



北京大学国家发展研究院
National School of Development



NSD

第009期

北京大学国家发展研究院
简报

2022年9月

目 录

本期导读	01
------	----

学术聚焦	02
------	----

碳中和与转型金融 马骏	02
能源转型与转型金融 杨富强	08
双碳目标与转型金融的关键点 马骏、杨富强、何晓贝	11
围绕“双碳目标”建立科学明晰的转型金融框架 马骏	16

月度精选	21
------	----

中国现代化道路及其世界意义 姚洋	21
企业家何以与众不同? 张维迎	32
平台经济的创新、治理与繁荣 黄益平	37
广义数字治理与平台治理难点 江小涓	40
不确定时代的投资: 如何平衡收益与风险 黄卓	44

学院资讯	52
------	----



本期 导读

北大国发院简报

第009期

亲爱的读者：

感谢您的订阅，《北大国发院简报》第9期与您见面了。每一期，我们的原则都是一样的，在信息过载、高噪音、碎片化的时代，为您精选高质量的内容，同时也方便您用相对集中的时间深度阅读。

本期简报主要内容仍是“学术聚焦”与“月度精选”两大部分。

“学术聚焦”的内容来自国发院智库与国发院宏观与绿色金融实验室主办的第3期北大国发院“承泽论坛”。北京绿色金融与可持续发展研究院院长、北大国发院兼职教授、国发院宏观与绿色金融实验室联席主任马骏，北大能源研究院气候变化与能源转型项目高级顾问杨富强，以及北大国发院宏观与绿色金融实验室副主任何晓贝，围绕“双碳目标与转型金融”主题分享了各自的

深刻见解，并展开对话。我们又选了马骏教授发表在《气候政策与绿色金融（季报）》上的文章，对该主题做进一步补充与丰富。

本期的“月度精选”包含五篇文章，分别是姚洋教授从逻辑发展的角度对中国现代化道路的深度梳理，张维迎教授在EMBA开学典礼上对企业家精神与企业家决策特质的解读，黄益平教授和江小涓教授在第4期“承泽论坛”暨《平台经济：创新、治理与繁荣》新书发布会上对平台经济治理的建议，以及黄卓副教授对不确定时代投资市场的分析和投资建议。

感谢您的阅读，也欢迎您的反馈。在简报最后，我们附有订阅二维码和联系方式。

主编：黄卓
执行主编：王贤青
2022年9月25日



碳中和与转型金融¹

马骏

北京绿色金融与可持续发展研究院院长、北大国发院宏观与绿色金融实验室联席主任

中国金融学会绿色金融专业委员会主任、G20 可持续金融工作组共同主席

大家过去听到较多的是“绿色金融”，如今“转型金融”亦成为热门话题。我有幸代表中国担任 G20 可持续金融工作组的共同主席，今年工作组的重点是起草 G20 转型金融框架。

我今天的分享主要有三个部分：

1. 转型金融的背景和市场实践；
2. G20 层面所讨论的转型金融框架的五大基本要素；
3. 目前国内转型金融的进展以及下一步目标。

转型金融的背景

北京绿色金融与可持续发展研究院能源气候中心对“碳中和”行业的各项政策做了研究综述，其中涉及到能源、交通、建筑、工业等领域的现有政策以及碳中和情景下应当推出的政策，这些政策将有助于我国在 2060 年之前实现碳中和目标。该研究还梳理了实现碳中和的技术措施，包

括有关部委印发的文件内容以及业界专家、机构和行业协会提出的建议。

从政策角度来讲，有两类非常重要，一类是经济政策，另一类是非经济政策（行政干预类为主）。

经济政策，按经济学家的说法，主要是通过市场化机制配置资源，从而推动“双碳”目标实现的相关政策，包括财政、税收、碳市场和金融政策等。其中财政支出政策是指通过绿色补贴、绿色担保、绿色采购、政府产业基金等措施支持行业向绿色低碳转型。碳税政策，现已覆盖一些大排放企业，但很多中小企业是不是也应该被覆盖，目前还在讨论之中。碳市场政策，除了位于上海的碳排放权交易市场，我国还有 7 个地区性市场与即将重启的 CCER（国家核证自愿减排量）自愿碳市场。这些重要的市场化机制是为了鼓励、激励低碳企业，同时对那些减排不努力的企业施压。金融政策，主要指我国在过去 7-8 年里建立起来的绿色金融体系中的内容，包括绿色与转型

1. 本文根据马骏在2022年7月10日北大国发院第3期“承泽论坛”上的演讲整理。

金融标准、披露要求，还包括央行支持碳减排的货币政策工具，即央行拿出低成本的资金支持绿色低碳项目，并要求大银行对高碳产业做风险分析与管理，同时推动绿色金融产品创新。

经济政策之外，另一类是行政手段。通过行政手段，将全国碳排放总量目标一层一层往地方分解。

经济政策和行政手段之间需要建立起协调机制，二者也还在磨合当中。

绿色低碳投资需求

在前述背景下，从金融角度来看，我国到底存在多大的绿色低碳投资需求呢？

2021年12月，绿金委（中国金融学会绿色金融专业委员会）课题组发布《碳中和背景下绿色金融路线图研究》。该报告的结论是，在碳中和背景下，我国未来30年的绿色低碳投资累计需求将达到487万亿人民币（按2018年不变价计）。这一结论比其他机构的预测结果大很多，主要区别是统计口径不同，绿金委主要基于金融口径，其他机构主要是低碳能源口径。

这么多钱到底要投向何处？主要是能源、交通、建筑和工业领域。

以能源领域为例，依据清华能源研究所张希良教授的研究结果，2045年我国电力行业使用的能源中有95%为可再生能源，还有一小部分为煤电CCS，这表明我国未来20多年里对新能源的投资会非常大。

在交通领域中，新能源汽车肯定是投资亮点，也是实现低碳和零碳的主要技术路径。据北京绿金院绿色科技中心预测，我国在2030年前新能源汽车销量还会大幅上升。

绿色建筑也是重点。建筑物的能耗和碳排放占全球总量的40%。国务院已经提出，未来十年绝大多数新建筑都必须高标准节能节水的绿色

建筑。当然，建筑物的绿色标准并不意味着建筑物减排会有大幅度提升，因为很多达到星级标准的绿色建筑的减排提升幅度仍有限。未来，会有更多符合近零排放要求的建筑。几年前，我去参观过北京的第一个零碳建筑。从行业可持续性角度来讲，零碳建筑在大城市具备经济性。

绿色低碳投资在工业、负排放、材料、数字化等领域亦有巨大机遇，只是这方面的技术还不够成熟，需要很多能够容忍风险的投资机构参与，比如PE或VC。北京绿金院与高瓴研究院联合发布的《迈向碳中和2060：迎接低碳发展新机遇》报告对各领域的投资机遇做了较详细分析，其中提到工业领域中的工业电气化、废铁利用、电弧炉利用、水泥石灰石替代等技术都需要投资。

转型金融的意义

经过大概7年的发展，我国的绿色金融体系已经非常庞大，中国已是全球最大的绿色金融市场。截至2022年3月底，我国的绿色信贷余额已经达18万亿；绿色债券在过去6年累计发行大约2万亿，目前已拥有全球第二大绿债市场；据不完全统计，我国已有700多支绿色基金以及很多创新的绿色金融产品，如ABS、ETF、绿色保险、碳金融等。

总之，我国的绿色金融成长很快，尤其是在去年，绿色信贷增长33%，绿色债券发行量增长170%。

为什么还要发展转型金融？理由是，在传统的绿色金融框架下，转型活动没有得到充分支持。

首先，传统的绿色金融注重支持“纯绿”或“接近纯绿”的项目。以气候变化领域为例，绿色金融支持的一些典型项目为清洁能源、电动车，以及这些产业核心项目的投入品，比如电池等。

其次，在现有体系下，高碳行业向低碳转型的经济活动得不到充分的金融支持，因为绿色金



融目录中并没有完全容纳转型类经济活动。经过调研发现，属于“两高一剩”行业的许多企业，不管能否转型，其授信都被压降，哪怕这些企业有转型意愿以及很好的技术路径来实现转型。目前，已经被纳入或将要被纳入碳交易市场的八大高碳行业为发电、石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、航空。此外还有很多行业也有较高的碳排放，如老旧建筑、公路交通等。所有这些行业都需要在双碳背景下逐步减碳。

如果高碳行业向低碳转型得不到金融支持，会产生几个不良后果。

1. 转型失败或延迟。高碳行业减碳需要资金，否则就有可能转型失败或者转型进程被延迟，最终影响“3060 双碳目标”的实现。

2. 企业破产倒闭导致金融风险。高碳行业企业因为得不到资金支持而破产倒闭，对银行将演变成坏账，对股权投资者将是投资资产的估值大幅下降。

3. 企业倒闭裁员影响社会稳定。如果这些高碳行业由于得不到金融支持而出现倒闭、裁员，将成为社会不稳定因素。

实际上，转型活动比纯绿活动的规模要大得多，因此也需要更多的金融支持。目前，我国全部信贷活动中大约有 10% 被贴标为“绿色信贷”，而银行体系又是为整个经济提供融资的主体，因此绿色经济活动占到全部经济活动的 10% 左右，其他经济活动都可以被称为“非绿活动”。

非绿活动又可分为“可转型的非绿活动”和“不可转型的非绿活动”。可转型的非绿活动是指活动主体有转型意愿、能力和技术路径，得到金融和政策支持就有可能转型成功。不可转型的非绿活动也很多，活动主体已经没有转型意愿和能力，若干年后会退出市场。对那些可转型的非绿活动，应该通过建立转型金融框架，尤其是通过明确界定标准、披露要求和提供政策激励等措施，引导更多的社会资金支持其向低碳与零碳目标转型。

转型金融的市场实践

最近几年，国际市场上比较典型的转型金融产品叫做“可持续发展挂钩贷款（Sustainability-Linked Loans, SLL）”。SLL 的主要特征为：借款方承诺努力实现可持续目标（减碳目标），目标实现情况与融资成本挂钩；不对募集的资金做具体的用途规定；对借款方有严格的披露要求，主要依靠贷后评估披露，让金融机构与市场了解借款方是否具有实现承诺目标的能力，以确保产品的透明度。

另一个典型的转型金融产品叫做“可持续发展挂钩债券（Sustainability-Linked Bond, SLB）”。SLB 的主要特征与 SLL 类似，包括借款方承诺实现可持续目标，融资成本挂钩绩效实现情况；募集到的资金不规定具体用途；要求每年对 KPI 绩效进行第三方认证。但 SLB 比 SLL 的影响力更大。截至 2021 年，全球 SLB 累计发行规模达到 1350 亿美元，占所有可持续债券市场的 4.8%，参与的主体包括非金融企业、金融机构和政府支持主体等。

除 SLL 和 SLB 之外，国际市场上的转型金融产品还包括气候转型基金，目前数量还不多，通过股权投资的方式来支持转型活动。

自 2021 年起，转型金融产品在国内兴起，包括可持续发展挂钩贷款（SLL）、可持续发展挂钩债券（SLB）、转型债券以及低碳转型（挂钩）债券。最新的案例包括中国建设银行发放 SLL 支持绿色建筑项目、中国邮政储蓄银行发放 SLL 支持电力企业减碳项目、国电电力发行 SLB 支持风电装机容量扩充项目等。中行和建行已发布转型债券框架——《中国银行转型债券管理声明》（2021.1）和《中国建设银行转型债券管理声明》（2021.4），明确界定了可支持的领域和转型活动。此外，银行间市场交易商协会最近也发布了《关于开展转型债券相关创新试点的通知》。而转型债券与可持续发展挂钩债券的不同之处为，转型债券对募集资金的具体用途做出了要求。

转型金融虽然在国内国际市场发展很快，各方参与的积极性也很高，但也面临着几方面问题：

1. 从全球范围来看，缺乏权威的对转型活动的界定标准(方法)，容易导致“洗绿”(假转型)，或者金融机构由于担心“洗绿”而不愿参与；

2. 缺乏对转型活动披露的明确要求，或者提出信息披露框架的各主体要求各异；

3. 现有的转型金融工具比较单一，主要还是债权类工具，股权、保险类工具较少；

4. 政策激励机制缺位；

5. “公正”转型的理念没有得到市场实践的足够重视。

转型金融框架前瞻

目前，G20 可持续金融工作组正在起草 G20 转型金融框架，这一框架包括转型金融的五大核心要素：界定标准、披露要求、金融工具、激励机制和公正转型。

要素一：界定标准

界定标准是确定转型活动边界的方法，包括原则法和目录法两大类。

原则法对转型活动只进行原则性表述，要求这些转型活动主体用科学的方法确定符合巴黎协定要求的转型计划，并且获得第三方的认证。原则法现在被 ICMA、日本金融厅和马来西亚央行使用。换句话说，原则法并不告诉你哪些活动属于受认可的转型活动，需要主体花费较高费用请第三方专业机构给予认证。

目录法是以目录(清单)方式列明符合条件的转型活动(包括技术路径和对转型效果的要求)，类似中国的绿色金融目录。目录法已被欧盟使用，欧盟可持续金融目录中已经明确包括了“转型活动”，如果把这些活动单独列出来就可成为“转型目录”。目前，至少五六个国家的金融监管部

门正在编制转型目录。中国银行、中国建设银行和 DBS 等国内外金融机构已经编制转型目录，明确几个主要高碳行业中的一批转型活动，然后为它们融资。转型目录一般以清单形式列明符合条件的转型活动，其中包括对技术路径和转型效果的要求。

转型活动的界定标准主要应该达到以下几个目标：

1. 降低对转型活动的识别成本和“假转型”风险；

2. 至少覆盖企业和项目两个层面的转型活动

3. 根据技术、政策变化进行动态调整；

4. 要求转型主体(企业)有明确的转型方案，包括短期与长期实现净零目标的行动计划；

5. 转型目标必须基于科学方法编制，并与巴黎协定目标相一致；

6. 转型活动遵循“无重大损害原则”，如不能增加环境污染或破坏生物多样性等；

7. 明确在哪些条件下应该获得第三方认证。

要素二：信息披露

对转型活动的信息披露要求包括，转型主体(企业)的转型目标、计划和时间表；以科学为依据的中长期转型路径；企业的范围一、范围二温室气体排放数据，以及与转型活动相关的范围三排放数据；企业落实转型计划的治理模式和具体措施，如碳排放监测、报告体系和内部激励机制；转型活动的进展情况和减排效果；转型资金的使用情况；各种保障措施，如 DNSH 的落实情况。

要素三：政策激励

政策激励包括：财政手段、碳交易机制、政府参与出资的转型基金、金融政策激励和行业政策杠杆。具体而言，金融政策激励包括货币政策工具、贴息和金融机构考核评价；行业政策杠杆包括为新能源项目提供土地等；财政手段包括补



贴、税收优惠、政府采购等措施。

我们为支持绿色金融发展已经实施了很多金融政策激励措施，像央行有支持碳减排的政策工具，地方政府为绿色贷款提供担保、贴息，中央和地方层面的政府背景的基金等。未来，这些工具中的大部分都要用到支持转型金融上。

此外，还有行业政策杠杆激励机制，比如，很多企业要用绿电才能够减碳，政府就要给它们提供新能源的指标，如果他们要自建新能源设施，还要给他们提供土地。所有这些激励机制构成了整个政策激励框架。

要素四：融资工具

目前已经有很多债务型融资工具，以后还要大力推动股权类融资工具，包括转型基金、PE/VC 基金、并购基金等，以及保险和其他风险缓释工具、证券化等。对各类转型融资工具的使用，都应该要求融资企业明确转型的短、中、长期转型目标与计划，披露转型活动的内容与效果，并设置与转型效果相关的 KPI 作为激励。

要素五：公正转型

备受关注的的问题是，某些转型活动可能会导致失业、能源短缺和通胀等对经济社会的负面影响。要缓解转型活动产生过多的负面影响，就应当做一些配套安排。具体包括，要求企业在规划转型活动时评估对就业产生的影响；如果转型活动可能导致严重失业，且社保体系无法提供充分保障，应要求转型企业制定应对措施（包括再就业、再培训计划），帮助失业员工找到新的工作；披露转型对就业的影响和应对措施；考虑金融融资条款挂钩的 KPI。

国内转型金融的进展

国内在构建转型金融框架方面主要有以下进展：

1. 人民银行正在研究转型金融的界定标准和

相关政策；

2. 发改委等多部委已出台一系列与转型路径相关的指导性文件，可作为转型金融目录的编制依据；

3. 绿金委设立了“转型金融工作组”，组织业界力量开展转型金融标准、披露和产品方面的研究，以支持监管部门的工作；

4. 一些金融机构包括主要的银行，正在开展转型金融体系建设，争取对高碳行业的企业做到“有保有压”，在风险可控前提下，精准支持转型活动，而不是像过去那样用“一刀切”来压降对“两高一剩”行业的贷款；

5. 在地方层面，浙江省湖州市已经出台我国第一份地方版的转型金融目录，启动第一批转型项目，对转型项目提供了激励政策；其他一些地区也在编制转型金融目录，推进示范项目。

以下是转型金融的典型示例，包括转型主体的转型路径和预期效果。

案例一，某市石化行业减排。通过能效提升，能源结构调整、外国能源低碳化、CCUS 等技术路径，该市石化行业碳排放情景的预测结果为，成品油 2025 年达峰，氯气替代、乙烯等基础石化原料需求在 2035-2040 年之间达峰，该市石化产业 2060 年前实现碳中和。

案例二，某煤电转型企业融资。目前，这家企业煤电大概占 90% 左右，计划到 2050 年可再生能源与安装 CCUS 的煤电发电占比达 99%，在 2055 年前实现碳中和。该企业的转型技术路径包括，现有煤电设施的改造、CCUS 技术的使用、扩大光伏和风力发电、发展储能等。该企业的融资方案列出了 2022-2030 年的累计融资需求，其中涉及到 40% 的股权融资、20% 商业银行转型贷款等。

案例三，宝武钢铁公司转型。通过一系列技术路径，宝武力争在 2050 年实现“碳中和”，同时已经发起设立宝武绿色碳基金，其中相当部

分的资金是投资到宝武产业链上的减碳活动。

对地方政府的建议

作为地方政府，如何推动转型金融？这也是我最近到地方做调研时提出的建议，我认为至少有以下几个方面内容。

第一，选取重点行业建立地方转型金融项目标准（目录）。在国家层面的转型金融目录还没有出来之前，如果地方政府想要提早将转型落地，可以先建立自己的转型金融目录。

第二，将转型项目纳入绿色项目库与金融对

接平台。完善绿色项目库管理制度，将转型项目纳入绿色项目库，支持转型企业对接金融资源。通过绿金平台，对接银行、保险、基金等机构的融资服务以及政府激励措施。

第三，启动转型示范项目，建立转型基金。在重点高碳行业选择一批转型示范项目，以展示在本行业如何实现更加有效的低成本转型。建立低碳转型引导基金，为部分转型企业补充资本金。

第四，为转型项目提供激励机制。运用绿色金融现有的激励机制构建重点支持转型项目的创新型激励机制，包括担保、贴息、新能源指标、土地使用甚至实行差异化电价等措施。



能源转型与转型金融²

杨富强

北大能源研究院气候变化与能源转型项目高级顾问

化石能源的前路

我国已制定 2020-2060 年的碳排放目标、路线图与时间表。我们的工作方式是先把远期目标制定好，再按时间分解具体任务，各地方、各部门也在做“1+N”的工作。

要了解化石能源退出的具体路径，需先从碳排放与化石能源消费达峰的时间进行分析。

首先是煤炭消费达峰。我们原以为煤炭消费峰值在 2013 年，2013-2020 是处于平台期，煤炭消费下降后又反弹，特别是 2021 年新高，达 42.3 亿吨。目前预计煤炭消费在 2023 年左右达峰，峰值为 43.5 亿吨（实物量）。

其次是化石能源中的石油消费达峰。目前全国通过交通电动化、禁止和减少塑料生产以及提高石化生产率等措施降低石油消费，预计石油消费会在 2025 年左右达峰，峰值为 7.3 亿吨。

