



核心阅读

自2008年国际金融危机以来,我国非金融企业杠杆率总体水平上升,国有企业高杠杆问题尤为突出。国有企业降杠杆成为结构性去杠杆的重中之重。有序推进非金融企业去杠杆,既是我国深入推进供给侧结构性改革的必然要求,也是防范企业债务风险、维护经济金融平稳运行的根本举措。通过完善企业管理制度、优化金融政策和金融供给、做好地方政府债务管理等手段,努力实现国有企业降杠杆。

中央财经委员会第一次会议指出:“要以结构性去杠杆为基本思路……地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。”在此之前,2017年7月召开的第五次全国金融工作会议提出:“要把国有企业降杠杆作为重中之重,抓好处置‘僵尸企业’工作。”在我国的高杠杆企业中,国有企业高杠杆问题尤为突出,结构性去杠杆需要重点做好国有企业去杠杆。

国有企业高杠杆的特点

国有企业杠杆率总体较高。2008

把国有企业降杠杆作为重中之重

□ 娄飞鹏

年国际金融危机后,我国非金融部门杠杆率快速提高,非金融企业杠杆率提高速度更快。其中,国有企业高杠杆问题更加突出。从宏观层面看,根据国际清算银行的统计数据,2017年9月底,我国非金融企业的杠杆率为162.5%,是同期美国73.2%的2倍多。中国社会科学院的测算数据表明,国有企业债务在非金融企业债务中的占比约为65%。这意味着,在非金融企业中,国有企业杠杆率更高。从行业层面看,以工业企业为例,2017年底,工业企业总体资产负债率为55.5%,国有工业企业为60.4%,比集体企业、外资企业、民营企业中的工业企业资产负债率都高。从这方面看,国有企业资产负债率较高的特点也很突出。

国有企业高杠杆率具有结构性特点。一是东中西部地区国有企业杠杆率变化趋势不同,杠杆率也不同。东部地区国有企业杠杆率在波动上升,中西部地区国有企业杠杆率在波动下降,但西部地区国有企业杠杆率最高,中部地区居中,东部地区最低。根据国资委的统计数据,2015年底,东中西部地区国有企业资产负债率依次为60.2%、64%、64.8%。二是大中型国有企业资产负债率显著高于小微企业国有企业。根据国资委的统计数据,2015年底,全国国有企业中,大型、中型、小型、微型企业的资产负债率依次为62.8%、66.2%、59.9%、54.9%,中型国有企业的杠杆率最高,微型国有企业的杠杆率最低。三是中央企业杠杆率低而地方企业杠杆率高。根据国资委的统计数据,2014年底,国有企业中,中央企业的资产负债率为66%,地方企业的资产负债率为67.1%。四是建筑业、房地产业、仓

储业、“两高一剩”行业杠杆率高的问题突出。建筑业、房地产业、仓储业是受自身行业商业模式影响杠杆率较高,“两高一剩”行业受自身盈利能力较弱等因素影响杠杆率较高。五是“僵尸企业”杠杆率更高。有关研究表明,从资产负债率看,“僵尸企业”比非“僵尸企业”高出约20个百分点。

国有企业高杠杆的成因

国有企业高杠杆的形成是多种因素共同作用的结果,既有国有企业自身的原因,也有金融机构或融资方式方面的原因,还有财政体制方面的原因。

国有企业自身存在预算软约束问题,资金使用效率不高等,从而导致杠杆率较高。从历史来看,国有企业依靠财政拨款补充资本金,资金获取相对更加容易,本身就存在容易出现不注重资金使用效率的问题。同时,国有企业的管理体制不够完善,经营管理效率不高,也不利于提高资金使用效率。另外,国有企业中长期存在企业办社会的情况,养老等社会保障方面的负担较重,更注重各方面的公平合理,需要使用资金的领域较多,也难以清晰核算。这些因素导致国有企业预算软约束问题突出并且长期存在,不仅存在较大的融资冲动,而且资金使用效率不高,易于导致杠杆率较高。

