

需高度关注跨境资本外流

□刘海影

从资本跨境流动的角度看,可以清楚地看到中国央行“8·11”汇改更多是防守性质。2016年开局之后呈现出的资本市场动荡直接与人民币贬值相关,这种波动也就会伴随2016年整年,甚至更长的时间。可以说,一个时代已经结束,另一个对所有人来说都完全陌生的时代正式登台。

此前20多年,中国一直录得双顺差,在经常项与资本项下都常年有资金流入,在资本项下的FDI也是常年巨额流入。但从2014年下半年开始,资本项下开始出现前所未有的变化,虽然FDI继续流入,但在资本与金融项下的“其他投资”却逆转出资金流出。在一季度流入178亿美元之后,之后三个季度分别流出了695、772、1239亿美元。到了2015年之后,形势继续恶化。按照如下公式,全部金融机构外汇资产变化=经常项目顺差+FDI+汇兑收益+投资收益-资金流,我们仔细计算了跨境资本流出数额,结论是惊人的。

过去20多年,中国跨境资本流动呈现周期性波动,在中国经济预期高涨时(如2011年上半年)资金呈现流入态势,而在国际金融危机期间(如2009年上半年)呈现流出态势,但大致来说处于均衡状况。这种均衡在2014年下半年被打破,流出中国的跨境资本不仅数额巨大,且呈现指数化增长之势,到2015年三季度,达到4468亿美元之巨。

另一个数据——直接投资——同样反映了局势的恶化程度。过去五年中国直接投资净流入速度为每季度510亿美元,2014年为每季度522亿美元,2015年上半年为每季度460亿美元,2015年三季度却降低到24亿美元。其中分

开来看,直接投资流入部分从前四个季度的平均774亿美元降低到2015年三季度的339亿美元,下跌435亿美元;直接投资流出部分从前四个季度的255亿美元上升到314亿美元,增加了59亿美元。

如此,虽然中国经常项目仍旧录得巨额顺差,但FDI的急剧下滑,尤其是跨境资本流出巨大,令央行外汇储备从最高点的3.97万亿美元降低到2015年9月末的3.51万亿美元。

跨境资本流动形势的骤然改变,以及人民币贬值预期的突然涌现,为中国宏观经济格局施加了一重硬约束条件:从今之后,宏观经济政策将考虑对跨境资本流动的影响,金融与货币变量也将在全球宏观平衡的格局中被约束。有了这一硬约束之后,一些经济路径被排除,而一些路径被强化。

那么,跨境资本流出有什么值得担心的地方?实际上,其经济后果主要不是体现为基础货币数量的降低。有人认为,货币当局主要依靠外汇占款(央行购汇过程中收进美元,而卖出外汇的银行得到等价人民币存款,由此基础货币得以扩张)来为银行补充基础流动性,随着跨境资本流出,银行被迫以等价人民币交换央行持有的外汇,基础货币数量降低。

实际上,央行补充基础流动性有无数种方式,外汇占款只是其中一种。只要央行等价购买商业银行持有的任何资产——不管是外汇资产还是国债、证券化资产还是信贷资产——都可以有效地为商业银行补充流动性。PSL或者再贷款等措施都在其列。可以想见,随着外汇占款数量的停滞或者降低,央行将会使用别的手段(降低存款准备金率、抵押再贷款等)来为银行补充流动性。这一问题不值得担心。

值得担心的是,跨境资本流出实实在在地降低了实体经济可以使用的资金数量。与跨境资本流出相对应,沿海一带的房地产可能被卖出,一些企业可能遭遇撤资,一些工厂可能转移到东南亚各国。就如同当初资金流入鼓励出更大的银行信贷发放一样,现在的资金流出可能导致银行收紧其信贷发放。学术研究显示,不论是发达国家还是发展中国家,跨境资本流动的波动与经济盛衰波动高度一致,跨境资金流入助推信贷繁荣,而跨境资本流出对应经济衰退。

这种情况下,央行处于与市场永不停止的战斗中,而必须随时计算自己手中的“子弹”——官方外汇储备是否充足。

这是一个得到高度关注的技术性问题。按照格都特-格林斯潘-IMF规则,一个国家适宜外汇储备规模应该能够覆盖该国短期外债,且满足管理所有内外部资产的流动性用汇需求,后者可以粗略的估算为M2的一个比例。截至2014年年底中国全部外债少于9000亿美元,其中短期债务为6211亿美元,外加M2的11%约2.35万亿美元,中国合意外汇储备余额约为3万亿美元。截至2015年三季度,中国央行持有官方外汇储备余额为3.5万亿美元,超出合意外汇储备约5000亿美元。

