

■ 高端视野



□财政部财政科学研究所所长 贾康

改革红利惠及民生”主题非常重要，可联想到的另外一句话与此大意一致，就是“让全体社会成员共享改革开放成果”。总体来说，要让全体社会成员共享改革成果，需要抓住改革不放，理顺相关的“现代国家治理”整个制度安排和机制联结，释放改革红利。这个改革红利，从原理上来说就是解放生产力，而解放生产力是以我们可选择的各种要素里边应抓住不放、最具有一定可塑性的制度创新。在这个大题目的理解之下，我想谈五点认识，试作解读分析。

第一，我们在改革开放新时期，一直有一个从“生产目的”讨论开始，延续到现在仍存在的“经济发展指导思想如何纠偏”这个重要的认识线索。十八大之后，新一届政府有一句很接地气的话就是：“人民对美好生活的向往，就是我们的奋斗目标”。这还原到“社会主义生产目的”的基本点和归宿上。上述指导思想在现实生活中间碰到的问题，还真是不少。比如我们这些年在发展中间，GDP实际上是被各个具体辖区决策者特别看重的指标。现在已反复强调不要“GDP挂帅”、“不以GDP论英雄”，建立更合理的综合政绩考核指标体系等，但到操作层面，指标体系并不清晰。因此，需要进一步结合改革和机制转换，继续努力落实生产目的，使现实经济发展合乎其本原与内在逻辑，对发生的偏向能够及时地加以校正。

第二，市场在资源配置中起基础性作用”提升到“决定性作用”的认识过程。十八大三中全会对于“市场决定性作用”的表述意义重大。当然市场并不能决定一切，还有失灵的地方，让市场充分起作用、发挥潜力活力的同时，政府还必须发挥自己的作用。

政府的作用要发挥好，首先就是“以政控

财、以财行政”的财政体系能不能现代化的问题。

十八届三中全会要求“建立现代财政制度”，是直接对应于“现代市场体系”，又对应于“现代国家治理”核心理念。而且对这样的现代制度体系的建设，也提出了时间表，即2020年“全面小康”见眉目的时候，财政体制改革要取得决定性成果”，这是指导中国今后长时期现代化进程的非常重要的理念和逻辑链接。那么，财政要使政府职能得到既不越位又不缺位的发挥，必须体现在其支出责任与事权相适应，在操作上则需要形成可规范掌握的事权明细单与支出责任明细单。

● 财政要使政府职能得到既不越位又不缺位的发挥，必须体现在其支出责任与事权相适应，在操作上则需要形成可规范掌握的事权明细单与支出责任明细单。

● 需要全社会公众能够通过一套可持续的机制，有效实施对公共资源的决策权。这就是民主化、法治化取向的实质内容。

● 满足民众利益诉求方面，必须高水准地处理眼前利益、短期利益和长远利益、根本利益之间的权衡和协调问题。

改革红利如何惠及民生

□财政部财政科学研究所所长 贾康

“改善民生”方面，考虑推进基本公共服务均等化。在此基础上，政府再施加以财税手段和其他一些必要手段适当再分配。

这种总体的政府的作用，更多地要雪中送炭，尽量少些锦上添花。在过去的发展过程中间，有财力、有能力的地方实际上做了不少锦上添花的事。实际上，应该把发达地区的一部分财力转到欠发达地区，让那些更需要雪中送炭的区域，得到更多公共财政支持，更多改革开放成果惠及。这样的一个机制，实际做起来也是要触碰既得利益的。

第三，从改革层面考虑，现在真正难就难在到了深水区以后，怎么样化解既得利益的障碍，怎么样实现“破利益固化”的藩篱”。从这个角度，我只讲一个观察点：公众几乎都在关注行政成本方面的“三公”支出。中央级政府已经公布部门预算，晒出“三公支出”清单，并要求地方往下也要层层公布。这个事情做起来意义重大，让老百姓知道纳税人的钱从哪里来、用到哪里去，全程透明，使老百姓有知情权，跟上的就是质询权、建议权、监督权的落实。最终需要全社会公众能够通过一套可持续的机制，有效实施对公共资源的决策权。这就是民主化、

法治化取向的实质内容。

当前，公众现在看到的“三公”支出还都是一些表面情况。行政运行成本高昂，更多因为整个架构没有得到有效改造。例如，“大部制”推进非常困难，政府层级框架上还是五层级，实现“扁平化”也相当困难。这个推进过程中是要触碰一大堆既得利益的。高昂行政成本如果能够真正得以压缩，才会把应珍惜的、有限的公共资源更好地惠及民生，扶助弱势群体，推进基本公共服务均等化。

