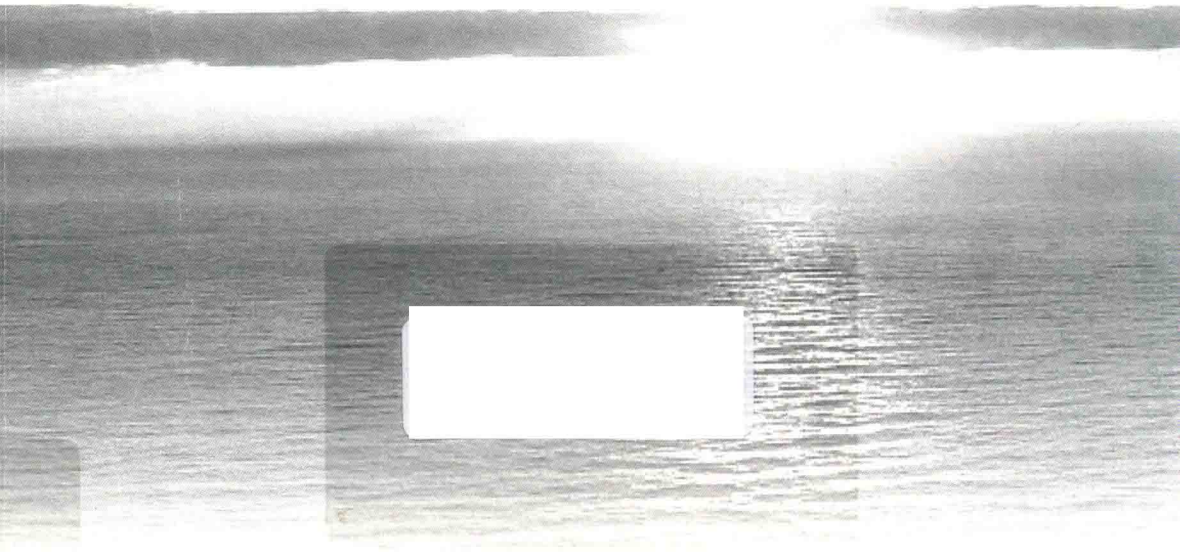
分析与思考

黄奇帆的复旦经济课



黄奇帆 著

上海人民出版社

需要全本请访问 www.ertongbook.com

分析与思考

黄奇帆的复旦经济课

黄奇帆 著

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

分析与思考:黄奇帆的复旦经济课/黄奇帆著.—
上海:上海人民出版社,2020
ISBN 978-7-208-16432-1

Ⅰ.①分… Ⅱ.①黄… Ⅲ.①经济学-文集 Ⅳ.
①F0-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2020)第 061516 号

责任编辑 赵蔚华 王笑潇
封面设计 姜 明

分析与思考
——黄奇帆的复旦经济课
黄奇帆 著

出 版 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号)
发 行 上海人民出版社发行中心
印 刷 常熟市新骅印刷有限公司
开 本 720×1000 1/16
印 张 20.25
插 页 4
字 数 295,000
版 次 2020 年 7 月第 1 版
印 次 2020 年 7 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-208-16432-1/F·2630
定 价 98.00 元

写在前面的话

张　军

2019年9月16日傍晚，在黄奇帆教授为经济学院学生授课前，我安排黄奇帆教授与黄有光教授见面，共进晚餐。两位黄教授虽首次会面，但相见恨晚，谈兴甚浓，最后合影留念。一年前的9月27日，我们在学院的主页和微信公众号中公布了一则新闻：原重庆市市长、全国人民代表大会财政经济委员会原副主任委员黄奇帆同志和国际著名华裔经济学家黄有光（Yew-Kwang Ng）教授近日正式受聘复旦大学特聘教授，并加盟复旦大学经济学院。新闻稿特别提到，两位黄教授的加盟“将促使复旦大学经济学院在政策咨询和理论研究方面踏上新台阶”。这个消息一经发出，立刻便成为重磅新闻，迅速在国内各大新媒体上传了开来。

