

# 财税政策发力有助化解经济困局

□瑞穗证券亚洲公司首席经济学家 沈建光

面对今年以来的经济下滑局面,早前很长一段时间,财政政策并未发挥逆周期调节功能,不仅不“积极”,反而过紧。相反,货币政策承担了更多财政功能,比如央行定向降准、再贷款、创新金融工具政策力度加大。此外,大量预算软约束企业融资需求仍然旺盛,间接推高了实体经济融资成本。因此,要改变货币政策越俎代庖行为,防范改革缺乏协调性对实体经济带来的风险,加快财政支出与财税改革是核心。

可喜的是,今年5月以来,上述变化已经在悄然发生,5月财政支出增速提升至20%以上,地方政府自主发债尝试,深改组第三次会议亦对财税改革进行顶层设计。在笔者看来,如果财政政策能够切实发力,无疑将有助于破解经济迷局,而财税改革的全面推进或带来今年最大的改革红利。

## 货币政策越俎代庖缘由何在

货币政策与财政政策作为传统宏观政策手段,其相机抉择对熨平经济周期至关重要。本来,依靠财政货币两条腿走路可以更加稳健,但笔者发现,早前很长一段时间,财政政策并非积极,反而过紧。相反,货币政策定向投放实际上承担着更多财政功能,而财政货币边界混淆实际上孕育着较大风险。

数据方面或许能够反映更多信息。可以看到,伴随着财政约束的增强,早前财政支出明显偏紧,今年1-4月全国财政收入累计同比增长9.3%,高于去年同期2.7个百分点。而与之相对,财政支出则明显滞后,1-4月全国财政支出累计同比增长9.62%,远低于去年同期4个百分点。特别是4月,财政支出仅为1.9%,接近零增长的支出怎能称之为积极财政?

与此同时,财政沉淀资金仍然较多。截至今年5月,国库库存现金余额接近4万亿元。回想去年二季度中国经济下滑较快之时,国务院总理李克强也曾重点提到要注重用好这部分存量资金,如今来看,这部分资金的变化不大。因此,何不加快运用这笔存量资金,并注重于投于符合调结构、保民生方向?与财政缺席相对,货币政策似乎越来越多地承担起调结构的作用。在笔者看来,货币政策发挥更大作用的思路是正确的,毕竟在影子银行收缩之时,表内贷款应该适度放宽以对冲表外收缩,防止社会融资水平迅速减少对实体经济的影响。

但从货币政策工具来看,笔者发现,央行采取的工具正变得越来越非常规,包括应用更多定向措施,对金融机构再贷款、对特定金融机构降准、创新金融工具如PSL、SLO与SLF等。在笔者看来,定向工具的使用前提很多情况下是传统货币政策失效,或是金融风险加大之时。

# 调整货币创造结构 降低社会融资成本

□华夏银行发展研究部 赵玉睿

当前社会融资成本高,企业债务杠杆高,已严重威胁经济金融稳定。究其成因在于基础货币不足,货币乘数过高,债务创造货币过多。对此,需调整货币创造结构,加大基础货币投放释放社会自主可用资金,同时抑制信贷、影子银行等货币杠杆的债务创造货币功能,降低货币乘数,从而盘活“货币存量”,平穩去“杠杆”,降低社会融资成本。

社会融资成本高、企业负债高对实体经济危害尤烈。目前我国企业债务比重远超国际标准线,PPI连续两年多负增长,国际企业实际利率接近9%。其中小微企业实际融资成本在15%-20%左右。应该说,基础货币不足、货币乘数高,抬升了企业债务杠杆和社会融资成本。截至2014年4月末,我国货币供应量(M2)高达117万亿元,但仍然面临企业融资难、融资贵问题。杠杆高、社会融资成本高的成因在于企业盈利弱,现金收入减少,可用资金过少,债务过多。也就是基础货币不足,货币乘数过高,债务创造货币过多。

受人民币升值和财政支出力度减小影响,2010年至2013年基础货币的两个主要投放渠道——经常账户盈余和实际赤字占GDP的比重出现双降,分别从4%降至2.1%,2.49%

□北京大学中国经济研究中心主任 姚洋

近几年来,一飞冲天的房地产价格让人们担心住房市场存在过热现象,随着近期房地产价格涨势减缓,政府遏制房地产风险的举措似乎终于见效。然而,现在有观点认为中国住房市场可能崩溃,并将严重拖累经济增长。

