



新旧动能转换与金融结构变革

——暨《中国上市公司蓝皮书》发布

国家金融与发展实验室

2018 年 9 月 14 日

主持人 殷剑峰：

欢迎各位来到国家金融与发展实验室上海总部。我先简单介绍一下本期外滩沙龙的背景。以往我们每年为上海进行的课题都只是通过内部结项会的形式结束，没有对社会宣传。今年开始，我们的课题除了内部的评审、结项之外，也会将一些值得推广的内容对外进行宣传，我们起名为“外滩沙龙”，今天是第一期，这一次的主题是新旧动能转换与金融结构的变革，暨《中国上市公司蓝皮书》发布。

有请第一位演讲嘉宾，中国社科院金融重点实验室主任、天风证券首席经济学家刘煜辉。

刘煜辉：

我觉得中国经济现在毫无疑问是遇到困难的。有很多人说中国股票跟中国经济好像没关系，我的看法恰恰相反，我觉得中国股票是中国经济治理中非常灵敏的指标，应该说非常清晰地反映了中国经济。

今天我们看到股票核心问题是分母处在崩溃的状态，大家知道估值分子是企业盈利的现金流，分

殷剑峰

国家金融与发展实验室副主任

浙商银行首席经济学家

刘煜辉

中国社科院金融重点实验室主任

天风证券首席经济学家

母是贴现率，显然是贴现率处在一个崩溃的状态，风险溢价是没有底线的。你在这个系统，在当下这个时段，好股票、坏股票，去做研究是没有太大意义的，现在面对的是一个系统的风险释放。我感觉这个分母的崩溃，从小里说，是大家对既要、又要、还要，大家觉得解决不了，克服不了当前宏观的难题。宏观的难题大家可能有争议，但是我的定位现在是宏观处在一个滞胀的状态。

今年市场，金融市场、大类资产，从市场配置，交易的角度，非常强的认知，我们的宏观处在一个最困苦的象限，毫无疑问。大家对既要、又要、还要，用这个方式，是不是可以克服这个宏观困境，没有人相信。

从大的方面来讲，我觉得更麻烦。越来越多的人，对我们现行的系统，纠错能够产生越来越大的怀疑。我们知道西方的经济，自我运行能力，人和资本的冲突，有时候也直接会有冲突，曾经有一个报告，2016年曾经干到五千年来历史最低的水平。干到负利率。意味着什么？意味着有可能要毁掉宏观，构建宏观的两大基石都可能毁掉。

正在这个历史的关键时候，西方的那一套系统纠错机制发挥作用，选票站出来，历史的道岔，从此拐弯。

我们这个系统在哪些地方？大家的恐慌，我觉得这些恐慌“冰冻三尺非一日之寒”，历史的累计导致大家的看法，大家对纠错系统没有信息，这个放到中国是一个大麻烦，国人对于这方面的想象力比其他容易得多，一想分母很容易就崩溃了。张平老师说我喜欢看历史，从历史看，我觉得今天中国的股票的估值很像农耕时代，我们讲的古代的王朝中间的地价的估值一样。农耕社会中间，我们从产出的角度中间，农耕社会中间的土地就相当于今天现代经济中间的企业和公司。创造GDP，农耕社会，主要靠土地创造GDP。现代经济创造GDP靠

企业、靠公司。农耕社会我们看到特别有意思的现象，当一个王朝处在良治的时候，那个时候往往地价上升很快，农民获得的实惠多，产出多，回报多。往往到这个王朝劣治的时候，治理转为恶劣的时候，这个地价就低。这个状态对应到中国今天的股票非常相似，我的感觉是非常相似。因为股票的评价在我看来，应该不是宏观的晴雨表，更像是治理的，整个系统治理的晴雨表。大家可以发挥一下抽象的想像和画面感，你可以看看今天的股票的状态和我们讲农耕社会的土地，某种程度的评价非常相似。

我们还是回到宏观，宏观来讲，大家有很多人一直在争论，这个争论不奇怪，中国是不是有制造？我个人理解，反正我演习宏观这么多年，我从来不把通货膨胀、通货紧缩看成对应的一个指标，我也不关心CPI、PPI，我不讨论这些东西，我们都是从一个，我们讲通货膨胀还是通货紧缩讲的是经济低迷，到底是什么原因造成的？实际上就是我们讲的宏观的你的总需求和供给之间的偏离，就是和你的潜在增长，生产环境之间的偏离，那不就是通货膨胀或者是通货紧缩？这种偏离是哪一方造成的是市场的关键。我个人认为滞胀是代表经济低迷。凯恩斯那个总需求扩张，供给之间有缺口，这个是通货膨胀。凯恩斯经济学有一个很强的假设前提，供给是线性的，或者进一步假设，这个供给是一条平行线是不动的，你整个经济的波动是由各种需求决定的。凯恩斯经济学有一个叫需求经济学。但是供给，说实在话，在一定时间，在一个特定的时间，虽然不常变动，特定的时间，供给是在变动的，二阶导是可以不等于0的，在剧烈的变动。我觉得滞胀我们讲的经济下行中间，我们看到通货膨胀的发生。根子就在供给侧。因为你的供给，你的长期增长的动能受到负向因素的打击出现了下坠。这个时候你的需求往往被既得的利益，顶在你既有的利益结构上面。

