经济学家

魏克塞尔的误导

□ 王东京

前篇文章我写《利率不是政策工具》，限于篇幅对“利率工具论”的渊源未作分析。据我所知，最早提出利率是政策工具的经济学家是魏克塞尔。魏克塞尔何许人今天知道的读者怕不多，不过上世纪初他可是位风云人物。熊彼特曾赞他为“瑞典的马歇尔”“北欧经济学的顶峰”。

事实上，魏克塞尔也非浪得虚名。1898年，他的《利息与价格》一经出版便轰动欧洲。关于他对经济学的贡献，学界公认是他首次将价格分析与货币分析加以连接；首次将经济学静态分析引向宏观动态分析；首次提出了“非中性货币理论”与“累积过程原理”。今天大行其道的“利率工具论”，就是由该原理推导出来的。

为方便读者评判，让我对魏克塞尔的推导作简要介绍。

从萨伊到马歇尔，大多数经济学家皆认为货币是中性的。即价格由商品供求决定，货币增减只会影响价格总水平而不会改变商品比价，故而对经济不会产生影响。而魏克塞尔看法却相反，认为货币不仅是交换媒介，而且有储藏功能。若有人卖出商品后不马上买，货币被储藏，商品供求就会失衡，所以他认定货币是非中性的，对经济会产生影响。

魏克塞尔说：由于货币非中性，要想让商品供求恢复均衡就得用“利率”调节价格。为此他借用了庞巴维克的“自然利率”与“实际利率”来解释自己的观点。所谓自然利率，是指不存在货币时的“实物资本”借贷利率；而实际利率则是指“货币资本”的借贷利率。魏克塞尔指出，自然利率不同于实际利率，前者不影响价格，后者会影响价格。

他的推理是这样的：当实际利率高于自然利率，企业会觉得有利可图而增加贷款扩大投资，投资需求增加会抬高原材料、劳动力与土地等要素的价格。要素价格上涨，要素所有者的收入增加，这样又会继续拉动消费品价格上涨，于是价格就形成了一个向上累积的过程。反过来，若实际利率低于自然利率，价格变动方向相反，会出现一个向下累积的过程。

魏克塞尔由此得出结论说：利率与价格之间有某种内在的因果关系，而且由于货币的存在，实际利率往往会偏离自然利率，也正因如此，要想保持价格稳定就必须适时调控实际利率，让实际利率与自然利率保持一致。于是由此引申，学界就有了“利率是政策工具”的说法。

对以上魏克塞尔的论证不知读者怎么看，实不相瞒，《利率与价格》我曾读过不下三遍。学生时代读过不算，那时候是为了应付考试；十五年前为了写《与官员谈西方经济学名著》重读，仍觉得无懈可击，还多次在自己文章中引证过他的理论。可最近再读，却发现了他的理论有疑点，准确地讲是让我产生了一些疑惑：

魏克塞尔说，货币出现后实际利率会偏离自然利率，而我却总也想不通实际利率为何会偏离自然利率。根据庞巴维克的定义，利息是货币的时差之价；而费雪将利息定义为“不耐”的代价。两人表述不同但意思相近，即利息（利率）高低取决于借期的长短或不耐程度，与借贷品是“实物”还是“货币”无关。这是说，货币出现前利率由“不耐”决定；货币出现后利率仍由“不耐”决定。

这样问题就来了：既然决定利率的是同一因素（不耐），实际利率就应该等于自然利率，两者怎可能偏离呢？我个人揣测，魏克塞尔相信实际利率会偏离自然利率，大概与多数学者一样也将利息看成了货币的价格，以为利率的高低是由货币供求定。只可惜这看法是错的，我在前篇文章中论证过，货币的价格不是利息，而是它所交换的商品数量。此其一。

疑惑二：价格上涨究竟是由利率推动还是货币量拉动？毫无疑问，单个商品的价格是由该商品的供求决定；而价格总水平则由货币供求决定。换句话说，利率既不能改变单个商品的价格，也不能影响价格的总水平。照魏克塞尔的说法，实际利率若低于自然利率企业会有扩贷需求。可我要追问的是：若货币供应没增加，企业无款可贷，利率怎可能拉高要素价格？若要素价格不涨，要素所有者收入不增加，当然消费品价格也不可能涨。由此可见，决定价格总水平的是货币量而非利率。

疑惑三：央行调控实际利率的依凭为何？说过了，货币市场的“实际利率”在量上其实就等于“自然利率”。退一步，即便实际利率与自然利率不等，可在货币经济下你能知道自然利率是多少么？问题就在这里，如果我们不知道今天的自然利率是多少，请问央行又何以去调控实际利率？在我看来，所谓调控实际利率使之与自然利率一致的主张不是自欺欺人，就是为操纵利率提供借口。

