

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 140 期

140

2021 世界和中国经济论坛——经济复苏：现状和前景



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
二〇二一年七月

序 言

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

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

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

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

题进行了研讨。

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

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

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

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

上海发展研究基金会7月16日主办了“2021世界和中国经济论坛——经济复苏：现状和前景”，淳石资本对论坛提供了支持。论坛上半场由国家金融与发展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬先生发表了主旨演讲“新发展格局下的金融改革”。他指出下一步中国金融改革有六个重点，分别是：金融机构多元化，推进股市改革，调整债券市场，加快人民币国际化进程，加强金融基础设施建设，发展金融科技。

下半场的专家演讲，分别是兴业银行首席经济学家鲁政委的“固本培元：融资需求不足解析”，复旦大学世界经济研究所所长万广华的“双循环可能堵在哪里？”，东方证券首席经济学家邵宇的“病毒启示录：大分化和新希望”，摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊的“中美超额储蓄转化的不同路径选择”。

最后，我论述了“浦东开发的最新中央文件与上海今后的发展”，上海发展研究基金会理事，爱

建集团党委书记、副董事长范永进论述了“人类又到了一个十字路口”。

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

二〇二一年七月二十四日

目 录

会议概述	1
会议议程	3
开幕式主办方致辞	5
主旨演讲	9
李扬：新发展格局下的金融改革.....	9
专题讨论	46
鲁政委：固本培元：融资需求不足解析....	46
万广华：双循环可能堵在哪里？	57
邵宇：病毒启示录:大分化和新希望	66
章俊：中美超额储蓄转化的不同路径选择	73
乔依德：关于浦东开发的最新中央文件与上 海今后的发展.....	83
范永进：人类又到了一个十字路口.....	86

会议概述

由于疫苗接种的推广和逐步普及，全球主要经济体开始缓慢地经济复苏，其中我国尤为突出。去年我国 GDP 获得正增长以后，今年第一季度 GDP 增长 18.3%，第二季度 GDP 同比增长 7.9%，预计今年 GDP 能在比较低的基础上增长 8%。

与此同时，我国的经济增长仍不平衡，消费增长不够强劲、制造业的投资仍然疲软，尤其是新冠病毒出现了异常的毒株，给我国经济带来了一定的不确定性。此外，美联储有可能会退出目前的量化宽松政策，这也会给我国经济造成外部冲击。在这种情况下，下半年以及明年我国经济的走向将会如何？如何在“双循环”新发展格局下，把握改革、发展和投资的新机遇？这是大家所关心的。

为此，我们召开“2021 世界和中国经济论坛——经济复苏：现状和前景”，邀请了国家金融与发展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬、兴业银行首席经济学家鲁政委、东方证券首席经济学



家邵宇、复旦大学世界经济研究所所长万广华以及摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊等多位知名的专家学者对目前我国经济复苏的现状和前景进行研讨。

会议议程

时间	内容
13:30-14:00	签到
14:00-15:15	开幕式
	致辞 王荣华 上海发展研究基金会副会长 原上海市政协副主席
	演讲嘉宾： 李扬 国家金融与发展实验室理事长 中国社科院学部委员
	演讲题目：“ 新发展格局下的金融改革 ” 主持人： 张立平 上海发展研究基金会副会长 原国盛集团董事长
15:15-15:30	茶歇
15:30-17:00	主持人： 范永进 上海发展研究基金会理事 爱建集团党委书记、副董事长
15:30-15:42	演讲嘉宾： 鲁政委 兴业银行首席经济学家 演讲题目：“ 固本培元：融资需求不足解析 ”
15:42-15:54	演讲嘉宾： 万广华 复旦大学世界经济研究所所长 演讲题目：“ 双循环可能堵在哪里？ ”

时间	内容
15:54-16:06	演讲嘉宾： 邵宇 东方证券首席经济学家 演讲题目：“ 病毒启示录：大分化和新希望 ”
16:06-16:18	主旨演讲 演讲嘉宾： 章俊 摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 演讲题目：“ 中美超额储蓄转化的不同路径选择 ”
16:18-17:00	讨论
17:00	会议结束

开幕式主办方致辞

张立平（主持人，上海发展研究基金会副会长，国盛集团原董事长）：尊敬的李扬院长，尊敬的王荣华主席，各位来宾，各位朋友们，下午好！

今天我们在这里举行“中国和世界经济论坛”，是我们基金会每年都有的活动。我首先代表主办方对各位嘉宾的到来表示热烈的欢迎！我们这个论坛得到了淳石集团的支持，在这里向他们表示衷心的感谢！

这两年的经济确实有很多不确定的因素，上半年的数据还是很漂亮的，但是到具体的企业去听听，讲日子好过的不多，说明整个经济还有很大的不确定性。所以，大家在这个时候来共同研讨中国经济和世界经济的走向，以及应对的策略。

我们今天非常高兴邀请到国家金融与发展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬先生，兴业银

行首席经济学家鲁政委、东方证券首席经济学家邵宇、复旦大学世界经济研究所所长万广华、以及摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊等多位知名的专家学者，对目前我国经济复苏的现状和前景进行研讨。

下面我们首先请主办方基金会副会长、原上海政协副主席王荣华先生致辞。

王荣华（上海发展研究基金会副会长、原上海市政协副主席）：尊敬的李院长，尊敬的各位来宾、女士们、先生们、朋友们，大家下午好！

在这盛夏时节，各位不辞辛劳地来参加“2021年世界和中国经济论坛——经济复苏：现状和前景”。我谨代表会议的主办方——上海发展研究基金会向参加本次论坛的各位贵宾表示热烈的欢迎！

世界银行在六月底发布了中国经济简报，显示随着经济活动继续正常化，中国的复苏范围扩大，预计2021年中国经济增长将达到8.5%。国际货币基金组织预测2021年全球经济增长将达6%，全球主要经济体都将有较大增长。IMF表示，由于疫苗的出现，全球走出新冠肺炎疫情和经济危机的路径

愈发明显，但由于新冠疫苗全球部署的不均衡，发展中国家明显落后，因此经济挑战仍然存在。变异病毒的传播仍然可能对公共卫生和经济发展造成威胁。全球经济虽然进一步企稳，但复苏进程出现分化且存在极大不确定性。如果美联储退出量化宽松政策，可能给其他国家带来不确定性。

2020 年以来，我国防控疫情取得决定性的胜利，经济率先复苏，成为全球唯一实现正增长的大型经济体。进入到 2021 年以来，我国经济运行稳中加固、稳中向好，生产需求扩大，市场活力提升，就业物价稳定。今年第一季度 GDP 同比增长 18.3%，第二季度 GDP 同比增长 7.9%，预计今年 GDP 能在比较低的基础上增长 8%。同时，我国经济恢复仍然存在不平衡的情况，消费增长还不够快，制造业投资仍不强劲。在国际国内存在各种不确定因素的情况下，中国经济今年下半年的前景如何？明年我国经济的走向将会如何？未来的宏观经济政策将呈现怎样的趋势？有哪些投资领域值得特别关注？

针对这些问题，我们今天邀请了国家金融与发

展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬先生给我们做主旨演讲。我们还邀请了兴业银行首席经济学家鲁政委先生、东方证券首席经济学家邵宇先生、复旦大学世界经济研究所所长万广华先生、以及摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊先生为我们做专题讨论。他们的演讲和讨论将有助于我们把握当前的经济形势，为经济工作和投资决策提供信息和参考。

最后，我代表主办方对本次论坛的支持单位——淳石资本管理有限公司表示衷心的感谢，向李扬委员以及其他演讲嘉宾表示感谢！祝愿这一次论坛取得圆满成功。谢谢大家！

张立平：下面让我们以热烈的掌声欢迎国家金融与发展实验室理事长、中国社科院学部委员李扬先生给我们做主旨演讲。

主旨演讲

李扬：新发展格局下的金融改革

李扬（国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院学部委员）：尊敬的各位嘉宾，女士们，先生们，大家下午好！非常荣幸应上海发展研究基金会之邀，再次同大家交流对形势的看法。

刚刚主持人和王主席非常概括地说了当前形势的复杂性，经济形势等会儿有好多在第一线上做研究的人来阐述，我说说金融。

今年以来关于形势已经逐渐有比较统一的想法了，习主席在今年1月13号省部级主要领导学习班上谈到了“三新”，就是我们现在进入了经济发展的新阶段，要深入贯彻新的发展理念，构建新的发展格局，这三新肯定会成为我们中期乃至长期的一个总基调。这“三新”开辟了一个新时期，随着

百年党庆展开，进入了一个崭新的时代。我们金融理所当然应当有新的步伐。

40 多年来，金融改革几乎每年都是党的文件、政府文件必不可少的内容，随着时间的推移，这个内容也在变。我们今天讨论的事情恰好有一个依据，就是国务院金融稳定发展委员会第五十三次会议。在这个会上，刘鹤副总理对于未来的金融发展有一段非常重要的讲话。前 52 次会议都是在讨论事情，都是在办事，都是在救火。这次比较淡定，说的是比较长期的事情。强调当前及未来一段时期，要按照高质量发展要求，以供给侧结构性改革为主线，加强对金融领域战略性、前瞻性、基础性、针对性的问题研究。这是前所未有的，我们可以把它理解为，未来一个时期中国金融改革的架构在这次会议上布置了。

有很多新提法，主要是两大段，第一段讲了很多的事，我们逐一可以看一看。比如说建立现代中央银行制度，就这么几个字是一篇大文章。我们知道中国原来没有中央银行，1978 年开始有中央银行。这么多年来，我们一直想按照市场经济运行的

机制体制来把中央银行建设好，应当说这个任务并没有最终的完成。但是本世纪以来，特别是 2007-2008 年危机以来，尤其是此次全球疫情以来，大家一定能够发现中央银行变了。有些人很简单概括为，中央银行从最后贷款人变成了市场的做市商，这就很不一样了。中央银行的定义是三个银行：发钞的银行、政府的银行、银行的银行。它的服务对象、监管对象，不包括非银行的各种机构，更不包括普通的客户，它是最后贷款人，社会上处理不了的事情，最后由它出面处理。现在它变成做市商，最近这段时间里中央银行采取的措施叫做直达、精准，什么叫直达？就是越过了中间层。

从全球来看，美国就更明显了，美国中央银行的资产负债表翻了好几番，有大量和传统中央银行功能不相符的业务。美国在抗疫过程中是直接发钞票的，按照一个标准给大家寄支票，很多支票是中央银行寄出去的。这样，中央银行就非中介化了，在疫情非常紧急时我们可以理解，但它会不会成为一个新范式呢？

现在如火如荼发展的数字金融、数字货币，是

去中介的，当然也是去中心的。中央银行肯定不愿意中心被人家去掉，但是去中心在新的技术手段上是可能发生的。于是中央银行的制度问题又一次摆在我们面前。

下面一段值得注意的，是深化金融机构改革，优化金融组织结构，这是对同一个事情在不同的角度进行阐释，总之表明我们金融机构都面临着重大的改革任务。

第三个值得注意的事情，就是加强金融基础设施建设。这个过去在改革方略中很少提到，最近这些年越来越多被提到，但是还没有提到这么高的地步。很重要的原因是随着金融的深入发展，特别是当金融涉及到国与国之间争斗的时候，我们发现第一重要的是金融基础设施。大家知道美国动不动就长臂监管。我们做金融的，特别是做银行业的知道，我们这一套系统，最后的信息、数据都会聚到华尔街上，没有什么安全可言。所以金融基础设施的问题，非常严肃地提出来了。

关于金融风险防控机制，发展普惠金融、绿色金融、数字金融，大家说的比较多了。接下来是建

设中国特色资本市场。这些年来在讲金融改革的时候，不全面讲机构、市场、工具、调控、协调、监管，不是这样面面俱到了，就讲几个重点。最近一次谈到金融改革时谈三个任务，其中一个就是资本市场，叫中国特色的资本市场，至少显示对资本市场这么多年的发展不太满意。我们也多次说过不太满意，甚至我们在资本市场用的一些概念也有问题，比如说直接融资、间接融资。最近我们在北京开会，有人追问这个词是从哪里来的。为什么有此问呢？你翻翻国际权威的字典，没有直接融资、间接融资这类词。可见它的出身是有些问题的，我们那个时候读书的时候，我知道这是从日本过来的词。这对概念有问题，我们用这对概念来衡量中国资本市场发展的话，将近 30 年来没有进展，直接融资不到 20%。我们争论这些外来的词，其实都是说不清楚的词，我们不管它，我们说中国特色。资本市场的本质很清楚，就是为长期资本筹集资金的市场，我觉得中国特色资本市场也许可以从这个地方来入手。

最大的一块是关于政策性金融，政策性金融机

构改革取得积极进展，要继续推进。一行一策，从增量改革入手渐进式、分步骤推进存量业务改革等。在 2008 年金融危机之前已经有了一个改革方案，而且按照这个改革方案进行了初步的调整。结果危机发生了，危机发生的就需要国家有组织力量，掏钱来解决问题。我记得很清楚我参加一些会，讨论我们拿一笔钱到国际上去买一点什么东西。金融机构都是股份制的，你要让他们买，他们要上董事会，几十亿美金的很难做。当时领导说了，你不用改，仍然保留国家政策性银行的地位，一把掏几十亿美元算什么。后来这个改革慢慢停下来了。由于 2008 年之后这个世界天翻地覆的变化，经济金融各种各样的冲击，一直到现在新冠疫情，开发银行和其他几个政策性银行被赋予了很多任务，有些是财政，有些是金融，总之有了一些问题。这次说的非常清楚，渐进式、分步骤，存量增量分开，分帐管理，有序提高透明度，强化资本约束，加强风险管理等，要把里面好多的事情慢慢理清楚。

所以，我们确实进入了新阶段，进入了新时

期。金融改革当然会有很多新的内容，借这个机会，我们先把中央精神跟大家共同学习，按照中央精神探讨下一步中国金融改革的重点。

我分六个方面来跟大家讨论。

第一个方面是机构。中国金融机构，不论用资产来衡量，还是用金融种类来衡量，改革的成绩是非常大的。你要说它有什么好处，就是便利，能集中力量办大事，我们银行大的不得了。所以我们这种机构可以支持大事，比如三峡工程、南水北调、三纵三横、雄安发展，对中国这种大机构来说非常简单。不是说机构不好，而是说形势在变，主要有三大问题。

第一是应对人口老龄化的能力不足。我们知道人口这个问题已经大的不得了了，今年以来关于人口问题大家争议颇多。七普本来按照节奏早就公布数字，结果迟迟不公布，国内外就开始猜，然后公布了，有人就说假的，或者说不可相信。核心问题是什么呢？是中国人口已经发生了大的变革，现在正在发生第二次变革。人口第一次变革是总人口中劳动人口占比的下降。多少人干活养活多少人，这

