

提升资源配置效率 激发经济内生增长动力

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋
 中国银河证券宏观经济与政策研究员 张宸

今年以来,我国宏观经济在内外部复杂形势下实现稳中有进。从目前情况看,由于各方面政策运用得当,加之中国经济本身的回旋空间和韧性,完成全年经济工作目标可期。

但毋庸讳言,中国经济长期存在的一些结构性问题,在外需承压、内需弱势的背景下,可能进一步显现。例如,近年来增量资本的产出效率正在不断下降,显示投资对于经济增长的拉动效率正在发生变化。如果进一步考虑到我国地方政府与企业部门的债务负担,投资对于稳增长、稳就业的进一步贡献究竟有多大?值得深入探讨和研究。

面临外需承压且中短期内难言乐观的现实环境,以及投资对经济拉动效能的弱化,深化改革、扩大开放,提升各项经济资源的配置效率,以真正提升全要素生产率,激发经济内生增长的动力,可能是未来政策制定的重点。

企业长期融资动力待增强

从经济数据来看,5月份PMI出现了比较明显的回落,对PMI进行季节性再调整之后,PMI仍然处于下行趋势,提示内部需求可能存在进一步弱化。5月份外部不确定因素增加,对出口端影响较大。从PMI分项指数来看,新订单尤其是新出口订单,是PMI下行的主要原因,出口产业链的就业压力越来越大。国内制造业的自发投资、长期投资的动力有所不足,以汽车为首的消费端持续低迷。

社融数据总体超季节性,但结构上仍需关注。社融的各子项中,从对社融增长的拉动作用看,票据融资仍然是社融增长的首要驱动力,但是拉动作用逐步减弱。企业短期贷款和企业债券的拉动作用出现反弹,企业长期贷款拉动作用继续下行,显示企业长期融资动力不足。居民长期融资拉动作用有所增强。地方政府专项债有所下滑,显示5月份地方政府发债节奏有所放缓。委托贷款和信托贷款的拉动作用均有提振,显示非标融资有回暖迹象。

以上数据显示,企业中长期融资情况仍然严峻,实体经济中长期投融资需求不振;企业融资主要通过短期贷款和发债,长期债务融资使得企业难以进行长期投资安排,对于可持续的经济增长而言难言积极,只是满足了企业短期资金周转需求;非标融资边际显著回暖,与近期房地产和基建发力有关。

企业中长期信贷为何不振,关键仍在预期投资回报的低迷。从2018年年报所披露的上市公司分行业平均净资产收益率(ROE)来看,非金融行业中去,餐饮、食品饮料、房地产、家电以及医药等行业外,ROE相对较高的行业是钢铁、煤炭、化工、建筑、建材等,高于计算机、通信、电子元件等高科技行业。换言之,多数朝阳产业的预期投资回报低于传统产业,而传统产业有许多是属于政策并非大力支持的两高一剩行业。因此,在此背景下,企业难以产生强劲的长期融资需求;金融机构对未来的预期以及风险偏好仍然偏谨慎;制造业投资增速回落就可以理解了。值得一提的是,本月非标融资边际上出现回暖,未来房地产和基建的活跃度可能将有所提升。

