



The Investing Trend in a Strong Regulatory Environment

强监管环境下投资潮如何涌动

■ 徐枫 姚云 郭楠

当前金融财政监管加剧实体融资环境紧张具体表现在，表外融资萎缩导致社融增速下行、货币增速回落叠加银行信用收缩，以及PPP整顿冲击相关题材企业融资。强监管政策对投资行为影响主要体现为，基建投资增速回落但潜在动力依旧，新动能支撑制造业投资但复苏艰难，土地购置推升房地产投资但疲态尽显。未来需要积极缓解实体融资紧张和加快培育高质量投资机会，双措并举抑制投资增速过快下滑。

金融财政监管加剧实体融资环境紧张
表外融资萎缩导致社融增速下行。2018年7月，我国新增社会融资规模累计10.73万亿元，同比减少14.76%。其中

新增表外融资(含委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项叠加)规模累计-1.75万亿元，而去年同期这一数值仍高达2.42万亿元。表外融资规模大幅萎缩主要受金融机构资管新规(银发[2018]106号)及其配套细则，如《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定(征求意见稿)》等影响。一方面，通道业务大幅收缩。资管业务新规禁止贷款虚假出表、严格控制信托贷款与委托贷款，过去借助通道为银行变相放贷的诸多业务将难以为继。另一方面，非标业务严格受控。资管业务新规对非标投资实行限额管理和流动性管理，同

时禁止期限错配和多层嵌套，表外非标空间迅速收窄。

货币增速回落叠加银行信用收缩。2018年7月，广义货币增速为8.5%，同比下降0.4个百分点。同期存款类金融机构信贷收支增速为9.99%，同比下降3.7个百分点。金融机构信用收缩原因：一是资管新规抑制银行同业交易和资管计划。2018年7月存款类金融机构股权及其他投资为20.6万亿元，同比减少8.29%，增速同比下降20.92个百分点。二是债券发行放缓导致资产供给不足。从发行主体看，2018年7月地方政府债和企业债券累计发行2.17万亿元和978亿元，分别同比减少19.9%和36.98%。从购买主体看，2018年7月存款类金融机构债券投资32.95万亿

元,同比增加12.89%,增速同比下降6.75个百分点。

PPP整顿冲击相关题材企业融资。近期PPP清理风暴在规范项目运作和遏制政府债务方面成效凸显,但也挫伤了资本市场信心。涉PPP企业融资环境备受影响:一是PPP企业估值急剧缩水。从行业均值看,2018年7月,67家PPP题材上市公司平均市盈率为29.97倍,而去年同期这一数据为80.37倍。从龙头企业看,2018年7月,千亿级营收企业中国铁建、绿地控股和市盈率为7.36倍、7.14倍和7.68倍,同比分别下降4.61倍、7.95倍和5.17倍。二是PPP企业债券发行遇冷。2018年5月,东方园林推出10亿元公司债券发行计划,但市场仅认购5%。东方园林财务基本面较好,2017年归属母公司净利润为21.8亿元,中标PPP订单更是高达715.7亿元。市场普遍认为,当前信用债违约频发叠加PPP清理整顿是东方园林债券发行惨败主因。

基建投资增速回落但潜在动力依旧

基建投资进入低速增长阶段。随着经济转型的深入,基建投资作用逐渐淡化。从总体成效看,投资增速大幅下跌。2018年7月,基建投资(不含电力)累计完成额增速为5.7%,同比下降15.2个百分点。从重点领域看,铁路和公路投资下降显著。2018年7月,全国铁路和公路固定资产投资增速为-8.7%和10.5%,分别同比下降12个百分点和13.5个百分点。从政府计划看,投资冲动有所降温。2018年贵州省公路和水路建设计划投资1650亿元,同比增长3%;山东省交通建设计划投资944亿元,同比增长4.1%。据相关媒体披露,不少省份交通基础设施建设投资均告别过去的两位数增长。

多因素制约基建投资高增长。一是公共预算支出缩减。2018年全国目标财政赤字为2.38万亿元,对应目标赤字率

为2.6%,同比下降了0.4个百分点。二是PPP项目门槛抬高。从监管政策看,财办金[2017]92号文规范PPP项目库管理,防范PPP异化为融资平台;国资发财管[2017]192号文规范中央企业参与PPP,防控PPP项目经营风险。从整顿力度看,此次被退库或要求整改PPP项目有3700个,占管理库项目总数的51%;清减或整改涉及资金4.9万亿元,占入库项目投资总额的36%。三是债务风险防控加码。2017年4月,财政部问责地方政府违法违规变相举债拉开序幕。从地方政府融资角度,相继出台财预[2017]50号文、财预[2017]87号文和财预[2018]34号文;从企业债发行角度,出台发改办财金[2018]194号文;从资金融出方角度,出台财金[2018]23号文。

