

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 62 期

62

2014 中国经济论坛——新常态、新活力

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
二〇一四年十二月

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

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

编者的话

本期《研讨实录》收录了上海发展研究基金会 / 卓越发展研究院最近举办的“2014 中国经济论坛——新常态、新活力”的实录，这已是基金会自 2007 年以来第八次举办“中国经济论坛”了。

在开幕式上，上海发展研究基金会胡延照会长对中国经济的前景持一种乐观的态度，从中长期来看，许多因素有利于中国经济实现持续稳定的中高速增长。上海社会科学院部门经济研究所孙福庆所长认为政府实施宏观调控政策，是为了保证过渡，更重要的是通过体制改革来释放经济增长的活力。

在主旨演讲中，上海市人民政府发展研究中心肖林主任指出 2015 年世界经济总体对中国不利，中国经济将面临更大的挑战，但中国经济增长还处在合理区间，并出现了一些积极深刻的趋势性变化，尤其是服务业成为经济运行最具活力的部分。上海经济运行呈现出经济增长平稳、市场销售平稳、就业形势平稳、物价涨幅平稳的特征，经济结构进一步优化，增长质量效益进一步提高。

上半场的演讲中，亚洲开发银行中国代表处高级经济学家庄健先生分享了亚洲开发银行最近的“亚洲发展展望”，

分析了全球价值链中的亚洲国家的表现和增长动力问题。国家信息中心经济预测部首席经济学家祝宝良先生指出，目前中国经济下行，主要是结构性的问题，并不是周期性的，当前的速度基本适应我们现在发展阶段的基本特征。

下半场的演讲中，交通银行首席经济学家连平指出，最近这次降息是利用货币政策的前瞻性和调控功能，主要是针对明年经济的运行，预计明年上半年企业融资成本将趋于回落，但下半年以后就很难说了。利率持续下降的可能性不大。海通证券副总裁李迅雷认为，中国 A 股市场还是一个散户市场，我们对自己的状况不能过于乐观，对市场要有一个客观理性的认识，资本市场不是线性向上的，实际上是一个波动的过程。上海社会科学院部门经济研究所所长助理李伟提出，经济新常态下产业转型升级，需要以新业态和新模式为引领，以制造业新兴化为支撑，在进展进口替代模式中探索中实现。

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

二〇一四年十二月二十日

目 录

会议议程.....	1
开幕式.....	3
主办方致辞 胡延照会长.....	3
主办方致辞 孙福庆所长.....	6
主旨演讲 肖林主任.....	7
上半场.....	14
庄健：亚洲发展展望.....	14
祝宝良：2015年经济发展和政策取向.....	27
讨论.....	35
下半场.....	38
连平：对今年经济的评估以及对明年经济的展望.....	38
李迅雷：资本市场展望.....	43
李伟：经济新常态与产业转型升级.....	49
讨论.....	55

会议议程

13:30-13:40	主办方致词 胡延照 上海发展研究基金会会长、 上海市原副市长 孙福庆 上海社会科学院部门经济研究所所长 主持人： 全秋梅 上海发展研究基金会对外联络主任
13:40-14:10	主旨演讲 肖林 上海市人民政府发展研究中心主任
14:10-17:00	主题发言 主持人： 左学金 上海社会科学院原常务副院长兼经济 所所长、上海市政府参事
上半场	
14:10-14:25	演讲嘉宾： 庄健 亚洲开发银行中国代表处 高级经济学家 演讲题目：《 亚洲发展展望 》
14:25-14:40	演讲嘉宾： 祝宝良 国家信息中心经济预测部 首席经济学家 演讲题目：《 2015年经济发展和政策取向 》
14:45-15:15	讨论
15:15-15:30	茶歇



下半场	
15:30-15:45	演讲嘉宾： 连平 交通银行首席经济学家 演讲题目：《 对今年经济的评估以及对明年经济的展望 》
15:45-16:00	演讲嘉宾： 李迅雷 海通证券副总裁 演讲题目：《 资本市场展望 》
16:00-16:15	演讲嘉宾： 李伟 上海社会科学院部门经济研究所 所长助理 演讲题目：《 经济新常态与产业转型升级 》
16:15-17:00	讨论
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，各位朋友，下午好！2014中国经济论坛现在开始！

首先，我们请主办方代表，上海发展研究基金会会长、原上海市副市长、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！

主办方致辞 胡延照会长

胡延照（上海发展研究基金会会长，原上海市副市长，原市人大常委会副主任）：

各位来宾，女士们，先生们，朋友们，下午好！

热烈欢迎各位参加“2014中国经济论坛——新常态、新活力”！

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！

在全球经济增长依然缓慢，复苏仍然脆弱的大环境下，作为全球第二大经济体的中国，广受各方关注。今年5月，习近平主席首次提出了“新常态”，描述了新周期中的中国经济，认为中国仍然处于重要的发展战略机遇期。不久前，在北京召开的APEC峰会上，“新常态”已经成为一个重要的主题词。这意味着中国经济将进入中高速发展阶段；中国的经济结构，正在发生一些具有长期意义的转折性的变化。现在各方对中国经济都有许多不同的意见，我借此机会也说

一点自己的想法。

我是一个乐观派，所以我对中国经济的前景和中国当前仍处在“战略机遇期”的看法保持一种乐观的态度。从中长期来看，至少有这样几个方面有利于中国经济实现持续稳定的中高速增长。

第一，中国正在进行着，或者继续进行着伟大的城市化进程。中国的城市化进程可以说是人类历史上的奇迹。从1978年中国的城市人口不到1.8亿，到去年中国的城市人口已经接近7亿，已经到了51%，也有人说已经到了53%。

过去30多年，5亿人口转移到城市。当然也有人说，有1.6亿农民工没有完全城市化。在今后的若干年中间，中国城市化率要达到66%，加上1.6亿没有完全城市化的农民工，还要完成3亿多人口的城市化任务。3亿人口城市化是一个什么样的概念，就是一个美国，美国有3亿人口；就是两个多的日本，日本1.3亿人口不到一点。3亿人口意味着什么呢？意味着300个100万人口的大城市。另外，我们现有已经城市化的人口，仍然有一个逐步提高生活质量、提高城市品质的过程。所以从这个意义上讲，中国城市化的进程，是中国经济稳定发展的内在动力。

第二，我以前一直说这样一句话，中国人民终究要富裕起来，这是人民的期盼，这也是中国内在的发展动力。10年以前我对美国通用公司总裁也这样说，因为我希望他的品牌车能够进入中国，但是2004年形势不那么好，他们怀疑中国行不行，现在中国已经成了世界第一汽车大国了。

世界上的发达国家，也不过10来亿人。全球60多亿人，还有50亿人会逐步富裕起来。现在可以看得见的，金砖国家的人民总要富裕起来，亚洲国家的人民总要富裕起

来，非洲正在蓬勃发展。中国发展的机会在哪里呢？就是要和金砖国家，和正在蓬勃发展的发展中国家共同发展，这和30年前中国经济开始蓬勃发展是一样的。在这个时代背景下，至少有这样几个问题其实是中国经济持续发展的机会。

第一，中国产能过剩。习总书记提倡“一路一带”，提倡让发展中国家搭中国的车共同发展。所以，发展中国家基础设施的建设，具有广泛的前景，这为中国的产业过剩提供了产业转移的机会。中国的产能过剩，在中国这个背景下讲是一个问题，但如果放在世界发展的背景中，就是我们的一个潜力，我们的一个机遇。

第二，从近期来说，世界经济发展比较缓慢，国际资本价格正处于20年以来最低的状态之一。海外的资源价格，无论是今年的铁矿石、有色金属，还是小麦、水稻、大豆、玉米、牛肉、猪肉，都是近20年价格最低的时候。这就给中国近期的发展提供了很好的机遇。我们不是要去搞基础设施建设吗？我们不是要伴随发展中国家共同发展吗？同样，我们完全可以利用海外的资本，完全可以利用海外的资源，结合我们优质的劳动力和技术人员，去开辟一方新的天地。

我们也要利用海外资源价格比较低的状况，为中国扩大内需，为中国的发展提供机会。我们不是有18亿耕地的红线吗，现在海外资源价格那么低廉，为什么不能充分利用这些资源为我们服务呢？我们不收购它的土地，我们租用行不行？合作行不行？我们做小股东行不行？我们可以源源不断地得到大豆、粮食、猪肉和其他一些资源产品，为中国人民逐步富裕起来服务。我们6亿人口的城市化，如果要提高到8亿、9亿，对优质农产品和动物类产品需求会大大增加。现在正是我们十几年来最好的机遇，中国政府政策的制

定要从这个大事出发，中国企业家的动作，也要从这个大事出发。我相信，勤劳的、有智慧的，从容的中国企业家和中国人民，一定会充分利用这个重要的战略机遇期，为中国经济的发展做出贡献。

我还要说一个观点，中国经济一定要为中等收入人口的不断增加而努力。我们不断扩大中的中等收入阶层的需求，一定会为市场提供一个准确的导向。

最后，我衷心祝愿这次经济论坛取得圆满成功！我非常期盼各位专家的真知灼见为中国和上海的发展做出贡献。同时，也希望来自各地的朋友在上海逗留期间生活愉快。谢谢大家！

全秋梅：谢谢胡延照会长！下面有请上海社会科学院部门经济研究所所长孙福庆先生致辞！

主办方致辞 孙福庆所长

孙福庆（上海社会科学院部门经济研究所所长）：

各位嘉宾，女士们，先生们，下午好！

首先我代表主办方之一，社科院部门所，对各位专家前来参加今天的中国经济论坛表示热烈的欢迎！

今天论坛主要是围绕新常态、新活力的话题，邀请方方面面有造诣的专家发表高见。这是政府部门、专家学者，包括普通百姓目前非常关注的一个热点话题。这个话题不仅涉及到我国政府宏观政策的调控方向以及调控的力度，也关系到老百姓的生活。新常态这一词，是金融危机后，美国太平洋公司资产管理公司提出来的，其核心意思是说：在2008年金融危机3到5年后，全球经济增速大大低于危机前，政

府将更多干预经济，将出台更多的监管措施。大家知道，近年来世界经济运行的状况大致符合这一特征。

中国的新常态的特征与此概念似乎还不太相同，从近年来我国政府对经济形势的判断和政策趋向来看，中国经济的新常态还有很多含义，表现在经济发展的阶段不同。中国经济经过 20 多年高速增长后，现在面临阶段性的下降，从高速到中速。政府实施宏观调控政策，是为了保证过渡，更重要的是通过体制改革来释放经济增长的活力。当然，也面临一些共同的问题，比如经济转型和经济结构调整。经济增长的动力转化问题。到底怎么样来看待这个问题，关系到中国经济下一步发展能否保持健康可持续这个大问题的。

今天，在座的专家，尤其是演讲的嘉宾，长期从事宏观经济研究，有很深的造诣，一定会贡献许多真知灼见，为政府的决策提供依据。我预祝论坛取得圆满成功！

最后请允许我介绍一下社科院部门所，社科院部门所主要是从事应用经济研究，有 60 多位学者，博士比例占到 90% 以上，高级职称占 60% 以上。我们非常愿意今后与方方面面的专家进行交流合作，谢谢大家！

全秋梅：谢谢孙所长！下面是论坛的主旨演讲！有请上海市人民政府发展研究中心主任肖林先生！

主旨演讲 肖林主任

肖林（上海市人民政府发展研究中心主任）：

各位专家，各位嘉宾大家下午好！

很高兴今天有机会参加“2014 中国经济论坛”，与大家一起讨论当前上海和中国的经济形势。我主要讲三个问题。

第一个问题，要关注世界经济形势的新变化和新趋势。

当前世界形势错综复杂，各方也有不同观点。主要有三个趋势值得关注。

一是世界经济总体上还处在缓慢复苏阶段，增长动力依然不足。今年以来全球经济整体增长持续乏力，国际需求不足，国际贸易增长缓慢。根据世贸组织的预测，2014年全球贸易额增长率预计仅为3.1%，大大低于前20年平均5.3%的水平。

2015年美国将延续当前复苏的势头，但仍有可能出现新的波动。欧洲、日本今年情况比较差。2015年，欧洲和日本的经济增长可能会略好于今年。但由于内生性增长的问题没有解决，欧洲、日本的经济仍然面临不确定性。总体而言，未来世界经济仍然是美国一枝独秀。美国经济的复苏的增长势头比较好，对世界经济的贡献是比较大的。而且美国经济增长的动力，主要还不是宏观政策作用的效果，是在于它内在的创新动力和金融危机之后的内生因素都得到很大的发展。所以，对美国经济我觉得值得赞赏的，不是因为其宽松的量化货币政策，而是每一次经济危机后，它的创新动力和产业革命，这些我觉得很值得我们在转型过程中研究，包括一些新产业的孕育。

世界经济增长的动力还是不足，国际需求难以短时间回升。国际货币基金组织对发达经济体2014和2015年增长速度小幅下调至1.8%和2.3%，对新兴经济体和发展中国家小幅降至4.4%和5.0%，其中欧元区今明两年分别下调0.8%和0.3%，日本下调0.9%和0.8%。

二是各国货币政策继续呈现分化状态。部分国家已经采取了加息政策，减少流动性，巴西央行加息至三年新高，

美联储正式终结 QE3。部分国家还在进一步加大量化宽松货币政策的力度，比如说日本央行出台史无前例的 QE 政策。2015 年全球主要地区的货币政策周期差异将进一步加剧。美国进入加息的通道，OECD 组织预测美联储 2015 年年中首次加息。欧洲、日本为了刺激本地区经济复苏，可能推出新一轮的量化宽松政策。在这样的背景下，全球将掀起新一轮风险资产重估，国际外汇、债券等金融市场面临较大波动，我国金融市场将面临冲击。

三是全球通胀水平和大宗商品水平将进一步下降。今年以来由于世界经济增长乏力，全球通胀水平呈现下降的趋势。美国的通胀水平低于美联储提出的 2% 控制目标，欧元区正朝着零甚至低于零的通胀发展。与此同时，受世界经济总需求不足、乌克兰事件、美元走强等因素的影响，国际大宗商品价格出现大幅度下跌，较年初下滑 8.3%。彭博社的大宗商品指数也下降到 5 年来的新低。这也是一些新的变化。

