

■ 高端访谈

招商银行首席经济学家丁安华:

# 财政政策应承担更多短期需求管理职能

□ 本报记者 李刚

日前,招商银行首席经济学家丁安华在接受中国证券报记者专访时表示,未来在人口老龄化、城镇化、新科技等中长期因素作用下,宏观政策导向应当顺应经济形势有所调整,逐步告别过去以政府主导投资拉动经济增长的旧模式,着力打造公平竞争的市场环境,激发市场主体活力。目前,在货币政策空间和效果受限的情况下,财政政策需要更多地承担刺激消费和投资的短期需求管理职能。同时,尽管经济转型面临一些困难,但仍应不遗余力地培育经济新动能。

## 经济运行中结构性矛盾凸显

**中国证券报:**国内经济继续保持稳中向好发展态势,如何看待当前所面临内外部环境?

**丁安华:**上半年,中国经济克服复杂的内外部环境,总体保持平稳运行。上半年实际GDP仍然保持6.8%的累计同比增长,较上年末仅小幅下滑0.1个百分点;名义GDP累计同比增长则下滑1.3个百分点至9.98%。

当前,中国经济运行稳中向好,但从全球视角来看,我国面临的外部环境较为复杂,且有着高度不确定性。一方面,随着美联储加息周期继续推进,美元强劲升值,使得全球流动性收紧。美元指数4月中旬不到90,至8月中旬攀升至近97。新兴经济体因此受到较大冲击,部分国家甚至出现货币危机。在此期间人民币汇率承受较大压力,美元兑人民币汇率从不到6.3一度贬值至近6.9。虽然近期人民币汇率压力有所释放,但8月结汇逆差创一年以来新高,表明汇率贬值预期仍不可小觑。

另一方面,全球贸易不确定因素增加,对贸

易周期推动的此轮全球经济复苏形成直接挑战。受此影响,尽管全球经济整体上仍在持续复苏,但动能放缓,结构上呈现出“美强欧弱”的格局,这也将对我国的出口和经济增长形成一定压力。

**中国证券报:**目前国内经济发展主要面临哪些挑战?

**丁安华:**我国经济运行中的结构性矛盾凸显。今年以来经济供需出现较为明显的分化,折射出平稳增速下宏观经济面临的挑战。

一方面是总需求持续走弱。从投资上看,三大分项中基建投资是主要拖累项。首先,固定资产投资增速持续下滑,8月固定资产投资完成额累计同比增长5.3%,创下1992年有记录以来的最低值。尽管在“补库存”需求驱动下,房地产开发投资仍然维持两位数的累计同比增长,但在房地产市场调控政策不断收紧之下,目前各土地流拍率上升、溢价率下降,表明房地产开发商拿地更为谨慎,房地产开发投资增速料回落。其

次,“严监管”下资金来源受限对基建投资形成“硬约束”,基建投资持续探底,8月累计同比仅为4.2%。随着专项债发行提速,四季度基建投资有望边际回暖。再者,制造业投资是固定资产投资中的亮点,8月制造业投资累计同比增加7.5%,较上月提升0.2个百分点,仍处在缓慢上升的通道之中。随着基建投资的反弹和环保限产的边际松动,制造业投资有望持续复苏。

从消费上看,居民收入增速下滑以及购房的“挤出效应”拖累了消费。8月社会消费品零售总额同比增长9.0%,较上月提升0.2个百分点,但低于今年平均和去年同期水平。值得一提的是,社会消费品零售总额仅统计了商品消费,未包含服务消费,并不能反映居民消费全貌。近年来,居民消费中服务占比提升,结构有所改善。

从出口上看,外贸不确定因素所带来的进出口压力开始显现,8月出口和进口同比增速尽管维持在高位,但已开始回落。此前我国进出口总体维



招商银行首席经济学家丁安华

持较高增速,而四季度出口增速或继续回落。

此外,生产端维持较高景气度。8月规模以上工业增加值累计同比增长6.5%,较上月微降0.1个百分点,仍然维持在去年2月以来的较高水平,工业企业利润也依然维持在较高水平。值得警惕的是,产出和盈利总体的增长很大程度上是由供给侧冲击之下上游商品价格上升带来的,主要由传统行业贡献,并不来源于经济“新动能”,这表明我国工业转型升级仍任重道远。而且,今年以来企业应收账款账期普遍拉长,指向企业的账面盈利并未转化为坚实的现金流。

