

当前货币政策需有效引导市场利率下行

□ 万联证券研究所所长 傅子恒

今年三季度以来,经济面临增速下滑压力,宏观数据的表现欠佳,使得市场再度出现货币政策宽松加码预期。而从多个层面来看,目前货币政策改 慢 灌”为 “滴灌”进行精细化结构与定点调控,这一思路与政策基调将继续保持。

从总量来看,为适应经济形势变化,我国货币供给自去年二季度开始进行大幅收缩, “紧平衡”成为长期货币供给的政策选择,这是我国货币政策调控思路的一次重大转变。而实际的效果也是明显的,仅从广义货币供给M2的增速表现来看,今年8月底,该指标增长幅度为128%,这是改革开放以来少见的低数据。长期政策选择折射出的认识变化是, 货币政策由更多着眼于推动经济增长,转变为更加注重市值稳定调节。从这一背景角度认识当前为应对经济波动而采取的措施,政策的调整只是既定方向之下的预调与微调。

对于当前我国经济形势,可以从短、中、长期不同的角度进行考察。就经济增长而言,长期来看,由于内外部一系列禀赋要素变化所决定,我国经济潜在增长率正在降低,经济增速重心正在下移,三十年来 “起高速增长”速度正在成为历史,而适度快速的 “次高速增长”依旧可期。中期而言,中国经济处在这种由超高到次增长的 “换挡期”,增长方式的转变促使着生产方式的转变, “转型”成为当前阶段的首要课题。而转型之中,如何以较低的成本代价完成,将

是政策选择必须考虑的重要选项。以长期与中期的高度看待短期,对改革、稳定与经济波动的联动考察也就有了具体的依据。以之观察,我国经济短期的阶段特点是:经济增速下行成为 “新常态”,需要平常心对待;转型与改革势属必然,改革之中是否做到了较低成本将是观察重点。

总体来看,当前我国经济基本面形势是良好的, “指标性的判断依据是就业稳定与物价稳定,这两个指标的稳定构成了我国经济社会稳定的基础。而问题与挑战存在于三个方面:一是房地产市场景气转换是否引发经济剧烈波动与金融安全问题,二是地方政府投融资平台与债务问题是否引发地方经济剧烈波动与金融安全问题,三是经济短期的向下波动是否对就业、社会稳定产生不利的影响。

稳定的经济转型环境首先需要稳定的金融市场环境,需要从这一角度认识货币政策的常态化调整。从经济短期波动指标来看,笔者认为,为应对经济短期波动向着 “偏冷”方向演变,货币政策应当坚持长期紧平衡政策基调之下,阶段性地朝着适度适应性宽松方向进行预调、微调,做到稳定经济、稳定金融系统与防范风险几个任务相互统一,这应该是年内一段时间短期政策着力点。而排除系统性工具应用, 央行货币政策篮子中的工具选择似乎不多,在这一形势之下,就需要在时机、时点以及对形势预估方面做足功课。

现阶段而言,稳定市场预期的重要方面是在不进行总量调整的前提下有效引导市场利率下行,有

效促进与满足实体经济与金融市场流动性之需,同时引导金融市场的稳定预期。从实际来看,央行货币政策有限与有效选择从以下方面进行引导、优化。

一是创设更多货币操作调节工具。SLO与SLF自去年调整之后得以有效使用,央行最近向五大行投放5000亿元为期三个月的常备借贷便利 (SLF)。这不同于降准引发金融系统全面的货币创造,SLF投放只局限于五大行,且只是在抵押保证之上提供一种 “便利”,即在满足定向金融机构的 “或有需求”;更不同于降息因直接降低社会资金成本而全面刺激需求。SLF的基本功能在于提供保障、引导预期,当实际资金需求发生时,SLF可以在特定系统内部通过货币工具杠杆创造货币供给,有利于平抑市场利率异动,引导利率下行。新工具的应用也将发挥更有针对性的政策宣示功效,更有明确与有针对性地引导市场的理性预期。

二是公开市场在平衡操作更加灵活。今年年初以来,央行操作总体呈现一种 “中性”特征,其规律是在一、二周净投放之后间歇性地对应进行净回笼,一般在长假、季末之前,当加大净投放力度,其后进行回笼对冲操作。而 “中性”操作在总量、期限、利率调节、操作时间间隔宽度与幅度等方面可以匹配选择,仍有很多的发挥空间。

