

Suggestions on Stabilizing Finance under New Situations

新形势下“稳金融”的若干思考

■ 张晓燕 郑联盛 何德旭

2018年底召开的中央经济工作会议要求2019年要创新和完善宏观调控,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,保持经济运行在合理区间,进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,提振市场信心,增强人民群众获得感、幸福感、安全感,保持经济持续健康发展和社会大局稳定。

2019年保持经济平稳增长、有效提升就业水平成为政府经济工作的首要任务。金融是现代经济的核心,“稳金融”是经济稳定增长和就业持续改善的重要保障。风险是金融稳定的威胁,“防风险”是金融稳定的基础保障。稳增长、稳金融和防风险必将有效统筹在一起。深化改革谋发展,全局统筹稳金融,重点环节防风险是2019年经济金融体系的重点工作之一。

“稳金融”的一个前提

宏观经济下行是金融不稳定的首要诱因。整体而言,金融体系的系统性风险主要来自于三个方面:一是宏观经济的变化对于金融体系产生的系统性冲击;二是金融体系自身演化和逐步累积的风险;三是外部风险的溢出效应。2012年以来,中国经济进入“新常态”,处在一个经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期等“三期叠加”的阶段,宏观风险和金融风险亦处在一个不断累积和持续暴露的过程。可见,金融风险一直存在,只是过去经济高速增长掩盖和对冲了

部分风险。随着中国经济下滑压力显现,经济增长速度由高速转为中高速,金融风险逐步显现,尤其是金融体系的顺周期效应开始日益显性化。

保持经济平稳较快发展是“稳金融”的前提条件。没有经济的平稳增长,金融风险防范和金融稳定维系是“无本之木”。防风险、稳金融需要与经济平稳增长相统筹,实现防风险、稳金融和稳增长的有效统一。目前,我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的,必须坚持以供结构性改革为主线不动摇,更多采取改革的办法,更多运用市场化、法治化手段,在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下工夫。应针对经济运行主要矛盾,深化经济体制改革,发挥市场资源配置决定性作用和更好发挥政府引导作用,重点促进经济高质量转型发展,保障金融稳定和经济平稳发展。

2019年稳定经济增长需要重点考虑以下四个方面的困难。一是中美贸易战的滞后性影响将显性化,可能使得进出口对经济增长的贡献下降甚至产生负冲击。二是全球短周期下行尤其是美国经济周期见顶可能直接弱化全球总需求,进而对中国外部需求带来进一步的冲击。三是国内固定资产投资仍然存在一定的变数:首先,制造业投资可能难以保持2018年的相对中高速增长态势;其次,基础设施投资面临巨大的融资压力,而融资问题与地方债务管理紧密相关;最后,房地产投资可能出现区域性分化,从而弱化房地产投资增速。

四是国内消费能否持续保持相对稳定并全面地实现消费升级转型,仍有待观察。

针对上述第一、第二和第四个问题,本质是总需求管理和内外需求互动问题。中央经济工作会议要求要落实阿根廷中美元首会晤共识,推进中美经贸磋商,推动全方位对外开放,促进形成强大国内市场等加以应对。国内市场建设及全方位对外开放的长期性与经济下滑、总需求不足的短期性的统筹是较为急迫的。第三个问题,即固定资产投资,一直是我国经济平稳发展的基础,经济工作需要在促进私人部门为主的制造业投资、地方政府主导的基础设施建设投资以及关乎经济体系全局的房地产投资寻求解决之道。对于制造业,须重点应对私人部门市场预期较低、投资意愿不足、融资困难等问题,尤其是中小企业的融资难、融资贵问题。对于基础设施建设,需要重点考虑基础设施融资需求巨大与地方政府财政收入下降、地方债务压力显著的平衡性。对于房地产投资,需要重点考虑行政性限购政策、三四线城市库存增加、部分城市“土地财政”难持续以及全局性房地产泡沫等问题。

“稳金融”的三个保障

在应对经济增长下滑和金融风险暴露中,宏观经济金融政策的针对性、有效性和可持续性宏观经济平稳增长、金融风险有效释放、金融持续服务实体经济的保障。2019年,为了实现稳增长、稳金融和防风险等目标,财政政策、货币政策以及

金融政策需要有效实施、综合统筹，财政政策、货币政策与监管政策是稳金融的三个政策保障。

财政政策是应对总需求不足最直接有效的工具。应该充分发挥财政政策的积极性和主动性。财政政策最为核心的政策考量有三：一是减税降费，二是地方政府债务管理，三是财政赤字及公共债务可持续性。

