

# 操作空间较大 定向降准可期

□交通银行金融研究中心 陈冀 刘学智 鄂永健

随着全球经济增长趋缓并将进入下行期,在国内宏观政策加强逆周期调节、基建发力以及外贸不确定性向好等因素影响下,下半年国内经济有望企稳,但经济增速也难以迅速明显回升。在此情况下,预计未来一个时期货币政策将保持稳健,货币市场利率中枢可能会稳中略有下降,但下降空间有限;债市利率“前升后平”的可能性较大,更长期看或有下行压力;上半年贷款利率延续下行态势,下半年下行可能趋缓并逐渐企稳;短期内人民币兑美元汇率或保持升值,中期可能恢复基本稳定,存在小幅贬值的可能。

## 存贷款基准利率调整可能性不大

从长期来看,国内经济下行压力若已得到缓解,经济企稳,宏观政策有必要保持偏松格局。同时,美国经济增长放缓进一步减少国内政策微调的顾虑,未来两年货币政策可能在央行官方口径中都会提及“稳健”二字,不会搞“失水漫灌”式调整,定向进行流动性支持可能成为常态。我国银行存款准备金率较世界范围内其他更多发达国家都高,具有不小的操作空间。但由于“全面降准”后流动性可能因资本逐利效应而脱离政策引导方向,实施的可能性较小,与结构性流动性工具MLF等配合实现“定向”引导资金流向可能性更大。目前,金融机构各项存款同比增速已由2015年底的19.09%下降至2019年1月的7.23%,持续明显低于贷款增速。在这种情况下,如果存款准备金率继续维持较高水平,必然会对银行负债端产生流动性缺口压力。预计未来两年内,央行可能会进行类似定向降准操作3-4次。

央行调整存贷款基准利率的可能性不大,但仍是备选工具。当前国内利率水平其实已经很低,中小企业融资成本高主要还是信用风险偏高所致,一年期存款和贷款基准利率已处于历史最低水平。事实上,当前进一步降息的政策边际效应已经十分有限。且不论利率市场化改革至今,存贷款市场的竞争已经较为充分。存款基准利率其实已经不足以反映银行负债端的成本,大量的负债来源可能由经过市场化竞争后的理财收益率、结构性存款利率等体现,而企业贷款利率的高低主要取决于其信用风险的大小。下调存款基准利率,可能降低部分议价能力较强的优质企业融资成本,但对于调降高风险中小企业融资成本的效果有限。但央行完全可能在未来两年内,不断调降流动性工具(MLF、PSL、SLF等)操作利率来定向引导中小企业融资成本下降,逐渐实现利率“双轨并一轨”。但若经济面临严峻冲击,调整存贷款基准利率仍是备选工具。

## 货币市场利率中枢稳定

在流动性定向释放支持实体经济方向确定的大背景下,保持国内宏观流动性合理充裕是央行流动性调控的要务之一。在当前经济下行压力较大的背景下,表外融资正处于可能逐渐恢复的初期,若要进一步刺激银行信贷投放积极性,央行断然不可能让银行业出现长久的流动性紧张局面,但也会为了防止流动性过于宽松而保持流动性总量合理增长。

据此判断,在货币政策保持稳健的格局下,



新华社图片

与央行流动性政策直接相关的货币市场利率大概率会保持中枢基本稳定。随着货币政策边际放松,货币市场利率中枢可能会稳中略有下降,但下降空间比较有限。预计DR007利率中枢下行应该在30BP以内。受此影响,预计未来同业存款、协议存款等市场化存款的利率水平将呈现总体稳定的格局,或有小幅下行空间。

2019年债市利率“前升后平”的可能性较大,2020年乃至更长期债市利率有下行压力。政策层面,央行适度微调货币政策,流动性总量虽适度增长,但增量流动性的主要目的是驰援实体经济,参与债市的增量资金可能相对有限。因此,政策层面对于债市的积极影响,更多地集中于市场参与者对于确定性货币政策方向产生的债市利率下行的预期。但这种预期可能在2018年三季度开始的一轮债市行情中已经“透支”,导致2019年上半年债市可能出现回调,利率可能逐渐走高。

市场层面的影响主要来自于股债的资金替代效应。2019年初股市出现快速反弹,股债替代效应势必会影响债市资金供给,进而推高债市利率。下半年,预计经济增速逐步企稳但也难以明显回升,债市利率可能处于波动整理阶段。2020年及更长期,债市利率中枢在经济增速下行和稳健货币政策下可能小幅下行。

