

中经要报

国家信息中心

增刊 2017 第 3 期 (总 1089)

2017 年 9 月 4 日

妥善化解重大风险隐患

“灰犀牛”风险.....	3
国企杠杆率仍居高不下.....	4
金融乱象.....	5
房地产泡沫风险.....	8
地方隐性债务不断增长.....	9
非法集资翻新升级.....	10
妥善化解重大风险隐患.....	11

防风险更注重主动性.....	11
国企去杠杆.....	14
降低国企杠杆率成为重中之重.....	14
提速债转股.....	16
推动“僵尸企业”“安乐死”.....	17
“堵后门”“开前门”化解地方债务风险.....	19
坚决遏制违法违规举债.....	20
开“前门”.....	22
整治金融乱象.....	23
货币政策继续稳健中性.....	26
货币政策“控总量”.....	26
削峰填谷熨平临时性的流动性波动.....	28
加快建立房地产长效机制.....	29
逐步构建购租并举的住房供应体系.....	30
“购租并举”的关键在于租售同权.....	34

编者按：我国目前存在不少的“灰犀牛”风险，由于上半年经济超预期增长，稳增长的压力减小，更多的政策着眼于防控风险。从4月份的中央政治局会议将金融安全提高到战略高度，到7月份召开的第五届全国金融工作会议、中央政治局会议、国务院会议以及央行、银监会年中会议均着重强调要将防范风险摆在更加重要的位置。相较于以往，防风险的重点和路径都有些变化。对此本刊梳理近期几大会议、高层谈话以及出台的政策，以期能助读者把握今后防范风险的政策着力点及变化趋势。

“灰犀牛”风险

“防风险”是近几年宏观经济政策的关键词，尤其是近年来，防风险的政策力度越来越加强。

2016年年底召开的中央经济工作会议开始强调着力防控资产泡沫，防范金融风险。2017年4月25日，中央政治局会议将金融安全提高战略高度——维护金融安全，是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事，并提出高度重视防控金融风险。

7月17日，人民日报的头版一篇关于全国金融工作会议的评论文章在谈及防范金融风险的时提出，既防“黑天鹅”，也防“灰犀牛”。“灰犀牛”由此引发较大的关注。灰犀牛是由美国学者米歇尔·渥克提出的，它是指概率大、冲击力极强、潜在但某种程度上是可以预见的风险。

在7月27日国新办关于当前经济形势的发布会上，中财办一局局长王志军阐释了“灰犀牛”风险。他表示，黑天鹅主要是指没有预料到的突发事件或问题。灰犀牛一般指问题很大，也早有预兆，但是视而不见，没有给予足够的重视，结果导致了后果严重的问题或事件。中国经济的五大“灰犀牛”风险隐患包括影子银行、房地产泡沫、国企高杠杆、地方债务、违法违规集资等问题。

银监会在7月举行的年中座谈会指出，存在四种风险：一是不良资产反弹压力；二是跨市场、跨行业产品和业务隐患；三是房地产市场潜在风险与政府隐性债务风险；四是类金融业务与新兴金融活动的

负面影响还在扩散，非法集资问题等。

国家外管局副局长陆磊：当前，我国的系统性金融风险总体可控，但不良资产风险、流动性风险、影子银行风险、外部冲击风险、房地产泡沫风险、政府债务风险、互联网金融风险等正在积累；金融市场上也乱象丛生，套利投机泛滥、利益输送严重、大案要案不断滋生。而金融监管不协调、监管缺失、执法不严等问题不断暴露，不适应跨行业、跨市场金融产品创新发展。

联讯证券董事总经理李奇霖：目前中国经济运行面临的风险是“地方债务风险”、“企业债务风险”，“房地产风险”和“金融风险”。这分别对应了地方债务监管加强、处置“僵尸企业”、建立房地产长效机制和加强金融监管。

银监会国有重点金融机构监事会主席于学军表示，任何国家、任何时候发生的金融危机，都有一个货币信用长期持续扩张并不断积累的过程。而一旦引发资产泡沫化并使通胀压力快速上升，货币信用扩张也就走到尽头，甚至难以为继。随之而来的紧缩性政策，往往又是刺破资产泡沫的重要外部因素；而资产泡沫一旦破灭就会引发连锁反应，并常常成为系统性金融风险的发端

国企杠杆率仍居高不下

8月8日，国家发改委官网刊登《我国降低企业杠杆率工作取得初步成效》指出，我国企业杠杆率过高的局面还未得到根本扭转，非金融企业杠杆率仍是世界主要经济体中最高的，不少企业还处在财务负担重、债务风险高的困难境地。

国际清算银行（BIS）最新发布的数据显示，2016年底中国非金融部门的债务率高达257%，比2015年上升了12.1个百分点。

国家资产负债表研究中心数据显示，国企去杠杆未见明显起色。非金融企业部门杠杆率从去年末的155.1%上升到2017年一季度的157.7%，上涨2.7个百分点。企业杠杆率的上升趋势又有所抬头的一个重要原因是。财政部的数据显示，2017年7月末，国企负债率为65.7%（资产负债率=负债总额/资产总额），较6月末上升0.1个百分

点，比全国规模以上工业企业的资产负债率（55.8%）高 9.9 个百分点。

有关专家指出，在利润率不够高的情况下，高负债率长期下去将掏空企业，甚至导致实体经济提早进入产业空心化时代。僵尸企业不产出却消耗资源，依靠信贷资金“输血”、“续命”，是国企负债率高的直接原因。

国家资产负债表研究中心副主任常欣：国企杠杆率居高不下，除有政府隐性担保、借钱容易外，还有三大原因。一是企业盈利能力下降，意味着单位产出所需的债务量相应提高，从而导致负债率不断提升。二是企业借新还旧支出加大，新增债务产出下降。三是资金误配置到低效率企业特别是“僵尸企业”，拖累生产力增长。

央行货币政策委员会秘书长温信祥：国企积累了较高的杠杆率，有的还直接或间接从事金融业务，这一方面加剧了“脱实向虚”，另一方面挤占有限的金融资源，使得“三农”、小微等薄弱环节和重点领域“融资难融资贵”加剧。

金融乱象

银监会国有重点金融机构监事会主席于学军在 24 日举行的“2017 中国银行业发展论坛”上表示，目前中国金融风险突出、乱象丛生，正面临着前所未有的复杂局面。

近年来由于跨市场、跨行业的交叉性金融活动增多所带来的潜在风险，应该是金融领域最需防范的那头“灰犀牛”。央行发布《中国金融稳定报告(2017)》指出，银行业的表外业务继续增长，其风险隐患值得关注。截至 2016 年末，银行业表外业务余额（含托管资产表外部分）253.52 万亿元，表外资产规模相当于表内总资产规模的 109.16%，比上年末提高 12.04 个百分点。银监会年中座谈会也强调，当前跨市场、跨行业产品和业务隐患较大，类金融业务和新兴金融活动的负面影响仍在扩散。

截至 2016 年 6 月底，中国银行业理财市场余额达 26.28 万亿，同比增长 41.90%，远远高于广义货币 M2 的增速（11.8%）

7 月 14-15 日召开的第五届全国金融工作会议列举了金融八大乱

象，包括部分国企债务、地方债务、房地产泡沫、影子银行、外部冲击、违法犯罪、杠杆率高悬和流动性风险等。

国家金融与发展实验室理事长李扬：总书记指出，当下中国金融风险点多面广、乱象丛生、整个金融体系的脆弱性在增大。这些表述堪称十分严厉。

7月29日召开的银监会年中座谈会提表示，不良资产反弹压力较大，跨市场、跨行业产品和业务隐患较大，房地产市场潜在风险和政府隐性债务风险不容忽视，类金融业务和新兴金融活动的负面影响仍在扩散，非法集资等金融违法犯罪活动仍很严重，必须采取有效措施加以应对。

联讯证券董事总经理李奇霖：银监会年中座谈会提到的跨市场、跨行业产品和业务隐患，主要指银行业、证券基金行业之间的交叉性金融工具的广泛使用，使金融机构之间的职权分割不明晰，出现了投前尽职不到位，资金拨送不合规、投后管理不严谨等违规乱象，容易造成信用风险事件，危及金融系统的稳定。同时，过多的通道与嵌套使期限错配加剧，流动性风险被人为拔高，使银行业暴露在更大的风险敞口下。而“类金融业务与新兴金融活动的负面影响还在扩散，非法集资等金融违法犯罪活动仍很严重”，则是指互联网金融、P2P以及当前出现的一些业务新形式尚未建立有效的风控监管体系，使风险事件频发，对金融系统的稳定构成扰动。

