



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019年第14 总第684期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2019年02月26日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
习近平：增强金融服务实体经济能力.....	2
《中国教育现代化2035》发布 部署十项战略任务.....	2
中美第七轮磋商结束 美延后对华加征关税.....	2
<b>货币市场</b> .....	2
6家大行均达到普惠金融定向降准标准.....	2
美联储报告重申对利率政策保持耐心.....	3
<b>监管动态</b> .....	3
公募销售规范出台 机构痛点连连.....	3
银保监会发布进一步加强金融服务民营企业有关工作通知.....	3
<b>国企改革</b> .....	3
中央企业积极投身粤港澳大湾区建设.....	3
中央企业拖欠民营企业账款已清偿839亿.....	4
<b>金融行业</b> .....	4
近7000亿纾困基金入场 63家公司完成资金注入.....	4
大集合公募化新进展：两大券商率先上报.....	4
严控份额增长 分级基金密集出台限购举措.....	4
农发行成中国债券市场第三大发行主体.....	5
<b>热门企业</b> .....	5
滴滴新设公司拓展B端代驾业务.....	5
华为发布5G折叠屏手机.....	5
<b>投资关注</b> .....	5
三大股指暴涨5% 两市成交额破万亿.....	5
外资私募布局A股节奏加快 今年已有5家完成备案.....	6
<b>地方创新</b> .....	6
海南推进“陆海空”科技创新 将构建更开放引才机制....	6
安徽全面打造水清岸绿产业优美丽长江（安徽）经济带.....	6
合肥设立“纾困基金”助力民企.....	6
<b>深度分析</b> .....	7
反思中国杠杆问题.....	7

## 宏观经济

### 习近平：增强金融服务实体经济能力

中共中央政治局 2 月 22 日下午就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。

### 《中国教育现代化 2035》发布 部署十项战略任务

中共中央、国务院近日印发了《中国教育现代化 2035》提出，以农村为重点提升学前教育普及水平，提升高中阶段教育普及水平，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值的比例一般不低于 4%。到 2035 年，总体实现教育现代化，迈入教育强国行列，推动我国成为学习大国、人力资源强国和人才强国。

### 中美第七轮磋商结束 美延后对华加征关税

2 月 21 日至 24 日，中美双方在华盛顿举行第七轮中美经贸高级别磋商。双方进一步落实两国元首阿根廷会晤达成的重要共识，围绕协议文本开展谈判，在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上取得实质性进展。在此基础上，双方将按照两国元首指示做好下一步工作。美国总统特朗普表示，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施。

## 货币市场

### 6 家大行均达到普惠金融定向降准标准

央行日前发布报告称，人民银行已完成 2018 年度普惠金融定向降准动态考核调整工作，目前 6 家大型商业银行均至少达到普惠金融定向降准第一档标准，实际执行存款准备金率为 12% 和 13%。2018 年以来，人民银行五次下调金融机构存款准备金率。目前，金融机构存款准备金率的基准档次大体可分为三档，即大型商业银行为 13.5%、中小型商业银行为 11.5%、县域农村金融机构为 8%。

## 美联储报告重申对利率政策保持耐心

美国联邦储备委员会 22 日发布半年度货币政策报告,重申对未来利率政策调整保持耐心,同时将继续实施渐进式缩减资产负债表计划。报告指出,联邦公开市场委员会自 2015 年下半年起逐步上调联邦基金利率目标区间。目前,联邦基金利率处于长期中性利率区间下端。随着金融市场波动以及对全球经济增长担忧加剧,未来加息幅度和时机较此前更加不确定。美联储将监测全球经济和金融市场发展及其对美国经济前景的影响,在未来调整利率目标区间时“保持耐心”。

## 监管动态

### 公募销售规范出台 机构痛点连连

证监会 2 月 22 日发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法(征求意见稿)》及相关配套规则公开征求意见,基金公司及第三方基金销售机构将迎来严监管。本轮主要修订内容涉及:基金组合业务的肯定、日均非货币基金低于 10 亿元不能续期基金销售牌照,基金销售牌照一参一控,基金宣传推介材料必须完整准确、禁用 14 个易误导投资人的词汇等。

