

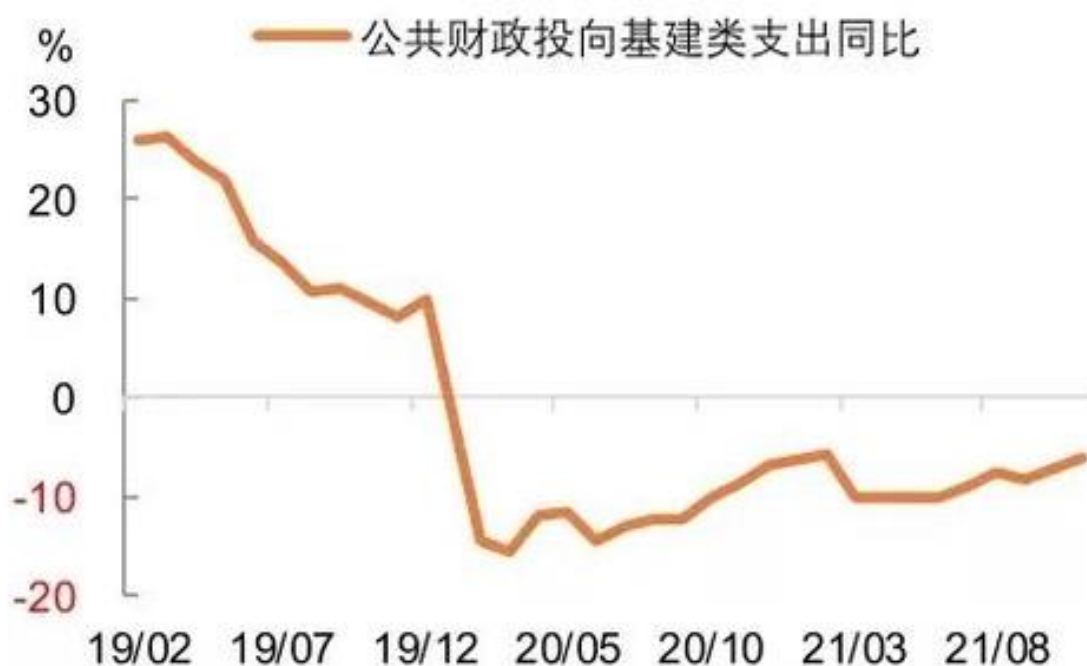


赵建：这次“稳增长”还能
靠“大投资”吗？



意见领袖 | 赵建（西泽研究院院长，教授）

由于债务饱和和无效产能过剩等原因，现在的稳增长不能再完全靠投资，而是要靠市场主体的内生动力，靠企业家提高“资产周转率”，发挥大国经济的规模效应和经营杠杆效应。做到这一点，就要推动新一轮的改革开放，放权让利+强化法治。当下，稳定企业家预期和信心是关键，这需要增加长期化的制度资本投资即立法，减少带有短期性质和人治性质的政策和办法。我们的观察加上学术研究都证明，政策的不稳定是当前经济不稳定的重要原因，政策的短期化和“朝令夕改”，会带来企业投资行为的短期化、投机化、金融化（为更好的变现退出）。这个很不利于经济的高质量发展。



资料来源:wind, 平安证券研究所 (注: 2021 年为两年平均同比)

投向基建的公共财政疫情以来都是负增长

一、投资是过去稳增长的“速效药”，但现在的效果越来越差

潮起潮落，寒来暑往，中国经济又到了“稳增长”的时节。很多人问，这一次，稳增长靠什么？

依靠过去经验，答案是投资。那钱从哪里来？借债。谁借谁的钱？地方政府、房企借银行的钱，建工程上项目盖房子，增加订单拉动就业等。但是，银行的钱从哪里来？一般人的标准答案是老百姓和企业的存款，现代货币理论（MMT）认为这个答案是错误的，现代信用货币下，银行可以凭空创造贷款/货币，无需先有存款，因为现代货币的本质是银行会计、复式记账，银行的负债就是货币（广义货币）。如果 MMT 的理论正确，那么这个稳增长的链条就简单了：地方政府和部分企业拿着银行凭空创造的钱去搞投资，投资上马的项目拉动订单和扩大就业，税收也因此增加，GDP 和就业同时改善，稳增长的任务就完成了。可惜，MMT 并不正确，或者说存在很强的条件约束，很容易迷惑人。



