

注重独立性和灵活性

我国结构性货币政策有望加力

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

虽然7月议息会议美联储如期降息,并提前结束缩表,但市场反应却令人大跌眼镜,美股大跌,美元指数创出新高。从过程和结果来看,笔者认为这是一次“得不偿失”的降息,不但浪费了宝贵的降息空间,而且在一定程度上对美联储政策的公信力造成一定负面影响。对于我国央行而言,美国政策的不确定性将使我国货币政策在制定上更为谨慎,我国央行大概率将更注重政策独立性和灵活性,结构性货币政策操作可能成为主要发力点。

美联储尚未进入降息通道

当前美国的通胀与利率走势,是支撑美联储在当前时点降息的重要原因,但若从基本面情况来看,无论是二季度不弱的GDP增速、处在荣枯线上方的PMI表现,还是强劲的劳动力市场,抑或是稳定的金融条件指数,均显示美联储并没有在当前时点彻底打开降息周期的必要。

美国二季度GDP虽然较一季度GDP而言有所回落,但仍超出市场预期。从趋势上看,美国GDP自2016年以来的低位持续回升至2019年一季度,二季度GDP的回落不能证明美国实际经济增长已进入趋势下行周期。

美国当前的消费格局较为稳定,二季度实际消费支出较一季度出现明显回升,居民薪资水平持续增长与可支配收入的稳定增加均暗示美国消费尚有潜在增长动能。美国当前的制造业PMI尚处在荣枯线上方,服务业PMI也位于55的景气度之上,与此前降息周期打开时PMI跌破荣枯线相比,此次美国经济运行尚未到达大幅衰退的阶段。

当前劳动力市场仍然稳健,非农就业和薪资水平虽然有所波动,但并未出现大幅下行的情况,与PMI的景气度相印证,反映企业在劳动力雇佣层面仍较为乐观。从市场表现来看,芝加哥联储金融状况指数和贷款经理指数保持平稳,反映美国金融市场和信贷水平都处在较为稳定的环境中,实体经济运行较为平稳,暂未出现流动性与贷款大幅收缩的局面。

从本次美联储的政策声明来看,美联储认为当前经济形势表现较好,符合其长期目标,本次降息主要是为了对冲全球增长放缓以及贸易争端所带来的不确定性,如企业资本支出降低、制造业信心不足等。因此,笔者倾向于认为,短期美国基本面韧性十足,尚不支持美联储进入降息通道,此次美联储的降息更类似于1995年的“预防

式降息”。

美联储货币政策倾向相机抉择

美联储在此次会议上新提出了“风险管理”一词,并在措辞中出现新的关键词“contemplating”,表明美联储未来在货币政策上将比之前更为审慎,也会在数据之外考虑更多的外部因素。由于当前经济基本面仍有隐患,经济增长主要是由强劲的消费支出和政府支出所驱动,因此只要全球经济增长的不确定性和疲软持续存在,且明年美国将面临换届选举,不排除其年内再次进行降息的可能,后期美联储可能释放出更为鸽派的信号。但考虑到一味运用宽松政策进行短期救市将会使潜在的资产泡沫不断累积,且货币政策的运用具有递减效应,因此无论是此次降息带来的短时期刺激,还是进入降息周期带来的整体提振,其效用均会比较有限。

首先,根据前文所述,当前美国经济并未失速至需要开启降息通道来提振经济的阶段。一旦金融市场发生重大危机,美联储就会以下调联邦基金利率等货币宽松的方式来救市,从而导致投资者风险偏好不断上升,这可能会使高估值的美股衍生出更大的资产泡沫,不断加剧金融市场潜在的下行风险。

其次,短期内执行宽松政策的作用更多是防止金融状况收紧,避免出现对经济增长产生非线性影响。而市场已对本次美联储降息形成一致预期,货币政策递减效应使得本次降息的实际效果大打折扣,此时以牺牲美联储独立性为代价进行政策刺激,也不过是美联储与白宫在总统大选前期博弈的结果,无法对市场形成有效提振。因此,美联储此次降息所带来的短期刺激效用有限,宽松政策本身不足以推动经济强劲复苏,恢复企业信心和经济增长的关键在于解决当前的贸易紧张局势。

