



主持人孙华：中共中央政治局近日召开会议，分析研究2019年经济工作。会议明确：各项宏观调控目标可以较好完成，三大攻坚战开局良好，供给侧结构性改革深入推进，人民群众得到更多实惠，保持了经济持续健康发展和社会大局稳定，朝着实现第一个百年奋斗目标迈出新步伐。今日，本报将围绕宏观调控中的杠杆率进行解读。

2019年宏观政策“稳字当先”

2019年各项宏观政策目标将聚焦在“六稳”上，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”

本报记者 苏诗钰

自2016年以来，国家发改委牵头开展积极稳妥降低企业杠杆率工作，会同财政部、人民银行、银保监会等部际联席会议相关组成部门，按照党中央、国务院决策部署，针对高负债优质企业、低效无效企业以及国有企业等不同对象，采取有针对性的措施，不断推动企业降杠杆工作取得新进展。

中国国际经济交流中心经济研究部副研究员刘向东昨日在接受《证券日报》记者采访时表示，随着国际国内经济形势的变化，宏观调控政策需要适度微调，因此去杠杆到稳

杠杆的转变就是不再大幅度去杠杠了，而是适当采取稳定杠杆的做法，让企业熬过外部风险加大带来的压力。明年看，继续稳杠杆的可能性比较大，而且去杠杆本身就是个逐步的过程，需要一段时期消化处理。

今年年初，国家发改委会同人民银行、财政部、银保监会等相关部门，联合印发了《关于市场化银行债权转股权过程中具体政策问题的通知》。根据市场发展需求，11月13日，国家发改委又联合人民银行等5部门印发《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》，鼓励私募股权投资基金、保险机构、信托机构等具有股权投资资格的市场机构依法依规参与债转股工作。

今年7月份，人民银行向5家国有商业银行和12家股份制银行定向降准0.5个百分点，释放5000亿元资金定向用于支持市场化债转股。在各方的共同努力下，截至今年11月底，市场化债转股签约项目总金额达到18928亿元，资金到位5050亿元。今年以来，市场化债转股签约总金额2437亿元，到位金额1572亿元。

针对国有企业资产负债率持续相对较高的问题，按照中央统一部署，今年8月份，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求国有企业通过优化治理结构、市场化

债转股等方式降杠杆，实现国有企业平均资产负债率2020年末较2017年末下降2个百分点的目标要求。

目前，国有企业降杠杠工作已取得一些积极进展，根据财政部统计，2018年10月末，全部国有企业资产负债率64.8%，较去年底下降0.9个百分点；中央企业资产负债率67.7%，较去年底下降0.4个百分点。

国新未来科学技术研究院执行院长徐光瑞昨日在接受《证券日报》记者采访时表示，总的来看，去杠杠是一个结构性问题，不能通过单一指标解决金融领域的潜在风险，而是应该通过政策组合，在稳定预期和确保信心的前提下精准发力。

徐光瑞表示，展望明年的宏观经济政策，考虑到复杂的内外部环境以及2019年新中国成立70周年、2020年全面建成小康社会等重要因素，2019年的宏观政策无疑“稳字当先”，财政政策更加积极有效，通过扩大赤字、减税等手段稳定社会预期，增强企业和居民获得感。货币政策更加稳健灵活，保证流动性充裕合理，增强市场活力和创新力。2019年各项宏观政策目标将聚焦在“六稳”上，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，主要抓手和具体工作将落在“三大攻坚战”、支持实体经济发展、提振消费、补基建短板等方面。

宏观杠杆率趋于稳定 “结构性去杠杆”要有针对性

本报见习记者 刘伟杰

今年四月份，中央财经委员会在第一次会议上首提“结构性去杠杆”。所谓“结构性去杠杆”，一方面是指通过解决存在较高杠杆率的国有企业和地方政府，更多释放国有经济资源，进一步激发经济活力和创造力以推动高质量发展；另一方面是指避免去杠杆中出现“一刀切”现象，误伤民营企业和中小企业，影响宏观经济的稳定。

