

中国经济专题——2019秋北大国发院双学位课程

第十二讲 理解中国的金融市场

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第16讲，第22讲

徐高 博士

2019年12月7日



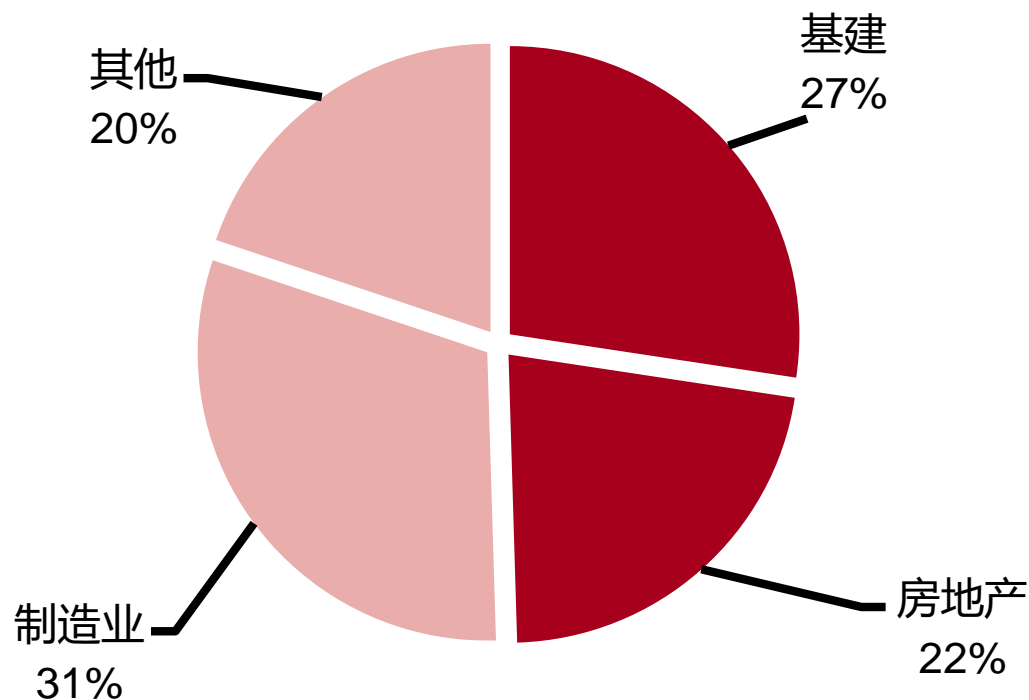
北京大学国家发展研究院
National School of Development

议程

- ◆ 基建融资与预算软约束
- ◆ 供给约束下的房地产市场
- ◆ 对中国债务问题的误解与正解
- ◆ 后危机时代中国金融乱象的线索

中国投资主要由制造业投资、基建投资与房地产投资构成——基建与地产投资可被视为“消费型投资”

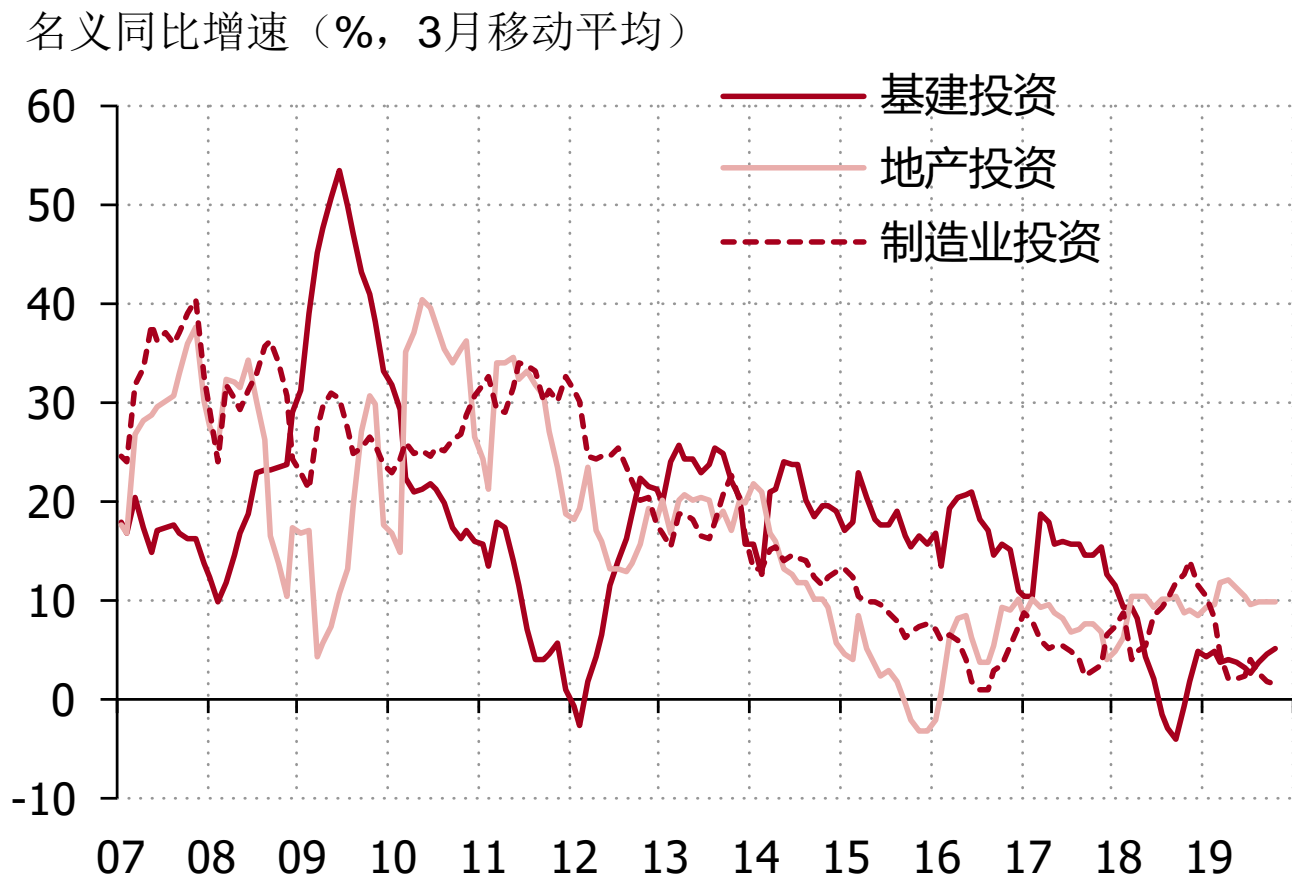
中国固定资产投资构成



数据来源: Wind



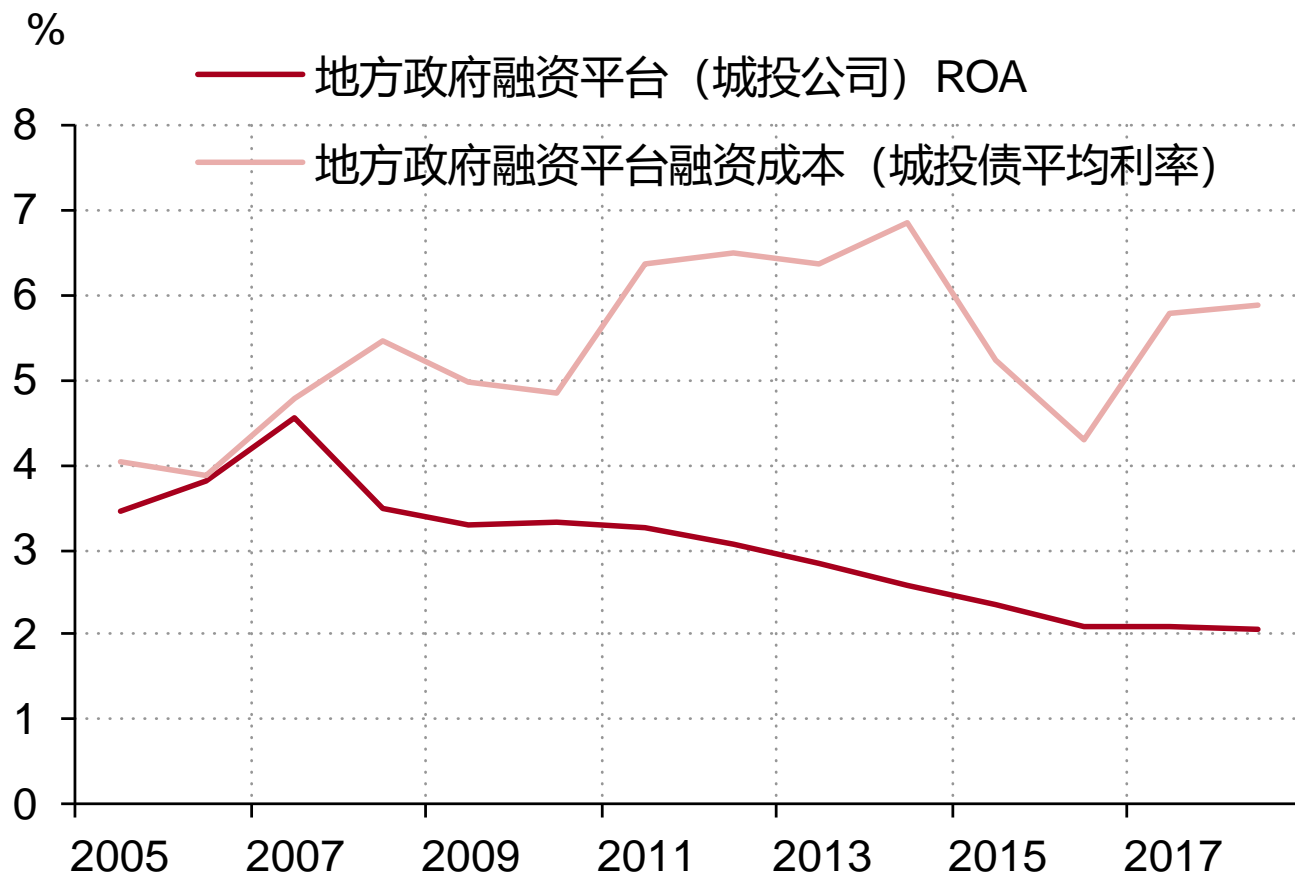
“四万亿”之后，制造业投资增速持续放缓，基建和地产投资成为稳增长主要引擎



数据来源：Wind



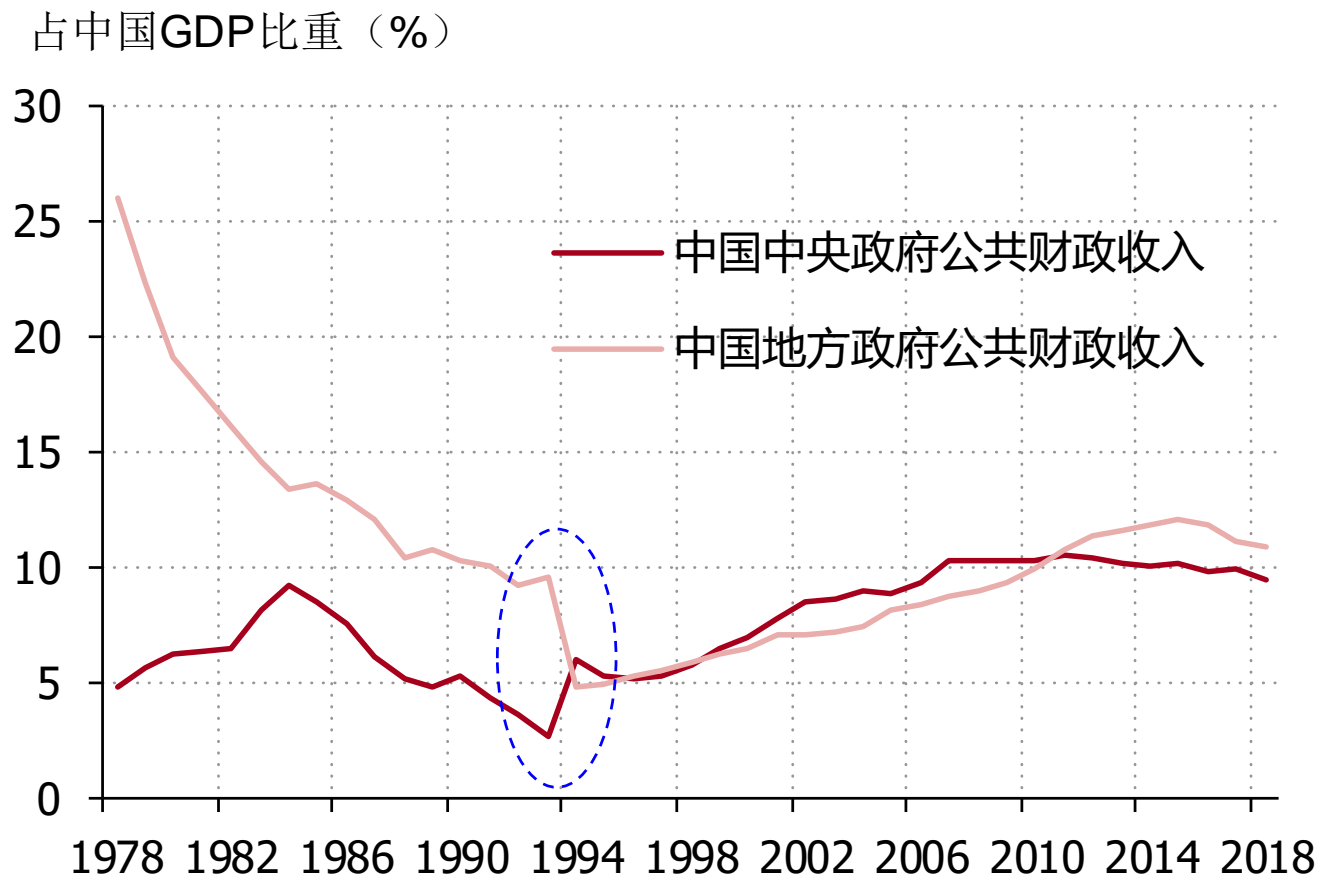
基建投资的融资主体是地方政府融资平台（城投公司） ——它们的投资回报率还覆盖不了它们的融资成本



