



协调推进金融和实体经济去杠杆

□ 娄飞鹏

去杠杆成为近期我国经济金融领域的热点话题。2008年以来金融和实体经济领域都经历了杠杆率的快速提高，进而引致我国经济的高杠杆，但两个领域又表现出各自不同的特点。金融行业资产规模相对实体经济增长更快，2016年我国金融业对GDP的贡献率为8.3%，超过英国的8.1%、美国的7.2%和日本的5.2%。银行业总资产33万亿美元，超过欧元区的31万亿美元，是美国银行业总资产16万亿美元的两倍多。非金融部门杠杆率从2008年末的141.3%升至2016年末的257%，增长81.9%。我国金融和实体经济领域都存在杠杆率高的问题，并且两个领域的高杠杆存在密切的联系，去杠杆需要统筹考虑金融和实体经济两个领域的协同。

我国经济高杠杆率的特点

金融领域的高杠杆率特点。与银行业相比，非银行金融机构杠杆率更高；在银行业内部，中小银行相对大型银行加杠杆更明显。2008—2016年，我国GDP年均增长率为8.4%，而同期银行业、保险业、证券业总资产年均增长率依次为17.5%、21.1%、20.2%，2011—2016年信托业总资产年均增长率为36.7%，2008—2015年基金业总资产年均增长率为16.6%，金融业总资产增长率远超GDP增长率，非银行金融机构增长更快。2016年，银行业资产增长率为16%，保险、信托业资产增长率为24%，基金、银行表外理财增长率为30%，券商资产增长率高达50%，同样远超6.7%的GDP增长率。在银行业内部，受中小银行加杠杆更快的影响，大型银行资产占银行业总资产的比例从2008年的51%降至2016年的36%，而同期股份制银行、城商行资产占比则分别从14.1%、66%升至19%、12.5%。

实体经济领域高杠杆率的特点。非金融部门杠杆率整体不算高，政府和家庭部门杠杆率较低，但企业部门杠杆率较高。2016年末，我国政府部门杠杆率为46.4%，不到发达国家平均水平的一半，家庭部门杠杆率为44.4%，也属于全球范围内的较低水平，但企业部门杠杆率为166.2%，是同期美国、英国的两倍多。政府部门中地方政府相对中央政府杠杆率更高，企业部门中国有企业相对民营企业杠杆率更高。2016年，地方政府杠杆率为30%，中央政府杠杆率为16%，前者接近后者的两倍；国有企业负债占我国非金融企业债务总额的75%。

经济高杠杆的形成机制

从金融和实体经济领域高杠杆率的形成机制看，两者既有区别又有联系。金融领域高杠杆率主要是金融机构对利差收入依赖度较高而追求扩大规模，非银行金融机构接受银行的委外资金扩大投资，中小银行从大型



银行获取流动性，而在这其中重要的利益链条是“同业存单—同业理财—委外投资”。在利率市场化后，中小银行利用同业存单发行便捷、不受监管、无需缴纳准备金等便利条件，大规模发行同业存单增加主动负债，之后配置同业理财实现从表内转到表外，再利用理财募集的资金委外开展非标投资。这其中既有监管套利，又有期限错配。监管套利主要是利用同业存单受监管较少，同业理财转到表外减少风险资本计提，期限错配主要是以短期理财资金委外投资配置长期非标资产。2016年末，国有银行、股份制银行、城商行同业存单发行占比依次为1%、53%、46%。2017年5月，上海清算所国内同业存单托管余额7.6万亿元，比2013年12月增加了222.8倍。2016年末，银行同业理财总额6万亿元，占理财总额的比例达到20.6%，而2015年初同业理财规模只有5600亿元，占理财总额的比例不到4%。

实体经济领域高杠杆率则主要是宏观流动性充裕，以及融资方式过度依赖债务性融资，也存在信贷资金分配不均匀导致部分领域杠杆率高的因素。从宏观流动性看，2008年全球金融危机之后，各国普遍采用宽松的货币政策，流动性充裕，国内存在人口红利等因素吸引了较多的国际资金流入。国内尤其是银行业金融机构在此过程中为房地产业、地方政府融资平台提供较多的信贷支持，更是加剧了这些领域的杠杆率提高。房地产市场快速发展，房价单边上涨成为居民进行投资实现资产保值增值的重要方式。2016年居民中长期贷款新增5.7万亿元，占当年新增贷款的45%，这其中基本是住房贷款，也正是因为提高了家庭部门的杠杆率。从融资方式看，实体经济领域杠杆率较高与过度依赖债务性融资，而权益性融资发展较慢有关。统计数据方面的表现是，虽然银行信贷占社会融资规模的比例在下降，但2017年3月本外币新增贷款占新增社会融资规模的比例仍然超过56%。

