

“新时代·新金融” 2017 清华大学－香港中文大学金融峰会举办

12月23日,由清华大学-香港中文大学金融财务 MBA 项目(以下简称 FMBA)与华夏新供给经济学研究院联合主办的 2017 清华大学-香港中文大学金融峰会在清华大学伟伦楼报告厅举行。本次峰会邀请了众多业界权威、商界领袖、学界专家,以“新时代·新金融”为主题,共同解读金融行业的新趋势和新方向,探讨新时代下的金融发展新机遇,全面助力金融领域创新与发展。

清华大学经济管理学院副院长徐心教授首先代表清华大学经济管理学院向出席峰会的各位来宾表示热烈的欢迎。他表示,中国改革开放的成绩举世瞩目,但依然面对一些深层次、很深刻的问题,他欢迎大家畅所欲言,从各自专业和观察的角度提出自己的见解。徐心深信,通过活跃的讨论、深层次的思想的碰撞,一定能够为促进中国金融改革和开放出谋划策。

2004 级 FMBA 校友、华夏新供给经济学研究院院长、华软资本管理集团股份有限公司

司董事长王广宇先生在致辞中表示,科技、人才和开放成为中国改变未来金融的三股重要力量。他认为,中国的金融行业需要越来越多的年轻人去从事创业,能够抱着创业的心态去做自己的企业,即使在传统的金融机构也应该有企业家的精神。王广宇呼吁在座的金融从业者们承担应有的使命,帮助自己的企业承担更主要的社会责任,有更清晰的战略愿景,有更好的商业追求,有更高的效率,为利益相关者改善福利,为社会做更多的奉献。

华夏新供给经济学研究院首席经济学家、财政部财政科学研究所原所长贾康围绕“十九大之后中国经济走向“发表了主旨演讲。他认为,2017 年是“软着陆”中 L 型转换的确认之年,也是“新常态”的入“常”之年。贾康结合十九大报告和自 2015 年下半年以来的经济综合观察,对我国宏观经济形势的金融改革做出了复杂局面中“稳中向好”的判断,强调了金融行业变化的“大局观”、“大监



管”和“大框架”三个重要概念,提出了处理好金融创新里“规范中发展”和“发展中规范”权衡关系等七个“势在必行”的建议。

大成基金副总经理、首席经济学家、原中国人民银行金融研究所所长姚余栋在会上进行了题为“全球经济形势及美好生活向往下的全球投资机会”的主旨演讲,并就“供给侧结构性改革”分享了自己的见解。姚余栋认

为,供给侧结构性改革作为伟大的创新实践,一反凯恩斯主义多年以来形成的思维模式形式,切中要害,另辟蹊径,使得中国经济回暖和保持较好的发展态势成为可能。他强调,当前中国经济的发展应以习近平新时代经济思想为指导,并进一步深化供给侧改革。

清华大学经济管理学院常务副院长、清华大学中国财政税收研究所所长、清华大学-

香港中文大学中国经济联合研究中心联合主任白重恩就“从结构、效率与风险视角看中国经济何去何从”这一主题进行深入解读。白重恩教授回顾了 2017 年中国经济发展的亮点,并用详实的数据阐述了当前企业负债、盈利以及投资的真实状况。

在圆桌会议环节,中国国际期货有限公司副董事长王永利,诺亚控股有限公司首席研究官金海年,百度集团副总裁张旭阳,蚂蚁金服研究院副院长李振华等与会嘉宾就“新金融的实践和未来”进行研讨。会议由清华经管学院金融系教授、清华经管中国金融研究中心主任何一平主持。嘉宾们就未来中国金融市场体系的完善、金融科技发展与挑战、新金融产品的风险控制等话题发表的精彩观点,赢得了观众们热烈的掌声。

此次峰会吸引了众多业内人士参会,大家在峰会上相互交流,通过探讨各自对于金融行业的见解和经验,共同展望中国经济与新金融的未来。
(宗和)

