

新供给学者解读十九大报告： 经济稳中向好，金融服务实体

■ 曲艳丽



党的十九大报告有关中国未来经济和社会发展的各项规划，成为 10 月 28 日在杭州召开的“2017 年第三季度宏观经济形势分析会”的绝对主题，这也是华夏新供给经济研究院和中国新供给经济学 50 人论坛的经济学家们，在十九大闭幕之后首次集中解读这次重要会议的新精神、新内容，从而给这场例行季度分析会赋予了全新的内涵。

主办方《财经》介绍，这次分析会的主题是“新时代·新供给·新动能”，灵感来源于十九大报告中的新时代·新方位·新使命的精神，也是希望对十九大有关经济和社会问题的新概念、新思想和新方略进行深入解读和领会。这次会议由华夏新供给经济研究院和中国新供给经济学 50 人论坛主办，《财经》、第一财经等媒体协办。

多层次解读十九大报告

在此次会议开幕前的交流中，多位经济学家分别向《财经》表示，十九大报告对于未来中国发展的指导意义，应当引起各方面高度重视，实际上上海很多智库机构迅速对报告的方方面面进行分析，试图把握未来中国重要的大政方针，相比之下，国内学者和研究机构的解读目前才刚刚开始，且在具体产业和社会发展领域的解读还不够细化。

华夏新供给经济研究院首席经济学家、财政部财科所前所长贾康此前曾多次参与党和国家重要会议的报告起草讨论，比较熟悉有关大政方针的阐述逻辑和核心要点。他表示，十九大报告包含着非常重要的指导精神，可以从四个层面进行解读：

第一个层面，“新时代”概念在十九大报告中被明确表述，是与时俱进中所处历史方位的新判断。新时代的显著标志是历经中国共产党领导人民近百年的奋斗，终于使近代以来久经磨难的中华民族，迎来了从站起来、到富起来，到强起来这一历史飞跃。我们比任何时候都更接近、更有信心和能力实现中华民族伟大复兴的现代化“中国梦”目标。

贾康认为，“站起来”是以 1949 年中华人民共和国成立为标志的，“富起来”是以改革开放新时代的发展成果为支撑的，而“强起来”是在中国共产党成立一百周年前后实现全面小康，并将乘势在 2035 年前后基本实现中国的社会主义现代化。

第二个层面，是以“不平衡”为最关键内容的关于中国社会矛盾的新判断、新分析。基于进入“新时代”的历史方位新判断，十九大报告明确提出了“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”的新判断。

贾康表示，充分与否，是动态变化中更偏

于总量描述的概念；平衡与否，是动态变化中直指结构状态的更偏向于质量描述的概念。新的表述中，是把这一不充分问题，放在了从属于不平衡的位置上，在“不平衡不充分”的问题中，最为关键的是“不平衡”，这是新时代我们必须追求的“质量第一、效益优先”发展中必须牢牢把握的“矛盾的主要方面”。

他认为，“人民日益增长的美好生活需要”，这个内涵是非常丰富的。物质需要绝对不是一个达标的边界，在生存、温饱、发展、享受、精神文明之上，还要有我们的政治文明，法治化环境中的人权、尊严，还要有人的更全面的发展，这种美好生活诉求在新的表述里得到了很好体现。

第三个层面，“供给侧结构性改革”是着力化解社会主要矛盾的“主线”。“领导人在过去已经反复强调怎么样抓住矛盾的主要方面，而矛盾的主要方面已经认定就是在供给侧。”贾康表示，供给侧改革显然就是以解决结构优化问题为主，来实现总体的更优化的平衡状态。

我们必须在“目标导向”与“问题导向”下，以供给侧结构性改革和供给体系质量效益的提高来化解社会矛盾形成的潜在威胁，在制度结构、产业结构、区域结构、收入分配结构、人文和生态结构等等，有效地克服“不平衡”的问题。

