

分析与思考：黄奇帆的复旦经济课 (黄奇帆 [黄奇帆]) (Z-Library)

黄奇帆

引用 (APA): 黄奇帆. (2024). 分析与思考：黄奇帆的复旦经济课 (黄奇帆 [黄奇帆]) (Z-Library) [Kindle iOS version]. Retrieved from Amazon.com

写在前面的话

标注(黄色) - 第 7 页·位置 59

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，担任上海市委副书记、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。

标注(黄色) - 第 8 页·位置 76

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。

宏观调控

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 12 页·位置 115

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 12 页·位置 121

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。另外两个是精准扶贫和污染防治。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 13 页·位置 126

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 13 页·位置 129

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 13 页·位置 134

全世界金融增加值跟全世界GDP来比的话，平均是在4%左右。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 15 页·位置 158

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 15 页·位置 161

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%。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 16 页·位置 170

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 16 页·位置 174

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 16 页·位置 178

只要不涉及买房子的家庭，债务都不会太重。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 16 页·位置 183

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 17 页·位置 188

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”。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 17 页·位置 189

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 17 页·位置 192

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 17 页·位置 197

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、

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 18 页·位置 209

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，

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 18 页·位置 218

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。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 19 页·位置 226

我认为今后五到十年，如果居民和政府的负债还能够稳稳当当控制在 50% 左右，那是上上大吉，要害就是把企业的 160% 降 40 个点，降到 120%。如果企业真能降到 120%，政府是 50%，居民 50%，加起来是 220%，那就非常好了。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 20 页·位置 240

从宏观上来看可以有五种方法去杠杆，五管齐下，辩证、系统、协调，一起加力。第一种，核销破产。对企业来说相当于赖账，在经济学词典里面，宏观上说叫债务减免，相当于把这一部分债务豁免了，从微观上看实际上就是有一批企业破产了，强制性破了产，硬生生把银行债务去掉了，这是一种债务减免。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 22 页·位置 275

从本质上说，通胀是一种货币现象，只要有物价上升，一定是货币发行过多。当然通胀也和供求有关，供不应求就涨，供过于求就缩。在国际化背景下，通胀又跟外汇汇率有关，货币升值是输入通胀，货币贬值是输出通胀。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 22 页·位置 278

第五种，稳定并适当降低 M2 的增长率，这也是降低企业杠杆率的重要方面。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 23 页·位置 292

我国国民经济总量翻了两番，为什么股市指数不增长？这里面要害是什么呢？可以说有散户的结构问题，有长期资本缺乏的问题，有违规运作处罚不力的问题，有注册制不到位的问题，各种问题都可以

说。归根到底最重要的一个问题是什么呢？就是退市制度没搞好。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 23 页·位置 295

20世纪 80年代纽约证券交易所的上市公司就是 3000个左右，到了 2000年还是 3000个左右，2008年是 3000个左右，现在去看也是 3000个左右。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 23 页·位置 300

美国股票市值跟 GDP大体是 1 : 1。所以股市代表了国民经济的一个风向标，它之所以能够增值，不是简单地靠资金推动，而是靠效益来推动。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 24 页·位置 309

退市制度没搞好，只进不出、只吃不拉，这是股市发展不顺利的基本原因。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 24 页·位置 312

华尔街的摩根士丹利、高盛、KKR、黑石四大金融集团

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 24 页·位置 316

我们现在的股市有问题，基金也没搞好。我们现在的基金，至 2018年年底，注册的基金大体上 2万多个，25万亿元人民币。其中公募基金一百来个，资金总量约 13万亿元，大部分是债权投资。其中 7万多亿元买了货币基金，3万多亿元买了债券，仅有 2万多亿元是作为股权投资买了股票。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 25 页·位置 320

由于私募基金杂、散、小，大部分基金公司往往只管几千万元，一个亿都不到，许多基金企业，因为名声不好，没有太多有钱人投资，为了生存，违规搞通道业务，或者搞乱集资，也就是搞固定回报的高息揽储、搞高利贷（放贷），这就不是真正对企业股权进行投资。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 25 页·位置 323

私募基金及其投资活动，是资本市场的重要组成部分。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 25 页·位置 328

金融的本质就是三句话：（1）为有钱人理财，为缺钱人融资；（2）金融企业的核心要义就在于信用、杠杆、风险三个环节，要把握好三个环节的度；（3）一切金融活动的目的是为实体经济服务。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 25 页·位置 332

没有信用就没有杠杆，没有杠杆就没有风险。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 25 页·位置 333

有了信用就可以透支，透支就是杠杆，杠杆过高了就是风险。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 26 页·位置 334

金融管理的要义就是把自己这个企业单位信用用足，但是用足就表现为杠杆的放大，在放大杠杆的时候又把风险控制底线里面，

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 26 页·位置 337

一个国家 GDP增长率，一个国家财政税收的增长率，实体经济的利润率，是一切货币信用、负债信用、杠杆信用的来源。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 26 页·位置 341

正规的金融机构，它的信用必须有多大的资本、有多大的杠杆，都有基本的制度，是个定数。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 26 页·位置 342

银行有五个信用指标，一是资本充足率，你有 1亿元，可以搞 10亿元；二是贷款利润率；三是坏账准备金；四是存款准备金；五是存贷比。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 27 页·位置 350

乱象主要发生在哪呢？主要发生在资管业务上、表外业务上、小银行的金融机构上，发生在这三类业务的金融产品创新上。

笔记 - 降杠杆与风险化解 > 第 27 页·位置 351

金融创新分为金融机构新设、金融技术发展、金融产品创新三大类。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 28 页·位置 370

金融创新并不是把这些常规的金融企业、金融通道的业务都学会就算创新。这个创新是把信托的资金，保险的资金跟资本市场、证券市场的资金、银行的资金、私募基金的资金各种通道连接起来，组合起来。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 29 页·位置 393

金融创新中加杠杆的办法一共有六种。第一种叫高息揽储。第二种叫刚性兑付。第三种是资金池。第四种是错配。第五种是通道，通道可能把债权变成股权，就可能产生底数不清的资金流。第六种是嵌套，通道以后还可以嵌套。嵌套的时候一定有抽屉协议，表述为优先级和劣后级两种资金。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 30 页·位置 417

万能险就有三个问题。第一，它是高息揽储；第二，通过银行发放，让人家把保险公司信用和商业银行信用联系在一起产生刚兑的印象；第三，万能险的比例高杠杆放大。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 31 页·位置 421

我们国家六七个民营保险公司万能险保费余额占整个保险公司保费余额的 70%、80%，这本身就是必须禁止的事，但是没禁止。这一件事就是短期资金高息揽储，然后产生刚兑错觉，再变成资金池高比例错配。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 35 页·位置 479

理论上说，一个社会，资本市场长期资金的来源，至少可以有十种以上的合规资金：一是企业年金；二是政府建立的养老、医疗等社会保险基金；三是商业保险公司的保险基金；四是各类企业，包含国有、民营企业的自有闲置的资金；五是富余家庭可用于投资的资金；六是政府财力组建的各种产业基金或引导基金；七是各类专业的资本运营公司或 LP 类投资公司的投资资金；八是各类金融机构按股权投资比例授予的融资融券的资金；九是商业银行资本金合规比例下的股权投资资金；十是境外合规投资资金。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 36 页·位置 501

