

2016年第3期 总第3期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



国际财经

任泽平深度解读英国撒切尔供给侧改革.....	1
希拉里高盛内部演讲：华尔街对美国很重要.....	6

国内财经

刘鹤：中国必须这样规避经济危机！.....	10
今天中国经济为何面临困境？	17

新闻快讯

中国拟投入上万亿人民币振兴东北.....	34
中国央行 5 月起将每月发放 PSL 旨在刺激经济复苏.....	35
阻止中概股回归 A 股是败笔.....	35

财经参考

国际财经

任泽平深度解读英国撒切尔供给侧改革

来源：商业见地网(2016-04-19)

作者：任泽平，冯贇(任泽平：国泰君安证券首席宏观分析师。曾担任国务院发展研究中心宏观经济研究部研究室副主任、科技部国家高新区升级评审专家、中国投入产出学会副秘书长、中国人民大学经济研究所兼职研究员等。)

撒切尔入主唐宁街后，将经济政策从需求侧刺激转向供给侧改革为主，改革效果显著。



导读：

英国在 70 年代面临滞胀，经过凯恩斯主义需求侧刺激失效后，1979-1990 年撒切尔入主唐宁街后转向供给侧改革，大规模推行私有化、放松管制、减税、紧货币控通胀、削减福利开支，经济成功转型，股债长牛。与里根经济学双星闪耀。

摘要：

1) 二战后，英国经济发展缓慢，实力地位不断下降，被称为“英国病”。进入 70 年代后，形势更加严峻：国企效率低下，大面积亏损；工会势力空前强大，扭曲市场机制；社会福利支出过于庞大；公共债务不断攀升；国际收支逆差大幅扩大；在 70 年代陷入长达 10 年的滞胀。

2) 70 年代政府坚持凯恩斯主义政策，实施宽松的财政货币政策刺激需求。受刺激政策影响，通胀高企，经济滞胀，失业率上升。金融市场股债双杀，股市在 1972-1974 年间大跌 65%，在整个 70 年代，股市几乎没有涨幅；10 年期国债收益率从 7.0% 上升至 16.3%。

3) 撒切尔入主唐宁街后，将经济政策从需求侧刺激转向供给侧改革为主。1979 年撒切尔击败工党上台，实行减少政府干预、重视发挥市场机制作用的供给侧改革：1) 减少经济干预，推行私有化，鼓励自由市场经济。大规模出售国有企业股份，先后将电信、航天航空、造船、汽车、钢铁、电力、供气供水等国有垄断公司的股票卖给民众。通过特许投标的方式，将市场机制引入公共服务领域，将学校伙食、路面清洁、垃圾收集、公路养护等服务承包给私人部门，鼓励私人部门开办学校、医院和养老院。2) 放松管制，实行开放与竞争政策，取消石油、邮电通信等领域垄断，取消物价管制委员会，废除了 180 多项限制经济活动的规定，废除实施了 40 年之久的外汇管制条例，允许英镑汇率自由浮动，放松金融业管制，恢复伦敦在全球金融业的竞争力。3) 大规模减税，个税税率从 33% 降至 25%，公司税率从 52% 降至 35%，小企业公司税率降至 29%，大幅简化税收程序，放水养鱼。4) 紧缩货币政

策，采取货币主义控制货币供应量，将治理通胀优先于充分就业。5) 削减福利开支，扩大公共品市场化，改革公共医疗、养老金、失业救济，住房私有化，支持私立学校。6) 限制工会权利，强硬限制罢工，改革工资制度，以利润共享工资制取代固定工资制。

4) 英国供给侧改革效果显著：摆脱滞胀，经济从 1982 年的 -2.2% 一路回升至 1988 年的 5.9%，通胀从 1980 年的 18% 迅速回落至 1986 年的 3.4%；失业率在改革初期，由于经济转型，大量国有企业、传统企业倒闭，曾一度攀升至两位数，但撒切尔政府顶住压力，坚持推进改革，最终使经济成功转型，新兴产业和现代服务业崛起，失业率进入长期下降通道；财政风险下降，无效融资需求收缩，英镑贬值趋势得到扭转，英国央行基准利率稳定下降；供给侧改革红利释放，英国金融市场走向长牛繁荣，1981-1986 年间英国 FT30 指数增长了 2.8 倍；10 年期国债收益率从 16.3% 回落至 9.0%。

正文：

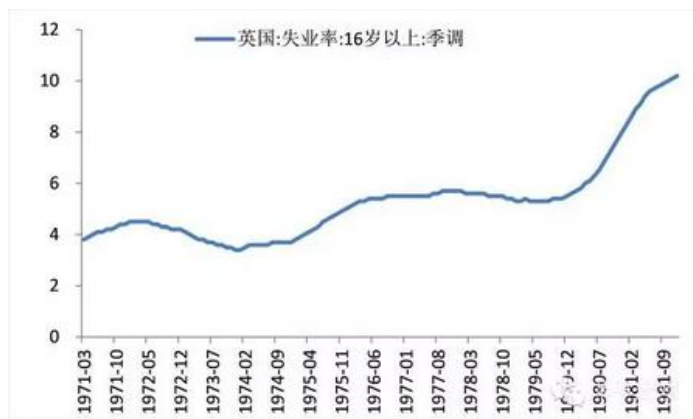
1 英国供给侧改革的时代背景

二战后西方国家普遍奉行“凯恩斯主义+福利主义”的“社会民主主义”。一方面是由于大萧条之后西方国家普遍认为市场有缺陷，会造成持续的生产过剩，需要政府进行干预，以凯恩斯主义为代表的需求侧管理开始盛行。另一方面，为了应对二战后苏联的挑战，西方国家除了政治上实行民主之外，也在内部进行了调整，尤其是强化了政府的二次分配功能，大幅提高社会福利。由此造成个体创造财富的积极性下滑，财政入不敷出，经过 20 多年的累积，欧美经济在 20 世纪 70 年代遭遇了长达 10 年的经济滞胀。

英国更是福利国家的典型，早在二战后工党艾德礼政府上台后就主张建设福利国家，使用凯恩斯主义干预经济，以需求侧管理方式实现充分就业，推行大规模国有化。为实现充分就业，英国掀起了一波国有化浪潮，从银行到煤矿、航空、运输、电力、煤气、钢铁等行业全被收归国有。20 世纪 70 年代，执政的工党又进行了一波国有化，汽车、火箭、电子等新兴产业也被纳入。国有企业的官僚主义、低效不仅使经济增长缓慢，而且造成英国政府巨大的财政负担，在撒切尔夫上台前，仅 1978 年到 1979 年度，政府对煤矿、铁路和钢铁行业的财政补贴就高达 18 亿英镑。

另一方面，为建设福利社会，每年庞大的福利开支成为英国财政的又一重担。财政收入占财政支出的比重由 1951-1970 年的平均每年 97.07% 降到 1971-1976 年的 83.5%，英国的财政状况日益恶化。其中，英国的福利支出在政府支出中所占比例在 1970 年达到 59.93%，1976 年增加到 63.25%。为了

弥补财政赤字而不得不增加国债发行额并扩大货币供应量，结果导致物价不断上涨。



1973 年第一次石油危机爆发，布雷顿森林体系瓦解，全球经济陷入衰退，导致英国低增长、高失业、高通胀、国际收支恶化等经济矛盾激化。面对危机，英国工党政府依然采取凯恩斯主义的宏观调控政策，试图通过逆周期的财政和货币政策刺激需求来降低失业率，推动经济复苏。但是英国经济面临的是供给侧的结构性问题，需求侧的刺激不但没有改善经济，反而造成英国长期持

续的经济滞胀。图 1 英国 70 年代失业率不断攀升%，数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

2 70 年代英国面临的主要问题

20 世纪以来，特别是二战后，英国经济发展缓慢，在世界列强中的实力地位不断下降，人们称

此现象为“英国病”。进入 70 年代后，英国的经济形势更加严峻，面临的突出问题如下：

2.1 国有企业效率低下

二战后，英国在工党执政期先后掀起两次国有化浪潮。到 1979 年，英国国有企业在国民经济中占比达到巅峰，煤炭、煤气、电力、船舶、铁路、邮政和电讯部门国有企业的比重达 100%，钢铁和航空部门达到 75%，汽车制造和石油工业部门也分别达到 50% 和 25%。初期国有企业对促进英国基础设施建设和传统工业发展方面的确发挥了重要作用，对战后英国经济的繁荣做出了重要贡献。七十年代前，煤炭、煤气、铁路、航空和电力等资本密集型行业劳动生产率提高。

进入 70 年代后，国有企业效率大幅下降，并且大面积出现亏损，出现这种现象的主要原因有：一是重工业需求下降，随着英国进入后工业社会，社会对成熟的重工业（如钢铁、煤炭等）的需求不断减少，而爆发于 1973 年的石油危机导致全球经济衰退，更是加剧了重工业需求下滑，这些传统工业部门都面临着收缩和现代化改造的调整任务。二是国有企业在政府的保护下机构臃肿、官僚主义盛行、缺乏效率和激励机制的弊端在需求下滑的环境中开始暴露。三是国有企业所承担的社会责任使其无法按照收益最大化目标组织生产。这样，在外部经济环境恶化和内部企业管理不善的共同作用下，使当时以国有经济为主体的英国竞争力不断下滑。

2.2 工会势力强大

英国大规模的国有化导致工会势力空前庞大。在 1979 年撒切尔夫人上台时，工会会员已占全国劳动力总人数的 57%，而且英国工会被赋予了过多的法律保护和法律特权，工会规模和势力的膨胀对英国产生诸多负面影响：一，扭曲市场机制，造成劳动力市场缺乏灵活性。工会不断要求工资上涨，扭曲了劳动力市场的工资价格、增加了企业的雇佣成本，导致企业不愿增加雇佣，失业率不断上升，同时英国企业竞争力不断下降。二，罢工频繁，导致劳资关系紧张。如果提高工资的要求得不到满足，工会则会号召工人罢工，频繁的罢工不仅使劳资关系紧张，而且造成了巨大的经济损失。三，威胁政治社会稳定。工会的强大权力不仅影响到政府各项政策的推行，甚至能够左右英国大选。70 年代，在英国的罢工潮中，接连导致两届政府（保守党希思政府和工党卡拉汉政府）下台。

2.3 社会福利支出庞大

社会福利支出过于庞大，并导致企业投资、个人工作积极性大幅下降。社会福利制度是二战后英国应对苏联挑战的政治共识，然而到了 70 年代，随着石油危机的爆发，英国经济陷入衰退，其福利制度的弊端逐渐凸显：一，社会福利支出增长过快，福利支出的增速远超经济增速。70 年代英国出现老龄化趋势，英国政府承担的养老金费用不断增加，而且英国国民健康保障制度规定大部分医疗服务免费。另外，失业者可以领取食品、住房补贴和其他各种津贴来维持基本生活，失业人群的生活水平并未比就业时下降很多，许多人成自愿失业，导致政府的失业救济支出居高不下。为维持不断攀升的福利开支，政府只能举债度日，1970-1980 年间，英国财政呈现连续赤字状态，其中 1976 年财政赤字占 GDP 比率甚至达到 -5.0%。二，高福利导致高税收，撒切尔夫人税制改革前，英国个人所得税的基本税率为 33%，最高税率为 83%；公司税税率为 52%，使得企业投资意愿低，个人工作的积极性下降，失去了进取与自立精神。

2.4 公共债务不断攀升

不断攀升的福利开支，亏损国企的巨额补贴，再加之英国政府巨大的海外开支（海外驻军），导致了英国政府入不敷出，财政收支日益困难。70 年代爆发的石油危机，导致英国经济衰退，政府收入下降，但支出是刚性的，致使英国财政赤字雪上加霜。面对不断扩大的财政赤字，英国政府不得不扩大举债规模和货币供应量，结果导致持续的高通胀。1979 年，英国公共债务占 GDP 的比重达 55.2%，远高于同期联邦德国的 29.7% 和法国的 20.8%。

2.5 国际收支逆差大幅扩大

进入 70 年代，英国国际收支逆差大幅扩大。英国历来从殖民地输入食品、原料及燃料等，并向海外出口工业品，但二战后，殖民体系瓦解，英国不得不向从殖民地独立的新国家进口这些农业、工业初级产品，同时英国工业品竞争力却日趋下降，在世界工业品出口贸易中的份额不断下降，直接导致英国出口的增长严重滞后于进口的增长，商品贸易逆差日益严重。此外，英国政府的海外开支（海外驻军）庞大，进一步加重了其国际收支的压力。英国 50 年代国际收支为顺差 11.8 亿英镑，到 60 年代时即变为逆差 1.7 亿英镑，70 年代前 7 年逆差高达 44.6 亿英镑，1974 年经常项目赤字占 GDP 比例更是达到 -3.9%。直到 70 年代末，英国发现北海油田，石油出口大增，国际收支才有所好转。

二战后，在“马歇尔计划”的援助下，西欧经济迅速恢复，但与其他欧洲大国相比，英国的经济增速明显偏慢。1951~1970 年，英国 GDP 的年均增长率仅为 3.2%，明显低于西德的 6.3% 和法国的 5.2%。1973 年爆发的石油危机对发达国家造成严重冲击，西德、法国、英国的经济增速均出现不同程度的下滑，而英国的下滑幅度更大。1971~1980 年间，英国是三个国家中年均增速最慢的国家，GDP 的年均增长率仅为 2.1%，而西德为 2.9%，法国为 3.7%。

2.6 陷入长达 10 年的经济滞胀

70 年代，英国遭遇了长达 10 年的高失业率与高通胀共存的“滞胀”现象。外部因素如石油危机引起的油价飞涨，固然是英国高通胀的重要原因之一，但其内部因素更加重要。面对经济低迷，英国政府采取凯恩斯的需求刺激政策，财政和货币政策双宽松，变相债务货币化，致使通胀不断攀升。另外，英国工会滥用劳资谈判的权力，过度追求工资增长，导致英国工资水平与通货膨胀间的螺旋式上涨。1974-1980 年间，英国 GDP 增长率平均只有 1.0%，而通货膨胀率平均达到 15.9%。同时，英国的失业率却不断攀升，从 70 年代初的 3.8% 上升至 70 年代末的 5.5%，80 年代初更是攀升至 11.9%，致使经济深陷滞胀泥潭。



3 70 年代英国政府的凯恩斯主义应对措施

70 年代，英国经济低迷，又遭遇石油危机和布雷登森林体系瓦解。面对困境，英国政府依然坚持凯恩斯的宏观调控政策，通过宽松的财政和货币政策刺激需求，来恢复经济增长。但英国面临的是供给侧结构性和体制性问题，而非外部性和周期性问题。因此，需求侧刺激不但没有

提高经济增速，反而造成持续的高通胀，使英国陷入了长达 10 年的经济滞胀。

图 2 英国股市几乎 10 年未涨。数据来源：Wind，国泰君安证券研究。



英国在 1971-1974 年大幅投放货币，M2 增速高达 20.2%，无风险利率攀升至 10% 以上。受刺激政策影响，英国通胀高企，经济陷入滞胀，失业率上升。股市出现明显泡沫，在 1972-1974 年间

重创 65%，而且在整个 70 年代，英国股市几乎没有涨幅；10 年期国债收益率从 7.0% 上升至 16.3%，并且长期维持在 10% 以上，金融市场遭遇股债双杀。图 3 10 年国债收益率长期维持在 10% 以上。数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

4 撒切尔夫人推行供给侧改革

面对七十年代持续的经济滞胀，工党政府的凯恩斯主义失灵，无力使英国摆脱经济困境。1979 年，撒切尔夫人领导的保守党击败工党，出任英国历史上第一位女首相，政府的经济政策开始从需求端刺激转变为供给侧改革。

4.1 减少干预，推行私有化

撒切尔夫人上台后，坚决反对过去那种在国家干预下刺激需求，依靠不断扩大投资和提高社会福利来增加就业和消费的经济发展方式，而是采取减少国家干预、重视发挥市场机制作用的方法，来扭转英国经济的颓势。淘汰竞争能力差的“夕阳”工业企业，大力扶持并发展中、小型新兴技术公司。

撒切尔夫人将私有化作为振兴经济的重要政策，以鼓励企业家精神、个人创造性和自由市场经济。通过大规模出售国有企业股份，推行“大众资本主义”，使人人成为资本家，先后将电信、航天航空、造船、汽车、钢铁、电力、供气供水等国有垄断公司的股票卖给民众，同时高额的私有化收入也为紧缩的政府财政提供了支持。英国政府还通过特许投标的方式，将市场机制引入公共服务领域，将学校伙食、路面清洁、垃圾收集、公路养护等服务承包给私人部门，鼓励私人部门开办学校、医院和养老院，还将原属地方政府的公屋出售给私人。

