防风险要与支持实体动态平衡

引导影子银行良性发展

□盛松成

中国杠杆率过高的问题在近些年引起了人们的广泛关注。分部门来看，我国政府、住户部门债务风险总体可控，而企业部门杠杆率偏高。随着金融去杠杆取得成效，实体经济也开始了去杠杆进程。目前，我国宏观杠杆率过快上升势头已得到初步遏制，结构性去杠杆也取得积极进展，企业杠杆率有所下降。7月31日，中央政治局会议明确要求，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，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机。近日召开的国务院金融稳定发展委员会第二次会议也研究了坚持结构化去杠杆的问题，并重点研究了进一步疏通货币政策传导机制、增强服务实体经济能力的问题。事实上，金融防风险与服务实体经济本质上并不矛盾，从长期和全局看，两者甚至是相辅相成的，应有机统一、动态平衡。

一、我国结构性去杠杆取得积极进展

首先，我国宏观杠杆率上升速度明显放缓，2017年全年上升2.7个百分点至250.3%。从部门对杠杆率的贡献来看，企业和政府部门杠杆率有所下降。2017年，企业部门杠杆率为159%，比上年下降0.7个百分点，是2011年以来首次下降；2012-2016年，企业部门杠杆率年均增长8.3个百分点。2017年，政府部门杠杆率为36.2%，比上年下降0.5个百分点；2012-2016年，政府部门杠杆率年均增长1.1个百分点。尽管居民部门杠杆率在2017年有所提高，从2016年的51.1%提高4个百分点至55.1%，但增幅已经开始放缓，比2012-2016年年均增幅略低0.1个百分点。

其次，金融去杠杆成效显著，影子银行风险得到初步治理。根据穆迪发布的《中国影子银行季度监测报告》，2017年我国影子银行资产增长近乎停滞，年底时的总规模为65.6万亿元，而2016年底为64.5万亿元。值得一提的是，2017年全年名义GDP增速自2012年以来首次超过影子银行资产增速，影子银行资产在GDP中的比例从2016年86.7%的峰值降至79.3%。

未来我国宏观杠杆率有望进一步趋稳。随着地方政府举债的更加规范、透明，房地产和地方政府融资平台债务将得到有效控制，这将进一步降低政府部门和企业的杠杆率。而继续严格调控房地产市场也有助于我国住户部门杠杆率趋于稳定。

二、理性看待实体去杠杆

在实体去杠杆过程中，信用事件的发生几乎是必然的，应理性看待，冷静应对。信用事件频发，既有企业的内部因素，也会受到融资环境变化的影响，甚至还有突发事件带来的不可控因素。由于企业自身经营不善导致的违约，是市场出清的正常过程。但同时应尽可能避免由于融资环境趋紧和银行风险偏好下降触发违约的风险。既要从严对待房地产加杠杆、区别对待地方政府融资平台债务，又要对企业正常的融资需求给予更多支持。

尽管我国信贷供应向银行表内的回流帮助弥补了影子信贷供应的减少，但银行信贷承接影子信贷收缩的规模是有限的，因为银行面临自身资本和流动性的限制，同时银行贷款审批流程比较严格。很多信用状况较弱、对影子信贷依赖性较高的边际借款人在趋紧的信贷环境下，面临较大的再融资风险。

从防范风险的角度看，银行贷款并不能满足企业所有的融资需求。而近期人民银行发布的数据显示，上半年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模增量的96.3%，这意味着在所有融资渠道中，实体经济仅能依靠人民币贷款融资，其他融资工具、融资渠道几乎都没有得到利用。即便在本世纪初，人民币贷款在社会融资规模增量中的占比也还不到92%。尽管人民银行通过定向降准等方式支持小微企业融资和市场化债转股，然而受信用事件多发影响，目前银行的风险偏好已经大大降低。这恐怕也是近期货币市场的流动性宽松难以缓解实体经济资金紧张的原因之一。要正确处理表外融资与表内融资的关系，在符合监管要求和风险防控的前提下适当保留表外融资，增加企业（尤其是小微企业）的融资渠道。当前未贴现银行承兑汇票大幅萎缩，而未贴现银行承兑汇票实际上就是银行为企业融资提供的担保，往往反映了企业的正常融资需求，尤其小微企业的融资需求。

