

货币政策应保持灵活审慎

□交通银行首席经济学家 连平

今年以来,国际经济形势错综复杂,风云突变。2017年以来,我国经济运行总体平稳。为有效防控日益增长的金融风险,我国去杠杆稳步推进,已经取得一系列阶段性成果。严规范和强监管大力实施,在有效治理金融领域的乱象同时,金融收紧效应明显呈现。在非信贷社会融资规模收缩的背景下,上半年三大需求不同程度放缓,下半年经济增长仍有一定程度下行压力。当前和未来阶段,我国货币政策面临多重挑战,需要灵活审慎加以应对。

货币政策面临多方压力

在国际层面,这种挑战的性质是矛盾的。近年来,美联储按部就班加息和部分发达国家跟进,对全球资本流动和新兴市场国家货币汇率带来压力。部分拉美、东欧和中东等国家货币汇率出现大幅贬值。为应对资本外逃,部分新兴市场国家大幅提高利率。美国等发达国家货币政策的溢出效应对我国产生了一定影响。2015—2016年,人民币承受较大贬值压力,我国资本阶段性较大规模流出,其中重要的外部原因是美联储启动加息。当下人民币面临一轮贬值压力,与美联储继续加息有关。

2018年以来,美国经济增长加快步伐,一季度GDP增长达2.7%。据美国商务部数据,二季度美国经济增长达4.1%,为2014年第三季度以来最快增速。同时,通胀不断攀升,6月CPI同比上涨2.9%,创2012年以来最大增幅;失业率接近历史新低,就业达50年来最好状态。美联储大概率会坚定现有加息步伐,从而进一步收缩中美之间利差。目前,十年期国债收益率之间距离已小于0.5个百分点。可见,发达国家货币政策正常化对我国货币政策带来收紧压力。

随着外贸不确定因素增加,下半年我国出口增速可能会有一定程度下降。外贸不确定因素增加,给全球市场包括股市、债市和汇率等带来压力。在这种情况下,市场通常对货币政策的要求是相应松动,逆向调节,进行合理对冲。尤其是在未来前景扑朔迷离形势下,市场对货币政策的容忍度会有所提高。

国内层面的挑战性质也是矛盾的。去杠杆要求货币供给和融资增长相应放缓。在国际金融危机之前,我国杠杆率水平总体处在良好状态。杠杆率水平大幅上升是从应对危机、信贷投放大幅增长开始的。2009年我国信贷增长达30%以上,一年投放的信贷是改革开放以来30年投放信贷总量的近三分之一。大规模信贷投放之后约十年的货币快速增长和杠杆率攀升埋下了伏笔。为此,去杠杆不可能在朝夕之间完成,必须久久为功、持之以恒。这就对货币政策提出了持续稳健偏紧尤其不能大幅松动的要求,一旦因某种需求大幅放宽货币政策,去杠杆可能前功尽弃。

然而,上半年金融市场的变化和经济运行态势对货币政策提出了相反要求。客观来看,强监管对金融市场具有收紧效应,尤其是针对表外业务、同业业务和理财业务等方面举措的推进,导致这些业务增长明显放缓,有的则大幅收缩。

今年上半年,信贷、融资和货币增速的放缓和负增长十分明显。2018年1—6月新增非信贷融资较去年同期大幅减少2.53万亿;累计新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票合计较去年同期大幅减少约3.74万亿;广义货币M₂增速处在8.2%—8.6%的历史较低水平波动,6月末狭义货币M₁同比增速仅为6.6%,较去年末大幅回落5.2个百分点;新增银行存款少于新增银行贷款,近三年来,银行存款增速由低于贷款增速1—2个百分点,扩大到目前的近4个百分点。同时,银行加权信贷平均利率水平明显上升。2017年,非金融部门一般贷款加权平均利率较上年上升0.36个百分点,2018年3月末升至6.01%,比上年提高0.21个百分点。上半年相关数据表明,金融市场已呈现过度收紧状态。同时,基建投资大幅放缓,净出口为大幅负贡献,消费增速明显下降,PPI运行态势则由高向低。上半年宏观经济金融运行态势,对货币政策提出了逆向松动的要求。

保持货币政策独立性

当前和未来一个阶段,我国货币政策有必要保持高度独立性。在不可能三角框架下,保持我国货币政策的独立性应为当前首要政策选择。发达国家货币政策正常化和外贸不确定因素,对我国的影响不容小觑。但在内需已占主导地位的情况下,我国自

