



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 张平：

下面我们主要是发布上市公司蓝皮书的一系列讨论。刘煜辉也是我们主要的执笔人，他也讲到一些宏观。我们下半段的上市公司，这个受到了社科文献出版社的支持，也受到了国家金融与发展实验室的支持，我们在这儿一并发布。下面讲演的人是钱学宁，给我们讲新旧功能转化，与我的课题也是一个连接的。

钱学宁：

很高兴有机会发布新旧动能转换与金融结构变革的这么一个主题词。选择的主题词我们当年也做过很多的讨论，是选一个什么样的题目呢？新旧动能转换，这个词记得是刘煜辉创造出来的，去年的时候，在内参里面创造出来，后来经过中央的红头文件，进行了转载。这个是我们上市公司蓝皮书就把它作为一个主题。

我实际的工作单位是在社科院经济研究所。首席经济学家论坛，跟刘煜辉我们几个人创办起来的，现在据说市场上的反映还不错。

张 平

国家金融与发展实验室副主任

中国社科院上市公司研究中心

主任

钱学宁

中国首席经济学家论坛

理事会秘书长

我粗略过一下我们这一块整体理论脉络，相关的东西。最想跟大家说的是什么叫供给侧结构性改革？这个从理论界到我们的官员，还有学术里边的，高校进行过，特别是媒体经济学家经过了很多的讨论。我觉得大家对这一块有非常多的误读在里面。最直接可参考的东西认为它是当年（李盾）的供给侧改革，但是事实上远远不是那么简单，也不是那么回事。

我们PPT分为四个部分，这个PPT可以讲一天。

我们先说经济学的任务，宏观经济学的两大命题，一是如何提高潜在增长率，第二个是如何使实际增长率贴近潜在增长率。刘煜辉点到这个东西。让我感觉深刻的，把潜在增长率的，我们当年实际增长率，包括潜在增长率的这一块叫做过热形成的通货膨胀，他这一回拉出一个需求渠口，把它往下拉，实际的增长率变成了一个凹形的东西，后来形成了他所说的滞胀的理论的源头。宏观经济学解决的就是这两大命题。大家看市面上的文章，你们就把这个往上对。

微观经济学是如何合理进行资源配置，第二个是如何进行有效激励？这是刚才张平主任，营商环境，企业家精神，对微观方面做的整理归纳，跑不出宏观和微观的两大命题。

中央每年创造一个名词，新常态、新时代、供给侧改革、三去一降一补。这个里边是有很深的经济学的理论逻辑和根源的线路在里面，我们找一下。

首先我们新常态经济背景三期叠加，这是五年前提出来的东西，我们要转型怎么转？经济增速到底是什么样的形态？习近平提出新常态的概念，阐述了经济的背景。

供给侧这是一个什么东西？最早我们都学过萨伊的东西，意义不算特别大。还有就是供给学派，就是丁伯根、蒙代尔，是政策供给和制度供给，不是产品供给。里根的供给侧革命实践，大家在市面上都听到两个减税，还有很多的东西在里边。里根跟撒切尔那个时候同时做了一个供给侧的结构性改革。跟供给学派的东西一脉相承下来，也是制度性的东西。后来经济学对他的评价也不一，认为里根的供给侧改革并没有对经济带来很大的好处，虽然经济总量提升比较快，但是政府的债务也走得很快。还是以在政府支出和后面的军备竞赛这种，像凯恩斯主义的刺激底下所引发的经济增长，跟现在供给侧，我们现在讲的习近平讲的供给侧改革，也完全不是一回事。

咱们中国的供给侧结构性改革是什么？刚才刘煜辉是讲到是要素供给，基于增长理论上面的这三个，AKL的东西，全要素生产率，技术进步，还有一些制度性的安排。核心就是有效资本的形成跟人力资源的配置，这一块东西是基于我们的增长理论上面的一个供给侧结构性改革。长期抓手就是我刚才讲的。

