

# 货币结构调整重于增速扩张

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓



7月以来社会融资规模和企业债券存量变化情况

	7月	8月	9月	10月	11月
社会融资存量(亿元)	2149749	2169027	2191167	2196547	2212778
社会融资同比增速(%)	10.9	10.8	10.8	10.8	10.7
企业债券(亿元)	222767	225377	227145	228681	230915
企业债券同比增速(%)	12.8	12.6	14.1	14.5	13.6

新华社图片 数据来源/中国人民银行网站

## 货币增速可适当下移

货币政策是总量性工具,但中国在实践中通过坚持定向投放和差异性政策,赋予了其结构调整功能,这是中国央行的创新。当前应当适当降低货币增速,同时辅之以结构性货币政策,做好货币的结构性投放,才能更好引导货币流向实体经济领域。

投资、货币、储蓄三者之间应该保持一致协调的关系,三者中任意两者之间的失衡均会增加经济波动。其中,投资和货币间的关系是市场所熟悉的——投资需要货币支持、货币变化影响投资实现;投资和储蓄间的关系,通过货币联接实现,即储蓄通过影响货币而对投资产生影响;大众不常注意的是储蓄和货币之间的关系,因为现代货币体系是信用货币体系,货币增长并不依赖储蓄增长,即储蓄在很大程度上是派生的。然而,从货币经济学的角度,经济增长波动在很大程度上,是

忽略了储蓄变化、货币增长和储蓄脱节的结果。

如果储蓄不足,而又人为制造出较快的货币扩张,投资和消费间的比例关系将会失衡,投资将和消费抢夺资源,整个社会的生产结构过于资本密集。随着时间的延长,投资过多、储蓄不足的结果,将是供给增长过快、消费落后。如果没有外贸市场的开拓扩张,国内必然形成产品滞销、产能过剩的局面。

因此,储蓄、货币和投资之间必须是联动的,其中储蓄是基础。显然,中国过去的

高投资带动的高增长是有着坚实基础的。勤俭不仅具有道德上的优点,而且对经济的可持续增长也有利。中国社会的高储蓄传统,无疑是中国过去高增长的重要贡献因素之一。

然而,2008年全球金融危机后,中国社会的高储蓄态势不再。虽然之前储蓄增长也有个别年份的低速,但都属于周期性波动,而2008年后的储蓄低增,则是长期性的常态。2008年之前的30年,剔除个别周期性的低速年份外,中国储蓄增长处于30%上下的高水准;2008年后,中

国储蓄增长逐步下降,到2012年后降到了10%下方,最近3年(2016年-2018年)的国内储蓄增长率为2.6%、9.3%、6.8%,10年之前(2006-2008)为21.4%、27.2%、20.0%,而1993年至1995年为36.0%、36.0%、23.4%。

显然,当前投资增长的储蓄基础已悬空,要提升具有可持续发展的投资增速,应该提高储蓄。同时,应当适当降低货币增速,同时辅之以结构性货币政策,做好货币的结构性投放,才能更好引导货币流向实体经济。

## 并非为防通胀

适当下移货币增速并非为了防通胀。中国当前并不存在经济周期意义上的通货膨胀。通胀在投资和宏观调控方面之所以重要,是因为通胀反映和体现了经济的周期性趋势。中国目前的通胀是结构性的,主要是食品价格的冲击引致,而食品价格冲击的源头在于供给。除了猪肉供应阶段性短缺外,其它食品如鲜果类等,主要是前几年中间商和投机商对农副产品价格控制程

度提高,从而使价格波动性呈现了不断增强趋势。

可见,中国结构性通胀治理的关键在于对行业规范和管理完善。在价格管控体系未完善前,中国应尽快推出扣除食品和能源后的核心通胀指标,在消费成为中国经济稳定“基石”的情况下,为了达到经济平稳运行的目的,有关部门需要有更确切的体现经济整体需求变动趋势的指

标——核心通胀率。

2020年中国价格管理的核心应该是“防通缩”,这也是经济压力较大情况下“保增长”政策体系不可缺少的成分。为了实现经济的可持续高质量增长,如果说居民真实储蓄率的下降,带来了货币增长的上限,那么“防通缩”则提供了货币增长的下限。按照通常的货币增长中性基准,就经济增长而言,投资结构已呈现出生产回升

