

■ 高端访谈

东兴证券首席经济学家张岸元:

# 汇率是影响金融市场稳定关键变量

□本报记者 李刚

中国证券报:如何看待接下来的人民币走势,可能产生影响的不确定因素有哪些?

张岸元:当前国内金融稳定所面临的压力,远大于实体经济层面外贸不确定因素所带来的实际影响。从近几个月的情况看,汇率已经成为影响国内金融市场稳定的关键变量。

眼下人民币汇率面临的内外环境,不会比1998年亚洲金融危机期间更加凶险,当年我国可以公开承诺人民币不贬值。当前,按照现有外汇管理制度、汇率形成机制以及外汇储备,人民币汇率理应可以更加平稳运行。如果要守住人民币兑美元汇率7这一重要心理关口,就必须远离7,不能等到6.95再出手干预。而年内人民币汇率应维持在目前6.8左右的水平上,有利于国内金融环境稳定。

## 人民币汇率可更平稳运行

目前不确定因素主要有两方面。一是美元指数急速上升。美国经济处于较好的周期位置,目前增长态势至少会保持到年底;三季度美联储加息是大概率事件,届时若美元指数快速上升,势必加大对人民币的压力。今年以来,美国针对诸多经济体发起贸易摩擦,结果至今外贸逆差居高不下,看不到任何平衡贸易的成效。这种情况下,美国可能会继续弱化美元指数走强的趋势。

二是外贸不确定因素加剧的影响。9月初,外贸不确定因素增加,国内市场预期会遭受新一轮冲击。所幸的是,与近期汇率暴跌的一些新兴经济体不同,中国境内资本主要掌握在居民手里,不存在国际资本大规模撤出、回流发达经济体的现象。既然中国居民的跨境资产配置行为是影响汇率的重要因素,管理当局就能够通过资本项目管理影响外汇供求,进而实现汇率稳定。

中国证券报:逆周期调节因子将在多大程度上影响汇率?如何处理汇率市场化改革和外汇市场发展之间的关系?

张岸元:围绕逆周期调节因子,市场机构此前有大量实证研究,也倒推过各种计量公式。这些计量公式分析的结果有时候非常显著,有时候非常不显著。我理解,当前市场环境下,深究该因子究竟是如何构成的,没有太多实际意义,毕竟这个因子要“逆”的不是经济周期,而是变幻莫测的市场预期。从逆周期因子过往运行的效果看,该机制扭转市场汇率走势卓有成效。未来,该因子也会继续发挥关键性作用。

汇率市场化改革需要以发达完善的外汇市场为基础,而市场发展不是一两天的事。外汇市场的中间价形成机制和做市商制度改革是根本,在此之后,市场才可能有足够的深度广度和活跃度。

## 流动性方式双轨化

中国证券报:如何看待保汇率还是保储备的观点?

张岸元:这是一个伪问题。建立外汇储备难道不是为了应付不时之需?美元储备是“钱”,为干预外汇市场,抛出美元、买入的人民币也是“钱”,储备并没有因干预市场而“损失”掉。当前中国持有全球27%的官方外汇储备,经常项目顺差、FDI流入多年稳居全球前列。因此,这种情况下讨论储备和汇率没有意义。

近期,管理当局采取了一些无需用储备的稳定汇率措施,如提高外汇风险准备金率至20%、限制自贸区账户人民币流出

等。这些措施能起到阶段性效果,逆周期因子重新启动后,中间价的稳定必然需要储备的投入相配合。与所有金融市场一样,外汇市场也是边际定价,边际上的空头规模非常有限。在离岸市场,选择重要时间点,采取综合措施影响汇率走势能够起到性价比比较高的效果。

中国证券报:如何协调汇率市场化与货币政策之间的关系?

张岸元:人民币汇率走势与国内货币政策运行之间存在复杂的逻辑关系。

利率方面,按照利率平价关系,为保持人民币兑美元汇率稳定,国内应跟随美联储加息,保持与美元的无风险利率差大体稳定。但国内经济下行压力、解决融资难融资贵问题、地方债务滚动等,都要利率稳中有降。在中美利差缩小情况下实现汇

率稳定,存在一定困难。

流动性方面,今年央行重启传统的降准工具。这一举措市场起初很不理解,认为与去杠杆政策相左。而站在更为宏观的立场看,降准则是大势所趋:按照当前经济增速,我国合理的存款准备金率也就5%、6%,现行准备金率至少可以降十个百分点。大量采取降准方式向市场提供流动性,间接导致无风险利率下行,进而会形成新的贬值压力。因为MLF、SLF、TLF等政策工具利率比存款准备金利率至少高1.5个百分点以上,客观上为无风险利率设定了下限。在这种情况下,我们看到央行流动性方式的双轨化:一方面继续提供MLF,满足市场流动性需求,设定无风险利率下限;另一方面降准,但专款专用,引导低成本资金进入特定领域,避免大水漫灌。

## 市场化改革条件仍不成熟

中国证券报:如何看待深化汇率市场化改革的窗口期?

