



非金融企业杠杆：现状、风险与应对

Leverage Ratios at Non-Financial Enterprises

刘 艳 夏妍妍 侯 睿 马顺福

摘 要：本文研究中国非金融企业杠杆问题，首先从宏观和微观两个角度对近年来中国非金融企业杠杆率变化情况及原因进行简要分析，并指其中反映的金融资源结构性错配、不够完善的金融体系与资本市场、隐性债务等问题，再从理论和实践角度论述非金融企业杠杆率与企业信用风险之间的关系，最后对当前中国非金融企业杠杆反映出的问题提出对策建议。

关键词：非金融企业 杠杆率 金融风险

Abstract: This paper examines the leverage ratios of China's non-financial enterprises and analyzes the key contributing factors from macro and micro perspectives. It assesses changes in the ratios and points out the structural mismatch of financial resources as well as flaws in the domestic capital markets. It also discusses the relationship between leverage ratios and credit risk and offers some suggestions for addressing existing problems.

Keywords: Non-Financial Enterprises, Leverage Ratio, Financial Risk

自2008年全球金融危机、2009年欧债危机以来，债务风险问题受到全球的高度关注。近年来，在全球经济复苏缓慢的背景下，中国经济下行压力加大，随着经济去杠杆和金融强监管的推进，我国企业违约事件持续发生，违约日趋常态化。企

作者单位：联合资信评估有限公司。



业信用风险事件的发生除了与外部不利因素有关,企业杠杆率高导致偿债压力过大也是重要原因之一。

在经济学范畴中,杠杆率在宏观和微观层面的含义不尽相同。在微观层面,杠杆率一般指财务杠杆,资产负债率、权益比率、所有者权益与负债之比等都可用于衡量财务杠杆率;在宏观层面,由于缺少各部门(政府、非金融企业、居民/家庭、金融机构)完整的资产负债表,通常以其他指标作为替代,负债率(年末债务余额与当年GDP的比率)和债务率(年末债务余额与当年政府综合财力的比率)是国际上常用的两个衡量指标。

本文以国际清算银行(BIS)公布

的各个国家和地区年末债务余额与当年GDP的比率(负债率)来衡量非金融企业宏观杠杆率水平,以资产负债率来衡量非金融企业微观杠杆率水平。首先从宏观和微观两个角度对近年来中国非金融企业杠杆率变化情况及原因进行简要分析并指出反映的主要问题,再从理论和实践角度对非金融企业杠杆率与企业信用风险之间的关系进行论述,最后对当前中国非金融企业杠杆反映出的问题提出几点对策建议。

我国非金融企业宏观杠杆率

BIS主要统计并公布了全球44个国家和地区非金融部门、私人非金融部门、政

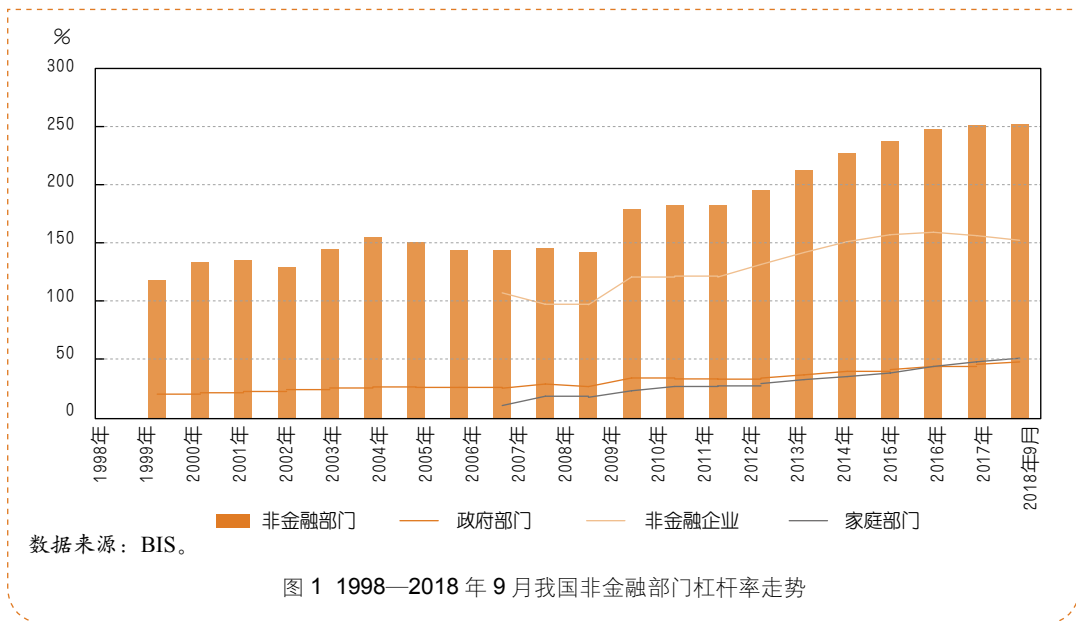


图 1 1998—2018 年 9 月我国非金融部门杠杆率走势



总体来看，我国非金融部门杠杆率在2008年之前相对平稳，2008年之后呈明显增长态势，政府部门、非金融企业、家庭部门杠杆率变化也呈现相似的特点。

府部门、非金融企业、家庭部门等杠杆率数据。其中，非金融部门是综合指标，分为政府部门和私人非金融部门两类细分指标，私人非金融部门又分为非金融企业、家庭部门两类细分指标。

我国非金融企业宏观杠杆率纵向比较

总体来看，我国非金融部门杠杆率在2008年之前相对平稳，2008年之后呈明显增长态势，政府部门、非金融企业、家庭部门杠杆率变化也呈现相似的特点。

我国非金融部门中，非金融企业杠杆率最高。截至2018年9月，我国非金融企业杠杆率为152.9%，政府部门杠杆率为48.3%，家庭部门杠杆率为51.5%。BIS第352号工作报告提出，政府部门、企业部门和家庭部门的杠杆率警戒线分别为85%、90%和85%。其中，政府债务每增加10%，对经济增速的拖累将超过0.1%，企业部门杠杆率超出警戒线后对经济增速的负面影响是政府债务的一半，家庭部门杠杆率超过警戒线对经济增速的影响不十分明确。对比我国情况，2018年9月我国非金融企业杠杆率为152.9%，已超过警戒

