

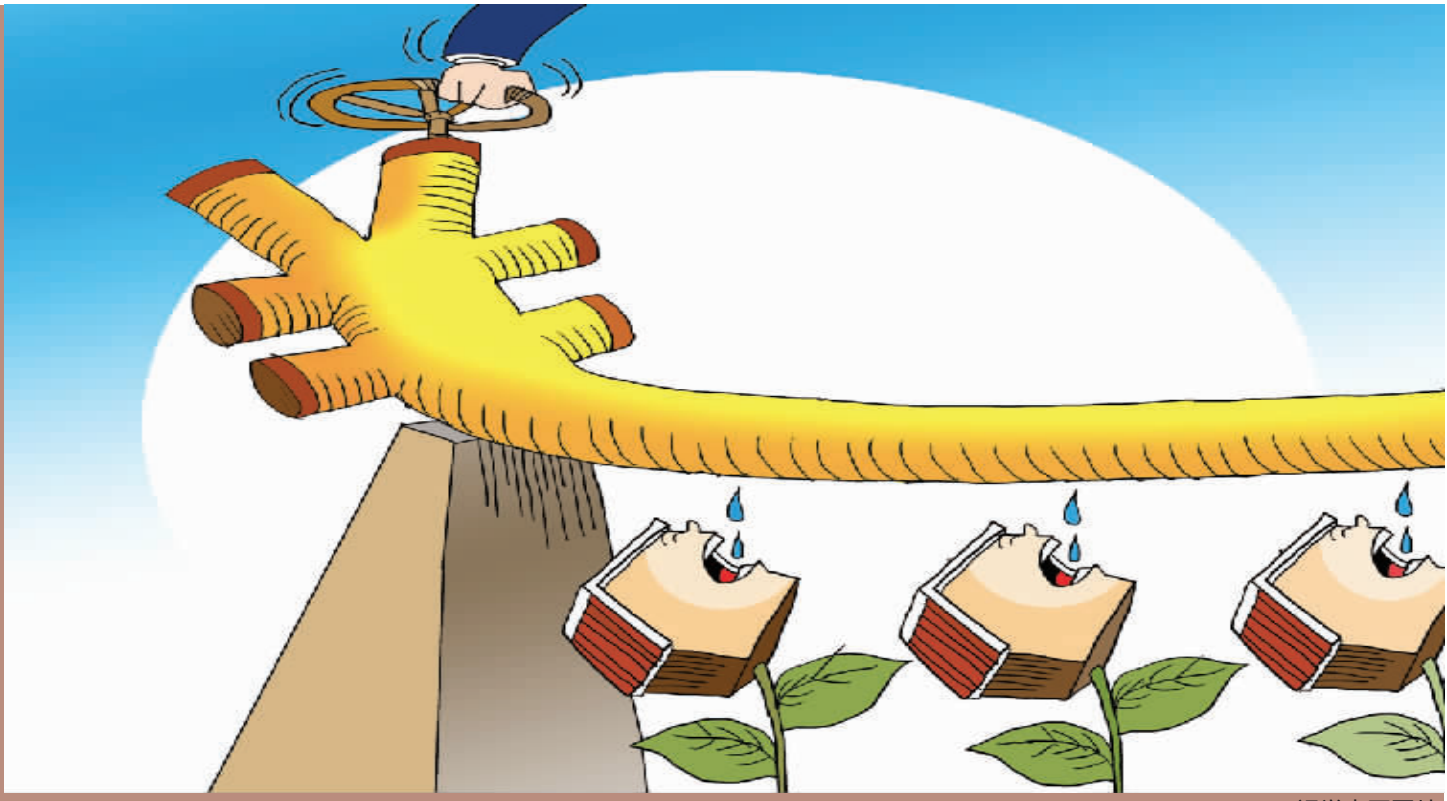
# “宽货币”将逐渐向“宽信用”演化

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

◆由于金融监管加强带来的信用环境收缩影响,受政策边际放松影响即刻呈现的“宽货币”,不会很快带来“宽信用”格局,因而实体部门的融资需求紧张程度仍将持续一段时间。

◆即使货币环境“趋于宽松”,近期民间借贷利率仍然表现出平稳态势,预计民间借贷利率走平态势仍将持续。

◆随着社会融资的回升,政策放松的货币回升效应仍将延续,这将体现为广义货币增长的缓回升态势。



视觉中国图片

2018年年中以来,货币当局多次释放政策微调信号,强调保持流动性合理充裕,货币信贷政策边际放松的市场预期形成。受国内外经济金融环境变化的影响,从金融市场表现、政策释放信号和政策实际取向看,我国货币边际放松已成为政策实际选择。从实际情况看,信贷、货币增长连续两个月超市场预期回升,货币市场处于资金充裕常态,货币利率持续在久违的低位水平。