张岸元:市场化改革无疑是未来发展方向。但在不合适的时间和场景下,即便动作正确,也可能导致谬误。关于汇率市场化改革的理想窗口期,理论上没有现成的描述。在我看来,最为关键的条件当前都有待完善。一是对国内各主要金融市场的风险要有足够估计。二是资本项目管理面临的压力并未舒缓而是更加严峻。三是市场单向贬值预期仍未消退。

发挥市场在汇率形成中的作用并不复杂。市场建设方面,国外主要外汇市场有非常成熟的模式和经验,只要有选择地吸收借鉴即可,并不需要搞出太多特色创新,关键是如何对有形之手加以约束。

监管部门对无还本续贷界定严格的范围和规则,只有少数优质小微企业无还本续贷可以列入正常贷款。无还本续贷也不是永续贷,核心是实现企业周转性资金“无缝衔接”,贷款期限和企业还款能力期限相匹配,逐步收回贷款。

目前主要矛盾是无还本续贷政策尚未完全落到实处,许多符合条件的小微企业仍被挡在政策门外,仍饱受续贷慢、高息过桥之苦。主要原因:一是有有的银行信贷管理系统仍然“一刀切”,将新贷款结清老贷款等无还本续贷情形自动划入关注类贷款,影响基层行开展业务的积极性;二是有的银行工作人员对无还本续贷政策学习认识不够,影响到政策落实;对目前我国直接融资不发达、企业周转性流动资金主要依靠银行短期贷款的国情认识不足,金融服务实体经济和银企双赢意识不强。

笔者认为,当前应坚持问题导向,认真学习领会无还本续贷政策,在防范风险、符合条件前提下,积极利用无还本续贷政策解决企业过桥成本高和续贷时间长问题。有关银行应落实监管政策,尽快改进完善信贷管理系统,列入企业新贷款结清老贷款等情形,符合条件的列入正常贷款,解决无还本续贷“肠梗阻”问题。商业银行要牢固树立金融服务实体经济意识,借鉴发达国家和地区经验,利用无还本续贷政策改进金融服务,缩短资金接续间隔,降低企业融资成本。

## 完善监管体系 规范发展住房租赁市场

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近期,部分地区租金快速上涨、“租房贷”违规等,让租赁市场成为房地产管理的焦点。北京、上海、深圳等城市相继从控制租金涨幅,严打“租房贷”、整治从业者等各方面出台政策措施。在一些热点城市,“先租后买”已是消费定式,租房人群超过买房人群。因此,租房应是更被关注的民生事项。租房生活消费的特性,决定了房租上涨会导致CPI上涨。自2002年有统计数据以来,CPI中房租月同比增长3.32%,而同期CPI月均同比增长2.8%。

房租上涨不仅冲击其他消费支出,还通过基础成本上升,传导至生活消费价格上涨。从去年以来,大宗商品中的白酒、黑白家电普遍提价,再到近期家政服务 and 家装建材涨价,人工、仓储、门店等前期沉淀成本上升是主要原因,而这些成本上升与房租上涨直接相关。相比有房者,租房者是多为25-35岁的年轻群体,这类群体有两个特征:一是边际消费倾向高,二是创业和扎根城市的愿望强。据易居研究院报道,2017年北京等20个大城市房租收入比在30%以上,尽管与发达国家大城市“居不易”的状况差不多,但房租只是生活消费的一部分,我们在其他领域的支出压力也很大,比如子女教育、父母养老、医疗和社会保障等等。

因此,房租上涨过快,会产生明显的消费挤出效应,抑制最有消费意愿的群体释放消费潜力,也将阻碍我国内需市场的发展。2008年之前,我国社会消费品零售增速达到23%,但自那时起一路下滑,今年7月更是跌到8.8%。根据北京市统计局的数字,2017年北京居民开支最多的是居住和医疗保险两项,较2017年增幅分别达到11%和16%,而食品烟酒和衣着服饰这两项降幅分别是0.7%和8%。而在2013年,北京居民食品烟酒消费增速将近10%。

