

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 49 期

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2201室 Address: Rm.2201, 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
二〇一四年三月

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，沙龙已经活动了 80 多次，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与中国社科院世界经济与政治研究所合作举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末与中国经济改革研究基金会合作举办“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，至今均已经举办了六届。

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，连续五年合办“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”迄今已出版了三本，分别是：《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》。

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

A handwritten signature in black ink, reading '胡成彰' (Hu Chengzhang), the Chairman of the Shanghai Development Research Foundation Council.

编者的话

本期《研讨实录》收录了基金会最近两次学术研讨活动的记录，分别为内部研讨会上韦森先生关于中国 M2 扩张问题与货币理论的报告及随后的专家讨论，第 90 期发展沙龙姚洋先生关于中国中长期经济增长前景的演讲。

复旦大学韦森教授的报告题目是“‘货币内生理论’与理论经济学的困惑——基于经济思想史的理论反思”。韦森教授也是本基金会建立的“卓越发展研究院”中国经济研究中心的主任。韦森教授认为：中国过去几年广义货币之所以迅速扩张，主要是在政府 4 万亿刺激经济计划促动下商业银行信贷急遽膨胀的直接结果，而外汇储备增加所导致的基础货币增加只是次要原因。他提出，2008 年经济危机以来各主要经济体的表现，表明了凯恩斯主义的失灵和货币主义的过时，现存货币理论和宏观经济学受到了根本性的理论挑战。经济学思想史上从魏克塞尔到米塞斯、哈耶克与凯恩斯的观念演进过程，尤其是后凯恩斯主义的货币内生理论和奥地利学派的理论，是重新思考货币理论与商业周期问题的重要思想资源。

北京大学国家发展研究院姚洋院长作了题为“从国际经验看中国中长期经济增长前景”的演讲。姚洋先生从国际

比较的角度探讨了中国中长期的发展问题。他对中国的未来持相当乐观的态度，因为他认为中国具有高储蓄高投资、发达的制造业、较高的人类发展指数、人口红利尚未耗尽、稳定的宏观经济等一系列有利条件。中国的经济增长速度若保持在 7.5%，就可在 2022 年左右超过美国，成为世界第一大经济体。他认为目前金融改革的方向——总量去杠杆化 + 二渠道利率市场化——会带来很大的风险，正确的思路应该是：结构去杠杆化（限制地方政府举债，缩减信贷数量控制）+ 向民资开放正规金融市场。

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

二〇一四年三月十二日

目 录

韦 森 “货币内生理论”与理论经济学的困惑 ——基于经济思想史的理论反思.....	1
提问与讨论.....	31
姚 洋 从国际经验看中国中长期经济增长前景.....	44
提问与讨论.....	72

“货币内生理论”与理论经济学的困惑 ——基于经济思想史的理论反思

韦森
复旦大学经济学教授

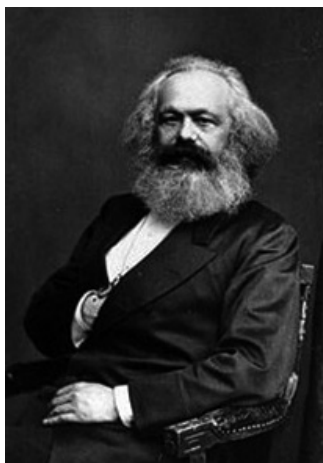
上海市老年基金会会议室 2014 年 1 月 21 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位老师，各位同学，今天上午我们内部的一个小型研讨会就要开始了。我们非常高兴地请到了复旦大学的韦森教授给我们做“货币内生理论与理论经济学的困惑”的主题演讲，然后我们会进行讨论。我想先简单介绍一下为什么会引出这个问题。大家知道去年我们 M2 发行量突破了 1 百万亿，最近的数字将近 110 万，M2 跟 GDP 的比例很高。这在社会上引起一个争论，认为央行货币超发了。当然也有些人不同意，主要理由是通货膨胀不是很高。最近我注意到，在新闻发布会上，央行调查统计司司长盛松成特别讲到中国不存在“货币超发”。对于这个问题我们也比较关注，到底货币是不是超发，超发或没超发的标准是什么，怎么判断？这个事情既有实践意义，也有理论意义，我们要进行深入研究。韦森教授在这方面做了比较长期的研究。我们基金会最近得到了捐赠，用捐赠的钱建了“卓越发展研究院”，这个发展研究院主要有三个研究方面：中国经济、国际经济、金融。我们也很高兴地请到了韦森教授作为我们发展研究院中国经济研究中心的主任。今天也利用这个机会亮相，跟大家交换一下观点。下面不多说了，请韦森教授给我们做主题演讲。

韦森：谢谢乔依德。大家知道我是做制度经济学的，做思辨的经济学的，阴差阳错地关注货币去了。我最早是在2004年的《中国社会科学》上发表了一篇文章“货币、货币哲学与货币数量论”，那是我对货币认识的一个方法论基础吧。但我真的是外行，但是看到了一些现象，觉得这些现象实在不解，所以今天与其说是给大家报告我成熟的想法，不如说是把我的一些困惑跟大家讲讲。至少我是不同意货币超发的。这个话题我在华南师大讲过，讲了三个小时，就讲了学术史。我刚写了一篇比较大的东西，就是对《凯恩斯大战哈耶克》的书评，越写越长。这本书的好处是把哈耶克和凯恩斯论战的故事讲出来了，但作者是一个记者，不知道他们论战了什么，论战的 follow-up（后续发展）他也没有讲。我最近把这篇文章写出来了，写得非常学术，有10万4千多字，《学术月刊》可能下一期给我发。今天讲的理论背景都在这篇文章里。我前面一章是讲他们论战过程的述评，后5篇全是讲哈耶克和凯恩斯论战的内容。实际上，我的基本看法是，哈耶克和凯恩斯的论战导致了现在的经济学产生，或者说是导致了宏观经济学的产生。这一点恰恰是跟货币捏在一块的，他们两个都是货币经济学家，我就谈我读文献的感悟。当代的这种金融理论、货币理论我一点都不懂，一会儿听听潘英丽老师、刘煌松老师的意见。今天我不讲学术史的东西，我讲我的困惑是什么，然后引出来这个东西。我在复旦上课说，如果你能证否我的观点，我请你喝酒。因为我们每个人是从自己的知识架构里思考问题，都有可能走火入魔。希望大家来说这个理论成立不成立，我是真正来求教的。希望大家给予批评。

我想讲三句话，这三句话非常有意思。马克思讲的这句

话非常有道理，非常有现实意义：“货币越是抽象，它越是同其他的商品没有自然关系，它越是更多地作为人的产品同时又作为人的非产品出现，它的存在要素越不是天然生长的而是人制造的。”现在说到底，我从2004年开始写那篇文章，我越深入，越不知道货币是什么，到底怎么解释货币，货币怎么运行的？思考越深，越觉得简直是不可把握。



“货币越是抽象，它越是同其他商品没有自然关系，它越是更多地作为人的产品同时又作为人的非产品出现，它的存在要素越不是天然生长的而是人制造的。”

——卡尔·马克思

《1844年经济学哲学手稿》

(单行本)，第167页

图 1：马克思关于货币的论述

大家知道凯恩斯是一个货币经济学家，他的三本书《货币改革论》、《货币论》、《就业、利息和货币通论》，都是关于货币的。他说：“要经常提醒人们的是：要科学地对待货币问题是不可能的，因为连银行界也无法理解自身的问题。如果确实是如此，那么他所代表的社会秩序就会崩溃。”他写这个的时候是1923年，没想到后来出现了整个的西方大萧条。



“要经常提醒人们的是：要科学地对待货币问题是不可能的，因为连银行界也无法理解自身的问题。如果确实是如此，那么他们所代表的社会秩序就会崩溃。”

——凯恩斯，1923，
《货币改革论》序言

图 2：凯恩斯关于货币的论述

“货币、银行信贷与金融市场，对理论家们来说一直是一个艰难的挑战，而对于普通大众仍然是一个未知的谜。到目前为止，货币直接或间接涉及到的社会关系还是最抽象和最难以理解的。”

——赫苏斯·韦尔塔·德索托



赫苏斯·韦尔塔·德索托
(J. Huerta de Soto)



School of Economics, Fudan University

图 3：德索托关于货币的论述

如果马克思是 19 世纪的，凯恩斯是 20 世纪的，奥地利学派德索托的这本书《货币、银行信贷与商业周期》建议大家去读读。他明年来上海的话，我请他来给大家讲讲。他说：“货币、银行信贷与金融市场，对理论家们来说一直是很艰难的挑战，而对于普通大众仍然是一个未知的谜。到目前为止，货币直接或间接涉及到的社会关系还是最抽象和最难以理解的。”就像在雾霾中飞行一样，根本不知道哪是哪。现在经济学仍然没解决这些问题。

我今天是来求教，谈一下自己的困惑和感悟。

第一讲现实的东西：通胀通缩之感。数字货币时代过时的货币主义，到了这个时代，货币主义显然过时了。

第二，从货币内生论看我国广义货币快速增长的根本原因。大家知道货币超发的概念最早是吴晓灵在上海讲出来的，周小川过了一二个月说不同意货币超发。我认为央行尽了最大努力没有多发货币，但货币还是快速地增长起来了。

第三，讲一下货币、利率、投资、资本形成与商业周期，从魏克塞尔到米塞斯、哈耶克、凯恩斯。我现在已经感到，到了这个年岁我不能创造了，但从魏克塞尔到米塞斯、哈耶克与凯恩斯提出的问题，是未来经济学的发展方向，我要把这个给理出来，这是我未来要做的一个项目。哈耶克与凯恩斯的争论发表之后，很多人都说看不懂，不知道他们在吵什么，现在也没有人知道他们到底在争什么。张五常就说他看不懂《就业、利息和货币通论》，张五常说最伟大的经济学家是亚当·斯密，其次是他，然后才是马歇尔，但他居然也说看不懂。我基本上把时间控制在一个小时左右，然后请大家多多批评。

第四，凯恩斯主义的失灵、货币主义的破产，经济学的

缺环与中国经济学人的未来使命。

一、中国与世界各国的通胀、通缩之惑：数字货币时代过时的货币主义？

我们看一下中国与世界的通胀、通缩之惑。进入这个时代，整个金融货币领域发生了根本性的变化。

大家知道 2007 年 7 月份之后，通货膨胀上去了，一下到了两位数字。文汇报的记者给我做了一个访谈，发了一版多，说怎么看待最近的通货膨胀。我当时讲了一个观点：从 2001 年到 2007 年这几年间中国经济增速超过 10%，高速增长的时候是通缩，基本上这个通胀非常非常低。按照宏观经济的教导，经济高速增长的时候，总需求比较旺，应该是通胀伴随在其中。但是高速增长，CPI 下行，这个现象是一个非常亢奋的情景。我觉得如果通胀来了，反而没多大问题，是经济回归正常的现象，通胀在当时不一定是坏事，我觉得可能是一个泄洪效应。我的文章发了之后，周其仁看到了，过了二星期他写了一篇文章，叫做要“毫不含糊地反对通货膨胀”。他打电话给我说：韦森，我不同意你的观点。他的意思是说什么呢，1989 年为什么会出现动乱，那是因为 1988 年有了一次通胀，我们国家是容不得通胀的，通胀国家就要出事。到现在为止，周其仁还是坚持：通胀永远在任何地方都是一个货币现象，通胀之所以出现是因为央行发货币，你发货币总是要通胀的。这个时候我才关注货币理论。

但是不是这样呢？整个宏观经济学包括菲利普曲线基本上都是围绕这个展开的。看一下广义货币的情形，1990 年我们只有 1.5 万亿的货币，到 2000 年才 13 万亿货币，2013 年 12 月是 110.7 万亿，你想这是什么概念。这是最新

的数据。大家看一下，现在 $M2/GDP$ 是 1.95，一直在攀升，确实货币的增长非常大。

“通货膨胀永远是、且在任何地方都是一个货币现象。”

——米尔顿·弗里德曼

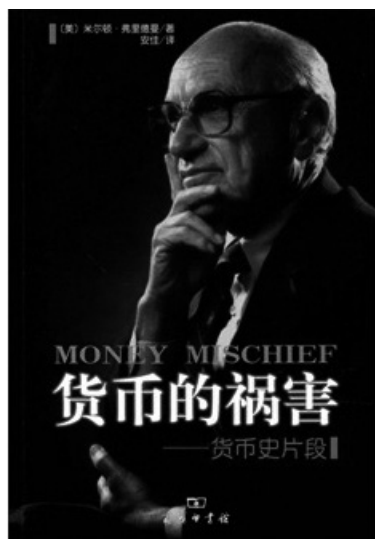


图 4：弗里德曼关于货币的论述

到2012月12末，广义货币(M2)余额97.42万亿元，同比增长13.8%；狭义货币(M1)余额30.87万亿元，；流通中货币(M0)余额5.47万亿元。目前广义货币M2大致相当于中国GDP的1.88倍。

中国历年货币总量 (M2)

年份	1990	95	2000	05	08	09	2010	2011	2012	2013.12
M2 (万亿)	1.5	6	13	30	47	60	73	85.6	97.4	110.7
年增速 (%)		29	12	18	18	28	20	13.4	13.8	13.6
M2/GDP		1	1.4	1.6	1.5	1.8	1.82	1.81	1.88	1.95

图 5：中国经济的货币化进程不断加速

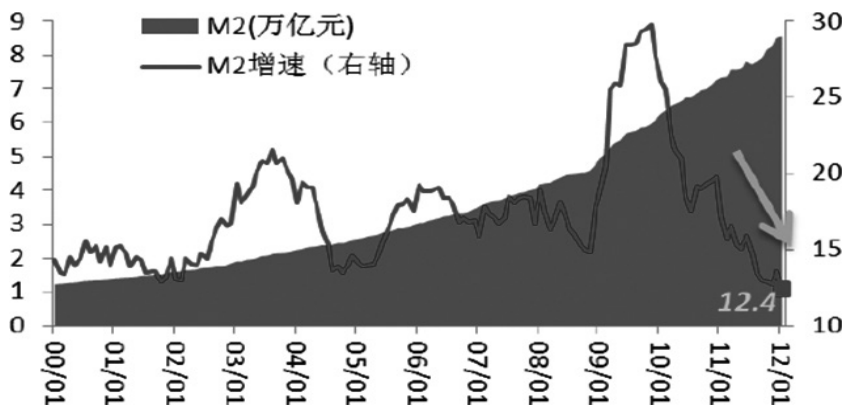


图 6：货币的狂飙突进，M2 平均年增 22%

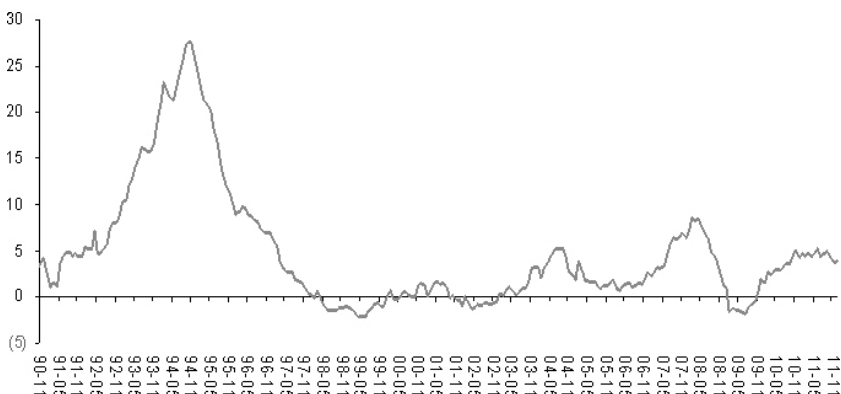


图 7：1990 年以来中国 CPI 的变动轨迹

从图 6 上来看 M2 的增速，这是总量的情形，每年平均增长 22%，一直到 2010 年。比较奇怪的是没有通胀，唯一的通胀是 2007 年出现的这一波通胀。从 2001 到 2006 年广义货币增加了，增加不快，2009 年广义货币增加 32 点几。通胀是负的，一般的经验，通胀是在发了货币以后 18 个月。你看一下图 7，到 2011 年通胀一直在 2 到 3，你可以不信，

但实际上加一点也不是太严重，中国的严重通胀还没出现。

货币供给超出需求，从理论上人们相信会造成CPI上涨压力，但货币需求不稳定，依据货币增长率预测通胀率有很大的不确定性！

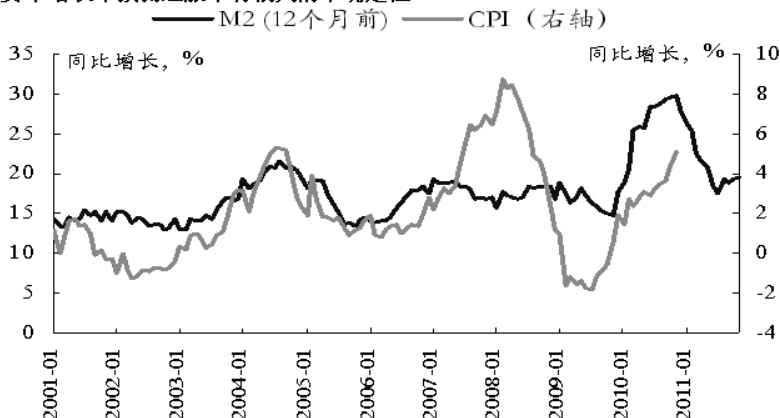


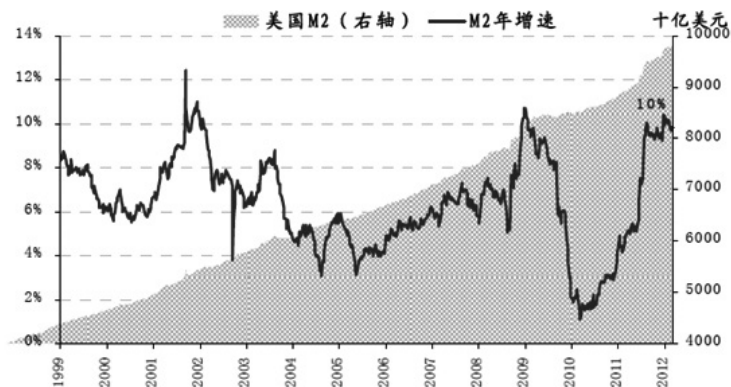
图 8：货币主义在中国的困境，M2 与 CPI 上涨关系竟不明显

看图 8，非常有意思，通胀对 CPI 没有直接的关系，这个图应该往后移，做了以后仍然没关系，到 2009 年发现 M2 高增长的时候，CPI 是负的。

中国的通胀跟芝加哥期货市场的价格直接关联，特别是大豆、玉米、粮食直接关联。至少广义货币对通胀没有关系，这几年做了的数据也证明了这一点。在中国是这样的情况。

按照路透 Breakingviews 专栏作家哈钦森的最近一篇文章，近几年美国的宏观渐渐动态离弗里德曼的理论相去甚远。广义货币供给，不管是所谓的 M2，还是 St. Louis Fed 的零到期货币（M2M），在 2011 上升了近 10%（图 9），而调整过的美国货币基数（较为狭窄的货币度量）则大涨了逾 18%。按照弗里德曼的经济学理论，货币供给应该跟实质 GDP 同比率增加。若其他参数不变，过去一年中货币供