央行副行长殷勇表示，我国金融体系之所以积聚风险，一个重要原因是在建设、管理过程中存在制度短板，尤其是在监管套利、金融体系关联复杂、乱办金融、刚性兑付等四方面表现明显。所谓的监管套利，是利用在监管制度上的不一致、不完备，来恶意逃避合理监管的行为。金融体系中有六种套利行为：期限套利、信用套利、流动性套利、币种套利、资本套利和信息套利。金融行业历来都是有管制的，但是过去几年乱办金融的形势比较严峻，体现在无照经营、超越权限、开展非法金融活动、恶意欺诈等方面。下一阶段，在治理金融乱象方面，主要是要大力整顿金融秩序，把握好创新和合规之间的关系。

银监会审慎规制局局长肖远企表示，银行同业、理财和表外业务

是银行乱象集中的三个主要领域。这些领域增速过快、资金增长突出，很多资金在同业之间空转，没有流到实体经济，可谓乱象丛生、野蛮生长。

央企主管的《金融时报》刊文称，金融乱象给我国经济金融发展埋下多重隐患。不少资金绕开监管，或流入房地产、产能过剩行业、地方政府融资平台等领域，或在金融体系内空转，既催生了资产泡沫、加剧了产业结构不合理、增加了金融体系各种风险，还导致资金脱实向虚，使金融支持实体经济的效率和水平下降。尤其值得重视的是，金融乱象丛生，给我国金融体系风险防控增加了难度，可能会造成“黑天鹅”事件的出现，也会增加“灰犀牛”风险发生的概率。

第十届全国人大常委会副委员长顾秀莲警示“我国经济过度金融化的倾向”：在社会上出现一哄而起泛金融的现象，各类新、类金融等金融机构遍地开花，金融全面泛金融的倾向。

中国社科院金融研究所所长助理杨涛：当前，中国金融乱象体现在几个方面：一是鱼龙混杂的互联网金融领域所暴露出的问题，“这是导致金融乱象的一个核心点”；二是传统金融行业中，银行、证券、保险的一些金融产品的创新过度脱离实体；三是一些带有金融属性的乱象，比如邮币卡骗局、场外市场打着现货旗号做期货等问题。

中央财经大学金融学院教授郭田勇：金融乱象主要指的是金融业没有以服务实体经济为根本导向而形成的一些资金空转和套利行为，指资金在金融机构内流转但是没有考虑某些实体经济企业的需求，仅仅考虑自身套利而形成的做法。

中国中小企业协会会长李子彬：各种资金没有流入实体经济，大量的资金都流入到房地产市场和地方政府的融资平台，还有在金融体系内的空转，脱实向虚的情况愈演愈烈。2016年我国金融业的增长值占GDP的比重达到了8.3%，已超过美国等发达国家的水平。

招商证券首席宏观分析师谢亚轩：金融乱象是由很多因素导致，比如监管真空、市场不规范、标准不统一等，还有很多顶着科技金融的帽子的企业其实是在做非法的金融产品。

房地产泡沫风险

我国房地产市场经历了 20 年左右的快速发展。目前一线城市房地产的“租金收益率”已经低于余额宝收益率，这意味着房地产早已脱离了“价值投资区间”，进入“零和博弈”阶段：只有房价的持续上涨才能实现合理的投资回报，这与脱离了盈利基本面而不断推高市盈率的股市泡沫在原理上并无差异。

房地产泡沫破裂的危害很大。例如，房价大涨恶化收入分配，增加社会投机气氛并抑制企业创新积极性；过多信贷投向房地产将挤压实体经济投资；房价过高增加社会生产生活成本，容易引发产业空心化等。因此，应警惕并采取措施防范房地产泡沫风险。

天风宏观证券首席经济学家刘煜辉：中国的灰犀牛已隐约动起来了。摆在面前的警示信号，是 2016 年中国的住房抵押贷款余额/LTV（居民购房押率）开始超越家庭房地产市值。2006 年，美国住房抵押贷款余额/LTV 首次

超过了房地产总市值，同年美国家庭平均房贷支出/平均收入达到 99%，无限接近房价的压力极限，旋即次贷危机爆发。另一组警示信号则更为直接：中国房地产市值从 2004 年的 32.7 万亿上升到



2016 年的 206.7 万亿，占居民总资产 53.8%；房贷是中国家庭最主要的负债，占居民总贷款的 60.3%；房贷也是金融体系最重要的资产，占总贷款的 21%。中国家庭杠杆率上升的速度非常惊人。2006-2016 年，中国居民部门杠杆率从 11% 上升至 45%，10 年间增长 3 倍。中国居民部门快速加杠杆的背后，反映了中国房地产价格脱离基本面（居民可支配收入）的快速上涨。2016 年，中国 LTV 达到 50%，美国次

贷危机爆发前整体 LTV 接近 60%。

中国金融改革研究院院长刘胜军：房地产泡沫是毫无疑问的最大的灰犀牛。

中国中小企业协会会长李子彬：房地产企业融资大幅攀升。2016 年前 11 个月，全国房地产开发资金来源中，来自企业的自有资金比例仅仅 14.5%，是 2001 年以来 16 年里房地产企业自有资金最低的一年。

国家统计局中国经济景气监测中心副主任潘建成：近几个月房价预期仍在波动中，预期背后的根本动力是投资甚至投机而非刚性需求，要避免泡沫破灭（灰犀牛）带来预期的迅速下滑可能造成的灾难。

交通银行首席经济学家连平：目前地产泡沫风险总体可控。不过房地产库存总量仍在高位，且房地产部门杠杆率水平提升较快，加之房地产行业抗风险能力整体较弱，房地产泡沫风险仍需警惕。未来需要重点关注的是房地产价格出现较大波动可能会引发的信用风险。

早在 2016 年 7 月，中央政治局会议就提出“抑制资产泡沫”的要求。2016 年底举行的中央经济工作会议明确提出，“既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落”。

在 2016 年国庆节至今年 3 月份期间多地陆续出台房地产市场调控政策，出台措施的城市之多，调控力度之大，创我国房地产市场发展 20 年来之最。

中财办有关负责人近日表示，对包括房地产泡沫在内的“灰犀牛”风险隐患要摸清情况，区分轻重缓急和影响程度，突出重点，采取有效措施，妥善加以解决。

地方隐性债务不断增长

按照《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》，2014 年末，全国地方政府债务（即审计口径中政府负有偿还责任的债务）余额 15.4 万亿元，其中需要置换的地方债存量约为 14.2 万亿元。经 2015 年、2016 年分别置换 3.2 万亿元和 4.87 万亿元地方债后，地方存量债尚余约 6.3 万亿元需要置换。截至 8 月 16 日，2017 年置换债券共计发行约 1.7 万亿，而 2017 年全年置换目标是 3 万亿。

经此，地方存量债务风险得到一定的释放。

目前地方政府债务的总体风险可控。财政部最新数据显示，到2016年末，全国地方政府债务余额15.32万亿元，控制在全国人大批准的限额17.19万亿元以内。如果以债务率(债务余额/综合财力)来衡量地方政府债务水平，2016年地方政府债务率是80.5%，不仅仍低于国际通行警戒标准，且较2015年89.2%的债务率下降了8.7个百分点。

但通过融资平台公司变相融资、以政府购买服务名义违法违规举债、进行违法违规担保融资等问题依旧未得到完全解决。违法违规举债，导致政府债务快速上升，带来了很大的隐患。

财政部副部长史耀斌表示，一些地方政府通过PPP、政府购买服务等方式，变相举借债务，导致债务规模增长较快，债务率甚至超过了警戒线，形成潜在的风险触发点。

国家金融与发展实验室理事长李扬：目前隐性债务仍在不断增长，其中最值得警惕的是“花样翻新”的替代性融资方案，如政府投资引导基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP项目等。

民建中央副主席辜胜阻：调研发现，现在地方政府债务主要问题是，一些地区过度依赖负债投资的冲动非常强烈，地方债增长的速度过快，每年高达20%以上，大大超过GDP和财政增长速度，有些区县和西部地区债务余额增长甚至超过1倍。地方政府债务率高，一部分省市超过或逼近100%警戒线，偿债压力大。地方举债主体下移，基层市、县、乡负债比例普遍偏高。地方政府债务与土地财政、影子银行等其它风险点交织在一起，容易互相传导，相互感染。违法举债、变相举债仍有发生，“隐性债务”野蛮生长。

中国中小企业协会会长李子彬：截至2016年末，中央和地方政府债务余额27万亿，其中地方政府债务的余额是15.3万亿；截至2017年2月，各地方政府的城投债余额还有6.42万亿，合起来22万亿。

