

美联储政策变化难改我国货币政策方向

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊



美联储调整通胀框架的猜测

目前市场普遍预计美联储将集中讨论通胀框架是否需要变更。为什么美联储要在当前时点对通胀框架进行调整,笔者认为主要出于以下三点原因:首先,自2012年以来,美国通胀水平一直低于设定的2%目标。与金融危机前水平相比,当前通胀预期指标已经出现下滑迹象,而通胀预期的下滑会使整体通胀走势趋于下降,长久的低通胀又会引发通缩,这种放大机制可能进一步使实际利率水平降低;其次,随着全球经济下行压力加大,由低通胀带来的低利率将持续影响美国经济恢复动能,偏低的利率水平也将限制联邦公开市场委员会放松政策以应对失业率上升的能力;此外,考虑到美国政府对利率偏低及股票持续上涨所带来的企业杠杆率抬升的担忧加剧,为了避免企业杠杆率过快上涨而陷入债务危机,美联储于此时调整通胀框架也显得尤为必要。

目前市场对美联储调整通胀框架有几种猜测:第一种调整策略由纽约联储主席威廉姆斯提出,被称作“平均通胀目标”,该建议指出通胀的预期目标应该是在整个经济周期内实现2%的平均通胀率,即在经济景气度较高的时候可以容忍通胀高于2%,以弥补经济低迷时通胀预期下滑,该调整策略基本可

以视作价格水平目标和当前政策框架的混合体。

简言之,此次货币政策的调整可以通过改变通胀目标区间来实现。在不同经济发展阶段动态调整通胀目标,允许通胀水平在一段时间内高于或低于预期,在长周期内使高通胀和低通胀相辅相成。这也就是说,在美国经济阶段性企稳回升之时,美联储可能会在某种程度上允许通胀超调,也就意味着在经济出现复苏苗头时,美联储可能会通过上调通胀的容忍度以推高市场通胀预期,市场行为将在通胀预期抬升的影响下发生改变,实体经济对产品和服务的总需求将会提前增长。根据菲利普斯曲线,产出的上升反过来将拉动通货膨胀率的上升,届时更高的通胀水平会对下一期的市场通胀预期进行修正,进而使得动态总供给曲线抬升,从而进一步提升通胀水平,为美联储提供阶段性加息空间。

第二种策略则是通过调整当前的政策模型,直接降低通胀在其中所占的权重,以此来降低低通胀对货币政策的干扰。自从泰勒规则提出后,美联储对此进行了多次修正,从最初以0.5%的加息作为基准来收紧货币政策,到2012年通过伊文思规则来进行进一步改进,美联储通过直接修改泰勒规则来调整

货币政策框架的案例史已有之。

简言之,该操作就是在长期低通胀的环境下逐渐放弃通胀这个传统货币政策之锚的依赖,通过改变联邦基金利率对通货膨胀的敏感度来实现最终调整。调低利率对通胀的灵敏度使得动态总需求曲线处在相对陡峭的状态,在这种情况下,通胀的改变对总产出的影响将会减弱。自2012年调整泰勒模型以来,市场通胀水平持续达不到美联储2%的预期目标,通胀预期的不断降低叠加全球经济的下行压力,使美联储有陷入长期低通胀的风险,美联储前瞻性的货币政策将推动其在危机前对货币政策规则进行修正,再度调降通胀的权重以实现整体经济平稳增长。

不难看出,无论采用以上哪一种调整策略,美联储都将在此后获得进一步加息的空间,这也和美联储提前提升利率水平以应对经济衰退的诉求相一致,对通胀容忍度更高的通胀框架将推动美联储在经济衰退后拥有更为丰富的政策管理工具。假设下半年美国经济依然稳健且实际通胀水平在通胀预期改善的拉动下有所回升,则美联储重启加息的概率会明显提升。届时,美联储政策取向的变化也会对我国央行货币政策造成一定影响。

货币政策不需方向性调整

通常而言,政策制定和执行的过程可以分为“政策宣告、政策执行、政策起效、政策调整”四个阶段,当政策进入下一个阶段时,上一阶段的影响依然存在,因此在某一特定时期,我们看到的是两个阶段的并存。例如,去年下半年决策层在国内经济下行压力加大叠加外部环境变差的情况下,“政策宣告”是以首次提出了“六个稳”作为标志,之后执行层面在货币财政政策以及产业政策等方面全方位跟进。

今年年初以来,各项宏观经济指标开始改善,上周公布的一季度GDP增速与去年四季度持平于6.4%,宣告经济已经开始企稳,下行压力开始有所缓解,这说明政策周期已经正式步入“政策起效”。在这个阶段会逐步脱离“政策宣告”进入“政策执行+政策起效”的协奏。

