

重磅话题

# 央行要不要直接购买股票？

卜永祖 陈治衡

一份《中央银行入市购买股票ETF》可行性报告掀起了千层浪，“央行要不要买股票”这个话题一时间成为市场的热门话题。支持者认为央行持有本国资产无可厚非，并且以买入ETF形式的资产不会对市场造成大范围波动，反而有助于提振市场的信心。反对者则认为国情异于日本量化宽松的状态，央行直接进入股市短期可能起到稳定市场的作用，但是对于企业质量和股票价值的影响不大。同时，央行作为货币政策的制定者参与“游戏”中，裁判、选手的双重角色会造成道德风险。

其实，这两种观点都有合理的一面，对于央行要不要买股票的讨论，问题的实质在于：当前股市非理性下跌的情况下，政府是否应该加大干预力度，以稳定市场信心。央行通过何种方式进行干预更多体现的是一个技术问题，当然，完善资本市场的各项制度，促进股市更好服务实体经济，才是股市长期稳定发展的关键。

## 股市非理性下跌 需要政府干预

2018年最后一个交易日结束后，上证综指、深证成指、创业板指数全年分别下跌24.59%、34.42%、28.65%。纵观同期全球的股市，道琼斯工业指数、纳斯达克、日经225、富时100、恒生指数、德国DAX分别下跌6.7%、4.62%、12.08%、12.41%、14.75%、18.26%，虽然全球主要经济体投资者信心都显不足，但是表现均明显好于我国。

# 2019年新三板政策展望： 精选层等增量改革或将落地

付立春

2018年新三板政策可谓密集：年初明确三类股东、升级交易制度，二季度开展“3+H”、服务中小微、三季度明确交易豁免、论证精选层，10月份推进资本市场改革、集中优化存量，年底落实交易豁免、发布新指数。2018年四季度以来，新三板深化改革的层次显著提高、力度大幅加强，预计2019年重大增量改革将取得重大进展，精选层等一系列政策会落地，新三板终将走出过渡期、迈入新阶段。

## 2018年新三板改革回顾

2018年1月12日，证监会对“三类股东问题”审核政策进一步明确，支持了企业吸引正规的符合条件的“三类股东”等机构的投资。不合格、不规范的投资者主体可能面临更全面的清理监管。1月15日，《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》正式实施，引入集合竞价转让制度，调整协议转让、做市转让原交易制度。

一些2017年就酝酿成熟的政策在2018年初才集中发布实施。其中最为重大的明确“三类股东”、升级交易制度，分别针对新三板的一、二级市场，解决了一些历史的问题，提高了市场的效率。

2018年4月21日，全国股转公司与香港交易所签署合作备忘录，双方欢迎对方符合条件的挂牌/上市公司在本市场挂牌/上市。5月3日，全国中小企业股份转让系统发布《全国中小企业股份转让系统公开转让说明书信息披露指引—医药制造公司》《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露指引—医药制造公司》。6月25日，中国人民银行网站发布《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 中国证券监督管理委员会 国家发展改革委 财政部关于进一步深化改革 支持发展普惠金融的意见》，持续深化新三板分层、交易制度改革，完善差异化的发行、信息披露等制度。

随着香港联交所的重大改革，新三板与港交所达成战略合作，创新出新三板+H股的新模式。全国股转公司于二季度开始发布一些新兴行业的信披指引，提供更精细化的市场服务。上半年即将结束时，包括中国证监会在内的五部委发布了深化小微企业金融服务的意见，重申新三板分层等，让市场对新三板改革开始重新燃起希望。

2018年8月3日，国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会、国资委等五部委联合印发《2018年降低企业杠杆率工作要点》，加强主板、中小板和新三板等不同市场间的有机联系，深

资本市场非理性下跌对经济发展带来了明显负面影响。资本市场融资功能明显下降，相对于前一年，2018年A股上市公司数量、融资总额、平均融资额都有较大幅度下跌。大量公司市值大幅缩水，导致部分股东质押股票出现爆仓，影响到企业正常的融资业务。也对居民消费造成了打击，根据国家统计局的数据，2018年11月份的社会消费品零售增长率创下了15年来新低，可以说与我国股市低迷不无关系。由此看出，政府通过干预股市，让其尽快恢复理性，时机已经成熟。

