

■ 高端访谈

# 鲁政委:货币政策要着力解决企业融资难

## 可伺机放开商业银行发行金融债

□本报记者 赵白执南

兴业银行首席经济学家鲁政委在接受中国证券报记者专访时表示,虽然目前经济有一定下行压力,但国内经济正在越来越无形化,有些增长可能“隐藏”在数据之外。针对目前的经济形势,货币政策仍有可为空间,应当降低期限利差和信用利差。此外,为应对企业融资问题,从商业银行的角度,应当加快推进存款利率市场化,伺机放开商业银行发行金融债,出台应对债券违约处理的程序。



### 降低企业融资成本

**中国证券报:**从数据来观察,如何判断当前经济形势?

**鲁政委:**经济总体仍处在L型筑底过程中,不过下行比较缓慢。

从周期理论来解释,现在短中长期,都在没有办法继续扩张、甚至还要收缩的背景下。从大周期到小周期来看,60年左右的康波周期实际上是人口周期,我们现在处在劳动力人口增速放缓的阶段。再看30年左右的金融周期,我们处在去杠杆过程中。再看10年左右的周期,我们似乎也处在贸易保护主义抬头的状态下。最后是小周期,从财政政策来看,我们现在控制地方政府债务,预算赤字不能超过

3%,并且地方政府广义赤字也在收缩;从企业来看,短期PMI也进入了下行区间。

值得注意的是,或许单从月度高频数据来看,消费、投资等的确出现了一定下行,但这并不能完全代表当下的经济状况。中国经济现在越来越无形化,制成品消费在居民支出当中占比越来越少,服务占比就越来越高。当更加服务化之后,当下的国民经济统计体系对服务的监测统计是不够全面的。

从消费来看,社会消费品零售总额中除了餐饮是服务外,全部都是制成品,但每个家庭现最操心的事早已不是每个月的菜篮子、米袋子,最操心的可能是房租,

还有下一代的教育、旅游、科教文卫。

从投资来看,过去投资的资本品都是有形的,比如钢筋水泥、机器设备,现在大量的研发技术,也能为企业带来持续盈利,也是投资。由此来看,近年我国要求不断在核心技术上取得突破,加大创新力度,这一部分投资肯定比过去更多。此外,越来越多的就业也到了服务当中,从PMI的就业指数、商务活动PMI来看,会发现服务业就业一直保持较好水平。

**中国证券报:**针对宏观经济面临的挑战或压力,财政政策、货币政策是否有可为空间,应当如何配合?

**鲁政委:**在整个去杠杆背景下,要指

望财政政策有特别大的空间比较困难,国际上也面临着全球减税的竞争,我国税收不能明显偏离国际水平,那样国家整体竞争力会下降。在这样的背景下,未来中央财政赤字仍然会控制在3%以内,地方政府可能会更多发行专项债,但由于受到整体宏观杠杆率的控制,空间也不一定特别大。

货币政策仍有可为空间。货币政策要着力帮助企业解决融资问题,降低企业融资成本,具体而言,就是压两个利差,一是期限利差,让长端利率低一些;二是信用利差,解决民营企业不太容易融到资的问题。

### 市场预期仍然不稳定

**中国证券报:**从商业银行的角度来讲,目前货币政策传导仍然存在哪些制约,需要如何改进?

**鲁政委:**从商业银行的角度来看,很多问题看起来是货币政策的问题,但却不能仅依靠货币政策来解决,需要“几家抬”。目前来看有以下几项问题亟待解决。

一是货币市场利率已经很宽松了,但长端利率仍然偏高,企业融资特别是低信用等级的企业融资依然困难。现在商业银行国库现金定存的中标利率比NCD利率高,国库定存不仅绝对利率高,还要交法定存款准备金,而过去经常是国库定存比NCD利率低才是对的。出现这种现象,是因为国库现金的定存算在一般性存款当中,而央行通过公开市场操作投放出来的钱在商业银行的表上表现的是同业负债。从2013年开始,我们的存款增速持续显著低于贷款增速,现在又要求同业存款占比不超1/3。对此,建议开辟更多一般性存款的负债渠道,一是加快推进存款利率市

场化,二是放开商业银行发行金融债,三是降准,四是比照国际惯例,将非银存款计入一般性存款。

二是银行资产和负债结构之间的问题。今年出台了进一步加强流动性的监管指标,核心思想在控制资产和负债之间期限错配的程度。然而贷款是长期限的,银行拿的钱是短的,这两者之间需要合适的协调。发行金融债在很大程度上解决了西方负债期限结构不匹配的问题,我们也可以借鉴。