### 银保监会发布进一步加强金融服务民营企业有关工作通知

中国银保监会 25 日发布《中国银保监会关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》指出,为进一步缓解民营企业融资难融资贵问题,切实提高民营企业金融服务的获得感,将从八个方面推进下一步工作:持续优化金融服务体系、抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制、公平精准有效开展民营企业授信业务、着力提升民营企业信贷服务效率、从实际出发帮助遭遇风险事件的民营企业融资纾困、推动完善融资服务信息平台、处理好支持民营企业发展与防范金融风险的关系、加大对金融服务民营企业的监管督查力度。

## 国企改革

### 中央企业积极投身粤港澳大湾区建设



国资委网站 2 月 25 日消息, 2019 年 2 月 18 日, 中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》全文。国务院国资委和中央企业积极响应中央号召, 深入推进粤港澳大湾区建设。

## 中央企业拖欠民营企业账款已清偿 839 亿

25 日消息, 中央企业清欠工作已按时完成阶段性目标任务。截至 1 月末, 拖欠农民工工资 8.2 亿元已全部清零; 拖欠民营企业账款已清偿 839 亿元, 清欠进度 75.2%。下一步, 国资委将按照国务院常务会议“中央企业要带头优先偿还对民营企业逾期债务”的要求, 督促中央企业努力在今年 6 月底前率先完成清欠任务。与此同时, 指导中央企业建立清欠长效机制, 防止前清后欠。

## 金融行业

### 近 7000 亿纾困基金入场 63 家公司完成资金注入

截至目前, 各类纾困基金总规模已接近 7000 亿元。数据显示, 2018 年 10 月 13 日深圳政府宣布安排数百亿纾困资金以来, 截至目前 A 股已有 125 家上市公司披露了受援公告, 63 家实施完成。已完成受援的 60 多家企业, 今年 2 月以来 (2 月 1 日到 11 日) 股价平均累积涨幅达 19.17%, 市值合共增长 701.08 亿元, 完成受援的企业平均每家市值增长近 11.13 亿元。

### 大集合公募化新进展: 两大券商率先上报

距离证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》近 3 个月, 券商资管大集合产品公募化改造已经取得了一些新进展。据悉, 已经有两家公司作为“试点”上报了改造的具体方案, 目前正在等待监管反馈意见。与此同时, 没有公募牌照使部分公司的改造难度升级。

### 严控份额增长 分级基金密集出台限购举措

正在整改的分级基金遇到了“困扰”。市场回暖, 带杠杆的分级 B 交投活跃, 份额明显增加。但是, 规模在 3 亿份以下的分级基金 6 月底前要完成整改的时间表不容更改。近期, 基金公司纷纷通过限制大额申购、限制场外份额转托管至场内, 甚至劝



退大客户以尽快压缩分级基金规模。

## 农发行成中国债券市场第三大发行主体

中国农业发展银行行长钱文挥 25 日表示,截至 2018 年末,农发行债券发行总量超 8 万亿元,存量债券超 4 万亿元,单年发行量连续 4 年超万亿元,成为中国债券市场第三大发行主体和最大的“三农”主题债券发行主体。

## 热门企业

### 滴滴新设公司拓展 B 端代驾业务

北京小桔科技有限公司(即滴滴出行)近期新增对外投资,成立杭州快驾智行科技有限公司,注册资本 1000 万人民币,法定代表人赵辉。启信宝显示,杭州快驾智行科技有限公司的经营范围包括智能技术、通信技术、计算机软硬件、设计、制作、代理、发布国内广告,餐饮管理,汽车代驾服务等,由北京小桔科技有限公司百分百持股。据悉,新设公司主要定位在扩展 B 端代驾业务,满足企业用户对于代驾及增值服务方面的需求。

