

完善四方面机制 激活民企债券融资工具

□国家金融与发展实验室特聘研究员 刘康

■ 民企债券市场信用环境改善 ■

在当前民企融资的困境下，由央行出资以缓释信用风险、担保增信的方式支持民营企业债券融资，有助于改善目前投资主体风险偏好与民营企业风险特征不匹配的结构问题，促进民企债券在一级市场的发行融资，缓解民营企业融资难的问题。投资者在一级市场购买民企发行债券时，可以同时购买信用风险缓释工具来降低购入、持有民营企业债券所承担的信用风险。

通过人民银行再贷款出资带动民企融资扩张，可有效撬动市场资金参与民营企业债券投资，推动政府公共资金杠杆作用最大化。同时，央行研究局前期也撰文指出，支持工具以自救为前提，尊重市场规律，会遵循有的放矢原则，也会适时退出。

从国际经验来看，政府在对中小企业发展中，常对中小企业进行风险分担、能力发展援助与技术支持在内的一揽子综合金融服务，一般由政府、开发性机构及私人部门之间协调合作，通过支持金融机构间接支持企业、直接支持民企两种方式，实现政府公共资金杠杆作用的最大化。国际上，各国政府已有通过对资金提供机构提供私募股权投资、资产组合担保、增信和技术援助等支持，提升金融机构抗风险及贷款能力，从而间接支持企业融资的许多成功先例，如新加坡政府推行的“特别风险分担计划”、欧盟投资基金发起的“欧洲支持微型金融机构联合行动项目”等。近期央行创新推出的债券融资工具，也是通过政府政策创新间接提升金融机构风险抵御能力，从而提升民企融资可得性的一种积极尝试。

当前，债券融资支持工具中所涉及信用

随着经济下行压力加大，信用违约风险持续暴露，金融机构信用扩张受到抑制，各监管机构陆续出台多项措施支持民企融资。近期，央行创新推出民营企业债券融资支持工具支持民营企业发债融资，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。笔者认为，针对民企的相关债券融资支持，仍有一些问题尚待完善。立足于商业可持续原则，在市场化、法治化救助原则的基础上，未来可就风险分散、遴选机制、处置机制、债务重组等安排做进一步完善。

■ 从四方面完善相关机制 ■

目前，针对民企的相关债券融资支持，仍有一些问题尚待完善。比如哪些是有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业，其判别标准仍有待进一步明确和辨别；市场化的风险定价原则和风险分散机制的进一步完善等。立足于商业可持续原则，在市场化、法治化救助原则的基础上，未来可就风险分散、遴选机制、处置机制、债务重组等安排做进一步完善。

一是如何解决债券融资的风险分散机制。国际上有多种风险分散机制安排，其中一种是向实际参与方直接分散风险，提前设置各方对或有损失的分摊安排，如果出现损失则由参与方承担。另一种是向第三方分散风险，以贷款风险分散为例，日本就专门成立了企业贷款担保保险公司，或者可以建立坏账准备金制度。此外，还可以成立再担保机构，由其参与城市中小企业信用担保机构提供的再担保来分散风险。

在国际金融市场中，信用风险缓释凭证的

售卖方，通常可以通过再次交易将相关风险进行转移。目前，我国的信用风险缓释工具尚属探索阶段，举例来讲，如果由中债信用增进投资股份有限公司和金融机构共同发起，那么相关风险将主要由该债券融资工具创设参与双方承担。后续，可探索相关风险分散机制，如可借鉴银团贷款经验，由多家金融机构共同作为创设人，对风险进行进一步分散；或设置可向第三方分散风险的机制安排，缓解初始创设机构的风险压力。

二是如何完善符合资质的企业遴选机制。当前，在民营企业融资困境与去产能的市场化调整过程相交织的背景下，如何识别和支持有前景的企业，而不是不加区别地对所有民营企业的融资进行兜底，是支持民营融资时需要重点关注的问题。当前，金融机构仍主要承担了对民营企业的风险判断。出于对风险的综合考虑，金融机构初期会选择自身债务负担较轻、偿债能力较强的民营企业合作。后续，要从实际层面上制定合适的遴选标准，精准支持暂时遇到流动性困难，但是有市场、有前景、有技术、有竞争