虽然决策层希望在提高政策前瞻性的基础上,

年内保持政策的连续性和稳定性。但最近非洲猪瘟疫情蔓延等因素,可能导致通胀水平持续走高,进而使央行对货币政策有所调整。首先,从原油市场来看,当前紧平衡的供需格局等因素在某种程度上将对油价形成支撑,油价上涨短期内将为通胀带来进一步上行的空间。笔者认为,2019年油价将面临上行风险。其次,猪价反弹也会造成通胀快速上行。随着部分地区猪肉禁运解禁,猪肉价格有较大概率重回普涨;此前疫情等因素导致供给缺口扩大,产能的快速出清将为猪价的筑底回升奠定基础。

虽然我国今年宏观政策由更积极财政政策和稳健货币政策组合搭配,但最近非洲猪瘟疫情等因素,可能会导致下半年出现“猪”“油”叠加推高通胀的局面。届时,如果维持相对温和宽松的货币政策,则

通胀可能会超出正常区间;反之,如果收缩货币政策可能会对复苏中的实体经济造成负面影响。但如果假设美联储在通胀框架调整之后重启加息,在一定程度上会缓解央行在政策抉择层面的压力。

笔者认为,美联储加息会带动美元的走强且推动年初以来持续流入新兴市场的资本部分回流美国。作为新兴市场国家中外资流入较为明显的国家之一,届时资本外流会导致外汇占款和基础货币下降,因此,央行无需在货币政策层面做出主动方向性调整的情况下,可以在实际层面起到收紧流动性和抑制通胀的效果。换言之,如果下半年美联储通胀目标框架调整推动重启加息,这将与国内“猪”“油”价格推升国内通胀之间存在一定的政策对冲,从而使国内货币政策依然可以维持稳健立场。

推进开放银行建设 构建全新商业生态

□民生银行研究院院长 黄剑辉

“开放银行”是基于API等技术实现银行与第三方之间数据共享的平台合作模式。目前多国政府制订了较为明确的标准框架,但商业模式仍处探索阶段。尽管产生条件不完全具备,但开放银行概念在国内迅速升温,国有大行、股份行、民营银行等纷纷推进开放银行建设,未来政策应以审慎推进为原则。

对国际银行业影响

无论是各国政府还是银行,其推进开放银行的核心目的都是为了抢占金融科技高地。从政府角度看,推动具有数据优势的传统银行和科技实力更强的中小机构或金融科技公司更深层次协作、竞争和创新,不仅可以创造更大的社会效益,也有助于推进本国金融创新,争夺金融科技趋势下的金融中心地位。从银行角度看,其发展开放银行并不仅仅为迎合监管要求,更是为了通过强化跨界合作来弥补自身技术水平和创新能力的不足,通过构建开放式创新生态使自己在金融科技时代持续抢占先机。

综合各国开放银行政策框架来看,银行数据大体被分为五类,其中开放银行所涉及的主要是公开数据和账户及交易数据。此外,第三方服务提供商对银行数据的权限有两种:读取权限和写入权限,二者均需通过开放API向第三方服务提供商开放。

从银行业来看,目前开放银行商业模式仍处于探索阶段。从开放内容上看,各商业银行目前开放API的主要功能是账户信息访问和支付启动,不过开放API在存贷款等其他领域也已被开发应用。从组织形态上看,传统大型银行、新型数字银行再到中小银行呈现出的组织形态大不相同:大型银行往往自主搭建开放银行平台;中小银行尽管也有独自搭建平台的案例,但更多是通过第三方平台的开放API融入金融科技生态圈;一些新型数字银行以及纯粹第三方开放银行平台则致力于成为连接中小银行和其他金融科技公司的中介平台。总体而言,全球范围内尚未形成一个成熟、稳定、明晰的开放银行商业模式。

开放银行可能会对国际银行业带来如下几方面影响:一是银行在业务生态中进一步呈现出“场景在前、金融在后”的特征,未来“平台+生态”将成为银行业的新商业范式,银行许多产品都需要无缝嵌入到各个场景和生态中,这无疑会加速银行品牌的流失。二是银行业竞争加剧、差异化进一步加大,这一方面源自品牌忠诚度下降带来的竞争加剧,同时“先发优势”与“赢家通吃”可能会得到强化,因此对于银行而言,差异化、特色化创新将是应对竞争环境的关键。三是银行经营理念及模式被迫加速转型,将从重建到重融入,从重获客到重转化,从单场场景嵌入到深度产品创新,从前端拓展到体系转型。

值得注意的是,开放银行会从根本上改变银行、金融科技公司及客户之间、数据控制者、数据使用者和数据所有者之间的权利平衡。实际上,欧洲之所以敢于推进开放银行,是与其落实号称“史上最严”的《通用数据保护条例》密切相关。尽管人们普遍认为开放银行能通过共享数据实现种种益处,然而如果一国在个人信息保护方面存在隐患,则推进开放银行更有可能将问题放大。