中国总的杠杆率，也就是政府、居民、企业部门全部债务大约为 GDP 的 250%，这与美国大体相当。其中，政府负债比重为 46% 左右，居民负债比重为 44% 左右，企业负债比重为 160% 左右，政府负债比重不到美国的二分之一，居民负债比重也比美国低很多。但企业负债率是美国的 2.3 倍左右，究其原因，最重要的是中美融资结构存在较大的差别。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 37 页·位置 505

中国长期以间接融资为主，企业融资的 90% 依靠举债，10% 为股权融资。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 37 页·位置 516

2016 年年底，中国政府债务余额为 27.3 万亿元人民币（其中中央政府债务余额 12 万亿元，地方政府债务余额 15.3 万亿元），负债率（与 GDP 的比值）为 36.7%，低于欧盟 60% 的警戒线，同时也远低于美国联邦政府高达 110% 左右的负债率水平（2016 年联邦债务 19.8 万亿美元，GDP 为 18.2 万亿美元），总体债务风险可控。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 38 页·位置 520

在全部的中国政府债务中，约 80% 主要用于生产性投资和基础设施建设，能够改善投资发展环境，产生税收利润和现金流，

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 38 页·位置 523

为了有效化解地方政府债务风险，中国政府近两年还采取了一系列有针对性的措施：一是发行较低利息的置换债券减轻地方政府利息负担；二是由全国人大批准地方政府举债规模，设立举债“天花板”；三是将隐性债务收支显性化，纳入预算管理，接受各级人大审查监督；四是规范地方政府投融资平台运转，建立政府债务风险评估机制；等等。这些措施对防范化解财政风险发挥了重要作用。

标注(黄色) - 降杠杆与风险化解 > 第 39 页·位置 538

中国政府加强了以外汇流出真实性审核为主的管理措施，主要是为了改进外汇管理方式，

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 41 页·位置 559

供给侧结构性改革的根本目的是提高供给质量满足需要，使供给能力更好满足人民日益增长的物质文化需要；主攻方向是减少无效供给，扩大有效供给，提高供给结构对需求结构的适应性，当前重点是推进“三去一降一补”五大任务；

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 42 页·位置 567

与宏观调控中的总量调控不同，供给侧结构性改革是经济运行体制机制的改革，解决的是结构性问题。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 42 页·位置 577

在着眼点上，供给侧结构性改革致力于提高全要素生产率，推动经济高质量发展。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 43 页·位置 593

与凯恩斯主义强调需求管理不同，供给学派认为过高的税收会扭曲人们从事劳动和投资的激励（即所谓的“拉弗曲线”），应大幅减税来鼓励生产和就业，增加总供给，进而实现宏观层面抑制通货膨胀、降低财政赤字的效果。与供给学派不同，我们的供给侧结构性改革在发力供给侧的同时，还配合以精准有效的需求管理。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 44 页·位置 601

有学者研究指出，声称大搞“供给革命”的里根政府经济政策并不是真正的供给侧政策，而是综合了供给和需求两方面的政策组合；而且，之所以能顺利解决通货膨胀问题，主要得益于时任美联储主席沃克尔采用强硬的货币紧缩政策，而这又来自货币主义对需求管理的主张。（

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 44 页·位置 606

里根总统在就职演讲中就宣称，“政府不是解决问题的办法，政府恰恰就是问题的所在”。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 44 页·位置 607

萨伊定理，认为微观效率改进会增加供给，而供给增加会带来收入增加，最终会传递到消费需求。这种将微观行为简单加总后推理出宏观效果、总量效果的逻辑实际上是行不通的。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 48 页·位置 662

针对一些生产资料探索建立期货交易市场，先后推出了大宗农产品、有色金属、能源等品种的期货合约，这些大宗商品逐步形成了全国统一价格，市场趋于透明化，过去长期困扰我们的流通混乱问题和价格混乱问题迎刃而解。（

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 48 页·位置 671

1998年下半年开始停止住房实物分配，从而为市场化的商业机构取代政府成为城镇居民住房的主体供给者扫清了最后障碍，自此中国进入了全新的住房市场化时代。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 48 页·位置 672

1998年房地产投资占 GDP 比重约 4%，而到了 2004 年该比重飙升至 8%，甚至成为支柱产业。在房地产业的带动下，上游原本已经过剩的钢铁、建材等重化工业迅速由过剩变为短缺，价格暴涨；下游的家装、家电和物业管理等产业也走上了风口。可以说，城镇住房的市场化改革几乎以一己之力将中国 GDP 重新推回 10% 以上的超高速增长。（

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 49 页·位置 685

一些国家级省市级高新技术产业开发区的税收优惠力度很大，实行 15% 的企业所得税率，远低于 20 世纪 80 年代初 55% 的企业所得税率。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 49 页·位置 686

2001 年中国成功加入 WTO。作为对外开放的里程碑，这不仅直接推动了我国对外贸易体制的改革，还倒逼我们根据世贸组织的有关规则来优化营商环境，降低制度性交易成本，提高参与国际竞争的能力。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 52 页·位置 728

长期以来经济运行中积累的“病根”——深层次的制度性障碍和结构性矛盾。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 59 页·位置 842

斯坦福大学、麻省理工学院周围，吸附了数千个专事成果转化的创新型中小企业，形成了近万亿美元产值，很重要的原因是科研成果收益分配的“3 个三分之一”。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 59 页·位置 844

美国《拜杜法案》规定，凡是使用政府科技或企业资本投入产生的成果，其获得的收益“一分为三”：三分之一归学校或公司，三分之一归研发团队，三分之一归负责转化成果的中小创新企业。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 59 页·位置 846

以前计划经济的时候，一切专利归国家和集体所有；党的十五大后，成果发明人可以获得 25%—50% 的专利权；最近两年，进一步放开，成果发明人享有的股权可以达到 50% 甚至 75%。政策的着力点主要是针对研发人员。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 61 页·位置 869

做到“五种平衡”：第一，凡市场化收费可以平衡投资的，比如高速公路项目，就完全放开，由市场主体来做；第二，凡当期收费较低、暂时平衡不了的，像供排水、停车场等项目，就可以通过逐步调价的措施，使项目最终形成投入与产出的大体平衡；第三，凡是由政府提供的公共服务、不能收费的投资项目，要通过政府采购、分期付款的方式，把一次性投资变成长周期的公益服务采购，以时间换空间，形成长周期的投入产出平衡；第四，凡是特别大的投资项目，比如地铁项目，没有条件以采购方式推进运作的，政府就应以地铁车站加盖物业等措施，配置相应土地资源，使其平衡；第五，对土地开发整治等收益很高的公共服务项目，政府要限定投资者的收益幅度，不能损害公共利益，否则就是搞利益输送。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 61 页·位置 875

严防“五种问题”：一是防范“形股实债”的 PPP，让政府背上高息债务；二是防范投资方在实际经营中乱收费，加重老百姓的负担；三是在一个地区要统一相关实施标准，防止同类项目不同标准；四是防范灰色交易，PPP项目往往集土地转让、项目招投标、资产收购兼并于一身，必须按规范程序操作，确保交易公开、行为规范、程序合法；五是防范项目遇自然灾害等不可抗力因素，如果影响到项目正常运转时，政府应及时施以援手，决不能出了问题撒手不管。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 62 页·位置 896

经过 40 年改革开放，我国引进的外资几乎等于全部工商业资产的 30%，这也是中国进出口 50% 的推动力量。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 62 页·位置 898

