



# 如何不加杠杆扩充基建资金

当房地产不够景气、居民收入及储蓄率下降时，如何在管控地方政府债务的前提下，通过其他非杠杆的方式、抑或是非地方政府加杠杆的方式进行一轮基建投入？我们或需另辟蹊径。

文 | 明明

近日关于宽财政的讨论愈来愈多，市场仍然困惑，如何在去杠杆与防范地方政府债务风险的背景下，完成一轮财政宽松周期。

市场也有一种观点，房地产—土地财政—基建这种模式，令居民与实体企业不堪重负，再继续搞基建将会进一步强化这一链条。

眼下，这一逻辑可能难以为继，就是以土地出让的收入作为基建的支出这一传统模式濒

临极限，但是需要转变的可能不是基建投入，而是对资金来源的创新。也就是说，如何在管控地方政府债务下，通过其他非杠杆的方式、抑或是非地方政府加杠杆的方式进行一轮基建投入？

## 地产收入难再依托

投资、消费、进出口，作为经济三驾马车，

政策一般只对投资的影响较大，所以当经济内生增长乏力，往往会通过投资来进行逆周期调节。制造业、基建、房地产三大投资中，政策上对于基建与房地产控制相对较强，但是从基建与地产两者看，政策对于基建的主动性更强，对于地产投资的调控颇为间接，并且存有传导时滞。

所以容易看到，三大投资的波动性上，从大到小的排序依次是基建、地产、制造业。从2010年开始，三大投资从接近30%增幅逐步滑落到5%~10%区间，但走势不同。

基建投资作为三大投资中的“劣后级”，承担了最重要的逆周期调节作用。基建大部分由地方政府主导，以支出和收入表达事权与财权，央地的比例分别是5:5和3:7，所以基建投资的大起大落，经常伴随着地方政府广义资金来源的大起大落，或是政府性基金收入扩张，或是平台债务的放量，但债务的放量最终仍依赖于广义财政偿债。

包含预算内和预算外收支的广义财政在基建上面的负担越来越重，基建投资虽然从2010年的20%下降到2017年的13%，但是从财政收入自给率上看是在逐步恶化，基建投资与宽口径财政收入之比，从2010年的50%左右上升到2017年的75%，也就是说，基建投资的增速要快于宽口径的财政收入。

财政收入难以覆盖愈来愈多的基建投资下，本来作为权宜之计的城投平台，地位逐步强化，再难退出历史舞台。2009年3月，人民银行和银监会提出支持有条件的地方政府组建融资平台，与后续非标与城投债崛起共同为平台公司加杠杆埋下了伏笔。仅仅过去一年时间，到2010年，全国各类平台激增到高达3800家，负债规模超过7万亿元。2012年“非标”模式在多种催化下应运而生，非标、城投债、融资租赁的地方政府债务扩张模式正式确立。

进一步讨论，地产与基建的关系并非简单的经济逆周期调节工具，而是地方政府左手收入、右手支出的具象化。基建投资的负担，在旧有的发展模式下，还是需要回到地方政府开源节流与土地出让，而土地出让势必要求一轮房地产景气。旧有的基建投入模式，每一衰退要求的财政扩张周期，往往是地方政府加杠杆周期；而投资支出后，需要后续土地出让偿债，又需要一轮地产周期进行解套。

所以我们看到，地方政府加杠杆都要回到土地出让、居民部门加杠杆的道路上来。2008年地方政府迅速加杠杆带动了居民部门杠杆率迅速抬升；2013年以后地方政府加杠杆后，居民部门在2016年后跟随加杠杆。

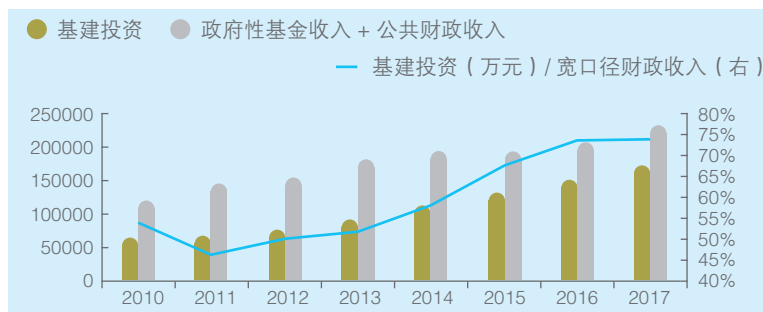
而房价与居民杠杆将是我们旧有模式的一个极限的约束，现在很有可能是短期地产宽松政策的一个极值点，预示着未来的土地，很难为现在的基建投入偿债。

