



高杠杆率的板子,不能只打在金融上

——赵晓雷教授在湖南师范大学“麓山讲坛”的演讲

思想者小传



赵晓雷 上海财经大学上海发展研究院、自由贸易区研究院院长,教授。国务院学位委员会学科评议组成员,全国优秀教师,获第七届孙冶方经济学奖(1996年)、第三届刘诗白经济学奖(2016年)。兼任中国经济思想史学会副会长、中国区域科学协会副理事长、上海市政府决策咨询研究基地“赵晓雷工作室”首席专家、上海市教育系统“赵晓雷城市经济与管理工作室”首席专家。

中国经济的发展成就令世界瞩目。党的十八大以来,我们紧紧抓住供给侧结构性改革这个主线,去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板,不仅改变了一些具体行业的供求状况,而且对整个经济供求平衡大有裨益。

在供给侧结构性改革的五大任务中,去杠杆被认为是难度较高的一项任务,也是进一步深化中需要着力攻坚的难题。近年来,随着供给侧结构性改革的推进,我国的去杠杆效果已有所显现:今年8月末,规模以上工业企业资产负债率为55.7%,比上年同期下降0.7个百分点。但是,提高供给体系质量的任务依然繁重。

思想是行动的先导。关于经济去杠杆的讨论中,有几种认识需要澄清:第一,把杠杆与货币供应量直接联系,认为杠杆率高是宽松货币政策直接导致的;第二,把去杠杆聚焦于金融领域,认为靠操作一些金融工具就可以解决这一顽疾;第三,对所谓实体经济和虚拟经济没有严密界定。

这些认识如不澄清,讨论就显得宽泛而散乱,政策措施也难有实效。下面的演讲,我重点围绕这三种认识误区,来谈谈对去杠杆的一些看法。

本版稿件选自上观新闻“思想汇”栏目
栏目主编王珍邮箱:shhgcsxh@163.com

■ 根据我国经济现状,经济去杠杆的路径有二:一是金融端,二是产业端。金融端的“债转股”、高风险负债移至表外、不良资产剥离、地方融资平台债务展期或债务减记等手段是短期的权宜之计,难以根本改善资产负债表的质量。为实现经济去杠杆,需要提高金融市场效率,同时强化金融监管,防范系统性金融风险。产业端经济去杠杆路径是深化供给侧结构性改革的有效举措,包括健全市场退出机制、优化资源配置、支持产业转型升级等

■ 在考核指标上,把第三产业或服务业的比重上升视为产业结构调整绩效是不全面的,极端的结果会使国民经济空心化。中国的制造业产能转移要借鉴发达经济体的经验,并不是整个产业链的转移,而是产业链的某些环节的转移。我们仍然要在标准、技术、质量、品牌等方面向高端发展,并积极发展智能制造技术来提高劳动生产率、降低生产成本。同时,基于相对完备的工业体系和配套能力较强的中小企业群,继续吸引全球中高端制造业转移

杠杆本身无所谓好坏,要根据应用场景来判断

谈到去杠杆,首先要知道什么是杠杆。“杠杆”是通过将经济部门(企业、家庭、政府)负债的某种度量(长期负债或流动负债)与其总资产规模相比较来定义的。就经济效应而言,杠杆就是一个“乘数”,可以放大经济活动的效果(收益或亏损)。

通常,加杠杆会增加风险,但也可能增加投资回报。这也就是说,杠杆作为一个财务扩张机制,本身是中性的。衡量杠杆的风险不是杠杆的绝对数或相对值(负债率),而是杠杆所带来的预期收益能否超过预期损失。当然,如果缺失风险约束(亏损或破产),则杠杆率可以作为一种替代的风险观测指标。

从中可以发现,单从资金流量体系分析金融杠杆,不足以说明金融杠杆与经济运行的关系,更不能简单得出杠杆率高是宽松货币政策直接导致的这样一个结论。我们需要从资本运行角度进一步分析。

来看,资本形成可视为总投资;但从宏观经济分析角度来看,资本形成更多指的是储蓄转换为投资的流程,或者说是将储蓄和投资联系起来的机制。现实经济中,如果储蓄不能顺利地转化为投资,投资和储蓄的恒等关系就会受到破坏,经济的稳定增长就要受到影响。

