

一季度降准降息概率小

□瑞穗证券亚洲公司首席经济学家 沈建光

2014年12月PMI数据与诸多高频数据显示,中国经济在进一步放缓。与此同时,受需求疲软和油价下跌的影响,通缩压力仍然不小。对此,货币政策有必要进一步放松给予支持。然而,考虑到上次降息后银行间利率反而上升,融资炒股风气大盛,央行出于降低实体经济融资成本和金融稳定的考虑,可能会推迟降准降息。笔者预计,未来一段时间,货币政策仍将更多的采取定向宽松措施。

经济增长放缓趋势明显。尽管去年12月消费、工业生产、投资等数据尚未公布,但从已经发布的PMI数据以及诸多高频数据中,不难发现整体经济增速仍在下降。其中,2014年12月PMI回落至50.1%,比11月降低0.2个百分点,降至18个月新低。与之相佐证,汇丰PMI指数也呈现下滑趋势,该指数下降至49.6%,是过去7月首次回落至50%以下。

同时,通缩风险在加剧。2014年12月CPI同比增长1.5%,比11月略有提高。其中,受季节性影响,食品价格大幅反弹,同比增长回升至2.9%,特别是蔬菜、水果等受寒冷天气影响,价格反弹明显。相比之下,受油价持续下跌影响,非食品价格同比增长0.8%,是2010年1月以来首次低于1%水平。生产领域的通缩迹象则更加明显,2014年12月PPI降至-3.3%,连续34个月处于通缩阶段,更反映生产需求疲软与大宗商品价格下调的影响。

从基本面分析,当前中国经济已面临增长与通胀双低的格局,央行有必要保持宽松的政策方向。确实,从经济理论分析,央行若推出降息降准已经符合逻辑。比如,降息方面,当前贷款利率仍然较高,实体融资成本较贵,加

之长期生产领域通缩,企业已经不堪重负,降低利率是诸多处于生产困境中的企业的强烈呼声。而降准方面,考虑到如今外汇占款增加已经低于以往,20%的准备金率实属过高,且未来央行在货币政策工具使用上将更多地采用价格型工具,保持过严的数量控制,同样不利于价格发挥作用,故而今年降准降息的推出也是很合理。

然而,笔者发现,当前存在部分证据显示央行在货币政策选择上正面临两难局面,特别是考虑到国内股市风险以及全球汇率动荡格局等因素,降准降息预期或推迟到一季度以后。

自2014年下半年以来,A股市场经历一轮快速上涨的行情,远好于海外主要市场表现。毫无疑问,本轮股市上涨是基于过低估值修复、央行降息导致流动性压力缓解,以及市场对改革持乐观预期等综合因素的结果。而在笔者看来,一定程度的股市上涨不仅是决策层乐见的,也是化解中国经济困境所需要的。毕竟股市已有一段时间处于牛市,蓝筹股被低估,不利于股市发挥直接融资的功能。而且股市反弹也有利于疏通直接融资渠道,降低企业融资成本,补充企业资金进而降低企业杠杆率过高的风险。

但是,过快的上涨却引发泡沫化风险,超出决策层预期。与此同时,本轮牛市上涨中,杠杆化产品得到大量使用,决策层正在担心金融稳定风险。从数据来看,目前市场融资融券规模突破万亿元,而实际上,这一数字在本轮行情启动前的2014年4月末才刚刚超过了4000亿元,增长之快令人吃惊。与此同时,杠杆基金、银行伞状信托等也在借助杠杆推波助澜。

近期央行公布的信贷与金融数据亦支持了笔者的判断。数据显示,2014年12月新增贷

款远逊于社会融资规模,当月新增贷款仅为6973亿元,比11月回落了1553亿元;社会融资总量却由11月的1.15万亿元增加到12月的1.69万亿元,这导致银行贷款在社会融资比重当月降至41.2%。当月社会融资总量中,信托与委托贷款分别增加2106亿元与4582亿元,增幅明显。短期内出现如此大的变化确实让人意外,也颇不寻常。

仔细分析数据不难发现,12月表外资金的大幅扩张,实际上与当前股票大派、资金借道委托贷款进入股市,如银行伞状信托等业务大行其道有关。此外,1月5日地方债务存量上报截止,部分地方项目寻求新的资金来源也推高了表外融资需求。因此,笔者认为,本轮股市快速上涨是建立在乐观预期的推动之上,很难想象仅靠预期而脱离基本面的过快股市上涨是牢固,加之杠杆产品的大量使用,是否会推升资产泡沫进而危害金融稳定,笔者相信决策层对此是有所担忧的。

