

货币政策相机而动新思路

□瑞证证券首席经济学家 沈建光

中国人民银行有关负责人日前表示,总体来看,稳健中性的货币政策取得了较好成效,银行体系流动性合理稳定,信贷和社会融资规模适度增长,市场利率基本平稳,综合社会融资成本稳中有降,金融对实体经济的支持力度较稳固,为服务实体经济、防控金融风险发挥了重要作用。

6月伊始,央行对中期借贷便利(MLF)担保品进行扩容,纳入AA+、AA级信用债及部分专项金融债。紧随其后,6月6日央行开展MLF操作4630亿元,对冲到期后使得MLF余额提升2035亿元。结合央行表态与货币政策的一些最新变化,笔者认为,当前货币政策工具操作组合的灵活性已显著提高,面对去杠杆过程中的风险因素,流动性尺度的掌控也在相机而动,为协调多重经济目标之间的关系创造了更多空间。

在实体经济融资成本不断抬升、信用债违约风险有所加大的形势下,6月MLF超额续作以及担保品扩容,被市场部分解读为是央行货币政策有所放松的信号,对央行未来进一步释放流动性的预期出现升温。其实,在4月央行宣布置换降准之际,由于市场预期此举或预示着货币政策转向宽松,降准资金到位后债券市场利率将大幅下行。因而,市场上一时间出现了借短端资金以加杠杆买债券的情形。然而,以上政策操作层面的新变化,只是货币政策微调,并不意味着政策基调转向宽松,原因在于:

第一,去杠杆仍处于攻坚阶段。从国内角度出发,当前去杠杆初见成效,正在迈入攻坚阶段。央行一季度货币政策报告显示2017年宏观杠杆率趋稳,与此同时,中央财经委员会第一次会议指出未来要以结构性去杠杆为主要思路,尤其是地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来。

根据国家金融与发展实验室的报告,2018年一季度总杠杆率略有上升,由2017年末的242.1%增加到243.7%,居民部门和非金融企

业部门的杠杆率均有所增加,但政府部门和金融部门杠杆率则继续回落。此外,资管新规落地、银保监会出台清理整顿影子银行的一系列措施,都标志着金融去杠杆进程仍在持续推进当中,结构性去杠杆依然任重道远。

第二,经济下行是严监管与加强财政约束所致。当前中国经济数据出现了一定回调,但主要是去杠杆政策与加强财政约束政策主动为之的结果。例如,消费方面,5月社会消费品零售总额增速下降至8.5%,主要是受汽车销售下滑的影响。这与降低汽车关税的预期推后了部分购车需求有关,预计待7月1日汽车进口关税下降落地后,下半年汽车销售会有所回暖。同时,当前房地产销售有所反弹,显示去库存使得房地产供给减少,需求旺盛,房地产相关消费相对稳定。

固定资产投资显著放缓,主要是基建投资下行拖累,相比之下,制造业投资在去产能的背景下,今年整体呈现缓慢回升的态势,而房地产投资仍然保持10%以上,回落幅度有限。更进一步,基建投资大幅放缓主要与淡化GDP激励机制,财政约束增大以及货币政策

收紧有关。考虑到当前基建投资放缓对经济的负面影响,预计未来决策层可能会加快区域性重点战略,如京津冀战略、海南自贸区战略的落地,带动雄安、海南将成为下一阶段投资增长极,一定程度上对冲前期债务扩张省份加强债务约束导致的基建下滑。

贸易方面,尽管一些外部因素为今年出口增加了较大不确定性,但1-5月贸易数据仍旧乐观。以美元计价,1-5月中国进出口累计同比增长达到16.8%,出口、进口累计增速分别高出去年同期6.2和1.7个百分点,显示当前全球经济复苏与贸易环境向好的基本态势尚未发生明显改变。因此,总体来看,当前经济指标有所下滑,主要是去杠杆政策与债务约束增强所致,消费整体来看相对稳健,贸易数据好于预期,改革与去杠杆空间仍然存在。

