

刘元春：对未来金融特性的几点看法

我们要回归初心，回归到世界和增长的本原，回归到我们对于现代风险的理解上面，传统风险理解很重要，但非传统风险的理解可能更为重要。

目前形势变化很大，特别是二十大报告，用三句话进行了很好的提炼。

第一，百年未有之大变局加速演变，新一轮科技革命和产业变革深入发展。

第二，世界进入新的动荡变革期。

第三，我们国家进入战略机遇期和 risk 挑战并存，不确定、难预料因素增多的时期，各种黑天鹅、灰犀牛事件随时可能发生。

如果转化成一些专业术语，我们就会发现，的确是回归到初心和使命很重要的三个参照点。

如果简单地看世界的几大难题，在疫情之前，世界经济面临着三低三高。三低：低增长、低通胀、低利率；三高：高风险、高杠杆、高成本。

目前已演变为“一低五高”：其中，低增长，变为更低的增长，过去 20 年全球平均增长速度是 38%，未来 10 年的经济增长速度在 28% 左右，这是 IMF 的预测。世界银行的预测，过去 10 年平均增长速度在 36%，但是未来 10 年的经济增长在 25% 左右。这两个机构的平均预测，未来的增长中枢将下降 1 个百分点，这是一个历史的新低。

“五高”方面，在疫情和全球产业链供应链重构的背景下，全球通货膨胀特别是发达国家通货膨胀高企。高通胀导致大部分国家提高了政策利率；另外，全球的债务率和高杠杆进一步提升。据国际金融协会（IIF）专家称，全球债务总额在 2023 年第一季度增加了 8.3 万亿美元，达到 3049 万亿美元，全球债务比新冠大流行前的水平高出 45 万亿美元，而且很可能会继续快速增长。

高风险方面，传统风险的基础上还叠加了地缘政治的超级风险，非传统风险全面上扬。高成本方面，低通胀、低利率转变为高通胀、高利率，由此导致付息成本大幅上升。更重要的是，地缘政治冲突、疫情、绿色转型、价值链重构等直接导致各国的防务成本出现急剧上扬。去年全球的国防开支是 224 万亿美元，同比增长 38%。今年全球的国防开支，现在预估同比增长 10% 左右；美国今年的国防预算是 8700 亿美元，同比增长 14%；英国的国防支出 500 亿英镑；日本的国防开支增加了 126 倍。

因此我们就会看到，在滞胀中面临经济增长速度持续下降。下降的原因，一个是逆全球化，第二个是技术的孕育期，第三个是老龄化，第四个是高债务和高利率叠加带来的高风险。

大家都知道，去年一年，全球的基准利率平均上涨了 35 个百分点左右，全球的债务率在 300% 左右，光去年由于利率上调，导致全球的利息支出超过了全球 GDP 的 10% 左右。

这一项除了成本的变化，另外一个很重要的是定价机制将发生剧烈的调整，我们会从过去低通胀 + 低利率的组合，全面切换到一个高利率 + 高通胀的组合模式里面，这种组合模式一定会发生格局性的大变化。

现在的经济产生了一个超级成本冲击的时代。这种成本冲击，第一个转换成通胀，如果它不能够简单地进行技术创新的消化，就会直接冲击价格的终端。第二是冲击增长，我们看到低增长和高通胀的结合还会延续，原因是我们进入一个超级时代。这种时代里面会导致我们的两极分化、民粹主义、治理结构和民族主义。我们一定要回归到金融定价的模式上来，这是我们专业人士可能要思考的一个问题。

中国面临的几大问题可能更为严峻。第一个是跨越中等收入陷阱、稳步进入高收入国家的行列，这几年是我们

的关键。今年高收入国家的门槛值是 12900 多美元的水平，我们估计按照目前的速度来讲，我们应该是在 2025 年左右能够跨越这样一个水平。但是在这样一个阶段，恰恰是风险急剧爆发的阶段，这是我们需要关注的。

第二个是突破修昔底德陷阱的危险期，流转不平衡、不对称博弈的一个关键期。我们经常有 60% 的分界线理论，同时还有一个理论是 85% 分界线，也就是守成大国和新兴大国之间的 GDP 比重超越 85% 之后，双方的博弈模式会进入新的持久阶段。60%—85% 是大国之间博弈最容易擦枪走火的关键时期，这是需要关注的。

第三个是突破李约瑟之谜，解决卡脖子问题的关键期。我们能不能真正地突破美国的“小院高墙”，突破目前所形成的几大层级的围堵，这几年要见分晓。

第四个是突破金德尔伯格陷阱，以高水平开放和多边主义重构全球治理。

第五个是跨越明斯基时刻，持续创造无危机的增长奇迹。大家都在讨论房地产的第二轮冲击。第一轮冲击是去年。今年肯定会经历一个较长的第二轮冲击。这个冲击可能比第一轮还要艰难。

第六个，克服鲍莫尔病，实现中国产业持续升级。鲍莫尔病是产业升级中间由于不对称的变化，很可能导致非贸易品产业，劳动生产率较低产业价格变得更快，从而导致我们一些新兴行业陷入增长乏力的困局之中，从而导致我们的产业升级难以全面实现。目前大家高度关注的就是制造业比重的下降，以及高新技术产业持续增长能不能够突破我们的一些极限。