有的学者认为市场可以依靠自己的力量自行修复。这实际上是代表了原教旨主义的市场观点，很多时候并不符合实际。1991年诺贝尔奖得主、米歇尔指出，降低资金成本不能提升投资标的的价值。也就是说，一旦市场出现流动性问题乃至出现危机，在负债端降息是没有用的，需要在资产端发力。事实上，美国金融危机发生以后，西方国家的普遍做法也是加大政府干预经济的力度。比如日本央行大规模直接购买股票ETF，美国不仅因为救助通用汽车而持有28%的通用股票，还主动把国债利率的波动率压缩到历史最低水平，相当于人为消除了做多美股的投资风险，与直接购买股票也有相同的效果。可见，政府在特定条件下干预股市是国际惯例。

## 货币政策稳发展 央行资产负债表内有空间

通过对比一下中国人民银行与美联储的资产负债表，可以很明显的发现，我国央行的资产负债表里项目较

少，除了“发行债券”这一项与金融资产相关的项目外，就没有更多了。相比之下，美联储的资产负债表的金融资产项目就较为丰富，不仅含有政府发行的债券外，还有“抵押支持债券”、“联邦机构债务权证”等金融资产项目。其实，自从2008年金融危机以来，美联储开启量化宽松政策，不仅降低利率，同时开始采购机构发行的债券以及抵押支持债券，美联储的资产负债表就开始了扩张之路。无独有偶，欧洲央行也是量化宽松的实施者，最近，欧洲央行才正式宣布停止继续扩张。中国与欧洲、美国的经济结构和模式差别很大，简单粗暴的复制不见得可行，但是作为中央银行对其资产负债表的使用度还是存在操作空间的，需要发掘一套符合本国发展的方式。

央行扩不扩表的基础仍然在于对本国经济全面、客观的认识。根据国家统计局公布的数据来看，我国12月份CPI同比上涨1.9%，12月份CPI环比持平。此外，2018年全年我国CPI同比上涨2.1%，四年首次突破2%。2014年至2017年的全年CPI分别为2.0%、1.4%、2.0%、1.6%，而2013年的全年CPI为2.6%。很明显，央行的货币政策无论是合理的释放流动性，或是扩张，都是存在操作空间。

根据中央经济工作会议传达出来的信息，2019年的货币政策将坚持“稳健”基调，但会更“松紧适度”并且“保持流动性合理充裕”。会议也明确提出，“要强化逆周期调节”。因此，在经济下行压力较大时，“改善货币政策传导机制”“提高直接融资比重”将是解决经济问题重要的指导思路。根据中国人民银行行长易纲就贯彻落实中央



策密集出台。刘鹤副总理首次提及并要求推进新三板制度改革，随即刘士余主席再次提及推进新三板发行与交易制度改革。全国股转公司新总经理履新后四天，一系列存量市场改革中，并多次提及增量改革。月底的中央政治局会议更是定调，要加强资本市场制度改革。

2018年12月财政部、国家税务总局、证监会联合发布通知，明确自2018年11月1日起，对个人转让新三板挂牌公司非原始股取得的所得，暂免征收个人所得税。通知同时要求，对个人转让新三板挂牌公司原始股取得的所得，按照“财产转让所得”，适用20%的比例税率征收个人所得税。

这意味着，新三板股票和A股上市公司股票在交易和分红上的免税优惠政策实现统一，给新三板个人投资者群体服下了一颗“定心丸”。财政和税务部门的这个文件正式下来以后，地方的税务执行部门就能有法可依，并且有明确的规则去操作。对整个市场信心的提升，特别是促进现在比较疲弱的新三板二级市场的交易，会有一定的促进作用。

虽然在原始股转让的缴税细节等方面仍有待后续明确，但连续出台的政策将极大地提振信心，市场期待未来更多增量市场政策的出台。特别是现在新三板对于进一步分层、增量改革有更多的期待，监管部门也紧锣密鼓地在做相关方面的工作。所以市场对于一些比较优质的公司会重新燃起交易的热情，比如包括公开发行、连续交易以及其他的一系列创新，还是想见政策尽快能够落地。

另外，2018年12月28日全国股转公司联合中证指数公司发布了新三板系列引领指数方案，推出了市场期待已久的创新层指数，也为指数基金敞开了大门。新推出的指数包括创新层成分指数(899003)、民营企业龙头指数(899301)，以及细分行业的三板制造

