



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018年第85 总第659期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2018年11月20日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
发改委：鼓励相关机构发行资产管理产品参与市场化债转股	2
央行：第三季度全国办理非现金支付同比增0.18%	2
沪港通4年累计交易超10万亿元	2
多地按揭利率出现松动 放款加速	2
央行三季度问卷调查：企业家宏观经济热度比二季度下降1.8%	3
英国延迟脱欧或需多付100亿英镑	3
监管动态	3
沪深交易所发布重大违法强制退市新规	3
货币市场	4
中国央行与印尼银行续签规模2000亿元双边本币互换协议	4
金融行业	5
上交所就上市基金流动性服务业务指引征求意见	5
三季末银行贷款不良率微升至1.87%	5
基金公司三大业务最新排名出炉易	5
热门企业	5
交行：四季度新增小微贷利率比一季度下降1个百分点 ..	5
“老干妈”陶华碧辟谣：不考虑上市	6
投资关注	6
警惕“首付贷”乱象重来	6
地方创新	7
中关村明年贴息支持科企上亿元	7
山东省容许困难民企可迟缴税3个月	7
安徽百亿纾困基金驰援民营上市企业	7
安徽合力获汇丰银行举牌	7
深度分析	8
短期需求管理与结构性改革不能混为一谈	8



宏观经济

发改委：鼓励相关机构发行资产管理产品参与市场化债转股

发改委发布关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知。鼓励私募股权投资基金开展市场化债转股业务，私募股权投资基金管理人可以独立开展或与其他机构联合开展市场化债转股项目，资金募集和使用应符合相关监管要求。鼓励银行、信托公司、证券公司、基金管理公司等依法依规发行资产管理产品参与市场化债转股，资金投向和使用应符合相关监管要求，公募资管产品除法律法规和金融管理部门另有规定外不得投资非上市企业股权。

央行：第三季度全国办理非现金支付同比增 0.18%

央行 11 月 19 日披露 2018 年第三季度支付体系运行总体情况，第三季度，全国共办理非现金支付业务 579.85 亿笔，金额 925.46 万亿元，同比分别增长 33.31% 和 0.18%。支付系统共处理支付业务 569.99 亿笔，金额 1606.54 万亿元。

沪港通 4 年累计交易超 10 万亿元

作为中国资本市场对外开放制度创新的沪港通，在 2018 年 11 月 17 日迎来了第四个“生日”。4 年来，沪港通制度在平稳运行的基础上，不断优化完善，持续促进内地与香港市场融合，提高内地资本市场双向开放水平。最新数据显示，截至 2018 年 11 月 16 日，沪港通运行 4 整年，累计成交金额已达 10.31 万亿元人民币。其中，沪股通累计共 930 个交易日，交易金额 6.05 万亿元人民币，日均交易金额 65.02 亿元人民币；港股通累计共 912 个交易日，交易金额 4.27 万亿元人民币，日均交易金额 46.77 亿元人民币。

全国 31 个省份机构改革方案全部“出炉”

我国 31 个省份机构改革方案全部“出炉”，“大数据局”最为抢眼。贵州、重庆、福建、广东、吉林、广西等 8 省份方案均明确提出组建专门机构，负责人工智能、云计算、大数据管理、信息化、智慧城市建设和等方面工作。

多地按揭利率出现松动 放款加速



据统计, 10 月份, 首套利率下调的银行数量为 19 家, 较上月增加 16 家银行。北上广深一线城市中, 上海和深圳首套房贷款平均利率较上月持平, 但放款速度都有所加快。不过, 全国首套房贷平均利率仍持续上涨 22 个月。10 月份, 全国首套房贷款平均利率达到 5.71%, 相当于基准利率 1.165 倍, 环比上升 0.18 个百分点; 同比去年 10 月首套房贷款平均利率 5.30%, 上升 7.74 个百分点。

央行三季度问卷调查: 企业家宏观经济热度比二季度下降 1.8%

央行营管部三季度北京市企业家问卷调查: 企业家宏观经济热度指数为 37.9, 与上年同期持平, 较上季下降 1.8 点; 企业经营景气指数为 52.6, 较上年同期下降 6.9 点, 较上季下降 3.9 点; 70.7% 的企业家判断当前经济形势“正常”, 26.7% 判断“偏冷”。

央行营管部三季度北京市银行家问卷调查: 银行家宏观经济热度指数为 34.5, 较上年同期和上季分别降低 5.4 和 7.4 点; 贷款总体需求指数为 58.8, 较上年同期和上季分别降低 4.7 和 5.4 点; 67.6% 的银行家预期下季宏观经济“正常”, 29.7% 的银行家预期“偏冷”, 2.7% 的银行家预期“偏热”。

