

宽货币为何无法解渴实体经济

据人民银行网站消息,9月18日,为了解大中型民营企业融资情况,央行召集部分银行召开座谈会,中国金融四十人论坛(CF40)学术顾问、央行行长易纲出席会议并讲话。

这是央行在当月内就民营企业融资情况召开的第二场座谈会。与9月4日那场座谈会不同的是,上次央行主要是了解中小微企业融资问题,而这次是了解大中型民营企业融资情况。

在这场座谈会上,易纲强调,金融机构要有“对国有经济和民营经济在贷款发放、债券投资等方面一视同仁。”

今年以来,在稳健中性的货币政策的基础上,央行通过两次降准、MLF(中期借贷便利)等工具向银行体系投放流动性。7月末以来,银行间流动性异常宽松。9月12日起,央行先后通过逆回购操作和MLF操作又为银行体系注入了7950亿元。但由于货币政策传导机制不畅,货币很难进入实体经济中。

货币向信用传导不畅的主要原因是什么?近期,在CF40青年论坛召开的双周内部研讨会上,CF40特邀嘉宾、联讯证券董事总经理兼首席宏观研究员李奇霖对此进行了详细分析。他认为,此次货币收缩、信用传导不畅的主要原因,即为以下几个问题:

第一,虽然货币投放量很大,但都淤积于短端,集中于流动性较好的资产。

第二,金融机构配置风格趋于保守。金融机构依据流动性配置资产,倾向于配置存单、存款、超短融,而不配置非公开定向债务融资工具(PPN)等长周期资产。

第三,实体经济的问题还体现在基建投资较弱。基建投资不光是财政支出的问题,还涉及到过去隐性债务的监管问题。

此外,本人认为,目前市场上还存在以下问题:利率双轨制矛盾日趋明显,银行内部出现资产负债结构不匹配问题,想要解决矛盾必须走表外产品净值化的道路;目前社融收缩幅度较大,非标由扩张走向收缩,已对银行的资本充足率构成潜在压力。

货币向信用传导不畅的主要原因分析

货币向信用传导的过程,实际上就是从央行投放货币,到金融机构使用货币,再到实体经济接受货币的过程。今年,央行投放货币这一环节是没问题的,因为货币政策已经做了微调,但是金融机构使用货币、实体接受货币这两个环节还存在障碍没扫除,所以,从货币到信用的传导是不畅通的。

大家可以看到,今年以来,资金面总体比较宽松,7天银行间质押式回购加权利率一度跌破7天逆回购利率,同业存单最低点甚至突破了资产荒时期的低值,达到了历史新低。出现这种现象的原因不仅仅在于货币政策偏松,还有很多机构获取央行MLF后既不投债也不放贷,而是买存单、套价差,市场资金结构发生了变化等原因。

机构理财货币化 货币淤积于短端

今年债券市场是一个典型的利率债牛市行情,无论是短端利率还是长端利率,都有不小的跌幅。那么上半年的债券都被谁买走了呢?

从托管数据来看,上半年利率债持仓比上最快的机构是非银机构和广义基金(即金融机构的资管产品,含公募债基、货币基金、理财产品、资管、信托、私募等),国有大行的占比反而在下降,这说明这一轮利率下行的牛市可能还是主要由广义基金和非银机构所引致的。

这种情况与常识相悖:金融去杠杆的大环境下,金融机构的资管产品所承担的压力应该是最大的,国有大行的压力应该相对较

目前市场上还存在以下问题:利率双轨制矛盾日趋明显,银行内部出现资产负债结构不匹配问题,想要解决矛盾必须走表外产品净值化的道路;目前社融收缩幅度较大,非标由扩张走向收缩,已对银行的资本充足率构成潜在压力。



小,能够购买更多债券。这里出现相反情况的主要原因,可能在于在这里说的广义基金与之前的广义基金意义不同,这里的广义基金主要指货币基金。

从数据来看,今年以来货币基金规模增速较快,而反映银行表内委外的股权及其他投资呈现下滑趋势。这与我们的判断相符,也就是传统的同业扩张模式已经发生变化,此次广义基金的增长主要依靠货币基金。

