

适当调整宏观政策 防范资产价格过高

□野村证券中国首席经济学家
孙明春

中国经济在经历了过去几个季度的大幅度调整之后,已明显企稳。我们认为,本轮中国经济下行的主要原因不是出口的急剧下滑,而是国内大幅度的存货调整。因此,即便出口形势在今年年底甚至明年没有明显好转,中国经济也会随存货调整的结束(和刺激政策效果的显现)而出现大幅度回升。我们预计明年的GDP增长率会在10%以上。

在经济反转已成定局的形势下,政府应该密切关注正在滋生的资产泡沫问题。今年以来,股票与房地产等资产价格经历了一段时期的恢复性上升,这对实体经济的复苏和信心的修复产生了积极的作用。但是,投资增速过快、贷款增加过多所带来的流动性过剩问题正在催生资产价格通胀预期,有可能导致股票与房地产价格进一步的加速上涨。如果现在不及时调整宏观政策、适度收紧贷款增长和投资项目审批,大量的未完工项目可能会倒逼央行在2010年和2011年继续采取宽松的货币政策,从而在今后2-3年甚至更长时间里催生一个比2007年还要大的资产泡沫。一旦这一资产泡沫破裂,其对中国企业、银行、家庭和政府部门资产负债表以及对实体经济的负面影响可能难以估计。因此必须尽早采取宏观政策的微调。

本轮经济下行的真正原因不是出口下滑

自2007年3季度起,中国经济出现了急剧下滑,季度GDP增长率从2007年2季度的14.0%下滑至2009年1季度的6.1%,下滑了7.9个百分点。很多人将此归咎于外需的急剧减弱。但我们认为,真正的原因在于国内存货的大幅度波动,而出口下滑的影响属于次要原因。如果按比例分,最多可说是“三七开”,即出口的因素最多不超过30%。

根据我们的分析,中国企业在2007年和2008年上半年进行了大规模的存货积累,主要原因是企业在国内外商品价格通胀预期及各种因素的影响下,为降低原材料采购成本而大幅度囤积原材料。这种“虚假”的中间需求导致了原材料(包括本来存在大量产能过剩的行业)需求旺盛,甚至出现了短缺。结果是,企业大量生产,但生产出的很多原材料没有被最终消费,而是存在了仓库里。从GDP的角度看,则是按照生产法计算的GDP增长率在这一阶段大大超出了最终需求(包括投资、消费和出口)的增长率。

2008年下半年,由于多种原因(全球商品价格企稳、奥运会导致的暂时性停产、货币政策紧缩的效果逐渐显现等等),企业囤积原材料的动机和能力都明显减弱,导致国内对原材料的需求停滞,促使原材料价格开始下跌。而价格的下跌又进一步增强了下游企业推迟购买原材料的动机,结果导致原材料需求暴跌,上游企业被迫大幅度停产或减产。而下游企业则在使用仓库里的原材

如果说本轮经济急剧下滑是存货调整主导,而非外需减弱主导,那么即便出口形势在今年下半年和明年不出现明显好转,只要存货调整结束,中国经济就会恢复到一个相对强劲的走势

在短时间里投资和贷款增速过快,会带来严重的流动性过剩,催生资产泡沫。如果投资项目在年内继续大幅度增加,有可能会倒逼货币政策在明后两年继续采取宽松的政策,从而为一个超级资产泡沫的滋生和膨胀提供温床。因此必须尽早采取宏观政策的微调,刹住投资项目的审批车闸,控制信贷进一步增长。

料进行生产。从GDP的角度来看,2008年3季度至2009年1季度,用生产法计算的GDP增长率大幅度下跌,但用支出法计算的最终需求的增长率却依然保持了10%左右的强劲增长。

根据国家统计局副局长许宪春在5月14日发表的一篇文章,我们可以看出,在2009年一季度,净流出对GDP增长率的贡献是-0.2个百分点,而存货调整的贡献则是-7.0个百分点,可见外需与存货调整对本轮经济下滑的影响完全不在一个数量级上。换句话说,如果今年1季度没有发生大规模的存货调整,实际GDP的增长率应该在13%以上,可见最终需求并未减弱。

