

居民财富、金融监管与贸易摩擦——2018年中国宏观经济中期报告

李成 国家金融与发展实验室研究员

汤铎铎 国家金融与发展实验室研究员

时间：2018-09-19 来源：《经济学动态》2018年第8期

编者按：2018年上半年，中国经济继续实现了平稳较快增长与结构优化，为高质量发展转型奠定了良好开局。从中长期视角观察，在这一深刻转型过程中，中国经济社会发展的关注焦点正由增量（收入）、速度、规模逐渐转向增量与存量（财富）、速度与结构、规模与质量并重。按此思路，本文首先考察了高增长、高积累过程中国民财富的规模扩张与结构变化。需要指出，在安全、优质资产不足的条件下，住房作为最主要的私人财富价值载体这一“金融属性”难以弱化，因此也导致住房资产在居民财富配置中长期占据最主要地位。随着财富持续积累，对高效、规范的金融服务的需求也与日俱增。正是在这一背景下，近年来以资产管理业务为代表的金融发展尤为迅猛，但杠杆高企、交易复杂、嵌套增加等问题也日益凸显。对此，监管部门推出的“资管新规”等系列措施，对促使金融回归其“中介”本质、更好服务实体经济将发挥重要的积极作用。与此同时，近期美国发起的贸易摩擦成为中国发展的重要外部扰动。这一争端的背后，既同两国需求结构、金融发展水平等差异相关，更根源于两国产业竞争力的长期消长。由此观察，尽管其短期内的直接影响有限，但两国的摩擦可能长期化。中国对此的应对也须更多着眼于本国需求重构、金融发展、产业升级等长期、结构性问题。最后，面对长期增长路径转换、金融

发展与监管改革、贸易摩擦等内外部挑战，中国宏观政策须在坚持供给侧结构性改革的大框架内，注重总需求管理的配合。敬请阅读。

一、引言

2018年，当改革开放进入“不惑之年”时，中国全面开启了由高速增长转向高质量发展的又一次深刻转型。这一转型，既意味着经济发展目标由单纯的高速增长转向经济、政治、社会、文化、生态文明五位一体的平衡发展；也意味着发展方式由主要依赖粗放的要素积累和需求拉动（尤其是投资和外需）转向创新创业、消费升级、改革红利、双向开放等新动能、新方式。在此背景下，2018年上半年经济形势基本良好，一、二季度GDP同比增速分别达到6.8%和6.7%，延续了此前多季的窄幅波动与较快增长。城镇调查失业率连续3个月保持在5%以下，为2016年开始报告此类指标以来的最低水平。同期消费者价格指数（CPI）基本平稳，同比增长2%；工业生产者出厂价格指数（PPI）继续高于CPI涨幅，增幅达3.9%，且自3月以来呈上行态势。同时，经济结构调整呈现诸多亮点。例如，开年以来，现代服务业、高技术制造业和装备制造业等在增加值、营业收入、投资额等方面均有较快增长，产业层级继续向中高端迈进；内、外需趋向平衡：在2017年国际经常项目余额占GDP比重大幅回落至1.3%的基础上，2018年1季度国际经常项目甚至录得282亿美元逆差，为2001年2季度以来的首次——这一变化意味着中国超额储蓄问题（即储蓄与国内投资的差额）正在缓解。从进出口地区分布看，中国外贸结构进一步分散化：如上半年中国对东盟和中东欧地区进出

口总值增速分别达到 11%和 14.7%，远高于对美贸易增长（仅为 5.2%）。这为中国应对美国贸易保护行径提供了新的空间。此外，在“去杠杆”“防风险”政策作用下，2017 年中国实体部门杠杆率（居民、非金融企业、政府债务合计同 GDP 之比）开始企稳，仅增长 2.3 个百分点。其中，主要债务扩张来自居民部门，政府、非金融企业债务水平甚至出现小幅回落（张晓晶等，2018）。2018 年上半年，信用环境整体依旧偏紧。如 1-6 月，社会融资增量较去年同期减少 2.03 万亿元——其中“委托贷款”“信托贷款”两项下降最为明显；同期广义货币供应量（M2）增长继续在低位徘徊，平均月同比增速仅为 8.4%，低于 2017 年同期的 9.9%；前 6 月贷款同比增长 12.1%，较上一年回落 0.6 个百分点，其中住户贷款由 2017 年同期的 24.3%降至 20.0%。与之相关，上半年固定资产投资同比增长 6%，其中基建投资增长 7.3%，增幅均较上年有明显回落。

总体看来，按照 2017 年末中央经济工作会议制定的“稳中求进”总基调，2018 年上半年中国宏观经济总体运行平稳、经济结构继续优化、宏观债务压力有所缓解。这为开启高质量发展转型、构筑现代经济体系奠定了良好基础。然而，从其内部看，各种长期结构性矛盾依然严峻，特别是近年来金融-实体经济发展失洽逐渐凸显，并成为关系周期波动、金融风险、资产价格乃至对外开放等诸多问题的关键。例如，作为多年高增长、高积累的直接成果，国民储蓄迅速积累，并以非金融资产和金融资产的形式形成规模日巨的财富存量理论上讲，居民财富即每期居民储蓄的累积

存量。在本文中具体包括城乡住房、耐用消费品、农村生产性固定资产以及现金、存款等金融资产。实际上，这一概念同皮凯蒂在其《二十一世纪资本论》（2014，第1章）中的定义基本一致，即指所有能带来未来收益、且可交易的资本品。因此，本文中“财富”和“资本”可以混用。对此，读者可进一步参考李扬等（2013，2015）。得益于市场化改革，居民部门（即私人部门）成为财富的最主要持有者，并在规模扩张中出现了一系列结构变化——包括资产多元化和财富分配集中化等趋势。相应地，居民消费、储蓄、负债等行为发生了某种趋势性变化。

随着对财富配置与风险管理新途径、新工具的需求日增，金融部门——作为将储蓄转化为投资的最主要媒介——也相应发展、深化。特别是近年来金融业资产和行业增加值规模快速膨胀、交易产品逐渐复杂——特别是多重“嵌套”现象普遍、“表外”业务发展迅猛、以互联网为依托的金融创新异常活跃。然而，由于市场机制发挥不充分、资本市场发育不健全、金融监管体系不完备以及金融行为本身具有的顺周期性等因素，金融业未能充分发挥其资产配置、风险定价等基本功能，甚至有逐渐脱离其本该服务的居民、非金融企业等实体部门，进而出现自我膨胀、自我服务的倾向例如，2013年初，其他存款性公司对“其他金融机构债权”仅不足5万亿元，而到2017年末，此项已达28万亿。这不仅会掣肘实体经济的发展，也给传统的金融监管提出了无法回避的严峻挑战。近期尤其需要关注的是，在“去杠杆”的政策背景下，2018年上半年以来，企业债务违约事件频发。如万得（Wind）

数据显示，1-6月企业债券违约已达25起，涉及金额达到253亿元，违约单位包括6家上市公司。而2017年同期此类事件仅为23起，涉及金额172亿元，违约单位中仅有1家上市公司。显然，这为如何坚持推进“去杠杆”政策，打好防范化解重大风险攻坚战带来了新的挑战。

当中国迈向高质量发展阶段时，外部环境发生了显著变化——特别是近期世界经济、政治形势出现了积极、消极两方面的新情况，值得高度关注。一方面，2018年开年以来，美国经济表现格外显眼：在1季度GDP年化增长2.2%的基础上，2季度增速达到4.1%的高位；相应的失业率维持在4%左右，处于近10余年的最低水平，基本接近了“充分就业”。日本、欧元区等发达经济体GDP增速较去年虽略有回落，但总体上保持了金融危机以来的较高水平，特别是就业状况明显好转：日本前4月的失业率连续维持在2.5%左右的低位，是近25年的最低水平；欧元区5月的失业率下探至8.4%，为2008年12月以来的最好局面。同时，印度、巴西等新兴市场国家的复苏也在继续，甚至更为抢眼。其中，印度在2018年首季年化增速由前季的7%跃升至7.7%，继续领跑全球主要经济体；巴西实现了1.2%的年化增长，较2017年同期的1%有所加速。此外，俄罗斯、南非、东盟、中东等经济体的表现也处于近年来的较好水平（IMF，2018）。尤其令人欣喜的是，包括国际货币基金组织、世界银行、经合组织等多家权威机构的最新预测均显示，尽管在宽松货币政策退出、大宗商品价格分化、

