

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 55 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
二〇一四年八月

序 言

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

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 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》。

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 '胡旭照' (Hu Xizhao), written in a cursive style.

编者的话

本期《研讨实录》收录了基金会最近举办的“2014 世界和中国经济论坛”的实录。这已是基金会自 2007 年以来第八次举办“世界和中国经济论坛”了。

上半场是全球经济专题。黄海洲（中国国际金融有限公司首席策略师、董事总经理）认为美国去杠杆化过程已完成；欧洲去杠杆化尚未开始，但也没有加杠杆；新市场国家过去 5 年都在加杠杆。他对未来全球增长持谨慎乐观的态度。徐明棋（上海社会科学院研究员、卓越发展研究院国际经济研究中心主任）认为欧洲经过 5 年多的缓慢调整，已经开始缓慢复苏。德国、北欧国家，甚至中东欧国家复苏态势比较好，但是南欧国家情况不太乐观。陈建安（复旦大学经济学院教授）指出日本来自于海外的收入增长比较快的趋势没有发生根本变化，假如不用 GDP 的概念而用国民总收入的概念来衡量日本未来中长期的走势的话，显然还会稳步增长。

下半场是中国经济专题。Alfred Schipke（国际货币基金组织驻华首席代表）强调中国应该走上一个持续发展的道路，并估计今年中国 GDP 还可以增长 7.5%，从短期来说，这会有一些负面的影响，但是从中长期和从结构改革来说，是很好的。沈建光（瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经

济学家）认为中国处在换挡期，长期经济增速下滑，结构调整拐点已经出现了。他对下半年经济是比较乐观的，下半年可能看到有很大的改革措施。连平（交通银行首席经济学家）认为中国经济运行进入了“新常态”，并概括了六个新特征，他指出今年下半年和明年的三个主要风险是通缩、房地产和市场违约。石良平（上海社科院经济研究所所长）对中国经济长期高速增长毫不怀疑，他认为继续按照现在的政策，接下来反弹到 8% 是很快的。

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

二〇一四年七月三十日

目 录

会议议程.....	1
开幕式.....	3
主办方 胡延照致辞.....	3
合作方 王志超致辞.....	4
合作方 胡健岗致辞.....	6
专题讨论一 全球经济的复苏.....	6
黄海洲 去杠杆化与长期经济停滞.....	7
徐明棋 欧洲经济复苏形势.....	15
陈建安 “安倍经济学”能否使日本经济走出困境?	22
互动讨论.....	31
专题讨论二 中国经济的增长前景.....	37
Alfred Schipke 寻找平衡: 针对中国快速和稳定的增长	38
沈建光 大拐点: 中国经济的关键变数与崛起之路.....	44
连 平 中国经济运行“新常态”解析.....	51
石良平 中国投资结构调整的效果分析.....	60
互动讨论.....	69

会议议程

7月15日 5楼大宴会厅A厅+B厅	
13:30-13:40	主办方致辞 上海发展研究基金会 合作方致辞 王志超 上海财通资产管理有限公司董事 总经理 胡健岗 上海景荣股权投资基金管理有限公司 执行董事、创始合伙人、首席投资官 主持人： 全秋梅 卓越 [®] 发展研究院对外联络主任
专题讨论一 全球经济的复苏	
13:40-14:00	演讲嘉宾： 黄海洲 中国国际金融有限公司首席策略师、 董事总经理 演讲题目：《去杠杆化与长期性经济停滞》
14:00-14:15	演讲嘉宾： 徐明棋 上海社会科学院研究员、 卓越 [®] 发展研究院国际经济研究中心 主任 演讲题目：《欧洲经济复苏形势》
14:15-14:30	演讲嘉宾： 陈建安 复旦大学经济学院教授 演讲题目：《‘安倍经济学’能否使日本经济走出 困境？》

14:30-15:00	主持人：杨燕青 第一财经日报副总编辑 互动讨论 ● 美国经济今年下半年的走势如何？ ● 欧元区经济何时走出低谷？ ● 日本“安倍经济学”能否完成长期稳定发展的结构调整？ ● 新兴经济体受发达国家 QE 退出冲击是否已经基本释放？
15:00-15:30	茶歇
专题讨论二 中国经济的增长前景	
15:30-15:45	演讲嘉宾：Alfred Schipke 国际货币基金组织驻华首席代表 演讲题目：《寻找平衡：针对中国快速稳定的增长》
15:45-16:00	演讲嘉宾：连平 交通银行首席经济学家 演讲题目：《中国经济运行‘新常态’解析》
16:00-16:15	演讲嘉宾：沈建光 瑞穗证券亚洲公司董事总经理 首席经济学家 演讲题目：《大拐点：中国经济的关键变数与崛起之路》
16:15-16:30	演讲嘉宾：石良平 上海社科院经济研究所所长 演讲题目：《中国投资结构调整的效果分析》
16:30-17:00	主持人：乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长、卓越®发展研究院院长 互动讨论 ● 如何在实现“稳增长 调结构 促改革 惠民生”几个目标的过程中取得平衡？ ● 中国经济增长能否达到百分之七点五？中国当下的微刺激政策是否足够？还需要采取进一步的政策措施吗？ ● 明年中国经济的前景如何？
17:00	会议结束

开幕式

全秋梅（主持人，上海发展研究基金会公共关系主任）：各位来宾，朋友们，女士们，先生们，下午好！

2014 年世界和中国经济论坛现在开始！首先请上海发展研究基金会会长、原上海市副师长、原市人大常委会副主任胡延照先生代表主办方致辞！大家欢迎！

主办方 胡延照致辞

胡延照（上海发展研究基金会会长）：尊敬的各位来宾，女士们，先生们，朋友们，下午好！

欢迎各位参加“2014 世界和中国经济论坛——复苏与增长”。我谨代表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！

目前，大部分的数据显示，全球经济已经处于复苏的轨道，但主要经济体的经济复苏进程仍不平衡。美国制造业采购指数已经创 4 年来的新高，日本和中国的制造业数据也有所上升，但是欧元区制造业的增速由于受法国拖累而下滑。

发展中国家在受到发达国家量化宽松政策退出冲击以后，已经逐步稳定。不过，世界经济的复苏还是比较脆弱的，还有很大的不确定性，是否能持续增长还有待于进一步的观察。国际货币基金组织近期表示，对亚洲新兴市场，特别是中国充满信心，认为中国经济不会急剧下滑，只是增速有所放慢，而这种放慢的增长更具有可持续性。

总体来说，国际国内对中国经济的成长前景都比较关注。因为中国是第二大经济体，对世界经济和其他国家有

相当的影响力。国内外对于中国经济还是有比较大的争议。中国国内的数据显示，二季度经济发展状况比一季度有所改善，但是仍然存在着较大的下行压力。中国经济能不能保持7.5%的增长，目前温和的刺激政策是不是已经足够，明年的经济前景如何？针对这些问题，我们今天邀请了经济界的资深专家学者展开生动讨论和观点交流，为经济工作和投资决策提供信息和参考。

本次论坛由上海发展研究基金会、卓越国购发展专项基金、卓越发展研究院主办，上海钜派投资集团有限公司承办，第一财经日报作为媒体合作伙伴。在此，我们向合作方表示诚挚的感谢。最后衷心祝愿本次论坛取得圆满成功，衷心祝愿来自海外和国内的朋友们在上海逗留期间，工作愉快，生活安康，谢谢大家！

全秋梅：谢谢！下面请上海财通资产管理有限公司董事总经理王志超代表合作方致辞！有请！

合作方 王志超致辞

王志超（海财通资产管理有限公司董事总经理）：各位女士们，先生们，朋友们大家下午好！这里我谨代表合作方之一上海财通资产管理公司对各位嘉宾表示衷心的感谢！

这里介绍一下财通管理有限公司。今天下午与会专家高屋建瓴谈论中国经济走向，而我们金融机构实际践行这个模式。我们在大资管时代里将自己定义为综合的服务商，这样一个服务商正在特有的中国转型经济中间扮演了财务管理和资产管理融为一体的一个角色。

首先，一方面，我们为很多高净值客户做好财富管理工

作；另外一方面，我们把资金投向了中国目前利润率最高的房地产、基建。这样一个过程，符合时代的特征，使信托业务的本土化成长与中国的文化和法律完美融合在一起，实现了蓬勃发展。

其次，我们是利率市场化的定价者。不管是银行利率，还是债券利率，没有办法真正体现出中国真实的市场利率水平，而信托、类信托业务，本身为项目方的融资实现了利率的市场化，体现了真实的价格水平。

第三，我们融通实业和金融的纽带。国内除了银行贷款、证券 IPO 直接融资之外，更多能够为实业带来金融支持的是我们——目前已经突破到了 15 万亿规模信托、类信托托管领域。

第四，我们致力于财务管理与资产管理的结合。目前，很多人群到了一定富裕阶段以后，需要为他们的财富管理做好资产的增值和保值服务，我们需要一个机制更好地实财务与现资产管理的结合。

从合作业务来看，我们与信托公司、银行或银行资管、私募地产基金、第三方财富管理公司合作。从业务的类型来看，我们投资房地产、政府的基础设施建设、供应链的金融、影视基金、证券公司 PE 和产业基金的泛投。我们财通资产管理有限公司，去年 6 月份正式成立至今，已经发展到接近 300 亿规模，其中有 200 亿元主动投向房地产和政府的平台业务领域。最后预祝本次论坛会议圆满结束，谢谢大家！

全秋梅：谢谢！现在有请合作方上海景荣股权投资基金管理有限公司执行董事、创始合伙人、首席投资官胡健岗致辞！

合作方 胡健岗致辞

胡健岗（上海景荣股权投资基金管理有限公司执行董事、创始合伙人、首席执行官）：尊敬的各位领导，各位嘉宾，女士们，先生们，大家下午好！我是景荣基金的首席投资官胡健岗。今天很荣幸能在由上海发展研究基金会和卓越发展研究院共同举办的“2014 世界和中国经济论坛——复苏与增长”论坛上，听取各位与会专家学者对当前经济形势的思考与讨论。

景荣基金成立于 2010 年，是中国第一批不动产投资基金之一。从成立至今，我们始终致力于打造中国城市管理专家，目前景荣基金管理规模已近百亿。2014 年中国投资年会上，景荣基金成功入选 2013 年度中国房地产基金 TOP 10。不动产投资是国民经济重要组成部分。要研究宏观经济形势，不能不了解房地产行业；要从房地产行业发展中分得一杯羹，就必须研究宏观经济形势，两者具有如此紧密的联系。我们以极大的热诚赞助了每次会议，希望能从与会嘉宾思想碰撞的火花中，加深对当前经济形势的认识。

最后预祝本次论坛圆满成功！谢谢大家！

全秋梅：谢谢！下面论坛正式开始，我们第一个讨论的题目是关于全球经济的复苏！下面以热烈的掌声欢迎第一财经日报副总编辑杨燕青女士主持！

专题讨论一 全球经济的复苏

杨燕青：我是第 N 次来到这个论坛了，非常高兴继续主持第一场讨论。第一场讨论将围绕全球经济的复苏展开。

我们从 2008 年危机到目前为止已有 5 年。今年年初，大家认为我们似乎终于走出了危机，终于在欧元区看到了正的增长。美国的情况虽然比较复杂，但是从其他数据来看，情况已经在好转，美国情况的好转，就会带来 QE 的退出，这将对全球经济增长带来什么影响？我们拭目以待今天晚上 10 点钟美联储的听证。欧洲似乎情况不是很好，通缩还是一个很重要的问题。日本有很多小消息。而大家期待中国能有持续改革的动力，同时在结构改革上找到一些新的希望，在投资各个方面看到新的动力。在这样一个大的背景下，我们这一场有 3 位非常优秀的嘉宾，他们从全球的角度、美国的角度、欧洲和日本的角度分别给我们阐释。

我们请出中国国际金融有限公司首席策略师、董事总经理黄海洲，上海科学院研究员、卓越发展研究院国际经济研究中心主任徐明棋，复旦大学经济学院教授陈建安。首先，有请黄海洲博士，他演讲题目是“去杠杆化与长期性经济停滞”。

黄海洲：去杠杆化与长期经济停滞

黄海洲（中国国际金融有限公司首席策略师、董事总经理）：非常感谢上海发展基金会的热情邀请。在这里把我这段时间对全球经济的认识跟大家做一个汇报！

我去年 10 月份做了一个比较大的演讲，认为全球经济虽然在复苏，但可能是长期停滞型的增长，状况并不太好。到了今年 4 月份，我从两个角度再看中美双方的经济增长：第一，是否能复苏；第二，是否能离开所谓的长期停滞状态。

我个人对全球经济增长持相对谨慎的态度，现在还不能确定全球经济将长期停滞。全球经济可以划分为三个板块：美国、欧元区和新兴市场。2008 年危机以后这三大板块发生了比较明显的不同变化。

第一，美国经济去杠杆化过程基本上完成了。图 1 是美国经济四大块的资产负债表。最下面这条曲线是美国的金融业，美国在 2008 年高点的借债负债率占 GDP 的 120%，经过 5 年的调整，金融业去杠杆化过程已经完成。现在，实际上它的负债率不到 80%。

■ 去杠杆化进程发展顺利，家庭和金融机构的负债水平降低。处在最高纪录的现金储备使得企业的资产负债表仍保持强劲。

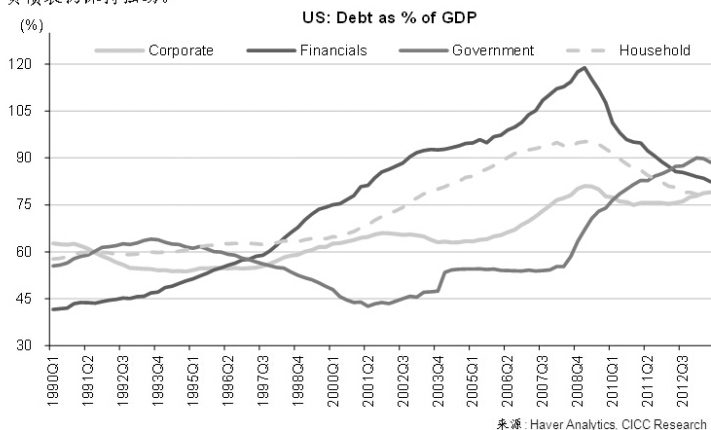


图 1：美国：正在经历再杠杆化的经济体

虚线是美国的家庭负债。美国家庭倾向于超前消费，家庭借贷相对多，负债率达到了 90%。美国企业负债率相对较低，无论危机前后。而危机之后，政府负债率大幅度提高了。政府财政赤字增加。美国政府给了老百姓一定补贴，

比如旧车换新车，使政府杠杆率往上提升。美国政府帮助金融业，尤其银行业快速降低他们的杠杆率，也帮助家庭部分降低杠杆率。降低家庭杠杆率可能会造成美国消费下滑太猛，但是过去几年虽然美国经济增长缓慢，却没有出现大萧条式的危险。迄今为止，美国的金融系统，企业系统都具备了再出发的条件。

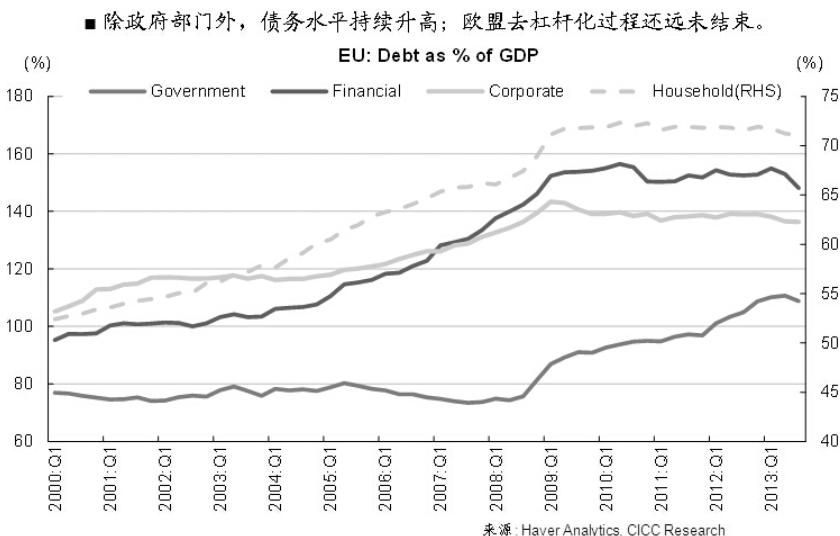


图 2：欧盟：去杠杆化进程仍旧停滞

第二，欧元区板块。欧元区板块四大块——金融系统、企业、政府、家庭，危机之后负债都在上升。但政府的负债率上升并未有效帮助金融系统减少杠杆。欧洲政府杠杆上升，钱到哪里去了？首先，欧洲社会福利支出占的比例比较大。危机的时候失业率上升，社会福利开支反而增加。政府杠杆率上升之后，这部分钱基本都花在社会福利了，没

有有效的帮助金融系统降低杠杆率。其次，欧元区没有财务统一，有问题的国家没有钱，西班牙、希腊到了国债都发不出去的地步。如果他们能增加国债发行量，就可能帮助银行降低杠杆率，但他们没有这个能力。而经济没有问题的国家，比如德国，根本不需要再进一步增加杠杆。所以欧元区金融杠杆率没有下降，有两个方面的原因：一是社会福利制度；二是财政体制。虽然欧洲政府杠杆率上升，但是欧洲去杠杆过程尚未完成。

第三，新兴市场板块。在过去的几年里，新兴市场国家如阿根廷，巴西，土耳其，印尼，印度和中国，它们的银行负债、企业负债以及外债对国民生产总值的比率有明显提升。

- 在过去的几年里，新兴市场国家如阿根廷，巴西，土耳其，印尼，印度和中国，它们的银行负债，企业负债，以及外债对国民生产总值的比率有明显提升。

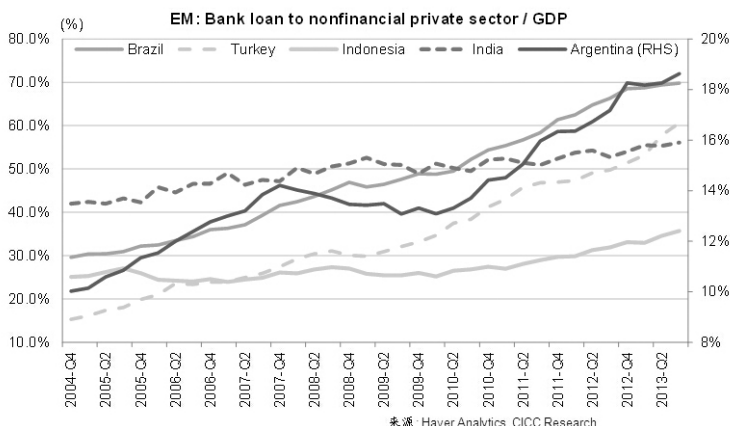


图 3: 新兴市场国家: 再杠杆化, 还要多久?