给增加 10%，而实质 GDP 增加不到 2%，其暗含的意思是通胀应该超过 8%，但这在美国并没有发生（见图 10）。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 9: 2008 年世界经济衰退以来美国 M2 的增长

经典货币主义通胀预言破产的一个佐证：**2008—09大衰退以来美国四次量化宽松货币政策并没带来较大的CPI上涨：**

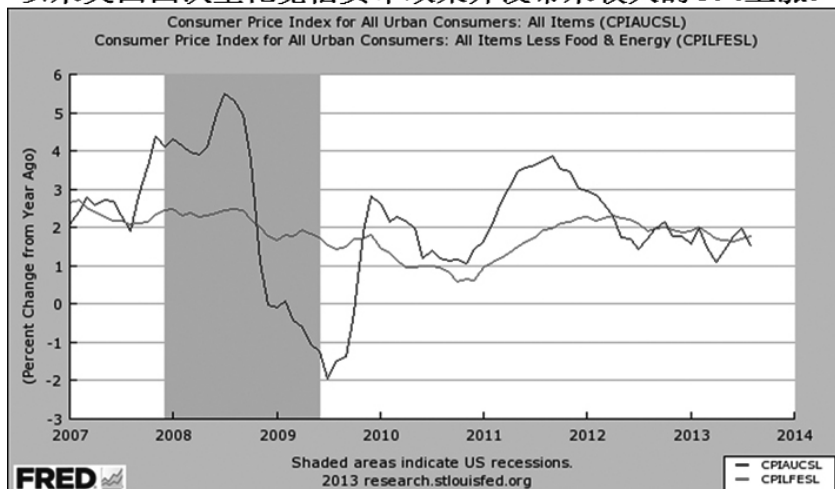


图 10: 美国的 CPI 没有较大的上涨

美联储发了很多货币，美国发货币跟中国不一样，它是对金融市场的贷款（图 11）。

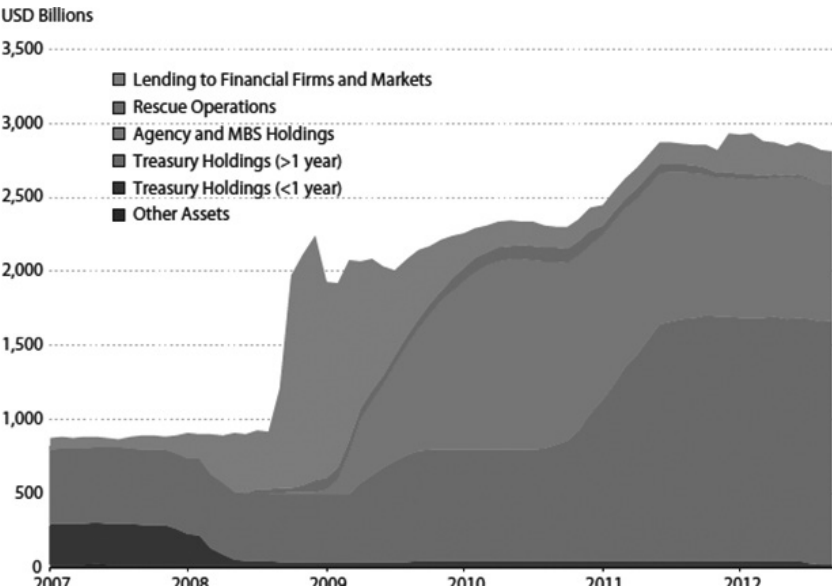


图 11：美联储主要通过获取金融资产增发货币

你看看美国的通胀，这些货币不是 12 个月，不是 18 个月，它没有通胀。这是什么概念呢？美元的回流。我把钱放到中国来了，中国的钱不但没增加，反过来买你的国债，回流的比例看一下，2002 年不到 20%，现在是多少？50% 以上钱都回到美国去了。我们有 3.8 万亿在美国，这怎么解释？

看这个图（图 13），为什么美国没通胀？美联储发现钱在银行贷不出去，钱到了银行，但银行的钱不断地攀升，攀升多少？1.8 万亿。不断地攀升，贷不出去，没人贷。看这

里就知道为什么美国没通胀，货币没有流向市场。

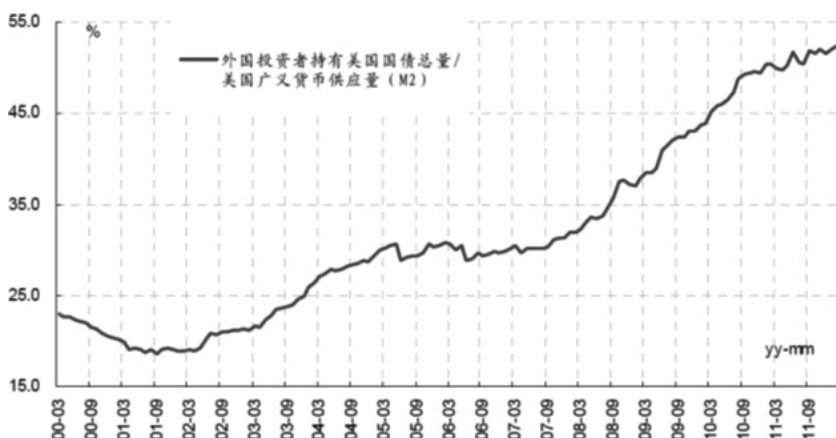


图 12: 美元增发通过证券市场回流美国

Nothing: Money has been sitting on banks and not been lending out

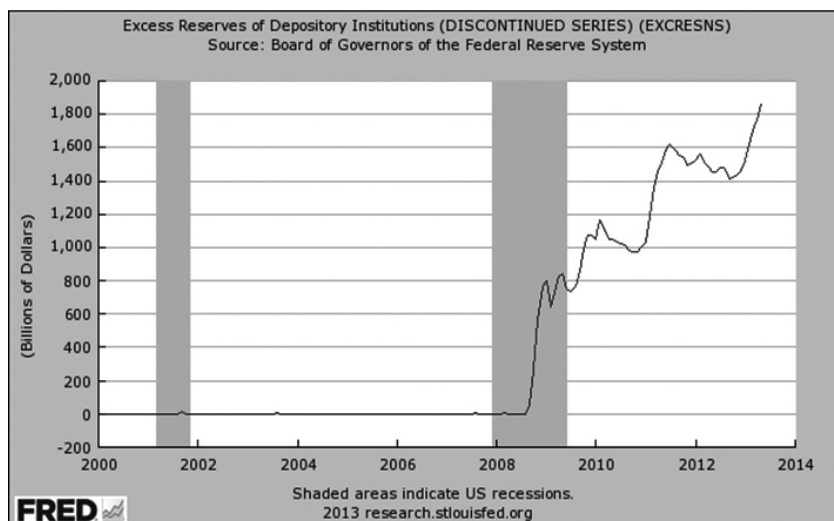


图 13: 货币政策无效：美国经济多年已经陷入“流动性陷阱”

那欧盟呢？2012 年之后，欧盟广义货币的增加简直是疯掉了，拼命地在发货币（图 14）。但是，欧盟的失业率在上升，通胀率在下降（图 15）。这是不是又证明了弗里德曼的理论不成立了？你发了这么多货币，通胀率仍然在下降。

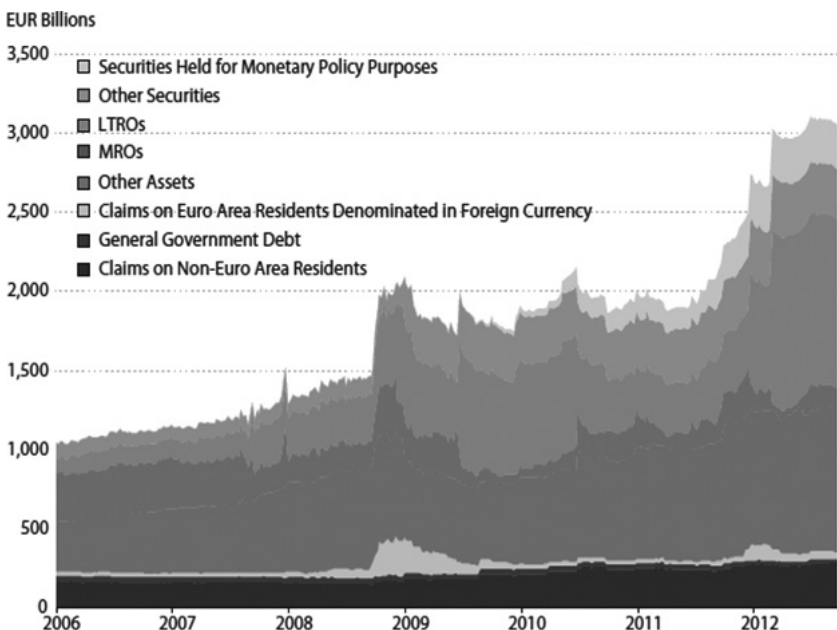


图 14：欧洲央行这些年来也一直采取量化宽松政策

图 16 更能证明发货币和通胀的没有关系。上面的那条线是中国的广义货币 M2 和 GDP 的比重，下面的线是德国、英国、美国。

金砖国家，印度、巴西、俄罗斯、南非等国的比重都不超过 8 毛钱，但通胀都超过了两位数（图 17）。印度通胀这几年一直很高，俄罗斯去年还很高，巴西最近下来了。他们

8毛钱通胀了，我们2块钱没通胀，这又怎么解释？我觉得这些问题实际上都向传统经济学提出了根本性的挑战。

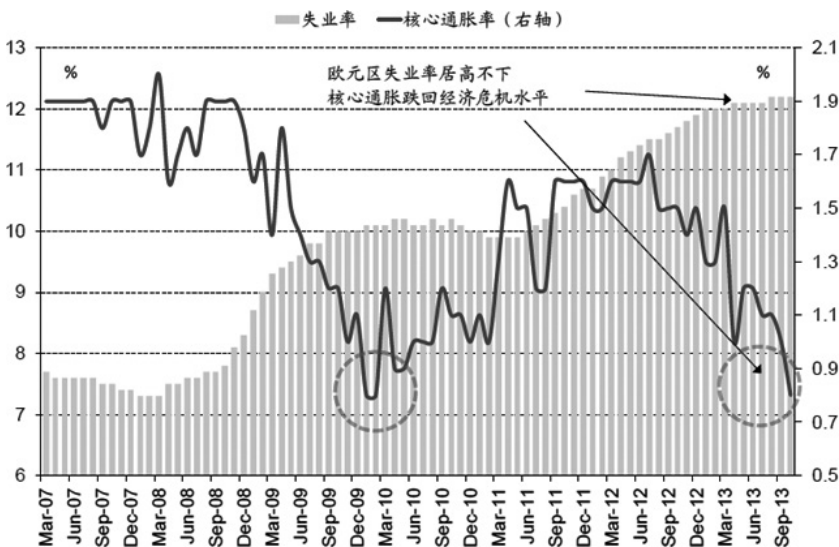


图 15：欧洲的高失业率和低通胀宣告了货币主义的破产

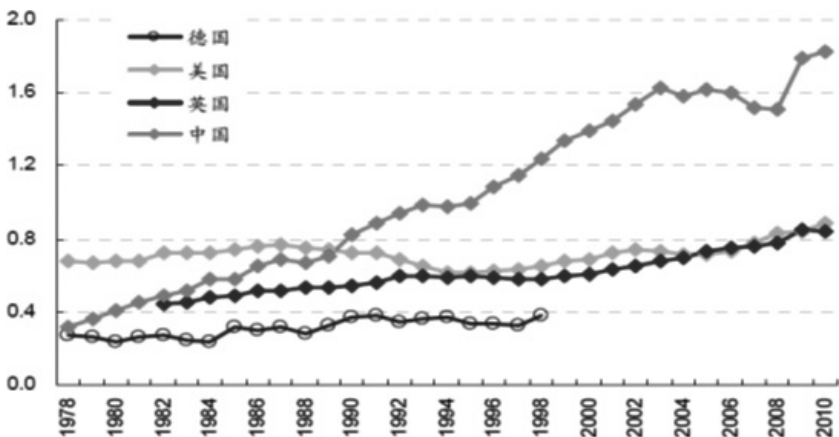


图 16：M2/GDP：中国与欧美主要国家的比较

M2/GDP：中国与新兴市场国家的比较： 为什么其他金砖国家的通胀率都比中国高？

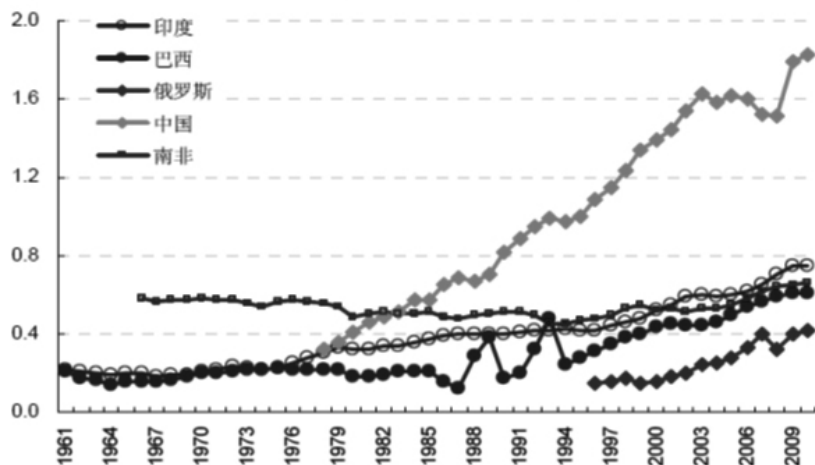


图 17：货币主义在金砖四国也失灵了？

那么央行是不是超发货币？看我们的数据。2009、2010、2011 年这 3 年的央行印的钞票增加了 1.65 万亿。M1 增加 12.36 万亿，M2 增加 37.64 万亿（图 18）。M0 是流通的现金，M1 是 M0 加企业的活期存款，M2 是 M1 加上企业的定期存款和居民储蓄存款等等。我发现中国的通胀跟 M2 没关系，跟 M1 直接有关系，非常有趣。为什么呢？M1 增加的是什么？M1 增加，意味着企业的经济活动比较热，需要更多的流动资金，企业会把股票市场的资金或者固定资金存到流动资金，要买东西，要支付工资，要开工建设。M1 的变动实际上反映了经济活动的变动，这一点恰恰验证了菲利普斯曲线，M1 增加通货膨胀就上去了，证实了经济活动与 M1 的关系。

但 M2 增加了近 38 万亿是什么概念呢？2010 年 GDP 是 39.79 万亿，每元 GDP 多了 0.95 元的 M2。但是问题在于，这 3 年之间的 38 万亿都是央行超发出来的么？这是我们今天要思考的一个问题。

问题：中国央行在超发货币？

- 08.12-11.12，M0 增加 1.65 万亿
- 08.12-11.12，M1 增加 12.36 万亿
- 08.12-11.12，M2 增加 37.64 万亿

2010 年中国 GDP 总量 39.79 万亿，

每元 GDP 多了 0.95 元的 M2!!!

这 37.64 万亿都是央行超发出来的么？

图 18：中国央行在超发货币吗？

查了一下，2009 年一年我们的广义货币增加了百分之 32 点几。但央行发了多少钱？基础货币净投放才 2130 亿，它没发货币（见图 19）。2010 年央行投了 8895 亿。2011 年央行猛提准备金，提了 13 次准备金。但是大家没有意识到，实际上央行在发货币，没有减货币。它投放更大，投了将近 2 万亿。它背后的机制是什么呢？2007 年之后发生通货膨胀，有人认为之所以发生通货膨胀是因为货币超发太多，基础货币投放太多是因为外汇储备在不断增加，当时央行在强迫结汇的情况下要对冲货币，来一块钱的没有，七块钱的人民币要出去，按照传统理论，这些又是高能货币。易纲在 2008 年 2 月提了一个建议，就是不发货币了，因为通货膨胀那么高，想了一个办法，就是从 3 月份开始央行发央票

而不发货币。比如说你是一个出口商，你 1 千万美元的货物出口到美国去了，这个钱打到你的帐户上来。但是，这时候我不给你七千万人民币，我不对冲，我给你央票，给你扣下了。央行是为了不发基础货币。但这留下来一个非常大的恶果。我们的外汇储备从 1.7 万亿一下子到了 3.1 万亿，这样 17、18 万亿的央票发出去了。央票有半年期、一年期、三年期的。2008、09、10 年的央票在 2011 年差不多是到期的高峰，这时候出现什么情形？为什么央行连提了 13 次准备金，央票到了，通货膨胀 2011 年下半年又开始抬头。比如说，我提 0.5% 的准备金扣掉 5 千亿，但到期央票是 7 千亿，7 千亿的央票出去，2 千亿的差额构成了央行的正投放。整个 2011 年大家以为它是在减货币，实际上它是在放货币，放了 2 万亿。2009 到 2011 年这三年才净投放货币 3 万亿左右，但广义货币增加了 37.64 万亿。2012 年央行发了 4.2 万亿，比之前的三年发得还多。

央行到底超发货币了么？

基础货币与广义货币增量之差差在哪里？

- 08.12-09.12, 央行净投放: 2,130亿
- 09.12-10.12, 央行净投放: 8,895亿
- 10.12-11.12, 央行净投放: 19,070亿
- 三年才共增加净投放货币: 3 万亿左右
(2012年基础货币正投放约4.2万亿)
- 从2009到2011年3年间，央行基础货币净投放为3万亿元，即使算入M0的净增1.65万亿，央行总共才增发4.65万亿，但广义货币增加了37.64万亿，这中间差额的近33万亿是如何出来的？
- 经典的货币主义的货币数量论能给予解释么？

图 19：央行到底超发货币了么？

实际上到 2010 年之后央行就感觉不得了了。我在文章里还讲，你央行傻不傻，等于把外汇背在你身上了，贬值是你自己的，结果我们损失很大，到了 2012 年后就没有这个做法了，基本结束了。