三是资本充足率的问题。银行放贷款是要资本的,核销不良、债转股、放贷都需要消耗资本金,且前两者的消耗更大,补充资本金比较困难。现在资本金既有总量要求,也有结构要求,要求核心一级资本的比例,核心一级资本本质上只能是股东权益,即股东股票和利润留存,得到更多核心一级资本很困难。增发新股是提高利润留存比例的方法,但比例提得太高,银行分红太少,股价也更容易稳定。

四是在这一轮监管政策的调整当中,贷款增速已经出现回升,但社会融资增速

没有起来,两者之间缺口越来越大。从企业的融资需求来说,从贷款到标准的交易所市场中间的光谱应该是连续的,从最不标准的贷款,到最标准的债和股。近两年颁布了一批监管政策,遏制了风险的同时也意味着关上了一些“门”,那些融资需求的空档仍然需要“阳关道”来填补。

五是打破刚兑转向净值之后,债券违约的透明处理,应当从监管层面出台违约之后标准的处理程序,减少金融机构由于不清楚违约处理方式而不愿购入债券的情况。

六是现在市场预期仍然不稳定,市场没有形成利率会在未来一段时间保持在较低的水平认知。市场需要一个统一的声音,说明在未来较长一段时间内,现在的政策力度大致是合适的。或者在政策调整之前,提前半年、一年吹风,留给市场转身的空间。在没有稳定预期情况下,金融机构可以把短钱以低价借出,但是长钱由于缺乏稳定预期,金融机构不敢借出。

对于货币政策的完善,央行去年推出

宏观审慎评估体系,这当中既有监管指标,也有货币政策指标。要注意这些指标之间协调一致,当经济面临下行压力时,增加贷款同时流动性指标也要足够。

**中国证券报:**中国经济目前正面临转型,中长期来看,如何培育新的增长动力?

**鲁政委:**首先,新动能还是在第三产业,就是科教文卫。如果将第一轮供给侧改革理解为去除第二产业的过剩产能,那么新一轮的供给侧改革则在于提高服务业供给的数量和质量。目前科教文卫供给严重不足,资源分配存在严重不平衡。这个领域的改革如果取得了成功,会极大激发中国居民的消费潜力。

其次,要继续大力加快开放。从全球的发展经验来看,后发国家能够发展更快,因为“干中学”,有后发优势。后发优势取决于两方面,一是与技术前沿的落差,二是学习机制。理论上差距越大,就有越大的优势,但如果学习机制没启动,也发展不起来。而学习机制的启动,就是要开放,以获得领先者的技术外溢。

## 货币政策应强化适度微调取向

□华鑫证券上海分公司副总经理、  
华鑫证券私募基金研究中心总经理 傅子恒

从保持人民币币值稳定、经济社会长期发展等角度考虑,稳健中性的货币政策需长期保持,但从应对短期阶段性问题“事务导向”出发,对冲经济下行风险与促进经济景气回升,尤其是随着资本市场波动等问题出现,央行稳健中性取向朝着适度宽松方向灵活微调,并更多兼顾资本市场稳定需求,应是当前货币政策持续努力与强化的重点。

### 内需不足需要稳健货币政策配合

新常态下的中国经济景气周期处在偏冷区域,经济平稳中的下行压力没有根本缓解,结构问题与各种不确定性风险并存,年中以来市场利率水平稳中趋降的事实,虽然有货币政策微调方面的原因,也明显具有内需不足、市场对资金的需求意愿较低方面的原因。

从一些重要的数据指标来看,GDP表现缺乏张力,面临诸多的压力因素;CPI指标长期处在2%左右,反映市场经营者信心预期的各类PMI指标略处临界点上方的水平,且一直受到荣枯临界点向下的牵引,企业微观效益指标一直难有持续的提升表现,今年以来逐季收缩。这些数据指标说明,中国经济虽然总体稳定,但内需拉动缺乏持续的后劲支撑。

从投资角度看,今年上半年6.8%的GDP增长贡献中,房地产投资同比增长9.7%,该指标今年1-8月累计同比增长10.1%,增幅有所扩大,表现超出预期;基础设施投资上半年同比增长7.3%,月度环比收窄,但1-8月固定资产投资总额增幅仅为5.3%,明显低于去年同期的7.8%,投资的增长贡献度下降明显,且主要是房地产投资在政策抑制之下的超预期表现及基建投资的拉动。

