

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 63 期

沙龙第 100 期

- 迟福林：2020：我国经济转型升级大趋势
- 余永定：中国的利息率市场化改革

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
二〇一五年一月

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

胡旭照

编者的话

本期《研讨实录》收录了第 100 期发展沙龙的庆祝与演讲内容。

2014 年 12 月 25 日，上海发展研究基金会和上海市社联在新锦江酒店庆祝上海发展沙龙举办 100 期。作为沙龙主办方代表上海发展研究基金会副会长王荣华、上海市社联党组书记沈国明做了热情洋溢的讲话，感谢各方的支持，概述沙龙的情况。2005 年 4 月，上海发展沙龙开始启动，之后基本保持了每月一期的频率，邀请国内外知名的学者、专家和业界人士进行演讲，并与听众进行交流。时至今日，上海发展沙龙成为了一个有影响力的品牌。我们将沙龙及一些研讨会精彩内容原汁原味地编辑成研讨实录，扩大了沙龙的影响。

此次沙龙举行了两场演讲，分别是中国（海南）改革研究院迟福林的演讲“2020：我国经济转型升级大趋势”，中国社科院学部委员、上海发展研究基金会学术委员会主席余永定的演讲“中国的利息率市场化改革”。然后是演讲者与嘉宾的互动。

迟福林先生认为，2020 年是我国历史转型发展的一个重要的节点，是我们经济转型或者经济发展的最后窗口期。

如果 2020 经济转型没有实质性的突破，我们基本上将处于被动。但如果我们做得比较好，那么我们就比较成功地跨越了中等收入陷阱。2020 中国的经济转型有三个大问题，第一是工业的转型问题，如何从中国制造走向中国智造。第二是城镇化转型，从规模城镇化走向人口城镇化。第三是消费结构转型升级，我们正从物质型消费走向服务型消费，从传统消费向新型消费。这些趋势集中表现在我们到 2020 年能不能基本形成服务业主导的经济结构，如果能够基本形成，那么我们就在工业化后期，成功地从一个工业大国走向一个服务业大国。

余永定先生指出，十八届三中全会的公报中专门有一段讲了金融改革，提出“健全反映市场供求关系的国债收益曲线”，这对中国金融改革有指导性的意义。金融市场中价格就是利息率，各种利息率有相互关系，要找一个锚，使得整个利息率体系的变动水平能有助于经济的稳定持续增长。所有国家都在找这个锚，就是各个国家作为货币政策中的利息率，这在美国叫联邦基金利息率，在欧洲叫隔夜拆借利息率。这个利息率是隔夜的，时间最短的，是没有风险的。这个利息率一旦定下来，其他市场的各种利息率，通过套利，通过其他各种操作会一致起来。所有的央行都要通过货币政策来调控这个利息率，通过这个利息率的变动来影响整个利

息率结构的变动，而利息率结构的变动影响了资金的配置，使得经济能够稳定、持续增长，而且不会通货膨胀。发达国家的利息率体系是构架在无风险收益率曲线上的。中国的利率市场化改革要建立收益率曲线，要做到这一点首先要建立健全的银行间拆借市场，然后还要建各种各样的金融货币市场，特别是发展国债市场。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一五年一月九日

目 录

沙龙100期致辞.....	1
迟福林：2020：我国经济转型升级大趋势.....	4
提问与讨论.....	18
余永定：中国的利率市场化改革.....	21
提问与讨论.....	34

沙龙 100 期致辞

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）：

各位来宾，沙龙的演讲现在开始。上海发展沙龙走过了差不多 10 年，这一期是沙龙第 100 期。在过去的九年半时间里，我们坚持基本上每个月一期，这一次我们算是到了一个值得纪念的时点。今天我们也很高兴地请到了一些老领导，比如说基金会以前的理事长、现在的名誉会长沙麟先生。我们也很高兴地请到了市政府副秘书长肖贵玉先生，为什么请肖秘书长过来呢？这里也有一点渊源。沙龙第一期时，所有上海大的国有企业我都发了邀请，最后就来了一位，那个时候他是上海纺织控股集团的董事长，所以这次我特地给他发短信，说很希望你能来参加。大家可能都知道，我们这个沙龙最开始是上海发展研究基金会主办的，2010 年我们非常高兴地得到了上海社联的帮助，从那时到现在是我们两家共同主办。今天我们在正式演讲以前，先请主办方的代表做一个简单致辞。首先我们欢迎上海发展研究基金会副会长王荣华先生致辞，大家热烈欢迎。

王荣华（上海发展研究基金会副会长）：尊敬的沙麟理事长，尊敬的肖副秘书长，尊敬的迟院长，尊敬的沈书记，还有尊敬的各位来宾，大家晚上好！首先，我谨代表上海研究发展基金会在上海发展沙龙第 100 期这样具有历史意义的时刻，向前来参加沙龙的各位领导和嘉宾致以衷心的感谢和热烈的欢迎。

上海发展研究基金会成立 20 年，立足上海，面向全国，在发展研究方面充分发挥民间公益组织的特点，不回避敏感

问题，敢于提出自己的见解，已经成为上海有影响的民间智库。2005 年 4 月上海发展研究基金会开启了形式独特的上海发展沙龙，之后基本上保持每个月一期的频率，邀请国内外知名的学者、专家和业界人士来演讲，并且一定与听众交流。时至今日，沙龙成为我们基金会一个具有影响力的品牌，沙龙以及基金会一些研讨会的精彩内容，我们将其原汁原味地编辑成册，成为研讨实录，使得沙龙获得更加广泛的影响和良好的口碑。

2010 年上海市社会科学界联合会加入了，与我们基金会共同来主办沙龙，我们成为志同道合、情投意合的合作伙伴。沙龙能够取得如此的影响，受到大家的欢迎，得益于社联，还要感谢国明书记，你是功不可没。当然我们也感谢诸多的演讲嘉宾，以及是在座各位朋友的鼎力支持，这里在座的有好多都是忠实的听众，所以此时此刻向大家表示深深的谢意。

最后，祝愿大家拥有一个愉快的夜晚。谢谢各位！

乔依德：谢谢王院长。下面我们邀请上海社联党组书记沈国明先生致辞，大家热烈欢迎。

沈国明（上海市社联党组书记）：时间非常宝贵，两位专家等着演讲，所以我就说几句。第一，能够和上海发展研究基金会共同办沙龙是我们的荣幸。早前参加沙龙，我是听众，我觉得这个沙龙是很有档次，很有品位的，对于推进学术成果扩散是一个非常好的平台。当时的理事长是沙麟主任，他在人大的时候是我的直接领导，现任领导王荣华后来是我们社科院院长，我又是社科院的副院长，所以我对他们的行事风格、他们的追求也是知道的。乔依德是我 30 多年前的老朋友，我们是社科院的同事。所以，我觉得我们社联

和他们合作应该可以共建一个很好的平台。刚才说社联做了什么贡献，其实社联没有多少资金，现在流行说有钱就任性，我们不任性，我们就是比较执着，希望为推动学术发展做一点贡献。

第二，我要说的就是感谢。我们感谢基金会历届领导对平台的重视，包括沙麟主任，王荣华院长，还有胡延照副主任，还要感谢乔依德做了大量的工作。同时，也感谢在这里演讲的各位嘉宾，他们确实给我们带来了许多的新思想、新理念、新成果，对我们的工作很有帮助，对我们开拓思路、解放思想非常有启发。另外，也要感谢这么多热心的忠实听众，没有你们这个沙龙也办不好，所以我要说的就是感谢。当然还要代你感谢一下，就是新锦江每次都提供很好的服务，我觉得也要谢谢他们。

我就说这些，谢谢大家！

乔依德：非常感谢沈书记热情洋溢的致辞。下面我们今天的演讲就开始了。第一位演讲嘉宾是中国（海南）改革发展研究院院长、中国经济体制改革研究会副会长，他演讲的题目是“2020：我国经济转型升级大趋势”，下面大家以热烈的掌声对他表示欢迎！

2020：我国经济转型升级大趋势

迟福林

中国（海南）改革发展研究院院长

迟福林：十分高兴有机会参加第 100 期发展沙龙。尽管我是第一次到现场，但是要对各位领导和各位同事报告一下，我是每一期的小册子都看，而且还保留起来，所以我也就是这个沙龙的业余参与者。老乔给我出了一个题目，叫我讲讲改革，我考虑了一下，怎么在当前转型与改革深度融合的情况下讲这个题目，后来想了这个题目“2020：我国经济转型升级大趋势”，他给我半个小时到 40 分钟的时间。

总的判断是，在增长、转型和改革深度融合的背景下，2020 年是我国经济转型升级的重要历史关节点。做出这个判断是基于这样两点考虑：

（1）缓解短期经济增长的矛盾问题主要取决于 2020 年。对 2020 年经济转型升级的前景有信心，是解决短期经济下行压力的主要条件。经验证明，就短期解决短期，是很困难的。如果 2015~2020 年这 6 年把握好发展机遇，就有可能为未来 10 年、20 年、甚至 30 年打下重要基础，从而走向一个以转型改革引领经济新常态的时代；反之，则会面临中长期更大的经济风险，甚至是系统性风险。

