

找准定位 激发信用风险缓释工具威力

□中国民生银行研究院院长 黄剑辉

2018年以来,受融资环境整体偏紧、经济下行压力较大、市场风险偏好降低等诸多因素影响,我国债券市场违约率出现明显上升,且违约主体多为民营企业。造成民企通过债券市场融资的难度显著增加,而金融市场的“羊群效应”进一步加大了民营企业信用环境恶化的压力。近期,中央及监管层关于破解民企融资困境的表态和配套政策密集出台,多措并举化解民营企业融资难题。央行日前宣布设立民企债券融资支持工具,多家金融机构已积极响应,信用风险缓释工具有望在化解民营企业融资难中发挥重要作用。

当前存在的主要问题

对于信用风险缓释工具存在的问题,笔者认为,一是市场参与主体单一,风险偏好型投资者较少。目前我国信用风险缓释工具市场参与主体结构失衡,主要是大型银行和券商,诸多潜在投资者仍被排斥在信用类债券市场之外。信用风险缓释工具产品的供应方不够多元,证券公司、证券期货机构和证券投资基金管理公司、保险机构参与该项业务受限较多,导致业务量和信用风险过于集中。

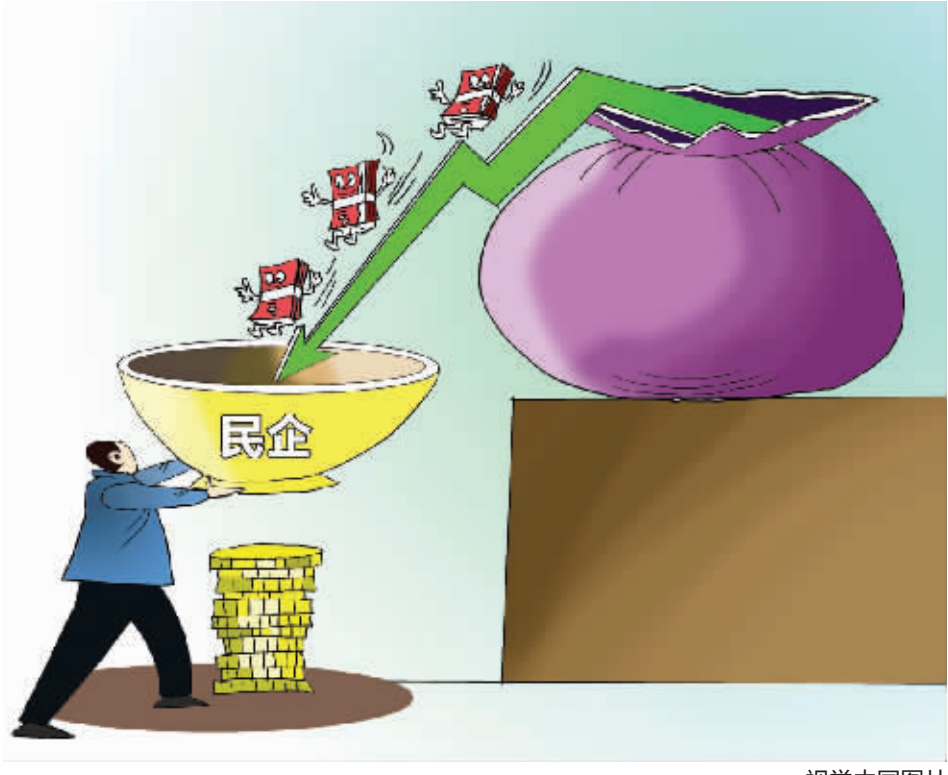
二是标的设计不够完善,实际对冲能力不及预期。首先,是合约类产品交易属性弱。其次,凭证类产品创创意愿低。再者,信用保护卖方稀缺。目前市场上主要的机构和策略都是针对信用保护的买方,有意愿和能力参与信用保护卖方的机构不多,导致买卖力量不均衡,交易难于达成。