是非常大的事，与它对应的人口红利、人口负债一大套理论。中国总人口中就业人口占比下降是 2012 年，那其实是一个节点，从那之后很多经济变量发生变化了，工资问题、就业问题等，这个节点之后中国经济开始下行。

第二个节点是总人口下降。这次统计局公布的是微微增长了一点，别人说肯定下降了。不论如何，下降是必然的，也就是这几年的事情。人口形势的严重，我们可以通过另外一个政策得以印证，就是迅速推出了三胎政策。我们从一胎到二胎，有很多讨论，其实形势已经很不好了，早就应该放开生育了。但是讨论来讨论去，解释来解释去，到最后羞羞答答地放开了二胎。这次根本不讨论，放开三胎，很快号召党员响应党中央号召，这么快作出决策是不同寻常的。

金融怎么去应对这里面的问题呢？我们的金融机构、金融市场、金融机制，有没有应付这种长期问题的机制安排？银行肯定不行，银行就是做短期的，最长的贷款八年，而且占比还很少。市场上也都是很短。唯一适合应对这种情况的就是保险，但

是保险在中国又这么不发达，所以这个是头号问题。大家知道供给侧结构性改革，供给侧的最主要因素是人、资本、土地，当然现在加上了数据。日本失去的 30 年，重要原因就是人口的下降。欧洲银色浪潮，经济仅增长 1%，也是人口问题。

第二个方面是创新。五大发展理念，第一理念是创新发展，于是金融就要能够支持创新。但是创新是有极大风险的过程，创新在技术上往往是破坏，甚至在制度上是对现有制度的一个挑战。金融能不能支持有很大风险的事情？我们金融体系的支持力度是很差的。银行肯定不行，银行一笔贷款下去要终身追责。十个创新能成功一两个就不错了，其他七八个都失败了，你要是总体来看还不错，你要是笔笔都追的话，这不是一个能支持创新的机制。所以要搞 PE、VC、天使投资、风险投资，而我们中国在这方面又是比较弱的。

第三个方面资本市场，机构投资者严重缺位。其他还有问题，但这三个问题已经足够大了。在金融机构体系这个层面，国务院金融稳定发展委员会第五十三次会议用两段话来表述金融机构，可见这

个问题很大。

下一步的改革就要针对这些痛点难点展开。我刚刚说了人口老龄化、创新、资本市场、机构投资者，其实还有一个大事，就是全球的超低利率、负利率。自有金融以来怎么会有负利率呢，如果是负利率的话搞金融的怎么活呢？但是就有了。低利率上个世纪末越过了5点几，然后到5以下，然后是超低利率，2008年美联储带头，利率打到0-0.25，持续好长时间。2012年丹麦中央银行首推负利率，到今天三分之一的金融资产是负利率资产，超低利率和负利率可能是金融的常态，高利率可能是非常态、另类，这是需要讨论的事情。超低利率、负利率时间很长了，这个情况还在延续，可见它是一个大的环境、大的背景，在这样一个环境下我们金融机构怎么处置？

最近中央银行一下子降了准备金率，其实就是在体制上准备应对这样一些挑战。全世界都是低利率、负利率，你搞这么高的准备金率，这些准备金还有那么高的利率。准备金率下降，市场资金就多一点，效果之一就是可以把利率拉下去，这都是我

们下一步机构改革的大环境，在这样的大环境下我们分别从五个方面来看。

第一，商业银行不能靠息差过日子了。中国现在，息差收入占银行业的 60%，息差没了利润从哪里来？现在我们还靠息差过日子。反观外国的机构，花旗、德意志都不靠息差了，息差占它们收入的 10%，主要不是息差，比如客户利用银行支付要付费。中国不是这样，你只要存钱，银行就要付你利息，这和国外的制度是不一样的。中国的银行业已经提出要保卫战了，可见这个压力在逐渐逼近。

商业银行面临的改革很严峻，至少有三个角度。第一，你不能再靠卖产品了，现在所谓息差就是一手卖存款、一手卖贷款，贷款利率比存款利率高，息差就出现了，你还是卖产品的机构。金融业在现在的定义里是服务业，但你还是一个产品的生产商。所以，你要提供服务，你要为客户做各种各样的金融安排，你要为他管理资产财富，他的融资需求不是靠贷款而是可以发各种债券等。所以第一条，就是要实现中国的银行业，特别是商业银行业，从生产商向服务商的转变。全世界都叫金融服

务业，我们金融还没有到服务业的程度，这个要完成。第二，要开辟新品种，减少对息差的过度依赖。60%的依赖程度太高了，中央银行降准，首先受到影响的是商业银行，第二天就感觉到息差受影响了。第三，稳步推动商业银行向混业经营转型。靠原来的存款业务已经不能养活自己，商业银行要改革，不能固守老的商业银行业务，必须面对市场改革，于是混业经营又重新提到议事日程。商业银行应当能去做资管，资管前几年做的不错，但出了很多问题，于是出新规，再出细则，到现在还没有出完。

第二，推动养老机构改革，要创立这些机构。保险机构是首当其冲的，保险只是三支柱中的一个支柱，还有养老金、年金。现在我们处在地区统筹的一个低水平上。十八届三中全会已经说了统筹的事，到现在局面没有改变。我领导的国家实验室最近几年做了一个事，每年都编国家资产负债表，第一年我们公布成果的时候算了养老金的帐，当时我们算的是全国养老金的帐 2029 年打平，之后就变成赤字，现在看起来有可能会提前。2029 年之后交

给谁？从已经发生过这些事情的国家来看，政府义不容辞地要站在前面，政府恰好这个时候没有钱，怎么办？发债、赤字，当赤字和人口老化、养老、医疗保障等连在一起的时候，那就是硬赤字。中国的赤字到现在为止，我觉得是软赤字，因为我们的投资会有收益，没有直接的商业收益也会有社会收益。但是你为了赤字发债，为了养老，为了给人支付医疗费，都是借钱吃光喝尽，那就真正出现了财政危机，这个问题是必须要面对的。

第三，发展保险业。除了养老保险，它的功能是很周全的，大家也都熟悉。在西方国家的金融各业，保险是第一大。中国是保险最小，中国保险的资产都不够中国一个大银行的不良资产那么大。保险是一个互助机制，保险是今天为明天，老人为小孩，大家为少数人，健康人为不健康的人，它是这样一个机制。现在中国搞了一个保险，然后搞得跟商业银行一样。曾经有一位金融的领导说，保险都干一些不应该干的事情，诸如门口的野蛮人这类。所以，保险业还要健康地发展。

第四，各种非银行金融中介机构。银行应打开

银行资产负债表，让更多处于“黑箱”中的资产和负债进入市场交易。要发展非银行金融机构，如基金、投资银行、信托、VC、PE、金融租赁等等。

最后，继续完成十八届三中全会提出的健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融体系。这个表述非常有意思，它是在我们市场化改革的时候，讲金融机构应当有这么四类，这是很高瞻远瞩的。经济发展到今天，纯商业性的金融活动是很少的，美国现在还有多少是纯商业性的业务？很少的，大量的需要有一些其他因素，特别是公共因素介入。所以金融业整个发生很大的变化，这个我们早就提出，现在需要落实。这是第一个问题。

第二个问题是资本市场，分两块讲，股市和债市。

先说股市。大家都说股市是国民经济的晴雨表，在中国好像不是。中国股市的问题很多，从上市公司的行业布局就可以看出来。

我们比较了中国和美国的情况，美国最大的部分是信息技术，占32%，这是引导未来发展方向

的。中国信息技术占 6%，这不是一个量级的差别。美国的第二块是可选消费，第三块是医疗保健，这三块就超过一半了。中国第一大是工业，占 52%，第二大是金融，占 23%。美国是金融业很发达的国家，它的金融只占 10%。我是做金融的，我当然希望金融很重要，但是不能太重要，金融太重要就是泡沫了，因为它是服务业，是金融中介机构，它生产的东西不能吃、不能穿、不能用，你生产多了就是泡沫。我们其实有很多错误的理念，大家堂而皇之地谈，比如你到一个地方去，当地政府都会说我们现在形势很好，我们金融业的增加值提高 10%，高于全国平均水平，我们全国 8.2%，高于美国，说是成绩。

但是你换个角度来想，金融是干什么的？它要服务实体经济，金融挣钱多了，实体经济挣钱就少了。在这个意义上来说，金融占的比重很高，增加值很高，是坏事，因为实体经济运行的成本高了。很多年前，有良心的银行家都说了，说我们现在挣钱都挣得不好意思，他在第一线做业务，知道一家一家的企业都不容易，银行那么容易就挣了钱，这

种状况是扭曲的，现在这种扭曲的状况还在延续。

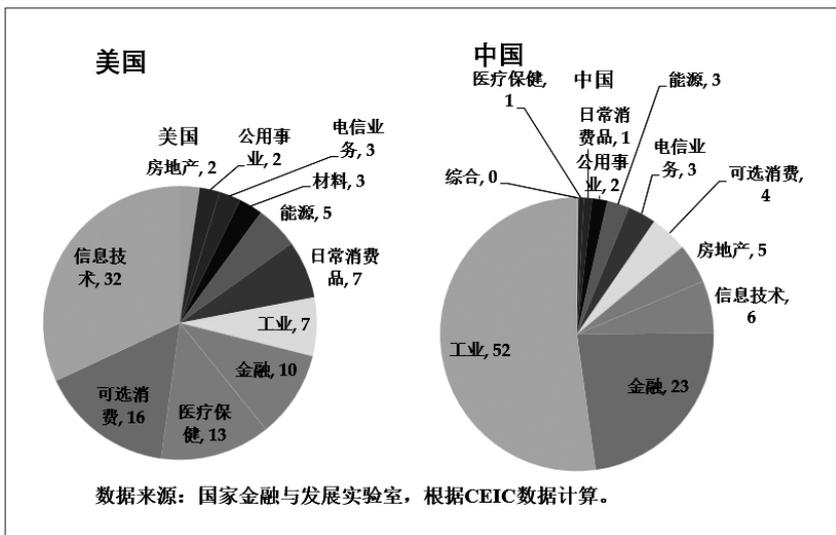


图 1：中国和美国股市

显然我们要调这个结构。这个结构是怎么形成，怎么发展的？第一件事，与我们的上市机制有关。我们易主席上台之后，天天说要推行注册制。审批制要三年盈利，马云这种公司一开始肯定不盈利，就上不了市。盈利的都是老企业，而且是重资产，重资产好上市，老企业的重资产是厂房、设备、土地。我们现在要的不是这个东西，我们要的是知识、创新、信息，这种东西按照我们原来的评估方式不值钱。我知道很多公司的三年盈利都是造

出来的，但是还要造，因为需要。改成注册制，我们在上海感受到了，科创板不要盈利，就是市场和上市公司之间的博弈，你看它前景好，你多买、高价买，于是一个新兴产业就起来了。现在的上市机制是支持重资产的，而且公司上市之后筹来的钱根本不知道往哪里花，因为所在的行业都日薄西山了，这都是不公开的秘密。所以在这个意义上推出科创板，首先实行注册制，而且科创板这个原则迅速扩展到整个市场。深圳现在整个主板也要上注册制，这才是从根本上解决扭曲结构的措施。

还与退出有关系。中国的市场为什么退市难呢？所有的上市公司都和各级政府有关。你到各地去，当地的官员说我们现在金融形势很好，我们有多少家上市公司。假设政府搞这个事，意味着它如果出事的话，不会轻易让它退出。于是在中国出现了一个情况，壳交易，壳还很贵，中国的壳市场很大。一个是不容易上市，每一个壳都和当地的行政机关密切关联，这决定了中国股市是高度行政化的，这个也得切断，从摇篮到坟墓都得改。中间稍微简单一点，透明度、可信度，打击幕后交易，而

且这个很容易做。再加上一个集体诉讼制度，这个制度基本上就健全了。

中国市场还有好多的问题，比如说投资者结构。境内一般法人占 54.1%，这又是一个中国特色，我们刚才说股市不好退市，原来都是境内机构法人持有的。所谓的境内机构法人，是各种各样的事业单位，各种各样的政府机构，他们持有的怎么能让它退市，壳卖了也不让它退市，也不让它摘牌，所以是高度行政化的。

讲到资本市场，还有两个算是中国特色的，一个特色是资产管理。我们先看事实，我们国家的间接融资占全社会的融资比例一直稳定在 80% 以上，2012 年一度占到 60% 以上，2015 年开始整顿，2018 年、2019 年又回去了。这给我们非常大的启示，是不是可以走出一个中国特色的资本市场发展道路呢？我们觉得是的。发展资产管理是降低间接融资比重的有效机制。我参加过好几次会议，也参加过政策讨论，也参加过业界讨论，其实主要是信托的问题。中国的信托机制不健全，我们的信托法事实上是信托投资公司法，一个可以被广泛使用的

金融机制在我们这里退化为一种机构，只能这种机构做，于是就出问题。现在是七起七落了，从开始有信托就被整顿。在这个整顿的背后可以看出来，第一它肯定是非常重要的东西，人人都想做它；第二，现在这个监管框架肯定是错误的，使得它一做就出问题，七次整顿，现在还没有整顿完。我们把这个事情提出来，资产管理、信托等放到一起它涉及到中国金融结构中一个潜在的问题，就是这个机制问题，这个机制要改。

另一个特色是金融机构自身。不可忽视金融机构自身在资本市场的作用，我们给一些数字，中国发展资本市场一向的看法就是银行和市场，非此即彼，教科书还这么写。所谓资本市场发展就意味着银行要退出，银行要变小。可不可以一此一彼呢？其实是可以的。到 2021 年 6 月底，中国存款类机构本外币贷款，其中的中长期贷款占 64.6%，你去查查金融学教科书，这个数字肯定是一个不合规的数字。因为在金融学教科书里，商业银行是提供短贷的，不能够提供中长期贷款。商业银行能不能发中长期贷款，在上个世纪经过非常激烈的讨论最后

才定下来，说可以。银行虽然说资金都是短的，但是由于它川流不息，一定会沉淀下来一个部分，这个部分可以用来中长期贷款。上个世纪经过很长时间讨论才有，现在一下子做到 64.6%。