当前贷款利率已经开始趋于下行。2019年上半年,在前期货币市场利率下行传导、流动性较为充裕和货币政策加强定向支持的推动下,加之监管当局要求银行降低对小微企业的融资成本,预计贷款利率延续去年末以来的下行态势。下半年,贷款利率有下行趋缓并逐渐企稳的可能。这主要是因为,从历史规律看,货币市场利率对贷款利率的传导有1-2个季度的滞后期。

这一轮货币市场利率从去年三季度开始下行,但目前看似正逐步企稳、不再进一步下行,这主要是因为央行主要目的是保持流动性合理充裕,而非大幅度“放水”,这会限制未来贷款利率的下行空间。

下半年随着经济企稳,特别是外贸不确定因素向好刺激企业改善预期、扩大生产,届时贷款需求会上升,信贷供需形势可能发生变化,预计下行周期可能会在年底或明年初结束。预计2019年末非金融企业及其他部门一般贷款加权平均利率在5.4%-5.6%,个人住房贷款加权平均利率5.3%-5.5%。2020年及更长期,在经济企稳但增速难以明显回升和稳健偏松政策下,预计贷款利率可能在低位水平徘徊一段时间。

## 下半年人民币兑美元汇率料稳定

短期内人民币升值的主要推动力是外贸不

确定因素向好的预期。从境内外货币政策看,美国及全球经济增速放缓趋势明显,各主要央行均推迟加息和缩表,同时中国明确表示不搞“失水漫灌”,这意味着国内货币政策不会进一步大幅放松,境内外利差难以明显收窄,有利于人民币汇率稳定。预计上半年人民币对美元总体仍会保持升值。

下半年及中期,预计人民币兑美元汇率大概率保持基本稳定,可能呈现逐步小幅贬值态势,但仍有不确定性。一是在宏观政策逆周期调节、财政政策发力刺激等因素影响下,国内经济有望于下半年企稳,但经济增速也难以大幅回升,人民币显著升值和显著贬值都没有基本面支撑。二是尽管美国经济增速放缓,但欧元区和日本经济相对更不乐观,且美国经济还有外贸因素的刺激,预计美元指数不会明显下行,甚至可能略有上行。三是外贸不确定因素向好,会在中期内对人民币产生一定贬值压力。四是如前所述,若中国不以汇率大幅贬值刺激出口,则未来人民币兑美元汇率显著贬值的概率明显降低。

综上分析,中期内人民币兑美元汇率在总体稳定中小幅贬值的可能性较大。但同时也要看到,外贸不确定因素具有长期性和复杂性,人民币汇率仍可能出现波动。

# 夯实微观基础 疏通货币政策传导渠道

□中国社会科学院投融资研究中心主任、国家金融与发展实验室投融资研究中心主任 黄国平

## 疏通信用传导渠道

2018年以来,面对内外部经济环境形势的变化,人民银行向市场注入流动性,有效维护了金融稳定,遏制了各类风险和资金链断裂。但是,市场信用紧缩问题仍然存在,民营中小微企业融资难、融资贵”问题依然突出,凸显货币政策传导机制不畅通。货币政策传导机制已成为制约货币政策发挥作用的主要因素。解决当前货币政策传导过程中存在的问题,疏通信用传导渠道,已成为促进金融服务实体经济、缓解小微企业和民营企业发展“难”与“贵”的迫切任务。

货币政策信用传导渠道主要包括银行贷款渠道和资产负债表渠道。银行贷款渠道主要是从银行的角度分析货币政策通过信用渠道传导的途径,资产负债表渠道是从企业的角度分析货币政策通过信用渠道传导的途径。

目前国内信贷融资占比比较大,对经济增长贡献率较高,因此银行贷款传导渠道在国内货币政策传导过程中起着主要作用。这包括两个传导环节:一是货币政策变动影响银行贷款投放能力,二是银行贷款投放变动影响实体经济产出水平。银行贷款渠道任一环节出现障碍都会导致信用传导渠道不畅通,从而影响货币政策的传导效应。

银行放贷能力主要取决于存款和法定存款准备金率。我国现行货币政策工具中,央行可以直接对法定存款准备金率进行调整,从而影响银行的放贷能力。然而,当下各种现实问题和原因导致货币政策对银行贷款的影响往往具有不确定性,阻碍货币政策传导机制发挥效应。从实践来看,当前金融体制和结构方面的不完善,信贷市场存在较高的信息成本,逆向选择(如低信用借款人更愿意从银行申请贷款)和道德风险(如违规使用银行贷款等)使得贷款市场不能出清。大型国企、央企占据大部分信贷资源,民营型企业则难以获得发展所需的信贷支持。

