

# 历史之辩：从去杠杆到新周期

韩哲

对于无法掌握的变化,我们往往诉诸历史,说历史才是理解它的一把钥匙。2017年,对金融业而言,就是这样一种“无法掌握的变化”。

过去一年,去杠杆和强监管高调占领金融市场,多年的游戏潜规则节节败退。整整一年,人们都在辩论,这究竟只是一次逆周期的常规调控,还是对长达八九年的货币宽松周期的“总清算”。尘埃尚未落定,答案在历史的肚子里。

我们能够确定的是,去杠杆和强监管已经取代稳增长,成为今年及明年的经济工作基调。10月,央行行长周小川直陈中国要重点防止“明斯基时刻”,将防范金融风险提到了新的高度。所谓“明斯基时刻”,就是信贷膨胀耗尽后资产价值崩盘的时刻。殷鉴不远,这显然是中国所不能接受的“Lost decades(失去的数十年)”。

不过,去杠杆和强监管只是手段,不是

目的,服务实体经济才是目的。杠杆无法清零,即使是在疾风骤雨的监管风暴中,杠杆也多是隐藏起来,我们只能选择与时间赛跑,将杠杆周期拉长,在发展中消化杠杆,在增长中挤掉泡沫。“待到市场出清时,她在丛中笑”的新周期,是去杠杆的历史归宿。

上半年,新周期仿佛唾手可得。在去产能、去杠杆和去库存的同时,上半年GDP增速仍能站上6.9%,被视为新周期的“铁证”。但下半年的画风稍变,三季度投资下滑明显,10月的“三驾马车”再次回落。可以说,进入下半年,制造业投资、基建投资和房地产投资均出现走低,而民间投资也继续不振,并不支持新周期的到来。

但“脱虚”容易“向实”难。前者是政府可以动员的,后者是市场才可左右的。钱宁愿在楼市蛰伏、在金融市场空转,也不愿意投向实业,原因就是最简单的那一个,实体经济投资回报率低。经济一旦按市场方式运

转,就有自己的逻辑和意志,无利可图的事情,很难驱动出效率来。

实体经济能否重新变得有利可图,决定着“向实”的成色,而这又将回到全面深改和供给侧上。如果改革能够增加制度供给,释放制度红利,锁定权力边界,缩小寻租空间,推动减税降费,激发民间投资,放松管制,开放市场,鼓励创新,保护产权,降低市场交易的制度性成本,实体经济将完成出清并进入新周期,如此,资金才会有“脱虚向实”的内在动力。

一切都取决于改革。只有去杠杆而没有改革,迟早要面对稳增长的压力,从而改弦更张,重新加杠杆。如此,我们非但不能快速走出泡沫周期,还让泡沫变得更加不稳定。所以,这一轮去杠杆怕的不是过犹不及,也不是进一步退两步,而是单枪匹马。去杠杆的快慢强弱都只是技术问题,只要改革坚挺。

(作者系北商研究院副院长)

## CONTENTS | 目录

T03

银行业创新重点应在表内

T10

北京金融业十大品牌评选体系

T04

互金发展仍处“普而不惠”阶段  
信贷应支持首套及保障房消费

T11

北京金融业十大品牌组织机构

T05

问答强监管下的金融业未来

T12

2017年度北京金融业十大品牌

T06-T07

九大关键词看2017年北京金融业

T13

2017年度北京金融业十大品牌单项奖

T08-T09

北京金融业十大品牌评选精彩记录

T14-T16

2017年度北京金融业十大品牌展示



总策划:邱成军 李海

总协调:齐琳

主编:崔启斌

编辑:孟凡霞 岳品瑜 阿茹汗 许晨辉

记者:刘双霞 彭耀广 张弛 郝宇航  
程维妙

美编:代小杰 宋媛媛 贾丛丛 白杨

校检:李月 池红云 杨志强 刘凯晶

项目统筹:曹希宁

技术支持:王志远

印务统筹:李旭媛