贸易摩擦增多等诸多挑战下，未来1到2年的经济复苏可能放缓，但总体上各国经济向好态势将延续，并且日益展现出更强的韧性。

然而，另一方面，以2016年6月英国公投“脱欧”、同年11月特朗普当选美国总统、欧洲极右势力与民粹政党进入主流政坛等事件为标志以法国“国民阵线”、德国“选择党”、意大利“五星运动”、荷兰“自由党”、奥地利“自由党”等为主要代表，主要发达国家出现了一股强劲的去全球化“逆风”。近期由美国率先发起的对华贸易争端，更直接将中国卷入其中。在某种意义上，这是自1990年东西方冷战结束后近30年来所未见的景象，也是长期以来积累的各种反全球化思潮、运动的一次集中爆发。尽管这股逆风还没有对2018年上半年的国际贸易、投资以及全球分工模式产生明显的实质影响，但可以预见，中美贸易摩擦等变故的效果会在下半年逐渐显现，特别是会给中国经济增长带来一定下行压力。并且，相关事件很难在短期内得到圆满解决——至少在未来的3-5年的中期内，美国主导的这一全球化重构甚或转向，将是中国必须面对的一项重大外部挑战。

在以上内外背景之下，年中以来，中央宏观调控思路有所调整。即从年初的积极财政政策和稳健中性货币政策，逐渐过渡到7月末中央政治局会议提出的“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”。同时，中央又突出了在就业、金融、外贸、外资、投资、预期等方面的六个“稳”字，为下半年的经济工作指明重点。这一新的政策指向背后的根源在于：在上半年投资（特别是基建）

等内需不振、前期去杠杆效应显现、金融监管力度加大、中美贸易摩擦升温等内外部因素作用下，下半年增长、就业下行压力加大，而金融市场不确定性则有所增多。为此，财政、货币政策在基本定位不变的前提下，更加突出其逆周期调节的功能。

当然，为深入理解中国经济当前面临的内、外部挑战，仅关注周期性因素还远远不够。实际上，信贷扩张与收缩、资产价格动态、消费-储蓄选择、金融业与实体产业关系、国际分工重构等各种表征往往都是相应的深层次、结构性问题长期积累使然。有鉴于此，本文将视角适当拉长，按照“由远及近”的思路，主要论及三方面内容：首先，通过资产负债表等理论框架与存量数据，考察中长期中国居民部门的财富积累及结构变化，着重强调了金融发展对财富配置的作用和影响。这对于理解、揭示中国经济的发展成果、质量以及各种阶段性与结构性特征具有重要的理论和政策价值。其后，文章介绍了以资产管理业务为代表的金融发展，并重点论述近期相应的监管改革。后者无疑是规范金融市场行为、防范化解金融风险、重塑金融与实体经济关系的重要举措。最后，基于需求结构、金融发展、产业竞争等层面的观察，本文指向正在进行中的中美贸易摩擦，重点突出贸易失衡背后的根源，并提出了相应的政策思路。

二、居民财富规模扩张与结构变化

首先，自改革开放以来，中国居民财富（即总资产与负债的差额，也称净资产）从一个较低的起点开始积累，并在 10 余年来持续超过了 GDP 的增长速度本文中中国居民及国家整体财富数据

来自国家金融与发展实验室课题组估算。具体方法、结果见李扬等（2013，2015）和 Li (2018)。如图 1 显示，在新千年伊始，中国居民财富同 GDP 之比不足 3 倍，明显低于美国、日本、德国、英国、法国等发达国家同期水平。其间，虽然受到 2008 年危机的短暂冲击，但得益于高储蓄、高增长以及非公有制经济的快速发展，中国这一比率大体上保持了持续上升的态势，至 2016 年已经达到 4.3 倍，接近了发达国家水平（甚至超过了德国）。

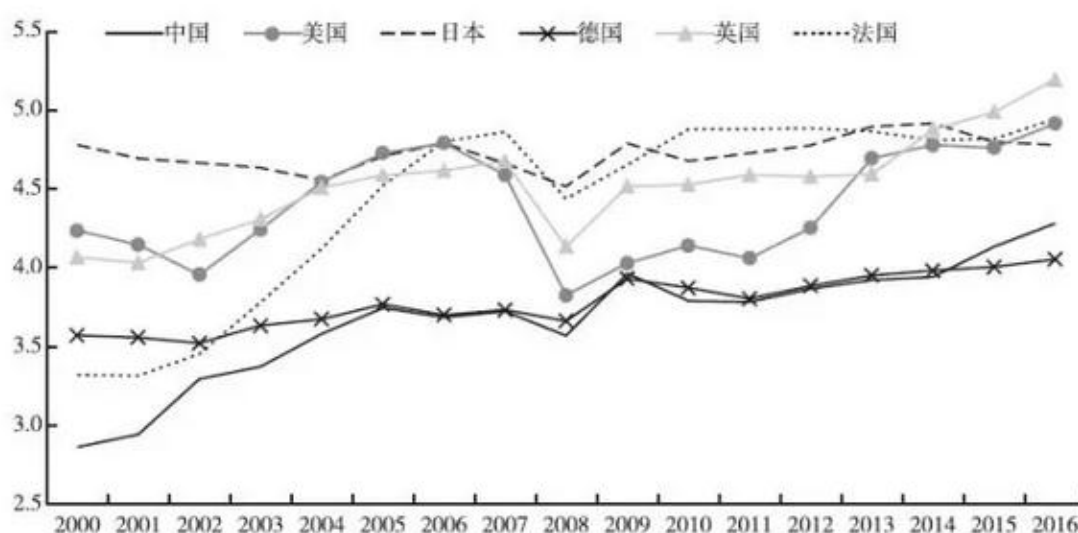


图 1 居民财富与 GDP 之比 注：中国财富数据来自国家金融与发展实验室估算；其他国家财富数据分别来自美国经济分析局、日本内阁府、德国联邦统计局、英国国家统计局和法国国家统计局（Insee）。各国 GDP 数据来自世界银行（WDI）数据库。

作为结果，在市场化改革的背景下，财富的快速积累使居民成为国民财富的最大持有部门——这也符合许多发达国家的一般经验。然而，由于经济体制特点等因素——如不能取得土地等自然资源的完整所有权、公有制经济占有主导地位等，中国居民财

富占国家总体财富的比重仍相对较低，至 2016 年仅约为 73%，而主要发达国家同类指标达到近 90%（其中拥有较大公营部门的德、法两国略低，但仍超过中国）。相应地，中国广义公共部门（包括中央政府、地方政府以及国有企事业单位）的财富相对规模较大，达到近 27%（见图 2）。

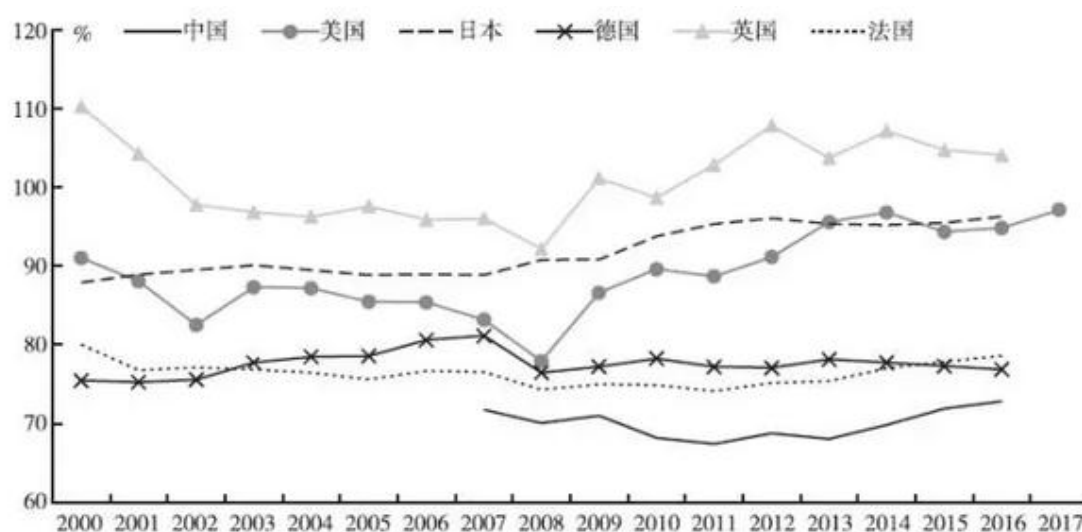


图 2 居民财富占国家总财富的比重 注：数据来源见图 1。

尽管不能简单地据此判断孰优孰劣，但这一差异对于理解中国居民经济行为特点、宏观收入分配、税负以及金融风险分布及其应对等关键议题都具有十分重要的意义 (Li, 2018)。限于篇幅，此处仅举一例。图 2 实际上反映出在“藏富于民”方面，中国和发达国家明显不同：由于中国私人部门开始成规模积累财富的开始时间较晚，且在宏观收入分配中的份额较低等原因，中国同美国等发达国家在人均 GDP 上的差距小于在居民财富上的差距，而后者又小于在可支配收入上的差距（见表 1）。正是由于这一“不平衡”的差距，中国居民较高的储蓄倾向可以得到部分解释。如从