英国延迟脱欧或需多付 100 亿英镑

英国的脱欧计划再次遭到了来自欧盟的打击。当地时间 11 月 17 日晚, 欧盟警告英国延迟脱欧需要额外支付约 100 亿英镑。经过一年多的拉锯谈判, 欧盟 14 日宣布与英国达成脱欧协议, 允许英国延长脱欧过渡期。而据英国《卫报》17 日报道, 英国首相特雷莎·梅上月告知欧盟领导人她可能需要再多“几个月”的时间达成英国与欧盟的贸易协议。欧盟认为, 贸易协议基于欧盟的经济体系, 过渡期要延长至少要晚一年。17 日晚, 欧盟明确表示英国若延迟一年脱欧, 需要在 390 亿英镑的“脱欧分手费”的基础上再向欧盟支付 100 亿英镑。

监管动态

沪深交易所发布重大违法强制退市新规

沪深交易所正式发布重大违法强制退市新规, 明确了 4 种重大违法退市情形, 即首发上市欺诈发行、重组上市欺诈发行、年报造假规避退市以及交易所认定的其他情



形；将暂停上市期间由一年缩短为六个月，提高退市实施效率；对于因触及重大违法强制退市情形后进入退市程序的公司，将不再允许其恢复上市，其他重大违法退市的公司需要在股转公司挂牌转让满 5 个完整会计年度方可申请重新上市；新增社会公众安全类重大违法强制退市情形，回应社会期待。

货币市场

中国央行与印尼银行续签规模 2000 亿元双边本币互换协议

中国央行 19 日宣布，经国务院批准，已经与印度尼西亚银行续签了双边本币互换协议。中国央行表示，此次续签双边本币互换协议，旨在便利两国贸易和投资，维护金融市场稳定。此次协议规模为 2000 亿元人民币/440 万亿印尼卢比，协议有效期三年，经双方同意可以展期。

今年下半年以来，中国央行相继与多国央行新签订或续签双边本币互换协议。11 月，中国央行与英格兰银行续签规模为 3500 亿元人民币/400 亿英镑中英双边本币互换协议；10 月，中国央行与日本银行签署了规模为 2000 亿元人民币/34000 亿日元的中日双边本币互换协议；8 月，中国央行与马来西亚国家银行续签了规模为 1800 亿元人民币/1100 亿马来西亚林吉特的双边本币互换协议。



金融行业

上交所就上市基金流动性服务业务指引征求意见

为提升上市基金 (ETF) 场内流动性,交易所已向部分券商及基金公司发布《上海证券交易所上市基金流动性服务业务指引》征求意见稿,拟对做市商分层机制及做市量化指标等做出修改。

三季度末银行贷款不良率微升至 1.87%

11 月 19 日,银保监会在官网发布 2018 年三季度银行业主要监管指标数据。截至 2018 年三季度末,中国银行业金融机构本外币资产 264 万亿元,同比增长 7.0%。其中,大型商业银行本外币资产 98 万亿元,占比 37.2%,资产总额同比增长 6.9%;股份制商业银行本外币资产 46 万亿元,占比 17.3%,资产总额同比增长 4.0%。银行业金融机构本外币负债 243 万亿元,同比增长 6.6%。其中,大型商业银行本外币负债 91 万亿元,占比 37.3%,负债总额同比增长 6.7%;股份制商业银行本外币负债 43 万亿元,占比 17.5%,负债总额同比增长 3.4%。

基金公司三大业务最新排名出炉易

易方达基金继续稳坐非货币公募基金月均规模排名首位,从绝对规模数据来看兴全基金增长最多;专户排名第一的依然是建信基金,在规模数据上也依然保持强势增长;三季度养老金管理规模排名第一的依然是工银瑞信基金,排名第二的是华夏基金。

热门企业

交行:四季度新增小微贷利率比一季度下降 1 个百分点

交通银行近日制定了关于进一步加强民营企业金融服务的指导意见,从稳预期、改机制、拓渠道、腾资源、降成本五个方面,明确二十二条具体政策措施,切实提升服务民营企业水平,助力实体经济发展。要求确保 2018 年四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降 1 个百分点。



“老干妈”陶华碧辟谣：不考虑上市

“老干妈”不考虑贷款、参股、融资和上市，坚持有多少钱就做多少，永远不会离开贵州。

投资关注

警惕“首付贷”乱象重来

随着楼市交易逐渐冷淡，一些开发商私下推出“首付贷”或“首付分期”吸引购房者，其中不乏绿地、阳光城等大型房企。专家认为，“首付贷”带来的问题显而易见，不仅增加了购房者的还款压力，也可能导致金融系统的紊乱。



