

研讨实录

第 58 期

58

- 张斌：时代的挑战——中国经济转型综合症
- 夏斌：中国经济：昨天、今天和明天

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
二〇一四年十月

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，成为了基金会有一个品牌。

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

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

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

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

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》收录了基金会最近两次学术研讨活动的记录，分别为基金会举办的关于中国经济转型的小型内部研讨会，以及第97期发展沙龙夏斌先生关于“中国经济：昨天、今天和明天”的演讲，

在内部研讨会中，先由中国社科院世经所的张斌先生作引导性发言“时代的挑战——中国经济转型综合症”，随后上海社科院权衡、复旦大学张军、交通大学费方域、卓越发展研究院乔依德、肖明智、刘海影等对中国经济转型问题进行了讨论。与会者们基本认为，经济增长下降是长期趋势性的。大部分与会者判断：中国正经历从工业化到后工业化转型，对工业品的需求在下降，对公共服务、民生基础设施的需求在提高。部分与会者认为，“集中力量办大事”是工业化社会的思维，但到了后工业社会，可能更需要的是民权、民生以及包容的理念，更多强调政府、市场、个人之间，以及人与环境之间的关系。关于上海的转型，有与会者认为，在技术创新短期内无法实现时，先着眼于效率驱动，增加劳动、资本、土地产出效率尤为重要。

国务院参事、南开大学经济战略研究院院长、国务院发展研究中心金融研究所名誉所长夏斌先生认为，未来出口

拉动 GDP 的可能性已经很小了，提高消费也很难，而制造业全面产能过剩，基础设施建设也不可能维持前几年的高增长，因此，要保增长，房地产投资是关键的一招。尽管中国经济存在很大的问题，但从政府大的实力来说，中国经济是没有问题的，同时也不能盲目乐观。为了防止系统性风险，中央政府要从最坏的打算入手，做好准备。夏斌先生的建议分四个方面。第一，要坚决维护银行体系安全，防止经济突然崩盘。中央银行要采取措施，发出明确的毫不含糊的稳健货币政策的信号，确保整个金融体系有稳定的流动性支持。第二，一旦出现市场上抵押物的大幅度贬值，可以宣布采取紧急快捷原则。第三，当房价出现断崖式爆跌的时候，应该允许各级地方政府用棚户区改造资金去买房。第四，当银行不良资产增幅加快时，应该采取紧急措施，提高银行自主核销不良贷款的最高限额。

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

二〇一四年十月二十日

目 录

张斌：时代的挑战——中国经济转型综合症.....	1
提问与讨论.....	13
夏斌：中国经济：昨天、今天和明天.....	50
提问与讨论.....	74

时代的挑战——中国经济转型综合症

张 斌

中国社科院世经所全球宏观经济研究室主任

上海发展研究基金会 2014 年 9 月 12 日

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）：欢迎大家到我们的新地方来，在这里比较方便一点。这一次我们非常高兴地请到了中国社科院世经所全球宏观经济研究室张斌主任。大家对他也不陌生，他发表了很多文章，对国际收支、中国宏观经济等有比较深的研究。他最近的一篇文章已经预先发给大家了。我们这个“中国经济的未来”系列研讨会，先后有很多人来过。这个研讨会是小范围的，人不多，可以谈得比较深一点。我想先请张斌做一个引导性的发言。然后，大家可以根据他谈的东西，还有预先提出的 4 个题目，大家提一些意见，提一些看法。请张斌先开始吧。

张斌（中国社科院世经所全球宏观经济研究室主任）：这篇文章完成了有三四个月，中间不断在改，到现在也不能说是个很成型的版本。写的过程当中，在北大报告过两次，在《比较》杂志和其他一些地方也报告过。我一直想有机会到上海来，与上海学界做一些交流，听听大家的意见。我前些年主要做汇率、金融方面多一点。这两年觉得那个东西，根子还是浅了一点，我的兴趣开始往增长问题上转移了一点。

我的主要内容是讲四个方面。第一个是背景性的东西，

就是中国经济在危机之后的一些新的现象和特征。重点内容是后面几个部分。

一些新现象就不多说了，如果看几个宏观经济指标，金融危机之前和之后关键特征发生了很大变化。现在经常讲各种常态，现在没有常态，变化非常多，很难说稳定住了。最突出就是 GDP 增速，2001-2007 年中国 GDP 平均增速 10.8%，且增速由低到高逐年上升；2008-2013 年平均增速下降到 9%，呈增速趋势性下降。进出口占比下降。工业占比有一些下降，服务业占比上升。如果再看投入产出表，中间品、最终品服务业占比上升，工业占比下降。

另外一个引起关注比较多的是债务，2001-2007 年期间，在危机之前债务增长非常慢。2007-2012 年增长非常快。2001-2007 年，中国的各部门债务占 GDP 之比从 162% 上升到 172%，累计增幅为 6.2%；2007-2012 年，该比值从 172% 上升到 215%，累计增幅为 25%。为什么说 25% 呢，因为有人研究发现，如果一个国家在短短四五年之内债务占 GDP 之比上升 25%，接下来发生的就是金融危机。他们看了其他国家的例子，跟我们央行报告了这个情况，提醒金融风险。我们也开过一次会，讨论中国会不会爆发金融危机，基本上大家不相信近期会发生金融危机，但是对于金融市场风险上升的担忧是存在的。

除了这些宏观指标，我们在政策上也看到一些新的东西。原来在 2002-2007 年间，是要防止经济过热，防止通货膨胀，主要怕经济过热。危机之后我们担心经济过冷，老是刺激。另外我们看到金融市场化改革加速，政府职能改革也受到高度关注。

把这些问题放在一块，就是当初写这个文章的目的。我

现在很难说有一个严格的框架去解释这些现象，我想是不是有一些线索，把这些现象连到一块，形成一个比较完整的解释。

我先说一点这个研究在文献里的一点背景，因为我自己看到的可能不完整。我看到的对经济增长前景的研究有两个逻辑起点，第一个逻辑起点就是人口年龄结构的变化，有代表性的就是刘易斯做的相关研究，这是从人口的角度去看的。除了蔡昉老师，还有很多人都从人口年龄结构角度去研究这个问题，包括未来增长前沿的判断。但是蔡昉老师对这个问题的研究给人留下的感觉是，他是完全人口论的，人口变化不光影响人口劳动的投入，同时影响资本的积累，也会影响到 TFP。我自己感觉，对 TFP 这块的关联性解释不是特别清晰。不管怎么说，这是一个非常有影响的研究，而且光从人口角度看，这个逻辑大家能够认同。

另外一个研究起点是抛开人口，像林毅夫教授不大认同人口，他讲的是收入水平。昨天在北大国家发展研究院也开了一个会（中国的改革与增长研讨会），他就讲收入水平，他现在不说 GDP 增速 8% 了，他说 8% 是潜在增长率，他说今明两年增长目标最好是 7% 到 7.5%，7 也可以。

另外就是 IMF 的研究，这方面研究很多，其实做得也挺好的，昨天 IMF 亚太局副局长（Markus Rodlauer）也在报告他们的研究。他的一个特色是基于收入水平，劳动人口年龄结构这块也有判断，但他的特色是依据 TFP，看其他国家在某个收入水平上的 TFP 是多少，套用在中国上面，他计算中国未来的潜在增长率大概在 6% 到 6.5% 之间。他还模拟不同改革对未来潜在增长率带来的影响。他比较有意思的地方就是关于 TFP 的研究。他发现从国际比较角度上看，

TFP 增长也是一个微笑曲线，当你的收入水平到达中等收入陷阱之前 TFP 比较高，过了中等收入陷阱之后也是比较高的，最低的时候就是在一万到两万之间 TFP 增长处于一个转型期，这段 TFP 增长反而比较慢。

除了这个 IMF，还有 Eichengreen（巴里·艾肯格林）。他没有给出太多的解释，只是说，如果投资占比太高，或者出口占比太高，经济反而可能会下降得更快。但是总的来说，这个研究是挺有争议的。还有其它逻辑起点对解释上面的现象不是太重要。

我这个研究，从逻辑起点上，还是从收入水平开始的。

先看一下国际上的经验，这个大家都比较熟悉，一个国家由穷变富总归有两个阶段，一个转型的标志就是增加值和就业在整个全社会占比的变化。其实现在所有发达国家都在从工业社会过渡到后工业社会，美国的具体时间不太好判断，从就业上来看，应该基本上在 1960 年代或者 1970 年代初就开始了。西欧国家基本上在 1970 年代初期，日本比西欧晚不了几年。接下来意大利、西班牙、葡萄牙等南欧国家往后工业社会走。再接下来台湾、韩国从 1980 年代中期开始。

这个转型是发展过程中的一件好事，是往更高的阶段发展，它需要一些条件。最基本的条件，是要满足收入水平之后才有这个转型。法国、德国、日本 1970 年代中期，按购买力平价的人均 GDP 为 4500~5000 国际元，台湾大概也是在这个收入水平上，韩国在 1980 年代中后期达到 4500 ~ 5000 国际元。如果用 2005 年的美元不变价得出来的数据就不太一样。我为什么用这个呢？我用这个指标主要是因为，如果你用 2005 年的美元不变价，50 年代 60 年代初期那些

欧洲国家的收入水平已经上万了，但那个时候的生活水平和社会形态可能不太符合收入水平。如果用国际元来看，我们可以看到，几乎各个国家都是在 4500 到 6000 之间，制造业在 GDP 里从上升转到下降，反而比较一致，这可能会更好反映生活福利水平。这个可以再去确认。

还有为什么会发生转型？这个理解起来比较直观，一个就是社会弹性，收入水平提高之后，对工业品弹性是在慢慢下降的，这个是恩格尔定律往工业品的拓展。另外还有一些文献讲，是 TFP 的差异造成的。我主要看的是这个解释。

我们可以看到，在一个工业社会里面，最迫切需要的是工业品。到了后工业社会，大家更多需要是服务业。

看完国际经验之后，我们再看中国的情况。我们做一个判断，中国是不是已经要进入后工业社会了？根据上面的国际经验，按照同一个数据同一个标准，按照 PPP 折算后 GDP，2005-2006 年达到 5000 国际元这个标准。事实上，从数据来看，我们看到从 2008 年开始，官方的统计数据，工业品占比下降，服务业占比上升。这个数据会有一些疑问，但没有找到更好的替代，我们还是用这个数据。

为什么工业下降，服务业上升？看中国的例子，主要是两个机制。第一，随着收入水平的提高，你的工资也在涨。工资涨了很多后，你的低附加值出口品和进口品的市场率在下降。第二，国内市场收入增长过程当中，每单位收入增长所带来的对服务业产品需求增加超过对农业和工业品的需求增加，这样也会带来工业增速下降。

我们看主要的工业品，除了汽车的需求数弹性还大于 1，其他都小于 1，这个市场满足最早是彩电，彩电之后是冰箱，冰箱之后是洗衣机，洗衣机之后到汽车。纺织品、布

跟冰箱、洗衣机差不多。

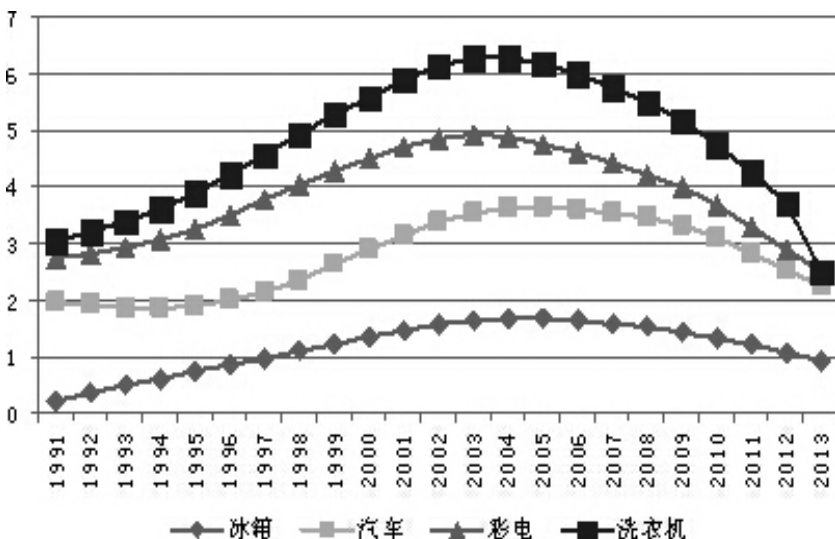


图 1：中国主要工业产品的需求收入弹性

数据来源：Wind，作者计算得到。

注：需求收入弹性用工业品销量增速除以城镇居民人均可支配收入增速，取 hp 滤波值。

另外是国际市场。我们做出判断之后，马上有人说 2008 年是一个巧合，2008 年之后因为出口下降，所以造成工业品部门的下降，工业品占比的下降。是不是一个巧合呢？我觉得有一定的外部因素在里面，但主因不是外部因素，即便没有金融危机，危机几年之后也会下降很猛。我们把出口增速可以分解为进口国进口增速的变化（反映外部环境变化），以及中国在国际市场上的市场份额变化（粗略地反映了市场竞争力变化）之和。

表 1：中国出口增速分解

	中国出口增速	全球进口（除中国）增速	出口市场份额增速
2001-2007	25.8	10.9	13.5
2008-2012	12.2	6.3	5.9
变化	13.7	4.6	7.6

数据来源：Wind，由作者计算得到。

注：定义出口 = X ，其他国家的进口 = M ，中国在其他国家进口中的市场份额 = S ， $X = M \times S$ ，等式两边求导并除以 X ，得到 $dX/X = dM/M + dS/S$ ，即出口增速等于进口国进口增速的变化与中国在进口国市场份额变化之和。

做了分解之后，你会发现危机之前跟危机之后中国出口增速下降了 13.7%，因为外部环境的变化，就是贸易伙伴增速下降的影响，只有 4.6%。更主要的是市场份额增速下降，不是绝对水平的下降，是增速的下降。原来出口增速高的时候，30% 的出口增速，大概有超过一半，15% 是市场份额增速造成的，甚至更高。但是现在市场份额增速的贡献已经非常小了，从 2004 年以后就开始趋势性下降。市场份额增速为什么下降呢？我们专门有一篇文章讲市场份额增速变化的原因，大概是两个主要原因，我们也看了汇率、生产率、贸易成本、劳动力成本。第一影响是贸易成本。第二影响是劳动力成本，而劳动力成本的上升也就是收入水平的上升，工资的上升。所以把这个连在一块之后，还可以回到这个上面收入增长、工资增长，不仅仅是内需的下降，其实也解释了出口增速的下降。

到这里我们可以初步上认同，中国从工业化到后工业化转型这个判断了。这个判断就意味着随着收入增长，对工

业品需求下降了，对服务业民生基础设施这些需求在提高。但问题是，当我们做了一个转型，收入增长有转型需要时，我们的供给方并没有做好准备。因为我们讲服务业的时候，包括中高端的服务，另外还包括很大一部分公共服务，还有一些民生基础设施也是服务很重要的相关内容。但是这部分没有跟上。

为什么服务供给没有跟上呢？简单说一句话，就是因为政府职能错位和缺位。这个我在后面会再讲。

一方面是政策管制，职能错位。另外还有一个是金融体制的不匹配。因为到目前为止，我们主要金融体系还是与支持工业品部门，特别是制造业发展相匹配的一个体系，特别是出口导向。它的金融体系很简单。我们看到的现象是，我们只需要银行，银行里面能够认识各种报关单，或者出口订单，然后就能够得到足够的抵押品，我们制造业有很好的厂房、设备、机器，都能作为一些抵押。如果做服务业，公共基础设施，特别是与民生相关的公共基础设施，或者做一些高附加值的时候，往往就是有形的东西越来越少，无形的东西越来越多，这时要在银行里做资金融通就越来越困难，需要有对风险控制更强的金融体系。我感觉我们金融体系这几年发展非常快，是否快到足以适应转型需要，现在还没有看出来。另外，土地、劳动市场要素都跟这个有关系。

这是我讲的第一个问题。收入增长带来需求结构的变化，但是供给方没能做及时的调整，所以供求不匹配凸显，在这种情况下企业投资就会下降，增长动力就会下降。

政府不满足于经济下降。我们总的失业率没有太大问题，还不到年底，我们已经完成就业目标了。但是政府那边不会这么看，因为对他们来说，就业压力是区域性的压力，

特别是产能过剩有几万甚至十几万的产业失业型的压力。政府在这种情况下会采取刺激政策。刺激政策包括内容很多，主体部分还是高端基础设施，高端基础设施很直接地增加了钢铁、水泥等工业品需求。但是它面临的问题是什么？它面临的问题是，首先，基础设施越来越多，你的边际回报会下降。第二，工业部门增速下降，基础设施是为了服务工业部门，工业部门增速下降，基础设施带来的边际回报自然而然就下降。第三，就是设计糟糕，铺张浪费。这个坐高铁就能看出来，上海这边还好，很多县级市高铁站，一个广场有一个足球场那么大，浪费。但我并不是说我们不需要基础设施，特别是跟民生相关的。在老旧城市的改造方面，上海做得很好，特别是比北京好。

