

地方债置换本月收官 6000 亿额度发行或低于预期 >A2

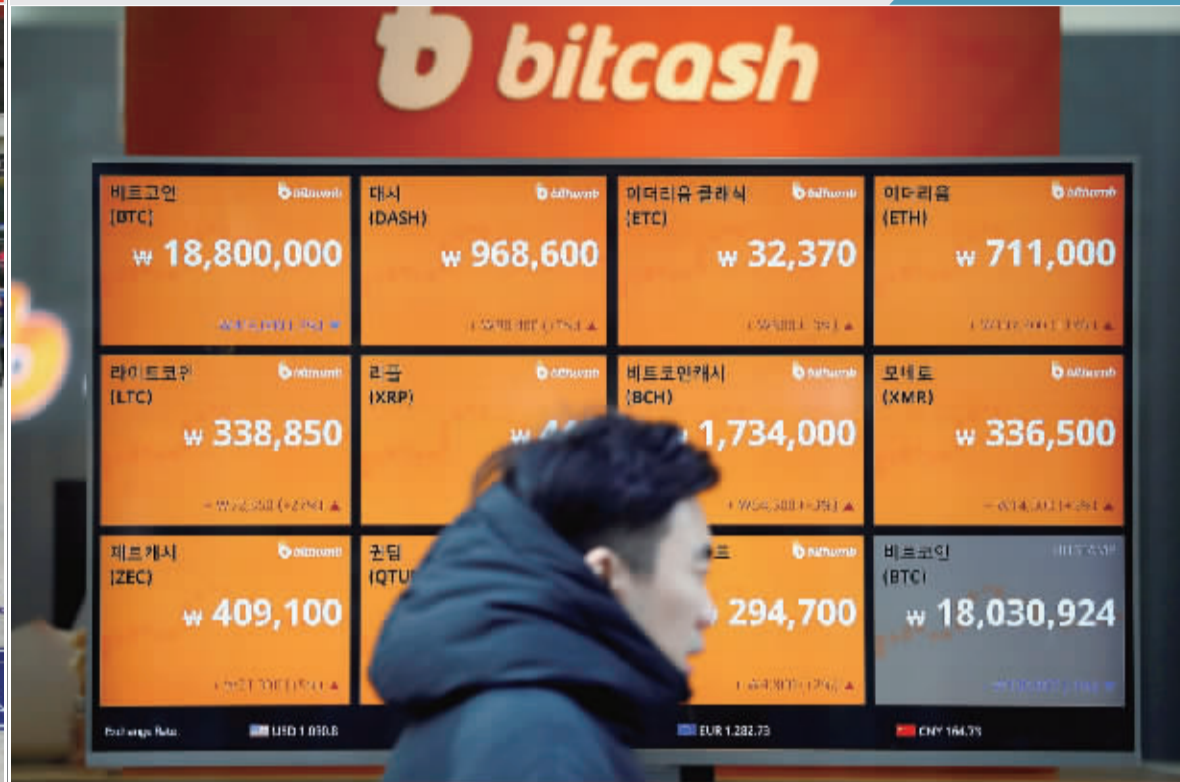
谁的“难”站

>A5~A6



揭秘区块链玩家的造富神话

>C1



A3 外国自然人
可对上市公司战投

A4 汾渭平原“蓝天保卫战”
纳入清洁取暖试点

B3 南京银行 140 亿定增被否
银行密集“补血”迎考验

B6 震荡市投资者偏好低风险产品
中短债基金规模猛增 300 亿

C2 掉队手机借区块链噱头撑门面

C7 美团的远见：
一站式场景化布局

D1 娃哈哈豪赌羊奶

数聚中国 >

7 月 31 号政治局会议的六个政策信号



本期热词 >

质押严控

“与国有控股股东上市公司融资渠道广、融资成本低不同，大部分民营企业融资渠道窄，融资成本高，股票质押新规后民企上市公司融资更加困难。政策的制定应该区分民企和国企的区别，而不能一刀切。”

股权质押新规严控 民企融资雪上加霜——A2

套利降温

在监管趋严、银行审查谨慎和市场套利空间缩窄的情况下，资金通过内保外贷的套利投机行为正在降温。

套利降温背后的融资逻辑——A8

高周转

高周转所带来的“恶果”正在逐步显现。日前，有上海中鹰黑森林项目、大华斐勒公园项目多位业主向《中国经营报》记者反映，高端豪宅项目存在减配、质量问题、虚假销售、霸王条款等销售乱象。