其实从近日证监会出手打击违规资金进入股市,证监会出手拟限定银行委托贷款来源及用途等监管层频频出手,也一定程度上验证了笔者的判断。按此逻辑,预计短期内央行采取降准的概率正在降低。

此外,今年全球汇率动荡也将是未来央行货币抉择的重要考虑。不难看出,当前海外经济金融市场正处于动荡之中,早前瑞郎曾突然宣布脱钩欧元引发资金恐慌便是证明。笔者预计今年人民币将保持对美元贬值,对非美元汇率升值的局面,全年人民币兑美元的区间基本判断是在6.1-6.4之间。但是,考虑到今年美元加息已经排上日程,国内一旦降息,利差缩小是否会助推人民币兑美元突破6.4?央行对此存有担忧。

总之,今年海内外经济形势变化较快,央

行货币政策面临着较大压力。笔者预计,一季度内降息降准的可能性不大,采取更多定向工具可能是优选择。实际上,有报道指出近日央行已对去年10月的那次MLF(中期借贷便利)进行了约2800亿元的续期操作,显示定向支持或是央行未来政策工具的使用方向。从这一角度而言,央行在启动了SLF、MLF以外,未来推出更长期的定向工具如LLF或有可期。

当然,虽然央行短期政策发挥面临困境,但加快金融改革仍应坚定不移。今年年初,央行已经召开了工作会议,明确了未来金融改革的方向,包括加快利率市场化改革、继续完善人民币汇率形成机制、稳步推进人民币资本项目可兑换、建立存款保险制度、深化金融机构改革、推进外汇管理体制改革等。在笔者看来,上述改革的推进有助于人民币早日实现基本可兑换,加快人民币国际化进程。

同时,面对当前经济疲软的态势与货币政策两难,财政政策需要发挥更多作用。今年财政赤字目标尚有较大空间,财政存款高达4.8万亿元,此时增加民生支出,对于稳增长、调结构均具有重要意义。

更进一步,为缓解当前货币政策困局,在金融改革加速推进之时,也需要财税改革、国有企业改革等协调配合。毕竟当前大量预算软约束企业的存在,一定程度上与贷款主体选择和价格定价难以市场化、货币政策传导失效等密切相关。值得肯定的是,财税改革与国企改革均是今年改革的重中之重,一旦能够切实推进,必将有助于理顺当前央行面临的困境,缓解定向货币政策难以承受之重,并为中国经济带来制度红利,支持今年7%的增长目标。

探索农地金融新模式

□国务院发展研究中心 高伟 孟春

近期《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》发布,表明农村改革的核心——土地改革将进入深水区,这涉及法律修改和重大利益调整。土地改革需要金融扶持,而金融服务土地改革也需要细分,有的放矢才能提高服务效率。

上述《意见》可以概括为对“三块地”改革进行试点。第一块是征地,也就是被征收的农村集体土地,主要用于工业化和城镇化建设,这是农村集体土地的减少,处理不好容易引发矛盾纠纷。未来要不断缩小征收范围,改变补偿办法,除补偿农民被征收的集体土地外,还必须对农民的住房、社保、就业培训给予合理保障。

另两块是集体经营性建设用地和宅基地,这也是社会关注的焦点,相关改革被寄予厚望,但流转改革的操作难度大。《意见》规定,集体经营性建设用地的入市需要符合规划和用途管制,宅基地制度改革不得以退出宅基地使用权作为进城落户的条件。

“三块地”改革试点是谨慎的,需要全国人大常委会授权,范围小且封闭运行,试错修正后才能复制和推广。中央保护农民利益的决心坚定,不允许超越底线”。至于“宅基地”、“农房贷”等业务,银行可积极试点,但目前大范围推广需慎重考虑。