三去一降一补，这是短期供给侧改革的短期的抓手，是现实问题中存在的产能过剩跟有效资本的形成不足，跟无效资本的浪费的情况下所做的很直接的一些安排。但是这个东西被地方的，尤其是地方政府误读比较研究，就变成把你供给的源头全给掐了，以环保的名义，以各种相关的治理的名义，斩断了我们生产资料的源头。虽然有一些是属于过剩产能，有一些是属于污染的、环保不达标的，但是我们具体操作过程当中一刀切的现象特别严重。供给侧改革不是跟当年说需求侧的刺激是完全对立的事。供给侧改革是函数的变化，我们传统上讲的生产力形成的这么一个过程，是一个长期的因素。需求侧是一个短期

的东西。长期和短期之间没有办法进行完全的对立的安排，我们从经济学的论调上是怎么样的。

奥地利学派的增长的和凯恩斯没有本质上的冲突，但是现在经济学界非得把他们对立在一起。奥地利学派有的那本书，《通往如意之路》，最受到第一个欢呼是谁？是凯恩斯，专门写了一段话，赞扬这本书。大家可以看一下。大家以后看文章，不要把两个东西对立起来来看。对凯恩斯的误读是非常严重的。凯恩斯的理论需求这一块跟投资的理论，是基于有效需求不足，是基于经济危机情况下的治理。你读凯恩斯的原著，他告诉你，我们这个短期的，当一切回归到正常轨道的时候，这个东西必须去掉。后来很遗憾，菲利普斯的曲线的安排，一路按着那个路线往下走我们中国政府做决策的时候，不要轻易去套，要想到我们中国自己的一个情况来做我们自己的制度政策的安排。

这一些都过，大家都知道，我们中国的杠杆率怎么样。但是源头，高杠杆的源头是四万亿。我们中国丢掉了两个重要的改革的窗口，一个是2007、2008年的危机，危机完了以后，我们出口的暴跌，暴跌的情况下我们应该讲能够趁着这个外力倒逼我们国内的改革，四万亿出来，为了我们承担起全球的经济发展的稳定责任，西方国家是不是这么认为咱们不知道，咱们自己说的。四万亿的初衷没有错，四万亿的投资投向都对，但是到了地方政府一切全给扭曲了，原来不好的项目，沉淀在二三十年前的项目，全部挖了出来，印象最深得是广西的钢铁的项目，捧着批文在哭。这个形成了很大的误导。

还有第二个窗口就是2013、2014年的在第一批四万亿即将到期以后，银行正常的信贷要进行压缩的时候，我们创造了一个什么东西？创造了影子银行，溢出了，完全是金融题外的溢出循环，又把那个时间窗口又缩回来，现在迎来

了第三个窗口，现在好像中央的，看目前的事态非常的坚决。前两天在北京有一个，有一个新闻媒体的记者，怎么个稳杠杆？张平主任说，第一个，中央没提过稳杠杆，意思是去杠杆，去杠杆的决心没有变，只是要掌握一些节奏，掌握一个艺术的做法。现在不管民营怎么哭，民营怎么好，中央的决策还是非常坚定的，一定要抓住这一次时间窗口进行供给侧改革，达到我们原来说了很多年的改变经济增长方式的宏大的愿景。

实体去杠杆、金融去杠杆，这个是去杠杆的两个方面，这里就过一下。

说到新旧动能转换，我们先说这个破。原来我们的动能为什么不行了？这一类的文章也很多，从全球的供应链，我们从全球化，包括到现在的中美关系，所有的因素都指向了我们原来的产能，原来的经济增长方式，原来的增长函数已经是过时了。体现在下面我说的几个成本的回归，大家应该知道，人力成本、资源成本、环保成本、保障成本、资金成本，这些相关的成本，原来都是在一个扭曲的状态下。这些成本进入到企业以后，企业还能够往下做吗？很多的企业难以为继了。我就说，现在我们说明年日子难过，明年不好过，除了税收的问题，税收压力是国营和民营是一样的，民营先天方面就跟国营差了一个档次，这一些在各国都一样。但是有一些民营，你如果是依附在原有的过剩产能，原有的传统的经济的不足那个产业链条里面，该死就得死，没有办法，难受肯定是几家欢乐几家愁的事。我们眼光不能就看着原有的产能，原有的民营经济怎么日子过得苦。先检讨一下我们这个东西是不是符合我们现代的新旧动能转换，是不是复合型经济的要求，是不是这些成本都回归以后，你在市场上，乃至在全球还保持你充分的竞争能力。如果是这样，那你接着干，因为没