表 2 进一步列示的中美比较可见，在考察期内，中美两国居民在储蓄-可支配收入之比（即常用的储蓄率）上的差异要明显大于在储蓄-财富之比（或简记为“存量储蓄率”）上的差异限于篇幅，表 1、表 2 仅呈现了中美之间的对比。当对比日本、英国、法国时也可以得到类似发现，德国较不明显。这一结果表明，由于财富存量较少，中国居民通过储蓄进行财富积累（如购买住房资产）、抑或预防不时之需的动机（即预防性储蓄）较强烈。这一财富存量视角在现有的关于所谓中国“高储蓄率之谜”的研究文献中被普遍忽视。

项目/国家·年	2014			2015			2016		
	中国	美国	中国/美国	中国	美国	中国/美国	中国	美国	中国/美国
居民人均可支配收入	3283	40911	8.0%	3527	42356	8.3%	3586	43234	8.3%
人均 GDP	7591	54707	13.9%	8068	56207	14.4%	8127	57467	14.1%
居民人均财富	30209	261528	11.6%	33264	268472	12.4%	34688	283452	12.2%

表 1 中美两国居民收入、GDP、财富比较（美元）

注：①中国财富数据来自国家金融与发展实验室估算，其他数据来自国家统计局；美国数据来自美国经济分析局、世界银行 WDI 数据库。②为便于比较，中国数据已按照各年人民币对美元年均汇率折合成现值美元。

表 2 中美两国居民储蓄行为比较

项目/年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
储蓄率_中国(%)	27.3	27.1	28.7	29.2	30.6	27.8	28.1	28.5	28.2
储蓄率_美国(%)	4.9	6.1	5.6	6.0	7.6	5.0	5.7	6.1	4.9
存量储蓄率_中国(%)	3.2	2.9	3.1	3.1	3.3	3.0	3.1	3.0	2.9
存量储蓄率_美国(%)	1.0	1.1	1.0	1.1	1.4	0.8	0.9	1.0	0.7
储蓄率倍数(中国/美国)	5.6	4.4	5.1	4.9	4.0	5.6	4.9	4.7	5.7
存量储蓄率倍数(中国/美国)	3.3	2.5	3.0	2.8	2.4	3.8	3.4	3.1	3.9

注：中国居民储蓄率根据国家统计局住户调查计算，其他数据来源见表 1。

其次，在规模扩张的同时，中国居民财富呈现出若干重要的结构特征。例如，在 20 世纪 90 年代末开启的住房市场化改革、快速城市化等推动下，住房构成了中国居民总资产的最大单项——在金融危机前占比超过一半，明显高于美国等发达国家（见图 3）。尽管在金融深化和房地产调控的过程中，这一占比在 10 余年间有所下降，但自 2014 年起，在城市土地供应趋紧、城市化继续推进等因素的作用下，住房资产相对规模又开始缓慢回升。在此需要强调的是，对住房资产的较高依赖，会使居民储蓄及负债行为同房价和相关调控政策等高度关联，极不利于风险-收益的分散化管理，从而制约财富长期、稳定的增长。

当然也应指出，居民对住房资产的“热衷”，在某种程度上是中国经济体制特点及金融发展程度使然：即在长期的高增长过程中，居民部门持续积累财富，但在现有制度条件下其积累途径较为有限，尤其是难以通过土地、矿藏等自然资源以及海外资产的形式实现。换言之，优质、安全资产的不足是导致中国居民对持有住房偏好不减的主因之一。这部分地解释了历次旨在“控房价”的政策措施成效不彰——从全国整体看，经过 10 余年的调控，城市（特别是重点城市）住房资产仍旧是最主要的私人财富附着物或价值储藏载体。只要这一基本性质没有根本上的改变，住房的“金融属性”也难以削弱。鉴于此，为实现 2018 年 7 月末中央政治局会议提出的“坚决遏制房价上涨”这一要求，应注重“疏”

“堵”结合：简单地“限购”“限售”“限贷”很难取得明显成效，甚至还可能强化升值预期。从长远计，更为重要的还在于通过发展资本市场、支持实体经济等举措，形成财富积累的新渠道、新载体。

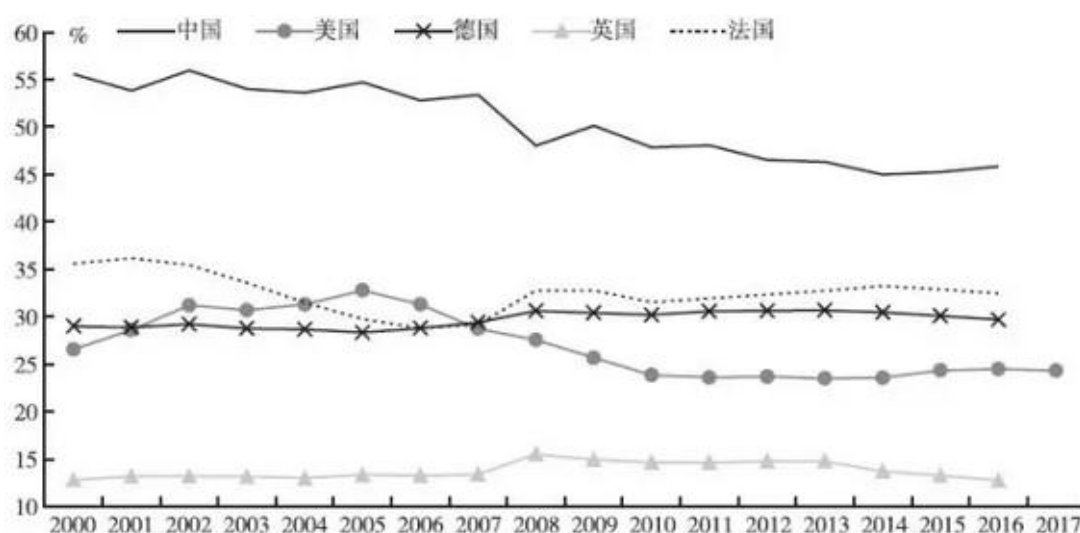


图 3 住房资产占居民总资产的比重 数据来源：见图 1。

再如，随着金融业的发展、深化，中国居民持有的金融资产构成也发生了值得关注的变化。如图 4 显示，2004-2016 年，居民持有的现金、存款（含公积金存款）、债券等金融资产项目占比持续下降：其中，现金由 7% 降至 3%、存款由 51% 降至 36%、债券由 5% 降至 2%。相应地，居民“理财”几乎从无到有，至 2016 年已占金融资产的 13%。证券投资基金也从 1% 骤升至 8%、保险准备金占比从 3% 升至 5%、股票及股权等维持在 20% 左右。从横向对比可知（见图 5），中国居民的金融资产构成同美国迥异，后者现金、存款、债券三项合计仅约为 20%，其他大部分项目为“股权投资”和“保险及养老金等”，占比分别约为 50% 和 30%。如此的结构变化与差异，随着中国金融深化与创新的持续进行，在一定程

度上反映了居民可以通过持有更多样化的金融产品，实现资产的保值增值并进行相应的流动性与风险管控。当然，在逐渐替换现金、存款、债券等较为“传统”的价值储藏、投资增值途径的过程中，居民金融资产的流动性、风险水平及其传导机制等都会发生相应改变，享有的金融服务更为繁复、迂回，相应的信息成本、管理成本、道德风险等都在提高。需要指出的是，同样为发达国家，日本、德国的现金、存款、债券等项目在居民金融资产中仍占有很大比重(分别约占 55%和 40%)，且近年无明显方向性变化。而这两国一般被认为是实体经济高度发达、金融系统较为稳健的经济体。所以，尽管金融资产结构可作为评判金融发展水平、金融与实体经济关系等的分析视角，但必须辩证对待——特别是要在风险-收益之间进行权衡，不存在单一、静止的优劣评价标准。

