

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 154 期

154

2023 世界和中国经济论坛——后疫情时代的全球和中国经济



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

地址：上海市黄浦区龙华东路917号807室 Address: Rm 807, 917 Longhua East Road, Shanghai
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
二〇二三年七月

序 言

上海发展研究基金会成立于 1993 年，是一个围绕发展问题进行政策性研究的非赢利的公益组织，旨在推动改革开放、服务实体经济。基金会的一项重要工作是组织各种公开或闭门研讨会，为各方面的研究成果和政策见解提供交流的平台。

基金会每月举办一次“上海发展沙龙”，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，并与听众交流。沙龙已成为基金会的一个品牌。

基金会不定期地举办小范围的“中国经济的未来”系列座谈会，主要关注中国中长期发展的一些深层次问题，根据不同主题，鼓励不同观点的交流，提倡讨论和争辩。

基金会在每年的年中和年末举办两次“宏观经济论坛”，分析全球经济对中国的影响，判断我国当年的经济形势，展望来年的经济走势。

基金会每年与其他机构合办“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深入研讨。基金会每年还与其他机构合办“上海货币论坛”，对货币问题进行研讨。

基金会每年举办“上海全球金融论坛”大型国际研讨会，邀请国内外著名专家学者对全球经济、金融进行研讨，这也已成为基金会的一个品牌。

我们把上述各类研讨活动的主要内容进行整理，编辑成册，称为“研讨实录”，不定期发行。在此过程中，我们尽量将研讨活动原汁原味地呈现出来，将有价值的见解与朋友们分享。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会举办的研讨活动能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会荣誉会长

A handwritten signature in black ink, consisting of the characters '俞' and '忠' in a cursive style.

编者的话

上海发展研究基金会于7月11日举办了“2023 世界和中国经济论坛——后疫情时代的全球和中国经济”，兴业证券提供了支持和赞助。在论坛上，专家们讨论了如何看待上半年全球经济和中国经济的表现，下半年及以后的经济发展趋势等大家关心的问题。

中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席余永定先生作了主旨演讲“我对当前中国宏观经济若干问题的思考”。他认为中国政府应该尽快打消各种顾虑，通过扩张性财政货币政策刺激经济增长。中国在未来若干年内，维持较高的经济增长速度是完全可能的。如果听任经济增速持续下跌，由于磁滞效应和人口老龄化因素，经济增长的机会窗口可能会关闭。

上海国际经济交流中心副理事长徐明棋先生作了题为“2023 上半年全球经济运行特点与下半年走势及影响”的演讲。他指出 2023 上半年全球经济运行特点是：全球经济增长预期相对暗淡；金融市场动荡，美元信用遭受冲击；贸易增长明显放缓；去风险取代脱钩；新兴市场国家分化明显，南南合作展现出新的空间。展望 2023 年下半年，其特点和值得关注的方面是：美欧经济仍具有韧性，但是下行风险不可忽视；美国银行危机虽已经缓解，但新的挑战仍需关注；贸易收缩将持续，溢出风险不可忽视；供应链调整会持

续推进，外资外贸压力不可忽略；欧盟“碳边境调节机制”对中欧贸易可能带来冲击；地缘政治冲突持续甚至加剧带来的风险。

花旗集团大中华区首席经济学家余向荣博士作了题为“海外经济韧性何在？”的演讲。他指出，美国在连续加息 10 次之后，现在还没有进入衰退的迹象，经济仍然保持韧性。从全年来看，美国今年增长会有所放缓，达到 1.5% 左右，稍后可能经历一个较浅的衰退。

兴业证券首席经济学家王涵先生作了题为“周期还是结构性问题：对疫后宏观经济的思考”的演讲。他指出经济表现不及预期，既有周期性问题，也有结构性的问题。周期性问题包括生产恢复相较需求恢复更快，房地产市场依然很低迷，高校扩招导致年轻劳动力供给高峰错位等因素。结构性问题包括社会杠杆率上升，外需发生结构性变化，新旧动力切换等因素。

上海交通大学上海高级金融学院副院长朱宁先生作了题为“信心、杠杆与周期”的演讲。他指出债务的本质是对未来福利的提前消费。我们的结构性问题是，过去十年已经从原来推迟消费、努力投资的方式，变为现在越来越多地透支未来的享受。我们的经济增长速度逐渐下台阶，背后还有一个结构性的原因，就是债务对于整个增长的侵蚀。中国、韩国、日本三国经济腾飞 40 年的增速非常相似，但中国在这 40 年里最后 10 年的增长速度明显快于韩国和日本，可能因为我们是债务驱动的增长模式。

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

二〇二三年七月二十六日

目 录

开幕式.....	1
张立平致辞.....	2
主旨演讲.....	4
余永定：我对当前中国宏观经济若干问题的思考....	4
圆桌讨论.....	37
徐明棋：2023 上半年全球经运行特点与下半年走势 及影响.....	38
余向荣：海外经济韧性何在？	46
王 涵：周期还是结构性问题：对疫后宏观经济的 思考.....	51
朱 宁：信心、杠杆与周期.....	60
问答环节.....	65

开幕式

范永进（主持人，上海发展研究基金会理事、上海工商界爱国建设特种基金会理事长）：各位来宾，各位专家，大家下午好！

当今世界面临着百年未有的大变局，出现了很多我们意想不到的新挑战、新问题，有政治问题、外交问题、军事问题、科技问题、金融问题、经济问题等等，我们天天在看“大片”。今年世界范围和我国的疫情已基本结束，特别是世卫组织宣布全球紧急卫生状态结束。我们第一季度 GDP 增长 4.5%，各个国际经济组织对今年全球经济预测先后有所调整，有乐观的，但更多是悲观的。从近期数据看，我国经济复苏的内驱不足，美国、俄罗斯、法国也都碰到了一些问题，国际上面临通货膨胀居高不下的局面，经济衰退有可能出现。上海发展研究基金会长期致力于前沿问题、高端问题的研究探讨。今天，我们专门召开 2023 世界和中国经济论坛，本次论坛的主题是“后疫情时代全球和中国经济”。首先，我们有请上海发展研究基金会副会长、上海国盛集团原董事长张立平致辞！大家欢迎！

张立平致辞

张立平（上海发展研究基金会副会长、上海国盛集团原董事长）：尊敬的余永定主席和各位专家，尊敬的各位来宾，女士们，先生们，朋友们，下午好！

今天正值高温，各位不辞辛劳，来参加“2023 世界和中国经济论坛——后疫情时代全球和中国经济”，我谨代表这次会议主办方上海发展研究基金会，向各位来宾表示热烈的欢迎！

刚才主持人已经说了，疫情紧急状态已经结束，各国都已经宣布疫情进入到常态化的管理阶段。我们国家也将新冠病毒感染调整为“乙类乙管”，全球和中国经济进入后疫情时代。本次论坛是我们基金会在疫情以后，首次在线下举办世界和经济论坛，经过疫情这段时间的阻隔，我们更加珍惜面对面的沟通和交流。

今年以来，随着经济社会全面恢复常态化运行，我国第一季度 GDP 增长 4.5%，还是符合预期的。预计第二季度增速可能会快于一季度，有望在全年实现 5% 的增长目标。但是 5 月份供需主要指标均有所回落，需求不足，预期不稳，内生动力不强等等问题进一步凸显。具体表现为房地产投资的降幅在扩大，民间投资和出口增速由正转负，青年失业率持续走高，核心通胀持续低迷，我国经济恢复的基础尚不稳固。我昨晚正好和企业家朋友小聚，听下来确实感到非常的

困难，特别是实体经济，中小企业、民营企业遇到的问题更大。

从全球来看，美国的通胀虽然有所回落，但效果不理想，没有达到原来的预期。欧元区经济复苏艰难，出现了衰退的迹象。5 月份统计结果显示美国、欧元区制造业 PMI 分别连续 7 个月和 11 个月位于收缩状态。世界经济的复苏比较脆弱，经济衰退的可能性依然不小。外需减弱和各种所谓的经济脱钩，是我们要应对的严峻挑战。

如何看待今年全球经济和中国经济的表现、未来全球经济和中国经济的前景如何？这些都是大家关心的问题，也是我们本次论坛的核心。我们今天邀请资深专家学者展开深度研讨和交流，为经济工作和投资决策提供信息参考。本次论坛由上海发展研究基金会主办，同时得到了兴业证券支持和赞助。在此，我代表主办方向兴业证券表示衷心的感谢！

最后，我衷心预祝本次论坛能够取得圆满成功，谢谢大家！

范永进：谢谢张立平副会长的致辞！我们今天会议分两段，前面一段致辞和主旨演讲，茶歇以后还有圆桌讨论。接下来，有请中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席余永定。余老师长期参与我们的重要活动，是纯粹的学者，我们很尊重他，他的很多观点在国内学术界乃至世界范围都是很有影响力的。接下来掌声有请余老师给我们做主旨演讲。

主旨演讲

余永定： 我对当前中国宏观经济若干问题的思考

余永定（中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席）：谢谢大家！非常高兴再次有机会和大家见面。一晃三年了，发现很多老朋友头发少了，头发白了。我希望今天利用这个时间，把最近关于中国经济和世界经济的想法交流一下。

我本来想专门讲中国宏观经济形势，考虑到我5月份在美国参加40人论坛，在那里做了两周访问，见到了基辛格和其他一些重要人物。后来又回到英国，接触到一些记者，做了私下比较深入的交谈。又到了日本，见到日本前三任中央银行行长，大家私下交谈比较坦率。对于国际上的问题有一些了解，如果时间可以的话，我想也跟大家分享一下。

首先，讲一下中国的宏观经济形势。2010年以来，中国经济形势发生比较重要的转折，从图1可以看到，2009年经济增长速度在国际金融危机冲击下急剧下滑，然后实施了4万亿刺激措施，有一个强烈反弹。这个反弹从2010年一季度又开始逆转，基本上逐季下跌，2010年2月经济增

长速度 12.2%，2019 年第四季度是 6%，腰斩了。

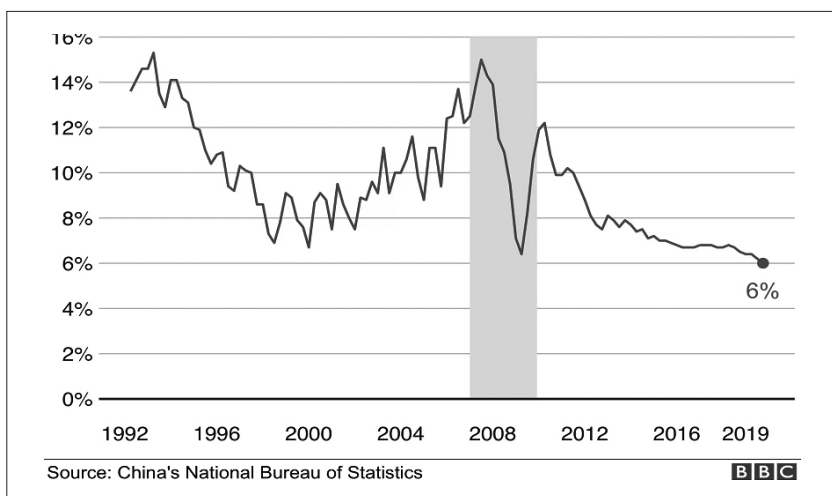


图 1：中国经济增速持续下跌：从 2010 年 Q1 的 12.2% 到 2019 年 Q4 的 6%

怎么解释这种现象？

首先，随着时间的推移，制度变迁、结构调整对经济增长的贡献将会消失和大大减少。

其次，中国正以极高的速度进入老龄社会，劳动力的增长速度将显著下降。由于老龄化和其他原因，中国的储蓄率也将随之下降。而近 40% 的高储蓄率是过去 20 年间中国经济高速增长的主要推动力。

再次，由于在过去的高速发展时期，中国的环境遭到巨大污染，生态环境遭到巨大破坏，为了治理环境污染、恢复生态平衡，中国将不得不相应付出牺牲经济增长的巨大代价。

再次，随着中国经济的发展，中国利用后发（later comer）效应所取得的技术进步速度可能会明显下降。

再次，随着印度等南亚次大陆国家和非洲国家更多地进入国际市场，中国低劳动成本的比较优势将逐步丧失，国际资本流入的势头也会逐步减弱。

最后，由于边际效用递减规律的作用，中国人均 GDP 的增长速度也很可能会明显下降。总之，随着时间的推移，从供给方面来看，中国经济维持较高经济增长速度将会变的越来越困难。

大家觉得以上这段解释 2020 年中国经济逐级下降是否正确？

这是我 1998 年在《改革》杂志上写的，差不多是二三十年前说的话。那个时候说的话现在来听觉得对，说明那个话没有什么用的。90 年代末的解释，我 2020 年也可以说，2010 年也可以说，这样一种分析说的是不错，但这是长期趋势，不能解决我们现在所要面临的问题。

为什么我要提这点？我们经济学家在分析当前经济形势时，有的时候是把长期问题和短期问题混起来，宏观问题和微观问题混起来，把经济管理政策问题和结构调整、制度改革都混起来。比如人口老龄化对经济增长的影响是逐渐的，10 年、20 年可以看出来老龄化给我们造成什么巨大的影响。但是不能解释一年、一个月、一个季度的变化。老龄化是一个事实，2012 年已经出现劳动力市场增长下降的问题，2015 年人口总增长开始下降。但是它解释不了为什

么 2023 年 5 月份，青年失业率竟然达到 25.8%。在讲宏观经济形势的时候，我们应该把一些方法论问题，一些概念问题搞清楚。在相当一段时间内，学界分析问题有一个通病，就是把长期问题和短期问题、慢变量和快变量、宏观问题和产业企业、宏观经济政策和结构调整、体制改革混为一谈，这样我们找不到解决现在问题的思路。

冰冻三尺非一日之寒，中国在相当长一段时间内，面临的问题是有效需求不足，这是由来已久的。证据是中国经济在相当长一段时间内，不是最近一两年内，是处于准通缩状态的，同时中国经济增长速度逐年下降。从 PPI 角度来讲，中国的通缩是非常清楚的，自 2012 年以来有 71 个月是负增长。PPI 从 2012 年 3 月开始连续 54 个月负增长，2019 年 1 月后连续 17 个月负增长，2022 年 10 月直到今天又是连续负增长。但我们很难找到一个非常严格的，大家都承认的关于通缩的定义，所以说中国现在是处于准通缩状态。

