

货币政策微调重在相机抉择

□华鑫证券上海分公司副总经理、华鑫证券私募基金研究中心总经理 傅子恒

防范经济回落失速

中国经济景气周期处在中长期周期的偏冷区域。2018年面临更加复杂的内外形势,经济下行压力进一步增加。1-3季度,我国GDP增速分别为6.8%、6.7%和6.5%,三季度下行明显加速。从10月、11月的情况来看,四季度经济已不太可能有明显超越三季度的表现。

物价表现方面,PPI上半年涨幅放缓,年中之后同比逐月下滑,终端消费品价格CPI长期徘徊在2%左右,从总量供给、上游涨价压力减缓与终端消费需求情况来看,未来一段时间内CPI缺乏持续上涨压力。内需不足局面出现的主要原因在于中国经济禀赋长期问题的叠加,主要是经济增长拉动因素中,传统的投资部门增长动能度过了高峰临界期,强劲增长表现难以再现,消费与投资新增长动能贡献不足以抵消传统动能弱化造成的冲击。一个最直接的例子是,投资拉动贡献中,房地产投资与传统制造业拉动效应明显弱化,前三季房地产业产值按不变价格计算同比增长仅为4.4%,整个第二产业同比增长5.8%,都低于GDP增速。第三产业产值同比增长了7.7%,成为国民经济增长的主要贡献因素。总的来看,对比2017年度房地产累计同比增长幅度为5.6%、第二产业同比增长6.1%,第三产业8%的表现,三大产业增长动能都在降低。

反映经济景气信心的指标中国制造业PMI,已经连续多年徘徊在50荣枯线上方附近,2018年12月为49.4,跌破荣枯线;微观效益指标中,规模以上工业增加值增长从4月份的高点7%,一路持续回落到11月份的5.4%;上市公司归母净利润,前三季度同比增长11%,明显低于2018年上半年的13.94%,大幅低于2017年度的18.37%。上述一系列宏观数据都显示了我国经济增长继续下降。

与实体经济相比,2018年虚拟经济与金融领域也出现多年未遇的困难局面,国内A股市场全年度呈现持续回落走势,主要股指上证综指、深证成指、中小板指、创业板指2018年全年分别下跌了24.59%、34.42%、37.75%和28.65%。市场低迷拉低企业融资规模,产生一些增量性结构问题。

站在当前的时间节点,宏观调控的首要任务已经演变为需要防范经济进一步下落的风险。

应对实体经济下滑与一些内外部因素的冲击,国内政策也进行了一些调整。为进一步支持实体经济发展,优化流动性结构,降低融资成本,中国人民银行1月4日决定下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。2018年1月、4月和7月,央行三次进行了定向降准并扩大使用MLF等货币工具进行流动性的宏观审慎管理,放松了货币扩张基础,但在信用管理方面继续进行收缩。

基于2017年三、四季度相对不错的宏观数据,2018年上半年政策对经济的扶持力度相应进行了缩减,表现为财政基建投资力度放缓,影子银行清理、互联网金融整顿以及宏观去杠杆、金融去杠杆力度加码,“资管新规”出台以及其后的强力执行,对金融业进行的穿透监管收到显效的同时,也令资本市场承受了成本压力。刚兑的打破造成了市场个别风险,股票质押融资等一些风险点的暴露,造成一批企业与投资

中国经济与问题的矛盾解决重点与难点在于结构方面。经济自主增长的动能与张力培育,需要总量平衡下的结构扩张性的政策努力,货币政策须在长期目标之下进行灵活决策方面的相互配合。

在增长动能转型升级方面,传统动力部门收缩、转型成本与市场痛苦度应当尽量降低,新增动力需要扶持与强化以提升增长贡献度,创造更多就业机会,这些结构性的矛盾与问题应对,都需要结构性的、相对宽松的货币政策进行配合。而实践的丰富性,也给货币政策无论传统操作还是进行创新,都提供了相应空间,如央行对市场变化更前瞻的预判、对季节性流动性公开操作更精准的调节、定向降准、对民营企业纾困方面的专项支持、对结构性商业主体进行信贷支持,工具创造如常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、中期利率调节(PSL),以及刚刚

总量平衡之中保持结构宽松

者流动性紧张。此后,经济政策方向进行了部分微调,宏观决策开始进行由“去杠杆”到“稳杠杆”的转变,财政基建“补短板”投资再度发力,稳健货币政策与实际形势的匹配度有所提升,压力才有所纾缓。政策调整顺应了市场关切,而民企困境、股市回落引发的问题,使得各方强化了资本市场稳定对实体经济重要性的认识,稳定股市的政策措施力度有所增强,未来需要进一步加强。

