

明年财政与货币政策的变与不变

□摩根华鑫证券首席经济学家 章俊

上周末公布的中央经济工作会议内容,提及“宏观政策要强化逆周期调节,适时预调微调,稳定总需求”。笔者认为这是确保政策具有前瞻性和灵活性的举措。具体就货币政策、财政政策而言,“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”的基调没有改变,但措辞的变化却传递出很大的不同。

“收短放长”思路料延续

就货币政策而言,去年中央经济工作会议的定义为“稳健的货币政策要保持中性,管住货币供给总闸门,保持货币信贷和社会融资规模合理增长”,而今年修正为“稳健的货币政策要松紧适度,保持流动性合理充裕,改善货币政策传导机制”。从“保持中性”到“松紧适度”,从“管住货币供给总闸门”到“保持流动性合理充裕”的变化,充分说明了明年央行在货币政策层面会更多地从“稳增长”角度出发来考虑问题,因此无论是金融体系还是实体经济,在流动性感受方面会有明显改善。

今年的会议特别强调了“改善货币政策传导机制”,这也是值得关注的关键点。在年内四次实施定向降准释放资金合计约2.3万亿元的前提下,央行推出了系列配套政策来引导流动性进入实体经济特别是中小民营企业,例如扩大合格担保品范围和适度增加再贷款再贴现额度来支持小微和民营企业融资;在宏观审慎评估(MPA)中新增临时性专项指标,专门用于考察金融机构小微企业贷款情况;设立民营企业债券融资支持工具,稳定和促进民营企业债券融资。但实际效果并不明显,民企“融资难、融资贵”的问题依然较为突出。

笔者认为,货币政策传导机制不畅有多重原因,除了金融机构本身行为具有顺周期特性,导致在经济下行过程中有惜贷倾向之外,金融去杠杆、对需求前景不乐观也导致部分企业投资意愿明显下降,从而导致有效贷款需求不足。因此,在难以实现同时解决“融资难、融资贵”问题的情况下,央行倾向于短期内先解决“融资难”的问题。因为短期内“融资贵”只是成本的问题,而“融资难”关系到企业的生存。

由于金融机构负债端增长缓慢,无法支撑表内信贷扩张,因此央行明年会继续降准,通过提升货币乘数来增强银行货币创造的能力。同时,预计明年外贸顺差和外商直接投资可能会下滑,通过降准可以在一定程度上对冲由于外汇占款减少而导致基础货币下降的负面影响。此外,笔者认为明年央行还是会继续“收短放长”的操作思路,目的是释放更多廉价中长期资金来鼓励投资。预计明年央行会有3-4次

降准,幅度可能会在100基点左右。货币环境的改善有利于信用债发行回暖,加上今年表外融资大幅萎缩后会在明年趋于平稳,因此表内信贷提速会带动社会融资总额增速大致平稳。

财政政策会落到实处

在经济下行压力加大的背景下,市场普遍希望政府加大财政政策的力度,特别是呼吁加大减税力度,因此中央经济工作会议内容中关于财政政策部分的内容受到高度关注。去年会议的定义为“积极的财政政策取向不变,调整优化财政支出结构,确保对重点领域和项目的支持力度,压缩一般性支出,切实加强地方政府债务管理”,而今年修改为“积极的财政政策要加力提效,实施更大规模的减税降费,较大幅度增加地方政府专项债券规模”。从“取向不变”转为“加力提效”,从“压缩一般性支出,切实加强地方政府债务管理”转向“实施更大规模的减税降费,较大幅度增加地方政府专项债券规模”,这意味着明年积极的财政政策会更多落到实处。

虽然预计明年美联储加息步伐会放缓,但笔者认为做出美联储加息周期即将结束的结论依然为时过早,因此中国央行在货币政策层面依然存在一定的制约。此外,货币政策作为总量调控政策存在“一刀切”的问题,更积极的财政政策应该是稳增长的重要手段。笔者预计明年财政赤字率可能会重新调回至3.0%,但也不排除明年预算赤字率会突破3%。如果这样