撒切尔夫人执政后，英国开始逐步放松管制，实行开放与鼓励竞争的政策。取消石油、邮电通信等领域享有的垄断地位，鼓励企业家精神、个人创造性和自由市场经济。同时，取消物价管制委员会，缩小国家企业局的权力，废除了 180 多项限制经济活动的规定。另外，废除实施了 40 年之久的外汇管制条例，放任英镑汇率自由浮动。放松对金融业的管制，制订《金融服务法》，效法美国，废除固定佣金制度、容许外资收购伦敦证交所的会员经纪行、股票交易电子化等，恢复伦敦在全球金融业的竞争力。

4.3 减税

撒切尔夫人上台后即推行减税，减少政府干预，让更多的资源由市场调配，进而提高整个经济体的效率。撒切尔政府将个人所得税的基本税率从原来的 33% 降到 30%，之后又降到 25%；最高税率从 83% 降到 60%，之后又降到 40%；同时，将个税起征点由 8000 英镑提高到 1 万英镑，免税人数大约增加了 130 万人。为了减轻公司的税收负担，激发公司投资动力，将英国公司税的税率由 1982 年的 52% 下降到 1990 年的 35%。为扶持中小企业发展、鼓励私有企业与国有企业开展公平竞争、增强市场活力，撒切尔政府还将小企业的公司税税率从 1982 年的 40% 下调到 1990 年的 29%。另外，除了多次下调各种税种的税率，还大幅简化税收程序，提高征税效率。

4.4 紧缩货币政策，抑制通胀

撒切尔夫人执政时期（1979—1990），在宏观经济政策上放弃传统的凯恩斯主义的需求管理，转而采取货币主义控制货币供应量，将治理通货膨胀优先于充分就业。撒切尔政府严格控制货币供应量，提高银行利率，减少贷款发放额，从而减少市场货币流通量，压缩国内需求以控制通货膨胀。1979 年撒切尔夫人上台后，将英国央行的基准利率由 12% 提高到 17% 的历史最高点。1980 年起控制广义货币供应量 M2 的增长率，M2 增速从 1980—1981 年的 18.5%—25.2% 降至 1983 年的 10.3%。通货膨胀从 1980 年的 18.0% 降至 1983 年的 4.6%，1986 年进一步降至 3.4%。

4.5 削减福利开支，扩大公共品市场化

撒切尔政府大力推行社会福利制度改革,大幅削减政府福利支出,扩大公共品的市场经济成分。具体措施如下:一、支持私立学校发展,改革高校助学金制度,实行学生贷款制度。二、住房私有化改革,按新住宅法规定,在共有住房居住满一定年限的居民可以按市场价值的30-50%折扣购买其住房,使得社会住房的公共开支从1980年的45亿英镑下降至1990年的14亿英镑。三、规定养老金的调整只与通货膨胀挂钩,不再与工资增长率挂钩,而且强调国家基本养老金只提供最低限度的生活费用,降低养老金的发放标准。四、在失业救济金方面,实行严格的失业登记,以打击欺诈行为。五、改革公共医疗制度,倡导发展私人诊所,要求雇主承担部分疾病和产妇的津贴。

4.6 限制工会权利

通过一系列改革,消减英国工会权利,缓和劳资关系。撒切尔夫人上台时,英国工会权力过大,经常罢工使正常的生产秩序瘫痪,政府难以有效地行使其职能。撒切尔夫人首先使用法律手段遏制、打击工会势力,严厉限制罢工,力推五项重要立法,取消了工会作为一个整体所独享的普遍法律豁免权、限制工会权力,同时使工会改革有法可依。其次,撒切尔政府对工人罢工采取强硬措施,甚至不惜动用武力对工人罢工进行镇压。再次,改革工资制度,以利润共享工资制取代固定工资制。

5 撒切尔夫人改革效果显著

1979年撒切尔夫人上台后,开始供给侧改革,减少国企补贴,消减福利,财政风险下降,控制货币供应量,收缩无效融资需求,英国央行的基准利率和资本市场的无风险利率得以稳定的下降,基准利率从1979年的17%下降到1984年3月的8.75%。经济增速从1982年的-2.2%一路回升至1988年的5.9%,而通胀却从1980年的18%迅速回落至1986年的3.4%。

另外,在改革初期,由于经济转型,大量国有企业、传统企业倒闭,失业率曾一度攀升至两位数,但撒切尔政府顶住压力,坚持推进供给侧改革,最终使经济成功转型,新兴产业和现代服务业崛起,失业率也从1984年起进入长期下降通道。图4八十年代英国股市走出一波大牛市。数据来源:Wind,国泰君安证券研究。



供给侧改革后,英国经济基本面全面向好,加之减税使居民收入增长,使得他们有富余的资金投入股市,投资者风险偏好提升,英国金融市场开始走向繁荣,英国股市FT30指数从1981年10月的不到500点一路飙升到1986年4月接近1400点;10年期国债收益率从16.3%回落至9.0%。英镑汇率在改革初期经济遭遇困境时,面临贬值压力,但随着改革推进,经济重拾动力,英镑汇率也由贬转升,成功收复失地。

希拉里高盛内部演讲: 华尔街对美国很重要

来源: 共识网(2016-04-27)

作者: 希拉里

希拉里: 谢谢。非常感谢。非常感谢你, 劳埃德(高盛董事长兼CEO), 并感谢大家今天在高盛欢迎我。我很高兴能够回到朋友, 同事, 合作者, 支持者, 志趣相投者之间。

请允许我开门见山的说话。你知道，在过去的几个月中，已经出现了越来越流行的观点，说我们的经济仍不能给广大美国人提供益处。这“提供”其实只是不是他们觉得应该的方式。你们所对话的大多数美国人，都有民粹主义的论调，声称经济复苏的好处仅仅停留在那些在社会最顶部的人，你们这些人其实过的太美好了。

但我们知道，小市民们对他们的未来的希望，比如上学，就业，食品，服装。所有这些小事不可能没有你们的领导和创新。自从梅迪西斯时代，甚至更早，在第一个股份制公司在跨大西洋奴隶贸易的融资的时候，我们知道，金融和银行业是真正的力量促使我们的资本主义经济不仅增长，而且飞跃。

上几代美国人建立了这个经济和中产，但有个幻觉：他们做的富有成效的工作创造财富，而正是这个创立了经济。我们大家都知道这个论调是多么的误导。我们知道，这个其实归功于你们的投资，信贷和经济导航，他们才可能有工作可做，他们才能够把食物放在他们的餐桌上。

都是由于你们和其他的银行业，贸易业，以及投资公司，我们才有了一个可以为人人服务的经济。你们就是为什么我们成为了一个真正的 21 世纪的经济强国。

多年以来，人们一直争论我们是不是通过减税和给与您和其他公司制定规则的权利而对上层社会赋予了过多的财富。人们也争论这样的赋予是否有通过涓滴效应惠及大众。事实证明，有的。我在这的演讲就是一个例子

有的人会说，你们只是寄生在那些从事着卑贱的体力劳动的人身上——那些人们正是依旧有着 18 世纪价值生产观念的人。他们认为你们不做任何有意义或者有价值的事情，就可以获利。

那些人误认为：如果金钱永不眠，这都是因为你们让金钱保持清醒！你们，如果我用一个隐喻来表达，向金钱注射了咖啡因、安非他命、纯可卡因、甲安非他命和摇头丸，以至于它可以疯狂的舞动以及在瞬间疯狂地成长。

金钱是一个懒惰的婊子，直到你强迫她去工作。看！它在工作！看！它在成长！突然就从那儿冒了出来！

有的人说都是因为你们不负责任的金融创新、冒险、投机的行为才导致的 2008 年的金融危机。说你们在金融史上最无耻的证券欺诈中卖空自己持有的不良抵押贷款的行为引爆了整个全球经济。说你们的行为导致了用纳税人的钱所支付的高额奖金，金融救助，不起诉产生的道德风险，被奖励的贪婪，无能，腐败以及罪恶。

你们和我都明白，事情绝非如此。作为一个领导者，创新者，金融巨头，你将总是成为那些乌合之众、负资产者、不负责任的人，令人厌恶的人和失败者们怒气、怨恨和嫉妒的对象。

像你知道的一样，我的丈夫曾经非常努力的尝试改变这种拙劣底层的文化。他尝试把他们从政府的接济中踢开，用严厉和苦涩的规定使他们不能去依赖政府的接济，就是尼克松，一个来自美国南部的战略家、奴隶捕手，都只能在梦里想想的美国历史上最武断的、最种族主义、最具惩罚性的以及破坏性的刑事法律来训练他们。

他还通过了北美自由贸易协定。这个协定毫不含糊的告诉了他们，需要把自己当做一个工人来自律，并要学会在全球血汗工厂的竞争下保持竞争力，否则便会面临灭顶之灾。但他们并没有从中得到教训。

这些影响证明了他们。在克林顿总统，我喜欢这个称呼，领导下，美国经历了美国历史上最不受欢迎的教训的最长时间的也最惊人的扩张。这把他们牢牢地固定在他们现在所在的位置。并且底层人民喜欢这个位置！我的丈夫感受到了他们的痛苦并且能够调理这个痛苦。这都是因为他过去曾经经受

过!

而我也会像我的丈夫一样!

像“精神水平”一样的书、平权组织、以及一些政治家散播了一个关于民粹主义和平等利益的荒谬神话。但事实是，我们不可能在没有剥削的情况下创造有利润的生意，我们不可能在没有投机和不平等的情况下发展经济，我们也当然不可能在不允许你们实验你们惊人的金融智慧以及在财政数据运算、投机、数字游戏以及欺诈方面的头脑的情况下使我们的经济蓬勃发展。

让我告诉你们真相吧。美国正在处于挣扎当中。尽管有无数关于“复苏”的声音，然而这些声音都是因为美国没有像想象中运转地那么恶劣。银行仍旧被过度监管着。这种过度监管创造了金融灾难。

尽管你拥有着高额的薪水和存款，我知道你也很担心。担心一些社会主义者会过来，没收你的一切，并且把你投入监狱。

在奥巴马总统的统治下，你们尽管放心，他是我们其中一员。很高兴你们为他的选举活动提供了\$981K。他照顾你们，支持你们并且提供给你们财务后援。但民粹主义再次盛行并且比之前更加的强大。

这些乌合之众充满了怨恨、愤怒和嫉妒。他们很生气自己没有工作，背着负债，不能够勉强维持生活即使他们同时做 2、3、4 份工作，把生活的重担都压在自己头上。他们的孩子都在挨饿。他们甚至看不到隧道尽头的一丝微光。他们对一亿人被迫处在饥饿边缘以及全球粮食骚乱这些他们声称是由你们的商品期货投机行为所造成的事实感到非常愤怒。他们声称你们造成了 5 兆美元的市场价值流失。

失去家园的千百万人，现在正处于无家可归的边缘。这数兆美元通过贷款、坏账冲销以及贿赂流向了你们，从而使整个金融系统维持运转。即使是当我为 Barry (Goldwater) 工作的时候，我也感受到了一样的不合理的怨恨。现在，这种怨恨处于一个历史高点。

不负责任的单亲妈妈，未受教育的移民，酗酒的自大的贫民窟居民们，流浪汉，哭泣的婴儿，饥饿的老年人，那些反对警察把子弹打入他们身体的令人讨厌的所谓非洲裔美国人。所有这些人都是愤怒的，他们被赋予了权利，制造着噪音。他们正在危害美国的民主、经济和伟大。

我无论去哪儿都能听到这样的故事。一个单亲妈妈带着三个孩子想要上大学，想要找到一个愉快的、报酬不错的工作，同时也能享受作为一个母亲的情感奢侈。每个人都认为他们有资格享受所有东西。她甚至想要住房!即使是我也不能享有这一切，尽管我有着难以置信的特权和智慧。但她们现在想要这一切。三个孩子?

一个奶奶陪着孩子玩耍，这让她快乐得像一只牛。但她仍然感到自己应该得到报酬因为她需要钱来满足她的毒瘾，她想要卖毒品来得到更多的钱!她想要所有东西!

一个学生读了女性研究这种不受欢迎的学位并且专注于研究中世纪维拉内拉诗。她想要得到债务免除，想要一份能够通过她那实际并不存在的技能分析浪漫语言文本来创造利润的高薪工作。她也想要一匹小马，一个敏感但占主导地位的情人，一幢海滨别墅以及世界和平!

数以百万计的没用地工作着的美国人有类似的幻想。他们想要更多的钱，更高的工资。一份他们辛勤的工作应该得到的体面工资。他们认为这些钱都是长在树上，不停的生长，当他们没有钱的时候，在他们睡觉的时候掉到他们身上。他们认为他们可以通过对其他人征税来得到他们想要的东西。

他们没有意识到他们必须抬起自己的屁股，把甲安非他命刺入静脉、拉皮条才能赚到更多的钱。你已经弄明白了怎么样让你的钱工作，把它变成一个创造利润的妓女吧!一个创造利润的妓女的未来

盈利预期!那个你曾经做空的!这些人,白痴,所有这些人。

他们期待着钱自动走向他们,没有阴谋,没有损坏其他人!通过辛勤的工作和做个好人!像小狗和小马一样!像倾盆大雨过后的花朵一样!像山谷中的百合花一样!像一个吸毒上瘾的社会主义者的乌托邦幻想一样!

因为对华尔街来说最好的选择也是最适合美国的。对高盛来说最好的选择也是最适合这个星球的。我承诺接受来自叫嚷着、唠唠叨叨、鼓噪的婴儿们要求对我们的经济和全球经济采取重大变化,要求公平与正义的挑战。这些要求愚蠢得令人难以置信。

作为总统,我将与你们并肩作战扭转民粹主义的狂潮,使这些变化的浪潮变得不可信、不可能。我们不逃避改变;我们颠覆、劫持它,使其适当化。

让我直接告诉你:我想要成为高盛的总统、通过高盛成为总统、成为为了高盛而存在的总统,而且我是认真的。我会确保令我的内阁与你们的人达成阵线,就像其他人所做的一样。劳埃德(高盛董事长兼 CEO),告诉我你站哪边!

我知道这并不是我们一直以来看待这一点的方式,但另一个经济增长的强劲引擎应该成为“跨太平洋伙伴关系协定”、“跨大西洋贸易与投资伙伴协议”及“国际服务贸易协定”。

我想让你听听这个。创造一个披着整个世界经济的全球新自由主义的外壳,假装与“自由贸易”有关,并不会对整体的经济带来多少帮助——或许只能是一个很小的增长点,但我保证连塞牙缝都不够。

想想在你的小金库里的那数万亿美元。一旦我们迫使所有亚太经济体暂停对疯狂的赌场化赌博所实施的金融限制,还有千万亿美元!迫使亚洲实行金融自由化将带给我们千万亿美元!数不尽的钱!还有记住,我们是庄家,规则是我们写的,我们永远不会输钱!

要知道,这些投机活动全部加起来,对你来说,将是每天赢得数万亿美元。现在我清楚明白这些做法已经被社会主义煽动者们挑战了太久了。然而,那些日子已经一去不复返了。

现任总统奥巴马给了你和你的同事们 17 兆的免费资金、还有无止尽的零利率贷款,但他还是得假装就你们的所作所为惩罚你们。多德弗兰克法案。萨班斯法案。格拉斯-斯蒂格尔法案。其他烦人的、讨厌的法律及法规。

你们太多人都被繁文缛节所限制:影子银行、洗钱、对冲基金、高频交易、非银行融资、利率操纵,这些都是在暗处完成的,因为邪恶的、不合理的规则正在压迫与边缘化你。

我将任命你们为所有权利的监管职位!不允许失败的事也理当不允许对政府缺乏监管。

这是我成为总统后将会做的事。我将寻求和欢迎任何好主意,并且将伴随着一张大额支票。(暗示性地拿着支票扫过脸颊)

谢谢你们。谢谢。最后我只想让你们再想一想一件事。我想要全部银行家、金融家、交易员、对冲基金经理达到他们统治宇宙的天赋潜能。请就此使命加入我——让我们一起努力吧!