这就让一切看上去很简单。过去几年，或者说次贷危机以后，每次稳增长周期，也都是这么干的：借钱搞投资。为什么这么干？因为投资是政府最可控的一个变量。在“三架马车”里面，出口依赖于外部需求和国际环境，可以说是全球经济周期的一个变量，非某国政府所能完全控制（外汇和关税是两个工具，但效果有限，因为对手国也可以用）。消费依赖于居民的可支配收入和对未来的预期。这两架马车都不是政府可以直接控制的，或者说控制效果不会那么理想。只有投资，在银行凭空“印钞”解除预算约束后，可以先不顾需求约束在短时期内直接开干，至于投资形成的资产能不能产生净现金流，能不能产生大于社会一般资本收益率，或者降低要求能不能大于借款利率，这个可以暂且不管，可以交给下一任领导，反正政府的债务可以不断的展期永续下去。

用投资来稳增长的效果是很明显的，因为投资直接可以带来需求。比如在新城或者开发区，一旦有了大的投资项目，无论是厂房、产业园区，

还是写字楼、住宅，都会很快的带动周边的需求。建筑、建材、装修、家装等工人便聚集在此，这些人也需要餐饮、生活服务和娱乐等，于是慢慢的一个生活圈便建立起来了。这个项目全部建设完可能需要一年多，那么这一年多就以此为中心形成了一个经济带，有就业，有产出，经济可以稳定增长。尤其是房地产投资，由于产业链较长，就业密度和资金密度都较高，而且还可以衍生信用创造货币，对短期需求的刺激非常明显。

当前的情况来看，稳增长还要依靠投资，但效果会越来越弱，周期也会越来越短。首先，城市可开发的项目越来越少，很多项目是重复建设，很多产业园空空荡荡，新城成了“鬼城”，面子工程、形象工程越来越多。比如说现在的高铁，大约 70% 的线路不赚钱，要高额补贴运转。地铁也是类似的情况，现在大部分大城市、省会城市都有了地铁，但是乘用率都不高，基本也都是补贴运营。这些资产都是负资产。其次，地方政府可招商引资的项目也越来越受限制，主要是受到土地空间和双碳目标下环保条件的约束，过去靠廉价土地和低环保标准的政策优势招商引资的做法，已经慢慢行不通。第三，地方政府的债务率太高，在房地产受到限制，土地转让金断崖式下跌的情况下，即使有项目也没预算。最后一点，当前的审计越来越严格，上级巡视造成的压力较大，官员搞项目投资的动力意愿大减。在这种情况下，固定资产投资的三板斧，有两板斧一起“躺平”。剩下的民间制造业投资，也不是政府能强制得。



经营性土地溢价率大幅下降

二、大投资的副作用：资产周转率衰退，债务密集度高至饱和，地方式 MMT 终将引发大通胀

投资项目总有结束的一天。当项目结束后，无论是厂房、写字楼，还是住宅、特色小镇，创造需求的方式就需要从建设转为运营，背后的现金流方式就需要从融资性现金流转为经营性现金流，从现金流出转为现金流入，主营商需要从投资建设转为运营服务，就业的人员从建筑工人，转换为产业工人。这个转换过程的关键是，能否在当地形成产业，主导的项目方能否从政府和房企，转为一般企业。如果产业园区、写字楼入驻满了企业，这些企业又大量招聘了员工，这些员工在当地买房安家，这样的经济增长就会持续下去——虽然与搞大投资的时候相比，GDP 增速会下一个台阶。

与此同时，这些大投资的参与主体也会进入一个偿债周期——大投资的阴面就是大负债。同样，偿债需要现金流。总体上有三类现金流可以作为债务偿还的来源：一是经营性现金流，这取决于投资项目的资产收益率，这个收益率需要能覆盖过借债利率；二是融资性现金流，就是能否借新还旧；三是投资性现金流，一般来说是对外投资的收益，加上处置资产（变卖）收回的现金。如果这三类现金流都不足以偿债，那么企业就会处于违约破产的状态。

从当前各地政府建的新城、开发区、产业园区、特色小镇等大项目来看，除了一二线城市产业集聚比较强的地区，大部分三四线城市政府主导的项目，资产收益率都非常的低，基本不足以覆盖偿债利息，说明无法依赖经营性现金流，只能依靠借新还旧或处置变卖资产。这样的地方政府实际上已经处于了“明斯基时刻”。但是由于政府不会破产，上一级政府的信用增信还在，即使全国性银行因为风控黑名单不再给他们授信，当地的法人银行却可以继续借钱给他们，这不过是另一种形式的 MMT——前提是央行能不断的给这些地方小银行补充流动性。

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_37851