由此看来，魏克塞尔的“利率工具论”确实是一种误导。为澄清误解，我这里要重申三点：第一，商品价格是微观现象，价格总水平是宏观现象，两者不可混为一谈；第二，价格总水平由货币供求决定，货币供过于求会通胀，货币供不应求则通缩，价格总水平与利率无关；第三，利率由“不耐程度”决定，尽管通胀时期“不耐程度”有可能会加剧，但不能因此就说利率是由货币供求决定，更不要误以为加息可以抑制通胀。

我说清楚了么？不肯定。期待着读者的回应！

经济体制

用能权交易：绿色发展新亮点

用能权交易，是指在区域用能总量控制的前提下，企业对依法取得的用能总量指标进行交易的行为。当前已成为“绿色发展”理念指引下的一个制度创新亮点。

□ 栾　群　刘明明



十八届五中全会明确了“绿色发展”等五大理念，“十三五”时期，进一步加强节能减排、发展节能环保产业和生态文明体制机制改革，将持续成为发展重点。2016年4月，工业和信息化部通过的《工业节能管理办法》（部令第33号）提出，“科学确立用能权、碳排放权初始分配，开展用能权、碳排放权交易相关工作”。用能权交易，成为“绿色发展”理念指引下的一个制度创新亮点，但同时也存在与并行制度相衔接的一些问题。

用能权交易及类似制度现状

用能权交易制度。2015年《生态文明体制改革总体方案》首次提出了用能权交易。今年两会后发布的“十三五”规划纲要也提出，建立健全用能权初始分配制度，创新有偿使用、预算管理、投融资机制，培育和发展交易市场。截至目前，我国仅在浙江省开展了用能权交易试点。2015年5月，浙江省发布了《关于推进我省用能权有偿使用和交易试点工作的指导意见》，随后海宁市、嘉兴市、临海市、衢州市、桐乡市均制定了用能权交易地方性规定。

并行制度：节能量交易与碳排放交易。与用能权交易并行的还有两个类似制度，即节能量交易与碳排放交易。节能量交易，最早是由2011年国务院《“十二五”节能减排综合性工作方案》提出；随后，国家发改委等部门制定《万家企业节能低碳行动实施方案》，也明确提出了在“十二五”期间万家企业实现节能2.5亿吨标准煤，并再一次提出建立节能量交易制度。然后，《节能减排“十二五”规划》《国务院关于加快发展节能环保产业和意见》《2014—2015年节能减排低碳发展行动方案》等相关文件，都明确提出了建立节能量交易制度。其中，包括强制性的目标节能量交易和自愿性的项目节能量交易。目前，北京、深圳、上海等地均开展了节能量交易，福建和山东采取的是目标节能量交易模式，其他省市采取的是项目节能量交易模式。

碳排放权交易，是政府在对温室气体排放实行总量控制的前提下，将一定数量的碳排放配额分配给履约单位，允许碳排放配额在碳市场中进行交易，以最低成本实现温室气体减排目标。2011年国务院《“十二五”控制温室气体排放工作方案》，最早提出要探索建立碳排放交易市场。2013年起，北京、上海、天津、广东等地逐步启动碳排放交易试点，并出台了地方性立法或规章。2016年1月，国家发改委《碳排放权交易管理条例（送审稿）》公开征集意见，对配额管理、市场交易、报告、核查与清缴、信息公开以及法律责任等做出规定。

多项绿色交易制度并行存在的问题

节能量交易和用能权交易存在制度重复建设问题。一是价值目标相同，不论是节能量交易还是用能量交易，都旨在保证企业最终实现节能目标。节能量交易分为目标型和项目型，目标型完不成会处罚是有约束性的，项目型则可以转让获利是有激励性的，但用能权交易偏重约束性，即两种交易制度指向一致，仅角度不同。二是规范对象相同，都是重点用能单位，只不过数量标准不一致。从地方实践看，节能量交易体系的覆盖范围主要为年综合能源消费量5000吨标煤及以上的重点用能单位；用能权交易仅在浙江省开展试点，纳入用能权交易体系的单位基本为年综合能源消费量3000吨标煤（等价值）及以上的工业企业，及列入交易范围企业所有新增用能项目和其他新增年综合耗能1000吨标煤（含）以上项目。三是调控手段相同，都是通过数量控制的方式实现节能目标。节能量交易是通过减法，即重点用能单位必须在履约期间按照规定比例降低能耗；而用能权交易是通过用能配额，即重点用能单位必须在履约期间届满时提交与其实际能源消耗数量相等的用能配额。总之，不管是节能量交易还是用能权交易，只要重点用能单位完全履约，两种手段都能实现绿色发展的目标。