我们在三个方面的开放度有限。首先，外资不能办某些类别的金融企业，或者不能展开某些新业务，这是市场准入的门槛问题。其次，即使准入了，还有股权比例的限制。第三，即使工商注册登记了，还有营业范围的限制。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 62 页·位置 900

去年 4 月份到现在，中央有关方面的四个部委，国务院金融稳定发展委员会、中国人民银行、银保监会和证监会，相继出台了 64 条很具体的开放性规则，其中有 24 条是关于市场准入的，有 11 条是关于股权比的，有 29 条是关于经营范围的。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 63 页·位置 909

我们在服务贸易领域尚未充分发挥潜力，目前一年一般是 7500 亿美元左右的规模，逆差 3000 亿美元。服务贸易每 100 亿美元营业额，有 70% 左右能形成增加值；货物贸易 100 亿美元营业额，只有 25% 左右是增加值。我们服务贸易加货物贸易一共是 5 万亿美元，顺差只有 1000 亿美元；用增加值来算的话，我们还是亏的。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 63 页·位置 912

我们现在做的 2000 多亿美元的服务贸易出口，大部分是劳动密集型的，我们缺少资本密集、技术密集和高附加值的品种。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 63 页·位置 914

货物贸易运行过程中必然伴随的服务贸易业务，比如保险、清算结算、物流，大部分被境外企业做了。我们因为缺少自由贸易的制度安排，使得这一块做不大。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 63 页·位置 916

贸易自由、投资自由、资金流动自由、物流仓储自由、人员就业流动自由、数字贸易自由六个方面。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 64 页·位置 922

我国的个人所得税采取超额累进税率与比例税率相结合的方式征收，工资薪金类为超额累进税率 5%—45%。最高边际税率 45%，是在 1950 年定的，当时我国企业所得税率是 55%，个人所得税率定在 45% 有它的理由。现在企业所得税率已经降到 25%，个人所得税率还保持在 45%，明显高于前者，也高于大多数国家 25% 左右的水平。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 64 页·位置 927

许多跨国公司在亚太区的收入一半以上来自我国大陆，但其亚太总部大部分设在中国香港、新加坡，主要原因之一就是我国个人所得税的税率过高；三是工薪阶层尤其是专业技术人才成为个人所得税收入的主力军，这一点目前已升至 60% 以上，与发达国家形成鲜明对比，抑制了消费需求，也不利于中等收入群体壮大；

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 64 页·位置 930

我们背负着个人所得税高税率之名，却没有带来相应的高税收，2017 年我国个人所得税实际征收的总额只占总税收的 7.7%，远低于发达国家 30%、发展中国家 15% 左右的水平。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 65 页·位置 937

我国城市职工一般 60 岁退休，农民工一般干到 45 岁左右，年龄再大，沿海城市的企业一般就不招聘他了。他本来可以干到 60 岁，现在只干到 45 岁，少于 15 年，就等于就业工龄少三分之一。农民工在正常上班的时候，一年 12 个月总有两个月回家探亲，这两个月回家相当于一年的六分之一。三分之一 + 六分之一 = 二分之一，理论上农民工的工作寿命，因为是农民工状态而不是户籍状态，大体减少一半。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 66 页·位置 954

中国所有的货物运输量占 GDP 的比重是 15%，美国、欧洲都在 7%，日本只有百分之五点几。我们占 15% 就比其他国家额外多了几万亿元的运输成本。中国交通运输的物流成本高，除了基础设施很大一部分是新建投资、折旧成本较高以外，相当大的部分是管理体制造成的。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 66 页·位置 959

我们有十几万千米的铁路，这些铁路花掉近 10 万亿元的资金，却只运输了中国全部货物的 6%。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 66 页·位置 961

汽车烧的是油，火车烧的是煤，汽车运输成本是火车的 3 倍。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 66 页·位置 963

美国的铁路是 100 多年前造的，美国现在的货物运输量有 20% 是铁路运的，这就是节约。在这个意义上，我们有很多浪费。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 66 页·位置 965

公积金是社会公共福利系统的阶段性产物，其产生有他特定的历史环境和国家环境。该制度是当年上海向新加坡学来的。20 世纪 90 年代初，我国房地产还没有市场化，当时上海人均住房面积只有 7 平方米，全部靠政府和企业来造房子不可行。于是就学习新加坡住房公积金经验，相当于是职工们搞了一个互助金。这个互助金，个人缴费 6%，单位缴费 6%，资金集在一起，为企业造公房提供低息贷款。这在当时还没有商品房、没有银行按揭的时候有其积极意义。但自 1995 年起，商业银行开始提供房地产按揭贷款。人们首付付完，剩下的百分之七八十是商业银行按揭贷款，商品房市场循环已经形成的时候，公积金最初的使命已经基本完成。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 67 页·位置 973

我国企事业单位现行五险一金综合费率达 55%，已是世界之最。其中公积金为 12%（养老保险率为 28%，医疗保险为 12%，工伤保险、生育保险等各种小险种加起来约 3%），一年 1 万多亿元，目前已经累计达到 14.6 万亿元的规模。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 67 页·位置 975

公积金体系运行至少存在以下几方面的问题。一是覆盖面不广，缺乏公平性。公积金政策从 20 世纪 90 年代开始试水，到现在 20 多年过去了，也才只覆盖了三分之一的城镇职工。二是保值增值不到位，收益很低，再加上公积金中心的运行成本，实际上是一笔负利息资产。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 67 页·位置 978

与公积金功能相对应的是世界各国普遍实行的年金制度。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 67 页·位置 983

建议改革公积金制度，建立新的年金体系。

标注(黄色) - 供给侧结构性改革的理论与实务 > 第 68 页·位置 998

三个红线：第一，不能把集体所有权变成私有权；第二，守住耕地红线，把宅基地变成耕地，把耕地变成城市建设用地，增减挂钩，形成平衡；第三，维护农民的利益；这个过程就能使农民因宅基地的这个指标转换增加十几万元、二十万元。形成有效周转。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 71 页·位置 1037

互联网贷款公司必须遵循资本信用、信用规范、信用杠杆、放贷征信、大数据处理五大原则。“

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 71 页·位置 1042

中国金融业最近这些年一直在着力解决三个问题：金融如何更好地为实体经济服务，避免脱实向虚的问题；金融如何解决好中小企业、民营企业融资难、融资贵的问题；金融如何防范各种类型的风险，特别是不要出系统性大面积的风险的问题。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 72 页·位置 1053

英美对 P2P 监管十分明确，P2P 平台一不能筹资吸储，二不能放贷运行，所谓 P2P，是网民和网民互

相约定借贷，P2P平台只是一个中介。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 72 页·位置 1055

P2P在中国从 2006年开始发展，到 2013年和 2014年开始大规模泛滥，从 2013年、2014年到现在的五年时间里，注册了上万家 P2P公司。现在，绝大部分瘫痪，形成近万亿元坏账，大量网民倾家荡产，场面异常悲壮。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 72 页·位置 1060

P2P问题的要害在哪里？不能把它跟数字金融、互联网金融相提并论，否定 P2P并不是否定互联网金融，这是两码事。P2P金融实际上是中国传统的农村里高息揽储的“老鼠会”、乡里乡亲间的高利贷，在互联网基础上的死灰复燃，而“老鼠会”这类东西本来是熟人经济、乡村经济中的一个陋习，即便要闹祸，也就是几十万元、几百万元，了不得到几亿元，辐射面积不会太大，而 P2P通过互联网，不仅可以覆盖一个城市，覆盖几十个城市，