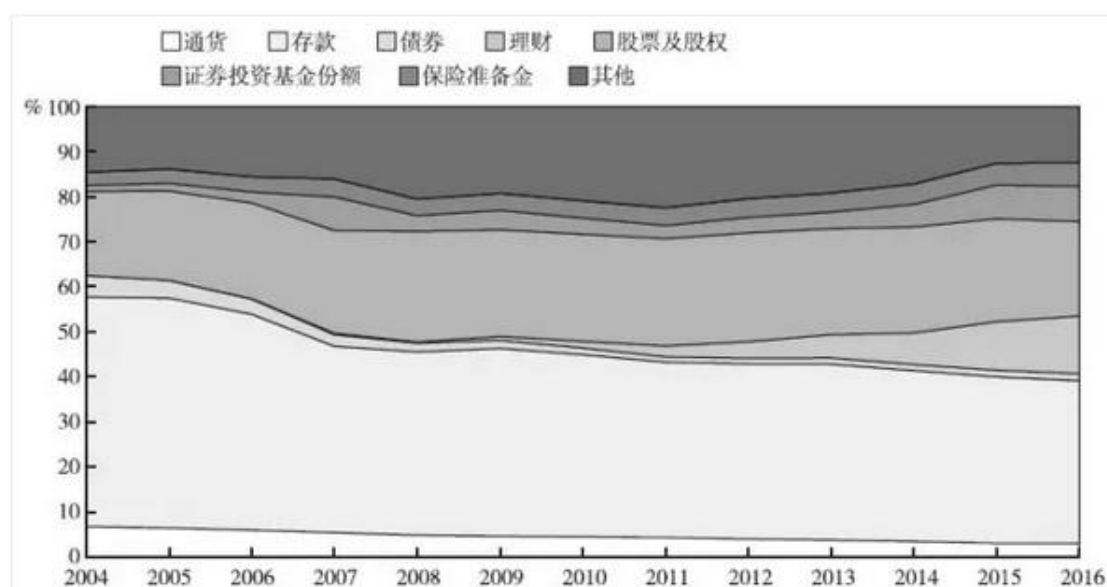


图 4 中国居民金融资产构成 数据来源：国家金融与发展实验室。

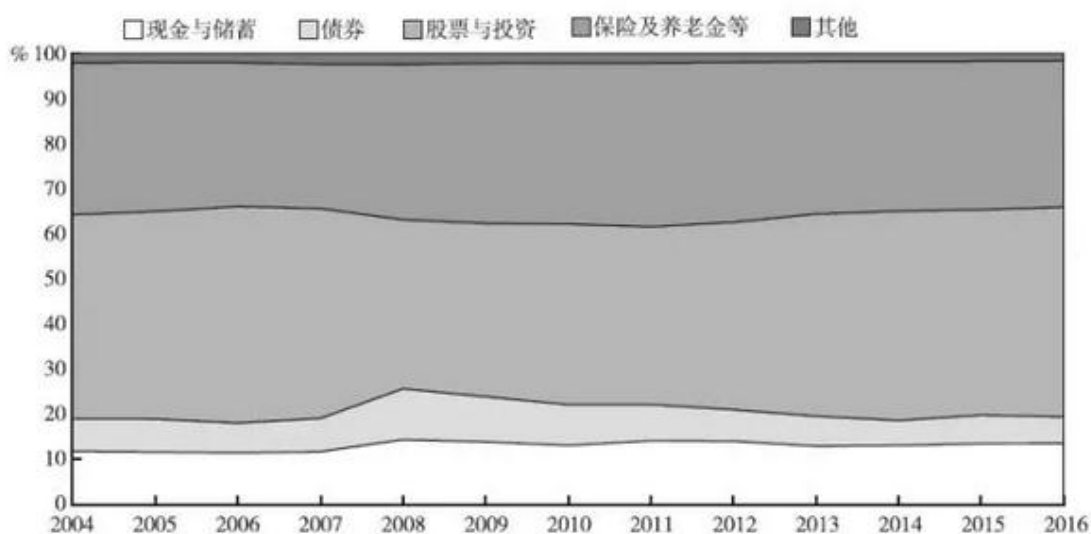


图 5 美国居民金融资产构成数据来源：美国经济分析局 (Bureau of Economic Analysis)。

其三，在中国居民部门整体财富快速积累、结构日益多元化的同时，应注意到财富在不同人群之间的分配出现了明显的分化态势。在图 6 中，我们展示了“世界不平等数据库”(World Inequality Database)提供的关于中国等五大经济体顶端 10% 人群财富分布数据该数据库中仅列出了上述五国的有关数据，其中中国财富分布数据来自 Piketty et al (2017)。另需指出，顶端 1% 人群财富占比同顶端 10% 占比在趋势与国别特征上基本一致。从这一指标可知，在 2000 年，中国这一富裕人群的财富尚不足各类人群合计的 50%，低于同期美国、法国、英国、俄罗斯等国。然而在此之后，中国的财富分配从一个相对较为平等的水平快速上升，并已经明显超过英、法等较为侧重社会公平与福利的欧洲国家，接近俄罗斯、美国的水平。当然，约自 2012 年开始，得益于城乡劳动力流动渐近均衡、扶贫开发力度加大等因素，中国财富

集中化的态势趋于稳定——这同靳永爱、谢宇(2017)估算的 2012、2014 两年中国家庭财产基尼系数分别为 0.727 和 0.70 的结果一致。此外, 尽管上述财富分配的集中度明显大于收入分配集中度, 但同顶端人群收入份额及收入基尼系数等指标所反映的变化趋势较为吻合 (Piketty et al, 2017; Kanbur et al, 2017)。当然, 鉴于中国区域、城乡之间公共服务均等化还有较大差距, 各种生产要素在空间、行业配置的扭曲尚较严重, 财税体系的再分配功能还不充分, 地方层面的税收政策尚有较多漏洞与失洽, 高收入高净值人群的财务信息远未透明等诸多原因, 笔者认为目前尚难以断言——如 Kanbur et al (2017) 指出的——近年来中国已出现持续、稳定的贫富分化“大转向” (great turnaround)。

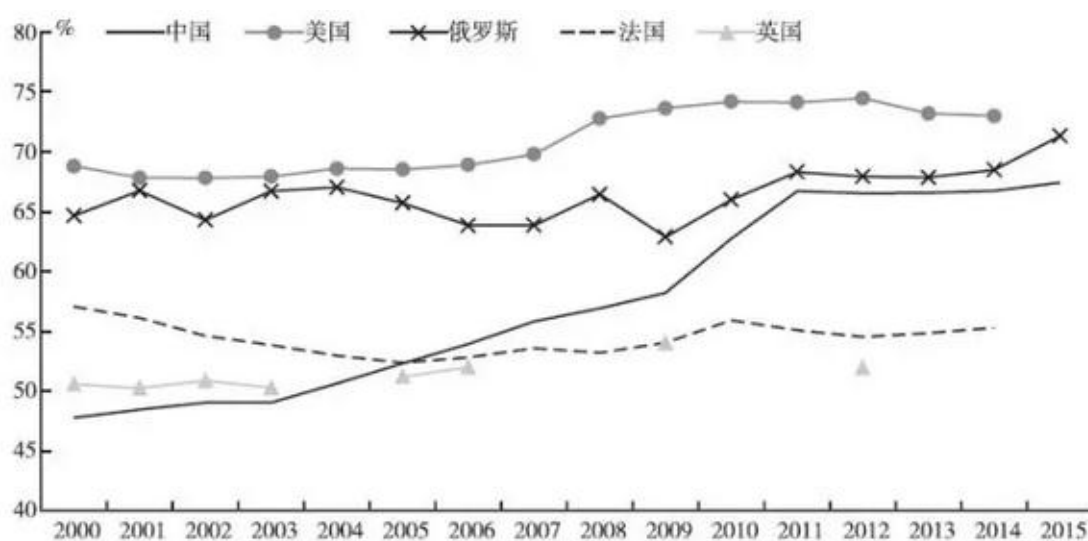


图 6 顶端 10% 人群占居民财富总量的比重 注：数据来自“世界不平等数据库” (World Inequality Database)。

三、资产管理业务及其监管

在最近两期报告中，我们的分析一直聚焦于近期中国经济的一个重要特点——金融业膨胀和金融体系复杂化（汤铎铎、张莹，2017；汤铎铎、李成，2018）。所谓金融业膨胀，是指金融业规模的快速扩张；所谓金融体系复杂化，是指这种扩张并非银行部门的简单增长，而是在传统金融体系之外成长出了一个体量相近的影子银行体系。新体系的一个重要资金来源是快速成长的资产管理业务，其业务主体包括银行、证券、基金、期货、保险等各类金融机构，并且各类机构之间的跨行业资产管理合作日益密切，中国步入了所谓“大资管时代”。在新体系的资金运用方，非标准化债权类资产成为主要的基础资产。非标资产包括信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等，具有收益较高、透明度低、形式灵活、流动性差等特点，是监管的重点（李洁怡，2015）。

如前文所述，随着居民财富的持续积累，财富安全跨期配置的需求不断上升。同时，非金融企业和金融机构为了规避监管、提升盈利，迫切需要投融资方式的创新。正是在三方的共同需求下，资产管理业务和非标资产得以迅速发展，并相应形成了所谓影子银行体系。事实上，自1991年出现公募基金、2004年推出银行理财产品以来，中国资产管理业务发展较快，为居民提供了不同的资产选择。特别是自2008年起，银行理财业务开始快速增长，其后在2012年证监会和保监会推出一系列“去管制”措施之后，各类金融机构都可以开展资产管理业务，使业务规模进一步扩张，甚至呈现出“爆炸式”增长。如表3所示，2008年银行表

