

下半年利率债收益率料呈震荡走势

□国家金融与发展实验室 费兆奇 杨成元

房地产调控 应坚持“长短结合”

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

年初以来,我国债券市场收益率曲线整体呈现下行趋势。截至7月20日,利率债如1年期、10年期国债分别下行63bp和39bp;1年期、10年期国开债分别下行119bp和79bp;信用债如1年期、5年期AAA企业债分别下行107bp和104bp。收益率曲线整体下行,由资金面、政策面和基本面等综合因素推动货币的供求关系发生变化所导致。

从货币供求角度看,体现为货币政策边际宽松,实体经济需求不足,同时实体经济需求受到抑制,促使利率下行。一方面,央行维持稳健中性的货币政策,呈现边际宽松。一是多次定向降准,总计净释放资金近1.6万亿元;二是央行公开市场及时投放、MLF续作,保持流动性充裕;三是央行扩大MLF抵押品范围至AA级公司债,缓解银行抵押标的不足的困境;四是7月中旬财政部、人民银行开展3个月国库定存招标投放,利率下调103个BP,引导资金利率下行。

另一方面,实体经济需求不足的同时,资金需求受到抑制。其一,经济基本面向下,整体需求下降。GDP增速较一季度的6.8%降至二季度的6.7%;规模以上累计工业增加值连续下降至6.7%,不及预期;固定资产投资增速创新低至6%;CPI仍然偏弱,6月份1.9%;外部不确定因素增加,外需拉动进一步减弱。经济下行压力加大,整体需求呈现不足。其二,去杠杆、严监管延续,实体经济资金需求受到抑制。尤其是中小企业在信贷的配给制下依旧面临融资难问题,社会融资总量增速同比下降,在传统表内无法获得融资的实体企业在表外回表的过程中面临流动性困境。上半年,社会融资规模新增9.1万亿,社会融资规模存量增速9.8%,总计较去年同期少增2万亿元,具体来看,表外回表后,表内信贷虽然得到扩张,信贷多增0.55万亿元,企业债融资多增1.4万亿元,但委外贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等同比少增1.4万亿、1.5万亿元以及0.8万亿元,另外,股市融资也同比少增0.2万亿元。

从债券的供求来看,上半年利率债的供给压力较小,配置需求在上升,推动利率下行。一方面,利率债在上半年的供给压力较小。从全年看,2018年财政赤字率下调至2.6%,净发行与2017年基本持平,全年的供给压力不大。从上半年的债券融资来看,国债净融资额仅为0.35万亿;此外,在政府去杠杆的推动下,地方政府融资逐步规范,无序扩张受到抑制,上半年新增置换的地方债净融资总和仅实现1.27万亿。

另一方面,配置需求上升。一是商业银行融资向表内回归,资管新规和流动性新规的实施及落地,同业业务逐步压缩,商业银行资产配置回归到信贷投放和债券投资,债券配置总量上升。二是我国引入外债方面开放度加快,为我国债市资金带来一定的补充。2018年上半年,境外机构银行间债券托管量大量增加,跃升为第四大增持机构,持



视觉中国图片

“ 利率债收益率经过上半年的趋势性下行,在三季度可能呈现震荡走势,且存在一定的回调风险,中美利差收窄和利率债供给放量将成为制约收益率下行的主要因素。”

占比从2017年上半年的1.4%增加到现在的2.0%。

从期限结构来看,2018年以来,短端利率较长期利率下降更快,5月份期限利差扩大至年初以来高点,曲线形状从平坦化转为陡峭化,其后,利差有所收敛,逐步走向扁平化。

从历史对比来看,2007年全球金融危机以来,收益率曲线形态变化多端,整体经历了从陡峭逐步走向平坦的过程,期限利差中不断缩小,截至2017年末,期限利差从2007年高点180bp左右缩小至历史最小值9bp。2018年初曲线形态呈现拐点,收益率曲线从平坦逐步走向陡峭化,表现为短期收益率下降,并带动长期收益率下降,期限利差开始扩大,从年初的9bp扩大至5月末的80BP,其后利差呈现下降趋势,6月为32bp,截至7月20日为46bp,目前来看,整个期限利差仍较小,处于历史1/4分位数(58b)左右,曲线较为平坦化。