第三,美联储加息,外部压力影响持续。从外部环境来看,全球主要经济体稳步复苏,尤其是美国经济自年初以来呈现诸多积极迹象,就业市场表现良好,失业率降至18年来新低,企业固定资产投资强劲增长,通胀预期不断增强,使得美联储在6月新一轮议息会议上宣布

加息25个基点,并且预期今年还会有2次加息。同时,欧央行6月议息会议上也提到将在年底结束其标志性购债计划,这是该行在欧元区经济滑坡开始十年后,朝着撤出危机时期的刺激措施迈出的最大一步。美元的阶段性走强以及发达国家央行整体趋紧的货币政策,也使得中国货币政策没有放松的空间。维持合适的中美利差,对于当前中国经济运行及汇率稳定都具有重要意义。

第四,通胀压力温和,为货币政策预留空间。相比于欧央行的货币政策单一目标制与美联储的货币政策就业和通货膨胀双目标制,中国货币政策始终是多目标制,即在价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡、金融改革和开放、发展金融市场六大目标之间权衡。5月中国CPI同比上涨1.8%,猪肉价格持续下跌,但油价迎来年内最大涨幅,二者共同作用下,CPI与4月持平。展望未来,考虑到猪肉有望触底回升,全球地缘政治带来的油价上涨态势仍将持续,预计6月CPI涨幅会重回“2时代”,全年通胀在2%-2.5%之间,通胀整体温和可控,为货币政策预留操作空间。

货币政策工具如何选择

微企业投放流动性。此外,通过MLF释放的流动性既有资金成本,也受到期限限制。考虑到当前MLF余额接近5万亿元,最远到期日在2019年4月左右,采取降准置换MLF以维持资金面稳定的操作空间较大。

当然,MLF在熨平流动性波动、调节中期融资成本方面也发挥了重要作用。此次,MLF担保品扩容,将小微企业贷款及债券、绿色债及绿色贷款纳入担保品范围,并且由以前只接受AAA级债券作为担保品扩充到接受AA+及AA级信用债,加强了MLF支持小微企业及绿色经济的作用,亦有助于缓解当前正在上升的信用债违约风险。

长期来看,从货币政策框架转型的角度出发,未来进一步降准的可能性仍然较大,原因在于:

一是利率市场化加快,准备金率过高推高金融机构资金成本。中国近年来一直致力于推动数量型工具向价格型工具转变。而近期,中国利率市场化改革再度加快,包括国有大行在内的多家银行上调大额存单利率。伴

随着利率市场化带来的存贷差缩减,考虑到中国准备金率普遍高于欧美日等主要国家,造成了金融机构资金成本的增加与低效率,过高的数量限制为价格工具的发挥带来束缚,有进一步下调的空间。

二是早前准备金率维持高位。过去十多年,由于大多数情况下中国保持资金流入的态势,基础货币靠外汇占款投放,央行通过提高准备金率,创设并发行央行票据回笼货币的形式。而过去两年由于美元走强,资本大规模流出的压力增加,外汇占款减少。考虑到未来伴随着美联储加息,中国金融市场与资本项目逐步开放,资金双向流动的需求增加,外汇占款不会单向大幅增加,央行维持高准备金率的必要性降低,反而需要通过降准、新型货币政策工具释放流动性。

三是MLF作为创新工具,可以弥补金融机构的流动性,但仍具有局限性。一方面获得MLF需要有抵押品与质押品,这与降准对于所有机构一视同仁不同,明显对于大型金融机构相对容易获得,对中小金融机构存在

一定障碍。另一方面,MLF作为中国货币政策框架转型的重要设计,承担了中期利率指引的意义,与短期利率走廊的设计一并为从数量型到价格型转向做了过渡。然而,考虑到中期指引终究是过渡性工具,毕竟利率市场化的最终目标与国际通行标准是央行引导短期政策利率,市场根据风险溢价等自发形成利率曲线。从这一角度而言,MLF其实是有过渡性工具性质,未来伴随着利率市场化进一步推进,MLF不会无限制使用,规模将受到控制。

