

资产短缺阶段我国经济结构失衡与发展动力重塑

◎ 刘志彪

在过去的20多年中,作为中国经济增长的动力产业之一,房地产行业的发展功能已经被透支,房地产泡沫成为危及国家经济安全的主要因素之一;同时,以银行为主导的间接融资方式,也发展到了极致,表现为企业的负债率接近世界之最,无法再大幅度地“加杠杆”。因此,当前我国经济要想“稳增长”,必须要有新的招数。

党的十八届三中全会报告指出,要“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”。十三五计划期间,国家决策层面需要根据现代市场经济的特点和功能,在发展完善货币市场的同时,更加注重健全多层次资本市场体系,通过其功能的重塑来缓解日益严重的资产短缺现象,在满足民众理财需要的同时,解决实体经济直接融资的需要。这是在资产短缺阶段破解中国经济下行压力、提质增效等难题的标本兼治之策。

一、实体经济与虚拟经济的失衡:“稳增长”的主要难题

当前中国经济运行中存在着增长失速、产能过剩、债务高筑、房价过高、货币泛滥等一系列问题。这些问题只是现象,背后的原因在于经济结构的失衡。经济结构的失衡不是产业结构失衡,也不是空间结构失衡,更不是所有制结构和企业规模结构失衡,而是实体经济和虚拟经济之间发展的严重失衡,即“实体经济不实,虚拟经济太虚”。

“实体经济不实”,一是指现在很多企业不愿做实业或者比较浮躁,更愿意进入泡沫经济领域获取短期高利润;二是指一方面制造业产能严重过剩,但是另一方面,国内很多机器设备和原材料却要依

靠大量的进口来满足;三是指产业创新能力差,许多所谓的战略性新兴产业,实际上是顶着高新技术产业的“帽子”,做的却是传统产业的活。四是指产业生产率低、附加值低,因为无法抵消不断上涨的生产要素成本的压力,很多实体企业处于亏损的状态。

“虚拟经济太虚”,主要表现在“四个高”:一是真实利率高。不断上升的利率加上不断趋降的物价水平,已经使真实利率水平脱离了实体经济可以承受的极限,实体企业“融资难、融资贵”已经成为普遍的问题。二是汇率高。人民币汇率的高估和持续大幅度攀升,直接导致出口企业的大面积亏损倒闭。三是资产价格高。过去是以房地产为主体的资产价格不断地拉高M2(反映现实和潜在购买力的重要指标)水平和利率水平,不仅抑制了民众消费和扩大内需战略的实施,而且是使制造企业陷入困境的主要原因之一。现在是股票资产价格高估,既定的社会融资总量中,被过度地吸收到对有限交易的市场中,引起新的经济泡沫和市场风险。四是债务率高。企业和地方政府负债呈现为“堰塞湖”,其严重性不是体现在债务规模和水平,而是表现在债务结构上,即我国地方政府主要是对商业银行负债,负债的资产构成中很多是回报率倒挂的公共基础设施项目,负债的抵押物主要是价格虚高的土地资产。这种负债结构极有可能诱发局部金融危机。

我国现存的经济风险因素,也跟实体经济与虚拟经济之间存在的严重失衡现象有直接关系。例如,尽管我国迅速增长的M2已达120多万亿,M2/GDP的比例也雄冠全球,但是却对应着通货紧缩趋势,迫使国家不断地释放流动性,不断地降

准、降息。流动性都去哪儿了？因为虚拟经济过于泡沫化，货币资金现在更多地被用于产能过剩的僵尸企业、维持地方政府投融资平台的债务、影子银行经营、推高房地产价格以及支付不断上涨的利率。超发的货币其实并没有形成对商品和服务的有效需求，也没有用于真实的财富创造。

近些年来，虚实经济之间的失衡现象愈演愈烈，这就导致了以下几种现象：一是引诱实体经济放弃继续从事实体经济活动，转而“一窝蜂”地去从事股票等虚拟经济业态。二是虽然政府进行了许多调控，采取了很多措施，但是资金就是进不了实体经济，而是在虚拟经济领域中“空转”。三是实体经济因为微利或严重亏损，不仅无力进行创新，而且更有可能被迫放弃实业，或破产倒闭。