这一安全垫并不足够大。一方面,中国近年来对委内瑞拉、巴基斯坦、越南、非洲等提供了大量贷款,数量或超过数千亿美元,央行官方外汇储备中可以动用的数额或大幅低于3.5万亿美元;另一方面,单是2015年三季度一个季度跨境资本流出额就达到接近5000亿美元。

更重要的是,随着中国投资回报率的持续降低,中国居民将会日益感受到资产重配

的需求。从中美两国蓝筹股净资产回报率(ROE)走势比较看,2008年之前,中国ROE低于美国,但不断收窄其间差距;到2010年,中国上市公司ROE已经高于美国同行;从2011年开始,中国蓝筹股公司ROE不断下滑,与美国同行之间的差距不断加大;到2015年三季度,美国风险资产回报率比中国高40%。考虑到中国上市公司对非上市公司的综合优势远大于美国,中美整体经济的投资回报率差距更大。

之前,人民币资产可以为居民带来丰厚回报,叠加人民币升值预期,中国居民对海外资产配置过低。央行手握3.5万亿美元外债,没有任何一个投机机构是其对手,但面对千家万户的资产重配需求,央行的防守之战并不好打。这种情况下,决策者的政策空间被压缩:他们必须保证,中国国债收益率与美国国债收益率(代表安全的长期受益)之差不能低于某个阈值,以求以安全资产的收益差弥补风险资产上中国ROE低于美国ROE的损失。这个阈值的具体水平为何?无人可以断言,但千家万户的资产重配行为却会告知央行,什么样的水平是他们不能接受的。

很明显,在中国经济对金融资本市场的反馈回路中,跨境资本外流与人民币汇率是十分重要的一环,甚至可能是最为重要的一环。风险感知与偏好、企业撤账、债务链条破裂等变化可能首先引起跨境资本流动的异动,进而引发资本市场的调整,并反过来影响实体经济的运行。这种交相叠加的反馈回路,将令一个哪怕是微小的波动也有潜力酿成惊涛骇浪。决策层对此应该予以充分重视,及早做好各类风险管控的预案。(作者为经济研究人士,海影投资咨询有限公司首席经济学家)

创新集体土地入市模式 助推新型城镇化

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近期,集体土地改革明显提速。北京首宗集体建设用地将在1月15日挂牌出让,这是去年以来第7宗集体建设用地入市案例;2015年12月27日,全国人大通过允许耕地和宅基地使用权及农房所有权抵押的决议后,浙江、江苏等省市农地、农房抵押贷款陆续发放。由此,在十八届三中全会建立城乡统一的用地市场的指示下,集体范畴的“三块地”(耕地、集体经营性建设用地、宅基地),其改革思路越来越明晰。

但目前来看,集体土地改革还存在几个问题。就目前开展的如火如荼的集体建设用地入市而言,主要问题是入市的限制太多。除了要求符合规划(城乡规划)、用途管制(国土集体二元土地管理制度)、依法取得、开发项目限定于特定产业(不得开发商品房)等四项要求以外,还特别要求“占大头”的集体非经营性建设用地(宅基地、公共用地)不能开展入市试点。

目前,在全国2.5亿亩的农村存量建设用地中,宅基地占比高达70%,而经营性建设用地(主要是乡镇企业用地)只占10%,且差不多利用殆尽。如果入市仅限于经营性建设用地的话,入市改革空间有限。当然,试点主攻经营性建设用地,主要的考虑是法律阻力小。《土地管理法》规定,“农民集体所有的土地使用权不得出让、转让,但符合土地利用总体规划,并依法取得建设用地的企业,因破产、兼并等情形致使土地使用权依法发生转移的除外。”

除了法律例外的空间外,集体经营性建设用地产权关系简单,入市操作阻力也小。6宗已出让土地及北京大兴西红门地块等,或已长期闲置废弃,或集体已收回,或通过与原土地使用者洽商收回,以集体组织为主体出让,交易成本小,操作起来比较简单。而且,集体经营性建设用地入市,在各地已有过尝试。1990年起,国土部就已经在芜湖等几个城市展开试点,近年来还出现了嘉兴“两分两换”、成都的“联建”、重庆的“地票交易”以及广东省颁布实施的本省流转办法等尝试。

