

债转股改革是金融改革突破口

□人民日报国家发展与战略研究院研究员 张杰

近来，有关中国将允许商业银行在处置不良资产时实施债转股改革的传闻，受到了社会各界广泛的关注。然而，针对可能实施的银行机构债转股改革，究竟会给中国的金融风险控制以及实体经济发展等关键问题带来什么影响，学者们存在大量的不同意见甚至不乏质疑。这些担心并非没有道理，一定程度上反映了中国当下在推进债转股改革过程中可能面临的种种问题与挑战。

然而，我们不可狭隘看待银行债转股改革可能带来的问题和风险，而要从更为广阔以及长远的视角，来看待债转股改革对构建与中国实体经济可持续发展相适宜的金融体系，以及对重塑经济增长动力、跨越中等收入陷阱可能具有的独特价值。

第一，针对银行机构的债转股改革，是加快推进国有企业改革，落实混合制改革战略任务的重要抓手。当前，国有企业面临更为突出的一个发展困局就是高负债高杠杆率。在制造业中，国有企业的负债率杠杆率不仅要远高于民营企业，而且与后者相反，近年来其负债率杠杆率还处于逐步上升的通道之中。国有企业部门面临的高负债率高杠杆率，既对其正常的运行乃至可持续发展能力造成了非常突出的负面效应，也对正在推进的国有企业混合制改革带来极大阻碍。因此，就国有企业部门的高负债率高杠杆率这个症结对症下药，不仅仅是重新塑造国有企业正常经营机制、理顺国有企业适应市场竞争环境的核心举措，也为后续推进的混合所有制改革提供了一个重要的改革抓手。

第二，针对银行机构的债转股改革，是贯彻和落实当前中央部署的供给侧结构性改革和去产能战略的重要举措。客观来看，导致中国以制造业为主的实体经济面临持续通缩压力的核心因素、困扰中国当前经济结构调整内生能力和经济增长新动力机制加速形成的重要阻碍，都指向制造业以及某些重点行业存在的产能过剩。制造业部门的产能过剩，不仅抑制了企业的正常盈利能力，也阻滞了企业以提升产品质量和劳动生产率为主的投资动力，更为严重的是，会扰乱和削弱制造业精益制造能力体系的构建和自主创新能力的提升。在这些压力和挑战之下，中央部署的供给侧结构性改革，就是要针对实体经济部门当下所发生的这些症结和困局精准发力，通过主动去产能策略，来化解和消除阻碍实体经济部门转型升级的核心因素。

如何寻找与国情和发展阶段相适应的，能够切实解决产能过剩问题的银行不良资产以及银行风险的改革途径，是事关当前中央部署的供给侧结构性改革和去产能战略能否有效贯彻和落实的重要举措。依据中国当前经济发



展阶段的各项现实约束条件，我们认为，通过推进银行机构的债转股改革，应该是与中国当前经济发展的阶段特征、实体经济的现实需求以及金融体系的既有结构特征相适宜、符合国情的改革举措。

第三，推进银行机构的债转股改革，是逐步缓解中国当前实体经济的高负债高杠杆困局，逐步化解中国局部性乃至系统性金融风险的重要手段。如果仅仅将银行机构的债转股改革，停留在是否可以完美解决去产能所引发的银行不良贷款的讨论与争执方面，这种简单的争论和狭隘的思维，可能低估了中国推进银行机构的债转股改革，对解决中国实体经济的发展困局

以及防范和化解局部性金融风险乃至系统性金融风险，所具有的重要价值以及可行路径的探索意义。

制造业部门长期存在的高负债高杠杆率，一方面，会造成银行不良贷款率的累积和银行风险的放大，导致银行通过自身业务创新来应对和匹配中国实体经济转型升级的融资需求的难度加大；另一方面，会使得中国实体经济部门引发的金融风险都集中于银行机构内部，导致银行体系的脆弱性，容易使得银行体系风险成为引发中国局部性和系统性金融风险的导火索。在这种特定的情景之下，要维持中国实体经济的可持续发展能力，就必须通过推进以间接