2015 年世界经济复苏的乏力，美元升值的影响，以及国际大宗商品价格进一步降低，这三大趋势的变化，我认为总体对中国 2015 年经济不利，中国经济将面临更大的挑战。

第二个问题，中国经济运行呈现稳中有进，稳中有优的态势。

中国经济增长还处在合理区间，出现了一些积极深刻的趋势性变化。今年以来，我国经济虽然有所放缓，经济增速一季度 7.4%，二季度 7.5%，三季度回落到 7.3%，总体保持平稳，速度、质量、效益的基本关系比较合理，就业、节能减排、财政收入等情况好于预期。经济增速与基本面所能承载的潜在增长率基本吻合。同时经济运行出现一些积极的但是深刻的变化，这是成为新常态一个标志。

第一，今年服务业成为经济运行最具活力的部分和新增的动力。服务业对 GDP 贡献率达到 49.1%，比制造业高出 11.7 个百分点，并且连续 9 个季度超过制造业。

第二，消费对经济增长的贡献明显提高。今年以来在投资增速继续放缓，消费对经济增长的拉动作用继续增强。前三季度最终消费对经济增长的贡献达到 48.5%，比资本形成总额高了 7 个百分点。

第三，制造业转型升级取得积极进展。制造业内部结构调整明显加快，新产业、新业态增长明显优于传统产业。包括装备制造、消费品工业，电子制造业工业的增加值都有所提高。

第四，就业对经济增速下降的适应性进一步提高。虽然速度放缓，但是就业形势基本保持平稳。

第五，深化改革对经济增长的促进作用开始释放。今年以来我国简政放权、激发市场活力、开放民间投资、降低准入门槛的这些改革逐步释放，大众创业、草根创业的热情非常高涨。上海自贸区一年新设立的企业超过前 20 年的总和。

另一方面的信息是，未来中国经济下行压力较大，周期性调整已成定局，面临比较大的下行压力。一个是投资增长持续疲弱，1 到 10 月份，制造业增长是 13.5%，较上一年回落 0.8 个百分点，较年初回落 1.6 个百分点。房地产回落比较大，基础设施也是回落比较大的。房地产政策开始调整，部分城市取消限购，房贷政策放松，货币政策开始朝着放松的方向转变，对房地产销售起到一定的支撑作用。但是房地产开发融资政策还没有发生什么大的变化，大部分开发商还是没有办法再融资，所以未来房地产投资也不会有大的变化。房地产投资的增速回落可能将影响到钢铁、水泥、

建材这些行业。

消费增速继续回落，消费者零售总额1到10月份同比增长12%，比去年同期回落近一个百分点。进入3季度，作为今年主要的消费热点的汽车和电子通讯产品的消费增速出现大幅度下滑，其中9月销售同比增速2.47%，是今年以来最低水平。电子通讯销售增速从15%下降到8%。

外需市场前景不乐观。中国经济呈现这些新的变化，除了受外部影响以外，也是由于自身劳动力因素导致潜在增长率发生变化。

我觉得中国经济运行的矛盾与风险不容忽视，有几个问题值得关注。

第一，产能过剩的问题。当前我国产能过剩格局没有改变，不少行业的产能利用率不到70%，远远低于国际85%的合理水平。甚至在部分行业产能过剩的同时，行业新增产能还在开工建设，这势必加剧产能过剩矛盾。政府力推的新兴产能也开始出现过剩，经济增速回落加大了化解产能过剩的难度。我国面临的产能过剩问题进一步发酵，对我国工业生产和投资扩张产生抑制作用。

第二，房地产市场或将明显回调。今年四季度尽管不少地方政府逐步放松房贷限购政策，国家放宽首套房贷款、公积金贷款这些政策，但并没有使当前房地产市场回到从前的火爆局面。这表明我国房地产供需关系发生质的变化，由卖方市场转变为买方市场。像北京、上海这种城市，它的供求始终处于调整当中，因为它的人口迁移比较大，价格由市场供求决定的作用是比较明显的。但是二三线城市有一些问题，包括媒体报道的“死城”、“鬼城”，它的供应不断增加，但是因为人口迁移，需求还在减少。除了住房的供求

关系以外，还要看外部的供求关系。所以二三线城市供求矛盾更为突出，这是值得关注的。2013年我们城镇家庭户均住房达到一套左右，住房需求已经达到峰值。总体来看，我国房地产市场将转向平稳发展阶段，面对庞大的存量住房规模，房地产市场将进一步回调。

第三，银行坏账风险持续加大，整体已经超过1%的水平。截至10月底，上市银行不良贷款余额超过6千亿，较去年同期增长超过30%，其中个人按揭贷款的违约风险政策上升。受房地产政策调整，企业经营困难，潜在不良贷款将进一步显现，银行坏账水平将进一步攀升，或会爆发局部风险。

第四，地方政府债务的风险开始显现。近年来显性和隐性债务呈现出整体扩张的态势。从2010年开始，我国地方政府债务平均增长超过15%，地方政府的显性和隐性债务超过20万亿，70%的地方融资都计划用土地收益来偿债。但由于土地财政的减少，企业税收增长缓慢，地方政府偿债能力下降，地方债务的违约风险不排除有加大的趋势。

第五，企业经营面临不少困难，一些企业融资问题有待化解。从今年10月份的社会融资规模来看，融资规模较去年同期减少2千多亿，低于市场预期，说明政策导向和融资需求之间的错配，企业面临资金紧张的困境。刚刚宣布的利率调整，可能会缓解这个情况。另外一方面，企业效益的下滑，今年3季度有近1/3的中央企业和一半省级企业总额是亏损，企业经济效益将面临产品价格下跌和产品生产成本刚性上涨的双重挤压，企业利润进一步变薄，亏损面进一步扩大，这是第二个问题。

第三个问题，上海经济运行。我认为总体是四稳两进的特征。发展方式的转变、改革开放的效益正在显现。

今年以来，上海经济呈现了四稳两进的特征。一是经济运行平稳，我们三个季度基本上 GDP 增速保持在 7%。二是市场销售平稳，1 到 10 月份，消费品零售总额同比增长 8.7%，比上半年加快 1.1 个百分点，前三季度商品销售总额同比增长 10.6%，与上半年和去年同期基本持平。三是就业形势平稳，前三季度全市新增就业岗位 54 万个，提前完成目标。四是物价涨幅平稳。1 到 10 月份全市 CPI 同比增长 1.7%，受基数影响，总的物价水平保持较低水平。这是四稳：经济增长平稳，市场销售平稳，就业形势平稳，物价涨幅平稳。

两进，一是经济结构进一步优化。三产增速明显快于二产，产业结构更趋合理。战略性新兴产业高薪化态势明显，产业的服务化明显，市场消费需求快于投资需求和出口需求，对经济增长拉动作用更加明显。服务贸易的增长明显快于货物贸易，贸易结构进一步改善。二是增长质量效益进一步提高。工业增加值领先于总产值，附加值水平进一步提高。企业利润增速进一步改善，工业生产集约化进一步提高，能耗水平进一步下降。今后几个月，上海经济走势主要是受工业、房地产和金融三大因素影响，从四季度来看，上海工业生产，房地产和金融市场将基本保持前 3 季度的基本态势，对经济增长支撑的作用相对还是比较弱。经济增长仍然存在下行的压力。但从全年来看，不会出现大起大落。上海全年的经济增速可望保持 7% 的增长水平。我就说这些，供大家一起讨论。谢谢大家！

全秋梅：谢谢肖林主任的精彩发言。因为有特别的情况，肖林主任要提前离开论坛，我们很遗憾不能与他进一步讨论。下面是本次论坛的主题发言环节，有请主持人，上海

社科院原常务副院长兼经济所所长，上海市政府参事左学金先生！

上半场

左学金（上海社科院原常务副院长兼经济所所长、上海市政府参事）：谢谢上海发展研究基金会让我来参加这个会，对我来说也是一个学习的机会。今天我们的主题发言有5位嘉宾，有几位是从北京远道而来的。根据议程，首先请亚洲开发银行中国代表处高级经济学家庄健，他的演讲题目是“亚洲发展展望”。大家欢迎！

庄健：亚洲发展展望

庄健（亚洲开发银行中国代表处高级经济学家）：首先感谢上海发展研究基金会邀请我参加这个论坛，非常高兴能和大家共享亚洲开发银行最近做的“亚洲发展展望，2014更新版”。关于全球价值链中的亚洲，我想给大家做一点分享，利用这个时间给大家简要介绍一下我们“亚洲发展展望”要点。

首先，我们预计发展中的亚洲，今年增长是6.2%，明年是6.4%。这个背后的原因之一，是亚洲发展中国家的内生动力逐渐对冲发达经济体弱于预期的增长。另外，对通胀，我们预计今年和明年都会保持在温和的水平，今年是3.4%，明年3.7%。至于在全球价值链当中亚洲的情况，各个区域是不太一样的，有的区域参与得比较广比较深，其他一些区域就没有那么深。我们认为，这方面还有很多的潜力。

Key messages

要点

- Developing Asia's growth forecasts kept at 6.2% in 2014 and 6.4% in 2015
预计亚洲发展中国家**2014年增长6.2%，2015年6.4%**
- Asia's domestic fundamentals offsetting slower-than-expected advanced economy recovery
亚洲国家内生动力对冲发达经济体弱于预期的增长
- Inflation moderate at 3.4% in 2014 and 3.7% in 2015
温和的通胀：**2014年3.4%，2015年3.7%**
- Asia's participation in global value chains uneven; additional opportunities can be exploited
亚洲参与全球价值链的深度并不一致；应探索更多的机会

图 1：要点

Developing Asia keeps growth momentum...

亚洲发展中国家保持增长动力...

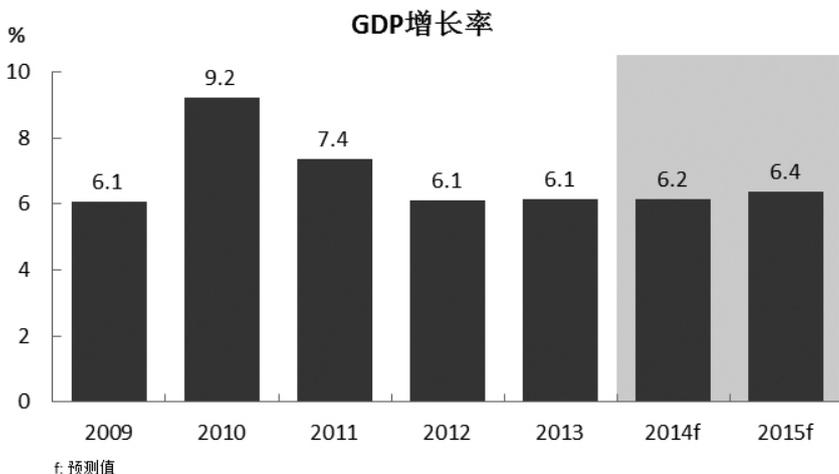


图 2：亚洲发展中国家的增长

从这个图大家可以看到，尽管最近这一年亚洲有一些放缓，但是我们认为，它仍然保持增长动力。今年比去年略高一点，明年会更好一些。

...despite slippage in advanced economies' performance 尽管发达经济体的表现欠佳

GDP 增长率 (%)	2012	2013	2014f	2015f
主要工业化经济体	1.1	1.2	1.5	2.1
美国	2.3	2.2	2.1	3.0
欧元区	-0.7	-0.4	0.8	1.0
日本	1.5	1.5	1.0	1.4

f. 预测值

图 3：主要经济体趋势

刚才有一些专家已经提到了，对全球经济的一些估计和展望，我们亚洲开发银行认为，尽管各个发达经济体不是很一致，但还是同意美国今明两年增长是不错的，这里面有很多方面的原因，当然我个人觉得它的内生动力还是起到很重要的作用。量化宽松是一方面，另一方面，创新的动力，还有新能源，一些产业革命方面的进步可能是推动美国经济稳定发展很重要的方面。欧元区的经济可能还是相对比较复杂一些，今年增长是非常小的，明年略有改善。日本的情况今年差于去年，明年认为好一些。

East and South Asia growth remains strong 东亚和南亚增长依然强劲

	2013	2014 ^f	2015 ^f		2013	2014 ^f	2015 ^f
南亚	4.7	5.4	6.1	中亚	6.5	5.6	5.9
印度	4.7	5.5	6.3	阿塞拜疆	5.8	5.0	4.8
巴基斯坦	3.7	4.1	4.2	哈萨克斯坦	6.0	4.5	5.2
斯里兰卡	7.3	7.5	7.5	东亚	6.7	6.7	6.7
东南亚	5.0	4.6	5.3	中华人民共和国	7.7	7.5	7.4
印度尼西亚	5.8	5.3	5.8	中国香港	2.9	2.5	3.2
马来西亚	4.7	5.7	5.3	韩国	3.0	3.7	3.8
菲律宾	7.2	6.2	6.4	中国台北	2.1	3.4	3.3
新加坡	3.9	3.5	3.9	太平洋岛国	5.0	5.3	13.2
泰国	2.9	1.6	4.5	斐济	4.6	3.3	3.0
越南	5.4	5.5	5.7	巴布亚新几内亚	5.1	6.0	21.0

f: 预测值

图 4：东亚和南亚的增长

亚洲发展中国家中，东亚和南亚的发展会更加突出一些。这两个区域占整个亚洲发展中国家的 80% 左右，特别是东亚占 60%。这里中国的作用非常明显，我们预测今年 7.5%，明年 7.4%，但是根据中国最新的经济数据，估计要做一些修正。

南亚的情况主要是印度，印度的情况是新政府上台以后，做了很多努力，做了一些关于促进投资、稳固财政的努力，这些效应逐渐显现。我们认为，这可能为今明两年带来的增长潜力会更多一些。

图 5 是对中国经济增长分析。从需求角度来看，前三个季度，已经看得很清楚，消费对 GDP 增长贡献越来越突出。外部的需求也有所改善，第三季度对比前两个季度来看，已经由负转正，希望明年会有持续这样一个趋势。中国的外贸情况，近几个月还是非常好的，尽管这里有一些统计方面的

因素，有一些虚报的情况，但排除这个之后，我们认为今明两年外贸对中国经济至少不会拖累，有些微的贡献。

PRC benefits from robust consumption and rising external demand...

