

民间投资准入限制应尽快放开

□中国社科院金融研究所 费兆奇

今年以来，我国民间投资增速出现断崖式下跌，与全国固定资产投资的增速差持续扩大。受“衰退型贸易顺差”的影响，我国由过去的“投资+出口”双驱动模式，转变为主要依靠投资拉动经济的增长。而在投资中，民间投资自2010年以来就占据了全国固定资产投资的半壁江山，并在2012年之后达到了60%以上的份额。此外，与国有投资相比，民间投资具有明显的“顺周期”特征。为此，民间投资的波动不仅对全国固定资产投资具有决定性的影响，更代表着市场运行的风向。

面临“投资瓶颈”问题

民间投资快速下行，主要有以下几方面的原因，一是来自制造业增速“快速下降”和基础设施“投资瓶颈”的双重挤压。在我国工业品出厂价格持续下滑，以及2016年“去产能”进一步推进的背景下，我国制造业投资增速大幅下滑。问题是在制造业领域，民间资本占据着绝对的比重，截至2016年6月末，民间投资的比重高达86.61%，这意味着制造业投资增速的大幅下滑对民间投资的影响是决定性的。

在基础设施领域，民间投资自2016年初发生了重大变化：增速在年初出现“断崖式”下跌，从2015年年底的28.61%跌至2016年2月的10.78%；而非民投资（主要为国有投资，其中包含少量海外投资和港澳台投资）增速从2015年年底的13.04%跌至2016年3月的22.71%。此后，民间投资增速在11.00%附近波动，而非民投资增速保持了较为平稳的上升态势，在6月末达到24.00%。此外，由于民间投资在基础设施投资领域的占比较小，基础设施投资在今年以来的快速增长对民间投资增速的贡献非常有限。其中最直接的原因是民间资本在基础设施领域面临“投资瓶

颈”问题。

其次，内源性融资不足是民间投资快速下降的重要原因。民间投资具有典型的顺周期特征：随着全国经济增速持续放缓，盈利项目减少，企业的利润率和投资回报率不断下行，民间投资的能力出现弱化。在我国，由于民营企业外部融资的溢价较高，其投资的资金来源一直以自筹资金为主体。在我国固定资产投资的资金来源中，自筹资金所占的比重在近些年一直处于60%至70%的区间内波动，这意味着民间投资中自筹资金的比重至少不会低于这个区间。但在今年年初，固定资产投资资金来源中的自筹资金增速发生大幅下滑，从2015年12月末的9.50%垂直跌落至2016年2月的-3.10%，之后虽有反弹，但力度微弱，截止到2016年6月末，累计增速仅为1.40%。从时间上看，这与民间投资增速的“断崖式”下跌是完全一致的。而2016年以来，固定资产投资中自筹资金增速的大幅回落导致民间投资增速的断崖式下跌。

第三，基础货币投放渠道的变化对民间投资带来了负面影响。近些年，随着外汇占款的趋势性下降，我国结售汇制度投放基础货币的渠道逐渐退出历史舞台。在此背景下，人民银行主要依靠再贷款等方式对宏观流动性进行补充。此前，外汇占款渠道的受益者多为民营企业，多涉及制造业投资、商业物流和房地产投资等。但对于后者而言，人民银行对金融机构的债权快速上升，这提升了人民银行货币政策的自主性，但民营企业因外汇占款下降而减少的流动性很难得到有效补充。这是因为金融机构特别是存款性金融机构出于收益和风险控制的考量，偏爱有政府背书的国有企业或大型企业。此外，在基础设施或一些重大项目中，国有企业通常成为主力军，这样的背景使得更多的信贷资源流向国有企业。

第四，对外投资增速不断上升，对民间投

资有一定的“分流”作用。引起外汇占款增速下滑的另一原因是我国对外直接投资在近些年出现了快速增长的态势，受我国经济下行和人民币贬值预期的影响，很多企业通过换汇到海外进行投资。我国非金融机构对外直接投资的高速增长对国内固定资产投资和民间投资起到了一定的“分流”作用：截止到2016年6月末，我国对外直接投资的金额占国内固定资产投资和民间投资的比重虽然只有2.27%和3.29%；但随着资本账户的逐步开放以及人民币国际化进程的加快，我国对外直接投资的比重会迅速上升，这势必会对国内投资带来不容忽视的影响。