影子银行实际上是中性的。它是现代市场经济条件下的现实存在、现实反映，实际上不仅在中国有，在其他国家也都有。就我国而言，影子银行既是市场主动突破金融压抑的尝试，在满足实体经济的投融资需求、丰富金融产品供给、推动利率市场化等方面发挥了积极作用；又反映出我国金融发展面临的诸多困惑，因为伴随着影子银行业务发展产生的监管套利、业务运作不够规范、投资者适当性管理不到位、信息披露不充分等问题，道德风险和金融体系的脆弱性也加剧了。我们既要看到它的实际作用，也要看到它的风险所在，要积极引导影子银行向好的方向发展。

三、金融防风险应与服务实体经济有机统一、动态平衡

事实上，金融防风险与服务实体经济本质上是统一的。去杠杆既需要控制债务增量，也需要企业、财政和居民收入的增长，而后者要求金融更好地为实体经济发展服务。如果金融不能服务好实体经济，最终自身的风险也无法避免。美国当年次贷危机的教训仍历历在目。

我国最近一轮房价上涨的一个突出特征就是房价增速与经济增长出现背离——GDP增速从2014年12月的7.2%下降至2016年3月的6.7%，而同期房价同比增速反而从5.6%上升至18.3%。高房价使居民的购房负担加重，对居民消费产生挤出效应；房地产业的高回报率使资金向房地产业集中，实体企业融资困难，对实体企业产生挤出效应。

值得欣喜的是，我国宏观政策正朝着金融防风险与服务实体经济动态平衡的方向发展。

首先，坚决防控信贷资金脱实向虚。日前，中央政治局会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题”“坚决遏制房价上涨”。中央对房地产调控的坚决态度，有助于资金配置脱虚向实。

其次，强调货币政策传导机制的疏浚工作。国务院金融稳定委员会第二次会议对进一步打通货币政策传导机制提出了具体工作要求，重点是处理好稳增长与防风险的关系，为实体经济创造新的动力和方向，增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内生动力。

第三，进一步深化小微金融服务。近期，人民银行会同相关部门印发《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，明确要增加小微企业贷款户数，扩大小微企业贷款投放，适度降低小微企业贷款成本，建成为小微企业贷款的商业可持续长效机制。为此，央行安排增加支小、支农再贷款和再贴现限额各500亿元，合计1500亿元，同时将商业银行单户授信500万元以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利的合格抵押品范围，支持盘活信贷资金1000亿元以上，将小微企业贷款资产支持证券基础资产由单户授信100万元以下放宽至500万元以下等。随着一项项举措落地，金融服务实体经济的成效将会不断显现。

第四，积极创造良好的货币金融环境。为进一步有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级，近日，人民银行与银保监会、证监会共同研究制定了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》。该通知明确公募产品在满足期限匹配、限额管理、信息披露的监管要求的前提下，可以适当投资非标资产，且过渡期内金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求。此外，《通知》在支持非标回表方面也做出了相应安排，一是MPA考核时将合理调整有关参数，二是支持商业银行通过发行二级资本债补充资本解决占用资本问题。

下一步，金融机构应认真落实相应的政策措施，监管部门应密切关注、跟进评估政策实施效果，努力实现金融防风险与服务实体经济的有机统一和动态平衡。

（盛松成系中国人民银行参事、调查统计司原司长）

中证指数获评中国市场“最佳ETF指数供应商”

日前，中证指数有限公司凭借优异的指数研发能力和市场服务水准，在《财资》杂志“2018年3A亚洲ETF大奖”评选中，获得中国市场唯一一个“最佳ETF指数供应商”殊荣，这是该公司第三次获得这一奖项。同时，该公司编制的“上证上海改革发展主题指数”和“中证平安5-10年期国债活跃券指数”获评仅有的两个最佳创新指数奖项。

连续3年获评中国市场“最佳ETF指数供应商”，表明中证指数的市场影响力以及推动指数化投资发展与创新的力度得到了专业机构和投资者的肯定。

获评《财资》最佳创新指数奖项的两个指数，是中证指数公司分别于2015年8月和2017年10月发布的。上证上海改革发展主题指数主要围绕金融中心、自贸区、国企改革等相关本地主题，从相关受益板块中选取最具主题代表性的本地股组成指数样本股。而中证平安5-10年期国债活跃券指数则是国内首次以流动性为主要评价指标进行样本券选择及权重计算的债券指数。

《财资》杂志是面向全球发行的专业类财经杂志，在业内具有较高的权威性。（周松林）

预期改善 人民币趋稳渐成共识

（上接A01版）市场人士说，在全球经济发展不平衡背景下，参考一篮子货币而不是单一盯住美元，有利于保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。作为人民币实际有效汇率的“锚”——CFETS人民币汇率指数与人民币兑美元汇率近期大幅下跌，若人民币汇率贬值预期进一步恶化，对中国经济不利影响可能逐步显现。

