

「三條紅線」正在引發房地產企業大地震，為了回籠資金他們不得不大量低價拋售存貨，並縮減拿地及投資，甚至是大批關閉在建項目以減少資金消耗。為什麼要對房企進行債務清理？根本的原因在於，內地房企已經異化為一種「土地銀行」，即以土地為信用產生機制的、經營負債的「影子銀行」。

負債經濟學不可持續



▲金融環境若在低利率、貨幣寬鬆之下，資產負債表在負債端低成本的誘惑下，充滿了野蠻擴張的衝動。

澤被萬物



趙建

西澤資本研究院院長

一旦企業開始以像銀行那樣經營負債為主，就產生了巨大的「負外部性」，債務違約造成的風險無法自己消化，會讓整個社會來一起承擔，這就需要對其進行監管。與資產端的擴張受到市場需求（利潤約束）和技術曲線（供給能力）等硬約束相比，債務端的擴張相對簡單，尤其是在一個低利率、貨幣寬鬆的環境，資產負債表在負債端低成本的誘惑下，充滿了野蠻擴張的衝動。

資產負債表軟約束

那麼，債務真的能「長到天上」嗎？貨幣真的可以憑空創造嗎？這要看債務和貨幣發行的約束機制，資產負債表約束是其中之一，這個約束是指資產和負債歸屬同一個人。如果債務形成的資產歸自己，債務償還的責任卻可以全部或部分轉嫁給別人，那麼資產負債表就缺乏約束，或稱為「軟約束」。

每個國家都有獨特之處，但基本的經濟學、金融學和會計學原理是普世的。債務是未來資源的透支，債務的增加當然可以帶來經濟的增長，因為它將未來的資源集中用到了現在：依靠自身收入無法買的東西現在可以買了，無法投的專案現在可以投了，需求增加了，GDP很容易就上來了。這是一個比較魔幻的經濟增長創造機制：需求被債務憑空的創造出來，然後在需求的驅使下供給被動員，經濟實現了增長。從資產負債表的角度來看，就是通過負債創造資產。這個過程無論是對企業、個人，還是對政府，都充滿了誘惑。

從理論上來說，一個合理的債務驅動機制是，通過債務形成的資產有合理的收益率，以保證未來實現的淨現金流（利潤）能夠按時還本付息，即明斯基描述的「第一種融資狀態」。如何能保證這種良性的狀態出現並持續下去，需要靠一個完善的預算約束。這個約束不僅是當期的約束，還是一個長期的動態跨期約束。說到通俗一點就是，欠債還錢（當期責任），父債子還（跨期責任）。只要有這種約束，形成明確的償還預期，債務就會處於一個合理的增長區間，非理性的「債務大爆炸」基本不會發生。

上述預算約束的一個根本原則，或者稱為負債的「第一性原理」，就是誰的錢誰還，欠債的人和還債的人應該保證是同一個人。這個約束，我們稱為「動態預算約束」。而同一個資產負債表，負債和資產的責任人應該是同一個人，因為資產負債表本身就是一個硬幣的兩面。這個約束就是「資產負債表約束」。

如果出現動態預算軟約束，一個人借的錢，到還錢的時候可以讓另一個人來還，那麼借錢的人會怎麼做？一個企業借的錢，可以讓整個社會還；借錢的是現任，還錢的是下一任，以及下一任的下一任，那麼他們會怎麼做？

更嚴重的是，如果原本同屬於一個硬幣的兩面被強行分開，資產歸自己所有，負債轉嫁給別人，這種時候企業的老闆會怎麼做？在這一波債務浪潮中，我們看到了太多這樣「移花接木」的故事，其魔幻、其荒誕、其殘酷，令人不得不慨嘆現實的戲劇性遠高於戲劇本身。這種現象就是「資產負債表軟約束」。

資產負債表陰陽面

這些問題是中國獨特的嗎？肯定不是。看看美國一百年前的經濟金融史，也經歷了一個這麼野蠻和荒誕的過程。這是歷史的依據，從理論的依據來看，在資產負債表視角下，可以從兩條線來審視現代增長：一條線是資產端，這是傳統模式（新古典模式）的主線，即認為經濟增長主要是依靠物質資產、實體經濟推動的，這也是經典的生產函數所描繪的，即資本、勞動力、技術，以及難以描述的全要素生產率（TFP）。這可以看作是經濟增長中「陽」的一面。

