

美加息周期为中国货币政策“松紧适度”创造空间

□彭兴韵 李怀军 费兆奇

美国退出QE后加息预期不断强化。美联储升息预期为我国货币政策应对经济新常态,创造了更加灵活的空间和政策工具。国际大宗商品价格下跌实际上有利于推动中国经济的转型升级,但美国升息预期也带动了全球资本流动格局的新变化。

面对美国升息预期的影响,我们认为中国短期内稳增长是最根本的应对之策;应营造较宽松的货币环境,谨慎有序地将法定存款准备金降至正常水平,保证金融体系合理的流动性;加强央行对人民币汇率的日常干预,保持人民币汇率相对稳定,同时推进人民币离岸市场的建设;加大黄金储备力度,减少美元金融资产持有量。

一、美联储或步入非典型加息周期

市场普遍预测美联储将在2015年6月份加息。但美国经济复苏的步伐并不坚定,使得升息之路并不如之前预期的那样平坦。2015年3月份,美国新增非农就业人数为12.6万人,大大低于前两个月;在2015年4月前两周,首次申领失业救济的人数创下6个星期的新高。美联储4月15日发布的数据显示,3月工业产出环比下降0.6%,制造业产能利用率为78.4%,较前值的78.9%下降了0.5个百分点。这表明,工业生产第一季度总体表现相对低迷,美国经济复苏仍有脆弱的一面。

不管是年内加息还是来年加息,美联储加息预期则是一致的。现在问题是,一旦美联储加息,其加息节奏与步调会如何?与降息周期相比,过去美联储的加息周期具有时间短、次数多的特点,呈现短促而连续的“小步快跑”模式,这是美国“典型的加息周期”。此次美国加息周期是否会延续过去的特点?我们认为,美国可能面临非典型加息周期,此轮加息周期持续时间可能较长,加息力度可能相对较弱。

首先,长期下降的均衡利率水平制约着加息空间。所谓均衡利率,就是在充分就业和产出缺口为零条件下的自然利率。根据维克塞尔的累积循环理论,当货币利率与自然利率不一致时,就会产生累积循环的过程。因此,经济均衡要求货币利率与自然利率相一致。在供过于求、储蓄过剩、生产性投资机会减少的当今世界,均衡利率已达到很低水平。虽然美国联邦基金的目标利率自2008年12月以来就一直维持在0.25%未变,但美国五年期和十年期国债的实际收益率水平在一路下滑,在2012年和2013年间有相当长的时间为负值。在缺少重大技术发明和进步、人口老龄化、高度资本化和物价水平低迷的共同作用下,未来自然利率水平会保持低位,超低利率并不是短期的反常现象。如果发达国家经济体遭遇长期性经济停滞,短期和长期

债券利率为负,就有可能成为新常态。

其次,美国并不稳定的就业前景制约美联储加息步伐。美联储既要促进就业最大化,又要稳定通胀水平。泰勒规则指出,名义利率需要在GDP缺口和通胀率之间进行平衡。2008年国际金融危机后,在全球产能过剩和需求疲弱的大背景下,通胀率已难以成为主导变量,就业成为影响美联储货币政策的主要因素。虽然美国的失业率已经恢复到危机前的水平,但显示就业稳健性的指标主要是长期失业率。数据表明,2015年3月美国长期失业占比达29.8%,平均失业周期为30.7周,均远高于危机前的水平。由于技能缺乏与劳动力圈子关系的丧失,长期失业人员更难重新找到工作。长期失业率达到前所未有的高度且长期高于危机前,表明失业人员拥有的技能与雇主的要求出现了错配,可见本次失业中有相当部分是结构性的而不仅仅是周期性的总需求疲弱。在此情况下,美联储贸然大幅加息,可能使美国的就业市场更加脆弱。