迹象,预示着经济内生增长动力将渐趋增强,中国经济增长也将企稳回升,2020年GDP增速有望不再下降。通胀在食品类供给冲击过去后,也将回落,工业品则有可能延续低速。基于以上经济和物价形势的判断,笔者认为,M2增长在7.5%-8.0%间将是政策合意水平,8.0%上方意味着货币环境已偏宽松,将不利于全社会从事实业氛围的重塑。

## 激发“宽信用”是核心

2008年全球金融危机后,世界经济形势和中国经济发展阶段的转变,使货币政策效应由过去的“积极”转向“中性”;2014年后,中国实际货币政策操作重心转向引导货币流向,提升货币效应成为政策效应重点。

不同于货币政策的传统理论和西方实践,中国结构性货币政策是开创式的实践

创新。传统实践和经典理论认为,货币政策是总量性工具,但中国在实践中通过坚持定向投放和差异性政策,赋予了其结构调整功能。这是中国央行的创新。

中国的结构性货币政策能见效,其核心是要激发出“宽信用”,这也意味着资本市场等各类资金市场,都成为货币政策传导和发挥作用的场所。货币政策不再着重

依赖商业银行体系的信贷市场,各类资金市场间的联通性和联动性都将得到加强,监管的规范和完善将成为货币政策成效的重要影响因素。“宽信用”意味着“低信贷”和“高社融”,这意味着资本市场在未来流动性环境中的作用增强。

基于中国的经济发展阶段变化,以往基于表外融资的“宽信用”发展,实际上是

为房地产融资服务的。在楼市定位重新变化后,借助表外融资的房地产融资将进一步走低,未来的“宽信用”发展,将更多地建立在实体经济经营之上。依靠资本市场发展,基于金融回归实体的宽信用,与以往基于房地产融资的宽信用不同,表外融资的复苏将有限,未来的宽信用发展,将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上。

# 多管齐下支持民营企业改革发展

□中国民生银行研究院研究员 丁阳 郭晓蓓

改革开放以来,民营企业在推动发展、促进创新、增加就业、改善民生和扩大开放等方面发挥了不可替代的作用。自2018年11月民营企业座谈会以来,中央和地方密集出台专项政策支持民营企业发展。《关于加强金融服务民营企业的若干意见》(2019年2月)、《关于促进中小企业健康发展的指导意见》(2019年4月)相继发布,2019年国常会更是多次提及民营企业。12月22日,《中共中央 国务院关于营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见》对外发布,共包括28条具体举措,主要涉及市场环境、政策环境、法治环境、改革创新、规范发展、政商关系6个方面。既是全面贯彻落实十九届四中全会精神,也是对近一年来支持民营企业发展的经验及各项政策举措的制度化、体系化和规范化,并就实践过程中面临的新形势、新问题和新的挑战提出了工作重点和方向。

## 民企融资难题依然严峻

实践证明,民营企业在中国经济迈向高质量发展过程中发挥着不可或缺的作用,成为创业就业的主要领域、技术创新的重要主体、国家税收的重要来源,为我国社会主义市场经济发展、政府职能转变、农村富余劳动力转移、国际市场开拓等发挥了重要作用。但是,在民营企业快速发展的过程中还有几方面需要完善。

首先,民营企业自身短板依然突出。主要体现在:一是公司治理结构不健全。许多民营企业,特别是中小民营企业仍未建立现代企业制度,依靠亲情维系的家族式管理模式弊端日益显现。二是市场竞争力不强。调查显示,我国民营企业目前的研发投入占销售总额的比重平均水平仅为0.4%,研发投入不足严重阻碍了企业进行技术改进和创新,削弱了企业的核心竞争力,制约了民营企业的可持续发展。三是缺乏履行社会责任的意识。部分民营企业不遵守劳动法、非法用工、拖欠工资、虚假宣传、制假售假、污染环境等负面新闻频出,使民营企业的公众形象受损。

其次,民营企业融资难题依然严峻。一方面融资渠道不畅,银行信贷属于典型的顺周期行为,在经济下行压力加大的背景下,银行倾向于政府城投平台和国有企业,而民营企业陷入“抽贷、断贷、拒贷”的窘境。而民营企业大多规模较小,只有部分企业能获得股权融资。另一方面是融资成本高企,虽然监管部门对银行信贷利率有限定,但附加上中介费、保险费、返存和购