基建投资潜在动力依然较强。一是中央转移支付力度加大。2018年一般性转移支付预算为3.9万亿元,比上年执行额增加10.9%。其中基建投资支出预算为4346亿元,比上年执行额增加10.2%。二是地方政府专项债空间较大。从发行额度看,2018年中央安排地方专项债资金额度为1.35万亿元,同比增加68.7%。另外,2017年全国地方专项债未使用额度高达2.3万亿元,仍可继续发行。从市场情绪看,2018年8月出台财库[2018]72号文,市场风向由“催还债”迅速转变为“催发债”。三是PPP专项债获批提振市场信心。2018年6月以来,国家发改委相继批复江苏美尚生态景观公司5亿元和广州珠江实业集团10.2亿元PPP专项债券,提振了前期两家知名PPP企业债券违约重挫的市场信心。四是PPP退库效应逐渐消化。从财办金[2017]92号文发布日至2018年3月,退库PPP项目总投资为6113亿元,但入库项目总投资达1.88万亿元。此外,PPP项目落地率提高和落地周期加快,也会加快拉动基建投资。五是区域性战略加速推进。仅以海南自由贸易港建设为例,

2018年6月,海南省发布年度投资计划624亿元,涉及重点项目70个。地方政府一系列重点项目计划将适度对冲基建投资放缓态势。

新动能支撑制造业投资但复苏艰难

高技术部门投资维持高增长态势。将专用设备制造、通用设备制造、仪器仪表制造、医药制造、运输设备制造、通信电子设备制造和电气机械设备制造等7个制造行业界定为高技术部门,其他行业划为传统部门。从投资结构看,高技术部门投资占比略有攀升。2018年7月,高技术部门固定资产投资占全部制造业的比例为33.31%,同比上升0.47个百分点。从投资增速看,高技术部门投资维持中高速增长态势。2018年7月,高技术部门固定资产投资累计完成额3.73万亿元,同比增加8.84%,同比增速较传统部门高出2.29个百分点。

技术改造支撑制造业投资增长。一是技术改造型投资稳步增长。环保高压强制要求企业技术改进,叠加企业主动转型升级诉求,共同维持制造业投资平稳增长。2018年7月,全国改建型固定资产投资累计完成额为5.19万亿元,同比增加9.9%,同比增速与去年持平,占全部制造业固定资产投资的18.57%,同比上升0.93个百分点。二是产能扩张型投资仍未恢复。当前过剩产能出清进程接近尾声,但企业投资扩张意愿并不强烈。2018年7月,新建固定资产投资累计完成额为19.16万亿元,同比增加3.8%,同比增速下降了7.10个百分点;占全部制造业固定资产投资的68.57%,同比下降0.38个百分点。

多因素制约制造业投资复苏。一是原材料涨价挤压下游企业利润。随着供给侧结构性改革的不断深入,制造业上游企业利润改善明显,但原材料涨价向产成品价格传导并不通畅,中下游企业盈利受到冲击。以上市公司为例,2018年上半年

财报显示,煤炭、有色和石油等上游行业平均加权净资产收益率为8.90%、4.55%和1.43%,同比分别上升3.47个、0.29个和1.13个百分点;而汽车和纺织服装等下游行业平均加权净资产收益率为4.44%和4.18%,分别同比下降0.80和0.21个百分点。以出口企业为例,2018年4月,原材料成本明显上升企业比例高达56.2%,同比上升1.9个百分点。二是民间投资信心恢复但根基不牢。2018年4月,制造业民间投资累计完成额增速为5.95%,高出整体增速1.15个百分点,扭转了2016年3月以来持续15个月低于整体投资增速的局面。民间投资信心脆弱主因:一方面,制造业整体盈利并未明显改善。2018年上半年财报显示,制造业上市公司平均加权净资产收益率4.32%,同比反而下降了0.11个百分点,对民间投资吸引力有限。另一方面,阶段性治理增加不确定性。近期PPP整顿涉及资金4.9万亿元,涉及的民营企业既有苏交科、铁汉生态等上市公司,也有龙元建设等非上市企业。一些依靠项目融资运转的民营企业,受到PPP收紧影响,资金链断裂风险陡然上升。

