



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018 年第 21 期 总第 595 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2018 年 03 月 23 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



国内财经	2
商务部：拟对自美进口部分产品加征关税	2
财政部：前两个月财政收入增长 15.8%	2
央行放开外商投资支付机构准入限制	3
上交所强化资产支持证券存续期信用风险管理	3
国际财经	4
美国将对价值 500 亿美元中国商品加征关税	4
英国财政部宣布成立加密货币工作组	4
行业聚焦	5
多家银行进军住房租赁市场 建行首创“存房”业务	5
验收备案在即 P2P 平台定期类产品遇整改阵痛	5
区域新闻	7
北京抢人计划 天使、创投基金高管可落户	7
安徽省出台国有资产运营公司改组试点方案	7
深度分析	9
从无增长的信贷到无信贷的增长	9

国内财经

商务部：拟对自美进口部分产品加征关税

2018年3月23日，商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。商务部新闻发言人就此发表谈话。

该清单暂定包含7类、128个税项产品，按2017年统计，涉及美对华约30亿美元出口。第一部分共计120个税项，涉及美对华9.77亿美元出口，包括鲜水果、干果及坚果制品、葡萄酒、改性乙醇、花旗参、无缝钢管等产品，拟加征15%的关税。第二部分共计8个税项，涉及美对华19.92亿美元出口，包括猪肉及制品、回收铝等产品，拟加征25%的关税。

财政部：前两个月财政收入增长15.8%

据财政部官网消息，财政部3月21日公布2018年1-2月财政收支情况。数据显示，1-2月累计，全国一般公共预算收入36553亿元，同比增长15.8%。其中，中央一般公共预算收入18220亿元，同比增长19.1%；地方一般公共预算本级收入18333亿元，同比增长12.7%。全国一般公共预算收入中的税收收入32952亿元，同比增长18.4%；非税收入3601亿元，同比下降3.5%。数据同时显示，今年1-2月主要收入项目中，国内增值税12952亿元，同比增长22.3%；国内消费税2936亿元，同比增长29.5%；企业所得税7468亿元，同比增长14.8%；个人所得税2841亿元，同比增长0.3%；进口货物增值税、消费税2818亿元，同比增长21.5%；关税476亿元，同比增长10%。

土地和房地产相关税收中，契税821亿元，同比增长28.4%；土地增值税959亿元，同比增长10.1%；房产税502亿元，同比增长17.5%；耕地占用税118亿元，同比下降31%；城镇土地使用税428亿元，同比增长7.6%。此外，印花税615亿元，同比增长29.3%。

一般公共预算支出方面，1-2月累计，全国一般公共预算支出29062亿元，同比增长16.7%。财政部表示，1-2月一般公共预算收支相关项目增幅波动较大，主要是1、2月份财政收支历来受春节放假等因素影响较大，有一定的特殊性，财政收支运行态势还有待后期进一步分析。



央行放开外商投资支付机构准入限制

随着外资金融机构准入的放开,我国也将为非金融机构敞开大门。3月21日,央行发布《中国人民银行公告〔2018〕第7号》(以下简称《公告》)表示,将放开外商投资支付机构准入限制,并明确了准入规则和监管要求,从而推动形成支付服务市场全面开放。同时,这也意味着国内的支付行业将迎来新格局。

《公告》中表示,境外机构拟为我国境内主体的境内交易和跨境交易提供电子支付服务的,应当在境内设立外商投资企业,根据《非金融机构支付服务管理办法》规定的条件和程序取得支付业务许可证。获取许可证后,外商投资支付机构与境内支付机构相同,遵守央行关于非银行支付机构的监管要求。

同时,央行也要求,外商投资支付机构应当在拥有安全、规范、能够独立完成支付业务处理的业务系统和灾备系统。另外,央行也十分重视信息安全,外商投资支付机构在境内收集的各类信息处理与分析都应当在境内进行,如果必须向境外传输信息,应当在符合相关规定的前提下,经个人信息主体同意,境外主体也要履行保密义务。

近年来,国内一些大型支付机构已经“走出去”面向全球客户提供支付服务。与此同时,随着我国对外开放程度的不断提高,越来越多的外资机构表示希望进入我国支付服务市场。下一步,央行也将按程序受理外商投资支付机构的支付业务申请。

