

# 研讨实录

第 158 期

158

乔依德：外部冲击的持久化及其影响和应对

李扬：中国金融改革的新阶段

马丁·沃尔夫：“多重危机”中的世界经济

克雷格·艾伦：中美关系、中美经贸关系和营商环境



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917号807室 Address: Rm 807, 917 Longhua East Road, Shanghai  
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  
二〇二四年三月

## 序 言

上海发展研究基金会成立于1993年，是一个围绕发展问题进行政策性研究的非赢利的公益组织，旨在推动改革开放、服务实体经济。基金会的一项重要工作是组织各种公开或闭门研讨会，为各方面的研究成果和政策见解提供交流的平台。

基金会每月举办一次“上海发展沙龙”，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，并与听众交流。沙龙已成为基金会有一个品牌。

基金会不定期地举办小范围的“中国经济的未来”系列座谈会，主要关注中国中长期发展的一些深层次问题，根据不同主题，鼓励不同观点的交流，提倡讨论和争辩。

基金会在每年的年中和年末举办两次“宏观经济论坛”，分析全球经济对中国的影响，判断我国当年的经济形势，展望来年的经济走势。

基金会每年与其他机构合办“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深入研究。基金会每年还与其他机构合办“上海货币论坛”，对货币问题进行研讨。

基金会每年举办“上海全球金融论坛”大型国际研讨会，邀请国内外著名专家学者对全球经济、金融进行研讨，这也已成为基金会有一个品牌。

我们把上述各类研讨活动的主要内容进行整理，编辑成册，称为“研讨实录”，不定期发行。在此过程中，我们尽量将研讨活动原汁原味地呈现出来，将有价值的见解与朋友们分享。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会举办的研讨活动能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会荣誉会长

Handwritten signature in black ink, reading "俞 忠" (Yu Zhong).

## 编者的话

本期《研讨实录》收录了上海发展研究基金会最近四次学术活动的实录。

我在2023年12月23日“第六届中国金融安全论坛暨中国国际金融30人论坛（第十六届）研讨会”上发表了主旨演讲，指出我国受到的外部冲击出现了持久化的趋势。受地缘政治恶化的影响以及对中国经济前景的预期减弱，外资经济实体投资减少，股权投资减少，我们对此要高度重视。美国不可能完全与我国经济脱钩，但是所谓的近岸外包、友岸外包对我们有负面影响，我们应该未雨绸缪，正确应对。应对的措施是：第一，稳定中美、中欧关系，改善和加强与周边国家和“全球南方”的关系。第二，抓住主要矛盾，加大政策力度，保持经济继续回升的向好态势。第三，保持宏观政策的一致性，并且“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”。

基金会和上海市外商投资协会在2024年1月18日合办了第183期上海发展沙龙，中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬先生在沙龙上作了题为“中国金融改革的新阶段”的演讲。他指出中国金融进入高质量发展新阶段。现在党中央要求功能性第一，就是支持实体经济，支持科技创新，支持一带一路，支持产业政策等。然后是推动金融资源真正集聚到高质量发展的战略方向、重

点领域和薄弱环节上来，不断满足经济社会发展和人民群众金融服务需求等等。中国金融改革发展的基础逻辑变了、主要任务变了、发展方向变了，发展重点也变了。中国特色金融强国要有鲜明的中国特色。首先是政治性，就是加强党中央的领导，中央金融委员会、中央金融工委等等。第二个特色是人民性。要做简单的金融、便宜的金融。中国金融发展要做好“五篇大文章”，就是科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。

基金会2月23日举办了第76期系列座谈会，英国《金融时报》首席经济评论员马丁·沃尔夫（Martin Wolf）先生在座谈会上作了题为“‘多重危机’中的世界经济”的演讲。他指出，未来有不可预测的意外，未来二三十年里可预测五个驱动力是人口变化、气候变化、技术变革、经济增长、经济中心向亚洲转移。大流行病、通货膨胀、能源、战争带来的冲击增加了全球的系统脆弱性，表现在气候、金融、国家、全球贸易、政治和地缘政治等多方面。未来可能的几种情形介于一切大致恢复正常到发生大国间战争之间。

基金会3月12日举办了第77期系列座谈会，美中贸易全国委员会（USCBC）会长克雷格·艾伦（Craig Allen）先生在座谈会上作了题为“中美关系、中美经贸关系和营商环境”的演讲。他指出，一方面中美经贸关系在减弱，另一方面美国政府将采取很多针对中国的措施，因此中美企业会面临更多的挑战。我们应该确保两国尽可能地维持一个全球贸易体系，我们生活在同一个地球上，所以我们不能分离。

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

二〇二四年三月十九日

## 目 录

- 乔依德：外部冲击的持久化及其影响和应对..... 1
- 李扬：中国金融改革的新阶段..... 11
- 马丁·沃尔夫：“多重危机”中的世界经济 .....39
- 克雷格·艾伦：中美关系、中美经贸关系和营商环境 ....72

## 外部冲击的持久化及其影响和应对

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

本文是上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德于2023年12月23日在第六届中国金融安全论坛暨中国国际金融30人论坛（第十六届）研讨会上的主旨演讲。他指出，对我国的外部冲击出现了持久化的趋势。受地缘政治恶化的影响以及对中国经济前景的预期减弱，外资经济实体投资减少，股权投资减少，我们对此要高度重视。美国不可能完全与我国经济脱钩，但是所谓的近岸外包、友岸外包对我们有负面影响，我们应该未雨绸缪，正确应对。应对的措施是：第一，稳定中美、中欧关系，改善和加强与周边国家和“全球南方”的关系。第二，抓住主要矛盾，加大政策力度，保持经济继续回升的向好态势。第三，保持宏观政策的一致性，并且“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”。

各位领导、各位来宾、非常高兴今天有机会交流一下我对与金融安全有关的一些问题的看法。前面几位发言者从不同的角度对金融安全做了阐述，我的发言主要针对外部环境的变化对我国负面影响以及我们的应对。主要讲三个问题，一是外部冲击的持续化，二是对我们金融安全、经济的影



响，三是如何应对。

习近平总书记在最近指出，“我国发展面临的形势错综复杂，国际政治经济环境不利因素增多”。2023年中央经济工作会议公报说，“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。这两段话是我今天发言的起点与核心。

首先，外部冲击出现了持久化的趋势。前两年我们说的外部冲击包括疫情，疫情结束了，这个就不是我今天要谈的，尽管它的后遗症还在。今天要讲的外部冲击主要有三个方面。

第一，发达国家非常规货币政策还会继续，尽管其内容和形式已经发生了变化。美国从2008年、2009年开始实行了宽松的货币政策到2016年开始缩表，疫情爆发后再次实行宽松政策引起通货膨胀高涨，从去年3月份以来美联储加息11次，提高利率525个基点。欧洲央行加息10次，幅度为450个基点。前几个月我们看到的文章都说现在通胀和利率都是 *higher for longer*，但是现在的情况并非如此。不久前西南财经大学召开中德货币政策研讨会，德国央行的柏林大区行长就讲 *higher for longer*，但是他讲到通货膨胀可能不会高了。当时我有点挑战他，说你现在应该改了，不是 *higher for longer*，应该去掉一个“er”了，是 *high for longer*，通货膨胀会维持在一个比较高的水平。最近，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上承认在讨论何时减息，这意味着美国加息周期已经结束，美国股市大涨，道琼斯指数创历史新高。发达国家处于遏制通货膨胀和防止经济衰退的两难之中。对我们的影响，是增加了不确定性和复杂性。内

---

外利差较大压缩了我国货币政策的空间。我们平时讲所谓三元悖论的中间解，即货币政策并非完全独立。如果利差较大我们货币政策的空间就会被压缩，较高的利差会形成人民币贬值、资本外流的压力。如果美联储不加息，我们日子会好过一点，人民币汇率最近又上升了，跟这个有很大的关系。如果发达国家经济放缓或者衰退，对我们出口的需求就会疲软。

第二，中美两国竞争的局面会持续。习主席与拜登总统的旧金山峰会是成功的，这确立了避免两个大国发生冲突，对中美两国、对全球都有好处。但是竞争的局面还会继续，美国将我国定义为“战略对手”不会改变，“小院高墙”的压制也不会改变，各种形式的遏华小圈子也不会解散。

第三，地缘政治恶化的趋势短时间不会改变。俄乌战争、巴以冲突将会持续，俄乌战争在一定程度上影响了我们跟欧洲关系的改善。俄乌战争是二战以后欧洲大陆发生的最大规模的地面战争，影响是比较大的。南海、台海问题有可能“发酵”。

下面我讲一讲外部冲击持续对我国外资外贸、产业链的负面影响（图1）。

最近有一件事，大家可能也比较关注。我们国家这么多年来，第一次在今年第三季度外商直接投资出现了负值，负120亿美元。这引起国内外高度关注，如何解读有不同的看法。有一种看法认为，这个数字是基于外管局的统计口径，与商务部的统计口径不一样，后者还没有出现负值。言外之

意这不太重要。

图 2 是我们团队对外管局与商务部关于 FDI 统计口径分类分项列出其差异，主要差异在于商务部统计口径没有包括跨国公司内部关联企业之间的投资、借贷等资金往来。这是可以理解的，商务部主要关注的是外商实体的变化。但是外管局关注的是资金的变动，根据的是国际货币基金组织的 BPM 国际收支表第六版，所以外管局的统计口径从国际收支这个角度是符合国际规则的。即使从商务部的统计口径来看，FDI 在今年 1-10 月下降了 9.4%，虽然还没有出现负值。

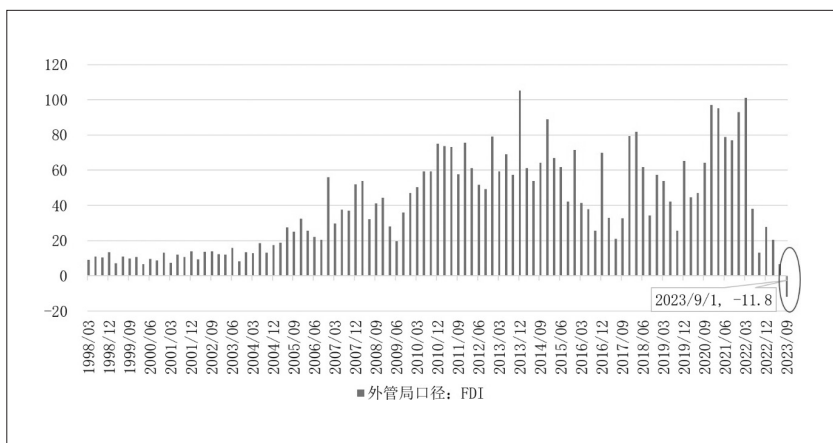


图 1：FDI 第一次出现负值（外管局口径，单位：十亿美元）

外商直接投资出现负增长或下降，应该引起我们的高度重视，怎么看这个问题？有几种不同的说法，是不是外资从我国撤走了 120 亿美元，或者是不是由于美国加息所造成的？我们认为，从目前的数据来看，并不支持外企大规模撤资或利润汇出。有几种情况：外商实体有撤出的，也有跨国

公司减少了在华子公司的股权投资，境内的子公司增加向母公司还贷款，也有跨国公司境内非法人机构有部分撤资。总之，就是外商进来的资金少了，但是出去的资金多了，所以出现 120 亿美元的负值。加息起了一定的作用，因为美国加息，有一部分股权投资基金的资金就流向美国，这仅是一部分原因，不是全部、根本性的原因。对这件事情我们还要再看，这是一个季度的数据。我的结论是，受地缘政治恶化的影响，以及对中国经济前景的预期减弱，外资经济实体投资减少，加息使得资金流向美国，股权投资减少，这个情况我们要高度重视。

统计口径差异的分项		外管局口径	商务部口径
对联属企业之间投资认定	联属企业之间的投资流入和流出	FDI流出包括：境外联属企业撤回对境内企业的股权投资、境内企业偿还境外联属企业贷款及其他债务。	不包括
对待债务往来的认定	直接投资企业与直接投资者的债务工具流入和流出	FDI流出包括：偿还境外母公司的贷款及其他往来、对境外母公司的贷款及其他往来（逆向贷款投资）。	不包括
“逆向投资”项目的归类不同	位于中国的外资子公司对境外母公司的股权投资	计入FDI流出	计入ODI流出
对“非法人实体投资款撤回/汇出”认定不同	非法人实体投资款撤回	计入FDI流出	不包括

资料来源：CEIC、上海发展研究基金会整理

图 2：外管局与商务部关于 FDI 统计口径的差异

第二个我们要注意的问题是，我国出口的去向发生了变化。从 2018 年中美贸易战以来，大家说尽管中美打贸易战，但是我们对美国的出口还是增加的，这是对的。但是同

时在美国的进口中，我们国家的占比是下降的，已经被墨西哥反超。图3中，2018年4月我国在美国进口的占比达到21.6%，今年10月已经下降到14%，占比下降还是比较大的。一方面美国没有办法也不可能完全与我国经济脱钩，但是另外一方面所谓的近岸外包、友岸外包对我们还是有负面影响的。

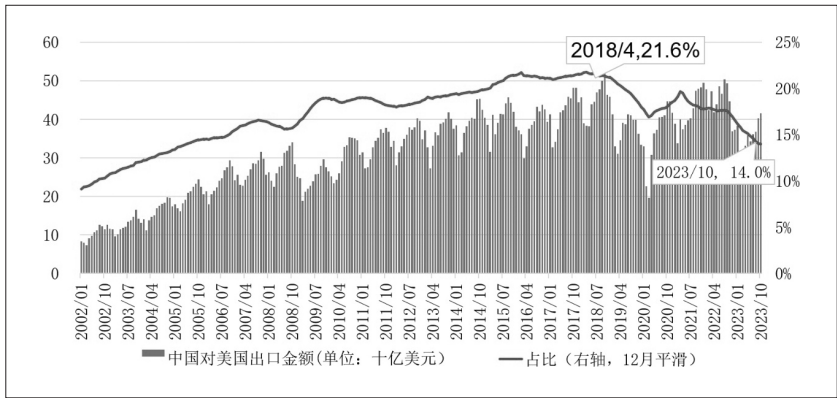
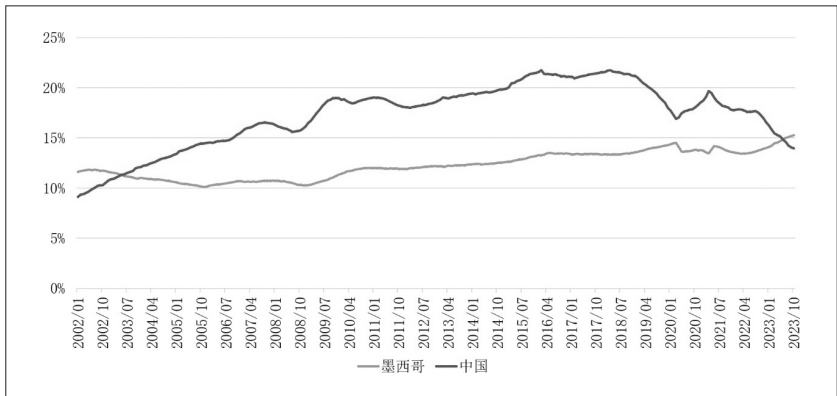


图3：中国对美国出口金额及其在美国进口贸易伙伴中的份额占比



**图 4：美国进口贸易伙伴份额走势：墨西哥 vs 中国**

图 4 显示，我们加入 WTO 后，在美国进口占比中我国超过了墨西哥，上个月墨西哥在美国的进口占比反超我们。



**图 5：墨西哥对美国出口金额及中国对墨西哥出口金额**



**图 6：印度对美国出口金额及中国对印度出口金额**

数据表明我国对墨西哥、印度、越南等国的出口与它们对美国的出口是同步的，可以认为我国的部分生产能力外

移。如何解读这个问题？我觉得要综合考虑经济因素和非经济因素。



图 7：越南对美国出口金额及中国对越南出口金额

有一种说法是，这不是问题而是成功，说明我国产业成功升级。我觉得这种说法仅仅纯粹从经济因素来考虑，与当前的现实有差距。而现实是苹果或者大的跨国企业会要求国内企业外迁到东南亚或其它国家，否则就不给订单。所以，非经济因素也要考虑，而且非经济因素越来越占据重要的地位。

还有一种说法是根据附加值的变化，认为美国现在对我国更加依赖了。理由是我们对印度、越南、墨西哥等国的出口增加中，包含了我国中间产品到这些国家装配后出口到美国，这部分附加值还是我们中国的。这个结论是有问题的，原因是什么呢？

比如说我们工厂迁到越南，尽管工厂的所有权是我们的，但它是当地的工厂，受当地法律的约束，税收在当地，

就业机会在那里，利润是不是能够回来还是未知数，我觉得至少目前不会。

我觉得，在当下国家仍是全球的一个基本单元，国界仍有主权含义，所以，上面这些情况如果听之任之，不采取正确的应对措施，我们的外资外贸就会受到负面的影响，会降低我们国家产业链的完整性，弱化我们国家的制造能力，阻碍我们高科技的发展，影响我国的就业水平。现在大学生就业难，主要是国内需求所造成的，但是在生产布局时就应该要考虑到就业需求，否则就会像美国一样大批工厂外迁，最后影响就业。虽然现在我们还远没到那个程度，但我们应该未雨绸缪，早做准备，正确应对。

下面我简单讲一讲我们应该怎么应对。

第一，在当前的时局下，要看到三个关系是越来越紧密，就是政治和经济、国内与国外、微观和宏观。所以我今天发言不是单纯地讲经济，稳定中美、中欧关系，改善和加强与周边国家和“全球南方”的关系，至关重要。

第二，要抓住主要矛盾，加大政策力度，保持经济继续回升的向好态势。如果我们经济没有合理的增长，在地缘政治上是对我们不利的。我们要从地缘政治的角度来看待当前的经济增长。我国经济今年增长可以达到 5%，我觉得是不够的，因为去年只有 3%，两年平均 GDP 只有 4%。明年我们应该争取达到 5.5%。

第三，我们要保持宏观政策的一致性。这次中央经济工作会议上，有一句话我非常有感触，也非常认同，“把非经



济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”。

举一个例子，新冠疫情防控放开后有一系列问题。去年12月7日我们全面放开，不用做核酸了，1月8日起实行“乙类乙管”，要求登机前48小时内核酸检测阴性证明。2月份春节后能不能改变，两会后能不能改变？结果都没变。大家都有意见。4月29日外交部说不再需要48小时核酸，但是要做抗原。8月29日外交部又说取消抗原。你们想想看，那个时候谁做抗原？没人做抗原。11月1日海关才取消健康申报。这一系列放开措施之慢跟我们国家对外开放是不一致的。我建议有关部门要对这个事情做一些调查，吸取教训，为什么会这样，大家都是非常不能理解。我国对外开放是非常明确的，措施改得那么慢，与我国高水平对外开放不一致，这个是很大的问题。

最后，对跨境资金的流向要加强监测和管理。

我就讲到这里，谢谢大家。

## 中国金融改革的新阶段

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室理事长

上海发展沙龙第 183 期

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我们今天非常荣幸地邀请到了国家金融与发展实验室李司长，李扬先生。关于他的背景，我想不用过多介绍，不过我想特别提到的是，鸿儒金融教育基金会授予李扬 2022-2023 年度中国金融学科终身成就奖，大家以热烈的掌声对他表示祝贺。下面我们欢迎李扬先生作演讲。

**李扬**（中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长）：谢谢，非常高兴见到上海的老朋友们。刚刚介绍的那个奖项，原本在北京我不想开会来说这个事，不想张扬，但由于要有一个形式，最后压缩到一个研究所的会议室开的，谢谢上海的老朋友们。

