

# 2015年货币财政取向与政策选择

张茉楠

中央经济工作会议已经定调2015年宏观经济政策的主基调,考虑到明年中国经济面临的内外环境更趋复杂,政策操作将面临新的挑战,建议宏观调控应以“盘存量,控增量,提效率”为主要着眼点,财政政策要更有效,货币政策要更灵活。继续加大政策创新力度,注重政策合力、提高政策效率,这是取得“短期与长期”、“周期与结构”、“风险与效率”之间平衡的关键。

**一、未来货币政策取向是“补缺口”而非“总量放松”。**随着美元进入强势周期,外汇流入将出现缩减甚至负增长,从而切断我国基础货币主要来源。应坚持“量价兼备,张弛有度”的原则,央行盯住“流动性水平”而非“流动性总闸门”以提高货币政策的弹性、灵活性和前瞻性。货币政策不应排斥总量工具,应适时降低法定存款准备金率从而提高货币乘数。

虽然央行在2014年末已经启动降息,但是2015年中国货币政策仍有进一步动用利率杠杆的可能性和空间。一方面,由于央行逐步退出常态干预,明年央行口径的新增外汇占款不会进一步下滑,在基础货币需求变动不大的背景下,意味着明年基础货币缺口将更大。另一方面,考虑到当前全球不确定性风险依然频出,国际大宗商品、能源价格进入下行周期,

而国内去产能过程缓慢,特别是美国10年期、30年期国债收益率仍处于历史低位。因此,如果美联储不提前启动加息,货币政策仍存在进一步降息空间。

**二、央行主要货币政策目标应是降低社会实体融资成本。**未来我国需要逐步确立以利率为操作目标的货币政策体系,加强货币政策对短期、中期和长期利率的引导,有效降低社会融资成本。一方面继续增加直接融资比例,另一方面继续引导利率下行,利率框架不妨以“短期利率走廊+中期政策利率”为框架,主要通过公开市场操作、降低回购利率等引导货币利率下行,但相对于短期利率,中期政策利率对降低社会融资成本至关重要,因此,需要不断创新完善政策工具箱,抵押补充贷款(PSL)、中期借贷便利(MLF)等引导中期政策利率的新型工具须进一步推出。

**三、货币调控强调与实体配合避免“脱实向虚”倾向。**近两年来,金融和政府部门创造的货币增速在上升,而居民企业、国外部门创造的货币增速下降。货币结构变化所反映出来的一个重要转变是中国货币创造的“脱实向虚”倾向。因此,进一步加强货币政策、信贷政策与产业政策协调配合,在重点发展产业领域要保障适度流动性,实施定向、定量、定期宽松。

特别需要采取创新融资工具,鼓励金融机构加强和改进对创新型企

业、国家自主创新示范区、国家高新技术产业化基地信贷支持,加大定向支持力度;确保实现小微企业贷款增速和增量“两个不低于”目标,即贷款增速不低于各项贷款平均水平、增量不低于上年同期水平,不折不扣地将定向宽松政策落到实处。

**四、放宽存贷比限制进一步增强货币政策效率。**改革主要思路是“降低分子,扩大分母”,未来可以考虑存款端增加稳定性较好的金融工具款项,如同业存款、同业存单、创新类金融产品等主动负债工具,其流动性接近于存款性质,可计入分母;在贷款端比如再贷款、小企业专项债等与资金来源相匹配的贷款应从分母中扣除,这样将大大提高货币存量,显著增强货币政策的实施效果。

**五、优化央行资产负债表结构推进政策框架改进。**在央行体系中,需要优化央行资产负债表结构推进政策框架改进。随着国际收支趋于平衡,以及前些年受制于汇率和结售汇制度安排的被动投放——外汇占款压力已经减轻,我国货币供应条件正在发生重大变化,需要调整央行资产负债表规模和结构,增加和调整国内资产规模和资产组合为实体提供流动性。

**六、提高财政资金使用效率。**“盘活财政资金”已成为影响财政资金使用效率的核心问题。就长期来看,解决这一问题思路是简政放权,通过统筹预算,压缩政府规模,减少财政收支规模,从根子上解决财政支出“虚胖”的问题。在短期内,需要清理、归并,合理安排预算支出。