二、资产短缺：实体经济与虚拟经济失衡的根本原因

针对我国实体经济“不实”、虚拟经济“太虚”的现象，有些人认为原因在于，现阶段金融业发展过度了，股票市场发展过火了，导致企业更愿意赚“快钱”，因而心态浮躁，无心专注于实业活动。这种观点其实是错误的。目前，我国实体经济与虚拟经济的矛盾，不是因为金融发展过度了，而恰恰是因为现代金融业发展不足，是长期存在的“资产短缺”现象所导致的。

一般来说，在新兴市场经济国家，其资本的实物产出能力很强，但金融资产的创造能力却严重不足。这一方面表现为产能过剩，商品价格不断走低；另一方面，又表现为优质金融资产的长期供给短缺，即金融市场不够发达，金融工具和金融产品稀少，投资者投资渠道单一，结果导致有限的优质金融资产被过多的货币所追逐，从而形成严重的资产泡沫和金融风险。严重的泡沫经济必然诱使或者迫使企业轻视或放弃实业活动，从而成为经济持续稳定增长的天敌。

中国从上个世纪90年代中后期开始，就已经告别了“商品短缺”阶段，开始进入到“资产短缺”阶段。进入新世纪之后，全面的资产短缺伴随的是严重的产能过剩和资产价格泡沫。这对中国经济运行和发展带来的消极影响，主要表现为以下几个方面：

第一，优质金融资产的长期短缺，在过去的十多年中，一方面表现为资本市场总体上交易低迷，上市公司股价严重低估，从而股市基本丧失融资功能；另一方面，又驱使大量的家庭理财资金进入房地产领域，把其作为投资和投机的最好标的。因此，过去是资本市场漫漫熊市随着炒翻了天的房地产市场。而现在，这一现象正在翻转过来，被冷落的房地产市场面对着被炒得令人胆战心惊的股票市场。因此，让更多的优质企业进入资本市场，提供更多的优质金融资产，才能吸收投资进入资本市场，才能挤压资产泡沫，尤其是创业板泡沫和房地产泡沫。

第二，优质金融资产的长期短缺，直接导致我国长期累积的结构矛盾无法通过市场机制正常解决，尤其表现为产能过剩行业不能进行市场化调整，无法发动以收购兼并为主要特征的结构调整进程。西方国家的工业化进程迄今为止，已经至少出现过六次以上较大规模的收购兼并浪潮，它是产业结构偏差的清除机制。而我国工业化到现在已经进入了中后期，却没有出现过一次像样的兼并收购高潮，故投资活动所累积的存量误差越来越大，产业结构失衡将成为干扰发展方式转型的主要力量。

第三，优质金融资产的长期短缺，直接导致我国发展进程严重缺乏稳定的长期资金。我国基础设施领域的长期投资一直主要依靠政府投融资平台，主要依靠商业银行的短期贷款长期化使用，主要依靠土地资产作为抵押。这使得很多长期投资项目负债率过高。现在商业银行中长期贷款占比接近60%，这在任何国家都是一个已经很危险的信号，蕴藏了巨大的风险。其实中国并不缺短期资金，缺的是稳定的长期资金。因此，未来中央与地方财政关系改革中，增加长期投资资金的供应，特别是增加股权性资金和债券资金供应，就应该成为一个重要的政策取向和战略议题。

第四，优质金融资产的长期短缺，直接导致我国面临货币超发的压力。存量资产无法盘活，增量资产也无法优化，导致经济体系存在着一方面不断吸收新增资源和流动性，另一方面又不断地沉淀资源和货币的现象。这一现象是货币超发的内在压力所在。因此，优质金融资产供应短缺的矛盾累积到一定程度，就表现为实体经济与虚拟经济之间的严重

