

离岸人民币流动性缘何紧张

□招商证券 谢亚轩 刘亚欣

今年2月起,离岸人民币同业拆借利率定盘价(CNH HIBOR FIXING)剧烈波动,隔夜利率和一周利率在2月第一周延续了1月末的升势,分别飙升至8.6%、7.9%,随后便大幅回落,并于3月初又开始节节攀升。CNH HIBOR隔夜和一周利率已从2月底的2.7%和4.0%分别升至3.4%和4.6%,同时,离岸人民币对美元汇率也从前期6.27水平一举突破,迅速升至6.20水平。香港市场人民币供求剧烈失衡,显示离岸流动性紧张。

SHIBOR对CNH HIBOR有拉动作用

通过跨境资本流动的种种方式,SHIBOR升高对于CNH HIBOR存在带动作用。一方面,内地对资金的需求迫切,会使流入离岸的人民币资金减少;另一方面,境内外利差加大带动境外人民币资金倾向于较长时期停留于内地赚取高息,为离岸市场流动性带来压力。

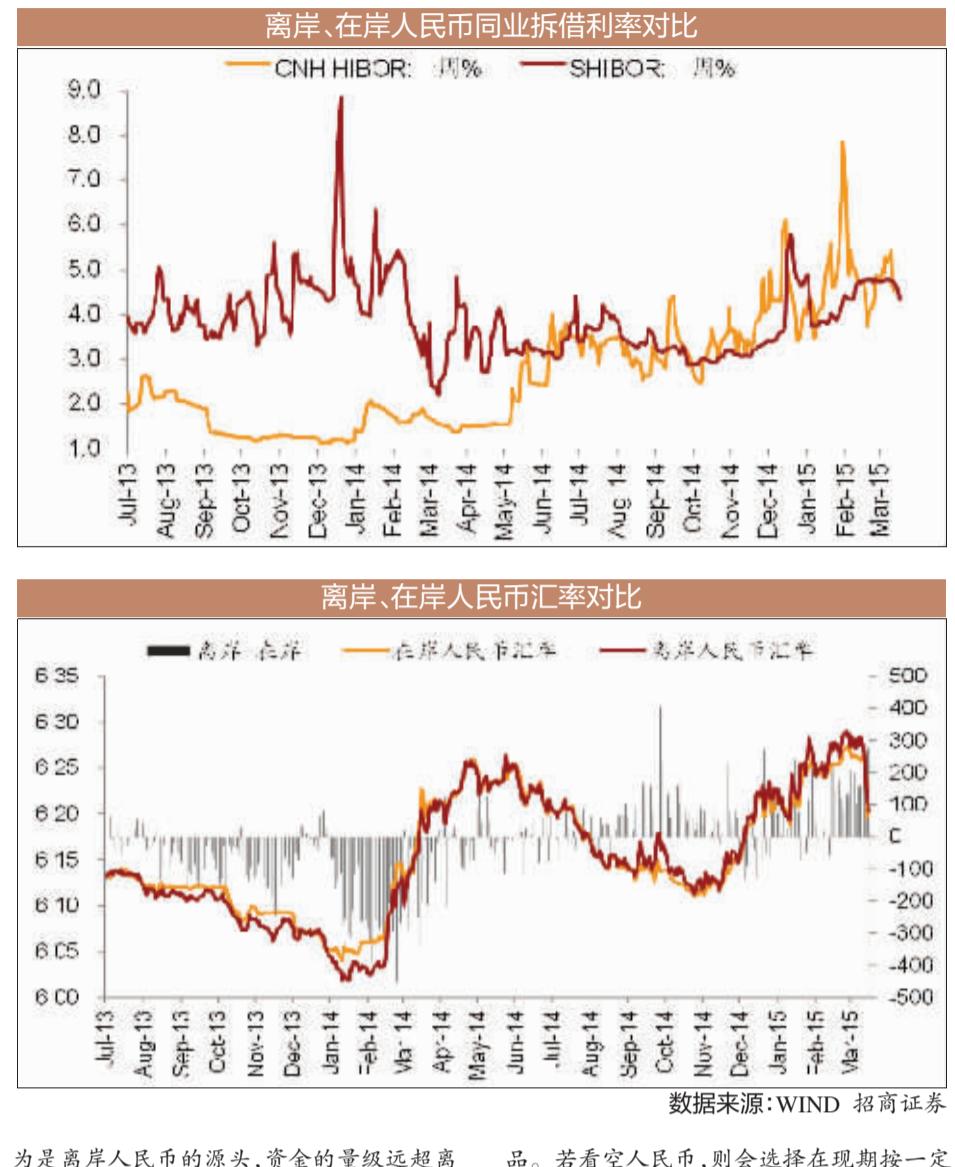
回溯到2013年6月-2014年4月,CNH HIBOR始终显著低于SHIBOR。从离岸市场对人民币的需求来看,主要原因在于:人民币存在升值预期,离岸人民币汇率体现得更为充分。此期间国内人民币即期汇率收盘价均价为6.1189,而香港市场人民币汇率定盘价均价为6.1098,汇差持续存在。而离岸、在岸汇差、利差持续存在,使贸易商和套汇者选择从香港向内地汇入美元并于内地结汇,再将兑换的人民币汇回香港市场(套汇);或购买在岸的理财产品并于到期后汇回境外(套汇+套息),增加离岸市场人民币供应,从而离岸人民币市场的流动性宽松,压低了离岸人民币利率。