沪房企高周转之殇——B13

汉化、胡化、洋化 还是全球化? (下) >E1

社评 >

去杠杆要以服务实体经济为目标

上半年实体经济承受了一定压力，带动宏观经济出现下行。最近，金融监管部门对之前去杠杆的紧信用政策进行了一定程度的放松，基础货币投放也不再从紧，市场流传着去杠杆政策将向稳杠杆转换。针对上述问题，中央政治局日前召开会议研究下半年经济形势，对宏观政策进行了一定微调，提出把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作。财政政策下半年将发挥更大作用，加大基础设施建设补短板。下半年工作重点在稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资和稳预期。过去十年，地方政府、非金融企业、居民三大市场主体在商业银行信用大幅扩张的基础上均完成了一次加杠杆。我国总体杠杆率从 2007 年的 134% 提升至 2017 年末的 250%，其中 148% 的非金融企业杠杆率已处在全球高点，政府杠杆率虽不高，但如算上隐性债务同样处于发展中国家之前列，居民债务率在近两年去库存政

策引导下快速提升，经济靠债务堆砌驱动作用明显。每次加杠杆在当时的时间节点上看似是痛苦最小、各方都可接受之选项，加杠杆后经济确实也出现了反弹。但加杠杆带来的楼市和债务泡沫不断增加却是实实在在的，每年新增信贷中的绝大部分被利息吃掉，虚拟经济对实体经济的挤出效应越来越明显，经济整体风险同样在不断累积。尤其是 2015 年的加杠杆恰逢美国货币收缩与其主导的全球贸易摩擦加剧，更让当前去杠杆之路充满荆棘，这也是此时为何要大力发挥基建的补短板作用、利用积极财政政策给经济托底和注重金融如何更加服务实体经济的重要原因。结合当前外部经济环境和内部经济基础看，目前我国宏观政策工具箱的可用工具较十年前甚至是三年前都已十分有限了，在狭窄的空间里实现相关政策的有效衔接和保持经济平稳的目标难度极大。

第一种方法是，继续走放水加杠杆老路。结合上三次加杠杆的作用看，继续放水对经济刺激的边际效用在快速递减，2008 年货币宽松在二三季度后就见成效，2011 年货币宽松后五个季度才见成效，2014 年货币宽松后八个季度才见成效，每次经济反弹的力度都在减小。而且，继续放水在内部会进一步加大楼市泡沫和债务风险，在外部则会增加人民币贬值预期，限制资本自由流动仅能在一定时期内发挥作用，必要时仍需通过一次性贬值释放风险，犹如洪水来临时修再高的大坝都需定时泄洪一般，内外合力加上全球油价的持续上涨会给通胀带来较大压力。届时，货币政策将不得不由宽松转向被动紧缩，加息无疑会刺破楼市泡沫和债务泡沫。第二种方法是，继续延续 2017 年以来紧信用的强金融监管政策倒逼市场出清，以市场化方式让僵尸企业和不盈利的企业陆续退出市场，以减少其对新增信贷的占用，增强市场活

力。但从实施效果看，此法也遇到了问题，问题之一在于由于国有部门对资金成本敏感性不如民企，导致严控信贷最先受伤的是对解决就业贡献较大的民营企业，这点从今年以来债券违约企业中民企占多数就可看出，不利于稳就业目标的实现；问题之二在于信用紧缩叠加贸易摩擦，投资、消费和净出口三驾马车相继下滑进而带来宏观经济有潜在失速风险，同样不利于经济社会的平稳运行。可以看出，宏观政策过紧过严都不利于防范风险，这也恰恰是当前货币政策局限性所在。只有拉长去杠杆时限，将加杠杆周期时获益的市场参与主体均带入到去杠杆过程中分担风险，不要将风险集中于政府一体之上才能避免去杠杆政策一刀切。操作路径是先稳住楼市泡沫和债务风险，通过增加楼市的交易成本、限售等方式冻结楼市流动性、通过抑制地方政府投资严控各地方政府债务增量，在此过程中保持货币供给增速稳

定即货币中性，将改革之重点放在财政政策上，充分发挥积极财政政策对实体经济的促进作用，让流动性向实体经济倾斜。具体而言，一方面加大在建项目的投资进度、防止项目烂尾，在不增加财政总支出的情况下尽最大努力短期稳定宏观经济；另一方面在财政收入上做文章，上半年财政收入增速快于 GDP 增速且快于居民可支配收入增速，这显然非应对经济下行该采取的积极的财政政策，鉴于财政支出较为刚性，在加大减税力度的同时严格制住地方政府“投资饥渴症”。此外，财政收入的结构调整即加大直接税特别是财产税在财政收入比重、减少间接税比重也应加快速度。因而，在当前国内外经济形势

下，重启宽松货币政策会进一步加大楼市泡沫和债务风险进而带来通胀，继续强金融监管“一刀切”的去杠杆政策对实体经济冲击较大，保持合理流动性下冻结资产泡沫、严控地方政府债务，加大财税体制改革才是当务之急，这也是近期政治局会议所传递的中心思想。总之，经济总体去杠杆的大方向目前并未改变，只是力度和节奏上需更加把握好分寸，短期的基础货币放松主要目的在于疏通货币传导机制，以增加基建和实体经济投资稳定宏观经济增长，避免经济过快下滑，财政政策未来将充分发挥支持实体经济和给经济托底的重要作用，只有实体经济复苏，经济去杠杆目标才能有效实现。