

研讨实录

第 128 期

128

2019 中国经济论坛——保持经济稳定增长的挑战和应对



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
二〇一九年十二月

序 言

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

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经成为了基金会的一个品牌。

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

胡旭照

编者的话

上海发展研究基金会于 2019 年 12 月 11 日举办了“2019 中国经济论坛——保持经济稳定增长的挑战和应对”，钜派投资集团为特约协办单位。论坛邀请了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作主旨演讲，同时还邀请了兴业证券首席经济学家王涵先生、中欧国际工商学院教授许斌先生、摩根士丹利华鑫证券首席经济学家兼研究部主管章俊先生、独立经济学家谢国忠先生、东方证券首席经济学家邵宇先生等国内知名专家学者总结分析当前的经济形势，预判明年的经济走向。

在演讲中，黄奇帆先生认为，在当前经济下行、贸易摩擦的背景下，中国经济有六大供给侧结构性改革可释放万亿级的红利，分别是：第一、对外资金融机构开放；第二、开拓服务贸易领域；第三、农民工落户城市；第四、延长女性退休年龄；第五、降低运输成本；第六、有效配置城乡土地资源。

章俊先生认为，全球经济已进入史上最长复苏周期的尾声，全球降息潮和中美阶段性协议可能使全球经济暂时企稳。

王涵先生认为未来中国形势不确定的是经济整体走势和通胀情况。确定的是社会融资成本将下降，跨境资金流动将从防热钱向引进外资转变，社会资金将从房地产流出，资本市场要支持创新企业融资等。

谢国忠先生认为，整个世界处在一个拐点。经济短期季度性的波动不是很大。在经济不好的情况下金融还比较稳定的原因，就是政府的救市，至少这两年是成功的，但是不是会永远成功就很难说了。

许斌先生指出，他所接触到的民营企业，虽然短期都觉得不是很乐观，但他们依然愿意并且很想继续做下去，贸易摩擦对他们有影响，但是影响很小。所以还是要给民营企业机会，民营企业才是中国经济未来增长最重要的、最关键的一个因素。

邵宇先生认为有两件事情非常确定，第一是全球化已经逆转了；第二是我们要再一次放水。不管

从各个角度，明年没有太多的问题。2021 年将是一个考验的关键。

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

二〇一九年十二月二十八日

目 录

会议概述	1
会议议程	3
开幕式	5
上海发展研究基金会会长胡延照致辞.....	6
主旨演讲	
黄奇帆：围绕有重大红利的供给侧问题， 深化结构性制度改革.....	8
专题讨论	22
章 俊：全球经济企稳与衰退风险并存....	23
王 涵：经济转型：不确定中的确定性....	31
谢国忠：走出金融化的魔咒.....	42
许 斌：从民营企业现状看未来经济走势	49
邵 宇：寻找中国经济新动能.....	59
问答	68

会议概述

当前全球经济增长放缓、保护主义抬头，多边主义和自由贸易面临严峻的挑战，这些严重打击了市场的信心。包括国际货币基金组织以及世界银行在内的国际多边机构纷纷下调了对今、明两年全球经济增长的预期。在这样一种形势下，我国经济今年能保持基本稳定，这实属不易。

不过同时我们也要看到我国经济下行的压力仍旧很大，明年是十三·五计划的收官之年，是否能够保持 6% 的增长还需要更多的努力。当前我们面临的问题是：如何协调货币政策和财政政策的实施？如何在施行反周期政策的同时能够进行供给侧的结构性改革，以此保持中国经济的稳定？如何在当前情况下寻找投资和发展的机遇？

为此，上海发展研究基金会于 2019 年 12 月 11 日召开“2019 中国经济论坛”，邀请中国国际经济

交流中心副理事长、重庆市原市长黄奇帆先生作主旨演讲，同时还邀请了兴业证券首席经济学家王涵先生、中欧国际工商学院教授许斌先生、摩根士丹利华鑫证券首席经济学家兼研究部主管章俊先生、独立经济学家谢国忠先生、东方证券首席经济学家邵宇先生等国内知名专家学者总结分析当前的经济形势，预判明年的经济走向，为以后的经济工作和投资决策提供信息和参考。

会议议程

时间	内容
2019 年 12 月 11 日 3 楼·大宴会厅	
13:00-13:30	签到
13:30-14:45	开幕式 主办单位致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长 上海市原副市长 主旨演讲 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: “围绕有重大红利的供给侧问题, 深化结构性制度改革” 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
14:45-15:00	茶歇
专题讨论 1. 如何评估当前的经济形势? 如果预估明年的经济走势? 2. 如何协调货币政策和财政政策的实施? 3. 如何在施行反周期政策的同时能够进行供给侧的结构性改革, 以保持经济稳定? 4. 如何在当前情况下寻找投资和发展的机遇? 主持人: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长	

时间	内容
15:00-15:15	演讲嘉宾：章俊 摩根士丹利华鑫证券首席经济学家兼 研究部主管 演讲题目：“全球经济企稳与衰退风险并存”
15:15-15:30	演讲嘉宾：王涵 兴业证券首席经济学家 演讲题目：“经济转型：不确定中的确定性”
15:30-15:45	演讲嘉宾：谢国忠 独立经济学家 演讲题目：“走出金融化的魔咒”
15:45-16:00	演讲嘉宾：许斌 中欧国际工商学院经济学 金融学教授 演讲题目：“从民营企业现状看未来经济走势”
16:00-16:15	演讲嘉宾：邵宇 东方证券首席经济学家 演讲题目：“寻找中国经济新动能”
16:15-17:00	讨论
17:00	会议结束

开幕式

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：首先欢迎上海发展研究基金会张立平副会长主持第一阶段的开幕式和主旨演讲，大家热烈欢迎！

张立平（国盛集团原董事长，上海发展研究基金会副会长）：尊敬的各位嘉宾，女士们，先生们！今天我们在这里举行中国经济论坛，主题是围绕怎么保持经济稳定增长。这个问题现在在全社会都极为关注，应该说全世界都极为关注，中国的经济能不能够稳住，能不能够保持稳定的增长？我们今年已经取得的成绩应该说不容易的，但是整个经济下行的压力还是很大，整个国际环境还是非常复杂。所以我们今天非常高兴请到了中国国际经济交流中心副理事长、原重庆市市长黄奇帆先生，给我们做主旨演讲，他将围绕这个问题，跟我们交换看

法。同时我们也请到了几位经济专家，为我们今天论坛进行多角度的讨论，我相信今天的论坛会给大家带来一定的启示。

首先先请原上海市副市长，原人大常委会副主任，我们上海发展研究基金会的会长胡延照先生代表主办方致辞！大家欢迎！

上海发展研究基金会会长胡延照致辞

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

热烈欢迎各位参加“2019 中国经济论坛——保持经济稳定增长的挑战和应对”。我代表本次会议的主办方上海发展研究基金会，向各位来宾表示衷心的感谢！

当前，全球经济放缓，贸易保护主义抬头，多边主义和自由贸易面临着严峻的挑战，这些都严重打击了市场的信心。面对国内外的风险、挑战和明显增加的复杂局面，我们将继续保持稳中求进的工

作总基调，持续深化供给侧结构性改革，加大逆周期的调节力度，着力做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期的工作，狠抓各项政策的落实。在这样的形势下，我们前三季度保持了6%以上的增长速度，经济发展总体尚好，结构有所优化。

同时我们应该看到，相比上半年，第三季度的GDP同比增长6%，较上一个季度回落0.2个百分点，低于预期。10月份制造业PMI是49.3，比上月下降0.5个百分点，连续6个月处于荣枯线以下。当前的经济承受着很大的下行压力，明年又是“十三五”规划的收官之年，如何保持经济稳定增长，是大家十分关注的问题。正是在这样的情况下，我们举办了本次中国经济论坛。我们荣幸地邀请了黄奇帆先生做主旨发言，黄奇帆同志具有丰富的从政经验和卓越的学识，相信他的演讲一定十分精彩。同时，我们也邀请了一些资深的专家学者到会进行演讲和讨论，他们将进一步讨论以下若干问题：包括如何协调货币政策和财政政策的实施；如何在实行反周期政策的同时，进行供给侧的结构性

改革，以保持中国经济的稳定；如何在当前的情况下，寻找新的投资和发展的机遇等。我们相信，他们的演讲和发言也将使我们更好地理解 and 思考当前的经济形势。

最后，我代表主办方对本次论坛的特约协办单位钜派投资集团表示衷心感谢！祝愿本次论坛取得圆满成功，谢谢大家！

张立平：感谢胡延照市长的精彩致辞！下面让我们用热烈掌声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，他的主题是“围绕有重大红利的供给侧问题，深化结构性制度改革”。

主旨演讲

黄奇帆：围绕有重大红利的供给侧问题， 深化结构性制度改革

黄奇帆（中国国际经济交流中心副理事长、重庆市原市长）：按照会议主题，我讲如何围绕有重大红利的供给侧要素来进行结构性改革，促进我们国家的经济平稳增长。真正能促进经济发展的是供

供给侧结构性改革。当下除了要推动一些需求侧的调控以外，很重要的是要在供给侧上下工夫。因为供给侧的改革是结构性的改革，是长周期经济发展的动力。供给侧结构性改革一定是基础性制度的改革，一定是体制、机制的改革，会产生生产力发展的红利。下面我讲六个方面的改革，每个都有重大红利，也都是党中央国务院要求我们今后努力去落实的。

第一、对外资金融机构开放。经过 40 年改革开放，我国引进的外资几乎等于全部工商产业资产的 30%，这也是中国进出口 50% 的推动力量。但是，我们在金融领域的基础性制度开放不够，目前外资金融机构只占整个中国金融资产的百分之 1 点几。我们在三个方面的开放度有限。首先，外资不能办某些类别的金融企业，或者不能展开某些新业务，这是市场准入的门槛问题。其次，即使准入了，还有股权比例的限制。第三，即使工商注册登记了，还有营业范围不能做。由于各类限制性过多，一些外资银行的功能，跟一个办事处也没有多大区别。

中央高度重视这件事。从去年 4 月份到现在，中央有关方面的四个部委，国务院金融稳定发展委员会、人民银行、银保监会和证监会，相继出台了 64 条很具体的开放性规则，其中有 24 条是关于市场准入的，有 11 条是关于股权比的，有 29 条是关于经营范围的。准入类方面强调在准入前给予外资同等国民待遇，股权方面可能会逐步让外资控股甚至独资设立境内金融机构，营业范围方面则放开各种各样业务许可。这 64 条到位的话，相信今后几年会有一波非常热闹的外资金融机构进入中国的潮流，有可能带进来一年几十亿、几百亿美元，10 年时间就有几千亿美元资本金，会带来上万亿元的运行资金，如果转化为人民币的话，那就会产生 7 万亿、8 万亿人民币资产，增加了金融供给侧的力量。到 2030 年以后，外资金融机构占中国全部金融资产的比例，从现在的 1 点几 % 涨到 10% 是完全可能的。

第二、开拓服务贸易领域。我国进出口货物贸易从 1979 年的 200 多亿美元增加到去年的 4.3 万亿美元，并有 4 千亿顺差，成就斐然。但是我们在

服务贸易领域尚未充分发挥潜力，目前一年一般是 7500 亿美元左右的规模，逆差 3000 亿。服务贸易每 100 亿营业额，有 70% 左右能形成增加值；货物贸易 100 亿营业额，只有 25% 左右是增加值。我们服务贸易加货物贸易一共是 5 万亿，顺差只有 1 千亿；但是用增加值来算的话，我们还是亏的。全世界 100 多个国家的服务贸易逆差加起来一共 7 千亿美元，我们就占了 3 千亿，约 40%，逆差过大。其次，我们现在做的 2 千多亿美元的服务贸易出口，大部分是劳动密集型的，我们缺少资本密集、技术密集和高附加值密集的品种。再次，中国的货物贸易运行过程中必然伴随的服务贸易业务，比如保险、清算结算、物流，大部分被境外企业做了。我们因为缺少自由贸易的制度安排，使得这一块做不大。