刘鹤：中国必须这样规避经济危机！

来源： 共识网（综合自《比较》、第一财经资讯等；2016-05-15）

作者： 刘鹤（中央财经领导小组办公室副主任，国家发展和改革委员会副主任、党组副书记）

几天前，人民日报头版头条刊登权威人士谈中国经济，称中国经济将呈 L 形走势的文章，占据了各大媒体头条，并将刘鹤推向了风口浪尖。坊间纷纷猜测，该权威人士就是现任中央财经领导小组办公室副主任刘鹤。原来，几年前刘鹤就曾因准确预判经济危机后走势，获取经济学界最高奖。那么，他究竟何许人？又曾有过哪些必须拜读的文章？

刘鹤：1952 年出生于北京，研究生学历，中国人民大学硕士学位，美国哈佛大学肯尼迪政府管理学院公共管理硕士(MPA)。现任中央财经领导小组办公室副主任，国家发展和改革委员会副主任、党组副书记。

2015 年 6 月，刘鹤执笔的《两次全球大危机的比较研究》获中国经济学界最高奖——孙冶方经济科学奖。

经济学家胡祖六推荐该文如下：

《两次全球大危机的比较研究》是刘鹤负责的一项重要课题研究报告之总结。从历史大视角考察了 20 世纪 30 年代的大萧条和 2008 年爆发的全球金融危机，以粗线条勾画了两次危机大背景与表症的异同，做出了一些颇有见地、值得重视的观察与评论，并针对中国具体情况提出了三点我认为很有价值的政策思考与建议。

刘鹤文章正确地指出危机爆发后决策者所面临的民粹主义，民族主义和经济问题政治意识形态化的三大挑战。在民主体制，这些挑战可能绑架政府危机处置的政策与策略，导致处置延误，甚至采取急功近利的，在中长期具有危害性的政策，比如保护主义。但我认为，美国迄今的政策把握还算比较平衡，并没有走极端。

需要特别指出的是，市场经济呈现固有的周期性波动，有时会发生严重的经济或金融危机，但不能因此就否定市场经济制度的巨大优越性。遗憾地是，全球金融危机爆发后，中国左派势力开始抬头，错误地认为西方资本主义破产了，结果中国近几年市场化改革与开放裹足不前，错失良机。通过客观认识评估西方金融危机，中国可以吸取有益的教训，从而帮助我们今后更有效地维持金融系统稳定性，更好更快地推进整体改革进程。

《两次全球大危机的比较研究》全文

文/刘鹤(中央财经领导小组办公室副主任)

本次危机爆发之后，我们一直在思考这次危机可能延续的时间、可能产生的深远国际影响和我们的对策。从 2010 年起，我们开始启动对 20 世纪 30 年代大萧条和本次国际金融危机的比较研究，邀请了中国人民银行、银监会、社科院、国务院发展研究中心、北京大学等单位的研究人员参加，这些单位都完成了十分出色的分报告，本文是此项研究的总报告。总的看，金融和经济危机的发生是资本主义制度的本质特征之一。工业革命以来，资本主义世界危机频繁发生，20 世纪 30 年代大萧条和本次国际金融危机是其中蔓延最广、破坏力最大的两次，它们都是资本主义内生矛盾积累到无法自我调节程度后的集中爆发。

一、研究的目的、方法和基本逻辑

1. 这次研究的主要目的,是试图通过历史比较来理解过去,推测未来可能发生的变化。这样做的主要原因是:我们的工作任务之一是应对本轮金融危机,我们希望通过历史比较使自己的工作获得主动性。当我们开始进行这项工作后,立刻产生了强烈的好奇心,对结论的好奇使我们对这项研究工作的兴趣全面上升。

2. 在一些自然科学领域,理解和判断往往在实验室进行,而社会科学没有研究实验室(自然科学中,一些学科也无法通过实验室验证,比如宇宙天体学、气候学、生命科学等),当统计数据不充分、研究对象又十分泛化时,替代的研究方式可能是进行历史比较。正如在自然界存在着气候变化长周期一样,在经济社会发展领域,只要时间的跨度足够大,也会发现历史的重复现象或者相似之处(康德拉季耶夫 1925 年提出,资本主义世界存在以固定资产投资为驱动的大约 45~50 年的经济周期。熊彼特 1939 年提出,以技术创新为驱动存在大约 48~60 年的经济长周期。范杜因在 1979 年的《经济生活中的长波》中提出,技术创新具有寿命周期,并将长技术周期分为四个阶段。弗里曼在 1982 年的《失业与技术创新——关于长波和经济发展的研究》中,着重从技术创新扩散与就业关系的角度对长技术周期进行了分析)。令人欣慰的是,这两次危机之间实际间隔约 80 多年,如果加上上次大萧条之前的历史背景时间,可用于比较研究的时间超过百年。这一百多年的时间内,发生了两次重大的技术革命,人类也经历了两次最大的繁荣与萧条的更迭,这使得这个宝贵的时间成为进行比较研究最难得的实验场所。

3. 本研究的基本逻辑是历史的周期率。我们认为,周期性是历史变化和自然界的本质特征,也是资本主义制度的重要特点。历史在时间跨度足够长时会不断重复自己,经济社会发展的周期率首先表现为繁荣与萧条的交替,但这种交替只是分析问题的起点(参见《资本论》关于经济周期的描述)。本研究的主要任务,是试图发现在两次繁荣萧条之中那些最引人注目的事件发生的先后顺序和相似程度,更准确地说,这项研究是试图理解两次危机发生前技术和经济背景的类似性,刻画在这样的背景下政府行为和大众心理的特征,描述两次危机的宏观发展轨迹,从而为应对危机的决策提供依据。

4. 历史重复自己有线性方式,也有非线性方式,有符合逻辑的精准变化规律,也有逻辑不清的意外变化,甚至还有很多无法解释的历史困惑,这一切既是进行这项研究的迷人之处,也是它的难点所在。在下面的报告中,我们将按照马克思主义的分析方法,归纳两次危机的不同点,试图总结出两者的共性特点,并得出初步的政策结论。由于历史事件和比较的对象极为宏观,可以用于翻阅资料 and 进行数据比较的研究时间十分有限,我们的描述选择了较为粗略的方式,描述的重点是“是什么”而不是“为什么”。即便是对“是什么”的描述也十分困难,因此这项研究大纲仅是更深度研究的起点。

二、两次危机的区别点

在提炼两次危机的共同点之前,十分有必要看到两次危机存在的巨大区别。非常明显,两次危机对人类社会造成灾难的程度不同。从危机爆发初期的情况看,1929 年大萧条造成的经济总量损失和商业破坏要大大超过本次金融危机。但本次金融危机的后续发展演变日趋复杂,美国失业率连续两年多居高不下,持续维持在 9% 上下,房价仍在低位徘徊,复苏过程曲折反复;欧洲主权债务危机影响不断深化,经济社会政治产生共振,负向反馈,不确定性和风险持续提高。总的来看,这次危机尽管短期杀伤程度要轻,但调整可能需要更长时间,深度影响难以估计。归纳起来,两次大危机有几点主要的区别:

1. 人口结构不同。人口结构特别是年龄结构对经济社会发展具有十分重要的影响,对政府制定公共政策也会产生重要的作用。大萧条期间的人口年龄较轻,中等收入者比重偏低,受教育程度也不高。而本次危机发生的时候,人口的年龄已大大提升,特别是发达国家普遍进入老龄化社会(以美国为例,1929 年 65 岁以上人口占总人口的 5.3%,2007 年则占 12.6%(数据来源:美国国家统计局)),中等收入者比重上升,受教育程度提高,福利化制度和人口年龄因素造成劳动力的市场适应性减弱,人们更

乐于维持现状而不是变革。

2. 技术条件不同。大萧条发生在第二次技术革命之后,而本次危机发生在第三次技术革命之后,在两次技术革命之后,人类技术进步的程度大大提高。特别是在军事领域,核武器的发展使得主要国家具有相互制衡的能力,鲜有国家寄希望于通过世界战争解决国家利益争端。相反,核力量造成的“恐怖平衡”成为维护世界和平的重要因素。同时,本次金融危机是在信息化技术高度发达条件下产生的,这会加重风险的扩散和共振,使这次危机的传播速度更快、范围更广且市场同步波动更明显。

3. 发达国家的经济和社会制度发生了进化。大萧条后,资本主义国家吸收社会主义理论,社会保障制度在发达国家普遍建立,宏观经济管理制度从无到有且日趋完善,经济和社会发展建立了稳定器和刹车系统。另外,本次国际金融危机发生后,基于对上次大萧条的认识,主要发达国家政府都对经济进行了快速的直接干预,在较短时间内改变了经济自由落体的状态。因此,本次危机对经济和社会的短期损害还没有达到上次大萧条的程度。

4. 全球化的程度不同。在联合国、国际货币基金组织、世界银行的框架下,各个国家之间的相互依存度大大提高(1928年全球贸易占世界GDP的16.7%,2007年则占51.6%(数据来源:商务部网站))。目前全球的货币制度以纸币为基础,有管理的浮动汇率制度替代了传统的金本位制度,资本市场开放的程度大大提高,跨境投资现象比较普遍(20世纪80年代以来全球对外直接投资发展迅猛,1980年总额为5190亿美元,2007年达到18330亿美元,年均增长5%,高于同期全球GDP3.4%的增长率(数据来源:IMF网站, Wind数据库)),跨国公司的全球布局使得单个国家的利益和其他国家的利益更加交融。虽然会有保护主义的思潮和损人不利己的种种行为出现,但是这些做法将损害本国政府、企业和居民利益,因此将是短命的。

5. 新兴国家崛起和全球经济格局不同。上次危机是资本主义世界的危机,欠发达国家受到严重的外部震荡,但只有消极接受的无奈,没有力量拉动全球经济回升。而本次危机截然不同,全球力量出现了结构性变化(1929年美、欧、日以外的亚非拉国家GDP合计占世界GDP的23.3%,2010年则占到42.6%,危机期间的2009年金砖四国对全球经济增长的贡献达90%(数据来源:《世界经济千年史》,人民网等)),在发达国家内需下滑的时候,世界出现新的经济增长发动机,这些国家的巨大需求对经济下滑的拉升作用加大,全球经济危机可能从中心扩散到外围,但是从外围折射到中心的力量巨大。

三、两次危机的共同特点

通过比较研究,关于两次危机的共同之处,我们侧重于从政治经济学的角度进行归纳。初步得到十点结论,简要描述如下:

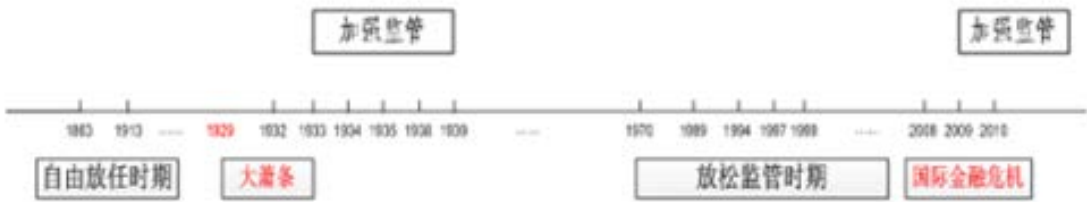
1. 两次危机的共同背景是都在重大的技术革命发生之后。长周期理论认为,技术创新引起繁荣,繁荣又是萧条的原因,重大的技术革命引起大繁荣,毫无疑问也会引起大萧条,这是历史周期率的重要表现。1929年爆发的大萧条是在第二次技术革命后发生的,而这次危机则发生在“第三次浪潮”之后(以电力技术的广泛应用为驱动力的第二次技术革命开始于1870年,到“二战”结束。以电子计算机、原子能技术、航天科技为驱动力的“第三次浪潮”开始于1945年,1978年IBM推出个人计算机,开启了以信息技术的广泛应用为驱动力的信息和新经济革命)。重大的技术革命总是使生产力得到极大程度的解放,这不但改变着生产函数和产生“毁灭”的创新效应,而且每次技术革命都对社会结构、地缘政治、国家力量对比产生深远而根本性的影响。如果生产关系调整滞后于技术创新后生产力的发展,上层建筑调整滞后于经济基础变化,潜在的危机风险必然加大。对这个问题,著名经济学家熊彼特做出过十分到位的描述,康德拉季耶夫也做过大量研究。所不同的是,从技术革命发生到产生危机的时间大为缩短,1870年以后发生的电力技术革命到发生1929年的危机间隔了60余年,而1980年以后发生的信息技术革命与本次金融危机之间只隔了30余年。其警世意义在于,今后当重大的技术革命发生之后,不仅需要认识它的进步作用,抓住它带来的机遇,同时也要充分意识到重大变

革会随之出现，充分估计震动性影响和挑战。

2. 在危机爆发之前，都出现了前所未有的经济繁荣，危机发源地的政府都采取了极其放任自流的经济政策。1929 年大萧条之前，柯立芝总统实行了以放任自流著称的经济政策，政府对市场经济的运行基本保持缄默，金融利益集团也对放松监管、推动金融自由化发挥了巨大影响。在此期间，新技术的推广和应用首先集中在电力行业和汽车行业，自由竞争使主要行业的产业集中度和垄断程度大幅度提高，劳资对立由于经济繁荣得到一定缓解，而弱势的农业相对衰退，埋下了产业失衡、收入分配差距扩大和经济投机性增强等种种隐患。但不管怎样，经济的放任自流政策创造了著名的“柯立芝繁荣”。在本次金融危机发生之前，在强大的产业和金融利益集团作用下，从克林顿到小布什政府也都采取了经济自由化的政策，在某种程度上，其实际的经济放任程度和对监管的放松接近甚至超过里根政府的做法。在此期间，新技术的推广应用使信息通讯产业和互联网经济得到快速发展，房地产业的繁荣已经出现，美国经济确实出现了人类社会有史以来最长久的繁荣，人们乐观地认为，由于互联网技术的发展，传统的商业周期已经不复存在。在两次繁荣期间，经济的自由放任和企业家创新精神的发扬互为补充，推动着经济的高增长，但也与后来危机的发生存在某种逻辑关系。十分明显的是，发

表 1 美国两次危机前产业结构变化

	大萧条前	本次危机前
	1919—1929 年	1980—2007 年
新兴产业	收音机销售额由 4500 万美元增加到 8.42 亿美元	金融地产业占 GDP 份额由 15.1% 上升到 20.7%



达国家已经出现了制造业的衰落，越来越多的劳动者已经无法适应产业结构的快速变化，过度负债的经济模式已经充满风险(见表 1、图 1)。

3. 收入分配差距过大是危机的前兆。两次危机发生前的另一个共同特点，是少数的人占有较多的社会财富(见图 2)。大萧条期间所表现出的，是私人占有和社会化大生产之间的矛盾，表现形式是实体经济产能过剩和有效需求不足。这一次危机则与全球化、互联网和知识经济的发展、经济虚拟化程度提升、不同国家人口结构的变化有更多关系。但最突出的表现是，生产资料名义所有权和实质支配权分离，权力集中到虚拟经济领域极少数知识精英手中。分配差距也不仅表现在一个国家内部不同的社会群体之间，而且表现在传统的发达国家和新兴市场国家之间。在全球化和互联网全面发展的过程中，世界经济形成了相互依赖的三角形循环，新兴市场国家成为全球制造中心，资源富足国家提供原材料和能源，发达国家通过负债消费，拉动新兴市场国家产能利用。虽然形式上的变化很多，但是产能过剩和有效需求不足的矛盾仍然是主要矛盾。



数据来源: Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty, Emmanuel Saez. “Top Incomes in the Long Run of History”, Journal of Economic Literature, 2011年第3期。

政府倾向于更多地采取民粹主义政策宣示, 安抚民心。上次危机美国总统作出“每家的后院有两辆汽车、每家的锅里炖着一只鸡”的承诺; 而这次危机发生前, 两任总统都承诺提高住房自有率(在 1995 年美国住房与城市发展部发布的《国家住房战略》中, 克林顿提出: “要实现住房自有率在本世纪末达到历史最高水平”。2004 年 10 月小布什在华盛顿竞选连任的演讲时提出: “任何一个家庭搬进自己拥有的房子都会感到美国比其他国家强”)。欧盟国家从 20 世纪 90 年代末以来, 税收占 GDP 的比重持续下降, 但社会福利支出占 GDP 的比重持续上升, 社会福利安排出现过度化倾向, 但绝大部分政治家难有决心和胆量压缩福利。民粹主义承诺改变了大众的福利预期, 加大了对政府的依赖, 也放松了



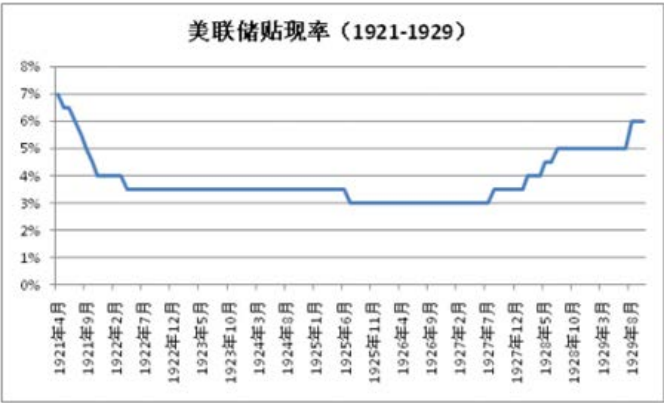
自己的奋斗决心, 是效果极其负面的腐蚀剂。致命问题是, 一旦大众的福利预期得不到满足, 社会心理很快发生逆转, 并形成蔑视权威、拒绝变革和仇视成功者的强烈氛围。与此同时, 超出收入能力的过度财政负债和福利主义相应成为一种习惯, 这种习惯在政府和民间相互影响, 其破坏力在目前的欧债危机中得到充分体现。对这个问题, 桥水投资基金的戴利欧先生在“和谐的去杠杆化”一文中, 对政府和民间的去杠杆化过程

做了精彩描述。文章认为, 每隔 70 年左右的一次高负债都伴随着一次经济危机(见图 3), 在这期间工资增长都超过劳动生产率的增长, 负债增长都大大超过税收能力。

图 3 1870-2010 美国债务率数据来源: 美国经济分析局

5. 大众的心理都处于极端的投机状态, 不断提出使自己相信可以一夜致富的理由。两次危机前的产业神话和收入分配出现的巨大差距, 往往导致资本主义制度下的社会心理状态出现变异。改变其社会地位的急切心情, 使大众都开始追求一夜暴富, 人们宁愿相信各种投机奇迹, 人类本性中的贪婪和健忘达到前所未有的程度, 没有多少人可以经受泡沫产业的诱惑, 社会心态浮躁具有普遍性, 在宽松货币环境和以提高杠杆率为实质的金融创新助推下, 大量举债进行高风险投机, 产生了巨大的资产泡沫, 大萧条前主要是股市泡沫, 这次危机前是房地产泡沫。正如加尔布雷思所描述的, 当经济处于过度繁荣状态的时候, 没有人不相信泡沫会继续膨胀, 人们不是找出理由使自己理性, 而是找出理由使自己相信盲目冒险的正确性。可以肯定的是, 在特定的历史阶段和制度条件下, 人类这种自我膨胀的说服力量和缺乏理性是导致危机的重要原因。由此我们也可以提出一个相关的质疑: 经济学关于理性人的假设是否具有永恒性?