这些基础设施出来之后，带来一个很大的问题就是我们的投资效率，确实让人很担心，而且金融市场带来很大的风险压力。城投资产收益率平均在 3% 左右，但是城投公司融资成本平均在 7%。它还会对其他部门带来负面的溢出效应。

权衡（上海社科院世界经济研究所副所长、研究员）：数据是全国的吗？

张斌：全行业，全国的。我们看总体投资效率也面临这个问题。我们看一个指标，就是边际资本产出比，国际 standards 是 3 到 3.5，中国金融危机以前是 3.5 左右，目前超过 6。这对于企业来说是难以想象的，财务上根本没有办法持续。为什么有 6 呢？主要就是这个，都是亏本买卖。

它就形成了一个负向恶性循环，收入增长导致结构变化、供求失衡，经济增长动力下降，经济增长动力下降有了刺激政策，延迟了资本从产能过剩的传统工业企业向需求旺

盛部门的转移。有了这个之后，更需要刺激，所以你会看到不断需要刺激，经济增长内动力在下降，形成恶性循环。这是我们担心的问题。

我们已经看到了很多的政策，政府也很多改革方案。我们现在政策谈得挺好的，但在实施环节上比较困难。根子还是在政策背后的一些理念，包括一些激励机制上面。

我们想回答的一个问题是，为什么政府对制造业可以搞市场化改革、放松管制，为什么对服务业就很难？我们看了一下服务业跟制造业的区别：工业部门 90% 以上是高度市场化的部门，类似于一个完全竞争。而服务业 50% 是政府管的，50% 交给市场。政府管的医疗、教育，一部分是公共服务，一部分可以交给市场，但是没有交给市场。

为什么会有这么多管制？管理的数量为什么这么大？管理的质量为什么这么差？政府管得并不好。一方面，因为我们社会资本比较缺乏，我讲的社会资本，在文献里主要是讲缺乏信任，个人对个人、个人对企业、个人对政府、企业对企业，这种社会信任不多。如果这种社会信任不多，自然不管是居民还是企业，要求第三方力量的介入，需要管制。会有很强的管制需求，因为你缺乏社会资本。

另一方面，是政府的权力，很多政府都是这样。从信任角度来看，制造业产品非常标准化，这个东西多少钱，大概什么价格，很容易就得到信任。但是服务业很难，哪怕消费完了之后，你都不知道质量好坏。医生给你开完药，你吃好还是没有吃好，不知道是不是因为医生的药方子。

管制总是需要的，为什么管得大家不满意呢？可能是两个问题没有很好解决。第一，对于政府来说，我为什么要给你提供好的公共服务？为什么要给你提供好的公共政策？

第二，就算我是一个好皇帝，我基于什么样的信心，基于什么技术给你提供这么好的服务？

解决这两个问题，还有上面的问题，从根本上来讲，都需要制度建设，包括对政府职能的制衡，才能解决这个问题。西方解决这个问题，是靠投票，包括舆论监督，各种各样的监督。一方面这种监督解决治理机制的问题，一方面把信息告诉公众了。

怎么去解决这些问题呢？现在政府文件写得越来越好，但是为什么实施不好？可能还有一些相对来说是更深层次的东西。第一就是发展理念。发展是硬道理，集中力量办大事。这还是工业化社会的思维，它讲究的是有形东西的可比性。这个我觉得完全能够理解，为什么过去用这个东西是正确的？因为从一个农业社会往工业社会转化的时候，特别是中国过去 100 多年受了那么多其他国家的欺负，我们又是一个很有文化、有历史荣誉感的民族，那个时候我们讲中华民族的伟大复兴，这个理念全社会都非常认同，知识分子、政治家都非常认同这个东西，我觉得也是正确的东西。我们试了几次，苏联模式试不通，试起来之后，这个东西核心内容就是工业品的发展，包括做这么高大上的基础设施，包括政府给工业部门优惠，最终目标就是让工业部门长起来。从国际比较上来看，我们处在一个相对来说越来越好的位置上，现在很多工业品确实比国外做得好。

但是，到了现在，到了后工业化社会转化的时候，丹尼尔的话是有道理的。工业社会的矛盾是人与机器的矛盾，你总是觉得机器不够多，不够好。到了后工业化社会，根本矛盾是人与人之间的矛盾，因为他需要的是服务，服务是人与人之间怎么解决信任的问题，怎么解决相互理解的问题。

到了这个阶段，政府按照原来的理念制定很多政策，往工业部门、国家战略大项目上面去倾斜，究竟应不应该占用这些资源做这些事呢？到了后工业社会，这个仅起不到正面作用，可能还有负面的影响。到了后工业社会，人与人之间的矛盾更突出，可能更需要的是民权、民生、社会包容。这些理念更多强调了政府、市场、个人之间，包括人与环境之间的关系。

所以，我们可以看到，这种工业化向后工业化转型，不光是生产结构的转型，其实背后也需要整个认知理念、制度政策的转型。怎么才能转过去？除了理念层面以外，在制度层面上，根本的还是需要政府对政府的制衡，特别是社会媒体、人大、政协，包括是同级政府之间的竞争。各种各样手段，究竟哪一个手段好，这个问题离我稍微远了一点，我不太研究这个东西，我觉得这方面是需要探索的。我举一个例子。我来上海挺多的，也经常出去到处转转，上海的公共服务比北京好很多。我打开上海的电视，包括在出租车上听广播，经常能看到或听到抱怨的声音，哪里的公共服务不好了，哪坏了，无形中对政府有压力。他会抱怨，他会说这里那里不好，或者他到哪里服务不满意就说。北京就没有一个抱怨的渠道。现在我们最需要就是这些小东西，对于政府的一些监督，一些抱怨。因为服务的东西都是一些很细微东西。如果这点做不到，我不觉得我们现在各种各样的政策在实施层面上会有很大的效果，就算一开始政策制定得很好，一到实施环节层层减码，就变形了。我觉得还是要从制度建设层面、理念层面上做一些充分的调整准备之后，我们的好政策才能凸显出来。

提问与讨论

乔依德：谢谢张斌！把那篇文章主要的观点讲了讲，非常感谢。在讨论以前，还要介绍一下在座的几位嘉宾。张军老师是复旦大学的。权衡老师是社科院的，本来在经济所，现在到世经所了。费老师是交大的，本来在安泰学院，现在是高级金融学院的。刘海影是搞投资的，他对经济研究也很感兴趣，我们最近把他请来作特约研究员。这位是肖明智博士，是我们基金会的研究人员，一直在帮马俊做一些研究课题，包括宏观经济模型等。

下面我们就根据张斌讲的内容，给大家4个问题：（1）中国经济是周期性下滑还是趋势性下滑？（2）中国是否面临向后工业化社会的转型？（3）如何看待经济转型的主要难点？（4）改革需要什么样的制度建设支持？可以根据这4个问题谈，也可以不根据这4个问题谈。这还是请张斌拟的一些问题。刚才他描述一些现象，到底是周期性的，或者是趋势性的，或者是结构性的？这是很重要的一个判断，如果是周期性的，那当然可能周期再反弹；如果是结构性的，就是成为现在所说的新常态，就是一个新的阶段。另外，对于后工业社会，我们最近讲得不太多，贝尔那个时候讲了很多。

张斌：这个是社会学家讲的。

乔依德：这个当然也可以谈。还有经济转型的主要难点。经济转型综合症，对中国来说是不是转型时必然要出现的，还是中国的特殊情况，这些问题都是大家可以讨论的。

权衡：还是从你这个题目开始，文章发过来我看了一下，首先比较吸引眼球的是“转型综合症”这个概念。想

到问题转型综合症一定是在经济转型中各种因素相互影响、相互作用而形成的一种问题，这种问题是有因果关系的，也有关联关系的。当然，最后可能讲的是一种必然的结果，这个综合症几乎无解。但是我现在听你刚才讲的，似乎还不是这么一个含义。主要讲的是增长减速、政策刺激，导致更多减速的一个恶性循环，一个怪圈。

第二，关于转型的定义。刚才大家都说，我们比较早的时候是前工业社会到工业社会，后工业社会是一个比较早的分析，就是工业结构变化到服务业结构。从你刚刚分析的这条线路来看，你是按照产业结构变化到一定阶段，随着收入的变化再引起需求结构的变化，然后导致需求引发的供给结构升级，这个在逻辑上是对的，没有问题。因为你按照产业经济学和增长经济学的范畴来看，一定是这样一个内在的逻辑。但是问题就在于对中国来讲，我们现在讲的转型，内涵非常丰富，可能包括增长动力的转型、产业结构的转型、城乡结构的转型。中国的经济转型不仅仅是简单的后工业社会的转型，这是我们今天遇到问题比较多时候的一个考虑，因为它涉及的面很多。所以你可能会觉得这个问题是非常复杂，也非常难，而且也不是单一的经济增长方式转变的问题。这可能和你的理解稍微有所不同。

第三，经济增长下降问题。首先，长期和短期的问题。前面讲的这些文献，说人口问题是一个长期现象，技术因素也是一个长期现象。你从短期来看，产出率是不变的，就取决于你的要素投入跟劳动资本的组合，或者资源配置的效率。但是长期来看就是技术进步。还有你列出的外部环境的变化，金融危机的影响，这是一个周期性的现象，这是需求层面变化对国内的影响。我觉得对经济增长问题，特别是中

国的经济增长，到底在短期来看还是长期来看是下降的趋势？这个要把它分开，得出的结论可能是不一样的。其次，供给和需求的角度问题。研究长期增长问题一定转到供给问题。消费需求、投资需求，这些东西实际上是短期内的分析范畴，不属于长期经济增长因素。你讲收入，我认为也是跟需求有关系，收入对经济增长跟需求有关系，这也是一个短期的因素。

关于刺激，我同意你的观点。如果经济增长速度是一个趋势性的下降，但采用的政策本身是短期的，就无法解决长期的问题，最后可能是长期的无数矛盾在短期内以更快的频率发生。我去年写过这么一个专报，不能以短期的政策应对长期性的问题。所以你这点我很赞同，为什么导致所谓的综合症呢，关键就是可能面对一个长期的趋势，这个政策却是在短期的框架内寻求问题的解决。这是我想对你做的一个评论。

关于经济增长转型，我们经济史讲两种。一种就是分工，分工决定经济增长，从制造业到服务业也是产业分工、产品分工，然后效率提高。还有一套研究增长的思路是创新，熊彼特讲的增长，还有制度的创新。为什么制造业发展到今天需要向服务业升级的时候，升不上去，或者叫制造业下降了，服务业供给这块不能满足收入需求的变化？原因就在于，我们有一个亚当斯密的分工型增长，像制造业分工，但是我们没有一个真正的创新型的增长，或者叫熊彼特式的增长。我们政府的审批制度适合于大规模批量生产，一个一个部门批，完全按工业流程来。服务经济，特别是今天互联网服务化以后，扁平化了，没有什么中心。从这点来说，可能解决综合症的根本在于推动熊彼特意义上的制度创新，通

过制度创新诱导技术创新，诱导企业家的创新，激发市场，就是微观的市场。

今年上海投资增长下降很快，经信委很着急。商务委也开会，我们加工贸易下降很快，怎么办？认为在这个阶段是不是出台一些鼓励政策扭转这个下降趋势？我说上海如果还在强调加工贸易，你这个转型创新就不要去讲了，上海如果还在靠加工贸易来维持增长，我觉得是没有意义的。

张斌：上海现在人均 GDP 多少？

权衡：现在是 2 万美元。

乔依德：1 万多。

张军（复旦大学中国经济研究中心主任）：按 PPP 基本上两万左右。

权衡：经济学一般有两个原因，一个是资本边际效应下降，这是一般的规律，第二是经济增长率下降。你前面列的文献里讲的 TFP 下降，经济增长率 90% 是因为这个原因导致下降，大家喜欢用这样两个解释经济增长到一定收入时的下降，边际生产率下降，边际产出下降。上海是不是因为这两个原因导致增长力下降？主要原因在于，我们这些年的成本因素是一个很大的问题，特别是劳动力的成本、土地的成本、商务的成本，包括我们流通领域的物流成本。我们经济运行当中光是物流成本就占到 GDP 的 20%—25%，美国这些国家物流成本只有 5% 到 6%。。资本回报率下降了，投资意愿就要下降。过去我们因为成本低，回报率就高。现在上海到了这个阶段，全国也是这个问题，因为劳动力成本因素上升，包括交易成本，腐败问题也是交易成本，这个也是要消化掉的，所以投资下降是必然的。

在这个意义上怎么办呢？我们十二五时期，强调比较多

的叫创新驱动，这个有点太超前。最近在做十三五规划的时候，大家有一个看法，创新驱动在十二五要么没有创新，要么有创新没有驱动，根本没有达到十二五提出的目标。为什么创新驱动没有太明显的效果？很重要的，可能你还在要素驱动阶段，还不是创新驱动的阶段，仍然是效率驱动。按照国外的一些文献，效率驱动这个阶段，在你技术进步不变的情况下，你的生产要素框架是既定的，你唯一能做的事情是怎么提高生产要素的组合比例效率，怎么提高资源效率，怎么提高现有的劳动力效率，怎么提高土地资源利用效益。在这个意义上，随着长期技术进步，你的全要素慢慢上升，现在已经下降了。我们能不能通过提高效率驱动这个关键的环节来增加劳动、资本、土地产出效率？这个是不是可能先于你的创新驱动？因为创新驱动的核心因素是技术创新，当技术创新在短期内无法实现的时候，效率驱动是不可逾越的。我们原来讲要素驱动，现在一下子提创新驱动，就意味着你要在短时间内改变你的函数，实际上短期很难做到，除非短期内有一个巨大的技术突破，而实际上你没有。所以只能在效率驱动上来做。

我大致这样做一些回应，说的不一定对。

张军：预测未来潜在增长率，这是个很难的事情。文献里面无非就是从收敛的框架来思考这个问题，跟离发达国家的距离有关系，越靠近它时速度会越慢，这个是基本框架。这个可以帮助我们思考未来增长率的一些变化。

但是，我觉得经济学家很难准确估计潜在增长率在未来的变化，这的确非常的复杂。关于中国现象，张斌有这样一个想法，这些年我们增长率是在持续减速，然后政府又用了很多政策来处理这样一些现象，所以他可能有一个看法，

认为这个减速是一个长期的趋势。

我的想法就是说 2007 年以后增长率有一个减速，的确是短期政策上的问题。坦率讲，其实就是一个调控问题，如果你不是用这种调控的方式，我想 GDP 增长率会比现在更好。你看投资去年还有 20%，今年只有 17%，原因很简单，因为现在政府不愿意把那个加上去。所以这本身是调控造成的，现在甚至连正常的投资都有点谨慎了，我觉得这是把这两年的增长往下拉的主要原因。

如果我们把增长现象放到一个更长期的角度来看的话，我个人的看法是：这两年的实际增长率应该是低于潜在增长率的。因为到目前为止，我们没有找到证据来证明，比如说 2007 年以后我们潜在增长率是低于 7% 的，没有这个证据。也没有人给出一些研究。刚才张斌讲，2002-2007 年增长率是往上走的，大概 10% 的样子，2007 年以后下来，大概接近 9% 吧。所以从这个意义上讲，有什么理由说 2007 年是一个拐点，是什么事情让 2007 年把这两个阶段分得这么清楚，我觉得是没有的。原因很简单，因为 2007 年百分之 14 点几的增长率是过热的，所以 2007 年以后采取紧的政策，把过热的经济拉下来。即使这样 8%—9% 没有问题，实际上 2008-2009 年都接近 10% 了。投资增长率下降非常快，刚才讲到上海，我想全国应该都是这个情况。今年上半年只有 16%—17%，这还是名义增长率。

到底为什么增长率应该保持这么低？我觉得理由是不充分的，至少目前我没有看到理由。如果你把 2005-2007 年作为一个异常现象拿掉，因为那是一个房地产过热，这条线基本上还是平稳的，并不是通常大家理解的很明显的拐点。这是一个短期。