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 74 页·位置 1090

合理的网贷公司是金融科技、科技金融发展的重要内容，是帮助金融脱虚就实、为实体经济服务、为中小企业服务的重要途径，是普惠金融得以实现的技术基础。这类网络贷款公司规范运行的关键在于遵循五大基本原则。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 75 页·位置 1092

一是资本信用原则，有较大的自有资本金。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 75 页·位置 1094

二是信用规范原则。贷款资金的主要来源是银行贷款、银行间市场发的中票和证交所发行的 ABS 债券。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 75 页·位置 1095

三是信用杠杆原则。网贷公司的资本金和贷款余额总量的杠杆比，任何时候都应控制在 1 : 10 左右，决不能超过 1 : 20 甚至 1 : 30。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 75 页·位置 1100

四是放贷征信原则。有互联网产业的产业链信用、全场景信用，不能无约束、无场景地放贷，甚至到校园里搞校园贷、为买房者搞首付贷。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 75 页·位置 1103

五是大数据处理原则。平台拥有强大的技术基础，能形成大数据、云计算、人工智能的处理技术，这样就可以把控风险，形成较低的不良贷款率，

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 76 页·位置 1110

阿里小贷本质上属于产业链金融范畴，苏宁、小米、神州数码、马上消费金融等全国知名的网络公司设立的网络小贷公司也大体如此。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 78 页·位置 1143

因为阿里巴巴电商平台所形成的巨大客户数据造就了支付宝庞大的客户群，而支付宝的庞大客户群又造就了更加细分的“相互保”市场。而把全部业务线加总所形成的相互支撑、相互依托的业务集群和效益，造就了阿里巴巴巨大的资本价值。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 78 页·位置 1150

当互联网帝国开发了网络金融业务之后，金融打通和赋能所有业务线，使得金融业务 and 所有互联网业务都产生更大的杠杆效应，并带来传统方式之下难以想象的巨额商业价值和资本价值。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 80 页·位置 1175

我认为互联网金融的大格局大空间不在于互联网平台自身搞金融贷款，而在于以网络数字平台（大数据、云计算、人工智能的数据存储能力、计算能力、通讯能力）为基础，与金融机构特别是产业链金融相结合，形成基于数据平台的产业链金融，形成数据平台、金融企业、产业链上下游各方企业资源优化配置、运行成本下降、运行效率提高的良好格局。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 80 页·位置 1180

云计算相当于人体的脊梁，大数据是人体内的五脏六腑、皮肤以及器官，没有云计算，大数据是孤魂野鬼，无地藏身，但没有大数据，云计算就是行尸走肉、空心骷髅。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 81 页·位置 1193

互联网金融有两个基因，一是互联网的信息基因，二是金融基因。互联网运行有巨大的辐射性和无限的穿透性，一旦与金融结合，既有可能提升传统金融体系的效率、效益和安全的一面，也有可能带来系统性、颠覆性的危机的一面。为此，互联网金融系统绝不能违背金融的基本特征，必须持牌经营，必须有监管单位的日常监管，必须有运营模式要求和风险处置方式，不能“无照驾驶”，不能 30%、50%地高息揽储、乱集资，不能无约束、无场景地放款融资、对借款人和单位钱用到哪里都不清楚，不能搞暴力催收，等等。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 83 页·位置 1230
五大现代信息科技在安全问题上存在“三元悖论”，即安全、廉价、便捷三者不可能同时存在。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 83 页·位置 1236
金融业务必须独立的根本原因在于：金融业务对数据安全性的要求与电商平台、娱乐平台完全不可同日而语，传统金融机构为了确保客户数据安全，100%采用内网、外网绝对隔离制度，凭什么允许互联网金融公司低成本依托一般性、开放度很高的互联网平台开展金融业务？这既是金融安全问题，也是金融市场竞争公平性问题。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 84 页·位置 1242
从国际经验看，一般性互联网平台公司绝不敢随意染指金融业务，美国的 Facebook、亚马逊、雅虎等平台公司都很大，股价市值可以达到数千亿、上万亿美元，但它们再大都不敢轻易染指金融业务。这至少与四个因素有关：其一，成熟的商人懂得术业专攻，懂得长期坚守自己，不断创新自己才能使自己炉火纯青，获得足够的行业地位，才有可能获得超额利润；

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 84 页·位置 1252
要尽快建立有效的“国民综合数据总库”，并以此为公共服务平台，针对特定对象（比如金融和征信企业）提供有序、有偿、有限、有效的数据服务，一来可以帮助互联网金融公司大幅降低企业或个人的征信成本，更好地发展普惠金融；二来可以帮助中小微企业增强融资能力，降低融资成本；三来这是数据化时代政府管理适应发展的必然要求。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 85 页·位置 1257
现代互联网业务发展已经呈现出一个明显特点：以巨大的资本实力，通过对社会公众个体给予小利，而急速将十几万、几十万甚至百万、千万人群汇聚在一起；同时，通过横向交易、交叉互助，迅速将支离破碎的低价值数据，拼接为更加全面的高级别、高价值数据。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 85 页·位置 1268
在数据时代，政府要管好网络社会的公共事务，摆脱资本绑架社会公众所带来的管理被动，必须时时刻刻在技术上与商业机构保持同水准、同进度的研究状态。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 86 页·位置 1281
据了解，美国对互联网企业的发展有着明确的法律约束，尽管各州有所差异，但涉及反垄断和信息安全方面的法律多达 52 部。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 86 页·位置 1283
二维码、虹膜、指纹、刷脸、声音等辨别认证技术必须“特许经营”，凡此类技术公司设立必须“先证后照”，必须有较高的进入门槛。

标注(黄色) - 互联网金融发展中的经验教训、原则、特征、路径和风险防范 > 第 89 页·位置 1328
某些 P2P 公司还到美国上市，这个倒不用我们担心。美国是不来管你这个东西好坏的。你骗它也好，不骗它也好，它注册制，你就上吧。上市以后，三个月半个月后它发现你骗它，你就得倾家荡产，而且比我们国内把你抓起来的损失还大，

基础货币

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 93 页·位置 1357
从货币发展史来看，主要有三种货币制度：“金本位制”“主权信用货币制”“联系汇率制”。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 93 页·位置 1359
人民币发行制度从新中国成立之后三十余年的“物资本位制”逐渐转变到改革开放后的“汇兑本位制”；

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 93 页·位置 1366
货币的锚定物及发行方式，是国家金融体系中最重要基础组成部分。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 93 页·位置 1369

工业社会后，商品价值量越来越大，黄金等贵金属作为货币难以承载巨大的交易规模，以政府信用担保的纸币随之出现。时至今日，以比特币、Libra、央行数字货币为代表的数字货币开始出现，所代表的锚定物又有了新的内涵。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 94 页·位置 1372

我国的货币发行制度经历了从新中国成立后的“物资本位制”，到改革开放后逐渐向“汇兑本位制”的转变，过去二十多年货币主要根据外汇占款进行投放；

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 94 页·位置 1380

不同的货币制度之间的根本区别就在于其选择的“货币锚”不同。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 95 页·位置 1384

