

筑牢信贷融资硬约束堤坝

□中国人保资产管理公司 蔡弘标

自从5月以来,我国货币政策出现了许多明显变化。过去两个月来,各类货币市场利率均出现大幅下降。随着货币市场的适度宽松,债券市场的收益率也大为下降,特别是短端下降幅度很明显。

今年二季度货币政策执行报告显示,今年以来央行工作取得多项成效,主要有三个方面:一是流动性从一季度的“稳定”上调至“充裕”;二是放宽信用,如将低等级公司信用债纳入MLF和再贷款担保品范围;积极推进债转股,并以降准资金来配比;三是人民币的贬值被定性为“波动”。和一季度相比,有两大变化:一是“发挥价格杠杆作用”未提及;二是通过降准对冲MLF的做法搁置,降准释放流动性更为明显。

自去年全国金融工作会议召开以来,“去杠杆”取得了非常重要的进展。表现在金融领域,就是影子银行的增速及规模得到

遏制:不管是银行委外,还是信托通道业务,特别是在资管新规下,银行表外理财、券商资管或基金子公司都进入了高质量发展的时代。

因此,“去杠杆”如果管不住、控不好影子银行,就难言成功。同时,不管资管新规如何过渡,首先必须把银行的表外资产回表,否则可能无法正确判断真实的社融规模;其次,按照融资主体的信用状况,纳入银行的正常信贷。需要指出的是,即使是对于信用状况较低的中小企业,“不还不续贷”的模式不宜过于推崇,该方式本质上是对“信贷硬约束”的软化,当前理应收紧信贷融资硬约束的堤坝。

同时,应特别关注“债转股”的发展,如果债转股不能提升生产力,而简单地改变相关企业的资产负债;如果没有良好的产业优势和市场盈利潜力;如果债转股本质上依赖于该集团所属的上市公司,那么这些巨额资金的沉淀最终会影响经济发展的质量。在

上市公司大股东实施债转股时,要注意特别保护上市公司的利益。

最近,土耳其里拉的危机,也带动了一批新兴市场货币的贬值。人民币自今年3月的高点以来贬值约为10%。整体而言,目前的汇率和2017年初的低点尚有一线之遥;而和1994年汇率并轨时的8.7还非常遥远。因此,人民币汇率的市场化波动应予以充分尊重。总的来说,顺势而为比“毕其功于一役”要好得多。

2008年以来,中国实际上已经告别高速增长期。笔者去年底基于名义GDP10年平均增长率曲线的分析表明,中国未来的经济增长率(名义GDP)很难超过10%。因此,在讨论所谓的“经济下行压力”之前,必须明确中国目前的潜在经济增长率究竟是多少?笔者认为,如果充分考虑资源承受力,名义GDP大约8%-9%可能较为科学。从这个角度看,不是经济有下行压力,而是向潜在经济增长率靠拢,简单的纵向比较

没有太大意义。如果注意到财税收入的超高速增长,那么更没有必要搞“大水漫灌”来刺激,量力而行应该作为当前中国经济决策的基本点。

需要指出的是,数据显示,中国全要素生产率(TFP)增速在2010年之后快速下滑,过去5年基本是负值。

以统计数据看,中国自2012年以来CPI始终在3%以内,2018年7月也仅2.1%。自从中央提出“供给侧改革”以来,近3年主要工业品的价格持续上升;今年3月外贸不确定因素增加后,农产品价格开始明显上升。为此,我国货币政策必须有所准备。在西方主要发达国家进入明显加息周期、美国历史平均利率2.75并不遥远之际,货币政策应该随时准备好采取措施加以应对。