2017年,我国新出生人口(1723万)比2016年减少63万,放宽独生子女政策后首次下降。二孩政策效果显著,2017年新生二孩占比51%,二孩人数(879万)增加近48万人。显然,一孩生育率下降更快,导致总出生人口减少。目前,二孩主要集中在15-49岁年龄段中35-45岁的人群,后续二孩能否持续补上一孩生育下降的缺口仍有待观察。因为后续二孩生育的主力是25-35岁的适龄女性,这部分人群除了要承担居住成本以外,还要承担养孩成本。

近日,全国人大再次审议个人所得税法修正案草案,草案最大亮点就是,子女教育、继续教育、大病医疗、房贷利息和租金、赡养老人等5项刚性支出可在税前扣除。该政策出发点在于,近年来居民基本生活成本上涨较快。因此,如果房租支出占可支配收入的30%左右(一线城市占比在40%左右),不仅将抑制内需经济的发展,也将极大地蚕食年轻居民的创业和工作热情。年轻的租赁人群,他们首先是普通的城市居民,然后才是创业者。扣除基本生活支出的结余太少或得不偿失,将极大地挫伤创业的积极性和动力。因此,楼市调控之后,必须加码租赁市场调控。

基于此,近期各地相继出台租赁管理措施。8月17日,北京监管部门集中约谈了主要住房租赁企业,提出了“三个不得”、“三个严查”;8月底,深圳出台“5%涨停板”的租金管制,探索限价租房制度,并在政府主导的公租房试行;上海和天津则建立公共信息服务平台,实现房源发布、实名认证、合同网签等功能,用大数据进行统一管理。此外,各地均开展严查中介、严打租房贷等市场整顿。相比商品房市场调控,租赁市场调控的难度更大。

2017年以来,各地都出台培育租赁市场的文件,但多数仅在宏观层面,供给端改革、民生项目落地不明显,比如集体土地建租赁住房(特别是公租房)仅有个别案例,闲置商业办公“改租赁”也未成形。相反,租赁政策红利(特别是培育规模化租赁)却异化为资本助推下的长租公寓乱象;同时,长期重视交易市场,导致监管基础薄弱,国家统计局等官方口径中,对租赁市场的统计少于交易市场,仅在CPI中有“租房房租”指数一项。由于第一手的数据缺失,监管者不得不从各大中介机构获取租赁数据。但是,中介机构的市占率有限,经营策略不同,统计口径亦有差别,即使将各家信息拼凑起来,也很难反映出市场全貌。

由于数据缺失,一直以来租赁行业定位不清,涉及到的监管部门较多,加上租赁管理投入人力、物力大,但对经济并无多大直接贡献。租赁监管难以落地,还存在于租赁市场有明显的地域性特征,从上到下的监管落地难度大,更需要因地制宜,激励地方政府的主观能动性。从目前看,尽管租金上涨,但一些城市更重视商品房市场,并通过人才政策让“需要的人”免受房价和租金侵扰。针对租赁主体的新就业和中低收入人群,规范和发展租赁的积极性不高。

未来,首先要站在租赁需求崛起,构建内需社会,保障基本生活的高度,将楼市调控重点转向租赁市场;其次,修复租赁市场监管的基础系统,包括存量租赁住房规模和结构、租赁住房质量、租赁交易价格、租赁供给主体和需求状况等。基于此,从上到下制定住房租赁发展规划;再者,加强供给侧结构性改革,价格高的长租公寓,应针对少数高收入人群,关键是要增加中低价位、中小户型的“租租型”租赁住房。存量商品租赁住房供给弹性小、价格高,供给侧改革的重点是存量商业办公、工业宿舍、城中村、外国集体土地等再利用率。再利用的基础是政府支持下的配套完善、“租租型”导向的修缮,而不是基于抹平“洼地”而任由长租公寓主导。最后,杜绝城市大拆搭建,特别是严禁打着棚改的旗号拆掉位置良好、租金适宜的存量住房。



东兴证券首席经济学家张岸元在接受中国证券报记者采访时表示,从近几个月的经济形势来看,汇率已成为影响国内金融市场稳定的关键变量。汇率市场化改革需要以发达完善的外汇市场为基础,外汇市场的中间价形成机制和做市商制度改革是根本,在此之后,市场才可能有足够的深度广度和活跃度。