长期来看，现在很多人说中国长期的增长率不可能这么高，这个不可能错。我不能说中国经济过了 35 年以后还可以加热，这当然不可能。问题在于，是什么因素在超前变化，让这个经济增长率慢慢下来了？我想最重要的变化还是人口转型这样一个变化，而且这个变化在文献里讨论最多，其他方面的变化虽然大家都可能提到一点，但是文献没有。所以我们只能暂时相信，是人口统计学的证据来支撑所谓的拐点，就是劳动力增长率在放缓，导致 2005 年以后局部地区工资开始上涨，劳动力供求关系有一些变化了。到今天，工资上涨不仅是沿海发达地区的事情，内地上涨也很厉害，沿海和内地一线工人的工资差距没有很大。如果工资上升跟土地指标有关系，那应该沿海要高得更多，但实际上没有。在制造业里一线工资上升是一个普遍现象，所以只能用人口统计学特征来解释。

从长期来讲，它的影响非常明显，会让经济增长率下来，因为成本上去了。但是这个不像日本在 1970 年代初石油危机导致生产成本上升，中国是一个缓慢变化的过程，随着经济增长，人口出生率不断下降，农村向城市转移速度越来越慢，最后导致劳动力供给速度越来越慢，在 2012 年前后，劳动力基本上是零增长。

张斌：负增长。

张军：这个是唯一在文献里找到的证据，这是明显的变化。其他方面的变化，我们没有看到证据。仅仅这一个变化，我觉得也可以解释中国增长率不可能像过去那样保持一个接近 9% 的增长，这不可能。实际上跟人口统计特征变化相关联的，还有其他的一些单项的占比指标，到底是哪一些指标，还值得我们去发现，去讨论。不仅仅是说工资在上

升，其他方面，比如说张斌讲到一些需求的指标，是不是跟这个有高度的关联？我觉得需要去研究。比如说需求结构的变化，在哪些消费品领域里，我们占比的变化是不是到了峰值，接下来是不是会下来？会不会因为人口统计学的根本性变化，导致家庭储蓄率、政府储蓄率也发生相应的变化？因为通常我们讲经济的下降，经济的减速，背后跟储蓄率的变化有关系，储蓄率变化可能跟人口结构变化是有关系的。

但是不管怎么说，成本变化是一个内升缓慢的现象，不是外部的振荡引起的，所以它跟日本情形不一样。日本在遇到石油危机跟汇率大幅度升值以后，它 1970 年代的增长率是剧烈跳下来的。因为这个是外部变化，它没有足够时间来消化。我相信在中国这个现象应该是一个缓慢的过程，也就是说我们的增长率会逐步下来，这是遵循收敛的基本规律，如果没有突发外部事件的话，应该是这样一个过程。

所以，我认为 2007 年和 2008 年以后的这个减速，是有很大的政府管控成分在里面的，这并不代表我们的潜在增长率已经到了这样一个水平。从中长期来看，可能过去 10 年，由于劳动力市场结构在发生一些微妙的变化，趋势上看我们劳动力成本是在逐步上升的。我觉得这个过程对中国经济的影响会更长远地表现出来，而且这会跟东亚四小龙比较接近，东亚四小龙也是比较明显的人口统计特征变化逐步引发一系列的占比变化，逐步帮我们认识经济增长率长期的下降趋势。1997 年金融危机可能使东亚四小龙经济增长下降幅度稍微大了一点。但是在 1997 年以前，其经济增长下降其实是非常缓慢的。我想中国应该也是这样一个特征。

到底未来 10 年或者 15 年的潜在增长率多少？这个的确很难说。IMF 他们是假设未来 10 年、15 年的投资率是多

少，先要假设一下，给出了两个方案，一个高，一个低，比如说 35% 是比较高的，25% 是比较低的。劳动力那部分本身是负增长，基本上会拉掉 GDP 增长率，而不是推动 GDP 增长，那个也可以作为一个假设。然后在总量函数里面，用过去 20 年的增长数据，假设这些参数没有大的变化，把投资率假设放进去，把劳动力增长率假设放进去，应该会算出 TFP 的增长。在他们的这两个方案里，第一种情形 TFP 比较高，第二种情形 TFP 比较低一点。我印象中一种情形是 2.2，一种情形是 3.5，大概是这个范围里面。你看过去 20 年或者 30 年里，中国 TFP 增长，绝大多数文献基本上在 3.5 到 4 这个范围里。

这样的话，从概率上讲，这个 2 点几跟 3 点几，你说要低于 2 点几，这个概率是零，不可能，除非你认为中国模式就是苏联的模式，这个我想可能绝大多数人都不相信。但是你说要高于 3.5，这个也比较难一点，因为考虑到你的收入水平很高，劳动生产率跟前沿之间的距离大大缩小，所以不像过去模仿空间那么大的时候进步那么快。所以从这个意义上来讲，你大概知道了 TFP 未来在 2.5 到 3.5 这么一个范围里面，它对应 GDP 增长率也可以测算出来。它用排除法基本上排除 9%，也排除 6%，低于 6%，高于 9% 都排除掉了。考虑到中国未来 TFP 可行的一个增长的区间，对应的潜在增长率应该是不高于 9，但是不低于 6。所以 7、8 也应该在这个范围，你说 6.5 也在这个范围里面，你说 7.5 也是在这个范围里面。

这其实是一个非常粗的匡算，你说这有多大价值，也没有多大价值。TFP 为什么这么重要呢？你仔细想，投资率的高低实际上最终是由 TFP 决定的，因为你投资的高低其实

取决于你投资回报率在长期能不能维持，回报率高低在短期来看跟需求有关系，你现在没有投资机会，当然回报率就很低。但是从长期来看，有没有投资机会，其实看你的 TFP，因为 TFP 背后代表产业升级。实际上你讲需求结构也好，你讲投资结构也好，所有这些在经济学里都可以用一个逻辑来表示，汽车人均拥有量跟世界平均水平，或者跟发达国家的水平距离是多少。比如说 10 年前距离很远，今天可能已经到了中位，这个变化本身你可以度量它未来的需求空间。但是反过来你也可以度量投资的空间。没有必要过分讨论是需求还是供给。比如说住房，我曾经讲过这个问题，可能在 1990 年代中国人均住房面积很小很小，所以房地产空间很大，现在经过 10 年一下子把份额提高了。张斌讲到出口问题，可能我们的很多产品在世界上出口的份额增长很快，有可能 2001 年加入世贸让这个份额大幅度提高。你在 20 年前这个份额很小，所以你出口可以扩张很快，你可以说这是需求，你也可以说这是供给。但是如果你现在的份额很大，就不可能很快提高了。这既可以理解为需求的方面，也可以理解为供给的方面。这些变化是非常非常重要的，这些东西直接影响 TFP。

未来 TFP 是 3 也好，2 点几也好，从哪里来？我觉得这个来源要靠升级了。等到我们像韩国、台湾这样的人均水平，TFP 大概在增长 2% 以下，美国只有 1%。当你完全靠你的研发投入来支撑技术进步，你的进步每年就 1% 多一点。中国到这个现象恐怕是很长远的事，不可能短期里跳下来，日本在 1970 年代 TFP 突然变成负增长，那是外部造成的。如果完全是内生现象，随着人口变化，工资慢慢上升，然后产业不断升级，我想这个 TFP 会维持。正常情况下经

济发展是这样一个过程。所以，我觉得在这个过程当中，产业升级伴随着结构的变化，服务业比重当然会慢慢上升，服务业吸纳的劳动力比重也会上来。现在有些学者提出一个概念，就是“过早去工业化”。

张斌：主要是讲拉美。

张军：后来有些人把它引到印度，发现印度有这个问题。最近我跟学生在一起看世界银行的数据，发现四小龙也有这个问题。在很多新兴市场国家里人均 GDP 还比较低的时候，制造业吸纳劳动力比重就下来了，它的峰值已经过了。欧美发达国家，这个峰值在人均 GDP 比较高的时候达到，然后再下来，这个时候再转向服务业了。这个结构变化在第一代发达国家跟战后这些新兴工业化国家，其实很不一样。所以丹尼尔说新兴市场国家出现了过早去工业化，他认为这会带来一系列问题。

但是，我们把更多国家放进去以后，找不到一个规律。也就是说，很多国家很可能在更低的人均 GDP 水平上就下来了，而且是没有规律的。所以，去工业化这个现象是有的，但这是好事还是坏事，你没有办法说，除非你知道这个工业化峰值对应一个什么样的人均 GDP 水平。但事实上你得不出，因为它是乱的，因此这个现象就比较复杂，即使有这个现象，也并不意味着那些过早去工业化的国家就错了，不一定。除非你能给出一个最优的工业化水平所对应的收入。张斌，你那个数据有没有中国工业就业的比重？

张斌：工业增加值从 2008 年之后开始往下走了，我们其实是世界最高的了。

权衡：就业下来早。

张军：这个过早去工业化的现象在很多国家都发现了，

但问题是你找不到一个所谓最优的做法。比如，你可以说在人均 GDP1.5 万时达到峰值下来是正常的，然后把这个作为规律，但现在没有这个规律。韩国、日本，包括印度等很多国家，的确都出现了这个所谓的过早工业化，相对于欧美发达国家是过早了。当然要用 PPP，否则没有办法比较。这个问题我觉得中国也会出现，也许会有人拿这个说事，这个要小心。

另外，我有几个东西要跟张斌讨论。第一，我听你说 PPP 用 2005 年作为基期？

张斌：我不是用 2005 年的。

张军：PPP 不是每年有，PPP 公布一段以后，这个 PPP 在 2005 年是用美元来计算的。

张斌：人均 GDP 有一个 PPP 折算之后当年的国际元，用当期价格折算，折成国际元多少。

张军：这个有意义吗？PPP 本身是一个价格指数，它是有基期的，否则我用 PPP 干什么呢？

刘海影（卓越发展研究院特约研究员，上海国富投资管理有限公司首席经济学家）：PPP 是人民币和美元每年都有一个折算比例。

张军：他们公布进行跨国比较的话，一定用某一个基期，比如说 2005 年或者 2000 年基期的美元来做价格指数，比如说美元跟人民币，或者美元跟英镑是这样一个换算，不然怎么进行比较？

刘海影：它是每一年比较。

张军：你都可以换算成 2005 年价格美元。

乔依德：长期的趋势必须要基期。

张军：第二是关于 ICOR（增量资本产出率 Incremental

Capital — OutputRatio)。这个东西只有长期看才有意义，短期看没有意义，因为它是需求方。你一旦遇到商业周期的时候，高峰跟低谷这两个算出来很大，但是经济不可能变化，你说资本存量变化有这么大吗？

乔依德：它是倒过来算的。

张斌：还有伍晓鹰也做的。

张军：伍晓鹰那个根本不相信，伍晓鹰他自己相信吗？你到你老家看看有没有 TFP 的增长？这个自己都不能相信。他到澳门来，我们参加一个会，我就问他这个问题，那个时候他已经在干这个事了，你自己相信吗？TFP 你说低，随着商业周期的变化，经济下行的时候 TFP 往往都很低，这个很正常。但是 TFP 这个东西也要长期来看，起码要 10 年、15 年、20 年。所以这个 ICOR，如果你把发达国家、高收入国家的 ICOR 拿过来看，当然这个不完全可比，他们在 1981 年是 6.32，2001-2010 年是 11.62，发达国家显然比新兴市场国家的绝对水平要高，但是它没有那么大的波动。当然我觉得短期的波动其实并不代表长期的趋势。

乔依德：张斌你在前面的分析讲到收入水平，从人口角度讲得比较多。我觉得里面基本上没有提到土地，当然你后面讲供给的时候谈到了土地。从要素角度来说，土地还是很重要的。当然你可以从人口占有土地这样一个角度来看它的分布变化，因为工业化、城市化，人口向城市集中，现在土地价格也很高。再加上我们国家对工业用地在政策上是比较优惠的，造成居民用地、住房用地价格比较高。这可能对经济增速带来影响。从要素的角度，这恐怕也是一个问题，应该考虑进去，土地本身是这样一个投入要素，在过程中有很大变化。

张军：地价的变化，很多人理解它对资本没有影响，从定义上讲，土地价格变化，土地升值不增加资本存量，所以是没有影响的。但是我们实际上在统计里面，资本形成包括土地上建筑物的增值。你想想建筑物的增值跟地价当然有关系，地价涨了，房价才能贵，实际上它是有直接关系的。这就是你讲的，土地价格上升了以后，实际上它在资本形成里是有反应的，所以这些年投资率高的原因也是因为土地价格。

乔依德：包括对劳动力也是有影响的。

费方域（交通大学中国金融研究院副院长）：这个领域我基本上不碰了，所以我也谈不出什么。我直观地听了他的东西，我不知道他为什么要做这样一个题目？这是不是现在这个问题圈子里，大家都觉得是有意思的一个题目？我不知道这个题目是实际问题导向得出来的，还是理论问题导向得出来，还是纯粹写文章得出来的？这样界定转型。这个转型是不是现在国际上大家关心的一个转型，还是我们国家现在讲的转型？我们国家用词都是用得很含糊的词，政治化的词，从来没有准确过，大家要解释。这样的话，你如果把这个作为一个词，现在大家听的转型主要指什么？转型综合症，这又是另外一个问题。我们提出转型，是把它作为药方开出来，还是作为病症提出来？还是两个都有？

权衡：因为这个药方导致这个病症。

费方域：因为我已经很长时间没有看这个领域的东西了，我来了，老乔看到我不说话也不好，我就光提问题。

第一个问题，你为什么提出这样一个问题来？你这个题目里面两个含义，一个含义是转型，这个转型给它限定为工业化向后工业化，这样的话，这个题目是一个理论导向型

的，还是实际问题导向型，它和你们做这个领域研究的或者我们国家现在关心的，这两个的关系什么？这几年或者这一届政府上来以后，主要谈的就是转型问题，一直谈。

第二个问题，你后面一半谈的是综合症的问题，诊断以后当然要开药方。这个诊断是对转型本身开药方。如果你要对转型开药方，你首先要说它是针对什么来的，它是怎样的情况，它的病症表现是什么，然后你对它开药方，这是一个问题。

我现在全当我们回到转型来。如果把转型简化为一个结构，这个结构可以是多种结构，不管需求供给结构，或者社会结构也好，或者劳动力供给结构，你在讨论这个问题的时候，整篇文章是在一个什么样的框架下来讨论？你是从社会理论谈这个问题，还是从发展理论谈这个问题，或者说这些都不行，另外再辟一个也行，你是在什么语境中间来谈？这样大家就可以相对集中来说。

谈到结构和增长的关系，这个问题过去是有人谈的，好像也有谁为这个拿过诺奖，通过产业结构调整可以使经济增长。但是这个东西基本上做了实证研究，现在可以把它作为一个很好的计量模型。

这里的讨论如果把转型和增长连起来，如果你还是围绕增长来谈转型，这就涉及到刚刚提的几个具体问题。比如说，刚刚谈到劳动力问题，谈到全要素，谈到土地问题等等，如果谈这几个问题的话，它们实际上都是有自己的相应的模型。这几个模型本身和你整个总体联系这是一个，然后再每个东西分别来谈。比如说谈劳动力的问题，实际上我们现在讨论劳动力问题有点太简单，包括他们搞人口的。因为我不搞社会学，我是完全胡说，胡说有的时候就方便。比如

说过去我们讲日本最初 10 年，当时他们做结论是用卢卡斯那套东西做的，第一是劳动人口减少，第二就是劳动失业率减少。如果是这个结论，马上会有一个问题，后面 10 年怎么样？后面又出来 10 年，这个 10 年里是不是也是这样，如果有变化，前面那个结论就有问题了，前面那套理论框架全部都要重新考虑。

我们现在一讲老龄化，还有一些新的因素，人口转移、机器人的使用、那么多闲置人口等等。说产业转化以后不一定是生产线上的东西，你可以做服务业，这对人的要求都不一样了，像这个新的现象，在传统领域里被忽略掉的东西。现在碰到金融危机，挑战很大，就在很大范围里把过去的金融理论否定了，就提出了新金融。那么经济学是不是也有这样的问题？

刚才你讲到生产率的问题，其本身的增长率问题。过去 30 年，实际上是生产力提高。

权衡：生产率的概念是什么？

张军：应该是全要素。

权衡：是全要素生产率还有资源配置本身的效率，这个也要考虑。

费方域：结构肯定和生产率有关。比如说不同地区，不同部门，不同所有制，转型以后生产率就不一样了。通过这种转型，这块东西到底有多大。还有老乔讲的土地不动产。还有关于制度问题，我们现在讲制度是硬装上去的一个东西，你说对也对，但是它不包含在里面。实际上这个结构里面很多都是改革。你会发现，中国人讲改革，外国人听不懂，你要把改革划入外国人能听懂的一个个具体的项。讲改革在哪几个变量发生了变化，他就听懂了，而且大家语言也

通了。因为我们的领导没有受过训练，他从实践概括出这个很重要，那个很重要，这个突破，那个突破，把这些统称改革。你要把它还原，还原成对应的是哪一个变量，这样的话，整个结论就从里面出来了。比如说户口改革对应什么东西，比如说是流动。现在工商注册改革对应什么，是就业人数可以大大增加，就对应成这个东西。