另外,根据国家统计局郭同欣在6月23日发表的一篇文章,2008年6月到2009年2月期间,国内规模以上工业增加值增长率下滑了12.2个百分点,其中因为出口下滑所导致的仅有2.4个百分点,而国内需求减弱导致的则占9.8个百分点。我们认为,国内需求减弱主要是因为中间需求(即存货)减弱,因为最终需求(投资和消费)的增长一直都相当强劲。

如果说本轮经济急剧下滑是存货调整主导,而非外需减弱主导,那么即便出口形势在今年下半年和明年不出现明显好转,只要存货调整结束,中国经济就会恢复到一个相对强劲的走势,粗略估计,即使没有刺激政策,中国经济增长估计在正常情况下仍可保持8%左右。

经济刺激政策的积极作用不可低估

虽然存货调整只是一个暂时现象,但其对实体经济(生产、就业、收入、投资、消费)和信心所造成的直接或间接的影响极其巨大。在公众对于经济下滑的真正原因缺乏了解的情况下,存货调整所造成的经济波动,有可能导致实体经济非线性的剧烈调整,其最终影响可能远远超出其本身的变化。

在这种形势下,中国政府果断采取了大规模的4万亿经济刺激政策,这对于短期内稳定信心、稳定就业和收入、防止经济陷入更大幅度的下行漩涡产生了巨大作用。正是这一原因,我们才能看到实体经济在短短数月里迅速回暖,使实体经济与投资者/消费者信心迅速回到一个“正反馈”状态中。

从就业角度而言,即便经济增长可以在没有刺激政策的情况下完全因存货调整的完成而达到8%,但8%的增长对于充分就业而言仍然是远远不够的。8%的经济增长只能视为底线,而10%可能是中国经济增长的最优速度(从潜在产出的角度来看也是如此)。从这个意

义上讲,即便此轮经济急剧下滑(至6.1%)的主要致因并非出口下滑,但出口下滑必然将经济增长率拉到10%以下,因此我们仍需要采取经济刺激措施,通过扩大国内需求来将经济增长推回到10%左右的充分就业区域。

从中长期来看,此次大规模的经济刺激计划对于促进中国经济的结构调整和可持续发展也有深远的影响。具体而言,由于此次经济刺激着眼于农村和中西部的基础设施建设、社会福利项目(如廉租房、环境治理、修建医院及学校等等)和产业及区域经济的升级换代,这对于制造业从东部向中西部的产业转移、消除农村消费的基础设施瓶颈、降低消费者的谨慎性储蓄等等,都会起到催化剂的作用。这些投资,即便在经济不需要刺激的情况下,也应该大力推进,只不过因为过去数年国内制造业和房地产业投资过热,政府才不得不相对压抑此类基础性投资,以防止经济过热失控。换句话说,目前的外需疲软,其实为增加此类投资提供了空间,而这些投资正为中国经济中长期的可持续发展铺平道路。

另外,在当前国际经济疲弱、国际商品价格偏低的情况下,我们应该抓住有利时机,以较低的原材料成本,大搞基础设施建设。从这个意义上讲,此轮的经济刺激政策也是恰逢其时。

我们认为,中国政府的宏观经济刺激政策无论在短期还是中长期,都会对中国经济产生巨大而深远的积极影响。因此我们应该积极推动和落实这一刺激政策,抓住有利时机,为中国经济的结构转型和中长期可持续发展奠定基础。

警惕资产泡沫的形成

虽然我们非常支持政府的大规模刺激政策,但目前看来,我们感觉这一政策的规模可能已经远远超出了原来的计划,而且似乎还在继续增加。我们认为,在短时间里投资和贷款增速过快,会带来严重的流动性过剩,催生资产泡沫。如果投资项目在年内继续大幅度增加,有可能会倒逼货币政策在明后两年继续采取宽松的政策,从而为一个超级资产泡沫的滋生和膨胀提供温床。一旦泡沫破裂,势必会对企业、银行、家庭和政府部门资产负债表造成损害,并对实体经济造成难以估计的负面影响。因此必须尽早采取宏观政策的微调,刹住投资项目的审批车闸,严格控制信贷进一步增长。

从经济指标来看,有几项关键指标已经达到十多年来最强的,甚至可以与1992-1994年的“超级经济过热”相媲美。这预示着中国经济可能很快会步入偏热和过热的区域,因此不得不引起我们的关注:

- 1.名义固定资产投资额今年前五个月同比增长了33%。考虑到通缩的因素,实际增长率估计已超过35%,成为十几年来的最强;
- 2.固定资产投资中的新开工项目的计划投资额在今年前五个月增加了96%(年同比),估计也是十多年来少见的(历史数据不完整)。鉴于今年新开工项目的规模明显大于往年,很多项目的完成可能需要2-3年甚至更长,这一高速增长意味着明后两年的固定资产投资规模也会非常大;
- 3.银行贷款增长率达到31%(年同比),M2货币供应量增长率达到26%,也达到1995年以来的最高;
- 4.按照M2货币供应量增长率和名义GDP增长率的差别计算的超额流动性指标,估计今年将达到17%左右(假定今年M2增长25%,名义GDP增长8%),这将是历史有完整数据以来(1991年以来)的历史最高(1992-1994年时最高也只不过13%)。
- 5.上海股票市场综合指数在过去6个月里涨幅超过60%,而国家统计局公布的全国平均住宅销售价格也在1-5月份也上升了22%。

上述指标表明,当前的投资和货币增速都已经达到10多年来罕见的水平,而资产价格的上升速度和幅度也相当惊人。从上述指标判断,再加上我们对存货调整已经结束的分析,中国经济在接下来的1-2年里所担心根本不是过冷的问题,而是偏热或过热的风险。

在1992-1994年的那一轮经济过热中,由于当时中国尚处于短缺经济状态,高投资和高信贷带来的是高通胀(1994年的消费物价上涨了22%)。而如今,我们经济中的产能过剩问题相当严重,这意味着,只要不出现特大自然灾害或禽流感疫病,食品价格不出现大幅度上涨,就不会重现2007-2008年那样的高CPI通胀。

在这一轮即将来临的经济过热过程中,虽然我们并不担心CPI通胀,但货币信贷增速的过快增长所带来的流动性过剩,却有可能带来资产价格膨胀的问题。有人认为,只要目前的货币信贷是注入到实体经济(固定资产投资或生产项目),而不是直接流到股市和房地产市场,就不必太担心资产泡沫问题。我们不同意这一观点。实际上,只要货币信贷总量宽松,即便是信贷主要是发放给投资或生产项目的,也会通过多种渠道(如工资、利润、分红等)最终渗透到经济的各个领域,包括股市和房市。比如说,今年前5个月,银行新增贷款为5.8万亿元,但同期居民储蓄存款也增加了2.8万亿元。虽然后者并非完

全源于前者,但这从侧面表明货币的渗透过程还是相当快的。一旦资产价格通胀预期形成,这些居民储蓄存款很容易成为“出笼之虎”,催生资产泡沫。我们担心的是,今年大量开工的大型固定资产投资项目,在明后两年将面临进一步融资的问题。如果得不到第二期、第三期的融资,很多项目都会被拖延甚至成为烂尾项目,这不但会违背我们进行此类投资的初衷,而且会对银行的资产质量产生巨大压力。这意味着,中央银行可能会被迫在2010-2011年继续执行宽松的货币政策,以避免大量烂尾工程和银行坏账的出现。换句话说,如果我们不及时控制新项目的审批和开工以及银行贷款的规模和增速,这些新开工项目和新增贷款在明后两年会倒逼央行继续采取宽松的货币政策。这也是为什么我们在1993年7月进行了非常严厉的宏观调控之后,1994-1997年的M2货币供应量的增长率仍然居高不下(1994年35%,1995年30%,1996年25%,1997年20%)。

坦率地讲,即便我们现在就立即采取货币紧缩的措施,严格控制新增贷款和新开工项目,估计今明两年的货币供应量增长都很难低于20%。如不及时控制,货币供应量增长甚至会更高或历时更长。在如此长时间的高度宽松的流动性环境下,资产价格膨胀的预期将很难控制,而资产泡沫的产生几乎不可避免,而且从泡沫持续的时间和规模来讲都很可能超过2007年。

虽然资产价格的温和上升对于实体经济的成长和消费者/投资者信心是有益的,但是,如果资产价格上升过快、延续时间过长,其破裂后对经济金融体系的损坏越大。最典型的例子是日本。日本在1980年代经历了大约10年的资产泡沫,土地价格在10年来上升了7-8倍,但1990年泡沫破裂后,日本经历了18年的通货紧缩,企业银行的资产负债表都遭受了严重损害,至今还没有走出2007年以来发生的次贷危机及金融海啸则提供了另一个最新的例证。