第四，在惠及民生、满足民众利益诉求方面，必须高水准地处理眼前利益、短期利益和长远利益、根本利益之间的权衡和协调问题。因为短期利益、眼前利益、鼻子尖底下这点利益，往往和长远利益、根本利益是不一致的。我注意到，决策层在讨论住房问题时，特别强调“保障房”的有效供给，又明确提出了要防止“福利陷阱”。两者关系如果处理不好，更多地让位于短期利益，让一些没有后劲的因素一时热闹起来，那么这个过程就会归于不可收拾。这已有前车之鉴，很多经济体走到中等收入阶段后，却碰到“天花板”，最后落入“中等收入陷阱”而一蹶不振，最为典型的当数拉美国家“民粹主义基础上的福利赶超”的失败教训。

改善福利”、“改善民生”，如果没有一个可持续的机制，没有对于分寸的正确把握，那么一旦过了界，福利就会从云端跌落尘埃，跟着一起跌下来的，就是整个发展的后劲和全局。在发展经济学角度看，结合着制度经济学和转轨经济学讨论的时候，这些方面都是可加探讨的。要通过一系列的努力，让民众在追求短期利益的同时，更好地衔接、认识长期利益和根本利益，认同触碰民众层面既得利益的一系列的改革。比如对现在出现的雾霾，谁都认为不可容忍，但一旦说到要通过资源税、

环境税等经济手段加以改善，企业和居民一起节电、节水、节能降耗，很多人就难以接受。处理好这些事情，需要做大量的工作，也要结合一系列可以逐渐推进的改革，才能做好做实。

最后，从历史过程来看，改革红利惠及民生还必须解决好与“民权”相关的制度建设。我们实际上不能回避的，就是“中华民族伟大复兴”这个现代化战略目标宏伟愿景的实现，包含从“民族”、“民生”到“民权”的逻辑递进。首先，积贫积弱、国家要被列强肢解而分离五裂的情况下，先要形成一个像模像样的民族。推翻帝制以后，经过军阀混战、内战等等，到1949年中华人民共和国成立，有了一个基本的、统一的民族国家的框架。后面跟着的是“民生”。怎样改进民生，有发展建设的强烈追求。从“一五”时期开始大规模经济建设，到改革开放新时期，终于使我们看到了较普遍的温饱之后，又有望在2020年在民生方面实现“全面小康”。在这个“民族”、“民生”之后，民众还必然在公民意识和纳税人意识提高以后有“民权”方面的诉求。这样的诉求合乎人类文明之路的发展逻辑，无可回避。所以我们还必须逐步解决好和“民权”相关的一套制度建设。

现代国家治理，要特别强调不是简单地自上而下管理、控制、调控，这里边有管理也有自管理，有调控也有自调控，有组织也有自组织。一定要把民主化、法治化这样一个方向上可做的事情抓住不放，一步一步往前推，这样才可能真正地“让改革红利发挥的同时，让全社会共享改革开放的成果”。这里边的成果，除了于物质条件方面越来越好之外，一定要有文化因素，要有现代社会更综合的软实力因素，将之都融合在这个过程中间，这才是真正可持续升级的惠及民生，才符合发展之中提高层次的必然规律。

所有制改革核心是消除歧视

□国家经济交流中心咨询部副主任 王军

一段时间以来，有关发展混合所有制经济的讨论始终热度不退，不同人士从各自立场做出了各自解读，那么到底该如何认识这一问题，发展混合所有制经济的核心究竟是什么？

事实上，当前如火如荼的混合所有制、鼓励和引导民营资本参与国企改革、进入垄断行业的政策，并不是一个新鲜事物，从理论上也不是什么新概念和新提法，早在十多年的十六大和十六届三中全会就已提出，实务界也有过具体操作。

2005年和2010年，国务院还先后出台了两个“36条”，试图鼓励支持非公有制经济发展，允许和引导民间资本进入垄断行业。但遗憾的是，一切努力似乎都不明显，一直都没有什么大的突破，国企改革还是在原地打转转、兜圈子，民间资本面对的还是只可远观、不可亵玩的各种“玻璃门”和“弹簧门”。以至于让人不禁发出这样的感慨，国企改革、混合所有制经济十几年没有大突破，时间都去哪儿了，问题到底出在哪儿？