把全球分为三大板块来看，美国去杠杆化过程已完成；

欧洲去杠杆化尚未开始，但也没有加杠杆；新市场国家过去 5 年都在加杠杆。由此得到的结论是：美国未来可以加杠杆了。去年，美国银行股翻了好几倍，虽然今年一季度 GDP 增长速度缓慢，但现在美国就业率已在增加，实际上超出了市场的预计。美国实际上具备了加杠杆的条件。同时，如果从实际经济来讲，美国还有顺风顺水的其他 5 个条件。

第一，美国资金实力比较强，这是由于美国利率低，跨度小，从 3% 到 13%。而中国的利率高，而且跨度大，从 7% 到 70%。

第二，美国的能源价格低。这得益于天然气和液燃油价格的下降。

第三，美国的劳动力成本在下降，结构调整正在发生。整个劳动力成本在危机之后处于一个下行状态。比如，原来老厂出了问题进入并购程序之后，重新找到新股东和新债权人，在原址开工厂，新的劳动成本降低 20%。

第四，美国单一市场比较大。美国 GDP 有 15 万亿，世界 500 强的公司也有很大一部分来自美国。沃尔玛、苹果公司能够把生产的东西卖到全世界任何一个地方。所以，美国有着最大国内单一市场，并且全球占的市场份额也是最大的。

第五，美国的技术储备和技术创新能力。资产价格大部分是靠技术进步推动的。2000 年 -2001 年纳斯达克泡沫以后，美国新经济成分经历了几年调整后，尤其在 2008 年以后又在上升。纳斯达克泡沫后有些幸存至今的公司，比如亚马逊这样的公司，未来 3 年之内有可能成为全世界市值最大的公司。

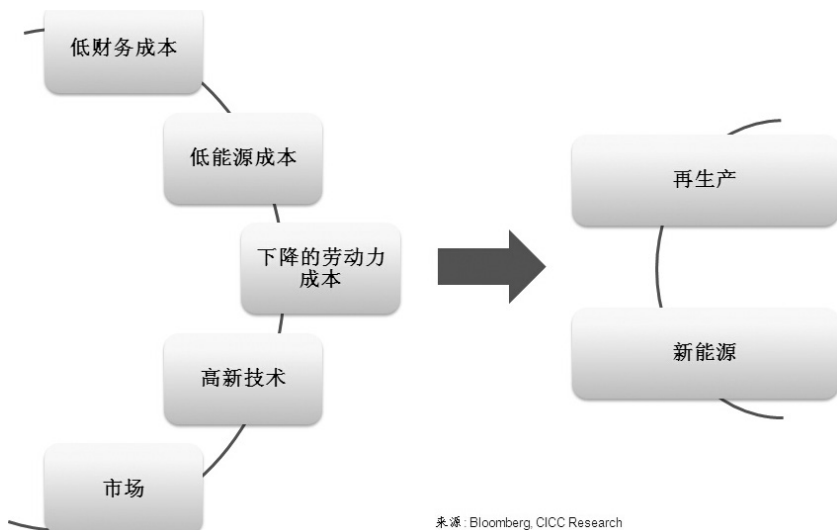


图 4：美国：五大优势引领两大趋势

欧洲方面，它的货币没能解决同时过冷和过热的问题。货币政策只能找一个中间值，没有其他更好的办法。同时，在结构调整方面相当困难，这是由于它的社会福利难以改革，且没有统一的财政。

新兴市场国家，包括中国在内，都面临一些去杠杆调结构的过程，所以国内提到的“稳增长，调结构，惠民生”实际上反应了国内经济过去五年来的状态，未来的状况应是它的反镜像。新兴市场国家，包括中国、印度、巴西都面临改革的挑战。已有的经验表明，不改革不行，如果改得慢，市场像老虎一样跟在后面追，跑不过老虎就被老虎吃了。亚洲金融危机时的部分亚洲国家，拉丁美洲金融危机时部分拉美国家，都受过这方面的创伤。当然，这些情况也有一些外部条件，比如这些国家本身外债占比过高，尤其是短期外

债比例过高。对于中国来说，改革得太慢，可能被市场所抛弃；但改革得太猛，无序改革，也会面临很大的困难。所以，如何进行比较有序的平缓的改革，是对政治家和市场智慧的重大挑战。

从美国的角度出发，它过去 5 年的去杠杆过程给我们提供了一定的借鉴意义。图 1 最上面这条曲线，是美国金融系统去杠杆的曲线，基本上呈 45 度斜坡。2008 年，美国号称百年一遇的危机，最有可能形成两种情况：一是大萧条式的——上到华山顶，但是没有找到从华山下来的那条道，一转身掉到悬崖下面了。1930 年代大萧条时，美国有 9 千家银行破产，1933 年股指指数只有 1929 年 10%，失业率上升 25%。还有一种情况是上到华山顶下不来，只能在华山上打坐。比如过去 20 多年日本就是零增长，零通胀。现在欧洲正在出现这样的打坐状况。当然欧元区也有经济好的国家，比如德国，基本上进入一个顺风顺水的状态。如果比较中国和德国，今天的德国有点像 2007 年时的中国——德国经常项下的盈余接近 GDP 的 10%，中国 2007 年就是这样的状态。进入危机以后，德国以前的改革红利都显现出来了，如果从全球大的经济体而言，德国最有竞争力。

未来 5 年，日本将进入顺风顺水的状态。中国国内经济学同仁，很多人认为安倍经济学无法成功，这是一个相当主流的观点。安倍经济学能不能成功，在于政治条件、经济条件及其货币条件。第一，国际政治条件已经发生了重大变化。1990 年代日本刚刚出现危机时，美国偷着乐，现在安倍发第一支箭的时候，美国表示欢迎。第二，日本国内政治发生了变化。1990 年代初出现危机以后，日本政治上有一些不稳定性，类似于意大利，一个首相平均执政时期就是一

年多，政权更迭非常快。反对党主要是日本的农民，现在实际上是日本的老人。安倍执政以后，日本老人没有再发生大规模抗议，我相信钓鱼岛事件在日本国内政治起到相当重要的作用。第三，日本国内经济条件也发生了变化。日本经济停滞不前二三十年，资产负债表修复基本上完成。第四，货币条件。实际上黑田东彦的策略就是伯南克 QE 的翻版。

综上所述，大国中现在状态最好的是德国，美国也会渐入佳境。新兴市场国家未来 5 年都面临一个改革和去杠杆化的过程。中国处在一个相对比较有利的位置，因为中国目前不会面临金融危机。但是有部分新兴市场国家，比如说印度、巴西、土耳其，面临一些问题。今年新兴市场状况有明显改善——印度股市从去年 9 月份到现在上升了 40 个点；土耳其去年处在危机的边缘，今年股市上升了 30、40 个点，货币也升了 10 几个点。从这个意义上讲，在美国相对有序退出的前提之下，全球发展机会应该是相当不错的。不仅如此，在美联储有序退出的前提之下，欧洲央行再进一步放水，日本央行还会做更大的量化宽松，全球总体的货币条件不至于太紧。基于这些分析，“全球未来处于一个长期停滞的状态”的结论现在还下不了。对未来全球增长还是可以抱着一个谨慎乐观的态度，或许还有很好的发展机会。

我希望中国在下一轮改革里会成为全球经济增长的一个重要动力。从 1978 年开始，中国经济改革持续 30 多年，目前在这届政府引导之下进行新一轮的改革，还是非常值得期待的。另外一个值得关注的新兴市场国家是印度。印度的新总理刚刚就任，将启动一轮印度历史上从未有的改革。如果相互有序竞争，对新兴市场国家也是有益的。习主席对金砖五国的访问，也会带来更好的机会。我先讲到这，谢谢

大家！

杨燕青：黄海洲基于资产负债表以及全球政治经济学，对未来进行了非常好的解读。他认为我们要非常充满信心去看待美国、德国、日本，新兴市场包括印度。同时，对中国未来改革开放前景也表示乐观。

下面要把目标转到欧洲。最近葡萄牙又出了一个事，让全球重新关注欧债危机，是否欧洲走向一个新的危险的阶段？同时，欧洲启动了一个新的 QE，也是一个加杠杆的过程。未来欧洲究竟怎么样？我们用热烈掌声欢迎徐明棋老师给我们做演讲！

徐明棋：欧洲经济复苏形势

徐明棋（上海社会科学院研究员、卓越发展研究院国际经济研究中心主任）：各位领导，各位嘉宾，下午好！刚才黄海洲对美国 and 欧洲的经济做了一个比较，认为接下来美国经济是稳定增长，其中很重要的原因是美国金融机构去杠杆化过程比较快。美国政府在危机之前的负债率只有 80% 多，金融危机后，它的负债率迅速上升到 100%。美国政府通过救助，让美国企业去杠杆化过程很容易地完成；通过发货币和 3 次量化宽松政策，注入巨额的资金。美国注入巨额的资金后其国内通货膨胀没有跟着往上涨，这与 30 年代不一样。全球化救了美国，把它的成本比较容易地、迅速地转嫁到全球，由像中国这样的国家来承担。与此同时，欧洲没有这么好的命运。欧洲中央银行没有能力像美联储那样，比较迅速地通过非常宽松的货币政策注入资金，因此内部改革调整一直比较缓慢。

尽管如此，我的基本判断仍然是：欧洲经过 5 年多的缓慢调整，已经开始复苏，尽管缓慢。但是复苏差异很大。德国、北欧国家，甚至中东欧国家复苏态势比较好，但是南欧国家情况不太乐观。

未来 5 年甚至 10 年时间，欧洲的 GDP 的增长速度超过美国的可能性比较小。欧盟采取一系列改革措施，将经济缓慢往正确的方向推进。欧洲经济的振兴需要比较长的时间，但是从长期看，还是可以比较谨慎乐观地看待欧洲的经济。欧洲所具有的技术基础和制度所能容纳的经济增长的前景不容忽视。从全球角度来看，欧洲仍将是世界多极化发展当中重要的一极。我们在总体对外经济，以及外交关系处理上有时会犯一个错误——忽略欧洲。如果忽略欧洲，有时就会放弃和欧洲合作的机遇，或者从欧洲整个调整过程当中得到的实惠利益比较小。比如说在欧债危机期间，研究欧洲的人如果认为欧元区不可能受危机冲击就垮台，那时如果大胆多购买欧洲的资产，现在得到的盈利就非常可观。但是当时主流社会认为欧洲可能一蹶不振，欧元区可能会垮台等等，对欧洲态度悲观，这使得我们从市场投资角度失去了机遇。实际上。危机有的时候是我们的机遇，如果长期战略判断失误，就会失去利用机遇增长我们实力的优势。

从欧洲整个经济增长来看，欧盟和欧元区季度的经济增长同比呈上升趋势。从失业的数据看，欧元区和欧盟情况都比较差，仍然维持在比较高的高位。从整个欧洲的角度看，它的改革调整有很长的路要走，经济前景并不乐观。但是如果关注不同国家的情况，会发现英国的 GDP 增长同比呈上升趋势，环比也不错，在 2%-3% 左右。法国稍微差一点，但也开始呈上升趋势。去年在讨论的时候，我说过今

年欧洲将会走出零增长，现在基本上法国情况稍微差一点，环比波动性较大，但是同比都处在一个正增长的区间；德国明显增长前景比较好；意大利情况差一点，同比仍然处在一个负增长的区间，但是负增长的幅度在减少。意大利环比也有波动，去年第四季度是一个正的增长，但今年第一季度又是负的增长。意大利利用里拉的不断贬值来恢复它的竞争力，因为现在欧元没有办法恢复它的竞争力。意大利产业和德国有相类似的状态，但它的竞争力比德国差一点。原来它在市场上有一席之地，就是因为里拉不断贬值，但它现在无法继续贬值，因此意大利恢复竞争力要通过内部市场结构，如果通过下降成本来调整要困难得多。

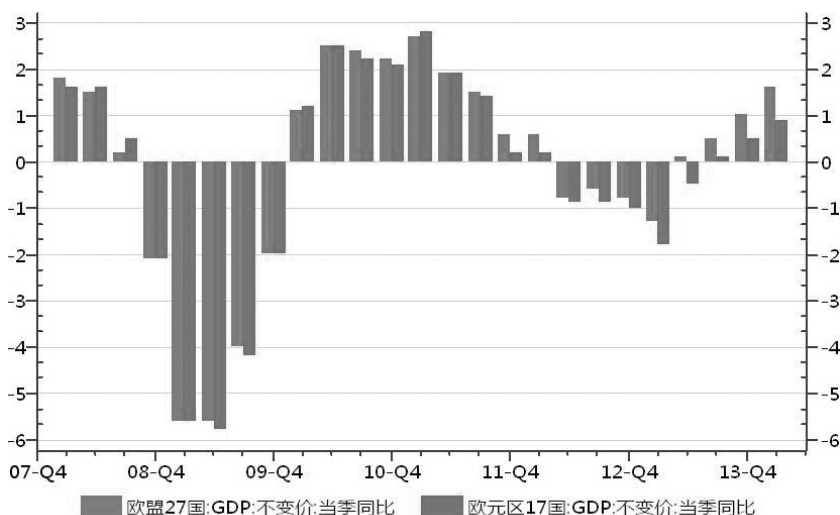


图 5：欧洲经济开始复苏

从实体经济发展来看，欧洲作为一个整体，它的竞争力

相对下降是一个不争的事实。德国是一个例外，德国工业的GDP占比仍然高达25%以上。美国工业GDP占比是12.5%，2013年开始，美国也开始改变十几年以来工业占GDP比重不断下降的情况，现在有所回升。美国再工业化正在往好的方向发展，但是和德国相比，从工业竞争力和实体经济来看，还有比较大的差异。但是其他欧洲国家的制造业重振，目前并不乐观。整个欧盟之内，中东欧国家承接德国产业转移，它的实体经济增长态势相对较好，西欧国家现在面临比较大的困难。从德国工业比重可以看出，较危机之前有比较明显的下降，但总体保持在25%以上。欧洲制造业产能利用率开始缓慢的复苏，但与德国差距还比较大。从制造业产能利用率这个角度来看，欧洲还是要比中国好。中国目前受限于大面积产能利用率不高的困境，制约整个工业的投资的前景。此外，德国和欧元区工业生产指数也是比较高的。

