

# 及时“切除”不良债务 多角度挖掘增长潜力

□中国人保资产管理股份有限公司首席经济学家 王家春

2015年欧元区的系统性风险可能进一步升级,日本央行的“零利率”政策和弱势日元还会延续,新兴经济体的系统性风险将会变得更大,因此全球范围内的避险资金将为美国国债和金融市场提供充裕的资金支持。2015年美国利率水平很可能继续在低位徘徊;金融体系自发的力量而非美联储,可能成为美国超低利率延续的主要依托。

在内外诸多因素的共同作用下,“十三五”期间中国经济增长率有可能“再下台阶”,通胀压力基本上可以忽略。从“十三五”开始,中国经济增速有可能下降至5%—6%之间。2015年经济增速或下调至7%附近。由于固定资产投资和GDP增速下滑的压力较大,决策层很有可能多角度进一步挖掘经济增长潜力,并采取结构性的投资与信贷刺激政策。

## 一、全球经济整体风险处于较高水平

欧元区系统性风险的不断积累,日本政府财政对央行印钞依赖度的不断上升,美联储的“低利率倾向”,以及大多数货币对美元的贬值压力,威胁着国际货币与金融体系的稳定。美国经济“进口替代”能力增强,对包括中国在内的出口依赖型经济体来说不是好事。除了美国经济的风险率先“出清”并且显露出进入新一轮增长周期的曙光之外,世界经济的整体风险处于历史较高水平。

### (一)欧元区的系统性风险及其未来演化

2011年底和2012年初,欧洲央行通过两轮大规模的LTRO使欧元区系统性风险在表面上进入了阶段性的缓和期,但欧元区高债国政府财政风险和区内银行体系的风险一直在上升。截至2014年一季度末,希腊、西班牙、意大利、葡萄牙、法国的债务率分别达到174.1%、96.8%、135.6%、132.9%和96.6%,比2013年同期分别上升了135.6、8.5、4.5和13.2个百分点。

逻辑上,只有在债务余额增速低于GDP增速的情况下,债务率才会下降。对于欧元区高债国来说,在可预见的将来这很难成为现实。因为这些国家几乎不可能消除,也很难进一步削减财政赤字,存量债务利息和新的赤字将推动其债务余额继续以较快的速度膨胀,而这些国家的经济几乎不可能进入持续增长状态。

房地产市场和经济持续疲弱导致南欧国家银行体系的不良率上升至危险高位。截至2013年末,希腊、爱尔兰、意大利、西班牙银行业不良率已经分别上升至31.9%、21.4%、16.7%和13.6%。法国银行体系的不良率也达到4.3%。

2014年二季度以来,欧元区的经济形势明显降温;9月份以来,PIIGS债市重新表现出恶化的势头。这意味着,LTRO实际上已经失败。在2011年底和2012年初欧洲央行两次大规模LTRO操作的当周,商业银行分别将获得资金的59%和77%又存回了欧洲央行。自2013年起,商业银行开始大规模提前赎回LTRO,截至2014年9月中旬,欧洲央行资产负债表中的LTRO余额仅为2012年3月峰值的33%。截至2014年9月,欧元区银行信贷余额已连续21个月同比负增长,信贷余额较2011年同期萎缩2.2%。

由于南欧国家银行业资产质量与2011年底相比已大幅度恶化,欧洲央行假如实施新一轮LTRO的话,效果会更差。欧洲央行继续以商业银行体系为中介支撑PIIGS政府债务循环和刺激经济的难度非常大。如果欧洲央行不能及时找到比LTRO更有效的措施,PIIGS政府债务风险与欧元区银行体系的风险有可能形成恶性循环。

2015年欧元区系统性风险有可能显著升级。在这种情况下,我们对欧元区形势最乐观的想象是,区内形势恶化迫使德国等低债国同意欧洲央行采取“日美式QE”,即欧洲央行直接购买PIIGS政府债券和银行体系有毒资产,进而暂时“平息”区内系统性风险。如果由于德国反对等原因导致欧洲央行不能及时采取“日美式QE”,区内经济金融体系有可能陷入严重的动荡,欧元解体的风险也将再度上升。