近年来,中央三令五申推动解决“融资难、融资贵”的问题。但是,相关问题仍然是不少企业尤其是中小企业难以迈过去的坎。从我国的社会融资规模结构来看,金融杠杆(贷款+债券)占极大份额,直接融资(股票融资)占极小份额。根据2016年社会融资统计报表及2017年上半年社会融资统计报表,2016年社会融资增量统计中,杠杆融资占89.67%;2016年社会融资存量统计中,杠杆融资占95.78%;2017年上半年社会融资增量统计中,杠杆融资占92.82%;2017年上半年社会融资存量统计中,杠杆融资占95.59%。

事实上,实体经济的运行状况对杠杆率的高低有较大影响。在这里,可以将实体经济与实际投资或实际资本相联系,将虚拟经济与金融资产相联系。我们得出的基本判断是,实体经济中的传统产业市场需求饱和,利润率低下,投资风险较大,而金融杠杆“脱实向虚”又会导致产业空心化风险增大。

经济学意义上的投资是指实际资本的增加,或者指用于增加实际资本存量的支出流量,而不包括对金融资产的购买。金融资产的购买只是资产权的转移,不增加社会实际资本。从统计角度

由此可见,经济运行本身是一个整体,不能用“虚”“实”来加以割裂。很多时候,风险是在金融领域冒头,根子却在实体经济。因此,去杠杆不只是金融的事,在解决思路和实施路径上要重视实体经济的视角。

社会融资结构决定了我国经济的高杠杆率,也反映了产业长期融资和直接融资的渠道、工具、产品的缺失。金融不深化、资本市场不发展、股市上市和退市制度不健全,是我国社会融资结构失衡的深层原因。找到经济高杠杆率的“祸首”,是否意味着板子就该打在金融

身上?是否意味着只要靠操作一些金融工具就可以解决顽疾?恐怕没那么简单。

从我国的情况来看,经济态势的变化使得投资模式发生变化。一般加工业及能源原材料工业产能过剩,工业行业产能利用率在70%以下。一些重点行业,如电子信息产品制造业、汽车制造业、石油化工业和精细化工制造业、精品钢材制造业等产业增加值、投资收益率也趋于下降,制造业年平均净资产收益率基本在6%上下。与此同时,由多种原因所导致的企业自主创新能力不足成为产业转型升级的障碍。工业行业的这种状况使得投资风险较大,投资收益率较低,获得资本投资的条件较差。这里既有产业转型的原因,也有金融市场效率的原因。

实体经济的发展,在解决思路和路径上要重视实体经济的视角。事实上,根据我国经济现状,经济去杠杆的路径有二:一是金融端,二是产业端。金融端的“债转股”、高风险负债移至表外、不良资产剥离、地方融资平台债务展期或债务减记等手段是短期的权宜之计,难以根本改善资产负债表的质量。为实现经济去杠杆,需要提高金融市场效率,同时强化金融监管,防范系统性金融风险。产业端经济去杠杆路径是深化供给侧结构性改革的有效举措,包括健全市场退出机制、优化资源配置、支持产业转型升级等。

从具体举措来看,可以包括以下几方面:一是拓宽直接融资渠道。我国金融市场特别是资本市场仍欠发达,体系亦不健全,致使融资渠道狭小,资本的流动和配置不畅,间接融资和直接融资相对比例失衡以及风险高度集中在银行系统。从操作层面设计,应构造多层次资本市场体系,发展多种场外交易市场,如产权交易市场、股权投资市场等,增强资本流动性,拓宽直接融资渠道。

同时,各国进一步重视并发展金融行为监管,以严格的预防性监管标准对金融行为实施全过程监管,对违规或者可能对金融消费者产生风险的金融行为进行早期干预。目前,国际高标准金融监管制度框架都包括审慎管理、行为监管以及针对资本跨境流动的资本流动管理。我国的行为监管还处于研究阶段,应该尽快建成独立于审慎管理的行为监管体系,实施相机抉择的资本流动管理。

此外,在开放型经济框架中,解决产能过剩的另一个市场化途径是产业转移。当今世界,国际产业转移特别是制造业转移有两个趋势:一是

某些劳动密集、占用大量土地资源的加工制造业向低成本国家和地区转移;二是发达国家和一些中等发达国家凭借完备的市场体系、产业体系和供应链体系以及更高的劳动生产率,吸引高端制造业回流和转移。

二是优化改革金融监管。有效的金融监管是金融领域开放创新的重要保证,也是经济去杠杆的基本条件。国际金融危机之后,世界各国在金融监管方面出现了两个变化:一是更加重视宏观审慎政策和宏观审慎管理;二是从单一的审慎监管向审慎监管和行为监管“双峰架构”转型。

