



去杠杆与防范系统性金融风险

□ 胡继晔

杠杆是金融领域不可或缺的工具，但过高的杠杆率就意味着不可持续，意味着风险。中央经济工作会议指出2017年需要关注金融风险，将防控金融风险放到更加重要的位置，要下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，确保不发生系统性风险。

地方政府债务杠杆：防患于未然

哈佛大学著名经济学家罗格夫等通过对64个国家从1914年到2007年近百年的统计研究发现：一旦一国政府债务与GDP之比超过90%，则该国的经济增长率将会下降1个百分点，亦即过重的政府债务会拖累经济增长。按照我国财政部统计，2015年全国政府债务的负债率上升到41.5%，低于欧盟和新兴市场国家水平，我国政府债务仍有举债空间。

但我国地方政府债务问题难言松懈。以2015年负债率超出财政部预警红线（负债率超过100%）的辽宁、贵州、云南、内蒙古四个省份为例，其共同的特点是债务负担率不断增加，而财政收入增长率下降甚至为负，结果造成地方政府债务风险不断累积。好在与发生债务危机的国家不同，如希腊、意大利，我国地方政府债务形成了大量与债务相对应的资产作为偿债保障，只要未来一段时期我国宏观经济能够保持中高速增长，就可以为地方债务偿还提供基本保障，风险可控。总的来看，除部分地方政府债务较重外，我国中央、地方政府总体上仍有一定举债空间，适度加大国债和地方政府债发行规模，依法规范发债，可望避免全社会债务收缩对经济造成负面影响。

企业债务去杠杆：在实体经济层面防范金融危机

国内宏观经济政策空间收缩、国际经济发展趋缓，我国企业在一定程度上面临着债务高企的风险。这是由我国融资渠道主要以银行贷款的间接融资模式所决定的，股市、债市直接融资不畅，企业只能依靠银行体系，造成企业的负债大量增加。

中央提出了企业去杠杆的要求，希望通过“债转股”的方式降低企业负债，但银行如直接成为企业的股东又违反了《商业银行法》第四十三条中商业银行不得向非银行金融机构和企业投资的规定。基于此，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，规定不能把银行债权直接变成银行持有的企业股权，而是通过向实施机构转让债权、由实施机

构将债权转为对象企业股权。这样做的目的，就是防止将实体经济中产生的，特别是“僵尸企业”造成的风险传导到金融领域。债转股不能单纯依靠政府和银行，企业应该树立资本制约资产意识，按照自身资本的质量和数量来决定资产规模大小和债务水平，理性约束贷款融资行为，不能无节制地提升负债率，这样既不利于企业自身的健康运行，也会影响行业，进而影响整个经济发展。

偿还债务需要企业有足够的盈利能力，但中国企业的盈利能力在过去几年普遍出现了下降，整体企业部门面临着债务率继续上升的压力。经济增速的进一步放缓可能带来企业的盈利进一步下滑。在整体经济面临“去杠杆”和“去库存”的压力下，传统型企业的盈利压力难以在短期内得到改善。

由此可见，企业债务去杠杆和盈利下滑会成为微观经济领域的“新常态”，需要通过减税等财政政策和降低利率等相对宽松的货币政策来配合。去杠杆、减税负激发实体经济活力成为下一阶段政府支持企业的主线。

居民个人贷款去杠杆：房贷新政

按照海通证券的研究报告，如包括住房公积金贷款，中国房贷余额在2015年折合2.8万亿美元，已近日本的两倍。从房贷余额与GDP之比来看，2015年中国已超过日本泡沫经济时期水平。根据央行公布的数据，2016年7月新增贷款4636亿元，其中4575亿元是个人贷款，这其中绝大部分都是房贷；10月新增贷款6513亿元，居民部门中长期贷款增加4891亿元，占比仍高达75%。过去我国新增贷款中以企业贷款为主的情况发生了逆转，近来居民个人房贷成为主体。20世纪90年代日本房地产泡沫时其人均收入已经超过2万美元，而当前我国在人均收入只有8000美元时继续吹大房地产泡沫，后患无穷，不仅加剧社会矛盾，而且严重影响到产业升级和创新、创业。

