

美联储失“耐心” 中国将迎来新的政策宽松窗口

曹阳

尽管3月18日美联储议息会议去掉了“耐心”，但耶伦表述仍偏向鸽派，这或将抑制未来美元大幅升值动能，同时降低汇率对我国宽松货币政策的制约。考虑目前经济下行压力仍在，我们预计四季度将是宽松政策出台密集期，这包括货币政策方面的降息、降准、财政资金投入加速和针对房地产销售的放松。尽管从股市强劲表现来看，总量上的流动性依然是充裕的，金融市场的加杠杆、首次公开发行(IPO)等因素冲击使我们对短期利率能否下行依然持有谨慎的看法。

美难很快加息 美元汇率趋于震荡

3月18日，美联储虽然在政策声明中放弃对升息“保持耐心”的声明，使未来每次议息会议均可能成为加息时点，但是美联储同时调低了经济增长和通胀预测，其中增长上限从2014年12月的3%下调至2.7%，核心通胀区间从1.5%—1.8%下调至1.3%—1.4%。此外联储官员对联邦基金利率的预测中值从当时的1.125%下调至0.625%，而耶伦在此后的记者招待会表态也足够鸽派，这使当日美元指数出现大幅回撤，单日跌幅达到1.8%。

目前，美国经济、通胀组合依然距离美联储进入货币政策正常化时需要的合意目标相去较远。一方面，从经济来看，花旗经济意外指数延续下滑至-72，更多工业、零售销售和房地产市场方面的数据均低于预期；另一方面，从通胀来看，1月居民消费价格指数(CPI)出现0.1%的负增长，5年对5年通胀预期仅为2%，相比2014年底回落了50个基点。即使是美联储最为关注的劳动力市场状况指标的环比涨幅仅为4%。因此，我们预计6月前均是美联储对于经济的观察期，未来首次加息时点依然在9月份，甚至更晚。

尽管美联储政策趋于鸽派，但美元汇率不会延续下挫，未来数月美元指数将在100左右维持区间震荡，这在于日元、欧元将在较长时间成为外汇市场主要融资交易货币。从数据来看，目前1年期欧元互换利率在-12个基点，而欧洲央行会把量化宽松(QE)进行至2016年9月，意味着宽松政策将是长期、可信的，这会在较长时间抑制欧元汇率反弹。

内外金融市场环境形成依托

由于美元汇率单边升值趋缓，这构成人民币汇率企稳的外部条件。此外，支持人民币汇率走强的内部因素也在增加。一方面，随着包括英国、法国、德国等更多国家在3月31日前申请加入中国倡导和筹建的亚洲基础设施投资银行，同期“一带一路”的战略具体方案也将发布，在人民币国际化战略推行过程中需要汇率保持适度强势；另一方面，随着美、欧经济复苏，我国经常项目的“衰退性顺差”仍会保持高位，私人主体对美元指数单边升值预期改变均会增加外汇占款，这会对人民币汇率形成支持。随着人民币汇率企稳，年内央行放宽汇率波动区间提至3%仍是可能的。

考虑到汇率对境内宽松货币政策压力减缓，从离岸市场来看，1年期人民币Repo利率从5.55%的高点回落了50个基点左右，且离岸人民币汇率(CNH)自3月初的6.30高点一路回落至6.20附近，这为国内货币政策宽松留出了空间，同时目前中国经济下行压力依然很大，房地产市场中价格仍在下降，销售回升缓慢，其中2月百城房价环比下滑了0.24%，61个城市出现下跌，四周移动平均的30大城市销售面积的回升也比较有限；工业领域通缩压力较大，2月工业增加值仅增长6.8%，而生产者物价指数(PPI)同期跌幅达到4.8%，显示需求低迷情况依然存在，这也使政策宽松较为必要。

二季度将成为中国宽松政策出台密集期。货币政策方面，我们预计二季

四季度将是宽松政策出台密集期，包括货币政策方面的降息、降准、财政资金投入加速和针对房地产销售的放松。尽管从股市强劲表现看，总量流动性依然充裕，金融市场的加杠杆、首次公开发行等因素冲击使短期利率能否下行依然持谨慎趋势。



度初仍有25个基点的降息，此外中国央行会通过抵押补充贷款(PSL)、增加中期结构便利(MLF)操作、直接降准等途径释放相当2—3次全面降准的基础货币；财政政策方面，政策也将趋于积极，政府会通过盘活财政存量资金、借道国开行“准财政”融资，增加中央财政支出等多种途径来维持20%左右的基础设施建设增速；房地产方面，预计下调二套房首付比例，调整房地产销售环节税费均是可能的政策选项。

“利率曲线倒挂” 难缓解

从货币政策来看，我们认为3月后央行已经开始趋于宽松，这包括下调7天逆回购利率10个基点至3.65%，续做并加大了增加中期结构便利(MLF)的投放量，但7天逆回购利率中枢仍在4.8%左右。

