



防范可能中断伟大复兴进程的全局性风险

■ 楼继伟



楼继伟，全国社保基金理事
事会会长

围绕新时代宏观经济形势这个主题，我主要从以下三个方面谈谈个人的观点。

第一、年度经济指标是超预期的，反映出良性变化的趋势

2017年主要经济指标都在可接受的范围，部分指标甚至在上限区。从经济总量看，GDP达到82.7万亿元，增长6.9%，为2011年以来首次增速回升，对全球经济增长贡献率超过30%。从经济活跃度看，全年新增就业1351万人，连续5年保持在1300万人以上；新登记企业607万户，增长99%。从经济结构看，服务业主导特征更加突出，GDP中第三产业占比为51.6%，比第二产业高11.1个百分点，对经济增长的贡献率为58.8%，比上年提高1.3个百分点；消费继续成为经济增长的主动力量，最终消费对经济增长的贡献率为58.8%，比资本形成总额高26.7个百分点。从经济质量看，万元GDP能耗比上年下降3.7%，大家可以切身感受到环境状况的改善、雾霾天数的减少，其中固然有“天公作美”的因素，但也反映了污染治理的成效；居民消费升级态势明显，居民恩格尔系数为29.3%，比上年下降0.8个百分点，2017年人均教育文化娱乐支出和医疗保健支出分别为8.9%和11%，明显快于人均消费支出7.1%的平均水平。随着“制造业、服务业+互联网”的深入推进，线上线下加速融合，带动高端消费向中等收入群体覆盖。

总之，2017年宏观经济稳中有进、稳中向好，反映出良性变化的趋势，表明供给侧结构性改革的效果正在逐步显现。党的十八大以来，推出的一系列改革措施，对提高资源配置效率和全要素生产率，对宏观经济向好发展发挥了积极的关键作用。比如，我们推进以户籍制度改革为中心的配套改革，农村转移人口进城落户政策在各地全面推行，打通城乡居民养老和医疗保险，实现

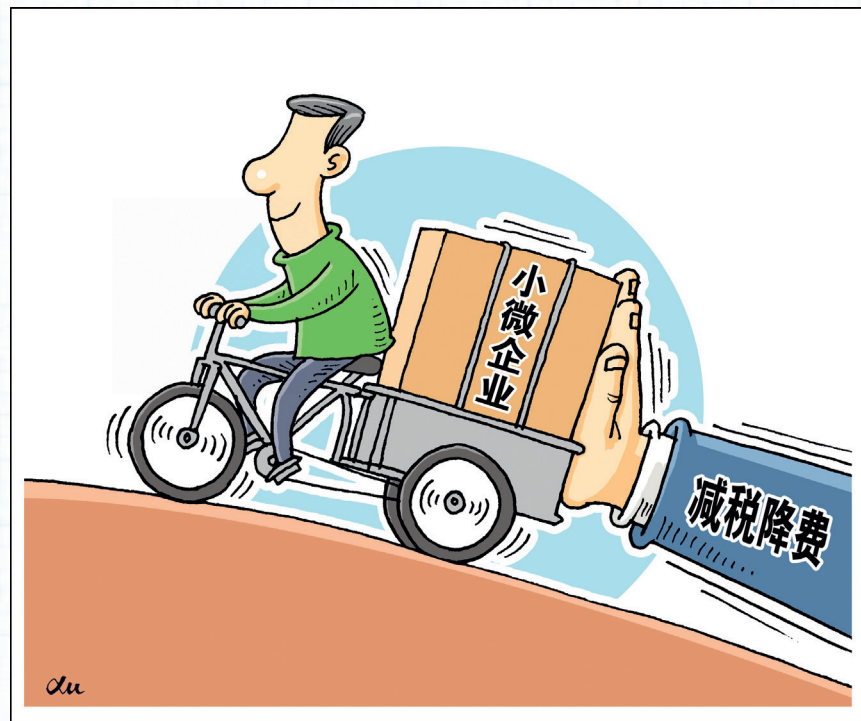
义务教育资源可携带。我们推进土地要素流动和用途配置市场化的改革，农村集体建设用地开始在用途管制下同等入市，农用土地三权分离可流转，农产品价格改革使得土地使用配置优化。我们加快对外开放步伐，按照可复制、可推广的原则，在自贸试验区实施“准入前国民待遇加负面清单”的管理模式，推行高水平的贸易和投资自由化便利化政策，降低进口关税水平，削减贸易壁垒。我们推进商事制度改革，重点是解除不当行政管制，大幅降低了市场自由准入门槛。我们推行司法体制改革，最高法院设立6个巡回法庭，实现全覆盖，合同

