

中国式杠杆乾坤大挪移 释放财政政策空间

邵宇

在刚过去的十二届全国人大四次会议记者会中，财政部大楼继伟就财政工作和财税改革回答中外记者提问,就地方政府债务风险、财政政策的适度扩张等作出回答。

其实，在今年 2 月 G20 会议上，各国财长就未来财政政策的表态已经达成基本共识，即将灵活实施财政政策,增强经济韧性,并确保债务率保持在可持续的水平。

之所以今年的财政政策备受关注,理由不外乎两点:其一,中国经济 2016 年又是“抗压”的一年,政府工作报告已将明年的经济目标设定在 6.5%至 7%, 货币政策对于经济刺激作用的边际效应递减。今年政府工作报告中提出，积极的财政政策要加大力度，拟安排财政赤字 2.18 万亿元，将赤字率提高到 3%，那么今年这提高的 0.6%的赤字率,可以做什么事情？其二,经济面临新常态,各方面矛盾凸显，包括长期积累的一些矛盾需要解决,最主要的即是供给侧改革,改革难免让经济经历阵痛，那么今年财政政策能够有多少效果？

回答这两个问题，还得从微观经济主体入手。一般而言,经济分阴阳。经济处于阳面的时候，所有企业都只想一件事情就是怎样去扩大生产，更多的投资与借债；但是当经济转向阴面的时候,特别是通缩环境下,名义利率减去负通货膨胀率就是更加高昂的实际利率，所有人都在忙着还债,把杠杆尽快降下来。如果每个经济主体（包括投资者）都在尝试去缩减资产负债表的话，那金融系统也一样会收紧它的贷款和资产负债表，这就形成负向循环，经济可能会进入资产负债表衰退。现在中国经济从居民消费价格指数（CPI）的标准看,确实还没有进入通缩。但如果看生产者物价指数（PPI），以及国内生产总值（GDP）平减指数，可能已经进入到一种准通缩状态。经济处于阴阳一线牵的临界状态，因此整个宏观政策就是希望能够把经济维持在阳面,守住底线的同时,进行宏观部门资产负债表的修复或者说调整。

局部资产负债表出现问题

那么，是否中国经济已经整体进入到所谓的资产负债表衰退过程中呢?确实从 2008 年到 2014 年,中国非金融部门的整体负债水平由 GDP 的 145%上升到接近 220%，其中企业部门的债务由 GDP 的 90%上升到 135%。但如果跟发达经济体和大部分新兴经济体比的话，总体来说也不算最高。但这并不意味着中国宏观资产负债表 的每一个部分都是健康的，宏观经济大致可以分成以下部门:政府,包括地方政府和中央政府;企业,包括国企和民企;居民部门;金融部门,分为中央银行和商业银行，最后是整个对外部门。

现在的的关键问题在于局部资产

负债表确实出现了问题——特别是现在的地方政府,还有加了高杠杆以及有过剩产能的部分企业部门,可能就面临资产负债表衰退的风险。如果不对这些部门进行清理的话,那么就很有可能形成僵尸平台、僵尸企业,以及连带的僵尸金融机构。把这些“僵尸”清理出去,就是供给侧改革或者说去产能。

整个供给侧改革的框架如果用一个比较戏剧性的表述方式来归纳,可以叫做中国宏观部门杠杆的“乾坤大挪移”。

宏观部门杠杆“九大移”

首先,地方移中央,这本质上是一个信用增级过程。中央政府的财权比较大,但是地方政府的事权又比较大,很多本来应该由中央政府承担的事权都交给地方政府。由于中央政府的资产负债表总体来看非常健康,它能够发行或者代理发行项目债或者特别国债,把一部分符合标准的地方债务承接过来,而且中央政府的信用等级最高,所以融资成本最低。因此 2016 年 3%的赤字率空间，对于政府来说，加杠杆的空间就要大很多了。当然，也需要适时安排给地方更多自主可支配的财力,目的是应对复杂多变的经济情况。

其次,平台移开行。其实地方政府之所以杠杆特别大，预算内的吃饭财政不是一个大问题，主要是它的城市化建设功能。融资平台就是以土地为本金的杠杆操作，一旦抵押品价格下降，那么一端是长期才能有微薄回报的基础设施资产，一端则是短期的银行借贷和性价比更差的影子融资。因此地方融资平台可以把债务转给以国家开发银行为代表的政策性银行（最大的中央融资平台）。