由于黄金、白银等的天然属性，它们本身即是货币，货币量的增加取决于黄金、白银的开采量的自然增长，而非人为能操控（尽管历史上也不乏政府通过操控货币中金银的含量导致货币崩溃的例子），因此能很好地保证币值的稳定。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 95 页·位置 1387

是在“金本位”或“银本位”下，货币本身也是一种商品，因此它的价格如果大幅波动会导致其他商品的价格随之出现波动；二是由于黄金和白银的储量有限且开采不易，或者某种情况下出现大量外流，会导致经济运行中的货币量不足，从而使经济出现通缩。也正因为如此，“金本位”和“银本位”制度在 20 世纪 70 年代最终被淘汰。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 95 页·位置 1391

二战后建立的“布雷顿森林体系”，即“美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩”的“双挂钩”制度，其实质也是一种“金本位”制度，而 1971 年美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩也正式标志着美元放弃了以黄金为本位的货币制度，随之采取的是“主权信用货币制”。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 95 页·位置 1394

美元发行没有以任何实物作为储备，由国家法律规定由中央银行发行而具备了货币的功能，因此也被称为“法币”制度。这种货币制度通常以 M3、经济增长率、通胀率、失业率等作为“间接锚”，并不是完全的无锚制货币。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 96 页·位置 1412

自主权信用货币诞生以来的近半个世纪的经验似乎证明，不给货币下一个各方有共识的、比较刚性的“锚”，肯定会出现问题。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 97 页·位置 1430

在“汇兑本位制”下，我国主要有两种渠道完成人民币的发行。

笔记 - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 98 页·位置 1430

外资结汇,贸易顺差。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 98 页·位置 1438

在“汇兑本位制”下，外汇储备可以视作人民币发行的基础或储备，且由于实行强制结汇，外汇占款逐渐成为我国基础货币发行的主要途径，到 2013 年末达到 83% 的峰值，此后略有下降，截至 2019 年 7 月末，外汇占款占中国人民银行资产总规模达到 59.35%，说明有近六成人民币仍然通过外汇占款的方式发行。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 99 页·位置 1447

直到 2013 年，人民币基本进入了一段“单边升值”的周期。需要指出的是，此时的货币制度依然属于“汇兑本位制”，只不过人民币钩住的锚从美元变成了“一篮子货币”而已。但实际上大部分时间还是采取“盯住”美元的策略，因为在“一篮子货币”里美元占的比重最大。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 99 页·位置 1453

中国人民银行启动第二次“汇改”的主要目标是将人民币纳入 SDR 国际储备货币篮子，从而为人民币国际化铺平道路，同时也是想调整长期以来“盯住”美元的策略，增强人民币汇率的市场化程度，从而减轻国际上特别是美国要求人民币升值的压力。

笔记 - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 99 页·位置 1455

2015811 汇改

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 99 页·位置 1462

由于我国的货币发行的基础是外汇，而美元在我国的外汇占款、一篮子货币中占比较高，因此可以说人民币是间接锚定美元发行的。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 100 页·位置 1466

央行对其他存款性公司债权迅速扩张，从 2014 年到 2016 年底扩张了 2.4 倍，占总资产份额从 7.4% 升至 24.7%。这说明了随着外汇占款成为基础货币回笼而非投放的主渠道，央行主要通过公开市场操作和各类再贷款便利操作购买国内资产来投放货币，

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 100 页·位置 1470

虽然外汇占款在新增货币发行中的比例大幅降低，但我国货币发行的本质并没有改变，外汇占款在货币发行存量中的比重仍然接近 60%，只是通过一些货币政策工具缓解了原来“汇兑本位制”的问题。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 100 页·位置 1474

美国的货币发行制度与我国有较大的区别，大致经历了两个发展阶段：“金本位制”阶段和“主权信用货币”阶段。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 101 页·位置 1479

在 1944 年，44 个国家达成协议，建立了一个以美元为中心的国际货币体系——布雷顿森林体系。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 101 页·位置 1481

在布雷顿森林体系下，各国货币无须与黄金挂钩，而仅仅需要与美元挂钩，而美国需要保证各国可以用美元自由兑换黄金。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 101 页·位置 1492

但在布雷顿森林体系彻底解体之后不久，美国与沙特阿拉伯签署了一项协议——沙特将美元作为石油交易的唯一定价货币。同时，沙特阿拉伯把卖高价石油所得的大部分收益，都通过纽约的联邦储备银行购买美国财政部的国债，用来弥补美国政府的财政赤字。其他国家为了得到足够数量的美元来购买石油，通过使自身货币贬值，形成贸易逆差以储备美元。于是，美元从布雷顿森林体系中的黄金—美元，成功的转型成为石油—美元，重塑了其世界货币的霸主地位。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 102 页·位置 1496

从 1970 年到 2008 年，美国政府在应用主权信用货币制度的过程中基本遵守货币发行纪律，货币的增长与 GDP 增长、政府债务始终保持适度的比例。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 102 页·位置 1498

1970 年，美国基础货币约为 700 亿美元，2007 年底约为 8200 亿美元，大约增长了 12 倍。与此同时，美国 GDP 从 1970 年的 1.1 万亿美元增长到 2007 年的 14.5 万亿美元，大概增长了 13 倍。美联储货币政策的最终目标在这一段时期主要体现为保持物价稳定和适度经济增长，总体上对国民经济的干预程度较低，因此货币的发行量始终处于严格控制的状态。因此，在这一阶段，实行“主权信用货币制”的美元保持了良好的信用，美元在全世界外汇储备中的占比稳定在 65% 以上。

笔记 - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 102 页·位置 1502

美元国际储备货币的原因

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 102 页·位置 1507

从 2008 年年底至 2014 年 10 月，美联储先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约 3.9 万亿美元。美联储持有的资产规模占国内生产总值的比例从 2007 年年底的 6.1% 大幅升至 2014 年年底的 25.3%，资产负债表扩张到前所未有的水平。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 102 页·位置 1510

从 2008 年到 2019 年，美国基础货币供应量从 8200 亿美元飙升到 4 万亿美元，整体约增长了 5 倍，与此同时，美国 GDP 仅增长了 1.5 倍，

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 103 页·位置 1521

1913 年美国《联邦储备法案》规定，美元的发行权归美联储所有。美国政府没有发行货币的权力，只有发行国债的权力。但实际上，美国政府可以通过发行国债间接发行货币。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 104 页·位置 1534

投放在国内的美元通过贸易逆差成为各国的美元储备，又通过投资美债、美国股市进行回流，从而形成了美元的大循环。在这个过程中，美国发行的美元大部分在海外循环，实际上将通货膨胀的压力转移到

了全世界。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 104 页·位置 1541

美元之所以能保持现代的霸权地位，主要有五方面原因。第一，充分的物资贸易承载。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 105 页·位置 1547

第二，良好的信用基础。在布雷顿森林体系之下，美元与黄金挂钩，而黄金几千年来一直都是硬通货，美元通过与黄金的绑定，获得了其他国家的信任。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 105 页·位置 1554

第三，世界结算体系。目前，全世界贸易结算和支付超过 80% 的交易是通过美元全球结算系统 SWIFT（全球同业银行电讯协会）实现的。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 106 页·位置 1560

第四，军事武力保障。要作为世界货币，没有军事实力来保障货币使用的稳定是不行的。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 106 页·位置 1564

第五，长期在位优势。一种货币要想真正成为世界货币，是非常不容易的，通常需要漫长的过程。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 106 页·位置 1573