的执行率稳步上升，跨区域民事诉讼案件审判的公正性有效增强。在北上广分别设立知识产权法院，加强产权保护。上述一系列措施使得我国营商环境显著改善。据世界银行统计，我国营商环境在190个经济体中排名第78位，比2013年大幅跃升了18位。

第二、今后一段时间需求管理的空间并不大，供给侧结构性改革是实现高质量发展的主要抓手

党的十九大没有再提出GDP增长的预期目标。但要实现十九大明确的分两步走的宏伟蓝图，需要保持适当的经济增长速度。立足现实情况，要使经济运行保持在合理区间，实现高质量发展，宏观政策取向必须继续以供给侧结构性改革为重点，今后一段时期实施需求管理的政策空间十分有限。

一是财政和货币总量政策空间不大。从财政政策看，历经前期多轮刺激，大规模集中基建



助推 徐骏作

的余地不大。一方面，地方债务风险凸显，不宜再增加基建债务；另一方面，按照适当超前的原则开展交通等基础设施建设是合理的，但一定要把握好度，如果超前10-20年就必然会沦为“扔不掉、养不起”的“白象”工程。典型的如最近被叫停的包头地铁项目。当然，随着以大城市为中心的城镇带的发展和以人为本的城镇化进程，经济上可行的基建投资还有广阔持续的空间。从货币政策看，近年来我国货币乘数快速提升，从2012年的3.86提高到2016年的5.02，同期M2与GDP的比例也由180.3%上升到208.3%，表明经济快速货币化。但与此同时，GDP增速却呈下行态势，说明货币供给扩张对经济拉动的效用在逐步下降。因此，通过货币政策实施总量刺激，只会加剧过度货币化，进一步放大“脱实向虚”，而拉动经济增长的效用有限。

二是财政政策在结构调整上发力，与供给侧结构性改革相配合，还有较大的空间。比如，收入方面可以通过减税推动企业加大研发和创新投

入，提升经济活力；支出方面可以通过对支出结构的调整，推动“三去一降一补”，并引导资源向符合宏观调控方向的产业流动，改善供给结构，提升供给水平。在这些方面，财政政策应当大有可为。而货币政策从原理上讲仅有总量属性，不具备结构调整的功能。在经济步入新常态的大背景下，除非出现外部重大冲击或内部系统性风险，才有必要采用类似美国的货币政策扭曲性操作或欧央行创设的多种结构性政策工具。需要说明的是，欧盟由于只有统一货币，没有统一财政，才不得不由欧央行通过货币政策工具来实现结构调整的政策意图。

三是供给侧结构性改革要着眼长远，问题导向，久久为功。十九大报告提出，“中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”同时也提出，我国社会主要矛盾的变化，没有改变我们对我国社会主义所处历史阶段的判断，我国仍处于并将长期处于社会主义初级阶段的基本国情没有变，我国是世界最大发展中国家的国际地位没有变。立足上述基

本判断，供给侧结构性改革一方面要适应社会主要矛盾的变化，以问题为导向，服务于经济高质量发展的需要，另一方面也要着眼长远和机制建设，不断推出改革举措，逐年释放改革效能，久久为功。

第三、关于供给侧结构性改革的一些重点问题

展望未来，我国经济发展仍面临一些深层次的矛盾和问题。这些矛盾和问题大体可以分为两类。一类属于趋势性的客观现实，是经济社会发展到特定阶段的必然表现，不以我们的主观意志为转移。另外一类属于体制机制扭曲形成的效率损失，可以通过改革校正扭曲，提高资源配置效率，进而提升经济增长水平。

