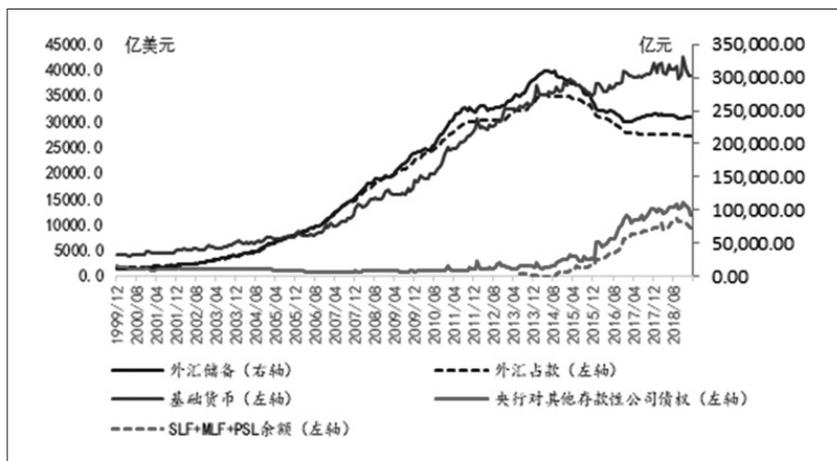


图 2：本世纪以来人民银行外汇储备、外汇占款、基础货币及新设货币工具发行的对比

从上图中我们可以清楚的看到，外汇占款和外汇储备确实有相关性，但不是因果关系。在 2014

年—2015 年外汇储备和外汇占款下降后，基础货币还是继续正常发行，原因就在于新设货币工具大幅度增加了，使其作为主要构成的央行对其他存款性公司债权上升，弥补了外汇占款的下降。从认识论上来说，有人之所以认为人民币发行依赖外汇储备、依赖美元，其原因是他们错误地认为先有外汇储备，然后根据外汇储备来发行人民币。实际情况并不是这样。其实央行购买外汇这一事件本身产生了两个结果：一是外汇储备增加，二是人民币投放（详见本文作者乔依德：“如何看待稳定跨境金融？”，FT 中文网 2018.09.05）。

当然，稳定对外金融不是一个孤立的事件，它是稳金融的一个组成部分，依赖于国内金融的稳定，依赖于金融供给侧结构性改革，同样也依赖于经济在合理区间运行。在经济下行的情况下，需要逆周期的调节，同时也需要结构性的改革，这些都是题中之意，不再赘言。

总之，稳定对外金融的要义，一是“增肌强身”，加大金融市场的“厚度”和“强度”，增强对抗外部冲击的能力；二是“活血健体”，让金融这一

“血脉”更为畅通、金融市场的“肌体”更为健全，从而更好地为实体经济服务。

（注：本文系作者根据其在5月25日上海论坛上的发言修改整理而成。）



困惑、问题、意见和建议——关于资本市场新阶段和建设上海国际金融中心的几点看法

乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长

(本文是乔依德先生在2019年7月21日“上海金融改革与上海国际金融中心建设”研讨会上的演讲。)

核心观点

发展资本市场具有重大的经济、政治意义，但具体运作不应泛政治化，要减少政府干预。建设资本市场是一个系统工程，需要各方面的配合，特别是需要有一个良好的法制环境。建设上海国际金融中心是建设金融强国的一个重要环节。国际金融中心的实质是配置全球金融资源，其中的二个关键因素是：资本跨境自由流动和金融要素高度集聚。而在这两个方面，上海都有短板。因此，上海和中央有关部门应合力做好以下三个方面：一是当前搞好科创板就是证券业的最大政治，对于搞好资本市场，支持上海国际金融中心建设意义重大。二是在

资本账户尚未完全开放的情况下，积极创造条件给跨境资本的自由流动尽可能的便利。三是在金融科技蓬勃发展的情况下，促进上海的金融集聚。建设上海国际金融中心，不只是上海的任务，而是国家的战略，意义重大，必须认真抓好，一抓到底。