身经济的平稳运行和质量提升是至关重要的,货币政策应将稳定国内经济运行、推进供给侧结构性改革、扩内需和促转型、守住不发生系统性金融风险底线,以及满足国内其他相关的政策需求放在首位。

当下,我国资本流动格局已明显不同于2015—2016年。在发达国家针对我国收紧投资环境和国内规范管理资本流出的情况下,企业和居民对外汇需求很大程度上处于平衡状态。在外汇市场供求关系调节顺畅和基本可控的情况下,抽紧银根和抬高利率的方式不应成为应对外部挑战的主要政策选择。相反,这类操作往往是较为极端情况下的无奈之举。

在外汇市场供求关系总体保持平衡的情况下,人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定具有良好基础。在发达国家货币政策正常化和外贸不确定因素增加背景下,人民币承受了类似于其他新兴市场经济国家同样的压力。所不同的是,我国经济保持平稳增长,财政状况良好,政府债务水平基本合理,金融系统运行稳健,外汇储备充足,国际收支基本平衡。这一系列良好的内生条件决定了人民币汇率具有在合理均衡水平上保持基本稳定的基础。

目前,人民币汇率所实行的是以市场供求关系为基础,有管理的浮动汇率制,货币当局已退出常态化干预。人民币汇率在一定范围内的可控波动,有助于我国经济较好抵御和防范外部冲击,尽可能降低外部影响。未来,在国际收支基本平衡和人民币汇率基本稳定的格局下,货币当局可全力以赴针对国内经济问题精准施策。从不可能三角的视角看,当前和未来一个阶段,保持货币政策独立性应是坚定不移的首要目标,同时兼顾资本流动平衡和汇率基本稳定。

提升政策有效性

当前我国货币政策应立足于总体基本稳定、适度前瞻微调、定向精准施策和灵活相机抉择四大支点,提升和保障政策有效性。在当前和未来一个阶段,货币政策松紧两方面的需求很难分出压倒性的高低,政策尚不宜具有绝对倾向性;如大幅宽松和大幅收紧似都不应成为选项,而应在总体上保持基本稳定,除非上述因素中某些方面发生剧烈变化。下半年,最大的不确定性仍在外部,前景可能扑朔迷离、变幻难测。因此,货币政策保持灵活相机抉择的姿态很有必要。

笔者认为,由于2018年以来融资增速大幅下降、市场流动性偏紧和经济存在下行压力,当前和未来一个阶段,货币政策应前瞻性适度向偏松方向微调。鉴于控杠杆是一项长期任务,未来应避免货币供给增加和社会融资规模增长继续抬高杠杆率,引发新的金融风险。当前,适度扩内需的任务应由更加积极的财政政策来承担较为合适。因此,即使微调,也应尽可能定向施策,精准发力。

下半年,货币政策应在保持稳健基调的同时积极开展偏松调节,加大定向支持力度。为防止融资收缩过快加大经济下行压力和带来金融市场风险,建议货币当局适度增加流动性投放力度,保持货币市场流动性合理充裕和利率合理适度。从经济增长和物价等因素考量,下半年M₂增速运行在9%—10%区间似较为宜。同时,促使M₁触底反弹,明显回升。保持十年期国债收益率中枢水平在3.6%之下运行。建议年内再实施1—2次降准,以继续推动银行可用资金增加和负债成本降低。通过定向降准等措施,进一步加大对小微企业、“三农”、普惠金融等领域的定向支持力度,降低其融资成本。通过推动地方政府合理举措和银行适度提供信贷,加大对基建投资的金融支持。

经过近期的政策调整,货币市场流动性状况已有明显改善,利率水平明显走低。目前,更为关键的问题是如何推动市场流动性有效注入实体经济领域。今年以来,信贷依然保持不低增速,



视觉中国图片

当务之急是加快非信贷融资发展步伐。

当前和未来阶段,社会融资规模应保持平稳和合理的增长。为缓解银行表内信贷需求压力,建议适当增加今年银行信贷投放额度,可相应适度放松MPA考核。同时,拓展银行资本补充渠道,支持银行发行可转债和增发股票。通过货币、财政政策协调性的提升,以及更加积极的财政政策,引导资金流向先进制造和现代服务业等贷款高增长的行业。适度增加对小户型、以刚性和改善型需求为主的房地产开发贷款投放,适度增加住房按揭贷款投放,保持按揭贷款平稳增长。继续通过政策性贷款支持棚户区改造。采取针对性措施,督促地方盘活财政存量资金,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。通过以上各种手段,建议将今年信贷增速在目前的基础上提高约0.5个百分点,即达到13%左右。