对于第一类的趋势性问题，借助供给侧结构性改革可以做出适当改善，但不可能根本改变。比如，我国劳动力总量从2015年开始净减少并且呈加速态势。2017年，16-59岁劳动人口9.02亿人，比上年减少548万人，比上年多减近200万人。60岁以上人口达2.41亿，比上年增加1000万，占总人口的17.3%，老龄化进一步加剧。放开二孩后，虽然有利于增加人口总量，增加未来劳动力供给，但带来的近期劳动参与率下降又成为对冲因素，最终的结果难以预料。从环境保护和污染治理看，为适应人民群众美好生活需要，逐步加大了工作力度，但在归还欠账的同时，也对GDP增长形成压抑作用。此外，外部环境也面临动荡，贸易保护主义抬头，与经济全球化相互碰撞，短期内很难说“东风压倒西风”或是“西风压倒东风”，这也是我们难以左右的不确定因素。总之，从经济增长角度看，对于这类不可扭转的趋势性问题，供给侧结构性改革的着力点是改善问



源头入手 徐骏 作

题的表征或做出适当的延缓，在推动经济高质量发展的同时，确保经济运行不发生大的波动，保持合理的增长水平。

对于第二类的体制机制扭曲问题，正是供给侧结构性改革的主攻方向。择其要点，今后一个时期应重点关注以下五个方面。

一是推动要素自由流动。近年来城镇化步伐加快，户籍制度改革全面推开，农村土地流转开始试点，土地使用形态的市场化配置方面也取得了显著进展，一些低效种植地区逐步退出，农业生产结构有所改善。2017年库存较多的玉米种植面积调减了36%，豆类播种面积增长了6.7%。农民虽然辛苦一些，但杂粮、豆类价格更高，收入获得改善。但也应当清醒认识到，束缚要素自由流动的障碍还很多。在劳动力流动方面，一些城市以户口限制车子、房子、学籍的做法仍较为普遍，不仅不利于劳动力自由流动，也不利于改善收入分配效果。按照发展经济学理论，农业人口向非农部门转移的过程，是具有收入分配改善效果的。2017年我国基尼系数为0.467，连续两年上升，虽然幅度很小，但说明尽管城镇化进程在加快，实际上人口自由流动仍有障碍，因此拉大了收入分配差距。应当考虑去除户籍附带的种种福利，推进“租购同权”，逐步使租房居民在基本公共服务方面与购房者享有同等待遇，促进劳动力自由流动，这样有助于提升全要素生产率，也会改善收入分配，降低劳动力成本。

二是推进简政减税降费。十八大以来，我们下大力气推行商事制度改革、简政放权，成效固然显著，但从国际对比看，我们的营商环境仍有较大的提升空间。下一步要深化“放管服”改革，特别是要把握好具有外部性事项的处理，确保“好事办好”。在减税方面，2017年全年财政收入17.3万亿元，增长7.4%。这一增长是具有减税效果的。如果财政收入与10.5%（6.9%+3.6%平减指数）的名义GDP增长同步，全年财政收入应为17.8万亿元，比实际收入多出的约5000亿元体现了减税效应。考虑到财政收入增长与PPI的关联度更高，如果按去年6.3%的PPI估算，上述测算

的减税幅度还会更大。这说明我们的减税是实实在在的，效果也是明显的。去年原材料价格上涨超过8%，PPI上涨6.3%，CPI上涨1.6%，说明压力向中下游逐步传导，税收虽然更多地来自前端，但调节收入分配的效果是有限的。进一步分析，仍有减税的空间，应当推动所得税改革，增加企业所得税研发扣除，个人所得税改为综合征收，减轻中低收入群体的纳税负担，避免个税异化为“工薪税”，形成逆向调节。在降费方面，对于缺乏上位法规依据的非行政许可审批类的收费项目，目前在中央政府层面已经全部清零，但在地方政府层面，这一类“灰色地带”的收费项目仍大量存在，应当作为下一步降费的工作重点。

三是加大民间投资保护力度。2010年开始，我国消费对经济增长的贡献率超过投资，大家普遍认为经济增长已经到了以消费驱动为主、投资拉动为辅的拐点。实际上，投资特别是民间投资仍有较大的增长潜力。从国际经验看，后发的日本、韩国都经历了较长时期的高投资、高增长阶段。从我国实际看，虽然近年来居民杠杆率增加较快，但居民的可支配收入增幅仍然高于消费增长，说明储蓄仍在增加。今后，落实“房子是用来住的，不是用来炒的”的要求，居民杠杆率会稳步下降，我们还可以维持一定水平的储蓄率，这为保持可观的投资增长奠定了基础。下一步，在政府集中投资空间有限的情况下，应当以加强对产权和契约的有效保护以及提升司法公正为重点，为企业特别是民营企业生存发展提供确定的外部环境，充分调动民间投资的积极性。

