

货币政策定向调控特征将凸显

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

明年全球经济前景相对乐观

2019年全球经济延续去年年初以来的下行趋势,全球PMI指数和OECD(经济合作与发展组织)领先指数持续下行时间已超过18个月。在此背景下,全球投资者涌向以黄金为代表的避险资产。历史上美国国债收益率倒挂预示着美国经济衰退风险上升,而今年上半年的倒挂更多是反映投资者高企的避险情绪。进入四季度,全球经济和市场情绪有所改变,全球制造业PMI指数从8月份开始持续改善,并于11月重返50枯荣线以上,投资者避险情绪回落导致美债和黄金走弱。

越来越多的投资者和市场观察人士对明年全球经济开始持相对乐观的预期。摩根士丹利全球宏观团队预计,明后两年全球经济会持续回暖,全球GDP同比增速会从今年的3.0%分别回升至3.2%和3.5%。如果这次复苏成为现实,将是2008年以来全球复苏的第三次小阳春。笔者认为,其背后的驱动因素主要来自全球部分央行同步放松货币政策刺激效应,以及外围环境紧张程度的降低。

据笔者观察,从2018年初以来,全球30个主要央行中已有超过20个再次启动降息进程,而美联储和欧洲央行在降息的同时更是重估量化宽松操作。根据历史经验,全球货币政策利率大致领先全球经济增长5个季度,这意味着全球货币政策性利率在明年1季度创出7年新低之后,全球经济将开始企稳回升。

全球降息潮刺激效应存疑

笔者认为,当下问题讨论的焦点不在于全球经济会否改善,而在于改善能持续多久。

从货币政策角度看,2018年全球经济掉头向下的原因之一,是全球部分央行在2017年加快了货币政策收紧步伐。例如美联储在2017年加息3次并在四季度启动了缩表进程,2018年更是连续加息4次。即便是在经济复苏相对较弱的欧元区和日本,当时欧洲央行和日本央行的政策立场也开始转鹰,并制定加息缩表的时间表。

笔者预计,在明年一季度后,部分央行在全球经济向好的背景下,将暂停货币宽松的步伐,例如美联储、欧央行和日本央行都将全年维持基准利率不变。今年部分央行降息,如果明年暂停货币宽松,意味着货币政策在边际上有所收紧,这与2017年-2018年的情形相似。此外,鉴于2008年以来的全球经济复苏,很大程度上是建立在发达经济体和新兴市场经济交替出台刺激政策的基础上,货币政策有效性在边际上是呈持续递减的,因此本轮全球降息潮的刺激效应可持



新华社图片

目前,全球经济依然处在复苏周期。从2017年开始,全球经济复苏从之前发达经济体和新兴市场经济体交替复苏,进入了新兴市场和发达经济体同步复苏的新阶段,为中国结构性改革创造了良好的外部环境。鉴于中国经济与全球经济的共振日益明显,正确分析明年中国经济走势和宏观政策方向,需要对明年及未来全球经济增长轨迹进行合理预判。

性值得怀疑。

投资者的担忧,除了来自全球经济体本身内生增长动力不足和外围环境的不确定性之外,也来自于全球部分央行不断收窄的货币政策空间。2008年次贷危机、欧债危机和新兴市场衰退在不断消耗全球央行的政策空间,全球经济在全球央行的交替刺激中踟蹰前行。目前发达经济体主要央行的政策性利率都位于历史性低位,且美欧日发达经济体央行在大规模QE之后还维持庞大的资产负债表。去年以来,全球经济增长失速引发的降息潮,让本来准备为过冬储备粮草的部分央行又开始寅吃卯粮。虽然国际货币基金组织呼吁各

国加大财政刺激力度,应对可能出现的零利率之后的流动性困局,但部分政府出台有效财政刺激方案的能力有限。鉴于全球经济无法摆脱周期性循环,目前部分央行通过不断消耗政策空间推迟经济衰退的到来,但无法避免在某个时点耗尽政策空间并再次陷入危机的可能性。

