



编者按:2015年的“倒春寒”有点冷,但股市的飘红行情却让人感到了暖意。倏忽间,4000点不期而至。这让资金市场“冰火两重天”的局面更加明显:一方面是中小微企业仍面临融资难、融资贵;而另一方面是股票市场连创新高,掀起一轮轮狂欢。资本争相进入股市对实体经济来说喜忧参半。

伴随着牛市脚步,旨在完善中国资本市场功能的各项制度设计都已在紧锣密鼓地推进中。在此,我们重新打量这个经济转型期的牛市,以求找到更多输血实体经济的方式。

股市狂欢 实体经济难享资本盛宴

■ 本报记者 高洪艳

2014年下半年,沉寂了多年的A股市场可谓风光无限。进入2015年,股市行情更是一浪高过一浪,上证指数从3月份的2000点左右猛涨近一倍,于4月8日盘中突破4000点,创下7年来新高。在这种股市狂欢的喜悦气氛中,实体经济数据却着实让人捏一把汗。

4月10日,国务院新闻办公室举行例行吹风会。国务院发展研究中心宏观经济研究部部长余斌在介绍宏观经济形势时指出,去年下半年以来,规模以上企业工业增加值增速出现明显下降,工业生产者出厂价格(PPI)也出现下降趋势。由于工业产能整体过剩、房地产市场调整、汽车生产进入相对低增长期,制造业投资中长期调整仍未结束。

“在当前股票市场愈加繁荣的映衬下,实体经济资金更显匮乏。股票市场红火,虽然可以通过直接融资的方式解决企业的融资问题,但也只是通过中小板、创业板、新三板等解决极小部分中小企业的融资需求,规模极小,相对于众多嗷嗷待哺的中小企业来说,可谓僧多粥少、杯水车薪。所以,货币脱实向虚,实体难以受益的问题再次浮出水面。”南京财经大学金融学院教授、金融研究中心首席研究员陆岷峰告诉记者,一方面是中小微企业仍面临融资难、融资贵,而另一方面是股票市场连创新高,掀起一轮轮狂欢,这种资金市场“冰火两重天”的局面所体现的资金流动性问题,再次成为当前宏观经济金融研究领域需要重点探讨的问题。

流动性绕道“脱实向虚”

流动性一般由中国人民银行通过投放基础货币创造,由银行系统通过信贷渠道进行放大或收缩。在当前

的经济形势下,流动性泛滥似乎会成为常态。

民生证券研究院执行院长管清友在分析当前宏观经济形势时指出,长期来看,经济仍面临增长动力转换的调整压力,通胀仍将在低位运行,不会成为掣肘货币宽松的障碍。未来,“稳增长”(配合地产政策放松、支持信用扩张)、“调结构”(支持新兴产业融资)以及“防风险”(降低债务维系成本)均需要宽松货币政策的支持,所以,近期中性偏紧的货币政策不会持续,预计在接连下调逆回购利率等“价格”型宽松的基础上,央行将很快推出降准或MLF、PSL等“数量”型宽松措施,4月中旬经济数据公布以及25日政治局会议前后是可能的时点。

货币之风劲吹,资本过剩时代盛宴开启。近些年,随着中国金融体制改革不断深化,市场化程度不断增强,各类新型金融产品和工具不断涌现,股票市场、期货市场、债券市场等得以快速增长。以沪深股市为例,最近,沪深两市成交量屡创新高,每日过万亿元已经成为一种常态,4月8日还突破1.5万亿元,创下历史新高,相比之下,连美国股市也甘拜下风。

但是,与之形成鲜明对比的是,银行信贷结构中投资到实体经济的比重越来越小。2002年,银行新增贷款在社会融资总额中占比为92%,截至2014年末,新增贷款在社会融资总量中的占比不足50%,明显呈不断下降趋势。

“由此也可以看出,银行业作为中国金融体系中主要的融资渠道,对实体经济特别是中小微企业的资金供给明显不足,由此导致实体经济中资金供求缺口不断扩大,中小微企业融资难融资贵的问题依然未能得到有效缓解。”陆岷峰告诉记者,自2000年以来,银行体系中存贷差规模不断扩大,已从2000年的24433.3亿元扩大到