中国受益于稳健的消费需求和外部需求增长

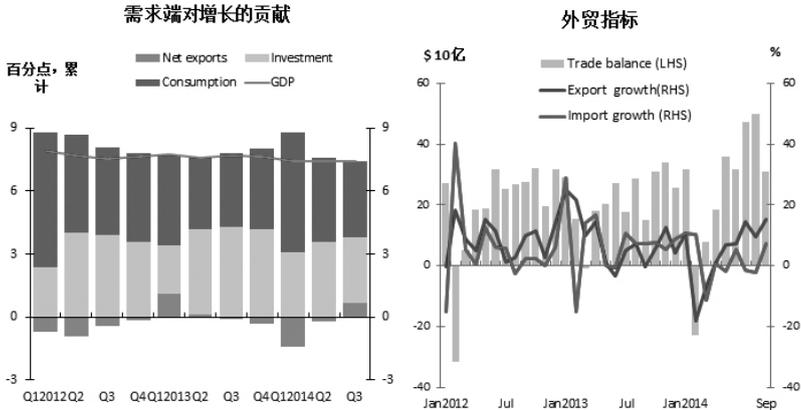


图 5：中国增长潜力

Deceleration continued in Q4, but policy changes unlikely

第四季度减速继续，但政策不会改变

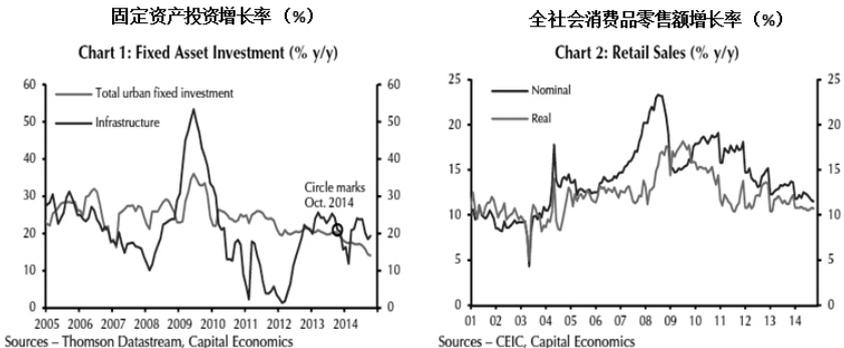


图 6：最近一两个月的中国经济

图 6 显示最近一两个月中国经济的发展变化，特别突出的是中国固定资产投资的增长的减缓非常明显。虽然声称政策不会改变，但实际上一些调整已经开始了，主要是政府出于稳增长的考虑。房地产投资、基础设施的投资、制造业的投资，这三大块的内容，大家都有一些了解，不展开了。这里面我觉得房地产投资的影响确实是比较大的。

India: confidence is bolstered 印度经济信心已增强

产业前景调查



股票指数 (Sensex; MSCI)



图 7: 印度经济

印度刚才提到了一些，从这个图大家可以看得更清楚。新政府上台以后，国内国外对印度经济的信心开始增强，其产业前景调查，还有市场表现，都好于其他的区域。另外，最新的这些数据也显现出它的工业已经开始趋稳，它的通胀开始下降，明年的目标是 8% 左右，2016 年是 6% 左右，实际上都已经低于这个目标，这意味着降息的空间已经打开。

Inflation and industrial output data were both encouraging 无论是通胀还是工业产出都显现出积极信号

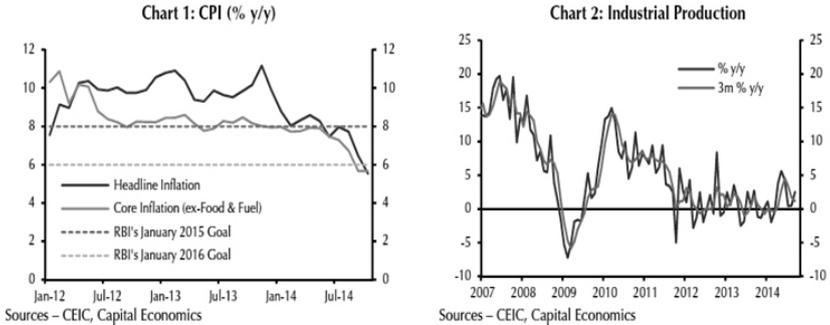


图 8：印度趋势

东盟的情况比较复杂。印尼也在立志改革，明年所激发的潜力也会增强。所以对于东南亚，我们认为可能今年要弱一些，但是明年会好。

ASEAN-5 growth to ease this year before picking up in 2015 东盟五国今年弱明年强

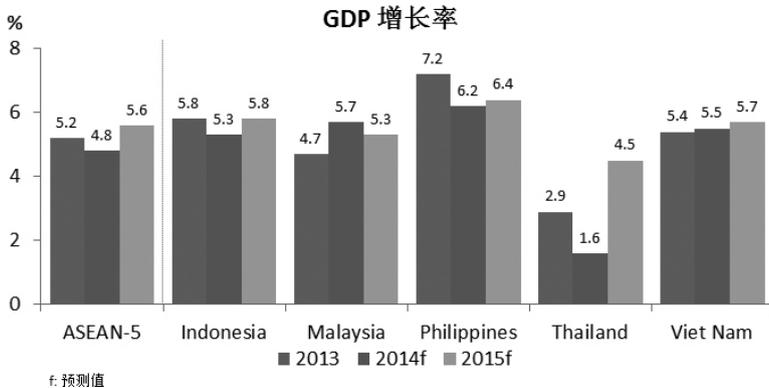


图 9：东盟的趋势

Weaker commodity prices continue to temper inflation 低迷的国际大宗商品价格继续制约本地区通胀

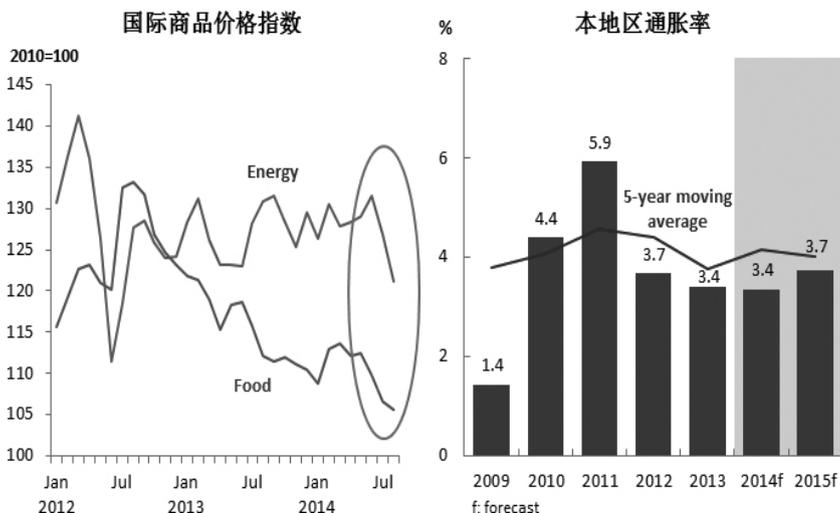


图 10: 大宗商品

我们对亚洲发展中国家通胀有这样一些考虑，我们认为两大因素导致亚洲发展中国家整体通胀还处于比较温和的水平。首先是国际商品价格，大家看到非常大的降低，无论是能源价格，还是食品价格，都非常大的降低。对于本地区的通胀，今年 3.4，明年 3.7，都是保持温和的水平。

我们做了一些简单的分析。从需求角度来看，产出缺口和通胀率有非常强的正向关系。产出缺口如果高，通胀率会上来；产出缺口低，低于零以下水平，那样对通胀率有非常强的约束。上图中大家可以看到，我们对未来预测也是在零以下，这样对通胀率有一个抑制作用。

Demand-side price pressures remain subdued 来自需求端的价格压力依然温和

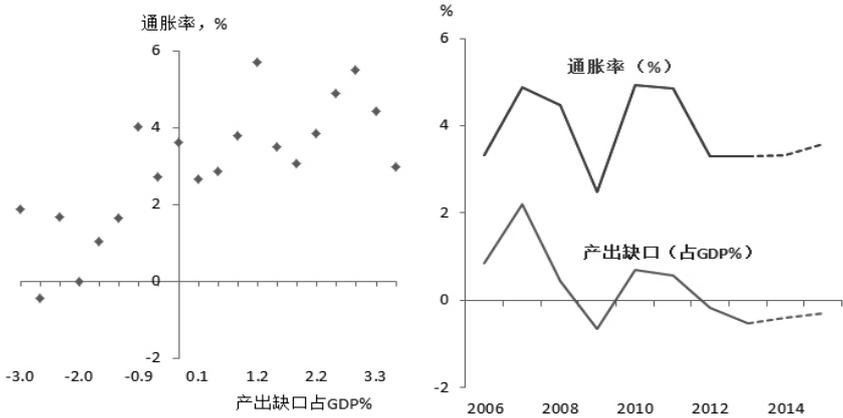


图 11：需求端压力

Risks to the outlook 影响预测的风险因素

Delay in planned reforms

改革计划的推迟

Deterioration in PRC's real estate / shadow banking problems

中国房地产和影子银行问题的恶化

Commodity price spike due to geopolitical risks

地缘政治风险导致大宗商品价格暴涨

Weaker advanced economies' performance

发达经济体更弱

Faster tightening in US monetary policy

美国货币政策提前收紧

图 12：影响预测的因素

对于预测，我们认为有一些不确定因素，有两大方面。一个方面是本区域的，好几个国家都面临结构性改革的挑战，如果这些改革能够正常推出，正常发挥作用，对于本地区的经济增长会带来正的贡献，如果由于很多方面原因而推迟延误，对于增长将带来负面影响。另外，中国的增长无论在本地区还是全球都影响非常大。刚才提到房地产的问题，还有影子银行的问题，可能都会影响我们的预测。

第二个因素来自区域外。像刚才提到大宗商品价格，也有可能因为地缘政治方面的原因会有波动，会暴涨，现在跌得非常多。发达经济体由于各方面原因，低于预期很多。另外还有美国的货币政策。现在来看可以预计，但也存在变数。

利用这个时间，我简单谈一下亚洲在全球价值链中的作用，我们对全球价值链的一些看法。随着经济全球化的推进，很多商品、很多服务现在已经不局限在某一国家、某一地区，已经是全球布局了。所以说价值链不一定是布局在国内，也有可能区域内不同国家，甚至在全球。

这里有一个非常简单的例子，iPhone 6。它是一个非常小的手机，但它的技术、它的产品都是来自全球各个国家。中国在这里面的作用看似比较大，实际上附加值非常小，最后组装环节在中国来进行。但它的内存、主板、电源等等，实际上都是国外来供给的，从这个来看，中国在这里面的增加值实际上是比较低的。

从上图大家可以看到所谓的“微笑曲线”。中国在这个微笑曲线的下方，美国、日本在这个微笑曲线的高端。中国如果想进一步融入全球，进一步提高中国在全球价值链中的地位，中国要在科技研发、自主创新等很多方面投入更多的

资金和力量。

Example: iPhone production network

例子：iPhone的生产网络

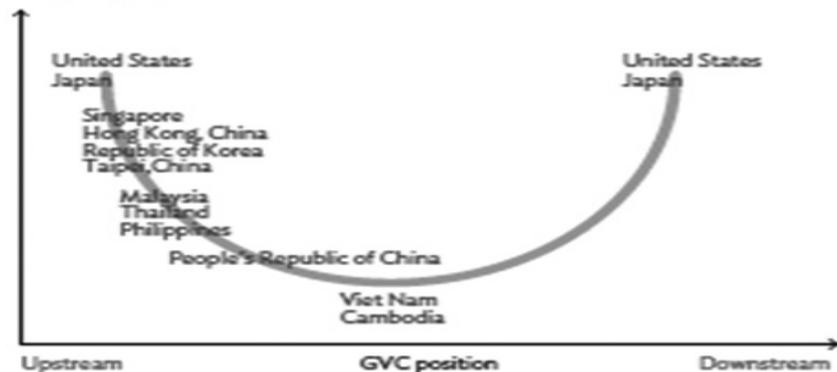


Sources: Apple; Xing and Detert (2010)

图 13: iPhone 的全球价值链分工

2.2.4 Smile of value creation

GDP per capita, value added



GDP = gross domestic product, GVC = global value chain.

Source: Ma and Van Assche, unpublished.