地方创新

中关村明年贴息支持科企上亿元

为帮助民营科技企业解决资本流动性问题,中关村管委会近日发布《关于进一步支持中关村国家自主创新示范区科技型企业融资发展的若干措施》,从科技信贷、债券和商票融资、天使创投等各方面提出了具体支持措施。在科技信贷方面,2019年中关村管委会计划给予科技型企业贴息支持1亿元以上,撬动社会资本投入超过100亿元,降低企业融资成本20%;在天使投资和创业投资风险补贴方面,2019年计划给予投资机构风险补贴6500万元,预计带动10亿元以上社会资本投向中关村初创的硬科技企业;在引导基金方面,2019年北京市科技创新基金成果转化阶段计划投入15亿元,联合投资机构、领军企业、高校院所、创新型孵化器等社会资本共同设立子基金,预计带动社会资本150亿元以上。

山东省容许困难民企可迟缴税3个月

山东省近日出台《支持民营经济高质量发展的若干意见》,提出为减轻企业税费负担,山东将对确有特殊困难,不能按期缴纳税款的企业,延迟缴纳最长3个月。山东省还提出了多项支持民企的措施,包括对符合条件、稳定就业的参保企业,可通过减费方式,退还企业及其职工缴纳的50%失业保险费。而用人单位和职工失业保险缴费比例总和从3%降至1%的现行政策,将在明年4月底到期后继续实施。

安徽百亿纾困基金驰援民营上市企业

为精准有效解决民营企业发展面临的问题,促进民营经济加快发展壮大,安徽省出台务实有力的举措,设立110亿元纾困基金,切实帮助我省民营上市企业解忧纾困。纾困基金由国元证券、华安证券分别发起设立60亿元和50亿元。提供以股债结合、改善控股股东和实际控制人流动性、推进上市公司并购重组、帮助民营上市公司增加融资渠道等一揽子综合金融服务的方式,切实帮扶我省民营上市企业及其控股股东化解股票质押流动性风险。。

安徽合力获汇丰银行举牌

11月18日晚间,安徽合力(600761)公告获汇丰银行举牌。公司表示,本次权益变



动为香港上海汇丰银行 QFII 根据其投资计划开展的业务。在本次权益变动前, 汇丰银行持有安徽合力 3626.51 万股, 占公司总股本的 4.899%。11 月 14 日、15 日, 汇丰银行通过二级市场增持 187.17 万股, 占总股本的 0.253%。由此, 汇丰银行持有安徽合力 3813.68 万股, 占总股本的 5.152%。

深度分析

短期需求管理与结构性改革不能混为一谈

文/徐忠 (人民银行研究局局长)

文章来源: 新浪财经 2018 年 11 月 20 日

2015 年以来, 我们根据形势的变化, 推进了供给侧结构性改革, 作为中长期政策举措, “三去一降一补” 工作取得了明显成效: 过剩产能逐步化解、房地产库存有序下降、宏观杠杆率企稳、综合成本稳步降低、重要领域和关键环节补短板取得突破, 重大风险点得到有效控制和化解。

近期, 中国经济内外部压力有所增大。外部看, 中美贸易摩擦的负面影响逐步显现, 中美经济周期分化加剧了外部环境的不确定性; 内部看, 经济下行压力有所加大, 一些风险点逐渐显现。如何稳定预期, 稳定国内总需求, 以国内确定性应对外部不确定性, 需要抓住中国经济的主要矛盾, 平衡好短期需求管理与结构性改革的关系。当前需要以改革的思路进行需求管理, 有效的需求管理也是为深入推进供给侧结构性改革营造适宜的环境。

最近我看到一些关于中国经济的讨论, 存在一个明显的问题, 就是把短期需求管理与结构性改革混为一谈。我想从一些基本概念出发, 对当前中国宏观经济走势及下一步宏观经济政策取向进行分析。

第一个问题: 什么是需求管理? 要回答这个问题, 我们很有必要回到宏观经济学的基本框架, 看看宏观经济学的鼻祖凯恩斯是怎么说的。

1933 年 12 月 31 日, 凯恩斯在《纽约时报》上发表了一封《致罗斯福总统的公开信》。凯恩斯在文章中说, 罗斯福总统“肩负着复苏与改革的双重使命——从经济衰退中复苏, 以及完成那些本来早应完成的事项和社会改革”。但凯恩斯提出了一个非