外理财仅有 1705 亿元，目前已达到 22.2 万亿，翻了 130 倍。在 2012 年之前，券商资管和基金专户的规模远小于银行表外理财，但在 2012 年之后二者的增速明显加快，目前规模已超过银行表外理财。从总规模看，不考虑交叉持有因素，资产管理业务已从 2010 年的 7.8 万亿增长到 2017 年的近百万亿元。进一步从金融业总体看（如图 7 所示），在资管业务的带动下，中国金融业增加值在 GDP 中的比重在 2005 年仅为 4%，低于英国、美国、日本、德国等发达国家，但自此开始迅速抬升，至 2015 年达到阶段峰值 8.4%。其后，虽然在强监管下有所下降，但 2017 年该比率依然高达 7.9%，仍明显高于上述参照国家，甚至包括金融业发达的英国。

	银行表外 理财	信托公司 资金信托	公募基金	私募基金	证券公司 资管计划	基金及子 公司资管计划	保险资管 计划	合计(不考虑 交叉持有)
2008	1705	—	19381	1922	919	1056	—	—
2009	6117	—	26761	2882	1483	4043	—	—
2010	12035	28923	25207	5463	1873	4103	—	77604
2011	22942	46408	21880	7964	2819	6628	—	108641
2012	40458	69849	28662	11954	18934	7482	—	177339
2013	65327	103085	30021	16663	51951	8730	—	275776
2014	100900	130405	45354	21300	79625	58848	—	436431
2015	174300	146947	83972	52100	118394	125975	—	701688
2016	231000	174584	91593	78900	175800	168862	17000	937739
2017	222000	219669	116000	111000	168800	137400	25000	999269

表 3 中国资产管理业务规模（亿元）

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

需要指出的是，资产管理业务规模的这种快速扩张并不是中国特有的现象，很多发达国家在本轮国际金融危机之前，也经历了类似扩张。美国金融危机前的金融业膨胀，资产管理业务是两大推手之一（另一个是家庭信贷）。事实上，在 1980-2007 年，

证券业成为美国金融发展的最主要动力，其增加值占 GDP 的比重从 1980 年的 0.4% 增长到了 2007 年的 1.7%，并曾在 2001 年互联网泡沫期间达到 2% 的高点。证券业中资产管理又是最大组成部分，并且一直有加速增长趋势。1997 年，资产管理业务的产出为 828 亿美元，占整个证券业的 37%。2007 年，资产管理业务产出增长到 3419 亿美元，占整个证券业的 51%。

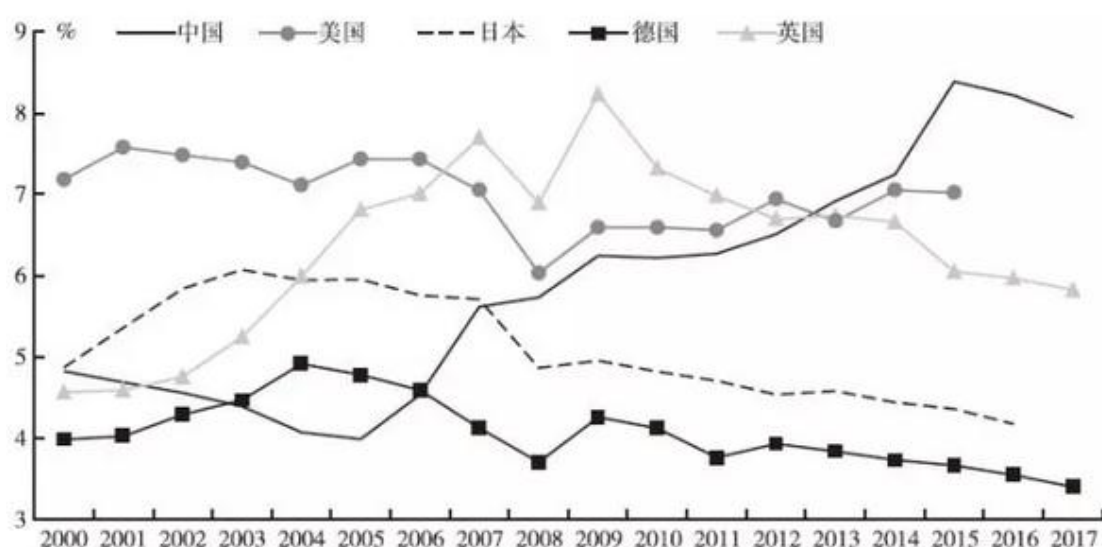


图 7 金融业增加值占 GDP 的比重 注：中国数据来自国家统计局；其他国家数据来自 OECD Statistics。

很多研究都把 2007-2009 年金融危机和此前的金融业膨胀联系起来，而在资产管理和家庭信贷这两大推手中，后者是明显的危机触发点。毕竟，危机是从次级贷款市场爆发的，许多本不该得到贷款的家庭都用按揭贷款购置了房屋。债务是危险的，尤其是在债务人本来就不具备偿还能力的时候。然而，进一步研究就会发现，金融机构之所以愿意贷款给次级客户，是因为无须持有这些贷款，而是可以将其证券化后分销出去。经过金融中介一系

列的复杂操作之后，这些次级贷款资产的最终接盘者，很多实际上是形形色色的资产管理产品，有些甚至来自海外。其资金来源有主权财富和金融机构自有资金，当然，大部分还是来自所谓高净值人群。因此，在穿透金融中介的重重迷雾之后，一个惊人的事实是，次贷危机前是富人在借钱给穷人买房。Kumhof et al (2015) 发现，无论是在大萧条还是在大衰退之前，都出现了同样的现象，即高收入人群收入份额进一步增长，中低收入人群债务杠杆增长，这最终导致了金融不稳定，引发金融危机。迈恩、苏非（2015）进一步指出，房价下跌、危机爆发后，按揭买房的中低收入者因资不抵债而被迫止赎，仅有的财富被洗劫一空，然而，那些拥有大量金融资产的高净值人群受损反而有限，从而导致财富分配进一步恶化。因此，金融危机的表面原因是债务高企，但背后的深层次原因则涉及整个金融体系的运作和经济中的收入分配和财富分配状况。

全球金融危机后，各国为了维护金融体系的稳定，都加强了对金融系统的宏观审慎监管。鉴于资产管理行业在金融体系中的重要位置，自然也被纳入监管框架。纵观全球各国的监管模式，比较典型的有美国的多头功能监管模式、英国的双峰监管模式和新加坡的统一功能监管模式（巴曙松、王琳，2018）。虽然各国具体的监管机构架构不同，但都体现了功能监管的基本原则，即“实质重于形式”，按照业务功能而不是金融机构类型对资管产品进行监管。各国具体监管架构的差异体现了各国金融市场特点和监管沿革的差异。

在金融业膨胀和金融体系复杂化背景下，中国金融风险不断积累且逐渐开始暴露，加强对资产管理业务的监管是防风险的题中之意，也是金融去杠杆的重要举措。2016年下半年开启的金融去杠杆，其实质就是对影子银行的规范和监管。同时，全球金融危机殷鉴不远，除了坚持功能监管原则，还需要贯彻穿透式监管原则，即向上识别资管产品的最终投资者，向下识别资管产品的底层资产。如此才能真正搞清楚基本的交易结构，即谁借钱给谁干什么，从而做到心中有数。这是我国进一步加强资产管理业务监管的国际和国内背景。同时，中国的政策制定者和金融监管当局一直对金融风险抱着非常谨慎的态度。在金融监管者眼中，当前的资产管理业务有“五宗罪”：第一，资金池操作存在流动性风险隐患；第二，产品多层嵌套导致风险传递；第三，影子银行面临监管不足；第四，刚性兑付使风险仍停留在金融体系；第五，部分非金融机构无序开展资产管理业务（中国人民银行，2017）。

2017年11月17日，当时的“一行三会一局”共同起草《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（业界俗称《资管新规》，以下简称《指导意见》），正式向社会公开征求意见。2018年3月28日，《指导意见》获中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过。2018年4月27日，经国务院同意，《指导意见》正式发布。《指导意见》的发布具有多方面的意义，可谓影响深远。单纯从宏观经济方面讲，有三点需要强调。第一，《指导意见》是对我国宏观调控框架的健全和完善，贯彻了十九大精神，即“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调

控框架”。《指导意见》多次提及宏观审慎，强调了宏观审慎管理与微观审慎监管相结合。第二，《指导意见》的发布本身就是当前金融业去杠杆工作的一项重要举措。这不但表明了监管当局的坚定立场，调整了各方的预期，也为未来资产管理业务发展指明了方向。第三，长期来看，通过规范金融服务，《指导意见》为居民部门财富积累和资产配置提供了制度保障，也为优质资产和安全资产供给创造了积极条件。当然，《指导意见》打破理财等金融产品的“刚性兑付”，短期内会给不同部门之间的风险分担带来重要改变——特别是可能加大居民部门的风险暴露。未来，随着过渡期终止和一系列实施细则的出台，《指导意见》肯定会对居民储蓄等金融资产的规模、结构造成较大影响，这种调整会进一步影响金融市场和宏观经济。对此，金融监管和宏观调控部门应该有所防范，积极应对。