债务性融资为主的融资方式,金融机构在融资过程中存在的所有制偏好,也导致国有企业的高杠杆率。我国的金融体系以银行业资产规模最大,银行业又以国有银行为主导,银行本身就存在支持国有企业发展的历史使命。金融行业的这种格局导致在

融资方式上,债务性融资占比较高,权益性融资占比较低,易于导致高杠杆率。在银行提供融资的过程中,为了缓释风险往往需要有抵押物担保,而国有企业重资产的特点更突出,拥有更多的房产、土地,并且往往会有政府信用背书,所以银行等金融机构更偏好于为国有企业提供融资,所有制偏好表现相对明显。这方面的表现是,银行等金融机构不仅对国有企业融资的政策条件较为宽松,而且融资的利率往往较低。根据相关研究,国有企业贷款中只有40%需要抵押担保,而民营企业70%的贷款需要抵押品。

因为财政体制方面的原因,部分国有企业承担了地方政府的融资职能,导致杠杆率较高。这方面主要是,地方政府融资平台公司类国有企业,曾长期作为地方政府的融资主体,承担了地方政府的融资职能,虽然债务表面上是国有企业债务,但实际上则是地方政府债务。这种情况出现主要是受到财政体制等多种因素的影响。1994年实施的分税制改革,强化了中央政府财权,弱化了地方政府财权,但地方政府的事权却有所加大,需要承担更多的经济建设责任。同时,当时的《预算法》又规定地方政府不得列赤字,除法律和国务院另有规定外也不得发行地方政府债券。在这种情况下,以城投公司为代表的各类地方政府融资平台公司大量出现,并充当地方政府的融资主体承担了大量的地方政府融资职能。2008年国际金融危机发生后,为实现经济增长目标,地方政府融资平台公司的融资规模快速扩大。近几年的地方政府债务治理正在弱化这一因素的影响,但仍然值得关注。

国有企业去杠杆的建议

国有企业去杠杆需要跳出国有企业债务的局限来全面看待,从国有企业、金融政策和金融供给,以及地方政府融资管理和地方政府融资平台公司转型方面做好相关工作,先控制好增量的杠杆率,再逐步疏解存量的高杠杆问题。

完善国有企业管理制度,通过扩大分母、缩小分子去杠杆。一方面,在我国总体处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期的大背景下,要以去杠杆为突破口深化国有企业综合改革,按照管国有资本的思路,继续深化国有企业改革,积极推进企业兼并重组,完善现代企业制度,强化自我约束,多措并举盘活企业存量资产,丰富国有企业资本金补充方式,提高国有企业的经营效率,通过扩大分母来实现去杠杆。另一方面,有序开展市场化、法制化债转股,做好“僵尸企业”清理,依法依规实施企业破产,通过缩减分子来去杠杆。尤其是在市场化、法制化债转股方面,不仅要做好企业的选择,重点围绕经营发展前景看好但遇到暂时性困难的企业,而且债转股的范围也要全面涵盖银行的不良资产和正常资产。同时,也要解决好明股实债的问题。

优化金融政策和金融供给。在国有企业去杠杆的过程中,需要有合适的金融政策做支撑。具体而言,一方面,货币政策要继续保持稳健中性,维持适宜的流动性,金融监管政策要从严,防止金融机构违规发放贷款,严格限制资金流向“两高一剩”行业,限制信用快速扩张,降低国有企业盲目从金融机构融资的总规模来降

低杠杆率。另一方面,也要通过货币政策和金融监管政策的协调,积极引导全社会融资利率的下降,通过减少债务性融资的利息总额,降低国有企业的利息支出来降低国有企业的杠杆率。在金融供给上,重点围绕丰富国有企业融资方式的总体思路,通过发展多层次资本市场,提高直接融资尤其是股权融资比重,以权益性融资替代债务性融资,从而推动国有企业去杠杆。小型、微型国有企业的合理融资需求也要予以足够的关注,解决其融资难融资贵的问题。