的话,明年积极财政政策的力度会超预期。财政政策刺激不外乎增加支出和降低税负,这两方面在本次会议中都有提及,但相对于“较大幅度增加地方政府专项债券规模”来助力基建补短板,市场更关注的可能是“实施更大规模的减税降费”来为实体经济减负。

从国民收入首次分配角度来看,我国的确存在减税的空间,而且从理论上说,对家庭减税可以提升收入从而刺激消费,而对企业减税可以提升资产回报率从而促进投资,两者都能创造有效的需求,为经济增长提供动力。此外,市场之所以对减税抱有很大期望,很大程度上是看到了美国政府减税政策对经济的刺激效果明显。但笔者认为,特朗普上台之后推行的减税政策很大程度上起到了放大美国经济上行周期中的内生复苏动能的作用,并非是美国经济复苏延续的主导因素。

我国目前处在经济下行周期,企业投资和家庭消费意愿低迷,特别是一向是经济增长稳定器的消费动能在2018年由于受到地产周期的影响而减弱,让市场对消费升级逻辑产生一定的疑问。因此,由于对未来需求和收入下降的担忧,企业和家庭很可能会把减税转化为储蓄而非投资和消费。短期内从稳增长效果角度来说,增加财政支出的效果要好于扩大减税规模。

从长期来看,笔者认为,由于财政支出压力将伴随着中国人口老龄化程度加深而会显著提升,因此大规模永久性减税的概率不大。我国目前人口拐点已现,考虑到目前社保已经存在在不

小的缺口,这意味着政府在社会保障方面的支出将上行。此外,我国依然需要在制造业和消费升级方面投入巨大的资金来推动经济转型,这也在很大程度上制约政府在减税方面的政策空间。无论是短期内“稳增长”需要,还是从中长期内财政支出压力持续上升来考虑,依靠大规模持续减税来进行逆周期调节的困难较大。

总而言之,笔者预计明年国内宏观政策组合将是“稳货币、松信贷、宽财政”。鉴于目前实体经济的融资困难主要在于货币政策传导机制不畅,货币政策本身继续大幅宽松的必要性不大。明年央行继续降准更多是“置换”属性,通过“收短放长”来释放更加廉价的中长期资金提升金融机构的表内放贷意愿来为信贷松绑。在中央指引财政政策需要更积极的背景下,预计明年预算赤字率、地方政府债发行和减税降费的规模都会有较大提升,各项“宽财政”措施会积极落到实处。

目前中央在政策层面的调整主要是避免经济增速过快下滑以及系统性金融风险的上升,在二者可控的情况下,允许经济增速适度放缓来继续推进和深化改革是理想的选择。政策调整过程中,需要政策执行者对未来经济走势有充分的预判,从而赋予政策调整更多的前瞻性,在这一过程中,如何拿捏政策调整的力度、防止政策超调是对政策定力的考验。政策定力可以带来政策的连续性和稳定性,而政策的连续性和稳定性通过政策的可预见性来影响企业和投资者的行为,从而来提升政策的有效性。

A股市场估值体系正在重构

□荣盛发展首席经济学家 尹中立

在年底,诸多证券公司分析师对当前股市的看法惊人地相似,认为估值已经处于历史底部,对2019年的展望自然也就相对乐观。从估值水平看,当前A股确实已经处于历史低位。现在A股平均PE只有11倍,与2013年中的估值水平接近。2013年底上证指数从2000点左右开始启动,走出了一轮较大的行情;从市场人气指标看,当前的破净率已到14%左右,日均换手率为0.49%,这都处在历史极值附近,股市反转的概率较大。

上述推演是基于历史的数据和经验,其隐含的前提是历史会重演,就是估值体系保持不变。根据笔者观察,当前的A股市场可能已经面临估值体系的重构,这在分析和预测未来股市时特别需要关注的。笔者认为,影响股市估值体系的因素有以下几个方面:

一是货币环境出现历史性变化。从历史比较看,我国股市的估值中枢一直比发达国家高,即使在A股运行的几个低位(如2005年5月份上证综合指数1000点附近、2008年10月份上证综指1700点及2014年5月上证综指2200)附近,A股股票的估值(PE)中位数大约在30倍左右,比国外成熟市场估值中位数的历史平均值(美国股市的估值中位数平均值大约在15倍左右)要高一倍。

对此,市场有很多解释,但似乎都难以自圆其说。例如,流传甚广的说法是,我国的经济增长速度快,上市公司是我国经济中最优秀的代表,这些公司的盈利增长速度更快,因此可以享受更高的溢价。如果将A股价格与H股价格进行比较,该解释就露出破绽,同一家公司的A股价格通常比H股价格高。笔者曾经对此专门进行分析,并提出了所谓的“三维互动模型”(即通过对政府行为、机构投资者行为及散户投资者行为的分析)来解释我国股市的高估值现象。

经过长期的思考,笔者认为,导致A股估值偏高的最重要的原因应该是货币宽松。我国金融市场的实际利率在大多数时候是负,压低了无风险收益率的实际值。这不仅是股市高估值的基础条件,也是楼市高估值的基础条件。

我国市场的实际利率长期为负的原因是储蓄率一直在高位,这与人口结构有关,高储蓄对应着长期的对外顺差。但这一切正在悄然出现变化,高储蓄率已经快速下降,对应的对外贸易顺差也大幅度收窄,国际收支甚至出现逆差,表现为外汇占款在快速减少。导致这一结果的原因之一是人口结构的快速变化,从2010年开始,每年的新增劳动人口就开始快速减少,人口老年化日益加剧。随着储蓄率的降低,实际利率长期为负的时代恐怕就很难再出现,至少是难以持续长期地把实际利率压在负数区间,这意味着A股估值面临重构。

影响估值体系的第二个因素是投资者风险偏好下降。股市里的杠杆资金出清的过程将伴随一系列风险事件出现,使得投资者对股市的风险偏好下降,市场的风险溢价上升,不利于股市的估值提升。虽然有关部门已经关注到股权质押风险,并采取措施,但笔者认为,已经采取的措施(主要是纾困基金)可以缓解上市公司大股东的短期流动性风险,但这些措施并不能减少债务,因此不能从根本上解决债务风险难题。

当前,A股市场里的各类杠杆资金规模大约在6万亿元左右,主要包括四类:第一类是交易所内的融资融券,其规模为7000亿元左右;第二类是大股东质押融资,被质押的股票市值约4万多亿元,融资额约2.5万亿元;第三类是参与定向增发的资金,2015年至2017年间有2000余家上市公司实施了定向增发,参与定增的投资者很多以杠杆资金认购,这类杠杆资金规模约2万亿元左右;第四类是二级市场中的投资者场外配资行为,这类资金约1万亿元左右。

当前股市里各类杠杆资金总规模占股市流通市值的比例大约在15%左右,与2003年前后股市杠杆资金占比的情形十分类似。笔者认为,2019年是化解和处置股市杠杆资金风险的关键一年,只有妥善处置了这些风险,股市才能迎来新的牛市曙光。

影响估值体系的第三个因素是股票发行的注册制改革。A股市场的股票价值不仅取决于现

金流的折现,所有的股票都包含着壳价值。在2016年,壳价值达到最高位,多个壳公司的市场价值约为40亿元左右。2018年多个壳公司的市场价值已经贬为10亿元左右,在两年多的时间里下跌超60%。2018年新股发行节奏有所放缓,壳价值所有反弹,但科创板的设立将实施注册制,将深刻影响股市的壳价值,笔者认为应高度关注此项改革的进展及对股市的影响。