再次是碳排放达峰。中央提出“3060”目标时，“碳达峰”对我国能源行业和能源界专家震动不太大，“碳中和”带来的震动很大，没想到要在这么短的时间内实现碳中和目标。预计碳排放将在 2025-2027 年之间达峰，峰值会在 110 亿吨至 115 亿吨。

最后是天然气消费达峰。天然气是比较清洁

的能源，预计在 2030-2035 年达峰，峰值估计为 7200 亿立方米。

依据上述情况，2030 年以后我国的化石能源消费将逐渐下降，可再生能源消费会逐渐上升。从上述目标也可正向推出我国各种能源消费在 2025-2050 年的大致情况。

实现 2060 年的碳中和目标，意味着我国的一部分碳排放要通过各种碳中和方式抵消掉。目前各界研究达成共识，到 2060 年我国最多只能有 15-20 亿吨的碳排放量。据此，从 2021 年到 2050 年，我国的煤炭消费量在全部能源中的占比要从 56% 降低到 2%-3%，石油要从 19% 下降到 5%，天然气要从 10% 降到 8%。最后整体情况是，化石能源消费占全部能源的 15%，其它非化石能源消费占 85%。到 2050 年，我国的碳排放总量只能维持在 17 亿-20 亿吨，否则到 2060 年就不能通过其它方法把碳排放抵消或者中和掉。不过随着各种技术的进步，2050 年的碳排放总量可能会低于预期值。

从各部门情况来看，电力部门和交通部门会争取在“十四五”期间实现碳达峰，建筑部门估计要到 2028 年甚至 2030 年才能完成目标，而工业部门总体在“十四五”期间可以实现碳达峰。总之，各部门将以各项政策措施和技术方法全力实现煤控和碳达峰目标。

2. 本文根据杨富强在 2022 年 7 月 10 日北大国发院第 3 期“承泽论坛”上的演讲整理。

再看各地的情况，地方退煤路径是抓重点的煤耗区域。从全球各国的煤炭生产量和消费量排名看，排在前七八名的国家和地区有不少是中国的中部省份，包括内蒙古、山西、陕西、山东等省。这就给我们提出一个问题——这些煤炭基地怎么转型？现在提出来的转型金融应该如何支持这些地区转型。

很多煤炭基地在安全生产方面存在隐患，导致煤矿事故经常发生，但绿色金融又不支持煤矿将融资用于解决安全问题，而现在转型金融就应该把支持煤矿安全生产列为重要的工作内容，以此推进地方能源转型。

所以，在完成能源转型这一艰巨任务时，我们的绿色金融和转型金融也在做调整，这也是近年来受国际国内形势影响所致。

碳中和是推动能源与金融转型的新引擎

碳中和是推动能源转型和社会经济发展的新引擎。碳中和促进新技术的研发、实施、示范和应用，并催生出新业态和新生产模式。从这个角度来看，应积极推动碳中和目标实现，而不要只关注其对经济发展造成的一些暂时影响。

认识碳中和可以从四个层次来看。

1. 碳中和提高环境生态自然资本。如果我们减少碳排放和自然灾害，保护好环境，那么绿水青山就能够增加环境生态自然财富。

2. 碳中和促进能源转型。化石能源消费要逐步由非化石能源消费取代，未来的能源系统就不像现在这样由煤、油气和可再生能源共同组成，而是以电力、电气化为主的新能源系统。

3. 推动技术管理体系创新，促进经济内循环。除了促进金融转型，碳中和还促进新业态出现。电动汽车的出现并没有摧毁传统的汽车产业而只是改变了耗能模式，所以电动汽车可以获得较快发展。这和煤电的情况还不一样，如果将来大部

分煤电要退出，前面产生的煤电投资恐怕就要面临问题，所以煤电退出的阻力也比较大。碳中和催生各种新业态、新经济模式和新企业，促进我国经济获得高质量发展并形成新的增长模式。

4. 推动国际贸易。利用碳中和目标下的绿色产品推动国际贸易，目前绿金委（中国金融学会绿色金融专业委员会）已经支持有关部门对此做研究，我认为在此基础上还应扩大支持范围，比如把转型金融也纳入进来。

我国能源转型正受到挑战。2021年经济同比增长5.5%，能源消费增加约5.2%。其中，煤炭消费上涨4.6%，增加近2亿吨；碳排放增长4%，增加4亿多吨。2020年新冠疫情、2021年疫情后经济反弹、2022年俄乌冲突等国内外形势导致能源供应安全问题成为重中之重，由此增加能源消费趋势的不确定性。即便如此，正如中央所要求的那样，我们仍然要脚踏实地推进、坚定不移地实现碳中和目标。

煤炭消费的增减分布

2021年，我国煤炭消费增加的领域包括，高耗能部门电力增加10%，交通领域中电动汽车增加151%，建筑领域中农村和城市新增建筑面积导致11%，都增加发电煤耗。

煤炭消费减少的领域主要源于散煤治理、钢铁和水泥产量得到控制。

因此，在控制产量下，我们的转型金融应该从哪些方向来支持煤炭项目？对此恐怕会有不同结论。严格控制煤电项目仍然是中央的决策，这一点并没有改变，但也有些特殊情况，比如两湖一江地区恐怕还要上一些保障性煤电，部分地方还需要上煤炭项目来支持经济发展等。

从与煤炭消费有关的主要政策可知，中央始终没有改变严格控煤的态度。原来是“严格控制煤炭消费增长”，现在是“严格合理控制煤炭消



费增长”。“合理”就是指要保证能源供应安全。政策中也出现了“新增可再生能源和原料用能源”可以“扣除能源消费计算”这样的新提法，这对煤化工发展会产生哪些影响都值得关注。

2022年1月公布的《“十四五”现代能源体系规划》提到，电力占终端能耗30%左右。把电力占终端能耗作为一个约束性指标，是因为将来会普及电气化。2050年电气化将占终端能耗95%，2060年占97%，电气化将成为能源消费的一个主要模式。因此，转型金融要把将来的能源转型模式作为大力支持的方向。

《“十四五”现代能源体系规划》中没有提到能源消费总量、煤炭占比、煤电供电煤耗等强制性指标，恐怕与当下发展形势面临很多不确定性有关，包括新冠疫情还未彻底消除等原因，所以规划中突出强调了能源安全。但是关于煤炭占比和煤电供电煤耗的指标，我个人认为还是应该提出来，因为目前煤耗量仍较大。

电力转型目标，是构建以新能源为主体的新型电力系统。在此路径下，2020年传统电力系统在可控、可用等原则下向新型电力系统1.0转型，煤电开始逐渐退出；2035年新型电力系统1.0建成，开始强化电气化；2050年煤电基本退出，只在某些特殊场合保留一定的煤电装机容量应对

突发事件；2060年新型电力系统2.0建立，煤电将彻底退出。构建新型电力系统面临新一轮技术革命，包括新型储能、氢能、CCUS（碳捕获、利用与封存技术）等，这些都需要转型金融来支持，并作为转型金融重要的投资方向。

钢铁行业的问题与挑战

从产量和产品结构来看，我国对粗钢的需求量仍将保持高位。我国仍处于工业化阶段，且处于中后期。尽管现在钢铁的产量受到控制，但未来也至少有几亿吨的产量。未来我国的钢铁产品结构将逐步向高性能、高质量和深加工方向发展，节能减碳压力将更大。

在工艺结构方面，我国正推进废钢资源高效利用，有序引导电炉炼钢发展。在技术方面，氢冶金等煤炭替代技术目前还处于研发示范阶段，氢气的价格和来源也将成为制约氢冶金规划发展的重要因素，这一问题也是转型金融要考虑的一个重要方向。

总体来讲，中国能源发展路径是“摆脱煤炭依赖，跨越石油时代，拥抱新能源的未来”。这和国际上一般国家经历的“进入石油时代”路径不一样，我们要“跨越石油时代”。

双碳目标与转型金融的关键点³

马骏

北京绿色金融与可持续发展研究院院长、北大国发院宏观与绿色金融实验室联席主任
中国金融学会绿色金融专业委员会主任、G20 可持续金融工作组共同主席

杨富强

北京大学能源研究院气候变化与能源转型项目高级顾问

何晓贝

北大国发院宏观与绿色金融实验室副主任

何晓贝：转型金融是一个很新的话题，国际上有很多争议，政策也在演变过程中，所以有很多疑问希望跟两位老师讨论。马骏老师提到，转型金融的机制设计跟绿色金融不一样。绿色金融相对比较简单，而转型金融涉及到很多很复杂的环节。这么复杂的体系和成本比较高的背景下，这些金融产品的商业可持续性如何？金融机构有没有动力来发展这些产品？中国的金融市场相对来讲还不够成熟，复杂的金融产品在市场上发展前景如何？

马骏：这确实是非常重要的问题。转型金融的识别成本比较高，首先得识别它所支持的转型活动到底是不是真的转型活动。这也是为什么G20要搞出一套框架来指导各个国家的监管部门，以编制符合各国情况的转型金融的界定标准。

界定标准的制定方法有两种：一种叫原则法，一种叫目录法。这两种方法对不同主体的成本不同，各国可自选。原则法的编制成本较低。原则法简单讲就是，只要符合《巴黎协定》的要求、

而且得到第三方的认证，都可以被认定为转型活动。从政府监管部门的视角，给出原则很简单，但成本会被转移到操作转型金融活动的金融机构和企业，因为必须要找第三方机构，而这些机构在西方发达国家往往会产生很高的费用，需要几十万甚至上百万美元做一个合格的转型活动，把短期、中期、长期目标界定清楚，技术路径讲清楚，每一个路径下在多大程度上能够减碳，何时能减多少，都需要算出来。某种意义上说，成本是从监管部门转移到了落地的机构，可能是金融企业，也可能是实体企业。

还有一种方法，就是中国准备采用的目录法。目录法的主要目的是要降低转型活动的识别成本。我们过去有绿色金融目录，对绿色信贷、绿色债券、绿色产业都有目录，这些目录比较容易看懂。比如绿色产业目录60多页，总共211类，每一个大类中有小类，小类中再有更细的分类，每一个分类当中有具体的项目名称和描述。一个企业要想获得绿色融资，在目录中去对标，找到相应的内容，就可以符合绿色目录。

3. 本文根据马骏、杨富强在2022年7月10日北大国发院第3期“承泽论坛”上的对话整理，对话由何晓贝主持。



未来的转型目录也是同样，要把这些符合条件的转型活动列清楚。当然，列清楚也要有一定的成本，监管部门得花很大的力气去做。比如有10个转型行业，第一个转型行业可能有7条路径，第二个转型行业有8条路径……加起来总共是100条路径，每条路径的技术基本要素需要讲清楚，能够实现什么样的减碳效果也要讲清楚。所以，编制过程的成本较大，可能有的要花半年以上甚至几年时间才能编制出来。不过，一旦编制出来以后，使用者的成本下降，只需到这个目录里去找，不需要花很多钱去找第三方机构认证。当然，也可能要做一个低成本的认证，具体采用什么方法是各个国家的选择。

到底在认证方面要有多强的要求，这一点在G20的文件中可能不会有太明确的说法，因为G20需要尊重各个国家监管部门自身的意见。但对此可能会有几个选项：如果你选择原则法，肯定得有第三方认证，否则很容易出现“假转型”（transition washing）。如果选择目录法，其中就要分几类，如果识别起来一目了然，可能就不需要做第三方认证。但如果目录当中虽然有，而企业活动跟目录有点相似，并非100%属于目录，可能仍需要第三方认证；还有一种情况，目录中的所有活动都需要认证，但不需要太复杂严格的认证，只需低成本的认证。

各个国家不管怎样选择，都要在实际操作过程中尽可能地达到既能防止假转型，又能减少识别成本的目的。

还有一点，不同规模的企业在使用转型金融工具时面临的成本不同。如果是一家很大的上市公司，花几十万美元甚至上百万美元请第三方做一个符合条件的转型计划并非很大的成本；但对中小企业这一成本就显得特别高。管理部门就要想各种各样的办法，帮助中小企业降低成本。比如对低碳园区中所有中小企业都提供标准化的转型服务，就有可能大规模地降低转型服务的成本。举个例子，如果一个园区中的企业都需要有标准化厂房的节能改造，都需要标准化加装光伏设置，

只要考核一个服务提供商提供的服务能否达到转型金融的标准即可，就能降低中小企业客户的转型金融服务识别成本。

何晓贝：因为成本很高，尤其是识别成本和监控成本，从经济学的角度来讲，原则上比较适合股权融资，不太适合债权融资。因为如果对债权人来说监控成本太高，一般会通过要求抵押品的方式来减少信息不对称。我们也看到在国外的实践中，股权融资占比比较大。中国的股权投资市场相对不太成熟，包括退出机制，在这种情况下，中国的转型金融应该往哪个方向发力？是股权融资还是信贷产品、债券产品？在政策层面应该怎样支持和鼓励不同类型融资方式的发展？

马骏：支持转型金融的工具选择一直是重要议题。我讲过，既要债权类工具，也需要股权类工具。

发展股权类的转型金融工具有几个原因。

1. 很多转型企业的负债率很高，比如中国一些地方煤电企业，负债率高达70%-80%。如果在80%以上，其实借不到钱，银行不会放贷，在债券市场上也发不出债券。这种情况下要转型，就得先有股权融资，把负债率降下来。

2. 这些转型企业往往有一些新技术，但不一定很成熟，存在技术失败的可能性。在这种情况下，债权的提供方会很谨慎，怕以后自身的不良率很高，未必愿意参与此类活动。因此对股权融资的需求更高，像PE/VC基金的风险容忍度更高。

3. 大量的中小企业需要转型。由于抵押品不足，他们本来在获得银行贷款、发债融资时就已经面临很大的困难，因此通过股权融资支持中小企业的低碳转型也非常合适。

对于具体做法，我有几点思考。

1. 政府要做表率。在欧洲大陆和英国已经有政府背景的转型基金，我国也在研究他们的经验。政府做了以后，会有很多民间基金跟进，从而带动更多的社会资本参与，为转型活动提供股权融

资。我们希望从中央到省级地方政府，都应该考虑推出自己的转型基金。

2. 要鼓励和支持现有的股权投资机构，包括PE/VC、并购基金，转向支持更多的转型活动，而不仅仅是盯住一些传统意义上的纯绿项目、高科技项目等。

3. 支持鼓励长期资金参与转型活动，比如保险资金、养老基金等，从管理期限错配风险的角度，这类资金更适合于中长期投资，而转型投资往往是中长期投资。

何晓贝：想问杨富强老师能源转型方面的问题。过去一两年相关部门提出了碳中和，要退煤，后来因为出现能源压力又回归到保供。政策的反复经常给大家造成错觉，到底将来是不是真的要退煤？

杨富强：退煤是一个目标，而保供是一个具体步骤。退煤是我们能源的长期发展战略，只不过现在由于新冠、俄乌冲突等各种原因，把“低碳、绿色、安全”中的“安全”因素放在了前面。

所以，退煤和保供是一致的，当然也有一些矛盾，就是如何在低碳发展中保障能源安全稳定供应。去年我们经历过拉闸限电，这只能是短期措施，长时间不能允许，因为会延误经济发展。所以，保供是根据某一个时段的情况来做。如果不能把长远目标和目前的实际情况结合起来，我们朝这个目标发展的过程中会出现更严重的挑战。这就跟扭秧歌一样，一左一右才能朝着目标前进，黄河是弯弯曲曲地奔向东方，不可能一帆风顺，要根据当前的情况做出一些适当的政策调整。

何晓贝：煤炭和煤电企业应该怎么做中长期规划？在政策不确定性下，您怎么看不同企业之间的转型计划？

杨富强：如果以煤炭行业为例，发展比较好的国有企业应该目标长远一点，也就是其产能比较好，煤炭质量、安全、供应会做得比较好。小煤矿已经淘汰不少，煤矿的产量从原来的 77 万

吨到现在 100 多万吨，留下来的都相对优质。随着时间推进，我们的需求量会减少，留下来的煤矿企业会更好。

对于煤炭企业，要看自己所处的位置，做好各种准备。比如，有的煤矿企业现在也发展可再生能源，内蒙的条件可能比较好，山西条件稍微差一点，但也在发展多种经营。煤炭企业一定不要再把煤炭作为永远的发展目标，需要多元化经营，如果还要在能源领域发展，就做可再生能源，包括氢能，并且还要提高能效。

何晓贝：发达国家已经有几十年的退煤经验，对中国有无可借鉴之处？

杨富强：可借鉴之处非常多。发达国家都是从依赖煤炭进入了油气时代，有经验也有教训。教训方面，比如英国对煤矿强行关闭，引发大型示威活动，当时撒切尔夫人不得不派军警镇压，造成流血事件。美国匹兹堡和德国鲁尔原来是钢铁/煤炭混合型城市，通过转型，现在匹兹堡变成高科技城市，鲁尔成为一个很有名的以旅游为主、多种产业共同发展的城市。这些城市中不会产生比较大的抵触情绪，实现了平稳转型。

中国在这个问题上应该有充分的考虑。比如 2016 年国家在进行供给侧结构性改革时，当时中央为钢铁和煤炭两个主要部门储备了 1000 亿元，以预防负面情况，结果大部分地区平稳过渡。社会保障部门和各个地方政府也积极行动，再加上后来煤炭产业又恢复消费增长，并未有重大影响。当然，黑龙江等个别地方储备措施和资源不足，导致一些工人上街闹事。

中国是大国，很多省份的煤炭消费比很多的国家都多，所以政府对煤炭基地的大省转型一定要高度重视。今天讲的金融转型都应该认真考虑，好好规划统筹设施、技术、金融、社会保障。不要等煤炭产业下滑很厉害时再行动，避免为时已晚、回天乏术。

另外，国外是从煤炭时代转到油气时代，而中国没有油气时代，要直接跨越。这里面有经验



可以借鉴，我们光靠可再生能源来替代煤炭并不够，不能走得太快。国外天然气替代煤炭还是很主要的方式，所以，我们在比较短的时间里，比如在 2035 年之前，还是应该发展天然气来代替煤。

何晓贝：不同省份在能源转型方面遇到的挑战不同，需要有中央的统筹协调，以突破地区之间的阻力，如何来进行这样的再分配？另外，不同类型的人群可能会面临不同的挑战，如果有大量失业人群，其中技术水平或知识文化水平高的也许转岗轻易，反之则难。这种情况下，公正转型怎么落地？政策层面上应该做哪些配套措施？

马骏：公正转型这个问题还处于比较早期的讨论阶段，各国均尚未有特别成熟的实施方案，只是都把这个问题的提出来。我初步考虑，可能有三套体系都需要强化：

第一套是现有的社保体系。理论上讲，大部分就业人群已经被社保体系覆盖，如果失业，应该在一段时间里可领失业保险，在社保体系之下也有一些政府主导的再就业培训计划等。社会保障体系需要强化，以兜住一部分由于转型所带来的失业。但光靠这一个机制肯定不够，有些地方因为是长期积累的历史问题，尤其是产业结构特点问题，使得转型挑战很大。尤其山西、内蒙等有大量的煤炭及其相关产业，如果都要转型，新产业不一定能吸纳这么多就业人口。这就需要另外两个机制。即金融机制和行政手段。

第二套是金融机制。因为从绿色金融的经验来看，绿色投资当中 90% 左右都得靠市场化的资金，只有 10% 左右靠政府资金。未来转型金融所需要的投资量，估计 90% 都需要社会资本参与。其实就是要金融体系来动员，政府可能花 10% 左右的钱来支持一部分转型活动。因此，市场化的资金所推动的转型活动本身也应该要考虑到公正性，这就是我们前面讲到的转型框架五大要素中的第五个要素——公正转型要素当中的一些具体内容。如果是一个金融机构支持的转型活

动，就应该要求转型主体（企业）先要评估计划当中的转型会不会导致大规模失业。如果会，就得采取措施，比如再就业计划、培训安排。对一些年纪较大、快退休的员工能否安排提早退休，再给一些激励和补偿。比如，金融机构和市场的投资人能不能跟这家企业达成协议，如果在公正转型方面的社会指标做得好，可以获得低一点的利率，不能低太多，但低一点就有激励作用。这是从市场角度的做法，可以强化企业在公正转型方面的努力。