贾康表示，以往的需求管理，更多侧重的是总量问题，而现在必须强调的供给管理，更多侧重的是结构优化问题。

第四个层面，总书记报告在强调这些新、强调这些变化的同时，还有非常明确的“两个不变”，就是对我国基本国情和国际地位要保持清醒头脑。十九大报告强调：“必须认识到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，我国是世界上最大发展中国家的国际地位没有变。”“这个强调意味深长。”贾康表示，实际上这也就是需要牢牢地立足于我们过去已经形成认识的，要经过“几代、十几代，甚至可能几十代人”，才能走完的“社会主义初级阶段”，这是个“最大实际”。

中国经济将稳中向好

今年中国经济数据表现超预期。IMF 年内四次上调中国经济增长预期，预计 2017 年中国经济增速为 6.8%，2018 年为 6.5%。

在 2011 年以后，中国清晰地进入了认识、适应和引领新常态的经济下行过程，但在 2015 年下半年，特别是从第四季度开始到现在，九个季度的中国经济运行其实并不是下行的，而是在 6.7%—6.9% 之间的平台状态，这个小平台已经开始中期化，已经超过了两年。

在贾康看来，这是一个非常值得争取和经过努力延续的平台状态。我们现在应该在供给侧改革进程中，乘势进一步努力提高增长质量优化结构，2017 年应该努力成为软着陆中 L 型转换的检验期和新常态由新入常的年份。

国家发改委宏观经济研究院原副院长马晓河表示，中国经济运行处于新旧周期过渡区，正在酝酿一个新周期，因为我们正处于新旧动能转换期，中国经济在新周期的起点上。他预计，今年中国经济增长应当在 6.8% 至 6.9% 之间，明年可以保持 6.8% 左右，相应的宏观政策主基调应当还是“稳中求进”，其中的“稳”重点在于农业、就业、进出口、工业、投资和消费等方面，同时也表现在经济结构上。

贾康表示，这个动力体系的创新已经非常明确地被最高决策层强调，新的动能要来自于全要素生产率为主的创新支撑因素，以这种全要素生产率支撑现代化进程在追赶一

赶超的路上继续超常规发展。高铁、网购、移动支付、共享单车，被称为中国新四大发明，在各自细分市场都是全球领先的。

刚刚从东南亚出差回来的蚂蚁金融服务集团 CEO 井贤栋表示，这个时代是亚洲的时代，中国这一波科技推动经济的转型，为亚洲做了极好的示范作用。现在出国的感受跟十年前出国完全不一样，十年前出国带着惊讶的眼光去学习别人，现在我们出国去讨论整个全球化的机遇、讨论中国在科技进步中取得的成绩、分享中国在科技发展中的实践。

2017 年全球新生的“独角兽”企业超过 1/3 诞生在中国，在全球独角兽估值排行榜前 10 家企业中，中国公司占了 7 家。

“今后一个时期，上交所将实施‘新蓝筹’行动，即新经济+蓝筹，以期引领产业发展的新趋势。”上海证券交易所副理事长张冬科表示，当前我们正处在科学技术与产业发展相结合的爆炸式发展时期，新一代互联网技术、新能源技术、生命科学技术等日新月异。当新经济和新技术插上资本的翅膀，就有可能形成难以阻挡、加速发展之势。

从金融看实体经济新发展

十九大报告谈到金融时，特别强调金融要回归服务实体经济的本源，强调加强金融监管，防范金融风险，强调要深化金融改革，进一步推进利率、汇率市场化改革。这些重要阐述得到了多位与会经济学家的呼应。

中国人民银行参事、中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长盛松成分析了近期社会融资规模与 M2 增速不一致的主要原因，是金融加强监管、去杠杆的结果。他预计未来 M2 增速会有所上升，明年估计回到 10% 以上的同比增速，与社会融资规模之间的差距会缩小。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌认为，十九大报告中关于金融的很多措施，是进一步总结 7 月的全国金融工作会议，形成的一些共识，例如监管的首要任务是防风险。最近几年，金融风险是一个软肋，一直是海外投资者担心的，过去一两年有明显好转。可以说，未来三到五年，防范金融风险依旧是面临的首要任务之一。