非法集资翻新升级

近年来非法集资在互联网金融和金融创新的背景下，呈现爆发式增长，作案手法翻新升级，打着“互联网金融”、“金融科技”旗号进

行非法集资、诈骗、传销的平台，极具迷惑性。有数据显示，当前非法集资形势仍十分严峻。公安部的数据显示，2016年，公安机关针对非法集资共立案1万余起，平均案值达1365万元，亿元以上案件逾百起。互金平台、金融交易平台、资管活动等是高发区。如E租宝是网贷平台（P2P）等。一年以来已有882家平台退出网贷行业，其中恶性退出的问题平台就有225家，停业和转型的平台有657家。

去年国务院对防范和处置非法集资工作提出了九大意见，今年十四部委也联合出击，对非法集资进行综合化治理。

银监会4月份召开座谈会，分析近期非法集资的趋势和新花样，梳理出民间投融资中介、网络借贷、虚拟理财、相互保险等十大领域各式非法集资的骗术。

但是，我国没有一部专门的法律法规对非法集资行为的处置予以明确规定，甚至“非法集资”也不是一个法律概念在立法上出现。

8月24日开始公开征求意见的《处置非法集资条例》强调了启动非法集资调查的七大类情境，包括：设立互联网金融企业、资产管理类公司、投资咨询类公司、各类交易场所或者平台、农民专业合作社、资金互助组织以及其他组织筹集资金的；发行或者转让股权、募集基金、销售保险，或者以从事理财及其他资产管理类活动、虚拟货币、融资租赁、信用合作、资金互助等名义筹集资金的等。

广东法制盛邦律师事务所合伙人陈亮：《征求意见稿》正式作为国家行政立法予以颁布实施后，无疑将对国家今后严格管控、打击非法集资活动，具有里程碑式的法律意义。

妥善化解重大风险隐患

防风险更注重主动性

►妥善解决重大风险隐患

上半年经济超预期增长6.9%，同时经济结构继续向好。在此背景下，防风险的政策力度加大。

今年4月以来，各金融监管部门来实施以银行业为重点的一系列

去杠杆严监管。财政部也频繁发文规范地方政府融资。

7月，上到全国金融工作会议、中央政治局会议，下到央行支行会议、银监会年中座谈会，均将防范风险置于很重要的位置。全国金融工作会议提出，“要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。”相对于2016年底中央经济工作会议的“把化解金融风险放在更加重要的位置”，增加了“主动防范”。从7月中央政治局会议开始，“妥善化解重大风险隐患”成为高层会议的高频词。此前的4月中央政治局会议上，习近平强调，准确判断风险隐患是保障金融安全的前提。对存在的金融风险点，一定要胸中有数，增强风险防范意识，未雨绸缪，密切监测，准确预判，有效防范，不忽视一个风险，不放过一个隐患。

联讯证券董事总经理李奇霖：管防风险成为重中之重。一季度后中央强调“要有效防控风险”，这次政治局会议上首次提出要“妥善化解重大风险隐患”，更加强调主动性和彻底性。

►化解风险隐患转向融资需求主体

上半年的金融去杠杆取得一定成效，金融业开始走向脱虚向实轨道，今年二季度的金融业增加值为16328亿元，占GDP比重为8.13%，较一季度下降1.39个百分点；上半年金融增加值的增速为3.2%，创2004年以来同期新低；上半年银行业金融机构各项贷款余额123.5万亿元，同比增长13.2%，增速快于同期资产增速1.7个百分点，是2015年以来的首次；上半年新增贷款8.8万亿元，占同期新增资产比例80.9%，较去年同期大幅度提高36.2个百分点；5月底银行理财规模为28.4万亿元，比4月份净下降了1.6万亿元，为十年来最大的单月降幅，同比增速更是跌至9%，罕见地进入“个位数时代”；截至今年二季度末，商业银行同业资产余额、同业负债余额比年初均减少1.8万亿元，增速由整治前的正增长转为负增长，这是自2010年以来首次。

与此同时，实体经济去杠杆进展较慢。国家资产负债表研究中心报告显示，一季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2016年末的234.2%增加到237.5%，上升了3.3个百分点。上半年的金融去杠杆还带来企业融资成本的上升。如，3年期国债收益

率，从3月份初的2.88%，持续上涨到5月底的最高达到3.67%的水平。5月底6月初发行的一批地方债，包括四川、广西、湖北、河南，利差上浮了大致50-73BP。6月规模以上工业企业财务费用同比增长9.7%，增幅比5月份上升4.6个百分点，一定程度反映出融资成本存在上升压力。

在上述背景下，去杠杆防风险的重点转向实体经济。7月召开的多个高层会议均强调，“国企降杠杆作为重中之重”“重点化解地方债务风险的积聚”。全国金融工作会议强调，推动经济去杠杆，把国企降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作；严控地方政府债务增量。

7月的中央政治局会议强调防风险，一是确保守住不发生系统性金融风险的底线。深入推进“三去一降一补”，紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子，更多运用市场机制实现优胜劣汰；二是要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，一季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2016年末的234.2%增加到237.5%，上升了3.3个百分点，坚决遏制隐性债务增量。三是要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平。四是要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。

对比今年4月25日的政治局会议内容，7月24日的中央政治局会议要点出现以下变化：在供给侧结构性改革方面，此次会议继续强调要深入推进“三去一降一补”，但新提出要紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子，更多运用市场机制实现优胜劣汰。会议也提及“要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平”，但是对于金融中介机构的重要度排在僵尸企业处理之后。

九州证券全球首席经济学家邓海清：此前中国最大的金融系统风险是资本外逃，其他重大风险点还包括房地产、债券市场、同业空转等，2016年以来防风险的政策重心也确实在上述领域。但2017年下半年，随着上述风险点的逐步化解，防风险重点可能转向“软约束”。究其原因，中国经济金融体系高杠杆的根源，并非是金融体系，而是在于“僵尸企业”、地方政府等软约束主体，由于这些部门对于资金的

敏感程度较低，加杠杆的动机很强，同时，由于这部分主体对金融服务等社会资源占用过多，对民营企业的挤出效果明显，导致资源的错配，从而大大损害了中国经济金融长期健康的走势。

交通银行金融研究中心首席银行业分析师许文兵：第五次全国金融工作会议明确提出“经济去杠杆”，将主战场从“金融领域”延伸至“实体经济”，并且指出去杠杆的重点在国企，处置僵尸企业将成为重要抓手。未来随着国企降杠杆的逐步推进和新一轮“僵尸企业”处置工作的启动，部分潜在风险将逐步释放。不过，一些生产技术落后、市场前景黯淡的高负债率企业，通过关停、破产重组等措施同步实现“去杠杆”和“去产能”目标后，则将对银行信用风险造成一定压力。

国信证券的宏观与固收分析师董德志：中央政治局会议的工作重点发生了一些变化，即从更侧重于对于金融中介机构的管理和整顿转变为更侧重于控制融资需求主体（企业以及地方政府）的扩张冲动。相当于政策组合从“紧货币政策目标+宽信用扩张现实”的组合转向更类似于“中性货币政策目标+紧缩信用扩张现实”的组合。这会降低无效信用扩张，对于利率的平稳回落具有重要意义，同时无效融资需求以及僵尸信用的排除也更有利于民间融资主体的合理有效扩张。

国家发改委原副主任张晓强：未来中国经济增长面临的主要风险是地方政府及国企的债务违约和债务处置负担沉重问题。

国企去杠杆

降低国企杠杆率成为重中之重

国务院去年 10 月发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》提出，须建立健全国企的现代企业制度，强化国企降杠杆的考核机制，将降杠杆纳入国有资产管理部门对国企的业绩考核体系。

国资委随后采取多种措施推进国企去杠杆。在 2017 年上半年中央企业经济运行情况发布会上，国资委总会计师沈莹表示，国资委对一些高负债企业实施负债率和负债规模双管控，通过预算、考核、薪酬、

投资管理等方面联动，加大管控力度。今年以来，国资委通过推动企业优化资本结构，鼓励企业通过 IPO、配股等方式从资本市场融资，改善资本结构，支持企业开展资产证券化业务等降杠杆。

7月15日，全国金融工作会议强调要积极稳妥推进去杠杆，深化国企改革，把降低国企杠杆率作为重中之重，有效处置金融风险点，防范道德风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。

8月23日的国务院常务会议指出，当前要抓住央企效益转降回升的有利时机，把国企降杠杆作为“去杠杆”的重中之重，做好降低央企负债率工作。一要建立严格的分行业负债率警戒线管控制度。二要建立多渠道降低企业债务的机制。三要积极稳妥推进市场化法治化债转股，加大央企兼并重组力度，稳妥实施混合所有制改革。四要强化问责，对负债率持续攀升的企业要约谈提醒。五要在推动新旧动能接续转换中实现产业转型升级和降杠杆。

