

## 后房地产时代中国经济的“Mojito”状态

——银行业资本金补充总体有难度，巴塞尔三实施要有中国特色

大成基金首席经济学家姚余栋

Mojito 是古巴的一种鸡尾酒，在烈酒的基础上又加了甘蔗、糖，还加了一些青橘片，喝到最后就是半醉半醒的微醺状态。在后房地产时代，走入改善性需求为主导的时代。这个时代面临什么问题？最大的风险是防范资产负债表衰退。我们是要防范出现居民资产负债表收缩以后，企业扩张过快，政府扩张过快，螺旋性下行的现象。要知道防范这个事，必须有人干活，必须有人扩表，保证中国经济在房地产的黄金时代结束以后要坚定不移的扩表。但是不能大水漫灌，也不能涓涓溪流，所以我们发明一个词叫做“中水漫灌”，让中国经济形成一个“Mojito”状态，即微醺状态。

前瞻性指引下的中水漫灌，并不是说让货币政策出现前瞻性指引，但是一定要有坚定的意志力，就是要保房价、稳房价、稳地价。其次让我们的货币政策优先传导，用债转优先股熬过这个阶段，让国企、民企都扩表，有些暂时扩不了的企业转优先股，不要转股东股。第三，我们面临一个很重要的抉择，就是巴塞尔协议 3，具体何时实施不得而知，但是一定要强调中国特色，强调我们的周期，适应国情，适应当前的状态。第四，按照党的二十大精神，支持实体产业，用资本市场推动“科技牛”。

日本九十年代用财政政策补充银行资本金，但是我们看到 1992 年之后，基础货币量增长速度比较大，但是 M2 增速几乎是 1 和 2。说明日本央行也曾经想过在 4 和 5 左右的时间扩表，但是银行体系不支持，所以 M2 增速很低。QE 是日本央行发明的，2001 年的时候日本央行不断在二级市场购债，直接把居民的预期打上来，预期不上来就不停止购债。但是不够坚决，最后收手了，所以没有解决通缩问题。日本的人口结构跟我们很相似，问题跟我们很相似，它的失误我们一定要认真警醒。

美国是另一个反例，大水漫灌多了。从次贷危机之后就进行 QE 操作，现在 M2 增速很高，赶上疫情又贴量补债。2007 年美国通胀就起来了，这轮通胀也是与此相关。

中国的年轻人口在逐渐减少，2035 年，年轻人到达顶点，极早挤压掉房地产泡沫成分，早点从黄金时代过渡到白银时代，是人民银行还有相关部委做出正确的抉择。近十年中国商品房销售面积超 100 亿平方米，我们要早点挤压泡沫，否则稍不注意就要到 200 亿平米。

模拟中国和日本，发现 2020 年、2025 年由于老龄化等一系列问题，经济存在明显的减速。这跟房地产直接相关，模型比较复杂，杠杆率很难控制住，跟日本很相似。现在房地产住房不断上升，在建面积 100 亿，需求可能就 10 亿，消化至少要五年。在这种情况下一定要吸取日本和美国的经验教训。日本当时可能并不知道资产负债表衰退，不能够立刻使用积极的 QE 操作，后来又不够坚决。美国是搞三轮 QE，最后把通胀搞上去了，也不适合中国国情。所以我国不能搞大水漫灌，也不能搞涓涓细流，要“中水漫灌”，保持一个 Mojito 状态。

第二，债转优先股，帮企业去杠杆。我们面临的这个周期，房地产要用五年时间调整，要认知到它的艰辛性。使用债转优先股，不要普通股，无论是国企还是民企，将来可以熬过这个经济周期。银行的优先股在巴塞尔协议 3 上没有说必须指标，普通股加的系数是 300，这是一个很重要的补充渠道。债转优先股也写到 2018 年国家发改委七部委的文件之中，允许以试点方式开展非上市、非公众公司银行债转优先股，给我们一个用时间换空间的妙招。

第三，巴塞尔协议 III 要有中国特色。其实全球对巴 III 早就形成共识了，但一再拖延，没有考虑到中国现在面临的房地产从黄金时代走入白银时代的过程。现在整个银行体系普遍缺乏资本金，无论是大行还是城商行，资本金下降是普遍现象。要保证中水漫灌，保证货币政策传导机制要畅通无阻，这时候银行都是要坚决支持实体经济的。但是资本金不足怎么办？这个问题来很重要。银行是支持实体的重要力量，需要实行中国特色的巴

III。无论是实施的时间节点上还是具体指标上，都要结合中国现阶段发展，具体操作方法还需要监管部门来探讨，但是一定要搞中国特色。

第四，“科技牛”。我们要确保在房地产从黄金时代平稳过渡到白银时代，政策支持力度也比较大，如 16 条。要实施中水漫灌，不能搞大水漫灌，也不能搞涓涓细流，要有意志力，它的前瞻性指引就是要稳住房价和地价，确保对实体经济的充分支持，暂时困难的企业债转优先股，巴塞尔 III 要采取更多的中国特色，造就“科技牛”。

现在资本市场搞的不错，现在巴菲特比例 0.7，还是有很大空间在 2035 年达到 0.8，市值翻一倍，现在 80 万亿，以后就是 160 万亿。党的二十大提到支持实体，我们的整个产业链条要走向中高端。从全球来看，我们自己培养了专精特新企业，有体系化支持。

总结一下，我国面临的风险跟日本很类似，跟美国次贷危机有点相似，就是房地产在挤泡沫的过程，面临资产负债表衰退风险，尤其是居民资产负债表衰退。这时候的政策应对很关键，不能犯日本的错误，光用财政政策不够的，财政政策也要积极。货币政策要前瞻性指引，总体上稳房价、地价，坚定不移进行中水漫灌，不能搞大水漫灌。而这个要求的过程是在银行资本金普遍面临不足的情况下，实施中国特色的巴塞尔协议，无论实施的时间点还是具体指标上，要结合中国特色和当前的经济形势。对实体经济，无论是国企还是民企，债转优先股，给予时间、空间。我国有大量的专精特新企业，资本市场的价值也在重估，一定会造就一个“科技牛”。现在是非常关键的时候，我们不能躺平，也不能半醉半醒，更不能大醉，形成一种微醺状态，就是中国经济的 Mojito。