2013年的324885.4亿元,近31.12%的存款资金没有流入实体经济转化为消费和投资,而是滞留在银行体系之中,游离于实体经济之外。

货币存量固化难流动

不仅如此,银行的信贷配给结构也出现了错配。投资驱动是中国近些年经济增长的主要引擎,其中以房地产、基础设施建设等固定资产投资为主导,经济活动很大程度是围绕这类投资。记者查阅国家统计局网站数据得知,中国房地产投资规模从2000年的4984.1亿元,增长到2014年的95036亿元,增长了19倍;固定资产投资总额从2000年的32917.7亿元增长到2014年的502005亿元,增长了15.25倍。

“以房地产开发行业与地方融资平台等经济存量投入不断扩大造成严重的资源错配,扭曲了银行体系的信贷配给结构,导致银行业‘借短贷长’的期限错配问题尤为突出,实体经济中中小企业所需短期资金面不断趋紧。”陆岷峰说。

而且,土地财政也扰乱了实体经济投资结构,致使大量流动性固化在房地产行业及地方融资平台、大型国企央企的投资标的中。陆岷峰告诉记者,纵观近十年各省、市、县(区)政府的工作报告,经济增长速度的相关数字尤为突出和明显。这种主要以经济增长速度为政绩考核指标的局面强化了政府投资偏好和动机,干扰了银行业信贷资金非市场化配置。

陆岷峰进一步分析指出:“首先,地方政府为了完成经济增长速度考核指标,强化了各级政府对垄断行业、基础设施建设、支柱行业等的投资偏好和动机,对民营企业形成严重的挤出效应;其次,以银行产权国有化为主导的格局下,政府通过对国有控股的商业银行的信贷资金运用进行行政干预,导致国有控股的商业银行信贷资金的非市场化配置,大量流动性积聚在政府投资标的中,同时导致了中小民营企业融资难融资贵的困局长期存在;最后,片面追求经济增长速度以环境污染、资源浪

费、低社会效益为代价,降低了经济发展效率。”

资本逐利价值难回归

另外,随着中国人口、资源、环境等红利因素逐渐消失,实体经济的投资回报率逐步降低,在逐利性的驱使下,资金也会流出实体经济,流向投资回报率更高的股市、房地产、影子银行等粘合力更高的虚拟经济领域。

“之所以出现流动性对实体经济的‘驱赶型’支持模式这种现象,关键点在于利率双轨制导致了资金价格未被理顺,风险和收益出现一定程度倒挂。如何在遵循资金逐利性这一客观规律的前提下,通过提高流动性对实体经济的粘合力,让流动性回归价值投资是亟须解决的一大难题。”陆岷峰认为,根本途径就是要加快利率市场化改革。“只有资金要素价格实现市场化定价,整个市场资金价格才能理顺,资金使用效率才能提升,流动性才能真正回归价值投资平台。”

除了市场化途径,货币政策工具需要进一步创新,传统的货币政策调控思路也需要转变。

记者了解到,在进入经济新常态后,传统的通过控制基础货币改变货币增长速度的调控方式已越来越失去意义。2014年,央行创新推出的新货币政策工具包括MLF、PSL、SLF和短期流动性调节工具,并在2014年度两次向“三农”和小微贷款领域的金融机构定向降准,在一定程度上解决了实体经济上的一些问题,但是从市场表征来看收效甚微,也就印证了货币政策的有效性仍不足。

对此,陆岷峰指出,央行应该由传统的通过数量型货币政策工具调节资金规模向以价格型货币政策工具调节资金流向转变,通过“滴灌”,促使流动性有针对性地流向实体经济中小微企业,增强货币政策在“价”上的有效性。否则,单一地通过“漫灌式”货币宽松来增加市场流动性的举措不仅不能从根本上解决实体经济中的结构性问题,还可能驱动制造业“空心化”,并且导致投机行为盛行,助推资产价格泡沫和金融危机可能。

撑起股市大牛行情 最终还需实体经济增长新引擎

■ 易宥容

上证综合指数4月8日盘中突破了4000点,创下7年来的新高。2015年的沪深A股,与2014年下半年那样行情一浪高过一浪,人气大振,向世人展示了一派崭新气象。

回头看,从去年下半年起沪深股市就已翻开了历史性的一页。指数走出7年来的低谷,上涨幅度全球领先。

但是,对于这个由无数个人的意识决定的市场,牛市还会持续多久?它会走向哪里?我们都没有“水晶球”,无法预知,更无法用通常的指标来衡量。不过,从以下的两点来看,估计沪深股市的牛市还将继续。