最后,过高的债务水平制约着美联储的加息水平。虽然美联储享有比较高的独立性,但在政府债务规模已非常庞大的条件下,联储的升息举动仍然需要顾及维持政府债务的低成本循环。在历史上,美联储为配合财政部降低债务成本而实行低利率,并非没有先例。况且,当今美国的政府债务不断刷新历史纪录,财政悬崖不时困扰美国政府的正常运转。根据IMF2015年4月的财政监测报告,2015年美国政府债务占GDP的比重高达105.1%,到期债务占GDP的比例达18.1%,加上5.5%的财政赤字,2015年美国政府需要融资的债务总额占GDP的比例高达23.6%。美国政府显然难以承受利率的大幅度上升。鉴于此,我们认为,美国政府财政回归“健康”是美国得以进入持续加息周期的前提条件。

二、美国加息预期对中国经济的潜在影响

第一,加息表明美国经济基本已经摆脱了2008年次贷危机的不利冲击,美国经济步入新一轮复苏与上升周期。美国经济稳定与回升,有利于带动全球经济稳定,增加美国居民对中国可贸易品的需求,对中国这样的出口导向型经济具有明显的正向溢出效应。近三年来,虽然中国进出口增长率不断下降,但贸易顺差迭创新高。这种贸易衰退型顺差在一定程度上缓冲了国内需求下滑对经济增长的影响。我们预计,加息周期中的美国经济复苏,可能在短期内进一步强化中国的贸易顺差。此外,与过去一段时间单向资本流入不同,现在国际资本在中国的双向流动比较明显,随着资本流动更加便利化,美国加息及美元升值预期对中国资本流动的影响,较以往任何一个时期都更加明显。升息预期导致的资本流出,弱化了央行资产负债表与国际收支之间的关系,提高了央行货币政策的自主性。这为政府利用“松紧适度的货币政策”应

对经济新常态下的经济增速下降,创造了更加灵活的空间和政策工具。

第二,美国升息预期主导的美元升值,导致国际大宗商品价格持续下跌。我是石油、天然气、铁矿石等大宗商品的进口大国,大宗商品价格下降有利于以这些基础品为原料的企业降低生产成本。但大宗商品价格暴跌使持有大量库存的企业必须大量计提库存跌价准备,钢铁、煤炭、铝等行业企业尤为严重,这严重影响了企业利润。国家统计局的数据表明,2015年第一季度工业企业利润下降主要集中在石油和天然气开采业、石油加工炼焦和核燃料加工业,两个行业合计减少利润近740亿元。扣除这两个行业利润减少的影响后,规模以上工业企业利润实际增长5.8个百分点,以计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业为代表的高技术制造业利润增长24.7%,增速比上年全年提高9.2个百分点。这表明,中国工业企业利润总体下降是国际大宗商品价格下降的结果。这一变化实际上有利于推动中国经济的转型升级。另一方面,大宗商品价格的不断下跌带动中国PPI增速下降和CPI增速持续处于较低水平,加剧了通货紧缩预期,使得我国有可能面临输入性通缩的风险。不过,这为中固稳增长的货币政策创造了有利的条件。

第三,基于美国经济复苏的加息周期,意味着美国资本收益率相对上升,带动全球资本流动格局的新变化。量化宽松政策使得美国利率保持了较长时期的低水平。为了获取更高的投资回报,美元在全球寻找收益率较高的投资机会,结果导致美元大量外流。在我国经济由高速增长向中高速增长转换期间,实施松紧适度的稳健货币政策,会改变中美之间资本的相对收益率,使我国资本外流风险加大。我们认为,这种影响是现实存在的。2014年以来,尽管中国贸易顺差不断创出历史新高,但央行的外汇占款反而有所减少,虽然有“藏汇于民”的因素,但不足以解释流入的外汇与央行外汇占款之间的缺口。根据我们的估计,2014年下半年以来,中国平均每月外流的资本达到500亿美元左右。在此情况下,央行货币政策不仅要为缓解实体经济的融资难、融资贵服务,还要冲销资本流出对国内流动性的收缩效应。

第四,美国加息预期主导的全球资本流动新变化,增加了对美元的需求,促使美元继续升值,加大人民币汇率的波动性。自2011年9月以来,美元开始步入升值周期。随着美联储确定停止资产购买计划、市场对美国升息预期增强,美元汇率自2014年第三季度步入加速升值的趋势。作为开放的新兴经济体的一员,美元汇率走强,不可避免地殃及人民币。典型的表现是,美元升值直接加剧了人民币汇率波动性。尽管这些噪声信息并不能改变人民币长期的升值趋势,但随着人民币汇率弹性的增强,美元加息周期在短期内仍可能会使人民币汇率呈现较大的