上交所强化资产支持证券存续期信用风险管理

3月22日,上交所发布了《上海证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引(试行)(征求意见稿)》并公开征求意见。《指引》旨在落实资产支持专项计划管理人等业务参与机构的信用风险管理责任,建立覆盖资产支持证券存续期全过程和市场参与各方的持续性、常态化信用风险管理机制。

近年来,资产证券化市场发展较快,资产支持专项计划发行和挂牌金额大幅增加,信用风险管理压力增大。目前,资产支持证券的信用风险监测、排查、预警体系尚未完全建立,管理人主动管理资产支持证券信用风险的意识有待强化,投资者认识和权益保护不到位。为此,上交所起草了上述《指引》,以强化资产支持证券存续期信用风险管理,督促各市场参与机构有效管理、预警并化解处置资产支持证券信用风险。

[返回首页](#)

国际财经

美国将对价值 500 亿美元中国商品加征关税

美国白宫将采取措施限制中国投资，并对价值 500 亿美元的中国进口商品加征关税。备忘录限制了中国在美国科技行业的投资能力，特朗普政府称这一举措是针对北京迫使美国公司放弃其商业秘密已开展业务的回应。白宫于 22 日上午 10 点进行电话吹风，美官员称，特朗普已下令列出潜在目标，旨在惩罚那些受益于不公平获得美国技术的中国公司。

特朗普指派美国贸易代表莱特希泽在 15 天内宣布将被提高关税的产品清单。在公众意见征询期结束后将公布最终名单。

英国财政部宣布成立加密货币工作组

3 月 22 日，英国财政部宣布，将成立一个加密货币工作组，由英国央行、财政部和金融行为监管局(FCA)共同参与。

该工作组是英国财政部一项更广泛的金融科技战略的一部分。作为该计划的一部分，英国周四将与澳大利亚签署一项“金融科技桥梁”协议，使英国金融科技公司能够在澳大利亚出售产品和服务。此项交易还将寻求在加密货币政策和监管方面进行合作。英国财政大臣哈蒙德表示：“我将致力于帮助该行业发展壮大，我们雄心勃勃的行业战略阐明了我们将如何确保英国仍处于数字革命的前沿。”

他表示：“作为该计划的一部分，一个新的工作组将帮助英国管理加密资产风险，以及利用其底层技术的潜在好处。”

[返回首页](#)

行业聚焦

多家银行进军住房租赁市场 建行首创“存房”业务

建设银行作为首家进军住房租赁市场的国有大型银行，目前已经取得了良好的市场和社会反响。3月22日，建设银行副行长庞秀生在银行业例行新闻发布会上披露，建设银行与政府、企业合作搭建的住房租赁服务体系架构已初步形成。为企业、个人搭建的住房租赁交易服务系统已在北京、深圳等200多个地级及以上城市运行，住房租赁平台已累计上线房源12万套，已出租2.6万套。

庞秀生介绍，建设银行已与超过300个地级及以上城市签订合作协议，其中与地方政府搭建的住房租赁监管服务系统已在武汉、福州等180个地级及以上城市运行，为政府监管规范租赁市场提供了保障。

除了建设银行以外，工行、农行、中信银行等多家银行把目光瞄准了住房租赁市场。比如工商银行陆续在广州、佛山、肇庆等地与住建部门及国有住房租赁企业包括广州越秀、珠江实业集团等签订了战略合作协议；农业银行与广州市住房和城乡建设委员会及越秀集团签署了战略合作协议等。

另外，为了解决长租痛点问题，2018年1月份，建设银行在广东地区国内首创推出了“家庭不动产财富管理”业务，亦称“存房”业务，着力整合社会资源，盘活家庭闲置住房，进一步创新了长租房源供给模式。

当然，住房租赁作为一项新的业务，商业银行在加速布局的同时也面临着一定的挑战。黄志龙表示，当前银行进军租赁市场，面临三大挑战：一是当前租赁市场主要集中在一线、二线城市，三线、四线城市的租赁市场需求量较小，整体规模并不是很大；二是租赁市场没有机构化、规模化的机构参与，散户式交易现象普遍；三是租赁市场的租金回报率偏低，难以满足相对较高的资金成本。

验收备案在即 P2P 平台定期类产品遇整改阵痛

互联网金融合规备案工作落地在即，近期行业内纷纷根据合规要求整改旗下定期理财产品。在互金重镇深圳，地方金融办对清理期限错配的资金池、资产池问题的态度坚决，当地一些平台只能大幅调整既有产品，由此也对客户心理造成冲击。

