



稳增长从何处发力

□ 王东京

稳增长从何处发力？这问题我们其实已经知道了答案。有目共睹，2015年底习近平总书记提出供给侧结构性改革以来，政府推出的经济举措皆是从供给侧发力。可近来有一种声音，说当前防止经济下行政府应重点扩需求。扩需求有必要，但却不能动摇供给侧结构性改革。我写这篇文章，就是想向读者解释稳增长为何要立足于供给侧。

一国经济持续稳定增长，总供给与总需求必须平衡，此乃经济学基本原理，无需质疑也无可质疑。19世纪初，法国经济学家萨伊提出了供给自动创造需求（即萨伊定律）。其言下之意，是说市场经济不会有普遍生产过剩，保持经济平衡的重点在供给侧。然而不幸的是，20世纪30年代西方经济出现大危机，平均失业率达25%以上，于是萨伊定律不攻自破，凯恩斯主义应运而生。

读者对凯恩斯应该不陌生，其代表作是《就业利息和货币通论》（以下简称《通论》），此书于1936年出版后，旋即掀起了一场所谓的“凯恩斯革命”。《通论》有三个重要观点：总供给与总需求不能自动平衡（否定“萨伊定律”）；普遍失业是社会有效需求不足所致；扩大就业需国家干预，政府要用扩张性财政政策刺激投资与消费。

很明显，凯恩斯理论的立足点在需求侧。后来有学者对凯恩斯理论又作了进一步拓展。推理逻辑是：从居民与企业两部门看：供给侧国民收入=储蓄+消费；需求侧国民收入=投资+消费。这样，总供给与总需求要平衡，则储蓄必须等于投资。若储蓄不能全部转化为投资，则总供给大于总需求，生产会过剩，这样就需政府增加公共支出；若仍不足以令总供给平衡，那么就扩大出口。

不知读者怎么看，我可不赞成上面的推论。关键一点，凯恩斯讲的供求平衡只是总量平衡。事实上，供求平衡不仅要求总量平衡，同时也要求结构平衡。如马克思当年在《资本论》中分析

社会总资本再生产时，就将社会再生产分为生产资料再生产与消费资料再生产两大部类，并明确提出要实现“价值补偿”与“实物补偿”两个平衡。其中价值补偿是总量平衡；而实物补偿则是结构平衡。

是的，就稳增长而言，结构平衡比总量平衡更重要。结构平衡有助推动总量平衡，而总量平衡却不能保证结构平衡。何以如此？我们不妨也用国民收入决定模型作分析。凯恩斯说，若只考虑居民与企业两个部门，供求平衡的条件是储蓄等于投资。而对此我想问的是，假若结构性原因已造成生产过剩，将储蓄转化为投资岂非百上加斤？

有学者解释，若将两部门扩展为政府、企业、居民三部门，此问题不难解决，比如可通过增加政府支出扩大需求、消化过剩。我不同意此解释。政府支出不是无源之水，同时要受政府收入约束。在既定条件下，政府想增加收入，办法无非是加税或者发债，可无论政府加税还是发债，都势必挤占企业投资。政府投资需求增加而企业投资需求减少，社会总需求未必会增加。

再有一种观点，说扩大出口可转移国内过剩。显然，这是将三部门扩展到了四部门（即增加进出口部门）。不错，国内商品过剩可以出口，但出口却不可能扩大内需。要知道，在国际分工条件下，一个国家出口的目的是为了进口，并通过进出口贸易分享国际分工的收益。若只出口不进口、或者多出口少进口，该国不仅不能分享国际分工收益；而且还可能引发贸易摩擦。

由此看，一个国家稳增长，重点在结构平衡；而解决结构问题，着力点是在供给侧。事实最有说服力。1933年罗斯福率先在美国推行新政，之后其他西方国家也跟着效仿，并将凯恩斯主义奉为国策。可结果呢？到20世纪70年代前后这些国家纷纷陷入了“滞胀”，而且无一幸免。