为了控制房价上涨,决策层曾采取多项政策,包括将按揭限定于首次购房者、北京和上海等一线城市要求达到最低定居时限才能买房等政策,这都有助于遏制需求。但供给端的策略如限制房地产开发商信贷、实施新房销售税等,效果却适得其反。

这一存在缺陷的方针让房价继续稳步上

## 2013年中央财政支出6.8万亿元 支出更多向民生倾斜

2013年中央公共财政支出68491.68亿元 完成预算的98.5%,比2012年增长6.8%



在笔者看来,货币当局最主要的担忧便是恐怕资金供给增加之后,中小企业无法得到贷款,资金仍旧重返预算软约束的企业,因此采取定向。可见,央行此举实属无奈,毕竟财政改革,加强国企和地方融资平台预算约束是财政改革与国企改革需要努力的方向,而正是由于改革缺乏协调性,财税改革过慢才导致如今这种困局。

但也应看到,虽然通过央行定向投放可以短期内起到应急之功效,但其弊端也不容忽视,如不透明、选择性强、回归行政手段、财税金融混淆、央行从最后贷款人跃升为第一贷款人不利于防范金融风险,特别是与市场化的改革路径不匹配,因此只能作为临时性与过渡性的措施。从长远来看,减少货币政策越俎代庖行为,只有协调推进改革,特别是加快财税改革、国企改革、政府转变等相关改革,才能使市场化的货币政策发挥最大作用,是化解困局的最有效之法。

## 财政有望发挥更大作用

当前国内经济困局与财政支出过慢、财政改革滞后大有关联。可喜的是,决策层对于这点已有明确认识,财政有望承担着更大的作用。例如,5月以来,财政支出同比增速反弹至24.6%,便是财政政策由过紧转向积极的反映。

降至2.1%。这导致基础货币增速一路下滑,从2011年23.20%降到2013年7.40%。与此同时,货币乘数持续攀升,从2011年3.79升至2014年一季度4.22。货币供应量等于基础货币与货币乘数之积,货币乘数是货币杠杆对基础货币的放大倍数代表了债务创造货币的程度。基础货币不足,货币乘数高,表明货币供应的增长严重倚赖债务创造货币,即货币供应主要来自投放贷款以及影子银行等货币杠杆产生的派生存款,其结果是社会自有可用资金减少,融资需求增多,抬高利率。因此,需要采取“宽基础货币”同时“紧信贷”的措施,去杠杆以降低社会融资成本。

一是稳定和防止汇率高估,保持经常账户盈余,加大基础货币投放。稳定和防止汇率高估可增强企业外部市场产品竞争力,由此带来的贸易盈余,利于企业增加现金收入,降低债务及其成本。国外经验显示,经常账户逆差和顺差过低是触发债务危机的前提之一,2007年次贷危机爆发时,美国经常账户逆差占GDP的比重为-5%,英国为-2%,西班牙为-10%;1997年亚洲金融危机爆发,韩国经常账户逆差占GDP的比重为-1.9%,泰国占-2%。伴随人民币升值,我国经常账户顺差与GDP之比从2007年的10%降到2013年的2.1%。

贸易盈余快速下降带来的后果已逐步显现。出口重镇、经济增长极之一的长三角

## 楼市调控亟需反周期政策

升,催生了巨大的住房泡沫,特别是在一线城市。例如,普通北京居民需要将收入不吃不喝存34年才能全款购买一套公寓,上海和广州则分别为29年和27年,远远高于其他国际大城市。

由于预期这一趋势还会持续,业主选择继续持有自己的房产,即便房租率只相当于房产市值的2%。但是,随着房地产最终开始面临下行趋势,反思这一投资战略的时间也已到来。

2014年前4个月,住房销售同比下降近7%,新建楼面面积下降22%以上。照此看,房价下跌压力正在积聚。在正常时期,这一趋势会受到欢迎。但是,在经济表现不力的时候,无法承担至少贡献了增长总量30%的房地产业

此外,决策层早前也提出了一系列“稳增长”政策,包括加大铁路投资、棚户区改造建设等。在笔者看来,上述项目具有工期较长,短期盈利性差的特点,要避免重走“四万亿”老路,应该明确银行不宜承担财政功能,这部分资金主要由财政出资,由此较好地降低资金成本,减少期限错配,防范金融风险。

