

保持信贷适度增长 注重金融支持实体经济可持续性

财政政策靠前发力精准发力

中国证券报：在当前经济下行压力持续加大背景下，财政政策在解决需求不足问题方面，可以从哪些方面发力更为有效？

何海峰：受疫情反复、地缘冲突、美欧等发达经济体通胀压力加大等因素影响，目前全球经济面临下行压力，我国经济下行压力不断加大。去年底中央经济工作会议指出中国经济所面临的“三重压力”中，需求收缩首当其冲。

一般而言，我们看总需求要从消费端和投资端两方面来看。当前消费需求存在不足。内需方面，疫情冲击下居民收入增速下降叠加消费预期减弱抑制了消费支出增长。4月，社会消费品零售总额同比下降11.1%，其中，汽车和餐饮业消费分别同比下降31.6%和22.7%。房地产是主要拖累项，1-4月全国商品房销售面积、销售金额分别同比下降20.9%和29.5%。外需方面，随着美联储加息预期落地，欧美经济拐点已现，其消费回落也会带动我国出口逐步下降。但从投资需求看，还是存在亮点的。1-4月，第一产业、第二产业和第三产业投资增速均保持正增长，分别同比增长5.8%、12.6%和4.3%。第二产业中，工业和制造业投资均保持两位数增长态势，同比分别增长12.7%和12.2%，充分说明我国稳增长投资政策持续发力，工业、制造业领域重大项目建设加速推进。特别是高技术制造业投资同比增长25.9%，资源要素不断向高技术制造业集聚，为实现我国产业结构升级、新旧动能转换、高质量发展迈出关键一步。

在这种情况下，财政政策作为需求管理的重要工具，应从以下六个方面靠前发力、精准发力：一是进一步加大增值税留抵退税力度，扩大覆盖范围，在更多行业实施存量留抵退税，适当增加退税金额，激发市场主体活力。二是加强财政支出力度，强化民生、科技、农林水、教育、社保与就业等重点领域支出保障，确保重点项目建设、养老、失业、医疗保险的资金支持。三是加快地方政府专项债发行和使用速度，做好项目储备工作，提高资金使用效益并适当扩大使用范围。除交通基础设施、能源等九大重点领域外，增加新型基础设施、民生保障类项目投入。四是支持中小微企业纾困发展，从税收、担保、贴息、减免租金等方面，加大对个体工商户和餐饮、零售、旅游、交通运输等受疫情影响较为严重行业的帮扶力度。五是提高稳岗稳就业支持力度，确保各项社会保险按时足额支付，拓宽失业保险稳岗返还政策受益范围，扩大阶段性养老保险、失业保险、工伤保险费用缓缴政策覆盖面。六是强化地方政府财政保障，加大中央对地方的转移支付力度，采取多种方式充分盘活存量资产，可采取突破预算赤字、提高债务限额或发行特别国债等方式，增加财政支出弹性，补充资金缺口。

专项债发行提速 聚焦领域扩大

中国证券报：日前召开的国务院常务会议上，要求今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等，这释放出哪些信号？

何海峰：专项债作为积极财政政策的关键工具，是扩大有效投资、稳定经济增长、补短板后劲的重要保障。目前，各地方政府已累计发行新增专项债约2万亿元，提前批已经全部发行完毕，剩余待发额度约1.6万亿元，发行节奏较去年明显提速。

此次国常会，我认为释放了三个明显信号。一是财政政策前置力度进一步加大，发行和使用节奏显著加快。由于债券发行和资金划拨之间存在一定的时滞，因此为了保障专项债资金在期限内拨付到项目单位，实际发行时间还会前移，大概率在6-7月专项债发行将迎来新一轮高峰。此外，还将形成更多实物工作量，努力确保经济运行稳定在合理区间。

二是聚焦领域有所扩大，重点指向新基建。今年的《政府工作报告》提出专项债不但要继续用于9大领域，还要合理扩大使用范围。这个扩大的范围就是新基建。新基建包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三方面内容，涉及新一代信息网络、新能源汽车、工业互联网、物联网、人工智能等诸多产业链。新基建既可以拉动经济增长，又能对高质量增长提供支持，成为当下宏观调节的新抓手。