党中央国务院十八大以来推出自由贸易试验区，就聚焦贸易自由、投资自由、资金流动自由、物流仓储自由、人员就业流动自由、数字贸易自由等六个方面。服务贸易业务可以有几十个大类，2 千多个小品种，这些都跟这六个自由有关。自贸试

验区的探索为中国解决服务贸易的瓶颈、短板创造了条件，将给中国的服务贸易带来发展的春天。10年、15年以后，相信中国的服务贸易可能从现在的7500亿翻一番，就是1.5万亿，翻一番半就是2万多亿，如果那时候逆差不是扩大一倍而是缩小一半，也许就一两千亿，这将是给中国经济带来几个百分点的一个动量和红利。中国在进出口贸易上，今后10年真正的动力、红利，高质量、高效益的业务，体现在服务贸易上。

第三、农民工落户城市。80年代农村承包制改革释放了劳动力到城里，产生了轰轰烈烈的城市化过程，这是巨大的劳动力释放。但是在农民工问题上，有一件事目前各地区还没有做到位。这件事恰恰就是党中央国务院十八大以来大力倡导的，中央提出到“十三五”末要实现2亿农民工就地落户城区，其中有1亿在沿海城市落户，1亿在内陆城市落户。这有非常重大的战略意义。中国目前还有近3亿农民工，不能落户城区使得这3亿农民工的劳动寿命减少一半。我国城市职工一般60岁退休，农民工一般干到45岁左右，年龄再大沿海城市的

企业一般就不招聘他了。他本来可以干到 60 岁，现在只到 45 岁，少掉了 15 年，少了 15 年就等于就业工龄少 $1/3$ 。农民工在正常上班的时候，一年 12 个月总有两个月回家探亲，这两个月回家相当于一年的 $1/6$ 。 $1/3 + 1/6 = 1/2$ ，理论上农民工的工作寿命，因为是农民工状态而不是户籍状态，大体减少一半，就是 3 亿人减少一半。所以户籍制度改革不仅是改善农民工待遇的问题、人权的问题、对农民关爱的问题，同样也是生产力问题，是人口红利的问题。作为供给侧结构性改革的一个重要号召，党中央已经提出这件事，我们要着力落实，谁把农民工的城市化户籍制度做好，谁就是赢得未来 10 年、15 年主动发力的城市。哪怕你这个城市现在有 1500 万人，如果里边有 900 万农民工，如果不做好这件事，让农民工今后 10 年不能落户，可能 10 年以后有 500 万人被别的地区吸收了。1500 万人口的超级大城市可能就变成八九百万，变成第二等级的城市。这是供给侧结构性改革有重大红利的措施，地方应该把它当作重大措施狠狠抓一下。

第四、延长女性退休年龄。妇女从上世纪 50

年代起，退休年龄比男士早 10 年，50 岁一过就退休了。她要比男士提早 10 年拿养老金，一个月 1 千多块，一年就是 1 万多块，10 年就是 10 多万。她又少交了 10 年养老金，每个人在岗就要交养老金，一年差不多一个月 1 千多块，一年 1 万多。一进一出一年两万多，10 年 20 多万。以 6 亿城市人群来说，有 3 亿妇女，3 亿乘上 20 多万就是 60 多万亿，分摊到 40 年，每年相当于增加 1 万多亿养老金，必将缓和许多省份养老保险资金链紧张的情况。实际上妇女寿命比男士高 5 岁，你如果问她自己愿不愿意上班，大多数愿意上班。在法律意义上，应该形成 60 岁同工同酬同年龄退休。如果以后想要延长退休年龄，男性和女性共同从 60 岁延到 65 岁，把这件事改好了，不仅一年产生一两万亿红利进医保，而且还能多了几亿妇女 10 年的工作，又产生劳动力红利。

第五、降低运输成本。中国所有的货物运输量占 GDP 的比重是 15%，美国、欧洲都在 7%，日本地方只有百分之 5 点几。我们占 15% 就比其它国家额外多了几万亿的运输成本。中国交通运输的

物流成本高，除了基础设施很多很大一部分是新建投资、折旧成本较高以外，相当大的部分是管理体制造成的。由于我们的管理、软件、系统协调性、无缝对接等方面存在很多问题，造成了各种物流成本抬高。在这个问题上，各个地方，各个系统，各个行业都把这方面问题衔接一下，人家 7%，我们哪怕降不到 7% 的 GDP 占比，能够降 3-4% 的占比，就省了 3-4 万亿。举一个例子，我们有十几万公里的铁路，这些铁路花掉近 10 万亿的资金，却只运输了中国全部货物的 6%。其余的 94%，汽车大体上运了 84%-85%，飞机、轮船、管道运输也运一些。因为把货物转到火车上很麻烦，大家就把东西装上汽车，上千公里开出去，汽车烧的是油，火车烧的是煤，运输成本是火车的 3 倍。我们几十年开发区修的公共设施叫七通一平，但七通里没有铁路通。以前有一个规矩，只要一个企业有几十亿产值，火车就要开到厂里去。现在几百亿的企业货物运输，全靠卡车拉，这都是不对的。美国的铁路是 100 多年前造的，美国现在的货物运输量有 20% 是铁路运的，这就是节约。在这个意义上我们有很多

浪费。

第六、有效配置城乡土地资源。由于城市用地的集约性，一个农民在农村的宅基地等建设性用地平均为 250 平方米，在城里的建设性用地平均为 100 平方米。全世界城市化过程中，不管发达国家还是发展中国家，由于城乡的变迁，人口集聚到城里，农村里的宅基地等建设性用地会大幅度减少，就使得农村耕地数量相对增加，所以没有出现耕地短缺的问题。但我们的农民是两头占地，他到城里来算一波人，但是在农村里，宅基地还是留着的，我们的耕地因此就短缺了。宏观上城乡资源没有流动，没有配置，这就造成我们耕地短缺，住宅用地少，土地供应成本高，整个城市的房价也会高。

这里有一个城乡建设性用地指标增减挂钩总体平衡的问题。如果一亩宅基地产生 20 万元，1 亿户家庭大概 7 千多万亩宅基地，如果有一半实现了城乡之间增减挂钩的转换，就是 3500 万亩。一亩地 20 万的话，就是 7 万亿，就是农民的一笔原始资本。在这个过程中，守住了国家法律规定的三个红线：第一，不能把集体所有权变成私有权。第二，

守住耕地红线，把宅基地变成耕地，把耕地变成城市建设用地，增减挂钩，形成平衡。第三，维护农民的利益，这个过程使农民因宅基地的这个指标转换增加十几万、二十万。三个有利，形成有效周转，这也是供给侧结构性改革。

以上这六个红利，每个红利可能都是万亿级以上，每个改革要么不改，一旦改了，对国家都是很大的推进。

张立平：刚才黄奇帆先生给我们做了非常精彩的演讲，他既回顾了供给侧改革 40 年所发生的变化，同时又讲了 6 件事情，给我们描绘了下一步改革的宏伟蓝图，我想大家听了以后一定非常有启发。时间关系，我们可以提两个问题。

嘉宾 1：想提一个金融行业的具体问题。资本管理办法鼓励像股票、债券这种标准化投资，是不是意味着监管对于非标融资的趋严？你怎么看待未来非标投资的趋势问题？

黄奇帆：这个是不言而喻的概念。我们国家有牌照的公司有几万个，没有牌照也在做这些事的公司可能有十几万个，其中有很多投资咨询公司，都

在于 P2P，干金融的事情。所以资管的概念本质就是对 2015 年以前几乎有上百万亿资金运行规模的各种非标体系加强监管，到了 2018 底这个规模从 100 万亿降到了 30 多万亿，一个系统突然少了 60 多万亿的规模，一大半人下岗或者还有许多人资金亏损，处在窘迫的状态里。因为非标业务不规范，乱象横生，所以加强了资管业务。

第一，不能因为非标业务一整顿，就把正常的资产业务给约束了。原来非标业务很多的时候，银行、股票、债券这一类的事反而被分流了，现在系统的资源少了，大家更多往股市、债券、或者其他合规的金融系统里去转，这个本身也是很正常的。要说一句话，在资管业务整顿的时候，要避免层层加码。省一级的金融主管定了一个资管标准，到地市级又加码，到区县又加码，层层加码容易走向极端。

第二，不要过分一刀切。要实事求是，看具体的企业情况，不要太多的一刀切。

第三，不要同步共振。一个企业可能跟信托、债券、私募、小贷等各种各样都搅在一起，如果几

把刀都上去必死无疑，要有一个系统的平衡，有一个次序，避免同频共振，这几个方面分寸要把握得好一点。整体来说，我们以前资管业务太多太杂太乱。作为企业来说，已经在在资管业务里的这些企业，怎么逃生？其实也很简单，去跟实体经济结合。小贷公司、保底公司、金融公司等去跟千千万万的实体工厂或者物流、贸易公司形成产业链金融、供应链金融。如果有一万个各种各样的资管业务体系下的非标金融机构，去跟一万个行业结合，只要结合起来了，这一万个企业都会火的。

嘉宾 2: 我问一下贸易摩擦的问题。从 2018 年到现在，贸易摩擦已经反反复复将近两年时间，到现在为止，贸易摩擦对我国经济增长的挑战是否已经充分体现，或者说明年是否对经济依然是一个挑战？

黄奇帆: 贸易摩擦、贸易战，我们说了近两年了，应该说现在“贸易战”还没有开始，所以我们国家始终在说“中美贸易摩擦”。什么叫“贸易战”开始？特朗普说的 5 千亿美元中国商品，如果明天全部加增关税，那“贸易战”就开始了。特朗普去

年提出 500 亿、2000 亿、3000 亿，说 2020 年 1 月 1 号要开征，因为 2018 年 12 月份总书记和特朗普在阿根廷见面，大家谈得比较愉快，特朗普就推迟到了 5 月 1 号。我们贸易谈判又有不愉快的结果，5 月份提出来 9 月 1 号要开征，到了 9 月 1 号又变了，中国要过国庆节，放中国一马，10 月 15 号开征。国庆节以后双方贸易代表团谈得比较融洽，所以又推迟了，推迟到 1 月 1 号。今天是 12 月 11 号，所以还有 20 天。总而言之，还没有真正开打，只是大家在说。真正要开打，就不是关税这一件事了，除了关税，还有壁垒，还有金融战，汇率战，还有长臂管辖，“贸易战”在这 5 个方面全面开打。从概念上说，眼下有点动作就是加关税，对华为零部件原材料的封锁是壁垒战。如果全面壁垒，美国跟中国所有贸易都脱钩，我不买你东西，也不卖给你东西，那就是全面的壁垒战。从逻辑上说，关税和壁垒战对中国来说问题不是最大，因为全部的货物关税统统加起来，跟我们 GDP 直接发生关系只 1% 到 2%，况且不可能全部发生，因为中国制造业和美国制造业是你中有我，我中有你，互相关联。

搞贸易战，美国人是搬起石头砸自己的脚。从这个意义上讲，这件事的前景并不太可怕，因为我们实力在这里，各个方面有所平衡。最后的结果也许有惊无险，大家签约了，相安无事，过了一阵子又为什么事吵架了，这个停停打打，今后几十年可能是常态。其实我们老百姓不用太关心这件事。美国跟日本也打了几十年，欧洲跟日本也打了几十年，老百姓都不怎么关心的。

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，上半场我们非常荣幸和高兴地聆听了黄奇帆老市长给我们作的精彩演讲，他的演讲给我们勾画了今后中国经济应该从哪些方面进行供给侧结构性改革，我想这个很重要。他特别提到每个改革可能会至少产生一万亿以上的经济效益。我希望有关部门能够听取他的建议，下定决心进行改革，虽然这些改革不是很容易。

