

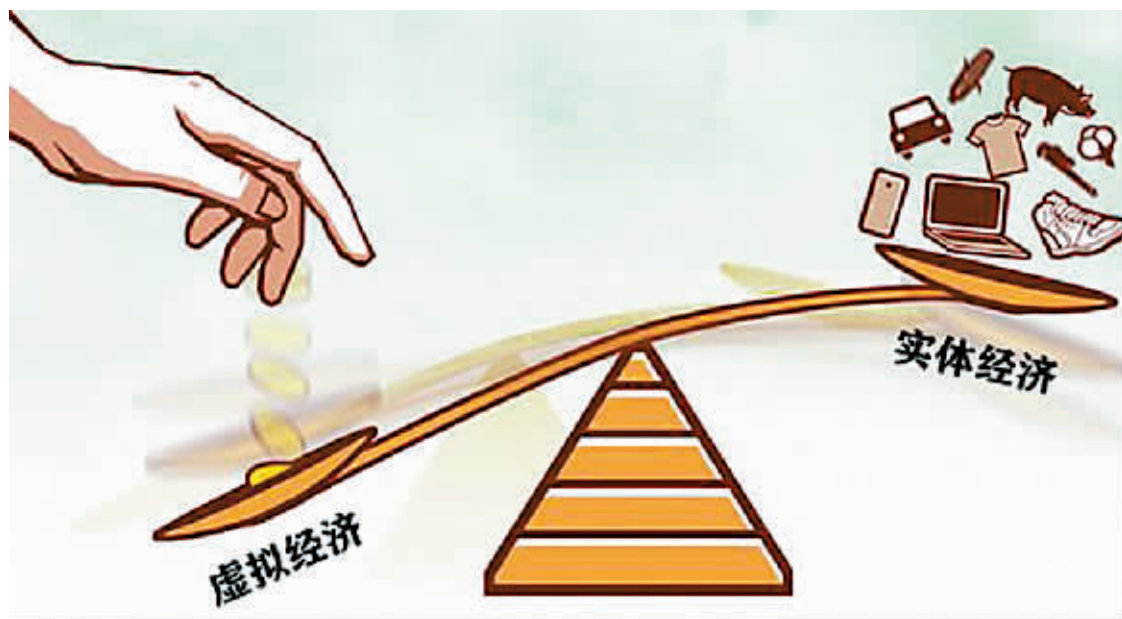
# “去杠杆”重在增加产业资本投入

李 健

政府可以通过运用财政政策、货币政策和产业政策等手段，调节不同类别的资本收益，降低企业融资成本，优化产业资本投入的渠道，着力培养理性的长期投资者

上月举行的中央经济工作会议，明确提出了2016年“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的五大任务。目前我国企业杠杆率过高，既降低了其去产能、去库存、补短板的能力，又增加了完成这五大任务的金融风险。要解决供给侧改革和经济结构调整的诸多问题，实现“中国制造2025”计划等，无一不需要有雄厚的产业资本支撑。因此，笔者认为以增加产业资本投入的方式“去杠杆”，是完成这五大任务的关键。

负债—权益比反映了借入资金与自有资本的对比关系，关注的是企业的财务风险。比率越低，说明企业自有资本充足、偿债能力强，是财务状况良好的表现。近十年来，我国企业的负债—权益比逐年增加，2005年为1.38，2014年已达1.6。但在我国企业运营和各种投资研究分析中，无论是企业还是投资者都格外关注资产—权益比（即总资产与权益资本的对比关系），都希望企业通过提高杠杆率来扩大资产运营获取更多的利润。由此导致了我国企业杠杆率偏高、财务状况恶化、金融风险增加。据估算，2014年我国企业负债率为115%，2015年第三季度已经攀升至125%，而OECD（经济合作与发展组织）国家平均为90%。因此，在企业去杠杆的过程中，更应该重视负债—权益比，将着力点放在提高企业的权