一、关于资本市场

发展资本市场对于改进我们融资结构十分重要，具有重大经济政治意义，但是在具体运作方面不应泛政治化。记得 20 年前，当时 IPO 的目的是要帮助国有企业发展，后来总结经验认为这种看法和做法不是很好。前几年又出现了类似的情况，中央提出了扶贫，于是贫困县注册企业 IPO 要优先。于是，就有一些企业把注册地改到贫困县，想早点上市，可是迁册不久，贫困县又脱帽了。前不久“独角兽”公司很热，于是又让独角兽公司优先上市，如富士康子公司——工业富联仅花了一个多月的时间快速上市，这种做法对于其它公司不公平，也损害了资本市场公平性，对于资本市场伤害是很大的。

资本市场既然是市场，就要尊重市场规律，要减少政府干预。比如我们经常批评在中国资本市场退市很不容易，美国每年有成百上千家退市但是中国却做不到。其中一个原因是地方政府经常来打招呼，这些政府认为本地上市公司越多，就说明政绩越好。这种政府干预是不对的。我在一家上市公司担任独立董事，每当审年报时感到非常困惑：一方面根据要求必须分红，分少了还不行。另一方面，明年开展业务又需要融资，需要向银行借款或者发债。这不是折腾吗？根据《公司法》，分不分红、分多少红应该是由公司股东大会来决定，政府干预没道理。如果这样的话，像美国谷歌、亚马逊和很多公司，它们长期不分红，甚至有的多年亏损，如果放到中国，这些公司都不能生存。所以我的建议是：应该取消强制或者半强制分红的要求，至少科创板可不可以不要有这种规定。因为科创板的公司没有盈利可以上市，但有利润就一定让它分红，这不是很矛盾吗？

要分清证监会与证交所的职责和功能。当前在设立科创板并试点注册制的过程当中要让证交所

发挥主体的作用。科创板是注册制而且强调的是信息披露，注重程序审核，不作实质审核，如果证监会再做重复审核，科创板的试点就失去意义了。

建设资本市场是一个系统工程，需要各方面的配合，特别是需要有一个良好的法治/法制环境。首先，我们需要建立多支柱养老保险体系，壮大全国社保基金。前几天国务院发了一个文，要求部分国有企业把 10% 的股本划拨到社保基金，养老保险基金增多了，对于壮大机构投资者有很重要意义。其次，红利和资本利得的税收需要调整。当前红利是要收税的，但是个人买卖股票是不交资本利得税的。这就产生了一个问题：一方面我们批评散户短期买进卖出，但是另一方面，在税收方面却没有任何制约。我觉得国际上有成熟的经验，可以根据持有股票时间长短来决定税率，若干年后可以不收税。再次，要加大对违法机构和个人的惩罚力度。康得新大股东挪用资金 190 多亿，仅罚款 90 万，这个是不对的。最后，还要允许集体诉讼，否则个人投资者怎么去和大公司打官司？

二、对于加快上海国际金融中心建设的看法

（一）建设上海国际金融中心是建设金融强国的一个重要环节

加快上海国际金融中心建设，是我们建设金融强国一个重要环节，是党和国家的既定方针。邓小平同志 90 年代就讲过，党的十四大决议、国务院（2009）19 号文件和今年九部委的“三年行动计划”都明确了这一点。我们要一心一意抓好这个事情。关于政治中心和金融中心的关系，有两种模式（见表 1），一种是两者重迭，如英国和日本。另一种是两者分开。政治中心与金融中心更多是分开的，比如美国、德国、澳大利亚、阿联酋、印度、土耳其都是如此。这两个模式是历史上形成的，与不同国家的国土面积有关系，但是没有好坏、优劣之分。既然中央决定上海搞金融中心，大家都应齐心协力。也有一些议论说，为什么中央要求上海建国际金融中心，应该由市场决定。这听上去有道理但实际上没道理。邓小平原话这样说的，“上海过去是金融中心，是货币自由兑换的地方，今后也要这样搞”。请大家注意，邓小平说的过去是指什么，是

1949年前。1949年前是不是市场经济？是的。经过市场经济考验，上海在1949年前已经是远东最大金融中心。现在金融与一百年前金融都是高度集中的。迪拜为什么会成为金融中心？就是政府直接给予大力支持。

表 1 两种模式：政治中心和金融中心的关系

政治中心与金融中心重迭		政治中心与金融中心分立		
国家	政治中心/ 金融中心	国家	政治中心	金融中心
英国	伦敦	美国	华盛顿	纽约
日本	东京	德国	柏林	法兰克福
		澳大利亚	堪培拉	悉尼
		阿联酋	阿布扎比	迪拜
		中国	北京	上海