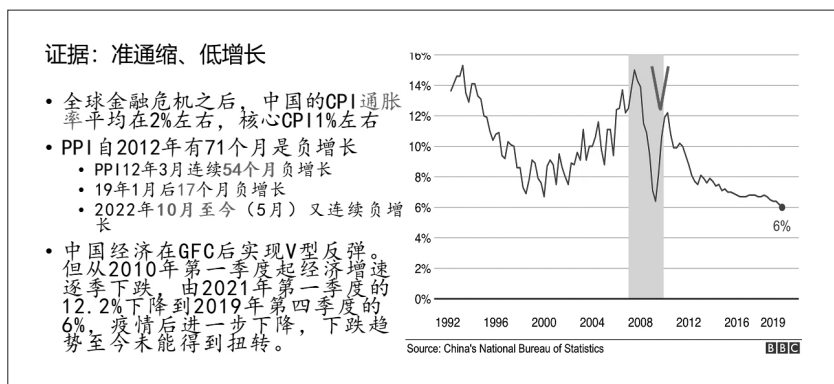


图 2：中国有效需求不足由来已久

中国处于需求不足的状态，处于准通缩状态，做这样一个判断是不错的。为什么会出现这种状态呢？是由于某种不可避免的长期原因所造成的吗？我说具体一点，中国之所以出现下行的问题是冰冻三尺非一日之寒，跟我们过早退出 4 万亿政策有关。回过头来看，当时我们对于通货膨胀、金融风险的担心有些过度，当然掌握好度是不容易的事情。我们 2010 年就退出刺激状态，对比一下西方国家，美国直到 2022 年 3 月才开始升息。日本直到现在央行还在强调不能判断日本是否真正走出了通缩，所以新的日本央行行长依然保持政策，如果明年通货膨胀稳定上升再调整政策。跟这些国家相比，我们当时确实退出太快了，这是造成我们今天出现通货收缩的重要历史原因。

经济增长速度连续下跌，是一个非常大的问题，会产生所谓“磁滞效应”（hysteresis effect），长期往下走，想改变这个状态会变得比较困难。很多人谈中国经济增长速度到底应该多少，唯一的办法就是试错，如果今年经济增长速度 7% 同时通货膨胀率非常低，那么明年就可以把经济增长速度目标调高一些，反之则相反。总之，如果一个国家通货膨胀率非常低，没有非常明显的金融风险，这个国家就可以保持一个比较高的经济增长速度。

过去主要担心两点，一个是通货膨胀失控，还有一个是金融风险。大家现在不担心通货膨胀的问题，担心金融风险的问题，担心中国债务的问题。要想解决债务问题，不应以降低经济增长速度为代价。经济增长速度下降，债务问题一

般不能得到解决，日本、美国的经验都说明这一点。

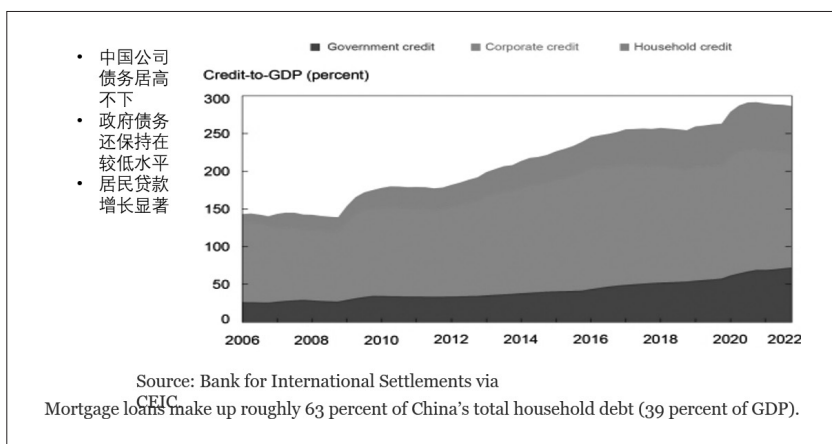


图 3：中国的杠杆率

中国所谓金融风险来自于什么？杠杆率比较高，中国公司债务确实比较高。对于这个问题应该怎么认识呢？中国有它的特殊条件。比较美国和中国资本市场结构，中国去年股票余额 78.8 万亿，占 GDP37%；美国去年股市总值 40.5 万亿元，占 GDP162%，这是非常明显的对比。再看看企业的债，中国占 GDP 的 26%，美国是 38%，这个对比不是特别明显。再看企业贷款，中国企业贷款占 GDP 的比是 115%，美国工商贷款只占 GDP 的 7%。为什么中国企业的杠杆率很高？因为我们企业的融资结构跟美国完全不一样，美国对外部融资的需求实际上比中国高，中国企业融资主要是要靠银行贷款，美国主要是靠股市。所以这么一比，中国企业的杠杆当然比美国要高，而且高不少。总而言之，对中国企业杠杆率高的问题应该有一个全面的认识。

为什么我们担心企业杠杆率的问题呢？主要是会影响银行的不良债权率。目前为止，中国不良债权占比是 2% 左右，还是处于比较安全的水平。由此，我想强调一点，对于中国企业所谓杠杆率高的问题不必过于担心，特别不必因此而采取一系列措施，这种措施的结果使得经济增长速度下降，这样只会让我们的杠杆率问题变得严重而无法得到解决。

还有中国政府杠杆率的问题。我们在 90 年代末期，对政府负债是否很高曾经有过一个讨论。我们得出一个结论，财政是否可以持续发展主要取决于两个因素：一是财政赤字占 GDP 的比能否维持在一个适当的水平上，更重要的因素是 GDP 的增长速度。一个国家如果财政状态不太好，国债占 GDP 的比值较高，但这个国家的增长速度比较快而且利息率较高，那么这个国家的财政状况随着时间推移会好转，而非恶化。不要光看目前政府负债对 GDP 的占比，而是要重视经济增长速度。如果经济增长速度太低，即便现在债务水平不高，未来政府杠杆率也会越来越高。

1996 年我到日本去访问，日本财政状况非常糟糕，国债占 GDP 的比值是 92%，财政赤字占 GDP 的比值已经超过 3%，超过了《马斯特里赫特条约》的标准。为了阻止国债占 GDP 比的进一步上升，1997 年日本提高了消费税，减少了政府开支，结果使日本经济增长大幅下降，国债占比不但没有下降，而且进一步上升。因此桥本龙太郎辞职，日本放手发国债刺激经济增长，现在到了 20%。这段时期日本

经济不好，但是日本并没有出现严重的财政问题，因为它的利息率很低，是零利率。因此只要我们能够控制利息率的水平，只要我们能够保持经济比较高的增长速度，我们就没有必要过于担心财政的可持续问题。

欧债危机之所以发生，很重要的原因是债卖不出去了，国债收益率 10% 甚至以上，无法维持利息率。美国为什么没有问题呢？因为它可以维持零利率。日本没有问题，它也可以维持零利率。我再次强调一点，一个是经济增长速度，一个是利率水平，只要这两点能控制好，对于国债就无需过于担心。

现在回过头谈一下 2023 年 GDP 增速目标。

2023 年我们提出了增速目标。2021 年根本没有经济增速目标，当时我认为是非常错误的，必须要有目标，像中国这样的国家，没有目标是不行的。2023 年我们 5% 的经济增长速度目标定得太低，各个省经济增长速度平均值是 5.6%，高于中央的目标。

你再看海外各个投行在年初预测（图 4），比我们定的目标都要高。当然，把目标定低一些，留有余地，灵活一些，压力少一些。但是在中国这种体制之下，经济增长速度目标定得太低无法充分调动整个经济的积极性，难以鼓起士气，可能造成不作为这种现象，所以这是一个双刃剑。

从 2018、2019、2020、2022 年综合来看，把 2021 年 8.1% 这个比较特殊的情况抛开，平均速度是 5.2%，显然低于大家的预期。看一下 2023 年财政政策，2023 年一般

公共预算收入比 2022 年增加 0.23 万亿，一般公共预算支出增加了 0.8 万亿；政府性基金收入比 2022 年预算减少了 2.9 亿，支出比 2022 年减少 2.53 万亿。看起来支出比收入增长要快，有一定刺激作用。从财政赤字角度来看，2023 年国债 3.16 万亿，地方政府债 0.73 万亿，地方政府专项债 3.8 万亿，总计 7.68 万亿，预计对 GDP 的比是 6%，这是今年财政状况。

- 今年5%的经济增长目标创史上目标最低纪录
- 低于预期
 - 低于绝大多数省级地方的经济增长目标。
根据各省份GDP占比加权计算，
2023年各省份GDP目标增速均值为5.6%
 - 低于大部分国际金融机构和海外投行预期
 - 高盛 6
 - 摩根斯坦利 5.7
 - 摩根大通 5.6
 - 花旗 5.7
 - HSBC 5.6
 - UBS 5.4
 - IMF 5.2
 - WB 4.3

图 4：如何看待 2023 年 GDP 增速目标

2023 年中国财政政策是否有充分的扩张力度呢？仔细分析，我认为并没有比去年有更大的扩张度。因为财政政策对经济增长是否有刺激作用，应该要注意三点：第一，财政收入增加是否减少了有效需求。第二，财政支出增加是否增加了有效需求。第三，财政赤字的弥补方式如何影响公众有

效需求。

我们应该看到，在中国财政预算中，财政收入增加不一定意味着增加了本年度的税收，因为财政收入有可能是上年转到今年来的，今年财政支出的增加也不一定意味着今年政府的钱花得多了，因为在财政支出中有一部分是转移支付，是留到明年的财政调节基金。因此，要抛开这些因素，看财政收入和支出对实际经济收缩和扩张的作用是什么。经过仔细分析之后，我们计算了一下发现，2022 年中国实际财政赤字是 4.72%，2023 年实际财政赤字如果按照今年 GDP 增速是 127 万亿来计算，实际财政赤字率为 4.55%。2023 年实际的财政赤字小于 2022 年的实际财政赤字。2023 年财政赤字实际刺激力度小于 2022 年。我们今年经济增长目标高于去年，所以财政赤字并没有能够很好服务于今年的经济增长目标。今年经济增长目标本身就定的偏低。

怎么办？我主张还是老办法。在有效需求不足的情况下，政府应该采取扩张性财政政策支持基础设施投资。这是一个老生常谈的话，可能引起反感。但就中国目前情况，没有什么更好的解决办法。我主张应该增发国债，这是稳定今年经济增长的关键。当然这涉及到法律问题，国债不是随便就能发的。

总而言之，我们应该想一些办法，例如增发国债支持基础设施投资，弥补有效需求的不足。如果今年不存在有效需求不足的问题，不存在总需求不足的问题，增发国债就会产生挤出效应，会造成资源配置扭曲。但是以现在的情况，

我觉得扩张性财政政策是解决中国今年经济增长表现不如人意而且前景不容乐观的重要手段。

中国是否有增发国债的较大余地呢？我认为答案是非常肯定的。中国国债占 GDP 的比重跟大部分国家相比，特别是跟大部分发达国家相比，还是比较低的。更重要的是中国是高储蓄的国家，应该有较强的对于国债的需求。一个国家有较高的储蓄率，必然有较高的负债率，这是一个硬币的两个方面，否则你的储蓄怎么走呢？许多国家储蓄率很低，但是财政赤字很大，只能靠引入外资，靠外资来支持，这种做法是危险的。中国不存在这种危险。

另外，中国国债市场的规模偏小，增发国债是中国资本市场发展的大好机会。增加国债在央行资产中的占比，也有利于完善央行货币供应调控机制。中国和其他国家相比，国债在中央银行资产中所占的比重是相当低的。

增发国债的同时，我们还要采取扩张性货币政策，降低利息率。为什么欧洲会发生主权债务危机呢？因为大家不买国债，这个时候要想办法使国债收益率下降，通过一切措施把利息率压下去。目前来讲，中国如果增发国债，我们的金融机构是有比较强的动力去购买国债的。中央银行可以通过某种途径，从二级市场上购入国债，也不排除从一级市场购买国债的可能性，这有点类似美国的 QE。前天报纸上讲刘尚希先生参加总理的座谈，他在这个问题上有非常重要的观点，主张增发国债，不行就央行买国债。希望他的建议被总理听进去。

中国今年比较严重的问题是地方政府债务问题。截止 2022 年 12 月末，全国地方政府债务 35 万亿，其中一般债 14 万亿，专项债务 21 万亿。中央有一个说法“谁家孩子谁抱”，对于这样的说法我持保留意见，都是你的孩子，恐怕你还得抱。当然，账必须要承认，但怎么解决不是简单“谁家的孩子谁抱”的问题。

还有一点非常重要，我们不能认为如果不首先解决地方债务问题，就不能采取扩张性财政政策支持基础设施投资，这样的做法是不对的。一方面我们要解决地方债，另一方面也不应该影响我们采取扩张性财政货币政策来支持基础设施投资，否则经济增长速度下去之后，债务问题只会越来越严重，不会越来越轻。

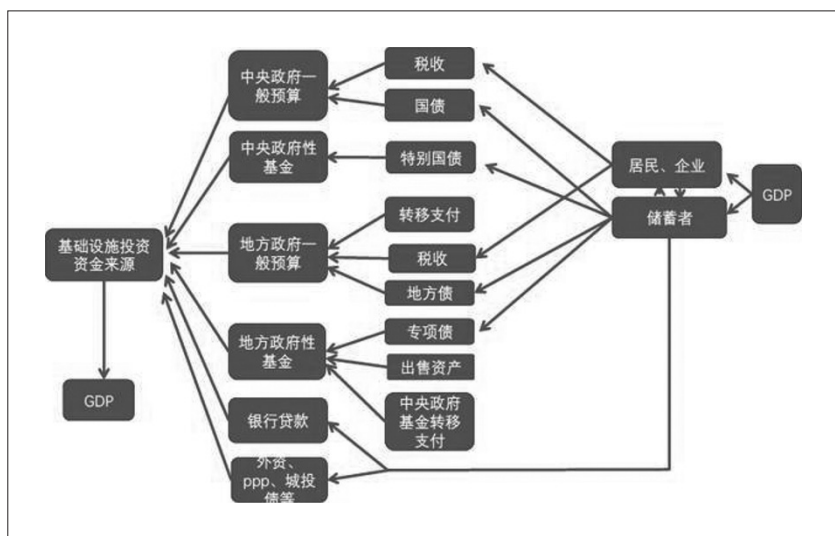


图 5：基础设施投资融资和地方政府债务

有一点我想特别强调，地方政府融资平台债务形成的原因是比较复杂的，应该具体问题具体分析。当然在许多情况下，地方政府有不可推卸的责任，搞形式主义，这些责任都是要追究的。但应该看到，地方政府承担了基础设施投资的主要责任，但却未得到相应的资金支持。一方面，中国基础设施投资项目大多数是低收益甚至无收益的、缺乏现金流的公共产品。另一方面，中央政府对基础设施的融资贡献微乎其微。2021 年，中央政府在基础设施投资上的贡献有多少？你可能想不到，我也没想到，只有 0.1%。在 4 万亿的时候，至少中央出了 1 万多亿，地方政府自己出了更多。