3 月 17 日, 以个人车辆抵押资产为主的网络借贷信息中介 (P2P) 平台人人聚财发布公告, 决定下线实际为定期理财产品的“定投宝”产品。调整之后, 原先持有定投宝的用户, 将切换为直接持有原定投宝所匹配的散标债权。

此番举措最重要的原因在于深圳市金融办对于备案提出的合规要求, 实质是将打包出售给投资者的分散债权, 重新恢复原状。

这里所谓的“定投宝”是一款集合类理财产品, 很多平台都有这类产品, 对应的是资产集合包, 通常年化收益率在 10% 上下, 投资周期在一个月到一年不等, 从产品期限角度来看也叫定期理财产品, 提现灵活。当用户购买定投宝后, 平台会为用户安排自动投标, 即把这些资金直接出借给小额借款客户, 或者受让其他出借人拟转让的债权。此举可以提高匹配效率和流动性。但是用户看不到资金的具体投向, 资金回收后由平台统一回款给用户, 实际上是资金和资产期限错配。

这种模式已经被监管明确纳入整改范畴。2017 年 12 月底, P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室下发了《关于做好 P2P 网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》(57 号文), 提出“整改验收合格一家、备案一家”, 并给出备案时间表。57 号文在验收说明中指出, 以定期理财产品的形式对接债权转让标的, 由于可能造成资金和资产的期限错配, 应当认定为违规。

“这类产品本质上就是资金池。”一位业内资深人士评价, 在行情好的时候, 运作没有问题, 如果遇到大的行情波动, 或者底层资产爆发问题, 集合产品没有做到一一对应, 势必造成交叉违约。

另外, 深圳市金融办发布《关于报送网贷机构存量业务数据明细材料的通知》, 要求各网贷机构在 3 月 31 日之前, 报送全部存量业务数据明细信息。同时, 深圳市金融办可能会在 3 月末进行现场检查。这也是深圳市众多 P2P 网贷平台紧急整改的一个原因。

然而, 并非所有平台都采取这个方式整改, 还有的直接下架集合类计划产品, 将其转入债权转让区; 有的公布了底层资产却没有做到一一对应, 未到期项目可以申请提前退出; 还有的平台尚未行动。

[返回首页](#)



区域新闻

北京抢人计划 天使、创投基金高管可落户

3月22日,北京市人力资源和社会保障局网站发布关于印发《北京市引进人才管理办法(试行)》的通知(简称:管理办法),提出要建立优秀人才引进的“绿色通道”,对符合条件的来京工作人员可快速办理引进手续。

《管理办法》明确提出加大金融人才引进力度,符合条件的天使基金、创投基金高管可申办人才引进,有机会落户北京。具体来看,金融从业人员符合以下条件之一,就可申请办理人才引进。第一,基金管理人和所管理基金均在京设立并备案,实收资本1亿元以上、近3年实际投资本市高精尖产业5000万元以上的天使投资基金管理人,其任职满3年的法定代表人、总经理、合伙人、合伙人委派代表等高级管理人员;第二,基金管理人和所管理基金均在京设立并备案,实收资本3亿元以上、近3年实际投资本市高精尖产业5亿元以上的创业投资基金管理人,其任职满3年的法定代表人、总经理、合伙人、合伙人委派代表等高级管理人员;第三,在京设立的金融控股集团、持牌金融机构、金融基础设施平台、金融组织聘用的贡献突出的高级管理人员和核心业务骨干。

安徽省出台国有资产运营公司改组试点方案

为积极推动安徽省国有资本运营公司建设,提升国有资本运营效率,更好地服务经济发展大局,根据省委、省政府部署,现就安徽省国有资产运营有限公司改组为国有资本运营公司试点(安徽省国有资本运营集团有限公司,暂定名,以下简称省国资运营集团),提出如下方案。

到2020年,把省国资运营集团打造成为治理规范、制度科学、运作专业、管控有力、竞争力强的国有资本运营平台,更好地服务我省产业转型升级和国有企业改革发展。加强对划入的省属上市公司国有股权的运作与管理,以市场化手段推进股权有序进退、合理流动,实现国有资本保值增值和价值最大化;围绕省委、省政府战略部署,开展国有资本投融资业务,培育新兴产业,发展混合所有制经济;负责接收和整合划入的省属企业各类存量资产,推动存量资产合理流动,提升国有存量资产价值。按照