我们比较一下，同期美国中长期贷款占比 30%，也不低。是不是都违背教科书呢，或者教科书错了？再仔细分别一下，我们中长期贷款里有一类是面向居民户的，也就是抵押贷款。抵押贷款理论上说是自偿性贷款，抵押品提供了担保，所以是自偿性的，抵押贷款其实是最没有风险的。尤其是中国的抵押率很低，首付率很高，做业务的还扣掉一些，纯粹获得贷款支持的是 50-60% 的水平。这一部分和其他贷款，比如给工商企业贷款，哪怕是抵押贷款、质押贷款，都是不一样的。因为住房抵押贷款中的住房，特别是住房的土地价格是不断涨的，用这种价格不断在涨的东西做抵押品，应当是稳赚不赔的，所以这个贷款很特别。我们把这块除掉，中美双方都除掉后，我们发现美国只剩下 2%，中国还有 36.1%，这个比例很高，这一块是中长期贷款，若干年后才能回收资本。也就是说，在很长

时间以来，中国的金融机构承担了资本市场的功能，虽然是这种别别扭扭的提供，但是也提供了一个契机，可以把实践中已经做的事情变成正式的、正常的、合规的事情。

结合中国国情，我们显然需要建立一个金融机构在其中发挥重要作用的资本市场。于是对金融机构，特别是银行类金融机构的管制就要放松，应当允许甚至鼓励银行打开资产负债表，使之与金融市场融合，协同发展。屠光绍市长与我经常一起交流想法，最近我们俩在一个论坛上一起讨论了这个事情，中国应当发展金融机构在其中发挥重要作用的资本市场，抛弃非此即彼的状态。于是要建立资产管理机构，加大推进资产管理、财富管理和金融投资机构建设，各个银行都在建立自己的金融资管机构，这是对的。信贷支持股权融资，支持并购、股权基金贷款，银行与投资机构合作，包括客户资源合作、业务合作，特别是投贷联动，提供银行服务资本市场的功能，放松过桥贷款。总之，这块其实我们都在做，现在我们要给它证明，而且用一个合适的法律框架规范它。

第三，债务市场。资本市场是筹集长期资金的市场，长期债务也应当成为资本市场的一个内容。我们先比较一下中美之间的债务工具，中国的贷款和债券的比例是 100: 17，同期的美国是 66: 47，债券占比是非常高的，在整个债务市场里用债券的方式来筹集的资金，和用信贷方式筹集的资金差得不太多，而我们就差得很多。这通常是用来衡量市场化程度的指标，表明我们的市场化程度是比较低的。

		债券： 非金融企业	债券： 中央政府	债券： 地方政府	债券： 金融机 构	债券加总	贷款： 非金融企业	贷 款： 家 庭	贷 款： 政 府	贷 款 加 总
中国	2008年	1	5	0	4	11	26	6	0	31
	2019年	17	17	30	34	97	100	55	12	168
美国	2008年	26	50	20	106	202	49	95	0	143
	2019年	47	133	21	103	305	66	111	0	178

图 2：中美债务融资工具 / 市场比较（万亿人民币）

数据来源：根据 CEIC 数据计算。

中国的债券市场结构也有问题。全世界的趋势是债券市场以安全资产为主，这和整个融资结构有

关，政府债券、政府信用中，政府是市场主要的发行者。我们国家对此有些误解。要解决小微企业能不能用债券？小微企业太小了，所以要做联合债券，觉得这个事情很简单。其实在整个金融发展过程中，债券是最后出现的，债券是最复杂的，比股票复杂得多。所以有好多理念是有问题的。

为什么说债券市场以安全资产为主呢？因为市场会决定基准利率，而我们现在的利率市场化没有完成。我在非典时期写了一篇文章，说用五到十年时间完成中国的利率市场化，当时在中国证券报上发了一整版。好多人说我太悲观了，结果到现在都没完成。最近央行行长明确说要推进这个、推进那个，甚至在十四五规划里都没有提出完成利率市场化。利率市场化需要有条件，这个条件实际上是一个发达的以安全资产为主的债券市场，这个条件我们现在不具备。

而且债券市场决定了无风险收益的曲线，决定着金融宏观调控的效率。时间有限，这里我只说一下结论，我们现在市场上风险资产特别多，经常出现暴雷，于是债券市场就会停滞。发展金融就是要

交易，在黑箱里不交易是不行的，动不动就暴雷，就会不敢搞了，整个金融发展就会停滞。

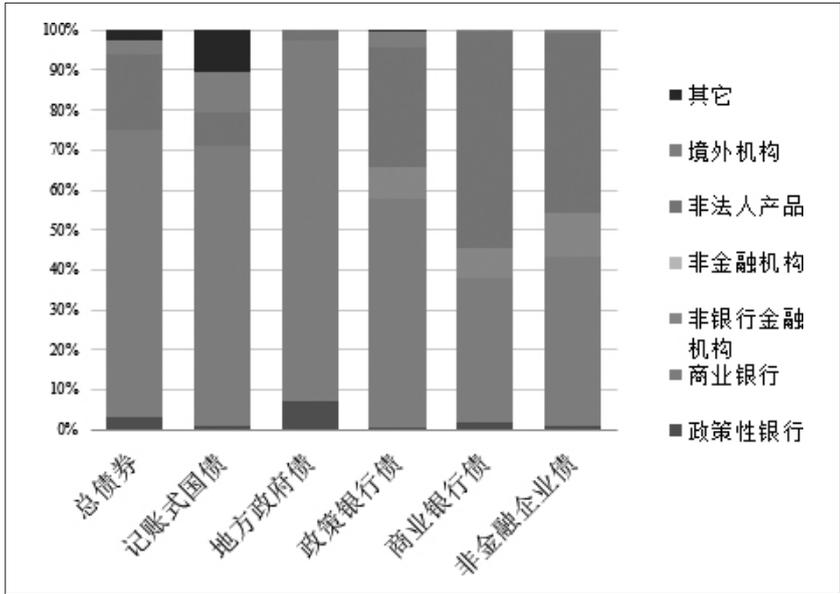


图 3：债券的投资者结构

债券的投资者结构也有问题，我们债券市场资金流动的格局是从银行中来，大家都是从银行来买债券，然后又回到银行中去。大家看图 3，中国债券中 70% 以上是银行买了，银行发银行买，A 银行发 B 银行买，保险公司发银行买，银行发保险公司买，就是这么倒来倒去，还是在机构里面。如果看一看别的国家，特别是市场化的国家，是从银行

和非银行金融部门中来，到市场上去，这就是它的市场化。所以我们本来一个好的东西，也变成了一个强化了非市场因素的一个东西。

第四，加快人民币国际化进程。一般的道理不用说，现在一个更大的硬道理是，中国已经是站起来、富起来、强起来了，成为强国中不可或缺的因素。你要有一个强货币，强货币是国际化的货币，所以货币国际化比以往任何时候都重要。一个国家的货币的国际化程度可以通过四个维度来刻画，第一个维度是在国际债务市场上，发债时用你的货币的比重有多高，中国是 0。不久前我到澳门去，澳门要建立世界级的债券交易所，有关部门会批，我到那里去研究。澳门 2019 年才有第一只债券，谁发的？中国银行发的，19 亿多，建设银行、交通银行买的。第二个维度是外汇交易，有多少是交易人民币的，2%。第三个维度，在全球支付里有多少用人民币？1.6%。第四个维度，外汇储备中有多少使用人民币，1.2%，我最近看到好多数字，3%-4%，短时间里不会变得那么快，总之很低。无论是交易还是持有都没有人民币，人民币国际化任重而道远。

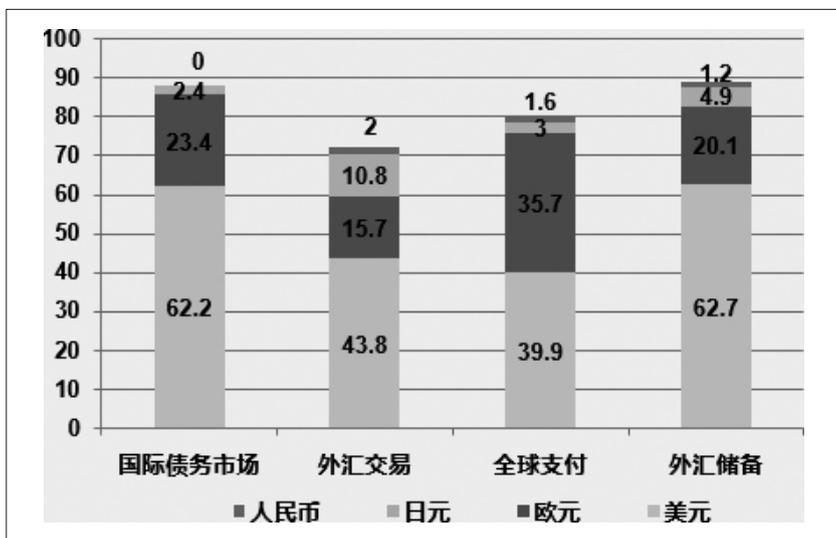


图 4：四个维度衡量人民币国际化程度

数据来源：国家金融与发展实验室

图 5 是人民大学做的一个综合指标，把好多东西都放进来。国际市场现在货币的流动，1%-2% 和实体经济交易相关，大部分是货币之间的交易，金融交易金融，特别是现在情况不好，很多是避险的。前不久日元汇率涨了，大家都去买日元，日本经济虽然比我们差得多，但是大家觉得日元比人民币安全。货币不断开发出很多新的功能，这些功能都是它成为国际货币的一些要素，这些我们还是比较差的，在边缘地带。

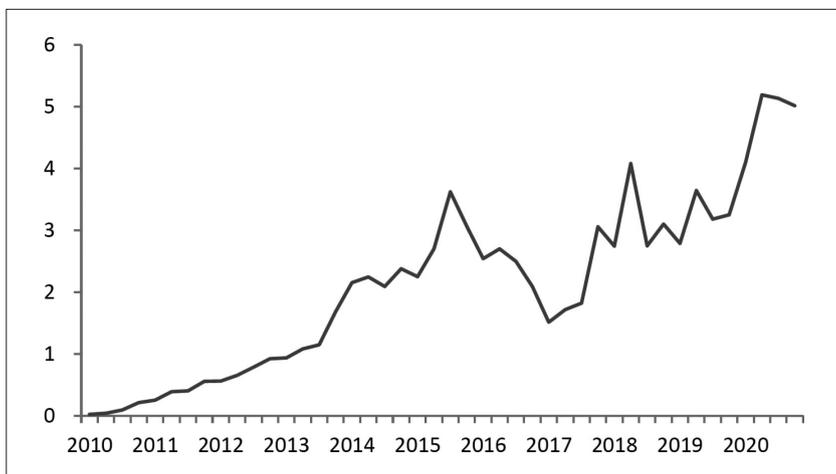


图 5：人民币国际化综合指数

数据来源：中国人民大学国际货币研究所《人民币国际化报告 2021》

这个事应当严肃地提出来，因此我们已经是强国了，但是却没有强货币，还只是一个裹脚的强国。当然人民币国际化是大尺度的进程，急不得，也没有办法用运动的方式把它搞起来，所以我们还是要坚定不移地去做，其中发展有效率的债券市场，推动非居民购买人民币定值的债券是最重要的。什么叫美元国际化？就是我们持有美元，我们实际上不是持有美元，而是持有美元定值的金融资产。倒过来，你持有美国的国债，大家虽然都说不

该买，但是到最后还是它最安全。人民币如果树立了这个形象，人民币就国际化了。为什么讲我们债券市场要以安全资产为主呢？现在很多外国机构要投入中国的债券市场，发现没有什么东西可买。如果要买美国的，政府债、政府机构债等种类很多。人民币国际化看起来是对外的问题，实际上还是一个里面的问题。

第五，加强金融基础设施建设。现在我们应当给出一个全面的金融基础设施的定义，金融基础设施是指金融运行的硬件设施和制度安排。我们以前比较关注硬件设施，现在制度安排可能比硬件设施更重要，包括支付体系、法律环境、公司治理、会计准则、信用环境、反洗钱、金融监管、信息服务、中央银行最后贷款人职能、投资者保护制度等，这些都是基础设施。所谓基础设施是指这些东西支持了资金的流动，以保证资金愿意流动，这与美国的差距不是一点点了。虽然我们国家有好多的信用评估与信用建设，最后发债说募集了多少，但如果这个基础设施搞不了，要想替代美国早着呢。国际上有两大会计准则，现在靠它来定义什么叫做

公允价值等等，我们没有，于是他说什么就是什么，然后他怎么改我们赶快也要改，全部在人家手里，我们要作为一个强国必须补上这一点。

美国拥有世界上最为完备和高效率的金融基础设施，而且它的金融基础设施事实上构造了国际上的金融基础设施，它是美国的又是国际的，这是其金融竞争力的主要体现，也赋予了其实施“长臂管辖”、干预其他国家金融机构活动的重要渠道。与此同时，美国的金融基础设施通过在其境内为其他国家金融机构和金融业务提供支持的方式，实际上构成了美国对外金融服务贸易的重要组成部分，并具有很强的“唯一性”，在其服务贸易中，有相当一部分是金融贸易，这也为其在国际金融博弈中增添了砝码。

中国近年来加强了金融基础设施的建设，并且通过金融科技的引入大大提升了金融基础设施的效率。但与美国相比，总体上仍有较大差距，尤其在金融基础设施的国际化与开放性方面，差距更为悬殊。中国必须在这个领域迎头赶上，一步一步走下去，最后总会赶上的。

最后，金融科技对于一国提高竞争力、改善金融效率是毋庸置疑的。我们金融业是运用科技最多的、最快的、最早的样一个部门。最近我们做了一个研究，归纳了一下，金融科技发展的三大动力，这三大动力分别由三个重要的国家代表，一是需求拉动（中国），二是技术驱动（美国），三是制度保障（英国）。

中国是需求拉动。习主席非常英明，他说过，我们在任何领域都要记住我们是一个超大型的市场，超大型市场本身就是资源，所以我们金融科技一下子就能够发展起来。比如有些机构在网上推保险，半年获客 8000 万，这说明我们的市场极大。因素有三个，一个是传统金融服务严重不足，这为金融科技公司在基础金融服务供应方面，特别是支付清算方面的异军突起提供了契机。科技公司进入金融业最早是支付清算，那个时候当局不认为那有多么重要，现在慢慢意识到了。周小川最近有一个讲话，金融服务实体经济三个要点，第一个要点就是支付清算。从理论上讲，金融的六大功能中，其余所有的功能都可以被别的替代，只有支付清算是

不可以被替代的。第二，庞大的人口基数带来可观的客群需求，使我国的数字化银行、平台融资、投资理财、保险、电子支付等领域迅速发展。第三，平台引流极大地丰富了应用场景。中国到现在为止，金融科技靠的是市场大，以后我们还是要抓住市场大的特点，充分利用这个优势再有别的发展。