旧模式不会自动退出,要靠新模式挤出去

编者按:近期,著名经济学家、北京大学光华管理学院荣誉院长厉以宁在第十九届北大光华新年论坛上发表“摆脱路径依赖,在新思路指导下前进”的主旨演讲。

他在演讲中提醒我们注意路径依赖的危险:路径依赖就是走老路,这是最保险、最安全的,因为前人是这么做的。前人是这么做,后人跟着他们的脚步走,这样的话不承担责任,同时也就回避了走新路可能遭遇的风险。

为什么经济转型现在这么急? 厉以宁说, 因为改革是不能拖的。 以下为厉以宁演讲全文:

■ 厉以宁

我们为什么会留恋旧的发展方式?

第二次世界大战结束以后,亚洲非洲一些独立的国家,想早日摆脱贫困状态,听从了某些研究发展经济学家的意见,引进外资,结果,虽然经济增长率高了,人均 GDP 增大了,

但没有改变原来的体制,依然处于贫困之中。

这些发展中国家的困难逐渐被一些经济学家从新的角度做了批评解释,都认为发展中国家只顾发展,只顾引进外资,盲目发展,盲目开放投资,盲目输出资源而不改体制,这是有害的,就会使他们陷入低收入陷阱。

这样就产生了一个新的名词,叫什么? 叫**路径依赖**。路径依赖是什么意思? 就是走老路,这是最保险、最安全的,因为前人是这么做的,后人跟着他们的脚步走,这样的话不承担责任,同时也就回避了走新路可能遭遇的风险。在这种情况下,很多国家虽然感到现在的旧发展方式有问题,有矛盾,但还是坚持它的路径依赖。

留恋旧的方式渐渐成为一种惯例,即使是在某些一些发展中国家能够从低收入陷阱走出来,进入到中等收入,但到了中等收入阶段它怎么办? 还跟过去方式一样,结果就陷入了新的陷阱。

这种情况也有例外,希腊。希腊在二十世纪转到二十一世纪的阶段中,人均收入或者人均 GDP 都超过了过去,且超过了人均 GDP12000 美元——12000 美元被认为是条杠杆。超过了以后,联合国、世界银行就纷纷祝贺:你超过了中等收入。

但又怎么样? 制度不改,金融风暴一来,

它受到波及,马上又下去了,又回到了中等收入的陷阱阶段。所以,从低收入陷阱和中等收入陷阱就可以看出,走老路并不一定是没有风险的,而且风险不比改成新模式的风险小。

新旧发展模式更替, 为什么会变成革命的故事?

第二个问题是新旧发展模式更替, 为什么会变成革命的故事?

这是全世界很多经济学家在讨论的问题。对中国来说,旧的发展方式的影响是深远的;旧的发展模式持续了多年,严格说,中共十八大以后,中共中央才把新旧模式更替作为一场发展方式的革命。

尽管在强调开展供给侧结构性改革的时候,一再提到新发展方式对旧发展方式要替代,但路径依赖的影响不可小视。不少人认为中国的国情还是慢慢地改, 这样是一个大的问题,传统发展模式它是不会自动退出的,要挤它,这样才能找到新发展方式。

路径依赖在思想上成为一个障碍, 这个障碍是什么? 就是说既然是这样的要改,那就慢慢改,所以说它没有一种结构性,并且还认为这种发展方式的改变实际上是跟资源配置的改变结合在一起的。

根据以上所说的, 我们可以得出这样一

个结论,先要分清什么叫旧发展方式,什么叫新发展方式。

旧的发展方式就是走老路,跟着走,责任前人负了,这里没有新东西,反而可以避免创新的风险。这就是旧发展方式。新方式呢? 就一定要通过重要的改革, 通过一些革命性的改革才能做到。

最重要的是改革什么? 比如说让企业成为市场主体,这个就是一种改革,这个改革以后,就能够使企业真正自己经营,自负盈亏。还有通过新发展方式改革重在科技创新。科技创新能提供新产品、新产能、新功能等等。这个是重要的。你不跑这儿, 旧的怎么被替代,新的怎么把旧的赶走。

“改革”问题为什么这么急?