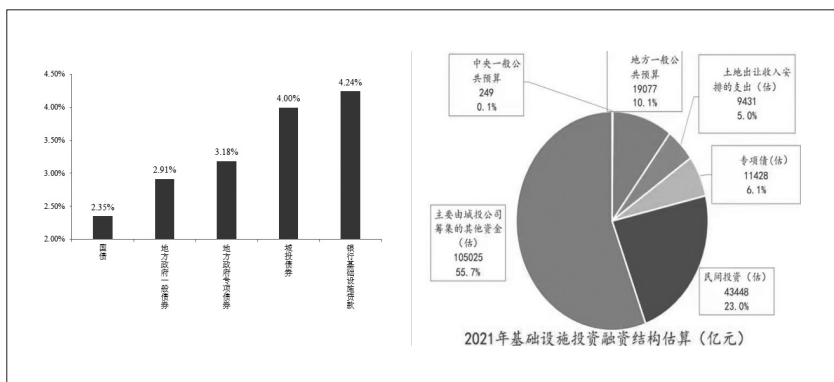


图 6：不同资金的利息成本和基础设施投资融资结构

图 6 是基础设施融资结构，中央一般公共预算贡献是 0.1%，地方一般公共预算贡献是 10% 左右。最主要是靠地方政府融资平台融资的，投资的是没有什么收益、没有什么现金流的公共产品，但是资金来源是资本市场，而且有许多情况下是非标的，利息率非常高。在这种情况下，地方政府

债务不恶化是不可能的。我想说的是，地区政府债务问题不光是地方政府本身的问题，中央政府也有很大责任。不能说“谁家孩子谁抱”就完了，具体问题要想出具体办法。

基础设施投融资结构应做出调整，要加大一般公共预算对基础投资的支持力度。对于现在已经存在的地方政府债务问题，根据中央过去经验，根据国际经验，我们有许多解决办法。根据不同地区的不同情况，应该有不同的政策，当然中央有一个统一的原则。这里举一些例子，比如说债务重组、债转股、民营化、中央政府转债、减支增收、破产清偿、注资等，宏观层面应该降息、克服通缩、稳定房地产投资，这都是有利于解决地方债务问题的办法。总之，扩张性财政政策的实施不应以解决地方债为前提。

我对 2023 年货币政策有一些简单的评论。中央银行试图改变货币政策调控方式，从所谓数量控制转为价格控制，价格控制就是利率控制。

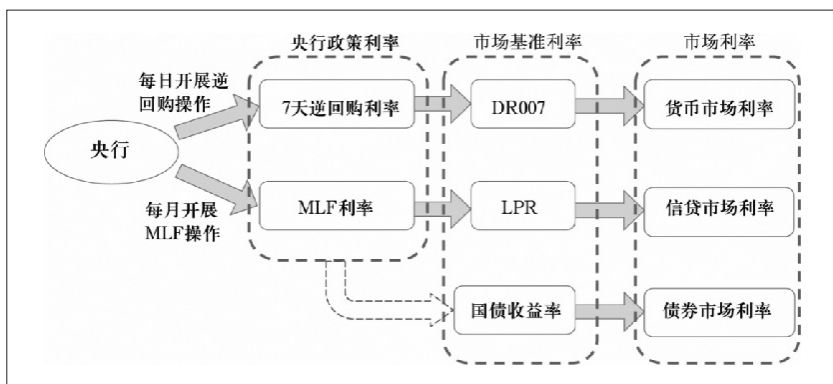


图 7：利率政策和利率调控体系

图 7 左边第一块是央行政策利息率，就是中央银行可以直接确定的利息率。第二快是市场基准利率 DR007，这是中央银行不能直接控制，但是可以通过改变央行政策利息率影响它，它作为市场基准利率影响整个市场利息率。DR007 中文全称很拗口（银行间存款类金融机构以利率债为质押的 7 天期回购利率），大概意思是以利率债为抵押的 7 天逆回购，相当于美国的联邦基金利息率，通过这样一种方式调控利息率，改变有效需求，这是中央银行的意图。我觉得这个想法是非常好的。

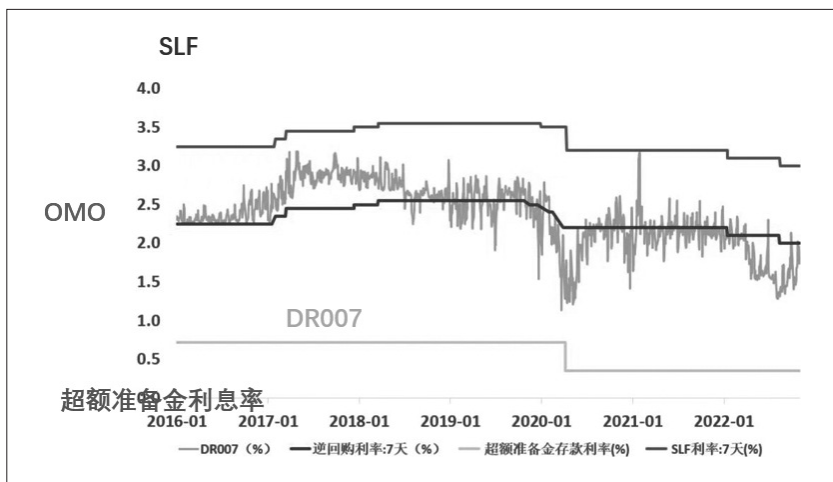


图 8：政策利息率和市场基准利率

中央银行在试图通过政策利率影响基准利率的同时设立走廊，一个是 SLF，还有一个是超额准备金利息率，一个是上限，一个是下限，中间 OMO（Open market operations，公开市场操作）就是政策利息率，通过调控 OMO，使得中

间波动很厉害的 DR007 尽量围绕它转，同时有上限和下限使它不超出这个走廊。这是我们现在的调控结构。

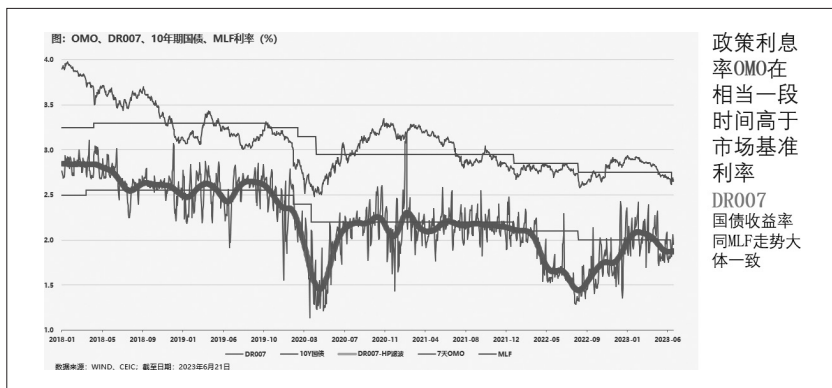


图 9：重要政策利率和市场基准利率变化

图 8 出现了一些问题，黄色代表市场基准利率 DR007，绿色是央行政策利率 OMO。图 8 右端相当一段时间，市场基准利率低于政策利率，这是一种不太正常的现象。应该是 OMO 最低，你现在比它还低，说明市场在那个时间由于信贷需求不足，流动性需求也不足，市场上根本不需要有什么流动性，这时市场利率就低于央行调控利率，这是中国的一个问题。这说明我们的政策利率是跟着市场利率变动的，而非相反。当然，这是有争议的，一些人就讲 OMO 要跟着市场走，而不是市场因为 OMO 调低就向低，或者 OMO 调高就跟着高了。这说明我们利率政策对实际利率变动的调控作用不够强。DR007 下跌反应了市场的悲观性。最近情况可能有所好转，但是在前一段，这种情况还是比较严重的。

银行还采取了数量控制，就是增加信贷和货币供应量。这里有一个比较有意思的问题，就是 M2 和 GDP 的比的问题，中国学者说货币超发的理由是 M2 对 GDP 的比太高。美国确实很在长一段时间里 M2 对 GDP 的比并不是十分高。但是在 2020 年 3 月之后，它突然上升，又有所下降（图 10）。

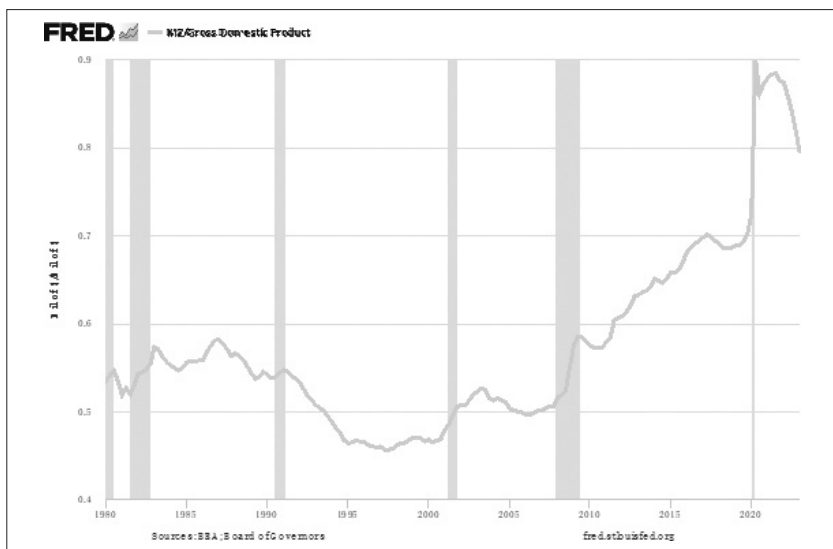


图 10: 美国的 M2/GDP

图 11 是日本的情况，日本 M2 对 GDP 比超过了 280%，比中国 M2 对 GDP 比要高得多。所以说不能简单认为由于中国 M2 对 GDP 较高，就说央行货币超发，每个国家的情况是不一样的。这种观点是建立在货币主义的基础上，货币主义告诉你，货币供应增长速度等于通货膨胀率加上 GDP 增长速度。如果货币增长速度远远高于 GDP 的增长速度，

通货膨胀率就很高，这是货币主义理论。但是实践中并非如此，包括美国的例子、日本的例子、中国的例子。所以说货币主义基本原理在中国是不适用的。

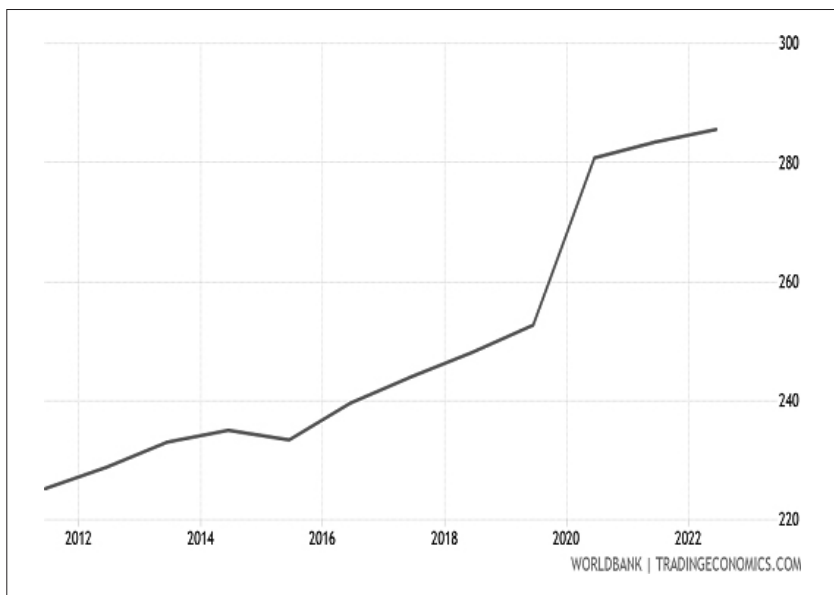


图 11: 日本的 M2/GDP

还有一个问题就是货币乘数的问题。大家在课本上都学到，我们有一个货币乘数，这个货币乘数很大程度上决定了准备金率，货币乘数给定，增加基础货币，M2 就增加了。

但是事实上，各国经验证明货币乘数不是常数，从图 12 可以看到，日本和其他国家的货币乘数是不断下降的，中国的情况跟它们不太一样。现在美国有一个非常有意思的现象，美联储官员发表很多文章，批评美国大学的教科书过时了。美国大学的教科书有一个不变的货币乘数，在货币乘

数给定的情况下，增加基础货币，M2 就增加了，在这个过程中通过公开市场操作可以改变准备金的数量，改变 M2 的数量，M2 再影响实体经济。这个说法是完全错误的。10 年前、20 年前可能对，现在完全是错误的。因为准备金率在美国，在主要的西方国家是零。美国 2020 年 3 月之后，确定准备金率降为 0，既然准备金率降为 0，货币乘数概念已经变得毫无意义了。图 12 可以看到美国所谓货币乘数的变动，上涨或者突然下降。结论是，这是个没有意义的概念。

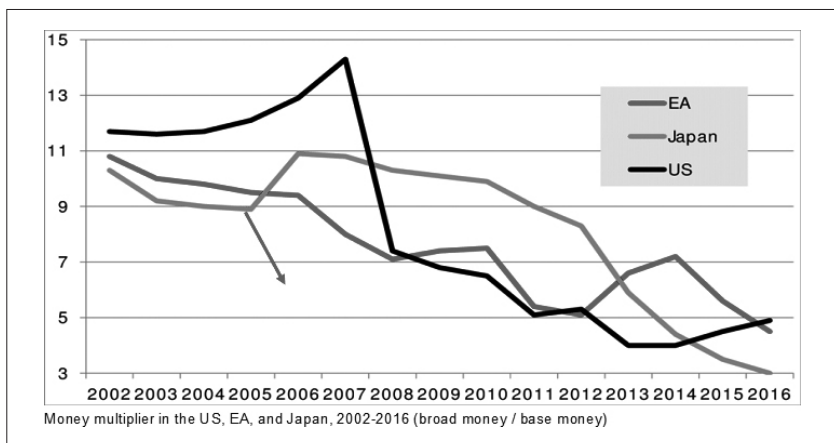


图 12：货币乘数：日本和其他国家货币乘数下降

正是由于如此，美国在这次货币紧缩的过程中，调节的是联邦基金利息率。在升息过程中，美国 M2 并没有什么特别显著的变化，美国基础货币数量也没有什么变化，所以有人说美国没有真正的紧缩货币。有没有紧缩要看联邦利率有没有上升，而不要看它的 M2 增速有多少，更不要看准备金增长状况是多少。这是一个非常重要的问题。美联储部门认

为，货币乘数概念应该被抛弃。美国大学教科书应该重写。如果在座有在大学里教宏观经济学的，希望你们看看有关的文献。

关于美国联邦基金调控的方式，实际上和我们想象的不一样，并不是通过公开市场操作影响的。有一个非常重要的政策工具是准备金存量的利息率。商业银行有不同的选择，可以把钱用于购买股票，或者用来购买债券，投资于这样那样的场景。还有一个选择是可以把钱存到中央银行，中央银行有户头，这个户头就是你的准备金，通过提高中央银行准备金利息率，很多银行就减少其他金融资产的投资，而把钱投到中央银行准备金账户中。由于你把资金转到中央银行准备金账户之中，你购买短期国债的钱就少了，其他资产的钱就少了。购买短期国债的钱少，就意味着价格下降，价格下降收益率就上升，这种上升就传递到整个利息率结构中去了。我希望大家注意美国联邦储备在执行紧缩性货币政策的时候，用了什么样的政策工具，这样一种工具是怎么样在整个经济中传递的，最后怎么影响到实体经济的。