此外，一位不愿具名的外资投行专家向《财经》表示，未来中国房地产行业将发生重要而微妙的变化，十九大报告强调房子是用来住的，而不是拿来炒的。这表明房地产的金融属性会有所减弱，作为居民投资组合的价值会有一定下降，但这必须与未来住房体系优化以及房产税等配套政策相协调。否则目前的住房体系与中国仍在进行的城市化进程有冲突，如何让更多进城的农民安居，让中低收入人群乐居，需要更多后续细化政策措施。

“十九大报告仔细阅读了三遍，作为资本市场投资者，最让我兴奋的是进一步明确了对资产价格的控制。”望正资本董事长刘杰对《财经》记者表示，如果金融杠杆被控制住，房地产价格不再高涨，慢慢地资金会流入到实体经济，所以我们对中国经济产业升级和防范金融风险变的比较乐观。从今年资本市场的表现来看也是这样，业绩第一，回到坚持价值投资的轨道上。

十九大报告为金融体系建设指明了方向。对内，是促进金融改革，传统融资以银行间接融资为主，然而大大小小的不同企业有多样性的融资需求，一定要建立多层次多渠道投融资体系，采取各种各样的方式，进一步支持实体经济。

“在美国，硅谷很厉害，然而没有华尔街就没有硅谷。”华夏新供给经济研究院院长王广宇认为，任何一个经济大国内，金融和实体经济都不可能是完全剥离的关系。十九大给了很客观的结论，金融支持实体经济。而在中国特色社会主义新时代，实体经济一定要和互联网、大数据、人工智能深度融合，与金融更好协调，大力培育和发展“新实体经济”，也就是先进制造业和科技服务业等高附加值产业。

诺亚控股首席研究官金海年对《财经》记者表示，对外是人民币国际化和金融体系的国际化，包括资本市场对外开放，是可以被看好的。多位与会专家提醒，可以关注中国在十九大之前实质性推进的外资在中国大陆设立人民币在岸基金的重要动向。一位与会专家说，虽然中国资本市场并未完全开放，但类似在岸基金这样的新产品获批，表明中国完全有能力有信心让更多国际投资机构参与中国多层次资本市场建设。

上海财经大学举办金融论坛 探讨中国金融发展

上海财经大学金融高峰论坛“面向未来与全球的中国金融发展”日前在上海举办。国内外一流金融机构的首席经济学家、投资官、首席分析师、策略师，以前瞻视野和探索精神进行思想碰撞，谋划推动中国金融业改革与发展之道。

目前，全球金融体系正处在一个快速变革的时代，经济与金融发展的不确定性、复杂性日益上升；与此同时，中国的金融体系也面临着进一步进行制度改革以及融入全球金融体系的压力与挑战。如何完善中国的金融体系，并且为全球金融的创新与发展贡献自己的力量也是中国金融的历史责任。

在上午的主题演讲中，专家学者相继发表了真知灼见。中泰证券副总经理、首席经济学家李迅雷在主题为“高增长向高质量转型：货币政策如何演变”的演讲中指出，我国经济高速增长的时代已经成为过去；在经济增长不容乐观的情况下，货币政策不太可能会收紧，应该会维持中性，但会更加注重货币政策结构问题。

美国哥伦比亚大学商学院及外交与公共政策学院终身讲席教授魏尚进做了主题为“货币冲击的国际传播与国内改革”报告。在美国预期提升本国利率，导致资本流出新兴市场国家的大背景下，作为新兴市场国家代表的中国应该如何应对？魏教授从理论和实证两方面进行了分析，就新兴市场国家如何应对以美国为代表的“中心”国家货币冲击给出了对策，认为一定程度上的资本账户管制是宏观审慎政策的一个组成部分，实行资本账户的自由化要谨慎。

普林斯顿大学金融学讲席教授与经济学教授熊伟在主题为“中国房地产业与系统性风险”的报告中认为，目前我国的房价与经济基本面是匹配的，但是，房价是否能持续增长取决于人们对经济的预期。所以，我国经济的最终问题是经济增长的问题，如果经济能够保持在 6% 以上的增长，那么不会出现系统性的风险，否则，楼市和债务等各个方面都将出现“麻烦”。