根据利率平价理论,在资本自由流动、无交易成本、套利资金充分的条件下,我们应看到汇差、利差此起彼伏,而不应存在同时套汇、套息的可能性。但是,由于央行能够通过汇率政策、货币政策干预在岸利率、汇率,中国的资本项目可兑换并未实现,套利往往需要借助经常项下的贸易途径,有较高的成本,离岸、在岸汇差和利差得以持续并同时存在。

2014年3月17日,央行宣布将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%。此后,人民币汇率波动的可能性和幅度都有所加大,从而扭转了市场对于人民币单边升值的预期,境内外人民币汇差显著收窄,且正负互现,离岸人民币持续“高于”在岸的情况不再,套汇行为难以继续。

套汇机会消失意味着从前压低离岸人民币利率的因素不复存在,因此从2014年5月开始,CNH HIBOR逐渐与SHIBOR趋同,且基本围绕SHIBOR上下波动。理论上,在岸、离岸市场的利率应相互影响,但现实状况是SHIBOR利率更为稳定,CNH HIBOR的波动性明显更高。

我们认为现阶段两个利率的关系主要是SHIBOR拉动CNH HIBOR,其原因之一是央行可以通过货币政策调节利率、通过对外汇市场的干预调节汇率,而这是离岸市场所不具备的;二是在离岸人民币市场目前的广度和深度都不及内地的情况下,在岸市场作



为是离岸人民币的源头,资金的量级远超离岸市场。以人民币存款为例,截至2015年1月,中国金融机构的人民币存款余额高达122万亿元,而离岸人民币存款规模仅2.4万亿元,以上两个因素使得在岸人民币利率对离岸人民币利率的影响更为显著,且离岸利率更易大幅波动。

但是,参考过去情况,CNH HIBOR如此幅度的飙升,显然不只是受到SHIBOR的拉动,在岸因素之外,必然还有离岸自身因素在起作用。

美元强势带来短期流动性趋紧

美元指数的强势是造成近期人民币贬值压力的主要因素。2月银行结售汇逆差1054亿元,也印证了外汇市场供小于求、人民币汇率承受贬值压力的实际情况。但是,在岸人民币汇率受到人民币汇率中间价的牵制,几度逼近较中间价贬值2%的最大波幅,但央行能够运用巨额外汇储备对在岸汇率进行干预;而离岸汇率的形成是完全市场化的,不受中间价的影响,而是受外汇供求及市场预期的影响,贬值幅度明显更大,造成今年以来境内外汇差曾多次达到100基点之上。美元指数强势与人民币贬值预期带来以下两个影响。

第一,投资者做空人民币抬高短期资金需求。由于市场存在对人民币短期内贬值的预期,一些投资者选择做空人民币各类产

品。若看空人民币,则会选择在现期按一定的汇率以美元为抵押获取人民币,如果人民币随后贬值,则得以在到期日按先前的汇率(优于市场价格)结算获利。因此,离岸人民币做空规模扩大就意味着现期对离岸人民币的需求增加,从市场拆借人民币需求旺盛,从而导致银行拆借利率不断上升。

