



防范金融风险的近忧与远虑

核心阅读

■ 从经济金融发展的规律看，推进改革开放、确保稳定增长是新时代化解金融风险的路径，也是避免金融风险过度积累的前提条件。金融风险防范的关注点应从“近忧”回归到“远虑”。



□ 谭岳衡

金融风险防范措施初见成效

随着世界政治经济格局发生深度调整，全球贸易保护主义抬头，贸易摩擦加剧，金融市场持续动荡。外部不确定性的增加对我国宏观经济和金融市场均带来巨大的挑战。从国内情况来看，当前经济面临一定的下行压力，经济运行的结构性矛盾依然突出，一段时间以来金融体系积累的风险逐步显现。一是宏观杠杆率较高，非金融部门的杠杆率显著高于其他重要经济体，而国有企业的杠杆率又明显高于其他所有制企业。二是地方政府的隐性债务扩张迅速，有些地方政府的显性债务和隐性债务远超其偿付能力，已成为金融体系的重要风险源。三是影子银行盛行，为宏观高杠杆提供了微观路径。资金信托资产、银行理财产品、证券公司定向资管产品等金融资产相加，已经相当于整个银行体系内贷款规模的60%。且产品间存在互相嵌套、相互持有的现象，给监管、统计和金融风险控制造成了更大的难度。

针对以上风险，中央出台了多项政策措施。

一是将降低企业杠杆率作为供给侧结构性改革的重点任务，启动了市场化债转股。截至2018年6月底，市场化债转股签约金额已经达到1.7万亿。混合所有制改革已批复实施3批50家企业试点方案，建立了中央企业负债率管控机制。通过多措并举，非金融企业的杠杆率在2017年有所下降，较2016年底下降1.4个百分点，为2011年以来首次出现净下降。

二是严格控制地方政府无序扩大隐性债务。财政部相继发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》和《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》，积极采取多种措施进一步规范地方政府融资行为。

三是2018年4月底正式发布并实施资管新规，要求打破理财产品的刚性兑付，增强理财产品的透明度，控

制期限错配。之后，一系列配套资管新规的具体规定也相继出台。在严监管措施之下，影子银行的规模逐步下降，截至2018年8月底，银行表外非保本理财余额22.3万亿元，比资管新规出台前下降了21%；资金信托余额约20万亿元，比新规出台前下降7.7%；证券期货经营机构私募资管产品余额248万亿元，较新规出台前下降11%。

防风险的侧重点正在发生变化

受到中美贸易摩擦以及经济增长周期的影响，外部经济金融环境较前期发生了较大改变，防风险措施在新的环境下也凸显出新问题。在资本市场主要体现在民企融资困难、股票质押高企和市场持续下跌，新问题相互依存，新风险彼此交织。

高杠杆的形成过程较为复杂，去杠杆应平衡考虑企业的承受能力。从政策效果看，杠杆率更高的国有企业并未受到严重影响，杠杆率下降缓慢，而民营企业却面临更加严峻的融资环境，融资难、融资紧、融资慢、融资贵问题更加突出。不从发展潜力出发的一味抽贷，表面上看似降低了杠杆率，但却一定程度上推高了信用违约率，使民企融资陷入恶性循环。融资市场的不同渠道是互通的，信贷市场、股权融资市场、债券市场以及基金融资这四种融资方式，对于融资主体来说往往是一致性的影响关系，尤其是信贷融资，由于银行信贷目前仍然是企业全部融资的主渠道，它的健全与否迅速影响到资本市场对企业直接融资的态度。2018年2季度起，企业信用债市场的违约率迅速提高，其中以民营企业的违约率增加最快，与信贷市场的方向是一致的。据统计，2018年前7个月债券市场共有15家发行主体出现债券违约，新增违约主体12家，其中有10家为民营企业。境外相关债券的收益率飙升，银行对民营企业的贷款意愿进一步降低，部分地区出现了断贷现象，这又加重了信用债市场的违约风险。

股票质押与市场下跌的共振反应

是防风险中的新的风险点。目前A股市场股票质押对应市值为4.3万亿元。根据上市公司公告统计，大股东质押股份超过全部股份70%的公司有800多家，大股东质押比例达90%以上的公司超过470家。股东融资与股票价格波动的高度绑定，加大了市场运行的脆弱性。即使经济基本面保持稳健，估值水平处于较低位置，但悲观预期下股市仍出现了较大幅度下跌，如果预期管理得不好，很有可能催化股票质押的踩踏风险。