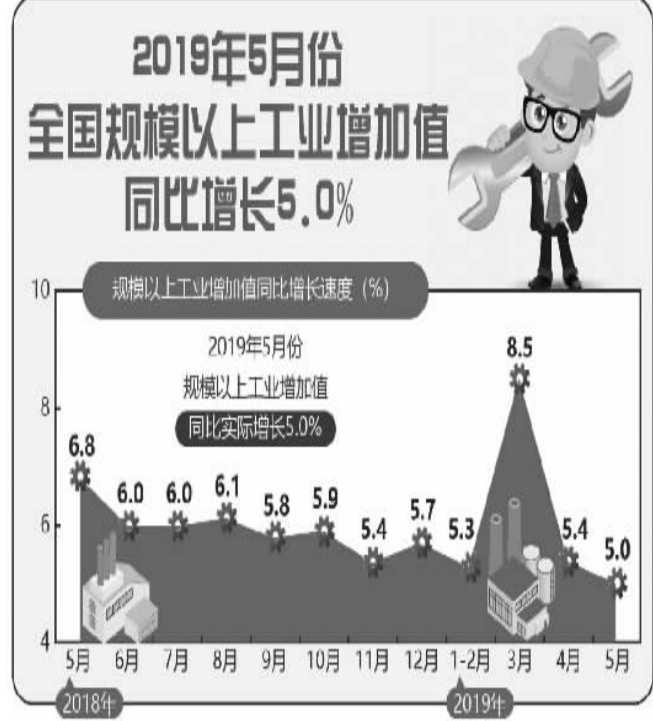
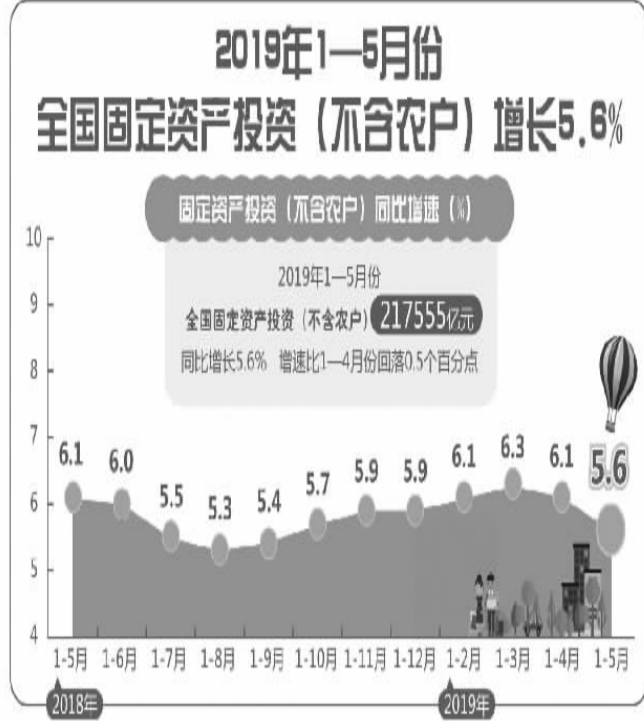
从高频数据来看,工业生产从4月中旬开始有所降温,5月份形势继续弱化。分行业增加值显示传统经济有所降温,或与稳增长政策节奏边际调整有关,汽车生产继续下行与汽车销售不佳有关。需求方面,从固定资产投资来看,房地产仍然是当前投资的重要支撑。建安投资发力稳定房地产投资,因此也加大了钢筋、水泥、玻璃等上游产品的需求。近期,各地房地产市场有所回暖,开发商拿地热情上升,引发了政策面对地产企业开发融资的限制性政策收紧。消费方面,汽车和房地产的上下游消费均不佳,仍然需要关注消费长期顺周期弱化背后,所体现出来的居民可支配收入增长与债务负担压力,后续有必要推出相应的措施。

激发经济增长内生动力

目前,逆周期的宏观政策应注意避免受到食品供给冲击的影响,同时避免以紧缩的货币信贷防范系统性风险的迷思,坚定底线思维,维护经济金融稳定。应该认识到,当前国内经济企稳尚不稳固,内需尚不够强劲,企业家对于经济前景、投资回报及营商环境等方面信心仍有待增强,民间资本投资的信心还有待加强。

外部环境依然严峻,外需下滑趋势难改,稳定经济与就业形势仍需要逆周期政策进一步发力。加力提效的积极财政,预计更明确以稳预期、降成本为目的,帮助实体经济渡过难关。但需要注意,虽然财政政策效果显著,也要同时注意把握财政收支的力度和节奏,注意政府杠杆上升的速度。特别需要提示的是,运用逆周期调节腾挪获得的时间和空间要真正用以深化改革、扩大开放,促进经济可持续发展。

笔者认为,在坚定实施逆周期调节政策的同时,宏观决策当局能够通过供给侧结构性改革,建立市场化的要素资源配置体系,提高要素资源供给效率,促进全要素生产率提升,实现增长潜力的进一步激发。必须下定决心改革金融资源供给模式,建立以法制与信用为基础的现代多层次资本市场为核心的金融资源配置体系,令市场在资源配置中发挥决定性作用,以此激发经济增长的内生动力。



新华社图片

我国央行降息概率不大

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

去年以来,无论是发达经济体还是新兴经济体,都有部分国家开始降息,但市场注意力的焦点依然是美联储。美联储主席鲍威尔日前表示,美联储将采取适当行动以维持经济扩张。在美国经济数据走弱的背景下,市场普遍理解为美联储开始释放降息信号。而上周末公布的非农数据不及预期,令市场对美联储降息的预期明显升温,认为美联储在9月份降息的概率高达90%,甚至提前至6月份降息的概率也有20%。笔者认为,即便美联储年内降息,我国央行降息的概率也不大。

