

■ 高端访谈

东方证券首席经济学家邵宇：

疏通货币政策传导机制 促进企业融资发展

□本报记者 李刚

东方证券首席经济学家邵宇23日在接受中国证券报记者专访时表示,当前强调“三角形支撑框架”概念,是希望通过保持稳健中性的货币政策,疏通传导机制,让银行给予适当资金支持,促进企业良好的融资和发展,同时也对稳定资本市场提供支撑。从长远角度看,完善多层次资本市场可以通过适当放开新兴产业和创新型企业的上市条件、推动海外优质中概股回归、构建新三板转板通道等方式增加市场供应,构建灵活的转板机制和严格的退市制度。

“驰援”民营企业是双赢

中国证券报:当前A股市场波动加剧,部分上市公司出现经营困难、流动性危机等问题,其主要原因是什么?

邵宇:部分上市公司流动性危机和经营困难主要是两方面问题,经营困难意味着效益不好、利润率下降,所以会面临偿付危机,这是比流动性危机更深的层面。

从企业的角度来说,流动性危机与企业的现金流状况密切相关,在内外融资不足的情况下,还可以通过外部资金缓解流动性危机。中国是以银行为主的金融结构,银行信贷是融资的主要来源,社会融资占比在60%左右。但2015年以来的“去杠杆”,银行信贷开始收紧。

对于当前上市公司经营困难的问题,需要去观察最近几年出现的一些新的宏观经济状况。一是中国正处在新旧动能转换时期,传统动能正在向新的动能转换,这个过渡期的特征是

“三期叠加”,必然会出现一些“脱节”的状况,传统业务的盈利能力不断下降,新的创新型业务还需要一段时间的孵化,整体盈利能力就会出现下降。

二是外部环境也出现了显著的变化,全球化面临更多不确定性,我国外贸不确定性因素增加。

中国证券报:在目前的经济形势下,国资股权受让案例明显增多,能够获得国资“驰援”的上市公司,主要具有哪些特征?这种股权受让向市场传递了哪些信号?

邵宇:在资本市场上,兼并重组和股权转让本是“家常便饭”。地方国资“驰援”民营上市公司,不能因为所有权性质的差异而区别对待。

供给侧结构性改革以来,在平衡稳增长和防范系统性金融风险等各项任务中,再加上2018年以来的外贸不确定因素增加的风险,实体经济确

实面临诸多挑战,民营企业特别是出口导向型的民营企业感受颇深。因为在出口产品结构中,民营企业几乎占到半壁江山。

由于上游产品价格上升,国有企业在过去几年的利润增长方面取得了一些成绩,现金流状况有所改善,债务杠杆也有所下降。因此,在民营企业出现流动性和偿付危机时,国有企业“驰援”民营企业,是符合民营企业本身的需要的。民营企业与国有企业在产业链上有不同的分工,所以又是相互依存的关系。所以,“驰援”民营企业,也符合国有企业自身的需要。

从具体案例和公司发布的公告来看,受国资青睐的民营企业,要么是处于同一产业链之中,从而属于纵向一体化的投资,要么是代表未来新经济的代表性行业,从而属于战略投资范畴,是传统企业战略转型的一种方式。除此之外,还有些案例是并购方对被并购方的未来发展前景有



信心,认为其可以带来较高的股权回报率。

近期高层多次提到基本经济制度和民营企业的发展问题,认为国资“驰援”民企并不构成“国进民退”的证据。在2008年金融危机期间,华尔街的几大投行也都被国有化,这被认为是非常时期的纾困行为,等到一切恢复正常,国资仍会寻找时机退出。

股权质押应避免陷入恶性循环

的考虑,但本身也有一定的合理性。

中小金融机构和民营银行在选择贷款对象时,他们也倾向于选择大客户。因此,对于民企而言,国资入股能够提高其自身的信用水平,增强其融资能力,是帮助民营企业特别是民营控股上市公司解决发债难的问题的可行渠道。一旦国资退出的条件也成熟了,但是退出与否的考虑,仍然要从企业自身长远发展角度出发。

中国证券报:对于上市公司大股东而言,在今后的发展中应如何更好地利用好股权质押?银行业金融机构可从哪些方面完善股权质押融资

业务风险管理?