下半场我们非常荣幸请到了 5 位在各个领域有很高造诣的经济学家，他们会从各个侧面对当前的经济形势做一个分析，下半场我们会比较集中地对当前中国经济存在的具体问题以及明年中国经济怎么发展进行研讨。

演讲嘉宾每人发言 15 分钟，最后会有留出一些时间给大家提问。

第一位发言的嘉宾是摩根史丹利华鑫证券首席经济学家兼研究部主管章俊先生，他发言的主题是“全球经济企稳与衰退风险并存”。大家热烈欢迎！

章俊：全球经济企稳与衰退风险并存

章俊（摩根士丹利华鑫证券首席经济学家兼研究部主管）：非常荣幸在这里跟大家做一个简短的分享，刚才听了黄市长的演讲收益良多。

今天因为有很多其他首席经济学家在这里，15分钟的时间比较短，我就从全球角度跟大家分享一下我们对于明年全球经济和中国经济的看法。

今年大家看到很多投行和券商已经发布了 2020 年展望，大家感觉到发布展望的时间点比预期早，往年都是在 11 月底 12 月初，今年 11 月中大家就开始发布年终展望了。我们发现进入第四季度，整个中国经济和全球经济趋于平稳，并没有很多兴奋点或者值得探讨的。我与大家探讨一下明年经济，因为大家可能对明年更加关心。

看明年经济或者中国经济的话，从全球角度来

探讨更有针对性。大家回顾一下，从 2008 年以来，全球经济到今天为止，一直是维持在一个复苏轨道里面。2009 年美国开始降息，三轮的 QE，中国启动 4 万亿计划。我们界定全球复苏指标是全球增速维持在 2.5% 以上，从 2009 年到现在已经超过 10 年，这 10 年是一个什么概念？“二战”以来历次全球经济复苏的平均周期是 7 年左右，这一轮全球经济周期已经创了历史最长的一个周期。但是在这个长周期里面，大家感觉到全球经济是不断波折，蹒跚前行，2008 年次贷危机、2012 年欧债危机、2015 年新兴市场衰退，每四五年全球经济出现一个下行或者出现衰退的风险。在这个过程中，中国宏观政策在很大程度上应对了外部的这种冲击，如在 2008 年之后有 4 万亿，2012 年欧债危机中国启动降息降准，2015 年新兴市场衰退我们又启动降息降准。同这一轮全球经济复苏，在 2017 年进入复苏以来最好的一年，就是所谓的发达经济体跟新兴市场同步复苏。在 2017 年之前，是发达经济体跟新兴市场交替复苏，2008 年之后短期内是新兴市场比较好，2012 年是新兴市场比较好，2015 年新兴市

场出现问题而发达经济体比较好。

根据历史经验来看，一旦出现所谓的发达经济体跟新兴市场同步复苏，有两个含义。第一，意味着这一轮全球经济复苏进入尾声或下半场。第二，复苏进入一个高涨时期，持续两三年。这就是为什么 2016 年底，国内启动供给侧改革，在 2017 年正式启动“三去一降一补”的供给侧改革。改革的背景是 2017 年外部环境大幅改善，全球经济出现了同步复苏，2017 年全球 GDP 增长是 3.6%，回到了过去 30 年平均水平 3.5% 之上。进入 2018 年后，全球经济开始调转直下，2018 年上半年伴随美联储加速升息以及特朗普贸易保护主义政策，同步经济复苏仅仅维持一年，整个全球经济开始下行。外部冲击导致我们国内宏观政策在去年 7 月份又做了相应调整，从之前的深化供给侧改革转向了局部开始稳增长，之后国内提出了 6 个稳，包括稳就业、稳投资、稳外贸等一系列的稳增长。

综合来看，从 2008 年之后，外部宏观冲击不断对中国经济造成冲击，国内宏观政策是应对式、脉冲式的反映。明年整个宏观政策更多是基于外部

因素的影响做相应的调整，我觉得更多是相机抉择，在这个时间点很难做一个明确的判断。从现在来看，虽然不确定性比较高，但是我们依然需要做出一些判断。对于明年全球经济还存在一定的分歧，从第四季度经济数据来看，全球 PMI 指数从四季度开始企稳，制造业 PMI 指数已经回到 50% 以上，全球制造业整体开始进入扩张的趋势，可能是从今年年初以来的全球降息潮在短期内全球经济有一个托底的效应。

根据历史经验一般而言，全球货币政策利率大概领先全球经济增长 5 个季度左右。今年年初以来，全球央行纷纷开始降息，根据我们观察，全球 30 个央行已经有超过 20 个央行在过去一年里有降息，如美联储在 7、8、9 月连续三个月降息；新西兰央行也意外降息。今年年初的降息潮，可能带动全球政策性利率持续下行，直到明年一季度，在有可能继续降息的情况下，全球政策性利率有可能达到 7 年以来的一个新低。根据我们刚才说的，全球货币政策利率跟全球经济增长领先的关系，由此可以推论（图 1），明年一季度全球经济增长有可能触

底出现一个回升，这是一个货币因素。

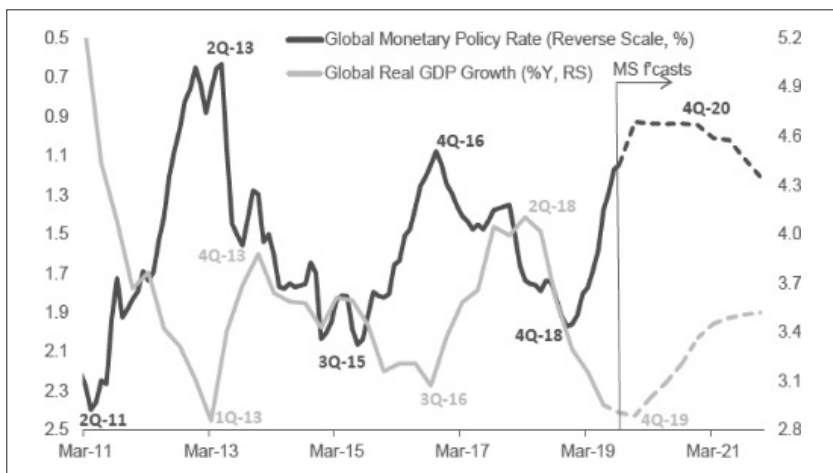


图 1：宽松政策有助于全球增长的复苏

另外一个因素是中美贸易争端的问题。2018 年以来全球经济增长下行，包括国内经济增长下行压力加大，很大程度上或者一定程度上来说，是受到中美贸易争端持续升级的影响。短期内中美贸易争端对于关税层面可能可以度量，但是对于信心从投资到消费传导的层面，无法量化。由于中美贸易争端造成对于经济增长前景不确定的担忧，在消费和投资方面大家都持观望态度。目前来看，中美有可能未来一段时间内达成一个阶段性的协议。为什么我们认为有可能达成一个阶段性的协议？因为从目

前的经济数据来看，中国和美国在这一轮互相征收关税第过程中，从进出口贸易数据来看是一个双输的结果，双方互相的进口相对于同期欧盟、东南亚其他国家都有大幅下降，整体来说中美贸易争端对于双方的实质性损害还是存在的。另外，明年特朗普政府要进入大选周期。在大选周期之前，特朗普不希望美国经济出现明显的下滑。我们认为短期内从双方的角度来看，有可能达成一个阶段性的协议。11月初，美国经济研究局出了一份关于对华政策的报告，它提到未来中美贸易争端的四条应对措施。第一条建议美国政府短期内跟中国达成贸易协定，减轻由于贸易争端或贸易摩擦对美国经济的损伤；后面两点是放眼长期，长期要在中国执行部分的脱钩，脱钩体现在贸易层面、科技层面以及在未来金融层面。第一条建议意味着在美国政府内部也有一种呼声，希望短期内跟中国达成这样一个贸易协定，以减轻整个贸易争端对美国经济的负面影响。

整体来看，我们认为全球经济有可能在今年四季度到明年一季度会触底，图2是全球经济增

长 GDP 的轨迹，这一轮全球经济复苏高点出现在 2018 年一季度，全球经济增长 4.1%，之后一路下滑，今年四季度全球增速在 2.8%-2.9%；明年一季度会在这个水平持平，之后会有一个缓慢回升。这个缓慢回升背后的驱动因素，第一是全球货币政策放松带来的滞后效应；第二是中美贸易达成一个短期的阶段性的协议，对于提振消费有一定的帮助。

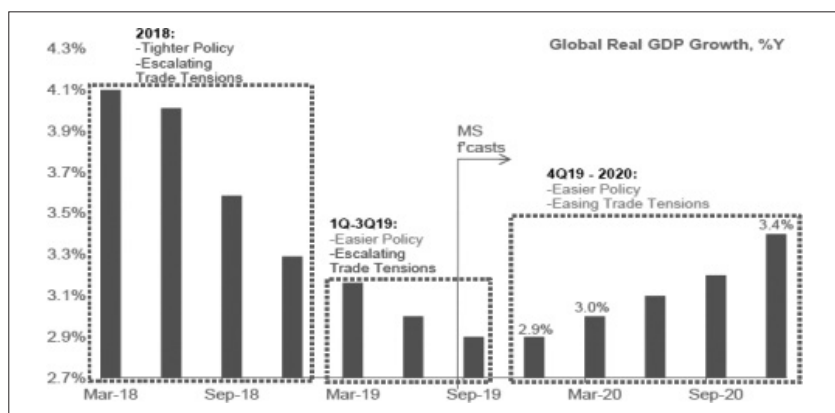


图 2：全球经济增长

短期内看，全球经济有一个企稳的态势。但问题的关键不在于是否企稳，而在于企稳是否可持续，这是一个值得我们探讨的问题。从更长期来看，我们认为全球经济依然笼罩在衰退风险之内。第一，我们对于全球货币的放松效用依然持有怀疑态度，

这一轮全球货币放松的边际效应在持续下降。到明年一季度，全球平均政策利率会在 1% 以下，未来很有可能在零利率。一旦危机到来，无法在政策层面进行调整和应对。第二，由于中美贸易争端的不确定性，明年全球经济依然存在衰退的风险。短期全球经济企稳，会带来全球投资者风险偏好的回升。最近投资者开始离开所谓的避险资产，黄金价格短期内见顶回落。今年下半年，中国 A 股市场看到外资持续流入，其他新兴市场也看到全球资本在流入，短期内全球经济企稳的确对全球投资者风险偏好提升有一定帮助。但是我们也看到，投资者依然持有相对谨慎的态度，就像我刚才说的，对于明年的衰退风险依然是大家心中挥之不去的阴影。

时间关系，简单跟大家分享这么多，谢谢大家！

乔依德：非常感谢章先生给我们做的发言，他估计今年第四季度或明年第一季度全球经济会企稳，但是也并不排除由于降息效益减少导致衰退。他特别提到存在不确定性，为我们下面集中讲中国经济做了一个铺垫。。

下面发言的是兴业证券首席经济学家王涵，发

言的主题是“经济转型：不确定中的确定性”。大家热烈欢迎！

王涵：经济转型：不确定中的确定性

王涵（兴业证券首席经济学家）：谢谢上海发展研究基金会的邀请，让我跟大家有一个分享。

我跟大家聊聊对明年经济和市场的看法。2019 年中国第四季度经济数据还没有出来，如果看前三个季度，GDP 增长是 6.2%，其中 1.2 个百分点来自于贸易顺差。如果考虑到顺差对于经济的贡献是一年正一年负，那么可能明年这部分所谓衰退型顺差的贡献至少不会是这么大规模的。今年剔除掉进出口，内需对 GDP 贡献只有 5 个百分点，明年无论最后的目标是不是要保六，我们经济整体下行压力都是比较大的，这是一个整体的看法。