第二,跨境搬运工”抽离离岸人民币资金导致资金供应减少。若离岸人民币汇率相对在岸升值且汇差足够大,那么理论上便存在:从离岸市场借取人民币(在美元强势升值的时候,套汇者不会选择借美元);将人民币汇入内地并换取美元,将美元汇到离岸市场结汇并偿还借款,从而套取汇差收益的可能性,套汇者就是人民币的“跨境搬运工”。在利率层面,这推升了离岸市场对人民币的需求,减少了离岸人民币存量,从而推高离岸人民币利率;在汇率层面,国内换汇需求的上升实际加大了在岸人民币贬值的压力,离岸人民币存量的减少则有助于降低投机意愿,缓解离岸人民币对美元的贬值压力,拉动离岸、在岸汇差收窄。不过,在资本项目并未实现自由兑换的情况下,企业资金进出境需要依托进出口等方式,且需要一定的时间来周转,这意味着需要付出资金成本。

由于汇率波动性加大,目前的汇差已经不复从前的持续性,正负汇差常交替出现,套汇者就需要择机结汇,可能会拉长资金轮

转的周期,而且汇率预期不稳定也导致套汇的风险非常高,因此进行大规模套汇的动力不足。但是,这并不影响在人民币贬值预期下,有真实贸易为依托的内地外贸企业倾向于选择在香港结汇,并将所获人民币运用于在岸市场,这其实发挥了和套汇者一样的人民币搬运作用。

境内外汇差的大小、汇率的波动性和资金成本对于决定是否可能出现大规模的套汇至关重要。这也是为什么我们强调,“汇改”后人民币汇率更市场化、对汇率预期的分化打击了套利、套汇行为,因为由此带来的汇差波动性升高会显著加大企业对于安全边际的需求。

人民币国际化的影响

人民币国际化持续推进的大背景下,离岸人民币回流渠道不断拓宽,境外金融中心对人民币的争夺愈发激烈,但离岸资金池的扩容速度并不匹配,这使得海外人民币流动性趋紧。

第一,从资金来源角度看,离岸人民币资金池增长缓慢。2015年1月,香港人民币存款余额降至9814.4亿元,较上年12月的10035.8亿元下降221亿元,同比增速进一步下滑至9.9%。事实上,今年以来,海外银行对人民币存款的争夺持续升温,离岸人民币存款利率不断升高:香港多家银行上调人民币存款利率,汇丰银行将2万元及以上新存款3个月期和6个月期人民币定存利率从3.2%上调至3.5%,永隆银行将10万元及以上1年期人民币存款利率从4.1%上调至4.4%。

第二,离岸人民币持续净回流内地。从去年11月17日沪港通启动至今已经有超过千亿元的海外资金通过沪股通配置了A股。2月初通过沪港通的人民币净流入达到了近期高点,单日达到25亿元;且RQFII审批额度仍在不断增加,2015年1、2月新增额度118亿元。

数据显示,2015年1、2月,银行涉外收付款中跨境人民币净流入分别为1478亿元、853亿元,上年12月仅为181亿元,表明离岸人民币加速回流内地,这并不利于人民币国际化战略的推进。

第三,离岸市场人民币运用渠道不断拓展。离岸人民币债券发行主体国别地区更为多样化。发行主体也由中国香港、中国台湾、新加坡扩展到英国、澳大利亚、韩国、法国、德国等多地。离岸贷款稳步增长,截至2014年12月,香港人民币贷款额达到1880亿元。近期的上海自贸区金融改革3.0政策拓宽了自贸区企业境外人民币融资渠道,且市场反响十分热烈。从过去情况来看,虽然境内内外贷款利差有所收窄,但境外融资利率仍低于国内。在人民币贬值预期下,融资主体可能更乐于持有人民币负债。

覆盖七个主要的人民币离岸市场的渣打人民币环球指数也显示,离岸市场人民币业务加速发展。1月升至2137点,创八个月以来的最大升幅,表明离岸人民币业务规模加速增长。

离岸人民币业务的最新进展显示资金来源有限,资金存量规模有所下降,而资金运用渠道不断拓展,需求旺盛,离岸市场人民币流动性紧张是必然结果。

美债利率大涨可能性不大

□GAM资产管理控股公司首席执行官 亚历山大·弗里德曼

跟以往一样,美国联邦储备委员会的新政策声明将在未来一段时间被各界抽丝剥茧,细细咀嚼,因为投资者希望知道利率将在何时、以何种速度提升。值得注意的是,“保持耐心”这个词并没有出现,而美联储已经暗示最快可能在今年6月提高基准利率,但这一具体措辞所包含的含义远比刚公布的声明文本要少。