权衡：具体的。

费方域：要把这两个东西对应起来。现在在这块里有两个意见分歧很大，我参加过一个会，基本上各个国家央行行长，或者一些研究首席什么的，他们对中国经济增长这块一直看到6甚至5都有，都往下看。在经济决策位子上的人都比较乐观，所谓的办法就是把未来的东西，把长期做的东西放到短期来做一点。现在经济往下降的基本原因是什么，是现在体量大了不可能一直这么高，还是你本来做的东西已经把后面的透支掉了，你现在是在还前面的帐？现在我们的基本判断是什么呢？现在大家实践下来不得不承认，往下行的东西扛不住，不能在原来预计的基础上乐观计划，因为他们要编后面的规划，要假定守得住还是根本守不住8、9。这个做出来的计划完全是两套东西，他们算来算去，实在不敢承担，不敢跟中央说我能够承担那套东西。他只能说肯定往下走。一个是发展型，一个是抵抗型。抵抗到底是什么，是还前面的帐，前面投资太多了，产能过剩，还是什么？

权衡：费老师的问题，如果从写一篇论文的角度讲，你要有一个还原，逻辑上有一个说明，你这个转型怎么和经济减速挂起勾来，这个方法要说明。转型是很大的概念，我们现在讲转型过程中经济出现减速，这两者逻辑上的关系是什么。

刚才提到增长速度的问题，经济学比较多的就是全要素生产率，速度低还是高取决于全要素生产率低还是高，这是一个框架。我有一次开会，听周其仁讲一个道理，增长速度高低还取决于你的质量好坏，你有质量的增长速度下来是没有问题的，如果你质量不高的话，速度不能下来，下来就死光了，我觉得也有道理。这当中怎么来考虑，现在我们讲的比较多的经济增长，到底是因为转型导致的下降，还是因为我们全要素生产率自然下降导致的下降，还是因为外部因素周期引起的下降？从做一篇好论文来说的话，后工业社会经济转型，要说清楚这个转型怎么跟我们国家现在几年增速放慢在逻辑上挂起勾来。

张斌：听了前面的发言特别有感触，我先做一点反馈。刚开始张军老师和费老师提的问题，我之前报道过很多次，没有听到很多好的意见，今天很有收获帮助，可以把这个文章的一些部分说得再清楚一点。

第一，关于潜在增长率。潜在增长率在文献里看到，传统的就是看一个指标通货膨胀，你看总需求是不是大幅超过总供给。从现阶段上看，如果超过总供给你会有通货膨胀，所以判断经济过热，或者判断是不是超出潜在增长率就看通货膨胀。但是这个指标在最近这两年是不对的，其实文献里从 2008-2009 年开始就是不对的，他们引入一个新的概念“金融周期”。从美国爆发金融危机的例子和日本爆发金融危机的例子可以看出来，虽然没有通货膨胀，但是金融资产价格泡沫很严重，过了这个之后经济增长一下子下去了，事后证明你的增长率是不可持续的。把这个东西套用在中国经济上来看，如果我们看中段，我们看到物价甚至还有下行的压力，从这个意义上来看，我觉得没有问题，中国增长率可能

在低谷了。我们过去几年债务杠杆率提高这么快，5年时间25%，这样的金融风险非常大。你现在增长速度根本不能持续的。如果还按照这种快速增长下去一定会有金融危机。一旦有了金融危机，增长率就不能持续。

第二，费老师跟张军老师的问题。这个研究刚开始谈不上什么导向，因为我希望自己能够理解这个问题，能够找到说服自己的一个解释。确确实实想要做下去，它是有文献基础的，必须回到文献里去，回到理论上去。张老师提的那东西，时非常严格一个新的增长框架，就是看两个东西，不知道我理解的对不对，就是看 $Liber$ 和 TFP 。但是我觉得这个东西的解释能力太差，如果按照这个的话，世界经济就会收敛。其实国家能赶超是一个例外，绝大部分国家不能赶超。我觉得它回答不了增长的原始动力问题。

还有一个，这个框架从理论的角度去看，即便对于对发达国家的增长，也是一个理论上没有解决的问题。增长理论过去一二十年也开始慢慢有多部门增长，结构性的增长是不平衡的。我们一旦把经济的结构性因素考虑到增长模型里面去，以我看到的文献，到目前为止没有一个好的文献能够把这个解释清楚。简单说一个例子，比如说你刚开始就生产一种鞋子，那就是技术和劳动投入的问题。如果我生产红鞋子跟绿鞋子，我生产两种鞋子，假定 TFP 都是不变的。就是因为偏好的变化，随着我的收入增长，我更偏好一种鞋子，不喜欢另外一种鞋子。如果有偏好变化，谢丹阳他们在2001年的那篇很重要的文章里讲，在那种情况下经济基本上只有一个弱稳态，没有得到一个强稳态。这只是一个简单的处理，就是我这个偏好是事先给定的，喜欢红鞋子，不喜欢绿鞋子。如果说更复杂一点，现实的情况是更复杂一点，

我们看历史上数据，随着收入水平的变化，确实是在服务业产品和工业产品的收入弹性在变化，这个东西到目前为止没有很好地纳入到模型里面去，增长模型里面放不进去。我们没有这样的模型，数学没有办法处理这些东西。如果这个东西能够放进去的话，我想只是因为这一个因素，其他条件都不变，就可能让你的增长率不一样，就算你的 TFP 没有问题，劳动变化没有问题，就是因为在收入在增长过程中居民消费偏好的变化，也会带来增长率的变化。这在理论上没有解释，但是在实践上是有一定的解释的。丹尼尔最近写的文章可能有一定的启发。他讲的是，凡是能够从农业社会走到工业社会这一步的，很多国家是通过政府的有形干预，包括关税壁垒、贸易保护、各种各样的工业政策扶持，带你走入工业化。他讲的在制造业里，赶超是无条件收敛，当你制造业达到一定比例，看国际上的经验那个比例是 40%，最大上限是 40%，一旦到了这个上限，如果再要增长就不一样了。他讲了两个驱动增长的根本力量。第一个驱动力量是政策，工业化的政策，可以让你从农业社会到工业社会。

第二个，他讲的是人力资本和制度。这个后面力量的关键作用在于你工业到了极限之后，你如果再往上长就是人力资本和制度的问题，就靠这个才能让你的 TFP 继续接着长。为什么有一些国家能够赶超到美国的 20%，有一些国家能赶超到 70%—80%，到了一定比例之后差距虽然摆在这，但是你就过不去了，能过得去还是靠人力资本积累和制度政策的问题。

还有刚才张老师讲的，也是我说的不太清楚，为什么我会讲政策性的东西，如果写一个学术论文，那些就砍掉不要了。从我自己的认识角度，现在最大的问题就是服务业问

题，这里面有公共服务业，还有政府之外的服务业。服务业发展的最大制约因素就是在这些管制上面，而管制背后的问题主要还是对政府的制衡。我认为从这个问题的角度上把逻辑给理顺了。如果没有这些做基础的话，我们现在的改革政策可能也不会发挥什么实质性的效果。最主要的是从这个角度把这些东西放上去。

接下来我想做偏模型一点的东西，看能不能把收入转型放在增长模型里，这些东西从数学角度基本上没有办法做，但还是可以做一些东西。

还有刚才费老师提的这是理论问题，还是实际问题？我自己的感觉，应该是从实践出发的一个问题吧，我刚开始没有想到做理论上的东西，我刚开始就是想能够对这个问题有一个完美的认识，能够解释前面这些现象，真正回答这个问题还要回到一些理论模型上才能说得清楚。

转型和增长的关系？我觉得凭这个框架，说不清楚为什么潜在增长率大幅度下降。但是你能够得到的是，因为现在那种供求的不匹配，它能够解释一些近期的经济增长率。因为你需求结构性变化，但是你的供给方没有做出相应的调整，这样供求不匹配，所以带来这种阶段性增长动力的下降。

权衡：讨论潜在增长率，我觉得收敛可能更多地用于解释潜在增长率，你和发达国家差距越远，用收敛来解释是没错的。但是问题是，从现实增长率和潜在增长率又有距离，这个距离怎么能奔得快呢，取决于这个路途是不是很平坦。这就是中国当前最需要的问题。比如说，上海前两年试点营改增，为什么要营改增，为什么税收要改，信用体系要改，监管要改，投资体制要改？因为这些不改，服务业就外包不

出来，转不出来。服务业我们可以理解为，专业化到一定程度的再分工，再外包。但是你这个税收是多重征税，它就不愿意出来。

费方域：营改增现在到底是增加负担还是减少负担？

权衡：现在总体是减少的。按照财大那个谁的研究，百分之九十几的是减少的，但是对交通、物流这些是增加的。总体来说是减负担的。

张斌：还有一个我想请教大家的，我只是一个猜想。你讲的高附加值的工业，高精尖的工业，它的根本依据是不是来自于比较发达的服务业？

权衡：当然是服务业。

张斌：我们不讲因果关系，就从现象来看，最高端的工业部门相对应的是有一个比较高端的服务业部门。如果说要真正把我们的高附加值工业接着走下去，使在 TFP 上的差距尽量缩小，它的依托是不是来自于服务业？

刘海影：其实我是觉得，你的框架里面比较重视服务业和工业相对应的份额问题。但是如果从这个顺序走的话，还是有困难。因为服务业的生产率增加比较慢，这是全球性的现象，实际上美国增速慢和这个也有关系。归根到底，要讨论还是框架，理论框架本身，现在是不够用的。我们怎么去解释或者去预测一个国家未来一段时间里的增长率，我们现在的理论框架是不够用的，以传统古典的生产函数作为依托和分析，从这个角度走的话，它是一个自我循环。增长率为什快呢，是因为 TFP 快。TFP 为什么快呢，TFP 是一个残差，实际上是由于你的增长比你的投入快，所以 TFP 快，这是从理论模型角度讲。所有，还是缺乏一个框架去解释一个国家所拥有的这种收敛的潜力在多大程度上能够被实现。

要解释长期增长速度的话，大的框架肯定是看收敛。但有些国家收敛得很快，有些国家收敛得很慢，这个是我们需要去解释的。收敛得快，体现出来的结果是 TFP 快，但是我们要对 TFP 做出一个解释。实际上我是感觉，现在政府、学术、投资界对于未来经济增长增速的估算，我认为是有蛮大落差的。政府估算还是比较乐观一点。学术界也有乐观的，像林老师和张老师，8、9 这种。但是在投资界而言，其实我们的估算是远比这个估算要悲观，大部分机构投资者认为也就是 5 到 6。估算落差这么大，其实是有极其现实的政策含义在里面。如果它是 8 到 9，应该是什么政策；如果是 5 到 6，应该是什么政策，这个得出的政策导向是完全不同的。所以这个问题不完全是一个理论问题，而是一个很重要的现实问题。

归根到底，我们怎么样去估算，这个理论框架能不能提供一些根据。我同意你刚才讲的就是，潜在增长速度以前的依据是通货膨胀，这个依据肯定是不正确的，要估算到泡沫导致的虚夸因素。但这是一个比较个别化的考虑。如果要从理论框架的角度讲，我觉得还是要去重视赶超的潜力怎么变成实际的赶超速度。张斌的理论路线是想从工业和服务业到区分去走这条路。我认为可以从出口和非出口走这条路。有一个研究是说，凡是进入到全球产业链条的那些产业，它内在的 TFP 提升速度在各国几乎是同样的，都是满快的。各国经济发展速度的不等，不是由于这些国家出口行业增长速度的不同，而是这些国家把资源配置在出口行业的份额是不同的，这是造成增长速度区别的一个关键所在。

所以我的路线，是把它分成出口行业和非出口行业。出口行业的含义是什么呢？它是我们最大的也是主要的通道

去实现所谓的收敛，去实现所谓的后发优势，或是 distance to frontier（与发达国家的距离），是透过这种出口行业加入到全球的分工链条之后，它们具有最快的能力去把国外的先进的技术流程引进到国内来，导致了在微观层面的生产效率的提升。所以你刚才讲的，我们中国过去的多少年，比如说 2001-2007 年中国出口增长速度是 25.8%，相应的中国非出口行业远低于 25.8%，由于有了出口行业极高的增长，导致一个涟漪效应。国外的新兴技术对于中国的传染和学习过程，第一波体现在出口行业，然后是为出口行业配套的各种本地化、国产化零配件，配套的零配件行业能够承接第一波的技术转让和技术进步，一轮一轮往下扩展。如果用这个框架去算中国的经济增长速度，我算过一个帐，在过去这 10 年时间里，中国出口行业百分之是 20 几个增长速度，而非出口行业大概是个位数的增长速度。

张斌：这个不可比吧？出口增长速度是一个产值增长速度。

刘海影：没错，是有不可比的因素。但它背后的意义是什么呢，是出口行业的技术进展速度比非进口行业更快。

张军：我觉得应该是这样解读。出口行业因为它参与国际链条竞争，所以它的效率高，所以投资回报率会高，它会吸引更多的资源到所谓贸易部门，贸易部门的扩张就比较快。到了一定的份额，出口份额会下来，出口行业成本开始上去，然后就会出现资源开始往非贸易部门转移，就慢慢拉动非贸易部门的生产。

张斌：在这个过程当中，非贸易品的相对价格改善。

刘海影：所以如果你的出口速度降低……

张斌：说贸易品、非贸易品比较好。

刘海影：对，说出口比较简单嘛，比较顺畅。如果它以比较大的速度降下来的话，整个中国经济的增长增速会有比较大的降低，这是一个链条。第二个链条，是想跟张老师探讨一下。张老师说我们没有看到一个现象，能够告诉我们，凭什么现在中国的潜在增长速度就下来了。其实这个现象，就我们做投资的来看是蛮丰富的，核心的就是中国投资回报率出现急剧下滑，不管在宏观层面还是微观层面都是这样。包括我们上市公司的 ROA 和 ROE，在 2007 年之前是一个状态，在 2008 年之后是另一个状态。从宏观角度讲的投资回报率、资本存量比来说，也是在那个状态。实际上我是比较重视一个指标，也是有 common sense（常识）的，就是过剩产能这个问题。

张老师刚才有聊到，如果现在的投资增长速度不是 17%，而是去年的 20% 或者 25%，我们的增长速度肯定不会这么低。由此得出一个猜测，说是由于政府在压制增长速度，所以我们增速是比以前增速低。但是我的角度不一样，是认为这个增长速度低，或者说正在降低，它的背后压力是现实的，这个压力就在于在各行各业都出现了巨大的过剩产能，以至于这些行业里面的投资回报率都在降低。在降低的情况下，在我们相当多的行业，投资回报和资金成本是倒挂的。我们的国营企业，全中国拉平来看投资回报率大概只有 4.2% 左右。民营企业高很多，不同估算有不同的数字，有 8，有 9，有 10。但是整个国营企业大概 4 点几，远低于它们要支付的资金成本。从整个中国的投资回报率而言，现在基本上是在资金成本附近。投资回报率这么低，它反映的是我们过剩产能的严重程度。这个过剩产能之所以严重，是由于在行业里面有大量的僵尸企业没有退出，或者退出数量是

非常低的。

在这种情况下，我们之所以担心债务问题，是因为我们大量企业仍然依靠融资才能维持生存，否则按照正常的市场经济，很多企业会倒闭，会释放失业出来，也会导致投资更大幅度的降低。由于我们没有让这些本该破产的企业倒闭破产，才维持了经济增速没有急剧下滑。但是由于有这么多行业、这么多企业的投资回报率是不足以支撑的，在这种情况下，我们仍然维持着相当高的融资来支撑这种过剩产能的行业，所以我们这些年的债务杠杆比例是急剧飙升的。我是从 BIS 国际清算银行得到一个数字，我们的非政府债务占 GDP 比例，现在是全球主要经济体的第一名，是 186%。美国在 2008 年的时候，曾经高达 182 左右，这 5 年降低到 165。日本最高的时候到过 220，花了 20 年时间现在降到 160 多。欧洲金融危机时是 162-163，现在还是在 162-163。中国从 2007 年的 125，直线飙到 186。实际上这么高的债务比例，它本身不是一个数据问题，你说我这个负债多一点，但我们居民储蓄多，或者说让居民负债高一点就把这个抵了，不是这个问题。它背后反应的是很多企业该倒闭没有倒闭的问题，是资源配置的不合理问题。如果有那么多企业该倒闭没有倒闭，那么多的产能放在那边而无法发挥得时候，这个时候继续加入的投资其实是在进一步加大过剩产能，而不是消减这个过剩产能。如果我们去看投资回报率所体现出来的中国实际投资效率的话，其实问题是比较严重的。

