



中国流动性：“稳货币、宽信用”组合来临

胡月晓

2020 年 8 月中国金融数据呈现出的最大特征是——货币、信贷延续疫情后的临时性宽松状态后撤进程，货币增长边际回落中宽信用特征逐渐呈现。8 月份社融增长规模超出市场预期较多，实际上中国社融同比增长自 2020 年初起，就呈现了持续回升的态势，表明中国货币结构性政策，结合增强资本市场功能的改革推进，正逐渐展现效力，未来货币政策常态化基础亦将更牢靠。

1.政策回归中性,结构调整重点地位更突出。

前期应对疫情货币政策虽然有所放松,但政策重心在于“救助”——受疫情影响的企业将定向得到信贷支持。正是对受疫情影响企业的精准、定向支持,带来了货币增长和信贷增长的提高，但政

策本意不在于放松，而在于“直达实体”消除疫情冲击影响和对企业临时性困难的救助。应对疫情的金融放松，带有显著的“救助”体征,它强调直达实体，这点与强调总量宽松的反周期货币政策放松，有着显著差异！

疫情期间的临时性宽松政策基调虽已改变，但疫情期间创造的一些结构性直达实体经济工具，仍会保留,有些还会得到进一步发展，以使新增流动性更多地流向实体经济中的中小企业。央行先期已明确,2 项直接支持中小企业融资的创新工具——普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划，将得到延续应用。另外前期对中小企业的普惠金融支持，是疫情期间临时性救助金融政策体系的重点，由于普惠金融疫情期间受到政策支持力度较大，因此即使

疫情期间普惠金融规模也得到了发展。由于普惠金融规模扩大，未来即使临时性扶持措施退出，在正常化的结构调整支持政策下，普惠金融也将得到加快发展,从而为整体信用和流动性增长,奠定平稳基础。

2. 货币虽归中性,宽信用渐次来。

笔者早在二季度末就指出，随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将结束边际放松重新回归中性稳健的基调。首先，中国货币环境“存量过多”的格局并没有改变，大量存量流动性积存在房地产、股市等商品市场,金融“脱实向虚”的改善空间仍然较大;其次,提高货币政策的有效性,需要发挥货币、信贷对真实投资增长等经济运行的支持和激励作用,当前就是要发挥资本市场功能,在新增货币和信贷的投放中注重结构性调整.即要通过发挥资本市场功能,提高货币积极性;通过新增流动性的定向投放,达到流动性存量的结构调整.这意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展。

2020 年的金融数据进一步印证了中国流动性环境的发展趋势：稳货币+宽信用。通常认为，“宽货币”是“宽信用”必要条件。中国在货币政策回归稳健边际收紧下,市场对能不能形成“宽信用”存在较大分歧。实际上,中国宽信用的发展，主要基于结构性政策效力的逐渐呈现.中国货币存量过分充裕的状态,随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强,使得中国流动性环境得以实现“稳货币”的同时,顺利实现“宽信用”。新时期的宽信用与以往资金最终流向楼市的状况不同,新的宽信用,是在结构性政策引导下的、流动性存量分布向实体经济的调整.从中国各种层次流动性的变化看,随着中国对资管市场治理完善程度的提高，以及货币结构性政策效应的积累，2020 年后中国“宽信用”发展(社融增长提速)的态势开始显著呈现.2020 年初货币的临时性放松,更是加速了中国“宽信用”的回升趋势。2019 年末,中国社融增速为 10.69%,2020 年 3 月为 11.50%,6 月为 12.8%;2020 年 8 月份,中国社融增长结束延续 2 年多（自 2018 年 4 月起）的持续低于信贷增长状态,超越信贷增长，进一步上升至 13.3%，而同期信贷余额增速仍保持其相对高值 13.0%。从中国信贷和社融增长的不同表现看，信贷余额同比增长受货币政策影响平稳中趋落是大概率。社融增长持续回升态势并没有受到政策临时性放松政策回撤的影响,表明中国“宽信用”发展正逐步来临，