从历史经验来看,曲线转向平坦化或期限利差倒挂,说明投资者对未来经济看法不确定。2007年以来,收益率曲线经历了从陡峭逐步转向平坦化的过程。主要原因在于,一是我国经济从高速增长阶段进入中高速增长阶段,经济增速逐步降至7%以内,同时,经济危机的滞后影响,加之人口老龄化,潜在经济增速也在下降,长期利率中枢在下降;二是全球

货币政策从量化宽松逐步走向后期的中性或紧缩阶段,尤其是美国率先进入加息和缩表进程,资金外流压力加大,导致我国政策紧缩压力加大,流动性收紧,政策利率(短期利率)上升较快;三是从国内来看,去杠杆的实施,需要短期利率的上升和流动性的紧平衡来配合,短期利率上升幅度较大,从而导致收益率曲线逐步平坦化。

2018年以来,货币政策边际宽松,短期利率下降较快,但长期利率下降有限,收益率曲线逐步转向陡峭化。我国经济结构调整逐步取得成效,经济前景逐步向好,导致长期利率并未随短期利率同步下降,而是基本保持稳定。但在5月份后,利差缩小,长短期利率下行加快,主要在于债市违约率上升等,市场对未来经济前景担心,长端利率下降速度加快。

笔者认为,利率债收益率经过上半年的趋势性下行,在三季度可能呈现震荡走势,且存在一定的回调风险,中美利差收窄和利率债供给放量将成为制约收益率下行的主要因素。

一方面,下半年的经济下行压力有所增加,需要维持流动性合理充裕。一是制约经济持续向好的结构性、深层次问题突出,周期性因素依然是影响经济的主要原因。二是年初以来,世界经济形势更加错综复杂,未来不确定性增强。这需要货币政策维

持合理充裕的流动性,降低实体经济融资成本。

但另一方面,除了去杠杆、调结构需要稳健中性的货币政策外,外部环境的压力使得国内利率继续下行的空间非常有限。目前,中美利差已经缩小至历史低位,美国经济持续向好,美国通胀预期上升,货币政策继续收紧,特朗普政府基建和减税的经济政策将导致美债的供应量不断上升,市场利率继续上行。美元对人民币持续走强,尤其是二季度以来人民币贬值幅度加大,截至7月下旬,人民币贬值幅度达50bp。资金的外流压力也在加大,上半年外汇储备下降493亿美元。外部环境的压力需要中美利差保持在合理范围内,为此有拉动国内利率上行的压力。此外,按照今年的财政支出计划,无论是国债或是新增加和置换的地方债,下半年都将加速发行,从债券供给的角度制约收益率下行。

从期限结构看,年初以来,期限利差有所扩大,但从长周期来看,期限利差依旧较小,尤其是5月下旬以来,长端利率下降更快。笔者认为,下半年,利率曲线将继续平坦化。主因在于,我国利率在下半年大概率呈现震荡走势,政策利率下调的空间较为有限。长期利率虽已反映对未来经济前景的担忧,但在基本面偏弱的环境下,摆脱短期利率,大幅上行的可能性不大。

完善价格机制 推动能源体制改革

□厦门大学能源政策研究院院长 林伯强

中国能源体制改革与能源价格改革密不可分,它们是一个相互依赖和支持的过程,“放开两头、管住中间”既是能源体制改革的基本思路,同时也与价格改革息息相关,所以能源体制改革基本上与能源价格改革同行。“管住中间”是针对能源的自然垄断,“放开两头”则是为民营资本提供投资机会,促进市场主体多元化竞争环境是能源价格由市场决定的基本条件。因此,需要能源体制改革支持价格机制改革。当然,能源体制改革还涉及政府转变能源管理方式。

能源体制改革是能源革命的制度保障,核心是还原能源的商品属性,构建有利于竞争的市场体系。能源体制改革对能源消费、能源供给甚至是能源技术革命,既有支持,也有制约的作用。能源价格是市场经济的灵魂和信号,以能源价格为核心的市场竞争直接决定了能源消费、能源供给以及能源技术革命的有效性。