资本运营、价值管理、培育产业、管控风险的总体要求，以提升资本运营能力为重点，主要承担国有资产运营处置、国有股权管理、国有资本投融资等三大战略任务。

一、加强国有资产管理平台建设

按照精简高效、有利监管的原则，设立专业资产管理机构，负责接收和整合划入的整体上市后的存续企业资产、整体关闭企业的剩余资产、省属企业中的低效资产及非主业资产，以及党政机关、事业单位与所办经济实体脱钩改革和事转企改革后的移交资产。

遵循价值管理理念，通过整合重组、处置变现、资产证券化等市场化手段进行专业化管理运营，提升资产处置效率和整体收益水平，盘活省属存量国有资产，提升国有存量资产价值，积极推进低质低效国有资产从不具竞争优势的领域退出。

二、加强国有股权管理平台建设

研究建立上市公司及其他国有股权管理办法和运行机制，采取市场化运作方式，实施有序进退和布局调整，促进国有资本保值增值和价值最大化。

建立专业化股权运营管理机构，管理和运营部分省属企业整体上市后的国有股权和其他国有权益资本，强化股权运作专业研究，明确股权管理对象、方式以及工作重点。规范开展现有存量国有股权、国资监管机构划转国有股权、未来投资形成的国有股权的管理，通过加强章程管理和派驻董事监事、财务总监等实施有效管控，切实维护国有股东权益。

三、加强国有资本投融资平台建设

根据省政府国有资本布局调整决策部署进行投资，除省政府指定的重大投资项目由省国资运营集团本部承担外，其他项目投资原则上通过发起设立股权投资基金的方式实行市场化运作。

积极参与省属企业上市、非上市公司股份制改革，省属企业改制重组和资源整合，参与“三重一创”建设，培育战略性新兴产业、现代服务业、中小型科技企业和拟上市公司，助力省属企业创新发展和产业升级。

大力开展股权融资，合理进行债务融资，吸引社会资本参与省属企业改革发展，放大国有资本功能，提高国有资本控制力。加强战略管理，建立以资本运营为引领的管理体系，保障落实各项战略任务。

[返回首页](#)

深度分析

从无增长的信贷到无信贷的增长

文/ 彭文生 (中国金融四十人论坛 (CF40) 成员)

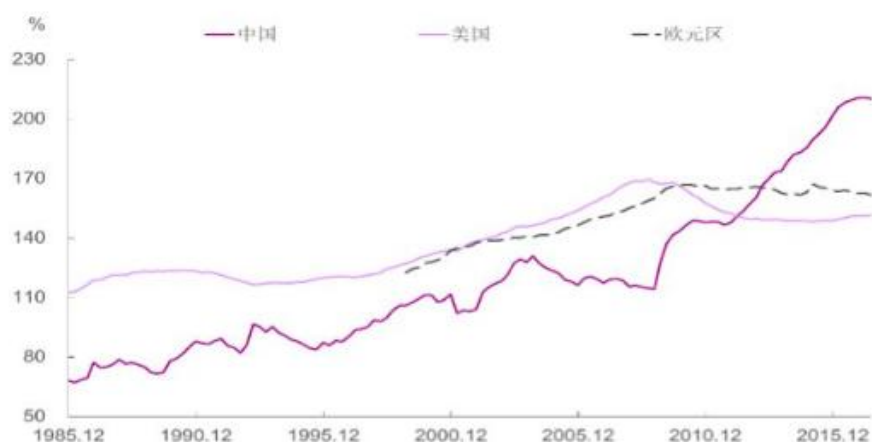
文章来源: 中国金融四十人论坛 2018 年 03 月 21 日

过去 10 年, 中国的广义信贷快速扩张, 超过名义 GDP 的增长, 导致广义信贷/GDP 也就是所谓的宏观杠杆率大幅上升。从供给端看, 这往往被解读为资源配置的效率问题, 单位人民币信贷创造的产出降低。从需求端看, 这意味着债务的还本付息负担增加, 抑制实体部门的投资和消费需求, 也带来金融风险。我想主要从需求端来看在加强金融监管、化解金融风险的环境下, 控制宏观杠杆率对经济增长具有怎样的含义。

我讲的题目是“从无增长的信贷到无信贷的增长”, 标题看起来可能有点极端, 我想讲的是什么意思呢? 就是在金融周期的拐点后, 宏观杠杆率的降低意味着在一段时间内信贷增长低于经济增速。关键是满足什么样的条件才可以达到这样的状态?