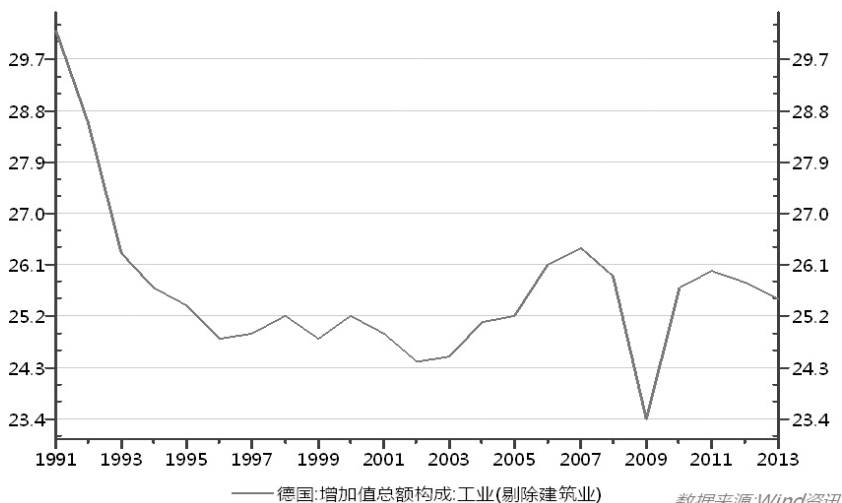
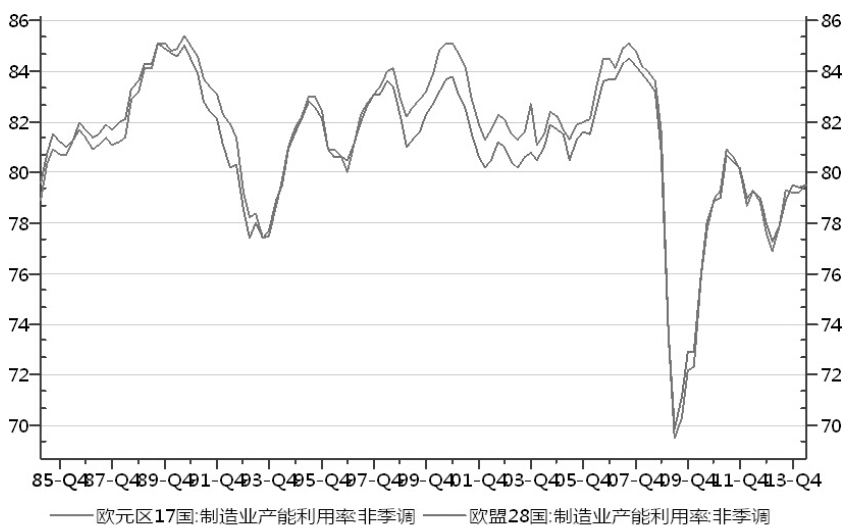
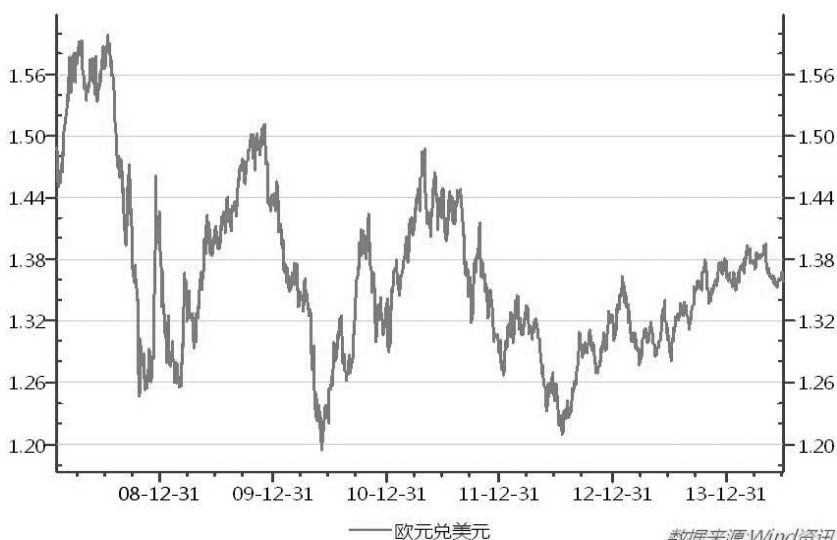


图 6：德国工业比重



数据来源:Wind资讯

图 7：欧洲制造业产能利用率



数据来源:Wind资讯

图 8：欧元对美元汇率重新坚挺

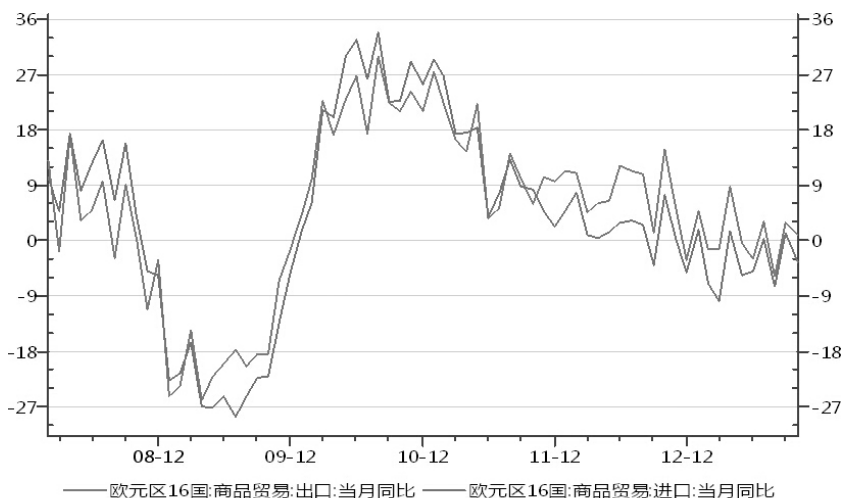


图 9：欧元区的进出口态势

欧盟的出口形势仍然严峻，出口增长仍然为负数，经济增长中净出口对 GDP 的拉动仍然为零。因此必须通过与贸易伙伴进一步加强合作，打通贸易伙伴国家的市场来增加它的出口。欧盟现在采取一系列政策措施，从怀疑美国的 FTA 到最终积极响应 TTIP，同时也在探讨双边自由贸易协定的可能性。欧元对美元汇率重新坚挺，虽然短期有下降，但长期仍然呈上升趋势。欧元区的进出口曲线呈下降趋势，和欧元呈相反的状态。唯独德国的进出口呈上升趋势。意大利和法国的进出口也处在一个比较差的、波动的状态。所以说欧盟整体复苏虽然还是缓慢的增长，但是不同的国家之间差异还是比较大的。

另外，欧盟应对欧债危机的整个调整改革，大的方向，也就是一体化的进程并没有因此逆转。在欧债危机时代，一

些欧元区成员国觉得一体化是导致危机的一个重要因素，因此很多民众反一体化。但是仔细考察以后发现，欧洲一体化的进程在继续往前推进。欧洲议会的权利在增加，它现在可以直接选欧盟委员会主席，弥补了当时欧洲很多政治学者提出的整个欧盟构建的问题。比如欧盟委员会是一个领导机构，但欧盟委员会没有经过民选，这是个民主赤字。现在让欧洲议会来选举，就克服了民主赤字。目前选举出来的第一个候选人也基本定下来了，就是容克，卢森堡的前首相，这个前首相号称有联盟主义倾向，很多国家反对，英国坚决反对，可是最终欧盟理事会、欧洲议会党团绝大多数人都支持他。因此，一体化的发展倾向没有改变，没有扭转。

欧债危机以后催生了财政契约，欧洲中央银行的职能在扩大。最近欧洲银行学习美联储，搞负利率，搞量化宽松，而且被赋予了更多的监管职能。从长期来看，欧洲中央银行将扮演类似美联储在美国的角色，使得欧洲应对外部冲击以及内部失衡的能力增强。一体化继续往前推，这一点是大势所趋。

从促进经济增长和产业发展角度来看，欧盟采取了一系列措施，但是这些措施的真正落实有一定难度。不过，欧盟总的方向还是正确的。从长期来看不能小看欧洲的调整，因为它仍然有着比较强的有竞争力的技术基础。未来，如果它在技术基础之上能够配合它的制度与改革，前景还是乐观的。欧债危机之前，欧洲经济增长一度超过美国，当时欧洲人信心满怀，强调推动多极化，强调独立外交、独立国防，比较高调。经济危机以来，它受到的冲击最大。刚开始时，欧洲通过像美国一样，把私人债务转移到政府债务中，帮助私人去杠杆化。但美国成功了，欧洲没有成功，而是马上爆

发了欧债危机。但从长期来看，它还是有一定调整能力。

此外，欧洲福利社会、劳动力市场等等这些问题长期无法解决。但它也正在试图改变现况，并已经出现了一点迹象，只不过改变非常缓慢。主要几个国家的社会福利占GDP的比重在下降，虽然降的速度比较慢。让欧洲完全放弃福利社会是不现实的，因为它认为这是它社会制度的优越性，要坚持。改革福利要改到在财政承担得起的水平之上，一旦制度能够调整得比较到位，对它的经济增长能产生比较积极的作用。从总体来看，欧洲整个竞争力在欧元汇率坚挺的基础之上得到恢复需要比美国更长的时间。从长周期来看，比如说10年，还是可以期望欧洲的经济会在2%左右增长的区间运行。谢谢大家！

杨燕青：徐教授对于欧洲的判断色调比黄海洲稍微亮一点，他认为欧元区是在分化，但是他赞同黄海洲认为德国非常强的观点。同时，他从外交的角度来看，认为欧元区一体化还在加剧，所以中国在外交上不能忽视欧盟这个非常重要的外交伙伴。下面我们将视角移向日本，日本6月份终于射出第三支箭，看陈建安教授怎么评价日本的安倍经济学，掌声有请！

陈建安：“安倍经济学”能否使日本经济走出困境？

陈建安（复旦大学经济学院教授）：非常感谢论坛给我和大家交流的机会。我好多年没有在这样的场合谈日本。我们现在有很复杂的心理，在主流媒体上的发言，如果把日本说的一无是处违背我作为一个研究者的良心；但假如说把它说得很好，人们会怀疑你的立场。非常荣幸这次乔秘书长给

我这么一个题目，非常荣幸过了这么多年，能跟大家交流一下我的想法。

其实我们只是从一个非常宏观的角度，从日本的经济增长率、汇率、出口来认识日本所谓的‘失去的 20 年’——它过去 20 年来经济一直处在衰退状态。但是在我看来，过去 20 年日本为什么有这样一种难以复苏的困境，原因比我们想象的要更加复杂一点。

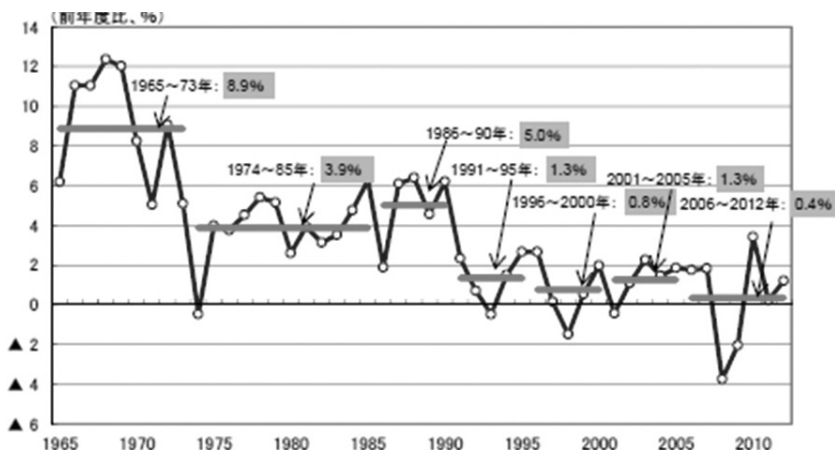
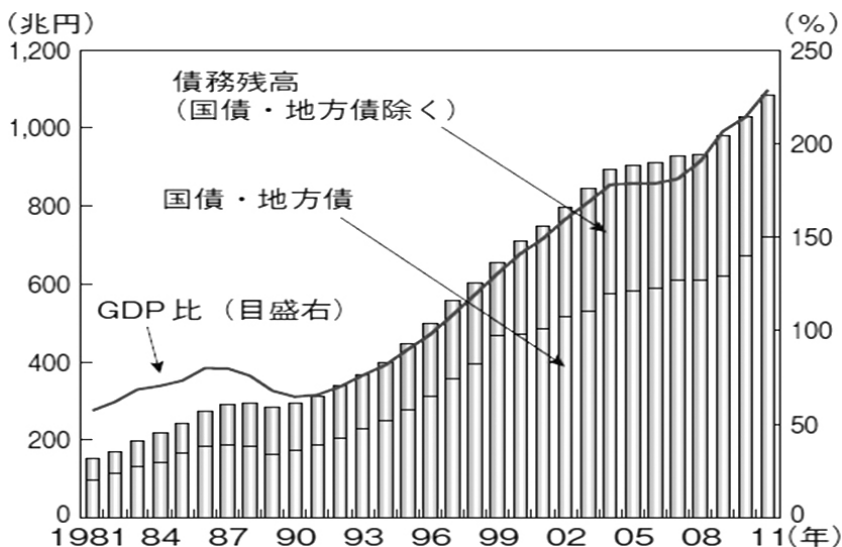
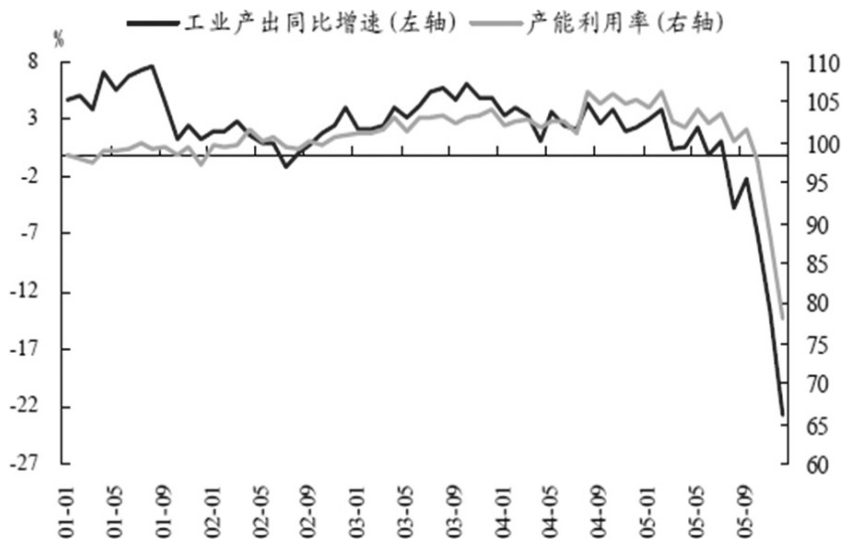


图 10: 日本实际 GDP 的增长率

我将这个复杂的情况归纳为几个问题。

第一个问题，日元升值以后，尤其 1980 年代中期升值后，影响到了出口。

第二个问题，日本产能过剩的现象也非常严重。由于产能过剩，企业失去继续进行设备投资的动力，使得整个经济状况不好，实际就业和工资的增长率就比较低，因此国内需求无法继续增长。



第三个问题，日本政府债务累积的总额相当于 GDP 的比重已经非常高，世界上都评论它是处在危机的前夜。

第四个问题，流动性陷阱。常年的零利率，使得货币政策几乎没有空间。

最后一个问题，我们学术界对这个问题理解比较浅一点。其实日本经济为什么走到今天恢复如此之困难，与它人口结构的变化，以及在整个劳动力人口当中，就业人口比重下降有密切的联系。1990 年代初，日本就出现这么一个拐点。可想而知，在就业人口减少，老龄人口增加，年轻人就业减少的情况下，整个经济发展过程当中全要素生产率当然会下降。这是导致今天经济长期不景气的一个最根本的原因。

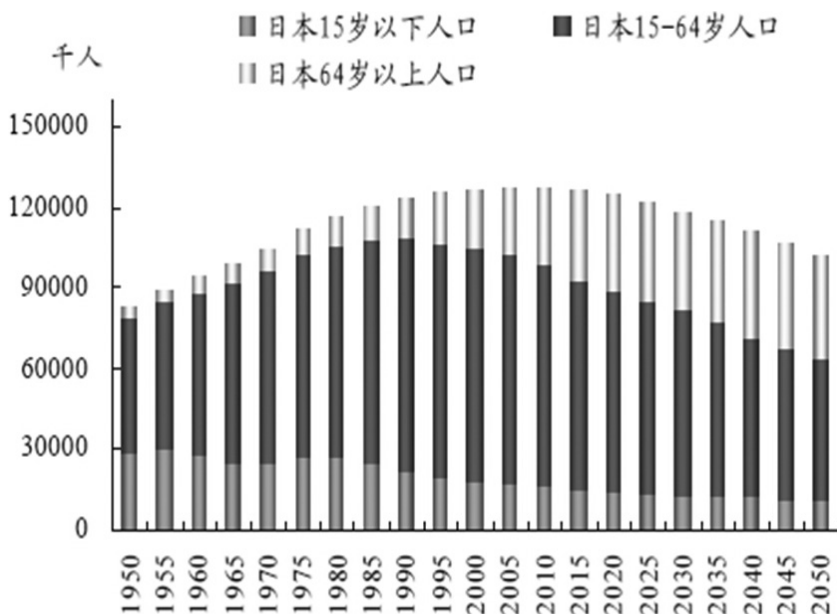


图 13：日本人口结构的变化

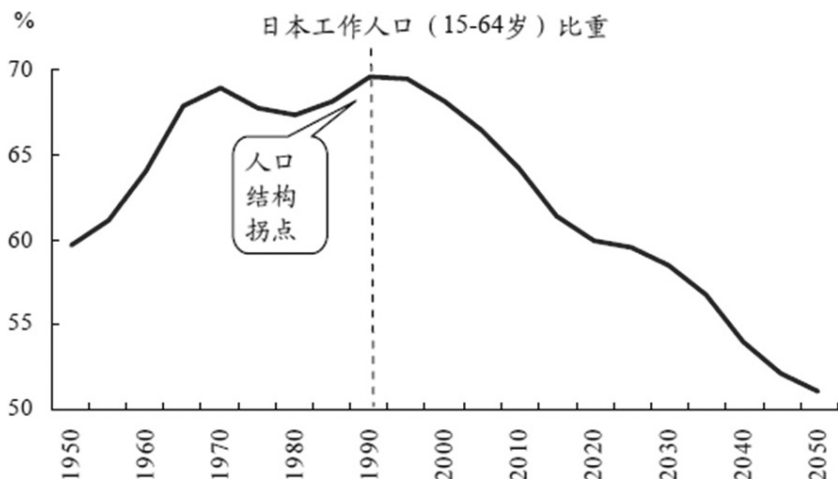


图 14：日本就业人口比重的变化

安倍经济学就是基于以上这些问题而展开的，主要包括三个方面。

一是超宽松的货币政策。它设定了一个通胀的目标，到2015年通货膨胀率从现在的负值要达到2%左右，每年保持2%左右的通胀，以此来改变市场对于通货紧缩的预期，使得经济转入轻微通货膨胀的状态。

