



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019年第22 总第692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03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
财政部：中央财政压缩一般性支出将超10%	2
工信部：中国将全面放开一般制造业	2
城镇职工基本养老保险单位缴费比例5月起下调	2
生育保险基金并入医保 五险变四险正式实施	2
美国3月制造业PMI 意外跌至52.5	2
英国金融业前景展望降至2008年以来最低	3
<b>货币市场</b>	3
易纲：进一步发挥货币政策逆周期调节作用 提供足够对冲工具	3
<b>监管动态</b>	3
央行将强化征信监管	3
监管层发力支持小微企业融资 银行间专项债入市	3
<b>金融行业</b>	4
中国将加强对金融控股公司监管	4
年内新发基金募资1340亿元 五大行托管优势地位下滑	4
分级基金首现AB类终止运作 折成母基金	4
<b>国企改革</b>	4
2013年-2018年央企通过证券市场吸引社会资本超1万亿	4
1-2月国有企业利润总额4520.5亿元，同比增长10.0%	4
<b>热门企业</b>	5
阿里宣布今年五月开进口超市 跨境物流三日达	5
华为企业业务进入“百亿美元俱乐部”	5
<b>投资关注</b>	5
地方债对个人投资者开放 6省市试点地方债柜台发售	5
<b>地方创新</b>	5
上海首批获准转型特殊监管区揭牌	6
海南发行全国首单省级人才租赁住房REITs产品	6
中国银联支付创新产业基地将落户合肥	6
<b>深度分析</b>	6
去杠杆的旧误区与新思路	6



## 宏观经济

### 财政部：中央财政压缩一般性支出将超 10%

财政部部长刘昆 24 日讲话称，除了刚性、必保支出外，在财政部今年的预算报告中要求一般性支出压缩 5% 以上。实际上，中央财政压缩一般性支出超过 10%。受更大规模减税降费等因素的影响，今年中国财政收入增长将有所放缓。对此，刘昆强调，中央将压减一般性支出，面对收支压力，将确保每一分钱花得其所，用的安全。同时，为应对经济下行压力，将继续增加基建规模，支持新能源汽车，挖掘农村消费潜力等。

### 工信部：中国将全面放开一般制造业

3 月 25 日，工信部部长苗圩表示，中国将全面放开一般制造业。他指出，通过打造高水平开放型经济来促进制造业的高质量发展是关键途径之一。中国将全面放开一般制造业，全面推动准入前国民待遇加负面清单制度。将通过发挥市场机制的决定性作用来实现制造业高质量发展。处理好政府与市场的关系，政府“补位”而不“越位”。坚持企业主体地位和竞争中性原则，推动产业政策由差异化、选择性向普惠化、功能性转变。促进先进制造业与现代服务业融合发展。

### 城镇职工基本养老保险单位缴费比例 5 月起下调

财政部部长刘昆在 24 日举办的中国发展高层论坛上确认，将于 5 月 1 日起下调城镇职工基本养老保险单位的缴费比例，从 20% 降到 16%。刘昆介绍，今年中央财政就业资金安排 539 亿元，将通过调整支出结构，大力促进就业创业。

### 生育保险基金并入医保 五险变四险正式实施

国务院办公厅 3 月 25 日公布《关于全面推进生育保险和职工基本医疗保险合并实施的意见》，生育保险基金并入职工基本医疗保险基金，统一征缴，统筹层次一致。这也意味着从 2016 年启动的生育保险和基本医疗保险合并实施，经试点后正式落地。

### 美国 3 月制造业 PMI 意外跌至 52.5

美国 3 月制造业 PMI 降至 52.5，为 2017 年 6 月以来最低水平，因新订单及产出指标都回落。市场原预期指数会从 2 月的 53 升至 53.6，虽然当地制造业仍然扩张，但整体增长放缓，受累于国际贸易紧张局势对工厂产出带来负面影响。



## 英国金融业前景展望降至 2008 年以来最低

当地时间 25 日, 一项最新公布的调查显示, 受英国脱欧不确定性的影响, 围绕英国金融服务业企业前景展望的下滑速度为 2008 年金融危机以来最快, 接受调查的 84 家主要金融公司对英国企业前景展望在 2019 年第一季度下降了 45%。调查显示, 为了避免遭受英国无协议脱欧的影响, 一些银行、资产管理公司和金融公司的招聘项目及金融服务等都随之进行调整, 包括在欧盟设置分公司、将工作机会及资产等转移至国外。