常重要的观点，复苏（Recovery）和改革（Reform）不能相互混淆：一方面，对复苏而言，速度和立竿见影的效果是必不可少的；另一方面，即使是明智和必要的改革，在某些方面也可能阻碍复苏以及使复苏复杂化，因为改革可能会打乱商业世界的信心，并削弱其现有的行动动机。因此，凯恩斯认为，复苏和改革措施之间应该有一个先后次序，改革措施不能被混淆为复苏措施。当有效需求不足的时候，复苏措施应优先于改革措施。凯恩斯在文中明确提出，“应予以优先考虑的政策是进行大规模基于借贷的政府支出”，他进一步提出，“我倾向于优先考虑那些可以大规模快速成熟运作的项目，例如修铁路。其目的就是要启动复苏”。

本轮国际金融危机之后，美国基本上秉承了凯恩斯的建议，通过“缓解（Relief）、复苏（Recover）、改革（Reform）”三部曲走出危机，积极财政政策与宽松的货币政策“双管齐下”，强而有力的需求管理有力地支撑了经济复苏，为之后的改革和再平衡创造了条件。

由此可见，需求管理旨在熨平短期经济波动。当经济周期下行时，复苏应当优先于改革。只有在经济正常运行之后，才能有效地推动改革，不能为改而改，操之过急。这就好比是一个需要手术的病人，应当首先保证病人身体情况好转，有足够的体力，才能进行手术。结构性改革就是经济的手术，而需求管理就是维护经济稳定、补充体力，这是结构性改革、做手术的前提。

第二个问题，为什么我们习惯于将需求管理与结构性改革混为一谈？我理解，这主要是因为我国作为转轨国家，相关体制机制没有建立健全，宏观调控宽泛化，事实上同时承担了短期需求管理和结构性改革的任务，一些改革甚至以行政式的调控手段加以推进。短期需求管理与结构性改革的权衡，表现为宏观调控对短期与中长期目标的权衡。

宏观调控的宽泛化。十九大报告中关于宏观调控，有明确的表述：“创新和完善宏观调控，发挥国家发展规划的战略导向作用，健全财政、货币、产业、区域等经济政策协调机制。”从字面上看，规划引导下的四大宏观调控政策，指向非常清楚。但汉语的博大精深在这里体现出来了，因为里面有一个“等”字。于是乎，由各个部门牵头制定和实施的经济政策，或多或少、或明或暗地都被纳入到这个“等”字中间来。甚至一些本应保持稳定的法律、规章、制度也被作为宏观调控的手段。价格政策、土地政策、环保政策、监管政策，等等等等，都被赋予了宏观调控的职能。例如大家非



常关注的房地产调控政策,借助于行政干预手段,限购、限贷、限价、限售、限商,市场上称之为“五限谱”,其威力一点不弱于财政政策和货币政策。从这个意义上讲,宏观调控的外延被无限扩大了。

宏观调控承担结构性改革目标,必然要与短期需求管理目标进行权衡,关键在于对主要矛盾的准确把握。如果过度侧重短期目标,就会出现“大水漫灌”、过度刺激。比如曾经一段时间我国过于宽松的宏观政策导致“三期叠加”。而如果过度侧重中长期改革目标,以行政性调控手段推进结构性改革,又会“一收就死、一放就乱”,放大改革的短期阵痛,加剧经济下行压力,削弱市场信心,影响改革的进一步推进。要平衡好二者的关系,就必须在特定的经济发展阶段,准确把握经济的主要矛盾,妥善施策。

第三个问题:我们当前面临的主要矛盾是什么? 中央政治局10月31日召开会议,提出了“当前经济运行稳中有变”这一重要判断,说明我国经济运行环境明显变化,经济下行压力明显加大,有效需求不足已成为当前的主要矛盾,而且这一趋势在2019年还将延续。