放开投资准入限制

理性看待民间投资回落，慎用扩张性货币政策。在经济下行时期，企业的利润率和投资回报率不断下行，民营企业减少投资是“顺周期”的理性行为。2016年以来，民间投资增速“顺周期”大幅下滑，国有投资步入“逆周期”的快速上升通道。然而，国有投资是否能再次带动民间投资回转？答案或许并不乐观。在民间投资中，资金的主要来源是自筹资金，特别是在经济下行时期，民营企业的外部融资条件是非常苛刻的。民营企业在次贷期间和目前的运行背景有着较大的区别：次贷期间，虽然我国的外汇占款有所下滑，但其增速仍然在20%左右的高位波动，此外在固定资产投资的资金来源中，自筹资金的增速在30%附近波动。因此，在国有投资的带动下，民间投资可以较快地恢复前期水平。但在近些年，特别是2016年以来，外汇占款增速跌至0附近，固定资产投资中的自筹资金成负增长状态。这决定了民营企业至少在短期内没有充足的资金跟进国有投资，并出现反转走势。

为民间投资进入高端产业营造公平的市场环境。我国高端服务业发展相对滞后，例如

由于我国第三产业中包含了大量的低端服务业，其劳动生产率一直低于第二产业，相对劳动生产率一直在70%至90%的区间波动，这意味着第三产业比重的不断上升，势必降低全国的劳动生产率。此外，虽然我国的货物贸易一直保持着巨额贸易顺差，但服务贸易却存在大量的贸易逆差，并且在2016年以来持续负增长，这意味着国内对于服务业，特别是高端服务业的需求无法得到有效满足，这与我国目前的消费需求不足形成鲜明对比。其症结在于民间投资多集中于制造业和低端服务业，在水利、教育、卫生、金融等领域的“准入门槛”非常高。为此，无论是为了扩大民间投资，还是为了拉动经济增长，尽快降低民间投资的准入限制都是核心要务。

笔者认为，解决上述问题应从两方面入手：一是将放松服务业管制落到实处。国家在近些年出台多部鼓励和扩大民间投资的政策举措，但服务业相关领域的准入限制尚未得到有效突破。这就需要从制度层面进行推进，即加快建立民间投资市场准入的负面清单；对于非负面清单的项目，政府实行备案制，并加强事中和事后的监管。二是从多方面完善现行的PPP模式。PPP模式的初衷是吸引社会资本进入基础设施和社会公共事业领域，但在实际操作中却让国有企业唱主角。完善PPP模式的主要思路包括：加快推进PPP的法治建设，加强政策协调统筹，落实好财政支持，使PPP基金财政奖补等政策落到实处。

依靠减税提升民营企业的盈利能力，并注重引导产业发展。加大财政政策的支持力度，对非金融企业进行大规模减税，一是可以增加企业的利润，进而提升企业的盈利能力；二是可以吸引国外投资，弥补我国对外投资快速增长上升对国内投资产生的分流作用。此外，要注重通过差别化的税收减免政策，引导民间资金流向符合产业发展方向的领域，例如高端制造业和高端服务业。

消费需求平稳增长趋势未变

□国家信息中心 邹蕴涵

近几年，我国宏观经济进入转型调整期，下行压力逐年增大，外贸需求和投资需求增速回落明显，而消费需求则持续保持平稳增长，成为经济的“稳定器”。今年以来，消费需求增长也逐渐暴露出一些问题，保持稳定增长的不利因素逐渐增多。数据显示，上半年消费需求基本稳定，农村消费明显放缓；传统消费增速稳中略降，新型消费增速大幅回落；增势较好的主要是汽车及房地产相关消费。

宏观经济下行压力对居民收入的直接影响逐渐显现，开始对消费产生滞后影响效应。从总体上看，市场缺乏新供给、就业质量转差、收入增长困难增多成为当前制约消费潜力释放的主要因素，需引起高度重视。

在我国消费品市场上，大量处于生命周期衰退期、技术含量低、附加值低的消费品供给过剩。市场十分缺乏处于生命周期导入期或成长期的、高技术含量、高附加值、符合居民消费结构升级方向的新产品、新供给，在很大程度上抑制了消费新需求的释放。特别是在部分消费品细分市场上，供给创新升级速度放慢直接导致消费需求增长放缓，今年的通讯器材市场、网络购物市场都具有这样的特征。

下半年，宏观经济下行压力对消费需求的影响将继续显现，消费需求将有所放缓。高基数、缺创新、客户体验问题增多等因素在一定程度上削弱了新型消费的增长动能，不过与传统消费相比仍有很大发展空间。耐用品消费（汽车、住房相关消费）更多受益于政策效应，仍缺乏持久的内生增长动力。从总体看，消费需求平稳增长的基本趋势仍未改变，在经济下行期对经济增长的拉动作用会更明显，预计全年社会消费品零售总额增长率为10%。