欧元区高债国政府面临的是长久性的偿付能力困境,需要欧洲央行持续购买其政府债券,但欧洲央行唯一的法定职责是维持物价稳定,欧元制度不容许欧洲央行为成员国政府提供财政融资。欧洲央行直接购买PIIGS政府债券的本质是“以印钞”为PIIGS的高福利体系“埋单”,这不可能被德国为代表的低债国长期接受。这意味着,“日美式QE”在欧元区并不具有长期可持续性;低债国在欧洲央行为PIIGS政府债务循环提供支撑这一问题上所做的任何让步都只是阶段性的;高债国对“自由印钞权”的需求与欧元制度的矛盾在本质上无法调和,欧元最终解体的风险无法排除。

不少人寄希望于通过欧元集团的“财政一体化”乃至“政治一体化”来解决欧元区的矛盾。我们认为,由于低债国与高债国经济和财政体系的基本面相差甚大且存在尖锐的利益矛盾,欧元区财政及政治“一体化”取得突破的希望非常渺茫。

### (二)日元走弱或强化“套利货币”属性

理论上讲,日本政府债务风险居发达国家之首。2013年底,日本政府债务余额与GDP的比例高达243%,扣除金融资产后的净债务余额与GDP的比例也高达134%,在发达国家中是最高的。根据IMF的预测,日本政府融资需求占GDP的比重在2015、2016年仍将高达56%和148%,在包括PIIGS在内的全球发达国家中,这一比例最高。2013年日本财政支出对国债发行的依存度(当年国债发行量/财政支出总额)高达46.3%,高于PIIGS。

日本政府债务风险为发达国家之最,却没有爆发与PIIGS相似的债务危机,其主要原因在于:与PIIGS不同,日本政府债务循环可以得到本国央行无限量、无期限的“鼎力”支撑。近年来,特别是“安倍经济学”实施以后,日本政府债务循环对央行购债的依赖度越来越高。日本政府债务余额中,由央行持有的份额已经从2007年初的7.6%上升至目前20%左右的水平。2013年日本央行共增持政府债券20.7万亿

日元,是同期政府债发行总额的122%。随着日本人口结构“高龄化”的不断加重,其社会保障支出将会相应增加,财政赤字有进一步上升的压力。因此,日债循环对央行购债的依赖程度还会继续加重。

从2010年开始,日本出口增速大幅下滑;从2011年二季度起,日本长期以来的贸易顺差转变为逆差;贸易逆差的形成以及远超欧美的“印钞压力”使日元的强势在2011年底结束。从2012年1月至2014年10月末,日元兑美元贬值31.4%,日元兑欧元贬值29.2%。

美国政府财政的基本面远优于日本;而且从长期趋势看,美国经济存在进入新一轮增长周期的可能性,日本经济很可能持续低迷。基于此,我们判断日元兑美元的弱势格局将在未来较长时间内延续。日本高端产业与美、德等发达国家,中端产业与中、韩等亚洲新兴经济体分别存在竞争关系。因此,弱势日元必然对世界经济产生广泛的冲击,尤其是可能加剧亚洲出口导向型经济体竞争性货币贬值的压力,给中国、韩国经济带来更大的降温压力,并在某种程度上制约美国经济形势的进一步改善。

长期以来,“低成本”日元是国际金融市场一种重要的套利工具,日元汇率走弱可能会强化日元“套利货币”的属性,从而加剧全球金融体系的不确定性。

### (三)美联储“低利率倾向”仍将延续

2007年次贷危机爆发后,美国金融体系的系统性风险进入释放过程。“雷曼兄弟”破产后,美联储和美国政府对金融体系采取了较有力的拯救措施,使系统性风险较快地“出清”。截至2013年底,美国银行业不良率约为3.2%,低于同期全球4%的平均值,更远低于PIIGS国家的水平。同时,美国家庭债务支出占其可支配收入的比重目前在15.3%附近,不仅远低于2007年底的18.1%的峰值,也低于16.5%的历史平均水平。

从显性库存和隐性库存两方面看,美国楼市的库存量已回落至“次贷危机”的水平。目前美国住宅租金收益率约为6%,相对于美国10年期国债有3.4个百分点的正差,处于历史较高水平。这意味着,除非美国债市收益率大幅上行,否则,美国住宅市场将具备较强的稳定性以及进一步上行的可能性。