第三，财政移货币的争议非常大。很多人把这个叫做中国版的量化宽松,真的如此吗？大型经济体大多是以自己国家债务（或者准国债）作为基础货币的投放来源的,笔者觉得在 2008 年经济危机以后，资产负债表反正是要挪移的,央行的资产负债表目前也许是存放各种各样高风险资产最合适的好去处。因此笔者总是说:在这个中国式杠杆乾坤大挪移的过程中,如果央行不出手的话,那情形就很像一句英语谚语——hamlet without hamlet。《王子复仇记》中没有王子哈姆雷特,这个戏就没法演下去啦！所以当时笔者认为央行一定要采取某种形式去承接这些债务,或者至少暂时、间接去承接。

特别要提到抵押补充贷款（PSL），所谓 PSL 就是由央行再贷款给国家开发银行，国家开发银行拿钱去做地方的棚户区改造。棚户区改造本来属于地方事权，本应该是地方政府加杠杆,但地方政府在去杠杆,于是交给中央政府交给财政。但财政因为有年度预算约束也不能做，于是交给国开行来做。国开行也不是到市场上

去发债直接融资,而是央行通过再贷款，以比较便宜和更为方便的方式把钱给他去,即是地方移中央,平台移开行,更是财政移货币。

今年广义货币（M₂）增速目标定在 13%,比去年高出 1%,显示出央行的主要货币政策目标 M₂ 没有明显的超越，所以很难说是放水。而且,逆周期本来就是宏观政策的主要特征，不排除在未来经济恢复正常增长的时候，又可以把这个资产负债表重新再还回去。所以笔者认为，这个操作至少对于去年的行情发动非常重要，至少表明对市场参与者而言,流动性开始变得宽松。

第四，经济主体方面的资产负债表调整。包括国企转民企,即混合所有制,包括改制重组、项目导入、引入战投、员工持股、资产证券化、设立基金等形式,它会使得净资产收益率（ROE）一般比较低的国企杠杆向 ROE 比较高的民企转化。测算显示,如果能够充分混合的话，就能拉动 GDP 两个百分点的增长。需要特别指出的是,不论是民企还是国企,必要的破产、清算也是必须的,这样才能优化存量资源的配置。

第五，传统移新兴。传统行业通过“互联网+”等各种形式进行改造,企业并购的量级从 2010 年开始活跃度明显上升,特别涉及生物技术及健康、清洁技术、广义的信息技术、服务业等都有大量的并购出现，这是对经济存量的有力调整,并有效提升传统行业的估值。

第六,政府转居民。放眼全球,中国居民部门都是非常健康的。居民部门怎么加杠杆呢?例如两融,还有一个是养老基金入市。未来更多的国资归社保基金管理以及把地方养老保险划归社保基金管理，某种意义上说这也是居民自己储蓄的钱，那么给社保基金管理也是购买更多的资产，这也是居民获得更多资产及其收益的一种方式。

还有一种形式是 PPP（公私合作伙伴关系）。它通过调整公共产品的收费机制跟价格水平,DIY 一个现金流给投资者,让民营企业在这个过程中有利可图。现在 PPP 在吸引民间投资方面被授予一个很大的权重，以前主要是没有一个成型的法律去推动 PPP 的执行,现在国务院层次发布了一个具体的运行方法。笔者相信,随着这个博弈框架日渐清晰,如果有稳定的收益回报并且能够得到足够司法救济的话，民资参与地方建设和投资获取资产的动力也在不断增强中。

第七，再来看金融部门，商行移投行,即脱媒。以前商行主要支持有着硬财务报表数据的一些传统行业，现在看来投行或金融资本市场更能够支持新供给中的大多数行业或企业。有两个标志性的事件正在出现，一个是股票注册制,这会有力驱动股权融资规模大扩张，资本的充实自然会导致企业杠杆率的下降；另一个是银行资产的证券化，现在股票的注册制还没实现，银行的信贷资产证券化注册制就已经先放行了。