美国的情况是技术驱动。美国在技术创新上一贯保持领军地位，多数新的金融科技概念都起源于美国。若干规模庞大的科技公司引领金融科技发展，2019年全球市值前10的公司中，就有8家美国公司，其中大部分是科技行业，很多是与金融科技有关的，比如谷歌、Facebook，我们没办法跟比了。2015年，我们的规模相当于其三分之二，现在是三分之一了。发展成熟的传统金融行业也积极谋求转型，不断增强研发投入力度，多用于在机构内部实施颠覆性技术。

再说英国，迄今为止全世界的市场经济制度基本都是从英国产生，而且不断地从英国产生，所以在制度保障上英国是得天独厚的。不论是脱欧，还是新冠疫情，人们做金融还是愿意到英国去，因为

英国有很好的制度，保护产权、信息、隐私等法制健全，吸引大量的高技术公司，吸引大量高技术人才。完善的支持创新的监管框架，宏观审慎监管、监管沙箱等制度都是从英国产生的。金融发展综合环境优良，伦敦始终蝉联 GFCI 全球金融中心指数第一。这个制度被培养出来，被人信任很重要，有惯性。英国国家这么小，教育收入却很大，其中中国的贡献功不可没，到英国去学那一套制度。

排名	年度									
	2015		2016		2017		2018		2019	
1	美国	35	美国	25	美国	19	美国	18	美国	15
2	英国	18	英国	12	澳大利亚	10	英国	12	英国	11
3	澳大利亚	9	澳大利亚	9	中国	9	中国	11	中国	10
4	中国	8	中国	8	英国	8	澳大利亚	7	印度	8
5	德国	5	加拿大	6	加拿大	6	新加坡	6	澳大利亚	7
6	以色列	5	以色列	5	法国	5	德国	4	德国	5
7	加拿大	3	德国	4	德国	5	巴西、法国、印度、瑞典 ⁴	各3家	巴西、法国、日本、新加坡 ⁵	各4家
8	印度、新加坡、瑞典、瑞士 ¹	各2家	荷兰	4	印度	4				
9			巴西、法国、印度、南非、瑞士 ²	各3家	爱尔兰、新西兰、瑞典、以色列 ³	各3家				
10										

图 6：按金融科技企业数的各国排名

数据来源：国家金融与发展实验室根据公开资料整理

最后，中国必须在科技基础和制度保障上下工夫。图 6 是我们的统计，按金融科技企业排名，

2019 年中国在世界上是第三名，2016 年是第四。这个情况充分说明，技术和制度至关重要，所以我们必须在创新上，在制度的完善方面做得更好。这段时间监管当局不断地出一些新的监管举措，应当说补上这个短板是值得欢迎的。如果这点做不到，我们还是二流，就做不成世界强国。

中国现在面对的情况，就是我们在很多领域都是最大的需求者。市场经济的原则是需求决定一切，但是最大的需求者定不了价，就说明制度问题或其他问题。我们期交所费了很大的力气获得一点定价权，是很多制度的调整。数字货币在全世界已经风起云涌了，美联储开始动了，虽然美联储主席、副主席都说到现在还没有看出数字货币有什么必要性，但是他们对比特币是容忍的。面对这样一种竞争的局面，我们必须迎头赶上，发展我们的科学和技术，完善我们的制度。

我今天就跟大家交流到这里，这个题目是我自己选的，其实是一个很大的题目，这个讲半天或者一天都是可以的。我觉得这个变化发生在眼前，值得大家关注，如果说能够对大家有帮助的话，那就

非常地荣幸，谢谢各位。

张立平：我们非常感谢李扬院长做了信息量巨大的一个主旨演讲。我们还是按惯例，回答两个问题。

嘉宾一：请问您觉得数字人民币怎么能推动人民币国际化？

李扬：没有直接关系。大家讨论数字货币很多，谁都能发表观点，但大部分人其实没有能力说清楚这个事情。关于货币问题，大家都忘了—一个前提，货币是主权。举个例子，你拿着不是美元的货币跑到美国买东西，是侵犯主权的，是不可能实现的事情。人民币国际化是主权方面的扩展，货币是数字化还是非数字化是它的载体，这是两个概念，数字化不一定有助于人民币的国际化。

大家都知道 Libra，现在是 2.0 版。它在 1.0 版的时候，定位是超主权货币，上面超主权，底下用篮子的方式，按照 SDR 的思路来做。我在读书的时候，老师说“列宁告诉我们，要想搞垮一个国家，就印他们国家的货币。”假设我们周边有几个国家专门印人民币，印了之后到中国买东西，这是

不可能的。所以大家在讨论国际化时，首先是思考主权问题，主权是不容侵犯的，与各种技术手段无关。Libra2.0 版换了思路，稳定币，先盯着一个一个货币——美元、英镑，现在直接盯，然后往上再组建，突出主权货币的特点。于是各国央行开始表态了，美联储主席说，到现在为止还没有看出有什么好处。记住，货币是主权，技术手段是不可能侵犯主权的，离开主权谈货币是没有用的。

嘉宾二：您今天的报告非常精彩，讲的很广阔、很深刻。我提一个稍微大一点或者虚一点的问题，从现在国内和全球的大势来看，现在我们面临着两个现象，归根结底其实是一个问题。一个现象就是国家力量、行政措施在金融领域、市场、国民经济、社会生活中的影响越来越大，美国如此，中国也如此。另外一个现象，世界上的货币性资产、金融性资产过多，它不是简单相对于实物的部分，相对于这个社会有实际价值、实际意义的需求来看，它是难以衡量的失控。这两个现象背后，可能还潜藏着更深更大的问题，从大趋势来看，现在要开始注意，要开始着手做准备，请教这个问题。

李扬：这个问题太大了，我尝试着回答一下。你指出这些现象，这几年比较凸显。我同意这个看法，这个世界在巨变，习主席说是百年未遇之大变局，确实是这样。我们在变，大洋彼岸也在变，在大变局中我们需要抓住机会来发展自己。

你说的这两个矛盾，货币越来越多，债务越来越多，怎么办？我觉得还是没有办法，你提的是中央银行行长的的问题。有一条大家要记住，我刚刚说货币主权问题的时候，只说了问题的一半，另一半是如果一国的货币是可兑换的，是国际货币，通过本国的货币政策是可以侵犯别国主权的，比如美元就可以，好多国家都美元化了。很多国家事实上变成美国的附属国，但是美联储又不承担最后贷款人的职责。我们为什么推人民币国际化，现在中国是一个半美元化的国家。我们要承认，美国事实上通过它的货币占有一部分财富，虽然不多。上个世纪末、本世纪头十年这个情况非常突出，所以美国在我们这里挣了很多钱。

这些都酝酿着大的变化。我自己的感觉是，不必说大家都放水我不放水，如果我们不放水，意味

着我们少了通过货币手段去占有别国财富的机会，有可能是这种情况。所以我觉得在这个问题上，不必觉得我国是特别的，在全球化背景下，如果说我们是特别的，也许有特别的好处，但是也可能有特别的坏处。你这个问题我不可能有明确的回答，只是说不要强调我们是特别的。再一个，这个世界在变化，在这个变化的过程中，我觉得推进人民币国际化还是最根本的事情。

张立平：我们上半场就到这里，我们再次对李扬院长为我们做演讲，给我们回答问题，表示衷心的感谢！

专题讨论

范永进（主持人，上海发展研究基金会理事，爱建集团党委书记、副董事长）：我们下半场开始了。上半场李扬院长就金融改革的一些重大问题给我们做了介绍。我们下半场四位专家，每人讲十分钟，然后我们还会留点时间大家再讨论一下。首先请兴业银行首席经济学家鲁政委给大家做精彩演讲，大家欢迎。

鲁政委：固本培元：融资需求不足解析

鲁政委（兴业银行首席经济学家）：感谢范总，也感谢上海发展研究基金会这次非常高端的活动。之所以说高端，一是前面有大家李扬老师在前面讲，而且讲十四五乃至更长时间一个极端重要的问题。二是因为这个发言时间跟国务院座谈会要求的时间是一样的，十分钟要把它说完。

我今天报告的题目是“固本培元：融资需求不足解析”。“固本培元”这个词来自于4月30号中央政治局当时分析经济形势时的一个说法。相对于其他的词，这个词是新增的，对于每一个新增的词，我们都要仔细琢磨它的意思，我专门百度了一下固本培元的意思：促使肌体气血流畅，消除代谢的产物，使脏腑和气血恢复，维护正常的生理功能，保持动态平衡，是十分有效的抗衰老方法。

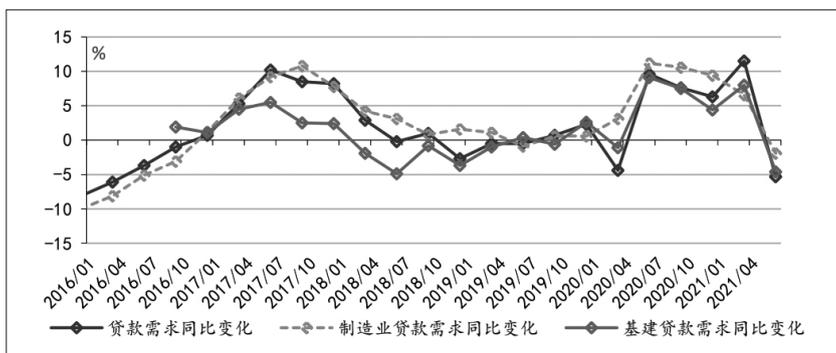


图 1：2021 年第二季度贷款需求指数同比下降

数据来源：WIND，兴业研究

然后我们想，对经济来说，我们现在哪里不畅？我们经常挂在嘴边的是两句话，一句是脱实向虚，第二个是刚才李扬老师隐含提到的一个问题——杠杆率过高。经济怎么老了？应该是指增长

速度变缓了，如果我们保持速度到一定水平不下降，应该是掌握了驻颜有术的方法，也就是抗衰老，这也是我们现在要解决的一个问题。

怎么固本培元？到现在我们看到的是，融资需求指数同比已经跌至负的区间，如图 1 所示。现在所有的金融机构，包括政策银行，都觉得款贷不下去。调研企业时，企业说很困难，但是银行找企业贷款，却贷不下去，现在三年以内的利率没有超过 3.7% 的，这个利率水平理财都嫌低，现在我们是贷款，这是怎么回事呢？

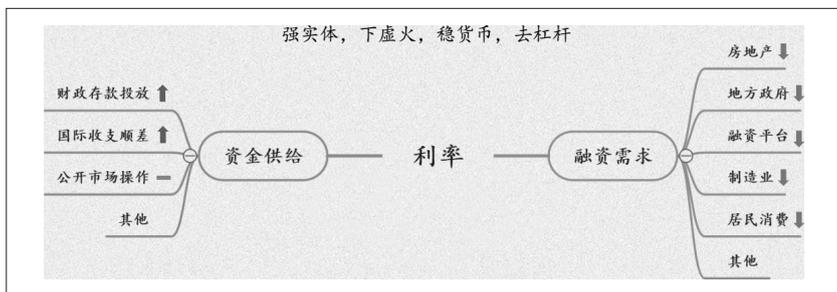


图 2：资金供给、融资需求与利率的脉络

数据来源：兴业研究

其实所有的一切都来自于图 2，我们来看一下右边，过去融资需求第一大是房地产，现在我们控住。第二大是地方政府融资平台，我们现在也把它

控住。第三是地方政府自己干，投资的部分控住。居民的杠杆消费，追查资金用途，控住。现在有一个不控，就是制造业不控，还要求增加制造业中长期贷款。李扬老师讲的，中国的商业银行给制造业企业贷款占 64.6%，这个占比达到了有数据以来的历史新高，增速也是历史新高。政策在这边收，让所有的资金都流向制造业。可是制造业也不要钱，今年的盈利还是可以的，流动性周转还是好的，也没有想扩大投资，由此导致了融资需求不足。

归纳一下，今年大家讲，经济恢复到现在主要的矛盾或者主要的特征是外需强于内需，当然，政策就是这么设计的。投资是最重要的内需，所有的投资全部按住，所有带有任何杠杆性的投资全部按住。另外，全力支持利用外需把钱挣到，这一点只有制造业，要求给制造业提更多的融资。从年初以来，人民银行就用各种手段控制人民币升值，避免人民币升值过多，让我们的出口产品始终保持有竞争力的状态。脱实向虚，逼着所有从虚的出来，往实的去，不论其他行业是否是实的，至少制造业是实的。

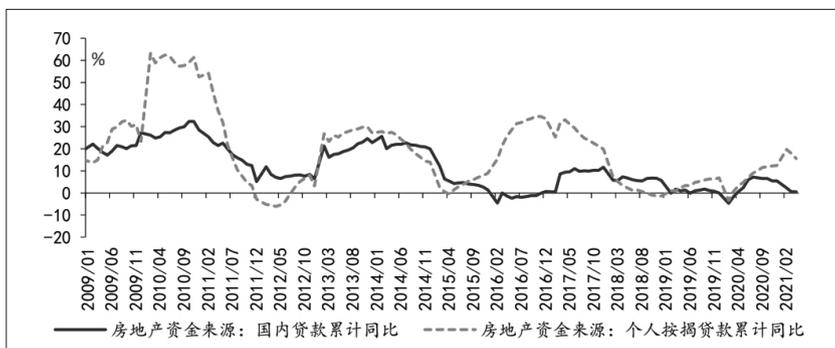


图 3: 房地产: 开发贷、按揭贷增速先后回落

数据来源: WIND, 兴业研究; 注: 上图数据为两年平均增速

第二, 杠杆率过高。所有的杠杆都来自于硬撑着也要搞投资的地方, 现在全部按住, 最后杠杆率下来了, 我们本来是这么设计的, 我们也是这么干的。再来看, 房地产三条红线, 开发贷已经到零了, 按揭贷很快会见到高点然后下降。严查杠杆消费, 现在居民的短贷和长贷都已经到了负的, 融资平台进行红橙黄绿分级管控, 债券交易所收紧公司债审核规则。最近大家看到的 15 号文, 包括土地出让金由税务部门征收。过去融资平台通过拿一块地、同时返还土地出让金的方式, 将规模做大, 融到更多的资金。现在先把钱交上来, 所以返还土地出让金