非均衡,从而有可能首先引发商业银行支付危机,并引起严重的经济危机。

三、缓解资产短缺:以制度创新重塑增长动力结构

在资产短缺背景下,正常的资本市场的调节机制,将至少会从两个方面发挥作用:一是在金融资产需求和价格上涨预期的推动下,金融资产泡沫价值增加,金融资产供应上升;二是金融资产超额需求的存在,将会造成商品市场供过于求,由此导致通货紧缩发生,物价下降,实际金融资产供应增加。

我国自从上世纪末、本世纪初正式进入资产短缺阶段后,经济运行中的金融资产泡沫、产能过剩、通货紧缩和CPI降低都发生了,但是金融资产供应的速度却没有跟上,由此引发了上述两者之间的恶性循环效应。这是中国实体经济陷入下行压力的深层次根源,也是现在“稳增长”的最大难处所在。因此如何千方百计地大幅度地增加优质资产供给,也即提高企业直接融资的比重,不仅关系到经济增长动力结构的重塑,而且也是我国宏观经济政策的主要着力点。建议从以下几方面进行制度创新:

首先,在完善主板、中小板和创业板的同时,加快场外交易市场的建设。2012年以来相继兴起壮大了“新三板”与上海股交中心、深圳前海股交中心等多达30余家的股权交易市场。目前的主要问题,一是各场外交易市场法律地位不对等;二是除“新三板”外,其余性质均定位为“区域性市场”,束缚了市场发展的空间功能;三是市场监管制度对地方股权交易中心的功能限制太多,使其交易活跃度、市场发展规模受到很大限制,不利于引入竞争机制;四是缺乏统一规划、市场布局重复,在我国场外市场建设过程中,同类市场已达30多个,有的省甚至在多个城市建设股权交易市场。

第二,尽快推进商业银行在风险隔离前提下的混业经营模式。商业银行的混业经营模式是当今金融业的发展趋势。我国金融业目前的分业经营体制不利于利用现有的金融渠道大力发展直接融资市场。在打破资本市场进入限制的过程中,只让民营、外资进入资本市场业务,不允许商业银行实行混业经营,只不过是对于该市场利益的再分配优先倾斜前

者而已,并不能由此改善融资效率。应该允许商业银行的业务类型进行拓宽。为此建议修改《商业银行法》,允许它们从事资产证券化业务、代理证券交易、代理大宗商品和金融衍生品交易业务,以及从事互联网金融服务等。这意味着银行在金融体系中地位的重新上升。

第三,直接融资市场发展的重点,是资产证券化和相应的债券类市场,而不是股票市场。西方国家企业的直接融资规模一般要比间接融资高3—5倍,直接融资中,债券融资比例又要大大地高于股票融资。我国未来的资本市场的发展也要优先发展债券市场。为此可以通过加快推进资产证券化的速度来进行。这也是盘活货币存量、化解金融风险、为资本市场提供优质资产、提升股市信心的主要措施之一。对政府投融资平台形成的基建资产项目,收益有保障的部分优质资产,应该强令其限期变现归还商业银行贷款;收益一般的,可以由省和中央财政通过适当的财政补贴,使其形成底层资产的正回报率,并设法在此基础上进行资产证券化,通过财政补贴、货币发行等增量货币盘活资产存量。

第四,应该进一步提高国有资本转社会保障基金的比例,并允许社保基金把这些资本的收益投入到金融市场运作。国有资本收益上缴财政的比例,也应该从要求的2020年达到30%提高到50%,并允许其在运用于保障和改善民生支出之前,可以投入资本市场运作。

第五,要给地方政府建立包括房地产税、消费税、环境税、个人收入调节税等在内的稳定的主体税种,使其逐步摆脱依赖土地财政的不良格局,允许其用未来10—20年的税种收入在债券市场变现融资。这需要在中央与地方财权事权关系的调整中,把房地产税等作为地方政府征收和掌控的主体税种,同时要求地方政府逐年上缴一定比例的土地出让金归中央政府。经过这种转换降低地方政府干预房地产市场的利益激励机制。

(作者:第十二届全国政协委员、南京大学经济学教授、长江学者特聘教授)

责任编辑:狄英娜