据测算，银行资产证券化产品包括 ABS、CLO 等等，资产包总量差不多有 30 万亿。问题在于谁来承接如此大规模的标准化债务呢？一个解决方法就是分拆商业银行的理财部门，把理财变成一

位国信证券分析人士认为，两市的成交量能继续萎缩，显示资金的观望情绪浓厚,场外资金进场欲望不是很高,更多的是场内资金之间的博弈。受制于增量资金有限和经济疲弱，市场暂不具备趋势性上行的条件，但由于政策红利及低估值水平,也使下杀空间同样有限，因此目前的位置上资金十分纠结。

值得注意的是，东方财富的统计显

示,今年春节长假后，沪股通资金基本上一直处于净流入状态，从 2 月 18 日到 3 月 2 日连续 10 个交易日净流入，其中 2 月 29 日、3 月 2 日分别净流入 20.13 亿元和 29.92 亿元。3 月 3 日小幅净流出 3.08 亿元后,连续六天处于净流入状态。截至昨日收盘,从 2 月 15 日猴年开市以来,沪股通净流入资金已达 148.88 亿元，成交净买入额达近 80 亿元。

华鑫证券认为,近日的强周期行情只是小周期修复性反弹,如果没有新的权重板块牵动,大市整体仍将偏弱,最多是弱平衡中伺机反弹的局势，冲击与跃上 3000 点并非易事。A 股整体可能会在 3000 点以下“闷走”一段时间，一方面继续迫降市场杆杆率;另一方面在年报效应催化下,通过低估值抗跌,高估值下跌的结构化调整来下调市场整体的估值水平；A 股整体的弱平衡格局,可能会持续到 3 月末或 4 月上旬美元加息与否彻底明确以及两会后各项政策开始落地之后。

值得注意的

个净值化管理的财富管理部门（类似公募基金）。如果可以全面实现,那就有差不多 15 亿左右的理财产品（存款）可以去对接上述债券化产品，这就意味着一个巨大的脱媒趋势，直接金融将得到快速发展。

第八,相伴随的是非标转标准,即通过证券化改造影子银行产品，降低信息不对称和交易成本，现在很多信托包括很多第三方理财也在纷纷谋求转型,把精力更多投入到债券等标准化产品里头来，这就会使得整个经济的融资成本得到有效降低而且会变得更加透明。注意这些都基于一个高效、稳定和机构投资者主导,长期价值投资理念驱动,有足够广度、深度和成熟度的资本市场。

资本市场中长期仍然是经济的晴雨表，当下的剧烈颠簸与其说反映经济转型的过程,不如说反映经济转型的愿望。新常态下新供给、新需求和新宏观调控都需要新思路和金融体系的全力支持，特别是多层次资本市场将起到降低经济整体杠杆率,提升资源配置效率,甄别好的企业和企业家等重要作用，大家自然会期望很高。未来的中国增长、创新和开放过程中，资本市场将起到决定性作用，目前还是粗放增长、压力测试和投资者教育的必经阶段，不过良好的宏观审慎政策和严密的事中事后监管体系将优化交学费的过程和负面效果。

第九,国内转向国外,即通过人民币国际化让其成为储备货币去获取铸币税。如果人民币成为储备货币,那么中国整个对外的资产负债表都会变成下面这种形式：海外资产的大部分是对外直接投资（ODI），即海外直接投资大部分都是有效资产跟股权（现在大部分是美债），海外负债的大部分都是人民币国债或者准国债,这块需求非常巨大。这可以对比一下美国资产负债表的全球角色，负债端提供极端廉价的美元国债，资产端通过跨国企业进行直接海外投资（FDI），美联储类似一家美元指数的商业银行，通过加海外杠杆获取更多的资产和收益。

中国效仿的就是通过人民币国际化来为全球提供安全资产和廉价负债,用亚投行等新兴多边金融机构拉动私人资本一起对外投资，目前重点主要是在亚欧经济一体化区域内。有趣的问题是币种转换在何时,以什么条件发生?开放资本账户绝对是惊惊一跃，标志着中国将从行走江湖战战兢兢的新兴市场，到债多人不愁，拥有定价权的超级储备经济体,其中责任、义务、利益和风险会不断需要动态的评估和权衡。

