中国首席经济学家论坛三十人成员刘煜辉 本报记者 陈梦泽 摄

城 人物简介

刘煜辉，中国社会科学院教授、博士生导师。中国首席经济学家论坛30人成员。近年主要研究方向为宏观经济、国际经济、金融市场和商业银行。

城 采访印象

经济学家的周末，常常实在加班中度过的。在上周六举行的中国首席经济学家论坛上，刘煜辉是嘉宾之一。做完第三场的报告，匆匆赶搭当晚的飞机返回。第二天一早，又见他在博客上发布看法：股市在这个位置上需要冷静。

刘煜辉的西装里面穿的是T恤衫，在经济学家中显得有些“另类”。追求简单、实在、真实，是这位中科院教授的个人风格。

中国首席经济学家论坛之后，记者就当前投资者对宏观经济和中国股市的困惑继续采访了刘煜辉，他耐心地一一作答，为广大读者拨开遮眼浮云，理清思路。

中国社会科学院教授刘煜辉展望2015年中国经济

“打破刚兑才能真正迎来长牛”

本报记者 **钟喆 谈璎**

“心花怒放”——刘煜辉用这个神色兼备的成语，形容投资者心中的当下股市。

“去年7月，投资市场起来了，到11月后，速度开始加快，整个市场反映出‘心花怒放’的过程。客观地说应该是——树上的花还是花骨朵，还没开，但投资者心中的花已经绽放。”刘煜辉的观点是，之前的一年创业板、中小板就已经出现牛市状态。到7月份，市场从一个极端跳到另外一个极端。

高位震荡难免 收获三项红利

历史是面镜子。

回顾过去几年美国、欧洲、日本货币量化宽松操作后的股市表现，刘煜辉总结：“流动性驱动的市场在完成这一‘心花怒放’的过程后，如果实体基本面没能迅速将货币因素转化为微观和宏观的财务效果，往往会进入一段高位震荡期。”

他用数据佐证：2012年11月，日本执行量宽之后，半年内股票急升74%，自2013年5月开始进入高位震荡状态，直至2014年10月宣布更大规模的量宽后才突破前期高点；2012年6月，欧洲中央银行宣布兜底捍卫欧元区后，欧洲股票在随后一年多时间回升50%，之后高位区间震荡至今。“美国股市是唯一不同于其他流动性驱动的牛市，出现估值和企业盈利的双重驱动。这是货币量宽的效果与经济结构改革和新经济因素交融的结果。所以，它的牛市走得特别顽强。”

中国的情形会如何？刘煜辉判断，从改革的执行力分析，我国比欧洲和日本要强。中国微观面可能收获油价、金融、税收三项红利，但效果很大程度又梗塞于有效率的资源分配机制，即政府对低效率部门的过度保护。刚性兑付是其中最为突出的表现，是劣币驱逐良币的过程。刚兑不触动，金融向实体的传导链条一定是梗塞的，不可避免走金融资产的泡沫化。此时，央行做什么都可能是错的。

刘煜辉认为，此次金融股大幅上升，本质上还是这一逻辑的延续。无非是标的发生了转换，从地产转移到信用债和影子银行，最后信用溢价被压得低无可低，然后转向隐含国家刚兑的金融权益资产。“其实，整个链条并没有变化。用流动性的释放来缓解违约风险，可能越来越放大道德风险并使金融系统变得更脆弱。”

从长期来看，打破刚兑能够在利率层面奠定牛市的基础。但从短期来看，政策上需要在道德风险和保持金融系统稳定两者之间保持平衡，需要相当高的技巧和智慧。金融市场天然的敏感性意味着预期可能再次出现均值回复。对市场的短期冲击可能是巨大的，尤其在整个市场活跃、资金普遍加杠杆的情况下。

“不管怎样，我感觉长久牛市支撑的主线一定是对资源配置效率持续改善的预期，而不是流动性，如此估值和企业盈利才能形成良性的双重驱动。”刘煜辉强调，“心花怒放”的过程需要沉淀，今年的点数未必能升得很高。随着市场进入平衡状态，金融杠杆交易者会逐步淡出，股票投资者（自下而上研究行业、个股）重新获得主导权。如此，股指运行的波动性将会显著降低。今年是“改革关键年”，有国企军工改革重大推进，国家意志正在全力打造未来的核心产业结构，即便股指升幅未必很大，但股票应该不乏精彩。

激活股权市场 追踪国企改革

中国股票自去年7月开始确立上升趋势，10月底开始变频，金融杠杆交易逐渐成为市场的主导，波动性开始显著放大。市场出现日均万亿的天量交易，金融股进入自我强化的状态。

刘煜辉说，从幅度上讲，银行股股价的修复基本到位，30%以上的部分都是靠自我强化往上推。“而且，中国蓝筹股（特别是金融股）特殊的股权结构，天然就构成一个杠杆，在外流通的股本所占比例很低，而以全部股本为权重计入指数。”像工商银行，真正流通的A股市值可能不到900亿元，意味着上百亿元的交易量可撬动1.6万亿元的市值；中国银行的流通市值只有280亿，却能影响9000亿元市值；建设银行在外流动的股份不足100亿股；中国人寿仅为15亿股；中国石油、中国石化在国际油气崩跌的情况下能频频涨停。