我国的能源价格长期实行政府成本加成定价,公众习惯于能源价格缓慢向上调整,加上不了解能源企业的生产成本,因此对能源价格改革非常敏感。中国的清洁能源转型无论以何种方式进行,都将涉及能源成本上涨(环境相关成本的内化)。如果能源价格无法正确反映供需关系,将导致资源配置失当。如何通过能源价格改革有效分摊能源成本,将会影响清洁能源发展的程度和速度,所以改革势在必行。能源价格改革强势进入公众视野,以还原能源商品属性,让市场决定能源价格为基础,现阶段能源价格改革的核心是建立合理、透明的能源价格机制,并以公平、有效的能源补贴设计和严格的成本监管作为补充。

目前能源行业整体国有化程度很高,在经济高速增长阶段,能源国企能满足能源需求的高速增长,但国企效率相对低下、垄断寻租、竞争力不足等问题都可能阻碍能源行业进一步健康可持续发展。此外,技术创新需要好的环境和宏观支持,包括能源行业体制和能源价格机制。通常参与主体越多,市场竞争越激烈,越能促进技术创新。目前的能源体制和政府能源定价可能导致企业缺乏技术创新的动力。

我国大型能源企业基本上是国企,因此当前要切实引进民间资本。现阶段国有能源企业不仅有经济目标,还常常强调“社会责任”,再加上与政府的隶属关系,能源价格和补贴的运作过程不透明,这些都导致民营对国企的不信任而缺乏“混合”的兴趣。

能源体制改革和能源价格市场化改革密切相关,相互促进,既有改革的复杂性,也受宏观经济的影响,因此是一个复杂的渐进过程。从上世纪八十年代开始,能源改革已经走过了三十多年。在中国从计划经济向市场经济转型的过程中,同其他行业一样,能源行业的体制改革也经历了一个渐进改革过程,取得了很大的成就。纵观能源体制和价格市场化改革的各个过程可以发现,在能源价格高涨的时期,为了保证能源的稳定供应,市场化改革步伐相对较慢。

因此,能源改革有两个基本前提条件:一是能源供需必须宽松,这个时候满足能源需求是首要任务,效率是其次,而改革是为了提高效率。二是能源价格必须是相对低迷和稳定的。因为能源价格改革的最大阻碍是改革导致价格大幅度上涨。如果能源改革只是改变定价方式,价格不变甚至降价,改革将受到欢迎。因为消费者更关心的是改革是否导致价格上涨,

而不是政府以何种方式定价。因此,在低能源价格环境下进行改革,可以将改革对经济增长和社会稳定的影响最小化。

能源价格改革有助于民营资本进入能源行业和混合所有制的改革。长期以来,政府将能源价格作为政策工具,导致价格扭曲,能源价格形成机制不合理、不透明、不确定,且民营资本进入能源行业的风险升高。民营资本对能源领域投资的长期不足已证明了这一点。

减少政府价格干预是民营资本参与的一个基本条件。从价格机制上说,以往能源价格的确定和调整常常是政府权衡政策目标和各方利益博弈的结果。对能源价格的行政干预可能导致收益的不确定性,这使“混合”的民营资本面临收益的不确定性,而收益的不确定性又将影响民营资本“混合”的积极性,因此,需要能源价格改革支持能源体制改革。对于能源企业,甚至受价格监管的能源垄断企业,能源价格改革是行业利好。能源价格改革可以减少政府干预,可能意味着更稳定和可预期的营运环境。

能源宏观管理体制的改革可以支持微观企业效率改革。在能源体制改革的同时,政府的能源管理职能需要相应转变。政府需要研究和提出适合国情的能源行业体制,尽可能避免能源改革走弯路。在强化政府能源监管的同时,如果有必要干预能源市场,则可能采用市场化手段进行干预。政府在逐步放开能源计划约束的同时,需要加强能源行业战略规划。任何能源改革都必须将能源行业安全高效运行和可靠供应作为大前提。