推进改革开放，确保稳定增长是新的关注点

针对新的风险隐患，中央陆续出台新的举措予以化解。与前阶段的措施不同，近期措施更加关注结构性差异，回归制度性考虑。一是适当调整了资管新规在过渡期的要求，加快地方政府专项债的发行速度，避免因资金链断裂引发系统性风险。二是发声力挺股市，稳定市场预期。三是鼓励地方政府类基金、证券公司出资，帮助上市公司纾解质押困境。尤为重要的是，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，重申鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策，突出关注民企融资困难的问题，为民营企业定位与发展按下“定心丸”。

从经济金融发展的规律看，推进改革开放、确保稳定增长是新时代中国社会主义市场经济条件下化解金融风险的路径，也是避免金融风险过度积累的前提条件。下一阶段金融风险防范的关注点应从“近忧”回归到“远虑”。

继续坚持改革开放的基本方略，提升金融体系自身的稳健性是风险防控的根本之道。从历史经验来看，改革开放不仅促进了金融机构和市场的结构优化，也提升了整体金融体系的稳健性。深化金融机构和金融市场的改革，重点是推动金融机构专注主业，避免近年来资金空转的虚假繁荣金融，回归服务实体经济的金融本源，引导更多资源配置到经济社会发

展的重点领域和薄弱环节。金融市场机制仍需优化，应积极有序发展股权融资，积极发展债券市场，改善社会融资结构，稳步提高直接融资比重。间接融资为主的金融体系容易使金融风险积聚在银行体系，直接融资更能分散风险，增加金融体系的弹性。在推进直接融资发展的同时，要注意到间接融资的前置性和基础性作用，也就是说，当人为缩减间接融资规模，期望用直接融资更多增量来达至总融资规模扩大的目标，往往事与愿违。只有在保持间接融资稳定性的前提下，股权和债券的直接融资才会齐头并进。

继续推进金融领域的对外开放。开放，引进增量资源，引进更多的国际机构投资者。香港资本市场今年的改革开放为我们提供了良好的借鉴。从沪港通、深港通、债券通，到允许尚未盈利的生物科技公司、同股不同权的新兴赴港上市，港交所始终保持开放的态度。从执行情况来看，这些举措扩展了市场广度和深度，提升了资源配置能力。

不断完善和加强央行的宏观调控职能，保持流动性合理充裕，支持经济稳定增长。我国央行的宏观调控具有货币政策和宏观审慎政策的双支柱。货币政策主要针对整体经济和总量问题，保持经济稳定增长和物价水平基本稳定。宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系，着力减缓因金融体系顺周期波动和跨市场风险传染所导致的系统性金融风险。一方面要把握好“货币总闸门”，防止流动性泛滥，不搞大水漫灌；另一方面坚持稳健货币政策，保持流动性合理充裕，保持定向精准投放，在助推供给侧结构性改革的同时，为防范化解金融风险创造有利的流动性环境。

保持战略定力和政策的一贯性，注重对预期的引导，还要在市场出清中避免市场救助中的道德风险。金融政策的出台需要系统监管部协同性，保持金融政策在各细分市场的一致性。要紧跟跟踪市场反应，与市场充分沟通，金融政策是市场产生即时反应的政策，因而更需注重对市场预期的引导，提升政策有效性。出于最终解决好金融风险的目标，刚性原则和市场出清要逐渐坚持，大而不倒的道德风险在金融体系根深蒂固，在市场出清中，救还是不救、怎么救、救什么样的机构等现实问题，将考验监管机构的智慧，更会在危机烈火中锻造出具有中国国情的市场化救助原则。如果没有市场出清，就不可能真正打破刚性兑付；如果不能形成以市场化为主导的救助原则，就不可能完成对僵尸企业的彻底淘汰和有价值企业的真正扶持。



2017年，我国企业研发经费支出占全社会比重为77.6%，从数量上看已成为研发投入主体；企业研发人员全时当量在三大执行部门比例超过3/4，从研发人力投入看，也已成为科技创新的主体。然而，从结果看，企业的高水平技术创新成果还比较少、高层次人才比较缺乏、基础研究缺位与应用研究严重不足并存。