(二) 要紧扣实质、补短板

国际金融中心的实质是配置全球金融资源。仅配置国内的金融资源并不是国际金融中心。配置全球的金融资源有两个关键：一是资本要能够跨境自由流动，二是金融要素要高度集聚。在这两个方面我们都存在短板：

第一个短板是，跨境资本还不能完全自由流动，资本账户因为没有完全开放，资本跨境流动还

是受到一定限制。企业个人对外直接投资、国际借贷、衍生品交易、不动产交易等都受限制。当然主要原因是我们国家战略步骤所决定的，这也是对的。当前情况下如果资本账户一下子完全开放，局面可能会失控。

解决方法是：即使在不能完全开放，还是要稳步推进资本账户逐步开放。比如：搞好沪伦通、沪港通。我们要坚持自贸区金融创新，如跨境双向人民币资金池，人民币境外放款，跨境全口径融资宏观审慎管理等。最近刚出台了上海自贸区外汇改革实施细则（4.0版），这也应落实。还应发展离岸金融，扩大FTA账户功能，OSA账户，逐步走向本外币一体化。美国、日本在资本账户完全开放之前都搞过离岸金融。以后资本账户完全开放了，离岸金融就会自然消减。

第二个短板是，上海金融集聚方面还存在很多差距。可以从三个方面来分析，即：金融基础设施、金融机构和金融综合管理机构。

首先，金融基础设施包括各类金融交易所、清算机构、金融服务机构（图1）。从这个图表可以

看一下与其他国家相比，东京是 100%，伦敦 86%，纽约 80%，上海只有 30%。如果单看交易所，上海相对而言集中度还是比较高。如果其它清算机构、金融服务放在一起这个比例就不高。

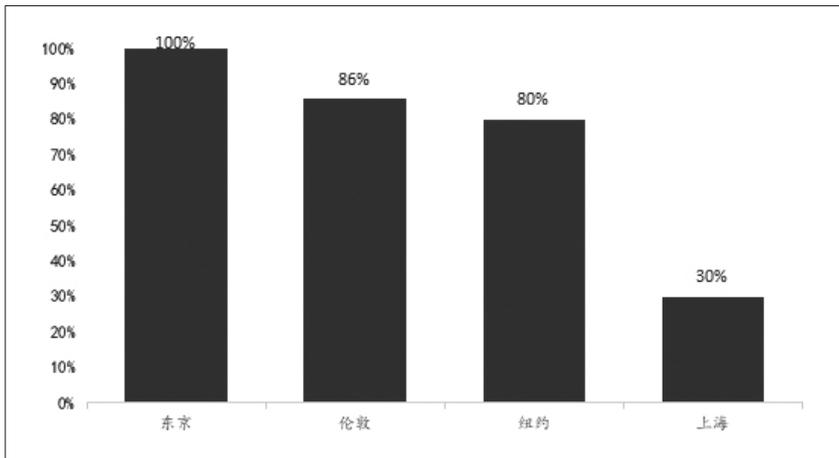


图 1 本国大型投资服务企业
将总部设在本国金融中心的比例

数据来源：Forbes “The World’s Largest Public Company 2018” <https://www.forbes.com/global2000/list/#industry:Major%20Banks>.

其次，金融机构集聚程度存在很大差距。这个表是 2018 年银行家全球排名前 19 位的银行总部及其在国外设立总部的所在地（表 2），在上海设立

的比例不到 50%，东京 100%，伦敦 100%，美国是 100%，德国 75%。图 2，显示在本国大型商业银行将总部设立在本国比例。东京 100%，伦敦 80%，纽约 36%，上海只有 21%。