待解释事实：M0、基础货币与广义货币之差喇叭口越来越大！为什么？

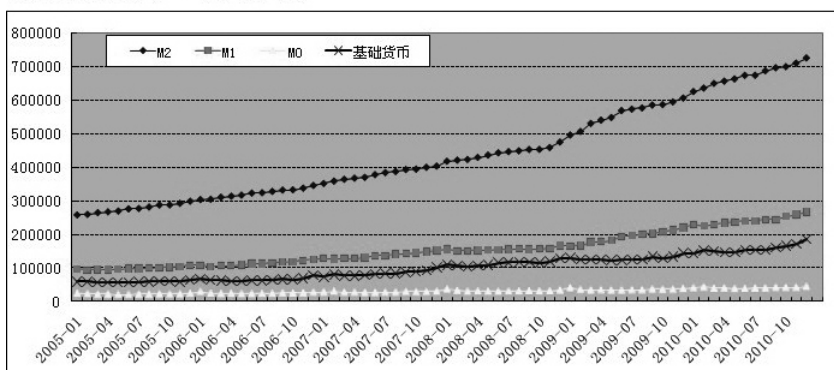


图 20：M0、M1、M2 之差

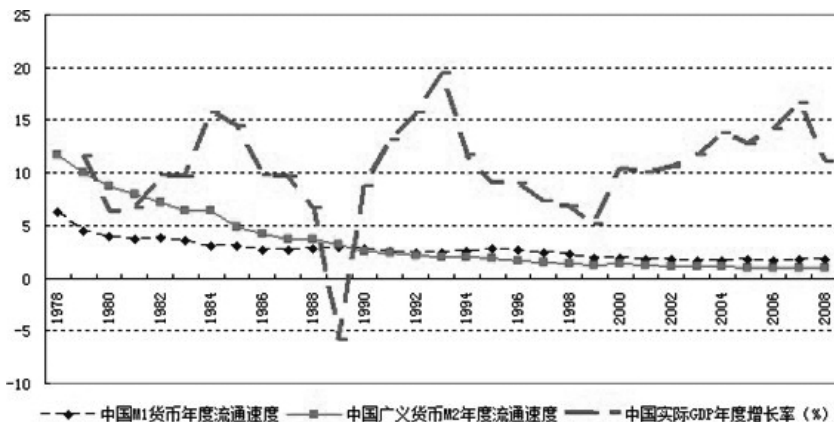


图 21：中国广义货币与狭义货币年度流通速度的变化

如果前面所说的是对的，3 年净投放才 3 万亿左右，你用传统金融理论怎么解释呢？你会说是因为流通速度加快，虽然钱投得不多，但转得很快，广义货币就出来了。但我们来看一下，广义货币这么涨，流通速度却这么小（图 21）。

你看一下，比较有趣的是什么呢？在 2009 年之后中国广义货币快速增长期，央行基础货币投放并不多、货币流通速度减速，但为什么货币乘数却不高？

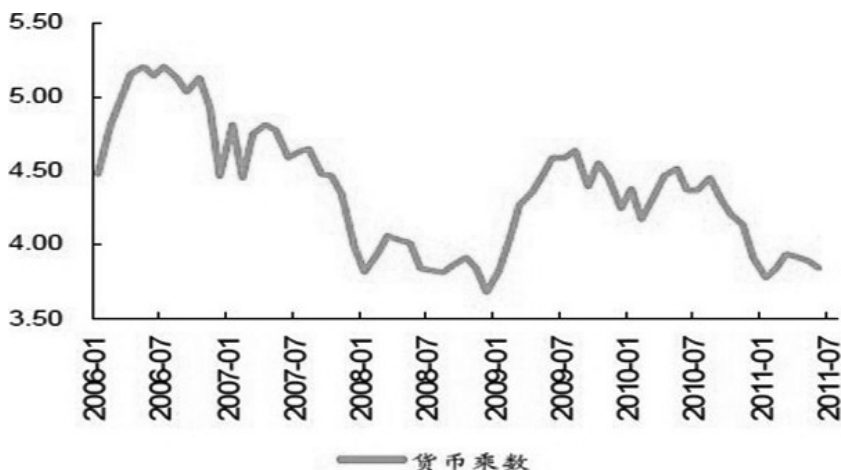


图 22：央行所提供 2006 年以来中国的货币乘数

刘煌松（上海社科院经济景气研究室主任）：货币流通速度不可能上得很高的，流通速度的极限就是存款准备金率的倒数。所谓的货币乘数就是商业银行的货币再创造功能，商业银行的货币再创造功能是受到存款准备金率限制的。既然存款准备金率是 20%，所以流通速度是不可能超过 5 倍的。

韦森：那 70 万亿是怎么出来的？

刘煌松：如果基础货币不再增加，M2 只可能到 130 万亿，不可能再扩大了。这就是为什么现在资金这么紧张的原因。实际上现在银行无钱可贷，就是因为它的货币乘数已经接近极限了。通过它不断地再创造，再创造，再创造，它已经创造到了第 6 遍、第 7 遍、第 8 遍了，每创造一次就要乘 0.8，它现在到了 110 万亿，不用再担心 M2 大幅度地增长了。除非大幅度地降存款准备金率，它已经没有货币再创造功能了。它在这个过程当中追逐利润，追逐利润造成了它拼命放贷。

韦森：有个机制，我发现商业银行在创造基础货币。不知道你注意到这个现象没有？

刘煌松：商业银行在创造基础货币，这是一个倒逼的了。

韦森：不是倒逼的。困惑是这样，就是正投放不多，广义货币在猛涨，流通速度又不高。

刘煌松：存款准备金率 2010 年提高了 6 次，2011 年提高了 6 次，但 2011 年 11 月 30 号开始是下调了。

韦森：对啊，下调了两次。这里面提了 13 次准备金，但实际上是正投放，而且很大，到期央票减去准备金扣下的差额，实际上是在放货币。大家以为它是在紧货币，实际上它在放货币，在整个 2010 年下半年到 2011 年上半年。

如果是这样来梳理问题的话，我们就会发现货币是央行投放的概念已经没法解释广义货币快速增长的原因了，只能从货币内生来讲这个原因。

这是什么概念呢？大家看一下马克思在《政治经济学批判》面说了这句话：“价格的高或低，不是因为有较大或较少的货币在流通，相反，有较大或较少的货币在流通，倒是

因为价格高或低。”这句话非常值得读。不是发货币多了，然后通货膨胀了，反而是价格的高低导致了有多少货币在流通。这与弗里德曼的理论完全颠倒了。这是马克思的货币内生观点。

我们看一下凯恩斯的货币内生说。大家都以为凯恩斯是货币外生说的，但其实凯恩斯是内生货币说的。凯恩斯认为：“货币供给并不是央行可以自行决定的，而是由经济体系内的许多因素决定的，因而货币尤其是广义货币 M2，则是由一国经济活动内生创生出来的。”按照费雪方程、货币主义的想法：货币增加，然后物价上涨，几乎大家都相信这一条。央行发货币多了，肯定是导致了物价上涨。到现在，我们的宏观控制还是这个思路。反过来，凯恩斯主义的货币内生说是什么？是价格上涨了，导致货币变多了。这里面导致中国货币变多的主要原因还不是 CPI 推不动，而是资产价格上涨，这是广义货币增长的另一面。

我们看凯恩斯的理论和目前大家所说的差别在什么地方。凯恩斯的原话是这样的：“银行系统不能直接控制单种商品的价格和生产要素的货币报酬率。它实际上也根本直接控制不了货币量；因为现代银行制度的一个特点是：中央银行在一个规定的贴现率上通过随时买入某种被批准的证券来释放货币。……实际上这意味着，在当今世界，对物价的控制是通过控制投资率来实现的。”（《货币论》下第 31 章）这句话要命，凯恩斯的伟大在这里。实际上发货币是影响投资率，这是凯恩斯的一个伟大发现。“中央银行当局除了通过银行利率或公开业务市场操作来影响投资率外，什么也做不了”。这是凯恩斯 1926 年写的这本书。他对现代经济的运作讲得多清楚。

凯恩斯说，“确实，银行家并不否认在某种意义上他能够创造信用。他进行这种创造所需要的实际上只是一定比例的黄金。当一家银行在英格兰银行的准备金余额超过了通常的需要，他便能向工商界贷出一笔增量贷款，而这笔增量贷款就会在这家银行，或其他银行的资产负债表创造一笔增量存款。相信英国工业资本的运营量取决于英格兰银行金库中的黄金储备量，无异于相信别人的鬼话。”这是后凯恩斯主义的核心。凯恩斯的货币内生理论，在后凯恩斯主义学派中得到了进一步的明确阐述和发展，他们提出的观点是：“当人类经济社会进入信用货币阶段后，货币主要是通过商业银行贷款而产生，因而事实是银行贷款创造银行存款，而并不主要是央行在主动地向经济体内注入货币。”你也可以由此理解，美联储发了那么多货币，但银行不贷款，广义货币就不增加。我觉得后凯恩斯主义是从凯恩斯那里拿来了一个闪光点。

2011年春节，那时周其仁在《经济观察报》上写了关于货币的32篇文章。有篇文章讲了一个观点，这个观点是典型的货币数量论观点。他讲了伊拉克蜜枣的故事，大家可能看到过这篇文章。他的意思是说，当时在1962、63年中国的通货膨胀一下到了百分之百，很厉害，我当时刚记事。当时陈云就想了一个办法，一下从伊拉克进了大量蜜枣，把蜜枣投放市场上，把货币收回来了，通胀下来了。

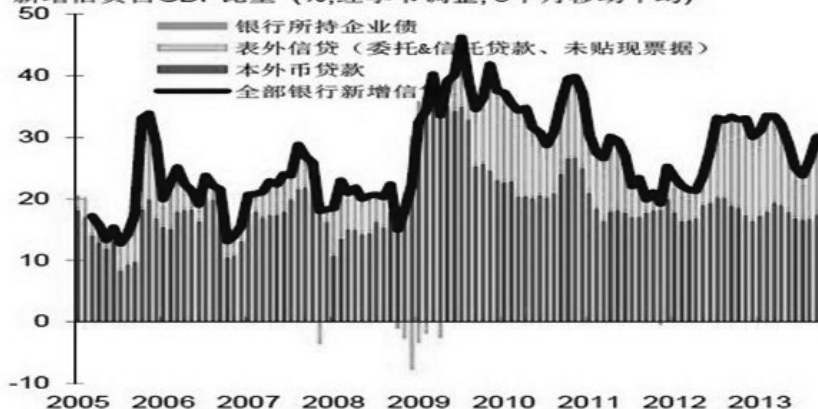
我看了这篇文章后，我在绍兴给他发了个邮件，我说其仁兄啊，你这个事情现在根本不可能。现在我们有50万亿货币了，不要说伊拉克蜜枣，就是把南非的黄金都拿来也不行。大家知道黄金的储量才多少？全球的黄金储量兑换美元，也才1万亿美元。把钻石都拿回来你也收不回来这个

货币了。我说这个不成立。那天春节，我们通了 20 多封邮件，后来他在后续文章中还提到我的观点。

实际上是价格上涨导致货币增加，而不是货币增加导致价格上涨。按照明斯基（Minsky, 1986）的观点，货币主要不是央行外生供给的，而是“产生于为投资而融资和资本资产头寸融资过程之中”。这几年广义货币增加实际上并不是央行在投货币。我的研究发现，这一巨量货币的创生，主要是各级政府和国有企业为巨额投资融资和以房地产行业为龙头的资本资产头寸融资的结果，同样各行各业工资收入上涨（包括一部分人灰色收入大幅度增加）也是其中的原因之一。可以这样理解，中国过去几年广义货币之所以迅速扩张，主要原因是在政府 4 万亿刺激经济计划促动下商业银行信贷急遽膨胀的直接结果，而外汇储备增加所导致的基础货币增加只是次要原因。

我们现在看得比较清楚了，4 万亿实际上虚晃一枪，在财政政策上虚晃一枪。是不是扩张性财政政策，就看你的财政赤字，财政赤字越大，越是扩张。我们财政赤字在 2009 年、2010 年都没超过 1 万亿，财政赤字并不大。实际上这几年温家宝的政策是什么？2009 年的 4 万亿是个冲锋号，我要刺激经济了，各个地方你只要敢报项目，我就敢批项目，你批项目我银行就给你贷款。造成了 2009 年银行贷款 13.6 万亿，这个数字没敢报。央行上报的是 9.6 万亿，实际上少报了 4 万亿，没敢报。拼命地发贷款（图 23），然后广义货币上去了。这就是 2009 年一年广义货币增加了约 28%。造成这个结果，主要是贷款创造存款（图 24，图 25）。

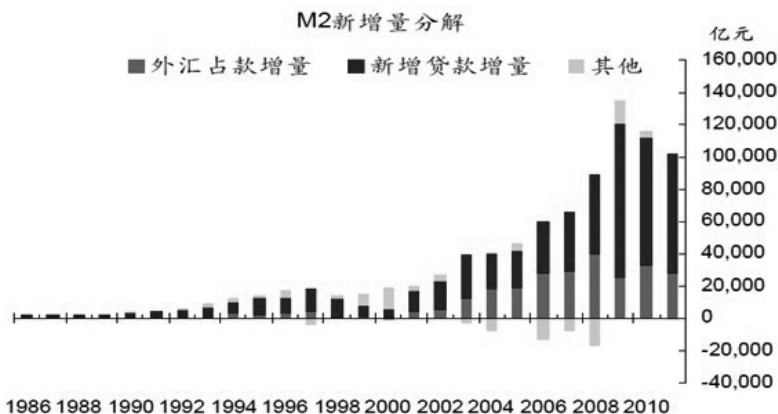
新增信贷占GDP比重 (% ,经季节调整, 3个月移动平均)



数据来源：人民银行，CEIC，瑞银证券估算

图 23：银行信贷近五年来在中国经济内快速增加

1986年以来中国M2增量分解



资料来源：Wind、中金公司研究部

图 24：1986 年以来中国 M2 增量分解

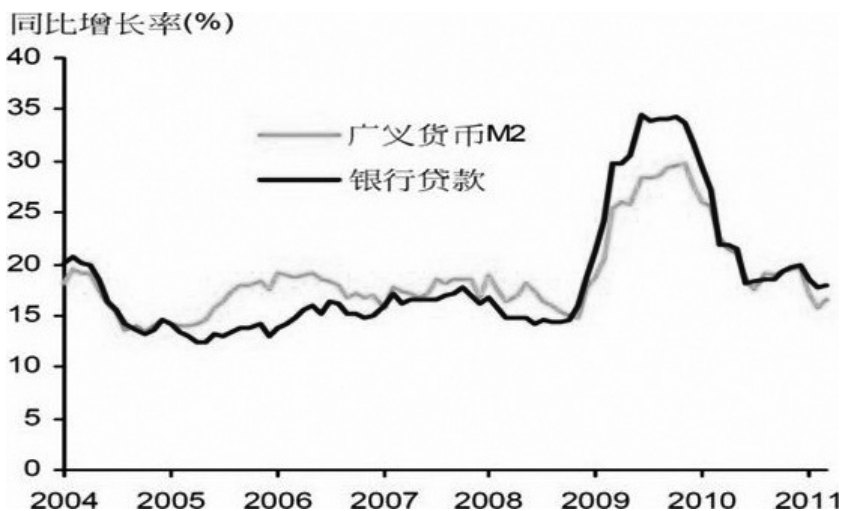
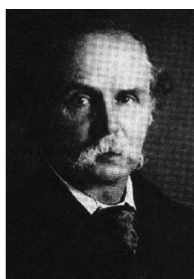


图 25：货币内生：广义货币几乎随银行贷款同步增降

下面稍微给大家讲一些经济学思想史——货币、利率、投资、资本形成与商业周期：从魏克塞尔到米塞斯、哈耶克与凯恩斯。



瓦尔拉斯：
一般均衡



马歇尔：
局部均衡



魏克塞尔：
货币均衡

图 26：熊彼特认为 1876 年到 1913 年间，
人类历史上三位最伟大的经济学家

我们看一下熊彼特在《经济分析史》第31章讲的一个观点，我觉得非常有意思。他说从1876到1913年这段时间在人类历史上出现三大经济学家：第一位他首推瓦尔拉斯，第二位是马歇尔，完成了从古典经济学到新古典经济学的转变。但是这两个人讲的都是产品市场的均衡，有价格没货币。第三位就是魏克塞尔。

魏克塞尔说人类进入近代社会以后，实质上是两个世界，一个是金融货币市场，一个是产品市场，这两个实际上密切联系在一块。前面的市场是货币对资本的价格，这个价格就是利息。他又提出了一个概念，自然利率，*natural rate*，这个自然利率是说投资等于储蓄时的均衡利率。如果这金融市场不发生矛盾，不发生问题，产品市场的波动是小波动；如果金融市场一发生问题，那就是大萧条。所以熊彼特认为魏克塞尔的贡献远远没有被大家注意到。实际上，魏克塞尔在财政学上也有很多贡献，是非常伟大的经济学家，尤其是他阐述了货币均衡和产品均衡的关系。他一生非常凄惨，一辈子没有什么钱，当家庭教师，跑到巴黎听一个学期瓦尔拉斯的课，又到维也纳去听庞巴维克的课。

庞巴维克是门格尔的学生，庞巴维克影响了魏克塞尔，也影响了米塞斯。魏克塞尔反过来又影响了米塞斯。米塞斯最重要的一部著作是他最早的著作《货币与信用原理》，这本书里提出了奥地利学派的商业周期。米塞斯又影响了哈耶克。魏克塞尔又直接影响到哈耶克。凯恩斯理论基本上就把魏克塞尔直接拿过来，他的自然利率的概念在凯恩斯的货币论里讲了很多，后来凯恩斯不用这个概念了，用了资本的边际收益率的概念，革命性的概念由此开始。但是凯恩斯和哈耶克他们两个，严格来说都师承一个地方，他们就发生了这