另一條線是負債端，可以稱為「明斯基模式」，有學者稱為「現代模式」，與現代貨幣理論（MMT）相對應。明斯基一般被歸入後凱恩斯主義者，他最突出的貢獻是發現了經濟增長和波動中的融資約束。在明斯基之前，新古典經濟學家們只相信和研究「真實增長」，只看到「陽」的一面，基本上忽略了貨幣、信用，乃至整個金融體系對經濟的影響。現在，我們終於明白了「金融是現代經濟的核心」，也就基本上抓住了現代經濟的核心特徵。負債端，可以看作是現代經濟增長中「陰」的一面。

既然金融是現代經濟的核心，那麼抓住金融就相當於抓住了現代經濟的牛鼻子。放眼全球，金融競爭力最強的是美國，華爾街掌握和決定着全球經濟的命脈，根本原因就是抓住了國際金融體系的運行中樞。從產業資本主義，到金融資本主義，再到明斯基描述的基金經理資本主義，從資產負債表的視角，本質上就是通過負債的運作來驅動真實的經濟和財富增長的故事。這充分彰顯了負債大爆炸的能量，資產負債表大擴張的能量，這個能量在十年前的次貸危機發生後，和今天的疫情危機發生後，各國財政部門和央行已經將其發揮到了極致。

但是，負債畢竟代替不了真實的增長，負債只能創造需求但無法直接形成供給。當負債膨脹到一定程度開

始難以維繫的時候，一個相反的極度殘酷又痛苦的過程就出現了，那就是資產負債表大衰退。

資產負債表大衰退

無論是傳統模式還是現代模式，主要考慮的是流量（投資、融資都是流量）。日本經濟學家辜朝明在研究日本經濟的長期衰退時，發現了存量收縮對現代經濟的影響，所謂的「資產負債表大衰退」。其主旨思想是，當資產價格泡沫破滅時，資產端發生巨大的損失減計，但負債端的償還義務依然存在，這就會出現兩種情況：

第一種是資產價格下跌的幅度非常大，到了資不抵債的程度，伴隨着銀行貨幣收縮和流動性危機，最後不得不破產清算，資產負債表化為虛無，企業消失，人員失業。這時候在宏觀上會造成大蕭條的危機局面。第二種雖然資產的公允價值也大打折扣，甚至也到了資不抵債的地步，但是現金流量表還可以，流動性危機還沒發生，賬上還有現金流來償還債務和發放工資，企業還能維持日常運營。但由於資產負債表破損嚴重，除非破產一了百了，企業的債務償還義務就會一直存在。如果企業還想存續下去，接下來漫長的歲月裏，剩下的任務可能就只有一個：賺錢還債。

設想一下，如果一個企業、一個家庭，長期陷入償還債務的狀態，那麼他們還有什麼額外的支出來擴大再生產和增加新的消費。相反，企業會降薪裁員，減少一切不必要的開支來節省資金還債。家庭也是一樣，所有的成員在沉重的債務負擔下，只能節衣縮食來還債。為什麼會這樣？因為資產負債表已經破損，債務率因為資產價格縮水而大幅攀升，只有縮減債務才能讓資產負債表看起來更健康。這個時候，雖然危機看上去並不是那麼嚴重，但是會陷入一個長期衰退和僵化的局面。

同樣是資產價格破滅，美國的企業和家庭一般選擇的是破產出清，日本選擇的則是硬抗着還債。這可能與國民的文化傳統與企業的理念有關。美國崇尚的是市場自由主義，日本的企業則更有一種傳統的家文化，忠義文化，所以奉行終身僱傭制，而且非常要面子，寧願選擇自己默默的修補資產負債表也不想被破產清算。這也是日本失去的「二十年裏」經濟長期大衰退和僵屍企業普遍存在的根本原因。

在「失去的二十年裏」，日本付出了一代人的努力來「填坑」，填補由於房地產和股市泡沫破滅帶來的資產減值損失。此時，盈利都用來補充資產端的破損，當然也就沒有資源支持擴大再生產和「真實的增長」。從統計數據中我們很清楚的看到，日本有接近二十年的時間，整個國家的資產負債表，除了政府都是縮水的。