事实上,美国货币政策的不确定性一直是今年金融市场波动的主要驱动力。毕竟,加息对美国收益率曲线的潜在效应会对全球所有资产的价格产生重大影响。

但三项因素表明,投资者其实是对曲线重新定价的风险过于在意。首先,经济发展将有可能令美联储在进入加息程序时表现谨慎。其次,即使美联储迅速行动,投资者对收益回报的渴求将锁定收益。最后,市场的技术特征必定会产生对美国国债的强劲需求。

让我们从相关经济发展开始谈。如今的共识是随着关键指标进一步向好,以及劳动力市场数据超过预期,美国经济正在稳步增长。新就业岗位增加势头强劲,2月非农就业总人数已经增加29.5万人,失业率再次下降,仅为5.5%。

但一些指标依旧引发美联储关注。个人消费支出平减指数仍远低于2%的目标。受低油价影响,刚刚公布的核心消费者物价指数显示,较去年同期增幅仅为1.6%。而实际工资增长不到2%,低于美联储认为可支撑消费支出可持续加速增长的必要水平。

在已算温和的通胀预期之外(以五年相对通胀率1.9%为标志),今年美元指数已经上升10%左右,去年至今美元升值近25%。更强势货币有可能带来通货紧缩影响,而美联储一般不会容忍通缩,因此我们有充分的理由相信,美联储将在加息上保持谨慎。

即使美联储无视通缩压力并更迅速提高利率,但由于世界其他地方的利率依然偏低,中期和长期利率仍可能被锁定。德国国债收益率已经连续8年为负。在欧洲外围经济体,10年期国债收益率均逼近1%,因为欧洲央行实施了一项总额1.1万亿美元(0.3万亿美元)的量化宽松计划。在日本,10年期国债收益率低于0.4%。

贷款对新兴经济体也几乎无吸引力,或者说,即使经济面临紧张的经济体也只能提供较低的硬通货币收益率。事实上,即使是俄罗斯,其10年期债券的年化收益率也不足6%。

鉴于世界上大多数国家货币收益率如此之低,投资者会急于利用由美国利率上升带来的相对增值机会。再加上美国的避险地位,以及美国利率的任何重新定价肯定会反映经济复苏的事实,对美国国债的购买欲望必定极为强烈。在此背景下,利率提升将继续受到限制,减轻遭遇无序债券市场抛售的风险。

最后,利率不太可能过度上涨的技术原因是央行多年来购买和缩小美国预算赤字使得美国国债稀缺。事实上,所谓“回购”活动,即卖方出售美国国债并承诺在一段时间后以略高的价格买回来的行为,已大幅减少,交易规模也从危机前的5万亿美元下降至目前的2.5亿美元。由于规避风险的行为,投资者的去杠杆化以及更严格银行监管的综合影响,2年和5年期美国回购利率一直会被定期推入负值区域。

尽管美国的货币政策无疑对全球市场发挥着巨大的影响力,但围绕美国利率方向的担忧未免有些过头。虽然美联储可能不再承诺会保持耐心,但当前的金融环境意味着投资者暂时来说不应期望利率会出现大幅上涨。(本文版权属于Project Syndicate)

住宅维修资金应“钱尽其用”

□莫开伟

据相关部门不完全统计,自1998年实行住宅专项维修资金管理办法至今,我国收缴维修资金在5000亿元左右。但这笔钱申请手续繁琐,不易拿到。同时据报道,进入“中年维修期”和“老年危房期”的建筑逐渐增多,资金供需矛盾突显。一些房屋电梯停运、房屋漏水、墙壁剥落,但维修资金迟迟拨付不下来。