国内发展情况及未来趋势

从市场层面上看,API经济在我国确实进展迅速,各行各业都试图抓住与新一代信息技术融合的机会,借助API经济模式打造新价值网络,实现转型创新。部分银行也希望借开放银行在科技开发实践中进一步转变经营理念、寻求差异化定位的表现。实际上,早在开放银行概念在国内被热炒之前,已有一些商业银行不同程度地通过API共享服务能力、整合上下游厂商及合作伙伴。

然而从政策层面上看:第一,开放数据理念尚未成为广泛共识。尽管近些年在“推动政府数据开放共享”方面确有积极进展,但从目前看,开放数据理念尚未在政府部门以及私人部门成为广泛共识。在政府机构、商业机构等都将数据视为自有资产和利益的情况下,各个主体持有数据的碎片化程度依然较为严重。第二,金融科技公司创新有余规范不足。我国的金融科技已经走在世界前端,然而与之相伴的也有许多打着金融创新、科技创新旗号的金融乱象,即便一些金融科

技巨头,也存在频繁监管红线的问题,这与许多推进开放银行的国家有较大差异。因此,总的来看,开放银行的产生条件在国内并不完全具备。

在此背景下,国内开放银行尽管概念迅速升温,包括国有大行、股份行、民营银行在内的诸多银行相继推出或计划推出自己的“开放银行”,但发展水平偏低。第一,平台资源更多是为服务分支机构或合作伙伴,而非面对更加广泛的外部使用者,大多应归为内部API或伙伴API。第二,理念上大多仍停留在希望与互联网企业合作导流,而非借此构建全新的商业生态和盈利模式。

展望未来,从政策角度看,尽管我国在开放银行领域的顶层设计会加速出台,然而作为基础是数据信息保护目前依然问题严重,同时我国金融科技总体发展较快,部分领域甚至过快,这与许多推进开放银行的国家情况有较大差异;此外我国银行业在准入、利率定价等方面尚且未实现充分市场化,推进开放数据这种更高层次的市场化为时尚早。

因此,综合判断,政策当以审慎推进为原则,以规范及建立行业标准为主。从市场角度看,开放银行不仅意味着银行与金融科技公司间合作的进一步深化,同时由开放平台带来的分工细化也会令银行间及银行与金融科技公司间的竞争格局更趋复杂化。此外,与国际银行业相似,开放银行在国内的加速推进可能也会使领先者享有“先发优势”,并且在政策规则不明确的情况下引领市场规则的建立,这会令行业内部由此形成一定的马太效应。

加快推进开放银行建设

积极跟进开放银行建设,保持平台灵活性。商业银行宜积极跟进开放银行建设,并将其作为落实金融科技战略的抓手之一。通过开放式平台建设,既能发挥银行品牌、风控和牌照优势,又能充分利用客户数据以及现有的基础设施,加上金融科技公司的技术输入,能为客户提供更加多元化的产品和服务。

由于开放银行整体还处于发展的初级阶段,模式并不明朗,因此初期开放平台用户体系可考虑广泛囊括内外部开发者、B端用户、C端用户。

然而需保持平台建设的灵活性,紧跟业务实际开展情况及国内外开放银行发展形势调整平台业务侧重点。

稳健分步推进API产品服务开放进程。一是先内部开放,后外部开放。初期可优先满足内部诉求,外部对接可定位于核心平台。待交互平台更加稳定、易用、安全且输出输入环境自主可控时,再进行全平台开放。

二是先存量改造,后增量推广。可首先对现有的手机银行、信用卡、直销银行等自有移动平台及业务进行整合和改造,打造适合开放产品投放的“客户+用户”服务转化机制。

三是先拳头产品,后广泛类别。初期可精选少数适用性强、性能成熟的API接口,尽快覆盖重点数字场景以“抢占先机”并打造品牌。后期再逐渐扩展服务群体与相应产品体系。

转变客户服务理念,强化银行内部建设。应转变客户服务理念,从最终用户的实际需求出发真正践行“以客户为中心”。其中尤为重要的是,在传统个人和企业客户外,要将第三方合作伙伴及开发人员也视为银行有价值的客户,而不仅仅视其为流量导入方。

同时,API平台及产品竞争的背后,实际上是银行综合实力的全面比拼。因此需要在架构、流程、文化等方面有针对性的调整,强化执行上不同条线板块、不同部门之间的业务协作,全面提升获客、运营、风控、科技等能力,以增强开放性产品的适配性,使其可以更好地借助各类渠道高效输出。