个论战，实际上争论的是货币在现代经济中的作用，这个我就不再仔细讲了。这一点看起来似乎仅仅是个学术史的东西，但对现实却是有帮助的。

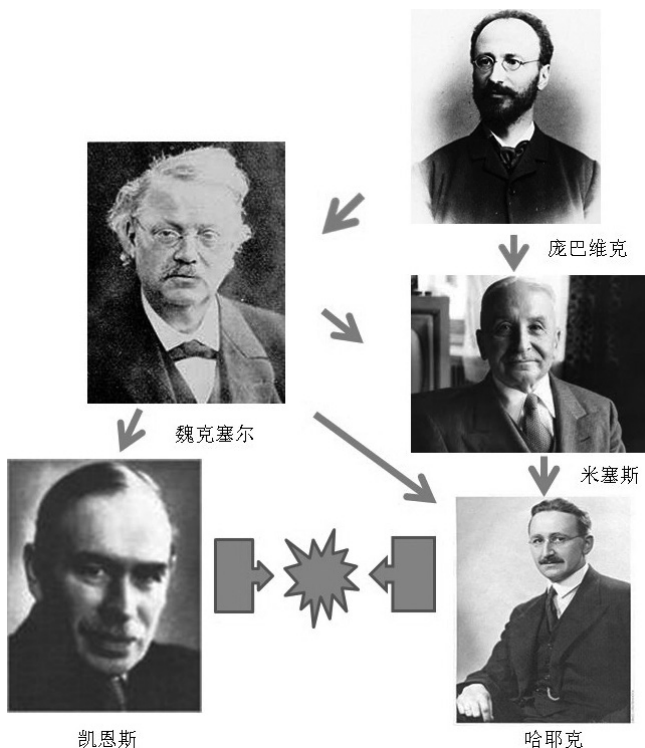


图 27：经济学家之间的影响与论战

据克鲁格曼讲，芝加哥大学教授、诺贝尔经济学纪念奖得主罗伯特·卢卡斯在 2003 年的美国经济学年会上所做的主题发言中，先是指出宏观经济学是“大萧条”催生出来的一门学科，然后他宣布，这门学科已经走到了告别过去、另辟天地的时刻，说：“预防萧条的核心问题，实际上已经

解决了”。克鲁格曼还进一步解释道：“卢卡斯并没有说商业周期——即至少已经伴随了我们 150 年的衰退与扩张的不规则的交替——已经一去不复返了，但他确实声言，到了这个时代，商业周期已被驯服，针对商业周期的任何举措所带来的益处都会微不足道”（克鲁格曼,2009,《萧条经济学的回归》，p9）

连刚刚卸任的美联储主席伯南克（Bend Bernanke）甚至到 2004 年还声称，现代宏观经济学已经解决了商业周期问题。在卢卡斯、伯南克和其他主流宏观经济学家自信已经认识和掌握了人类经济体系的运行法则的时候，显然当时他们当时并没有预想到在三、四年后就发生了现在这场世界性的经济大衰退。这难道不是对当代主流经济学的一个莫大的讽刺？

值得注意的是：罗伯特·卢卡斯曾把哈耶克的货币与商业周期理论视作为自己研究的先驱。但是，他把哈耶克与凯恩斯的理论中缺乏现代数量工具视作为时代的不足：“在第一节中我所引用的休谟的那段关于动态过程的话使我落入了凯恩斯的《货币论》和哈耶克的《货币理论与商业周期》之中，这不会引起任何时代错置的感觉。……而且所有这些理论家都希望从一般均衡的角度思考问题，认为人们在做着长期最大化和跨期替代的事情。他们诉诸于非均衡的动态理论只是因为他们所能利用的分析手段使他们别无选择。”卢卡斯还进一步解释道：“对当代读者来说，这些对货币变化真实作用进行理论研究的智慧思想，仍会给当代读者留下深刻印象，但也清楚地表明，缺少现代数量经济学的手段，试图讨论艰深的动态问题是徒劳的。哈耶克、凯恩斯及其同时代的人很想做出种种假设，提出某种像是模型的东西，

可是他们根本没有能力用自己的理论做出预期。”

但在 2008~2009 年全球金融风暴后的世界经济从萧条艰难复苏中今天，难道我们认为像卢卡斯这样具有极高深数学分析工具的当代经济学家们就能为现实经济的运作做出正确的预测了？如果说 2008 年以来的这场世界经济衰退之前，几乎没有经济学家有预警，现在哪家学派对西方国家的经济萧条有处方？哪一个国家推出了好的政策？你不是还是采取凯恩斯的政策，就是降低利息率，刺激总需求，增加货币供给。美联储把货币涨了这么多，经济有效率吗？经济恢复了吗？欧盟又恢复了吗？日本的安倍把通货膨胀定到 2.1%，做到了吗？想把通货膨胀搞上去都做不到。所以这里面我觉得，我们经济学家确实要从头上思考，到底问题在哪？我们的宏观经济学看起来是讲货币市场与产品市场的均衡，其实还是讲的实体部门的均衡。

这里真正做了工作的是托宾。他认为“金融和资本市场至多不过是储蓄和投资的高度不完善的协调者，我怀疑合理期望也不能补救这个缺陷。这种不能协调是宏观经济不稳定性和宏观经济稳定政策的一个基本源泉。目前的宏观经济理论或许过于只注意劳动市场，凯恩斯也曾发现竞争不能协调劳动的供求。”托宾在 1969 年发表的《货币理论中的一般均衡方法》中，阐述了将货币需求理论的凯恩斯主义资产选择方法与一般均衡分析的相结合的观点，提出了他的著名的“Q 理论”。托宾 Q 反映在货币政策上的影响就是：当货币供应量上升，股票价格上升，托宾 Q 上升，企业投资扩张，从而国民收入也扩张。根据托宾 Q 理论的货币政策传导机制为：货币供应 $\uparrow$ $\rightarrow$ 股票价格 $\uparrow$ $\rightarrow$ Q $\uparrow$ $\rightarrow$ 投资支出 $\uparrow$ $\rightarrow$ 总产出 $\uparrow$

但托宾现在面临有一个新问题，现在来看，美国的股市在上涨，但投资没有增加，这个链条不往下走了。

我基本讲完了，我最后总结一下就是：凯恩斯主义的失灵、货币主义的过时，奥地利学派经济学幽灵的回归，经济学的缺环与中国经济学人的未来使命。

现在已不是金属货币和纸币时代了，而是数字（Digital Money）货币时代了，数字货币时代看来产生了六大问题：

（1）货币到底是什么？电脑数字而已？

（2）在互联网的数字货币时代，货币是怎样产生的？

（3）尤其是在中国这个人人都不怎么遵守正式规则的社会里，货币银行体系到底是怎样运行的？

（4）电子和数字时代的来临对银行和金融系统产生了什么挑战？对货币理论和经济学理论又产生了什么挑战？货币乘数和货币流通速度这样的过去的术语都在失去理论分析意义和实际理论价值？

（5）货币、利率、投资、资本形成和商业周期之间的关系又将是怎样的？

（6）一个突然进入数字货币时代中国，未来是否会产生突然的金融体系的断裂和大的商业周期？

（7）各国的货币制度史亟需研究。中国正在形成一个世界历史上从来没有过的中央银行系统。这个银行制度和中国 108 万亿的广义货币对未来几十年中国经济增长和商业周期的关系是什么？一个有 50 多万亿元 GDP 的经济对应一个 30 多万亿的央行资产，这对一个国家的未来发展意味着什么？

我们的 GDP 是 55 万亿左右，而央行的资产有 31 万亿，央行又不受任何控制，愿意怎么玩就怎么玩，这对中国社会

意味着什么？同时，我们有 12 万亿的第一财政，加上别的，一共有 18 万亿控制在财政部手里。31 万亿央行的资产，18 万亿控制在政府手里的钱，什么叫国进民退啊，这个东西才是真要命，占 30%-40% 的财政控制在政府手里。中国是个什么体制，将延续着什么，这个我们都要考虑的一个事。

最后，我以凯恩斯的一段话给自己敲警钟。他在《通论》序言中说：“撰写这样一本书，笔者沿着陌生的道路摸索，如果想要避免过度的失误，他必须极度依赖批评和对话。人要是单独思考太久，什么愚蠢的事情都可以信以为真了。”我就怕自己是个外行，会不会走火入魔，所以请大家批评。

提问与讨论

潘英丽（上海交通大学安泰经济与管理学院金融系主任）：我补充几点，提了很多好的问题。我原来硕士的时候，做的魏克塞尔的动态货币均衡理论，没有出书，那是一本小的硕士论文。我硕士期间是研究西方经济思想史，跟你应该说还是可以交流一下。刚才你提出了很多很有趣的问题，其实是要我们思考的。

我想到几点给你做回应，一个是关于宏观经济的缺陷。我个人认为有三大缺陷：第一，它是没有货币金融理论的。它假设储蓄等于投资，就完成了，就把整个金融抹掉了。第二，它没有考虑到全球化。它顶多是考虑开放体系，所谓的开发体系就是小国的利率等于美国的利率。实际上，生产、金融已经全球化经营了。第三，微观金融理论里的市场有效假说。它假定信息充分的情况下，市场可以发现真正的价格

或价值。宏观经济学是有缺陷的。

关于中国的问题我补充一些。实际上按照弗里德曼的观点，通货膨胀等于货币的增长速度减去经济的增长速度。但在中国，通货膨胀不等于这两个差额，有一个很大的缺口。在 80 年代到 90 年代中期，我们的 M2 平均增长 25%。通货膨胀大概 7% 还是 8%，经济增长算它是 10% 吧，这样有 7、8 个百分点不知道跑哪去了。包括本世纪以来货币增长速度减去经济增长速度，肯定是超过通胀的。这两段时间为什么这个等式不成立，我们说超发货币跑哪去了，实际上这跟中国的特殊阶段有关系。这就是中国在特殊的时期进入一个货币化过程。

我们改革开放之初的 1979 年，当时的 M2 占 GDP 的 25%。也就是说经济有 1/4 是使用货币，还有 3/4 是不使用货币的。这个 3/4 的经济都开始使用货币，商品化的时候，央行大量投放货币不引起通胀，它被吸收掉了。本世纪也发生了这个事。到了 1993、1994 年出现了大的通胀，这时候 M2 等于 GDP 的百分之百，也就是说前面的货币化过程完成了，继续大量投放就引起通胀。本世纪又大量投放货币，但没有引起通胀，很重要的一点就是土地的货币化。你说我们现在房地产的市值大概有多少？房地产的市值恐怕有 2 百万亿，可能 1、2 百万亿吧，这 1、2 百万亿的货币化一定会吸收货币嘛。

韦森：货币是资产的净值。

潘英丽：你需要货币来交易或者来标价，那你就需要投放货币了。这是中国比较特殊的两个时期，前期是经济的商品化和货币化，后期是土地的货币化。所以周其仁讲的一条是对的，他说：我们现在面临的问题是什么呢？假设货币是

水，那么资产就是面粉，有的时候面多加水，有的时候是水多要加面。你刚才讲的理论，先是经济的内生，它价格上来了，然后要增加货币，这个叫面多加水。经济活动量扩张了以后，它对货币有需求，就面多加水。现在的问题是什么呢，是不是面临水多要加面？这就是我们现在提出来的新问题，要不要让农村土地入市，这是加面的一个方式。第二个方式就是人民币国际化，到国外去拿资产，用国外的资产把人民币吸收掉。这是水多加面的两个方式。这是关于货币化我做的补充。

另外一个，关于消费物价指数。通胀这个概念呢，现在看来用消费物价指数肯定是有局限的。事实证明现在是越来越多的资产膨胀，房地产、股票，或者各种各样的金融工具，包括大宗商品也可以金融化，都会吸收货币。消费物价指数肯定是有缺陷的，不能够反映真实状况。按照张军的看法，就算是消费物价指数我们也低估的，服务的价格、租金都是低估的，所以为什么我们的服务业看上去比例比较低。所以只看销售物价是有缺陷的，需要补充。

还有一个问题，刚才讨论得比较多的是 M2，M2 涨得这么凶。其实 M2 还不是全部，还有影子银行，现在用一个新的概念：社会融资总额。社会融资总额已经远远超过了 M2，所以 M2 还不是全部。这是补充一点。

另外，我谈一点实体经济和金融的关系。前两天国际货币基金组织总裁拉加德，她说全球要防范通缩。后来有经济学家提出不同的意见，认为不会有通缩的危险。我个人感觉中国现在面临通缩的压力。先讲通缩的危险。这跟你的观点有点接近，你不认为通胀是大的问题，对吧？

韦森：对，我不认为通胀是大问题。

潘英丽：但现在的问题在哪里呢？实际上我们主要是没有新的产业，找不到新的增长点。一般从历史上来看也好，或者是从美国的情况来看也好，实体经济出问题了，金融才会出大泡沫。因为资本都不去实体经济了，没地方去，房地产也好，基础设施建设也好，制造业也好，都不能再投入了。那资本去哪里了呢？就去又要短平快，又要来钱的，就一定是制造泡沫去了。我们现在的产业扭曲带来新增长缺失，在这种情况下通缩的风险很大。

我们现在银行业贷款也好，存款也好，是虚增，现在有一个词叫“存贷款虚增”，或者说是金融机构自娱自乐。银行到年底了，要做信贷，要做存款指标，银行里的员工要分奖金，这时候银行会找老客户，让你来帮忙把指标做上去。假如我们企业还过得去的，你以后总归要求银行的吧，怎么能跟他断交？他要求你帮忙，你就必须帮他操作，这时候你多付利息，等于是保持良好信贷关系所需要做的一个社会资本的投资，存贷款虚增有这样一种情况。

现在的问题在哪里呢？同业拆借的利率一直在跳跃，最近有个理财产品已经破产了，叫中诚信托的几号产品，已经到期违约了。刚才讲这种操作，实际上就是银行普遍缺钱，或者说流动性很紧张，我们 M2 这么多，社会融资总额也上得这么快，为什么金融业缺钱？实质是它的存量信贷玩不转。也就是说它贷下去的东西全部收不回来，利息也收不回来，现在你要让人家付利息，先得给人家贷款，用你的贷款再来付利息。这种情况下央行不放水，银行的增量的钱就越来越少。因为本来是贷款到期再还，原来银行应该大部分是企业经营活动中的流动资金贷款，现在大量沉淀在投资项目里，然后又没有收益，盘不活，基本上是投在坏账的项目

上。所以这种情况下，银行的流动率越来越紧张，要不断地通过同业拆借来应对某些产品出了问题，到期不能偿付的问题。现在的问题在哪里？同业拆借做得越来越大以后，说明中国的系统性风险。原来是局部性的风险，比如 1997 年的时候，浙江、广东出问题。现在越来越多的是通过理财产品或同业拆借来弥补流动性的不足，或者是在资产出问题的时候来解救它，就把局部的风险变成了系统性风险，这是很危险的事。

通缩紧缩有一个很重要的原因，就是银行不敢贷款，银行不愿意放贷了。东南亚金融危机以后，我们银行出现了严重的惜贷，一直到 2003 年都是通缩。其实现在中国企业的负债率可能已经是全世界最高的了。按照私募股权投资（也包括投行）做的研究，现在企业的负债率占 GDP 的 125%，这可能是全世界最高的。因为美国的负债率极低。这是中国最大的风险。当企业负债率达到 70%、80% 的时候，没有银行愿意贷款，这是一个很麻烦的事，后面会出现银行惜贷和通缩。

我发现还有一个很有趣的问题，我补充一下，这是韦森老师没有提到的。中国 60 多年采取的都是金融抑制政策的，对吧？金融抑制政策叫低利率政策，人为维持低利率。我官方维持一个利率，低于市场均衡水平，这是它工业化战略的配套措施。我鼓励投资，补贴企业投资，所以长期实行低利率。但是我们现在发现一个很有趣的现象，中国 60 多年金融抑制政策没有退出，从本质上来讲是低利率政策，但我们又会发现利率其实是越来越高的。政府主观上维持低利率，鼓励大家投资，现在实际的情况是利率不断走高，而且越来越高。首先我们已经是全世界最高的地方了，美国等于是

0.25。日本也是零利率，现在还要做成负利率，通过通胀的方式把利率降到负的水平。中国的利率很高。有的说人民币要贬值，有的说人民币要升值，但从利差的角度来看，人民币升值的压力很大，这是很有趣的矛盾。

高利率实际上反映了实体经济的风险。地方融资平台18%的利率都在借，这是银行告诉我的一个信息，。你去想，这有很大的问题。

实际上我们的国际论文集里有一个非常好的研究成果，是瑞士经济学家做的。他们用中国1654个县的数据做的，做出来是信贷规模占GDP的比例超过最高水平以后，每增加一个百分点导致当地人均收入下降0.164个百分点，负增长，负相关。信贷跟当地老百姓的收入是负相关。其实道理很简单，因为我支持的项目没有效率的，但利息要收的啊，我等于从当地抽血，抽到最后本金也坏账，所以最后是两败俱伤。假如还要国家买单，就是满盘皆输，这是中国的一个问题。

我就先补充这点吧。

左学金（上海社会科学院经济研究所所长）：我听了韦森的报告很受启发，有一个问题建议您考虑一下：就是现在我们的问题在多大程度上是因为我们货币性质本身的变化造成的，在多大程度上跟我们国家金融系统的低效率有关系。这两个问题，我感觉从学术上要分割一下，否则有可能把我们自己金融系统的问题归纳到金融本身的变化上来。这是我的一个不成熟的想法。

乔依德：谢谢潘老师，谢谢左院长的评论。

刘煌松：韦森老师讲得很全面，从学术史，各国的情况以及他在当中思考出来的观点都进行了阐述。我觉得挺有

收获，挺受启发的。这次主要想研究的是回答一个问题吧，就是中国的货币到底算超发还是不超发，社会上的议论也很多，每个学者得出来的结论也不太一样。

从逻辑来讲，什么叫超发，这个问题是首先要回答的。但我们也看了很多文献，其实这个问题很难回答，因为没有一个是指标来确定是否超发，如果从央行的基础货币来讲的话，好像还比较容易判断，因为有一个数据在那里。从基础货币的绝对量，或者是增长速度，以及与国际上其他国家的比较，或者是与 GDP 总量的比较，似乎能够得出一些东西来。

但问题是，我们通常谈的货币不单单是讲基础货币，而更多的时候谈的是广义货币。广义货币就更复杂了，不单单是基础货币的指标，我们可能就要用到 M2。如果单单看 M2，也比较简单，就是看 M2 的规模，M2 的增长速度，M2 跟 GDP 的比例。但是呢，总的来讲，我们初步的研究发现，实际上远远没有这么简单。每一个经济体有每一个经济体的发展阶段，它有它的历史。你如果隔断了这个历史，刚才潘教授也讲到了这个问题：简单地与过去比较，或者是简单地做指标上的比较，这其实是不全面、不科学的。中国在这个过程中，实际上前半段是一个商品的货币化过程，到后面是一个土地的货币化过程。

我前几天在研究通货膨胀的时候也发现，为什么说通货膨胀好像很难从 M2 和 GDP 的关系得到一个验证，实际上在 M2 里把土地出让金扣除掉，你会发现这个指标没有我们想象的涨得这么多。其实就说明了资产价格的问题，这实际上是国际上的难题，就是货币政策和资产价格之间到底来怎么样处理，货币政策要不要关注到资产价格，是关注好还是