（2）某些重要的经济社会发展目标都以 2020 年作为时间节点：全面建成小康社会；建立比较完善的社会主义市场经济体制等。由此看来，2020 是对我国增长、转型、改革的历史性检验。

正是在这个特定背景下，国际、国内高度关注

“十三五”国家经济社会发展规划。刚刚我在飞机上看报纸看到，韩正书记在上海市委第七次全体会议上特别强调做好上海的“十三五”规划。

一、2020：经济转型升级的历史关节点

这里，需要对 2020 的历史性方位作一个客观研判，我将其概括为“2+3”。即，“2”是指经济转型升级的最后窗口期和跨越中等收入陷阱的临界点；“3”是指全面建成小康社会的时间节点、全面深化改革的攻坚时期、全面依法治国的关键时期。

1. 经济转型升级的最后窗口期

(1) 国际经济发展环境的重大变化

第一，国际产业分工格局在再平衡中加快调整。近年来，发达国家纷纷实行“再工业化和制造业回归”战略，扩大出口。与过去不同的是，以往我国与欧美在国际产业分工中是以互补为主的关系，现在逐步形成互补与竞争并存、竞争开始大于互补的国际产业分工新格局。

第二，新一轮科技革命和产业变革与我国经济转型升级形成历史性交汇。未来几年，新的科技革命将会引起生产方式、商业模式、增长空间等发生某些颠覆性变化。如果我国在这个历史性阶段经济转型升级不能取得大的突破，就会处于很被动的状态，有可能进一步拉大与发达国家的发展差距。

第三，世界能源版图的变化对我国粗放型经济增长方式的约束明显加大。一方面，2013 年我国碳排放总量超过欧美排放量的总和，而人均碳排放量也首次超过欧盟，明显高于世界平均水平。另一方面，美国提出到 2030 年风力发电

占发电总量的 20% 以上，欧盟提出到 2030 年可再生能源占总能源的 27% 以上。“十二五”规划落实中，可能环保领域的约束性指标不仅落实不了，而且在所有约束性指标中完成率最低。

第四，国际和区域经贸规则主导权的争夺加大。我国作为世界第二大经济体，未来几年在国际和区域经贸规则的主导权上将发生一系列变化。由美国主导的 TTP 与 TTIP，总体上提高了贸易规则标准，而这个贸易标准占我国目前出口商品的 50% 以上。我国需要采取积极主动的行动，参与在新一轮服务贸易格局中的谈判，发挥我国在国际经贸规则制订中的主导作用。

(2) 国内经济发展条件的深刻变化

第一，经济运行的矛盾风险明显增大。比如，产能过剩、地方债、房地产、影子银行等。“十三五”能不能实现经济发展方式的转变对我国化解经济风险至关重要。

第二，低成本优势明显减弱。一方面，劳动力红利基本消失。近年来，我国劳动力成本以每年 10% ~ 15% 的速度上升。另一方面，钢材卖出“白菜价”，传统工业产品价格在不断下降。这种情况下，不少实体经济经营逐步陷入困境。

第三，资源环境约束明显趋紧。一是资源环境到了极限。二是老百姓对环境的承受到了极限。三是环境的约束也到了极限。在这种情况下，不转变经济发展方式，可持续发展是极为困难的。

第四，社会矛盾和风险因素明显增多。由于贫富差距加大，“十三五”时期社会矛盾、社会风险因素与经济转型升级直接相关联。通过经济转型升级能够缓解日益增多的社会

风险因素。

无论是国际、还是国内经济发展环境的重大深刻复杂变化，都表明我国正处于经济转型升级的最后窗口期。如果我们把握好“十三五”窗口期，就能够把握我国未来 10 年、20 年甚至 30 年发展的主动权；如果没有把握好，我国就会失去主动权，由此带来更大的经济风险、社会风险，经济社会发展将受到严峻挑战。

2. 跨越中等收入陷阱的临界点

(1) 人均 GDP 达到中高收入国家水平。如果保持 7% 左右的经济增长，到 2020 年我国人均 GDP 达到 11000 美元、到 2025 年达到 12000 美元是有可能的，从而为顺利进入高收入国家行列奠定基础。

(2) 着力改善民生，形成包容性发展新局面。逐步缩小收入差距，将会大大降低社会风险因素对经济转型升级的影响。

3. 全面建成小康社会的时间节点

(1) “十三五”若年均经济增速为 6.56%，就能实现 2020 年比 2010 年“翻一番”的目标。估计 2014 年我国 GDP 的增速为 7.4%，2015 年为 7% 左右。

(2) “十三五”是全面建成小康社会的决战时期。

4. 全面深化改革的攻坚时期

十八届三中全会提出到 2020 年全面深化改革的各项重大任务，适应了 2020 改革空间约束明显加大的趋势。我们讲经济增长的窗口期和转型升级的临界点，就是改革的时间空间约束明显加大。在这种背景下，留给转型改革的时间是有限的。“十三五”是全面深化改革的关键五年，2017 年中共十九大以前，改革会在多方面取得重大进展。2017 年至

2020 年，改革会在某些重大问题上取得实质性突破。

5. 全面依法治国的关键阶段

2020 年是我国经济转型升级的历史关节点，转型改革的时间和空间约束全面增强。建议：一是以转型升级为主线，立足 2020 年中期，化解短期，谋划长期；二是以转型升级适应、引领经济新常态，“十三五”把年均增速确定为 6%~7%，可以为转型改革预留更大的空间；三是以全面深化改革破题经济转型升级，而深化改革和政策调整的关键是找到短期与中期的结合点。

二、2020：经济转型升级的总体趋势

总的判断：我国经济进入新常态，不能简单地等同于增长速度的换挡，经济结构的转型升级是突出特点。“十三五”把握经济发展大势，重在顺应经济转型升级的大趋势，加快转变经济发展方式。

1. 工业转型升级大趋势：从“中国制造”走向“中国智造”

(1) 2015~2020 年是我国从工业化中后期走向工业化后期的关键 6 年。对我国工业化所处阶段有不同的判断，有人说到了工业化后期，也有人说到了中后期。总的来看，2015~2020 年是从工业化中后期走向工业化后期的关键 6 年。首先，“十二五”我国在发展战略新兴产业和先进制造业上取得重要进展，但工业整体仍处于全球价值链低端的局面未有根本性改变。其次，未来 5~6 年全球科技革命和工业变革孕育重大突破。以信息化牵引工业结构升级，正在引发影响深远的产业变革。第三，“十三五”国家将把实施创新驱动发展战略作为工业转型升级的重大任务。

(2) 2020 实现工业转型升级的关键是加快发展现代生产性服务业。我国工业转型升级的突出矛盾是生产性服务业比重太低，用两组数据来说明：第一，发达国家服务业占 GDP 比重大都是 70% ~ 80%；第二，欧美发达国家生产性服务业在服务业中的比重大体是 70% 左右，德国作为制造业强国，其生产性服务业占服务业的比重是 70%。而我国这个比例只有 15%，这说明我国工业转型升级的主要问题不仅在于服务业比重低，而且生产性服务业占服务业比重更低。

在工业转型升级的背景下，工业与服务业的深度融合，推动着制造业的全球化、信息化、服务化。如果到 2020 年我国生产性服务业的占比不能从 15% 提高到 30% ~ 40%，工业转型升级的目标就难以实现。

(3) “十三五”推进工业转型升级的相关建议。一是实施创新驱动的国家发展战略；二是推行国家大数据战略；三是制定生产性服务业发展的国家战略；四是推进制造业全球布局的国家战略。在工业与服务业深度融合下，实现从“中国制造”走向“中国智造”，关键的问题是以研发为重点的生产性服务业要加快发展。

2. 城镇化转型升级大趋势：从规模城镇化走向人口城镇化

近些年来，我一直主张人口城镇化。有专家提出质疑，为什么不提人的城镇化。我认为，如果没有人口城镇化的大格局，怎么会有人的城镇化。人的城镇化是人口城镇化的必然要求。

(1) 未来 5~10 年城镇化仍是我国发展的最大红利。这里，有两点很重要：第一，“十三五”城镇化正处在转型升

级的历史关节点。首先，我国实现由工业化中后期走向工业化后期，城镇化率至少要达到 60% 左右，但目前只有 53.6%。其次，我国人口城镇化率更低，2013 年是 36%，而 2011 年世界人口城镇化平均水平是 52%。如果到 2020 年我国人口城镇化率达不到 2011 年世界人口城镇化的平均水平，人口城镇化转型就是不成功的。第二，新型城镇化蕴藏着巨大的内需潜力。在世界经济再平衡中，内需潜力是我国最突出的优势。

(2) “十三五”形成人口城镇化的新格局。第一，基本实现农民工市民化，让“农民工”成为历史。第二，城乡全面实施居住证制度。到 2020 年城乡两元户籍制度要成为历史。第三，加大中小城镇公共资源配置，初步实现公共资源配置均等化。为什么土地资源要向中小城镇倾斜？为什么北京中关村的房子能卖到几万元、甚至十万元一平方米？核心问题是公共资源配置的差距，造成居住条件、居住价值的反差。