三是法规制度建设滞后,市场外部环境不完善。法律制度方面,我国尚未出台信用风险缓释工具专门法律法规,信用风险缓释合约及凭证在法律规范上处于空白。会计准则方面。信用风险缓释工具会计处理和信息披露相对缺乏统一明确的处理方法,同时市场参与者的信用风险缓释效果无法体现在财务报告上,不能有效规范会计确认、计量和报告行为。税收制度方面。我国还没有对金融衍生产品进行分类征税规定,而通常情况下信用衍生品的交易额都比较大,某种程度上抑制了信用风险缓释工具市场交易的积极性。

四是做市商机制不完善,市场流动性不足。目前的现实情况是:一方面,由于市场参与主体同质化、缺乏风险对冲机制等原因,信用类债券换手率与一般债券平均水平不相上下。另一方面,目前只有为数不多的交易商参与报价,市场交易活跃程度比较低,二级市场流动性明显不足,导致市场交易量整体有限。

五是基础数据积累不足,定价机制不完善。信用风险缓释工具的理论定价基础与违约概率、违约损失率、标的资产的风险敞口、期限结构等相关,但现实情况由于基础信息数据积累不足,信用衍生品市场较小,地方政府干预、市场规则易变,违约事件的预期难以形成等原因,导致运用国外成熟模型对产品进行估值与定价受到限制。

六是信用评级基础薄弱,缺少权威信用评级机构。独立客观的信用评级报告是信用



视觉中国图片

风险缓释工具信息披露的重要环节,信用衍生产品定价有赖于标的物信用评级的数据支持。目前,我国信用评级行业分散,信用评级体系仍然相对滞后,加大了信用产品的定价难度。

发展方向亟待明确

对于信用风险缓释工具市场的发展方向,笔者认为,应加强法规制度建设,完善市场外部环境。在《巴塞尔协议Ⅲ》框架指引下,应对信用风险缓释监管资本计量的操作细则作相应明确,从而合理发挥信用风险缓释功能,调动金融机构参与信用风险缓释工具业务的积极性,使市场参与者通过信用风险缓释工具的信用风险缓释效果在财务状况和经营成果上得到合理反映。要全面梳理国内外两个主协议与国内现行法律的冲突,形成相应的法律解释和制度安排,夯实信用风险缓释工具业务的法律基础。

积极培育和引导投资者,逐步实现投资主体多元化。首先,降低投资者准入门槛。监管机构要逐步取消投资者准入限制,扩大投资者投资决策权,自主选择投资品种,鼓励和引导保险公司、证券投资基金、投资银行等不同风险偏好的投资机构进入市场,实现信用风险缓释工具市场参与主体的多元化。其次是出台相关扶持优惠政策。鼓励诸如证券投资基金托等中小型机构参与信用风险缓释工具市场,实现信用风险的有效分散和优化配置,激活交易流通功能,从而提高信用风险缓释工具定价准确性。

注重培育做市商机制,增强市场流动性。在现有做市商基础上,通过降低准入门槛、优胜劣汰等机制,加快选择一批具有较强信用风险管理能力、较丰富债券市场经验的银行、

证券机构,成为信用风险缓释工具市场的做市商,提供有效的双边报价,从而增强信用风险缓释工具的市场流动性和价格发现功能。在清算结算方面,可以设立中央对手方,买卖双方通过中央对手方交易,计算CDS头寸净额。结算方式可采用现金结算、实物结算和拍卖结算。实物结算中,同一参照主体评级优于参照资产的同类资产均为可交割债务,以便利结算的进行,提升市场流动性。

推进信用评级体系建设,完善信用环境。一方面,要加快推进信用评级体系建设步伐,有效监管信用评级机构提高信息披露的质量,并引入淘汰和双评级机制,公正客观地评估发行主体的信用等级和财务状况,便利市场参与主体准确判断。另一方面,规范信用风险的量化分析方法和手段,通过签署信用支持协议、追加担保等措施,有效控制交易对手信用风险额度。