## 货币市场

### 易纲: 进一步发挥货币政策逆周期调节作用 提供足够对冲工具

中国央行行长易纲 24 日表示, 扩大金融业对外开放势在必行, 但开放过程可能提高金融风险防范的复杂性, 要完善金融风险防范体系, 探索以存款保险为平台建立金融机构退出机制, 进一步发挥货币政策的逆周期作用, 丰富政策工具箱, 阻断跨市场风险传染。今年的主要任务是研究提供足够的对冲工具, 使得各种各样的投资者能够有效地对冲风险, 有效地管理风险。

## 监管动态

### 央行将强化征信监管

央行 3 月 22 日召开 2019 年征信工作电视电话会议强调, 2019 年全国征信工作应重点围绕小微企业和“三农”等普惠性金融中的征信服务问题, 扩大征信的对内开放与对外开放, 增加征信的有效供给, 强化诚信建设和信用联合惩戒, 强化对个人征信信息的保护, 强化征信监管。

### 监管层发力支持小微企业融资 银行间专项债入市

近日, 银保监会发文促进银行加大对小微企业信贷投放, 并提出“对小微企业不良贷款率未超过容忍度标准的分支机构, 在无违法违规行为的前提下, 对相关业务责任人可免于追责”的要求。多位券商人士认为, 此举顺应了监管的思路, 预计未来市场上会有更多专项债来服务小微企业, 这将有效缓解小微企业融资难题。



## 金融行业

### 中国将加强对金融控股公司监管

2019 年 3 月 24 日, 中国人民银行行长易纲在“中国高层发展论坛 2019 年会”表示, 中国将采取加强对金融控股公司监管, 实时动态监管线上线下、国际国内的资金流向流量等手段, 以提高金融风险防控的水平, 进一步完善中国金融风险防控体系。

### 年内新发基金募资 1340 亿元 五大行托管优势地位下滑

今年以来截至 3 月 24 日, 已经正式成立 224 只公募基金产品, 合计募集金额达到 1340.81 亿元。在托管行的选择上, 五大行托管比例大幅下滑: 今年新发行的基金, 共有 130 只在五大行托管, 合计托管金额 640.62 亿元, 占比 47.78%; 而在此前, 公募基金近 13 万亿元的资产净值, 托管在五大行的比例高达 55.81%。

### 分级基金首现 AB 类终止运作 折成母基金

3 月 22 日, 一只分级基金公告将根据资管新规, 取消分级运作机制, 仅保存普通指数基金的母基金形式进行运作。通俗来说, 就是 A 和 B 类份额将不复存在, 全部转为母基金份额。此前, 分级基金以召开持有人大会转型其他类型基金, 或按照基金合同和有关法规终止运作两种方式, 而这次的新模式有望为近 500 亿份额内份额和 110 多只存量分级基金的分级份额提供新的模式。

## 国企改革

### 2013 年-2018 年央企通过证券市场吸引社会资本超 1 万亿

2013 年—2018 年, 中央企业通过产权市场转让部分股权、增资扩股超过 700 项, 吸引社会资本超过 2600 亿元; 通过证券市场开展 IPO、控股上市公司增发、资产重组等超过 400 项, 吸引社会资本超过 1 万亿元。近两年中央企业压减的近 13000 户法人中, 超过 2000 户的控股权转让给了民营企业。

### 1-2 月国有企业利润总额 4520.5 亿元, 同比增长 10.0%



1-2 月, 全国国有企业主要经济指标保持增长态势, 但增幅继续回落。利润总额 4520.5 亿元, 同比增长 10.0%。其中, 中央企业 3327.4 亿元, 同比增长 14.3%; 地方国有企业 1193.1 亿元, 同比下降 0.5%。

## 热门企业

### 阿里宣布今年五月开进口超市 跨境物流三日达

阿里巴巴旗下天猫国际日前宣布, 今年 5 月, 天猫国际进口超市将上线。进口超市作为高性价比的进口消费平台, 致力于为消费者精选超值的进口商品。据了解, 超市前期将聚焦在进口的快消生活品, 如液态奶, 橄榄油, 洗护发, 身体护理, 保健品, 奶粉尿裤等, 由菜鸟提供全面配送服务, 实现跨境物流三日必达。

### 华为企业业务进入“百亿美元俱乐部”

据悉, 华为企业业务已经实现 100 亿美元销售里程碑, 2018 年收入规模达到 500 亿元人民币, 每年复合增长率达到 30%。其中, 中国区收入接近 500 亿元人民币。企业业务是华为三大业务板块之一。华为此前预计, 2018 年实现销售收入 1085 亿美元, 同比增长 21%。

## 投资关注

### 地方债对个人投资者开放 6 省市试点地方债柜台发售

3 月 25 日起, 地方政府债券首次对个人投资者开放。首批 6 个参与地方债银行柜台发售的试点省市分别为宁波市、浙江省、四川省、陕西省、山东省和北京市。目前参与地方债首批柜台发行承办银行共有 8 家, 包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、兴业银行、浦发银行和宁波银行。随着地方债柜台发售正式启动, 意味着地方政府债券的一二级市场完全面向个人及中小投资者开放。地方政府债券成为继记账式国债、政策性银行债券和国家开发银行债券后又一类可开展银行间债券市场柜台业务的品种。