(3) 探索改变城乡二元制度的历史性突破。第一，城乡统一的建设用地市场。第二，城乡统一的社会保障制度。比如，到 2020 年城乡基本公共服务均等化总体实现的标志是，制度统一、底线大致公平的基本公共服务均等化。我国农村养老保障水平比城市养老水平至少低 10 倍左右，未来差距可能会缩小到 3 ~ 5 倍。第三，城乡统一的人口政策。从人口老龄化和未来的趋势看，建议到 2020 年城乡全面放开“二孩”政策，实现统一的城乡人口政策。

3. 消费结构转型升级大趋势：从物质型消费走向服务型消费

(1) 消费结构转型升级的阶段性特征。一是从生存型消

费向发展型消费升级。生存型消费主要是吃饭穿衣的消费，发展型消费主要是教育、医疗、健康、文化等服务消费。当前，城镇居民的消费需求正由工业消费品为主向服务消费为主转变。例如，城镇居民人均医疗保健、交通通信、文教娱乐三大消费支出占人均消费比重从 1985 年的 12.8% 上升到 2013 年的 34.1%。预计到 2020 年服务消费支出占比可能提高到 40% ~ 45%，一些发达地区甚至可能达到 50% ~ 60%，服务型消费成为城镇居民的主要消费。农村居民的消费需求正由生活必需品为主向工业消费品为主转变。二是从传统消费向新型消费的升级。随着温饱问题的解决，人们对绿色消费、信息消费、便捷消费等新型消费需求进一步提高。例如，伴随着互联网的兴起和电子商务、物流快递等新型服务业的快速发展，新型消费的增长很快。有数据显示，2012 年我国信息消费为 1.7 万亿元，同比增长 29%；2013 年，信息消费规模达到 2.2 万亿元，同比增长 28%；2014 年可能略低，但也会在 20% 左右。

(2) 消费结构升级带来巨大的消费市场。第一，消费结构升级拉动消费的较快增长。从消费速度来看，近年我国消费增速度达到 10% ~ 12%，保持两位数的增长，在未来 6 年也不会低于这个水平。第二，消费结构升级增大消费规模的扩张。比如，2011 年我国社会消费品零售总额是 18.4 万亿元；2013 年达到 23.8 万亿元；2014 年已经接近 27 万亿元；估计到 2020 年我国消费总规模有可能达到 45 万亿元，甚至有可能接近 50 万亿元。未来 5 ~ 6 年，消费总规模的倍增是有可能的。

(3) 以释放消费潜力扩大内需。作为经济转型升级的重大任务之一，需要推动消费驱动的经济转型；创新消费供

给，适应个性化、多样化的消费需求；形成安全消费的市场环境。

中央经济工作会议提出消费的个性化和多样化。过去在生存型消费、传统消费阶段，具有明显的模仿型排浪式特征，通俗讲就是你有我也有。现在服务消费更加注重个性化。由此，“一批一批的消费者”时代开始成为历史，“一个一个的消费者”时代开始到来。

三、2020：走向服务业大国的大趋势

总的判断：从工业转型升级、城镇化转型升级、消费结构转型升级的大趋势看，2020 年我国基本形成服务业主导的经济结构、走向服务业大国的客观基础开始形成。实现这一转型，既可以在结构升级的基础上形成 7% 左右的经济增长新常态，又能够为跨越中等收入陷阱、进入高收入国家行列创造有利条件。为此，到 2020 年我国能否从工业大国走向服务业大国，成为转型改革的重大任务和历史性挑战。

1. 走向服务业大国的趋势逐步形成

(1) “新低”与“新高”。当前，我国的经济转型升级正处在重要历史拐点。一方面，经济下行压力增大。2014 年第三季度 GDP 同比增速放缓至 7.3%，创 2009 年一季度的新低。另一方面，经济结构升级的态势初步形成。2014 年前三季度，服务业增加值占国内生产总值的比重达到 46.7%，创历史新高。

(2) 经济增长的动力正在发生变化。消费的本质需求是服务。我国进入消费新时代，现代服务需求逐步高于传统物质需求，已成为消费需求释放与升级的大趋势。近些年来，服务业增加值都以年均两位数增长。2001 ~ 2013 年，扣除

价格因素后服务业增加值年均增长 10.6%。预计未来 5 ~ 10 年服务业增加值仍会以 10% 左右的速度增长。这表明,我国经济增长的动力正在发生重大变化,服务业开始成为我国经济增长的主要动力之一。

2. “十三五”形成服务业主导的经济结构

(1) 2020 年服务业规模有望实现倍增的趋势。2008 ~ 2013 年,即在国际金融危机以来的 5 年中,我国服务业增加值从 13.1 万亿元增长到 26.2 万亿元,实现了规模上的倍增。未来 6 年,如果服务业增加值年均增长保持在 10% 左右,服务业总规模有望扩大到 48 ~ 53 万亿元,实现再倍增。

(2) 到 2020 年服务业占比达到 55% 以上是有条件、有可能的。一方面,人口城镇化为生活性服务业发展提供了重要载体;另一方面,工业转型升级为生产性服务业发展注入内在动力。

3. 走向服务业主导的经济新常态

(1) 形成中速增长的新常态。我国仍是一个经济转型升级大国,经济增长新常态取决于尽快形成服务业主导的经济结构。近几年,我国服务业每增长一个百分点,可以带动 GDP 增长约 0.4 个百分点。如果未来 6 年服务业增加值年均增长 10%,可以带动经济增长 4 个百分点左右,为 6% ~ 7% 左右的中速增长新常态奠定重要基础。

(2) 形成新增就业不断扩大的新常态。服务业主导的经济结构是扩大就业的主渠道。从近两年的情况看,服务业增加值每增长 1 个百分点能创造约 100 万个新的就业岗位。未来 6 年服务业增加值按年均 10% 增长估计,每年新增就业将达到 1000 万人左右。就业问题既与增速相关联,更与

服务业主导的经济结构相联系。

(3) 形成全社会创新创业的新常态。进入工业化中后期，生产性服务业直接融入制造业转型升级的全过程。例如，技术升级与服务需求直接融合，技术升级如果不能反映服务需求变化就很难产生内在动力，就很难有好的市场前景；企业竞争力与服务质量直接关联，企业的竞争力主要取决于服务环节是否专业化、精细化。为此，服务业主导不仅是形成新一轮创新创业潮的主要推动力，而且将为创新创业开辟巨大的市场空间，由此成为创新驱动的重要条件。

(4) 形成可持续增长的新常态。只有形成服务业主导的经济结构，我国才能找到以资源环境支撑的公平可持续增长的新路子，否则在资源环境问题上就会处于很被动的地位。

(5) 形成利益结构和社会结构优化的新常态。进入工业化中后期，我国社会结构最大的问题在于中产阶层占比只有 25% 左右，比重过低。在这种社会结构中，一个局部性问题随时都可能演变成全局性问题。从国际经验看，服务业快速发展将带来中产阶层规模的不断扩大。以美国为例，20 世纪 40 年代到 70 年代的 30 年间，伴随服务业主导新格局的形成，白领阶层的规模同时也扩大了 5 倍。未来 6 年，随着服务业主导地位的确立，我国服务业就业比重有望达到 50% 以上，到 2020 年服务业就业的人口将不少于 4 亿，由此将带动中产阶层的不断增多。

四、2020：服务业市场全面开放的大趋势

总的判断：我国由工业大国走向服务业大国，关键在于加快服务业市场开放和制度创新。这些年，服务业供给瓶颈问题突出，难以满足经济社会发展需求，主要在于服务业市

场开放与服务业市场供给创新的严重滞后。

1. 社会资本要成为服务业发展的主体力量

发展服务业，主体是中小企业，关键是放开市场，重点是激活社会资本。从产业发展规律看，服务业门类繁多，个性化、差异化程度高，中小服务企业更能够灵敏地反映市场需求，并通过公平竞争激活、做大服务业市场。

(1) 放开市场准入。在银行、证券、保险、电信、邮政快递等行业进一步放开市场准入，取消某些不合理的经营范围限制，并实现由行政监管为主向法治监管为主的转变。

(2) 实质性打破对社会资本的限制。鼓励支持社会资本进入教育、医疗、健康、文化等领域。要以发展政府购买服务为重点，支持公益性社会组织在公共服务领域有所作为，发挥其独特的作用。

(3) 加快公共资源配置市场化。例如，在城镇公用事业领域特许经营权的出让上全面引入竞争机制；在行政系统服务资源配置方面规范完善政府采购。

2. 形成全民创新、万众创业的新局面

这种新局面的形成要求：一是形成全社会创新创业的制度环境；二是发挥中小企业在创新驱动中的重大作用；三是支持大数据领域的创新创业；四是建立创新创业的公共服务平台。

3. 加快推进服务业领域的对外开放进程

从现实看，由于服务业领域的对外开放比较滞后，服务业难以利用国际先进技术和经验，制约了服务业的有效供给。其结果是，国内的某些服务消费外流的问题比较突出。未来 6 年，提高服务贸易的对外开放度具有紧迫性。这就需要以发展双边、多边自由贸易区为重点，加快服务贸