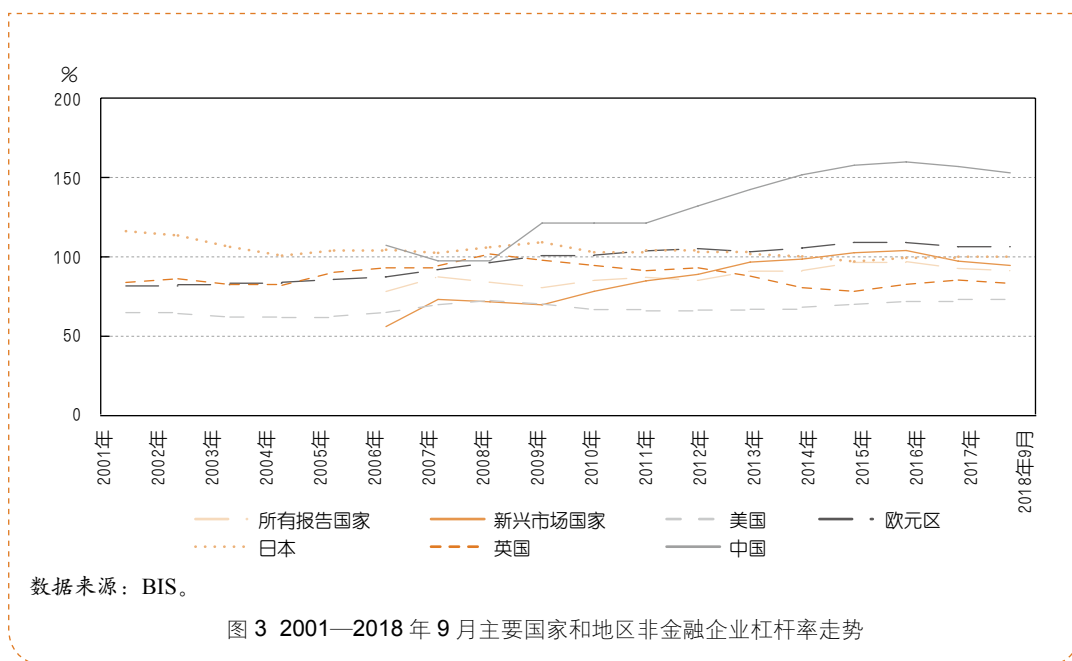
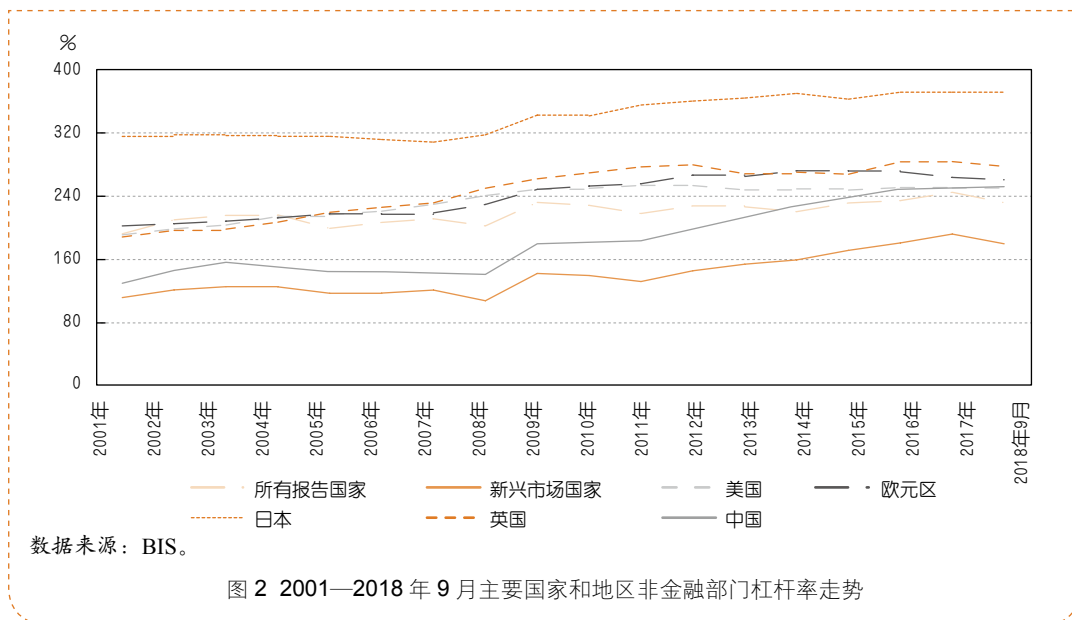
线62.9个百分点，政府部门和居民部门的杠杆率则远低于警戒线。