融资为主转向直接融资渠道为主的银行业务创新以及金融体系的改革突破，打破中国制造业企业由于高负债高杠杆率所造成的发展困局，从而通过金融体系自身的全面改革和创新，来逐步消除和化解由银行体系风险引发的局部性乃至系统性金融风险的土壤基础。

第四，实施银行机构的债转股改革，是构建与中国经济发展阶段水平相适宜的金融体系的逻辑起点，也是开启中国金融大改革的突破口。中国当前在推进制造业为主的实体经济的转型升级和落实创新驱动发展战略过程中，所遇到的突出难题是，以银行为主导的金融机构偏向于自身利益诉求和风险管理能力的短期化贷款行为，严重脱离了以产品质量提升、资本替代劳动型劳动生产率提升、精益制造体系构造以及自主创新能力提高等为主的制造业企业投资活动，对金融体系的长期化外部融资需求。换而言之，就是中国银行机构的贷款行为和实体经济的外部融资现实需求之间，存在了突出的贷款期限结构错配现象。因此，客观来看，中国现阶段以银行机构为主导的金融体系已经不适宜中国实体经济的转型升级的内在需求。

对于中国当前的金融改革而言，既符合经济发展阶段和金融体系既有基础，也符合中国以制造业立国的战略目标。应该着眼于破除银行机构的短期化贷款倾向和实体经济转型升级所需长期贷款之间的严重不匹配现象，将改革核心落在构建与制造业转型升级和长期甚至超长期贷款需求相兼容的金融体系，最终创造出与中国制造业产品质量提升、资本替代劳动型劳动生产率提升、精益制造体系构造以及自主创新能力提高等为主的高质量投资活动内在需求相匹配的、以银行机构为主的金融体系格局。因此，针对银行机构实施的债转股改革，应允许和鼓励银行体系的混业经营改革，乃至取消禁止商业银行不能投资非银行业、不能直接持有企业股票的现行规定，这是打破金融体系和实体经济不兼容困局的关键突破口。

中国不能再一味盲目追随发达国家金融市场化、金融自由化导向的金融体制改革老路。按照我们的理解，当前即将推进的针对银行机构的债转股改革，正是破除当前银行体系和实体经济之间贷款期限结构严重错配矛盾的关节点，是开启中国金融大改革的突破口。因此，我们没有必要、也没有理由因为惧怕债转股改革过程中可能发生的问题和挑战，而否认这一改革对中国跨越“中等收入陷阱”、重塑新经济增长动力的独特价值。而是要善于思考和解决债转股改革进程中出现的种种问题和挑战，构建真正与中国经济发展阶段相适宜的、具有中国优势的新型金融体系。

经济增速下降 并未大幅推高失业率

□复旦大学中国经济研究中心主任 张军

尽管中国经济这些年在不断减速，但国家统计局联合人力资源和社会保障部定期公布的城镇登记失业率并没有实质性的变化，总是维持在4.1%左右。这让很多关注和试图理解中国经济的人士感到困惑，难道数字会说谎吗？

当然不是这么回事，事情也不会这么简单。国家统计局的调查失业率是基于那些在城市拥有户籍并向政府部门登记并领取救济金的失业人口为依据的，但与发达国家不同，因为失业保障和就业指导体系不健全，中国有太多的人并没有向政府部门登记失业和寻求再就业的激励，所以这个登记失业率虽然是客观的，但却是失真的。正是这个缺陷敦促了政府在2005年决定开展城镇失业调查以获得更准确的数据。

缺乏足够完整的数据的确是大问题。由于很多数据并不是公开和免费的，不同的人以不同的渠道可能获得不同年份和不同省份的数据。这对于研究者来说的确实是一个既痛苦又无奈的事。笔者的研究团队去年有幸获得了UHS数据库中4个省份在2005—2012年的数据，还有另外3个省份在2005—2009年的数据。另外还获得了以上7个省份中的4个省在2010—2012年的月度数据。尽管样本相当少，但仅有的这些省份颇具代表性，因为它们正好涵盖了沿海、内地以及东北地区。通过对这些数据进行适当的调整和处理，可以对以上城市的失业状况做出测算并由此推算全国的真实失业率。

