

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，杠杆也多是被隐藏起来，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

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

T05

问答强监管下的金融业未来

T06-T07

九大关键词看2017年北京金融业

T08-T09

北京金融业十大品牌评选精彩记录

T10

北京金融业十大品牌评选体系

T11

北京金融业十大品牌组织机构

T12

2017年度北京金融业十大品牌

T13

2017年度北京金融业十大品牌单项奖

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