的方式就无法实现，主要也是要控制平台的融资。

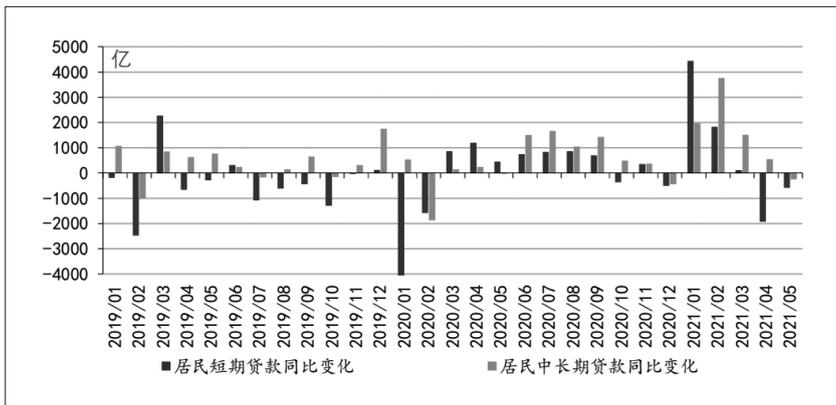


图 4：杠杆消费：严查消费贷、经营贷资金入楼市、股市、理财

数据来源：WIND，兴业研究

与往年相比，今年专项债就是一点点，可以忽略不计。往年出现明年的地方债在今年第四季度发，而今年的地方债不发完，放到明年去发，这是无限期的推迟，不知道什么时候可以发完，理论上认为经济下行增速还在容忍度上，就可以慢慢发，一直拖着。

人民银行对商业银行的 MPA 考核，要求增加制造业中长期贷款，我们今年以来持续促使人民币汇率往贬值的方向调整。

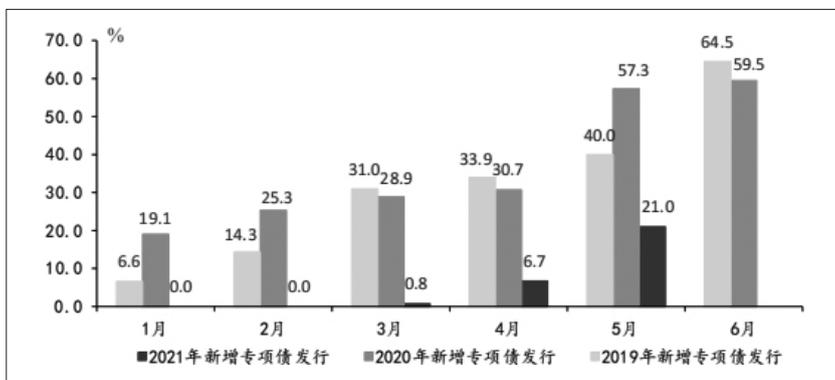


图 5: 2019—2021 年新增专项债发行

数据来源: WIND, 兴业研究

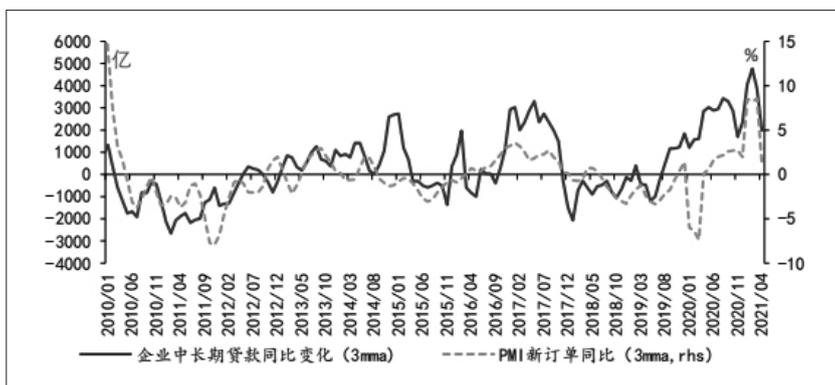


图 6: 企业中长期贷款同比变化以及 PMI 新订单同比

数据来源: WIND, 兴业研究

现在因为外需很好, 各方面的保障都很好, 出口价格有竞争力, 对内融资没有问题, 融资成本也很低, 所以今年的出口企业的状态、今年制造业企业

的状态特别好，工业企业的盈利超过了营收的增速。

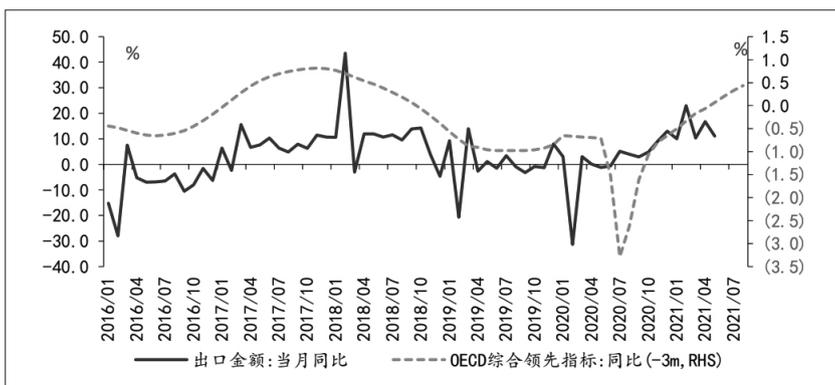


图 7：工业企业：充分利用外需

数据来源：WIND，兴业研究；注：2020 年 1 月起使用两年平均增速

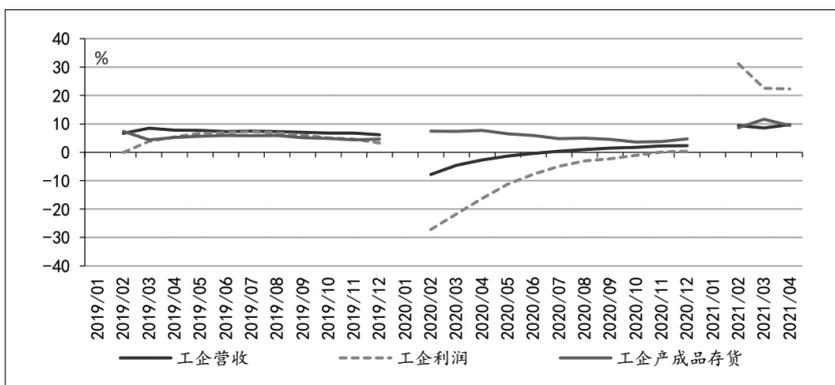


图 8：工业企业营收和利润同比高位放缓

数据来源：WIND，兴业研究；注：上图数据为两年平均增速

很多人说，上游价格的上涨影响了下游，其实没有。上游的利润确实涨了很多，比如采矿业，但是下游制造业的利润仍然在继续增长，现在比较困难的是电力企业，电价去年降了一波，煤价使劲涨，电价不能涨，导致夹在中间的电力热力企业困难。

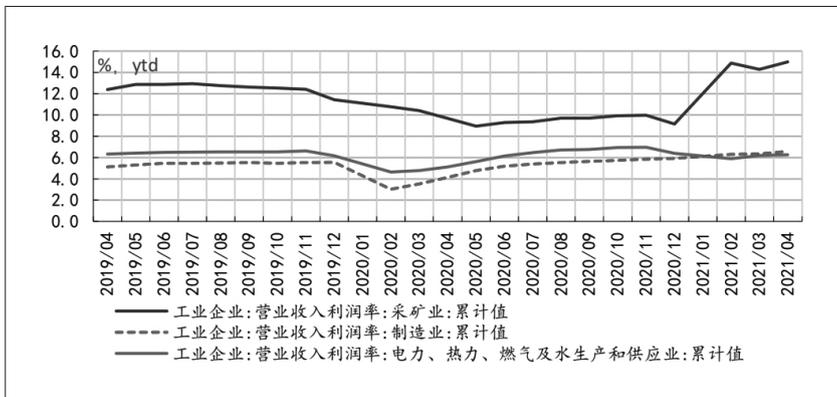


图 9：工业企业上游涨价并未削弱下游盈利

数据来源：WIND，兴业研究

现在我们工业企业产能利用率已经达到了有数据以来的最高水平，如果说企业困难，那这些企业就是缺乏竞争力的企业。

我们现在处在结构转型过程当中，既指传统行业不具有竞争力，新兴行业发展较好，也指在好的

行业中有一些弱的企业。比如说我们工业企业的利润累计增速，即使是按两年平均值都在 20% 以上。这些红的都很好，基础工业的这一部分，有色、钢铁、化纤都很好，高新技术也可以，现在比较差的是轻工业外贸这一部分。

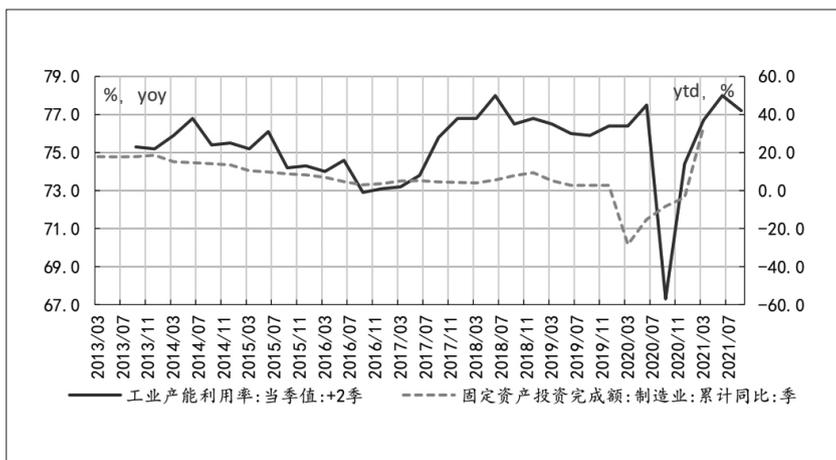


图 10: 工业企业产能利用率以及固定资产投资完成额

数据来源: WIND, 兴业研究

现在谁在投资? 只有基础工业与高新技术投资很好, 轻工业、装备制造业的投资都是负的, 大家都将这视为经济复苏不够好的一个状态。我认为这是一个好事, 没有因为一时的利润增长出现大规模的投资, 意味着海外需求逐步消退后也没有太多的

过剩产能。现在制造业的良好状态可以保持更长的时间。

行业大类	细分行业	利润累计两年平均增速						2020年 利润占比	2021年 前5月占比
		2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05		
基础工业	化纤	-25%	-17%	4%	6%	72%	86%	0.5%	1.0%
	有色	9%	0%	114%	100%	87%	66%	2.7%	4.0%
	钢铁	-28%	-24%	5%	47%	4%	4%	4.4%	7.9%
	化工	-8%	-5%	42%	39%	39%	38%	7.6%	11.0%
	橡胶塑料	19%	18%	37%	29%	27%	23%	3.0%	2.4%
	非金属矿	6%	5%	9%	6%	6%	7%	8.5%	6.5%
轻工业：内销	造纸业	1%	5%	48%	42%	42%	39%	1.5%	1.4%
	烟草制品	22%	13%	29%	24%	20%	22%	2.1%	3.0%
	农副食品	9%	5%	22%	20%	18%	15%	3.6%	2.5%
	酒水饮料	1%	10%	14%	13%	13%	12%	4.3%	3.9%
	食品制造	9%	8%	6%	5%	5%	6%	3.2%	2.2%
	木材加工	-7%	-8%	-5%	-3%	-2%	0%	0.6%	0.4%
	印刷业	1%	-1%	3%	-4%	0%	0%	0.7%	0.5%
轻工业：外贸	文体用品	0%	0%	-3%	-1%	-1%	-1%	1.2%	0.8%
	纺织业	0%	-2%	-1%	-7%	-3%	-3%	2.0%	1.2%
	家具制造	-1%	-1%	0%	-5%	-3%	-4%	0.7%	0.5%
	纺织服装	-13%	-16%	-9%	-10%	-5%	-5%	1.1%	0.8%
	制鞋业	-9%	-12%	-10%	-8%	-8%	-9%	1.0%	0.7%
装备制造	专用设备	18%	19%	30%	27%	31%	27%	5.1%	4.5%
	金属制品	6%	5%	20%	15%	18%	17%	3.0%	2.6%
	通用设备	3%	8%	26%	15%	18%	17%	5.1%	4.2%
	电气机械	11%	8%	30%	10%	20%	15%	7.2%	5.4%
	汽车制造	-4%	-6%	131%	37%	1%	10%	9.1%	8.5%
	运输设备	5%	5%	23%	7%	3%	4%	1.1%	0.7%
高技术制造业	计算机电子	10%	10%	179%	46%	46%	42%	10.6%	8.8%
	医药制造	11%	9%	32%	26%	29%	34%	6.3%	7.7%
	仪器仪表	10%	9%	44%	19%	21%	21%	1.5%	1.0%

图 11：工业企业利润累计两年平均增速

数据来源：兴业研究

总结一下，我们充分利用外需，同时严格控制杠杆的投资，持续地降杠杆，使得经济增速维持在一个正常水平上。控制升值、保护外需，控制举债、抑制内需，强化外需、增加企业的盈利，控制举债、降低杠杆，这就是配置的方法，谢谢大家。

行业大类	细分行业	投资累计两年平均增速						2020年 投资占比	2021年 前6月占比
		2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05		
基础工业	钢铁	26%	26%	35%	28%	25%	22%	3.2%	4.0%
	有色	-2%	0%	3%	5%	5%	4%	2.5%	2.2%
	化工	0%	1%	5%	1%	3%	4%	7.1%	7.8%
	非金属矿	1%	2%	-2%	-1%	1%	1%	9.8%	9.5%
	橡胶塑料	-1%	0%	-3%	-3%	-2%	1%	3.4%	3.5%
	化纤	-20%	-17%	-15%	-6%	-3%	-3%	0.6%	0.7%
轻工业：内销	农副食品	-6%	-5%	-3%	-2%	-1%	2%	5.1%	4.8%
	酒水饮料	-3%	-1%	-3%	-1%	-2%	-1%	1.6%	1.6%
	食品制造	-3%	-3%	-6%	-6%	-4%	-2%	2.7%	2.4%
	造纸业	-9%	-8%	-1%	-4%	-3%	-3%	1.3%	1.4%
	烟草制品	-8%	-10%	-10%	10%	3%	-4%	0.1%	0.1%
	印刷业	-9%	-9%	-10%	-12%	-12%	-12%	0.7%	0.7%
木材加工	-12%	-12%	-12%	-14%	-13%	-13%	1.9%	1.7%	
轻工业：外贸	纺织业	-8%	-8%	-16%	-14%	-9%	-7%	2.9%	2.9%
	制鞋业	-9%	-9%	-5%	-9%	-9%	-11%	0.9%	0.8%
	家具制造	-8%	-9%	-11%	-14%	-12%	-12%	1.8%	1.6%
	文体用品	-14%	-15%	-14%	-13%	-13%	-13%	1.0%	0.9%
	纺织服装	-17%	-17%	-21%	-20%	-20%	-19%	1.6%	1.5%
装备制造业	专用设备	2%	4%	1%	0%	2%	5%	7.1%	0.8%
	运输设备	-3%	0%	-8%	-2%	3%	3%	1.3%	2.9%
	电气机械	-9%	-8%	-4%	-4%	-1%	0%	6.1%	1.6%
	金属制品	-7%	-6%	-9%	-8%	-5%	-3%	4.9%	0.9%
	通用设备	-4%	-2%	-10%	-10%	-8%	-7%	6.4%	1.5%
	汽车制造	-8%	-7%	-17%	-16%	-14%	-14%	5.5%	1.3%
高技术制造业	计算机电子	14%	15%	14%	12%	15%	17%	9.3%	10.4%
	医药制造	17%	18%	13%	12%	14%	15%	4.1%	3.9%
	仪器仪表	14%	18%	10%	5%	9%	11%	1.4%	1.3%