买理财的要求后,实际融资成本高企。在债券市场上,民企和国企间的信用债利差不断走高,民企债券违约频发使新发债券鲜有问津。

再次,个别地区环保“一刀切”误伤部分民营企业。有些地方环保“一刀切”现象严重,在当前去产能、材料价格高涨的情况下,运动式、一刀切式环保渐渐变成了许多民企发展的障碍。这种做法不但不利于解决问题,反而会制造新问题,带来新负担。

## 加强对民企的监管和保护

对此,政府需加强对民营企业的监管和保护。一是设置预警指标体系和评估核实制度。相关部门要结合当地产业结构和骨干企业特点,建立风险企业的数据库,分析典型案例,认真筛选对企业经营发展具有重大影响的综合指标和一票否决指标,在合理设置指标体系的基础上,划定科学明确的预警信息警戒线,为高效的风险预警制度奠定科学基础。对经核实评估确有风险的企业,要及时预警上报,以便妥善处理。

二是着力构建民营企业社会化服务体系。可以推广温州经验,成立全国民营企业服务机构联合体,形成覆盖全国的中小企业服务网络,围绕信息咨询、资金融通、技术创新、市场开拓、法律援助和管理咨询等方面,贴近企业,主动开展专业化服务,助力企业发展。

三是坚决杜绝环保“一刀切”行为。坚持依法依规、科学施策、精准务实推进,把整改工作做严、做实、做深、做细,严禁各地为

应付督察不分青红皂白地采取紧急停工停业停产等简单粗暴行为,以及“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法。

## 商业银行应主动作为

商业银行应主动作为,满足民营企业发展的资金需求。一是进行制度变革,纾解民企的融资难困境。建议建立尽职免责的制度 and 合理容错的机制,适度提高对不良贷款率的考核容忍度,开通问责申诉通道,且可溯及既往,免除因依规尽职的责任,形成“敢贷”制度。加大对分支机构提高民营企业融资业务权重的考核力度,同时对分支机构民营企业的审贷成本给予专项补贴,可以通过专项奖金加大对业务人员服务民企的激励力度,提升民企服务的效率和积极性,让经营机构和人员“愿贷”。

二是结合民营企业的现实需求,加快原有产品的更新换代与升级。采用“标准化的基础产品+差异化的专项产品+区域特色产品+产业细分产品”组合,探索流动资金循环贷款、无还本续贷业务等专项产品。积极开展供应链金融,依托产业链核心企业信用、真实交易背景和物流、信息流、资金流闭环,为上下游企业提供无需抵押担保的订单融资、应收应付账款融资,全面提升服务效率。

三是为民营企业提供全方位、综合化的金融服务。商业银行应顺应发展趋势,结合自身实际情况,综合运用战略合作、投资控股、发起设立等方式,加强与保险、证券、信托公司的合作。比如,与保险公司合作研发信用保证与保证保险产品等。

## 明年房地产市场将呈现震荡下行趋势

□中国证券首席经济学家 李湛  
中国证券研究所助理研究员 徐璐

今年房地产行业下行周期展现出较好的韧性,房企积极推盘,商品房销量维持正增长。1月-11月全国商品房销售面积同比增长0.2%,12月房企密集加快供货,预计今年全年新房销售面积将平稳微增。今年房地产出现各区域新房销售分化现象,西部地区是今年新房销售的增长主力;东部地区累计销售面积仍为负增长,10月开始转暖;中部地区销售维持稳定。

地产投资增速如期回落,竣工情况逐渐好转。房企的开工、施工热情有所下降,新开工面积和施工面积单月负增长,竣工面积持续好转。预计未来新开工面积将保持较低增速,在土地投资持续低位的情况下,新开工面积难以维持大幅增长。此外,房企在销售预期不高的情况下,开工热情也不高。在竣工方面,笔者认为,2020年竣工面积会实现正增长。竣工面积的改善,有利于刺激房地产上下游产业链,如建材、家电、家居等行业的需求。

房地产开发企业到位资金整体维持稳健,融资渠道此消彼长,融资调控尚未放松。11月房企融资渠道此消彼长,国内贷款有所收紧,利用外资、自筹资金、销售回款则好转。展望2020年,宏观流动性预计相对宽松,会惠及房企外部融资,但力度有限。