**七、适当扩大财政赤字。**财政压力适当上移,建议在2014年财政预算赤字13500亿元的基础上,适当提高财政赤字率,2015年可将赤字率扩大到

2.5%,仍在3%的底限之内,赤字规划可扩大到1.7万亿,新增3500亿元。

**八、加快推进税制改革。**2015年是“十二五”收官之年,全面完成“营改增”,要通过结构性减税“还利于民”,清理各类税费,调整税制结构,稳定税负、定向减税和调整支出结构,向科技创新和民生领域重点倾斜,促进产业结构优化升级,释放居民消费能力。

**九、尝试发行永续国债。**扩大国债的发行规模,增加中央银行和商业银行国债持有比例。我国国债负担率为20%左右,远远低于国际上60%的警戒线,国债发行的空间充裕。由于公共投资主要依靠财政性资金的公益性建设项目,由于建设资金需求量大,为弥补资金缺口,地方政府不惜对外举债、背负利息。可以尝试发行永续债等新型债务融资工具,用于公共基础设施、重大民生项目等长期投融资,也可以增加居民融资渠道。

**十、央行国库基金单一账户管理。**近年来,国库留底资金的规模在3万亿左右,包括年度预算结转结余资金,央行国库中的留底资金,还有设立在商业银行中财政专户的结余资金。统计数据显示,18个省本级政府设立的财政专户多达480个左右,存款余额相当于其国库存款的44%,如何让这些沉淀的财政资金被有效利用是提高财政政策效率的关键问题。建议财政部与央行加强协调配合,建立长期、规范、有效的国库现金管理制度,成立统一国库基金管理账户,并通过市场运作获取投资收益。提高分散资金的使用效率。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

## 从中央经济工作会议看2015年楼市政策

李宇嘉

部署明年经济工作的中央经济工作会议公报,通篇没有一次提到房地产,这让长期遵照调控政策来选择“出牌”的业内人士显得有点无所适从。但是,没有提到房地产并不代表不重要,相反,房地产对于经济的影响,从来没有像现在这样明显。2013年,楼市销售面积和施工面积已分别达到13亿平方米、69亿平方米的历史最高水平,房地产资产市值7倍于股市市值。在努力保持经济稳定增长的“第一要务”下,这个庞然大物哪怕些许下降,对于经济和金融的冲击也是不容忽视的。

以“以技术创新为核心的全面创新”为驱动力,以投入少、效率高为主要特征的“新常态”,还是需要努力奋斗才能达到的目标。目前及未来几年,应该属于向“新常态”迈进的过渡期。过渡期内,要实现“新常态”对于“旧常态”的替代,就要实现对旧模式的渐进去杠杆、去产能和去泡沫的平稳化,以便为过渡创造平稳的经济金融环境。这其中,楼市呈现出何种运行态势,是否能够实现渐进“软着陆”无疑是非常重要的环节。

因此,明年经济工作“努力保持经济稳定增长”,以及“加强保障和改善民生工作”,都与房地产市场如何走关系非常大;而浓墨重彩阐述的“新常态”中,“化解高杠杆和泡沫”与房地产的关系更加密切。从12月相继披露的许多经济数据来看,明年经济“保底”的压力不轻,这意味着“三期叠加”对于经济的冲击仍旧存在,就业压力、区域性和系统性风险的压力不容小觑。因此,尽管需要渐进驱动房地产去杠杆、去产能,以便将资金腾挪至新经济模式上,从而实现产业结构的调整和融资成本的下降,但不能对“巨胖”的房地产实施快速的“减肥”策略。

笔者认为,国家对于2015年房地产管理的指导思想可以归结为“政策刺激维持顶部”。言下之意,房地产大周期下行趋势已经形成,而且迈向“新常态”也需要房地产渐进去杠杆、去泡沫,但是基于其对经济保底和金融风险的冲击,需要政策一定程度的刺激来让这个“庞然大物”在顶部保持一段时间,并实现缓慢地回落的目标。

