

# 穩槓桿撐民企 助中國經濟突圍



▲分析認為，中國經濟目前最大挑戰需要鬆綁槓桿扶持民企來解決

中新社

格物  
致知

中國經濟目前的最大挑戰，在於深化去槓桿與貿易戰白熱化的環境下腹背受敵。只有為地產和民企鬆綁，才是探索解決之道的正確打開方式。基於對底線思維的理解，筆者大膽預測，中國經濟的轉機就在明年。

亞洲金融風險智庫首席經濟學家 秦逸飛博士

首先需要看懂題面，才能找到解題之道。中國經濟的真實題面究竟是什麼？去槓桿是繞不過的話題，而去槓桿的底層資產與核心邏輯都在於去地產化；金融地產化，經濟地產化，貨幣地產化。

## 第一、沒有一個政府會拒絕救市，袖手旁觀

橋水CEO達里·奧繼《原則》之後剛出班的新書《Big Debt Crisis》（《債務危機》）中指出，通過對過去所有爆發過危機的國家的研究，發現沒有一個政府會不救市。沒有任何一個領導人會同意在自己的任上爆發危機而袖手旁觀，更不可能任由自己主動引爆危機。

中國的去槓桿出發點是為了經濟可持續性，主動而為之的擠泡沫運動，只不過與貿易戰不期而遇後狹路相逢而已。在完全自主的情況下選擇經濟軌道高速變軌，下一步在內外交困的新形勢下，再次主動「微調」保持政策的「審慎」、「穩定」。容不得閃失的當前境況下，按圖索驥也是必然。

## 第二、地方政府收入銳減，飲水思源

經濟下滑稅源減少，殺雞取卵式的稅收高增長模式無以為繼。中國有些區域經濟已出現走勢跡象，再死卡土地供應不讓賣地，或者進一步土地根本賣不掉乏人問津，地方政府的財政靠什麼支撐？

這裏有一堆數據和圖表可以奉上，但是再精準的數據，再優美的圖表，在現實面前都顯得蒼白無力。

## 第三、房產和土地庫存雙銳減，人為製造剛需激增

經過一年多的深化去槓桿去庫存，全國房地產庫存和規模以上地產企業土地儲備均降至歷史低點，生生將穩中有降的剛需燃點再次引爆。其造成的直接後果就是，下一波房價走勢不是暴漲，就是暴跌。但短期暴跌的理由都很牽強，沒有現實基礎，發生暴漲的概率更高。

市場經濟和消費升級的本質屬性，都要求參與主體要實行消費側改革，在施行供給側改革之後，國企和民企盈利水平發生了乾坤大挪移；而實行國有土地出讓制，政府計劃供應土地的房地產市場，最應該實行的就是供給側改革，但是每次調控從來都是從需求側四面出擊。

「歷史的經驗教訓告訴我們，人們不會從歷史的經驗中吸取教訓。」——蕭伯納

## 第四、化解結構化金融系統性風險的底層邏輯

地產崩盤的末世景象無人敢嘗試，哪怕資產價格大幅下行也是不可承受之重。而目前最有可能引發中國金融結構性風險的資產，地產的能力值高居首位，遠超其他潛在因素。

首先，資產價格下行會繼續動態損害去槓桿成果，使得去槓桿成為不能完成、也沒有休止符的任務。

其次，沒有支撐點的經濟慣性下滑趨勢，使得債務危機比任何時刻都更易燃易爆。不但動態影響企業債務和居民債務，政府債務也將陷於動盪不安之中。國企央企基本上等同主權債務和地方政府債務。監管層的底線思維在此有一道清楚無誤的紅線，紅線既是生死線。

再次，去槓桿要嚴防死守過猶不及的底線，否則將輕易陷入引爆結構化金融系統性風險的尷尬境地。

## 第五、貿易戰背後是資產槓桿問題

美國在貿易戰中針對中國的主要殺招也是打擊中國資產槓桿的問題，金融槓桿、地產槓桿、企業槓桿、居民槓桿，但是政府債務是爆發點和國際社會主要詬病的領域。而其中用政府信用作為背書和最終兜底的國企債務，通常被事實上認為是政府的影子債務。獨立自主的應對政策可以反對將矛盾焦點過度聚焦於政府債務，但不能顧此失彼對民營企業過度去槓桿來作為解決之道。這樣既不能轉移焦點，也不能在貿易戰全面爆發之刻避免應對失當、進退失據的窘境。

美國副總統彭斯近期在華盛頓智庫的演講，也表達出了如許的要求。當然筆者此前也多次表達過類似觀點，但恐怕只有被彭斯這樣的美國高層親口說出來，這樣的觀點才能迅速在國內達成共識。

而放眼世界來看，全球化進程是階段性的，它出現在經濟高速發展、國際矛盾相對緩和的階段。全球共治與國際合作理論，也誕生於全球化階段。但當全球化不能帶來普遍意義的利益增長之時，或者說，遭到左翼的阻擊，國際衝突的機制就會啟動，帝國主義論、依附理論、世界體系理論等，就會找到市場，現實主義粗暴地將理想主義趕下台。