降低税率是积极财政最为直接的方式。因此，降低税率应是优先级最高的财政政策举措。过去几年，减税降费政策预计超过一百项，但是企业和居民获得感并不显著，核心在于减税降费存在结构性问题，比如营业税改增值税中，小微企业由于无法获得抵扣项较难降低税负。笔者认为，减税降费应是优先级最高的政策举措，只有降低企业运行的税费成本，才能激活企业的投资运营意愿，改变其对经济增长的预期。财政政策减税降费最好的方式是降低税率，比如企业所得税。税率降低比其他减税方式的获得感更高，对市场预期的改善具有更加直接的效果，对于金融体系风险溢价降低亦有直接的帮助。

提高资源配置效率是解决地方政府债务和公共债务问题的基本之策。地方政府债务和公共债务可持续问题，核心在于提高政府性或政策性资源的有效性，我国资本投入产出比早在2015年就超过6.4，即6.4单位资本投入才有1单位产出，而美国约为3.5，日本则低于3。在控制债务规模的同时，提高资源配置效率是地方政府债务以及公共债务问题解决的基本举措。效率没有提升，即使新增债务规模不扩大，存量债务的成本负担也会持续增加。

货币政策是稳金融和防风险的总变量。货币政策要保持稳健中性、松紧适度，适应货币供应方式新变化，基于“多目标、多工具”框架，调节好货币总闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，

维护流动性相对稳定。首先，货币供给要与经济增长的内生需求相一致，保持流动性在经济增长需要的水平面上，与稳增长相统筹。其次，货币政策要有系统性风险防控意识，要继续坚持“去杠杆、去泡沫、防风险、控外溢”政策逻辑，直至系统性风险威胁有实质性缓释。最后，更加有效地使用创新型流动性管理工具。强化货币政策和流动性管理预调微调功能，凸显中央银行在金融去杠杆和流动性管理上的主动性、针对性和有效性。存款准备率于2019年1月15日和25日分别下调0.5个百分点，这体现了流动性管理的政策逻辑，同时也考虑到了经济增长的内生需求。值得注意的是，高杠杆是一切金融风险的总根源，货币政策仍需要在高杠杆问题上保持警惕。

金融监管政策是稳金融和防风险的基础保障。2015年以来，由于经济下滑压力进一步显现，加上金融体系内部的风险累积，防范化解系统性金融风险成为经济金融工作的重要方面，金融管理部门的金融去杠杆和金融强监管在系统性风险防范化解中发挥了重要的作用。2016年中央政府和部分地方政府启动了房地产市场“史上最严”的限购政策，以抑制房地产泡沫。同时，中央政府及各地财政部门加强了对地方政府债务管理，加大了对地方融资平台、PPP、产业投资基金等的规范程度。2016年人民银行实施了以资本金和利率定价管理为核心的宏观审慎评估体系（MPA）并于2017年纳入广义信贷的考核。银行监管部门也加大了巴塞尔新资本协议的实施要求，加强了对银行同业等业务的监管。2017年底以来，涉及银行、信托、证券、保险、基金等子行业、规模超100万亿元的资产管理行业监管规范不断深化。2018年4月资产管理新规出台，其后商业银行、证券等行业监管细则颁布，资产管理行业监管进入一个新时代。

这些举措对于影子银行、金融空转、监管套利、违规融资等的应对起到了基础性作用，对于系统性风险防范和重点风险环节治理起到了决定性作用。2018年一季度以来，中长期国债收益率回落，流动性紧张格局有所缓解，系统性金融风险的压力有所下降。但是，我国系统性金融风险的防控工作仍然任重道远，系统性风险危机以及重点环节的风险应对仍未取得决定性胜利。2019年，稳增长、稳就业成为政府经济金融工作之首要，但是金融风险防控的政策方向不能动摇，金融去杠杆与金融强监管仍是金融稳定和防范风险的利器，尤其要主动防范内外因素共振潜藏的系统性金融风险。

“稳金融”的五大任务

我国系统性金融风险存在五大环节，这是稳金融的五大任务。系统性风险一般通过时间维度和空间维度加以认识。我国时间维度的系统性风险主要体现为高杠杆率及相关的流动性风险，空间维度的风险主要体现为影子银行、房地产泡沫、地方债务以及外部冲击四个跨空间的金融风险。

一是高杠杆与流动性风险。高杠杆和流动性风险一直是影响金融市场波动最关键、最显著的因素。虽然自2016年以来我国实施“三去一降一补”，去杠杆工作取得一定成效，但是总杠杆率仍持续上升，居民部门杠杆率上升更为明显。金融体系严重依赖短期融资市场，2018年三季度银行间隔夜拆借日均规模约10万亿元。高杠杆是系统性风险的总根源，潜在的流动性风险值得警惕。

