

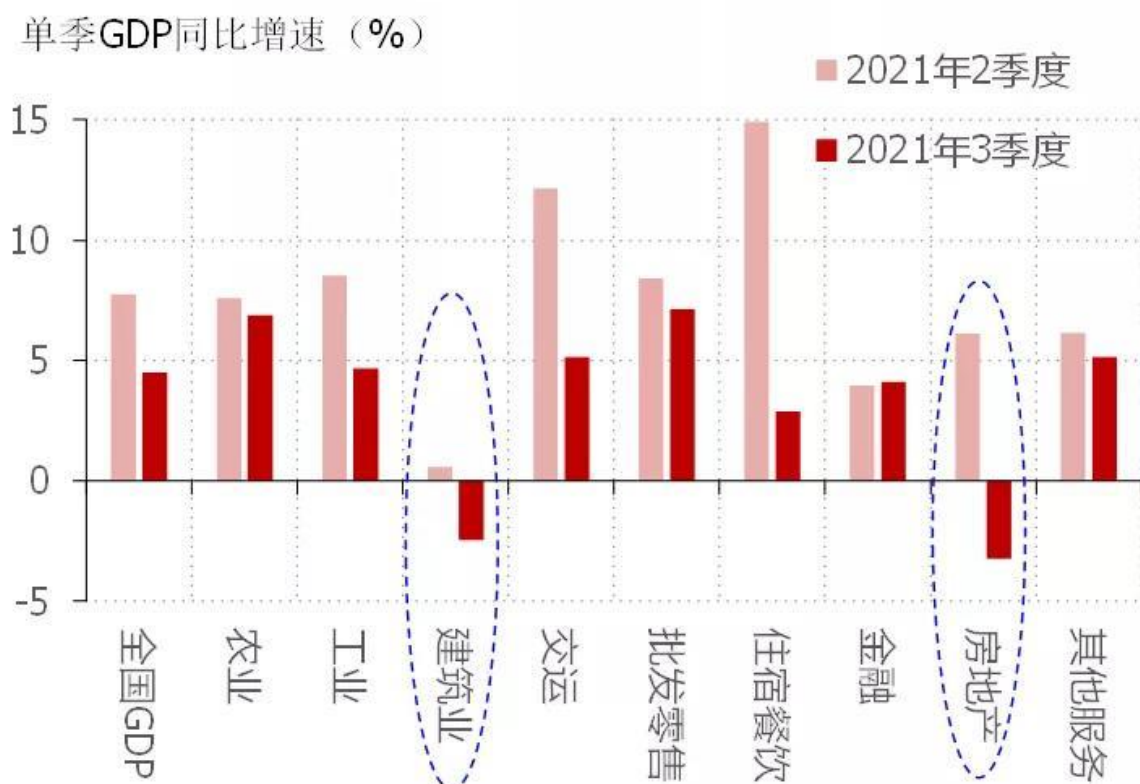


化解宏观风险要有宏观思维



【财新网】(专栏作家 徐高) 目前, 中国经济增长仍面临着明显下行压力。2021 年 3 季度, 中国 GDP 同比增速从 2 季度的 7.9% 下降到 4.9%。在 2021 年 10 月, 中国制造业采购经理人指数 (PMI) 连续第 7 个月下滑, 在荣枯线以下越陷越深, 预示着今年 4 季度的经济增长势头也不乐观。目前, 市场对今年 4 季度 GDP 增速的预测均值已经下修到 4% 以下。从需求面来看, 基建投资和地产投资是拖累经济增长的主要原因。今年 3 季度, 中国基建和地产投资名义增速均下滑至负增长区间。同时, 在中国各大行业中, 建筑和房地产两大行业的 GDP 同比增速最低, 且都同比负增长。正如笔者在 2021 年 8 月 17 日所发表的《过度冷却的内循环》一文中所分析的那样, 国内紧缩政策造成了基建和地产的走弱。如果不是外需仍然稳健, 经济增长状况会更难看 (图表 1)