最后一次扩张是中央政府、政策性金融机构与央行的资产负债表和整个国家的对外资产负债表，这点可通过向全球发行人民币标价的中长期国债来实现，由此同步完成几大宏观部门内部的杠杆转移和再平衡。我们必须集中全部火力,这既是需求侧也是供给侧,直指公共服务均等化和人的城市化，它全面满足创新、协调、绿色、开放、共享五大发展理念,如同火箭筒,能够轰开需求、供给、结构、预期、信心和估值的坚冰,为冲出中等收入陷阱带来充沛动力。

（作者系东方证券首席经济学家）



杠杆的魔性

杨苏

这如影随形的杠杆，一年前在股市翻江倒海,现在又拥楼市入怀。在资产价格下跌之前，所有的杠杆游戏都一定将不断加速达到高潮。

“给我一个立足点和一根足够长的杠杆,我就可以撬动地球。”相信大多数人对阿基米德的这句名言过目不忘。但有多少人记得,即便宇宙中有这个支点，实际中也无法实现设想。

记得初中时，物理老师通过计算得出,因为地球质量太大、人的力量太小，所以想象中的支点几乎是无限接近于地球。那么,阿基米德在杠杆这头需要难以想象的位移距离,才能撬动地球一点点。如果将位移距离除以正常人移动的速度,那么阿基米德完成一点点撬动的时间将是惊人的，在有限的生命里无法完成计划。

物理课似乎没有什么实际意义，没有人闲得没事想着去撬地球玩儿。但是杠杆真的是一种神奇的东西,自带魔性光环,勾引出人类诸多群体性特征，多次制造巨量资本价格泡沫，但这不是魔性最神奇的一面。

最神奇的一面，是杠杆带领人群一次次上演同样的剧情，无论古今中外。一年前的 A 股市场是时间最近、剧情最生动的剧场,去年此时一位从来不买股票的同事提到父母要把家里积蓄转账入市，那时顿觉存款搬家、资金跑步入场已然愈演愈烈。

但是，拿自己的钱投资永远是不够刺激、也让大多数人无法满足的。所以,各种为投资者提供杠杆入市的公司,如雨后春笋般迅速发展，你有 10 万可以实际操作 50 万甚至 100 万的资金,那些资金大户的路子

更宽，可以直接找信托等签约成立产品。资金来源不断,产生了一个非常奇特的现象，就是很多上市公司在接受机构调研的当天甚至前一天，股价暴涨甚至连续涨停。

在上涨的时候，你会觉得价格有下跌的可能吗？一般而言,在这种情况下,大家只会痛恨自己买得不够多,加杠杆要加到极致，那么动用的本金也决不能少一分钱。所以,2015 年 5 月前，银行迎来了有房人群的抵押贷款高潮。当时笔者的银行朋友告知,每天有许多人来做房产抵押贷款，并且业务办理还需要排队。

似乎有征兆又似乎没有任何征兆的,A 股市场在 6 月中旬开始暴跌。这时候许多人的心里，还感觉行情和股价只是在做一个短期的调整，不断有人选择抄底甚至加杠杆抄底。当你觉得可以挣钱的时候，留在场外才是天大的愚蠢，一定要入场、入场！

几天前,笔者与一位有房的朋友聚餐聊天,听到朋友想找人一起合伙凑首付再买房子做投资,实在是吓呆了宝宝。最近几天,又看到有购房者发布抢房失败的故事,提到抢房的人借助二次抵押贷款提供的资金,不断加价几百万元现金首付抢购了学区房,这位抢房的人所持房产一直在不断抵押。

只要价格没有跌,人群就会蜂拥而入,因为入场是第一位的。看到一家公司股价一个涨停还可以冷静,那么三个涨停后还能冷静的人,就屈指可数了。几乎没有人相信,自己会那么倒霉成为最后一个接棒站岗的笨蛋。

其实，价格暴涨的时候，大家在抢,卖家惜售抬价;价格暴跌的时候，没有买单,卖家抛售找最蠢的人。每一次资产价格泡沫,每一次杠杆肆虐,都是这样简单的剧情，在纪录美国次债危机的电影《大空头》里淋漓尽致地展现着。