三是在特定需求领域进行差异化政策安排,表现在政策性银行对特定需求对象提供支持,以及特定行业 (如房地产)反顺势而变的操作安排与预期管理等方面。仅就房地产市场而言,需要综合考虑地域金融与地方经济短、中、长期发展而进行适度、及

时的政策差异化调整等 (房地产政策治本方面的顶层设计,应当考虑国情、实行在一定减免基础之上的房产税政策,以此构建市场预期的稳定之锚)。对区域经济发展、小微企业以及节能环保、新能源、医疗健康等产业的信贷支持体现出同样的差异化信贷政策设计。

四是对改革释放红利,在不动用总量工具的前提下,降低信贷与市场交易成本更需要依靠改革引导市场对货币、利率下行的适应性预期。包括大力支持市场自发的金融创新,包括金融市场制度创新、产品创新、管理创新。这些方面的支持力度一直在加大。

对于可以改进的方面,当前阶段,应当在强化监管、防范风险的基础上更积极地鼓励互联网金融创新,有效发挥其在降低资金成本、打破市场垄断、推动金融生态重塑方面的积极功能;在防范风险的基础上更多鼓励证券、保险、银行等金融机构的业务创新,疏通市场融资渠道,满足市场差异化之需,主渠道的资金供给渠道疏通也是有效降低不规范的民间信贷市场资金成本的有效手段之一。长期而言,应当弱化准入管制,多渠道、全方位地培育市场主体,扩大场主体间竞争,打破与弱化既有的垄断局面,依靠市场化方式实现资金成本在均衡水平上的合理波动。总结而言,当前不动用总量工具可以给经济形势更急需之时 (如就业、价格继续回落出现通缩等)使用留有余地。从长期来看,中国资本稀缺程度将会持续降低,资金成本长期来看也是一个不断降低的过程。

■ 记者观察

房产电商应弥补金融短板

□ 本报记者 费杨生

多家房产电商公司日前宣布向金融平台转型或探索互联网房产金融模式。实际上, 金融服务一直是房产电商公司的短板,在移动互联网金融时代,房产金融存在被改造的可能性,将成为房产电商公司下一步竞争的重点。

目前,房产电商公司面临的挑战是用户习惯从PC端向移动终端的转移,从传统金融向互联网金融的转移,二者的实质是便捷、普惠。房地产是典型的资金密集型行业,电商就是依托互联网的交易活动,两者结合最先释放的变革当量应该是金融,但由于政策限制以及认知局限,房产电商公司最开始只是寻求与银行在贷款授信、联名卡等方面的初级合作。而以余额宝为代表的互联网金融产品的兴起,让互联网房地产金融成为一种商业模式有了现实的可能性。更何况,这种现实还有一线城市限购,开发商愁卖,购房人愁贷的天时、地利。

由此,金融服务的战略地位开始凸显。毕竟具有金融方为真电商,方能构成线上线下整合的闭环,而且, “卖金融”有可能形成房产营销的新模式。从目前易居、平安好房等公司推出的金融服务来看, 这些互联网房产金融产品基本上覆盖了购房者从有买房意愿到预付款、首付、按揭、装修和房产信托等阶段,同时为开发商解决提前认筹、首付贷款、抵押贷款及按揭过桥提供高效的金融工具。比如,在客户认筹的预付款资金管理上, 易居推出的是买房宝,平安好房推出的是好房宝,就是通过货币性基金的理财收益以及购房成交后的更大优惠来实现蓄客。

不可否认的现实是, 金融服务目前还只是整体营销服务的一小部分, 相关产品还没有真正体现便捷性,无法实现 “一键式”理财、信贷,绝大部分工作需要线下完成;品种的同质化程度高,个性化产品稀缺;获取成本低的产品较少,大多抵押贷款手续繁琐,利息支出较高。这使得这类产品的使用率在10%左右。但从另一个角度来理解, 这恰恰说明市场空间巨大, 特别是在未来换房需求升温对资金需求量增大的背景下, 金融服务的杠杆作用将进一步彰显。

当然, “卖金融”这一模式的探索和成型尚待时间的检验, 而且金融业务的专业性更强, 竞技门槛更高,风险管控责任更大。不管是哪种发展模式, 互联网房产金融在创新发展中也需严控风险, 产品创新要避免打政策 “擦边球”、游走灰色地带、偿付风险过大等情况。

□ 武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

阿里巴巴集团日前在纽约证交所挂牌交易, 发行价68美元,上市首日市值超过2000亿美元。阿里巴巴境外上市,引发国内投资者的争议与思考。 “肥水不流外人田”,如此优秀的本土企业,为什么不在A股市场IPO,却要跑到海外上市,外国投资者可以分享其成果,而国内投资者却无法从中受益?