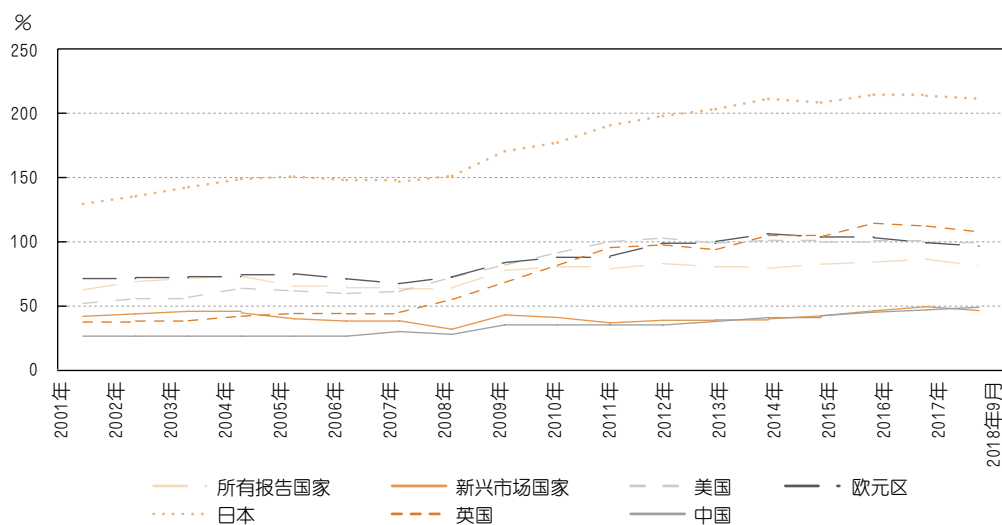
我国非金融企业宏观杠杆率横向比较

将BIS公布的所有报告国家、新兴市场国家、美国、欧元区、日本、英国等国家和地区非金融部门杠杆率与我国对比发现，我国非金融部门杠杆率在2008年之后增速明显较快，从较低水平升至中间水平，非金融企业杠杆率快速增长且已处于较高水平，政府部门、家庭部门杠杆率仍处于较低水平。

非金融部门杠杆率增长较快，从较低水平升至中间水平。我国非金融部门杠杆率在2001年至2018年9月增加了123.4个百分点，同期所有报告国家、新兴市场国家、美国、欧元区、日本、英国分别增加了39.4、68.0、57.1、58.3、55.3、89.2个百分点，我国非金融部门杠杆率增幅远高于主要国家和地区，且增长主要集中在2008年以后。2008年以来，在主要国家和地区非金融部门杠杆率均缓慢增长的情况下，我国非金融部门杠杆率增速较快，从2014年开始超过所有报告国家平均水平（219.8%）。2018年9月，我国非金融部门杠杆率（252.7%）仍低于欧元区、日本、英国等，按由高到低排名处在BIS公布的44个国家和地区的第20位。

非金融企业杠杆率快速增长，且已处于较高水平。我国非金融企业杠杆率在总体水平较高的情况下仍保持快





数据来源：BIS。

图4 2001—2018年9月主要国家和地区政府部门杠杆率走势

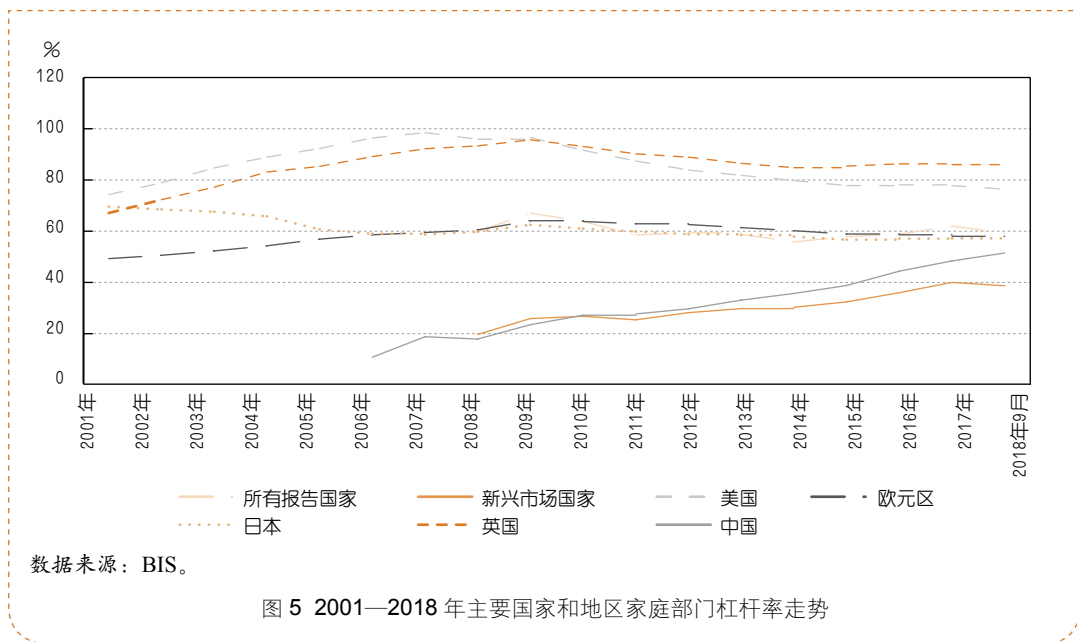
速增长，2008年至2018年9月，我国非金融企业杠杆率增加了55.4个百分点，同期所有报告国家、新兴市场国家、美国、欧元区、日本、英国分别增加了7.3、22.9、1.4、10.0、-4.9、-18.5个百分点，我国非金融企业的杠杆率增幅（152.9%）明显高于主要国家和地区，目前在44个国家和地区中排名第7位，处于较高水平。

政府部门和家庭部门杠杆率仍处于较低水平。2001年至2018年9月，我国政府部门杠杆率由24.5%增长至48.3%，增加了23.8个百分点，增幅较其他主要国家和地区相对不高，2018年9月的水平（48.3%）位于44个国家和地区的第28位，且仍远低于

于欧盟60%的警戒值标准和90%的公共债务阈值标准；家庭部门杠杆率由17.9%增长至51.5%，增加了33.6个百分点，虽然增幅明显高于其他主要国家和地区，但仍处在较低水平，2018年9月的杠杆率水平（51.5%）在全球44个国家和地区中排名第26位。

我国非金融企业微观杠杆率

站在微观层面，采用Wind数据库中A股上市公司和发债企业全样本数据，分析企业层面杠杆率变化情况。对上述两个样本进行筛选并去重后，得到总样本包含8 709家企业1998—2018年的季度数据，用Winsor方法进行去极值处理（将指标前5%