做好地方政府债务管理和地方政府融资平台公司转型。国有企业的高杠杆率与地方政府债务有着密切的联系。从国有企业去杠杆的角度看,做好地方政府债务管理的一个重点是规范地方政府融资方式,做好地方政府融资平台公司的转型。按照《关于加强地方政府性债务管理的意见》,以及2015年1月1日实施的《预算法》的要求,把发行地方政府债券作为唯一的举债方式,规范地方政府发债融资。地方政府不得为包括地方政府融资平台公司在内的各类主体违法违规提供担保或者承担偿债责任。国有金融企业除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道,为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。降低地方政府融资平台公司经营中对地方政府的依赖,全面剥离地方政府融资平台公司的政府融资功能。地方政府融资平台公司自身也要积极寻求转型,特别是不具备公益性项目的地方政府融资平台公司,需要主动寻求转型,及时与政府脱钩,从而实现完全市场化运营。



金融科技发展带来的挑战与监管应对

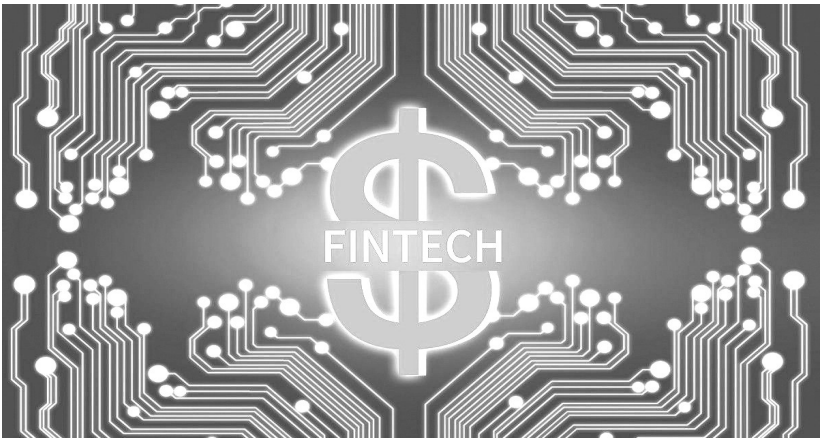
□ 刘绪光

服务的供给方式以及金融风险的产生和治理模式产生了影响。科技与金融的融合速度大大加快,技术驱动形成金融产品的推广周期越来越短,新产品大规模覆盖用户的能力越来越强,金融科技的影响广度与深度需要以新的视角和方法进行评估。

金融科技与互联网金融的密切相关,但有各自的差别。“金融科技”概念与我国一直流行的“互联网金融”有所不同。互联网金融更注重场景,而金融科技更侧重技术,但遵循金融本质,其在国际上的运用、发展和监管都遵循金融发展和监管规律。而我国“互联网金融”的提法,则有“中介论、出身论、民间金融上网论”等多种解读,植根于我国特殊的金融转型背景和监管环境,金融属性与互联网属性孰轻孰重经常会相机抉择,为求发展而强调的重点时有游移,更强调“自身的与众不同”,对相关的监管规范和法律适用带来了一定的挑战,实践中有些方面出现了许多脱离和违背金融行业规律的伪创新,在快速发展中积累了一些问题和风险,这种趋势经过近年的互联网金融风险专项整治正在向着规范有序的方向转变。