图 12：制造业投资累计两年平均增速

数据来源：兴业研究

范永进：接下来有请复旦大学世界经济研究所万广华所长。

万广华：双循环可能堵在哪里？

万广华（复旦大学世界经济研究所所长）：我今天其实就是讲一个比较简单的东西。国际局势的变化大家都已经知道了，每天都有好多突发事件，

很多都是让人很震惊的事情。我一直比较冷静，我很多年对于国际局势都是处于比较悲观的看法，直到现在我仍然是比较悲观的。从国际局势这个角度来看，简单一句话，最坏的日子可能还没有到来，我希望不要到来，但是到来的可能性还是有的。

我长期的观点是，咱们国家要把自己的家庭作业做好。今天交流的“双循环”主要是把家庭作业做好，从姿态出发，肯定还是要改革开放，要继续开放，要利用国际市场，要跟国外合作。但是，我个人认为，很多精力还是要放在国内，好好做国内的事情。

如果我们把大部分的精力，我们个人、地方政府、中央政府、最高决策层，把大量的精力都放在把国内的事情做好上来推进双循环，我们不会不成功。我们知道，国际局势给我们国家带来的影响是两个方面的，一个是技术，一个是市场。技术主要影响的是我们的供给侧，市场主要影响的是我们的需求侧。我长期的观点是，自从2008年以后，我们国家经济一直下行，最大的原因是供给侧的原因。所有的国家都有问题，但是2008年我们从百分之

十几降到 2019 年的 6.3%，一部分是因为疫情，但是疫情之后我们能维持吗？

回到双循环这边来，我们来看究竟这个双循环会堵在哪里，会不会堵在供给侧呢？很多人认为，以美国为代表的西方世界对中国的堵是在高精尖技术，这一部分我们差得比较远。但是，我一直讲两个东西，第一点要看欧美下一步怎么做。第二点，我们要关注欧美的立法过程。欧美与我们的体制不同，只要立法允许他们把资本放到其他国家去追逐利润，他们就会去。很多人跟我讲，到珠三角、长三角去做调研，80%的外国企业还是不愿意走的。我在 2018 年说，逆全球化是不存在的，问题是要看立法。过去一年多，美国在出台法规，欧洲也在出台，还需要一段时间，我们还要等着看，什么时候这个立法才能从外部对我们的投资、技术、市场产生影响。

总的来说，技术方面“堵”是会有影响的。我们知道现在大家关注最多是芯片，已经做到 5 纳米。两三个星期前，美国说不给中国出口 14 纳米，所有要使用美国知识产权的都不让。最近，美国开

始说，20 纳米的芯片也要控制。既然最顶尖的是 5 纳米，那么 20 纳米肯定不是最顶尖的，我们要看到这个趋势。总的来说，双循环可能不是堵在供给侧，为什么？如果只关注高精尖技术的话，自 1989 年以后，西方对中国的高精尖的技术禁令已经持续了 30 年，欧洲其实是想放开的，但是一直没有放开，这里也有美国的影子，但是不管怎么说，已经卡了我们 30 年。

从经济发展的角度来说，我们现有有的技术，可以继续用，而且还可以自主更新。中国是一个很大的国家，我们国家 R&D 占比已经超过 2%，大大超过全球平均水平。这肯定是有影响的，从供给侧来说可以持续下去。而且我们在经济生活中用的大多数技术是常规的，从全球价值链角度来看我们还在中低端，我们有可能继续创新往前走，往中端去，还有追赶的空间。总的来说，供给侧会有影响，技术卡脖子会有影响，但是不会把我们的双循环堵住。

我们进而要问需求端是什么状况？我 2011 年刚回到国内，在上海做的第一个报告，谈到中美贸

易战的问题，当时还没有发生，我十多年前就说中美之间有问题，中国要开始重视国内需求。我一直关注国内需求，中国未来的经济增长就是一定要靠内需的，并不是完全靠内需，我们是需要转型的。现在我的观点仍然是这样，中国需求端的问题比供给端还要大。

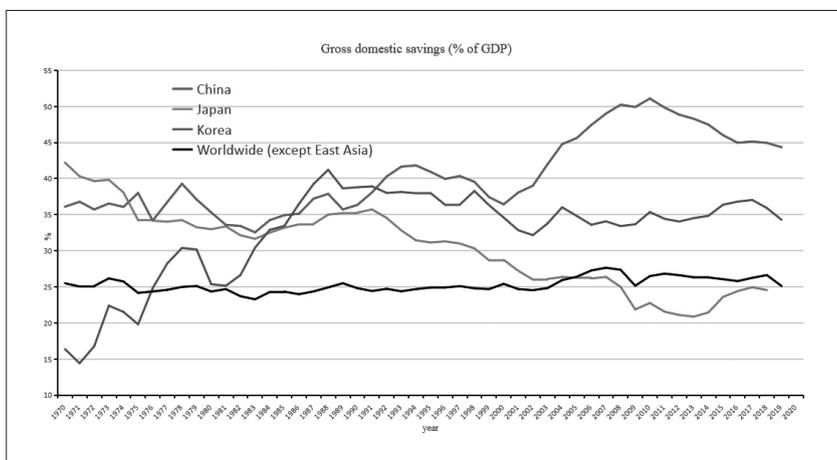


图 1：储蓄太多，消费太少

以数据来说，中国储蓄太多了，红的这条线是我们国家的储蓄率，黑的这条线是全球的储蓄率，中国的储蓄率比全球高了 20 个百分点。当然有部分朋友说，我们在东亚，东亚有东亚的文化，所以我也做了日本和南韩的，日本已经跟全球差

不多了，南韩比较高，我们仍然比南韩高 10 个百分点。所以，这么高的储蓄率就是存在问题了。如果可以消化这么高的储蓄率，也是有一定的好处的。

中国的投资率是特别高的，我们还能把它再加上吗？

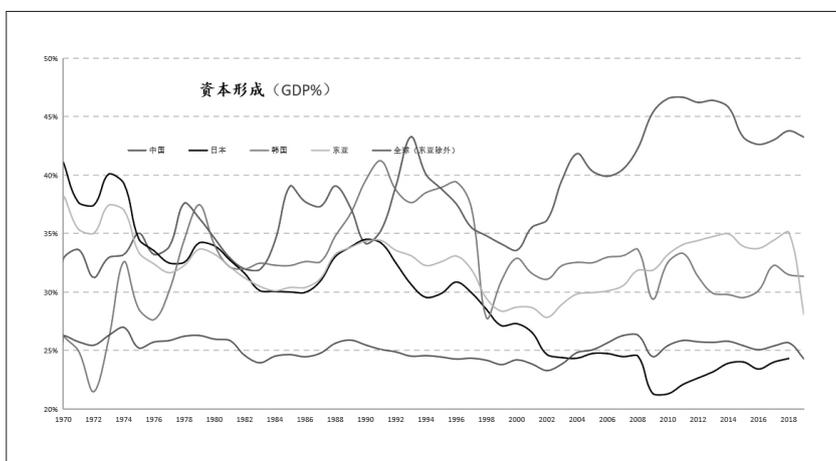


图 2：高投资“三高”模式难以为继

图 3 是世界银行与清华大学共同计算的。中国的投资回报率早期是很高的，后来降下来了，现在已经降到很低了。这样的回报率再加上国家环境的不确定性和风险，所以从投资端出发来拉动国内的内需，可能是有相当大的挑战。

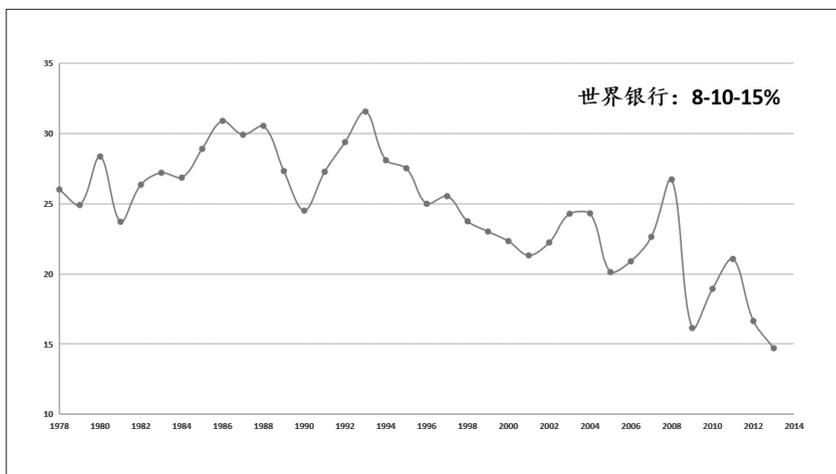


图 3：我国的资本回报率下行

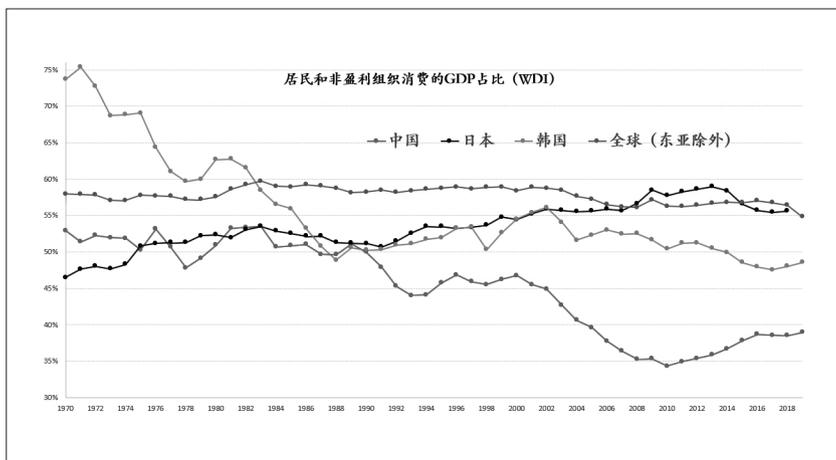


图 4：消费需求太低

剩下的就是消费需求，在这一方面我们的问题更大。如图 4 所示，红色曲线仍然代表我们国家，

我们没有把政府消费统计在内，企业的消费也被剔除了。我们国家的储蓄率，居民加上非政府组织的是 39%。如果把非政府组织放掉的话，中国居民消费率只有 29%，面对这么低的消费率，我国生产的数以 100 万亿计的产品，将如何被消费、实现怎样的循环，都是棘手的问题。

最后我再给大家展示一组数据，这类数据比较难找。我找了几个国家的居民收入占 GDP 的比重，结果令我很吃惊，我也到处打听数据的真实性，如果在座的能给我稍微解释一下就很好了。中国老百姓拿到的收入仅为 GDP 的 44%，也就是说我们每 100 万亿的 GDP，老百姓只能获得 44 万亿的收入，剩下的部分都流向了企业和政府。与我们情景最为类似的是日本，而日本目前也已经到 51%，比重再高一些的是韩国，韩国可以到 57-58% 的水平。民众获得的收入过于有限，所以我国的消费注定很难提升。

我想通过这几个图给大家展示一下我的看法，我们国家如果经济上有可能出问题的话，极大几率将爆发在在需求端。

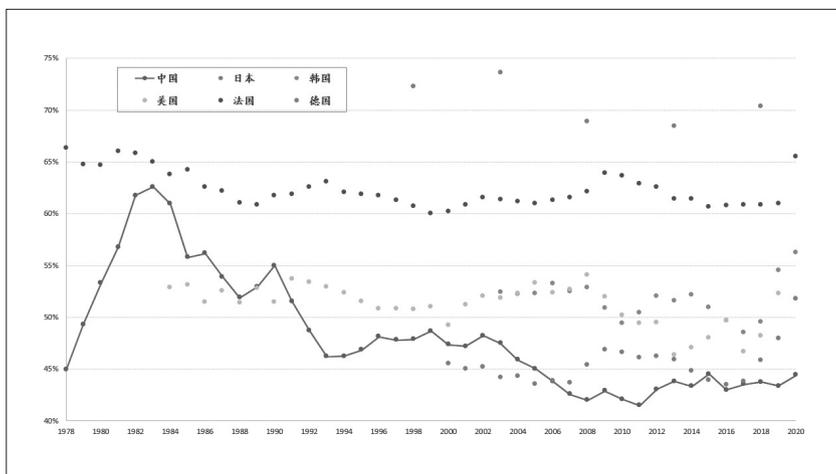


图 5: 居民收入占比 (CEIC)

我做了二三十年收入分配相关的研究，我以前的观点也是与收入分配相关的。怎么办？减少企业和国家在 GDP 中获得的份额。国家也有这个说法，国家和企业都要让利，居民收入占比现在只有 44%，我们能不能升到 55%，实现 10 个百分点的提升，与此同时企业和国家所获的份额从 GDP 分的比重降到 45%。即使实现这一目标，进入到老百姓口袋的收入中主要是劳动占比，而不是资本的收入，这是跟收入分配相关的。

此外，还要关注底层的收入阶层。我前两年做了一个关于中国收入差距研究，觉得这个问题是非

常值得关注的。我长期以来的观点是，要继续通过推进城镇化、市民化进程，实现 5 亿多农村人口向城市人口的转变，此外我们还有 3 亿多农民工。当然我们城镇中也有穷人，无论是城镇的穷人还是亟待进城的农村人，只有这些人收入增加，才能带来内需更可靠的提高。另外一个方面，一定要强化社会福利和保障体系的建设，我国居民收入占 GDP 比重仅为 44%，实际只消费 29%，储蓄也占据了一部分收入。为什么储蓄？因为居民需要应对风险，包括房产价格、医疗、小孩教育等。如果我们将居民消费率从 29% 提升到 40% 左右，我认为双循环就可能实现畅通，经济就可能向前继续发展，大家就能继续过上好日子，谢谢大家。