波动性,给那些明显具有“货币错配”的企业和个人和金融机构带来相应的汇率风险。

第五,美元加息推动的美元升值周期,在短期内会对人民币国际化产生一定负面影响。美联储推出QE后,人民币借助于中国快速增长保持坚挺,相对美元不断升值;全球金融危机中各国改变以美元为主导的国际货币体系呼声日盛,为中国大力推进人民币国际化进程创造了契机。几年来,人民币国际化取得了积极进展,已成为全球第五大结算货币。2014年以来,国内金融机构纷纷在海外设立人民币清算中心,并且在海外开展离岸人民币债券发行业务,表明人民币国际进程从贸易结算货币迈向了国际价值贮藏的新阶段。纵观国际货币体系发展史,任何一种货币要提高其在全球贸易与资本流动中的地位,都仰赖于其在一定时期坚挺的汇率。尽管人民币国际化进程初期进展顺利,但地位并不稳固,要在国际货币体系中发挥更大的影响力,可谓任重道远。美元加息周期使得美元升值,可能会影响人民币向计价和结算货币的使用,加大国外配置于人民币资产的汇率风险,从而减弱对人民币的外部需求,延缓人民币的国际化进程。

我们要强调的是,不能过分夸大美国加息对中国的影晌,在美国加息周期以及中国经济增速换挡中,影响中国经济未来前景的根本因素还在国内。

三、在稳增长目标中应对美国加息冲击

美国加息预期对中国经济造成多方面的影响,在当前经济仍然面临着下行趋势的情况下,应当在稳增长的短期目标中积极应对美联储升息预期可能带来的冲击。

第一,短期内稳增长是最根本的应对之策。国际资本的逐利性决定了它不仅局限于外汇市场,更取决于实体经济的投资机会。因此,为了防止美国升息预期导致更大规模的资本外流,稳定的增长是必要的宏观环境。目前,我国经济正由高速增长向中高速增长转换,这既有潜在增长率下降的作用,也是短期需求不合意下降的结果。综合分析,近年来,经济增长率下降主要是由投资增长率下降引起,这决定了投资在短期的稳增长中仍具有“关键作用”。在加快实施创新驱动发展战略的同时,应通过适度的政府投资带动民间投资,发挥好公共服务投资作为稳增长的“双引擎”之一的作用。

第二,营造较宽松的货币环境,谨慎有序地将法定存款准备金降至正常水平,保证金融体系合理的流动性。2014年以来,全球经济周期不同步直接导致了全球货币政策分化,使得我国经济面临更为复杂的外部环境。近两年来,美元升值导致中国资本外流,改变了中国的货币供给机制,资本流出反而使央行外汇占款略有下降。

专项债步入发展快车道

□中国金融四十人论坛青年研究员
蒋菊平 李洪侠

2015年3月、4月,财政部先后发布《2015年地方政府专项债券预算管理办法》(简称《办法》)和《地方政府专项债券发行管理暂行办法》(简称《暂行办法》),对2015年专项债预算和专项债发行制度进行初步规范。专项债在我国是新事物,2014年10月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》首次提出地方政府可以发行专项债券,《办法》及《暂行办法》是与该文件紧密衔接的专项债管理细则。我国的专项债有哪些特点,为什么发行专项债,规模有多大,存在哪些潜在风险以及如何应对,值得探讨。

一、专项债具有鲜明的中国特色

专项债,与国际上的收益债券、市政债类似,与一般债券或普通债券相对应,是地方政府或者特定机构为有一定收益的公益事业发行的,以特定项目收益为偿债资金来源的,由机构或者个人投资购买的债券。

在我国,专项债特指省、自治区、直辖市(含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府)为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。根据目前规定,发行市场包括银行间债券市场和证券交易所市场,投资者既包括银行等机构,也鼓励个人投资者购买。发行利率采用承销、招标等方式确定。与国际上的市政债或者收益债相比,我国专项债既有受益群体和付费群体在时间和空间上对应,有利于优化资源配置等共性,也有鲜明的特色。