国家发改委表示，未来将从三方面推动降低企业杠杆率。一是重点作好国企降低企业杠杆率工作。必须标本兼治，长短结合，一方面积极开展包括市场化债转股在内的各类债务重组，另一方面要加快完善国企现代治理结构，推动国企混合所有制改革，建立国企负债杠杆自我和外部约束机制，以体制机制控制国企杠杆率上升。二是积极探索“僵尸企业”债务有效处置方式。三是推动市场化债转股进一步发挥综合性作用。要使债转股成为降低企业杠杆率的一件利器，并以债转股为契机推动企业尤其是国企改革改组改制，促进企业实现股权多元化和治理结构的进一步完善。

国资委党委书记郝鹏表示，将抓紧出台央企降杠杆控负债防风险指导意见。

国家资产负债表研究中心副主任常欣：破解国企高杠杆困境，迫切需要从改进效率入手，进一步优化企业的债务资金配置，淘汰落后产能和有偿债困难的低效率企业，果断打破刚性兑付，坚决关闭“僵尸企业”，把其占用的信贷资源和其它生产性资源（包括土地、设备、人力资本等）释放出来，重新优化配置，推动增长，进而缓释杠杆率风险。

提速债转股

市场化债转股是降低企业杠杆率的重要举措之一。

国务院 2016 年 10 月发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，标志着新一轮债转股正式启动。2017 年 4 月至 5 月期间，银监会批准工、农、中、建四大行办理筹建中银金融、建信金融、农银金融、工银金融，并专司债转股业务。8 月，建信投资和农银投资相继开业。截至 2017 年 7 月底，建行已与 41 家企业签订总额 5442 亿元的市场化债转股框架协议，到位资金 488 亿元。截至目前，农业银行已经与 15 家企业签署总额约 2300 亿元债转股合作协议。

国家发改委 8 月 8 日透露，各类实施机构已与钢铁、煤炭、化工、装备制造等行业中具有发展前景的 70 余家高负债企业积极协商谈判达成市场化债转股协议，协议金额超过 1 万亿元。另据东方资产管理公司不完全统计，截至 2017 年 6 月 9 日，本轮债转股共签约 56 个项目，涉及 45 家企业，签约规模 7095 亿元，单个签约规模以 100 亿元左右为主。

虽然债转股签约项目不少，但落地比例仍然偏低，截至今年二季度末，已成功落地的项目仅有 10 个，涉及金额为 734.5 亿元。市场分析，债权收购实现难度大、资金募集难度大、监管和配套政策不到位，以及退出机制不健全等因素是主因。

7 月 15 日，国家发改委发布《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知》，支持现有政府出资产业投资基金或新设政府出资市场化债转股专项基金参与市场化债转股。

银监会年中工作座谈会提出，“下半年银行业服务实体经济要有新贡献，积极推动债转股落地实施，有效支持去产能、去杠杆。”8 月 7 日，银监会发布《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿），对银行新设实施机构的设立资质、债转股实施机构的业务范围、债转股对象企业条件提出明确要求。为丰富实施机构用于收购银行债权的资金来源，实施机构可以发行金融债券，专项用于债转股；通过债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金；以及依法

依规面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股。刚成立的建信投资就是通过面向合格投资者和发行金融债券募集资金用于债转股等业务。值得注意的是，扭亏无望、已失去生存发展前景等企业拉入债转股的“负面清单”。8月23日的国务院常务会议表示，支持债转股实施机构多渠道筹资。鼓励国有资本投资、运营公司及有条件的央企基金采取各种市场化方式参与债转股。

债转股是目前实现国企降杠杆的重要途径之一。8月23日的国务院常务会议要求把国企积极稳妥推进市场化债转股，并鼓励国有资本投资、运营公司及有条件的央企基金采取各种市场化方式参与债转股。

苏宁金融研究院高级研究员赵卿：《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》明确了债转股实施机构的设立标准、资金来源、债转股定价、退出机制等，有利于未来债转股业务的实施。同时，尤其是明确了多渠道的资金来源——可以发行金融债券专项用于债转股，也可通过设立私募基金用于实施债转股。

上海财经大学金融学院副教授曹喙：地方政府产业基金与专项基金的参与，以及地方政府的让利，能够降低债转股项目的风险，吸引社会资本的参与，解决债转股目前遇到的难题。但需要注意，在吸引社会资本参与的过程中，地方政府的让利不能转变为地方政府“兜底”，从而使得地方政府的债务压力进一步加大。

广发证券分析师廖凌：煤炭、钢铁供给侧改革的重心正逐步由“去产能”向“去杠杆”转移，有望成为债转股重点落地领域。

推动“僵尸企业”“安乐死”

要深入推进供给侧改革，推进“三去一降一补”。去杠杆、去产能、去库存、降成本、补短板的五大经济任务，处置僵尸企业是“牛鼻子”可以看作是首要切入点，也是影响全局的关键节点。

“僵尸企业”是指长期入不敷出，依靠财政或银行“输血”才能维持生存的企业。2016年国资委摸底梳理出，央企需要专项处置和治理的“僵尸企业”和特困企业2041户，涉及资产3万亿元。

2016年3月，首例地方国企违约事件—东北特钢违约事件爆发。该国企2015年第一期8亿短期融资债券违约，到了7月，已有连续7

只债券违约；10月，东北特钢进入破产重组程序。这不仅揭开了地方国企困境的冰山一角，还让债务违约的阴云开始笼罩在投资人心头。随后，山东、山西、内蒙古、安徽等多个地区的国企债务偿还出现风险，甚至是危机。

近年来清理“僵尸企业”取得一定的成效。据国务院国资委副秘书长彭华岗介绍，2016年国企清理退出“僵尸企业”4977户，涉及资产4119.9亿元。国家发改委表示，通过企业依法破产促进僵尸企业出清的能力持续提升，自去年以来，新设立破产审判庭90家，破产受理和审结案件数量也不断增加，仅2017年上半年就达近3000件和2000件。最高人民法院透露，2016年全国新受理的破产案件数量比2015年上升53.8%。从工商总局获悉，据统计，2017年上半年各地共吊销企业45.6万户，及时有效地将不合格的市场主体清理。上半年清理“僵尸企业”45.6万户。

2016年10月《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》明确，“对于扭亏无望、已失去生存发展前景的‘僵尸企业’，要破除障碍，依司法程序进行破产清算，全面清查破产企业财产，清偿破产企业债务并注销破产企业法人资格，妥善安置人员”。

7月的中共中央政治局会议、全国金融工作会议等再次强调，抓好处置“僵尸企业”工作。中央政治局会议要求，紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子，更多运用市场机制实现优胜劣汰。

国资委党委书记郝鹏表示，目前正“一企一策”制定“僵尸企业”处置和特困子企业治理工作方案。

中央财经领导小组办公室副主任杨伟民表示，下一步可能需要对前一个阶段去产能的做法做一些微调，更多要通过处置那些僵尸企业来达到化解过剩产能的目的，然后释放它占用的信贷、工人等要素资源，转移到其他的领域当中去。

国家发改委表示，要积极探索僵尸企业债务有效处置方式。完善激励约束机制，作好兜底保障，切实破除“僵尸企业”僵而不死的各类障碍，推动通过市场化法治化方式实现“僵尸企业”“安乐死”，以提高资源使用效率。

业界指出，所谓对破产企业尽量实行“安乐死”，就是要做好僵尸企业处置的“善后工作”，包括资产处置、资金的清算、员工的安置，个别产能过剩严重的地区会出现职工集中下岗和财政支出困难，要深入细致地研究和实施配套措施，最大限度减少“阵痛”。

九州证券全球首席经济学家邓海清：关于“僵尸企业”的问题，2017年2月28日的中央财经领导小组会议、7月14-15日的第五次全国金融工作会议、7月24日的中央政治局会议均对此做出强调，且这三次会议皆有习近平出席，规格之高。“紧紧抓住处置‘僵尸企业’这个牛鼻子，更多运用市场机制实现优胜劣汰”。这意味着，将会逐步从政策上明确打破政府的隐形担保，国企违约的可能性进一步扩大。

北京大学国家发展研究院教授卢锋：处置“僵尸企业”无疑将成为下半年供给侧结构性改革的一个发力点。治理产能过剩与“僵尸企业”，要更加重视改进完善政企关系与政商关系，通过市场、法治方式倒逼缺乏自生能力的企业退出，对困难企业提供适当协助使其顺利退出，从而综合解决产能过剩难题，并助推结构调整。