我们不认为二季度未来的宽松政策会引导短期利率有效下行。首先在交易层面，尽管央行的逆回购可以释放宽松政策的信号，但由于公开市场投放金额有限、分布离散，因此并非市场利率决定者，同样尽管央行可以通过PSL、MLF创造基础货币，但由于透明度不高，商业银行很难对资金投放规模、时点形成稳定预期，这使市场参与主体大多增加超额流动性储备，降低了拆借市场效率；其次，股票市场对于货币市场利率影响更大：一方面，二级市场加杠杆的信用交易规模扩张，两融余额在3月中旬达1.34万亿，较年初增长了30%，融资买入占交易比例达到18%。交易的高周转性或增加短期融资需求；另一方面，由于中国“新股不败”的神话一直存在，IPO扩容每次冻结资金均在1.5万亿元以上，这对短期利率也形成较大扰动；最后，

中国央行难以在货币市场有效甄别交易性还是融资性需求，数据显示2014年下半年，商业银行待回购余额平均增速为20%，而包括信用社、基金、券商等广义基金的增速高达57%，后者加杠杆行为更加明显。从这一点来看，非银行类金融机构交易行为增加了货币市场波动。因此如果央行无限限制在低利率水平提供流动性，则无疑会加大投资者的过度冒险行为，使金融市场更加脆弱。

基于以上，我们对未来利率曲线能否回归钝化依然存在疑虑。尽管如此，在较高短期利率基础上，政府增加长期基金的债券、股票供给，来扩大直接融资也是次优选择。我们维持年内定增、IPO等通过权益市场融资1万亿以上的看法。

(作者系浦发银行金融市场部高级分析师)

五分钟读懂保障房

在企业债券募集资金用途中有的用于棚户区改造项目，有的用于保障性住房建设，还有的用于公租房。保障房是指政府为中低收入住房困难家庭所提供的限定价格或租金的住房。它区别于完全由市场形成价格的商品房。保障房基本可分为公开配租配售房和定向安置房。公开配租配售包括廉租房、公租房、经济适用房；定向安置房范围较广，包括棚户区改造项目安置房。

(一)公开配租配售房
廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房。廉租房一般有两种表现形式，一是由政府出资建好后，低租金给住房困难户，二是由政府发放租金补贴给住房困难户，由他们租赁社会房屋居住。
公租房是解决新就业职工等夹心层群体住房困难的一个产品。公租房由政府或公共机构所有，以低于市场价或承租者承受起的价格，向新就业职工出

租，包括一些新的大学毕业生，还有一些从外地迁移到城市工作的群体。
经济适用房是指已经列入国家计划，由政府组织房地产开发企业或者集资建房单位建造，以微利价向城镇中低收入家庭出售的住房。经济适用房的售价为政府指导价，由政府根据建设成本综合确定，定期公布且不得擅自提价销售。

(二)廉租房和公租房的区别
户籍要求不同。廉租房的申请对象仅限于本市城镇低收入住房困难家庭，而公租房的申请对象不受区域和户籍的限制。
收入标准不同。廉租房申请对象的收入限制标准为家庭人均月收入低于450元，而公租房的收入限制标准为：单身人士月收入不高于2000元，家庭月收入不高于3000元。
交纳租金不同。廉租房的月租金标准为0.8—1.2元/平方米。公租房的租金标准按照贷款利息、维护费等因素确定，不超过同类地段、同类品质房屋租金的60%。

■客官别急 | Easy Investment |

逆回购利率一月两降 足见“央妈”护犊之心



证券时报记者 朱凯

3月17日，央行把公开市场7天逆回购利率调低10个基点至3.65%。而早在3月3日，央行已将该利率由3.85%调低至3.75%。一个月内两度下调，被认为是央行引导市场利率下行的一个重要信号。

业内人士其实很清楚，3月3日的下调，很大程度上缘于央行2月28日宣布的那次“对称降息”。从市场规律来看，下调存贷款基准利率之后，银行间市场的回购利率都会有下行动力。多数情况下，相关的央票或正、逆回购利率也会顺势下调。

这一次的10个基点下调，应含有央行明显的主动引导意味。不妨将央行该操作利率与同期限的市场成交利率(REPO)做一比较，不难发现，后者仍高出前者70个基点左右。这意味着，央行认为当前市场当中的短期限资金价格已处于偏高位置。

数据显示，近三个月来的7天REPO峰值在12月下旬，最高达到6.38%；首次降息后的两周内，利率一度低至3.32%；今年2月降准后至春节前夕，仍维持在4.70%左右；而二度降息后至今，该利率始终在4.21%至4.95%的相对高位运行。