一是发债主体和发债规模严格限定。债券市场发展较早的发达国家,市政债(收益债)发债主体相对多元。美国政府下属的代理或授权机构是地方债市场的重要发行人,如纽约新泽西港、洛杉矶运输局等,还包括诸如纽约环境设施公司这样的融资平台公司。日本地方公共团体制也可以依照具体的法律规范发行地方债。根据《办法》,我省、自治区、直辖市人民政府为专项债券的发行主体,具体发行工作由省级财政部门负责。经省级政府批准,大连、青岛、宁波、厦门和深圳等计划单列市可以自办发行专项债券。发达国家地方政府发债规模主要是地方政府结合自身经济财政情况、建设需求和债券市场情况确定,地方政府有一定自主性。我国虽然也采用类似方法测算,但地方政府无法确定发

债规模,必须限制在国务院设定的规模内。这种做法由于信息不对称可能无法满足全部建设需求,但能够更好地控制债务总体规模,进而有利于防控债务风险。

二是专项债锁定风险与收益的新平衡。专项债属于地方政府长期债务,同时又基于有一定收益的公益性项目。因此,专项债收益高于国债和地方政府一般债券,同时风险显著低于一般企业债券。在美国,收益债相对安全,利率较高,而且地方政府对债券收益实行免征或者减征所得税。因此,市政债受到包括家庭用户、商业银行、共同基金、保险公司等广泛欢迎。目前美国家庭持有的市政债券比重约在35%左右。根据《办法》规定,我国专项债券的收支将纳入政府基金预算管理,执行中专项债券对应的单项政府性基金不足以偿还本金的,可以从相应的公益性项目调入专项收入弥补。这就基本上等同于为专项债偿债能力上了一层保险。且与美国类似,企业和个人取得的专项债券利息收入,免征企业所得税和个人所得税。同时,我国利率市场化加快推进、资本市场加快发展的大背景下,居民存款需要寻找风险相对低收益相对高的投资品种,专项债提供了这样的选择,有理由推断未来专项债将受到个人投资者的欢迎。

三是专项债期限较长且专款专用。从国际上看,地方债券期限一般比较长。美国地方债的期限从2-30年不等,但主要都是长期的地方债;日本的地方债期限也都为10年。根据《暂行办法》,我国专项债期限为1-10年分六种,由各地综合考虑项目建设、运营、回收周期和债券市场状况等合理确定。另外,专项债券发行和偿都与具体项目相对应,具有“专款专用”的特点。我国专项债只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出。《办法》通过每个科目设置时均须下设对应单项政府性基金的最低一层科目的规定,为专项债券限定特定用途。专款专用和规范透明的预算制度,为投资者提供了明白账本和监督依据,也为不同风险偏好类型投资者提供了丰富选择。

二、专项债在我国具有多种现实需求

(一) 公共设施建设的需要

现有财政框架下,公益事业建设的大部分责任属于地方政府。但是地方政府有限财力和有限的融资手段无法承担过大的建设责任。为缓解财政紧张的局面,地方政府积极寻求新的资金来源,地方政府融资平台便得以发展起来。如果考虑到地方平台债,我国地方政府承担了超过一半的公益性事业建设责任。相比之下,发

达国家地方政府这一比例平均为35%,发展中国家平均是13%左右。在地方平台债、城投债规模不断扩大,风险日益提升,管理难以规范的情况下,迫切需要为地方政府寻找规范透明的公益事业融资渠道。

(二) 经济新常态的需要

稳定经济增长又离不开财政投资增加。我国经济增速回落既有周期性原因,也有结构性因素。经济运行中既有产能过剩问题,也有基础设施不足、社会事业滞后等短板制约。金融顺周期特点突出,经济增速回落银行贷款收紧,加剧实体经济运行困难。这种情况下,稳定经济增长,需要发挥财政投资的逆周期作用,以及财政资金带动社会资金的乘数效应。投资项目本身会产生一定的现金流,同时对经济增长、扩大税基和增加政府收入也会产生长期的正面影响,有利于经济财政的稳定增长。鉴于原有融资渠道存在成本高、期限短、效率低等问题,我国政府给公益性事业建设资金来源再次细分,推出专项债,专门针对有一定收益的公益性事业发展。这一债券品种将为政府筹集资金的同时,为居民和企业提供更多的债券投资品种。