货币市场的宽松状态,并没有带来相应的社会信用膨胀。7月,我国社会融资增长连续第3个月低于新增人民币信贷增长。货币市场利率的下降,却没有带来信用市场利率的相应下降,实体部门的融资利率依然维持平稳,民间借贷利率甚至呈现了稳中偏升的态势。部分机构认为“宽货币”之所以没有带来“宽信用”,是因为货币信贷政策传导机制不畅,并认为未来需要打通货币政策传导机制,以消除市场融资紧张的局面。

实际上,从社会融资的个组成部分变化看,信贷货币宽松还是直接促进了市场融资的发展。从具体渠道看,7月份非信贷渠道中股票融资和债券融资继续增长,其中受货币宽松影响,债券融资增长较多,由6月份的1319.78亿元上升到7月份的2237亿元;其它渠道整体下降规模也有所减少,下降较多的仍然是信托贷款和未贴现的银行承兑汇票,两者都超过1000亿元,表明监管规范后影子银行受到限制,资金“脱虚向实”得到良性发展。

市场人士认为,“宽货币”虽然带来了货

币利率的显著下降,但社会融资增长并无相应增长,特别是借贷市场利率并没有下降。笔者认为,从社会融资结构的变动趋势看,7月份的宽货币格局,明显带来了市场型直接融资的提升。7月,当月新增信贷规模和社会融资新增规模都有下降,但银行信贷减少要大大超过社会融资减少。“宽货币”后社会流动性显著改善,当前社会融资减少,是金融监管规范后业务规范化,带来的金融机构经营调整所致。央行政策边际放松后,未来“宽信用”格局将逐渐呈现。

在利率市场化条件下,融资利率受经济运行和货币环境共同决定,体现风险溢价的实际借贷利率具有“魏克塞尔”性质,是不受政策影响、体现当期商业环境的自然利率。实体部门中的真实市场利率主要受当前经济状况、货币环境、市场预期等综合影响。即民间借贷利率不仅受货币状况影响,更重要的是还体现当前经济环境下的运行风险和前景预期,是实体经济领域的风险利率。在经济运行平稳的市场预期下,风险溢价在前期降低的基础上,相对稳定;在经济低迷时期,有效融资需求疲软、降杠杆成为社会选择的情况下,对借贷市场当期利率而言,货币存量的变化比增量的变化更重要,即流动性的状况而非边际变化,决定了市场利率的变化。

一般而言,货币市场(基础货币领域)上的市场利率,即货币利率,会很快传导到金融市场上,因此货币市场利率和资本市场利率,会随着政策利率的变化发生即刻变动,甚至

因预期变化发生提前的变动。但对于实体经济领域的信贷利率,尤其是民间借贷利率,基础货币层次的政策利率变动传导,通常不会很顺利,原因在于实体经济领域的资金利率,更多受到非货币因素影响,如个体信用和风险因素等;资金的定价普遍缺少连续性,即实际借贷利率变动是跳跃式发生的,实体借贷利率调整单位通常10倍于货币市场利率调整幅度;实体领域中借贷利率的调整,在时点上也是断续发生的,和货币市场、债券市场上利率的随时调整不同。

由于金融监管加强带来的信用环境收缩影响,受政策边际放松影响即刻呈现的“宽货币”,不会很快带来“宽信用”格局,因而实体部门的融资需求紧张程度仍将持续一段时间;由于信用市场完善带来的风险定价有效性提升,从短期来看,实体部门融资利率甚至反而提升。因此,即使货币环境“趋于宽松”,近期民间借贷利率走平态势仍将持续。

随着货币政策工具和操作平台的变化,货币当局对直接融资行为的干预,如信贷投放、利率管制等已越来越少,政策操作越来越集中在准备金市场,即基础货币领域。货币政策边际放松,就是加大基础货币的投放力度、放松金融机构使用准备金的约束等。因此,货币政策放松是直接作用货币市场的,因而货币市场利率很快在政策的影响下,出现相应式下降。但是信用市场的交易利率,更多地要受社会流动性状况的影响。从现象上看,社会