易对外开放进程。

(1) 把 2020 年服务贸易占贸易总量比重提高到 20%，作为“十三五”对外开放的重大任务。这里，用几组数据来说明：第一，我国制造业开放对制造业发展的贡献率是 27%；而我国服务业的开放对服务业的贡献率只有 7%。这说明，服务业市场开放的滞后对服务业增长的贡献很有限。第二，我国服务贸易占贸易总量比重过低，2013 年我国服务贸易占贸易总量比重仅为 11.5%，2014 年 6 月底上升到 12.3%，但仍低于全球 2012 年 18.7% 的水平，更低于印度 25% 的水平。我国作为服务贸易第三大国，但服务贸易在世界整体的比重却不及美国的一半。无论是自由贸易区，还是“一带一路”大战略，新阶段推进、参与并主导自由贸易进程的核心是提高服务贸易的比重。如果 2020 年服务贸易占贸易总量比重提高到 20%，我国有可能成为服务贸易强国，在参与、主导国际经济规则的制定中发挥重要作用，形成国际竞争的新形势。这也是我国经济转型升级的重要推动力。2014 年 11 月 18 日，我在出席第四届中欧论坛上提出，如果欧盟还不承认中国市场经济的地位，欧盟会错失新一轮中国对外开放的大市场。如果到 2020 年，我国服务贸易比重达到 20%，按现在的比重，意味着 2020 年服务贸易的进口需求是 8000 亿美元；如果与欧盟提高到 25%，我国服务贸易总额 2020 年当年将高达 2000 亿欧元。

(2) 实施负面清单管理制度和外商投资准入的国民待遇。加快推进金融市场有序开放，扩大教育、医疗、健康市场的开放，推进文化、体育、娱乐市场开放。结合上海自由贸易区的发展，我认为，未来应该以发展服务贸易为主要目标、以推行负面清单为突出特点。上海自贸区在服务贸易开

放中的潜力和空间很大。

(3) 逐步把服务业外商投资审批制改为登记备案制。除国家规定的重大和限制类项目外，对外资企业投资项目的审批，逐步实施备案制度。

(4) 扩大双边和区域服务贸易协定，打破一些国家对我国服务贸易的壁垒。率先在新兴经济体和欧洲等国家和地区取得突破，加快拓展与这些国家在金融、信息、物流等服务领域的开放合作，把服务业开放和服务贸易自由化作为双边或区域合作的重点。

4. 加快推进结构性改革

服务贸易的开放面临最大的问题是解决结构性矛盾，因此需要结构性改革。

(1) 财税体制改革。财税改革如何和转型升级大趋势相结合，进行一些结构性的调整，而不是局部的某些具体政策调整。比如，尽快建立以消费税为主体的税收结构。

(2) 金融体制改革。目前，金融体制与转型升级不相适应，这种不适应主要反映在中小银行、民营银行发展严重滞后。

(3) 教育结构改革。在实施国家创新驱动战略下，越来越凸显教育改革滞后的矛盾问题。例如，每年有 600 多万大学生就业难，其主要矛盾是教育结构与经济转型升级的趋势不相适应。因此，从劳动力红利到人力资源、人力资本红利的转化的根本性问题是教育结构的调整问题。如果不加快调整教育结构，加快教育改革，经济转型升级将会越来越缺乏人力资本的支撑。

(4) 社会领域改革。比如，社会保障制度改革。到 2020 年总体实现城乡的基本公共服务均等化，2015 年我国

将以党政机关、事业机构的养老保障的并轨为重点，使社会保障在制度统一、底线大致公平上将迈开具有决定性的一步。

2020 是我国经济转型升级的重要关节点。适应经济转型升级大趋势，推进由工业大国向服务业大国的转型，意味着经济的结构性升级。它不仅是一个经济增长新常态的形成过程，还伴随着经济结构新常态、利益结构新常态、制度创新新常态的形成；不仅涉及经济领域的改革，还涉及到社会、文化、生态等各个领域的改革；不仅需要政府发展理念的变革，还需要政府角色的转换。推进服务业主导的转型与改革，将成为“十三五”提质增效、转型创新的主要推动力。

对不起，超了一点时间。欢迎大家提问和讨论，谢谢。

乔依德：非常感谢迟院长给我们做了一个主题突出、条理清楚的演讲。我们下面可以提问题。

提问与讨论

张明海：在我国生产性服务业和制造业经常混在一起，例如宝钢也有很多服务的内容，但按照制造业统计的。目前，我国生产性服务业现状怎样？服务业如何提高我国竞争力？

迟福林：统计的数据可能有误差，但是：第一，我国生产性服务业发展滞后是基本现实，尤其以研发为重点的生产性服务业严重滞后。第二，服务业的发展首先在于工业的转型升级。工业转型升级的问题有两个：一方面，生产性服务业比重太低，是一个现实。另外，工业与服务业的深度融合

越来越密切，工业的服务化特点将是趋势。

我国的竞争力是从“中国制造”走向“中国智造”，形成工业、制造业强国，主要矛盾在于发展服务业尤其是生产性服务业。我认为，工业转型升级是我国的核心竞争力，而没有服务业尤其是生产性服务业发展的支持，工业转型升级的目标很难实现。发展服务业是工业转型升级的第一需求。

李佩耀：城镇化如何与产业化相结合？从历史发展来看，先有产业化，打破初级经济形式。如果人造一个城市，没有产业化的话，恐怕会成为空城，因为居民没有就业，城市没有税收。

迟福林：我国传统观点是工业化支持城镇化，过去都是这样发展的，如鞍钢，有鞍钢才有鞍钢市。社会发展到今天，人口集结到一定程度，必然产生出相关产业。我总结为两句话：产业化支撑着城镇化；人口城镇化在市场经济条件下，也会产生相关产业。结合这两点来讨论城镇化会更客观。

陶然：请迟院长就服务贸易方面展开一下，您觉得我国服务贸易哪些方面是重点？因为服务贸易比重现在还比较低。

迟福林：现在制造业全球化布局已经是个现实。在服务贸易方面有三点特别重要：第一，新一轮的投资贸易自由化加快服务贸易进程。美国主导跨太平洋、大西洋战略合作伙伴关系，提高服务贸易标准，我国 50% 出口商品不符合这个标准，所以我们的出口结构不改变看来不行。第二，从国内需求来看，提高服务贸易的比重对我国经济转型升级是正向关系。这有争论，服务贸易的有序开放到底是利大于弊、还是弊大于利？服务业市场开放是我国经济转型升级的内

在要求，它的目标是为广大消费者提供更好的产品和服务。所以，服务贸易开放，总体上利大于弊。当然，这有一个市场监管的问题。第三，与欧美的服务贸易谈判十分重要。我国在放开市场准入的同时，必须要求对方打破服务贸易壁垒。具体到上海自贸区的发展，现在强调的是金融方面，我想未来应该将重点转向以生产性服务业为主、包括某些生活性服务业的开放，既对全国起示范作用，又不产生大的市场冲击，这可能是上海自贸区和未来其他自贸区需要共同研究的重大课题。

中国的利率市场化改革

余永定

中国社科院学部委员

上海发展研究基金会学术委员会主席

乔依德:这一次是我们第 100 期沙龙,我们也动了一些脑筋,100 期总归要和平时不一样,平时我们请一位演讲嘉宾,这次我们请了两位。大家看手中 100 期的纪念册子,可以知道沙龙第一期 2005 年 4 月 8 日,我们请了余永定先生做演讲。他那时还是央行货币政策委员会的委员,我那个时候已经请余老师作基金会学术委员会的主席了。他那个时候讲的是利率、汇率和宏观调控。刚好他最近对利率的兴趣比较大,研究也比较多,刚刚从澳大利亚中央银行待了一个月回来。下面我们以热烈的掌声欢迎余永定老师为我们作“中国利率市场化改革”演讲。

余永定:谢谢大家。刚才迟老师做了一个非常精彩的演讲,高屋建瓴,我就讲一些具体的问题。

2005 年的时候,因为我是货币政策委员会委员,同时又是实行人民币和美元脱钩的汇率制度的积极鼓吹者,所以那时我主要谈汇率问题。汇率问题一谈就是很多年,时过境迁兴趣自然就会转到别的方面。目前来讲,我觉得汇率问题似乎在中国不是一个很大的问题了,因为我们中国的国民生活质量已经处于一个比较平衡的状态,而且中央银行尽量减少对汇率市场的干预,所以现在中国的汇率出现了双向波动。你要说新常态,那么在未来,汇率的新常态是什么呢?就是双向波动。你很难说人民币以后会一路升值,不一定,

有可能会出现贬值。所以你要想对人民币进行投机，那么你就必须小心点。关于这个问题我就不多说了，我讲一下利率自由化的问题。

我们知道中央在十八届三中全会的公报中，专门有一段讲了金融改革。这个文件总的指导思想大家都清楚，就是发挥市场在资源配置中的决定性作用，这非常重要，过去是说基础作用。市场大致分了两个市场，一个是实物的市场，产品的市场，就是这个东西的买和卖。还有一个是金融市场，就是钱的分配。你要想发挥市场在资源配置中的决定作用，那么市场就要一方面在实物资源的配置方面起决定性作用，同时你要发挥金融市场在分配金融资源上的决定性作用。这两者又是相互联系的，没有金融市场在资金分配上的决定性作用，也不可能有真正的市场在实物资源上的决定性作用。所以，中央的文件就把金融市场改革，让金融市场在资金分配上起决定性作用提到了议事日程。