### 华为发布 5G 折叠屏手机

2 月 24 日,华为在西班牙巴塞罗那举办的 2019 世界移动通信大会(MWC)上,正式发布其首款 5G 折叠屏手机——HUAWEI Mate X,售价为 2299 欧元(约合人民币 17500 元)。华为方面介绍称,HUAWEI Mate X 创新采用鹰翼式折叠设计,通过华为自研的革命性铰链技术,实现一体化的折叠形态。华为方面称,这是世界上最快的 5G 折叠屏手机。

## 投资关注

### 三大股指暴涨 5% 两市成交额破万亿

2 月 25 日,三大股指纷纷涨超 5%,沪指最高触及 2961.80 点,最低下探 2838.39





点,创业板指突破 1500 点。两市成交额突破万亿元,创 2016 年以来新高,也是继 2015 年以来首次达到万亿大关。两市超 250 只个股涨停,证券板块继续集体涨停,领涨两市,保险板块也强势上涨,板块大涨超 9.3%,午后银行板块强势拉升,板块大涨近 8%。截至收盘,沪指报 2961.28 点,涨幅 5.60%,深成指报 9134.58 点,涨幅 5.59%,创业板指报 1536.37 点,涨幅 5.50%。

## 外资私募布局 A 股节奏加快 今年已有 5 家完成备案

近年来,随着我国资本市场对外开放的不断加深,进入 A 股市场的外资规模不断增长,尤其是今年以来,外资私募正在积极布局 A 股,已有 5 家外资私募在中国完成备案。据中国证券投资基金业协会公示信息,截至目前,外资私募机构登记备案的私募产品已达 28 只,投资策略涉及主动选股、债券、量化、绝对收益等多种类型,涉及瑞银等 16 家外资机构。

## 地方创新

### 海南推进“陆海空”科技创新 将构建更开放引才机制

25 日举行的 2019 年海南省科技工作会议消息,今年海南将聚焦南繁育种、深海科技、航天科技等领域,打造南繁科技城、三亚深海科技城和文昌国际航天城,并将积极构建更加开放的引才机制,为科技创新提供人才支撑。

### 安徽全面打造水清岸绿产业优美丽长江(安徽)经济带

24 日安徽省发改委表示,2019 年安徽将坚持生态优先绿色发展,坚定实施可持续发展战略,深入推进“三河一湖一园一区”样板工程建设,坚持走生产发展、生活富裕、生态良好的文明发展道路。推进重点流域绿色发展,是安徽加快生态文明建设的重要举措。2019 年安徽将全面打造水清岸绿产业优美丽长江(安徽)经济带,着力构筑 1 公里、5 公里、15 公里“三道防线”等。

### 合肥设立“纾困基金”助力民企

合肥市将设立首期 10 亿元民营企业纾困(发展)专项基金,通过金融产品等渠道,以市场化、法治化方式,向符合该市产业导向、具有发展潜力和市场前景的民营企业



提供资金支持。合肥市鼓励民营企业利用多层次资本市场融资，引导企业通过挂牌、上市、债券等方式进行融资。对在新三板成功挂牌的企业给予 50 万元资金支持，对获得上市申请受理函的企业给予 300 万元一次性奖补，对在上交所科创板首发上市的企业再给予 200 万元一次性奖补。鼓励企业引入私募股权、创业投资基金等股权投资，对于新增股权投资额达到标准的，给予一次性奖补。

## 深度分析

### 反思中国杠杆问题

文/连平（交通银行首席经济学家）

文章来源：中国金融四十人论坛 2019 年 02 月 25 日

2017 年至 2018 年，中国经济经历了一个轰轰烈烈的去杠杆过程。伴随着宏观审慎政策和强监管政策的实施，中国的杠杆率趋于稳定。

但自 2018 年以来，国内经济增长压力明显加大。尽管 2018 年美国推行贸易保护主义，但以美元计算的出口增速却高于 2017 年。考虑到当年出口对 GDP 的负贡献程度减少，经济下行压力主要来自于投资与消费所构成的内需的减弱。由 M2、M1、社融规模、表外业务以及地方政府融资能力等数据可以清晰地看到，投资增速明显放缓主要是金融收紧所致。2018 年二季度后宏观政策开始了新一轮逆向调节，结构性稳杠杆遂成为一种共识。