与后5%数据进行缩尾处理），并对各企业资产负债率的算术平均值进行比较^①。

微观层面非金融企业杠杆率整体相对平稳

2008年以来，我国非金融企业宏观杠杆率增速较快，但从微观层面来看，同期A股上市公司和发债企业资产负债率均值并没有呈现出明显的增长趋势，而是在50%左右波动。2008年第四季度，我国非金融企业微观杠杆率平均水平为53.2%，

相比之下，2018年第二季度为49.83%，反而略有下降，中位数值与25%、75%分位值也呈现出相同的变化趋势^②。微观层面数据表明，我国企业层面的杠杆率整体水平近年来并没有显著增加。但需要说明的是，将Wind数据库上市公司与发债企业作为样本仍然存在一定的局限性，因为我国对企业上市及发债均具有一定的门槛，一般来说为具有一定规模的企业，样本的局限性可能会对结论产生影响。

① 主要是考虑到各家企业负债加总/各家企业资产加总的算法可能导致规模较大企业对结果产生显著性影响，从而不能较为客观反映该类企业整体状况。

② 这与钟宁桦等（2016）利用400万家规模以上工业企业财务数据分析得出的结论一致。王宇伟（2018）选取2007—2015年工业、建筑业、批发和零售业、住宿和餐饮业、房地产业五个行业企业的资产负债率数据与上市公司数据进行研究，结论显示，2008年以后上市公司资产负债率只累计上涨了6.5%。

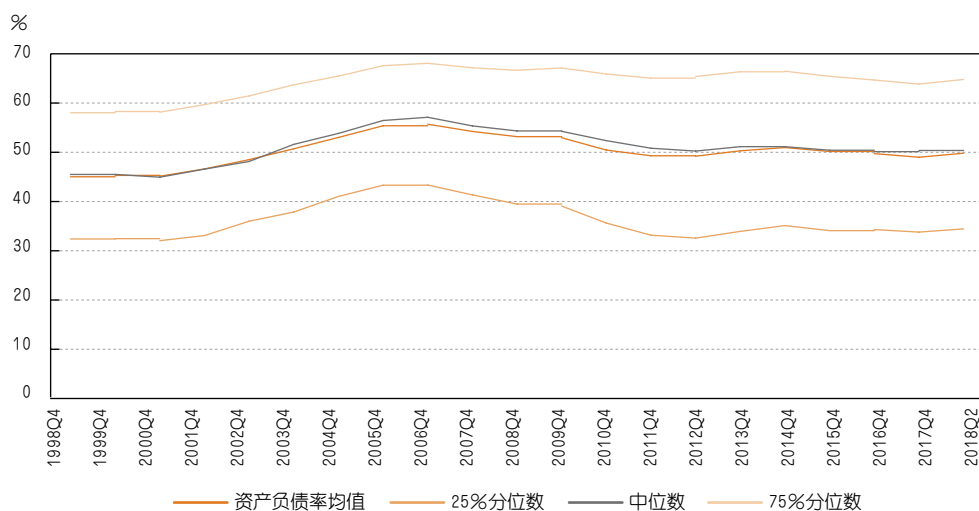


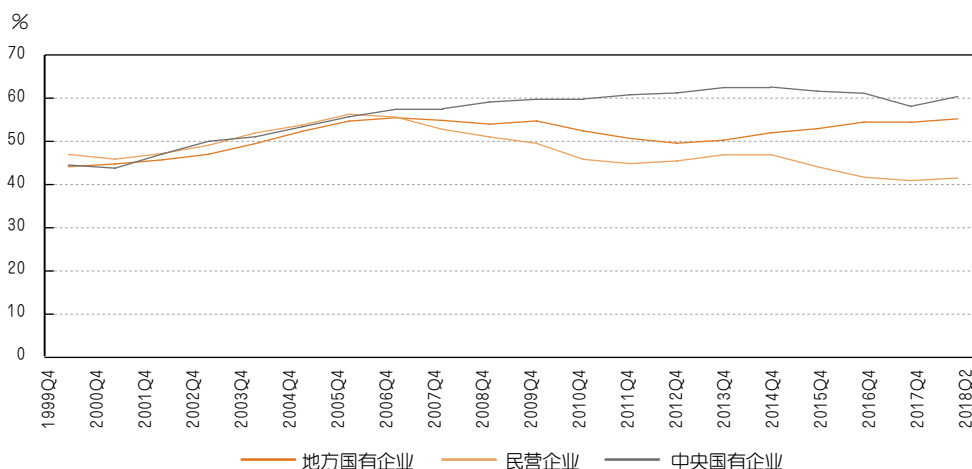
图6 样本公司资产负债率变化趋势图

国有企业微观杠杆率较高，且央企最高

从样本数据分析来看，中央国有企业、地方国有企业、民营企业的资产负债率变化趋势有所不同。2006年之前，三类性质企业资产负债率均值基本持平，并呈逐步增长趋势，2006年第四季度，三类性质企业资产负债率均值都在56%左右。2007年开始出现分化，2008年以后分化程度逐渐加深。中央国有企业资产负债率由2008年的58.71%上升到2014年的62.31%，之后略有回落，2018年第二季度为59.99%；地方国有企业呈先降后升趋势，2012年降至最低点49.46%后开始缓慢回升，2018年第二季度为55.13%；民营企业杠杆率则整体呈现下降趋势，由

2008年的50.81%下降至2018年第二季度的41.25%。目前，国有企业资产负债率高于民营企业，中央国有企业负债率最高。

从理论上来说，国有企业杠杆率偏高主要有几方面原因：首先，国有企业与银行等金融机构之间建立了深度交叉的行为联系，大大降低了银行等金融机构对国有企业的信用评价成本，金融摩擦成本较低；第二，国有企业自有资产较多、抵押物充足，具有获得贷款的巨大便利；第三，政府隐性担保会对企业信贷或债券融资获取能力产生直接影响，国有企业承担着较大的稳定经济增长政治任务和部分非市场功能，这使其更易获得额外的政府扶持，且国有企业较民营企业具有更低的融