信用扩张就是金融机构经营扩张。由于金融机构从感受到放松,到经营实际扩张之间,需要一定的时间,故从货币宽松到信用宽松,存在着政策的时间滞后效应。

此外,由于我国实行货币政策和宏观审慎的双支柱调控体系,金融机构的经营行为要受到监管约束,在当前“防风险”、“去杠杆”的政策基调下,监管对机构经营行为的规范,使得金融体系整体仍然处在先前过度扩张后的规范整理阶段,更延长了货币宽松到信用宽松的转化时间。

2012年以来的金融创新快速发展转入规范发展阶段,金融监管部门联合行动对融资进行股市交易的行为进行严厉和严格的清理,导致很多表外融资行为受到限制。2018年,资本市场低迷态势也使得表外融资需求持续萎缩;为维持资本市场上的投资杠杆,在表外融资受到限制的情况下,非银金融机构的新增信贷规模持续高增,从而推动了当前银行信贷的高增长和社会融资的低增长状态,并造就了社会融资结构向表内回归的态势,银行信贷在社会融资中的比重逐步提高,新增社会融资几乎全靠银行信贷支撑。

笔者认为,“宽货币”将逐渐向“宽信用”演化。伴随社会融资的回升,政策放松的货币回升效应仍将延续,这将体现为广义货币增长的缓回升态势。金融对经济的支持作用将进一步增强,货币环境的改善,将有助于保持中国经济平稳态势,并为资本市场的健康发展创造必要条件。

## 发挥专业优势 推动资管行业发展

□上海海通证券资产管理有限公司总经理 李井伟  
上海海通证券资产管理有限公司产品与业务创新部总监 刘赞

监管部门日前发布资管新规细则的征求意见稿,部分操作上做出了更务实的安排,政策边际有所放松,但打破刚兑、解决期限错配、去除资金池和解决多层嵌套等统一监管的理念及资管行业规范的方向并未改变。资管新规的发布意味着,国内资产管理行业原有的市场结构将被打破,新市场规则将树立,有些资产管理机构可能因不适应新的市场环境而退场。

结合当前国内资管行业的发展现状,笔者认为,今后一些证券期货经营机构的资产管理规模或继续萎缩,甚至直接步入被边缘化的困境。因此,是否能在坚守统一监管的理念下,同时兼顾各类资管机构的专业优势,实施“宏观统一管控、微观适度放开”的原则,以充分发挥证券期货经营机构的资管业务特色,有效地服务于、服务好实体经济显得非常重要。在此,笔者针对《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(征求意见稿)(简称《业务管理办法》)和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(征求意见稿)(简称《运作管理规定》)的内容提出以下几点建议。

应明确优先级与劣后级收益分享或承担亏损的比例。《业务管理办法》第二十三条第二款虽规定封闭式集合资产管理计划可以根据风险收益特征对份额进行分级,同时在《运作管理规定》的第三十条中明确“分级资产管理计划不得投资其他分级或者结构化金融产品,不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”,但并未明确分级资产管理计划中优先级与劣后级收益分享或承担亏损的比例如何。在实际业务中,证券期货经营机构难以掌握许可标准,有效通过分级资产管理计划开展业务。

《业务管理办法》第十四条已明确要求集

合资产管理计划均需由依法取得基金托管资格的托管机构实施独立托管,托管行承担托管和监督的职责。因此,建议对证券期货经营机构设立的集合资产管理计划取消验资环节,在募集资金汇总划入托管户后,由托管行提供募集资金的审核确认,确认后由管理人公告产品成立,这样也能减少产品的运作成本。

明确资管产品销售操作流程。《业务管理办法》第十五条明确,证券期货经营机构应当直接与投资者签订资产管理合同、接受投资者委托资金。从该条款来看,其本质上是要求资产管理合同由证券期货经营机构作为管理人,与客户签订资产管理合同。但存在一歧义,也可解读为委托人需在管理人处签订资产管理合同,如在网上签订等。目前,许多资产管理产品的委托人都是在代销机构处签订管理人出具的资产管理合同。因此,建议本条中删除“直接”二字。

维持原有产品备案流程,适当缩短备案时间。证券期货经营机构的私募类资产管理计划已经明确为备案发行,但在《业务管理办法》的第三十三条第二款却规定“资产管理计划自完成备案之日起成立”。建议仍维持原先的成立后备案的操作流程,适当缩短备案时间,提高产品运作效率。

增加“股票质押式回购业务”为标准化资产。相较《商业银行理财业务监督管理办法》(征求意见稿),《业务管理办法》第三十七条虽已明确界定标准化资产和非标准化资产,但股票质押式回购业务却未确定为标准化资产。然而,股票质押式回购业务作为证券公司独有的业务种类,近几年来众多上市公司股东均通过该项业务获得了资金。倘若股票质押式回购式业务被界定为非标准化债权类资产,这不仅限制了上市公司股东借助股票质押式回购业务进行融资,与服务实体经济的初衷可能相悖,而且对证券期货经营机构的资产管理业务发展有较大的冲击和影响。