用能权交易与碳排放权交易并行和衔接不畅。一是两种制度受关注度不同。当前由于温室气体排放成为国际普遍关注问题，特别是随着我国对外开放日益深入，在“做负责任大国”“履行国际公约”“减少厄尔尼诺现象”等鲜明口号下，碳排放交易比用能权交易获得更多社会关注。但实际上，用能侧才是解决高耗能、高污染、高排放问题的根源所在。二是缺乏系统性统筹协调。如，用能权指标和碳排放权配额的初始分配采取有偿方式还是无偿方式？当重点用能单位购买的用能权指标或者碳排放配额有富余时，能否以富余的用能侧履行碳减排义务，或者以富余的碳排放配额履行节能义务？目前尚无权威答案。

进一步完善用能权交易制度

一是制定《用能权交易管理条例》，逐步将节能量交易改为用能权交易。相对于节能量交易，用能权交易在事前控制、节能效益稳定和优化节能市场资源配置等方面具有明显的优势。根据《生态文明体制改革总体方案》，开展项目节能量交易并逐渐改为基于能源消费总量管理的用能权交易。建立用能权交易系统、测量与核准体系。可以逐步取消节能量交易制度，结合地方立法经验制定《用能权交易管理条例》。从浙江省的实践来看，用能权交易属于能耗总量控制型，并没有激励功能。国家层面用能权交易立法，可考虑设计激励机制，通过合同能源管理、淘汰落后产能等方式参加自愿节能项目的用能单位，其自愿节能量经过审核，取得由政府部门授予的核定用能权，并可在交易市场上出售核定用能权。

二是做好用能权交易与碳排放权交易的制度衔接。一方面，做好用能权指标和碳排放配额初始分配的衔接。用能权的初始分配仅仅是为重点用能单位设定节能义务的过程，应当以公平为原则，并且采取免费分配的方式。相反，碳排放权交易制度是为了控制排放单位对碳排放空间这一稀缺资源的过度利用，应当采取有偿分配。另一方面，做好用能权指标与碳排放配额在履约方面的衔接。节能义务或者碳减排义务都针对重点用能单位的用能行为。鉴于燃料消耗量和碳排放量之间具有相互换算的关系，考虑在《用能权交易管理条例》和《碳排放权交易管理条例》中明确，用能指标与碳排放配额在履约方面可以按比例相互抵用。

链　接

2015年9月，中共中央、国务院在印发的《生态文明体制改革总体方案》第42条中提出：“推行用能权和碳排放权交易制度。结合重点用能单位节能行动和新建项目能评审查，开展项目节能量交易，并逐步改为基于能源消费总量管理下的用能权交易。建立用能权交易系统、测量与核准体系。推广合同能源管理。”用能权交易，是指在区域用能总量控制的前提下，企业对依法取得的用能总量指标进行交易的行为。用能权即能源总量指标有偿使用权，用能总量指标是用能权的权利载体。

新常态下企业如何去杠杆守边界



□ 罗乾宜

供给侧结构性改革的重要指向是优化资源配置，提高经济要素的综合使用效率，其核心内容是“三去一降一补”。就“三去”而言，去产能、去库存和去杠杆紧密关联：过剩产能的简单利用必然产生高库存，过剩产能和高库存的持续并存必然形成或依赖于高杠杆，而当过剩产能、高库存和高杠杆同时出现，企业就会陷入严重的生存危机。三者之间不良关联的始作俑者在于过剩产能，危机引爆点则在于高杠杆。

财务杠杆应作为企业的战略性约束因素

在企业经营过程中，我们会看到一些现象。一是企业发展需要投资，而不当投资又会使企业遭遇困境甚至灭顶之灾，即所谓的“不投资等死，乱投资找死”。二是产能过剩有绝对与相对之分，在经济周期性波动的大环境下，绝对过剩靠“调”，相对过剩靠“熬”。而企业往往由于高杠杆的制约，失去了“调”和“熬”的基本条件，从而陷入生存危机。三是过剩产能和高库存依赖高杠杆来维持，而高杠杆又为过剩产能和高库存提供了基本条件，即在资金面宽松的环境下，由于资金相对容易获得，就促使投资决策的相对随意。这就是所谓的“流动性陷阱”。

这些现象的背后反映出一个深刻的问题，就是投资决策的关键要素缺失，即财务杠杆没有对企业投资决策形成硬约束。企业在投资决策过程中，往往把投资置于战略层面，而将与财务杠杆相关的因素，如资金筹措的能力和方式等置于过分从属的地位，由此形成了“投资——举债——政策性减债——再投资——再举债……”的恶性循环。所以，企业必须牢固树立边界意识，将财务杠杆上升到企业战略层面，作为硬性约束，并在投资和运营过程中严格坚守。