首先, 我们从宏观杠杆率 (非政府非金融部门债务/GDP) 的角度比较一下中国、美国和欧元区的情况 (见图 1)。可以看到, 美国的宏观杠杆率在 2007-2008 年金融周期的拐点之前持续上升、金融危机之后明显下降。欧元区在欧债危机之前宏观杠杆率上升, 欧债危机之后宏观杠杆率稳定下来。过去十年中国的宏观杠杆率大幅上升, 现在有一些企稳的迹象。

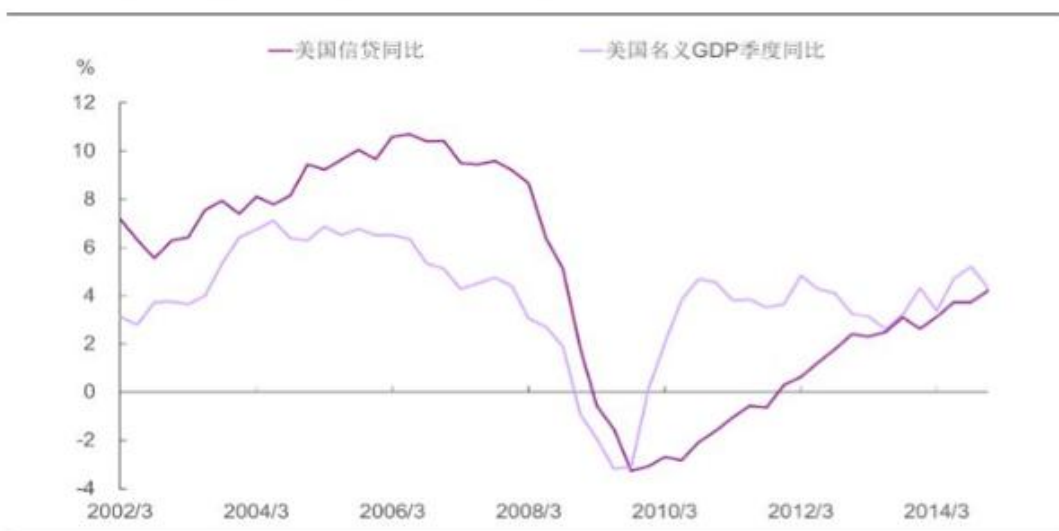
图 1: 中国宏观杠杆率在高位



资料来源: BIS, 作者整理。BIS 对私人非金融部门债务的定义为私人非金融部门从所有部门融资的总和, 包括国内银行、国内其他非银行金融部门、非金融企业部门和国外部门, 融资工具主要分贷款和债券两种。

如果按照美国、欧元区在危机前后的经验, 宏观杠杆率无论下降还是企稳, 经济在一段时间内都是呈现衰退或者疲弱的状态。这背后的机制是什么? 我想用一个更直观的图来显示美国信贷和名义 GDP 的增速 (见图 2)。金融危机之前, 信贷增速远超 GDP 增速, 经济研究文献往往称其为“没有增长的信贷”。但危机以后我们发现, 一段时间内 (2009-2010 年) 信贷非常疲弱, 但经济已经复苏了。这段时间被西方学者称为“没有信贷的增长”。那么, 怎样的条件可以促使经济在信贷速度放慢甚至紧缩的情况下复苏?

图 2: 美国: 从无增长的信贷到无信贷的增长



资料来源: BIS, CEIC, 作者整理。

过去十年中国的宏观杠杆率是提升的, 所以几乎在所有的情况下都观察到中国的信贷增速超过 GDP, 关键在于未来宏观杠杆率稳住或者降低, 对经济有什么样的影响。

我们分别从微观和宏观的角度观察债务的可持续性。微观上, 从单个企业来讲, 其债务还本付息的来源, 其一是企业收入, 其二是新增贷款。随着债务规模增大, 还本付息的负担越来越高, 企业收入中用于投资的比例就会降低。所以债务的不断扩张, 对经济增长形成负面拖累。但同时, 债务扩张或者是新增贷款, 对经济增长又是拉动的——新增贷款增加, 企业可以加大投资。所以债务扩张对经济增长的作用背后有两种正负相反的力量, 关键是这两种力量哪个大、哪个小呢? 在企业杠杆率比较健康、债务规模比较小的阶段, 新增贷款的力量更强一些, 所以对经济增长的拉动效应更大。但到了过度杠杆的阶段, 企业的债务负担较高, 债务还本付息对经济的拖累作用会更大。所以在一段时间内, 总体的影响会呈现为“没有增长的信贷”。