与之相应,实体经济活动范围广泛的制造业投资处在投资增速的平均值之下,表现低迷。进入下半年,尤其是第三季度,国内中心城市房价松动、部分城市出现价格下滑等信号,越来越多地预示房地产市场的快速扩张期正在结束。而鉴于投资相对价格具有滞后性,房地产投资后续扩张将难以为继,而制造业扩张属于跟随性复苏,政策努力的促动效应释放是一个长期过程,投资增长只能更多寄希望于基建的扩张对冲,这是未来一段时间投资发力的主要领域。

在投资增量贡献潜力有限的背景下,消费增长成为经济增长的主要“维稳”因素及拉动因素。但消费是收入的函数,如果投资低迷及外贸景气预期回落,消费增长显然缺乏长久持续性。因此,我国经济自主增长的张力培育,需要持续扩张性的政策努力,货币政策须在长期目标之下进行灵活决策方面的相应配合。

从物价表现来看,今年以来,除原油因国际价格传导因素受到牵引之外,其他上游原材料价格上涨并不显著;终端价格上涨,受各种因素影响,上半年房价价格出现明显上涨,少量肉、菜产品价格因周期问题出现上涨,但更广泛品种的消费品价格因供给充足缺乏上涨基础,总体性的、明显通胀压力并不大,从这一角度也说明货币总量收缩缺乏基础。

经济增长的脆弱性可以从供需之间的结构矛盾角度进行观察。近三年以来,中国实体经济在“供给侧结构改革”政策导向之下力图实现供需再平衡。在供给层面,金融去化与脱虚向实的政策效应逐步见到成效,金融秩序尤其是互联网金融秩序在清理整顿之后明显改善,系统性风险大幅降低。在需求层面,房地产景气下行、外贸不确定因素及美国经济景气在持续加息之下也可能出现负面效应累积与不确定问题,都可能对市场预期产生冲击。在这一背景之下,“需求侧”加力成为当前稳经济的关键,无论是基建扩张,还是消费扩张,以及整个制造业景气的提振与复苏,都需要相对宽松取向的货币政策环境配合。

### 解决实体经济问题需兼顾资本市场稳定

中国经济的复杂性决定了解决问题过程中,需要不同政策配合。从货币政策角度,笔者提出以下几点思考。

一是政策制定时需要考虑,在资金使用方面,市场需求主体之间存在结构差异,不同主体对市场的冷暖感受及对资本成本的承受力并不相同。比如,因准入管制与发展阶段、实力水平不同,国企与民企、大型企业与中小企业的利息成本承担能力就存在差异,其对利率与政策变化的敏感度大不相同。因为实力与成本承受力较低,在经济景气低迷时期,为经济社会稳定健康发展,民营企业与中小企业的压力困境与政策诉求需要引起足够重视。

二是货币当局对政策工具的结构性的选择,除了应当平衡短、中、长期通货膨胀、币值稳定与经济增长目标,以及应对周期性景气波动之外,还应当对应不同的政策工具特点进行选择,一些政策工具的应用应当与市场保持必要、有效的预知性沟通,避免对其资金运用计划造成困扰和制约。而稳定市场主体预期,可以为更有针对性地有效解决结构问题创造条件。

三是解决实体经济问题也应兼顾资本市场稳定。这一问题解决不好,通常会出现各种问题,在影响资本市场自身稳定之外,也常常会波及实体经济;三年以来,货币政策由“积极稳健”向“稳健中性”基调转变,以影子银行清理和互联网金融秩序整顿作为着力点,今年上半年“资产新规”对金融领域跨市场与跨行业的“穿透监管”将治理推向高潮。

清理整顿与市场治理净化了市场环境,使得市场系统性风险大为降低,但在当前国内外经济背景下,多种因素交叠造成股市回落。当前而言,股市二级市场股票质押融资方面的过度压力,其所以可能引发连锁负面反馈的风险,需要引起高度重视。货币政策在信贷条件与窗口指导等方面应当进行适度放松调整,以助力市场化解风险压力。

而对于各方普遍关心的人民币汇率问题,笔者认为,当前处在一个相对不利的时间窗口,从两个方面可以简要概括:一是中国经济的稳定构成世界对人民币稳定的信心支撑;二是经过2016-2017年的金融去杠杆,严防资金以对内负债、对外扩大投资方式外逃,以及央行“逆周期因子”调节机制的作用,人民币单边贬值的压力可以化解。市场意识到,以中国央行作为对手盘进行汇率投机并没有空间,视市场环境而动的“逆周期调节”的相机决择机制,可继续成为威慑人民币汇率单边投机有力的政策工具,这种局面对于货币政策主要锚定国内经济目标成支撑。而借鉴央行经验,笔者建议证券监管也可以效仿设立、启动股市的“逆周期机制”,对于处于波动之中的市场进行有效对冲。