## 地方创新



## 上海首批获准转型特殊监管区揭牌

上海漕河泾、奉贤综合保税区日前正式揭牌。2018 年，国务院批复同意上述两个综保区转型，这两个综保区是上海市首批获准转型的特殊监管区域。此前，两者皆为出口加工区。目前，上海漕河泾综合保税区已形成独特的产业集群，汇聚了一批具有国际先进水平的高新技术项目和品牌企业，区内第三方物流、高端制造、检测维修、科创研发等产业的集聚效应显现。同样，上海奉贤综合保税区也形成了新能源、电子信息、装备制造、保税物流四大主导产业，将引进一批化妆品、保健品、医疗器械等领域的企业，率先在全国打造美丽健康主导产业集群。

## 海南发行全国首单省级人才租赁住房 REITs 产品

海南省财政厅透露，由该厅牵头，海南省发展控股有限公司落地实施的海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划，经过近 9 个月紧锣密鼓的筹备，于近日全额资金募集到位。在博鳌亚洲论坛 2019 年年会即将召开之际，发行取得圆满成功。这是海南首单 REITs 产品，也是全国首单省级人才租赁住房 REITs。

## 中国银联支付创新产业基地将落户合肥

近日，中国银联支付创新产业基地项目框架合作协议签约仪式在中国银联股份有限公司总部举行。合肥市委副书记、市长凌云表示，中国银联合肥支付创新产业基地项目成功签约，将落户在合肥滨湖科学城（合肥滨湖新区），对于助力合肥金融产业升级、集聚全球支付行业优秀人才、推动合肥成为支付服务水平领先的国际化城市具有十分重要的意义。

## 深度分析

### 去杠杆的旧误区与新思路

文/徐高（光大证券资产管理有限公司首席经济学家）

文章来源：中国金融四十人论坛 2019 年 03 月 21 日

去杠杆是供给侧改革五大任务之一，旨在抑制我国经济中债务的过快增长，以增强经济增长的持续性。不过在 2018 年，去杠杆政策并未取得预想效果，却带来了一系列不利副作用。

去杠杆政策效果不彰的主要原因是在政策施行过程中陷入了过于注重杠杆率分子、以及过度收缩信用扩张等几个误区。进入2019年,有必要反思这些误区,采用更符合实际的新思路来指导去杠杆政策。这样方能最终达成构建长期健康经济增长之目标。

### 事与愿违的去杠杆

在2016年全面启动的“供给侧改革”中,去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是五大政策任务。其中,去杠杆的矛头直接指向我国持续上升的债务规模,试图延缓乃至逆转我国杠杆率上升的态势。

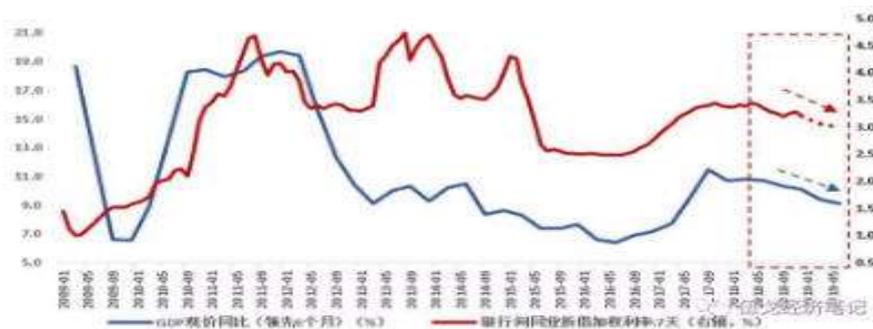
去杠杆政策的初衷自然是好的。根据国际清算银行(Bank of International Settlement)的估计,我国非金融部门总债务占GDP比重从2008年末的不足140%快速上升到了2018年的超过250%。如此之快的债务率上升速度给宏观经济稳定带来了隐忧。而在微观层面,不少企业也陷入了债务负担过重,自身造血能力不足以支付其债务本息,必须要借新还旧来维持的“僵尸”状态。因此看起来似乎有必要抑制债务规模的过快扩张,并大规模处置僵尸企业,以避免债务危机在我国爆发。