数据来源：Wind



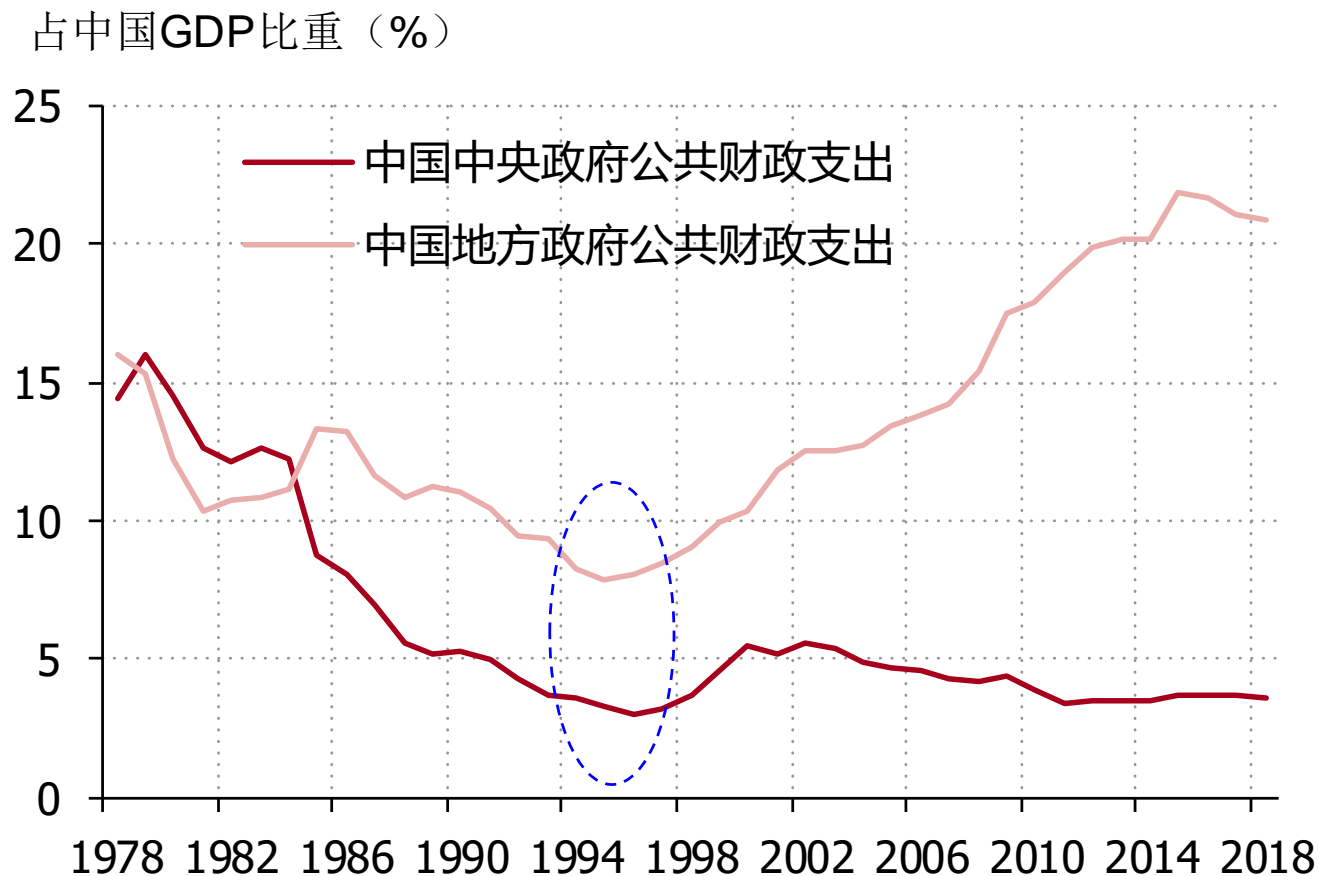
1994年的分税制改革把相当部分的财政收入（财权）上收到了中央政府



资料来源：Wind



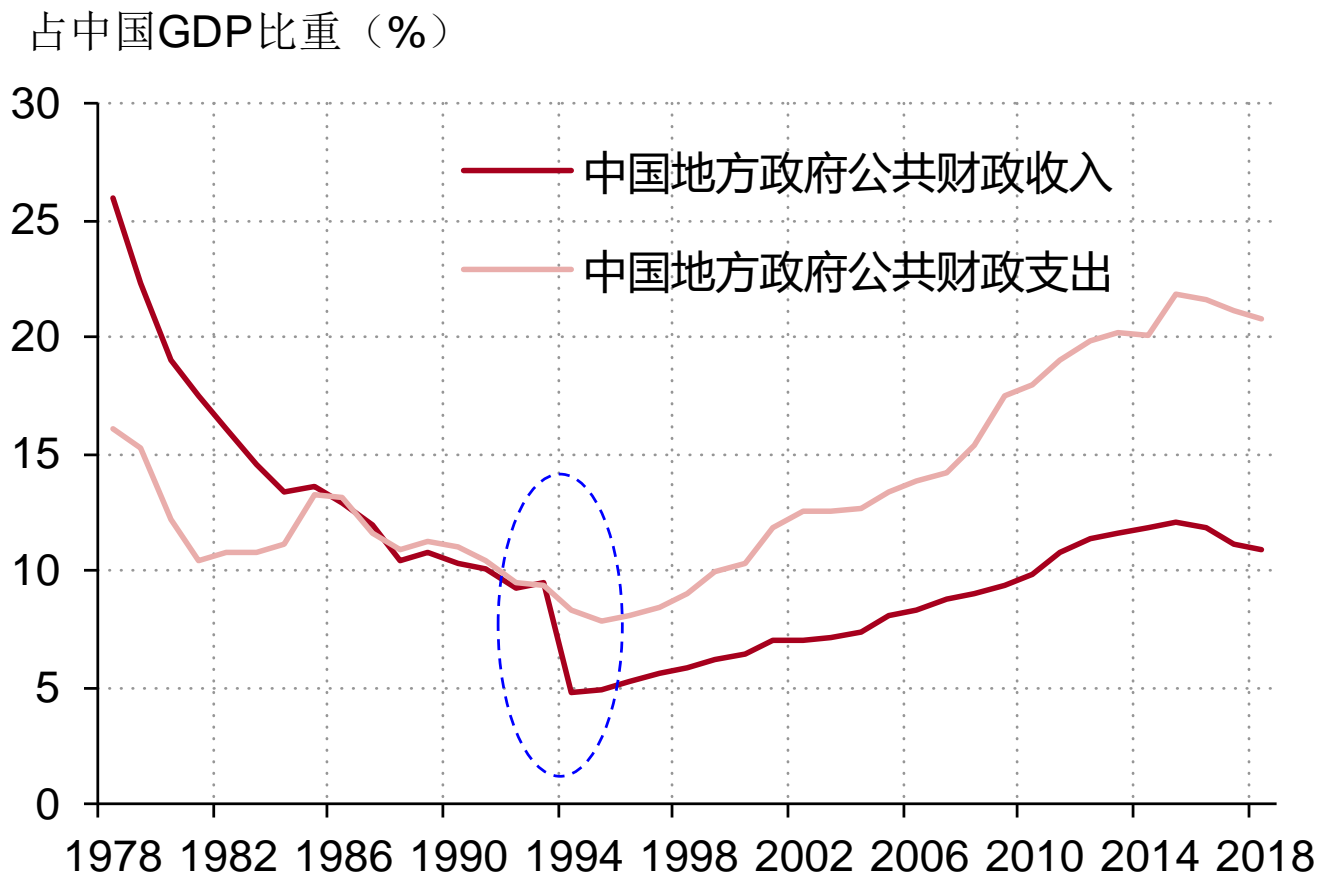
1994年分税制改革并未将地方政府的财政支出（事权）相应地转到中央



资料来源: Wind



1994年分税制改革后，地方政府的财权与事权变得不平衡

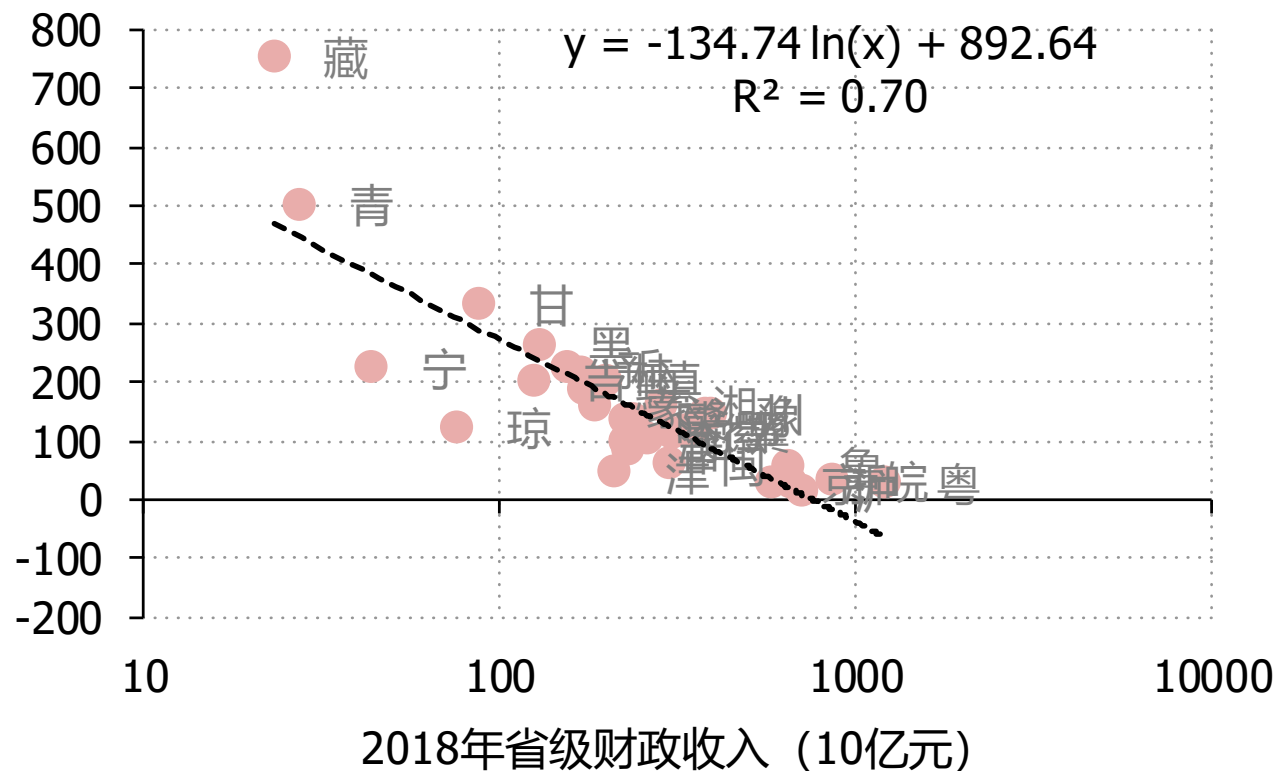


资料来源: Wind



地方政府财权事权不平衡，中央政府才有空间做地区间的财政转移支付

2018年省级财政赤字占省级财政收入比重（%）



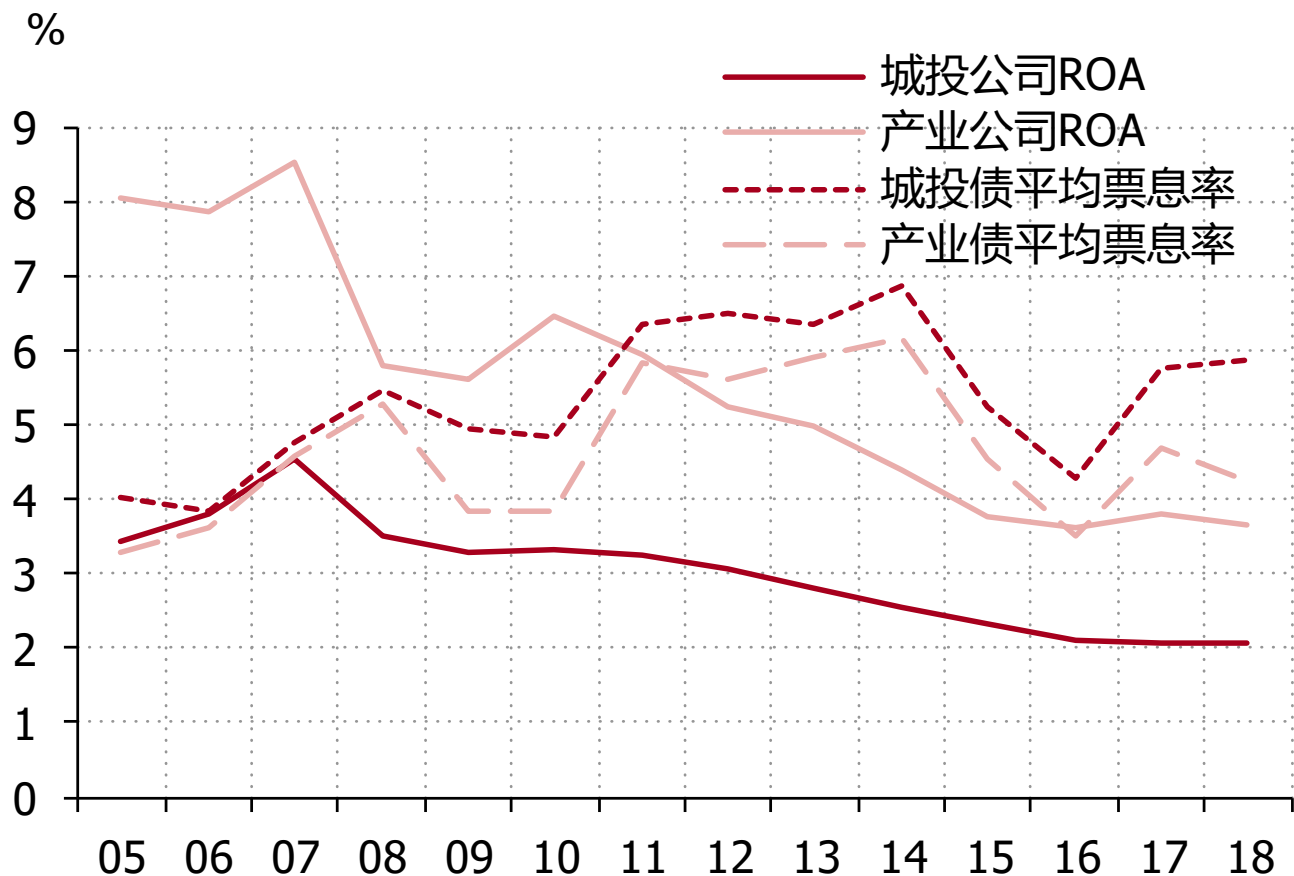
资料来源: Wind



从地方政府融资到预算软约束

- ◆ 地方政府财权事权不平衡的格局不会改变
 - 中国需要进行地区间的大规模财政转移支付来实行区域间平衡发展——别忘记欧元区的教训
 - 通过财政来防止“政令不出中南海”
 - 中国是一个“单一制”的国家，所有地方政府都是中央政府的派出机构
- ◆ 地方政府融资平台与“预算软约束”（soft budget constraint）
 - 在公共财政口径下，地方政府缺乏足够财力来做基础设施投资
 - 在2018年《预算法》修订之前，地方政府不能发债融资
 - 地方政府设立融资平台，以公司的名义来为基础设施投资项目融资
 - 为了让投资回报率偏低的融资平台能获得融资，地方政府给融资平台提供了“隐性担保”
 - 隐性担保带来了“预算软约束”，扭曲了中国的金融体系

城投公司的投资回报率明显低于产业公司



数据来源: Wind



但城投公司的发债规模却在2012年之后明显超越产业公司——预算软约束扭曲了金融体系

企业债、中票中不同类别债券发行量（10亿元）



数据来源：Wind



透过预算软约束看中国金融市场

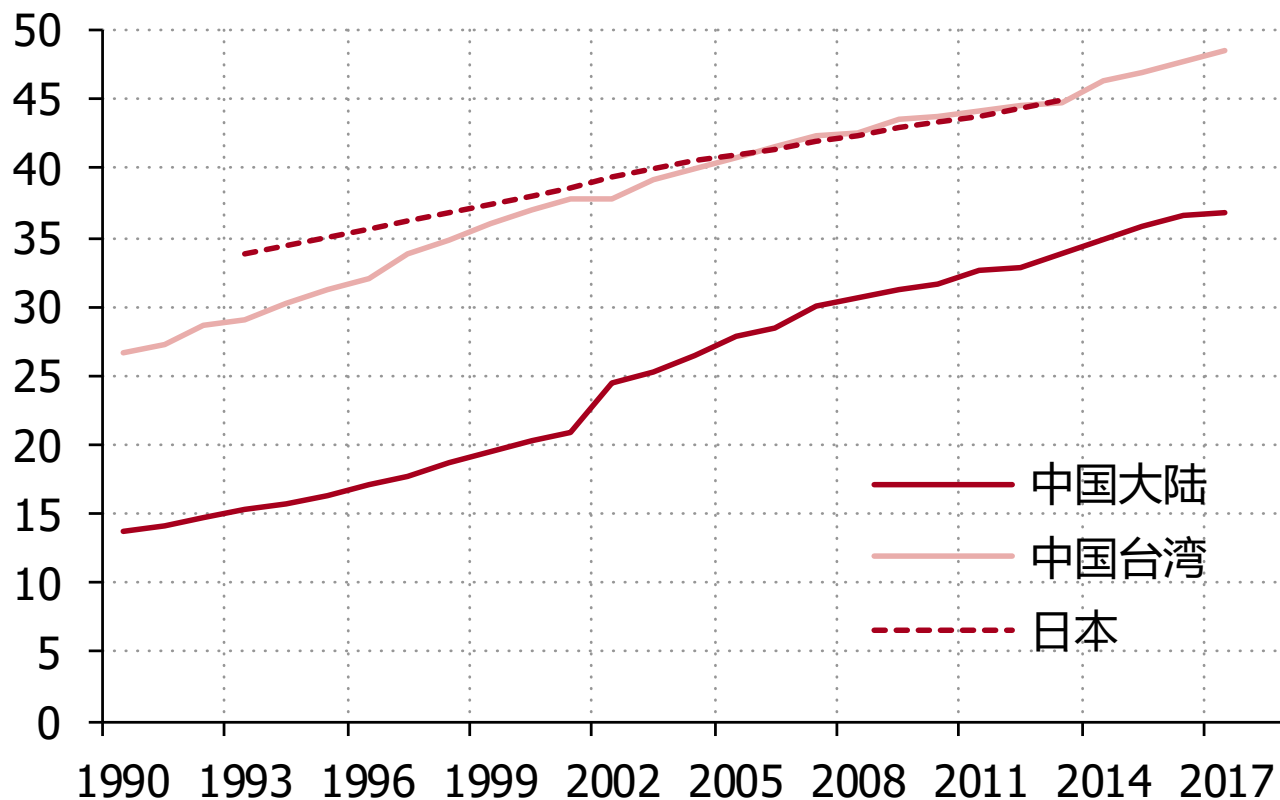
- ◆ 预算软约束不消除，利率市场化难以成功
 - 拥有预算软约束的非市场化融资主体会挤出市场化的融资主体
- ◆ 预算软约束助长了“融资贵”
 - 预算软约束让融资主体对利率不敏感，让它们的融资需求推高了全社会融资成本
- ◆ “打破刚兑”并未真正消除预算软约束，反而给民营企业带来更大困难
 - 预算软约束的消除要从源头着手，找到预算软约束形成的原因