经济工作会议精神接受采访资料显示，央行的货币政策将更具有前瞻性、灵活性和针对性。因此，国务院金融委以及央行针对当前资本市场出台相关政策，存在很大必要性、合理性。

## 提振市场信心 关键在于加快改革

提振市场参与者信心从根本上来说需要完善市场制度建设。在刚过去的2018年里，资本市场改革迈出了一大步。新版《上市公司治理准则》的颁布带来了新理念，回购制度的完善也规范了公司股东的行为，同时，上市公司退市制度的改革也从根本上改变了之前“只上市、不退市”的不合理现象，促进了市场优胜劣汰，增强了市场活力。依法监管、全面监管、从严监管开始深入人心，大力打击欺诈发行、虚假信息、内幕交易等行为，净化了市场环境，市场协同性和执行力较以往有了显著增强。因此，虽然股市下跌严重，但直接融资的功能没有消失，通过IPO上市融资的企业共528家，募集资金总计约3554亿元。

因此，在经济状况不佳的情况下，也要保持定力，继续推动资本市场改革，完善基本制度、市场协作、监管机制等方面的发展，才能更好地支持股市健康发展，从根本上提振参与者信心。

中国资本市场有其自己的特点，监管部门需要从实际出发，制定符合中国资本市场发展之路，也需要加大对参与者知识普及、风险意识的培养。这才是资本市场可持续发展的根本。(作者分别系中国人民大学重阳金融研究院研究员、助理研究员)

## 热点关注

# 小微企业减税落地 逆周期经济政策明显加强

沈建光

1月9日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定针对小微企业推出普惠性减税措施，三年内减税6000亿元。除了扩大小微企业所得税、增值税优惠范围和力度以外，还首次授权和鼓励地方政府自主减轻增值税小规模纳税人的地方税种税负。

此次针对小微企业推出的减税政策是今年加大减税降费举措的重要一环。尽管市场对于今年大规模减税有所预期，但一般预期，减税落地时会集中在全“两会”前后，此次仅在2019年开年便迅速推出政策大礼包，超出预期。反映了经济下行阶段，逆周期经济政策会明显加强的趋势，有助于稳定就业市场。

积极财政政策方面，一直以来，基建与减税得以双轮驱动。近期除了减税外，铁路、地铁、水利、工业互联网等基建项目也明显加快。然而，考虑到11月份财政收入下降5.4%，未来财政空间也将受到制约。因此，笔者认为，基建作用应该在托底经济，考虑到目前某些“短板”项目经过几轮基建潮后可能已

不再“短”，继续加大投入或将拉低边际效益，且面临政府债务负担约束，未来基建投资应该注重于节奏，结合需要，而非大干快上。

减税是积极财政的重点。税改作为供给侧结构性改革的重要一环，并非短期政策刺激，是重要的机制改变，有助于为中国经济释放改革红利，帮助中国走出经济周期越来越短的怪圈。

2018年全年减税达到1.3万亿元，展望今年，预计减税力度将有增无减，有望达到1.5万元-2万亿元。从减税方向来看，除了支持小微企业，继续推动个税改革，落实个税抵扣、加大力度落实增值税、企业所得税减税、降低进口综合税负等都将作为重点。除此以外，加大国企分红补充社保，进一步降低社保费率，也是很可能发生的。

综上，近期宽松政策加码与笔者之前的预判一致。全面降准、中小企业减税等措施显示，为了实现六稳，今年宏观政策会非常积极，预计此次就小微企业减税仅仅是—个开端，未来更多政策组合拳与积极的减税政策有望在全国“两会”前后出台。(作者系京东数字科技首席经济学家)

# 高房价对居民消费的挤出效应 大于财富效应

黄志龙

今年的中央经济工作会议，对于楼市调控着墨不多，仅仅是延续了此前“房住不炒”等提法，市场期待的全国范围内调控放松落空。为何中央层面没有任何放松楼市调控的迹象，这还需要从房地产对稳增长“疗效”说起。

## 房地产的稳增长效应在边际递减

首先，有必要分析房地产市场对中国起到拉动作用的历史。在过去十余年的房地产发展黄金期，“稳房价”、“稳预期”的最终目标都是“稳增长”。长期以来，国内房地产投资增速与GDP增速的变化呈现出高度同步性。但是，每个时间阶段房地产市场与GDP的因果关系却有所差异，其中2008年和2015年是两个关键的观测时间点。

2008年之前，房地产繁荣是出口繁荣的附属品。特别是中国加入WTO之后，出口成为驱动中国经济增长的主要动力。这一时期的房地产市场快速发展，除了“房改”的因素，更主要动力在于经济和居民收入增长带动房地产市场繁荣。2002年-2007年，政策上对房地产市场主要以“控”为主，房地产行业也从未成为“稳增长”的政策工具。回过头来看，此时的房价虽然也较快上涨，但没有完全脱离居民的收入水平，房价几乎没有多大的泡沫。

