

# 发展权益金融 助力资本市场补短板

□华夏新供给经济学研究院院长 王广宇

## 深入推动供给侧改革

在我国经济由高速增长转向高质量发展的关键阶段，金融产业也需要主动求变，锐意进取、深化改革。金融供给侧改革主要目的，是对接实体经济供给侧改革，通过打造高质量金融来服务高质量经济。出于助推经济转型升级的现实需要，金融业应当牢牢把握“服务实体经济、深化金融改革、防控金融风险”三大目标，在货币供给、资本供给、要素价格供给、金融企业供给、金融产品供给、市场制度供给和审慎监管等七项重点任务着手，攻坚克难，深入推动供给侧改革。

首先，深化金融供给侧改革的根本任务是增强金融服务实体经济的能力。换言之，是金融要为实体经济提供并不不断增加信用，特别是解决好对小微、初创和民营企业的信贷支持和金融资源支持。长期以来我国的金融服务以间接融资为主，金融机构中又以大中型银行为主体，内部政策安排、技术能力以及激励约束机制不够健全，这些体制性的问题导致的信贷供需不平衡，缺少能与小微、初创和民营企业相匹配的“下沉式”服务能力，形成了“融资难、融资贵”问题。民营企业是我国经济和就业的“稳定器”，在融资中一直处于弱势。据统

计，在银行业贷款余额中，民营企业贷款只占30%左右，金融支持力度与民营经济贡献率严重不匹配。

改善上述问题，首先要改善融资结构，进一步提高直接融资比重，提高对中小微企业、科技创新企业的金融供给质量，鼓励金融机构不断丰富直接融资产品体系，更好发挥直接融资在金融服务实体方面的作用。

其次，深化金融供给侧改革，与防控重大风险本质上是协同的，从长期看目标是协调一致的。金融供给侧改革，可以说是防风险攻坚战进入一个新阶段，要在货币政策调控、金融监管框架、金融机构市场化改革、金融产品和定价体系完善等多方面加快改革力度。

结合当前的形势，加强资本市场改革、推进金融控股公司监管、完善金融基础设施、提升机构新业态的治理水平，是金融改革和防控风险工作的重点。政府主导建立审慎高效的金融监管体制，包括清晰明确的规则和严格执行的执行；加大金融对外开放步伐，通过促进竞争，提高国内金融机构的实力。深化改革开放、增强服务实体经济能力是降低金融风险根本方法。

## 释放科技创新动能

振兴实体经济是经济强国的目标，金融服务实体经济的一项核心任务，是要破解社会资本供给的难题。大力发展权益金融，构建多层次资本市场，才能在一定程度上缓解金融短期化、交易化、套利化的弊病。从金融行业角度看，权益金融就是指为了获取其他企业的净资产权利或利益的投资方式。

权益性金融投资，最终形成投资方与被投资方的所有权与经营权的关系：一般情况下，对企业投资，投资者就持有了该企业的权益性证券，代表在该企业中享有所有者权益，投资者可以在今后的企业成长过程中汲取利益、行使相应的权利。换言之，投资者进行权益性金融投资，就是为取得对另一企业的控制权、实施对该企业的重大影响，或为了其他中长期的经营目的。长期资本的供给要以股权工具为核心，以中长期债务工具为补充，让权益金融着眼谋求长期回报，从而有效地支持企业转型升级和创新发展。透过股权投资和相应的资本安排，引导其他金融机构参与中长期债务融资，如银行增加创新型企业的中长期贷款和信用贷款，最终综合、精准、有效地支持实体经济发展。

金融服务实体经济，要优先服务于技术含量高、适应人才就业形势、提供高质量产品和环境友好的“新实体”企业。未来经济高质量发展的核心，是一批科技型、创新

型企业的崛起。历史上看，每一次科技革命都会扩大经济总量，科技创新已成为大国战略博弈重要战场。近年来，我国企业的研发投入的总规模仅次于美国，但科研成果产业化转换仍然落后，加强核心技术攻关与产业化，是科技创新的主要突破口，为此要创建和完善适合科技创新的金融体系。权益金融必须受到重视，这样才能完善扶持中国科技创新的金融机制，创造多元化协助企业研发创新的金融渠道，通过金融工具真正激发科技人才和创新企业的积极性、主动性。

私募股权基金和风险投资是长期资本的“先锋”，担负着将社会资金转化为权益资本、服务实体经济的重担，为创业企业、中小企业提供长期股本资金。初创期企业因固定资产少、经营和财务状况不透明、缺乏商业信用等问题而难以在银行贷款，风险投资（创投）通过向中小企业注入资本，解决其发展初期资金的问题。股权基金特别是并购基金虽然主要面向成长和成熟期的企业，通过并购重组，管理运作提升企业价值，本身仍然有长期资本的性质，对改善企业资产负债结构、降低社会负债率、缓解金融机构债务规模波动作用显著。我国私募基金行业已有一定规模，但同时这一行业的资金来源、监管、税收体系等仍有不确定性，如何把私募股权行业建设成一个规范开放、有活力、有韧性的市场，对于推动科技成果转化、释放创新动能至关重要。