在公报中更具体的有几条内容。

第一是完善人民币汇率市场形成机制。第二是加速推进利率市场化。第三是健全反映市场供求关系的国债收益曲线。前面这些东西大家都看了好像理所当然，没有什么吃惊，但一般人在看到第三条的时候比较吃惊，甚至业内人士都比较吃惊。中央的文件就应该像刚才迟老师说的那些内容，讲宏观的东西，怎么把一个国债收益率曲线写在中央文件里？这个很奇怪。但是我觉得这条的提出恰恰是非常重要的，我非常赞同这一条，如果没有这一条就谈不上让市场发挥在资源配置上的决定性作用。为什么这样说？我等一下会讲。当然在三中全会的公报中还涉及到资本项目自由化等等问题，大家也知道，关于这类问题我和主流观点是有一些不

同意见的。当然，我发现在现实中，虽然过去说东我说西，但现在大家走的路差不多，走到一个交汇点。我认为这是一个好的方面，说明大家都在互相影响。关于这个问题我就不谈了，今天主要是谈加了后两条。

讲产品市场在分配资源中的作用，要讲价格，价格要由市场供求关系来决定。那么在金融市场中价格是什么呢？价格就是利息率，你要讲利息率就要明白什么叫利息。我们都是学政治经济学出身的，马克思《资本论》里有大量的篇幅，特别是第三卷，在讨论利息问题。再看马克思的剩余价值学术史，那就是古典经济学家从重农学派一直到亚当斯密，李嘉图都涉及利率问题，关于这个理论我这里就不重复了。

我稍微提一下《资本论》里面特别提到的西尼尔。大家可能得知道，马克思最恨西尼尔，因为西尼尔认为利率是对节约的报酬，我省吃省穿，我不浪费我节约了，你就应该给我报酬，所以马克思把他骂了一顿。关于学说史我们没有时间讨论，我现在要强调的一点就是，现在在经济学界比较接受的观点是维克塞尔的理论。他这个理论的主要特点是什么？他认为利息率是由可贷资金的供给和需求决定的，可贷资金的供给是由储蓄者的时间偏好决定的，可贷资金的需求是资本根据生产率决定的，这两条曲线相交的交点就决定了利息率，这个利息率叫做自然利息率。

大家马上就问了，现在我们碰到的是成千上万种利息率，有这么多的利息率，但按照你的观点不就是一个利息率吗？从本质上来讲，在我看来就一个利息率，只不过在不同的情况下，比如说这笔交易的需求是一个晚上，那些交易是两个晚上、一个月、一年，那么利息率就不一样了。但实质

上没有什么不同，因为你最后把它归结为一个晚上，它就成为一个利息率。还有一个情况下，我把钱借给你了，你这个人不可靠，另外一个人非常可靠，这个时候自然我要多加一点利息，以防万一，这个人可靠就少要一点利息，这个是风险。所以说我们在现实中看到了许许多多不同的利息。在可贷资金供给和需求给定的情况下，就是一个社会的储蓄者的时间偏好一样而且资本的生产率一样，在这种情形下只能是有个利息率。这个利息率在不同的条件下，出现千千万万种不同的利息率，把时间长短加进去，把时间偏好加进去，然后就有了种种不同的利息率。所以自然利息率只有这一个观点，就和种种利息率的存在没有什么冲突。

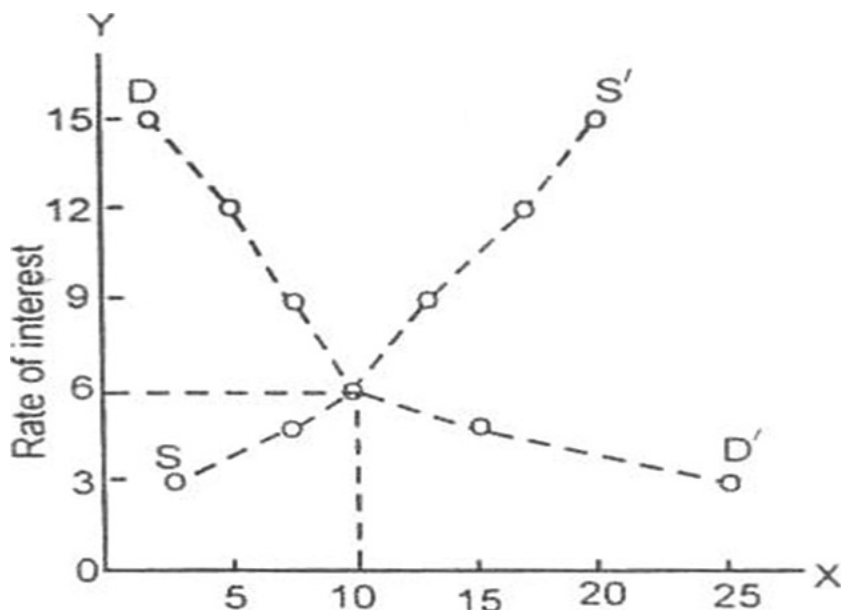


Fig. 21.1 Loanable fund

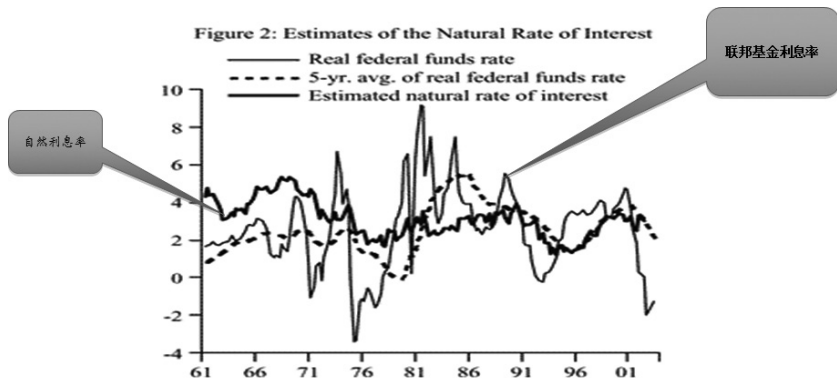
图 1：自然利率的决定

这个图 1 就是所谓的自然利息率的决定，一个是可贷资金的供给，用“S”代表，可贷资金的需求用“D”代表，这就跟我们平常所说的产品质量和供给需求两条曲线相交决定价格的含义是一样的。

我们谈到央行货币政策的时候，不管是中国或是其他国家，都有一个由央行来决定的利息率。在凯恩斯的理论中我们会发现，凯恩斯认为如果央行改变货币的供给和需求，那么就会有一个利息率，这个利息率就是凯恩斯所说的均衡利率。那么你又发生疑问了，刚才说了半天自然利率，现在凯恩斯又说通过货币政策可以影响利息率，这样是不是又发生矛盾了？其实也不矛盾。怎么不矛盾呢？因为货币当局也考虑自然利率到底是多少。自然利息率按定义，是保证一个社会能够有完全就业、稳定经济增长、没有通货膨胀的利息率。你一旦这么重新定义一下凯恩斯所说的央行可以控制的利息率，你就会发现这个利息率跟我所说的自然利息率是一致的，央行就应该看看自然利率到底是多少，因为只有你所影响的利率等于自然利率，那么你这个经济才能稳定增长，而且不会出现通货膨胀。反过来说，如果你制订了一个利息率，使得经济稳定增长，没有通货膨胀，你这个利息率是正确的利息率，这个利息率就等于自然利息率。而美联储就要计算这个自然利息到底是多少，有一些观点我就不再说了。

我刚才说了种种利息率，现在我们希望什么呢？希望找到一个锚，各种利息率都有相互关系，要找一个锚，使得整个利息率体系的变动水平能有助于经济的稳定持续增长。所有国家都在找这个锚，这个锚是什么呢？就是各个国家作为货币政策中的利息率，这个利息率在美国叫联邦基金利息率，在日本叫隔夜拆借利息率，在欧洲也叫隔夜拆借利

息率，在英国叫做英国银行利息率，叫法不一样，都是利息率。这个利息率是隔夜的，时间最短的，是没有风险的。这个利息率一旦定下来，那么其他市场的各种利息率，通过套利，通过其他各种操作会一致起来。不同的就是风险加上了，时间加上了，但是如果你去掉风险、去掉时间，去掉这些差异就是这个利息率，这个利息率就是隔夜拆借利息率。所有的央行都要通过货币政策来调控这个利息率，通过这个利息率的变动来影响整个利息率结构的变动，而利息率结构的变动影响了资金的配置，使得经济能够稳定、持续增长，而且不会通货膨胀。