欧元区货币发行由欧洲央行统一管理，以共同条约的形式规定了货币投放的方法和标准。这个共同条约包含了三个指标：通货膨胀率、就业率和经济增长率。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 107 页·位置 1576

在这三个指标中，通货膨胀率是欧洲央行最关注的，其货币政策战略是“中期通货膨胀率低于但接近 2%”，这就是欧元基础货币的投放机制。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 107 页·位置 1579

在主权信用货币体系下，英国货币锚经历了三次重大调整。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 107 页·位置 1583

英国于 1992 年 10 月退出了欧盟的汇率体系。1992 年 10 月，英国财政大臣宣布采用通胀目标法，货币当局不再设立汇率目标或货币目标。通胀目标法的基本含义是：货币当局确定在未来某段或几段时期内取得并保持较低的、稳定的通货膨胀率，明确宣布实现通货膨胀目标是货币政策唯一的、压倒一切的目标。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 107 页·位置 1587

2003 年 12 月，英国财政部大臣宣布将通胀目标由 2.5% 调整至 2.0%。该政策框架一直沿用至今。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 108 页·位置 1589

日本央行发行货币的锚是综合多元化的，按法律规定为金银、外汇、3 个月内到期的商业票据、银行承兑票据，以及 3 个月内到期的以票据、国债、其他有价证券为担保的放款等。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 108 页·位置 1592

2014 年之后，为了应对美国量化宽松，抑制日元持续升值对日本出口的打击，日本政府也采取了相应的量化宽松货币政策。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 108 页·位置 1593

2013 年 2 月，日本央行决定引入 2% 的“物价稳定目标”，为尽早实现上述目标，日本央行表示将持续推进强有力的货币宽松措施。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 108 页·位置 1596

从 2005 年起，105 个拥有自己货币的国家或地区中，因为自身政府信用不足，他们都选择用外汇储备作抵押来发行自己的货币，只是在汇率盯住的国家上面，三分之二的国家选择了美元，而三分之一的国家选择了欧元。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 109 页·位置 1605

布雷顿森林体系解体后，各国以美元为货币“名义锚”的强制性随之弱化，但在自由选择条件下，绝大多数发展中国家仍然选择美元为“名义锚”，实行了锚定美元，允许一定浮动的货币调控制度。另有一些发展中国家选择锚定原来的宗主国，以德国马克、法国法郎和英镑等货币为“名义锚”。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 109 页·位置 1609

从当前来看，世界的货币大致形成了两类发行制度：以“其他货币”为名义锚的货币发行体制和以“本国资产”为名义锚的货币发行体系，也称为主权信用货币制度。

笔记 - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 109 页·位置 1611

国内资产名义锚：以“利率、货币发行量、通货膨胀率”等指标作为货币发行中间目标

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 109 页·位置 1613

经济实力较弱的小国，要想保持货币的稳定，只有保持经常项目平衡，且与大国货币汇率保持稳定，才能避免损失，因此必然会成为其他强国的附庸。因此，这些国家选择锚定信用度较强的货币。这个过程中，附庸国就会丧失货币政策的主导权，只能被动地根据外汇储备、国际收支的变化调整货币发行量。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 110 页·位置 1621

主权信用货币制度是货币发行制度的新的进化，但在应用过程中对货币纪律和“间接锚”的调控要求较高。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 110 页·位置 1623

以美国为例，20世纪70年代末期，美国经济开始出现滞胀，美联储抛弃凯恩斯主义，开始采用货币主义作为货币政策的理论依据，将货币目标由“稳定物价和促进经济增长”转变为“完全就业、物价稳定和中长期利率稳定”，货币锚为联邦基金利率。20世纪90年代，美国彻底摆脱滞胀，此时需要大力发展国民经济，所以美国货币政策的最终目标由“完全就业、物价稳定和中长期利率稳定”转变为“保持低通货膨胀率和适度的经济增长”。此时货币锚变成了以控制联邦基金利率为核心，综合参考货币供给量、消费价格指数、汇率和国际收支差额等变量。这一货币锚延续至今。

笔记 - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 110 页·位置 1628

在这一“间接锚”的管控下，美国货币供给与GDP保持大致相同的增速，主权信用货币制度体现了良好的流通、价值尺度、财富储藏等功能。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 110 页·位置 1629

2008年金融危机后，美国经济陷入衰退，美国的货币政策目标再次转变，变成了“稳定币值和充分就业”，随后美联储推出了大规模的组合救市举措和量化宽松政策，货币锚的总体约束性随着美联储的大规模直升机式撒币而名存实亡。美国货币锚的失控，对全世界的货币政策都产生了严重负面影响。锚定美元的货币陷入了两难境地。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 110 页·位置 1633

大部分锚定美元的国家均为发展中国家或自身实力相对较弱，在危机中外资出于资产保值考虑，纷纷选择美国国债或黄金作为避险资产，导致外资大幅外流。外资的流出叠加国内的量化宽松政策，往往导致本国货币大幅度贬值，雪上加霜。

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 112 页·位置 1649

黄奇帆教授：即使锚定通货膨胀率、就业率等软约束指标，货币发行的总量也需要进行控制，也要与GDP增长率相对应，不能滥发货币。因为美国的基础货币主要由国债发行产生，那么就要对国债的发行进行约束。比如说美国国会，国债余额有良性的上限，有危机上限，有崩盘的上限，分别是70%、100%、150%，大致是这样比例。按照经济学原理，应该说这三个限度的设定，是政府更好地履行政府职责、服务社会、遵守纪律的体现，而不是随心所欲的货币放水。美联储的独立性应该建立在市场规则之上，而不是因为总统的意志、部分民众的意志而有所动摇。从这个角度上来说，主权信用货币肯定是有底线的，它的底线就是政府总的税收收入，因为政府要拿这个收入去偿还国债。目前

标注(黄色) - 货币的“锚”及发行制度分析 > 第 113 页·位置 1665

未来我们也要转向主权信用货币制度，但转向政府信用货币制度不意味着货币可以随意发放，也要有一个锚来约束。发行的增速大致等于GDP增速加上通货膨胀率加平减系数。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 114 页·位置 1672

主权信用货币制度”是以政府的税收、GDP等综合实力为基础发行货币的一种方式，有助于央行实施独立自主的货币政策，加强逆周期调节。但主权信用货币制度的锚不够清晰，一旦受到MMT理论的影响时，容易出现财政赤字货币化的现象。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 115 页·位置 1688

扩大国债在货币政策操作中的运用，使国债达到准货币的效果。此后，

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 115 页·位置 1691

推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制”。换言之，这实际上是要用国债来替代央行票据。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 116 页·位置 1699

过去的 20 多年间，尽管我国根据实际经济情况来控制货币总量，但事实上货币主要是通过外汇占款发行的，缺乏独立的货币政策。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 116 页·位置 1707

一旦美元泡沫化，不仅巨额美元外汇储备会受到重大损失，而且锚定美元的各种货币的信用也会崩溃。未雨绸缪，人民币要想保持币值的稳定，未来货币发行不能再以美元为锚，以外汇占款发行货币。最合理的货币发行方式是锚定国家信用、依托本国税收的主权信用货币制度。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 116 页·位置 1711