西方国家陷入“滞胀”，凯恩斯学派的地位一落千丈。墙倒众人推。以弗里德曼为代表的货币学派宣称，要对“凯恩斯革命”再革命；以卢卡斯为代表的理性预期学派断言，政府刺激投资对稳定经济无效；供给学派强调，政府应从扩大需求转向供给侧减税。是的，面对结构性矛盾仅扩需求于事无补。从这个角度看，凯恩斯主义确实已经失灵。

既然凯恩斯主义失灵，那么能否用供给学派解决结构问题呢？说过了，供给学派的理论主张是减税。1981年里根就任美国总统后，曾根据供给学派的理论大幅削减政府开支，降低个人所得税和企业所得税，此举虽降低了企业成本，也一度推动了经济复苏，可最终并未解决结构性矛盾，相反还进一步加剧了结构失衡。时至今日，制造业萎缩、产业空心化仍是美国的一大心病。

有鉴于此，习近平总书记提出了解决结构问题的中国方案：供给侧结构性改革。顾名思义，供给侧结构性改革有三个关键词：一是结构性，即重点是解决结构问题；二是供给侧，即改革从供给侧发力；三是改革，即主要用市场机制解决结构问题。可见，供给侧结构性改革既不同于凯恩斯学派，也不同于供给学派。

最后说几句题外话。研究经济学数十年，总觉得我们过去只是学习借鉴国外经济理论而自己缺少理论原创。近几年赴欧美作学术访问，大家公认“供给侧结构性改革”是一项重大的理论创新，不仅是稳增长的中国方案，也是解决结构问题的全球方案。对此评论读者有何感想呢？



为民营企业持续提供有效金融支持

□ 郭 莽

民营经济在国民经济中具有重要地位，是推动国家发展的重要力量。一段时间以来，由于内外部各种因素叠加共振，民营企业经营遇到一些困难，其中民营企业特别是中小企业融资难融资贵的问题受到广泛关注。近日中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，其中就如何破解融资难融资贵问题，专门提出意见。

融资难融资贵是民营企业感受最直接、面临的最现实问题。一方面，贡献60%以上GDP的民营企业所获得的贷款在银行业贷款余额中占比仅25%，发债规模占总规模比例不足10%，A股IPO及再融资在存量中占比约40%。另一方面，2016年至2017年间民营企业贷款利率平均高于国有企业贷款利率15个百分点以上，平均发债利率高于国有企业130个基点以上。

融资难和融资贵存在对立统一的关系。融资难是矛盾主要方面，是资金“有没有、够不够”的问题，更多涉及体制机制问题，包括融资结构、金融市场竞争和开放、金融机构战略侧重、考核约束、激励导向及内外部问责机制等方面。融资贵是矛盾的次要方面，是资金定价“高不高”的问题，主要是在市场经济条件下，利率如何按照风险定价，能否保证金融商业可持续。习近平总书记强调，“要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，同时逐步降低融资成本”，这为我们认识并解决问题指明了方向。

民营企业融资难融资贵的主要原因。金融供给存在结构性矛盾。当前社会融资规模存量中银行贷款占比68%，企业债券占比10%，委托贷款、信托贷款等“影子银行”特征的渠道占比近10%，境内股票占比不足4%，这表明以间接融资为主体的融资结构没能让民营企业获得有效融资。一是商业银行有“垒大户”倾向，相对国有企业而言民营企业规模较小，得不到商业银行足够重视。二是商业银行贷款通常以抵押担保为前提，民营企业可提供的资产有限。三是商业银行追求相对稳健的增长方式，主观认为国有企业道德风险低于民营企业，特别在现行不良贷款责任追究制度下，更愿意放贷给国有企业。银行贷款的主渠道较难获得，使得民营企业