图 14: 价值创造的微笑曲线

我们认为在全球价值链当中，亚洲经过多年的努力，实际上在得到益处还是比较多的。在 1995 年 -2008 年期间，实际上参与全球价值链的亚洲发展中国家在经济的产出、人民收入、就业等方面都有 10% 以上的获益增长。当然，全球价值链也有一些负面的因素，比如说某一国家，由于突然发生的一些灾害，或者一些意想不到的原因出现非常大的问题，会暂时导致供应的中断。我们认为虽然有这方面的风险，但实际上风险的影响也是有限的。关键的因素在于全球价值链中的劳动力市场、资本市场都是非常灵活的，可以对冲这样一些影响。另外，这些变动还可以为某些国家参与全球链机会带来很多的空间。

East and Southeast Asia emerged as a world manufacturing hub 东亚和东南亚已成为世界制造中心

2.2.2 GVC trade share of world manufacturing exports,
by region and subregion

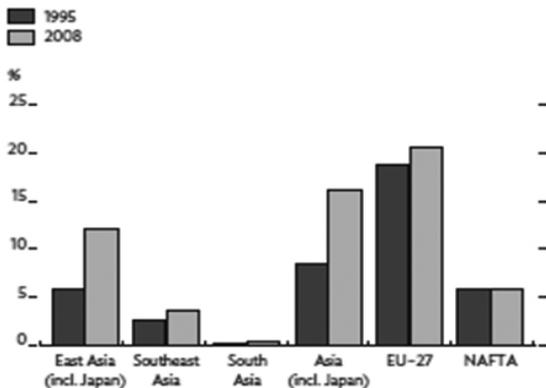
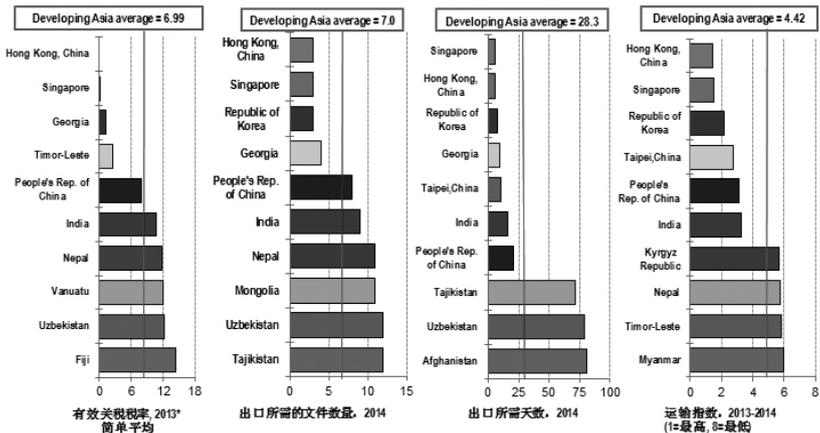


图 15: 东亚、东南亚已作为世界制造中心

图 15 大致反应了东亚和东南亚这些年，1995-2008 年

之间的增长。其贸易占世界整个制造业出口的一个比重，已经慢慢接近欧盟 27 个国家的水平，这样的趋势我们认为还会继续。

But few in Central Asia, South Asia, or Pacific found their GVC niche 但中亚、南亚和太平洋岛国还没有找到自己在GVC中的位置



Sources: Doing Business, The World Bank, The Global Competitiveness Report 2013-2014, World Economic Forum and WITS online database.

图 16: 全球价值链的落后者: 中亚、南亚和太平洋岛国

当然，刚才说过亚洲包含很多的次区域，东亚、南亚、东南亚参与全球价值链的深度比较深，但是在中亚、南亚、太平洋岛国参与度还是比较低的，无论是关税、出口需要的文件，还是出口运输等方面，都还不尽如人意，这方面有很大潜力。我们认为，发展中国家已经成为全球价值链当中的引领者，但还有很大潜力。相关政策还会发挥促进作用，降低关税、减少运输成本等方面，应该还有很大的潜力。所以亚洲还可以继续深化拓展在全球网络中的引领作用。刚才嘉宾也提到过，中国的作用非常大，中国现在提出“一路一

带”，呼应我们对全球价值链所处的地位和积极作用。

我简单回顾一下我的演讲，主要是几个方面：首先是亚洲发展中国家今年增长 6.2，明年 6.4，还是比较强力的增长。亚洲国家的内生动力在增强，通胀保持温和。另外，参与全球价值链，虽然各个区域不一致，但是潜力非常大，政策还有运作的空间。我发言就到这里，谢谢各位！

左学金：刚才庄健对亚洲和东亚明年的经济，给出了比较乐观的一个预测，这一点和我们肖林主任刚刚的发言大体是一致的。但是他也指出，从全球价值链分工角度来看，我们东亚、南亚、东南亚还是处于比较低端的，包括中国大陆，这可能是未来我们真正转型所面临的挑战。接下来，我们请国家信息中心经济预测部首席经济学家祝宝良先生，他的演讲题目“2015 年经济发展和政策取向”。

祝宝良：2015 年经济发展和政策取向

祝宝良（国家信息中心经济预测部首席经济学家）：非常高兴有机会到这来跟大家交流一下当前的宏观经济形势和一些展望。基金会每年都主办比较高水平的活动，我也参加过很多次。刚才听了胡市长和肖主任的看法，我觉得我们现在经济周期性下行的压力在加大，反周期的措施需要执行。最近媒体上都讲，周期性下滑趋势在加强，中国到了一个比较长的连续降息、降准的周期，我认为这个可能还需要再讨论。开会前乔依德秘书长也提到，大家对于中国经济下行是周期性还是结构性的问题有很多争论。我个人认为，总书记提到“三期叠加”和新常态，同时讲到新常态之下我们宏观调控一些大的政策取向。我个人认为，2012 年起

连续三年，我们宏观调控趋向基本上可以概括为三句话：宏观经济政策要稳定，微观政策要放活，跟世界政策要脱节。李克强总理说要保持宏观调控的定义，向改革要动力，同时公共产品要关注到民生这个领域。我认为从高层角度来讲，不管是国务院还是党中央，对这个问题的判断基本上还是根据大背景的。但是在这个过程中，对于经济中可能加大的下滑压力，宏观调控政策进行适度预调微调可能是必要的。对于是否真到了周期性下行，看法还不一致。

我谈的第一个问题是关于当前经济形势的判断。我们看到这两年，在沿海地区，广东、上海、浙江、江苏、山东这一带，就出现刚才肖主任讲的一些现象：经济比较稳定，结构性亮点已经表现出来，一些企业的利润、转型较早的企业的利润也在上升。但是从全国角度来讲，包括东三省，包括资源比重比较大的一些省，黑龙江、河北、山西等，经济确实出现比较大的困难，这反映出中国经济结构调整的问题。

一方面，我们从经济增长的容量、结构、就业、价格等确实看到目前增长速度还是可以的。另外，从2012年至今，我们可以说整个GDP增长速度是历史上最稳定的一次。这三年与我们改革开放三十多年来快速增长和高波动相比，季度之间的落差不到6.6个百分点。我们以前总想要这种结构，要稳定增长，可现在真的达到这种稳定态势之后，大家似乎又对这种情况不太过瘾。我们应该对新常态做怎样的准确理解？

总书记给予新常态三个含义：中高速、优结构、新动力。我们在这个基础上又加了一条：多挑战。从这四个方面总结，我认为经济回落更多是结构性的问题。怎么理解这个问题呢？在研究“十三五”规划增长速度过程中，我们对中

国从 1978 年到 2013 年的生产要素做过一个分析。分析的结果是，目前中国经济回落的很重要原因是结构性的一些问题。我们大概找了影响全要素生产率的因素，在北京开了研讨会并作了报告，大家也有一些疑问，我们还在修改一些结果。是什么原因影响了改革开放这么多年来中国的全要素生产率？

第一个原因是劳动力转移带来的效应。第二个原因是对外开放的溢出效应。第三个原因是人力资本的提高。第四个原因是研发投入。最后一个原因我们把它叫做其它，主要包括经济增长的规模效应，还有一些人力资本水平的提高。研发跟人力资本的贡献基本上在缓慢往上升，但是升的幅度不大。

2009 年次贷危机爆发以后，我们认为中国全要素生产率下降的主要原因是规模效应造成的。国内的一个研究引起了比较大的重视，它认为 2009 年美国次贷危机爆发以后，中国全要素生产率变负了，中国已经要走入中等收入陷阱。这个观点引起上下高度重视，都要我们回答这个问题，到底是怎么回事。我们一个结论就是，2009 年以后中国全要素生产率确实降低了，但是没有变负。下降是由什么原因引起的？这两年的大规模基础设施建设是不是导致中国全要素生产率下降？是不是基础设施投资导致国内企业短期成本上升？这还在争论，我们也没有结论，希望研究部门能够研究这个问题。这几年我们通过基础设施建设来对冲房地产以及制造业下降，是不是带来中国全要素生产率的下降？用基础设施建设来对冲房地产下降要不要执行？我认为刚才胡市长讲的是对的，尽管投资效益可能不高，但是对稳定经济增长有一定好处，需要对冲的话，基础设施建设还是可

以做。也有一些专家不同意这个看法，认为应该把所有重点放在改革上，甚至允许经济下降比较快。这是两条路。在短期内我们怎么做？我既希望改革，又希望经济增长速度下降不要那么快，不要走到第二条路——纯粹通过改革。这是我们做研究之后得出的结论，有些问题还没有得到答案。

但是有一点，目前中国经济下行，主要是结构性的问题，并不是周期性的。目前这个速度基本适应我们现在发展阶段的基本特征。按照这个速度下来，今年我们潜在增长率大概在 7.8%，明年到 7.5%，社会科学院、发展中心和我们三家的观点基本上接近。我们认为把目前的经济增长速度维持在 7%，就是中高速。之后几年 6.5% 左右是合适的，而不是面临大规模的周期性下滑的压力。这是我个人讲的一个观点。但是我们说要维持住 6.5% 甚至到 7% 左右的增长速度，我们的假设条件是，中国全要素生产率还要回到改革开放大概 3% 左右的水平。核心在于，如何能够保障那么高的潜在增长力？这就需要我们去做改革。短期核心问题是怎么解决产能过剩问题。大家都知道，产能过剩的问题与房地产、基础设施建设紧密联系在一起，这些既有周期性问题，又有结构性问题。

那么，怎么看目前中国的经济形势呢？我自己的看法刚才解释了，我认为主要问题还是结构性的。周期性的问题存在，是否严重到要搞一个新的反周期？前一轮降息是否代表降息周期已经开始了？我认为周期性降息周期开始出现了，我个人认为从物价这个角度来讲，可以适当降息，包括降准。

目前从短期看，我国面临房地产、产能过剩、地方政府融资平台和银行风险等问题，短期内也存在经济周期性下

行的压力。我个人认为主要压力有两个：房地产问题和库存问题。

关于房地产问题，主要有以下三种看法：

第一种看法以任志强为代表。他认为我们把原来控制房地产过快上升的政策全部取消以后，房地产就没有问题了。

第二种看法认为取消控制房地产的政策不可能那么快见效，但是从明年下半年开始，房地产就会再次往上涨。但是这种看法的理由是什么呢？理由是在中国房地产有3年周期，两年一涨，从今年到明年差不多正好一年。但是这么短的周期，好像站不住脚。

第三种看法，从国际上这么多年的房地产周期看，这个周期的调整过程一般需要4到6年。国外的一些经济学家、投行机构认为中国房地产周期还要再继续调整2到3年时间。他们之中，有人用了这么一个证据，在中国当前的城市化阶段，房地产销售额占GDP比重平均水平在8%左右。2013年中国这个水平达到14.3%，这说明房地产占销售额占GDP比重偏高了。如果要调节到正常水平，按照GDP每年6.5%到7%，大概需要调整30%。就是中国房地产销售额需要降30%。如果调3到4年，每年需要调6%到7%，包括调整销售量和销售价格。

9月30号房地产政策出台后，我认为10月份的房地产销售情况符合第三种看法，可能不会调那么深，需要持续一段时间。9月30号的政策一出来，我们现在看到一些政策效果。我认为，要想明年的情况变得很好也很难。短期来说，这对我们的经济政策调整可能有一定的好处。

第二个问题是库存。中国库存有什么变化？最近我们做库存研究的时候，我们收集到了很多统计数据，因为短期调

整还要看库存。中国工业产成品库存大幅度增加。在产成品库存大量增加的同时，我们原材料库存下降比较慢。所以我记得在今年上半年统计数据出来以后，很多经济学家都讲，下半年经济比上半年好，纷纷调整中国经济增长速度，往7.5%、7.6%调。我不同意这种观点，我认为现状不那么乐观。扩张政策，包括扩张财政政策和货币政策，基本上一个季度就无效了。这反映了我们目前面临的不是周期性问题，而是结构性问题。如果是周期性问题，政府一定能发挥作用，按照我们传统的说法，货币政策滞后9个月到一年半，财政政策能有三个季度的作用。现在连一个季度都不发挥作用，所以它反应的是结构性问题。

如果一定要谈周期性有问题，大家要关注库存。我认为今年上半年库存涨得太猛，下半年一定要调库存，只要库存调不下来，现在的扩张政策就难以奏效。果不其然，到了3季度经济就往下走了。我直到现在还认为，目前因为所有周期性问题包括两个：一个是房地产，一个是库存。但是现在我们又面临很大的问题，国家统计的产成品库存往上走，我们在做企业家调查的时候，问企业家对库存怎么看？70%的企业家说我的库存没有问题。20%的企业家说我的库存增加了，这里就有一个矛盾的现象，如图1所示，大部分的PPI下跌，为什么我们工业企业利润还凑合？因为相当一部分利润转移到中国来了，转移了多少？我们测算了一下，这两年原油、铁矿石、有色金属价格下降以后，转移到中国利润不少于5千亿。相当一部分制造业利润并没有下降。

当然我们要回答，全球PPI下降跟中国有什么关系，是不是跟中国买什么什么涨，卖什么什么跌有关。因为毕竟是全球产能过剩的问题。在这里，我用PPI连续32个月下

这里存在一个不确定性，当然我认为几个核心问题都存在不确定性，比如产能过剩问题、地方政府财政问题。如果短期内，房地产调整幅度比我们想像得要大，使得经济增长速度可能大大低于潜在增长，明年底是依靠财政政策还是依靠货币政策把经济往上拉一点点以对冲房地产的下行？我自己更倾向于可以更多利用一点财政政策，明年的财政赤字适当扩张一点，扩张到多少，我们也做过一个简单的分析。我们预计明年GDP增长7个百分点，GDP7是什么概念，基本上制造业速度在13左右，基础建设18左右，房地产8%左右。如果房地产速度不是8%，而是降到6%甚至更低，靠什么把它撑到7%？这时需要基础建设补上去。基础设施建设到底补多少，从财政政策的角度来说，多3千亿的中央财政赤字，那就基本上可以。这是我个人的一个看法，不一定准确，因为最近大家都在解读利率调整，它是一个反周期政策的开始。

剩下很重要的一块工作应放到改革方面。现在，按照我们的思路，改革正有条不紊地进行，改革的核心问题在于改革期间的协同性跟配套性上。很多领导也在讲，现在各个单位出台的政策太多，我们都来不及看，这个刚弄完又来一个政策，而且政策之间有一些不一致。所以我说明年改革要加强改革的协同性。