笔者认为,源于中国经济长期累计造成的总量问题(众多行业产能过剩、对比基数提升等)、结构性问题、周期波动中的惯性力量,以及外部的各种不确定因素的存在,2019年经济下行压力将继续显现。由于房地产行业调整压力增加以及地方财政收入方面的压力增加,2019年经济困难程度可能还会提升,需要更有力的政策对冲。经济基本形势对财政政策加力提出要求,也给货币政策向边际宽松方向的调整腾出空间、提出要求。2019年实行趋向

货币政策需相机抉择

创设投入使用的定向中期借贷便利(TMLF)等等,都是最直接的现实证明。而解决结构矛盾与应对周期性景气波动相结合,需要对不同的政策工具进行恰当选择与组合,一些政策工具的应用应当具有稳定性,并与市场保持必要、有效的预知性沟通。

解决实体经济问题也应兼顾资本市场稳定。2018年上半年金融去杠杆与清理整顿净化了市场环境,使得市场系统性风险大为降低,但过度紧缩加重股市回落程度,使得一些新的风险因素形成。一个活跃的资本市场无论在现实还是在预期层面,都可以构成对经济下行的对冲与平滑力量。

可以预计,2019年国际形势将继续呈现复杂多变的前景。今年外贸形势的不确定性仍将存在。与此同时,对外投资扩张与人民币在国际间的接受度提升,国内政策

积极的财政政策,货币政策需要相应匹配,同时作为更常态的政策工具应用需要担当更艰难的平衡角色。笔者认为,兼顾各种矛盾问题解决与短、中、长期的任务目标,货币政策在总量平衡之中保持结构宽松,是实体经济与资本市场稳定发展的双重要求。

总量平衡是货币政策应当坚持币值稳定的长期目标而提出的要求。中国经济经历了长期的高速增长阶段,经济增速下行与增长动力转换有其规律性的必然,以发达经济体的历史来看,从“成长”到“成熟”过程是投资贡献度不断降低、消费贡献比重不断提升的过程,中国正处在这一过程中。基于这一认识,近年市场对经济回落的接受与容忍度一再提升,宏观政策(至少是货币政策)不再单纯被增长指标所绑架,独立性较之以往有所提升。当前我国M2增长速度与经济增长和物价表现相比,基本达到了总量平衡上的合意水平,长期而言应当努力动态保持。

亦需考虑外溢效应,汇率稳定依旧是货币政策需要兼顾的目标之一。

关于汇率,笔者一直认为,央行基于强大实力实行的“逆周期调节机制”,将能够继续避免人民币单边的大幅波动,保持动态稳定。2019年的一个潜在的变化是,美国经济在经历四年的繁荣之后有望逐步进入临后期,美联储加息节奏面临调整。美国经济放缓可能令外部购买力下降,一方面增添外部不确定性,但美联储加息节奏放缓将强化强势美元基础,增加国内货币政策回旋空间,而基于外部因素的考虑,央行近年的政策制定中一直没有动用利率工具。从2019年初的基本形势来看,数量型工具依旧会是央行的重点考虑范围,但更远一点来看,如果实体经济继续走弱,从社会融资成本等各个角度考虑,价格工具调整的必要性将会增加,货币政策需要在各因素博弈中进行相机抉择。

以产业链条延伸理念推进双向混改

□国家信息中心政策动向课题组

重点难点领域获突破

2017年底,国家发改委出台了《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》,针对国有资产定价机制、职工劳动关系、土地处置和变更登记、员工持股、集团公司层面开展混合所有制改革、试点联动、财税支持政策、工资总额管理制度等混改关键重点问题进行了改革突破。随着混改“1+N”文件政策体系框架不断丰富,2018年成为了混改的深化之年。

一是混改全面铺开。国资委监管的中央企业及各级子企业中,混合所有制户数占比已经超过70%,省级国有企业混合所有制户数占比超过三分之二。到2018年,国有企业吸引社会资本形成少数股东权益超过10万亿元,占比接近三分之一。在国家层面,总计共开展三批共60家混改试点,第一批、第二批中的中国联通、东航物流、内蒙一机等试点企业改革取得重要成效,在完善治理、强化激励、突出主业、提高效率等方面取得重要经验,示范效应逐步显现。第三批混改试点企业共31家,包括10家央企集团下属子企业和21家地方国企的混改方案于2018年下半年获批。