在这里还要说一个问题, 这个问题为什么现在这么急?

改革是不能拖的, 如果是长期在这里较量,是旧生产模式好,还是新的生产模式好? 经济在前进,企业它有同行,国内外都有,你不改就被淘汰了,不改就竞争不过别人了。所以这个念头一定要下。

再走以前的道路, 路径依赖的道路最后只能延迟经济的转变。这个转变是什么? 我们可以简单说, 什么大转变,旧的会转型的,就

是这样的。旧的是重数量、重速度,新的是重质量、重效果。企业是相互观看的,所以说不是不变,它没有感到压力不会变,压力在前面了,你不变就被淘汰,就是这种情况。置之死地而后生,应该有这样一种想法,但在我们现代却不是这样。

我们现在怎么样? 认为转变还是可以的,得慢慢来,别那么着急。为什么? 转变快了,新旧转换从哪里来? 转变快了,东西不足,引起物价的上升吗? 这样新生产的销路究竟何在? 在产品还没有出来之前, 你的创新是不是带来更大的风险? 有各种各样的争论,这些争论靠什么? 靠深入学习,深入学习十九大理论。

十九大理论讲的很清楚, 我们重在发展理念的转变。发展理念转变了, 你才能够前进,发展理念不转变,仍然是以前的发展,甚至盲目认为,我已经是路线都通了,不能再大干快上,这种对长期的转变来说,转型来说是不够的。所以这里应该提出这个问题。

高速度不是常态。很多世界上的国家走过高速都是暂时的,不能维持的,因为经济学家都知道,高速度不是常态。中高速增长对某些国家来说,走过了也不是常态,还在变,还在往下走。因为经济在发展,所以说在中国目前的情况下,不要再留恋高速度,中高速度就够了。

中国不能通过提高利息率的办法来应对美国税改压力

■ 余永定

美国的减税是美国 30 多年来在税收政策上的一项重大的调整。12 月 1 日众议院通过他们的方案,14 号我看到报道,参、众两院已达成妥协,年底特朗普很快就会公布美国的减税方案。

美国减税政策的理论基础是什么? 就是所谓的 Laffer 曲线,这个曲线的含义是什么? 横轴是税率,纵轴是政府的财政收入,当税率为 0 的时候,政府的财政收入肯定是 0,当税率为 100% 的时候, 政府的财政收入也为 0, 因为那个时候全部收入交政府,就没人干活了,在 0 和 100 的税率之间,必然有一点,这一点政府的税收最高,是多少? 是 50%? 不知道,它可能是 30%、20%、80%,这里没有结论。不管怎么说, 这是美国里根政府减税政策的理论基础。

美国经济学家对这条曲线给出什么样的评价? 我同美国不少经济学家还是很熟的,他们对此条曲线大都不以为然。一个非常著名的美国经济学家对我说, 不明白为什么这条曲线在中国这么有影响,他觉得很奇怪。2012 年芝加哥大学学者曾经作过一次调研, 请经济学家为曲线给出自己的评价, 结果支持 Laffer 理论的人为 0.71% 的人表示反对。可见,Laffer 曲线在美国学界并没有很大影响,Laffer 本人已经被边缘化了,经常发出一些愤世嫉俗的言论。

那么历史经验是否支持 Laffer 理论? 结论应该是不清楚的, 在很大程度上是不支持的。

举个例子,从肯尼迪、里根、老布什、小布什、奥巴马时期都存在着提高税收,提高税率和减少税率的做法,大部分的情况下,减税并未导致经济增长速度上升。这两者之间没有一个非常明确的相关关系。具体来看:

60 年代肯尼迪总统和约翰逊总统减税。1965—1966 年经济增速上升, 但是后来经济增速未上升。

80 年代,里根总统先后两次减税。最高边际税率由 70%降低到 31%。前期经济增速大幅上升,后期经济增速未上升。

老布什 1990 年增税,经济增速未上升。克林顿任总统期间增税,经济增速上升。小布什 2001 年和 2003 年减税, 经济增速未上升。

奥巴马时代减税,经济增速未上升。 总之,我想说的是,减税和经济增长以及其他经济变量的关系是非常复杂的,它们的关系是不确定的。

我稍微说一下此次美国减税的内容,这个非常重要,我们对美国减税到底是什么回事实际上并不太了解。这点可以从自媒体上的各类文章、甚至“误译”中看出来。当然,我也差不多。华尔街见闻有一个很简洁的表格说明, 我就利用这个表格就几个问题谈谈我的理解。到目前,我们看到的是参、众两院的不同版本。

第一个是税收等级划分问题。参、众两个版本划分的税级不同,前者 4 级,后者 7 级。其他没有很大不同, 两个版本的各级税率同现行税制的有关规定略有不同,但变化不大。

第二个是标准抵扣问题。抵扣额的基本含义就是免税额。过去,如果你是单身,你的收入是 6350 美元,根据标准抵扣,你实际是不用纳税的,比如你的收入是 1 万美元,抵扣之后剩下的 3650 美元就要交税。在标准抵扣之外,还有非标准抵扣。这里就不多说了。税改之后,标准抵扣额上升了近一倍。单身者的标准抵扣额上升到 1.2 万美元。已婚之家的标准抵扣而上升到 2.4 万美元。提高纳税门槛对穷人当然是有好处的。但也应该看到,在 2015 年美国三口之家的贫困线是 2 万美元。换言之,即便生活在贫困线以下,美国人可能还是要缴税的。

第三个是替代性最低税(alternative minimum tax, AMT) 问题。AMT 是什么意思? alternative minimum tax 这个短语和短语的中译容易产生误导。我们没有在美国纳过税,不

太了解。在美国你需要填两个税表,一个是标准税的,一个是所谓的“替代性最低税”,你要根据这两个表的要求,填写应该缴纳的税额。按两个表算出的税额是不一样的, 你要按照税额高的表去缴税。现在要废除替代性最低税,就是说你填一个标准税表就可以了。废除替代性最低税会产生什么结果呢? 据说是 对富人 有好处。原来填写两个表时,富人往往要按“替代性最低税”表的要求交税。这个表废除了,富人、穷人都填标准税表,富人要缴纳的税额就少了。

第四个是企业所得税问题。无疑,在这次税改中,最重要的是企业税的税率大幅度下降,由原来的 35%,降到 20%。

现在,参、众两院已经达成妥协,到底是什么样的妥协,不大清楚,但是一般认为,最终的方案可能会更接近参议院提出的方案。参、众两院要解决几个分歧:一个是企业税减税的时间表, 一个是个人所得税税阶和最高所得税税率如何确定,以及是否废除“替代性最低税率”。这三点两院观点有所不同,但这些分歧不是什么大不了的事。需要注意的是, 尽管参、众两院拿出妥协方案不难,但两院内部的分歧是极为严重的。民主党的议员都对税改方案投了反对票。共和党只不过是依仗在两院的微弱多数,强行通过了各自的税改法案。

需要大家注意的是, 不论税改到底能减少多数税,美国国会有法案,规定 10 年之内美国政府的新增债务不能超过 1.5 万亿。美国共和党人对增加财政赤字和政府债务是非常反感的。如果政府花费超过这个数额,他们大概就要让政府关门了。你在减税的同时,不压缩政府支出,就会导致财政赤字增加,导致债务增加。政府每年的债务都是有“天花板”的,碰到天花板就必须减少开支,哪怕政府停摆也在所不惜。所以美国政府并不是胡来的,它也是很理性的,现在减税,但政府的债务也是要控制在一定的范围之内。

减税对美国会产生什么样的影响? 经济

学家有各种各样的说法, 广泛接受的说法是会增加总需求,这个大家比较容易想象,减税会使企业增加投资, 增加投资自然会推动经济的增长。减税对于劳动力的供给会起到一定的刺激作用。但美国经济学家普遍认为, 减税在短期内的效益是比较大的,但是在长期效益就递减,超过一定时候就没有效益了,所以减税并不是灵丹妙药。