不关注好？如果你是要关注，你又怎么判断资产价格是合理的还是不合理的？这个问题解决不了的。

美联储的很多经济学家也在研究。它的股票市场不断地涨，涨到了相当大的规模，证券化已经超了百分之一百多了，它实际上对经济周期产生影响，对实际经济也产生影响。这么大的规模，按道理货币政策是应该关注到资产价格的。但问题是没有一个逻辑的东西，没有一个依据，那它怎么办？

中国现在面临一个很大的问题到不是股票市场，股票市场是比较小的，而是房地产市场，现在房地产的市值我们初步算下来是 150 万亿左右，跟 GDP 的比例差不多要 250% 了。这个东西，这里多出 10% 就是 15 万亿了，多出 20% 就是 30 万亿了，它当然会对货币供应产生很大的影响。这两个东西是必须要考虑的，一个是这个国家货币深化的程度或者是阶段，还有一个就是资产价格。货币政策肯定是关系很大的，但在理论上到底怎么样来处理？如果把这些问题回答出来以后，我觉得对货币不是超发可能还要回到最本原的，就是央行的基本职能到底是什么？如果它达到了基本的职能，可能你就不能认为是货币超发了。我最终的结论是与韦森教授接近的，我认为不能说中国的货币是严重地超发的，还真的不能说。

央行有一个非常重要的职能是促进经济增长，我们的经济增长还可以，第二个职能是要维持通货稳定，物价水平控制在一定的幅度内。从总体上来看 CPI 低估了通货膨胀，但应该说我们国家也没有发生恶性的通货膨胀。连续的、温和的、持续的通胀客观存在，有些商品的物价确实上涨了很多，但比如说粮食的价格、大米的价格，这 40 年来基本上

没涨多少，要变成年度来讲，可能每年只涨 1-2%。通讯产品、汽车还是降低的。这个目标好像也达到了。你说充分就业的话，好像我们也还可以。

从央行最终的目标来看似乎也可以，至少不能算是超发太厉害。

我们做国际比较，情况太复杂。我们后来看了很多国家的 M2，都不一样。80 年代之前，整个西方超过 90% 的都很少，但是现在超过百分之百的国家很多很多。这跟经济发展的阶段有关系。

刚才韦森老师提到一个非常非常好的观点，就是说在整个数字化的货币时代里面，整个商业周期，整个货币理论是否要创新了？原有的理论是否不能够非常妥贴地解释，这个里面到底怎么样？我觉得这倒是一个非常非常大的命题。当然这个工作量非常大了，因为对各方面理论的准备，包括各方面实际情况的了解，而且要非常客观深厚地了解，不是从某个局部，而是要全面系统的了解。我觉得这个东西挺好的，看看以后再跟韦森老师来探讨学习。我就讲这些吧。

乔依德：还有其他的吗？

李辉文（湘潭大学商学院副教授，副院长）：今天是非常非常有收获。特别是韦森老师把思想史里魏克赛尔之后关于货币的争论挖出来。我原来是做思想史的，但是这一块相对来说比较生疏了。

我们最早是从研究 M2 和 GDP 的比重开始的。之所以重要，也是因为这个东西吸引了很多人的眼球，特别是国内关于 M2 和 GDP 的比重这么高，有非常多的人在研究这个问题，我们当时也是在关心过这个。我后来想根据我们现在做的一些研究，发现中国的问题有一个很大的特点，就是中

国的结构问题跟总量问题是交织在一起的。我们关注两个很重要的结构：一个是国有银行，国有企业和地方政府，这是一大块，类似于我们的公有制；另外还有一块更更市场化的部分，表现为民间企业和民间金融。这两个之间我们感觉到是有分割的。有分割的话，就联系到了前面韦森老师讲的问题，其实在货币经济学里面，货币流通速度和货币需求是一回事。我们当时有一个猜想，现在也在拿数据看，也没有最终的结论出来。我们猜，可能国有银行、国有企业、地方政府之间会形成一个小的内部循环，然后民营企业和民间金融内部也会有一个信贷的循环。这两个部门之间有通道，但是不顺畅。

比如说，国有企业或者是国有银行有剩余的资金出来的话，可能通过影子银行出来，但肯定不是以一个低成本的方式，可能是有高成本的。因为如果成本足够低的话，中国的经济即使不出现通货膨胀，也会出现非常厉害的投资过热，但实际上没有出现。

而且刚才有几位老师谈到银行的贷款很紧张，它没有钱贷出来。但是如果看数据，中国银行部门的存贷差是非常大的，到9月末的时候应该超过了30万亿，这是中国的存款总额和贷款总额的差额超过了30万亿。

韦森：还有20万亿扣在央行了。

李辉文：1月到9月银行的新增存款和贷款的差额可能会有7到8万亿，也就是说从总的来看不应该出现银行没钱贷出去的问题。现在出现了，可能有些制度性的摩擦。

我们还关注到一个现象，回到韦森老师的问题会有些启发和参考的价值。大家特别关心地方债的问题，刚才潘老师讲到了现在地方政府面对18%的利率还在这里融资。有的

融资很显然就是高利贷，它借钱很重要的一个原因就是借新债还旧债。旧债就是当年温总理扩张时候借下来的，现在要还了。这些地方债务的严重程度其实是分区域的，中西部地区比东部地区要严重。照道理，我们原来在学宏观经济学的时候认为，不要把总量问题和结构问题混在一起，货币问题是个总量问题，但其实

中国很显然，如果比方说把中国看成两个国家，东部是一个，中西部是一个，东部的问题不严重，严重的是中西部。

赵冠弢（浙商证券场外市场业务部总经理）：中国不应该看成是两个国家，要看成有多少个省。作为一个基层投行人员，我一直认为，起码江浙一带，我没见过到18%的，中西部是有的。基本上10%-12%。怎么来还，很大程度上是通过卖地，土地财政。长三角地区的债务，特别是江苏，江苏已经上了黑名单，但是江苏的东西在某种意义上来说是可以被化解的。我举一个例子，宿迁。现在宿迁洋河大曲的股价是哗哗地跌下来了。我们去宿迁的时候，我提了这个问题，当时宿迁大拆大建，建了许多新项目，以后怎么去还呢？他们说，新的土地；实在不行呢，洋河大曲的大股东是政府，市场化出让掉，可以把前面几年宿迁政府的债全部打掉。

我的意思是，相对经济发达的地区而言，地方政府是有一定的经营头脑的，他发的债是有一个估计的，基本上不会像有的文章中所写的出现这么严重的颠覆式的破产的结果，像芝加哥或者是美国一样，这种事情是不存在的。中西部我没有接触过，我怀疑是存在问题的。

李辉文：我总结一下，中国有两个结构性的问题对于我

们理解总量问题很重要。就是在国有银行、国有企业和地方政府之间，政府看得见的手伸得比较长的地方，可能效率比较低，货币流通速度比较慢；在市场化程度比较高的部门，流动速度快一些。如果是慢的部门在增长的话，这时候就会拖累货币的流通速度下来，所以 M2 比 GDP 高是可以理解的。另外，从区域上来看，可能东部比较健康，中西部是有问题。地方债的规模，东北和中西部占的比重差不多大，都是一半左右，但是东部的 GDP 要大得多。

赵红军（上海对外贸易学院教授）：结合潘老师提到的，我们的问题就是说实体经济没活力，因为竞争很充分了，有这么多的资金、货币都跑到了虚拟经济来了。我想这抓住了当下经济当中非常重要的问题。如果我们看美国的话也是这样，绝大部分资金跑到虚拟经济去了。这可能跟目前的经济学理论有关系，我们传统的经济学理论对实体经济的把握应该说非常地充分，可以这么讲，从亚当·斯密到凯恩斯基本上是考虑实体经济的。

对于货币市场的均衡，虚拟市场的均衡，我认为现在考虑的真还是不够。货币到底是个什么东西，特别是韦森老师演讲当中提到一个问题，就是货币现在变成了数字化的货币，在历史上是金属货币，后来是纸币，再后来是虚拟化了，纯粹是一个数字。我们现在发工资，大家拿到的卡，拿到的这些东西，我认为超过了传统货币经济学理论对它的研究，也就是说我们传统的经济学理论在这一块是不足的。

网络经济一出来，经济学家对很多内容是不能解释的。我们今天来看的话，货币时代再加上网络时代，对将来整个世界的冲击是非常之大的，特别对于经济学理论的冲击是非常大的。

韦森老师从学理的角度，从经济学最初的源头一直到奥地利学派，这个探寻是很有意义的。我们也在给三联翻译一套奥地利学派的丛书。我觉得从学理的角度看，奥地利学派在经济学的理论发展上不太受到重视，在政策领域，奥地利学派也没有在现实中受到重视。是凯恩斯学派在今天的宏观经济学理论受到了大家极力的推崇。所以从学理的角度来看，我认为从经济学的最初源头，从奥地利学派那里借鉴一些思想来研究，我觉得是很有意义的一个方向。

我们今天对未来实践的了解，无非走两条途径：第一个，实证经济学，我们从银行的业务当中来找些数据来检验这个理论是不是很准确，这是一个方向。另外一个方向，就是韦森老师现在走的这个方向，我们从学理的，从经济学最初的源头，那些大家的经典著作中是不是能够理解，我们把当时遗忘的内容重新拉回现实当中，看还有没有好的研究。我觉得这是他今天演讲的意义。

乔依德：本来应该再鼓励大家多发言，但时间不早了，今天的会到此告一段落。我觉得我们今天的会很有意义。韦森老师讲了很多，从学术上、国际上的情况以及中国的现实，讨论怎么来理解 M2 等等。大家还有些评论、意见，对于我们下一步怎么理解货币内生，包括对我们中国经济，特别是货币经济、货币在中国经济所处的地位都有启发。我们今天的会就到此结束，谢谢韦森老师的演讲，也谢谢各位的参加。谢谢大家！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

从国际经验看中国中长期经济增长前景

姚洋

北京大学国家发展研究院院长

中国经济研究中心主任

上海新锦江大酒店 2014 年 2 月 28 日

乔依德：各位来宾，我们演讲就要开始了。今天我们非常高兴，请到了姚洋先生。他 1986 年毕业于北京大学地理系，1989 年毕业于北京大学管理科学中心，获得经济学硕士学位，1996 年毕业于美国威斯康星大学农业与应用经济系，获得发展经济学博士学位。现在是北京大学国家发展研究院院长，中国经济研究中心主任，主要研究领域包括中国制度转型、开放条件下的中国经济增长以及农村发展。。他今天演讲的题目是：从国际经验看中国中长期经济增长的前景。下面我们以热烈的掌声表示欢迎。

姚洋：谢谢依德的盛情邀请。上海发展研究基金会搞这种活动，真的是非常好，既管吃，又管听，北京好象很少见，在北京基本上是大家听完就走了。依德跟我联系的时候，问讲什么题目？我想一想，还是讲我自己比较熟悉的题目，就是中国中长期的发展问题。讲这个题目，在今年目前这种状态下，还是有意义的。在过去 20 多年间，不停的有中国崩溃的论调，大概每隔几年会出来一次。当然现在讲崩溃论的少了，但是，说中国要硬着陆的又多起来了。这次的论断还有点不同，以前都是外国人在说，这次我们国内很多学者也都在说这个事。中国已经进入了一个低增长的新稳态，比如国

务院发展研究中心副主任刘世锦，还有社科院人口所的蔡昉所长，预测中国将进入 6%，甚至更低的发展阶段。如果我们经济增长速度只有 6% 的话，那么我想，我们整个增长的态势就会改变。但是，我今天想跟大家说的是，至少在我们那里，特别是林毅夫老师和我，还是持比较乐观的态度。今天，我想从国际比较的角度讲一讲我自己的看法。



图 1：三个标识和背景图案

在讲之前，我想稍微说一下，我们的 PPT 上面三个标识是什么意思。中间那个呢，是中国经济研究中心，1994 年成立的。2008 年的时候，我们改了一个名字，叫国家发展研究院，但是中国经济研究中心还在。右手边的是我们 MBA 的

标识。下面水印这个图，我们是经济研究中心院子的图。

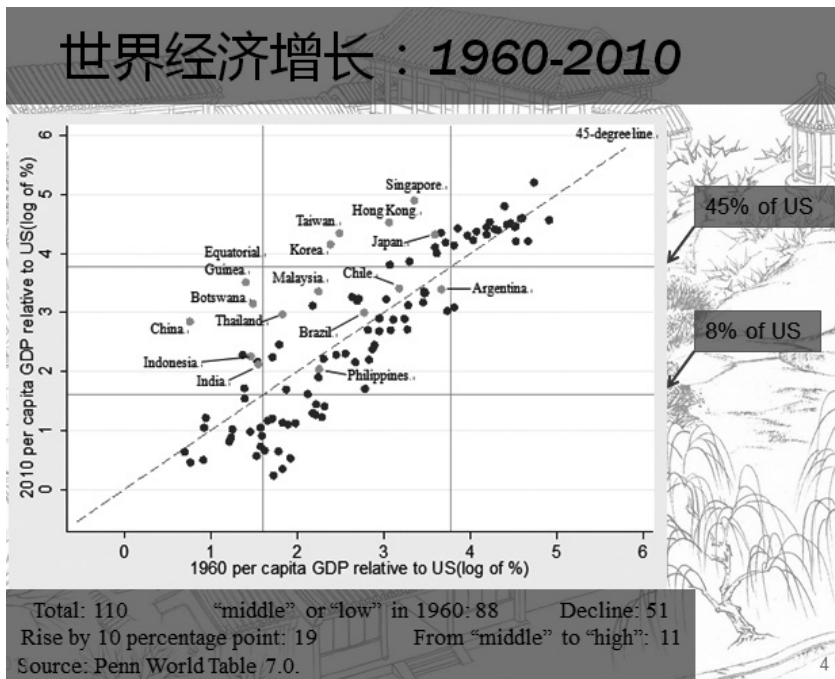


图 2：世界经济增长（1960-2010）

首先我稍微回顾一下中等收入陷阱问题，是不是有中等收入陷阱。第二，我想回顾一下，成功经济体是怎么成功跨越了所谓的中等收入陷阱。因为中国现在刚好进入中等收入了，大家都在担心这个问题。如果我们真是增长速度跌到了6%甚至更低，我们要跨越这个中等收入，可能要很长的时间，我估计我们在座的，包括我自己，在有生之年，可能都看不到。我们只有以一个较快的速度，才可能在较短的时间内跨越。第三，我想跟大家稍微分享一下中国的情况。

对比成功经济体的特征来看，我们会有更多的信息。第四，稍微展望一下中国未来增长的态势。第五，我讲一下短期的风险。短期的风险是有的，我个人认为主要在金融领域。

我们先看一下所谓的中等收入陷阱，这个是我们自己做的一个图（图2），我们以美国人均收入的8%为界，超过了这8%就是进入了中等收入，超过了美国的人均收入的45%就进入高收入了。看这个图，其实能达到美国的45%的国家是很少的。这个图的横轴是1960年人均GDP，这是相对于美国的收入，然后取了对数；纵轴是2010年的，相对于美国的百分比，也取了对数，取了对数之后，你发现几乎在一条直线上。

我们看，1960年这些低收入国家，就是左手边的这些国家，其中包括中国。我们先看一下，1960年有哪些国家是中等收入，其实1960年中等收入的国家地区还是最多的，中间横轴里面，在大概2到4之间的。经过了40年，在这个区间的有多少真正跃上了高收入国家的行列呢？其实我们可以数出来，只有11个经济体，当然这里面是最显著的，还是我们东亚地区，新加坡、香港、台湾、韩国，包括日本。日本实际上是一个战后恢复的过程。要说奇迹呢，新加坡是一个最大的奇迹。1960年的时候，它是一个比较穷的国家，今天，其实按照美元计价，它的人均收入已经超过美国了，这的确是一个巨大的奇迹。但是我们看一下其他国家，比如马来西亚、智利，这些国家基本还在中等收入。更有一些国家，实际上相对美国在倒退，有两个国家，一个是菲律宾，一个是阿根廷。在45度线以下，就意味着没有赶上美国的增长速度，其实美国的增长速度并不高，在这40年里，也就2%，甚至不到2%。1960年进入中等收入

的国家，绝大多数的增长速度都低于美国的速度。所以经济增长不是一个常态，特别是赶超，是一个非常态，其实是一个罕见的事情。我们再具体比较一下日本、韩国、巴西，从 50 年开始来看（图 3）。

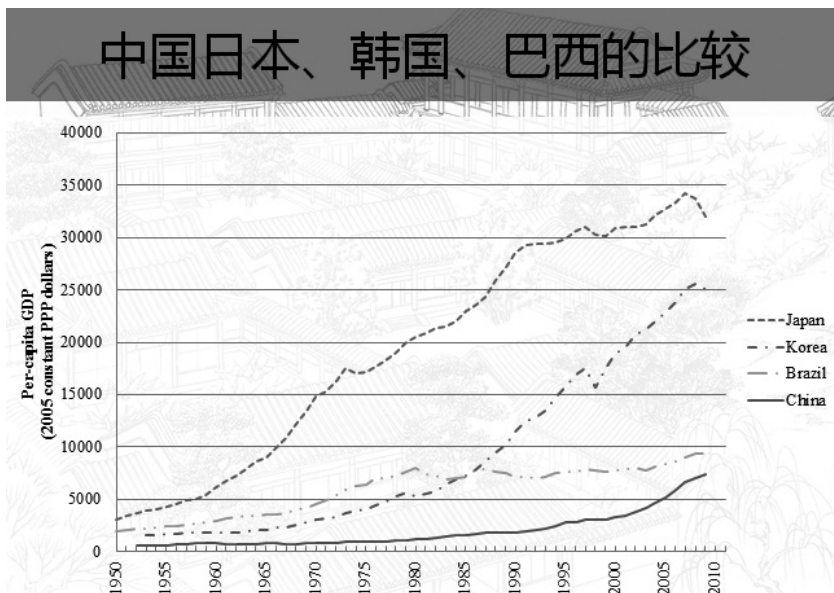


图 3：中国与日本、韩国、巴西的人均 GDP 比较

其实这个调整后的图（图 4）更好看一些，这个横轴是年份。日本和巴西从 1950 年开始，韩国是从 1962 年朴正熙政变上台那一年开始，中国是从 1978 年，这个图把它起点拉齐了。我们看到，经过 30 年的发展，中国的增长速度基本上平均而言和巴西是一样的，所以巴西也有一个经济奇迹，叫巴西奇迹，是从 1950 年到 1980 年之间。但是事实上，我们前 30 的年经济增长速度没有赶上韩国的增长速