在“堵偏门”,即对不规范、有潜在风险隐患(通道业务、监管套利、资金空转、高杠杆等)的非信贷融资开展治理整顿的同时,也要“开正门”。对那些真正能满足实体经济融资需求、规范合理的信托贷款、委托贷款等予以鼓励和支持,促其平稳增长,与银行信贷融资一起向实体经济提供融资的作用。

为使货币政策更加有效,笔者建议,相应采取系列配套金融监管举措,促进社会融资发展。适当放宽发债主体相关限制,进一步完善评级管理体系。以相应政策工具,为债券投资提供适度流动性支持,鼓励银行等机构投资者加大债券类资产配置力度。加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度,推动在建基础设施项目早见成效。

进一步扩大资产证券化标的资产适用范围,制定各类型资产证券化操作模式和实施环节标准化要求,简化审批和实施流程,加速推动证券化项目落地。加强市场制度建设,改变资产证券化产品市场以金融机构为主的格局,吸引更多合格投资者参与投资,从而更有效扩大投资主体,分散市场风险。

对同业和非标资产规模占比相对较大,风险管控能力相对较弱,经营管理者较为规范的大型银行,可以适度调整监管要求,如允许同业和非标资产的占比和规模有适度的增长等,避免业务规模收缩过快,加大存量非标投资退出压力。可以有选择地引导银行开展业务创新,推动同业和非标投资进入小微企业和市场化债转股等急需资金支持的业务领域,成为支撑其业务发展的重要资金来源,并进一步发挥带动其他社会资金流入的作用。

巩固完善资产证券化基础资产破产隔离机制

□渤海汇金证券资产管理有限公司董事总经理 李耀光

经过十余年的发展,尤其是过去五年的快速发展,我国资产证券化市场累计发行规模超4万亿人民币,存量规模超3万亿人民币,逐步成为资本市场重要投资品种之一,发挥了金融服务实体经济、盘活存量资产、优化资产配置的作用。

资产证券化将缺乏流动性但预期能够产生稳定现金流的资产,通过资产组合和金融技术转变为可以在资本市场转让和流通证券,其价值源自于基础资产本身,特别适合具有优质资产的企业基于资产而非主体信用拓宽融资途径。因此,资产证券化能否实现对于原始权益人(债务人、融资金人)的破产隔离就变得尤为关键。

境内的资产证券化主要可以分为两大类,以商业银行与银行业金融机构作为发行人的信贷资产证券化,以工商企业与非银金融机构作为发行人的资产证券化。前者是以信托作为载体,将信贷资产包以财产信托的方式向资产支持证券投资者进行真实买卖,资产类型与交易结构相对统一。而后者在境内的表现形式主要包括资产支持专项计划(他被称为企业资产证券化)和银行间市场交易商协会的资产支持票据,基础资产与交易结构相对丰富,资产类型对于破产隔离机制的实现产生了差异化影响。

需要说明的是,资产证券化中的基础资产“能否实现破产隔离”和“能否出表”是两个不同的论题,前者是法律关系问题,后者主要是会计判断问题。破产隔离不必然形成资产出表。

同时,资产证券化风险事件分为两种,一种是因为基础资产本身产生的风险事件;另一种是基础资产运营稳定,但原始权益人自身或其他资产风险导致的风险事件。前者的防范与管理是资产筛选、尽职调查以及存续期管理的重要内容,而后者则是破产隔离机制发挥作用的关键。

破产隔离强调的是经过资产证券化的资产权益能够被投资者所拥有,保障基础资产的定向受益,能够与其他机构实现有效隔离,不因其他机构破产而影响资产的权益归属,或者说当相关机构发生破产清算时,经过证券化的资产不应当纳入破产人的破产资产。

目前境内资产证券化基础资产类型多样,包括产权、债权、未来收

益等各种类型,对于符合物权法规定的产权与债权具有更好的破产隔离基础,而对于基于原始权益人持续运营才能存在的未来收益等基础资产,则难以有效独立于原始权益人而存在。

基础资产真实买卖是实现破产隔离的必要条件。资产证券化的主要转让方式分两种类型,一是财产信托方式,在信贷资产证券化和资产支持票据多有采用;二是资产买卖形式,资产支持专项计划购买基础资产多使用这种方式。在两层SPV(特殊目的载体)的资产证券化架构中,可能同时包含这两种转让模式。