再看农地,也就是用于农业生产的土地。与上面提到的“三块地”不同,目前农地承包经营权流转的试点多、共识大,这项工作正抓紧落实,可以确权确地,也可以确权确股不确地,相关费用纳入地方政府财政预算,中央财政还给予补贴,预计确权登记颁证工作将比较顺利,5年内可基本完成。当前农地流转的基础性工作扎实,中央还允许承包地的经营权向金融机构抵押融资,这对农地金融是利好。近年来我国农村金融商业化趋势明显,合作金融缺失,虽然备受诟病,其实是金融机构在既定制度框架下的理性选择,毕竟涉农贷款的抵押担保不足。而本轮农地制度改革扩充了涉农融资的抵押担保范围,为我国发展农地金融,建立与农地紧密结合、真正意义的农村金融体系,营造了更加良好的政策环境。

农地作为农民拥有的最重要财富之一,具有稀缺性和不可再生性,经济社会越发达,农地的价值就越高,增值性强;农地位置固定,不能移动,具有不可灭失性;对农地经营可获得源源不断的“现金流”,保值性强。农地的优点决定了以其经营权为担保的债权安全系数高,有利于抵押债权的完全实现,金融机构也容易接受。很多国家利用农地的优点,构建了各种农地金融模式,比如美国的联邦土地银行模式、德国的土地抵押信用合作模式、日本的农林渔业金融模式和中国台湾的土地银行模式等。虽然各国农地金融模式有差异,但目标都很明确,就是重点服务农业生产,为农业生产及其相关领域提供长期、廉价的资金支持和金融服务,并配合农村的土地制度改革。

在利率市场化、城市金融竞争日趋激烈的环境下,为开辟新的利润增长点,一些银行开始发展农地抵押贷款业务,比如推出农地承包经营权抵押贷款产品;依法承包的荒山、荒沟、荒丘、荒滩等荒地土地使用权,家庭承包集体农地使用权以及通过转包、出租、互换、转让等流转方式取得的农地经营权等,均可设定抵押;允许农地上的设施一并抵押;给予农地承包经营权抵押贷款市场定价下浮10%的优惠等。一些农村地区积极探索农地金融,有关部门也给予相关政策支持,已形成很多模式,比如辽宁法库县的“农户+专业合作社+金融机构”模式、宁夏同心县的“农户+土地协会+金融机构”模式、山东寿光的“农户+村委会+金融机构”模式、贵州湄潭县的“农户+地方政府+金融机构”模式等。除湄潭模式失败外,其他模式短期看比较成功。这些模式都属于农地抵押贷款范畴,各有利弊,需继续跟踪研究。

农地经营权抵押贷款丰富了支农产品体系,但一些外部因素阻碍着该模式的快速推广,主要是缺乏有效的法律保障、规范的评估机制、统一的登记部门和配套的风险保障。推广农地承包经营权抵押贷款,需加强对农村产权流转交易的法规制度保障,加快完善农村产权的市场定价机制,对农村综合产权抵押登记实现归口统一管理,分担农村产权抵押贷款风险,减少银行的后顾之忧。

农地经营权抵押贷款是对我国间接融资为主导的融资结构的适应和强化。为优化社会融资结构,增强直接融资,保持农地金融的平衡发展,我国还需探索农地债券等融资模式。至于采用何种农地债券模式,需要充分尊重农民意愿,并根据各地实际情况灵活设计,但总体而言需以合作制为基础。

在借鉴国内外实践的基础上,笔者提出以下参考模式。农民欲用农地承包经营权作抵押获得长期借款时,可联合组成农地合作社,并将农地承包经营权交给合作社;合作社经政府授权后,发行特定区域的农地债券,在金融市场上销售;合作社获得资金后,借给社员使用。金融机构借给合作社的融资额可控制在农地抵押价值的1/3-2/3,融资期限为10年以上,融资利率随着农业生产市场利率而确定,以贷款基础利率下浮10%为上限。农户还给合作社的还款额中,应包括利息、本金、合作社的营业费用和合作社的公积金,后两项之和控制在融资额的0.5%。政府可组建专门公司,对农地债券提供适度担保,并承担约定比例的连带责任,提高农地债券的信用等级,降低融资成本。

清理“影子银行”为货币宽松创造条件

□中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚

1月16日,银监会下发《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》(简称《办法》),正式启动对委托贷款的规范工作,预示着监管部门针对“影子银行”的清理进入了一个新的阶段。考虑到近年来委托贷款规模增长迅速,存量已达2.5万亿元,《办法》出台的影响不容小觑,由此也引发了业内的高度关注。