地产与基建的关系并非简单的经济逆周期调节工具，而是地方政府左手收入、右手支出的具象化。

## 旧有周期难再继续

为了改观棚改实物安置难的问题，2015年开启了棚改货币化。随着货币化安置比率提高，

## 财政收入的流量对基建投资的覆盖愈来愈捉襟见肘



> 数据来源：作者提供

如果能够如期解决资金来源与项目投向问题，对于经济的拉动毫无疑问将会不小，而且对居民收入总量与结构会有一些的提振。

三四线城市的住房销售与开工得到了较大提振，但目前棚改接近尾声，货币化安置也正在降低。2018年国家制定目标为580万套，低于2017年目标600万套，各省棚户区改造任务都在下降。需求方面，棚改货币化也透支了三四线城市的住房需求，2018年的新屋销售已经低于2017年的高点，2018年6月累计销售增速仅有3.3%，大大低于去年同期19.5%，棚改货币化对新房销售的拉动已大幅弱化，2018年全年以及以后更难贡献新增销售。

同时，一线房地产市场2015~2017年经历了接近70%的均价上涨。2015年北京、上海、深圳的住房均价分别为5.1万元/平米、3.5万元/平米、3.1万元/平米，经过一轮房价上涨后，截至目前，分别上涨了60%、67%、94%，达到8.0万元/平米、5.9万元/平米、6.0万元/平米。

60%~94%的房价涨幅与不到20%收入增速下，房价收入比大幅恶化。2015~2017年全国平均工资增速稳步下滑，滑落至8%~9%水平，北京市平均工资一直与全国平均工资走势接近。房价与收入之比从2015年的19抬升到2017年的30，也就是说不考虑利息等因素，将收入的全部拿去买房仍需要30年。考虑到中国数据特有的平均值远高于中位数的效应，这个房价收入比可能更高。

就业与收入乏力则进一步导致社会消费持续萎靡。去产能与环保政策，对第二产业新增就业带来了较大的负面压力。2017年全口径新增就业人数从过去的300万/年左右下降到37万/年，其中工业部门就业人数已经连续三年下降，三年下降累计1275万人。而且服务业新增就业人数也从1500万~2000万/年下降到1115万，服务业吸纳第一产业与第二产业就业的能力正在逐步减弱。

失业人数增多带来的收入效应，叠加居民加杠杆购房的挤压效应，致使社会零售销售

增速持续下降。城镇居民收入持续下滑，从2012年15%左右的增速下滑至2018年6月的7.9%，收入的降低带来的便是消费降低，虽然有网购的替代效应，但是从收入与消费同步的下行看，网购似乎并非主要因素，社会零售品销售增速已经从2011年18%下滑到2018年6月的9.2%。

收入的乏力、消费的萎靡、房价收入比大幅恶化，带来了居民储蓄率大幅降低与居民杠杆率逐步抬升。从2009年之后我国储蓄率就处于下行通道，从51%下降到2017年的46%，与居民加杠杆过程保持一致，居民杠杆率从2009年的24%上升到2017年的48%，可以说储蓄降低与杠杆提高，成为如影随形的过程，如果考虑到我国居民收入占GDP比例较之发达国家偏小，其中隐含的危机更大。

综上所述，以地产的收入偿还基建的支出，对于地方政府来说，可能面临一个转型，那么还可以通过何种方式？

## 基建扩张新路径

以地方政府加杠杆的方式逆周期基建投入，受制于居民杠杆与房地产市场的约束，那么是否可以通过中央政府加杠杆来提供弹药呢？国际货币政策实践上，并不排除中央政府加杠杆或者央行扩表的方式来化解债务问题。