中国和美国相比，有一个非常有趣的现象。图 13 中，美国的走廊上限是准备金利息率，就是 IORB，走廊下限是逆回购利息率（逆回购利息率是非银行金融机构也可以在中央银行存钱，利息率比较低），这个利息率构成联邦基金率走廊的下限。中国一个是 SLF，一个是超准备金利息率。比较两个国家的走廊，中国的走廊的宽度是美国的 10 倍。这就说明人家调控的是比较精准的，而我们调控的是比较粗

的，而且有的时候存在 OMO 高于 DR007 的现象，说明它不能准确按照其意图来控制货币市场基准利率。

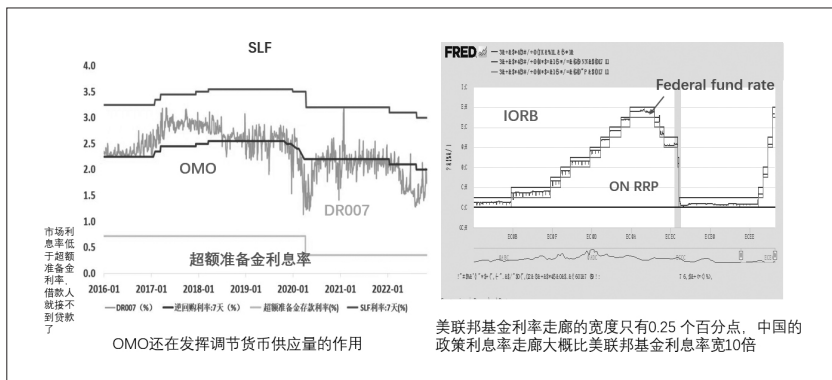


图 13：中美市场基准利率走廊的设定

美国的乘数理论已经不成立了，但中国还是部分成立的。最近我们降低准备金利息率，对经济增长还是有一定促进作用的，但是它的作用正在减少。在美国和其他西方国家，货币乘数理论已经完全失效，货币乘数这个概念是没有什么意义的。但中国不一样，因为中国的准备金不像美国那么多，中国准备金还是有限的，准备金率的下调对于增加货币功能还是有作用的。央行放宽货币政策时，中国的货币乘数是上升的。

中国央行的资产负债表在 2015 年以前，基础货币增加主要是源于外汇储备增加。2015 年后，基础货币的增加主要源于央行对商业银行的贷款，外汇储备资产没有多大增加。最近这些年，中国资产负债表中改变资产的主要方式是通过给货币市场、给金融机构提供贷款（图 14），跟美国是

非常不一样的。

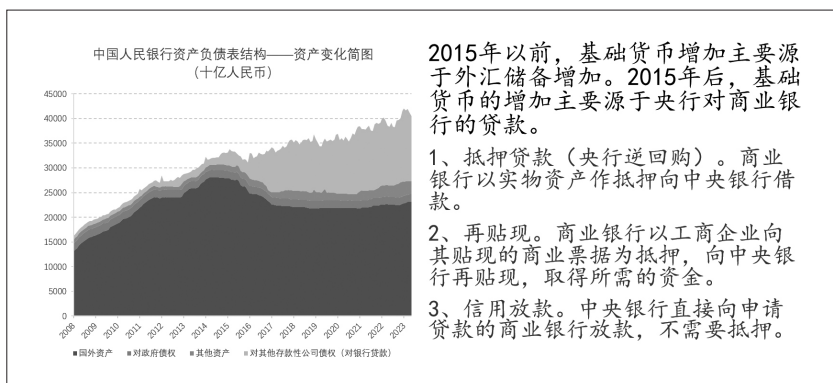


图 14：央行资产负债表的变化

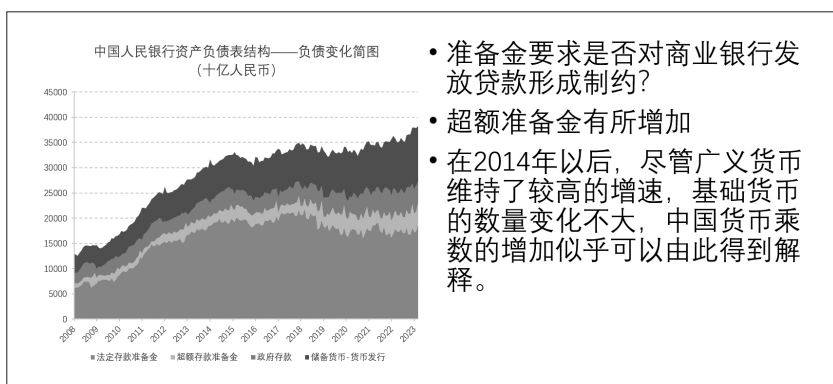


图 15：央行资产负债表：负债

从资产负债表的负债方（图 15）可以发现，在 2014 年以后，尽管广义货币保持了较高的速度，但是基础货币数量变化不大，基础货币在图 15 中是灰色的加上黄色再加上蓝色，这三块加起来没有什么太大的变化。美国不是这样，可能涨得很快。另一方面，我们 M2 增长速度是相当快的，

我们的货币乘数是在增加的。中国近三年 M2 对 GDP 的比，M2 增速都是双位数的，应该说不低。

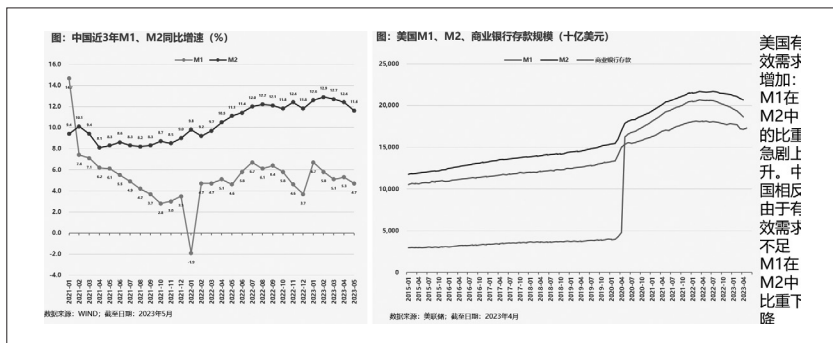


图 16：M2-M1 喇叭口：尽管可以控制广义货币但却无法决定增发货币是否用于真是交易需求

有一个非常值得注意的现象是，中国 M2 和 M1 喇叭口比较大。在很长一段时间，美国 M1 规模是非常小的，但是在 2020 年第一季度到第二季度，突然直线上升，M2 的主要构成部分 90% 以上都是 M1，意味着在这个时候美国人已经开始花钱了。正是由于这样一种变化，在 2021 年 3 月，美国通货膨胀率开始上涨，以前是非常低的。而中国情况不一样，M2 虽然增了很多，但是 M1 没有什么太多增加，说明有效需求不足，大家不愿意或者没有能力花钱买东西。相对于央行的货币供给来讲，说明货币政策在一定程度上是失效的，这种失效可以解释为中国货币流通速度在不断下降，增加了 M2，但是货币流通速度下降，所以 M2 增加既没有体现为 GDP 增加，也没有体现为通货膨胀的增加。

现在学界关于进一步降低利息率有两种不同观点，一

种观点认为降低利息率对经济有很大促进作用，政府利息率降 1 个百分点名义 GDP 增速可以增加 1.2 个百分点。另外一种观点认为实体融资需求来自房地产和地方融资平台，由于两者目前不想或不能融资，经济总体对利息率敏感性大大下降。上海有一些学者认为，实体经济对利息率的敏感性大大下降。而降低回购利息率可能鼓励套利，套利就是借来钱买来国债，引起国债波动。这两种观点，我认为都有一定道理，需要进一步研究。

鉴于中国目前的有效需求严重不足，货币政策有必要进一步放松，货币传递机制有待进一步完善。目前市场对流动性和货币需求疲软，货币政策似乎是反映市场对流动性和贷款的需求，而不是引导市场需求。关于进一步降低利息率，甚至大幅度降低利息率市场有不同看法。我本人倾向于首先扩大财政赤字，加大基础设施投资，虽然这是一种很老的说法，但我觉得没有更好的办法。通过加大基础设施投资，创造挤入效应，在这种情况下有效需求增加将导致融资需求增加。金融机构认为现在存在资产荒，根本不知道把钱投在哪。如果你搞基础设施投资，这种问题就可以解决。在这种情况下，货币政策的放松将能充分发挥推动经济增长的作用。所以，还是需要以扩张性财政政策作为先导。中国要想恢复经济增长势头，我认为首先要启动扩张经济财政政策。

总而言之，中国政府应该尽快打消各种顾虑，通过扩张性财政货币政策刺激经济增长。中国目前的准通缩状态，为中国政府采取扩张性财政货币政策提供了难得的机会，如

果由于外部冲击导致通货膨胀形势恶化，中国就会陷入推动增长还是抑制通胀两难。日本之所以不敢升息，也是害怕流动性。中国不存在这个两难，往一方面走就行了，所以中国的问题是相对简单的。

中国在未来若干年内，维持较高的经济增长速度，比如说 6%，我认为是完全可能的。如果听任经济增速持续下跌，由于磁滞效应和人口老龄化因素，经济增长的机会窗口可能会关闭。执行扩张性宏观经济政策仅仅是维持稳定高速增长的必要条件之一，改革和结构调整也是必要条件，但这是另外一个问题，在这里就不去讨论了。我希望政府尽快采取措施，特别是扩张性财政政策，使我们中国经济能够实现比较强的反弹。

我现在介绍一下我们在美国访问期间，跟鲁宾（美国前财政部长）讨论的一些内容。鲁宾认为，未来美国经济出现超预期衰退的可能或许被低估了。美国应该在战略领域实现自给自足，但是利用出口管制等方法值得商榷。他认为中美两国在核安全、气候变化改革，改革现有国际秩序和帮助新兴市场国家缓解债务压力等方面存在明显共同利益。鲁宾认为，军事冲突对中美两国来讲都是一场灾难，因此这种可能性很是低的。但是中美双边关系缺乏透明度，缺乏清晰沟通，在他看来是一个比较大的问题。他认为中国社会存在一个观点，就是美国经济社会正在走向衰退，这种观点会导致中美关系日益紧张。过去美国商界非常支持两国建立关系，如今美国商界远不如以前那样积极。如果中美两国进行良好

沟通，增加信息互通，减少不必要的误解，可以减少两国关系中的变数。中国和美国是全球最大的经济体，两国如果能联合起来，能做很多事，中美双方至少在三个方面存在共同利益。第一，在核安全方面，中美两国具有极其重要的共同利益，如何管理核武器成为双方都要面对的共同问题。第二，气候变化对中国和美国都有不利影响，双方利益在这方面是一致的。第三，中美双方可以在改革国际贸易秩序和缓和新兴国家市场债务方面加强合作。

他认为，美国政府似乎并不知道中国真正想要什么，他认为美国政府甚至连自己想要什么都不知道。我跟他说，美国对中国这样步步紧逼，那么中国就不得不更多向俄罗斯靠拢。他回答，我害怕的就是这个。这是他讲话的大致内容。

盖特纳（美国前财政部长）说，美国当前主流观点是政府要在经济中发挥更积极的作用，美国要重塑自身经济政策框架。美国对气候变化、供应链安全、应对中国挑战等方面的担心，已经完全超越和覆盖了对成本、效率和生产率的关注，就是政治优先了。他认为，拜登政府确实相信“小院高墙”策略能发挥作用，但同时也希望维持正常的中美经贸合作，白宫并不相信美国可以真正限制中国经济发展步伐。一个行之有效的对华战略，不应建立在破坏中国经济发展这个前提之上，他建议中美应加强沟通，目的是准确表达并清楚理解对方意图。这是我们在美国反复听到的一种声音：就是我们缺乏沟通，不知道对方想什么，不知道对方想要什么。中国在具体领域的诉求究竟是什么，以及中国在经济领域中

做出的改变究竟意味着什么？美国人搞不清楚。中国需要更多像民间智库那样的平台发挥作用，多进行交流，让双方可以分享关于政策的相关信息以及中国对经济秩序的一些看法。

我们在跟美国贸易代表谈的时候，他们的观点是：我们达成了第一阶段的协议，但是由于新冠并没有履行协议，这种情况也是可以理解的，但是也有跟我们商量到底怎么解决这个问题，我们没有得到进一步信息，我们知道你们买了其他国家的农产品了。他们对这个是有意见的。至于具体情况是什么，我也不太了解。但是我听到比较多的是这样一种抱怨：就是你们不愿意跟我们做更多的沟通。

我们见基辛格的时候，他还有几天到 100 岁，脑子非常清晰，我们谈了一个多钟头。他说 10 分钟就闭上眼，你以为他睡着了，过一会儿他睁开眼睛又接着说。他认为，中美两国领导人需要确定大的方向。现在中美面临的最大问题是两国政府的交流非常不足，中美双方可以做的第一件事就是减少语言上的对抗。他回忆他最初访华的时候，中美关系非常糟糕，因为双方已经有 25 年没有进行过对话了。他跟周恩来第一次会面时，周恩来只提出概念性问题，没有谈到细节。他遵循同样的对话原则。当时他和周恩来都有各自的目的，美方希望结束越战，中国希望结束那段时间所处的剥离状态。之所以中美关系能够取得突破性进展，是因为双方的最终目的都是为了改善现状，而不是为了取得所谓的胜利。他认为现在也可以借鉴这个思路，最近几年台湾问题变得

更加复杂，这不是中国单方面的问题，不是中国单方面的责任，现在中美仍有可能在台湾问题上达成协议。50 多年前尼克松和毛泽东制定原则，为台湾问题提供一个和平的基础，他全程参加了这个过程。为了更好地管理中美关系，中美双方要共同承担起责任，应该尽可能不采取军事层面具有威胁性的行为，这对中美两国同样是重要的。这是基辛格谈话的主要内容。

在日本的政府人士看来（他现在已经离开政府了，曾参加过 G7 会议），现在有这么一种看法，把世界分成三个层次。第一个层次是中国、沙特阿拉伯和俄罗斯，这是跟美国有矛盾的。为什么把沙特阿拉伯包括进去？因为美国希望沙特阿拉伯增加石油产出，沙特阿拉伯不干，跟美国的国际战略发生了某种冲突。他强调的是，西方国家已经下定决心一定要遏制俄罗斯，乌克兰战争结束之后要继续遏制俄罗斯。他们认为俄罗斯作为一个大国已经完了，其经济不可能重新强大起来，并不是说要让俄罗斯解体，但是一定要俄罗斯继续衰弱下去。这是他们很强调的观点。他还列了一个表，这个表显示中国是 G7 国家和一些发展中国家的第一出口国或第一进口国，或者两者都是第一。在这种情况下，跟中国脱钩是没有可能性的，因为中国跟这些国家的经济关系太紧密了。这是他们对国际形势一个大致的看法。也有一些央行负责人谈到日本股票市场上升，经济有所好转，如果有时间会和大家讲一下，没时间就算了。大家有什么问题可以提问。