歐洲能源危機下的風險

遠見卓識



王涵

興業證券首席經濟學家

今年二季度以來，歐洲天然氣價格快速上行，引發市場對全球能源危機的討論，但這只是全球供應問題中的一環。筆者曾撰文提示，疫情以來，由於全球復甦的不均衡，市場出現了罕見的供應鏈問題。過去一個季度，這種供應不足的問題愈演愈烈，而在歐美尤為突出，表現為歐洲、美國製造業PMI（採購經理人指數）中的供應商交貨處於極值的情況更為明顯。截至2021年三季度，歐盟需求的復甦只是在正常範圍內，但勞動力短缺的約束已至歷史高點，而材料或設備短缺的約束達到了20世紀80年代以來從未到達的高點。

短期風險：歐洲通脹的傳染效應

歐洲並未大幅財政刺激，需求恢復一般，表現為服務價格上漲不明顯。與美國已出現全面通脹壓力不同的是，由於本輪歐洲未像美國「撒錢」，其居民需求端復甦較為一般，因此服務分項的復甦尚較為溫和。但在商品端，供給不足的問題，導致上游向下游商品傳導已非常明顯。2021年初，能源價格大幅上漲之時，央行通過分析歷史經驗時發現，上游漲價對下游的傳導作用會有明顯的滯後，PPI中間品到PPI非食品消費品的傳導大概需要一個季度到半年，而PPI非食品消費品向終端的傳導還需要大概一年到一年半的時間。

本輪的供給端壓力是20世紀90年代之後前所未見，截至2021年8月，歐元區各環節同比均在歷史上95%分位數以上。尤其是，本輪終端的反映速度明顯快於以往周期，即使剔除臨時性因素，歐元區商品通脹也已接近90年代以來的歷史高點。考慮到上述歐央行的研究，上游向下游的傳導仍會持續一段時間。

疊加低基數效應，歲末年初歐洲通脹讀數維持在高位是大概率事件。整體來看，歐洲供應端問題可能仍將延續一段時間，考慮到未來歐美服務業復甦帶來的需求增長、冬季供暖需求，以及低庫存效應，上述能源問題可能也將延續至明年初。疊加2020年下半年德國政策影響導致的低基數效應，2021年四季度至2022年初，歐洲通脹讀數維持在高位是大概率事件。

短期來看，歐洲能源漲價可能使得原油、農產品價格上漲壓力上升。如上

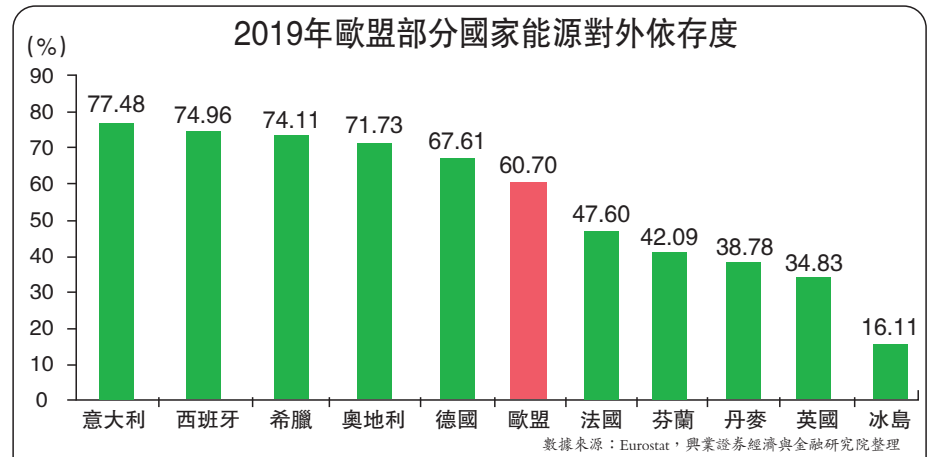
所述，本輪歐洲能源危機與20世紀70年代全球範圍內的能源危機仍不可同日而語，當前其他經濟體並未出現嚴重的能源短缺問題。但作為全球最大的能源需求經濟體之一，歐洲對全球能源價格的影響仍然較大。需關注的傳染路徑是對全球原油價格及農產品價格的影響。一方面，隨着歐美疫苗的推進，歐美逐步開始對於疫情採取「躺倒」的態度，這可能意味着歐美服務業將進一步復甦，這將進一步推升原油的需求，但美國當前的油庫存處於歷史相對較低水平，考慮到天然氣與原油之間的替代性，原油價格的上漲壓力仍然較大；另一方面，天然氣、原油均是化肥等農產品生產資料的上游，在當前農產品價格已基本處於歷史高位的背景下，上游能源價格漲價是否會進一步推升農產品價格是潛在需要關注的風險。