因此,2015年楼市将继续坚持“去库存”的政策思路。尽管“9.30”房贷新政、全国及各地公积金新政和11月下旬的降息,使得重点城市楼市成交环比回升40%以上,但从全国来看,楼市对于政策刺激的弹性已经下降了。今年1-11月份,全国商品房销售面积同比下降8.2%,降幅比1-10月份扩大0.4个百分点,结束了之前降幅收窄的趋势。因此,重点城市对于政策刺激更加敏感,而全国范围楼市下滑趋势难改。目前,全国商品房施工面积71亿平方米,其中90%没有销售出去,相当于6年的销售规模。近年来,中西部、西南和东北等区域呈现“供给增加、人口流出”的态势,很多城市(特别是非省会城市)商品房产消化周期在2年以上。因此,2015年去库存依旧是楼市政策的主题之一。

为了实现楼市“去库存”,2014年下半年,特别是四季度以来降低住房交易成本的一系列措施(如降低二套房贷利率、盘活公积金等)将会在2015年继续坚持。同时,在此基础上,2015年住房交易税费有望降低,这不仅是加速库存去化的利器之一,也是降低住房消费成本的必然选择。现行的住房交易税费(契税、营业税、所得税和中介佣金),还停留在过去10年调控期间打压性税费政策工具上,限制炒房和不合理需求(低于5年的住房流转)的初衷与目前楼市形势向左。目前,房产证不满5年的住房交易,要缴纳房屋总价9%-12%的总税费。也就是说,一套200万总价的房屋,若房产证不满5年就交易的,要缴纳20万左右的税费,如此高的税费是住房消费和“去库存”的最大障碍。而且,“9.30”房贷新政对于改善型住房需求支持的指示并没有落地,除了改善型房贷利率无法按照首套房房贷利率执行外,改善型住房消费税费成本过高也是主要原因。因此,为支持改善型住房消费,预计在2015年,对于个人购买非普通住房全额征收营业税的时间限制,将从过去“不满5年”回归到“不满2年”。

“促进多样化、个性化消费”是2015年经济“新常态”的首要特征,尽管其中并没有提到住房消费,但如果联想到今年10月29日国务院常务会议所提出的,促进包括住房消费在内的6大领域消费扩大和升级的政策,同时考虑到政策的连续性、稳定性,我们没有理由将住房消费排除在“促进多样化、个性化消费”框架之外。没有基本消费,也就没有多样化消费;而且,属于基础消费范畴的住房消费,也是多样化消费的载体。

目前,尽管城镇家庭已经实现了人均一套房的目标,但凡是去过发达国家的人都能体会到,我们在居住质量、居住品质、居住环境上与发达国家存在非常大的差距。未来,促进存量住房公共配套更新、智能城市和社区、住区适老化改造、物业管理升级等等都与房地产密切相关,不仅是住房消费的内容,而且也是住房消费升级的体现。因此,2014年促进住房消费的政策,将会在2015年言下之意,房地产大周期下行趋势已经形成,而且迈向“新常态”也需要房地产渐进去杠杆、去泡沫,但是基于其对经济保底和金融风险的冲击,需要政策一定程度的刺激来让这个“庞然大物”在顶部保持一段时间,并实现缓慢地回落的目标。

同时,作为我国政策性住房金融的唯一工具,公积金在降低住房交易成本、促进住房消费的功能上还远远没有发挥到位。目前,国务院已经责成住建部修订《住房公积金条例》,预计2015年住房公积金在提取、贷款上的门槛会进一步降低,在省级统筹的基础上实现异地流转和贷款也有望获得突破。

最后,继2014年的改革元年之后,2015年是改革的关键一年,也是“十二五”收官之年和“十三五”开局准备之年,房地产领域的一些改革措施会获得实质性进展。首先,在户籍制度改革、土地制度改革、居住证制度改革上,2015年会实现明显进展,结合公积金异地流转的实现,明年非户籍人群购房政策环境会更加宽松,这对于促进住房消费、实现“去库存”也将有积极意义。另外,在2014年实现立法、建立机构的情况下,2015年的不动产统一登记将在信息系统建设上取得进展,至此,不动产统一登记的前期准备工作全部就绪,这为未来全面开展不动产统一登记打下基础。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

