

# 货币信贷增长有望重趋平稳

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

最新公布的金融数据显示,1月广义货币供应量(M2)、新增信贷规模及社会融资新增规模实际增长均超市场预期。当前货币环境趋于宽松已成为市场主流预期,1月份数据将进一步强化这种预期。新增信贷规模创新高的情况表明,过去较长时间内存在的对货币当局流动性调节形成制约的“去杠杆”,事实上已经消退,保持流动性平稳正成为货币当局的新目标。预计货币当局未来将延续对货币环境趋于宽松的预期引导和管理。

1月份实际信贷和货币增长数据,还将消除市场对货币环境预期的分歧。在金融防风险的监管基调下,虽然政策微调信号明显,但机构反应整体谨慎,机构间分歧加大。实际上,货币环境的稳中趋松格局,是前期监管收紧冲击过后的市场必然现象。即使没有政策微调,货币环境也会呈现相对前期偏紧局面的边际放松态势。



新华社图片

## 首月效应导致信贷数据超预期

在银行经营受到行政约束的年代,银行业的首月效应特别明显。为了约束信贷投放不均匀,避免对正常经济运行和流动性环境造成的冲击,货币当局曾对银行信贷节奏进行了引导和监管,要求商业银行信贷增长的季度间比例要依一定的节奏进行。从历史经验看,银行基本上能围绕这个标准进行,但首月效应仍然比较明显。2019年首月效应特别突出的原因,是货币环境持续偏紧后,在2018年四季度前后出现边际释放,以及新年首月进行的降准释放了银行扩张空间。

首月效应的一个显著标志是,在商业银行信贷增长中,无论是部门分类,还是期限分类,都表现出同向的回升态势。1月份人民币贷款增加3.23万亿元,分部门看,住户部门贷款增加9898亿元,非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元,均比上月有明显增长;受楼市调控政策影响,家庭部门1月份增加的信贷规模并不明显,但企业部门和去年同期相比,增加8000亿元。1月份新增信贷的部门分布中,唯一例外的是金融同业投放减少,非银行业金融机构贷款减少3386亿元,主要是监管规范效应进一步发酵的结果。较长时间以

来,货币当局持续将金融支持实体经济,作为监管目的和政策要求,要求金融机构将资金更多地直接进入实体经济,加上“去杠杆”工作见效,金融同业间资金财务性周转需求大为下降,从而使得银行对非银金融机构的投放减少。

从新增信贷的期限分布看,1月份近3.5万亿元的新增贷款规模中,短期贷款及票据融资的当月值为14009亿元,比上月增加9880亿元,比去年同期增加6806亿元;中长期贷款的当月值为20969亿元,比上月增加15914亿元,比去年同期增加1759亿元;可

见,增量主要集中在短期贷款。从贷款的期限类别上看,中长期贷款的政策导向性更强,短期贷款更多地反映了当前经营的状况,因而中长期信贷的较多增长,并非是政策导向的结果,而是银行信贷投放节奏上的首月效应而已。

不仅信贷增长存在显著的首月效应,社会融资增长也存在显著的首月效应。社会融资增长的首月效应,并不仅仅是由于构成社会融资最主要成分的信贷增长具有首月效应,而是其它非银行融资渠道中,许多融资渠道增长也具有首月效应。

## 信贷货币规模快速回升势头不会延续

在首月效应过后,信贷货币规模快速回升势头不会延续,未来信贷货币的增长将重趋平稳。货币增长平稳的格局,从根本上说,是由基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。在市场担忧货币环境收得过紧的同时,笔者判断却正好相反。依靠货币乘数扩张维持相对平稳的货币增长空间,也已压缩至一定程度。未来要维持流动性相对平稳的态势,势必面临以下选择:降准、新创基础货币投放渠道。

为维持货币乘数高位,保持广义货币增速相对平稳,以及降低储备货币获得成本,保持货币市场的稳定,我国或进一步下调存款准备金率。笔者认为,在2019年开年之初降准1个百分点的基础上,年内仍需要降准1个百分点以上。在新基础货币投放机制未形成前,降准是央行难以避免的选择。