更多依靠民间借贷和非银行融资等资金成本高的渠道。

民营企业获得有效融资的能力不足。一是经营风险较高。民营企业一般处在完全竞争市场，企业数量多、产品同质性高，存活率和存活期相对较低，市场风险相对更高，银行等金融机构不敢给予支持。二是信用等级较低。根据债券市场统计数据，民营企业发债主体级别为AAA级的占比13%、债项评级为AAA级的占比20%，国有企业的相应比例分别为63%和57%，前者信用等级明显低于后者。三是履约能力不足。从历史数据来看，民营企业的贷款违约率更高，甚至有的恶意骗贷、逃债，影响了民营企业的形象和商誉。四是管理水平参差不齐。民营企业产权来源多样、公司形式不同，有的治理结构不健全，管理水平粗放，财务合规性不足，信息不完整不对称，导致银行等金融机构不愿给予支持。

政策制度“最后一公里”有待打通。虽然党中央国务院出台了大量政策，但由于执行不到位，在市场准入、行政审批、市场监管等方面存在各种各样的“卷帘门”“玻璃门”“旋转门”，民营企业公平竞争获得感不强，影响了发展积极性。在不少领域行政性垄断还比较突出，一些地方“以产业政策为中心”的做法使信贷资金大量聚集到效率低的项目中，客观上形成对民营企业的“挤出效应”，去产能、去杠杆过程中顺序、节奏和力度的倾向性对民营企业造成“误伤”。

民营企业融资难融资贵背后的深层次原因在于，普遍存在的所有制偏见导致其面临竞争的非中性。在经济运行的许多领域，人们太多关注所有制的“公”与“非公”问题，没有将重点放在激发竞争活力、优化资源配置效率、促进生产力发展方面。

积极落实竞争中性和原则，营造良好的发展环境。有效解决民营企业融资难融资贵问题，必须牢牢把握“两个毫不动摇”，破除所有制偏见，落实竞争中性和原则，尊重市场规律，坚持依法行政，构建商业可持续的金融服务模式。

为民营企业建立当前和未来的稳定预期。习近平总书记强调：“马克思主义必

定随着时代、实践和科学的发展而不断发展，不可能一成不变，社会主义从来都是在开拓中前进的。”这就要求理论界和实践界不断解放思想、实事求是、与时俱进，用发展的观点看待新的实践，继续推进中国特色社会主义理论创新和制度创新，促进公有制经济和非公有制经济的持续健康发展。

优化民营企业营商环境。一是深化市场准入和市场竞争方面的改革，全面实施负面清单制度，消除区域市场壁垒，打破行政性垄断，营造良好市场环境。二是坚决保护产权，对不同成分企业一视同仁，防止将经济纠纷上升为犯罪行为，将民事、商事责任变为刑事责任，将维护民营企业人身和财产安全体现在具体案例和具体实践中。三是坚持用市场化法治化手段进行去产能、去杠杆，对不同成分执行统一标准，一视同仁。四是不断清理规范涉企收费，一视同仁地处理好加强征缴管理与降低税费水平的关系。

为民营企业持续提供有效金融支持。一是发挥银行信贷主力军作用。商业银行应不断完善内部考核与激励机制，积极转变观念、优化流程、缩短链条，运用金融科技降低信息不对称性，提高风险管理水平，有效降低服务成本，解决“不敢贷、不愿贷、贷不好”问题，特别是国有大型商业银行应勇于担当，发挥好引领示范作用。二是扩大民营企业债券融资规模。积极发挥民营企业债券融资支持工具的信用风险缓释和担保增信作用，帮助民营企业提高信用评级，以更低成本获得更多债务工具支持。三是进一步提高民营企业资本市场直接融资比重。国家竞争的实践表明，强大的有效的资本市场对促进创新型企业发展壮大十分关键。大力推进科创板并试点注册制改革，有利于资源优化配置，发挥民营企业创新创业的主体作用，加快建设创新型国家。



政策解读

核心阅读

金融供给侧结构性改革应从完善融资结构体系、优化金融机构体系、提升金融产品和服务质量等方面着力，促进调整优化金融体系结构，不断增强金融供给对金融需求的适应性和灵活性。

习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革。深化金融供给侧结构性改革必须贯彻落实新发展理念，强化金融服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本。金融供给侧结构性改革具有丰富的内涵，对于进一步完善金融服务、防范金融风险具有重要的指导意义。

