

打好防范化解重大风险攻坚战

——双支柱宏观调控框架和供给侧改革的视角

徐奇渊

（中国社会科学院世界经济与政治研究所，北京，100732）

摘要：十九大报告提出要坚决打好防范化解重大风险攻坚战，“守住不发生系统性金融风险的底线”被放在了非常突出的位置。本文重点梳理了我国目前的主要重大风险，即企业部门的杠杆率、银行贷款的不良率、地方政府债务，以及房地产市场风险等问题。然后结合十九大报告的相关表述，对上述风险的认识和解决思路进行了分析。防范重大风险，必须建立健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，通过协调和强化监管来打好这场攻坚战。同时，也需要着力推进供给侧改革，改善实体经济和金融市场之间的互动关系，以实现经济持续增长、金融市场稳定的目标。

关键词：十九大，重大风险，防范化解，双支柱，供给侧改革

作者简介：徐奇渊（1979—），男，浙江衢州人，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员，经济发展研究室主任，研究方向为中国宏观经济政策。

十九大报告提出，在决胜全面建成小康社会的过程中，我们要坚决打好三个攻坚战，而这三大攻坚战也是针对三个相对薄弱的环节提出来的，即：坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战^[1]。三者分别涉及到经济建设、社会建设、生态文明建设。2017年12月20日结束的中央经济工作会议，也再次强调了要坚决打好三个攻坚战。在三者当中，防范化解重大风险是排在首位的攻坚战，重大风险主要指的是金融市场、金融体系中存在的重大风险。

2008年美国次贷危机全面爆发、并演变成全球金融危机，此后“黑天鹅”风险受到关注。而近几年来，中国在一些领域的金融系统性风险逐渐受到国内外的

广泛关注，“灰犀牛”风险也越来越受到市场和监管者的重视¹。“黑天鹅”和“灰犀牛”是两种不同性质的金融风险，十九大报告中着重强调的“重大风险”是指后者——即“灰犀牛”风险。本文先从“黑天鹅”和“灰犀牛”这两个概念作为切入点，从而尝试理解中国所面临的重大风险，进而对“坚决打好防范化解重大风险攻坚战”进行分析。

一、黑天鹅事件与灰犀牛风险

“黑天鹅”事件的发生概率非常低，但是如果一旦爆发就会造成重大冲击。其特点是概率极小，事前难以观察到。2008年美国爆发的次贷危机，全面引爆并正式演化成了全球金融危机，在欧洲市场导致欧元区欧债危机。当时，英国女王给全世界的经济学家提了一个问题：为什么没有一个经济学家预测到这场危机？^[2]（阿格尼丝·贝纳西-奎里等，2015）可见，次贷危机的爆发及其全面扩散、升级，这就是一个典型的“黑天鹅”事件，之前几乎没有人预料到，而一旦发生就会对全球的金融系统造成致命打击。2008年全球金融危机爆发之后，黑天鹅事件已经引发了各界的广泛关注。

和“黑天鹅”小概率事件相比，“灰犀牛”则是指确定性的重大风险，事前大家都观察到了，甚至对这个风险习以为常，而且这个风险的体量、规模庞大，就像一只灰犀牛（迈克尔·渥克，2017）^[3]。真实世界的灰犀牛，其体重可以达到1到2吨。而且灰犀牛有一个特点，当看到一个目标对象要对之发起攻击时，它就会从很远的地方以极快的速度冲过去。如果不提前躲避、早做预防，目标对象将以大概率受到灰犀牛的攻击。因此，对于“灰犀牛”风险事件，我们可以、而且也必须事前进行防范、极早预警，做到早发现早处置。在十九大报告中提到的三个攻坚战之首的防范重大风险攻坚战，就是针对“灰犀牛”风险而言的。

本文第二部分，将分析十八大以来中国金融市场的发展成就，以及目前我们所面临的重大风险，后者具体包括：企业部门的杠杆率、政府部门的债务问题、银行贷款的不良率，以及房地产市场的问题。然后在第三部分，本文将以十九大

¹ 灰犀牛的表述，起源于迈克尔·渥克（2017），之后《人民日报》在2017年7月17日头版的评论员文章也再次提及。

报告总体框架为出发点，来尝试分析关于“防范化解重大风险”的阐述。最后，在第四部分，我们将结合前文所述的重大风险，以及十九大报告的相关阐述，来论述如何防范化解重大风险。

