

# 十九大后的中国经济走势

■ 著名经济学家、清华大学中国经济研究中心主任 魏杰



刺破了。

2016 年我到日本东京，一个朋友拉我去看房子，我看了一下，我把北京房子卖掉一套，在东京可以买三套。所以中国的房产泡沫一旦破了比日本可怕多了，为什么？因为中国人的财富 63%是房产，一旦出了问题后果将不堪设想。

所以现在我们必须不得不尽快把房子这个问题提出来。抑制泡沫资产，在稳定的情况下尽快让别的产业代替房地产，让房地产软着陆。

怎么抑制呢？这次经济工作会议再一次提出八项工作，其中有一条就是房地产要推行长效机制，所以抑制房地产泡沫的重点是中长期对策与长效机制相结合。

中长期对策主要是两条：一是抑制投机性需求和投资性需求，也就是我们讲的限购限贷。有人问我十九大之后限购限贷会不会松动，我告诉大家绝不会松动，只会越来越紧张，因为害怕风险的产生。第二个中长期对策就是约束开发商的行为，中国如果再这样盖 10 年，房子根本不值钱了，一个约束呢？一是严格控制开发商的融资通道，你要盖房子可以，拿你的钱盖，不能拿别人的钱盖。二是控制新房价格，我们国家新房上市都是政府批准的房价，当面粉的价格高于面包，也就是地价高于房价你还盖吗？上次我在北京调研，一家企业算过账，房子盖好，一平米卖 6 万不赔不赚，卖 7 万才赚，但政府批了一平米只准卖 5 万。这实际上是一种约束。

关于长效机制的相关政策要陆续出台了，租售同权、共有产权、调整一线城市格局、房产税等等。调整一线城市格局，比如雄安新区的出现，就是疏解北京非首都功能，否则北京继续这样发展，大城市病会不断爆发。什么叫非首都功能？就是除了政治中心、国际交往中心、文化中心、科学创新中心这四首都功能之外的功能，比如经济、医疗等。这么多功能都迁走了，房价还会涨吗？

那上海、广州、深圳这些一线城市怎么办？上海如果这样下去，最后会和北京一样，尤其是现在在十九大之后提出要建自由港，以香港为样板，这个条件下上海许多功能也会分离了。广州、深圳也提出“粤港澳大湾区”的概念。粤港澳到底是指粤西还是粤东呢？我说这要看雄安新区当时怎么定的，定的是河北省经济最不发展的地区。这就是长效机制。

所以我估计房地产泡沫的依据现在在中短期对策和长效机制陆续出台，房地产泡沫已经引爆金融风险了，所以我自己的看法是房地产作为投资功能实际上在大幅度减弱了，如果投资的话就要谨慎再谨慎。因为国家已经把它列为防风险的重要内容了，前几年调整是为了控制房价，但这次调整房价是为了防范金融风险，目的不同，提醒大家一定要谨慎。

## 2、稳住外汇。

我们知道 2016 年外汇出现波动，两个压力很大，一个人民币持续贬值的压力很大，一个是外汇储备量减少的压力很大。所以 2016 年 6 月份国务院正式提出来两个不能“持久”：一是人民币不能持久贬值，二是外汇储备量不能持久减少。

从 2016 年 10 月份到现在稳住外汇方面一共出了三条对策：第一个对策是放开的一定坚持继续放开，不能往回退，不能退到资本管制上来。比如孩子出国求学，要多少外汇换多少外汇，但海外不动产投资、海外证券投资、海外保险投资都没有放开。第二个对策是海外并购，凡是技术类并购继续支持，要多少外汇给多少外汇，全部支持，但是非技术类会严格审查。第三个对策是“一带一路”的投资坚持是用人民币，现在“一带一路”沿线有 69 个国家和地区已经把人民币作为外汇储备来收藏了，像欧盟央行最近购买了香港 5 亿欧元的人民币作为外汇储备。

当然今年还有两个情况我们得应对，美元加息和特朗普减税，可能会影响到外汇，但我估计影响不是很大，所以外汇引爆金融风险的可能性实际上在大幅度减少。

## 3、稳住国家。

许多国家的金融风险爆发是债务所引起的，比如 2008 年底美国金融危机就是由次贷危机引起的。稳住债务三句话：一是严格控制个人负债率。二是坚定不移地降低国有企业负债率。三是严查地方政府的潜在债务。