结合上述判断,用降准对冲MLF是货币政策框架转型更进一步的标志,仍有再度使用的可能。当然,去杠杆的攻坚战不会改变,但相比于今年以来过紧的政策,为防范无序去杠杆,货币政策或迎来微调。即灵活应对经济不同时期及去杠杆不同阶段流动性的需求变化,更多地通过降准、MLF等政策组合进行流动性调节,以体现货币政策相机而动的新思路,实现稳增长与防风险的紧平衡。

“隔墙售电”可成光伏行业发展长效机制

□厦门大学中国能源政策研究院院长 林伯强

2017年是中国光伏行业增长集中爆发的一年,全国光伏新增装机53.8GW,同比增长57%;发电量1182亿千瓦时,同比增长75%。风电光伏发电量占总发电量的比例达到6.6%,风光新增发电量占总新增发电量的29%。进入2018年,中国光伏政策有了转向性变化。2017年10月政府印发了《关于开展分布式发电市场化交易试点的通知》,提出分布式项目可以进行“隔墙售电”,直接售电给电力用户并向电网支付过网费。今年5月31日,政府发布通知,新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元;年内不再新增有补贴的普通光伏电站指标,补贴的分布式光伏从过去的没有限制,收紧为全年10GW。

近十年来,中国光伏发展以集中式为主,特征是国家给出资本计划,国家通过电网以电价补贴形式直接收购项目发电。该政策取得了两大成就:其一,中国光伏全产业链位居全球领先;其二,光伏发电成本已接近平价上网。最近的政策变化阐明了政府新的考虑,将重点支持分布式光伏发展,从价格机制上理顺中国光伏发电的供求关系,通过价格手段解决并网消纳问题,建设光伏长效机制发展机制。

随着新能源发电比例的扩大,特别是占比超过5%之后,消纳往往会凸显出头等难题。

新能源发电不仅有较高的发电成本,也有着不菲且难以清算的并网内部成本。“531新政”显现出补贴难以在标杆电价模式下覆盖现有光伏发电。2017年全社会用电量6.3万亿度,扣除其他,能够征收可再生能源发展基金的电量约为总电量的83%,可以征收990亿元左右,如果不进一步提高电价,显然难以支撑风电、光伏和生物质发电等补贴的快速增长。

之前,政府解决“弃风弃光”主要通过行政手段。2016年“弃风弃光”严峻,2017年主要通过行政手段控制了“弃风弃光”规模,然而这并不是长效机制。今年初能源局发布《关于2018年度风电建设管理有关要求的通知》,要求各地报送消纳方案,未报送的地区停止新增建设规模的实施,侧面反映了“弃风弃光”愈加严峻。

近十年来,虽然政府一再强调分布式,其发展速度却远远落后于集中式。在行业发展初期,光伏经济性很敏感,项目成本和规模大都更有利于集中式发展。近年光伏发电成本显著降低,即将实现发电平价上网,消纳问题转而成为更重要的因素。

在这样的背景下,分布式可以是比较好的解决方案,特别是直接面向用电需求的分布式应成为今后发展的关键。近两年来,光伏企业在谈到发展前景时,往往表示平价上网为时不远或已经可实现;而在具体项目实施

时,却往往诉求补贴。

笔者相信以“隔墙售电”为脉络的新政策是积极的,可以进一步推动光伏行业从简单的规模成本化向多元发展目标整合,推动与丰富相关企业生产化到市场经营化的发展,从而更有效地实现光伏平价上网。

“隔墙售电”政策改变了光伏行业的内在逻辑。目前光伏发电主体以发电企业与光伏公司为主,发电成本对标火电标杆电价,并不考虑用户用电需求。而新政策强调的直接售电模式下,发电主体变为以用户为主,对标的是终端销售电价,需要首先明确用电主体,体现局部经济性。