二、十八大以来中国金融市场的发展成就以及面临的风险

（一）中国金融市场在十八大以来的五年当中获得了重大发展

首先从整体体量、规模来看，中国金融市场获得了重大发展。以社会融资总量指标为例，其构成当中，银行贷款是最重要的一项，其他还有债券、信托、保险等等资金来源。根据中国人民银行的统计数据，在 2011 年，我国的社会融资总量的存量规模为 77 万亿。到了 2016 年末，社会融资总量的存量规模达到了 156 万亿。五年中，该指标几乎翻了一番，金融市场体量飞速扩张。从社会融资总量的构成部分当中，也能看到银行市场、债券市场、股票市场等各个金融子市场的发展。如果看市场的行为主体，金融市场的法人单位数量，也已经从 2011 年的 5 万多家，增加到了 2016 年的 11 万家，也几乎扩容了一倍。

其次，从金融市场的融资结构观察，也可以看到金融市场的快速发展。融资结构主要分成直接融资、间接融资两部分。其中，直接融资是指资金的需求方、资金的供给方之间没有中介机构。比如在股票市场上的融资、或是债券市场上的融资，资金供求双方之间并没有银行这样的中介机构。而银行贷款则是一个典型的间接融资业务，在贷款的需求方和存款提供者之间，存在着银行这个中介机构。过去中国金融市场存在一个比较典型的结构问题，就是银行独大、金融市场过度依赖于银行体系。而在十八大之后的五年来，中国金融市场的融资结构也发生了重大变化。根据人民银行提供的数据，2011 年，中国社会融资总量中，直接融资的比例只有 15.9%。在 2016 年年末的时候，这个比例接近 24%，提高了将近 10 个百分点。这五年中，直接融资比重快速提升有一个背景，就是社会融资总量这个分母翻了一番。在这样的背景下，直接融资的比重还提高了将近 10 个百分点，因此是非常大的变化。

从中国在国际金融体系中的地位来看，十八大以来中国也取得了一系列的成就。首先，人民币国际化取得了重要进展，人民币在 2015 年被国际货币基金组织批准加入特别提款权单位（SDR），该决议已经于 2016 年 10 月正式生效。人民币正式进入到特别提款权单位之后，成为国际储备货币之一。目前，人民币在全世界的外汇储备中在也达到了将近 1000 亿美元的量级。在国际金融机构体系中，中国在“一带一路”倡议的大背景下，主导筹建了一些国际金融机构，包括亚洲基础设施投资银行、金砖国家新开发银行、丝路基金等。到现在为止，根据外汇管理局的数据，我国外汇储备规模大约是 3.1 万亿美元左右，仍是全球第一大外汇储备国。全世界外汇储备总量大约在 11 万到 12 万亿美元之间，中国的外汇储备占比大约在 1/3—1/4 之间。

（二）十八大以来中国金融市场发展面临的问题

十八大以来，中国金融市场建设取得了不少成就，但是在肯定这些成绩的同时，我们也注意到金融市场风险点的不断涌现，这些风险点对我国经济也产生了一些冲击。在 2013 年 6 月 20 日，银行间同业拆借市场隔夜拆借利率飙升，一些境外媒体的夸大报道称，当时的中国已经陷入了金融危机。实际情况并非如此，银行间市场很快就回复到了平稳状态，但是这也给我们的金融市场监管敲响了警钟。2015 年 6 月末，我国股票市场出现大幅下跌，经过多轮下探，上证综指一度从 5178.19 的高点下跌到 3000 点以下。事后反思的一个共识，就是既有的监管协调机制存在问题，尤其是信息共享、协调监管框架出现了一定的问题。之后，2015 年 8 月 11 日我国开始实行人民币汇率制度改革，在人民币汇率中间价放开之后，人民币贬值压力的释放过程中，出现了一些热钱流出的压力。与此同时，境外市场出现大量唱空中国的观点，国内金融市场和资产价格稳定都一度面临挑战。