议程

- ◆ 基建融资与预算软约束
- ◆ 供给约束下的房地产市场
- ◆ 对中国债务问题的误解与正解
- ◆ 后危机时代中国金融乱象的线索

我国城镇人均居住面积并未达到峰值，还有上升空间

城市人均居住面积（平方米/人）

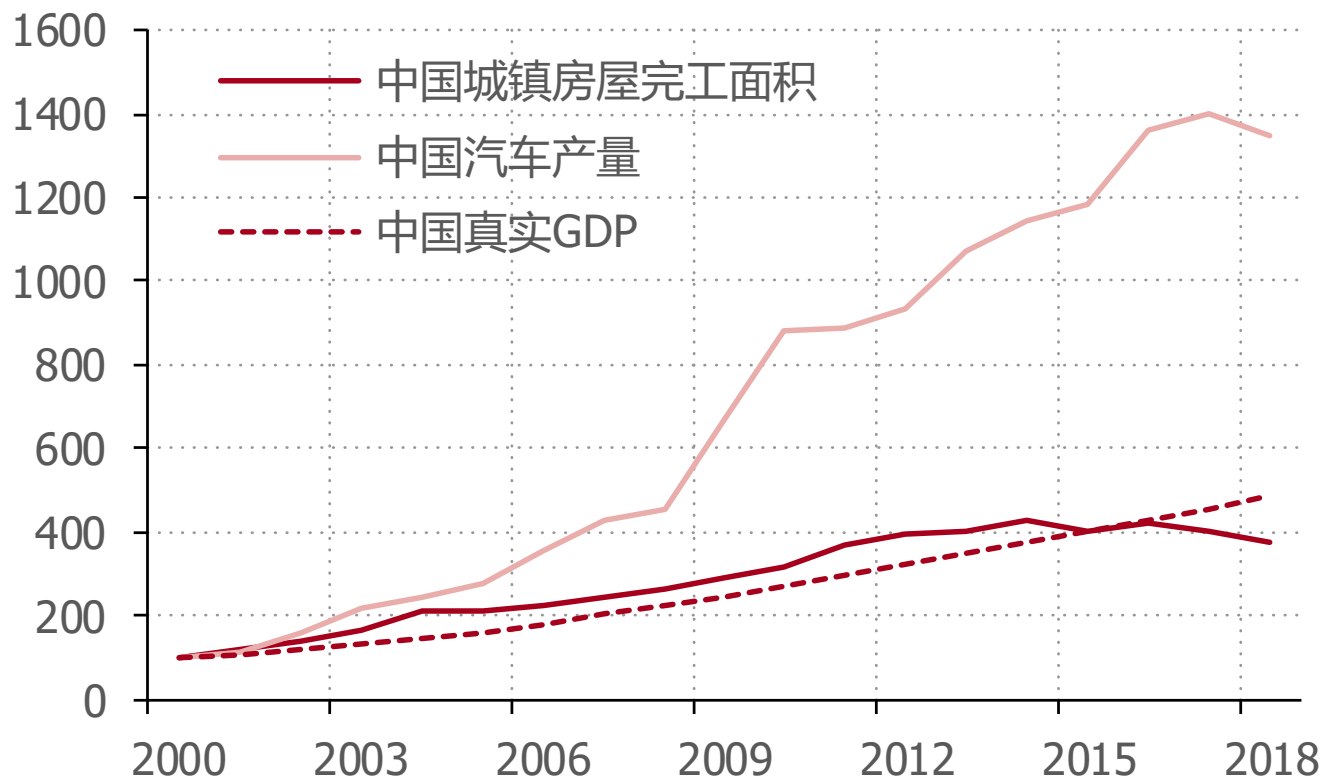


数据来源：Wind



进入21世纪后，我国房屋建设没有跑过GDP，更落后于汽车产量的增长，是我国供给的一块短板

产出指数（2000年=100）

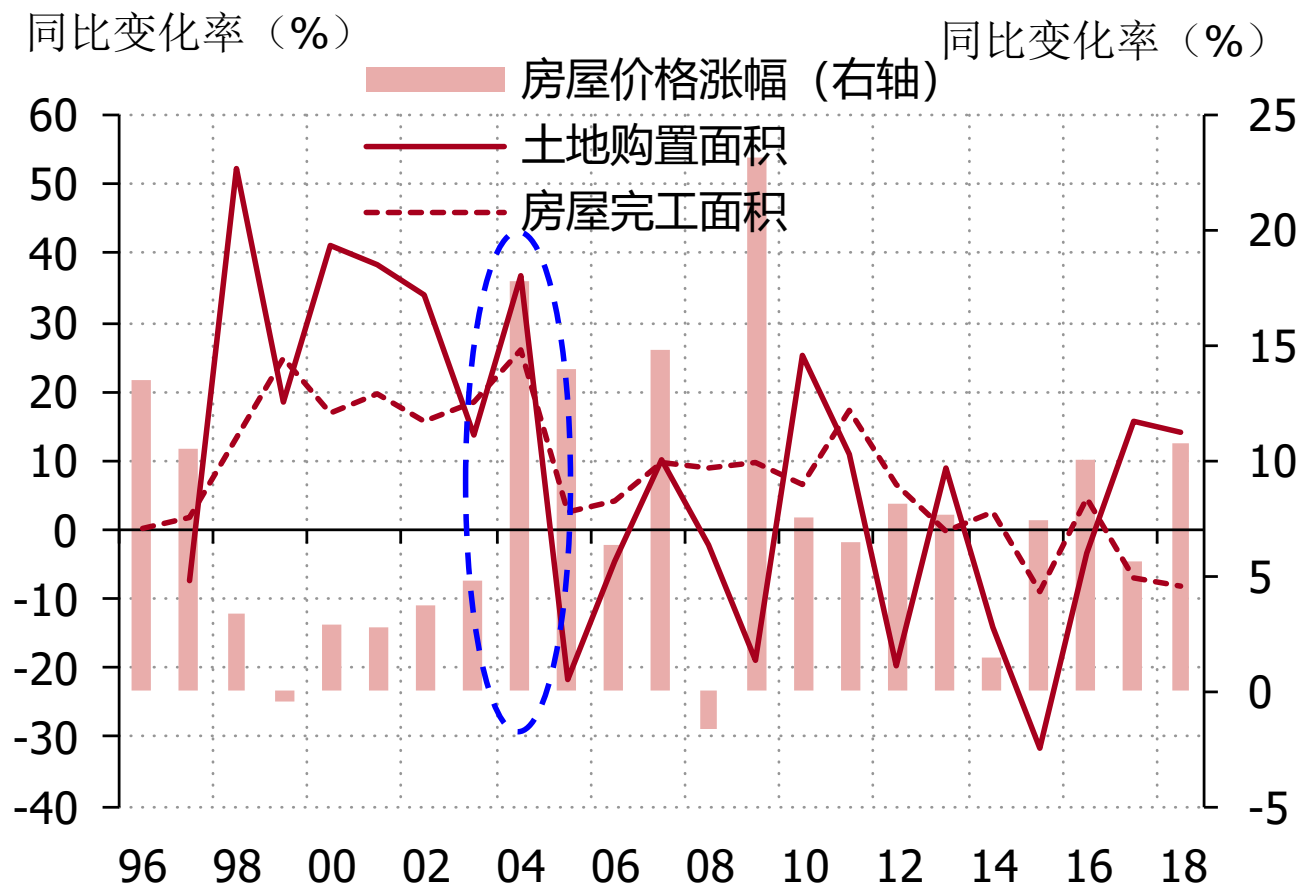


数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

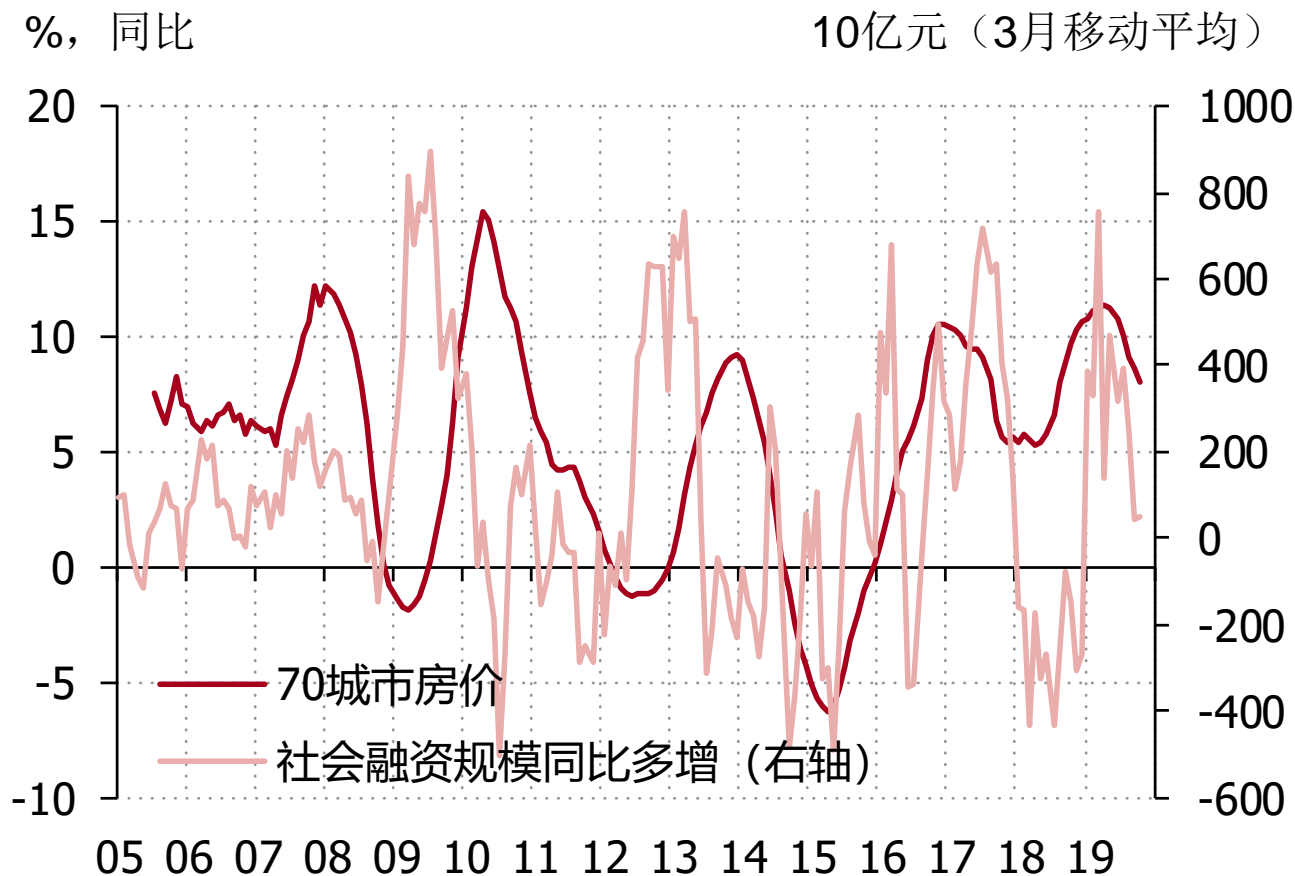
2004年“831大限”后，卖地收入成地方政府在公共财政之外的重要财源——土地供应的垄断推高了地价房价