有效防范和降低系统性金融风险

当前世界经济增长持续放缓,仍处在国际金融危机后的深度调整期,世界大变局加速演变的特征更趋明显,全球动荡源和风险点显著增多。为此,在“稳中求进”的基础上进一步提出“坚持稳

字当头”。而提出“要做好工作预案”更是在具体操作层面上应对不确定性。考虑到明年全球经济复苏存在较大不确定性,加上国内宏观政策的传导机制有效性依然有待提高,笔者认为,明年逆周期宏观政策的实施会倾向于前置,目的是可以为政策效应发挥和之后政策调整预留时间和空间。“宏观政策要稳,微观政策要活”,这意味着明年逆周期宏观政策在确保连续性和稳定性的基础上,前瞻性和灵活性在具体操作层面将得到更多体现。

笔者认为,明年政策组合依然是“宽货币、紧信用、松财政”。明年货币政策的定向特征会更加明显,财政政策更多是聚焦基建补短板和推动产业升级,而货币调控将在降低中小民营企业融资成本和配合财政政策推进两方面继续发力。

明年宏观环境改善为国内进一步深化改革和继续扩大对外开放创造了良好条件。“深化”是对内改革的主要方向,国企改革是结构性改革的关键一环,在改善行业供需格局的同时,逐步降低国有企业杠杆率,并通过加速混合所有制改革引入主营业务高度协同的战略投资者,加快形成以管资本为主的国有资产监管体制。在国务院金融稳定发展委员会的统一部署下,“一行两会”在金融监管和政策实施方面的步伐会更加协调,从而有效防范和降低系统性金融风险。

推进上市公司审计方式多样化

□南京审计大学中国审计情报中心 陈涛

上市公司信息披露是投资者了解上市公司概况,并进行深入探究的一个主要途径和窗口。上市公司临时披露、半年报和年报披露是资本市场了解该公司的主要信息来源。及时、恰当、合理合法、真实可靠、符合逻辑的信息披露有助于证券监管机构和各类投资者对该上市公司做出客观公正评价,有助于我国资本市场健康和良性发展。因此,证券监管机构和投资者、资本市场关注者和研究者对上市公司信息披露的审计要点、规则和方法理论的研究和实践十分必要。

首先,上市公司信息披露的审计要点要以国家法律为准绳,进行客观公正、真实透明的评价,以揭示公司风险,保护中小投资者利益为目的。信息披露审计首先要以国家制定的法律法规、司法解释和行政法规、部门规章和规范性文件,深交所、上交所和全国中小企业股份转让系统(新三板)的业务规则、业务指南与流程、备忘录和服务指南、公开征求意见、审核登记事项等,以及审计署制定的部门规章和规范性文件等为依据,针对上市公司信息披露所涉及的各类问题进行系统、客观、透明审计。

其次,为揭示风险,针对IPO招股说明书和公司上市之后,审计方式方法要有区别。如“以信息披露为核心”的科创板试点注册制,需要对审计模式进行改进,不仅依赖于会计师事务所所出具的财务审计报告,而是应该重点关注非财务性因素审计。对拟上市公司进行全面细致的专业审计,对公司的股东、财务、运营、行业壁垒、技术创新性等问题进行全面审核。

针对不同上市板块,如创业板、科创板,要特别关注招股说明书对科技创新创业相关事项进行充分披露,对业务模式和风险揭示进行恰当描述、详细说明,对避重就轻、轻描淡写的,审计必须进行公开,审计结果涵盖市场关切,采用简明扼要、直击要害语句



新华社图片

揭示公司重大和潜在风险,并对中介机构专业性和勤勉度进行客观评价。上市之后,信息披露审计对临时披露、半年报和年报进行文字审计是不够的,需要监管机构和投资者等经常去公司现场审计、参加股东大会、行业会议,旁听董事会、监事会会议,特别是投资决策会议。为了保护投资者权益,监管机构需要建立一个可追溯责任机制。对重要会议进行双录,即录音录像,并提交会议全程文字和视频记录给监管机构。信息披露审计应着重于非财务因素,对这些双录资料进行审核和管理。