审慎应对开放银行带来的风险挑战。开放银行使得业务风险敞口更多,拉长了整个风险管理的链条,不仅可能提高管理信用风险、市场风险等传统银行业务风险的难度,并且数据泄露、网络安全、法律合规等风险发生的可能性也会加大。因此,一方面,针对开放银行进行全面的风险评估,在此基础上审慎确定开放的业务和数据类型,健全平台准入和治理机制,采取充分的信息安全保护措施;另一方面应建立充分的缓释和隔离机制,尤其应建立一整套事前授权、事中跟踪、事后补救数据安全防控机制,确保数据交互可追溯,并制定紧急补救措施和追责制度。

发挥注册制优势 提升市场包容性

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

众所周知,IPO制度在国际上大体可划分为两种类型:一是政府主导型的核准制;二是市场主导型的注册制。目前我国A股市场IPO制度仍属于政府主导型的核准制,政府不仅管理股票发行实质性内容的审核,而且管理发行过程的实际操作。当前,稳步试点注册制,则成为A股市场关键的一项制度创新。

设立科创板并试点注册制是A股市场两项关键制度创新,二者的落地实施,不仅会改变A股IPO理念,而且会改变整个A股市场的生态。科创板是一个全新的板块,它有别于创业板,并对标纳斯达克。科创板挂牌的证券主要包括三大类:股票、存托凭证(CDR)及相关衍生品。它与创业板是互补与竞合关系,二者在市场定位上是互补的,但有交集、有重叠和竞争。

事实上,设立科创板并试点注册制,本身就是两项重大制度创新。注册制改革从决策到今天,已整整经历近五年时间。注册制受到市场各方高度关注和期待,其制度优势主要体现在以下几方面:

第一,注册制以信息披露为核心,不对发行人投资价值进行实质性审核或判断。众所周知,传统的核准制侧重对发行人的投资价值进行实质性判断,它将更多精力和注意力都放在了财务指标“选美”上,这种规则可能会使部分优秀企业尤其是创新企业被拒之门外。

与核准制不同,注册制将发行人的信息披露放在IPO审核的核心位置,同时淡化对发行人投资价值判断,所有IPO审核都围绕信息披露的合规性、真实性与充分性来展开,并以最大限度满足投资者对IPO信息需求为审核目的,它让投资者对发行人的投资价值进行自我判断并作出相应的投资决策,监管层对发行人的投资价值不判断、不背书、不担保,让投资者理性投资,并让投资者学会“用脚投票”,而不是一味盲目打新疯狂炒新。

第二,注册制实行“监审分离”,它将IPO审核权赋予证交所,而证监会则主要负责备案与注册,并拥有一票否决权。传统的核准制将IPO审核大权完全交由证监会,监审不分家。

与核准制不同,注册制将IPO审核权交由证交所,回归制度本源。IPO标准及退市标准原本就是证交所负责设定的,正如新版《证券交易所管理办法》所规定的,证交所将负责“审核、安排证券上市交易,决定证券暂停上市、恢复上市、终止上市和重新上市”。因此,IPO审核原本就是证交所的权力和不可推卸的责任。注册制实现“监审分离”,这有利于专业人做专业事,证交所负责IPO专业审核,证监会负责并专注于市场监管,这样更有利于形成合理分工、监审分离,并让A股一级市场“去行政化”,实行IPO节奏市场化与IPO定价市场化。

第三,注册制大多设置多通道的IPO标准和多通道的退市标准,具有很好的包容性和开放性,进而营造一种进退自如、大浪淘沙的市场环境。传统的核准制大多推行单一的IPO标准,它强调企业盈利水平及资产规模的重要性,淡化营收及市值等成长性指标,这样的IPO标准,不仅通道单一狭窄,而且准入门槛高。同时,它对创新企业缺乏足够的包容性,致使许多新经济、新业态的创新企业望IPO大门而兴叹。很显然,缺乏包容性的核准制,无法适应新时代、新经济发展的要求。

与核准制不同,注册制倡导包容性与开放性,它在IPO标准的设计上,讲究兼容并蓄,尊重国际惯例。为了满足各种新技术、新业态的IPO需要,注册制设计了多通道的IPO标准,这既能兼顾传统的工业企业比块头,更能迎合新技术、新业态、创新企业的高成长,同时也可以包容特型股权结构,甚至暂时未盈利的创新企业。它不仅要求IPO门槛对创新企业包容,而且也要求投资者和市场对创新企业失败风险给予足够的包容。大进大出、大浪淘沙,包容创新,包容失败。唯有如此,我国的科技创新型企业,才有可能在经历A股市场大浪淘沙后脱颖而出,成为世界一流的伟大企业,这也应该是设立科创板的初衷和出发点。

为此,不仅期待设立科创板并试点注册制平稳落地,更期待注册制能够尽早于创业板、中小板、主板中推行,让市场基础性决定作用充分发挥出来,从而全面提升A股市场乃至整个资本市场的包容性和开放性,高质量服务于实体经济,推动我国经济全面转型升级。