当然，媒体更感兴趣的是黄奇帆先生的加盟。在黄奇帆先生正式受聘担任复旦大学的特聘讲座教授之前，他常常是以“中国国际经济交流中心副理事长”的身份出现在公众视野中。“国经中心”（CCIEE）是著名的国家高端智库，理事长则是前国务院副总理曾培炎先生。当然，在卸任重庆市市长之后，黄奇帆先生还曾担任全国人大财经委副主任一职。

2017年5月26日，适逢复旦大学迎来建校112周年之际，在学校领导的协助下，我们有幸邀请到黄奇帆先生来复旦与师生交流。黄奇帆先生在复旦大学中国经济研究中心（RICE）的“中国大问题讲堂”上就中国房地产市场的主题发表了精彩演讲。那天晚上，我们把讲座安排在了复旦校园光华楼的吴文政报告厅，讲座现场座无虚席，气氛十分热烈。复旦大学党委书记焦扬女士和校长许宁生院士均出席了演讲会。那次演讲结束不久我就向学校提出动议，希望邀请黄奇帆先生担任我们的讲座教授，能经常来经济学院给学生们授课，也能为我们的政策研究做一些指导和推动的工作。我们的请求得到了学

校的支持并顺利通过校学术委员会等审核程序，学校批准了黄奇帆先生受聘担任复旦大学的特聘讲座教授。尽管黄奇帆先生也常在北京和上海的一些著名高校出席活动，但用黄奇帆先生的话说，如果要在某间大学担任特聘教授，他当然会首选复旦大学。

作为复旦大学的特聘讲座教授，黄奇帆先生答应在经济学院每月为各年级专业硕士研究生项目的学生们集中授课一次，每次 3 小时。从 2018 年 11 月到 2019 年 12 月，跨越三个学期连续为学生们讲课达 10 次，总计 30 多个小时。授课安排在晚上进行，考虑到前来听课的学生可以来自学校的其他院系，也有不少教师旁听课程，我们特意把授课地点安排在了经济学院的大金报告厅。但即使这样，依然场场爆满，连走道的台阶上都坐满了学生，现场秩序井然，讨论热烈。

我还记得，黄奇帆教授每个学期开始上课前都与我们沟通每次课的主题，一旦确定下来，他便很快构思形成一个系统的内容。他上课不用 PPT，也不用板书，更没有书面讲义，而是靠自己惊人的记忆力和胸有成竹的结构娓娓道来，表达精准，逻辑自洽，层次分明，有鲜明的论点，有丰富的论据，并佐以大量的统计数字，三小时一气呵成。对于一位年近七旬的长者，这实在让后生难以望其项背。

黄奇帆教授在复旦大学的授课引起了上海人民出版社的党委副书记、资深出版人何元龙先生的关注。他甚至来到黄奇帆教授授课的现场，听完三节课，深深为之感动和折服，执意日后要承担黄奇帆复旦授课讲稿的出版工作。何元龙是我的老朋友，他的这一想法与我不谋而合。事实上，我们为黄奇帆教授的这 10 堂课是安排了现场速记的，而且黄教授的口语表达精准且富有极强的逻辑结构，速记稿的文字看起来几乎不需要做什么修饰就可成为一部完美的讲稿。所以，讲稿就这样很快就汇编出来了。在征得黄奇帆教授同意并稍做编辑之后，这部讲稿就以《分析与思考——黄奇帆的复旦经济课》为题交由上海人民出版社付梓出版。