目前,有超过33%的农民(约2.7亿人)已经长期在城市生活,包括1.1亿“留守”人群在内,生活上基本融入城市的农民更多。同时,宅基地及农房闲置问题很严重,甚至出现大面积的“空心村”。但是,宅基地入市之所以阻力重重,主要是因为宅基地、耕地是农民的底线保障。由于城市还无法为农民提供均等化的市民公共服务,加上农民工收入水平低、就业无保障,土地是农民社会保障的“最后依靠”。2008年金融危机爆发后,曾有约2000万农民工因失业而被迫返乡。

但同时,农民工中的新生代(80、90后)占农民工总数已超过60%,而且据调查其中75%将不会再回到农村。同时,农民工“市民化”亟待降低成本。由此,笔者认为,在符合规划和用途管制前提下,可大规模实施建设用地增减挂钩的“地票”制度,即宅基地复垦为耕地后,置换出的建设用地指标可出售给城市。

2014年以来,按国土部的要求,500万人口以上的城市不再新增非生活类建设用地,但这些城市的惯性用地需求依然非常强烈。建设用地增减挂钩的“地票制”实施后,不仅大城市的用地空间增加,土地溢价收入增加,农民工也能够分享土地资本化收入。而且,农民工有了资产性收入,“主动上楼”的意愿也增加了。由此,新型城镇化的成本也就明显降低了。

财政部部长楼继伟在2016年《求是》第一期撰文,阐述六大结构性改革,其中就指出,“在具备条件的地方实行地票制,农民宅基地还耕后,集体建设用地指标变为资本,可携带入城投资创业”。这就道出了未来宅基地入市的切入点。早在10年前就开始试点“地票制”的重庆市,其实践经验显示,“地票制”让每户农民增加10万元土地资产收入。中国家庭金融调查数据显示,农民工家庭平均金融资产(包括储蓄)仅2.4万元。因此,农地原始功能的保障水平远不如农地资本化后的保障能力。

同时,宅基地复垦后,将与周遭耕地连片,形成耕地的规模化,将助推农业产业化、现代化,这种经济性地为耕地承包经营权流转创造了条件。事实上,改革开放以后,外出农民工越来越多,耕地承包经营权流转早已轰轰烈烈。以河南为例,截至2013年底,许昌市、长垣县农村土地承包经营权流转率分别达到35.4%和41.8%。

但这种经营权流转(转包、抵押)不仅要征得承包权人的同意,而且流转也仅限于集体经济组织内部。由于很多承包人常年外出打工,无法取得联系,而在集体经济组织的内部,也经常找不到流转的“下家”,于是造成了很多耕地荒芜的问题,农村也依然摆脱不了小规模、碎片化经营的状态。

如果宅基地上述流转,能解决农民工进城后的社会保障问题,那么土地社会保障功能也就该卸任了。由此,耕地承包经营权流转,不需要再仅限于本集体经济组织,可以扩展至县城或城市范围内。这样,农业产业化、规模化、现代化经营的可能性和范围就大大提高和扩展。而且,流转范围的扩大、规模化经营,也让耕地抵押、担保权能放大,农业生产中长期和规模化经营的资金投入就会增加。

由此,承包人既可将农耕地流转给规模化种植企业,也可以入股分红,这是农民工可持续收入的另一个源头。有了宅基地资产化带来的可观即期收入,再加上农业可持续收入,以及城市就业收入,农民工融入城市的主观能动性大幅提升。特别是,农民工融入城市,也意味着1.6亿“留守人群”(妇女、儿童、老人)也将相继进入城市,这才是真正的新型城市化。

GDP增长缘何与能源电力消费不同步

□厦门大学能源经济协同创新中心主任 林伯强

历史经验说明,处于城市化工业化进程中的国家,电力消费增长率、能源消费增长率和经济增长率会保持着稳定的比例关系(即刚性需求)。中国目前仍处于城市化工业化阶段,经济增长和能源消费也有着相似的比例特征,1980—2012年期间中国GDP增长和能源消费增长的关系为1:0.6,GDP增长和电力消费增长的关系基本上是1:1。

然而,近两年中国出现了GDP与能源、电力消费不同步的现象。2014年GDP增长率为7.4%,而同期的电力消费增长率仅为3.8%,能源消费增长率仅为2.2%,GDP增长超过能源增长5.2个百分点。根据目前已有的数据,2015年GDP与能源消费之间的背离将进一步扩大,GDP增长率预计为7%,而2015年1—10月电力消费增长率预计仅为1%,目前还没有2015年能源增长数据,但估计可能会接近零。因为2014年煤炭消费量占能源消费总量的66%,这意味着煤炭消费下降一个百分点,其他能源消费需要增长两个百分点。根据统计数据,2015年1—10月份煤炭下降了4.7%,这样其他能源都需要增长超过9.4%,才能使能源消费增长率高于零。这基本不可能,因此2015年GDP增长与能源增长之差可能达到7个百分点。