2016 年，国内债券市场又出现两次较大调整：2016 年 4 月债券市场出现了比较重度的调整，2016 年末又出现了一次更大幅度的调整。在当时，作为债券市场定价基准的无风险的国债收益率都出现了明显飙升，其他的风险债券，如企业债、地方政府债的收益率则上涨得更多。随着债券收益率的上升，债券市场价格出现了大幅下跌，甚至出现了一些债券违约。杨燕青、肖顺喜（2017）指出：

2016 年全年，中国债券市场违约一共有 48 个案例，比 2015 年有显著增加。这些违约包括了本金的无法偿付，或本金可以偿付但需要展期的情况。但是，债券违约的支数，不单单是在数量上增加 48 支债券，而且涉及的空间有 18 个省份，甚至包括沿海发达省份。在企业主体上，不仅仅包括一般的民营企业，甚至包括极个别的央企子公司；除了企业外，还有一些地方政府^[4]。

在各个市场，我们都看到了一些风险点陆续的被引爆。但是。这个风险点虽然对金融市场造成了一定冲击，但其影响基本上可控，目前我国实体经济增长情况仍然比较健康。2017 年中国经济增速预计将达到 6.9%，远超国内外经济学家的预期。

（三）当前我国金融市场面临的一些重大风险点

在中国金融市场，有哪些潜在的灰犀牛量级的金融风险点。在这方面，市场参与者、研究者和监管层，对这些金融风险点已经有了非常多的讨论。

第一点，企业部门的杠杆率。中国企业的整体债务与 GDP 的占比是研究者经常采用的一个比较指标，它可以与其他国家作横向比较。这个占比在 2015 年 2 季度的时候达到将近 156.1%，从绝对金额上说已经达到了 105.6 万亿人民币^[5]。156.1%的占比意味着什么？如果在全世界范围做横向比较，我们可以发现，这个指标在全世界已经处于第一方阵当中，而中国的经济发展水平与同一方阵中的英国这类国家相比还有较大差距。张晓晶等（2017）的研究显示，2017 年 2 季度末，企业部门的杠杆率仍然高达 156.3%^[6]。在企业杠杆率高的背后，企业的盈利状况怎么样呢？我们知道，与此同时，制造业面临的问题是，产能过剩，出现“僵尸企业”的问题。在企业高杠杆率的背景下，企业的偿债压力大、盈利状况并不乐观，这个是第一个潜在的“灰犀牛”。

第二点，政府债务。由于 2008 年美国次贷危机对全球经济造成的冲击，2009 年，中国经济面临的主要问题是出口快速下滑，经济面临较大下行压力。在此背景下，我国推出了“4 万亿刺激计划”，在此背景下银行体系积极放贷，2009 年全年信贷投放数量将近 10 万亿。结果是经济快速回暖，走出了衰退的风险，不过也现出了地方融资平台快速膨胀的问题，这是 2008 年全球金融危机之后，地方

债务问题成形的起点。“4 万亿刺激计划”的积极作用是主要的，需要肯定，该政策使得中国经济快速走出了金融危机的阴影，引领了世界经济的复苏。但是，2009 年到 2011 年期间，信贷规模的快速膨胀，以及同时地方融资平台的迅猛扩张，给地方政府债务造成了第一波冲击。与影子银行一起，地方政府债务问题开始浮出水面，并为各界所关注。

2015 年，《中华人民共和国预算法（2014 年修正）》实施，新预算法允许地方政府通过一些符合要求的方式来发行地方政府债务。同时，在存量上对地方政府债务进行债务置换。因为地方政府资产负债表期限结构是不匹配的，这就会导致资金链断裂。这样，地方政府债务的风险就比较大。但是，这些项目本身是可以盈利的，是有现金流的，只是因为期限结构不匹配才出现资金链断裂的情况。2015 年、2016 年之后，我们进行了大规模的地方政府债务置换，将地方政府存量债务转换成债券市场上的债券融资（徐奇渊，2017）^[7]。这是一轮对地方政府债务的处置。此后，还有一些新的手段，包括 PPP 项目、产业投资基金等形式。但是，这些新的融资渠道也出现了各种问题。目前，地方政府的存量得到一定疏解，但流量上还在有所增加。地方政府债务问题怎么样解决，这也是一个已经达到了灰犀牛量级的风险，值得关注

