



## 2018: 终结负债驱动

中央经济工作会议定调“重质量、防风险”，使得无论是以往实体经济负债驱动下的杠杆行为，还是货币宽松下金融负债驱动的繁荣，都将遭遇终结。

文 | 邓海清

2017年12月18~20日，中央经济会议召开，分析当前经济形势，部署2018年经济工作。会议定调“重质量、防风险”，使得无论是以往实体经济负债驱动下的杠杆行为，还是货币宽松下金融负债驱动的繁荣，都将遭遇终结，经济则日益转向高质量增长模式。

### 不再强调“总需求”

此次中央经济工作会议的提法再次印证，2018年经济的调控将由“唯总量论”切换至“追

求质量”。总体上，2018年是中国经济政策由“唯GDP论”转为“追求发展质量”的元年。

本次会议直接删除了2015、2016年中央经济工作会议的“适度扩大总需求”，不再提及有关于经济总量的说法，反而突出强调了“新时代的基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，这与此前中央政治局会议、十九大的提法完全一致。

究其原因，一方面，2016年以来经济大幅超出市场预期，经济复苏使得未来经济增速下行

留有余地，这为政策层对经济总量的下行容忍度提高提供了必要条件。另一方面，十九大定调“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，因此，由于经济的调控切换需要符合社会主要矛盾的转变，政策层对于经济的调控也开始从“总量”切换至“质量”。

从政策组合看，“货币边际收缩+财政边际收缩+防风险列为攻坚战之首”，这意味着传统经济的全面收缩。当然，此次中央经济工作会议也有“立”的部分，即强调“创新创业”、“军民融合”等，但这些属于“慢变量”。2018年中国经济增速将大概率下滑。

### 管住货币供给总闸门

关于货币政策，中央经济工作会议提法上再次边际收紧，由2016年的“调节好货币闸门”变成了“管住货币供给总闸门”，删除“维护流动性基本稳定”，反映出政策层对于2018年的货币政策较2017年将存在进一步收紧的可能，2018年货币政策的边际收紧与政策层再度强调“防范风险”、去杠杆的政策目标是相一致的。

由于2014~2015年货币政策的明显偏松，导致了大量的资金涌向市场，负债漫灌下金融体系、实体经济出现了大幅加杠杆，从而堆积了金融系统风险和实体债务风险，2016年四季度至今的紧货币政策和严监管政策，正是对此前“负债驱动繁荣”的纠偏。

至于2018年，由于政策层判断金融体系、实体债务依然风险高企，为了保证“防范化解重大风险”顺利完成，货币政策存在进一步收紧的可能。关于金融体系，无论是政策态度的趋严，还是货币政策的收紧，充分说明2018年同样是金融体系“负债驱动繁荣的终结”。

尽管货币政策边际趋紧，但是货币政策仍然注重底线思维，即“守住不发生系统性金融风险

的底线”，这意味着货币政策大幅收紧的可能性并不高，出现2013年下半年持续“钱荒”的可能性几乎不存在，这也是“稳健中性货币政策”的基本要求。

### 地方债约束面临分水岭

财政政策尽管基调仍然是积极财政政策，但是内涵已经发生变化：“压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理”，无疑都反映了财政政策的边际收紧。

关于地方政府债务问题，此次中央经济工作会议明确提出，“切实加强地方政府债务管理”，反映出政策层对于地方债务问题依然高度关注，2018年地方债务或面临转折。

对于政策层而言，地方债务问题已然是“沉疴痼疾”。历史来看，经济下滑期以来，一方面出于逆周期维稳经济的需要，另一方面货币宽松和软约束也赋予了地方政府“债务驱动”的条件，但随着政策层对地方政府债务的担忧与日俱增，地方债务加杠杆受到了限制。

但是，地方政府的隐形债务却并未止步，无论是地方政府城投平台、债务置换的方式，还是政策引导下的PPP项目，实际上地方政府隐性债务仍在快速攀升，因此，地方债务风险仍然是政府关注的重要内容。