金融供给侧结构性改革的主要任务与重点领域

深化金融供给侧结构性改革的主要任务，是通过进一步调整优化金融体系结构，构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务，并守住不发生系统性风险底线，推动我国金融业实现高质量、可持续发展。

金融供给侧结构性改革应着力于从完善融资结构体系、优化金融机构体系、提升金融产品和服务质量等方面，促进调整优化金融体系结构，不断增强金融供给对金融需求的适应性和灵活性。

完善融资结构体系，促进发展股权融资，增加直接融资占比。建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，有效发挥其市场融资、价格发现和资源配置功能。设立科创板并试点注册制，完善发行上市、交易和退市等资本市场基础制度，加强交易全程监管；提高上市公司质量，强化信息披露和市场约束，严惩违法违规行等。

优化金融机构体系，构建多层次、广覆盖、有差异的金融机构体系。推动不同类型的金融机构区别定位、特色发展，更好满足实体经济多层次、多样化的金融需求。稳步发展民营银行和社区银行，增加中小金融机构数量和业务比重。推动城商行、农商行、农信社等中小金融机构回归本源，充分利用熟悉本地客户等优势，根据市场需求提供有针对性的金融产品和差异化服务。

提升金融产品和服务质量，提高金融服务效率。围绕实体经济发展方式转变和结构调整要求，推进产品和服务创新，开发专业化、个性化产品，尤其要健全科技金融服务功能，加强对民营企业、小微企业和“三农”的金融服务。鼓励金融机构运用人工智能、大数据、云计算、区块链等新技术，优化业务流程，降低服务成本，不断增加金融服务的覆盖面、可获得性和便利程度。

金融供给侧结构性改革既包括增量改革，也包括存量调整。在金融资产方面，需加大不良资产处置力度，盘活信贷存量，为新增有效信贷投放腾出空间。在金融市场方面，有序处置信用债违约事件，逐步打破债券市场刚性兑付。在金融机构方面，构建适合我国国情的金融机构处置和破产制度，完善金融机构法治化市场化退出机制。通过金融资产、市场和机构的有序调整，形成优胜劣汰、正向激励的市场环境，促进解决经济金融领域存在的道德风险、预算软约束等问题，减少低效、无效资金供给，提高资源配置效率。

推进金融供给侧结构性改革要求进一步深化改革开放，不断提高监管有效性

通过进一步深化改革开放，解决经济金融领域内部的体制机制性问题。在金融改革方面，继

续推进利率市场化改革，更好地发挥资金价格在优化金融资源配置中的作用；完善金融机构公司治理，规范股东大会、董事会、监事会与管理层关系，形成有效的决策、执行、制衡和激励约束机制等。在对外开放方面，加快落实金融业扩大开放的重要举措，抓紧研究推出新一轮开放措施，通过引进国际先进经验，提升我国金融服务水平和风险防控能力；促进金融监管规则与国际接轨，强化监管标准和程序的公平透明；深度参与国际规则制定，不断提升国际话语权。

推进金融供给侧结构性改革，加强监管能力建设，不断提高监管有效性。补齐监管制度短板，形成机构监管与功能监管、宏观审慎与微观审慎监管有机结合的监管体系。坚持金融创新与风险管控并重、金融效率与金融稳定相平衡的原则，密切跟踪研究金融科技发展对金融业务模式、风险特征和金融稳定的影响，适时完善监管规则，改进监管方式，全面实施金融机构及金融业务持牌经营。保持监管规则的相对稳定，避免频繁调整监管松严尺度，影响市场主体形成稳定预期，并对依法合规经营的机构产生逆向激励。确保监管规则的逻辑一致性，防止监管套利。对于不同金融机构之间、同一机构内部具有相似业务本质和风险特征的金融活动，按照“实质重于形式”原则，适用内在逻辑和宽严程度一致的监管标准，防止机构为规避监管而进行“伪创新”，减少多层嵌套，缩短资金链条，消除资金空转，促进降低融资成本，提高金融供给的质量和效率。