目前,美国政府债务占GDP的比重约为112%,不仅远低于日本,也低于PIIGS中的希腊、葡萄牙、爱尔兰和意大利,仅比西班牙略高。同时,与欧洲央行相比,美联储在为政府债务循环提供直接支持上不存在任何障碍。美国的宏观税负也是发达国家中相对较轻的。根据IMF的数据,2013年美国财政收入占GDP的比重为30.86%,低于G7国家36.6%的均值,更低于欧盟45.5%的均值。

根据美国波士顿咨询公司(BCG)的一项调查,目前全球制造业综合成本最低的经济体依次为印度尼西亚、印度、墨西哥、泰国、中国大陆以及中国台湾,紧随其后的就是美国。美国制造业综合成本已经是发达经济体中最低的,比综合制造业成本最高的澳大利亚、瑞士、法国等低20%至30%,也低于巴西等许多新兴经济体。同时,第四次产业革命实际上已揭开了序幕,美国有望依托其在人工智能技术、新能源技术、信息技术和企业创新能力方面的优势成为这场革命的“领头羊”。因此,从长远角度看美国实现“制造业复兴”且其经济进入新一轮强劲增长周期的可能性不能排除。

但是,就2015年而言,美国经济强劲增长的可能性不高。在过去几年中,“页岩气与页岩油革命”为美国经济复苏提供了一些动力,但从全球石油天然气行业长远的供求格局看,未来该动力可能会减弱。到目前为止,美国“制造业复兴”依然是想象多于证据。2014年初至2014年10月末,美元指数已经上涨了8.35%;2015年美元对于多数货币的汇率可能会继续坚挺,这将在某种程度上制约美国贸易逆差的进一步收窄。

截至2014年9月,美国政府债务率已经上升至112%,比2013年同期上升3个百分点,远超90%的“高危警戒线”。美国政府和美联储显然都希望控制该比率的上行速度乃至绝对水平。2012年以来,美国政府债务余额维持3.5%—4.5%的同比增速。根据美国国会预算办公室的预测,美国的赤字率从2016年起又将进入新一轮上升周期。这意味着,未来美国政府债务余额的膨胀速度可能不会下降,甚至存在加速的可能;美国债务率的控制将依赖于美国经济进入强劲增长的轨道。因此,我们判断,在美国经济进入又一轮强劲增长周期前,美联储的“低利率倾向”仍将延续。

2015年欧元区的系统性风险可能进一步升级,日本央行的“零利率”政策和弱势日元还会延续,新兴经济体的系统性风险将会变得更大,因此全球范围内的避险资金将为美国国债和金融市场提供充裕的资金支持。2015年美国利率水平很可能继续在低位徘徊;金融体系自发的力量而非美联储,可能成为美国超低利率延续的主要依托。

再把目光转到国内经济方面。中国房地产市场泡沫严重,长远的供过于求格局实际上已经形成,2014—2015年可能是该市场长周期调整的开端,若人为地对“量价”进行刺激,长期角度看将无效也无意。

从房价收入比、房租收入比、租金收益率等指标看,2013年很可能是中国住宅市场一个“狂热的顶部”。以官方公布的居民人均可支配收入和相关中介机构发布的二手房成交价为基础来计算(户均面积假设为100平方米),2013年北京和上海的“房价收入比”为28.6和28.5倍,比1990年的东京(19倍,户均面积同上)、1997年的香港(15倍,户均面积同上)都高出很多。

在租金收益率方面,2013年北京和上海的住宅租金收益率分别在2.6%和2.7%附近。一套全新住宅最低限度的年折旧率为1.5%左右,将其扣除后,两个城市住宅租金净收益率都只略高于1%,相当于股市上大约90倍的市盈率。

目前,北京四环、五环之间,100平方米左右的住宅的年租金大致在6万至7.5万之间,按官方统计数据计算的北京三口之家2013年的平均可支配收入为12.1万元,租金占家庭可支配收入的比重高达50%至62%,严重超出普通家庭的承受能力。