第三点，银行的不良贷款问题。在内外需相对疲弱、产能过剩的背景下，企业经营不景气，银行贷款的不良比率有所上升。目前，从总体上来看，银行贷款的不良率仍处于可控区间。2017 年第 3 季度银监会公布的数据显示，中国整体银行系统的不良率大约是 1.75% 的水平，不良率相对可控、比较健康。但是，如果我们从局部地区、局部银行来看，不良率上升还是比较快的，可能容易引发一些区域性的局部的金融风险。而银行贷款不良率产生的原因，就是银行把钱借给了谁、是谁在违约，而这与前面两个问题是重复的，即企业的杠杆率问题、地方政府的债务问题。如果企业盈利能力强，地方政府的财政具有可持续性，那么银行的贷款就可以得到偿还，就不存在不良贷款的问题。银行的不良率的问题可以分解到前面两个问题当中来回答。

第四点，房地产市场的风险，也是最受广泛关注的“灰犀牛”。房地产的问题关系到方方面面，比如房地产价格的波动，不仅涉及到居民部门，而且还涉及到

企业、政府、银行，这是特殊的市场。房地产商品，不仅仅是一个消费品，而且也有一定的金融属性，关系到从实体经济到金融市场所有部门的资产负债表。在十九大报告中，习近平同志再次突出强调：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。这句话强调了房子作为一个商品的属性，而不是把它作为一个金融产品来进行过度的投机交易。

实际上，房地产泡沫背后还隐含着一个新的问题，就是中国居民部门的杠杆率问题。前文提到，中国企业部门的杠杆率在全世界范围也是很高的，是风险点之一。而与此同时，研究者一直认为中国居民部门的负债情况相对比较健康。但是，随着房地产价格不断上涨，居民不断加杠杆来购房，结果居民部门杠杆率快速上升。2012年，贷款买房资金占全部房款比例只有20%多。但到了2016年，这个比例迅速上升到58%（杨燕青、肖顺喜，2017）^[8]。这个比例已经接近2008年次贷危机全面爆发之前美国居民部门在房地产市场的杠杆率。当然，这个比例只是2016年增量贷款的杠杆率，是一个边际上的杠杆率，而之前年份的杠杆率没有这么高。但是，这也从结构上提出了一个警告：我们的居民部门杠杆率正在快速上升。居民部门总体负债除以GDP的比例现在也已经达到了40%²，这个比例与其他国家相比并不是特别高，但是我们注意到由于中国居民部门在国民收入分配中的比例本来就比偏低，所以从这个背景来看，40%的杠杆率已经不低了。因此，房地产部门的风险背后，对应着居民部门杠杆率快速上升的问题，这个问题也值得我们警惕。

三、从十九大报告整体框架来看关于“防范化解重大风险”的阐述

十九大报告中两处直接提到了“防范重大风险”。第一处是在报告的第四部分“决胜全面建成小康社会，开启全面建设社会主义现代化国家新征程中”提到：“两个阶段”的战略安排，第一个阶段，从二〇二〇年到二〇三五年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗十五年，基本实现社会主义现代化。第二个阶段，从二〇三五年到本世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗十五年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。在十九大报告中还提

² 数据来源于 WIND 数据终端，2017.

到：突出抓重点、补短板、强弱项，特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。

第二处，是在十九大报告第五部分“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”中提到的：在加快完善社会主义市场经济体制的过程中要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。在这段当中，“双支柱调控框架”的表述，第一次被写入党的报告当中，而且和深化金融市场改革、健全金融监管体系一起，作为“守住不发生系统性金融风险”的解决方案出现。

关于“双支柱的调控框架”，十九大报告提到：其一是货币政策，其二是宏观审慎政策。这也是首次，将以上两者提到了一个并列的位置。其中，货币政策的目标更多的聚焦在通货膨胀、经济增长、就业等，更多关注的是实体经济。但是过去的一些历史经验，包括美国次贷危机、日本在上世纪 80 年代金融资产价格泡沫，以及我国过去金融市场的一些动荡，都告诉我们：宏观调控政策，除了关注通胀、经济增长之外，还需要关注金融市场的稳定。我们需要对宏观调控的整个工具框架、目标、评估等内容提出一些新的思考。所以，十九大报告提出了“双支柱”政策框架，将金融市场的稳定纳入到宏观调控框的视野当中，并以“宏观审慎政策”作为对应的政策工具，以此来回答如何防范化解重大风险的问题。