第三套是行政手段。比如，各级政府，包括中央政府、省级政府，能否搞一些公平转型基金，解决全国和地区性、行业性问题。中央的转型基金能否重点去解决煤炭和煤电这些行业的转型问题，因为相对来讲比较集中在五、六个省。这些省和行业在历史上为国家的经济发展做了很大贡献，从某种意义上讲需要自上而下做一些转移支付，帮助这些地方解决转型带来的社会问题。另外，中央向地方的传统转移支付机制当中也应该考虑到公正转型的问题。因为转移支付有两大类，一类是有具体项目的转移支付，还有一类是按照公式计算的中央必须要向某个地方提供的转移支付，这个公式里可以把转型的需求纳入，如此就能让山西、内蒙等地方在中央向地方的转移支付当中获得更多支持。

杨富强：搞好公正转型很重要的一个政策是“一把钥匙开一把锁”，不要一刀切。刚才我讲了四五个煤炭基地情况都不太一样，比如内蒙发展可再生能源非常好，如果将来其煤电企业转到可再生能源方面问题不大，但山西、陕西恐怕就有一些问题。所以，针对各地的具体情况来制定一些具体的、可实施的公正转型的战略非常重要，一刀切会使很多事情反复。

对于中央的转移支付。比如几个省的生态环境破坏得非常厉害，像山西挖了将近 100 年的煤，养活全中国的能源需求，自己牺牲了青山绿水，所以要有生态转移支付。

生产力布局也很重要。可以有意地把一些重要产业分布到这些地区，来帮助它们。

社会支持同样不可或缺，中央要给他们一些优惠政策。西北部地区条件本来就差，需要更多支持，这些支持专门花在公正转型上。如果没有这些支持，转型会很难，转型时间也会拖得很长。

我们调研中也发现，西北地区的可再生能源资源非常丰富，现在开发了很多，但除了送出去之外，当地消纳能力不行，这也阻碍了可再生能源的发展。所以我们还要创造条件，提高“一带一路”的能源运输条件，同时让东部的大中小企业转移一些过去，让西北地区富起来。西北地区很重要，但现在太穷，有丰富的资源却利用不足。



围绕“双碳目标”建立科学明晰的转型金融框架⁴

马骏

北京绿色金融与可持续发展研究院院长、北大国发院宏观与绿色金融实验室联席主任
中国金融学会绿色金融专业委员会主任、G20 可持续金融工作组共同主席

积极应对气候变化、实现碳达峰碳中和目标，一方面要持续推动绿色低碳产业的发展，另一方面必须加大力度支持高碳行业和企业的低碳转型，这两方面都需要金融发挥优化资源配置的作用。近年来，我国绿色金融体系发展迅速、不断完善，在支持绿色低碳产业发展方面发挥了重要作用。但大多数高碳行业的转型活动未被纳入绿色金融支持范畴，企业在低碳转型过程中难以有效使用金融工具降低融资成本，甚至面临融资障碍。建立转型金融框架，以解决高碳行业和企业转型过程中的金融支持问题，是顺利实现“双碳目标”的必然选择和迫切需求。

一、转型金融的内涵和实践探索

国际经合组织（OECD）最早于 2019 年提出 Transition Finance 这一概念，指在经济主体向可持续发展目标转型的进程中，提供融资以帮助其转型的金融活动。2020 年 3 月欧盟技术专家工作组发布《欧盟可持续金融分类方案》（EU Taxonomy），该分类方案将“转型活动”（transitional activity）定义为“为实现减缓气候变化的目标，在尚未提供低碳替代品的部门内做出重大贡献从而满足支持转型需要的相关活动”。基于全球应对气候变化的背景，近年来国

际社会更多将转型金融的范畴界定在对高碳产业向低碳零碳转型的金融支持。2020 年，气候债券倡议组织（CBI）和国际资本市场协会（ICMA）分别发布了关于转型金融的报告和指南，将转型金融限定在为气候相关的转型活动提供资金。但全球范围内对于转型金融具体的定义和标准尚未达成共识，需要进一步明确和统一。

实践是界定和丰富转型金融内涵的重要依据。2019 年 6 月，法国安盛集团 AXA 首次提出转型债券的概念，呼吁金融市场开发针对高碳行业转型的债券产品；2019 年 9 月，意大利国家电力公司（ENEL）发行首只可持续发展挂钩债券（SLB）。国际金融市场开始先行探索支持企业低碳转型的转型金融工具，推出了可持续发展挂钩债券（SLB）、转型债券和可持续发展挂钩贷款（SLL）等创新金融产品。为规范相关产品市场的发展，国际资本市场协会（ICMA）于 2020 年 6 月推出可持续发展挂钩债券原则（Sustainability-Linked Bond Principles, SLBP）。中国银行间市场交易商协会在 ICMA 推出的 SLBP 基础上，于 2021 年 4 月推出了可持续发展挂钩债券（SLB），标示着转型金融产品在中国金融市场的破冰。国际国内金融市场对于转型金融内涵及产品的探索实践，为科学建立转型金融框架奠定了良好的基础。

4. 本文选自北大国发院宏观与绿色金融实验室《气候政策与绿色金融（季报）》2022年7月第1期。

二、建立转型金融框架的重要意义

政府间气候变化专门委员会（IPCC）在2021年发布的第六次评估报告中强调，将全球温升限制在不高于或略超过1.5摄氏度，需要从能源、工业、建筑、交通和城市系统等方面进行快速而深远的转型。低碳转型需要大量资金支持，据气候债券倡议组织（CBI）测算，实现《巴黎协定》目标每年至少需要对基础设施投资6.9万亿美元、对能源转型投资1.6万亿美元到3.8万亿美元。根据中国金融学会绿金委的研究，在“双碳目标”背景下，按与《绿色产业指导目录》相一致的“报告口径”测算，我国未来三十年的绿色低碳投资累计需求将达487万亿元。如此巨大的资金需求，仅仅依靠公共资源、政府发力是远远不够的，转型金融具有更强的适应性和灵活性，能够在支持高碳企业的低碳转型中发挥更有力的中长期支持作用。

在现有的绿色和可持续金融体系下，许多金融机构无法明确识别经济活动中的“转型”活动，以及高碳或“棕色”活动，因此“不敢”为转型活动提供金融服务。例如，某些银行和投资机构希望向煤电企业提供贷款或股权投资，以支持其转向低碳清洁能源业务，但因没有明确可信的转型活动认定标准，且担心被市场和第三方认证机构、非政府组织以及媒体批评为“洗绿”，不得不放弃相关贷款或投资计划。国际上也有不少银行或投资机构将所有与煤电企业相关活动均列为“禁止融资”类别。一方面，如果这种简单化的“金融减碳”做法继续下去，对整个经济的平稳运行和低碳转型十分不利，甚至可能会使原本可以成功转型的许多高碳企业出现银行坏账、股权估值大幅下降等问题，甚至被迫倒闭或搁浅成为不良资产，导致经济萎缩、失业和金融风险。另一方面，如果任由金融机构随意以转型金融的名义支持各类高碳企业自称为“转型”的经济活动，也可能加大“洗绿”的风险。此外，相较于欧洲金融机构，许多中国金融机构对高碳资产的风险敞口会更高一些，我国更需要有一套方法和工具来防范低碳

转型过程中带来的相关金融风险。

因此，尽快制定转型金融框架，在转型标准、披露要求以及激励措施等方面，给予明确的要求和指引，对加速推动金融支持高碳行业和企业转型、实现双碳目标，具有重要意义。2021年10月，二十国集团（G20）领导人峰会在意大利罗马举行。峰会批准了由中美牵头的可持续金融工作组提交的《G20可持续金融路线图》。该路线图明确指出，目前的绿色或可持续金融框架缺乏对转型活动的明确支持，特别是在转型标准、转型路径、披露要求以及激励措施等方面，缺乏普遍接受的原则、路径或定义。因此，为了扩大支持转型活动的金融服务，必须建立一个具有公信力的转型金融政策框架。中国人民银行2022年研究工作会议指出，“要以支持绿色低碳发展为主线，继续深化转型金融研究，实现绿色金融与转型金融的有序有效衔接，形成具有可操作性的政策举措”。

三、转型金融框架的核心要素

围绕实现双碳目标制定转型金融框架，应该包括五大要素：一是转型活动的界定标准；二是转型金融的信息披露要求；三是支持转型活动的金融工具；四是转型金融的激励政策；五是公正转型（just transition）。

1、转型活动的界定标准

对转型活动的界定目前有两种类型，一是基于原则的界定，二是编制具体的转型活动目录。

基于原则的界定相对比较简单，适用于转型路径和技术标准不十分明确的国家和地区。国内外已经初步形成共识的转型活动界定原则包括：第一，转型活动要有明确的减碳效果，这些效果要与巴黎协定目标以及所在地区的碳中和目标相一致。第二，转型活动可以是具体的项目，也可以是更为广泛的企业经济活动（包括一系列投资项目和业务转型活动）。第三，转型活动在减碳



的同时，不能对其他可持续目标（SDGs）产生明显的负面影响（即“无重大损害原则”）。比如，减碳的转型活动不应该污染环境和破坏生物多样性。第四，转型活动的主体（企业）须设定减碳的量化目标和时间表。第五，较为复杂的转型活动（如无法通过转型目录直接识别的转型活动）需要得到第三方专业机构的“转型”认证。

对于行业主管部门能力较强、转型技术路径较为清晰的国家或地区（如产业部门对转型活动已有明确要求）以及大型金融机构，可以采取编制“转型目录”的方式来明确转型金融应该重点支持的活动，并根据技术发展进行动态调整。一个比较理想的转型目录，应该列出政府和监管部门基本达成共识的主要高碳行业（如煤电、钢铁、水泥、石化、有色、航空等）向低碳、零碳转型的各种可行的技术路径，并设定按这些路径操作后在一段时间内应该实现的减碳目标（如单位产出的碳强度下降比例）。该类目录可以大大降低投资机构识别转型活动的成本，同时减少由于投资人无法理解和运用基于原则的界定标准可能带来的“洗绿”风险。为了保持足够的灵活性，避免过分限制创新性的转型活动，目录还可以包括其他未具体列出但符合转型原则的活动，但应该规定此类活动必须经过第三方认证。目前，欧盟的可持续金融目录中已经包括了转型活动的一个子目录，多个国家也正在编制各自的转型活动目录。此外，在金融机构层面，渣打银行、星展银行、中国银行和中国建设银行等也已经推出了自己的转型活动目录或清单。

从长期来看，对转型活动的界定将会从基于原则逐渐过渡到转型活动目录的形式，其明显的好处是提升界定标准的清晰度，有效减少金融机构由于担心“洗绿”而产生的不作为、不参与的倾向。

2、转型金融的信息披露要求

转型金融的披露有别于传统的绿色金融披露。绿色金融领域的信息披露主要是披露资金用途和

项目的环境效益，如减了多少碳或污染物。而转型金融的披露要求会更加复杂，其主要目的是反映转型金融所支持的主体和项目与碳中和目标是一致的，确保不出现“洗绿”或“假转型”的问题。

对比绿色金融标准所认定的绿色活动，转型活动具有如下几个特点：一是许多转型活动是以企业为单位的活动，而不仅仅是项目层面；二是转型活动需要一个总体方案，以协调各类要素（包括多个项目）；三是许多转型活动要经历较长的时间（如五年、十年）才能展现明显的减碳效果；四是许多转型活动的减碳效果具有非线性特征，由于技术或成本原因，在部分年份具有明显的减碳效果，而其他年份不甚明显，但长期具有显著的减碳效果。

根据转型活动的特点和国内外已有经验，对获得转型融资的企业应该要求其披露如下内容：第一，企业的短、中、长期转型战略和行动计划，其中包括技术路径、筹资和投资计划等；第二，企业的长期转型战略和路径如何与碳中和目标保持一致；第三，范围一和范围二的企业碳排放历史数据（有条件的可包括范围三排放）、在未来转型规划下的碳排放水平和碳强度预测，以及测算碳排放和减碳效果的方法学；第四，企业内部如何监督落实转型计划的治理机制和政策安排；第五，各个阶段转型计划的落实情况和转型效果；第六，从转型金融筹得资金的使用情况；第七，“无重大损害原则”的落实情况。

3、支持转型活动的金融工具

当前在绿色金融领域，已经有了包括各类贷款、债券、股权、保险产品在内的内容比较丰富的工具箱。转型金融由于刚刚起步，目前的主流产品是与可持续挂钩的贷款和债券。这些产品将融资条件与企业的可持续发展关键绩效指标（KPI）挂钩，以期产生激励企业转型的效果。比如，把贷款与债券的利率与企业减碳效果挂钩，如果减碳效果达到甚至超过既定目标，银行和债券投资人可以提供优惠利率；如果企业未达到减碳目

标，就会提高利率或用其他方式对企业进行“惩罚”。随着市场对转型金融关注度的不断上升，这些支持转型的贷款和债券类工具有很大的发展空间。

但与此同时，作为转型活动主体的高碳企业，很多本身杠杆率较高、财务状况不理想，且包括大量中小微企业。此外不少转型企业可能需要采用一些并不成熟的绿色低碳科技，而这些技术本身存在不确定性的风险。对于这些高杠杆企业，贷款和债券未必是首选的转型融资工具，特别是需要尝试新技术的企业往往更需要股权融资。因此，有必要发展重点（甚至专门）支持转型活动的股权投资基金和并购基金、夹层基金，鼓励更多的PE、VC投资机构参与转型金融活动，充分发挥资本市场支持转型的作用。

此外，鉴于转型活动涉及许多不确定性，有必要开发支持转型活动的保险产品来帮助企业规避转型过程中面临的技术、业务和市场等风险。政府背景的担保基金可以积极开发支持转型活动的担保产品，为符合条件的转型企业和转型项目提供风险分担机制，以降低其融资成本。在投资组合层面，金融机构也可以考虑开发以转型资产为基础资产的ABS、REITS以及转型股票/债券基金等产品。

4、转型金融的激励政策

近年来，中国和其他国家已经出台了绿色金融相关激励政策，包括对绿色贷款和绿色债券的贴息和担保、绿色再贷款和再贴现工具、以及对金融机构进行绿色金融业绩评价等。与绿色金融类似，转型金融所支持的经济活动具有明显的正外部性，除了降低碳排放之外，还可以帮助避免由于不转型和转型失败所造成的失业、不良资产等影响社会稳定和金融稳定的问题。然而，现阶段转型带来的正外部性难以被企业内部化，因此有必要通过激励政策提高转型活动的商业可持续性、降低相关成本，从而提高金融机构提供转型金融服务的积极性。

由于转型金融还处于起步阶段，目前专门用于支持转型金融的政策措施还很少。已有的包含转型金融元素的激励政策包括中国人民银行推出的碳减排支持工具和煤炭清洁高效利用专项再贷款、日本央行推出的气候融资支持工具（Climate Response Financing Operations）以及英格兰央行的“绿色化”企业债券购买计划（CBPS）等。但是，完全可以借鉴已有的绿色金融激励政策来设计转型金融激励政策。事实上，只要对转型金融有了明确的界定标准和披露要求，就可以把一些现有的绿色金融激励政策的适用范围扩大到转型金融。同时，也需要根据转型金融的一些特点，研究制定一些专门用于支持高碳企业低碳转型的激励政策。比如，政府有必要考虑建立专门支持某些高碳领域（如煤电、钢铁、水泥）转型的基金，重点支持这些领域的转型示范项目和用于推动转型的关键技术。

5、公正转型

近年来，气候行动中的公正转型已经引起了国际社会的广泛关注，联合国气候变化框架公约（UNFCCC）下的公正转型有关政策与实践也不断发展。公正转型是指在向低碳转型的过程中，应该关注和防范转型活动可能带来的对就业和对弱势群体的负面影响，从而保证转型活动的社会公正性。比如，如果一个高碳行业或高碳企业的转型活动导致了大量的失业和贫困，就不是一个“公正”的转型。此外，部分专家还提出应该关心转型活动对能源安全、物价（通胀）、收入分配、社区发展、土著部落、生态环境和生物多样性的影响，并采取一系列措施来评估和缓解有关负面影响。

由于对许多国家来说，转型金融框架还在初步构建的过程中，在其中纳入公正转型的要求也应是一个循序渐进的过程。在没有足够实操经验的情况下，短期内可以在转型金融框架中设定比较有限的、操作性较高的公正转型目标及指标，其他更为复杂的公正转型要素可以在未来逐步加以考虑。



比如，在第一版转型金融框架中，可以把公正转型的焦点放在转型活动对就业和能源安全的影响这两个领域。简单地说，可以在框架中提出若干原则，要求转型金融支持的经济活动尽可能保证就业稳定（针对各类转型企业）和能源安全（针对转型中的能源企业）。具体做法可以包括：要求转型企业在转型计划中包括对就业影响的评估和具体保障措施；如有要求员工在公司内部转岗的情况，应制定转岗和培训计划；在不得不进

行裁员的情况下，要有失业保险、提前退休补偿和再就业培训等保障安排；能源企业应评估转型活动对能源供给的影响，避免出现大规模能源短缺和价格飙升；转型企业应披露其转型计划对就业和能源安全的潜在影响，以及落实转型计划过程中产生的实际影响；金融机构在设计转型金融工具时可以考虑将企业的就业和能源安全表现纳入与利率或其他融资条款挂钩的 KPI。



中国现代化道路及其世界意义⁵

姚洋

北大国发院院长、南南学院执行院长、中国经济研究中心主任

站在中国共产党成立百年的历史当口，如何理解党与中国现代化的关系，是当代中国知识界的一个重要课题。本文在后发国家现代化框架中考察中国共产党的百年历史，探讨党所开辟的中国现代化道路的深刻内涵及其对于人类社会发展、特别是后发国家现代化发展的意义。

在所有国家，现代化都包含转型和发展两个维度的内容。在转型方面，现代化意味着摒弃传统社会僵化的、压迫性的社会、政治和经济制度，代之以现代社会开放的、文明的社会、政治和经济制度；在发展方面，现代化意味着民众收入水平和国家综合国力的不断提高。然而，转型和发展两者并不总是同步的，而且可能相互牵制。对于后发国家而言，两者的挑战更大，因为它们要在更短的时间里完成转型和发展，一方面要尽早赶上先发国家的社会、经济和政治发展水平，另一方面又不得不时常面对先发国家带来的冲击、干预甚至侵略。

中国共产党是先进的中国知识分子在探索救国救民道路、寻找转型和追赶的“整体”解决方

案过程中诞生的，是要按照共产主义者的理想，以阶级斗争的方式实现中国社会的根本改造，“创造一个新的社会”。中华人民共和国成立之后的前30年，党领导全国人民开展了社会主义革命和社会主义建设，启动了中国的转型和追赶的历史步伐。改革开放之后，党在实践中汲取、弘扬和创新中华优秀传统文化，为中国的经济腾飞提供了重要的哲学支撑和制度保障。由此，党领导中国走出了一条独特且具有世界意义的现代化道路。具体而言，这条道路的世界意义在于四个方面：其一，执政党具有广泛的代表性，相对于社会保持其先进性，关注国家整体的长期发展；其二，在一个后发大国实现和平转型和追赶，开创了世界范围内现代化的先河；其三，重视人的发展，提升普通民众的教育和健康水平；其四，践行务实主义，脚踏实地从事经济建设和制度建设。