首先,沪深股市上涨的第一推手是宏观政策。当下,我国经济确实面临不小的下行压力,有多重风险因素困扰着经济前行的步伐,但政府稳定经济运行区间的决心不容小视,稳定经济增长的政策定力已然足够强大,而市场也在有效配置经济资源。自去年以来,从“一带一路”宏大战略到“中国制造2025”,政府的政策意图十分清晰,今年以来更为突出。而为维持适度宽松的货币新常态,力争实现稳增长和调结构两个均衡目标,央行今年提出了灵活

的货币政策基调,未来流动性逐步宽松,流入股市的资金还将增多。

其次,不同于此前总是机构唱主角的格局,散户成为当前股市上涨最大动力。而当前沪深股市的散户状况,与2006年至2007年时有了根本差别。一是当前国内居民的财富持有量得到了数倍增长,尤其是前十年的炒房户。财富持有量增加,进入股市的实力自然大大增强。二是无论是老股民还是新投资者,经过前几轮股市暴跌、持续低迷的洗礼,市场观察和分析能力、相关知识储备有了大幅提升,因此,今日股市散户的金融知识或股市知识比以前提升了不少。三是当前散户冲在最前面的有相当部分是年轻的“80后”、“90后”。他们没有赶上前几轮财富增长的机会,争取获得财富自由的愿望很迫切,因此进入股市的热情更为强烈。

可见,尽管当前中国股市的不确定性在加大及风险在增加,但在强烈的赚钱效应驱动下,只要牛市的氛围不改变,沪深股市指数上涨态势就不会改变。现在的问题是,对政府来说,更需在深化改革上下功夫,牢牢确立沪深股市繁荣发展的制度基础,打造实体经济增长新引擎。这是支撑沪深股市大牛行的关键所在。

(作者系中国社会科学院金融研究所研究员)

牛市“动脉”也可输血实体经济

去年年末以来,伴随牛市脚步,两市成交屡破万亿,融资余额急增近100%至1.5万亿元。汹涌资金流入A股,使得不少观察人士产生了资金脱实入虚的忧虑,担心背离基本面走牛的股市持续吸金,会令仍面临下行压力的实体经济雪上加霜。

不过,也有业内专家认为,长期、健康的牛市将明显提升直接融资在社会融资中的比重,为实体经济发展注入更多鲜活力量。

据统计,2014年,A股市场累计融资约7570亿元,是2013年的近2倍,发行数量和融资规模均创下3年来新高,这些资金都通过A股市场流入了实体经济。但与当前的社会融资总量相比,股市对实体经济的输血功能还远远没有发挥出来。

上海申银万国证券研究所有限公司所长陈晓升就指出,资本争相进入资本市场会比资本被扶持或者被贷款要好很多,其最大的特征是,资本是面向未来的,是投资未来。而储蓄衍生的贷款只是“照顾”过去的抵押物。在一个依靠创新驱动的新周期里,资本市场可以大幅度减少传统经济转型所需的资本交易成本,提高收购兼并效率,推动经济转型。另外,只有资本涌入资本市场,那些有未来、没有抵押的创新和创业才能得到低成本的资

金,才能得到长周期的鼓励,才能激发众创的激情。

海通证券首席策略分析师荀玉根也表示,今年政府工作报告明确资本市场“承载着改革梦想”,资本市场的发展受到更大支持,各类股权融资逐渐成为支持实体经济发展的力量。

直接融资潜力的释放首先需要发行制度改革的突破。在被问及“一个长期繁荣稳定的资本市场可以通过哪些方式助力经济结构转型”时,民生证券研究院执行院长管清友就把注册制的推出放在首要位置。

他表示,今年将是资本市场的变革之年。实施股票发行注册制改革,发展服务中小企业的区域性股权市场,加强资本市场开放合作等,将推动建设一个多层次的资本市场体系,为我国经济发展打造新的资金动脉,注入新的资源动力。

“注册制将避免监管部门对新股市场的过度干预,意味着新兴产业等优质企业将更受消费者青睐,也有助于推动经济结构调整。”管清友说,“中国证监会主席肖钢曾表示,注册制将避免监管部门对新股发行的过度干预,股票发行数量与价格由市场各方博弈,让市场在配置资源中发挥决定性作用。这有助于推动我国经济结构调整。”

(浦泓毅)