完善基础数据库,强化交易信息披露。一方面,可着手建立统一的信用风险缓释工具基础数据库。健全历史违约概率数据,为成熟定价模型的运用提供基础条件。另一方面,建立综合统计制度,完善交易数据的信息披露。将清算结算的交易数量、风险敞口等信息定期集中处理后,在财务报告中反映,便于监管机构和参与主体及时准确判断风险状况。

逐步打破刚性兑付,为信用风险缓释工具的发展创造空间。长期以来,我国债券市场存在较强“刚性兑付”,产生出债券市场的低风险与高收益的奇特搭配,严重干扰了债券市场的市场化运作,“刚性兑付”一定程度上阻碍了信用风险缓释工具的发展。通过发展信用风险管理工具有能够利用市场机制解决债务信用问题,既打破了债市“刚性兑付”这一反市场的状态,也从长远促进我

国债券市场走向真正的市场化,迈向健康、良性的发展道路。

合力改善民企融资环境

对于民营企业债券融资的影响,笔者认为,一是民营企业债券融资支持工具的创设背景。民营企业债券违约频发,急需有效应对方案。2018年上半年债券市场违约频发于民营企业,导致市场对民营企业产生了一定的恐慌情绪,对民企风险偏好进一步降低。由于我国投资者结构单一,民企违约导致市场出现了“羊群效应”,加剧了民营企业融资的难度和流动性问题,中低评级民营企业发债尤其困难。央行等监管部门虽然已采取了定向降准等系列缓解措施,部分缓解了市场恐慌情绪,但今年以来民企债券净融资额依然呈现大幅净流出状态,市场急需有效的应对方案,提振市场主体的信心。

二是以设立民营企业债券融资支持工具为突破口,向市场清晰传递国家支持民营企业发展和融资的政策信号。债券市场具有公开、透明、传导力高的特征,定价市场化,它对其他金融市场预期的引导能力也比较强,因而是矫正市场“羊群效应”和一些非理性行为的一个较好的突破口。此次监管当局提出的针对民营企业融资的系列决定,进一步向市场清晰传递了国家支持民营企业发展和融资的政策信号,有助于纠正部分机构对待民营企业融资的理解和操作误区,增强对民营企业债券投资信心,改善货币政策在金融市场传导中的效果,阻断民营企业股、债、贷信用收缩相互传染,带动金融体系对民营企业融资的整体修复。

央行运用再贷款提供部分初始资金,通过杠杆形成规模资金,支持民企债券融资。按央行测算,初期通过再贷款的形式可以提供给中债增信的资金规模预计为100亿,如果按照1:8的杠杆比例,可以形成800亿债券发行规模。此外,考虑到中债增信与其他市场机构,包括债券主承销商、地方商业银行、地方增信公司、保险公司等组合产品发行的情况下,按照同等比例提供资金,合计可以形成大约1600亿的规模去支持民企债券融资。但是对于杠杆倍数和具体会计提供的初始资金规模还有待具体细节和后续操作的落地。目前,我国民企产业债(剔除金融和地产)存量约1.5万亿,1600亿规模的支持工具占比约11%,央行表示会继续观察和支持这个规模,对于目前民营企业融资的改善效果,以决定是否进一步扩大规模。

三是发展民营企业债券融资支持工具的建议。主要包括三个方面:一是对信用风险缓释工具有清晰的定位,它只是支持民营企业融资的一个手段,解决民企融资问题需要发挥政策合力,改善民营企业融资环境;二是按照市场化的方式运作信用风险缓释工具,包括市场化的发行、市场化的风险管理等;三是标的债务应逐步从高等级品种向低等级品种发展,关注信用风险缓释工具对民企的实际救助效果。

基建有望成美国经济“救命稻草”