再也沒有普世價值與全球共治，一度被流放的漢斯·摩根索主義將會奪回舞台。作為國際領導者和大國擔當，中國理應與國際社會共同阻止反全球化的勢力崛起，防止反噬多年來國際社會共同創造的來之不易的全球化成果。

## 第六、去槓桿不會造成「去民營」

去槓桿最大的傷害是造成了新一波去民營化，雖然今年屢屢出現各種奇談怪論，但現實世界中的國進民退既沒有理論和政策依據，也沒有經濟實力和現實條件作為基礎，更遑論外部環境烽煙四起。

同時地產不僅是政府和國企的核心邏輯，更是民營經濟和居民財富的底層資產。地產不但具有帶動實體經濟的功效，還是實體經濟的底氣和後盾。

「世上只有一種英雄主義，就是在認清生活真相之後依然熱愛生活。」——羅曼·羅蘭

創業者不但具有浪漫主義者情懷，還普遍擁有著勇往無前的英雄主義精神，否則，如何解讀明知不可為而大無畏的企業家精神？衡量企業家安全感和尊嚴的重量，保護其合法財產的保值增值作用才是最好的天平。

## 第七、內地和香港資本市場遭遇打擊

長期以來，香港資本市場一直作為中國經濟不可或缺的國際化引擎，起着舉足輕重的作用。由於A股市場自身的特點和局限，代表未來經濟最有活力的新經濟企業，幾乎全部都是民營創業企業，大部分會選擇在港股上市，少部分赴美IPO，基本和A股絕緣，所以港股恒生指數也伴隨美股雙雙升到歷史高點。但是隨著美股道指的節節高升，恒生指數今年以來不但隨著新股普遍破發而大幅下跌，並且史上第四次低於道指，而港股即使在2008年全球金融危機期間都穩穩高過道指。

中國境內資本市場持續遭受政策和經濟的雙重壓力，不但A股城門失火港股有殃及池魚之虞。對新經濟經營實體的打擊和對港股規則的衝擊，會從上市公司資產和交易規則兩方面影響港股市場核心邏輯。

而港股上市公司資產的A股化不但持續受內地環境深刻影響，港股市場資金和交易規則的國際化同時更受國際局勢左右。貿易戰的持續深化，也在深刻改變著港股市場的發展軌跡。未來港股更

## 樓市轉弱 經濟前景仍樂觀

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

也非理想投資地點。

### 中國市場無可替代

亞洲的印度、印尼等以至中南美的巴西、阿根廷及委內瑞拉等國家股市匯市急瀉，幾乎變成天下無樂土，令投資者資金苦無出路。儘管中國被美國矛頭所指，但整體而言遠勝上述地方。中國市場巨大，並表明改革開放路線及自力更生，而且實施在11月起將關稅由9.8%降至7.5%等措施，吸引外來投資能力將會大增。相信繼續有許多外國企業來華發展生意，香港是中國以至亞洲金融中心，受惠自不待言。

香港是中國對外的窗口，也是全球三大金融中心之一，外商要在中國拓展業務，落腳點多數會選擇在香港。因為香港的金融中心地位最能方便國際投資者，所需的股市、銀行等金融服務一應俱全，效率亦高，資金又能夠自由進出，適合所有投資者進駐。

外商在香港建立進入中國內地市場的橋頭堡，自然要使用商廈作辦公室，不管租或買都對本港樓市有幫助。此外，經商很順理成章需要派駐高層員工，對於本港豪宅的租售市場亦會有利。成立公司或擴大現有公司規模，有助推動本港經濟及就業市場，都有正面作用。



▲分析指，外商在香港建立進入中國內地市場的橋頭堡，自然要使用商廈作辦公室，不管租或買都對本港樓市有幫助。中通訊社

### 中國近年GDP走勢



### 中國70個大中城市 近年房價走勢



傾向於哪一邊，自身的特點決定了要衡量哪個市場對自己更有吸引力。

## 第八、地產只是經濟強心針，單靠國企獨木難支

中國國企的真實競爭力，鮮有被完全市場化論證的範例，一出手就被打得毫無還手之力的中興事件，相信國人還記憶猶新。鬆綁地產雖然只是強心針，但這口氣兒上不去，經濟的休克反應將立竿見影。不管是有意為之還是無心誤傷，去槓桿最嚴重的後果是沉重打擊了中國經濟最具活力、最有價值、貢獻度最大的民營企業和中小企業。

這才是中國經濟真實題面的關鍵所在。為地產和民企鬆綁，才是探索解決之道的正確打開方式。

貿易戰這種「沒有硝煙的戰爭」，只要及時止損，何以「言敗」？除非敗局一發不可收拾。因此，以底線思維構築的經濟模型主要系數為基礎大膽預測，明年經濟一定不比今年好，但是明年一定有轉機。不管是先導作用還是政策的時效性，地產復甦一定先於實體經濟。

## 第九、未曾「戰敗」不為敗

解鈴還須繫鈴人。一系列自扼咽喉一波三折的花式操作，恐怕是對「休克療法」（Shock Therapy）之父傑弗里·薩克斯（Jeffrey Sachs）本人最大的誤會，比玻利維亞和俄羅斯的誤會都大都深。況且內外交困腹背受敵的時局下，有什麼理由不把掐着自己脖子的雙手鬆開一點呢？