采取适当措施防范资产价格上涨过猛

鉴于存货调整已基本结束,刺激政策的效果已明显显现,而且刺激政策的更大影响将会在今年下半年和明年进一步体现,中国经济应该会在接下来的12-18个月里出现强劲增长。我们预计明年的GDP增长率应该在10%或更高。从这个意义上讲,宏观经济政策应该对症下药,不应过度受外需前景暗淡的牵制,而应该果断调整当前过度宽松的财政、货币与投资政策,及早推出一些微

调措施,前瞻性地对国内可能会出现出现的流动性过剩和资产泡沫的苗头。具体来讲,政府可采取以下措施:

- 1.尽可能压缩新开工项目的审批,严格控制下半年的新开工项目的数目和金额。
- 2.对于已批准但尚未开工的项目尽可能地推迟项目的开工期,引导固定资产投资项目的有序开工。
- 3.严格控制新增贷款总规模,必要时可重新启动贷款额度管理,尽可能地将全年新增贷款控制在8万亿以内(同比增长26%),最多不超过9万亿(同比增长30%)。
- 4.在当前资产价格刚刚出现泡沫苗头的初期,及时地向市场释放一些政策调控的信号,比如向银行进行窗口指导、要求各地方政府适度控制投资规模和节奏,明确宏观经济政策从宽松转向中性、提醒投资者关注资产泡沫所带来的风险,在条件成熟时及早加息、对房地产价格的快速上涨表示关注,等等。这些信号应该可以延缓资产泡沫的膨胀,尽管它们不可能阻止泡沫的进一步扩大。
- 5.抓住有利时机积极扩大国内资本市场的广度和深度,疏导过剩流动性从单一的股票和房地产等资产类回流到有真正融资需求的实体经济中,包括加快IPO的步伐、抓紧推出中小板市场、加大企业债券市场的发行力度、开发为中小企业融资的债券品种或其他可能的金融新产品(扩大中小企业的融资渠道,摆脱单一的通过银行贷款的模式)、开发并推出有关房地产投资信托基金(REIT)或其他产品(改变投资者单一的买房投资的形式,从单一的通过房价上涨获利扩大到通过房租、房价等多种渠道获利)等等。通过上述渠道,虽然流动性仍在中国经济体系中,但是防止了流动性过度集中和在股票二级市场和房地产市场以及风险过度集中在银行体系中,使许多流动性通过非银行渠道流入到银行通常不愿触及的实体经济中(如中小企业和高风险的高新技术企业)。这不但会降低资产泡沫和银行坏账的风险,也给渴求资金的非主流企业提供了宝贵的融资机会。
- 6.利用有利时机尽快推动经济和金融体制的改革,加快金融市场的开放,通过允许更多的国外机构在国内发债、鼓励并放松企业对外投资的管制、放松国内机构和对外金融投资的管制、加快人民币国际化的进程(包括国际贸易的人民币结算)等等,多种渠道将国内的过剩流动性输出,缓解国内资产价格膨胀的压力。

总之,我们认为,政府应该果断采取措施,调整宏观经济政策,以防止资产泡沫的过度膨胀。坦率地讲,即便现在采取措施,也已经有些过晚(因为投资和信贷的膨胀已经过快过大)。不过,如果采取果断和得当的措施,我们完全有可能在泡沫膨胀的过程中通过持续、稳定和快速的经济增长,不断拓宽和深化资本市场的开放来逐步化解或纾缓这一泡沫,而且有可能借此机会进一步推动和深化中国经济和金融体制的改革和开放。

总之一句话,我们建议,政府应该果断采取措施,调整宏观经济政策,以防止资产泡沫的过度膨胀。坦率地讲,即便现在采取措施,也已经有些过晚(因为投资和信贷的膨胀已经过快过大)。不过,如果采取果断和得当的措施,我们完全有可能在泡沫膨胀的过程中通过持续、稳定和快速的经济增长,不断拓宽和深化资本市场的开放来逐步化解或纾缓这一泡沫,而且有可能借此机会进一步推动和深化中国经济和金融体制的改革和开放。