□东兴证券首席经济学家 张岸元
东兴证券研究所宏观研究员 康明怡

目前市场上出现不少唱空美国经济的论调,一些分析人士判断美国经济明年开始下行。笔者认为,目前不要急于唱衰美国经济,预计明年针对个税减免和基建将成为重头戏,2020年部分新增基建可能落地,这有助于缓解未来可能的经济衰退。

特朗普上任两个月后将基建计划推迟至2018年。虽然基建没有提上2017年的国会议程,但特朗普在提高基建行政效率方面完成了前期准备工作。2017年8月,他签署了一项旨在简化基建项目环评评估和审查程序的行政令,提出了联邦机制和绩效责任制,希望项目评审到落地缩短至1-2年。今年2月,白宫向国会提交了正式的基建计划,该计划的基建规模是竞选时的3倍:10年1.5万亿美元。随后由于中期选举,基建计划再次被搁置。

基建一直是民主党的基本政策,奥巴马竞选时基建就是其竞选内容之一。2018年11月中期选举后,特朗普明确提出希望两党在基建计划上达成合作。目前,两党在基建上的主要分歧是“钱从哪里”。共和党反对政府支出,倾向于引入私人资本。民主党则倾向联邦政府出资,认为这是联邦政府的责任。

笔者注意到,在2月提交国会的1.5万亿美元基建计划中,并没有像媒体报道的那样明确联邦政府最终的资金支持额度为2000亿美元,此为两党合作留下想象空间。此外,基建还会涉及两党对环保的不同态度。

特朗普基建计划的特点,一是规模庞大。特朗普竞选时承诺10年5500亿美元的基建规模,上任后不到3个月就将规模扩大至1万亿。2018年1月31日,特朗普在其首次国情咨文演讲中提出,10年内至少1.5万亿美元的基建规模,并于2月正式将基建计划提交国会。

二是效率优先。新的基建计划围绕提高效率做了系列改革,主要体现在四个方面。建立“一个机构一个决策”的环境评估体系,避免多部门多决策的繁琐项目。要求项目审批到落地的时间缩短至2年以内,建议简化或废除原有相关的环评法案。突出地方政府在基建项目中的主体地位,给予地方政府更多的自主决策权。开展试点项目,探索以事后环保表现替代事前环评评估的机制。简化法律审批程序,减少项目落地不确定性。此外,效率优先还体现在对联邦政府不动产处置机制的改革,旨在明晰产权和买卖规则,以加速联邦资产的转化。

三是注重激励。建立激励机制以最大化联邦基金的杠杆作用。1000亿美元的联邦资金用于激励机制下的基建项目,对能够提供非联邦资金来源的投资项目给予优先。

四是关注乡村。500亿美元联邦基金用于乡村基建,包括交通、宽带和水利电力。其中的400亿美元直接拨给各州州长调度,缩小各地的基建差异,吸引制造业到美国乡村地带以刺激经济增长。

五是多元融资。扩大以《交通基础设施融资和创新法案》为代表的联邦资金预算额度,将法案资助的基建项目范围从道路、水利扩大至港口和机场,扩大私人活动债券的法律适用范围。

由于美国洲际公路系统的发展,美国国内基础设施公共支出在上世纪五六十年代增长明显,而后基建支出占GDP比重长期稳定在2.4%左右。2009年-2010年由于美国复苏投资法案以及经济陷入衰退,基建公共支出占比达到2.9%。2015年奥巴马的FAST基建法案获得通过,但从数据看,2016年和2017年的基建支出并没有增加。2017年基建公共支出占GDP比重仅有2.28%,联邦政府基建开支占联邦政府支出的比重为2.5%,均创1956年以来最低。从基建公共支出的绝对量来看,实际支出从2010年后就已陷入停滞,这与GDP构成中投资分项中建筑投资的表现相一致。