美联储大概率实施预防性降息

目前市场预期美联储需要降息的逻辑主要是经济数据不及预期,且美股有较大下行风险。鉴于目前全球范围内多国经济增长都在持续放缓,在这一过程中,经济数据走弱和避险资产价格大幅波动在情理之中,美国也不例外。考虑到美国经济一季度的强劲表现,二季度内1-2个月数据走弱,并不能解读为经济已经出现实质性衰退信号。而且数据本身也存在很多互相不一致的地方,如虽然近期制造业PMI指数持续下滑,但居民实际消费支出近几个月连续增长,且密歇根大学消费者信心指数重回100,谘商会消费者信心指数为134.2(近半年来的新高),反映居民消费情况较为稳定;虽然5月劳动力市场表现不及市场预期,但失业率与上个月持平,而且PMI就业指数从4月的52.4上涨至53.7,反映企业对劳动力雇佣情况依然相对乐观。在此背景下,如果美联储过早降息,可能反而会被市场解读为美国经济已经在濒临衰退的边缘。在短期刺激效应减退之后,如果没有进一步的跟进,市场情绪反而更加悲观。

此外,根据笔者的观察,美国工商业贷款标准变化指数平稳,反映金融机构的信贷门槛也没有明显提升。这说明金融机构放贷意愿依然较为积极,意味着从金融机构角度观察到实体经济依然较为健康。同时,芝加哥联储金融状况指数显示,目前美国金融市场整体依然平稳,没有明显紧缩的迹象。

笔者认为,这与美联储持续调低超额准备金利率,来推动超额准备金流入市场补充流动性有很大关系。美联储资产负债表上的超额准备金已经从2014年下半年2.8万亿美元的高点,下降至目前1.6万亿美元的水平,1.2万亿美元的新增流动性成为美国经济和股市在过去几年中持续上行的重要推手。而目前依然高达1.6万亿美元的超额准备金,依然是美联储手中应对危机的重要工具,不排除会在保持联邦基金利率不变的情况下,持续下调超额准备金利率来释放流动性。

考虑到美联储的政策工具除了利率和资产负债表操作之外,还有预期管理作为重要补充。在目前美国金融市场和实体经济数据还没有完全指向危机或者衰退已经迫在眉睫的时候,笔者认为目前美联储释放的所谓鸽派信号更多是一种预期管理。如果美联储的鸽派表述(降息暗示)能在一定程度上缓和投资者由于贸易争端升级而产生的悲观情绪,则美联储无需急于真正把降息付诸行动。此外,贸易不确定因素在三季度内改善的概率依然较大,届时会在很大程度上提振市场情绪。如果投资和消费的预期也因此而改善,会在很大程度上降低年内启动降息的必要性。

即便未来几个月内,美联储发现美国经济本身放缓和贸易摩擦对美国经济的拖累程度超预期,因而被迫启动降息应对,笔者认为这未必意味着美联储已经进入降息周期。

首先,经过3年多的持续加息,美联储基金利率中值依然低于2.5%,远低于历史均值。这意味着连续降息很容易会让联邦基金利率在短期内重新归零,从而在未来美国经济出现实质性衰退风险时丧失利率调整空间。因此,美联储目前可能在考虑包括降息在内的各种政策应对,但连续降息肯定还不是当下的选项。

其次,从美联储降息历史上看,除了构成降息周期的连续降息之外,还有所谓的一次性“预防性降息”。这种降息是在经济基本面没有出现实质性恶化的情况下,通过一两次降息来降低短期内由于不确定因素带来的经济失速的风险,如果经济恢复活力,则美联储会停止降息,甚至再次加息,例如1995年的降息就是类似情况。

因此,如果预期管理不能有效对冲市场和经济下滑风险,笔者认为美联储大概率会实施1-2次预防性降息,在通过观察数据来评估降息效果之后,再决定下一步政策的方向和力度。

货币政策传导机制待完善

如果美联储在未来6个月降息,投资者对我国央行降息的预期会明显上升。部分投资者认为央行年内可能启动降息的主要原因是:全球经济下行和外部不确定因素拖累出口,同时我国周期性经济具有下行压力。在此背景下,如果美联储率先降息,那我国央行在人民币汇率层面压力会明显下降,从而为进一步放松货币政策打开空间。换言之,在继续降准的基础上,降息将成为央行下一步的选择。

