

How to Deal with the Crux of Chinese Economy? 中国经济的“急所”为什么是“切肿瘤”？

■ 刘煜辉

中国经济近期引发诸多讨论，经济下滑严重、汇率贬值压力等，都是结果、表象。其实质性的问题是什么？债务（杠杆）可能已经快撑到“身体”所能承受的极限了，这是问题的根本。

首先，回顾2014年以后的货币宽松，“水”是放了很多，却始终不能坐“实”：金融猛加杠杆，2015年上半年的股市、不断走低的信用债溢价以及当下一线城市的楼价，银行资产越来越大。之前都说银行资产配置“荒”，即“荒”在了利差上。所以银行的逆向选择就要把资产搞大（2016年1月份中国银行业的资产增速为16.8%），一是想把利润补回来，二是迫于不良的压力需要做会计腾挪。而银行自己做不到事情，就“委投”（把资产委托给资管、信托、券商）做，所以银行业的资产对非银同业的资产增速在1月份高达76.3%。长时间累积又将转化为资本外流和贬值压力。

其次，再看“债务紧缩需求”。2013年开始，债务就把库存周期搞乱了，例如CPI和PPI的裂口，2012年可能就已经乱了。不知债务（产能）周期没调完，库存正常时候的生理周期是不是还能找回来。

那么，解决思路是什么？有人可能想用临时加杠杆（比如说刺激地产链投资）去补补总需求的缺，这个想法有点冒险。6000亿美元的衰退性顺差的福利，这是资源国痛苦地给出的，中国为什么不要？如果中国经常帐盈余变坏了，“米德”大叔（米德冲突，一国内部均衡与外部均衡之间冲突）很快就会来敲门，外部约束真就变成内部约束。

中国曾经想过在汇率上闯一闯，摆脱困境。但的确可能已经失去了平稳过渡的时机。常识上讲，一国要想平稳取消盯住汇率，唯有在人们对其经济还有正面信心时着手，让人们相信根据弹性的汇率既可以贬值，也可以升值。这样汇率是经济冲击的吸收器而不是放大器。闯关过程并不顺利，也不以人的意志为转移，自愿或不自愿地进入了外汇储备快速消耗和贬值预期自我强

化的路径，因此只能回过头维稳。如此一来，维稳过程又一度陷入了宏观“不可能三角”的困境：三角的重心摆不平，甚至不得不以汇率为重心，某种程度牺牲掉国内货币政策的独立性。利率和汇率（至少在市场预期层面）构成越来越强的逻辑冲突，金融市场非常强烈地认为，不能有效释放压力的人民币汇率所导致的资本外流会显著制约央行货币宽松的空间，以至于无法支撑当下人民币资产的估值水平。

风险偏好崩坏后，有条件的资本管制事实上已经执行，不可能三角的重心近期也明显开始回拨国内，强调流动性宽松预期，安抚市场的恐慌情绪。

个人感觉，决策层面在利率抛补的理解上可能有些认识误区。汇率定价的决定应该不仅仅是两个经济体央行利率的息差，其背后实际上是资产回报率，更准确地讲是经过风险调整以后的（金融）资产回报率的差额。这样我们就可以理解，为什么许多新兴经济体（比如巴西、俄罗斯、印度等）的无风险利率显著高于美国国债，甚至是双位数的差距，但它们的货币依然会大跌，只有一个原因，主权风险溢价非常高，风险调整后收益率决定了它们对美元是“软”的，简单讲，就是看你hold不hold住全局风险。从这个角度看，时下人民币汇率的贬值压力，风险溢价和风险偏好是核心，即中国经济的主权风险溢价快速上升，对应的是经济基本面和资产价格。

什么样的棋能扳住当下中国风险溢价显著上升的势头？即“急所”（围棋术语，指无论对于攻方还是守方都至关重要的点）在哪里？我们必须找到货币不进实体的逻辑。流动性“脱虚向实”的最大障碍来自于借贷等式的需求端——企业部门资产负债表的衰退以及私人部门所遭遇到的结构性抑制。

逻辑上讲，旨在修复企业部门的资产负债表（杠杆挪移），同时财政减税、降低融资成本、降低企业并购成本以及鼓励私人资本进入创新型、知识服务型行业，激发企业家精神、培育实