四、去全球化逆风中的中美贸易摩擦

自亚当·斯密以来，无论是古典贸易理论还是新古典贸易理论的核心论点可谓一以贯之，即各国可以通过专业化分工，提升效率并扩大商品多样性，进而实现共赢。但现实中，由于资源禀赋的差异、比较优势的变化、技术进步的有偏性（如劳动-资本之间、各产业之间）等一系列原因，各国之间以及一国内部各阶层之间往往不能公平、均等地分享其中的获益，甚至造就了“成功者”与“失败者”（Milanovic, 2016）。正是这一“分配”问题构成了各种反对、质疑全球化的最根本动因。特别是当经济基本

面遭受巨大负面冲击、市场情绪剧烈波动之时，这种对全球化的“逆反”就表现得尤其突出。

作为二战后最严重的金融与经济动荡，本轮危机也不例外。从图 8 可知，作为经济全球化最直接的体现，国际贸易相对于 GDP 的规模在 20 世纪 60 年代以来持续上升，而且不同发展水平的经济体都呈现出类似趋势。然而在危机来袭时，这一进程受到严重冲击：在 2009 年，国际贸易大幅萎缩（贸易/GDP 比率下降约 8 到 9 个百分点）。此后虽有反弹，但约自 2011-2012 年以来，又开始连年走低。其中，以包括中国在内的中低收入经济体的贸易相对规模（或依存度）收缩最为明显。事实上，2015 年以来，这一比率已低于 2009 年的水平。此外，相较于贸易，国际投资下降更为严重：2009 年世界对外直接投资（FDI）流量仅约为 2007 年量值的一半，而且截至 2016 年尚未恢复到 2007 年的水平。与此同时，主要经济体内部的贫富分化问题持续严峻、甚至有所恶化。特别是在美国，由于曾经吸纳大量中低技能岗位的制造业等实体产业延续低迷，分配问题尤其突出（斯蒂格利茨，2013）。在上述背景下，作为世界上最大的自由市场经济体，美国在近期主动挑起了和中国、欧盟、日本、加拿大、墨西哥等主要经贸伙伴的贸易争端，进而促成了国际金融危机以来力度最强、范围最广的去全球化逆风。无疑，这给后危机时代的国际分工与贸易格局及刚刚企稳的全球经济复苏蒙上一层厚重的阴影。

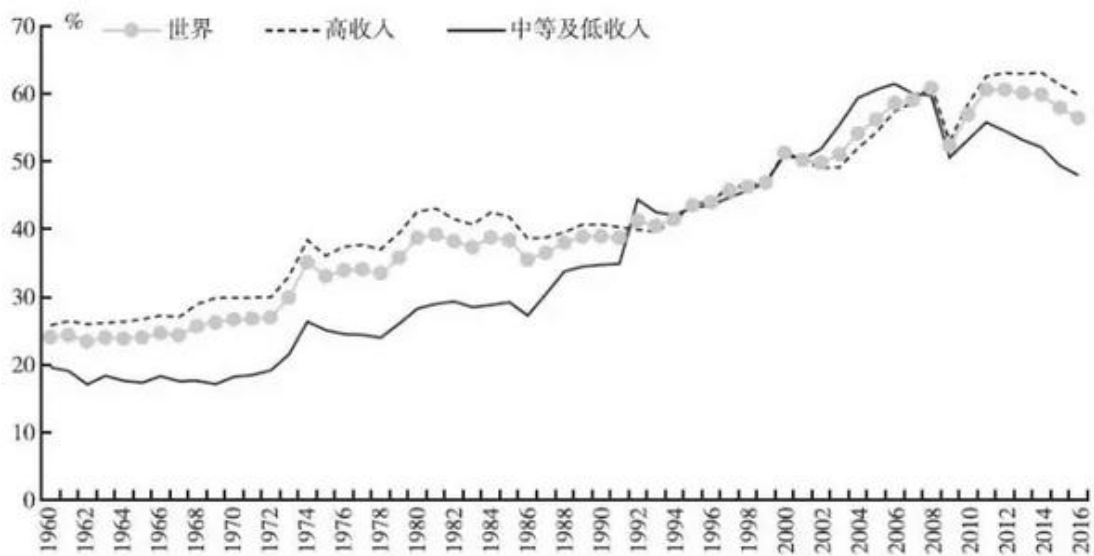


图 8 货物与服务贸易进出口额占 GDP 比重 数据来源：世界银行 WDI 数据库。

关于中美贸易之争，其大致脉络如下：2018 年 1 月，美国总统特朗普在其首次国情咨文演讲中，将中国明确列为“贸易竞争对手”。两个月后，特朗普宣布对来自包括中国在内的多个国家的钢、铝产品加征关税。6 月，特朗普弃两国多轮经贸谈判的成果于不顾，最终根据“301”调查结果，拟议对中国高达 500 亿美元的进口商品施行 25% 的高幅税率（随后又宣布可能追加 2000 亿、甚至 5000 亿美元商品值，即实现对中国输美商品的全覆盖），并特别针对同“中国制造 2025”有关的领域。对此，中国也旋即表示将通过数量型与质量型工具进行有力回击。7 月 6 日，美方开始对第一轮 340 亿美元中国商品加税，中国的反制措施也于同日生效，自此双方的所谓“贸易战”正式开打。其间，双方又就所谓“中兴芯片”事件发生多次拉锯，至今尚未最终解决。尽管相关事件还在进展之中，前景存在诸多变数，但就目前形势看，美

国挑起的此轮经贸争端业已成为中国在 2001 年加入世界贸易组织（WTO）以来在外贸领域遭遇的规模最大、方式最直接的挑战。

至于本次争端的原因，可从需求与供给两侧视角来理解：首先在需求方面，两国之争的最直接的焦点在于持续的贸易失衡。从国民经济恒等式看，后者的成因大致可以概括为中国的高储蓄超过了其国内投资需求，只能以“净出口”的形式，出借给美国等发生“逆差”的国家。如图 9 显示，10 余年来，在金融发展落后、住房市场过度“繁荣”、社会保障体系短板明显等多种因素作用下，中国宏观储蓄率一直居高不下。尽管从 2010 年以来略有下降，但至 2017 年仍旧达到 47%，明显高于日本、德国等国，更是美国同期水平的 3 倍以上。由于本国金融配置能力不强、美元在国际货币体系中的“过分特权”等原因，中国多年积累的超额储蓄，又多以美国国债等形式（2018 年 3 月达到 1.19 万亿美元，超过官方外汇储备的三分之一）回流美国，为其提供低廉的外部融资。同时，美国凭借其金融优势与货币霸权，又在上述两国的“货币-贸易”循环模式中强化了其高消费、低储蓄的需求结构。这在很大程度上导致了中国对外贸易失衡主要源自中美双边贸易这一现象。如据海关数据显示，2017 年中国对外货物贸易顺差合计 4255 亿美元，其中对美国顺差即达到 2758 亿美元，占整体的近 65%。相较而言，同为发达经济体，日本、德国、欧盟整体等对华贸易的“平衡性”远远优于美国对华贸易——三地对华出口与进口之比分别为 81%、85%和 52%，而美国仅为 25%（见图 10）。