香港低供地模式的利与弊

余胜良

香港楼市价格不断攀升，市民生活压力大,与此同时,房价超级稳定,让一部分有产者安心,也让金融环境稳定。

如果香港楼市模式还有什么积极意义的话，那么房价稳定就是最重要的一项，而且是稳定向上——当然这对购房者不友好。

最近几年香港经济发展不佳，在疫情下，严重依赖旅游和商业的经济结构也基本停滞下来，但是香港楼市却出奇稳定,迄今为止,没有出现大面积断供情况，也没有出现价格雪崩。

香港一旦有某个楼盘出现滞销或打折，往往都会当做新闻迅速传播,被当做楼市要下调的先兆,如果搜集历史新闻,会发现很多时间点，都感觉到房价要闪崩了，问题是这么多年下来,调整的风声吹了又吹，楼市是跌一点,点,涨一大截,总趋势是蹭蹭蹭往上涨。众人都期待香港楼市会有一个像样调整，如此级别的香港局势,加上疫情,都没能让楼市下滑,可见香港房价之坚挺。

香港房价如此坚挺，其主要原因，就是政府长期维持了一个供不应求的供需格局。新盘少，购买力多，一旦有折扣就能很快卖光,没有折扣也能渐渐卖光。

因为不少人买不到房，只要房价下跌,很容易被消化,长期观望者就要出手。这就导致不管是新房还是二手房,都没有降价动力,人们唯恐买了房买不回来。

香港房价高,远超深圳,深圳的年租金回报率还不到 1%,香港租金回报率却可以达到 2.5-3%，香港租金大概是深圳 4 倍，所以在香港买房不容易,租房更不容易,有人常常以深圳租金回报率低而认为房价高估,实际上,当房价无力上涨时,往

往是租金补涨,反正无论如何,未购房者都很不幸。

香港租金回报率尽管不高，但不要忘记香港房贷和日本一样，都是低利率政策，这个租金回报率就可以抵上月供。只要房价下跌,买房比租房更划算,就会刺激买房者出手。

房价坚挺有不少积极意义，那就是对维持经济和社会稳定有益，比如历史上香港曾出现过因为房价下跌，房地产净值低于贷款而放弃还贷的情况。极端情况下,还有群众聚集要求政府出台政策,维持房价稳定。

房价作为居民财富和金融锚定物，一旦出现波动，不但影响居民,还影响到金融市场稳定,可以想象，一旦房价大幅下跌,金融抵押物出现缩水，必然影响银行资产和放贷规模，市场上流通的货币会减少，很可能出现通货紧缩,当年美国次贷危机,其实肇始就是作为抵押物的房价出现下跌,金融资产质量下滑。

假若市场是另外一种情况，就是供需平衡,或者供大于求,那么房价在经济出现问题时,很可能率先下跌,这就会导致经济加速萧条。

对管理者而言，如果想追求稳定市场,保护已购房者 and 开放商、银行利益,甚至政府的利益,那就会倾向于不打破现有格局。如果追求让普通人也买上房,市场有可能会出现动荡,管理者似没有动力。

在国内这一点表现明显，比如这次疫情冲击，住宅一直供不应求的深圳市场率先回暖,并开启上涨模式,北京上海等一线城市房价坚挺，而三四线城市则出现不小回调。

但是供需不平衡导致的结果,是房价长期高高在上，只有少数人可以买房,其他人没有能力买房,容易造成社会矛盾。城市管理者要修复这个 BUG,就出台了各种政策，其中香港是居屋公屋计划,深圳是保障房计划。北京上海等也有各自对策。

罗永浩“还债模式”的历史意义

木木

从 2018 年底至今,在不到两年的时间里,6 个“小目标”的债务,罗永浩已经还上了三分之二。平心而论,老罗还是很让人敬佩的——首先是不赖账,其次是还债能力着顽强。

6 个亿的债务,对绝大多数个人而言,不是一个小数字。巨大压力之下,个人可选择的路径也无非就那么几条:或者赖账、跑路——许多时候甚至连路都用不着跑,或者认账,但慢慢还,慢慢拖——许多百斤拖着拖着也就自然拖没了;或者千辛万百计想办法赶紧把账还上。