益资本上，这样才能从根本上降低企业的财务风险和金融业的信用风险。

企业过高的负债—权益比导致了诸多严重问题。第一，企业利息负担沉重，融资成本居高不下。据中国人民银行统计，2015年三季度末，我国各类型企业贷款加上居民个体的经营性贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券等，存量逾112.32万亿元。若按平均5.5%的年利率计算，也需要支付6.2万亿元的利息。如此巨量的负债和高昂的利息负担，使企业不堪重负。而问题的要害在于，近年来我国企业的平均净利润率已经下降，2015年第三季度下降为2014年的7.2%。企业杠杆上升太快，不断攀高的财务费用吞噬了企业利润。第二，企业偿债能力脆弱，“借新还旧”比例不断提高，2014年企业发行的信用债券中60%是用来还本付息的，这也是近期我国银行业不良贷款率大幅攀升的原

因。第三，企业对外部融资的依赖性太高，财务管理丧失了主动性，新项目能否上马主要取决于能否获得外部融资，企业经营管理的风险加大。

降低企业负债—权益比势在必行。措施无非两条：一是在分子上控制负债总量；二是在分母上增加权益资本。但在保增长和求稳定的经济社会目标约束下，企业去杠杆主要的出路应该放在补充权益资本上。目前来看，至少需要解决以下三个问题。首先，增加产业资本的收益。目前较可行的是政府一方面通过运用财政政策、货币政策和产业政策等手段，调节不同类别的资本收益，重点是相对降低金融资本的收益率；同时降低企业融资成本，尤其是非银行金融机构和股权融资的成本，抑制影子银行、互联网金融和民间借贷的高利率，让利于企业。另一方面，通过推进完善相应的制度和改革行政管理，为企业增强活力和盈利能力创造良好的制度和经营

氛围。其次，优化产业资本投入的渠道。在发展多层次资本市场的过程中，不应将重点放在股票的二级市场流通市场，而应优先发展股票的一级发行市场，强化股市筹集资本的基本功能，为企业发行各类股票、股权重组、债转股等股权筹资提供便利条件并降低筹资费用，增加产业资本的形成能力。最后，着力培养理性的长期投资者。股票的资本收益本来应该以长期分享企业利润的股利为主，而非依靠短期炒股获取的价差收益。因此，改善投资者结构的重点并不在于是散户为主还是机构为主，只有尊重产业资本的贡献和企业发展的价值，鼓励并培育大批真正的理性投资者，才能从根本上杜绝股市投机炒作、追逐价差暴利的风气，形成风清气正的股市氛围，才能使产业资本有源源不断的投入，进而从根本上改善企业的财务结构，降低信用风险并增强发展后劲。

（作者系中央财经大学金融学院教授）

来源：中国社会科学报

## 要平衡好“去”和“稳”的关系

陈启清

“去杠杆”有四个方法：消减债务、增加资产、用股权替代债务和转移债务

把“去杠杆”作为今年经济社会发展的五大任务之一，有深远的现实考虑。

一方面，“去杠杆”是中国经济新常态的内在要求。通过加杠杆来加快经济发展速度、做大经济规模是过去有效管用的抓手，也是各国推动发展的普遍做法，但是在新常态下已经显得不相适应，因为我们的发展追求已经从规模转向质量和效益，结构调整和创新驱动变得日益重要。

而且在新常态下加杠杆推动发展也越来越不管用了。杠杆也遵循经济学中的边际收益递减规律，也就是说当杠杆积累到一定水平，单位杠杆率提升所带来的发展效益会下降。我国杠杆率已经到了边际收益下降的阶段。