应当充分认识到,经济下行压力既有经济增长转型的客观因素,也有前期政策落实不到位的主观因素。从客观因素看,我国从高速增长阶段转向高质量发展阶段,一些支撑经济增长的因素和条件发生了变化,比如过去高增长的需求结构是靠排浪式、低质、低价的消费去支撑,现在这种需求结构已经转变;又比如供给条件发生了转折性的变化,15-59岁劳动力人数开始下降,劳动力低成本的优势正在减弱。在此背景下,我国经济增速有所放缓具有合理性和必然性。然而,必须清醒认识到,当前经济下行压力,有相当部分是前期政策落实不到位的结果,主观因素影响更为显著。前一阶段政策调控存在“一刀切”倾向,在整顿地方政府隐性债务的同时,未考虑补短板的基建资金缺口,基建投资迅速下跌;房地产市场存在“补库存”压力下,通过限制政策打击投机需求,但也误伤了合理的改善型住房需求;行政性去产能更多是去产量改善中上游行业盈利,运动式加强环保加大企业负担,很多有效率民营企业不得不退出市场。一些宏观政策缺乏统筹,相互不协调,政策效应同向叠加,导致“合成谬误”,一些初衷是好的政策产生了相反的作用。再加上中美贸易摩擦加剧及国有企业、财税体制、市场准入等深层次改革迟迟未能有效推进,政策预期不稳,市场信心不足。



因此,当前我国宏观调控应当更好地平衡短期目标和中长期目标,更加侧重于以改革的思路进行短期需求管理、稳定经济增长、稳定市场信心,夯实经济发展的基础,在发展中解决问题,为进一步推进供给侧结构性改革创造条件。

以改革的思路进行短期需求管理应有两层涵义。一是强调改革思维,具有稳定经济和促进需求作用的改革措施要加快出台。比如具有减税效果的税制改革,为金融机构补充资本金从而提升其放贷能力的政策措施等。二是改进工作方式,加强宏观政策、改革措施的统筹协调。提高政策制定的科学性,充分评估政策的潜在影响,避免“一刀切”;加强政策协调,避免政策效应同向叠加、用力过猛;政策执行要激励相容,确保政策执行不走样。

下面,我想从总需求和宏观经济政策两个角度进一步分析大家关心的问题。

二、需求管理的难点和重点

应当充分认识到中国经济韧性强、潜力大、内需足,具备维护经济稳定并深化改革的条件和基础。一是国内消费体量增长、结构优化,已成为经济增长的压舱石。二是产业链完整,抵御外部冲击的能力强。三是地域广阔,不同地区要素禀赋、比较优势、发展水平上存在差异,在国内统一市场下能优势互补、梯度发展、优化资源配置,回旋余地大。四是改革红利潜力大,通过供给侧结构性改革,破解体制性结构性矛盾,解放生产力,提高全要素生产率,增长质量不断改善。从发展阶段看,我国城市化尚有巨大潜力,我想先重点分析总需求中的房地产投资和基础设施建设投资。

(一) 房地产投资与房地产调控

目前的房地产调控已经实行了2年多,成效明显。一二线城市政策环境严厉,呈现出限购、限贷、限售、限价、限商的五限格局,房价上涨得到有效的抑制,市场上一些投机需求被挤出,维护了“房子是用来住的,不是用来炒的”的市场基本定位。同时,政策的紧缩效应逐步显现,房地产投资增速不断放缓。2018年,“金九银十”的市场规律被打破,9月全国商品房销售面积同比下降3.6%,10月同比下降3.1%。10月当月,全国房地产开发投资额同比增长7.7%。增速连续三个月下降,相比7月高位时的13.2%下滑将近一半。

短期看,一、二线城市房地产市场保持紧调控态势具有合理性和必要性,同时要增加住房供给,更好地满足住房刚需。一、二线城市的人口流入带来了住房刚性需求的自然增长。通过扩大土地供应,引导开发商增加住房供给,既有效满足住房刚需,



尤其是改善型住房需求,又平抑房价上涨的压力。住房供给增加也有助于房地产开发商出清库存,拉动房地产投资,缓解投资增速放缓带来的增长压力。可考虑一是缓解房地产开发商的融资压力,增强供给能力。二是发展房地产投资信托基金(REITS),有利于开发商利用长期资金推动租售并举。

长期看,建立健全房地产市场健康发展的长效机制。一是以市场化为导向改革完善土地制度,建立全国范围内的土地计价交易统一市场,在全国范围内实现占补平衡。二是推动房地产税试点,先推动小范围试点不会对全国情况有太大的影响。房地产税应成为地方政府的主体税种之一,减少地方政府对土地出让金的依赖。三是推动落实“租售同权”,房产与户籍等行政属性逐步剥离,使房产真正回归居住需求。当然要真正降低房产在居住需求之上的附加价值,还需户籍制度、教育资源分配等相关领域的改革相配合。