(三) 规范地方政府债务的需要

2014年新修订的预算法规定,经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。这就在法律上为透明规范的地方政府债提供了依据。专项债纳入政府预算管理,并且明确预算科目级别,而且具有信息公开、偿债来源明确、评级专业化、发债额度确定等特点,相比以往的平台债、城投债,无疑更加规范,更有利市场化筹集建设资金,同时更有利地方债务风险的防范。

三、我国专项债的规模将继续扩大

决定我国专项债规模的因素主要包括发债的需求和能力。虽然总体规模是由国务院确定并分配给地方政府,但在测算过程中,同样需要考虑地方政府偿债能力和具体融资需求,根据各地区一般债务、专项债务、或有债务等情况,测算债务率、新增债务率、偿债率、逾期债务率等指标,评估各地区债务风险状况,对债务高风险地区进行风险预警。

我国专项债用途主要有两个:一是为满足2015年1月1日起新增公益性建设项目专项债务需求,二是为置换截至2014年12月31日存量地方政府债务中2015年到期须偿还的债务。根据2015年预算方案,国务院同意新增发行地方政府专项债券1000亿元,用于有一定收益的公益性事

业发展;财政部已经下达了1万亿元的地方政府债券置换存量债务额度,这一置换债券也将分别纳入预算管理。另外安排地方政府赤字5000亿元,以发行地方政府一般债券的方式弥补。

地方政府需求增加要求专项债扩大。据审计署数据,截至2013年6月底,地方政府负有偿还责任的债务余额10.9亿元,在投资用途明确的10.1万亿元债务中,用于市政建设、土地收储、交通运输等基础性、公益性项目支出的6.9万亿元,占63%。考虑到这些项目中有部分没有收益,假设其中有一定收益的占60%,那么2015年到期债务中有1.1万亿元左右是有一定收益的基本可以用1万亿元专项债务覆盖。2016年及以后到期的债务逐年减少,用于当年置换的专项债会有所降低。但是,如果考虑到地方政府有将或有债务显性的冲动,2014年新增地方政府债务,地方政府债务规模约为12-13万亿元。加上2015年以后的新增债务需求,未来专项债规模还将继续扩大。

地方政府偿债能力设定专项债规模的上限。目前,我国政府债务风险总体可控,2014年底政府负债率低于40%,明显低于国际上公认的60%的风险控制标准参考值。尽管如此,我国专项债务也不会无限制地增长。一方面,我国部分地方政府债务率偏高,另一方面,债务发行规模与经济、财政、债务市场等多种因素相关,增长过快影响经济社会持续发展。与此相应,为遏制地方政府夸大地方存量债务负担的冲动,财政部规定,地方政府存量债务上报规模与新增债务规模负相关,从制度上有效防止地方政府为盲目争取存量债务规模,推脱偿债责任。综上考虑,我国专项债规模在2015年1.1万亿元的基础上,未来还将小幅增长,预计增速会在10%以内,与经济和财政收入增速保持大体稳定,具体地区因需求和能力不同会有所区别。

四、完善我国专项债的建议

在中央政府兜底制度下,地方政府市场意识和偿债责任意识不足,发行专项债明确上级政府不救助不兜底,就是使地方政府成为理性的负责的发债和偿债主体。专项债制度设计需要把好进入和退出关,处理好发行者和投资者的利益,平衡好需要和可能的关系。其中,发行、管理、交易和偿还等环节,面临制度不完善、信息透明度低、制度执行扭曲等风险。为防控上述风险,笔者提出如下建议。