范永进：谢谢余老师精彩演讲，接下来有什么问题？

提问一：我是西安交易基金的私募二期，我们的策略主要是做债券。刚才您在国债、地方债还有城投债部分讲得比较快。我研究城投债 10 年，美国叫市政债，市政债违约率在千分之一。到目前为止，我们国家的城投债还没有违约，城投债是最小的市政债。有一个疑问，如果有一天我们市政债券违约，我们违约率比千分之一高还是低？

余永定：这个问题没有办法回答了。如果违约，违约率是比较高的。我认为中国政府会采取各种各样措施，尽可能不让它违约，我觉得是有办法做到的。发展中国家比如说巴西，在 80 年代曾经陷入严重危机，但各个州地方债的问题最后还是顺利解决了。所以我认为，中国城投债是非常严重的，但并非不能解决，它不应该成为中国经济增长的重要障碍。

提问二：余老师您刚才讲到整个扩张性的财政政策，我也特别支持。我听您讲的比较多的还是要回到传统的基础设施投资，西方福利国家更多是通过消费券直接发放现金。

余永定：首先我强调一下，我说的基础设施是比较广义的概念，不是仅限于“铁公鸡”。比如说去年郑州淹死好几百人，这种事情不能让它再发生。比如说在北京，你在马路上可以看到很多电线，穿过各种树木，而不是在地下，这种现象我只在印度看到。你应该把它埋到地下，埋到地下就要花上万亿，现在不做，什么时候再做？虽然人口老龄化现在还没有出问题，但我们应该早做准备。如何训练和培养有关的专业人士来照料老人？还有专门的基础设施，比如养老

院。总而言之，基础设施这个概念是比较广泛的。

关于消费的问题比较敏感。如果我说主要靠投资，一定会挨骂，消费比较合乎大家的心理。第一个命题是总需求不足，中央指出这是当前的主要矛盾。第二也是中央的文件，消费是收入的函数。既然消费是收入的函数，你又怎么通过消费来刺激经济增长呢？首先得有一个东西刺激经济增长，收入增加了，而且大家对于未来收入的预期改善了，这时才会真正增加消费。所以你发消费券，对于一般民众来讲无所谓，对一些收入比较少的人可能觉得是额外的收入，额外收入不如把它存起来，还是不会消费。消费券虽然有一定的作用，但我认为作用是有限的。从长期增长的角度来讲，我们投资于基础设施，是为了使我们未来的经济增长速度能够保持比较高的水平，在那个时候我们又可以保持比较高的消费水平。投资和消费的关系，实际上就是现代消费和未来消费的关系，现在吃光、喝光，现在很高兴，但明天没有增长。过去我们把消费的日子往后拖，拖到永远，那是完全不对的，你把人力资本破坏掉了。关键问题是保持一个适当的平衡。

中国在目前情况下，应该尽可能提高消费，让收入更均衡一些，消费就会增加，这个并不取决于经济增长速度。我提供更多方便，也可能使消费增加。对于这些不依赖于经济增长的措施，要尽可能挖掘，来增加消费。但是，消费真正稳定的长期增长，还是来自于经济的增长。我比较强调基础设施投资，关于发放消费券，可以“一城一策”，各地看着办。

提问三：我有一个问题是关于中美关系的。有一种说法，我们中国经济发展到一定程度以后，美国就会抑制我们，这是不是一个真命题？美国一定会跟中国对立，还是两个国家关系能保持像过去 20 年那样共赢的趋势？

余永定：我不是研究国际政治的，但是凭着实际的经验和感觉，我觉得美国肯定不希望中国赶上，更何况超过它。处于霸权地位的国家肯定要把追赶它的人作为自己的主要对手，这是没有疑问的。当你很穷的时候他会帮助你，当你威胁他的统治地位时，他不会帮你，会阻止你，但是这并不意味着战争。

对于中国来讲，我们最需要的是时间。中国人认为时间在中国这一边，而中国所有邻国也认为时间在中国这一边。结果就是，这些邻国在向中国挑衅，因为那些国家认为时间不在他们那边，所以趁早跟中国捣乱，以后中国强大就没有办法遏制中国了，这是他们的基本逻辑。我们应该尽可能争取时间，跟美国该强硬强硬，该缓和缓和，美国伸出橄榄枝时该接就接。要使我们中国强大，强大的时候美国可能就默认了，这个完全可能。美国不会改变根本政策，也不是说中国一定要跟美国发生冲突。耶伦最近一段讲话说得非常好：世界足够大，中美之间冲突不是像上帝的预定那样一定要发生。我完全赞同这种观点，事在人为。

提问四：关于下半年经济预测，你觉得怎么样？特别是房地产市场？

余永定：我认为这取决于中国政府是不是能在最短时间

内尽快出台新的政策。时间过得很快，半年已经过去了，我们一直在等待政策，现在还没有等来政策。我们应该把焦虑的心情充分向上传达，希望他们早点出台政策。

提问五：中国潜在 GDP 增速很难计算，是不是因为中国资本存量没有直接的数据？2020 年 IMF 做了一个测算，美国刺激政策让美国产出缺口是扩大，哪部分扩大让中国产出缺口是闭合的？

余永定：第一个问题，分几步回答。我建议你看看 80 年代 IMF 和世界银行对中国经济的预测，你会发现他们所有预测都错得离谱。1985 年世界银行访问中国，专门做了中国经济增长的预测，这是长期预测，短期预测就更难了。为什么难以预测？包括你说的那个原因，我们基本数据都没有。中国固定资产投资、基础设施投资在 2018 年到底是多少？你知道吗，能查出来吗？反正我查不出来。它可能有增长速度，但是没有绝对值。这个增长速度起始点的那一年，公布的数值和内部所说的也有很大差距，他们说我挤水分，挤到什么地步我也不知道。很多大学教授在计算的时候，未必比我们知道的数据更多。数据本身是一个问题。另外，计算模型也有问题，它有许多假设。在经济增长中，假设规模效应不变，这样好计算，要不然很麻烦。总而言之，从理论，从模型，从数据各个方面，都使你难以计算一个国家的潜在经济增长速度。

怎么办呢？用试错的方法。今年是 7% 的增长速度，今年通货膨胀率超过 6%，明年我要采取紧缩政策，让经济增

长速度目标降下去，这不就完全了嘛。中国这几年都这么做，每年都有一个目标，每年实际增长速度与这个目标都不一样。温总理在的时候，每次都说 8%，因为 8% 才能解决 800 万人就业问题。他在的时候，每年中国经济都在 9%-10%。如果你预测今年增长 4%，咱们不用干活也有 4%，这样就没有办法调动群众的积极性，也不能充分利用我们的资源。我主张用试错法。

为什么中国经济增长速度应该不低于 6% 呢？当达到 6%，就是疫情之前的水平时，我们的通货膨胀率也是非常低的，KPI 虽然不是负的，但是也差不太多，说明我们还是有潜力的，我们就要把经济增长速度抬上去。所以没有什么完整的理论、完善的理论，也不可能有非常可靠的计量经济学算出来的目标数，那都是理想化的东西。

范永进：时间关系，我们这个阶段就到此结束了。

圆桌讨论

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：今天研讨会分两个阶段，首先我们非常荣幸地邀请余永定老师给我们做主旨演讲，大家对余老师感觉和评价是一致的，余老师讲得非常好，条理清楚，他一直坚持自己的观点，事实证明他的观点是对的。大家从自己个人的经历或所看到所听到的，能感受到现在我国的经济状况在下滑，大家比较担心。其实这不是一个很复杂的事情，我们以前说要抓主要矛盾，其他的一些事情慢慢再说。所谓有一些风险，比如是否会产生道德风险，我觉得是次要的。例如美国银行发生问题后，本来 25 万美元存款以上是不保的，现在都保了，这当然有道德风险，很多人批评这对富人有利，对穷人不不利，但如果不是这样做，资金都会从小银行流出来，整个经济体系都会有问题。所以我觉得余老师讲的有很大启发。

下半场有 4 位大咖级人物，从不同视角跟我们分享。这次研讨会的题目是“全球经济和中国经济”，前两位主要讲全球经济，后两位跟我们分享对中国经济的一些看法。下面，大家以热烈的掌声欢迎上海国际经济交流中心副理事长徐明棋给我们演讲！

徐明棋：2023 上半年全球经济运行特点与下半年走势及影响

徐明棋（上海国际经济交流中心副理事长）：刚刚大家都享受了余永定老师高屋建瓴的分析，他对中国经济分析的一些看法。他最后的结论我基本赞同。但是他对中国经济仍然可以保持 6% 增长的政策措施，可能忽略了一点：外部环境发生了重大变化。中国经济在 7% 以上高速增长的时间段，整体外部环境相对来说是不错的，我们出口基本上都处在比较强劲的状态，对经济贡献是比较高的。现在我们面临外部环境发生重大变化的局面。

当前来看，2023 年三大因素仍然对全球经济复苏存在制约。

第一，高通胀导致主要经济体的中央银行不得不快速提高利率，高利率必然会导致需求、投资都受到遏制，经济增长受挫，美欧陷入滞胀的风险在加大。鲁宾曾经担任过美国的财长，他的预计更加悲观。另外，金融市场今年上半年发生动荡冲击，一些中小银行面临破产风险。

第二，地缘政治冲突，尤其是俄乌战争长期化导致全球供应链受到冲击，政治安全因素在供应链和生产链重组过程中的权重不断加码。虽然美国现在不说脱钩，但本质上对供应链、生产链按照政治安全因素进行重新调整，必然会导致效率下降，经济增长受冲击。

第三，新冠疫情大流行虽然已经度过，但是对经济负

面影响（财政赤字、债务、劳动力市场）在很多国家恶化，生产消费仍然未能全面恢复。

就 2023 年上半年运行的整体而言，全球经济增长预期相对暗淡是第一个特点。主要国际经济机构对全球增长的预期比去年年底、今年年初更加悲观，下调了增长预期。IMF 在 4 月份再次下调全球经济增长预期，从年初 1 月份的 2.9%，下调至 2.8%；世界银行的预测数更低，只有 1.7%。美国经济增长显出一定的韧性，虽然没有陷入衰退，但是第一季度数据仍然不如预期那么好。欧元区基本上是零增长，整个欧盟增长率非常低。发达国家在经历了疫情冲击陷入经济危机之后，现在虽然复苏，但整体经济增长都进入了非常低的 1% 左右的区间。

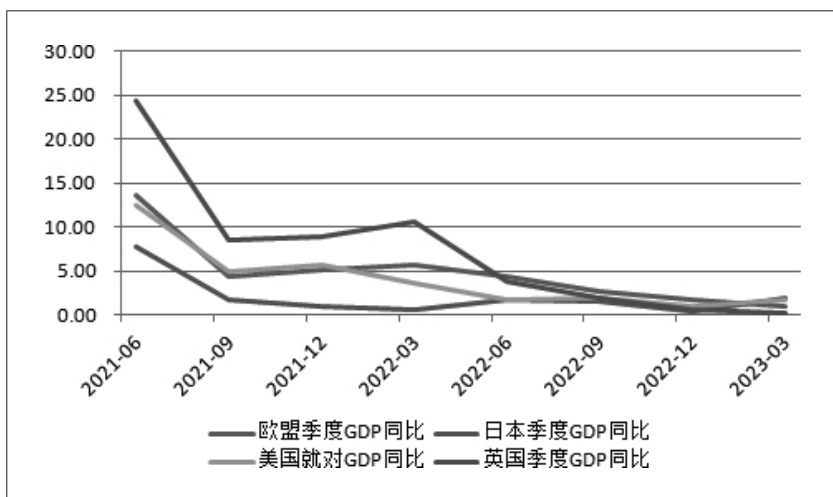


图 1：发达国家经济增长不断下降

第二个特点是金融市场动荡，美元信用遭受冲击，这对

全球经济也带来一些不利的影响。3 月份美国硅谷银行倒闭事件导致了 10 多家中小型银行面临困境。虽然美联储、美国存款保险公司出手解救，把危机传播阻断了。但是一大批中小型金融机构资产负债表恶化，对经济的负面影响到现在并没有消失。因为预期美联储还要提高利率，国债收益率仍然很高，很多金融资产价格在市场上还是处在一种低迷状态。

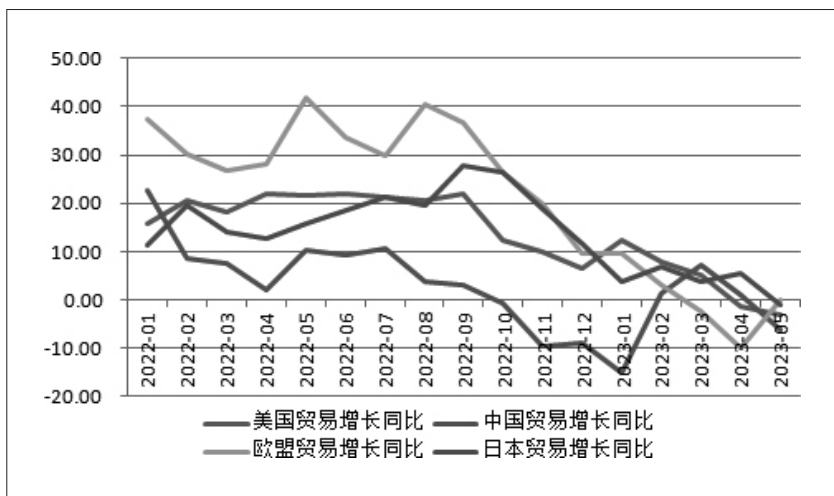


图 2：主要大国的贸易上半年滑入负增长

第三个特点是贸易增长明显放缓。WTO 今年 4 月份预测，2023 年全贸易增长只有 1.7%，是过去 12 年来最低的数据。去年增长是 2.7%，整整少了一个百分点。原因很清晰：全球供应链重组，疫情的冲击，安全的泛化；WTO 自由贸易体制正在遭受“公平、对等、透明”等发达国家新诉求的侵蚀，WTO 规则对于主要贸易国家的制约正在下降；

单边保护主义措施以国家安全、环保、低碳为借口在不断增加。

第四个特点是去风险取代脱钩。虽然美国也接受了欧盟去风险的说法，美国的去风险与其“小院高墙”科技脱钩和限制政策是非常契合的。耶伦来，也讲美国不与中国脱钩，但是强调从美国国家安全角度采取的科技政策、投资政策是去风险的需要。