罗永浩最终选择了后者,然后就是一通紧忙活。从公开资料看,老罗能比较高效地还钱,除了卖“锤子”的钱做了很大贡献外，主要就是靠直播带货了。顺着老罗在“脱口秀”里对外公布的口径——“如果没有意外的话,未来一年,(剩下的债务)应该也就差不多还完了”,依靠直播带货赚钱还债的路径,还

是很给力的;而且,直播从 9 月 25 日调整为一周三播、争取新年前后实现日播,也从一个侧面反映出老罗新事业给力的程度。

当然，也有格外细心的专业人士给老罗和老罗的粉丝们算了一下细账,认为老罗从直播带货“首秀”至今，签约费、坑位费、佣金等杂七杂八的入账加起来,收入总计近 7 亿元。虽然扣除运营成本 and 交税之后，老罗的实际收入肯定要打不小的折扣，但相较于他以前开展的各种“财富探索”活动，直播带货在赚钱模式上的优势十分明显，不但赚钱快,关键还轻资产,运营流程也简单得多,把控起来比较容易。

直播带货有这么多优势，加上老罗强劲的示范作用，或许就会有人也有心向往之。不过要小心，毕竟老罗只有这一个。从现实情况看,大大小小各类平台的“售货员”虽然千千万,但能够产出过得去效益的,似乎实在不多。哪怕是著名的罗永浩呢，老徐随便问了

问十几个亲戚朋友，看过他直播或者准备着的人,居然一个也没有。这虽然也可以解读为罗永浩未来直播带货的发展空间还格外巨大,但不能否认,看待这个新事业,还是需要尽量理性一些。

无论是看历史数据,还是从逻辑上推断,罗永浩直播带货的成功,也属于少数人的成功。古人云“一将功成万骨枯”。这句话放到老罗身上,也有现实意义——老罗也是被千千万万同行托举起来的。在这个领域,“马太效应”极为确定,所有的资源都向一点或者有限的几个点集中;资源和点之间,是相互捆绑,相互强化的关系,无论是点或是资源,只要有一方不给力,双方之间的关系马上解绑。从这个角度看,虽然直播带货比制造“锤子”轻松容易得多,但未来或有的“变脸”也冰冷、残酷得多。

就此而言，老罗要想站稳“抖音带货一哥”、“带货行业四哥”的位置,并谋求在这个领域的进一步上升,未来的路,走起来还是很艰难的。这一点也用不着遮

说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

3. “稳货币、宽信用”组合下,降息仍可期。

货币政策重心再度回归到结构调整,货币、信贷增长将延续平稳中边际回落态势。货币政策正常化的要求,对货币增长仍有进一步回落的影响，信贷增长也将在现有基础上保持平稳中回落态势。随着经济进入后疫情时代,宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解,并已对经济内生增长构成了实质伤害,未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。前期偏于宽松的流动性环境,主要为了防止疫情对经济的影响。但在复工、复产有序推进,防控取得胜利的情况下,货币临时性放松的境况将改变，当前广义货币增速仍偏高而难以持续。

未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足,尤其是在不提高基础货币整体成本情况下,实现基础货币投放的增长。因此,尽管宽信用带来金融体系信用放大能力提升,基础货币增长的不足会抵消此种影响,广义货币 M₂ 增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。按照通常的货币增长中性基准（GDP 增速 +1/2×CPI+1/2×PPI）,2020 年 M₂ 在 7.5-8.5%间仍将是政策合意水平,8.5%上方意味着货币环境已过度宽松。

疫情期间央行创设的直达实体经济工具,在疫情后将作为结构性工具延续;加之资本市场功能在整体融资中作用的进一步上升,中国“宽信用”仍将得到发展,“稳货币、宽信用”这一看似不可能的完美组合将呈现。中国当前货币环境的核心问题,不在于数量宽松,而在于价格过贵,即中小企业融资利率偏高。因此,未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。随着猪肉涨价进程结构,通胀拐点到来,以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约,“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。2019 年后，中国核心通胀即从 2.0%水准上持续下滑（这与同期经济运行状况一致）,2020 年 7 月和 8 月已降到 0.5%的水平。实际上,与世界主要经济体在价格管理领域“防通缩”为主要任务一样,中国宏观调控在通胀管理方面,在猪肉临时性涨价冲击因素消除后,“防通缩”也会成为政策重点。