不过,囿于一些认识上的误区,去杠杆政策在落实的时候方向有偏,造成了明显的不利副作用,并且还事与愿违地推升了我国的杠杆率。

出于历史原因,我国的金融体系为银行所主导,债权型的间接融资占据了社会融资的大头。为了抑制存量债务规模的增长速度,债权型融资为主体的社会融资就自然成为去杠杆政策打压的重点,让“紧信用”一度成为金融政策的主导方向,并在2018年随金融去杠杆政策(尤其是资管新规)的落地而达到高潮。

其结果是,社会融资规模的增长明显放缓,货币政策传导路径受阻。宽松货币政策只能在金融市场(尤其是银行间市场)带来流动性的过度堆积,却无法通过社会融资的扩张而传导到实体经济中去。于是,实体经济“融资难”和金融市场“不差钱”的反差局面浮现。

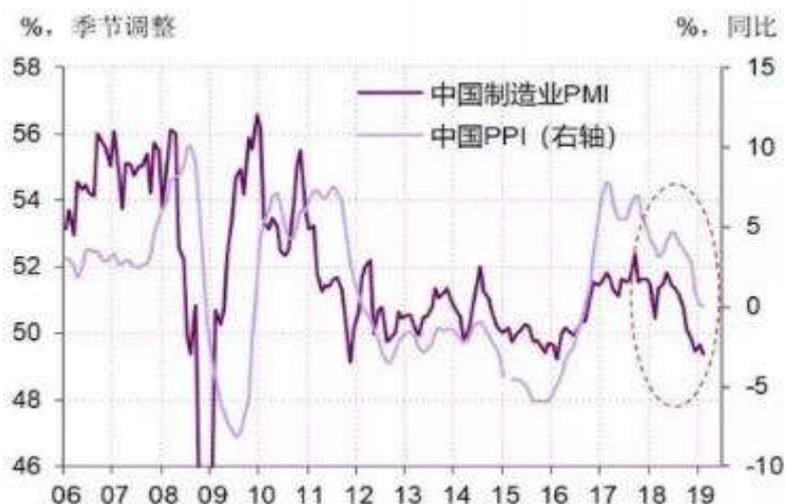
图1 2018年我国银行间市场流动性大幅堆积,但社会融资规模却持续同比少增



来源: WIND

随着融资约束的收紧，我国实体经济增长动能明显减弱。基建投资一直是我国经济增长的重要引擎，其增速在过去几年都维持在接近20%的水平。但在2018年，它的增速却因为融资匮乏而明显下滑至4%，创下了十年来的新低——曾经的增长稳定器在2018年变成了下行压力的主要来源。在这样的背景下，我国经济景气度明显下滑，GDP增速在2018年4季度创下了近9年来的最低值，通缩压力也卷土重来。

图2 2018年我国制造业PMI已经下滑到收缩区间，PPI也回落至通缩边缘

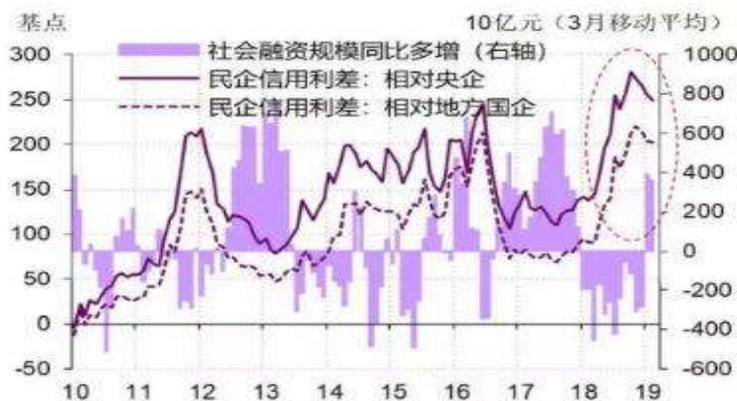


来源：WIND

从结构上来看，去杠杆政策更为明显地造成了民营企业的融资困难。2018年，在实体经济融资难的背景下，民营企业相对地方国企和央企的信用利差拉大到了历史高位，表明在融资难环境中，民企融资成本上升得更多。这造成了民营企业经营状况的大面积恶化，明显打压了企业家信心。

由于民企还大量通过股权质押从资本市场中获得融资，民企的困境也通过这个渠道传导至资本市场，带来了金融风险，让国务院各相关部委不得不在2018年出台化解股权质押风险的诸多政策。