三是短期有效扩大内需稳增长，长期打造经济新引擎稳就业。一方面宏观政策的逆周期调节作用正在积极发挥，新基建作为传统基建项目的补充，具备调结构、促创新、补短板等特殊功能，应扩大投资，为经济托底、成为新的经济增长点。另一方面供给侧结构性改革主线仍然贯穿于宏观调控全过程。新基建深度融合新一代信息技术，能够带动传统产业实现智能化、数字化转型，创造大量对人才学历要求高的就业岗位，有效解决大学生就业问题。同时辐射整个社会，带动广大农民工人群在城市就业，如外卖骑手、物流配送等。自2018年至今，新基建中仅数字经济领域每年招聘岗位占全社会总招聘人数比重达四分之一，是新增就业岗位的重点领域。

建议优化专项债发行机制

中国证券报：专项债在当前发挥带动作用



何海峰简介

国泰君安证券股份有限公司首席经济学家（兼政策研究院院长）
清华大学五道口金融学院《中国金融政策报告》项目执行负责人
曾任中国社会科学院金融政策研究中心主任
曾兼任中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长
曾在哈佛大学法学院国际金融体系中心做访问学者
曾担任北京市西城区专家顾问团成员
曾担任上海市决策咨询委员会专家

项债交易和流通集中在银行间市场，市场投资主体单一，主要是银行，投资主体的单一与同质导致市场缺乏流动性，资金供给有限也限制了专项债作用的进一步发挥。

为更好发挥专项债在稳定宏观经济大盘的积极作用，一是建议在疫情防控特殊时期适当放宽专项债的发行与使用条件，扩大投资范围，提高可用作项目资本金的比例等；二是建议在专项债限额分配中提高中西部地区的比重，重点支持基建、能源、绿色经济、乡村振兴等领域项目建设；三是建议优化专项债在交易所市场的发行机制，增大发行规模，并适当降低个人投资者在交易所市场进行债券投资的门槛，逐渐打通银行间市场和交易所市场，继续推动商业银行柜台市场发行专项债试点范围扩大，吸引个人、中小机构投资者投资。

长短结合用好货币政策工具

中国证券报：货币政策如何更好地从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展？

何海峰：尽管美欧等发达经济体货币政策已经或即将转向，但中国人民银行坚持以我为主的货币政策主基调不会改变。

货币政策如何更好地从扩增量、稳存量两方面发力，我认为可以从长短结合两个方面来考虑。

从短期稳定经济看，要积极纾困，稳住存量，帮扶重点行业和困难人群，进一步支持小微信贷投放。一是对受疫情影响严重的中小微企业、个体工商户加快已授信贷款的放款进度，有效缓解其经营压力。二是对货车司机贷款、个人住房、消费贷款等实施延期还本付息，鼓励地方商业银行通过自主更改调息的模式有效降低困难群体因短期内收入显著下降产生的还款压力。

从长期高质量发展看，要通过结构性货币工具扩容，扩大增量，将信贷资源和政策工具向重点区域适当倾斜。

一是货币政策与地方政府协同发力。支持性货币金融政策要加大力度发力，包括使用结构性货币政策工具等增量工具实现对核心行业和领域的精准支持，继续引导MLF利率、LPR下行，为实体经济降低融资成本、注入流动性。同时地方政府要加大货币政策传导的有效性，充分发挥货币政策工具的结构调控功能，严把信贷资金向基础设施领域集中流动的质量关，不盲目上项目，要从长期发展考量，实现社会福利价值最大化。

二是提高各类银行主体针对性。面对不同行业、不同区域、不同客户的不同需求，各类银行要根据自身特点和优势，向实体经济提供更多流动性支持。如政策性银行应更多充分发挥补短板、跨周期调节的作用；大型国有商业银行在信贷投放上主动发力、提高贡献率；股份制银行进一步挖掘自身和客户群体潜力；大型城商行发挥区位优势，共同加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持；对中小银行加大资本金补充支持，提高对其不良率的容忍度。又如，近期针对房地产需求端改善的政策已逐步推出，但房地产供给端面临的困境依然对需求和投资形成束缚。在坚持“房住不炒”的基础上，进一步支持各地从当地实际出发完善房地产政策，满足刚性和改善性需求，促进房地产市场平稳健康发展。