6. 两次危机都与货币政策相关联。在两次危机之前，最方便的手段是采取更为宽松的货币信贷政策。大萧条前，泛滥的信贷政策引起了股市的泡沫和投机的狂热;在这次危机前，美联储极其宽松的货币政策、金融放松监管和次级贷款都达到前所未有的水平，使得经济泡沫恶性膨胀。在经济泡沫导致消费价格上涨的压力下，货币当局不得不采取紧缩货币政策，从而捅破了泡沫，改变了投机者的心理预期，使得迟早发生的事终于发生(见图 4)。两者的主要区别在于，1929 年大萧条还没有明确的宏观经济理论指导，而本次金融危机则是宏观经济政策长期服从于政治选举目标。两者的共同之处在于，货币当局对宏观经济形势都缺乏准确的理解，大萧条时期美联储的决策者基本没有总需求管理的意识，而这次美联储则对已经全球化的世界经济与美国作为储备货币国



所应该执行的货币政策认识很不到位。图 4 两次危机爆发前的货币政策

7. 危机爆发后，决策者总是面临民粹主义、民族主义和经济问题政治意识形态化的三大挑战，市场力量不断挑战令人难以信服的政府政策，这使得危机形势更为糟糕。在面对严重危机的时候，主要国家在应对政策上总犯同样的错误，特别是应当采取行动的时候总会错过时机，应当采取宏观扩张政策的时候则采取紧缩政策，应当开放和进行国际合作的时候往往采取保护主义政策，应当压缩社会福利、推动结构改革的时候却步履艰难甚至反复和倒退(2012 年欧债危机持续发展，法国、希腊、西班牙等国的民意普遍左转，民族主义和极左、极右势力明显抬头，大选之年政府不得不迎合民意，许多有利于债务问题解决的政策难以实施，欧债风险迅速上升)。这些明显的错误在事后看起来显得可笑，但对当事人来说，实施正确的政策却困难重重。这是因为，大危机在人的一生中往往仅会遇到一次，决策者缺乏经验，又总是面临民粹主义、狭隘的民族主义和经济问题政治化这三座大山，政治家往往被短期民意绑架、被政治程序锁定和不敢突破意识形态束缚，这几乎是普遍的行为模式，这一点在最近的希腊危机中表现得最为明显。同时，在市场大幅波动中获益是大金融资本的逐利本性。在一些国家软弱的政府政策面前，国际金融市场力量往往起到“树欲静而风不止”的作用，这种力量又与在野的政治力量相结合，使得当政者处境岌岌可危。特别需要强调的是，两次危机中的市场力量从来都是高度政治化的力量。如果仅从经济角度认识问题而忽视其政治属性，就会犯重大的判断性错误。

8. 危机的发展有特定的拓展模式，在它完成自我延伸的逻辑之前，不可轻言经济复苏。在经济危机的过程中，会发生很多意外事件，它们似乎是一些小概率事件，由运气决定。但事实并非如此。经济一旦从正常状态转入危机状态，它就开始以一种不同寻常的方式循环。危机往往从经济大幅跳水开始，由泡沫破裂走向失业率攀升，由经济困境加重转向社会矛盾激化，由经济社会领域转向政治领域乃至军事领域。在这个过程中，政府面对超高的负债率，先是在财政上采取紧缩政策，去杠杆化进程开始，随后经济泡沫破裂所带来的经济压力往往通过货币贬值和债务重组得以缓解。而后，在经济未实现好转之前，通胀上升和股市繁荣往往带来一次虚假复苏，但很快会遇到经济的二次探底。在 1929 年的大萧条中是这样，在这次国际金融危机中已经出现了这种迹象：美国金融危机一度出现缓解，但欧债危机却出乎意料地全面恶化，系统风险迅速上升，全球经济可能由此进入第二轮危险期。同样，当国内矛盾激化到一定程度之后，就会向外部转移和推卸责任。危机的自我拓展只有走完全过程才能达到新的平衡点，大危机一旦发生就注定是一个较长的过程。上次大萧条最极端的情况是希特勒通过民选方式上台和第二次世界大战爆发。当前特别需要重视的是，在危机自我逻辑实现的过程中总会出现意外事件，一连串的失控和误判也屡屡发生。目前，欧债危机正在深化，中东形势很不确定，经济、



图5：危机发展过程中的意外事件不断

数据来源：Reuters Ecowin。

同时，全球通缩压力、欧洲主权债务恶化等导致的负面效应显现，全球经济又一次进入十分困难和复杂的境地。前一段兴起的心理学、经济学和政治学相结合的不少研究引人注目，目前兴起的关于国家资本主义的呼声提高，这说明全球都在等待着理论创新。这次理论创新可能围绕全球经济最实质和困难的问题展开：世界出现的总需求萎缩和资本、技术与劳动力在全球宏观配置失衡的局面，加上一些国家的经济增长陷入绝境，既带来本国的社会政治问题，也快速向全球传染，怎样解决这个问题尚无明确思路。在经济全球化条件下，单个国家解决这些问题的能力明显不足，而大国相互合作又如此困难，急需提出一个可行方案，解决这个全球性的复杂问题。我们看到，全球经济的恶化又一次产生巨大的倒逼力量，这在最近结束的欧盟峰会上已经体现出来。同时还要看到，尽管理论创新十分重要，但全球经济能否走出危机，又在很大程度上取决于外部运气因素，这在 1929 年大萧条的末期表现得十分充分。

10. 危机具有强烈的再分配效应，它将导致大国实力的转移和国际经济秩序的重大变化。“基辛格定律”可能被再次验证。基辛格在他的名著《大外交》一书中开宗明义地指出，世界每隔百年会出现一个新的全球大国。这个判断可能被



两次危机所证实。大萧条后世界经济重心由欧洲转向美洲，美国在世界经济中发挥主导作用，美元占据支配地位，联合国、国际货币基金组织和世界银行诞生，世界经济政治格局发生重大变化。这次危机发生后，全球发展的重心向亚太地区转移，二十国集团(G20)平台产生，世界实力对比正在急剧变动，国际经济秩序正在发生变化。从这个意义上看，危机不仅具有对生产力发展的破坏作用，也有积极的创新作用，更有强烈的再分配效应。总之，大危机所分配的不只是一个国家国内的财富，而且是国家之间实力的对比。危机的再分配效应是无法抗拒的，世界经济秩序将继续发生稳步但不可逆转的重大变革(见图 6)。

政治、社会、历史、文化等方面的冲突相互交织，在这种情况下，我们对本次危机可能出现的重大风险必须有充分的思想准备(见图 5)。

9. 危机只有发展到最困难的阶段，才有可能倒逼出有效的解决方案，这一解决方案往往是重大的理论创新。大萧条后，世界在绝望中发生了凯恩斯革命。在这次危机中，虽然凯恩斯理论再一次获得生命力，但人口老龄化、全球产能过剩、资源约束强化所导致的潜在生产能力下降，加上劳动力市场更加“粘性”，使单纯扩张总需求的政策撞到天花板。

一个新的全球大国。这个判断可能被两次危机所证实。大萧条后世界经济重心由欧洲转向美洲，美国在世界经济中发挥主导作用，美元占据支配地位，联合国、国际货币基金组织和世界银行诞生，世界经济政治格局发生重大变化。这次危机发生后，全球发展的重心向亚太地区转移，二十国集团(G20)平台产生，世界实力对比正在急剧变动，国际经济秩序正在发生变化。从这个意义上看，危机不仅具有对生产力发展的破坏作用，也有积极的创新作用，更有强烈的再分配效应。

四、三点政策思考

两次危机的比较研究，使我们得到不少思想收获，也受到很多启示。考虑到我国加快推动经济发展方式转变、全面建成小康社会的历史背景，在诸多可以选择的政策建议中，这里主要想提出三点思考。

1. 树立底线思维方法，对危机可能出现的最坏场景做出预案。比较研究的结论和目前欧债危机的加速恶化形势告诉我们，必须树立底线思维的思想方法，对危机态势做最坏的准备，同时努力争取较好的结果，既要应对突发性外部冲击和震动，又要做好应对危机结构性变化的长期准备，只有这样，才能使我们立于不败之地。目前有两个场景必须预防：一是危机升温而产生的巨大外部震荡；二是危机迫使一些国家转嫁灾难而走向变换形态的战争。虽然这两个场景在近期出现都是小概率事件，但必须防患于未然。

2. 把握我国战略机遇期内涵的重大变化，谋求中国利益和全球利益的最大交集。比较研究的结论也可以告诉我们，我国所处战略机遇期的内涵已经发生重大变化。从经济意义来说，在本次危机前，我国的战略机遇主要表现为海外市场扩张和国际资本流入，我国抓住机遇一举成为全球制造中心。本次危机发生后，全球进入了总需求不足和去杠杆化的漫长过程，我国的战略机遇则主要表现为国内市场对全球经济复苏的巨大拉动作用和发达国家呈现出的技术并购机会和基础设施投资机会。我们应牢牢把握这些实质性变化，认真分析我国与大国经济体在新的历史条件下所出现的巨大利益交集，明确提出解决全球增长困境问题的方案，在外部条件明朗化后稳步加以实施。

3. 集中力量办好自己的事，抓好重大课题的务实超前研究。比较研究的结论还告诉我们，无论国际风云如何变幻，集中力量办好自己的事是我们应对外部巨大冲击、实现我国和平崛起的根本之策。我们要借鉴历史上大国崛起的经验，警惕卷入不必要的国际事件，切实集中力量、重点突出，扎扎实实地办好自己的事。我国正处于全面建成小康社会的关键时期，建议从顶层设计的角度出发，对一些需要集中力量办好的事进一步务实研究，尤其需要增强全球视野，提高定量化程度，使研究成果具有可操作性。

今天中国经济为何面临困境？

来源：深圳创新发展研究院（2016-05-01）

作者：邱晓华（著名经济学家，澳门城市大学经济研究所所长，民生证券首席经济学家，国家统计局原局长。）

（原编者按：4月23日上午，著名经济学家邱晓华先生在深圳创新发展研究院智库报告厅第四期发表了题为《2016 中国宏观经济走势分析与预测》的演讲。以下内容根据邱晓华先生演讲整理，未经本人审阅。）

邱晓华：谢谢思平理事长，谢谢唐院长，谢谢大家在周末牺牲休息时间到这边来陪我一起就当前的中国经济形势作一个交流。非常荣幸来到创新发展研究院这个权威的机构里面给大家作报告。

我主要讲几个方面：第一，简单回顾一下上一程的中国经济，这有助于我们认识当下的中国经济。第二，从当下看中国经济发生了哪些变化，然后从这些变化中再来看看下一程中国经济会有什么样的变化。着重就几个问题：增长问题、通胀问题、汇率问题、房地产问题、股市问题，分别谈一下未来的一些发展态势。如果有时间，我再就“十三五”几个主要的问题再谈谈，我认为在“十三五”时期

应该去关注哪几个方面的走向,或者我们在自己的工作、生活中,哪几个问题跟我们的关系会比较密切一些。如果还有时间,再对眼下的时局谈一点个人的看法。

一、从改革开放到本世纪前十年的中国经济

1 1978 到 2010 年中国经济发展特征:快

从 1978 年开启的中国改革开放以来的中国经济,到 2010 年算是上一程的中国经济。上一程的中国经济大家印象深刻的肯定是一个字:快。在上一程发展中,中国方方面面都发生了很快、很大的变化。

有几个方面的关键数据:

第一是增长速度。应当说在过去三十年的时间里面,世界经济每走一步中国大概走两步半,我们就以这个快节奏去追赶世界前进的步伐。世界经济平均每年以 3%—4% 的速度增长,而中国是在以 10% 左右的速度增长。因此,我们快速地由一个不显眼的经济体,先后超越了加拿大、意大利、法国、英国、德国、日本,七大工业国我们先后赶超了六大工业国。到 2010 年,我们已经仅次于美国,成为世界第二大经济体,站上了一个所谓的“10 万亿美元经济体的新台阶”。

每年以 10% 左右的速度增长——虽然有波动但是平均是 10% 左右,这对中国来说确实是一个快节奏的变化。用世界银行的评价来说,中国用了不到一代人的时间,就取得了别的国家要用几代甚至更长的时间才能取得的进步,走出了一个大国实现经济快速发展奇迹的道路。而今天大家还在探寻这个奇迹的奥秘在哪里。

第二是中国的贸易。在 1978 年的时候,中国的进出口规模也就只有 206 亿美元,在全球也是不显眼的。但是现在进出口的规模超越了 4 万亿美元,已经超过了美国,成为世界最大的贸易大国。平均每年以 16% 的速度增长,这个增长速度也是很快的。所以走到世界各地,都能够看到“中国制造”的商品,因为我们的贸易在全球范围之内已经占有很大的比重。

第三是中国的制造业。中国的制造业在上一程的经济发展进程中间,平均每年以 20% 左右的速度快速成长,在绝大多数工业产品领域,中国的产品产量都已经位居世界的前列,成为世界最大的制造业大国。原来是德国、美国、日本,现在中国是世界最大的制造业大国。当然这个制造还不是一个最高端的制造,但是从整个制造业的产出水平来衡量,中国已经是最大的。我们现在无论是钢铁、发电、煤炭、电视机、洗衣机等等,几乎所有的大宗工业品产量,在世界都是排在前列的。

第四个数据是跟老百姓生活相关的。在上一程经济发展中,中国的绝对贫困人口从 2 亿多迅速减到 6、7 千万人,现在应当说减贫的速度在全球范围内也是最快的。老百姓的实际收入水平平均每年增长 7%,每十年增长 1 倍,这三十多年,我们是增长了 3 倍以上。老百姓在银行的存款余额在 1978 年只有 210 亿人民币,现在已经是 40 多万亿人民币。所以老百姓的财富从纵向比较,应该说也是增长得很快的。

以上就是上一程中国经济几个主要的方面,快节奏的变化。

1 上一程中国经济高速发展得益于内外因素良性互动

大家就会问,快节奏是什么原因来推动的?大家做过很多的探讨,归结起来就是内外两个因素形

成了一种良性的互动。

外部，国际冷战结束，“和平、发展、合作”成为世界的大趋势，产业由西向东转移，全球化的趋势迅速兴起，对于整个外部世界形成了一个难得的和平红利释放期，形成了一个难得的全球化红利的释放期。历史上也曾经有很多次这样好的发展外部环境，但是中国都失之交臂，人家在快速发展，我们在搞“文化大革命”，或者是搞自己内部的折腾。而这一次中国抓住了。