经黄奇帆教授亲自审定的这部讲稿在内容上分成了 14 个讲题，涵盖了 6 大专题，涉及中国的宏观经济、货币发行制度、资本市场、房地产市场、中美贸

需要全本请访问 www.ertongbook.com

易摩擦与对外开放新格局等重要领域。这些可以说都是中国当下最重要的问题，也是媒体关注的热点。在所有这些问题上，黄奇帆教授都有自己的独到见解与观点。他的这些见解不仅有经济理论的基础，而且对中央决策和政策设计具有很强的含义和操作性。因此，黄奇帆教授的观点深受关注，无论是在媒体还是在政府部门都具有较大的影响力。

在最后成书时，我注意到黄奇帆教授特意增加了一个附录，收录了自己最近在媒体上发表的对浦东开发的一些回忆文章。这个很有意义。2020 年是上海浦东开发 30 周年。1990 年 4 月中央宣布浦东开发之后不久，还在上海担任上海市经济信息中心主任的黄奇帆被任命为浦东开发办公室副主任，后来又担任浦东新区管委会的副主任。1994 年他离开浦东新区，担任上海市委副秘书长、研究室主任，之后又任上海市政府副秘书长、经委主任。2001 年他离开上海，履新重庆，先后任重庆市副市长和市长一职，直至 2016 年年底卸任重庆市市长，在重庆工作了整整 15 年。

黄奇帆先生是一位学习能力超强的领导干部，在理论与实践的结合上做到了游刃有余，这是有口皆碑的。他吸收理论的能力，加上长期在财经领导岗位上的丰富阅历，让他对很多重大复杂问题的认识带有很强的穿透性。看上去相当复杂的现象，他能化繁就简，抓住问题的要领，抽丝剥茧，把问题说清楚，讲透彻，继而找到解决问题的办法。这常常让经济学家汗颜。

说来惭愧，我在大学毕业后一直没有去过重庆，直到 2015 年。第一次应邀去重庆是在 2015 年的 6 月，我应留美中国经济学会(CES)的邀请出席 6 月 13—14 日在重庆大学举行的“中国经济新常态与深化综合改革国际研讨会”。时任重庆市市长的黄奇帆先生应邀在上午的开幕式上就西部重庆的经济和金融发展战略与政策发表了精彩的演讲，演讲持续了至少一个半小时，给包括诺贝尔经济学奖获得者肯尼斯·约瑟夫·阿罗(Kenneth J. Arrow)和詹姆斯·莫里斯(James Mirrlees)在内的数百位经济学家留下了非常深刻的印象。2015 年 12 月 10 日我第二次受邀到重庆，在重庆国际会议中心出席由重庆金融办和西南证券联合主办的第二届“西南金融论坛”并发表主旨演讲。虽然黄奇帆先生没有出席论坛，但在论坛前的一个晚上亲自邀请演讲嘉宾一起共进晚餐。

席间黄奇帆先生聊了很多金融的话题，让我们受益匪浅。从那时候起，我就暗自萌生一个念头，希望将来能有机会邀请到黄奇帆先生来复旦经济学院讲课。没有想到两年后我的这个愿望实现了，真可谓因缘际会。

短短的几年，国际形势突变，世界在很多方面发生了不可思议的逆转。中美关系倒退，全球秩序急速瓦解，给正在爬坡过槛的中国经济带来四十年来从未有过的新的挑战。中国似乎比任何时候都更需要大智慧来应对百年未有之大变局，重新寻找我们自己的机会。在这个动荡时代的背景下，黄奇帆教授的这本讲稿得以编辑出版，可谓正逢其时，不仅可以给关注这个时代的更多的人以思想的力量，去把握当下与未来，而且也会将我们引入对国家如何保持定力寻求持续发展这一重大问题的理性思考之中。我想这也是黄奇帆教授在复旦大学经济学院坚持给学生授课的初衷。