企业自主创新能力不足的主要原因

技术引进路径依赖。1995年我国就确立了科教兴国战略，2006年国家中长期科技发展规划纲要更是把自主创新作为科技发展第一原则。然而实践中企业发展所需技术更多从国外引进，而非自身积累，并且存在消化、吸收投入不足，例如我国企业技术引进经费占研发经费的比重，长期维持在1：2左右，与日、韩历史同期的1：10技术消化力度相比，差距显著。

企业应用研究长期缺位。我国工业企业研发活动更多以试验发展为主，在应用研究上投入相对不足，长期维持在5%左右的水平，基础研究更低，几乎可以忽略。而发达国家企业研究经费中，基础研究一般占4%—8%，应用研究比重一般超过20%，最高接近50%。基础研究、应用研究比例过低，直接制约了我国企业技术创新能力的积累。

缺少高水平专业技术人才成长土壤。很多高水平专业技术人才从国外引进来，大都去了科研院所而非企业，这在一定程度上与在企业难以发挥专业特长有直接关系，也进一步说明了企业还没有成为高层次人才开展技术创新的理想平台。

企业自主创新能力的制约因素

自主创新缺少有效财税政策支持。为加强自主创新，我国推出一系列税收奖励政策，然而税收优惠更多“重结果，轻过程”，对企业研发缺乏有效激励。例如，在税收支持政策中，企业所得税优惠所占比重最大，高达38%，然而大部分创新型企业在发展初期基本没有利润，因此无法享受相应税收减免。而企业在最需要支持的环节，如厂房设备加速折旧、研发费用加计扣除或税收抵免、科技开发准备金提取等，政策尚未不能到位。

企业自主创新产品缺少必要的市场空间。科技成果的产业化，通常被认为是技术创新的最后一公里，然而从现实看，产业化后的企业成长更为关键。长期以来形成的传统观念，使得自主创新产品在推广应用上遇到极大障碍，由于缺少自我完善机会，使得自主创新型企业的成长受到抑制，甚至影响到了企业的生存。以轨道交通控制系统为例，2010年一直是国外技术主导，国内企业即使技术可行，也更多以安全为由被拒之于门外，从而导致相关企业发展十分缓慢。若非国外产品频频故障，且服务响应滞后，严重影响了轨道交通的运营，国内企业很难会有上场机会。

支持企业创新发展的金融环境亟待改善。大多自主创新型企业，无论在初创期还是高速增长期，都会受自身信用有限、规模不大、风险偏高、盈利不稳定等因素影响，很难满足现有融资机构的门槛要求，尽管国家出台了一些政策措施，但金融机构为防风险、控成本，缺少实质性改革和突破，致使融资难、融资贵仍广泛存在。

完善企业自主创新能力的政策支持

加强技术引进统筹，提升企业技术学习水平。一方面，要统筹关键技术、装备技术引进，明确各时期的技术引进、消化吸收以及创新重点；另一方面，要将自主创新能力内化为企业发展的第一动力，努力提升本土企业的技术学习水平，使之有能力鉴别和吸收境外先进技术，跳出技术“引进—模仿—落后—一再引进”怪圈，打破企业“低端化、同质化、边缘化”发展魔咒。

引导企业加强研发投入。我国科技创新型企业考核评价体系，不仅要考核产值和利税，还要考核科技研发投入、技术消化、协同创新

我国企业自主创新能力的缺陷与提升

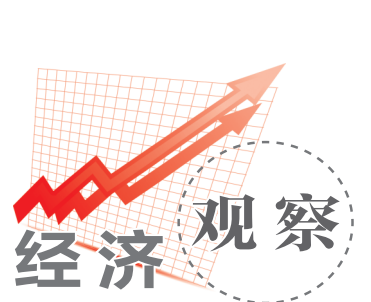
□ 李中

等指标，考察其开展重大共性基础研究和重大行业标准修订、参与国家重点实验室及国家各类平台建设运行维护、科技人才的培养使用与成长等方面绩效，加强对科技创新价值导向的引导。

科学确定财税政策着力点，提高政策针对性。着力构建以企业研发为核心，税收优惠方式灵活、税种分布合理的政策体系，对已认定的高新技术企业，其研发投入税前抵扣、研发费用向后结转、研发准备金提取，在初始年度均可实现税前列支，充分发挥间接优惠对高新技术企业的研发投入激励作用，加快实现从支持科技成果产业化发展、支持生产贸易环节向支持研究开发环节、创新创业支持体系建设转变。