今天乔秘书长给我出了一个难题，让我讲金融。闲聊的时候，我说股市已经听懂了这个金融的故事。乔秘书长让我讲，我就勉为其难地说一说，还是有些内容值得注意一下。可能今后的若干年里，我们会在所刻划的这个背景下来从事各种活动，特别是金融活动，因此有一些新的规矩和一些忌

讳，大家还是要知道的。

我今天的演讲分为三个部分。第一部分，讲中国金融进入高质量发展新阶段，概括一下最近关于金融的几个会议及其主要内容。第二部分，说点实的，金融发展有五篇大文章，也会有机会。最后一部分，就是金融强国，非常响亮地提出这个目标。具体如何做事，从哪些地方入手，我们作为国家高端智库及唯一的金融智库，做过一个中美金融实力比较，对标美国，看一下中国金融今后应该在哪些方面努力，哪些方面可能有一些进展。

最近召开了好几个会，基本上刻画了未来中国金融发展的方向。7月24政治局会议、10月30号中央金融工作会议、12月11号中央经济会，以及刚刚习近平总书记在省部级主要领导干部“推动金融高质量发展专题研讨班”上的讲话。另有一篇中央金融委员会办公室发表在《求是》上的文章，我觉得重要性和领导讲话是相同的，而且可能逻辑上更加便于理解，就是“坚定不移走中国特色金融发展之路”，前面有些话讲的不透，这个文章里面点出来了。

这些文章和会议，看过、听过之后，能感觉到中国金融改革发展的基础逻辑变了、主要任务变了、发展方向变了，发展重点也变了。各位都关心这个变化，这对微观上的操作是有影响的。所谓中国特色金融发展之路，就是八个坚持（图1），我这里不展开了，把重点放在后面更有建设性的部分。

刚刚有人提到“党对金融的领导”，这和“党中央对金融的领导”是不一样的吧？现在完全是党中央对金融的直接

领导，这是一个非常重要的表述。

- 坚持党中央对金融工作的集中统一领导，
- 坚持以人民为中心的价值取向，
- 坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，
- 坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，
- 坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展，
- 坚持深化金融供给侧结构性改革，
- 坚持统筹金融开放和安全，
- 坚持稳中求进工作总基调。

图 1：中国特色金融发展之路

金融强国应当基于强大的经济基础，具有领先世界的经济实力、科技实力和综合国力，同时具备一系列关键核心金融要素，即：

- 拥有强大的货币
- 强大的中央银行
- 强大的金融机构
- 强大的国际金融中心
- 强大的金融监管
- 强大的金融人才队伍

建设金融强国需要长期努力，久久为功。必须加快构建中国特色现代金融体系，

- 建立健全科学稳健的金融调控体系
- 结构合理的金融市场体系
- 分工协作的金融机构体系
- 完备有效的金融监管体系
- 多样化专业性的金融产品和服务体系
- 自主可控安全高效的金融基础设施体系

中国特色金融发展之路既遵循现代金融发展的客观规律，更具有适合我国国情的鲜明特色，与西方金融模式有本质区别。

图 2：中国特色现代金融体系

中国特色现代金融体系，实际上有两个层次。说实话，这些文件确实很难读，我是专业研究的，也要看很多遍，不

得要领。现在写的文件好像没有一个最后总结性的统一表述，反正往里面填吧。但还是有很清楚的部分，中国特色现代金融体系要基于很强的经济基础，而且具备一系列关键核心金融要素，即强大的货币、强大的中央银行、强大的金融机构、强大的国际金融中心、强大的国际金融监管、强大的金融人才队伍。没有提到强大的金融市场。但是我们在现代金融体系那里又找回了金融市场。“久久为功。必须加快构建中国特色的现代金融体系”，这个方面稍微专业化一点：建立健全科学稳健的金融调控体系、结构合理的金融市场体系、分工协作的金融机构体系、完备有效的金融监管体系、多样化专业性的金融产品和服务体系、自主可控安全高效的金融基础设施体系。我认为这个部分是未来需要继续推进实施的。前面核心要素多强大，怎么说都行，但金融体系这一块估计要有施工图，后面展开的内容也或多或少要涉及。

- 要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。
- 发挥好中央金融工作委员会的作用，切实加强金融系统党的建设。
- 发挥好地方党委金融委员会和金融工委的作用，落实属地责任。
- 要坚持政治过硬、能力过硬、作风过硬标准，锻造忠诚干净担当的高素质专业化金融干部队伍。
- 要在金融系统大力弘扬中华优秀传统文化，坚持诚实守信、以义取利、稳健审慎、守正创新、依法合规。
- 要加强金融法治建设，及时推进金融重点领域和新兴领域立法，为金融业发展保驾护航。

图 3：金融强国的中国特色：政治性——加强党中央的领导

我们先讲一下特色。金融强国如同我们的现代化，习总书记说过现代化一定是中国式的现代化，既有世界各国现代化的一些共同的特点，也有非常鲜明的中国特色。我们先看金融强国鲜明的中国特点，首先是政治性，就是加强党中央的领导，中央金融委员会、中央金融工委等等，这个我就不多说了。我们从中国社科院接到各式各样的研究任务，例如中华传统优秀文化这一块讲的非常多。我们院最近出过好几篇文章，有关于闭关锁国的问题，有关于知青的问题。

- 金融发展究竟是助长不平等，还是减少不平等，其影响机制非常复杂，无论是金融压抑，还是金融过度发展，都可能产生加剧不平等的影响。
  - 坚持服务实体经济，减少金融压抑，同时防止过度金融化
  - 促进房地产市场健康发展，特别要发挥政府在住房保障方面的作用，实现广大人民住有所居
  - 落实农民土地财产权利，缩小城乡差距
  - 发展普惠金融，提升低收入群体和小微企业的金融可得性。

#### 图 4：金融强国的中国特色：人民性——助力公平分配

金融强国的第二个特色，人民性。这部分是值得做一些工作的。我本人作为研究者，觉得金融强调人民性很有必要。我一开始上课学金融的时候，老师就说，你们学了一个为富人服务的专业。金融不是为富人服务的吗？这种情况还是要扭一扭的。我们最近的一个研究已经上报并且获批了，就是关于中国的金融压抑和金融过度发展。传统上，我们都说中国有金融压抑，现在也存在。但是现在比较突出的一个问题，是金融过度发展。我们经常提到要做简单的金融、

便宜的金融。最近好多会上有一个指标经常被大家拿来讨论，就是金融增加值占 GDP 的比重，中国的占比是 8，比美国略高一点，美国是 7.9，全球平均是五点几，欧洲五点几，德国三点几。相比之下，中国金融增加值占 GDP 的比重很高，这是有问题的。

学过资本论的都知道，在马克思的概念里，金融是纯粹流通部门，事实上甚至是可有可无的。金融的任务就是让资金能够顺畅地流通，流通成本越低越好。那么金融增加值高，表明资金流通成本很高；别的国家增加值低，表明别的国家效率高。中国比其他地方高这么多，表明我们还有压缩的空间，这就和中国最近这些年的金融过度发展有关。现在全世界就两个国家金融过度发展，一个是美国，一个是中国。金融的过度发展到什么程度？在整个制造业、实体产业基本上没有利润，甚至亏损的情况下，金融业依旧赚得盆满钵满，执政者对此是非常非常的不满意，这不是我们要的金融，现在要便宜的金融，简单的金融。我们今后很多的改革措施都是往这个方向走，压，压，压。很多人说，金融市场要那么复杂干什么啊？银行不都解决了吗？现在中国整个金融体系里，资金都回归银行，所以银行有钱，但银行不愿意要这个钱，而且很多钱是虚的。去年下半年开始，银行开始买贷款，买存款，要完成任务啊。上面要金融支持实体经济，M2 要增长 10%，它没有办法增长 10%，在我们统计体系里，M2 就是银行存款为主，没有那么多存款，就买存款，买贷款，买来买去都是水份。

在人民性上，确实有些文章可做，一个是防止过度金融化，刚刚讲的，要搞简单一点。2007-2008年美国金融危机之后，当时讨论的很多东西并没有实现，比如沃尔克规则就没有实现。普遍认为2008年金融危机是衍生品导致的，最后还形成一个法案，法案的核心其实就是三个要点，第一要简单，不要太多嵌套；第二要有交易对手方，有中央交易对手方；第三要实名制。衍生品交易在那之后有一个短暂的下跌，现在还在涨。做得简单了，普通人能看懂。所以，这恐怕是我们接下来的一个发展方向。

第二就是关于住房市场。说真的，住房市场，仅仅靠出台两三条规则，指望最近三五年时间，恐怕是整不好的。但是有一个发展的方向是清楚的，就是保障房。过往的烂摊子，慢慢收拾，但是接下来保障房是要做的。因为确实还是有很多新市民，还有3亿农民工，各式各样的人还没有房子住。这一部分钱已经开始往下拨了，去年年底发行1万亿元的特别国债，一大半是为了住宅，除了河北那边的资金使用，另外的钱就来做这个事了。

人民性在中国要做的第三个要点，就是缩小城乡差别，这是一个非常大的事情。皮凯蒂，就是写《21世纪资本论》的学者，他研究了很多国家收入分配的情况。六七年前，我到他那个学校去访问，聊了很多内容，其中说到中国，他说你们自己也有材料。我现在要说，中国和美国是世界上两个收入分配最不公平的国家，中国收入分配不公平的40%归于城乡割裂，这个研究是非常震撼的。城乡差别这个事，我



们一直觉得这是旧社会的遗迹，或者是俄罗斯留给我们的一个坏东西，这个问题直到现在还没有很好解决。放眼世界各国的工业化过程，受益最大的其实是农民，因为工业化就意味着农民的土地变成资本了。

我们的经济学里讲劳动、资本，以前是劳动、资本、土地，为什么现在没有土地了？因为土地都资本化了。这个资本化的收益是土地所有者，也就是农民拿去了。台湾最富有的阶层是农民，那就是得益于土地改革，以及那个过程中的工业化、城市化，这个中国大陆没有。我们农村的地，政府出面去征购，但农民没有拿到几个钱。但是政府拿到手之后，土地价格一下子翻多少倍，还有土地财政等等，钱都在这里了。所以从研究的角度来说，土地市场要赶快做起来，在十八届三中全会的《决定》里就有一条“建立城乡统一的建设用地市场”，让农民手中三块地变成资产，解决农民的贫困问题。

人民性的最后一个可发展方向是小微企业和低收入群体。小微企业如果能获得金融支持的话，公平的状况会有很大的改善。这样一展开，人民性的题目下，可以做很多正面的发展，目前我们的研究都在推进。

关于未来中国金融发展有一个规划。未来五年，基本形成中国特色现代金融体系的总体框架。然后到 2035 年，以及到 2050 年，建成金融强国，每一步都有新的计划和目标。这是第一个问题，主要想跟大家交流的看法是，未来的金融发展恐怕和过去不一样，我们不太讲效率，资本市场发展讲

的比较少，更讲公平，讲防范风险，讲监管，现在用的是极简的术语，“横向到边，竖向到底”这样的用词。

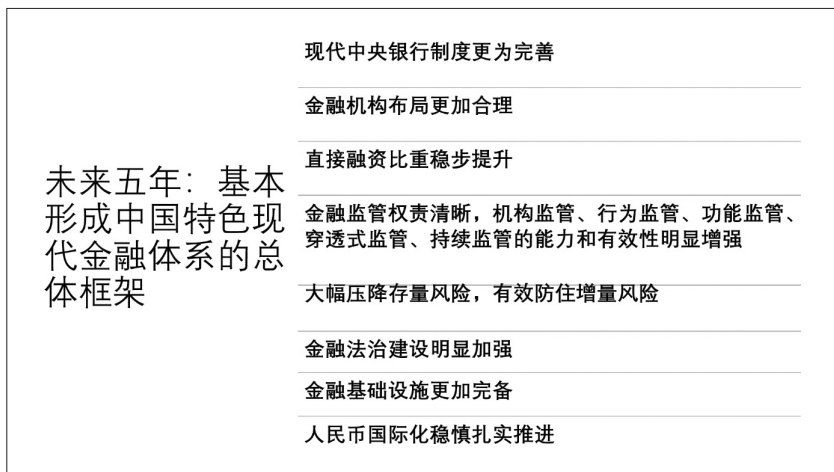


图 5：未来五年：基本形成中国特色现代金融体系的总体框架

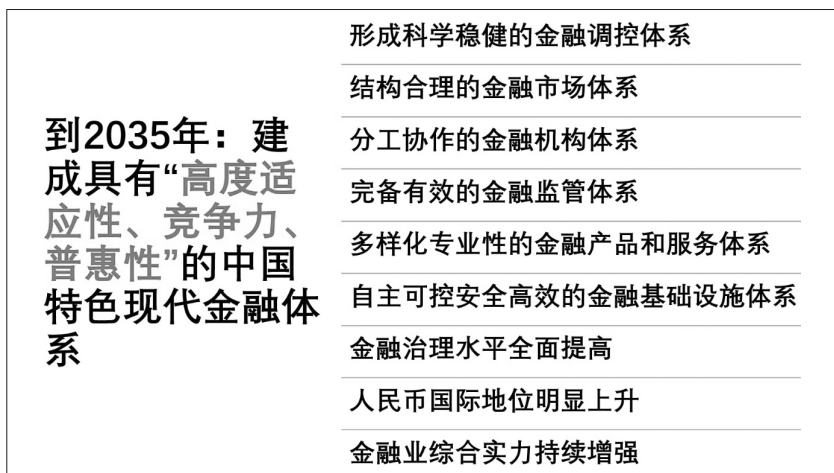


图 6：2035 年建成有“高度适应性、竞争力、普惠性”的中国特色现代金融体系

下面我们看第二个问题，金融发展的五篇大文章。《坚定不移走中国特色金融发展之路》里的这段文字是其他关于金融的文件里没有的，特别值得注意：“要牢固树立正确经营观、业绩观和风险观，平衡好功能性与营利性的关系，坚持功能性是第一位的。”这个话其实说的很明白，你可以不赚钱，亏损怎么处理涉及到很多问题。现在党中央要求功能性第一，在整个金融系统，以后盈利这个指标不重要了。盈利不重要，第一位是功能。功能是支持实体经济，支持科技创新，支持一带一路，支持产业政策等等，这是功能。然后是推动金融资源真正集聚到高质量发展的战略方向、重点领域和薄弱环节上来，不断满足经济社会发展和人民群众金融服务需求等等。这篇文章里最重要的，和其他几个讲话不太一样的，就是功能第一。

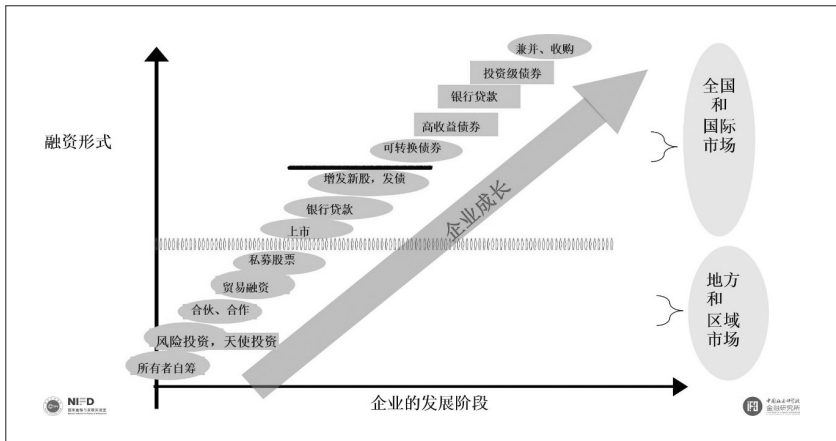


图 7：企业成长的不同阶段需要不同形式的融资

下面我们看五篇大文章。先说第一篇文章，叫科技金

融。在座肯定很多人是干这个事的，就不展开解释了。科技金融不是做金融，其实是在做科技，在做企业，立足点在这上面。中国这个事情启动很早，上个世纪就启动了。上个世纪我们受建设部和科技部委托，写了中国第一个风险投资的文件，从那时开始，中国就有风险投资这一说，但是搞到现在，发展得不是很快。

图7 我们到地方上经常要讲，为什么呢？因为地方干部通常说发展经济，就把银行行长们都请来，要投早、投小，那不可能啊，投资也是有规律的，早的小的，银行进不去。企业也不要银行资本，要什么呢？要自筹、风险投资。一开始的钱得自己掏嘛，然后就会有风险投资和天使投资进入，然后才有合伙和合作。在中国企业制度上，前几年有一个有限合伙制，这也是学术界争了很多年的，合伙有责任，但不能无限责任，无限责任的风险太大了。这个阶段企业才成型，这时候银行进不了。而且处在这个阶段的企业，帐龄通常只有一年多，有的甚至都没有帐龄，怎么能给你贷款？发展到后面，它开始有点样子了，可以上市了，然后才会有银行贷款，才发债，发债的条件其实要严于上市的条件。

地方政府说要银行贷款进入，但银行是风险厌恶型。那个小企业没有抵押，又没有担保，不可能给它贷款的。它上市之后，变成一个公众公司，有各式各样的财务指标，能满足公众了，去做价值评估的需求，这时候才能发债。很多地方政府给小企业、科创企业发债，发联合债，企业小就一起发，这都是不懂金融。发债的条件是很严格的，到发债的时

候，必须已经是很成熟的企业了。按照这样一个发展顺序，就知道科技金融主要是发展底下这一块。所以这次金融工作会议，指出科技金融要迎难而上，聚焦重点。引导金融机构健全激励约束机制，统筹运用好股权、债权、保险等手段，为科技型企业提供全链条、全生命周期的金融服务，支持做强制造业。我国金融体系规模已经很大，但资金配置不均衡，融资结构和合理，可以说不缺资金缺本金，关键是提高融资效率，重点解决资金“苦乐不均”和“钱多本少”、“耐心资本”不足等问题。展多元化股权融资，发挥好创业投资、私募股权投资对科技创新的支持作用。文件很多人参与了，写得相当专业。

这实际上也对前面的图 7 进行了诠释，而且应该说是由中央会议给了一个确认。科技金融遵循的是风险投资原则，需要 VC 和 PE。现在问题是中国的 VC、PE 一直没有很好的发展，这两年断崖式下滑。现在又提出了要搞科技金融，只能依靠银行。银行本身又是风险厌恶型的，特别是银行现在这种终身追责制，必须要针对具体情况进行调整。我们历史上有一些探索，比如说打包贷款，这是国家开发银行搞的，它做的第一个模式是芜湖模式，第二个模式是天津模式。打包贷款就是把挣钱和不挣钱的放一起，最后只要总的挣钱就可以了。现在的合肥模式做的就是这个事情，合肥模式最重要的特点是容错机制，不能一个项目一个项目来审，不能每年都审，不能投下去就要挣钱。

银行改革的下一步还提出了一个新任务。过去我们一直

想要模仿美国模式，从资本市场、银行提供短期贷款。德国模式是可以提供资本金，德国是世界大国，德国没有因房地产出过危机，而且德国很廉洁，银行很发达。所以下一步的改革，有可能会往这方面发展。

第二篇文章是绿色金融。绿色金融，是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。绿色金融的问题也很清楚，有五个问题。第一是很难计量和验证。第二是信息不对称。第三是外部性难以内部化。第四是投资渠道的缺乏。最后是商业可持续性比较弱。从人民银行这个角度来说，现在贷款里不良贷款的来源之一就是绿色贷款，所以需要一些办法。首先大家想到金融科技，基于大数据的风控系统引入外部公共数据等，这个现在已经做到了。