数据来源：Wind



房价的长期上涨压力在货币宽松的时候会爆发出来，形成货币推升房价泡沫的错觉



数据来源: Wind

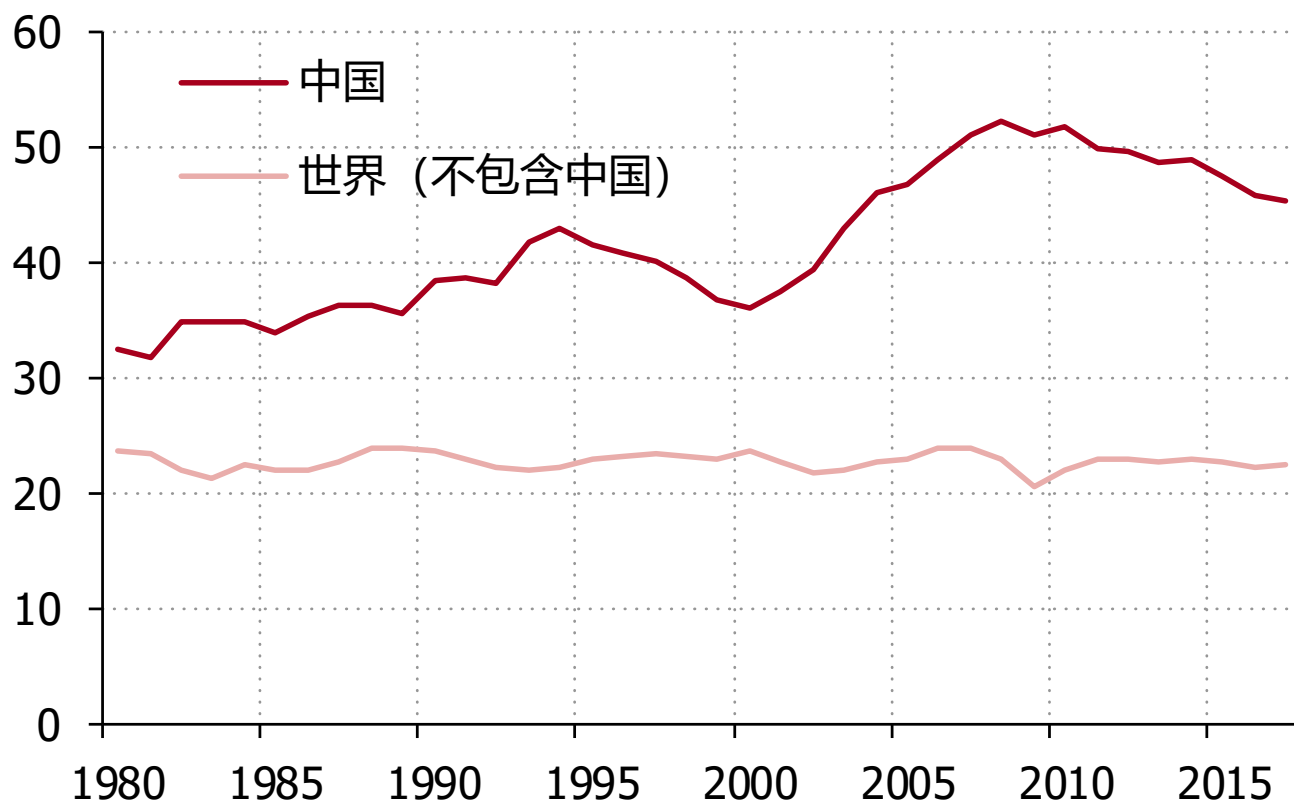


议程

- ◆ 基建融资与预算软约束
- ◆ 供给约束下的房地产市场
- ◆ 对中国债务问题的误解与正解
- ◆ 后危机时代中国金融乱象的线索

中国的储蓄率明显高于世界其他经济体的平均水平

储蓄占GDP比重（%）



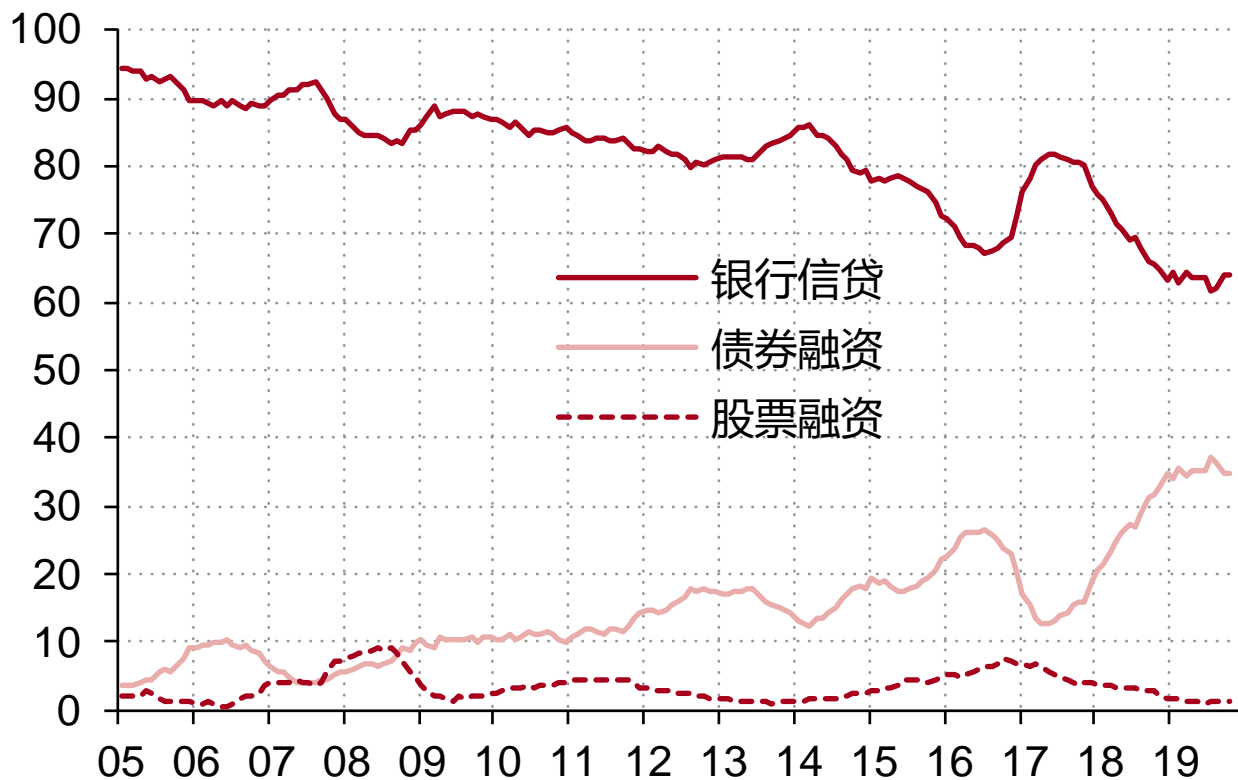
数据来源：WEO



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中国的金融融资体系为债权型融资所主导

占社会融资规模比重（%，12月移动平均）



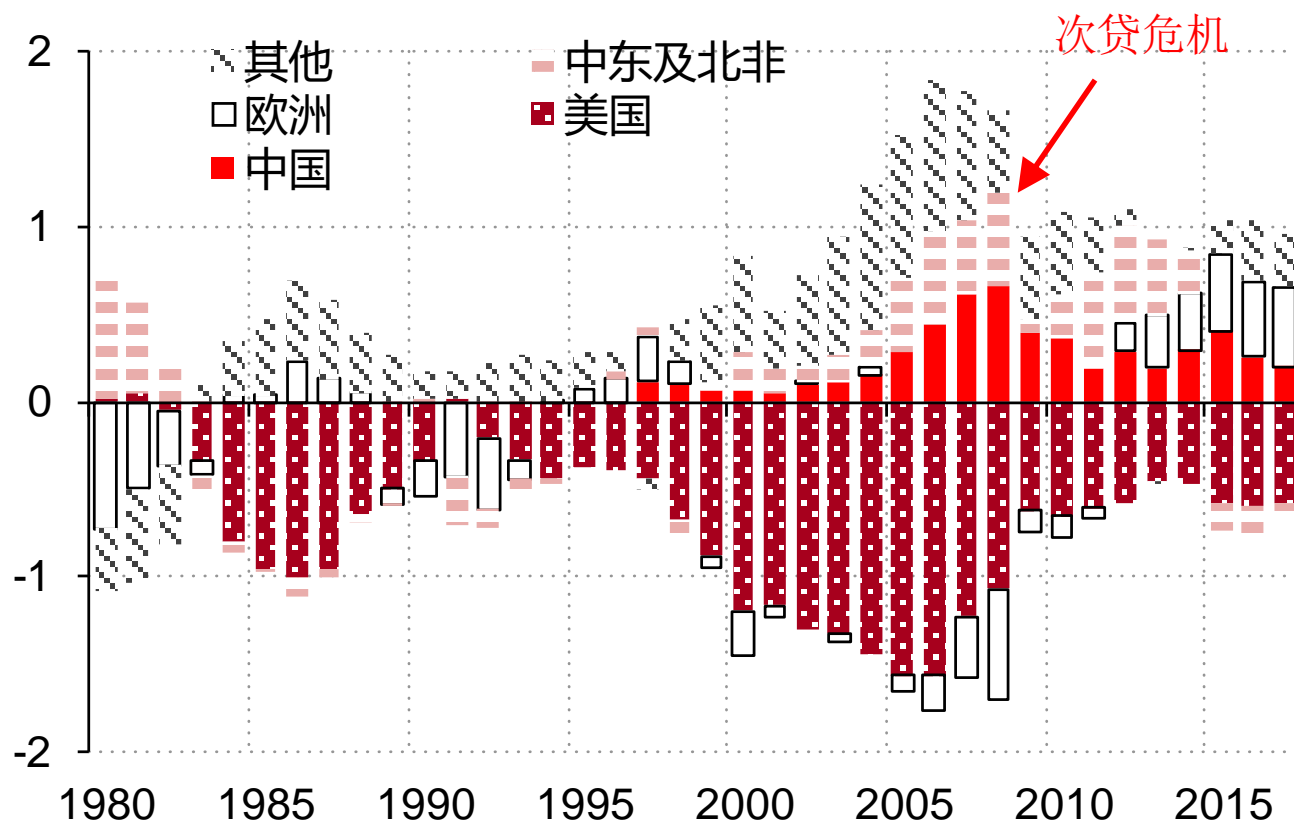
数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

次贷危机的爆发阻碍了中国国内储蓄向美国的流动

经常账户盈余（%，占世界GDP比重）

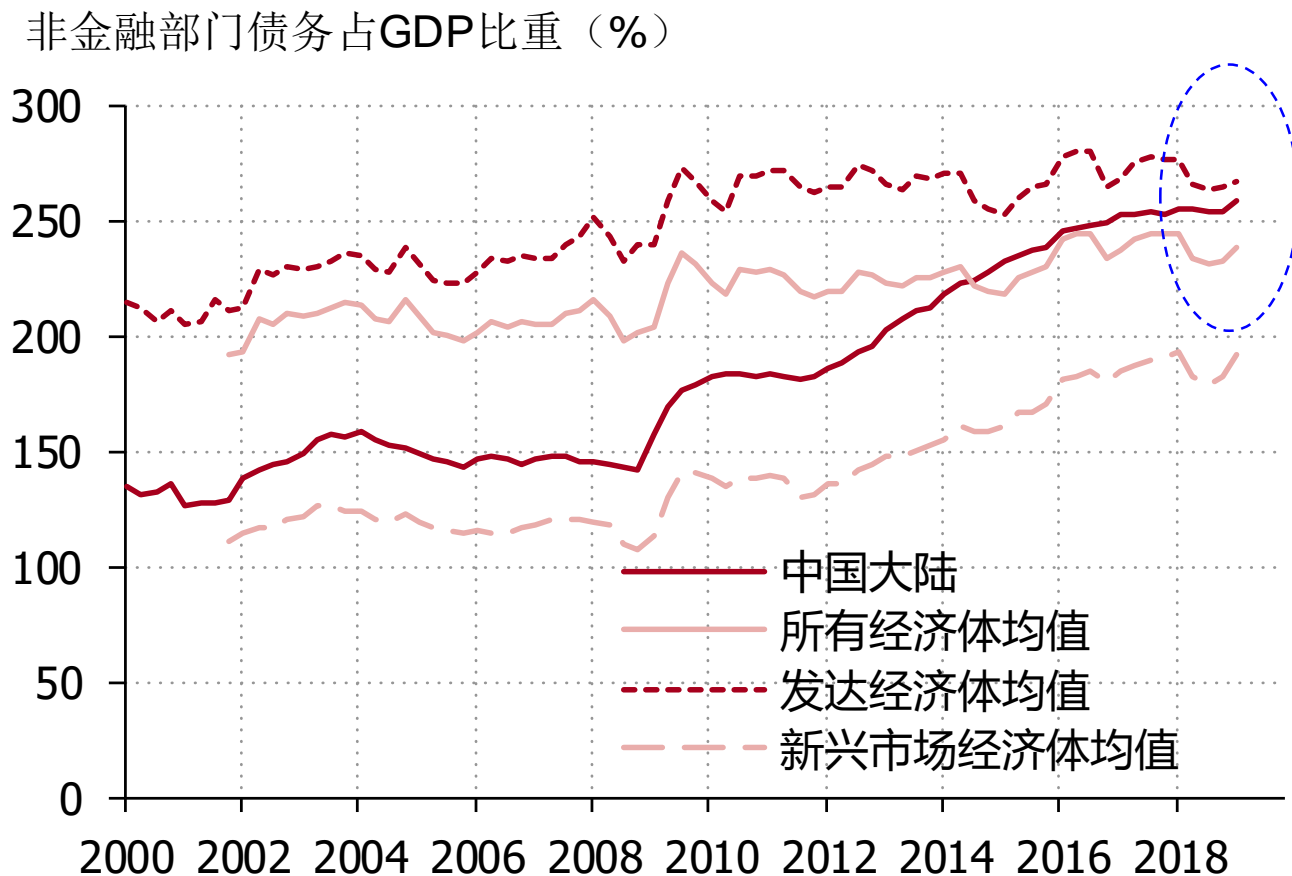


数据来源：IMF



北京大学国家发展研究院
National School of Development

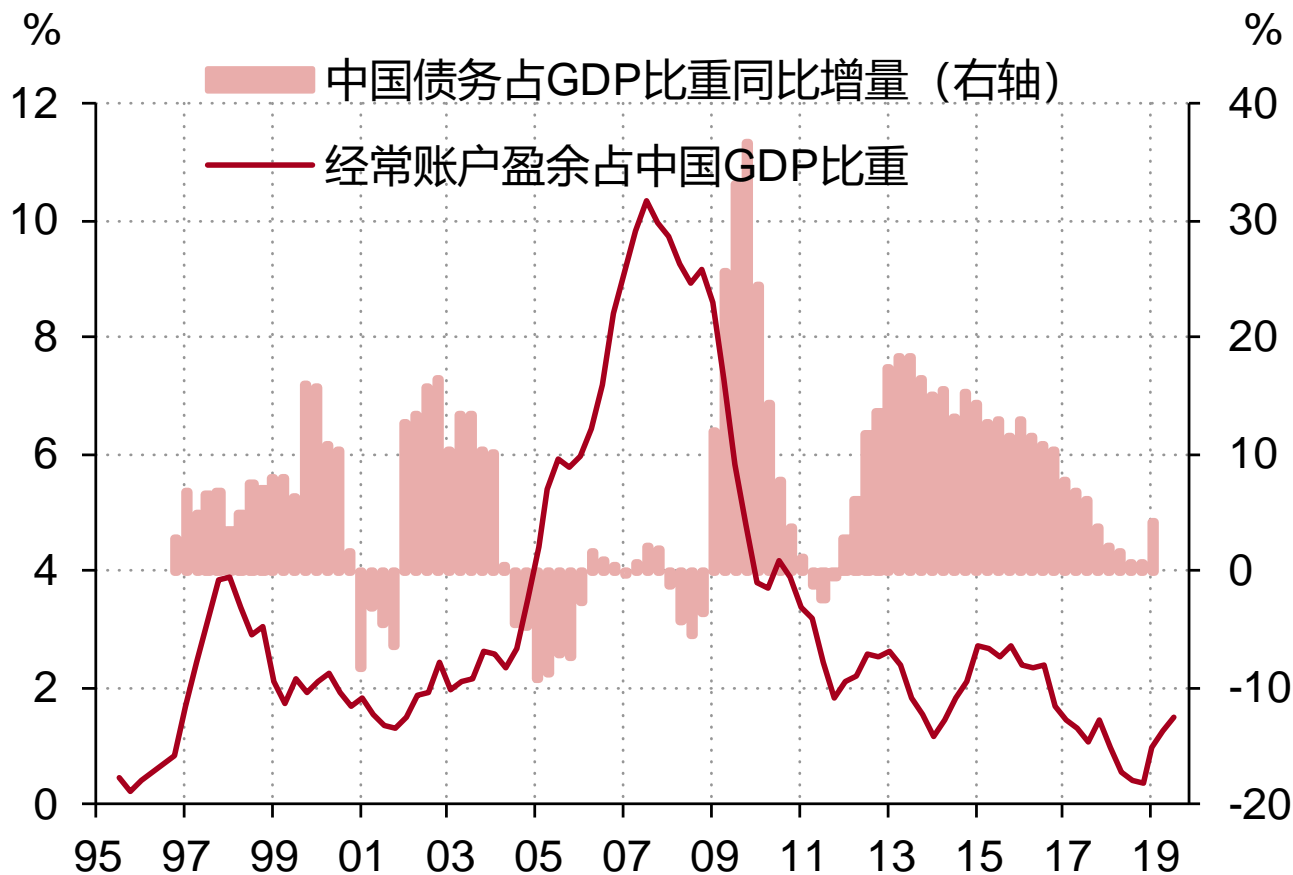
次贷危机后，中国储蓄中的更大部分需要在国内消化，因而带来了国内债务规模的更快上升