# 三方齐发力 防范房地产市场风险

□民生银行研究院研究员 郭晓蓓

今年以来，在“因城施策”“一城一策”的指导下思路下，部分城市通过加大人才引进力度、优化公积金政策以及降低二手房交易个税等措施，使得一季度房地产市场呈现出“小阳春”迹象。然而，在3月份楼市出现“小阳春”后不久，从中央到地方再次密集发布楼市调控政策。据统计，4月份各地针对房地产的调控措施超过60次，调控频率明显增长。

确保不发生系统性金融风险是宏观调控的底线，抑制资产泡沫、严控房地产金融业务风险是楼市调控的核心任务。一季度，决策层再次强调“房住不炒”定位不动摇。进入5月，相关部门也相继明确楼市调控方向不变。可以预见，在未来一段时期内防控房地产市场风险仍然是中央工作的重中之重，需要政府、金融机构以及房地产企业齐发力。

## 从源头上控制风险

政策层面，遵循坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，按照综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制思路，从源头上控制风险。

第一，完善多层次住房供应和保障体系。支持各省市根据当地条件，建立商品住房、保障性住房、共有产权房、租赁住房四位一体的住房供应和保障体系，重点加大后三类住房的供应力度；逐步放开商品住房交易限制，明确保障性住房与共有产权住房的申请规则，加快培育和发展住房租赁市场，推进租售同权；放宽保障性住房、共有产权房、租赁住房的市场准入条件，给予税收、金融及供地等方面的配套政策支持。

第二，推进基础性房地产制度建设。一是改革土地制度。建立以土地使用权为核心的土地产权体系，允许集体土地建设用地使用权在符合国家法规

的前提下自由流转，合理有效解决城镇化进程中扩大建成区所需的增加土地供给的来源问题。

二是拓展房地产企业多样化融资渠道。鼓励房企优化债权与股权融资结构；借鉴国际经验，尽快研究破解REITs相关法律缺失、税收优惠政策体系不明确等问题，适当优化ABS、CMBS等资产证券化渠道的准入标准与业务流程，促进相关业务的规模化发展；支持房企通过合作开发、融资租赁等方式，拓宽融资渠道。

三是审慎推进房地产税的研究与论证。按照整体改革的思路，合理确定房地产开发、建设、交易、保有等相关环节的税费占比结构，适当简并税种，防止税负过度增加，避免重复征税；健全房产评估法律法规，完善房产评估的方法与准则，积极培育合规的房产评估机构，提高房地产评估从业人员的准入标准，规范从业人员行为。

第三，深化行政管理体制改革，强化各级政府住房制度建设中的作用。建立住房问责制度和责任追究制度，规范和提升地方政府的执行能力，使央地两级能够做到步调一致，避免地区间政策执行程度参差不齐；加强舆论引导和预期管理。改善统计指标体系与分析方法，定期发布解读报告，使民众切实认同数据的真实性；加强对热点事件的跟踪分析，避免个别新闻媒体的有意曲解或过度炒作，防止将局部问题、个性化问题夸大为全局性问题，扰乱公众预期。

## 提升房地产金融资产质量

商业银行应密切关注市场变化，合理控制房地产信贷总量，提升房地产金融资产质量。

第一，把握宏观调控方向，及时调整业务布局。一是密切关注外部不利因素对宏观经济、金融市场的影响，以及对房地产市场的风险传导。加强形势跟踪分析，关注宏观政策调整的后续影响，做好前瞻性研判与压力测试，制定基于多种情景假设的应急预案，既要应对政策摇摆加剧市场泡沫化风险，也要避免不利因素累加冲击对银行经营管理造成的负面影响。

供给侧改革启动以来，我国经济在发展方式和增长模式方面出现了显著变化，金融产业本身及服务实体经济的关系也在不断进化。决策层提出，金融是国家重要的核心竞争力，同时提出要深化对国际国内金融形势的认识，深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解重大风险攻坚战。这对于正确把握金融的本质、理解金融为科技创新和经济高质量增长保驾护航有重要意义。



新华社图片

## 提前审视防范金融风险

近年来，一些增长势头良好、市场潜力大的中国企业远赴海外上市，影响了资本市场的发展潜力，事实上削弱了社会金融体系将储蓄转化为科技创新投资的积极性。有关部门积极推进科创板落地，是解决这一问题的有益之举。从科创板首次提出，到科创板细则落地，总共用了117天。