（作者系华东师范大学中国金融研究院学术专家、研究员）

联系我们

本版文章如无特别申明，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；发电子邮箱至ppll18@126.com。

精选层允许“自由直投” 折射改革新思路

刘胜非

近期全国股转公司按照新修订的《证券发行上市保荐业务管理办法》和《监管规则适用指引——机构类第 1 号》的有关规定,取消了联合保荐的要求,即向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌的公司,若保荐机构及其控股股东等股份合计超过 7%，或者发行人持有、控制保荐机构股份超过 7%的，保荐机构无须采用联合保荐。结合《监管规则适用指引——机构类第 1 号》放宽精选层“保荐+直投”的相关限制,精选层实现“自由直投”基本确立。

公开发行并进入精选层取消联合保荐及放宽“保荐+直投”的限制,是在坚持市场化、法治化注册制改革方向，构建以信息披露为核心的制度规则和高效力有力的司法保障体系下形成新的发展逻辑和思路。过往监管部门较为关注中介机构尤其是保荐机构在开展业务过程中的独立客观角色，重视中介机构的执业公正、公平和合规性，以强化中介机构作为市场“看门人”的重要角色,因而全力防止保荐机构利用自身优势地位在企业发行上市或者上市公司再融资、并购重组中谋取不正当得利，限制保荐机构或者财务顾问等持股时点及持股比例，减少市场可能的利益冲突 and 系统风险。然后在现行的制度体系和市场环境下，监管部门根据市场的不同层次和自有特征，采取差异化的政策制度，放宽公开发行并进入精选层的“保荐+直投”限制、取消联合保荐的规定,是基于新三板市场发展态势和内在需求做出的一种新的尝试。

笔者以为精选层此次允许“自由直投”的尝试,既受短期因素的影响,也是长期发展的考虑。此种尝试是在当前强化信息披露、加强市场监管的基础上酝酿而生,通过政策的适度放宽,能提高券商深度参与新三板企业发展的热情,打开券商的盈利通道,充分发挥券商投资、研究和保荐业务联动协同效应、企业价值发现功能及保荐承销服务水平，提升新三板的市场估值定价能力,深化券商资本投行的业务发展方向。通过将券商与精选层企业的深度绑定，发挥券商甄别优质企业的能力，让其深入挖掘企业内在价值,提前防控投资风险,提高企业的市场吸引力，为资本市场推荐有发展潜力和投资价值的公司,降低市场的交易成本,并打通券商各个相对独立业务单元,提升券商全业务线的价值。与此同时，还能提高挂牌企业在基础层和创新层时的券商关注度，拓宽新三板企业的融资渠道，让具有发展前景和潜力的创新成长型企业提前获得更多元的资金支持,加速企业发展势头。最为重要的是券商以相对公平合理的价格成为发行人股东后，能够站在广大中小投资者的角度，审视企业的成长与发展，关注企业产业发展态势和产品竞争优势，重视企业长期价值的提升和投资回报，进一步夯实资本市场稳健发展的基石。

目前主板、中小板、创业板只允许“直投+保荐”且持股比例上暂时还受到联合保荐的限制,而科创板虽然可以“保荐+直投”但仅限于强制跟投，强制跟投将保荐机构的利益与科创板公司进行绑定，进而强化保荐和承销责任的落实,加强发行定价管理,防范系统性风险。保荐机构推荐公司发行上市首先体现的是对公司价值的认可，与此同时还需对公司治理、规范运行及内部控制等一系列事项予以严格把关。通过实施跟投制度后，提升了保荐机构服务的广度和深度，提高了保荐机构多元化金融服务的水平。保荐机构对于公司的价值判断及认同,不单纯体现在保荐上责任义务上，同时辅以投资者与发行人构建更加紧密关系，进而从一开始就会十分关注企业发展潜力、内在价值提升与释放，抑制保荐