有毁掉的产业，只有毁掉的企业。在某个产业里面，总归有几个尖端的垄断的企业，维持着你们产业链的运作。

民营经济，基建红利在消失，国家对上游资源和生产资料慢慢在控制，这就是我们说的国进民退的经济学的逻辑。不仅我们国家是这样干的，当年欧美的这些西方国家都走过这样的路。我那天在机场忽然间翻了一本郎咸平出的一本书，我后面的那一章我觉得写得挺好，就是后面列举了德、日、美、英，各个国家在经济转轨中的不同的政策，各种的安排，那个资料挺好的，现在正在看，转轨的过程中，政府如何通过产业政策和相关的安排进行一个产业的条约。其实不是说我们中国才有计划，不是说中国才有政府干预，西方国家的政府干预也很多，力度不一样而已。

这个民营企业，前段时间我们跟张平几个人去柯桥，我们顺便蹭吃蹭喝看了很多的企业。我觉得我们又喜又忧，忧的是什么呢？这两家，一家是精工钢构，一家是梅轮电梯。我问你们的生产线在哪里？都是欧洲进口的，我说国营没有吗？有是有，成品率特别差。这才是真正的生产力的中国跟西方的差别。

好的是什么呢？我觉得有这么大的差距才是我们下一步民营经济能够发展的动力在里面，但是这个里面一定有很多的科技含量的提升，要做的工作在邻面。不是说民营经济没有路可走了，民营的路子上海有一个很好的一个前途摆在哪儿，看谁能够抢得快。

后来我们还去了两家企业，一家是做药的企业，仿制药的企业，我觉得前景也不太好，仿制只是赚时间差的钱。还有3D打印的，我看它打印的东西，跟我在美国看的，差得太远，说明我们提升的空间还是非常大的。

新经济，大家说到的新经济。我不知道大家有没有细细看过十九大报告，十九大报告是写得非常好的，而且很简洁，很扼要，而且抓住了市场的精髓。十九大报告出来以后，西方国家很警惕，就是因为写得太好了，把我们中国的意图展示在大家面前，针针见血中国要做的事。这就说到中美贸易战的问题。一开始有一些说，中美关系要维持夫妻很好的关系。但是我跟他们说，不打也得打，这不是愿不愿意打。我跟刘煜辉，我们在新疆走了一路，我们这一路上都在探讨这个问题，我就问他。你说我们中国要退让，你给一个退让的一个安排出来。中国你给美国递一个什么东西说，我输了，我服了，美国不要这个东西的我们不知道特朗普要做什么，特朗普干的不是阴谋，就是阳谋，俗称战略，就是要搞你，就是不让你得2025的东西，触犯他本身在高科技全球上面的一个领先的地位。我就要跟你干这个事，我们能行吗？很多人说韬光养晦，韬光养晦两个词。韬光就是我们要偷偷干，人家不让。养晦就是等着。我们一定要干2025的制造业。所有跟西方国家的差距，一个国家的经济的竞争力的核心，其实就在于制造业，不是一个服务业多么的发达。

十九大报告理论对企业家精神，这个也是提得非常好的东西。劳模精神，工匠精神，这个是属于企业家精神。企业家精神可能是这几年我们刚刚听到，但是企业家精神从100年前的奥地利学派里面就已经写了很多这样的项目相关的东西，不是一个新词，可能现在让我们碰上了而已。