个人债务我过去一致认为不高，因为中国人比较保守，没有提前消费的习惯，也不像美国人那样将自己赚的钱消费得干干净净才叫完美人生。但是十九大开会期间，央行行长周小川的发言引起了我的警惕，他反复强调要关注个人债务上涨过快的问题。于是我就专门查了数据，吓我一跳，2016 年 GDP 总量是 74 万亿，一个负债是 GDP 的 44%，2015 年我们个人负债率是 GDP 的 30%，上涨了百分之十几。2017 年的数据还没有出来，我估计个人负债占到 GDP 的 60%以上，确实上涨太快了。

二是企业债务。民营企业负债率不高，但国有企业已经远远超过了警戒线，所以中央提出来去杠杆的重中之重是国有企业，要加大力度降低国有企业负债。当然有些情有可原，比如中铁总公司，因为他修高铁，国家没有钱让它偿债，所以它的负债比较高。但一般国有企业负债率高就没有道理。最近三件事使决策层要下决心降低国有企业负债率的决心。一是联通的混改，其首要功能是降低了联通的负债率。二是东北特钢破产重整，这告诉你向国有企业借钱也有可能打水漂，所以不能随便买国有企业的债券。三是国家准备把京沪高铁拿出来搞债权股，干嘛呢？降低国有企业负债，就不惜拿自己的优质资产出来降负债率，这说明了决策层对国有企业负债率的降低已经下定决心。2018 年将降低负债率的关键一年，中央经济工作会议中说得很清楚，要全面降低国有企业负债率，去杠杆。

三是政府债务。中央政府债务不高，因为中央政府坚持一个原则，赤字的数量不能超过当年 GDP 总量的 3%。但是现在的地方政府潜在的负债率太高。2016 年开始到现在，地方政府做了两件事增加了负债率，一个是盲目地搞 PPP 项目，2016 年到现在我们 PPP 项目四万多亿。另外一个就是产业引导基金，我们这几年结构调整，搞了产业引导，政府担保向银行借债来支持某些产业，叫所谓的产业引导基金，这项地方潜在债务一万多亿。到现在为止 PPP 项目和产业引导基金一共增加地方性债务 6 万多亿，这个数据太可怕了。所以 2018 年要严查地方的潜在债务。

最近有两件截然相反的事更加值得我们警惕。一件事是国际评级机构下调了中国的信用评级，结果反应很强烈，说是阴谋论。但人家这样也是有道理的，都得国家兜底，说明你国家的负债率在上升。另外一件事就是世行调高了中国经济增长的目标，从 6.5 调到 6.8，这两个现象好像截然相反，一是降低信用等级，二是提高了你的增长目标，实际上这件事更严重，告诉你繁荣中有风险，而且繁荣中的风险更可怕，所以中国必须警惕债务问题。

## 4、治理金融乱象。

怎么治理呢？先把金融乱象分为两类，一类是改革引起的乱象。改革方向对的，但是规则没有跟上结果引发了乱象。比如说过去曾经搞过一项改革，放开非银行金融机构，放开各类基金，各类保险公司等等，这个改革是对的，但是规则没有跟上。比如放开了各类投资公司，结果导致谁都能办投资公司，没有运行规则。我们 2014 年放开各类投资公司，2015 年下半年我去调研投资公司的实际效果怎么样，调研了 70 多家投资公司发现，几乎所有的投资公司的商业模式都不能维持，所有的投资公司给投资的回报在 20%—30% 以上，这么高的回报，要么是诈骗要么是非法集资。还有一类是新技术引起的。建议大家多关注这方面的相关情况。

## 5、控制好货币政策与宏观审慎政策。

首先是货币政策。我们有一个提法，要从宽松的货币政策转向稳健的货币政策，这是货币政策目前的趋势。过去几十年都是宽松的，2002 年货币供应量是 16 万亿，现在到了 165 万亿，翻了差不多 10 倍。这么多货币生产出来，再继续宽松下去，总有一天自己会把自己搞出金融风险出来。从宽松货币政策转向稳健货币政策，实际上这个转型 2017 年年初就开始了，转型的速度还很快，比如说我们知道反映货币政策的一个重要数据叫货币供应量增长速度，也就是我们印货币的速度，过去一直保持两位数增长，2017 年开始控制之后已经降到一位数，6 月底公布货币供应量 165

万亿，增长速度 9.4%，20 多年来第一次掉到一位数，说明真货币政策转型了。结果导致的现象是钱荒，资金紧张。许多人呼吁应该松动，尤其到 2017 年 5 月底。紧接着中央开了经济工作会议，总书记亲自出席，这个会议是五年开一次，一开管五年。这个会上明确指出了坚定不移的实行稳健的货币政策，大家看十九大的报告再次强调货币的制度稳健。那就是下定決心也不能再宽松了。