金融和实体经济领域高杠杆率具有相互强化的机制，金融领域高杠杆率推动实体经济领域杠杆率提高，实体经济领域杠杆率提高又进一步推动金融领域杠杆率提高，而在这背后是银行业的货币创造，资金在金融和实

体经济领域循环。以银行业为例，其负债来源主要是存款，银行吸收存款后进行资金运用形成资产从而赚取利差。在这其中，银行一方面是将资金以贷款的方式提供给实体经济，另一方面是通过同业合作，主要是银行和非银行金融机构合作绕道为实体经济提供融资支持。无论采取哪种方式最终都提高了实体经济领域的杠杆率，目前非金融企业和居民部门加杠杆的资金来源中约有25%直接来自非银行金融机构。而在实体经济领域杠杆率提高后，其资金运用过程中也会形成一定的派生存款再次存入银行，从而为银行业进行货币创造加杠杆，以及非银行金融机构为银行资金提供通道加杠杆提供了资金，推动金融领域杠杆率提升。

金融领域的高杠杆率增加了金融机构的风险，加剧了金融系统的脆弱性，导致部分领域资产价格泡沫化严重，提高了系统性风险发生的概率。实体经济高杠杆增加了自身的偿债负担，弱化了盈利能力，降低资金使用效率，且由于资金大部分来自银行效率，使得银行业面临较大的风险。通过非银行金融机构融资的资金，其实也是银行利用非银行金融机构的通道，资金仍然来自银行业，虽然有非银行金融机构介入其中可以起到一定的缓冲作用，但考虑到其资产规模和风险承受能力等因素，银行业还是最终的风险承担者。高杠杆率导致资金使用效率降低已经表现得非常明显，2008年增加1元的GDP需要1.4元的新增社会融资，而到了2016年则需要3.2元的新增社会融资。这种情况决定了高杠杆率不仅要压降，而且要综合考虑金融和实体经济两个领域，统筹做好金融和实体经济去杠杆。

实现金融去杠杆和实体经济去杠杆的协同

合理把握去杠杆的力度和节奏。杠杆率快速提高存在较大风险需要压降，但这并不意味着要在短期内迅速去杠杆。因为快速降杠杆而引发的风险在国内外都有先例。日本在上个世纪80年代末90年代初迅速降杠杆导致其资产泡沫破裂，经济从此一蹶不振。我国在2015年6月出于清理股票市场场外配资的考虑，股市迅速降杠

杆导致当年7、8月份股市流动性危机。因而，在去杠杆的过程中，需要充分借鉴国内外的经验，结合杠杆率快速形成的原因，采取适当的措施，去杠杆既要积极也要稳妥。如果从金融和实体经济领域高杠杆形成机制的联系看，加杠杆是资金在金融和实体经济领域循环的结果，只要有资金循环流转就有杠杆存在，这决定了去杠杆也不可能把杠杆都去掉。事实上，杠杆的存在本身就是经济金融发展到一定阶段的结果，根据经济发展的需要，适度的杠杆率是必要的，在去杠杆的过程中需要统筹好金融和实体经济领域。

积极稳妥压降金融杠杆。从美国、日本利率市场化的情况看，利率市场化初期银行业都存在主动增加负债以扩大资产规模的情况。同业存单作为这一轮金融机构加杠杆中重点使用的金融工具，需要对其发展予以合理规范，加强监管。目前刚性兑付未有效打破，导致金融机构为兑付承诺的收益而被迫加杠杆的问题突出，需要把打破刚性兑付作为去杠杆的一个方式，对于金融机构也要减少政府信用背书。金融业普遍扩大规模加杠杆也与未有效实现差异化经营、收入主要依靠利差有关，这是因为利差既定的情况下规模扩大就可以赚取更多的利润，对此要积极引导金融机构转型发展，结合自身情况实施差异化经营战略，开展高质量的产品创新，降低对利差收入的依赖。货币政策和监管政策在去杠杆的过程中要做好协调配合，根据经济发展的实际需要控制好货币供给量，适度适度收紧货币政策以防止系统性风险发生，监管政策既要强化又要精准以约束金融机构的不当经营行为。