与地方债密切相关的，是基建投资。2017年固定资产投资名义增速持续下滑，但这还是有一定“水分”的：一是工业品价格同比暴涨，若考虑剔除价格后的固定资产投资实际增速将接近0%；二是2017年基建投资是中国固定资产投资的最主要拉动力。2017年1~11月固定资产投资增量3.6万亿，基建投资增量2.1万亿，基建投资增量占固定资产投资增量57%。2017年1~11月固定资产投资增速为7%，而基建投资增速高达20%；若假设基建投资增速为10%，则可计算出固定资产投资的名义增速将下降至5%。

2018年，由于政策层判断金融体系、实体债务依然风险高企，为了保证“防范化解重大风险”顺利完成，货币政策存在进一步收紧的可能。

之所以看似淡化“去杠杆”，是因为“主动去杠杆”的副作用太大，特别需要避免执行层面的“去杠杆扩大化”的风险，整体“稳杠杆”，局部“去僵尸”、“去软约束”是更优做法。

我们认为，在地方政府、开发性银行融资成本急剧提高，地方政府债务约束面临分水岭，地方政府官员考核机制“唯GDP论”终结的情况下，2018年基建投资大概率回落。

### 处置“僵尸”是抓手

由于“僵尸企业”等软约束主体对于资金的敏感程度较低，加杠杆的动机很强，同时，由于这部分主体对金融服务等社会资源占用过多，对民营企业的挤出效果明显，导致资源的错配，从而大大损害了中国经济金融长期健康的走势。

此次中央经济工作会议指出，“大力破除无效供给，把处置‘僵尸企业’作为重要抓手，推动化解过剩产能”，再次重申了处置“僵尸企业”的重要性。随着未来地方债务驱动繁荣模式的终结，2018年政策层对于打破“僵尸企业”软约束问题可能会取得突破性进展。

对于国企改革，此次中央经济工作会议取得重大理论创新，国有企业的提法换成了国有资本，“要推动国有资本做强做优做大，完善国企国资改革方案，围绕管资本为主加快转变国有资产监管机构职能，改革国有资本授权经营体制”，这意味着政策层改革国有企业的方式可能采用类似新加坡的“淡马锡模式”，国企改革或在2018年同样取得突破。

### “租购并举”去除“兴奋剂”

一直以来，房地产行业作为提振经济总量的有效方式，具有准财政刺激的性质，但是，由于房地产繁荣对经济的刺激如同“兴奋剂”，副作用明显。

一方面，房地产投资对资金的需求量巨大，具有明显的高债务特征，如果房地产以企业库存的形式堆积，将会导致企业杠杆的高居不下，但如果房地产销售过热，又会推高居民的负债杠杆。

另一方面，地产负债繁荣下房价面临疯涨的

可能，不仅不利于民生，还有可能推高资产泡沫风险，而房地产作为重要的融资抵押品，经济金融体系将难以承受房地产价格泡沫风险。

此次中央经济工作会议明确提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，这意味着2018年的房地产调控“有抓手”，以往房地产企业通过大量负债维系下的行业繁荣将不会继续。

### 防风险仍是攻坚战之首

此次中央经济工作会议沿用了2017年12月中央政治局的提法，“防范化解重大风险、精准扶贫、污染防治为三大攻坚战”，且将“防范化解重大风险”摆在了首要的位置。同时，会议明确指出了防风险的核心，“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险”。

尽管中央经济工作会议没有明确“去杠杆”三个字，但我们认为，2018年防控金融风险的关键仍然是债务风险。2016年四季度以来，由于政策的合理适度调控，金融空转、资产价格泡沫等均出现了明显的好转。

但是，中国的宏观债务水平却并没有如此乐观，地方政府隐形债务、“僵尸企业”软约束问题、居民快速加杠杆，使得债务风险一直居高不下。此外，从国际经验来看，债务风险可能是引发系统性风险的“重要元凶”，因此，2018年防范债务风险将成为防控金融风险的重点。

我们认为，之所以看似淡化“去杠杆”，是因为“主动去杠杆”的副作用太大，特别需要避免执行层面的“去杠杆扩大化”的风险，整体“稳杠杆”，局部“去僵尸”、“去软约束”是更优做法，这也是一个涉及金融、实体、政府等各方面的问题，本质上是为了防风险，而不是“为了去杠杆而去杠杆”。

（作者系九州证券全球首席经济学家、中国人民大学客座教授、CF40论坛特约研究员）