汇率传递效应如何影响经济政策

□纽约城市大学研究中心 吉嘉

■ 汇率传递效应研究价值 ■

各国的汇率传递效应受到其自身经济的总体稳定度以及贸易开放程度的影响而不同。国家经济体的组成与发展结构直接影响了CPI汇率传递的大小，总体上进出口商品越多则传递影响程度越高，而本国加工商品生产过程所使用的进口材料的比重和消费者价格弹性等因素也与汇率传递也成正比例关系，理论上贸易开放程度较高且价格弹性较低的经济体，也应该具有较高的传递效应。稳定的货币政策以及相对平稳的汇率走势，会帮助减少通货膨胀率的波动，因为符合这些宏观经济条件的国家所发行的货币，更有可能被国际贸易公司选为交易结算货币，而本币的汇率传递效应由于消费者货币定价而减弱，最终反馈致使该国的货币政策更加稳健有效。

在传递效应程度较高的情况下，中央银行通过提升货币供应量促使汇率贬值，以提升出口竞争力，汇率贬值未必能够得到理想效果，因为汇率贬值会通过传递效应致使本国的终端消费者价格上涨，从而更加深入地推升通货膨胀率。此类政策导致通货膨胀率与汇率之间循环影响，其结果很可能由通货膨胀率过度提升导致经济运行效率降低，给社会带来过高的经济运行成本，

并且超出由汇率贬值带来的出口竞争力提升为国民经济增加的利益。在通货膨胀上升压力较大的国家，汇率贬值应该获得特别关注，因为该变动会进而推升通货膨胀，导致雪上加霜的结果。此外，中央银行在追求保持通货膨胀率稳定目标的时候，需要以维护本国货币与主要贸易国家货币之间汇率稳定为前提条件。

汇率传递的程度影响了货币政策以及汇率政策的选择，因为货币政策必须对汇率的变化及时的做出更大程度的反应和调整，才能稳定本国的通货膨胀率和生产成本。随着国家经济贸易开放程度的提高以及汇率国际化改革的推进，人民币将在国际货币和金融市场中发挥更重要的作用，其对国内生产链上各环节价格指数的传递影响也会持续变化。

在此背景下，人民币的汇率传递效应也可能获得提升。近年来的历史数据表明，中央银行稳健的货币政策已经取得了较大的成功，应当持续对将来汇率传递变化的前沿情况保持关注，通过实证研究为宏观经济政策对我国总体经济的可控程度做出贡献。通货膨胀环境以及市场参与者的通货膨胀预期对资产价值有直接影响，人民币汇率传递效应的实证测量与分析将对证券市场预测通货膨胀率走势以及相关政策的制度设定提供重要帮助。

保持人民币汇率稳定 防范国际收支风险

□国开证券研究部分析师 王鹏

近期，人民币兑美元汇率逼近7的整数关口。那么，人民币贬值是否会带来我国的国际收支风险。从理论上讲，汇率的波动会带来经常项目和非储备金融项目较大幅度的变化，汇率上升会引引起对经常项目逆差的担忧，而汇率下降会带来对金融项目逆差的担心。

由于非储备金融项目中证券投资与其他投资对汇率变化较敏感，若人民币汇率快速贬值，汇率对金融项目逆差的影响较经常项目顺差的影响更大。如果因汇率贬值较快带来国际收支风险，不仅会形成汇价与国际收支账户的恶性循环，也可能形成与国际收支相关的金融市场风险。同时，也可能从国际收支渠道影响到基础货币投放，进而影响我国货币政策的稳定性。因此，稳定汇率对我国国际收支平衡至关重要。当前是否需要稳定汇率来保证我国国际收支平衡，这需要从国际收支分析入手。

从我国国际收支账户的历史变化可以看出，在2014—2016年人民币汇率快速贬值过程中，经常账户持续维持在800亿美元（按季度）的顺差状态，而非储备金融账户持续维持在500—1500亿美元（按季度）的逆差状态。这一阶段，由于经常项目持续保持顺差，即便人民币兑美元汇率快速贬值，非储备金融项目逆差较大，但总体上看国际收支风险可控。直至2017年美元指数回落以及国内经济基本面企稳后，非储备金融账户逆差快速减少并维持在500亿美元（按季度）的顺差规模。