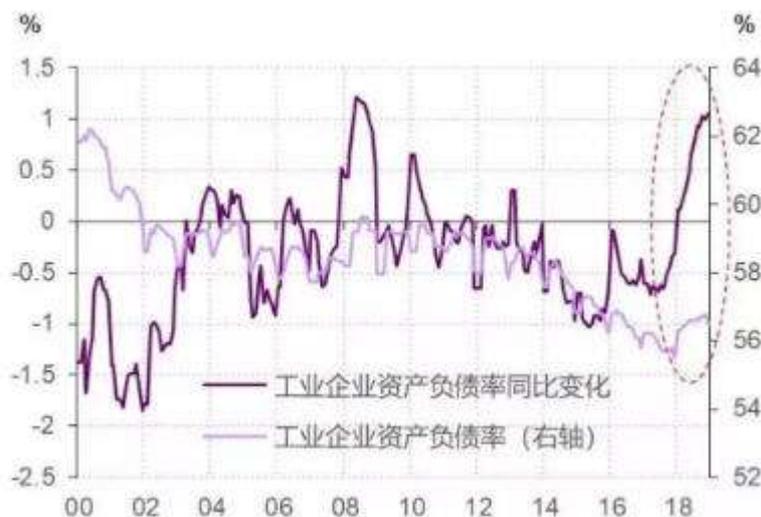
图3 2018年民营企业相对地方国企和央企的信用利差拉大到历史高位



来源：WIND

如果说前面所罗列的这些不利后果还可以用去杠杆阵痛来搪塞的话，去杠杆政策所带来的我国杠杆率攀升之恶果就无可抵赖了。2018年，随着去杠杆政策的强化，我国工业企业资产负债率一改过去数年持续下降的态势，反而明显走高。2018年年末工业企业资产负债率比2017年底高出了约1个百分点。除了2018年，如此之高的资产负债率涨幅在2008年之后就再没在我国出现过。

图4 2018年中国工业企业资产负债率不降反升，涨幅之高为2008年之后所未见



来源：WIND

以上的这些事实清楚表明，去杠杆政策并未在2018年实现其政策目标，反而带来了实体经济的融资难，以及随之而来的沉重经济增长下行压力。由于民营企业在去杠杆政策背景下受伤更重，经济结构也随之恶化。去杠杆政策更是明显推升了我国债务率，结果与目标南辕北辙。

因此，适逢2019年我国迎来70华诞，且全面建成小康社会进入关键时期的时候，有必要反思去杠杆政策陷入的旧误区，并在2019年拿出新的思路，从而真正实现去杠杆的初衷。

### 去杠杆的旧误区

我国的去杠杆政策之所以会产生事与愿违的结果，主要是因为陷入了以“压分子”与“紧信用”为首的几个误区。

#### 去杠杆的“压分子”误区

过去我国去杠杆政策的误区之一是过于看重缩小债务率的分子，而忽视了做大债务率分母的重要性。

抛开经济背景而单独来谈债务规模是没有意义的。对一个资产规模100亿元的企



业来说, 10 亿元的债务不算什么; 但对一个资产规模 15 亿的企业来说, 10 亿元的债务就应该算太多了。所以有意义地谈论债务的方式是谈论债务率——债务规模与其他一些经济指标的比率。

最合适的债务比率是资产负债率, 即一个经济主体的债务占其总资产的比重。但在分析一个国家的时候, 因为国家的总资产很难精确估计, 所以用得更多的是债务与 GDP 的比例 (除非特别注明, 本文中提到的 GDP 都是指名义 GDP)。其实严格说起来, 债务是存量、GDP 是流量, 债务与 GDP 的比例是存量与流量的比率, 经济意义不如资产负债率那么明确, 但考虑到它的易得性和广泛使用度, 用这个比率来谈国家总债务率也可以接受。

所以当我们在说去杠杆的时候, 其实说的是降低债务率——降低资产负债率、降低债务与 GDP 的比例。而在设计去杠杆政策时, 需要认识到债务率的分子与分母之间是相互联动的。试图压缩债务率分子的宏观政策有可能也会影响到分母, 甚至让分母受影响的程度更大。陷入过于关注债务率分子的“分子误区”, 而没有对分母的变化保持足够敏感性, 是我国资产负债率在 2018 年因为去杠杆政策而不降反升的重要原因。

要抑制作作为债务率分子的债务总规模的扩张速度, 要么得压缩债务存量的规模, 要么得减少债务增量的规模。但要知道, 债务存量具有刚性, 不是想减少就能减少的。对借了债的债务方来说, 债务是刚性的本息偿付承诺, 不可轻易毁约 (毁约就是债务违约)。而对放了债的债权方来说, 道理也是一样的, 债权方也不是想提前收回债务就能收得回来的, 一切都要按照债务合同来进行。