其次就是要实行宏观审慎的政策。什么叫宏观审慎政策？这个理论认为人类社会爆发金融风险的时候会在两种情况下，一个就是顺周期，就是发展很顺利的时候，人们没有风险意识，不断地想办法要负债要扩大规模，在顺周期就埋下了风险爆发的可能性，这就是顺周期。中国到 2018 年已经顺周期整整 40 年了，这 40 年大部分都是盲目扩张、盲目增长，导致已经潜伏了风险的可能，所以 2018 年可能要做一件事，也就是要推行资本金制度，资本金比例最低不能低于 8%，这是一个非常重要的数据。

另外一个就是风险爆发的时候市场之间会出现传染病。怎么办呢？要从市场割断，跟房地产要割断，也就是房子和土地的抵押 2018 年都将有新规定，有些土地不能抵押，或者降低房子抵押的比例，现在我们差不多都是打八折，2018 年可能打三折，按照风险爆发的价格算。再比如资本市场股权抵押，也会有变化。所以 2018 年大家要注意，将有不少的新规则出台。

总体来讲，十九大关于防范金融风险的对策大致上就是以上五点。我的看法是，这五大对策如果陆续出台的话，金融风险爆发的可能性基本不大。虽然风险压力很大，但是决策层已经很清楚，只要决策层清楚了，调控的力量还是很强大的。

## 二、新的增长点在哪里？

十九大之后，我们关注的第二个大问题就是新的增长点在哪里。总的来讲，有三个：调整经济结构、转变经济增长方式、全方位开放。

### 1、调整经济结构。

调整的目的是让一些新的产业能够快速增长、快速发展。目前的产业贡献也就是 80 万亿，而未来二三十年中国要成为世界第一大经济主体，靠这些产业显然不行，所以要调整结构推动新的产业快速发展，大致上在十九大以后有三个产业是我们推动的重点：

一是战略性新兴产业。包括八个要点：新能源、新材料、生命生物工程、信息技术和移动互联网、节能环保、新能源汽车、人工智能、高端装备制造。比如，我们估计人工智能未来每年的总量是 10 万亿以上。四大民营企业要成为人工智能发展的研发平台，阿里巴巴要成为智慧城市研发平台，腾讯主要研究医疗影像，百度主要研究无人驾驶汽车，科大讯飞则在语音智能平台上发力。

二是服务业。包括四大类服务业，消费服务业、商务服务业、生产服务业、精神服务业。比如消费服务里面的养老消费服务，目前在市场上非常紧缺。未来多层次社会保障中，政府养老社会保障只是兜底，老人如果晚年要有尊严地活到最后，必须进入老人保险体系，也就需要市场提供养老消费服务。举个例子，在日本的养老产业中，托老所里有一个很重要的部门叫老年失忆症患者部，这个部门的服务人员要有很深厚的心理学知识，如果没有专业背景，你很难进入这些老人的心理世界，也就没有办法实现他有尊严的养老。而这些在中国都有巨大的市场需求。

三是现代制造业。我们知道制造业分两种，一是传统制造业，一个是现代制造业。怎么划分的呢？凡是生产私人产品的叫做传统制造业，生产公共产品的叫做现代制造业。我们国家私人产品严重过剩，但是公共产品严重短缺。怎么发展现代制造业？国家制定了五

个重点：一是飞机制造，二是高铁装备制造，三是核电装备制造，四是超高压输电装备制造，五是现代船舶制造。这五个重点是我们发展现代制造业的重点，未来有很大的发展前景。

### 2、转变经济增长方式。

我国的经济增长方式，在 80 年代主要靠劳动力，90 年代靠土地，到了 2000 年大致上是靠货币投放。但现在在劳动力已经短缺了，所以政府匆匆忙忙要放开二胎，要延长退休年龄；土地不能再卖了，因为泡沫正在形成；货币也疲软了，过去向市场投放一块钱，可以贡献三到五块钱的增长，而 2015 年开打，投放一块钱，只能贡献 0.24 元的增长。