二是采取更加灵活积极的财政政策。尽管财政很困难，但现任政府非常大胆地实施了一些临时性的对策，并通过年度预算来推广它的财政政策，而且承诺市场会机动增加每年度的补充预算。

安倍经济学当中，我们最没有把握的，也是我们最最怀疑的，就是所谓的第三支箭——日本经济的成长战略。成长战略被提出来以后，久经讨论，终于在上个月正式出台了，向世界宣布了具体的一些内容。主要包括以下几个方面。

第一个方面，促进投资，通过减税把法人所得税从现在35%降到30%来促进民间投资。同时也设定一些数值的目标，到2014年，要达到每年有70万亿左右的投资，去年是63万亿。新建立企业和企业倒闭的比例从现在的5%，恢复到10%左右的水平。

第二个方面，应对老龄化具体的政策。增加女性青年以及老龄人口的就业，为这些群体就业提供一种理想的社会环境，也提了一些具体的数字目标。

第三个方面，开辟新的市场。比如关于医疗器械的认证制度，提高认证速度，并在政府的主导下建立一些促进尖端技术开发的机构等等。同样，有一些具体的目标。

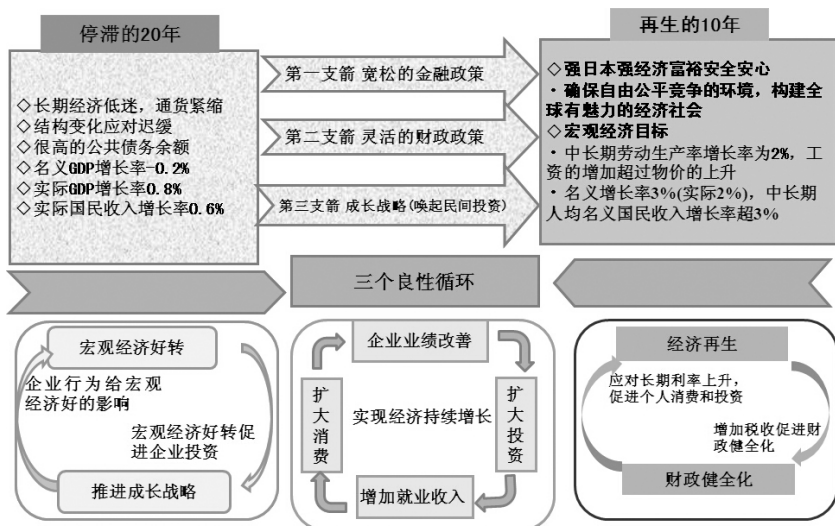


图 15: “安倍经济学”的基本框架

第四个方面，如何与世界保持一种融合的关系。通过目

前正在进行的 TPP 的谈判，以及日本欧洲自贸区谈判，进一步推进企业对外投资或国外企业对日投资，并营造一种融合的环境。令人比较吃惊的是日本制定的目标——4年后，2018年日本贸易当中，与签订 FTA 成员国的贸易占比要达到 70%，而现在这个占比只有 19%。因此如何从 19% 提高到 70% 值得探讨。此外，在未来 5 年当中可能将现有的劳动生产率每年提高 2%，产生良性的循环等等。

如何来评价安倍经济学？应该从安倍经济学，尤其宽松的货币政策和积极的财政政策实施以后，取得的成功与成果着手。

第一，自从 2012 年年底，安倍新的内阁成立，采取了积极的财政政策和超宽松的货币政策以后，实际经济增长率开始上升。前几天，日本内阁发表了更加详尽的报告，从 2012 年第 4 季度到今年第 2 季度，累计经济增长已经达到 24.2%。

第二，日本的股票价格出现了比较快的上升。从 2012 年 12 月份到今年第 3 月份，上海上证指数是负的，而日本日均指数上升了 50%。同时，来自于股价上升带来的资本收益有将近 66% 的增长。

第三，日元的汇率出现了比较大幅度的下降。由于汇率下降，出口增长，因此企业的收益得到了一定的改善，日均股票价格指数有了比较快的上升。

2% 的价格通胀的目标能否实现？在过去一年多时间里，日本的消费物价确实像日本的央行所预测的，有一定幅度的上升。

对日本长期的成长战略的判断，也就是对第三支箭的判断，由于出台时间不久，可以从以下两方面进行评价。第

一，未来3年里面，日本实际的劳动生产率增长率是否提高；第二，企业投资是否增长，最终落实到其宏观经济GDP的增长如何。我们拭目以待。

我对短期政策有几个方面的疑问。首先，财政政策和货币政策组合，可能会带来一些负面的作用。比如短期货币政策：宽松的货币政策带来长期利率的上升，长期利率上升导致国债价格的下跌。因此这样一种组合将会产生什么样的后果，还是一个疑问。第二，货币政策的对象主要是通缩，但日本的困境很复杂，它的通缩是否只是货币现象，通胀的目标能否实现？对此日本央行行长最近也是含糊其词的。说可能有1%左右的增长等等。因此要在2015年达到2%的通胀目标是有危险的。第三，财政政策局限性。日本政府债务所占的比重非常高，已经到了崩溃的临界点，有人将它比作欧债危机的状态，财政体制上只能继续采取扩张性的财政政策。最后，一方面日本要增消费税，另一方面要减少企业所得税，这种情况下，政府要在2018年将财政赤字降到一半的目标能否达成？这些问题我们应该给予关注。

至于长期的目标，更不清晰，有这么几个问题。第一方面，成长战略所提到的关于制度的改革20年前就提出来了，但是这20年没有取得实质性成果。在安倍体制下，是否能够真的实现目标？第二方面，日本要建立一个战略性特区，但政治框架却不清晰。因为它选择了几个地方，给予这些特区政策上的关照，这与上海自贸区不同。第三方面，缺乏一些数字目标，并且政府文件当中缺乏充分的意见。尤其是关于日本经济当中最困难的老龄化问题，具体措施不够。在日本的成长战略中，并没有提到关于扩大妇女、年轻人、老人的就业，营造适宜的就业环境的举措。不仅是学界，商

界对这些问题也有一定的疑问。

最后，日本经济未来将如何发展？它的中长期走势怎么样？

在日本这样一种成熟社会里面，产业空心化不可避免，可能还会继续加剧。同时日本在未来3年成为逆差国的趋势很难扭转。尤其在原材料、资源、石油等方面，它的出口远远赶不上进口，有可能转成一个长期的结构性贸易逆差。但是，日本还是有一些优势的，尤其在中间产品的这个领域。在全球一些主要的电子机械行业中，日本向全世界提供的中间品，也就是零部件，大概占到50%到60%。这是它的核心竞争优势，因此来自海外的收益非常高，在一定程度上弥补了实际增长GDP比较低的弱势。日本来自于海外的收入增长比较快的趋势没有发生根本的变化。因此，假如不用GDP的概念，而用国民总收入的概念来衡量日本未来中长期的走势的话，显然还会稳步增长。我就讲到这里，谢谢各位！

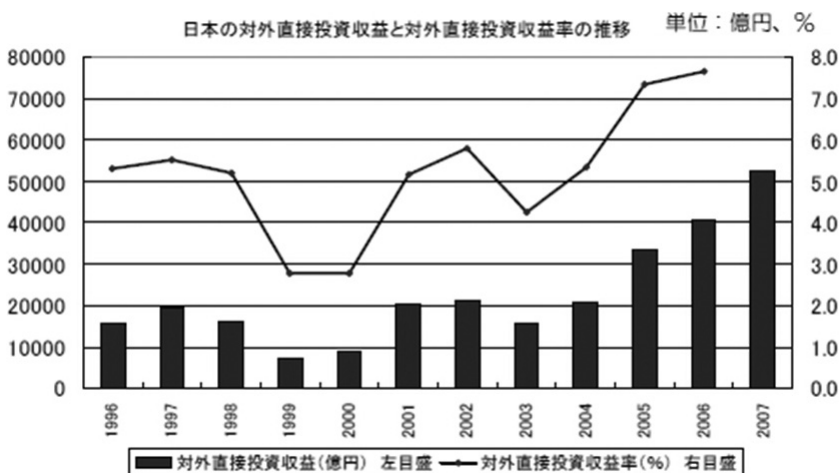


图 16：日本对外直接投资收益与收益率

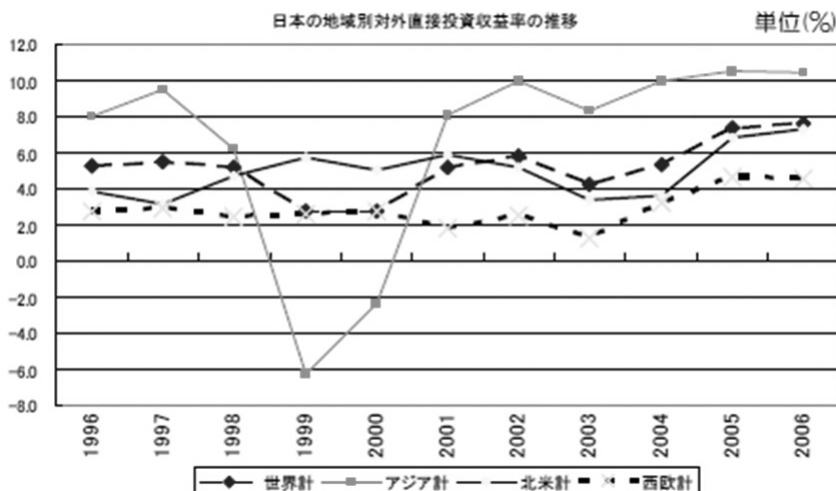


图 17：日本在世界主要地区的直接投资收益率

互动讨论

杨燕青：感谢陈建安教授。大约还有 10 分钟时间，我们跟 3 位嘉宾再进行一些互动。我先提几个问题，在座朋友们肯定也有很多问题，一会儿再进行交流。还是从黄海洲开始。黄海洲分析的是资产负债表的框架，给我们提供一个观察经济很好的视角。首先问一个非常简单的问题，美国在今年 10 月份应该会退出 QE，那么加息会在什么时候？很多人认为加息会在 2015 年 1 月份，你认为这个时间点还存在悬念吗？

黄海洲：要清楚判断加息时间点，有两个问题要厘清。第一，美国经济增长到底如何。第二，美联储在第一任女主席的领导之下，框架是否会发生变化。

第一，美国实体经济增长相对比较乐观，进入一个相对

顺风顺水的环境，这为美国加息提供了一个前提条件。

第二，从美联储政策框架来讲，有几个不确定性。我不认为美联储在耶伦领导之下还会继续采用控制通胀的目标。全世界主要国家都正在放弃通胀目标。这是一个比较大的变化。此外还有一个比较大的变化。奥巴马将任命一些新人到委员会里，这些人把进一步提升美国就业率看得比较重要。这两个目标，一个是控制通胀稳定物价，一个是增长就业率，美联储可能会更多倾向于促进增长，放弃货币通胀目标，因此加息会延迟。

杨燕青：你认为是在 2015 年晚些时候，不会在 1 月份？

黄海洲：可能晚一些，但是无法确定具体时间。

杨燕青：如果给通胀更多权重，而给失业率较少的权重呢？

黄海洲：沃尔克主席上台时，美国出现比较大的滞胀的问题，他的政策只有一个目标，就是反通胀，将美国经济调到衰退的状态。格力斯潘是共和党人，他以稳定价格、物价作为首要目标。老布什连任的时候，格力斯潘毫不手软加息了，为了稳定美国的价格，甚至不惜得罪美国总统。其实从超级鹰派到格力斯潘，都是倾向于共和党的货币政策。耶伦是民主党的货币政策，现在还很不清楚。

杨燕青：这是一个非常好的思考方向。黄海洲讲到从去杠杆角度观察未来经济增长的指标。有报告显示。亚洲，尤其包括中国在内，在 2014 年到 2018 年会成为全球债务负担最大的板块，超过全球的 50%。这意味着新兴市场未来在不断加杠杆的背景下，而新兴市场本身就有很多结构性的缺陷，这些缺陷需要大规模改革。在这样背景下，假如美联储

加息了，债务负担就会变得很重。黄海洲认为新兴市场去杠杆的过程不会出现，可能还会继续加杠杆，这样做是否会在更远的时间点积累更大的泡沫？

黄海洲：在一定意义上来讲，这件事正在发生。去年9月份，美国说要退出QE时，新兴市场国家面临很多的挑战。耶伦上来后，新兴市场国家除中国外，股指都有较大的反弹。如果以市场投票角度而言，实际上市场认为美联储加息会非常快。

杨燕青：这些新兴市场股价的上升中，可能只是修补超级下跌的那一部分，只是回调而已？

黄海洲：有一部分是回调，实际上今天这个价格水平已经把原来那个坑抹平了。

杨燕青：黄海洲这个是非常好的观察点。目前的全球流动性和市场的状况，可能给新兴市场提供了一个能够喘息、加速结构改革的机会，否则美国加息，是否就没有机会改革了。

黄海洲：还有另外两个变量，一是欧洲央行推出的量宽，二是市场的期待日本央行会推出更大的量宽。

杨燕青：但全球的利率水平基本上是由美联储决定的。

黄海洲：美联储在当中起的作用是最大的。美国经济增长可能比现在市场预期还要更好一点，但是美国货币政策的框架在发生重大的变化。

杨燕青：有一个问题想问徐明棋老师。徐老师对欧洲有一个非常专业、理性科学的判断。我想把这个问题问得更深一点，徐老师提到，整个欧元区在分化，目前外围国家和德国这样的中心国家的利率差非常高，尤其是中小企业获取贷款成本非常高，这也使得欧洲迟迟不能复苏。LTRO，现

在叫 TLTRO，这个政策与中国的定向降准很像。在欧洲这样一个分化的局面下，未来中小企业，在中心和外围国家，在市场上是否能够获得相对低成本的贷款？这个方向在未来会不会奏效，应不应该成为一个政策的主要工具？

徐明棋：这个问题比较复杂。之所以欧债危机成员国主权债务在缩小，是因为这些国家已经得到了欧洲中央银行隐性的救助，已经建立应对主权债务国家的机制，市场认为这些国家风险已经得到释放。对于企业情况就不一样，因为企业，尤其不同国家的企业，信用差别很大。在市场化国家，企业信用利差风险评估非常市场化。对于那些信用相对来说比较差的，借贷者评判它的风险比较高的企业，要想获得廉价的资金，短期内比较难，因为没有相应的其他手段能够帮它们提升信用度。尽管欧洲中央银行试图通过货币政策定向解决一些措施，帮助中小企业，仅仅靠欧洲中央银行这些政治手段措施是很难的。

杨燕青：你的意思是因为结构改革推进不够，这些企业的竞争力还没有恢复？

徐明棋：从金融这个角度来说，还是需要依靠国家政府出面，采取相应的政策措施，为这些中小企业提供相应的征信手段或者计划。否则，在市场统一对风险评判的机制之下，很难做到使这些企业融资成本降低，获得廉价的资金。中国的情况不一样，因为中国政府主导力比较强，如果要求对中小企业进行贷款，它可以发文件让各家商业银行，尤其国有商业银行建立起中小企业融资中心，硬性要求它们为中小企业提供贷款。严格来说，采用货币政策解决结构问题很难。中国特殊的制度体系，使得政府在一定程度上比起欧洲来说更有威信，这就是我们的制度优势了。商业银行尽管有