在美联储持续乃至加速加息,美元必然回归强势周期的情况下,目前的稳健货币政策可能需要更多微调。

提高投资能力 防范股权质押风险

◆当前市场一些质押股票被平仓的根本原因,既不是边际卖出量过大的流动性问题,也不是质权人集中平仓砸盘问题,其根本原因应当是这些上市公司的投资价值不足。

◆规避风险的关键是提高管理人的专业投资能力,管理人要加强对投资标的专业研究和投资策略的专业研究,股票质押投资要关注投资标的的流动性风险。

□上海海通证券资产管理有限公司总经理 李井伟

近期,一些A股上市公司的股东股票质押面临平仓风险,股票质押业务成为国内资本市场关注的热点。日前,国务院金融稳定发展委员会召开的防范化解金融风险专题会议认为,防范化解上市公司股票质押风险要充分发挥市场机制的作用,地方政府和监管部门要创造良好的市场环境,鼓励和帮助市场主体主动化解风险。笔者认为,防范股票质押风险的关键是提高管理人的专业投资能力,管理人要加强对投资标的专业研究和投资策略的专业研究。管理人不断提高股票质押专业投资能力,是股票质押业务健康发展的关键。

股票是作为资本的载体,也是股东财产权利的载体。在资本市场进行自由买卖交易是其基本权利,而其作为股东财产的可抵、质押也同样是其财产权利的主要组成部分。监管当局和沪、深证券交易所建立的股票质押业务办法和制度,是真正对股东财产权利的完善和保护,不能因个别上市公司股东的股票质押平仓案例,改变市场基本制度。

目前,应当进一步提高股票质押办法、制度的效率,采取市场化、法制化、高效化的办法解决股票质押平仓问题。对于处于平仓的股票,在平仓交易、协议转



视觉中国图片

让、司法拍卖、司法判决等方面提供制度支持。

券商资管产品投资股票质押业务是非常好的金融改革试验。投资是在每个个体追求自身利益最大化过程中,实现资本资源有效配置的宏观目标。券商资管产品从事股票质押业务无疑是追逐委托人和投资者利益最大化,但是在宏观层面,股票质押业务丰富了社会融资主体,为经济发展安排了万亿级别的融资制度体系。

我国资产管理市场已经达到近百万亿级别,如何在每个资管公司和资管产品追求自身利益最大化的过程中,实现国家资本有效配置的宏观目标?笔者认为,券商资管产品通过股票质押业务为上市公司股东提供了高效的融资,通过资管产品实现了投资者和融资者的双重目标,应进一步放开券商资管公募产品对股票质押业务投资的限制。资金来源越广泛,越有利于组合投资和分散风险,当然也更有利于创造更多的股票质押投资策略。宏观上,多元化的投资策略和分散化的资金

来源,更有利于融资资金供给的稳定和投资者潜在的目标收益率要求的下降,才能降低融资人的融资成本,有利于上市公司股东。

Wind数据统计,截至2018年8月17日,国内全市场股票质押总股数6303亿股,占上市公司总股本的9.88%,质押市值51447亿元,其中大股东疑似触及平仓线(140%平仓线)市值为9085亿元,占质押市值18%左右,占上市公司总市值的1.8%左右。因此,对于市场总体而言,处于股票质押平仓的股份数及其市值相对市场总体而言,所占比例还非常小。

笔者认为,当前市场一些质押股票被平仓的根本原因,既不是边际卖出量过大的流动性问题,也不是质权人集中平仓砸盘问题,其根本原因应当是这些上市公司的投资价值不足。

对于券商资管产品特别是公募资管产品(大集合计划)投资股票质押的行为,监管当局正密切关注。要有效控制股票质押投资风险,笔者认为,券商资管产

品的管理人不仅要做好投资者适当性管理工作,充分揭示股票质押业务存在的风险,而且要努力提升管理人股票质押投资的专业能力。值得注意的是,我们应该看到股票质押资产本身具有一定的稳定收益性和质押保障的安全性,同时股票质押投资绝不是典当融资,因此不能按照典当融资的逻辑投资。

此外,我们更应当看到股票质押投资实质是买入基于个股的看涨期权,标的股票具有投资价值,股价上涨就没有投资风险,所有股票质押投资仍是投资标的股票的未来向上。因此,规避风险的关键是提高管理人的专业投资能力,管理人要加强对投资标的专业研究和投资策略的专业研究。值得一提的是,股票质押投资要关注投资标的的流动性风险。可以看出,股票质押投资既要求有权益投资的专业能力,又要有固定收益投资的流动性管理能力,专业要求非常高。管理人不断提高股票质押专业投资能力,是股票质押业务健康发展的关键。

