

■ 高端访谈

摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊:

美联储货币政策正常化对中国经济影响有限

□本报记者 李刚



新华社图片

摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊在接受中国证券报记者专访时表示,美联储货币政策正常化导致中美利差持续收窄,对跨境资本流动和人民币汇率层面造成一定压力。但中国目前维持较高经常项目顺差和较低的外债水平,供给侧改革在有效推动中国经济转型的同时,也降低了金融体系的系统性风险。决策层调整了上半年偏紧的宏观政策,使得下半年中国经济下行风险整体可控。

中国证券报:当前美联储货币政策外溢性大大增强,资本流动对新兴经济体扰动更加频繁,当前美元周期作用会对新兴经济体造成哪些风险?

章俊:美联储从2015年正式启动加息导致部分新兴市场经济出现了较大问题,经过两年左右调整,2017年新兴市场经济再次企稳回升。在此过程中,伴随着发达经济体继续复苏,出现了发达经济体和新兴市场经济体的“全球经济同步复苏”。进入2018年之后,

中国证券报:美国经济2018年以来表现较好,如何看待美国当前“宽松财政+货币从紧”的政策组合?如果未来美国国内经济增速超出预期,美联储货币政策是否会有相应调整?

章俊:美国二季度GDP增长4.2%,创近4年来最佳表现。在美联储持续收紧货币政策的背景下,美国大规模减税的财政刺激是助推美国经济持续改善的主要原因,因此未来美国经济复苏是否能持续,很大程度上取决于财政刺激的可持续性。但我认为,特朗普政府明年要推行减税2.0和大规模基建投资的议案将很难获得议会的批准,导致其财政刺激政策难产,进而导致美国经济复苏动能减弱,并使得美联储重新审视当下的货币政策路径。

鉴于美国经济复苏已经持续了近10年,美国国债收益率曲线再次面临倒挂的风险,预示着未来美

中国证券报:当前美联储货币政策正常化,似乎已经成为不可逆转的趋势,这对正处于转型期的中国经济意味着什么?为应对美联储政策的改变,我国可以采取哪些措施消除不利影响?

章俊:美联储货币政策正常化导致中美利差持续收窄,对跨境资本流动和人民币汇率层面造成一定的压力。最近阿根廷、土耳其等国家出现的货币危机,让市场对人民币汇率和国内资本市场也有一定担忧。

我认为,新兴市场汇率虽然受美元汇率影响较大,但很大程度上还是由内部经济基本面决定的。中国目前维持较高经常项目顺差和较低的外债水平,供给侧改革在有效推动中国经济转型的同时,降低

部分新兴市场或收紧货币政策

美国经济持续走强,推动失业率持续下降以及通胀率重新回到2%以上。这些因素使得美联储在加息缩表的道路上更加坚定,推动美元指数持续回升。在美国经济持续走强的同时,新兴市场国家却出现复苏乏力的迹象。雪上加霜的是,美元走强引起的资本流出使得本币贬值和通胀压力明显上升,导致部分新兴市场国家(例如阿根廷、土耳其等)出现货币危机。从历史经验看,美元升值周期都伴随着部分新

兴市场因为资本流出而引发危机的情况。虽然在过去的十多年时间内,新兴市场由于汇率机制更加灵活和外汇储备更加雄厚而提升了抗风险能力,但是将来依然会有新兴市场陷入麻烦中,而这些地区无一例外都在经济结构、经常项目逆差和外债水平方面存在较为严重的问题。面对资本外流和本币贬值风险,以及伴随而来的通胀高企,一些新兴市场可能会被收紧货币政策。

当前是美国加息缩表理想时机

国经济再次陷入衰退的概率显著上升。同时可以看到,虽然美联储已经加息数次并启动缩表进程,但目前目前的联邦利率水平与历史平均水平相比依然处于低位。如果不能在未来数年内尽快推动货币政策正常化,一旦再次发生类似的金融危机,美国政府将陷入无政策工具可用的困境。

我认为,按照目前美国经济走势分析,其再次出现衰退的时间点可能是在2019年-2020年期间。因此,如果要确保在美国大选之前有足够的政策空间来支撑经济维持相对平稳,那现在趁美国经济稳健之时加息缩表是明智之举。

中国证券报:如何看待美国总统特朗普频频发表言论抨击美联储的加息政策?