这一次之所以抓住，就是因为国内环境也发生了很大变化，这就是国内的动乱纷争结束，党和政府把经济建设放在一切工作的中心，取代了过去扰乱我们思想或者是搞乱社会的“阶级斗争为纲”的这样一个思想路线。因此，党和政府实施改革开放的新政，把长期压抑着国内的、企业的、民众的、地方的、方方面面积极性的魔咒给打破了，潜力就像泉水般地涌现出来。因此，人口、资源等各种要素的红利，各种被压抑的创造性，都在这个时期快速地释放出来，因为国内出现了难得的稳定发展的黄金时期。

大家知道上一程经济发展中，中国只在1989年出现过短暂的一阵“动乱”，大多数的时间从上到下还是集中精力在搞经济建设。所以，大家记得那经典的两句话“一心一意谋发展，聚精会神搞建设”。发展是第一要务，发展是硬道理，那个时候应该说全党、全国都聚焦在“发展”上。难得有了这样一个稳定发展的黄金时期。

这就形成了一个内外两个因素良性地互动。内部如果还在搞阶级斗争，外部再好的环境都抓不住。如果说外部很差，内部想怎么样弄也不行。一个最浅显的道理，一个国家的发展是不能靠封闭来发展，它一定是在开放中来发展。所以说没有一个好的外部环境，肯定也是发展不好，而上一程发展中，应当说中国很幸运，内外形成了一种良性的互动——国际冷战结束，国内动乱结束，“两乱”结束之后，形成了中国一个好的发展环境时期。所以各种红利推动了中国经济的快速成长。

1 今天中国经济为何面临困境？

今天，中国经济突然之间由快到慢，经济始终面临下行的压力，企业深感各种的困扰。大家就会问了，为什么一下子中国经济出现了少有的困境？一定意义上可以说，眼下的中国经济是改革开放以来，不说是最艰苦的阶段，至少是一个很艰巨的阶段。艰巨表现在哪里？就是表现在经济不再那么景气，微观层面的困难比过去急剧增多。

大家问“为什么？”我想，主要原因也是因为内外两个环境经历了上一程快速发展之后也发生了新的快速变化。这就好像一个人经历了快速的前进之后，他身上的各种内在的一些肌体上的一些问题开始有所反映了。形象地说，他身上的高血压、高血糖、高血脂这些身体的症状发生了变化，虽然不至于马上影响人的生命安全，但是这些问题已经使得这个肌体开始感觉到乏力，开始感觉到各种的难受。

首先，就是因为内部的环境已经开始改变。

第一，市场变了。

中国已经不再短缺，中国已经从短缺的市场变成了相对过剩的市场。因此，眼下东西卖不出去成为困扰中国经济、困扰我们企业最突出的一个问题，如何开拓市场成为最大的一个问题。为什么市场的东西卖不出去，我想两方面的因素可以帮助大家来认识这个问题：

从供给面来看，我们的发展阶段从低收入到了中等收入。发展阶段变了，但是我们的生产体系并没有发生根本性的改变。我们生产的产品大多数还停留在低端，它满足不了发展阶段改变之后的市场需求，所以才有了大家看到的，中国人到日本去抢购马桶盖、电饭煲之类的东西，到欧美去抢购各种

高端的东西，到韩国去抢购各种化妆品等等。很多人对消费的眼界高起来了，对产品的质量、产品的性能、产品的安全有更高要求，国内的生产满足不了这一部分人的市场需求，每年这一块上千亿美元需求到国外去了。这是我们的生产跟不上发展的变化，我们的产业还大多数停留在低端领域，因此造成了生产与销售之间的不适应吗。

这是生产结构的不合理造成的，这是供给层面的问题，也是为什么突然间供给侧结构性改革变得这么热的原因。就是我们的生产体系出现了问题，即使再刺激需求，这一块也不可能会恢复到昨日短缺时代的“萝卜快了不洗泥”，什么东西都可以卖出去、都可以卖一个好价格，这样的年代已经结束了。要满足消费者新需求的东西才能卖出去，而这一块的供给能力是严重不足的。也就是落后的供给是过剩的，已不适应市场的新变化了。

这是供给面的问题，这也是所谓的“中等收入陷阱”的第一个障碍。如果生产体系不能随发展阶段的变化而变化，生产的东西就可能卖不出去，经济发展就可能掉入这个陷阱里面去了。也就是，如果生产不能转型升级，经济就可能失速，失速雁 6 就会掉到这个陷阱里面去了。所谓的“中等收入陷阱”，第一个问题就是生产体系要随着收入水平的提升不断地提升，如果不提升的话，到一定的地方就会停下来，你就走不动了，爬不上去了，这样就会滑到陷阱里面去了。

从需求面来看，中国经济的市场问题当然有诸多的原因，第一是体制，体制的原因也是造成目前市场问题突出的一个原因。体制的原因表现在哪里？首先是中国城乡的体制很不合理。表现在工业化快速发展，城市化严重滞后，以及随之而来的城乡差距的明显扩大。这两个体制性的问题，城市化跟不上工业化，农民跟不上现代市民的进步，那种体制方面造成的原因，出现了农民买不起工业品这样一个现实的问题。大家知道，中国的工业化已经走完了 2/3 的路程，中国的城市化才刚刚走过一半的路程，到去年达到 55% 的城市化水平。而这 55% 又是一个需要打折的，因为还有数亿人不能真正在城里平等地享有住房、医疗、教育、就业、社保等公共服务、公共权利。所以按户籍的人口统计城市化的水平不到 40%，只有 39%，这就是一个城市化跟不上的问题。就算是 55%，跟 75% 比较也差 20%。40% 的水平跟 75% 相比差 35%，差距更大。

如果说只是城市化跟不上工业化这个差距，问题可能也不是很大。因为如果城乡居民收入分配差距不大，市民农民大家都一样，问题也不大。问题恰恰是中国城乡差距特别明显，表面上看城乡差距 1: 3，农民的收入、农民的消费和城里比较只相当于他们的 1/3。但是如果再进一步分析，城里人还可以从两方面享受更多的隐性福利，从政府、从单位享受的住房、医疗、教育、交通各种隐性福利，如果把这一块加进去，中国的城乡差距其实是 1: 5。这么一个悬殊的差距，当然就进一步地放大了城市化落后于工业化的矛盾，农民的收入没有达到跟工业化相适应的水平，以至买不起快速生产的工业品，形成了城乡市场的阻隔。

农民的收入为什么上不去？

第一，农民收入渠道很单一，就靠种植业、养殖业，和少量的进城打工的收入，没有稳定的收入来源。天灾或者其他因素的影响收入很快掉下来，不像城里面有各种各样的收入来源渠道。

第二，中国的农民跟别的大多数国家农民比较，没有多少财产性收入。作为农民，最大的财产就是土地，但中国土地所有权不属于农民，工业化、城市化增值最大的土地的收入，农民得不到大头。虽然大家在深圳，当时深圳的农民得到了，但那只是很少量的，拆除以后可能给他有一定的补偿，然后通过这个补偿能够发展起来。对于中国大多数农村来说，土地都是被低价拿走，大头都是被政府、被开发商、被企业给拿走了。每年数万亿的土地收益农民能够拿多少？去年土地收入虽然掉到 3 万多亿，但农民能够拿到的部分依然很少。这就是中国，这就是体制。农民在一个工业化、城市化中间本可以获得最大的土地收益，但他得不到。

同样，农民的住房虽然是他的财产，但缺那么一张纸，也就是缺少沟通房产证。中国的农民苦啊，有自己的住房没有房产证，没有这张证就不可能交易、不可能流通，不可能抵押，这就是中国的农民。这是体制造成的。虽然有大量的房产，但是他变现不了，所以有财产徒有虚名，没有变现为货币收入的这种可能性，除非在城里面的城中村可以出租，或者是大城市郊区可以搞一点出租，大多数中国农村的农民住房都是不可能变现的。

第三，农民缺乏信用消费保障。由于收入来源不稳定，缺乏财产性收入，这就造成了银行的信用消费不可能给予农民，可以说农民几乎很难享受银行消费信贷。大家知道银行提供信用消费至少有两标准，第一你的收入是不是稳定，有没有稳定的收入来源作保证，每个月有没有稳定的收入可以抵扣。第二，有没有财产可以做抵押。没这两条银行怎么会把信用消费的阳光普照给农民呢？这就进一步缩小了农民的购买力。城里人可以按揭买房，城里人可以按揭买大件的東西，广大农民除了在城里面一部分的已经进城的农民，大多数的农民都享受不到这种消费手段的支持，这就进一步地放大了购买力不足的矛盾，这就是体制造成的。

政策因素的改变也影响了市场的销售，政策的因素表现在两方面：

第一，城里面来说，这些年住房制度改革、医疗制度改革、教育制度改革，使得城市里人的收入有很大一块要用于这三方面的支出，也就是所谓的住房消费、教育消费、医疗消费。而过去这三块是福利性的，城里人的收入不需要用于这三个领域，都是由政府和单位提供福利保障。改革以后，福利性改变为市场性，城里人需要承担这三大领域的相当部分开支了。而在这 10 余年的时间里面，又出现了高房价、高学费、高医疗费用“三高”现象，造成了城里人有相当一部分人的经济负担明显增大。这三个领域就像一个黑洞一样把不少城里人的收入给吸走了。

像住房开支，在深圳、北京、上海等一线城市就业的年轻人，他每个月收入至少一半以上要用于住房，不是用来还银行的按揭，就是要用来支付房租，你租房就是房租，买房子就是按揭。城里孩子的各种学习、教育、培训的费用，也至少占城里人收入的百分之十几，甚至百分之二十几。还有医疗费用，过去公款报销，现在也要承担一定的比重。过去药价相对比较便宜，现在各种药都很贵。所以造成了城里面的相对贫困人口增加。本来我们从低收入迈入到中等收入，对于城里面来说应该有一个消费质量提升、消费水平提升的所谓的“消费井喷”的时期，但是中国并没有完全地出现。

很多人会说，中国不是有很多人出国购物吗？是的，有不少人出国，可以出国消费。但是中国是一个 13.7 亿的人口大国，眼下的中国大致是这样的，1 亿人左右进入了相对富裕的阶层，2 亿人左右迈入了所谓的中等收入的阶段，所以有 3 亿人是在中等收入以上的收入阶段，但是还有十亿多的人处在这个阶段之外。3 亿人哪怕 10%，3 千万人了，1% 是 300 万人，5% 就是 1500 万了，只要有 1 千多万人能够出国，那世界各地到处都是中国人。但是相对这十几亿人来说还是少数，不能因为出国的人多了，就觉得中国大多数人可以去国外消费了，觉得他们有很强的消费能力了。不是这样。不能因为这个忽视了城里人在过去十几年里面由于高房价、高学费、高医疗费用等等，影响了其他消费。政策性的因素改变了，原来都是单位、政府给你支付的，现在你要个人掏腰包了。这就像人们所说的，出现了所谓的新“三座大山”压在城里人的头上。

再看政策改革影响的第二方面。最近几年反腐败、八项规定，这些政策性的调整，它有历史性的进步意义，没问题，对中国的社会进步一定是好的。但是不可忽视在发展过程中一定对当期的发展造成一定的影响，因为中国是一个公款消费还占有相当比重的一个国家，高档香烟、高档酒、高档奢侈品、高档的各种商品，真正消费的主体不都是公款吗？是的，大多数都是公款。而政策性因素，把这条路堵上了。因此这几年高档商品、高档餐饮、高档服务业的市场迅速降温，这些消费需求没有了。

中国公款消费，从政府到国有企业（私营企业的角度也是公款消费，它是法人单位，它不是自然人，法人单位的消费应该都是公款消费），在整个消费品的零售总额里面占 1/10，你可以想象这个影

响力有多大。这种消费降温了。

政策影响的第三方面就是房地产。房地产市场今年第一季度虽然稍微有一阵的活跃,但是相对以前来说近几年已经快速降温。这是由于房地产政策变化的影响,造成了中国房地产市场的这种不稳定。大家知道房地产是产业相关系数、关联度、产业链条最高最长的一个领域,有60多个行业跟房地产息息相关,房地产好这些行业也好,房地产不好这些行业也不好。上游到建材,中游到各种加工,下游到各种装修、到各种家具、到各种电器,有60多个行业跟它相关。而中国的房地产从黄金期进入低迷期,景气时期房地产的投资年均增长30%以上,住房消费每年增长20%、30%,而去年基本上零增长,今年好不容易又回到6%的增长。去年的销售下降20%左右,今年又稍微升了一点。

房地产处于这样的一个剧烈的改变,固然有中国的人口结构改变的客观因素,但更多的还是我们政府自己政策的因素造成的。住房这个商品不是一般的商品,它是一个特殊商品,特殊商品应当有特殊政策,但是我们没有。住房的特殊性在哪里?从两个方面能够看到。

一方面它既是消费品,同时它又是投资品。因此,对这个商品应当是既有消费政策,也有投资政策,要有两类政策来分别地对待。但是我们没有,我们要不就不把它当做消费品,要不把它当成投资品。要紧缩的时候当成投资、投机品,要鼓励的时候就当成消费品了,始终没有摆脱出这样一个认识误区,即没有区别两类属性分别制定不同的政策。

另外一方面,住房它既有商品性的属性,又有社会福利性的属性,不完全是一个靠商品性政策就能够解决问题的,还需要有一定社会福利的政策来相配套,但是我们没有。要不就是1998年之前全部福利大家都不要买,让政府提供,单位也负责提供。要不就是1998年之后大家都要市场上买,政府和单位都不管了。我们的政策就是没有把这两个属性兼顾好。因此,我们的房地产市场就在这样一个政策下面,一会儿刺激,一会儿紧缩,一会儿再刺激,一会儿又再紧缩,反反复复地波动。这就造成了投资者的预期不稳定,造成了消费者的预期也不稳定。投资者投资的时候赶上紧缩,银行贷款借不到;消费者觉得这个政策,也许我今天买进去,明天你就紧缩了,价格一下子掉得很厉害,损失也很大。大家不能按照正常的投资消费的行为在市场上得到体现,造成了这个市场的混乱,造成了这个产业发展的不稳定,这就是政策不足所带来的,至今还没有走出这个困境。去年年底今年年初,深圳涨了百分之六十几,上海北京涨了20%、30%,广州涨了百分之十几。政府又急了,说一线城市房价又开始涨了,因而估计消费政策又开始改变,出台限制买房或不能买的政策。就这样来回地折腾,这就是政策不足。

此外,不能不提到外部市场的变化,2008年之后世界经济发生了变化,整个外部需求的减弱对中国的出口产生了很大的影响,出口在中国也是一个影响很大的领域,前面讲了中国是出口大国,肯定出口跟经济的关系很密切,我们的出口由过去16%的平均速度,到去年掉到了负增长,到今年还没有摆脱负增长,虽然今年3月份由于去年低基数有一个18.7%的反弹,但是今年1-3月还是下降4%多。出口商品的卖不动,主要就是国际市场需求变了。

第二,成本变了。

中国过去是低成本条件下的快发展,低成本驱动可以说是上一程经济发展的一个特点,如劳动成本在相当长时间里面是不变的。过去在深圳打工一个月是800—1000块,在改革开放后的十几年都没有变,那时候我在统计局经常观察这些数据,它基本上没有变,但是这些年劳动成本快速上升。同样过去企业的财务成本都受益于银行相对比较低利率的政策,现在企业财务成本大幅度地上升。过去不用考虑资源环境等这些问题,现在土地、电、水成本大幅度上升,环境治理的成本大幅度上升。所以在现阶段,中国已经告别了低成本的发展阶段,成本上升已经走上了一个不归之路。

因此，上一程我们在低成本下面可以做到的，在目前就做不到了。因为成本的上升大幅度地挤压了企业的利润，东西卖不到好的价格了，能卖出去卖不到好的收益了。这就是成本变了。企业为什么困扰，为什么它的盈利水平大幅度下降，以前是低成本，现在是高成本，即使你卖得动，你也卖不到好的收益了，利润的水平明显下降。

第三是环境变了。

空气、水、土壤都发生了很大改变，已经严重地影响了人民的生命安全。过去快节奏下面的那种带血的、黑色的 GDP 我们都可以要。而今天，你还走这条路吗？那不行了。这块你不能够再要了，高污染的产业就得调整、就得去掉了。所以环境的压力增大，使得过去可以不考虑环境问题而快速发展，这个领域也得慢下来。

第四是资源变了。

过去土地、水、油气、矿产这些资源，中国“地大物博”好象不缺，现在经过快速的发展消耗得差不多了，粗放的模式走不下去了，18 亿亩耕地的红线，土地不能够随便占用了。七八百个城市有五六百个城市严重缺水，高消耗水的产业不能发展了。中国的油气资源对外依存度很高了，每年数千亿美元的进口，这都是资源的约束，也开始出现了。