表 2 2018 年《银行家》全球排名前 19 位的银行及总部所在地

《银行家》全球排名前 19 位的银行(1)	所属国	在各国设立总部的地点(2)				
		中国	日本	英国	美国	德国
中国工商银行	中国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
中国建设银行	中国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
中国银行	中国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
中国农业银行	中国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
交通银行	中国	上海	东京	伦敦	纽约	法兰克福
三菱日联金融集团	日本	上海	东京	伦敦	纽约	杜塞尔多夫
三井住友银行	日本	上海	东京	伦敦	纽约	杜塞尔多夫
巴克莱	英国	上海	东京	伦敦	纽约	汉堡
汇丰银行	英国	上海	东京	伦敦	纽约	杜塞尔多夫
苏格兰皇家银行(3)	英国	-	东京	伦敦	-	法兰克福
高盛	美国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
美国银行	美国	上海	东京	伦敦	纽约	法兰克福
富国银行	美国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
摩根大通银行	美国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
花旗银行	美国	上海	东京	伦敦	纽约	法兰克福
德意志银行	德国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福
桑坦德银行	西班牙	上海	东京	伦敦	纽约	门兴格拉德巴赫
法国巴黎银行	法国	上海	东京	伦敦	纽约	法兰克福
法国农业信贷银行	法国	北京	东京	伦敦	纽约	法兰克福

数据来源：<https://www.thebanker.com/>.

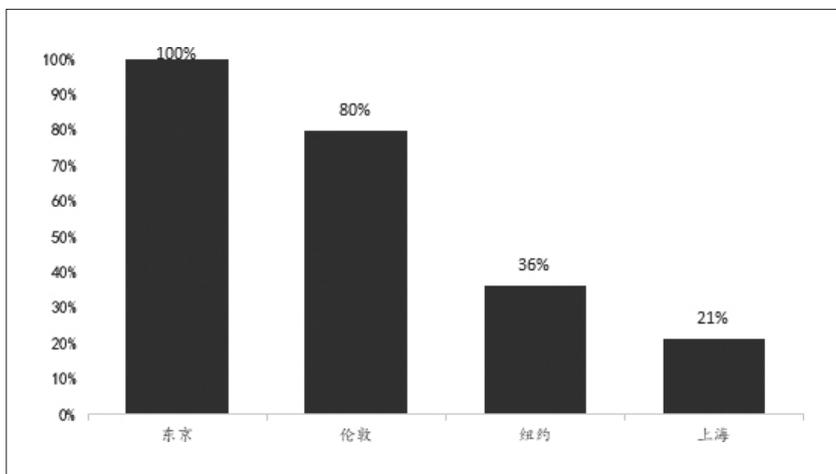


图 2 本国大型商业银行将总部
设在本国金融中心的比例

数据来源：Forbes “The World’s Largest Public Company 2018” <https://www.forbes.com/global2000/list/#industry:Major%20Banks>.

上面是与其它金融中心的横向比较，下面是与国内其它城市的纵向比较（表 3）。2018 年《银行家》全球排名前 50 中国银行有 12 家，以上海为总部只有 2 家，即：交行和浦发银行。保险公司中国最大 11 家上海总部只有 3 家（表 4），证券最大 10 家上海只有 3 家（表 5）。无论是横向与国际其他金融中心相比，还是和我们自己相比，金融机构的集

聚程度还是存在很大差距。

表 3 2018 年《银行家》全球排名前 50 的中国银行及总部所在地

银行名称	2018年《银行家》 全球排名	总部所在地
中国工商银行	1	北京
中国建设银行	2	北京
中国银行	3	北京
中国农业银行	4	北京
交通银行	11	上海
招商银行	20	北京
中国邮政储蓄银行	23	深圳
上海浦东发展银行	25	上海
兴业银行	26	福州
中信银行	27	北京
中国民生银行	30	北京
中国光大银行	39	北京

数据来源：<https://www.thebanker.com/>。

表 4 国内最大内资保险公司总部所在地

国内最大内资保险公司名称	总部所在地
中国人寿	北京
中国平安	深圳
中国人保	北京
天安保险	北京
太平洋保险	上海
太平保险	上海
泰康人寿	北京
阳光保险	深圳
大地保险	上海
华夏人寿	天津
出口信用保险	北京

注：本表列示的是注册资本最大的内资保险公司。

数据来源：各证券公司官网及工商局网站。

表 5 国内最大内资证券公司总部所

国内最大内资券商名称	总部所在地
中信证券	深圳
国泰君安	上海
广发证券	广州
海通证券	上海
申万宏源	上海
华泰证券	南京
招商证券	深圳
银河证券	北京
中金公司	北京
国信证券	深圳