在中国经济进入结构转型的高质量发展时期，如何理性认识中国杠杆问题就显得十分重要。笔者在 2017 年 6 月曾指出我国杠杆率虽高于中等水平，但主要是个结构问题，目前仍持此观点不变。本文拟进一步展开阐述，并提出结构性稳杠杆的政策建议。

#### 理性看待我国实体经济杠杆水平

按照国际通行惯例，一国实体经济的杠杆率是一国非金融部门的杠杆率，即是政府、非金融企业和居民三个部分杠杆率之和。之所以不包括金融部门，是因为金融部门作为全社会的资金中介机构，其杠杆率的计算与上述其他三个部门存在交叉和重复，因此在衡量实体经济杠杆率时通常予以剔除。

我国实体经济杠杆水平在 2008 年全球金融危机之后上升十分迅速。根据国际清算银行的数据，2006 年一季度，上述三个部门加总的实体经济杠杆率为 141.8%，十年后的 2016 年这一数字大幅升至 237.6%，2017 年进一步升至 241.5%。十一年间杠杆水平上升了 71%，增速不可谓不高，但绝对水平在国际比较来看仍处在中等水平。同样依据国际清算银行的数据，世界主要国家的杠杆率水平大都超过了我国，部分与我国杠杆



率水平相接近。其中,日本为 358.8%,法国 300.2%,加拿大 286.9%,英国 255.9%,美国 247.7%,意大利 243.6%,澳大利亚 232.9%,德国 170.5%,韩国差不多与我国水平相近。

一般认为,经济发展处在较高增速和重化工业占比较高经济体的杠杆水平会相对高一些。因为经济高速增长的同时需求会十分旺盛,利润增长相对较快,风险偏好相对较高,政府和企业的负债容易处在偏高水平。重化工业属于资金密集型行业,同时又有相对较多的资产可用于抵押,重化工业处于快速发展和在经济体内占比较高的经济体负债水平可能会相对较高。

但这一观点还很难从发达国家的样本中找到相关的证据。上世纪 60 年代,发达国家经济增长经历了较高增速的过程,重化工业占比相比当前要高得多,但美国的杠杆率水平约为 130%,英国约为 100%,法国约为 140%,意大利约 120%,都大幅低于当前水平。因此,可能还有更为重要的、影响力度更大的因素在影响这些国家的总体杠杆水平。

从主要发达国家看,政治体制和财政政策对政府部门杠杆水平具有很大的影响力。1999 年至 2017 年,美国政府部门杠杆率由 54.5% 上至 96.7%,日本则由 107.8% 升至 201.5%;而同期美国居民部门和企业部门杠杆升幅很小,而日本的这两个部门杠杆率却都有下降。可见,政府部门加杠杆是 2000 年来两国杠杆率上升的主因。而推动政府部门加杠杆的因素主要是选举制度和赤字财政政策。

融资结构是影响杠杆水平的重要因素。在间接融资体制为主的经济体,由于信贷投放后借助银行体系会带来货币的多倍扩张,相对于对货币扩张影响较小的直接融资来说,经济体的杠杆率会相对高一些。从发达国家情况来看,似乎可以看出来这样的特征。例如加拿大和澳大利亚都以间接融资为主,2017 年信贷占 GDP 比例分别为 215.3% 和 195.9%;2017 年来杠杆水平分别为 286.9% 和 232.9%。韩国 2017 年信贷占 GDP 比例为 193.1%,同期杠杆率比中国稍高。相比之下,美国以直接融资为主,2017 年信贷占 GDP 的比率为 151%,同期杠杆率为 247.7%,低于上述三个国家。

中国是个较为典型的以间接融资为主的经济体,目前新增融资中仍有约四分之三为银行信贷。事实上,中国杠杆率的上升与信贷投放的扩张是紧密相关联的。2006 年中国的杠杆率为 142.4%,比同期的美国、日本、甚至德国都要低得多。为了应对百年未遇的国际金融危机,2009 年信贷增速陡升至 32%,推动 M2 增速大幅加快,带来实体经济的杠杆水平持续大幅上升,至 2016 年达到了 237.6%。