二是重点难点领域得到突破。在《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》出台之前,企业普遍反映仍然存在着许多“旧制度管新制度”和相关配套改革不足的问题,如国有资产定价机制尚需创新、薪酬激励机制不足、员工持股制度过于僵化、配套的土地、税收等政策支持力度不够等问题严重制约了各方参与混改的积极性,增加了改革的制度成本。针对这些问题,国家发改委出台了《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》,提出要积极探索中央企业集团公司层面开展混合所有制改革,鼓励探索解决集团层面混合所有制改革后,国有股由谁持有等现实问题的可行路径。对国有资产定价机制、职工劳动关系、土地处置和变更登记、员工持股、集团公司层面开展混合所有制改革、试点联动、财税支持政策、工资总额管理制度等改革难点开展了大胆的突破。如今年全国共选取首批改革试点企业174户。中央企业层面,选取了国机集团所属中国电器科学研究院、中国建材所属江西电瓷等10户子企业作为首批试点,同时,也积极探索了其他各类中长期激励手段,中央企业控股的69户上市公司规范实施了股权激励,29户科技型企业实施了股权分红权激励。从这些改革措施可以看出,持股改革的试点层面逐步扩大,技术入股、品牌入股等多元化的持股方式开始探索,因企施策的持股

随着混改“1+N”文件政策体系框架不断丰富,混改在国有企业大范围铺开,中央企业及各级子企业中,混合所有制户数占比已经超过70%，省级国有企业混合所有制户数占比超过三分之二。此外,今年双向混改力度也不断加大,国有企业入股甚至控股民营企业的案例不断增加,形成了通过混改实现国企和民企相互依存、相互合作的良好局面。未来,混改的重点任务将不仅仅是国企改革

的突破口,也将成为完善我国基本经济制度,推动多种所有制共同发展的重要实现形式和手段。

办法成为改革共识。

三是改革成效逐步呈现。具有重要的改革标杆意义的联通混改,探索了多个重大的改革突破,首次探索在央企集团公司层面进行混合所有制改革、首次探索了垄断领域以混改的方式向民营资本开放、首次探索了“战略投资+定向增发+股权转让+员工持股”全体系、多元化的混改模式等。

四是双向混改力度不断加大。2015年出台的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业,但这种双向混改的重视不足。但今年以来,一些前期通过高负债扩张较快的民企,由于偏离主业,在流动性上遇到困难,愈发需要国有企业通过重组并购的方式帮助民营企业度过难关。相关部门还应鼓励具备条件的、比较好的民营企业产业重组中发挥积极作用,对同行业的一些有竞争潜力但目前面临困难的中小企业进行兼并重组。因此,今年混改的一个重大变化,国有企业入股甚至控股民营企业的案例不断增加,形成了通过混改实现国企和民企相互依存、相互合作的良好局面。据不完全统计,2018年以来超过30家民营A股公司宣布引入国资股东作为战投,其中超过10家转让控股权。

混改仍有待解决的问题

一是加快推动国有资产评估改革。当前,国有资产评估改革严重滞后与混改的改革要求,

在评估国有资产价值时仍然采用传统的《企业国有资产评估管理办法》、《企业国有产权转让管理办法》。传统的依托评估机构对国有资产进行评估的方式已经不适应当前以市场化为导向的改革需要。以企业选择评估机构,在评估过程中评估机构容易受到企业的影响,其公正性、客观性、中立性并不能完全保证。此外,对于监管部门而言,资产评估是一个较为复杂的审核过程,政府相关部门在决策的过程中专业知识不足,导致缺乏有效审核的现象时有发生。因此,要改变传统的评估—审批(备案)体制,改为公开竞价的机制,要考虑到企业未来发展,以现金流折现为主的方式对非上市国有企业进行定价。最终,实现国有资产的保值、增值,有效防止国有资产的流失。

二是公司治理结构改革不到位。首先在“管资产与管人事相结合”的国资管理体制下,混改该企业的公司董事会和经理层的权力无法落实,特别是在民营资本进入到国有企业中时,其权责不对等,抑制民营企业股东的工作积极性。其次,一些国有企业经营行为带有很强的行政色彩,政企不分的现象仍有发生。特别是在一些基础设施建设领域,一些地方政府的平台公司,经营效率低下、负债率高等问题严重。在鼓励民营资本参与基础设施建设的大背景下,鲜有民营企业与这类国资公司进行混合所有制改革。

三是民营企业非市场化选择的混改。当前

有部分民营企业参与混改,其动因并非市场选择,而是在市场竞争中民营经济与国有经济缺乏公平竞争的地位,导致民营企业不得不选择与国有企业进行混合所有制改革。国企在一些上游产业、基础服务业形成寡头垄断,获得超额利润;而下游的民营企业利润越来越低,因此只有通过被国有企业收购,加入到其产业链条中来,方能“活下来”。即便在竞争行业,也有市场准入和行政审批两道门槛。