西南宏观：这意味着行政化的去产能政策力度可能会逐步减弱，而更多的用市场化的环保成本上升等方式推进。

“堵后门”“开前门”化解地方债务风险

8月29日，财政部部长肖捷向全国人大常委会作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时，谈到了地方政府债务问题，“坚决堵住违法违规举债的‘后门’，坚决遏制隐性债务增量”。据他介绍，今年以来强化地方政府债务管理，采取了设定“负面清单”等多项措施，核查地方政府违法违规融资问题并公开曝光典型案例，相关责任人被给予撤职、行政降级、罚款等处分。下一步“坚持堵后门、开前门严控增量，坚决堵住违法违规举债的‘后门’，地方政府一律采取发行政府债券方式规范举债，坚决遏制隐性债务增量。同时，开好合法合规举债的‘前门’，适应不同地区经济社会发展需要，合理确定分地区地方政府债务限额，稳步推进专项债券管理改革。”

财政科学研究所所长刘尚希：7月的中央政治局会议对下半年强

化地方政府债务管理提出更高要求，一方面要进一步“开前门”规范举债融资方式，保护好地方发展的积极性，另一方面要更严格“堵后门”，遏制隐性担保、融资平台举债、假 PPP 等违规举债行为，要及时甄别债务，明确偿还责任。

坚决遏制违法违规举债

2016 年下半年起，财政部、发改委等部门陆续印发关于地方政府债务的核查、应急处置预案、监督、问责等一系列文件，对各级地方政府各种违法违规举债融资行为进行监督和引导，力求厘清政府与平台的关系，进而化解地方政府的隐形债务风险。

今年 5 月，财政部、国家发改委、司法部等六部委联合印发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预 50 号文)，全面清理整顿包括地方政府违规担保，通过平台公司违规举债，利用 PPP、产业基金变相增加政府债务等在内的违规行为。6 月，财政部又印发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(87 号文)，严格限定政府购买服务的范围、严格规范政府购买服务预算管理、严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资。这两份新的政策性文件，寄望实现对大部分地方政府违法违规融资行为的全覆盖。

对于违法违规举债行为，中共中央、国务院 7 月以来的多次会议一再明确要求：“有效规范地方政府举债融资”“各地要落实属地责任，堵住‘后门’，坚决遏制违法违规举债。”7 月 28 日的国务院常务会议，要求坚持分类指导，继续整改违法担保，纠正政府和社会资本合作、政府投资基金、政府购买服务中的不规范行为。

债务增量将被严格控制。全国金融工作会议、中央政治局会议和国务院常务会议均点名提及地方政府债务，并对控制地方债务、防范风险提出了明确要求。其中，三次中央高层会议，都提出地方政府债务增量。中央政治局会议和国务院常务会议更明确提出控制遏制隐性债务增量。上述这些会议释放了明确信号：变相融资、隐性债务等违法违规举债将被坚决遏制，债务增量也将会被严格控制。

事实上，从 2016 年开始，我国已对地方负债进行了限额管理。据

财政部副部长刘伟介绍，到6月底，地方政府债务余额是15.86万亿元，还控制在18.82万亿元年度限额以内。

财政部预算司副司长王克冰指出，党中央、国务院明确提出要严控地方政府债务增量，发出严管信号。地方政府一律采取在限额内发行地方政府债券方式规范举债。此外，地方政府不得以任何方式举债。坚决制止地方政府通过融资平台公司变相融资，要督促地方严格执行国家出台的PPP、政府投资基金、政府购买服务等各项规范管理政策要求，防止地方政府把它异化为变相举债的渠道。加快推进融资平台公司市场化转型，剥离融资平台公司的政府融资职能。加大对违法违规融资担保行为查处问责力度。

财政部部长肖捷8月29日强调，要督促地方落实主体责任，加大问责追责和查处力度，完善政绩考核体系，做到终身问责，倒查责任。

此外，8月15日，国家发改委办公厅发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》要求，新发债企业与政府信用严格隔离，严禁地方政府及部门为企业发行债券提供不规范的政府和社会资本合作、政府购买服务、财政补贴等情况。

方正证券首席经济学家任泽平：下半年加强财政整顿，继50号文、87号文后，国务院第4次大督查将于2017年7月派出督查组，重点督查地方违法违规融资担保等。

联讯证券董事总经理李奇霖：50号文和87号文，基本上把这几年比较盛行的明股实债PPP、伪政府购买服务、产业基金中给予优先级合伙人固定收益承诺等这些举债的偏门给堵住了。50号文也明确了，地方政府违规举债时，要追究地方政府、中介机构和金融机构等的责任。

中央财经大学中国公共财政与政策研究院院长乔宝云：全国金融工作会议提出对地方债实行终身问责并倒查责任，意味着未来官员即使退休也要承担相应责任，这有助于避免把债务责任推卸到以后的官员，产生跨代道德风险，也是在鼓励、引导地方政府在合法合规的基础和前提下干出政绩，搞好工作。

目前，地方违法违规举债行为，在今年首次问责处理到具体责任

人，财政部目前已经披露了三起地方典型案例。

开“前门”

今年基建投资总盘子预计将高达 16 万亿元，而今年预算赤字率 3%，赤字规模 2.38 万亿元，上半年已赤字 9000 多亿，下半年赤字空间为 1.5 万亿元，远不及去年，预算稳定调节基金以及地方结转结余资金加起来大约不到 6000 亿，财政空间有限。地方政府需要承受非常大的融资压力。因此，财政部在堵“后门”的同时，也“开前门”。

7 月 28 日的国务院常务会议表示，开好“前门”，支持地方政府合法合规举债融资，加大对易地扶贫搬迁、深度贫困地区基础设施建设等的支持。

50 号文中则明确允许地方政府出资设立融资担保公司，以期建立地方政府“阳光化”的举债机制。此外，推广合规的 PPP 和产业基金撬动社会资本参与基础设施和公共服务项目。

财政部在 6 月和 7 月分别联合国土资源部和交通运输部推出土地储备专项债券和收费公路专项债券试点，探索中国版“市政收益债”。

8 月 2 日，财政部印发《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（89 号文），旨在地方政府债务限额这一前提下，按照地方政府性基金收入项目分类发行专项债券，发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，同步研究建立专项债券与项目资产、收益相对应的制度，从而立足国情打造中国版的地方政府市政债。

目前，北京和厦门已率先发布土地储备专项债券的招标发行公告。

财政部预算司副司长王克冰表示，打造中国版市政项目“收益债”，是保障地方合理融资需求的重大机制建设，有利于遏制违法违规融资担保行为，防范地方政府债务风险。

天则经济所研究员杨小静：考虑到地方政府在基础设施领域依然具有巨大的融资需求，而基础设施建设类项目适用于地方政府专项债之类的政府债券，因此，未来，一方面在地方政府债的规模上，尤其是专项债的规模上会在预算范围内有增长的需求，另一方面，会积极拓展专项债的发行类别，以匹配地方基础设施类项目的融资需求。

越秀金控集团金融研究所所长苏亮瑜：探索和开辟新的风险缓释路径：首先，对于面向战略性基础设施的存量地方债，中央应支持以国债置换加以消化，并探索发行30年、50年甚至更长国债，以时间换取空间。其次，对地方政府的经营性债务、国企负债等，将通过构建大额信贷转让市场，及通过信托责任模式等，实行市场化重新配置，实现风险向市场和社会的有序分散和缓释。再次，推动市场分离均衡博弈以替代市场混同均衡博弈，实现债务风险的市场化、社会化缓释，开辟债务风险缓释的全新路线图。

国家资产负债表研究中心主任张晓晶：在加强政府监管、强化问责的同时，下一步要防范和化解地方政府隐性债务风险，需进一步推进深层的体制性改革，包括政府职能转变、中央和地方间财政关系安排、投融资体制改革、财税金融改革等。

整治金融乱象

4月份，央行2017年金融稳定工作会议和银监会一季度经济金融形势分析均提出整治金融乱象。今年银监会一季度经济金融形势分析（电视电话）会议提出，对股权和对外投资、机构及高管、规章制度、业务、产品、人员、廉政风险、监管行为、内外勾结违法、非法金融活动等十大方面进行整治。上半年银监会组织开展了“三违反”（违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章）、“三套利”（监管套利、空转套利、关联套利）、“四不当”（不当创新、不当交易、不当激励、不当收费）。据不完全统计，截至8月18日，银监会和各地银监局网站公布处罚信息显示，银监系统今年共披露1649张罚单，包括银监会25张，银监局490张，银监分局1134张。

7月整治金融乱象提升到中央层级。金融工作会议提出“整治金融乱象”。其后的中央政治局会议再次提出“深入扎实整治金融乱象”。

银监会在党委扩大会议传达全国金融工作会议精神时指出，要着力防范流动性风险、信用风险、影子银行业务风险等重点领域风险。有计划、分步骤，深入整治乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务等市场乱象。银监会的座谈会也明确表态“防范银行业风险要有新举措”，