## 精准施策同时强调可持续性

**中国证券报:**对于目前经济所面临的挑战,货币政策可否发挥更大作用?

**丁安华:**从目前的情况看,货币政策面临着较大的约束。一方面,货币政策继续宽松空间有限。今年以来,美国经济表现亮眼,美联储加息、缩表持续推进,年内大概率再加息两次。当前中美利差已缩窄到70bp左右,较“舒适区间”明显收窄,短端利率甚至一度出现市场利率低于政策利率的“倒挂”,这意味着在汇率和跨境资本流动约束下,货币政策继续宽松并未有效

的空间将受到制约。

另一方面,货币政策传导机制不畅,实体经济融资成本不降反升,“宽货币”尚未转化为对实体经济的充分融资支持。今年前8个月央行通过定向降准、MLF、PSL等操作释放中长期流动性约3.6万亿元,大幅高于去年同期的1.3万亿元。7月以来,货币市场的资金利率极度宽松,7天银行间质押式回购加权平均利率一度跌破央行7天逆回购操作利率,同业存单利率创历史新低。但货币市场的宽松并未有效

传导至信用市场,信用风险上升使得金融机构风险偏好下沉,中小企业“融资难、融资贵”问题突出。

中小企业的融资难题已引起有关部门高度重视。6月以来,决策层多次重点研究疏通货币传导机制、增强服务实体经济能力的问题,强调要通过货币、财政、监管综合施策,改善金融机构对民营企业和小微企业的融资服务,未来中小企业的融资环境有望边际改善,为我国的经济转型注入活力。

**中国证券报:**在货币政策空间和效果受限的情况下,财政政策如何才能更加积极?

**丁安华:**正如美联储前主席伯南克所言,货币政策并非万灵药,并不能解决所有经济问题。目前财政政策需要更多地承担刺激消费和投资的短期需求管理职能。

随着决策层强调“积极的财政政策要更加积极”,各地补短板发力基建投资,四季度基建

投资有望触底反弹,助力固定资产投资增速企稳。此前“金融去杠杆”下融资渠道收紧、PPP项目清理等因素,是基建投资增速持续下滑的主要原因。8月有关部门发文督促地方政府加快专项债发行和使用进度后,地方专项债发行已开始放量:8月发行量高达4448亿元,9月发行量达58.8%,而投资的拉动仅为32.1%。未来在人口老龄化、城镇化、新科技等中长期因素作用下,消费在国民经济中的重要性将进一步提升。因

此,宏观政策的导向应当顺应经济形势有所调整,逐步告别过去以政府主导投资拉动经济增长的旧模式,着力打造公平竞争的市场环境,激发市场主体活力。

其次,随着外贸不确定因素增加,公众对于我国在全球产业链上位置的认识愈发清晰。经过多年的积淀,尽管“中国制造”在一定程度上不可替代,但我国在半导体、人工智能、医药工业等领域的技术上,还与美国存在着较大的差距,这也是我国当前迫切需要的“新动能”。

## 不遗余力培育经济新动能

**中国证券报:**在新一轮科技革命浪潮中,怎样才能更好地培育壮大国内经济发展新动能?

**丁安华:**尽管我国经济转型面临不小的困难,但仍然应当不遗余力地培育经济新动能。首先,我国已步入工业化中后期,经济增长驱动力发生较大变化,2017年消费对GDP增长的贡献达58.8%,而投资的拉动仅为32.1%。未来在人口老龄化、城镇化、新科技等中长期因素作用下,消费在国民经济中的重要性将进一步提升。因