所以，核心的要点是，一个经济体能否取得高速增长，是取决于该经济体能否把充分多的资源配置在有效投资机会上面。这个有效投资机会是否有效，其判断标准不在于我们人均资本存量跟美国的差距是多少，而是在于这么一个投

资机会未来能够带来回报是否可以覆盖它的资金成本。用这个标准去衡量的话，中国目前能够创造出来的有效投资机会，跟之前相比出现了急剧萎缩的状况。要解决这个问题所需要的变化并不是在宏观经济层面，比如说积极财政政策或者宽松货币政策，在这些层面是不能够解决的，而是需要深入到经济的微观运行层面对于企业是否成功或应该被淘汰，有一个市场化的机制去处理这些问题。如果有很多企业需要被淘汰的话，这个代价是必须付的。如果不付，我们面临的将会是跟日本失去的二十年差别不太大的一个状况，就是整个经济体所产生的剩余被源源不断地浪费在支撑这种僵尸企业身上。所以从投资界角度而言，我认为就像政府界有一个共识，应该是 7 到 8 之间；投资界共识基本上也是认为，大概就是 5 到 6 这么一个水准。这是两个分析框架不一样导致的结果。

我更愿意从未来出口可能的份额去看中国的增长潜力，刚才你给出的数据和我算的数据差不太多，我们的进口伙伴增长速度，你说从 2008 到 2012 年大概 6.3，未来我算的是在 5.5-5.6，还有所降低。而我们的份额，你刚才算的 2008 到 2012 年的增长速度大概是 5.9，未来我们这个速度可能不超过 1 到 2。这背后的因素很简单，首先，人民币在升值；其次，劳动力成本尤其是低端劳动力的成本在快速上升，在吞噬我们的竞争力；第三，我们劳动生产率的增长速度从高到低的变化。从这个角度而言，中国份额的增长很有可能从你算的 5.9 继续滑落。

张斌：趋势上是这样的，从 2003 年开始一直慢慢往下。

刘海影：2012-2013 这个份额速度已经是 2、3 这个水平了，已经是非常低的水平了。如果出口行业的增长速度下滑

的话，从逻辑上说，我们很难想像非出口行业的增长速度会超过出口行业。我的意思主要是说，出口行业内任的技术进步的速度会比非出口行业更强，因为前者移植国外先进技术的阻力是最小的。这是作为描述的了。但实际上我们也把它作为一个比较理论性的框架，去连接投资有效性与过剩产能之间的关系，以及与债务融资的关系。从那个框架得出的结论，就像我刚才描述的这些东西，投资是一个轴心，这个轴心把增长机会连接到经济增长这块。这个问题可能非常重要，可能难点是在框架，因为我们的新古典增长理论没有最终回答我们要素增长率怎么决定，也没有最终回答 TFP 是怎么决定的。

乔依德：这涉及很多问题了，有几个问题值得进一步探讨，也很重要。特别是张军老师前面提到，没有证据表明现在已经达到潜在增长率，或证明潜在增长率下降。刚才刘海影从微观的企业投资回报，从上市公司的 ROE 或者 ROA 来说明。我记得以前白从恩也做过一个研究，六七年以前，那个时候说回报率比较高，这是不是可以作为一个证据。潜在增长是否率降低，我们可以探讨。

刘海影：这个问题很难，可能也没有什么正确答案，都是从不同角度看这个问题。

乔依德：最根本的问题是怎么估量潜在增长率。拿我们来说，刚才讲可以从收敛的角度，跟发达国家比，或者跟四小龙以前达到的比。那发达国家也有这个问题，他怎么来知道潜在增长率。可能你们也知道，有学者认为，西方国家包括美国，处在一个长期的低速过程中。但也有学者认为这是一个周期性的问题。现在所有讨论东西就是说，要围绕潜在增长率到底是高还是低，从这个角度来决定我们的经济政

策。刘海影刚才讲，从经济理论上对这个东西缺乏一个框架，或者张老师你也讲的，估算总有一个前提或者有几个假设，假设一有变化，当然这个潜在增长率就是一个难点。我觉得这个问题还是很重要，包括对现在对经济怎么判断，包括现在的问题到底是周期性的还是结构性的，跟这个问题密切有关。如果你没有偏离潜在增长率很多，那当然可能是一个周期性的问题。如果潜在增长率本身有变化，你可以说这是一个结构性的或者趋势性的。我想这个问题到时候还可以再讨论一下。

肖明智（卓越发展研究院研究员，经济学博士）：潜在增长率按照张老师的说法，我们前几年有过这样一个研究。把中国人口劳动力增长做了一个分析，劳动力增长跟储蓄率再挂钩起来，把中国增长进行了一个分解。在 1981 到 2012 年之间，如果人口因素可以贡献 3 个点的增长，其它增长因素是 7.5 个点。如果控制住其它增长因素，单纯把人口因素分解出来的话，我们发现人口因素在 2012 到 2020 年之间的贡献机会为零。在 2020 年人口变成负的影响。这只是从一个方面来体现潜在增长率一个判断，认为人口因素贡献很大一部分潜在增长率的下降。

张军：这就是人口统计学的特征，这个还是偏短期的。你跟一个投资者去聊，他会说现在回报率很低，没有投资机会。现在信贷不能这样放了，因为积累存量很大，需要把杠杆降下来，因为投资需求压住，产能显得过剩。现在需要所谓李克强说的，要充足这个产能，很多要关掉，用行政办法，不管用什么办法要压缩产能。如果没有前几年经济过热造成杠杆这么高，产能这么高，现在也不会出现调整。

其实从投资者角度来讲，这不是一个长期的事情。在这

几年里面，因为经济处于一个宏观调整的过程，因为前面杠杆率高了，库存多了，现在去库存，去杠杆。现在大家说中西部地区房子很多。我曾经建议，房子多就不要造什么经适房了，要消化这些房子，政府贴点钱出来，把造经适房的钱拿点出来让老百姓买这个房子，慢慢消化。你这个城市化进程才刚刚开始，后面还有需求，问题是短期里大家僵在这里了，房子卖不掉，又不愿意降价，地方政府平台上欠了那么多钱，银行变得呆帐，慢慢的消化。中国在过去 30 年里，产能过剩每隔几年就来一次。最严重的是朱镕基在 1990 年代后期面临的。

乔依德：三角债。

张军：比现在严重多了。那个时候你问投资者，投资者一片悲观。我们经济学者包括我自己在内，测算 TFP，TFP 都下来了。结果发现 1990 年代后期中国 TFP 增长率加速，后面下来了。当时大家的确悲观，后来慢慢又上去了，又加速了一段，到最近几年又开始下来。所以我在想，实际上人口这个东西，这是目前唯一看到的研究上的证据，这个只是告诉我们说，随着我们人口转型，而且东亚四小龙也是这样子，很可能它对中国经济中长期潜在增长率的影响是明显的，但是它是缓慢的，不是像我们现在看到一下子下来了。他们就觉得是这样，甚至到 5% 以下。我对投行说，我对他们的报告表示理解。如果让他们做一个投票，中国经济能增长 8% 还是 5%，我相信 90% 的人相信 5%，因为那个概率更大。如果增长 8% 是奇迹，谁愿意为中国增长奇迹去赌博呢。问题是，我们研究潜在增长率还是要看所谓长期因素在发生一些什么变化，哪些因素的改变对增长率是有影响的。短期里面你说的 ROE 的变化、债务的积累，的确影响现在

投资的边际回报率，所以大家就不投资。另外讲到企业能不能倒闭，现在的确有问题，短期内你想哪一个政府能这样干，实际上不可能。因为这些债务怎么处理？

肖明智：上个月我们去了江苏的一个县里调研，他们现在政府最头疼就是维稳。如果让企业倒闭，维稳支出会超出这个僵尸企业运营的支出，所以宁愿让这个企业继续僵尸状。

张军：从政府来讲，他其实很难这样做。过去我们也干过类似的。更重要还是要寻找新的投资机会，让经济能够转起来。转起来以后，这个氛围改变了，慢慢让那些能够醒过来企业醒过来，实在不行的地方政府也不管了，因为它毕竟有新的增长点，一般都是这样干的。你说完全对存量搞破坏，我看基本上地方政府也不会干，不要说地方政府，中央政府也不能。李克强他的手段也是这样，一边平衡，一边尽量鼓励新的增长。所以我还不认为这个能够作为潜在增长率的重要因素考虑。我觉得中国跟日本有很大不同，日本体制是比较僵化的。对中国体制我曾经写过一篇文章，不管你怎么说它这个不好，那个不好，它不至于僵化，它没有原则，真的该放的时候，它也就放掉了，所以我说它是一个可改革的体制。

刘海影：我觉得着一点真是很好。我们中国形成了一种——我觉得可以不恰当的称之为——改革崇拜。这个是好事，现实中有问题就改革。

张军：这条路走不通了，真的逼到墙角，真的是会改的。很多国家，包括印度，你叫它改，哪有那么容易，阻碍的力量大得不得了。所以我觉得潜在增长率的问题，过去 2008 年前后确实产生了一个很大的问题。我觉得这个问

题慢慢消化，你的资产负债表不断修复，修复到一定阶段，你的投资回报率是会改善的。

刘海影：关键是这个也不完全是从短期角度看。我们做过一个模型，算过全球 200 多个国家过去 50 年的经济数据，中间的一个核心变量就是过剩产能率。算中国的数据，在 1992 年一段时间的冒进之后，也是又下来了，那时的过剩产能率也没现在这样高，那个时候是 20% 多，现在到了 30% 多。而且那个时候银行坏账比现在高很多，是 20% 多的坏账，但那是伴随着国企大幅度改革，其内容类似于壮士断腕，朱镕基那么铁腕，几千万工人为此付出血汗代价，为此买了单，体现出来的是银行 20% 多的坏账就砍掉了。

但现在的状况是三方面都有所恶化。第一方面，那个时候中国能够拿到的出口红利现在没有了。1992 年中国的出口量大概是几百亿，2001 年大概是 2 千多亿，现在进出口是 3 万多亿美元。那时中国出口增长速度大概在 20%—30%，现在是个位数增长。

第二，那时过剩产能和产能缺口是大面积并存的，有很多行业是供不应求，短板如电力、公路是非常多的。现在的产能过剩与产能不足相比是压倒性的。那个时候过剩产能最高点就到 22%—23%，现在我们是 32%—33% 左右，而且这个超过是在本来就比较高的平台上继续往上走。如果没有一种奇迹出现，我们现在过剩产能是比那个时候恶化的。

第三，那个时候我们呈现的是一个通过改革去改进的过程。但是现在我们出现的状况是，至少在 2011 年到现在（2009 年是危机状况就不说了，信用放量是天量级别），就算是现在已经离开了危机状况的这 3 年，我们的状况不是在改进，而是在恶化。它体现出来的是，我们这 3 年依靠加杠

杆的方式来维持经济的增长速度，以至于我们过剩产能也好，杠杆率也好，都是在恶化而不是在改进。如果它是在改进，我们不会那么担心的。

张军：它最起码增长速度是放慢了。

刘海影：但是它加杠杆的速度还是在。

张军：加杠杆还是需要更加仔细地去解释。因为它总的信贷发放速度是慢了，影子银行是在起来，影子银行可能体现了你所谓的加上去了。从体制内来讲，它实际上是已经放慢了。但是因为你前几年积累的比较大了。

刘海影：说到坏账率和坏账总额，到去年年底左右一直是降低的，就是这 10 个月才慢慢往上走。之所以下降，是由于分母扩张非常快，因为坏账率是坏账除以资产总量。在经济扩张时期，很多该倒闭企业没有倒闭，这样它不断借旧还新，把坏账变成新一笔贷款，这样坏账就降低了。而且在基层单位，银行掩盖坏账的手段是五花八门，非常非常有创造性的。

张军：中国过去七八年的时间，大概从 2005 年以来，中国信贷增长率相当大一部分可以用土地增值来解释，也就是土地吸纳了大多数的信贷。土地吸纳信贷这个现象该怎么理解？原来土地非货币化，等到你货币化以后变成一个金融深化的现象，吸纳了大量信贷，导致我们信贷存量在过去的八九年的时间里急剧上升。当然紧接着一个问题就跟房地产有关系了，这么大规模的信贷进入了跟房地产有关的领域，我个人看法是，今天金融上的风险主要集中在房地产能不能保持一定的平衡。中国房地产短期里过去 5 年是多了，希望有一个去杠杆的过程。这并不意味着中国房地产就到一个峰值了，从人均收入来看，从张斌讲的需求结构来看，我觉得

还没有到。问题是短期里面出现了存量过多的现象，所以我建议地方政府不要去造经适房，花那么多钱。

乔依德：对这个问题是有很多人提出批评的，它也是短期行为，因为要促进投资。

张军：它是一个政策，地方要执行，要考量的，要完成多少面积的经适房。这些问题其实都不是我想出来，都是我到地方去，地方官员告诉我的。他们很困惑，现在还要我们造经适房，还不如把钱补贴老百姓，让他们去买房。

刘海影：他们现在要做经适房，是因为可以有投资，对经济有拉动，房地产背后是 80 多个相关行业。

张军：从我们看中国的经济角度来讲，现在能消化这些存量，其实是修复资产负债表的重要手段，用几年时间市场能够慢慢把可能引爆的定时炸弹给它解开，慢慢经济又可以恢复。的确现在有风险，我这次在美国做了一个演讲，我说也许中国需要一次大的危机，危机可以改变我们的一些惯性。否则的话，很多东西都是有惯性的，调起来没有那么容易。来了一次危机，很多地方就没有办法了，这个时候实际上对改革也是一个推动。

我觉得我们也没有什么大的分歧，就是这几年的下降，我觉得可能还是政策的因素，更多的是政策因素。长期因素像人口转变的那种影响，会慢慢把经济增速拉下来，但还不至于拉到这样一个程度。

张斌这个思路他是认为，收入的改变首先导致需求的升级，供给好像跟不上。但是我在想，你这个东西其实是一个一般的逻辑，并不针对中国。任何一个发展中国家不都面临这个问题吗？你收入总是会导致需求结构的改变，需求的升级换代，然后供给跟不上。那你现在为什么悲观，为什么叫

综合症，为什么过去 20 年没有问题，是因为低收入阶段问题不严重吗？

张斌：在低收入阶段时，工业品需求超过收入增长需求，所以工业品本身 TFP 是供求两旺，所以这个增长很顺利。但工业品需求到了饱和，这个收入弹性开始发生变化，需求这块在减速，但是你的供给那块又不能往服务业转，你就面临一个 mismatch（错配）的问题。

张军：但是你看那，从邓小平南巡讲话后 20 年，是中国经济增长最快 20 年，那个时候是需求结构升级换代最快的 20 年。

张斌：那基本是在工业部门发生的。那时收入弹性是大于 1 的，所以供求两旺，小于 1 就不行了。

张军：那你不能列出一些行的国家，其他新兴市场到了这个阶段以后……

刘海影：发达国家都是小于 1 的。

张军：欧美发达国家离得比较远。其他新兴市场国家，特别东亚经济，他遇到这个门槛的时候，收入弹性从大于 1 变成小于 1 的时候，这个时候发生了什么样的现象？

刘海影：张斌你可能有一个逻辑上的小漏洞。你讲工业品的收入弹性，讲的是已经存在的产品，但完全有可能出现像 iphone 这样以前没有的产品。

张斌：那 iphone 在整个工业品中占的比重太小了。

刘海影：新产品对美国而言，对中国行业可能也有类似的效果，就是新产品带来的经济增长跟它所占的比例是不匹配的。比如你的这个笔，是个老产品，它带来的经济增长是非常非常小的。

张斌：这个现象是会有有的。你去看西欧国家的增长速度

在下降，它在 1950-60 年代也是黄金期，但它到了 1970 年代也开始下降，台湾、韩国也是类似的。之前都是一个工业部门快速增长时期，工业部门一增长完了，他们这些国家基本上都符合这个规律，到了一定阶段之后就慢慢开始减速，这个转折点就是工业往服务业的转型期。如果工业和服务业两个部门的 TFP 是不变的话，转型期并不意味着经济减速。

刘海影：你这个逻辑是对的，如果转到服务业，它的经济增长速度一定会降，这个是没有疑问的。现在有疑问的是，工业品跟服务业的比例对于有些国家，它处于同样这个点，但它们对速度仍然是不同的。比如说巴基斯坦和孟加拉，工业品占 GDP 的比例都在这个层次上。