做好实体经济中高杠杆领域的压降工作。去杠杆的目的是增强实体经济的稳健可持续发展能力，适宜的杠杆也是推动实体经济有效发展的方式之一。对于实体经济去杠杆的重点是杠杆率高企的地方政府和企业部门，尤其是国有企业。对于地方政府，要强化其财政预算约束，减少过度举债行为。对于国有企业，不仅要降低其预算软约束，而且要研究丰富国有企业的资本金补充渠道。同时，要把实体经济的发展能力和融资能力综合考虑，实现两者的合理匹配。对于发展能力较强的经济主体，要及时满足其合理的融资需求；对于发展前景不被看好扭亏无望的机构，也要及时进行破产清算，从而引导资金流向更有效率的领域。从融资方式上，要发展好多层次资本市场，丰富实体经济的融资渠道，降低对于债务性融资的依赖。对于实体经济去杠杆，也要考虑通过不同部门的杠杆转移，在总杠杆率不至快速提高的情况下，平衡不同部门的杠杆率。



产业和市场合作，探索开展跨境劳务合作，不断发展民族团结进步、社会和谐稳定、边疆巩固安宁的良好局面。

在深化与东盟国际产能合作上有**更大突破**。产能合作是开放发展之本。要敞开大门引进来，迈开大步走出去，充分利用国内国际两种资源、两个市场，深化以东盟为重点的国际产能合作，培育外向型产业集群。大力实施“引资强贸”工程，深入开展招商引资“三年行动计划”，积极引进国内外先进产能和技术，推动传统产业转型升级。要突出抓好马中关丹产业园区年产350万吨钢铁、上汽通用五菱印尼汽车基地等一批标志性、先导性对外投资项目建设，带动广西优势产能和优质企业走出去。积极推进与印尼、泰国、柬埔寨、老挝等东盟国家共办产业园区、农业合作区、物流园区，积极推动中越跨境经济合作区和国际旅游合作区建设，打造国际产能合作示范区，促进国内外生产要素自由流动、高效集聚和合理配置，推动国际产能合作迈上新台阶。

经济体制改革的核 心问题

□ 熊若愚

习近平总书记指出，坚持社会主义市场经济改革方向，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。学习领会习近平总书记关于社会主义经济建设的重要论述，必须进一步深化对这一重大理论和实践命题的理解和把握。

发展社会主义市场经济必须处理好政府和市场的关系。1992年，党的十四大将我国经济体制改革的目标确立为建立社会主义市场经济体制，并提出要“使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”。从十五大到十八大，都坚持了“市场在资源配置中起基础性作用”的定位，且认识在不断深化。十五大强调“在国家宏观调控下”发挥市场在资源配置中的基础性作用，十六大提出“在更大程度上”发挥市场基础性作用的要求，十七大提出了制度层面的要求，十八大提出了“更大程度更广范围”的要求。由此可以看出，随着实践的不断拓展和认识的不断深化，我们党对政府和市场关系的认识越来越深化、定位越来越科学。与此同时，还需要看到，在发展社会主义市场经济过程中，仍然存在一些障碍和问题：市场体系不够完善，生产要素市场发展滞后；市场竞争不够充分，阻碍优胜劣汰和结构调整；在一些地方存在地方保护主义、部门保护主义现象，市场规则还不够统一；在一些地方、部门存在以不正当手段谋取经济利益的现象，市场秩序还不够规范，等等。这就要求突出问题意识，坚持以问题为导向，着力通过使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用解决这些问题。

在资源配置中，到底是政府起决定性作用，还是让市场起决定性作用，这是处理好政府和市场关系的重大理论和实践课题。对这个重大课题，党的十八届三中全会作出了明确的回答。必须看到，市场经济的本质就是由市场而不是政府决定资源配置。社会主义市场经济也不例外。在社会主义市场经济条件下，依靠市场来配置资源仍然是最有效率的形式，这也是市场经济的一般规律。我们要健全社会主义市场经济体制，发展社会主义市场经济，就必须遵循“市场决定资源配置”这条客观规律。党的十八届三中全会决定将市场在资源配置中的作用定位由“基础性作用”修改为“决定性作用”，就是要在全党全社会树立关于政府和市场的关系。始终注重更好发挥政府作用。更为重要的是，都要始终注重发挥党委总揽全局、协调各方的领导核心作用，牢牢把握党对经济工作的领导权。