如果不考虑那些已经退休但又找到工作的人群，测算结果显示，2005—2012年中国城市失业率总体上呈现下降的趋势，从2005年的10.7%逐渐下降至2012年的7%左右，年平均的失业率为8.5%左右。有意思的是，虽然看到在2007年这一年的失业率突然变得更低，但2008年以后失业率总体上依然延续了之前的下降趋势，而期间受全球金融危机的影响，GDP增长率的下降趋势已变得明显。这期间，官方公布的城镇登记失业率还是相当稳定的。不过，在横截面上，笔者的数据与官方的登记失业率数据之间存在着正向关系，而且统计上显著。这意味着，在截面分析中，登记失业率数据或许可以作为真实失业率的代理变量，以此而已。

为什么失业率伴随经济增长下行而下降呢？经济学家往往回想到这是否因为劳动参与率的下降导致了失业率的下降，但是根据UHS的数据计算发现，劳动参与率在这段时间反而是稍有上升的，并且从家庭的调查数据中还发现，因从事家务劳动或者未知原因退出劳动力市场的比例是微弱下降的。

看来在经济增长下降的同时，就业的增长在加快，这是很有意思的现象。那么，就业机会的净增长来自何处？UHS为我们提供了失业人群再就业的去向信息以及失业持续时间长短信息。依据这些信息，可以知道什么样的人以及失业前在什么行业和什么地区的人一旦失业，会持续多少时间才能重新就业。也可以了解哪些行业或部门创造了多大比例的就业机会，同样也可以知道在这个期间哪些岗位在减少。

笔者发现，在2005—2012年，尽管服务业的就业增长保持了持续的趋势，但是第二产业和国有部门释放了更多的失业人群，尤其是2009年以后。实际上，制造业和国有企业部门失业人群的平均失业持续期，要比服务业和非国有企业的失业人员更长。因此，如果不是第二产业和国有部门释放了更多的失业人群，失业率势必要上升。

2008年为应对全球金融危机，政府采取了大规模刺激计划，大量投资流向了基础设施和房地产建设领域，这使得2008年以后第二产业（尤其是制造业和建筑业）仍能维持增长，而建筑业显然吸纳了大量低技能的劳动力。事实上，一旦按照个人特征分解那些被定义成失业状态的人群，的确发现总体失业率水平的下降主要是由低教育人群失业率的下降导致的。

不仅如此，基础设施和房地产被刺激的繁荣还带动了包括钢铁、水泥、玻璃等以国有企业为主导的相关重化行业的扩张，使得从2005年以后国有部门的就业增长率得以不断加快。计算显示，2009年以后，国有部门的就业增长率由负值转为正值，这大概印证了经济学家关于“国进民退”的猜测。

在笔者观察到的时间里，真实失业率尽管远高于官方的登记失业率，但GDP增长下降的趋势至少到目前为止并没有大幅度推高失业率水平。这一方面是因为服务业的就业保持了持续增长势头，但更重要的是，国有企业和以基建为主的制造业（包括建筑业）释放了很少的失业人口。

因此，当GDP的增长不能带来更多的就业时，政府就需要极力在政策上维持就业的优先，即使这样做会延缓那些核心的结构改革。反过来说，一旦要维持这样的就业稳定，要扭转经济增长的下行趋势也就变得困难。（本文版权属于Project Syndicate）

货币政策应兼顾稳增长和防风险

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

2015年底中央经济工作会议召开以来，为防止“去产能”、“去杠杆”给经济增长、金融稳定造成冲击，我国对房地产和基建的扶持力度明显加大。一季度经济能够实现“开门红”，楼市和基建的托底居功至伟。但是，一季度金融数据

显示，楼市和政府“加杠杆”，即“楼市+信贷”和“基建+债务”等传统动力恢复，启动金融加速器、发挥投资强引擎作用，才是经济回升的真正逻辑。

如何寻找与国情和发展阶段相适应的，能够切实解决产能过剩问题的银行不良资产以及银行风险的改革途径，是事关当前中央部署的供给侧结构性改革和去产能战略能否有效贯彻和落实的重要举措。依据中国当前经济发

放：2015年和2016年地方政府将分别置换3.2万亿和5万亿的债务，债务从存续期为2.5年、利率7%的贷款置换为存续期4.4年、利率2.35%-4.3%的债券；此外，2015年40号文发布后，城投债从控制转向放量，今年1季度，城投债比2015年1季度增长200%以上，3月地方债发行达到了7887亿元的历史最高水平。