住宅专项维修金由住房业主和公有住房售房单位共同按规定比例缴纳和所有,这笔钱事关全国数以万计城镇居民小区房屋维修和亿万城镇居民切身利益,实质也是民生工程重要内容。财政部和建设部已于2007年10月联合下发了《住宅专项维修资金管理办法》,规定从2008年2月1日起实施,对这笔钱的缴纳比例、提取使用、审批监督等程序进行了明确规定,成了我国住宅专项维修基金管理“纲领性”文件。应该说,之后住宅专项维修金缴纳、管理、使用应步入一个正常通道,在保障城镇居民住房维修方面发挥重要作用。但现实很尴尬,一边是近5000亿元住宅专项维修基金“趴”在银行账上“睡大觉”,有不断缩水之虞;一边是不少居民小区对住宅专项维修金苦苦等待,亟待维修的住宅公共基础设施缺乏资金。

而对造成住宅专项维修金不能钱尽其用的原因,一是从申请到拨付时限较长,中间还须办理各种繁琐手续,尤其要经过有利害关系三分之二业主同意,还得走“公告—施工—验收—公示”等流程,拿到这笔钱不是容易事;二是住宅专项维修金管理办法存在不完善,如对目前住宅专项维修资金补缴工作只有原则性规定,对具体补缴标准缺乏明确规定,随着住宅小区使用年限延长,住宅专项维修金使用量也将逐年增大,使补缴面临不少困难,也在很大程度上制约了维修金提取使用。

这些固然是当前住宅专项维修金使用难的原因,但其实只是表现。一些地方部门没有按《住宅专项维修资金管理办法》,如期将维修金交由业主管理委员会管理,维修金实质演变成了“财政资金”;一些地方部门还存在转移挪用维修基金现象。

从现实看,充分发挥住宅专项维修金保障民生作用,应以维护城镇住户合法权益为根本管理理念,做到“钱尽其用”,着力打破住宅专项维修金上一些不科学、不合理规定。

一方面,在制度设计和监督上应注重“还权于民、还利于民”,抑制逐利意识,把主要精力放在完善监管机制上,将尚未划转给业主管理委员会的维修金及时划转,让业主管理委员会根据住宅区公共基础设施实际状况,随机应变,提高维修金使用针对性、及时性和有效性。同时,鼓励业主管理委员会将剩余的资金,在风险可控原则下,购买国债或其他投资,以期增值弥补维修基金日益增长的缺口。

另一方面,对现行《住宅专项维修资金管理办法》不利于提高维修金使用效率的条款进行删改,简化审批流程,提高维修金提取效率,如对三分之二以上业主同意、层层审批及相关繁杂流程进行修改,对住宅公共基础设施是否需要维修以及维修资金数额,由引进第三方机构作出监测和评估结果即可予以实施。把对维修金使用监督的权力交给业主管理委员会全体业主,财政审计部门负责履行监督之职,防止维修金是否扩大虚报、是否转移用途等等。

以城镇化推动消费增长

□中国宏观经济学会秘书长 王建

在当前经济出现产能过剩的背景下,打开内需的主要选择不是投资而是消费。2009年以来,用投资开启内需的结果是带来更严重的过剩,没有生产的增长,基础设施投资走不远。为什么应用城镇化来拉动消费,城镇化又应以什么方式推动,这些问题都值得思考。

消费率下降

我们先看城乡收入差距是怎样抑制了消费,主要有三个方面。

第一,农民务农收入增长缓慢,抑制了农民消费。长期以来,农民家庭收入的主要来源是农业。农业收入占农民家庭纯收入的比重,新千年之初还占一半以上,但到2012年已下降到39%。农民来自农业的收入占比下降,不是由于农业生产停滞,也不是由于农产品价格水平提高过慢,因为自2004年以来,中国农业已出现“11连增”,而新千年以来,农业PPI的年均增长率是同期CPI的3倍和工业PPI的5倍。农民务农收入增长缓慢的主要原因,是农业生产投入增长率显著超过了产出增长率。2001-2012年,农业现价总产值年均增长率为11.3%,这个水平几乎追上了同期的现价GDP增长率,但同期农业物耗年均增长率高达12.2%,所以同期农民来自农业的收入年均增长率只有7.9%,是农业物耗的高增长吃掉了务农总收入。如果不是农民外出打工收入支持了农村人均收入增长,如果不是2008年起农民工工资收入超过了务农收入,就不会有农村居民收入增速超过城市居民收入增速的局面出现。