度，韩国的增长速度要快的多，日本就更快了。现在的问题就是，经过了 30 年，我们下一步的走势是像巴西呢，还是韩国、日本？因为巴西实际上进入一个中等收入陷阱，20 年没有增长，过去这 10 来年有一点增长，主要拜赐中国对它的需求增加。但是如果我们看一下韩国和日本，我们会很有信心，日本在达到中国 2010 年的收入水平的时候是 1962 年，1962 年之后，日本十年间的平均增长速度是 9.7%。韩国是 1983 年达到中国 2010 年的收入水平，在这之后的十年的平均增长速度是 9% 多一点。看了我们这两个邻邦，我们应该有更大的信心，中国经济增长会更好一些。

中国日本、韩国、巴西的比较

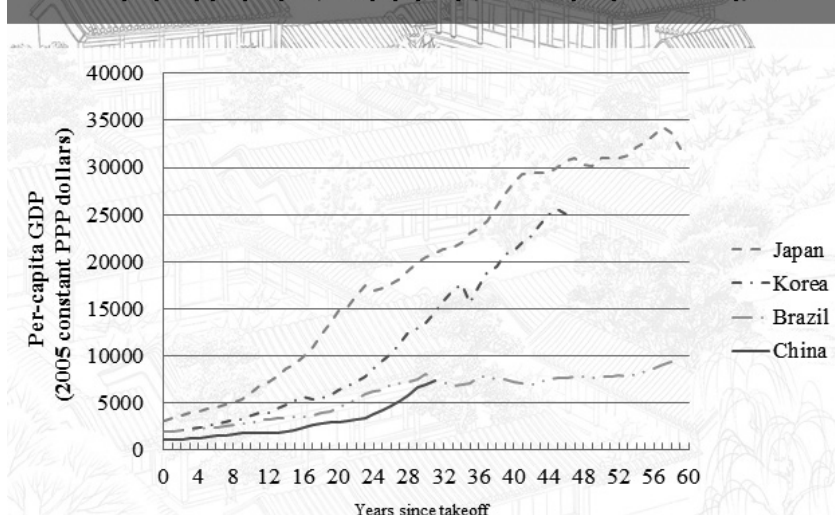


图 4：中国与日本、韩国、巴西的比较（调整后）

下面大家来看一下，成功经济体的共性在哪里。我们老

是抱怨中国的消费占比下降，消费占比太低了，但是实际上，成功经济体的消费占比都比较低。

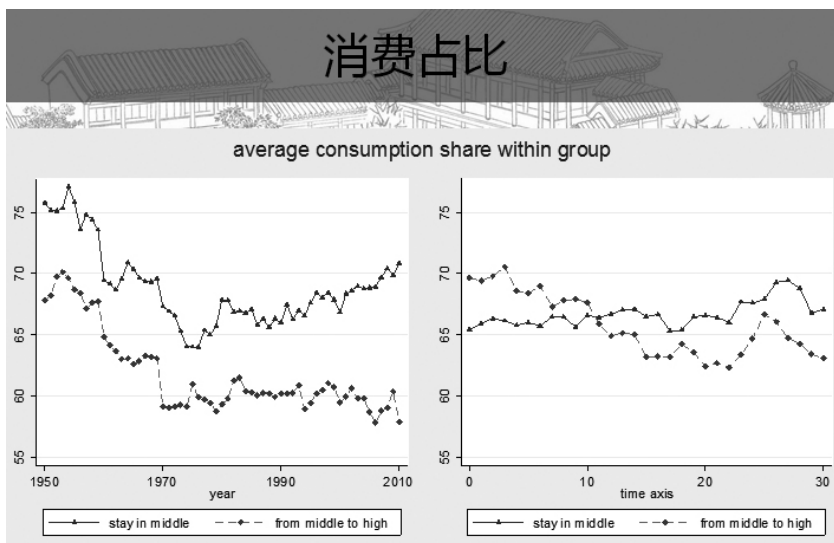


图 5：各经济体的消费占比对比

图中（图 5）这个红色的线，就是上述 11 个经济体的平均，蓝颜色的线是其他经济体，也就是 1960 年进入了中等收入，但是最后没有摆脱中等收入这些国家或者地区的平均。左图是按照日历年来的算的，右图是按照它进入中等收入那一年开始计算，其实右图看的更清楚一点，因为它反应了进入中等收入之后的情况。图中比较明显的看出，成功的经济体的消费占比，特别是进入中等收入十年之后，相对要低一些。反过来讲，它们的储蓄率要高，投资率要高，特别是进入中等收入十年之后，投资率远远高于没有成功经济体（图 6）。所以，我们虽然说我们目前储蓄过高，中国可能的

确是太高，但是不能由此说这个储蓄不重要，储蓄还是很重要的。你看这些成功的经济体，最后的投资率，平均而言，占到 35% 左右，当然我们的实在是太高了，我们最高年份达到 50%，现在可能还有 47-48% 这样的水平。但是这取决于我们如何计算我们的消费，因为张军和朱天他们有一个新的计算，说我们对居民收入低估太多了。他们说最大的低估，就是住房，本来应该计算成你的收入的，你买了房子，之后应该计算成你的收入，同时也是你的消费，当然还有一些其他的漏算。按照他们的计算，我们的居民消费占比就不是现在官方统计的 GDP 的 36% 了，按照他们的计算大概是 45% 了，涨了非常多，涨了 9 个点甚至 10 个点，当然他们只是一个估算。但是我想，真实的数据可能是他们的估算和官方数据之间的一个数，但不管怎么说，我们的投资率可能还是偏高一些。

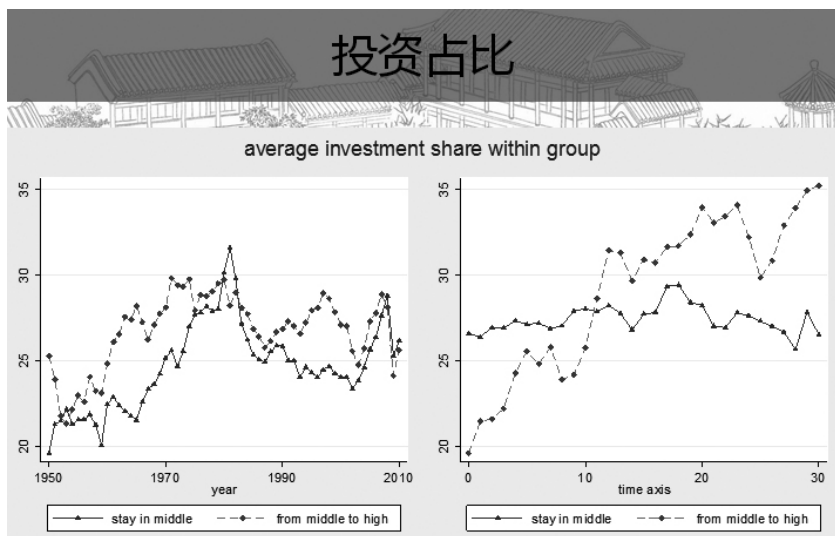


图 6：各经济体的投资占比对比

再看一下贸易依存度（图 7）。我们看到的情况是，贸易并不一定对一个国家有好处。看右边这个图，这些成功经济体的贸易占 GDP 的比重实际上比没有成功的经济体要低。一个国家搞贸易，未必一定能成功。这个跟我们通常的直觉不太一样，我们都知道，亚洲四小龙是贸易立国，但是我们没有细究他们到底做的什么样的贸易。

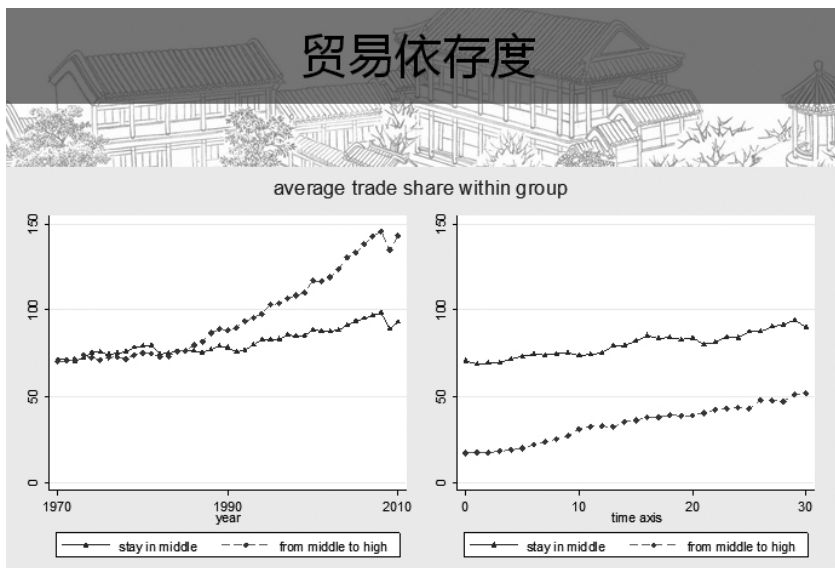


图 7：各经济体的贸易依存度对比

下一张图（图 8），就给大家看得很清楚。贸易是要做，但是要做什么样的贸易呢？要做制造业产品出口。这些没有成功的经济体，它的制造业的出口占比是相当低的，成功的经济体的制造业出口是相当高的。因为那些没有成功的经济体，多半是在出口什么呢？多半是原材料，就像巴西，直到今天，还在出口原材料，所以他要摆脱中等收入，其实还是有难度的。

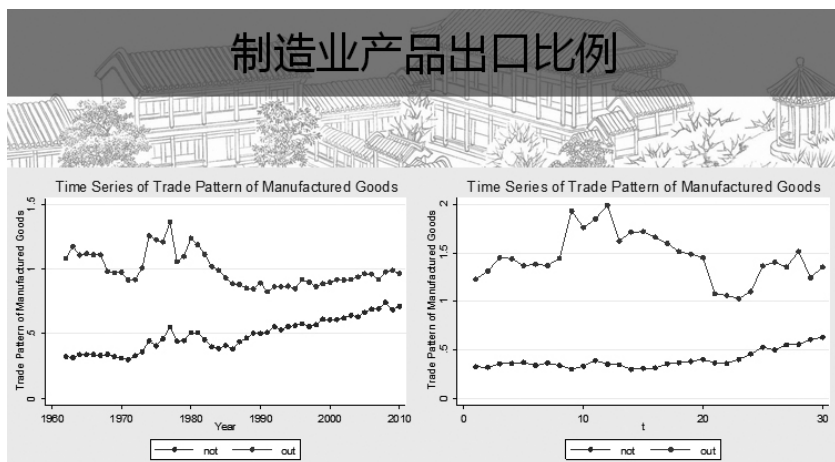


图 8：各经济体的制造业产品出口比例对比

另一方面呢，我们看一下经济增长中的工业占比（图 9）。

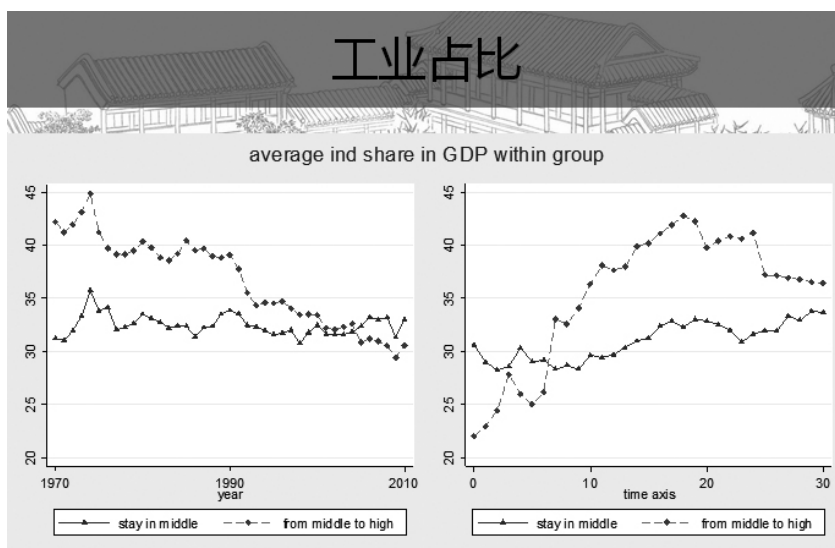


图 9：各经济体的经济增长工业占比对比

工业占比也很说明问题，11 个成功的经济体的工业增加值占 GDP 的比重相当高，特别是在中期，达到了将近 45%。我国前一些年比较高，达到 48%，这些年一直在下降，我看公布的去年的数据，我们已经下降到 45% 以下了。也许中国按照 GDP 来讲，工业占比已经开始下降，但是我们的就业占比呢，我估计可能还要略微增加一点，因为我们达到 30%，离顶峰可能还差一点。韩国 1990 年的制造业就业占比达到最高峰占 30%。由此来推算，可能中国制造业占比达到最高峰，应该在 2019 年左右，因为我们现在的收入大概相当于韩国 1985 年的收入。再加上五年，差不多是这个样子。你要想成功，还得干点苦活、脏活、累活，没有说你一步可以登天的。很多印度人说，我们搞服务业，我们是世界的办公室，你们中国是世界的工厂，好像印度高我们一等似的。这是不可能的，一个大国没有制造业，是不可能真正的经济增长的。实际上印度的经济学家都明白这个，只有那些不太明白的印度人才会那么说。制造业还是重要的。其实我们还有其他的数据，还会发现，这些不成功经济体，特别是拉美国家，工业占比很早就开始下降，制造业永远是一个驼峰形的，先上升然后下降，这是经济结构转型最明显的特征。但是巴西工业就业最高峰达到 25% 后就开始下降，它的人均收入不是达到在达到 1 万 2 千美元以后，而是在 6、7 千美元的时候就开始下降。我觉得这是他们没有摆脱中等收入陷阱的很重要的原因。如果你看一下中国的数字，我们在 1990 年代末的时候，我们几乎要开始下降，这也说明我们加入世贸组织的重要性。朱镕基顶住压力，加入了世贸组织。这之后，本来我们开始要下降，突然又一个剧烈的上升，我们工业就业又上升了近 10 个点。经济危

机之前七、八年，我们的经济增长速度可以用疯狂来形容，每年都超过 10%，我们八年间出口翻了五番，这样一个疯狂的增长。我们很多人做预测的参照物是错的，他们用的是 2001 年到 2008 年来参照，2001 到 2008 年我们是超常增长，不能用那个来做参照。我们真正的所谓常态，应该是 1980 年代，1990 年代。

以上这是工业结构。另一方面，我们要看一下就是所谓的人类发展指数这一方面。我们从 1978 年开始，人类发展指数就高于多数同等收入国家的水平，如果你对比一下中国 1978 年和印度 1978 年的情况，我们那时候的人均收入比印度要低四分之一，我们那时候很穷，中国的人均收入超过印度是 1992 年的时候。但是我们那时候预期寿命比印度要高十几岁，我们的识字率比印度高 20 多个点，直到今天，我们还是比他们高 20 个点。我们的高等教育入学率比他们低，我们直到扩招之后，高等教育入学率才比他们高。所以这个很明显，中国是关注基础教育、平民教育，印度是关注精英教育。印度的一位经济学家拿了 1998 年的诺贝尔奖，人家问他，为什么中国经济增长那么快，而印度经济没有太大的起色？他说你看一下 1978 年就知道了，中国的人类发展指数远高于印度（图 10）。成功的经济体和不成功的经济体之间的差距是多少呢？将近 15 岁。这个差距是巨大的。这反应了一个国家的卫生水平，卫生水平高了，显然它是创造生产力的。

另一方面，教育也是相差非常大（图 11），我这里只用了平均的教育年数，这个差距基本上也是持续的差一年多的教育水平。如果大家看一下更具体的数字，比如说，高等教育的入学率，这个差距没有那么大，只有到后期这些成功的经济体才超越了，在前期他们是在基础教育方面超越比较多

一些。

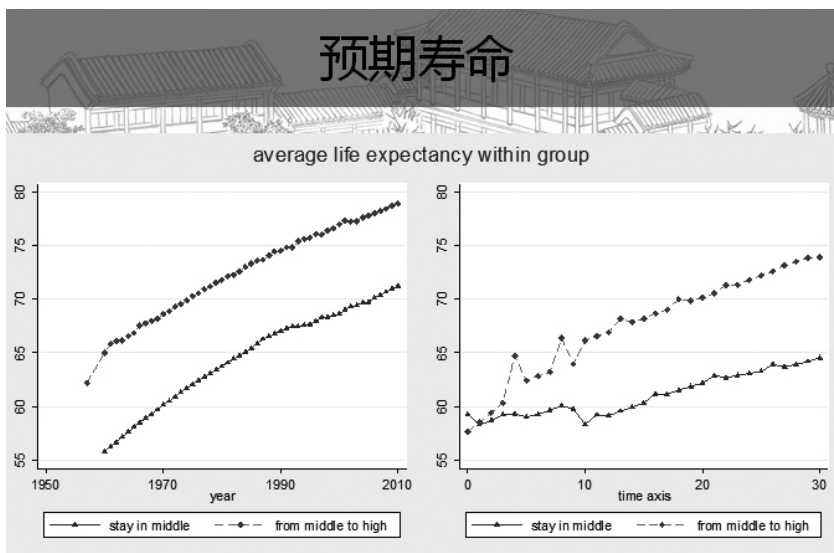


图 10：各经济体的预期寿命对比

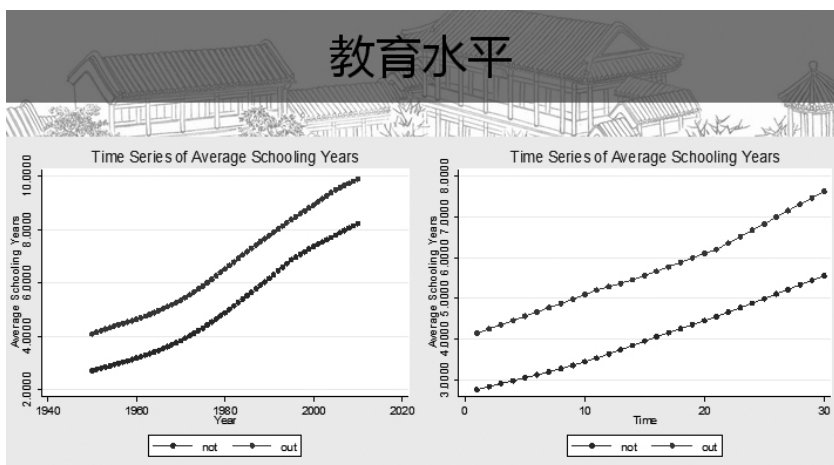


图 11：各经济体的教育水平对比

另一个是民主化方面。这个图（图 12）很有意思，民主化程度在进入中等收入的头 25 年里头，成功经济体和不成功经济体，没有任何差别，都是搅在一起的。但是 25 年之后，这些成功的经济体突然开始民主化了。当然这里有很大的原因，是因为台湾、韩国，包括香港，开始进入了民主化时代而造成的。如果说我用这个图来预测中国的民主化进程，可能我们还得等 20 年的时间，或者将近 20 年。因为中国达到美国的 8%，也就是近期的事情，这都是按照真实收入计算。如果我没有记错，可能 2008 年左右我们达到了美国人均收入的 8%。这图也说明，至少在早期，民主和非民主之间，就经济表现而言，没有多大差别。事实上东亚这些经济体都是强人政治，用强人政治把经济搞上去了，然后开始民主化。台湾地区是最显著的，蒋经国说过一句话，一个执政党使用暴力是很容易的，在适当的时候，不使用暴力，实际上是很难的一件事情。但是在 1987 年，有一天他突然明白了，台湾开始民主化。