张斌：工业品占 GDP 比例的极限值是 40%，大部分西欧国家的分数，基本就开始往下走了。韩国与台湾高一点，能达到 40。中国现在是超过了 40。

刘海影：我的问题是，如果两个国家的工业品占 GDP 都是 30%，但经济增速仍然差距很大，这个背后是什么原因？

张军：我刚才讲的过早去工业化那个概念，我们把更多国家放在一起之后，其实是没有规律的。

肖明智：是不是可以把服务业分为生产型服务业和消费型服务业，因为生产型服务业跟分工相关，消费型跟收入水平更加相关。

乔依德：印度其实也不能算是去工业化。

张军：统计上看，印度的峰值也发生了。很多年以前，按就业比重算，它已经出现峰值了，然后这个以后，这些年它也在下降。印度在人均 GDP 很低时候，现在估计 3 千美元吧，它可能在 2 千的时候就开始逐渐下降。

张斌：中国其实原来也有高过。中国 1950-60 年代那个时候，我们全民都搞工业，都去炼钢铁。你看统计报表上，那个时候工业化水平很高，但那个工业化跟现在这个工业化没有办法比。

张军：改革开放以后，我们统计上看也出现一个峰值，也是前几年，已经达到峰值了，大概百分之四十几。但这是一个比重了，并不等于制造业没有在扩张，它还是在扩张。所谓过早去工业化，是指相对欧美发达国家这个比重下来的时候，他们的人均 GDP 比我们现在高得多。为什么后起之秀反而都是在人均 GDP 更低的时候这个工业比重开始下降了，它把这个叫过早去工业化。我个人看法是这个有很多因素可以解释，但这个概念没有意义的地方就在于，除非你能告诉我说，有一个最佳的点，就是你什么时候应该下来。事实上没有发现，他们做了拉美的，后来我们用同样的数据把更多亚洲国家放进来，发现整个点是乱的，没有规律。

乔依德：今天我们也讲了 3 个小时了。我觉得讨论得挺好，大家有互动有交流。有些东西还要进一步研究，特别是潜在增长率怎么来判断，有什么数据表明潜在增长率是否在下降，可能还要从实证方面做一些研究。好，今天的讨论会就到此结束，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

中国经济：昨天、今天和明天

夏 斌

国务院参事、南开大学经济战略研究院院长、
国务院发展研究中心金融研究所名誉所长

上海新锦江大酒店 2014 年 9 月 29 日

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）：我们非常高兴地邀请到了夏斌先生给我们做演讲。夏斌先生毕业于人民银行研究生院，就是五道口金融学院， he 现在是国务院参事，国务院发展研究中心金融研究所名誉所长，中国民生研究院学术委员会副主任。2012 年 3 月，他不再担任货币政策委员会职务，同年被聘为南开大学国家经济战略研究院院长。他主要的研究方向，是宏观经济政策、货币政策、金融监管和中国金融资本发展。他今天演讲的题目，是“中国经济：昨天、今天和明天”。大家以热烈的掌声欢迎夏斌先生给我们做演讲。

夏斌：晚上好，咱们有的都很熟，现在在这样的环境，我们一块来聊天，谈谈我自己的一些研究的体会。老乔说，你来吧，随便讲，一个小时左右，然后我们一块讨论。因为在座的不是学生，也不是券商的 VIP 客户，都是专业人士，有的是一点就明白，不用讲很多。不像在有些场合，我昨天在复旦讲了三个小时，跟学生讲的，跟他们讲年龄大的人知道但年轻人不知道的事情，在这里用不着。这一个小时呢，讲形势。中国经济的昨天、今天和明天，重点讲讲今天，带带昨天，明天可能来不及讲。

整个社会对当前宏观经济形势的分析，简单讲，一个是看空论，一个是看多论。或者一个认为中国经济要崩溃，很悲观；一个很乐观，我认为是盲目乐观，认为中国经济再有十年连续这样高增长，一点没有问题。简单讲就这么两派。我最近注意到，我们社科院两个副院长，李杨副院长在一个场合也在说房地产短期不会有什么巨大冲击；蔡昉副院长，新提拔的，好象也在说中国潜在增长率还很高，这是讲的一种可能性。从崩溃论的角度，美国人，外国人，包括我们中国投行的一些专家也都在说。但是我认，尽管中国经济现在是存在很大的问题，但是我始终认为，到了关键时刻，我们有很大的实力。我在外面讲，美日英对中国政府羡慕不已，我们在危机中政府手上有各国政府所没有的资产。毕竟我们手上有 27 万亿的净资产，地方国企算不算在内我不知道，反正 27 万亿左右。中石化，中石油，中国人寿，中国工商银行，好国有资产。第二，我们象一个家一样，还有一个大存单，我们还有 4 万亿外汇储备在手上。所以从这个角度说，尽管当前地方政府的问题不少，债务比较高，尽管有些国企问题也不少，但是从大的实力来说，我认为中国经济是没有问题的。

但是，我同样也认为，不能盲目乐观。什么道理？大家都知道货币投放多。我说个简单的数据，从 1949 中华人民共和国开国到 2008 年 12 月底，整个中国的货币投放累计数是多少呢？47 万亿。我们 2008-2011 年，4 年干投放多少？50 万亿，4 年顶上前面 59 年。如果算到 2013 年，到了 63 万亿。这么大的货币投放下去，下面会谈到，当需求减弱了，也就是说，增长速度下来了，这么多货币曾经发生的一系列投资，一系列债权债务链的关系，当需求下来，企业的

销售收入就减少，利润减少，有的就资不抵债，有的还银行还不了变成不良贷款，有的资产价格就要跌，慢慢的矛盾问题全暴露了。所以不管从学术角度，从庞巴维克的迂回生产理论，还是从哈耶克的商业周期理论，原来货币多投了，当货币稍微紧一下，问题马上就暴露，按照市场逻辑原则，崩盘、危机或者大批量的破产，这是必然的事，这是我讲的一般的逻辑。但是我认为，关键是中国政府看到了问题，中央政府和地方政府不一样。我们看到了问题，同时我们有一系列的准备，从这个角度说，我是谨慎乐观的。

我写了一篇东西，就是当前的经济困局及应急对策。我在6月份时说，我们现在有一大堆问题，怎么办？为了把这个文章说清楚，我用这个文章原来的PPT做点铺垫，我想讲一下现在这个形势是怎么走过来的。我这里面很简单的跟大家回顾一下。其实我们这一轮经济是从2009年开始，1992年小平南巡讲话，1993年海南泡沫经济，然后1993年朱镕基当副总理兼中国人民银行行长，大刀阔斧，约法三章，整顿金融秩序，整顿泡沫。完了以后，物价从1993年的24%，慢慢降到后面几年的6%，2%。然后我们遇到了亚洲金融危机，经济又再往下走，一直到9以下左右。

这一轮经济实际上从2003年开始的。2003年，我从中国人民银行总行出来，到国务院发展中心搞研究工作。在2003年之前，中国人民银行党组每年讨论的工作目标，是全国放1万亿贷款，为放1万亿贷款而奋斗，放不出去发愁，整个社会攻击金融系统。这时朱镕基正好抓不良贷款，各级行长都老老实实非常谨慎，配合整个经济，贷款也下来了。到了2003年4、5、6几个月北京是非典时期，很多人都不上班，在人民银行大楼里，7月份一统计，上半年贷款

已经达到 1 万亿了，全年贷款规模增长 23%。由此经济一路上涨，涨到 2007 年。2008 年，全球发生次贷危机，影响到了实体经济，百年一遇大危机在全国波及。我们 2009 年经济进一步往下走，这个期间，我们开始了 4 万亿。4 万亿是财政拿钱，更多的是央行大量的配套资金。我刚才说了，4 年的货币供应量，超过了 59 年的货币供应量。这一轮经济呢，从 2003 年开始的到现在，大的环境与美国经济周期和世界经济周期都有关系。

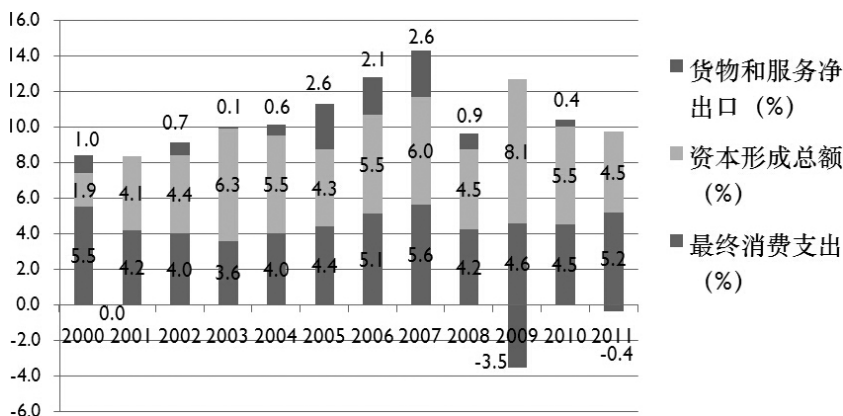


图 1：中国增长分析：
三大需求对 GDP 增长的拉动率（2000-2011）

注：拉动率指国内生产总值增长速度与三大需求贡献率的乘积。
数据来源：《中国统计年鉴 2012》

我们分析一下这一轮经济的高速增长，还是按照 GDP 的三大需求，投资、出口加消费来分析。大家一看就很简单的，蓝线（最下面的部分，最终消费支出）这么多年来，基本不动。变化最大的是红线（最上面的部分，货物和服

务净出口)，2003 年出口对 GDP 的拉动率是 0.1，以后逐步上升，到 2007 年是 2.6。危机之后一下子下降，2009 年是 -3.5，2011 年是 -0.4。

我要大家要补充的是表里没有的，2012 年是 -0.1，2013 年是 -0.3，今年对 GDP 的拉动还是负的。当然 2009 年投资增长很快，那是因为出口下去了，4 万亿扩充投资，投资占 GDP 的比例就很高了，是这样的过程。

当前中国的 GDP，政府提出要保 7.5，其实压力是很大的。从各种数据分析，今明和后年的经济增速，还会逐年下降，我不展开数据的分析了。首先我们看出口。尽管美国经济活力现在慢慢复苏，但要恢复到 2008 年之前的那种状况，很难很难。欧元区的问题也比较严重。这几年我们已经看出，出口拉动 GDP 的可能性已经很小了。那两年进出口贸易是 20% 几的增长，现在商务部为保 8 保 7 而奋斗。其次，我们看消费。政府的战略取向是要扩大内需，特别是扩大消费，也做了很多动作。从历史分析来看，我们的居民消费率占 GDP 的比例，由 2000 年的 46.4，一路下滑，滑到 2010 年的 33.8，2012 年的 34，2013 年好象也是 34-35。我们的战略，我们的目标很明确，要想尽办法扩大消费，改变增长方式。而且实事求是地说，中央国务院在这几年中，在扩大消费中是下了大力量的。农村的新农合，现在农民看病可以报销了，农民的养老也开始慢慢解决了，尽管和上海城镇居民的养老水平比差远了。但是几亿农民，60 岁以后也可以养老，有养老金了。我老在跟年轻人讲，中华民族，祖祖辈辈农民种地都知道，种地要上税。到了前几年，国务院宣布种地不上税了，采取了一系列的措施。尽管如此，严酷的统计数据告诉我们，消费的提高很难很难，上不去。

因此在中国目前的情况下，GDP 的增长，在消费上，在出口上，很难，不是我们不努力。从出口角度，人家没有钱进口。从消费角度，那是自主改革，需要一个漫长的过程，逐步的提高。

因此只能看投资。从投资角度来看，投资分三块，房地产投资，制造业投资，基础设施投资。而制造业投资，全国各行各业基本上都是产能过剩，产能利用率只有 70% 左右。各行各业不一样，比较生动的例子，大家都知道的，生产一吨钢，才能赚 3 毛几，生产一吨煤，买不了一瓶高级矿泉水，到这个水平。钢铁、汽车都产能过剩。温家宝当总理的时候，我亲耳听他两次讲过，不要说一般的制造业，连战略性新兴产业，像太阳能、光伏、风能行业都过剩。总理说，风能都疯了。就是各个省都想搞高科技，都想搞战略性新兴产业，最后结果又是重复投资。无锡尚德这类企业濒临破产的故事很多。所以从制造业说，不要指望有很大投资。

那么就看基础设施建设，道路、公路、高铁、水电、各式各样管道。大家知道，在中国，基础设施建设主要是地方政府在干。中国资金很多，但是由于金融改革没有到位，而我们大量的基础设施的资金不是来自于社会，主要是靠地方政府举债。有的专家说，基础设施建设我们有很大的空间，投资还可以拉动。从可以拉动的角度说，我个人认为，那只是可能性。中部、西部、西南部地区，和珠三角、长三角、环渤海相比，还早着呢，我们投资空间很大。但是钱在哪里？地方债务平台的问题，地方债务率这么高的问题，现在已经很突出了。有人说，堵后门，开前门，发地方债。我早说了，根据我对中国各级政府的了解，凭我的经验，你即使发债，也不是每个政府都能发债，他要按照严格规定，

要评级。如果严格规定按评级，照样维持不了前几年地方政府搞基础设施建设这样的速度，解决不了。要能发债，闭着眼睛想，就是上海、北京、广州、深圳政府，就这几个政府，当然还有一些，但绝对不是全国。要搞发债，也不可能像前几年那样大量举债。

我想说的是，制造业全面产能过剩，基础设施建设也不可能维持前几年那样的高增长。现在地方债务问题已变成全社会关注的问题。在座的在大上海可能没有感觉，报纸上已经披露了，有些地方已经到政府门口坐着，要求还债，地方政府官员不敢在办公室坐着。不是企业非法集资的问题，有些委托理财，包括我们上海陆家嘴有些公司，我的一些朋友，他们做什么生意呢？专门做融资顾问业务，就是去帮助各个地方政府搞钱，我跟他们一聊，我都知道，全是在打擦边球。当然我能理解，财务顾问都是为了赚钱，帮你怎么套钱，全在做。地方政府的债务问题现在很严重，因此从这个角度说，基础设施建设不可能维持原来的很高的增长速度。

当然，今年 2 季度，由于经济增长速度下来了，压力很大，现在采取了一些措施，比如说铁路债的问题，又比如棚户区改造资金的问题。怎么做的呢？让国开行发债，谁买债呢？邮政储蓄银行买债。这么绕了一圈，来解决这些资金问题。这是可能的，我认为也对的，但是不能是长期的。邮政储蓄买国债，那个债的利息还比较低一点，储蓄不是 3.5 吗，它还可以低一点，比一般市场债还低。所以从这个角度说，今年在三项投资中间，第二季度的基础设施建设稍微反弹了一下。但是出口的拉动没有了，不是出口没有了，出口还在增长，是从拉动 GDP 的角度来说，没有了。消费的提高是一个漫长的过程，平均每年提高一个百分点就是很

好的事了。投资中，制造业产能过剩，基础设施建设也很难维持高的增长。因此要保增长，保住 7.5 左右，房地产投资是关键的一招。

所以我在“当前的经济困局及应急对策”那篇文章中，写了四大问题。第一大问题是怎么看经济形势。我想告诉领导，当前的经济形势，关键看房市，理由呢？我前面都讲了。第二个问题，房价下跌已成必然定势，我说的下跌，不仅仅是价格，还包括交易量。可以说，由 1998 年住房改革开始，到 2008-2009 年，信贷积极扩张所助推的房地产超级繁荣已经结束了。我是今年 6 月份写的文章，有 1 到 5 月份的数据，房地产市场上的各项指标，纷纷掉头往下。比如说，住宅销售面积前 5 个月同比下降，从原来 17.5% 降到了 -9.2%。住宅新开工，从去年同比增长 11.6%，转为 -21.6%。房地产投资增速，已经处于 2000 年进来的最新的历史低位。5 月份，70 个大中城市的新建房的环比价格出现首次下降，包括上海、北京。当然 8 月份的数字可能比这个还要精采，都在纷纷下降。面对这一系列的数据，有人仍然不以为然地说，这是正常的周期调整。确实，中国房地产市场曾经有过两到三年的调整周期。但是本轮的下滑，绝对不同以往，房市的长期下行已成定势。当前正在面临着超级繁荣多年以后，积累的泡沫要破灭的危险境地。

房地产市场的调整，将进入惨痛的深刻的调整。理由是什么？一方面，我们讲周期，2004-2005 年是一个周期，2007-2008 年少一个周期，2010-2012 年是一个周期，那时候房地产下滑，都是当时中央银行采取了政策，信贷冻结或地产政策大幅收紧。我们回忆这几年的国务院，新八条旧八条，不停地出政策，国务院在调控房价。在这个背景之下，

有很多信贷政策。但是本轮的下滑，从年初开始下滑，尽管银行放慢了房贷的审批，但是没有明显在信贷政策上采取什么特别的收紧。而新开工面积下滑速度之快，远远超过了以往。当然在座有银行的或曾经是银行的，听银行朋友说，有些接到上级指令，就是不贷，或者不敢贷。但从宏观面来说，没有采取很紧缩的政策。