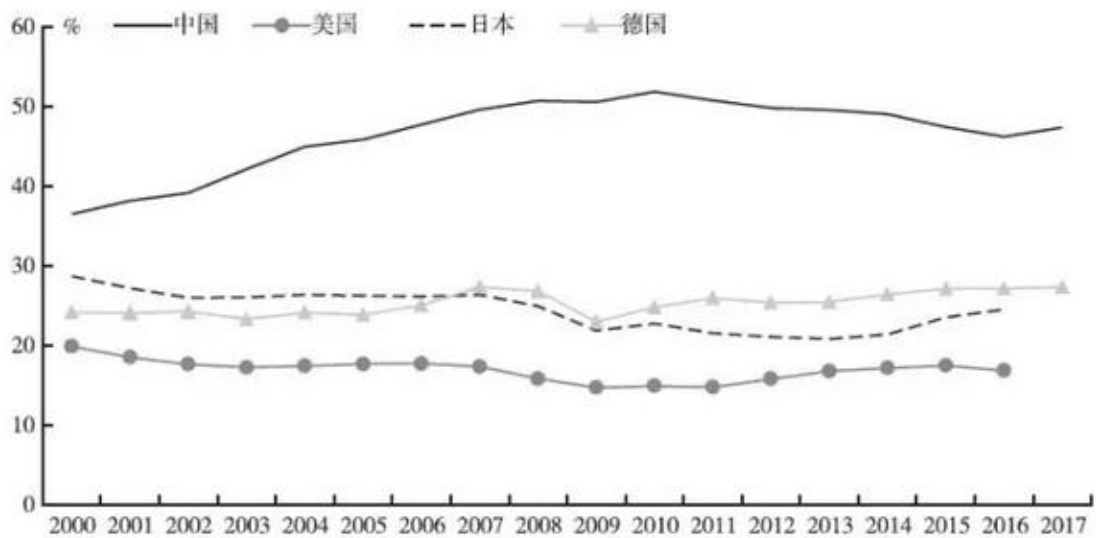


图 9 各国宏观储蓄率比较 数据来源：世界银行 WDI 数据库。

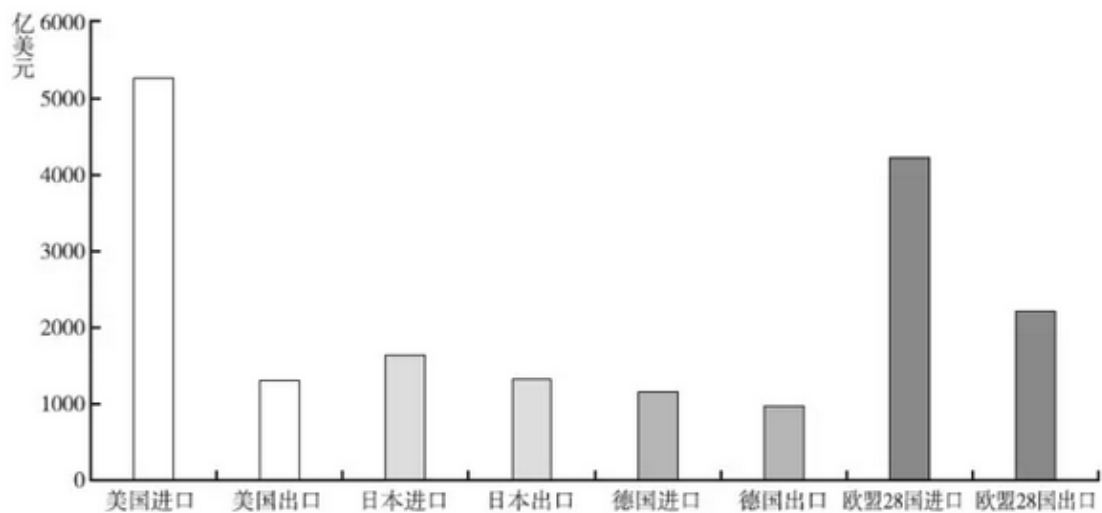


图 10 2017 年主要经济体对中国货物贸易 注：①数据来自联合国 Comtrade 数据库；②均以外方为数据报告方。

然而更须注意到，在经过近 10 年的调整后，美国的整体外部失衡状况已明显改善如世界银行数据显示，在 2006-2017 年间，美国经常项目余额占 GDP 的比重从-5.8%升至-2.4%。显然，在这一背景下，美国发起的此番争端应有更为复杂、深远的考虑，并

非仅仅停留在缩减贸易赤字这一表面问题。而从供给侧观察，笔者认为其根源主要在于两国在产业竞争力——特别是以制造业为主要代表的实体产业方面的比较优势发生了结构性、趋势性的转变：随着中国近年来在产业升级方面的不断进步，中美两国日益在高附加值、高科技含量的领域展开直接竞争。在某种意义上，萨缪尔森(2004)多年前提出的相关理论情景可能正在接近现实：中国开始在原来缺乏比较优势的领域快速进步，从而可能削弱美国原有的产业优势，甚至使双边进行贸易的获益减少。试想，如果仅仅由以往的“以衬衫换飞机”模式导致的贸易逆差，美国的反应不会如此强烈。事实上，在2018年6月公布的对华商品征税清单中，美方的这一意图十分明显：清单主要涉及了信息与通信技术、航空航天、机器人、生物医药、汽车等科技与附加值含量高、产业辐射强的领域，而对一般生活消费品、轻工类产品却“网开一面”。此外还应强调的是，美方所依据的“301”调查结果实际上用大量篇幅“举证”了中国在上述领域侵犯美国知识产权、强制技术转移以及开展相关投资收购等问题——矛头直指中国科技、产业升级及相关发展计划，同纠正贸易赤字无直接关系。

当然，美国对长期以来自身产业结构空心化、工业竞争力式微的焦虑与反思可谓其来有自，绝非本届政府的新意。众所周知，作为经济学界少有的共识之一，一国长期经济增长的核心动力(甚至是唯一动力)在于科技与管理层面的创新，而创新最直接、最主要的载体在于以制造业为代表的工业部门。此外，从横向对比看，作为关键的可贸易品生产部门，制造业也是国际产业竞争的

最主要领域。然而，在金融自由化、产业离岸化、资本全球化、经济虚拟化等潮流涌动下，约自 20 世纪 70 年代的石油危机后，美国制造业的优势开始受到日本、德国的严重挑战。随后在 20 世纪 80 年代，尽管美国通过“广场协议”“卢浮宫协议”等货币制度安排，暂时缓解了来自日、德两国的竞争压力，但并未根本扭转制造业的颓势。事实上，在外部竞争和技术变革的影响下，近半个世纪以来，美国制造业名义增加值占 GDP 的比重下降幅度明显大于其他世界主要经济体。至 2016 年，这一贡献份额不足 12%，仅为其 20 世纪 70 年代初水平的一半。同年中国、德国、日本以及世界平均水平分别为 27%、21%、20%和 16%（汤铎铎、李成，2018）。因此，从这一角度看，中美贸易严重失衡可以理解为随着制造业的相对衰落，美国厂商难以经济地提供中国所需要的商品。当然，这也从供给角度进一步解释了前述的制造业相对发达的日本、德国等国对华贸易远较美国更为平衡这一现象。此外还值得指出的是，在制造业的内部结构上，美国也存在隐患：如 Baily & Bosworth(2014)指出的，美国制造业及生产率进步严重依赖于电子信息类产业：在 1987-2011 年，此类产业（经过质量-价格调整）年均增长高达 19.5%，全要素生产率年均增长 9.7%，但同期其他制造业合计增加值与全要素生产率年均增速分别仅为 0.6%和 0.3%。这种缺乏多样性的产业结构显然会给美国制造业及相关出口的持续、稳定增长带来巨大隐患。

面对这一挑战，近年来——特别是 2008 年金融危机以来，美国决策层开始致力于推动所谓的“再工业化”和“制造业回归”。

其间，奥巴马执政时期启动了“先进制造业伙伴计划”等工业发展战略，并同业界共同酝酿了“工业互联网”概念。此时期美国又大力开发本国油气资源，为制造业发展提供了廉价、充足的能源供应（张晓晶、李成，2014）。而2017年主政的特朗普总统则提出了更为明确、更加简洁的“买美国货、雇美国人”的政策主张，并通过组建相关审查咨询机构、降低企业税负、设置贸易壁垒等多方面举措，力图重振美国制造业，其力度可能甚于前任。如据全球贸易预警组织（Global Trade Alert）的数据显示，在特朗普上任的第一年，美国对外采取的贸易保护措施由上一年的112次升至143次，而贸易便利化措施则从52次降至39次。其中，针对中国的保护措施由83次升至86次，便利化措施由39次降至31次。此外，在思想层面，首任白宫国家贸易委员会主席彼得·纳瓦罗等高级决策智囊早在特朗普当选之前，就通过著作、纪录片等多种形式大肆渲染中国产业发展对美国的威胁，并宣扬通过贸易保护和产业政策加以应对——这成为特朗普贯彻始终的基本施政纲领之一。在此需要指出的是，尽管特朗普总统的行事往往给人“阴晴不定”“难以捉摸”之感，但这仅是战术层面的多变而已。事实上，执政至今其基本的施政理念、决策重点、与价值取向等同其竞选承诺高度契合。所以，从战略层面看，这位白宫新主人较其前任可能更为“可测”。这也决定了至少在其任内，中美两国在经贸及其他领域的争端、紧张可能会此起彼伏，不存在一劳永逸的解决方案。

基于以上分析，中国应从高质量发展、建构现代经济体系的战略高度，既在短期内积极应对、妥善处理贸易争端这一短期表征，更要直面两国需求结构与金融发展水平差异明显及双方中长期产业竞争加剧等严峻现实，努力优化自身的需求结构、改进金融体系、提升自身的产业优势，力求在全球产业价值链重构中占有有利地位，以此为中美长期角力做长远准备。为此，以下政策思路可供参考：