宏观政策应保持松紧适度

场效率,缓解外贸不确定因素增加所带来的负面影响。对内深化改革,加快生产要素市场化,改善金融市场效率,推进国有企业改革,扩大民间资本投资,实现稳增长的同时,化解金融风险。

经过近三年的供给侧结构性改革,中国经济在“破”的方面取得较大进展,一二线城市房地产市场库存基本清理,整体房地产库存降至2015年以来最低水平,宏观杠杆率趋稳,国有企业微观杠杆率逐步下降。7月31日的中央政治局会议强调,下一步将加大经济“降”、“立”的力度,降低企业成本、补短板,增强创新力,把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来。

年初以来货币政策边际宽松,分别于1月、4月、7月进行三次降准。受限于汇率、房地产市场风险以及结构性去杠杆,货币政策难以大幅转向,更重要的是货币政策传导机制不畅,导致上半年信用大幅收缩的局面没有得到有效缓解。决策层要求打通货币政策传导机制,促进银行间充裕的流动性向实体经

济顺利传导。央行可以通过调整MPA考核参数,支持银行扩充资本等方式,保障表外融资返回表内。同时,加快国有企业改革,打破“预算软约束”,坚决处理“僵尸企业”。央行通过定向降准、MLF续作、支持商业银行购买信用债等方式,引导资金流向中小微企业。加快利率市场化,完善利率走廊,逐步向价格型调控机制过渡。

在货币政策受限情况下,财政政策应发挥更加积极的作用。7月财政存款新增2255亿,财政支出的力度并不算弱,但基建投资增速快速下滑,核心矛盾在于非标融资的收缩。下半年财政政策应从以下方面发力。其一,减税降费,同时扩内需和调结构。减少信用收缩给企业经营带来的压力,提高居民收入促进消费。同时对先进制造业、现代服务业减税降费,使用结构性减税政策优先支持符合经济高质量发展的产业。其二,加大基建托底经济力度。接下来,财政政策可能加大财政支出和地方专项债在基建项目上的投入,中西部省市、乡村振兴相关的基建投

资,在下半年可能反弹力度更大。

金融机构加快处理非标资产,信用大幅收缩,已经对实体经济产生影响。7月20日,一行两会资管新规细则陆续公布,既是资管新规在规范化上的政策延续,同时在具体操作上也有所放松,表明监管层在坚持严监管的同时,也注重稳增长。

加强宏观审慎管理。如果人民币对美元“破7”的心理防线,市场将形成强烈的贬值预期,人民币贬值通过金融渠道对经济增长的抑制作用将大于贸易渠道的拉升作用。对此,央行决定自2018年8月6日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%,提高做空人民币的成本。同时央行将加强外汇市场监测,维护外汇市场平稳运行。

在外部环境不确定性增强的背景下,经济政策重心转为稳增长。笔者建议,一是要坚定防控系统性金融风险的大方向不动摇;二是处于稳增长目的的宏观政策要松紧适度,要坚决避免过度放松。

提升金融机构风险偏好 疏通货币政策传导机制

□民生银行研究院高级宏观分析师 王静文

下半年以来,“疏通货币政策传导机制”成为金融领域频频出现的关键词。同时,监管层对疏通货币政策传导机制高度重视,笔者认为,其背景是“稳增长”的需要,上半年我国经济增速同比增长6.8%,仍然保持着稳中向好的发展势头,但下半年却面临着“稳中有变”的局面。前7个月投资增速已降至1994年以来的新低,7月社会消费品零售总额实际增速近10年来首次低于GDP增速。

稳增长自然需要货币政策支持,但货币政策的边际放松却并未完全传导至实体经济。一方面,市场流动性并不缺乏。如7月末金融机构超额准备金率为1.7%,比去年同期高0.6个百分点。存款类机构7天期回购利率(DR007)中枢,从去年末的2.9%左右降至今年8月中旬的2.6%左右,甚至一度与银行间7天回购利率R007之间出现倒挂。商业银行明显加大了对二级市场短久期利率债和高等级信用债品种的配置,资金淤积在银行间市场。