笔者认为，最大的障碍恐怕还是意识形态桎梏下，根深蒂固的所有制歧视。在所有制歧视下，民间资本很难获得公平、均等的机会，不合理的市场准入限制随处可见，公平的市场竞争环境始终难以形成。在所有制歧视下，民间资本的正当合法权益很难得到保障，同股不同权、同股不同价，民营资产的隐形和显性流失同样大量存在。在所有制歧视下，政府一再释放的诚意和出台的措施很难真正转化为政策红利，行政性垄断的发展已经登峰造极，极大地挤压了民间资本的发展空间。在所有制歧视下，国有资本的投向已逐渐偏离于国家安全和国民经济命脉的重点行业和关键领域这一国家目标，存在较为严重的过度市场化和过度追逐经济效益的倾向，在不该与民争利的一般竞争性领域大踏步地固进民退。在所有制歧视下，民间资本对新一轮发展混合所有制的热潮，普遍处于顾虑和观望状态，很多民营企业家有一种“一遭被蛇咬，十年怕井绳”的谨慎心态，担心再次被“公私合营”，甚至被国有资本吞掉。

因此，要想使民营资本积极参与发展混合所有制经济这场大戏，还需真正打破所有制歧视，打破限制竞争的行政性垄断，放宽市场准入，使民营资本和国有资本拥有均等的机会和权利，使他们真正站在同一个起跑线上。真正让民营资本进入自然垄断行业和一般竞争性领域，并且真正有与其出资比例相称的话语权和投票权，释放经济持续增长的活力。

打破所有制歧视，当前迫切需要对国有企业进行分类管理，实施分类改革，通过国有资本的战略调整，优化国有经济的布局，实现不同领域的有进有退，而不是单纯地固进退或固退进。

对于公益性的国有垄断企业，包括提供具有非竞争性、非排他性和外部性的公共产品和服务，如公交、地铁、环卫、国防、义务教育、公共卫生保健等，主要追求社会效益，不以盈利为目的，实质上是一类特殊的法人，一般需由公益性国有垄断企业提供，私人资本一般不愿介入，这一领域应鼓励和强化固进民退。

对于适度经营性的国有垄断企业，包括处于自然垄断行业和部分稀缺性资源行业的国有企业，前者如铁路运输、输电、自来水、管道燃气、水利基础设施等，后者如石油、金属、非金属矿产品开采等，可适当兼顾社会效益和经济效益，宜保本微利，这一领域可由民间资本自行决定是否进入。

对于竞争性的国有企业，包括大量的制造业、加工业、商业、服务业等，这些领域以营利为目的，目前绝大部分国有资产分布于这些行业，但显然这是民间资本更适宜存在的领域，应坚决鼓励固进民退，国有资本应逐步、彻底退出，保留国有资本意义不大，这是一个长期的方向。否则以行政性垄断来与民争利，民资则永无出头之日，这也是很多私人企业对混合所有制颇多顾忌的主要原因。

考虑到现实情况和既得利益群体的存在，竞争性国有企业仍将在相当一段长的时期存在，且大多仍将保持控股地位。作为过渡阶段，政府应真正放下权力，尊重市场规律，国有资本应从一般竞争性领域逐步退出，起码有部分企业可以先全部退出，或只保留低于50%的参股权，通过市价减持、增资扩股、委托经营、挂牌出让、发行可转换债券等方式，吸收民间资本参与国有股多元化改革。企业改革的终极形态应是淡化所有制的区分。

与此同时，暂时没有退出的国有企业，必须解决国有股一股独大所导致的缺少制衡、缺乏效率以及非市场化的行政干预大量存在等突出问题，加快国有企业自身管理体制和经营体制的改革，按照《公司法》的要求，完善以董事会为核心的现代企业制度和公司治理结构，同股同权，保证既没有国有资产的流失，也没有民营资产的流失，公有制经济财产权和非公有制经济财产权同样不可侵犯。

美国为何没有“余额宝热”

□中国社会科学院金融研究所 郑联盛

监管当局目前暂停了二维码支付和虚拟信用卡，部分银行甚至集体决定不接受余额宝的协议存款。近日一些银行大幅调低了储蓄卡转至余额宝单日、单月的上限额度。中国互联网金融业务狂热般的发展趋势被泼了一瓢冷水。中国互联网金融发展时间虽然很短，但是支付宝、余额宝、网络贷款等互联网金融爆发式增长的态势，甚至引发了互联网金融将颠覆中国金融体系的争论。