第七个，社会建设能不能突破拉美难题。

这些难题如果回顾下来，我们就会看到未来的金融形态。

第一个，增长速度下台阶，对传统金融定价模式带来的挑战，这是世界银行做出的各种统计，过去都在 3% 以上，尤其是新世纪前 10 年 3.86%。现在预测未来几年 2.3% 左右。增长中枢下台阶。我们未来的潜在增长速度也是面临着下台阶的问题，很重要的资产定价模型里面，我们无风险的收益率，增长中枢的下降一直会导致收益率中枢的下降。

很多人讲，我们目前告别了 10% 金融收益率时代，它将下降到什么样的阶段呢？我们的无风险收益率确定市场到底定位在什么水平呢？实际上是我们有一个不断试错的过程。这个不断试错的过程往往会出现政策利率无法向自然利率快速靠拢，因为我们认识有偏差，我们老想留恋过去收益较高的地方，永远容易把现在的低增长解释为我们的不作为。所以我们就体会我们过度作为所带来的很多问题。

第二个，大时代中系统性断裂带来风险导致传统定价模型难以计量。

1. 与疫情共存。
2. 战争。
3. 地缘政治。
4. 大国博弈+大变局。

这里面到底是政治的力量强，还是资本的力量强。这个时代一定要考虑，是传统风险在资产定价中起主导作用，还是非传统风险在资产定价中起主导作用。这里我们就会看到，一系列的非传统风险全面上扬，这是我们可能高度要认同的。

第三个，特别是国内大家热议的新技术爆炸的前沿时代，我们需要耐心等待、精心准备，技术创新的世界超级红利实际上过去 10 年是在快速下滑，风险投资面临挑战。但是中国可能跟世界的故事有一些变化。

前几年美国大学一个教授提出一个问题，我们可能还没有真正处于一个技

术爆炸的时代，而是处于下一轮技术爆发的孕育期。这个孕育期让我们思考，我们正在迎接，而迎接的时期是黎明前的黑暗，黎明前的黑暗我们怎么定价？这是一个关键。为什么这么讲？我们从一些理论，比如说一些长波理论看到，长波理论很重要的分界点就是经济大危机。如果 2008 年是经济大危机，停滞期和孕育期一般在 15 年左右，长的也有 30 年。下一轮真正的这种技术，能够对增长带来直接传递效应的到底是什么分界点？如果是 15 年，大家能够直观地感受到，也许今年是一个分界期。

因此，如果去看美国的一些专利和美国最近的一些变化，可能会给大家不同的一些感觉。大家都知道，去年我们讨论的是美国要出现衰退，但是现在美国一季度 2%、二季度 2.4%，好像还不错，不像大家想象的，这里面可能有一些新逻辑。包括其他的一些，霸权周期、全球的长周期，表示我们可能从更长的历史，对于当下节点的判断，有些认识可能是错的。我们对世界技术一些革命可能盼望心切，但事实上不是这样的。

同时我们也会看到，每一个技术浪潮所构建的几个阶段也是一样的，我们很可能是处于下一次导入期这样一个状况。目前我们也会看到，比如说新世纪之后我们各种专利的变化、全球专利的变化，就是技术下降更快，结构也在恶化。在这种结构里面我们会看到，最近的数字技术最新的变化，比如说 2019 年。还有一个，技术变化的模式也发生了一些革命性的变化，这些革命性的变化为中国提供了一个绝佳的赶超机会和弯道超车的机会，这就是我们所看到从“十三五”到“十四五”的布局，十九大到二十大的布局，这些布局我们认为在数字技术新浪潮全面导入的阶段，是恰如其分的，是时代赋予我们很重要的。

所以大家就会看到我们目前的创新指数，各种基础性的发生一些质变。这是最新的对中国创新指数以及相应的参数，国际知识产权组织做出的测算，这些测算表明中国正处于整个民族历史上最具有创新能力的阶段和一种技术创新大爆炸的年代，一共有五大类指标。这些指标里面很细，大家可以去琢磨一下。同时大家也会看到全球风险投资这几年的分布，对于亚太区，尤其是中国区域出现了明显的急剧上扬。

但是目前很重要的技术脱钩现象全面开始了，尤其是今年关于围绕半导体、人工智能、量子三个领域所做出的投资限定，标志着技术脱钩上升到新的高潮。这种高潮里面我们会发现，我们的一些基础参数虽然受到冲击，但是在全球的地位没有一个根本性的变化。这里面我们要思考的问题是什么？我们两条腿走路，第一条腿是科技自立自强的国家战略科技体系，第二条腿是市场导向的企业创新体系。我们的金融为这两条腿怎么来提供支持？