“没有增长的信贷扩张”意味着债务的可持续性越来越低, 对于单个企业来讲债务的还本付息还有另外两种方式, 就是资产变现和违约。从单个企业来讲, 这可能都有一定帮助, 但如果所有的企业都这样做, 会对整个经济形成负面的拖累, 尤其是金融风险的问题。以上是从微观的角度——假设先有收入再有投资, 我们来观察债务的可持续性。

从宏观的角度来观察债务的可持续性, 机制可能是相反的, 凯恩斯的观点是先有投资才有收入, 收入可以用来还债。投资是受什么因素影响的呢? 宏观来讲, 我们可

以通过降低利率（货币放松）、财政扩张和贸易顺差来影响投资。贸易顺差和财政赤字的增加，可能会增加企业收入，这样就可以增加其债务的负担能力。利率下降既促进投资也降低存量债务的还本付息负担。贸易顺差是外生的，主要取决于外部需求。财政和货币政策有一定的相互替代性，财政扩张促进增长的程度越大，债务可持续性对货币放松的依赖就会下降。

微观和宏观两个视角，到底哪个对？应该说没有哪一方是绝对的对或错。现实经济活动中，微观、宏观机制都要发挥作用，如果仅靠收入进行债务的还本付息，没有任何违约，对债务人的利益是一个单方面的挤压，非金融部门都勒紧裤腰带，紧缩开支以还债，将损害总量的经济增长。反过来，如果债务人都违约，债权人（金融部门）的受损可能带来金融风险。现实当中，应该两个都发生。既要有债务违约，又要有宏观政策的助力，尤其是财政政策的积极和货币政策的利率降低。

我们来看两个指标。一个是还本付息负担对 GDP 的比例。我们看到（见图 3），美国在金融周期的拐点之后明显下降，主要原因在于债务违约降低了债务规模，以及利率的大幅下行。中国在过去十年还本付息负担大幅上升，因为债务违约很少而总体规模持续增长。我们现在的私人非金融部门的还本付息，占新增信贷近 90%。所以，还本付息负担的加重对经济增长的拖累越来越大，这就是所谓的“无增长的信贷”。

图 3：中国的债务偿还负担上升到高位



资料来源：BIS，作者整理



如何看待未来的企业还本付息负担以及债务的可持续呢？首先如何看待利率的走势？从中央银行和商业银行资产负债表的角度来看，美国在金融危机以后实行“紧信用、松货币”。在量上的体现是，商业银行在部分债务违约的情况下收缩了资产负债表，而作为对冲，美联储扩张了资产负债表；在价格上的体现是，紧信用导致信用利差在一段时间大幅上升，无风险利率在政策的引导之下持续下降，引致信用利差在短暂的上升之后也大幅下降。

我们当前处在金融周期的顶部。观察中央银行、商业银行的资产负债表，从其总资产对 GDP 的比例来看，我国当前处在“紧信用、紧货币”的阶段。在价格上的体现是，货币利率或者说无风险利率上升，同时信用利差也在上升。这是我们现在从需求端来看，债务的可持续性出现问题、违约要增加的原因，就是还本付息的负担越来越高。在加强监管、新增贷款受到控制的情况下，必然有更多的债务不可持续。未来演变理想情形是在违约、债务重组，和非金融部门削减消费和投资支出来还债之间有所平衡。

宏观政策中财政的角色尤其重要。美国次贷危机之后，政府的债务负担或者说杠杆率大幅上升，这应该说是为了对冲信贷紧缩的影响，从宏观的角度来看，这对促进私人非金融部门债务的可持续性有很大帮助。对应到中国来讲，2018 年预算内财政赤字率下降，但一般认为广义的财政赤字可能会有小幅度增加。所以，宽财政对我们促进非政府部门的债务可持续性应该是有帮助的，但帮助有多大还需要观察。