金融科技的潜在影响。技术革新带来金融服务效率的提升、市场结构的改变,也蕴藏着值得关注的风险。

金融科技对金融机构的潜在影响。金融科技的创新与发展,在一定程度上改变了金融功能的实现方式,优化了金融服务供给,同时也孕育了新型金融主体或合作模式,呈现出新的风险特征。第一,金融科技改变了金融功能的实现方式,使金融功能的实现载体更多元,实现手段更丰富。例如在借贷功能实现上,持牌信贷机构和金融科技公司合作衍生出市场上泛指的“助贷”模式。参与借贷业务的主体除了传统金融机构,还增加了借助大数据、人工智能等技术手段,提供各类所谓“赋能”服务的金融科技公司。第二,金融科技变革了金融服务供给方式。技术使金融行业的分工日趋专业化、精细化,金融服务的生产链条被拉伸延展,并嵌入多种服务供给主体。而在新金融供给模式和产业链重组过程中,传统金融机构的角色定位也开始有所转变,以客户为中心的原则和场景化服务的模式带给了互联网金融企业强大的客户触达能力,培养了客户的“前端”黏性。



从这个角度讲,一些习惯于“等客上门”的传统金融很可能因为与客户的联系越来越弱,不得不在金融服务的链条上有所后移,最终退到金融服务的“后台”。第三,金融科技孕育了新兴的准金融基础设施,也衍生出新的风险特征。一些金融科技企业以互联网等新兴技术为依托,逐步构建并形成了一定的数据分析能力、信息登记和存证追溯能力、清算结算能力,为各类金融活动提供具有公共产品服务属性的一系列基础服务。需要注意的是,金融与技术共生演进、转型升级、协作对接的过程中,往往会呈现出新的风险特征。新型金融服务商使金融和非金融的边界变得模糊,增大监管的风险识别与研判难度,监管的及时性受到挑战。

金融科技对金融市场的潜在影响。金融科技激发了市场对金融服务的需求,丰富了金融市场的层次和结构;使金融资产的信息更为透明,定价工具更多维,一定程度上降低信息不对称带来的风险溢价,提升金融市场的定价效率;此外,金融科技还可能对金融稳定和金融市场的风险管理产生影响。在积极方面,金融科技在提升风险管理水平,防范和化解金融风险,维护金融稳定方面具有潜在价值。然而,科技与金融的深度融合也为金融市场稳定带来了宏观和微观的消极影响。在宏观层面,金融科技增加了市场的传染性、顺周期性,强化了市场的风险波动性。在微观层面,金融科技带来既有信用风险、市场风险、操作风险等传统金融所蕴含的风险,又因互联网特性,蕴含新的风险特征。

金融科技对金融监管的挑战及其应对。面对金融科技带来的影响,金融监管需要进行综合评估,在监管理念、制度、框架等方面作出适应性调

整。对于金融科技,各国监管目前基本采取较为包容的态度,但在具体的尺度上不尽相同,不同的监管者在平衡金融创新与风险时的侧重点也有差异。在具体操作方面,面对多变、复杂且破坏性创新频发,监管者需要避免陷入缺乏充足事实的盲目监管或者无所作为的消极监管的困境。

对金融科技监管在操作当中的困难主要源自传统金融监管体系与新兴互联网金融特征的不适应,主要表现在监管理念、监管制度安排和监管框架三个方面。一是监管理念的不适应。对于自下而上的金融服务和产品创新,习惯于自上而下制度设计理念的监管者对其评估、吸纳和管理能力显得不足,制度储备不够,经验也不够丰富。二是监管制度安排的不适应。多层次、连续性的金融活动与分段的监管分工制度安排是不兼容的,实践中常常出现段以外的监管真空和段以内的监管过度。三是监管框架的不适应。现行监管框架主要关注金融市场中已经具备稳定形态、具有一定规模的机构,对于其他金融科技创新主体常常难以及时覆盖。金融科技企业在初创阶段或在取得一定的市场份额之前,其创新产品或服务可能无法纳入既有的监管框架。

有鉴于此,我国在鼓励金融科技领域的探索和实践的同时,也应该坚持基本的原则和规范:一是任何金融活动都不能脱离监管体系,要严格遵守法律法规,不能以技术之名掩盖金融活动的本质。二是包括金融科技在内的任何金融创新,都要以有利于实体经济的发展为前提,杜绝实体经济毫无益处的“伪创新”。三是金融科技的创新还应该有利于加强宏观调控,要切实防范因为创新而形成新的风险。