为自主创新产品提供市场空间。应综合运用公共采购、法规、标准等政策工具，加大对具有自主知识产权的高新技术产品的市场培育力度。在不违背WTO公平公正、反歧视原则前提下，充分发挥政府采购等政策对创新创业的激励和导向作用，为自主创新产品在市场准入、合同评审、采购预算等方面给予优先待遇。

进一步优化完善企业融资环境。在直接融资方面，加大资本市场对创新型上市企业融资、再融资和市场化并购重组的支持，鼓励符合条件的私募基金管理人发起设立企业创新发展基金；在间接融资方面，应完善商业银行考核体系，提高创新型授信业务的考核权重，鼓励创新金融产品、模式和服



商业银行要在“三角形支撑框架”中发挥更大作用

□ 郑万春

国务院金融稳定发展委员会近日召开的防范化解金融风险第十次专题会议，首次提出要在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环。为使商业银行在“三角形支撑框架”中发挥更大作用，急需加快实现“三个转变”。

转变理念观念。传统观念往往认为，民营企业规模小、风险高、变数大，于是很多银行热衷服务国企“垒大户”。正如习近平总书记所说：“民营经济的贡献不可磨灭，民营经济的地位作用不容置疑，任何否定、弱化民营经济的言论和做法都是错误的。”首先，民营企业整体并不小。在整个国民经济中，民营企业贡献了50%以上的税收，60%以上的GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的新增就业和企

业数量。可见，银行的多数金融服务应该面向民营企业。其次，民营企业金融风险可控。随着国家信用体系不断完善，大数据等先进技术不断应用，企业行为可追溯，信用状况日益改善，同时银行风控能力也在不断提升。实践证明，只要经营得当，民营企业的金融风险总体可控。再次，民营企业成为政策着力点。当前，在经济新旧动能转换的关键阶段，国家高度重视改善民营企业金融服务环境，及时出台多项具体政策，支持银行服务民营企业。可以说，如今民营企业已经成为银行服务的重要对象，金融业务的广阔“蓝海”。

转换体制机制。观念转变需要体制保障。银行要切实服务好民营企业，就需要加快原有体制机制的变革转型。政策领会方面，银行要健全国家政策贯彻落实响应机制，密切跟踪学习国家政策，完善市场运行监测机制；加强向人民银行、银保监会等部门汇报沟通，完整准确理解政策意图

和逻辑，确保执行到位，做货币政策传导机制中畅通的一环。业务审批和开展方面，充分运用大数据、云计算等技术，逐户筛选甄别困难客户，对暂时遇到经营困难，但产品有市场、项目有发展前景、技术有市场竞争力的企业，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷；同时，自行开展内部检查，坚决防止在民营企业贷款中附加不合理条件、人为拉长融资链条等问题。内部考核方面，银行要完善内部考核体系，提高分支机构的民营企业授信业务考核权重；加快研究并实施相关制度，健全尽职免责和容错纠错机制，允许免除已尽职但出现风险项目的相关人员责任，鼓励开展民营企业金融服务。新业务探索方面，条件具备的银行应积极申请资产管理子公司、金融资产投资公司等机构，大力开展市场化法治化债转股、投贷联动等业务创新，争取参与民企债券融资支持计划，更好服务民营企业。

转型产品服务。要针对不同阶

段、不同类型的客户需求，提供不同金融服务。首先是对效率敏感型客户着力提高服务效率。针对行业竞争激烈、市场形势变化快的企业，银行要加快运用大数据等现代科技，用好移动端等产品和模式，为客户提供省时省力、周到快捷的金融服务。其次是对价格敏感型客户着力降低服务价格。特别是要严格的按照人民银行定向降准、定向债转股等政策，认真落实小微企业贷款“两增两控”要求，为民营企业提供价廉质优的金融服务。再次是对多元需求客户着力提供综合金融服务。随着分工细化和新技术、新模式的运用，民营企业日益呈现一家核心大企业围绕众多上下游中小微企业产业链式发展特点，链上各企业间商品、服务、信息、资金加速流动，投融资、结算汇兑、财务咨询、并购重组、行业研究等需求更趋多元，要求银行要着眼民营企业的产业链、生态圈，提供量身定制的综合金融服务。