汇率预期趋稳成共识

近期人民币兑美元及兑CFETS货币篮子出现双贬值现象，是2016年初引入CFETS货币篮子之后首次出现的情况。

对于这一现象出现的原因，平安证券宏观固收组陈骁团队认为主要有四点：一是中美经济增长表现分化；二是中美货币政策取向分化；三是外贸前景不确定性加大，外贸顺差或承压，而中国股市波动加剧，不利于境外资金流入；四是这轮贬值中，没有明显看到外汇干预的迹象，汇价走势对市场供求及情绪等因素反映比较充分。

分析人士认为，考虑到本轮汇率波动与中美经济相对增速、中美货币政策周期及全球贸易形势等因素有关，人民币可能仍有一定贬值压力，但政策信号显然有利于汇率波动收窄。

“年内中间价破7概率进一步降低，人民币企稳近在眼前。”在央行调整外汇风险准备金率后，有机构点称。

市场人士认为，央行启动外汇风险准备金工具所表达的态度比工具本身可能更重要，尤其央行在公告中表示，根据形势发展需要采取有效措施进行逆周期调节，维护外汇市场平稳运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

“央行有足够的政策工具维持国内外汇市场供求平衡和稳定市场预期。”招商证券宏观谢亚轩团队称。

大资管时代 券商寻找发力点

（上接A01版）“银信证等机构今后要在统一监管框架下开展业务，从以前的上下游关系向竞争关系转变。接下来发行的产品，会集中在各类策略下的小集合产品，更多面向机构客户销售。”

另一位券商资管人士将资产证券化业务视为券商资管接下来的发力重点。这位人士表示，现在资管新规对金融机构投资非标资产进行限额，但未完成项目的融资需求仍存在，需新的融资途径。资管新规“豁免”了资产证券化业务，为金融机构业务转型、非标转标提供机遇。

某券商资管人士表示，券商有必要申请公募牌照。资管新规提高私募产品合格投资者门槛，对券商资管客源带来影响，券商可通过开展公募业务填补客源流失。在各类资管机构同台竞技趋势下，券商不仅要服务于银行资金和高净值客户，还要面向大众投资者。在拥有公募牌照后，券商产品线将更完善，能更好地为大众投资者提供财务管理服务。资管新规提出净值化管理要求，券商资管可通过公募业务开展，培育资管团队净值管理能力，并逐步运用于私募业务上。

破除刚兑 主动管理能力优

在资管行业统一标准、统一要求后，各机构站在同一起跑线上。在主动管理业务方面，券商资管优势明显。

“我所在公司在尽调和风控方面非常严格，而且风控不是被动的，是主动提升标的盈利能力以降低风险。”薛保谦表示，“举例来说，我们的某个非标产品投资标的是房地产项目，不同于传统风控，我们会参与到企业运营中，提前降低标的项目发生风险的可能。在我们的参与和牵线下，把此房地产项目引进到知名地产商，提升这个房地产品质并吸引更多客户，有利于项目回款，同时降低产品风险。”

某券商研究人士告诉记者，在“后刚兑”时代，非银机构要管理好投资者预期：一方面要加强信息披露，主动向投资者提供还款来源、底层资产、所投资行业等信息，充分揭示资管产品风险；另一方面要充分了解投资者流动性需求和风险承担能力，向投资者推荐适当产品。此外，销售终端考评体系不得单纯把销售额作为考核指标，以防通道业务死灰复燃。

这位研究人士认为，资管机构应着力提升投资管理能力，为产品设置足够多的安全垫措施，有效实现资产和资金的对接。券商资管在主动管理方面优势明显，主要体现在三个方面：

首先是标准化资产投研能力。投研团队可为其跨市场、跨产品、跨行业大类资产配置提供支撑，尤其是在标准化投资上经验丰富。

其次是后台支持能力。券商通过开展主经纪商服务，为客户提供交易服务、融资服务、资本中介、运营及风控等全方位支持。

第三是资产筛选与定价能力。券商投行、直投、另类投资部门与实体产业、政府融资平台有较为紧密的联系，可较为准确地把握整个产业链资产，从中筛选出具有长期投资价值资产，给予合理的风险定价，包装成适当产品。