2020 年 5 月 6 日于沪上

（作者系经济学教授、复旦大学经济学院院长）

目 录

1 写在前面的话 / 张 军

I 宏观调控

3 降杠杆与风险化解

27 供给侧结构性改革的理论与实务

54 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范

73 基础货币

75 货币的“锚”及发行制度分析

93 面向未来的人民币发行制度

119 资本市场

121 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点

131 关于我国资本市场基础性制度改革的若干思考

153 房地产发展

155 关于建立房地产基础性制度和长效机制的若干思考

175 未来十年我国房地产业发展的结构性趋势及房产企业运行和地方政府管控方式的转变

197 对外开放
199 新时代国际贸易新格局、新特征及以“三零”原则为基础的FTA发展趋势
228 中国自由贸易试验区建设的战略意义和重点任务

249 中美经贸
251 美国搞贸易摩擦的五个谬论、六个错误和我们的应对
267 近十年美国政府债务演变格局和风险含义
274 美国金融战的内涵，我们的应对与化解

283 附录 改革开放40年珍贵记忆
285 浦东开发，一盘大棋中的重要一步
296 国际化的上海钻石交易所诞生记
304 邓小平在上海提出的金融观点
307 金融的本质，归纳起来就是三句话

313 后记 授业解惑是人生再学习再研究最好的生活方式

分析与思考

黄奇帆的
复旦经济课

宏观调控

降杠杆与风险化解

2018 年 11 月 14 日

摘要：本课程讲述了当前宏观经济脱实就虚的四大特征，以及世界各国去杠杆的基本路径，重点分析了中国宏观经济去杠杆的关键所在。要害是把企业160%的负债率降 40 个点到 120%左右。实现这个目标，操作上既不能“一刀切”地想两三年解决，也不能简单化地排浪式地用一种办法孤注一掷，更不能层层加码走极端。从宏观上看，至少可以用核销破产、收购重组、提高股权融资比重、稳定物价指数、平稳调控 M2 增长率等五种办法一起着力。在金融监管中，最需要防范的就是打着金融产品创新的旗号，通过多种金融产品和工具叠加抬高杠杆的问题。要切实把握好金融去杠杆的政策节奏和力度，分类施策，根据不同领域、不同市场金融风险的情况，采取差异化、有针对性的办法，打赢金融去杠杆的攻坚战。

今天晚上我将用两个小时的时间，跟大家交流关于宏观经济去杠杆、防风险以及相关改革措施方面的思考。大体上讲课一个半小时，再花半个小时讨论。今天这个讲座，跟你们以后的工作有关联。所以，我想了一下，讲两个方面。第一方面，整个国家 2018 年最重要的一个任务，就是金融领域，宏观经济领域去杠杆、防风险，这是党的十九大提出来的三大攻坚战之一。另外两个是精准脱贫和污染防治。去杠杆、防范金融风险是 2018 年重点工作中的头等工作。第二方面，具体一点、微观一点，专门讲金融机构怎么创新，创新的要素以及金融产品创新中最要防范的杠杆过高的风险问题。

一

关于宏观经济领域去杠杆

说到去杠杆，大家一般想到的是去库存、去产能、去杠杆，还有降成本、补

短板。“三去一降一补”，讲到的都是实体经济的东西。实际上去杠杆的重点在于宏观经济去杠杆，最重要的问题就是目前的国民经济中的宏观经济杠杆率比较高的问题，主要表现在四个指标与世界各个国家相比，我们显得比较高或者说特别高。

第一，国家 M2。2017 年中国 M2 已经达到 170 万亿元，这几个月下来到 5 月底已经是 176 万亿元，我们的 GDP 2017 年是 82 万亿元，M2 与 GDP 之比已经是 2.1∶1。美国的 M2 跟它的 GDP 之比是 0.9∶1，美国 GDP 是 20 万亿美元，他们 M2 统统加起来，尽管已经有了三次（Q1、Q2、Q3）的宽松，现在的 M2 其实也就 18 万亿美元，所以我们这个指标就显然是非常非常的高。