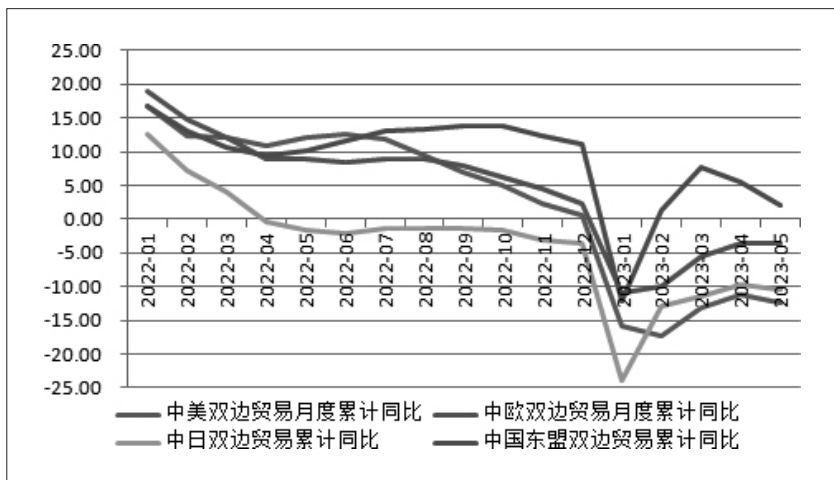


图 3：主要大国贸易上半年滑入负增长，中国与东盟贸易显韧性

欧洲无法设置美国类似的“小院高墙”，而且一些欧洲的大公司如德国西门子、巴斯夫、法国的阿尔斯通等都增加了在中国的投资。但是，欧盟也会在一些领域跟随美国采取限制与中国贸易投资的一些措施。总体上“去风险”对贸易投资产生的影响必然是负面的。

第五个特点，新兴市场国家分化明显，南南合作展现出新的空间。亚洲新兴经济体是 IMF 目前预测中唯一增长率高于 2022 年的地区，从 4.4% 预测提高到 5.3%。在这样的背景之下，新兴经济体对于与中国和亚洲经济体合作的愿望增加。南南合作再次引起国际社会关注。发展中国家之间的贸易和投资在今年上半年展现出新的活力，这明显地反映在中国与东南亚、拉美和非洲的贸易逆势增长的数据上。

谈一谈下半年的展望。

第一，美欧经济仍具有韧性，但是下行风险不可忽视。IMF 在 4 月份刚刚公布的预测中，对美国经济增长的预测是 1.6%，尽管第一季度数据不如预期，但是美国尚不会陷入衰退。美国就业数据仍然不错，6 月份是 3.6% 的失业率，且美国非农就业工资仍然不断上涨，6 月份环比上涨了 0.5%，同比增长 4.4%，高利率尚未将美国经济拖入衰退，韧性比较强。

美国的通胀率到今年 6 月份已经下降至 3%，核心 CPI 为 4.8%，美联储货币政策关注的消费者支出价格指数 PCE5 月份也降至 3.85%。不过，离 2% 的目标值仍然有差距。预计美联储仍然会加息，这可能成为压迫美国经济进入衰退的最后一根稻草。欧洲情况比美国更加严峻，欧盟经济今年第一季度只有非常微弱的增长，而且通胀率 6 月份仍然在 6.4% 的高位。情况最好的是日本，日本本来就想制造通胀，所以通胀 3% 会给日本经济带来积极的促进作用。

欧洲和美国的通胀仍然在目标区间以上，如果继续提高

利率的话，会导致各种金融市场资产估值大幅度调整，美国国债收益率可能继续上升。在这样的背景之下，美联储进一步提高利率会对股指产生压力，对美国房价也不利。美联储加息还会使美元兑绝大多数国家的货币继续升值，冲击发展中国家的金融市场，使他们偿债更加困难，从而引发债务危机，这将对全球稳定的经济复苏带来负面冲击。今年下半年如果再加息两次，很有可能导致全球复苏状态变得更困难，美欧经济会陷入更加困难的境地。

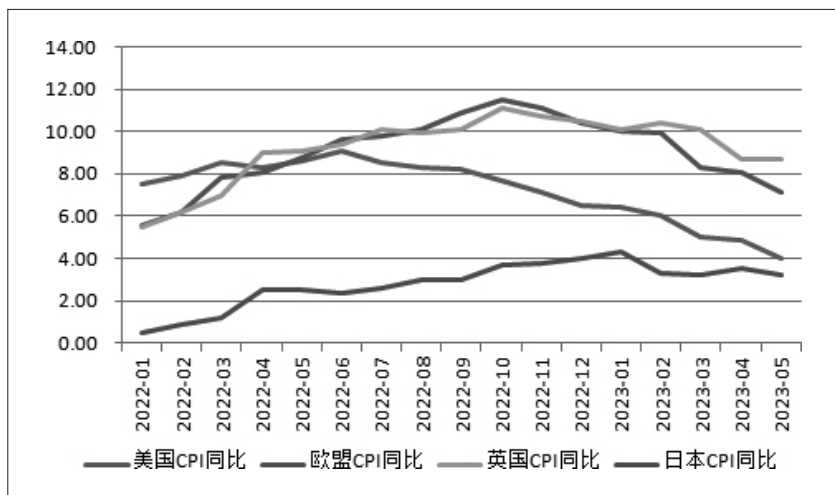


图 4：美欧英日 CPI 同比状况

第二，银行危机虽已经缓解，但新的挑战仍需关注。如果鲍威尔率领的美联储坚持鹰派意见，宁可牺牲经济也要保持美联储的货币政策信誉，下半年美欧金融市场动荡恐怕难以避免。而这对于中国继续维持相对宽松货币政策并且要稳定中国金融市场的目标将会带来溢出性的冲击。国内资金流

出试图套利和避险的动机会增加，跨境资金的流动的压力将增长，人民币汇率在短期内也会承受较大压力，国内股市和债市也都会承受压力。发展中国家的债务危机也可能会进一步加重。斯里兰卡、萨尔瓦多、埃塞俄比亚，加纳，巴基斯坦都已经出现了危机，在 IMF 主导下进行了债务重组。下半年埃及、突尼斯、黎巴嫩、阿根廷也都存在违约风险。

第三，贸易收缩将持续，溢出风险不可忽视。俄乌战争仍然在继续，估计到了年底战争不仅不会结束，还有可能会扩大，大家都在猜测美俄之间是不是在背后有秘密谈判。我的判断是，他们尽管最终要坐下来谈判，但是在此前还会继续在战场上寻求取得有利的谈判筹码。因为双方目前继续打的军火、资金都不缺。美欧对乌克兰今年的援助资金是 450 亿美元，欧盟此前每个月向乌克兰提供 15 亿欧元资助，6 月份欧盟计划再追加 500 亿欧元。美欧提供给乌克兰武器装备也在不断升级，集束炸弹和 F15 战斗机不久也会给乌克兰。俄罗斯尽管发生瓦格纳事件，但是在乌克兰东部战场上仍然加大投入。因此，双方的战争短期内不会结束。战争对全球供应链、全球贸易和生产将持续带来负面影响，西方对俄罗斯的制裁也会进一步加剧。这个背景对经济的不利影响，尤其是对贸易的不利影响不能忽略。

第四，供应链调整会持续推进，外资外贸压力不可忽略。美国主导的印太经济框架（IPEF），第一个支柱的供应链协议 5 月 27 日在菲律宾马尼拉签署，后续的影响将会逐渐显现。美国在芯片上限制中国的技术升级，不仅实施出口

管制，还要对美国在华投资进行限制，在关键材料的供应上摆脱对中国的依赖。这将促使一些美欧企业以去风险和加强产业链安全和韧性为名将生产环节和供应链向中国以外转移，这给中国的出口和吸引外资都会带来不利影响。

第五，欧盟“碳边境调节机制”对中欧贸易可能带来冲击。欧盟将在 2023 年 10 月正式实施“碳边境调节机制（CBAM）”，这将会成为今年下半年中欧贸易的一个问题。按照欧盟的制定的规则，一些高碳商品如果未能在生产地缴纳足够的排放补偿（碳税），出口到欧盟可能会被征收“碳边境税”。如果中欧没有达成妥协，中国很多输入到欧洲的高碳产品将要缴纳高额碳税，而中国肯定不会接受，必然会采取反制措施。这对于中国目前想改善中欧关系，加强与中欧合作的努力带来不利影响，也会对中国与欧盟的经贸关系造成打击。

第六，地缘政治冲突持续甚至加剧带来的风险。除了乌克兰战争，南海、台海，美国对我国周边日、韩、菲律宾、澳大利亚等盟友的军售和军事演习不断在升级，北约与这些国家情报和战略互动也在加强，对我安全构成威胁。中国也不得不提升戒备的等级，紧张局势的升级有可能发生。这对整个印太经济、亚太经济都会产生不利影响。为了国家安全和对冲相应的压力，最近我们对两个稀土重要产品实施出口管制，这在战略上是很必要的，但是客观上也会对贸易投资产生影响。

谢谢大家！

乔依德：感谢徐明棋老师给我们做了比较全面的介绍，首先对上半年总结了 5 个特点，下半年提出 6 方面问题，让我们比较全面地了解当前世界经济上半年情况，以及下半年可能的走势。

下面一位是花旗集团大中华区首席经济学家余向荣先生，他的演讲主题是“海外经济韧性何在？”

余向荣：海外经济韧性何在？

余向荣（花旗集团大中华区首席经济学家）：刚才徐老师对全球经济展望的梳理已经非常清楚了。我作为一家外资银行，特别是美资银行的代表，简单汇报一下我们对美国经济的一点补充。

年初看今年全球经济大家有一个预判，就是中国经济在疫情开放之后会强劲反弹，而美国经济在连续加息情况下会硬着陆，所谓东升西降。现在年中的事实正好相反，到现在来讲，超预期韧性是形容美国经济非常重要的关键词。美国在连续加息 10 次之后，现在还没有进入衰退的迹象，经济仍然保持韧性。

今年上半年美国经济经历住了银行业的考验。美国三家银行倒闭之后，一开始市场有所恐慌，但在美国监管机构强力出手之后，我们在海外观察，三周之后银行业资金外流情况逐步平稳，市场重新回到经济基本面。如果我们看国内，对美国银行业危机有各种长篇累牍的报道，讨论美国银行业

经验教训以及对中国的启示，中国人比美国人更担心美国经济。现在回过头看，更多是个体事件。当然银行业冲击对经济有紧缩性的影响，但是现在看，信用紧缩对美国经济影响似乎有限，而且可能是滞后的。

我们就要问为什么？美国有各种解释，美国经济还是一个消费主导的经济体。今天我主要聚焦消费背后韧性的主要来源是什么。

刚才余老师在第一环节里讲到消费是收入或购买力的函数。购买力是无非两个来源：第一，新增的购买力，就是就业市场；第二，累积的购买力，就是所谓的超额储蓄。

美国现在就业市场的失业率是 3.5%，历史最低，每个月新增就业 20 万到 30 万。只要新增就业超过 10 万左右，失业率就还没有下降的压力。美国现在招工的职位和失业人数比 1.8: 1，两个岗位大概有一个岗位招不到人。名义工资月度环比增长 0.3%-0.4%，年化之后大概 4% 以上的增长。最近大家感觉工资增长有所放缓，低工资岗位增加，如果控制住构成的变化，实际上工资增长年化还是在 6% 以上。

当然可以认为就业和消费是互为因果的，我们更重要的是论证就业市场的稳健性。这一轮周期外生的因素，大概有供需两方面。第一，疫情后的复苏是服务业驱动的。服务业相比产品生产部门更加劳动密集，我们测算美国服务业比产品生产部门的劳动密集度高 25%，休闲、餐饮、酒店这些行业的单位用工比产品生产部门大概要差 3 倍。这是它的需求来源。大家可能会说，这些服务行业景气度高，用工需求

增加，景气度低的行业会让人走。这里就引出另外一个问题，现在你要让人走了，等景气度回来的时候，就招不来人了，所以还存在企业所谓囤积劳动力的效应。所以整体上，需求端有很重要的支撑。

在供应端，疫情之后美国适龄就业人口出现大规模下降，超额死亡以及移民增速的放缓，带来大概一百万左右的缺口。同时我们也看到劳动参与率在下降，提前退休的，要照顾家庭的，以及得了新冠退出劳动市场的。在疫情期间劳动参与意愿一度比疫情前掉了 3 个点，现在还是低于疫情前大概 0.7 个点。考虑到庞大的就业劳动力，低 0.7 个点还是非常显著的。目前为止我们看到主力就业人员的参与意愿已经回到疫情前的水平。这波疫情正赶上美国婴儿潮的退休年龄，导致现在结构上整个参与意愿比较低。这样供需失衡的劳动力市场导致了工资的增长，购买力增长有非常持续的支撑。

另一块是超额储蓄。发达经济体在疫情期间普遍发钱，很多国家都存在超额储蓄的情况。我们测算美国在疫情放开后，超额储蓄占 GDP 的比重大概是 10%，有 2.6 万亿美元的量，欧元区占 7%。问题是，在欧洲和日本这些国家，超额储蓄都没有花掉，现在还是接近历史的峰值。美国是唯一一家经济体有钱，还花掉了。从 2021 年到现在，两年不到的时间，花掉占 GDP 近 5 个点的超额储蓄。当然对它的需求是一个很显著的支撑。

人家就要问，为什么美国人把超额储蓄花掉呢？一个

简单的解释，因为在欧洲和日本储蓄更多集中在富人手里，消费倾向低，所以没花掉。美国高收入人群也有把超额储蓄花掉的，就是美国人爱花钱，消费者信心爆棚。为什么消费者信心爆棚？因为美国这一轮开放，正好赶上美国超级创富周期。这一轮周期，美国家庭部门净资产快速增长，是有史以来最快的增长，远远超过其他经济体。跟 2019 年疫情前相比，2021 年美国开放的时候，家庭净财富增长 95%，大概翻倍了。二战以来，2014 年在相同时间段大概涨了 45%。很重要的原因是来自股票共同基金快速创富效应，也有房地产大幅增长的影响。至少在过去两年，应该说美国财富效应是最明显的。

反观欧洲，去年受到俄乌冲突的影响比较明显。日本最近财富效应才起来了，年初日本股市涨了将近 30%。上周我们在日本路演，明显感觉到大家情绪比较乐观，比较开心，这就是财富的效应。

进一步要追问，为什么美国股市上涨，其他股市没有那么大的表现？无非两个因素：第一，美联储货币宽松。第二，美国是科技引领者，包括 AI 出来之后，大家对美国经济有了进一步的信心。我觉得从周期角度来讲，这一波 AI 浪潮在生产率提高上的反映还是比较遥远的事情，但是对周期经济有认定支撑。最主要还是通过金融市场，股票涨了，金融条件宽松了，对经济增长有更多支撑。因为股市涨了，大家信心增强，财富效应进一步彰显。

总结下来，从购买力增长以及累积购买力因素来看，很

多是结构性的。刚才讲疫情对于劳动力市场供需双方的影响，对劳动力市场的支撑，财富效应到目前为止还没有释放完，对下半年仍然有显著支撑。

从全年来讲，我们觉得美国今年的增长会有所放缓，达到 1.5%，四季度可能转负，进入一个衰退的情况，可能是一个比较浅显的衰退，明年一季度可能会有一个负增长。年底之前到四季度，我们看美国核心通胀还是在 4% 以上。明年通胀是否下降还不一定。如果服务业下来，明年通胀风险就起来了。房地产周期已经见底了，核心产品可能往上涨。