此,宏观政策的导向应当顺应经济形势有所调整,逐步告别过去以政府主导投资拉动经济增长的旧模式,着力打造公平竞争的市场环境,激发市场主体活力。

其次,随着外贸不确定因素增加,公众对于我国在全球产业链上位置的认识愈发清晰。经过多年的积淀,尽管“中国制造”在一定程度上不可替代,但我国在半导体、人工智能、医药工业等领域的技术上,还与美国存在着较大的差距,这也是我国当前迫切需要的“新动能”。

## 如何进一步疏通货币政策传导机制

□ 国家金融与发展实验室高级研究员 费兆奇 刘康

今年二季度以来,国内货币政策传导不畅愈加凸显。目前,在资产新规和去杠杆政策的影响下,基建投资增速大幅下滑;民间投资增速低位波动;在“严控房价上涨”和“棚改货币化”逐步收紧的政策背景下,房地产投资将逐步趋弱;最终消费支出虽然发挥了稳定经济增长的作用,但其增速在近些年一直处于下行通道,只是下降的速度较为平缓。此外,受国际因素影响,在外贸不确定因素增加及我国主动扩大进口的趋势下,货物顺差可能持续收窄。

宏观调控持续保持边际调整,从2017年的“紧货币、严监管”,到2018年一季度的“稳货币、严监管”,再到二季度的货币政策边际宽松和监管的柔性化处理,使得银行体系流动性从量、价两方面均保持了合理充裕,无风险利率和中等等级债券利率均明显下行。

但货币政策的边际宽松和银行体系流动性的合理充裕,并未完全传导至实体经济。比如,前端利率和后端利率联动性依然不强,尽管流动性在边际放松,但社会融资成本依然较高。又如,利率在不同市场的变化不同步,甚至出现倒挂。在此背景下,如何疏通货币政策传导机制,引导银行体系合理充裕的流动性支持实体经济的发展,已成为当前宏观调控的重心。

今年以来,实体经济融资困境的根源并非

货币政策偏紧,而是央行将流动性注入银行体系后,受到资金供求双方意愿和能力的制约,信用扩张受到供给端和需求端多重约束而堆积在银行体系,无法顺利传导至实体经济。其影响因素主要包括三个方面:

一是银行资本充足率的约束。在资管新规实施之前,银行开展表外业务的积极性很高,除了可以规避资金投向及额度限制的约束外,还可以绕开利率限制扩大表内存款规模,规避表外业务对资本的占用等。相应地,表外资产回表将对银行形成“额外”的资本占用。同时,债转股推进同样对资本充足率产生较大压力。

二是中小企业资质信用的约束。资管业务一直是中小企业成本相对较低的重要融资渠道,在“回表”之后,部分中小企业失去了通过表外融资的渠道,但由于缺乏资质又无法从传统信贷或标准债权等方式获得融资。此外,在经济下行周期中市场风险偏好降低,中小企业受资质信用约束,雪上加霜之下,融资条件通常出现恶化。因此,也不能将中小企业的融资问题完全归咎于前期的资管新规和去杠杆等严监管措施。

三是部分实体部门融资需求受到管控。在去杠杆的背景下,对地方政府隐性债务的管控会持续加强。此外,从房地产企业杠杆率居高不下和中央“严控房价上涨”的政策导向看,房地产的融资政策在短期也较难改变。实体经济两个主要融资部门的需求受到抑制,导致了实体经济融资需求的降低。

对于如何解决货币政策传导机制不畅的问题,笔者认为,一是要平衡好稳增长和稳杠杆的关系。次贷危机以来,我国经济运行受债务驱动的特征较为明显,在实际GDP增速不断下行的背景下,信贷增速和社会融资规模增速通常远高于名义GDP增速。事实上,信贷和社融增速并非越高越好,应将其控制在略高于名义GDP增速的合理范围内,从总量的角度平衡好金融支持实体经济和稳定宏观杠杆率之间的关系。

二是从货币政策的结构性措施着手,改善信用创造。正如人民银行货币政策报告中所述及的政策思路,货币政策应在有效控制宏观杠杆率的同时,适度对冲外部不确定性以及部分领域可能出现的信用收缩问题,并加大对小微企业等实体经济的支持力度。二季度以来,人民银行使用降准资金定向支持小微企业融资和债转股,中期借贷便利抵押品扩容,额外给予中期借贷便利资金用于支出发放和低风险信用债投资等一系列措施的出台,都将对实体经济、特别是小微企业的信用改善构成利好。