它的风险评估，风险控制这些要求，但是一个红头文件可能还是会政策导向发生变化，使它们更多地对中小企业提供一些贷款。

杨燕青：这就是不同的国情了。再请问一下美国什么时候加息？

徐明棋：我觉得可以参考的一个指数，就是美国的房价指数。

杨燕青：房价指数目前非常好啊。

徐明棋：但它还能达到危机之前的高水平。

杨燕青：你的意思是没有回到危机前的水平，就不会加息吗？

徐明棋：这是我的判断。

杨燕青：这个我们可以观察。黄老师你有什么补充？

黄海洲：我加一句。危机之后，欧洲各国央行的工作变得更难了。以英国为例，实际上伦敦非常繁荣，伦敦房价过去几年都在大幅度上涨。英国6千万人口，伦敦有1千万。但伦敦以外的英国其它地方的经济增长，包括房价实际上没有变化。我们从危机中学了一个重要经验——实际上央行也要看资产价格。虽然市场认为英格兰银行可能在发达国家是第一个加息的，但是最近它的行长表示这件事不好做，他不想往前冲。危机以后有一个国家的中央银行，确实把资产价格放在相对的高位上，就是瑞典央行。实际上北欧经济增长挺不错，除了瑞典以外，瑞典现在面临通缩问题，经济一塌糊涂。

杨燕青：就是说当时加息加错了？

徐明棋：我不是说美联储将会把资产价格作为货币政策一个参照的指标，但是它会吸取这次金融危机之前资产膨胀

的经验教训。如果美联储明显觉得房产已经到了泡沫的临界点，它就会吸取教训，采取加息的手段。我的基本判断是美国的通胀将维持在相对比较低的水平，所以由于通胀上升导致美联储迅速提高利率的可能性比较小。但是如果房地产市场恢复得太快，达到危机前的高水平，就已经有泡沫的迹象出现，美联储一定会采取加息。

杨燕青：谢谢两位。现在日本把外向型经济当做经济复苏和振兴的抓手，正在进行全球 TPP、TTIP、BIT 等好几个谈判。中国现在也在推进负面清单，从这样一个角度，中国应该怎么去处理和日本在亚洲以及在全球贸易这样的一种竞争关系，中国应该怎么去对待全球新的贸易安排？

陈建安：在东亚这个地区，中国的对外政策一直是坚持按照东盟 10+3 的合作机制。后来日本提出了价值观外交的概念，同时也适用于自贸区的谈判，所以它坚持要把印度、澳大利亚跟新西兰纳入到这样一个框架当中。很长时间，中国的外交当局并不认可这样的做法，但是从全球角度来看，假如中国政府一定要把印度、澳大利亚、新西兰排斥在合作框架之外，可能会比较被动。所以慢慢中国也开始接受这样一种合作框架。另外一方面，在美国回归亚洲这样一个政策主导下，日本设计了 TPP 的一个框架，也得到了亚洲太平洋地区一些国家的支持。在这样一个框架当中，根据我的了解，它一开始，或者是到现在为止，可能并没有考虑让中国加入。

杨燕青：等中国最后被允许加入的时候，已经谈完了，中国要加入就要接受全盘的条件，不存在参与最开始一起建立框架的可能性。

陈建安：这是它的一个战略，把中国排斥在外。TPP 启

动以后，中国想加入，就必须得到所有成员国的认可，必须按照它的条件、标准来加入这样一个机构。因此中国政府就必须接受类似于当年 WTO 谈判时的同样壁垒，可能这个壁垒比当时还要伸延。现在有 13 个成员国，以后会有将近 20 个成员国，需要得到他们的认可，要逾越这样一种壁垒有很大的难度。在 TPP 当中，中国至少现在没有一点发言权或作用。只有中国正式提出来加入申请，主要是得到美国的认可，参与外围的谈判之后，才能够说中国未来在 TPP 当中能发挥一定作用。

杨燕青：非常感谢三位老师，对全球经济形势做了一个清晰的解读。上半场讨论到此结束。谢谢！

（茶歇）

专题讨论二 中国经济的增长前景

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长、卓越发展研究院院长）：刚才在上半场研讨当中，我们 3 位演讲嘉宾对全球的经济做了很好的分析论述，为下半场讨论中国经济奠定了非常重要的基础。基于对外部世界的了解，他们熟知发生什么有利于我们更好地理解中国经济。今年的中国经济出现了很多新的情况，我想在座各位都比较关注。我们中央提出来要稳增长，调结构，还要惠民生。但是大家还是比较关注我们中国经济下滑的趋势能不能被有效地阻止，下半年中国经济态势是怎样的？我们政府出台了

很多微刺激，这些措施是不是有效？明年的中国经济会不会增长？我们非常荣幸和高兴请到国内外四位比较著名的经济学家，他们分别是国际货币基金组织驻华首席代表 Alfred Schipke，大家非常熟悉的瑞穗证券首席经济学家沈建光，交通银行首席经济学家连平，还有上海社科院经济研究所所长石良平。下面请 Alfred Schipke 先生先来给我们讲一讲他对中国经济的一些看法。大家热烈欢迎！

Alfred Schipke： 寻找平衡：针对中国快速和稳定的增长

Alfred Schipke（国际货币基金组织驻华首席代表）：非常感谢主持人的介绍，我非常高兴来到这里！首先道歉一下，因为我的中文不是太好，所以我不能用中文演讲！我一定会好好学习中文，希望明年我能够多说一些中文。

今天我的演讲内容对于以中国经济增长为主题的这个环节是非常恰当的，那就是“寻求平衡：针对中国快速和稳定的增长”。在我的演讲当中，尤其关注短期增长，中期增长，以及它们和长期可持续增长之间的关系。我想和大家分享一下我们如何看待中国经济的增长潜力，以及中国经济当中存在哪些脆弱性，而且是过去几年所积累的。我们看一下近期的经济发展状况，和大家分享一下和经济相关的话题，比如劳动力市场。也会谈谈对 2015 年中国经济发展目标的预期。

首先，虽然我们会用不同的统计方法来进行计算，但是不管用什么样的方法，非常明显的一点就是，中国的增长潜力在不断地放缓，这其实与我们在其他亚洲新兴市场当中看

到的相类似。随着时间的推移，一个发展中经济体的增长会放缓，原因很大程度上是由于生产率的增长减慢，为了在未来能够保持高增长，我们需要有更高的生产率增长，这说明我们要更加关注结构化改革。

其实，和这一现象紧密相关还有另外一个概念。我们看到在全球经济危机当中，中国推出力度非常大的刺激政策，帮助中国，同时帮助世界稳定经济。这些政策受到好评的同时，也有一定的负面影响。中国的投资额增大了，且已经占到 GDP 的 50% 以上，但是这一投资产生的边际效应却越来越少，这是因为我们从投资当中获得的回报越来越少。

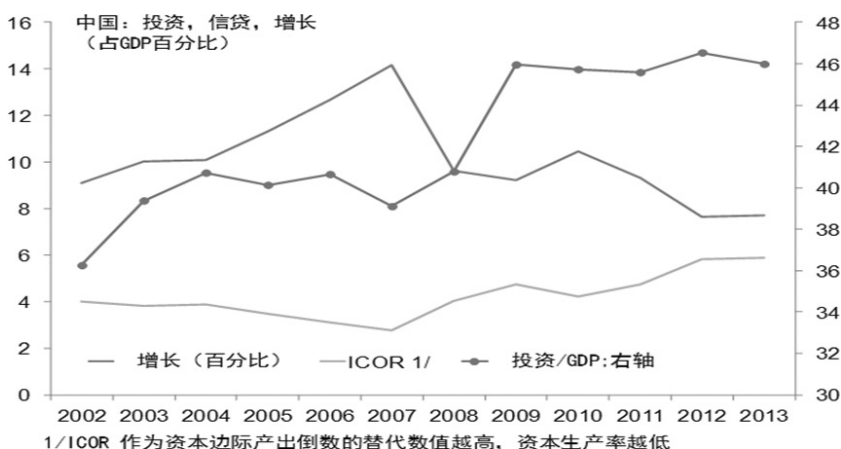


图 18：2002-2013 年中国投资，信贷与增长

图 18 列出一个现象，蓝色这条线是中国 GDP 增长率，我们可以看到其实中国 GDP 增长率早在经济危机发生之前就已经放缓了。这说明 20 多年前中国进行改革所带来的改革红利正在不断地减少。我们知道有几个主要的改革，包

括在 1990 年代末进行的改革，以及 2000 年初进行的改革，但是随着时间的推移，这些改革红利越来越少。所以在经济危机之前，我们就已经看到中国经济放缓。所以，我们要采取结构性改革的措施，使中国能够持续发展。



来源：CEIC和IMF内部计算

1：占四个季度滚动总量GDP百分比

图 19：2003-2013 年中国社会融资总量

但是我不应该再依靠刺激政策这样的老办法，因为刺激政策的原理是用更多的投资稳定经济。我们来看信贷和中国 GDP 之间的关系，我们把总体信贷称为社会融资总量。在经济危机之前，中国社会信贷占了 GDP 的 140%。推出高强度的经济刺激计划后，现在整个社会融资总量占 GDP 的 200%。这表明现在中国面临的一个越来越严重的问题，那就是强大的信贷增长会带来经济脆弱性。其实这些刺激来源于哪里呢？主要来源于当地政府。中国当地政府的财政赤

字已经迅速增加，几乎达到了 GDP 的 10%。与此同时，中国当地政府的借贷也发生了爆炸性的增长。某一预计测算出这些当地政府的信贷占了 GDP 的 53%。虽然国家统计局的相关数据可能有一些不同，但是也认为占到 40% 左右。所以我们看到金融方面，地方政府大举借债造成了信贷大幅度增长。

我们再看一下公司呈现的三个现象。首先国有企业的债务不断增加，也就是杠杆不断增加。如果杠杆非常大，那么钱从哪里来呢？毫无疑问，钱来自建筑和房地产业。与此同时，私营部门反而降低了借贷，我们称之为私营部门的去杠杆化。今年第一季度的数据表明经济增速已经放缓了。从那个时候开始，我们看到 GDP 逐渐恢复，而且明天我们就能够知道中国第二季度 GDP 增速的数据了。

为什么会出现这样的现象？首先是我们外部环境不断改善。因为中国政府采取了一系列微刺激政策，包括加快投资，加快铁路建设，加快保障房建设，税收减免，和有针对性的准备金率降低，以及将存款利率放开等等措施。这一些微措施发出一个强有力的信号，那就是中国政府非常希望能够实现 2014 年预定的 7.5% 的 GDP 增长目标。国际货币基金组织也预测 2014 年中国 GDP 增长会达到 7.5%。

这里面有一个关键，刚才我们说到需要进行短期和长期的平衡，现在经济脆弱性在不断堆积，与此同时，我们还需要进一步提高生产率，因此经济必须经历大调整。也就是说，我们要支持新行业不断发展，同时还要确保不论财政，公司，还是金融部门的脆弱性都不应该进一步增加。我们国际货币基金组织的观点是，各种需求方面的限制工具应该谨慎使用，以防止出现产出和增速的迅速下降。我们还要考虑

的一点就是劳动力市场，因为很多其他国家的政府非常重视劳动力市场，在中国有一个会让很多人感到惊喜的好消息，虽然经济活动放缓了，但是中国劳动力市场的反应仍不错，灵敏度高且适应性好。



图 20：1978-2012 年 GDP 增长与劳力迁移率

在这里我们三个假设，待会儿可以进一步讨论。第一方面，我们知道中国服务业做得很好，吸收了多余的劳动力。第二方面，我们对钢铁产业做了一个案例调查，发现他们有多余的产能，有一些公司已经减少了产量，但是劳动力并没有受到影响。这说明公司对员工进行了再次培训，并没有把他们辞掉。他们依旧在原来的岗位上，并且获得新的能力和技巧。我们可以把这称为国企的社保体制，资金支持来

自于国有企业的利润。第三个方面，我们发现中国农民工的情况往往能直接对经济的变化做出灵敏的反应。图 20 显示，绿色这条线是整个经济活动的变化，而红色这条线正是农民工情况的变化。一旦在某一城市有工作机会，农民工就会大批迁移至这个城市。我们看到这两条线有很好的切合性。到底需要多少 GDP 的增长，才能防止 GDP 动荡，这在中国更加具有挑战。因为中国劳动力的数据，包括失业数据，只计算了城镇人口，并不包含农民工。而国际货币基金组织采用的是家庭调查，我们问人们你是有工作，还是没有工作，我们并没有考虑是农民工还是非农民工。从我们调查来看，中国的 GDP 增长率不需要 7% 就可以维持市场劳动力水平了。这的确是一个好消息。

那么我们现阶段需要做些什么？首先要进一步进行改革。不仅要进行结构化的改革，以确保经济能够有新的增长点。同时，还要确保经济中的脆弱性不会再进一步加剧。尽管在短期中国的经济会放缓，但是在未来这是件好事，因为这可以确保中国进行的调整使中国经济能够走向中期和长期稳定发展的轨道。关键在于，如果中长期有一个强大的中国，不仅对中国，对全世界都是件好事。

对于 2015 年，我们是如何预测的呢？我们的观点有两个方面。第一，那就是我们应该考虑一个增长幅度，而不只是一个定死的目标。随着中国经济更多地走向市场经济，私营部门起到越来越重要的作用，中国不应该再定死一个 GDP 的目标，而是设置一个区间。这个区间会是多少呢？7% 应该是上限，中国 GDP 的增长可能低于 7%，可能是 6.5%-7% 之间。这样我们就可以有空间进行结构化的改革。同时我们也可以防止过多的信贷导致经济的不平衡。

说到最后，我来跟大家总结一下。一方面我们看到中国增长潜力没有以前那么强劲了，这一点毋庸置疑，中国已经发展了这么多年，所以现在有递减的边际效应，所以中国要进行进一步的结构化改革。另外，包括金融部门、财政部门的不确定性在不断增加，所以我们需要解决这些问题。但是，我们现在不能再使用像 2009 年一样强大的刺激计划了。相反，我们要采取其他策略，也就是说我们可能需要一个增长目标，这个增长目标不是固定不变的，而是有一个区间，可能上限是 7%。2015 年我们就可以制定这样的目标了。现在的好消息是劳动力市场还是比较稳定的，这说明即使增长率较低，劳动力市场也是可以承受的。如果中国 GDP 遭遇大幅下降，我们也许就需要采取更多的措施来支持经济增长的发展。谢谢大家，我的演讲到这里就结束！

乔依德：Alfred Schipke 先生代表国际货币基金组织对中国经济做了总的分析和估计，他强调中国应该走上一个持续发展的道路，并估计今年中国 GDP 还可以增长 7.5%，可能短期来说，这会有一些负面的影响，但是从中长期，从结构性改革来说，是很好的。他也讲到可能中国经济放缓以后，对全球的经济从短期来说也有一个负面的外因效应。但是从中长期来说，对全球经济也是有益的。2015 年，他估计中国 GDP 可能会增长 7% 左右，等一下我们还有其他的几位经济学家会有不同的观点，我们可以再继续讨论。下面我们以热烈掌声欢迎沈建光给我们做演讲。

沈建光：大拐点：中国经济的关键变数与崛起之路

沈建光（瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经济学

家)：非常荣幸参加上海发展研究基金会的度研讨会。我的标题是“大拐点，中国经济的关键变数与崛起之路”。

前面的演讲是回应中长期的，我想讲讲短期。关于大拐点，现在总的来看，全球经济尽管在次贷危机之后走向复苏的道路，但我认为还是处在一个非常不正常的状态。回想2009年的时候，当美国宣布第一次量化宽松时，我看到当时中国的反应是谴责。美国实行量化宽松，而中国当时有3万亿美元的外汇储备，这是当时最大的问题。我记得国内还说要抛美元，当时美元已经很弱了，一英镑换2美元，现在是汇率是1.7。但是我们当时感觉还是要抛美元。温总理那时说，以前担心就业问题，现在担心外汇储备怎么办。

经过短短4、5年，全球形势完全变了。美国量化宽松退出，我们还说不能退出太快，这是我们自己说的，退出太快对全球有负面影响。而欧洲央行都进行量化宽松，实现负利率，这个在5年前不可想象。日本、英国，主要四大储备货币国家，都在拼命印钱，反而大家已经习惯了，觉得印钱是正常的。一旦退出了，就对美国说不能太快，国际货币基金组织也认为很多刺激的措施不能退出太快，全球大部分都是这样。这5、6年，我感觉全球经济还是没有走出次贷危机的阴影。

美国现在要退出量化宽松，但是美国资产负债表显示，危机前才8千亿美元的美联储资产负债总额，现在已经提升到了4.5万亿。美国现在宣称10月份退出，不再继续印钱了，维持在4.5万亿。金融危机以来，美国不遗余力地坚持财政和货币的刺激，政府负债占GDP比重100%及三轮量化放松的抗危机举措，终于导致当前经济在全球范围内一枝独秀，QE退出也已提上日程。虽然美国一季度GDP大幅