传统上,美国联邦政府对基建的重点在新增基建上,而地方政府负责运营维护。总公共基建开支可分为资本支出和运营维护支出。联邦政府对基建的支持主要表现为对资本公共开支的贡献。2017年联邦政府拨款贡献了资本公共支出中的41%、运营维护的10%。按分项看,从2001年后,公共开支中的资本支出绝对值开始下降,说明新增基建项目非常少。地方政府对基建的运营维护负主要责任。在总基建公共开支中,地方政府是主体,2017年占比达到78%。

根据2016年美国总统经济报告的测算,道路、电力、水利基建对经济的乘数分别为2.1和1.6,一般美国的基建以交通和电力为主。若以1.8作为基建乘数均值,不考虑基建投资对其他投资的挤出效应,年均1500亿美元的基建对GDP的拉动静态估计可达1.4%。

基建政策能够提供大批中产岗位,有助于提振薪资增速。基建投资是劳动密集性质的,带来的工作岗位中,68%来自于建筑业。2014年私人部门建筑业平均年薪约为5万美元,高于私人部门的人均工资7%,这一档收入人群也受益于特朗普计划推行的中产减税政策。

地方政府加杠杆需货币政策配合。特朗普的基建计划中,联邦财政只拨款2000亿美元,相当于每年200亿美元联邦支出,这对联邦政府来说压力尚可。目前,地方政府的总体杠杆率很低,也具备加杠杆的条件。但为了减轻联邦政府赤字和基建资金成本的压力,仍然需要美联储的降息周期来配合。假设2019年国会顺利通过基建计划,根据计划的要求,行政审批缩短至1-2年,那么最快2020年有融资需求。根据美联储对经济的预测,大概率2020年经济陷入衰退,美联储进入降息周期,同时再次QE。从时间节点上可以与基建计划配合。

次贷危机时,美联储QE的资金并未流入实体经济,因此宽松的金融环境并未在经济复苏后引起明显的通胀。但2020年可能推出的QE配合基建对资金的需求,将具有真正白银的资金流入实体经济,这将对未来的通胀构成一定的压力。

笔者认为,如果2020年开始启动基建,美国经济将能稳定在一个较高水平上,这无疑有利于特朗普的下次大选。强劲的美国经济将赋予特朗普在内外政策中更多的筹码。

根治小微企业融资顽疾应下猛药

□中国人民银行成都分行营管部 杨道法

小微企业融资难、融资贵问题有所缓解,但还没有根本解决。在宏观经济稳中有进、稳中有变的形势下,提升小微企业金融服务水平迫在眉睫。

多种原因造成融资难

从多个角度观察,小微企业融资目前存在的主要问题既有企业自身问题,也有银行因素,还有外部环境制约。

就银行内部控制而言,一是内生动力“弱”,小微企业融资商业可持续性不足。二是经营管理仍喜“大”。三是信贷队伍“缺”。四是信息掌握“少”。五是内部问责“严”。

就外部金融监管而言,近年来金融监管部门针对小微企业金融服务问题,制定了一些办法措施,如出台无还本续贷管理办法、尽忠尽责管理办法,适当提高了小微企业贷款不良率容忍度等措施。但为了防范金融风险,这些措施落实不到位。而且,“强监管”加大对信贷风险处罚问责的力度,其后续影响有一定持续效应。尤其是监管部门对信贷管理方面的处罚集中在中小企业贷款中的问题,如未严格执行贷款受托支付、贷后管理不严,违反审慎经营等。实际上,小微企业往往是家庭企业,经营资金和个人资金混用,信贷资金使用很难满足受托支付规定。监管处罚必然影响到商业银行经营管理理念,尽管有尽忠尽责相关制度,银行对小微企业贷款仍心有余悸。