四是继续扩大对外开放。高擎全球化的大旗，坚定维护多边主义，支持多边贸易体制，反对各种保护主义，共建开放型的世界经济。加强与国际经贸规则的对接，实施更加积极的进口政策，落实放宽金融业市场准入承诺，继续扩大其他领域市场准入。对标国际先进规则，赋予自贸试验区更大改革自主权，提高自贸试验区建设质量。在总结自贸试验区试点经验的基础上，全面实行准入前国民待遇加负面清单管理制度，营造稳定公平透明、法治化、可预期的市场环境。上述要

素流动、简政放权、保护民间投资、扩大开放等领域的一系列工作如果到位，我国的营商环境会进一步改善，我们也会有充足的理由相信，未来一个时期的经济增长完全可以保持在6%以上的较高水平。

五是防范和化解金融风险。我把这个问题放在最后重点说，是因其太重要了，在这个问题上，绝不能出颠覆性错误。当前，我国M2与GDP的比例超过200%，与日本的水平大体相当，超过美国91%的两倍。但从利率水平看，2017年我国1个月的SHIBOR拆借利率平均水平为4.09%，同期日本的可比利率水平为-0.01%，美国为1.1%。我国货币环境更为宽松，资金成本反而更高，表明金融体制存在严重的扭曲。过度的混业（我们称之为“综合经营”）造成一系列金融乱象，名目繁多的中国特色衍生品另人眼花缭乱，同业、通道、嵌套、资金池、庞氏融资性的万能险、P2P、非标、现金贷等等层出不穷、相互叠加，结果是不断抬高资金成本，加剧实体经济困难。同时，风险传染的渠道极不透明。相比于美国十年前的金融市场，各种衍生品风险收益特征是有定义的，如MBS、CDS、CDO等，也都是经过备案的。我国则更为混乱，需要穿透到产品底层，才能识别真实的风险收益特征。我国的金融机构，除常规的银行、证券、保险、基金外，各类中国

特色的金融、类金融机构和区域性交易市场创新设立更是眼花缭乱，不胜枚举。这样，我国产生系统性金融风险的概率是相当大的。因此，眼下更为迫切的任务是打好风险防控攻坚战。

我认为，我们付出艰辛的努力，能够打赢这场攻坚战，仍同美国十年前的场景对比来说明这一点。

第一，高层的认识。习总书记在2015年经济工作会议上就提出要求，“抓紧开展金融风险专项整治，坚决守住不发生系统性区域性风险的底线”。我记得美国前财长汉克·保尔森在卸任后同我会谈时说，2006年他上任后不久，就感到金融风险就像将至的暴风雨扑面而来，但社会无共识，自己手中无武器，眼看着风险爆发。

第二，政府部门和金融机构的认识。习总书记提出要求后，政府部门，特别是监管机构已经行动起来，要求资产回表，收紧同业，严控地方政府变相发债等等，金融机构也在加强风险控制。这说明全社会已认识到“灰犀牛”事件。当时的美国金融界，除极少数如汉克·保尔森、本·伯南克、蒂姆·盖特纳等发出警告外，全社会没有共识，“灰犀牛”只是一种现象，整体上没有防范由“灰”变“黑”的认识。危机积累和整治共识形成的速度在赛跑，前者一直跑在前面，直至雷曼倒台，“黑天鹅”出现，整治乱象和救助系统性风险爆发的共识才逐步形成。

第三，对关键风险点的认识。习总书记早就指出，“房子是用来住的，不是用来炒的”，“金融要回归本源，为实体经济服务”。这实际上是指出房地产金融化，和金融脱实向虚是最重要的宏观风险点。在美国金融危机爆发之前，每人都拥有住房的“美国梦”，深入人心，而不去管有没有实际能