过去主要通过外汇占款的方式发行货币，造成我国基础货币、M0、M2 之间存在巨大的差异。目前，我国基础货币总量约为 31 万亿元，但 M0 仅 7 万多亿元，M2 超过 190 万亿元。基础货币中，大部分是由外汇占款发行的，为了遏制过多的货币冲击市场，大部分基础货币又以存款准备金的形式存放在央行，抬高了央行和商业银行的成本，一定程度上也提高了实体经济融资成本。通过主权信用发行货币后，我国可以自主控制 M0 和基础货币的投放。通过逐步降低存款准备金率，调控基础货币规模，商业银行整体资金运行就相对宽松，融资难、融资贵的问题就得到了缓解。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 117 页·位置 1718

2019 年 8 月，中国人民银行货币政策司孙国峰发表了一篇《对“现代货币理论”的批判》的文章，提出“现代货币理论存在明显的逻辑缺陷，在实践中应用是十分危险的”，并继而从现代货币理论实践运用的历史教训中得出结论：“切断央行向财政透支的制度安排是现代银行信用货币体系的基石。”

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 117 页·位置 1724

“美联储是典型的以国债作为主要流动性管理工具的央行。主要原因在于，美联储负责发行现钞，现钞作为信用货币，其偿付能力须由主权信用背书，而美联储并不具有主权信用，因此必须通过购买美国国债为现钞发行提供主权信用担保，故其国债持有量与现钞发行量基本相等。美联储资产负债表的结构决定了其适合通过买卖国债吞吐流动性。”

笔记 - 面向未来的人民币发行制度 > 第 117 页·位置 1727

“中国人民银行从成立之日起就是中国共产党领导下的中央银行，现金发行以国家掌握的物资为基础，无须通过购买国债担保现钞的信用”。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 118 页·位置 1730

中国人民银行资产负债表主要反映了和银行之间的关系，资产端以国家掌握的国际物资（外汇储备）和对银行的债权为主，负债端则以对银行的债务（包括央票、法定准备金和超额准备金等）和现金为主。在

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 119 页·位置 1743

选择什么样的货币发行制度，最根本的决定因素是一国的政治、经济等综合实力。”

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 119 页·位置 1745

之所以选择信用货币制度，是因为主权信用货币制度下货币的发行不是根据某一类资产的储备和他国的货币政策，央行的独立性更强，自主灵活性更高，能够在经济事务中扮演更重要的角色。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 119 页·位置 1749

“主权信用货币制度”是指政府以主权信用作为担保，以发行国债的方式发行基础货币满足经济发展的需要。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 119 页·位置 1750

而“财政赤字货币化”是指发行货币直接为政府赤字融资。财政赤字货币化通常有几种表现形式：一是央行发行货币直接为政府提供开支；二是央行在一级市场直接购买国债；三是央行在资产负债表中债务减记以降低财政负担；四是央行将持有的国债转化为零息永续债。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 120 页·位置 1757

从根本上来说，税收是货币的信用，财政可以是货币发行的手段，而且是最高效公平的手段，央行买国债是能够自主收放的货币政策手段。一旦货币超发后，央行只需要提高利率、提高存款准备金率回收基础货币，而财政部门也可以通过增加税收、注销政府债券的方式来消除多余的货币、避免通货膨胀。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 120 页·位置 1765
货币货币，有货才有币，货是币之锚。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 121 页·位置 1783
而在经济发展过程中，中国人民银行可以根据各经济部门合理的货币需求、GDP的增长比例，确定基础货币需要增发的总量，经人大批准，由财政部发行相应的国债，由央行来购买。这种方式发出的货币是经济发展的成果，可以视为铸币税的盈余收入。财政部获得这部分收入后，可以用于民生支出等领域。总之，“主权信用货币制度”在实践中要对发行国债的目的、程序进行严格管控。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 121 页·位置 1789
信用货币制度最大的问题在于锚的不清晰、不稳定，缺乏刚性。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 122 页·位置 1793
弗里德曼认为，一国的货币发行量应当与人均经济增长速度相适应，这样，经济增长率就等于潜在经济增长率，既不会发生通货膨胀也不会发生通货紧缩。在这个规则作用下，货币发行量受到内在约束，主权信用作为货币之锚有了内部保障。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 122 页·位置 1797
以主权信用为锚摆脱了布雷顿森林体系下以黄金为锚的内在窠臼，适应了经济增长需求。并且在通货膨胀率的约束下，无论是主要储备货币国家还是其他国家，都不能滥用主权信用。可以说，这种锚体系维护了世界经济的平稳运行，偶尔的主权信用滥用和局部货币危机不会动摇它的根本。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 122 页·位置 1804
主权信用货币制度没有问题，但主权信用仅仅以通货膨胀率为锚出现了问题，原因是通货膨胀率是以消费品价格衡量的，没有包括投资品价格，当加入投资品价格以后，全球物价水平实际上已经超出通货膨胀率很多倍。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 124 页·位置 1827
一旦美国对中国开展金融制裁，在当下缺乏独立自主的货币政策局面下，我国将陷入极为被动的境地。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 124 页·位置 1831
那种“中国生产—美欧消费”的世界经济大循环难以为继。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 125 页·位置 1838
既不能坚持过去以外汇占款发行货币这样一种无法适应今日发展要求的货币制度，也不能陷入西方国家货币锚失控导致的财政赤字货币化的困境。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 125 页·位置 1840
货币锚的确定原则可以形成三套锚体系，即宏观锚、微观锚、数字锚。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 125 页·位置 1844
信用货币制度长久以来的实践经验，货币发行最可靠的锚是根据 GDP 增长率加上通货膨胀率，再加上一个平减系数，来确定基础货币合理增速。央行根据这个锚发行货币来购买财政发行的国债。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 125 页·位置 1846
凡是因为财政透支而发行的国债，必须在二级市场上发行，不能由央行发行基础货币来购买这类国债。任何时候都不能把财政赤字货币化，把印刷货币作为工具来满足政府透支的需求。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 126 页·位置 1856
零利率或负利率政策主要有以下几方面负面影响：一是零利率或负利率损害了银行的盈利能力，导致银行惜贷情绪增加。二是零利率或负利率使得大量资金不愿意参与短期融资市场，导致市场流动性匮乏，实体经济更难获得信贷支持。三是负利率使得国债收益率下降，影响国债配置热情，不利于人民币国际化与金融市场对外开放进程。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 126 页·位置 1865
从海外资本市场发展来看，国民经济证券化率达到 100% 是资本市场成熟的标志。目前我国股票市场的总市值与 GDP 比值大概在 60%，还远未达到 100% 程度，说明资本市场还有较大的发展空间。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 127 页·位置 1867
一旦股票总市值超过 GDP 的 150%，意味着股市泡沫化，就要引导资金从股市中流出。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 127 页·位置 1870

当前我国非银行企业债务约为 GDP 的 160%，这是非常不平衡的。企业债务太高，往往负担较重，导致企业更注重短期财务表现而忽视了长远战略投入，这对于提高我国企业的综合竞争力是不利的。比较健康的模式是非银行企业债务最好不要超过 GDP，与 GDP 比值大体在 1：1 左右。

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 127 页·位置 1874

与其他国家对比来看，目前我国房地产总市值与 GDP 的比值偏高，过去几年最高时甚至达到 400%。2008 年金融危机前后，美国住房市值与 GDP 比例最高为 169%，日本为 216%，德国为 207%，英国为 269%，法国为 362%。20 世纪 90 年代日本房地产泡沫破灭前，住房市值与 GDP 比例一度高达 391%。过去二十年来，我国房地产总市值大幅增长，实际上是货币引起的资产价格上涨。综合来看，房地产总市值与 GDP 合理的比值大体在 2：1，绝对不能超过 3：1。我国