(二) 基础设施建设投资与地方政府债务

地方政府债务收紧过快,基础设施投资增速回落较多。今年以来,地方政府债务“堵后门”力度大大增强。今年3月,财政部今年上半年发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金〔2018〕23号)文件,以出资人身份约束金融机构向地方政府、国有企业、PPP以及地方融资平台提供资金的行为。今年8月,中央发出了《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》两份文件,有效管住了地方政府隐性债务行为。堵后门的同时,地方政府债务“开前门”的力度太小,导致基建投资增速回落较大,加剧经济下行压力。财政预算中安排的政府债券发行规模远低于现实中的合理需求。按照国际货币基金组织(IMF)的估计,中国2018年“增扩的赤字(实际赤字率)”为10.7%。即使将地方专项债券纳入计算,2018年预算安排的名义赤字率仅有4%。一些需要补短板的基础设施项目出现了较大投资缺口,2018年10月,不含电力的基建投资累计增速降至3.7%。基础设施投资增速回落较多,是整体投资增速放缓的一大原因。

地方政府债务风险本来可控,要警惕处置风险的风险。分析地方政府债务的可持续性问题,核心应是净资产而非债务规模。地方政府在“右手”举债的过程中,“左手”资产端也积累了相当规模的优质资产。这些高质量的资产,如土地、国有企业股权等,完全可以覆盖现有的债务,净资产充足,只是缺乏资产变现用于债务偿还的渠道。IMF在今年10月的《财政监督》报告中也分析指出,中国政府的净资产是充足的。



而一旦清理地方隐性债务节奏过快、操之过急的话,经济下行压力会滋生地方政府资产价格下降压力,使得地方政府资产面临“火线出售”(Fire Sale)的危险,导致净资产减少,演变成处置风险的风险。

短期看,考虑到各地情况差异,前门要开够大,要允许有条件、有需求的地方政府市场化举债支持基础设施建设。从地方政府债务现状看,各地风险状况不一样,有的地方负债较高,需要硬化预算约束,有的地方净资产充足,尚有举债空间,不能一概而论。从基础设施建设需求看,我国城市化水平仍然偏低,人口尚在大规模跨区域流动,人口流入和经济发展较好区域还有大量基建投资需求和潜力,不应“一刀切”。

长期看,中央与地方财政关系没有理顺是地方政府债务背后的体制根源,应从完善中央地方财政关系入手。一是建立“一级政府、一级财政、一级预算、一级税收权、一级举债权”体系,各级政府的财政相对独立、自求平衡,放松中央政府对债务额度的行政性约束,提高地方政府举债额度,彻底打开地方政府规范融资的“正门”,避免“一收就死”。理顺中央地方财政关系,积极推动房地产等地方税种试点,稳定地方财力和财权。二是建立有效的市场化约束机制,避免“一放就乱”。完善治理体系,提高债务信息的透明度,更多发挥金融市场的约束作用。发挥地方人大的约束作用,由地方人大自主决定发债的额度、期限和利率。

除了基础设施建设、房地产等传统领域,我国在绿色发展、5G技术、教育、医疗、养老等领域面临新的快速增长的需求。要将这些领域培育发展成为中国经济新的增长点,就必须为之创造良好的环境。比如降低市场准入壁垒,并加强事中事后监管;坚持国有企业“竞争中性”,让民营企业与国有企业公平竞争;进一步推动简政放权,减少对市场的行政干预等。

三、以改革思路处理好需求管理中货币政策和财政政策关系

(一) 货币政策的短期应对与金融体系的改革方向

充分认识到货币政策对刺激增长的局限性。对于经济这辆大车,货币政策的作用有如“绳索”,“抑制过热”的效果强于“推动增长”。货币政策是通过直接作用于金融体系,并经由金融体系传导至实体经济的宏观政策。货币扩张对实体经济的传导路径长,见效慢,刺激力度受金融机构风险偏好影响大,效果具有一定的不确定性,通常不是稳增长的第一选择。现阶段,货币政策的重点应是维护适宜的货币环境。



盲目扩张 M2 和社融不可取。当前,中国经济增长已主要由国内需求推动,消费和服务业逐步成为主要驱动因素,与投资 and 制造业相比对资金的依赖度较低,因此 M2 和社融等数量指标与实体经济的关联性明显下降。盲目追求 M2 和社融所测度的融资供给,不在提振实体经济上想办法,不仅无法解决有效需求不足的矛盾,还会加剧物价和资产价格的上涨压力。长期来看,潜在 GDP 增速明显下降,通胀环境更加稳定,放开管制后利率缺口逐渐收窄,支付技术迅猛发展,较过去更低的 M2 增速符合高质量发展要求。因此,应逐步淡化数量指标,同时进一步强化利率、汇率等价格机制的作用。