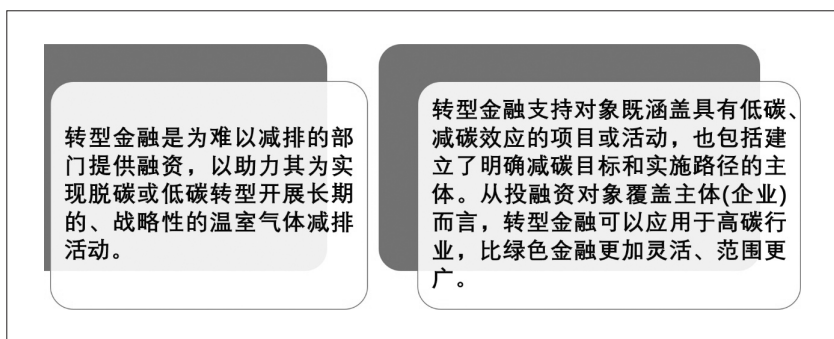


图 8：转型金融是支持向转型的金融活动

现在的世界是不绿的，有些是黑的，有些想转绿还需要努力。转型金融要做的是什么呢，就是支持绿的，用金融

支持来关闭那些黑的，妥善解决不良资产问题和失业问题，对于中间那一大块想办法改造，让它慢慢转绿。



图 9：转型金融的要点

转型的要点是提供可行的界定标准，对转型活动和转型投资要有信息披露，提供多样化的转型金融工具，提供有效的激励政策，避免无序转型，实行公正转型。所谓无序转型，我们有过一次典型的例子，就是很多地方为了冲双碳，一下子拉闸限电了，后来又返回来了，这是对这个事情认识不足的表现。

第三篇文章是普惠金融。普惠金融是指立足机会平等要求和商业可持续原则，以可负担的成本为有金融服务需求的

社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务。中国的普惠金融应该说有了长足的发展，比如说大中小银行都动员起来了，科技赋能解决最后一公里问题这些理念深入人心。普惠金融是两条线，一条是基于银行，银行用科技赋能；另外一条基于科技公司的。比如蚂蚁集团从科技公司进入普惠金融。

我们觉得普惠金融下一步还要解决一些问题，包容性要更强，层次要更丰富。普惠金融不只是贷款，越往下保险越重要，要到农村去，就要做保险。普惠金融现在已经开始有金融健康的问题了，跟绿色金融一样一搞成运动，就会有非常多的不良资产，就需要考虑它发展的健康问题，要有很多考量。

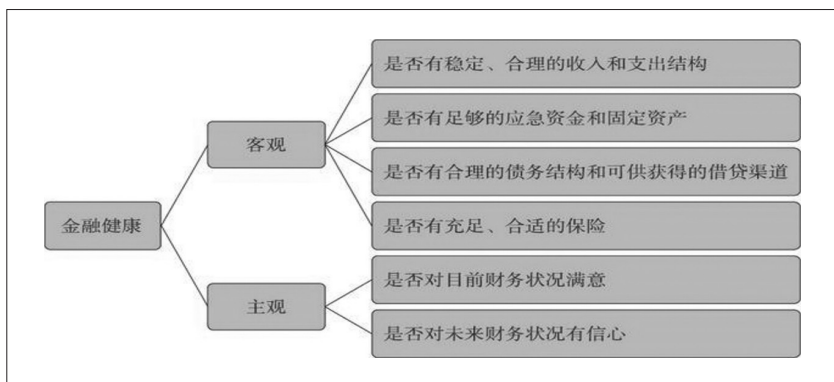


图 10：普惠金融要关注金融健康

普惠金融在科技进入之后，最后一公里的问题能够解决吗？我们发现哪怕有网上银行，也还需要有助贷这样一个环节，助贷本来我们大家都忽略它了，但是在讨论蚂蚁问题的



时候，助贷就凸显了。银行从获客到最后风险管理一共六个环节，科技企业大概可以做四个，其中就有一个助贷。我们金融链条还是有空白，需要用助贷公司一起填补。

第四篇文章是养老金融。养老金融是围绕着社会成员的各种养老需求，以及应对老龄化社会的挑战所进行的金融活动的总和。包括养老金金融、养老服务金融和养老产业金融三方面的内容。

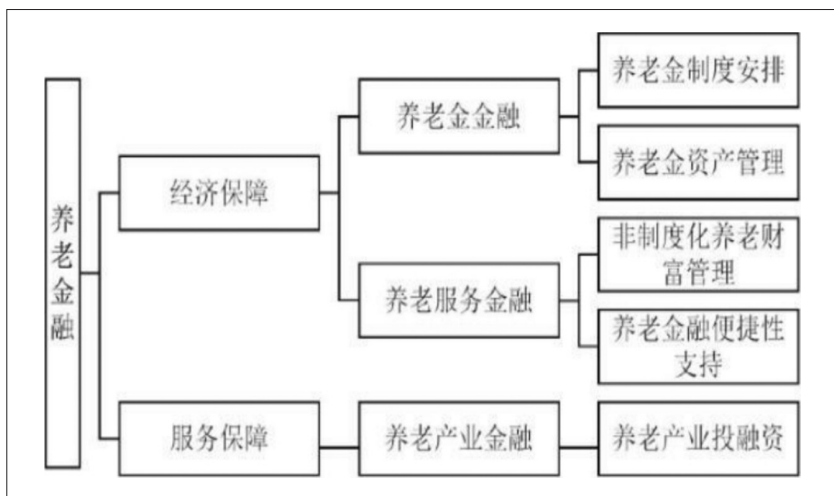


图 11：养老金融

养老金金融、养老服务金融、养老产业金融我们都有短缺。养老金金融是国家设计的制度，我们能够做的是养老服务金融和养老产业金融。全国在推枫桥经验，枫桥经验可不可以搞一个养老服务金融呢，搞一个养老产业金融呢？北京有很多很大的社区可以做这个事情，这是一个既有钱赚，又为人民服务的金融行业。我们在本世纪初，编第一张中国

国家资产负债表时算过帐，中国养老金能持续到什么时候？我们算的是 2027 年打平，2028 年赤字，现在搞不好比这还早。现在谈债务的很多，各式各样的债，美国也是长期被债务缠身，它的债务一个是养老，一个是医疗，养老没钱，医疗没钱，然后就发债。这个看起来是美国的事，很快也会成为我们的事，所以这一块是值得琢磨的。

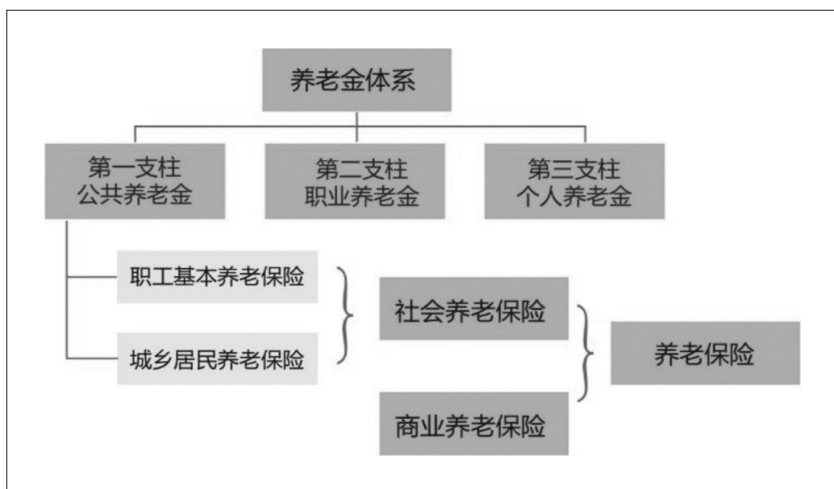


图 12：中国养老金体系和养老保险体系构成

完善中国养老金融有四个抓手，第一个是制度设计，要明确三大支柱边界与功能定位。第二个是养老金的筹集与投资，要推进渐进式延迟退休政策，构建养老金与资本市场协同发展体系。去年社保基金首次出现了赤字，原来不让它进股市，后来让它进股市，这个问题就比较大了。第三是养老产业，要优化养老服务供给，推动老龄事业的高质量发展。第四是养老模式，大力发展智慧养老服务体系，保障老年人

高质量、有尊严的退休生活。

第五篇文章是数字金融。数字金融是持牌金融机构运用数字技术，通过数据开放、协作和融合打造智慧金融生态系统，精准地为客户提供个性化、定制化和智能化金融服务的金融模式。一方面，数字金融依托数字技术优化了金融服务，革新了金融产品、流程及业务模式。另一方面，数字技术并未改变金融交易的本质，但运用数字技术可使金融体系的运营机制发生变革。

我现在主要说两条，一条是大家不要轻易用数字金融这个词。中国其实从很早就推行电子化，想做的就是换一个载体把货币从存单，从那些纸的这些东西变成电脑里的数字。第二个阶段是信息化，大集中，然后才是数字化。真正的数字化，像微众银行的数字化是真数字化。“化”就是变了，真数字化，现有的整个行业就得推倒重来。大家肯定看到很多关于 AI 的讨论，AI 冲击有可能创造新的就业机会和新的产业，但是它会对旧的很多产业形成负面冲击。所以在欧洲，甚至在美国，这一块推得非常慢，肯定不是因为技术，也不是因为制度管理不好，就是考虑很多这样的问题。今年上半年我到德国去访问，德国人还是用钞票，我没有想到德国人用钞票这么普遍。保留了很多传统的行业。欧洲很多金融和教堂结合在一起，和保险结合在一起，在我的概念里金融应当就是这个样子。我们正好提出人民性，把这个往这上面去靠。

数字金融的功能很多，基于技术理性和综合科技成果，

我想特别强调的第二点就是平台。蚂蚁的推进以及跌宕起伏，让大家知道了平台，中央整顿后又提出要发展平台经济。作为一个经济学家我想说的是，平台绝对是前途无限的。过去我们说财产的组织形式或市场的交易形式就是两种，一个是市场，一个是企业。著名的科斯定律说市场和企业可以相互转换，一个企业做得太大觉得管理效率太低，可以把分裂出去，通过外在的市场交易来实现效率的提高。最近这几年诺贝尔奖获得者，好几个是做池塘困境的，公共池塘的困境延伸到经济学就是说在企业 and 市场之间有一个平台，你说它是企业它又不仅是企业，你说它不是企业它又像企业，是一种新形式。比如滴滴打车，我认识的很多人把自己的车挂在上面，他是那个企业的职工吗？不是。但是他通过那个平台解决问题。大概有将近3亿打零工的人是挂在平台上的，平台恐怕是资源配置的主要形式之一。所以发展平台经济是很重要的事情，而且在理论上已经相当成熟了。

- 40余年来，中国金融机构的规模扩张很快，2008年，中国资产总额仅及美国1/5，现在已达70%。这是中国金融实力提高的主要标志。
- 在结构上，以银行为主的格局，固然有利于迅速聚集资源“办大事”，但保险、养老金和其他非银行金融机构发展相对滞后（保险和养老金仅及美国的1/5，后者仅及30%），这不利于我们应对已经汹汹而来的人口老龄化带来的挑战，较难支撑创新发展战略，同时也不利于中国资本市场中机构投资者的形成和发展。
- 金融中介成本高

图 13：中美金融机构对比

我讲的第三个问题是金融强国。对标全球比较发达的经济体，我们做过这样一个课题，对比中国和美国的硬实力和软实力。硬实力是金融机构的规模及结构、金融市场、财富、科技、国际投资投政、货币的国际地位。我们就一个一个看。

中国金融机构的规模扩张很快，现在是美国的 70%。我们的问题是银行为主，保险、养老金等其他非银行金融机构发展相对滞后。我们保险和养老金是美国的五分之一。所以中央说发展养老金融，应该说是有针对性的。而且我们的金融中介成本很高。金融增加值，中国是 8%，非常高，说明金融中介成本太高了。全世界有哪个国家的法定存款准备金率有我们这么高，世界的趋势是零，准备金率为零，准备金帐户取消，有一个交易帐户就可以了。这一块纯粹虚耗，中国最高的时候准备金率是 21%，商业银行吸收 100 块钱的存款，有 21 块钱是没有用的，只能往外发 79 块钱的贷款。所以现在在降。那天在央行开会，我跟行长建议赶快把它降下来，我们达不到国际上的水平 0%，但是我们降到平均 3%。然后停在那里，在公开市场再来调控。

在债务市场上，中国在 2019 年就排世界第二，这是我国金融实力提升的又一标志。但是，在整个债务市场中贷款比重过高，其中债券市场中以政府债权为主的安全债券占比过低，以及银行间市场和交易所市场的分割，是主要缺陷。我们对比了日本、美国、欧洲，它们的中央银行所持有的债券绝大部分是中央政府的，在一个主权国家内这样是没有风险的，而中国主要是地方政府负债，这是高风险的，不太好

处理，会造成很大的问题。中央政府的债券可以用发钞票去弥补，可以让其货币化，这个债是在国家层面上的债务。货币是政府对居民的短债，其他债是政府对居民的中长期债，无非就是换了一下期限，转变了一下流动性，在这种结构下，债务的货币化是很合理的事情，是不会出风险的举动。

我们国家的债务市场还存在一些问题，比如债的可持续性。现在很多人说，中央政府还有很大的发债空间，因为现在债务的比例不高。但是对于一个政府来说，债的可持续性取决于每年利息支出有多少。美国这么巨大的债，利息支出是2点几，现在它加息后不敢再继续加了，因为加息之后成本上来了，现在接近5，美国已经受不了了。我们是多少呢？20以上。这让财政部怎么敢去发债呢？发100块钱债，有20块钱要还，本是无所谓的，借新还旧，本就不断地滚。金融人士都知道本金是不要还的。银行贷款也是如此，比如给宝钢贷款100亿，收回之后再给102亿，再收回之后给104亿，这样就运转起来了，实际上有一部分本金是不还的，金融的妙处就在这里。债券也一样，不断地用新债还旧债，本金不变，真正的负债是利息。中国的利息太高了，而且不仅是中央政府的债利息高，地方政府的债利息更高。所以我们有过好几次化债，主要目的就是降低利息支出。最近一次化债把利息拉到2%，这都是吃我们子孙的饭，不能解决所有问题。现在我们建议中央发一笔特别债，把过去的高息债全买过来，封在那里，然后全部按低息运作，要不然这个东西是一个死结。

中国的股票市场发展缓慢，上市公司行业结构更显示中美两国市场的质量差别。美国市值最大的 10 家公司里，有 6 家信息技术公司，2 家现代消费公司，2 家医疗保健公司。而中国的前 10 家公司中，有 7 家传统银行，中农、中建、保险公司都是传统金融机构，传统资源业 1 家（中石油公司），酒业 1 家，电信业 1 家，而且前十名基本上都是国有垄断企业。为什么搞股市呢？因为它是经济的晴雨表，我们赋予了股市一些功能，希望股市能引导资源配置，股市上什么东西交易比较好，大家就都做这个，这不是引导作用吗？美国就是这样的。美国股市前 10 家企业大概占总市值的百分之四十多，中国大概是百分之十几，又分散又小，又是传统企业，这个问题就非常大了。这种上市公司结构的偏向，是我国资本市场的致命弊端。我国金融衍生品市场发展严重滞后，不仅不利于保证我国利率和汇率政策的独立性，也拖累了人民币国际化的步伐。

再说财富总量结构，有很多人喜欢算这个帐，从资产负债表里可以看到，中国的总财富占 GDP 的比重在 2019 年就高于美国了，特别是政府所持有的财富非常高。美国政府的财富占美国总财富的比重是百分之负一点几，那真是藏富于民，英国也是负一定几，这也是盎格鲁萨克森的传统，政府是守夜的，政府就是要为企业服务的，所以政府的财富都是负的。德国、日本都在 3% 左右。中国接近 16%，财富大量集中在政府手里，这是我们体制的特点。但是我们在谈中国债务问题时的确有一条防线，那就是实在不行，我们可以卖资

---

产，当然这就是经济问题转化成政治问题了，对吧？是国退民进。在这个过程中，有没有国有资产流失？有没有贱卖国有资产？总之，中国政府比美国政府掌握了更大比例的社会净财富，因而具有更大的能力、空间和韧性来应对各类冲击。

在金融科技发展方面，我们比较了中国、美国、英国三国，这是前两年的比较数据，中国是世界第三。但是现在已经不是了，澳大利亚在我们前面了。但是我们还是以这三国来比，美国第一，因为它技术最好，所有的先进技术都产自美国，而且法制健全。英国在经济上已经不重要了，是很小的国家，但是很多金融活动都到英国去办，为什么呢？它有产权信息、隐私权保护等优势，而且拥有“亲创新”的监管体系，所有的金融制度好像都起自英国。到现在为止，闹腾的比较厉害的是美国人，后面就追到英国去，这个很有意思。中国位居第三，主要得益于庞大的人口基数带来的客群需求，以及平台引流带来丰富的应用场景。

在对外投资头寸方面，美国是对外净负债国，中国是对外净资产国。美国虽然是负债国，但是它的收益每年都是正的，中国虽然对外有很大的净资产，但是收益却是负的。因为美国的债务基本上都是美元债务，利息极低，但美国分享了包括中国在内的所有新兴国家的增长收益。在中国上市公司里，美国的那些机构赚了多少钱？中国现在外汇储备很高，大部分都是美国政府债，利息都很低，所以收益也低，这是一个很大的问题。我的同事老余到处讲这个情况。

货币的国际地位可以从国际债务市场、外汇交易、全球



支付、国际储备资产这些领域来看。在这四个维度上，美元的地位都超过其他货币，不过现在有一定的下降趋势，但下降不明显。中国上升得很快，但是现在还是微不足道。我们经常喜欢讲，在国际储备中人民币占比多少，这的确是一个指标，但是更重要的是在国际债务市场上用什么货币来定价。外汇都不算最重要的，每天债务市场交易多大的规模，要看用什么来交易。

在金融基础设施方面，这次习主席也谈到要有可靠的金融基础设施。大家看到了，美国可以长臂监管，就是因为它掌控着全球的金融基础设施，包括像孟晚舟事件，都是通过这些查出来的。一个完整的金融基础设施是很复杂的，包括支付体系、法律环境、公司治理、会计准则、信用环境、反洗钱、央行、投资者保护，金融安全网等等。我们条条都缺，条条都得依赖别人，所以金融基础设施是一个大问题。刚刚几位专家也说，可以关掉金融基础设施，但是关掉以后又不知道外面发生什么；如果参与呢，美国又要长臂监管。

最后一个问题是对国际金融体系的影响力。在国际金融机构中的话语权，在国际重要财经新闻机构和传播渠道中的地位，对他国金融机构经营能力的干预能力，对国际金融基础设施的干预能力，还有定价权，在这五个方面，我们现在也都是差的很远。中国作为最大的发展中国家，目前还是一个接受者。这样想，大家就能够理解为什么一带一路不挣钱，还要搞呢？因为现在美国人留给我们的这个很小很窄的空间，它是有战略意义的，我们只能算功能，不要算经营。

我今天就跟大家汇报到这里。这个题目很难讲，但是我努力了。在一个政治色彩非常浓的大背景下，讲一点金融专业的发展情况。如果有不当之处，请大家批评指正，谢谢。

**乔依德：**非常感谢李扬给我们做了一个很精彩的演讲，特别是有一些点拨性的话语，在一些关键的地方，他给了我们提示。我们还有一点时间可以提一两个问题。

**吴信如：**李老师好，我要问的问题是這樣的，刚才也说到过，人民银行在 2014 年以前投放货币主要是买外汇，2014 年之后，人民银行投放货币主要是“麻辣粉”（MLF，中期借贷便利），现在大概有 15 万亿。刚才李老师也讲到化债的问题，比较多的是地方政府债务。未来人民银行投放货币，“麻辣粉”也不是长久之计，是不是可以像西方国家前两年讲的 MMT，就是中央政府发债来置换地方政府债务，人民银行买中央政府债？