三是以降低宏观税负为重心,加大积极财政政策实施力度,与货币政策形成合力。第一,做到支持供给侧改革与扩大内需并举。事实上,支持供给侧改革的核心是为实体经济减轻税负负担和经济结构调整提供有力支撑。另外,也要从扩大市场需求方面发力,推动积极的财政政策来改善企业发展的需求环境。第二,切实有效减少企业税费负担,适当降低增值税税率,推进个人所得税改

革。第三,利用积极财政政策,充分推动企业创新。

第四,持续加快推进财税体制改革,矫正供需结构错配和要素配置扭曲,不断提高资源配置效率。

四是做好政策引导,切实为实体经济创造新动能、新方向。当前决策层对基础设施投入提出了新的要求,这就需要通过提高基础设施投资效率、改善结构最终形成实际有效需求,进而实现可持续发展,而非地产等落后产能通过加杠杆带来的需求。后续,财政和金融政策应引导相关投资投向符合产业升级方向和经济可持续发展的产业上,例如在未来具有消费潜力的医疗、教育、文化及现代服务业等领域。只有切实符合居民消费升级需求,推动政策真正有效落地,才能解决供给侧的短板问题,进而为实体经济创造新的动能。

五是深化利率市场化改革的基础上,提高银行风险的补偿机制。在经济下行压力较大时期,银行风险偏好降低是顺周期的市场化行为。为加大资金投放力度,保障实体经济的有效融资需求,政府可推出具有逆周期性的风险补偿机制。但为了提升补偿机制的作用,还应加快推进利率市场化改革。解决中小企业的融资难与融资贵问题应当有先后顺序,当前中小企业融资难比融资贵的问题更为突出。利率市场化之后,中小企业的融资风险会在定价中得到显性化,即银行针对中小企业的贷款利率会有所上浮。在此条件下,政府推出逆周期的风险补偿机制,加大银行结构性的信贷投放力度,能更为有效地缓解中小企业的融资难问题。

## 稳投资应把握三个重点

□ 民生银行研究院宏观分析师 王静文

在政策边际放松的带动下,8月份经济显现企稳迹象。其中,工业增加值同比增长由上月的6.0%回升至6.1%,社会消费品零售总额同比由上月的8.8%回升至9.0%,以人民币计出口增速由6.0%回升至7.9%,城镇调查失业率由5.1%回落至5.0%,但累计投资增速却由1-7月的5.5%回落至5.3%,继续刷新历史最低增速。

从趋势性因素来看,经济下行压力仍未缓解一方面,外需可能进一步放缓。8月份摩根大通全球制造业PMI已回落至2016年11月以来的最低水平,WTO公布的三季度世界贸易景气指数比前两个季度分别回落2.0和1.5个百分点,这一轮全球复苏共振正接近尾声,如果再加外需不确定因素影响,出口可能会进一步显现疲态。另一方面,消费仍将低位运行。上半年我国城镇居民可支配收入增速由去年末的8.3%降至7.8%,再加上近两年居民部门杠杆率快速攀升对损益表和现金流量表的影响,消费很难再回到两位数以上的增速。因此,稳增长的重任再次落在投资肩上。

目前来看,整体投资增速仍未摆脱下行区间,但分项之间面临的情况不尽相同。其中,基建投资仍在加速回落。1-8月的基建投资同比增长4.2%,增速比1-7月份回落1.5个百分点,比去年同期低15.6个百分点,再次刷新历史新低。8月以来,地方政府专项债券加快发行,发改委也加快项目审批进度,但鉴于时滞因素,其对基建的提振效应暂未显现。

数据显示,1-8月制造业投资增长7.5%,增速比1-7月加快0.2个百分点,比去年同期高3个百分点,已连续5个月增速加快。民间资本是制造业投资主力,前8月民间投资增速维持在8.7%的水平,略低于前7月的8.8%,继续高于整体增速。工业企业利润居高位推动制造业投资稳固复苏,减税降费、支持中小企业融资等政策也提振了制造业投资信心。不过,未来随着出口和消费走弱以及PPI涨幅放缓,企业利润增速将持续回落,后期可能会压制制造业和民间投资增长。