具体到企业层面上，两个观察。第一个观察从数据上看，我们比较担心明年企业部门会有流动性陷阱。图 2 是上市所有非金融企业，每年前三个季度加总以后企业现金流的情况。中间蓝色线是不同

项现金流加总以后的结果，我们比较关心的是浅灰色部分，叫筹资性净现金流，今年前三个季度出现了有数据以来第一次，前三个季度加总以后是负的筹资性净现金流。

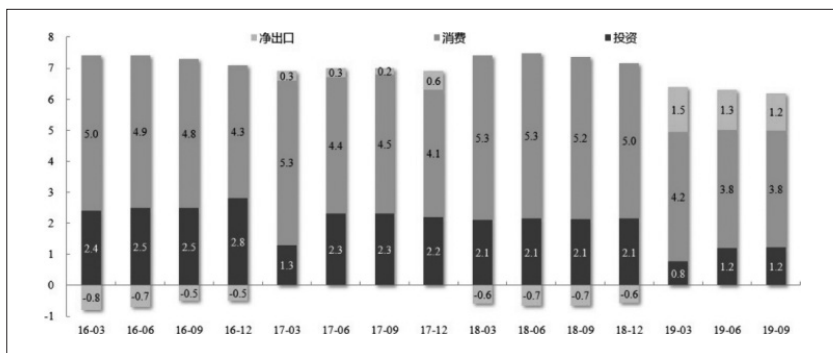


图 1：三大需求对中国 GDP 累计同比的拉动 (%)

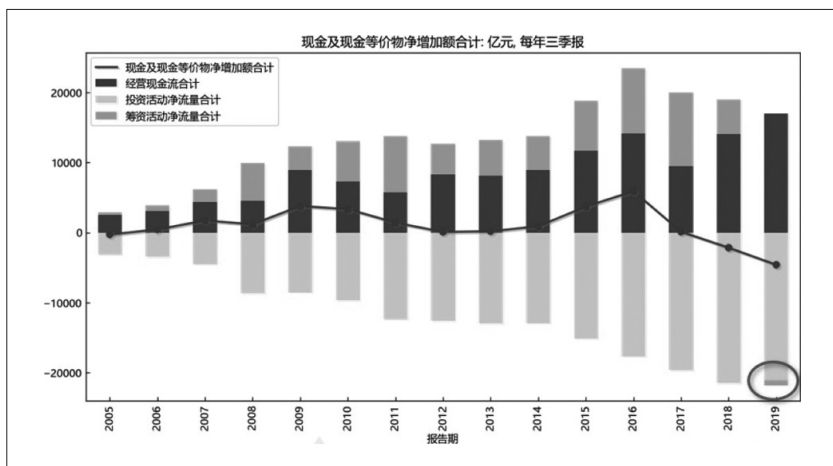


图 2：企业部门有陷入“流动性陷阱”风险

去年是企业很痛苦的一年，如果大家有印象，去年年底市场特别悲观。我们当时写过一篇报道，去年不是经济问题，而是金融问题。去年也是筹资性净现金流出现了同比 97% 的下滑，正常的非金融企业上市，大概在银行和金融机构一年要筹 1 万亿左右的净现金流，去年全年只有 300 亿，所以去年年底的时候，很多企业说日子很难过。企业在运行过程中，如果它是亏钱，虽然很痛苦，但却是一个相对偏缓慢的过程。企业最怕的是什么呢？一条生产线刚投一半，流动性断掉了，去年我们看到的就是这个问题。为什么在 2019 年一季度企业很快就改善了？因为流动性问题得到了很好的解决，企业没有流动性就给它流动性，马上就复苏。今年年初，一季度数据非常正常，但是二季度、三季度又不行，前三个季度累计下来，一季度单季从银行拿到净 5 千亿资金，这里面就会有一个问题。第一，流动性问题对企业冲击很大。第二，在短短两年里，出现二次流动性紧张：去年流动性紧张，去年年底央行加大货币政策宽松力度，今年一季度缓解，马上二三季度又紧张。大家可以想象一下，现

在如果我把贷款给企业，有多少企业敢拿贷款做大规模投资？货币政策可能宽松，但是企业不敢做大规模投资，这是我们在明年会面临一个大的问题。

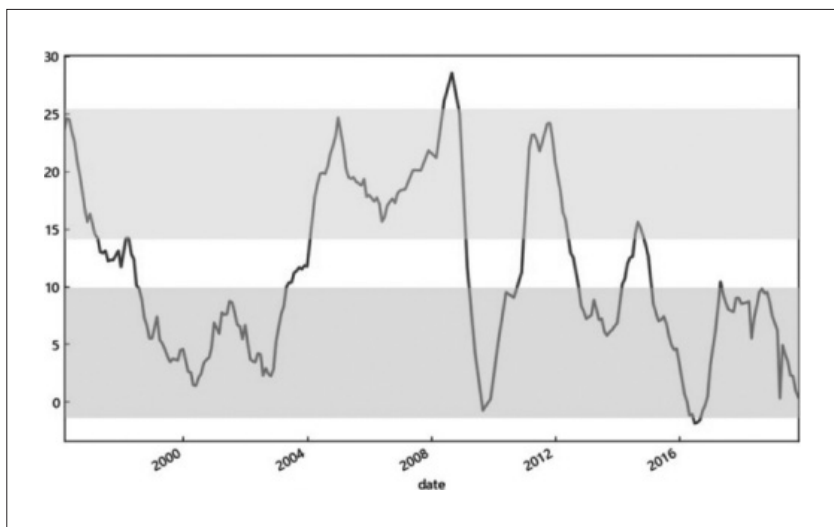


图 3: 工业产成品存货: 累计同比

第二个问题是关于库存周期的讨论。最近一段时间资本市场对于经济的库存周期是不是见底有很多激烈讨论。回到投资逻辑来讲，周期有一个见底法则。

图 3 是中国工业企业加总以后，工业产成品累计整体库存增速，这是从 1997 年底开始的数据。图上把它划为两个阶段，蓝色和红色两个区间。如果

把时间放到 2000 年前后，那时出现了大规模企业倒闭，银行出现问题，90 年代末企业库存的波动区间大概在 0 到 10 之内，那时 GDP 增速在 7% 到 8%，企业库存增速上下不超过 5 个点。它也有一个补库存、去库存，但是库存增速低于 GDP 增速，库存增速中枢是 5，企业终端需求是 7% 到 8%。2004 年之后，我们进入到终端需求大扩张，出口、投资、房地产特别好的阶段，GDP 增速大概在 10% 到 15% 这个区间，库存增速中枢在 15% 左右。在 2000 年前后的去产能阶段，就是这个店都不要了，这个厂都要关掉，这时补库存的速度会偏慢，波动区间比较小。从这个角度来讲，看今年 10 月、11 月份数据，整个库存波动增速又到了 0 到 10 这个区间下限。这是企业经营相对压力比较大的阶段，补库存力度偏弱。这是我们对经济整体的讨论。

其次，我们今年跟过去几年相比有一个最大的不同。从过去两三个月开始，通胀压力开始起来了，这轮通胀压力启动的节奏有点像 2010-2011 年那轮，2010 年下半年也是一开始因为猪肉的问题，推动整个 CPI 上行。这一轮在 10 月份 CPI 到了

3.8%，最新的数据是 4.5%。在 2011 年上半年，因为通胀压力，货币政策被动收紧，整个金融市场有一波很大的冲击。对于这一轮通胀在节奏上跟 2011 年非常像。

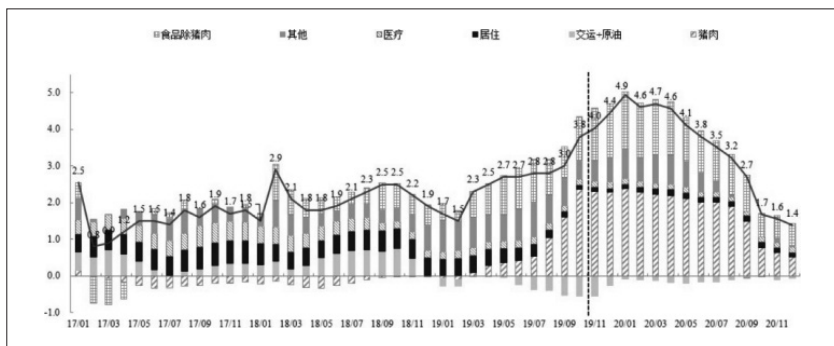


图 4：CPI 预测及分项贡献拆分，%

我想说几件事。第一，这一轮通胀的挤出效应需要我们关注，政策一旦碰到经济形势不好，除了传统意义上第投资，还有很重要的抓手是消费。但是今年下半年猪肉价格和食品价格上涨，对于消费产生极大的挤出效应。市场上现在有句话，“剔除猪都是通缩”。实际上这句话是有问题的，因为它的假设猪肉的通胀和其他东西的通缩之间是没有关系，其实老百姓在猪肉上花多了，导致在其它地方上花少了，这个规模大概有多少？我们自己测算

下来，在猪肉和食品上，今年下半年因为价格上涨，老百姓多花了年化 5 千亿左右。这个数据怎么算？GDP 是 90 万亿，消费占 50 万亿，猪肉占消费 2% 多一点，猪肉一年正常消费量 1 万多亿，因为今年下半年猪肉销量下降了 30%，但是价格涨了 100%，所以整个在猪肉 1 万多亿上的消费净增加就是三四千亿斤，再加上其他食品的上涨，导致食品消费金额上去，其他消费金额下降。

第二个就是节奏问题。2011 年的通胀在春节之后一直没有下来，那个阶段货币政策很难受，市场很难受。为什么在 2011 年通胀在春节之后不下来？跟中国一个特殊的现象有关系，就是每年很多中低收入的工薪阶层会在春节前后调工资。上一年因为通胀起来，生活成本高，今年春节之后回到城里，我要求的工资就上涨。菜价为什么涨呢？因为卖菜的大妈要吃猪肉；明年快递小哥工资要上涨，他也要吃猪肉。今年通胀导致明年工资上涨，可能整个通胀在高位徘徊时间就会比较久。现在市场预期货币政策宽松这件事，发生的时间点可能要到明年下半年。

我们刚才讲到很多不确定性，经济增长不确定

性，通胀不确定性。什么东西是确定的？有几件事情是确定的。2011 年的时候，通胀压力大，人民银行第一反映是货币放多了，要收。但是当前我认为，整个货币政策的核心导向发生了变化，图 5 是国际清算银行 2008 年和 2018 年统计全球主要经济体的债务率，这里面我们关心是红线条，左边是 2008 年底中国内地整体债务率为 GDP 的 140%，到了 2018 年是 240%。如果看美国的数据，黄线条，2008 年是 GDP 的 240%，现在是 249%。我们用了 10 年时间，把中美之间将近 100 个百分点债务率的差额抹掉了。

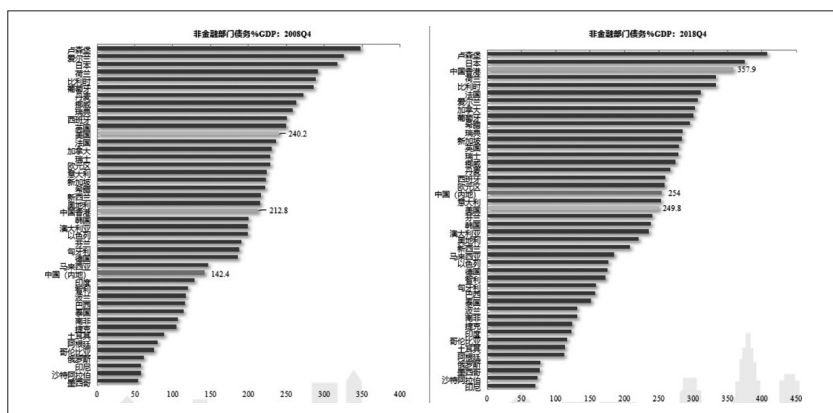


图 5：国际清算银行 2008 年和
2018 年统计全球非金融部门债务率

当前有一个很重要的问题，跟过去 10 年相比，我们债务率不能再这么快速的上升了。央行做任何货币政策决策，必须考虑到对债务率的影响。前两年整个债务率的上升是因为货币发多了，但是过去一年，我们一直在谈银行惜贷的问题，在惜贷情况下，债务率为什么还上升？因为利息太高了，现在 GDP 一年就增长 7% 到 8%，我们付息成本在 6% 以上。如果要控债务率，你需要把付息成本降下来。所以我觉得央行政策要引导利率下行。对债市来讲，是债市牛市的逻辑。