另一方面，我国杠杆率已经到了一个不可持续且风险巨大的水平。经济发展没有杠杆速度就上不来，但如果杠杆用多了也可能引发各种危机，这已经屡屡为各国发展历史所证明。

怎样“去杠杆”？可以有多种办法“去杠杆”，也即降低杠杆率：一是消减债务，做小分子。一方面要严格控制新增债务，另一方面要消减债务存量，

通过破产清算、债务重组、债务减记等化解存量债务。二是增加资产，做大分母。要努力保持经济中高速增长，扩大国内生产总值（GDP）规模，使经济增速高于债务扩张速度，这样杠杆率也能下降。三是用股权替代债务。股权和债务是企业融资的两种基本形式，债务融资多了，杠杆率将上升，股权融资多了，资产扩大，杠杆率就下降。因此可把发展股票市场、做大股权融资作为“去杠杆”的一个重要对策。四是转移债务。我国当前高杠杆突出的问题是结构问题，即企业和地方政府债务过多，杠杆过高，居民部门和中央政府的杠杆率比较低。中央政府可以通过更加积极

的财政政策为企业化解债务创造更好的环境。

在“去杠杆”的过程中必须防止两种倾向：一是操之过急，一窝蜂，一刀切。“去杠杆”是一场阵痛，一招不慎，就有可能引发系统风险，欧洲国家就有过此种教训。“去杠杆”要平衡好“去”和“稳”的关系，没有稳定的经济社会环境，杠杆就去不了。但如果杠杆去不了，经济也终将不稳。关键是要坚持底线思维，做好风险监测，坚决守住不发生系统性和区域性风险的底线。二是切忌单打独斗。“去杠杆”是一个系统工程，和去产能、去库存、降成本、补短板等各项任务息息相关，是一个相互作用的整体，必须协调推进。

来源：学习时报

## 适应发展新常态 要保持战略定力

辛 鸣

当前，中国经济进入新常态，要想从困境中看到希望，在挑战中抓住机遇，需要科学的思维、健康的心态和进取的作为。

其一，认识新常态要用新思维。中国数十年来经济增长速度动辄在两位数以上，这是过去特定时间段内各种发展要素难以复制的机缘聚合，比如恰好处于世界经济上行期、恰好处于国际产业分工分化期、恰好处于国际自由贸易蜜月期、恰好处于中国社会赶超发展爆发期等，但“恰好”带有偶然性，不可能永远存在。同时，目前世界平均经济增长速度不到3%，中国6.9%在全球仍是一枝独秀。再说，经济发展不仅要看速度，还要看质量与效益。我们的经济发展成果一度

并未变成群众生活改善的物质基础，这两年增长速度下降，但群众收入增长速度却跟上来并保持了大体同步，这才是经济发展进入良性轨道的体现。而且我国经济方式转变取得实质性进步，经济结构不断优化，发展动力从过去的“三驾马车”变为“大众创业、万众创新”的新引擎，这一切让中国经济发展的质量与效益得到明显改观。

其二，适应新常态当有新心态。用辩证思维看待新常态，绝不意味着它只是机遇、红利，其实在“三期叠加”背景下，风险、挑战与压力更大。比如，在换挡中存在失速风险，新的产业培育可能要三年、五年甚至十多年的孕育，期间可能出现产业空白；关停老产业会产生工人失业、投资泡沫、税收消失等阵痛；前期刺激政策导致的巨大金融泡沫如何消化令人焦虑，等

等。因此，不要指望遍地黄金，各级财政增收渠道越来越窄，支出的口子却越来越大；不要指望房子还没盖好就抢购一空，房地产去库存任务相当严峻；不要指望企业招工门庭若市，随着人口红利丧失，劳动成本在增加、劳动缺口在扩大。总之，低水平、粗放式、低成本、赚快钱的日子一去不复返，这是必须承担的代价。

其三，引领新常态期待新作为。引领新常态，要有创新的豪气、智慧和作为。比如，实施宏观调控，要更加注重引导市场行为和社会心理预期；调整产业结构，要更加注重加减乘除并举；推进城镇化，要更加注重以人为核心；促进区域发展，要更加注重人口经济和资源环境空间均衡；保护生态环境，要更加注重促进形成绿色生产方式和消费方式；保障改善民生，