科创板的设立目的，在于助力符合条件的科技企业走向多层次资本市场，通过加大辅导、孵化、融资等支持，来提升高新技术企业的上市融资和规范发展。科创板目前的制度在发行、上市、信息披露、交易、退市等方面做了很多的制度创新，对于成长空间大、发展速度快但受限于利润等指标的创新型企业，有机会提供更好的融资支持，与目前的主板、创业板、中小板和新三板等交易市场一起，形成多层次融资体系。

科创板是资本市场从基础性制度层面“补短板”，为长期资本配置和支持科技创新提供了规范高效机制。从这个角度讲，科创板有机会发展为中国资本市场上非常有效的资源配置场所，能增强资本对实体经济特别是创新主体的包容性，为新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等具有投入大、周期长、风险高特点的科创企业提供资本动能。

长远来看，这一举措将引领全社会树立对科技创新长期投资的理念，让一批具有核心技术和良好发展前景的中国企业，类似BAT等互联网巨头在本

土上市，让投资者分享创新和高速增长的红利。但是也必须认识到科创板是一项新鲜的尝试，特别是整体市场反应和配套制度能否跟上，要谨慎防范因为市场各方对规则不熟悉；机构和投资者对企业不熟悉、中介机构对投资和服务模式不熟悉、发行人对审核和交易规则不熟悉等等。这些情况有可能叠加，导致在特定情况下市场风险加大，必须提前审视、高度防范可能的金融风险的发生。

金融部门不仅要积极配置科技创新产业，而且要重视信息科技等对自身的异化、迭代和演进，这一趋势不仅体现在对资本与产品创新、服务和交易模式等的更替替代，体现在监管与风控的技术更新，也体现在金融基础设施的整体信息化。如何以金融科技应用成果促进服务和交易渠道下沉优化，充分利用分布式系统、大数据、云计算以及人工智能等技术，扩展“开放银行”、“边缘计算”和5G等新的金融科技范畴，发展数字普惠以增加金融服务的覆盖面、可获得性和便利性，这一方面会提升金融行业的资源配置效率，另一方面对整体行业的风险防控能力、对从业人员的专业水平提出了更高要求。

总之，金融供给侧改革的启动，设立科创板并试点注册制，对优化科技创新产业的资源配置、推动经济高质量发展具有重要意义，我国金融、货币、资本和投资市场都会迎来重大变革，金融补短板加速推进。

地产风险预警机制。深入研究宏观经济走势，密切关注住宅制、税收制度以及银行信贷政策等政策变化，全面了解相关法律法规，科学判断房地产市场的发展动向；组建专门的风险预警小组，确立目标和风险管理对象，实时监测企业发展与运营情况；警惕经济下行期间面临的政策性风险和市场分化风险。

第二，合理规避和防止市场风险。一是加强对投资项目的可行性研究。认真搜集与投资项目相关的信息资料，从技术和经济层面对投资项目进行可行性论证，以保证投资决策的正确性。宏观层面，研究当地房地产市场的发展状况，熟悉与房地产相关的政策法规，合理搭配投资组合。微观层面，仔细调研项目所在地质、水电路和未来城市规划状况，做好投资估算和投资收益的预测工作。

二是做好品牌建设工作。建设企业专属品牌，增强全员品牌意识；紧抓市场变化，紧跟市场需求，形象系统地塑造和优化企业品牌。

三是尽快实现资金的有效回笼。强化财务监控与审批在筹资运用上的效力，合理调度资金使用；采用适当降价促销以应对政策调控带来的不确定性；做好应收账款的控制工作，实现资金按期回归。

第三，树立持续发展的经营理念。一是建立现代化企业管理制度。围绕自身优势制定整体发展战略，将企业战略同地区发展融为一体；建立以市场为导向的组织形式，设计行之有效的分配机制，盘活人力资源，以合理的方式使企业员工适应市场化竞争。

二是加强工程质量管理。明确岗位责任制，构建完善的质量管控体系，加强内部培训工作，从制度、人事、技术等方面提升工程质量，杜绝发生质量风险。

## 合理规避和防止市场风险

房地产企业应密切关注国家宏观调控方向，树立持续发展的经营理念，合理规避和防止市场风险。

第一，密切关注国家宏观调控方向，建立房

## 近期人民币贬值或是昙花一现

□国开证券研究部研究员 王鹏

5月以来，随着外部不确定因素的增加，美元对人民币双向汇率突破近三个月以来6.7左右的均衡水平而快速走高。目前，离岸美元兑人民币双向汇率涨至6.95附近，是否破“7”再次成为焦点。在人民币快速贬值之际，我国央行在香港第三次成功发行200亿离岸央票，进一步紧缩离岸人民币的流动性，同时，通过逆周期因子等人民币中间价定价方式，进一步延缓人民币对美元的贬值速度，有效地缓解了人民币的贬值压力。