本轮经济调整周期，使不少高杠杆企业深受其苦。痛定思痛，我们在反思企业发展方式时，要注重思想方法的调整，即不仅总结“要做”什么，还要注重总结“不做”什么，以及哪些方式不能采用，以此形成企业行为的“负面清单”，作为我们投资、经营的底线和戒律，为打造基业长青的企业提供基本遵循。在企业经营过程中，忽视财务杠杆约束、不顾总体财务承受能力、盲目举债投资扩张就是“负面清单”的重要内容。

严守企业管控边界，有效控制财务杠杆

首先，要强化底线意识，硬化杠杆约束。要根据企业的风险承受能力，结合资金运作特点及创现创效能力，科学设置资产负债率的管控边界，并将其嵌入预算、纳入考核、硬化约束、严格坚守。在企业运营过程中，要严格监控资产负债率及债务等指标的变化情况，超出边界时应及时主动调整，从而确保企业在安全边界内持续健康发展。

在设定边界时，要根据企业内部不同业务板块（如：科研及生产、传统业务与创新业务、制造业与金融业等）的经营特点，以及各业务板块周期性表现的差异，分类确定管控边界，并建立严格的预算奖惩机制，以严考核促真落实。同时，要构建业务板块之间的债务隔离机制，在各板块之间设置“防火墙”，减少债务关联，以免局部问题蔓延演化成系统问题。尤其是对创新型业务、金融业务和流通贸易业务，要更加谨慎细致地安排。创新型业务要设定投资总量限制，制定止损边界，以防创新失败引发总体不能承受的债务风险；金融业务要立足实体、规范操作、严格监管，防止远离实体过度衍生；流通贸易业务要严控风险，杜绝以虚构业务为基础的金融投机套利行为。

其次，要优化业绩考评机制。以单一的总量性指标为主的业绩考评办法对产能扩张起到了一定程度的推动作用，应该进行调整优化。一方面，要将负债类指标纳入总量性指标考核体系，构建利润总额等重点经济指标、重点工作完成情况等核心使命指标、债务状况等约束性指标相协同的综合性考核机制，引导企业履行核心使命、平衡效率风险、实现“规制型发展”。另一方面，注重研究探索“企业价值”这个综合性指标，即引入潜在价值和风险溢价等价值因素，按照市场规则全面综合地评估企业价值，评价经营者的经营业绩，引导企业强核心、创价值、控风险，追求有质量有效益可持续的发展。只要战略方向正确，财务杠杆合理，企业价值就会不断提升，即使一时盈利降低甚至出现亏损，其价值也未必降低，也会有反转机会，至少不会遭遇现实的生存危机。

去杠杆应分类实施、积极推进

“僵尸企业”是已经形成高杠杆的企业，其去杠杆的工作强调已久，但尚无太多实质性的进展。这类企业的债务往往都由信用状况相对较好的企业提供担保，如不及时处理，其债务危机将会波及担保企业，从而使“点”上的问题演化为“面”上的问题，由此不仅会拖累担保企业，更有可能影响全社会对经济复苏的信心。因此，“僵尸企业”去杠杆工作已是刻不容缓，应尽快决策，分类实施。

一是对没有价值的企业实施规范破产。该退的一定要积极地退。“只有退够，才能前行”。通过规范破产，在经济下行周期实现“市场出清”，化解过剩产能。一方面，可以消除经济发展中的消极因素；另一方面，通过破产重组，倒逼机制转换，可以使破产企业的部分资产和业务重现生机。

二是对有价值但债务负担沉重的企业实施债转股。与上一轮债转股相比，要更加强调市场化。其核心是尊重债权人的意愿，转股后要参与企业管理，并在转让退出机制方面进一步强化市场机制。

三是对上述二者之间的企业实施债务重组，包括停息挂账、减免利息等。核心是对本金提供宽限期，目的在于减轻企业当期偿付利息和周转本金所产生的现金流压力，为企业重振提供条件。同时，这也是缓解当前系统性经济问题的重要举措。此类企业在宽限期内一般会出现分化。部分企业可能成功重振，实现健康发展，由此银企双方的利益都得到了保障，这也是政策实施所乐见的结果。部分企业可能会出现前述两类企业的状况，则再分别进行相应处置，这样也就达到了分散处理矛盾、减缓经济震荡的目的。本轮经济调整是一个长过程，不可能一蹴而就。分类处置、逐步化解应是比较现实可行的选择。

经济时评