但笔者认为,即便美联储年内降息,我国央行降息的概率也不大。首先,目前我国经济具有下行压力,并不是因为宏观政策力度不够。在去年以来央行连续降准的基础上,为了配合积极力度空前财政政策的实施,货币政策持续发力。今年前5个月新增社会融资总额和人民币信贷比同期多增2.3万亿元和8100多亿元,在解决中小企业“融资难、融资贵”以及“基建补短板”的政策大背景下,政府预期新增流动性会更多流向中小企业和基建投资项目。但是,数据显示,制造业投资累计同比增速从去年底的9.5%跌至5月份的2.7%,同期基建投资(不含电力)仅从3.8%反弹0.2个百分点至4.0%。究其原因,今年前5个月新增企业中长期贷款比去年同期下降了2152亿元,新增贷款部分更多体现为短期贷款和票据融资,这反映了货币政策传导机制依然有待完善。

鉴于我国经济基本面和政策面与美国不完全同步,因此在宏观政策层面,特别是货币政策层面,有必要进一步提升政策独立性。今明两年,美国经济衰退风险持续加大,美联储降息概率也在上升。如果我国降息,可能非但对提振实体经济的效果不大,反而可能会在通胀压力上升背景下,增加资产价格上升风险。笔者认为,目前我国宏观政策整体松紧适度,应该保持宏观政策的连续性稳定性。对货币政策层面而言,应提升货币政策传导机制,把流动性引入实体经济。

授权放权 助国资国企改革提速

□国务院国资委研究中心研究员 许保利

国务院国资委日前印发授权放权清单(2019年版)。授权放权的直接对象是集团母公司。在35项授权放权清单中,可以将其主要归纳为两个方面,即授权放权董事会、经理层的权力;授权放权管理集团子公司的权力。笔者认为,对这两方面的授权放权适应了国企改革的要求,体现了国资监管机构职能的转变,应该说是推进国资国企改革的重要举措。

董事会、经理层行使权力归位

在授权放权清单中,如授权董事会审批企业五年发展战略和规划,向国资委报告结果;授权董事会按照《中央企业投资监督管理办法》(国资委令第34号)要求批准年度投资计划,报国资委备案;授权落实董事会职权试点中央企业董事会对副经理人员进行评价,评价结果按一定权重计入国资委对企业高管人员的评价中;中央企业决定与借款费用、股份支付、应付债券等会计事项相关的会计政策和会计估计变更等等。它们本应就是由董事会、总经理行使的权力,现在把它们做了归位。

国资委作为出资人代表对国有企业履行出资人职责,它行使的应该是股东权力,而国有独资公司不设股东会,它自然又拥有股东会的权力。然而,国资委实际上还在行使着董事会的权力甚至经理层的部分权力,显然,这两个方面的权力并非属于股东的权力,国资委行权超越了界限。但这有它的现实合理性,因为国资委监管的国有企业基本上是国有独资,公司治理并不完善,缺乏能够真正担当起受托责任的董事会。

2004年,国务院国资委开始进行国有独资企业规范的董事会建设,历经15年,这项工作取得明显成效,大部分中央企业集团公司都已建立了规范的董事会。因此,国务院国资委目前授权放权其行使的董事会及部分经理层权力就有了承接的主体、行权的主体,从而使国资委逐步归位于行使股东权力,做一个真正的出资人,只做“老板”,不当“婆婆”。

将管理子公司权力归于集团母公司

在授权放权清单中,如中央企业审批所属企业的混合所有制改革方案;中央企业决定国有参股非上市企业与非国有控股上市公司的资产重组事项;中央企业审批国有股东所持上市公司股份在集团内部的无偿划转、非公开协议转让等事项等等。这些方面的授权放权管理是必要的,然而,经过多年的实践,国资委作为出资人代表对国家出资企业履行出资人职责。