注：本表列示的是截止 2018 年总资产前十的内资证券公司。

数据来源：中国证券业协会

最后，综合金融管理机构：中央银行。易纲行长在今年陆家嘴论坛上，关于建设上海国际金融中心提出了几条意见。其中一条是进一步充实完善上海总部职能。这个表明，中央银行在国际金融中心建设当中作用是至关重要的。前面有一个表显示政治中心与金融中心关系。接下来看看金融中心和央行所在地的关系（表 6）。政治中心与金融中心重迭

的情况下，央行肯定也在一起，是三位一体的。这张表显示的是在政治中心与金融中心分立的情况下，央行的情况如何。这实际上又有两个模式，德国与澳大利亚的央行是设立在金融中心，另外一种模式美国与中国的中央银行是设立在政治中心，迪拜的情况比较特殊，它是由独立于阿联酋央行的迪拜金融服务管理局管理的。

表 6 金融中心和央行所在地

政治中心与金融中心分立				
国家	政治中心	金融中心	央行总部	央行重要分支机构
德国	柏林	法兰克福	法兰克福	
澳大利亚	堪培拉	悉尼	悉尼	
美国	华盛顿	纽约	华盛顿	纽约（纽联储）
中国	北京	上海	北京	上海（上海总部）
阿联酋	阿布扎比	迪拜	阿布扎比	迪拜金融服务管理局（独立于央行）

资料来源：上海发展研究基金会。

表 7 是对纽联储和央行上海总部的比较。人民银行上海总部功能比较弱。美联储在纽约的分支机构职能很强，其一把手实际上是美联储的二把手。上海总部定位比较模糊，不清楚。上海有五家

机构（外汇交易中心、黄金交易所、清算所、征信中心和上海总部）全部直属于央行，它们是互相独立的。

表 7 纽联储和人民银行上海总部的比较

	纽约联储银行	人民银行上海总部
机构负责人级别	在FOMC中属副主席级别，在联储体系中地位突出。	比较模糊，不清楚。
与上级关系	领导与被领导、委托代理、合作关系，具有一定的独立性。	主要是领导与被领导关系，缺乏独立性。
机构职能及授权	美联储按法律一次性大量授权；是货币政策的主要制定者，公开市场操作、金融监管等主要执行者。	授权不清晰，没有金融政策决策权，承担较少的业务操作，没有监管职能。
业务协调	纽联储按法律授权直接参与联储体系内、监管机构之间以及国际机构之间的业务活动。	较难协调行内行外机构。（外汇交易中心、黄金交易所、清算所、征信中心全部独立直属于央行北京总部领导）
人员配置	人员充足、行政级别高。	人员少，司局级干部少。

资料来源：上海发展研究基金会。

金融集聚程度不高有几个原因：历史沿袭，如中国银行是在计划经济时迁到北京的；条块分割、全面布局不足，各地都要争当金融中心，这是可以理解的，但需要有一个全面的布局和协调；克服困难决心不够大，上海有些官员认为要促使大的金融机构搬过来总觉得很难。

解决办法是：创造良好的营商环境，主动吸引国内外进金融机构落户上海。包括今天挂牌的上海金融与发展实验室在上海落户，这是一个很好的例子。通过资产重组等方式支持本地金融机构做大做强。要积极主动争取中央有关部门支持，并不是中央定位上海是金融中心，就可以就坐那里等着，还是要努力争取。上海有一点做得很好，就是外资在中国设立银行，上海占比例最大，当时金融办一家家拜访，政策交代清楚，很多外资机构因而落户上海。另外，还是需要积极主动争取中央有关部门支持。几个月前我们上海市委市政府主要领导人在北京开了一个会议，邀请中央所有的金融管理机构、大型金融机构都来参加，在历史上从未有过，易纲行长、很多机构负责人都参加了，这非常好，应该继续做。中央有关部门应从国家战略大局出发给予支持。应该争取一、二家国有大型商业银行总部迁到上海。

三、总结

当前搞好科创板就是证券业的最大政治，对于

搞好资本市场，支持上海国际金融中心建设意义重大。在资本账户尚未完全开放的情况下，积极创造条件给跨境资本的自由流动尽可能的便利。在金融科技蓬勃发展的情况下，金融集聚的重要意义不会减弱，上海和中央有关部门应合力补齐上述三个方面的短板。纵观全球，有些国家有不少金融中心，但是国际金融中心在这些国家只有一个；因此，建设上海国际金融中心，不只是上海的任务，而是国家的战略，意义重大，必须认真抓好，一抓到底。