还需要强调的是，十九大报告当中，关于“防范化解重大风险”的论述，与 2017 年 7 月的全国金融工作会议思路一脉相承、完全一致的。因此，可以结合这次全国金融工作会议的具体表述，来理解十九大报告的相关判断。回顾 2017 年 7 月的全国金融工作会议，习近平同志强调：必须加强党对金融工作的领导，坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。除了这三大工作任务之外，习近平同志还强调，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。金融市场的发展是一把“双刃剑”：一方面，它服务于实体经济，促进经济发展，促进资源配置；另一面，金融市场可能会出现一些动荡，发生一些风险，而且这种风险具有传染性，具有负外部效应。因此，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。

在全国金融工作会议中，习近平同志对“永恒主题”的阐述，具体包括几个方面：第一，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。第二，要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。国有企业以及整个企业部门加杠杆，在中国金融市场中已经成为一个比较严重的问题。第三，各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。防范金融市场风险不仅仅着眼于金融市场本身，而且还要看到实体经济包括实体经济中的行为主体，比如国有企业、地方政府等，也是我们防范系统性金融风险的一个重要切入点。所以，我们在考虑研究金融工作布局的时候，也要关注实体经济。

综上所述，防范化解重大风险，在十九大报告中处于重要位置：首先，这是十九大报告当中提到的三大攻坚战之首。其二，这是在决胜全面建成小康社会，开启全面建设社会主义现代化国家新征程的背景下提出来的，在我们全面建成小康社会目标的实现过程中，具有关键意义。其三，十九大报告以及之前的全国金融工作会议，都有具体的论述，专门涉及到了防范化解重大风险的总体工作安排。

四、防范化解重大风险问题的具体展开

本文第二部分提到了四个“灰犀牛”级别的重大风险，第三部分提到了十九大报告对于防范化解这些重大风险给出的历史定位，以及总体工作安排。在这部分，我们将对这些重大风险问题逐一展开分析。由于银行贷款的不良率问题，是基于企业部门、政府部门和居民部门的债务质量，以及金融资产价格的稳定，因此，我们将银行贷款的不良率问题分解到其他问题当中，不再专门讨论银行的不良率问题。

第一个重大风险是企业部门杠杆率的问题。企业部门杠杆率在 2015 年中已经达到了 156.1% 的 GDP 占比。2016 年中以来，在去产能的过程中，产能过剩的一些行业，尤其是煤炭、钢铁等上游的重工业行业，由于价格回暖，企业盈利状况也迅速改善，企业杠杆率有一定的下降。这是一个比较好的迹象。但是，企

业部门杠杆率绝对水平仍然比较高，这仍然是一个突出的结构性问题。而且，并不是所有的企业杠杆率都改善了，有的企业杠杆率仍然居高不下，有很多企业的债务负责还比较严重。这个时候需要观察企业杠杆率的结构性问题。

其中，对于中小企业而言，这类企业更多面临的是融资难融资贵的问题。对于这些企业来说，其面临的往往不是过度负债的问题，而是负债不足。或者说，中小企业面临的问题不是杠杆率过高，而是杠杆率过低。那么，哪些企业的杠杆率过高呢？钟宁桦等（2015）的研究发现：上市公司规模越大，杠杆率越偏高。具体地，从1998年到2013年这15年中，全国工业企业数据库中35万家工业企业加总的资产负债表显示，资产负债率从1998年的65%下降到2013年的54%，下降了11个百分点。可见，在过去的15年中，中国工业企业总体杠杆率是在下降的。但是，为什么党中央近年来的政策，以及十九大报告还要提去杠杆？如果看35万家企业中的最大的500家企业，这些企业的负债占到35万家企业的负债比例有20%。如果在500家的基础上再看最大的50家，这50家的企业负债就超过了10亿人民币。其中最大的某家企业负债已经超过1万亿^[9]。所以，我们讲的企业部门去杠杆并不是所有的企业，尤其不是对中小企业，更多的应该把重点放在国有企业去杠杆。所以，在十九大之前召开的第五次全国金融工作会议中，习近平同志强调：“要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系”，“把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置‘僵尸企业’工作”。这涉及到我们的国有企业改革怎么样推进。