估算方法：5年移动平均、数学模型、卡尔慢滤波

图 2：根据联邦基金利率倒推自然利息率

这个画的是美国联邦基金率，时间关系我就不细说了。美国人估算了，因为自然利息率是看不见、摸不着的，那么他通过自己执行的联邦基金利息率，通过看执行这样的联邦基金利息率之后整个经济是否持续稳定增长，然后倒推自然利率是多少。就好像我是一个枪手，我要射击，但并不知道

敌人在哪里，我打了很多子弹发现这里死了一堆人，那里没有人死，那么这个就是敌人所在地。他也是这样，执行了不同的货币政策，有不同的联邦基金率，最后他找到确实能使经济稳定增长的利息率，经过一定的计算就算出来美国平均的利息率是 3%，60 年代是 5%，90 年代增加，时期不同利息不同。

基准利率是货币市场隔夜拆借利息率

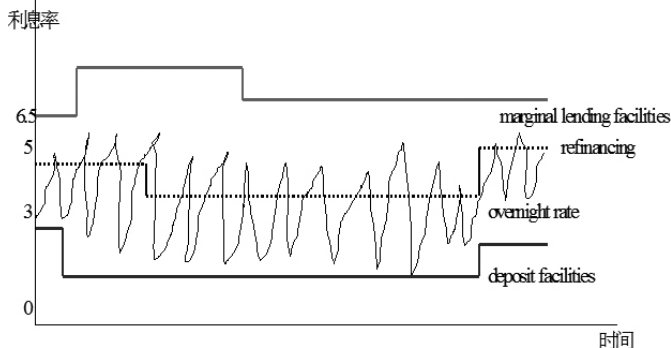
如何影响隔夜拆借利息率

- 公开市场操作(main refinancing operations, 主再融资操作)
 - ECB 事先决定主再融资利息率
 - 每周在货币市场向商业银行提供为期两周的主再融资贷款
 - 商业银行通过竞标方式获得这种贷款。
 - ECB 通过改变主再融资贷款供给，决定主再融资利息率
- ECB 还为商业银行提供两种便利 (Standing facilities)
 - 边际借贷安排(marginal lending facilities)
 - 随时可以从 ECB 借款 (隔夜)，从而构成货币市场隔夜拆借利息率的上限
 - 存放安排(deposit facilities)
 - 随时可以在 ECB 存款 (隔夜)，从而构成货币市场隔夜拆借利息率的下限

图 3：欧洲中央银行的基准利率

稍微解释一下为什么一个中央银行要把隔夜拆借利息率作为目标，希望通过盯住它来影响整个利息率结构的。它有不同的名字，在美国叫联邦基金利息率。有的人认为这和美国政府有关，其实这个是误会，它和美国政府没有直接关系。它之所以叫联邦基金利息率，是因为银行要在美国联邦储备银行开一个户头，通过美国联邦储备银行的结算系统进行交易，这个隔夜利息率就是隔夜的银行之间的拆借，是在美国联邦储备系统和它的户头中进行的，所以就叫它联邦基金利息率。这个利息率在中国最主要的对应就是上海的银行拆借市场的利息率。

1. 边际贷款安排利息率（货币市场利息率走廊上限）
2. 主再融资利息率（货币政策工具）
3. 货币市场隔夜拆借利息率（货币政策中间目标）
4. 存款安排利息率（货币市场利息率走廊下限）



隔夜拆借利息率被夹在边际借贷安排利息率和存放安排利息率中间，以主再融资利息率为中心，上下波动。

图 4：欧洲货币市场的利息率

刚刚讲了，欧洲实际上也是隔夜拆借利息率。怎么去盯住目标，各个国家有不同手段。欧洲中央银行为了使隔夜拆借利率能保证经济稳定持续增长、没有通货膨胀，就要把它调到这个水平上。他怎么来调呢，就是中央银行每周要拍卖贷款。商业银行由于结算的需要，总是要跟央行借钱的，这个时候央行给商业银行提供贷款，你去竞拍。竞拍的时候，央行已经确定了一个价格卖出，能卖出多少就卖多少，但是一定要按这个价卖。大家看，中间这个曲线是直的，这是中央银行确定的，它所影响的就是拐弯的这个线。然后中央银行接收存款，接收存款就保证了你至少能够得到中央银行给你的钱，就等于是这个蓝线（最下方的线）。另外你还可以从中央银行借钱，我如果跟别人借不到钱，那么我至少可

以跟中央银行借。如果从中央银行借钱是 5% 的利息，你是 6%，那么我可能就不跟你借了，因为撑死了最高就是 5%，所以这里建了一个红线（最上方的线），就是走廊。中间的虚线是通过拍卖，叫主融资利息率，用它来牵动基准利率，是上下波动的，而且在这个范围之内。我们央行的一些政策，实际上我最近感觉它是想往这个方向走的。这是欧洲的情况。其他各国的情况比较复杂，由于时间的关系我就不一一介绍了。

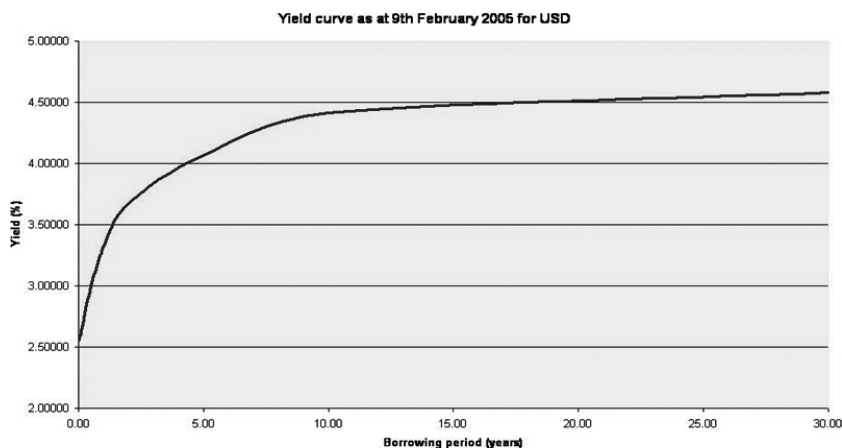
本来我想谈谈澳大利亚，因为我在那里待了 4 个礼拜，专门问他们是怎么做的，也很有意思，也有很多特点。一般情况下，大部分国家都有准备金要求，就是每个商业银行都要在中央银行放一部分准备金。中国的准备金率是 20%，商业银行有时候能满足 20% 的准备金要求，有时候不能满足要求，这个时候你就要跟央行借。你满足的时候就要把这个钱借出去，因为存那么多钱又不赚利息。这是有准备金要求的金融体系，央行可以通过控制基准利率来影响这些银行的其它借贷行为。有一些国家没有准备金率的要求，尽管没有法定的准备金率要求，但是商业银行为了结算也是需要一定准备金的，在这样的情况下，央行也可以通过某种办法控制所谓的基准利率，就是隔夜拆借利息率。

总而言之，大家可以看图 5，这个叫做无风险收益率曲线。最短的这一端就是隔夜拆借的利息率，隔夜拆借是银行间拆借的最小利息率，因为它就是一晚上，这个是无风险的，因为是银行间的。比如说，国家工商银行和建行之间是没有什么风险的，而且只借一个晚上，就是最下面的这个点。然后 7 天、一个月、两个月、三个月、一年，都有相应的金融产品，无风险金融产品不同时期的利息率就

逐渐往上走。在美国来说，无风险的 30 年利息率是国债的利息率，基本上 10 年以上就用国债利息率来代表。这个平滑的线叫做收益率曲线，或者是利息率结构曲线，而且我要强调一点是无风险的，有了这条线之后所有的金融产品都可以定价。比如说，你看看这条线的一个礼拜的利息率是多少，然后要把钱借给你，要考虑这个借款者的风险程度是多少，要加几个点。比如借给老迟不用加点，无风险利率是多少就给多少；借给我，我这个人没有那么老实，给你加 2%-3%。有的人简直是骗子，他向我借钱，那么就加 10%。总而言之，所有金融产品的价格都以这条线为基础，在上面加点。一旦一个国家有了这么一条曲线，那么这个国家就有了一个完整的利息率结构，也就是说这个国家的利息率是市场化的。

我们中国的情况是怎么样的呢？中国没有这样一条曲线，或者说这条曲线正在形成之中。所以我们现在讲的金融改革利率市场化，就要建立各种各样的相应的市场，然后在这个市场上产生相应的无风险利息率，然后在这个无风险利息率的基础上，根据风险加点。

中国的各个市场，比如说银行间拆借市场、债券回购市场、影子银行、基金、，资本市场、资本一级市场、二级市场，这些今天就不说了。我们基本上已经有了比较复杂的金融体系和市场体系，但是还有许多市场并不完善。这些市场都有相应的利息率，在这些利息率中先找出无风险的曲线，然后根据风险的不同，不同的市场、不同的金融产品有不同的利息率，就形成了我们国家应该有的利息率结构。当资金可以通过这个市场来进行分配的时候，我们的利率市场化改革、金融市场建设就基本完成了。