从风险角度看,杠杆率高的经济体并非一定风险就大。2008 年全球金融危机时,日本的杠杆率最高,但危机的发源地恰恰是杠杆水平并不高的美国。杠杆水平对风险的影响很重要的是看债务主体的信用状况和抵御风险的能力。政府部门拥有主权信用且偿债能力强又无倒闭风险,即使杠杆水平高一些,风险程度并不高。而非金融企业部门和居民部门的信用状况和偿债能力相对较弱,则杠杆水平高风险就相应较大。国有企业具有政府信用隐形担保,则杠杆水平较高,风险也相对不大。民营企业尤其是小微企业的情形则相反。由于金融市场高度的信息化和一体化,金融部门杠杆水平高





往往导致风险暴露甚至金融危机。

综合分析,鉴于各国经济的发展水平、经济结构、融资结构、债务结构和债权结构有很大不同,简单地根据一些数据说中国杠杆水平很高并不合理。从数据的国际比较看,中国目前的杠杆水平并不很高,即使略高些也还是可以接受的。这是由中国经济的发展阶段、经济结构以及融资结构等一系列因素所决定的。其实,杠杆水平高一些并不等于风险就一定很大,杠杆水平低的不等于就没有风险,关键要看部门的杠杆水平。

### 中国杠杆问题是结构性的

从总体上看中国实体经济的杠杆属于中游水平,并不等于说中国不存在杠杆过高的问题,中国的杠杆问题是个结构性问题而非总量问题,其实质是有的部门杠杆率偏高。

政府部门的杠杆由中央政府和地方政府两部分杠杆所构成。其中,中央政府杠杆由中央政府发行的国债余额/GDP指标来衡量。长期以来,我国中央政府的杠杆率处在20%以下的较低水平,2017年来为16.2%,2018年国债发行略低于2017年水平,中央政府的杠杆率依然保持稳定。地方政府的杠杆率由地方政府债务总额/GDP的比值来衡量。地方政府债务又可分为有偿还责任的债务和或有债务两部分。尽管国内有关地方政府隐性债务问题上存在一些担忧,根据国家审计署和财政部公布的相关数据,可以计算出地方政府杠杆率2017年来为30%。

根据国际清算银行的数据,2017年我国政府部门杠杆率为46.2%,从国际比较看是个水平偏低的数字。同期美国的政府部门杠杆率为96.7%,日本的这一数字竟高达201.5%,甚至是西方国家中表现最好的德国政府的杠杆率也达63.8%,都大大高于中国政府的杠杆率。2018年下半年以来,经济下行压力加大,宏观政策加强了逆向调节的力度,财政政策更加积极,政府部门的杠杆率可能会有上升压力,但也很难出现大幅上升的态势,短期内很难超过德国政府部门的杠杆水平。未来一个时期,我国政府部门依然存在一定的加杠杆空间。这是我国实施积极财政政策的良好基础,也是我国应对外部重大冲击和平稳经济运行的强有力财务资源所在。

我国居民部门的债务主要由金融机构信贷收支表中居民部门的信贷余额和居民的公积金贷款余额两部分构成,居民部门的杠杆率即居民部门的信贷余额加公积金贷款余额/GDP。尽管近年来居民部门负债增长很快,但从国际比较看,我国居民部门的杠杆水平依然较低。据国际清算银行的数据,2017年,我国居民部门杠杆率为48.4%,大大低于美国的77.8%,明显低于日本的57.2%,甚至低于这方面表现最好的德国的52.7%。2000年以来,随着房地产市场的发展和房价的走高,居民住房贷款持续大量增加,居民部门通过按揭贷款买房的方式进行了杠杆的快速扩张。个人住房贷款余额由2006年的2.27万亿增长为2017年的21.9万亿,几乎翻了十倍。同期个人住房贷款余额占人民币贷款余额的比重由10.08%上升至18.23%。与此同时,住房公积金贷款也从无到有,2017年余额达到了4.5万亿。据国际清算银行的数据,我国居民部门杠杆率由2006年的11.5%快速升至2017年的48.4%。