对此，中国人民大学副校长刘元春昨日在接受《证券日报》记者采访时表示，从各项指标来看当前宏观杠杆率趋于稳定，M2/GDP和债务总量/GDP分别稳定在210%和250%上下水平，企业资产负债率回落，特别是规模以上工业企业资产负债率已回落近两个百分点。目前，我国已从去杠杆进入稳杠杆阶段，凸显结构性去杠杆。

中国银行原首席经济学家、中银国际研究公司董事长曹远征昨日在接受《证券日报》记者采访时认为，“稳杠杆”既要避免各相关监管部门去杠杆时齐收紧，又要分领域、分行业、分企业，根据实际情况灵活选择去杠杆的范围和方式。最为重要的是，中国宏观杠杆率要在未来经济增长中逐步降低，而不是一味强调去杠杆。

刘元春认为，尽管很多经济指标保持平稳，但金融风险依然没有被完全排除。此外，继续保持稳健中性略偏宽松的货币政策，流动性不宜收紧，实体经济不能在去杠杆过程中出现明显紧缩，要保证企业正常流动性。

“只要企业销售收入维持增长，现金流就能付息，利润增长会降低企业杠杆率，稳杠杆的核心含义在于现金流能付息。”曹远征认为，去杠杠是全面系统性工程，而非仅仅是金融问题。

刘元春还指出，经过供给侧结构性改革，使得整个宏观杠杆率在下下降，但是这并不意味着每个部门都在同时下降。由于各部门负债率不一样，因此要分门别类有针对性地进行结构性去杠杆。对于地方政府，要严控地方债务，进一步降低杠杆率，但对一些资产负债率良好的省份或地区可适当降低要求。对居民杠杆来说，一些过快上涨的地方要引起高度关注。对企业杠杆来看，要严格降低杠杆率较高的国企，对民企以及中小企业要通过进一步减税降费，从而提高盈利降低杠杆率。

“实体经济去杠杆必须通过提升实体经济发展实现，增加企业资本才能降低杠杆率，而企业资本的增加需要通过盈利能力的提高”，曹远征指出。

专家：稳杠杆政策也需要区别对待

对杠杆压力较大部门依然从严，但对其他部门可以相对宽松

本报见习记者 刘伟杰

2017年以来，我国宏观经济杠杆率上升势头明显放缓，稳杠杠取得初步成效。十三届全国政协经济委员会副主任、中国人民银行货币政策委员会委员刘世锦曾表示，2017年杠杆率比2016年高2.4个百分点，增幅比2012年至2016年杠杆率年均增幅低10.9个百分点。2018年一季度杠杆率比2017年高0.9个百分点，增幅比去年同期收窄1.1个百分点。去杠杠已达目标，我国进入稳杠杠阶段。

对此，中泰证券首席经济学家兼研究所所长李迅雷昨日在接受《证券日报》记者采访时表示，目前去杠杠目标已基本实现，企业杠杆率趋稳，居民杠杆率增速放缓，地方政府杠杆率得到严格控制，供给侧结构性改革取得阶段性胜利。

光大证券资产管理有限公司首席经济学家徐高昨日在接受《证券日报》记者采访时认为，从供给侧结构性改革以来，宏观杠杆率得到显著降低，金融体系表外融资受到明显抑制，去杠杠政策已取得良好成绩。与此同时，一些债务较大“僵尸”企业在去产能政策带动下，利润明显好转，相应债务负担也被减轻。目前，从资产负债率角度而言，居民杠杆率处于正常合理水平。



制图/王琳

“过去主动加杠杠态势已得到根本性压制，当前政策已从去杠杠过渡到稳杠杠”，天风证券首席经济学家刘煊辉昨日在接受《证券日报》记者采访时表示，从金融领域来看，加杠杠渠道经过三年治理整顿已被隔断，影子银行活动基本消失，银行和非银之间嵌套式结构和通道都被剪断，难以创造新信用。值得关注的是，庞大的存量债务依然存在，并造成利息滚动叠加，未来亟需得到有效清算。