就央行宏观管理而言,目前央行针对宏观经济稳中有进、稳中有变的实际,对稳健中性的货币调控实施精准微调,今年以来实施四次定向降准支持小微企业,确保银行对小微企业融资的合理流动性,还采取运用宏观审慎评估、综合评价、窗口指导等措施,虽然有一定效果,但约束力较弱。所以如何把央行货币转化

商业银行信贷,投向小微企业尚有“最后一公里”距离。特别是在宏观经济前景不确定、小微企业的有效信贷需求递减的条件下,央行的支小、支农再贷款、再贴现等货币政策工具的基础作用有所递减。

就金融体系而言,我国金融体系不太健全,以银行体系的间接融资为主,虽然有资本市场,但缺乏各类创投基金、创新基金、创业基金,特别是中西部地区更为突出,对成长期的小微企业而言可选择的融资渠道很窄,除了银行的间接融资,几乎没有其他融资渠道可选择。

就企业而言,小微企业的市场风险防范意识和财务管理能力不足。在经济上行期,许多小微企业过于乐观,盲目扩张、过度负债,财务基础比较脆弱,在原材料价格上涨、人工成本上升、监管从严、信用偏紧的情况下,资金链出现紧张也就成为一种必然,加之小微企业持续经营能力不确定,有的小微企业不诚信,甚至逃废银行债务,也影响整个小微企业的融资形象。

就地方政府而言,面对众多的小微企业也力不从心,且主动作为不够。近年来,地方政府出台了支持小微企业发展的政策,有的还建立支持小微企业发展基金、担保基金等,但一方面数量小、杯水车薪;另一方面用于补贴的多,用于杠杆撬动的少。当然,还有地方政府对小微企业的认识不深、重视不够、办法不多。

此外,就基础工作而言,小微企业融资的基础工作不扎实,以至于缺乏全国统一的小微企业贷款概念,各唱各的调,各自说一套,银行难以应对。目前,人民银行、监管部门、政府部门对小微企业贷款统计口径不一致,不利于科学评估政策效果。

多管齐下治顽疾

笔者建议,应采取综合手段,有的放矢地解决小微企业融资难融资贵问题。

优化银行服务小微企业的内生动力体系。一是督促银行业主动履行社会责任。明确要求各商业银行应该提供小微企业金融服务,制定专门对小微企业金融服务政策,建立小微企业服务补偿基金,在资金定价、内部考核、履职尽责等方面予以区别对待,要求银行应对小微信贷规模只设下限、不设上限,同时开发专门针对小微企业的创业贷、科创贷、成长贷、壮大贷、企税贷、票据质押融资等特色产品。

二是督促金融机构完善内部激励机制。指导金融机构实施内部资金转移优惠定价,商业银行对优质小微企业客户利率最高下浮150个基点;加大考核激励,要求商业银行将小微贷款增长与分支行领导的绩效工资挂钩,同时加大对小微客户经理的激励力度;提高不良容忍度,金融机构小微企业贷款不良率一般控制在不超过各项贷款不良率2个百分点的水平。

三是加大金融科技等服务创新,降低小微信贷管理成本。开发小微信贷人工智能,发展基于移动互联网技术的小微快贷、精英贷、好人贷等小微信贷产品,降低运营管理成本,依靠金融科技提高小微信贷效率。

四是落实尽职免责,金融机构认真落实监管部门出台的信贷尽职免责办法,及时修订内部审计制度,制定小微企业尽职免责实施细则,完善内部考核激励机制。

五是落实费用减免政策,银行对小微企业实施抵押物自评估和免评估政策,对开户费、回单费、网银使用费等实施减免和优惠。

优化“几家抬”工作机制。切实落实减免银行小微贷款税收政策;通过地方财政奖激励银行开展小微金融服务;同时把鼓励技改等产业政策金融服务小微政策结合起来,开展财政、产业、金融政策互动;鼓励政策性担保公司降低小微企业融资担保费率和反担保要求;发挥保险增信分险功能。多渠道、多方式降低银行服务小微企业成本,提增小微企业信用水平。