另外,调研结果表明,在应对资管新规时,大多数银行理财业务都选择了依靠类货币产品的转型策略,因为类货币产品模式简单:同业存款无需估值,且没有久期;组合产品非常稳定,类似于资金池。对于银行而言,这样的转型容易接受,因此大多数银行都推出了类货币产品。

但是银行过多推出类货币产品会产生问题,它会让银行的运作模式发生变化。过去,因为市场利率高于管制利率,居民企业存款会大量向基金类产品和银行理财产品分流,而基金类产品的资金大多被投向银行同业负债工具。所以对于银行而言,分流过程将管制利率提高到了同业负债利率水平,其资金成本被提升。随后,银行同业会将资金投向同业理财以实现套利,最后同业理财会将资金投向机构委外或进行其他投资。这个过程的特点是资金成本逐渐加码。

然而,2016年的债券收益率比委外收益率低很多,所以金融机构会采用加杠杆、加久期和加风险这三种方式增厚收益率,而这些操作均以资金池作为基础。有了资金池作为基础,即使单个资产出现违约,只要有不同的负债接续,资产运行就不会出问题。这是过去的模式,具有高风险偏好。

而目前的类货币产品和新型广义基金的运作模式和过去都大不相同。现在的广义基金和类货币产品是流动性管理型产品,它们的低风险偏好会导致机构的流动性偏好明显上升。

数据显示,2018年上半年以来,广义基金和理财产品均选择了大量持有存单,究其原因,就是因为存单具有流动性好、易估值、易操作的特点。同时,在信用债结构中,我们看到机构大量持有超短融也可以辅证这一点。

流动性偏好上升 金融机构配置风格日趋保守

为什么金融机构对流动性管理的需求越来越高呢?因为资管新规要求银行理财向净值型产品转型。

净值型产品具有与资金池完全不同的两个特点:

第一,净值型产品实行分账经营而非混合经营。所谓分账经营,指每位投资经理只能管理自己对应的账户,其管理的账户踩雷就

可能导致其饭碗不保。因此,分账经营会使投资经理的投资风格更为谨慎。反观资金池模式,只要负债能够接续就可以运行,完全不必有过多考虑。

第二,净值型产品要求流动性管理。事实上,公募型理财的资金中许多都是老百姓的买菜钱,流动性波动非常大,在分账经营的模式下,机构必然会要求持有具有更高流动性的资产。机构流动性偏好上升,具体体现在偏爱超短融、企业债持仓量下降、存单市场大幅扩容等方面。

相应地,企业层面也出现了融资结构短期化的问题。数据显示,企业短期借款占比从2017年开始出现上升,这就与金融机构的偏好变化有关。

目前,出于对金融机构流动性管理的考虑,企业几乎只发短债,长债发行困难。而企业负债结构短期化将会导致短期化的资金难以对接长期的固定资产投资,可能导致传导不畅通的情况发生。

从表内甚至整体信用投放情况来看,现在资本“嫌贫爱富”的情况愈加明显。数据显示,上半年的信用投放大省为东部沿海省份及北京,越偏远的地方信用收缩越严重,扎堆授信现象十分突出。此外,近段时间信用利差被快速拉高,表明现在金融机构的配置风格趋向保守,融资结构也开始向发达地区集中。

利率双轨制矛盾明显 非标由扩张走向收缩

除了机构风险偏好下滑外,利率双轨制矛盾日趋明显是另一个主要问题。在资管新规发布前,表外产品利率相对较高,又有固定期限和预期收益率,实际上就是类存款产品。相比之下,存款就失去了吸引力。存款利率没有竞争力,银行客户经理往往就需要通过人情攻势拉存款,虽然可以有一点改善,但无法扭转存款稀缺的趋势。