数据来源: Wind。

图 7 不同性质企业资产负债率均值变化趋势图

资成本;第四,财政政策和货币政策会对国有企业与民营企业的信贷和杠杆率变化产生重要影响,如扩张性财政政策通过财政投融资进行基础设施建设,可能会使得在基建投资领域占比较大的国有企业杠杆率上升,同时在紧缩货币政策下信贷资金也会更多地向国有企业倾斜。

城投企业微观杠杆率增速较快,当前平均水平已超过非城投企业

城投企业资产负债率均值在2005—2008年整体呈下降趋势。为应对2008年全球金融危机,中央在2009年规定地方政府可以成立融资平台进行配资以配合中央4万亿经济刺激计划。由于《预算法》修改之前地方政府发行债券被明令禁止,只能

由中央政府代发,地方政府主要依靠融资平台进行融资。2009年城投企业资产负债率均值较上年明显增长了4.37个百分点。2010年,《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发〔2010〕19号文)出台,要求对还款来源主要依靠财政性资金的公益性在建项目,除法律和国务院另有规定外,不得再继续通过融资平台公司融资,禁止政府以资产为融资平台融资行为提供担保等。城投公司资产负债率均值从2010年开始下降,2012年达到近年来最低点(43.71%)。2014年,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号文)发布,剥离融资平台公司政府融资职能,融



资平台不得新增政府债务，城投企业逐步向市场化运作转型。从2014年开始，城投公司资产负债率持续增长，2012—2018年第二季度增加了约9个百分点，2016年开始超过非城投企业。

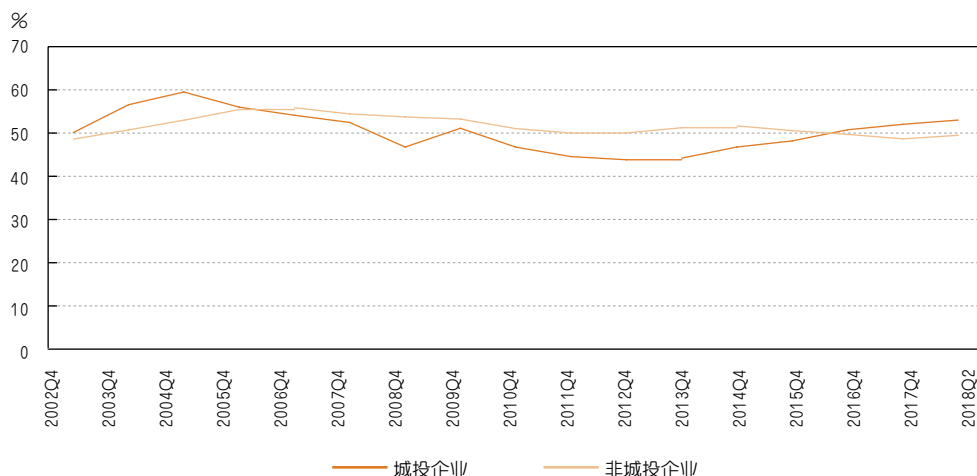
我国非金融企业杠杆反映的主要问题

我国金融资源存在结构性错配问题

根据上文分析，2018年我国非金融企业宏观杠杆率约为150%，而微观非金融企业平均杠杆率为49.83%，中位数为50.81%，非金融企业宏观和微观杠杆率存在差异且在变化趋势上也有所不同。

因此不能简单将非金融企业部门宏观高杠杆归因为微观企业高杠杆。事实上，2008年以来，我国非金融企业微观杠杆率整体是下降的，其国有企业杠杆率有所上升。由于扩张性的财政政策和宽松的货币政策更容易推动国有企业杠杆率提升，就可能导致我国金融资源产生错配。在宽松的宏观政策之下，如果金融资源更多流向利润率低、资产周转率低的企业，就无法获得应有的投入产出，从而推动企业部门宏观杠杆率的提升。王宇伟等（2018）将宏观企业部门杠杆率的计算公式拆解为：

$$\frac{\text{债务}}{\text{GDP}} = \frac{\text{债务}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{GDP}}$$



数据来源：Wind。

图8 城投企业与非城投企业杠杆率变化趋势



我国非金融企业融资仍然绝大部分依靠债权融资，股权融资占比较低，企业长期依赖于债务融资，是我国非金融企业杠杆率较高的主要原因。

拆解后的第一项对应微观企业的资产负债率，第二项对应微观企业的资产周转率的倒数，第三项为微观企业增加值率的倒数。因此公式可以改写为：

$$\frac{\text{债务}}{\text{GDP}} = \text{资产负债率} \times \frac{1}{\text{资产周转率}} \times \frac{1}{\text{微观企业增加值率}}$$

这也表明宏观杠杆率不仅与微观企业杠杆率有关，也与资产周转率等企业运营指标有关，我国金融资源存在错配是我国非金融企业部门宏观高杠杆率的重要原因。政府出于稳增长、保就业等目的，推行经济刺激政策，但“挤出效应”使较多的资源和资金流入国有企业，低效率企业虽然占用了大量债务资金，却无法产生与之相匹配的GDP，而投资效率更高的企业又因为得不到资金支持同样无法贡献更多的GDP。

我国金融体系与资本市场有待完善

我国金融市场起步比较晚，发展相对不成熟，银行主导是我国金融体系的典型特征。这一特征的突出表现就是企业的融资渠道相对单一，股权融资比重偏低。中国人民银行发布的《2018年社会融资规模增量统计数据报告》显示，