同时,在主权负债还不高的有利条件下,建议应发行结构性减税和发行调结构特别国债,专门用于保障房、基础设施、水利及新技术和新能源等项目建设,并以此作为杠杆带动地方融资与保障房建设,或对稳增长与调结构均有裨益。

从长远来看,财税改革是全面推进改革的重中之重。十八届三中全会明确了财税改革的三大方向,即改善预算管理、完善税收制度、理顺财权与事权。在笔者看来,上述三大领域改革牵一发而动全身,不仅为经济改革,也涉及到民生问题与政府职能转变,是诸多改革能否有效推行的重要保障。正如全面深化改革领导小组第三次会议所提出,财税改革不是解一时之弊,而是着眼长远机制的系统性重构。

例如,财税改革的加快有助于缓解新型城镇化进程的资金困境。早前召开的深改组第三次会议将财税与户籍列为重点,正是出于切实推进以人为本城镇化的考虑。要知道,当前全国农民工总量达到2.6亿人,全国留守儿童超

过6000万人,城乡流动儿童超过3500万人,向上述人群提供与城镇市民均等的社会保障与公共服务显然存在庞大资金缺口。若想化解资金困境,财税改革特别是理顺中央地方财权与事权必须提速。

在金融改革全面推进之时,加快财税改革对于防范金融经济风险也越来越重要。可以看到,在众多改革的贯彻实施之中,金融改革可谓领先一步。毫无疑问,金融改革的快速推进有利理顺资金价格形成,提高资金利用效率,也有利于金融服务实体经济。

但如果财政改革、国企改革等领域不能有效推进,大量预算软约束部门存在不仅推高了社会融资成本,让中小企业步履维艰。同时,也导致大量僵尸企业出现,降低了经济活力,加大了金融风险。总之,财政改革滞后于金融改革,效果恐怕很难令人满意,也违背金融服务实体经济的初衷。

如此看来,财政政策发挥作用,财税改革加速推进,对于当前稳增长、调结构、控风险都是至关重要的,可谓是化解当前经济困局的关键。值得肯定的是,决策层对财政的重要意义已经明确,伴随着支出加大、对财税改革顶层设计的通过,财政过紧、改革滞后的状况有望改变。在此之上,如果改革与微刺激能够同时发力,下半年中国经济有望扭转向下的趋势,达到或接近7.5%的政府目标。

三是实施金融机构资产准备金征收政策,降低货币乘数,防止资产价格膨胀降低社会融资成本。金融机构为规避资本、信贷监管套利,借助银行理财、表外融资(信托、委托贷款等)、同业业务创新等影子银行形式,变相进行信贷扩张。特别是大量的类信贷资产被引入到银行同业资产中后,导致了银行的资产配置行为发生变化。由于这类资产的收益高,引致同业资产膨胀挤压了高流动性安全资产。货币杠杆也由贷款扩展至影子银行,致使贷款、存款准备金、货币乘数关系松动。利率政策同时作用于虚拟经济与实体经济,对实体经济资金具有“挤出效应”,不但不能控制资产价格,还会适得其反。

鉴于此,对商业银行、投资银行、信托公司、证券、基金公司等众多以“短借长贷”期限错配赚取息差为特征的金融机构,应对其资产项征缴法定准备金,压缩银行金融机构信用资产变相扩张途径,抑制信贷、影子银行等货币杠杆的债务创造货币功能降,降低货币乘数,抑制资产泡沫。相比法定存款准备金制度和利率政策,根据风险资产权重差异化征收金融机构资产项准备金,能够影响不同种类的资产收益率高低,在作用“虚拟经济”的同时,避免利率政策对实体经济的“挤出效应”,更全面地实现货币政策目标。



过6000万人,城乡流动儿童超过3500万人,向上述人群提供与城镇市民均等的社会保障与公共服务显然存在庞大资金缺口。若想化解资金困境,财税改革特别是理顺中央地方财权与事权必须提速。

在金融改革全面推进之时,加快财税改革对于防范金融经济风险也越来越重要。可以看到,在众多改革的贯彻实施之中,金融改革可谓领先一步。毫无疑问,金融改革的快速推进有利理顺资金价格形成,提高资金利用效率,也有利于金融服务实体经济。