国内最为火爆的互联网金融产品非余额宝莫属。余额宝所能获得的较高收益吸引了8000多万投资者，成立仅9个多月，所关联的货币基金规模就超过5000亿元，一举成为中国最大的单只基金，并超过了其他单一基金公司的资产管理规模，可谓“一骑绝尘”。

从全球范围看，余额宝的“粗宗”可追溯到美国Paypal货币市场基金。Paypal货币市场基金是1999年成立的全球第一只互联网货币基金，由eBay的子公司Paypal创办，该基金一度由于流动性好受到投资者青睐，2007年达到10亿美元的规模。但是，金融危机改变了Paypal的命运，美国零利率和量化宽松政策则成为Paypal的掘墓人。由于收益率不断下降，投资者持续赎回，2011年7月Paypal告别了历史。

Paypal的命运引发了诸多反思。一是Paypal的收益率不具有竞争优势，其资产主要是债券，美国债券类基金甚多，Paypal替代品甚多，且其

收益率一般要低于股票，这决定了其规模缺乏爆发式增长的利益基础。二是Paypal优势在于流动性创新，但美国发达的市场信用、支付清算和金融服务决定了流动性并非是核心竞争力，Paypal缺乏持续扩张的市场动力。三是Paypal最终被清盘主要受实体经济和宏观政策的约束，收益率持续下跌直至亏损，Paypal失去了生存的经济政策基础。

Paypal黯淡的命运终点似乎成了中国互联网货币基金狂热的起点，Paypal和余额宝的发展态势亦可谓是天壤之别。但是，从发展的基础看，余额宝等互联网货币基金爆发式增长具有特定的基础。

余额宝高收益和高增长具有特定的制度基础。一方面，由于中国利率没有市场化，利差较大且被制度化，存款是银行体系最为重要的要素资源。

另一方面，中国微观监管机制使得存款成为法定的稀缺资源，为了使存贷比达标，银行必须苦苦寻求存款。这为余额宝配置核心资产提供了特定的制度环境，协议存款成为其核心资产并获得较高收益，资产占比超过8成，收益率甚至一度超过6.5%。

余额宝爆发式增长具有特定的市场结构基础。从金融结构看，中国是银行主导的金融体系。

另一方面，中国微观监管机制使得存款成为法定的稀缺资源，为了使存贷比达标，银行必须苦苦寻求存款。这为余额宝配置核心资产并获得较高收益，资产占比超过8成，收益率甚至一度超过6.5%。

余额宝爆发式增长具有特定的市场结构基础。从金融结构看，中国是银行主导的金融体系，资金供给和配置机制银行独大，余额宝使得普通大众成为了资金市场中的真正供给者，获得了资金所有人应有的收益回报。截至3月24日，余额宝收益率仍超过5.5%，高于业绩较好的货币

基金（4%-4.5%），高于1年期定期存款利率3.25%，是活期存款利率0.35%的10多倍。可以看出，如果通过银行体系提供资金，居民的回报率是很低的。

余额宝发展具有特定的金融产品竞争优势。从金融产品看，中国一直缺乏稳健性、固定收益类产品，余额宝为普通投资者提供了流动性和收益性都具有优势的货币基金。同时，中国一直缺乏风险收益性较好的金融投资产品，余额宝为投资者提供了流动性强、收益率较高而风险不大的金融产品。关键是支付宝与余额宝的无缝对接，使得支付宝中的活期存款变为货币基金，流动性不受影响，收益率提升10多倍，获得了巨大的真实需求。

应该说，余额宝是中国金融体系制度、结构、市场及产品发展等方面的一个缩影。余额宝规模膨胀及其在资金市场地位的提升，使得银行业面临着金融体系资本性脱媒和互联网技术性脱媒的双重冲击。

笔者认为，互联网金融发展的趋势是确定的，监管当局也应在鼓励发展的基础上寻求与有效监管的平衡。不管是监管层还是实业界，也需要冷静认清互联网的发展趋势。

中国互联网金融爆发式增长具有特定的基础，特别是制度性基础。如果中国实现了存款利率市场化，那余额宝的高收益率就缺乏制度基础，其收益率将逐步向一般的货币基金靠拢，而一般货币基金目前的收益率大致为4%。当然，利

率市场化初期，存款利率整体还是小幅上升的，余额宝较高的收益率还可以持续一段时间。但是，从长期看，余额宝是货币基金，货币基金就会向收益率中枢靠拢，收益率下行是趋势性的，只是由于其规模较大，具有一定的议价能力，收益率可能会相对高于一般货币基金。