笔者认为，人民币的贬值预期主要由企业和居民等经济主体在外汇市场的供求状况而定。如果外汇市场供求状况并未失衡，近期的人民币快速贬值或许仅是外部不确定因素趋紧过程中的昙花一现，除非发生如2015-2016年外汇市场供求状况失衡的情况，否则很难得出人民币贬值预期形成的结论。既然外汇市场供求状况是人民币贬值预期是否形成的主要影响因素，那么外汇市场供求状况的观测主要看什么？通常而言，通过银行代客结售汇数据，可以观察外汇市场供求状况，进而反映人民币的贬值预期情况。

银行结售汇数据是一个反映人民币汇率预期的“大盘子”。国家外汇管理局定期发布的结售汇数据包括多项内容，即银行结售汇总额、自身结售汇额度、代客结售汇额度、远期结售汇额度等多项数据。这就像一个“大盘子”，并不能具体看出反映人民币汇率预期变化的粗略数据，需要从这个“大盘子”中挑选并计算出对人民币预期变化具有监测功能的有用数据。其中，能够反映人民币汇率预期的数据主要是“大盘子”中的两个因素，即远期结售汇当月签约额度和即期结售汇当月发生额。在银行结售汇数据“大盘子”中涉及8个统计项数据，其中只有远期结售汇当月签约额度与即期结售汇当月发生额，可以较好地反映市场对人民币汇率预期的情况。

去年以来，银行代客远期结汇额缓慢回升印证人民币汇率企稳回升。自2015年“8·11”汇改以来，在2015-2016年人民币大幅贬值期间，银行代客远期结汇签约额始终处于低位，维持在50-80亿美元之间，但在2017年美元指数开始持续下跌的进程中，远期结汇额度大幅上升，由之前的50-80亿美元区间上升至100-150亿美元的区间水平，同比和环比涨幅分别高达257%和58%，2017年9月甚至超过200亿美元的水平。

2018年6月份以来，人民币持续快速贬值，银行代客远期结汇签约额迅速下降，从2018年5月282亿美元的最高值持续回落至10月份92亿美元的低位，市场对人民币贬值预期争论升温，认为人民币贬值可能像2015年汇改后的走势一样持续下跌。可以看到，即便2018年10月份的最低值为92亿美元，也相较2015年8月汇改后的最低值22亿美元更高，因此从这一数据可以印证，两者并不能同日而语。自2018年11月开始，与人民币汇率企稳相一致，银行代客结汇签约额企稳回升。

与此对应，如果远期结汇增加的原因是因为人民币贬值预期降温，则远期结售汇签约额应该下降，数据正好印证。2015年8月汇改当月，银行代客远期结售汇签约额达到历史天量的近800亿美元，至2016年全年月度平均额也维持在150亿美元以上。2017年美元指数持续下行后，银行代客远期结售汇签约额持续下降，直至2017年4月52亿美元的低值，之后在逆周期因子出台后，人民币汇率持续上升背景下，始终维持在50亿美元的规模水平。

自2017年9月开始，银行代客远期结售汇签约值快速上升至280亿美元的水平，直至2018年7月的356亿美元的规模，环比涨幅达550%。此后又迅速回落，此间人民币贬值趋势仍在持续，但银行代客远期结售汇额却持续回落，说明远期结售汇这一数据不支持人民币持续贬值。截至2019年3月，银行代客结售汇额持续维持在50亿美元低位，这也印证了当前人民币汇率相对稳定的走势。

可以看出，今年以来，由于银行代客远期结汇额不断回升以及银行代客结售汇额持续维持低位，充分说明了当前在外汇市场供求关系中，人民币汇率预期相对稳定，不存在贬值预期的情况。即便未来出现国际收支月度数据中资本项目下资本流出逆差的增加，也仅仅是对当前人民币贬值昙花一现的印证而已。

值得一提的是，虽然人民币贬值预期主要靠外汇市场供求决定，但是也要谨防人民币兑美元汇率破“7”后，形成对外汇市场供求的负反馈影响。增强人民币汇率弹性是一大趋势，但是人民币兑美元双向汇率一旦破“7”，需要一定的政策措施来阻断汇率贬值与汇率贬值预期形成的负反馈后果。笔者认为，不影响人民币汇率贬值预期的破“7”才是增强人民币汇率的良好前提，如何才能在影响人民币汇率贬值预期的情况下从破破“7”，这可能更需要更长时间的投资者教育、外汇市场的健全以及广谱利率价格体系的完善。