1-8月房地产开发投资同比增长10.1%,比1-7月份回落0.1个百分点,比去年同期高2.2个百分点,仍处于较高水平。房企由去库存转向补库存,拿地和新开工增速都有反弹,从而支撑房地产开发投资。但8月当月的商品房销售面积增速由上月的9.9%回落至2.4%,再加上调控政策的继续施压,后期房地产开发投资增速可能会逐渐回落。

综合来看,基建投资仍是整体投资的最大拖累因素,在决策层作出“加大基础设施领域补短板力度”的部署之后,基建将成为下一阶段稳投资的重点。制造业投资和民间投资对于改善供给、稳定就业至关重要,预计也将得到更多政策呵护。

可以看出,本轮稳投资与以往的最大不同,就是更加突出“投资与供给结构的关键性作用”,力图通过“激发社会活力,推动有效投资稳定增长”,实现“供给侧结构性改革补短板、巩固经济稳中向好势头和促进就业”。而要实现这些目标,笔者认为需要从以下三个方面做好稳投资工作:一是通过改进融资稳定基建投资。决策层多次对基建投资补短板进行部署和落实后,各部委也加大了基建上项目的力度。目前来看,投资重点将主要集中在“三区三州”等深度贫困地区基础设施、交通骨干网络特别是中西部铁路公路、干线航空、枢纽和支线机场、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域”。

需要强调的是,本轮基建投资的难点不是项目,而在于融资。此前以地方政府和国企主导的基建模式虽然保证了执行力,但也导致了地方政府债务高企、投资效率低下等问题。在地方政府债务收紧和金融监管加强的背景下,旧的融资模式难以维系,必须通过基建项目投融资体制改革,实现项目高效运行和财务可持续。具体来看,应尽快明确地方政府隐性债务管理的新要求,消除市场的不确定预期,将专项债券已筹资金加快落实到补短板项目,并有序推进政府与社会资本合作项目,积极吸引民间资本参与建设等。此外,还可考虑增加地方政府专项债券品种,出台PPP条例,对基础设施企业和项目引入混改、加快基建领域开放和利用外资等措施。

二是通过降低成本稳定制造业投资。去年底以来,全球掀起了一轮新的减税潮,并正在引发全球企业布局的重新调整。对我国企业特别是制造业而言,融资难融资贵问题一直困扰着中小企业。只有切实通过降低融资成本、税负成本和制度成本,才能激发市场活力,稳定制造业投资。

在降低融资成本方面,应继续做好政策统筹协调,发挥好“几家抬”的合力,疏通货币政策传导机制,实现“宽货币”向“宽信用”的传导,解决企业的融资难、融资贵问题。在降低税负成本方面,应在现有基础上,择机适度下调增值税标准税率和企业所得税税率。在降低社保负担方面,应当降低社保费率,确保总体上不增加企业负担。在降低制度成本方面,应进一步落实简政放权、放管结合、优化服务改革综合措施,进一步改善营商环境,为企业创新创业提供便利条件。

三是通过提振信心稳定民间投资。民间投资在经历了2012年至2016年的断崖式下跌之后,近两年开始震荡回升,占总投资的比重也有所回升。笔者认为,对民间投资而言,最重要的无疑还是信心问题。首先,应下更大力气解决市场准入问题。打破行业垄断、服务业开放不足等体制性障碍,鼓励民间资金进入环保、交通能源、社会事业等领域,积极支持民间资本控股。

其次,应营造公平的市场竞争环境。取消和减少阻碍民间投资进入养老、医疗等领域的附加条件,尽力解决土地、资金、人才等方面的难题,加强事中事后监管,确保对国企和民企一视同仁。最后,应进一步落实好减税降费措施,尤其是营改增等减税措施要抓紧到位。畅通金融服务实体经济传导机制,采取建立贷款风险补偿机制等方式,缓解小微企业和民营企业融资难融资贵问题,多措并举降低企业成本。