在这种情况下，2016年三季度央行货币政策执行报告提出的“主动调结构、主动去杠杆、主动防泡沫”渐成政策指针，国庆节期间诸多城市纷纷出台了限贷的具体措施，2016年中央经济工作会议更进一步提出“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，将对个人房贷的理性化起到重要作用。针对房地产市场的泡沫问题，部分房价上涨过快的城市应当加快土地供应平抑房价。个人房贷去杠杆必须综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止降杠杆时的大起大落。

股市去杠杆：堵住资本市场风险的风眼

金融应当服务于实体经济，股票发行的意图是要充分发挥资本市场的融资功能来引导资金投资于实体，二级市场股票的炒作对上市公司本身而言并无实质价值。二级市场出现非理性繁荣，经济脱实向虚的程度就越严重，政府的宏观经济政策沦为“炒作”的“题材”。

资本市场作为防泡沫、控风险、去杠杆的主战场，经济再平衡和去杠杆是相互影响和促进的过程，也是中国实现经济可持续发展的关键。未来应当大力发展多层次的资本市场，缩小间接融资比重以降低企业杠杆率，扩大直接融资市场，畅通融资渠道、强化市场纪律约束、完善社会监督。为此，要规范资本市场各参与主体的行为，监管部门要降低监管成本，既要防止监管不足，也要防止监管过度，逐步培育监管者的声誉，实行依法监管、有效监管、全面监管，以防范资本市场风险扩散到整个金融市场。

防范金融风险：坚持市场化、法治化

进入21世纪，美国次贷危机引发全球金融危机，此后希腊等国又爆发主权债务危机，中国是目前为止唯一没有经历过重大系统性金融危机的经济大国。居安思危、思则有备、有备无患。2016年底召开的中央经济工作会议指出：“我国金融风险有所积聚”，并把防控金融体系不发生系统性风险放在了相当重要的位置。当前，金融混业、跨业经营已经事实上形成了分业监管不能触及和覆盖的领域，存在监管真空和漏洞。2015年股灾以及近期出现的跨保险市场和股票市场的过度举牌事件，这都要求我国必须尽快建立起全覆盖、全链接的协同金融监管体制。

金融风险短期不得不靠堵，即进行有针对性的防范，目的是治标，也为治本赢得时间；资金如水，对经济必不可少但泛滥可成洪灾，长期靠疏才能治本。在中国推进金融改革的进程中，未来的防范金融风险要坚持三项原则：市场化、全球化、法治化，这些都是“疏”解之道。防控金融风险的过程是一个强化市场在资源配置中起决定性作用的过程，人民币国际化和“一带一路”、亚投行是我国金融全球化的新蓝海，而法治化将真正为防范金融市场风险奠定制度性基础。

 **热点透析**

经济增长的“结构性减速”与动力重塑

□ 李 猛

正如2016年底召开的中央经济工作会议所总结的，中国经济在“十三五”开局之年缓中趋稳、稳中向好，经济运行保持在合理区间，质量和效益持续提高。但面对这一来之不易的成绩，我们应当谨慎乐观。在全球经济处于“结构性减速”的大通道之中，中国经济自然难以独善其身。

经济增长“结构性减速”的一个根源，在于经济服务化。从产业结构上看，经济服务化是全球经济活动的大趋势。伴随着经济发展和人均收入水平的提高，在技术进步和收入弹性等因素的影响下，产业结构总是处于不断地调整变化之中。三次产业在国民经济中所占比重的排序从最初的“一、二、三”，转变为后来的“二、三、一”，再到如今的“三、二、一”。世界银行数据显示，第一产业、第二产业和第三产业在全球经济中的份额分别为3.91%、27.72%和68.37%，产业结构的服务化倾向十分明显。毋庸置疑，经济服务化是经济发展水平达到一定阶段后的客观规律。然而，经济服务化也蕴藏着一系列潜在的经济风险，对企业和居民的收支行为构成了挑战，必须引起足够的重视。