## 新房销售区域分化

在行业下行周期中,房地产展现出较好韧性,7月-11月单月销售面积连续5个月正增长。在11月房企积极供货推盘的情况下,成交量回升。11月全国累计销售面积增速维持正增长,表现不差。1月-11月全国商品房销售面积、销售额、销售均价分别为14.89亿平方米、13.90万亿元和9335元/平方米,同比增速分别为0.2%、7.3%、7.1%。今年全国累计销售面积10月增速由负转正,11月继续维持正增长。年底业绩冲刺收尾,12月房企将密集加快供货,预计今年全年新房销售面积平稳微增。

各区域新房销售差异较大,西部地区是今年新房销售的增长主力;东部地区累计销售面积仍为负增长,但10月开始转暖;中部销售维持稳定。1月-11月东、中、西、东北四区域累计销售面积分别为58394万平方米、42441万平方米、41238万平方米、6832万平方米,分别累计同比增速为-1.3%、-0.3%、3.8%和-4.5%。

房地产行业作为一个典型的周期性行业,行业基本面状况与经济走势相关。在当前宏观经济走弱及“不将房地产作为刺激经济的手段”的政策影响下,行业需求放缓,房企对明年房地产市场呈震荡下行趋势,但下降幅度较小。长期来看,城镇化空间尚有,都市圈效应凸显。从短期来看,明年市场整体处于震荡下降趋势。经济下行叠加销售高基数,未来市场扩容较难。在市场整体偏弱的背景下,销售呈现结构性分化,下行周期展现韧性,一二线城市的需求依然较强,在政策维稳的逻辑下,三四线城市房地产市场将展现韧性。

## 投资增速如期回落

11月房地产投资增速如期回落,1月-11月房地产开发投资完成额为12.12万亿元,同比增长10.2%,增速较前值下降0.1个百分点。

新开工面积和施工面积单月负增长,竣工面积持续好转,房企的开工施工热情有所下降。1-11月房屋新开工面积、施工面积、竣工面积分别为205194万平方米、874814万平方米、63846万平方米,分别同比增长8.6%、8.7%、-4.5%。

预计未来地产投资高速增长的动力不足,动力不足的原因在于土地投资增长压力较大和新开工面积后续有慢增长的可能。在土地投资和新开工方面,外部融资渠道持续收紧,地产开发资金主要依靠销售回款,地产企业拿地谨慎。笔者认为,明年房地产新开工有走弱趋势。在土地投资持续维持低位的情况下,新开工面积难以维持大幅增长。此外,在房企对销售预期不高的情况下,开工热情也不高。

预计明年竣工面积将由负增长转正增长。新开工面积和竣工面积的剪刀差已经持续两年,从2018年下半年至今新开工面积保持10%左右的增长,而竣工面积持续保持负增长,这种趋势难以长期维持。2016年-2017年出现了销售潮,却没有在2019年出现交房潮,主要是房企拉长交房期限所致。考虑到交房周期,笔者认为,2020年竣工面积会实现正增长。有利于刺激房地产上下游产业链,如建材、家电、家居等行业的需求。

## 融资调控未放松

今年以来,央行多次强调“房住不炒”的定位,加强对房地产金融市场的宏观审慎管理,强化对房地产整体融资状况的监测,综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节。房地产金融的逆周期调控处于比较平衡的状态,目前房地产开发企业到位资金整体维持稳健,融资调控尚未放松。

房企各融资渠道呈现此消彼长的状态,整体较稳定。融资数据显示,国内贷款有所收紧,利用外资、自筹资金和销售回款则有好转。1-11月房地产开发企业到位资金中,国内贷款、利用外资、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别为23013亿元、161亿元、52511亿元、54482亿元、24395亿元,分别同比增长5.5%、57.5%、3.7%、10.0%、13.9%。

在销售回款方面,11月房地产销售出现放量,为房企自身造血提供了支持,房地产开发企业到位资金中“定金及预收款”和“个人按揭贷款”累计增速保持在10%以上,依然较为强劲。在外部融资方面,银行贷款累计增速连续实现3个月下滑;11月利用外资有所增长,海外债留有额度的房企正积极完成年度融资计划。展望2020年,笔者认为,宏观流动性相对宽松,将会惠及房企外部融资,但力度有限。