黑天鹅事件 /

形容小概率、难预测的突发风险



灰犀牛事件 /

形容大概率、可预测、波及范围大的风险



力。在金融市场上，以房贷为底层资产的MBS，及其衍生出的一系列产品充斥。最终两者交织传染，相互激励，风险爆发。

第四，整体环境。金融危机爆发后，G20峰会和财经渠道系列会议，除了合力拯救全球经济外，对加强金融监管迅速形成共识，并不断具体化。我国对主要金融机构的监管基本上是符合国际标准的，主要金融机构比较健康，使我们增加了信心。美国当时没有这个环境，危机爆发时，风险集中暴露在七大主要金融机构。

作出上述比较，绝无幸灾乐祸、盲目自信之意，而是要汲取前车之鉴，特别是我们面对我国特有的风险，如前面所述的中国特色的交易衍生品泛滥，各类中国特色的金融、类金融机构和区域性市场的创新设立，监管难度极大等问题。整治金融风险绝非一日之功。我十分认同刘鹤同志不久前在达沃斯峰会所讲的，“争取在未来三年左右时间，打赢防范金融风险攻坚战”的判断。如果能在三年左右的时间解决这一问题，名义利率过高的问题也能随之解决。

第五，对未来金融模式的反思。横览世界，中国是混业发展到极致的金融市场，风险高企，这不禁令人反思。一些地方领导以往热衷于发展地方交易市场，现在也发现难以监管，区域性市场难免风险外溢，一旦出险，收拾起来十分棘手，也都在审慎处理和认真反思。

我很难对未来的模式作出定性的判断，这里我提出两点，供大家思考。

第一点，习总书记强调，“金融要回归本源，为实体经济服务”。要真正回归本源，我们是否必须要坚持大混业模式？是否有能力承接混业经营带来的金融监管复杂性的挑战？是否有必要让金融机构承担混业监管真正到位后的高额合规成本？是否有必要让实体经济支付过高的名义利息？无论这是因为高额合规成本外溢，抑或是因为过度混业、多重衍生造成的高风险定价。上世纪90年代，朱镕基同志坚持分业经营。我曾委婉地提出，是不是先观察一下，但他坚持认为，现阶段公民规范守法意识不足、机构监管能力不

足，混业必乱。正是在他的坚持下，才有“三会分设”和金融机构按主业拆分。当前金融行业利润已超过其他行业利润总和，大量人才蜂拥而至。去年我受邀对清华大学经管学院7字班毕业生讲话，心生感慨，结合自己的经历讲了一些励志的话。但另一种感慨讲不出来，当时面对上千毕业生，因为不止本院，还有其他院系的学生，都兼修金融相关专业。今后，优秀的青年还有多少愿意去做工程师、科学家？遑论公共经济学家。面对今天的金融乱象，我不禁感佩朱镕基同志当年的英明预见。

第二点，金融危机之后，2010年1月诺奖获得者，保罗·克鲁格曼曾撰文指出，“美国应当向其邻居加拿大学习。更具体地说，加拿大更加严格地限制银行业的杠杆作用，并且限制了证券化进程。毫无疑问，近年来加拿大的这些约束，使银行家失去了许多提出那些所谓聪明想法的机会，但事实证明，这些约束都是正确的”。就我的国际比较观察，加拿大的金融市场被认为是最“枯燥乏味”的，金融当局严格规范控制混业，限制衍生品产生和交易，防范金融风险传染，着力保护金融消费者，实现了金融与实体经济的协调发展。即便全球金融危机后，加拿大的银行系统仍被标普和IMF评为世界上最健康的银行体系。其经验值得我们研究借鉴和深刻反思。

同志们，十九大报告提醒我们，中华民族伟大复兴，绝不是轻轻松松、敲锣打鼓就能实现的。实现两个百年奋斗目标的征程，不可能一帆风顺。习总书记“一·五”重要讲话，进一步要求我们增强忧患意识，防范风险挑战要一以贯之。我相信，只要我们以习近平新时代中国特色社会主义思想为指引，认真贯彻落实党的十九大精神，坚持深化供给侧结构性改革，坚决防范应对风险挑战，特别要防范可能迟滞或中断伟大复兴进程的全局性风险，推动经济高质量发展，我们就一定能够如期实现中华民族伟大复兴的中国梦！谢谢。👍

（本文根据作者在第十六届企业发展高层论坛上的讲话整理）