总之一句话,我们建议,政府应该果断采取措施,调整宏观经济政策,以防止资产泡沫的过度膨胀。坦率地讲,即便现在采取措施,也已经有些过晚(因为投资和信贷的膨胀已经过快过大)。不过,如果采取果断和得当的措施,我们完全有可能在泡沫膨胀的过程中通过持续、稳定和快速的经济增长,不断拓宽和深化资本市场的开放来逐步化解或纾缓这一泡沫,而且有可能借此机会进一步推动和深化中国经济和金融体制的改革和开放。

采取适当措施防范资产价格上涨过猛

鉴于存货调整已基本结束,刺激政策的效果已明显显现,而且刺激政策的更大影响将会在今年下半年和明年进一步体现,中国经济应该会在接下来的12-18个月里出现强劲增长。我们预计明年的GDP增长率应该在10%或更高。从这个意义上讲,宏观经济政策应该对症下药,不应过度受外需前景暗淡的牵制,而应该果断调整当前过度宽松的财政、货币与投资政策,及早推出一些微

获得通过,这说明重整制度本身就设计了这种制衡机制;第二,中介机构的诚信原则。如果中介机构违背诚信原则,袒护大股东利益,甚至作假,这样做不仅损害了中介机构本身的名誉,甚至要受到监管部门的谴责和处罚。

美国破产法1104条规定对进入重整程序的债务人,一般不指定管理人,而由债务人自己管理经营业务,并制定重整计划。我想也是基于重整制度赋予债权人有权制止债务人损害债权人利益的制衡机制。

此外,在清算组成员中增加当地银监局和证监局派员,前者代表债权人的利益,后者代表出资人的利益,可以对清算组内债务人的实际控制人形成制衡关系,也是可取的措施,在有些重整案例的清算组中就有这样的做法。

还可以换一种方式考虑这个问题,既然清算组是债务人的利益方,那么按照破产法第八十条规定,由债务人自己制定重整计划”,即清算组中债务人的实际控制人,或债务人的控股股东都作为债务人,由债务人负责制定重整计划,而法院指定的管理人只起监督作用。需要研究的是什么人可以担任起监督作用的,我想也是基于重整制度赋予债权人有权制止债务人损害债权人利益的制衡机制。因此,可否来一个置换,仍然由一个清算组当管理人,但这个管理人只起监督作用,其成员可否由证监局、银监局派员,与债权人会议主席组成清算组,对债务人(包括其实际控制人或大股东)制定的重整计划进行监督,必要时,这个清算组可以聘请专业人员帮助其发挥监督作用。

尽快制定上市公司管理人制度的司法解释

□北京中和应泰财务顾问有限公司
许美征

《中华人民共和国企业破产法》以下简称《企业破产法》)第十三条“人民法院裁定受理破产申请的,应当同时指定管理人”,第二十五条“管理人履行下列职责:职责的内容基本上是清盘条件下要履行的。”《企业破产法》的破产程序包括清盘、和解和重整,而重整程序和清算程序所要完成的任务大不相同,前者是管理并处置债务人的财产,后者是通过重整使债务人摆脱债务危机,并恢复生机。所以《企业破产法》第八章“重整”,第七十三条“在重整期间,经债务人申请人民法院批准,债务人可以在管理人监督下自行管理财产和营业事务”,第八十条第一款“债务人自行管理财产和营业事务的,由债务人制作重整计划草案”。这些规定体现了《企业破产法》依据了清算与重整程序所要完成的任务不同,因而对管理人的职责作了区分,在清盘条件下,由管理人接管债务人的全部财产,并处置这些财产;而在重整条件下,经债务人申请,法院批准后,债务人可以在管理人的监督下自行管理财产和营业事务,并负责制定重整计划,管理人只起监督作用。

2007年4月4日公布的《最高人民法院关于审理企业破产案件指定管理人的规定》以下简称《规定》)对清盘条件下的管理人的指定是适合的,但对于重整,尤其是进入重整的债务人是上市公司,按这个规定办是有问题的。