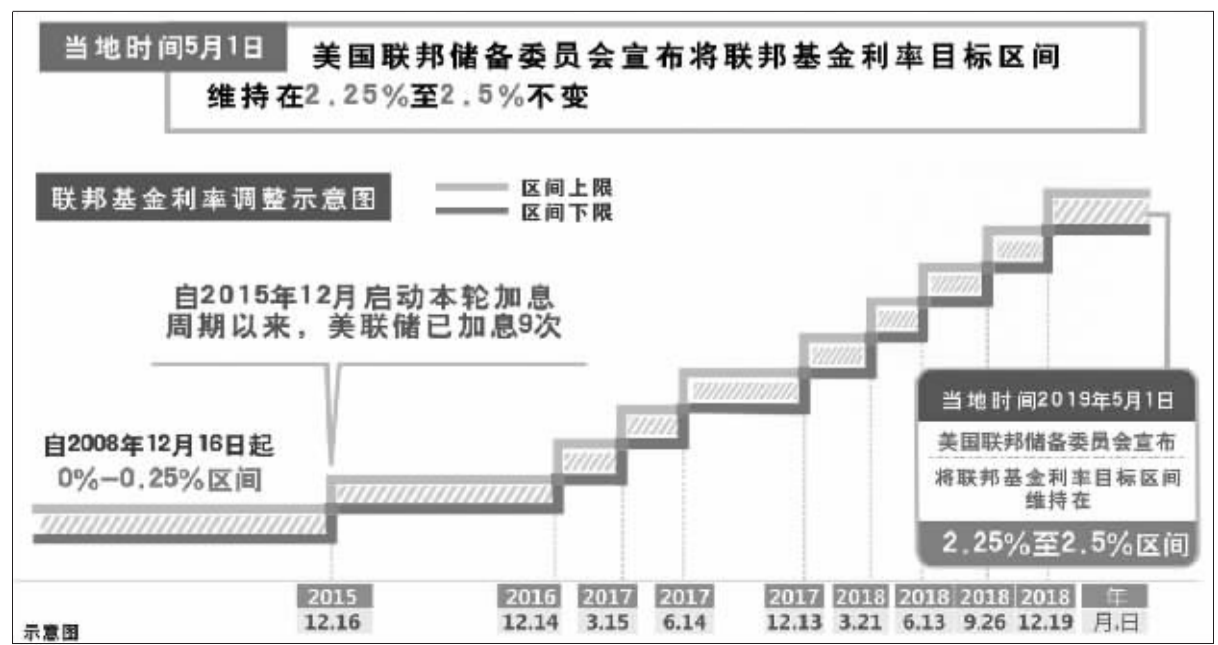
目前的国有企业尤其是中央企业都是由法人企业组成的层级制国有企业集团,作为母公司的集团公司是一级法人,旗下有二级及以下各层级法人企业,它们都被视为国有企业,因此,国资委虽然只是直接监督管理集团公司,但实际上在对集团的所有企业进行出资人职责,那么集团各企业的一些事项自然就要由集团公司报国资委审批后方可实施。在集团组建时,它基本上就是一个松散的国有企业联合体,集而不团,缺乏整体合力和协同力,这是很多集团面临的问题,因此,国资委对集团二级及以下法人企业进行监督管理是必要的,然而,经过多年的市场竞争发展,尤其是不断加强集团管控,国有企业集团已经建立起母子体制,它们已经成为一个市场化、多元化、国际化、集团化的大企业,各子公司虽然在形式上是独立法人,而它实际上是母公司的业务单元,战略执行者。

因此,母公司需要拥有子公司的管理权或治理权,这是集团自身发展及内在管理的需要,也是应对市场竞争而提高集团经营效率的要求。这样,国资委再继续管理集团子公司事务,显然已不利于所监管企业的发展,同中央企业已经形成的母子体制也存在着一定的矛盾和冲突,因此,将管理集团子公司的权力下放给集团母公司,则是适应中央企业改革的理性选择。

继续扩大集团母公司董事会、经理层的权力,赋予集团母公司更多的管理子公司的权力,这应该是国资委未来的权责清单调整的两大主线。一些应该授权放权的要继续下去;而授权放权线,企业不能有效行权的要收回,待时机合适时再授权放权。但要很好地实现这样的授权放权改革,还是要先做好国企改革深化这篇文章。因为国有企业的体制机制决定着国资监管体制的架构,没有国有企业改革上的突破就很难有国资监管体制的重新构造。

而推进国有企业改革,重要的是做好以下两个方面。一是母公司要建立有效的法人治理结构。为此,有必要对母公司进行混合所有制改革,建立由不同性质产权出资人组成的股东会、董事会,这种混合产权下的治理结构应该会有更好的治理效果。二是完善母子体制。国家出资应该只体现在母公司的层面上。子公司的产权应该是母公司所有或母公司与其他股东共同所有,而不应该再视为国有产权,因为在母公司为混合所有制的情况下,其子公司显然不能是国有企业,只能是母公司的出资企业。

中央经济工作会议明确提出,混合所有制改革是国企改革的重要突破口。因此,国有企业的混合所有制改革已是未来改革的重要选择。混改带来的国有企业体制机制的变化将会促使国资监管体制的变革,进而使国资委的权责做出调整,进行相应的授权放权。据此可以判断,国资委授权放权的清单内容也适应了国有企业混合所有制改革的要求,二者可谓殊途同归。



新华社图片