2018年新增社会融资规模中，人民币贷款占比81.4%，同比提高10.2个百分点；企业债券占比12.9%，同比提高10.6个百分点；非金融企业境内股票融资占比1.9%，同比下降2.6个百分点。我国非金融企业融资仍然绝大部分依靠债权融资，股权融资占比较低，企业长期依赖于债务融资，是我国非金融企业杠杆率较高的主要原因。

隐性债务使得企业杠杆率问题复杂化

我国非金融企业负债中还存在一些隐性债务或“明股实债”现象。一是近年来政府产业引导基金项目快速增长，但部分地方存在借产业基金变相融资、承诺回购，借道地方政府购买服务、PPP项目“明股实债”变相融资，形成企业隐性负债。二是金融创新工具导致的隐性债务。在经济转型过程中，为解决企业融资难的问题，我国陆续推出永续债、私募投资基金、结构化信托产品等金融创新工具，但未得到有效监管。如现有的永续债券基本未设置次级条款，偿还次序与普通优先债券相同，债的属性很强，但在实际操作中永续债记为权益，因此永续债的发行使企业名义上的杠杆率有所下降，但却加大了我国企业的隐性杠杆水平，提升了潜在债务风险。这些金融创新工具如果不能得到严格监管，辅以完善的配套政策，很可能会变相加大我国隐性杠杆水平，提高我国债务风险。



非金融企业杠杆率和企业信用风险的关系

企业杠杆与企业财务风险

企业在运用负债方式筹资时所产生的普通股每股收益变动率大于息税前利润变动率的现象被称为财务杠杆，资产负债率是财务杠杆的衡量指标之一，企业在获取财务杠杆利益的同时，会带来一定的财务风险。国外学者对企业财务杠杆的研究与应用在20世纪90年代就已相当成熟，而且普遍采用了实证的方法，在财务杠杆与本量利分析的关系、与经营风险的关系等方面做了深入的研究。Myers & Turnbull (1977) 认为公司的负债比率高低直接决定其破产风险的大小。Studes (1978) 认为，公司债务比例上升会导致企业运营成本和企业风险增加，使公司面临债务危机甚至遭遇濒临破产的危险。Rayann (1995) 选取7个制造业为主体的国家中的企业，对其资本结构和财务绩效的数据建立统计模型进行数据分析，结果表明企业杠杆越大，财务风险就越大，这种相关性在企业规模不断扩大时就会越明显。Statler (2009) 运用大量相关数据和资料分析了财务杠杆效应和财务杠杆对企业管理、企业股权、债务结构的影响，结论表明在一定程度上企业发展与财务杠杆呈正相关关系，但当财务杠杆过高且负债过重时，财务风险将逐渐加剧，最终抑制企业发展。国内学者的研究也得出了相似的结

论。如李彦通 (2006) 论述了企业财务风险与财务杠杆的关系，并指出适当运用财务杠杆可使企业产生更大经营利润，但过度的财务杠杆则会引发债务危机。孙毓 (2017) 通过数据分析揭示了财务杠杆效应、企业风险与投资决策之间的关系，指出财务杠杆增加了企业破产的机会成本，提高了企业的风险。

由此可见，企业要借助财务杠杆效应取得额外收益，就必须客观分析财务杠杆对企业的影响。一方面，企业财务杠杆与财务风险的关系主要取决于企业经营效益的变化，当企业息税前利润不足以支付负债利息时，财务杠杆将会造成财务风险；另一方面，负债率高可能导致融资风险，债务压力过大会导致借款人或投资人的担忧，使企业的融资更加困难，进而导致信用风险的发生。

债务水平与金融风险

Fisher (1933) 提出“债务-通缩”理论，该理论指出经济大萧条的缘由是企业过度负债。Modigliani & Miller (1958) 提出MM理论，并在1963年进行修正，认为企业只要通过不断增加财务杠杆利益降低其资本成本，杠杆作用也会越明显，当债务资本在资本结构中趋近100%时，企业达到最佳的资本结构，此时企业价值最大化。Robichek & Myers (1966) 在MM理论的基础上引入了企业破产和风险理论，指出企业杠杆率的增加会提高经营风



当前中国杠杆率水平较高，但仍在可控范围内，风险隐患最大的是债务偿还风险，主要是由于经济下行压力加大，当债务水平过高时，会引发债务偿还能力降低等一系列问题，可能加速金融风险的暴露。

险，但只要找到最优资本结构点，保持风险和杠杆收益的均衡，企业还可通过增加债务融资来提高价值。Minsky (1992) 提出“金融不稳定”假说，是关于债务对系统行为影响的理论，核心观点是过度负债会引发金融风险。Cecchetti 等 (2011) 认为，债务水平适中有助于促进经济增长，但若债务杠杆过高，则会带来负面效应，不仅会拖累经济增长，并且有可能诱发金融风险。Hofmann (2016) 指出，杠杆率的攀升是经济泡沫的根本原因。国内方面，陈佐夫 (2009) 通过对美国次贷危机的分析，指出高杠杆率会加剧金融风险，并从流动性角度证实了企业杠杆对经济稳定性的冲击。2014年，中国人民银行杠杆率研究课题组指出，当前中国杠杆率水平较高，但仍在可控范围内，风险隐患最大的是债务偿还风险，主要是由于经济下行压力加大，当债务水平过高时，会引发债

务偿还能力降低等一系列问题，可能加速金融风险的暴露。苟文均 (2016) 认为我国非金融企业债务杠杆大幅飙升，其经营风险会通过银行等金融机构外溢到其他部门，从而影响宏观经济运行稳定性。