利息率（收益率）随期限的延长而上升由短期基准利率（隔夜）到30年。无风险收益率曲线成为不同性质和期限产品定价的基础

图 5：发达国家的利息率体系的构架：
美国的无风险收益率（或期限结构）曲线

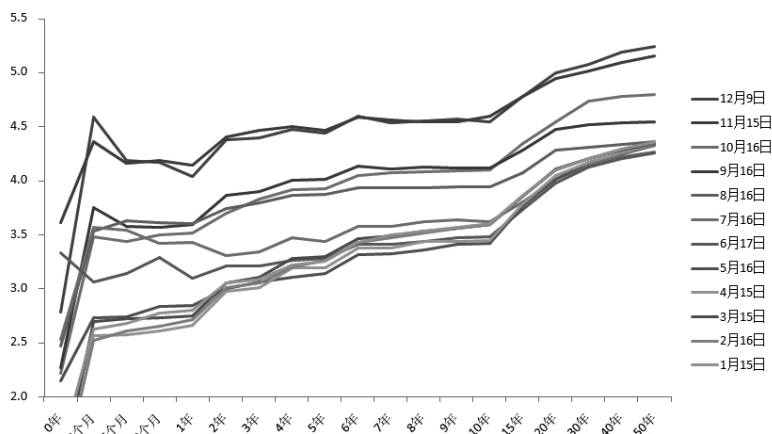
讲一下中国所谓的基准利率，是在上海的（上海银行间同业拆放利率，Shanghai Interbank Offered Rate，简称 Shibor）。昨天我去参观，人家介绍了很多情况，基本上形成了商业银行如果要做隔夜拆借的话，你要以这个基准利率作为基础的。基准利率是怎么定的，怎么回事，由于时间关系就不讲了。隔夜、7 天、2 个礼拜、3 个礼拜的利息率我们都有了。但是中国由于相应的金融产品还不健全，比如说 3 个月、6 个月，到底无风险利息率是哪个，现在说不大清楚。我们就要发展这样的金融产品，然后其它的 6 个月、半年的金融产品的利息率才能够相应的定下来。更长期一些的，比如说 1 年以上，我们就应该由国债来定，国债是无风险的。如果国债 5 年期的利息率是 6%，那么我借给别人 5 年贷款到底应该是多少钱呢？比如说国债是 5%，如果我对

他不信任，就叫他交 10%。但是中国的问题是，国债不够大，不够深。为什么？因为中国没有大量的财政赤字，政府发的国债不是特别多，这就不能像美国那样，有非常深的流动性的国债市场。怎么办呢？我们是否能够在现有的条件下加速我们国家市场的发展，使我们有 10 年期、20 年期、30 年期的定价基准，这个就需要大家动脑子。有人建议，我们国家有很多债，干脆政府把这个债收回去，通过国债来发以取代地方政府债。地方政府债有很多，有 20 多万亿。政府来发，一下子 20 多万亿的国债就出来了。另外我们又出了一个主意，央行有很多的外汇储备，觉得管起来挺难，干脆全部发国债，拿国债的钱把央行的外汇储备买到财政部去。央行拿了钱，降低它的准备金率，把流动性再还回去。就是说财政部发国债把资金吸走，财政部从央行买外汇储备，央行又把钱重新注回来，所以整个经济并不存在流动性增加或减少的问题，只不过是钱从这个兜到那个兜去了。这时候我们就有了一个很大的国债市场。那么我们这个国债市场是不是可以帮助我们确定长期的无风险的利息率呢？这是讨论，我们也有很多的方法。

总而言之，我们就要建立各种各样期限不同的金融市场，短期的我们叫货币市场，长期的叫资本市场，这个时候作为基础的只能是靠国债市场。当然如果你能想出还有其他的无风险金融市场，也可以把它作为基准利率。总之我们希望可以把它连起来，这样的话我们就完成了所谓的改革了。

中国现在的国债曲线非常怪异，和刚才图 5 很漂亮的线相比是这种样子的，而且这个无差异曲线在一个礼拜之间或者是两个月之间可以从这个位置突然上升到那个位置，在西方国家可能一年也上升不了那么多。这个说明了什么？

说明你市场太小，有人做个买卖这个利率就变了，这样的话是不行的。所以我们要有一个非常深的、流动性很强的国债市场，只有在我们完成了所有这些建设之后，我们才能真正形成一个所谓的无风险的收益曲线，完成十八届三中全会所提出的一个政治任务。可惜这个任务到底是怎么回事，大家都不大清楚。写的人是不是特别清楚，我想他应该是特别清楚的，但是他没有给大家解释清楚。



中国的收益率曲线波动剧烈，形状怪异，如何能成为各种金融资产定价的基础？这是因为国债市场缺乏深度和流动性。如何找到一条无风险收益率曲线，充当资产定价基础？

图 6：中国国债收益率曲线

我现在重复一遍。我们要推进金融市场的改革，特别是按照十八届三中全会的精神，利率的市场化改革要建立收益率曲线。这里有一个概念，要做到这一点首先要建立健全的银行间拆借市场，然后我们还要建各种各样的金融货币市场，特别是发展国债市场。只有这样，我们才能完成建设任务。特别要强调一点，有人认为所谓利率的市场化改革就是

自由化，就是不管了，其实现在管的也并不多。不是这样的，你自由化什么？你根本都没有资本，你释放什么东西？你得要有了资本以后，你再释放它。所以这个建设我认为是很重要的，而且是最艰难的，而这个也要花时间，什么事都不能一蹴而就，我们要有耐心。

谢谢大家。

乔依德：迟院长是讲面，永定是讲点，这个点讲得比较深，从十八届三中全会文件的一段话，讲利率市场化。下面还有时间，大家可以提问题，或者做一些评论也可以。

提问与讨论

郑勇：谢谢余教授，讲得非常好。因为我是在银行做的，利率市场化这个课题，我们比较关心实质的内容。我们最近几年也在看，无论是行业内也好，还是国家政策监管机构也好，都在讨论利率市场化。我们就有一个很实际的问题，就是商业银行对于利率市场化会面对什么挑战？请余教授给我们指点一下。

余永定：我认为不同机构对利率市场化，挑战是不一样的。从商业银行的角度来谈这个问题的话，我觉得最直接、最简单的就是存款利息率。我们现在已经在放开，如果充分放开了之后，会存在一个存款争夺战，存款争夺战的结果就是存款利息率上升，存款利息上升的结果就是盈利下降。中国的商业银行是世界上最赚钱的银行，工商银行 2013 年的利润率是 28.9%，全球第一，最挣钱的。你凭什么能挣钱？当然有员工的辛苦工作，但一个稳定的利差是不可否认的。所以在这样的情况下，你就面临了挤压利润的问题，这个时

候你需要提高竞争效率。中国为什么融资贵、融资难？一个很重要的原因就是中介成本太高，而为什么中介成本这么高呢，这就和刚才迟老师说的改革有关，没有人和你竞争。美国好几千家银行，都是很大的银行。中国就这四大银行，然后再加上几大银行，就已经把中国所有利润的 30% 都给拿走了，凭什么？所以说利息率市场化对中国的银行，特别是国有大银行不是福音，而是风险，你得准备好。

还有一个准备办法，我去提高我的回报，那么你就投资风险很高的企业，那么就有可能出大事。日本就是一个例子，日本出事的一个重要的原因就是存款利息率自由化了，然后就不得不把资金投资到风险很高的企业，最后来了泡沫风险，然后日本银行现在的盈利基本是零，成了世界上最不挣钱的银行，然后要面临失业找工作的问题。所以我认为商业银行对这些前景是需要做好充分准备的。

还有一个是期限错配的问题。比如说去年 6 月份，银行间拆借市场忽然间就起来的，为什么，那个时候因为种种的原因一下子没有钱了，找不着钱了。我之所以能持有一个 10 年、20 年的资产，对于银行就是三个月、三个月不断地借钱，我借钱买这个资产，三个月之后得还钱，其实我又借了一笔钱，那么这个资产就不用卖了，然后再过三个月又借一笔钱。但是一旦出了问题，人家不给你钱了，你没有选择只能你的资产卖掉，一卖价格暴跌，银行就资不抵债，银行就破产，你也得注意这个问题。

还有一个问题，就是如果我们资本项目自由化了，完全自由化，它将对你们造成什么冲击也是你们应该考虑的。所以我刚才说了三个问题，一个是如何应对利率自由化所导致的存款利率上升造成的压力；第二个如何保证你有充分的流动