第二，我们国家金融业的增加值。2017 年年底占 GDP 总量的 7.9%，2016 年年底是 8.4%，2017 年五六月份到了 8.8%，下半年开始努力地约束金融业夸张性的发展或者说太高速的发展，把这个约束了一下，所以到 2017 年年底是7.9%，2018 年 1—5 月份还是在 7.8%左右。这个指标也是世界最高，全世界金融增加值跟全世界 GDP 来比的话，平均是在 4%左右。像日本尽管有泡沫危机，从 20 世纪 80 年代一直到现在，基本上在百分之五点几。美国从 1980 年到 2000 年也是百分之五点几，2000 年以来，一直到次贷危机才逐渐增加。2008 年崩盘之前占 GDP 的百分之八点几。这几年约束了以后，现在是在 7%左右。它是世界金融的中心，全世界的金融资源集聚在华尔街，集聚在美国，产生的金融增加值也就是 7%，我们并没有把世界的金融资源增加值、效益利润集聚到中国来，中国的金融业为何能够占中国 80 多万亿元 GDP 的百分之八点几？中国在十余年前，也就是 2005 年的时候，金融增加值占当时 GDP 的 5%不到，百分之四点几，快速增长恰恰是这些年异常扩张、高速发展的结果。这说明我们金融发达吗？不对，其实是脱实就虚，许多金融 GDP 把实体经济的利润转移过来，使得实体经济异常辛苦，从这个意义上说，这个指标是泡沫化的表现。

第三，我们国家宏观经济的杠杆率。非银行非金融的企业负债，政府部门的负债，加上居民部门的负债，三方面加起来是 GDP 的 2.5 倍，250%，在世界 100 多个国家里我们是前 5 位，是偏高的，我们跟美国相当，美国也是 250%，日本是最高的，现在是 440%，英国也比较高，当然欧洲一些国家，比如意大利

或者西班牙，以及像希腊等一些债务财政出问题的小的国家，他们也异常的高。即使这样，我们的债务杠杆率排在世界前5位，也是异常的高。

第四，每年全社会新增的融资。我们的企业每年都要融资，除了存量借新还旧，存量之外，有个增量，我们在十年前每年全社会新增融资量是五六万亿元，五年前新增的量在10万亿—12万亿元，2017年新增融资18万亿元。每年新增的融资里面，股权资本金性质的融资只占总的融资量的10%不到一点，也就是说91%是债权，要么是银行贷款，要么是信托，要么是小贷公司，或者直接是金融的债券。大家可以想象，如果每年新增的融资总是90%以上是债权，10%是股权的话，这个数学模型推它十年，十年以后中国的债务不会缩小，只会越来越高。

所以，这四个指标对于中国宏观经济来说是有问题的，中央提出金融去杠杆，宏观经济去杠杆、防风险，不是无的放矢，是抓住了中国国民经济问题的要害，这是一个情况，大家应该了解。

对这四个指标的高低还可以有一个具体的结构分析。我们刚才说杠杆率是250%，在全世界来说是排在前面，是比较高的。这个指标里面又分成三个方面，其中政府的债务占GDP不到50%，国家统计公布的数据是40%多，但是有些隐性债务没算进去，就算算进去也不到50%。第二个方面是老百姓的债务，十年前还只占10%，五年前到了20%，我印象中有一年中国人民银行也说了，中国居民部门的债务还可以放一点杠杆，这两年按揭贷款异常发展起来，居民债务两年就上升到50%。老百姓这一块的债务，主要是房产的债务，也包括信用卡和其他投资，总的也占GDP 50%左右。两个方面加起来就等于GDP。我们真正债务重的是企业，就是非银行的工商企业，不管国有、民营，它们的债务总量接近130万亿元，中国2017年GDP是80多万亿元，也就是说我们企业的债务总量是GDP的160%，这个比例是很高的。