按照《规定》,上市公司申请重整被

受理,要由法院指定管理人,由这个指定的管理人自己完成制定重整计划等职责,(《规定》第二十八条)。这样的规定是脱离上市公司重整的实际。以上市公司华源股份重整为例,华源股份是2008年9月法院受理其重整申请,而早在5月份,华源股份的实际控制人——国务院国资委已委托中国华润集团派出的工作团队主导华源股份的重整,该团队根据证监会以及证监会与司法部的有关规定,聘请了财务顾问和法律顾问,在团队的主持下,进行了大量的协调工作,在此基础上,以财务顾问为主提出了重整的初步方案,法律顾问从法律角度提出修改意见。这是上市公司重整受理前的一般做法,这一做法符合法院的要求,债务人向法院提出重整的可行性报告,以利于法院受理。但是按照《规定》,9月份法院受理重整后,法院要为华源股份指定管理人,这个管理人才开始制定重整计划。那么,这个管理人或者是另起炉灶,重新进行数个月的协调工作,在协调和平衡各利益主体的基础上,再制定重整计划,事实上,按《规定》所列的可担任管理人的中介机构胜任了一系列复杂的协调工作,或者就只能以前一阶段制定的方案为基础写一个重整计划。但重整计划并不是写出来的,是大量协调工作的结果,如果管理人仅仅写个计划,而没有进行艰苦的协调工作,那就没有尽到管理人的职责。

其次,《规定》所列的可担当管理人的中介机构,如会计师事务所、律师事务所、破产清算事务所,从专业、从协调能力等方面都难以胜任上市公司重整所需

要的极其复杂的协调工作。比如,华源股份为制定重整计划所经历的协调工作极其复杂而艰巨,不仅要协调华源股份本身的债权人,还要协调查封和质押集团股份的集团债权人,大股东华源集团的主要解除查封和质押,华源股份重整的主要资源就丧失了,为此,华润的工作团队和财务顾问与集团债权人进行了多次极其艰苦的谈判,直到实际控制人国务院国资委出面请银监会出面协调才得以解决。又如,华源股份由于股本过大,重组成本高,工作团队与财务顾问寻找了近20家重组方,仍然没有人愿意进入,没有重组方进入,华源股份没有持续经营能力,就不可能起死回生。为此,财务顾问经过与有关利益方协调后,决定运用缩股等手段为重组方进入创造条件才得以解决。这些情况表明由一个会计师事务所、律师事务所或破产清算事务所担任管理人负责制定华源股份的重整计划是不可能的,因为重整计划不是写出来的,而是大量协调工作的结果,而这些协调工作,一般的中介机构缺乏与行政机构、包括国家银行总行的沟通所需要的协调能力,也缺乏从事上市公司资产债务重组所需要的专业能力。

《规定》与证监会以及证监会与司法部关于上市公司重组的有关规定发生矛盾。按照证监会以及证监会与司法部规定,上市公司重大重组应由证监会认定的有资格的财务顾问公司担任财务顾问,负责制定重组方案,法律顾问提出法律意见;又在《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》中规定,会计师事务所、律师事务所要从事上市公

司重组的财务顾问业务,必须另行成立符合证监会要求的财务顾问公司,证监会对中介机构的资格管理是保证上市公司重组质量的重要条件。但《规定》所列可担当管理人、从而负责制定重整计划的机构,均没有证监会所规定的从事财务顾问资格,因此《规定》与证监会的有关规定存在矛盾。

2007年10月,最高人民法院与证监会法律部、上市公司监管部联合召开会议,会上讨论了上市公司重整管理人问题,讨论的结论认为,由清算组担任上市公司管理人是合适的。

两年来各地的做法基本上都是在上市公司受理前由主导重组机构为主,吸收有关机构,并根据证监会以及证监会与司法部共同制定的上市公司重组的有关规定聘请财务顾问、法律顾问组成清算组,法院受理后,该清算组转为管理人,这一形式解决了上述种种矛盾。2007年以来,十多例上市公司重整案例,除个别情况外,都是这样做的,效果是好的。

有人认为由政府机构为主导组成的清算组为管理人,存在行政干预,是与经济市场化的改革相违背。我国在经济运行中,至今行政的作用较强有两方面的原因,一是我国的经济体制仍以国有为主,一些行业经济往往也是以国有的代表;另一方面经济运行机制仍带有行政色彩,市场化改革有待深入。正因为存在这样的现状,一个陷入困境的上市公司通过重整获得新生,企图完全摆脱行政的作用是不可能的。比如上述华源股份重整,为了解除大股东华源集团持有的股份的查封和质押,以解决华源