整体来讲，我们花旗最鹰派，我们现在仍然维持这样的看法：加息会到 5.5%-5.75% 的水平，7 月份还要加一次，9 月份可能再加。终端利率在 5.5%-5.75% 的区间，是在目前的宏观背景下使供需重回平衡、通胀回落的一个必要的机制。

我们也看了一下中国数据，如果讲超额存款，我们接近 19 万亿，占 GDP 大概 15%。如果跟美国对标，超额储蓄也有 5 万亿。中国的购买力怎么释放出来？这是我们讨论下半年中国经济需要回答的问题。

谢谢！

乔依德：非常感谢余向荣首席经济学家，他主要是看为什么美国经济在年初表现出大家没有预料到的韧性，从消费、宽松货币政策以及科技领先地位所产生的效应等好几个方面来解释，这对我们理解全球经济刚好跟徐明棋的描述是一个很好的补充。

下面我们转头讨论中国经济，有请兴业证券首席经济学家王涵，他演讲的主题是“周期还是结构性问题：对疫后宏观经济的思考”。

王涵：周期还是结构性问题：对疫后宏观经济的思考

王涵（兴业证券首席经济学家）：非常荣幸，我的兴业证券的王涵，演讲主题是：“周期还是结构性问题：对疫后宏观经济的思考”。作为支持单位参与进来。

今年以来大家对疫后宏观经济都有讨论，年初整个 A 股市场表现不尽如人意。大家对中国经济可能有一些忧虑，这样一种心态表现在资本市场上，从整体来讲，中国在全球明显跑输其他经济体。

这里面到底有多少是周期性的因素，有多少是长期的结构性因素？如果在去年，我们可以把中国经济所面临的挑战归结于疫情防控，包括疫情本身对于经济的冲击。今年我们在这个时间点上，疫情防控已经调整了，经济为什么还是不及预期？有一些是结构性的问题，也有一些是周期性的问题。

现在大家讨论非常多的是觉得需求不好，供给因素以及看到的负面因素可能都跟它有关。比方说工业生产。2 月份整个国内经济预期非常好，2 月份春节结束之后，大家去出差会发现所有地方的酒店、机票都订不到了。去年我们过多

地把整个经济面临的挑战归结于疫情，疫情防控调整之后，大家觉得需求应该快速恢复。无论是从工业生产、宏观的 PMI 指标，还是微观的产业指标，春节前后都是反季节的走势，实际情况是在 1-2 月生产恢复是非常快的，甚至快于订单速度。

1-2 月企业累积大量库存，库存累积的背后是对春季开工后需求快速反弹的预期。问题在于跟生产恢复相比，需求恢复是一个缓慢的过程。这样就在 3-4 月形成比较明显的库存滞销，工业品价格在 3-4 月出现下跌。4 月之后，企业调整生产，4 月生产的回落是快于订单的。到了 6 月前后，再去看工业品的价格，似乎开始稳定了。今年整个需求层面上的确不尽如人意，但是企业主动先生产一波，在一定程度上放大了经济的“寒意”。

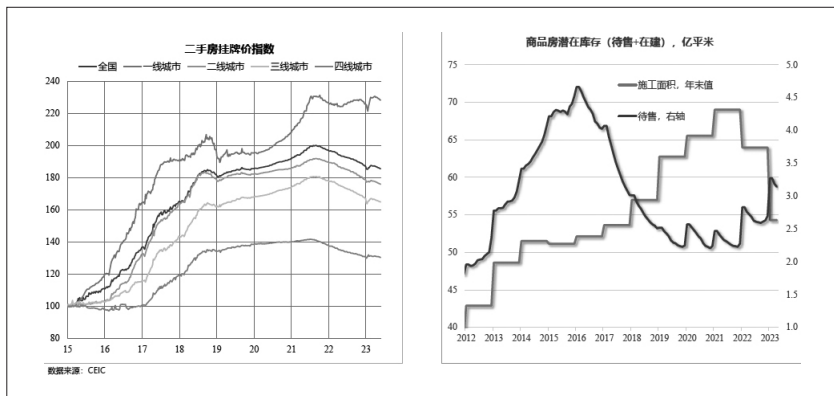


图 1：地产市场承压的背后，也有短周期的供给冲击

供给面的因素，我们发现整个地产市场在疫情放开后依然很低迷。地产大多数时候都可以把它的问题归结于需求问

题。今年中国房地产施工面积从最高峰的将近 70 亿平米回落到 55 亿平米的同时，商品房待售房从 2 亿涨到 3 亿，这是很奇怪的现象。为什么在开发商过去两年没有大规模拿地的时候，整个房地产待售面积会上升的这么快？可能的解释是：跟这两年的保交楼有关系。传统意义上保交楼应该是房子卖出去，这种保交楼是一个小区一个小区来推进的。一个保交楼的小区 500 套房子，不一定所有房子都卖出去，比方说 100 套房子里有 90 套卖出去，还有 10 套没有卖出去。当政府推动保交楼时，其中没有卖出去的 10 套就变成市场供应了。我们看到在建面积下降 15 亿平米，同时待售面积上涨了。过去两年保交楼政策一定程度上推升了整个房地产市场的供应压力，这也是偏短周期的因素。

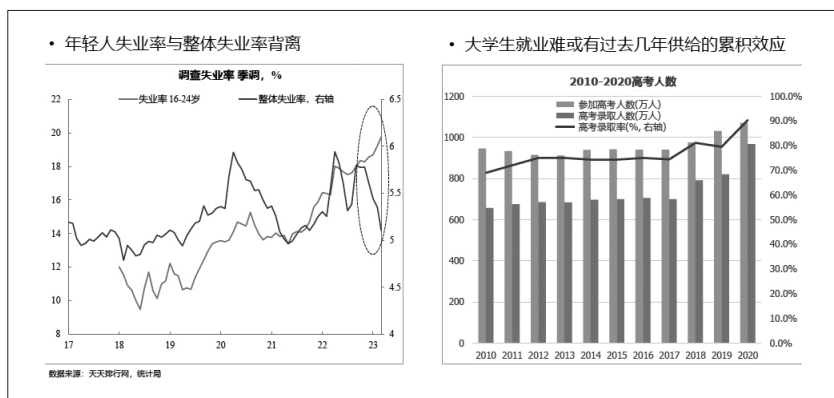


图 2：就业市场的矛盾：中周期的供给因素不容忽视

如果看中国人口结构，中长期来看劳动力供应是不足的。但是在今年很多人在讨论 20% 的年轻人失业率，很多人说就业市场需求不好。

不可回避的问题是，从 2018 年之后高校扩招，一定程度上使得本来在 2018-2020 年进入劳动力市场的这批人，在去年才开始逐渐进入劳动力市场。2018 年之前，每一年高校录取 700 万大学生，2018 年录取 790 万，2019 年 820 万，2020 年 920 万，带来将近额外 400 万大学生，这些人本来在 2018-2020 年，高中毕业就进入到劳动力市场，但是因为他们考取大学，找工作的时间延后了。2018 年进校的人 2022 年毕业，去年是疫情防控，所以可能今年进入到劳动力市场；2019 年的本科生今年正好今年毕业；2020 年的大专生也是今年毕业。这三年人口数据相加，大概做一个估算，相当于在今年多增加了 300 万需要解决就业的大学生。2018-2019 年大学生失业率在 10%，现在是 20%，这 10 个百分点几乎可以用是 2018-2020 年新增大学生滞后的就业压力来解释。这是周期性的供给冲击。此外，在短期内的确面临这样的问题，疫情放开了，企业还没有开张，但是大学生需要就业。

现在很多人说经济需求不好，是不是放一放房地产，就缓解一下就业问题？如果看年轻人的就业倾向，现在年轻人最不愿意参与的就业，排名第一的行业是农林牧渔，第二是建筑业，最想就业的行业是制造业和服务业。如果说通过市场化手段把房地产拉起来，首先看到的是房价上涨，对找不到工作的几百万大学生来说，房价上涨只会增加他的生活成本。所以，一定程度上来说，这种结构性就业矛盾对于宏观调控政策形成新的约束。

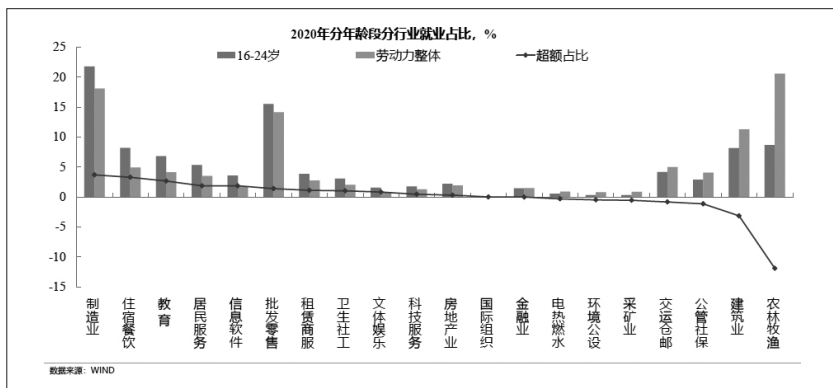


图 3：结构性就业矛盾对宏观调控形成新的约束

刚才讲的是一些周期性的问题，我们现在最关心是服务业、消费行业的问题，有可能比结构性的因素更重要。

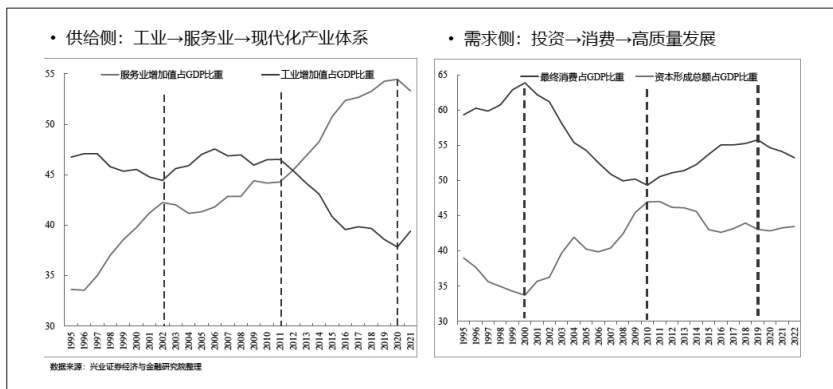


图 4：消费服务业的承压，结构性因素或是主导

图 4 左边是中国工业和服务业增加值占 GDP 比重。从 90 年代中期以来，中国经济结构明显有三个大的周期，2000 年之前服务业增加值占比不断上升，工业增加值占比不断下降，工业弱化是服务业增加的 10 年。2000 年中国加

入 WTO，2002 年进入工业增加值逐渐稳定，而服务业增加值占比上升趋缓的阶段。2010 年之后，服务业增加值再次上升，工业在经济中的占比快速回落。

如果我们对应看图 4 右边的需求侧，2000 到 2010 年是一个投资力不断上升，消费力不断下降的过程。2010 年之后的 10 年是消费力不断上升，投资力不断下降的 10 年。

这两张图告诉我们什么样的故事？如果把 2000 年之后的 20 年作为两个阶段的一个整体看，2000 年中国加入 WTO 后的第一个十年，对于资金来讲机会成本很大，居民不愿意把钱用于消费，因为去投资能赚更多的钱，所以 2000 到 2010 年是中国快速工业化，加上大家不愿意消费、愿意投资的 10 年。2010 年之后，中国部分行业产能过剩，资本回报率下降，资金没有那么多可以投资的地方，于是我们看到消费快速上升，投资率下降，工业占比下降和服务业占比上升。如果这是一个简单的周期性现象，当然没有问题，但是这里有一个巨大的代价——在这个过程中我们整个社会的杠杆率是上升的。

2008 年次贷危机之后，整个消费不断上升，背后有一个重要的结构性指标，整个居民的借贷负债在不断上升。如果把这个因素加入到刚才的故事中去，过去 10 年，搞工业搞建筑业不像加入 WTO 初期那么赚钱，居民把在第一个 10 年积攒的一部分储蓄拿出来消费，不仅仅把自己口袋里的钱拿出来消费，而且还借贷买房地产，带动了财富效应，财富效应进一步使居民的财富感上升，进一步推动消费上

共同的特点，就是它缺基础设施、工业化所需的基础资本品。而如果我们帮它把基建起来、工业化能力逐渐提上来，他们能消费了，自然可以买得起我们的东西，这就是“一带一路”的故事。

	历史经验		当前					
	西欧 (1948)	亚洲四小龙+亚洲四小虎 (1985)	中国 (2001)	东盟 (2022)	中亚五国 (2022)	中东六国 (2022)	非洲一带一路 (2022)	所有一带一路 (2022)
名义GDP占比, %	24.6	3.5	3.9	3.6	0.4	2.4	3.0	23.2
人均GDP, 2015年不变价, 美元	9,198	4,110	2,360	9,219	7,817	16,903	3,088	13,018
人口占全球比, %	11	7	20	9	1	2	18	47
劳动力占全球比, %	12	7	22	9	1	2	16	45
FDI/GDP, %	3	1.7	3.3	5.1	2.5	1.2	2.1	

图 6：“新出口”的空间估算：潜在需求不弱于 1948 年的西欧

很多人说“一带一路”这些地区很穷，地缘政治不稳定，有可能对于中国经济的拉动不是那么强。但是我们做了各种数据比较，整个“一带一路”国家人均 GDP 也好，总量 GDP 也好，各方面数据跟 1948 年的西欧是可比的。为什么用 1948 年？因为 1948 年是美国援助欧洲进行二战后重建的开始。从这个角度去看，也许我们对中国经济结构性特征更要关注，整个外需在发生结构性的变化，内需投资和消费也在发生结构性变化。

回到资本市场，A 股市场今年上半年表现不尽如人意，是不是说资本市场对经济周期性悲观呢？如果我们单纯从一个总量指标来看，的确资本市场表现出了非常强的周期性

弱势特征。



图 7：周期还是结构？市场或已表达了自己的观点

但是如果我们去看不同的风格的（图 7），比如说投资小盘股、中盘股、大盘股基金的表现，年初以来小盘股风格基金的收益率在 9 个百分点，投资大盘股为主的基金年初以来是负 3 到负 4 个百分点。这是非常典型的非周期现象。正常情况下，如果经济结构不变、但周期性走弱，应该是小股票跌得更多，因为小企业抗冲击能力更差。但事实上今年小的股票表现很好。如果把当前经济的负面情况不解释为周期性的经济下行，而是新旧动力切换 -- 经济在过去 10 年的主力是房地产、消费、服务业，当前这些行业可能逐渐接近天花板。而经济的另外一个方面，新出口、新制造、创新型等行业和公司可能已率先走出经济的中长期底部。在这个过程中，短期内这些新增长点的量小，暂时还撑不起整个经济；而那些过去 10 年的支柱性产业，因为体量大，带动整个经济下降，带动股市下降，带来了大盘股下跌。所以这个阶段