三是发行与流通的市场化程度不足。专

升金融支持实体经济的可持续性？

何海峰：当前要明确的是要保持信贷适度增长，同时也要注意防范金融风险，注重金融支持实体经济的可持续性。具体而言，需要做好以下几点：

首先，适度加杠杆的方向要精准。信贷适度增长不是搞大水漫灌，而是要精准支持，找到合适的加杠杆主体。目前，我国宏观杠杆率的主要经济体中属于中等水平。从债务结构来看，政府和居民的债务率依旧较低，但非金融企业部门相对偏高，其中有较大一部分是融资平台企业的债务，实际债务率要低于该数值。因此，在经济下行压力加大情况下，适度加杠杆需要考虑不同部门的实际情况，可以优化债务在政府、居民和企业之间的配置。具体来说，政府可适度加杠杆，尤其是中央政府要加杠杆，目前中央政府的杠杆率低于地方政府6个百分点，这样也可防范地方政府隐性债务的扩张。居民杠杆在稳的基础上适当增加，且主要是向中高收入家庭，鼓励其增加消费。企业部门要优化信贷资源的配置方向，更多支持中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供等重点领域和重点领域。

其次，适度加杠杆的机构要适配。信贷适度增长，不是要求所有银行机构都去争抢客户，而是构建多层次银行机构体系，各类银行各司其职、差异化发展、协同发力，避免信贷无序扩张造成的风险。这也是人民银行、银保监会在近日召开的主要金融机构货币信贷形势分析会上对各类银行的要求。不同类型的银行要找准自己的能力圈，发挥自身的潜力和优势，提高服务实体经济的能力。

再次，适度加杠杆的风控要创新。信贷适度增长不是置风控于不顾的盲目投放，而是要优化风控策略，创新风控工具，在增长与风控之间找到平衡。金融机构一方面需要根据其资产和客户群体的结构特点，以自身业务在疫情冲击下的表现，审慎评估现有风控体系的有效性，按需快速调整风控手段。比如创新抵质押模式，推动知识产权质押、动产质押、应收账款质押、股权质押等新型融资模式，服务轻资产的科技型企业。另一方面，重点加快数字化风控能力建设，优化管理流程、产品与渠道，提高风险管理效率效能，从而在信贷增长的同时也管控好风险。

最后，金融支持实体经济的可持续性需要广义金融政策协同发力。金融支持单靠银行信贷的力量是远远不够的，需要财政、央企、保险、资本市场等共同发力。一是需要财政靠前积极发力，发挥中央企业引领带动作用。财政一方面要直接减轻企业负担，加快落实减税、退税、降费、贴息等助企纾困政策。另一方面，要加大基建投资拉动经济增长，间接带动中小企业生产订单。中央企业要充分发挥市场资源优势，畅通上下游资金循环，着力推动大中小企业融通创新，通过打通内循环实现实体经济的可持续发展。二是强化保险、担保、信贷政策协同。创新“保险+信贷”产品，实现信贷风险的转移；进一步发挥政府性融资担保的作用，更加积极支持困难群体、小微企业、“三农”等主体融资增信，提升银行信贷资金的安全性；加快全国一体化融资信用服务平台网络建设，推进信用信息共享，服务中小微企业融资。三是发挥多层次资本市场的枢纽作用和联结作用，为企业直接融资提供便利。一方面，可以稳定宏观杠杆率，避免信贷风险的积累；另一方面，有利于加快产业结构调整与转型升级，保障和支持实体经济健康发展的可持续性。