2018年以来，随着外贸不确定因素增加，经常项目出现逆差，但非储备金融账户仍然保持顺差状态。2018年一季度为988亿美元，二季度为299.5亿美元，延续2017年一季度以来净流入趋势。与此同时，今年以来外汇储备余额逐渐稳定在3.1万亿美元左右。

虽然目前我国跨境资本流动形势依然保持稳定，但三季度以来随着人民币汇率快速贬值，风险有所抬头。主要体现在以下方面：一是非储备金融账户净流入规模快速下降，三季度可能会由顺转逆。虽然一季度净流入规模988亿美元，而二季度快速回落至300亿美元。6月中旬以来，人民币汇率贬值幅度加快，跨境资本流动必然面临更严峻的局面，三季度非储备金融账户很有可能会呈现逆差。二是最近三个月银行代客结售汇差额再次由顺转逆。三季度代客结售汇差额转逆，且逐月扩大。一旦人民币汇率贬值预期加速，非储备金融账户的逆差或恶化，因此保持人民币汇率稳定有利于防范国际收支风险。

从短期来看，逆周期宏观审慎措施仍需继续加强。为稳定人民币外汇市场情绪，仍需在稳汇率的政策措施上下功夫。主要包括：通过在香港离岸人民币市场发行央票，以抬高做空人民币成本以稳定人民币汇率；继续运用好“暂停上海自贸区分账核算单元”、“逆周期因子”等维护人民币汇率稳定的政策措施。

从长期来看，扩大资本市场开放是对冲人民币汇率压力的重要制度创新。国际投资者对一国汇率的合理定价包括影响该国汇率的金

融开放等制度因素。一国金融开放程度不够或者金融市场不够健全，容易造成该国货币被低估以及跨国资本流动的不稳定。今年以来，债券通利好持续和A股国际化程度加快等因素影响，证券投资项下跨境资本净流入持续增加，境外机构开始积极增配境内人民币债券和股票资产。未来积极储备沪伦通、放宽QFII和RQFII准入标准以及扩大境外资金投资范围等，无疑会促进A股市场投资者主体的多元化，增加注重基本面价值投资者主体，从而增强跨国资本流入的动力，有利于资本市场的长远发展。

今年6月中旬，外管局发布《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》，央行会同外管局发布《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》。总体来看，除在额度方面尚存在宏观审慎管理外，QFII、RQFII其他方面的限制已经基本放开，这些政策的松绑将提高外资进出的自由度和便利度，从而强化外债的投资预期。

可以预见，我国资本市场开放与外汇管理放开的制度变革所导致的跨国资本流入某种程度上可以抵消外围因素，比如美元指数对人民币汇率造成的压力。资本市场成熟度的提高以及配套合理的外汇管理制度将有利于增强人民币计价资产的吸引力，最终为人民币汇率的合理化定价打下良好的市场基础。反过来，国内资本市场越成熟、外汇管理便利度越高、人民币汇率定价越市场化，反映跨境资本流动的非储备金融账户才会更加健康，国际收支风险才能在真正意义上降低。

近期人民币兑美元的汇率波动不断加剧，汇市不确定性的增加及其对宏观经济环境与货币政策的影响，可能持续成为市场关注的焦点之一。在国际因素持续变化的背景下，对汇率波动传导影响的分析和理解有助于有效识别、防范金融系统风险。笔者认为，我国央行应对汇率波动的工具及经验非常丰富，人民币有条件在合理均衡的水平上保持基本稳定。从长期的角度来看，在人民币国际化和向浮动汇率转轨的趋势下，对汇率传递效应的全面深入研究将为我国金融及宏观经济政策的制定提供重要的参考依据。