要更加注重对特定人群特殊困难的精准帮扶；进行资源配置，要更加注重使市场在资源配置中起决定性作用；扩大对外开放，要更加注重推进高水平双向开放，等等。近年来我们虽开始重视扩大内需，并把重点放在增加群众消费能力上面，但群众消费能力提高后内需并没有相应扩大，消费者宁愿跑海外购物也不买国内产品，自然就会过剩、压库存、金融泡沫化，因此推进供给侧结构性改革势在必行，但这是一项系统工程，包括科技创新、产业提升、简政放权、金融改革、国企改革、提高人口素质等众多要求，任何一环的缺失与不到位都会影响其成效乃至成败。对此，我们不能因循守旧而要勇于创新，不能故步自封而要大有作为。

（作者系中央党校教授）  
来源：深圳特区报

## 政治层级低，公正性、权威性不能低

中央编译局比较政治与经济研究中心研究员杨雪冬在《北京日报》撰文指出，当下有一种现象值得引起注意，那就是社会公众对于中央和地方的认同感存在着较大的差异，心理上更贴近地理距离更远的中央，而不太信任自己身边的地方和基层。这种差异既得到了许多实证调查的确认，也反映在人们的日常言谈中，比如民谚说，“中央是恩人，省里是亲人，市里是好人，县里是坏人，乡里是恶人，村里是仇人”。这个民谚虽有夸张成分，但反映一些现实和舆情。

现在的中国社会更加复杂多

样，社会自身的自主性不断提升，地方在服从大局、遵纪守法的同时，其自主性发挥应该得到更多的制度性支持，获得合法授权以及合理的事权划分，将“上有政策、下有对策”、“打擦边球”的创新转变为于法有据的创新。这要求地方提高决策的科学性、民主性，主动放权，有效调控，解决“一收就死，一放就乱”的难题。在相当长的时间内，地方注定是国家与社会矛盾交织的场域，要承认这个现实，更要主动地从意识形态、资源条件、人才素质、激励考核等多方面提升地方治理能力。

## 个税改革是社会发展的“稳压器”

上海社会科学院教授曹伟遐在《解放日报》撰文说，个税改革方案在财政部内部已经完成，预计下半年会选择部分方案实施。与以往不同，本次个税改革方案着重于建立“综合和分类相结合”的新个税体制，方案设计更为具体，应对的情势更为复杂，在实施中也将更具科学性合理性。

新个税改革方案无疑将会对进一步调节收入分配、促进社会公平发展产生积极影响。刚过温饱线的低收入家庭缴税更少，甚至不用缴税，能够得到最基本生活保障。对于中产阶级，即月收入5000元到12500元群体，目前大多需要负担10%—20%的税率，优化税率结构能够激发其更努力工作，不至因高负税率产生消极工作心理。对于月收入58500元以上的高收入富人群

体，目前承担35%—45%之间累进幅度最大的税率，无疑会令其设法避税、逃税甚至移民海外，新个税方案将有利于减轻富人压力，稳定其心理，防止更多税收外流。

然而，建立新个税体制绝非朝夕之功。一方面，个税改革的配套，比如银行信息有所欠缺；居民收入透明度不高，一些个人大量收入游离于征税之外；各地各部门的个人收入信息不能与税务机构共享等。另一方面，中国家庭结构、家庭经济结构、家庭收入来源的复杂性，使以家庭为纳税单位的综合与分类税制面临巨大挑战。在城乡二元体制下，我国存在着大量“留守儿童”“留守妇女”“空巢老人”“夫妻分居”等大量跨越空间的大家庭结构，使得按家庭课征个税的成本明显增高。