从供求关系看,中国城镇化住房长期供过于求的格局实际上已经形成。根据我们的估算,到2014年末,中国的城镇住宅总面积大

在内外诸多因素的共同作用下,“十三五”期间中国经济增长率有可能“再下台阶”,通胀压力基本上可以忽略。2015年中国政府期望的经济增速或许在7%附近,并会为此继续采取“逆经济风向”的宏观调控政策。

尽管中国工业部门在诸多前沿与关键技术领域相对落后,但就其整体而言,产能过剩是问题的主要方面。钢铁、水泥、采煤、风电设备、多晶硅等大量的新老行业普遍存在三至五成的产能过剩。

相关数据显示,中国煤炭、钢铁、电解铝、平板玻璃、水泥、船舶的产量占全球的比重在40%—60%之间,鞋类、化纤、家电产量占全球的比重高达65%—85%,严重超出国内自然资源、劳动力资源和生态环境的长期承载能力。中国工业体系正确的发展导向应当是:一方面,努力争取在前沿与关键技术领域取得突破;另一方面,通过向境外转移及淘汰过剩产能消除“虚胖”。

工业体系严重“虚胖”和房地产市场长期供过于求,意味着中国经济在朱格拉周期(资本支出周期)和库兹涅茨周期(房地产周期)两个层面很有可能形成下行压力叠加。在此逻辑下,目前16%左右的固定资产投资增速很难维持,两年之后可能回落至一位数。

关于出口对中国经济的拉动力,我们认为,在长远视角下提升的难度很大,最乐观的想象是保持基本稳定。

首先,中国制造业的国际竞争力有下降的压力。充裕而廉价的主要劳动力资源是中国成为“世界工厂”的重要依托,但“计划生育政策”尤其是“独生子女”政策所形成的极其特殊的人口年龄结构,已使中国青

当前国内隐蔽的债务风险已经十分严重,对此进行“被动维稳”在本质上只是以推升未来风险为代价,推迟风险的爆发。该问题的最终解决需要采取“以风险切除为导向的一揽子非常规手段”,但2015年央行货币政策导向很可能只是压低利率和“被动维稳”。在未来三年的视角下,中国无风险利率水平有下台阶压力,而信用利差的实质性、全面下降则要等到政府和央行对不良债务实行“切除手术”以后。

不妨把过剩产能对应的债务定义为不良债务。按此定义,可以粗略匡算当前的不良债务总额。粗略统计,2009年至2013年,不含房地产开发投资的固定资产投资完成额高达123万亿元,到2014年末,该数字可能会变成160万亿元。从这一“轮”“投资潮”的背景和动因来看,其中很可能有相当高的比例投在了产能过剩行业。保守估计,这个比例不会低于1/3。按此匡算(保守地假设这些固废项目平均负债率为70%),到2014年末不良债务将不低于37万亿元,占G2的比重不低于29%,占银行和信托业资产总额的比重不低于21%。规模如此庞大的不良债务之所以没有充分显露,是因为几年来银行、信托等机构共同支持的“借新还旧”使风险暴露被人为地抑制和推迟。

换一个角度看,中国的宏观负债率(私人 and 政府债务总额与国内生产总值的比率)也高得惊人。根据渣打银行的估算,中国的宏观负债率已由2008年末的147%上升至2013年末的217%,比绝大多数发展中国家的宏观负债率都要高,接近意大利、法国等欧

## 二、国内房地产供过于求格局已经形成

约为324亿平方米。按高收入国家人均35平方米的居住面积计算,324亿平方米足够9.2亿城镇人口居住,而2013年城镇常住人口数量仅为7.3亿。

《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》提出的目标是到2020年常住人口城镇化率要达到60%左右。根据这一目标,假设人口自然增长率维持在2013年0.49%的水平,到2020年城镇常住人口将达到8.4亿,这一数字也小于上文提到的9.2亿。

从中国的人口结构看,作为“刚需”基础的适婚年龄女性人口数量从2013年开始进入下降过程,未来15年将减少约5000万人。35—45岁男性人口数量是“改善型住房需求”的基础,这部分人口的长周期峰值在2008年前后就已出现。