一、中国共产党的诞生

如果从17世纪的英国革命算起，世界范围

5.原文刊发于《国家现代化建设研究》2022年第3期，注释从略。



内的现代化进程已经持续了 300 多年；如果把第二次世界大战结束作为西方现代化的终点，西方现代化也经历了 200 多年的历史。但是，后发国家的现代化不会再花费那么长的时间，因为后发国家清楚地了解西方现代化的发展过程，可以借鉴其经验教训，制定理性的发展战略和策略，在经济发展方面实施赶超战略。先发国家发展经济基本上按照经济和社会自然发育进展，用市场的办法进行经济建设，但后发国家想赶上发达国家的生活水平，就要采取一些超常规的手段。不过，赶超是一件非常艰难的事情。在第二次世界大战之后的 70 多年里，能够从中等收入或低收入状态发展到发达国家生活水平的经济体只有 11 个，其中包括日本和南欧的一些国家。当然，这其中真正从贫穷的经济体变成发达经济体的，只有所谓“亚洲四小龙”。所以，经济追赶是个极其艰难的过程，是个小概率事件。和经济发展挑战相互平行，甚至具有更大挑战性的，则是社会和政治变革。传统社会是一个等级社会，上层统治阶层不会轻易放弃自己的特权；传统社会还是一个思想僵化的社会，那些在思想上占据统治地位的阶层也不会轻易放弃自己的地位。中国传统社会虽然具有较高的流动性，但制度和思想却是僵化的。而现代社会重要的特征就是开放的制度和活跃的思想，这种特征必定和传统社会产生冲突。从传统社会到现代社会的转型，必定是一个极其痛苦的过程。在欧洲历史上，原发性现代化国家，如英国和法国，都经历过革命才艰难启动现代化进程，而没有经历过革命的国家，往往经历其他的社会痛苦。譬如德国是 19 世纪经济追赶最成功的国家，但没有发生社会革命。有学者认为，德国演化出军国主义与此大有关系。20 世纪经济追赶最成功的国家日本，也有类似情况。

中国从 1860 年开始现代化历程。按照李鸿章的说法，19 世纪末的中国正在经历 3000 年未有之大变局，中华文明从来没有遇到西方文明这样巨大的冲击。上一次外来文化的大冲击是佛教的引入，从汉代到宋代，我们花费了 1000 余年才彻底消化。西方文明的冲击比佛教的冲击更壮

阔、更深入，是否要花费更长的时间才能彻底消化？这是当时中国当权者和士大夫所恐惧的。

从 1860 年到 1919 年，中国的现代化走过了三个阶段。第一个阶段是洋务运动。这个运动取得了一定的成就，其重要标志是：到甲午战争之前，中国已经拥有了亚洲最大规模的舰队——北洋水师。但是，甲午战争的失败使有识之士认识到，仅靠技术是不行的，实现现代化还需要改变制度。由此使得中国的现代化进入第二阶段。此时产生了革命和变法两股力量，前者以孙中山先生领导的兴中会为核心，后者以康有为领导的戊戌变法为代表。众所周知，戊戌变法以失败告终，辛亥革命最终以建立民国结束。然而，辛亥革命的胜利并未取得预期的效果，此后出现袁世凯复辟、军阀割据，加之列强的欺压。戊戌变法前后，社会达尔文主义在中国兴起，经由严复译编的《天演论》以及梁启超在日本创办的《清议报》和《新民丛报》的传播，这一主义成为主导中国知识界十几年的思潮之一。戊戌变法、辛亥革命等，并没有让中国屹立于世界民族之林，知识分子由此开始寻求其他出路，这就是新文化运动的背景。既然发展技术、改变制度都不能实现现代化，那一定是中国旧文化有问题，为此，发起新文化运动的知识分子开始关注民心和文化的改造，其中一个主题是反传统，甚至提出“打倒孔家店”的口号。五四运动大大深化了新文化运动，以陈独秀、李大钊为代表的革命知识分子开始引进马克思主义。俄国十月革命的胜利使他们意识到，社会主义革命可以为建立强大的中国提供整体性、根本性的解决方案。经历第一次世界大战后，西方知识分子对西方文化开始抱持悲观看法，这些看法也影响到中国知识分子。马克思主义是以西方主流文化的对立面的社会主张出现的，它符合中国革命知识分子对西方的批判态度，而中国正在进行的文化革命，恰恰需要一种革命的学说来统领，马克思主义的传播恰恰契合了中国社会变革的需要。中国共产党人接受马克思主义，并且将其与中国革命的实践、中华优秀传统文化相结合，由此使得马克思主义对于中国共产党领导的革命的

指导，既有目标理性，也有工具理性，后者在实践过程中显得更为重要。阶级斗争被视为社会改造的工具，只要革命需要，党就努力以阶级斗争的方式进行社会改造。从现代化的角度来看，当时的阶级斗争是现代化转型的手段。阶级斗争的对象是代表传统社会政治、社会和经济秩序的有产者和当权者，阶级斗争的结果是建立现代的新秩序。

国民党之所以没有肩负起中国现代化转型的责任，是因为国民党从一开始就不具备这样的特质和能力。孙中山领导的革命，一开始是民族主义的。后来，孙中山提出三民主义来统合同盟会和后来的国民党的治国目标。国共合作期间，他认为民生主义和共产主义是一致的，两者都是要把老百姓的生活水平提升上去，因此，三民主义可以包容共产主义。他用这样的解释来说服国民党右派与共产党合作。不过孙中山拒绝阶级斗争学说，主张阶级调和，没有认识到阶级斗争是阶级社会发展的直接动力，试图用社会合作来求得社会进步，忽略生产关系和阶级关系，抽象地谈论人的生存活动。在国民党反动派手中，三民主义最终沦为泡影。蒋介石一开始是支持“联共”的，表面上对俄国革命抱有某种同情态度，甚至率队去俄国考察。蒋介石的思想和政治转变是一个复杂的过程。一是他因为“中山舰事件”与共产党产生罅隙；二是随着北伐的节节胜利，他的权力欲急剧膨胀；三是共产党在农村的土地改革和在城市的夺权运动触动了作为国民党反动派代表人物的政治底线。“四一二”政变使蒋介石得以控制国民党，大规模血洗共产党。但是，从历史的长周期来看，蒋介石的行为也使得国民党反革命化，失去了中国社会先进分子和进步青年的支持。所以，到了延安时期，热血青年不是去投奔重庆，而是去投奔延安。去重庆是为了躲避战乱，投奔延安，则是投奔一个光明和全新的中国。在进步青年的眼中，国民党已经腐朽不堪。在这个意义上，国民党已经失去了领导中国革命、推动中国现代化的资格。

有学者认为，从1919年到1949年的历史是启蒙与救亡的双重变奏，但救亡压倒了启蒙。然而，简单地用启蒙来概括这段历史是不完整的，从现代化的角度来看，启蒙只是现代化的一部分，而旨在发动社会转型的革命，则是更为重要的部分。

二、社会主义革命及其意义

中华人民共和国成立后，中国共产党继续践行初心使命，领导人民进行社会主义革命，在土地改革的基础上进行农业、手工业和资本主义工商业的社会主义改造，推进妇女解放，构建社会主义新文化。除此之外，党还致力于普及教育和改善公共卫生条件。这些变革都大大推进了中国现代化的进程。

（一）土地改革

有学者用局部地区的数据说明，旧中国的土地关系没有那么紧张。然而，根据20世纪30年代初期国民政府资源委员会所做的调查，全国自耕农的比例只有41.7%，南方地区更少，只有27.2%；在非自耕农当中，北方地区的雇农较多，南方地区的佃农较多。由此可见，旧中国的土地关系是非常紧张的，而通过土地改革打破旧的土地关系，具有重要的意义。

一方面，土地改革可以解放生产力。当时，有两个原因导致旧有的土地关系束缚生产力：第一，农民不掌握土地，也就不掌握自己劳动的果实，因而生产积极性逐次下降。雇农完全没有土地，靠地主给的少得可怜的工钱维持生活，生产积极性自然不高；佃农一般要把50%的收成交给地主，生产积极性也相当低下。第二，佃农拥有很少的财富，抵御风险的能力很低，但却不得不承担天灾的风险。特别是在固定租赁合同下，佃农要承担粮食减产的所有风险，这就严重打击了他们的生产积极性。因此，实现耕者有其田，可以完全消除第一个原因造成的效率损失，也可以大大降



低第二个原因造成的效率损失。

另一方面，土地改革可以改变生产关系。旧有的土地关系造就一种人身依附关系，无论是雇农还是佃农，他们和地主之间都存在人身依附关系。现代化的破除对象之一，就是各种政治、社会和经济的人身依附关系。在农业社会里，土地是最基本的生产要素，土地关系决定了社会的其他关系。因此，破除旧的土地关系是农业社会迈向现代化的关键性一步。

研究表明，土地改革是决定一个国家或地区长期经济增长的显著因素。拉丁美洲国家历史上长期受西方殖民统治，农业以大种植园经济为主，土地分配极其不均。摆脱殖民统治后，这些国家的土地改革时断时续，很不彻底，导致土地过度集中的问题并未解决，大庄园主等大土地所有者的势力仍很强大，严重阻碍了这些国家的发展。相反，中国的土地改革深入、广阔，彻底摧毁了封建土地所有制，对于提高粮食产量、推动农村地区的现代化转型起到了至关重要的作用。

（二）妇女解放

在几乎所有传统社会，妇女地位都十分低下。先发国家的妇女解放走过了漫长的道路，多数国家直到第一次世界大战之后才赋予女性选举权，后发国家需要在很短的时间里实现妇女解放。中国共产党在成立之初就重视妇女解放。在中央苏区时期，党动员妇女参与劳动，不仅弥补了因为男性参战造成的劳动力短缺，而且体现了党的性别平等和妇女解放的主张；在延安时期，妇女解放则以妇女识字和参政为主。研究表明，这些措施产生了长期影响，在当代，原中央苏区县相比周边其他县的性别比更加平衡，女性劳动参与率更高，而陕甘宁边区比周边地区的女性受教育水平相对于男性更高。中华人民共和国成立后，党以革命的方式推进妇女解放事业。在宪法颁布之前，我国就颁布了《中华人民共和国婚姻法》，废除了过去束缚妇女的陋习和制度，如缠足、包办婚姻、一夫多妻等，以法律形式确定了家庭内

部的男女平等权利。与此同时，女性被动员起来参与地方政治活动，大大提高了女性的社会地位，并产生了深刻而长远的社会影响。1950年女性党员占比高的县，到20世纪80年代，女性相对于男性的受教育水平更高，出生人口性别比更加平衡。在人民公社时期，女性劳动参与率大幅度提高，即使是在实施家庭联产承包责任制之后，这一传统也得以保留。当今中国的女性劳动参与率保持在60%以上，远高于50%的世界平均水平。

（三）构建社会主义新文化

中国传统社会是一个地缘和血缘社会，除士大夫之外，绝大多数人的交往范围在地缘和血缘所及的范围之内。正如费孝通所指出的，中国人的社会关系就如一颗石子丢进池塘泛起的涟漪，个人在中间，其他人依照地缘和血缘关系的远近像涟漪一样向周边泛开。在中国传统社会，中国人的社会关系是以个人为中心的，离开地缘和血缘纽带，很少有能够运转的社会组织。这一点与西方有很大的不同。在西方，宗教在人们的生活中占据核心地位，宗教团体的作用非常明显，人们因为宗教信仰而连接起来。相比于血缘和地缘，宗教信仰所触及的人群范围更大，因而更可能形成陌生人状态下的共同体意识。中国的情况是，基层的社会治理可以完全依靠血缘和地缘关系，因此，对于绝大多数人来说，“中国”只具有文化认同的意义，国家的作用只是抵御外敌入侵以及维护国内的安宁。在中国传统社会，国家是保护民众安宁的“利维坦”，民众认可国家的所作所为，但普通百姓不是把国家看作内生于社会的有机部分，而是必须服从的外部权威。

现代社会和中国传统社会恰好相反——一个国家里可能存在多种文化，人们组成国家，是因为具有相同的政治认同以及在这个认同之下的统一的政府。中国现代化的一大任务是建立中国人民的政治认同，把国家建立在民众关于政治和政府的统一理念之上。中国共产党完成这个任务的途径是构建社会主义新文化，在社会主义的框架

下构建中国人的国家认同。社会主义革命所带来的制度变化，就是这个过程的一部分。在中国历史上，从来没有出现过像社会主义革命这样彻底的社会改造。党通过严密的组织把触角伸到社会的每一个角落，把每一个中国人都带入现代化的进程之中。黄仁宇在对比国民党和共产党时深刻地指出，国民党治理国家的方式是自上而下的，而共产党的方式是自下而上的。中国共产党领导的社会主义革命把中国社会由下而上地“深翻”了一遍，彻底改变了中国基层社会的结构和运行方式，极大地推进了中国普通民众对国家的政治认同。在此基础上，党通过宣传、教育和文艺创作等多种形式进一步强化民众对国家的政治认同。

在社会主义革命和建设过程中，中国的人际关系发生了显著变化。这种变化的一个表现，就是“同志”成为人们之间的标准称谓。“同志”的意思是志同道合，以前只在党内使用，社会成员之间使用“同志”的称谓，意味着他们之间拥有一个共同的理想或目标，那就是建设社会主义的中国。“同志”因此成为国家政治认同落实到个人层面的一个重要表征。

三、社会主义建设

中华人民共和国成立之后，党团结带领人民进行社会主义革命，与此同时，开展了轰轰烈烈的社会主义建设，确立了以重工业为先导的工业化道路。当时选择这条道路有多方面的原因：一是历史的深刻教训。从洋务运动开始，中国几代知识分子和领导人都秉持一个信念，即落后就要挨打，而要避免挨打，就必须建立自己的工业体系。二是当时的国际环境不利于中国参与世界范围内的劳动分工。一方面西方对华实施封锁，中国经济基本上和西方隔绝，另一方面中国当时在外交上实行“倒向社会主义一边”的政策，接受了苏联在工业化建设方面的援助。三是当时国际学术界和政策界给发展中国家的流行建议，是实施进口替代政策，发展自己的产业。此时，发展经济

学刚刚兴起，其核心议题之一是工业发展的规模经济。在规模经济条件下，企业必须达到最小生产规模才可能存活下来，这就产生了所谓的“保护幼稚产业”的政策。与此同时，劳尔·普雷比施（Raúl Prebisch）的“中心—外围”假说强调了以制造业为主的中心国家和以原材料生产为主的外围国家之间的差别。按照一般原理，中心国家在制造业方面的技术进步应该可以改善外围国家的贸易条件，从而使外围国家受益，但普雷比施没有发现这种情况。这个假说后来发展成为依附理论，即外围国家陷入原材料生产的陷阱，久而久之形成对中心国家的依附关系。新中国处于反对帝国主义和殖民主义的最前沿，很容易接受这样的理论。

苏联的对华援助对中国 20 世纪 50 年代的工业化建设也起到了重要作用，“156 项工程”奠定了中国工业化的基础，其中一些企业至今仍然在发挥重要作用。此外，中国国内的资金积累更为重要。苏联的援助多是以贷款形式给中国的，中国必须自己积累工业化所需要的资金。在当时的情况下，唯一可能汲取资金的地方是农村地区。和苏联的方法一样，中国采取的是压低农产品价格的方式。这是统购统销的一个重要背景，“农产品统购统销制度，过去曾起了保证供给、支持建设的积极作用”。有了资金之后，还要集中使用到国家认可的战略部门，资本主义工商业的社会主义改造就是要服务于这个目的。

总体而言，中国的工业化采取了一种超常的赶超战略。如何评价这个战略？笔者和郑东雅曾做过一项数量模拟研究。这个研究的出发点是，重工业对其他行业具有技术外部性，重工业的技术进步可以降低其他行业的生产成本。由于存在这样的外部性，政府应该对重工业进行补贴。该研究计算了最优补贴率和最优补贴时间，发现最优补贴率是 33%，而由研究模型测算的实际发生的补贴率是 36.7%，两者相差不大；但是，研究计算的最优补贴时间是 12 年，而实际发生的是 25 年，相差很大。所以，赶超战略本身没有问题，



问题出在持续时间太长。另外，在执行赶超战略的过程中，我们也犯过像“大跃进”这样的冒进错误，值得后人吸取教训。

在推动经济建设的同时，党还注重教育的普及和公共卫生的改善。研究表明，20世纪40年代末和50年代出生的人的教育水平与他们的父辈的教育水平之间的相关关系最弱，这说明中华人民共和国成立后的前30年，国家关注的重点是在一般民众中普及教育，由此增强了代际教育流动性。在公共卫生方面，以人民公社为单位的基础医疗体系使普通百姓能够享受到基础医疗服务，降低了婴儿死亡率；爱国卫生运动和疫苗接种消灭了多种传染病，国人的预期寿命稳步提高。

1978年中国和印度的数据对比很好地显示了中国在推动现代化方面的成绩。中印两国在很多方面都是有可比性的。印度1947年获得独立，而中华人民共和国1949年成立；两国的人口几乎一样多；特别是印度也和中国一样实施进口替代政策，发展本国工业。然而，除人均收入和高等教育入学率之外，印度在识字率、婴儿死亡率、预期寿命和工业发展方面大幅度落后于中国。当时中国的人均收入低于印度，与中国较低的起点以及把大部分积累用到重工业上有关，而且，到1992年中国的人均收入就超过了印度。当时印度的高等教育入学率大大高于中国，是因为时届中国刚刚恢复“文化大革命”中被废弃的高考制度，不过，这也显示出当时印度关注高等教育，而中国比较关注基础教育。在两国收入水平都很低、文盲率都很高的情况下，基础教育显然应该是国家优先考虑的事情。后来的事实也证明，发展基础教育对于中国在改革开放之后发展外向型经济起了重要作用，而印度较低的基础教育水平成为制约其工业发展的一个因素。

四、改革开放时期

社会主义革命以疾风骤雨的方式改变了中

国，把中国推进了社会主义现代化的历史进程。革命的目的是为了更好地建设，革命为建设准备了条件——中国社会的等级结构被打破，社会和政治平等达到很高的程度，民众的国家政治认同得到提高。同时，社会主义建设打下了比较坚实的工业基础，提高了民众的教育和健康水平。党的十一届三中全会之后，党将工作重心转移到经济建设上来，社会主义现代化建设得以迅速发展。此时，党也开始重新审视自己与传统的关系，这两方面的因素尤其值得关注：第一，社会主义革命主要发生在政治、社会和经济层面，尚未深层次触及家庭及与其相关的私人领域。在农村，家庭拥有自留地，饲养家禽和牲畜；在城市，家庭虽然没有自己的产业，但与农村一样，家庭仍然是一个完整的社会单位。中国的传统文化依托家庭得以延续。经济建设需要调动个人的积极性；尊重传统文化以及由此而衍生的个体行为模式，是调动个人积极性的必要条件。第二，党在改革开放和社会主义现代化建设新时期，需要寻找新的思想资源和实践模式以定位党的治国目标和现代化行动。作为中国人，选择中国传统中的优秀部分是自然而然的事情。党在三个方面弘扬了中国优秀传统文化，即务实主义、贤能主义和市场经济。党将这些中华文化的优秀传统与马克思主义理论、社会主义现代化的实践相结合，为改革开放之后的经济腾飞奠定了哲学和政治基础。

（一）务实主义

在实际操作层面，中国文化的显著特点是务实主义。从民众的日常生活到政治实践，务实主义是中国古代最为显著的特征。中国产生务实主义，重要原因之一是中华文化没有本土宗教，中国人的祖先一开始就关注现世的生活。《诗经》产生于西周初期，那时中国人的祖先已经开始歌颂爱情，而同时代的希腊还处在所谓的神话时代，特洛伊之战是为了一位被诱拐的女人而发动的。当时，中国人的祖先已经建立了一种和平生活的模式，在同一片土地上，他们歌颂爱情，歌颂现世的生活。这是中华文明的重要特性之一。

在哲学层面，务实主义意味着两个基本原则：第一，目的的合意性可以合理地推断手段的正当性。革命的前提之一是划分阵营，因此要强调手段，所以才有“四人帮”的所谓“宁要社会主义的草，不要资本主义的苗”的口号。务实主义从目的出发，只要能够实现目的，手段就可能是正当的，邓小平的“猫论”是这个原则的形象描述。这里的“合理地推断”很重要。一个人在推断手段的正当性的时候，要用自己的知识体系、道德标准和逻辑进行思考，否则就会出现不择手段的现象。第二，真理是在实践中发展的，实践是检验真理的唯一标准。中国人不相信永恒的存在，中国传统哲学里一个非常重要的思想就是，宇宙中唯一不变的规律是一切都在变动之中。中国人相信实践出真知，也只有实践才可以检验一种知识是否是真知。“实践”在英文里一般翻译成“Practice”，但不准确。因为“Practice”的意思是已经有了一个模式，按照这个模式去练习，熟练生巧。中文的“实践”不一样，它包含了“探索—构建理论—应用—探索”的循环，实际上，英语里并没有对应的词。