第二，资金流动不同。2011 年的时候，当时政府在讲把“热钱”赶出去，现在在讲把外资引进来。

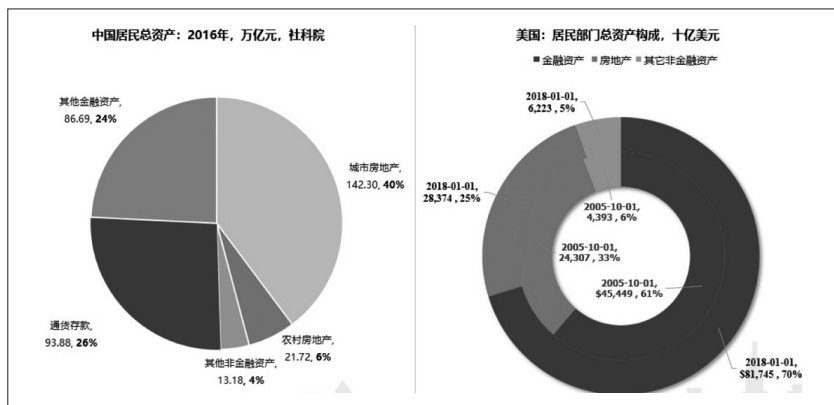


图 6：中美地产在居民资产配置中的地位变化

第三，整个社会资金流动方向在发生变化。图 6 对比房地产在中国和美国的居民资产配置里的占比。左边是社科院做的数据，2016 年中国城镇加农村房地产在居民资产中的占比接近一半。右边是美国数据，2005 年美国房地产泡沫时期，居民资产只有 $\frac{1}{3}$ 投向房地产，现在大概是 $\frac{1}{4}$ 。所以 2011 年前后有通胀压力，资金大量从金融市场流向房地产。现在来看，整个资金逐渐从房地产市场往外，大家慢慢接受“房是住的，不是炒的”，这是一个重要的变化。

第四，金融市场角色发生变化。去年 10 月 31 日政治局会议，第一次在政治局这个层面上谈论资本市场的重要意义。这一轮经济转型，不像 20 年前那样有大的人口红利，但是另外一方面，我们现在有人口素质红利。1978 年到现在，我们培养了超过 1 亿大学生，超过 700 万研究生，每年还有 50 万留学归国人员。这部分人未来中长期是送快递，还是做创新，对中国经济增长是完全不同的情形。但是要求这批人做创新，需要有对应的融资手段，银行是不会帮助创新企业解决大规模融资问题的，

而资本市场的风投愿意给这些创新型企业融资。所以资本市场在这轮转型中，它的重要意义是不一样的。

最后还有一点，我觉得明年可以关注一些长短兼顾的政策。刚才讲房地产，把房价打起来，把销量打起来，这对经济不平衡问题是没有帮助的。如果我们通过保障型住房、人才公寓，通过这些东西既能拉动经济增长，又能解决房地产不平衡的问题。综合下来，我们未来面临的情境是，经济有很多不确定性，通胀有很多不确定性，但整体社会融资成本会下来，资金从房地产流出，同时外资引进来。这些是对未来经济的看法！

乔依德：很感谢王涵，他说了一些不确定性，但是讲了4个确定性。他讲到通胀的挤出效应，他是用了比较详细的数据，因为猪肉上涨，挤出了居民对其他方面的消费，相当于5千亿的金额，也讲到可能存在的问题，应该引起我们关注。下面我们请独立经济学家谢国忠发言，他的主题是“走出金融化的魔咒”。谢谢！

谢国忠：走出金融化的魔咒

谢国忠（独立经济学家）：刚刚黄市长说的中国改革历史和未来应该做什么改革，其实这是最重要的，重要的不是经济周期，重要的是结构调整。其实世界历史跟中国历史有点类似，全世界改革从80年代开始，西方经济开始走向市场化、自由化，到了90年代，改革就走向了发展中国家，大部分发展中国家都认同市场化、自由化、全球化。过去这20年，基本上不谈改革，主要谈的是金融，一般凑在一起就会谈股市、楼市。我们过去说的都是金融周期，金融周期其实是在吃老本，把过去改革带来的动力金融化，再把它放大吃掉。这个20年到了今天，我觉得这条路就走到头了。在中国你看到2015年股市掉下来，然后楼市也出了问题。在西方，政治上出现了波动，我们看到贸易摩擦，政治的波动都是和它连在一起的，全世界的事情都连在一起的。全球化带来好多地方效益提高了，全世界的生产统一组织，哪里生产最便宜，就到哪里去。但是很大的问题是，没有想到人民是不能随时

搬家的，工厂可以随时搬，但是劳动者不可能随时搬家，全球化把工资拉平，但是你的生活成本在当地是固定的，这种矛盾一直在越来越激化。

过去 20 年，金融化带来的一个好处是，可以通过金融的手段暂时把这个矛盾掩盖起来。政府借钱，让大家有困难找政府帮助，或者让你去炒股票，炒房地产，你工作不赚钱，可以炒股票、炒房地产赚钱。政府靠的是这个带来的稳定。到今天我觉得走到头了。利率走到零就是走到头了，但是有的人认为利率到零还没有到头，我们还可以负利率。最近美在谈国能不能负利率，他们对于负利率的理解是，通过负利率可以扩大金融、带动经济，这是一个非常不现实和危险的看法。世界上有负利率的国家，经济都十分萧条，像日本、德国这些地方负利率，经济都不好。利率到了零，说明经济出了大问题，还想通过金融手段来带动经济的发展，我觉得这是很危险的一件事情。

所以我认为，整个世界处在一个拐点，经济短期季度性的波动并不是很大，主要是金融周期从 2008 年到现在，就走完了。过去 20 多年，每次一

个周期到头的时候，都会出现一个大的金融危机，像 2008 年或 1998 年都出现了大的金融危机，这次还没有出现。有意思的一个地方是救市，1998 年大家谈救市，辩论半天救市是不是对的，1998 年大家几乎没有救市，刚刚经历改革的一代领导人相信改革，不相信救市。到了 2008 年就不一样，稍微辩论一下就开始救市。现在是否救市不用去辩论，它主动救市，而且它在预料市场出问题先救市。9 月份美国回购市场出问题，大家不查是什么原因让利息一下子涨起来，谁有问题，这些人值不值得救？这个都没有辩论，一看到利率上升，央行 2600 亿美元就投进去了，比 2008 年花的钱还快。过了两个月，才知道救的是影子银行里面乱炒的人。央行谁都救，金融到现在还比较稳定。在经济不好的情况下金融还比较稳定的原因，就是救市，至少这两年成功的，没有爆掉，是不是会永远成功？这个很难说。

现在世界货币体系是美元跟人民币挂钩，过去 20 年世界经济发展靠的就是这个，中国生产，美国消费，都是靠信贷，但是意义不一样，所以两条腿

是相互平衡的。世界上其他国家都走入这个轨道，特别是卖资源的，因为资源价格上升，也提高了他们的消费能力。过去美国降息，货币是中国在增加，带动全世界经济，因为中国货币不增加，这个经济就死掉了。但是美国只能通过直接刺激它的股市或楼市，我刚刚说的 2600 亿就是这个概念，它刺激的是房地产的信贷，另外就是直接刺激股市。美联储的量化政策是购买债券，谁在发债券呢？是公司在发债，公司发的债券用来回购股票，不是搞实体投资，所以股价老是在涨。美国股市是全世界史无前例的大泡沫，这个泡沫爆的话不得了，因为央行相当于直接在买股票，只不过是拐了一个弯而已。所以说，中国货币如果不高速发展，光靠美国是非常不稳定的，美国股市泡沫一爆不得了。这对特朗普来说特别重要，股市泡沫一爆掉，他肯定不能连任，不连任就要去坐牢了，对他来说这是个生死存亡的事情。所以每次股市掉一点点，他就要说话。中国跟美国谈判，中国有很大的力量，中国只要在自己的统计数字里多放点坏的数据，美国股市就会掉，美国股市一掉，他腿会软，我不知道中国

为什么没有发挥这一招，中国政府为什么老是说好话。

但是，这是个短期稳定的问题，中国和美国不一定能把全世界稳定住。中国现在稳定，靠的是货币不要多放。美国稳定靠的是把股市托着，其他地方是管不到的。比如说欧洲，南欧国债非常低，但是这些人不会还钱的，负债率这么高，人口那么老化，以后经济绝对不会好，这些人宁愿不工作也不会还钱。很多过去没有还过钱的国家，你必须假定他不会还钱，现在他的国债靠的是欧洲央行在担保，所以他的市场还活着。原先我们说僵尸经济，现在出现僵尸国家了，这种国家有一天市场爆了就爆了，中国跟美国没有办法去救，这个是有导火线的。

还有最近私人银行扩大非常快，贷很多钱，一个银行就可以贷1万亿美元，贷的钱都去抵押股票，现在大部分股票都是死掉的。在香港，所谓交易的股票都是自己在交易，都是假的交易，这里面风险很大。明年不一定能够平稳过渡，爆炸的地方还是会有，即使不爆炸，世界经济走得越来越

慢，这是一定的。因为现在效益越来越低，人口老化，没有改革。现在有活力的地方是互联网，互联网对世界经济没有任何带动作用，人人有手机，大家都去看手机不去干活，怎么会对经济好？现在搞出来的东西都是骗人的，Facebook 公司至少还是赚钱，别人不赚钱，它通过害别人赚钱，它做的事情是对社会不利的，但是公司本身是赚钱的。现在好多公司不赚钱，互联网十有八九一开始就打算骗人的，刚刚出来一个公司让软银给接过去了，它本来就是一个骗人的公司，是二房东的经济模式，把它说成是互联网，房地产变成互联网。创始人还讹诈软银 10 多亿美元，“如果你不给我钱，我就让公司倒闭，倒了之后你也倒霉。”所以软银就接过去了，软银 20 年前股价掉了 99%，后来因为阿里巴巴活过来，他接了这个烫山芋，活不过去的。

世界经济走向慢增长是不可避免，全世界可能会走向像日本这样的。慢增长不是坏事情，这个世界不是人人都能发财。中国 20 多年就是发财梦，这个非常害人。经济不可能让人人都发财，因为供求平衡，如果大家都很有钱，那这个供求就不平

衡。正常经济，大部分人的钱都是花掉的，所以不可能同时发财。全世界是走向一个稳定的低增长，还是走向另外一条路通胀，通胀就是不还钱。通胀从哪里开始？就从中国开始，中国劳动力开始短缺。发了那么多货币，过去都存在房地产里面，现在慢慢跑出来了，如果劳动力短缺，就会有通胀。全世界 20 多年的价格压着，是因为中国制造在压着，如果中国价格上去，中国一通胀的话，全世界都会有通胀。这个通胀当然对借钱人是一个好事情，30 年代就是通胀不还钱，结果就引起革命，你把别人的钱抢走，不是没有后果的，有一天大家会意识到被抢了，心里越来越恨就会出现問題。当然最好是改革，改革是很难的。我们 20 年炒炒这个，炒炒那个，过日子过得很久了，让它回头改革是很难的。现在改革要一个人能说服老百姓，“我们要吃苦一段时间，才能够有好日子”。现在哪个领导人敢这么说？一说这个，头就被砍掉了。现在都说我们日子都好过，明天更好，不会吃苦的，人人都可以发财，大家都说这个。所以这个世界明天就会有很多不确定的因素。我就说到这里，谢谢大家！