货币政策效果在很大程度上取决于金融机构的健康性和监管政策。货币政策以金融机构为传导中介,金融机构的健康性决定了货币政策传导的有效性。监管政策直接作用于金融机构,直接影响金融机构资产负债表,很大程度上决定了货币政策传导效果。今年以来,金融监管政策加强,随着影子银行体系收缩、表外回表,金融机构风险偏好明显下降,资本充足率面临压力,信贷投放明显放缓,货币乘数下降,对货币政策传导影响显著。从实体经济的感受看,是正规金融体系与影子银行体系的同时收紧。

短期看,去杠杆背景下,应着力缓解金融机构的资本金压力,恢复并增强其对实体经济的支持。一是拓宽金融机构补充资本金的渠道;二是通过资产证券化缓解金融机构资本金压力;三是引导银行加强对民营企业,特别是中小企业的金融支持,解决“融资难、融资贵”的痛点。

长期看,为适应经济增长转型的要求,金融体系应从过去主要支持国有企业、基础设施、房地产投资,转向加大对小微企业的金融支持。结合我国大银行主导、中小银行体系尚不健全、直接融资占比仍然较低的实际情况,改革完善金融体系可从以下方面入手。一是健全中小银行体系,丰富金融供给的层次,更好地满足小微企业的金融需求。二是充分发挥金融科技的作用,促进普惠金融的发展。三是大型商业银行在一些小微企业金融服务发展较好的县市的分支机构,可以考虑通过引进民营资本和外资,改造成大型商业银行的支行,作为独立法人实现对小微企业金融服务的专业化经营。四是探索“主办银行制”,主办银行通过与小微企业建立股权、资金往来等方面的紧密关联,有效改善融资双方的信息生产、信息处理和信息流通,提升融资可得性。



(二) 财政政策的空间和财税体制改革方向

一段时间以来,财政部门聚力增效落实积极财政政策,深入推进增值税改革、加快推进个税改革、降低企业非税负担、规范地方政府债务,成绩突出、有目共睹。当前形势下,更好落实积极财政政策,有一些不同的观点。比如,有人认为增值税其实并不是企业的负担,最终由消费者负担,降低增值税对企业的影响较小,减税应重点降低企业所得税和个人的边际税率。对这些问题应作仔细深入的分析。

一是国际比较来看,中国的宏观税负不算高,主要是社保缴费负担较重。在关于宏观税负的讨论中,以GDP为分母,分子通常会出现三种口径。一是“窄口径税负”,只包括税收本身。2017年,中国的窄口径税负率为17.5%,比经济合作与发展组织(OECD)国家的平均水平26.2%低8.7个百分点。二是“中口径税负”,包括税收收入、非税收入和社保负担三块。2017年,中国的中口径税负率为27.9%,比OECD国家的平均水平36%低8.1个百分点。三是“大口径税负”,包括税收收入、非税收入、社保缴费收入以及土地出让金等国有资产处置收入。2017年,中国的大口径宏观税负率为37.3%,比OECD国家的平均水平42.4%低5.1个百分点。

目前,我国五项社会保险缴费合计达到企业工资总额的39.25%。根据世界银行的计算,2016年中国的“总税率”为68%,其中社保缴费占48.8个百分点,是负担最重的一项。历史来看,我国出台社保养老制度时恰逢上世纪90年代末国企改革脱困,当时采用的是现收现付制度,即当期的工作人群缴费,用于支付当期的退休人员养老金。最早适用新办法领取养老金的退休人员,在工作期内没有缴纳过养老金,“视同缴费”政策的财务负担完全转嫁给了实行新制度之后的在职人员。新旧制度转换形成了巨额的历史欠账,并且政府没有承担制度转轨成本。为了满足养老金给付需求,不得不给在职人群制定较高的费率标准,导致养老金费率难以下调。

短期看,社保费率仍有进一步下降的空间。社保缴费是目前企业广义税负中负担最重的一环,降低社保费率对企业“降成本”的影响非常显著。长期看,适应人口老龄化的发展趋势,应将养老金筹资模式从现收现付制转为基金积累制,做实个人养老账户,使账户产权更为清晰,实现“多缴多得”的正向激励,调动个人参加社保的积极性。同时加大国有资本划转社保的力度,弥补养老金历史欠账,保证社保基金在人口老龄化背景下的可持续性。以养老基金持有国有企业股权,有利于完善国有企业公司治理,也可避免少数国家在国有企业相关议题上对我国的指责。