此外,2019年的房地产市场对股市的影响需要特别关注。2018年的房地产市场虽然有一定的波动,但总体而言仍然是比较平稳的市场,全年房地产投资稳定在9%与10%之间,成为宏观经济诸多指标中最靓丽的指标之一。也正是因为房地产投资的稳中有升,钢铁、水泥与建材等行业的上市公司才有良好的业绩表现,成为2018年稳定股市的重要因素。

但房地产市场在2018年第三季度开始出现下滑趋势,住房需求在金融市场财富缩水及经济下滑的影响下明显放缓,而土地供应明显增加,房地产市场的供求关系已经出现变化。随着房价下滑趋势的形成,房地产投资将放缓,上下游产业的上市公司盈利将受到影响。房地产市场的新变化也将深刻影响货币传导机制,加速经济通缩化趋势。笔者认为,2019年的股市仍将处在寻底的过程中,估值体系正在重构,风险逐渐释放,投资者需要耐心等待投资机会。

多措并举 补齐商业银行发展短板

□交通银行金融研究中心高级研究员 武雯

在超出预期的风险、困难及机遇中,2018年银行业整体经营情况好于预期。2019年,银行业经营环境并不轻松,净利润增速同比预计略有下滑,商业银行需要补齐自身发展短板,不断提升负债业务的创新能力,进一步服务实体经济。

2018年宏观经济增速相对平稳,但整体出现了下滑态势。在此背景下,全年政策环境不断升级优化,配合结构性改革,为银行业经营情况略好于预期奠定基础。银行业整体经营呈现三大亮点:一是流动性缓释助推净息差逐步改善。全年净息差预计同比增加7BP。上半年,资产端定价提升以及银行加大高收益贷款投放,带动银行业整体生息资产收益率上行;下半年,随着流动性偏紧的状况略有好转,行业整体负债成本升幅进一步放缓。整体来看,存款优势显著的大型商业银行负债端成本控制情况较好,息差优势依旧明显,股份行三季度净息差环比有所改善。

二是资产管理新规影响逐步消化,非息收入恢复增长,预计全年非息收入同比增长11.6%。新会计准则影响下,原计入“利息收入”的收益重新计入“投资收益”,其他非利息收入增长显著。手续费及佣金收入方面,各家银行一方面继续加大银行卡领域的投入;另一方面,采取表内外融资综合联动措施,从而带动担保承诺业务的增长,同时,国际结算、电子商务第三方支付等业务的大力投入也有效弥补了资管新规带来的理财业务收入减少。此外,随着银行逐步消化资管新规及其细则带来的影响,部分银行新型中间业务收入逐步探底回升。

三是资产质量保持平稳,前瞻性指标持续改善。2018年上市银行的信用成本略有上升,主要由于银行更加真实反映不良资产,加大减值力度,行业拨备覆盖率逐步提升。商业银行资产组合中未来的潜在风险正在进一步得到释放,同时,逾期贷款占比由2015年上半年2.96%的高点下降至2.24%,与不良贷款率间的“剪刀差”也由1.65个百分点缩减至0.74个百分点,比去年同期下降0.2个百分点。

在转型发展上仍有两方面不足。一是服务民企、小微的力度有待进一步增强。今年新增贷款中有较大部分投向了企业中长期贷款,体现了经济“脱虚向实”。同时,受政策引导的影响,银行在普惠金融、小微企业等领域的扶持力度有所加强,前三季度小微企业贷款增速远超上市银行平均贷款增速。但银行对民营企业的资金投入仍与实际需求有一定的差距。据统计,现在银行信贷余额中,民营企业贷款占25%,民营、小微企业融资难、融资贵的问题仍有待解决。