但如果财政改革、国企改革等领域不能有效推进,大量预算软约束部门存在不仅推高了社会融资成本,让中小企业步履维艰。同时,也导致大量僵尸企业出现,降低了经济活力,加大了金融风险。总之,财政改革滞后于金融改革,效果恐怕很难令人满意,也违背金融服务实体经济的初衷。

如此看来,财政政策发挥作用,财税改革加速推进,对于当前稳增长、调结构、控风险都是至关重要的,可谓是化解当前经济困局的关键。值得肯定的是,决策层对财政的重要意义已经明确,伴随着支出加大、对财税改革顶层设计的通过,财政过紧、改革滞后的状况有望改变。在此之上,如果改革与微刺激能够同时发力,下半年中国经济有望扭转向下的趋势,达到或接近7.5%的政府目标。

膨胀。

二是以国债资金为来源,实施充分就业财政政策,适度加大财政支出力度。财政支出是基础货币投放的另一重要渠道。加大政府购买商品和劳务,能在国内市场需求不足时,维护工商业等实体企业的利润率,企业盈利了才能够保住收入和就业。相对而言,政府拥有征税权和货币发行权,没有利润驱动,能通过财政支出扶持实体经济。2013年我国政府债务占GDP的57.3%,其中以地方政府债务为主,国债仅占GDP的15%左右,有增发国债空间。为此,可增发国债募集资金投资基础设施,逐步替代地方政府债务,调整政府债务结构,降低地方政府债务比例。通过运用中央政府支出,购买地方政府融资平台资产等手段,替换地方政府融资平台债务,释放出基础货币盘活存量货币,可使企业增加现金收入抵消债务,从而减弱实体经济对信贷等债务融资的需求,降低社会融资成本。我国的经验也显示,财政赤字具有一定的经济拉动效应。1979-2002年,我国年均赤字率为2.2%,同时经济增长保持了9.5%的年均增速,总体并未引起严重通货

多低风险公司因为无法提供足够高的回报率而被挤出市场。与此同时,认为房价将继续稳步上升,大量从影子银行机构举债的房地产开发商可能难以偿还债务,房地产价格急剧下跌将不可避免地导致违约,考虑到影子银行金融的很大一部分资金来自正式银行部门,这可能导致影响整个金融业的连锁反应。

为避免重大金融风险,决策层必须紧急采取反周期措施,应该从取消房地产业非市场限制开始,这些限制所造成的严重扭曲不但影响了经济,也影响了人民的生活。在房地产问题上,决策层的目标和行动应该一致,否则,金融业甚至整体经济都要受到拖累。(本文版权属于Project Syndicate)

## 自主品牌车企为何遭遇三重困境

□赛迪智库工业经济所 刘春长

近年来,我国自主品牌乘用车遭遇了国内市场占有率节节下滑、国际市场出口负增长、主流车企品牌高端化连连受挫的三重困境。我国自主品牌汽车可以凭借的国内市场和低成本优势正在被削弱,品牌影响力弱、技术储备少、规模经济不强的弱点暴露无遗,其发展前景令人担忧。

### 三重困境制约自主品牌发展

2008年全球金融危机以来,在欧美等发达国家的汽车市场出现了较大衰退的大环境下,我国的汽车市场尤其是乘用车市场保持了产销两旺的势头。我国汽车总产量从2008年的934.51万辆,跃升到2012年的1927.18万辆,2013年更是达到产销接近2200万辆的水平。但与我国汽车产销市场的整体快速发展相比,自主品牌汽车企业却陷入了发展速度急速放缓、市场份额连连下降的困境。

一是自主品牌乘用车国内市场份额持续下降。今年1-5月,我国汽车销量近1000万辆,其中乘用车超过800万辆,增速近14%。但我国自主品牌乘用车销量仅为306.4万辆,同比增长不足1%,市场占有率为37.97%,较上年同期下降3.8%。1-5月,我国自主品牌轿车销售116.04万辆,较上年同期下降15.8%;市场占有率为22.5%,比上年同期下降5.7个百分点。我国自主品牌乘用车市场占有率呈连续、全面的下降趋势。

二是自主品牌汽车出口量节节下滑。在我国整车出口于2012年突破100万辆出口量以后,2013年我国汽车整车累计出口97.73万辆,比2012年下降7.5%,其中乘用车出口59.63万辆,同比下降9.8%。今年以来,我国汽车整车出口下降的势头仍然没有止住的迹象,1-5月我国汽车整车累计出口36.33万辆,比上年同期下降9.8%,比前4个月扩大0.5个百分点。