在常见的资产买卖形式中,计划管理人代表资产支持专项计划与原始权益人签署基础资产买卖合同,购买基础资产并支付交易对价。在资产证券化实践中,资产支持专项计划通常都按照符合商业公平的公允价值向原始权益人支付基础资产买卖对价,符合《合同法》、《破产法》规定的公平交易原则。因此,只要该等资产买卖完成,资产支持专项计划的基础资产就具备了实现破产隔离的交易基础,这是实现破产隔离的必要条件。

因此,符合《物权法》规定、权属清晰的不动产权、债权(比如租赁债权、信贷资产、应收账款)等基础资产通过资产证券化,是可以实现与原始权益人破产隔离的。

未来收益难以实现破产隔离,需要探索更为完善的交易机制。对于未来收益类资产(优于未来运营获取现金流),如未来若干年过路费、污水处理费、发电收入等,属于基于原始权益人(服务提供商)与付款人(服务购买方)基于双务合同(虽未签署文字合同,但具备合同关系实质)产生的未来收益,该收益的实现是以原始权益人能够持续经营并在未来期间为付款人提供符合必要标准的服务为前提的。这类基础资产无法完整脱离原始权益人而独立存续,当原始权益人发生破产事件或其他丧失继续提供相应服务的情形时,这种未来收益可能随之消失,因此未来收益类资产难以对原始权益人实现破产隔离。

未来收益类资产证券化存在和发展的过程中,为具备未来现金流的企业拓宽了融资途径,具有其实践意义,可以研究更为完善的交易机制来探索增强破产隔离能力,如将形成未来收益的资产、人员及费用支出进行打包操作,借鉴项目融资理念,通过法人子公司等模式探

索破产隔离机制。另外,在英国等国家存在“整体业务资产证券化”业务模式,使基于未来运营收益的证券化债权人可以在该国破产法律制度获得特别保护,不过,在我国尚无充分实践。

需要说明的是,未来收益类资产证券化过程中所附属的抵押担保权益,在产品合理的情况下,是受法律保护的,因此,未来收益类基础资产进行资产证券化时须从抵押品等多维度去考虑基础资产安全性。

基于产权转让的不动产资产证券化(俗称“类REITs”)在实现破产隔离方面是健全的。不动产登记确权体系相对于信贷资产、债权、抵押权等,体系更为健全、运营稳定,并经历了20余年各类复杂司法判决的考验。

尽管我国境内符合国际标准的公募REITs尚未登台,不过类REITs型资产证券化在基础资产交易架构上基本实现了REITs所需要的不动产权交易,通过不动产资产的房地产权转让登记和(或)作为不动产资产业主的项目公司股权的工商转让登记,真正实现了入池不动产与原始权益人的破产隔离。

境内类REITs型资产证券化目前通常采取双SPV架构,资产支持专项计划通过私募基金或信托计划,一是或通过新设项目公司向原始权益人收购不动产资产,并在房管部门办理不动产转让登记,办理新的不动产权证;二是或通过直接收购原始权益人持有的不动产所在的项目公司股权,并在工商管理部门办理项目公司股权转让登记。

根据我国《物权法》及相关法律法规,类REITs型资产证券化在办理完成上述转让登记,且交易价格符合《合同法》和《破产法》并实际支付对价后,能够实现对于原始权益人的破产隔离。类REITs型资产证券化操作完成后,资产支持专项计划通过私募基金,成为项目公司的股东,项目公司真实持有标的物业的产权,并进行完善的工商登记和产权登记。在办理完成上述登记手续后,即使原始权益人发生破产,上述物业已按照符合《破产法》等法律法规规定进行了卖断,不属于原始权益人清算资产,真正实现了破产隔离。类REITs持有的标的物业对原始权益人破产隔离的实现,为我国探索境内公募REITs奠定了重要基础。

人民币快速贬值不会持续

□国开证券研究部国际宏观分析师 王鹏

今年年初至6月15日,新兴市场国家货币对美元纷纷急剧贬值,土耳其、阿根廷货币贬值幅度高达30%以上,南非、巴西、俄罗斯等国家货币贬值幅度也达10%左右,欧元兑美元2月至今贬值幅度达5.88%,而人民币兑美元贬值幅度仅为2%左右。相对其他非美货币,人民币表现出了较为坚挺的走势。但是,6月15日以来由于全球贸易保护主义升温引发市场恐慌情绪上升,人民币汇率呈现出相对于其他非美货币对美元的“暴跌”走势。