经济服务化诱导生产率增速进入下降通道

在产业结构转换的过程中，生产要素的流向发生了深刻的变化：在工业化阶段，生产要素主要是从第一产业向第二产业和第三产业转移，第二产业在就业、产值和利润等方面所占比重逐渐占据主导地位；在服务化阶段，生产要素则主要是从第一产业、第二产业向第三产业转移，第三产业所占比重不断上升，并最终占据主导地位。深究下去，生产要素的流向变化又引发了经济增长的“潮起潮落”。现代经济学的实证研究发现，第二产业生产率增长速度最快，第三产业次之，第一产业最慢。由此可以得出结论：在工业化阶段，生产要素是从

生产率相对较低的部门转移到生产率相对较高的部门，全社会的生产率增速由此进入了上升通道，经济增长出现的是“结构性加速”；在服务化阶段，生产要素则是从生产率相对较高的部门转移到生产率相对较低的部门，全社会的生产率增速由此进入了下降通道，经济增长出现的是“结构性减速”。发达国家的经验表明，服务业占比与生产率增速呈现出反向变动关系，前者越高，则后者越低。

经济服务化推动生产成本进入上升通道

虽然第二产业和第三产业在技术进步速度上的差异较大，但在要素可以自由流动的情况下，两者面临的工资率、利息率等生产成本及其增速大致相当。也就是说，第二产业单位产出的成本与生产率可以保持同步增长，而第三产业单位产出的成本增速将大大快于生产率增速，收支压力较大。如此，服务业必然通过更快地提高产出价格的办法来转嫁成本。在一些细分服务行业中（如医疗、教育等），产品极其缺乏需求价格弹性，价格虽然不断上涨，但销量并不会出现明显下降，消费者的总支出将不断地向这些部门倾斜。总而言之，如同鲍莫尔在“成本病”理论中提及的那样，服务业虽然生产率增长较慢，但成本上升较快，随着服务业占比日渐提高，全社会的平均单位产出成本便不断增加。简言之，经济服务化使得整个经济系统的支出扩张速度快于收入汲取速度。由此，一系列次生问题就会凸现出来。比如，企业资本储备下降，更加依赖于外部融资，居民有效需求不足，次级贷等现象抬头，等等。

服务业发展须有先进制造业来支撑

近年来中国的服务业发展为经济转型书写了浓墨重彩的一笔：服务业产值占比在“十二五”末期历史性地攀升至50.4%，首次攀起了

国民经济的“半壁江山”，就业占比增加到42.4%，比“十二五”规划目标还高出3.8%，就业“压舱石”作用越发显现。当然，欣喜之下亦有隐忧：服务业产值和就业占比在“十二五”期间年均增加0.30%和0.78%，在“十一五”期间年均增加0.56%和0.64%，在“十二五”期间年均增加1.26%和1.56%，其中在2014年和2015年年均增加1.85%和1.95%。服务业比重加速上升，既反映了产业的主动调整，同时也折射了制造业的失速下滑。实际上，服务业内部的细分行业生产率也有高低之分，服务业从低端走向高端是题中应有之义。然而，高端服务业并非空穴来风，其与先进制造业有着某种必然的联系。尤其是在“制造业服务化”越发明朗的趋势下，制造业的品质决定了服务业的层次。环顾世界，德国经济之所以还能够在全球经济泛滥背景下巍然屹立，除了靠宏观经济政策上的“紧缩派”做法，更关键的是在于其拥有强大的实体经济尤其坚实的先进制造业。

重塑经济增长动力要发现新的比较优势

值得欣慰的是，我们在相对高技能的劳动力供给上的比较优势日益显现。中国高等教育每年培养的工程师（理工科学生）以百万计，十年就以千万计。规模庞大的工程师群体，足以改变全球经济和贸易的格局，是中国经济新的比较优势。当前，如何把相对高技能劳动力的比较优势发挥出来，需要加强和改善预期引导。一是管住货币，提高和改进金融监管能力，大力抑制资产泡沫，根本扭转房价上涨预期，切实有效地把流动性从虚拟经济引到实体经济中去。二是加强产权保护，稳定民营企业信心，保护企业家精神，增强微观主体内生动力，用新技术、新业态全面改造生产环节和流通环节。抓住了新的比较优势，中国经济必将大有可为！