笔者认为，面对今年较大的增长压力，应进一步做好居民就业和增收工作，增强社保托底力度，推动新型消费规范发展，同时加强消费软环境监管，为消费需求释放创造环境、打好基础。

大力促进居民就业和增收。一是做好下岗分流员工安置工作。中央专项基金与地方过剩行业减产转型基金对去产能企业再就业员工按照一定比例给予资金奖励和政策倾斜；对下岗分流人员免费提供再就业职业技能培训；配合国有企业改革，将从债务重组中退出的国有资本充实到社保资金账户中来，稳定和适度增加失业人员的社保资金供给。二是多渠道增加居民收入。加大农民工就业指导和服务力度，适应农村转移劳动力就地本地化趋势，做好辅导、帮助工作；优化农业补贴政策，加快推进农产品目标价格制度建设，加快落实《农民住房财产权抵押贷款试点暂行办法》；进一步推进事业单位绩效工资改革；推进科技成果作价入股、岗位分红激励等要素分配方式发展。

增强社保托底力度。针对养老保险，在现有政策基础上，实现基础养老金全国统筹，坚持精算平衡原则；整合城乡居民基本养老保险制度和基本医疗保险制度，推进城乡最低生活保障制度统筹发展。针对医疗保险，取消户籍制度的严格限制，建立国家统一的医保结算平台、解决医保异地使用和结算问题；制定连续参保的激励性措施，将参保时间与医保待遇挂钩；对大病、重病的家庭在使用医保的基础上进行二次补偿。针对失业保险，切实扩大非公企业职工和农民工参保范围，提高非正规就业和流动人口失业保障水平；简化申领手续，特别是敦促用人单位切实履行相应义务，为领取保险金提供方便。

推动新型消费规范发展。顺应信息消费快速发展的势头，进一步推动降低国内互联网相关收费水平，加大信息消费的基础设施建设，加快光纤到户小区改造进度，促进信息惠民工程建设，加快全国大中城市政府信息智慧平台建设和推广，提高居民生活信息化渗入水平和程度。抓紧推进电商立法工作，为消费者、供应商、电商平台提供更为切实和周到的法律法规支持；加大对网售假冒伪劣商品等违法行为的惩处力度；出台跨境第三方支付有关的管理办法和实施细则，鼓励跨境电商支付规范发展；严厉打击洗钱和套汇等非法行为。

加强消费软环境监管。一是完善立法、强化执法（包括带有预防性、惩戒性的法律、法规、标准、制度的出台），建立信用机制，规范市场秩序，营造良好的消费法制环境。二是建立包括打假治劣、整顿规范经济秩序在内的科学的干部考核指标体系。

宽松周期进入相机抉择模式

□国泰君安固定收益部董事总经理 周文渊

全球性的量化宽松已经持续近八年时间，但全球金融资产价格和实体经济的分野越来越越大，资金“脱实向虚”的格局成为全球新常态。全球货币政策的“流动性陷阱”困局根源在于美元主导的国际货币循环的断裂，在全球货币竞争性宽松和竞争性贬值的大格局下，国内货币政策因经济增速下降而出现内生性宽松，但是在债务率上升、杠杆高企和金融资产泡沫化的特殊约束之下，央行的国内政策目标函数从经济增长、物价稳定向金融稳定扩展，外部政策目标也要在金融资产价格和汇率稳定之间寻找平衡点。如果考虑到美联储在2017年之后的升息周期，国内货币政策的内生性趋势宽松已经结束，宽松周期进入相机抉择模式。

货币“脱实向虚”成因

金融危机以来，持续的量化宽松修复了金融机构的资产负债表但并没有进一步传导到居民和企业，造成全球货币脱实向虚。实体经济层面，全球经济增速持续下降，价格出现持续通缩压力。与此相异的是全球金融市场资产价格出现持续上涨。

全球货币“脱实向虚”因全球货币循环和经济资源循环出现断裂。2002-2008年以来的全球经济资源循环和全球货币循环一体化，形成金融市场和实体经济的良性互动。中国以世界工厂的定位串联全球经济，上游对应能源和工业原料国家，下游对接美国、欧洲消费国家。发达经济体的消费从上游带动了中游生产国和上游能源国的经济产出，世界经济进入快速增长期，贸易全球化为实体经济的良性运转提供