视觉中国图片

# 无还本续贷是破解中小企业融资难题利器

□德州中小企业局局长 赵小广

银保监会日前要求落实无还本续贷等监管政策,一周内监管部门连续两次重申,足以说明无还本续贷政策的重要性和紧迫性。

融资难、融资贵困扰中小企业和各级政府多年,目前反映强烈而集中的问题主要有三个方面:一是贷款“先还旧再借新”存在“一刀切”。无论企业是否存在资金困难,无论企业经营好坏,银行往往要求企业“先还旧再借新”。对于这种先还后贷搞“一刀切”的做法,企业和地方政府通称之为银行抽贷。二是过桥融资成本高,加重了企业负担。一些企业为了还贷,不得不拆借高息过桥资金。而过桥资金利率低则年息30%,高则60%以上。三是续贷时间长,导致企业资金持续紧张。续贷时间长是企业最担忧的问题。据调研,续贷短则一周十天,长则一两个月甚至数月。这种情况极易导致企业资金链断裂或被高利贷压垮。这些突出问题带来融资成本高、资金链断裂、老板跑路和民间投资下滑等一系列后果,严重小微企业生存、金融稳定。

为切实解决上述问题,监管部门精准施策,陆续出台一系列政策。2009年银监会办公厅下发《关于创新小企业流动资金贷款还款方式的通知》,要求切实解决小企业普遍面临的贷款到期时必须“先还后贷”所造成的还款压力大等突出问题,各银行视情可适度延长贷款期限。2014年,银监会《关于完善和创新小微企业贷款服务提高小微企业金融服务水平的

通知》明确规定:对符合条件的小微企业,银行可以通过新发放贷款结清已有贷款等形式,允许企业继续使用贷款资金;续贷符合正常类标准的,应当划为正常类。2016年,银监会又下发《关于进一步落实小微企业金融服务监管政策的通知》,要求认真落实小微企业无还本续贷政策,对于无还本续贷、通过新发放贷款结清已有贷款等情形,不应单独作为下调贷款风险分类的因素。此后,监管部门又至少四次发文,要求压缩小微企业获得信贷时间,努力实现经营正常的小微企业续贷“无缝衔接”。

由此可见,无还本续贷是监管部门坚持问题导向,针对小微企业过桥融资成本高、续贷时间长和贷款短期化等问题出台的“外科手术式”政策,对于小微企业生存、改善其金融环境至关重要。

无还本续贷从行为上看就是借新还旧(广义的无还本续贷还应包括展期),是金融业务常规产品,尤其符合我国国情。监管部门支持符合条件的小微企业无还本续贷,也是基于我国企业周转性流动资金主要依靠银行短期贷款的实际情况决定的。

企业流动资金需求分两类:一是临时性需求,如因节日集中进货、季节性原材料集中储备等原因产生的短期资金需求。二是周转性流动资金需求。周转性流动资金是指企业生产经营最低限度需要的、需长期占用的流动资金。例如,棉纺企业每1万纱锭需要配套400万元流动资金,啤酒企业每万吨啤酒需要300万元流动资金等等。周转性流动资金类似于职工的最

低生活保障,是企业必要的、需长期占用的资金,否则产能就不能充分发挥。周转性流动资金需要银行提供中长期流动资金贷款服务,例如美国小企业管理局合作银行对中小企业贷款一般是5-7年。

但我国的实际情况是,大多数企业周转性流动资金主要依靠银行短期贷款。如果这些“短期”贷款也简单到期收回,往往导致企业最低需要的流动资金出现缺口、“断档”,严重影响企业生产经营。假使收贷额度大且续贷时间长,极易造成企业资金链断裂。鉴于于此,监管部门出台了符合国情的政策——对符合条件的小微企业周转性流动资金需求,可以通过新发放贷款结清原有贷款,无缝衔接周转性资金,并按正常贷款对待,不列入关注;避免企业最低保障、最低需要的流动资金“断档”、“失血”,防止高息过桥融资和资金链断裂,维护企业正常经营。显然,无还本续贷符合我国直接融资不发达、企业周转性流动资金主要依靠短期贷款的国情。

无还本续贷也是发达国家和地区惯例。据介绍,在我国台湾地区,对于经营正常、现金流稳定的企业,若贷款到期后仍需用钱,银行会借新还旧或展期,不会让企业资金“断档”,更不可能让企业去找高息过桥资金。它们允许企业借新还旧,而且不列入关注贷款。当地较有影响力的富兰克林证券公司在2016年出版的《外资银行中国业务实务:债券、外汇、自贸区、财税》一书中指出:“台商在中国大陆向银行贷款,最痛苦的事不是高利率,而是还旧