所以, 要在短时间内压缩债务的存量规模是不现实的。能动的只能是债务的增量规模——通过压缩债务增量来降低债务总规模的增长。

因此, 当去杠杆政策把目标设定为抑制债务总规模的时候, 就自然会将政策压力集中在债务的增量规模上。

但是, 要用规模较小的增量来解决规模较大的存量问题是困难的, 在短期内也难以见效。用国际清算银行估计的我国债务率来反推, 我国 2018 年的存量债务规模大概在 230 万亿元。而我国 2018 年新增社会融资规模中的债权型融资总量接近 19 万亿元。换言之, 2018 年我国债务的增量规模不到存量规模的 1/10。因此, 尽管 2018 年债务增量规模确实比 2017 年小了不少 (2017 年社会融资增量中的债权型融资超过 21 万亿元), 但债务率中分子部分的增长率下降得并不明显。

尽管去杠杆政策对债务率分子的影响不明显, 却让作为债务率分子的 GDP 受到了更大负面影响。需要认识到, 实体经济中的大部分债权融资需求是合理的——比如企



业为了给有利可图的投资项目融资而发行债券。过于严厉地打压债务的增量规模，必然会抑制实体经济的经济活动，拖累经济增长。

正如前面所说的，名义 GDP 是个流量，统计了一段时间内经济中最终产品的总价值。流量的 GDP 比存量的债务规模对债务紧缩更敏感。在 2018 年的去杠杆政策推进过程中，我国 GDP 真实增速明显放缓，且通缩压力也卷土重来，从而让名义 GDP 增速下滑的幅度比债务增速下滑的幅度更大。这样一来，以债务比 GDP 来衡量的债务率就反而更快上升。

以资产负债率衡量的债务率也同时上升。因为从收入法角度核算，GDP 等于一段时间里经济中居民工资、企业利润和政府税收的总和。GDP 增长的放缓也就意味着居民、企业和政府收入现金流的恶化。这会自然地表现为各类资产回报现金流的恶化上。由于资产的价值决定于其未来所能产生的现金回报，资产价值也就会因此而缩水。所以，在以资产负债率衡量的债务率中，作为分母的资产价值也有着比分子更大的对去杠杆政策的弹性。因此，企业资产负债率会因为去杠杆政策而走高就不奇怪了。

### 去杠杆的“紧信用”误区

我国的金融体系为银行所主导，融资方式以通过银行进行的间接融资为主。这样的金融体系产生于新中国金融发展的历史中，不可能在短时间内明显改变。在这样的金融体系中，全社会债务增量主要来自银行向实体经济投放的信用（主要包含银行信贷和银行购买的非金融债券）。当把去杠杆的着力点放在压缩债务率分子的时候，去杠杆政策在货币金融领域就自然会表现为“紧信用”——试图通过紧缩银行向实体经济的信用投放来降低债务总规模的增速。

人民银行会按月公布社会融资规模数据。这个数据统计了实体经济从各个渠道获得的金融体系的融资数量。在社会融资规模中，绝大部分是银行信用。因此，信用紧缩的去杠杆政策必然带来社会融资的低增长，从而在实体经济中催生融资难。2018 年我国新增社会融资规模约 19 万亿元，比 2017 年少了大概 3 万亿元。宏观层面社会融资规模的收缩带来了微观层面各类实体企业融资约束的收紧，资金链的紧绷。企业投资活动因而大幅萎缩，债务违约事件数目也大幅攀升，经济增速随之走低。

尽管人民银行从 2018 年上半年就开始放松货币政策来对冲信用紧缩带来的不利后果。也有人相信，一边通过“紧信用”来降低债务规模的增速，一边通过“宽货币”来降低利率、进而降低利息支出，可以更好地去杠杆。但如果懂得货币政策的运行机制，就会知道“紧信用”与“宽货币”两个政策导向间存在内在矛盾，会导致货币政策传导路径的阻塞，阻断央行宽松货币政策意图向实体经济的传导，也无法切实降低实体经济的利息支出负担。

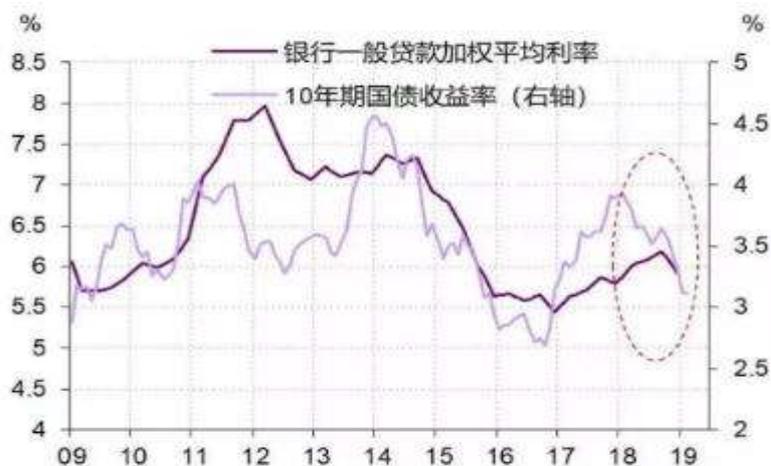
中央银行的货币政策意图要传导到实体经济，需要经过货币政策传导路径。这个路径由两个主要环节组成，一个是中央银行向金融市场（主要是银行间市场）投放基础货币，另一个是商业银行体系向实体经济投放信用（也即广义货币的派生）。在这两个环节中，中央银行有直接掌控力的是第一个环节——基础货币投放多少完全由中央银行决定。而商业银行信用派生则只是间接受到中央银行的调控——中央银行通过控制银行间市场中基础货币的多寡来间接影响商业银行的信用投放节奏。