二是影子银行引致的监管制度性错配。过去十余年，影子银行高速发展，数额大、跨界多、风险高、隐蔽性强，使得不同金融行业以及金融与其他部门的内在关联性大大加强，金融体系内部复杂性大

大增加，金融体系呈现混业经营态势。混业经营与分业监管的制度性错配可能引发重大的系统性风险。资产管理新规及其配套行业性监管政策正构建一个统一的功能性监管框架，需要继续保持政策方向和政策定力。

三是房地产市场高度金融化。房地产市场作为我国经济过去三十年来的支柱产业，其高杠杆率、高负债率、高价格、高库存以及“高度金融化”的特点，使得房地产市场一旦出现风险便会传导至大多数金融机构，致使信用风险暴露、信贷违约增加、资产负债表恶化、企业和金融机构倒闭。地方政府“土地财政”体系亦将受到破坏。2018年，房地产投资保持相对较高增长但是结构性分化趋势明显，2019年需要重点考虑全局性泡沫风险与局部性过剩风险的统筹。

四是地方政府隐性债务风险。地方政府债务风险主要体现为隐性债务风险高。由于中央财权和地方事权的不匹配性，使得地方政府多年来为了GDP和政绩工程背负了大量的隐性债务，形成潜在的地方政府债务风险。在过去几年，地方政府债务管理不断加强，取得了积极的进展，未来应继续严格控制隐性债务的增长，同时通过市场化渠道来优化地方政府举债模式。在增长压力较为显著的情况下，2019年及未来应多使用地方政府一般债券和专项债券的方式对融资提供支持，而继续严格控制影子银行渠道融资。

五是外部风险的外溢效应。美联储加息、缩减资产负债表，特朗普政府减税，英国脱欧以及欧元区和日本等国何时退出量化宽松等，都成为影响我国金融风险的外部冲击。尤其是美国在退出非常规货币政策中，我国面临资本流出、汇率贬值和维持外汇储备安全等多种困难。特朗

普政府发动的中美贸易战使得贸易、金融和信心渠道相互交织，可能引发内外风险共振。更值得注意的是，中美贸易战潜藏的中美矛盾的长期性值得重点警惕，这意味着美国及美元因素是我国系统性风险防范、金融稳定以及经济平稳增长的“长期变量”。

“稳金融”的相关政策建议

深化改革，重在质量，保障经济平稳高质量发展，夯实金融稳定的经济基础。加快经济体制改革，转变经济发展模式，提高资源配置效率，促进形成强大国内市场，促进区域协调发展，推动全方位对外开放，是稳定经济增长的重要政策支持。发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府引导作用是向高质量转型发展的关键，政策不在多少，而在于是否可行、是否可信、是否有效、是否可持续、是否能够激发微观经济主体的积极性和主动性。基于此，应进一步完善金融体系市场化建设，以利率、汇率、国债收益率为核心要素，以银行间市场、外汇市场、债券市场、股票市场等为支撑，不断完善金融机构体系、市场体系和产品体系，夯实金融稳定长期发展的基础以及服务实体经济的机制。

保持定力，重在实效，完善金融稳定的宏观政策框架。根据中央经济工作会议要求，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难、融资贵问题。坚持系统性

风险应对方向不变，构建基于系统性风险的应对机制，统筹好宏观政策调控、货币政策和金融稳定的内在关联性，保持政策的针对性和稳定性，切勿频繁变动宏观政策。

抓住重点，系统考量，继续深化金融风险的重点应对机制。第一，强化对重要市场及金融基础设施特别是银行间市场流动性的把控，在保持银行间市场流动性相对稳定的情况下，继续有力推进金融机构和金融市场去杠杆，保持“防泡沫、去杠杆和防风险”的政策定力。第二，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，深化房地产市场的风险管控，以供求关系作为房地产调控的基本准则，建立健全房地产市场稳健发展的长效机制。第三，强化影子银行监管，继续深化大资管领域的统一监管框架。要坚持问题导向，针对突出问题加强协调，强化综合监管，突出功能监管和行为监管。第四，稳步推进债务去化，重点防范国有企业和地方政府债务风险。理顺中央地方激励机制和财政关系，实质缓释地方政府财权与事权的错配。第五，以市场化改革和市场机制缓释内外共振风险。密切关注美国尤其是美联储政策变化，深化人民币汇率形成机制改革，稳定人民币汇率和资本流动的市场预期，促进国际收支稳健发展和内外经济有效互动。●

（作者单位：山西财经大学，
中国社会科学院金融研究所，
中国社会科学院财经战略研究院；
其中何德旭系中国社会科学院财经战略研究院院长）

责任编辑：仇博
1033883838@qq.com