章俊:特朗普对美联储的指责反映其矛盾心理:一方面希望当下的美国经济复苏能走得更远,不希

望美联储过快加息缩表导致美元太强;另一方面又希望通过加息缩表使得未来有更多的政策空间,来应对可能出现出现的经济衰退。因此,特朗普频频发表言论抨击美联储甚至美联储主席鲍威尔本人导致美元汇率承压,形成所谓的“talk down美元”策略,在很大程度上是兼顾这两种看似矛盾的策略。

其实,一方面可以看到鲍威尔领导下的美联储持续加息缩表,起到实质性收缩货币政策的效果;另一方面特朗普在上任之初,就直言喜欢低利率不爱强势美元。而特朗普政府对强势美元的公开不满,在一定程度上起到了预期管理的效果,起到对冲市场由于美联储加息缩表所造成的紧缩预期效果。因此,从这个角度来看的话,反对美联储加息的特朗普和捍卫美联储独立性的鲍威尔,实际上两者的配合起到了既加息又抑制美元的效果。

海外投资者看好中国市场

了金融体系的系统性风险。今年上半年受全球经济复苏不及预期、外贸不确定因素以及宏观政策偏紧的影响,中国经济增速略有放缓,但决策层调整修正了上半年偏紧的宏观政策,使得下半年经济下行风险整体可控。

同时,央行通过对远期购汇征收风险准备金以及重启逆周期因子等政策有效管理市场预期,避免了外汇市场“羊群效应”对人民币汇率的负面冲击,使得人民币汇率重新回到了合理均衡水平和双向宽幅波动的轨道上。经济基本面和人民币汇率的稳定使得海外投资者看好中国市场,从沪(深)股通数据来看,过去3个月外资持续净流入。

在改革开放40周年之际,我国再次推出扩大改

革开放的重大举措,一方面向世界展示中国沿着改革开放的道路坚定不移走下去的决心,有助于为开展平等互利的协商创造有利条件;另一方面也是供给侧改革深入推进的需要。在过去的两年时间里,供给侧改革在“去产能、去库存、去杠杆”的方面成绩显著,为中国经济在未来深化改革中轻装上阵提供基础,未来供给侧改革的焦点会逐步转向“补短板”。在此过程中,除了通过中国企业自主研发来推动产业升级之外,引入更多的国际先进企业来参与市场竞争,也是增强国内企业竞争力的有效手段。在过去的十年中,一大批中国企业在对外开放中逐步成长并走向世界,充分说明扩大开放是中国经济实现可持续发展的必由之路。

全球“去美元化”趋势正加速进行

□中国国际经济交流中心研究员 张莱楠

2018年正逢国际金融危机十周年。十年后的今天,尽管世界经济逐步在危机中缓慢复苏,然而肇使国际金融危机的结构性根源并没有完全消除,特别是美国风险敞口之下的一系列转嫁风险的政策,更加剧了体系内的裂变。同时,“去美元化”也在全球范围内暗流涌动。

美元不再是“最安全”避险资产

当前,尽管美元作为全球“货币锚”的地位依旧不可撼动,然而,美国在全球范围内挥舞贸易保护主义大棒,以及其背负的巨额债务令世界各国暴露在美国的风险敞口之下。一方面,美国对多国强征关税加剧各国的担忧。另一方面,大规模减税导致美国财政状况前景进一步恶化。

减税主要通过两个渠道影响政府债务累计:首先,赤字额外需要通过债务融资;其次,财政扩张使得利率上升,增加利息债务的利息成本。根据美国税收联合委员会(JCT)测算,当前特朗普减税方案将在未来10年增加赤字约1.45万亿美元。而根据美国国会预算办公室测算,减税使2027年政府债务占GDP的比重从现有框架下的91%提升至约97%。财政赤字扩张意味着美国政府需要加大融资力度来支持财政刺激,因此减税落地后,未来美国国债供给将大幅增加。CBO预计,到2028年国债与GDP比率为106.5%。

美元进入新周期,财政加杠杆叠加联储收紧货币,财政宽松提振经济与货币收紧将加速美国国债收益率的上升步伐。“宽松财政+货币

全球转向多极化货币秩序

从紧”的政策组合事实上难以长期持续。美国当前正处于二战之后最低利率水平,美国国债收益率曲线全面上移将可能导致系统性风险的累积。

过去10年,总体而言,新兴市场经济增速显著高于发达国家,由此新兴市场企业更愿意加杠杆。随着主要国家货币政策正常化的进行,全球利率水平有望显著上升,这将加剧部分高债务国家还本付息的压力,最终对经济增长与金融稳定产生新的冲击。特别是金融危机以来,美联储货币政策外溢性大大增强,资本流动对新兴经济体扰动更加频繁,美元周期的作用加剧了新兴经济体系统性风险:美元升值,新兴经济体本币贬值,借入美债的部门资产负债表恶化,引发资本流出,进而加速本币贬值。