与存款稀缺、增速下滑不同,贷款占社融的比重现在反而越来越高。这一现象由两个原因引起:第一,非标转标,表外转表内;第二,直接融资不畅通现象严重。

具体表现为:许多地方的民营企业表现强势,受到银行贷款偏爱,但是这些企业发债困难。所以,目前许多企业偏好贷款,不愿发债。表内资产、高额度贷款的同时,银行负债又被许多类存款产品稀释了,这会造成结构不匹配的问题。

想要解决结构不匹配问题,就要让表外产品真正具有风险溢价,否则,表外产品太像存款,容易出现很多问题,比如存款不断流失,机构的负债成本越来越高。因此,表外产品一定要提高风险管理效率,未来门票使用权、门票转让权、门票赠送权等智能移动终端

但是这一过程又会衍生出另一问题:之前许多表外产品对接的资产都是缺乏流动性的,突然将其变成净值型产品会对其造成很大冲击。因此,表外产品的净值化需要一个过渡期,需要更好的处理方式。但是长期来看,想要化解矛盾,就必须走表外产品净值化的道路。

虽然2017年时金融去杠杆被不断强调,但实际上去年非标增速非常快。数据显示,去年非标不仅同比增速非常快,增量也很大。直到今年,非标才出现了明显收缩甚至负增长,拖累了社融。

为什么今年非标会剧烈收缩呢?这可能是由两个新发布的文件引起的。

第一个文件是资管新规。它禁止了资金池运作,要求期限匹配,这一方面扫除了过去的弊病,由于面临整改,有些机构非标业务开展受到了影响;另一方面由于非标的期限比较长,在禁止期限错配的要求下要找到匹配的资金难度较大,资金募集端存在一定困难。

第二个文件是委贷新规。委贷新规影响很大,直接导致了社融委贷项的垂直性下降。事实上,过去许多委贷都是假委贷,机构都在以委贷的名义在违规做非标。而委贷新规规定,委贷资金的来源不能是资管资金,这直接切断了违规操作的可能性。过去这种操作对委贷的贡献率非常大,初步估计在一半以上,因此委贷新规出台后非标快速收缩。

非标确实要受到监管,但其也的确具有一定的特点和不可替代性。第一,表外资管开展非标业务,无需耗用表内资本。第二,非标可以突破银行的一些行业信贷约束。比如银行不能直接将资金投向产能过剩的客户和一些融资产,但可以通过非标进行,但如果非标转标,其将受到表内约束,无法支持之前续存的客户。第三,很多银行无法跨区域经营,但如银行通过同业资产投资异地企业,即可以在实质上实现跨区域经营。目前,非业务停滞,银行无法跨区域经营,可能导致许多信贷无法接续。由此可见,非标具有一定的不可替代性,但这种不可替代性是为了绕过监管约束而存在的。

现在资本金方面整体压力不大,但有两个季度内连续下降;第二,风险加权资产与净利润的差值最近大幅上升,换言之,通过净利润来内部创造资本已力不从心,需要外部渠道来补充资本。

但外部渠道同样受限。一是当前股市表现不好,银行利用定增等方式来补充资本的能力也出现下降;二是二级资本债需求弱化,之前一半以上的二级资本债都依靠银行理财持有,现在净值化后,二级资本债配置力量缺

失,再加上一级资本债发行渠道不足,导致银行的资本充足率看似尚可,但实际上已面临潜在压力。一旦出现更大规模的收缩,那么银行的二级资本将会受到更大压力。

基建投资陷入困境 重建过程还需时日

今年市场普遍反映融资紧,但其实数据显示今年的融资情况尚可,房地产融资情况也还可以。制造业投资说,在过去产能、环保等政策的背景下,民企应该会很难生存,但是民企投资今年大幅企稳。我个人认为,目前大型民企已经成为了主要投资方,因为市场收缩、去产能之后市场份额向大企业集中,一些大型的民企是受益的。