机构因公司发行上市获得短期超额收益而采取的“一锤子买卖”风险，从而损害市场其他相关主体的权益,增加资本市场系统性风险。注册制下,新修订的《证券发行上市保荐业务管理办法》已经射出监管层放权让利市场的全新理念和思路,更多的权利将交还给市场，赋予保荐机构更多的主动权、强化其责任担当与义务履行。此次,精选层允许“自由直投”某种程度上恰是当前政策制度的具体反映和体现。

以注册制为核心的资本市场改革,通过赋予市场更大自主权、更为包容的政策措施、更多元的制度安排、更充分信息披露,并建立完整适配的司法体系进行保障。因此放宽“自由直投”限制性规定已初具条件,在实现事前、事中和事后全过程强监管的高压态势下,违规的成本不断上升,处罚力度不断加大,保荐机构像过去为博短期利益而投机冒险的行为会受到较大约束,而此时将券商与企业的利益进行深度捆绑,可以发挥其正面积极效用,促进券商投行业务对发行人或者标的企业提出更高的标准和更为严格的要求。

实际上允许“自由直投”的逻辑和思路,亦可考虑应用于上市公司并购重组业务上,进一步优化和推动并购重组业务规模扩大与质量的提升。按照 2008 年出台的《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，券商或者上市公司持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有对方的股份达到或者超过 5%,或者选派代表担任券商或者上市公司董事,则不得担任独立财务顾问。由此限制了以券商为代表的财务顾问运用自身研究能力、专业水准和资金优势,推动上市公司并购重组业务质量的优化和提高,一定程度上制约了上市公司并购重组业务的市场空间,尤其涉及上市公司拟通过并购重组进行资产整合与风险化解。由于相关限制性规定,可能降低券商等财务顾问参与上市公司风险化解的动力和意愿,尤其对于以资产管理公司为代表资管券商系在推动“AMC+SC”业务模式开展时,一定程度影响其发挥资管、研究、投资和投行的业务优势和协同效用,不利于其提供全方位综合金融服务。笔者以为结合当前资本市场改革发展新形势下,可酌情考虑加以调整,比如可以适度提高持股比例要求,或者通过联合独立财务顾问进行风险规避,并进行配套制度的优化和完善,从而进一步激发并购重组的市场活力,增强市场风险资产处置能力。

结合过往经验和市场实践,如何最大程度发挥“自由直投”促进资本市场稳健发展的良好效用，笔者以为可以初步从以下几方面加以考虑，对现有部分制度规则酌情予以调整与修订。首先实现“自由直投”需要关注投资形成背景和原因,投资的时点和投资的价格,是否存在突击入股的情形,同时入股的价格是否公允,定价依据是否充分合理并要求相关主体进行全面详实披露；其次,对于“保荐+直投”形成的股份可以设定一定的限售期。目前科创板的跟投制度中明确约定,保荐机构的相关子公司进行跟投持股须设定自首发上市之日起 24 个月的限售期,以此来规避短期套利行为,稳定市场运行。对于主板、中小板和创业板等亦可根据入股时点设置 24 个月至 36 个月不等的锁定期。再次,对于上市公司财务顾问业务,可以借鉴上述思路,在规避内幕交易、市场操纵等基础上，通过对财务顾问及其关联人持有上市公司股份进行相应的锁定或者采取联合财务顾问的方式,向市场传递积极信号，增强券商参与上市公司重组的积极性和主动性,让券商等机构站在中小投资者的立场与角度考虑问题,“一损俱损,一荣俱荣”,更好地把好事办好,强化并购重组促进上市公司高质量、稳定发展的目的和初衷。最后,在“自由直投”过程中,一旦发现有重大利益输送、内幕交易等违法违规行,加大处罚力度,震慑市场,消除负面影响，充分保障中小股东的权益,引导和推动券商投行业务朝着理性、正确的方向迈进。

（作者系资深投行人士）