总的来说，如果按照这么一个思路，我个人对中国经济并不过于悲观，7%左右还是合理的。新常态下，一个是新，一个是常态，就不是一个短期的状况，应该放在6.5%左右这个速度上。如果我们用平常心对待这个速度，中国经济就不会有太大的问题。我就讲这么多，谢谢大家！

左学金：刚刚我们国家信息中心预测部首席经济学家祝

宝良，对我们国家未来的经济增长做了一个比较全面的预测。总的来说，我们国家进入新常态，经济增长速度会放缓，但是在 2020 年以前，还会在 6.5 左右吧，6 到 7 之间。美国花旗银行大中华区有一个预测也是 6 到 7，他也分析了财政、金融、房地产问题。

根据会议安排我们有一个讨论。大家如果有什么问题，可以把牌子竖一下，大家就在下面讨论吧。

讨论

刘亮（上海社科院部门所）：刚才听了两位演讲，我觉得受益匪浅，我是来自于上海社科院部门所的，有两个问题向两位发言人请教一下。

第一个问题请教庄健先生。我的理解，要解决亚洲经济增长动力，通过全球价值链分工的渠道来解决亚洲经济增长问题。由于我前段时间有接触到这个问题，实际上对于全球价值链分工这里面有一个问题，大家都提到，中国在全球价值链里是非常低的，但是实际上到底是低好还是高好呢？实际上目前来说，在国际上对于全球价值链是有争论的。刚才庄先生也提到“微笑曲线”，中国产业升级的路径向微笑曲线两端延伸。索尼研究中心提出另外一条曲线，它提到日本在全球价值链里，实际上把制造业做得越来越高端，从而取得更多的产业的附加值。我想请教一下，微笑曲线往两端延伸好，还是在微笑曲线里做调整好？

第二个问题请教祝宝良先生。前段时间我们刚好也在讨论一个问题，关于全要素生产率 TFP 在 2009 年以后下降，中国经济增速一下子放缓，前段时间很多人对现象做了解

释，包括人口、劳动力。在这个 TFP 下降过程里，是不是存在这样一个现象，对于发展中国家来说，是不是 TFP 下降受到外部冲击，特别是在危机的时候，它存在加速的效应。可能对发达国家来说，它的 TFP 下降是比较慢的，对于发展中国家来说它的 TFP 下降比较多，是这样子的么？谢谢！

庄健：你的问题是关于中国在全球价值链中是高好还是低好，我当然很明确，是高好。高还是低与你国内的目前所处的位置相关，因为总结全球所有的中收入国家向高收入国家跨越的过程中，如果你不做这种调整，不去向高端去延伸，你极有可能落入中等收入陷阱。因为你和低收入国家没有办法，你的劳动力等很多资源都已经很高了，没有任何的比较优势。你如果不能进入高收入国家，只能锁定在价值链的低端，这对中国非常不利，中国再往上走一定会面临这个问题，不做这个恐怕只能是落入这个陷阱。当然产生这个问题的原因比较多，之后采取避免的手段也比较多。我想说一点，中国的自主创新和教育有很大的关系，如果不提前投入更多的资金和力量，恐怕越往后越被动。

祝宝良：我们在做“十三五”规划研究的时候，找了很多文献，周期性经济衰退以后，往往带来各个国家潜在增长能力也在下降。我们翻了很多文献，对这个问题的解释，大概有两种：第一，类似于 2008 年次贷危机以后，为什么全球全要素生产率都在下降，各个国家潜在增长力也在下降，我们现在看到的解释主要是两个，在中国也能反应这个问题，一是因为好多人离开了这个市场，所以很多国家都面临怎么提高劳动生产率，包括美国政府都在解决这个问题。第二，技术研发进步确实下降了，这可能涉及到资金投入的下降。我们认为在中国目前这一轮调整过程当中，这一块不

是一个核心问题。我们认为，中国的核心问题是由于这次冲击造成我们产能过剩，导致我们规模效应在下降，这是解释规模效应下降的第二个原因。我们看到服务业比重在上升，服务业的 TFP 基本上是慢的。但是我们还解释不清楚，为什么 TFP 下降那么快？但是中国的劳动参与率也在下降，劳动人口下降的同时，劳动参与率也在下降。

朱凯（证券时报）：我是来自媒体的，现在大家对于明年的资本市场非常乐观，其中有两点，一个是沪港通，另一个就是可能的 A 股上市审批制改注册制，这两个将分别产生什么影响？

祝宝良：我是做宏观经济的，这两个问题我回答不了。沪港通要从改革中看它的积极意义，至于对股市的影响还需等待。从改革的角度上讲，注册制的意义是非常大的，但是需求不变的情况下供给多了，是有一定的下行。我承认这两件事对我们资本市场改革是非常重要的。

左学金：我再提一个专业问题。庄健先生提到教育问题，我们国家基础设施投入的回报越来越差，我看到二三线城市房子投了很多，但是利用率很低，继续投可能有问题。但是我们国家对教育投入非常不足，我们有 2/3 的小孩没有城市户籍，他们成为流动儿童和留守儿童，连家庭亲情都有问题，更不要说正常的教育。未来 10 年、20 年和发达国家竞争，我们一定要加强教育投入，这一块我们要始终坚持。当然也有人关注，我们全国妇联也做调查，但是对这块关注确实非常不够。我看到很多小孩遭受虐待，非正常死亡，我们国家真的要关注这个问题。庄先生你说到教育，但是没有接下去说，这方面你有什么看法？

庄健：这是非常大的课题。研究局明年一个非常重要的

研究领域，就是研究中国教育怎么能够进一步改善，能够为中国的未来发展提供新的更大的潜力。我刚才提了非常简单的例子，苹果公司发现当时市场已经感觉手机都非常好了，已经够用了，但实际上乔布斯整个是颠覆性地改造手机，从供给的角度，他的产品完全是创造需求，这个产品出来之后，在互联网领域产生革命性的影响。我举这个例子是说，如果中国想跨越这种中等收入陷阱进入高收入国家，必须有突破，必须有自主创新。刚才谈了很多 TFP，如果这个做不到，恐怕那个也是空中楼阁。

左学金：谢谢！我们原来说是休息到 3 点半，我们就延长 5 分钟，3 点 35 请大家回到座位上。谢谢大家！（茶歇）

下半场

左学金：下半场主题发言有 3 位嘉宾，他们是交通银行首席经济学家连平、海通证券副总裁李迅雷和上海社科院部门研究所所长助理李伟。每位嘉宾发言 15 分钟，最后我们在 5 点或者 5 点 10 分以前结束会议。首先请交通银行首席经济学家连平，他的演讲题目“对今年经济的评估以及对明年经济的展望”。

连平：对今年经济的评估以及对明年经济的展望

连平（交通银行首席经济学家）：年底又恰逢降息，大家对明年宏观经济运行都比较关注，我们也一直在分析、在观察。我想今年整体运行的大体格局应该说已经基本定了，本次降息主要针对的目标也不是今年，主要是利用货币政策

的前瞻性和调控功能，主要是针对明年经济的运行。我觉得明年的运行是比较复杂的，恐怕比今年来得更加复杂。简单的说就是压力和转机并存。明年的压力可能比今年还来得大，但是明年同样也存在着不可忽视的转机。从压力来说，这两年来一些非常重要的经济增长中的一些薄弱环节在明年可能会继续演化。首选，制造业领域随着产能过剩的继续推进，好多问题都没有得到很好的解决，所以明年恐怕也是制造业和工业运行压力非常大的一年。

第二，融资成本。这两年来，尤其是今年以来普遍感觉到融资成本比较高。从最近一些数据来看，目前银行信贷的利率水平跟年初相比，不是下降了，而是上升了。我们从银行业观察利率很重要的一个指标，也是央行公布的，贷款加权平均利率上浮在年初的时候大概是占比 68% 多一点，但到了第三季度末，上浮的占比达到 71%。因为现在利率市场化，贷款利率上浮都是允许的，上浮的比例占到了 2/3 左右。过去一般来说，在货币政策相对稳健的时候，上浮的比例一般不会超过 50%，但是现在超过 70%，说明信贷的供求关系依然偏紧，而偏紧的背后是非常复杂的，我认为主要是制度因素和结构性因素，这个暂且不说。从现在整个融资成本来看，银行的融资成本还是这么高，其它的融资成本尽管有所回落，但是总的来说还是偏高。所以在 10 条有关融资的政策出台之后，现在又降息，我个人认为，最主要的目的都是针对融资成本，始终要想把它调下来，但是效果很不明显。央行今年以来采取许多措施，工具的创新可以说是史无前例，不断有新东西出来，我们也被搞得眼花缭乱，工具名称的英文字母简写很复杂，一会儿是这样，一会是那样，长期借贷便利、中期借贷便利、补充抵押贷款等等，一

系列创新工具，其效果对于降低融资成本很不明显。虽然在前期有些统计说，利率有所下降，但要看它跟什么时候比。9月份跟8月份比，10月份跟8月份比是有所下降；但是跟6月份比是走高，跟年初比是明显走高，所以这个问题没有解决。这也是我们目前碰到的比较头疼的问题。

第三就是房地产。房地产继续下行，尽管出了很多政策，我们觉得短期下行的趋势还难以根本改变。目前到明年上半年，这个阶段可能仍在底部徘徊，不排除继续创出新低。这些问题的存在对明年经济运行肯定有比较大的压力。但是我们觉得，明年的经济运行也可能会酝酿转机。从有利因素来看，有以下几个方面。

第一，似乎是比较普遍的观点认为，美国经济明年应该会不错，这样对中国出口会有比较好的拉动。从今年下半年以来的情况来看，基本就是如此，美国经济状况比较好，市场需求比较旺，进口速度加快，我们对美国出口在下半年增长都不错。

第二，从投资来看。最近出台一系列政策，大批基础设施建设项目推出了。最近我们看基础设施投资的增速有所上翘，当然房地产和制造业增速继续下行，但是房地产投资增速下行幅度也是减缓的。基础设施投资增速有所加快的，但并没有达到比较理想的比如说25%左右，现在只有21%、22%，但是它是在回升的。我们认为这一系列基础设施项目持续推出之后，总量还是不可小觑的，对明年上半年投资拉动将产生积极的效应。

第三，就是消费。从最近这几个月情况来看，名义消费增速继续下行，实际消费在持稳。1到10月份实际消费增速跟年初是一个水平，表明不再下降了，是比较平稳的。

我们认为明年在股市状况改善、财产性收入增加等各方面影响下，尤其政府最近推出的一系列刺激消费举措，明年消费增长保持比较平稳应该可以预期的。

第四，油价。中国现在石油进口的比例越来越高，所以油价回落对于我们降低成本是有好处的。

第五，改革。改革在这两年持续推进，尤其是今年以来进入实质性的推进阶段，我们觉得它对整个经济运行的效应在逐步体现。今年以来对股市就有比较好的效应。改革产生一系列概念，混合所有制改革、国企的改革等等，都会给股市带来一些热点。

第六，还有一定的不确定性的房地产。我们从房价投资增速和成交量等历史上很多数据综合起来看的话，我们认为很可能明年上半年是筑底的过程，下半年再投资回升。目前来说，房地产投资的增速继续下行，但是幅度已经明显减少。最近这个月比上一个月只是回落 0.1 个百分点，前面好几个月基本上每个月回落大概都是在 0.5 个百分点左右。所以现在的状况很可能是进入一个筑底的过程。现在出台很多政策，可能地方政府未来还会出台很多政策，这对房地产都会带来积极的效应。如果明年下半年房地产投资效有所回升，达到 14%—15% 的话，对于维持投资增速的平稳可能起到一个积极的作用。因为投资的四块，房地产、制造业、基础设施、其他（主要是服务业，服务业相当比较稳定）。制造业是抵挡不住，继续回落；如果房地产能够企稳之后，在目前 12% 左右的增速向上到 14%—15%；基础设施也是小幅上升；那么明年的投资在小幅回落之后保持一个平稳，这对经济运行是有好处的。

最后一个就是目前的政策，降息。毫无疑问，降息对投

资和消费都是有积极推动作用的。降息之后，企业的融资成本相应有所下降。我们也算了一下，银行的息差会收窄 20 个基点左右，它将使得贷款利率的回落可能是在 30 个基点左右。因为贷款的利率是降 0.4，但实际产生的效应不一定达到类似的幅度，可能稍微小一些。根据以往经验来看，最近一次降息是在 2012 年 6 月份和 7 月份，降了两次息之后，贷款利率降低了 50 个基准点，但是银行年终贷款利率平均水平只降了 40 个基点左右。2013 年一季度之后，贷款利率又开始上升，一直上升到 2014 年。所以从短期来看，降息还是有助于 2015 年企业融资成本下降的。这与银行贷款的定价方式有关，银行通常是按照基准利率来定价，在此基础上浮动一定的幅度。所以，我们预计明年上半年企业融资成本将趋于回落，但下半年以后就很难说了。因为中国现在的制度因素和结构因素，都有可能导导致供求关系继续维持目前这种相对偏紧的状况。如前所述，贷款利率的上浮占比达到 70% 以上，就是一个供求关系偏紧的表现。按理来说，贷款利率最合理的结构是“333”——上浮 30%，下浮 30%，基准 30%，这是相对平稳的状况，现在显然不是。因此，我们认为本次降息的中长期效应还有待进一步评估。

我个人认为，现在市场上的问题是，对降息刺激经济增长的解读有些过度，包括从一开始就说，经济运行需要降息。降息只是手段，最主要的目标或者最主要的针对方向还是降低企业的融资成本，降低融资成本当然对经济增长是有好处的。但是，我们不能简单地说，是因为经济增长底线保不住，要托底，所以才去降息。这个关系要倒过来说，首选是要降低融资成本。前面讲了，融资成本居高不下，甚至于在物价继续走低的情况下，实际利率仍继续走高。在这种情

况下，整个利率水平、名义利率水平和实际利率水平必然持续走高。所以，种种状况都表明，我们还需要采取进一步的更加直接的手段促使企业融资成本下降。所有的这些手段，包括央行采取的很多措施，其实都比不上纯贷款基准利率的下降，这是最为直接的手段。一旦下调之后，企业在跟银行谈贷款价格的时候，它是按照新的下调以后的基准利率来谈的，通常会带动企业贷款利率水平的下降。我们觉得降息最主要的目标还是针对融资成本的下降，当然，它对有助于稳定经济的增长。