**李扬：**这是可行的。就在不久前，在行长召集的会议上，我就跟他说要转了，而且现在不得不转了。现在外汇储备的增量已经很少了，已经很勉强了。对于储备，我们领导是非常关心的，在开金融工作会议之前还专门看了一下金库。这个事专业人士都知道，金库不在人民银行，也不在外汇局，在专门的地方，然后调几块黄金来给领导看。通过这个事情，我们就能知道储备和黄金是领导非常关心的事。领导一关心呢，执行者的动作可能就会变形，当然潘功胜长期做外管局局长，还是有很大的空间的。但是通过增加储备来增加发行货币的准备资产，这种操作是一去不复返了，他们

在认真的考虑买中央政府的债。但是法律定的很清楚，大家查文献就能知道。从上世纪开始，很多人就天天鼓吹这个观点，但是人民银行老是不接受，那时候因为大家都有钱，无所谓，现在一下子都没钱了，所以很认真地想了 MMT 这个事情。其实财政也有问题，最近一些改革方案也提到财政部也应当发行一些适合人民银行来买的债，现在都是中期债，但是货币政策的操作就适合短债。美国每星期二公开发行不限量的短债，这样就形成了一个短期债的基准。现在我们需要的是短债，但是财政部发短债干什么呢？对财政来说，弥补赤字最好是发永续债。财政部希望发长债，但是人民银行说，你要让我买，就要发短债，所以有很多技术上的问题。现在进入这个环节，大家觉得应当向国际惯例靠拢。如果现在人民银行不支持它，财政赤字也会无限扩大。我觉得一两 年里面会有比较大、比较快的进展。

**左学金：**我想请教一个问题，就是中国房地产市场在出了一些情况以后，很多地方政府出现了违约风险，比如说比较严重的贵州。在很多地方，提供公共服务、社会保障，这都是地方的事权。如果这些事权能力下降的话，可能发不出工资来。对这个问题，原来李克强做总理时说“各家的孩子自己抱”。

**李扬：**“各家的孩子各家抱”这句话发明权是朱镕基。

**左学金：**但是涉及到公共服务和社会保障这些基本服务的问题，中央能放任不管吗？今后解决的思路在哪里？

**李扬：**非常好的问题，现在财政部有三个小组，其中一

---

个小组是财政风险的研究小组，在小组里我是首席经济学家。十几年来，我们一直在盯这些地方债之类的东西。这里就有个问责的问题。如果出事的话，出事责任在谁？责任在地方，你不能把它归因到中央财政这里。确实中央财政还是有腾挪空间的，但是不能轻易把腾挪空间交给地方，让地方使用，因为涉及很多体制问题、责任问题，还有实际的使用效率问题，这个事情比较复杂。

你刚刚讲到房地产，我记得我在有个地方专门讲了这个事，不动大手术，像现在这种水多了加面，面多了加水，这是不行的。而且在房地产的价格还没有跌到底的情况下，你投多少钱都是白搭。必须见底，不见底的话，下去之后，它还往下陷，你这个钱不就没有了吗？所以中国允许不允许见底？底在哪里？怎么探这个底？其实有很多问题。我从机场来的路上问过车上的司机，他跟我说上海房价跌了 20%，我说北京跌了 30%。中国现在没有一个非常可信的统计数据。所以我不赞成一下子采取措施，比如投多少钱，因为这里面有很多事。

**左学金：**和土地制度有关系。

**李扬：**这当然有关，我研究了这么多年的经济和金融，我现在体会到，中国的所有问题都可以归结为土地问题。老一辈的经济学家哪一个不是土地问题专家？这个问题走到最后还是转不过去，我们还要看看能不能有更大的智慧来解决这个问题。谢谢。

**秦勇：**李老师，谢谢你。我想问一个问题，你今天解读

了中央金融最近一些工作会议和文件，提到金融系统讲究功能性。我就有一个担心，讲究功能性了以后，整个银行系统的盈利性如果没有办法保持，是否会长久地影响金融系统的稳定呢？像这些问题，可能最终也会反应到股市上来，当然这都是金融系统大的方面，最后这些怎么能够维持住？

**李扬：**这是非常大的问题，我讲讲关联的一些问题。德国的体系跟中国是很不一样的。我知道我们领导非常喜欢德国，正好我看过原来中财办的一位学者张晓朴写的《金融的谜题：德国金融体系比较研究》，我给他写了一篇序，大概有7千字。德国在房地产市场上，以租为主，70%是租的，只有很少的人拥有住房。金融机构是全能型的，能够投资，也可以做贷款。我们这次金融工作会议也讲到了，小的金融机构要做精，在自己的地域活动，不要往外跑，不要又想成为世界500强。客观来说，这些年我们学的是美国，或明或暗我们对标的是美国。其实它的问题我们早就有意识了。现在往回看，你说的这些问题都会出现，社会制度不能够推倒重来，只好做边际改善，慢慢地调整。我们得等待历史，但是在过程中，几家欢乐几家愁，会有人跳楼，会有人自杀，会有人被抓，这个是有的。未来若干年里，恐怕这些事故会不断发生。

**乔依德：**时间不早了，我们再次以热烈的掌声，对李扬先生表示感谢。希望以后您还来这里交流，您提的很多问题都很重要。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

## “多重危机”中的世界经济

马丁·沃尔夫 (Martin Wolf)

《金融时报》首席经济评论员

系列座谈会第 76 期

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：下午好。今天我们很高兴请到了马丁·沃尔夫先生，他是《金融时报》首席经济评论员，五年前来过上海，作过很好的演讲。2020 年我们举办了一次线上会议，我们和他在很多事情上都有相同的观点。我猜有些与会者阅读过他发表的文章，所以我不想说太多。现在，我想是时候让马丁分享他对世界经济的看法了。在此之后，我们有机会提出任何问题。

**马丁·沃尔夫** (Martin Wolf, 英国《金融时报》首席经济评论员)：非常感谢，很高兴来到这里。应该说，我是星期天从英国来北京的，刚刚倒过时差。在北京，我做了五次讲座，平均每次花两个小时。我见过很多人，非常累。尽管如此，我一直在那里谈论世界经济，那里的演讲更长，我谈到了中国在全球宏观经济中的作用。最后，我作了一个讲座，是给国务院发展研究中心的，我被邀请去了那里。当我考虑我应该在这里谈论什么时，我决定我的比较优势是谈论关于中国与欧洲、美国的关系。

所以，我会谈谈我对世界上正在发生的事情的看法或

---

思考。总之，我要做的是谈谈我最近思考世界经济的方式，这与我过去使用的框架略有不同。今年早些时候，我在一月份的专栏中写了一些关于这个问题的文章，你们中的一些人可能已经读过了，但我这里要讲的还有更多。框架就是这个术语“多重危机”（polycrisis），在西方的一些圈子里已经非常流行了。我认为这是一种非常有用的方式，来思考在过去 25 年左右的时间里发生了什么，或者说至少过去 15 年。

“多重危机”是一个新发明的词，不是一个历史性的词。就像欧洲语言中的许多单词一样，是从古希腊语发明的，意味着许多危机。加拿大喀斯喀特研究所（Cascade Institute）在这一领域做了大量工作，它定义了全球多重危机，说它发生在多个全球系统中，于是经济、政治、环境纠缠在一起，变得混乱，所有的因果关系都以显著损害人类前景的方式纠缠在一起。这就是我思考这个问题背后的想法。现在，我想讨论的是以下几件事。我思考了很多过去 15 年的冲击，从全球金融危机开始，然后是流行病，漫长的复苏，流行病，乌克兰战争，通货膨胀等等。

这让我想到“意外”（Surprises）。自从 1971 年我在世界银行开始职业生涯以来，我一直以各种身份担任经济分析师，这是相当长的一段时间了。我要谈谈那段时间发生在我身上的意外，相当于退后一步看看世界经济体系。

首先，我们总是感到意外。意外是生活中不变的主题，其中一些是非常大的。尽管如此，有些事情本身并不令人惊讶。关于世界经济，我们不一定知道它们在任何特定时间内

---

如何发挥作用，但我要说的有五件事，是我们可以确实知道的。

我要谈谈大流行病对经济的影响，然后是大流行病后的通货膨胀，为什么会发生这种情况，战争在政策方面意味着什么。我非常关注西方国家，我不会在这方面谈论中国，因为第一我不能告诉你任何你不知道的有用的东西，其次这是一个完全不同的故事。接下来我要讲的，是我认为非常重要的内容。如果看看我们所处的位置，现在这些冲击是暂时的，但比这更重要的是系统的脆弱性。由于我们在当前系统中所处的位置，可能会出现严重的问题。很可能会有进一步的冲击，但我认为谈论系统脆弱性非常重要，这就是当前的现实。然后我会讲一些场景。

让我们从我的意外开始。我决定很快回顾一下，在某种程度上只是为了好玩。我从 1971 年 9 月开始，当时我 25 岁，在世界银行工作。你可以回顾一下这几十年发生了什么。

1970 年 1 月，谁会想到未来 10 年将出现高通胀和两次巨大的油价冲击？这是有史以来最高的石油价格，随之而来的是大规模的通货紧缩。在那个时期，我们最终放弃了凯恩斯主义经济学，采用了里根经济学，这是经济思想的一次彻底革命。

1980 年 1 月，谁会想到苏联帝国会在十年内消失？

1990 年 1 月，谁会想到中国会在 2020 年成为经济超级大国？



2000 年 1 月，谁能想到十年内会爆发全球金融危机？

2010 年 1 月，谁能想到特朗普会成为美国总统？

2020 年 1 月，谁能预见到一场流行病、高通胀以及俄罗斯和乌克兰之间的战争会破坏世界经济的稳定？

我甚至没有谈到加沙，哈马斯。我在这里提出的基本观点是，这个世界充满了大的意外。你不能非常自信地预测到它们，你能应付真正的大干扰吗？这是一个非常重要的问题。

现在我要谈谈驱动力（Drivers）。我将讨论五个驱动力，我认为所有这些驱动力都非常重要。第一个是人口变化，第二个是碳排放和未来气候变化，第三个是技术，第四是经济增长，第五是经济中心向亚洲转移。我认为，在未来 20 年或 30 年里，这些事情是可以预测的。

关于人口统计和生育率，这是非常惊人的，许多地方都远远低于更替水平。除了南欧的几个国家外，东亚的生育率是世界上最低的，他们的生育率现在大约是 1。这是一个巨大的变化，对很多事情都有影响。平均而言人口正在老龄化，部分原因是我们的寿命更长（与健康状况改善有关），部分原因是没有孩子。我们不知道人们能活多久，可能灾难性事件的发生会摧毁大量人口，例如全球热核战争。到 2060 年，基本上世界人口的四分之一将在撒哈拉以南非洲（图 1），这是 1950 年的 3.5 倍。

图 1 中，中国的份额是浅蓝色的。印度的比例变得更大，是绿色的那个。西方国家的份额继续下降，但不像以前

---

那么快，因为其他国家也在下降。因此，在未来 40 年左右的时间里，人口的形态将会发生巨大的变化。这是我们知道的一件事。

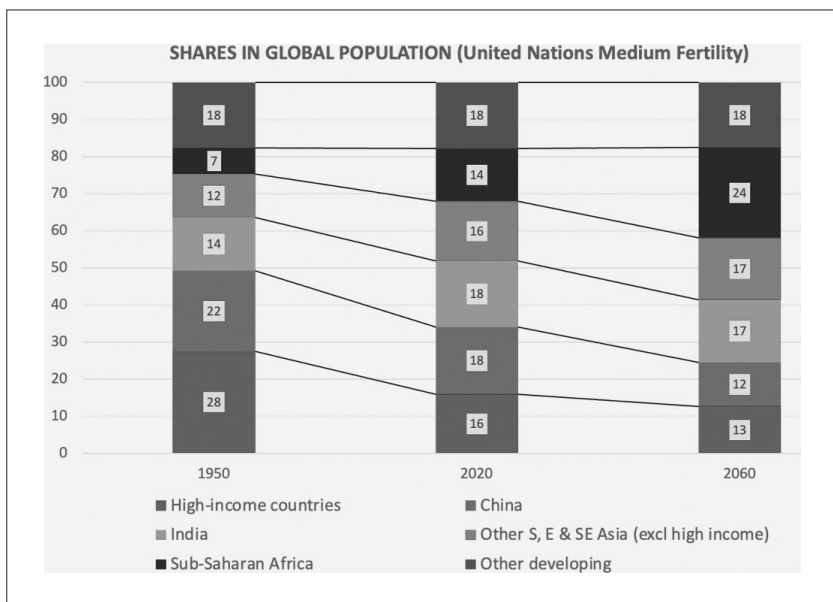


图 1：全球人口形态（联合国中等生育率）

关于未来的气候，我认为这是我们正在做的事情的最有力的部分。图 2 的数据显示世界二氧化碳的总排放量，它们被细分为美国、欧盟和英国、其他高收入国家、中国和印度，然后是其他发展中国家。

关于这一点，有两个核心观点，那就是我们已经讨论了大约 30 年在这方面做些什么。虽然排放量的增长速度已经明显放缓，但仍处于峰值。我说的是排放，不是在谈论存量。我们知道中国和印度将继续上升，同时有大量的削减，

它们将在很长一段时间内继续上升并累积排放对气候的影响。所以，仍然有工作要做。我认为，几乎可以肯定的是，最终气候变化将超过大多数科学家认为的舒适程度。将会有很多气候突发事件，这些事件的性质是什么，它们将如何影响人类，如何影响一些真正重要的事情，我们不知道。我们表现出最轻微的实际的管理迹象，有很多关于它的措辞，但我认为大多是无稽之谈。

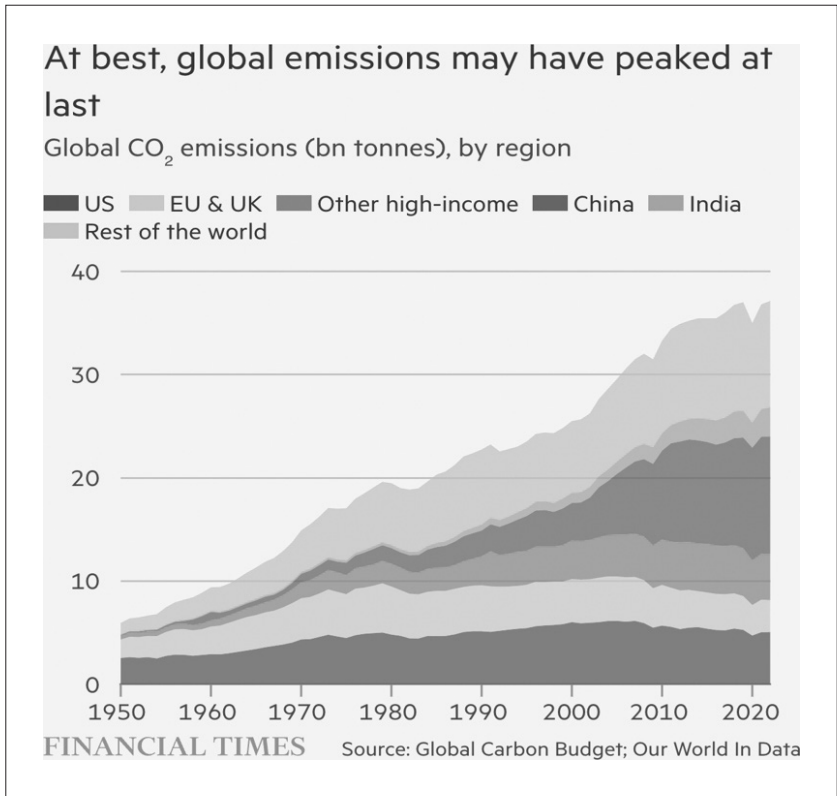


图 2：全球排放可能终于达到顶峰

我想说的第三件事是人类科技史上最不寻常的一系列事件。戈登·摩尔是对的，60年来他一直是对的。英特尔的创始人之一戈登·摩尔（Gordon Moore）很久以前就去世了。他退休了很久，这可能就是英特尔走下坡路的原因。他在1965年提出了一个命题（我认为这可能是有史以来最伟大的预测）：当价格不变时，集成电路上可容纳的晶体管，数目每隔大约18到24个月会增加一倍，性能也将提升一倍。

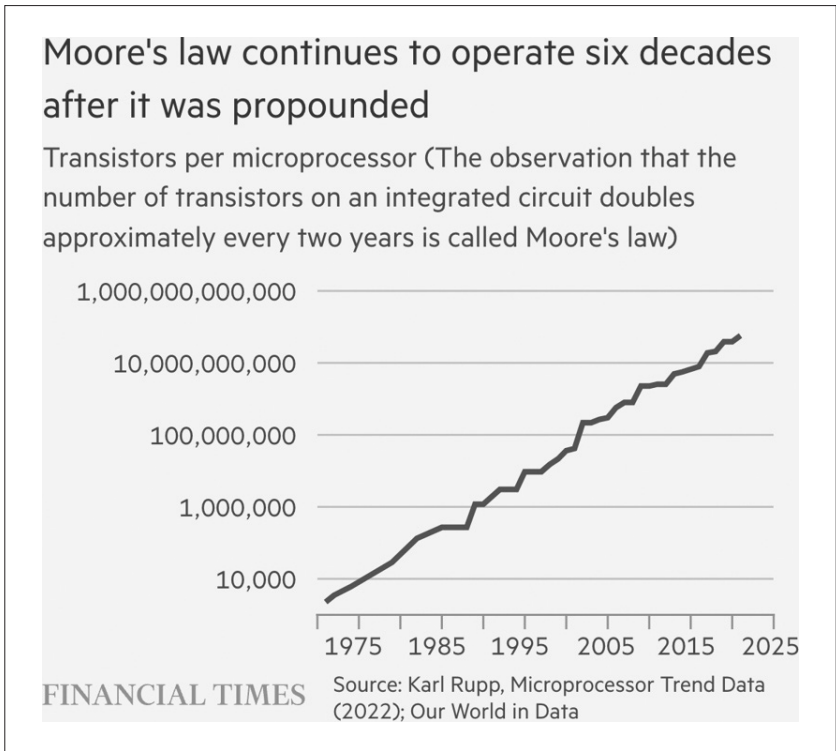


图 3：摩尔定律在被提出六十年后仍然有效

基本上，他提出了接近每年翻一番的主张。图 3 显示了实际发生的情况，这是一个简单的平均值，所以它简化了实际发生的事情。这是一条对数曲线，显示发生了什么事。据我所知，现在单个芯片上的元件数量是 1340 亿，这就是为什么我们可以做人工智能和所有其他的东西，而且还没有停止。所以，我们还没有开始充分利用所取得的成就，这将继续对我们的技术产生影响，将在社会的多个维度上继续发挥作用。

另一件事，是互联网在全球的渗透。粗略地说，现在世界上的一半人口都在使用互联网。我们认为互联网实际上是 30 年前才发明的，太壮观了。在高收入国家，基本上是饱和状态；在低收入国家，大约是 20%-25%。但我们可以非常自信地说，在未来 20 年内，整个世界将通过互联网连接起来，每个人都会在某种程度上与其他每个人联系在一起。人类积累的所有信息或多或少都通过简单的设备连接起来，这一事实多么惊人，人类在这方面的分离已经彻底结束了。这些都是技术革命的非凡力量。正如我写过很多次的，如果你看看历史，通信和信息处理技术在很多方面都是最强大的技术。我认为中国人可能会同意这一点，即文明始于文字，这当然是一个关键技术。另一个巨大的飞跃是印刷，另一个是收音机。现在我们做了一些戏剧性的事情。

第四个驱动因素是我们有一个不断扩张的经济。有很多方法可以证明这一点，这要从 1951 年说起，图 4 是基于 GDP 的世界经济增长。如果我们向任何人展示这样的图表，