随着货币政策的变化,企业的财务状况(资产

未来一段时间,货币政策主要目标是以供给侧结构性改革为主线,围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务,创新和完善金融宏观调控,切实防范化解重点领域金融风险,平衡好促发展与防风险之间的关系。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间,形成三角形支撑框架,促进国民经济整体良性循环。

货币政策这些目标实现的关键在于如何疏通货币政策传导机制,

夯实货币政策传导微观基础。

产净值)会出现波动,进而影响企业外源融资能力。一是央行货币政策变动传导至企业的资产价格等方面,进而影响外源融资溢价;二是外源融资溢价的变动传导至企业,影响企业融资能力。当前,国内利率市场化改革尚未完成,利率双轨制现象依然明显。资金市场和债券市场利率对央行货币政策比较敏感,呈现较强的同步变动趋势。银行存贷款等受双轨利率规则影响,与市场利率背离较大,导致随央行货币政策变动的市场利率变化难以完全传导至企业净资产,企业外源性融资溢价变动受到限制。当前,实践层面上,由于国内直接融资渠道较少且门

槛较高,大部分企业难以达到直接融资的标准,只能通过间接融资去获取资金。然而,当货币政策由紧转松,市场利率下降,即便外源融资成本下降,企业融资能力依然没有得到有效提升,对银行贷款的可获得性短期内并不会随着市场资金的宽松而提高。

当前,人民银行正在与相关部门加强协调配合,通过“几家抬”的政策合力,综合施策,从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础。一是加快推进银行发行永续债补充资本,改善银行资本不足构成实质性约束。补充银行资本,有助于发挥银行资本的杠杆效应,提高银行支持实体经济的能力,缓解小微企业、民营企业融资难问题。银行抗风险能力增强、信贷扩张能力恢复,也有助于提振资本市场信心。

二是创设定向政策工具,缓解小微和民营经济信贷投放流动性约束。当前,从国内形势看,防范化解金融风险的攻坚战仍是核心任务,如果采取“失水漫灌”货币政策,必然导致“金融加杠杆”死灰复燃,甚至会导致资产价格快速反弹。从外部看,在一些国家货币政策收缩的背景下,“失水漫灌”可能给人民币汇率带来一定压力。在货币投放有限的情况下,资金流向更强调精细化的管理。

三是推动利率“两轨合一”,破解货币政策传导难题。目前存贷款利率上下限已放开,但人民银行仍公布存贷款基准利率,存在基准利率与市场利率并存的利率“两轨”,这实际上对市场化的利率调控和传导形成一定阻碍,也对银行信贷需求形成约束。为此,央行日前发布的报告强调,继续深入推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革,进一步健全市场利率定价自律机制,引导金融机构自主合理定价,完善市场化的利率形成、调控和传导机制。

## 把握流动性总量和投向

人民银行报告表示,将坚持以供给侧结构性改革为主线,紧紧围绕服务实体经济、防控

金融风险、深化金融改革三项任务,创新和完善金融宏观调控。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间,形成三角形支撑框架,促进国民经济整体良性循环。

要实施好稳健的货币政策,一是把握流动性的总量,既避免信用过快收缩冲击实体经济,也要避免“失水漫灌”影响结构性去杠杆。

二是要把握流动性的投向,着力发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,在总量适度的同时,切实增强微观市场主体活力。这就需要在当前复杂的经济和金融环境下,深化金融供给侧结构性改革,提升和改善货币政策传导机制,夯实货币政策传导微观基础,疏通货币政策传导渠道,把金融资源更多引向实体经济。

在短期政策措施上,重点从银行贷款渠道着手,打通贷款渠道传导障碍,提升银行贷款投放能力和意愿,引导银行调整投放方向。尤其要发挥大型商业银行的“头雁效应”,促进和鼓励加大对实体经济(尤其是民营和小微企业)贷款投放力度。同时,配合以积极财政政策,通过实施降税、加计扣除企业研发支出等各类措施,提升企业盈利水平,增强企业信用能力。

在中长期制度和政策设计上,深化金融供给侧结构性改革,逐步实现利率并轨运行,进一步疏通利率市场化条件下货币政策的资产负债表渠道的传导机制。同时,加快社会征信体系建设,健全社会信用制度。国际经验表明,利率市场化后,货币政策传导渠道将更加通畅,货币政策传导机制将由信贷传导为主转化为利率传导为主。提升和完善国内货币政策传导机制,就有必要加快推进利率市场化改革,早日实现管制利率与市场利率并轨运行。征信体系的建设和完善,一则为市场投融资活动提供基本环境,有利于提升全社会投融资效率,二则也是保障社会信用体系良好运行的前提和基础。