了润滑剂，对应到贸易的全球化是全球经济的一轮美元化，以中国为代表的储备美元和石油美元回流美国市场，为欧美经济的消费提供融资，货币循环在实体经济支撑下也进入良性循环。

次贷危机从需求层面将这一链条打断，2009年之后的量化宽松一度修复链条，但是进入2010年之后中国受到人口和资源禀赋约束而渐渐失去全球生产国地位，旧的经济资源全球配置链在生产端出现断裂，中国产出下降进一步造成其美元储备下降，提供给美国的融资也随之下降，美国需要寻找新的美元化标的国；由于中国的经济体量实在是太大，短期替代者出现的概率低，美元的货币循环在生产阶段出现断裂。尽管通过量化宽松政策美国对金融机构、居民和企业的资产负债表进行了修复，但是由于未出现合适的生产国和美元化标的国，实体经济的复苏一直滞后于金融市场的表现。

分工国际化的阶段性受阻也是当前货币脱实向虚的原因之一。一方面是全球贸易的下降，特别是美国主导的贸易伙伴关系对旧的贸易国国际体系形成冲击，贸易摩擦伴随经济增速下降而持续上升。另一方面，产业创新未出现大的突破，不同于20世纪90年代出现的信息技术革命，在进入21世纪第二个十年之后，全球创新创业者如电子技术、人工智能、生物科技、新能源材料等产业领域并未出现革命性的创新，造成产业分工扩张自然增长落后于传统产业衰退速度，分工速率萎缩使得经济的货币化进程放慢，大量的货币堆积到存量资产领域，造成资产泡沫。

财政紧缩的压力较大。尽管在出现流动性

陷阱之后需要财政扩张来带动实体经济的投资，但是危机以来主要国家的财政因议会制度的约束而保持较为紧缩的态势，特别是欧洲、英国、美国的财政扩张速度也较为温和，这使得当前全球货币在扩张，但财政并未跟随发力，造成实体经济存在通缩压力，在金融市场却存在金融泡沫。

采取相机抉择式宽松

中国经济周期的下降已经持续了三年时间，伴随经济增速走低，物价出现一定通缩压力，PPI连续三年通缩，CPI下降至2%左右。在经济增速下降的前提下，货币政策维持了稳健的基调，但是实际操作从2011年即进入货币宽松的周期之中，2013年出现有所反复，但并未改变大的宽松周期；由于这种宽松是基于实体经济下降而做出的应对，因此可以将这些政策理解为内生性宽松。

2013年之后，伴随着货币宽松中国经济货币格局也呈现脱实向虚的局面。金融周期扩张快于实体经济复苏，造成金融不稳定因素集聚。具体来看，整个经济体的债务率在迅速上升、金融机构杠杆较高、金融资产呈现一定泡沫化倾向、信用违约风险持续攀升。因此，目前的货币政策目标在盯住经济增长、物价稳定之外需要进一步向金融稳定扩展。

笔者认为，一是坚持宏观审慎原则，如央行推出的MPA考核，提出去杠杆目标、监管机构之间的协同；二是在微观上守住底线。如央行今年以来将公开市场操作的频率提高到每天，日常通过逆回购操作和创新性金融工具确保市场流动性。三是在政策取向上进一步走向稳健，实现相机抉择式宽松，确保降低债务率和结构性

改革。四是进一步强调货币财政政策的协同性，财政政策要及时发力，货币政策要积极配合，形成共振。五是进一步疏通利率传导机制，降低市场无效融资。

2015年之后人民币的贬值压力上升，汇率的波动和国内金融资产价格的联动性迅速上升。有观点认为，汇率和金融资产价格稳定是此消彼长的关系，汇率出现大幅贬值会造成国内资产价格下跌，其传导链条主要是通过资本流出来实现。目前来看这种极端情况出现的概率偏小。

一是人民币汇率贬值的空间有限。人民币经常账户顺差依然保持在较高的规模，出口竞争力优势依然存在；中国经济的经济增长速度维持在中等速度水平，高于主要发达经济体，利率水平也较境外有优势，从基本面上看人民币并不具备大幅贬值基础。

二是目前资本项目的管制是有效的，尽

管2015年下半年到2016年一季度外汇储备的规模下降较快，但是进入2016年二季度之后储备的波动下降，显示资本项目下的管制初步见效。

三是央行在外汇市场中的市场化调节日趋成熟，有管理的浮动和盯住一揽子货币的汇率形成机制提升了人民币汇率的弹性。当然汇率维持稳定的压力对国内货币政策形成一定掣肘，央行在2016年二季度货币政策执行报告谈到货币宽松和汇率稳定的联系，指出货币宽松会造成汇率贬值压力上升，因此不可再搞大规模宽松。