从中美经济基本面对比、我国自身国际收支状况、汇率制度考量及市场贬值预期等因素来看,当前人民币汇率贬值主要受市场情绪影响所致,其他基本面因素并未发生较大变化。因此,本轮人民币快速贬值不会持续。

从中美经济基本面对比来看,本轮人民币汇率贬值的深层因素来源于今年中美利差的收窄。以AAA等级3年期信用利差为例,2018年以来,中美企业信用利差从1.75个百分点缩小至0.71个百分点,缩小的原因主要源自美国经济基本面稳固及通胀预期如期上行致美国债券收益率上行,另一方面原因来自我国去杠杆背景下债券收益率下降。同样,其他非美经济体均出现对美利差急剧缩小。美国与非美经济体(包括中国)利差的缩小,导致了非美经济体资本净流出。非美经济体资本净流出客观上导致了非美货币兑美元的贬值,这与2017年的非美经济体与美国利差扩大正好相反。2017年,以墨西哥比索为代表的新兴市场国家经济企稳及其汇率持续上涨,美、欧、日三大国际货币持续流入新兴市场国家。彭博数据库资料显示,2017年,流入新兴市场套利交易的回报率约为12%,表现在汇率上,美元指数全年下跌幅度高达9.89%。

从国际收支上看,与美联储退出量化宽松和我国2015年“8.11”汇改时期相比,当前我国国际收支状况比较安全,资本呈现净流入状态,资本外流总体可控。2014—2015年,我国金融账户逆差分别为1691亿美元和915亿美元,而2016—2017年为顺差275亿美元和570亿美元。2014—2015年,我国外汇储备在3.99万亿美元降至3万亿美元左右,而2016年以来,我国外汇储备始终维持3.1万亿美元左右的规模。由于2014—2015年“美元化债务”过程较为充分,因此,当前造成人民币贬值压力的跨境资本流动规模与2014—2015年或不可同日而语。

在2005—2016年的11年间,人民币汇率经历了“一个完整的上涨和下跌周期,人民币大幅波动的市场化程度正逐步形成。监管部门既不会主动干预人民币贬值,也不会短期人民币贬值加剧时轻易“保汇率”,除非形成贬值的一致预期,否则人民币汇率由市场决定是我国汇率形成机制的一贯方向。

从汇率制度安排来看,虽然人民币兑美元汇率贬值,但2018年1月—6月14日,人民币升值指数却升值1.71%。2015年12月推出的人民币汇率指数,就是为摆脱人民币兑美元汇率的依赖,从制度上淡化人民币兑美元汇率的单边预期,丰富人民币汇率形成机制。因此,监管当局除关注人民币兑美元汇率,也注重人民币汇率指数的变化。在关注人民币对美元汇率波动的同时,也会关注人民币汇率指数的变化。

从市场投资者交易来看,经历了2005—2016年人民币汇率的大起大落,投资者对于人民币汇率的波动有了较为深刻的认识,对于持续而快速的单边波动不再存有侥幸心理,而是会理性地采取套期保值等措施。因此,随着市场投资者认知成熟度的提高,人民币持续单边波动的可能性大为减小。因此,人民币汇率下跌或不会超过2016年年底6.97的水平,人民币汇率双向波动较2005—2016年相比,或呈收敛趋势。

从贬值预期看,当前离岸与在岸人民币汇率价差始终维持在400个基点之内,与2015年底至2016年初的1000基点相比差距较大,且从持续时间来看,近三年来400基点左右的价差持续较短,因此,无论从价差程度还是持续时间来看,当前人民币贬值预期程度也不可同2015年相比。

对于未来人民币汇率走势,笔者认为,无需过分关注人民币对美元汇率的价位问题。当前监管层可能更多地关注人民币的贬值预期及国际收支平衡问题,而不是具体的人民币汇率价格点位问题。关注美元兑人民币汇率的价位或仅仅是观测和调控人民币贬值预期及国际收支平衡的重要手段。由于当前人民币结售汇状况相对平衡及通过中间价引导市场预期仍然有效,人民币汇率贬值是总体可控的。从当前“要么人民币对美元双向汇率贬,人民币汇率指数稳定,要么人民币对美元双向汇率稳定,人民币汇率指数贬”的节奏,可以看出,人民币的价位主要是由市场决定,而市场决定的人民币汇率价格往往存在一定程度的超调,因此,过分关注价格的点位或许意义不大。