下修，终值环比下降 2.9%，远低于预期，但主要是由于极端严寒天气和医保统计变动的干扰。美国经过这么多年的印钱，货币增加几万亿，今年一整年都在纷纷下调对 GDP 增速的预测，2% 到 2.5% 是最新的美联储的预测。整个美国经济的就业形势好于预期，这里面也有一个重要原因，就业的参与率在下降。美国最重要的是房地产，这其实跟中国是相关的。总之，美国还是处在这样一个量化宽松的阶段。

再看欧洲，现在欧洲面临最大的问题是通缩，所以欧洲央行其实也经历着非常大的转折，这个转折也令人担忧。我个人 10 年前在法兰克福欧洲央行工作，当时欧洲整个货币政策的制定基本上受到德国中央银行的巨大影响，目前在意大利领导下，欧洲央行走向量化宽松。这也是 5、6 年来最大的转折。虽然整个欧元区资产负债表扩张很多倍，但现在还是在通胀零之上一点，所以要搞负利率。全球大量印钱，流动性泛滥的过程还远远没有结束。现在欧洲经济虽然开始慢慢复苏，今年有 1% 左右的增长，当然比过去几年要好很多。但制造业复苏除了德国，现在其他国家，特别是法国，仍然面临很大的风险。法国很多政策是劫富济贫，包括 75% 的边际收入税都出台了。所以我这两年去法国，很多法国客户会告诉我：“你下次来我可能就不在了，我就要移民，不在法国呆了。”从这种情况来看，我认为法国经济要走出困境很难。其他国家很多指标都在缓慢复苏，但是法国还没有看到改善。整个欧美经济最危险的时候已经过去了。我们过去谈金砖四国，现在变成了金砖五国。可是金砖哪还有金砖的优势？印度刚刚换了一个领导人，上任后第一件事就是学中国，吸引外国投资搞基建。印度现在的新目标就是要把 5%—6% 的增速提高 7%—8%。

整个经济拐点对中国考验很大。中国今年应对外部环境还是会面临很多挑战的。首先，全球的流动性如此泛滥，中国又是什么情况？我年初就提出，今年中国经济最大的问题，其实是货币政策过渡收紧。中国 2009 年这一年，广义货币占 GDP 比重从 2006 年的 160% 一下子突破到 190%。现在收货币，其实也是央行的举措。今年影子银行收得非常厉害，造成融资利率上升。今年领导人谈到融资难，融资贵的问题，一收马上出现融资难，融资贵。我不担心人民币继续贬值。中国利率这么高，海外利率这么低，美联储虽然要退出量化宽松，但还将长时间继续坚持低利率。中国利率非常高，年初的时候大家担心影子银行会出问题，担心人民币贬值。中国政策已经转变了，求稳增长，最近几个月的动作非常大，我其实非常赞成。中国有两种选择，一种是让经济先崩溃，让金融危机、房地产泡沫破灭后，再去救经济；另外一种现在是虽然有泡沫，慢慢消化这个泡沫，同时保持经济稳定增长。

从现在来看，中国处在换挡期。前一个演讲者已经讲了，长期经济增速下滑，我们结构调整拐点已经出现了。中国现在已经是消费推动投资，有经济增大的动力。从产业角度来看，我们第二产业已经低于第三产业了，这也是这两年最大的转折变化。所以今后改革转型的力度会越来越大。同时我觉得今年最大的问题，在去杠杆的同时，很多结构性的改革不配套，融资难、融资贵是非常突出的问题。其实金融改革这两年发展非常快，包括利率市场化，汇率的浮动，特别是利率市场化，现在贷款利率都已经放开了。这就是为什么很多人说现在央行要降息的原因。但是降息不可能的，整个贷款利率已经放宽了，而且存款利率现在是三年期一年

期没有放开。想想余额宝，互联网金融，对 5.5% 的利率作一个比较，现在要降存款利率肯定是不现实的。所以现在唯一的办法就是降准。降准，其实是增加银行的贷款供应。现在银行的负担是很大的，一方面金融改革很超前，但是我们的财政改革和国企改革没有想象当中发展这么快，这造成的结果就是大量的国企，包括地方融资平台，还是需要大量的贷款。所以利率市场化是一个正常的结果。我们今年经济上半年在下降，照理来说，利率应该是下降的，但是利率反而在上升。经济下滑，利率反而上升，特别是企业现在基本上是 7% 到 8% 的贷款利率。在这种情况下，我们的 PPI 还在长达 28 个月的时间内都是负值，这是中国比较大的特点，也是中国改革开放以来历史最长的负 PPI 时期。但是劳工成本又在上升，利率又这么高，肯定对制造业造成很大的打压。利率为什么被打压后，实际利率反而很高，这种情况说明对贷款的需求还在，包括地方融资平台、国企，这些财政不改革，国企不改革，就造成这种结果。这对银行造成很大压力，贷款方面又有这么强的需求。今年房地产一下子从去年供不应求，到如今的转折，大家说拐点到了。我认为不可能从去年上海、北京这么大的供不应求局面转变成全国每个城市都出现供大于求。一个最大的原因是今年年初，第一套买房人的贷款都拿不到。而且利率都上浮。过去两年，第一套买房人的贷款利率可以下浮最多 30%，一般为 15% 到 20%，这个影响是很大的。

我觉得政府已经看到这一点。接下来我们看到这两个月放松力度其实很大的。早晨刚刚公布的贷款数据显示，社会融资总量 1.9 万亿，而且是新增贷款接近 1.1 万亿，这跟过去几个月相比有很大的上升。货币政策在上升，降准已经实

现了，农村银行现在定向范围也在扩大。今年年初的财政政策也是非常紧，我们财政存款也接近 3.6 万亿，这个很奇怪的现象。一方面说地方政府没有钱，有很大的还贷压力。另一方面中央和地方政府加起来，还有近 4 万亿的现金存款在中央银行不能用。这就很奇怪。

以往年底突击花钱现象明显，需要加强财政预算

财税改革牵一发而动全身，鉴于决策层近期已对财税改革、户籍改革从顶层设计的角度给出了指导意见，如果财税改革能够加快推进，将有助于缓解新型城镇化的资金困境，为中国经济创造又一增长点。



中央与地方财政收入相近，但地方政府却承担了更多的事权，往往捉襟见肘

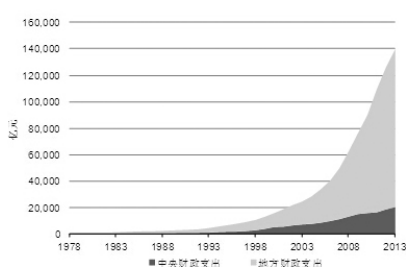
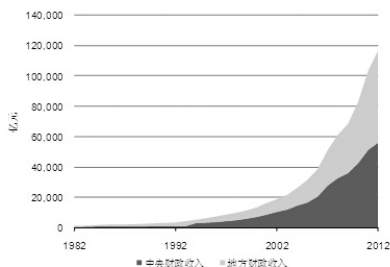


图 21：财税改革是全面深化改革的重中之重

我个人对下半年是比较乐观的。财政体制改革，已经提到议事日程上，这对目前财政支出也有非常大的转变。其实今年本来在收缩货币的同时财政是要积极的，但直到现在才刚刚开始积极起来。整个上半年紧缩政策，到下半年改观，这对下半年是一个很大的变化。下半年一方面是政策放松的效应，一方面就是改革的效应。所以我觉得可能看到下半年

有很大的改革措施。

刚才我提到财政，还有一个就是新型城镇化。现任政府有一个很大的改变就是以京津冀的融合作为一个新的城镇化改革的开端，而不是以前城镇化，比如在郊区建一些小城市，这样对产业配套的需要导致很多地方造了很多空城。但是在京津冀有一个巨大的挑战，比如这个例子：现在北京普遍的房价是5、6万，天津两万多，就27分钟的火车距离，房价相差那么多。全世界我跑了很多地方，没有看到这么近的地方价格相差这么大的。

✓京津冀一体化上升为国家战略，未来发展思路将更加开阔，这不仅意味着三地交通更加便利，产业布局一体化，而且意味着在户籍制度、公共资源均等化、土地管理制度改革试点等多方面也或将做出大胆尝试，以此作为重构中国新型城镇化战略的重要试验田，并对稳定增长与扩大内需起到关键作用。

京津冀一体化上升为国家战略

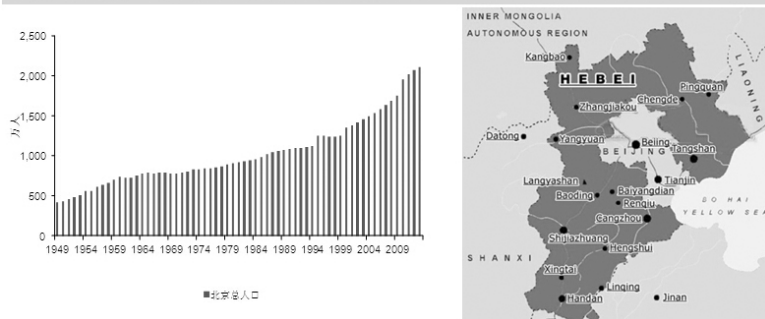


图 22：“以人为本”的新型城镇化加速推进

其实很多城镇化的问题反应了财政资源、社会资源分布的极度不平均。我们要考虑怎么进行体制改革，使产业布局，人口移动可以更有效安排。这样北京压力就会下降，而河北，包括周围天津的房地产市场就能得到支持。当然，

还要注重提高效率。如果我们能做到，那么上海、浙江、江苏等大上海区，和大首都经济圈新的城镇化改革突破，加上财政体制改革，还有明年的国企改革，包括现在发展迅速的金融改革和稳增长的措施，就能使今年和明年的经济有一个平稳期，为改革创造条件。我就讲到这里，谢谢大家！

乔依德：谢谢沈建光！他从几个拐点，从全球发达国家，发展中国家一直讲到中国。他对下半年中国经济还是比较乐观的，主要是有一些改革的措施，包括新型城镇化会带来新的动力。下面欢迎交通银行首席经济学家连平跟我们讲一下他的看法。

连平：中国经济运行“新常态”解析

连平（交通银行首席经济学家）：各位来宾大家下午好！很高兴基金会给我提供了一个交流和学习的机会。今天下午这一节的话题主要是讨论中国经济的运行。刚才两位专家的发言也对短期、中期、长期各方面问题都谈到一些。我重点谈谈短期和中期的运行。

最近有一个词还是比较流行的，那就是“新常态”，什么方面都说有新常态。我就在琢磨，中国经济最近这段运行，整个有没有新常态？有没有什么我们可以捕捉的新常态特征，来说明这一段时间的经济运行有了跟过去完全不同的一些特点。最近数据已经陆续出来了，半年度的数据出来以后，我们对下半年的经济运行心里多少有了一点底：下半年整体的运行会是比较平稳的，就是说它至少会改变今年一季度经济运行的急剧下挫，实际运行当中会有小幅度的回升。

我们再回顾 2012 年，2013 年，到 2014 年，把这三年

整体的经济运行综合起来观察，我梳理了一下，有六个方面的特征。

第一，这三年经济增长总体来看是中高速增长。2012、2013年都是7.7%，今年估计7.5%左右，都是属于中高速增长，这一点跟过去有很大的不同。过去有的时候是偏低的，比如说危机冲击的时候，可能只有7%，高的时候十四点几，波动幅度很大，所以是高速增长，平均水平达到10%左右。而现在就是在7%到8%这个区间，但它也是属于中高速增长。

第二，小幅度波动。我们来看，这三年的增长有高有低，7.7%、7.7%、7.5%，波动很小。我们再看这三年中间12季度的运行，也是小幅度。环比来看最低一个季度的增速是1.4%，最高的一个季度的增速是2.2%，差距不大。然后季度同比来看，最低的增速也就是7.4%，最高的增速就是7.9%，波动幅度明显跟过去不能同日而语。这是第二个特征，波动幅度相对比较小。

第三，平衡就业。这次经济运行掉到7%到8%这个区间，尤其像今年一季度到7.4%相对偏低的季度增长，但是就业状况没有出现明显的恶化，甚至于在沿海地区，劳动力工资还是在上涨，当然幅度没有过去这么大。所以基本上是属于平衡的。但是平衡中间，劳动力价格还是在往上走的。沿海地区劳动力价格在往上走，说明这个地区供给比较紧张。这种的状况是在整个沿海地区出口产业受到很大影响下发生的。不像过去整个地区很旺盛，对劳动力需求非常大，那时候价格上涨是很正常的现象。可是现在不是，有些地方都偏冷，但是这种情况下劳动力价格还在上涨，当然相当多劳动力回乡之后没有再出来，没有出来是因为过去危机冲击

下出来找不到工作，就在本地找到了工作。所以这个就业状况总体是平衡的，只是略减一些。

第四，低水平通胀。大家看CPI这两年也就是2点几到3点几来回波动，趋势似乎还有所回落。PPI连续28个月负值，当然在这当中，环比曾经出现过正值，但只是昙花一现，后来又掉头向下。本来这个月大家预期环比可能负到一个百分点之内，零点几的负值，结果还是1点几。这就表明在制造业领域中有一定的通缩。所以通胀水平是比较低的。这是第4个特征。

第五，有风险，但只是局部性风险。江浙一带持续受到冲击，前一阵子比较热闹的是钢贸，现在沉寂下来。钢贸的基本问题已经显现出来，总量大概多少，整个银行业都明白，差不多已经见底了。但是新的问题又出来了。不管怎么说，这些问题都还是在局部范围内，并不是全局性、系统性的。

最后一个特点，就是前面各位都讲得比较多的政策方面，我认为这个政策是有限度的刺激。毫无疑问，中间有刺激，不管你承认也好，不承认也好，的确是刺激了。但是这个刺激是有限度的，或者说微调，或者说微刺激。有刺激并不坍台，因为经济运行在往下走，现在只是做了一些逆向的宏观政策调控，做了一些有限度的刺激。很多人不满意，还在批评，说应该大规模刺激，这是一种观点。但是还有一些人坚持认为，中国经济有韧性，不需要搞大规模刺激以避免在未来产生更多的积累。但不管怎么说，我认为这是有限度的刺激。这是最近三年来，把整个宏观经济各个方面梳理起来讨论的。

如果我们称之为运行新常态的话，它是可接受的还是不可接受的？

可接受的？这样的状态行不行？如果说是可接受的，你有能力维持吗？或者说有能力在之后适当改善它吗？能够使中间存在的一些问题得到改善，使经济运行更健康吗？这是我们下一步要着重考虑的问题。当然对这个问题，看法肯定是很不一样的。最近各方面的讨论都有，但是有一点是肯定的：中国这么大一个经济体，投资有需求，消费增长也会比较平稳。大家想想，随着人均收入的提高，现在我们 GDP 人均是 7000 美元，毫无疑问肯定还要提高。消费能力在增加，所以消费对经济的拉动是毫无疑问的，并且会占到非常重要的比重。投资也是这样，时间关系不展开多说。中国的投资未来长期还是有很多需求的，主要是公共投资这个方面。

像这样由投资和消费，这样由内需所拉动的增长，至少能够推动中国经济增长多少呢？我想大家的共识是，至少从现阶段来看，6% 以上的增长应该是没有问题的。

在西方来看，一个是靠消费，一个是靠出口，投资这个功能对它整个 GDP 的推动作用微乎其微的。为什么中国过去长期以来 GDP 增速比较高，尤其在出口增长非常好的时候，GDP 的增速一定是 11% 以上？因为出口拉动了一块，投资又拉动了一块，消费又稳住了一块。但是现在这个格局就不一样了。从去年到今年的统计，都认为出口对 GDP 每年的贡献现在已经降到 0.5% 以下，去年就是 0.3% 到 0.4% 的贡献，其实还是有贡献的，带来这么多的就业等等。从对新增 GDP 贡献来看，出口跟过去相比确实是时过境迁了，没有起到好的拉动作用。剩下就是投资跟消费。现在 6% 以上的增长，一般都没有什么大的问题。大家都认为中国经济需求拉动 6% 以上的增长应该是不成问题的，预期

6% 以下增长的是极少数。当然了，认为中国继续保持 8% 的高速增长这种观点也是极少数，所以大概运行的区间就是在 6% 到 8% 这个区间。

2012 年以前，在 2009 年危机冲击下，政策的高度刺激带来了百分之 9 点几的增长。2010 年 GDP 再度呈现 2 位数的增长，2011 年降到 8 点几。从 2012 年开始，降到 8 以下，两年运行在 7.7% 左右，然后在今年再下一个台阶到 7.4%-7.5% 这样一个水平上。今年房地产这一块对经济的拉动持续下降。

因此我们看到，这三年运行下来的情况是，就业问题基本上没有什么太大的变化。很长一段时间以来，中国经济之所以要保持一个比较高的增长，最重要的理论依据就是就业。现在增长减弱了，但就业的状况没有多大的改变，还是比较平衡，虽然偏紧了一些，总的来说比较平衡。就业不是一个大的问题，那么是不是就没问题了？中国经济增长可以继续往下滑，到 6%、5% 也没有问题？我想并不是这样的。就业状况平稳，经济照样发生危机，这种事情在国际上有的是例子，最典型就是日本。日本经济状况很差，1% 的增长，负增长，它的就业状况基本上平稳的。比较差的是欧洲，稍有风吹草动，它的失业率就上到 10%，美国稍微好一点。各个国家的经济结构不一样，社会管理体制也不一样，所以还不能够简单的说就业没问题，增长就不怕，降下来没有问题，不能简单这样说。