曾彤：发挥资本市场作用推动普惠金融发展

□本报记者 徐昭

证监会办公厅副主任曾彤5日在首届中国普惠金融创新发展峰会上表示，资本市场在实施普惠金融，尤其是在打赢脱贫攻坚战中具有一定的特色，发挥了独特的作用。用市场化机制将资本、产业发展的元素汇聚到贫困户，用市场的力量将资源禀赋化为生产要素，是发挥资本市场作用推动普惠金融发展的宗旨。

曾彤说，党的十八大以来，证监会积极探索资本市场的普惠金融功能与机制，发挥证券期货行业优势，以制度创新为动力，以精准扶贫为手段，形成了多层次、多渠道、多方位的精准扶贫格局，为全面建成小康社会提供了有力资本市场支撑。

一方面，证监会以精准扶贫为着力点，制定和实施了一系列政策和举措。一是出台IPO“绿色通道”政策，加快贫困地区融资步伐。二是发挥债券市场作用，为贫困地区发展“造血”。三是积极推动证券期货行业力量广泛开展“一对一”帮扶行动。四是引导上市公司因地制宜加大产业扶贫力度，提升贫困地区可持续发展能力。

另一方面，证监会积极探索开发了一批普惠性金融产品与金融工具。一是积极开发期货新品种，提升广大农业地区参与市场经济的能力。二是创新期货扶贫新模式，稳步扩大“保险+期货”试点。三是推出信贷新产品，解决贫困地区企业融资难、融资贵问题。

专家建议完善普惠金融监管工具箱

□本报记者 陈莹莹

多位专家和业内人士在5日举行的首届中国普惠金融创新发展峰会上表示，中国普惠金融创新呈现出许多新特征，有关部门应加强研究普惠金融发展过程中的消费者保护，尽快建立完善金融消费纠纷第三方调解机制。同时要健全风险防范和监管体系，完善普惠金融监管工具箱。

会上发布的《中国普惠金融创新报告（2018）》认为，过去几年，中国普惠金融创新呈现出许多新特征：一是产品和服务日益丰富；二是参与主体更加多元化；三是中国近年已发展成为全球金融科技领域的领头羊；四是普惠金融商业模式不断创新。

在建行副行长张立林看来，金融科技程度提高，提升了银行的数据整合能力，银行对金融需求的判断有了很大提升。

浙江碳银创始人俞兆洪建议，充分利用互联网、大数据、人工智能、区块链等数字技术，降低金融需求获取、风险识别及管理的成本，同时应鼓励、支持和规范第三方金融服务外包，达到降本增效的目的。

中国银保监会普惠金融部副主任冯燕表示，下一步银保监会将致力普惠金融体系建设：一是优化供给体系，构建竞争性普惠金融供给格局；二是创新产品服务体系，强化需求导向的产品服务创新，突出服务适当性和需求匹配性；三是强化政策环境支撑体系，加快推动相关领域立法，补齐制度短板；四是健全风险防范和监管体系，强化金融机构风险防范的主体责任，完善普惠金融监管工具箱，加大中央和地方之间、监管部门之间的统筹协调力度；五是完善消费者教育保护体系，加强信息披露和市场透明度建设，打击逃废债、“老赖”现象，健全消费者权益保护制度办法。

《报告》建议，充实基层监管力量，切实加强行为监管，营造公平、透明及有序的农村金融市场环境，有效保护金融消费者合法权益。加快建立完善金融消费纠纷第三方调解机制，为广大消费者提供便捷的维权渠道。

资本吃紧 中小银行再临补血难题

（上接A01版）近日，南京银行定增计划意外被否引发市场热议。从一季报来看，截至3月末，南京银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为12.79%、9.41%和8.09%。

除南京银行外，近日多家中小银行再融资申请纷纷获得通过。贵阳银行、宁波银行近日公告非公开发行优先股申请获得证监会通过。

张家港行7月24日发布公告，公开发行A股可转换公司债券申请获得证监会通过。年报显示，2017年末该行资本充足率、核心一级资本充足率及一级资本充足率均较去年有所下降。

进一步创新优化融资工具

当前，银行资本补充工具主要有IPO、可转债、定增、优先股、二级资本债、资本补充债券等。业内人士表示，银行应结合自身情况，充分运用各类资本工具，同时应进一步创新优化融资工具，为资本补充创造良好条件。

从IPO看，武雯介绍，在A股上市对提升境内企业知名度有很大帮助，还能帮助企业平衡或规避汇率风险。无论是上市周期或者成功率看，港股优势都比较明显。所以，选择A股还是港股主要还是看企业融资需求，看企业注重的是收益率还是审核时间等因素。