我觉得对降息过度解读的另一个表现就是，认为这是货币政策全面的转变，认为央行就抛弃了原来中性和稳健的货币政策，将要大幅放松。我认为现在还不能做出这种判断，因为从货币政策来讲，本身就具有短期性，需要对货币政策灵活地进行小幅度微调，或者微调预调等。我认为小幅度调整利率或小幅度调整存款准备金率，都是属于这个范围。只不过前一阶段，监管者们认为没有必要调整，现在发现整个融资成本还是很高，经济发展顶不住，所以需要调整。我认为，解读过度对于我们观察未来的货币政策是不利的。我就先说到这，谢谢大家！

左学金：谢谢连平首席经济学家，他围绕银行降息对明年我国经济发展的压力和转机做了精彩的分析。下面请海通证券副总裁李迅雷演讲，题目是“资本市场展望”。大家欢迎！

李迅雷：资本市场展望

李迅雷（海通证券副总裁）：因为给我 15 分钟时间，我

就讲得简短一些。

首先，有人说中国资本市场很低迷，我认为中国资本市场从来不低迷。中国资本市场基本上价格没有被低估过的，很长时间都是被高估的。我们可以看一下在美国次贷危机之后，加上中国到了重工业化后期而使得本身投资减少，中国经济也有所回落，但是我们的互联网金融还是比较发达的。我们那些创业版、中小版等新型行业的股票表现还是非常好。美国纳斯达克指数和我们的计算机、信息、医疗等板块的表现差不多。所以说中国股市依然还是被投资所追捧的，只是机会比较少而已。上市公司的盈利在下降，本身分红又不如其他市场，自然就没有吸引力了。所以从 2011 年之后，理财产品市场、信托产品市场都得到了充分发展。因为这些领域的回报率比股市高，资金就向这些领域流动。从这点来讲，我觉得 A 股市场基本上还是能反应出中国宏观经济的现状，包括对未来的预期。

为什么大家说房地产股在股市不高，为什么表现不好？因为大家对中国未来房地产不乐观，这才是房地产股表现不好的根本原因。为什么银行股表现更差？大家认为银行未来不可能赚那么多钱，它在中国整体利润占比这么高是难以持续的。我们给银行股的估值很低，但是给其他股票的估值又太高了。我们创业版的市盈率大概是 70 倍，美国的创业版的市盈率大概是 23 倍，我们比美国高估了整整两倍以上。你说我们沪深 300 就便宜了吗？所以说 A 股市场根本不缺资金，而缺的是机会。

近来，股市又很火爆。今天股市又大涨，券商股、房地产股都大涨。中国经济本身就存在一定的泡沫，现在又在这个泡沫基础上加个泡沫，而监管层又不愿意去杠杆，所以我

们政策总体来讲还是在加杠杆。即便不是加杠杆，也是在转杠杆，转杠杆却又没有转成，企业整体负债率还是没有下降。

为什么中国股市股值水平这么高，因为我们是一个散户市场，是非理性市场。创业板经历两年牛市，现在还在延续。主板还在往下走，主板反应中国真实的情况，创业板代表成长，它的成长很多是一种预期。比如，东方财富网主要是做证券类的网站，它现在市值是新浪的两倍，但盈利还不如新浪的1/2。它为什么能涨？因为投资者非常看好它。你说它没有泡沫吗？我觉得泡沫还是非常大的。

未来中国股市怎么走？我想泡沫还会继续增加，因为市场有了这么多利好，如果说还要继续减息降准的话，股市应该还会涨。但通过减息就能够使钱流入实体经济吗？这还是得打一个问号。本来我们的钱就是从实体经济流向资本市场，从房地产慢慢流向银行理财产品市场和信托理财产品市场。

沪港通也是一个引进A股市场资金的渠道，但是没有想到它受到了冷遇。为什么这样？因为我们信息不对称，管理层对投资人的行为，投资人对监管人的行为都不够了解。实际上中国资本市场就是一个散户市场，散户市场是没有钱的。个人投资者投资沪港通的门槛是50万，有多少散户有50万？个人账户上真正有50万以上的话，15年以前就进入到香港市场了。我们的地下金融非常发达，所以早在15年以前，外管局就在香港查我国外汇流出的情况了。大陆的不少券商在香港都设有机构，在香港1997回归之前，我们的主流资金已经进入到香港，由此可知，沪港通的价值并不大。所以说信息的不对称是导致我们决策容易出现高估和低

估的重要原因。

今后 10 年，中国 A 股市场还是一个散户市场。我们对自己的状况太乐观了。1995 年的时候，管理层就说，我们花了 5 年时间走了发达国家用 200 年走的路，现在来看，还是太乐观了。我们的 A 股交易量达到整个交易量的 82%，这个状况在今后还是很难改变的。因为美国花了 70 年时间从一个散户市场变成机构投资市场。我们对市场要有一个客观理性的认识，不要过于乐观，不要认为资本市场是线性向上的，它实际上是一个波动的过程。

投资机会还是有很多的。我们资产配置有很大的问题：第一，大量资产都是配置在房地产领域；第二，配置在储蓄领域；第三，配置在银行理财产品、信托产品、保险产品等领域。我们的股票市场保证金到现在为止只有 9 千亿，仅仅银行理财产品所配置的资金就是 18 万亿。如果有资金进入的话，肯定还是要有一些可以炒作的东西，比如说国企改革可能就是一个比较大的投资主题。

我们 A 股市场涨得多的都是跟就业相关的，就业数量增加多，这些板块表现就好。比如说国防军工行业，它是传统行业，它的就业增加比较多，相应地股价表现就比较好，传媒行业、电子行业也是如此。A 股市场不看什么股指水平，大部分分析师从本科学到博士，基本上没有什么用武之地，可以用的是 2003 年到 2005 年，这段时间是价格投资盛行的时候，之后股指就比较混乱。

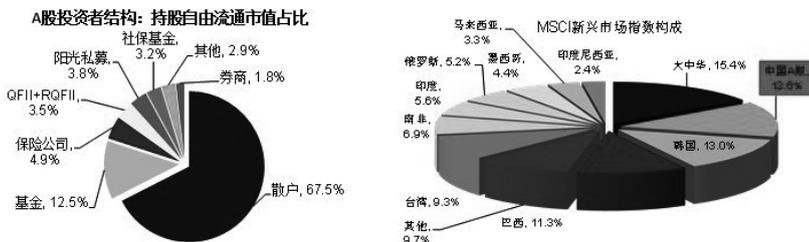
当然市场还是有很多的机会。沪港通还是有非常有价值的，它的意义就在于给了一个走向国际化的通道，尽管那个通道还是很漫长。韩国也有接近 30% 境外投资占比，也是一个散户市场。所以我们要成为一个机构投资市场，还要经

历一个非常漫长的过程。但是沪港通毕竟是我们走向国际化的开端。

A股走向国际化



- ✓ A股当前依然由散户投资者主导，海外投资者占比相对较弱。
- ✓ 未来这一格局将有所改观，沪港通加速海外资金流入，MSCI若将中国指数纳入，则可以占新兴指数13.6%。



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 1：A 股走向国际化

中国投资几乎还是由改革来推动，我们经济转型、消费升级都是改革推动的。我觉得一个繁荣的资本市场还是会给企业带来比较便捷的融资渠道，这对我们的经济发展还是有利的。

我们看一下海外经验，比如图 2 和图 3 所示的德国和英国的牛市，它们都跟私有化相关，我们现在讲的是国有企业改革，但是本质来讲，我觉得还是私有化。一轮私有化的浪潮可以提高我们的盈利水平，提高企业的效益，改善我们的公司治理，这对我们内部市场或许是有利的。当然国企改革还没有大规模推进。这次改革是第 4 次国企改革，对 A

股市场的影响还未可知，不知道这方面到底有没有实质性进展。但是资金是实实在在的，我所在的是证券行业，证券行业加杠杆是非常明显的，总体来讲我们从间接融资变成直接融资，虽然喊了无数年，但是现在的步伐也是越来越快，券商还是值得看好。

当然其他方面我们还是继续看好，随着我们经济转型，环保、节能、消费、养老、医疗、卫生等行业的增长性还是非常好的，在股票市场方面也会有一个比较好的体现。

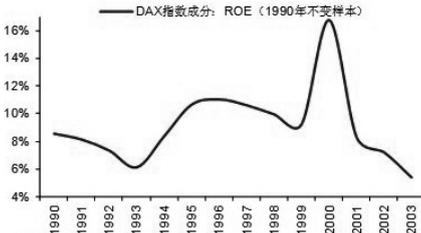
总体上，我觉得还是要把握好中国经济转型改革的趋势，所以明年还是两大主题，一个是改革，一个是促进，会给资本市场带来机会。以上是我的发言！谢谢！

海外经验：1993-2000年德国牛市

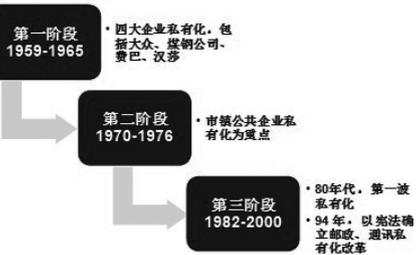


经济企稳+改革推进，企业盈利回升

✓第三次私有化改革，对企业竞争效率的提升至关重要。



资料来源: Wind, 海通证券研究所



✓改革推升ROE：从93年的6%上升到2000年的10%以上。

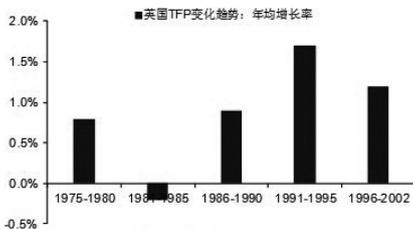
图 2：1993-2000 年德国牛市

海外经验：1980-2000年英国牛市



撒切尔改革求变，GDP与企业盈利双双回升

- ✓ 撒切尔上台后推动减税、国企私有化、调整工资制等系列改革；经济增长效率与企业盈利双双触底回升。



资料来源：Wind，海通证券研究所

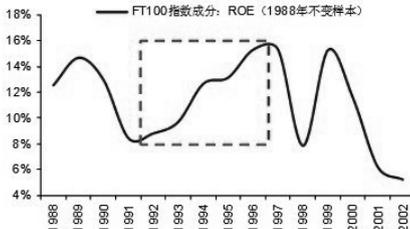


图 3：1980-2000 年英国牛市

左学金：李迅雷谈到我们资本市场从市盈率来看价格没有跌，可能还是一个很长期的过程，明年还是要靠改革创新。

今天最后一位发言的是上海社会科学院部门经济研究所所长助理李伟，演讲题目是“经济新常态与产业转型升级”。大家欢迎！

李伟：经济新常态与产业转型升级

李伟（上海社会科学院部门经济研究所所长助理）：非常高兴能有这样的机会，把我们近期研究当中形成地粗浅的认识，和各位嘉宾做交流。

刚才孙所长介绍我们部门所的时候已经提到，我们主要是做应用经济研究，发展产业经济是我们应用经济学研究中的重点之一。我主要是对经济新常态下中国产业转型升级的几个问题做一些探讨。

从产业层面看，处于增长阶段转化的新常态，可能最需要关注的是，如何通过产业转型升级来推动增长动力转换。比如主要从要素和投资驱动向创新效率驱动的转变。增长动力转换主要是供给方面，而不是需求方面的三架马车，因为从产业升级角度来看，应该从供给方面来把握增长动力的转换。我们关注全要素生产率能够超过要素投入的贡献率，这样的一个增长动力的转换。

转变增长动力产业升级，可能需要关注两个背景，一个是金融危机后，国际产业分工格局的调整；再一个是新产业革命对产业发展模式的一个转变。所以，我准备谈三方面问题：一、转变增长动力当中产业升级。二、国际产业分工中重构的产业升级。三、产业背景下的产业升级。

第一，转变增长动力中的产业升级，有效发挥制造业支撑作用的新型后工业化模式。关于增长阶段转换，实际上包含后工业化特征，从发达国家发展经历和发展经济学理论来看，这一阶段是服务主导的时期。从目前来说，国内在新常态方面的认识比较一致，从制造业向服务业大国转变，希望通过服务业推动增长动力转变。但是，中国经济新常态下后工业化发展，可能在产业体系特征方面不同于发达国家。这种不同可能影响到增长动力转换和制造业发展关系。所以我们想提出，中国经济新常态下转型升级应该有效发挥制造业支撑作用。为什么会提出这样一个认识。首先我们来看一下发达国家的情况。

发达国家在以制造业为主导过程当中，实现增长动力转换，进入服务经济后工业化时期，它的效率驱动增长能力是下降的。美德英法主要发达国家在 19 世纪末、20 世纪初从主要依靠投资驱动转向主要依靠全要素生产率增长。

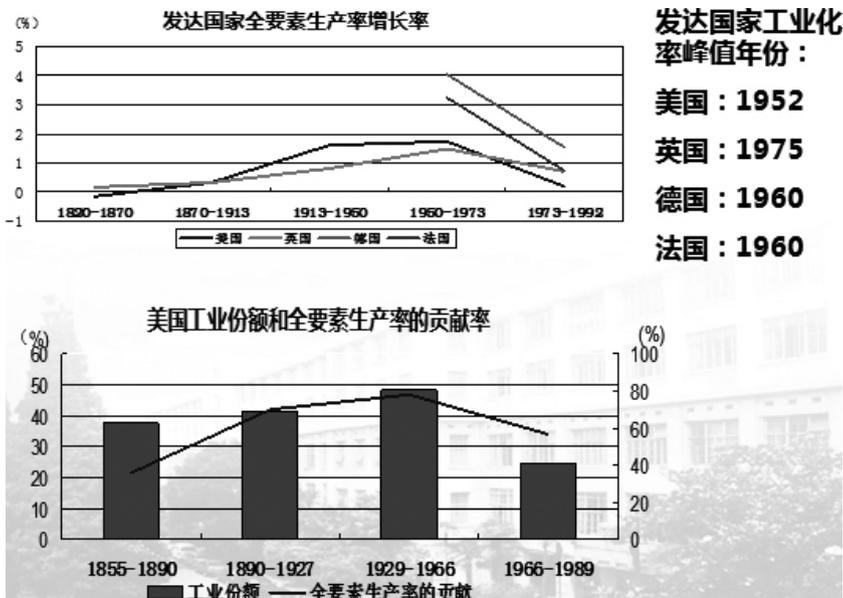


图 1：发达国家全要素生产率的增长

从图 1 可以看出全要素生产率的变化。20 世纪 60 年代之后，全要素生产率是下降的，工业比重最高的年份美国是 1952 年，英国是 1975 年，也就是说，在其制造业快速扩张的阶段，全要素增长率是上升，在制造业下降阶段，全要素增长率也是下降的。图 1 的下半部是美国的情况。美国有几个阶段的变化，随着美国制造业上升，全要素生产率贡献在提高。