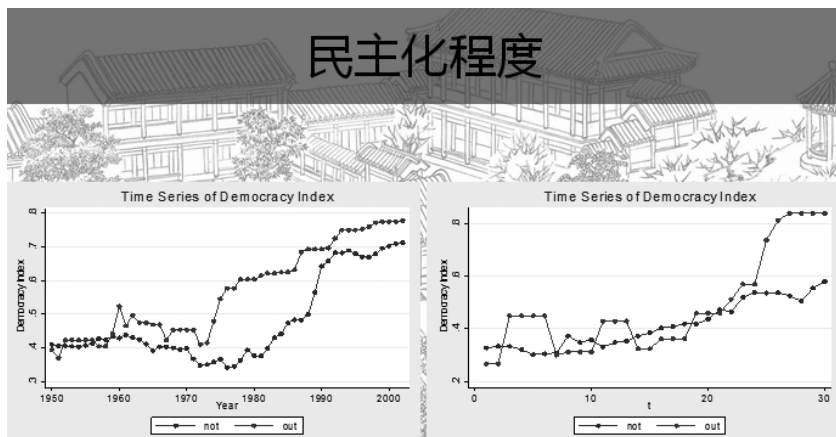


图 12：各经济体的民主化程度对比

另一方面，我们看政府廉洁程度（图 13），这个用的透明国际所谓的 CPI，这图也很明显，这些成功的经济体是比较廉洁的，比不成功经济体要廉洁一些，所以总体而言，腐败对经济增长有负面作用。

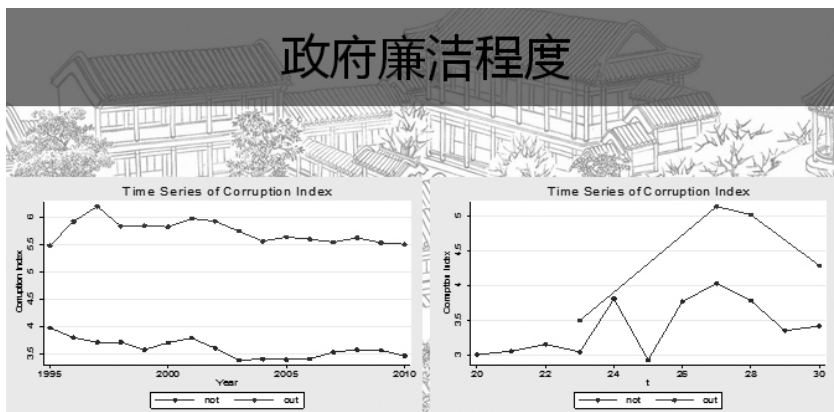


图 13：各经济体的政府廉洁程度对比

再看一下不平等程度（图 14）。摆脱了中等收入陷阱的这些经济体基本上是比较平均的，我们看韩国，还有我们台湾地区，他们经济系数只有 0.3 到 0.5，台湾实际上还在下降，这又是一个不大不小的奇迹。他们的经济增长本身是一个奇迹，增长如此之快的时候其收入分配还是非常平均。你看那些不成功经济体，特别是拉美国家，高的离谱，巴西 2000 年最高的时候超过了 0.6 了。

看一下土地经济系数，也基本是一样的。韩国还有台湾地区都很低，他们有过土改，其他这些国家都没有土改，所以土地分配非常不均匀。马来西亚以前增长得非常好，这些年都是很差，中国很快可能就会超过马来西亚。我们去年人

均收入方面可能已经超越了泰国，我们早已超过了菲律宾，但是你看菲律宾也有同样的问题，就是非常的不平均。

不平等程度						
Panel A: Gini coefficient of income						
Country	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2000s
Argentina					51.8	
Brazil		53.0	57.6	57.8	59.6	61.2
Korea	34.0	32.0	33.0	38.6	34.7	36.9
Malaysia			50.0	48.0	49.9	49.9
Philippines	46.1	49.7	49.4	46.1	47.9	49.4
Taiwan		32.2	29.4	28.0	30.1	34.5
Panel B: Gini coefficient of land						
Country	1960s	1970s	1980s	1990s		
Argentina	85.6			81.4		
Brazil	84.0	84.0	85.0	85.0		
Korea	34.0	37.0	35.0	34.0		
Malaysia	64.0					
Philippines	56.0	51.0	51.0	55.0		
Taiwan	39.0					

图 14：各经济体的不平等程度对比

由此，我们反观中国（图 15），我不仔细说这个，但是这些都是我们的常识了，高储蓄高投资，发达的制造业，较高的人类发展指数。不仅我们起始条件下，人类发展指数比较高，我们现在的人类发展指数的进步速度也是非常高。在座的是年轻人居多，我估计在座的年轻人，女生都得照着 90 岁以上去活，男生都应该照着 85 岁去活。我们的大学入学率大概现在是 27% 左右，到了 2020 年，按照我们教育部新的规划要是达到 40%，增长非常快。还有我们的科技投入也是，我们科技投入去年是 1.98%，那么 2015 年达到 2.2%，接近发达国家的水平。人口红利尚未耗尽，等会

我给大家看这个数字，我觉得这方面的误解太多了。我们宏观经济比较稳定，自从亚洲金融危机之后，我们通胀率从来没有没有超过 10%，这可能有低估，因为房价折到我们 CPI 里面不够，但是即使折进去，我想超过 10% 的概率也是比较低的。

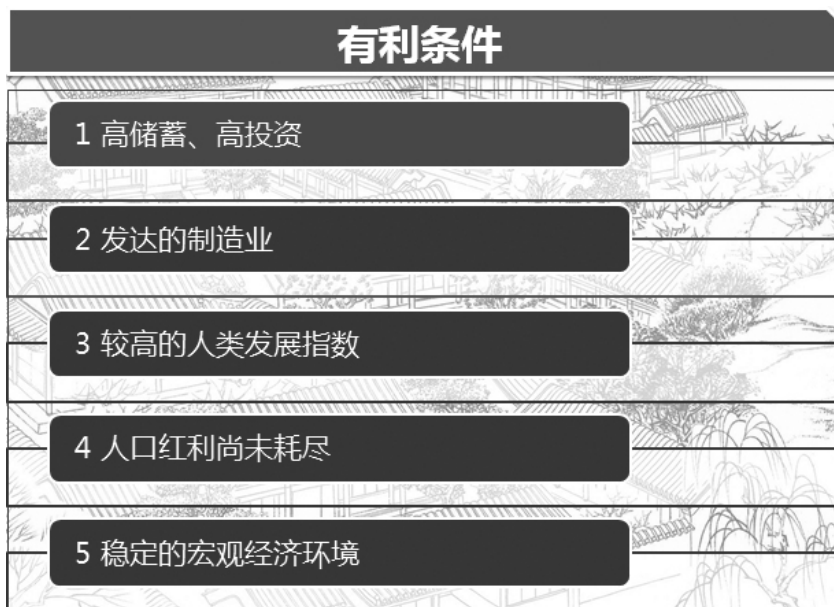


图 15：中国经济增长目前的有利条件

特别想说两个事情，一个是不平等，一个是人口红利问题。如果说中长期有一朵乌云飘在我们头上的话，我觉得是不平等。不平等怎么影响经济增长呢？主要通过教育。我们现在的正规教育是抓得比较紧，但是我们已经在工人队伍里的这些人，属于农村进城的这些工人，他们的教育水平太低了，80% 的人都只有初中以下教育水平。大家现在的收入，

平均而言大概 3 千块钱。我们要实现所谓的人均可支配收入翻番，再过 7、8 年的时间，他们的收入要达到 6 千块钱。我们的人民币币值又在涨，所以到那时候，他们的收入要超过 1 千美元。但以他们的教育水平，能达到那样的收入水平吗？这是极端困难的。我担心中国很快会出现城市贫困问题。我们现在在城市低保里面的人口是 2300 万。新进城的这些人不会回到农村的，会沉淀在城市里。未来十年，可能我们会发生很多机器替代劳工的过程，富士康都在用机器人。在这种情况下，如果他们的教育水平不提高的话，我们的经济增长堪忧，我们的社会负担也会加大。这里给大家看一个图（图 16），是教育回报的问题，教育回报呈 S 形曲线，初中以下教育回报增长比较低，高中大学这一段，是增长最快的，每增加一年的教育，收入增加 10%。所以你如果上到大学，和一个初中生比，你的收入自动地应该增加 70%。那就意味着，在早期的时候，实际上有一个所谓的规模高速递增，你把少数资源集中给少数人，让他们获得大学教育是可以的。但是超越了一定的程度，你的教育资源越来越多的时候，这时候平均分配就更好了，让更多人享受中等教育和高等教育，对经济增长是有利的。所以我想，未来的一段时间里面，如何提高我们这些低收入阶层的教育水平，是一个至关重要的问题。好在李克强总理意识到了这个问题，最近这一次国务院常务会议，他强调的有一点就是职业教育，而且说把我们多数普通高校（主要是三本）全部变成职业大学，你不要追求和北大清华一样，而是教大学生真正的技能。当然这个要做起来相当困难，大学里面抵触很多，因为多数老师根本教不了，他们必须下岗，重新换一拨人，这个阻力太大了，好在中央意识到这个问题，我觉得还是有前途的。

不平等、教育与经济增长

- 早期
 - 收入不平等导致教育的集中，在左图的情形下，总回报较高；
 - 不平等有助于一个国家摆脱贫困陷阱。
- 中期
 - 少数人获得教育的边际回报下降，更多的人获得教育可以提高总回报；
 - 不平等可能让一个国家陷入中等收入陷阱。

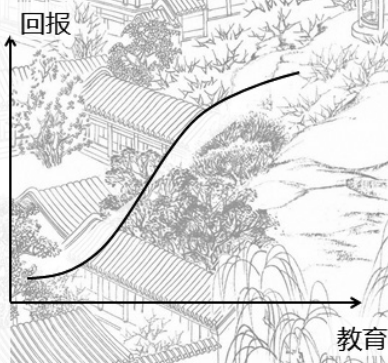


图 16：不平等、教育与经济增长关系

第二个，我们看一下人口转型（图 17）。

不要夸大人口转型的负面作用

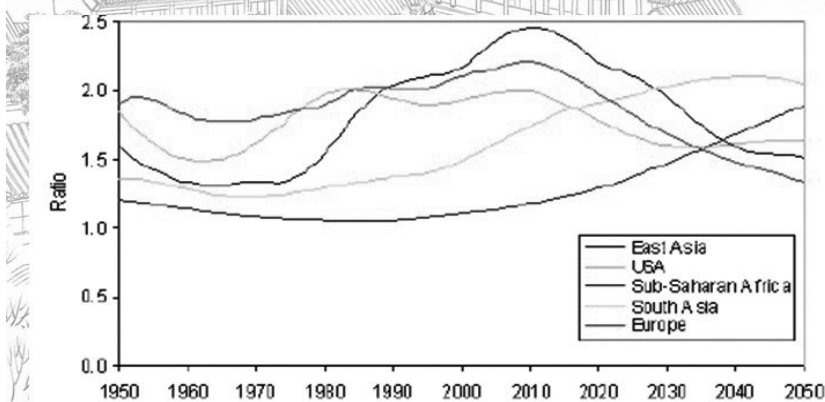


图 17：世界各地区的劳动人口比例 1950-2050

我们的人口红利，当然已经过了最高峰，2010 年是最高峰，但是并不意味着我们就没有人口红利，这是两个概念。因为蔡昉老是强调，我们人口红利正在消失，因为现在人口抚养比在上升，劳动人口比在下降。但是我比较一下全世界，我们还是最高的。图中蓝颜色的线是东亚，我们要和南亚（淡蓝色这条线）比较，要到 2030 年以后我们降得和南亚一样高，南亚将来是第二高。如果这么说，全世界比较来看，我们的人口红利还能持续将近 20 年的时间。因为东亚主要就是中国，人口占了 90% 多以上。不要夸大所谓的人口红利消失，老敲警钟。警钟是要敲，改变人口政策是对的，但是没有我们想象得那么严峻。一个原因，我当然要说教育，其实还有一个就是社保，社保在我们有生之年，包括你们有生之年，大家都不用担心，为什么呢？我们这个政府啊，是非常富裕的，中国政府的净资产是多少呢？社科院财贸所最近出了一个报告，净资产 51 万亿，这是中国政府的净资产。那点社保的亏空，卖一点资产就完全可以弥补。到 2070 年甚至 2080 年，都不会有问题。

我们再看教育（图 18），这是我们 10 年做的调查，我们北大做的全国代表性样本的调查。左边是男性，右边是女性，深色是城市，浅色是农村，我们就对比两组，是 20 岁这一组，和 50 岁这一组。他们之间的教育差多少呢？4.3 年。50 岁这一组在退休，20 岁这组刚刚进入劳动力市场。4.3 意味着什么呢，意味着他们劳动生产率要差 43%，实际上，应该确切的说，是他们私人回报要差 43%，这还没有算社会的回报。这 4.3 年是很大的差距，我们靠教育水平的提高，完全可以弥补我们劳动力的损失，绝对不是一个问题。事实上我们现在观察到的是，我们大学毕业生 700 多万

人就业没有着落的问题，而不是我们缺劳动力的问题，实际上是我们的教育结构出现了问题。

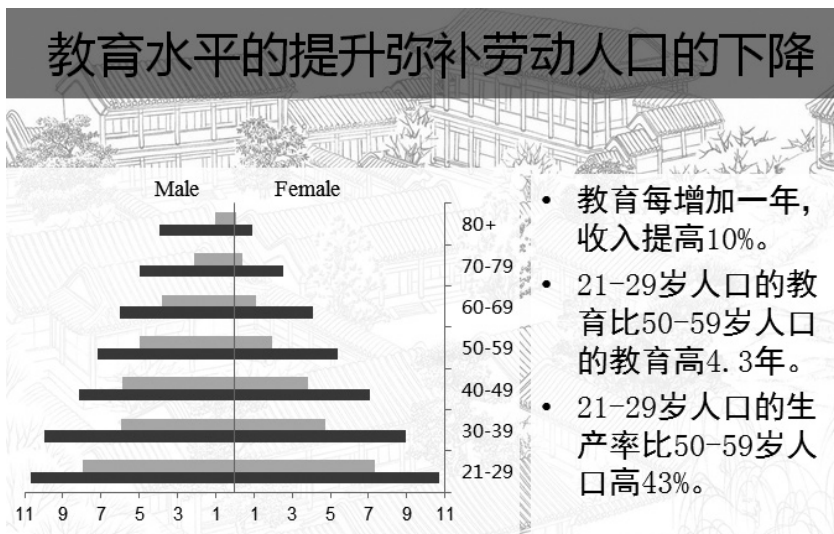


图 18：中国不同年龄阶段受教育水平对比

罗伯特·福格尔是美国的一个经济史学家，他刚去世。几年前，他在美国的一个外交杂志上发表了一篇文章，预测到 2040 年，中国的 GDP 总量，按照可比价格计算，将占到世界的 40%。美国人挺不高兴的，说你为中国人长志气，有人就批他。前年我在芝加哥见到他，吃饭的时候我就问他，我说：你发表这篇文章之后，有很多人批评你，你是不是修改了你的意思？他说，以前我对中国的预测都说明我太保守了。他说 2009 年他做了预测，说中国的汽车销量将在 2015 年达到 1000 万辆，结果中国的汽车销量 2009 年就达到了 1000 万辆，他说你看我保守了。我说你为什么还这

么有信心呢？他说我只要一个指标，就是中国的人力资源水平，教育水平的提高，这一个指标就足够了，就能保证我的预测是正确的。我觉得，到 2040 年中国 GDP 总量达到世界 40%，应该来说，不是一个非常夸张的预测。

我们看一下中国的经济展望，美国是我们的赶超目标，所以我做了中美的对比（图 19）。



中、美经济比较

年份	美国 (万亿美元)	中国 (万亿人民币)	中国 (万亿美元)	美国/中国
2009	14.3	33.5	4.93	2.90
2010	14.96	39.8	5.88	2.54
2011	15.53	47.16	7.49	2.07
2012	16.24	51.93	8.24	1.97
2013	17.00	56.88	9.27	1.83

图 19：中美经济比较

从 2009 年到 2013 年，中美之间的差距缩小了多少呢？2009 年的时候，美国是中国的 2.9 倍，我这里都是按照汇率现价直接计算的，因为按照 PPP 来计算说不清楚。我可以告诉大家三个数，完全不同的。IMF 是比较官方的，他们预测是 2016 年中国成为世界第一大经济体。宾州大学世界

表 (Penn World Table)，他们长期做跨国收入的比较，他们的计算是今年中国要超过美国，成为世界第一大经济体。彼得森国家经济研究所，有一个印度裔的研究员，他的计算说 2010 年中国已经超过美国，成为世界第一大经济体了。我这里没有 PPP 的价格数据，所以我这里直接用汇率的。从 2009 年的 2.9 倍，下降到去年的 1.83 倍，这是短短的四年间，差距就缩小了一倍以上。

中、美经济增长预测

	假设		预测		
	经济增长率	通胀率	2015	2020	2023
美国	3%	1.7%	18.64	23.45	26.91
中国					
高预测	8%	3.7%	11.57	20.11	28.03
中预测	7.5%	3.5%	11.42	19.25	26.32
低预测	7%	3.3%	11.28	18.41	24.71