所以必须要转变新的经济增长方式才行。新的经济增长方式的核心是创新，即创新驱动，而创新驱动里面最重要的是技术创新。所以十九大的报道里面，专门把创新中国作为经济类的大标题写出来。为什么？因为没有技术创新的话，中国经济增长基本不可能。所以现在提出来需要原创性技术和颠覆性技术，而这种技术靠别人是不可能的，我们已经有过教训和经历了，从前我们提出以市场换汽车技术，结果没有换来，损失很惨重。但是高铁我们研发成功了。咱们原来的铁道部部长傅志寰先生写了一篇文章，说中国高铁不是引进的，是自己干出来的。高铁分两个部分，一个是轨道技术，轨道技术傅先生认为应该归功于中国的建筑行业，中国建筑业几十年的经验积累使中国创造出世界上独一无二的轨道技术来；另一个是高铁装备本身，当初我们引进的时候人家正式通知我们，有 10 项技术是不转让的，但最后中国人自己攻克了技术问题。这个经验告诉中国，核心技术 and 原创性技术不可能转让，必须得靠自己干才行。

所以下一步技术创新列为重中之重，而且技术创新不是口号是要实干，比如说基础创新需要重要的物质基础，就是现代化的实验室。没有现代化的实验室谁也不可能把知识变成技术。像民营企业浪潮集团就拥有中国 IT 领域唯一设在企业内的国家重点实验室“国家高效能服务器和存储技术重点实验室”，它的首席科学家就是工程院院士。

### 3、全方位开放。

我们过去开放有两句话，扩大出口、吸引外资。实际上核心是我们搭了全球化的便车。回想一下，1997 年我国 GDP 总量 7 万多亿人民币，2017 年 80 万亿，翻了 10 倍；1997 年我国外汇储备是 1300 多亿，现在三万多亿，翻了 30 倍；1997 年我们人均月收入只有几百块钱都到了几千块钱；1997 年我们高速公路都没有几条，现在我们基础设施引领世界。

现在全方位开放是什么？既搭别人的便车，也让人搭我们便车。我们用两东西让人家搭便车，一是中国有巨大的国内市场，中国 13 亿已经富起来的人是个巨大的国内市场。我们准备开放两个国内市场，一个是物质产品市场，怎么开放呢？2018 年上海要建立一个进口贸易博览会，大幅度降低进口关税，最近已经降了 178 宗了，还要继续降。另外一个是将全方位开放金融服务业市场，另外外资在中国进驻银行、保险、基金的控制比例可以达到 51%（现在最高是 20%），也就是外资可以绝对控股了。

所以大家注意，2018 年有许多你们想不到的事件会爆发，我估计像资源类、民生类、技术类的进口将大幅度放开，所以现在你别光搞出口生意了，得琢磨进口赚钱了，这一波开放市场将创造非常多的机会和发展的空间。另外，别人能搭我们便车的就是巨大的过剩资本，这种过剩资本要走出去，走向“一带一路”，我建议大家如果有时到“一带一路”沿线国家去看一看，在老挝工作和创业的中国人有 15 万人，因为新的机会已经来了。

总体来讲，未来的三五年中国新的增长点可能就是以上三个问题了。

## 2018 年中国消费者信心 迎来强劲开局

随着中国家庭收入水平增长，FT《投资参考》调查消费指数在 2018 年伊始创下历史新高。但是信心增长的正面因素，将会在 2018 年褪色。

英国《金融时报》研究服务部门《投资参考》(FTCR) 的中国消费指数(Consumer Index)，在 2018 年伊始创下历史新高，同时，收入持续上升，家庭对经济改善的看法也达到《投资参考》自 2011 年 7 月调查以来的最快增长。

消费者信心增长，很大程度是源于相对强劲的经济增长以及资产价格上涨，特别是房地产价格的提高。但是，随着政府收紧金融市场监管、降低信贷作为清整金融体系的行动，以上对消费者信心增长的正面因素将会在 2018 年褪色。尽管领导层强调要提高人民生活水平、减少关注经济增长率，但若没有宽松的信贷和冒泡的房地产市场做为

基础，中国家庭的乐观情绪可能保持在目前的水平。

相比去年 12 月，中国可支配收入指数上升了 1.3 点、来到 78.2 点。FTCR 可支配收入展望指数稍有下降，与上月相比降低了 0.8 点。

家庭收入指数上升 1.2 点达到历史新高 81.1，同时，家庭收入展望指数也创纪录，提高 0.8 点来到 81.3。

A 股购买信心指数(衡量消费者是否认为当下是进场 A 股的好时机)在 1 月份上涨了 0.8 点；考虑到今年以来上证综合指数的上涨，这是一个相对疲弱的表现。实际的股票购买意愿也比去年 12 月略有改善，有 39.1%的散户表示计划在未来三个月内购买股票。同时，购买基金和理财产品的购买情绪也有所加强。

(FYT 中文网)