在量价不旺的前提下,企业想要有好的盈利,就需要重视效率和降低成本。能源市场需求快速增长和价格上涨的时候,比较粗放型的

企业扩张足够给企业带来比较高的利润。现在盈利的突破口是效率,只有提高效率才能维持能源企业今后的生存和发展。

因此,今后能源企业发展关键是企业管理者的智慧决策。当能源市场扩张很快时,对于企业管理者的要求并不是很高,而面对疲弱的能源市场,就需要管理者对于市场要有更为精准的判断,管理能力上必须有效率决策。

能源体制改革需要政府的能源管理职能相应转变。伴随着能源市场需求的改变,政府也应该转变认识,能源国企只有更多的自主,才能更有利于适应变化的市场。能源企业想要提高效率,就需要明确基本的权利和责任,比如说能源企业需要建立激励机制。目前的能源企业管理机制很难大幅度改变企业的管理现状,需要通过增加企业的相应自主权利,激发企业经营积极性。

依赖技术进步推动清洁低碳发展还面临复杂的能源市场问题。为满足社会发展目标,政府有动机干预能源价格,由于反弹效应的存在,其节能减排效应会大打折扣,以技术进步提高能源效率导致的能源节约量和排放与节能目标不一致。实际上,缺乏能源体制和价格机制的配套,技术进步取得突破的时间和成本也可能延长和增加。煤炭乃至其他化石能源的低成本清洁替代,既需要技术进步推动清洁能源的技术突破,又需要使化石能源价格反映出外部性,使得节能减排对企业个人具有直观的财务意义。

受制于竞争力,新能源获得大规模的商业化推广与应用依然有困难,急需能源技术突破降低成本。能源领域“软性”的技术进步,如通过能源体制和价格改革,资源配置效率的提高而取得节能减排,对保障能源安全、实现低碳发展也具有重要意义。

当前,楼市的一大矛盾在于“去库存”后的低库存环境下,严格的“限价令”产生新房和二手房价格倒挂。由于新房交易成本较低,价格倒挂进一步助推投机需求泛起,人为助长供求矛盾、恶化市场预期和交易秩序。供求错配未解决,楼市乱象时有发生。笔者认为,下半年供给将进一步释放。首先,三季度开始,楼市将迎来季节性供给高峰;

其次,开发商融资环境趋严,终端需求尚在之时,规模“排位赛”叠加降低财务成本诉求,倒逼供给内生增加,房企将加速推盘以回笼资金。近期,部分房企提出供货节奏提前,将带来适度降价和供求失衡缓解的效果。

下半年,防止资金违规流入楼市和居民过快“加杠杆”,金融政策进一步趋严。近期,房企海外发债收紧之后,监管层进一步叫停房企公司债与票据互还,紧接着又收紧内地房企在香港发行熊猫债的通道。目前,抢在政策进一步收紧之前,加快出货和周转,缩短销售回款周期,降低财务成本,已成为一些房企的共识,前期高价项目低于预期入市将是常态。同时,限购、限售、刚需优先摇号等调控,加上人才及保障性住房、共有产权住房大规模供应,价格和供应两端,都有利于确保合理需求得到满足,夯实“房住不炒”,并将逐步缓解供求矛盾和降低房价预期。

考虑到发达国家限购、限外政策普遍存在,限售、限购、限贷等措施应在中期内继续发挥效力,甚至将成为热点城市长效机制的一部分。堵住投机炒作的同时,这些措施通过降低交易频率,增加交易程序、成本和摩擦,让虚高的溢价逐步消退,这是守住系统性风险底线,防止楼市大起大落等综合考虑下,实现杠杆和泡沫“软着陆”的可行路径。

同时,借助调控“窗口期”,供给侧加大改革攻坚。首先,热点城市和都市圈大力发展轨道交通,目前的问题是都市圈规划、大城市轨交向外延伸已展开,但跨区域土地和公共服务一体化规划相对滞后,无法疏导需求向外有效转移;其次,存量低效的商业办公用地,加快片区规划和用地属性调整以向居住转移,公共配套也要跟上。这些用地和空间位置好,建设租赁住房、共有产权住房,优先分配给刚需群体,能有效分流需求;最后,房地产税尽快立法和实施,保护刚需需求,压缩投机收益预期,实现“房住不炒”。