■ 国资驰援上市公司专题

## 妥善解决现实困难 提振民企信心

□京东金融首席经济学家 沈建光

近期市场上出现了有关“国进民退”的争论。一方面,今年以来民营企业利润下滑,加之市场上出现了一些国企并购民企的案例,有人据此提出“国资‘抄底’收购民营上市公司造成‘国进民退’现象”的说法。另一方面,国务院国资委副秘书长、新闻发言人彭华岗在2018年10月15日的国新办发布会上称,上述现象只是在当前环境下国企和民企的一种正常的市场化行为,是互惠共赢的市场选择,不存在谁进谁退的问题。

针对如何看待“国进民退”的讨论、民营企业对中国经济的意义如何、其发展又面临哪些现实困难、如何提振民营企业信心等话题,笔者认为,从政策层面来说,决策层对于民营经济的发展一贯支持支持态度。应对“国进民退”担忧,决策层表态毫不动摇地发展公有制经济,也毫不动摇地支持、保护、扶持民营经济发展、非公有制经济发展。同时,也表达了决策层对待民营

经济地位的态度,强调将坚定不移支持民营经济发展。

从民营企业的贡献来看,不可否认,过去十年,中国民营经济快速发展,对支持中国经济增长、创新发展、稳定就业也起到了重要作用。“五六七八九”突出表明了民营经济的重要意义,即民营经济创造了50%以上的税收、60%以上GDP、贡献了70%以上的技术创新、提供了80%以上的就业岗位,以及占据90%以上的市场主体。

然而,在笔者看来,民营企业是一个非常广泛的群体,既有新经济高科技的代表企业,如BATJ、华为、小米、联想等,也有规模较小、广泛分布于各行各业的中型企业、小微企业,甚至从数量来说,中小企业是民营企业重要的主体。这意味着,在公平竞争的市场条件下,一些管理薄弱、风险偏好较高的民营企业,也可能面临着适当出清,这是市场化进程中优胜劣汰、推陈出新的重要一环。

同时,笔者观察到,今年以来,一些民营企业普遍反映,民营企业发展出现一些困难,突出体现在如下几个方面:

一方面,在去杠杆背景下,民企当下融资难融资贵情况突出。资金可得性问题一直是民营企业的痛点,由于大多数民企以中小企业为主,存在着缺少担保物、运营风险大的问题,始终面临融资的难题。近年来,伴随去杠杆,影子银行被限制,民营企业的诸多信贷渠道受阻。

另一方面,环保标准的提高,对民营企业挑战更大。加强环保是必要的,但客观来讲,外资企业、国有企业和大企业环保相对规范,而中小型企业环保要求早前并不高,环保督察治理“散乱污”企业,限产、停产对中小民营企业的影响较大。

此外,此前为节省成本,中小企业在社保缴纳的规范性方面,相比国有企业事业单位和大型上市公司明显欠缺,规范社保缴纳无可厚非,但客观上可能会使得中小企面临税负增加的情况。

综上,笔者认为,改革开放至今,民营经济整体已取得长足发展。同时,通过市场化运行,混合所有制改革也在持续推进。从历史维度看,国退民进并非趋势。但不可否认,

今年以来,不少民营企业,特别是中小民营企业,在经济增长下滑阶段,短期内可能也面临一些困难。

因此,笔者认为,当前与其争论是否“国进民退”,不如探讨如何妥善解决民营经济发展面临的短期困难,促进民营经济发展环境改善。正如上文所提,某些原因导致了当前我国市场公平竞争条件在一定程度上有所缺失,民营企业在市场竞争中处于劣势地位,在民企与国企差别化待遇、市场准入公平性、产权保护等问题上仍有改进空间。

展望未来,应激发民营经济活力,提振民营企业信心。在去杠杆、严监管的同时,应着力为营造公平竞争的市场环境提供更多制度保障,如鼓励更多普惠金融创新,提供多渠道的资本市场为中小企业提供合理的资金支持;在环保规范的同时,给予民营企业整改的空间和时间,用市场化手段而非行政干预化解风险;在企业经营成本增加的背景下,使减税与规范征收并行,做好过渡安排,防止民企尤其是中小企业税负增加过快造成的担忧情绪。