由于负债水平偏高往往是风险形成的主要原因,讨论杠杆水平高低无非是要衡量风险状态。这就有必要分析居民部门在金融机构的资产和负债状况,以分析其抵御风险的能力。2017年居民部门贷款余额与住房公积金贷款余额加总为45万亿,但同期居民存款和理财产品加总则达81.2万亿,前者占后者的比例为56%。当然,居民还有一些其他形式的负债,但比起居民在股票、基金等方面的资产规模来说可能是微不足道的。由于资产规模庞大,目前居民部门负债增长较快并不意味着蕴含着极大的风险。

从发达国家走过的路来看,经过经济快速发展和财富大幅增长过程之后,居民部门杠杆水平出现大幅上升可能是常见现象。据国际清算银行的数据,上世纪七十年代初,美国居民部门杠杆率达43%,德国和日本这个数字分别为35%和26%;1999年,美国、德国和日本这个数字分别大幅升至69%、70%和72%;2017年美国的数字继续升至77%。事实上,在财富大幅增长之后,居民部门的负债水平也明显上升应该是个正常现象。合理的负债规模是居民财富水平及其管理能力提升的具体表现。在财富水平大幅提高的同时负债有一定程度的增长,并不表明居民部门的杠杆风险明显恶化。

但应该指出的是,中国居民部门的资产构成太多地集中在房地产上,资产欠多元化;不仅流动性较差,且面临城市房价过高可能大幅调整的风险;居民部门的金融资产增长虽快,比重依然偏低。考虑到中国城镇化水平偏低和人均收入水平不高以及房地产市场调控政策以求稳为主,未来一个时期房地产可能仍会平稳运行。因此,从总体上看,与其说居民部门负债增长很快蕴含着较大地风险,不如说负债增长太快带来了较大的消费能力收缩的压力。

中国杠杆的结构性问题主要体现在非金融企业部门方面。非金融企业部门的债务主要包括银行信贷、债务融资和表外融资(信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票)。考虑到地方政府债务置换已基本完成,在非金融企业负债中已没有必要剔除地方融资平台负债,非金融企业杠杆=(银行信贷+债务融资+表外融资)/GDP。国际金融危机以来,我国非金融企业部门的杠杆率上升明显加快。据国际清算银行数据,2006年,非金融企业部门杠杆率为104.6%,2017年达到146.9%。

从国际比较看,我国非金融企业部门杠杆处在很高的水平。也据国际清算银行数据,2017年,美国、德国、日本、加拿大和澳大利亚非金融企业部门杠杆率分别为73.2%、54%、100.1%、114.9%和75.1%,都明显低于我国非金融企业部门的杠杆水平。

进一步分析,我国非金融企业负债中国有企业的比重显著较高。据统计,2016年国有企业的负债占我国非金融企业债务总额约75%。相比民营企业,国有企业的效率偏低,盈利能力较弱,财务上软约束,国有企业偏高负债水平是中国经济效率和质量偏低的主要问题所在。

应该看到,国有企业债务水平较高是原因的。通常国有背景的经济主体信用评级水平会较高,因为背后有政府信用和财政资源的支持。在这一点上三大国际著名的评级公司基本一致。较好的信用评级水平为国企融资提供了良好条件。同时,国有企业债务水平较高实际上意味着金融机构相应的风险程度的认可,长期累积之后较易形成



负债水平较高的局面。可以说这种情形发生在中国并不奇怪,因为它有很现实的制度背景。

近来有关地方政府隐性债务问题引人瞩目。一般认为,地方政府债务水平要比目前显性债务要明显高。鉴于地方政府债务与地方融资平台类企业之间存在十分密切的财务关系,那么在地方政府债务可能存在低估的同时,也就存在地方融资平台类企业债务高估的问题。2017年以来,伴随着去杠杆政策和地方政府债务置换的实施,非金融企业杠杆率出现了持续下降,而地方政府杠杆则出现了小幅上升,可能是针对性去杠杆政策效果的具体体现,也表明非金融企业部门与政府部门之间存在一定的债务转移关系。综上,可以这样认为,我国非金融企业部门杠杆水平偏高,但问题并不见得如数字所显示的那样严重。