使市场在资源配置中起决定性作用。坚持把使市场在资源配置中起决定性作用作为全面深化改革的重要取向，加快形成统一开放、竞争有序的市场体系，清除市场壁垒，提高资源配置效率。坚持从广度和深度上推进市场化改革，把政府不该管的事交给市场，减少政府对资源的直接配置和对微观经济活动的直接干预，把市场机制能有效调节的经济活动交给市场，推动资源配置实现效益最大化和效率最优化。深化要素市场改革，推进要素市场建设，完善主要由市场决定价格的价格生成机制，健全公平、开放、透明的市场规则，反对垄断和不正当竞争，有效规范各类市场运行。

发展社会主义市场经济，是实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦的重大抉择。在这个历史进程中，必须始终使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。必须看到，市场作用和政府作用是有机统一的，决不能把二者割裂开来、对立起来，执其一端而不及其余。必须坚持辩证法、两点论，努力使市场作用和政府作用有机统一、相互协调、相互补充、相互促进，切实运用好“看不见的手”和“看得见的手”，共同推动经济社会持续健康发展。

学习习近平关于社会主义经济建设重要论述

（上接1版）广西开放平台数量多、规格高、种类全，既有国际级开放平台，又有国家级、省际间开放平台；既有综合性平台，又有专业性平台；既有会展论坛平台，又有产业投资平台；既有传统商贸合作平台，又有新兴的金融、旅游和信息发布平台。要主动适应中国—东盟合作新趋势，加快形成各有侧重、主题鲜明、特色突出的高层对话平台以及专业合作平台。着力打造中国—东盟博览会、中国—东盟商务与投资峰会升级版，延伸价值链，提升“南宁渠道”服务“一带一路”建设的能力。办好中国—中南半岛经济走廊发展论坛，深化泛北部湾和澜沧江—湄公河合作等次区域合作，推进与沿线国家在互联互通、投资、旅游、产业、人文等方面全方位合作。深化国家级开放型经济新体制综合试点试验，积极探索开放发展新经验。抓住国务院批复北部湾城市群发展机遇，实施重大基础设施建设、重大产业布局、产业园区升级等工程，强化北部湾经济区龙头作用，带动广西在更高层次、更宽领域参与国际合作和竞争。

在推进互联互通上有**更大突破**。互联互通是开放合作的前提和基础。要以“一廊两港”为重点，着力推动陆上、海上、天上、网上四位一体的联通，加快建设一批“一带一路”重大项目和重大标志性工程，构建面向东盟的国际大通道。围绕打造中国—中南半岛经济走廊，重点建设连接中南半岛的高速公路网、铁路网、海运网、航空网和通信网，加快打通“渝桂新南向通道”，实现“一带”与“一路”、陆与海的有机衔接。依托北部湾区域性国际航运中心建设，进一步完善中国—东盟港口城市合作网络，促进与东盟各国港口城市间在互联互通、港口建设、临港产业等的深度合作。围绕基础设施、信息共享、技术合作、经贸服务、人文交流等平台，加快推进中国—东盟信息港建设，与东盟国家共筑“信息丝绸之路”。完善连接广东、湖南、云南、贵州等省的高速铁路、高速公路网，打造“三主四辅”西江港口体系和“一千七支”内河航道，建设南宁面向东盟的国际门户枢纽机场和桂林国际旅游枢纽机场，逐步形成上联滇黔

湘、下通粤港澳、对接东盟的高效便捷运输网络。

在释放“海”的潜力、激发“江”的活力、做足“边”的文章上有**更大突破**。北部湾是我国近海水质最洁净的海域之一，发展海洋经济潜力巨大。要推动北部湾经济区转型升级，依托港口群构建临港产业集群，大力发展临港先进制造、海洋生物医药、海洋生态旅游、远洋航运服务等向海经济，加快壮大海洋产业规模，提升海洋经济质量效益，努力建设海洋经济强区。积极参与泛珠三角区域合作，依托西江黄金水道，积极推进承接产业转移和服务业开放合作，促进两广经济一体化发展。广西边境地区既是革命老区、少数民族聚居区，也是贫困人口集中地区，扩大开放意义重大。要深化沿边金融综合改革试点，努力建设人民币区域性国际化的先行先试区和“一带一路”有机衔接的金融门户；用好沿边开放的优惠政策，加快完善口岸和互市贸易区等设施，深入实施加工贸易倍增计划，扶持边境地区发展特色优势产业，深化与周边国家的