若再往後看，美國本輪財政不斷寬鬆，需求增長與供給短缺並存所帶來的通脹持續性可能更強。而與美國不同，隨着上述短期需求因素逐步化解，短期供給問題解決，在2022年年初之後，歐洲通脹壓力可能會有所緩解。

長期風險：全球能源供應脆弱性上升

全球氣候變化或將加劇極端天氣，能源需求易上難下。聯合國政府間氣候變化專門委員會（IPCC）2014年公布的第五次全球氣候評估報告顯示，自20世紀80年代以來，全球平均溫度上升速度加快，地球正在升溫。氣象學研究進一步揭示，隨着地球溫度的上升，北極地區氣候循環形成的極地渦旋圈，會受溫度上升影響而變得更加不穩定，出現極地渦旋向南偏移侵擾，從而更加容易形成超強極寒天氣。極端天氣加劇將會使位於北溫帶的經濟體（全球主要經濟體大多位於北溫帶）頻繁遭遇冷冬，冬季取暖需求增加，全球能源需求易上難下。

與此同時，能源轉型背景下能源供給波動上升。為應對全球氣候變化嚴峻形勢，2015年國際社會達成《巴黎協定》，近年來各國在《巴黎協定》框架下積極推動應對氣候變化行動，其中推動能源結構轉型是重要的行動路徑。當前全球能源結構轉型的主要方向是提升以風、光、水為代表的非一次能源佔比，但由於風、光、水等自然資源難以維持穩定供給，供給不穩定性相較傳統能源更高，波動也更大。在氣候變化影響全球能源需求易上難下疊加能源供給波動上升背景下，需要警惕全球能源格局脆弱性上升的風險。



做個精明的「雙租族」

樓按明鑒



曹德明

經絡按揭轉介首席副總裁

不少人為求盡快「上車」，會先購入較易負擔的物業，再以「樓換樓」方式遷入更大、更優質的單位。

然而，樓價升幅驚人，縱使近年新按揭措施出台，換樓所需的額外資金不少，因此亦有不少打算換樓人士或先考慮成為「雙租族」。

「雙租族」即是以「以租養租」方式，將現時持有的物業放租，再租住另一個單位。「雙租族」比起換樓，在資金調配上更為容易。假設業主本身持有一個一房單位，因家庭成員增加而選擇成為「雙租族」，將現有單位放租1.4萬元，再租另一個兩房單位，租金1.8萬元，只需補貼4000元便能租住一個更大的單位。

除了需要更大的居住空間，亦有人因工作環境改變、校網等因素，選擇成為「雙租族」。不管是哪一個原因，「雙租族」仍保留現有物業的業權。然而，「雙租族」在出租持有物業時，在

資金需求及按揭層面上亦有需要注意的地方。

按揭層面方面，若業主持有物業的按揭成數高於五成，理論上單位是不能用作出租用途。另外業主在申請高成數按揭時，按揭保險公司的契約已列明物業必須為自住用途；加上銀行出租物業的最高按揭成數為五成，因此若被銀行發現違規出租，銀行可要求業主將按揭成數降至五成，甚至清還全部按揭貸款。業主在出租單位前亦應先通知銀行，向銀行索取出租同意書，得到銀行同意方可出租。

資金預算方面，業主要注意自身物業如有按揭在身，其租金回報或低於供款額，再加上另租單位的租金，開支或比以往有所增加，加上若自身單位未有租客承租，即等同「供」住兩個單位。此外，「雙租族」同時亦需要花時處理放租物業、租住物業的租約，以及租務等問題。

考慮成為「雙租族」前，除了要確保現有物業的按揭成數低於五成外，也要先計算好租金收入和另外租樓的支出，亦要仔細計算自身的供款能力，好讓自己越住越舒適。