经济增速下降带来的趋势性宽松可能结束，未来央行将更多采取相机抉择式宽松，特别是在2017年美联储进入持续加息周期之后，货币政策的国际协调将更复杂也更重要。

人民币单边贬值预期亟待打破

□国开证券分析师 王鹏

人民币“8·11”汇改即将迎来一周年。回顾这一年，虽然人民币汇率经历了去年8·11汇改和今年1月初的两波大幅贬值，但在此之后的半年多来，央行通过进一步改善人民币定价机制和市场的沟通，缓解了5月底开始尤其是英国脱欧事件所导致的人民币贬值的紧张情绪，人民币汇率市场化在有条件的进程中向前迈进。当然，这其中的过程是曲折的。而这一曲折过程的制约因素主要体现在两方面：一是全球通缩预期以及我国基本面对汇改形成的掣肘，二是目前中间价定价机制并不能完全打破市场对单边贬值预期的惯性思维。

人民币中间价定价机制确实对于淡化单边贬值预期，促进双向波动走势的形成起了较大作用。在目前的人民币中间价定价机制下，当美元走强时，按照市场供求原则人民币对美元贬值，人民币贬值预期会加强。而当美元走弱时，按照市场供求原则人

民币对美元贬值，按照篮子汇率稳定原则人民币对篮子货币贬值或者升值不确定，则人民币对美元汇率变化较美元走强时的变化则显得趋势不够明朗。

以上规律从今年的走势可以印证。由于今年上半年美元指数跌多涨少，从而使人民币对一篮子货币贬值幅度超过对美元贬值幅度，即当美元走软时，人民币主要盯住美元，人民币对一篮子货币汇率下跌。相反，当美元走强时，人民币主要盯住篮子货币，人民币对美元贬值，同时保持人民币对一篮子货币汇率大体稳定。

一旦美元走强，人民币的贬值预期问题就显得愈来愈突出。那么，未来美元指数会不会趋势性走强？笔者认为，未来美元指数将会在85-100之间宽幅波动，不存在趋势性走强的机会。主要理由有：一是美国的失业率和平均薪资水平基本达到充分就业的水平，根据奥肯定律，就业率每增加2%，经济增长则会增加1%。在充分就业状态下，美国经济增长水平已经是目前最好的水平，经济增长存在天花板，美联储加息难以成行，则美元

专项基金、PSL等“宽财政”和非常规货币政策工具较为充足，但我国确实面临资产价格泡沫与保证实体经济平稳增长之间的两难境地。一旦在供给侧改革背景下经济面临下行压力，人民币汇率改革则会延后，从而避免形成基本面与人民币汇率之间的负反馈效应。

可以看出，今年下半年，无论是全球发达国家政策协调一致的要求还是国内经济基本面较为严峻的环境，人民币汇改时机的出现较小。而我国进一步实施汇改，最好的组合情景是，国内经济基本面平稳预期和美元指数的趋势性走软。笔者预计，明年在宽财政和定向货币政策组合工具的调控下，我国经济基本面将会保持平稳运行的走势，而美元指数在美元以及欧元区经济的不确定性中保持宽幅震荡甚至趋势性向下的走势，人民币汇率将在我国资本账户进一步开放中继续加大波动幅度，在市场逐步认清并习惯人民币汇率双向波动的情况下，最终打破人民币汇率单边贬值预期的情形。

推动新型消费规范发展。顺应信息消费快速发展的势头，进一步推动降低国内互联网相关收费水平，加大信息消费的基础设施建设，加快光纤到户小区改造进度，促进信息惠民工程建设，加快全国大中城市政府信息智慧平台建设和推广，提高居民生活信息化渗入水平和程度。抓紧推进电商立法工作，为消费者、供应商、电商平台提供更为切实和周到的法律法规支持；加大对网售假冒伪劣商品等违法行为的惩处力度；出台跨境第三方支付有关的管理办法和实施细则，鼓励跨境电商支付规范发展；严厉打击洗钱和套汇等非法行为。

加强消费软环境监管。一是完善立法、强化执法（包括带有预防性、惩戒性的法律、法规、标准、制度的出台），建立信用机制，规范市场秩序，营造良好的消费法制环境。二是建立包括打假治劣、整顿规范经济秩序在内的科学的干部考核指标体系。