务实主义打开了改革的大门并推动了改革的进程。试想一下，如果我们还陷在脱离实际的空泛的精神争论之中，那么，哪一项改革能够启动？实际上，在改革开放的进程中，无论是农村改革，还是国有企业改革，抑或是价格改革，都是社会主义现代化实践的产物。邓小平的“不争论”带领党走向一种结果导向的行动哲学，在这种哲学的指引下，一种制度是否合理和优越，不再是看它的属性，而是看它能否促进生产力的发展，能否提高人民的生活水平，能否推进中华民族的伟大复兴。正因为如此，波澜壮阔的改革开放才可能发生。

（二）贤能主义

中国有悠久的贤能主义传统。在西周时，朝廷就有了太学，目的是培养人才。汉武帝之后，选贤任能制度化；隋代发明科举制度，给平民子弟提供了上升通道。贤能主义的哲学基础是先秦

儒家的人性观。与西方单一和固化的人性观不同，先秦儒家认为人性是多样的、流变的和可塑的，一个人所能达到的贤能高度，取决于他后天的努力和环境。由于经济发展需要激励人们的付出，因此，社会的政治结构必须采纳选贤任能的原则，社会的经济结构必须奖励贤能。在实践层面，墨家对贤能主义的贡献更大。到西汉儒家独大的时期，儒家吸收了墨家的思想，最终通过董仲舒的学说，选贤任能变成中国官僚帝制的一个政治原则。以今天的眼光观之，这个政治原则可以作为选举民主票决制的一个并行复合原则，它可以纠正票决制的问题，特别是票决制的民粹主义倾向以及别有用心者利用票决制对民众的煽动和蛊惑。

中国共产党在改革开放时期继承了选贤任能的传统。从20世纪80年代初提出干部“革命化、年轻化、知识化、专业化”开始，党就重视干部的培养和选拔工作。许多研究表明，党的干部选拔制度符合选贤任能的原则。能力较强的官员更可能获得升迁且他们的终身成就也较高；党还重视干部的培养，一个方式是把官员放到不同的岗位上去锻炼，提高他们的能力。

在今天，选贤任能作为一个干部选拔原则，具有重大的理论和现实意义。中国共产党由人民中的先进分子组成，其遵循的原则根本上是选贤任能。党提出大政方针和立法思想，全国人民代表大会是党和人民凝聚共识的最高国家机关，其实际运行具体体现在审议和决定党的人事提名、大政方针，以及在党的立法思路基础上实施立法等方面。

（三）市场经济

邓小平说过，市场经济不是资本主义所特有的。事实上，市场经济也不是西方所特有的。中国至迟到北宋时即已完成市场经济的建构。北宋时期，中国市场经济已经比较完备，私人土地所有制确立，工商业和商品经济高度发展，甚至发明了纸币和证券交易，有了金融的雏形。西方资本主义的主要特征是机器化大生产以及由此而引



发的资本的几乎无节制的积累。中国在改革开放之后实行市场经济，在当时似乎是向西方学习，实际上是弘扬中国传统。在很大程度上，中国的市场经济带有鲜明的中国特色，与中国的发展阶段以及民众的文化心理高度相关。中国共产党团结带领人民走出了一条中国特色的社会主义市场经济之路。

市场经济实施按要素分配，奖勤罚懒，优胜劣汰，这是保证市场经济效率的必要原则。这一点与中国的贤能主义传统一致，同时也符合按劳分配原则。

（四）再论革命的意义

未来的历史学家在书写邓小平的历史功绩时，自然会提到改革开放。但是，有历史纵深感的历史学家一定会强调，他的主要贡献是继承和发展了毛泽东等人开创的马克思主义中国化的传统。中国共产党是在中国人民和中华民族的伟大觉醒中、在马克思列宁主义的科学理论同中国革命的具体实践的紧密结合中应运而生的。如前所述，中国共产党成立后，成为中国现代化的领导力量，它以疾风暴雨的方式把中国带入现代社会，这里就涉及中国文化对西方文化的吸收和中西融合这个宏大课题。在革命时期，中国共产党很大程度上是在实践经过俄国革命传入中国的革命理论，但作为一个扎根中国大地的政党，党最终必然面对中西融合这个宏大课题。这个课题是在马克思主义中国化的框架下展开和发展的。在这其中，邓小平的贡献是显而易见的。从“术”的层面看，改革开放是向西方学习，学习西方社会创造的现代文明成果，特别是一些西方发达国家在经济、科技、教育、文化和社会管理等方面的先进经验和文明成果。但从“道”的层面看，改革开放在某种意义上也是开启了回归中国传统的进程，在学习过程中，党的指导思想和行为准则是中国特色的。从这个意义上讲，我们依然可以尝试从“中体西用”的视角来审视这一进程，并赋予“中体西用”以新的思想内涵和时代意义。对于一个有着5000多年源远流长的文明历史的民族而言，

坚持自己的“体”是完全可以理解而且是必然的选择。但是，现在的“中体”与100多年前的“中体”是不同的，它已经存其精华、去其糟粕，上升为与时代相适应的价值体系和行动逻辑；而在引进“西用”的过程中，中国也不可能回避它所带来的价值观和行为准则。因此，改革开放以来的“中体西用”，一定是马克思主义指导下的中国传统与西方文明中有益内容的融合。

这就引出一个问题：既然最终要回归本土，20世纪的革命是不是一条弯路？答案是否定的。首先，革命加速了中国现代化的进程，在比较短的时间里把中国从几千年的传统社会带入现代社会的门槛。其次，今天对中国传统的回归是在更高层次上的回归。革命荡涤了中国传统中的腐朽部分，让今天的回归能够轻装上阵，选择中华优秀传统文化加以继承发扬光大，加以创造性转化和创新性发展。再次，从国际比较中可以发现，那些没有发生过革命的后发国家，其现代化转型非常艰辛，迟滞了它们的经济赶超。

菲律宾是这方面的一个典型例子。1980年，菲律宾的人均GDP是中国的5倍以上，到了2020年，中国的人均GDP几乎是菲律宾的4倍，40年间，两个国家反转了20倍。菲律宾缘何失败？自1986年费迪南德·马科斯（Ferdinand Marcos）独裁体制倒台之后，菲律宾的民主制度没有中断过，而且似乎也具有纠错能力，如对约瑟夫·埃斯特拉达（Joseph Estrada）总统的弹劾。但是，菲律宾的民主是在深层次社会结构从来没有改变的基础上运行的。如菲律宾学者所言：“由此产生了巨大的菲律宾之谜 在亘古未变的、亚洲最坏的阶级结构之上，却展现了极其生动的选举政治。”菲律宾阶级结构的基础是西班牙殖民者遗留下来的种植园经济，大种植园主是菲律宾经济和政治的主导力量。时至今日，菲律宾的政治仍然带有强烈的家族政治的痕迹：党派不重要，对政治强人的忠诚才是最重要的。1986年以来，除埃斯特拉达和另外一位总统外，其他几位总统都有很深的家族背景。2022年当选的总

统费迪南德·罗慕尔德兹·马科斯 (Ferdinand Romualdez Marcos) 是老马科斯的儿子，副总统萨拉·杜特尔特 (Sara Duterte) 是刚卸任的罗德里戈·杜特尔特 (Rodrigo Duterte) 总统的女儿。这样的政治正是福山认为的导致民主政治衰败的依附主义政治。它是阻碍经济增长的主要原因之一，因为它导致经济中的裙带关系，让少数人垄断经济机会和资源。

革命可以用短期的痛苦换取未来的长治久安。绝大多数后发国家都有被殖民的历史，殖民者离开时给它们留下选举政治，使得它们不得不在民主的框架下进行政治运行和社会改造。但是，民主本质上是各种势力的妥协，而社会改造意味着剥夺某些强势集团的权力和利益，这两者实际上是相互冲突的，因而，后殖民地国家的社会改造异常艰难和漫长。例如，菲律宾的土地改革从美国占领时期就开始启动，但直到 21 世纪头十年才完成，而且是把土地卖给无地农民，而不是无偿分配。印度的土地改革更是艰难，独立之初印度就制定了土地改革法，但 70 年间几乎没有执行，即使是在共产党执政几十年的西孟加拉邦，仍然有 30% 多的农民没有土地。现代化转型的一大悖论是：社会转型必须经由暴力革命才可能在短期内完成。中国是成功的例子，而不少后殖民地国家则成为失败的例子。

五、中国现代化道路的世界意义

回到本文开篇提出的转型与追赶（发展）课题，不难发现，中国现代化道路为解决这些难题提供了答案。从转型和追赶的互动角度来看，过去 200 年中，世界上存在三类国家和地区：第一类是转型慢于追赶，第二类是转型与追赶同时发生，第三类是转型和追赶都没有发生。

第二次世界大战之前的德国和日本是第一类国家的典型。德国是 19 世纪经济追赶较为成功的国家，日本是 20 世纪经济追赶较为成功的国家。

但是，此后，这两个国家逐步走向军国主义，并没有成功实现政治和社会转型。事实上，它们在经济上的成功，是迟滞它们实现政治和社会转型的重要原因。德国在经济上和军事上的成功，点燃了德国人的民族自豪感。对于德国人来说，俄国文化是卑劣的，法国文化是腐朽的，英国文化充满狡黠，只有德国文化代表崇高和伟大，因此德国应该成为欧洲的主宰。德国人对欧洲人对德国的“不敬”感到愤怒，德皇威廉二世尤其如此。他一方面觊觎巴黎的繁荣，另一方面痛恨他母亲的国度英国对他的蔑视，希望用战争的胜利夺取巴黎，赢得他“应得”的尊重。在本质上，日本重复了德国走过的路。明治维新之后，日本的国力急剧增强，在甲午战争中击败从前的老师中国，在日俄战争中又击败“欧洲的轧路机”俄国，自认为可以代表黄种人与白种人进行对抗，更进一步自封为东方文化的“正朔”。最终，德、日两个国家都在战争中走向万劫不复的深渊。究其原因，是它们虽然在经济上进入现代社会，但在思想、政治和社会层面仍然处在传统与现代之间。以前现代的思维和行为逻辑驾驭先进的技术，其结果一定是反现代的。

“亚洲四小龙”特别是韩国和中国台湾地区是第二类国家和地区的代表。日本在殖民时期有意压制韩国和台湾地区的工商业精英，而两地在第二次世界大战之后都实施了土地改革，为政府启动经济增长提供了政治和社会条件。新加坡是一个城市国家，加之李光耀超群的治理能力，社会结构快速实现现代化转型，极大地促进了经济增长。它们的共性是社会转型在先，为政府中性地行使权力创造了基础。

多数发展中国家属于第三类国家。缓慢的政治和社会转型是这些国家无法实现快速追赶的主要原因。多数发展中国家都曾曾是欧美列强的殖民地，而在成为殖民地之前，它们还处在传统社会甚或原始社会。殖民者非但没有改变它们的传统社会结构，而是为己所用，从而固化了这些国家的社会和政治结构。殖民者离开时，又给这些国



家留下了一套现代选举民主制度，这套民主制度极大地压缩了它们进行社会变革的空间。它们只能希冀通过市场的力量推进社会和政治变革，但这样一来，这些国家就进入一个死循环：政治和社会转型不到位，往往制约经济发展，而经济不发展，又反过来制约政治和社会转型。

在三类国家和地区中，德国和日本似乎是两个反例。究其原因，可能是德国和日本都形成了一个强有力的国家（State），这个国家能够集聚资源，在短期内完成经济赶超，而多数发展中国家没有形成这样的国家。发展中国家的转型和经济赶超都必须内生于社会发展的过程之中，两者都将经历漫长的历史过程。

中国社会的转型与赶超同时发生。中国是一个发展中的大国，中国的现代化道路更具有世界意义。具体而言，中国现代化道路具有四个方面的意义。

第一，执政党发挥社会中坚力量的作用。中国共产党具有广泛的代表性，截至2021年年底，中国共产党党员总数为9671.2万名，他们来自各行各业、各个阶层。党是统揽全局、协调各方、凝聚共识的领导核心，在民主集中制原则指导下，党把不同阶层、不同代表性人群的意见集中起来，形成国家的大政方针。由此，党和政府可以超然于社会集团利益之上，在可能的社会利益冲突面前保持中性，不偏不倚，致力于中国整体的长期发展。a 在其他发展中国家，政府不是被利益集团所左右，就是被民粹主义所裹挟，因而无法实现资源有效配置。因此，有学者认为，虽然多数国家没有像中国共产党这样强大的执政党，但并不意味着它们不能借鉴中国中性政府的经验。通过合理的制度安排，即使是在选举民主下也可能构建中性政府。国家的中性，是亚当·斯密在《国富论》里开始强调的，中国的国家就是斯密意义上的国家，这就是为什么乔万尼·阿里吉（Giovanni Arrighi）给自己关于世界体系的鸿篇巨著起名《亚当·斯密在北京》的原因。

第二，以较短的时间跨越传统到现代的“峡谷”。英国革命持续了半个世纪，法国大革命以及后续的震荡持续了一个多世纪，20世纪的中国革命也持续了半个世纪。正如英国革命和法国大革命把英国和法国带入现代社会一样，中国革命也把中国带入现代社会。从经济追赶的角度来看，社会主义革命让中国建立起无阶级差别的平等社会，为中国实现经济腾飞提供了必要保障。尽管我们不期待其他发展中国家以革命的形式完成政治和社会转型，但是，它们必须把促进平等作为政治改革的核心任务，否则，很难实现长期和稳定的经济增长。

第三，重视人的发展。在社会主义革命和建设时期，中国共产党注重提高普通人的受教育水平，提高全体人民的健康水平。印度著名经济学家阿马蒂亚·森（Amartya Sen）在对比中国和印度不同的经济表现时，特别强调中国在人的发展方面比印度准备得更好。人是第一生产力，而教育和健康水平是人作为生产力的主要衡量指标，提升教育和健康水平，就是提升人的生产力。相较于其他发展中国家，中国更加重视提高普通人的教育和健康水平，这既体现了中国共产党的执政宗旨和平等理念，也符合经济发展的一般逻辑——在经济发展的早期，提高多数人的能力比提高少数人的能力更可能促进经济增长。

第四，把务实主义作为行动哲学。民族自豪感可以增强民族凝聚力，但是，很多发展中国家把它推向极端。在经济发展方面，这表现为拒绝发展劳动密集型产业，一味追求“高大上”产业，因为发展中国家的精英认为，劳动密集型产业不体面，受人剥削，发展“高大上”产业才能使自己的国家与发达国家平起平坐。在制度建设方面，这表现为不顾国情，一味坚持所谓的“最佳”西化制度，尽管这些制度在这些国家实际失灵。中国则不同。在经济腾飞的早期阶段，中国欣然接受发达经济体转移过来的劳动密集型产业，积累资金和技术，厚积薄发，最终建成世界上最为庞大和坚韧的制造业体系，并在多个技术领域进入

世界前列。在制度建设方面,我们从本国实际出发,始终坚持中国特色社会主义根本制度和基本制度,同时,采取渐进方法,先建立“有用”的体制机制,然后在实践中不断加以完善,由此走出了一条独具中国特色的渐进式改革和制度转型之路,为经济的平稳发展提供了条件。中国的务实主义态度和成功经验具有显著的世界意义。

中国仍然行进在现代化的道路上,未来 30

年将是中国现代化的冲刺阶段。如果到 2049 年中华人民共和国成立 100 周年时,中国完成现代化转型并赶上发达国家的收入水平,不仅将实现中华民族的伟大复兴,而且将成就一条属于中国但又具有世界意义的现代化道路。到目前为止,中国是唯一一个在现代化的高潮时期没有对外扩张的大国。未来,中国也会坚持和平发展的道路,继续为世界做出更大的贡献。



企业家何以与众不同？⁶

张维迎

北大博雅特聘教授、国发院教授、北大市场与网络经济研究中心主任

欢迎大家加入北大国发院 BiMBA 商学院。我敢肯定，你们做了一个好的选择。今年是 EMBA 教育在中国大陆发展的第 20 年。1999 年，北大率先创办了国内的 EMBA 项目，并经过 3 年努力于 2002 年正式获得批准，之后才有了全国更多的 EMBA 项目出现。

我最近出版了一本书，书名叫《重新思考企业家精神》，今天在这里和大家分享一下书中的一些内容。

企业家何以与众不同？先举两个例子。

第一个例子，假如你在马路上看见一张 50 元的钞票，你是把它捡起来还是不捡？经济学的标准答案是“不捡”，因为这钱肯定是假的，否则它应该早就被捡走了。如果你按经济学的标准答案去做，那你就不是企业家。这钱可能是假的，但也可能是真的，而更有能力判断出一个市场机会（钱）真假的人就是具有企业家精神的人。

第二个例子，设想你在经营一家企业，你想开发一款新产品或者去比如南美开拓新市场，于是让财务、技术、市场等人员做一份可行性报告给你。如果最后他们根据大量数据和信息全盘否定了你的想法，你应该听他们的意见还是不听？我认为，你可以听他们的意见，但如果你只是听他们的意见行事，你可能也不具有企业家精神。

我将近 40 年的时间一直在研究和思考“企业家”这一问题。我的一个基本结论是，按照传统的经济学理论，你没有办法理解企业家决策。什么使得企业家与众不同？他们的追求和决策的心智模式！企业家决策与一般决策的不同之处在于：

第一，企业家决策不是科学决策；

第二，企业家决策不是给定约束条件下求解，而是要改变约束条件；

第三，企业家的目标不仅仅是赚钱，甚至主要不是赚钱。企业家还有超越赚钱的其它目标，这些目标甚至对人类发展都非常重要。

企业家决策不是纯粹的科学决策

我们经常认为科学决策是最了不起的决策，因此所有决策都应追求科学化。但我要说的是，真正了不起的决策是“企业家决策”。这里我们首先要将“企业家做的决策”和“企业家决策”区分开来。现实中的企业家要做出好多决策，而其中大部分决策并不是“企业家决策”而是“管理决策”。真正称得上是“企业家决策”的少之又少，可能仅占企业家所有决策的 5%，甚至更低。

6. 本文根据张维迎在 2022 年 8 月 26 日北大国发院 2022 级 EMBA 开学典礼上的演讲整理。

企业一般的决策可以被叫做“管理决策”。不同于企业家决策，管理决策是基于数据和计算寻找唯一正确的答案，就像我们考试有标准答案一样，且多数人的答案就是正确答案。而企业家决策并不是纯粹的科学决策，它不是基于数据和计算，而是基于人的想象力和判断能力。人类所有的创造性活动都源自想象，想象是一个人对未知事物所做出的主观性判断，是人试图改变未来、塑造未来的意愿。未来的世界不是给定的，而是可以改变的。想象和判断基于人的心智，不同人所想象的内容可能完全不一样，所以没有唯一正确的答案。并且可以这么说，多数人的答案都是错的。换言之，多数人不看好的事，恰恰是企业家要做的事。

我在书中举了两个例子。第一个例子是，我以前的一名学生，原本有份稳定的工作且已经做到了不错的位置。有一天他突然告诉我说他准备去下海，创办自己的企业，还告诉了我他的企业将生产什么产品，问我意见如何。我坦率地告诉他我没做过企业，所以真的不懂。我问他爸妈是什么意见，他说他爸妈坚决反对。我就说：那你可以试一下。凡是您爸您妈一致同意的事，不大可能是企业家要做的事。您爸您妈是按一般人的思路来想问题。但如果他们觉得是不可行的事，那才是企业家要做的事，您就可以试一下。