邵宇:从数据来看,截至10月下旬,质押股票市值达到4.5万亿元。沪深两市共质押6372.51亿股,占总股本的10%左右,两市仅69股未涉及股票质押,148股质押比例超50%,这两个数据均位于历史高位。

相比定向增发、股权转让、融资融券等方式,股权质押最大的优势在于,不会稀释或者降低控股股东的持股比例,不会影响企业的股权架构,所有权仍属股东,所以对企业的稳定发展较为有利。而且相比银行的间接融资来说,质押的资金成本也比较低。

但是,企业还需要思考的是,股权质押所获资金是否能够带来超额收益;在做股权质押时,资本市场的行情如何等等情况。因此,在进行股权质押时,企业自身要设置比金融机构更加保守的“止损线”或“平仓线”,避免陷入恶性循环。

对于银行业而言,在做好股权质押风险管理方面,首先在筛选质押标的方面应严格控制,而非在盈利动机的驱动下来者不拒;其次,在质押标的出现问题时,应及时跟上市公司沟通。一旦跌破平仓线,首选方式是协议转让,引进战略投资者,而非在二级市场出货。

疏通传导机制 促进企业融资发展

开放,引入海外机构投资者等。

构建多层次资本市场,引导上市公司充分利用资本市场再融资、并购重组等手段,促进行业整合和产业升级,改善资本结构,化解企业经营风险,都是在服务企业。

同时,从长远角度看,可以通过适当放开新兴产业和创新型企业的上市条件、推动海外优质中概股回归、构建新三板转板通道等方式增加市场供应,构建灵活的转板机制和严格的退市制度,进而稳步推进IPO注册制。多层次资本市场的“层次”将体现在横向和纵向两个方面,横向以品种为轴,股票、债券、衍生品、结构化产品并重;纵向以交易方式为径,交易所、银行间市场、新三板、区域股权市场和柜台市场鼎立,这一横一纵支撑起资本市场大舞台。

对于一个成熟的资本市场而言,同时具备融资和投资功能才能有效发挥资源配置的功能。因此,投资者也是监管层重点关注的对象。除此之外,应加快证券法的修订进程,推动证券行业创新发展,简政放权、加强事中事后监管;严惩内幕交易和价格操纵,提高违法犯罪成本。

中国证券报:在当前的市场背景下,有关方面首次提出“三角形支撑框架”概念,这对市场会产生哪些影响?

邵宇:“三角形支撑框架”是指货币政策流动性充裕支持企业,企业发展了业绩向好,股价上提升到投资者回报,从而形成一个良性循环。不过,上述良性循环面临一些因素制约。因为部分民企难以得到资金支持,那么资金释放就很难发挥作用,没有进入实体经济。

另外,市场表现除受流动性影响,还与市场风险偏好有关,如果实体经济没有活力,经济没有起色,那么释放的流动性也不会到资本市场。现在社会融资基本回到银行信贷为主,资本市场

融资功能有待完善。现在强调三者的关系,也是希望通过保持稳健中性的货币政策,疏通传导机制,让银行给予企业适当资金支持,促进企业良好的融资和发展,同时也对稳定资本市场提供支持。再进一步,促使商业银行更敢于向企业投放融资途径,满足企业发展需求。

我认为,在增强微观主体活力上,要给予企业充分支持和信任,尤其是民企。大多数金融机构行为都是顺周期的,因此监管要逆周期调节,对银行的风险权重进行优化,促使商业银行更敢于向企业投放流动性。更重要的是,形成一种支持民企的氛围。

对于货币政策如何平衡好稳增长与去杠杆、强监管的关系,核心在于流动性要补充到特定领域,比如民企、创新型企业,这就涉及到监管如何引导的问题。

发展直接融资,是中国经济转型升级,金融支持实体经济的主要抓手,资本市场枢纽正是这个含义,只有直接融资给企业,企业治理规范,业绩增长,再通过业绩增长和红利回报长期价值投资者,才能促进企业、产业、创新、投资良性可持续发展。

市场应消除思维定势和认识惯性

新时期经济和政策间的传统“舞步”关系不再存在。与此同时,国内外市场环境变化,加之金融市场上违约现象的增多,市场对转型期的一些非系统性风险,甚至市场竞争中的个体性失败现象,都当成新阶段经济发展的趋势表现,对经济和市场前景表现出了过度悲观。

经济转型带来的经济运行特征转变,以及转型期的“去杠杆”政策环境,使得股市运行趋向成熟:换手率下降,市场从持续的喧嚣中长期地沉静下来后,注重基本面的价值投资也将逐渐成为投资思想主流。

然而,正如经济转型带来了市场对经济的悲观预期;股市向成熟转型也带来了对市场运行的悲观预期。在经济增长平稳和企业效益改善的宏观环境下,市场成熟过程中的“形调整”过度调整规律,影响了市场的信心,叠加经济转型期的变化,基于纯粹心理变化而带有“悲观”有色眼镜的各类投资者,将转型期的特征当作了未来发展的疑虑。这些被扩大的疑虑主要集中在以下三个方面:经济前景、民营经济政策、金融风险。

市场仍然不适应当前经济平稳局面,仍未走出高速幻觉,不能理解经济转型时期经济将会经历的长期“底部徘徊”状态。但笔者认为,“带涨”的预期根本经不起推敲。既然经济低迷,那么通胀压力就难持续;经济整体仍处“底部徘徊”时期,当前的高通胀并不具持续性。