二是增值税理论上不构成企业负担,但中国的增值税税制存在扭曲,导致企业的税负感较重。在真正的增值税制度下,增值税表面上由企业缴纳,但是企业可以通过商品定价,将税负转嫁给最终消费者。因此,世界银行在计算各国“总税率”指标时,并不包括增值税。在中国的增值税征管实践中,增值税抵扣链条没有彻底打通,进项税抵扣不足,企业无法充分转嫁。比如,2016年5月全面实施营改增后,金融业已经被纳入增值税征收范围,但借款利息不许抵扣进项税,下游制造业企业依然不能抵扣贷款利息所含的增值税。再如,营业税的征管有一定的弹性,但增值税征管有上下游企业的交叉对比制衡机制,管理更加严格。原先一些小微企业不交税,现在必须缴纳增值税,否则不能给需求方开具增值税抵扣凭证,业务会受到影响。最终结果是大中型国有企业减税,小微企业税负增加了。

因此,短期看,增值税调减对企业税负仍有实质性影响,有下调的必要性。长期看,应推动完善增值税抵扣链条,减少税制中存在的扭曲效应,使增值税成为真正对企业“中性”的税收。

三是个人所得税的税负结构不合理,中低收入群体的税负太重。个人所得税是调节收入分配的有力工具,理论上应该主要面向中高收入群体,将中低收入群体尽可能排除在外。比如,美国个人所得税占总税收的比重达到39.3%,远高于中国8%的占比,但是有45%的人完全不缴纳个人所得税。在荷兰,仅有20%的人口需要缴纳个人所得税。中国的情况是,2016年,纳税人数量已经占到城镇职工人数的82%,中低收入工薪阶层成为纳税主体,税负偏重。相反,一些高收入群体的税收征管没有做好,该收的税没收上来。为了保证税收收入,导致中低收入群体适用的起征点过低、税率偏高。

因此,短期看,可降低个人所得税税率,提高起征点。长期看,应不断加强对高收入群体的税收征管,加大处罚和威慑力,更好地维护社会公平。

四是积极的财政政策应该更加积极。当前我们应该汲取欧洲经济复苏中的教训,国际金融危机后欧元区由于财政体制存在缺陷,需求管理财政政策发力不足,拖累了经济复苏,现在复苏之后,又导致经济增长势头不稳固。财政政策直接作用于实体经济,传导路径短、见效快、力度较强,能有效支撑经济增长。当前我国财政政策空间充足,财政政策力度主要是受中央财政赤字安排偏低的约束,中央财政赤字仍有扩大的空间。应完善转移支付制度,提高财政资金使用效率。目前一些地方政府因资金配



套不足,导致中央专项转移支付资金闲置,亟需盘活几万亿国库资金。同时,财政资金碎片化使用,如何集中力量办大事、补短板也有改善空间。

短期看,积极财政政策需要聚焦基础设施领域突出短板,保持有效投资力度,促进内需扩大。当然,积极的财政政策不能走“大水漫灌”的老路,而是要以改革的思维,从供给侧结构性改革的视角,致力于补短板、扩内需。

长期看,则需要加快建设性财政向公共财政转型。不断优化财政支出结构,减少可市场化的基建项目支出,增加教育、医疗、养老、环保、扶贫等公共领域的支出,提供有效率的、让群众满意的公共服务,增强人民群众的“获得感”。值得注意的是,中国经济增长转型有一个过程,财政支出从过去主要支持基础设施等建设领域,转向提供公共服务和公共物品,也需要一个过程。短期看,我国基础设施建设仍有空间和潜力,不应对补短板的基础设施建设“一刀切”,要允许财政支出结构平稳、逐步地转变,为经济结构转型升级、增长动能新旧切换提供一个稳定的环境。

总之,我国可以实施更加积极的财政政策,不存在所谓的资源约束。从凯恩斯定理引申来看,需求创造供给。财政支出不仅增加投资,也会增加储蓄,不受当前储蓄水平的制约。当然,在有效需求不足的现实条件下,财政支出如何充分融资,财政债券如何有效发行,财政防风险如何安全控制,这些技术问题应该也必须深入研究。但算大帐,财政支出具有“自我融资”的功能,并不存在储蓄资源约束财政空间的问题。

综上,我认为,当前中国经济的主要矛盾是有效需求不足,应坚持“发挥市场在资源配置中的决定性作用,更好发挥政府作用”,宏观调控应在短期需求管理和结构性改革之间更好地权衡,更加侧重于以改革的思路进行短期需求管理,稳定经济增长、稳定市场信心,夯实经济发展的基础,才能为进一步深化供给侧结构性改革创造条件。当然,还需强化宏观政策统筹协调,避免政策不协调、效应同向叠加,有序推进各项宏观政策和改革。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。