■ 汇率传递定义及影响 ■

汇率传递通常定义为进出口国家之间的汇率变动对其国内总体消费者价格的影响。实际上，与此相关的研究可以从进口国家的角度，测量汇率与本国商品价格的弹性系数，也就是由名义汇率变动1%所引起的国内消费者本币商品价格变动的百分比。弹性系数大说明汇率变动引起的商品价格变化，大部分都被终端消费者价格吸收，代表汇率传递效应相对高。假如由汇率波动引起的价格变动完全被终端消费者吸收，则理论上称为完全传递，如果只有一部分因汇率产生价格影响被吸收则是不完全传递。

总体来看，汇率变动主要通过两种渠道引起国内消费者价格的变动，一方面是通过进口商品价格带来直接的变动影响，另一方面是通过进口生产材料以及中间商品价格的影响，带来加工商品生产制造成本的变化，从而间接将影响转嫁到终端消费品的价格上。假设国家的汇率传递程度相对高，那么货币贬值会给国内通货膨胀带来上升压力，而货币升值则会产生相反的影响。因此，宏观经济政策制定者需要将本国货币与汇率波动纳入统筹考虑，才能更好地对通货膨胀率进行调控。

关于汇率与本国物价关系的早期研究起源于一个定律，该理论认为相同的商品在不同的国家销售，通过汇率转换以同一种货币单位计价会得到相等的价格。如果绝对购买力平价理论在两个国家之间成立，那么一价定律就应在两国之间的所有商品上得到体现。假设该理论成立，那么汇率传递应该能达到完全传递的效果，并且随汇率波动引发的价格变化应该是基本即时发生的。然而随着国际经济学的发展，大量的文献运用实证分析表明现实数据往往长期大幅度偏离一价定律。

从产业组织理论的角度，有观点认为不完全传递的产生，是由于不完全竞争市场的价格链中各环节的生产者，对各自产品的定价和利润率进行调整，吸收了部分的汇率波动对终端消费者价格的影响。

学者对两种具有代表性的贸易定价方式进行了分析，首先是消费者货币定价

(LCP)，也就是以买方市场所在地的货币进行国际交易结算，这种定价方式会消除本币汇率变动对国内进口商品价格的影响，汇率传递为0。另一种情况是生产者货币定价（PCP），国际贸易采用卖方市场所在地的货币进行结算，从而使得汇率传递为1，以达到完全传递。

但是上述结论忽略了生产链对汇率传递的影响，商品通常会经过数道生产与分配环节才会到达终端消费者市场，汇率波动对价格的影响也会被各环节分担，因此国际交易即采用PCP进行结算，汇率变化对终端消费者价格的传递效应仍然会是不完全的。总体来看，导致汇率传递不完全的潜在因素有很多，其中包括贸易扭曲、分销与运输成本、跨境生产，以及外汇对冲衍生工具的使用等。

当代的主流国际宏观经济学文献通过对各国汇率、原材料购进价格指数（IPI）、生产价格指数（PPI）以及消费价格指数（CPI）数据的实证研究表明，汇率变动无论是对上游进出口价格还是对下游的国内终端消费者价格的影响都是不完全的，并且汇率传递效应随着价格链由上游至下游逐个环节减弱，因为在每个生产链上的环节，商家都可能为了保持销量而降低毛利率，并因此吸收一部分由汇率波动所产生的价格变动。CPI由市场上终端消费者商品篮子范围内的商品价格变动来测量，其百分比变动可以用来代表通货膨胀率，而PPI是衡量工业企业产品生产成本变动情况的指标，因此正常情况下汇率对IPI与PPI产生的传递效应会大于CPI，也就是对通货膨胀率的影响。

笔者截取从2011年到2017年之间的人民币名义有效汇率，以及生产链从原材料到生产到终端消费的价格指数的时间序列数据。整体上人民币汇率的走势与国内IPI与PPI呈明显的负相关，而通过通胀率（CPI）在取样周期内呈稳定增长趋势。在2015年底之前，人民币在持续不断的国际因素压力下升值，进而导致以人民币计价的进口原材料价格持续下跌。从2016年至去年，人民币的贬值趋势为IPI与PPI带来了上升动力，整体上明显反映了汇率对进口商品价格与生产者价格具有较高的相关性。