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 128 页·位置 1885

以“一篮子物品的市场成交指数”作为人民币发行的“锚”，其实张五常先生早就进行了研究和阐述，

标注(黄色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 130 页·位置 1915

主权信用货币背景下，人民币是由国债做锚的。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 130 页·位置 1916

国债。《中华人民共和国中国人民银行法》规定，中国人民银行不得直接认购、包销国债和其他政府债券。这意味着中国人民银行不能以政府的债权作为抵押发行货币，只能参与国债二级市场的交易而不能参与国债一级市场的发行，央行直接购买国债来发行基础货币的方式就被法律禁止了。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 130 页·位置 1922

日本政府持有的外汇储备，由大藏省发行国债，日本央行购买国债来回收。这个过程中，基础货币可以一部分由外汇占款构成，另一部分是国债形成的基础货币。大藏省发放特别国债收购的外汇，所有权划归大藏省。同时，大藏省将这一部分外汇委托央行来运行，就形成了大藏省跟央行共管的发行体系。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 130 页·位置 1925

我国同样可以采用这种方式，将外汇占款纳入财政部发放国债的整个体系里，对外汇占款部分采用财政发放特别国债的方法进行置换。以循序渐进的方式，通过 5 至 8 年的时间平稳地把 3 万亿美元划归财政部，然后将外汇的所有权归属于财政部，由央行继续管理运行。这样就形成外汇储备由财政部所有、央行托管、双方共同合作的发行方式。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 131 页·位置 1931

由财政通过国债来发行货币后，国债的管理办法要从赤字管理向余额管理转变。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 131 页·位置 1936

我国现在的整个的债务里面，在人大归属的、审核的地方政府的债务余额是 18 万亿元，中央政府是 15 万亿元，加在一起 30 多万亿元。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 132 页·位置 1952

央行的管理，要从过去服务单一式的主体商业银行，扩大为对等服务资本市场跟商业银行，甚至重点服务资本市场；要从只关注商业银行的表内资产，扩大为商业银行的表内、表外资产，甚至将互联网金融等网络金融支付系统也纳入监管范围。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 132 页·位置 1956

由于主权信用货币制度锚的不稳定性，在实施主权信用货币制度时，要制定一个可靠的锚并严格执行。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 135 页·位置 1988

我自己认为，上次我做报告也讲到过，我们的市场是王牌，产业链是王中王，我们的金融不具有进攻性，是个盾牌。现在金融的盾牌里面，很重要的保护自己的一点是我们资本项下不能自由兑换。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 135 页·位置 1991

十条对付这个操纵国的手段，其中有一条，就是要倒逼这个国家货币自由兑换。除此之外还有九条。一是不让这个国家的企业到美国上市，已经在美国上市的企业退市；二是降低这个国家和企业的 3A 级的评级信用；三是再也不和这个国家做贸易，已经在做的也互相断裂；四是美国的银行、保险不再和这个国家发生融资贷款；五是冻结这个国家的一些资产，包括政府的、企业的、个人的资产；六是对这个国家的企业，找出理由说你违规，实施巨额罚款；七是 SWIFT 切断，不让你参与全球清算；八是美国会促使这个国家里许多个人或者企业通过比特币市场把它的外汇、资产转移出去，就是破坏你的生态；九是美国政府方方面面和这个国家正在推进的贸易谈判、协议谈判及各种合作谈判都停下来。这十条内

容，法案都有写，那个法案有 200 页，如果你们调出来看，是看得到的。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 137 页·位置 2014

美国正常的商业银行法定存款准备金根据机构存款额而不同，总的来看法定存款准备金率平均 2% 左右，超额存款准备金目前已经降到 10%，总存款准备金率 12% 左右。而中国存款准备金率和美国大致相同，但结构恰恰相反，中国加权平均的法定存款准备金率是 11%，超额存款准备金率只有 1% 左右。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 137 页·位置 2022

MLF 投放流动性工具，主要是投给了大中型银行，小型银行要通过中间环节才能得到流动性，这直接加重了中小企业融资难、融资贵的问题。

标注(蓝色) - 面向未来的人民币发行制度 > 第 137 页·位置 2023

还有一个问题是，随着这几年央行的频繁操作，存量已经非常庞大，流动性期限都在 1 年以下，商业银行不仅要付利息，还要准备频繁还钱，导致流动性整体短期化，高波动性，商业银行的流动性政策的可预见性较差，加大了市场利率和金融市场的波动。

资本市场

标注(蓝色) - 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点 在复旦大学“改革开放再出发——第 4 届复旦首席经济学家论坛”上的演讲 > 第 145 页·位置 2117

28 年来，中国资本市场对国民经济发展起到了非常重要的功能，表现在六个方面。一是推动了国民经济健康发展。资本市场既是中国经济前进的动力，也是企业腾飞的翅膀。二是健全了现代企业制度，完善法人治理结构。三是促进了资源优化配置，推动了经济结构、产业结构高质量、有效益地发展。四是健全了以资本市场为基础的现代金融体系，形成直接金融和间接金融相结合的金融体系。五是增加了全社会投资者的理财投资渠道，终将使改革开放、经济发展的成果通过资本市场惠及老百姓。六是成为社会主义市场经济的重要组成部分，为社会主义公有制探索了高质量、有效益的实现形式。

标注(蓝色) - 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点 在复旦大学“改革开放再出发——第 4 届复旦首席经济学家论坛”上的演讲 > 第 146 页·位置 2125

深入分析当下资本市场存在的各种各样的问题，如果把它归纳一下，我认为最主要的问题表现在“三个弱化”。一是国民经济晴雨表功能的弱化。

标注(蓝色) - 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点 在复旦大学“改革开放再出发——第 4 届复旦首席经济学家论坛”上的演讲 > 第 146 页·位置 2130

中国资本市场晴雨表的功能弱化，显然有机制、体制性的毛病。

标注(蓝色) - 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点 在复旦大学“改革开放再出发——第 4 届复旦首席经济学家论坛”上的演讲 > 第 146 页·位置 2130

二是投入产出功能的弱化。分析中国的工业，最近几年的营业额利润率基本上在 6% 左右。利润占营业收入的 6%，净资本回报率平均达到 10% 左右，这个用市盈率匡算中国工业 PE 估值是 10 倍左右。这说明我国经济在供给侧结构性改革的推动下稳中向好，效益在不断地提升。但是，我们的资本市场目前的总市盈率是 20 倍左右，如果去除市盈率只有五六倍的银行等金融机构，我们的资本市场市盈率几乎在 50 倍上下，投资回报效益非常的低，

标注(蓝色) - 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点 在复旦大学“改革开放再出发——第 4 届复旦首席经济学家论坛”上的演讲 > 第 146 页·位置 2134

有问题。一个长期缺少投资回报的市场，一个只想圈钱、融资的市场，最后的结果是融资也融不成。想想

标注(蓝色) - 中国资本市场的功能意义、问题短板及其改革重点 在复旦大学“改革开放再出发——第 4 届复旦首席经济学家论坛”上的演讲 > 第 147 页·位置 2137

三是资源优化配置功能的弱化。不管是科技独角兽企业的成长，还是创新企业的驱动，我们资本市场的成功案例并不多见，资源配置优化功能弱化了。有这