按照通常的货币增长中性基准,2019年M2增速在7.5%—9.5%区间将是政策合意水平。

当前货币实际增速显然已接近中性区域,未来货币增长进一步提升空间有限。未来货币当局的政策重心将转向价格,面对市场对经济前景的偏弱预期和价格低迷局面延续,未来降息概率正在快速上升。

首先,供给侧改革的阶段变化,使得降息迫切性上升。供给侧改革在不同的阶段有不同的工作重心。回顾供给侧改革进程,“去产能”阶段以产能过剩治理为核心,时间大致在供给侧改革提出至2016年上半年期间;2016年下半年起,政策重心显然进入了“去杠杆”阶段,金融市场波动也同步上升;2018年四季度起,供给侧改革进入了第三阶段,以基建投资主要内容“补短板”被提上议事日程,并得到切实执行。经济转型带来的经济持续底部徘徊,使得中小企业日常的困难程度和竞争压力持续扩大,叠加基建投资重要性的上升,“降成本”自然就成为了下一步供给侧改革的重心;融资成本偏高作为经济活

动中的客观事实,自然就进入了政策视野,降息就成了未来必不可少的政策选项。

其次,价格形势的变化,提高了降息工具应用的针对性和必要性。市场主流预期一直认为国内存在着轻微的通胀压力,受货币充裕和大宗商品价格回升等因素影响,市场上的通胀预期一直未能消退。但受经济运行压力加大的基础性影响,以及猪肉价格走势带来的影响,未来通缩压力将上升。对2019年全年物价走势,笔者认为,上半年受猪肉价格非常低迷影响,叠加季节性规律作用,CPI将持续下降态势,并在年中零基线上下触底,下半年在猪肉价格回升影响下走稳,低位徘徊;受基数变动影响,工业品价格在大宗商品价格企稳走平后,PPI同比价格走势全年都将运行在零基线上下的低位态势,年末才有可能略回升。价格走势偏向通缩,年内降息概率必然上升,笔者认为年中前后就会发生。

当前货币政策的重要着力点之一,是疏

通货币政策传导机制。2014年以来,基础货币投放已由外汇占款的被动投放渠道,转向公开市场操作、再贷款和再贴现窗口等主动投放渠道,准备金市场形成并在基础货币调节中的重要性上升,基础货币利率在利率体系中的核心地位逐渐建立。在一个市场化的成熟金融体系中,政策利率是指准备金市场上的基础货币利率。我国目前已放开了银行体系中的存贷款利率,并着重引导市场建立市场基准利率。

因此,未来货币当局的降息行为,首先将发生在基础货币领域,比如调降回购利率。存贷款基准利率仅作为定价习惯和基准而存在,其在未来的利率体系中的重要性将不断下降。但就现阶段而言,存贷款基准利率对市场心理和银行经营仍有重要影响,调整力度超过基础货币利率变动,鉴于当前的经济运行和可能的通缩局面,央行未来的降息行为仍会选用银行存贷基准利率这一政策工具。

## 怎样看待今年房地产市场

□国家信息中心政策动向课题组 邹士年

当前,在金融领域去杠杆和严监管的影响下,房地产企业资金面全面收紧。面对调控继续从严和外贸不确定因素对宏观经济的影响,未来房地产市场存在一定的不确定性。

我国经济转向高质量发展阶段,预计2019年中央房地产政策仍以从紧为主。但只要房价不出现明显上升趋势,就难以再出台更紧的措施,接下来将更多会加大力度督促地方对从紧房地产政策的落实。

各地政府在落实租售并举的政策上,仍会加大租赁性住房建设力度。同时,房地产企业拿地速度加快,必然使得2019年开发力度加大,加上2019年整个金融市场的流动性可能会好于2018年,房地产企业投资也会受益,但相对上年的高基数而言,增速降低在所难免,预计全年增速保持在6%左右。2019年房地产企业到位资金增速会比较平稳。

受房地产销售和投资都可能延续2018年四季度下行趋势的影响,2019年房地产景气指数可能会呈现出低开高走的趋势,但是受到房地产市场从严调控的影响,高走的幅度有限,全年指数仍将在101—102之间波动。房地产企业在严厉的调控环境下,一方面会继续加快开发进度,加快周转;另一方面会根据市场环境适当减缓拿地需求,因此房地产企业到位资金增速会比较平稳。