《业务管理办法》第四十五条的第三款规

定,证券期货经营机构不得将其管理的资产管理计划资产投资于该机构管理的其他资产管理计划,依法设立的基金中基金资产管理计划及中国证监会另有规定的除外。为了发挥私募基金资产管理计划的灵活性特点,建议在不违反《指导意见》禁止的资产管理产品多层嵌套和做好利益冲突防范的前提下,适当允许证券期货经营机构将其管理的资产管理计划资产投资于该机构管理的其他资产管理计划。证券期货经营机构需事先在产品合同和计划说明书中进行明确,向投资者充分揭示,并及时向中国证监会相关派出机构和基金业协会报告。

明确投资者适当性管理及核查工作。《运作管理规定》第三条最后一款规定,资产管理计划接受其他资产管理产品参与的,虽可合并计算其他资产管理产品的投资者人数,但证券期货经营机构应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源。该项规定难有实际可操作性。因为上层资管产品管理人在产品募集时,已履行投资者适当性等程序。如果在对外投资时,仍要求下层资管产品管理人审查上层产品投资者的身份与资金来源,一方面将增加下层资管产品管理人的工作责任,同时弱化了上层产品管理人的核查作用。另一方面,上层产品的投资者的资料信息等文件属于该产品管理人所有,是否适提供给下层产品管理人进行审查,缺乏可操作性。故能若仅明确每一层级管理人对其发行的资管产品负责的原则,不宜任意扩大资管产品管理人的合规审查责任。

放宽自有资金持有期限的限制。自4月份资管新规正式发布后,证券期货经营机构自有资金将不得承担任何有限补偿责任,当下自有资金的参与主要取决于公司的商业考虑,因此,建议自有资金参与产品的持有期限由产品合同进行约定,在《运作管理规定》的第八条中不做持有期限不得少于六个月的硬性限制。

针对《运作管理规定》第十四条的双“20%”限制,建议对上市公司员工持股计划、定向增发等资管业务做适度放开。

《运作管理规定》第十五条明确投资非标债权类资产的限额管理要求。在起草说明中明确,该条是参照商业银行理财业务规则,规定同一经营机构和私募资产管理业务投资非标债权的金额不得超过全部资产管理净资产的35%。然而,证券期货经营机构的私募资产管理业务中,存在单一资产管理计划和集合资产管理计划。因此,建议修改为“同一经营机构私募资产管理业务投资非标债权的金额,不得超过全部集合资管计划净资产的35%”。

资管新规旨在实现对各类资管机构的全面、统一、有效监管,有效防控金融风险,增强金融服务实体经济的能力和水平。因此,建议删除《运作管理规定》第二十六条第三款“证券期货经营机构不得将其管理的分级资产管理计划资产,直接或者间接为该分级资产管理计划劣后级投资者及其控股股东、实际控制人或者其他关联方提供或者变相提供融资”的约定。允许证券期货经营机构可按照资管新规中约定的杠杆比例及《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》中第四条“不得违背利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的原则”设立分级资产管理计划资产开展相关业务,并及时向中国证监会相关派出机构和基金业协会报告,以便能有效服务于实体经济。

整体而言,笔者希望能在回归资本本源、降低杠杆比例、服务实体经济监管大局下,兼顾证券期货经营机构自身的专业优势,积极营造既有统一监控又能充分发挥各类资管机构专业水平,有效服务于实体经济的宏观环境。证券期货经营机构应充分发挥与各业务条线及分支机构的业务协同效应,大力发展资产证券化等服务实体经济的创新资管业务,拓宽资产管理业务的服务广度,发挥多元化和综合化的金融中介服务优势,满足企业及客户的多元化投融资需求,逐步培育和形成在权益类投资、固收类投资、量化投资、另类投资及跨境投资等方面有独特的投资管理特色,致力于打造成品牌资产管理机构。

### 新动能成长加快 经济结构不断优化

□中采咨询总经理 于颖

当前,我国经济发展由高速增长阶段转向高质量发展阶段。为适应这一转变,中央提出要加强顶层设计,抓紧出台推动高质量发展的指标体系、统计体系、绩效评价、政绩考核办法。EPMI(战略性新兴产业采购经理指数)作为我国唯一一套战略性新兴产业数据,反映了我国经济新动能的发展态势,客观反映了我国经济质量的提升,为监测高质量发展提供了新的指标体系。近年来,市场倒逼制造业转型,技术进步大大推动了结构优化和质量提升,战略性新兴产业EPMI从多个角度很好地反映了这种转折性变化。