第五是债务问题越来越突出，影响了我们的发展能力。

地方政府债台高筑，20 多万亿的债务严重影响了地方政府扩张的能力，银行这些年经历了第一轮债转股之后又形成了大量的不良资产，新增上万亿的不良资产，在去产能上会可能还会暴露出来更多。企业负债率超过 100%，中国企业的负债率在世界范围内是最高的，达到百分之一百三十几。这些问题严重地影响了地方政府、银行、企业发展，而过去我们这方面压力不大，所以大家可以拼命地发展，现在你到了要艰难前行的阶段。

最后一个因素是中国人口的改变。

中国的人口不再年轻，老龄化的问题越来越突出，在上一程经济发展中，人口红利推动中国经济快节奏地发展，而今天人口的红利离我们越来越远了。这就是为什么要执行全面二胎政策，力图改善中国的人口年龄结构。目前 60 岁以上的人口已经超过了 2 亿多，占全国人口比重 16% 左右了。按这个节奏，到 2030 年中国将有 1/3 的人是老龄人。所以过去大量的劳动密集型产业遭遇了发展瓶颈，这就是内部环境改变了。

从统计数据看，过去快发展，第一靠投资，每年增长 20%、30%，而今天投资由于各种各样的因素，地方政府、银行、企业的困难、市场销售的困难、成本的压力等等，增长速度已经降到 10% 左右了，投资增长放慢了一半，当然经济增长速度也要相应地放慢。第二，过去我们靠出口，出口每年增长两位数，现在是下降，当然经济也在放慢。第三，过去我们靠工业一马当先，现在工业的增长速度由过去的 20% 下降到现在的 5%，当然你经济也要放缓了。统计数字上看到，这几个快频率的因素都放慢了，这是国内环境发生变化造成的。

从国际环境看，近些年国际环境也在发生改变，对中国相对有利的环境变得相对不友好，或者是相对不利。

第一，世界经济不景气。这对中国来说是不利的，过去世界经济快速发展、世界贸易也快速发展，

今天慢下来了，当然中国与世界是不可脱钩了，也受它的影响。过去我们可以独善其身，现在不可以独善其身。前面我讲过，中国现在是世界最大的贸易体，世界不行你也不行了，你已经跟世界进入了同轨同步运行的阶段。过去我们可以不管外面怎么变，我们内部可以靠自己的发展，但是现在不行了。

第二，世界的秩序乱了。过去世界的治理是靠世界银行、国际货币基金组织两大国际组织，再加西方七大工业国主导世界的投资、贸易、货币这些大的政策的协调与制定。2008年之后，危机首先爆发在发达国家，从美国到欧洲，发达经济体自身的影响力下降，因此世界治理从G7变成了G20。G20从社会层面上讲好象扩大了、进步了，但是在G20里面至少两个缺陷是很明显地存在着：第一是发展阶段不同，在G20的体系里面，不同的国家发展阶段不一样的，不像G7都在一个发展阶段，他们有共同的问题、共同的感受，而G20感受不一样，在讨论这些政策的时候分歧就大了。第二价值观差异也很大，在G20里面有伊斯兰的，有基督教的，有东方的，各种价值观汇在里面，而不像G7就是一个基督教文化。因此，在对一些事务的看法上面产生了分歧。所以，今天的世界秩序是你紧缩他宽松，你宽松他紧缩，你要自由贸易他要保护，形成了这样一个混乱的世界秩序。这种混乱当然就造成了整个国际金融环境、投资环境、贸易环境的混乱，这对中国当然也是一个不利。

第三，全球化趋势在放缓，区域化趋势在增强。上一程经济发展我们是分享了全球化的红利，而眼下这个红利正在弱化。一个去全球化，追求区域化的一个新的趋势在抬头。突出的就是以美国为首的要建立两个区域性的自贸区的体系，一个就是跨太平洋的伙伴关系(TPP)，一个是环大西洋的投资贸易伙伴关系(TTIP)，目前这两个区域性自贸区的建设，前提排除中国在外。因此，形成了一个短期有可能对我们投资贸易不利的一个外部环境。

美国人自己说了，上一程的全球化是一个最大的资本主义国家帮助了一个最大的社会主义国家，这是美国总统的经济顾问说的。他说这条路再也不能走下去了，他认为新世纪初把中国放进了世贸组织，中国入世之后似乎是中国得到了好处他们没有得到好处，所以他们会再工业化，要再平衡。这是美国最权威的人士自己说的。换句话说就是，我们不能再帮中国了，或者我们不能跟中国一起玩了，跟它一起玩我们吃亏。这就是一些西方国家政治家和经济专家他们的一些看法。撇开各种意识形态的因素，其实从国家利益角度来看，不难理解他们的这种看法。对美国来说，它作为世界最大的一个经济体，作为世界的老大，它有太多的好处，因此维护它老大的这种特殊地位始终是美国政治家心中的最高目标，也始终是美国人自己认为最值得荣耀的一件事情。因此，每当它的老大地位要受到挑战、要受到影响的时候，不管是谁，它都六亲不认的。

大家知道，当苏联那个时候形成一种很强的超越压力的时候，它就要想方设法去破坏掉前苏联。当日本成为美国最大对手的时候，几乎把美国都要买下的时候，它就开始想怎么来修理日本。当统一欧元区成立，欧元诞生之后，对美国美元造成影响，它就开始怎么样来干预欧洲。兄弟之间它都如此，何况中国跟美国肯定还不是兄弟，至少眼下不是兄弟。因此，当今世界当它看到唯有中国，有可能对它的老大地位产生影响的时候，它就要把对付中国放在一个很重要的位置上面。

中国上一程发展比较幸运的是，国际上总有各种各样的因素让美国去关注了。而今，它先后从这些地方脱手离开了，不管是阿富汗也好、伊拉克也好、欧洲的一些事情，全脱手了。所以它现在提出“重返亚太”，要把所有的力量都围着中国，大多数力量都要去到中国周边。它不仅是因为意识形态的问题，还有国家利益问题，就是不让中国过得那么舒服，不让中国的崛起那么轻松，要维护它的老大地位。恰恰这些年咱们又有一些新的变化，作为第二大经济体总要维护自己老二的权益。因此，自然在一些方面就显出了我们跟美国之间的一些不和谐，或者是相摩擦的一些方面。这就进一步地增添了它内心的恐慌和惧怕，因此它意图要影响中国。所以，它分别在周边的地区开始捣乱，今天南海问题、东海问题一件一件地开始发生，过去吧好不容易形成了周边的和平环境，就出现了动摇。和平红利对于中国来说逐渐地受影响了，这就是外部环境变化的诸多方面。

此外，你也不能不看到，像印度这些发展中国家，它也在构成对中国的竞争压力，他们也要加快工业化、加快城市化，实现他们的现代化。因此他们采取的政策是跟中国学习，就是改革、开放，无形中就在世界范围之内，在资源、在市场、在人才、在技术，在诸多方面也给中国形成了一个新的竞争压力。

这就是外部世界的变化，一句话：从过去相对友好、相对有利，到相对的不友好，到相对的不利。可以说，今日的外部世界确实出现了很多不利于中国的一些改变，尽管我们可能还在说，我们至少官方还在说“朋友遍天下”，但是实际上我们的朋友除了利益之外没有真正的朋友。就是一个朝鲜都搞不定，你想想还谈什么朋友？按道理说中国完全可以左右的，但实际上根本搞不定，老给你添乱，造成了我们各种各样的安全隐患。

总结起来就是，内外环境过去是推动中国经济发展的良好环境，今天成为制约我们发展的新环境，这些环境的改变，不是经过一天两天就能够马上实现的，由此推断，中国经济的困难也不是一天两天就能够改变的。换句话说，中国经济的困难期还没有结束。这就是我从回顾的角度给大家简要地粗线条地从几个大的方面作的一个分析。

二、当前中国经济形势分析预测

现在，我把眼光回到今天，看一看今年中国经济的一些主要方面的变化。

增长的问题。

中国经济从增长的角度，从今年看未来，一个基本的结论是：有底，但是没有高度。未来一段时间，中国经济很可能就像人们说的，是一个“L”形的发展态势，不会是一个“V”形的发展态势，也不会是一个“U”形的发展态势，也不会是“W”形的发展态势，它就是一个“L”形的发展态势。它是一个有底部的增长态势，由底要往上走，在未来若干年都不是那么容易。

这个“底”在哪里？就是“十三五”提出来的“6.5%”左右，这是我们党提出第一个百年目标要实现的最基本的速度，也就是说今年也好、明后年也好，中国经济都将在6.5%这个底线上面来增长。不会明显跌破6.5%，也不会明显高于6.5%，从趋势上看，从时点上看，会围绕着6.5%小幅度地波动。6.5%是我们党在新时期最基本的目标，换句话说，是我们党和政府对全国人民的一种庄严的承诺，因此，政府想方设法都要让这个“底”守住。

而中国又是一个相对独特的国家，它的独特性表现在两方面：

第一，它有一个很健全的行政组织体系，从中央到村一级，有一个很健全的行政组织体系，这在世界范围之内除了朝鲜都是少有的。因此，一声令下，能够快速地在全国形成一个巨大的行政推力，这是别的国家所没有的。如果只有这样一个组织体系可能还不行。

第二，中国是一个政府还掌握着相当要素资源的国家，从土地、银行到矿产，甚至到人——比如说我们中国所有的聪明人、能人，大多数掌握在政府的手上，哪怕是民营企业都挂上了各种的社会职务，他也纳入到政府的体系里面。所以，它能够运用强有力的行政手段，运用自身所掌握的要素资源，来实现短期的发展。这是别的国家所没有的，所以它不会轻易地让GDP增速跌破6.5%这个底部。

从货币政策、财政政策等一些政策面上来看，我们同样能够看到中国经济在政策面上还是有一定的控制力。货币政策方面，虽然利率杠杆的使用是越来越接近天花板，但是在其他货币工具方面的使用还是有很大的空间，降准这是一个还有很大空间的工具，现在18%左右，你降到10%左右的正常水

平还有 8%，降到 15%的安全线，稍微这里要宽松一点，也还有 3%，每降 1%就可以增加超过 1 万亿的商业银行的高能货币，从这个角度来说还是有货币政策灵活运用的一定的空间。

财政政策方面，尽管前面讲地方政府债台高筑，但从整个中国的角度来看，目前的负债率高的测算 50%左右，政府自己说 40%左右。不管是 40%还是 50%，甚至如果再加一块，也在世界正常范围之内，在大的经济体里面，中国政府的负债率也还是低的，美国接近 100%，欧洲接近 100%，日本超过 200%，中国现在在 60%以内。所以从这个角度来说，政府还可以加杠杆。

看今年，第一、赤字水平由去年的 2.3%提高到 3%，规模达到 2.6 万亿，这是一个天量的数字；第二、结构性的减税 5 千亿；第三，建立各种各样的政府基金，提出 PPP 的一些建设项目配套等等。PPP 这一块纳入这个篮子里面的，就是公私合营的建设项目规模已经超过 8 万亿，各种政府性的基金也超过 1 万亿。所以从政府的角度来说，它还是有一定的回旋余地来守这个 6.5%的。

从基本面上来看，中国经济的基本面第一是工业化，第二是城市化，第三是信息化，第四是农业现代化。过去是，现在是，今后一样也还会是中国经济的基本面。完成工业化、完成城市化、完成信息化、完成农业现代化，是整个中国经济发展的最基本的方面，它能够创造出很多的需求，能够创造出很大的供给，这几个领域里面目前这个趋势还没有完结，只是现在提出来要有更多的新型的分量。从这个角度来说，也还有一个增长的惯性。

大家知道城市化每增加一个农民变为市民，县一级大概是 5 万左右的公共投入，包括基础设施，包括科教文卫；中等城市 15 万左右，大中城市 20 到更高一点不同。

因此，从城市化水平，从目前户籍人口占 40%左右要在未来 5 年提高到 45—50%之间，有 3 亿人要变为市民，即已进城的 1 亿人要由农民变为市民，要解决户口落地的问题，城中村还有棚户区的 1 亿人要变为市民，中部地区的工作了了城市群建设涉及到 1 亿农民要变为市民，3 亿人在未来 5 年变为市民。大家可以想像他们的市民化一定意味着要有一个巨大的投入，粗略估计都是 40 万亿以上的投入力度，才能解决 3 亿人市民化的问题。

从基本面的角度来说，它有一个增长惯性，守住底部应当说是有能力、有条件，也是可以实现的。但是它确实没有高度，或者很难达到昨日的高度，几乎已经不可能回到昨日的高度，某个季度、某个时段可能会，但是趋势上已经不大可能。我记得四年前我接受《21 世纪经济报道》的采访，那时候我就说了中国已经告别两位数，中国已经进入了一位数的增长阶段。当时从劳动力、市场、技术、结构、基数等几个方面讲，现在来看确实是如此。

因此，制约中国经济的这些因素不解决，它就很难恢复到之前的高度，而且即使解决了也很难，资源问题、环境问题都很难解决。过去可以容忍的“带血的 GDP”、“黑色的 GDP”、“无效的 GDP”，或者是“低效的 GDP”，今后都不可能再实现，或者不可能再追求。过去如果 10%左右的增长，如果你要简单地估算一下，我想至少有 2%—3%可能是跟这三类是有关系的。“带血的 GDP”就是不顾生命安全的那种，大量地靠死亡或者伤亡去追求 GDP 的。“黑色的 GDP”就是污染环境的 GDP，“低效的 GDP”就是生产出来堆在仓库里面，今天挖明天建，老是干这种无效的 GDP，在未来一段时间里我们要把这些抛弃，所以至少这 2%—3%是永远回不来了。这 2%—3%去掉以后，我们希望“创新”的因素能够快速成长起来接替它，我们才能够重新回到相对高一点的，7%以上高一点的位置，但是如果没有这个变化，那是比较难的。这就是中国的增长。

GDP 增长今年一季度是 6.7%，这是一个官方公布的数据，投资增长了 10.7%，零售增长了 10.3%，外贸还是下降的，但是它是靠信贷的大力度地扩张。大家知道整个社会融资的规模超过 6 万亿，银行的信贷投入超过 4 万亿，都比去年同期明显增长。换句话说还是靠钱堆出来的。但是这个钱也还没有完全到位，还走在路上，还没有完全地成为现实的推动力，但是有一部分已经进入了。

不管怎么说，一季度6.7%总体上还是一个下行，低于去年6.9%，也低于上一季的6.8%，但是大家可以看到，减缓的速度是放慢了，某些方面出现了一定程度的改善。

二季度会怎么样？我想中国经济的增长，这几个因素如果没有明显的改善，它很难扭转下行。

第一是投资，投资如果不能稳定增长，经济也很难稳下来。眼下看投资是10.7%已经处于稳定了，比去年同期还略高了一点，高了0.3—0.4%。

第二是工业，工业从3月份的角度来看已经比1、2月份要回升了，但是从1—3月份来看这个5.8%应该说跟去年没有太大的变化，跟去年同期相比还略有回落。但是从趋势看，看到它有一点抬头的迹象。

第三是出口，一季度下降4.2%，3月份似乎有一点季节性和技术性两个因素影响回升，全年能不能扭转下降的局面也关乎到今年的增长。

按目前的趋势推断，二季度有可能出现“阶段性的回稳，二季度有可能经济不再下行，可能在6.8%左右的区间，至少不会低于一季度6.7%。这就出现了阶段性的趋稳。下半年，如果目前的稳增长的政策效应能够进一步放大，那么下半年有可能在二季度的基础上面还会略有回升。全年就是6.7—7%之间，平均速度可能全年就是6.8%，有可能是这样一个增长态势。

有一个因素需要特别指出，非经济因素对中国经济的影响有可能在今年开始会变得更有利一些，而不是不利一些。非经济因素一方面是指反腐败的这种非经济因素。前一时期更多是以治理乱作为作为反腐败的主线，未来除了继续不放松对乱作为的治理之外，将会把更多的精力或者是更多的注意力放到治理不作为。因为前一段在治理乱作为中间，派生出了一些不作为的倾向。

去年我到各个地方去走，跟一些老朋友见面，和地方政府的一些朋友见面，普遍得到的印象就是发展是第二位的，安全是第一位的。所以，以前那种扩张的冲劲、那种发展的热情明显地有所改变，就是心态改变了。他们开玩笑说“我们官员就怕开大会中间被人家叫出去，叫出去可能回不来了”。天天提心吊胆。

有朋友说，过去有些人给他送过礼物，他虽然以前没有收过钱，但是到他家里去找一找，几瓶茅台酒是有的，这些茅台酒一算肯定够5千块钱了，这是实话。从这个角度来说，大家都是提心吊胆的担心安全的问题，所以叫做“快干不如慢干，大干不如小干，小干不如不干”，安全是第一位。新里程的经济里面谁要多干，矛盾集中在他那里，他是不是想提拔，大家就写他的告状信，所以一写信他就被抓起来了。所以以不得罪人为基本原则，因为一得罪人人家告你，你一进去就出不来了。所以现在开始，反腐败转到要治理不作为，要允许在干事业中出现的一些差错，这里有一个外部的来自上面的这种压力，可能会变为推动发展的动力。