对于房地产市场发展的建议,笔者认为,

一是经济下行压力下,对于房地产市场调控要注意“三稳”,稳市场、稳价格、稳预期。稳市场就是稳定市场的供给和需求,供给方面除了注意加大租赁性住房供给外,对于商品房供给不可大幅减少;需求的稳定仍然是以

刚需为主,严控投机性需求,对于限价带来的二二手房房价倒挂的现象也应引起重视。稳房价既要坚决遏制房价过快上涨,也要关注房价的大幅波动。同时,货币政策在保持流动性合理充裕、维持宽松格局的情况下,一定要防止货币政策对房地产的溢出效应。

二是地方政府应加强调控的精准性,逐步摆脱对房地产的依赖。调控必须因地制宜。

地方政府在中央“房住不炒”的理念下,

必须密切关注本地房地产市场的供需关系

及库存水平,做好相应的土地供给或者约

束;贯彻中央关于坚决遏制房价过快上涨的

决定,做好房地产市场的预期引导,坚决遏

制投机性的需求。

同时,经过两年的调控,地方政府应对前

期调控的精准性进行评估,为下一阶段的房

地产政策制定提供借鉴,尤其是注意防止误

伤刚需,并准备好适应房地产租售并举特征

的政策供给,防止房地产市场出现“量”和

“价”的大幅波动。此外,地方政府要逐渐摒弃土地财政思维,为实体经济发展创造良好

环境,大力加强新兴产业的发展,逐步摆脱对

房地产的依赖。

三是房地产企业应逐步降低杠杆率,加

快产业转型升级。针对高杠杆可能带来的企

业债券违约风险,房地产企业一方面要加快

土地开发节奏,加快销售进度、资金回笼;另

一方面要积极主动地加快去杠杆。政府应

积极引导房地产企业展开并购重组,允许合

规企业发行ABS等债务融资工具。房地产开

发企业应该加强对房地产新阶段特征的认

识,深刻意识到房地产市场调控的长期性,加

快企业向专业化、规模化、品牌化方向发展,

加快培育知名企业、品牌企业,组建大型企

业集团,推动开发企业与物业、中介之间的合

作。增强企业市场竞争能力,实施多元化发展

战略,实现房地产与教育、医疗、物流等跨界联

合。大企业需加快开展技术创新、产品创新、管

理创新,提升房地产全产业链尤其是后端服

务的附加值。强化企业服务,由产品开发向空间

运营迈进,从产品开发商变身空间运营商,提

升住宅品质和小区品位。

四是房地产需求者对房价要有理性认识,

加强风险意识。房地产需求者必须对未来房

价波动有理性认识,有足够的心理预期。房

价不会只涨不跌,市场经济环境下要有足

够的契约精神。在“房住不炒”的理念下,地

方政府为积极落实主体责任,出台了很多遏制

房地产投机的政策,但对于很多城市出现新

房与二手房价格倒挂的现象,还是在一定程

度上刺激了投机需求。为此,要引导投资者对

房地产调控的长期性保有清醒认识。

## 科创板

### 将重塑券商业务模式

□东北证券战略规划部高级研究员 杨丰强

科创板作为资本市场改革的“试验田”,在企业上市、发行、交易、退市等多项制度上都将有较大突破。新的市场规则和制度将对券商业务模式带来根本性的变革,其对券商未来的发展具有风向标作用。笔者认为,科创板将对券商业务带来多方面的影响。

#### 引导形成以客户为中心的业务体系

一是逐步提升综合金融服务能力。科创板对券商的服务需求不仅涉及传统的承销保荐,还包括股权激励、股份托管、战略投资等,条件成熟时还将引入做市商机制,这些业务需求涉及券商经纪、投行、研究、自营、资管、另类、私募基金子公司等多个业务部门,需要券商各业务条线围绕客户需求提供一体化的综合金融服务。因此,一方面,需要券商各业务条线都具备较强的专业能力,补齐业务短板;另一方面,要求各业务协同作战,制定有效的业务协同机制。最终引导券商真正形成以客户为中心的组织架构和业务体系。