再次,针对不同行业上市公司违法违规甚至犯罪行为,构建差异化的信息披露行为审计体系。监管机构对信息披露违法违规行为持续保持监管威慑力,通过加大上市公司违法成本等手段来切实保障中小投资者利益,使得资本市场环境得到进一步净化。目前证监会、深交所、上交所等监管机构已经发布大量关于信息披露的文件。监管机构已经发布大量关于信息披露的文件。监管机构已经发布大量关于信息披露的文件。监管机构已经发布大量关于信息披露的文件。

人工智能、大数据和区块链等现代化计算机技术实现同步监管,使得事先预警、事中监管和事后惩处一体化,建立全天候监管体系。

上市公司信息披露审计规则必须建立在财务数据和非财务数据,以及上市公司高管行为等信息数据同等重要地位之上,形成信息披露的审计规范和要求,否则仅局限于财务数据会偏颇而失于监管。通常情况下,遵守国家监管机构的信息披露要求的上市公司,财务账目清楚、内控明晰,审计成本也低于那些违规操作、程序混乱的公司。

由于信息披露审计规则涉及主要问题有信息披露审计规范和标准、信息披露审计主题和业务类型、审计标的,目前亟需制定统一规范的不同行业的信息披露标准和审计规则,使信息披露审计达到:一是能够发现和报告公司的问题、潜在风险和违法违规甚至犯罪行为;二是提升审计威慑功能,及时查处出现的问题,达到震慑和教育问题公司目的;三是实现多种审计手段和措施联合使用,增强跟踪审计、专项审计调查和持续

多方合力 破解中小企业融资难题

□民生银行首席研究员 温彬

国务院近日召开促进中小企业发展工作领导小组第四次会议,落实中央经济工作会议精神和国务院常务会议要求,部署完善中小企业发展的政策和制度。其中,就解决中小企业融资难、融资贵问题再次做出系列要求。

促进民营企业健康发展涉及多方面政策制度。其中,以适当价格为其提供与融资需求和融资能力相匹配的资金数量,缓解中小企业融资难融资贵,是需要金融系统持续探索解决的重大课题,也是衡量金融治理能力和治理体系的标志之一。

近年来,民营企业融资难题得以持续缓解。10月末普惠型小微企业贷款余额同比增长23.3%,比全部贷款增速高近11个百分点,利率下降0.64个百分点。但目前银行业贷款余额中,民营企业贷款不足30%,显著低于发达国家水平,大量融资需求无法得到满足。

民营企业融资难融资贵,主要是因为信息不充分、缺少抵质押物、担保导致债权融资风险较高,企业前景不确定且信息可靠性有待提升,导致股权融资不足。要根本解决民营企业融资难融资贵,需调动民营企业、金融机构、政府部门、社会团体等多方面积极性,从以下几方面发力。

一要创新中小企业金融服务考核激励机制。从货币政策、监管考核到金融机构建设完善的激励考核机制,分散金融机构面临的风险,解除其支持民营企业的后顾之忧。银行内部设置并切实执行民营企业尽取免责条款,监管部门加快以负面清单形式制定尽职免责条款,风险发生时只要银行工作人员在贷前调查、信用审批、贷款发放、贷后管理等环节不触发负面清单,就免除相关人员责任。建议监管部门根据单户民营企业贷款规模,实行差异化风险资本优惠权重,根据民营企业贷款占比给予金融机构差异化资本补充支持。建议央行根据金融机构民营企业贷款占比持续实施定向降准,给予其流动性支持,实行差异化MLF贷款利率,给予其价格支持。建议央行在MPA考核中,根据民营企业贷款占比差异,试行差异化的资产质量分值,使金融机构不因为民企贷款不良而背上过重的考核包袱。建议税务部门根据民企贷款数量和占比,制定差异化的企业所得税政策,通过税收适度减免,分担银行支持民企的风险和成本。