李迅雷指出，利润增加使得企业债务负担有所减轻，在优胜劣汰市场机制作用下，部分落后企业退出市

场，有助于提升经济发展质量，降低企业宏观杠杆率。同时，目前地方政府债务得到严格把控，包括PPP项目等。此外，从去杠杠到稳杠杠也有利于房地产调控政策，降低并稳定居民杠杆率。

“随着经济下行压力加大，去杠杠政策带来紧缩性影响，一定程度上为内需带来阻力。在稳增长稳就业的需求背景下，去杠杠政策需要做出相应调整，新阶段要以稳杠杠为主。”徐高表明，稳杠杠政策也需要区别对待，对杠杠压力较大部门依然从严，但对其他部门可以相对宽松。

货币政策是去杠杠的“同盟军”

阎岳

毫无疑问，去杠杠与货币政策关系密切。货币政策稳健中性，再加上现在更加强调精准滴灌，杠杠率也就降下来了。笔者认为，现在的货币政策实际上已经成为了结构性去杠杠的“同盟军”。这一方面有助于结构性去杠杠的深入展开，也有助于提高货币政策的整体效应。

当前去杠杠已经取得了显著成效，所以去杠杠的政策也需要进行适时调整。今年4月2日，在中央财经委员会第一次会议上，“结构性去杠杠”首次被提出。这意味着，去杠杠成为

了一项“定向”任务。

10月20日，国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险第十次专题会议。在货币政策方面，此次会议强调要实施稳健中性货币政策。要进一步增强前瞻性、灵活性和针对性，做到松紧适度，重在疏通传导机制，并且首次提出要“处理好稳增长与去杠杠、强监管的关系”。

不搞一刀切，把握好去杠杠的力度和节奏是结构性去杠杠的重要含义，也是处理好与稳增长之间关系的基础所在。

10月31日，国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见

中提出，保障在建项目顺利实施，避免形成“半拉子”工程。坚决打好防范化解重大风险攻坚战，对确有必要、关系国计民生的在建项目，统筹采取有效措施保障合理融资需求，推动项目顺利建成，避免资金断供、工程烂尾，防止造成重大经济损失、影响社会稳定，有效防范“处置风险在稳增长与去杠杠、强监管中所发挥作用的更高要求。

防范金融风险是货币政策当仁不让的义务。同时，货币政策发力结构性去杠杠的方向也不会改变。

在今年6月19日A股市场出现大幅调整之时，央行行长易纲就表示会

“把握好结构性去杠杠的力度和节奏”。在今年10月份举行的G30国际银行业研讨会上，易纲再次强调，去年和今年中国整体杠杆率已经平稳，不再快速上升。他指出，央行通过下调存款准备金率或推出其他工具，向金融体系注入的流动性是适当的，杠杠率水平将继续保持稳定。

现在货币政策的施力点是服务实体经济和金融稳定，在形成政策合力的同时，也要防止政策叠加，也就是推出的政策或使用政策工具不能过头。

在今年已经4次降准的基础上，还有一些机构在揣测央行会继续降准，但央行却于今年12月19日创设了更加精

准的定向中期借贷便利(TMLF)这一工具，同时提供了15个基点的优惠利率。

央行提出，TMLF的推出可以为大型银行提供较为稳定的长期资金来源，增强对小微企业、民营企业的信贷供给能力，降低融资成本，还有利于改善商业银行和金融市场的流动性结构，保持市场流动性合理充裕。

笔者认为，央行的这一动作再次表明，即便是推出的致力于服务于实体经济、解决融资难融资贵的货币政策工具，也要站在结构性去杠杠的角度进行考量。结构性去杠杠是一项长期工作，货币政策的“同盟军”角色也会一直扮演下去。