美国股市是世界上规模最大、效率最高、开放性和包容性最强的证券市场。中国的当当网、搜房网、优酷、奇虎360以及阿里巴巴先后选择了在纽交所IPO。其中,尤其令国人不解的是:亏损企业居然还能到美国上市? 比如京东、新浪微博、土豆、优酷、携程、网易等赴美上市前全都处在亏损状态。然而,在中国,A股市场不仅无法容纳轻资产、少盈利的新业态公司,而且更不会允许亏损企业IPO。

针对这种情况,有人不禁要问:身处互联网时代,A

股市场仍不能包容互联网企业IPO, 原因究竟何在? 其实,原因很简单,笔者认为,大体有两个方面:一是发审制度;二是IPO标准。

在发审制度上,现行《证券法》明确规定:股票公开发行必须实行核准制。核准制的实质就是行政审批制,它由监管层代替投资者对申请IPO的企业进行价值评估、打分排队。

在IPO标准上, 由于我国股市自成立以来的20多年,正值中国快速推进工业化时期,本着股市服务于实体经济的精神,A股市场的IPO标准基本上比照工业企业标准设计的。工业版本的IPO标准,单一强调对企业净利润和净资产指标的考核,过分看重企业过去的财务指标,尤其是公司规模、有形净资产和净利润,这使得许多 “轻资产”甚至亏损的创新型、高成长、新业态企业根本无法达标。

以深交所创业板IPO标准为例,它要求发行后总股本不得低于3000万元,近两年连续盈利且近两年累计净

利润不得低于1000万元, 或者最近一年净利润不低于500万元;发行前净资产不得低于2000万元;未分配利润为正数。这一工业版本的IPO标准,很显然是缺乏足够的包容性的,同时它与创业板精神也是不相符的。

正因如此,大量创新型、高成长优秀民族企业选择境外上市。当然,本土企业赴境外上市也不全是被迫的,也有自愿的,它们甚至将境外上市当作一种战略和自信。其中原因主要有两方面:一是美国股市对这类公司认知度高,股票估值也很高,这是一种来自市场的吸引力;二是由于国内风险资本短缺,大量本土企业的风投融资均来自国外,因此这些企业更具有 “国际化”因子和基因,它们到境外上市似乎是理所当然。

由此可见,从我国A股市场IPO法则来看,互联网公司IPO,尤其是新业态公司亏损上市,确实存在一个现实悖论问题。要想改变这一现状,并使某些亏损企业IPO合法化,可以借鉴美国NASDAQ和纽约证交所的经验,率先从深交所创业板入手进行改革试点,等时机成熟再向

A股市场全面推广。

首先,在立法层面对《证券法》进行修订,将IPO发审制度由核准制改为注册制,并将IPO标准和退市标准设计权下放给证交所,这有利于证交所按照差异化的IPO标准来区分各自的市场定位与特色。

其次, 在IPO标准和退市标准的设计上, 借鉴NASDAQ和纽约证交所的做法,为申请IPO企业提供多套可供选择的上市标准和退市标准。比如在IPO财务标准设计上,应同时提供既有适合工业企业版本的IPO标准,也有适合新业态企业版本的IPO标准。同样,在退市财务标准设计上,也应提供多样化的退市标准,尤其应突出 “美元退市标准”及市场交易指标退市标准的特殊地位。例如,在美股强制退市公司中,有超过一半的退市公司都是适用 “美元退市标准”而退市的,因为这是投资者 “用脚投票”,以及充分发挥 “市场决定”作用的重要体现,而且唯有如此,才可能废除 “亏损退市标准”。

分享收益 好事“乘”双

● 活动期间：
9月19日10:00-9月26日15:00；

● 用户在百度购买中信建投货币市场基金后，通过微信或微博分享基金收益的，可获得奖励；

● 奖励金额：连续七天的货币基金收益。

百度财富

百度一下



中信建投基金

CHINA FUND



Baidu

财富



CNR

中央人民广播电台

经济之声

(媒体合作伙伴)

全国客户服务电话：95587

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号