## 年末突击花钱需要制度约束

曾福斌

刚结束的2014年中央经济工作会议确定明年继续实施积极的财政政策,积极的财政政策要有力度。什么才叫有力度?个人理解就是在积极的基础上更加合理规范透明,更有针对性,力度大小有赖于财税体制改革的深入程度。

积极的财政政策需要政府加大财政支出,扩大财政赤字率,对于2015年的赤字率,专家们的看法基本是扩大至2.5%左右。而要维持经济一定速度的增长,也需要加大对基础设施等的投资,政府需要保持一定的债务规模。税收方面,继续实施减税降费政策等。

要有力度则是对积极的财政政策提出了更高的要求,在财政支出增量的同时,更多地把钱花在刀刃上。如在基建投资方面,需要更多地加强投资的科学性、民主性、合理性,优化投资组合,提升投资效益;在税收改革方面,应根据国家产业转型升级、结构调整需要,有打压有扶持,对不同行业税率进行不同设计。

有力度,也对现在的积极财政政策提出了更多挑战,如年底突击花钱现象,根据财政部最新数据,今年12月份还有近2.7万亿美元的财政预算资金可花。尽管,在“八项规定”、“六项禁令”的压制之下,

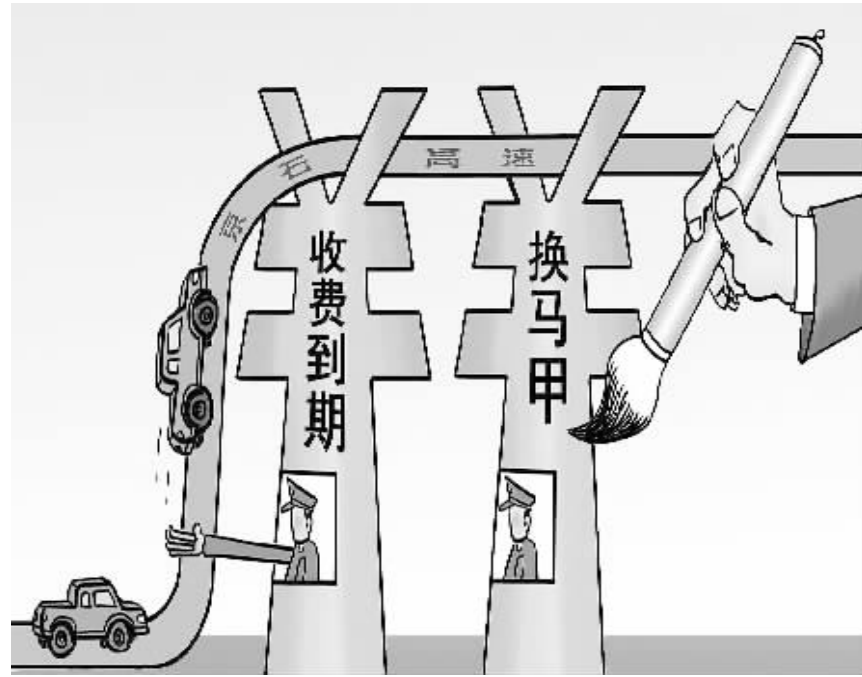
或将迎来的年底“突击花钱”乱象,不会出现太多的三公经费支出,也很难出现大规模的“小金库”顶风作案,但在实体经济持续不景气之下,地方政府为了经济增长,恐怕很难抑制住投资刺激冲动,这也容易造成资金浪费、滋生腐败,对经济无法起到好的牵引促进作用。

年末突击花钱现象,体现出来的是财政预算安排的不平衡,不合理。2015年起,新的《预算法》将要实行,新《预算法》通过设立跨年度预算平衡机制,在形式上对财政年底“突击花钱”构成了约束,最终成效如何还有待观察,但它是积极的财政政策有力度的保障之一。

实际上,积极的财政政策要有力度,就离不开财税体制改革的深入,财税体制改革的深入程度也决定了力度的大小。

目前来看,我国的财税体制改革空间依然有很大,如在预算改革中,对一般公共预算方面的规定很详实,但是对于政府性基金预算,国有资本经营预算、社会保险基金预算的内容不够详实,而这三方面存在的问题比较严重,比如腐败问题更多出现在基金预算和国有资本预算上,审计署披露出来的资金闲置、浪费、截留等问题,也都体现在这个方面。此外,我国在财政法制方面也存在很大缺位,没有财政基本法,转移支付法等。