日本政府的债务是世界各国最高的。按照IMF的分类：日本2018年年底私人部门负债与GDP比值207.57%，一般政府公共负债与GDP比值237.13%，其中，日本中央政府负债与GDP比值198.44%。乍一看来，日本政府负债率高得令人咋舌，为什么国际社会对之风浪不惊呢？大家都知道，日本

在海外有很大一块经济投资和收入，因此日本的GNP几乎是GDP的1.8倍。所以，日本的债务如果与GNP比的话，就不是4.4∶1，而仅仅是2.3∶1。另一方面，日本国民的高储蓄率也支持了日本政府的高负债行为，日本国债95%都被自己人给消化掉了。再一方面，日本政府的债是日元债、本币债，不是外债，利息又很低，几乎趋于零，负担并不重。即使出现偿付危机，日本央行通过印钞也能够解燃眉之急。

美国的债务是GDP的250%，跟我们好像差不多，但是他们和我们结构有所不同。美国的政府债务到5月份是21万亿美元，美国GDP是20万亿美元，所以政府债务是GDP的105%，大账就是1∶1。但是还要注意一点，美国政府这21万亿美元的债务是联邦政府债务，美国50个州政府的债务，一概不统计，大家有时候说，底特律破产，那个很有名的演员施瓦辛格做加州州长时，加州也曾经因债务停摆过。也就是说美国州政府一级债务也不小，至少有6万亿美元债务，但是美国人是不统计的，所以美国对世界说债务就是21万亿美元。我们中国政府的40多万亿元债务是中央政府的债务有十几万亿元，地方政府的债务有20多万亿元，加在一起40多万亿元，占GDP 50%左右，我们是把区县、地市、省级政府到国家级统算在一起的。所以，我们中国政府的债务算得是比较充分的。大家要挑剔的话，有时候也会说，中国地方政府有几万亿元隐性债务，即使把它加进去，也就是20多万亿元。从这个意义上，我认为对中国政府的债务并不要自我恐慌，把它当作太大的危机。就这一点而言，不管跟日本比，还是跟美国、欧洲比，我国政府的债务率都低得多，我们都应该淡定一点，问题不那么大。大家可以理解这一点。

居民的债务。我们中国人比较愿意储蓄，透支消费除了买房，这个十年有点热钱，有点狂热以外，几十年来都是量入为出的。只要不涉及买房子的家庭，债务都不会太重。广大农民不涉及商品房买卖，所以我们中国农民虽然很穷，但他们的债务并不重。白领阶层，城市居民负债重，但毕竟有房产作抵押品。要说中国房产跌掉一半，然后变成坏账，这个可能性也不大。我讲这段话的意思是，对中国居民债务占GDP 50%这件事，关键是要遏制它继续高速扩张的势头。如果今后五年还控制在50%左右，不再那么狂热地上升(比重上

升),这件事大可不必太过担心,觉得是了不得的事。这个比重跟世界比的话也不算高,真正高的是企业的债务,这个居世界最高。

美国的企业负债率总体很低。因为美国企业每年新增的融资大部分是股权而不是债权。2017 年美国企业新增的融资 30%是债权,70%是股权,后者是不构成债务的,也因此,整个美国企业的负债比重很低,美国企业负债是美国 GDP 的 60%,而中国企业的负债是 GDP 的 160%,这个指标是有问题的。我这么分析一下,这个结构性的概念就说清楚了。