演变为“影子银行”的主要途径

所谓委托贷款,是指由政府部门、企事业单位及个人等委托人提供资金,由商业银行(即受托人)根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放,监督使用并协助收回的贷款。商业银行(受托人)只收取手续费,不承担贷款风险。这项业务之所以出现,主要因为1996年颁布《贷款通则》对贷款人进行了严格限定,一般企事业单位不能直接从事贷款业务,由此导致企事业单位之间的借贷需要通过商业银行来完成。

现有监管体制下,委托贷款算是银行的一项表外业务,既不占用银行的信贷额度,也不产生对风险资本的要求,监管成本极低。这样一项业务的本意,只是为便利企业之间的资金往来,长期来的规模也相对平稳,2009年之前占社会融资总量的比重一般在5%左右,没有受到太多的关注。之后,随着“影子银行”的兴起,委托贷款增长开始加速。不过,委托贷款真正繁荣,还是在监管部门着手清理“影子银行”之后。早前各种通道业务相继被围堵之下,委托贷款开始摇身一变成为“影子银行”的当家花旦。

从绝对数额看,2011年,委托贷款累计新增1.3万亿元,比2010年增长48%;2013年累计新增2.55万亿元,同比增长97%。2014年委托贷款的累计发放额2.51万亿元,与2013年大体持平。但考虑到2014年社会融资规模有一定萎缩,委托贷款在社会融资中的占比还在

继续上升,从2013年底的14.75%,上升到2014年底的15.25%。分月度来看,2014年12月的新增委贷为历史最高,达到4582亿元,占社会融资总量规模的27.11%,而当月新增的人民币贷款才6960亿元。在实体经济低迷、融资环境持续恶化的背景下,委托贷款逆势扩张显然脱离了正常的方向,而演变成了“影子银行”的主要途径。

与其他“影子银行”发展的逻辑相同,委托贷款异常繁荣大概有以下几方面原因:其一,从融资需求方讲,实体经济经营日趋困难,一些经营状况不好的企业,以及受现行调控政策限制的行业(如地方投融资平台、房地产、产能过剩行业以及高能耗行业等),难以通过合规渠道获得资金支持,需要借助各种游离于监管之外,或监管稍弱的渠道。其二,从资金供给者而言,部分资金充裕或融资渠道较广的企业,在实体经济低迷的情况下,希望通过委托贷款来拓展收入来源;其三,从银行的角度,由于受信贷规模限制、存贷比、资本充足率约束以及贷款投向等多因素影响,通过委托贷款(事实上可能是自有资金放贷)绕道表外,可以降低监管成本,这与早前盛行的各类通道业务在本质上并无二致,核心仍在于监管套利。由于委托贷款现有规模已经较大,近来占社会融资总量的比重也较高,《办法》将不可避免地外溢到实体经济。与之相关的行业、企业或金融市场,都可能受到短暂影响,需要宏观政策上(尤其是货币政策)密切关注并应对。反过来,加强对“影子银行”的清理,可以改善资金配置扭曲的现状,本身也为货币政策的进一步放松(全面降准或降息)创造条件,近期或有相应的宽松政策出台。

新兴融资模式迎来爆发式增长

接下来的一个问题是,在《办法》规范委托贷款之后,“影子银行”的清理是否就算大功告成?答案显然是否定的。以委托贷款为代表的“影子银行”,产生于客观的内外部环境。

总体上看,《办法》规范的内容相当全面,对委托贷款业务的主要环节都做出了明确规定。随着《办法》的正式通过并付诸实施,委托贷款的发展将再次回归本源。当然,鉴于委托贷款现有规模已经较大,近来占社会融资总量的比重也较高,《办法》将不可避免地外溢到实体经济。与之相关的行业、企业或金融市场,都可能受到短暂影响,需要宏观政策上(尤其是货币政策)密切关注并应对。反过来,加强对“影子银行”的清理,可以改善资金配置扭曲的现状,本身也为货币政策的进一步放松(全面降准或降息)创造条件,近期或有相应的宽松政策出台。