### 坚持结构性稳杠杆的思路与政策

当前,中国经济已进入高质量发展阶段,转型升级持续推进,结构调整深入开展;出口遭遇新的不确定性,投资需求增长明显放缓,消费运行平稳但难有大幅增长,未来一个时期内需增长仍可能是继续步伐放缓过程。虽然短期内贸易摩擦可能会有阶段性缓解,但未来的外部环境将会持续面临严峻挑战。尤其是我国高科技产业的发展会不断受到外部压力。未来世界经济增长步伐会放慢。去杠杆必定是运用货币政策和监管政策等相关政策压降金融部门的资产和实体部门的负债,从而在客观上起到金融紧缩的效应。在内外需求增长减弱、负外部性明显加强、市场预期普遍谨慎的情况下,金融紧缩效应的加入必然形成较大程度的叠加效应。

在2017年推进去杠杆之后,2018年一季度后社融规模、表外业务、银行负债以及M2、M1都已出现大幅放缓态势;金融数据已前瞻和综合地预示了下半年经济下行压力会明显加大。尤其是在中国金融现行结构下,总量的去杠杆带来非针对性的效应,导致杠杆水平本不高的民营企业承受了更多的去杠杆压力。从中长期看,在外部环境持续变差和经济增长结构性放缓的大背景下,未来宏观杠杆水平的调降需要十分谨慎。

既然我国实体经济的杠杆水平并不很高,从中国经济的特点看,总杠杆水平略有些偏高有合理的理由;既然我国实体经济杠杆水平主要是个结构性问题,国有企业杠杆水平较高其中有一定的杠杆转移问题,那么就应纠正一个时期以来形成的认识偏差。既要避免简单地把看似较高的杠杆水平与系统性金融风险划上等号,还要避免在杠杆治理上政策用力过猛和过重,理性把握力度和节奏,尤其是要避免政出多门的举措形成叠加效应。坚定地推行结构性稳杠杆政策,并在未来一个时期保持政策的稳定性。

应该看到,在经济下行压力较大情况下政策逆周期调节的力度明显加大,信贷增速的适度加快和非信贷融资的恢复性增长,仍有可能带来实体经济整体杠杆水平的波动。稳杠杆不应机械地认为杠杆率不能有丝毫的上行,而应理性地允许杠杆率在一定范围内波动而不出现明显的趋势性上升。目前中国的发展阶段、经济结构、融资结构、债务结构和债权结构与发达国家有很大不同,应从中国的实际出发,实事求是、合理容忍地去看待中国经济的杠杆问题。





未来结构性稳杠杆首先要从实体经济方面下功夫,突出治理的针对性。应按照十九大提出的经济由高速增长阶段转向高质量发展的要求,着力构建质量第一,效益优先的现代化经济体系,注重效率、质量、盈利和可持续性指标,推动经济发展的质量变革、效率变革、动力变革,持续提高全要素劳动生产率,真正摒弃通过过度加杠杆实现高增长的做法。当前和未来一个时期仍有必要深入推进供给侧结构性改革,加大出清“僵尸企业”的力度,清除无效供给,减少无效资金占用。应加大力度不断深化国企改革。积极推进混合所有制改革和股权多元化,加大国企混改的力度和范围,推动综合性改革落地。促进国企所有权和经营权分离,完善公司治理结构,建立市场化的选人用人机制和激励约束机制;主动引入外部竞争,真正打破财务软约束,全面提高国企经营效益和竞争活力,将杠杆控制在合理水平。