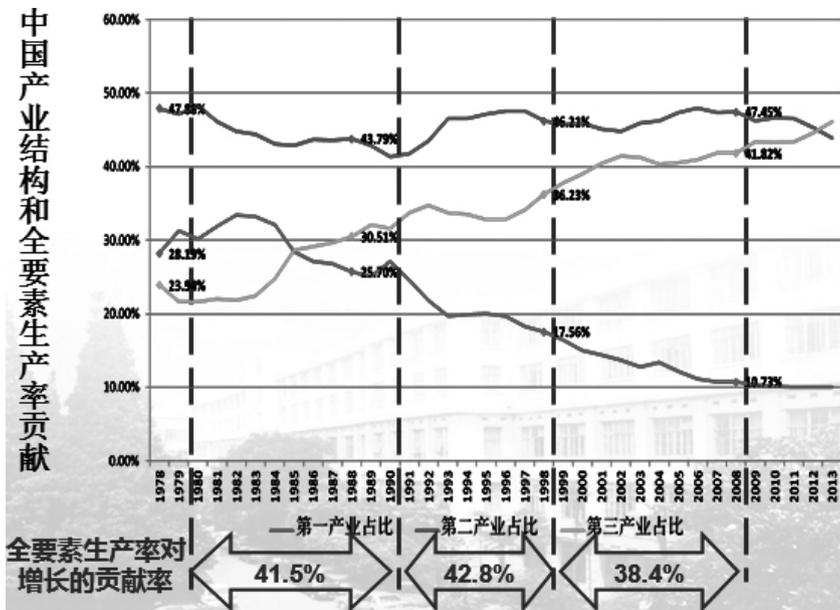


图 2: 中国产业结构和全要素生产率贡献

图 2 是改革开放以来，三次产业比重变化和全要素生产率贡献率的图，制造业比重一直高于服务业，在 2013 年服务业比重第一次超过制造业。从整个变化过程来说，在 80 年代，全要素生产率对增长贡献率是 41.5%，在 90 年代 42.8%，在 20 世纪是 38.4%，全要素生产率对经济增长贡献率有一个下降。当然这只是从制造业和服务业比重来看全要素贡献率的情况。

图 3 是二三产业劳动生产力的变化，从 2000 年以来，二产劳动生产率高于三产劳动生产率。制造业对全要素生产率贡献高于服务业，因为技术进步对提升产业效率作用集中体现在制造业领域。制造业是技术创新重要载体，美国在制造业快速扩张的时候，汽车、钢铁、和工程建筑都是增长最

快的。对于服务业领域来说，有一部分效率比较低的部门，也有一部分效率比较高的部门，比如说研发设计，信息通信，它以制造业为支撑，依附于制造业。对中国来讲，包括已经看到的结构红利也好，要素再配置也好，集中体现在制造业领域。所以说，制造业对全要素生产力贡献是高于服务业。

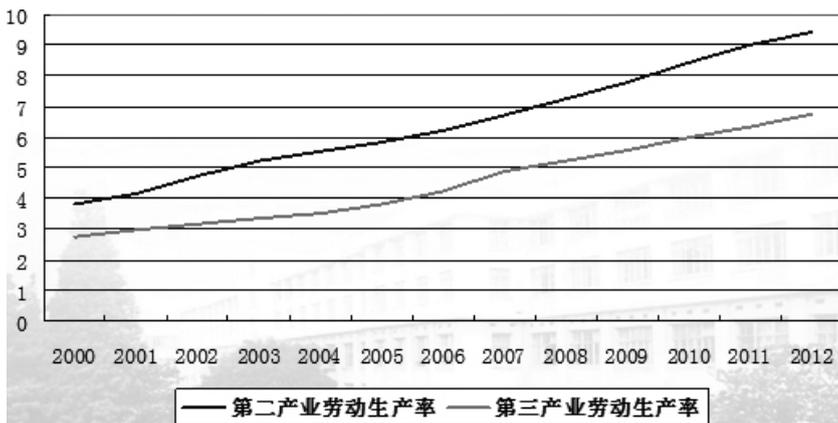


图 3：中国二三产业劳动生产率变化

另外，新产业革命为后工业化阶段发展制造业提供了新的空间。我们可以看出，中国经济增长阶段新常态是在没有完成增长动力转化的情况下进入后工业化阶段，而发达国家是在完成增长动力转换以后进入后工业化阶段。所以，中国经济新常态下产业升级，可能不是发达国家经历的一个为经济主导的后工业化模式，而是要注重发挥以制造业推动增长动力的转换。或者说新常态下制造业强国可能比服务业大国更重要。这是第一个问题。

第二个问题是国际产业分工重构中的产业升级，新型

“进口替代”模式。

中国经济新常态下，产业升级需要在一个开放环境下来实现，所以要把握开放国际产业分工变化对产业转型升级的影响。我们想谈三个方面的问题。

第一，以再工业化为标志，发达国家新的后工业化模式推动国际产业分工重构。发达国家的后工业化模式是什么呢？发达国家在进入服务经济主导的后工业化阶段后，它的要素投入增长潜力已经很弱了。刚才看到，它在进入后工业化阶段以后，效率驱动增长能力也增长了。我们认为发达国家的后工业化增长，是一种转移性增长，是一种间接的要素投入增长。发达国家通过产业分工，把制造环节转移到后发国家，实际上把后发国家要素投入性增长转化成自己的增长，把后发国家要素增长动力转化成自己的成长动力。服务业当中，发达国家服务业很大一部分是靠后发国家制造业支撑的。这样一种后工业化模式，被一些早期的学者提到。在后工业化，有一个从要素驱动型增长，向投资驱动型增长的复归。所以，发达国家开始寻求一种新的制造业的增长，就是希望以新的制造业发展推动新的后工业化模式。再工业化，制造业回流，不仅仅是一个就业问题，而是一种新的后工业化模式。刚才谈到后发国家转移型增长后工业化发展当中，后发国家的工业化与发达国家的产业升级是共赢的。

但是近期中国出口下降，既包含一些波动和需求的问题，也包含发达国家战略性的影响的原因。应该看出一种新的开放战略，转变为突破国际产业分工的新型进口替代。这种进口替代不是一个封闭的，而是开放的，它不是原来进口替代所讲的一种贸易和产品的替代，而是以中国主导的国内产业分工，或者是亚太以至更大范围的替代发达国家主导

的产业分工。通过产业分工替代推动产业升级。实际上几位专家都已经提到的微笑曲线、产品价值链问题，实际上在既定发达国家主导的价值链，或者产业链框架下，想从低端升级到高端非常难，最典型例子就是台湾的半导体，直到现在它还做最低端，很难升级到高端。所以说，这种产业升级可能需要一个产业分工的替代，所以提出要以一种新型进口替代来推动中国新常态下的产业升级。

第三个问题，新产业革命背景下的产业升级。

第一，新产业革命改变技术与产业发展关系。产业形态和模式创新相比较，技术创新更重要。在蒸汽机革命当中，基于工匠经验技术推动产业革命，而不是基于科学技术，主要是工匠经验技术推动产业变革，这和当时科学技术的关系是很弱的。

第二，电气化革命当中，科学技术变革推动产业变革。

第三，产业形态和模式创新比技术创新更重要。像乔布斯、马化腾，从培育高端产业和产业链环节为主导，转变为培育新业态和新模式为主导，这是产业升级方向的转变。

总结我的发言，我认为，经济新常态下产业转型升级，需要以新业态和新模式为引领，以制造业新兴化为支撑，在进展进口替代模式中探索中实现。

左学金：他强调了制造业的重要性，以及如何在制造业这个里面提升我们创新。我们三位嘉宾发言都已经结束了，大家如果有问题，可以相互交流。

讨论

朱凯（证券时报）：我是来自媒体，证券时报的。我有

两个问题，第一个问题问连平老师，我们当前人民币国际化到了怎样一个地步，未来有什么预期，它与央行这次降息之间有没有什么因果联系？

另外一个问题问李迅雷老师，想了解一下股票注册制这个预期，您怎么看，它与沪港通之间是什么关系？

左学金：我们请连平老师先回答。

连平：人民币国际化5年了，应该说迈出了一大步，总的来看有许多不足的地方，比如说进出口使用不平衡，区域范围主要在东南亚这一带，在发达国家市场上基本很少用，在欧洲目前还可以。除了在我们对外投资中有了一定程度的使用之外，概括来说，人民币国际化确实也取得很多成果，但是并不见得像我们现在有很多地方报道的成为了第几大货币，所谓的第六第七位，没有多大意义，而且实际它的使用规模非常小，只有百分之零点几，意义不大，不能说明问题。

总的来看，还是在贸易和偏重实体经济的领域中使用比较多。在金融领域中使用相对比较少。尽管我们跟各国的官方也签订很多协定，作为一种交换的货币，官方也可以使用，但是真正实际使用的外国的政府、央行还是不多的，数量还是比较少的。所以我觉得人民币国际化还只是一个初期阶段，真正要成为国际货币，将来能跟美元和欧元并驾齐驱的一种货币，跟我们这个国家作为第二大经济体相匹配的一种货币，我觉得这个路程还非常长。

事实上，要真正能够成为我们刚才所讲的国际货币的话，我觉得未来可能很长时间要在金融领域中不断扩大使用。其实真正成为国际货币，最终要在金融领域被广泛高频率的使用，这种货币才能真正称之为国际货币。我觉得这个

路还很长，不是三年五年，也不是十年能够完成的。

这次货币政策调整，我个人认为与人民币国际化没有直接联系。货币政策是一个短期的宏观调控政策的一个方面，主要是为了使得经济能够平稳增长。至于像人民币国际化这种中长期的大战略来说，通常货币政策不会把它作为直接的目标，货币政策有自己的目标。对央行来说，担负的目标还是比较多的，包括四个方面，经济增长、充分就业、国际收支平衡、币值稳定。它不会为了人民币国际化做一些调整。

但是话又说回来，它的调整对稳定中国经济运行、保持一个良好的状态是有积极作用的，当然也有助于人民币的国际化。如果我们发生很大的动荡，人民币一定产生贬值压力，这样取得的成果有一定会缩小，不利于人民币国际化。这些政策的出台都有利于人民币进一步在国际范围当中扩大使用。

李迅雷：注册制不是新东西，在十八届三中全会文件上就提到，中国要发展多层次的资本市场，股票发行要实行注册制。其实注册制早提出来了，到现在为止还没有去推，因为现在股票市场上面积累了很多已上市的股票，已经通过审议的，一下子推注册制确实会导致供给的压力。

但是过度的管制弊端也是很多，A股市场号称是上市要求最严的发行制度，包括对上市公司有三年的盈利，而且盈利规模、整个筹资规模等等，有非常多的限制。这样使得一些不符合在国内上市条件的公司跑到海外上市了。远的不用说，近的来讲，优秀公司都跑到海外去上市，因为它在国内不符合上市要求，像百度、京东、阿里巴巴，再早一点有新浪、搜狐、携程等等，都到海外去上市了。他们的业务全在国内，国内消费者做了巨大的贡献，但是分红是在海外，

市值上涨也在海外。比如说像腾讯，腾讯上市的时候发行价只有5块钱，现在已经是几百块钱。所以这方面，我们应该反思，管制过多未必就有一个好的结果。

像沪港通，之前是人民币的外汇管制，外汇管制为什么又管不住我们地下金融呢，管不住我们地下的钱往海外去流呢？这是因为资本总是逐利的。反过来海外热钱进来，我们相对来讲管得比较严。这应该是我们反思的一点，沪港通跟注册之间有什么相关性？都是资本放松的体现，我也是希望在这方面步伐能够更快一点，更加人性化一点，我们也希望注册能够尽快实施。

政策当然是多重目标的，但有的时候单一目标比多重目标更有效率。A股市场还要起到一个稳定市场的作用，股票发行制度改了那么多年还是被大家批评，因为这个目标是多样性，要对投资者进行限制，很多监管政策非常具体落实到个别帐户、个别人。在这方面，不可能既要管住市场，推行注册制，又让股市上涨，这两个东西本身就有矛盾，本身股市就有泡沫，有泡沫为什么不挤泡沫呢？为何要控制新股发行呢，这样有没有必要？我觉得这些问题，说明管得太多，反而好心变成坏事，希望这方面放松管制。进一步开放资本市场是将来一个趋势所在。

左学金：谢谢两位嘉宾精彩的回答。

中国是不是金融风险和金融压抑并存？在这个情况下，金融改革的任务实际上还是很重的。因为我们国家500强企业里，26家金融企业赚的钱比其他474家赚的钱还要多，这474家包括能源、电信巨头，全世界找不出第二个国家。如果不能充分改革开放，人民币国际化可能会受到一定的牵制。

另外股市也不简单。原来的公司一上市圈一大笔钱。现在从审批一下子变成注册制，这么多公司租金是不是全部要溶化掉，这个不是那么简单，因为这里面有巨大的利益调整。当然方向是对的，但不是容易的一件事情。以上是我个人看法。