另一方面,实体经济的融资成本却在上行,银行LPR、信托融资平均利率以及发债成本都在上升,信贷增速也并未相应提升。7月末贷款余额同比增速为13.2%,与去年同期和今年1月末持平,3-5月之间曾连续回落,6月和7月新增票据融资占新增贷款的比重高达16%,升至今年以来的最高水平,新增信贷并未尽数投入实体经济,小微企业融资难、融资贵的问题仍有待改善。

央行在二季度《货币政策执行报告》中指出,从货币政策传导机制的角度看,央行在将流动性注入银行体系后,能否有效运用和传导出去,还取决于资金供求双方的意愿和能力。从资金需求端看,截至7月新增表外融资大幅减少1.75万亿元。加上债券融资受到违约潮拖累,股票融资门槛过高,相关企业的融资需求只能转向表内,进而导致表内资金竞争激烈。

从资金供给端看,金融机构的风险偏好明显下降。由于融资渠道收窄,上半年一些企业都出现流动性问题。相比于经营风险,流动性问题更为隐蔽,且事先识别难度更大,投资者和金融机构只能以降低整体风险偏好作为应对,进而引发信用收紧。再加上受资本、流动性等监管约束,表外资产回表也在一定程度上面临“转不回”、“接不住”等问题。

在此背景下,金融机构更愿意选择跟国企和大客户合作,进而导致中小企业、民营企业、环保企业在这一轮调整过程中融资难度上升,AA级的债券发行成本同比上升了约3个百分点,一些民营企业甚至寻找国有企业合资以获得融资和享受“隐性担保”。因此,“疏通货币政策传导机制”同“缓解小微企业融资难融资贵”其实是同一个问题的两个方面。

从目前情况来看,由于货币政策不宜“大水漫灌”,而如果要实现“精准滴灌”,则必须疏通传导机制,实现精准投放。笔者认为,疏通货币政策传导机制的关键,在于提高金融机构的风险偏好。目前政策也正在朝着这一方面努力:

一是货币政策转向边际宽松。7月底的中央政治局会议提出“要把好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕”,明确宣示不会大水漫灌。这一政策导向,与“坚定做好去杠杆工作”和“坚决遏制房价上涨”的部署彼此呼应。监管层正继续推进“稳货币、严监管、宽信贷”的政策组合,从而为稳增长和防风险创造更为适宜的金融环境。

二是做好政策的统筹协调,发挥好“几家抬”的合力,共同做好小微企业金融服务。金融委第二次会议提出,发挥好财政政策的积极作用,用好国债、减税等政策工具,用好担保机制;要深化金融改革,完善大中小金融机构健康发展的格局;持续开展打击非法金融活动和非法金融机构专项行动。这三条措施,有利于形成财政政策与货币政策密切配合、大中小金融机构各司其职以及金融监管保驾护航,共同服务实体经济的良好局面。此外,未来还应考虑进一步完善定向降准和MPA的措施、支持中小企业集合债的发行、适度扩大贷款抵押品范围以及进一步明确资管新规的过渡期安排等,做好服务小微企业服务。

三是优化考核激励,增强金融机构服务小微企业的内在动力。金融委第二次会议提出,既要强信贷考核和内部激励上下更大功夫,增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内生动力,也要健全正向激励机制,有成绩的要表扬,知错就改的要鼓励。8月22日的国务院常务会议提出“建立激励机制”、“优化考核激励”,目的正是通过这种激励导向,提升金融机构的积极性。银保监会也专门在网站发文,从加大资金投放力度、推动体制机制创新、建立健全激励机制等三个方面鼓励金融机构服务实体经济。

笔者认为,进一步疏通货币传导机制,对促进金融和实体经济的良性循环、防范系统性风险具有重要意义,也是打通金融服务实体经济“最后一公里”的关键举措。在经济下行压力显现的当下,更有其现实意义。但从“宽货币”转向“宽信用”,只能通过金融机构来执行落实,所以关键还在于提升金融机构的风险偏好,使其有能力和意愿来加大信贷投放。