未来结构性稳杠杆的针对性举措应双管齐下。一方面是将着力点放在国企改革方面,前文已述及;另一方面则是将着力点放在金融机构融资行为上。通过监管政策和宏观审慎政策,调整金融机构对国企的融资行为,尤其是推行针对性的风险偏好和风险政策。未来应通过针对性的监管鼓励政策,推动银行投入更多的资源,加大处置国企不良资产的力度;进一步培育市场,促进资产证券化发展;培育和完善相应市场机制,持续推进市场化债转股,通过一系列的市场创新和业务培育,有效调控和转移企业债务。

发展非金融企业股权融资应该成为持续稳杠杆的重要举措。近年来,企业部门杠杆水平大幅上升与股权融资发展缓慢是密切相关的。尽管国家高层、监管部门和整个社会都十分重视股权融资的发展,但长期以来,非金融企业股权融资的发展受到种种因素的制约。在2002—2018年的十七年中,非金融企业境内股票融资占社会融资规模的比重只有两年超过5%,其余十五年均低于5%,2018年的占比仅为1.9%;在此期间,非金融企业境内股票融资年度同比增速有八年为负增长。融资结构得不到改善、股权融资处于缓慢发展的瓶颈状态,非金融部门降杠杆就难以有效实现。

但这种状况反过来也表明,当非金融企业股权融资获得快速发展后,结构性稳杠杆将会取得成效。未来应大力推进相关体制机制改革,采用更为市场化的方式来管理和调节股票市场;培育和壮大机构投资者队伍,促进市场理性投资;大力发展多层次资本市场,形成多元和立体的股权融资体系;稳步推进股票市场开放,引入更多理性投资主体和资金。通过综合性的举措,推动非金融企业部门股权融资增速超过债务融资增速,有效控制企业部门杠杆水平。

管理好影子银行是未来结构性稳杠杆的重要任务。我国非金融企业部门杠杆水平快速上升是在全球金融危机之后,与之相伴随的是2009年的信贷超高速扩张和2011年之后的影子银行大幅增长,这可以从委托贷款、信托贷款和非保本理财之类主要产品的发展中清晰地看到。2011年,委托贷款和信托贷款的存量分别为3.08万亿和1.3万亿,2017年这两个数字分别达到13.97万亿和8.54万亿,期间年均增速分别高达76%和82%。2014年,非保本理财产品存量6.63万亿,2016年快速扩张至23.11万亿,年均增速高达116%。由于信托贷款、委托贷款和非保本理财产品的资金来源大部分不出自银行表内,这些融资方式比银行信贷的货币扩张能力要小的多。但在一个不长的时间段内,这些融资以高于70%的年均增速快速增长,且流向基本是非金融企业部门,



必然带来后者杠杆水平的大幅上升。再者，这些融资方式的监管明显不足，不存在准备金率的调节，也基本不受资本充足和拨备覆盖要求的制约，因而存在不少风险隐患。

因此可以说，影子银行融资方式在2011年之后的高速扩张是非金融企业部门杠杆大幅上升的重要推手。之后资管新规等监管政策陆续出台，其方向明确指向影子银行是完全正确的。未来监管政策应继续坚持这一方向，适当管理影子银行的增速和发展节奏，既要避免影子银行失控后的高速发展成为实体经济杠杆水平上升的加速器；又要保持其合理增长，成为金融支持实体经济的有力构成部分。

完善宏观审慎政策和强化统筹监管是未来结构性稳杠杆的基本政策保障。2009年以来我国杠杆水平上升较快和杠杆结构性问题突出，其深刻的背景是逆周期政策超调和市场监管缺失。近年来，我国宏观审慎政策的框架已经搭建成型，统一的资管新规正在落地，尤其是统筹金融监管的国务院金融委业已成立并开展运作，为未来结构性稳杠杆提供了良好的制度基础和政策框架。未来应进一步完善宏观审慎政策框架，优化和加强银行体系杠杆程度、资产增速、资本状况、负债结构、资产质量和跨境资本流动等方面的管理；完善和强化微观金融机构行为的审慎监管，抑制金融体系的顺周期波动，防控跨市场金融风险传导；尤其是要发挥好金融委的统筹协调功能，避免出现新的宏观政策超调和金融监管缺失。



# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。