第二个例子，我有一次参加一个培养企业家的活动。这个活动让想成为企业家的年轻人拿着商业计划书来竞赛，并找了一些资深企业家和投资人来做评委。我去的时候，奇虎 360 的周鸿祎正在评价一个年轻小伙子的商业计划，觉得他这也不行，那也不行。评议结束后，该我讲课了。我上去讲的第一句话就是：“小伙子，周鸿祎说你不行，不等于你真不行。周鸿祎当初干啥别人都说他不行，而且说他不行的那些人的地位比他现在还高。所以，不要迷信任何成功人士，这才是企业家精神。”

企业家之所以如此，是因为他们要用到的主要知识不是从书本上学来的那些“硬知识”，而

是从书本之外的“软知识”。只是很可惜，很多人不把“软知识”当知识，觉得只有书本上的“硬知识”才重要。

为什么企业家决策不是科学决策？因为企业家面临的是未来，未来不仅是不确定性，而且是可以改变的。不确定性意味着要做的事没有统计样本、平均值和方差做参考，不能用过去的经验来预测。而凡是能用过去预测到的未来，都不是企业家需要做的事。因此，面对不确定的未来，企业家的想象力和判断能力就变得非常重要。记住：未来的世界与你的想象有关！

企业家决策不是给定约束条件下求解

一般的经济学理论、管理学理论决策模型都是给定约束条件下求解。这样一来，决策就变成了一个计算问题。现在的计算机、人工智能已经发展得很强大，甚至可以替代人类做这样的决策。

但这不是企业家决策。企业家是要把一般人认为不可能的事情变成现实。相较于普通人，企业家更像是“百分之一”甚至“千分之一”中的那个分子，他们做的是百分之九十九甚至千分之九百九十九的人认为是胡闹的事。

在企业家眼里，经济学家讲的那些给定条件都不是给定的。消费者的偏好不是给定的，市场需求不是给定的，而是企业家创造出来的，最重要的不是怎么样去满足原有市场的需要，而是要创造出新的市场；生产技术不是给定的，不是怎么样去使用现有的技术生产现在的产品，而是要创造出新的技术，生产不同的产品；资源也不是给定的，而是可以变化的，过去几百年人类的进步正是源自不断地改变对资源的定义。160年前，石油并不是资源，而是自然垃圾，甚至从石油中提炼出可以照明的煤油后，剩余的汽油也被认为是有害的废物。当人类有了内燃机和汽车后，汽油才变成资源。

我们常说“巧妇难为无米之炊”，但这就不



是企业的思维。企业家如果觉得有人要吃饭，米可以卖钱，那么即便他手上暂时没有米，他也可以先把订单发出去再去找米，并且他相信米一定可以找到。如果找不到现成的米，他能够让农民去种稻子；如果没有种稻子的农民，他可以把炼钢的工人雇来种稻子。

因此，企业家基本都是一群过度自信的人。企业家的过度自信，这是已经被统计结果所证实的。根据风险投资家的估计，平均而言，投资 10 个项目大概有 1-2 个成功。但如果你事前问企业家对成功的预期是多少，他们几乎都会信心满满地说至少 80% 以上，甚至 100% 会成功。

由此，企业家也会面临“成王败寇”的结局。成功了，大家觉得你了不起；失败后，大家怎么看你都像骗子——米还没有你就接受订单，信誓旦旦，这不是欺骗是什么？事实上，企业家并不是骗子，他真的相信自己能成功，只是暂时还没有成功。他要改变的约束条件有很多，不是完全由他控制。

如果从这个角度，我们就能更好地理解那些失败的企业家。这个观点，我建议法官们也听一下。在处理企业案件时，法官要去理解企业家本身的决策过程，因为好多优秀的企业家都被当成过骗子，包括马斯克这样的人，也包括我在书里讲到的非常有名的铺设大西洋海底电缆的企业家菲尔德。菲尔德先是经历了三次失败，被所有人认为是骗子，连朋友都不再跟他来往，但七八年后他终于成功了，最后他又成了大家眼中的英雄。

因此，企业家不会认输。我们北大的校友俞敏洪，他做出了非常有名的企业新东方，但是他的业务突然就受到政策的极大影响，股价掉去 90%，但他一定还想爬起来再次证明自己的价值。这也意味着，我们不能把企业的失败等同于企业家的失败。几乎每个企业家都失败过，有些企业家失败过不止一次。企业家就是那些能够熬过失败，最后取得成功的人！

企业家决策不以利润为唯一目标

经济学假定做企业就是为了赚钱，因此所有的计算模型都是为了实现利润最大化。我很早就对此产生了疑问。根据经济学中的“边际效应递减”原理，当你拥有的钱越多，钱对你的意义就越小，当你拥有的钱多到一定程度时，你对钱的需求就接近于零。

好多企业家赚的钱可能已经几辈子都花不完了，那他们还在忙活什么？他们干嘛还要来北大继续学习？实际上，企业家是一群雄心勃勃的人，赚钱只是他们的一个手段，不是他们的最终目的或全部目的。

熊彼特讲，企业家在赚钱之外，还有三个“非金钱”的动机：

1. 建立一个商业帝国。人有一种目的是希望活在别人之上，不管这种想法正当不正当。过去的领袖靠武力征服别人，比如成吉思汗，而现在只能靠征服消费者。买你东西的人越多，你的帝国就越大。如果到处都在卖你的企业生产的产品，那你的成就感就会像国王一样。所以摩根讲，“我的生活就像国王一样”。

2. 证明自己比别人强。这是一种竞争心理，就像王石讲的：“我行，你不行”。当你做地产跟我一样好了，那我就去爬山，而你不敢爬，那就是“我行，你不行”。好多企业之间的竞争就是企业家之间在斗气。而有上进心的人总会想办法比别人做得更好，这在任何组织、任何社会里都如此。

3. 享受创造的过程。这些人不喜欢循规蹈矩，不喜欢做重复的事情，而每当做别人没有做过的事情时就会让他感觉特别快乐，这就是对创造过程本身的享受。

此外，我再加上一个“非金钱”动机——改变世界或者改变环境。比如我们的姚洋院长想改变这个学院，我当时创办 EMBA 是为了改变中

国的商学教育。有一些人相信，这个世界会因为他们的存在而变得不一样。他们不一定是为了财富或者名气，只是觉得既然到了这个世界，就要为这个世界留下些什么。我想，这也是很多企业家的重要目标之一。

理解了企业家的这些“非金钱”目标，我们才能理解为什么现实中的企业家会做那么多事，且很多事情可能是在经济学家眼里不会做的。乔布斯曾对想做企业的年轻人说，如果你想赚钱就别做企业。他认为做企业的目的是，当你有了一个想法，你要让全世界都知道你的这个想法，你可以让你的想法变成产品，让人们喜欢它，通过这样你可以改变世界，而不是为了赚钱。所以，今天在座的各位，也许你的目标是赚钱，但你还应该有更高的目标。

这里我完全没有贬低“赚钱”的意思。正如刚才姚洋老师讲的，我在1983年就写过一篇文章《为钱正名》。对企业家来说，利润就像一根抽打你的鞭子！你办企业占用了社会资源，投入了许多成本，而赚到钱证明你对社会做出了贡献，因为销售收入是消费者支付给的东西，说明你为消费者创造了价值。只有当你为消费者创造的价值大于你付出的社会资源的机会成本之后，你才能赚钱，才证明你履行了社会责任，你的宏伟目标才能实现，否则你只是为了当“国王”或者出人头地而浪费社会资源。

上面讲了企业家决策的三点内容，如果大家理解了这些内容，就可以对很多经济政策做出评价。我个人认为，好多经济学家提出的政策建议是有害的，因为他们基于相对错误的理论假设。比如好多经济学家支持反垄断法，但我说它是错的，因为它假定技术、产品、资源都是给定的，一家企业太大了，别人就没法活。

但技术和产品都是企业家创造出来的，而且不断被别的企业家的创新所替代。我在书里写到，企业家精神才是最好的反垄断法。企业家天生爱折腾，他绝对不愿意服从别人，他一定要把现在

领先的企业家拉下来。你做得再好，也总有人虎视眈眈地盯着你，而且不一定是你能看到的竞争对手。2008年《反垄断法》出台时，苏宁、国美都是国内最大的反垄断对象，当时它们垄断了国内的家电行业，但没过几年就活不下去。根据我们国发院黄益平教授数字经济研究团队的研究结果，2013年阿里电子商务所占的市场份额为92%，而2020年降到42%，因此即便是这些风头无二的企业，仍然不可能高枕无忧。只要让企业家精神自由发挥，就不用担心垄断的影响。企业家精神对垄断的摧毁，远比政府的反垄断部门厉害。

又比如产业政策。关于什么是未来的主导产业，制定产业政策就需要先达成一个基本共识，然后按照这个共识去实施，而构成这个共识的群体可能就是少数专家或者当前的成功企业家。根据我刚才讲的，企业家决策不是科学决策，100个企业家可能有100个不同观点。如果99个企业家认同一个观点，那这个观点可能就是错误的。我在书里举了一个例子，2011年在深圳召开的一个论坛讨论云计算，当时在台上的三位企业家中，有两人不看好云计算，只有一人表示支持。持否定意见的两人是李彦宏和马化腾，表示支持的是马云。这三人都杰出的企业家，但他们意见并不完全一致。如果投票的话，2比1的结果肯定是马云输。如果让他们来制定产业政策，那云计算就会因为没有达成共识而不被纳入产业政策。因此，企业家靠的是自己的判断，不是专家或政府官员的判断。成功的企业家告诉你的结论，经常不能代表未来，企业家要坚持自己的判断。如果成功的企业家的判断总是对的，那未来就不会再有新的企业家了！

再比如对企业家“社会责任”的认识。很多人认为企业家要肩负社会责任，就应该贬低追求利润的行为，否则就不够高尚，甚至损害社会利益。这个理解本身是错的。企业家的目的不仅仅是赚钱，甚至主要目的不是赚钱，不然很多企业家最



后就不会把钱都捐出去。比如洛克菲勒和卡耐基，二人在前半生是比赛谁赚的钱多，后半生则是比赛谁捐的钱多。你办所大学，我也要办所大学，你办家医院，我就办个图书馆。当然洛克菲勒活得长，捐的钱也更多。

总之，如果大家理解了我讲的什么是企业家决策以及企业家精神，就能理解当下好多的政策设计有问题。如果你想进一步了解相关内容，那你就可以看看我的书——《重新理解企业家精神》，这本书浓缩了我近40年的思考，近期刚刚上市。

最后我想说，大家能来到国发院学习是件非常好的事情。企业家精神能不能培养？我认为，不能，因为如果你天生不是做企业的料，你来学了也没用。但是，即便你天生是个音乐家，你也

还是要去学校学习，这对培养任何才能都适用。从这个意义上讲，我们对你们是会有帮助的。我们没有办法教你们怎么去具体做生意或是项目，但我们可以帮助你们提高想象力和判断能力。尽管不同的教授可能会持有完全不同的观点，比如最典型的就是我和林毅夫老师，我觉得他不懂市场，他觉得我不懂发展，但我们每个人所表达的意见都可能对你们有用。北大国发院是开放、多元的，我们会告诉你们我们在想什么，你们能学习到的是思维方法。企业家的一个技能是整合资源，包括整合知识。你不创造知识，但可以使用别人创造的知识。有些知识在我手里赚不了钱，你拿去就可以赚钱。所以来国发院还是要好好学习！

平台经济的创新、治理与繁荣⁷

黄益平

北大国发院副院长、北大数字金融研究中心主任

今天借新书发布之机，希望与大家就平台经济问题展开进一步的讨论。其实即便对我们课题组中的很多成员而言，平台经济也是一个新课题。

课题组在2021年6月成立后，用了一年多的时间阅读资料、访谈调研及内部讨论。现在对相关的问题有了一些相对深入的了解和比较系统的看法。在此，我特别要代表课题组，想对很多同仁在过去一年提供的指导和帮助表示诚挚的感谢。

下面我想从以下五点讨论对《平台经济：创新、治理与繁荣》这本书的主要观点做一个概述性的介绍：

一、中国平台经济位居世界前列

从全球范围来看，中国平台经济发展位处于相对领先的地位，目前排在世界第二，衡量指标包括平台企业的数量、市值、交易规模等。尽管近两年的发展速度有所放缓，总体而言，中国的平台经济发展取得了非凡的成就。作为一个发展中国家，能够首次跟上第四次工业革命的步伐，走在经济技术创新的前列，非常了不起。

可能有五个方面的因素促成了我国平台经济

发展的成就：

第一，市场化改革的成果。所有头部平台企业都是民营企业，这就是中国市场化改革的一个重要成果。美国人经常说“美国梦”，在我看来，这就是非常典型的“中国梦”。一些年轻人的想法，不仅可以落地，还能在很短的时间内做成国内甚至全球的头部企业，非常了不起。

第二，中国拥有良好的数字技术基础设施。我国智能手机和互联网的渗透率在发展中国家中位居前列，这要感谢政府在过去组织了大量数字技术基础设施投资，同样，很多国有企业也做出了重要贡献。

第三，中国具有人口规模大的天然优势。平台经济的一大特点是规模经济，如果人口和市场规模比较小，平台经济创新的难度就会明显加大。我国有14亿人口，并且大家都在用智能手机和互联网，平台经济的发展就有了非常好的技术基础。

第四，我国在个人权益保护方面存在不足。部分平台确实存在不合规甚至不合法的一些做法，这是问题。但硬币的另一面是各种创新活动变得非常活跃，许多与大数据分析相关的新业务、新流程和新产品不断诞生。

7. 本文根据黄益平在2022年7月31日北大国发院第4期“承泽论坛”暨《平台经济：创新、治理与繁荣》新书发布会上的演讲整理。



第五,中国的平台经济和世界市场有所分隔。中国的平台经济尚未真正融入到全球平台经济的市场,然而短期看,这可能为国内一些平台的发展和增长提供了有利条件。

以上五个方面的因素,一方面说明了过去成功的原因,另一方面也说明当下平台经济发展中的一些条件和做法可能无法长期持续。因此,对平台企业加强监管是必要的,过去一些野蛮生长的做法需要得到纠正。

二、平台经济的贡献

平台经济有很多特征,比如长尾效应、规模效应、范围经济、网络效益、大数据分析、算法等。根据这些特征,我们可以对其贡献和影响加以总结,总体来看主要有扩大规模、提高效率、改善用户体验、降低成本、控制风险和减少接触六个方面。不可否认,这六方面的作用确实令我们的经济生活发生了很多改变。

举个例子,平台经济大大提高了很多经济活动的普惠性,老百姓付出很低的成本就能享受各种线上服务。创新创业甚至就业也变得更加普惠、进入门槛明显降低。

数字金融是一个非常好的例子。在今天的中国无论身处何方,只要有智能手机和网络信号,所有人都能享受几乎一样的金融服务,这就是真正的普惠金融,这在过去是很难想象的。

不过在很多时候,我们很难用经济指标来准确地捕捉和刻画平台经济的经济贡献。课题组的伍晓鹰和余昌华在其报告中首先定义了一个相对广义的数字经济的概念,然后分析数字经济对中国经济增长和生产率增长的贡献。他们的研究发现,在2012-2018年间,他们定义的数字经济对中国GDP增长的贡献达到75%。由于在数据方面存在一些困难,他们在研究中并没有使用“平台经济”这一概念。不过综合来看,平台经济的发展对经济增长的长期可持续性至关重要。

三、平台经济的挑战

平台经济带来了诸如支持经济增长、提高效率、控制风险、改善普惠等好处。在疫情期间,平台经济无接触交易的特性,也使得一些经济活动得以延续。然而凡事都有两面性,平台经济的发展也必然带来了一些新的挑战,值得重视:

平台所具有的规模经济的特点可能引发赢者通吃、一家独大,甚至实施反竞争行为。

平台经济提供了门槛低、灵活性高的就业机会,但与此同时外卖员和快递员社会保障缺失和工作条件不好等的抱怨也很普遍。

算法可以帮助平台做很多事,数字金融领域有一个新的业务模式“大科技信贷”,指的是金融机构根据用户在平台上留下的数字足迹,对其做出风险评估并以此为据发放贷款。相比过去金融机构单纯依靠抵押品做贷款,大科技信贷无疑是一种革命性的改变。不过算法也可能引发问题,包括算法歧视、算法黑箱等。

还有很多其它方面的挑战,这些问题如果不能及时得到纠正或者消除,必然会影响平台经济的发展,甚至造成严重的经济与社会后果。因此,课题组认为政府部门加强对平台经济的监管和规范是有必要的,只有如此,发展才能长久。

四、平台经济的监管和规范

始于2021年初的针对平台经济的“强监管”已经达到了一些预期的目的。不过在政策的执行过程中,也存在不少值得反思的地方。

最近这一年多来,平台经济的发展明显放缓。虽然从总量看,中国平台经济的排名仍然靠前,然而增量下降明显,这一现象令人担忧,如果这个趋势持续下去,我国平台经济的优势很快就会失去,被印度、英国等国赶超。

治理政策的方针是希望平台经济的规范与发

展并重，“在发展中规范，在规范中发展”。课题组认为自始至终地坚持这个原则，对于制定并实施治理政策至关重要。课题组总共提出了十条政策建议。这些建议的核心，是要尽量改善监管政策的协调，减少“运动式监管”和“监管竞争”，使监管成为一种日常性行为，目的是让平台经济发展得更加规范。

从大的框架看，可以考虑两个方面的思路。一是近年制定了许多政策与法律，但有时候各个政策之间缺乏协调。能否考虑由全国人大推动制定一部数字经济法，不但可以改善不同政策、法规之间的衔接，将来还可以发挥数字经济治理基本法的作用。

二是加强政策协调，改变过去“多龙治水”、相互竞争的局面，平衡长期、短期之间的关系及系统与局部之间的关系。2022年7月下旬，国务院成立了数字经济部际联席会议机制，目前计划是一年开一次会。这是一个非常好的机制，从长远看，也许可以探讨成立高规格、综合性的平台经济治理机构的可能性和必要性。

总之，治理政策一定要在发展和规范之间求得平衡，不可偏废。

五、值得深入研究的问题

平台经济是一个新的经济现象，关于平台经济的研究刚刚开始。无论从从学术研究还是从政策制定的角度看，有许多问题值得深入的思考与研究。

比如，平台经济中备受关注的垄断问题。基

于网络效应、规模经济等特性，平台很容易做大，但一旦做大就存在垄断的嫌疑。然而针对平台经济的做大，我们是否要继续沿用诸如钢铁和石油行业的传统标准来加以判断？平台经济不做大说明没成功，如果一做大就要被拆分，那就没法搞平台经济。课题组的汪浩老师提出，范围经济的特性可以让充分竞争和规模经济实现共存。经济学讨论中有一个“可竞争性市场”的概念，即判断是否存在垄断，不看企业的市场份额，而是看其他潜在竞争者能否进入市场。如果潜在竞争者很容易进入市场，那么即使是市场份额比较大的平台企业也很难实施垄断行为。

同样，对于诸如“二选一”这样的商业行为，需要做深入的经济分析，判定背后是否存在正当性理由，而不应简单地“一刀切”的结论。

再如，中央提出数据要成为新的生产要素，但是针对数据，我们该如何配置、使用、交易和定价？这些问题目前尚无明确答案。全国有不少大数据交易中心或者交易所，但业务基本上都没做起来。这一现象值得我们深思。对于大数据这样一种新型的生产要素，我认为不适合沿用管理劳动力、资本和土地这类传统生产要素的方法来管理。课题组针对这一问题在确权、交易和定价方面也都正在探讨一些新想法。

总之，对广大学者而言，平台经济这个课题值得深入研究。对决策部门而言，这些问题同样需要深入探讨。政府、平台以及其他平台参与者应该共同努力，最终实现“在发展中规范，在规范中发展”的目标，让中国的平台经济具备持续的国际竞争力。



广义数字治理与平台治理难点⁸

江小涓

全国人大常委会委员、中国行政管理学会会长

我今天所说的数字治理是广义的，包括三层含义：一是用数字技术治理，二是对数字技术治理，三是数字社会治理。这三层治理的含义都很复杂和深刻，超出人们的通常理解，带来传统角度的治理难题。有效治理需要理解问题本质、更新监管理念、转变治理载体和手段。