数据来源：BIS



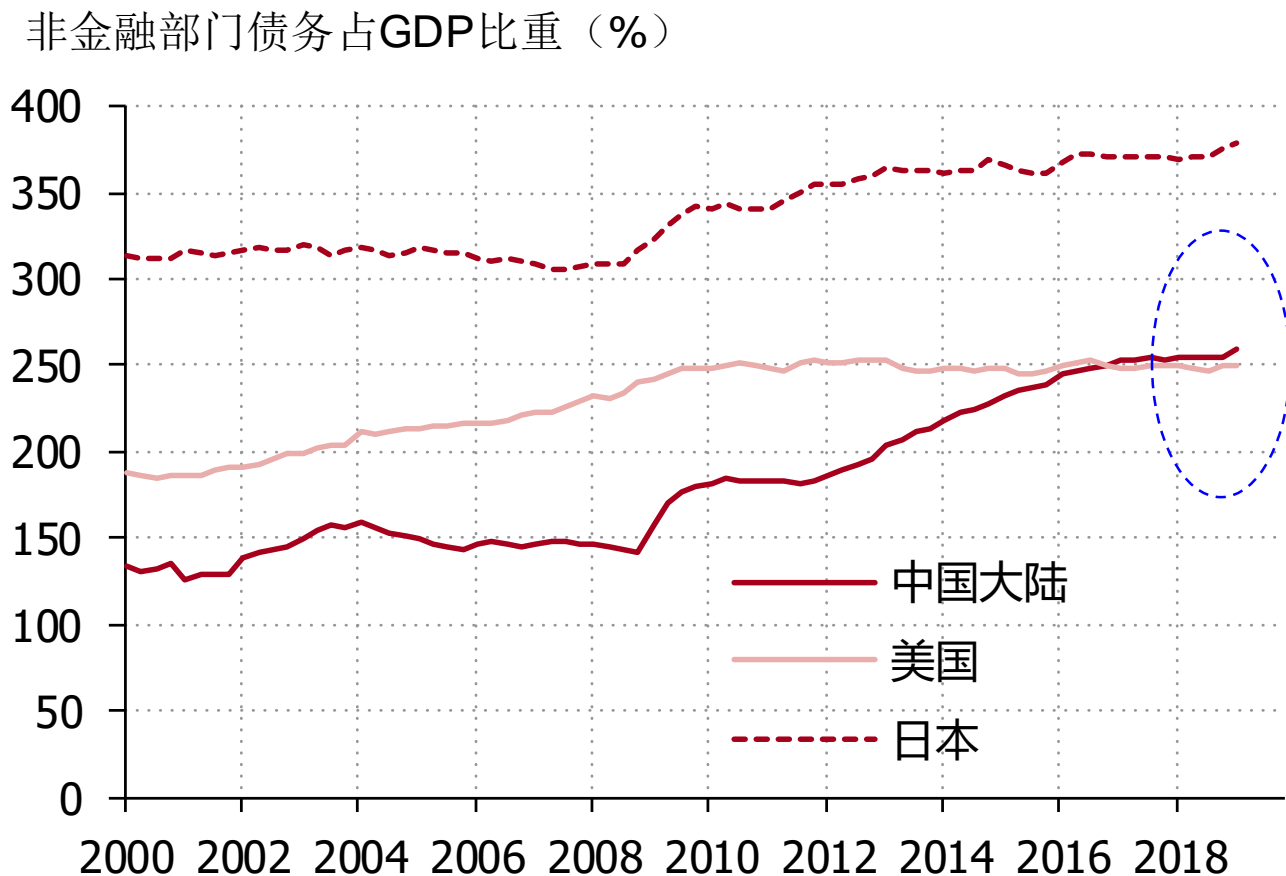
中国大陆的总债务变化与经常账户负相关



数据来源: BIS, Wind



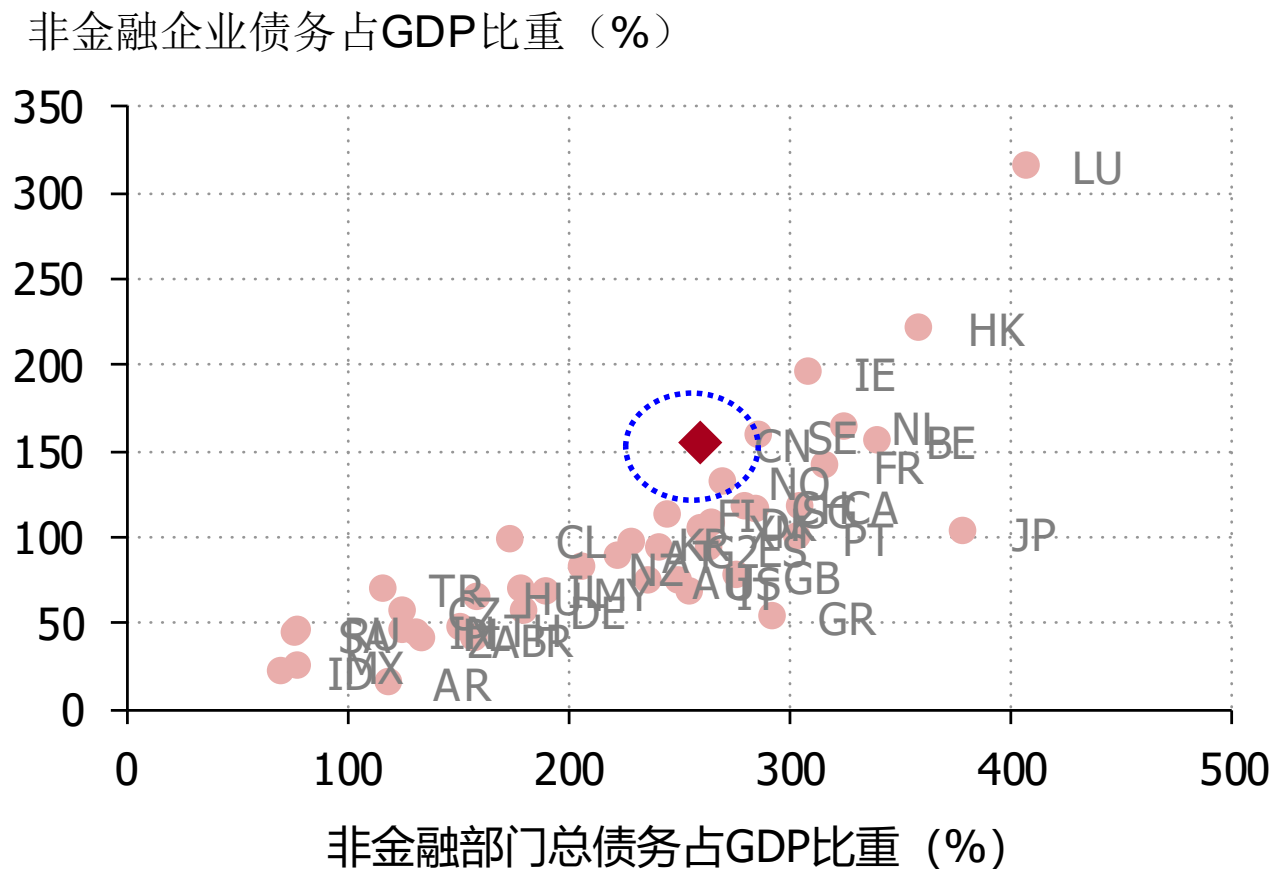
中国大陆非金融部门债务占GDP比重与美国接近，远低于日本的水平



数据来源：BIS



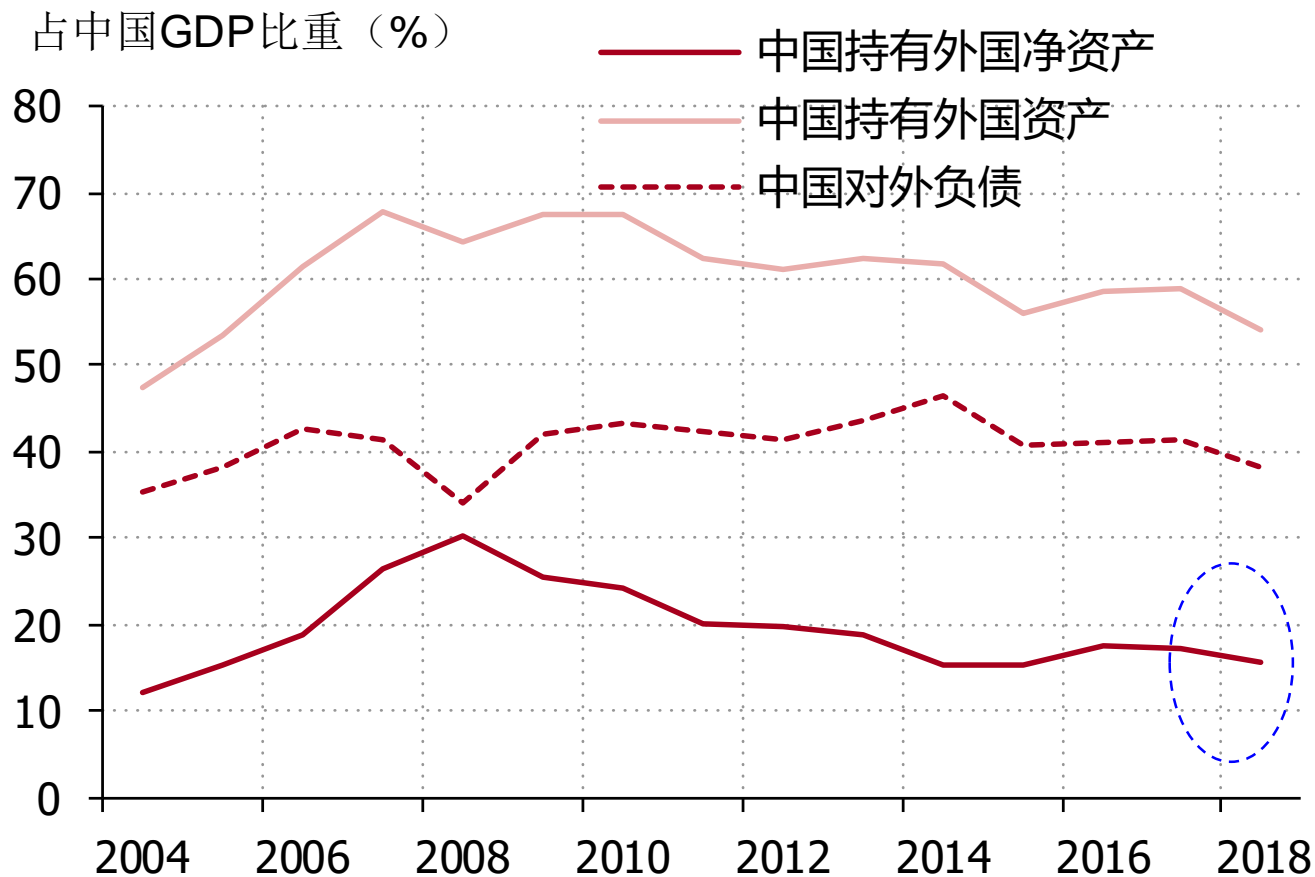
中国大陆非金融部门总债务居于世界中游，但非金融企业部门债务略高



数据来源：BIS



中国仍然拥有规模庞大的对外净资产



数据来源: Wind



对中国债务问题的常见误解

- ◆ 面对较高的债务与GDP比例，传统认知中的四条出路
 - 节衣缩食还债——去杠杆政策
 - 通过实体经济增长来稀释债务
 - 通过通胀来稀释债务
 - 债务违约——债务危机
- ◆ 误解之一：中国存在爆发债务危机的很大可能
 - 中国整体债务已经太多（尤其是非金融企业部门）
 - 债务流向低投资回报率部门（是庞氏骗局）
- ◆ 误解之二：中国经济需要去杠杆（压缩债务）来避免债务危机的爆发

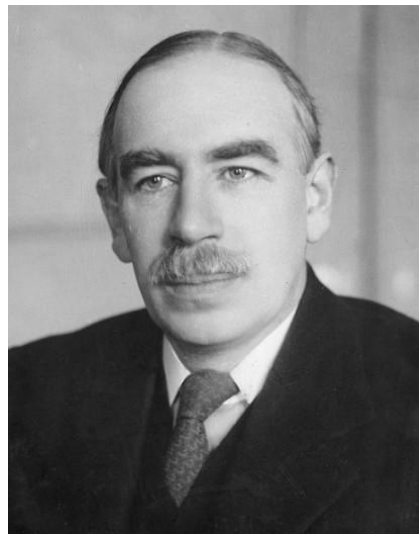
对中国债务问题的正解

- ◆ 传统债务风险框架对中国不适用
 - 传统认知在评估债务风险时只看债务方行为，实际上对债权方行为有隐含假设——债权方在乎回报率
 - 中国的债务是国内过剩储蓄造成的——存在不在乎储蓄回报率的刚性储蓄者
- ◆ 中国的债务累积不是庞氏骗局，是合理而可持续的，不会产生债务危机
 - 地方政府融资平台的模式有其合理性和可持续性——把基建投资的社会效益考虑进来，基建投资回报率并不低
 - 储蓄者不在乎储蓄回报率，债务流向回报投资项目就是合理的
- ◆ 金融体系的扭曲很大程度上是实体经济结构失衡在金融层面的表象
 - 高货币存量是高储蓄的货币表现形式
 - 金融体系的融资投向反映了实体经济的结构失衡

重温凯恩斯的“挖坑理论”

“财政部可以用旧瓶装满钞票，然后把这些旧瓶，选择适宜深度，埋于废弃不用的煤矿中，再用垃圾把煤矿塞满，然后把产钞区域开采权租与私人，让私人企业把这些钞票再挖出来——如果能够这样办，失业问题就没有了；而且影响所及，社会之实际所得与资本财富，大概要比现在大许多。当然，大兴土木要比这合理些。但如果有政治上或实际上的困难，使政府不能从事于此，则以上所提对策，也聊胜于无。”