## 区域规划应有“计白当黑”意识

清华大学新闻与传播学院教授、博士生导师金兼斌在《人民日报》刊文指出，最近一年多对江浙农村的走访和考察发现，由于片面追求经济效益，低效土地再利用也出现了一系列与政策初衷相违背的现象和结果。

比如，在一些村民聚居的生活区域，土地管理和规划部门未能从乡村和区域综合功能区应有的规划思路出发，单纯以技术指标作为标准，轻率地对有关在居民集中区域进行厂房建设“开绿灯”。粉墙黛瓦的田园乡村突兀地出现一些厂房工业建筑，不仅破坏了乡村景象，

而且伴随企业生产带来的排污、噪音等问题，破坏了乡村生活固有的平静和谐，给民众的生活质量也带来了负面影响。

每一个乡村都是一幅画，作为“书画家”的规划者，应该有“计白当黑”的意识。一幅画作，并不一定要把空白区域都填上内容和颜色；一个乡村和地区，也应该有各种功能区的设置，并不一定全部都要“物尽其用”。在这个意义上，怎样认定“低效地”，如何在规划中体现民生温度、文化关怀和历史敬意，都值得深入思考。

## N 学者观察

## 改善供给，提高效率是关键

吴敬琏

怎么改善供给？有效的办法是建立有利于创新创业的制度体系，通过市场化、法治化、国际化的制度体系来推动

当前我们面临转变经济发展方式、实现创新发展的重要关口，即解决供给侧的问题，我想说三点意见：第一，从供给侧去分析问题根源、采取措施。供给侧存在问题很久了，但在分析问题、提出解决办法时，我们以往把政策关注的重点放在需求侧，即认为需求方力道不足。特别是2008年全球金融危机发生以后，经济上暴露出许多问题，习惯性思维就认为是需求侧出了问题。

以这样的角度去考虑问题，得出的解决办法自然是增加需求。可是，扩大国内消费和出口需求的办法，在当前遇到了困难。而增加投资的做法也产生了一些副作用：一方面是投资回报递减，投资效率不断降低；另一方面，因为不断投入资源，导致资源越来越紧缺，反而使国民资产负债表的杠杆率越升越高，容易影响整个国民经济的稳定运行。

当前，各界在解决供给侧问题上已经达成了共识。特别是中央明确要从供给侧去分析问题根源、采取措施。供给侧的主要因素包括新增资本、新增劳动力和提高效率。近年来由于我国工业化进程到了中后期，一般性技术的水平和先进国家的差距大大缩小，在这种情况下要改善供给，最重要的就是要提高

效率。

第二，怎么改善供给？在我看来，有效的办法是建立有利于创新创业的制度体系，来推动供给侧的改善，推动供给体系和供给结构的改善。所以下一步仍然需要坚持市场化、法治化的改革方向，要用能够支持激励创新创业的体制去推动实现结构的改善。

第三，政府、企业和社会要共同推动改革，实现转变。政府要做好自己应该做的事情。其中最重要的是保持宏观经济环境的稳定，建设法治化的市场体系，从根本上鼓励创新创业，而不是直接去确定微观领域的技术路线、经营战略，或是给企业补贴，假如在竞争阶段继续给予特定、少数企业补贴，反而会诱导不公平的市场竞争。

企业也应该是变革的积极参与者。市场化、法治化的变革，对于某些在旧制度下有既得利益的企业虽有影响，但对所有企业和市场的长远发展，对整个国家经济的健康发展是有根本和长期推动作用的。所以，是否能支持一些可能损害短期和局部利益的改革，将面临取舍问题。

另一方面，企业家要做好适应新环境的准备。在新的竞争和经营环境下，如何适应消费需求的变化，如何提高自身竞争力和创新能力，是企业需要花力气的。

我相信，在政府、企业和整个社会的共同努力下，我们一定能够突破改革的关口，实现中国经济的持续稳定发展。

（作者为国务院发展研究中心研究员）  
来源：人民日报