三是自主品牌中高端化努力受挫。作为自主品牌里面赢利能力最强、以SUV产品竞争力见长的车企,长城汽车不仅在今年4、5月份均出现汽车销量两年来的同比、环比同步下滑,而且其旗下新车型哈弗H8两度推迟上市。一汽轿车的中高端品牌奔腾B90在2013年的销量仅1.03万辆。海马、力帆汽车等推出的中高端汽车产品也销售惨淡。长安汽车的高端品牌汽车计划已经被搁置。可以说,目前我国自主品牌汽车高端化战略已经陷入几乎全面失利的境地。

### 缘何陷入三重困局

我国自主品牌汽车之所以陷入三重困境,其主要原因有以下几点。

一是粗放式增长下核心技术与品牌影响力提升缓慢,综合竞争力不足。2002年以来我国小汽车市场爆发式增长,一些自主品牌汽车企业采用粗放式增长方式,产品多线出击,推行多品牌战略,但由于资源分散使用以及国内市场竞争加剧,均先后陷入困境,以至于不得不做战略性调整与转型。奇瑞、吉利均先后启动“归一”的去多品牌化行动,由此导致的产品断档与渠道调整影响了其销售。我国自主品牌汽车虽然通过逆向开发取得了一些实用技术,但由于大部分企业处于亏损或微利状态,研发投入低,基础技术储备不足。我国全部自主品牌汽车的年产量销量不如大众一家公司的全球产销量,所有研发费用加总也不如单独一家公司。如2013年,自主品牌汽车长城、广汽、比亚迪的研发支出占营业收入比重分别仅为2.98%、5.24%、5.43%,与跨国汽车巨头相比,研发投入强度太小。

二是外资品牌汽车产品、渠道、价格下沉,挤压自主品牌汽车。为了开拓新的市场,外资品牌汽车渠道、产品、价格加速下沉,开始全面渗透自主品牌居相对优势的三、四线城市,对自主品牌汽车形成挤压态势。一些合资厂商基于品牌与技术优势,采取20年前前的老旧车型外形翻新的策略,或同一车型不同合资厂商生产销售多款产品、共享同一平台生产不同车型的“打法”,来摊低成本,全面狙击品牌的成本优势。

三是我国汽车出口海外目标市场环境变差,自主品牌车企海外市场拓展能力不高。从我国自主品牌汽车自身实力来看,囿于产品结构、品牌形象、国内市场支撑能力、海外零部件供应体系等方面存在的问题,我国自主品牌车企海外市场拓展能力不高,出口产品主要为低端小排量汽车,同质化严重,拼价格、拼规模的无序化竞争局面较严重,与美、日、韩车企相比,不具备开拓中高端市场的能力。

目前,我国自主品牌汽车企业陷入困境一个重要表现是在产能利用率上。有研究指出,2013年我国自主品牌汽车的产能已经达到1024万辆,而2013年我国自主品牌汽车乘用车销售仅为720万辆,产能利用率已经低于75%的安全线。假如趋势延续下去,我国大多数的自主品牌车企将陷入严重的财务困境。

在我国自主品牌汽车发展进入“不进则退”的关键时刻,我国汽车产业要实现“拥有核心技术、自主品牌主导、攀升到产业链高端”的目标,必须要有发展汽车产业的新思路、新政策与新路径。

强化自主创新战略,把汽车业定位为建设工业强国的战略性制造业。应把汽车业、家电业、机械、电子设备、医药制造作为我国全面参与国际竞争的战略性制造业,出台相应规划与扶持政策,加强研发,加大投入,自主创新,从而把我国从一个工业大国建设为工业强国。积极调整汽车合资的产业政策,优化自主品牌发展的政策环境。同时,积极调整汽车合资的产业政策,推动国有汽车集团的混合所有制改革,“股比放开”政策应以“有进有退”的策略积极逐步推进,打破合资企业对外方母公司的技术依赖,激励国内企业自主开发的积极性,形成中方企业的创新动力机制。还应制定《对外投资保险制度》和《海外投资亏损准备金制度》,对我国企业的海外投资行为给予制度上的保护,以提升我国汽车产业的国际竞争力。