中国房地产市场之所以形成严重泡沫,从一个角度看,是地方政府在“土地财政”模式下,人为推高土地使用权价格。从另一个角度看,是由于存在广泛而严重的“房产囤积”和“需求透支”。中高收入居民、腐败官员和房地产开发商,都在不同程度上参与“房产囤积潮”。大量的房产囤积造成前几年住宅“供不应求”的假象,促使普通百姓加入抢购的行列,进而造成广泛的“需求透支”。中高收入阶层超前购置“养老房”,以及普通家庭超前购置“子女房”等现象在前几年广泛存在。

过度的“住宅囤积”和“需求透支”对住

## 三、经济增长率可能“再下台阶”

壮年劳动力数量进入快速减少过程(2014—2020年,中国18—50岁的青壮年人口每年将减少700—1000万,合计减少近7000万),这将在某种程度上削弱中国制造业的国际竞争力。以更长远的眼光看,中国工业体系在第四次产业革命中的劣势难以扭转。在“机器人”可以在越来越高的程度上替代人而充当劳动力的趋势下,包括中国在内的所有的以“廉价人工”为依托参与国际分工与国际竞争的经济体,都将在某种程度上陷入被动。

其次,外需形势的演化方向对中国不利。发达国家人口老龄化程度的上升以及“高龄化”趋势,将对其居民消费结构产生深远影响,而中国现存的产业体系在“满足老年人需求”方面显然能力不足。资源出口型经济体与中国经济之间在很大程度上是“资源换取工业制成品”的贸易关系。由于石油、铁矿石等资源品长期供求关系趋于宽松,价格可能难以脱离低位,资源出口型经济体的经济基本面正走向负面演化,中国对此类经济体的出口将相应承压。

汇率体系对中国出口带来的压力也尚未充分显现。一方面,日元对美元的汇率可能继续呈现弱势,这使得韩国、台湾等亚洲出口导向型经济体竞争性货币贬值的压力在上升。另一方面,在“人民币国际化”的目标之下,中国货币当局不会轻易改变其“强势人民币”倾向。这意味着,在人民币针对日元、韩元等亚洲货币竞争性贬值之前,中国外贸出口可能会在某种程度上受到周边某些经济体的挤压。我们初步判断,2015—2016年,可能出现人民币对美元显著转弱的转折 points。

关于国内消费需求,较乐观的想象是

## 四、及时“切除”不良债务

洲高债国的水平。其他机构关于中国宏观负债率的估算结果也普遍高于200%。我们粗略估算,2015年全社会利息支出总额将为7.79万亿元,该数值与2014年末M1、M2余额的比率分别为21%和6%,与当年名义GDP的比率将在11.5%附近。

由此可见,即使不考虑债务本金的滚动,仅利息支出对经济体系来说就是难以承受的,它必然给央行货币政策带来较大的被动放松压力。一旦货币政策不够宽松,债务风险就很容易进入爆发过程。

不良债务之“根”是过剩产能。在房地产市场持续“变冷”的趋势下,过剩产能的规模存在进一步扩大的压力。同时,利息负担使不良债务本身具有“指数化”的膨胀机理。因此,在“被动维稳”的货币政策之下,不良债务规模将会越来越大,货币政策也将一直被“绑架”。

过剩产能和隐蔽债务风险是密切联系的两大“肿瘤”,及时实施“切除手术”才是理性的选择。具体而言,应以政府设立的专门机构或央行本身作为承载主体,将不良债务“切除”到金融体系之外;在此前提下,关闭“永久性过剩产能”,并将与之对应的不良债权全部核销。对“阶段性过剩产能”所对应的阶段性不良债权,则采取大幅度展期、大幅度减息乃至债转股等措施,待其转变为“正常产能”后,再将相关债权或股权售出。

在“不良债务肿瘤”切除之后,金融体系随即实现彻底的风险出清,不良债务还本付息所形成的融资需求将不复存在,利率水平会自发地向合理水平回落,央行“被动维

宅市场来说是一把“双刃剑”。它们既是助推住宅泡沫膨胀的重要力量,也是泡沫内在的“毁灭因子”。目前,对于不动产统一登记和房产税的普遍预期,已促使住宅市场由“净囤积”向“净抛售”过程转换。由此带来的供给“突增”,以及过度透支后的需求萎缩,将给住宅市场带来长久的调整压力。在价格调整与囤积房抛售之间的“正反馈”机制进一步确立后,该市场的降温压力会进一步加大。