新三板改革步入深水区 提升流动性和融资能力成两大焦点

本报记者 左永刚

12月20日，全国中小企业股份转让系统（以下简称“全国股转系统”）第一届指数专家委员会聘任仪式暨第一次会议在北京召开。全国股转系统董事长谢康在聘任仪式上致辞并向第一届指数专家委员会委员颁发聘书，全国股转系统总经理徐明主持聘任仪式，副总经理隋强及第一届指数专家委员会委员参加了相关活动。谢康表示，新三板全面深化改革，思路清晰、目标明确，聚焦提升市场融资能力和流动性水平，进一步完善市场核心功能。

谢康在致辞中表示，新三板是中国特色社会主义进入新时代后建设发展起来的市场平台，是资本市场重要的增量改革，也是资本市场服务中小微企业、支持民营经济的主阵地。

经过近六年的发展，新三板构建了契合创新型、创业型、成长型中小微企业特点和需求的制度体系，解决了中小微企业及初创阶段企业对接资本“有和无”的问题，在持续优化公开市场标准化服务的同时，积极探索与中小微企业差异化需求相匹配的内部分层和差异化安排。

徐明指出，新三板正紧抓住时代机遇继续推进新三板全面深化改革，以精细化分层为抓手，以差异化服务为重点，推进发行制度改革，优化市场产品，完善交易方式，丰富市场准入，进一步发挥新三板服务民营经济、服务中小微企业主阵地作用，发挥资本市场服务实体经济作用，同时要做好广大投资者的权益保护工作。

全国股转系统第一届指数专家委员会由我国经济、金融和法律领域的知名专家构成，共包括主席一名，委员八

名，任期为三年。首任主席为国家金融与发展实验室理事长李扬，委员分别为锦天律师事务所律师主任、高级合伙人顾功耘，万得信息技术股份有限公司董事长陆风鸣，中国证券业协会秘书长张翼华，中国上市公司协会秘书长何龙灿，中国证券投资基金业协会秘书长陈春艳，中证指数有限公司总经理马志刚，上海华证指数信息服务有限公司总经理刘忠，清华大学五道口金融学院凤凰金融学讲席教授张弘。

仪式过程中，李扬作为指数专家代表就新三板指数体系建设、市场发展等主题发表了主旨演讲。李扬在演讲中指出，本次担任指数专家委员会主任责任重大、使命光荣，希望通过专家委员会的共同努力为推动新三板市场发展、降低新三板市场投融资对接成本、提升新三板市场流动性做出积极贡献。

明年工薪个税采用累计预扣法 专家称税后收入会浮动

本报记者 包兴安

为做好新旧税制转换衔接工作，保障纳税人和扣缴义务人及时掌握执行口径、履行相关权利义务，确保新旧税制平稳过渡，国家税务总局昨日发布《关于全面实施个人所得税法若干征管衔接问题的公告》，明确工资薪金所得按累计预扣法进行预扣预缴。

普华永道全球派遣服务合伙人张志刚对《证券日报》记者表示，我国一直以来采用的分类所得税制以源泉扣缴为基本和主要扣缴方式，在支付一项所得的同时，扣缴义务人即完成应纳税额的计算和扣缴，计征简单。随着此次个税改革综合与分类相结合的新税制的初步建立，特别是综合所得按年合并计税以及新增专项附加扣除，个税扣缴制度也必然要进行变革。除了原有的源泉扣缴，出现了预扣预缴的新方式，扣缴制度更为多元化。

国家税务总局有关负责人表示，《公告》明确了居民个人的工资、薪金所得个人所得税，日常采取累计预扣法进行预扣预缴；劳务报酬所得、稿酬所得、特许权使用费所得个人所得税，采取基本平移现行规定的做法预扣预缴；非居民个人则依照税法规定计算并扣缴个人所得税。同时，因综合所得预扣预缴个人所得税额与居民个人年度综合所得应纳税额的计算方法存在一定差异，《公告》同时明确居民个人预缴税额与年度应纳税额之间的差额，年度终了后可通过综合所得汇算清缴申报，税款多退少补。