美国智库 TPC(税收政策中心,Tax Policy Center)对减税的影响做了预测。根据它的预测, 税改法案将令 2018 年美国 GDP 增长 0.7%, 2025 年后, 法案对产出的提振效应将迅速减弱,对 2027 年的 GDP 几乎没有影响, 令 2037 年的 GDP 增长 0.1%。据 TPC 测算, 在考虑利息支出、但不考虑宏观效应的前提下, 税改法案将使 2027 年联邦债务增加 1.7 万亿美元, 约占 GDP 的 6%;2037 年增加 2.1 万亿美元,约占 GDP 的 5.1%

TPC 还预测:在考虑利息支出、但不考虑宏观效应的前提下,税改法案将使 2027 年联邦债务增加 1.7 万亿美元, 约占 GDP 的 6%; 2037 年增加 2.1 万亿美元, 约占 GDP 的 5.1%。考虑宏观效应后,相应的债务增幅分别为 1.5 万亿美元和 1.8 万亿美元,分别占 GDP 的 5.3%和 4.3%。

美国经济学家对税改的评价是很有分歧的, 有一些不是特别有名的经济学家联名写信表示支持这个税改, 但我感觉美国大部分的经济学家, 特别是著名经济学家对于美国的税改是持反对态度的。他们普遍认为, 减税对于美国经济增长有点作用,但是作用不大; 短期有点作用,但是以后的作用不大。减税最终会增加美国的财政赤字, 会增加美国的债务负担, 对于经济的增长会起到反作用。此外, 还有不少人从减税扩大贫富不均的角度批评特朗普的税改。

减税有什么国际影响呢? 我认为它对国际经济的影响在短期,特别是在心理上,确实是有比较大的。美国企业税从 35%降到 20%, 这个肯定会促使一些美国企业把美国的资金

留在美国,把流出美国的资金汇回。而外国投资者则会把资金更多地转到美国。但实际影响如何还有待观察。影响资金流向的因素很多,绝对不仅仅是税收这个因素。

特朗普为把资金吸引到美国确实下了很大功夫。为了把跨国企业为避税在海外囤积了数万亿美元利润,吸引回国,跨国公司只需一次性缴纳 15.5%的税就可把利润汇回国内了。为了使跨国公司不再出于避税目的把利润留在国外, 税改还将对美国跨国公司留在海外的非生产性收入增加了 20%的附加税。

这是怎么回事呢? 比如说苹果公司,在爱尔兰没有任何生产,但却可能建一个皮包公司把如 1 亿美元的收入以版权收入(royalties)的名义存放在税率非常低的爱尔兰。税改后, 美国将对这 1 亿美元的 50%征收 20%的附加税。在缴纳了各种税负之后,苹果公司把利润存在爱尔兰同存在美国的税率就没有什么区别了。这样,苹果公司就没有动机把利润留在爱尔兰了。

还有一个值得注意的问题是, 美国将目前世界范围(worldwide) 征税体制转为属地(territorial)征税体制。前者要求对总部设在美国的公司的所有收入征税, 而不管收入是在哪个国家获得的, 是否在东道国已经纳过税。后者则只对公司在美国的收入征税。这种改变将增强美国公司的竞争力,并对全球贸易、投资、生产网络、价值链会产生影响。我不是专家, 希望有人详细研究这些问题。

中国怎么办? 国内的一致反应似乎是: 美国都改了,中国不改更待何时? 减税的呼声日渐高涨。中国应不应该减税? 减什么税? 如何减?

美国减税主要是减税个人所得税和企业所得税,中国企业所得税税率 25%。 个人所得税的税目分为十一小类。工资、薪金所得、适用 9 级超额累进税率, 月工资收入 8 万元以上适用最高税率 45%。80 万呢? 中国的高收入人群数目不小, 对这些人, 税率是否应该提高些? 这些是应该考虑的问题。
(下转 04版)