2014年前10月,中国住宅市场出现显著的降温。我们认为,这很可能不是一次短期波动,而是长周期调整的开端或前兆。对于房地产市场2014年以来已出现的降温,央行和地方政府采取了放松限购限贷、税费优惠等逆向应对措施。这些措施或许能在中期角度产生某种程度的“对冲”效应,但很难扭转住宅市场的长期调整趋势。假如政府采取的“逆向应对”措施促使房地产市场在2015年“企稳”乃至反弹,那么从2016年开始,该市场将面临更大的“量价齐缩”的压力。

我们认为,房地产政策的正确导向应该是在中央政府的统一部署下,各城市通过房产登记制度的实施和房产普查,摸清当地住宅总量与结构,尤其是弄清非自住与空置房的数量,在此基础上,结合对当地人口变化趋势的预测,就当地房地产开发制定合理的长期规划;供过于求格局实际上已经形成的城市,应严格控制新屋开工量,避免过剩程度进一步加重。

其未来几年的增速维持过去几年的平均水平,因为此类需求具有较高的稳定性,除非普通百姓的收入水平与收入预期发生较大的变化。较严重的贫富差距是中国消费需求增长的重要制约因素,通过工资制度、户籍制度和社会保障制度的改革大幅度显著提高普通居民的收入水平和消费倾向,尽管存在抽象的可能性,但需要比较长的时间来实现。

基于上述,我们初步判断,从“十三五”开始,中国经济有“再下台阶”的压力,增速有可能下降至5%—6%之间。2015年政府对经济增速的期望值可能下调至7%附近。由于固定资产投资和GDP增速下滑的压力较大,政府很有可能多角度进一步挖掘经济增长潜力,并采取结构性的投资与信贷刺激政策以及“被动维稳”的货币政策。

在产能过剩的行业之外,中国仍存在一些可继续挖掘的增长动力。比如,大力推进可融合于城市经济体系的原农村人口的市民化进程,从而提高其消费能力;以全面改善国民生存环境为目标,在空气、江河、沙漠、海域的治理以及水利设施修缮与建设等方面加大政府投入等。这些潜在增长点挖掘只能在一定程度上减轻经济增速下滑的幅度,不足以使经济增速继续维持在7%以上。

“两大经济周期”的下行压力叠加将给中国工业体系产能过剩程度带来一个较长的上升过程。过剩产能的最终消除则遥不可期;同时,全球石油、铁矿石、煤炭等资源品未来的供求关系将较为宽松。在此背景下,扣除极端天气可能给部分农产品价格带来的阶段性波动,通胀压力变化的基本方向是大幅度减弱。长期视角下,通胀率很有可能

在低位徘徊。

“稳增长”的压力也随之消除。从历史经验看,对不良债务采取“切除手术”,一般都是在风险全面爆发而且各种常规措施已被用尽之后。2014年下半年以来,政府和央行很清晰的政策导向是降低金融市场的利率水平、维持金融体系稳定并减缓经济降温压力,为此央行尝试通过下调回购利率、定向信贷刺激、PSL、SLF以及鼓励商业银行信贷资产证券化等措施来实现其目标。我们判断,2015年央行很可能继续沿用现有的货币政策工具体系,并加大这些工

具的使用力度。我们判断,未来三年内,中国无风险利率水平有进一步下降的压力。一是,从国际经验来看,经济增速下台阶过程一般伴随着无风险利率水平的显著下降。二是,在宏观负债率水平和隐性不良债务比例过高的情况下,如果利率水平不够低,企业和整体经济体系将难以承受过高的利息负担;为了缓解债务循环压力,央行将不得不采取各种手段推动利率水平下移。三是,通胀压力的进一步回落,将为央行实施低利率导向的货币政策提供有利条件。

在未来三年的视角下,相对于无风险利率而言,中国信用利差的下行可能会显著滞后,信用利差出现实质性、全面下行可能要等到政府和央行对不良债务实行“切除手术”以后。在宏观负债率和不良债务比例过高的情况下,央行推动低等级信用利率下降的难度远超过其推动无风险利率和高等级信用利差下行的难度。(尹睿哲、陈业、谢一飞对本文亦有贡献)