 **发展论坛**

“培育新型农业经营主体”是我国推进农业现代化和构建现代农业经营体系政策中的一项重要内容。这一政策正在各地落地生根，农业、农村、农民都发生了可喜的变化。但“培育新型农业经营主体”有四个方面的问题需要高度重视。

不可忽视土地（耕地）生产率作为“培育新型农业经营主体”考察指标的重要性

在实践中我们往往会忽略土地（耕地）生产率指标，尤其是在衡量新型农业经营主体时，我们习惯用劳动生产率指标，而且还简化为劳动力的生产率。用这样的指标，新型农业经营主体一般都会好于家庭经营，即普通农户的一家一户经营方式。因为，无论是农业合作社，还是专业种粮大户，他们都占有了相对多的土地，即人均耕地数量高于普通农户的人均耕地数量。而农业生产的数量与耕地数量是有显著的正相关关系的。因此，如果单纯谈劳动生产率就不能全面衡量农业生产效率，不能真正代表农业现代化水平，而且还有可能降低了农业现代化水平。这与党和国家关于“培育新型农业经营主体”的本质要求是相违背的。国家本来希望通过“培育新型农业经营主体”来提高农业的生产效率，从而实现农业现代化，进而保障中国的粮食供给。对于拥有13亿多人口的中国而言，粮食自给至关重要。国家也在农业政策中多次强调实现粮食自给的重要性。只有实现了粮食自给，中国才能有战略上的安全。我们特别强调土地生产率，更为根本的原因是中国人均耕地数量相对较少。按人均占有的土地资源论，在面积位居世界前12位的国家中，中国居第11位。而且，在我们的土地资源中，还有大量的土地不宜耕作，适宜农业生产的土地只占国土总面积的10%多一点。在人均耕地相对不足的情势下，不论怎样改变农村微观经济组织和经营机制，我们都不能忽略土地生产率的重要性。没有土地生产率的提高，劳动生产率的提高是意义空泛的，因为劳动生产率的提高很可能是土地经营规模提高而带来的，而不是粮食亩产量提高而带来的。

坚持家庭经营在“培育新型农业经营主体”中的基础地位

尽管中央在农业政策中也三令五申，强调“培育新型农业经营主体”要以农户的家庭经营为基础，反对违背农户家庭意愿的强迫流转等行为。但在现实中，有些基层政府为了急于在农业农村发展上做出成绩，往往乐于求新求变，其结果就是重视“新型农业经营主体”的数量，在描述本地区的农业农村发展成就时，习惯上说截止到某某年，我们的专业大户有多少，农业专业合作社有多少，比上年提高了多少。久而久之，推进“新型农业经营主体”的构建数量成为农业发展的主线索。实际上，这偏离了中央政策的精神，也对中国农业现代化不利。当然，对中国农户的收入普遍持续提高也不利。农户家庭经营是中国的特色，也是中国的国情和历史。回首中国的农业发展道路，可以看到，尊重农户意愿、以家庭经营的方式发展农业时，我们的农业就获得了发展。家庭联产承包制的实施就是一个例证。农业不同于工业，工业生产与气候无关，但农业的生产要不违农时，要防止各种自然灾害，同时，还要在作物需要的时候进行灌溉，如果不能灌溉，就要期盼风调雨顺。农业生产还要受到土地资源的限制，农业丰收与否与土地是否肥沃有关，与劳动投入的多少有关。中国农业家庭经营已经积累了丰富的经验，形成了较丰富的知识储备，比如有300多种农书流传了下来。这些农书指引农户家庭何时耕种，如何耕作，怎样节约地力，怎样尽可能多地提高农业产量，比如通过间作、复种都可以最大限度地提高农地效率，解决土地资源相对不足的问题。而现在如果我们不考虑新技术在推广上的可行性，而是仅仅通过土地流转做大土地规模来“培育新型农业经营主体”，不仅浪费了地力，而且也对这些新型主体不利，因为他们有一些人不是农民出身，对农业只有表面的认识，他们对农业的规模经营和所面临的风险考虑得较为简单。而对于在农业风险中成长的广大农户来说，已经有了很多书本上没有的智慧。这些智慧需要劳动的密集投入作为支撑，而家庭成员在灾害面前是不计成本的，因此，家庭经营具有公司化经营难以企及的一些抵抗力。