---

在 1800 年之前他们会认为这是神奇和疯狂的，在 20 世纪 30 年代之前没有人会理解这个。

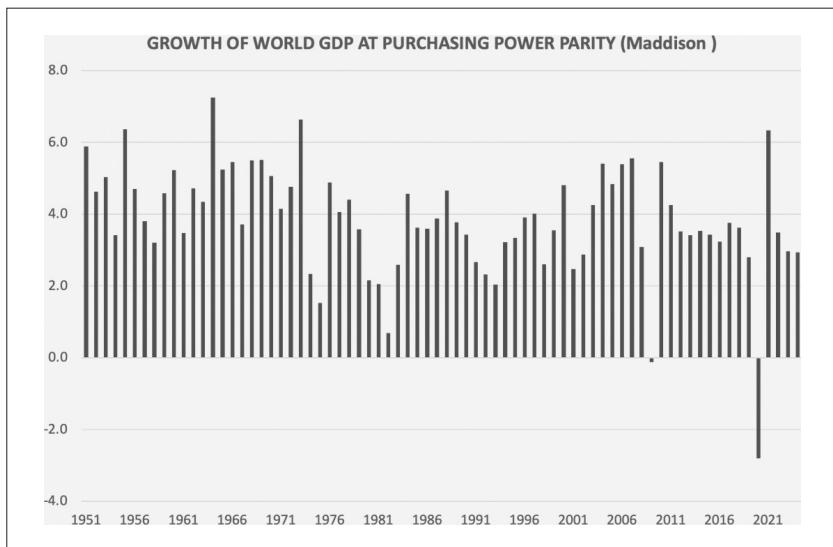
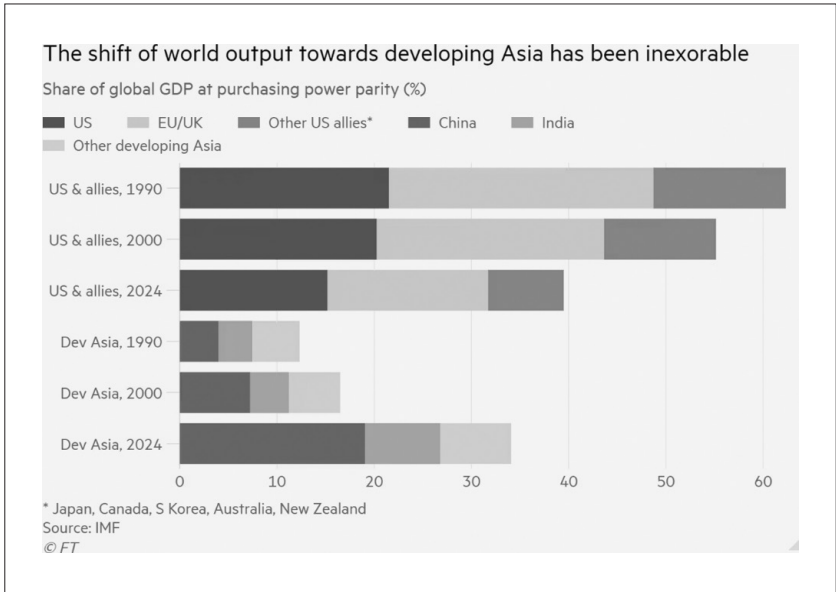


图 4：按购买力平价计算的世界 GDP 增长（Maddison）

无论如何，我们最好的衡量标准是世界经济 1950 年以来的每年增长。我本可以追溯到更远的时候，变得更复杂一点，但这并不能使其更深刻。最基本的一点是，在此期间除了两年外，世界经济都在增长，它的增长通常超过 2%。一个例外是 2009 年，那是全球金融危机；一个是 2021 年，大流行病的一年是非常戏剧性的，GDP 萎缩了 3%。这里关键的一点是，我们已经转向了一种前所未有的文明，在这种文明中，经济增长是正常的。如果告诉你的曾祖父母，他们会认为这是难以置信的。事实上，我们的社会每年都有更多的东西，经济每年都在变化，人们每年都有新的工作。这是一

个关于我们生活的令人难以置信的强大事实。

最后一件事，是正在进行中的东方的崛起。我本可以用很多不同的方式来展示这一点，我把西方国家放在最上面。在底部，有中国、印度和其他发展中的亚洲国家。这是 1990 年，2020 年，2024 年，他们在世界 GDP 中的份额，以购买力平价计算，其中每一种主要商品或服务的价格都是世界各地价格的加权平均值。



**图 5：世界产出向发展中的亚洲转移是不可阻挡的**

我不会详细说明。高收入国家的规模仍然要大得多，但差距已经大大缩小。这几乎完全是因为中国的扩张，尽管印度现在也变得更加重要，而且在未来几年可能会更加重要。由于中国和印度是巨人，且相对贫穷，我预计这种转变将继

续下去。在接下来的二三十年里，发展中的亚洲将比西方大得多。因此，这是一个经济重心和权力的持续转变。我认为，这些绝对是世界的基本驱动力，虽然从某种意义上说，其影响是缓慢的。大多数时候，我们不会去想它，但它们就在它下面。每一件可怕的大事发生会提醒你这一点，事情正在缓慢地发生。突然间，你们可以开始生产芯片，可以运行巨大的模型。突然间，我们来到了这个新世界，我们并不完全了解它的含义。

现在我要谈谈“冲击”（Shocks）。我将从我所认为的冲击以及如何看待它们开始，它们与我所说的意外有关，但现在将更具分析性，而不是自传性。然后我会谈谈我们所经历的具体冲击以及它们的影响是什么，以及为什么它们在某些方面是多么令人惊讶，以及我们所处的位置。我要讲的是大流行病、战争和能源冲击、通货膨胀，我会讲到通胀的后果以及未来可能会发生的事情，稍后会讲到更多。

如果你是 1930 年的某个人，你能想像像原子弹这样的装置吗？答案可能是有两个人，也许有五或十个人可以想象得到，你需要绝对处于当时物理学潮流的前沿。这个理论只有懂得爱因斯坦相对论的人才能理解，做到这一点是可能的。但大多数情况下，对于发生的冲击，我们不知道其概率，不知道其严重程度。在任何特定时期，它们的特征和时间都是未知的。

在某种程度上，我知道这些风险是存在的，它们是概率未知的罕见事件。即使我们知道概率，也不知道这意味着什



么。假设我们被告知任何一年发生大流行病的概率是 2%，这对你没有帮助，因为你很难知道该怎么做。有很多这样的事情，我会列出很多，可以有更多的流行病、意外的社会不稳定、重大的政治革命、战争包括内战，一个巨大的恐怖事件等等。

我的朋友格雷厄姆·艾利森（他提出了“修昔底德陷阱”），美国最深刻的战略家之一，他很棒。他写了一本书《核恐怖主义》，是关于恐怖主义使用核武器的可能性。恐怖分子拥有核武器并不是不可想象的，他们也许可以用船或集装箱把它偷运到一个大港口。

还有，金融危机会临到全球经济一体化的体系吗？最极端的事件之一发生在 1930 年，当时美国通过了《斯姆特—霍利关税法》，关税发生了逆转，在大约一两年内基本上摧毁了世界贸易体系的一体化。网络中断、真正的极端天气事件、生态崩溃、大地震，所有这些事情都可能发生，我们无法真正预测。所以我倾向于认为，我们所做的任何尝试都是有风险的，也许在未来 10 年内不会发生，或者可能会更久。让我谈谈那些具体的冲击。莎士比亚的《哈姆雷特》中有一句精彩的台词“有备无患”，我敢说所有人都同意。他是英国有史以来最聪明的人。艾萨克·牛顿是另一个，这说明了很多问题。

我只想从两个方面来谈谈大流行病的经济后果。我想在这里提出一个观点，只是关于西方的经验，它的影响在经济上比预测者的分析要糟糕得多，即使在疾病方面的影响要小

---

得多。100年前，有一种叫做西班牙流感的东西，那时没有很好的记录，也没有很好的测试，据信西班牙流感致死人数至少有5000万到2亿，当时的人口大约是现在的六分之一。西班牙流感的致命性几乎大一个数量级，这是一个很大的不确定性，是一种非常严重的疾病，杀死了大量的人。欧盟委员会和国会预算办公室的人在21世纪初做过预测，是关于如果人们患上另一种同样致命的西班牙流感会发生什么，经济会发生什么变化。他们得出了的估计是，类似西班牙的流感对我们社会的经济影响要小得多。这怎么可能是真的呢？历史上第一次，我们有技术和财富在很大程度上关闭我们的经济，这样做是为了保护人的生命，那是社会的决定。我们用财政资源帮助人们呆在家里，什么也不做，这是我梦寐以求的。一百年前他们不能这样做，因为他们没有资源。当然，我们有技术继续在家里做相当多的工作，但因为很多人在家里工作，大量为他们服务的企业、餐馆、商店都倒闭了。因此，经济影响比任何人预期的要大得多。当你想到这些冲击时，实际的影响不仅仅是关于冲击，这也是关于社会偏好和准备，在受冲击的社会中人们的个人偏好。

举一个完全相反的例子，欧洲历史上最严重的大流行病是黑死病，发生在14世纪，杀死了近一半的人口，大大减少了GDP，如果我们测量它的话，这是毫无疑问的。当然，他们继续工作，因为如果他们不这样做，都会挨饿，没有人因为这个原因待在家里，不能待很长时间。我要指出的是，西方高收入的七大经济体当危机袭来并显现出来时，有图6

所显示的总体的财政平衡和结构，这里忽视了周期性事实，也忽略了利率。

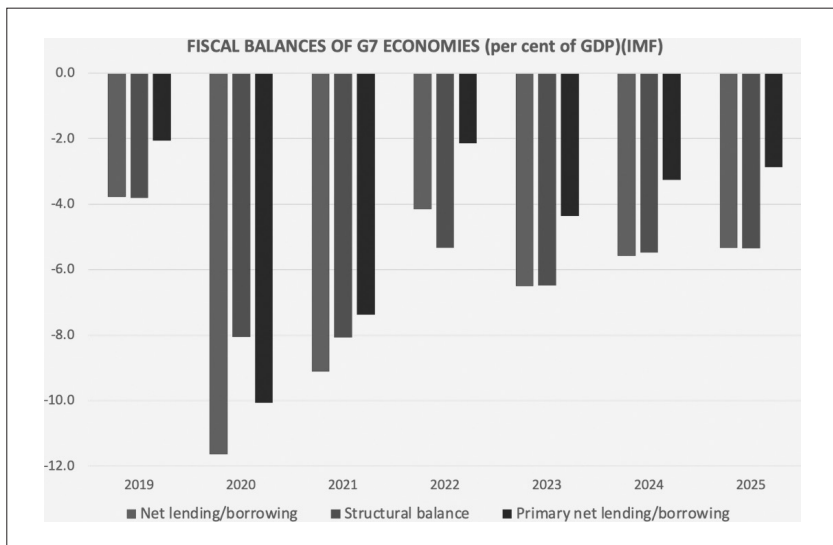


图 6：七国集团政府的财政平衡（占 GDP 的百分比）（IMF）

主要是在 2021 年，我们增加了财政赤字来应对流行病，以缓冲流行病对我们的影响。除了在世界大战中，这些国家从来没有这样做过。在经济上，这是世界大战规模的反应，是非常戏剧性的，告诉我们这是一个多么大的经济冲击。另一个方面，我们有这些巨大的财政扩张，复苏比人们预期的要快得多，这些钱都在人们的手中花光了。

图 7 是一个有趣的图表，是发生在狭义货币供应量上的事情。我不像米尔顿·弗里德曼那样认为狭义货币供应量那么重要。但它告诉你一些事情，美联储只关注一个货币总量，就是 M2，它是狭义货币供应量的一个广泛的衡量标准。我

不打算讨论这些组成部分，除了说红色部分是量化宽松（量化宽松扩大了狭义货币供应量），蓝色部分是私人信贷。基本上，这可以追溯到 1960 年，你可以看到它的泡沫，但它从来没有超过每年 10%。突然在 2020 年，货币增长是 25%，远远高于以往任何时候。我认为这是故事中非常重要的一部分。如果狭义货币供应量扩大了那么多，各地都做了同样的事情，这可能会产生非常强烈的需求效应和通货膨胀效应。

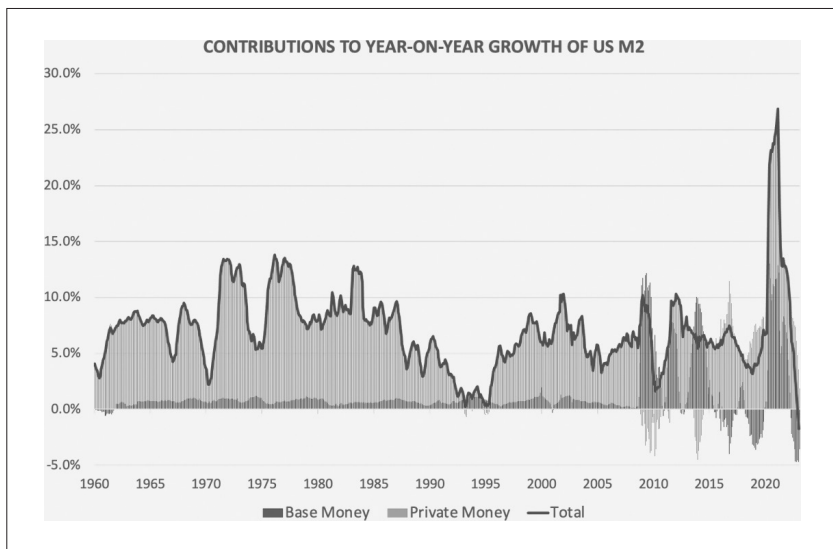


图 7：基础货币和私人资金对美国 M2 增长的贡献

在我看来，通胀显然有来自财政和货币政策的需求因素。图 8 中，G7 国家基本上是通胀飙升，美国是蓝色，欧元区是黄色。这是核心通胀，剔除了能源价格和食品价格的影响，飙升至 7% 左右，是目标的 3 倍多。我认为这很有趣，当我们说这一切都与全球供应冲击有关时，通胀并没有

发生在中国，中国是一条下降的红线，它在接近尾声时看起来相当像通缩，事实上通货膨胀在这一时期结束时接近于零。

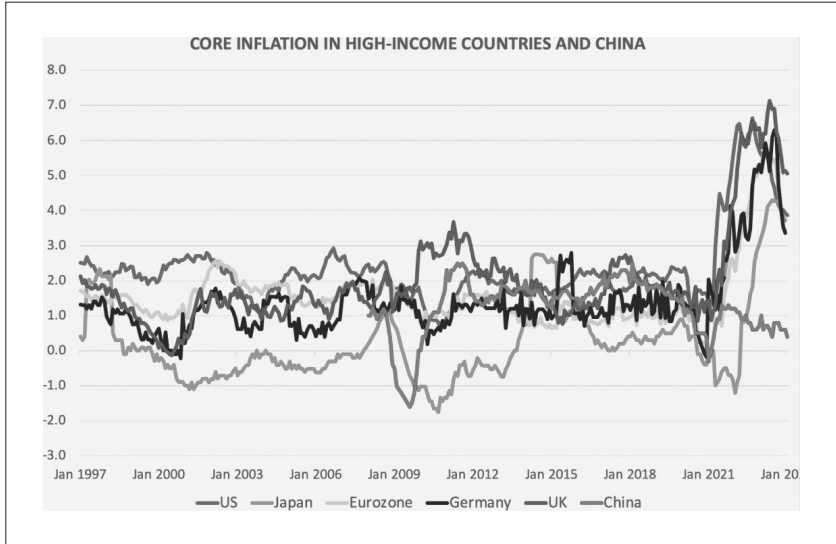


图 8：高收入国家和中国的核心通胀

我的观点是，不能仅仅用供给冲击来解释这种通胀。因为如果是供给冲击，它们会在世界各地发生，它们不会在没有需求的情况下自行造成价格水平的长期上涨。正如我向你们展示的那样，现在财政刺激在下降，货币政策增长已降至零，有很好的理由来解释为什么需求比以前更弱、但价格水平比 3 年前高出 20%。我认为这种价格水平的上涨不是由暂时的供应冲击引起的。在我看来，这似乎是巨大的财政和货币政策的结果，这是一个有争议的观点。

至关重要的是，通胀预期没有改变。图 9 所显示的，是西方主要经济体央行的利率所发生的情况，他们太迟了，反

应太晚了，大约晚了一年。但他们最终在货币政策收紧的地方实现了货币政策目标。他们向决策者明确表示，他们不会允许第二轮通胀螺旋。

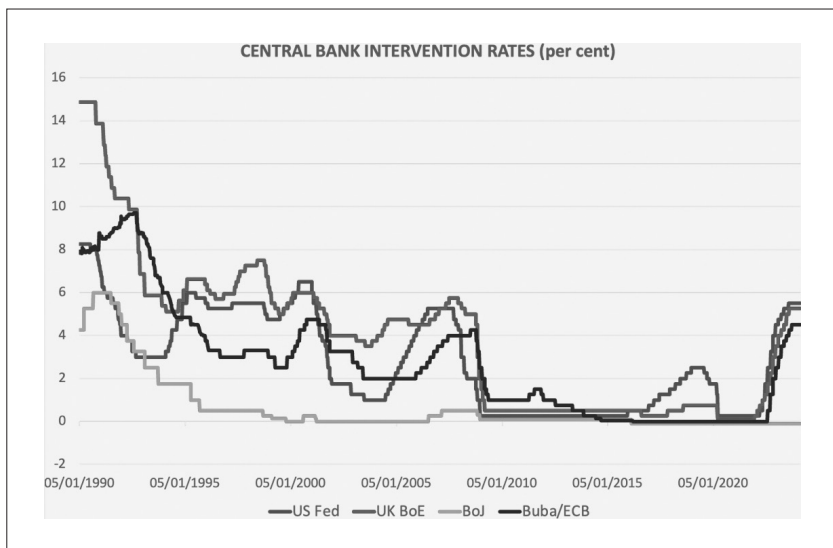


图 9：中央银行干预利率（百分比）

欧洲和亚洲的天然气价格基本上回到了以前的水平。对于石油来说，情况就不是这样了。事实证明，核心价格冲击都是暂时的。图 10 是对 2024 年美国、英国、欧元区通胀的共识预测。我从 2023 年 1 月开始，然后到 2024 年 1 月的预测，或多或少是收敛的。因此，COVID 的冲击超过了通货膨胀冲击，后者在很大程度上是由 COVID 产生的。

乌克兰战争的冲击似乎正在从体系中转移出来。西方国家的经济相当稳固，美国尤其如此，但不像中国那样增长。图 11 是对 2024 年英国、欧元区和美国的连续共识预测，显

然在放缓。英国的增长率接近于零，考虑到货币紧缩，我认为这并不是一个可怕的结果。人们对美国能做到的事情越来越乐观，美国的需求和增长的强度至少在这些高收入国家中是相当惊人的。