无非就是房子、土地，背后是地方政府的各种债务，背后再牵扯到是各种部门的资产负债表，这一条链条给顶住，一时半会儿又退不出来，去杠杆去得很艰难、很困难。刘鹤总理2016年发文章，一篇文章开启了中国去杠杆的序幕以后，你看到我们这个过程进展非常缓慢，最后变成稳杠杆，不了了之，现在基本上停下来。所以一去，因为这个链条，这个债务就是一个网络，一去，一个节点一去，这个网整个的张力就收紧，就绷得很紧，搞不动。

当供给受到负向力量不断打击往下坠的时候，供给和需求之间就撕裂出一个越来越大的口，这个口就是经济下行中间看到的通货膨胀。经济的角度来讲，我们这样的通货膨胀都是滞胀，滞胀对应的不是指标，GDP还有6点几，考虑CPI现在还只不过2%，我们不是讨论这个，我们讨论的是背后的机理，中国本届来讲，实际上已经进入了滞胀的经济空间，只不过原来拉出的口子不大。今天因为各种因素叠加，口子变成越来越大，发散不收敛的状态。这个负向的因素，让我总结，在中国无非是两个方面的，你也可以加到三个方面。两个方面，第一个是来自于你的系统，这个系统是一个权利，没有约束的系统，你这个系统财政是没有预算的，是软预算的财政。

所以原来我们说实在话，原来诸侯，地方政府和国企部门乱花钱，花钱无度。本届以后你发现这个事情还有一点变化，就是我们看到大领导乱花钱了，大领导治国的雄心起来了以后，他要花钱，国王的欲望起来了。说实在话，税收部门的角度来讲，我觉得是一个颗粒归仓的状态，确实做得很用力，税收增长很快。但是总是钱不够花，为什么？原来就是一个诸侯乱花钱，现在变成国王也要花钱，这个钱就不够花了。我们看到膨胀的潜力和财政，你这个花钱，财政花钱你的货币就没毛。西方的体系之所以最后能够建立这一套宏观金融整

个这一套管理的框架，都是基于财政，预算的财政给出的。权利是膨胀的，货币是没毛的，大家知道资产膨胀以后就挤出。专业的说法叫挤出，也就是说把你这个系统空间的活性的因素，有效率的部分，创造价值的人，我们看在这个系统里面活得不好，做杠杆的人，高负债的人，活得越来越好，在中间，刘鹤总理讲到的不承担风险，投资不要回报，像这样的人，干了坏事不要负责任，这些人活得好，活性因子被挤出，一个企业家老老实实做一个企业十多年，好不容易做下来了，做一项技术研究，好不容易得到很多的专利，回过去一看不如邻居家的老王买一套房子。这个系统就是一个逆淘汰的系统，就是劣币驱逐良币的系统。房子把这个ROE都杀死以后，你看到的宏观就是供给下坠，供给下坠和顶部需求之间撕裂出一道口子，这是一个很恶劣的状态。

大家可以看看，今天货币就不讲了，我们看到今天我们面临的通货膨胀其实很严重的。张平老师上周我们经常去的馆子，湖北菜，点了一个鱼，我记得那个鱼以前吃的时候有七八条，这次上来，只有四条，价格没变，很多东西都是这样的，什么都在涨。今年炒股票炒得最好的是高铁售货员，因为他们卖的东西都在涨，啤酒、饮料、小零食都在涨。消费降级，我们研习微观经济学里面讲的是积分商品，低端的必选的消费者特定的情况下，消费曲线反向，价格越涨，消费量越多，这个是一个怪现象。今年的中报业绩，我们不知道明年咱们选什么公司，明年如果按业绩选，这些公司都会进我们明年的漂亮100，中国的漂亮100，康师傅，涪陵榨菜，卖假货的平台，拼多多昨天涨了30%。它比较火，火的对应的是什么？其实这个积分对应的，我觉得积分来讲，讲得很清楚，就是特定条件，特定条件是什么？人们的实际收入矛盾越来越厉害的时候，那个讲的就是通货膨胀，简单讲的就是货币的购买力越来越糟糕的时候。