不可忽视农民（农户）的主体性

“小农经济”是我们描述中国农业社会经常使用的词汇。如果仅从家庭拥有的耕地数量上来说，现在中国农户家庭确实属于“小农经济”。明清时期起，人均耕地逐渐减少。到1936年，人均耕地只有184亩，农民人均耕地只有3.6亩。新中国成立后，随着人口的增加，人均耕地面积进一步减少。由于耕地面积的减少，人们便习惯称中国的农户家庭经济为“小农经济”。然而，“小农经济”渐渐地也有了文化上的含义，即人们把由于土地规模小造成的劳动力过于密集的投

培育新型农业经营主体不可忽视的四个问题

□ 隋福民

入等同于农户家庭在资源配置上的不理性，等同于农户不能像企业家那样进行利润最大化的计算，似乎农户天生就是弱者，就是在经济发展中应该被淘汰或者被替代或者被引导的对象。然而，农民同其他任何经济行为主体一样，其经济行为是一种有意识的行为，因而他们的理性符合实质理性要求。中国农村经济在改革开放后的发展，包括中国经济的发展，实际上正是农民“理性扩张”的结果。如果我们承认中国的农民或者说农户理性在不断发展，而且为我们创造了伟大的经济实践。那么，我们就应在任何制度变迁中都尊重农户自身的主体地位，尊重他们的主动性和创造性。发展新型经营主体不等于原来的主体——农户，就不能适应新形势的发展，不能适应工业化和城市化的发展。实际上，发展新型经营主体应该以原来的农户为基础。而且，新型农业经营主体应该是农户追求自身效用最大化的结果，而不是原因。新型农业经营主体应该是政策的结果，而不是政策本身。只有充分发挥他们的主动性，他们的理性才会爆发出我们想象不到的创造力。而这一切，正是“大众创业、万众创新”在农村的践行之举。

着力培育非农就业对农业发展的支撑作用

解决中国的农业问题，不是农业自身可以解决的。正所谓“汝果欲学诗，功夫在诗外”。解决中国的农业现代化，离不开工业化、城镇化和信息化。这也是四化同步所要阐释的内容。对于中国的未来经济发展来说，潜力的大小是由农业决定的。因此，必须高度重视农业的发展问题。然而，农业补贴仅仅是办法中的一种。不能认为仅仅依靠农业补贴就可以大幅度地提高农业经济效益，不能认为通过补贴就可以实现中国的农业现代化。农业的发展最终要靠非农产业的发展，包括工业、建筑业、服务业以及其他一些新兴产业，只有非农产业发展了，农民才有了更多的非农就业机会，农民才能不断地从农业中转移出来，土地才能逐渐失去其保障功能，从而促进土地流转市场的发展，从而让农业的规模经营自然而然出现。从历史上看，中国农民（农户）有驾驭非农就业机会的能力。而且，正是非农就业，让中国的农业逐渐发生着变化。非农就业是否重要，我们也可以从另一个角度进行观察。“培育新型农业经营主体”包括家庭农场。我们可以进行一个粗略的分析。据最新统计数据，中国有耕地大约20亿亩。假定一个家庭农场的耕地规模为50亩，那么20亿亩可以容纳4000万个家庭农场。而我们现在农村的总户数大约为2亿4000多万户。假如按照全国有2亿农户计算，4000万个家庭农场占五分之一比例。假如我们的城镇化能够转移家庭农场以外的农户，那至少也要转移五分之四的农户。试问这样的一种劳动力流动景象没有非农就业作为农业发展的支撑，作为“培育新型农业经济主体”的支撑，农村会稳定吗？可见，非农就业对于农业发展的支撑作用是非常大的。

 **农村经济**