第二，今年是换届开始的一年，地方政府开始换届，从乡政府到县、到市，陆陆续续进入到省一级，都已经进入到换届，新一轮政治周期开启了。政治周期的开启一定意味着在一线干的同志，肯定要以经济层面、社会层面的一张成绩单去迎来政治国理政上的一定的保障度，这肯定是一个政治周期所带来的一个效应。

换句话说，这个地区无论是市还是省的领导人，特别是主要的领导人，都有一种“不能让这个地方出现太多的问题，不能让这个地方的经济太糟糕，要不然就入不了委，要不然就进不了局”，他就有这种政治的冲动，推动着他要把短期的经济尽可能地完成得好一点。

第三，今年是“十三五”的开局之年，“十三五”开好局又是大家一个普遍的心态，一些事情可能在开局之年不能太糟糕，也会转化为一定的经济发展的推动力。

所以我们看中国经济的 2016，不能仅从经济面上去讨论问题，可能还要从非经济面上进一步地来分析问题，这样我们能够看到 2016 年的中国经济虽然是困难的一年，但是在困难中还是能够实现不跌破底部的发展。所以 6.5—7%作为今年的目标守住，估计概率是比较大的，这就是增长的部分。

通胀问题

通胀，通胀的问题从整个中国经济各方面的环境来看，始终是一个问题。

一方面大量的钞票肯定会转换为通胀的压力，这些年的广义货币数量确实是明显增加，从 2008 年之前的可能就是 40、50 万亿，现在是已经超过 100 万亿，那确实有很大的增长。美国的经济总量是 16 万亿美元，M2 的货币是 10 万亿美元左右，而我们经济总量刚过 10 万亿，但是我们广义货币的数量超过 20 万亿。虽然不完全可比，因为毕竟两个国家的货币化程度、发展程度不一样，所以不能仅用这个认为中国印的钞票比美国还多，但是至少说明中国目前的货币超发的现象还是比较突出，这个结论是不会改变的。它始终就会对物价形成一定的压力，最终一定会通过通胀来消化掉这些超发的货币，这是一个客观规律，哪个国家都改变不了的。你超发的货币最终就是这个钱不值钱，不值钱不就是通货膨胀吗？

第二，这些年各种各样的坏账、各种各样的债务，最终的解决也要通过通胀来冲销，这是始终存在的一个因素。

第三，我们很多价格不合理，肯定也还要调整一些价格，涨价的一些因素也还存在。

第四，各种不可预见的因素，气候问题、外部世界的问题等等，也可能造成一定的通胀问题。

所以对“通胀不掉以轻心”这句话我认为时刻还是要记在心理，对于政府主要的领导人来说，对于我们企业来说，对于老百姓来说都要记住。也就是说我们始终面临着钱可能贬的风险，所以对于通胀不能掉以轻心。

对于眼下中国来说：

第一，市场供求关系还是供大于求。目前通胀压力更多的还是由于气候的问题和某些商品的问题造成的，猪肉价格、蔬菜价格大幅度地上涨，造成了短期通胀由 1%到 2%的变化，现在一季度是 2.1%的通胀水平，比去年的 1.4%提高了 0.7%。应当说，短期是由于这些因素都释放出来。长期的一些因素并没有释放出来，但是始终还是有压力，但是从未来几年来看，中国更大的问题还不是通货膨胀。换句话说，通胀还构不成中国经济的主要问题，因为从总体上看，中国现在还是供给大于需求，因此在这样一个市场环境下面，不大容易出现严重的通货膨胀。

第二，中国目前从总体上看，上游产品还没有改变下降的局面，PPI 工业品出厂价格已经连续 49 个月还处于下降，一季度下降为 4%多一点，3 月份当月下降为 4.3%，未来要由降转为增还要一定的时间，来自上游涨价的压力眼下也还不大。

第三，外部世界虽然变化了，一些大宗商品价格短期有些波动，但总体上看，相对于过去来自国际的涨价压力，应当说还不是很大，输入性的通胀压力不是很大，美元属于相对的强势，所以大宗商品的价格还是受到强势美元的压制。

第四，中国目前的通胀从性质上看属于成本推进型，而不是需求拉动型，两者对通胀释放的机理不一样的。成本推进型是渐进释放，需求拉动型是急剧释放，性质上看也不会短期快速地释放出来。

结论就是，未来一段时间里面，中国依然还处于温和通胀型，也就是 2—3%之间变化的概率相对大一些，明显高于 3%的概率小，明显高于 5%的概率更小，这是从温和到中度还需要一定时间，中度

到高度那就更需要时间。对于通胀问题，短期还不需要作为一个主要的问题。作为长期来看，你还是要防范，要去划界，要逐步地来解决这些超发的货币、这些债务，这些去产能，去掉这些方面的一些问题所带来的通胀因素，这些问题可能还是需要去解决。

房地产问题

房地产的问题大家很关心，房价到底会怎么样变化，房地产的形势到底会怎么样的变化。从总体上看两句话：第一，房地产增长时期还没有结束，但是黄金期可能已经结束了。第二，房价上涨趋势也还没有结束，但是大幅度上涨的这种暴涨的趋势，或者是暴利的时期已经结束了。

基本的理由是，从房地产的形势来看，只要工业化、城市化、人口增长这三个趋势没有结束，中国的房地产就依然还处于一个增长时期，只是增长率在回落，而不是进入到一个增长率由正转为负的长期趋势。从房价的角度来看，主要是因为基本的消费需求依然还比较强烈，改善性的消费需求还更强烈，投资投机性的需求受到了抑制，因此，这样一个角度来看它还会推动房价的上涨。但是暴涨暴利的时期确实已经结束了，一方面房地产的成本已经大幅度上升，因此它的利润空间也被成本挤掉了一块，另外一方面各项政策的完善也相应地压制了一块价格的上涨和暴利的获得，特别是未来随着房产税的出台，一定会极大地抑制投资、投机型的住房需求。因此，也会对这一块涨价的压力有一个明显的减弱。

未来房地产的变化，更多会随不同的区域、不同的经济发展水平、不同的居住环境，而发生差异性的变化，一线城市房地产总体上还是处于供不应求的发展状态，因此，它的增长如果有相应的政策，肯定还是会增长比较快的。问题是由于土地等诸多制约条件，因此他们的增长也受到一定的抑制。这些地方由于供不应求，所以涨价压力始终是存在。对于三四线城市来说，目前是供大于求，全国7亿多待销售面积大多数都集中在三四线城市，他们是需求远远跟不上供给，而未来来看，需求也不会明显增加，因为对三四线城市而言，经济发展的恢复程度，经济发展未来的增长点远不如一线城市，远不如条件更好、产业更集中的城市。所以未来更多的会在一线城市、二线城市形成更好的一种发展局面，但是三四线城市可能会继续面临困难，不会发生很快的变化。这是房地产形势的总体的变化。

房地产什么时候会结束增长，房价什么时候会真正转入下降？就是工业化、城市化、人口增长，这三个趋势结束之后就会发生变化。这三个趋势什么时候结束，我估计5—10年之后就会发生改变。5—10年之后中国的工业化大致完成，中国的城市化也接近了一个相对稳定的水平，中国人口也由增长转为下降，那个时候死亡人口大于出生人口，所以中国人口的总量可能到14.5亿或者是14.7亿的时候，开始转为逐步的下降了，而不是再往上涨15亿、16亿……。

到那个阶段，那就意味着卖房的人大于买房的人，市场就会发生根本性的逆转。而眼下这个趋势是可以预见到的，因为对于大多数的城里人来说，未来的家庭住房会由目前的一套变为两套、三套，它会多出来，一个年轻的家庭将来会接收自己父母的两套住房，女方、男方各接收一套，这是未来房地产会多出来的发展趋势。

至于最近一段炒出来的温州20年的期限这些东西，那完全是因为对政策理解的不正确、不全面。70年不变、70年到期自动延期，至少是政策上明确的。中国虽然土地不是私有的，但是在这70年之内确实是不会变。70年之后会不会变化？我想告诉大家的是，中国的住房至少没有多少住房它的使用寿命能够达到70年，所以这是一个肯定就没有发生变化的可能性，在没有到70年之前就要重新建设、重新改变。第二，70年以后中国的政策也一定会改变，也不会像今天这个政策。所以未来政策也一定会有变化，变化是什么变化？未来住宅土地一定会逐步地私有化，这是肯定的一个局面，至少现在不会，基本国情决定的。但是到未来住宅的土地一定是会变成私有化，因为农民本身宅基地已经鼓励它可以流通、可以抵押，这已经属于私有化的一个趋势。未来城里面的宅基地当然也要完全解决给个

人，而不是城里人买的只有地面上的所有权，没有地下的所有权，这都不对的。因为目前大家都已经交过钱了。

从这个角度去说大家也不用去担心 70 年以后，像现在温州说的按房价的 1/3 补交土地出让金，这是不对的，这也不大可能发生。只是现在温州可能也只是个炒作，土地主管部门，目前经济困难下面可能想向消费者去要一点钱，但是这种做法肯定是不对的。所以大家看到新华社发表文章质问这个问题，很多的媒体在发表声音，这两天还在争论这个事情。不管怎么说，这个政策 70 年到期以后的政策，目前是自动延期，没有补交费用的国家层面的政策，地方政府做一些改变那完全他们自己的作为，不是国家层面的问题。

所以对于买房的人来说，对于想投资房的人来说，都要自己作一个总体的判断，这就是我想告诉大家的。我记得在 15 年前，我在统计局当发言人的时候，那时候底下那么多人，当时有人问我“你觉得买房好还是买车好？”那时候我说“买房要早，买车要迟”后来果然被我言中了，早买房的人肯定有好处，早买车的人肯定要吃亏。基本的逻辑是，买房是中国供给世界需求，买车是世界供给中国需求。这样一个逻辑决定将来车是越来越便宜，房子是越来越贵，肯定是这样一个逻辑，果然是这样的发展趋势。好多人说“哎哟，那时候你帮我节省了很多钱，我挣了很多钱。”

汇率问题

现在我们最需要防范的风险当然就是汇率风险，汇率风险肯定是一个现实摆在我们面前的一个问题，这里面提出来了自己的钱和别人的钱都要出去的这样一个判断(见下图)，意味着我们的外汇储备将会逐步减少，意味着人们对外汇的需求将会逐步增多，这样一个基本的判断。

自己的钱包括两方面，一方面是政府的钱要出去，“一带一路”战略的实施，政府鼓励外汇要用于对外的投资。第二方面是个人的钱，企业和个人在海外资产配置中的比例会逐步上升，右边的这个图看到，海外资产占居民可投资资产的比重，中国相比欧洲、中东和非洲、日本、拉丁美洲、北美的比重都要低，换句话说将来富裕起来的人他的资产配置会有一个国际配置的需求。更何况有一些政策的不完善，还有一部分钱会更多地转移出去，这些都存在。所以从这个角度来说，自己的钱出去，这是一个趋势。

另一方面别人的钱也要出去，那就是随着中国投资环境的一些改变，整个世界格局的一些调整，以前到中国来投资的一些外商的钱，正在逐步地转移、逐步地撤退，到那些投资环境更有利、投资回报更高的地方，特别是过去在中国制造的很多转移到了周边的领域，转移到了非洲、转移到了拉丁美洲，这个趋势也在发生。甚至回流发达国家的趋势也在发生，美国再工业化，欧洲强调工业化，等等这些问题已经造成一部分资金回流。再加上对人民币汇率一些预期的改变，一些热钱的流动也有一个变化，从这个角度来说，中国确实面临着对外汇的需求有一个越来越强的趋势，那就意味着外汇的价格会越来越贵。

这就是一个结论，需求强之后，一定意味着它的价格会更贵，本币会更便宜。这是一个客观存在的发展趋势，中国从发展层面到了一个资本输出的阶段，在人民币没有完全国际化之前，一定意味着外汇的需求会更大地增加。只有到了人民币完全国际化了，这就会去有一个改变了，这是从一个大的宏观环境来看。

从外部的角度来看，美元处于一个加息的周期，自然就对我们人民币形成一定的贬值压力。他的钱更值钱，我们的钱就有可能贬值。再加上一些国家竞争性的货币贬值，也会诱发或者是改变人民币汇率方面的一些变化。所以对外部有一个诱导或者是推升人民币贬值的压力。内部由于中国经济整体上还处于下行阶段，各种调整的任务还比较重，因此整个经济的基本面应该说还处于相对的不景气的

状况。经济不景气一定意味着货币的弱势，只有经济的景气，这个国家的货币才会更强势。人们从北京外部世界看一个国家的货币的时候，一定是跟你经济的基本面挂钩起来的，当看到你目前还处在转型升级的痛苦阶段，你的基本面困难比较多，当然他们看空人民币的这种预期就会强化。另一方面中国的出口还处于下降的局面，因此来自出口企业和相应的主管部门对弱势人民币的这种期待也比较高，期望人民币能贬一点不要升值，来帮助企业出口。

所以从这几个方面来看，中国确实还面临着阶段性的人民币贬值的压力。但是从一个发展过程来看，从一个长期趋势来看，中国人民币的汇率也不大可能出现长期的、趋势性的贬值。

一方面中国经济目前从增长的角度来看，还处于相对高的水平，中国跟国际比较还有一个增长差，你 6%多跟世界 3%左右，跟美国 1%、跟欧洲、日本百分之零点几的增长相比，还是有一个很大的增长差，因此从增长差看问题，人民币不可能表现得比那些更差的国家更弱势。

第二，中国的外汇储备加上商业银行的外汇头寸都还比较充裕，即使从 4 万亿美元已经降到 3.2 万亿，但是至少中国的外汇储备还高达 3 万亿以上，还是世界最大的储备国。商业银行也还有超过 1 万亿美元的头寸，中国商业银行绝大多数都是国有，因此在一定意义上也能够扮演协助政府发挥调控作用的角色。从中国目前发展阶段所需要的正常外汇储备来说，估计也还有将近 1 万亿美元左右的余地，可以用来应对短期做空人民币的一些行为，不大可能出现短期就把人民币整垮。从去年的“8.11”以后到今年年初，这两轮央行的“汇率保卫战”来看，还是有手段、有力量，能够有作用。从外汇储备的角度来说，政府还是有能力。更何况政府还可以根据目前中国人民币还不完全是个自由市场的这种汇率，它是个有管理的浮动汇率，因此它可以在政策上、法律上对资本的流动进行必要的管理，对外汇资产的应用进行必要的调节。也就是说它还可以采取一些限制的措施。

第三，外部虽然美元处于加息的周期，但是这一轮美元还是一个弱加息的周期，另外美元强势的市场预期已经透支了，或者基本上已经接近天花板，所以美元也不可能有更大的升值空间，更何况欧元还继续弱势，日元也没有太大的强势可能性。所以从这个角度来说，人民币受主要发达国家货币的影响，在未来也不是那么强烈。

第四，目前中国的利率水平还高于国际发达国家水平的利率水平，利率的正利差还存在，所以也不至于出现大量的资本套利跑出去。

这些方面来看，不存在着人民币汇率趋势性大幅度贬值的可能性，短期可能就是围绕着 6.6 元到 6.8 元之间这样一个区间双向的波动，有时强一点，有时弱一点，目前是在 6.5 元左右相对比较平稳的状态。从目前各方面的情况综合来看，政府的政策目标或者是央行的政策目标，很有可能是把它定在不轻易突破 7 元，作为一个政策的底线来考量。因此那种认为人民币可能跌到 8 以上，那种可能性很小，几乎不存在。

至于长期人民币的汇率怎么看，我想涉及到咱们自己对这个国家经济的前景怎么看，如果对国家经济的前景有信心，你就不要輕易动摇对人民币汇率的信心，反之如果你认为国家的前景不看好，你就可以不对人民币汇率有太强的信心和太强的期待。从眼下中国各方面的情况看，前者的概率明显大于后者，即中国经济好转的前景大于坏的前景，所以大家也用不着对人民币失去信心。作为个人、作为企业，在现阶段适当地调整自己的货币资产，做出一些对冲风险的阶段性的安排那还是非常必要的。

两类，如果你对美国对美元有更强需求的这类企业，当然你是要适当地增加一些美元资产的配置，你对欧洲有更大的投资生产贸易的业务，你需要适当增加欧元资产的配置，这是根据你的国际业务的发展需要做调整。对于个人来说，如果你有更多的外汇需求，当然也适当地增加一部分，包括美元、欧元。如果你没有太大的需求，就在中国你就无所谓，你孩子要出国留学，自己要去旅游，你适当地做一些阶段性的安排是有必要的。对于黄金等这些硬通货贵金属，适当地增加一些也是必要的。