在十九大报告中相关的表述是：要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失。深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。从中我们可以看出，国有企业改革的思路，更多的侧重点是放在管资本、管资产上。这一论述与国有企业去杠杆也存在着深刻的联系。

首先，国有企业的杠杆率过高、负债成为一个问题，其根源于两个方面的原因：一方面是政府对国有企业的隐性担保，造成了国有企业的过度负债，另一方

面是国有企业的经营效率存在一定问题，造成了国有企业的债务可持续性面临进一步挑战。

其次，在过去，国有企业凭借政府对其的隐性担保优势，获取了更多的金融资源，挤压了中小企业的生存空间。因此，“国退民进”、或者“国进民退”的现象引发了关注。而不论是“国进民退”，还是“国退民进”，实际上都是零和游戏的角度。但是，在十九大报告中，我们看到国有企业改革的思路，其着眼点不是放在企业这个有形的主体身上，而是把改革着眼点放在了资产、资本身上。十九大报告提到了发展混合所有制经济。这意味着，国有资本做大做强，与民营资本做大做强是不矛盾的，不再是“国进民退”或“国退民进”的思路，而是致力于国有资本和民营资本共赢的这样一种状态，也就是“国进民进”的双赢状态。通过国有资本做强，而不是国有企业做强来实现双赢。这是国有资本和民营资本实现双赢的第一个角度。

此外，十九大报告还提出，深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。可见，国有企业的眼光不应局限于国内，而是要把视野放到全球市场上，要做成世界一流的企业。这是国有资本和民营资本实现双赢的第二个角度。如果大批的国有企业能够走出国门，成为世界一流企业，那么国有企业的上下游带动的数百家、数千家供应商，包括很多民营企业，也能够获益，能够深度融入到全球价值链、全球分工网络当中。这也是“国进民进”的一种实现方式。

从十九大的国有企业、国有资本、国有资产、国有经济的表述当中，我们可以看到“国进民进”的双赢思路。如果能够通过发展混合所有制，加强国有企业的公司内部治理，通过做大做强国有资本，能够真正优化资源配置，国有资本投资回报率明显改善，那么去杠杆就是一个水到渠成的结果。

第二个重大风险是地方政府债务问题。十九大报告与此前的 2017 年全国金融工作会议，都对这个问题反复强调。十九大报告中的相关表述是：加快建立现代财政制度，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。

地方政府债务之所以居高不下，与目前中央地方两级财政的事权、财权不匹配有关。比如，地方政府可能拿到 50% 的预算内收入，而同时，其财政支出可能占到全部政府开支的 70%，甚至更高。拿 50% 的钱做 70% 的事情，这对地方政府的财政构成了压力，赤字和债务不可避免。所以，十九大报告中提出要建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。中央和地方两级财政改革也是未来值得关注的的一个重要议题。

对于中国的地方政府债务问题，一些境外投资者和信用评级机构也将其视为中国面临的“灰犀牛”级的重大风险。但是，在分析中央政府、地方政府的债务问题时，我们要观察完整的资产负债表。也就是说，除了看负债端，同时还要看资产端的情况，然后再做出全面的结论。而显然，我国的中央和地方两级政府的资产端规模远远大于其对应的债务。李扬等（2015）提供的数据显示：从资产负债表来看，2013 年中央政府总体负债 10 万亿，对应的总资产则为 25 万亿，总资产是负债的 2.5 倍。而同一年的地方政府，其总负债为 30 万亿，但总资产则超过了 100 万亿，资产负债率只有 30%^[10]。所以，地方政府债务的严重程度被夸大了，整体上政府债务的背后有足量的资产作为支撑。

第三个重大风险是房地产市场的风险。迄今为止，为什么会有这么多的资金涌入了房地产市场？这有一个资产荒的大背景。首先，资本账户是管制的，所以居民部门、企业部门的投资大部分都集聚在国内市场，而国内市场投资选择又相当有限。由此造成了大量的资金涌入到了房地产市场。在十九大报告当中，习近平同志再一次强调了“房子是用来住的、不是用来炒的”定位。

结合十九大报告，我们可以从两个角度来分析如何化解房地产泡沫：一方面，要通过货币政策和宏观审慎政策构成的双支柱宏观调控框架，在金融市场实施稳健的监管措施。另一方面，要做强实体经济，实现实体经济和金融市场的良性互动。在实体经济投资回报率不断改善的情况下，就会有更多的资金投向制造业、投向现代服务业。这时候居民部门的投资行为就会更加理性、更加健康。