“隔墙售电”包含三层逻辑,第一层,发电用电是用户对用户、点对点的交易模式,符合电力市场化改革的基本原则,电网仅提供电力通道,而不担当整个消纳配电网,由用户实现微观层面的发电消纳。第二层,以协议电价替代“一刀切”的标杆电价。第三层,现行政策中规定“隔墙售电”电价,是想将看不见的总体的并网成本打散并外部化,发挥市场的价格发现功能,形成可持续的市场化交易模式。

“隔墙售电”政策的目的是明确的,脉络是明晰的。然而,具体操作过程中仍面临着很大的困难与不确定性。首先是过网费如何确定的问题。举一个简单例子,一个地方100家A

给临近的100家B供电,从物理上看,过网费应该较低,然而从整体上看,如果保持整个电网稳定的成本,则需要将成本具体折算到每个连接的过网用户上,那么会包含很大的不确定性。广东某些地区给出了约3毛钱的过网费就是这个问题的集中反映。其次,这一从宏观到微观打散的政策如何保证整个光伏行业的健康发展,如何与“十三五”能源总体发展目标相符,会给国内市场带来怎样的冲击,可能需要时间与后续政策来过渡。“隔墙售电”将光伏行业的核心问题交给市场解决,而市场之手是否有效有力,则需要进一步观察。最后,中国的终端电价中包含着一系列交叉补贴,如工业电价中包含了对居民部门的交叉补贴,以协议电价取代终端电价后,某些账户如何平衡仍需进一步讨论与协调。

“隔墙售电”对中国光伏企业提出了更高要求。此前,企业的主要目标是通过规模效应降低生产成本。今后光伏企业不但要在成本上、技术上继续下工夫,也需要在经营上、市场开拓与项目管理上投入力量,有所创新。另外,微观上面向用电企业的政策为以后多种技术的消纳手段留下了一个可操作的接口,通过协议价格,今后新能源发电可以更好地与各种主动消纳手段,比如以电动汽车为主的新兴用电需求以及储能手段相结合,解决新能源发电平价上网与有效消纳这一根本难题。

资管新规下 信托业务新模式待提速

□天津信托有限责任公司 赵博

资管新规的颁布,对于资产管理行业内的各家分支子行业的业务运行,机构管理都形成较大影响,如何迅速适应资管新规并开展卓有成效的新模式,成为各类机构需要认真探讨与研究。

由于刚性兑付的存在,信托计划的投资者存在“认公司、忽略产品”的风险意识形态。新规的执行,将直接导致信托公司失去牌照信用优势,部分央企、国企背景的信托公司还会失去背景信用优势。纯粹的低风险承受能力投资者将选择回避信托产品,继续跟进的具有一定风险承受能力的投资者,将以明显高于以往的风险意识对信托产品进行深入了解与评判。

大部分信托公司的信托业务属于产品驱动型,即确定了信托用款项目后再以信托产品募集资金,而不是拥有强大的、可持续的资金供给能力以寻找匹配的用款项目。在刚兑以及宽松资金背景下,信托产品并非都是高质量的,对信托项目的准入及后续管理也难讲是高标准。打破刚兑,将直接导致信托公司对新项目的审慎操作,信托公司将面临资金供给、运用项目的双重萎缩,经营压力剧增。

资管新规的执行对信托公司短期内构成重大影响。资管新规的执行是必然的,信托公司唯有积极应对,才能获得生存与发展。信托公司首要工作是提高管理能力:全面提高业务管理能力,规避、化解兑付风险。

一是提高内功。业务人员须在以往业务经验的基础上,提高法律、财务、经济等业务开展具有高度相关性的理论基础知识,并要具有理论转化为实际的能力。认真总结以往业务项目的经验与教训,全面梳理工作重点,制定新的工作标准及流程。