此外，相关学者和研究机构对债务水平的适当性进行了实证分析，提出一些参考性结论。BIS第352号工作报告中提出OECD国家的政府部门、企业部门和家庭部门的杠杆率警戒线分别为85%、90%和85%。1991年欧盟签署的《马斯特里赫特条约》规定，自1994年起，欧盟各成员国的赤字率不能超过3%，负债率不能超过60%，这两条“红线”成为欧盟国家的硬指标，也被包括中国在内的其他国家参考。Reinhart & Rogoff (2010) 对44个国家200多年的经验分析表明，发达经济体和新兴经济体存在着相似的“90、60”阈值标准，即当公共债务与GDP的比值超过90%，或者一国外债与GDP的比重超过60%，债务的上升不仅不会推动经济增长，反而还将出现明显经济恶化。野村证券在2013年的研究报告^①中提出了“5—30”规则，即在未来5年内，若一国“信贷规模/GDP”增幅超过30%，那么该国将可能引致金融危机。

上述研究表明，对于债务水平与金融

① 2013年3月，野村证券发布题为《中国正在兴起的金融风险》的报告中提到“5—30规则”。



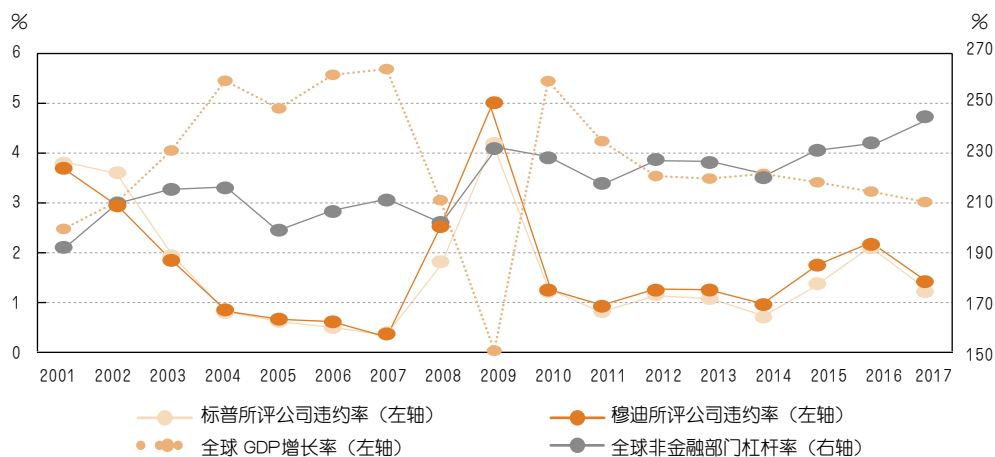
风险的关系，学界普遍认为随着债务水平的不断抬升，宏观经济金融风险将增大，虽未对企业信用风险的变化进行研究，但在外部环境发生不利变化的背景下企业经营风险和信用风险也将增加。

杠杆率影响信用风险的实践

从违约率的变化趋势来看，2001—2017年，标普和穆迪所评全球公司违约率的变化趋势基本相同，均呈现波动走势，且都在2001年和2009年分别形成违约高峰。一般来说，经济下行或衰退会导致市场需求下降，从而使得企业的盈利水平下降进而削弱还债能力；同时经济不景气时期市场资金流动性通常会有所收紧，企业的融资难度和融资成本会相应增加，进一步提升企业违约的可能性。现实情况也印

证了这一点，公司违约率与经济增长率呈现较为明显的负相关关系。

而非金融企业的杠杆率与经济增长、违约率之间的关系则较为复杂。从图中可以看出，杠杆率与违约率在大部分时候呈正相关关系，但并不绝对。通常情况下，经济繁荣背景下企业为了扩大盈利将主动加杠杆增加投资；经济下行或衰退时，企业会减少投资和生产规模导致杠杆率下降，然而，在经济大幅下滑或发生危机时，反而会出现杠杆率大幅攀升的情况，主要是因为企业在外部环境恶劣的情况下为了存活下去而被动加杠杆，因此信用风险将有所增加。2014—2016年全球经济增速放缓，企业被动加杠杆趋势明显，同时违约率逐年增加（图9）。



数据来源：Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions, Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2016, IMF.

图9 2001—2017年全球公司违约率与非金融企业部门杠杆率情况

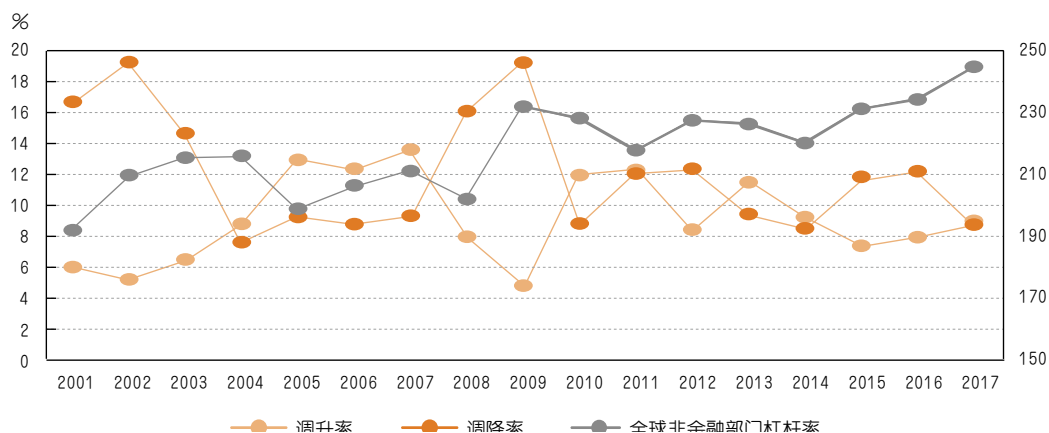


从等级调整趋势来看,2001—2017年标普所评全球公司的信用等级调整呈波动走势,等级调整率区间基本维持在5%—20%。其中,等级调降率较高的几个年份分别为2002年(19.16%)和2009年(19.13%),时间分布与公司债券的违约高峰基本一致。从走势来看,非金融企业的杠杆率与非金融企业调降率走势大部分时候较为一致。