土地购置推升房地产投资但疲态尽显

土地购置费推动房地产投资增长。

一是房地产开发投资再创新高。2018年7月,房地产开发投资完成额累计6.59万亿元,同比增加10.2%,同比增速上升2.3个百分点。二是土地购置费推动房地产投资攀升。2018年7月,土地购置费完成额累计1.94万亿元,同比增加72.3%,同比增速上升56.2个百分点;占房地产开发投资总额比例为29.37%,同比上升10.58个百分点。三是建安工程对房地产投资贡献减弱。2018年7月,房地产建筑工程和安装工程投资完成额累计3.73万亿元和5016.24亿元,分别同比减少3.5%和8%,同比增速分别下降9.6个和14.5个百分点;占房地产开发投资比例为56.55%和

7.61%,分别同比下降8.08和1.51个百分点。

房地产投资拉动经济增长日渐乏力。一是纳入GDP核算的房地产投资出现负增长。2018年7月,扣除土地购置费后房地产投资累计完成额为4.65万亿元,同比减少4.11%,同比增速下降10.34个百分点。二是房地产投资带动效应减弱。从价格效应看,2016年以来,房地产投资中建安工程完成额增速与上游工业品价格指数走势相关性明显减弱。从数量效应看,2017年以来,房地产建安工程投资完成额增速逐渐下滑,2018年3月进入负增长阶段,对工业品需求拉动开始缩减。三是房地产投资挤出效应显著。从对非房地产投资的挤出效应看,2018年7月,扣除房地产投资后固定资产投资完成额为28.99万亿元,同比增加4.42%,同比增速下降3.89个百分点,而同期房地产投资完成额同比增速却上升了2.3个百分点。从对家庭消费类需求的挤出效应看,以汽车消费为例,2018年7月,全国乘用车销量增速为-5.9%,同比增速下降12个百分点。

房地产投资增长支撑动力近乎枯竭。

一是房地产企业难以承受土地购置费过快增长。2018年7月,房地产企业土地购置费累计完成额1.94万亿元,同比增加72.3%;而土地购置面积累计1.38亿平方米,同比仅增加11.3%。二是房地产企业债务风险不断上升。从微观杠杆率看,2018年上半年财报显示,房地产上市公司平均负债率为63.94%,同比上升了2.3个百分点,其中超过31%的房地产企业负债率超过80%。从债券到期规模看,2019~2020年,房地产企业到期债券余额分别高达3599亿元和5127亿元。三是家庭部门高杠杆风险逐渐显现。从GDP统计口径看,中国居民负债规模约46.65万亿元,占GDP的55%,加速接近全球公认债务抑制经济增长的杠杆红线。其中,居民债务

中房贷比例超过50%以上。从可支配收入口径看,2013~2017年中国家庭部门杠杆率从83.82%提高到114.85%,而同期美国家庭部门杠杆率则从107.72%下降到103.81%。四是银行对居民购房信贷支持意愿减弱。2018年二季度,居民新增金融机构人民币中长期贷款累计3.6万亿元,同比净减少1700亿元。诸多因素导致房地产投资高速增长不可持续。

双措并举抑制投资增速过快下滑

积极缓解实体融资紧张。一是完善资管新规实施细则。明确公募产品投资非标业务的期限匹配、限额管理和信息披露等监管要求。严控监管套利、违法违规的通道业务,支持符合监管要求、资金投向实体经济的通道业务。二是加快地方政府债券发行。落实财库[2018]72号文,优化债券发行程序,简化债券信息披露流程,加快债券资金拨付。三是恢复资本市场PPP投资信心。提升入库PPP项目质量,公开项目信息接受社会监督。落实发改办财金[2017]730号文,创造条件支持PPP项目专项债发行。

加快培育高质量投资机会。一是加快基建投资补短板。适度增加政府债务规模,保障积极财政资金需求,加大基建投资弥补公共设施和公共服务不足领域,加快推进区域性战略投资项目。二是引导社会资本投资制造业。出台财税金融支持政策,加快培育制造业新动能。评估供给侧结构性改革微观进展并适时调整,缓解制造业投资障碍。放宽投资准入壁垒,营造条件强化民间投资信心。三是支持房地产健康发展。加快探索房地产税,扭转地方政府卖地生财依赖症。查处囤积闲置土地,督促地产企业开工补库存。创新房地产企业拿地模式,推动城市转型发展。●

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:韩晓宇
Hxymy2007@126.com