长期来看,通胀和通缩均可能性较小,经济底部运行时期“防通缩”还应是主要应对方向。对

经济中长期前景,笔者认为2018年是中国经济走出底部徘徊阶段的起始之年,未来经济中期(3-5年)前景是:经济增速将呈现稳中偏升态势。从经济增长第一动力投资的变化看,投资企稳回升在即(2018年上半年受PPP整理影响,短期有所回落);随着未来投资企稳,中国经济稳中偏升态势愈加明显,并形成股市持续向上基础。

推进市场经济体制建设,要求政府对企业的支持要更多地采用市场形式,减少对企业的直接干预,这意味着减少对企业的直接支持。因此政府对民营企业的支持,更多采用了市场中介的形式——政府引导、带头、出资成立了各种形式的扶持基金、经济组织,甚至号召要求国有企业参与驰援民营企业。

风险显性化使得市场扩大了金融风险的真实压力。经济转型时期也是中国产业普遍走向成熟的时期,行业市场结构转变必然带来一段时期的企业间效益分化,散点式违约增加。防控金融风险是2018年中央经济工作的三大任务之一,自中国经济2013年进入“底部徘徊”阶段以来,经济运行中的风险日益显性化。中国经济在之前当然并非没有风险,2013年后风险关注度的上升,只不过是风险显性化而已。经济风险的显性化,也是经济发展走向成熟的标志之一。

政策春风消除市场疑虑

市场走向成熟给了投资者以“低迷”的感觉,低迷局面造成了投资者的“熊市”思维,以致市场忽视

了显而易见的中国经济运行稳中向好、效益改善的宏观局面,也给金融风险增加了难度。

海外市场的变化与外贸不确定因素的增加,对中国经济和金融市场的平稳运行,也造成了一定压力,尤其是扰乱了市场预期。对此,高层集中发声,密集表态,并以实际行动,对市场现存的三大疑虑进行了细致的析疑、消除。

高层表态实际上驳斥近期市场上的一些错误认识,表明政府对股市运行高度关心,并也准备了不少应对措施,也表明供给侧改革决定了政策体系的稳定性,而不是再像过去那样和经济、市场间经常变动的“舞步”关系。对民营经济发展,中央对其重要性认识没有改变,并且正在研究进一步的扶持管理措施。对股市发展,尤其是股市运行中风险处理,决策层正在酝酿出台针对性政策。

笔者认为,当前市场的低迷,实际上是和经济基本面和货币环境背离的,是惯性使然。展望未来,资本市场何时走好,主要取决于经济回升预期确立时间。货币边际放松直接带来了货币市场的宽松,货币利率下降,金融投资机会成本下降。尽管受金融监管规范化、去杠杆和防风险等政策的对冲性影响,市场金融投资的加杠杆行为难以恢复,投资意愿和信心的恢复也较慢,市场走出低迷格局客观上需要“催化劑”;近期高层先后表态都是经济和市场的关注,释疑了市场担心的质押风险、民营经济政策等多个热点问题,市场向上的“催化劑”显然已出现,市场逐渐升温态势将延续。

用好棚改货币化政策工具

□荣盛发展首席经济学家 尹中立

棚户区改造是一件意义重大的民生工程,该项工作从2009年开始进行,棚改货币化补偿安置是从2014年开始提出,2015年8月份之后逐步展开的。随着实践的深入,棚改货币化在房地产市场发展中的作用日益被市场关注。在有关房地产调控的文件里,棚改货币化一再被提及。实践表明,棚改货币化是调控楼市的重要手段,有必要对其作用机理进行一番梳理,以便更好地使用该工具。

从市场演变过程看棚改货币化作用

回顾2014年以来的房地产市场演变可以看出,转折点发生在2015年的8月份,促成市场出现转折的正是棚改货币化。

对房地产的温和刺激政策从2014年中开始,但市场在2015年8月份之前一直处在疲软状态。2014年前五个月,房地产的成交量和成交金额都出现10%左右的下滑,5月份的70个大中城市新建商品住宅价格环比下跌0.16%,是自2012年6月份以来首次由涨转跌。随着房地产市场景气的下降,各地开始出台刺激政策,多个城市实施放松限购、限贷政策,呼和浩特和海口市出台买房落户政策,安徽芜湖等多城市放宽了公积金买房的条件。

在地方政府刺激房地产市场的同时,各部委也出台了一系列政策来稳定房地产市场。但这些都刺激政策并没有让房地产市场复苏,尤其是三四线城市的房价在2014年下半年至2015年仍处在下滑状态。

2015年8月,住建部和开发银行联合发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》,要求货币化安置比例不低于50%。该政策对此轮房地产市场行情产生了巨大的推动作用,随后房地产市场迎来了一轮全国性的普涨行情。