当前我国经济处于增长速度换挡、结构调整阵痛和前期刺激政策消化的“三期叠加”阶段,经济增速放缓背景下总需求减少以及价格下降对一些企业的生产经营产生不利影响,加上2018年以来的金融严监管叠加政府债务严监管政策的影响,导致以往靠借债经营、粗放经营的企业经营

模式难以为继。2014年“11超日债”的违约是我国公募债券市场上的首例债券违约事件,此后刚性兑付被逐步打破,随着违约债券券种、行业、区域等范围的扩大,我国债券市场违约呈现常态化发展趋势。

总体来看,杠杆率的变化通常与经济周期、货币信贷环境紧密相连,进而也影响企业信用风险的变化。杠杆既有积极作用,也存在负面影响。从宏观层面来看,如果各经济主体使用得当,杠杆率适度提高有利于通过提高资金配置效率,推动经济平稳较快发展。但是,如果杠杆使用过度,可能导致经济过热、泡沫积聚、债务风险加大等问题。从微观层面来看,企业杠杆率水平较高、债务压力较大则面临一定程度的财务风险和信用风险,但杠杆率



注:调升率、调降率为标普数据。

数据来源: Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions.

图 10 2001—2017 年全球公司信用等级调整与非金融企业杠杆率情况



完善对各股权市场的企业上市、退市和股票增发等相关制度的建设，加大对股权市场的监管力度，充分发挥股权市场的资金融通功能。

水平与企业信用风险不存在绝对的正相关关系，企业是否违约还与其所处行业、盈利能力、财务管理能力有关。

对策建议

从“去杠杆”到“稳杠杆”，重点保持宏观经济稳定增长

近年来我国经济去杠杆已经取得显著成效。当前，在全球经济复苏缓慢以及我国经济结构调整的背景下，我国经济仍存在一定的下行压力，企业生产经营面临较为不利的外部环境。在宏观杠杆率较高的情况下，保持经济稳定增长对于不发生系统性风险来说至关重要。具体来说，“去杠杆”应当向“稳杠杆”转变，在财政政策方面要进行适当刺激，适度的需求刺激有利于维持经济的平稳增长；货币政策方面，应该保持货币信贷和社会融资规模合理增长，既要把住防控风险的“总关口”，又要防止流动性紧张可能造成的企业债务问题。

促进多层次资本市场发展，加大股权融资比例

首先，继续完善多层次资本市场。逐

步发展壮大主板、中小企业板、创业板、新三板市场以及科创板，鼓励发展区域性股权市场，构建股权融资的多层次市场平台。与此同时，完善对各股权市场的企业上市、退市和股票增发等相关制度的建设，加大对股权市场的监管力度，充分发挥股权市场的资金融通功能。其次，创新发展股权融资工具。单一的股票融资限制了股权融资的范围和规模，应大力发展私募股权投资基金、产业投资基金、股权类受托管理资金等股权融资工具，不断探索股债结合、投贷联动等融资工具。最后，拓宽股权融资的资金来源渠道。鼓励基本养老保险基金、年金、保险资金等进入股权市场，加大国外直接投资和国外创业投资资金的引入力度。

深化供给侧结构性改革，优化经济结构

供给侧结构性改革可以有效解决我国金融资源错配的问题。十九大报告提出，要加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能，支持传统产业优化升级。应进一步推进供给侧结构性改革，鼓励支持高新技术企业的发展，淘汰落后过剩产能企业，加快对低效率企业尤其是“僵尸企业”的兼并、重组，优化供给结构和资源配置，纠正供需错配，来提高供给质量体系和效率，通过经济的高



信用风险进行评估时应对企业存在的隐性债务进行充分的分析,提高风险分析水平,全面客观揭示企业信用风险,实践中可以建立用于监测企业杠杆率的一套指标体系,通过对行业、企业杠杆率变化的分析来衡量信用风险。

质量增长带来非金融企业杠杆率的根本性下降。

深化国有企业改革,发展混合所有制经济

国有企业是去杠杆的重中之重。首先,推动重点行业国有企业兼并重组。对产业集中度不高、同质化竞争突出的行业加快重组,加快产能落后、能耗高、亏损严重企业的兼并重组。其次,积极推动混合所有制改革。国有企业混合所有制经济改革有助于打破国有企业与民营企业分别居于产业上游和下游的纵向产业结构界限,有助于弱化货币政策对国有企业与民营企业杠杆率的非对称影响,把企业去杠杆同推动国有企业混合所有制改革结合起来,建立国有企业资产负债约束机制,强化市场纪律,提高企业生产效率。

谨慎对待金融创新性工具,防范非金融企业隐性债务风险

永续债等金融创新工具的隐性债务风险应当予以重视。永续债的发行使企业名

义上的杠杆率有所下降,但却可能加大企业的隐性杠杆水平,提升潜在债务风险,一些投资基金“明股实债”的属性也助推了企业的实际杠杆水平。对监管机构来说,应当重视此类金融创新工具对企业信用风险的影响,同时建议监管机构继续保留对资本金比例的监管要求,尤其是对房地产行业可以适当提高要求,将资本金占投资额的比例作为宏观调控的手段之一;投资者、评级机构等市场参与者在对企业信用风险进行评估时应对企业存在的隐性债务进行充分的分析,提高风险分析水平,全面客观揭示企业信用风险,实践中可以建立用于监测企业杠杆率的一套指标体系,通过对行业、企业杠杆率变化的分析来衡量信用风险。

进一步打破刚性兑付,促进金融市场化

中国资本市场多年存在的刚性兑付扭曲了投资收益和风险的关系,是导致非金融企业杠杆率较高的主要原因。随着市场化的发展,近年来刚性兑付已经被逐步打破,而只有进一步打破刚性兑付,我国非金融企业杠杆才能在市场化的条件下得到有效控制。此外,还应当完善企业违约后处置机制,保护投资者的利益,健全市场风险意识,推动我国金融市场的长远健康发展,更好为实体经济服务。^[N]

学术编辑: 韦燕春