二要完善中小企业融资担保体系。从担保金额、费用、风险分担、财税支持等方面完善融资担保体系,提高银行贷款积极性。建议根据民营企业融资需求满足率、贷款违约率、银行民企贷款占比等情况,规划制定全国和各地政府性融资担保基金和再担保基金额度,保证担保总量满足需求。组建多元资金参与的竞争性融资担保体系,加强融资担保收费名目和费率监管,督促融资担保机构减免保证金,降低民营企业融资担保成本,将政府性融资担保和再担保机构平均担保费率逐步降至1%以下,有条件地方建议更低。加强银行总行和全国性融资担保基金“总对总”合作,明确各级、各机构和担保基金内部各出资方之间的风险责任,建立完善的资源共享、风险分担、风险处置、代偿追偿机制,切实发挥融资担保分散风险的作用。建议中央财政根据各地融资担保规模、担保费率等给予地方奖励、补贴和税收减免等,实现政府分担部分民企融资风险的目标。建议将融资担保贷款额和利率、费率等纳入融资担保机构的考核,考核结果与资金补充、风险补偿、薪酬待遇等挂钩。

三要加快推进中小企业信用信息平台建设。现代金融建立在信用制度的基础之上,中小企业融资难融资贵问题,很大程度上源自于其信息不透明导致的信用基础差。当前,科技发展日新月异,在互联网、大数据等现代科技的支持下,银行授信模式逐渐从重抵押向重信用信息转变,各种信用信息已经逐渐成为企业的有价值资产。要用好这些资产,就必须建立中小企业信用信息平台,归集整合中小企业零散分布的信用信息,这将是缓解中小企业因信用缺失而导致的融资难题的有效途径。未来,至少要做以下工作:首先,平台建设要突出解决互联互通和信息整合问题,推进跨地域、跨部门、跨市场的信息互联互通机制建设,打通司法、公安、税务、海关、房产、征信、银联等部门间的信息孤岛。其次,要完善现有信息收集、公开、共享机制,规范信息收集流程,提升时效性,扩展信息共享应用,优化共享流程和查询机制。此外,数据质量是应用的前提,必须从数据源头,即中小企业开始进行数据的规范性治理,确保数据真实、完整、可用。

四要鼓励科技型中小企业上市融资。发达国家的发展经验表明,资本市场在对中小企业的包容性和激励效果等方面具有明显优势,发达的创业板等股票市场、风险投资、私募基金等是扶持中小企业发展的主渠道。而我国金融体系以间接融资为主导,在信贷资源有限且要综合考虑风险、收益等多重因素的情况下,银行信贷容易向大型、国有企业倾斜。因此,拓宽融资渠道,鼓励科技型中小企业上市融资对缓解融资难融资贵问题十分必要。

首先,要深化金融供给侧结构性改革,建立完善多层次的资本市场建设。按照中央经济工作会议精神,稳步推进创业板和新三板改革,继续完善科创板建设,优化资本市场基础制度,深化上市、发行、交易、信息披露、退出等改革,提升上市公司质量。其次,完善中小企业发展的政策体系,在政策上为主业突出、运作规范、前景较好的科技型中小企业进入新三板、科创板等给予适当倾斜和扶持,开辟稳定的上市通道,建立高效便捷的再融资制度,提供直接融资便利。此外,要对科技型中小企业企业做好上市孵化和培训指导,券商、银行、事务所等机构发挥专业优势,加大宣传、培训和咨询力度,向企业家灌输先进的资本运作理念,培育上市意愿、责任意识和投资者保护意识,提升公司治理、财务规范性,尽早、高水乎满足上市标准。

此外,通过加大对市场结构的公平竞争审查,消除民营企业市场准入的“玻璃门”。加强产权和知识产权保护,激发民营企业创新创造热情,完善中小企业统计监测和发布制度,发挥数据作为生产要素的作用。加强中小企业国际交流合作,学习借鉴国际有益经验,为中小企业生产经营、创造创新、贸易金融提供信息交流平台。降低企业交易成本,完善支持中小企业发展的制度框架,提升企业高质量发展能力和水平。