其中，“深入扎实整治金融乱象，坚决惩处违法违规行为。银监会年中座谈会进一步明确，下半年加强监管要有新作为，尤其是针对银行理财业务、资管业务、同业业务等。

银监会现场检查局副局长李琳表示，目前银行业金融机构的自查已基本结束，各级监管机构的检查也接近尾声。下一步将按照工作部署，从开展问题整改、依法从严监管、弥补监管短板等三方面推进专项治理工作。

银监会审慎规制局局长肖远企表示，年初对监管制度进行梳理查找监管短板，今年要制定监管制度 20 项左右。对银行业乱象的治理过程中，一定要对实体经济的影响最小，确保银行业风险可控。银监会整治市场乱象并非简单的一刀切，会根据问题性质和根源分类处置、区别对待，有的领域快一点，有的领域慢一点。

央行则加快完善宏观审慎评估体系（MPA）。宏观审慎评估体系是央行于 2015 年底提出的、用于季末对银行全部资产进行考核的打分体系，又称为广义信贷类考核。它的前身为差别准备金动态调整和合意信贷管理。从 2017 年一季度起，央行已将表外理财纳入宏观审慎评估体系（MPA），以合理引导金融机构加强对表外业务风险的管理。央行发布的《2017 年第二季度中国货币政策执行报告》明确要求，自 2018 年 1 季度起，总资产 5,000 亿元以上的银行发行的一年内的同业存单纳入 MPA 同业负债占比进行考核。

央行 8 月初发布的《中国区域金融运行报告(2017)》报告还提出“探索把规模较大、具有系统重要性特征的互联网金融业务纳入宏观审慎管理框架。

此外，8 月中旬，互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于落实清理整顿下一阶段工作要求的通知》（84 号文）。《通知》提出，对整改类互金机构，明确业务规模和存量违规业务要“双降”，不再新增不合规业务，整改时间原则上不超过 1 年，即整改实施阶段应最迟于 2018 年 6 月底前完成。

九州证券全球首席经济学家邓海清：从整治金融乱象范围看，将逐渐从中心扩张到外围，对于互联网金融、地方交易所等整治力度将

持续加强。从整治金融乱象层次看，从治标逐渐走向治本，从打大老虎阶段过渡到制度的规范化。加强监管协调，核心在于“国务院金融稳定发展委员会”，央行承担“办公室”的角色。从以前的“水平协调”到现在的“垂直协调”，监管协调体系正式从 1.0 版本升级到 2.0 版本。

工商银行董事长易会满：治理金融乱象，要建立一张能反映金融业运行整体情况和风险实质的超级资产负债表。从根源切入，在基础问题上进行顶层设计，这样可以使我们对各类金融风险做到心中有数、手中有方、对症下药。

中国社科院金融研究所所长助理杨涛：整治乱象既需要着眼于短期的治理行动，也需要着眼于长期的机制安排。考虑到目前许多金融风险都出现在监管的空白或交叉地带，因此监管协调将是长期制度建设重中之重。全国金融工作会议已经明确提出要设立国务院金融稳定发展委员会，来解决监管协调的问题。

联讯证券董事总经理李奇霖：银监会会议部署了下半年重点开展的四项工作任务，一项是金融与实体的关系问题，而其余三项则均为风险与监管，并在最后提出要以“严坚硬”来改变监管工作的“宽松软”。这意味着下半年的监管可能没有想象的那么松，“严监管”可能会成为贯穿全年的主题。落实穿透原则，一是要追溯资金来源；二是准确计提风险资本，避免风险敞口没有得到足够覆盖的现象发生。

方正证券首席经济学家任泽平：加强金融监管将是新常态。”预计未来统一资管新规、同业存单纳入同业负债、消除多层嵌套抑制通道业务、处罚过度激进金融机构等新监管政策将逐步出台。金融正从鼓励创新到加强监管、从监管竞争到加强协调、从降杠杆到稳杠杆，货币政策从边际收紧到不松不紧。

民生银行首席研究员温彬：应尽力避免处置风险不当而引发新的风险。对于去杠杆过程中，由于僵尸企业出清造成的不良和损失，金融机构要通过核销、不良资产证券化等进行处置；对于由于经济周期原因面临短暂经营压力的企业，则通过债转股等方式缓解银行不良资产压力，做到平稳去杠杆；对于经济效益比较好、管理比较完善的龙头企业，通过加大资本市场发展、提升直接融资占比等，优化融资结

构、降低间接融资等。

货币政策继续稳健中性

2017年人民银行分支行行长座谈会重申，继续实施稳健中性的货币政策。

兴业证券宏观分析师王涵：此次政治局会议除了继续要求“坚持稳中求进”的工作总基调之前，还进一步强调要“更好把握稳和进的关系，把握好平衡，把握好时机，把握好度”，并且全文共有15处提及“稳”字，明显多于今年4月和去年12月的政治局会议。

货币政策“控总量”

继全国金融工作会议将“控总量”提到与“稳增长、调结构”并列的位置后，中央政治局会议和7月24日至7月25日的央行分支行行长座谈会均重申“处理好稳增长、调结构、控总量的关系”，替换了此前的“稳增长、调结构、控风险”。

“控总量”使货币政策数量目标的重要性更为突出。因此，稳健中性货币政策的主要表征之一，将是货币数量增速保持在合意水平。

而总量的控制与效率的提升相辅相成。一方面，保持货币信贷适度增长，有利于为供给侧改革营造适宜的金融环境。2017年6月央行货币政策司司长李波表示，“货币政策如果太松的话，可能僵尸企业、过剩产能就很难去掉了。”另一方面，在注重总量控制的情况下，需要提升金融服务实体经济的效率，在总量目标的范围内更大限度发挥信用对实体经济的积极作用。

从总量上看，7月末社会融资规模存量为168.01万亿元，同比增长13.2%，较上月提高0.4个百分点，反映出实体经济融资需求的全面改善。信贷是拉动社融超预期高增的主因：当月对实体经济发放的人民币贷款增加9,152亿元，占全部新增社融的75.02%。

截至7月末，广义货币(M2)余额162.9万亿元，同比增长9.2%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和1个百分点，再创历史新低。央行调查统计司司长阮健弘此前表示，随着稳健中性货币政策的落实以及加强金融监管效应的显现，近期商业银行一些与表外产品相关的

资金运用科目扩张放缓，由此派生的存款及 M2 增速也相应下降，这是金融体系降低内部杠杆的客观结果。

市场人士分析，下半年防风险、严监管、去杠杆的基调并没有改变，货币政策宜紧难松，但另一方面下半年强调“稳”字当头，进一步收紧的可能性并不大。

中信建投证券宏观与债券研究团队首席分析师黄文涛：“控总量”主要指货币信贷总量和流动性总量。当前我国货币供应量(M2)和信贷总量都已处于较高水平，继续维持高增长态势既不利于供给侧结构性改革的推进，同时也可能滋生新的资产泡沫，加剧结构性失衡。因此控制好货币信贷总量是实现经济平稳转型的关键。预计，后续政策调控将更加注重精细化操作和结构性优化，货币信贷和流动性难以实现破发性增长。

国信证券宏观固收董德志、赵婧：货币政策措辞由以前的“稳增长、调结构、防风险”，改变为“稳增长、调结构、控总量”。把防风险换为控总量，可能是对前期风险防范成绩的认可。

交通银行首席经济学家连平：下半年，货币政策稳健中性的基调不应改变，但应以稳为纲，兼顾好实体经济稳步增长、金融去杠杆协同推进和系统性金融风险总体可控三个目标。鉴于流动性明显收紧和货币市场利率明显上升，乃至银行贷款利率也已开始上升，货币政策已不宜进一步收紧。此时货币政策的重心可能需要更加关注实体经济稳步增长方面。在下半年经济存在下行压力的情况下，金融宏观调节有必要开展具有维稳性质的逆向操作，实施积极及时地适度对冲，减缓融资成本上升对实体经济带来的压力，保障经济平稳运行。应在存贷款基准利率保持稳定的同时，促进市场流动性保持基本稳定，将货币市场利率水平控制在当前水平上，避免其进一步上升推高实体经济融资成本。

交行金融研究中心首席金融分析师鄂永健：稳健货币政策与经济去杠杆联系起来，未来货币政策很可能不会因 M2(广义货币)增速下行而出现明显放松，在经济去杠杆的大背景下和经济增长新动能尚在培育中的情况下，货币政策将保持不紧不松。