从长周期的角度来看,此次全球经济增长放缓的背景和2008年突然到来的金融危机有所不同,此次经济下行压力更多的是来

自于经济结构性问题,货币政策的宽松在对冲短期经济压力有着较好的效果,但难以从源头上解决经济运行中的根本矛盾,因此,即便美联储年内彻底打开降息周期也无法在中长期内对经济带来太大的提振。

第一,此前美联储一直不断强调要在下次经济衰退之前使利率恢复到中性水平,但现在的利率水平相对美国目前的经济表现而言仍然偏低,如果美联储彻底打开降息周期,后期若经济进入全面衰退,则将面临操作空间不足的尴尬局面,轻易开启降息周期进行连续降息未必是当下美联储货币政策的最优选择。

第二,此次全球宽松周期的背景较为复杂,部分地区如欧洲并未完全退出货币宽松周期,而另一些国家则在短暂的脱离货币宽松周期后再度进入新一轮的宽松周期,全球主要经济体的利率水平(美国除外)仍然接近历史低点 and 有效下限,而央行资产负债表的规模接近历史高位,考虑到政策有效性随时间的推移而递减,本轮货币宽松的范围和程度将因此降低。

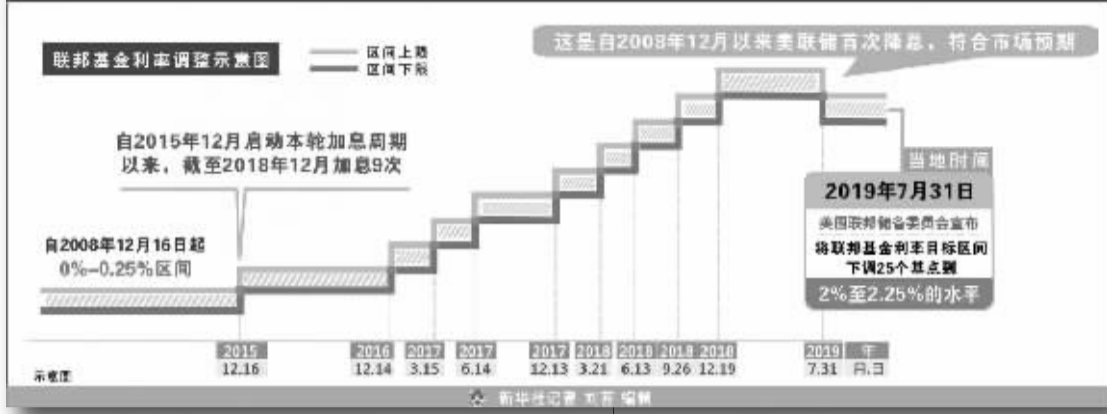
此外,经济现在处于扩张的后期阶段,货币宽松周期所带来的债务压力不可避免,但前期部分地区尚未完全退出货币宽松,且债务杠杆仍处高位。笔者认为,当前美联储更倾向于相机抉择,从多方面考量降息效果以及降息周期的开启时间,并不会简单的在政治压力和外部风险下轻易迈进长期降息通道。

我国央行不会贸然降息

日前我国央行在谈及美国利率调整时,再次强调我国货币政策要“以我为主”,去年美国加息,中国没有跟随,现在美国降息,中国也要看自己的实际情况而定。这表明我国央行在内外不确定性加大的情况下,更加强调政策的稳定性、连续性和前瞻性,不会贸然降息以打乱逆周期调节的节奏。