除此之外,民营企业在信贷获取、信贷成本、税收补贴(减税、返还、抵扣,不予积极追缴欠税)、股权融资、土地获取、劳动力市场、监管环境等方面与国有企业受到的待遇仍然有较大差异。因此,为了使得企业在市场竞争中与国有企业获得同样的竞争地位,一些经营得很好的民营企业以非市场化的动机与国有企业进行混改,这种现象还在不断增多。

进一步深化混改的政策建议

一是要规范混改企业的公司治理结构。混改企业要坚持现代公司的法人治理结构。遵循了企业发展的客观规律,遵守《公司法》约定的各类权利和义务,给予民营资本股东权责对等、风险收益对称、激励与约束相结合的生产经营地位。鼓励混合所有制企业自主发展、自我约束、自主创新,成为社会创造财富的主体。各级监管部门要遵守《公司法》,不再越权干预企业。如果政府干预过多,甚至按照行政组织进行管理,容易导致内在机制失衡,企业失去自主发展的动力与活力,最终失去市场竞争力。

二是加快推动国有资产评估改革。国有资产评估改革的滞后,已经制约了混改的进一步深化。2018年混改在薪酬体制、员工持股方面均取得了较大突破,2019年混改的重点领域之一就是加快推动国有资产评估改革。一是加快修改《国有资产评估管理办法》,建立新型的国有资产定价机制。可参考外国的成功经验,采取“先协商、后竞价”的模式,在合作对象可控下依靠市场决定价格。在定价时既需要考虑其资产当前价值,也需要考虑企业未来的发展情况,采取资产现值与现金流折现并重的评估方式。二是改变传统的评估—审批(备案)体制,赋予企业更多的自足权限,减少第三方对企业经营的干预。最后要改变传统的监管体制,明确好出资人和企业之间的权利责任,理清监管边界。

三是保护民营资本在混改中的合法权益。保护民营资本合法权益的相关改革仍然不足,首先要淡化一般竞争领域国企的“国有”色彩,

恢复国企作为“企业”的根本属性,将其作为普通企业进行要求,接受竞争政策规制。实现竞争的根本手段在于使国有企业与民营企业受到相同的规则约束。其次要提高混合所有制企业经营的灵活度,不搞经营制度一刀切。要提高混合所有制企业的整体分红率水平,具体分红方式应由董事会根据企业发展决策。减少对民营企业不必要的监管,强化董事会与委托代理制度建设,赋予董事会更多的决策经营权利。

中国经济正处于转型升级的重要关口,要通过不断破除体制机制障碍,激发各类市场主体活力,促进国有企业和民营企业合作共生,对推动我国高质量发展,建设现代化经济体系有着重要的作用。因此,混合所有制改革不仅是国企改革突破口,更是完善我国基本经济制度,推动多种所有制共同发展的重要实现形式,对我国进一步深化改革有着深远的意义。

当前,我国民营企业数量超过2700万家,个体工商户超过6500万户,注册资本超过165万亿元。民营经济具有“五六七八九”的特征,即贡献了50%以上的税收,60%以上的国内生产总值,70%以上的技术创新成果,80%以上的城镇劳动就业,90%以上的企业数量。我国民营经济已经成为推动我国经济发展不可或缺的力量。当前民营企业发展遇到不少困难和挑战,需要通过双向混改的方式帮助民营企业度过难关。今年以来,越来越多的民企上市公司主动吸引国有资本参股、控股,这是市场选择的混合所有制改革。未来双向混改将成为混合所有制改革的主体,国有企业积极帮扶民营企业,推动其转型升级是将成为国企改革外混改另一个重点任务。

我国国有企业和民营企业已经形成了完整的产业链。国有企业多处于产业链上游,在基础产业和重型制造业等领域发挥作用,民营企业越来越多地提供制造业产品特别是最终消费品,两者是高度互补、互相合作、互相支持的关系,未来中国经济将沿着这个方向不断提高,走向高质量发展。因此,必须从传统固化的观念,转向用全新的现代化产业链理念来认识国有和民营经济。以产业链条延伸的理念,推动双向混改的发展,让其成为我国不同所有制间相互促进、互利共生的重要手段。此外,通过混合所有制改革,使得国企和民企平等使用生产要素,公平参与市场竞争。在行业准入、银行贷款、上市融资、政府监管等方面给予民企公平待遇。保护了各种所有制经济产权和合法利益,消除各种隐性壁垒,激发了非公有制经济活力和创造力。(执笔:肖若石)