就经济方面来讲，十九大报告中指出，要贯彻新发展理念，建设现代化经济体系。什么是现代化经济体系？由五个方面构成：实体经济、现代金融、技术创新、市场经济和全方位开放，我们叫“五位一体”。

十九大报告提出中国经济进入一个新时代，新时代实际上就是强起来的时代。过去我们经历过站起来、富起来的时代，现在要强起来。强起来的时代里面有三个时间节点：2020 年全面实现小康，2035 年基本实现现代化，2050 建成现代化强国。

当然现代化强国不是等来的，要我们干才行。所以十九大报告对未来怎么干，从政治、经济、文化、社会和生态五个方面作了规划。就经济方面来讲，十九大报告中指出，要贯彻新发展理念，建设现代化经济体系。什么是现代化经济体系？由五个方面构成：实体经济、现代金融、技术创新、市场经济和全方位开放，我们叫“五位一体”。

对于决策层来讲，未来最关注两个问题：风险在哪里？增长点在哪里？

第一个问题，既然已有定论，未来的风险主要在金融方面，所以要防范，而且十九大报告里指出，绝对不能“爆发系统性金融风险”，因为一旦爆发，中国经济会倒退 5 到 10 年。

关于第二个问题，十九大报告提出三个主要增长点：一是调整经济结构，二是转变经济增长方式，三是全方位开放。

## 一、如何防范金融风险

防范金融风险，这是目前的重中之重。怎么样防范金融风险呢？从国际经验和教训来看，金融风险往往在五个方面容易爆发，所以相应地，防范金融风险的举措也包括五个。

### 1、抑制资产泡沫。

我国只统计两种资产价格：股价和房价。大家注意，这次中央提出的抑制资产泡沫不是指股市，而是房市。

股市预计未来几年里基本处于缓慢上升趋势，股价涨得太快的可能性基本不大，为什么呢？三个原因：一是现在证券监管不足，中国证监会把监管作为第一要务，对买壳卖壳的行为极其关注，再加上现在大数据，任何一支股票的异常波动都容易监测到。二是现在的证券监管部门对场外配资非常关注，只要场外配资蠢蠢欲动马上就出手，像去年保险资金要进入股市，证监部门坚定出手，因为担心保险的场外配资引爆灾祸。三是现在的 IPO 速度比较快，最近的一个星期上了 10 家公司，最少上 4 家。基于以上三个原因我们判断未来三五年的股市基本涨幅不会太快。

所以这次抑制的重点不是股市是房市。从防范金融风险的角度来看，对于房市最关注的实际是一组数据：住房供给与刚性需求。二者的关系是防止房地产出现泡沫的最主要数据，因为一旦住房供给超过，超过刚性需求，泡沫就会因此被刺破。但是房地产的特点决定了房子只要无居住功能就必然带来另外两组数据，一是金融属性，一是投资属性。这两个属性一定会产生另外两种需求：投机性需求和投资性需求。通俗地讲，前者是指炒房价，后者是指收房租。这两种需求所拉动的住房供给一定会超过刚性需求。

1990 年，日本房地产泡沫破灭正是因为住房供给超过了刚性需求。日本为何在 1985 年产生房地产泡沫？三个原因：一是因为当时日本已经完成了工业化、城市化，人们有钱不知道投资什么，所以银行就找有钱人，你买房子买地，买了以后抵押给银行，银行放款 90%，然后继续放贷，所以有钱人不断买房子抵押到银行，再拿着贷款买房子。二是 1985 年美国要剪日本的羊毛，迫使日本政府和美国签了广场协议，日本政府承诺未来五年内日元每年升值 5%。这导致大量外资进入日本，为什么？因为在日本什么事都不干，每年就有 5%的回报。外资到了日本发现没有什么好投资的，于是也投向了房地产。正是日本当时修改了建筑法，原来的建筑法明确规定住房以维修为主，不能随便盖新房子，但新的建筑法规定可以把旧房子炸掉盖新房子，这样，大量的住房供给就产生了。但拉动它的不是刚性需求，而是投机性和投资性需求。到 1989 年时，日本的精英们发现要出事，于是建议日本政府赶快收紧信贷，但是没想到首先把日本泡沫给刺破了，大量上市公司亏损甚至破产，上市公司一亏损破产就开始卖房子，就像中国最近的上上市公司一样。紧接着外资要撤走，因为 1990 年的升值预期到了。

外资要走了，开始大量抛售不动产。这时不知道谁出了个馊主意，日本开始实行房产税，即房子多了的人得交税。于是个人也开始卖房子。上市公司、个人、外资全都开始卖房子，房子的供给超过了刚性需求，所以泡沫就