所以我觉得中国现在的就业问题，随着人口红利的逐渐消退，在中国未来一段时间只要经济增速不是急剧下滑，这个问题就不是焦点问题了。焦点问题是什么？是风险。是中国经济的风险，从这一阵子三年的两个 7.7% 到今年 7.5%

左右，其实我们看到的风险因素逐渐被暴露。经济增长往下走的压力越来越大，问题逐渐暴露出来。就像是一个打足了气的皮球，这个皮球某些方面不太牢固，气拼命往里面灌，这几个不牢固的地方，有一些小毛病的地方，气就要跑出来。现在就处在这样一个状态，压力越大，开始漏气的地方越来越多，直到压力继续加大，到最后承受不了就要爆掉。

所以我认为，目前的风险状况不得不引起关注。第一，就是前面我们也讲到的通缩，连续 28 个月通缩。中国经济在 1990 年代以来，工业和制造业领域经历过 4 次通缩的过程，最长的一次是亚洲金融危机之后通缩 31 个月。这次已经到了 28 个月，可能还停不下来，也有可能这次的过程跟最长一次差不多，甚至于超过它，现在谁都不好说。我们知道通缩对整个经济的伤害是很大的，会抑制消费，抑制投资，对未来经济运行持续产生较大压力。

第二，最近房地产投资增速回落极其惊人，估计三季度是回落的最高点，四季度回稳。现在政府加大基础设施投资，包括棚户区、铁路这方面的投资进行对冲，恐怕全部对冲难以做到。按照相对比较乐观的看法测算了一下，对冲之后整个投资的增速大概会在 18% 左右，去年年底是 19.6%，今年又下来了 1 点几个百分点，而且是在政府启动了相当多的基础设施投资项目之后才能够对冲到这个水平。要么你就启动更大规模的这类投资，但是从长远利益来看不应该这么做。

第三，市场上的违约风险现在开始慢慢显性化。去年和前年这类事件零零星星。首先是信托产品，去年年前大概都有十几例是属于违约的压力，最后在各方面因素对参与下把它摆平了。今年到现在为止违约事件明显增加，而且下半年

我们认为可能压力还要大。这其中主要是两方面的信托：产业信托和房地产信托。基建信托问题不大，后面有政府支持着。产业信托和房地产信托这两个信托相对来说压力比较大。从信托产品的违约来看，风险在逐渐地暴露。

还有一个情况，就是联保联贷，在沿海地区，尤其是江浙一带，当然其他地方也有，福建、广东、山东、河南，甚至于一些内陆省份也有。这个一实施就是一大片，几十家，甚至于上百家企业全都扯进去了。这里面有两种情况，一种是大企业，还有一些是小企业。联保联贷的监管部门本来比较支持的就是小企业，因为小企业没有什么东西可以抵押，资产极其有限，为了给他们更好的支持就采用了所谓联保联贷的方式，十几家企业一起为它做担保，后来发展到相互之间交叉担保。到最后这个担保把大家全都扯进去了，导致负债率非常高。所以现在一些地区出现了这样一些风险。也就是说，随着经济增长速度进一步往下走，压力会越来越大，目前这些方面的风险正在由原来比较隐性走向一个显性化，这是我们必须加以关注的。

我认为目前的新常态，是经济增长处在这样一个水平，就业是一个平衡，CPI 还不错，KPI 看来是需要很好加以解决，还有存在这些风险因素。所以我觉得中国的 GDP 在未来尤其是下半年和明年不应该继续往下走，希望这种状态至少能够平稳运行两到三年。调结构需要时间，改革也需要时间，还有很多改革没有办法推，还有很多改革有很多阻力，只是一个总体的方案出来了。现在国企改革也推出一些方案，我个人认为力度是不够的。改革也需要时间，它的效应的发挥也需要时间。尤其是我们还要注意到，改革不一定都能够带来好的能量、正的能量，在这个过程当中，有可能由

于处理不当带来一些短期内的压力。刚才也讲到利率市场化，现在明显感觉到融资成本高，融资相对贵。融资难，肯定融资就贵，这从去年下半年以来到今年上半年特别明显，这和利率市场化也有关系。利率市场化推进之后，我们看到一个最清晰的结果，就是存款利率大幅度上升，对于很多老百姓来说这是件好事，因为理财产品多了以后，这些理财产品的收益率比较高，大约 4% 到 5%。我们也看到，这一块的投资收益率去年到今年普遍上升一个百分点。

我们要问了，是谁得到好处呢？当然是居民部门得到好处。企业部门也得到好处，但是企业部门利弊皆有，一边融资成本贷款利率很高下不来，一边它有一些资金去进行投资，获得底回报提高了。可能对于一些大企业有更多的好处，有好多大企业并不缺资金，但还是要向银行贷款。这些大企业得到的银行贷款利率是不高的，可能 6% 左右就能得到，但他们有可能把这些资金用出去，比如说用于信托、委托贷款之类的，肯定能带来两位数以上的收益。那么苦了谁呢？小微企业，它们本身就没有钱，信用又不好，这种情况下融资难，融资贵所带来的压力很大。也有不少比较大的行业，像一些财务公司群体，其实很有钱，利率市场化有可能给它带来的好处还不少。所以目前来说对小企业的压力还是比较大的。老百姓是得好处的，整个投资回报，包括一些大额存款，都相对过去要提高了。银行是有压力的，但是我们要注意，如果说对企业带来的好处比较多，融资比较宽松，利率比较低，企业会去进行投资，但是对老百姓来说就不是这样。中国储蓄率为什么高？中国有很多问题，社会保障体系、教育、医疗等等许多问题，中国老百姓钱多了以后，反而会有更强的储蓄倾向，这对经济短期增长是不利的。

利率市场化推进既要积极也要稳妥，其他各方面的改革要协同推进，比如说国企改革，现在利率市场化了，请问国企真正市场化了吗？国企财务软约束都改革掉了吗？没有。所以国有企业，或者说央字头的地方性企业，这个行为离商业化和市场化的距离很远。资金价格的市场化对它们的约束力非常有限，对他们行为的改进和改善总得来说也是非常有限的。所以国企不做新的改革，只是推进这些改革，效果不明显，甚至于还可能会带来一些问题，这需要加以协同。

我觉得要维持这样一个局面，并且使得它能够有所改善，使得这种新的运行状态不会由于政策不到位而导致明年初经济增长又再往下一层。如果那样，压力就更大，持续不断的负面压力之后，必定会导致一些风险，最终风险由隐性走向显性。现在要想办法改善。我觉得财政政策应该更加积极。既然我们认为，因为中国的货币存量过大，金融政策要适当采用，在这块谨慎推进的同时，财政政策可以更加积极一些。中央财政状况整体是十分良好的，各项指标都很好，适当再扩大一些积极的程度，我认为是完全可以承受，并且在未来可以消化的。

目前，需要呵护一下、推一把的，尤其是小微企业。融资难，融资贵，最后都难在小微企业身上，政府能不能对他们不再征税了？他们能够解决亿万人的就业，保守来说，小微企业5千万家，其中夫妻老婆店可能有4千万家，他们有能力自己解决就业，这点已经很不错了，何必还要收它的税呢？还有各地部门收的另外一些费用，对于小微企业都是不小的负担。我们农村税收不是全免了吗？为什么农民的收入增速要比城市居民来得高呢，这就是财政给他们的支持。对农民可以这样支持，对小微企业为什么不能呢？阳光应该

可以照到城市的小企业主的身上，让我们经济更加有活力。

货币政策我觉得在未来应保持目前这样一个总体基调不变，偏松的状况要保持好。上半年流动性整体来说是宽松的，但是这些流动性宽松之后，资金要进入实体经济，还要通过一些特定的渠道。因为流动性宽松在这里指的是银行间市场的宽松，企业是拿不到钱的。当然，也可以用发债券的形势，但债券总量有限。现在上半年统计的数据显示，债券发行量占到新的融资规模比重大约是 12% 多，比去年略有上升。这个情况还算可以，但这个比例是不够的，应该还要进一步扩大。这些宽松的资金怎么能够通过金融机构包括银行和其他的非银行金融机构，疏导到金融机构去？这不是货币政策总量所能够解决的问题，而是需要一些制度性的改革来消除资金流动的一些梗阻。我就先说这些，谢谢大家。

乔依德：感谢连平做了一个非常清楚的演讲。他首先对所谓的“新常态”概括了 6 个特点，比较好，比较清楚。另外他也指出今年下半年和明年的三个主要风险，通缩，房地产和市场违约。最后他对怎么进一步维持我们比较良好的经济状况也提了一些建议，包括改革，包括财政政策，他表示希望加大财政政策的力度。等一下我们也可以再进一步讨论这些概括对不对，这些建议好不好，你们在座脑子里想一想，后面我会给一些时间让下面多提问。

最后一位发言是上海社科院经济研究所所长石良平。

石良平：中国投资结构调整的效果分析

石良平（上海社科院经济研究所所长）：首先我要谢谢乔依德秘书长邀请我来跟大家交流对经济的看法。今天“复

苏与增长”的主题很好。对中国来说，其实不存在复苏问题，主要是增长问题。我今天选择的题目是投资问题。

大家知道，中国长期以来的经济增长是靠投资拉动的。投资最近增速在减缓，大家都非常担心。反复问我这个问题，投资的增速减缓，是动力不足，还是我们结构调整的结果？

我想，也回应一下连平教授讲的一些问题。我们先看看大家所关心的数据，图 23 显示了 2009 年到去年年底的 GDP 增长率。去年是 7.7%，目前在 7.5% 左右，数据增长率在缓慢下降。

2009-2013年间，GDP增速除2010年比2009年上升1.2个百分点外，此后3年持续下行，2013年与2012年持平，维持在7.7%。

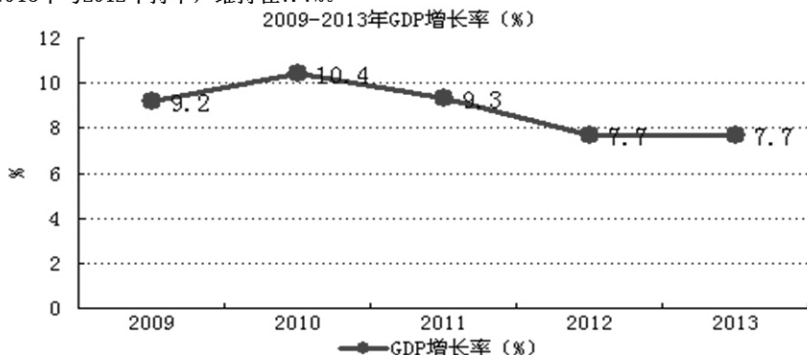


图 23: 2009-2013 年 GDP 增长率

但是从图 24 中我们看到，就业人数逐步上升。在 1990 年代有一个经验数据，就是中国的经济增长率是不能低于 8% 的，低于 8% 就马上会出现就业问题。这个经济模式是靠增量来拉动增长的，这是我们当时高投资的一个结果。现在再看，我们虽然已经低于 8% 了，但是从这个趋势来看，投资

下降对经济下降似乎也并没有影响，我后面会分析结果。

2009年至2013年5年间，城镇新增就业呈逐年上升的趋势，从2009年的1102万人上升至1310万人。

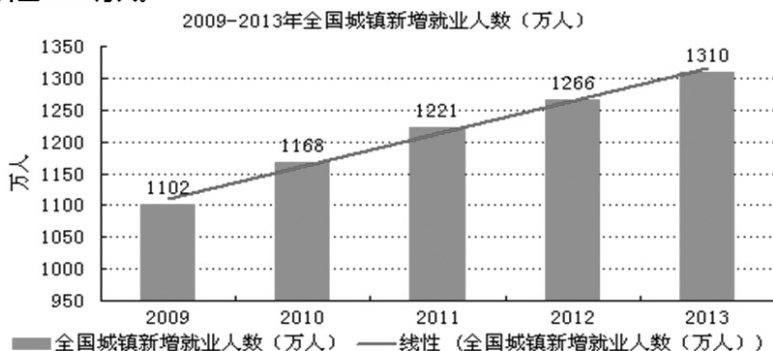


图 24：2009-2013 年全国城镇新增就业人数

2009年至2013年5年间，消费价格指数呈波动状态，2009-2011年间逐年上升，2012年出现较大跌幅，2013年又略微上升。



图 25：2009-2013 年消费价格指数

接下来图 25 显示了物价指数，2009 年至 2013 年 5 年间，消费价格指数呈波动状态，2009-2011 年间逐年上升，2012 年出现较大跌幅，2013 年又略微上升。这实际上是一个非常好的状态，2% 到 4%。图 26 显示了 2009 年至 2011

年间经常项目收支状况持续改善，2012 年较上年有较大增加后，2013 年又继续得到改善，但 2013 年货物贸易顺差持续扩张，服务贸易逆差则创历史新高。尽管我们现在出口下降比较快，但是我们顺差还是在增长。至少是我们在进出口方面保持一个平衡。

2009年至2011年间经常项目收支状况持续改善，2012年较上年有较大增加后，2013年又继续得到改善，但2013年货物贸易顺差持续扩张，服务贸易逆差则创历史新高。

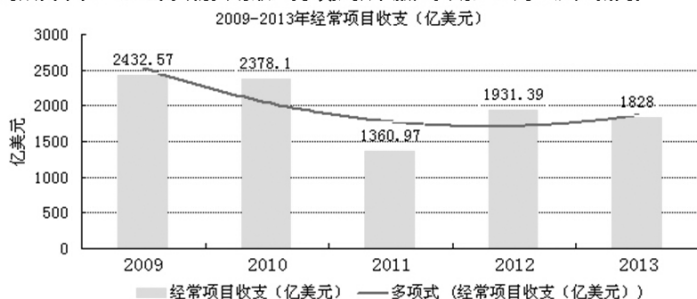


图 26：2009-2013 年经常项目收支

当我们经济发展非常高速的时候，我们会看到有一些数据是不正常的，比如说我们曾经遇到过的经济增长快、就业增长慢，通货膨胀上升等。现在把 GDP，就业，消费和进出口这四组数据拿出来，这种状态说得夸张一点，叫梦幻般的数据组合，这有什么不好呢？以前我们没有这种数据的时候，我们一直在追求；当我们有了以后，我们就很害怕，认为经济下降是不是会影响到我们未来的增长。大家想一想，现在这个状况和 1996 年的时候非常像。我们知道 1994 年物价最高的时候是 25%，当时经济也在往下跌。后来碰到东南亚金融危机，但是中国经济并没有下降。再后来加入世贸组织，然后中国经济一路往上走。当时在 1996 年的时候，

许多对经济非常担忧的人跟现在一模一样，他们认为中国经济要出问题，经济增长要下来了。刚才其他演讲嘉宾说到，KPI 是负的，CPI 是正的，大家想想为什么？我认为这是因为服务业在增长，但这些数据出现后我们反而害怕了。我对经济持一个乐观态度，我们追求就是这样的状态。我们面临很多风险，以前说的很多问题一直存在。但是我们也不断去解决这些问题。接下来我想给大家看看，这些数据的背后，投资结构的变化是怎样的。投资增速的减缓，是投资动力不足，还是结构结构在改变？

2009-2013年间，GDP和全社会固定资产投资增速均逐年回落，固定资产投资增速大于GDP增速，但其回落速度也略大于GDP增速的回落。

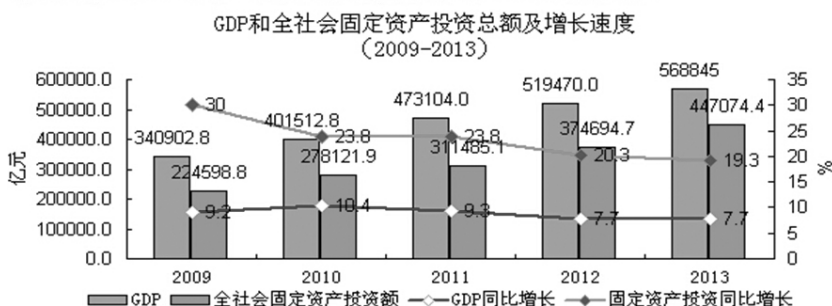


图 27: 2009-2013 年 GDP 和
全社会固定资产投资总额及增长速度

我们可以看到一些数据，2009-2013 年间，GDP 和全社会固定资产投资增速均逐年回落，固定资产投资增速大于 GDP 增速，但其回落速度也略大于 GDP 增速的回落。现在投资结构从 2009 年 30% 增长一路往下跌，到去年 19.3%，它的跌幅比经济增长速度要快，这是一个基本的状态。接下来我们要看，什么东西在跌，什么东西在涨。图 28 显示由