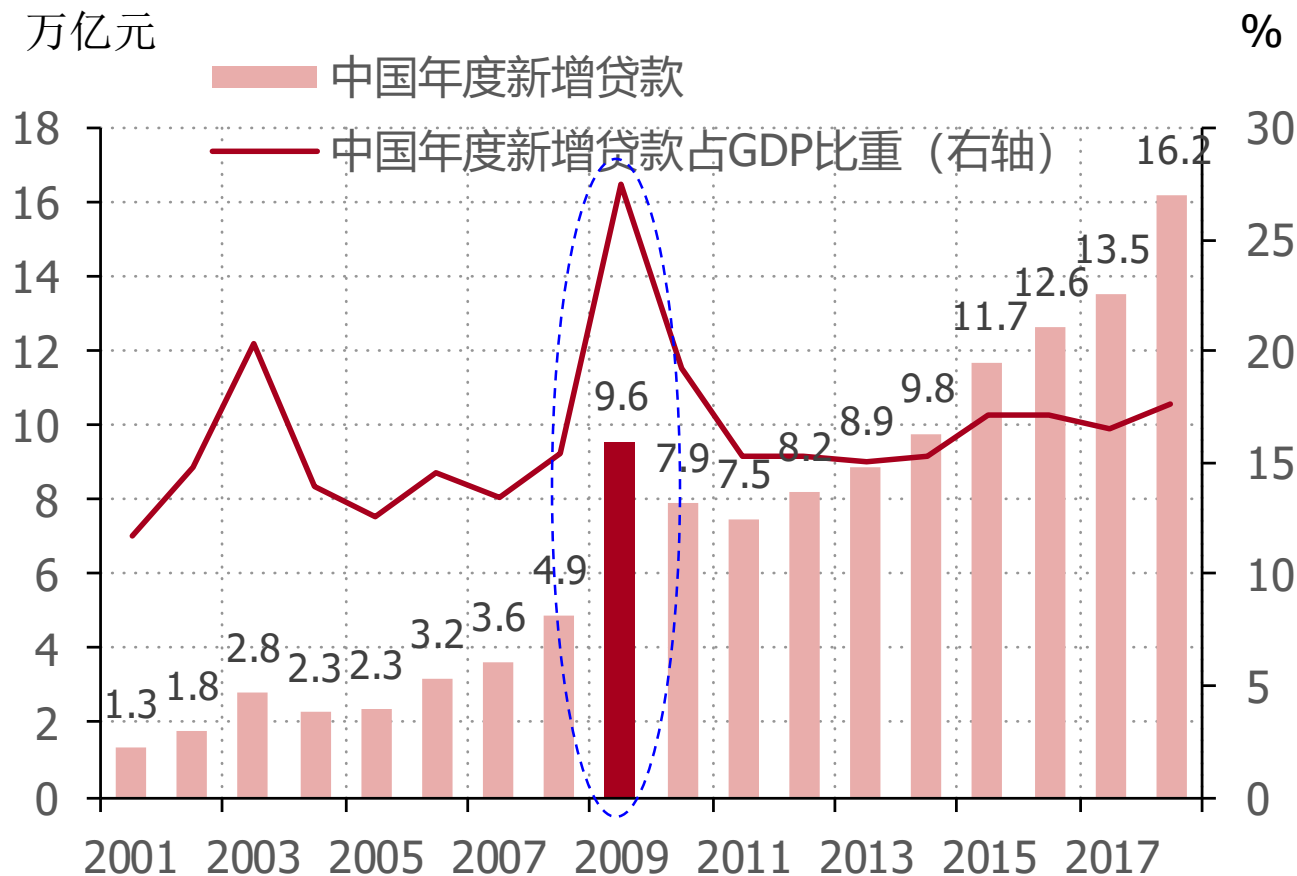
—— 约翰·梅纳德·凯恩斯，《通论》，10(VI)
1936年



议程

- ◆ 基建融资与预算软约束
- ◆ 供给约束下的房地产市场
- ◆ 对中国债务问题的误解与正解
- ◆ 后危机时代中国金融乱象的线索

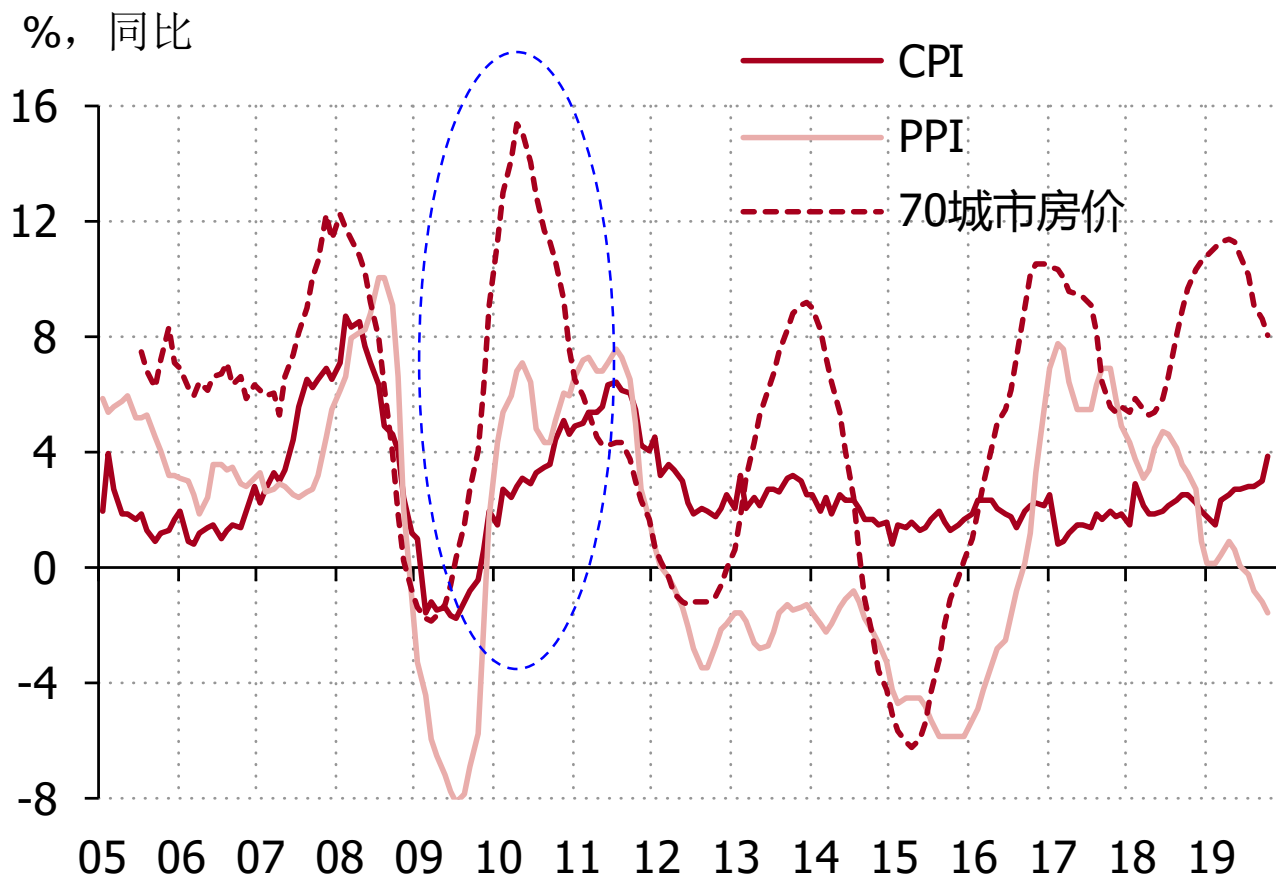
2009年在“四万亿”刺激的带动下，年度新增信贷倍增至接近9.6万亿元的高位



数据来源: Wind



“四万亿”刺激很快带来了房价的飙涨，并推升了通胀，从而引发信贷的紧缩



数据来源: Wind



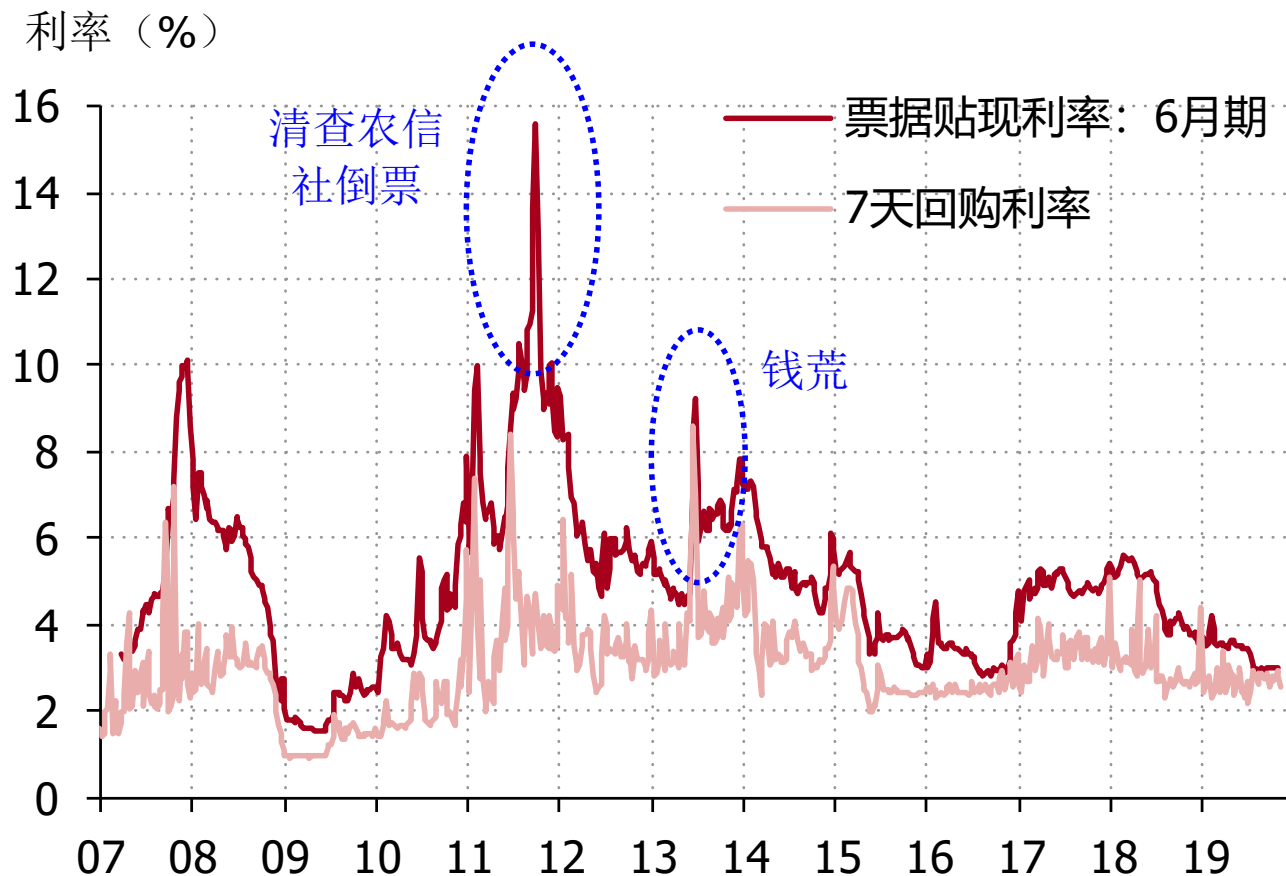
随着信贷的紧缩，2010到2011年上半年，未贴现票据占社融比重攀升至高位……



数据来源：Wind



.....从而引发2011年下半年对农信社“倒票”的清查，
令票据利率飙升至历史高位



数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

商业银行利用存贷款外的其他资产业务（影子银行业务）向实体经济投放资金，令社融在2012-2013年过快增长

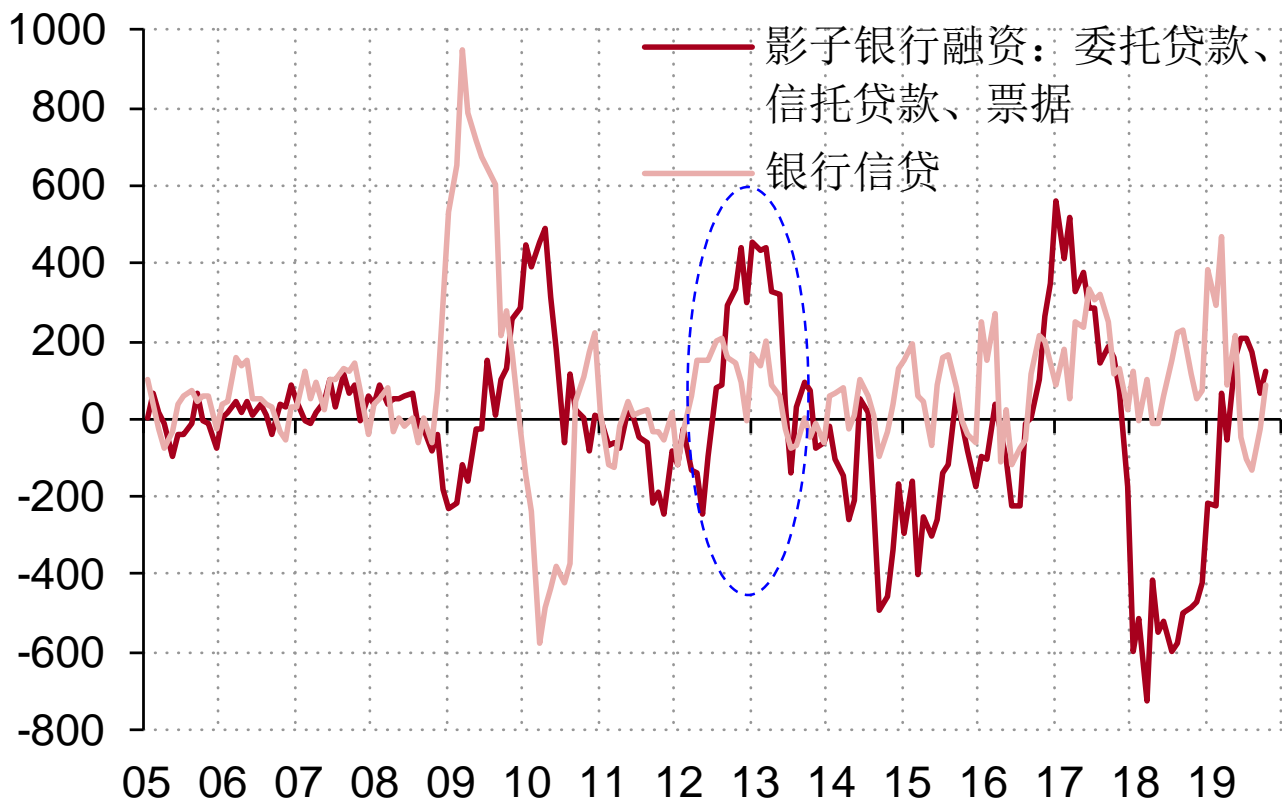


数据来源：Wind



“非标”（影子银行）融资在2012-2013年快速增长

社会融资规模同比多增（10亿元，3月移动平均）



数据来源：Wind



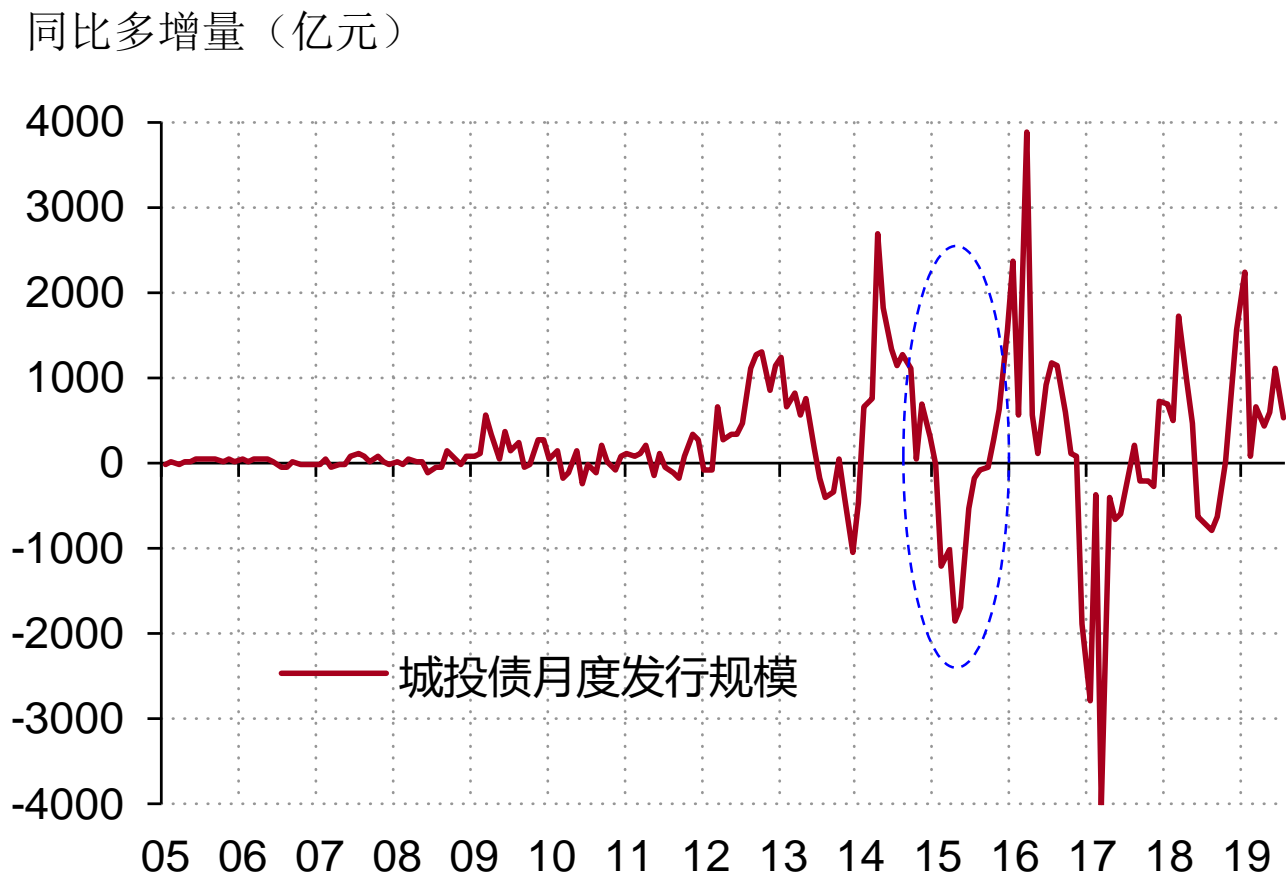
为遏制社融的过快增长，央行不得已在2013年6月发动“钱荒”