此前,由国际金融危机引发的美元流动性紧张,给新兴经济体以及出口导向型亚洲国家和地区贸易体系带来了巨大困难,从维护国家安全的角度,与美元体系脱钩也具有强烈的内在驱动。近期,伴随着美元升值、美债收益率走高,以及资本频繁波动,多个新兴国家货币暴跌,哈萨克斯坦为减轻损失,已经在减少美元外汇储备比例,并实现外汇储备多元化。数据显示,2006年,美元在哈萨克斯坦外汇储备中占比一度高达67%,而今年6月底这一比例已经降至46%。

笔者认为,当前全球金融格局“去美元化”格局正在成形。首先,“石油非美元化”格局渐

趋清晰。早在2016年11月,俄罗斯就在圣彼得堡国际商品交易所推出乌拉尔原油期货,以卢布计价;伊朗国际原油交易所2011年7月开始,以欧元、伊朗里亚尔和其他一篮子货币作为结算货币。

其次,世界债权国纷纷大幅减持美元资产。不仅中国、日本两大债权国减持美债,包括俄罗斯、土耳其等全球十多个国度纷纷减持美债。数据显示,作为第二大债权国日本已持续数月进行减持,每个月的减持规模接近100亿美元,这令其美国国债的总持仓降至2011年10月以来的最低程度。与2017年同期相比,日本减持美国国债规模高达803亿美元。而德国也将其持有量从2018年4月的860亿美元削减到2018年5月的783亿美元。此外,英国、爱尔兰、瑞士、卢森堡以及美国近邻加拿大、墨西哥也在抛售美国国债。按减持占比比较,爱尔兰在4月抛售175亿美元美国国债,减持比例超5.5%;墨西哥也减持了33亿美元,减持比例高达11.7%。

第三,美元在全球储备体系中的份额持续下降。IMF7月发布最新数据显示,美元储备份额持续下跌。报告显示,今年一季度美元在全球外汇储备中所占份额连续5个季度下降,从去年四季度的62.72%降至62.48%,创下自2013年四季度以来的最低水平。非美元资产却“此消彼长”,例如人民币在全球外汇储备的份额连续三个季度增长,在全球外汇储备的份额从1.2%上升至1.4%。欧元和英镑的份额均有所增长,英镑所占份额升至4.68%,创2015年四季度以来新高;欧元在全球外汇储备中所占份额从去年四

季度的20.15%升至20.39%。新兴经济体印尼、马来西亚与泰国此前宣布在三国贸易结算中采用非美元货币或者本币化交易。印尼不仅与马来西亚与泰国宣布在三国贸易结算中采用非美元货币或者本币化交易,而且还与中国、日本、韩国和越南等延长货币互换协议。

第四,人民币国际化进程正步入新阶段。人民币国际化正在步入新阶段目前,已有60多个国家将人民币计入外汇储备,28个国家宣布使用人民币进行贸易结算。据环球银行金融电信协会数据,到2018年1月为止,全球逾1900家金融机构将人民币列为支付货币之一,德国、法国、西班牙、比利时等欧洲国家也先后宣布要把人民币纳入其外汇储备库,并相应调整人民币储备。

此外,人民币债券随着人民币国际化程度提高也受到国际机构者加持。国债依旧是境外机构主要的配置方向。截至8月末,境外机构在中央国债登记结算公司的债券托管总量突破1.4万亿元,达到1.41万亿元。其中,境外机构持有国债规模突破1万亿元,达到1.03万亿元,单月增持国债539.5亿元,为连续18个月增持。目前,境外机构在中国国债市场的占比已从去年的0.88%一跃提升到5.85%,俄罗斯、巴基斯坦、土耳其等多国已把发行人民币债券的事宜提上日程。

可以预见的是,逐渐脱离美元体制、转向多极化货币秩序是应对“美元陷阱”的出路。虽然大幅减持美债并不现实,然而通过逐步减持美债、签订双边货币互换,或加速本币国际化,从而打破美元“一家独大”局面正在成为新趋势。

加强资金监测 打击涉税洗钱犯罪

□人民银行成都分行营管部 杨道法

偷逃税在国际上是一种典型的洗钱犯罪。当前,我国偷逃税犯罪集中表现为虚开增值税发票(简称“虚开”)案件。所谓虚开,是指犯罪团伙或个人为他人、为自己开具与实际经营业务情况不符的发票,或让他人为自己开具与实际经营业务情况不符的发票,或介绍他人开具与实际经营业务情况不符的发票等违法行为。

虚开案件的典型特征:一是团伙专业化。虚开职业犯罪团伙以谋取非法利益为目的,其组织内部体系严密,分工明确,既有负责向下线进行兜售增值税发票的同伙,又有负责提供虚开进项发票的上线。虚开团伙通过成立若干空壳公司,钻税收政策及其管理疏漏之处,通过网银制造“资金流”,并迅速转移资金及非法所得,一旦稍有风吹草动,就销毁账簿、转移资金,迅速走逃,公司负责人、财务人员常处于失联状态,导致无人可找、无账可查。