另一方面，很多专家说，城镇化和改善性住房还要催生大量的刚性需求，还在说房子要上涨，还早着呢，还能涨，短期跌后还能涨。即使按他们说的，城镇化和改善性住房产生大量的刚性需求，他们说能产生多少呢？要 800 万到 900 万套，但是这个数据已经远远低于目前住房的竣工量。如果按照一定的单套住宅面积，初步的估计，去年住房竣工量已经 1100 万套，其次，2013 年末在建住宅有 5700 万套，两者加起来，6800 万套。这些房子要花多少时间能卖掉？按照这十年来住宅销售面积最高的一年，就是 2013 年，按照 2013 年的历史最高纪录来估计，这批 6800 万套的房子，要花五年时间才能消化掉，远远高于过去三四年的历史平均水平。如果再考虑到二三线，三四线有些城市的房子，库存已经处于历史新高。鬼城现象在座的都知道，有些城市已经是鬼城了，需要消耗的时间则更长。

根据 5 月份的数据，北上广深一线城市和全国 35 个城市，5 月份的库存已经同比增长了 20.1%，创了历史记录。最近报纸不断的在披露，某某城市又有多少多少房子卖不出去，不断在讲这些东西。所以，面对这样大量的库存，销售不出去，自然就是泡沫风险。因此我们说，这轮房子的调整，不是其他原因，是住房多年供需失衡、问题越积越多背景下的调整。对此，我想说的是，政府部门、决策部门，

绝对不能犯经验主义的错误，盲目乐观。要看到住房供需长期累计导致的严重失衡，是真正拖累这次房价下行的关键因素。

银行是唯利是图的，是顺周期的，你能赚钱，我就贷给你，但稍微有点收紧银行就害怕了。宁波前几个月已经发生了，一下子 34 亿贷款要收，这个企业马上就完蛋了，都害怕了。而且我在市场上听他们说，有的是在骗企业，这个银行也做得不太好，银行对企业说，到期了你还吧，8 月底的贷款到了，你就还，你放心，你还给我，我 9 月份再贷给你，这样我好完成考核指标等等。人家还给它，他不贷了，人家就死掉了，人家就跑路了，就没有招了，就跳楼了。银行本身的行为没有错，他是企业，要赚利润，他唯利是图也没错。所以银行信贷边际在趋紧，再加上住房开始登记，报纸上不断宣传房产税这种舆论，老百姓慢慢在明白。再加上反腐败，出现了很多鬼城现象，这些因素又进一步抑制了投资、投机房地产的需求。房地产市场进一步下行的预期在慢慢的形成。而这个预期，又会进一步推动房屋销售的持续下降，及供需严重失衡的积累。在座的都清楚，老百姓是买涨不买跌，现在很多人在问，还跌不跌？真正想买的刚需，他也在等。投机的，更不敢买。有闲置资金的，情愿在理财市场上玩其他的金融资产了。再加上整个经济增速在下降，结构在调整，出现了一批象温州那些专门搞房地产投机的，跑路，跳楼的。另外搞投机的人也非常谨慎了。所以在这样的情况下，应该说，风险隐患是很大的。

因此，我在这篇文章里面讲了第三个问题。第一，当前形势关键看房市；第二，房子下行已经成必然定势；第三，面对这个状况，系统性风险的爆发、传导和后果。我想说，

一旦出事了，是个什么状况？作为决策者，心理要准备好，会是个什么状况？领导素质都挺高，都挺忙，但是毕竟有的不是学这个的，对金融，对资金链，也不太熟悉。我说，通常房地产投资增速下降一点，不会引发系统性风险。全国银行贷款中间，居民按揭贷款 2013 年占 13.6%，而且按揭贷款的首付比例比较高，这部分问题不大。有的专家就拿这一点作为主要理由，说中国风险不大。我认为这不是理由，我们也不认为这个有风险。到今年 3 月份，房地产开发贷款占银行贷款比重 6.5，加上信托资产约 40% 都和房地产有关。大家在手机上收到的各式各样信息，委托理财、信托理财、理财产品，拐弯抹角都和房地产有关，这是有关部门的统计。所以这两者加起来，总计相当于银行贷款的 12% 左右。根据银监会的推算，从另外思路来看，截止到去年末，我们主要银行工农中建交，以及几个大的股份商业银行，房地产贷款以及以房地产为抵押的贷款，在各项贷款中间占到 38%。这部分资产是极容易受到房市变化影响的。一方面，银行给企业发贷款，搞房地产。另一方面，给企业大量贷款的抵押物都是房地产。我们好多实体经济，好多工商企业，向银行贷款是用厂房用土地做抵押的，都和房价、地价有关系，这部分钱占整个银行贷款的 40%，这是相当高的。刚才讲的是主要银行，在非主要银行，在影子银行中间，这个比例就更高了。

所以如果住房销量下降，房价下降，系统性风险会不会爆发？这个就很难说了。很难保证不爆发。如果说爆发，它是一种什么样的爆发？我想描绘一下，我用第一波和第二波，实际上在时间概念上，不一定是先有第一波然后是第二波，并行的都有可能。第一波影响，房子价量齐跌，价格在

跌但程度不高，量也在跌，卖不出去了，这个现在已经开始了。房地产抵押贷款的资产质量最早出问题，房地产企业的问题最早出现。抵押物的市值马上下跌，开发贷款的质量问题紧随其后。这个时候，面对抵押物价格的下跌，面对开发贷款可能还不出来的房地产企业，银行行长的第一反应是什么？马上收旧贷款，这种企业不能相信了，收旧贷款，不给新贷款，这是很自然的。这时候，催收已贷的旧贷款，紧缩其他的新贷款，其直接效应是什么？部分房地产企业马上资不抵债，破产。间接效应是 GDP 下跌，这是第一波。

第二波，收紧房企银根的连锁反应是，涉及上下游 40 个行业的投资会进一步深度下行，和房地产业相关的水泥、钢铁、玻璃等等 40 个行业现在已经产能过剩，如果房地产投资一下降，产能过剩的问题更大。因此导致这批相关的非房地产行业，产出减少，或者减少投资，或者顶不下去了，倒闭破产，这进一步影响全局性的投资和 GDP，这是第二波影响。

第三波影响。大家要知道，去年一年，我们地方政府和房地产相关的八项税收加上土地出让金的收入，一共有 6.4 万亿。我们狭义的土地财政，地方政府支出来源于土地收入的，不包括政府性基金，狭义的土地财政的依赖度达到 53%。有些地方更高，100 多的都有。那么，在这种情况下，如果房市价量齐跌，首先会出现什么呢？房地产企业拿地的积极性会进一步减弱。今年 5 月份，武汉、沈阳、长沙、佛山已经纷纷出现地方政府拍地拍不出去，因为房地产企业房子卖不出去，价格都跌了，老板不愿意拿地了。上海当然除外，上海积极性还很高。潘石屹年初就说了，接下来拿地的积极性小了，不敢拿了，因为拿了以后，不象前几

年拿地等赚钱，拿地压手上赚不了钱。报纸上各种信息披露，有些城市已经出现土地拍卖流标，二次流标，拍不出去。去年的土地收入是4.2万亿。今年10个典型城市，5月份的土地收入已经同比下降了25%。最新的7、8月份的数据没有放进去，我没有去找，因为我是6月份写的文章。5月份已经同比下降25%，我们假设今年下降5%到10%，地方政府由于资金压力，没有钱了，怎么办？收缩基础设施建设。棚户区改造资金配套不够，中央给一点，地方政府配套。没有钱了，棚户区改造资金不够，保障房的建设以及民生的其他投入都发生困难。直接影响是什么？地方GDP马上下滑。

现在全国每年大量的基础设施的建设，80%都是银行的钱，或者金融系统的钱，通过理财或通过信托。地方政府有20%，用20%的土地收入来撬动了80%，大局是这个概念。地方政府普遍以土地抵押向银行融资，如果地价进一步下跌，对地方政府无疑是雪上加霜。而GDP的增速前景就更加暗淡。这个时候，地方政府如果急了，一定要保住政府人年初定的目标，那怎么办？唯一的出路是加快拍卖土地。北京给了土地指标，加快拍卖土地，你越加快拍卖土地，地价跌的越快，这是必然结果。地价跌的越快，这时候从各种渠道，对房地产企业，对地方债各个渠道，进一步激化银行资产质量的恶化问题。这样的话，使整个社会债务慢慢陷入倒塌的恶性循环，银行不敢贷了。

第四波影响，也可能就是同时发生的。由于从银行贷款很难，前面讲了，40%是信托贷款，委托理财，通过影子银行进行融资。随着银行对房企的信贷紧缩，理财市场上的违约事件频频出现，由此群体性事件和社会不稳定因素在短

时间内会集中爆发。到底什么状况，我们可以去想。现在是一件两件，刚性兑付不兑付，整个社会都在讨论。对这个问题，我是坚决主张不能刚性兑付，否则老这么下去，中国的金融市场秩序建不起来。但是不刚性兑付，老百姓怎么办？曾经发生一起，最后怎么处理也不知道。反正我的观点就是坚决打破刚性兑付。

现在整个中国社会面临全社会道德风险。什么叫全社会道德风险？地方政府不在乎，借钱干，还不了，过两年我就退休，对吗？都是这种心态。我不是说大城市啊，你们上海不好比，上海是直辖市。所谓的地方政府的概念是，黑龙江省、地、县、乡镇，都在筹资。这次审计，审计五级政府的债务问题。现在是谁也不怕借钱，当然也不是全部都不怕。地方政府拼命发债，他也不能自己发，是通过融资，通过理财，渠道在哪里呢？通过金融机构，典型的是银行，银行在柜台上向老百姓销售。银行也不怕，你地方政府不怕，我怕吗？中国的国情都了解，地方政府最后肯定要来背的，因此银行也有积极性，银行也有道德风险。老百姓看重你政府不怕，国有银行不怕，我怕什么？你只要卖，我就买。10%的收益率，12%的债券利率，比如银行拿两个点的通道费，信托也拿两个点，到了老百姓手上八个点，比银行存款还高4.5个点，为什么不买？叫我我也买，这是整个社会的道德风险。面对这个情况，我坚决主张，你买可以，最后还不了就依法办事，它不是固定收益，是预期收益率，早就告诉你了。怎么办？这就看最后执政的水平问题了。

我在人民银行当司长的时候，处理100多家信托公司时，就告诉老百姓，你本来就是不合理的，你去干这个事，银行不保证的。怎么办？他预定你8%的利率，对不起，8

拿不到，比银行存款高一点，拿 6%，你还是赚两个点，算了，回去吧，这也是政府补贴了。对于机构来说，政府不能白拿，你赚钱了，你先吐出来。我认为，现在这种刚性兑付必须打破，必须教训银行，必须教训地方政府，必须教训老百姓，教训市场。然后，中央电视台大肆宣传，媒体大量广播，就告诉有些事是不能干的。因为现在根本管不住，监管部门就为还不还的这些案件，每天操劳这些事。第四波影响肯定是群体事件的发生。这里必须清楚，我们搞市场经济，金融天生具有内在的不稳定性和顺周期的特点。中国当前的经济传导运行机制是什么？是土地财政，以土地为杠杆，撬动金融。通过撬动金融，推动经济增长。在土地财政、金融杠杆、经济增长这样的扭曲局面没有彻底改变之前，在房子泡沫想戳破又不敢戳破而刚刚开始有点破的之初，房子的价量齐跌，土地收入的减少，会引起银行资产质量的恶化，银行从自保角度出发，会紧缩信贷，由此必然会发生整个社会债务陷入自我紧缩的循环之中。一旦发生以上情况，我预计，今年的 GDP 即使在微刺激的政策下能够渡过难关，但是未来两年内，仍然有可能下滑到 6% 以下，中国经济将陷入严重的萧条和中等收入陷阱。

如果中央政府没有事先的政策干预，这是完全有可能发生的大概率事件。我的意思是说，你今年保住了，但如果没有其他准备，而且不是提前现在开始一点一点布局干预，2015 年，2016 年，跌到 6% 完全可能。现在社会上分两派，一派很乐观，中国经济还会增长多少。一派不看好 2015，2016 年。市场高级研究人员根本不看好。股市怎么回事，就要另外讨论了，股市最近还涨起来了，这是另外一回事。这是我想说的是，一旦房价出现这些情况，这个风险

可能是怎么一层一层表现的，我们中央政府要做一些什么心理准备，从最坏的打算入手，要做好准备。

第四个问题，就是非常时期，需要非常政策。我提了16条政策建议，分四个方面。第一个方面，坚决维护银行体系安全，防止经济突然崩盘。在座的可能有些不太关心宏观经济形势，大家都很忙，乔秘书长可能经常关心这个。我讲的都是5月份的数据，8月份的数据已经超出了市场的预期，发电量为负增长，工业产值是多少年没有过的等等，市场都惊讶了。但是到了9月份10月份怎么样？原来大家都说，香港海外都说，中国经济前低后高，看到二季度不行了，说以后会高的。没有想到现在一个月一个月的表现，谁也说不清，谁也不敢打保票了。现在有些改革措施，方向绝对是对的，也是应该改的，但是靠这些改革措施保证GDP的增长，一下子到不了，需要一个时间。我们改革的红利，一下子还释放不出来。面对这样一个增长速度，换档期的时候，怎么弄法，是不是给自己提出那么高的要求？还是把要求降低一点？国务院自己把自己抬得很高，一定要7.5，还是7左右？很多专家提出，7左右，就是6.9也可以，6.8也可以向人大交代。如果是7.5，7以下就不对劲了，那就要想尽办法保住7.2，7.3了。

面对现在这个情况，我们只是说，一旦如果出现意想不到的事，怎么办？怎么防止经济出事？我提了几条，第一，坚决稳住整个金融系统的放贷意愿和能力，要想贷，要有钱能贷，让金融系统树立这个信心。怎么办呢？我的建议是中央银行近期内要采取措施，要发出明确的毫不含糊的稳健货币政策的信号，确保整个金融体系有稳定的流动性支持。中央银行政策要很明确，而不是前一阵子，市场都在猜，中央

银行采取这个政策，搞这个回购，到底是什么意思。市场看不懂，金融机构看不懂，这种状况很危险。就要告诉大家，你们不要慌，金融机构不要慌。为什么我要讲金融体系这个问题呢，要稳住呢？因为金融体系一旦出事，和工商企业出事不是一个概念，金融体系的风险传导快，影响大。举个例子，上海再大的一个企业，比如说 400 亿贷款，也不是一家银行贷给你的，是好几家银行贷给你的，分散到每家银行也不多。从银行金融监管的角度说，银行对每个企业的贷款，不准超过它资本金的百分之多少，最大 10%。输掉了这笔贷款，也就资本金输掉了 10%，按照现在审慎性监管制度设计，整个金融系统不会出事。

这是企业，银行不是这么回事。我帮大家回顾一下，去年 6 月份，在上海的银行拆借市场，银行之间互相借钱，隔夜拆借利率达到 30%，比高利贷还高利贷，天下奇观，没有过。那天讲我给 MBA 讲课，底下有个金融机构的同学，他说夏老师，最后这一笔就是我打的，我一看有钱赚，我给它吧。这是什么呢？简单的道理是银行之间有贷有存，到了晚上，一看头寸，到底贷大还是存大？差一点点，不够，要弥补平衡，到拆借市场借钱。那么他们去借钱来呢，一般在形势比较平稳的情况下，就是市场利率多少，大概就是多少。去年大家都在传，可能央行想采取动作，按照市场规律办事，该不贷的就是不贷，央行不投入。大家听说这个信息，市场又紧张了。这时候如果某个银行资金紧了，他要拆借，而利率已经达到 25%，他拆不着，资金平不了，为了清算，它再大的利息也必须要拆，借一天钱，一下子发生 30% 的高利率。后来整个市场轰动了，后来央行马上不敢了。央行想按市场规律办事，这个事不是一下子就能办的。

从这个角度想说明什么呢？最后一家机构，如果说是贵州省遵义市的一个商业银行，偏僻地区的，它的资金紧张了，整个中国银行系统马上反应，利率马上提高。所以它的波及很快，影响面很大，它是全国性的，不像一个企业破产。

所以从这个意义上，我反复跟领导说，面对这种状况，第一要把银行体系稳住。在美国的危机中，也是一样的道理，危机之后，美联储采取了宽松政策，大量的给钱，银行体系内不缺钱。钱多了，不敢贷，就存在中央银行。企业紧张，没有钱，银行不紧张。当然慢慢想办法，把这个钱输送到实体经济。所以我的第一个建议是，从现在开始，还没有出事，中央银行就要让大家放心，金融体系是绝对稳定的，你有困难，就帮你忙。绝对不能再发生让市场金融机构搞不懂而去猜测中央银行的政策意图，这样的话，会影响金融机构发放中长期贷款，会影响长期利率。这样做的目的是什么呢？目的还是鼓励商业银行放中长期贷款，去搞投资，你还是要支持投资。