货币政策应在“兼顾稳增长”和“防风险”上再平衡。

首先，金融扶持楼市和基建，短期内对上下游需求拉动较快，比如近期大宗商品告別低迷。但是，过剩行业、制造业整体依靠增量债务维持，实体投资回报率下降，民间投资积极性降低。2015年，全国新增社会融资15.4万亿，国企新增负债超过12万亿，意味着2/3的资金流向国企及平台。然而，国企2015年仅实现利润1.09万亿，同比下降21.9%；今年1—2月，国企负债总额增长17.9%，所有者权益仅增11.2%。盈利改善跟不上债务增长，实体投资回报率下降，民间投资积极性下降。今年一季度，民间投资增速（5.7%）仅为全社会投资增速（10.7%）的一半。

一季度，全国新增贷款4.61万亿元，创历史新高，近1/3（1.5万亿元）投向了房地产；新增贷款比去年一季度多增9300亿，其中近一半（46.3%）投向了住房按揭领域；一季度个人购房贷款余额增加1万亿元，而2015年全年新增个人购房贷款仅2.66万亿元。这意味着，“楼市+贷款”的金融加速器再次启动，这或许是大宗商品“周期归来”、固定资产投资回升的重要动力。

存贷比取消、房贷首付比例下调，促成货币乘数放大，银行放贷能力扩展，这是新增贷款创历史新高 的主因。同时，地方政府杠杆空间全面释

放：2015年和2016年地方政府将分别置换3.2万亿和5万亿的债务，债务从存续期为2.5年、利率7%的贷款置换为存续期4.4年、利率2.35%-4.3%的债券；此外，2015年40号文发布后，城投债从控制转向放量，今年1季度，城投债比2015年1季度增长200%以上，3月地方债发行达到了7887亿元的历史最高水平。

货币政策应在“兼顾稳增长”和“防风险”上再平衡。

首先，金融扶持楼市和基建，短期内对上下游需求拉动较快，比如近期大宗商品告別低迷。但是，过剩行业、制造业整体依靠增量债务维持，实体投资回报率下降，民间投资积极性降低。2015年，全国新增社会融资15.4万亿，国企新增负债超过12万亿，意味着2/3的资金流向国企及平台。然而，国企2015年仅实现利润1.09万亿，同比下降21.9%；今年1—2月，国企负债总额增长17.9%，所有者权益仅增11.2%。盈利改善跟不上债务增长，实体投资回报率下降，民间投资积极性下降。今年一季度，民间投资增速（5.7%）仅为全社会投资增速（10.7%）的一半。

因此，今年2月份，当日本开始实行负利率后，无论是国外投资者还是国内投资者，均使用融资成本较低的日元进行跨国资产投资。如果全球资本市场异动，这种低成本的日元就会导致相关市场强烈的避险特征出现。其作用机理大致为：自今年2月份开始，日本央行超储率为-0.1%，日元开始小幅贬值，投资者借日元投资美国国债，但当美国加息预期不再，美元指数低位徘徊时，避险情绪导致美国国债收益率下跌，低成本的日元与美国国债市场的套利空间

消失殆尽。在以美元指数低位徘徊为表征的全球经济宽松预期渐浓时，资本回流日本，美元换回日元，日元被动升值，这就是市场通常所说的日元“被避险”。而日元升值又会对出口敏感的实体经济造成悲观预期，令日本股市在全球风险偏好整体下降中雪上加霜，这一点从日本股市相较于美国股市波动较大可以看出。为了规避资本市场的波动，大量换汇的日元抢购日本国债，又会造成日元的进一步升值，从而对日本股市造成进一步的打击。

日元作为较欧元、瑞郎更加特殊的避险货币，自今年2月份负利率实施以来的市场效果恰恰是安倍政府所不愿意看到的。安倍政府的负利率正在陷入进退维谷的局面，即如果进一步降低利率水平，市场认为，日本央行认为实体经济会进一步变差所采取的降息行为会令市场更加恐慌，日元作为避险货币进一步升值。而如果维持不宽松政策，市场预期日元贬值空间殆尽，