二是以投资业务的基准原则、标准开展全部类型业务的准入调查;信托公司在以往的业务项目中,注重抵押品在业务风险控制中的权重占比,存在重押品、轻调查和管理的心态。

新规政策下,对信托公司的尽责履职提出了严于以往的更高标准,且不说不具备抵押品的信托项目,就算是拥有足额价值押品的项目,信托公司也要认真履行尽职调查工作。新形势下的尽职调查绝不是以往的那种标准,信托公司要以投资业务的标准进行操作。即先不要关注是否存在足额押品。信托公司首先应对用款人进行充分的、深入的、广泛的尽职调查,以投资人的身份对用款人各类情况进行调查与分析,这样才有可能最大限度获得对用款人的了解,之后再押品提供风控增信。

这样标准的尽职调查,信托公司要付出比以往显著提高的辛苦程度,还要具备较强的调查能力,才能获得相对达标的尽调结果。

三是信托业务操作流程。投资业务按照正流程为“募、投、管、退”。以投资业务思维操作信托业务,可以按照逆流程给予参考,即“退、管、投、募”。第一步考虑“退”:在业务初始就要考虑到如何“退”,制定具有可行的退出方案,例如通过“经营现金流退出;押品盘活退出;司法退出”等途径。在确定了“退”的方案后的第二步是“管”,制定业务期间具体且有实效的管理措施。第三步是“投”,根据前述步骤工作方案,最终确定具体业务项目是采取融资类、投资类,还是混合类的业务模式。最后一步是“募”,制定了详尽且可行的“退”、“管”、“投”的方案后,编制信托产品募集方案,提供给信托产品投资者完整的方案,使信托产品投资者可以清晰地了解信托项目的各种情况,为信托产品投资者进行风险预判提供依据、为信托产品投资者后期维权提供依据。

四是切实提高项目存续期间的管理水平。新项目按照新的准入标准成立后不能有丝毫的松懈。在存续管理期间,通过量和质两个指标落实管理工作。量是指工作量,要频繁与用款人保持接触,及时了解用款人各方面的信息,若在量的指标方面没有达标,就不会掌握足够的信息。在量的基础上,必须提高信息分析能力,在各种信息中捕捉潜在的风险迹象。

信托公司要进一步优化内部管理机制。一是借助外部力量提高项目准入工作水平。在信托公司业务部门已经就相关项目信息进行了相对充分的准入调查后,在初级备选项目中优选出二级项目。之后,聘请会计师事务所、律师事务所、评估事务所等外部机构对二级项目、对备选用款人进行独立调查。结合外部调查结果与信托公司的自查结果最终确定终极入选项目。

当存续项目产生一定风险信号时,也可以聘请外部机构对用款人、对项目进行中途调查,信托公司再根据调查结果采取相应措施。

二是继续优化公司内部整体业务结构、建立全体系的快速反应能力。在目前的经济环境、资管新规政策影响下,倒逼信托公司要继续优化公司内部整体业务结构,这是指在未来困难的三年时间内,信托公司有必要围绕业务开展而继续调整、梳理公司内部组织架构,协调一二线部门的业务衔接与配合机制,形成全体系的快速反应能力。快速反应能力即是指具备快速满足客户需求获得业务契机能力,也包括应对危机的处理能力。

不乐观的预测,未来三年内,信托公司的人均信托业务规模会明显下降,人力资源可能出现过剩。但是,若真的出现这种情况对于信托公司构建综合性业务团队却是一个契机。信托公司自己拥有业务人员、财务人员、法务人员、风险控制人员,建议组建多类人员构成的综合性业务团队,组团开展业务以培养和提高信托公司的业务能力。

三是对股权投资、创新业务给予更多的支持。资管新规的过渡期内,信托产品投资者会出现明显分化,继续投资信托产品的投资者将可能更加集中于具备足额抵押物的信托产品。但是信托公司无法做到每个信托产品都具备足额抵押,如此信托公司的常规融资业务可能会出现较大比例萎缩。这种预期情况下,信托公司有必要下决心加大对股权投资及创新业务的支持力度,吸引并锁定具有一定风险承受能力的信托产品投资者。借助股权投资及创新业务开辟信托公司的新业务领域,并提高信托收入。