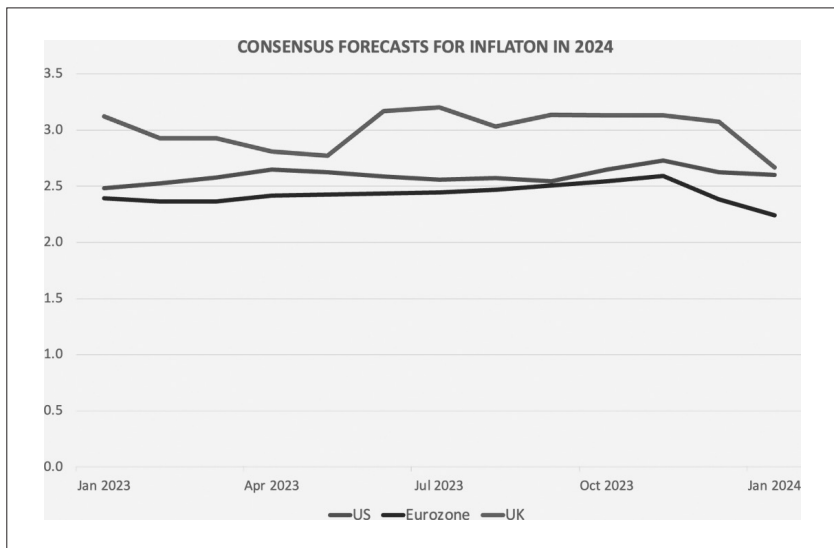


图 10：对 2024 年通胀的共识预测

现在，我已经谈到了冲击（Shocks）的经济学。接下来我要讲的是脆弱（Fragilities），它们本质上与气候、金融、政治、国家和地缘政治有关。让我从气候开始，只是为了支持我之前所说的。在过去的半个世纪里，全球气温发生了什么变化？有一些跳跃，但基本上趋势是最明显的。半个世纪以来，气温上升已经达到了  $1^{\circ}$ 。

人们认为今年可能会更高一些。科学家们的观点是：在我们的气候系统中，如果气温上升在  $1^{\circ}$  以下，我们或多或

少将保持过去的样子。但它不会保持在 1° 以下，在我和大多数人看来，它不是这样。我们将不得不面对这个问题。为了让二氧化碳下降，高收入国家显然必须降低排放量，但大部分排放量现在都不在高收入国家。因此，这将取决于中国和发展中国家的行动。

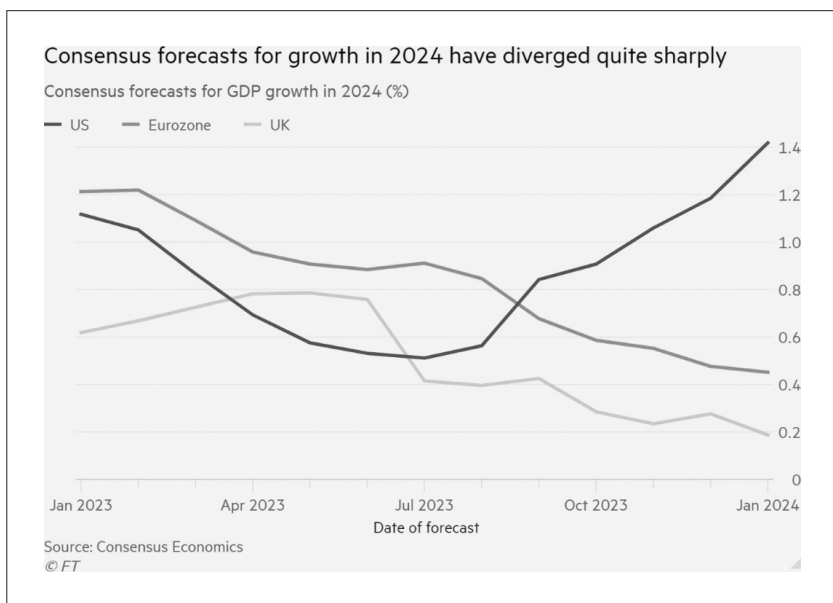


图 11：对 2024 年经济增长的共识预测大相径庭

图 13 是各种各样的全球债务。我认为这是经济的杠杆作用，是从 1999 年开始的。很久以来，我没能从国际金融机构看到太好的东西。这是整个世界的巨大的运行，现在已经被扭转了一点，但基本上世界经济作为一个整体，比以往任何时候都有更多的杠杆。

所有的大经济体，美国、欧洲、日本、中国都有大量的



债务，这些是完全正常的，只要利率保持在合理的低水平，经济增长保持在合理的稳健水平。但这是一个很大的脆弱性，是一种显著的脆弱性，取决于未来的实际利率、未来的通胀冲击。引人注目的是主权债务。从 1880 年起现在，这是一段很长的历史。图 14 显示了总债务的比率。高收入国家是深蓝色的，新兴经济体是红色的，中国就在那里。

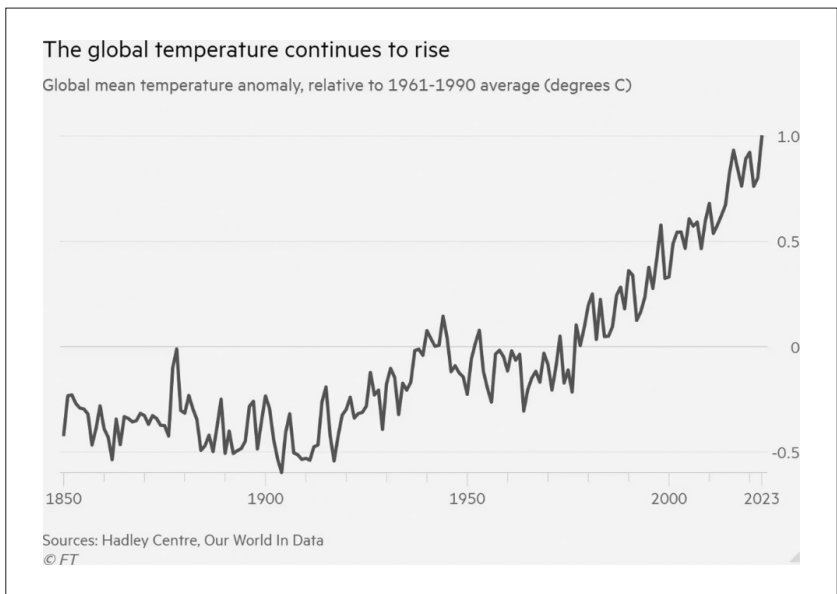


图 12：全球气温持续上升

但无论如何，两者都处于或接近所有时间的峰值。对于新兴经济体来说，这一点非常明显。这在一定程度上，是因为有很长一段时间的超低利率，这使得债务非常有吸引力。但就高收入国家而言，我们回到了第二次世界大战时的状态。我们从 70 年代非常低的水平跳了出来，这很大程度上

是由高通胀造成的。这是脆弱性的一个非常重要的来源，特别是在增长急剧放缓的国家。由于老龄化，我们的经济和公共财政也在恶化。在我看来，未来公共部门的债务问题是绝对存在的。

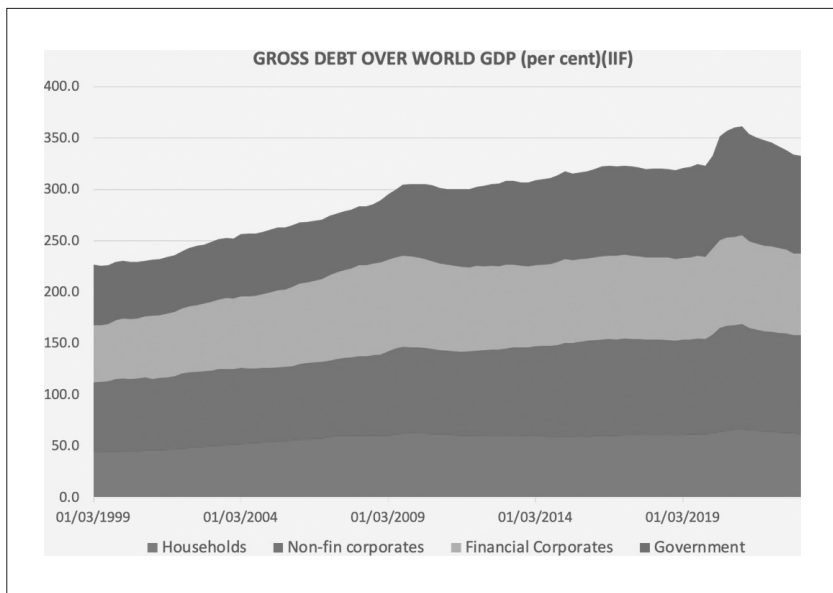


图 13: 债务总额占世界 GDP 的比例 (IIF)

让我谈谈国家在世界上的作用，所有这些冲击，正在改变国家和社会之间的关系。里根 - 撒切尔时代的座右铭，就是里根在 1980 年当选时使用的那些美妙的短语和句子，当时他说英语中最可怕的九个词是 “I’m from the government and I’m here to help. (我来自政府，我来这里是为了提供帮助。)” 这不是我现在能想到的任何地方的情形，那个时代已经结束。政府债务支出在世界各地都达到了很高的水平，

特别是在发达国家。

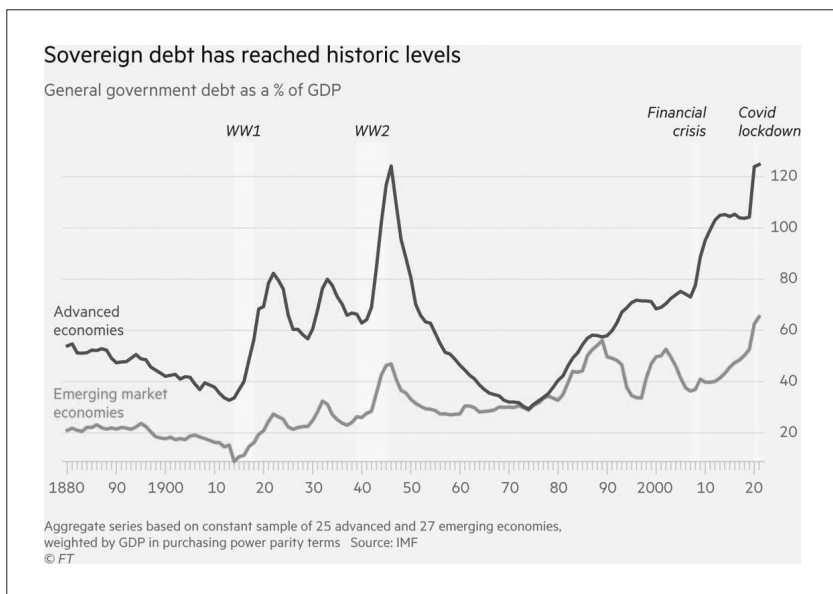


图 14：主权债务达到历史最高水平

正如我们已经注意到的，衰老必然会使情况变得更糟。此外，世界各地的国家正变得越来越具有干预主义和保护主义色彩。他们制定了产业政策，美国就是一个突出的例子，我们认为它是自由市场的发源地。如果说我们现在变得有点像中国，那就有点淘气了，应该说这并不完全是一个笑话。很多美国人认为中国人做得很好，部分原因是国家一直很有效。他们认为如果这对你们有用，为什么对我们没用呢？当我这么说的时侯，我的中国朋友们往往会笑，但我认为这是很多人的想法。当国家无处不在时，问题往往也会出现。

下一个问题，我认为是全球贸易崩溃的可能性。我写

了很多文章，我要把它们都总结在一篇文章里。图 15 是一个非常长期的图表，我喜欢长期图表，这张图表可以追溯到 1820 年，这是我最长的系列。这显示了世界货物贸易与 GDP 的比例，这是就我们所能测量的而言。

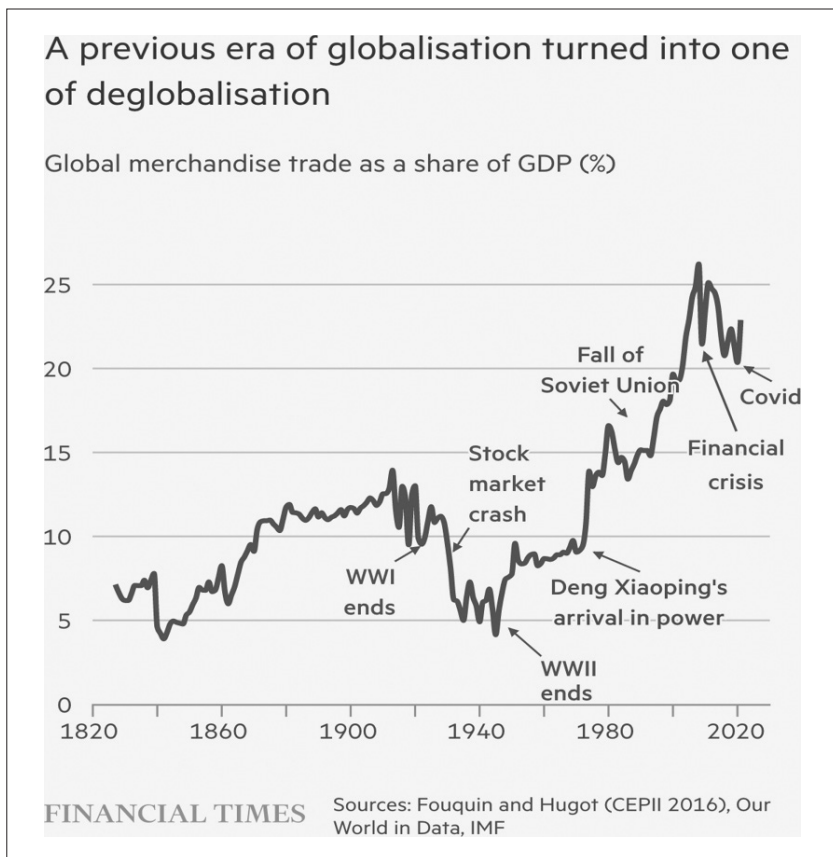


图 15：之前的全球化时代变成了逆全球化时代

这些都发表在英国《金融时报》上。在大部分时间里，全球贸易由相对少数的高收入国家主导，中国相当封闭，印

度相当封闭。全球贸易在第一次世界大战前上升到了相当高的水平，然后发生了坍塌。二战后大复苏，但直到 70 年代主要是西方世界的复苏，贸易的增长是巨大的。70 年代末世界开放了，尤其是中国，后来在印度，我们达到了一个绝对的历史峰值，比例约为 25%。2007 年以后下降了一点，但比率一直相当稳定，只是停止了上升。我们从一个贸易增长远快于 GDP 增长的时期，走到了一个商品贸易至少与 GDP 增长同步的时期，这并不是是一场灾难，这也确实是有史以来最高的比率。它还有很长的路要走。与 30 年代相比，全球化的崩溃将对我们造成更大的伤害。30 年代的情况非常糟糕。好消息是它实际上运行得相当好，坏消息是还有很长的路要走。现在，我认为它们下滑得太多了。

下降的一个原因是很多在亚洲的供应链最终都在中国，当生产最终来到中国时，贸易就会减少，这很自然，没什么好奇怪的。事实上，我们现在可能有大量的贸易转移，人们所说的“中国+1”或其他方式将产生更多的贸易，但这实际上是代价高昂的。我不认为情况真的特别糟糕。上一次显著的贸易自由化是 2001 年中国加入世贸组织。

一个更脆弱的方面是国内政治，特别是在西方已经变得越来越民粹主义、分裂、反动和民族主义。我们看到了独裁统治的兴起，大多数独裁政权都是高度内向型的。我们在欧洲有一场大战，在中东也有一场大的战争。事实上，我们已经进入了一个政治占主导地位的世界，就像以前发生的那样。对许多政策制定者来说，经济效率成为一个次要因素，

在美国是如此，在欧洲也是如此。我认为这很明显的，至少对我来说是这样，这改变了人们应对经济的方式。

在这样一个分裂的世界里，国家政府更加活跃，相互猜疑侵蚀着国际合作。不再有单一的霸权。在某种程度上，我们正在建立以中国为中心的平行机构和安排，和以美国和西方联盟为中心的制度安排。他们试图相互合作，并在某种程度上取得了成功，但应对像气候这样的核心挑战是非常困难的。

制度正在被侵蚀。首先是世界贸易组织，这在很大程度上是因为美国。然而，这并不像是冷战的回归，我曾多次向西方朋友强调这一点。因为中国和美国是整个全球经济体系的一部分。当我们看冷战中贸易时，从经济的角度来看苏联几乎是不存在的。

现在，让我谈论这对未来可能意味着什么。我不认为我可以预测，但我认为有五种情形。

第一种是恢复正常。各方运用高超的政治艺术，这是最乐观的情况，也是最有可能取悦上帝的情况，就是说一切都平静下来了。我们已经提到了一系列巨大的冲击，因为人们意识这是相当具有破坏性的。很明显，至少在拜登和习近平政府之间，现在有很大的努力来建立更紧密、更和平的合作关系，也许大国关系会稳定下来，这将使企业、跨境贸易、跨境投资感到更加自在。与 2008 年相比，世界更加分裂和难以驾驭。在经济方面，我们将回到正常状态，通货膨胀下降，利率大幅下降，全球化稳定下来。我们意识到不会有巨大的保护主义爆发。因为人工智能，我们看到了一个巨大的

增长高潮。但世界经济不会回到 2008 年之前的水平，这是一个你可以想象的世界。五年后人们回顾这些，他们会说这太可怕了，但事情实际上已经平静下来了，一切都很好，一切都在掌控之中。我自己的观点是，当我看到现在正在发生的事情时，如果唐纳德·特朗普没有当选（在我看来这是最有可能的结果），在这方面我会很高兴。

第二种是分裂的世界。现在特朗普来了，谁知道呢？下一个可能性是我们得到一个在经济和政治上完全分裂的世界。某种形式的西方民主集团与中国、俄罗斯集团及其盟友对抗，贸易、经济商业和投资崩溃，考虑到一体化的程度这将是一场巨大的灾难。中国和美国大幅脱钩，其他国家被迫在他们之间做出选择，贸易和资本流动大幅减弱。这样做的代价是如此之高，以至于只有在完全由政治推动的情况下才会发生。但正如我向你们展示的，这种情况以前也发生过，一体化的世界体系完全崩溃。1914 年之前的世界体系是相当一体化的，但世界体系可以因为政治走得太远而完全崩溃。

第三种是西方的分裂。我认为更令人担忧的是西方的分裂，民粹主义、民族主义和保护主义改变了西方，这威胁到美国与其盟友之间的关系。这实际上与特朗普会做什么有关，我们不知道，但我相信对欧洲来说，特朗普第二届不会和特朗普第一届一样。

第四种是冲击比比皆是，可能导致西方体系以非常难以预测的方式重新配置。我提到的一些冲击，金融冲击、贸易战、流行病、气候灾难确实发生了，它们还在继续发生。

---

在某种程度上，它们的发生是因为我所列举的脆弱性。我们实际上正处于多重危机时期，这一危机仍在持续，这不是一次性的。在那个世界里，全球合作的秩序崩溃了。

第五种是发生大国间战争，那会改变一切。

我刚刚讨论了这些可能的情况。关键的一点是，我认为这些事情都可能发生。但我要强调的是，我确实认为第一种是最轻松的。我已经强调了我们系统的脆弱性，我试图给你们一个非常广泛的关于运行中的力量和风险的概述，这可能是一种不同的思考世界的方式。

**乔依德：**好的。非常感谢马丁，你做了出色的演讲。虽然我们中的一些人经常读你在报纸上发表的文章，但我强烈地感觉到，听你面对面说的话和我们在报纸上读到的话之间有很大的区别。在这里还有另一个优势，你们都可以提出任何想问的问题。现在是提问的时候，我想马丁会马上给你们答复的。

**高峰：**谢谢马丁先生，我一直在读你的文章。你说到美国对中国的限制，我刚从美国回来，美国政府的补贴接近200亿美元，我认为这会被兑现。美国政府一直在花钱，我认为，去年政府部分对经济增长的贡献更大。但是在给定成本结构的情况下，这些都是巨大的资本投资，你认为最终成功的概率是多少？