第一，积极、主动促进贸易平衡，充分发掘、利用国际贸易及资本流动的知识外溢效应和优化资源配置作用。需要强调的是，习近平主席 2018 年 4 月在博鳌亚洲论坛中关于“中国不以追求贸易顺差为目标”的重要论断是基于中国在开放新阶段的自身发展需要做出的，同所谓的外部压力无关。实际上，大量经验证据与理论分析表明，简单的贸易顺差既非经济增长的持续来源，也不可能长期存在。而且，从超额储蓄的视角看，净出口的长期积累在很大程度上是抑制本国消费的结果，对国民福利的提升并无直接助益。所以，从某种意义上讲，贸易仅仅是一种手段，而通过贸易（也包括国际投资与人才交流等）促进本国的创新及民众福利的持续改进才是最终目的。因此，中国应通过促进消费升级、提升国内金融体系等举措，促进国际收支的动态平衡和整体平衡。同时，在遵守 WTO 规则及其他相关国际规范的前提下，坚持、扩大双向开放，特别是通过从美国等发达国家引进人才与知识产权、并购知名品牌与销售网络、进口教育与健康服务等举措，提升本国产业的技术层级和价值链位阶，并促进人力资本的积累。同样

地，在开放过程中应充分尊重微观市场主体的决策与经营，政府应在消除市场壁垒、防范化解外部风险等方面有更多积极作为。

第二，作为供给侧结构性改革的重要组成部分，通过框架性、系统性的产业规划，积极建构现代工业体系。必须清醒地认识到，美国近期的重振本土制造业、减低实体部门税负、提高外贸壁垒等“组合拳”，可能会给长期以“物美价廉”取胜的中国制造及相关产业带来直接的负面冲击。中国近年来虽然在基础研发、大型装备、信息通讯等方面发展较快，但整体产业层级较为低端的现实依然没有根本改观。例如，在工业品的对外贸易结构中，最终产品的出口仍远大于进口（据联合国 Comtrade 数据计算，2016 年出口值约为进口值的 4 倍），而中间产品的出口仍小于进口（约为 85%）。这说明中国的比较优势仍主要位于国际产业价值链底端的加工装配环节此外，中国加工贸易的本土增加值率，即“（加工贸易出口-加工贸易进口）/加工贸易进口”在 2009 年之前进步较快，但此后一直在 0.8 左右徘徊。显然，随着经济结构变化、资源环境约束趋紧等，转变这种低附加值、高资源能源消耗、高环境成本的产业模式是中国实现可持续、高质量发展的内在需要。鉴于此，中国应按照 2018 年 7 月召开的中央财经委员会第二次会议的有关精神，将国际竞争压力转换为自身科技创新、产业升级的外部动力。重点是要在降低实体产业负担、优化营商环境、简化相关行政程序等制度改进的基础上，积极培育、发展核心的科技、产业竞争力，并着力促进制造业同信息科技、人工智能、生态环保以及共享经济、电子商务、现代供应链等新技术、新业

态、新商业模式的深度融合，以此更好地发挥制造业对引领创新和促进其他部门协同发展的关键作用。当然，相关实践需要更加突出市场导向：政府应将更多精力放在市场制度的完善与维护及铺设有利于协同创新的平台框架，避免诸如直接“挑选赢家”的政策扭曲。

第三，在直面外部挑战的同时，着力实现同美国的差异化竞争、拓展互利共赢的合作空间。需要指出的是，随着中国产业结构的转型升级及美国的“制造业回归”，中美两国将会在更加狭小的空间内展开“面对面”的竞争，其对抗性可能是改革开放40年来所未有的。然而，发达国家间的经贸实践表明，在需求侧市场不断细分、供给侧分工日益细化的背景下，国际分工及相应的贸易模式从“产业间”转向“产业内”是一种自然趋势，但此时竞争各方仍会有广阔的合作与良性竞争空间。对此，中国应在深入了解对方、了解自身、了解市场的基础上，锐意创新，积极发挥、培育符合自身特点的比较优势，塑造独特的、互补性的产业竞争力。特别是在中国经济发展步入中高端的今天，应逐渐摆脱以往的“模仿-赶超”式的对外交流模式，形成“学习-合作”的新模式。

五、结语

2018年上半年，中国经济保持平稳较快增长，各项结构性、质量性指标有颇多亮点，为高质量发展转型奠定了良好开局。从中长期视角观察，在这一深刻转型过程中，中国经济社会发展的关注焦点正由增量（收入）、速度、规模逐渐转向增量与存量（财

富)、速度与结构、规模与质量并重。正是在这一背景下,国民财富积累及结构变化、实体经济与金融发展、产业竞争力与外部平衡等一系列问题的重要性凸显,并成为理解、把握新发展阶段中各种机遇、挑战以及政策选择的关键。

基于这一认识,本文首先从国际比较的视角考察了近年来中国居民财富积累、资产结构变化以及财富分配等问题。研究发现,随着住房、理财、权益类资产等项目的快速积累,居民部门已成为最主要的国民财富持有者。但横向对比,中国居民人均财富规模尚小、结构过于偏重住房且其分配呈现出日益集中化的趋势。对此,一方面,银行等金融机构需要逐渐降低对“从居民吸储、向企业放贷”这一传统业务模式的过度依赖,转而向居民部门提供更为便利、多样、规范、更具个性化的金融服务与产品,尤其是要增强财富持有的流动性、分散性以及风险-收益的对称性,进而实现其长期的保值、增值;另一方面,监管者需要适应财富积累与金融发展的新形势,在监管难度、风险水平、分配效应、配置效率等多个维度进行综合权衡。

其次,接续以上讨论,本文转向国民财富的最主要管理者和配置者——金融部门(也是居民财富的主要负债方),重点述及近年来资产管理等非传统金融业务的发展及近期的金融监管新举措,特别突出了金融业的膨胀与收缩所带来的风险。总体看来,在经历了近年来的某种过度“繁荣”之后,金融业务更为复杂、迂回,监管难度日渐增大;同时,其内部“膨胀”较为严重,而与实体经济逐渐脱节。最近针对上述问题的一系列“强监管”,

正是使金融回归其“中介”本质、更好服务实体经济——包括居民财富配置——的关键举措。当然也应指出，金融收缩，甚或“紧信用”本身会给实体部门的资金流动、债务清偿、融资成本、投资收益与风险乃至整体经济增长带来压力。所以，作为下半年宏观政策的一大重点，应深入贯彻4月中央财经委员会第一次会议精神，在加强金融监管、抑制杠杆过程中须根据具体情况分类施策，特别是采取差异化、有针对性的调控思路，并将去杠杆、调结构、增效益相结合，切忌简单地“一刀切”或诸如“杠杆越低越好”等单向思维。

再次，在全球化遭遇强劲逆风的国际背景下，本文讨论了正在进行中的中美贸易摩擦。通过需求、供给两侧的分析，本文指出中美贸易失衡既同两国的需求结构及金融、货币实力差距密切相关，更根源于长期以来双方产业竞争力出现的结构性、趋势性的消长，绝非是短期波动或单一事件。尽管今后其发展走向仍充满诸多不确定性，但据现有形势可以判断，其在短期内给中国经济增长造成的直接影响有限，而更多挑战可能在中长期：不难想见，即使能够通过关税、市场准入、知识产权保护、汇率等方面的政策协调缓解双方的贸易摩擦，但两国迥异的需求结构、金融发展水平以及作为长期竞争对手的“角色设定”难以改变。对此，中国须冷静面对，特别应以积极、灵活和建设性的姿态，管控因竞争而产生的冲突与分歧，并从构建人类命运共同体的高度，在实践中摸索、主动培育双方利益的最大公约数。

最后，综合上述分析可以展望，下半年的宏观经济运行——尤其是金融、外贸形势等将会比上半年更为复杂、严峻、多变。但凭借年初以来的基础，实现全年6.5%左右的经济增速目标应无大碍。据笔者判断，近期由金融监管和贸易摩擦等内外因素造成的股市、汇市、债市等市场波动乃至“超调”可能较为棘手。就此，前述的中央政治局会议提出的“稳中有变”这一判断不仅精当，也提示了应对之道：一方面，应立足长远，保持战略定力，坚持深化供给侧结构性改革，特别是在推进实体部门的科技创新与产业升级、更好发挥金融对实体经济的服务功能上多做文章，以此培育、实现较高的长期增长潜力；另一方面，谨慎应对各种中短期挑战，尤其是要注重总需求管理政策的及时、有效配合，以此平抑市场波动、阻断风险传导。在此需要指出的是，中央政治局会议提出的宏观调控新思路，无疑切中当前问题的要害。但在具体落实过程中，要注意财政、货币政策在目标约束、实现工具、作用机制等方面的特点，同时在更高层面协调两者的配合、衔接，防止以总量工具解决结构矛盾等失洽问题。此外，在贯彻落实“六稳”工作中，既应积极、灵活应对当前问题，也须着力健全宏观逆周期调节的长效机制，避免过度倚重所谓的“相机抉择”。