进一步挤压实体利润，也不利于破解“内需之困”。

最后，宏观债务率继续上升。由上所述，不管是楼市或基建发力，加杠杆或新增债务是背后动力，这导致宏观债务率（非金融企业债务/GDP）继续攀升。根据瑞银证券统计，2015年，我国非金融部门负债总额（175万亿元）占GDP比重接近260%，远高于大多数新兴市场经济体。按照M2今年13%的目标，宏观债务率将继续上升。但同时，若实体资产形成跟不上信贷投入，GDP增长和债务存续不得不依靠更多信贷投入，中期内的金融风险预期将会明显上升。

近日，央行研究局首席经济学家马骏表示，未来货币政策除了要继续支持稳增长，也要注意防范宏观风险，尤其要避免企业杠杆率过快上升，还要考虑货币信贷增长对物价走势和房价的影响。据悉，近期央行窗口指导，要求商业银行压缩信贷至月初计划的70%。因此，随着经济企稳，加上通胀回升、货币宽松助长楼市炒作和“脱实向虚”，在“稳增长”和“防风险”的平衡上，货币政策开始转向后者。

因此，当GDP的增长不能带来更多的就业时，政府就需要极力在政策上维持就业的优先，即使这样做会延缓那些核心的结构改革。反过来说，一旦要维持这样的就业稳定，要扭转经济增长的下行趋势也就变得困难。（本文版权属于Project Syndicate）

不仅如此，基础设施和房地产被刺激的繁荣还带动了包括钢铁、水泥、玻璃等以国有企业为主导的相关重化行业的扩张，使得从2005年以后国有部门的就业增长率得以不断加快。计算显示，2009年以后，国有部门的就业增长率由负值转为正值，这大概印证了经济学家关于“国进民退”的猜测。

在笔者观察到的时间里，真实失业率尽管远高于官方的登记失业率，但GDP增长下降的趋势至少到目前为止并没有大幅度推高失业率水平。这一方面是因为服务业的就业保持了持续增长势头，但更重要的是，国有企业和以基建为主的制造业（包括建筑业）释放了很少的失业人口。

因此，当GDP的增长不能带来更多的就业时，政府就需要极力在政策上维持就业的优先，即使这样做会延缓那些核心的结构改革。反过来说，一旦要维持这样的就业稳定，要扭转经济增长的下行趋势也就变得困难。（本文版权属于Project Syndicate）

日元负利率进退两难

□国开证券有限责任公司 王鹏

为什么在油价暴跌之后，日本资本市场相对于美欧的资本市场反映更为强烈？美元的低位徘徊为什么会今日元升值压力上升和日本股市波动巨大？日元升值幅度以及股市的剧烈波动不得不引起我们的关注，因为它的变化将影响到全球资本市场变动以及全球货币政策的连锁反应。为什么日元的变化如此重要？因为它是避险货币。而从避险货币的内涵上看，需要具备两个特征：一个是稳定的主权、发达的外汇和债券市场以及货币的自由流动，二是极低成本的利率水平所体现出的融资性货币特征。

与欧元相比，日元的优势在于，其一，欧元的财政政策不统一以及主权债务危机是无法与日本比拟的，其二，后实行负利率的日元更容易得到国际投资者的青睐，因为与主权债务危机的欧元区相比，同样负利率时，日元较

日元则只能升值。日本的货币政策无论是宽松还是维持不变似乎进入失灵状态。但这种失灵仍然不妨碍日本央行在必要时采取进一步宽松的政策。

多哈谈判的失败对于油价的影响虽然不会令油价像2月份那样跌至30美元以下，但油价的低位震荡预期会影响到美国加息预期，虽然产油国6月份会重启冻产谈判，但近两个月的低油价预期则会牵制美元上升空间，如此，在全球没有出现美元大跌和黄金大涨的极端避险情绪组合的情况下，作为投资货币进行回流避险的美元，其升值压力将持续存在，而日元的升值压力一旦触及105的位置，则大大增加了日本央行干预市场的可能，日本干预货币市则会令美元指数会令全球经济的不确定性进一步增加，从而倒逼美国进一步降低加息预期，迫使美国货币政策向全球货币政策进一步靠拢。