再有,我国的金融增加值为什么这么高?如果仅仅是以银行、证券、保险来统计金融增加值的话,其实也就是 4%—5%,有 3%左右是非银行的金融企业形成的。最近的十年,我们银行的理财、委托贷款、资管业务等快速发展,央行把钱给了商业银行,商业银行把钱给了非银行金融机构,商业银行变成非银行金融机构的"央行"。到 2016 年年底,有 30 多万亿元资金通过表外业务、理财业务、资管业务转了出去,形成了近 100 万亿元的资金是在非银行金融机构中周转,包括信托、小贷、保理或者其他的担保公司、财务公司、互联网金融公司,还有私募基金等。就是说在这十七八种非银行的各种类型的金融机构、类金融机构或者非银行金融机构中周转流动、互相叠加,重复形成的资金流达上百万亿元,这样的系统往往是一笔钱来了以后,我转到你这儿,你转到他这儿,每个周转过程都产生一定的收入,一定的租金,一定的利润,一定的成本,雁过拔毛,这些东西哪怕只占过路资金的 2%左右,上百万亿元的表外资管业务资金会形成 2 万亿元左右的非银行金融系统的增加值,那么实体经济就要承担非银行金融系统自我循环所产生的成本,这种成本表现在金融系统就是收入,是利润,是税收,是增加值,表现在实体企业上就变成了高额的利息成本。

现在银行的贷款利率一般在 7%,到了信托,到了非银行系统出来的资金一般都在 12%以上,到了小贷公司就会到 18%—20%,导致实体经济雪上加霜,实体经济融资难、融资贵都和这个系统有关。这个系统形成的增加值大体上相当于 GDP 的 3%, 80 万亿元就是 2.4 万亿元转到了影子银行资管业务系统,100 万亿元资金转出来 2.4 万亿元,等于中间抽头了百分之二点几。2018 年以来,金融监管部门对资管业务进行严格管制,萎缩后,今年这一块比重会下来一些。

以上我对四大指标的结构做了一个分析，接下来问题关键是去杠杆怎么去。回顾金融史，这一百年来很多国家都出现过经济高杠杆以后要去杠杆的调整过程，总结他们的经验教训，大体有三种情况。

第一种情况是通缩型去杠杆，造成了极其严重的经济萧条和企业倒闭，出现金融坏账，经济崩盘等局面。

第二种情况是严重的通货膨胀去杠杆，同样会造成国民经济大起大落的震荡。

第三种情况是良性的去杠杆，也就是经济受到了一定的抑制，但还是健康地向上，产业结构、企业结构调整趋好，既降低了宏观经济的高杠杆，又避免了国民经济萧条，保持了经济平稳，没有出现严重的危机。

第一种是非常糟糕的紧缩型的去杠杆，去杠杆就是金融紧缩，紧缩过猛了导致经济崩盘，就是糟糕的去杠杆。第二种是通过通货膨胀发货币，这个加货币印钞的过程，把各种各样的坏账通过发货币稀释掉了，这个通货膨胀如果过于严重就会出现社会震荡，财产的再分配，也会导致剧烈的经济危机，这种是糟糕的加货币的去杠杆。第三种是良性的去杠杆，我们可以看到美国从20世纪到现在这一百年里有两次金融危机（大的危机），一次就是1929—1937年，甚至到第二次世界大战结束，也就是罗斯福新政这一段。这一段里面既有糟糕的通缩型的去杠杆，引发了巨大的萧条危机，危机之后再进一步冻结，整个国民经济停滞；后面又有适当的财政加杠杆和金融放货币，实行了凯恩斯那一套，可谓先苦后甜，但这不是一个系统决策，不是1929年就想好了的一个系统决策，而是碰鼻子转弯，中间还遇到了第二次世界大战这么一个过程。日本在20世纪80年代后期一直到现在这一段，整个二三十年也是去杠杆，因为80年代的时候日元汇率上升产生了日本收购美国资产这样的高速扩张，然后在80年代经济崩盘以后出现整个国民经济停滞近二十年。

美国第二次去杠杆是2008年遇上了极其严重的金融危机（次贷危机），这一次他们做得比较好，属于良性的去杠杆。十年里面，一方面把崩盘的金融企业坏账核掉一块；另一方面通过Q1、Q2、Q3，这个过程使得股市健康，道琼斯指数从6 000点涨到28 000点，整个企业债务率现在也很低，美国企业的债务

需要全本请访问 www.ertongbook.com