所谓的“宽货币”，指的是人民银行加大向银行间市场的基础货币的投放。从 2018 年至今，人民银行已经数次下调了存款准备金率，释放了数万亿元的基础货币。银行间市场的利率水平也明显走低。但在“紧信用”的政策约束下，商业银行尽管拥有了越来越充裕的基础货币，却难以增加向实体经济的信用投放，从而使得宽松货币政策导向难以传导到实体经济中，货币政策传导路径阻塞的局面随之而生。

这样一来，就形成了实体经济融资难与金融市场流动性泛滥并存的反差格局。这一方面带来了经济增长的下行压力，另一方面又催生了金融资产价格的泡沫风险。事实上，在 2015 年我国曾经经历过类似的局面。当时我国的 A 股市场在经济持续走弱的背景下吹出了一个大泡沫，并最终形成“股灾”，严重冲击了金融体系的稳定。

在“紧信用”的约束下，“宽货币”也无法降低实体经济的利息负担。宽松的基础货币投放可以降低银行间市场里的利率水平。但因为银行体系向实体经济的信用投放受阻，银行间市场利率的下行难以充分传导到实体经济里的利率水平上去。而后者才决定了实体经济的利率负担高低。10 年期国债收益率是我国银行间市场中的代表性长期利率。2018 年，10 年期国债收益率累计下降了接近 1 个百分点。但在同时，我国银行一般贷款加权平均利率却在前 3 季度不降反升，仅在 2018 年 4 季度才回落至 2017 年年末的水平。显然，实体经济的融资成本并未在 2018 年有效下降。

图 5 2018 年我国金融市场利率的下降并未有效传导至贷款利率



来源：WIND



在“紧信用”带来的融资难环境中，民营企业遭受着更大压力。相比国有企业，民营企业的规模相对较小，抵御经济下行的能力较弱，抵押品也相对较少。因此，在信用紧缩的环境中，民营企业的融资约束收紧得更加厉害，令民营企业的经营状况恶化得比国有企业更多。而这反过来又增强了金融机构对民营企业的风险规避行为，让民营企业的融资约束进一步收紧。这样的恶性循环让民营企业举步维艰，并一度引发社会上对“国进民退”的普遍忧虑。在这样不利局面的背后，“紧信用”的去杠杆误区难辞其咎。

### 去杠杆的其他误区

围绕去杠杆的误区并不仅仅只有上面所说的“压分子”和“紧信用”两个——尽管这两个是危害最大的误区。下面还可以罗列一些阻碍了去杠杆目标达成的误区。

一个误区是对基建投资回报率的误读。

乍看起来，基础设施建设项目的投资回报率普遍偏低，大部分甚至还覆盖不了利息成本。所以有人将基建投资的投融资主体——地方政府融资平台——视为需要不断借新还旧的庞氏骗局玩家，因而相信地方政府债务风险极高，需要推行地方政府的去杠杆。但需要认识到，基建项目大多是公益性项目，其投资回报率的相当部分是外部性，体现在社会层面，而无法变成项目本身的现金流。

因此，要正确评价基建投资回报率应该站在社会层面算大帐。把基建项目当成一般的投资项目，只看到微观层面的项目现金回报率，而不是站在社会层面更为全面地算大帐，是误判基建项目的融资性质，过于严厉地推进地方政府去杠杆的原因。

另一个误区是对“债转股”抱有不切实际的过高期望。

将债权融资转换成为股权融资，看上去似乎可以既增加企业资本金，又降低企业债务，从而立竿见影地降低企业资产负债率。这是有人将去杠杆希望寄托在“债转股”政策上的原因。

不过需要认识到，对企业来说，股权是比债权成本更高的融资方式——因为股票投资者会索取更高的风险溢价来补偿自己持有股票的风险。许多企业之所以会陷入债务陷阱中，正是因为其投资回报率较低，难以负担债权型融资的融资成本。将债权融资换成股权融资，企业投资回报率不足以负担融资成本的问题非但没有解决，反而还加重了。而对股票的潜在买家来说，是否愿意接盘一个投资回报率还赶不上债务成本的企业也是个大问题。