二是打造全生命周期服务。现有上市公司主要是成熟期企业,科创板企业主要是处于成长期的科创型高新技术企业,企业上市阶段将从过去的“成熟期”向“成长期”前移。成长期企业要求券商具备持续服务能力,与企业共同成长。因此,券商要在企业发展早期介入,与企业形成紧密的合作关系,并能在企业发展不同阶段提供相应服务,覆盖风险投资、改制辅导、上市前融资、IPO、再融资、并购重组等各个发展阶段的服务需求,为企业提供全生命周期服务。

三是重构业务盈利模式。在科创板新的制度安排下,券商服务模式的变化也将带来盈利模式的相应变化。为客户提供综合金融服务和全生命周期服务,将使得券商从单一业务环节盈利转向多环节盈利,从一次性业务收入转向持续性服务收入,盈利方式更加多元化。例如券商投行项目不仅可以获得承销保荐费用,还可以通过投资获取投资收益,通过提供研究、股份托管等获得综合服务收入,通过提供做市服务获取收益等。券商将从过去依靠牌照盈利,转向通过价值发现和提供持续多元的服务盈利。

#### 转变理念 提升投行专业化水平

当前新股发行市盈率倍数限制和“新股不败”的预期,使得投行定价能力变得无关紧要,销售能力重要性也大大降低。科创板企业在发展阶段、投入产出特征等方面都与传统企业不同,而且实行市场化定价,传统行业的定价方式将不再适用。这就要求投行围绕科创板重点支持的行业和领域,建立行业专业团队,提升研究、定价、销售等专业服务能

力。科创板实行注册制,以信息披露为中心,投行在整个上市过程中将承担更大责任和风险。科创板信息披露不仅要求真实、准确、完整,而且提出了充分性、一致性和可理解性的更高要求。例如,在信息披露上,要求无论规则是否明确规定,凡是对于投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息,都必须充分披露,这对投行风控水平和内控能力提出了新的挑战。

在科创板涉及的业务中,不仅投资业务需要买方思维,投行业务也需要买方思维。一方面,承销保荐机构对项目价值的判断、信息披露的内容和质量将影响项目发行的成败。投行不仅需要保证发行人的利益,也需要从客户的角度对项目进行推介,确保项目发行成功。另一方面,在新的业务模式下,投行对券商各项业务的带动作用将大大增强,投行将成为获取客户和业务的核心渠道,盈利模式的变化使得券商对项目盈利能力的判断需要进行综合考量。因此,投行业务需要从项目发现阶段挖掘有价值和成长前景的企业,以实现客户、投资者和自身的多方共赢。

在转变自营投资理念方面,一是科创板的替代效应将对现有同类上市公司造成冲击。由于科创板主要是科创型企业,其对主板蓝筹股和传统行业上市公司影响较小,而对目前A股相同行业和相似企业影响较大。科创板对存量同类企业将同时产生对标效应和替代效应。短期来看,在市场行情向好时,按传统估值方式,科创板的高估值将产生对标效应,有助于提升现有同类上市公司估值水平;但从长期来看,替代效应将降低现有同类上市公司的稀缺性,使企业估值回归合理水平,缺乏核心竞争优势和护城河的高估值中小创,将会受到冲击。

二是引导券商形成长期价值投资理念。大量科创企业的上市,将促使现有板块上市公司估值回归合理水平。同时,科创板在发行、交易、退市等方面制度创新和理念也可能逐步复制到现有板块,市场优胜劣汰可能加快,传统自营投资风险也将加大。这就要求券商自营投资更加注重企业本身的价值,转变投资理念,减少短期投资行为,提升价值发现能力,真正成为长期价值投资者。

三是调整自营业务考核方式。目前券商自营考核需要与券商会计周期保持一致,短期化考核压力较大。在实施新的会计准则后,券商自营对业绩的短期影响更大。而短期化考核与长期价值投资理念相悖。因此,为适应市场的长期结构性变化,与长期价值投资理念相匹配,需要调整自营业务考核方式,建立长期化的考核制度。市场也将逐步适应券商的短期业绩波动。

总之,科创板对于券商的意义不仅仅是增加了新的业务来源,更在于将重塑券商的业务模式和盈利模式,并对券商的业务体系、专业能力提出新的更高要求,而这一新的发展模式和理念也将成为券商未来转型发展的方向。