# 住房租金税新政助力中小微企业降成本

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近日,针对个人出租房屋,广州市发布了适用普惠性税收减免的政策。除广州外,今年以来京沪深等城市均相继启动个人出租住房税收减免模式,综合税率率全线下调。自2016年底房地产调控以来,各地楼市一直处于“加税”通道中。个人出租住房降租金税,再加上租金抵扣个税,彰显楼市供给侧导向的“结构性减税”,力促租赁供求市场活跃。

2019年“新个税法”实施以后,“房租抵个税”在实践中一度遇到“落地难”的尴尬,原因是租客以房租抵扣个税时,需要房东及房屋信息,但房东担心提交信息后或被征税而拒绝配合。按个人所得税法、房产税暂行条例,租金收入须缴税,但缴税或变相抬高租金,而公共服务与租赁基本不挂钩,导致征管难,租房不缴税,将在但不合法”。因此,当前需要设计一个规则,即使租客最后承担租金税,也要比租客享受的抵扣红利少,这样租客还是受益者。

从北上广深租金税新政看,不管是税率还是起征点,调整幅度都较大。事实上,这也在向社会传递一个积极信号,有关部门大幅降低租金税,意在降低租赁成本,特别是以低税率、高起点“打消出租方顾虑,鼓励他们出租房屋。因为即便由出租方承担缴税,税负也很低。由承租方承担税负,考虑到个税前抵扣,承租方也将受益,社会整体税负进一步降低。

从笔者调研情况来看,如果承租租赁企业的房屋,租客可以公司房东的名义顺利申报个税抵扣,这是因为机构租赁服务收益纳税与个人抵扣完全隔离。笔者认为,结合租金税新政和房租抵个税,政策将从税收角度培育和壮大机构租赁。进一步而言,机构租赁基于缴税和服务租客的诉求,向辖区政府申报租客在教育、医疗、就业保障等公共服务上的基本权利诉求,这或许是践行“租购并举”住房新制度的可行路径。目前,住房城乡建设部确定的18个租赁试点城市,机构租赁的渗透率还不足20%,私人房东仍是租赁供给主体。因此,多地税收优惠出台时机非常及时。

作为我国新住房制度重点的“租购并举”,一揽子政策和措施将相继落地”和实施,再加上“租购同权”(公共服务)是租赁崛起的关键,租赁供应附加的基本公共服务将逐步完善。未来,除了抵扣个税需要开具租赁备案证明外,承租方子女接受教育、住房公积金提取、居住证办理、申请最低收入保障、创业注册合法地址,或公司报销租金等等也要开具相关证明。因此,租金不缴税“将在但不合法”的现象将渐趋减少,个税新政和租金税新政,都意在往这一方向进行引导。

此次多地的减税措施有一个重要的背景,就是今年以来,针对中小企业、小微企业减税的各项政策开始落地。财政部、国家税务总局日前发布《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》,对增值税小规模纳税人可以在50%的税额幅度内,减征城市维护建设税、房产税等“六税两费”,个人出租房屋所有人也因此受惠。

国家税务总局信息显示,目前全国31个省、自治区、直辖市均已明确小微企业“六税两费”按50%幅度顶格减征。因此,北京和深圳对于月租金10万元以下的综合征收率,从5%降至2.5%,适用的就是上述小微企业税费减半的政策。事实上,近年来随着“大众创业、万众创新”的推进,互联网、文化创意等相关新兴行业蓬勃发展,办公空间需求相对灵活,远程办公也开始兴起。为了降低租赁成本,租房(住房)创业很普遍。所以,此次“个人出租房屋”减税,一大批中小微企业将受益,特别是初创型的中小企业,租金等前期投入成本的降低至关重要。

此外,员工住房成本的降低,某种程度上也是企业用工成本的降低,这是“降成本”改革接地气的体现。毕竟,现在租房成本是年轻员工、刚入职员工的最大成本支出。租住成本一旦降低,不仅有助于城市和企业招录和留住更多的员工,而且员工涨薪、跳槽的诉求也会进一步降低。在解决居住的顾虑后,员工全力投入工作的热情也会更高。因此,连同之前着力解决的融资难题、减税降费、降低网费、公租房建设、打造创业空间等,出租房屋“减税”也是这一揽子“降成本”措施的组成部分,由此合力推进“降成本”结构性改革。



新华社图片