乔依德：谢博士秉承了一贯的演讲风格。他中心的观点是，金融不能搞得过头，你炒来炒去不进行结构性改革，经济是没办法朝前发展的。他举了很多例子，核心就是这样一个观点。下面请中欧国际工商学院经济学、金融学教授许斌，主题是“从民营企业现状看未来经济走势”。

许斌：从民营企业现状看未来经济走势

许斌（中欧国际工商学院经济学、金融学教授）：谢谢乔秘书长邀请。讨论中国的经济前景，不讨论民营经济，不讨论民营企业家对中国经济未来的看法，是没有办法讨论下去的。

我也不用花很多时间来说服在座的各位，一个国家的经济发展在多大程度上是取决于民营经济，取决于个人对美好生活的追求，取决于它有多少空间来做事情，搞创新创业。所以，这个基本的假设就是：中国经济未来走势在很大程度上取决于民营企业的意愿，特别是投资意愿。

我这里用两组数据跟大家讨论一下这个问题。

一组是全国的数据，在统计局网站上可以找到民营经济月度数据，第二我们的数据。因为我是中欧国际工商学院的教授，过去 9 年我们对中欧校友每年有一个在线的商业调查，我积累了 9 年数据，特别是最近两年的。今天在这里跟大家分享一下，明年是 10 周年，会做一个比较深度的报告。

从图 1 来看 2018、2019 两年，不要去管突然的下跌，这是春节效应，把它平滑掉以后，这张图告诉我们，私营工业企业利润增长率在这两年中从 10% 下降到 5%。最近一年，私营工业企业亏损的在急剧上升。

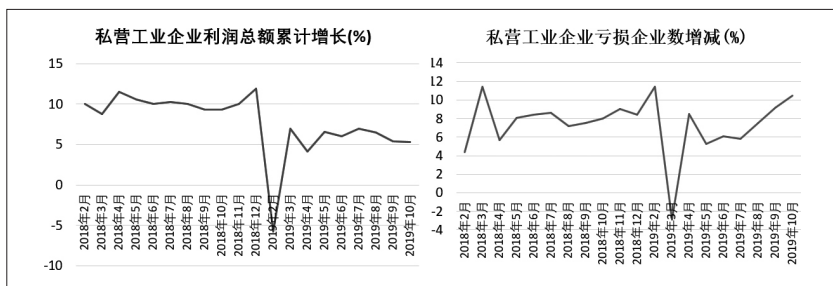


图 1：统计局：私营工业企业盈亏状况 2018-2019 年

如果我们看固定资产投资 2019 年的月度增长率，在各种类型公司中，最多的是民营企业，国有企业基本是零。

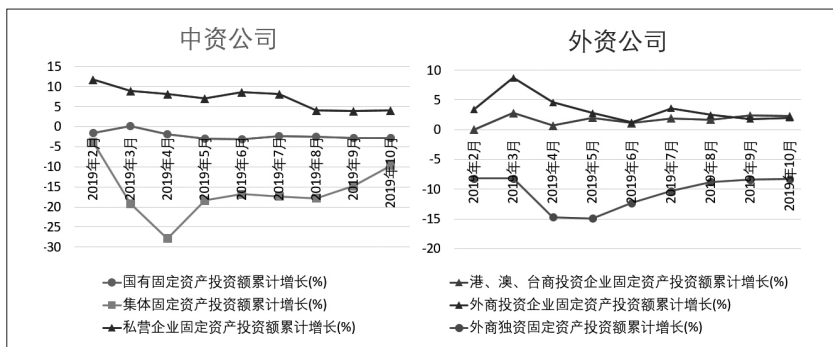


图 2：统计局：固定资产投资增长状况，2019 年

外资企业中，港澳台在中国大陆没赚多少钱，投资也没有什么增长，就 2%。外资企业总体也是非常低迷。最近五六个月外资独资企业投资增长率上升，最近有所开放，以前怕热钱，现在希望钱流进来。

前面看的两个数据，一个是企业的数据，一个是投资的数据。再看全国货运量的同比增长率（图 3），最近几个月是快速下滑，我们当然还是有办法让经济稳下来的，中国要保证目标是 6，那就是 6；目标是 5.8，就会是 5.8。在座的几位投行经济学家肯定比我知道，我们可以用财政政策、货币政策，但是空间越来越小，尤其货币政策受到通胀的制约，财政政策的边际效应在快速下降。

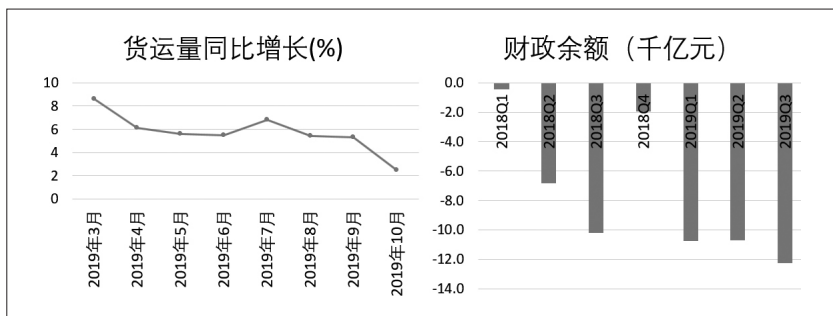


图 3：全国数据：经济下滑加快，政策空间变小

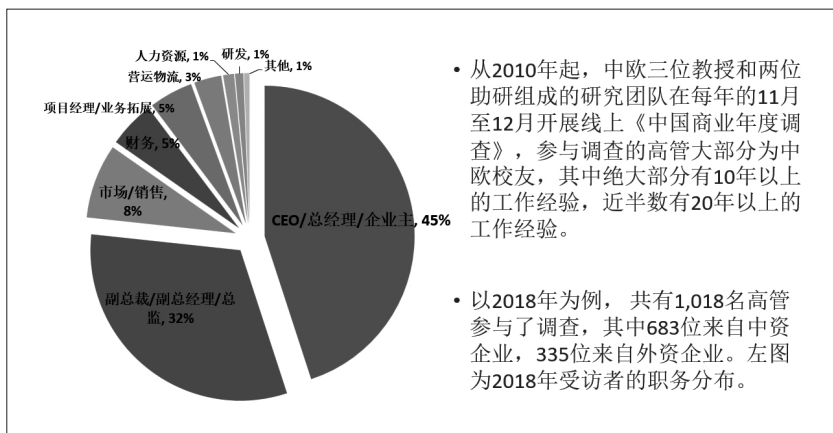


图 4：调研数据：中欧《中国商业报告》2010-2019

下面是独家的数据，我们从 2010 年开始做的。我们的学生主要是 EMBA（高级管理人员工商管理硕士），过去四五年我们的学生 80%—90% 是民营企业的，国有企业和国家干部已经不允许在中欧读学位课程了。我们非常高兴，在中国很多政府部

门的市长、省长，上海各个区县领导中很多都是中欧学生，是之前培养的。应该讲中欧的学生是民营企业家中比较精英的，比较愿意干活的，比较上进的，否则谁花六七十万块钱，还耗时间来读这个书。他们总是想在中国做下去，他们的想法虽然不是典型（因为我们没有随机抽样），但也反映出很多信息。

在过去 9 年，我们都问了一个问题“您对贵公司在中国经营成功有多大信心？”我们这个样本是独特的，里面 2/3 是中国企业或者中资占股 50% 以上，1/3 是外资企业。中欧也有很多外国公司的学生，还有外国高官，我们有中英文的问卷，都可以回答，而且比较踊跃，每年有 800 到 1000 份，所以我对这个结果还是比较有信心的。“你对未来一年、未来五年你的信心是多少？”我们可以看到，第一，大家对长时间的信心比短时间的信心要高一点，尤其在刚刚调研开始的 2010 年，外国对中国憧憬非常高。那个时候中国企业已经有点感觉了，所以他们的信心相对较低，后面就开始下滑。到了 2017 年有一个上行，这跟我们的宏观数据是一致

的，然后就下滑，最大的下滑是 2018 年。我们每次做的时间都是 11 月、12 月份，所以 2019 年的还没有完成，我们还没有把调查问卷关闭，再过一两个星期才会关，还会有一些数据，差不多像美国总统选举 70%—80% 的票已经点过了，今天我们把它拿过来。从现有的数据来看，去年是最差的，但是今年有点改观。所谓信心、期待都和预期有关系，你的幸福度也是跟你的预期有关系，已经跌到底了，今年减税了，所以会上去一点。

我每年在问卷里面会加几个新的问题，和大家分享一下去年和今年我加的问题。第一，您对今年中国经济总体形势有何感觉？对 2018 年的看法，中资跟外资差不多，大家感觉都很差。2019 年好了一点。外资企业更加悲观，但是也差不多。我觉得跟总体宏观情况差不多一样。

第二个问题是，您对当年中国经济改革的进展有何感觉？因为我们学生都是民营企业家的，感觉进展缓慢的有较高的比例，不进反退也有较高的比例。2019 年有所好转，但是基本上对中国经济改革进展感到不满意。

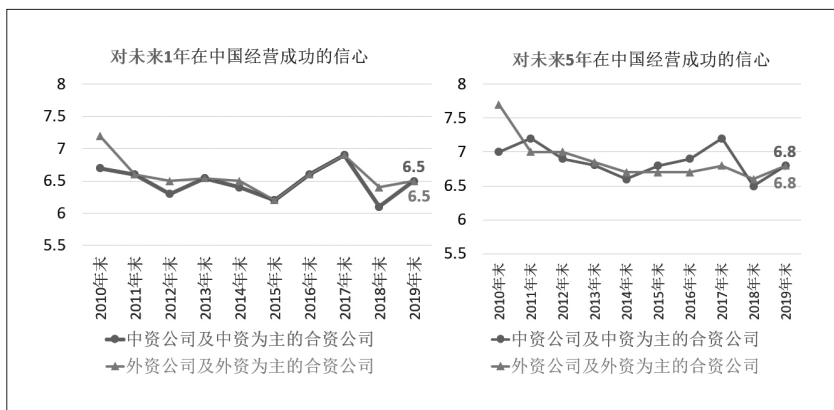


图 5: 问题: 您对贵公司在中国经营成功有多大信心?

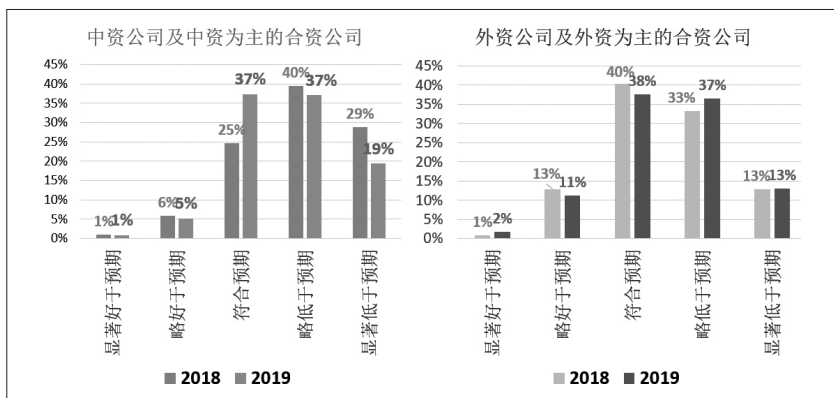


图 6: 您对今年中国经济的总体形势有何感觉?