第二，一旦出现市场上抵押物的大幅度贬值，怎么办？我认为可以宣布采取紧急快捷原则，或者说，由央行马上动手，央行直接到市场上去买。你卖，我买，你低价卖，我马上收进，只要市场看到我央行买，我央行钱有的是，你卖我就买，把价稳住。紧急快捷原则，就是不准随便按照抵押物的价值来要求追加抵押物，这样越逼，企业越完蛋，维持原来抵押物，你原来评估多少钱就是多少钱，你本来就有合同。我听说美国在危机的时候，在快捷原则上，也采取紧急措施，我们能不能采取？就是一旦出事，就要防止市场恐慌。

第三，当房价出现断崖式爆跌的时候，国务院应该马上

明确，各级地方政府，允许用你的棚户区改造资金，不要去盖房，赶紧去买房。现在有的地方已经有了，我看网上登的，有的地方政府在管。而且从市场了解，这个政策是好政策。现在的棚户区改造资金，有的又产生很多腐败，这个不好多评论，里面有不少问题，但总的方向是对的。所以我在这里要提的就是，房价如果跌，不如买房。买了房以后，改造一下，三室两厅变成变成三室三厅。比如说，隔离开，借给弱势群体，卖给弱势群体，当作棚户区改造用，不就完了嘛，政府应该灵活。报纸上登过，有的城市已经这么干了。

第四，当银行不良资产增幅加快，按照银行审慎监管原则，就不准贷款了，因为资本金不足，这时候应该采取紧急措施，提高银行自主核销不良贷款的最高限额。这个建议是什么意思？工农中建交，有不良贷款了，就把它冲掉，用资本金利润冲掉。但能冲多少，国家都是有规定的。能不能在紧急时候，提高这个比例，让他们自主核销。如果资本充足率健全的，可以稳健地贷款；如果资本金不足的，赶紧增资。或者说，由政策性银行金融机构来进行重组。

我们不停地在放松银根，一下子死不掉，出不了大事。但是由于不停地提供货币供应量，按照市场原则，该破产的没有破产，这个情况慢慢走下去，就是僵尸。所谓僵尸，就是出现日本曾经出现过的迷失的十年，经济一蹶不振。慢慢地就这么温水一样，一直这样下去，也可能5%点几，就这么一直下去，这也不是好现象。我今年年初在北大的一个论坛上说，关键当前中国社会是什么状况呢？货币是多的，利率是高的，这是教科书上没有的，是我们常人所不能理解的。供应多了，价格就跌了，应该的。但现在供应是多的，价格却跌不下来，什么原因呢？就是僵尸企业不死掉，还

赖在里面，还占用资金。通俗的说，现在能够得到资金的，能够骗到银行贷款的，就是地方政府和一些国营大型企业，还有一些房地产企业。国营大企业、地方政府都可以拿到贷款，房地产企业敢出高利率。所以，当银行稍微收紧一点，能得到资金的是地方政府、央企和房地产企业。那么，民营企业、中小企业、或者小微企业等等，得不到资金是很正常的。民营企业、小微企业得不到资金，民间高利贷、理财，利率就提高了。他们纷纷向中央反应，资金成本太高，资金贵，资金紧。实际上资金是不紧的，谁都明白。要解决这个问题，怎么办？

第一，必须让该破产的企业破产，不让它占用资金。我们现在有些企业，包括有些地方政府，都在制造骗局，什么叫制造骗局？我们都知道，借钱要还利息，现在有些地方政府和企业，借钱还利息，根本不是用来搞新的建设投资。因为不还利息，就说明是不良贷款了，银行马上要催收贷款。它还不了，就从第三方再借钱，把银行的贷款利息先还掉，这样来干。所以说，这部分企业该死的就要让它死掉，让它出局，那么这部分资金资源配置就合理了。简单讲，市场必须出清。对于产能过剩，严重资不抵债的工商企业，包括地方政府的融资平台，要坚决实施有节奏有控制的市场出清原则，要么破产，要么重组，防止这些僵尸企业继续占用社会有限资源的现象再延续下去，这样可以降低整个社会的成本。我听说，总理也很着急，现在社会融资成本高，为此采取各式各样的措施。他在一个会上也要求尚福林，你能不能给我保证，什么时候把银行利率降下来。哪个部长敢保证啊？因为这个问题不是银行的问题，是整个体制有问题，该破产的企业破不掉，都混在一起搞钱。所以民营企业的资金

成本就高，这是体制改革不到位，不是金融改革不到位。利率市场化、汇率市场化整个的市场经济制度改革没有到位，还有国企改革的问题，中央和地方的关系问题，地方企业的问题，光叫银行改，没有用。

第二，加快实施地方政府存量债务中不良资产的剥离政策。通过债务重组，债转股，资产置换和出售地方国有资产的方式，向市场明确披露地方政府债务存量的分类处置原则，以换取市场和投资者对它的信心，来恢复地方政府在市场上继续融资的能力。什么意思呢？我们原来不知道地方债务到底是多少。这届政府上来以后，又审计了一遍，5级政府审计，而且审计的范围不光是贷款，包括担保、衍生品、各式各样的产品全部审计。一共多少？公布出来是18万亿多。怎么解决？为什么现在地方政府借钱不容易？有些人不敢借给地方政府，因为不知道你的资产负债表情况。银行也不敢，因为知道你的危险很大，我帮你理财、卖产品是可以的，但是自己是不贷了。这种情况下，怎么解决这个问题？我认为，应该向市场明确告诉，这些存量资产中间的不良资产有多少。对于这部分不良资产，我国政府是怎么解决的？有的重组，有的核销，有的用其他资产来置换等等。这样的话，投资者和市场就明白了，这个地方政府的债务是干净的。所以我这个建议就是说，你要防止经济僵尸，有些企业该破就破，也要动地方政府的存量债务，旧的要告诉大家，新的我们从头来，干干净净，严格要求。

第三，一些结构性的改革措施。比如股权基金问题，所有制改造问题，股市的问题，还有借贷条例的问题。我个人认为，在结构性政策里面，除了特大城市如上海北京等以外，国务院应该下令，各省政府在年内必须启动户籍制度改

革。户籍制度改革的实质是要动财政问题。什么叫城镇化，我就不多说了，在座各位都很了解，当然了，也可能理解的不都一样。城镇化的实质是财政要拿钱的，城镇化的实质是改革，不是搞房地产，不是搞简单的规划。改革开放从1979年到现在30多年，我们的城镇化率从37%升到51%。我想说的，城镇化是工业化的必然产物，是伴随物，不是我们刻意思想出来的。我认为户籍制度的改革，一个农民工变成上海居民，孩子生下来以后，上海的各种幼儿园，小学中学，都要同等待遇，包括大学都要同等待遇。退休以后，有象上海居民一样的养老保险，看病一样报销。这意味着什么？意味着财政要拿钱。拿多少？一个人8万到10万，两亿农民要拿多少？所以城镇化意味着财政要拿钱。从这个角度，我说，要求各省政府在年内必须启动户籍制度改革，首先解决农民工的城市居民身份，然后提前按照中央政治局通过的关于财税改革的方案，不能完全等。提前在这个方面，围绕户籍改革的中央转移支出，抓紧改革，解决户籍改革中地方财政的收支缺口问题。意思是说，其他的改革动不了，你先把农民变成居民，地方政府缺钱了，中央财政先动，先补贴给他。这样的话，一个是增加消费。同时，户籍改了，居民身份改了，市场马上就着急了，学校不够，幼儿园不够，医院不够，倒逼加快学校和医院的投资。加快基础设施建设，加快农民工住房的民间投资，加快商品房的出售，这样对冲掉我们制造业和基础设施整个投资水平的下降，把这块投资提前搞起来，在宏观上取得平衡。

第四，房地产政策。这是一个复杂的政策，是很麻烦的。总结这十年左右的房地产政策，就是碎片化，一会出这个政策，一会出那个政策，温家宝总理最后快卸任的时候又

出来新国五条，这个新国五条后来销声匿迹了。政府应该建立房地产市场的长效制度，房价自然会稳住。我一直在说，房地产市场不整，中国早晚出大事。前两个月，媒体报道中加了我后半句话：整狠了，马上出事。房地产市场的方向是什么，就是以消费品为主导。买房是为了住，买房不是为了象股票一样投机，不鼓励房地产作为资产市场交易。海归派回来，动不动学英国，学美国，瞎扯。中国用不着，中国在房地产市场，绝对不能学英国、学美国。作为资产市场，就是学德国，学新加坡，以消费品为主导。

面对现在错综复杂的矛盾，怎么办？我认为，对于第一套真正的刚性需求，应该以政府条例的形式公布首付比例和利率。关于这个问题，几年前我都说了，我们不应该允许商业银行在第一套刚需房上竞争。你搞按揭比例 25%，我搞 30%，不允许，国家要规定。怎么规定？我认为非常简单，原来政府是从房价角度考虑，我认为应该从长效制度考虑。两个大学生新结婚，他们搞按揭，你可以算出中国经济潜在增长率还有多少，专家都会算，20 年中国还要增长多少，每年平均增长多少，两个大学生出来肯定基本都有就业，就业收入多少，根据历史数据和国外经验算出来，20 年中两个大学生可能随着 GDP 的增长而增长的收入增长多少，完了以后，倒过来推算，第一年按揭多少，首付多少。因为你假设中国还是有希望的，你假设大学生就业没有问题，收入没有问题，因此你不应该用调控房价的东西来算。如果按照我的思路，也就是 10% 不到的首付，而且利率优惠。商业银行不贷拉倒，政策性银行贷，这是一笔好资产。

对于第二套改善性住房，当前可以适当降低首付比例，然后结合各地情况，宣布大面积宣布放宽限购。为了对冲有

些老百姓可能还抱有炒房地产的幻想，怎么办？这么多人，各人思想水平都不一样。怎么办？为了对冲投机热潮，宣布房产税的原则。房产税要制定出来很难，但是原则可以先讲。我几年前都说了，很简单，上海一个老板，上海限购一套，第一套，刚需，优惠的。我的分公司在北京，我很有钱可以在北京买第二套，我绝对不是搞炒房，是自己住，我也不愿意住宾馆，你就让他买第二套。这还促进投资，促进消费，促进就业，有什么关系呢？让它买。两口子的小孩长大了，考上了中山大学，夫人年龄也大了，老公也有钱，我用不着上班了，现在都有陪孩子陪读，我在中山大学边上买一套小学学区房，我也不愿意借，太脏了，我有钱，我买一套两室一厅或一室一厅的，完全有财力，完全有可能，让它买第三套，都没有问题。是不是对第三套或第四套上税，那可以研究，你可以把原则说出来。我现在随便说啊，如果要采取我的决策，当然可以好好研究。第一套免税，第二套轻税，第三或者第四套重税，80%-90%这么上，超过标准了就大量上，不就完了吗？它就不投机了。太简单不过了。当然，这个前提条件就是信息联网。所以我说，为了救投资，要宣布放松限购，为对冲投机热潮就要向市场明确宣布房产税的原则，具体实施可待研究后公布。国务院可以把大政方针先定下来。

关于就业问题，现在保 7.5 也好，保 7 也好，总理也说了，底线是为了就业。但实际问题谁都知道，农民工的问题根本不是就业，保姆都找不到，都在涨价。就业有问题的是 700 万大学生。当前的就业压力，相当程度上来自于大学生就业的结构性压力。昨天我在复旦跟大学生也这样说，可能大学生听了不高兴。我说政府除了继续支持鼓励大学生毕业

后自己创业，现在有很多优惠政策，借钱都可以，很多政府优惠。除这之外，应该吸取过去几年中国政府在高校问题上大跃进式的扩招的教训，专业设置一味追求时髦，什么国际金融、国际贸易，全是搞这个。滞后市场需求的教训，我们整个社会都要引导过来，家长也是，就是说，毕业后的现状是，大学生到了金融系统工作，基层干起也是4千块。大家知道，在城里面，穿的干干净净的蓝领，修宝马奔驰的，一个月工资1万块，但就是不愿意当工人，难听，就是愿意坐机关，陆家嘴大楼里面坐坐。当然拼爹的人，父母有钱也无所谓，整个社会有点扭曲。所以我的建议是，面对这种状况，总理说就业压力大，财政临时拨付资金，鼓励和支持已经毕业的或者将毕业的大学生，重返学校回炉，改变求职方向，重新选择操作技能性的专业深造，目的也是培养一大批国内紧缺的操作技术人才。也是延缓当前的大学生就业压力，让它往后推。

总之，非常时期必须有大胆积极的财政政策。说穿了，靠央行政策这么推，危险很大，我点到为止。财政必须积极，适当出点资本没有事的。再不行，卖国有企业，说白了就是国退民进。关键是最后出来一笔钱，谁拿钱？还是财政。财政没钱怎么办？国退民进。谢谢大家。

提问与讨论

乔依德：非常感谢夏斌院长给我们做了一个精采的演讲，他从中国经济发生变化的一系列过程讲起，特别讲到目前中国经济所处的困境，很详细的提出一些对策。下面请大家提问。

左学金：夏院长刚才做了非常精彩的分析，特别是关于房地产。这个房地产呢，我想补充一条，除了目前过度投资、过度投机的问题以外，还有一个就是人口的变化。我们的小孩现在很少，原来我们历史上曾经有 40% 的人口是小孩，现在只有 16%。今天的小孩就是未来买房子的人，未来买房的人变得比较少，这可能是一个长期的问题。夏院长的建议第一是房地产市场要做一些调整，对吧？你提了很多建议来防止房地产市场过快的下滑，或者说出现崩盘。我个人的看法，我们非常理性地来设计未来房地产市场调整，但在现实中能不能做到？因为我听说啊，日本房地产，像东京跌了 20 年，它现在的房价是高峰时候的 20%，日本教授告诉我的，我没有核对过。日本政府大概也是非常想稳住它的。我就担心，今后这个变化趋势，能不能通过很清晰的政府干预措施，来人为的有序的控制，就是这样一个问题。谢谢。

夏斌：给领导建议的时候，我们想底线就是中国不能乱。实际上我昨天在复旦对学生也说，一旦出事，其实希望房价下跌的是学生，是农民工。不希望房价下跌的是大多数城里人，中产以上。所以到底会出什么事，谁也没有底，我也不敢在这里描述。我们的职责就是说，底线是绝对不能崩盘，不能出事。我曾经在 2011 年，问金砖四国的提出者，也问了索罗斯，我当时就在思考，我说中国的泡沫已经形成，尽管很多专家不承认，我说我是承认的，但是问题是怎么办？他们说只有让泡沫破。我说我们能不能让泡沫慢慢破？两位学识巨人说，不可能，国际上没有。但是我们现在作为参事，就想尽办法出点子，不让破，这是第一。第二，半个月前，我在陆家嘴中欧学院，我还引用了哈耶克的东

西，人算不如天算，市场秩序太复杂，算不出来的。怎么办呢？有准备，有想法，总比一点没有好。有的人还很乐观呢，还不让我们多说有点苦口良药的话，很危险。第三，按照市场经济原则，按照市场逻辑，解决这些问题非常简单。啪，跌下来，弄干净了，重新来。敢吗？谁敢？中国已经是这个现实了。前两年在鼓吹上海房价上涨的时候，我就说，中国房市不整，中国共产党中国政府，早晚出大事。现在我说，整狠了，马上出事。但是没有办法，我们还得出好点子。

乔依德：还有谁有问题，或者有评论，也可以。

提问者：非常感谢。请问你对中国央行的货币政策，今后一到两年的看法。以及在我们的货币政策设计过程当中，对欧洲和美国，特别是美国趋向偏紧的角度，当中这个时间差的问题，怎么来考虑？

夏斌：关于中国一到两年货币政策制度的取向问题，要看宏观经济走势。第一个前提，就是我们的货币政策，我们的中央银行不可能是完全独立的。第二，因为不独立，所以未来两年采取什么样的货币政策，与未来两年宏观经济的政策，是一回事。刚才说了，如果担心出事，那么这部分银行的钱，就不能太紧了，能布局尽量布。第三，美国和中国之间的时间差，量化宽松，退出不退出啊，这些东西有技术性的操作问题，但是更多是大的思考。我说很简单，我想尽办法使货币政策还是独立的，我也要改革，上海要变成国际金融中心。因此，如果对我压力大，我们的门就开的小一点；如果问题不大，我上海就走的快一点，中国走的快一点。肯定根据国内的情况来思考国外对我的影响，我是这么思考的，当然我也不是决策者。

乔依德：大家看还有什么问题？没有问题，我们这个演讲就到此结束。大家再次以热烈的掌声，对夏院长的演讲表示感谢。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）