注：通胀率均以美元计算。

中国的通胀率 = (中国经济增长率 - 美国经济增长率) * 0.4 + 美国通胀率

图 20：中美经济增长预测对比

我这里做了一个比较大胆的预测（图 20），因为这个总是在变，每年我都调整一下。假设美国每年以 3% 的速度增

长，真实增长，通胀率 1.7%，所以美国名义增长 4.7%。中国增长速度，高预测 8%，低预测 7%，中间预测 7.5%。然后再加上通胀率，通胀率以美元计价，所以包含升值因素。中国增长率减去美国增长率，乘以 0.4，再加上美国的通胀率。按照高预测，到 2023 年中国超过美国，成为世界第一大经济体；中预测是马上超过。所以如果我们未来这几年，只要 7、8 年的时间保持 7.5% 到 8% 的增长，我们应该在 2022 年左右超过美国，成为世界第一大经济体。如果低预测呢，我们要差一些，到 2023 年差距还是有一些的。这是我对中国未来经济增长的预测。

有没有风险呢，当然有各式各样的风险，有些风险你是没有办法预测的。我就讲一个短期的风险，短期的风险实际上是我自己看不太明白的问题，我想求教大家。在座可能有金融领域的，我不是做金融的，但是我感觉到我们的新政府上台之后，这两年的宏观经济政策是满拧的，我觉得风险非常大。大家都说（至少业界这么说，但是政府从来没有宣布说）中国经济要去杠杆化，大家普遍认为央行做的就是要去杠杆化。但是我觉得去杠杆化有一个很大的风险。首先，就是它用的指标可能就有错误，比如说我们为什么要去杠杆化呢，第一我们 M2 增长太快，现在已经是 117 万亿，是我们 GDP 的两倍。人民银行也不好意思，因为我们老指责美国说你货币放水，美国人说你看你们央行资产负债表吧，你涨了多少？所以我们央行就没话说，也不敢说它了。另一个呢，是所谓的社会融资总额，增长也很快。但是这两个指标，实际上都是有误导的。误导在哪里呢？对银行资金的限制非常多，不让贷这个，不让贷那个，还有总量控制。银行一看实体经济需要资金，它怎么把这个资金腾挪出去呢，

它就要做很复杂的倒手，它来回贷款，操作来操作去，人为地把 M2 拉上去了。我们影子银行这部分之所以这么大，实际上也跟我们的限制有关系。比如在美国，所谓的互联网金融是很小很小的。现在我们的互联网金融这么大，怎么来的呢？还是因为我们正规金融不行。比如说在美国，你要贷款，只要你有稳定的工作，你就可以贷，我在美国也买过车，只要你有工作，申请就给你了。你在中国贷款买车，各式各样的证明，还要审你这个，审你那个，才能把贷款给你。所以这个所谓的重复计算，不知道有多少，我们的 M2 里面，社会融资总额里头，到底有多少是重复计算的？那么，总量去杠杆化的后果是什么呢？造成资金进一步紧张，推高银行间拆借利率。我们现在已经两次钱慌，第一次钱慌，银行间拆借年化利率 12%，这是要让人发疯的，到了实体经济，这个成本得有多高？年底又有了一次，并且现在还是很高。阿里巴巴余额宝答应的年化利率还是 6-7%，它主要还是在银行间拆借市场里面做的一些业务，说明还是缺钱，人为的造成了资金的紧张。另一个方面，抬高了优势企业和普通企业之间的利差，如果你是国有企业，如果你是好的私营企业，你还可以拿到银行所谓的基准利率，甚至更低。但是对于中小企业，对不起，你得付非常高的利率，至少 10%，加上担保，12-13% 这是非常常见的，最终增加了整个经济的运行成本。这就是为什么央视评论员说要把余额宝关掉，因为它平白无故抬高了我们实体经济的运营成本。但是这个板子他打错了，应该打在监管部门的屁股上，打在余额宝屁股上完全是错误的。

一方面，我们央行在卡流量，另一方面，又在鼓励影子银行的发展。你看我们余额宝这个奇迹，春节前它的总额只

有 1500 亿，春节期间到现在激增到 4000 亿。余额宝有多少人参与呢？4800 万人。好象是风险比较低，但是一旦有风吹草动，它可能付不出来 6%-7%。如果是这样的话，会不会引起社会动荡？这个很难说。最终造成的结果就是实体经济高风险运行，这个贷款利率如此之高，只要是你真正的利润率降那么一点，他可能还不起，可能出现很大的风险。事实上温州已经出现了金融危机，全国会不会出现这样的类似的金融危机呢？很难说。还有房价下行，也可能会有风险，现在杭州已经开始了，会不会蔓延到其他一线城市呢？能跌多少呢？政府会不会出手救市呢？不仅要救金融界的市，而且要救房市呢？这都是未知数。还有地方政府的市政债，他们融资成本也是非常高的，大约 6%-7%。这样的融资成本，几乎没有可能还出来，也没有政府想去还款。这都造成了我们实体经济的风险。

所以我在想，金融改革的方向，到底怎么改？目前的状态呢，好象是总量去杠杆化，加上影子银行的利率市场化来曲线救国。我们正规的金融市场利率没有市场化，但是通过影子银行把利率市场化了，最后的结果是杠杆率并没有下来。去年我们已经很严了，但是你看一下，我们去年 M2 的增长，超过了前年的增长，说明你这样总量去控制并没有起到作用。我们实体经济的运行成本又大大增高，我觉得这个思路大大增加了中国经济运行的风险。我是金融的外行，但是我感觉，中国目前这种状态大概是离金融危机最近的时候。

正确的思路是什么呢？应该是结构去杠杆化，加上金融市场的开放（图 23）。

去杠杆化

M2和社会融资总额不是高杠杆的好指标

- 对信贷总额的限制造成银行资金体内空转
- 影子银行业务的扩大也和对信贷的数量控制有关

总量去杠杆的后果

- 造成资金紧张，推高银行间拆借利率
- 抬高优势企业和普通企业之间的利率差
- 增加整个经济的运行成本

图 21：去杠杆化政策

影子银行业务泛滥增加经济风险

余额宝的奇迹

- 春节之前，总额为1500亿元
- 春节期间到现在，总额激增到4000亿元
- 主要投资和和银行间拆借市场相关的业务
- 承诺年化回报率高达6-7%

风险

- 实体经济高风险运行：微弱的经济下行可能导致违约风险，如：
 - 房价下行风险：可能引起连锁反应
 - 地方政府市政债

图 22：影子银行业务泛滥增加经济风险

金融改革的方向

目前的思路：总量去杠杆化 + 二渠道利率市场化

- 杠杆率没有下降
- 实体经济运行成本上升

正确的思路：结构去杠杆化 + 金融市场开放

- 限制地方政府举债
- 缩减信贷数量控制
- 向民资开放正规金融市场

图 23：金融改革的方向

事实上，去杠杆化首先要去地方政府的杠杆，你把地方政府的举债管住了，我们 40% 的信贷膨胀已经管住了。过去 10 年，我们正规渠道贷款，40% 甚至更高的比例都是基础设施建设。这个基本都给了地方政府，如何限制它，是一个非常重要的事情。地方政府要发展，怎么办呢？我也跟一些业界的人聊过，我觉得可能的一个办法，就是财政部发债。由地方政府发债是很麻烦的事情，由地方政府到债券市场去发债，根本行不通，将来会出现很大问题。我们是一个单一制国家，不是联邦制国家，联邦制的国家可以让底特律破产。如果没有纪律，哪有市场？我感觉还是应该由财政部来发长期建设国债，20 年的，然后给我们国开行，再分到各个省去，用这笔钱撬动社会资金来做，不要到我们市场上去扰乱我们金融市场的秩序。再一个，就是缩减信贷数量控

制。你数量控制好象是控制住了，事实上这些银行都在想方设法绕过这个控制，结果把我们 M2 推上去了，把影子银行规模推上去了。最重要的，还是应该向民间资本开放正规金融市场。有些人已经提出来了，你余额宝是超国民待遇，你相当于揽储啊，但是你没有准备金，你不需要付准备金，别的银行要付 20% 的准备金，你不用付。你干脆让它设计成一个银行，其实阿里巴巴已经提出申请设立阿里银行。年前三中全会刚开的时候，我看很多人都非常兴奋，说有希望了，年底肯定批几家民营银行，包括阿里银行。结果一家都没有批，到现在也没有任何的说法。与其让阿里巴巴去搞这种网络金融，还不如让他开一个银行，你可以加上很多的监管。我想这样才是一个正确的金融改革方向。现在这种状态下去呢，保不准我们会发生真正的金融危机，我的讲话就到这里，余下的时间希望可以和大家交流一下。谢谢大家！

提问与讨论

乔依德：非常感谢姚洋院长做的精彩演讲。这个题目不太好讲，但是他讲的非常精彩，条理很清楚，而且还结合当前的情况，讲了它自己的看法，不仅讲长期，而且讲短期一些风险。下面就是大家讨论、提问的时间。我想，在座各位可能有很多问题，那么接下来大家可以利用这个机会，抓紧时间提问题。

陈伟恕：我听下来很有启发，但是有两个事，请姚院长再深度说明一下。你讲的与其他国家的对比，给我们很多启发。东亚发展很快，但其实就是一些小地方，新加坡、韩国、台湾、香港之类的。我们是一个大国，有自己的一套轨

道，下一步怎么样，我感觉进行国际对比恐怕要和我们支撑增长的内在要素挂起钩来，才更有说服力，否则很难讲。20年前，我们也想不到现在这样，当时也有国际比较的研究，想不到今天的情况。今天我们什么样，今后又是想不到的，所以内在的东西要分析，然后和国际挂钩，这是一个问题，说明一下。第二个问题，最后一个结论，你说总量去杠杆化不妥，结构去杠杆化妥。但是我感觉，结构和总量能离得开吗？你结构现在要大大调整，在一定的货币制度和一定的比价的情况下，总量一定要变化，所以总量和结构不能截然分开。从现实来看，总量过度杠杆化已经很明显了，金融系统盲目竞争，银行之间也这样，各种非银行业机构，包括现在互联网金融也很乱，过度竞争，泡沫很大。所以，之前没有提过结构去杠杆化，只讲总量去杠杆化，这两者恐怕不能截然分开，请您解释一下。

姚洋：关于第一个问题呢，我认为这是两个层面的问题，我这里大概只讲了一个层面，经济层面。换句话说，我可以这样说，我们国家具备了摆脱中等收入陷阱的那些必要条件。另一个层面，是在政府层面，怎么运用这些好的条件，让这个条件发挥作用。这方面，我觉得还是有信心的，就是我们新一轮的改革，实际上在创造条件，把我们这些有利的因素变成真正的生产力。如果我们还是像过去十年那样，不搞改革，可能真正会把我们有利的这些条件浪费掉，这是有可能的。好在新一届政府已经意识到这个问题，特别是习近平，他身兼数职，当深化改革领导小组组长，实际上把他自己的声誉压上去了，他完全没有必要这么干，这以前都是总理的事，他这次这么做，是表明他的决心，我一定要做成。这方面，我还是有信心的。因为中国是一个大国，其实大国

更好。小国一增长，马上就到头了，增长不成了。大国有大国的的好处，上海的人均收入是我们最穷的贵州省的 7 倍，这么大的差距。上海进入慢速增长的时候，比如上海经济增长下降到 6% 或者 5% 的时候，我们广大的中西部，还在以 7% 或者 8% 的收入增长，所以还能使我们的经济增长速度保持下去。当然大国有大国的的问题。

提到总量和结构的问题，我一开始可能没有说清楚。我说的总量去杠杆化是想把源头掐死，不给你注入流动性，我把这个叫总量去杠杆化。去杠杆化的意思，就是让我们的负债率下来，不管是总量，还是结构的，我们目标都是要让负债率下来。但是我认为，你把源头掐死这种办法不对，会把我们的经济降下来，而且会放大风险。结构去杠杆化，我们是要把负债率降下来，但是怎么降，这是要有一个办法，不能全面的降，要有一个突破口。这个突破口呢，我觉得，至少从目前来看，是从地方政府的负债作为突破口，你把地方政府的负债率降下来，那么总量也降下来了。

陆明：姚洋先生，你好！听了你的报告很受启发。我总的感觉，你基本上还是一个学院派的风格特色，详细的做了国际比较和经济研究。我看了一下，大学来的不多，我是半个大学的，我自己已经离开大学了，和地方政府混的比较多，和企业混的比较多。我想以大学以外的视角做一个评论。第一，就是考虑一个国家中长期发展，理论工具过多地用供求模型，可能有点欠缺，应该考虑生产因素、投入资本，还有技术因素。中长期发展漏了技术进步是不可思议的，能解释一点，但可能两方面兼顾更完善一点。这是一个评论。第二，刚才说到中国经济规模大，我补充一点线索。比如说，中国经济总量超美国是不稀奇的，10 年 20 年

够了，但是中国人均收入超美国，那是可怕的。如果今天中国人均收入是 8 千美元左右，达到美国 5 万美元，你想想中国的经济规模有多大？每次我把这个题目出给那些大学生和企业家老板的时候，算下来结果都吓一跳。因为人口是美国的 4.5 倍，中国未来的经济规模是今天美国的 4.5 个，美国的经济规模是全球的四分之一，那时候中国就是全球的经济规模。那么问题来了，增长的源泉何在，动力何在，资源何在？还能走美国的路，欧洲的路，日本的路吗？这是大国的难题。所以，中国未来的增长在什么程度上依赖于技术进步？这是未来增长的大问题，其它短期总供求问题，我觉得都不是问题。

姚洋：感谢你提出这个问题。其实我的比较，有一部分都是在说技术进步的，只不过我没有提这个技术进步。比如我说我们的教育水平提高非常快，我们的科技投入提高非常快，其实都是在说，我们科技进步的条件已经具备了。中国政府最重视的就是技术进步，我们天天在说，我们要增加附加值。其实，我最不担心的就是技术进步，因为中国政府太知道这一点了。我说的远一点，美国人已经说了，奥巴马说了，我们美国不会容忍做老二，但是中国也不会容忍做老二啊，对吧？中国的目标是赶超美国，那就要搞技术进步，这个我觉得是毫无疑问的。我倒觉得你提了一个很重要的问题，中国如果人均收入超过美国了，世界会如何？这个问题我觉得是一个重要的问题。当然我们在座的大概都看不到，因为日本今天都没有超过美国，但是日本已经接近了，是美国的 70% 到 80%。但是我觉得我们必须乐观，不乐观的话，我们就必须打仗，不打仗我们怎么可能增长呢？但是作为经济学家，我觉得有乐观的理由。这个理由在哪里

呢，就是要相信我们人的智慧，我们人力资本在不断提高。我们现在老看到这个地球上资源是有限的，可是宇宙的资源是无限的，对不对？这不是笑话，也许 20 年之后，我们就到月球上去开采了，这是极有可能的。我们可以打这个赌，20 年后，如果有些贵金属的确很贵的话，我保证月球被开采。可能 30 年之内，我们开始开采火星，是有可能的。最终你要想到，太阳系有一天会灭亡掉的。但是人类能等着我们的子孙几万年后的时候，说明天我们地球就灭亡了，我们子孙会等到那一天吗？离那个还差几千年的时候，我们已经到外太空去了，你必须要有这种乐观的态度。要是没有这种乐观的态度，我们现在就得打仗了。

马弘：我还是说一点刚才讲到的这个总量的问题，去杠杆的问题。我觉得去杠杆不是问题，但是去杠杆的路线图倒是问题。刚才要姚院长你讲到，地方政府发债的问题，可能解决了这个发债，负债率就降了。其实另外一条路，我们已经准备在走了。国有企业的改革，混合所有制，如果这个一做，我们不知道要消化多少现金流，这样资本投进去，负债率又下来多少？另外一个，刚才讲到技术投资的问题，我们现在体制有很大的问题。我们现在这几年搞科技创新、科技产业化，有很大的毛病。我们现从税收制度一直到分配制度，到现在都没有解决，如果这个问题解决了，这两条路一走，我们去杠杆化其实很容易。

姚洋：也有记者来采访我说，你对国有企业改革方向有什么看法？我觉得，这一轮国企改革，如果按这个路子改，大概就没有前途。如果让国资委真正成为一个出资方，然后就想象我们国有企业变成市场主体，但是最关键的问题是谁来任命董事会，谁来任命总经理？如果还是我们的组织部门

控制，改和没有改一个样，不在于谁出钱的问题，是谁管人的问题，这才是最重要的。第二个，股权多元化，引进私人股份，如果这个私人股份进来能捞到一些好处，甚至能控股，他能做。但如果我一个私人企业家，做一个国有企业的小股东，我绝对不干。所以我是怀疑这条路的。如果真正想改国有企业，就让它全部上市算了，变成一个公众公司，国家还能拿回来很多钱，变现，现在国有企业还值点钱。这条路不容易走通。我怀疑通过这个能把国有企业的债务降掉。再说，国有企业占的比重虽然还是很高，但不是唯一的债务，我们的杠杆率高，其实还有私人企业的问题，最重要的还是地方政府，或者地方政府控制的那些融资平台的问题，他们的杠杆率太高了。还是要真正来一点实际的东西，你想着绕着走，通过绕弯的方法，把杠杆减下来，是不太现实的。

乔依德：我也有一个问题，或者说一个评论。你刚才讲到短期的金融风险，讲到 M2 和社会融资总额不是一个很好的衡量指标。那么，你觉得好的衡量指标是什么？我给你一个提示，因为几个星期以前，我们也请了复旦李韦森教授给我们做演讲。他认为，M2 不是一个好的指标，社会融资总额也不是，他认为基础货币 M0 是一个比较好的指标，我不知道你的看法怎么样？

姚洋：你要看到还有个乘数，这个乘数多大，差距会非常非常大。用 M0，我觉得在成熟稳定的情况下当然可以，但在不稳定的情况下等于没有用。信贷卡得松一点或紧一点，乘数可能差异非常大，M0 可能不是一个太好的指标。你唯一能看的就是央行资产负债表方面，是不是外汇占款上升了，因为我们 M0 增加，基本都是因为外汇占款上去了，只反应了这个事情。关键还是我们能不能通过一些调研，真

正把重复计算的部分搞清楚，银行有多少资金在空转，我们大体知道一个比例，这样才好去推算。

张明海：姚教授，我问你一个刚才你演讲中的细节问题。你刚才提到，不用担心中国的养老问题，中国政府有很多资产，53 万亿。是我的问题是，如果万一哪一年，我们确实要动用政府的资产，变卖资产来补充养老金的话，我们卖给谁呢？那么大的资产规模卖给谁？

姚洋：如果中央政府把这个事情想明白的话，他从今天就应该卖，缓慢地卖。很多国有上市公司，政府还持有很大的国有股不流通。你不用一次性地卖。每年卖几千亿，股市不太好，通过这种办法，可能把股市打上去了。

乔依德：时间不早了，我们今天就到此结束。再次感谢姚洋的精彩演讲，也感谢大家的积极参与。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）