张志刚表示，旧税法下企业雇主履行代扣代缴义务时只计人员当月工资薪金所得，而在新税法的累计预扣法下，企业雇主每月计算预扣缴税额时，需要先将其员工该纳税年度内截至当月的累计应纳税所得额，按照综合所得年税率表（亦即工资薪金所得的预扣缴税率表），计算出累计至当月的应预扣缴税额，减除之前月份已经预扣缴的税额后，确定当月工资薪金的预扣缴税额。这种新的预扣预缴方式对于员工个人和企业都会带来不小的影响。

张志刚认为，员工未能及时扣除的专项附加扣除项目，可以在同一纳税年度内的之后月份进行补扣；员工纳税年度内仅从一处取得工资薪金所得并已通过预扣缴完成了全部专项附加扣除的，累计预扣缴税额即为该年度综合所得应纳税额，无需进行年度汇算清缴，减轻了征纳负担；工资薪金数额逐月累计、取得单笔大额收入、数月专项附加扣除补扣等因素都将影响月度预扣缴的适用税率及预扣缴数额。对于已经习惯于每月税后工薪收入基本稳定的员工来说，未来可能要面对浮动的月度税后工薪收入，因此需要对个人和家庭的现金流进行适当预测和管理。

中国结算修订特殊机构及产品证券账户业务指南

本报记者 朱宝琛

《证券日报》记者12月20日获悉，中国结算对《特殊机构及产品证券账户业务指南》（以下简称《指南》）进行了修订，并自2019年1月1日起实施。

据介绍，此次《指南》修订内容包括调整证券期货经营机构私募资产管理计划证券账户命名规则，调整证券公司资产管理计划相关业务要求。而为统一证券期货经营机构私募资产管理计划管理要求，删除关于托管人结算模式的证券公司资产管理计划参与融资融券业务应由产品管理人或委托交易证券公司向中国结算申请配发信用账户号码的要求，统一由证券公司受理证券期货经营机构私募资产管理计划开立信用证券账户业务。

关于股份回购专用证券账户申请材料方面，《中华人民共和国公司法》明确了收购公司股份的大体情形下，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议，为此修订了相关内容。此外，考虑到挂牌公司同样适用《中华人民共和国公司法》，因此明确了挂牌公司开立股份回购专用证券账户的申请材料，增加了相关内容。

关于证券期货经营机构私募资产管理计划相关证券账户业务调整的工作安排，中国结算相关负责人介绍，2019年1月1日前，中国结算仍按照现行业务规则采用打标识的方式开立证券公司定向资产管理计划专用证券账户。2019年1月1日起，中国结算将按照“证券公司单一资产管理计划”的产品类型开立证券公司定向资产管理计划专用证券账户，同时不再提供投资者普通账户转换成证券公司定向资产管理计划专用证券账户的业务。

深交所修订上市委员会工作细则

本报记者 姜楠

深交所12月20日发布《深圳证券交易所上市委员会工作细则（2018年修订）》（以下简称《细则》），自发布之日起施行。

《细则》共六章三十六条，明确了上市委员会职责，即审核有关股票（含优先股）、存托凭证、可转换公司债券等（首次）上市、暂停上市、恢复上市、终止上市、重大违法强制退市以及重新上市等事项。上市委员会委员由所内外有关专家组成，任期两年，不少于二十八名。

《细则》规范的上市委员会工作程序有两种，普通程序和特别程序。

针对退市问题，《细则》单列一条，上市公司股票终止上市、重大违法强制退市情形认定的听证，有关程序和相关事宜适用本所《自律监管听证程序细则》的相关规定。《细则》另对上市委员会委员的职业操守、商业保密等方面做了详细规定。