对改革中出现的问题,归根到底还是要通过进一步改革来解决。发生产能过剩,市场的调控手段是破产、兼并、重组,并根据市场需求的变

化调整投资预期和产业结构。在这种机制下,迫于市场竞争力,企业会进行技术创新,盈利模式和产业结构也会发生调整。但这一过程有个制度条件,即投资决策、投资行为、投资效果之间的权利和责任是平衡的,而且市场出清不存在非经济障碍。如果投资行为基本不受市场机制调控,投资的权利和责任又不平衡,这种扭曲就会阻碍市场机制的调控,就会使结构调整、发展转型难以实现。

中国的制造业产能转移要借鉴美、欧、日等发达经济体的经验,并不是整个产业链的转移,而是产业链的某些环节的转移。我们仍然要在标准、技术、质量、品牌等方面向高端发展,并积极发展智能制造技术来提高劳动生产率、降低生产成本。同时,基于相对完备的工业体系和配套能力较强的中小企业群,继续吸引全球中高端制造业转移。这也是供给侧结构性改革的重要内容。

皮肤病处置有办法

长春市净肤堂皮肤病研究所生产的皮肤病处置包用于牛皮癣、手足癣、痤疮、湿疹、银屑病、白癜风患者的皮肤病变部位处置。咨询电话:021-56468011

皮肤瘙痒免费体验

长春净肤堂皮肤病研究所还针对皮肤瘙痒等问题研制生产了“净肤霜、净肤液、银屑霜”等系列产品,其配方独特,针对皮肤瘙痒、干燥、脱屑等特点,外用涂抹在皮肤瘙痒处,活性成份可快速渗透到皮肤下,不但可以止痒,消除痒感,还有一种清凉的感觉,很舒服!

持久黑发 只需一梳

马上梳、立刻黑,随时梳、随时黑

神奇:铭佳清水一梳黑(活利爽染发膏)因不含伤发有害物质,用水洗过后,水还是清的,头发却乌黑亮丽。

方便:随时梳随时黑,自然着色,养发护发。不用多长时间,白发变黑发。

持久:清水一梳黑不仅有立刻变黑的效果,而且还能长久保持乌黑亮泽,耐洗不易褪色,让发色真正变得乌黑健康。

实惠:一盒能用几十次,每次不到3元钱。

放心:经国家卫生部门批准,批准文号为:国妆特字

好消息:即日起至11月20日,每日前20名打进电话者均可获买一送一;买二送一(同品)特大优惠,并赠送精美梳子一把。

一梳黑热线:32170766

专卖店:长宁区长宁路350号 西域堂(近江苏路口)

玉龙庵暂得安宁

沈从文的长子龙朱正是五六岁的顽童,他和弟弟龙维常常跑来佛堂找四姨,看他们拍曲、弹琴,有时候就在临时搭设的小长案上写作业。龙朱对整个大院的结构观察仔细,因为这些结构几乎占据着他的整个童年。“那是一座由两层楼房和高墙围成的大宅子,北面的一座楼足有五十米长,除了正中一个朝北大门洞以外,对外完全封闭,面对内部通条的长方形大院子,一楼一部分出租给一些外来的小作坊(糖坊、小肥皂厂等),一部分堆放农具,有两间养着大牲口,二楼是粮仓,不住人。那个长方形的第一进大院子,既是收获季节扬场、晒粮、码草垛的地方,也是节日摆台唱戏之处。中间的第二进楼和最南边的后楼由三组侧楼连成一个横摆着的‘日’字形,依地势比前院抬高了约两米,组合成左右两个长方形的小院子,那大概就算房主人的内宅啦。我们家就住在第二进的东头二楼,楼下住过孙福源一家。四姨、杨荫浏先生、曹安和女士,住在后楼,外省人十分友善,但生活本身是艰苦的……四姨、杨荫浏先生、曹安和女士与当时也在贡贡的查阜西先生就都在那自己拼搭起来简陋的琴案上抚过古琴。我记得当年还专门去过石碑村,在一棵大榕树下,听他们演奏箫、笛、琵琶和古琴。”

古文字学家唐兰曾在北平与充和一起拍曲,后来他到贡贡任教于西南联大,与充和相见甚欢,共诵杜诗。唐兰住在充和楼上,充和请唐兰题写“玉龙庵”匾额,唐兰独特的字体古意十足,充和一直珍藏在身边。