目前经济增长率与能源、电力消费增长率的差异,引发了西方媒体关于中国统计存在水分的报道,质疑中国经济增长率的真实性。比如花旗银行在今年5月的报告中认为,综合能源电力消费、工业产出和名义GDP的变化后,中国GDP的增长率可能只有5%。质疑者认为

以目前的中国产业结构,低能源消费增长无法支撑7%的GDP增长。

那么,以现阶段中国的产业结构,GDP增长与能源、电力增长出现较大背离可能吗?

其实,中国在1997年亚洲金融危机和2008年国际金融危机期间,也曾两次出现了能源电力消费与经济增长的较大背离。例如,2008年GDP增长率为9.6%,同期能源消费增长率为2.9%,电力消费增长率为5.6%,GDP与能源之间的缺口为6.7个百分点。对于这两次大背离,可以从“去库存”的角度来解析。工业(尤其是重工业)对危机最敏感,企业在经济危机时减少生产,但通过去库存销售支撑GDP增长,使得GDP变化不显著。由于重工业的能源消费占比大,工业企业能源电力消费大幅下降,导致比较大的背离。随着2008年国际金融危机逐渐过去,2010年能源电力消费出现强力反弹,电力需求增长超过GDP增长,这又是一个“补库存”的过程。

事实上,美国在1952年和上世纪80年代初经济进入滞胀(1981—1982)也出现过能源和GDP增长的大背离。1952年GDP增长率为4.1%,能源消费增长率为-0.6%,相差4.7个百分点;1981年GDP增长率为2.6%,能源消费增长率为-2.5%,相差5.1个百分点。应该说,经济周期可以导致GDP与能源电力增长出现大背离。

对比欧美国家处于工业化进程的产业结构,中国的重工业化更加明显。2014年中国工业耗能占69%,重工业耗能占63%。这就是说,如果重工业能源消费下降1%,其他所有行业能源消费需要增长1.8%才能抵消重工业的影响,

而服务业能源及电力消费则需要增长6.4%和5%,才能抵消重工业的影响。相比较,1980年美国工业耗能仅仅占41%,这说明中国工业耗能下降对能源需求的影响会更大。也就是说,正是因为中国目前重工业化的产业结构,使得GDP与能源电力增长更有可能出现大背离。但是,有两点需要关注:一是GDP与能源电力增长大背离是一个短期现象,除非产业结构快速调整,而这是不可能的;二是除非出现电力短缺,电力需求增速会高于一次能源增长速度。

能源需求预测是合理制定“十三五”能源战略规划的起点,当期的能源需求往往对今后的能源需求预测有很大的影响,因此正确科学的理解目前经济增长与能源电力之间的关系尤其重要。在需求低时期需要慎重能源规划,避免今后可能发生的能源短缺带来的影响。那么,对“十三五”能源电力需求展望如何?

目前中国城市化工业化进程尚未结束,根据其他发达国家的经验,城市化工业化过程中的GDP与能源电力会保持比较高的比例。美国的后工业化阶段(1950—1980年),GDP增长率为4.4%,能源需求增长率为2.4%,电力增长率为6.1%。日本的后工业化阶段(1970—1980年),GDP增长率为4.5%,能源需求增长率为2.4%,电力需求增长率为5.0%。因此,即使现在在中国进入了后工业化阶段,发达国家的经验表明,中国的GDP增长与能源电力增长还将保持比较高的比例。

目前的能源需求显然受经济放缓的影响,一旦经济企稳,将很快有一个“补库存”的需求反弹。但是由于增长理念由“量”到“质”的改变、环境(雾霾)治理、经济结构调整等,中

商业银行应充分利用资产证券化工具

风险低于非标资产。所以资产证券化的过程降低了供求双方的风险。

推动资产证券化市场配套制度建设

商业银行以资产证券化业务为抓手助力供给侧结构性改革,还应积极推动资产证券化市场配套制度的建设和优化,以做大资产证券化市场规模,为改革提供更大的“腾挪空间”。Wind数据显示,目前我国资产证券化市场余额已达4000亿元,但与93万亿元的信贷资产规模、44.8万亿元的债券市场规模及美国等发达经济体的证券化市场规模相比,仍有巨大的发展潜力和成长空间。