(一) 完善制度,在发行环节尽量消除风险隐患

一是严格审批制度,确保专项债规模和用途

降,结果导致了金融体系的流动性收缩,这是造成现在融资难融资贵的宏观方面的重要原因之一。为应对资本外流造成的流动性收缩,逐步降低法定存款准备金率(包括定向降准),使其恢复到较为正常的水平,以缓解商业银行等金融机构的流动性压力,是经济新常态下中国准备金政策变动的基本趋势。我们仍然要强调,尽管中国经济增长率下行带来降准需要,外部环境又为降准创造了有利的条件,但在降准的力度、频率上应当捏拿好分寸。同时,还应当加大公开市场操作力度,引导债券收益率(尤其是在一年期国债收益率)下行,若一年期国债收益率降到2.5%左右,既可以降低国债和地方债务的利息负担,又可以引导整个市场利率下行,把松紧适度的货币政策落到实处。

第三,加强对人民币汇率的日常干预,保持人民币汇率相对稳定,同时推进人民币离岸市场的发展。同时,进一步完善和发展人民币衍生品市场,扩大人民币衍生品交易的市场范围和市场交易主体,通过离岸人民币衍生品市场的发展,为国外使用人民币的金融机构、企业提供避免人民币汇率风险的手段和机制。

第四,美国加息周期中的美元升值,确实在较大程度上抑制了以美元计价的国际大宗商品价格,为中国加大能源、黄金储备力度提供了契机。我国是石油、天然气、铁矿石等大宗商品的主要消费国,进口依赖度较高,但能源储备水平还处于较低水平。为此,应该在美元走强、大宗商品价格持续下跌的背景下加快相关能源的进口,并建立相关能源的储备机制。

如果说,新能源的发展及其更广泛使用,可能会减少原油的需求量,使原油储备不那么紧迫,那么,黄金则因其较低的替代性而使其储备的战略性更加突显。公开资料显示,2009年4月至今,央行持有的黄金储备为1054.1吨,占中国外汇储备总量的比重仅为1.6%。与此相对照的是,美国持有的黄金储备达8133.5吨,占其外汇储备总量的比重高达74.2%;德国和法国央行分别持有3401吨和2435.4吨,占其外汇储备的比重分别为71.4%和66.2%。中国外汇储备在相当长时间内都大比例地配置于美国政府债券及其他金融资产。在这种情况下,美元的动向都会直接影响人民币,因而人民币国际化的进程及其最终成果都会在相当大的程度上受到美国货币政策的制约。人民币要摆脱“美元影子”,就要从国际化的战略考量,让国际市场对人民币的信心建立在没有任何主权特征的黄金储备基础之上。因此,我们认为,中国应当积极利用美元升值周期中的国际黄金价格低迷时期,加大黄金储备持有量,为进一步提高全球市场对人民币的信心创造条件。(彭兴韵为第一创业证券首席经济学家、中国社会科学院金融研究所研究员;李怀军为第一创业证券研究总监;费兆奇供职于中国社会科学院金融研究所)

合理。借鉴美国、日本等债务市场成熟国家的经验,从地方政府、中央政府、人民代表大会、债券市场等多个角度控制债务规模和用途。二是立足我国实际,界定地方政府职责,将地方政府的税收收入和三种融资方式(一般债务、专项债和PPP)统筹考虑,将建设职责和融资方式进行分类对应,防止滥用发债权。三是及时收集市场信息,发挥市场机制约束地方政府发债冲动的作用。四是切实建立预警监测体系,根据各地区一般债务、专项债务、或有债务等情况,测算负债率、债务率、赤字率、人均债务、新增债务率、偿债率、逾期债务率等指标,评估各地区债务风险状况,警示债务高风险地区,限制新增债务规模。

(二) 建立规则,在交易环节保障投资者权益
一是在现有的《办法》和《暂行办法》基础上,不断发现问题,总结经验,完善专项债的预算和公开制度,确保专项债的用途、收益和按约定偿还。二是建立完善的市场化的专项债信用评级机制,借鉴美日等发达国家经验,通过评级机制,将发债政府所处的社会经济环境、债务结构、预算和财政纪律、现金流等进行评估,通过公正评级减少信息不对称给投资者带来的损失。三是完善政府财务制度,借鉴美国政府会计、审计、财务和证券市场监管的经验,地方政府偿债能力设定专项债规模的上限。目前,我国政府债务风险总体可控,2014年底政府负债率