数据来源：Wind



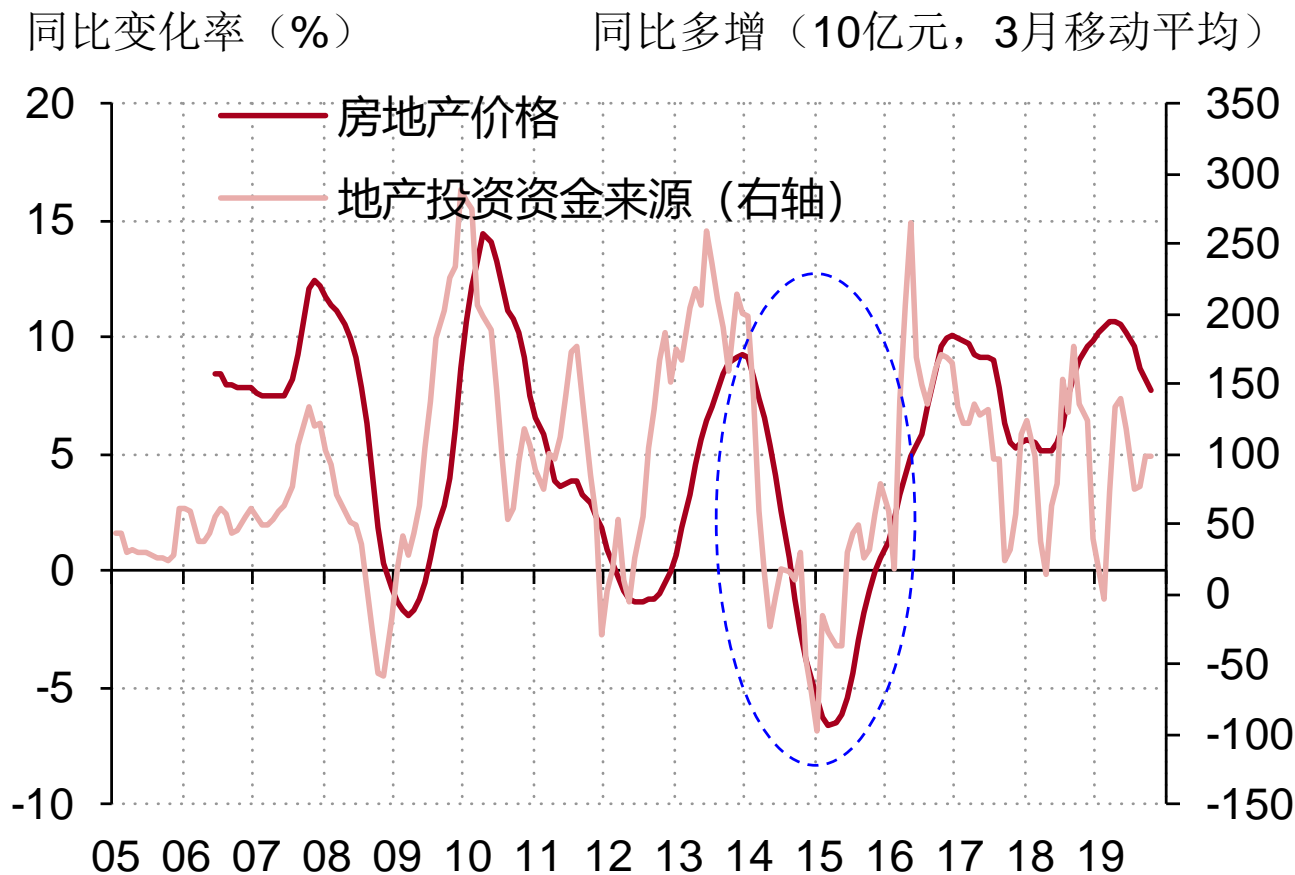
2014年下半年的国务院“43号文”令城投公司融资大幅萎缩



资料来源：Wind



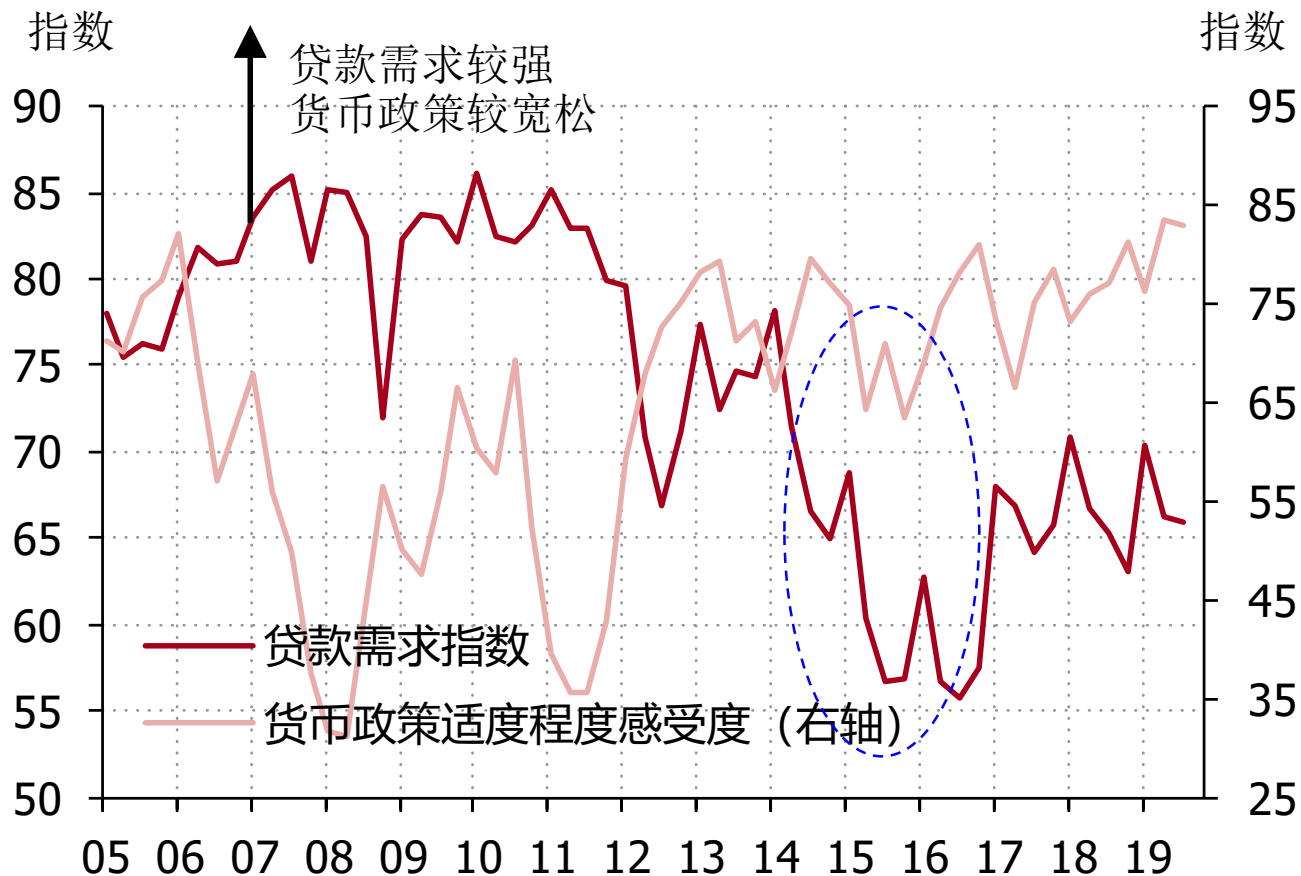
房价的高涨也让政府再2013年启动了新一轮地产调控，令地产投资到位资金显著恶化



资料来源: Wind



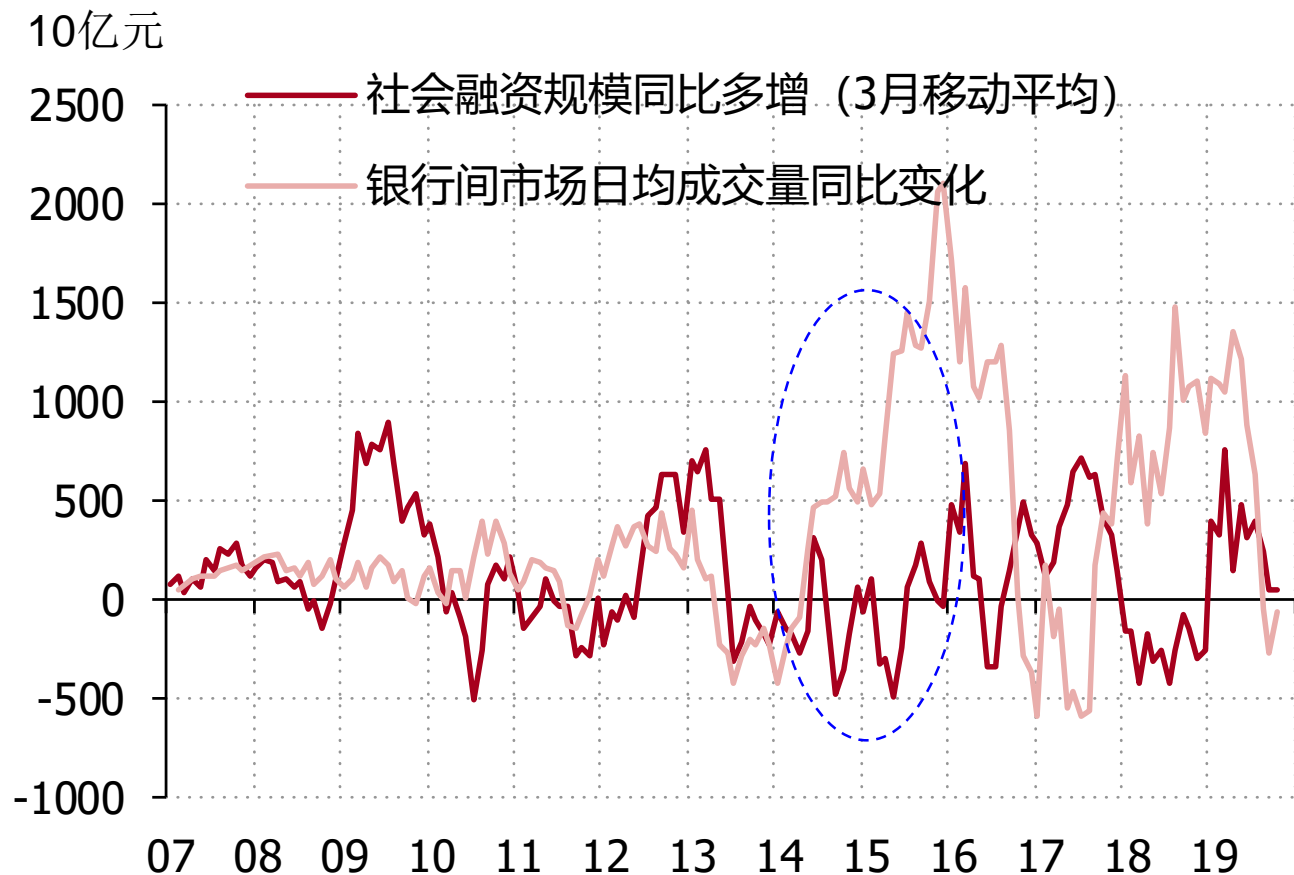
实体经济融资需求因而明显萎缩.....



资料来源: Wind



.....导致金融市场出现“流动性堰塞湖”，形成金融资产价格泡沫.....

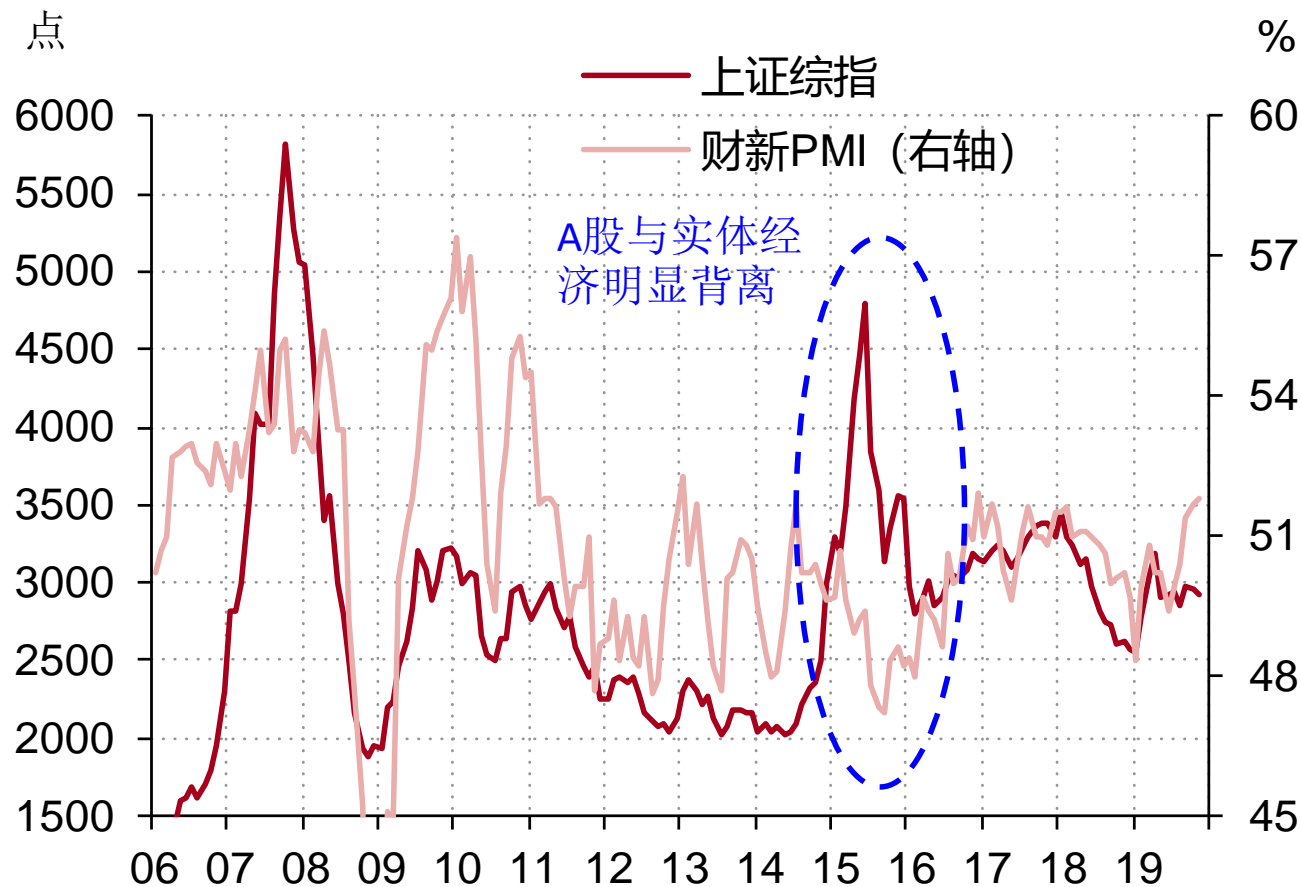


资料来源: Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

.....导致A股的大牛市和随后的“股灾”