加强金融基础设施建设，为金融服务实体经济创造良好条件。包括完善法律法规体系，促进支付清算体系高效稳健运行，培育和规范发展征信、评级、会计、审计等中介机构，加强社会诚信体系建设等。

金融供给侧结构性改革与实体经济供给侧结构性改革相互促进

金融供给侧结构性改革既是整体供给侧结构性改革的有机组成部分，也是将前期侧重于实体经济领域的供给侧结构性改革在金融领域进行深化拓展。金融领域与实体经济的供给侧结构性改革相辅相成、相互促进，共同实现金融和实体经济的良性循环。

一是促进资源优化配置为金融服务实体经济的核心任务。深化金融供给侧结构性改革，不仅意味着增加金融供给的数量，更重要的是提高金融供给的质量和效率，促进资源优化配置。通过按照市场化原则、合规审慎运作的金融机构的专业判断，引导资金进入经营稳健、具有良好市场前景的企业和行业，而不是投入低效、无效领域，以此实现资源合理高效利用，推动经济结构调整和转型升级。这也是发挥市场在金融资源配置中决定性作用的重要体现。

二是维护金融稳定本身也是对实体经济的重大支持。金融业具有内在的脆弱性和风险的外部性，历次金融危机发生后，实体经济都遭受了巨大损失，需要国家付出高昂的救助成本，并进一步拖累实体经济发展。金融业自身保持安全稳健运行，守住不发生系统性风险底线，是确保实体经济健康、可持续发展的重要前提和基础。

三是实体经济部门自身深化改革有利于更好推进金融供给侧结构性改革，维护金融稳定。实体经济是金融的源头活水，金融是实体经济的“镜像反映”。金融供给侧结构性改革能否有效推

结构性改革的重点与方向

□ 李文红

进，也取决于实体经济部门自身的改革。比如，加强地方政府性债务管理，深化投融资体制和国有企业改革，强化预算管理硬约束，抑制不计成本的投资和借贷冲动，减少不合理的融资需求等。当前，需高度关注政府部门、国有企业和大型企业拖欠民营和小微企业应收账款问题。根据万得数据，截至2018年9月末，仅在A股上市的925家中小企业的应收账款就高达9786亿元，绝大部分周转天数在半年以上甚至超过1年。在微观层面，拖欠账款严重影响了民营和小微企业的正常经营与合法权益，增加其不必要的融资需求和利息成本，人为抬高其杠杆水平，影响其财务稳健性；在市场主体面，实质是将国有和大型企业的融资需求转移到民营和小微企业，进一步加剧民营和小微企业融资难融资贵问题，强化国有和大型企业的竞争优势；在宏观层面，则人为增加整个体系的宏观杠杆率，并成为我国金融增加值占GDP比重较高的重要原因。建议在加快清理拖欠企业账款的同时，借鉴国际经验，尽快通过立法限制应收账款期限、明确付款条件、规定惩罚措施，为民营和小微企业发展创造良好的外部环境。

四是优化政策组合搭配，有效引导市场预期，更好实现政策目标。财政政策、货币政策、宏观审慎政策、微观审慎监管政策等具有不同的政策目标和政策工具，加强政策统筹协调不仅意味着各类政策同时、同向发力，也要求政策之间相互配合补位，缓解其他政策可能产生的负面效应。此次国际金融危机后，美国等发达经济体为了促进经济复苏，实施了量化宽松货币政策。但与此同时，并没有放松金融监管，反而大幅提高了监管标准，这在很大程度上缓解了宽松货币政策可能带来的资产泡沫和信贷过度增长问题。因此，加强政策协调，需要优化政策组合、做好政策搭配，不同政策可有动有静，有松有紧，既形成政策合力，也防止共振，从而避免出现“一放就乱、一收就死”。同时，还需及时、充分向市场传递政策意图，有效引导市场预期，使政策实施起到事半功倍作用，防止出现超调，更好实现政策目标。