首先,美联储是否已经彻底进入降息周期尚难下定论,其经济基本面并未出现大幅

美联储宣布十年多来首次降息



多措并举

防范居民杠杆率上升风险

□中央财经大学金融学院副院长 谭小芬
中央财经大学国际金融研究中心研究员 王雅琦

近年来,我国实体经济债务水平有所提升,居民部门杠杆率增速较快。相比于企业部门杠杆率的上升,居民部门杠杆率的上升更为明显。据笔者梳理数据显示,我国居民总体杠杆率从2007年的45%上升至2018年的207.5%,明显超过了同期企业部门杠杆率的增速。另外,相对于企业部门杠杆率在2009-2012年出现的波动,家庭部门杠杆率在2008年之后一直保持着快速持续上升的态势。

据笔者梳理数据显示,从贷款规模上看,2008-2018年,居民部门贷款总额占可支配收入比例年均增长38.7个百分点,尤其是2018年居民部门贷款总额增速更是高达18.2%。快速增长的家庭杠杆率可能蕴含着较高的风险并可能导致一系列的经济问题,因此成为供给侧改革和经济新常态背景下亟待解决的问题。

居民持续加杠杆的现象不仅考验着未来居民部门的偿付能力,也从各方面挑战着未来我国金融系统保持稳定的能力。

首先,居民部门持续加杠杆将加重其违约风险。部分个人投资者单凭自己的收入来源,有时不足以偿还高额房贷,反而是“以债还债”,即依赖高利息的银行消费贷款、信用贷款等资金来源,不断放大自己的杠杆倍数。在这种情况下,一旦房价持平或者小幅向下波动,他们的处境就会变得危险,并因此无法保证充足的现金流偿债而违约。

其次,中国家庭杠杆率存在分布失衡且较为集中的问题,这将进一步加大违约风险。中国家庭杠杆率高的问题主要集中在城市,相对来说农村地区的家庭杠杆率较低。因此这些城市房价的波动会影响到居民的抵押房贷,将有可能带来居民部门借贷的系统性风险。

第三,随着家庭债务的上升,居民持有的现金、银行储蓄等流动性资产会受到家庭预算的约束性影响,从而影响到居民的消费增长,进一步可能会影响整体宏观经济增长。

居民持续加杠杆背后的一个重要原因是房价的快速上涨。2008年以后房价的快速、持续上涨是我国经济发展的一个特殊且重要的现象。近十五年来,房价基本都处于上升期,未经明显下调。面对房价高、上涨快的现实状况,2010年高层推出“新国十条”,各地逐渐出台了限购令,分别限制甚至叫停当地和外地区购房,但是限购令的出台并没有打断房价继续上升的趋势。由于高价地王的陆续产生,2010年3月后全国房价继续飙升,进一步刺激企业以及家庭投资房地产。持续增加的房地产投资使得房地产库存积压较多,导致2014年至2015年间房价出现阶段回调。但之后房价继续回升,房价开始再次回升。

从需求的角度看,在房地产市场火热的背景下,一些企业和个人开始涉足房地产市场,并购置房地产资产。房价高企抑制消费,而且增加了住房贷款的需求。尤其是一线城市(北上广深)的年轻人通过各种来源的资金来购买首套住房,使得房贷规模上升迅速,并超过家庭收入上涨速度。这一传导机制直接造成了近年来家庭杠杆率的迅速上升。2008年以后房价上升与家庭杠杆率上升基本同步,说明二者具有明显的正相关关系。

房价快速上涨除了带来因住房刚需产生的住户负债和杠杆率上升之外,还有可能通过另外一条重要的投机渠道影响家庭杠杆率。由于我国房地产价格近十年来一直处于上升渠道,客户对房屋价值形成的升值预期可能会使得客户借债炒房意愿增强,甚至有的时候会出现过度举债。

另外,国内居民投资渠道相对匮乏,买房成为家庭实现财富保值增值的一种理性选择。中国人民银行金融机构本外币信贷收支表的数据显示,我国2008-2018年的货币供应量非常迅速,增速接近15.1% (以广义货币口径计算),而在2018年为8.27%。快速增长的货币投放大多数流向了房地产部门。中国人民银行2015年金融机构投向贷款数据显示,2018年全国人民币房地产贷款余额为146.03万亿元,同比增长20.28%,增量占全年各项贷款增量的39.9%,比2017年占本水平增加1.2个百分点。这一增速在2019年仍在回落,2019年一季度人民币房地产贷款增量占同期各项贷款增量的31.4%。由此可见,家庭房贷所占银行总贷款比重越来越高。