二是负债创新能力有待提升。全年行业存款增长乏力的情况延续,包括大行在内,绝大部分银行存款同比增速维持低位,平均为4%左右。相对来说,公司类存款在存款中的占比有所提升,活期类存款占比有所下降。同时,结构性存款规模增长较快,主要由于资管新规下银行表内理财向结构性存款转化的内在需求,为了表内理财业务谋求转型,结构性存款作为替代品而受到较大青睐。存款增速的下行也受到资产端结构调整的影响。随着下半年流动性相对缓释,行业存款竞争压力略有缓解。

展望2019年,银行业整体经营环境并不轻松,但政策环境边际改善形成对冲,有利于利润稳定增长,预计全年行业净利润增速可能在5%-8%之间。商业银行在补足自身短板的同时,需要主动迎接开放和挑战。

一是进一步下沉客户重心。建议商业银行战略上重视服务民企、小微领域的重要性。加深在民营企业、小微领域的数字化运用,依靠丰富的场景大数据建立各类评分、风控模型,以低成本的方式充分把握此类客户的放款风险。进一步提升风险定价能力,完善相关授信制度、风险预警机制,显著提高金融服民企、小微的高效与便捷性,减少违约风险事件的发生几率。设计针对性的、差异化金融产品,为民企、小微型量身定制满足其“短小、频繁、急需”融资需求的创新产品和服务,有效对接其各类需求。

二是积极调整负债结构,差异化发展存款业务。建议银行提升主动负债在整体负债中的占比,发挥主动负债的主动调节期限错配和流动性管理作用。差异化地发展存款业务,明确自身客户定位,制定不同类型个人客户的差异化策略,加强产品创新,丰富产品种类和产品线。

三是主动拥抱开放,迎接国际化挑战。随着我国银行业金融机构双向开放的广度和深度逐步提升,我国银行业面临的机遇大于挑战。建议商业银行以更积极的姿态主动拥抱开放,迎接国际化挑战。积极取长补短,努力形成与外资银行竞争与合作的良性关系,变压力为动力,主动提高风险应对能力,在引资的基础上尽可能地深化与外资银行的合作;进一步明确国际化目标,根据自身实际情况,制定清晰的国际化战略,审慎布局机构网点,推动国际化业务高质量发展。同时加强自身能力建设,加强跨境业务联动,突出协同优势,并且建立全球一体化的全面风险管控体系。

广东省粤科金融集团有限公司 招 聘 公 告

广东省粤科金融集团有限公司是广东省政府授权经营的国有企业,是国内最早成立的创投机构之一,也是国内首家省级科技金融集团。近年来,粤科金融集团通过构建创投业务、基金业务、金融业务、资产管理等业务体系,初步形成“创投为主、多业联动”的发展格局。现因业务发展需要,诚招以下高级管理人才:

一、招聘职位

(一)集团控股制造业上市公司董事、副总裁(1名)。主要负责协助总裁制定公司发展战略规划、经营计划,协调处理日常经营管理实务,参与公司经营管理和重大决策,负责

市场运作与新品开发等工作。

(二)集团本部投后管理部总经理(1名)。主要负责牵头集团公司PE/VC投资项目管理,包括但不限于对投资企业的跟踪服务、风险监控、增值赋能以及项目退出等相关工作。

(三)集团全资母基金管理公司董事长(1名)。全面负责基金管理公司工作,包括但不限于落实集团决策部署,制定并督促落实公司业务发展规划,组织开展基金的募投管退等各项工作。

(四)集团全资投资管理公司副总经理(1-2名)。主要

负责开发PE/VC投资项目源,组织分析投资可行性、设计投资方案、开展尽职调查、主导投资谈判及投资项目管理、退出等相关工作。

二、应聘须知

以上职位工作地点均为广州市,薪酬待遇面议。具体职位要求、岗位职责可登陆粤科金融集团主页查阅(<http://www.gvcgc.com/> 人力资源栏下的人才招聘模块,咨询电话020-38206953),有意应聘者请在网站下载填写《应聘人员情况表》,并附上个人详细简历发送至邮箱hr@gvcgc.com。对符合要求的应聘人员将尽快安排面试。