### 京石高速换马甲再获22年收费权



高速公路难姓公,中国特色争议中。混合经营玩法杂,多头管理监督空。还贷明细不公开,收费年限常变动。雁过拔毛好生意,物流行业直叫痛。

赵顺清/图  
孙勇/诗

## 当前我国社会资金流向渠道结构存在问题

项峥

在宏观经济日益面临物价涨幅回落且增长速度放缓的压力下,金融市场对中央银行降低法定存款准备金率的预期较为强烈。不管未来央行是否降准,只要是社会资金流向渠道结构不改变,央行货币政策操作释放的流动性未必都能按照预期流向实体经济。

当前我国社会资金流向渠道结构存在问题。虽然理论上分析,货币政策工具通过改变货币供应量影响金融机构可贷资金和社会融资利率,进而引发宏观经济变量变化,最终实现对总需求的调节,但这种传导作用要受到社会资金流向渠道结构的重要影响。如果社会资金流向渠道结构存在扭曲以及路径依赖,或未按照国家产业结构进行调整优化,那么即使央行运用降低法定存款准备金率或降息,均难以引导社会资金流向,将会明显削弱货币政策执行

效果。今年以来,央行运用多种货币政策工具定向刺激,着力降低社会融资成本,引导社会资金流向中小微企业,取得显著成效,但与实体经济需要仍存在一定距离。

社会资金流向渠道结构问题主要表现为:一是社会资金流向存在规模偏好。虽然大中型企业大多不缺资金,且融资议价能力较强,但金融机构即使少要利息,对大中型企业也是趋之若鹜。与此同时,中小微企业融资成本居高不下,带动整体社会融资成本高位运行。二是部分资金需求方存在社会融资抽水机制。当前我国社会融资规模中的相当部分是为了满足部分资金需求方需要,避免其资金链条断裂,苟延残喘。按照我国人民币各项贷款余额测算,每年新增利息所发生的社会融资规模约5万亿元左右。如果这些融资需求方继续运营或维持最低限度经营,那么将源源不断抽取社会资金。三是社会资金在实

体经济之外的“体外循环”值得高度警惕。金融机构同业业务规模扩张和资产管理业务迅速发展,部分社会资金在金融机构之间流动,并未真正投入实体经济。最近股市融资额急剧上升,推动A股大幅上涨。以支持二手房成交的资金需求,并不产生增加值,但资金规模较为庞大。四是社会资金流向存在显著顺周期特征。在宏观经济下行期间,出于金融风险顾虑,部分金融机构在融资决策与发放上较为谨慎。

单纯货币政策放松难以根本解决社会融资问题。当前我国社会融资领域存在的主要问题是社会融资结构存在问题,以及社会融资成本居高不下。可以说,这两个问题都是当前我国货币政策所面临的主要难题。从根本上分析,货币政策是总量调节工具,虽然某些时候某些货币政策工具也具备结构调整功能,但政策工具使用后的第二波传导就很难

区分结构与总量差异了。作为总量调节工具,虽然货币政策工具使用可释放流动性或降低金融市场利率,但社会资金流向显然已经超出货币政策工具所能到达范围。社会资金流向主要是取决于产业结构和金融机构的主动行为。就当前货币供应量与国内生产总值的关系而言,我国金融市场流动性总体充裕,并不存在资金短缺情况。所谓局部区域、某些企业感觉到资金面紧张,除了市场需求萎靡外,企业自身经营前景不佳可能也是个重要因素。

实体经济融资结构改善,还需要大力推进结构转型。产业升级换代,落后产能、过剩产能的退出,才能释放新的发展与融资空间。“用好增量”固然容易,但真正困难的是如何有效“盘活存量”。如果维持僵尸企业低效运转,那么“盘活存量”就是一句空话。市场经济不相信眼泪,企业该破产、该关闭,就不要犹豫。政府不是万能的救世主。只有经济结构转型才能真正解决社会资金流向渠道结构问题。

### 联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给 0755-83501640;发电邮至 pp118@126.com。