九州证券全球首席经济学家邓海清：货币政策并不会收紧，将会维持5月以来的“货币政策中性”，主要原因在于：一方面，货币政策并不存在进一步收紧的政策空间，比如，4月“严监管+紧货币”的政策搭配造成的股债商三杀、经济出现较大回落的风险，这明显是政策层不愿意看到的局面，在金融严监管的背景下，货币政策并没有收紧的政策空间；另一方面，货币政策收紧与服务实体经济“背道而驰”。回顾历史上提“降低实体经济融资成本”的时期是2014-2016年，正是货币宽松时期。尽管我们认为货币政策重回宽松的可能性为零，但强调“降低实体经济融资成本”至少意味着货币政策不可能再紧缩，因为货币政策紧缩必然导致实体经济融资成本进一步上升。

国金证券：“脱虚向实、金融监管、经济去杠杆”仍然是“一行三会”金融工作的重点并未出现转向。“抑制金融泡沫，治理金融市场乱象”成为下半年的主基调。

联讯证券董事总经理李奇霖：在金融去杠杆与坚守住系统性风险底线的双重要求下，货币政策在十九大前都会坚持稳健的思路，既不大水漫灌，也不刻意收紧，让资金面适度稳定在紧平衡的状态。比如在7月初之时，由于财政支出力度较大，市场流动性较为宽松，央行采取暂停OMO的方式回收流动性；而当7月中旬资金刚刚开始收紧，央行马上又恰到好处的恢复公开市场净投放，施以援手，“削峰填谷”平抑资金面的波动。

削峰填谷熨平临时性的流动性波动

央行在《2017年第二季度中国货币政策执行报告》中表示，二季度央行坚持稳健中性的货币政策，通过搭配使用短期限的逆回购工具和中长期限的MLF操作，结合企业缴税、金融机构缴准、流动性工具到期等客观因素，合理把握公开市场的操作力度和节奏，提高公开市场操作的前瞻性、灵活性和精细化程度，“削峰填谷”熨平临时性的流动性波动。将研究丰富逆回购期限品种，进一步提高公开市场操作的灵活性。

事实上，7月以来市场资金供求再现大起大落，央行“削峰填谷”式流动性维稳操作已展现得淋漓尽致。月初，由于财政支出力度较大，

市场流动性较为宽松，央行采取暂停公开市场操作的方式回收流动性。中旬，受企业缴税、逆回购与中期借贷便利（MLF）到期、政府债券发行、上市公司海外分红等多种因素叠加影响，货币市场流动性逐步收敛，突然大幅收紧。货币市场利率几乎全线上涨。央行随即加大了流动性投放力度，平抑货币市场波动。据统计，7月17日~21日当周央行实际净投放4705亿元，创春节后单周净投放量新高。

2016年三季度以来，代表非存款性金融机构融资成本的R007（全市场机构的加权平均回购利率）波动率扩大，进入2017年，存款性金融机构融资成本DR007（以利率债为质押的7天期回购利率）的波动幅度也大幅提高。但在央行“削峰填谷”熨平流动性波动的市场操作下，市场平静地度过了预期流动性紧张的6月和企业集中缴款的7月，DR007和R007的波动率下降，资金面渐渐平稳。投资者融资成本平稳有利于稳定和增长长端债券的需求，即使前期利率受商品市场过热情绪冲击，债市仍保持一定“韧性”，央行灵活的市场操作有利于保证短端利率稳定和长端利率的企稳回落。如，3年期国债收益率8月份已从5月底的3.67%回落到3.5%左右。

中信固收首席研究员明明：央行后续将继续加强公开市场主动投放和回笼流动性的灵活性和精细化程度，通过各类期限工具投放和回笼的节奏、力度的搭配，形成各类期限流动性投放组合，更加灵活精准地进行流动性调节，满足央行稳定资金面水平、削峰填谷熨平扰动的意图。

东方金诚评级副总监俞春江：2017年地方政府债券月平均发行利率呈先升后降趋势，得益于近期央行加强公告稳定市场预期的“削峰填谷”公开市场操作，货币政策维持平衡。

加快建立房地产长效机制

国家统计局中国经济景气监测中心副主任潘建成称，房地产市场的回暖与消费者预期的上升相互影响。近几个月房价预期仍在波动中，预期的背后的根本动力是投资甚至投机而非刚性需求。要避免泡沫破灭（灰犀牛）带来预期的迅速下滑可能造成的灾难。

如何防范房地产的泡沫风险。去年底召开的中央经济工作会议提出，要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”这一定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制。

2017年上半年，中央层面的房地产市场政策基本“空窗”，没有出台全国范围内的刺激或紧缩政策，更多在酝酿房地产市场调控长效机制的具体措施，集中表现在两个方面：一是着力落实土地供应端“有供有限”，二是推动住房租赁市场的发展，以期影响市场预期。

7月的中央政治局会议进一步提出加快建立房地产长效机制。

联讯证券董事总经理李奇霖：预计房地产长效机制建立将围绕着：推进不动产登记制度、推动房地产税立法；增加住房用地供应量，推进棚户区改造和保障房工程建设；加快租赁市场培育等三点进行展开。房产税立法预计会是一个长期过程，短期“加快”推进并不现实，这里的“加快”预计主要指的是在库存较低的一、二线城市增加住房供应量，稳定市场预期，消除市场对未来房地产市场供应偏少的紧张情绪，同时继续在库存偏高的三、四线城市执行去库存；结合近期上海的租赁住宅土地供给和广州的“租购同权，预计后续政策会加快租赁市场完善，发展租赁市场，包括：提高租房公积金提取比例、增加租房用地供应、鼓励专业化租赁企业发展、解决租赁双方平权保障承租人长期稳定租约等。

国务院发展研究中心研究员任兴洲：下半年要在需求侧继续遏制投机性需求，坚持房地产领域“去杠杆”，消除金融风险隐患，坚持“脱虚向实”，防止泡沫积累。同时，要加强房地产长效机制和基础性制度建设，支持自住和改善需求，着力发展租赁住房市场，促进房地产市场健康发展。

逐步构建购租并举的住房供应体系

租购并举是房地产长效调控的政策之一，这一政策预期有利于提高租房者权益，稳定租赁关系，增加租赁房源，有利于房价的稳定。

长期以来，国内住宅市场一直行进在“重售轻租”的轨道上。租房市场不规范、房源远低于需求、租屋质量整体不高，承租人选择有

限，同时，黑中介频频现身，房主和租户都处于信息和交易不对称的弱势，承租人权益保障力度薄弱，致使“黑中介”“随意涨价”“乱扣押金”等各种租房乱象丛生，这是大多数人选择买房的一个重要原因。

据统计，我国约有 1.6 亿人在城镇租房居住，占城镇常住人口的 21%，远低于发达经济体 50%至 70%的比例，其中以新就业大学生和外来务工人员为主。而我国流动人口达 2.45 亿，每年新就业的大学生 700 万左右，表明中国住房租赁需求极为旺盛。有报告预测，到 2025 年，中国租赁市场规模将增长到 2.9 万亿元，到 2030 年将会超过 4.6 万亿元。

深圳综合开发研究院旅游与地产研究中心主任宋丁：目前租赁市场积累的问题，主要是长期以来我国住房“重交易、轻租赁”的模式造成的。

“购租并举”住房制度的建立和完善，一方面，将在一定程度上增强住房的供给能力，实现百姓“住有所居”；另一方面，将改变既往过分倚重抑制需求的调控方式，实现供需两端发力，既增强供给，又遏制投机，从而让住房回归居住的本质属性。

近一两年来，国家连续出台政策，多管齐下建立购租并举的住房制度，以满足多层次的住房需求。

在 2015 年底中央经济工作会议提出要建立购租并举的住房制度后，2016 年 6 月国务院办公厅印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作。《意见》提出，要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。12 月 8 日住建部、财政部联合印发《关于做好城镇住房保障家庭租赁补贴工作的指导意见》提出，以建立购房与租房并举、市场配置与政府保障相结合的住房制度为主要方向，进一步完善住房保障制度。城镇住房保障采取实物配租与租赁补贴相结合的方式，逐步转向以租赁补贴为主。《意见》明确提出租赁补贴具体政策。

近期，从中央到地方有关鼓励住房租赁市场发展的政策更是密集落地。

2017年5月19日，住建部发布《住房租赁和销售管理条例(征求意见稿)》规范住房租赁和销售行为，对租金、租期、承租人居住权利保障等方面作了规定。征求意见稿明确提出直辖市、市、县人民政府要建立住房租金发布制度，定期公布分区域的市场租金水平等信息，以引导当事人合理确定租金价格。征求意见稿中还提出，住房租赁企业依法享受有关金融、税收、土地等优惠政策。业内人士认为，该政策有利于培育长期稳定的住房租赁和销售市场。

7月20日，住建部、国家发改委、央行等九部委联合发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入、住房租赁需求旺盛的大中城市要支持相关国企转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，广州、深圳、南京等12个城市成为首批试点。除深圳、合肥、肇庆三个城市外，目前已有9个城市公布了租赁试点方案或通过市政府会议审议。北京、上海、无锡等城市尽管未列入试点，但依然多措并举发力租赁市场。