第一，用数字技术来治理

通常人们所说的利用数字技术进行治理，是指用数字技术为政府治理赋能，提供更多治理手段，例如通过监控设备进行远程现场监管、利用线上流程为市场主体和公民提供更好的公共服务等。然而，我这里所讲的“用数字技术治理”，超出这个理解，将其延伸到政府和市场边界划分这个大问题上。

埃莉诺·奥斯特罗姆是唯一一位获得诺贝尔经济学奖的公共管理领域学者。她的重要贡献是提出多中心治理的概念，现代社会治理不像一些经济学家讲的那样，要么市场要么政府。在一个很好的制度设计下，公民、社会组织、市场、企业都可以参与治理，我们原来讲所谓有外部性因而需要政府伸手的领域，有些可以通过一种有效的制度设计，通过各方的共同治理来完成。

在数字时代，多方治理问题可以极大扩展。数字时代之前，通过制度设计解决的问题通常是非常具体的，因为各方损益的计算很复杂。比如污水排放问题，只能在一个很局部的范围内设计。范围一大，就没有办法来计算各方在这个行动中的得与失。而现在有了数字技术提供的海量连接能力和巨大算力，环境问题中的多种形态排放、减排行为的贡献等，宏观上可以在很大范围内计算，微观上可以颗粒化到个人，而且可以追踪动态足迹。

更进一步就需要思考政府调控问题。需要政府干预市场的理由之一是政府具有“信息优势”：掌握统计数据，知道面上情况，因此能做出从全局角度看的正确决策。这些情况企业不知道，行业不知道，他们不听政府指导，就有可能是盲目在做决策。现在情况发生变化，政府的数据是层层报上来的，而数字平台的数据是各个现实场景实时汇聚出来的，很多行业组织甚至头部企业都能知道宏观数据，并不比政府知道的少，而且数据更加实时和准确。

例如，几个大的工程机械平台实时监控全国85%以上大型工程机械设备的开工时长和运转情况，由此得到所谓的“挖掘机指数”，能够精准推断出全国投资项目的开工进展情况，成为了观察固定资产投资的风向标，还有货运车平台得到

8. 本文根据江小涓在2022年7月31日北大国发院第4期“承泽论坛”上的演讲整理。

的“物流热度指数”、租房平台得到的“租房供求倍数指数”等，都是经典的宏观指标。

还有，数字经济在经济中已经占有重要地位，但其运行逻辑和传统经济并不相同，例如网络空间大量可复用、复制、复刻的内容，供应方收益有限，消费者获益极大，但却无法合理估值使其体现在GDP中。因此，政府原来依据信息优势进行的宏观指导，就成为一个值得思考讨论的问题：政府的公共立场仍然无法被替代，但政府宏观调控行为、调控指标和调控手段是否需要进行调整优化？

第二，对数字技术的治理

对数字技术的治理主要聚焦于数据问题、垄断问题和价值观导向这几个问题上。这几个问题都是对数字技术负面作用的治理。社交平台上经常有很多的虚假信息，这是所有国家都不愿看到的。欧洲2018年开始实施《通用数据保护条例》，旨在加强个人对网络隐私的控制。即使在这样的情况下，国内外平台的虚假信息都不少，平台持有的个人数据仍在持续增长，这是监管者和被监管者的博弈。

我国的平台企业在全世界最宽松的环境中发展了20年，的确积累了不少问题，加强治理很有必要。不过对平台与传统大企业的差别要有清醒认识。“垄断”是监管中的高频词，但是对于平台企业的垄断判定有一些困惑，垄断的定义是具有市场控制力并因之获取不当利益，是状态和行为双标准。如果只是大而没有作恶，并没有什么什么问题。现在平台型企业从其“大”来看超乎以往任何时期，但是现在很多大的平台没有“高收费”这种传统大平台损害消费者利益的行为，相反平台免费给消费者提供服务。

现在判定垄断多数都用经营者合并消灭同业竞争的这个理由，或者说平台有自我优待问题，即给自己的关联企业导流让它们优先接触到消费

者。现在有些学者批评说监管者不理解数字时代的垄断问题，不过在我观察的范围内，监管者还没有如此轻率地说，由于平台太大了所以我要打击你，真正处罚的时候还是讲究专业性的。当然有许多值得讨论的新问题，例如平台易于跨界经营和消费者易于多平台转换，就使得没有同业竞争者并不等于没有竞争者。

第三，数字社会的治理

在这里讲数字社会，并不是经济问题、社会问题这种定义中的社会，而是与农业社会、工业社会、信息社会并列的一种划时代的社会形态。数字社会是一种新的社会形态，数字技术为其赋予了新的市场交易和社会交往的规则。比如大数据和算法可以在一定程度上决定每个人可以得到什么信息（智能推送）和获得什么资源（例如网络银行用算法决定谁能获得贷款）。数字技术还可以为早期的其它交易规则增效。比如市场信誉有利于增进交易，以前这种信誉都是局部的，骗子一处一处行骗走遍全国，但是现在互联网平台，一处失信处处难行。这对整个社会秩序的改变有重要影响。

从监管角度看，平台监管肯定是数字社会监管的重点，但确实面对许多难题：

一是大而管不了，一些消费者日常使用的大平台，出了问题肯定不能一关了之，有问题要整改但不得停运。

二是快而跟不上，平台上的商户、商品和服务数量巨大，以百万、千万计，而且更新极快，外在监管力量完全跟不上。

三是深而看不透，大平台都是上千项多层次投资项目及其它利益关联，不细查深查，不易看透看准。

四是新而看不懂，不同平台商业模式不同，相似平台也有很大差异，视频平台B站、抖音、



快手还有小红书，经营模式有挺大差别，而且各自都在持续创新，外部监管者看明白理解到位很不容易。

第四，平台自治是基础和首要

面对这样的格局，数字平台怎么治理呢？除了政府继续加强和改善监管外，平台自治是基础、是首要，一定要强调自治，没有这个基础，平台之外的监管者没有办法应对平台治理这个难题。

平台在过去监管宽松的环境中已经运行了二十多年，前十多年几乎在缺少监管的情况下运行，仍然得到极快发展。没有政府管理为其赋信，消费者怎么敢买东西？平台只有走自我管理这条路。即使现在政府严加看管，但规模巨大和海量高频交易，政府的监管能力实际上远远不足。平台每天要处理的纠纷和问题非常多，一旦处置迟缓的话对平台的影响非常大，客户直线往下掉，舆情发酵就会产生很大影响，如果大家认为平台秩序不可信，平台就得关门。所以平台要存在一天，就必须承担起协调和监管的职能。

平台的自我治理重点是平台生存所需要的，如消费者权益保护、知识产权保护、消费纠纷处理、交易信用维护、价值观导向正确等。之所以能够有效自治，还是靠技术能力。99%的商品和内容审核都是靠智能算法，有没有侵权、有没有黄暴赌毒等，人工复核只能是极少数。总之，在政府监管之外、之前，这么多年中国各类平台还算有序运转、还能成长发展，靠的是自治为主的秩序维护。

第五，对行政监管的思考

我们对平台的行政监管这两三年力度比较大。回顾平台发展史，思考这几年监管中的成效与问题，我们认为今后对平台的监管，仍然要将平台自治水平的提升放在首位，换句规范的表述，就

是要将对平台内部合规管理的监管放在首位。

首先，政府要给平台提要求，说清楚平台要自我管理好哪些问题，平台要能够向政府、向社会明示其内部合规管理的有效性并接受监管。关于平台合规管理问题，国际上有成熟的做法，是不是建立了一个消费者保护的合规管理体系，是不是有个人数据隐私保护的合规管理体系，而且有ISO体系中的评价标准。当然，政府必须严格监管平台合规管理体系的建立和运行，这是政府在数字时代维护市场公平竞争和社会平稳运转的重要职责。

其次，政府需要按照平台特点进行分类监管。其实不同类型平台违规的点和监管重点有相同之处但更多是不同的。

再次，我们要各方利益平衡的监管，消费者的想法是不一样的，有些喜爱免费加广告，有些喜欢付费无广告；有些喜欢个性化的推送，比如我喜欢平台为我推送的新书，特别精准了解我的偏好，有些喜欢在平台上冲浪觅新。

总的来讲，平台的特点就是有智能算法，大多数场景下如果能够使不同偏好的消费者各得其所，有不同的方法满足不同人的需求，这样的场景就不要规定得太死，一定要怎么样不要怎么样，要防止出现一个极端事件就出台一个极端管理方法，维护了一部分人的利益却损害了另一部分人的利益。可以在守住底线的前提下先让平台试试看能不能做到平衡各方利益。最后是信息真实性和价值观导向的监管，这是各国政府都很重视的问题，在我国尤为重要。平台不仅是商业组织，同时也是社会信息传递和交互的基础设施，这方面的严格监管必不可少。

现在还有一个监管难点，就是有争议的技术应用谁说了算？反复讨论意见分歧的技术往往是正面负面影响都很突出的技术，要不然早就禁了。例如人脸识别，在疫情之中的应用总的来说大家基本赞同。但在正常情况下能否广泛使用？反对者多以隐私保护为理由。赞同的理由有许多，我

听一位城市管理者讲过，这项技术在他所在的城市应用后，走失的儿童、老人和智障人士在几十分钟内绝大多数都能找到。难题是谁说了算？还有许多这类问题，持不同立场的人观点不同，决策者有时也是举棋难定。

最后说说另一个难题。面对数字技术带来的深层次的变化，行政监管的难题很多，监管部门也需要观察、研究和思考，需要综合考虑多种因素。

数字技术应用领域，中国有许多创新走在前面，没有经验可以借鉴。监管部门偶尔出现行动不快、协调不够的情况可能很难避免。有些特别事件社会反响很大，政府只能先出手，先把问题最大的一面、最突出的一面管住稳住。因此，全社会都需要共同努力，有更多的公共讨论，不断提高对数字社会的认识水平，在政府主导下各自表达又合作协同，提高数字社会治理水平。



不确定时代的投资：如何平衡收益与风险⁹

黄卓

北大国发院助理院长、长聘副教授

北大数字金融研究中心副主任、北大计算与数字经济研究院副院长

今天主要想和大家分享以下几个问题：在当前百年未有之大变局的背景下，中国的资本市场面临何种投资机遇？如何平衡在投资中的收益和风险？如何规避投资中常见的陷阱？

百年未有之大变局

中美关系发生深刻变化

从 2018 年开始，美国对中国发起贸易战。此后，美国开始遏制中国的高科技企业，对中国的一些高科技行业“卡脖子”。除此之外，在一些敏感问题上，美国也不断试探中国的底线。我认为这些变化短时间内难以改变，这使得中美关系进入了一个新的阶段。作为全球最大的两个经济体，中美关系的不确定性给全球经济带来不稳定性。

新冠疫情的影响

疫情严重冲击了全球经济，不仅令经济增长减速，也对很多国家的经济和居民收入带来负面影响。许多国家的资产负债表遭受严重冲击，复苏过程异常艰难缓慢。

俄乌冲突

俄乌冲突引发全球粮食和能源危机，包括原油和天然气在内的大宗商品价格剧烈上涨和波动，

在全球范围内引发通货膨胀。

上述三方面的变化给全球化进程带来不可逆的影响。改革开放以来，特别是 2002 年入世以来，中国一直是全球化的受益者。全球化在全球范围内针对供应链进行优化配置，极大地促进了经济增长。毫无疑问，中美贸易战会阻碍资源优化配置，也会对潜在的全球经济增长带来负面影响，甚至可能引发“新冷战”这样一种全新的全球地缘政治格局。

中国经济目前也面临着需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。疫情持续两年多来，整体需求出现一定程度上的收缩。中美贸易战给供应链和产业链都带来巨大冲击，俄乌冲突进一步加剧了冲击的力度。居民对未来的经济增长预期转弱，这些都给投资构成巨大挑战。

中国资本市场的新机遇

尽管未来充满不确定性，我认为中国资本市场仍然蕴藏着巨大机遇，这主要体现在三方面。

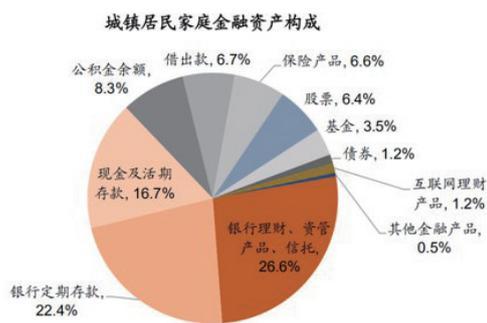
权益类投资时代已经开启

我国居民的资产配置大量集中在房地产领域。根据 2019 年的央行数据，中国居民的资产约有 59% 集中在房地产领域，金融领域内的资产仅有

9. 本文根据黄卓在 2022 年 7 月 8 日“雪球直播节之北大国发院 MBA 智库课堂”上的演讲整理。

约 20%。美国的情况恰恰相反，只有 24% 的居民资产配置房地产领域，日本的情况与美国类似。美日两国居民在金融领域内的资产配置占比分别为 71% 和 63%，比我国高很多。

从下图中可以看出，中国居民配置在金融领域内的资产有 22.4% 是银行存款，16.7% 是现金和活期存款，22.4% 是定期存款，银行理财资管产品的占比约为 26.6%，股票基金的占比加起来仅有 10%。与国际水平对比，这一水平相当低。



资料来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中金公司研究部

截止目前，“房住不炒”的政策已坚持 6 年，当前人口老龄化和城市化的进程也在加快。在我看来，对大部分城市的大部分居民而言，房地产作为一个投资选项的吸引力正在下降。或许在 5 年甚至 10 年前，房地产是很有把握的一个投资选项，区别只是涨多涨少，但这种情况正在发生变化。

银行理财产品也是一样。如果两三年前买银行理财，投资者大概率能获得 3-5 个百分点的收益，至少不会亏钱。现在这种局面也被打破，特别是 2018 年国家开始推行资管新规以来，银行理财产品的刚性兑付已被打破。今天购买银行理财产品的投资者很容易发现许多银行理财产品的净值波动显著，有些理财产品的净值甚至为负。换句话说，现在的理财产品已经无法保证投资者百分百获得正收益。

与投资对象的贫乏相比，中国居民的可投资资产规模可观。据保守估计，中国居民个人可投

资资产已经超过 150 万亿，这主要得益于中国经济的高速增长。这一类资产向权益资产配置的空间非常巨大。

过去几年，中国的金融科技和数字金融逐渐兴起，在支付和网络借贷等领域都获得快速发展，在移动支付领域居于全球领先地位。利用金融科技平台来发放贷款，也是在这一发展进程中涌现出的新模式。以余额宝为代表的各“宝宝”类理财产品帮助许多普通投资者成功跨越线上理财的门槛，使大家对线上理财和管理资产已经习以为常。

从股民转到基民

目前的银行理财都在向净值化转型，银行理财产品、存款和借贷性产品间的界线区分已经十分严格。也就是说，银行理财产品越来越回归“代客理财”的业务本质。

2013-2019 年中国有 28 万亿银行理财向净值化转型，保底型收益持续下降，2700 支理财产品破净，29 家银行理财子公司设立。这意味着银行理财资产投向已经发生变化，非标的类资产的比重一直在下降，而权益资产的比重稳定增加。许多银行也成立了理财子公司，提供专业化的财富管理服务的。

此外，有越来越多的 A 股投资者从“股民”转变为“基民”，这也是一个巨大的变化。以前有很多散户买股票，有人把这种现象叫做“A 股散户化”，这使得我国通过基金类产品或机构投资者来参与股票市场的比重相对较低。经过过去几年发展，这一情况已经出现积极变化，特别是在基金大热的 2020 年，公募基金新发行 1441 支。2021 年基金的数量再创新高，新发行 1898 支，基金市值规模达 25 万亿，位居全球第四。2020 年 A 股市场新增投资者 1802 万，2021 年新增 1963 万，投资者数量也在持续增加。

A 市场规模和机构投资者占比提升

A 股市场出现两方面的变化。



一是市场规模在提升。目前上市公司数量已突破 4682 家，成为全球第二大股票市场。2020 年国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，推动上市公司做优做强，探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市。股票的背后都是公司，只有上市公司不断提升经营质量，股市才能获得持续回报。对于一些成长型公司，A 股也设立科创板并试点注册制，目前已有超过 400 家企业（2019 年 70 家、2020 年 145 家、2021 年 165 家）上市，募资 5600 亿元，总市值接近 5 万亿元。

在市场监管方面，《公司法》《证券法》的修订和《上市公司监管条例》的制定进一步完善了上市公司监管制度。针对上市公司财务信息的披露，以及停牌、融资分红甚至是财务造假等相关行为的监管，也向着更加严格方面不断改善。

二是机构投资者占比显著上升。这是一项非常重要的指标，它衡量了市场交易主体的成熟度，也反映了市场投机性的程度。个人投资者持有流通市值比例从 2014 年的 72% 下降到 2020 年的 52%。尽管这一占比距离发达国家水平尚有一定差距，但差距已经显著缩小，这从一个侧面说明整个市场的成熟度和质量在持续提升。

构建自己的投资体系

1、认知革命

如何在权益市场里投资？在我看来，首先要实现认知的革命。这是畅销书《人类简史》中的一个词汇。这本书认为智人之所以能成为统治人类世界的人种，很大一个原因是发生了认知革命，对世界有了新的认知。投资同样如此，要进入资本市场，投资者必须先完成认知革命。

在我看来，这方面的认知革命包含三个层次。

对投资产品的认知

毫无疑问，想要投资有方，必须要对投资对

象或产品做充分地了解。比如，理财和货币基金是相对比较安全的理财产品，虽然存在一定风险，但风险相对较低，当然收益可能相对较低。

再比如基金类产品特点是非常分散，通常是把许多股票或是一些投资标的一起打包，以一种低成本的方式向投资者提供一个分散化的投资工具。这类产品里可能包含宽基这一类被动型投资产品，以及一些行业基金和其他不同风格的投资基金。此外还有主动型基金，主要由一些基金经理根据自己的判断和专业来进行资产配置。

对投资者而言，首先要了解基金的类型和风格。如果是主动型基金，投资者需要对基金经理的投资风格有所了解，对基金的配置范围、费率和申购赎回规则都要有所了解。

接下来就是股票，炒股同样要求投资者对股票有足够的了解。股票市场约有 4000 多支个股，投资者需要学会对个股的基本面进行分析。宏观的经济大势、中观的产业行业分析、公司的商业模式和经营情况，这些因素都会影响公司财务基本面，最终影响个股走势。

对市场的认知

投资者可能遇到这样的困惑，明明发现了好的投资产品，买入之后偏偏不涨。此时投资者需要考虑一个问题，为什么好企业带不来好收益？这似乎要从市场层面找原因，即市场对该企业的估值如何。

想要认知市场，需要具备一定的理论素养。金融学里有个非常经典的“有效市场理论”。该理论认为市场是有效的，市场价格能反映公司的基本面。然而市场也会“有情绪”，有时悲观，有时狂热，这可能导致价格出现过度波动。

还有一个介于有效市场和无效市场之间的概念——流动性，它在某种程度上反映了整个市场资金面的情况。有些时候，资金面由宏观决定，有时候也由市场的特性来决定。比如在过去几年时间里，港股的流动性相对较低，这可能与其

投资者构成以及面临的市场环境有关。在 A 股市场上，货币政策是影响流动性的一个重要指标。

对自我的认知

市场自有规律，有时市场大涨或指数大涨，但投资者仍然没有赚钱。此时此刻，投资者应当对自己进行认知。在我看来，投资者一进入投资市场就应该对自己展开认知。

希腊德尔斐神殿里有一块石碑，上面写着——认识你自己。这是伟大的哲学家苏格拉底的名言。认知自己不是一件容易的事，投资中的自我认知可以围绕以下特定的维度展开，主要是以下四点：