因此，“债转股”可能对部分长期经营前景良好，但短期债务负担较重的企业是适用的，但不能成为推进全社会去杠杆的良策。



再一个误区是忽视我国去杠杆政策的国际外溢效果。

我国已经是世界上 GDP 第二大的经济体，其国内政策将不可避免地给国际经济带来明显影响。我国通过去杠杆来降低国内债务风险的理由似乎是成立的。但问题是，我国的储蓄率大概是 40%，两倍于世界其他国家和地区的平均水平。当我国这么一个高储蓄的国家要削减债务规模时，别的储蓄率更低的国家又有多大能力加杠杆来吸收我国的富余储蓄呢？债务加在我国会带来风险，加在别的储蓄率更低的国家难道不会带来更大风险吗？

事实上，随着我国紧缩性去杠杆政策的推进，全球经济都感受到了需求下滑的寒意。对中国这么一个高储蓄的大国来说，有必要通过适度加杠杆来创造需求，从而在国家上树立负责任大国的形象。通过去杠杆来将需求不足输出到别国，正在极大恶化我国所处的国际环境。

### 去杠杆要有新思路

2018 年我国经济运行状态表明，去杠杆政策的良好初衷并未实现，反而加大了经济增长的下行压力，恶化了经济结构，并推升了我国的杠杆率。之所以会产生这样事与愿违的结果，主要是去杠杆政策在实施中落入了前述几个误区，让政策效果与政策目标南辕北辙。

2019 年是新中国的 70 华诞，也是全面建成小康社会目标实现的关键之年。在这一年，有必要在反思去杠杆误区的基础上，拿出新的去杠杆思路，从而在维持经济平稳增长的前提下让去杠杆的目标得以更好实现。

2019 年的去杠杆需要以“做大分母”和“放松信用”为两个主要导向。具体来说，就是以做大债务率的分母为主，结构性抑制债务率分子的过快扩张为辅，从而来实现债务率的下降，此其一。其二是宽货币和宽信用政策并举，以疏通货币政策传导路径，将金融市场的过剩流动性导入实体经济，化解实体经济的融资难。

前面分析过，在债务规模比 GDP 的这个债务率中，分子具有较强的刚性，若用政策来强行压制反而会让作为分母的 GDP 收缩得更明显，推升债务率。因此，更可取的办法是通过较为宽松的宏观政策来推动经济的平稳增长，并打消通缩的压力。事实上，在 2016 与 2017 两年，我国因为经济增长加快，债务与 GDP 比例的上升速度曾一路下降至停滞水平。只是在进入 2018 年之后，才因为过于严厉的去杠杆政策而重新明显上扬。过去几年的经验已经从正反两个方向表明，推动经济增长，做大债务率分母，才是去杠杆的正途。

就资产负债率衡量的债务率而言，通过资产价格泡沫来去杠杆固然不可取，但寄希望于资产价格下跌来去杠杆则更是不合逻辑。只要经济能够保持平稳增长，资产回



报的预期自然会改善，从而带动资产价格的合理上升，同样带来分母扩大式的去杠杆效果。

当然，在做大债务率分母的同时，也需要抑制分子的过快扩张。对于那些已无经营前景，完全靠债务维持的“僵尸企业”，必须要坚决收紧其融资约束，促使其出清，从而将融资转移到更有投资前景的领域去。不过，针对债务率分子的政策应该是结构性的有保有压，而不是像 2018 年那样的全面紧缩，以免重蹈覆辙。

就货币政策来说，有必要实现“宽货币”和“宽信用”并重的格局，以疏通货币政策传导路径。只有保持融资总量的合理增长，才能在防止融资难在实体经济中产生，并将金融市场中的低利率传导到实体经济中，从而降低实体经济的利息负担，增强其债务可持续性。此外，还有必要积极引导向民营企业的银行信用投放，并通过金融创新来增加民营企业的融资渠道，从而给民营企业营造一个宽松的经营大环境。

在我国的居民、企业和政府三大部门中，政府加杠杆的能力最强，风险也最低。因此政府需要更有担当，通过自己的加杠杆来为居民和企业的去杠杆留出空间。政府所从事的基建投资在短期内能发挥稳增长之功效，在长期还能提升我国的竞争力和居民福利。且基建投资的回报率也并非如一些人所认为的那样不堪。因此，2019 年我国有必要放松对地方政府的融资约束，以扭转 2018 年基建投资明显减速的不利局面，发挥基建投资经济增长稳定器之功效。

如此多管齐下，将能够让去杠杆政策在 2019 年以更适合中国经济事情的方式展开，既保证经济增长的平稳大局，又更好实现去杠杆之良好初衷。

# 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。