资金，不会因为某种突然的冲击，由于流动性不足而导致你经营的困难；第三你必须准备好如果资本项目完全开放了，它会给你造成什么冲击。

于卫国：余老师你好，我有一个小问题：我们没有这个收益率曲线，假设说我们要问一年期的无风险利率，你认为哪个指标最接近？

余永定：我不知道，你都不知道，我怎么能知道呢？就不拿这个做参考了，因为没有有一个参考标准。更多的情况是，大家根据市场当时的供求，自己撮合一下就定了。但是这个决定不是我说的建立这样一种基础上的价格，往往不是资金的优化配置，它对于实际经济和金融本身的影响可能是负面的。我要强调一点，虽然我们没有那么漂亮的曲线，但央行的官员或者是我认识的一些朋友，他们的看法是咱们中国的基准正在形成之中，所以成绩还是很大的。大家都知道央行过去的货币政策主要是卖央票，流动性太多了，就需要卖央票来对冲，把资金收回来，这样搞了差不多 10 年的操作。最近这几年，这样的操作基本上停止了，央行干什么呢？在银行间拆借市场、银行间债券市场做回购，这是调节流动性。最近推出了一系列新的工具，这个大家都知道，一个是中期借贷便利，一个是抵押补充贷款，一个是常设借贷便利，一个是短期流动性调节工具，所有这些新工具的推出实际上都反映了央行的一个意图，就是从过去的数量控制、控制贷款的增长量转向影响利息率，从数量控制转向利率控制的意图，同时也反映了它引导市场利率，建立无风险收益率曲线的意图。比如说它有时候发 3 个月期的，有时候发 1 年的等等，通过央行跟商业银行做交易的时候定的这个价格，其他人看央行和他做一年期是这么一个价格，就考虑我

是不是应该根据这个价格加一点或减一点来制定我的利率呢，基本上是这么一个情况。而且我相信这些工具随着它的发展，随着交易量的增加，会把我刚才说的这个线里面缺的点给补上，连成一条线，那么这样工作就好做多了。

凌云峰：余老师你好，在外贸趋于平淡的情况下，今年以来外汇占款出现了明显下降，央行资产负债表的结构出现了拐点，外汇资产增长比较慢或者出现了停滞。在这种情况下经济要持续增长的话，在货币政策这个方面，希望余老师再谈的细一点。另外，在基础货币投放之外，是否可以通过增加货币剩数的方法？

余永定：确实是出现了这么一个问题，外汇占款的增加不再成为我们新增货币的主要来源。所以央行推出了一个新的货币工具，就是央行贷款。你要注意，央行贷款是 90 年代的事，那个叫再贷款。搞金融的都知道，就是我首先要有基础货币的增加，基础货币的增加通过货币乘成数，导致了广义货币的增加，与此同时贷款也增加了，这两个是一致的。但是现在的情况有所不同，就是基础货币增加的方式已经不再是由外币占款增多自然产生很多流动性，然后对冲，就是说外汇使你货币增加 100，这 100 太多了，我卖央票，收回 80，然后流动性货币的增加就是 20，这是过去的操作手段，基本上是属于对冲操作。但是这两年开始变了，因为外汇占款不再成为我们基础货币增加的主要动力，甚至不是动力，像你刚才说的成负的了。但是我经济要增长，货币资金是要增加的，货币增加的速度至少应该跟名义 GDP 的增长速度大致相当。在这种情况下怎么办？在中国就是央行给商业银行提供贷款，过去叫再贷款，现在叫央行贷款或者是什么新名字，然后它有不同时期，期限不一样，就是我刚才

说的，大部分都是属于这样的一种性质。另外央行还有两个作用，一个就是要固定地不断注入流动性或者是收回流动性，使得经济能够稳定地没有通货膨胀地增长，如果经济增长每年是 10%，那么货币供应量不是 10% 就是 11%，甚至是 12%，你得增加。除了这个之外，有很多情况下是有外部的扰动，流动性一会多一会少。比如说今天突然大家要买年货了，把钱全取走了，那么就少了，这个时候央行也要注入流动性，这种流动性是所谓的临时性的流动性。刚才我说的是永久性的流动性，永久性流动性支持经济增长，而临时性流动性的调整主要是用回购的方式，要使流动性处于一种稳定的水平，防止大起大落。

第二个问题，货币乘数不是你所能控制的。从理论上在我看来，货币乘数基本是一个伪概念，是没有什么太大意义的东西。就是你的高度除以别人的高度，这个数有什么意义？没有什么意义，因为它并不是一个固定不变的东西。有些常数是固定的，比如说重力加速度，这个常数是存在的，不是说这个除这个就出来了，它是一种确确实实的关系。而货币乘数只是两个数你除就可以了，任何两个量都可以除，这样得出的系数大部分是没有什么意义的。原来大家认为货币乘数是稳定的，是有意义的，但是它现在是不稳定的，由于金融的深化和复杂化，它已经没有什么意义了。所以一般情况下，发达国家根本不管这个事。我在澳大利亚央行，他不但不管货币乘数，连货币供应量是多少都不知道。我问，你们这个货币供应量增长速度是多少，他说我们从来不管这个数，它没有什么太大的意义。所以中国也正在从数量控制转向价格控制。

江南：谢谢余老师。其实今天除了来听余教授讲利率市

场化改革，也想听听关于汇率的一些东西。有人说在美元进入加息周期的背景下，人民币正面临一个贬值的压力。想听听余教授你的想法，关于人民币的前景以及它和利率市场化的关系。

余永定：首先我要说一下，我从 1998 年开始研究汇率，我已经烦了，该说的话已经说了，没有什么新东西补充。就现在来说，人民币未来的双向波动是比较大，为什么呢？因为我们的双顺差现在已经在缩小。我们的贸易依然有顺差的，而且上个月还涨了不少，所以说贸易顺差还是有的。资本项目顺差也还是有的，但是会很快减少，比贸易顺差减的还要少，但还是有顺差。关键就在于资本项目，资本项目现在流入还是比较多，但比原来少，现在流出非常多。关于流出，一个是我们对外的投资，“一路一带”，我相信这个可能是浪费了，但是它毕竟是正经的，不是投机，不是资本外逃。我们的 FDI 大量的在出去，而且顺便说一句，咱们在外国搞开发区，比如在埃及的，全打水漂了，在埃及建了一个大的开发区。在安哥拉帮香港人闹石油又不知道花了多少钱，好像咱们一个大银行最近又给它提供多少钱，这笔帐都已经算不清楚了，搞不清楚怎么回事。还有一种像徐才厚他们家的一吨多东西，他也要想办法运走，他没能运走，那是不是以后还有什么才厚要运呢，我相信还会有的，这个就是资本外逃。不要小看资本外逃，我记得前天看了一个报道，二十几个处级干部都有上亿的赃款，这是赃款。还有一种不是赃款，是他挣的钱，但是他对你不放心，也会转移财产。

还有非常自然的，就是大家希望使资产更安全一些，所以要多样化，我有人民币存款，有日元存款，有美元存款，这是非常正常的，没有任何不合法的地方，这是自然组合。

但是现在的问题是什么？中国金融储蓄 50 万亿，我们简单算一下，假设人民币和美元是 5: 1，这相当于 10 万亿美元，如果我们想把 10% 的存款变成美元（台湾可能是 20% 多，香港可能是 50% 多是美元外币），你这么一折，在短时间内可能有上万亿美元要流出去。如果出现这个情况，人民币就会急剧贬值。而中国的美元外债有上万亿，那么所有这些借债的机构都得破产，因为你折成人民币就大幅度上升了。所以说，将来这笔帐应该好好算清楚，如果我们开发，到底有多少流出去。以后决定人民币汇率的最主要因素，我认为还是资本项目下的自动流动。哪怕是到香港一日游，有一个学生告诉我，一个公司一天 47 次车开到香港再开回来，这算出口一次，然后就套汇套利，所有这些损失相当严重。我们希望有关部门把这个帐好好算算，要不然咱们辛辛苦苦积累这么多，刚才迟老师说我们未来伟大的远景，钱都没了以后远景就谈不上了，所以这事不能掉以轻心。

顺眼说一句，我发现媒体有问题，俄罗斯这么大的问题，我发现很少媒体提过资本管制的问题，相反西方的报纸倒是提到了隐含的温和的资本管制，现在一年有上千亿都流走了，这对他国家经济的打击多大，这些是完全可以避免的。去年 8 月份我就给他们中央银行的行长说了，我说你们做的是完全错误的，你们应当适当管制你们的资本项目。今天让我说对了，今年他们没有邀请我去，我去的话就说我有言在先，不听老人言，吃亏在眼前。

张明海：谢谢余教授。你刚才说到货币乘数的问题，我这里想额外做一个评论。我记得 10 年以前，你作了一个讲座，也是讲的货币，我当时问了一个问题。在 80 年代末 90 年代初你翻译过一本凯恩斯的书《后凯恩斯主义货币经济

学》，我当时问你对货币供应量是怎么看的，你回答你对这东西已经暂时不感兴趣了。今天是 10 年的一个回归，又重新提到货币乘数的问题。

余永定：我从来就不相信货币乘数是能稳定的。为什么呢？这是有学术渊源的，我是受所谓的后凯恩斯或者所谓的西方经济学左派影响，他们都强调这个问题。我这个人有一个特点，你去看我从 1980 年代写的文章到现在，基本观点肯定都是一致的，如果是错的就是从头错到尾，但是我基本上没有变化，笨人都这样。谢谢。

乔依德：我们非常感谢余老师给我们做了一个精彩的演讲，也有很精彩的对话和问题。我们第 100 期沙龙终于要结束了，时间也不早了，2014 年也没有几天了，我们从 2015 年有新的开始。我借这个机会再次感谢我们的合作伙伴社联的沈国明书记，也感谢今天的演讲嘉宾迟福林院长和余永定老师，也感谢各位在圣诞节来参加我们的沙龙。今天的沙龙就到此结束，谢谢大家。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