2008年之后，房地产主导了经济增长周期。在此期间，房地产市场经历了两个阶段：一是2008年-2010年，其中2008年12月20日国务院发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》和多次的降准、降息以及税收减免等政策代表了中央“刺激楼市、稳增长”的政策取向；二是2010年-2013年在稳增长目标达成后，房价涨幅明显高于居民收入涨幅，各级政府开始加码调控，遏制房价过快上涨。在这7年里，中国经济的周期与房地产周期几乎完全重合。

2015年迄今，房地产的稳增长效应边际递减。库存高企使得“去库存”成为房地产市场的主要政策导向。2015年先后出台“330新政”、“930新政”，降首付、降准、降息、减税降费、棚改等组合拳启动了史无前例“涨价去库存”周期。直到2016年国庆节前夕出台“930”调控政策，随后中央定调“房子是用来住的，不是用来炒的”的精神，限购、限售、限价、限高等政策出台。在这一时期，虽然去库存目标达成，但房价泡沫对实体经济的挤出效应已逐步显现。

从数据上看，2003年-2015年房地产与GDP增速高度同步，但在2015年“去库存”周期中，房地产对GDP的拉动弱，整体一致性有所下降，资源将向更少优质企业集中，投资者与投行中介等优胜劣汰、集中度提高。三是初期可能对少数精选层企业追捧，形成火爆行情，但持续性不强。四是市场参与者的专业性、风控能力要求更高，整体规范度有待提高。

当然，在推进市场精细化分层改革同时还应大力提升监管处罚力度，通过“扫雷”排除劣质企业和潜在风险，为市场进一步改革提供坚实基础。市场参与者风险控制的核心能力要继续加强。(作者系清华大学博士后、东北证券研究总监)

趋势日趋明显。 房地产对制造业的挤出效应在增强

为什么会发生这种新变化？其原因可能在于：房地产开发投资对上下游制造业的带动作用逐渐减弱，高房价、高房价的挤出效应快速提升；同样，房地产繁荣对居民消费的影响，也逐步由财富效应转向挤出效应。

一方面，从对制造业的挤出效应看，在房地产市场发展前期，房价相对合理情况下，房地产繁荣会带动房地产投资增加，这将扩大上游水泥、钢材等原材料需求，同时带动下游客家、建筑装饰等产品的热销，换句话说，对于上游和下游行业的制造业投资会有一个明显的带动作用。但是，随着房价到了泡沫化阶段，土地、厂房、人工成本都大幅提升，制造业利润空间不断压缩，使得制造业投资意愿下降，更为重要的是，许多资金抽离制造业，转而流向收益更高的房地产业，此时的高房价、高地价都会对上下游制造业形成一种挤出效应。

整体来看，2004年-2015年，制造业投资增速与房地产投资增速基本一致或略有滞后。但自2015年以后，在房地产投资增速明显反弹的同时，制造业投资增速却依然向下，尽管这其中受到“去产能和去杠杆”等政策的影响，但二者相关性日趋减弱是不争的事实。

另一方面，从对居民消费的挤出效应看，房价上涨早期，房产所有者财富会随着房价上涨增加，同时居民还可以通过房价上涨获得投资收益。此时的居民部门杠杆率并不高，且居民收入涨幅要快于房价涨幅。在此背景下，房价上涨会提升居民的边际消费倾向，促进消费增长，这正是房价上涨的财富效应。

但是，随着房价涨幅过快，居民收入增长速度赶不上房价涨幅，居民部门不得不高负债、加杠杆购房。“新上车者”在扣除房贷支出后，边际消费倾向下降是必然趋势，此时房价上涨对居民消费的挤出效应，将远远大于财富效应。

2015年之后的去库存阶段，房价一路飙升，但居民消费支出却持续下滑，二者分化趋势十分明显。其原因在于：2014年-2017年居民部门的杠杆率从36.4%飙升到49%，同期个人购房贷款余额从1.52万亿元攀升至21.9万亿元，正好翻了一番，2018年9月末更是达到24.88万亿元。高房价对居民消费的挤出效应远大于财富效应。

基于上述分析，那些期待来年房地产调控全面放松的房地产企业、高位炒房者可能要失望了。近期，部分城市“去库存”周期中，房地产对GDP的拉动弱，整体一致性有所下降，资源将向更少优质企业集中，投资者与投行中介等优胜劣汰、集中度提高。三是初期可能对少数精选层企业追捧，形成火爆行情，但持续性不强。四是市场参与者的专业性、风控能力要求更高，整体规范度有待提高。

本版文章仅代表作者个人观点  
不代表本报观点

本版主编 闫立良 责编 徐建民  
制作 李波 E-mail:zqr2@sohu.net