中国证券报：在平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关系方面，如何更好提



视觉中国图片



杀估值远去 捕获财富机遇更具信心

● 华宝基金可持续发展投资部基金经理 贺誌

今年以来受海外加息预期、地缘政治冲突、石油等大宗商品价格大幅波动，以及国内疫情散发等因素影响，国内权益市场大幅回撤，各宽基指数调整幅度接近2018年，仅次于2008年。其中，前期预期一致的成长股和高估值板块，调整幅度较大。目前部分受疫情影响严重的地区已得到有效控制，复工复产时间表也正在有序安排。

站在当前时点，笔者认为市场的大部分风险已经释放，应该以理性、乐观的心态去看市场未来走势。A股市场大幅调整后，寻找更多长期优质投资标的的窗口期已到来。

企业盈利增速或迎拐点

从经济基本面来看，国内经济从去年下半年开始逐渐走弱，上市公司盈利增速基本在去年一季度见到阶段高点，到去年四季度时增速降到较低水平，而今年一季度和二季度，受到疫情影响，可能进一步下行。在流动性方面，从2022年初至三月底，中长期贷款增速提升，虽然四月受疫情扰动有波动，但从宏观政策的指导方向看，疫情过后，贷款增速会回到预期增长趋势中，这使得企业的投资和业绩可能会在流动性转向后的半年至一年后得到改善。同时，美债收益率在当前位置和经济环境下也较难继续上行。以当前的较低基数看，期待在年底到明年能看到优质企业的业绩回到长期增长趋势区间。

从去年四季度开始，相关部门在很多场合多次强调“稳增长”，要克服疫情带来的挑战并减少对经济的影响。同时，强调全力扩大总需求，包括提出全面加强基础设施建设，发挥消费对于经济引领和牵引作用，对房地产政策也做了相应调整，支持刚需和改善性需求。现在在全国的疫情防控已经有好转趋势。只要疫情控制住，稳增长就有了全面发展的基础。笔者认为，在疫情过后一系列的政策加持下，企业盈利增速会转头向上，有望在今年二季度、最晚三季度触底，A股市场有望提前于经济底进入到上行周期。

从估值角度看，市场的整体估值已经处于较低位置，平均市盈率回到历史较低区间。沪深300指数的股息率溢价率已经超过1倍标准差，处于过去10年的较低位置；中证500指数的股息率溢价率已经超过2倍标准差，处于过去10年最低位置；代表全市场的Wind全A指数也接近2倍标准差，接近历史最低位置。微观来看，经过今年前五个月的调整或风格切换，成长股如新能源、半导体等的估值也回到了相对合理估值区间。有些已回到2020年的估值。而整个中国新兴产业、半导体产业在过去两年其实基本面发生了非常大的积极变化，企业的收入规模和行业地位不可同日而语。

中长期看好高端制造和科技创新板块

接下来哪些行业和板块会有相对好的收益？上半年稳增长价值股表现较为强势，但从中长期角度看，相对更看好高端制造业和科技创新领域的企业，这些企业是中国经济进一步做大做强的基础和支柱。资本市场服务于实体经济，应重点选择产业发展前景比较好、行业格局较好、利润快速增长、增长质量好、估值水平合理的企业。最近两个月来，有些人担忧制造业将随疫情大规模外移，但必须看到，中国有完善的基础设施，有庞大的工程师队伍，有很大的内需市场，这是其他国家目前所无法比拟的优势。同时，中国还有很好的产业集群基础，在新能源车、电子制造、光伏等高端制造领域处于全球领先地位，重点企业的复工复产也已经在进行中。综上，在产业链集群配套优势下，我们对于产业链转移的问题不必过于担忧。

A股杀估值的阶段已逐渐远去，大概率已处在反复磨底阶段。尽管市场仍会有震荡，但我们为持有人布局牛股、捕获财富增长机遇的信心日益坚定。

风险提示：任何在本文出现的信息（包括但不限于个股、评论、预测、图表、指标、理论、任何形式的表述等）均只作为参考，投资人须对任何自主决定的投资行为负责。另，本文中的任何观点、分析及预测不构成对阅读者任何形式的投资建议，本公司亦不对因使用本文内容所引发的直接或间接损失负任何责任。基金投资有风险，基金的过往业绩并不代表其未来表现，投资需谨慎。