**马丁·沃尔夫：**首先，我个人的观点是，在某些情况下，政府和某些类型的产业政策是有意义的。最明显的是，如果有一个重要的安全因素，并且是相互关联的，特别是在



最关键的军事上的战略自主权。

我给你一个例子。在 20 世纪上半叶，所有的欧洲大国都在关注他们的钢铁产能，因为他们认为会在战争中消耗大量的钢铁，与军事技术有关的事情也是如此。英国有史以来最大的工业政策是对皇家海军的投资，这一政策持续了半个世纪，这就是产业政策，工业革命之后出现的许多技术都来自于此。所以我认为，你不能说它总是不合法的。其次，通过提供市场，特别是政府补贴，这是一种技术内部化，外部性是与创新相关的。如果你自己创新，你要承担很多成本；但如果很多人一起做，会产生更多有技能的人，会产生更多知道如何互动的人。促进创新投资是有道理的。因此，你必须更多地赶上，下一步要做的事情就是到达那里。当我在 20 世纪 70 年代再次回到韩国时，我感到非常震惊，看看韩国的产业政策，包括弄清楚日本人在做什么，并决定如何模仿他们，他们运作得很好。

我在某种意义上是不可知论者，我认为有时可行，有时不可行。特殊的案例是否符合重要的安全模式？他们所做的事情可能会产生一些全新的东西，一些创新。但我没有被说服。当你是一个前沿经济体时，政府要成功干预创新显然更加困难，总的来说美国就是这样，在美国更难做一个新兴产业项目。当你试图做的是夺回失去的领先优势时，你已经失去了 20 年或 30 年，因为其他人已经完全赶上了，芯片法案能否成功很值得怀疑。这可以归结为一个问题，在未来的安全噩梦中，在美国生产某些芯片的能力在某种意义上对国家

---

安全至关重要。

还有碳税的问题。这是一种比他们可能做的任何其他事情，都更快降低排放量的方法。在我看来，这并非是不合理的目标。如果不征收碳税，它将导致许多企业降低排放量不具有可行性。这将是一场全球范围的补贴大战，与此相关的浪费将会相当多。这些都不是将改变美国经济的东西。在人工智能方面，美国显然是真正的领导者。

**高峰：**美国国债突破 34 万亿美元，你对此有什么看法？

**马丁·沃尔夫：**正如我所说，这是一种脆弱。这不一定是世界末日。英国人对此有一个非常奇特的看法，这是因为英国的公共债务与 GDP 的比率曾两次达到 250%，世界并没有毁灭。在 60 年代和 70 年代有一些通货膨胀，但那并不是世界末日。在 19 世纪，大英帝国的债务在这个水平上有可持续性，这取决于经济和收入的实际增长率以及实际利率，特别是实际利率与实际增长率的比率。我认为你可以做出非常合理的假设，即美国经济增长率为 2.5%。实际利率回到 1.5%，赤字是完全可控的。美元作为一种有价值的货币可能不会真正消失。问题是这些假设是否合理。就目前的水平而言，你可以想象它是可管理的。

他们可以削减赤字。美国有一个相对较低的支出比率，这将需要一个相当不小的增税。但美国的政治是，共和党人永远不会支持增税，民主党人永远不会支持削减开支。我更了解民主党人，他们得出结论，每次他们就削减开支达成一

致，共和党人就会推出更多的减税措施。

从奥巴马时代开始，每次他们试图紧缩预算，共和党人就会提高预算，这是至关重要的。在美国财政政策的政治经济学中，由于供应经济学，里根的共和党是一个财政紧缩的政党。但特朗普使情况变得更糟，正如众所周知的那样，他们并不关心财政赤字。如果保守党不关心财政赤字，进步党也不会关心。美国政治的均衡是巨额赤字。在这种情况下，实际利率可能是 2% 到 3% 左右，我认为它们会更低。人们会得出结论，财政赤字，尤其是债务，已经走上了正轨。不可预测的是，真正的大风险被引入到美元利率，因为持有者（包括美国持有者）不想持有它，他们开始逃离美元。这将是一个货币危机问题。我相信，对于像美国这样的国家来说，这不是债务问题，而是货币问题。你不知道他们会不会违约，我认为这很有可能。我认为，这在欧洲不是什么大问题，除了意大利将在一定程度上重组其债务之外，他们知道不可能永远无限制印钱，欧洲央行不会允许这样做。

**王红林：**非常感谢马丁先生今天精彩的演讲。请问你对乌克兰战争有什么看法？这场战争会很快结束吗？如果不是，对欧洲有什么影响？

**马丁·沃尔夫：**对于战争，过去两个月里，我的观点发生了根本性的变化，真的。那是因为在过去的两个月里发生了一些我没有预料到的事情，我还是不太明白，我已经想了很多，写了很多有关的文章。直到去年 12 月，我想说这看起来像是一场旷日持久的僵局，俄罗斯人赢不了，乌克兰

---

兰人也赢不了，这个问题不会得到解决，但它会降低强度。但在过去的两个月里，很明显发生了一些非常重大的事情，共和党已经变成了一个支持普京的政党。

我知道很多关于共和党的历史。如果有人两个月前告诉我，即使是对于特朗普，我也不会相信。这似乎很奇怪，鉴于他们的历史和鹰派对事物的看法，毕竟在我看来是共和党疯狂地发动了伊拉克战争，目的是在中东地区传播民主。这是一个巨大的地缘战略转变，我认为特朗普改变了共和党，或者共和党围绕着特朗普改变了自己。这并不是完全没有先例。共和党在 30 年代是一个孤立主义的政党，这还可以追溯到乔治·华盛顿时期，希望没有外国事务的纠缠。但它发生得如此之快，没有人可能对它做好准备，欧洲人当然没有准备，他们从来没有想过这会发生。

这不是拜登政府想要的。美国因此产生了严重的分歧，直接结果是乌克兰不能通过国会和来获得武器和资金。乌克兰人显然更有可能很快输掉比赛。俄罗斯军队肯定受到了非常严重的破坏，其机动能力是值得怀疑的，征服和控制数百万极度不乐意的人需要王牌。在这种情况下他们付出了巨大的努力。但我认为，乌克兰输掉战争的可能性已经变得更高了。这样做的后果是什么？美国的欧洲的联盟基本上结束了，欧洲的未来变得非常不确定。我试着尽可能理性和客观，因为我在这里有很强的情感投入。在我看来，这是一场意外的、非同寻常的战略灾难，因为它毫无必要。美国在摧毁其战略地位，是自第二次世界大战的以来一贯战略。

在乌克兰战争中，俄罗斯付出了非常非常高的代价，杀了很多人，所以一种可能是普京停下来，不太多集中在说我赢得了战争。俄罗斯要被重建。欧洲人民，我们对你们很友好。别担心。我们要集中精力，我们要和平相处，彼此相爱，忘记那些乌克兰人，这是一种可能性。另一种可能性是，普京会对自己说，这些人正在崩溃，而我有一支最有战斗力的军队。现在美国人已经走了，我可以尽可能完整地夺回整个俄罗斯帝国，在这种情况下，我会成为最成功的俄罗斯领导人，是自斯大林以来，也可能是自彼得大帝以来最伟大的领导人。我不知道，因为我觉得那家伙疯了，我不能预测精神病患者。

现在，显然最有趣的问题之一是为什么美国人现在做出了这种转变？我觉得这里面有几个元素。首先，很多美国右翼人士相当欣赏普京先生。他们是他们那种人，这包括唐纳德·特朗普，他想要像普京那样做，这部分是因为他们已经受够了那些自由主义者。但更重要的是，他们想要做任何会损害拜登政府的事情。这真的很有趣，我会说这对我来说是真正有趣的事情，因为“政治止于水边”曾经是美国政策的口头禅（*Partisan Types Stop at the Water's Edge*，意即美国的两党斗争只在国内发生，一旦越过大西洋或太平洋就没有了，党派斗争在对外政策上必须让位于团结）。基本上，美国的外交政策从第二次世界大战开始就是两党合作的，而在那之前，他们没有真正的外交政策。这将意味着现在这不再是真的了，表明美国政治的功能障碍程度比我想象的要高得

---

多。我是一个严重的悲观主义者。我认为这可能是最重要的政治策略，他们将把乌克兰的失败归咎于拜登，他们会说，看，拜登在所有事情上都失败了。所以他们喜欢普京，他们不关心联盟，因为他们是孤立主义者。他们想做任何事来夺回权力，这不会让任何人更容易与他们打交道。我认为这将是一个巨大的错误。

在我看来，这将给我们带来一个非常大的西方的失败。这样运作的美国，将是中国完全不可预测的合作伙伴，因为针对中国是共和党人唯一同意民主党人的外交政策目标。顺便说一句，理解这一点非常重要，他们对中国更加敌视，不是非常敌视，而是更加敌视。当我与民主党高层决策者交谈时，我与所有主要决策者都交谈过，珍妮特·耶伦和杰克·苏利文显然想要冷静管理与中国的关系。他们做了一些事情，不管是对是错，但他们不想把它变成大事，他们想要经营这种关系。特朗普完全不可预测，当他说将对中国出口产品征收 60% 关税时，我认为他会的。美国孤立的胜利，只是意味着我们有了一个无赖的超级大国，这并不意味着它对任何人有帮助，除了普京。你问了一个非常有力的问题。我的分析可能是错的，但这就是我的想法。

**乔依德：**很抱歉，我知道你们有很多问题要提，但时间不多了，希望马丁先生很快会再来。非常感谢马丁先生的真知灼见。给我们很多事情去考虑。让我们用热烈的掌声对他表示感谢。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）



## 中美关系、中美经贸关系和营商环境

**克雷格·艾伦 (Craig Allen)**  
**美中贸易全国委员会会长**

### 系列座谈会第 77 期

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：女士们，先生们，下午好。我是上海发展研究基金会秘书长乔依德。今天，我们非常高兴地邀请了美中贸易全国委员会主席克雷格·艾伦先生来到这里，分享他对中美关系，特别是中美经贸关系的看法，演讲之后会有问答环节。现在，让我们欢迎克雷格·艾伦演讲。

**克雷格·艾伦**（Craig Allen，美中贸易全国委员会会长）：感谢乔依德秘书长给我这次机会，请原谅我用英语进行演讲，非常感谢大家今天来到这里谈论中美关系，尤其是是贸易和投资。

也许我可以从回忆 2023 年 11 月 15 日开始，我有幸在旧金山 APEC 会议上接待了习近平主席一行，大家享用了丰盛的晚餐，那是一次愉快的会面，一个充满希望的时刻。拜登总统和习主席的会晤取得了巨大成功，中美关系因此变得更加稳定。在本次 APEC 的筹备过程中，有 15 个领域召开了部长级会议，例如农业、知识产权、科技和其他方面。在我看来，这是一件非常好的事情。然而，我认为，我们必

须非常谨慎地保有这种乐观，虽然这种关系确实更稳定或更可预测。

贸易数据会让我们更加了解真实情况，美国公布的中国贸易数据让我感到震惊。2023年，美国从中国的进口减少20.4%，即减少了1000亿美元，这太震撼了，这个数字很大。美国对中国的出口下降了一点，但幅度不大，基本上是稳定的。美国经济目前表现非常好。在投资方面，我们也看到了很多重大的变化。我认为目前海外资金对中国国内的投资意愿是很低的。尽管市场正在寻求改变，但除非政策变化，不然很难看到一波资本涌入中国，这些海外资金包括来自美国的、中东，以及来自全球的。如果看风险投资、证券投资、私募股权投资，或者外国直接投资，有一些类别减少的比例很大，可能下降了70%到80%。

这有很多原因，我们可以探讨。台湾选举之后，我原本很有信心，感觉未来会更平静，更轻松，我想放松一下。但我想错了，我的放松不太明智。因为从一月份开始的过去6周里，美国政府采取了一系列措施，都是针对技术的。我觉得这很不同寻常，我不确定美国接下来会怎么做，但也许可以谈谈我所担心的事态发展。我预计，美国很快就会对对外投资管制有更明确的规定，这是财政部宣布的，大概会在今年10月或11月。我预计这个法规将专注于风险资本投资，尤其是运用到中国军事领域的技术。我想特意指出，在美国历史上，我们从来没有实行过对外投资的资本管制，这是第一次。我对这种对外资本管制感到遗憾。但无论如



何，我们希望这种管制是定义明确且范围较小的。我不知道他们最终会确定什么，但从最近宣布的一些其他事情来看，我认为是很有挑战性的。

另一个是对数据有新的监管。就像美国从来没有资本流出管制一样，我们也从来没有出境数据管制。当然我们有国家机密法之类，但这是不同的。有很多不同的规定。首先，向中国和其他一些国家出口某些类型的数据需要获得批准。但是具体细则还不清楚。中国也有出境数据管理，这无论是对中国企业，还是对美国公司来说，都是一个大问题。我认为美国存在数据管制。我不确定这些数据管制具体是什么样子，所宣布的实际上是对提出建议的邀请。很显然这个规定是为了防止美国公司在境外大量出售个人数据，这说起来容易，但具体规则如何不影响金融机构、制药公司、航空公司、酒店和许多其他公司是非常复杂的。

美国有一套关于数据的新法律体系，我们有一套关于对外投资的新法律。还有很多关于生物技术数据出口的担忧。中国对生物技术数据的出口有非常严格的法律，事实上这是科技部的禁令。我认为未来美国将围绕生物技术引入一个新的监管体系，这在以前也是未曾有过的。我想人类能治愈癌症，在科学上是有希望的。但由于新监管的设立，这可能会变得更加困难。

美国发布了一个声明，针对电动汽车或联网汽车，是商务部 10 天前宣布的规定。这意味着基于美国国家安全的考虑，中国的电动汽车，也许还有相关零部件，将不允许进入

美国。虽然目前这个限制还不是 100% 确定，但这似乎是一个趋向。我认为这是一种出于国家安全的担忧，例如特斯拉不能在这里的某些地方行驶。但也有对中国产能过剩的担忧，我听到的数字是中国每年有能力生产 5200 万辆电动汽车，但全球电动汽车市场约为 1100 万辆。所以中国电动汽车的生产水平是全球消费水平的 4 或 5 倍。美国和欧洲也有自己传统的汽车工业，我们必然捍卫自己的工业。中国的电动汽车定价非常低，价格上很有吸引力。但我们的传统工业对我们的经济很重要，工业联盟和工会很重要。因此，中国的产能过剩确实是一个大问题。

接下来请允许我就“两会”发表一点看法。我曾希望在“两会”上看到需求侧改革，我指的是养老金改革、失业保险改革、户口改革，或其他任何减少储蓄增加消费的刺激。这方面的政策有一些，但不多。显然，政府的重点是扩大科技成果，科技预算增加 10%，军事预算增加 7.5%，而对消费者的补助或地方债务的救济是非常不明确的。我所希望看到的需求方面的改善非常不清楚；我所担心的供给方面的加强却非常清楚。这让我担心未来局势的紧张，事实上，从贸易和投资来说，双边总体的紧张局势不会缓和，但我们都期待增长。

我想说的是，如果中国的私营企业能够有信心且乐观，那么我的跨国公司会员们也将有信心且乐观。但如果中国私营企业没有信心，状态消极，那我们的情绪只会更加负面。因此，在我看来，中国增长的关键是需求侧改革，帮助民营



企业、本土企业在中国拓展业务并在全球进行投资。我与一位香港银行家交流过，她与私营企业和香港各处有很多业务往来。她说从未见过企业的情绪像今天这样低落，她所接触的大部分是出口公司。如果他们的情绪低落，我的情绪也会低落。如果信心不足，那么政府应该要刺激增长。

李强总理说经济维持了 5% 的增长。我的理解是每个省，每个县，每个村，每个乡，都报告了他们的增长，并且每个部分都会超过 5%。我认为我们面临着一个非常复杂的局面，中国的债务、人口问题、贸易问题、地缘政治问题、俄乌冲突问题等，所有这些都增加了不确定性。在我的一生中，在中国工作从来没有像今天这样充满不确定性。所以我很高兴能在这里与你们讨论，很想听听大家的意见。我非常乐意听到大家对中国经济的看法。我真的非常感激，也很乐意非常坦率、诚实、直接地回应大家可能有的任何担忧。

**乔依德：**谢谢克雷格。谢谢你在这里分享你对这些重要问题的看法。感谢你很坦率地谈到了双方的政策，包括美国方面的政策和你对昨天刚刚结束的两会的看法。现在是问答时间，大家可以提出任何问题，或分享你的观点，或你认为有错误的地方。前面的人可以把你的名片竖着放，后面的人可以举手，这样我就可以随时看到你们谁想发言。

**余昱煊：**你好，谢谢你的开场演讲。我是一名律师，在过去的 25 年里，我很高兴看到很多美国公司来到中国经营，在中国投资。我也因此参与了很多美国顶级律师事务所和我们中国律所上海办公室的合作。从我的视角来看，我在美国

和中国的法学院都接受了教育。我最近开始帮助中国政府制定立法，比如外国投资法和数据控制方面，以及地方的知识产权管理法规，这两项都是地方层面的重点。实际上，跨国公司有很多数据控制和敏感问题，法律框架也发生了变化。我每天都在建议美国公司在中国如何处理这些事情，以及生物技术和基因信息如何回到美国。像上海这样的城市，政府或相关单位官员有时愿意帮助美国公司更好地适应，同时也让他们把生意做好。所以当我们遵守法律时，还是有很多可操作空间和办法的。但说到美国，这个方面我就很担心，和任何美国公司合作都必须严格遵守法律，否则你就会被抓。甚至在细节处理上也是如此，缺乏灵活性。所以我很担心，因为美国严格执行对外投资控制。中国政府会学得很快，很快就被复制，这样就会引起一些立法竞争。

**克雷格·艾伦：**如果中美开始像法律竞争，这会加速进程，因为中国政府会出来更严格的政策。每个人的合规成本都在上升。中国公司在美国或美国公司在中国面临的挑战，是法律冲突风险的增加。如果无论你做什么，你都会违反法律，你会违反哪一边的法律？我们一直在努力避免这种法律冲突，但这越来越困难了。

因此，董事或 CEO 很难说服董事会增加中美间的投资。中国企业如果想增加在美国的投资，董事会会说：“好吧，如果有法律冲突怎么办？我们怎么处理？”这种法律合规的风险正在增加。同样，在美国方面，比如半导体行业，政府规定了你只能在某一个水平上发货。在显卡或其他方

面，他们根据法律改变了芯片相关的交易，这样交易的成本就太高了。跨国公司必须遵守法律，但法律在不断变化，这是必须接受的基本现实，我们对此无能为力。当你的对外投资持续 6 个月或 12 个月或 18 个月，情况会变得更加复杂。我曾经和一个大的机构投资者谈过，他们拥有大量的资金，但他们对中国不感兴趣。我说，为什么不是中国？这里有世界 18% 的人口，17% 的界 GDP，有巨大的人才库，你必须对中国感兴趣。对我们来说，我们是长期投资者。但他们认为冲突或制裁的可能性是不可接受的。对他们来说，5% 的制裁可能性就是难以接受的，如果是 10%，那什么都没有。

现在，外国投资者愿意交易中国股票，但他们不想长期持有，所以会反复买进卖出，在周二买进股票，在一周内卖出，做这种类型的交易。长期持有的难度很大。面对法律冲突的可能性，我们正在努力让两国政府明白，你其实不是想惩罚对方的公司，补贴也不符合你的利益。我们想要的是可预测的、稳定的环境，这样我们可以根据市场而不是根据法律来决定赔赚。但我们也认识到，我们最终还是必须遵守法律，对吗？政治比经济更重要。如果两国之间的政治会变坏，那么经济也不可能变好。

**高峰：**我曾经是银行家，现在不是了。我很高兴你用了谨慎乐观这个词。去年 11 月，我的几个朋友参加了你在旧金山的晚宴。我的第一个问题是，双方现在似乎都认为，政治比什么都重要。中国人都说一个巴掌拍不响，双方都认为对方怀有恶意，所以对方的一举一动都让他们用另一种方式