从各地方方案看，培育租赁市场是各方案着重体现的，内容主要集中在以下几个方面：机构化、专业化、规模化成为各试点城市培育租赁市场的重要手段。不少城市将租赁企业培育数量进行量化考核。如，沈阳到2020年住房租赁业务的企业要达到50家。武汉要求在其两大开发区新增租赁住房7000间，试点企业不少于20家。在供应主体方面，国企受到前所未有的鼓励。成都要求到年底要组建3至4家国有住房租赁公司。

8月28日，国土资源部会同住房城乡建设部根据地方自愿，确定第一批在13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。这13个城市为北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都。

链家研究院杨现领：扶持国企发展住房租赁业务。这一方面国企可发挥引领、带动作用，稳定市场租金，另一方面有利于国企盘活闲置和低效的厂房和商办用房，为市场增加租赁房源。

此外，北京、杭州等热点城市，要求部分出让土地须自持或配建一定比例的租赁型住房。7月4日，上海则打响租赁卖地“第一枪”：

要拿地，只准租，不准卖。而8月9日，杭州市房管局和阿里巴巴集团旗下创新业务事业部、蚂蚁金服集团旗下芝麻信用达成战略合作，拟打造全国首个“智慧住房租赁平台”，把公共租赁住房、长租公寓、开发企业自持房源、中介居间代理房源、个人出租房源全部纳入平台管理。同时，淘宝评价体系、芝麻信用体系的引入，有望让杭州人率先过上“免押金”租房的生活，化解租房纠纷。由此，杭州将率先进入信用租房时代。8月17日，北京市还发布《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》（征求意见稿）提出，增加租赁住房供应，建立统一住房租赁监管平台、政策向租房人权益倾斜、鼓励长期租房等举措。

《经济参考报》称，这些政策表明“购租并举”正成为楼市调控的重要着力点，住房租赁市场将迎新一轮快速发展期。住房供应正从“重购轻租”加快向“购租并举”的新体系转变，意味着住房制度将迎来根本性转变，不仅有利于重构市场供应格局，更有利于完善房地产市场的基础性制度和长效机制，从而真正向“房子是用来住的，不是用来炒的”理念回归。

业界普遍认为，目前房地产业正从单一“拿地卖房”模式，向出售与持有运营并举时代过渡。可以预计，未来三年将是自持物业入市的集中期。面对规模化的“售转持”，开发商必须提升轻资产运营能力。

易居研究院副院长杨红旭：住房租赁市场过去90%是散户、房东作为供给一方的。现在正在尝试让一些机构，包含一些国企和民营企业去开发建设出租，这是一个探索过程。估计补上租赁市场这个短板，需要十年到二十年。

国务院发展研究中心原副主任刘世锦：由政府优先组织资源，建设较多数量的公共租赁住房，租赁价格可以随行就市，租期不低于10年，最长可延至30年，并受法律保护。合约签订后，除非租户自己同意，不得强制其退出。政府也可通过购买公共服务的方式，利用市场资源开展此类业务。这件事情做好了，能够有效满足城市发展的刚需，抑制房价泡沫膨胀。

中原地产首席分析师张大伟：下半年还将有更多住房租赁市场的

配套政策出台，促进住房租赁市场发展多点发力。租赁市场肯定将从过去的缺乏监管、比较混乱的阶段，逐渐在向监管加强转变，政府的加法和减法的供给，包括一些调控措施在逐渐针对租赁市场发力，未来的这个市场应该越来越正规。

九州证券全球首席经济学家邓海清：发展房屋租赁市场、完善土地供给制度，是房地产长效机制的核心。房地产市场既需要解决需求问题，也需要解决供给问题，本届政府对于需求问题的处方是限制炒房、发展租赁，对于供给问题的处方是完善土地供给制度。房屋租赁的核心是解决年轻人的住房需求问题，而过去的保障房核心是解决低收入人群的需求问题。从中国实际情况来看，房屋租赁是更为合理的解决方案，因为房屋租赁具有短周期的特点，能够更为灵活的解决供给和需求的匹配问题。总体上，一方面，稳定房地产市场，意味着房地产价格没有“大起大落”，房地产价格“崩盘”的观点偏颇；另一方面，在建立房地产长效机制、以及增加土地供给的政策引导下，房地产价格到房地产投资的传导可能会大幅弱化，房地产价格的放缓并不会使得房地产投资大幅下滑，“房地产拖累中国经济”的言论被证伪。

公共福利、税费改革、资产证券化，被业界认为是影响住房租赁市场培育和发展的三个重要因素。

万科长租公寓负责人张成皓：建议进一步降低税费扶持租赁企业发展壮大，同时改革与房屋产权绑定的公共福利制度，进一步辐射租房群体。

大型房企龙湖冠寓品牌总经理邵俊：建议加快推进符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，稳步推进房地产投资信托基金试点。

“购租并举”的关键在于租售同权

不过，购租并举住房制度的建立并非一蹴而就，既涉及文化传统、社会观念等方面问题，也需要具体的细化政策甚至立法保驾护航。

全国工商联房地产商会理事陈宝存：终身租房习惯需要长期培养，这是长效机制实施时最大的障碍。同时，新建商品住宅豪宅化，带来二手房源价格上涨，租金水平提高也可能是大概率事件，老百姓

依旧会追求产权类型住宅。

目前来看，“购租同权”是实施“购租并举”的“牛鼻子”。“购租同权”意味着购房者和租房者具有完全相同的权利，特别是在教育、医疗等公共服务上。假使真能做到这一点，相信许多人会根据自己的收入水平转向租赁市场，而不是用一辈子供一套房。

今年以来，郑州、扬州、济南、无锡等二线城市通过修改地方法规的方式进一步放宽落户门槛时，取消购房落户政策，把租赁房屋纳入“合法稳定住所”范畴成新趋势。

7月17日，广州出台“租赁16条”发展住房租赁市场，率先提出“租购同权”，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。并提高租房公积金提取额度和落实出租住房税收优惠政策。

7月26日，住建部有关负责人表示，将通过立法，明确租赁当事人的权利义务，保障当事人的合法权益，建立稳定租期和租金等方面的制度，逐步使租房居民在基本公共服务方面与买房居民享有同等待遇。业内人士表示，“租售同权”或“租购同权”概念的正式提出，进一步凸显租赁在住房供应体系中的重要性，立法完成后“租售同权”或进一步推广。

广东省房地产研究会副会长韩世同：真正解决了租房子的落户、上学等问题，租售同权才有实际意义，而做到这一点很难。

康俊亮：租售同权从提出到落地成为普惠百姓的重要政策，需要靠部门合力，单靠房屋主管部门无法解决附加于住房的户籍、学位、社会保障等差异带来的不同权问题。

中国人民公安大学治安系教授王太元：租购同权是住房以及相关的社会管理领域的制度变革，甚至是中国民事法律制度的重大变化，这中间当然有非常具体的问题需要解决，但问题的产生与解决，都与户籍改革没什么关系。

业内人士表示，为了避免给公共资源供需造成更大压力，应多方面进行改革。例如规定租期年限，以及提供租房缴税凭据，以防假合同争取入学名额等。

也有专家认为，租房“赋权”所带来的公共服务能力和公共配套

设施的增加等问题，尤其是要警惕引发租金非理性上涨，避免“租不起房”的现象发生。

青岛大学经济学院教授易宪容：要让中国的住房租赁市场健康发展必须建立在两个前提条件下，一是通过各项优惠条件鼓励国内企业生产租赁性住房，保证居民的居住权，而不是为了谋取暴利，企业的利润应规定在居民租赁成本最小化的水平上。二是严格限制住房的投机炒作或让住房成为一种投资赚钱的工具。用政策鼓励居民更愿意租赁住房，比如对租赁住房的居民进行补贴，让租赁住房比持有住房的成本更低，购买住房不能成为赚钱的工具等。如果没有这两个前提条件，不仅存量住房无法转化为租赁性住房，而且通过各种优惠政策建造的租赁性住房也可能成为一些企业或个人谋利的工具。所以，发展中国的住房租赁市场最为重要的不是让“租购同权”，而是要为中国的房地产市场立法，把住房的居住功能定位法律化和制度化，并在法律基础上来保护居民的“租购同权”。

（未经许可，请勿转载）

总编审：任朝霞 满岩

责任编辑：赵军利 邱续云

联系人：陈新孙 杨宇 电话：(010)68558515 68140683 13910382901 Fax: (010)68558341

Email: cxinsun@cei.gov.cn yangy@mx.cei.gov.cn 准印证：京内资准字 1415—L0140 号