当前，可转债由于成本相对较低，备受小银行青睐。国信证券研报指出，可转债票面利率处于0.5%-2%的低水平，而其他融资工具成本都在4%-5%以上。可转债转股后可直接充当股本金，补充核心一级资本。

今年以来，监管部门明确表示支持银行探索资本工具创新并拓宽资本工具发行渠道。央行近日发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》提出，为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。

另外，银行除借助外源性资本补充工具外，内源性补充同样重要。武雯建议，银行补充资本主要还要靠其内生利润增长，银行可通过发展轻资本的零售、中间业务收入等来提升自身盈利水平。

孔祥表示，在内生增长方面，若净资产收益率（ROE）能保持在15%，每年资本补充率或在10%-12%之间。

物价温和内需强劲 7月经济料保持平稳运行

□本报记者 赵白执南

专家预测，7月经济运行料仍保持稳定。物价保持温和，CPI可能小幅上升，PPI预计高位回落，两者剪刀差有望收窄。内需料支撑经济平稳运行，投资、消费数据可能与上月持平，固定资产投资增速预计维持6%，社会消费品零售总额仍有望保持9%增速。

通胀料保持温和

专家预测，CPI同比涨幅小幅高于上个月，或为2%。PPI可能高位回落，CPI、PPI剪刀差料有所缩小。

中金公司固定收益部董事总经理、分析师陈健恒预计，CPI同比增长略高于1.9%，是由于7月翘尾因素较低，且新涨价因素较高。其中，食品涨价较为明显，预计环比增长1.25%左右。蔬菜价格上涨主要可能是受到全国高温和降雨天气影响，28种重点监测蔬菜月内涨价12%，22个省市猪肉平均价格涨幅达7%。

非食品方面，国金证券首席宏观分析师边泉水预计，前期国际原油价格上行较多，交通工具用燃料价格可能上升，教育、医疗服务等价格仍保持上涨。综合来看，非食品价格料上行。

PPI方面，国泰君安证券研究所全球首席经济学家花长春预计，综合多项价格涨跌，再考虑到去年同期PPI基数有所抬高，7月PPI同比可能回落至4.5%。螺纹钢价格环比持续上涨，同比增速较上月下降。动力煤价格环比大幅下降，同比增速也较上月下降。原油价格先降后升，整体呈稳定态势，同比增速较为稳定。商务部大宗商品价格指数下降，环比小幅下降，同比增速放缓。

华泰证券宏观首席分析师李超预测，今年PPI增速中枢可能较去年显著回调，而通胀中枢则可能温和回升，全年PPI、CPI之间的剪刀差收窄将是大趋势。由于下半年基建投资可能温和上升，从而拉动钢铁等行业价格上升，PPI环比增速未来有望重新反弹。

内需支撑经济平稳运行

专家认为，外部环境发生变化，可能对净出口造成一定冲击。预计在稳定出口的同时进一步扩大进口，促进贸易平衡发展。

国家统计局局长宁吉喆日前表示，内需已经成为拉动经济增长的绝对力量，而内需当中，消费对经济增长的贡献持续提升。

花长春预计，7月固定资产投资增速会维持在6%。这是由于房地产投资增速仍将维持，基建投资增速放缓态势有所改善。制造业方面，受到外部环境影响，企业可能对未来外需的预期边际上更悲观，从而在投资方面更谨慎，制造业连续3个月的显著回升态势可能有所放缓。

房地产投资方面，陈健恒表示，在调控政策与房地产企业内部现金流趋紧背景下，土地市场成交转淡，但房地产企业仍然保持较低库存水平，销售和建设速度较快。“坚决遏制房价上涨”政策背景下，可能会扭转市场预期，进而影响房地产销售和投资。此外，今年北方地区天气更加炎热，可能导致新开工面积同比延续下降。

基建投资方面，东方财富Choice数据显示，7月地方债发行规模达7569.54亿元，低于去年同期规模。陈健恒认为，地方债发行进度慢于预期，7月基建投资提升应该不大，但随着后续补短板持续进行，西部地区基建投资可能有所提升。

消费方面，专家预计，7月社会消费品零售总额增速可能维持在9%甚至更高。李超认为，社零同比增速在7月会较前值回升0.6个百分点，达到9.6%的增速。这是由于二季度以来工业企业利润增速有所回升，对后续居民消费有支撑。汽车消费同比回升，石油及制品类消费增速维持较高。另外，因为医疗、居住等服务类消费保持稳定增长。今年消费仍将对GDP形成稳定支撑。