商品十几亿吨,因此大宗商品价格深幅跌落及继续下降,当然为中国低成本建设,提供了一个极好历史机遇,我们可以节省数以千亿元计的建设材料成本。

二是低成本商品储备机遇。例如,中国高品位铁矿石储备量要是能够满足钢铁企业半年到1年的需求,也就是达到5亿到10亿吨,其对铁矿石市场影响力将会极大提高。因为在这种情况下,中国可以1年不用进口铁矿石,但世界矿业巨头却不能够1年不生产。不仅如此,趁其低价进行大规模资源储备,还在于大宗商品价格不会长久低迷,我们可以获取巨大未来升值效益。毕竟当能源价格持续跌落达到一个临界点后,将会引发新增资源供应的极大抑制。

因此我们必须未雨绸缪,抓住大宗商品价格一段时期低迷的历史机遇,进行大规模的重要资源储备,比如5到10亿吨的铁矿石储备、千万吨级的有色金属储备、3个月以上需求量的

境,尽管有这样那样的风险,但体制外的融资需求始终都存在。这也能够解释,从2010年至今,监管大棒挥舞了一轮又一轮,但“影子银行”就像“打不死的小强”,总能换一个马甲后迅速卷土重来。鉴于此,我们估计,经过短暂调整后,很快可能出现新的“影子银行”热点。

从产生和发展的逻辑看,容易取得成功的“影子银行”模式,一般都处于监管空白地带,要么是因监管制度本身不完善,要么就是因不同监管部门的标准不一、协调不畅。在过去几年中,随着监管制度的不断修正,以及跨部门监管协调的强化,原来以体制内金融机构主导的“影子银行”(有人也将其称为“银行的影子”)受到了越来越多的限制。随着委托贷款规范的尘埃落定,正规体系内的腾挪空间正在越来越小。与之相对应的是,近期以来,政策面对民间金融发展,尤其是冠以互联网金融名义的各种金融活动如P2P和众筹等的态度却相当宽容。综合这些情况,我们认为,未来的“影子银行”重心将迅速往这些新兴的体制外模式转移。当然,这不排除部分正规金融机构如银行参与其中,事实上,已经有不少银行开展了线上P2P业务,并积累起了相当的业务经验和客户资源。

总体上,由于新兴金融业态缺乏明确的监管规则,而且,未来也不大可能建立起与正规金融机构相类似的监管标准。这意味着,其相对正规机构在监管成本上的优势将长期存在,这为新一轮的监管套利创造了基本条件。由此预计,2015年以P2P和众筹为代表的新兴融资模式可能迎来一次爆发式增长,越来越多的大型企业、甚至更多的银行将介入其中。当然,这种爆发式增长,不意味着P2P本来的模式和普惠金融会大发展,而不过是“中国式影子银行”的又一次华丽变身。对此,监管者或许应该有更长远的考虑,并及早制定和完善相应的监管规则。

大宗商品下跌带来三大机遇

□兰格经济研究中心首席分析师 陈克新

2014年,全球大宗商品价格深幅下跌,原油、矿石、大豆、金属、橡胶等重要大宗商品价格平均跌幅超过15%,其中原油价格由年初的近100美元/桶回落至年末的50美元/桶,几乎腰斩;铁矿石价格跌幅亦有4成。进入新一年后,又迎来有色金属价格暴跌。1月中旬伦敦铜价跌幅一度超过8%,创5年半新低,并带动锌、铝及镍价跳水。

由于国内经济增速回落、世界巨头扩产、美元升值预期“三座大山”依然存在,预计2015年大宗商品将继续探底。大宗商品价格下跌虽然是把“双刃剑”,但对中国而言确实利大于弊,由此产生中国经济三大机遇,必须紧抓不放。

一是低成本建设机遇。总体来看,未来中国存在着规模巨大的基础设施建设需求、环

原油与天然气储备等,当然也包括一定量的实物黄金储备。

三是低成本兼并收购机遇。大宗商品价格暴跌,致使许多相关企业严重亏损,相继陷入困境,其资产权益价格低廉,有些可能会以实际资产价值的几分之一价格抛售。与此同时,中国外汇储备伴随美元一起升值,也相应提高了中国的资产购买能力。这也造就了中国进行全球资源权益兼并重组的极好机遇。

对我们而言,有必要抓住这个历史机遇,趁现在国际市场原材料采购缺少竞争对手的有利时机,加快我国经济建设进程,建立大规模重要资源商品储备,实现有利于中国的全球资源权益兼并重组,最终将国际市场大宗商品暴跌和低迷,转化为综合国力的提升。应该说,留给我们的低成本时间不会太久。