财政涉及到地方政府的债务问题，尤其值得关注。我国的高杠杆率主要体现在国有部门，而地方政府债务也是重要的组成部分。地方政府的债务到底是什么问题？我认为其中重要的一点是政府信用和融资条件的错配。地方政府的隐性债务本来是政府信用，但融资条件接近商业行为，期限较短、利率较高。这种情况下如果不让地方政府的隐性债务违约，导致的结果是什么？就是地方政府占有过多的实体资源，这其中谁受益？最受益的是金融部门，这里面有一个很强的收入分配的问题。按照我们的估算，接近 2/3 的地方政府债务是商业融资，没有享受到政府信用的融资条件（期限较长、利率较低）。近几年进行的地方政府债务置换，实际上是一种债务重组，要把政府信用和其融资条件匹配起来，可以说是我们中国版的财政扩张。未来我们需要更多这样的债务置换。

最后，我想讲一下宏观杠杆率调整降低的路径。在宏观层面的体现可以总结为紧信用（信贷紧缩）、松货币（利率下降）和宽财政，这三个结合起来有助于宏观杠杆率稳定甚至降下来。

这里涉及到两个问题，信贷紧缩的情况下，债务违约增加，我们需要辩证地看待债务违约。债务违约，不完全是坏事。债务违约、债务毁灭，首先是降低还本付息负担，对经济增长具有正面的影响。同时，有个经济学名词叫 Debt Overhang，也就是债务积压问题。企业高债务会抑制新增投资，因为恶劣的融资条件不利于有投资价值的项目获得融资。

所以债务毁灭、债务违约，可以从降低还本付息负担和降低债务积压两个方面促进经济增长。当然也有一个负面因素，债务违约增加可能会导致整个市场的风险偏好大幅下降，带来系统性的问题，也就是所谓的金融风险。这两个因素需要平衡，也就是说在能够维持系统性金融稳定的情况下，应该允许债务一定程度的毁灭、违约。

另外一个问题，就是财政政策。今年的财政预算内赤字有所下降，但除了刚才所讲的，包括地方政府专项债务、政策性银行贷款等广义财政可能会小幅扩张外，我们还需要关注中国式的广义财政行为，包括近几年推行的精准扶贫、地方公共服务均等化等措施。这些虽然不在中央和地方政府的预算内，但本质上讲也是一种财政的转移支付，是一种广义的财政行为。所以我们的财政扩张力度，可能不会像预算内财政显示的那么弱。还有刚才我所提到的，如果可以进行地方政府的债务置换、重组，也是一种广义的财政扩张行为，对于我国降低宏观杠杆率是有帮助的。

基于以上的讨论，我们可以尝试比较一下美国和中国宏观杠杆率下降调整的路径。美国在金融周期拐点之后，在去杠杆的过程中贫富差距是加大的，而贫富差距加大限制了消费的增长，同时财政在金融体系稳定后呈现紧缩的态势，经济的稳定主要依靠货币政策的放松。在中国这样一个宏观杠杆率下降的过程中，考虑到刚才所提到的包括扶贫等广义财政行为，会不会在未来几年观察到贫富差距下降？如果贫富差距下降是否有利于促进消费？如果有利于促进消费，我国的宏观杠杆率在下降的过程中，是否会对货币政策放松的依赖会比美国要低一些？这是我所提出的一个思考。

总结来说，一是要允许一定程度的债务违约、债务毁灭，二是要关注中国特色的财政扩张，这些都会对未来宏观杠杆率的调整产生影响。



【深度分析】

No.595

此外，提到地方政府的债务问题也好，包括债务违约也好，似乎都是聚焦债务问题。虽然我们用债务对 GDP 的比例衡量宏观杠杆率，但如果只关注债务和经济增长，那是有很大误区的。因为杠杆是以债务撬动资产，我们不能忽视资产的状况。我的观点是，宏观杠杆率的上升主要是靠房地产市场的繁荣，包括地方政府、国有企业，为何能加这么高的杠杆？除了政府信用外，其实是和房地产和土地的价格上升有很大关系，房地产作为信贷抵押品这个角色非常关键。所以，没有资产端的调整、只有债务的调整，实际上是不可持续的。在宏观杠杆率下降的过程中，可持续的去杠杆必然和房地产的调整联系在一起。我们观察到在政策层面，已经着手建立房地产市场健康发展的长效机制，强调“房住不炒”，这也有利于促进未来宏观杠杆率的企稳或降低。

[返回首页](#)

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。