先看中央政府，由于仍属于非金融部门的政府部门，债务的提高会增加其杠杆率，我国中央政府加杠杆的方式主要为发行国债，对于过去的铁道、汇金已转型成为普通公司，其债务的扩张不会对中央政府杠杆率产生影响，但是可能会影响企业部门杠杆率。

再看中央银行，则既不算金融部门也不算实体部门，中央银行扩表投放的货币最终会通过各种渠道进入实体部门。中央银行通过公开市场操作、降准等货币投放渠道，再通过商业

银行货币创造进入实体经济，资金流量体现的是银行体系与实体部门的交易，大部分是债务性渠道，所以最终会带来实体部门债务与杠杆的扩张。

金融危机之后，各国央行相继开启扩表，无论是美国版量化宽松 QE，日本版定性与定量双宽松 QQE，还是欧洲版长期再融资计划 LTRO，路径接近但结果迥异。但总体来说，QE 对于实体通胀的影响并不显著。

可见，央行扩表，更接近一种全口径的隐形税收，但是与地方政府加杠杆不同，此种税收并非以一种即时的住房杠杆压在居民部门，而是更加长期和相对无痛方式。央行扩表来修复实体部门尤其是居民部门资产负债表，增长回升后央行便可进入缩表周期。

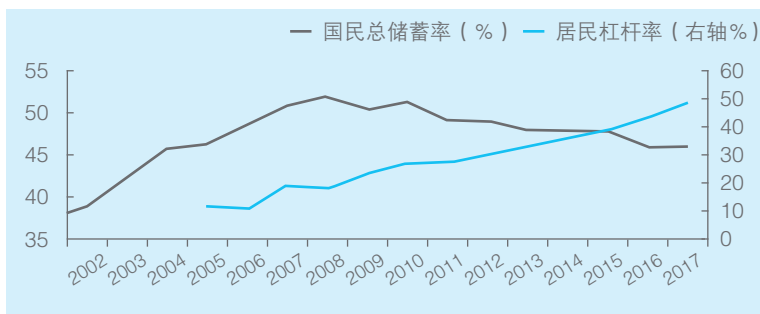
提及中央政府加杠杆做基建，市场总会联想到 2015 年的 3 次总计 1.8 万亿规模的专项建设金融债，但我们认为并不贴切。

专项金融债的发行方式是国开行与农发行向邮储银行定向发行专项建设金融债，开行与农发行再以 0.5%~1% 的低息贷款形式借给基建项目。然而，政策性银行对基建项目贷款，是企业法人形式存在的项目主体加杠杆，体现的是企业部门杠杆率的增加。

另外也有人会将抵押补充贷款 PSL 等工具解读为中央政府加杠杆，我们认为也不贴切。人民银行通过 PSL 给政策性银行，后者给地方政府各棚改主体贷款，地方政府相关平台杠杆增加，账面上体现的是企业部门杠杆率增加，实质体现的是地方政府杠杆率增加。最后为了偿还这笔债务性资金的本息，地方政府仍然诉求于土地出让，进而渴求新一轮的房地产景气周期。

所以，以上两种方式既不是中央政府加杠杆，也不是央行加杠杆。当然央行加杠杆是一个不够精准的概念，央行只有扩表亦或是缩表。

## 居民杠杆率与储蓄率此消彼长



> 数据来源：Wind，中信证券研究部

我们认为可以通过一种创新型方式，也就是央行扩表→政策性银行→权益性资金通道→基建项目。

其中权益性的资金通道非常重要，权益性的资金通道决定了央行通过类 QE 扩表，传导到实体经济是资本金而非杠杆，不会造成实体经济各部门债务与杠杆的激增。

地方政府债务负担并未激增，也意味着短期内不会依赖于土地出让金来覆盖债务本息，基建投入与地产收入的恶性循环会得到根本性的缓解。

目前来看，国开发展基金、国家融资担保基金，以及可能的新设机构，都可以采用项目资本金投入、股权投资、参与地方投融资公司等方式，补充重点项目的资本金缺口，降低资产负债率、对民企和小微企业进行信用增持。

如果能通过这些方式如期解决资金来源与项目投向问题，对于经济的拉动毫无疑问将会不小，而且对居民收入总量与结构会有一些提振。□

(作者系中信证券固定收益首席研究员)