资料来源: Wind



股市中大量存在的杠杆资金（融资）加大了股市的波动



数据来源：Wind



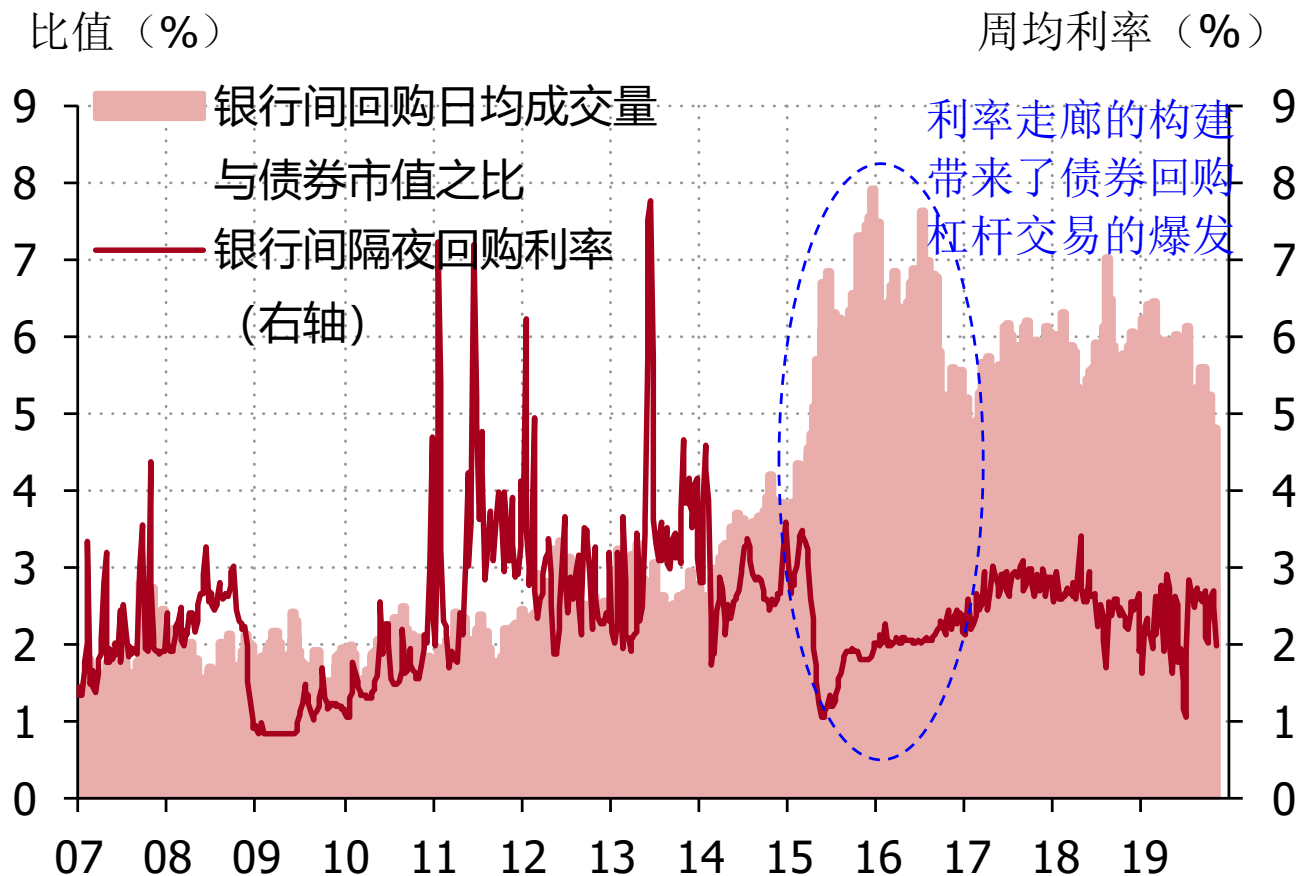
股灾之后债市杠杆大幅攀升，广义基金债券头寸爆发性增长



数据来源：Wind



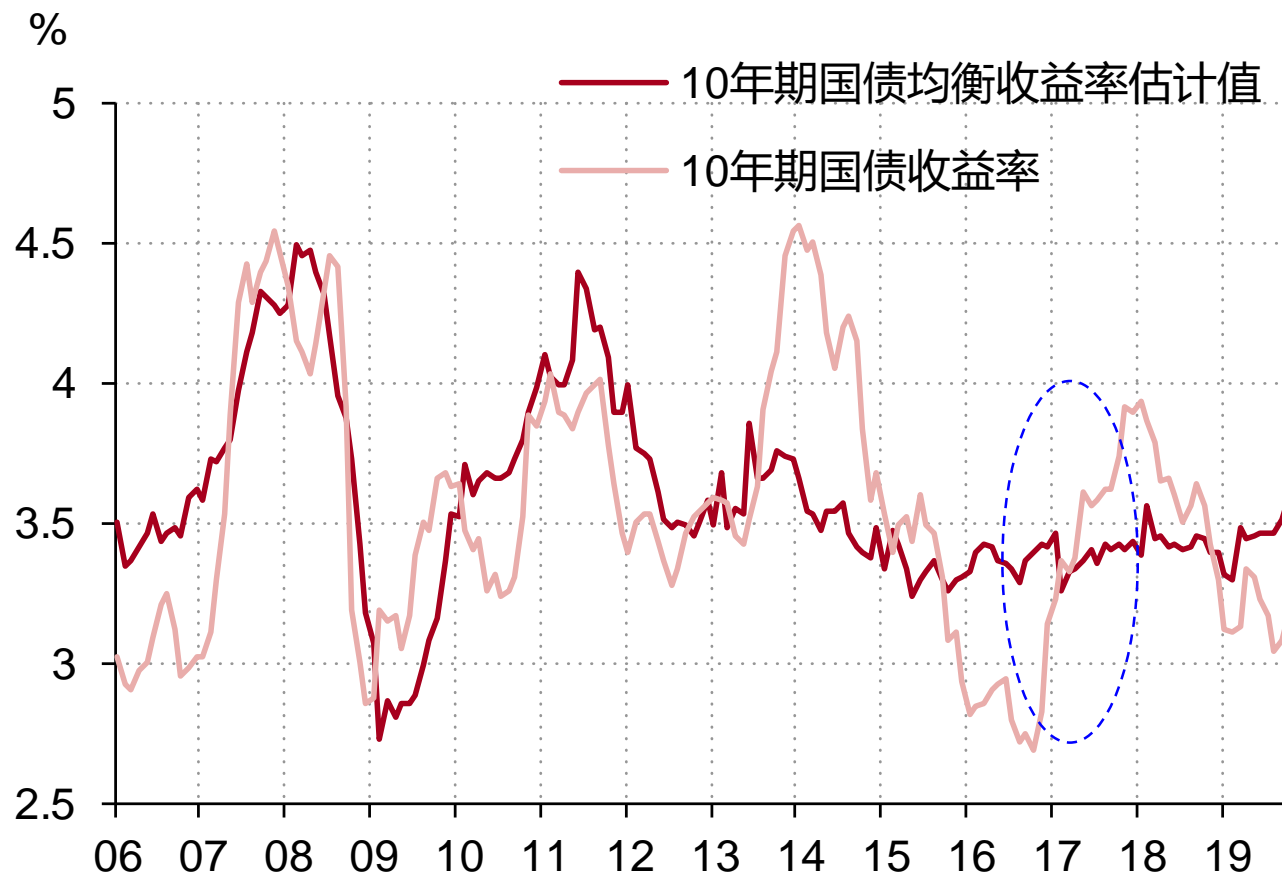
央行不得已在2016年结束了“利率走廊”的尝试，推行了债市去杠杆的政策……



数据来源: Wind



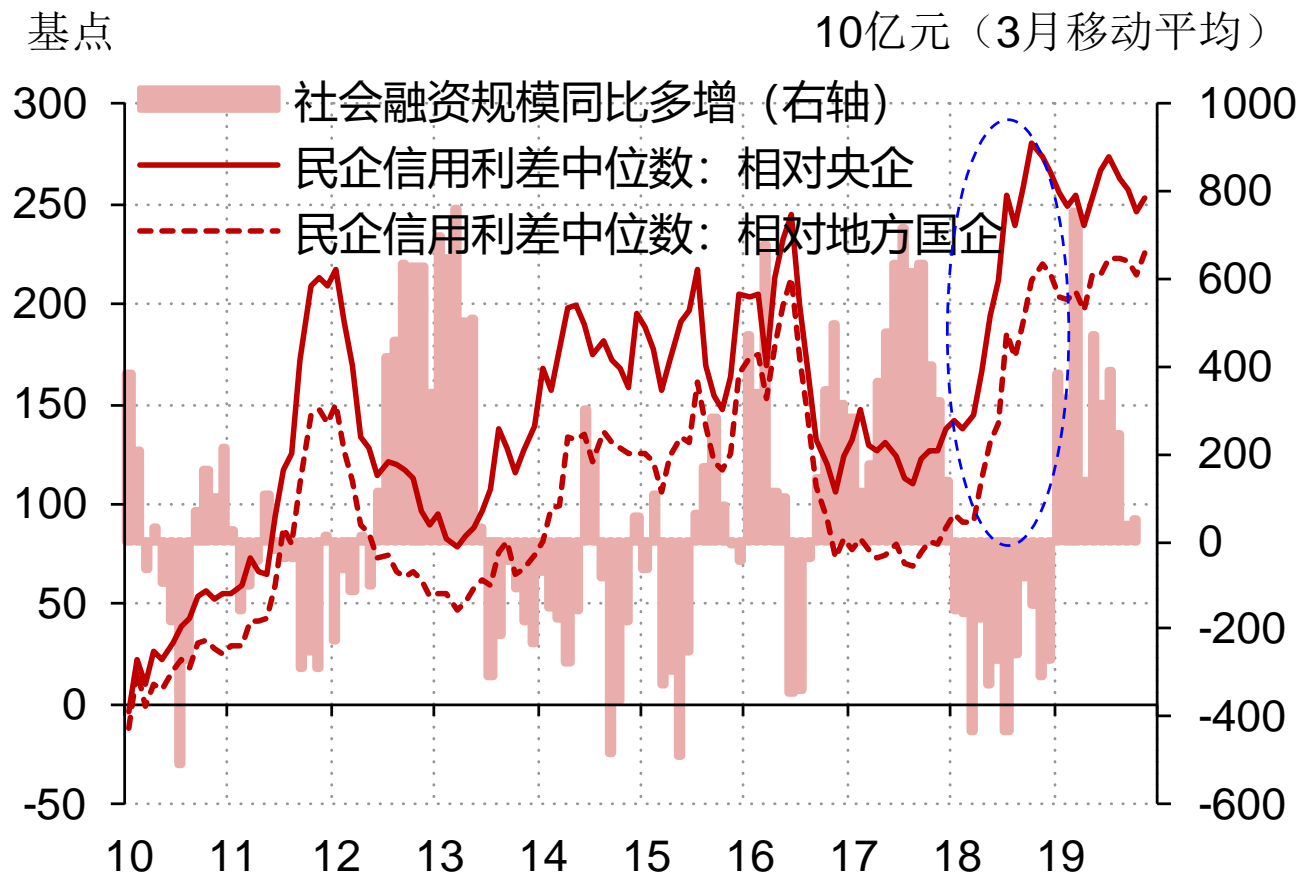
.....从而让债券市场在2016年4季度进入熊市



数据来源: Wind



2017年开始推行金融强监管政策，严重打击了社融增长，令民营企业经营陷入严重困难



数据来源：Wind



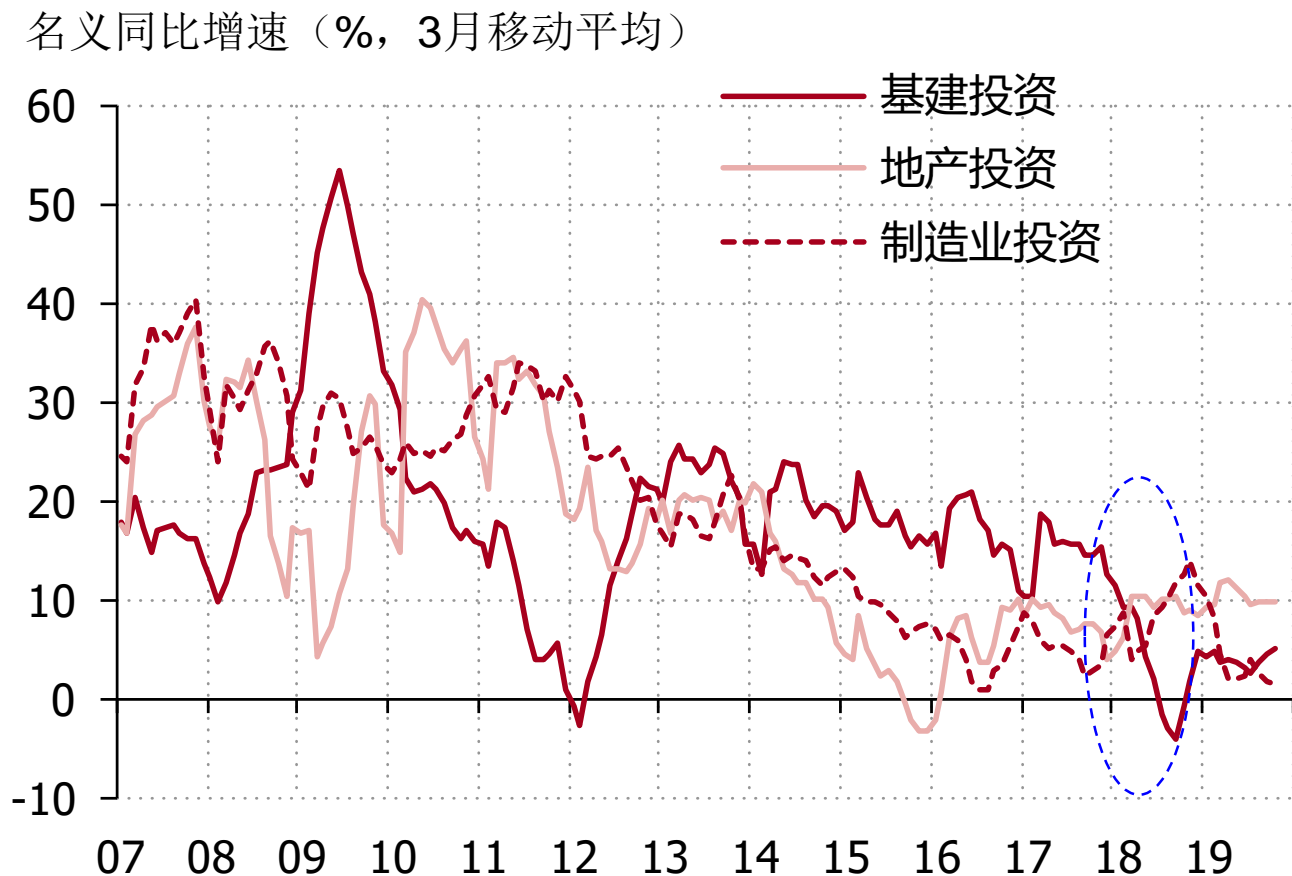
地方政府正规融资虽然扩张，但难以对冲地方政府非正规融资的收缩



数据来源：Wind



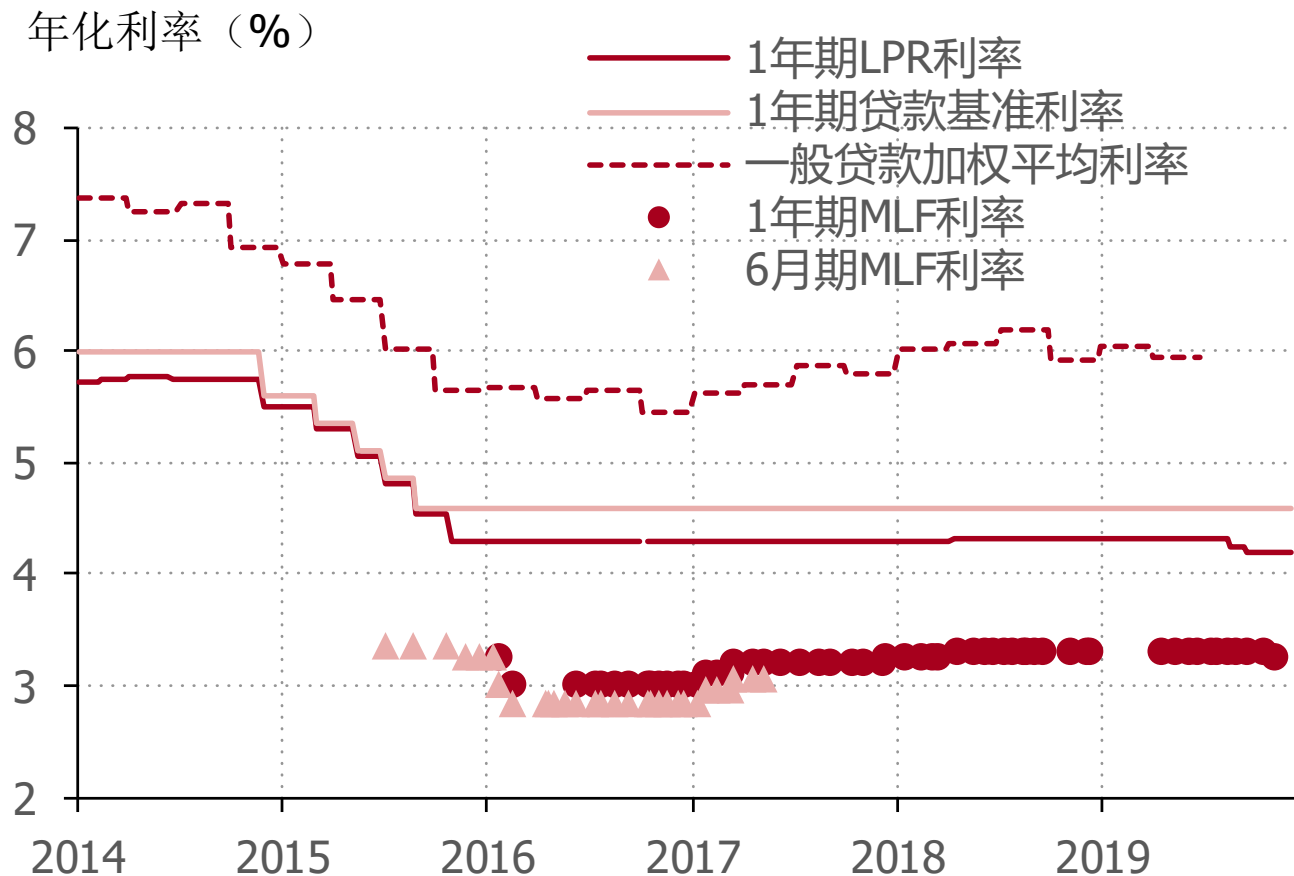
基建投资从之前的增长稳定器，变成了2018年经济增长下行压力的主要来源



数据来源：Wind



2019年8月的LPR改革是人民银行打通货币政策传导路径的又一次尝试



数据来源：Wind



谢谢！

徐高博士是中银国际证券总裁助理兼首席经济学家，北京大学国家发展研究院兼职教授。他目前还是中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员，中国首席经济学家论坛理事。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