提出棚改货币化的初衷是为了房地产去库存。鉴于2014年前后房地产价格开始走低,去库存成为房地产市场的政策导向,为了缓解市场的供大于求的矛盾,有观点开始提议对棚户区改造采取货币化补偿替代实物安置,此举不仅可以刺激住房需求,而且提高被补偿者购房选择的灵活性。

2016年和2017年的棚户区改造计划都是600万套,如果其中一半实行货币化安置,则意味着新增了300万套的住房需求,对房地产市场的边际影响是巨大的。近几年新房销售量大约在每年1500万套左右由棚改货币化导致的新增需求相当于其中的1/5。在一些三四线城市的住房需求中,棚改货币化占据了一半以上份额。考虑到部分得到货币化补偿的居民加杠杆操作,实际的刺激作用更大。

棚改货币化的另外一个重要作用是改变了货币传导机制。棚改的资金来源主要是央行的PSL(抵押补充贷款),国开行再向地方投放,地方政府运用这一资金进行棚改。可见棚户区改造货币化安置不仅是住房制度方面的一种创新,更是基础货币投放的一种创新,也是货币传导机制的创新,相当于在中央银行与中小城市房地产市场之间架起了专门的货币投放渠道,对三四线城市的房地产市场产生了深远影响。

根据以往的货币传导机制,当信贷与货币扩张时,一线城市的房地产市场率先受到刺激,三四线城市受到扩张性货币政策的影响程度要明显小于一线城市,因此,当三四线城市的房价开始上涨时,往往是行情结束的信号。而棚改货币化机制打破了以往的货币传导规律,起到了货币政策定向宽松的效果。这就是本轮房地产周期中,三四线城市价格上涨持续时间长于以往历次周期的根本原因。

慎用棚改货币化政策工具

笔者认为,凡是影响力强的政策工具就越要谨慎使用,否则容易出现矫枉过正的现象。棚改货币化属于强力政策工具,使用该工具必须慎之又慎。

棚户区改造项目的货币化安置大大提高了居民的住房购买能力,提高了普通居民的居住水平,但其中蕴含的金融风险是不可忽视的。从金融的角度看,棚改货币化是让支付能力低的居民获得按揭贷款的机会,很多居民的按揭首付正是来源于棚改的货币化安置。正因为如此,居民的按揭贷款快速增加,2015年之前,按揭贷款占全部新增贷款的比例一直在20%左右,但自棚改货币化政策实施之后,按揭贷款占全部新增贷款的比例迅速提高,在2016年的部分月度,新增的贷款中按揭贷款占80%以上,在对按揭贷款实施严格控制的背景下,2017年度新增贷款中按揭贷款仍然占53%(主要是按揭贷款),超过企业贷款,这也是最近几年个人债务杠杆快速增加的主要原因所在。

在人均可支配收入增速逐年下滑背景下,居民金融杠杆的快速上升透支了未来需求。三四线城市的居民收入水平低,用棚改货币化的手段刺激需求,金融风险已经隐现。在这些城市的购房者中有不少是农村居民和工矿企业的职工,他们的收入水平较低且不稳定,贷款的偿还能力存在一定不确定性。

其副作用表现在,该政策工具的进退会引起市场波动。总之,棚改货币化是重要的政策工具,如何正确使用该工具还需要进一步深化。



新华社图片

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

中国经济发展进入经济转型期,经济转型的含义是“三期叠加”——增速换挡、结构转型、政策消化。虽然市场明白新时期中国经济发展的这三种含义,但长达30余年的经济高速增长给市场带来的思维定势和认识惯性,仍无法轻易消除。

旧思维和新现象的冲突

中国经济运行在速度“换挡”的同时,结构转型也在供给侧改革的推动下,有条不紊地展开。“去一降一补”加速了落后产能地淘汰,使得行业内产能迅速向先进产能集中。从产业周期的角度,中国经济各产业普遍进入了产业成熟期,行业集中度客观上呈现上升趋势,行业的市场结构正发生变化,各行各业普遍由完全竞争型市场结构向垄断竞争,甚至寡头垄断型市场结构转变的趋势。

产业成熟前期市场结构的这种转变,必然带来行业内部企业经营效益的分化,从而带来分散性违约的增加。为使经济回归创新发展的本源,夯实经济发展的实业基础,以消除泡沫、化解风险为特征的前期政策消化,需要新时期有对冲性政策:楼市调控和中性货币政策成为新时期必须长期坚持的政策基础,构成了未来较长时期内的宏观调控政策基调。

市场过去30余年养成的思维惯性是:经济低迷必有政策放松,经济和政策之间存在着“交谊舞”关系,经济进、政策退;经济退、政策进。然而,