(上接1版)以2016年全国劳动生产率(劳均GDP)96万元为基准,作为城镇的主要产业,工业的劳动生产率相当于平均水平的2.73倍,第三产业相当于1.19倍,建筑业相当于68.3%,而农村的主要产业——农业则仅为平均水平的30.9%。如果简单从这个劳动生产率相对水平比较看问题,农民工从城镇到农村的倒流,就相当于劳动力从高生产率就业退回到低生产率就业,即意味着出现逆库兹涅茨过程。引领经济发展新常态,要求把经济发展方式从生产要素投入驱动转到生产率提高驱动的轨道,而资源重新配置效率是迄今生产率提高的重要源泉,那么,农民工逆向流动是否必然导致逆库兹涅茨过程,从而降低中国经济整体生产率呢?党的十九大提出的乡村振兴战略和习近平总书记在这个方面的重要讲话精神,为我们认识和解决这个问题提供了重要的指导。

乡村振兴战略与新型城镇化

党的十九大提出乡村振兴战略,作为决胜全面建成小康社会七大重大战略部署之一。实施这个战略与推进新型城镇化既不是对立的关系,也并非在侧重点上有所不同,而是你中有我、我中有你,相互补充、相互促进的关系。特别需要认识到的是,只有把乡村振兴战略与新型城镇化战略同时推进,才可以使后者的目标更加明确,实施手段更加协调和统筹兼顾,推进过程更加健康和更可持续。

乡村振兴战略与新型城镇化都是建设现代化经济体系及至推进现代化建设的必由之路,两者不仅目标是相同的,推进手段也是一致的和互补的。高度城镇化是经济社会现代化的一个综合体现,因此也是各国现代化过程中都要追求的结果。但是,达到这个结果的过程本身,却因国情的不同应该有差异性。换句话说,就城镇化而言,可以有且必然有推进过程中的中国特色,却没有

且不应该有最终目标上的中国例外。而实施乡村振兴战略,就是为了保证这个有中国特色的城镇化过程与必然走向高度城镇化结果之间的一致性。

为了避免一些发展中国家城镇化进程中出现农业萎缩、农村凋敝和农民生活改善滞后于经济发展的不利后果,习近平总书记强调指出:城镇化进程中农村也不能衰落,要相得益彰,相辅相成。同时告诫我们任何时候都不能忽视农业、不能忘记农民、不能淡漠农村。毋庸置疑,这里所讲的“任何时候”就包括在追求城镇化水平提高的时候。例如,从实施乡村振兴战略的角度,实现农业农村现代化必然要推动农业的适度规模经营,而土地规模如何扩大,在什么阶段上扩大到什么程度,取决于农业劳动力转移所处的阶段及其稳定性;从推进城镇化的角度,劳动力转移又需要以农业劳动生产率的提高为前提条件,而后者又受到经营规模狭小的制约。对于如何破解这个循环难题,党的十九大提出的乡村振兴战略及其他一系列部署给出了答案。

城镇化是一个长期的历史自然过程。在这个过程中,既有人口从农村向城镇迁移的正向城镇化,也不可避免有农民工返乡等逆城镇化。通过加快户籍制度改革,促进农业转移人口市民化,可以保证城镇化作为库兹涅茨过程持续推进;实施乡村振兴战略,可以使劳动力、人才的返乡也不会成为一个逆库兹涅茨过程;同时,乡村振兴战略不仅为农村人才和劳动力创造一片用武之地,也使城镇化的推进更加行稳致远。习近平总书记指出:要让精英人才到乡村的舞台上大施拳脚,让农民企业家在农村壮大发展。通过激发出各类人才和劳动力的人力资本潜力和活力,将农村生产要素进行合理、优化的配置,不仅保证人力资源的返乡和下乡与进城一样具有效率改进的功效,而且是实施乡村振兴战略和实现农业农村现代化的关键一环。

(作者系中国社会科学院副院长)