因此，建立房地产市场治理的长效机制，一种思路是立足于房地产市场本身，对相关的货币政策、税收政策、住房制度等进行完善；而另一个层面的思路，就是进一步着力推进供给侧改革，从而为防范化解房地产泡沫的风险提供有利条件。

2015年12月的中央经济工作会议中，“供给侧改革”的核心观点可以概括为“三去一降一补”，其思路主要做减法。而在十九大报告对供给侧改革则有一个更新的阐述，其中“三去一降一补”是作为内容之一被提出来。除此以外，供给侧改革的内容获得了很大的扩展，更多体现了做加法的思路。例如，十九大报告提到“把提高供给体系质量作为主攻方向”。提高供给体系的质量，我们应该深有体会，在产能过剩的同时，经济发展不平衡不充分的背景下，老百姓面临的食品安全、环境保护等问题，都是供给质量出现的问题，而不是数量上的问题。所以，我们不是在数量上做加法，而是在质量上做加法，这是一个重要的方向。此外，十九大关于供给侧改革表述的具体展开，涉及到了三类产业和两个主体，即：从行业来看，加快发展先进制造业、支持传统产业优化升级、加快发展现代服务业。从主体来看，激发和保护企业家精神、鼓励更多社会主体投身创新创业，建设知识型、技能型、创新型劳动者大军，弘扬劳模精神和工匠精神，营造劳动光荣的社会风尚和精益求精的敬业风气。

可见，十九大报告中关于供给侧改革的内容，不仅涉及到“三去一降一补”，而且还涉及到三个产业、两类主体。只有通过不断的深化供给侧改革，通过做加法的思路来推动整个实体经济投资回报率上升，让实体经济和金融市场形成良好互动，居民部门、企业部门的资金投向才会有更多的有效选择。在此背景下，房地产泡沫的风险、企业杠杆率的负担、地方政府债务等问题才能够得以真正得到防范和化解。

[参考文献]

[1] 习近平. 决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告[M]. 人民出版社, 2017.

[2] 阿格尼丝·贝纳西-奎里, 贝努瓦·科尔, 皮埃尔·雅克, 让·皮萨尼-费里. 经济政策: 理论与实践[M]. 徐建炜、杨盼盼、徐奇渊译. 中国人民大学出版社, 2015.

[3] 米歇尔·渥克. 灰犀牛: 如何应对大概率危机[M]. 王丽云译. 中信出版社出版, 2017.

[4][8] 杨燕青、肖顺喜编. 中国金融风险与稳定报告(2017)[M]. 中国金融出版社, 2017.

[5] 张晓晶、常欣、刘磊等. 中国去杠杆进程报告(2015年第二季度)[R]. 中国社会科学

院国家金融与发展实验室, 2015, (08).

[6] 张晓晶、常欣、刘磊等. 中国去杠杆进程报告 (2017 年第二季度) [R]. 中国社会科学院国家金融与发展实验室, 2017, (09).

[7] 徐奇渊. 国家开发银行: 自我重塑和推动金融体系的重塑[J]. 开发性金融研究, 2017(09).

[9] 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林. 我国企业债务的结构性问题[J]. 经济研究, 2016, (07).

[10] 李扬、张晓晶、常欣等. 中国国家资产负债表 2015: 杠杆调整与风险管理[M]. 社会科学出版社, 2015.

Strive to defend and remove significant risks: from the perspective of supply-side reforms and double-pillar macroeconomic management framework

Xu Qiyuan

Abstract: The report of the 19th CPC National Congress raised the mission of striving to defend and remove significant risks. This paper sorts out the main risks of today's China, including the high leverage of the enterprises, NPL of banking system, the debt issue of local government and the housing bubble. Based on the description of the report, the paper analyzes the solutions of these risks. In order to find solutions, we need to establish and improve the double-pillar macroeconomic management framework, and to advance the supply-side reforms as well. Only in this way can we improve the interactions between real sector and financial market, and so as to realize the targets of sustainable growth and financial stability.

Key words: the 19th CPC National Congress, significant risks, *double-pillar macroeconomic management framework, supply-side reforms*