第二,农民工在城市打工挣钱却不在城市消费,直接压低了消费率。根据2012年国家统计局的家计调查,当年城市居民消费率

是68%,而同期农村居民消费率是55%,二者相差13个百分点。典型调查说明,打工农民的消费率只有40%,打工收入主要是带回农村。那我们就可以算一笔账:根据统计局数据,目前全国有2.7亿农民工,他们的平均工资在月薪3000元左右,而他们在城市的消费率是40%,则每年农民工从城市转移到农村的现金收入总额应在5.8万亿元左右。再按农村居民消费率55%计算,应该有2.6万亿元形成了储蓄。但是因为2.7亿打工农民基本不在农村消费,因此由农民工收入所形成的储蓄总额在3.5万亿元,应该不算高估。

第三,农民社保水平低,收入中就会有一部分转化成社保储蓄起来,直接影响了农民消费。

城镇化蓝图和政策设想

首先应评估有多少农民需进城。按照目前的统计,农村户籍人口有8.9亿人,但其中3000万人已在城市长期生活,所以可按8.6亿人计算,这与卫计委统计的农村“新农合”人口数也是相符的。

如果按日本每个农业劳动力拥有3.2公顷耕地面积计算,中国有3300万农业家庭就够了,如果每个农民家庭有2个劳动力,则未来农村人口在7000万以下就足够,相应需要迁入城市的农村人口总量就是8亿人。如果到2035年中国人口是15亿,则届时的城镇化率是95%。在这个水平,无论怎样衡量中国都已是一个现代化国家了。

如果农村人口从目前的8.6亿减少到不足7000万,则农村人均所拥有的耕地资源将是目前的16倍,如果把目前的农村人均务农收入3000元提升16倍,就是4.8万元,比去年的城市人均收入高出2万元,不仅可以承担更高的物耗水平,也再不用到城市打工谋求提高家庭收入。

目前第一产业仍占用了2.4亿劳动力,如果在推动大规模城镇化的同时,推动农业机械化与农业家庭规模经营,有3300万劳动力就够了,就可以解放出2亿农村劳动力,中国就不会再面临劳动力短缺的问题,城市工资

上升压力相应就可以减缓了。

如果未来20年有8亿农民进城,平均每年就需要安排4000万农民转为市民,要求城镇化率的年均提升速度是5.4%,是目前的5倍。根据有关方面的分析,每个农民转化为市民,包括居住、社保和城市基础设施配套,共需25万元。8亿农民进城,20年内总共需要支出200万元,分解到每年4000万人进城,就是10万亿元,相当于去年GDP的15%。我国政府目前负债率还未超30%,提高15个百分点的负债率应该不是难事。

此外,如果通过推动城镇化,把农村人口的消费水平提高到目前城市人口的水平,我国的消费规模将会增加2.5倍,可保9%以上的增长率继续20年。由于城镇化滞后严重抑制了消费需求,推动城镇化就是推动消费增长,而给进城农民提供住房和社保,就是直接给农民制度补偿。中央政府也应规划好未来20年8亿农民城镇化过程中的空间分布,引导城镇化的合理发展。

目前进城打工的农民共有2.7亿人,加他们的农村亲属,已有5.5亿农村人口应安排进城,按年均4000万人的速度,也要到2030年之前才能转移完。可以先根据进城打工时间的长短来确定农民进城的先后次序。

农民进城要贯彻“二换二”的原则,即农民要用手中的承包田与宅基地,换取进城后的社保与廉租权。农民手中的积蓄有限,进城后马上买不起房,要给他们提供廉租房。“二换二”不是强制性的,而是建立在农民自愿基础上的。不愿交出土地的打工农民,在城市一定已经取得了某种社保和居住条件,就应允许他们保留在农村的土地利益,总之这本账要让农民自己来算,划算了才会自愿“二换二”。实际上“换一”也可以,即只用宅基地换廉租权,或只用承包田换社保。

另一方面,对现行《住宅专项维修资金管理办法》不利于提高维修金使用效率的条款进行删改,简化审批流程,提高维修金提取效率,如对三分之二以上业主同意、层层审批及相关繁杂流程进行修改,对住宅公共基础设施是否需要维修以及维修资金数额,由引进第三方机构作出监测和评估结果即可予以实施。把对维修金使用监督的权力交给业主管理委员会全体业主,财政审计部门负责履行监督之职,防止维修金是否扩大虚报、是否转移用途等等。