范永进：我们有请第三位专家，邵宇总，大家欢迎。

邵宇：病毒启示录：大分化和新希望

邵宇（东方证券首席经济学家）：大家好，我是邵宇，十分钟，我就简单讲讲。最近事非常多，

当然最重要的事情是我们庆祝了中国共产党成立100周年，应当说一百年的巨变大家都感受到了，这是非常大的事情。几乎与此同时，我们经济与投资领域也发生了一些大事，比如最近一个重要的事情就是滴滴的上市，我们谈经济、谈投资，滴滴凭一己之力把中国数据公司在海外上市梦想整个给团灭掉了，就像马云凭一己之力把中国互联网金融公司上市梦想毁灭掉一样。这个很重要，因为大家做投资的。

再早一些的时间，在线教育也刚刚经历了灭顶之灾。以前都是非常好的赛道，大家都投，出现了许多非常成功的公司。现在上规模的数据公司都面临类似的灵魂拷问，上不上市，在哪里上市，采集了谁的数据？据说学区房也已经光景不再了，北京的朋友也知道，西城区重新划片或将成为学区房覆灭的一个重要信号。为什么会有这样的变化？

我想给大家看一个基本的框架，主要是源自于这次疫情以后世界的一个重大的变化。一方面，因为全球特别是大的经济体的竞争变得越来越激烈。外循环现在运行的是很好，因为大家都要买东西，

但是恐怕没有那么乐观，对于资本、货币、技术的争夺，包括地缘政治，仍将主导我们将来的世界，这个世界的风险将越来越大。

全球各主要经济体为应对这次疫情所投放的超量货币，导致的一个最大的结果就是社会大分化，所以大家称这样的复苏为 K 形复苏。什么叫 K 形复苏？即强者越强，弱者越弱，富者越富，贫者越贫，大者越大，小者越小。这样一个分化的世界，不管是决策者也好，参与者也罢，都觉得不稳定，自然要反垄断，反对资本的无序扩张，这就导致了目前一系列的政策冲突。所谓百年未遇之大变局，这种情况下我们怎么样做调整，在这里我相信大家都想得到关于投资的建议。

我们名义经济增速用名义 GDP 来衡量。18 年我们感受到了巨大压力，因为 M2 增速出现了明显的回落，我们不光要看它的绝对量，还要看它与实体经济的对比。去年由于疫情的特殊情况，M2 增速回到 11% 的水平，今年上半年 M2 增速再次回落。今年又降了一次准，大家觉得这个降准很意外，我觉得不意外。我记得在 1 月底参加李克强总

理主持的座谈会时，我也提了一个建议，我认为现在的 M2 跟名义 GDP 相比，略微显得少了一点，要在适当的时候补充一些流动性，这将有利于我们经济的恢复，特别是在结构上面能够得到一些支持。我觉得此次降准稍微晚了一点，到了二季度大家都意识到经济复苏放缓，所以才以降准的方式进行流动性补充。但是即便补充了流动性，我们 M2 增速大概率也不会超过 9%。今年我国经济将迎来复苏，GDP 实际增长大概在 6.5% 左右，再加上受价格因素影响的约 2.5% 的部分，名义 GDP 增速接近 9% 左右。因此名义 M2 增速与名义 GDP 增速就是 1: 1，不会有更多的钱流到房地产和股票市场中，所以请大家少安毋躁，货币增速与 GDP 增速刚刚好。

去年是多少呢？去年 M2 增速为 11%，而我们经济增长仅为 3%，其中 8% 的资金可以让大家去炒房子、炒股票，很多人因此觉得很开心。我们做长期投资的一直有一个话“做时间的朋友”，去年你做了时间的朋友吗？其实这么多年来我们做的只是印钞机的朋友，所以不要被这样一个货币幻觉蒙

住你的眼睛。

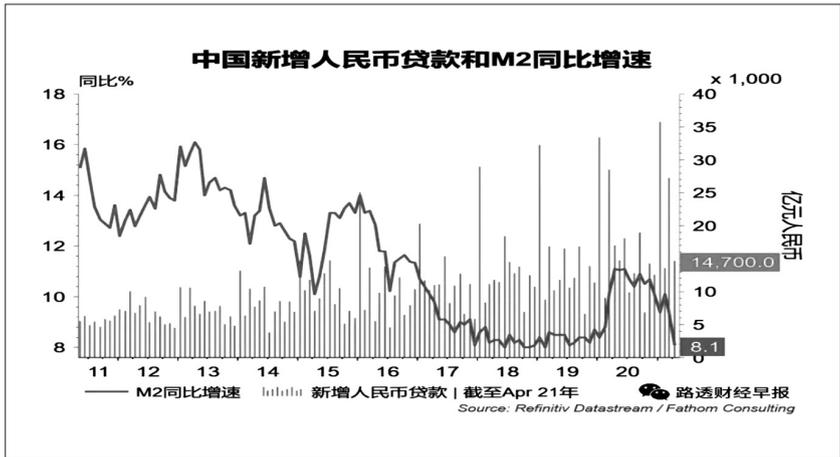


图 1：中国新增人民币贷款和 M2 同比增速

再来看中期的问题，我是这样跟总理讲的，我说我们十四五规划是未来中国经济发展的一张蓝图，但我是来自投行的经济学家，我看到这样一个东西意味着什么？这是所有人的母公司在未来五年、十年甚至十五年的蓝图，如果连母公司的规划都没有整明白，怎么确保自己家里这一亩三分地能够耕耘得很好呢？这样一个蓝图中，我看到最重要的是三点，第一是绿色发展；第二是区域协调，包括乡村振兴；第三是科技跟产业发展。这将在未来五年、十年、十五年中重新定义我们发展的时刻

表、各行业的天花板，以及我们所要针对配置的核心资产。

我们未来 10-15 年将经历过这样一个时刻表，首先要达峰的不是碳，我们最早达峰的可能是人，人达峰。大家看到最新的七普数据，我们总和生育率是 1.3，我们人口高峰可能在 2025 年至 2028 年之间来临，所以我们首先可能会面临人达峰。这次三胎政策出台得比较仓促，两个月的时间就出台了，而两胎政策的出台可足足花了三年的时间。为什么这么着急？因为人口红利是一个非常关键的长期变量，但是三胎在边际上能带来多少的正面影响呢？我们觉得非常有限。大家开玩笑说，三胎政策等于是做老客户的生意，已经做了两次，还要第三次再做这个客户的生意，难度很大。现在的问题不是三胎的问题，是一胎的问题，现在 95 以后的年轻人，他们不爱生孩子，宁愿去撸猫也不愿意生孩子，满大街都是宠物店，以后都是猫没有人了。

到 2028 年左右，在我们人口达峰的时候，中国的 GDP 将超过美国，成为全球第一大经济体，可以叫做经济总量达峰。到 2030 年左右我们会碳

达峰，一个经济体碳达峰的时候，通常是它城市率突破 80%，制造业占比靠近 40% 的时候，这意味着在未来十年中，我们将度过中国经济增长最关键也可能是最后的关头。抓住这十年的机会十分重要，很多人说要躺平，我建议未来十年大家不要躺平，因为如果选择在未来十年中躺平的话，可能就永远躺平了。所有成功的经济体在它的发展历程中，随着第二、第三次工业革命，有且仅有一次非凡的经济增长，即年化超过 6% 以上的增长，并且持续 40 年，我们即将见证这样一个非常关键的阶段。

我们要管理我们的房地产，我们会碳达峰，城市化也会达峰，工业化也会达峰，这个时候你要问你自己，你的杠杆有没有达峰，你的泡沫有没有达峰，你的债务有没有达峰？如果回答都是 YES 的话，到 2035 年我们可能面临一个非常新的挑战。你看现在对房价的全面管控，以及对于经济转型，对于科技自主创新的需求是如此之强烈，这就意味着我们将经历过这样一个关键的转换。

时间关系，我就不继续展开讲了，最后我要做

一个广告，这么多内容在我们最近写的一本新书《预见未来》里有详细的描述。究竟中期来看我们的机会在哪里，什么可以作为我们的核心资产，这些内容都包含在这样一本新书里，我推荐给大家，大家可以去购买、去了解。这就是我给大家的简单的一点，谢谢各位。

范永进：谢谢邵宇，接下来第四位专家，摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊，给大家做十分钟的演讲，大家欢迎。

章俊：中美超额储蓄转化的不同路径选择

章俊（摩根士丹利华鑫证券首席经济学家）：刚才邵宇博士讲得非常精彩，未来十年、二十年全球会发生巨大的变化，刚才各位老师讲的内容都是比较宏大的题目，我这边想讲一下稍微微观一点的，紧扣今天的论题，复苏的现状和前景。我们看得短一点，看当下和明年大概是什么样的情况，从去年以来，现在我们看到了经济经历了一个 V 型反弹。这个 V 型反弹，我们跟 2008 年的次贷危机做

一个简单的对比，如图 1 所示，蓝色这条线描述的是这次疫情之后的 V 型反弹，黄色这条线是 2008 年次贷危机之后的 V 型反弹。

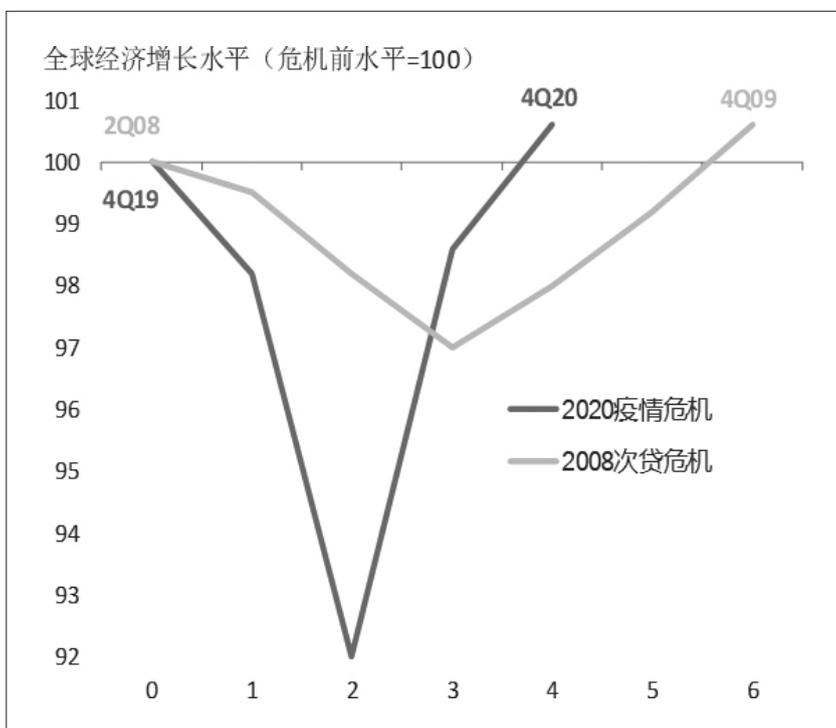


图 7：两个 V 型反弹的对比

简单对比之后不难发现，2008 年次贷危机冲击后全球产出水平回到危机之前花了六个季度，这次只花了四个季度，这次我们看到全球经济复苏出现了深 V 型反弹。如图 2 所示，同样有两个时间点，

第一个时间点，黄色这根线是我们按照疫情之前全球整个经济增长的一个路径，我们看到今年一季度第一次回到了疫情前的整个全球经济增长估计。

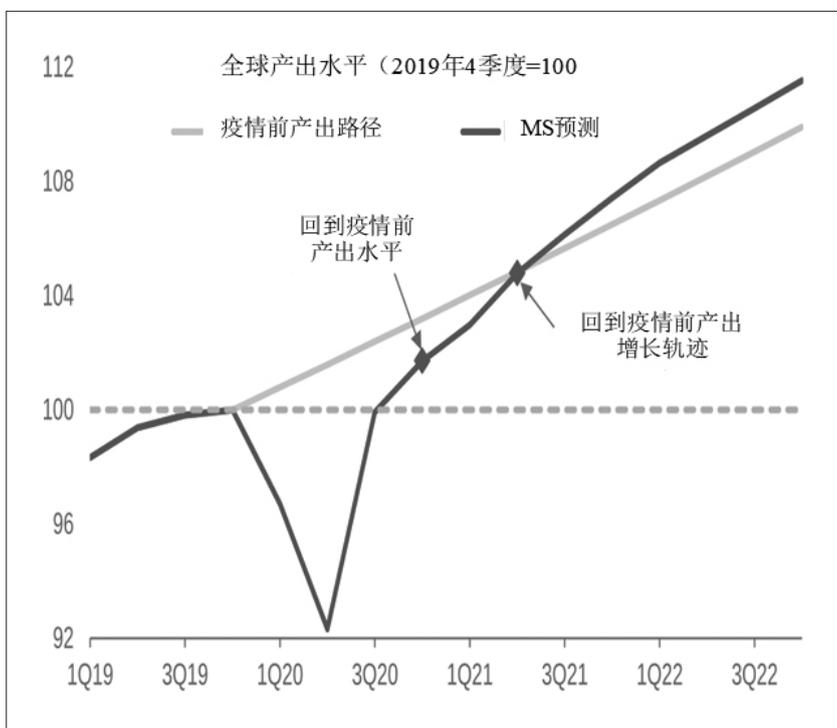


图 8：反弹的时间点

这次全球经济 V 型反弹的强度是非常大的，背后有三个原因。第一，这次疫情相对于 2008 年经济危机来说是一个外生性的冲击。第二，这次疫情过程中，与以前历次危机有两个最大的不同，即有

两个同步。第一个，在政策层面出现了新兴市场国家跟发达经济体同步出台刺激政策的情况。历次危机过程中，比如说美国爆发危机之后，危机向全球蔓延，然后危机蔓延到哪个国家，那个国家才出台政策应对，政策有一个全球渐次的推进。这次在很短的时间内疫情席卷全球，造成了全球无论是发达经济还是新兴市场经济体的巨大损失，因此各国在短期内同步出台了刺激政策。第二个，宏观政策层面出现了货币和财政政策的同步。以往特别是2008年，危机爆发后开始出台的是货币政策，因为财政政策是要通过议会表决通过的。在西方政党博弈的前提下，财政政策是很难通过的，这次是公共卫生安全的人道主义事件，所以财政政策推出来非常快，配合货币政策，出现了财政和货币协同。第三，这次疫情冲击之前整个金融体系相对来说比较健全。2008年次贷危机时出现了整个金融体系的失灵，宏观政策没有办法通过金融体系向实体经济传导，也就是说经济中的中介传导出了问题。这次疫情暴发之后，整个宏观政策可以通过金融体系对实体经济施加及时而强劲的影响，因为金融体系相对