但是这里有一个问题, 总是有人在填表时感情用事, 什么都写不好。这里有一个问题可以验证, 跟去年相比, 贵公司在今年的税费负担减轻了吗? 大家知道今年改革对企业真真实实减了税。如果不

显现出来，我对回答问题的人是缺乏信心的。你可以看到，税负变重这两年中资从 37% 降到 17%，外资从 22% 降到 14%。

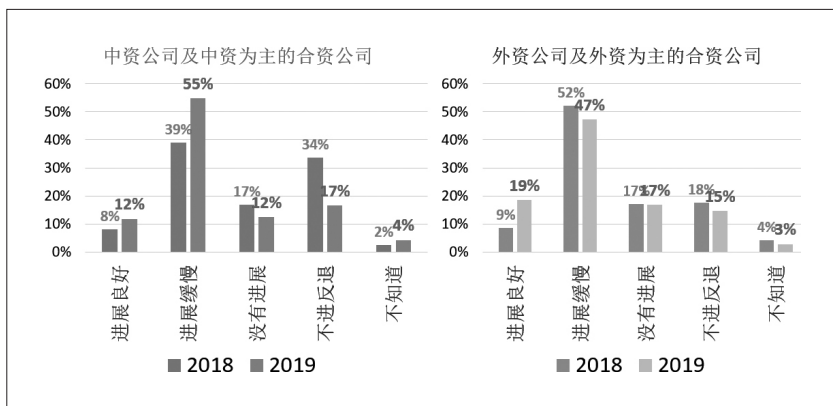


图 7：您对今年中国经济改革的进展有何感觉？

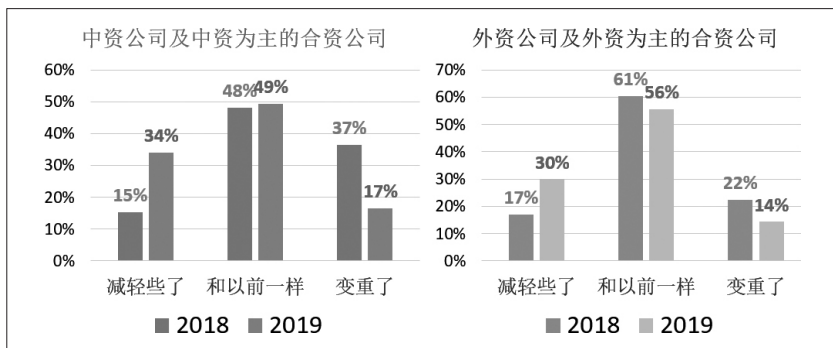


图 8：和去年相比，贵公司今年在中国的税费负担减轻了些了吗？

后面一个问题我不但在这个问卷里，而且在我

的课上给董事长都会做这个小的问卷：中美贸易争端对贵公司业务产生怎样的影响？无论哪个样本，基本上都有点影响，但是是轻微负面的影响。那些叫得很响的对中国的税，或者制裁没有真正去落实，即便落实了，对中国的整体影响还是相对比较小。

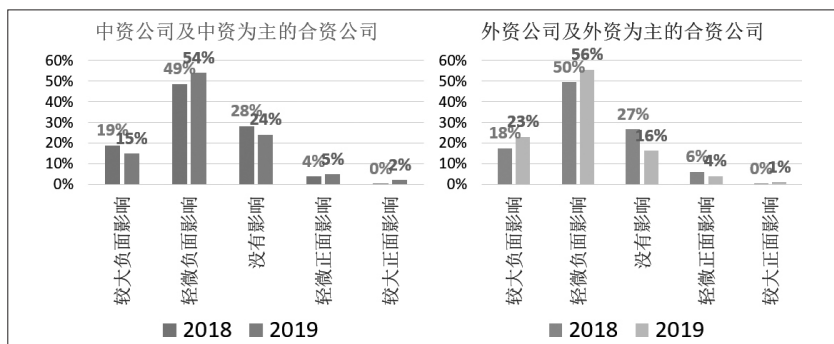


图 9：中美贸易争端对贵公司的业务产生了怎样的影响？

我最后把今天讲的东西做一个小结。首先，我认为这是不争的事实，中国经济正以较快的速度下滑。昨天我们学校搞了一套丛书，有很多主流媒体来采访，就问这个问题：许教授你认为明年政府能不能达到 GDP 的目标？我说肯定达到，100%。因为我们肯定会用扩张性的财政和货币政策，我们还

有空间去做（但这些政策空间越来越小），合适不合适是另外一个问题。这个不是我们关心的问题，我们关心的是短期宏观的波动，关心这个市场，关心美国的利率，但我们更关心的是中国经济如何依靠民营经济走向可持续的好的增长。讲供给侧改革，就要讲如何让民营经济发挥出来。民营企业发展出来的潜力，跟让妇女同胞在 50 岁以后再发挥 10 年的余热哪个更高呢？我们要通过研得到这样一个支持的假说，这个假说就是中国经济的未来走势很大程度上取决于民营企业的投资意愿。这在很大程度上取决于我们的改革，以及政府对民营企业政策的定位和态度。

最后再讲一点。我碰到的民营企业，虽然他们短期感觉不好，但是他们还是很想做下去的，不想移民。所以是要给他们机会。不要高估中美争端对在中国的企业（包括外资企业）的影响，有影响，但是没有那么大。关键在于我们自己，做好自己的工作，或者做好我们的政策。刚刚黄市长讲的 6 方面，是中国经济继续保持健康增长的必要条件。我希望通过今天这个论坛给大家留下一个印象，民营

经济才是中国未来经济增长最重要的、最关键的一个因素。谢谢大家！

乔依德：许教授你很在乎黄市长，其实黄市长是一个非常好的人，比较容易打交道的人，我跟很多人打交道，跟他打交道是很容易的。你最后讲了这个观点，可以把你的意见带给他，他有 6 个方面，你再加 1 个，就是 7 个方面。最后发言的是东方证券首席经济学家邵宇，他的主题是“寻找中国经济新动能”。大家欢迎！

邵宇：寻找中国经济新动能

邵宇（东方证券首席经济学家）：我觉得有两件事情非常确定，第一是全球化已经完蛋了；第二是我们要再一次放水。

回过头来看大的画面或逻辑，我们之所以过去 30 年能够飞速增长，不光是中国，包括全球，都是基于全球化的结构，也就是中美之间的携手。我记得美国有一个很著名的经济学家，他说这个世界的前途就在于美国的高科技跟中国的城市化，

按照我的理解，这就是全球化，也就是美国的技术、美国的资本（泛指发达国家）到新兴市场做投资，跟中国无穷供应的人口红利在沿海的结合，生产出的 iPhone 卖到全球。在这个生产的过程中需要很多的原材料，所以顺便把巴西和俄罗斯的问题也一块解决了。这就是超级的全球化，跨国公司、FDI（国际直接投资）和华尔街以及我们自身改革的力量在这里面获益良多，在过去这段时间里这两个利益是全面的捆绑，这是推动全球化的根本逻辑。在这两个主要驱动因素背后，有两种核心的资产。美国高科技背后的核心资产是美国科技股，美国科技股又创下新高。中国城市化背后的核心资产我相信大家都已经拥有，就是北上广深核心城市的房地产。

从 2018 年开始，这两个最大经济体分道扬镳。全球化逆转以后，过去这些神话将不复存在，我们的核心资产都会受到相应损失。当然这个背后更为重要的是隆隆作响的印钞机，过去三十年我们投放的流动性超过 30 年前所有投放的流动性的总和，大家生活在巨大的流动性幻觉里，现在我觉得是时

候要清醒了。这种清醒从 2008 年就应该开始，全球化高峰就是一场危机，因为那个时候大家同心协力，通过放水和财政刺激还能把经济打起来，我们做了很多投入，不光是中国，还有其他经济体，目前所有的东西都归于平淡。现在可以确信，明年还会印钞票，美联储已经三次降息，这是美联储有史以来第一次衰退还没有开始到来就已经降息了。一般货币政策是出了问题以后，救火员冲上去堵上，现在还没有出现问题就开始预防了。一定是哪里还出现了更大的问题，疯狂就是不断做一件事情但是希望有不同的结果，我们印钞正是在做这样的事情。希望大家清醒看到这样一种观念的变化，除了猪肉以外都是通缩，除了房地产以外都是衰退，除了核心资产都是熊市，这意味着现在流动性正在非常精细地选择可能会出现的核心资产。

我觉得一个好的研究并不在于你一味看空或一味看多，问题是你能不能在歌舞升平的时候看到危机，这才是真正有价值的研究。刚才大家基本上把未来的形势给大家盘了一遍。关于明年的经济，观点差不多，如果统计局不调口径，我们大概需要

5.8%-5.9% 左右完成目标，如果调的话，5.6%-5.7% 差不多就够了。你可能没有意识到，明年是最后一个有 GDP 增长目标的年份，以后就没有数字的目标了，这个我们从来没有预见过，我们只有一个词叫高质量的增长。什么叫高质量的增长，怎么量化它？以前我们习惯 GDP，有一个目标完成一个目标，一边搞招商引资，一边搞房地产，一边开放都行，问题是没有这个目标我们怎么办？我们行驶在一片无人知道的水域，在这种情况下我们中国市场新的动能在哪里？我们做了一个非常系统的研究，在这里跟大家做一个主要的分享。

关键在于我们能不能升级我们的结构，不是简单地去谈改革或投资。有几件事情大家一定要把握住。过去我们的成功经验在于我们成功地利用全球化 3.0，还有城市化 1.0。比如说浦东 30 年前是一片荒地，现在变成中心，这样的城市化主要利用的是土地，它没有很好解决人的公共服务以及可持续存在的问题。上海常住人口接近 2500 万，户籍人口 1800 万，差不多有 600 万到 800 万是流动人口，这样的城市有很多后遗症，我们很快就会遇

到。如说我们的春运，春运是蓝色星球上最大的哺乳动物迁徙，因为这个城市并没有让大家真正能够可持续生活下去。这是我们需求方面的做法。供给方面在于我们的工业化，是由大资本驱动的劳动密集型或资本密集型的增长，再加上营销、研发等。其实我们都是从西方学过来的，信息化就是像 BATJ(百度、阿里巴巴、腾讯、京东)，这样的快速发展模式有很多后遗症，我不展开了。我们能不能对它进行升级？升级体现在我们要把全球化从 3.0 升级到 4.0，城市化 1.0 升级到 2.0 深度城市化，工业化从 2.0 越过 3.0 去到 4.0，信息化从 1.0 升级到 2.0，这是未来经济发展的核心动力所在。

具象化一点，给大家看图 1，这是关于未来中国经济发展地理一个关键部署，这是我们 5 年前画的。现在的发展阶段不允许进行大量无效率的投资，我们有限的财政和货币政策只能用于一些核心区域。我们把整个中国未来地理发展分成 4 个区域，蓝色一线城市群，绿色二线城市群，黄色三线城市群，以及红色的能源和地缘中心，这里将集中进行房地产投资，产能投资，公共服务投资，还有

基础设施投资等一些有利拉动经济的要点。



图 1：三纵两横：中国经济地理新格局

最近上海经过批复以后，有两个新的区域，一个是临港自由贸易区，以及长三角示范区，也就是青浦、吴江加上嘉兴，一共是 3100 平方公里。这是未来建设对热土，上海一共就 6 千多平方公里，所以这样一个量级，有巨大的机会。我们看看东京，再看看上海，差异非常巨大，我们这样一个城市群根本没有拉开，这里面需要更多的投资和相应设施的升级。

有一个关键的问题大家要自己去思考，我有答案但是不方便告诉大家，这样一个 3100 平方公里

的地方，它最终将吸纳多少人口？这才是深度城市化一个关键属性。未来接近 3 亿流动人口，就是春运迁徙人群，他们最终落户在有颜色的这些关键城市群。还有一个重要的特征来自于供给，供给很简单，就是技术、劳动力、资本，怎样在现有的制度下产生一个化学反应，使我们得到更多的有效产出或 TFP（全要素生产率）的提升，这才是经济发展核心的逻辑。