芝加哥大学布斯商学院的金融学终身教授何治国作了“‘四万亿’背后的地方政府融资困局：银行贷款与影子银行的此消彼长”的报告，他通过考察地方政府融资和城投债在时间序列和截面两个维度的实证证据，得出这是 2009 年经济刺激计划的“宿醉效应”。

下午进行了两场专题演讲。第一场演讲主题为“结构转型、周期波动与金融发展”，参与演讲的嘉宾有：爱建证券有限责任公司副董事长、总裁、党委副书记祝健；东北证券副总裁兼研究所所长董晨；东方财富总裁助理、首席经济学家；金融学博士，牛津大学 SWIRE 访问学者邵宇；友山基金管理有限公司董事长、中天国富证券有限公司董事、贵州省证券业协会基金专业委员会主任何炫。

第二场专题演讲主题为“创新趋势、市场风险与投资机遇”。首先由海银景公司董事长、上财等兼职教授、上财金融学院校友会副会长张训苏主持并发言，上海朴易投资董事长，曾任职上海证券交易所市场发展部经理、上海上市公司资产重组领导小组办公室重组发展处负责人、上海市金融服务办上市重组处副处长、万业企业股份有限公司董事兼总经理尚志强、广发基金副总裁朱平、圆信永丰基金首席投资官洪流先后上台演讲并参与讨论。

(宗和)

突破雄安投融资瓶颈的两条路径

■ 张岸元 东兴证券首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事



雄安新区开发建设投资浩大。如果不考虑土地招拍挂模式实现资金循环，相关投融资的核心要求一定是“大规模、长周期、低利率”，这意味着采取完全市场化方式动员社会资本投入，存在较大难度。

财政资金的无偿投入必不可少。但参照笔者多年前参加汶川地震灾后恢复重建万亿资金筹措研究工作的经验，中央财政资金投入占比不应超过总投资的 1/3。2008、2009 两年，中央财政投入不到 3000 亿元用于灾后重建，目前财政实力是当年两倍多，但即便投入同比例放大，相较雄安新区早期开发数万亿资金需求而言，也依然存在巨大缺口。

鉴于，笔者提出以下两条融资思路。

中央财政向商业银行发行可抵作存款的国债。现有常规国债融资期限较短、规模受限、利率较高，难以与雄安新区融资特性相匹

配。可考虑由中央财政对国内商业银行发行利率水平与法定存款准备金利率挂钩的三十年期债券、或永续债券，商业银行可将此类债券用作法定存款准备金缴纳，也可在银行间市场交易。这一模式类似于定向降准。

该做法的好处：一是存款准备金利率比国债利率低约 2 个百分点，融资成本很低；二是发行超长期债券或永续债券，与雄安新区开发资金需求期限匹配；三是未来三到五年，我国存款准备金率至少有下调一半的空间，粗略静态测算释放资金规模近十万亿，能够满足雄安建设资金需求；四是效果明显优于一般的定向降准，可精准投向雄安新区特定建设项目，避免资金进入其他领域；五是与未来货币政策和宏观审慎方向并无冲突，不仅不会挑战现有货币金融财政制度，而且有利于建立财政与货币部门之间新的联系，有助

于央行平衡现有公开市场操作与传统降准的关系。

向境外投资者发行外汇储备担保的人民币债券。目前，欧元、日元融资成本远低于人民币，欧元融资相应利率为 2.2%，日元仅为 1.1%。对于国外大型机构投资者而言，3% 左右的长期无风险收益率已经非常可观。汇率风险是制约境外投资者投资人民币债券的主要因素，为此，可考虑指定部分外汇储备，用于外资购买人民币债券的汇率风险担保，将债券到期汇率锁定为购买时的汇率。

该做法的好处：一是提供了汇率风险回避保证，融资成本可低于离岸人民币国债发行；二是可望进一步促进境内外债券市场互联互通；三是有利于稳定人民币汇率中长期预期；四是有利于树立新区国际化融资、开放发展的良好形象。