一是完善资产证券化监管的制度框架。2005年以来,人民银行及各监管部门推出了一系列的试点管理办法和通知,初步构成了信贷资产证券化和企业资产证券化监管的制度框架,但在建设与制度框架相配套的监督管理体系和自律管理体系方面尚需进一步加强。目前信贷资产证券化和企业资产证券化均已实现备案制或注册制发行,因此加强信息披露和优化投资人保护机制,就成为推动资产证券化市场发展的重中之重。近日,中国银行间市场交易商协会资产证券化暨结构化融资专业委员会的成立,即是在促进行业自律管理方面的最新尝试。

二是完善特殊目的载体属性的界定。特殊目的载体是资产证券化的中心环节,在法律层

面确定特殊目的载体的“破产隔离”属性,对于资产证券化市场的发展具有重要意义。在我国,由于《公司法》和《证券法》的限制,公司制的特殊目的载体在操作上有诸多障碍。以信托方式设立的特殊目的载体,在信贷资产证券化和企业资产证券化中被广泛采用,但也存在流动性较差等问题,制约了资产证券化的效率。中国银行间市场交易商协会正在研究推出信托型资产支持票据,在目前法律框架下,通过制度设计优化,可为银行间市场的资金供给大量资产证券化投资品。

三是争取相关税收优惠政策的支持。发展资产证券化产品还应考虑降低交易成本,包括避免双重征收税等问题。特殊目的载体并非真实经营实体,如果能够明确税收优惠政策,可以降低资产证券化参与主体的投融资成本,极大地推进资产证券化业务发展。按照供给学派所提出的“拉弗曲线”,合理的税收优惠可以扩大税基,鼓励投资,增加税收总量。赋予资产证券化的参与主体税收优惠,在供给侧结构性改革中具有“一巧破千军”的重要意义。

在日前结束的国务院经济工作专家座谈会上,国务院总理李克强提出要着力培育壮大“新动能”,下决心提升改造“旧动能”。商业银行应利用资产证券化这一工具加速新旧动能的转换,为中国经济的发展和结构调整加入新的推进剂和催化剂。

而获得转型发展之机,对企业而言尤为重要。而商业银行将产能过剩企业的信贷资产证券化之后,也可以重新恢复对这类企业的服务能力。

二是通过结构化方式增信,有效降低企业融资成本。资产证券化通过结构化的方式将基础资产分层,往往可以起到增信作用,降低企业的融资成本。另一方面,随着利率进入下行通道,社会融资成本将不断降低,商业银行推进证券化业务可以收取中间业务收入,弥补利息收入的不足,从根本上以最优惠的贷款利率支持实体经济。

三是通过资产证券化满足房地产行业去库存的融资需求。房地产行业是国民经济的重要支柱产业,对促进就业并推动钢铁、煤炭、水泥、建材等行业的企业产能都有极强的带动作用。从住房抵押贷款的证券化到住房公积金的证券化、经营型物业贷款的证券化甚至REITs,资产证券化已经参与到房地产行业的方方面面。银行和公积金中心房贷的持续证券化,将盘活金融机构存量资产,增强其为房地产去库存融资的能力。

四是提高金融体系流动性,防范金融风险。资产证券化对于防范金融风险更有突出作用。资产证券化将流动性较差的长期资产转化为现金,提高了资产证券化发起人的短期偿债能力,降低了财物风险和经营风险。另外,资产证券化的产成品是标准化的固定收益产品,

□浦发银行投资银行部副总经理 贾红睿

近日,国家决策层多次在不同场合强调“加强供给侧结构性改革”,落实供给侧结构性改革的措施将为“十三五”中国经济发展提供新动力。商业银行作为社会主义市场经济金融体系的重要组成部分,在资产证券化市场发挥着多重作用:既是信贷资产证券化基础资产的提供者,又是信贷资产支持证券和资产支持票据(ABN)的承销商;既是资产证券化市场中的投资人,又是资产证券化产品托管人。因此商业银行更应抓住供给侧结构性改革这一契机,持续提高对实体经济的服务效率和服务质量,促进国民经济稳健发展。

资产证券化助力供给侧结构性改革

中共中央总书记习近平对供给侧改革提出四项具体改革措施,包括化解过剩产能、降低企业成本、消化房地产库存和防范金融风险。商业银行以资产证券化业务为抓手,在以上四个方面助力供给侧结构性改革都大有可为。

一是利用资产证券化方式逐步化解过剩产能。过剩产能的化解需要一个过程,在化解的过程中逐步淘汰。产能过剩企业往往无法从银行获得新增信贷资源的支持,利用资产证券化的方式将企业优质资产的未来现金流贴现