如果从供给侧角度来看，中国 70 年只成功一件事情，就是我们不遗余力用 70 年追赶上了西方国家花了接近 300 年时间通过的三次工业革命，很了不起。我们所有的产能都有了，这也是中国制造为什么性价比这么高的原因。但问题在于，未来我们是否可以发动新一轮由中国引领的产业革命。其实我们并不是特别乐观，或者说要谨慎。我们算了一下，中国要引发这样一次产业革命并且真正走到全球领先地位至少需要 30 年，请大家保有足够耐心。新旧动能的转化，不是开两次会讲两次话就能完成的，需要大家每分每秒不断地积极调节以及相应的投入，才能获得这样一个变化。

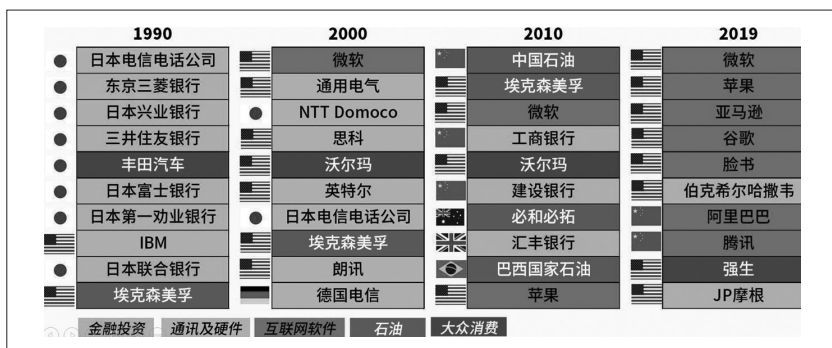


图 2：全球市值前十大公司变迁

图 2 非常重要，它代表股权投资的核心部分，也就是全球市值前十大公司在过去 40 年里的风云变化。我们看到 1990 年全球最大市值公司有 8 家是日本的，特别是日本的商业银行，然后日本泡沫经济崩溃，基本所有的商业银行都不在上面了。2000 年整个全球背景也是互联网崩溃，所有那些靠估值、模型、商业模式主导的创新公司都由神奇变成了腐朽。但是有些公司留下来了，就是为下一代互联网或技术革命准备硬件的公司生存下来了。2010 年非常有趣，公司变得非常多样。因为 2008 年全球金融危机，中国在 2009 年出台了 4 万亿，所以中国的宇宙行业出现了，顺便带起了像中国石油、埃克森美孚、必和必拓这种灰色的公司，也是

大宗商品最后一次繁荣的浪潮，这类公司都有一个共同的特点，就是家里有矿，然后也就结束了。今年，我们认为美股泡沫非常大，看到的全部都是技术类公司，特别是红色的公司，他们只发明了一个东西，就是人人都在刷的 iPhone 或手机，意味着里面蕴含着更多的泡沫。但是问题在于，这是过去 10 年的王者，未来 10 年还是它们吗？我们要打一个重重的问号。

那未来的机会在哪里？我觉得关键在这些领域。首先，我们看到的是 5G 和 AI 领域。其次，我们在大型制造里看到的是重型车辆和设备，特别是大型飞机的发展机会，以及相应的在芯片、新能源汽车、生物医药这样一些核心的机遇。在这些方面我们有大量的项目以及大量的核心资产可以做选择。我们相信在一片低迷中，我们反倒能拿到核心的估值和未来的发展空间。当然我们也强调，在这么多变化里，制度变迁非常重要，改革并不抽象，上一轮改革我们解决市场化的问题和产权明确的问题。这次我们解决要素价格和一些难以确定的问题，如国有企业核心产权调配的问题。同时，以商

业银行为主导的金融体制也要做相应的调整，最终释放户籍改革、土地改革。我们自己算过，户籍改革每年会拉动经济增长 1 个百分点，土地改革能增加 1.5 到 2 个百分点，把国企做相应调整又会增加 1.5 个百分点。所以我们觉得潜力非常大，开一次会学习一些文件就能完成的改革早就完成了，所以这里面任重而道远。

在这样一个过程中，我们有需求的适当拉动，地区上的集中，新产业的孕育和培育，以及我们系统的结构化调整，我仍然觉得在这个过程中我们能够找到很好的机会。我们觉得明年没有太多的问题，不管从各个角度，风险偏也好，流动性释放也好，基本面也好，就这么回事。2021 年将是一个考验的关键，希望大家到时候能够挺住，并且找到自己的核心资产，找到发展机会。谢谢大家！

问答

乔依德：我们下半场的 5 位发言嘉宾都发言完毕了，下面还有一些时间，可以给大家提问的机会。

嘉宾 1: 主持人好，各位嘉宾好。在上半场的时候，黄市长说到供给侧改革，其中说到第一点，对于金融市场开放的改革。我想问一个相对而言比较细的，也是投资人相对比较关心的问题：改革的不断深入，会对目前整个投资板块带来一些什么样的影响，包括正面的，或者有可能的负面影响？从个人投资者的角度，我们有可能更关心这样一个深化对我们会产生哪些投资机会？

王涵: 金融开放比较重要的，是对境外金融机构，还有境外资金。金融机构进来，更大程度上是起到增加竞争的作用，我就谈谈资金的问题。以前我们对于国内金融市场有一个讨论，金融市场资金都比较短，基本上老百姓买完房地产后，用剩下的零钱去投股。老百姓投股票的钱，两个月甚至一个月就撤，最后形成的效果是股价波动特别大。现在我们让外资进来，让国内长期资金慢慢入市，股票资产和负债期限可以匹配，整体股票市场的性价比上升。短期资金更多关注股价短期的波动因素，一些消息可能是一些臆想的东西。但是如果是长期资金，可能看的是长期基本面的变化，基本面的研究

会变得更重要。我觉得对于个人投资者来说，你把钱交给你认可的、基本面研究做得很好的投资型机构，公募也好，资管机构也好，让它去管。如果现在大家拼的是对基本面的研究，实际上机构在研究上的资源投入比个人投资人要强。

嘉宾 2: 今年人民币对美金的汇率破了大家非常重视的心理关口，就是 7。刚才听各位专家讲到明年经济增长还存在很多不确定性，包括改革，包括寻找经济增长新动能。各位老师怎么看在未来 12 个月，也就是一年左右，人民币的贬值压力会不会继续变大，或者怎么看后续走势？

章俊: 我觉得汇率这个问题有两方面，一方面是市场的原因，另外一方面不排除人民币汇率里也有一些博弈。刚才所提到今年年初以来，对于是否破 7 大家争议很多，主要担心的不是破 7 本身的问题，而是破 7 之后人民币汇率停在一个什么样的位置。人民币破 7 短期内会有一个汇率的超调，短期内如果不能有效管理，人民币汇率就有很大的不确定性。大家知道市场担心的不是人民币会不会贬值，而是汇率的不确定性。事实上我们看到，央行

对于人民币汇率的管理能力是超过市场预期的，我们看到破 7 之后稳在 7.05 这样一个水平。从长期来看，人民币汇率取决于中国的经济增长，包括经济转型，从短期来看，人民币当然主要还是看美元。美元指数去年以来一直维持在高位，这会对人民币形成一个贬值的压力。但是从明年来看，我们认为美元指数有下行的趋势，美元指数从目前的 97-98，可能会降到 90 左右。因为全球经济明年有一个阶段性企稳，避险资金从美国流出到新兴市场，这样对于美元有一个短期下行，对于人民币有一个上行的推升。

另外，从明年来看，无论中国经济是 6.0 还是 5.9，从新兴市场横向比较和我们跟海外投资者的沟通来看，中国增长的确定性更高。明年全球经济依然有很大不确定性，虽然新兴市场整体相对比较好，但是中国相对于其他新兴市场，增长的确定性还是比较高。我们还会看到持续外资的流入，今年我们看到沪港通已经有几千亿，明年我觉得全球海外主权基金和长期资金还是会增持人民币的配置，从这个角度来看，对人民币汇率也是有一个支撑。

唯一不确定的可能就是中美贸易争端对人民币汇率的影响。中美贸易第一阶段谈判的也是汇率问题，但是具体没有透露汇率到底在什么点位，可以预计美方对人民币汇率有一个要求，这个要求可能在 7 或者 7 以内。我们整体认为今年基于经济基本面，人民币是有托底的，不确定性是中美贸易争端。整体上预计人民币会在 6.5 到 7.5 作双向的宽幅波动。唯一确定的是，人民币会保持对一篮子货币的稳定。

乔依德：谢谢。他认为人民币汇率有几个因素，基本面、外资进入，美元指数比较强，可能对人民币有一个向下贬值的压力。不确定的主要是中美贸易谈判的结果会怎么样。

嘉宾 3：谢谢各位老师的精彩分享，我有两个问题。第一个问题相对笼统一点，在如此错综复杂甚至有点严峻的形势下，作为个人投资者应该以什么样的心态，什么样的策略应对，使自己的资产能够保值增值呢？

另外一个问题，几位老师提到房地产，王涵老师提到房地产在中美居民个人资产中所占的比例，

中国居民的房地产比例是非常大的。目前环境下很多人担心房地产行业的发展是不是遇到瓶颈，碰到天花板，大家怎么看房地产这个行业的发展，有没有可能有一些更好的机会？

邵宇：个人投资者就保持良好的心态，赚钱也不会像以前那么多了，就习惯一下，只要不把本金亏进去，利息少一点就少一点吧。因为整个就下来了，暴利很难。所以保持良好心态，多锻炼，多喝水，就能熬过去了。

王涵：其实房地产可以看一组数据。1998 年的时候，中国城镇人均住房面积 21 平米。到去年年底，如果我们算上这两年已经新建的住房加上库存，摊到每个人头上将近 45 平米。从总量层面上来看，它是一个房地产市场从总体供给不足到供需平衡的状态。从另外一个角度来讲，我们有不平衡，一线二线城市不平衡，持有人结构不平衡。如何使买不起房的人也住得起房，这可能是现在政策比较关心的问题。所以，我们看到出台很多人才房、共有产权房的政策。从方向上来看，是要确保那些单纯靠市场力量解决不了住房问题的人能够拿

到房程。我们认为住房从一个炒作资产变成一种公共品，一定程度上带有公共服务的属性，从这个角度房来看地产还有未来增长空间，它的炒作属性是下降的。我觉得从宏观层面来讲，房地产基于稀缺炒作的逻辑是不存在的。

乔依德：房地产不再是一个稀缺品，但还是一个投资品，还是有一些刚需。这个刚需的方向大家要明白，是要解决一些单靠工资买不起房的那些人，包括公租房、廉租房等。

最近经济学界有一个争论，余永定老师几个星期前在我们这里讲了一下。他认为从 2010 年开始，经济从两位数一路下滑，明年怎么样，他提出来要保 6，5.9 也可以，5.8 也可以，一路下滑的趋势要阻止，要采取更多的逆周期政策。当然很多人不采纳这个观点，认为我们还是要通过结构性改革，不能放水，短期可以，长期会造成负面影响。现在我就问你们一个很简单的问题，你觉得要不要加大逆周期政策的力度，要还是不要？

章俊：我觉得未来长周期全球经济下行最差的时候还没有到，从政策空间来说，还是要保留政策

空间。在目前整个就业还比较平稳的基础上，我认为暂时不用加大逆周期的政策力度。

王涵：我觉得下行不重要，关键可控，短期之内还没有太大失控的风险，主要是不发生系统性风险。

谢国忠：现在政府的核心是恐惧出事情，在这种情况下刺激经济让大家赚快钱的可能性非常小。

许斌：中国需要的是一个很稳定的预期，上蹿下跳的政策，无论你的用心多好，它的预期就是下滑，你突然间又有一个果子，这是不可行的。

邵宇：留点弹药给 2021 年吧。

乔依德：你们的观点倒是很一致，我想办法把你们的观点传达给他。今天中国经济论坛到此结束，我们再次以热烈掌声对五位演讲嘉宾表示感谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）