其实所有的我们看到的通货膨胀，房子可以用各种绳子捆起来，但是可以用另外一种经济活动表现出来，就是你要排队，你要摇号，5.4万人摇400个房子，给你表现出来的就是整个货币的购买力，人民对货币的购买力越来越不信任。人民币的信用基础最后是中国政府财政的信用，政府的信用，直接威胁到股票。今天中国对系统的怀疑实际上是对信用的怀疑，直接威胁到我们通货的基础。另外一个反向的因素是打击供给的，我们激励的角度讲就是中美，中美反向。我觉得中美反向，今天说实在话，中美之间的，即便刘鹤总理马上又要去谈判，我个人觉得谈不出什么名堂来。中美现在处于一个根本利益完全对抗的，完全对立的历史时点。我们讲到中美国全球化红利，那些概念历史已经转身，我们觉得不舒服，我们停留在历史的惯性中间。我们的概念还停留在夫妻论，要夫妻的话，大家知道夫妻的关系是什么？床头吵架床尾和。我们现在和美国人的关系，美国压根儿就不想跟你和，你即便很想妥协，想怎么样，人家压根儿就是要弄你，就不跟你和。夫妻论的关系，我觉得这个论已经过时了，翻过去了。另外一个就是挂钩，以前我们认为我不好的话，你也别想好，因为夫妻，我中国经济不好，衰退了，也会把美国人拉下来。人家这大半年过去了，大家一看，现实的情况是脱钩，就是妻子这边过得很凄苦，丈夫过得很逍遥。我觉得这个感觉，就是你对历史的拐点的判断，离真实世界偏离的非常远。我一直说要以一个历史的唯物史观的角度，去审视中美的关系。这一次，我感觉全球化经过三四十年的浪潮以后，应该说我们可以看到，虽然不能说它是中介，但是是一个重大利益的边际调整的时间窗口来临，应该是非常明确的。也就是说这一次决定了美国对中国来讲，因为着力点绝对不是三千八百亿美金的贸易的顺差，美国人对中国，这一次是要刨你的根，中国实现崛起的全

球化红利的根，要动摇你过去三四十年形成的全球化的产业链、供应链和价值链，要解构，要重定规则，原有的群要退群，要建新群。我们看到这实际上是一个潮流，这个潮流是中国感到最大的压力是什么？是你的供给端。我们回到宏观来讲，其实我们感到压力的是中国的供给端，中国的生产，中国的潜在受到压力。

你的供给受到贸易战的剧烈打击以后。特朗普的经济政策的核心是什么？供给侧改革，减税也好，搞贸易摩擦，提高全球化的摩擦成本，还是未来要大头仔，投到那些旨在保持美国长期技术领先的这些方向也好，引领性方向，对中国技术进行封锁，这些方面都有可能提振美国的生产不足，改变美国过去在三四十年中间形成的潜在增长不断下移，实际利率不断下移的趋势，构筑一个新的上升的通道。中国真正感到压力的是什么？你的供给侧。你那边减税相当于中国的加税。过去形成的全球链条，大家绑在一起，你那边减相当于我这边增。所以这个供给受到贸易战的打击以后，出现下坠以后，就使得国内原有的那种通货膨胀型的权利经济的弊端就愈发明显。那边顶住的总需求和你下沉之间的缺口越来越大，越弄你，你就越燥，你还不能反抗，还不能回嘴，你要回嘴，那边就给你加码，一加码你就燥得越厉害。这个格局我们要怎么克服？我讲两条。

因为你是供给侧造成的，所以你唯一的可行的就是坚定地推行我们中国的供给侧结构性改革。我觉得中国的供给侧结构性改革，不是我们过去两年的行政或者环境三去一降一补。我们中国过去做的那些事，当然现在也很好，虽然也很好，但是我们做的事要去产能，不是供给侧改革。真正的供给侧改革的核心，我以为就两条。第一，你干不干预收敛这种通货膨胀型的经济增长的模

式，通货膨胀型增长的权利经济。简单讲就是政府愿不愿意把自己的手捆起来？克强总理讲得好，老百姓要过好日子，政府就要过苦日子。你能不能对内对外，无节制的财政行为能够收敛？这是第一条。

第二条就是你能不能有效地推进产权改革。达里奥经典去杠杆的对于中国决策层的影响非常深远。之所以达里奥的经典去杠杆在中国变形？我个人认为就是达里奥讲的去杠杆的四个方向。第一个叫债务解禁。第二个是支出紧缩。第三个叫债务转移。第四个叫债务货币化。中国应该说第一个和第二个刘鹤总理不能碰。第一个，第二个都涉及到经济的供给侧，你一没有权利收敛通货膨胀型的增长的权经济，刘鹤政府管得住地方的书记、市长吗？根本管不住。你能管得住对内对外的大国的雄心吗？管不住。因为你管不住，所以你支出不给你压缩。第二个就是你敢碰产权改革吗？你也不敢碰，你答辩对应的是要做大做强，而且是反逆流的思潮。你不做产权改革，你就不可能实现债务的解禁，你不能卖资产的，面临巨大的压力。这两个方向不能做，所谓的去杠杆就是很小的空间里面自己倒腾，最后的结果大家可以想象，出来很多的问题，甚至被某些同志说成是蒙古大夫，不打麻药，最后整死的就是把民营经济都给整死了，一放松，钱都到国企，都到房地产，都到地方平台去了。你一收紧，民营经济就跟残花败柳一样的，就被扫地出门了，就变成这么一个状态，根本没有办法做。我觉得核心，突破这个局的核心，包括今天突破我们讲的滞胀的隧道，看到尽头的，我们的答案，所有人都明白，就是坚定地推行供给侧结构性改革。我就讲这些，谢谢大家。