对于房价导致的家庭杠杆率上升现象,笔者有两点政策建议。一是为防范家庭部门较高的杠杆率所隐藏的金融风险,应继续调控房价在合理范围内波动。强化“房子是用来住的、不是用来炒的”的基调,这一决策体现了高层对于稳定房价、解决居民住房问题的决心。住房市场的规范发展解决家庭部门杠杆率问题的根本所在。

二是在目前以银行为主的金融体系的背景下,监管部门应坚持宏观审慎的监管框架。合理调控家庭部门借贷数量的增长速度与结构分布,严格信贷审批程序,使家庭部门贷款的发放与家庭收入水平或还款能力挂钩,从而控制家庭部门借贷的隐藏风险,守住不发生系统性金融风险的底线。

强化房地产资金监管 一举两得

央行在一周内连续两次开会,并重点谈到房地产。笔者认为,央行强化房地产融资监管,是推进金融供给侧结构性改革,引导金融机构增加对制造业、民营企业中长期融资的诉求,也是近年来房地产调控的主旋律。与此同时,全球主要经济体保持货币宽松的趋势越来越明显,为了应对资产价格上涨预期,更应建立资金和楼市的防火墙,疏导资金流向实体的传导渠道。

□广东省住房政策研究中心首席研究员 李宇嘉

房地产市场资金管控加强

数据显示,今年上半年,房地产贷款余额增速比上季度末下降1.6个百分点,房地产新增贷款占比比上年全年降低6.7个百分点。但是,仍存在资金过快流入地产、违规接济开发商融资的情形。4月和5月,居民中长期贷款占新增贷款的比重分别为40.8%和39.8%,接近或突破40%的监管红线。如果考虑到,居民短期贷款(信用卡和消费贷)部分也流向地产的事实,新增贷款的一半左右投入到了房地产。

7月29日,央行召开银行金融机构信贷结构调整优化座谈会,会议指出,房地产行业占用信贷资源依然较多,并明确表态要防范资金违规流入地产(比如消费贷用于购房、银

行理财和委托贷款进入房地产等),加强对高杠杆经营的大型房企的融资监管和风险提示,管控企业有息负债规模和资产负债率;8月2日,央行召开上半年总结和下半年工作部署会,再次重申了持续加强房地产市场资金管控的要求。

从2017年开始,控制居民过快加杠杆,控制资金违规流入房地产,就成为房地产金融监管重点。2017-2018年,房地产贷款余额增速分别下降6.1和0.9个百分点,2018年贷款增量占比下降1.2个百分点。

根据刚刚发布的今年二季度金融机构贷款投向报告,上半年工业中长期贷款余额仅增加5.2%,而房地产行业贷款增速高达16.9%,达到工业中长期贷款增速的逾三倍,结构性去杠杆已成为防风险的主题。因此,今年监管层要求广义货币供应量和社融规模增速与名义GDP增速相匹配,即社会资金投放的规模是有限的。但是,房地产的融资优势非常突出,比如高利率、土地抵押物、居民贷款低坏账等。由此,房地产不仅挤占有限的信贷资源,还抬高整个社会的融资成本。

上半年,开发商资金来源同比增速在7%-9%波动,明显好于去年上半年2%-5%的水平。其中,国内贷款告别去年负增长的局面,上半年实现8.4%的增长,自筹资金也逐月好转。但同时,实体经济融资形势严峻。6月份企业新增中长期贷款占比仅为23%,虽较5月有所回升(专项债放量发行与可充当资本金的政策共同驱动),但仍是今年来的次低水平,甚至低于2018年下半年的中枢值。可见,在实体经济优质贷款项目稀缺、外部环境不确定性的情况下,银行或者惜贷,或者套利地方隐性担保,增加涉房贷贷款投放。