第一，如何为国家战略体系进行融资？目前政府创立了很多基金，的确很好，但是这种基金的份额是大还是小，这是我们要思考的。

第二，如何进一步支持企业进行产业化和市场化创新？这上面大家思考得非常多。有一个很重要的点，如何在两大战略之间寻找到无缝衔接和有机转化，我们这两条腿的功能是不一样的，我们两条腿走路要比人家的单脚跳跳得更好，你的配合、衔接很重要。我们目前各类融资工具、金融中介如何在市场和国家之间形成一种新型的金融形态、金融模式，可能是我们当下和未来高度关注的一个核心。

这是我们要思考的科技对于金融的要求，实际上要求我们对于科技创新未

来的新形势和新阶段要有一些新的思考。

第三，高债务、高杠杆和利率提升期，一定会带量一定时期的去金融化。我们一直在谈去金融化、去杠杆，但是全球金融在过去十几年里面，尤其是过去三年，不仅没有去金融，也没有去杠杆，反而进一步变本加厉了。我们也一样，我们从金融供给侧结构性改革，从金融整顿到现在，我们的宏观杠杆率持续上扬。因此，这就需要我们调整思路，我们对杠杆、对金融的战略定位到底是一种什么样的基础逻辑。这里面就需要我们在理论上要有一些新的思考。

这里面关注几个点，第一个是货币锚的变化。第二个是技术脱钩、金融脱钩现象加大，对锚定效应进一步的冲击会怎么样。金融是一个超级公共品，货币是金融中最基础的一个基础公共品，货币的锚定是我们金融定价锚定的基础。当货币锚被拔掉之后，金融定价的锚一定也会消失。没有锚定效应的全球金融会呈现出一些什么样的新逻辑，因此我们未来还要针对一些结构性的变化，对金融形态的进一步冲击。第一是养老，第二是去房地产化带来的财富管理和配置的问题。很多人讲，房地产资产下降，其他资产就会上扬。这种思考我认为是错的。原因很简单，我们的中枢和各种结构性变异，一定会带来协同效应，而不是跷跷板效应。如果不是跷跷板效应，我们该怎么做？第三个是大转型——绿色转型、数字转型、内循环与外循环转型带来的金融形态和价值理念变化。

我们要回归初心，回归到世界和增长的本原，回归到我们对于现代风险的理解上面。传统风险理解很重要，但非传统风险的理解可能更为重要。📌

（本文为上海财经大学校长、中国人民大学原副校长刘元春 8 月 12 日在“2023 资产管理年会”的演讲实录；本文转自 8 月 12 日“New Economist”微信公众号）

央企逆市拿地之秘

的 5 年期银团贷款。

招商蛇口、保利发展、华润置地和中海地产的加权平均融资利率为 3.78%，短期负债占比均不超 30%，控制在安全线以内。中海一年内到期的有息负债 3936 亿元，占总负债比例仅 146%。

值得注意的是，央企地产巨头普遍重视现金流管控。年报显示，2022 年保利发展继续强化现金流管理：一方面，加强资金回笼管控，去年销售回笼率 93.4%，连续 4 年超 93%。另一方面，以资金平衡为导向，灵活调整投资节奏，坚持“以销定产”，全年实现新开工面积 2375 万平方米，同比下降 54%。因此，保利发展连续 5 年实现经营性现金流净额为正。

中海的资金平衡术一直被业内模仿，但从未被超越。2022 年，中海境内外债务资金流入 9432 亿元，归还债务 7696 亿元，销售回款为 1907.7 亿元，其他经营回款为 111.2 亿元，总经营回款为 2018.9 亿元。同时，资本支出为 1835.2 亿元（其中土地成本为 1054.8 亿元，建安支出为 780.4 亿元），未付地价为 113.6 亿元，2023 年上半年到期归还银行及其他借贷、担保票据及公司债券合计 161.3 亿元，共计 2110.1 亿元。现金流基本平衡，保证资金安全。剩下充裕的在手现金，不管是拓展开发业务，抑或发展新业务，都显得更加游刃有余。

这就是地产央企敢于在当前市场狂飙的筹码。

未雨绸缪

那么，央企是否准备孤注一掷地在地产领域狂飙呢？

仔细研究地产央企掌舵者们的行程，不难发现，地产央企正在谋划更大的棋局。

今年初，中海地产董事长颜建国便辗转于港澳多地，先后拜会了香港前行政长官林郑月娥、行政长官李家超等，表态将积极参与北部都会区和明日大屿建设。

未几，颜建国转向内地，拜访江西省、无锡市和上海市等地区的相关领导。2023 年 6 月 25 日，颜建国拜会了深圳市南山区委书记黄湘岳，双方围绕中海在南山区业务发展、科技创新等内容进行深入交流。

招商蛇口董事长许永军参加了蛇口产业园 REIT 扩份额。据许永军的讲话，扩募份额的成功上市，进一步确立了招商蛇口产业园“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式与投融资机制，是招商蛇口产融结合、轻重并举的标杆举措。

不久前，保利发展董事长刘平与中国长城资产签署战略合作协议，他表示，保利发展控股与中国长城资产的战略合作具有重要意义，既是落实中央决策部署的有力举措，也是推动各自持续稳定高质量发展的有益探索。

地产央企一把心里十分清楚，在当前时代，业务狂飙的前提是财务稳健。📌

上接》01版