(1) 要知道自己有多少本金？可以承受多少亏损？

(2) 要清楚投资期限，投资的持续时间对投资收益而言至关重要。

(3) 要知道自己的风险厌恶程度，即投资者甘愿冒多大风险。

(4) 了解自己的行为偏差。

市场里的很多人，可能出现各式各样的行为偏差，从而影响价格偏离其基本面，整个市场也随之表现出无效性。大部分时候，行为偏差源自心理层面，反映的其实是更深层的人性。一个成熟的投资者，需要清楚投资行为中哪些属于投资偏差。比如过度交易、追涨杀跌、处置效应甚至是不愿意去承认亏损等。一旦认识到这些偏差，投资者可以通过训练，有意识地规避这些行为偏差，改善投资业绩。

2、资产配置的框架和投资策略

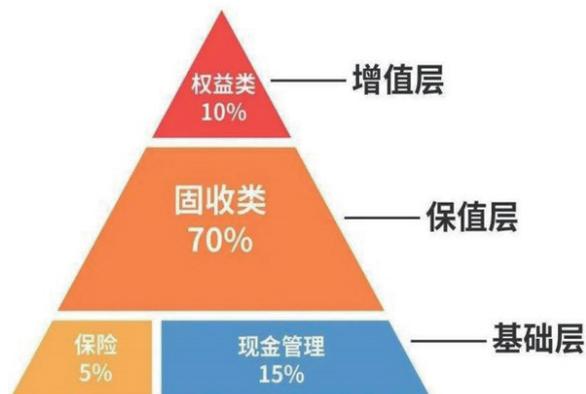
保住本金最重要

对普通投资者而言，最重要的事就是保住本金，这也是巴菲特强调过的“投资第一要素”——不要亏钱。投资者一定要牢记这一条。虽然投资就是为了获得收益，但亏损很有可能让你亏掉本金。对普通投资者而言，亏掉本金就无法在市场里继续享受资本市场带来的收益，因此控制风险

非常重要。

我们往往生活在一个风险和收益相对平衡的世界，这是现代金融学的核心理念。在上世纪 50 年代之前，整个金融投资行业过于关注收益，大家都在讨论买哪支股票能赚大钱。当时有一位名叫马克维茨的学者提出了一套理论，认为投资包括收益和风险两个维度。这两个维度此消彼长，高风险才能带来高收益。

基于上述理论，资产配置的实质就是在一个科学的框架下实现风险和收益间的平衡。在这个过程中，投资者通过分散资产，能降低整个投资组合的风险。正如下图中所假设的那样，投资者把一个家庭资产的 5% 用来买保险，15% 作为流动性的资产，应付支出。这部分资产要具备很高的流动性，也要特别注重安全。对于剩下的 60%-70% 的资产，投资者如果期望高一点的收益可以购买固收类产品。剩下 10% 的资产可以放到期望收益更高、风险也更大的权益类资产领域。



这种资产配置原则就构成了比较典型的金字塔结构。对于不同类型的投资者而言，不同层级的比重因人而异。比如有的投资者非常保守，不愿承受大的风险。有的投资者可以承受一些风险，但不愿花太多时间去研究市场，他们只希望在市场里获得合理收益，可能更加倾向于做被动投资。还有一些投资者愿意钻研市场，也乐意主动投资。



投资的体验也很重要

最能影响投资体验的因素就是市场波动的风险。股票有涨有跌，对投资者的心态自然会产生影响。假如本金亏了70%-80%，有人可能选择永远地离开股票市场，有人选择继续等待，等到资产回归平衡点后再转身离开。不管以何种方式离开，都将无法享受资本市场未来收益的可能性和投资的乐趣。由此可见，控制好风险和回撤是保证投资者留在投资市场的重要因素。

之所以要留在市场里，还有一个重要原因。股市通常是牛短熊长，牛市持续时间很短且相对集中。一年到头，股市可能有80%的时间都在跌，只有20%的时间在上涨。这意味着投资者只有留在市场里，才能保证自己有机会参与这短暂的牛市时光。因此作为普通投资者，学会控制风险和回撤非常重要。

给保守型投资者的建议

1、关注长期收益率

保守型投资者的资产配置对象主要是现金类产品，比如银行活期存款，各种“宝宝类”的理财产品。这类产品虽然没什么风险，但收益非常低。此外还有一些银行理财产品，期限和收益率都不尽相同。这些产品有时还配置少量的低风险公募基金，比如固收类和指数类的基金等。

我建议，保守型投资者应该关注长期投资收益率。假设某投资者的目标就是养老，正规划做一个30年的定投。30年的时间并不长，因为现代人的平均寿命都比较长。即便四五十岁的人，距离退休可能还有十几年时间，退休之后还有几十年的寿命。因此这段时间仍有必要投资。

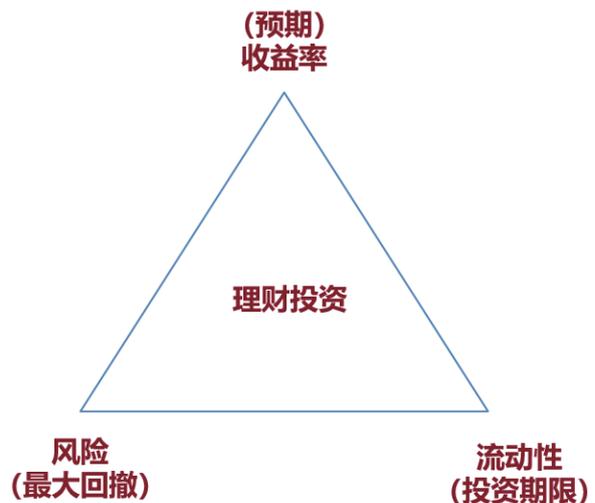
比如30年的定投，假设每月投入1万块钱，30年后持有的现金资产约为360万。假设资产年化收益为2%，30年后的360万就变成494万。2%的收益率不难实现，投资者只要动动手指，

把钱放到“宝宝”类的理财产品里就能实现。

如果该投资者学习或拓宽一下稳健类投资产品的范围，实现5%的收益率，那30年后的现金资产就是836万。如果他愿意再承受一定风险，把资产配置到权益类理财产品上，实现7%的收益率目标，那30年后的现金资产可以达到1200万。如果比较一下7%收益率和2%收益率不难发现，这两者30年后的现金资产可以相差三倍，是一个巨大的收益差异。不得不说，现实生活中有很多人只是固守2%的收益率，我建议这样的投资者通过学习和积累，争取把年收益率提升到7%的水平，这是有可能实现的。

2、投资的“不可能三角”

虽然我们前面提到高风险才有高收益，但时间这一因素的作用也不容忽视。正如下图所示，投资有风险和最大回撤（预期）收益率两个维度，对于保守型投资而言，流动性也在发挥作用。



一般而言，投资期限越长，获得收益越高。封闭期长一点的理财产品，其收益率通常比短期理财产品要高。这是因为长期理财产品意味着投资者牺牲了一定的流动性，获得了更高的收益。

理财和股市都存在波动的可能，但如果把时间拉长，你会发现波动其实在减少。我们都知道

炒股比现金存银行更赚钱，但股市也存在风险。投资一年，在股市挣钱的概率约为 50%-60%，但如果投资 10 年，就会产生一个 10 年效应。我做了一个大概的估算，投资者如果在股市投资 10 年，其挣钱的概率就高达 90% 甚至 95% 以上。正因为存在 10 年效应，投资者不妨考虑长期投资，在保证收益率的情况下也降低了风险。投资者甚至可以追求收益率稍微高一些的产品，同时拓宽一些稳健性投资品的范围。

稳健型投资的新产品

1、养老理财

2021 年，国家推出养老理财产品，目前正在各地试点中。这类产品的特点是 5 年封闭期，预期收益率为 5%-8%。现在的收益率可能下降了一些，约为 5%-7%。但综合来看，5% 已经是一个很好的收益率，很多没有太大风险的银行理财产品，大概只有 3% 的收益率。

这款产品的封闭期为 5 年，这意味着投资者要牺牲一定的流动性。有人担心，如果在这五年内，我需要用钱怎么办？有个很简单的技巧，投资者可以分五年滚动式购买，这样可以保证每年都有一笔钱到期，以备不时之需的同时也可以享受 5 年期产品的高收益。此外，投资者也需要适当做一些分散，比如在不同的银行购买养老理财产品。

2、“固收+”公募基金

有许多公募基金主要购买固定收益产品，由此推出一类名叫“固收+”的理财产品。这类产品将 80% 的资产配置在固定收益产品上，20% 采用增强策略，用来买股票、打新股、购买可转债产品、大宗产品甚至是金融衍生类产品。因为这类产品只有 20% 投入高风险资产，总体来看其风险可控，平均收益要高于常规固收产品。

从去年的情况看，“固收+”是一个非常好的品类，长远来看非常有吸引力，持有的体验也

比较好。对于这类产品，投资者需要关注其管理费和销售费率。很多基金都有 A 端和 C 端产品，而平台往往主推 C 端产品。对此，我建议对于持有时间一年以上的产品，投资者要“买 A 不买 C”，即可以通过线上平台，购买前端费打折的 A 端产品。与此同时，投资者可以购买不同债券，采用不同的增强策略进行适当分散。这类产品短期内有亏损，但回撤一般很有限。

3、基础设施公募 REITs

这是一种基础设施公募基金，也是一类与债权比较相似，具有稳定现金流和分红的产品。该产品的收益来自一些稳定的现金流，包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，污染治理、信息网络、产业园区等其他基础设施的租金。

一方面该产品有稳定的基本面现金流的支持，另一方面规定了不低于 90% 的稳定且高比例的分红。在国外，REITs 是一大类投资产品，在国内刚刚起步。因此国内投资者应警惕高估风险，可先观望了解。

了解不同的投资策略

被动式：投资者投资宽基指数基金，包括上证 50、沪深 300、中证 500 等。

半主动式：投资者基于自己的判断，主动做一些行业配置，比如有的投资者看好碳中和，有的则看好房地产或银行股等。投资者风格不同，有的购买价值股，有的购买成长型基金，还有的选择购买红利率比较高的基金等。

主动投资三要素

1、择时：投资者根据宏观周期或根据金融的周期来进行投资判断。比较有名的就是美林投资时钟，它把经济分成过热、滞胀、衰退和复苏四个阶段。在不同的时期，不同投资产品的表现也不同。然而实际操作中，依照投资时钟进行投资难度很大。特别是在中国经济持续转型的环境下，投资时钟变化非常快，难以把握。



2、选股: 投资者购入自己想买的股票或基金。

3、选主动型基金: 投资者可以买入主动型的基金

给被动投资者的建议: 定投策略宽基指数打底

我强烈建议定投选择这种宽基指数打底, 具体有四点建议:

1. 优选宽基的指数基金;

2. 做一些股票、债券、货币基金、银行理财这样的大类配置, 按照二八开、三七开、四六开甚至五五开的比例, 在债券和股票之间做平衡策略。

3. 混合配置指数类产品和增强类产品, 比如50% 买指数, 50% 再买增强类产品。

4. 基金和个股混合配置, 比如股票里的大部分资产都配置在基金上, 但仍可以把5%-10%的资产配置在自己看好的个股上。

给积极投资者的建议

1、不分散的陷阱

中国的个股或行业基金受政策影响特别大, 比如房地产、教培和中概互联网等企业。在过去几年, 这些企业甚至是整个行业的逻辑都发生了变化。因此, 当投资者打算抄底时, 一定要注意个股和行业的集中度, 达到一定比例时, 投资者应放弃抄底。比如某些房地产企业, 投资者在抄底时发现越抄越低; 有些行业基金, 亏损甚至可以达到60%-70%。

2、基金投资的陷阱

有些投资者不买股票, 只买基金, 并且喜欢选择主动型基金。在我看来, 基金是一种极具挑战性的产品。虽然事后看来, 许多基金经理的选择非常正确优秀, 但置身事前很难知道该买哪一支基金, 其选择难度不亚于买彩票。从某种意义上来说, 挑一支好的基金比挑股票更难, 因为市场上有4000多支股票, 但却有1万多支主动基金。

即便是明星基金经理也存在陷阱。在业内, 针对明星基金经理存在“两个诅咒”。一是“冠军的诅咒”, 即基金经理业绩好可能是因为幸存者偏差。明星经理的行事风格比较激进, 激进就容易引发风险。过去几年, 一些明星基金经理也出现了非常大的回撤, 如果投资者无法承受这样的回撤, 就需要做分散化配置。此外, 明星基金经理会吸引关注度, 这些关注度可能影响资金的流进和流出。

二是“规模的诅咒”。明星基金经理一旦做到足够大的规模, 一方面可能引发积极的“抱团效应”, 另一方面也可能“船大难掉头”, 规模太大反而失去灵活性, 对未来业绩也会产生影响。一般而言, 我不建议投资者购买规模超级大的基金。

还有一个魔咒是“基金挣钱, 基民不挣钱。”有很多收益率很高的基金, 大部分基民的业绩却为负, 主要是因为很多基民在高位进入, 斩仓而出。蚂蚁财富对此总结了一个公式, 即“基金投资收益率 = $\alpha + \beta + \gamma$ ”。基金的收益率, 一部分看市场收益率 (β), 一部分看基金经理能力, 还有一部分是基民行为 (γ)。高点入、低点出, 基民就亏损; 低点入、高点出, 基民就赚钱。不过, 找到一个恰到好处的进入时点并不容易。

还有一个魔咒是“基金挣钱, 基民不挣钱。”

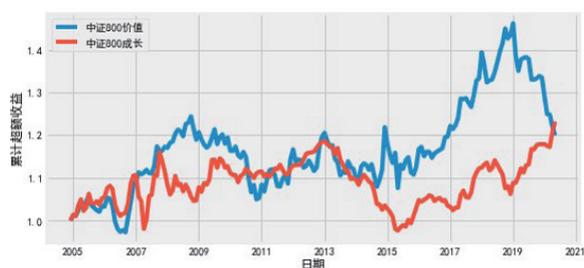
有很多收益率很高的基金, 大部分基民的业绩却为负, 主要是因为很多基民在高位进入, 斩仓而出。蚂蚁财富对此总结了一个公式, 即“基金投资收益率 = $\alpha + \beta + \gamma$ ”。基金的收益率, 一部分看市场收益率 (β), 一部分看基金经理能力, 还有一部分是基民行为 (γ)。高点入、低点出, 基民就亏损; 低点入、高点出, 基民就赚钱。不过, 找到一个恰到好处的进入时点并不容易。

3、价值投资陷阱

价值投资实际上就是看估值, 估值的传统指标包括 PE、PB、DP。然而价值股的指标之所以看着好看, 往往是跌出来, 也就是说正是因为股票下跌, 所以才显得它的指标很好看。指标下跌的背后, 往往存在更深刻的原因。比如基本面发生变化, 但其慢变量还没有反映出来。不断下跌的价值股很有可能变成困难股。比如很多房地产股票, 下跌之后的市盈率只有一倍, 但该股票

不能证明明年的盈利依旧保持同样水平，这才是最大的风险。

此外，价值股的反转需要很长时间。正如下图中价值股和成长股间的变化。2013-2019年是价值股的黄金时期，但从2019年开始，价值股下跌，成长股迎来黄金时期。价值股和成长股虽然彼此换位，但总体发展趋势差不多。不过价值股的反转可能需要3年5年，所以不能仅看估值。



如何优化价值投资？我们可以学一下几位投资大师的理念，即除了看估值，还要看质量。这也体现了巴菲特所说的——“便宜（合理）的价格 + 好公司”。

格雷厄姆的《证券分析》一书也提出10条原则，同时符合这些原则的股票都值得买入。格雷厄姆提到的10条原则，前5条主要讨论估值是否便宜，后5条讨论公司质量。最近一项学术研究也就股票质量归纳出了几个审视的维度，分

别是盈利性、成长性和安全性。由此可见，价值投资除了估值，还要关注这三个维度。

4、成长股投资的陷阱

周期股陷阱：成长型投资最大的陷阱就是就是错把周期股当做成长股。股票市场有很多周期，比如券商和房地产有金融周期，制造业有经济周期，煤炭和有色金属行业有大宗商品周期，在中国养殖业还有猪周期等。在周期高点时，股票的盈利非常好；一旦进入周期低谷，股票盈利性马上下降。如果投资者把周期股当作成长股，很容易遭遇“戴维斯双杀”，不仅盈利下降，估值倍数也会下调，两者叠加会让投资者严重亏损。

难以持续盈利的陷阱：成长股重在成长，其成长通常基于预期。当成长难以持续时，盈利也难以持续，成长股的估值逻辑就会被破坏，其盈利模式也会发生变化。此外，成长股还可能遭遇增长阶段的变化，比如在初创时期高成长，到一定时候进入低成长期，这也会影响估值逻辑。

此外，关于成长股还有一个大陷阱是成长股在逻辑改变之后开始下跌，此时如果投资者套用一个简单的估值指标，认为该股票在过去三年的估值从未达到如此低的水平，因此值得买，这是不对的。一支股票是否值得购买，投资者应该从基本面出发，面向未来做出判断，而非只看估值和历史表现。



一、2022年7月下旬，北大国发院与美国美中关系全国委员会联合主办的最新一轮“中美二轨对话”通过 Zoom 网络会议成功举行。

7月20-22日为“中美健康二轨对话”，有28位中美两国医疗健康领域的顶级专家和行业代表参与。美方代表包括：美中关系全国委员会主席 Steve Orlins，美国食品药品监督管理局前局长 Mark McClellan，哈佛大学卫生经济与政策教授 Winnie Yip，耶鲁大学流行病学和公共卫生学教授 Harlan Krumholz，默克亚太及中国政策执行董事 Chris Colwell 等；中方代表包括：教育部长江学者特聘教授、北大国发院教授、北大全球健康发展研究院院长刘国恩，中国科学院院士、中国疾病预防控制中心原主任高福等。

7月25、28日为“中美经济二轨对话”，聚焦2022下半年及未来经济发展前景及中美经贸关系展望。美方代表包括：美中关系全国委员会名誉主席 Carla Hills，美中关系全国委员会主席 Steve Orlins，花旗集团亚太经济与市场分析部常务董事兼主管 Joanna Chua，加州大学圣地亚哥分校教授 Barry Naughton 等；中方代表包括招商局集团、招商银行原董事长秦晓，北大国发院院长、中国经济研究中心主任姚洋，北大

国发院副院长、数字金融研究中心主任黄益平，瑞银财富管理亚太区投资总监及宏观经济主管胡一帆，以及中银证券首席经济学家、研究总监、执委会委员徐高等。

二、2022年8月4日至7日，北大国发院乡村振兴“村长工作坊”第二期在承泽园开课。“村长工作坊”于2021年由北大国发院公益委员会联合北大社会行动与创新实验室创立，旨在以专业知识凝聚和赋能乡村发展带头人，打造知行合一的乡村振兴理论研讨与现实案例共创平台。本期有来自全国各地的四十余位村长参加。

三、2022新学年开启，北大国发院MBA、EMBA、本研、双学位、《财经》奖学金记者班等各教学项目分别于国发院承泽园举办开学典礼。

四、2022年9月22日联合国大会期间，联合国健康老龄化十年（Decade of Healthy Ageing, 2021-2030）行动计划平台为“联合国健康老龄化50人（The UN Healthy Ageing 50）”颁奖，获奖人包括来自全球各国的8位政府高级官员、24位社会组织负责人、1位联合国机构高级官员、13位学者、4位私营企业负责人。北大国发院曾毅教授以其在老龄健康与经济发展领域的杰出学术成就荣登榜单。

版 权

主 管: 北京大学国家发展研究院
主 办: 北大国发院智库 北大国发院传播中心
主 编: 黄卓
执行主编: 王贤青
执行副主编: 白尧
编 辑 部 (按姓氏拼音)
曹毅、高玲娜、刘海波、王勋、王志勤、朱丽

电子订阅方式

扫描本二维码，填写联系信息



合作联系方式

电话: 010-6275 9033
邮箱: ybai@nsd.pku.edu.cn

官方网站

www.nsd.pku.edu.cn

官方微信公众号



北大国发院



北大国发院智库