疏导资金流向实体传导渠道

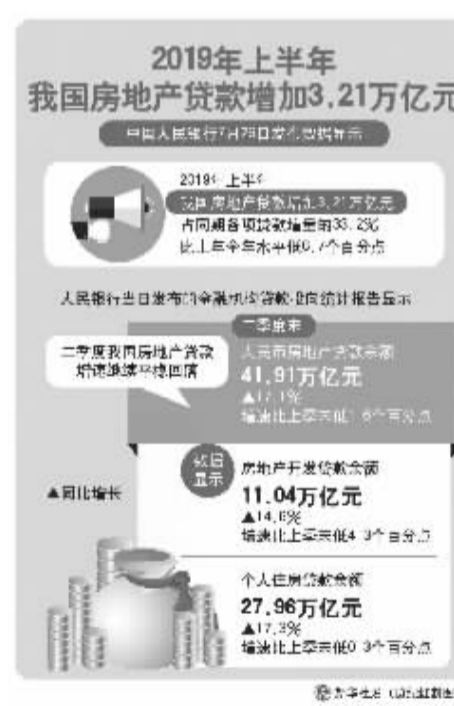
上半年,民间投资增速尽管反弹,但低于全部固定资产投资增速,4.8%的增速水平不到房地产开发投资增速的一半,融资难和融资贵的问题仍旧存在,投资积极性的问题仍不容小觑。另外,国家致力于打造消费增长的新引擎,上半年最终消费支出对经济增长的贡献率超过60%。

有观点认为:房地产市场繁荣,消费才能真正起来。从产业链关联、数据佐证看,貌似如此。但在目前的经济形势下,不能再以直线思维、局部思维看待这一结论。

在高房价和消费的关系上,7月央行发布的《区域金融运行报告(2019)》指出,居民杠杆率水平对消费增长有负面影响。计量结果表明,在控制人均可支配收入、社会融资规模等因素以后,居民杠杆率水平上升1个百分点,社会零售品消费总额增速下降0.3个百分点。

因此,再靠楼市促消费,换来的只是短期繁荣,损失的将是消费动力的夯实和消费的可持续增长,不利于经济结构转型。因此,控制地产资金监管、调整信贷结构,应该从疏通资金流向实体经济投放的渠道,培育消费增长引擎的角度来看待。

可以看到,近期房地产新投放贷款重回额度控制,6月份按揭利率应声反弹,多个城市房贷利率上浮幅度增加,6月份居民新增中长期贷款占比降至29.3%,比4月份的高点下降11个百分点。另外,开发商的各种融资渠道(境内外债券发行、信托、开发贷款等)等也都开始趋于严格。同时,近期房价明显上涨的城市,重启限价政策,意在压缩投资买房的收益空间,不给资金流入房地产以正面激励。与此



同时,全球主要经济体保持货币宽松的趋势越来越明显,为了应对资产价格上涨预期,更要建立起资金和楼市的防火墙,疏导资金流向实体的传导渠道。

当然,资金管控强化并非为打压房地产,而是规范资金和地产的对接渠道。首先,无论是5月中旬的银保监会23号文(针对银行、信托房地产贷款),还是7月初监管层对多家信托公司进行窗口指导,抑或7月12日发改委对房企境外债提出新要求,政策并非为打压房地产。比如,“去通道”和“穿透式监管”,目的主要是防范执行层面的放松和新的监管套利,杜绝“前门、后门”,打击的是开发商购地融资。

对于符合“32”(项目四证齐全、30%资本金和企业二级资质)要求的贷款类和真股权投资,银行和信托都是敞开大门的。另外,房企融资监管加强,也意在提高行业的集中度。目前来看,房地产行业融资有向龙头企业集中的趋势,今年顺利发债融资的房企主要是AAA级主体。以融资重塑企业行为,更有利于行业健康发展。