杨荫浏作为大院里的音乐家,常常能听到他悠扬的笛声。他比充和大十五岁,很爱充和的昆曲,甚至把充和的唱法注在曲谱里,注明“张充和唱法”,时为1939年。充和喜欢杨荫浏的创新做法,他把工尺谱翻译成五线谱,便于传播。充和对他的印象是“算盘打得噼里啪啦响,原来是在给音乐算节奏”。

在玉龙庵,充和唱过《牡丹亭》《琵琶记》《紫钗记》《长生殿》。曲余,她安静地为友人抄写曲谱,文学家章靳以曾听她曲声落泪,她为之抄写了《芦花》工尺谱,连同抄写的杜甫诗《赠卫八处士》一起赠予靳以:“人生不相见,动如参与商,今夕复何夕,共此灯烛光……十觞亦不醉,感子故意长。明日隔山岳,世事两茫茫。”笛声悠悠,兰韵幽香,恍惚间,独身的充和似生出一曲“微茫”的意蕴。

呈贡时期的充和风华正茂,当别人都是成双成对时,她就显得形单影只了。新婚不久,宗和即去宣威教学,留下妻子凤竹在呈贡。照顾大弟媳就成了充和的分内之事。凤竹在给宗和的信中写道:“今天天气转好了,很暖和,没有风。以后如遇这样的天气我就可以进城。四姐早上采了梨花来替我插好,放在窗台上,映着窗上白纸,此刻外面的夕阳透进来,真够美的。上午出去走走,道路两边的菜花香得吓人……三姐今天炖了红烧肉,又煮了鱼,又泡了黄木耳,把屋子收拾得干干净净的等沈从文(因为礼拜六)。谁知下午接到信说不能来了,她颇为扫兴,我倒反喜欢,他不来,那些东西都是我们吃了……这些太太们每逢礼拜六都要做了好吃的款待丈夫,四姐他们也沾沾光。”

充和与宗和的姐弟情总是那么不分彼此。新婚时经济不敷,宗和就去蹭四姐的日用品,为此凤竹以玩笑口气嗔怪宗和:“四姐接口又说那一天他们一对丑夫妻,还搭着档到我房里,一个说要一个说不要(故意的),结果是把我的镜子和胰子盒偷去了,又要霸热水壶……”

充和还教凤竹吹笛子,除了小工调,还有一些昆戏的曲子,丰富她的昆曲戏路;教她抄写曲谱《瑶台》,还夸奖她的字好,到处拿给别人看。那些“别人”都是各有建树的学者,凤竹对此不好意思,于是乖乖跟着充和练字,学写黄庭坚。她的小楷娟秀端丽,抄写曲谱风雅十足。因为自身生病,凤竹有

一生 充和 王道 著

意疏远一些人,但她对充和确实亲近依旧。她致信宗和说充和带着她一起吃饭,跟着四姐一天能吃好多顿,说四姐对她偏护有加,令别人有些不满。充和还致信在上海的大姐元和,希望尽早照顾她的保姆张干干能来照顾病中的凤竹。

充和总是尽可能地帮助凤竹做事,她帮凤竹端茶倒水,帮凤竹倒马桶,如果凤竹自己做这些她就很不生气。充和嫌弃合伙伙伙不够营养,希望凤竹吃得更好些,于是单独雇人开伙。有时候凤竹病得厉害,充和就为她代笔致信宗和,还恶作剧般地用山东话署名“酸痴猪(孙凤竹)”。细心的凤竹总是怀着感恩之心,暗暗观察四姐的生活;四姐又请作家冰心吃饭了,语言学教授罗莘田又请来云鹿庵吃茶谈话了,曲友殷炎麟又来吹笛子了,“股老总已由玉溪来住,类似情书的信给四姐,有‘谁人孤凄似我’之句,四姐对他印象(你喜欢用这两个字)不坏,常说他好”。

有时候,宗和的信来了,充和也会故意夺过去,还玩似的吹嘘着说又来情书了云云。

凤竹的肚子一天天大起来,病却时好时坏。充和默默观察着凤竹的肚子,感到从未有过的好奇,这好奇里也隐约有新的发现,例如那位先生又对四姐有了。她致信宗和说,有位先生,“他醉醉或者是‘迷’四姐,例如他说,平凡的人才结婚生孩子,像四姐这样的人,应该好好保护起来。还说四姐靠天吃饭,说我靠夫吃饭(并非玩话)……”

有段时间,凤竹决定离开呈贡去宣威与宗和团聚,但她又不舍四姐。而且凤竹还想着要给四姐一个忠告,叫她看人要客观一点,“但我又怕四姐误会我的意思,你看我能不能说?”

(八) 连载