所以，去年11月以来的上升，只有少部分流动性大的指数权重股在涨，其他都在跌。先是金融，然后扩散至交运、钢铁、电力、石化。整个市场呈现明显四两拨千斤的状态，典型对冲交易特征。

刘煜辉认为，对冲交易靠制造市场的波动性赚钱，重点不在于个股和行业，整个股票市场对其来讲只是一个标的。这是和股票资金本质差别，股票资金多是自下而上研究行业、个股两部分投资者相互碰撞，产业资本主导的股票资金极不适应，被动，几乎完败。

交易型股权市场对于国家的债务周期调整没有意义，并不解决问题。“我们更希望看到的是产业资本并购市场活起来，资源配置重构，效率提升，这样债务融资的压力才能减轻，融资成本下降。”一些杠杆融资的手段（主要是银行资金通过结构性产品流入股市）对激活市场功劳很大，但不要因为不断放大的交易，增加央行流动性调控的压力和加剧银行债务系统紧张度，最终演化成利率上升的压力。

刘煜辉说，新常态下，中国需要大力推动调整资本结构，激活股权市场，推动“债务经济”向“股权经济”转化。当下可能比历史上任何时期都需要一个活跃的证券市场和产权并购市场，这是经济对杠杆的承受力所决定的。功效最大的降低融资成本方向，其实是资本结构的整体变化，这个盲区应该慢慢被认知。未来杠杆调整中政策应着力于降低中国企业融资成本、土地成本，降低中国企业合并成本以及鼓励私人资本进入创新型、知识服务型行业。

应该说，趋势已经在酝酿，先是私人资本，现在到国有资本不断加入市值管理浪潮，即所谓产融结合，并购市场的繁荣。“我们初步估算2014年产业资本并购发生额可能平均每个月达到了2000亿元（一年债转股规模发生了2万亿元），这将对缓解债务融资的压力发挥越来越重要的作用。”

今天的国企改革，其核心就是要赋予企业股权的流动性，使其能够充分参与产业整合与竞争，从资本层面把国企推向市场。这是一个把死水盘活的做法，会带来融资市场根本性的改变，资本市场的理性在于对效率不断提升追求和崇拜，这是股权市场存在的核心意义，这将极大地提升价值发现的效率，降低全社会的融资成本。

刘煜辉提出，交易型融资活动应该有所控制，日均交易量应保持平稳，市场应回归产业资本主导的轨道中来，这有利于培育中国经济转型和创新的元素。长期牛市的核心逻辑一定是国企改革、新兴产业创新和培育。

投资仍在探底 重『稳』更要重『进』

刘煜辉认为，由于地方预算的空间被封死，于是“稳增长”语序上放到首位有点像个“障眼法”。2014重在“稳”，2015似乎更重在“进”，既改革。包括房地产在内的地方增量塌陷的部分尽可能通过强化国家资本项目来对冲，比如军工、芯片（国产化）、特高压、核电、航空航天、高铁、高端装备制造等等，这是国家意志在重塑国家未来的核心产业结构。

毕竟是对冲，所以没有什么能完全弥补房地产投资的下滑。虽然，30个大中城市商品房销售（面积）最近两个月的确回弹至接近去年同期水平，但刘煜辉提醒，不要寄望于最近两个月地产销售的回升。试想，如果不能再搞造新城的运动，地产的销量如何转化为投资？“历史的经验不会简单的重复，商业研究最大忌讳是：将人变成数据经验的奴隶。”

刘煜辉分析，2015年的投资仍是个探底的走势。如此，宏观经济弱势有可能要延续到2016年中期。

微观可能出现净资产收益率的衰退性回升，即成本掉得比需求快而产生的正向财务效果。“我曾经讲过，中国微观面可能收获三项红利，其中包括油价、金融、税收。油价2014下半年下落一半，理论上可能给中国带来5000亿元人民币的企业和消费者剩余；‘松紧适度’的货币政策意味着，央行今年得对融资成本有个交代。怎么做？新常态下总需求如果允许继续下行，货币政策必须跟上节奏，否则实际利率上升，投资和经济都会有失速的压力，系统性风险就可能兜不住。可以预期，降准和减息的交替应该是既定轨道，同时会辅助一些定向抵押补充贷款对专项领域直接进行量价操作。”

刘煜辉认为，“积极财政”的表述对应的可能是“宽赤字”，预算赤字的宽不是因为基建支出，而是因为基建我们已经打造了政策性金融和产业投资基金的机制对应，所以减税的空间有可能预留了。