去解读。我认为这是螺旋式下降。所以第一个问题是，中国可以做出哪些努力？如果明天改变行动路线，中国可以做什么不同的改变？我认为目前你的工作非常困难，你仍然非常乐观。这是我的第一个问题。第二个问题也是政策预期。如果看拜登政府，至少大家会有一些怀疑他们是否在努力稳定关系，但我并不认为关系有所改进。所以，对即将到来的11月选举，你有什么看法？

**克雷格·艾伦：**谢谢。对于这个问题，我认为当我们看中美关系时，可以回到100年前的五四运动。在我看来，所有的重大变革都来自于中国内部，来自于中国国内的政治和经济情况。你看五四运动，中国每10年就有一个大周期。我认为美国是一个维持现状的大国，中国是一个渴望改变的大国，希望让事情变得更好，但以一种挑战现状的方式。回顾历史很有趣，如果回望1949年，1959年，1969年，每10年都有重大事件。我想说的是，这些动态是由中国国内的政治和经济压力驱动的。这是我的看法，你或许不认同。

我喜欢你的说法，两国政府都想稳定局势，我认为这是绝对正确的。两国政府都出于不同的原因想要稳定，但同时又有我们可能没有预想到的国际动荡。在中南海，他们有自己的想法。在白宫，他们考虑的是，我们不希望在中东发生另一场大战，也不希望油价上涨，不希望朝鲜爆发大规模战争。我认为这些都是北京和华盛顿真正关心的问题，虽然这些问题实际上并不直接针对华盛顿。北京方面对另一场可能发生的冲突的看法与白宫是一致的，这一点意义重大。

我希望在 11 月之前不会有什么意外发生。因为拜登政府想要保持平静，专注于其他事情。但也许我错了。选举动态非常复杂，中国议题也是选举动态的一部分。如果你是一名共和党人，你会声称拜登总统对中国非常软弱；如果你是民主党人，你就会认为共和党对中国非常软弱。于是就有竞争存在，竞争是复杂的，它发生在许多层面上，可能发生在州长一级，也可能发生在众议院，可能在派对上发生，也可能会经常发生。这推动了我所说的数据和其他方面的措施。

我想我们都会同情 TikTok 的首席执行官，我觉得我们的生活和他相比并不是那么糟糕，与他相比我们的生活是美好的，他有一份不可能完成的工作，我不知道 TikTok 会发生什么，但我认为会发生一些不好的事情。上一次在特朗普政府期间，他们试图禁止 TikTok 和微信，但最终法院推翻了白宫的规定。你自己的法庭推翻了自己政府的规定，对于我来说，这一切都是不可预测的。

当拜登取代特朗普时，我认为情况会好且更加稳定，但事实是我错了。在经济贸易方面，我想说拜登执政期间和特朗普没有变化。美国贸易代表戴琪是我的朋友，我认识她很多年了，她没有改变政策。美国贸易代表对扩大美国出口不感兴趣，他们更感兴趣的是有效保护美国的就业机会。对我来说，这是不幸的，但无论如何，我们必须接受政治现实。

特朗普关于中国的说法是，他要对中国进口产品征收 60% 的关税或更多。我的观点是，这意味着美国消费品的高通胀，特别是对美国穷人来说，他们将付出更高的代价。

但当我与共和党人交谈时，他们说这就是所谓的谈判，是他的筹码，这个筹码只是个开头。但他是认真的吗？也许是这样，也许不是。我所知道的大多数商人的做法是：告诉我规则，我会遵守规则，但我只是在可预测的范围内做我的生意。我认为，政府应该制定可预测的规则并放开其他管控。

在我们的历史记忆中，中国一直不是一个强大的国家，这是一个因素。我认为第二个因素是意识形态，我们的价值体系很不一样。一位学者说“中国和美国就像两个结了婚的国家，然后他们发现彼此的宗教是不同的。”我认为这是一个非常有趣的比喻。我们的宗教是不同的，我们的价值观是完全不同的。我还认为在邓小平的领导下，美国和中国是非常好的朋友和盟友，我们提供了军事援助、情报援助，以及其他的东西，但现在这些都已经改变了。我想很多美国人都关心全球化，尤其是受教育程度低的美国人对全球化感到担忧。全球化导致了许多工作岗位的流失。我们的许多行业，比如制造业的那些工作都消失了，铝、汽车、纺织、服装、家具、电子产品等许多产业都消失了。为什么消失了？这是全球化、生产力提高和技术进步的结果。技术发展很快非常快，社会变化之快令人忧心忡忡。当许多美国人看到全球化时，他们首先会看到失业率的升高。但中国在这方面做得很好。

美国公司把工作机会送到中国赚更多的钱是否有罪？美国民众除了对全球化的厌恶之外，还有对公司的厌恶，对社会中精英的厌恶，对哈佛和麻省理工学院的厌恶。因为他



们是精英组织，他们不代表普通人的需求。所以我确实认为中国的崛起与全球化有很大关系。哈佛大学的拉里·萨默斯说，我们一生中最重要的经济事件是中国融入全球经济。他是对的，这让我们都变得更富有。由于中国融入全球经济，几乎所有人都过得更好了。但也有失败者和受害者。

当你看世贸组织时，我想我在外交部的朋友们，以及许多中国人对中国遵守世贸组织规则感到非常自豪。但我想说的是，这可能在正式意义上是正确的，但在非正式的意义，贸易政策就是贸易政策，但是产业政策重要得多，也大得多。欧洲、美国、加拿大、日本、韩国无法接受自己的汽车工业被摧毁。中国的产能过剩问题是极大的难题。关于这个问题，我们在在美国、欧洲和日本举办了研讨会。产能过剩如何应对？这有一个很大的问题，我们经历了破产法，经历了重组，经历了法律和金融社会因素。这个问题太难了。是因为过度竞争，对吗？我会和你争论那不是文化，是由于政府政策造成的。

中国占世界人口的 18%，占世界 GDP 的 17%，占世界投资的 30%，占世界消费的 12%。因此，中国需要做的是将消费占 GDP 的比例提高 20 个百分点。当我看两会时，我没有看到中国解决这些基本结构问题的意向。因此，我们正走向贸易和技术冲突，因为我们不能接受由于中国政府的政策而破坏我们的高科技产业，我不认为这对全球经济有好处。缓解产能过剩的答案在于增加中国的消费，中国公民有信心去度假，买更多的东西，吃更多的东西，以任何你想要

的方式增加消费。现在世界消费的 12% 来自中国，这太低了。所以，我们需要中国的消费扩大至少全球 GDP 的 5 个百分点，这是一个很大的数字。要扩大消费，要减少储蓄。这非常具有挑战性，但必须完成。在这一切完成之前，我想我们是非常担心的。

**王红林：**让我自我介绍一下。我曾为挪威主权财富基金工作，这是世界上最大的主权基金，但他们几个月前就走了，所以我将加入上海的大学。我同意你的说法，政治更重要。10 年前，很少有人能想象中美关系有多糟糕。我在美国生活了 6 年，当时我是学生，所以我对美国社会有一些了解。今天的美国社会，非常分裂，就像一个孩子。中国也分裂了，如果你问中国人关于乌克兰战争的看法，你就会发现这一点。但美国有自己的巨大问题。美元是美国最大的优势，也是最大的问题，尤其是制造业。美元是世界储备货币，这意味着美国不能让货币贬值来使公司更有竞争力。但是密歇根州的工人希望制造业能回来，希望美国的竞争力回来。但美元是世界储备货币，每个人都想在美国购买资产。虽然有中国的因素，但是美元的地位也是问题的一部分。

**克雷格·艾伦：**我同意你的说法。

**王红林：**我认为美国是过度自信了。从这个意义上说，美国准备好同时与中国和俄罗斯作战了吗？如果你想想第二次世界大战后的历史，美国和中国在朝鲜变得敌对，之后发生了什么？美国在越南输掉了战争，因为中国和苏联都帮助越南。如果中国和苏联走到一起，那将会让美国非常

头疼。尼克松之后，美国和中国走到一起，苏联就头大了。之后，中国和越南之间战争，阿富汗战争，导致苏联解体。中国在这个过程中吃了不少苦头。现在是乌克兰战争了。如果美国把俄罗斯和中国推到一起，我相信美国会很头疼。

**克雷格·艾伦：**美国不想把中国和俄罗斯推到一起。

**王红林：**这就是我要说的。美国不能对此过于自信，不要把中国推向战争。

**克雷格·艾伦：**你说的有很多精彩的地方。我很想更多地了解挪威主权财富基金，因为它是世界上最好的主权财富基金之一，很遗憾他们离开了。

让我做一些评论，我认为 2022 年 2 月 4 日是一个非常重要的时刻，当天发表了《中俄联合声明》，在中国大多数人并不关心，也不知道太多，在美国的我们关注了此事。我们非常清楚这一点，两位领导人之间有着非常密切的个人关系。但我认为在表面之下，也许事情并不像表面上那样美好，也不像表面上那样简单。我认为普京在中东开辟第三条战线，也许会在朝鲜开辟第四条战线，这可能符合普京的利益。但是这符合中国的利益吗？我认为绝对不是。中国和俄罗斯很早就互相了解彼此了。普京上演了一场马戏表演，把伊朗、朝鲜都扔进去，关系只会变得更加复杂。

在美国方面，我们对我们的联盟非常有信心。如果发生针对北约大国的战争，所有北约国家都会介入，这是根据条约的第五条。我认为你对美国竞争力的看法是正确的。我会注意到几件事。首先，美国制造业产出相当稳定，约

占的 11%，制造业占就业人数的比例约为 8%，而且还在下降。制造业的生产力真的很高，但不是劳动密集型制造业，是非常资本密集型的制造业。拜登政府和特朗普政府都同样希望支持美国制造业。我们确实关心这个问题，我们想要一个平衡的经济和一个强大的制造业。这就是拜登政府大力补贴美国制造业的原因。芯片法案就是一个例子，更大的的是通货膨胀削减法案，它提供了激励措施。外国人发现在美国投资的成本很高，如果在中国建一家工厂成本可能只有美国的 50%。

美国这样做的动机是什么呢？可能是积极的，也可能是消极的。美国政府正在使用胡萝卜加大棒的策略。拜登政府会很高兴地宣告，制造业正在进入美国。欧洲人会告诉他们有多讨厌这一点，欧洲人非常担心德国的投资进入美国，而德国人自己可能无法维持。

由于欧洲和美国都越来越关注中国，欧洲和美国也有一个非常有趣的动态，那就是面向未来的投资。挪威基金为什么要离开呢？我认为也许有一个因素是，担心有一天会对中国实施像对俄罗斯那样的制裁，这种情况对于挪威基金来说是不可接受的，对它来说，5% 的冲突可能性太高了。如果你看看今天的中国和菲律宾，看看台湾，看看印度，发生某种形式冲突的可能性有多大？中国拥有世界上最庞大的陆军、空军和海岸部队。如果有冲突的话，就会有经济制裁，对吗？这几乎是自动发生的，取决于冲突如何开始，细节很重要，但这对任何长期投资者来说都是不可接受的，这就是

我们的处境。长期的养老基金和机构投资者觉得他们不能来中国。我很遗憾这一点无法改变，这让我们变得虚弱，也让世界变得更加不稳定。

同样，中国投资者在美国也有难处，对中国投资者的审批过程非常复杂，所以他们中的一些人试图绕过这些审批过程。但我认为这是个错误的做法，这样做以后可能会产生问题。

如果继续这个过程的话，在选举之前我们会没事吗？我怀疑我们可以解决这个问题。我喜欢和家人一起打牌。我们玩很多种牌，我通过玩牌教我的孩子统计学，这是学习概率的好方法。在 11 月 5 日选举之后，我们可能会玩一种不同的游戏，用不同的牌，但我不知道牌会是什么。我不知道这些牌是不是好牌，也许会是坏牌。我怀疑现在的牌不太好，如果你是一家公司，获胜的机会越来越小，那么未来的游戏可能会变得更加困难。我看不到让它变得更好的简单途径。

中国经济非常有趣，去年 GDP 增速是 5.2%。增长只能来自几个地方，比如来自人口增长、生产力增长，或是来自净出口，但我不明白增长的源泉。“一带一路”很棒，但中国能向“一带一路”出口多少呢？如果要向“一带一路”出口，中国就得借钱给他们。中国的债务是 GDP 的 300% 以上，比美国高，这对本国的增长是一个制约。我认为中国不会发生经济危机。但我确实认为，当前的政策正在损害中国未来的增长。我宁愿有一个导致长期结构性增长的短期问题，而不是长期的结构性低增长。在分析两会的时候，我看

到增长的可能性是比较低的。我希望我是错误的。

**左学金：**我想提一些问题或意见。首先，我相信中美关系的改善对两国都有好处。关于全球化的赢家和输家这个议题，我认为这两个国家都有赢家和输家。美国的那些高科技公司从全球化中获益良多，他们得到了更大的市场，并且能够通过外包获得廉价劳动力，这些商业过程给中国和一些发展中国家带来了发展机

根据刚才所提内容，我有一个问题，那就是如果你们想让一些制造业回到美国，

确实有部分制造业可以做到这一点，但对于劳动密集型制造业来说，那些还能回到美国吗？20多年前我们在北京大学进行了讨论，部分人建议中国让人民币升值，这样我们就不用出口太多了。我当时的的问题是，如果人民币升值，美国会从其他发展中国家进口，还是他们自己生产呢？我认为在今天这个问题仍然存在，而这是我们必须解释的问题。我在20世纪80年代去美国的匹兹堡学习，沿着河边开车的话，能够看到很多钢铁厂。那时钢铁厂不是面临来自中国的竞争，而是来自日本或韩国的竞争。这种事经常发生，我认为这不是中国发展的问题，这是一个集团以及全球化的自然结果。所以回到问题中，特朗普政府增加了中国出口到美国的关税，事实上高关税是中国对美国出口的一个障碍，也许对部分美国航空业来说也是障碍，未来会有任何关于如何降低关税的谈判吗？

**克雷格·艾伦：**谢谢你的很多有趣的想法。美国的制造

业确实是资本密集型的，也是资源密集型的，我们有很好的天然资源。机器人技术会改变产业类型吗？也许吧，但改变的不会太多。我不认为中国投入的机器人比世界上其他国家都多。

我同意劳动密集型制造业不会回到美国。美国的失业率为 3.7%，那是因为美国人不想在工厂工作。大家普遍认为美国有大量的移民。也许是因为经济过热，美国正在提供就业机会，人们从世界各地来到这里，不仅仅是墨西哥和中美洲，而是来自世界各地，但我不认为这会导致劳动密集型制造业的再次兴起，美国的劳动密集型制造业已经消失了。非常有趣的是，中国在墨西哥有很多投资，中国对墨西哥的出口也增长了约 40-50%，而墨西哥对美国的出口几乎增长了相同的数额。我注意到中国对美国的进口下降了 20%，减少了 1000 亿美元，非常巨大的数字，对吧？很多中国产品进入墨西哥，然后进入美国或其他地方，这是好事还是坏事？我也不确定。我不确定中国劳动密集型制造业的发展现状。如果没有劳动力从事劳动密集型制造业，那就把它转移到孟加拉国、巴基斯坦或墨西哥等任何地方。所以，事实上，这是一种自然演变，或者说是劳动密集型制造业从中国的迁移。

在上周，我与美国服装和鞋类、箱包协会交谈，他们表示来自中国的产品大幅减少，而他们所做的往往是找到自己的中国供应商，然后共同携手去越南生产。我认为那是必然的结果，但中国的制造业工人是输家，他们中的大多数人都

退休了，但我认为这可能会有一个潜在的大问题。

就关税而言，美国产品进入中国的平均关税税率为 20%，中国产品进入美国的平均关税税率为 19%。去年也是如此，都在 20% 左右。当何立峰去 APEC 的时候，我认为他想讲两件事，那就是关税和技术。但是在政治方面，由于处在选举年，在这些问题上取得进展是很困难的。

对美国公司来说，两国在重要的问题上取得进展是很复杂的。两国政府都很难给予和索取。他们要索取，但不能给予。如果你不能给予，那么你就不能索取。这就是为什么在旧金山召开的会议是一个很好的会议，但什么是给予，什么是索取呢？在习近平和拜登最近的三四次会晤后，习近平受到了赞扬，他很强大。拜登没有因为未付出任何东西而受到批评。所以两国之间的关系非常冷淡，如果你是中国的谈判代表，你给美国人带来一些东西以换取其他东西，但也许你会被批评。如果你是美国的谈判代表，你想给中国人一些东西，不是为了表示友好，而是为了得到回报，甚至是更大的回报，但也许你会因为给了一些小东西而受到批评，即使你得到了一些大的东西。从心理上讲，我们处于一个难以谈判的空间。中美这两个国家的政治和意识形态都相当复杂。美国不应该认为我们会赢。中国也应该谨慎地考虑这个问题。在谈判中，最危险的谈判就是双方都认为自己赢了，自己占了上风，而另一方很快就会失败。我认为这是对今天谈判的一个相当准确的描述。我认为这是不健康的。

**秦勇：**可能这个问题很难回答，但基于你提到的全球政



治是所有大国之间的动态，你能否评估一下有多大可能会有战争吗？在1年或5年内。

**克雷格·艾伦：**战争，很多人都在谈论它。什么是世界大战？在美国，我们对俄罗斯的评价非常严厉。我们越来越认真地对待俄罗斯。俄罗斯入侵了格鲁吉亚、摩尔多瓦和乌克兰三个邻国，他们也在准备进行更多的侵略。实际上我认为很明显的是，俄罗斯正在重新建立一个帝国体系，所以欧洲人认为必须阻止他们。普京更像希特勒或斯大林。我们别无选择，只能阻止俄罗斯的进一步入侵。无论行动到哪一步，乌克兰对我们都很重要。我们将帮助乌克兰保卫自己的国家。我想这可能是一场漫长的战争，也许会在我的余生中持续。中国不是扩张主义者，但是俄罗斯是扩张主义者，并且不仅仅是对于西方，这是不能接受的。

我们将在欧洲、日本和美国之间做我们必须做的事情。因此，比起世界大战，我更担心的是世界正在形成两个阵营。两个阵营的分歧越深，我们就会变得越来越穷，对吗？我的工作以及我看待这个工作的方式，是保持尽可能小、尽可能窄的分隔，这变得越来越困难。中国会好起来的，整个美国会好起来的，但是第三世界的非洲、中东、中亚、拉丁美洲等国家和地区不会好起来。如果世界经济增长放缓，那么我们将面临巨大的无法管理的全球性问题，我们将会被摧毁。所以，我们必须维持自身的生存，尽可能与中国合作，否则我们都会遭殃。我不认为分裂会引发战争。战争是灾难性的，我不认为我们会有战争。

我的朋友们提到美国和中国是一种婚姻，现在是处于长期离婚状态。这段感情怎么在未来维持呢？毕竟我们见证了中美两国过去四十年的蜜月时光。而现在两国关系似乎正在衰落。最大的问题是技术，对吗？我认为中国将会有自己的技术，并将参与竞争，这将是一场混乱的竞争。我没有答案，但我想做的是确保两国尽可能地维持一个全球贸易体系，并抵制贸易和竞争世界体系的自然演变。这种自然演变是对全球经济、美国人民和中国人民的伤害。要维持原有的体系，中国和美国都需要更好的经济政策，但现在我在两个国家都没有看到这样的领导力。我们也生活在同一个地球上，所以我们不能离婚。谢谢。

**乔依德：**我们必须在这里停下来，因为他们还有另一个任务。所以，我们再次感谢艾伦先生，感谢你的演讲，感谢你耐心回答了这么多问题。也许下次你在上海时，我们可以聚在一起多多交流。让我们为克雷格鼓掌。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）