新动能加快成长

战略性新兴产业建立在重大前沿科技突破基础上,代表未来科技和产业发展新方向,虽处于成长初期,但未来发展潜力巨大,对经济社会发展具有全局带动和重大引领作用,战略地位也日益显现。从PMI三大产业对比数据可以看出,新兴产业整体高于传统的制造业和非制造业,且新兴产业上升势头明显,科技的重要性凸显。新兴产业PMI常年均值55.5,非制造业常年均值54.1,明显高于制造业50.6。据PMI测算,战略性新兴产业对应的增加值5年以来一直保持10%以上的增速,个别年份可以达到13%以上。从三大产业新订单指标对比来看,进一步印证了新兴产业需求旺盛带动其强势增长。新兴产业快速发展是我国经济转型升级、注重科技创新和质量发展的体现。

新技术助推效益提升

战略性新兴产业EPMI的新产品投产常年均值在63以上,研发活动指标常年均值在60以上,企业产品不断更新迭代,技术进步不断形成新的供给,科技不断形成新动能,提升了企业效益。

首先,EPMI研发活动和新品投产指标长期高于订单和产量指标,技术新供给带来更多增量收入,企业才能够持续研发。新兴产业EPMI的新产品投产均值在63以上,研发活动常年高于60,EPMI新订单和生产量常年均值则位于58左右。科技、需求、生产之间是相互调动的关系。一方面,科研成果和新兴技术调动了新的供给,新产品投产增加,则生产量扩张,新品投入对生产量具有一定的领先指示。另一方面,人民美好生活需求,倒逼企业产品升级、进一步加快新技术供给,新订单与研发活动、新品投入指标联动关系很强。

其次,传统制造业与新兴产业不断融合,推动了我国整体经济的技术含量和增长质量不断提高。对比不同产业的新品投产指标,可动态监测新动能发展。从新兴产业和制造业新产品投产数据对比可以看出,新兴产业明显高于传统制造业且二者扩张呈现边际放缓趋势。早期新兴产业新品投产指标曾高于传统制造业6个百分点;但2016年以后新兴产业与制造业的新品投产指标差逐步缩小到2,新兴产业的新品最终成为制造业的产品。

新时代背景下,创新驱动激励企业重视研发和新品投入,是企业提质增效的有效途径,有利于我国经济转型升级、经济增长质量提升。

出口结构优化 技术型出口提高

从数据对比来看,新兴产业PMI出口指数明显高于传统的制造业和非制造业,2018年3月新兴产业出口年度均值在53.5,高于制造业的50.7和非制造业的49.6。在高技术行业出口增长迅速的同时,PMI原料类出口订单六年来的几乎没有变化,如黑色行业出口仍然停留在44,化学行业出口停留在50左右。这一对比,充分显示了出口结构向高附加值的转变。目前,国际环境复杂、竞争日益激烈,企业更需要加快发展智能制造,依靠品牌和专利技术等参与国际经济竞争,培育竞争新优势。

EPMI数据从多个角度显示我国经济近年来技术进步的效果逐步显现,为经济的韧性增长提供坚实基础,但同时也应该看到,各方面的优势环境在2018年以来提示了一定程度的弱化,过去几年的转型带来的增量已经进入一个边际减小的时段。过去几个月EPMI的短期趋势似乎也提示着转型节点已经形成。

此外,从PMI质量指标可以看出,我国经济从2012年到2018年经历了转型、出清、升级的历程,至2018年各项指标趋于稳定,经济特征走入“新消费时代”。2018年的转型增量可能进入尾声,叠加外贸不确定因素的影响、固定资产投资增速弱于往年、金融监管进入攻坚阶段等因素,2018年经济增速弱于2017年是大概率事件。

但我们应清楚认识到随着人口红利减少、劳动力价格提高,总量增速放缓是正常现象,应淡定应对,谨慎重启投资驱动模式。目前一些影响面广、带动作用强的新主导产业正在加快形成,逐渐释放供给增长潜力,未来我国经济增量,仍然集中于以战略性新兴产业为主要构成的新动能。增量一方面来源于创新供给,它带来的增量即将会逐渐替代转型所带来的增量;另一方面是创新消费,即消费产品创新、消费模式创新。创新发展,需要进一步鼓励技术进步、鼓励科技研发。而EPMI指标体系,为监测高质量发展提供了动态参考。