于全球经济不景气，有效需求明显不足，导致投资的动力减缓，其中一般制造业、房地产业、住宿和餐饮业固定资产投资增速回落较快，而投资保持增速的则是基础设施、信息产业、以及金融业等高端服务业等。

大家知道住宿餐饮在八项规定以后这一年在下跌。但是基础设施，信息产业以及金融业等高端服务业，它的投资增速并没有结束，而是保持一个平稳状态。实际上这就说明，投资结构现在正在向一个比较好的状态前进。下降的是那些并不是很需要增长的、过剩的行业，正在结构调整当中。我们也看到第三产业的固定资产投资开始大于第二产业。很明显有大量的投资进入服务业。大家知道服务业需要的固定资产投资要比制造业少得多，只要微微撬动一下，尽管总体是下降的，但是结构会得到非常好的改善。

由于全球经济不景气，有效需求明显不足，导致投资的动力减缓，其中一般制造业、房地产业、住宿和餐饮业固定资产投资增速回落较快。而投资保持增速的则是基础设施、信息产业、以及金融业等高端服务业等。

制造业、房地产业、住宿和餐饮业固定资产投资同比增长
(2009-2014.5)

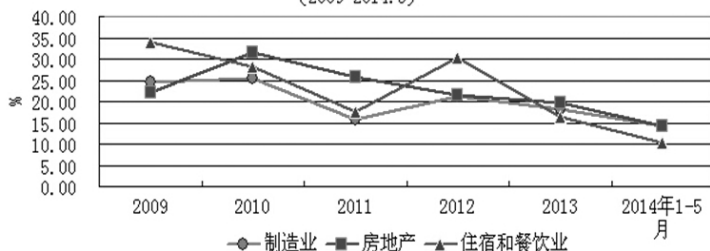


图 28: 2009-2014 年 5 月

制造业、房地产业、住宿和餐饮业固定资产投资同比增长

然后我们看图 29，第二产业增加值增长速度逐年下降，

特别是 2012 年第二产业增加值急剧下降后，2013 年继续延续下降趋势。第三产业增加值、增长速度在 2009 年至 2011 年间逐渐上升，2012 年增速放缓，2013 年又略微上升，2013 年第三产业无论是增加值还是增长速度均超过第二产业。去年第三产业增长速度首次超过第二产业，就证明我们在调结构方面基本达到我们所要调控的目标。

第二产业增加值增长速度逐年下降，特别是2012年第二产业增加值急剧下降后2013年继续延续下降趋势，第三产业增加值增长速度2009年至2011年间逐渐上升，2012年增速放缓，2013年又略微上升，2013年第三产业无论是增加值还是增长速度均超过第二产业。

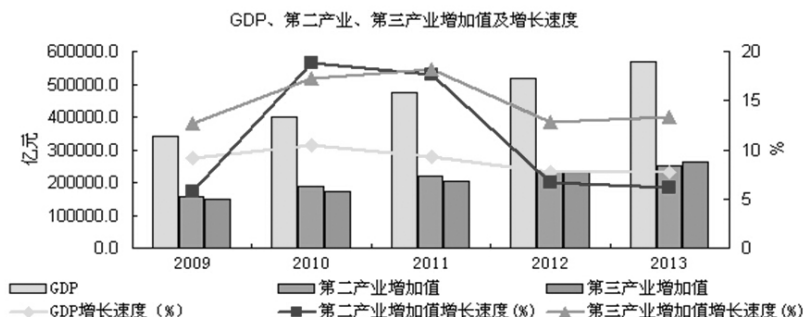


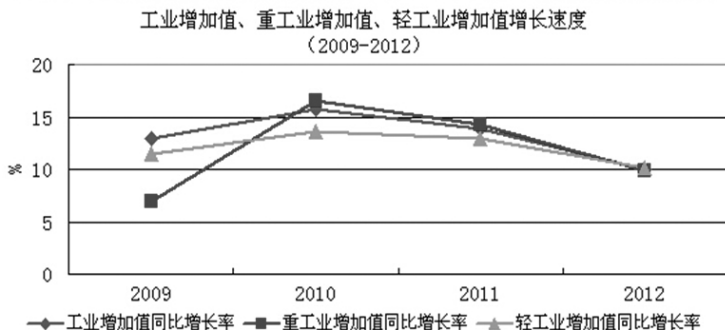
图 29: 2009-2013 年 GDP、
第二产业、第三产业增加值及增长速度

在去年和今年上半年，我们明显感觉到服务业的增长速度加快。有一个趋势大家一定要知道，国际商业有两个潮流：第一，服务业带动或者整合制造业的过程已经出现；第二，以前跨国公司，现在慢慢变成全球公司，它追求的并不是成本最低而是市场的拓展。前几天我们讨论韩国的时候，提到韩国股市的全球化做得非常好了，但有人问了一个问题，这还是韩国公司吗？已经一半以上不是韩国人投资的，这还能被称作韩国公司吗？现在各国都是这种情况，全球化

以后，投资结构、整合资源力度发生着重大变化。这两个趋势实际上表明了，今后我们在服务业投资会持续的增长，而在制造业投资比重会下降。

然后我们再看看工业，图 30 显示 2009-2012 年，重工业增加值增速回落程度大于轻工业，2012 年，轻工业增加值增速略微超过重工业。工业里面 4 万亿投资大部分投在和重工业有关系的产业上。经过这几年不断地调整，现在这两个基本上达到一定比重，增长速度差不多，投资结构也发生变化。

2009-2012 年，重工业增加值增速回落程度大于轻工业，2012 年，轻工业增加值增速略微超过重工业。



**图 30：2009-2012 年工业增加值、
重工业增加值、轻工业增加值增长速度**

2013 年以来，90% 以上工业利润集中在工业制造、电力、热力、非金属制品、电器机械，而且里面大部分已经开始往互联网方面走，信息产业进入了那些领域里。这表明我们现在的工业结构在发生一些变化，这正是我们这几年力图调结构、去杠杆的微刺激所得到的结果。

最后总结我的发言，我认为中国经济现在正处在一个良

性循环的轨道上。我们调整结构的任务还很重，风险很大，但是实际上中国这么大一个经济体，结构不平衡、区域之间不平衡是很正常的，这就给我们调整结构留出一个很大的空间。从这几年经济增长和投资结构的变化，我们已经看出来，我们结构调整和转型升级已经取得了很大的进展，并且我们继续在往这方面努力。大家知道东南亚金融危机以后，中国经济就是现在这个状态，所有指标都差不多，增速有所回落，就业在上升，通货在下降，国际收支在平衡。东南亚金融危机我们顶住了，后来加入世贸组织，世贸组织给我们一个很大的机会，那就是让中国的制造业全面纳入了全球体系。现在这个状态，我认为我们基本上在复制 1996 年。我们自贸区功效在哪里？除了政府体制改革以外，最最重要的就是服务业开发。

我做了这样一个数据的预测。2013 年中国 GDP 总量是 9.1 万亿美元，美国是 16 万亿美元，我们现在总量大概是美国的 54% 左右。而在 2000 年，就是我们加入世贸组织前一年，美国的 GDP 是 9.8 万亿，我们只有 1 万亿，我们是它的 1/10，我们现在是它的 54%。我们做一个最保守的估计，12 年以后，或者 11 年以后，2025 年中国 GDP 总量跟美国一样，我现在的估计是最保守的，有人认为在 2020 年就赶上了。那个时候我们 GDP 总量达到 22 万亿美元，我按最保守数据，经济增长在 6% 左右。那个时候中国服务业比重占 GDP 的 54%，其中有 12 万亿美元是服务业带来的。所以，我可以预测未来 10 年，中国服务业只要开放，大概是全世界唯一的可以获得巨额利润的地方，会吸引全世界最好的资本进入，是最后一块肥肉了。至少中国在这一方面，会复制 2001 年我们加入 WTO 的增长状态。

所以我对中国经济长期高速增长一点都不怀疑。现在GDP增长率7%点几，大家很担心会跌落到6%、5%，这是不可能的。继续按照这个政策，接下来反弹到8%是很快的。我们会碰到很多问题，但这些问题我们都会一个一个解决。我相信通过这种改革，我们的经济增速很快会走出现在最困难的时期。

互动讨论

乔依德：感谢石良平所长，他的基调比较高昂，对中国经济比较乐观，认为现在各种数据证明我们在一个比较良性的轨道上面，特别最后他认为经过短期的一些波动，中国经济会回到8%的轨道上面，这是比较乐观的，可能跟前面几位会有一些不一样。我想听听你们几位对这个观点是同意还是不同意，原因何在？

Alfred Schipke：我认为中国正在进行一个剧烈的结构化改革，我们不能根据过去的状况来预测未来，其实我们所做的研究是看中国未来的增长潜力。我们的研究表明，未来的中国GDP增长会低于8%，会在7.5%左右，甚至比7.5还要低。这里有一些因素我们必须考虑进来，同时也考虑到财政部门，以及金融部门所面临的挑战。我们看到一些已经进入中等收入国家的成长水平都出现了状况，在未来的发展过程当中他们增速肯定会低于过去，这是很正常的。我们知道像韩国就出现了类似的状况。其实对中国增长的预期要放在全球环境当中，即使中国经济增长在未来低于7%，这在全球范围来看依旧是一个中高速的增长率。所以我们建议，在调整阶段我们不需要过度担心，我们应该大胆地放心接受

结构化改革，必须要做把资源从一个产业转移另外一个产业的调整。这过程中肯定会使增速减慢。但是我要强调的是，当我们进行调整的时候，我们需要采取小心谨慎的态度和方法，避免产出现大幅的下降。

沈建光：中国现在人均 GDP 是 8 千美元，越是到了前沿，劳动生产率、人口红利的拐点就快到了。国际上也没有任何国家以 10% 的速度增长了近 35 年还能保持很高的增速。中国这 35 年保持平均 10% 的增长已经是一个世界奇迹了。亚洲的两个国家，一个是日本，一个是韩国，突破了中等发达国家的陷阱。但是，日本维持 10% 的增长维持 25 年，后来就到降零。而韩国虽然维持 30 年增长，但是只有 8%。接下来面临亚洲金融危机，对中国来说，不要说 8%，如果能维持 10 年的 6% 就足够了。

连平：我认为在未来个别年份超过 8% 的可能性还是存在的，经济增长是有波动的，稍微好一点的时候超过 8% 是有可能的。但是很显然，未来还要保持 8% 以上持续几十年，或者说像过去几十年 10% 左右的增长，是不太可能的。因为环境发生了很多变化。比如人口红利，过去劳动力成本很低，现在已经很高了。虽然 2003 年以后中国经济进入第三轮连续 5 年两位数增长，但它是有特殊环境的，一方面是刚才石教授讲的加入世界贸易组织；另一方面是中国城镇化速度的加快，并且国家将之作为一项战略。因此 2003 年之后投资高速增长，出口高速增长，消费相对比较平稳，连续出现了 5 年的两位数以上的增长。

再看今后人口红利的问题。城镇化在未来还是有很好的发展，但是跟前一阵子的城镇化相比，显然它未来的重点是在已经进入城市的这些农民工的城镇化问题，而不是在今后

还要大规模建许多城市。国际环境对我们来说是比较严峻的。其实也正是因为中国加入世界贸易组织之后，在国际市场上出口的份额持续大规模的扩大，最高的时候接近 12%，所以后来所有国家，包括发达国家和一些新兴经济体以及金砖国家，都反过来采取许多措施，制约我们的出口，导致我们劳动力成本的上升。各国对我们出口围追堵截，使得这两年出口确实压力很大。因此，未来 6% 到 8% 这个区间的增长可能性还是有的。我个人认为从比较高的增长降到这个区间需要有一段时间。平衡一段时间对经济体是有好处的，否则如果短期内持续的下行，再继续降下到 6%，带来的问题非常多，隐性的问题会显性化。从整个经济增长以及未来长期经济健康的角度来说，在目前这个水平上有一个阶段的波动是可接受的。就像刚才石教授提到的产业结构调整，在调结构这样一个态势下，会有一定的压力，把这些产能过剩的行业逐步淘汰。银行最清楚，不良资产大都来自于跟产能过剩行业有关的企业，不管是大型、中型还是小型企业。但是要注意压力不能太大，太大泥沙俱下，会把很多其他的企业也搭进去。现在这个状况，虽然不是最理想的，但是处在一个我们还能接受的状态。经过至少两三年的调整，就能够促使这些产能过剩的企业被淘汰，让他们退出去，经济寻求到一个新的平衡，那样就比较好。

石良平：第一，我们现在很习惯去拿别国的经验对照中国，但实际上世界上没有一个 13 亿人口聚集的国家，以前很多人认为不可能实现的东西，在中国都实现了。所以我们首先要相信自己。第二，中国现在的结构调整余地非常大。举一个很简单的例子，意大利的南部很穷，北部很富有，当时意大利就希望北部往南部投资，带动南部的经济增长，但

是怎么都带动不起来。最后，他们想了一个办法，使意大利南部往北部移民，就此，人均收入增长一倍，而其他什么都没有改变。因为人往一个经济繁荣地方集聚，就会产生许多就业机会，服务业会带来巨大的升值。中国现在国土整治、人口调节、城镇化才刚开始不久，所以这个余地是非常大的。此外，中国的服务业没有开放，一旦开放以后，它带来巨大的增量是一定要估计考虑的。在经济最不好时，没有人看好经济前景，都很谨慎，认为6%到8%的增长率已经是高了；而经济很好的时候，又期望很高，认为经济增长可以到15%以上。但后来发现，这些估算都不对。所以我在想，可能我过于乐观了，但我始终认为中国经济调整的余地实在很大。

乔依德：因为上一节大家没有提问，现在看看下面在座的各位有什么问题。

夏善晨：很高兴能够提问。第一个问题，主要是针对经济发展。我不认为增速一直很高就代表经济很好，但也不是说很低就好，均衡性很重要。刚才石先生认为，中国现在就处于一个理想均衡点，这是不是你自己按照经济学规律做出来的？第二个问题，现在提出的建议，或者说一些策略，是不是能够对于我们经济的可持续发展有一些新的抓手。比如说你没有提到能源问题、环境问题、老龄化问题、国际环境问题，这些都在经济角色当中扮演很重要的角色，也是一个相应的变量。如果不涉及这些变量，并不能在研究政策时做到真正的平衡，希望你能够就这点展开。

石良平：第一，我刚才提到过，判断经济增长速度的好与不好，要用旁边的数据来证明它，只要经济达到一个历来经济学认为的就业比较平稳、通胀不是很高、进出口收

支相对比较平衡，就是我们追求的。所以我认为现在的数据非常好，不能因为存在一些风险，就认为这个数据不对。比如我认为返回到高通胀的状态就不对。第二，因为今天时间有限，只有 15 分钟，所以我只能谈一个主题，不能面面俱到。你说的确实是一个很重要的问题。我们现在面临的问题已经不是 10 年前，20 年前的问题了。比如说中等收入陷阱，有人认为这是伪命题，我们不能因为某一个国家出现这个问题，就认为大国也会出现同样的问题。比如很多人认为南非的经济结构全部被外资控制，外资可以左右整个国家的经济，所以它必然会陷入中等收入陷阱，但这个情况在中国并不存在。此外，现在对什么叫中等收入陷阱也提出了异议，所以我认为在中国这样一个大国崛起的过程中，可能会改变过去所谓传统的、经典的经济学理论。

乔依德：下面还有人提问吗？

嘉宾：我想问到 IMF 的 Alfred Schipke，刚才你提到整个亚洲经济体都在放缓，这对亚洲的金融体系会带来哪些风险，应该如何应对？中国如何通过改革金融监管政策来推动经济发展？

Alfred Schipke：我不知道你说的这个问题是不是想问关于经济放缓的。

嘉宾：第一个问题是关于亚洲经济正在放缓，会产生什么风险，并且我们如何应对风险。另外一个问题是关于中国的，中国怎么通过金融监管和改革来解决经济放缓的问题。

Alfred Schipke：首先，一些先进经济体，特别是美国表现非常好。我认为可以有一个正确的解决方案去应对中等收入陷阱。中等收入陷阱对于亚洲很多国家是非常严重的问题，但却是可以解决的。通过什么解决呢？就是通过国家改

革政策继续维持经济增长。实际上一个健康的金融部门，对于整个中国经济都是非常重要的，尤其在保证资源的分配效率上。很多演讲者也提到，储蓄者存的钱相对来说是非常稀缺的资源，国家通过金融部门将这些资源分配到有需求的行业去。但是有一些大企业，比如国企，并不是非常高效，他们就不应该获得太多资源。高效的分配需要一个更有效的金融部门，当然就需要进行监管。但不应该过度监管，比如必须要监管影子银行以保证其操作是合规的，但也不要通过监管将整个金融的活力扼杀。所以中国金融改革要逐步进行，并鼓励创新。有很多人谈到像阿里巴巴这样的企业在创新方面做的一些贡献。因此，监管和监控是必要的，但不要扼制创新，因为这些创新也可以发生在金融界和银行界。

乔依德：时间也不早了。我们对四位演讲嘉宾精彩的演讲与回答表示感谢！今天的论坛就到这里，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）