新经济的特点，大家在那本报告里面都有，就不说了。

说到金融，现在很多人喜欢拿金融来说事，里面的文章也很多。谁能搞清楚货币、信用、金融的关系，我觉得至少在中国是一个顶尖的，能把这个事情

说明白的。金融的本质，信用、杠杆、错配。去杠杆是把金融业去掉吗？不是，是让杠杆在合适的程度上安排。这是金融的本质。

金融的创新。很多人，特别是前两三年，总想颠覆，颠覆金融，颠覆央行，用比特币也好，用P2P也好，我们支付宝这样那样，传统银行肯定要完蛋。但是现在看，现在的情况看起来，这个东西好像不太行，因为你没有了解金融的本质。金融后面的几个，包括巴塞尔的资本充足率，这是经过三百年来的金融的发展，多少的理论家讨论，多少的银行家，还有多少次的金融危机以后，总结出来的这么几个东西，你说颠覆就颠覆，你说查阅就超越。所有现在我眼前能看到的金融创新，基本上都是进行监管规定，都是不好的东西。保罗尔前两年说，他看到西方的最大的金融创新是什么？ATM机，他只看到一个，除此以外没有。我们也可以说，我觉得现在我们中国所做的所有的金融创新只有一个具有最大的意义是什么？手机支付。我觉得一个是取钱取的快，一个是给钱给的快。其他我看到很多P2P相关的东西，包括一些贴附在上面很多的创新，都是一个伪创新，注定要失败的。P2P到目前的状态，跟我前几年的判断是完全一样的。

我们认为最关键的观念就是债券文化。我们老把金融机构说直接融资、间接融资，我说现在要改。因为直接融资里面这种债权融资替代没有什么不一样，你说直接融资、间接融资的比例，没有特别大的比例，但是债权融资和股权融资是有的。大家跟企业、银行交流的比较，刚性借贷，什么时候借了，什么时候还，还之前，就要准备一大笔钱，还进去然后再借出来。对企业资金的效用是非常不好的制约，还有扭曲金融配置。中国是最好的例子，就是政府信用的，所有的政府融资平台跟国有的大型企业，占领了绝大部分的金融资源

就是这个。还有一个土地财政，土地和房地产是金融最好的平台，这种情况下，他可以很轻易获得金融资源和信用，这就是目前的现状。

信用债爆发，去年到今年。

股权文化是属于一个共识分享的长期资本投入。其实我不太喜欢股本融资、股权融资、股票融资这种词，股票应该是投资，是合资，不是一个信用、借款的概念。包括那天见着盛松成，我建议你吧股票融资把里面摘掉。如果算信用，我们办企业的所有的东西都可以算。他说他现在正在考虑我这个建议。

你看债券，现在是我们从94，应该在96左右的债券文化，中国金融体系里面占了绝大部分。股权文化才4%。这个跟美国基本上是倒过来的。

有一个债转股的试点，现在已经触及到这一块的转换，但是这是属于一个被动的转化，不是我们主动的。不管怎么说，看到了一个好像中央也提到了这个事。

结构频谱，什么样的金融工具服务什么样的实体经济。这边是我列了一个图。很糟糕的一个事，不停地呼吁银行支持小微企业，而且呼吁了二十年，哪个成功过？没有。出了不少的事，都是因为小微企业不是银行的菜，不应该是银行搞的菜。这里边要具体分开时候，有很多你们可以看一下，你们可以对应一下，什么样的金融服务是最能够有效地服务相关的实体经济。特别重要一点就是银行这一块。

怎么治理，易纲前两天刚刚说国营企业和民营企业要一视同仁。我们经济学的观察上面来讲，这是完全不可能的事。

再回到刚才张平讲的，我们多层次的资本市场的构建。原来是直接融资与间接融资，我们十年前就提了这一块，要增加直接融资的比例。我记得最多的

时候，间接融资的比例占到52%，现在又上了，现在又是90%。这一回，我们说的多层次资本市场，我们就把债权文化和股权文化的重构。

张平基本上都讲了，我们要把资本市场怎么搞活，创业板、新三板、主板，这是我们最被动的情况。我们的结论就是说，如果现在的资本市场没戏，这轮金融结构的改革也没戏，国企供给侧的改革路径也是走不通的。我们非常呼吁我们资本市场进行彻底的改革。

总结一下，我们现有的供给侧改革的，现有的中国经济改革碰上这三个，长期的供给侧改革遭遇短期的去杠杆，这个里面把经济的压力全部呈现在大家的眼前。第二个长期的金融机构变革遭遇短期的资本市场的低迷。长期的新全球化战略遭遇短期的中美贸易战。

所以我觉得你如果能从长期的眼光看中国的经济，我们觉得还是比较有希望的。如果你眼光只盯在后面这三个东西，我觉得中国的经济是一个非常悲哀的，像刘煜辉刚才讲的，很多的问题。

不要发牢骚。劝君更进一杯酒，西出阳关无故人。谢谢。