图表 1. 2021 年 3 季度，我国房地产和建筑业 GDP 同比负增长



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

在不少人眼中，基建和地产蕴含着不小风险，政策对其打压是防风险的合理之举。基建投资的问题是项目投资回报率较低，难以覆盖融资成本，因而给从事基建投资的地方政府融资平台，以及站在融资平台背后的地方政府带来了债务负担。所谓地方政府融资平台，是地方政府出资设立的国有企业，其主要任务是以企业为平台，募集资金来做基建投资项目。

目前，全国有上千家曾经发行过债券的地方政府融资平台。2020 年，

这些平台企业的平均总资产回报率（ROA）——也即其投资回报率——仅有 1.8%。而同期，这些平台企业发行债券的平均利率为 4.5%。换言之，这些融资平台以 4.5% 的成本融来的资金，在其手中只能产生 1.8% 的回报率。因为这种融资成本与投资回报之间的倒挂，融资平台势必要不断借新还旧来维持债务接续，且债务规模会越滚越大。因此，出于控制融资平台债务风险的考虑，收紧地方政府融资平台的融资似乎有一定道理。（图表 2）

图表 2. 我国地方政府融资平台的投资回报率（ROA）覆盖不了其融资成本



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

地产的问题则在于土地财政背景下房价持续攀升。对中国地方政府来说，土地出让金（卖地收入）是其公共财政收入（主要是税收）之外的最大财源。2020 年，土地出让金与地方政府公共财政收入的比例已经上升到 84%，卖地收入几乎与地方政府的财税收入并驾齐驱。地方政府的卖地收入即是地产开发商的买地支出。开发商斥巨资买地后，自然需要通过卖房来回笼资金。这么一来，地方政府更高的卖地收入就带来了老百姓更多的购房支出。因此，为了控制房价的上涨，政府似乎有必要紧缩地产开发商的融资。开发商手里的钱少了，买地的热情就会降温，地价和房价就不会涨得那么快，地产泡沫的风险似乎就应该相应下降。这正是今年地产调控背后的政策思路。（图表 3）

图表 3. 我国土地出让金收入与地方政府公共财政收入的比例已经上升至 80% 以上

土地出让收入与地方政府公共财政收入的比例 (%)



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

但正如笔者在 2021 年 9 月 8 日发表的《宏观分析需要宏观思维》一文中所说的那样，宏观分析如果陷入微观分析的误区，就会对经济运行得出偏颇结论。前述对基建和地产的流行看法是误读中国经济的例子。

分别看融资平台和土地财政，都有其问题。但如果把二者合起来，可以发现这是一个成立的、而且可以持续的“商业模式”——即中国地方政府“经营城市”的模式。

在过去 30 年中，这个模式是中国经济快速发展的重要引擎，更是中国成为“基建狂魔”，以令人艳羡的速度提升基建水平的最重要原因。基建投资项目回报率低不仅仅是中国的问题，在全世界都一样。但这个低回报率体现在微观层面，看的是项目本身的现金回报率，而并未包含基建项目为社会创造的所有价值。事实上，基建项目大多具有公益性，项目所创造的回报很大程度上体现在社会层面。

而这些社会效益又较难转化成为项目本身的现金回报。以在城市中修建地铁为例。地铁建设成本巨大，建成之后仅凭售票收入几乎不可能回本。但这并不代表地铁是无效投资。事实上，居民出行便捷性的提升、经济活跃度的上升、税收的增加等后果，都应该算作地铁的投资回报。只不过这些回报体现在社会层面，很难变成为地铁项目本身的收入。因此，要评价基建投资项目的成本收益，仅看项目本身的回报并不公允。

前文曾提到中国融资平台的平均 ROA 只有大概 1.8%。这个 1.8% 仅反映了项目本身所获得的投资回报，因而大大低估了中国基建投资的整体投资回报率。因为项目的公益性属性，基建项目的建设通常会碰到成本和

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29066