体经济资产供给的主体，这样的政策供给才可能持续改善目前遭受重挫的人民币资产的风险偏好。

这是个复杂的系统工程，但万事都会有个破竹而入的点。现在看来，切除“肿瘤”的手术就是抓住这个点，要尽快做。“癌症”虽不一定会好，但“癌细胞”暂不会扩散（让新的风险点冒出来的概率降下来），为进一步治疗续上时间和空间。当下破竹而入的“急所”是要进行杠杠部门的大挪移（做手术）。中国要着手用果断的手段把已经僵尸化的债务从信用融资市场剥离出来，停息挂账，进入债务重组清算程序。中国如果能给出有效的降低其尾部风险的信息（僵尸债务重组+银行资本重组），资本市场、人民币汇率以及资本外流的隐患短线都能稳住，并形成正向的预期。

这次两会比较有含金量的信息有这么几条：第一条是财政部长楼继伟讲政府可以适度加杠杠，来帮助企业去杠杠；第二条是央行行长周小川讲去产能和去杠杠可以协同推进；第三条是银行的不良资产可以债转股（虽然我并不看好这个方法）。

这些信息透露出，中国可能已经发现问题的“急所”，但决策层仍在小心翼翼地权衡中央政府、地方政府、国有企业以及商业银行之间的复杂利益纠葛，讨价还价的博弈仍在进行。现在扔有些意见想打家庭部门的主意，让居民加杠杠，则反映了政府担当的共识还在模糊之中。

中国的技术条件和政策经验都是不缺的，缺的是决断。“去产能”的核心其实是金融坏帐处理机制。从生产角度去产能相对不难——高炉关掉、生产线停了、人员下岗用财政供养，最难的是金融处理——如何将已经僵尸化的债务从信用融资市场剥离出来、停息挂帐、进入债务重组清算的程序，债务链不能出危机（谁接盘？）。不引起系统性收缩的方法仍然是设立类似特设目的公司（SPV），比如说由资产管理公司分批购买，资产公司发债需要央行的特殊机制支持，某种意义上讲也是财政货币化的过程，央行可以支持资产管理公司发行10万亿元特别债，闯“去产能”的关基本上够了。

这是有数据依据的。目前四大产能过剩行业（煤炭、钢铁、有色和水泥）未偿有息债务的存量为5.4万亿元，另外国有企业的负债余额约8.5万亿元。若资产管理公司发行10万亿元的特别

债券，央行承诺可以将其作为公开市场操作的合格抵押品，为持有人（主要是银行）提供流动性支持，在现实操作中，央行实际扩表的规模应该是可控的。比如说央行为银行提供3万亿元的流动性支持，央行扩表实际也就10%。央行杠杠上升（央行资产比GDP）也就4个百分点。

无论技术细节上怎么构思设计，一定要能达到两大目的：一是要有利于推进借贷等式的需求端（国有经济部门）的改革，不仅要要将它们的杠杠率降到可持续的水平，提升它们的市场活力和竞争力，更关键的是从体制和机制上切断风险源，有序打破刚兑，形成健康的信用文化；二是要帮助借贷等式的供给端（银行）实现资本的重组，建立其正常健康的风险偏好。

中国目前比较有利的条件是：自2009年以后，中央银行的杠杠（央行资产占GDP比例）降下来了，从66%高位回落了近19个百分点，至2015年该比例已经降至47%，这为去杠杠准备了技术性条件。

未来如果能进入真正的去杠杠路径，我们应该看到，其他存款性公司（商业金融系统）杠杠应该开始下降，而央行的资产负债表应该反向运动（扩张）。如此这般一些有利的变化将会发生：M2减速、同业资产扩张速度（金融加杠杠）会显著降下来、货币利率下降不再靠央行推动、长端利率会进一步下行。

银行资本重组等于降低了经济中最大的尾部风险，由此风险溢价下降，人民币资产估值得以支撑，中国经济转型所迫切需要的资本市场战略才有条件实施。从全局看，真正能够化解货币金融堰塞湖的，只有依靠资本市场深度和广度的拓展，即将储蓄通过资本市场创造的各种风险收益结构高效率地转化为实体经济的资产形成（中国经济最大的基本面还是高储蓄）。

对于决策者来讲，这是一盘行至中后盘的围棋，后面的变化和选择正显著地变少，失误的机会成本也显著地放大，此时精确到位的落子尤显珍贵。我们能做的就是——等待。●

（作者单位：中国社会科学院金融研究所）

责任编辑：张桂菊
Zhangguiju@yeah.net