不管怎么说，作为一个长期过程来说，还是要以人民币资产配置为主，这才是最靠得住的。对于大多数的人来说，你没那么多的资产，因此也用不着太担心汇率的变化，因为你去做汇率的这种配置于，哪怕你买了 2 万美元也挣不了多少钱，你同样不买也损失不了多少钱。只有对那些巨富的人来说，他买了 1 千万，可能就省出了好几百万，那是有必要的。对于大多数老百姓来说，你增加一些增加不了几百块钱，所以也用不着去经受这种精神痛苦。这就是我想跟大家讲的汇率问题。

股市问题

深圳是资本市场比较活跃的一个地方，我想讲的是两点：

第一，短期中国的资本市场目前正处于一个振荡的阶段，振荡行情可能构成了短期的资本市场一个主要的行情，换句话说，前期的那种单边市场的阶段已经结束了，那种疯牛的行情已经没有了，“猪已死去”，那种会飞的猪已经没有了，已经死去了。这主要是因为整个资本市场的一些因素如杠杆牛等这些短期的投机性的因素，或者是短期的这种单边的因素越来越弱化了。

一方面中国经济跟资本市场的关系不可能长期地脱钩，也就是说基本面不可能长期与资本市场脱钩，对于股票市场要回归基本面他也是一个必然的趋势，短期他肯定受到目前这种经济下行等等这方面的一些因素的影响。

第二方面，前期救市之后的一些后遗症始终是短期资本市场需要消化的一个元素，1 万多亿救市的资金总有一天是要从资本市场退出，或者有一个调整，这个概率是存在的，只是眼前不是那么迫切，眼下政策还不允许。

再就是中国资本市场先天的不足带来的那种企业业绩不好的一些问题，他也是影响到资本市场短期的因素，不可能那些亏损企业的股票能够卖到好的价格，那是不可能长期有这样的趋势，除非疯了。像去年 6 月份以前那是疯了。

还有就是上市公司冻结或者放缓之后积累下来的一些问题总有一天也要解决。现在有六七百家在排队，对短期的资本市场也会产生一些影响。

此外，一些改革，注册制、国际板、战略新兴板也好，这些改革虽然暂时没有时间表，但是始终也是对短期资本市场有一个心理影响的因素。

所以综合这些方面，再加上货币政策宽松的天花板已经越来越接近，降息的空间越来越小。2016 年最多有一次，而且概率在降低，人民币利率很可能就要结束这一轮的降息周期，因此对资本市场肯定也会产生短期的稍微流动性减第二，中国资本市场的长期面还是值得期待的，“牛”还没死去，主要是基于中国资本市场的地位、中国资本市场影响力、中国资本市场作用，在现阶段和未来中国经济的转型升级和发展中的影响力会越来越大，未来中国经济的发展离不开资本市场的逻辑越来越强。因此，政府对于资本市场的态度越来越重视、越来越友好，这个基本面没有改变，这也是从 2014 年年底开始资本市场逐步结束长达 7 年的低迷期之后的最基本的一个逻辑。

主要是五个方面：

第一，要解决企业融资难、融资贵的问题。由过去的主要由信贷驱动转到资本市场驱动，由间接融资为主到逐步提高直接融资比重，这样一个发展政策已经成为国家层面的共识。要通过发展资本市场为企业解决融资难、融资贵的矛盾，减轻企业的财务成本，缓解企业杠杆比较高的一些问题。政府要用资本市场来解决企业的问题。

第二，中国的资产负债表也需要逐步地修复，而修复资产负债表最有效的内容就是资产证券化。

而资产证券化需要的载体就是资本市场，美国 2008 年之后之所以摆脱困难，靠的就是资本市场提供的帮助，修复了银行的资产负债表，修复了家庭的资产负债表，修复了企业的资产负债表。当然政府的资产负债表是不需要修复的，所以它变得更坏，因为政府的资产负债表是由全球买单，所以它用不着去担心，是由美元的国际地位决定的。现在中国资产负债表从政府到企业、到银行也出问题了，所以也需要修复，就要用资本市场来修复，通过资产证券化去解决。

第三，转型升级必然意味着存量资产需要重组，增量资产需要重配。重组重配无非是两条路，第一是政府主导，第二是市场主导。而实践已经告诉我们，政府主导是不可能完成转型升级的，而只有市场主导才能够完成转型升级，而市场主导就需要靠资本市场。通过资本市场实现资源的配置更合理、更优化，因此，对已经上市的公司，对大量的传统产业，资产的重组是未来一个重要的内容，对于各种新兴产业包括新三板这些新兴产业，进一步的资本市场化也是一个必然的趋势。所以从这个角度来说，资本市场不可或缺。

第四，民众的财富配置也有一个更优化的过程，要逐步地由以实体经济、房地产配置财富，到逐步地提高金融资产的比重。而金融资产的比重过去更多是银行储蓄，各种各样的理财产品，未来要更多地配置到资本市场。通过财富的专业管理，通过财富的市场运作，来保值增值，而资本市场是一个重要的通道。

第五，人民币国际化意味着中国资本市场要开放，意味着由一国市场变成多国市场，变成全球市场，因此来自全球的流动性将极大地补充一国的流动性。全球投资中国资本市场，一定意味着中国资本市场会更加地活跃。

这就是“牛没有死去”最基本的一个逻辑。只是资本市场毕竟是市场，因此是市场它就必定有风险，而中国又是在很大程度上还没有完全改变政策市的这样一个特点，因此，就又多了一个政策性的风险。所以对市场风险的防范，对政策风险的防范，也还是投资者时刻不能忘记的定律，不要因为“牛还活着”就麻木了，还是要在防范风险下面去观察、去投资资本市场。

未来的三条线是要注意的：

第一，要更多关注并购重组这条线，去发现重组的机会，去防范重组的风险。

第二，新兴产业发展这条线，去发现新材料、新能源，智能制造，生物医药、环境保护治理等方面，以及文化、健康这方面的产业，发现新的投资机会。

第三，要丰富自己的对冲风险的工具，要从单边的市场，单一的市场、单一的品种如何转为多元化，一级市场、二级市场联动，国际国内联动，现货期货联动，以及商品市场、资本市场、汇率市场、房地产市场各种市场兼顾，这样去增加投资的对冲风险的能力，获得绝对的收益。

我想这三点是需要提醒的。

1 “十三五”时期要注意的几个问题

最后，讲讲“十三五”。几句话：

第一，要注意“三化”，把握住三化的变化。速度变化，结构优化，动力转化。这是适应和引导经济新常态需要把握的三个方面，这是未来换挡调速的问题。有底没有高度。因此要从适应两位数增长到适应个位数增长的大环境下面考虑问题，去发现发展机会，去发现投资机会。第二，未来在结构优化下面去适应发展，因此对优化有利的东西要多做，对优化不利的事情不要去做，不要陷入到风险之中。第三，动力的转化。未来要更多地考虑通过创新来驱动发展，而不是靠投入去驱动发展，因此

在体制、机制、技术、商业模式、产品各方面都要考虑创新。

第二，关注新四化。新型工业化，要考虑高端制造、智能制造，要考虑跟信息化的结合，要考虑环境资源的兼顾，要考虑劳动者福祉的保护。新型城镇化，就是要由土地的城镇化转到人的城镇化，由过去忽视差异化的城镇化，转到注重“望得见山，看得见水，留得住乡愁”的差异化的城镇化。新型信息化，要在技术方面有核心技术的突破，在使用方面逐步由商业领域拓展到社会管理方面。新型农业现代化，就是要把握规模化、产业化和绿色化三个方面实现农业的现代化。

第三，领会五个政策支柱。未来整个“十三五”时期要坚持宏观政策的稳，微观政策的活，产业政策的准和改革政策的实，以及社会政策的托底，通过这五个政策去制订我们的微观策略，去适应宏观政策环境。

第四，抓住五个重点的任务，就是去库存、去产能、去杠杆、降成本、补短板，“三去一降一补”。完成五大任务或是打好五大战略是“十三五”最重要的任务，既有机会又有风险，因此我们要在这五个领域里面发力，像广东等地已经提出了要打好供给侧结构性改革的五大战役，事实上就是这五个方面。

第四，要贯彻五大发展理念，创新、协调、绿色、开放、共享。这是国家的方向，也是企业应当遵循的方向，它将贯穿于“十三五”的全过程和发展的各方面。

第五，要注意深化供给侧结构性改革。关注两点，第一是结构优化，第二是改革的深化。结构优化方面，去思考供给侧的改革，要实现产业、区域、需求三大结构的优化，要逐步为这三大结构的优化去实现资源要素配置体制机制的改革深化。

总之，“十三五”时期就是要重点围绕五个理念、五大政策、五大战役这些关键问题，结合各地实际，去推进我们的改革和发展，去实现第一个百年目标。

时间关系，有关如何认识眼下时局的变化，我就不说了，以后有机会再谈。

谢谢大家！祝大家好运！

新闻快讯

中国拟投入上万亿人民币振兴东北

来源：FT 中文网（2016-05-11）

作者：韩碧如

中国正在向东北老工业区注入上万亿人民币的项目资金，力图恢复这一经济增速最慢地区的增长势头。这是迄今最清晰的迹象之一，表明北京方面试图通过刺激摆脱经济增速放缓。

今年第一季度，东北地区——构成中共传统支柱的国有重工业企业及国有农场所在地——成为中国经济增速最慢地区。辽宁省出现了负增长，成为 7 年来中国首个出现经济收缩的省份。

中国国家发改委 (NDRC) 东北等老工业基地振兴司司长周建平表示，指定用于约 130 个独立项目的资金将在未来 3 年内拨付。他并未指出具体项目名称，也未说明是否有资金已包含在其他项目内。

周建平称，这部分支出不是对该地区的“补贴”，但中央政府认识到“东北人民的生活需要更多支持”。他提及的投资总额并未出现在此次记者会被大量删减的官方通稿中。

周建平表示，东北企业需要支持，其中包括煤矿。他说，一些煤矿始建于 1949 年以前，其中很多一直处于低技术水平。东北地区在煤炭、石油及人力资源方面为中国做出了很多贡献，因此，北京方面需要在养老金、营造可持续发展环境等方面给予帮助。

去年，东北地区至少三个城市出现了负增长，包括中国石油天然气集团公司 (China National Petroleum Corp) 经营多年的老石油生产基地——大庆以及在经济上严重依赖负债累累的国有龙煤集团 (Longmay Group) 下属煤矿的鸡西市与七台河市。

中央的政策将集中于减轻国企的“社会性负担”以及其他问题，包括几十年采矿采油造成的资源枯竭问题。

黑龙江省发改委副主任王建国表示，东北是中国最早施行计划经济的地区，但如今这里也是受计划经济影响最严重的地区。

官员们表示，发改委还计划改善面向在东北处于相对弱势的民营企业的政策。

中国央行 5 月起将每月发放 PSL 旨在刺激经济复苏

来源：华尔街日报中文网络版（2016-05-04）

作者：Olivia Guo

随着降息降准等常规货币政策工具受限，中国央行意欲通过扩大定向宽松来刺激经济复苏。

央行周二晚间宣布，从今年 5 月起每月月初对国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行三家政策性银行发放上月特定投向贷款对应的抵押补充贷款 (PSL)，用于支持三家银行发放棚改、重大水利工程和人民币“走出去”项目贷款等。

这意味着 PSL 发放频率将加快，额度也可能加大，由于 PSL 主要用于发放棚改、重大水利工程和人民币“走出去”项目贷款等，因此有望推动基建投资持续回升，进而拉动经济增长。

一年来随着人民币贬值压力加大、中美货币政策背道而驰，中国央行降息降准空间受到抑制，国务院总理李克强也多次承诺，中国不会搞大规模强刺激。

刚刚于 4 月 29 日召开的政治局会议称，要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，这和去年底中央经济工作会议提出的“积极财政政策要加大力度、稳健的货币政策要灵活适度”确实有些许不同。

官方新华社英文网 5 月 2 日也发表评论称，中国不会借助大规模刺激措施，决策者已意识到这种短视政策的后果，况且中国还在消化上一轮刺激措施的副作用（如产能过剩），一季度信贷激增只是临时性的。

在多数发达国家持续进行量化宽松之际，中国一季度信贷达到创纪录的人民币 4.61 万亿元，引发政府重回大规模刺激计划猜测。

PSL 是央行 2014 年创设的一种新的货币政策工具，旨在补充外汇占款增速放缓引发的基础货币投放不足，采取质押方式发放，主要通过贷款给三家政策性银行来支持棚改、重大水利工程和人民币“走出去”项目等。

据央行最新数据，截至 2016 年 4 月末，PSL 余额为 13912 亿元。

中国经济去年来下行压力加大，今年第一季度国内生产总值 (GDP) 环比增长 1.1%，创该数据有官方统计以来最低；同比增长 6.7%，低于上季度 6.8% 的增速，也是 2009 年全球金融危机高峰以来的最慢季度增速

阻止中概股回归 A 股是败笔

来源：FT 中文网（2016-05-11）

作者：苏培科

上周末有朋友用微信传给我有关中国证监会答记者问的内容，目的是让我解读中概股回归 A 股的部分。我只回复了一句：“证监会在瞎整”。

道理其实非常简单，中概股回归与否应该由企业和市场说了算，不应该由证监会行政暂缓，更不应该以什么市场提出质疑、需要深入分析研究来搪塞。这与国务院要求“简政放权、转变职能”的精神严重相悖。股市需求端已经完全市场化，但监管部门还想在股市供给侧搞计划经济，与供给侧改革严重相悖，这是中国证券市场诸多弊端和矛盾丛生的主要根源。新股爆炒、估值偏离、权力寻租和市场扭曲等都与股市供给侧的行政控制有关。

唯一的解决办法就是股市供给侧改革，适时启动注册制改革和退市制度，这也是改善 A 股质量、抑制壳资源炒作和改变市场面貌的唯一办法。但目前监管部门继续管制供给端，将注册制等待成熟条件为由推后，将退市制度视而不见，将唯一有可能盘活存量的并购重组和中概股回归行政干预，想通过这种办法来抑制壳资源炒作，殊不知此举又是在头疼医头脚疼医脚。

壳资源之所以被爆炒，并非并购重组和中概股借壳回归之过，主要是股票供给被行政控制，供给与需求不能有效平衡，加上注册制又被推后，退市制度毫无进展，新公司 IPO 进不来，僵尸公司无法退出，壳公司自然就有了被炒作的空间，因此要想遏制壳资源炒作必须得从根本矛盾上着手。

暂缓中概股回归只会让 A 股市场更加贫瘠，A 股市场已经错失整整一代互联网企业，现在这些企业已经长成了参天大树，盈利能力远远高于目前 A 股市场的传统企业，而这些企业已经在海外市场得到了规范和培育，整体质量和素质普遍高于国内上市的公司，趁现在 A 股市场还有相对的估值优势，这些企业在资本的驱动下，有意回归 A 股的怀抱。如果证监会采取断然拒绝的态度，A 股市场又将错失改变市场质量和面貌的机会，试想一下如果 A 股失去了估值优势，将一无所有。这不仅会成为一个严重的战略失误，更会让 A 股错失真正崛起的机会。

如果 A 股市场没有相对的估值优势，那些海外上市的企业根本不会回来，现在既然有机会吸引这些企业回归就不要怀疑和拒绝，唯一需要做好是，加速 A 股市场市场化改革的步伐，让股市供给侧与需求侧平衡和市场化，如果进一步强化供给侧的管制和搞计划经济，市场的不平衡和矛盾永远解决不了。

当务之急，A 股市场应该加快市场化改革和剪除影响市场化的制度障碍，应该提高市场吸引力

和让市场保持适当的估值优势，应该鼓励在境外上市的优质资产回归 A 股，改变 A 股市场的整体质量，让转型期的 A 股上市公司获得外延式增长的能力，既实现中国经济的存量整合，也让 A 股市场继续保持吸引力，只有这样资本市场才能在目前发挥关键作用。如果让股市彻底熄火、走向低估值、拒绝中概股回归，对青黄不接的中国经济打击最重。

其实，股市有些泡沫并不可怕，高市盈率的上市公司往往有并购低市盈率的冲动，逐渐通过外延式增长的方式既降低了市盈率，也扩大了上市公司的整体规模，有些公司运气好会并购到增长潜力比较好的资产，从而为上市公司未来发展奠定了新基础。千万不要误认为这是纯粹的概念炒作，动不动就想当然地去干预，这会严重阻碍市场配置资源的能力，会让市场继续失灵。

如果监管层依然按照计划式思维来管理股市，搞不好结果会更悲催。