二是行为暴力化。不法分子虚开金额日益扩大动辄上亿甚至几十亿元,涉案公司经营期一般不超过一年,利用国家“放管服”改革,后续管理乏力或中西部地区地方政府招商引资的便利条件,采取“短、平、快”的手法,虚开发票获利后迅速注销或走逃。相比“富余虚开”,“暴力虚开”犯罪成本更低,作案手段更简单,可复制性更强,团伙作案更易蔓延,涉税反洗钱的难度更大。

三是手段隐蔽化。如一些不法分子在偏僻的地区租借经营不良企业的厂房或民房,成立若干个医药材公司,进行“借壳”虚开。也有一些不法分子用少量的资金买下经营不善企业作为操作平台,进行“买壳”虚开;还有一些不法分子利用购买货物但不需要增值税专用发票抵扣的企业、个体工商户和消费者的“开票额”,虚购进货物,进行“冒充”虚开;甚至还有不法分子通过伪造、借用他人身份证件办空壳公司“造壳”虚开。不法分子大量编造资金流、物流和生产能耗等伪装经营手段,用空壳企业作为“洗票”的中间环节,拉长了虚开链条,这些犯罪行为使打击涉税犯罪的成本增大。

四是行业集中化。通过对近年来发现的虚开案分析,虚开涉案企业大多为中小型商贸企业、农副产品收购加工企业及矿产业、成品油、黄金、建筑材料经销等企业涉税洗钱案相对集中。

五是地域全国化。目前虚开犯罪团伙都不局限于在一地、一市、一省作案,大多是跨省甚至跨境作案。

为了有效落实党中央、国务院关于加强反洗钱、反恐怖融资和反逃税体制机制的意见,针对当前反逃税中打击虚开增值税发票这一重点,笔者建议采取以下措施。

首先,加强客户身份识别。一是加强新公司开户的了解。新公司刚处于筹备阶段,普遍存在无库房、无设备、无厂房“三无”特点,各银行应加强客户身份识别,尽可能了解公司经营场所、经营规模及其资金交易的真实背景,防止利用空壳公司银行账户虚开增值税发票,尤其要注意对客户身份的持续识别;二是加强对代理开户及其实际控制人的了解。虚开公司多往往由财务人员代理注册或开户,股东、法人代表、财务联系人存在交叉关系,各银行应加大客户尽职调查力度,识别客户的实际控制人;三是加强对在同一个注册生产经营地址多个企业的客户识别;四是加强与税务部门的信息交流,收集掌握享受税收优惠政策的行业及其相关政策规定。五是加强对工商公司登记信息的收集。

其次,金融机构应加强对虚开账户的资金监测。一是加强对商贸、手机批发零售、成品油、建材、电动车电池批发、医药贸易、钢材贸易、建材建筑等公司以及农副产品收购税收优惠行业的公司账户资金监测;二是资金交易特征方面,重点监测网银交易等非面对面交易为主的账户和不计交易成本、故意拆分交易的账户;三是资金交易时间方面,重点监测具有“沉睡期+测试期”特点,具有交替性和间歇性,资金快速进出,账户不留余额的公司账户;四是资金交易路径方面,重点监测资金两头在外、与公司所在地无资金往来,频繁发生公私互转的账户;五是资金交易用途方面,重点监测纳税额、工资、运输费和仓储等费用占比过低的账户。发现可疑客户立即调高风险等级,开展实时监测。五是高度关注资金回流的账户。在虚开增值税发票的过程中必须人为制造资金流,不法分子为保证资金安全及时获取开票手续费,其实际控制人亲自或极少数核心人员操控账户,进行电子银行业务转账,必然产生资金回流现象。

再者,建议修改相关法律法规。目前,依照我国的法律,涉税犯罪还不是洗钱犯罪上游犯罪。按照国际惯例和当前虚开增值税发票等涉税犯罪的严峻形势,我国应该修改相关法律法规,把偷逃税纳入洗钱犯罪的上游犯罪,一方面以便反洗钱主管部门和反洗钱义务主体有法可依,从而加强对虚开等涉税犯罪的资金监测,并报告涉税可疑交易报告,一方面有利于打击遏制涉税犯罪的嚣张气焰,同时也有利于与国际惯例保持一致。

四是建立部门合作机制。人民银行作为国家反洗钱主管部门,可以与税务、公安、海关等部门建立合作机制,共享涉税犯罪方面信息,税务海关和公安机关及时通报重大涉税犯罪案件,人民银行及时总结虚开等涉税犯罪的洗钱特征,督促金融机构加强资金监测,并配合公安机关做好涉嫌虚开犯罪侦查,充分发挥反洗钱在打击反逃税中的作用。