基建方面,基建投资降速非常快。基建投资为什么降得这么快?首先,基建投资需要资金,但城投企业内部创造现金流的能力基本为零,对外部融资依赖度非常高,但目前外部融资剧烈收缩。其次,城投企业的融资模式也发生了变化。2015年至2016年那一轮的基建投资扩张主要依靠隐性债务扩张,即金融机构出具担保函,通过资本金进行杠杆运作,目前这种模式在资管新规的围追堵截下已无法继续。

以一个典型的隐性债务扩张项目为例,这个項目有以下几个问题:

(1)优先级为10亿,劣后级为1亿,杠杆比例为10:1,违反了资管新规关于杠杆比例的规定,资管新规规定此类基金产品的杠杆比例应为2:1;

(2)劣后级的平台给优先级做差额补足,这种做法是不被资管新规允许的;

(3)以债务资金为棚改项目注资,政府提供承诺函等也是不被允许的。

所以基建投资大幅收缩,不仅因为财政支出不够积极,还因为过去融资机构所依赖的融资结构已被彻底打碎,其重建过程还需一定时日。

货币向信用传导不畅的主要原因

综上,此次货币收缩、信用传导不畅的主要原因即为以下几个方面:

第一,虽然货币投放量很大,但都淤积于短端,集中于流动性较好的资产。很多流动性不好的资产还面临很大压力。有趣的是,此次流动性不好的资产,正是2015年至2016年期间得以大幅融资的资产,目前这些融资已近到期。融资无法接续,自然会爆发新的风险。此外,委外项目从2015年9月起开始推行并盛行,最近会有部分陆续到期。如果到时流动性传导仍旧不畅,那么自然而然会出现信用风险。而且这种信用风险很可能就是流动性风险,不一定意味着基本面不佳。

第二,金融机构的风格正在发生改变。金融机构依据流动性配置资产,倾向于配置存单、存款、超短融,而不配置非公开定向债务融资工具(PPN)等长周期资产。政府最近提到支持中小企业发私募债,但我认为可能并不会有多家机构购买中小企业私募债,因为有了资金池之后,机构也没有了债务资金。银行销售端都在推广货币、类货币,理财是类货币,公募基金扩张最快的是货币,而货币的投资结构与理财大不相同。

第三,实体经济的问题还体现在基建投资较弱,但基建融资结构的重建需要23号文和许多地方政府隐性债务文件做出一些让步,可能性不大。所以基建投资不光是财政支出的问题,还涉及到过去隐性债务的监管问题。

(文章来源于中国金融40人论坛,作者为联讯证券董事总经理李奇霖)

绿色金融助力文化旅游产业升级发展

■ 凤凰网财经研究院特约经济学家、浦江金融论坛秘书长 李国旺

随着消费升级,绿色生态旅游和文化旅游是人民幸福的内在需要。文化本是绿色产业,文化旅游是绿色发展理念具体实践。

习主席在浙江安吉县考察工作时提出“绿水青山就是金山银山”的“两山论”,十八届五中全会提出创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念。创建以绿色发展和文化旅游为主线的新型文旅产业,构建智本发展、绿色发展、文化发展的旅游平台,是推进地区生态文明建设的重要举措,也是满足人民幸福的新时代要求。

为了实现绿色发展,绿色+文化的旅游产业应以科技创新和绿色金融创新为驱动,以智能化、信息化的手段来实现项目建设和运营之高效率、高效益和高效用。在国家政策法律允许下,集聚国内文化旅游资源于一地,即通过现代智能技术创新、绿色金融创新和管理创新来挖掘潜在客户、开发新客户,满足客户需求,实现客户效用最大化,从而创造出新颖而合乎新时代新业态新消费。

党的十八大报告中指出:要坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路,推动信息化和工业化深度融合、工业化和城镇化良性互动、城镇化和农业现代化相互协调,促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展。绿色金融+文化旅游集聚地,是新型城镇化新样板,能够将国际、国内、地区内的优秀文化资源聚集,实现高效益、高效用和高效率的目标,其中高效益又包括经济效益、生态效益和社会效益的平衡发展。

绿色文化旅游产业要实现高效率、高效益、高效用三大目标,需要引进智本型创新战略来实施:

一是政策创新:绿色生态+文化旅游产业要合乎国家和地方绿色发展和文化特色旅游等政策法规要求。项目实施过程,要真正成为贯彻习主席的“五大发展理念”和“两山论”的要求。需要具备坚决政策执行力和绿色发展理念的企业来承担项目建设和运营。同时,通过政策创新,争取获得绿色债券与绿色信贷支持,减轻项目融资成本。

二是金融创新:绿色生态+文化旅游产业发展可采用混合融资模式,将债权创新与股

权创新结合起来,用最低的社会资金成本实现项目的开发和资金筹集;同时引入区块链技术,与绿色金融相结合,创新供应链金融服务,设计投资者未来收益权安排,针对绿色文化旅游项目进行场外期权设计,防范项目收益未达目标时的投资风险。

三是管理创新:绿色文化旅游产业从建设到运作,首先要运用现代企业的制度来管理运作,防范管理过程财务风险;混合所有制模式管理有利于提高效率 and 降低工程造价,能够消除项目完工风险和资金风险的同时,债权与股权社会化有利于各类资本通过绿色旅游产业集聚;管理过程引入区块链技术实现各方责任权利的加密不可违的新契约精神形成;智能化时空管理技术可实现管理大协同,从而提高效率和效益。

四是技术创新:绿色文化旅游产业采取智能化、信息化运营来实现高效率、高效益、高效用;人工智能移动终端进行文旅产品在网线上交易,区块链技术实现人流、物流、信息流自动化调配;区块链、VR、AR等技术等应用大大提高经营管理效率,未来门票使用权、门票转让权、门票赠送权等智能移动终端

自动实现,与旅游相关的产品流与服务流自动实现消费积分权益化,智能技术引进使绿色旅游消费与投资一体化,不仅吸引更多更高层次的消费集聚,也形成旅游产业投资的新模式。

五是产品创新:绿色文化旅游产业在绿色发展+文化旅游的产品创新中,除了基本的文旅服务产品外,绿色旅游产品扩展引向休闲、养生、健康、美丽、学习等需求层次高级化的新文化产品,从而满足人们不断提升的消费升级需要。当然,安全、环保、绿色、有机是绿色文化产业的基本产品,基本的绿色产品与新文化产品融合,才能将绿色旅游与新时代新消费融合。

六是市场创新:绿色文化旅游产业可通过举办各国、各地“文化旅游精品博览会”,扩展市场边界,连接全国乃至全球的文旅品投资客户、交易客户、消费客户,将未来、未现、未知的客户吸引到项目所在地。绿色文化旅游市场不仅涉及三亿中产阶级,还有新农村形成的消费者以及全球来中国旅游者 and 投资者。

七是品牌创新:品牌代表质量、信用、体验、地位与尊严等内含,在互联网时代,绿色

文化旅游产业品牌创新也要运用科技创新。比如,运用区块链等技术,绿色旅游产业将成为汇集产品交易功能、品牌展示功能、产品设计、产品推广品牌创新平台。随着绿色旅游品牌提升,品牌塑造成功后,将延伸出投票权、收益权、决策权、分红权等现代资本市场新功能。

八是资源创新:绿色旅游产业的资源,包括但不限于自然生态资源、经济资源、社会资源、文化资源、金融资源、技术资源等重组而成的资源节约、环保友好的新资源集合。这些新资源集合,通过文旅产品创意设计,既可以直接成为旅游服务的消费资源,又可以成为绿色金融产品开发的对象,通过绿色、绿色债券、绿色保险等金融创新路径,绿色旅游资源通过定价机制形成新的函数实现金融化,从而将绿色旅游产业从商品化向货币化、资本化发展,从而将绿色资源智本化。

总之,绿色旅游产业要顺利发展,需要避免红海竞争,必须将发展的焦点放在客户的需求和效用提升上,采用智本型蓝海战略,根据不同地区、不同资源、不同业态,确定不同的发展主题,突出各自的品牌重点,才能脱颖而出。