来说还是比较完备的，并没有银行倒闭，也没有出现银行挤兑或者流动性危机，传导非常快。这导致疫情之后快速出现了 V 型反弹。

现在我们看到复苏进入了中场或者下半场。以上三个因素发生了变化，第一，疫情作为外生性的冲击，慢慢开始内化成为内生性。疫情的影响开始渗透到整个经济的方方面面，从外部冲击变成一个内生性的冲击，而且这个内生性的冲击开始演变为结构性的问题。第二，货币和财政同步，新兴市场和发达经济体政策同步，开始发生变化。今年年初有的新兴市场国家已经开始加息了，美联储也开始探讨收紧的问题，有些国家已经开始抢先收紧政策。货币和财政的同步也开始出现问题，财政政策提前开始退出，货币政策虽然可能未来也会退出，但是同步的情况已经出现了分化。中国今年上半年，整个地方政府债的发行规模和速度相对于去年是非常慢的，美国现在整个财政刺激方案面临难产，拜登的基建法案在参议院、众议院层面通过的难度非常大，财政已经开始逐步地退出，货币可能未来也将退出，同步已经不再。第三，金融体系开

始出现失灵。增加的流动性没有地方去，更没有办法进入实体经济，因为实体经济可能不需要新增的流动性了，整个金融体系的传导也出现了问题。其中变化最大的还是美国和中国，两国在货币政策层面的变化是最大的。6 月份美联储会议给大家营造了一个偏紧的预期，2023 年要加息，未来可能要减少 QE。现在美国想紧缩政策，但是不想收流动性。为什么要收货币呢？因为现在美国的通胀很高，6 月份通胀率又创新高达 5.2%，因此不得不收紧货币政策，来抑制通胀预期。为什么不想收流动性呢？因为拜登整个基建刺激计划，即使现在缩减到 1 万多亿，后续还有 2 万多亿的家庭计划亟待推出，加起来有 3-4 万亿的刺激政策，都需要货币政策来配合，这些都需要流动性。如果现在把流动性收紧了，未来一旦这些刺激政策落地之后，流动性不复存在，怎么有货币来配合呢。所以说美联储现在需要的是提高利率预期控制通胀，但是又不希望短期内都把流动性收回来，所以在 6 月份的会议上给了一个 2023 年的加息预期，但是避而不谈短期内缩减 QE。

中国现在恰恰跟美国相反，中国现在想给出一个宽松的信号，但是不想释放多余的流动性，反映在这次意外降准。这次突如其来的降准的确令市场颇感意外，央行给出了这次降准的解释，一是解决中小企业的融资问题，二是流动性管理，为了应对下半年到期的 MLF，采用降准的方式对冲即将到来的货币紧缩。背后的原因是今年下半年有可能整个出口会见顶回落。上半年中国经济增长是由出口外需支撑的，如果下半年整个出口回落的话，为了稳增长，政策重心一定要回到国内，回到国内的话就必须把国内的投资和消费拉起来。为应对下半年相对偏紧的宏观政策冲击，现在就要做出调整，也就是说现在向实体经济释放一个相对宽松的货币预期和政府将支持国内需求的信号。如何释放这个信号呢？正常的情况下如果不调利率，不调存款准备金率的话，释放这种信号的方式是通过连续两三个月的增量货币投放，比如说社融增速和 M2 增速的回升，包括加快地方政府债的发行。问题是什么？太慢，因为这样的宽松方式需要两到三个月才能在数据上有所展现，然后市场还需要时间去甄别这样

一个信号。出口未来两个月可能会见顶回落，如果释放信号要通过两到三个月来完成，那么速度就太慢了。

另一方面，其实去年流动性释放的已经够多了，现在的问题不是要增加新的流动性，而是要避免资金在金融系统中空转。去年的社融增速仅为 13%，而财政却发了 3.6 万亿的地方政府专项债和 1 万亿的抗疫国债，这些钱很多都没有用掉，是沉淀在了金融体系之中。现在是释放一个相对宽松的信号来改变预期，然后把这些存量资金盘活，降准其实起到了这样一个作用。降准本身可以作为一个中性货币政策工具，实现只释放一个宽松的信号便改变预期的政策目标，但在实际流动性层面并不增加额外的流动性供给。下半年有将近 4 万亿的 MLF 到期，只要减少 MLF 的续作规模，就完全可以对冲这个 1 万亿流动性的释放，达到一个中性降准，同时释放一个相对宽松的货币政策的信号，改变市场预期，来盘活整个市场的流动性。

现在全球来看，无论是美国、中国还是欧洲，短期内大家并不关注通胀，更多的是关注经济和就

业。中国和美国如果要经济继续可持续恢复的话，最重要的就是消费。消费如何支撑，美国去年的消费和今年消费很大程度都是通过货币增发来维持。我们看到美国在去年到今年上半年，整个家庭部门出现了将近 2 万亿美元的超额储蓄。在过去的这段时间内，即使民众不工作，每周还是可以有 300-400 美元的支票，这个收入往往比他之前打工的钱还要多。另外一个方面，由于疫情对出行的影响，很多外出的消费无法实现，导致美国的超额储蓄出现了前所未有的高涨。到今年 9 月份，这些支票补贴都将停止发放，9 月份之后美国国内消费是不是能维持住，完全要看 2 万亿的家庭超额储蓄能不能释放。

消费对于中国来说也有类似的问题，去年中国的储蓄率相对于历史平均水平高出了 4 个百分点，受到疫情冲击，我们也减少了消费。今年下半年如果我们整个货币政策释放宽松信号，在不增加额外流动性的情况下，如果推动去年积累的超额储蓄逐步释放，也可以支撑整个消费的增长。昨天有关部门刚刚公布了第二季度的经济数据、二季度居民的消

费和收入的情况，目前家庭部门预防性需求所导致超额储蓄的动机依然是比较强的，对应的就是居民消费意愿不强。所以说下半年如果要推动消费增长，很大程度上要去做一个事情就是降低居民的预防性动机。

这个方面美国也要做，但是我们判断中国跟美国的做法完全不一样的，美国如何推动超额储蓄转化为消费呢？现在他们通过增加居民收入预期以及提升通胀预期，通过高通胀来促使居民增加消费，即今天不消费明天可能更贵，所以说美国的的超额储蓄可以慢慢释放。但是中国的问题则略显复杂，第一我们不会增加流动性，不会加杠杆，居民收入短期内不会出现明显改善；其次，我们看到6月份的PPI已经见顶了，未来CPI、核心通胀可能也会见顶回落，包括明年通胀也是比较缓和的，通过相对高的通胀来推动消费，在中国也是不现实的。

中国如何推动超额储蓄转化为消费呢，我们认为首先应该解决长期中国经济中结构性的问题，例如家庭面临的教育、住房和医疗这些结构性的问题。其实今年政府已经开始着手解决这些问题了，

例如最近一段时间对学区房政策的收紧或者说调控，对于医疗行业的集中采购来降低医疗成本，对资本进入教育行业的严厉打击等，其实都是降低家庭部门的预防储蓄动机，以此来推动今年下半年包括未来中国整个预防性的储蓄转化为消费。谢谢，我就介绍这么多。

范永进：谢谢章总的演讲。我们乔会长也上来了，乔会长对这些方面也很有研究，大家欢迎。

乔依德：关于浦东开发的最新中央文件 与上海今后的发展

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位嘉宾，大家下午好！我是自告奋勇坐上来的，他们几位都很忙，有的赶飞机，有的赶火车，没有办法留下来。你们现在有问题可以提出来，我利用几分钟的时间，把相关的内容再梳理一下，他们没有讲到的地方我稍微做一些补充。

今天上半场我们请李扬理事长比较全面地讲了金融改革发展，他谈到的六个方面是比较全面的。

刚才发言的几位，特别是前面三位，他们都从特定角度，讲述了内需怎么来解决，这些都很重要，章俊也已经讲得很全面了。

上周降准，其实是出于很多市场人士的意料，我当时也对原因进行了猜测。我们国家 15 号宣布了上半年 GDP 的数据，我当时产生了一个猜想，可能上半年的经济数据不像想象得那么好。当然我们此前对经济运行结果并不知道，领导可能预先会知道，所以降准提前了一步，不等数据出来以后再进行调整，那样政策效果反而不是很好。这点我提一下，特别是刚才章俊已经讲了，我不再重复。

今天开会的时间也很好，习总书记在浦东开发开放 30 周年周期讲话当中提到要出台一个政策，我们等来等去却还没出来，大家心里也很着急。刚好昨天晚上政策出来了，我建议大家仔细读一下“中共中央国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见”，我认为这个“意见”非常重要，前几位嘉宾没有讲到这个。如果从金融的角度来说，这个意见中的用字是非常强烈的，就是要鼓励浦东勇于挑最重的担子，

啃最硬的骨头，这个担子很重，期望很大，而且高水平的改革开放，高科技、城市治理，这些都很重要。

我们常说卡脖子技术，比如芯片，但是最大的卡脖子技术其实是人民币不是国际货币、不是国际储备货币。这个意见中有一条提到，浦东要率先探索资本项目可兑换的实施路径，这个非常重要，一个货币要走出去，经常账户和资本账户必须要开放，我们经常帐户已经开放了，但是资本账户没有完全开放，如果资金不能跨境自由流动，人民币就不能成为真正的国际货币。

有很多东西我建议大家可以仔细阅读，几个关键词，一个是跨境，一个是离岸，离岸金融体系这个概念以往是没有的，争论了好多年，到现在为止很多人还是不赞成在上海建立离岸金融中。当时有两个原因，一个是害怕影响香港的国际金融中心地位，上海成为离岸金融中心可能使香港因此走向没落，现在也不担心了。第二，当时认为我们资本账户马上就要开放了，人民币就要国际化了，离岸金融中心建设没有必要，在岸就足够了。现在看来资

本账户开放不是那么简单的事情，李扬老师说资本账户开放是大尺度的变革。所有，我们境内也可以搞离岸市场，境外已经有人民币市场了，香港、伦敦都有，我们在浦东要搞的是境内的离岸金融中心。很多人说还要搞这个干什么？其实美元也好，日元也好，在走向真正国际化的道路上，在一段时间内都搞过离岸。因为那个时候有欧洲美元，美国为了不要使很多美元释放出去，美国也搞过离岸。之后美元真正成为全球储备货币，它的离岸体系自然也萎缩了，但这个过程还是很重要的，希望大家关注。“意见”里面有很多东西，包括在浦东要成立离岸的人民币资产交易中心，这个我就不讲了。因为刚才他们没有提到这件事情，我想请大家关注一下。中共中央国务院昨天公布的这个文件是非常重要的，特别是作为一个上海的市民，要知道上海今后怎么发展，这是一个很重要的文件，我就补充这点。

范永进：人类又到了一个十字路口

范永进（上海发展研究基金会理事，爱建集团

党委书记、副董事长)：谢谢乔会长。刚刚乔会长补充了一些新的内容，我最后作为主持人稍微讲两句。我这里强调一下，我们今天这个主题是经济，我们原来学习马克思主义，生产力与生产关系，经济基础决定上层建筑，钱不是万能的，但没有钱是万万不能的，所以还是要在经济上做文章。

人类现在到了迷茫期，又到了一个十字路口。1991 年苏联解体，两个超级大国变成一个了。2001 年发生了两件事情，一件是 911，一件是我们加入 WTO。2011 年我们加入 WTO 十年，我们的 GDP 超过了日本，奥巴马在澳大利亚做了专门的演讲，他说如果让十几亿中国人过上和我们一样的生活，那将是人类的悲剧。那个时候他就在拼命地推重返亚太战略，此后还经过了特朗普时期，现在到了老狐狸拜登掌权的新阶段。2021 年，从纵向看，我们建党百年，中华人民共和国取得了人类史上令人骄傲的成绩。可是我们同样面临了百年未遇的情况，什么概念呢？一百多年前李鸿章讲三千年未有大变局，我们从五四运动、建党搞到现在一百年，现在这个议题再次被大家关注。类似于双循环的概念，

我们不断地提一些新的理念，不断地出台一些新的政策，老的还没有熟悉，新的又来了。

30年前，我们就是看谁胆子大，敢闯。30年之后，一方面我们生活质量改善了，制度健全了。另外全球化、市场化以后，别人也制约我们，当年中国不显眼，现在人家不一定还会为我们提供这么多方便了。纵向来看我们大踏步前进了，可是我们也遇到了百年未遇之大变局，很多问题也来了。

横向来看，美国的战略就是打老二，过去的一百年，多少老二被他打倒了。我们可以看到的有德国、日本、苏联、英国等等，现在轮到中国了。美国这几年是碰到棘手的问题了，特别是2008年金融危机以后，可是美国的战略也很清晰，自身面临重大问题时，搞垮对手相当于保护自己，他就是无赖，就是流氓，当然这个没办法，实力就是实力，丘吉尔也讲，真理在什么地方？真理在大炮打到的范围之内。

人类的三大矛盾是很难解决的，一个是生产社会化与生产资料私有制的矛盾，现在美国最起劲的就是军工集团，希望用战争因素保持甚至继续提升

国防预算。第二，各国的命运密切相连和世界政治的无政府状态之间的矛盾。我们讲主权国家，主权国家都是各自为政的，有没有超级政府？联合国也是断了腿的联合国，美国还想退群。第三，资本的逐利本质和人类谋求全面发展的矛盾。所以我讲现在我们就碰到了这些困难，这些困难都是要由共识来解决的，如果无法形成全球共识，那么很多问题的解决也无从谈起。

所以摆在我们面前有很多困惑。我们全球 70 多亿人，地球已经存在了 45 亿年，我们人类现在的祖宗——现代智人，也就是 11 万年前才从动物中脱离出来，细菌比我们人的历史长多了。我们 11 万年前从动物中脱离出来，只是第一步。第二步是 3000 年前人类披上了文明的袈裟，轴心时代同时出现了老子、孔子、释迦牟尼、耶稣、亚里士多德等等，他们在地球的几个地方同时出现，所以我们进入到了文明的社会。经过 3000 年的发展，我们现在达到了人类的第三步。这个第三步我们可能还未跨过去，地球就没有了，可能是因为核战争，还有生物科技、机器人，智能化等等，很多都是致命的



威胁，还不算其他的恒星与地球的撞击。这是整个人类面临的问题。

今天的论坛就到这里，我们欢迎各位以后再来参加，谢谢大家，再见。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）