从美国的经验看，互联网金融最终还是要受宏观实体经济的约束，一旦经济的回报率降低，那实体经济对资金的追逐将有所弱化，货币基金的高收益就缺乏实体基础。比如一旦经济出现去杠杆、利润率降低、违约风险提高，货币基金风险收益格局将出现变化。

随着金融市场化体系的逐步完善，特别是统一债券市场的形成，将弱化银行体系的作用，并为中小投资者提供更多的稳健性、固收类的投资产品，余额宝等产品的市场基础就被削弱。当然，这是一个需要体制机制改革的过程。

当然，互联网金融规范发展和监管强化也是一个趋势，信息安全、身份识别、消费者保护、有效监管以及技术失败等都是监管当局重点关注的风险点，监管加强对互联网金融业务膨胀也将是一种约束。

更为重要的是，金融管理当局应该从余额宝等互联网金融的发展看到体制机制弊端。居民的金融服务和财富增值需求是强烈、具体和浩大的，相关金融机构在与余额宝“抢食”中更应该反思、回归与转型，而金融体制机制改革则更迫不及待。

考虑到现实情况和既得利益群体的存在，竞争性国有企业仍将在相当一段长的时期存在，且大多仍将保持控股地位。作为过渡阶段，政府应真正放下权力，尊重市场规律，国有资本应从一般竞争性领域逐步退出，起码有部分企业可以先全部退出，或只保留低于50%的参股权，通过市价减持、增资扩股、委托经营、挂牌出让、发行可转换债券等方式，吸收民间资本参与国有股多元化改革。企业改革的终极形态应是淡化所有制的区分。

与此同时，暂时没有退出的国有企业，必须解决国有股一股独大所导致的缺少制衡、缺乏效率以及非市场化的行政干预大量存在等突出问题，加快国有企业自身管理体制和经营体制的改革，按照《公司法》的要求，完善以董事会为核心的现代企业制度和公司治理结构，同股同权，保证既没有国有资产的流失，也没有民营资产的流失，公有制经济财产权和非公有制经济财产权同样不可侵犯。

股权众筹是多层次资本市场一部分

□中国大学法学院 杨东

互联网金融尤其是众筹模式的崛起，克服和丰富了我国场外市场发展的瓶颈和困局，逐步成为发展我国多层次资本市场的重要内容。

“众筹”一词最初来源于英文“Crowdfunding”，是公众搜索“Crowdsourcing”和“Microfinancing”二词含义的融合。顾名思义，众筹的含义就是面向公众筹集资金，特别指以资助个人、公益慈善组织或商业企业为目的的小额资金募集。美国将众筹分为捐赠众筹和股权众筹两种，二者的区别主要在于投资者注入资金的目的不同，前者的投资主要是出于公益目的而不要求回报，捐赠众筹的投资者并非完全没有回报，但这种回报往往不能给投资者带来净资产的增加，例如为西藏的客栈捐赠资金而回报仅为客栈

的会员卡；而后的投资是出于单纯的资本增加的目的而为种子阶段（Seed Stage）或初创阶段（Start-up Stage）的企业注资。

应当指出的是，中国语境下的“股权众筹”有着不同于传统众筹概念的含义。在中国现行的法律体系下，向公众募集资金的典型且唯一的方式是上市公司公开发行股票的行为，而任何其他形式的面向社会大众的公开募股的行为都被认为是非法集资行为，受到严格的控制和打击。因此严格意义上来说，在中国并不存在股权众筹得以扎根的法律土壤，现有的所谓“股权众筹”平台，如创投圈、天使汇、大家投等通过限制投资者资格、人数或投资金额等方式避免被视为非法公开发行股票的平台，因而中国所谓的“股权众筹”实质上是一种私募或者说半公开的融资行为。

对于目前蓬勃发展的股权众筹模式，必须认

识到这是我国多层次资本市场的重要组成部分，具有非常重要的意义。如风险投资一样，股权众筹的投资风险大，而且投资者倾向于对失败的可能性大而成功后的预期收益非常诱人的高风险产业的投资。另外，由于私募的特征，我国的股权众筹最重要的环节在于投资者的审核阶段。“领投+跟投”的创新模式为众筹的安全性提供了一定保障。众筹模式的崛起，可能会取代交易所模式，这样的实体线下交易所可能会被取代，或者可能会被重构。用证券法监管众筹，恐怕是未来趋势。

笔者认为，对股权众筹的规制应当以保护投资者、促进中小企业的原则为出发点，从对平台的规制、对初创企业的鼓励和对投资者的分类三个方面展开，以投资者分类制度为基础，做出前