市场是“大盘股跌、小盘股涨”的特征。

但从中期来看，当这些新的行业和公司逐渐变大，这种新旧动能转换达到一个“量变到质变”的过程，经济中期的底部就会出现。那个前后可能市场整体指数也会逐步见底，但对于下一轮周期的支柱公司来说，可能那个时候其股价已经明显涨了一大波了。

所以，当前这个市场，明显是一个经济结构调整期的走势，不同行业、不同公司之间的结构的特征是特别值得注意的。

以上就是我对疫后经济的思考。谢谢！

乔依德：非常感谢王涵对疫后宏观经济的思考。前面比较多的是从疲软这个角度讲，他从供给角度讲了一些冲击，例如房地产，大学生毕业后就业率问题，有一些是周期性的，有一些是结构性的。总之，从另外一个视角给了我们对于疫后宏观经济的新看法。

最后一位发言的是上海交通大学上海高级金融学院副院长朱宁，他的主题是“信心、杠杆与周期”。

朱宁：信心、杠杆与周期

朱宁（上海交通大学上海高级金融学院副院长）：非常荣幸今天参加这个活动。我想跟大家分享一下关于信心、杠杆和周期，这个周期和刚才王涵讲的周期有非常多的共同之处。

我是研究行为金融和行为经济学的。我一个很好的朋友，也是 2017 年诺奖得主罗伯特·席勒，他说什么时候行为经济学算是成功了呢？就是我们讲经济时，不再讲行为经济还是非行为经济，对于行为的关注已经融入到整个经济之中的时候。人的行为中很重要的就是信心。大家第一次听到信心，是 2008 年温家宝总理讲的“信心比黄金更重要”。信心从哪里来？信心应该如何来度量？信心因为什么因素发生改变？这些都是现在还没有得到很好研究的领域。天想跟大家分享一些话题，也是我在思考的一些不成熟的想法。

在行为经济学领域会发现，影响信心的可能是两个比较强烈的因素，一个是现实，一个是预期。我的信心怎么样，取决于我之前认为会达到什么状态。如果我超越了这个状态，我的满足感会高一些，我的信心会强一些。如果我之前信心比较高，但是发现落差比较大，我的信心就会受到一定影响。从这个意义来讲，我会跟大家分享，究竟我们要把信心或者要把预期设在一个什么样的水平，这点很重要。

二三十年前曾经有一个非常重要的市场营销研究，发现客户满意度一定程度上来自于产品的好坏，更大程度上来自于产品和你预期之间的差异，超越预期客户就很开心；如果没有达到客户预期，东西再便宜他也不会买。如果我们把目标设得很高，但大家都不相信或者达不到，这不但无助于信心和预期，反而伤及预期和信心。

我个人最近一些研究是，信心（包括风险偏好、投机情绪）受到人亲身经历的直接影响。10 多年前我在加州大学

的同事做了《萧条时代的宝宝》研究，他们追踪美国 1929 年—1933 年大萧条时代出生和成长的一代人，这一代人终其一生的投资意愿和投资风险偏好都比其他时代出生的人低。

我过去几年在五道口和几位年轻老师做的研究，发现有交通事故出险数据的人，就是发生交通事故的人，虽然没有危及生命，但之后他们在股票市场的投机程度会下降。所以，经过疫情，经过这段时间的经济波动，我们的信心会受到影响。预期的形成往往需要很长时间才能够建立，但是一夜之间就会被摧毁。从这个意义来讲，我非常同意余老师讲的，无论我们出什么政策，一定要越早越好。

一个和信心直接相关的因素是杠杆。杠杆可能是过去 10 年整个中国经济特别突出的一个现象。有的朋友知道我在 2016 年出版了《刚性泡沫》这本书，讲的是我们整个国内债务形成的背后，有强烈的政府隐性担保和刚性兑付。债务本质是什么？我个人从抽象金融学角度看，债务本质是对未来福利的提前消费。我们整个的结构性问题是什么？是我们已经从原来相对比较保守、把消费推迟到以后、现在不断投资和不断努力的方式，在过去 10 年有一个非常结构性的变化，变为现在越来越多地透支未来的享受。

我出版《刚性泡沫》之后，过去几年跟林毅夫老师有很多公开讨论和辩论，我对于 8% 的 30 年增长潜力有极大保留和质疑。我们的经济增长速度一定是逐渐下台阶的，我们还在下台阶过程中。这个稳态究竟 3% 或 4%，是一个实践

性的问题。我个人觉得，在座朋友也有类似的感觉，我们增速下降的速度大大超过了很多人的预期。

这个背后有一个结构性的原因，就是债务对于整个增长的侵蚀。我们经常做一个超级简单的算术题，如果债务在 300% 水平上，假设年化利率水平说 5%，付息就占 GDP 的 15%。有人说，反正有人借债付利息。但肯定也有人要收回来这个利息。90 年代下半期困扰中国经济最大的问题叫做三角债。债务问题不是一个简单的坏账，债务是非常复杂的经济社会摩擦的成本。前几年互联网金融发达的时候，曾经有一个行业，甚至出现了上市公司，就是催收行业。收钱是一个成本，在这个过程中会消耗很多社会生产力。对于那些即将破产的公司，它非常担心破产成本，一个公司的员工在一起有一些技术，有一些市场，可以创造价值和创造生产力，一旦真的被整个拍卖之后，这些设备变得一点不值钱。

债务对于信心的影响是不同的。放贷的人拿回利息这个钱去了哪？再放贷或再存钱。而还钱的这些人，对他们是一个关乎生死的影响，一分钱难倒英雄汉，整个个人消费行为和心理都会产生很大影响。所以，一方面信心会鼓励债务和杠杆，一方面债务和杠杆会反过头来伤害和触及到信心。

我觉得杠杆这个概念比债务要重要。很多专家都说，债务对 GDP 的比例不是一个特别科学的衡量。但是资产负债率是一个更加可靠的标准，这是相对可比的。我们知道过去这两周，资产负债表衰退讲得特别多，我曾经有短暂时间在野村工作过，资产负债表衰退里很重要的变化或者引发的因

素是什么？是资产价格或资产价值的调整。因为债务几乎一定跟着资产价值上升的，这是任何一个理性的商业行为都会导致的结果。但是，资产价格会出现明显的调整。很多时候你的问题并不是在于你的债务太多，在于另外两个因素。第一，增长速度放缓。过去 20 年一直讲债务没有问题，只要增长速度超过利率水平，就不担心债务。现在真正的问题是增长速度逐渐放缓，而利率下行的速度赶不上增速下行的速度，这是一个问题。第二，资产价格的下跌。很多朋友都知道这么一个事实，日本债务占 GDP 的比例是 380、390，这是发达经济体里债务水平最高的国家。当然在疫情期间，加拿大、澳大利亚的债务也达到 300 左右的水平。很多朋友没有看过 OECD 数据，日本在 1990 年所谓泡沫顶端时期，债务对 GDP 的比例是 210、220。它的债务形成，不只是债务逐渐累积的过程，也是资产价格下调和增长速度放缓的过程。

最后讲到周期，究竟是不是有周期这个东西？如果有周期，我们用一个什么样的频率来衡量周期？大家知道有非常短期的，有中期的，还有几十年的周期。周期是一个什么样的概念？有很多经济学家都在讲，我们的增长潜力比现在要高，或者要高很多，一个重要原因是过去 40 年所有人都低估了中国的增长潜力。这个论述对这一段时期的是没有问题的，但是如果把它推算到今后十年，还是不是一个正确的说法？我们可以借近邻韩国和日本估计一下，韩国和日本在经济高速发展时，几乎全球专家都低估了韩国和日本经济发展

速度。但是这并没有防止他们在 40 年高速发展之后，基本上经济进入 2%-3% 的增长速度，日本可能更低。这一点我在过去四五年里反复跟大家分享。美国有一个智库叫美国企业研究院，有一个研究员做了一个简单的研究，他把中国、韩国、日本这三个国家经济腾飞 40 年的增速做了一个比较，最重要的一个发现是：这三个经济体在 40 年经济增长的整体速度几乎一模一样。有没有中国奇迹？我觉得有中国奇迹。与此同时，中国奇迹更多是整个东亚奇迹之中一部分。

中国在过去 10 年，就是 40 年里的最后 10 年，增长速度明显快于韩国和日本，在一定程度上我们已经超越了日本和韩国的经验。这背后的原因很可能就是刚才王涵博士讲到的，因为我们是债务驱动的增长模式，或者是房地产泡沫驱动的模式。这个周期是不是能够真正穿越？过去几年有逆周期调整，还有跨周期调整，下面的周期到底指什么？我觉得信心和杠杆在一定程度上是一个硬币的两面。最后回到宏观经济特别重要的一个问题，就是繁荣和萧条的背后究竟更多是周期性的原因，还是有长期结构性的原因？谢谢大家！

乔依德：感谢朱宁教授，他分析信心、杠杆和周期之间的关系，提出最后我们经济繁荣和衰退后面根本的原因是什么，这跟前面王涵讲的是很好的补充。

问答环节

乔依德：前面两位演讲者讲全球经济，特别是余向荣讲

到美国经济的韧性。我们知道美国通货膨胀高企，其中一个原因是美联储对通货膨胀的分析有错，在相当长的一段时间中，认为通货膨胀是临时的或者是暂时的波动，实际上通货膨胀的粘性是比较大的。最近我看到美联储前主席有一个讲话，他认为美国通货膨胀前一半时期是由于供给冲击，由于疫情造成供给不能充分满足需求；现在主要是工资和物价螺旋上升造成的。我想听听你对这个问题的看法。

余向荣：美联储应对疫情，一开始激进的宽松是没有问题的。在中间讨论通胀是不是过渡性的时候，现在回过头来看是滞后的。当然，一开始大家低估美国通胀的粘性，现在接近我们的判断，我们觉得美联储要用比较高的利率才能把通胀压下来，需要一定的衰退才能达到平衡的目标，包括通胀的回落。

从我们的理解或跟客户的交流里会有这种感受。一开始通胀高企，有很多是供给端的因素，比如缺芯片，后来越来越多是由于工资的粘性，工资和物价的螺旋上升。

左学金：今天是世界人口日，我在华师大参加上海人口学会关于世界人口日的会，临时通知我叫我做点评，非常抱歉让乔秘书长代我来主持这个会。

我提几个问题。

第一，朱宁教授谈到信心、杠杆与周期，也谈到资产负债收缩或衰退。由于中国人口的下降，对房地产需求下降带来地价、房价或其他资产的一些收缩，会不会像辜朝明先生提出的那样，中国发生资产负债表衰退的问题？

第二，对王涵先生提一个问题。2010 年以后中国投资率下降，但是相对消费率上升。理论上，人口老龄化以后总需求会下降，你对这个问题怎么看？部分产业链转移，或者订单转移，或者生产能力转移，这对企业投资，特别是民间这块多大影响？地方政府在过去几十年对铁公鸡大量投资，现在财政稍微出了点问题，这对投资率有多大影响？

第三，对余向荣先生提一个问题。人口问题对中国应该影响很大，根据联合国的预测，假定中国生育率向 1.5 收敛，中国到本世纪末的人口将是 7.76 亿，中国劳动力从 9 亿多掉到 3 亿多，中国 65 岁以上老年人口要从现在 14% 左右增加到 2050 年 30.1%，比今年的日本还高，这个影响会很大。这个问题听听你的想法。

高峰：大家最后都聚焦到信心问题，怎么解决信心问题？

朱宁：我对于房地产稍微有一些思考，我也对人口比较关注。两天前我刚从日本回来，日本在这个问题上和中国交流的意愿很强烈。我们现在有两个趋势同时在发生，一个是老龄化，一个是少子化，这两个是联系在一起的。对房地产第一个直接的影响，就是人口总量的影响，人口缩减最开始的十年影响不是那么强烈。一个影响是整个社会的财税体制会有变化，现在年轻一代需要工作得越来越久，很多人是在供养现在领取社保的人，这对他们的意愿会有影响。

第二，我观察到现在不只是人口总量和意愿问题，年轻人整个消费需求发生了改变。过去 20 年成长的人都觉得买

房子一定赚钱，但是过去 5 年买房子或考虑买房子或刚毕业的学生发现，买房子一点都不赚钱，不但不赚钱还亏钱。如果买房是一个买涨不买跌的心态，现在没有投机的需求，老龄化和少子化是一方面，年轻一代发生很多深刻变化是一方面，这些对房地产市场都带来很大变化。

王涵：老龄化导致需求率下降是比较确定的，但我觉得过去 10 年这个因素的效应没有那么大。过去 10 年整个消费的变化，更多是在一些商业模式上，BAT 针对的主要客户群不是老年人。

市场现在有一个观点，民营企业没有信心做投资。我们看下来，这句话只说了半个故事，如果我们把制造业单独挖出来，这里面也有一个结构性的问题。此前大量投资集中在与服务、房地产相关的领域，这些领域现在不赚钱，这一块此前民营企业占比较多，现在占比在下降。过去几年企业重新把制造业放在更重要的地位，包括解决“卡脖子”问题，很多新的制造业线上有很多民间投资进去，因为这些领域比较小，可能占比较小。地方政府的土地财政问题，一定程度上把整个投资空间限制住了。

如果我们看过去 10 年，中国创新最主要的动力是 BAT。但是 BAT 的创新如果没有十几年前三大运营商，把三级、四级网络铺好，把基础设施的成本承担了，就不会有空间和基础去创新。光刻机的投资风险大、投资成本高，这是一个典型的需要政府去做基础设施投资的行业。让任何一个民营企业去投资光刻机，它也许不太有这个动力。在这

些领域，国家层面的投资应该是有空间的。

余向荣：结合我刚才的分享，怎么提振信心？至少看美国的经验，坚决的宽松政策一定还是有用的。无论是通过直接转化为购买力，还是通过财富效应彰显，看美国经验似乎还是管用的。在我们解决结构性问题之前，能做的而且可以做的，就是坚决的宽松。

乔依德：请其他三位简单用一两句话讲如何提高信心。

徐明棋：信心和一定的制度，一定的科技水平、经济结构，以及对未来预期相关，当然也包括人们生物性的对环境的回应，它是一个综合性的东西。

从纯经济角度来说，对于制度因素以及技术因素，可以通过一定的政策或国家层面的一些改革，来提振信心。

朱宁：坚持市场化改革的方向。

王涵：我们资本市场有一句话“三根阳线改变信仰”。现在讨论信心很多讨论到哲学层面上，市场信心到了相对较低的水平，信心上行的可能性会更大一些，信心有时候到了一个点就会有一个回归。

乔依德：今天下午的研讨会到此结束，我们以热烈的掌声对四位发言嘉宾表示感谢！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）