这表明，自去年11月开始的两次降息及一次降准，均未能显著降低市场利率。而除上述REPO价格居高不下外，与信贷利率较为接近的票据贴现利率，受到“填充贷款空间”、“承兑旺季”等因素影响，当前最新的3个月期纸质银票回购年化利率约在5.60%左右，市场预期月内还有继续走高的可能，企业信贷融资成本的高低仍未有明显效果。

那么，3月份这一个月中累计20个基点的逆回购利率下调，能否媲美一次标准降息？答案当然是否定的——且不论两者的操作幅度本来就各异，而且降息对整个社会经济生活层面的影响，也是其他手段难以匹敌的。

但是，在利率市场化快速推进、金融机构存款利率上限年内或彻底放开的预期下，传统意义

上的降息，其边际效应无疑正在递减。因此，央行利用下调逆回购利率等“降低银行间融资成本”的手段加以先期引导，借此释放出重要信号的时候，也能达成一定的“类降息”效果。

值得注意，这也与2015年总理政府工作报告中“稳健的货币政策要松紧适度”的表述，实现了较好契合。连续与大幅度的降息及降准，自然可以快速降低市场乃至全社会的融资成本，但也容易造成负面影响。而银行间市场的“小试牛刀”，或许可以被认为是今后一段时间内央行最主要的操作形式。

最后需要说明的是，春节后那次存贷款利率各0.25个百分点的下调，从幅度来看是对称降息操作，但央行同时又将存款利率上浮上限由此前的1.2倍升至1.3倍，表明了“窗口指导”的作用仍不容忽视。与标准的降息相比，银行间市场操作及其他定向放松手段，无疑更符合货币政策“灵活性”的要求。

从这一角度去预判，或许上半年央行继续降息、降准的概率正在减弱。一方面，有关部门可能需要检验迄今为止几次操作的效果，同时考虑到上述银行间市场“政策利率”与“交易利率”之间的利差仍有70余个基点，央行仍有一定的政策微调空间。

此外值得注意，本周央行还对3个月前针对部分商业银行操作的MLF(中期借贷便利)进行了续作，除去3500亿元的到期对冲外，央行另外又增量操作了1500亿元左右，使得当天的累积资金投放量接近5000亿元。据介绍，央行实施MLF的要求，主要与银行符合规定的信贷投放情况有关，如果达标则可享受这一成本在3.50%左右的低价“批发”资金。而且考虑到续作因素的话，降准是一张“长期饭票”。

根据去年开启MLF至今的操作轨迹，央行除了第一次操作时给予国有大行的“奖励”外，随后也对其他全国性股份行、城商行及农信社等金融机构进行了相同操作，这基本上等同于是一次标准的准备金率下调。与常规下调相比，央行同时也达到了“窗口指导”的效果。

中国人民银行，常被市场机构亲密地称为“央妈”。作为“银行的银行”，央行不仅是国内这些商业银行的“母亲”，由于其同时还担当了国家稳增长、稳物价甚至稳就业等多种隐性职能，从这个意义上讲，央行每个政策措施的出台，都是需要考虑周全，而不能顾此失彼。

Q 廉租房、公租房和经济适用房的区别
廉租房、公租房和经济适用房最大的区别在于产权。廉租房、公租房是只租不售的，租赁人对廉租房和公租房不享有产权。而经济适用房的购买者享有房屋的产权，但是只有“有限产权”，因为他们不能依照市场上的价格出售经适房，只能按照政府规定的价格，卖给规定的买受人。

(二)定向安置房
定向安置房范围较广，包括棚户区改造项目安置房。棚户区改造是政府为了改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件而开展的一项民生工程。2009年，棚户区改造正式在全国范围内拉开帷幕。
棚户区改造一般有两种补偿方式：一是货币补偿，二是安置房补偿。棚户区改造安置房产权归被征收人所有的，可按商品住房确认产权。对经济困难、无力购买安置住房的棚户区居民，可以通过提供租赁型保障房等方式满足其基本居住需求，或在符合有关政策规定的条件下，将其纳入当地住房保障体系中统筹解决。

棚户区改造的几种方式：
一是对地块位置较好具有商业开发价值的棚户区，通过市场化运作，以房地产开发的方式进行改造。首先由政府划定棚户区改造地块，然后通过招标投标等方式选择房地产开发企业。房地产开发企业负责拆迁和回迁房建设，剩余土地由房地产开发企业自行建设商品房。政府帮助协调拆迁并给予一系列优惠政策。城市棚户区主要采取这一改造方式。
二是对开发价值不大的棚户区，由地方政府土地储备中心出资组织拆迁安置，收购土地实行净地出让(净地指已经完成拆除平整，不存在需要拆除的建筑物、构筑物等设施的净地)。
三是对不具备开发价值的棚户区，如处于采煤沉陷区煤矿棚户区，则由政府组织，个人和政府共同出资实行异地安置，土地由政府负责提供。
四是对林区、垦区分散居住的危旧房则采取政府按户补助，由居民自行新建或维修的方式。
(中信建投 黄文涛)