陆军荣（上海社科院部门经济所研究员）：现在一直在纠结很多问题，包括刚才讲到股票注册资本，结构性问题和周期性究竟先解决哪一个问题。现在很多问题对于地方政府而言，期待周期性政策出来以后，能使结构性问题得到缓解。但是反过来一个担忧是，周期性的政策出来以后，可能形成一些新的泡沫。

对于这个问题，我的一个观点是，从当前的宏观战略角度讲，可能是一个结构性和周期性两者的政策协调，现在出台很多宏观周期性政策，某种程度上，它是结构性政策，就是为深入改革提供一些略为宽松的环境。

包括刚才连平老师讲到的，对于降息，我们不要过高期望它能够对经济增长带来一个什么样的效应。因为我们现在货币政策不可能带来更大的增量投资，因为我们现在面临首先是融资难的问题，而不是融资高的问题。现在对于企业到市场融资，首先面临的是没有地方融资。如果没有相应的结构性政策，包括一些政策相配套的话，它所能起到的作用是很小的。

这里面另外一层含义是，如何看待这次降息，接下来是不是能够倒逼银行体系的改革，倒逼利率市场化改革，甚至倒逼汇率市场化等等。从这个角度去认识当前的降息措施，我觉得不是这么简单的。那么，如何来看当前反周期政策和结构性政策之间的关系呢？

左学金：你这个问题是问哪一位的？

陆军荣：都可以。

左学金：请祝老师先回答。

祝宝良：我认为现在货币政策不是为了经济周期性的下行压力而降息，现在的货币政策是一个预调微调，可能是解决融资成本，或者是看到物价下降比较大。我认为现在中国经济存在主要问题可能还是结构性的。

这就是我们经常讲的，我们现在出台的政策一定要结合当前。这就是我为什么强调，现在可能从短期看，财政政策作用重大，财政政策除了改革以外，同时要兼顾当前与长远。当然财政政策更多应该从减税那个角度去讲，而不是从扩大财政支出那个角度去讲。

我个人认为到目前为止，现在很多是理念问题，新常态总是在讲，让大家有一个理念的转变。中国过去要处理好发展、改革、稳定的关系，从政策上面来说，这个理念没有变，甚至有人提出来十三五可以不要 GDP 增长速度，既然说 GDP 不重要了，这些理念在转。

但是在政策取向上，大家转起来很难，还是在处理改革、发展、稳定的关系，还是在发展中解决问题，咱们还是这个理念。这个理念对还是不对？过去是这样，成功了，实际上结构调整都是这么过来。但是真的到现在这个阶段上，宏观调控一些模式该不该转？我自己的看法是，过去调节需求的那些手段不管用，即使宏观调控也要往供给那个方向调整。有些财政政策、货币政策也要着眼供给问题，而不仅仅是解决需求问题，这个理念到现在为止没有转过来。比如地方经济不行，还是老办法——投资。总书记讲得很清楚，到了下面具体怎么看？我参加很多次，也起草这个报告，自己

写完了，我都不知道该怎么干，实际上还是有这个问题。

最近我们搞调研的时候，对经济判断最混乱的是经济学家，如果经济学家都混乱，企业家还是清醒的。这个时候改革让企业家发挥作用，真的非常非常重要。我认为现在有很多理念问题。经济学家回答问题前后不一样；而看一些大型企业的调查系统，企业家的回答，如果盯着这一个人看，逻辑还是比较清晰的。

乔依德：我们最近报纸上看到降息的报道，都说不要过分担心经济下滑，我就琢磨这个背后的原因，好像认为讲防止经济下滑就跟新常态有冲突，其实不是的，新常态也不是说经济越下滑越好。我觉得现在降息，是因为我们是第二大经济体，动量很大，如果不进行支撑，跌下去以后就要用更大的力量。我个人觉得，如果单纯为了解决融资难，融资贵，融资难、融资贵已经很长时间了，为什么到现在才提出？主要还是不希望经济下滑太深太快，我是这样理解，可能不一定对。

连平：其实我们讲不要过度解读降息在经济增长这方面的作用，不是说它对经济增长没有作用，是有作用的。中国现在结构性问题确实很多，也很严重，目前希望通过改革不断加以改进。但是在很大程度扭曲的情况下，逆周期调整的效果是要大打折扣的。如果大规模运用逆周期政策去应对的话，有可能又会产生许多新的不合理的东西。所以我的观点是，在这种情况下，还是希望能够以结构性政策为主，辅之以逆周期的政策调整，逆周期幅度相对小一些。

比如，降息喊了一年以上，呼声很大，迟迟没有做调整。融资成本年初以来一直很高，国务院为融资成本的问题，据我们了解，除了这一次十条以外，至少还开了两次

会，这个问题一直没有很好解决。央行想了很多办法，采取了很多措施。直到10月份为止，数据表明没有明显的调整。其实按照我的观点，我早就说了，像这种逆周期小幅度的调整也应该配合其他一些政策早点出台。这次大家评论，贷款利率是降了0.4个百分点，存款利率下降了0.25个百分点，由于上下浮动扩大1.2倍，如果整个市场利率接近或者基本上浮到底，等于贷款利率单独下降0.4个百分点。光从这点来看，不对称降息的实施力度并不小。我的理解是，从我们对贷款利率情况的分析来看，从最近十几年来，最低的两次贷款利率的水平来看：一次是亚洲金融危机之后，整个经济在2000年这段时间爬不上来，利率降到最低，贷款利率降到最低，是5点3几；全球金融危机的时候，利率一下子降到最低水平。现在降下去是5.06，没有很多下降的空间了。为什么这次下降幅度很大，我觉得其实都是为了降低融资成本，也是不对称的，其实就是更多地把银行这块利润蛋糕多切一点出去给实体经济。我觉得这个是应该的，实体经济这方面面临的压力确实比较大，比较困难，银行再赚这么多钱也说不过去。国家所干的事其实就是这样，这块不行了，切一点给它；那块不行，再切一点过来，宏观调控就是这个目的。

第二，可能现在讲得比较多的是未来的政策调整。我觉得利率持续再下降，比如说进入下降通道，从目前来看，可能性不大。贷款利率刚才我已经说了，距离危机时候最低的贷款利率水平就差0.3多一点，没有多大下降空间。我们现在既不是经济危机，也不是金融危机，问题很多，但是还处在一个能够维持在7%左右的水平上，高层愿意承受增长水平再低一点状况。这种情况下，不存在再进一步大幅度

降低利率，把经济推上去这种想法。我们前面所讲的这么多问题存在，如果持续降息3次以上，进入降息通道，那就是大幅度放水，还有这个可能吗？我觉得没有这个可能。

现在从存款利率来说，正利率水平也就是一个百分点多一点。央行这次表态，保持一个合理的正利率水平是有必要的，这是从中长期角度去考虑的。因为我们杠杆还偏高，货币存量也是全球最多的国家之一，这个时候搞一点点正利率水平，甚至于把这个利率搞成负利率，不是进一步吹这个泡沫吗？这不是他们想看到的。

从去年到今天，我们看实际情况，杠杆率不是下来，而是上升。所以，我觉得存贷款基准利率再有两次三次下降的可能性非常小，当然不排除再有小幅度下降一次的可能性，如果明年初经济压力比较大，再小幅度下降有可能，不完全排除，相对来说也不是非常有这个必要。准备金率现在往下走，最主要是适应性的调整，不是为了整个宏观经济的运行需要向市场放一些水，我觉得不是这样考虑的。一个是看外汇状况，外汇状况持续减少，增速负增长，整个市场资金供应有问题，可以适当下降一些。还有一个可能性比较大的，接下来存贷比的监管机制会做一些调整，就是把分母做大，更多把同业存款放进去，但这样会增加银行存款准备金的上缴。本来扩大存款，让银行存款状态改善一些，现在反而还要增加准备金，所以这个时候会相应针对这种变化，管理机制适当做一些下调。我认为这种下调也是适应性的下调，不是逆周期调节的政策目标。我觉得这个应该要明确的。这是我的观点！供大家参考！谢谢！

左学金：中国有一个非常特别的现实，正规金融市场有一个利率，非正规金融另有一个利率，这个利率要比正规金

融的利率要高得多。我怀疑，我们现在好多金融政策实际上很难。当然小微企业会有一些好处，但是我看不到统计，它到底能拿到这个降息的多少好处。我认为主要的蛋糕还是切给中型、大型企业，这不能解决结构问题。我想从结构性来说，这个作用可能非常有限。我们要看旧金山是怎么创新的，那里都是大学生年轻人办的小企业，这个企业一创新成功，大企业就会收购，一收购就带来上百亿美元。

第二，结构性和周期性的问题。有的反周期政策对长期是有好处的。比如说金融部门改革，普惠金融，增强国家经济的活力，这肯定有好处。这对反周期还是结构都有好处。还有一种是先要痛苦，然后有好处。对于房地产，我不是说一线城市，而是二三四线城市，它现在是这样的一个房地产的泡沫，不挤掉，今后的代价很大。所以说，如果为了反周期又把房地产抬起来，实际上没有达到真正结构性调整的目的。但是我感觉，如果国家宏观经济政策比较稳健的话，是要很好地平衡结构性和周期性的需要。我感觉从长期来看，结构性应放在更加优先的位置。

刘亮（上海社科院部门所）：我直接问李总。刚才李总在报告里面提到，A股市场是看好的。我知道海通对于A股市场一直是看好的，按照一般理论，如果证券市场看好的话，债券市场跟证券市场刚好反向变动，是不是意味着债券市场明年机会相对来说弱一点？

李迅雷：股票市场看好是因为股票总归免不了要预测趋势，这个趋势是非常综合的，我们不能说经济好不好跟股市没有一个直接的相关性，间接的关系总还是有的。我们前面讲到不但房地产存在泡沫，股市也存在泡沫。投资者还是比较看重预期，如果预期利率水平往下走，对于债券、股市来

讲，都有看好的理由。这次降息之后，股市反响非常强烈。大家说这一轮降息之后，明年是否还有降息，除了减息还有降准，流动性非常充分，这些钱还会流到股市里面来。经济虽然不怎么好，但是逆周期政策出来很多，大家想象会有周期性上行，包括房地产周期性上行。有不少经济学家还认为，房地产可能在明年一季度能够见底，见底之后新一轮房地产周期又上升了，那样钢铁、有色、水泥板块重新再起来。大家也有这种预期。如果这种预期存在的话，对于股市还是有好处的。

但是这跟我们经济学家眼里看到的经济未必一样。因为我们眼中的市场是一个散户为主导的市场，大家非理性的想法、讲故事的思维还是非常盛行的，看经济跟看股市还是有差距。所以从这个意义上来讲，我们对明年股市还是偏乐观。

实际我们确实处在一个矛盾当中，经济学家一会儿这个想法，一会儿那个想法，每个季度都会调整自己的想法。实际上总体感觉，我也是认同连平老师的说法，我们确实是过度解读了关于降息的政策。事实可能没有那么复杂，因为管理层给我们的信息量太少了，所以我们就从每句话、每个字眼里面拼命去挑，猜测当局到底是怎么样想的。逆周期政策确实出台不少，说明政府还是希望经济能够在7%以上。但是我们所期待的改革这方面还是偏少了，跟我们的预期还是有落差。中国改革为什么举措少了？首先是A股投资散户反对，散户从上市第一天起就反对扩容。作为一个决策者不能够兼顾很多方面的利益，如果兼顾利益永远没有一个彻底的改革，改革永远是虎头蛇尾。改革必定触动利益，怎么协调好利益，其实是很难做到的。

改革可以在顺周期中，也可以在逆周期中做，关键在于利益。中国经济好坏，看改革能不能重新打破这个利益链，如果能够打破利益链，改革才是有希望的。

连平：不要低估中国经济自身存在的增长潜力，也不要低估高层促改革、调结构、稳增长的决心。不要低估周期性调控和结构性调控中间所存在的矛盾和困难。

庄健：今天的讨论非常有意义，时机选择非常好，目前很多方面对中国经济未来的判断，实际上没有达成共识。刚才各位发言我也体会到这一点。像中国目前这种潜在增长率究竟多少，这个里面有很强的假定，这些假定如果大家形成共识，得到结论可能不是一致的。虽然现在没有达成共识，但是有一个方向性的东西，大家还是认可的，目前确实已经下一个台阶了，这个没有太多的意义。具体下多少台阶，恐怕有不同的看法。包括改革也好，包括所谓逆周期调整也好，短期的也好，我觉得都是可以找到一个组合。现在问题这个组合使得人眼花缭乱，看不清方向。作为研究者，只能提供一些更加可行的一些建议，至于怎么操作，我觉得还是决策者综合各方面意见做出的。

祝宝良：今天这个讨论我也觉得挺好，大家还是提了很多问题。

第一，我个人觉得从过去 10% 到 7% 左右，这还是一个共识，乐观的、悲观的都在往这个方向靠。

第二，结构优化问题。一方面看到亮点，但基本上有亮点的东西还撑不住。另外一方面大家觉得这个结构调整还不够，还要继续调。

第三，进一步增长要靠改革，要靠创新。刚才李所长给出一个非常好的思路。从中国角度来说，我们确实在推进开

放，发达国家在收缩。我认为我们现在在产业结构调整过程中有好多想法，但政策上怎么做只是讲一个大思路，没有讲出来这个趋向该怎么做。不管怎么样，这个结构调整是一个很大的问题。

第四，我们知道GDP从10降到7，已经面临一个巨大风险，产能过剩的风险很大。但是现在我们也不知道保住7%这个风险是否就过去了。如果能让风险过去，经济学怎么解决这个问题？我纠结的就是这个问题。什么叫系统性风险？中国可能没有什么风险，是不是就这个样子，连续3年的7%，我们风险就过了，还是风险在积累？这个问题我们也没有展开讨论。所以明年的工作确实很重要。如果说明年风险开始暴露了，是不是很多反周期的政策、反危机的政策更重？如果变成反危机，那个政策就更不得了。是不是有这种可能性？实际上我觉得有很大的不确定性，还需要继续讨论。

左学金：我们大家以热烈掌声对今天下午发言的5位嘉宾表示衷心的感谢！谢谢大家的热情参与！谢谢，会议到此结束！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）