

债券通应逐步拓展至交易所债券市场

□ 中证证券首席经济学家 李湛

债券通是我国资本市场对外开放的重要组成。近年来,为了加强资本市场制度建设、推动资本市场逐步走向成熟,我国资本市场的开放进程不断加快,债券通的启动正是其中重要一环。在债券通启动之前,境外投资者参与我国债券市场的途径较为有限,一是2010年起获得准入的三类机构,包括境外央行或货币当局、境外人民币清算行等;二是自2013年起QFII和RQFII也被允许进入银行间债券市场。

从现实情况来看,投资渠道有限极大限制了我国债券市场对外开放程度,债券市场中境外投资者投资比重长期处于低位。境外投资者不足导致我国债券市场制度改进缓慢、国际影响力弱,使得我国资本市场“大而不强”。为此,2017年5月16日,人民银行、香港金融管理局发表联合公告,正式批准实施香港与内地“债券通”,第一阶段拟先开通“北向通”,即香港及其他境外投资者经香港投资于内地银行间债券市场,未来再择机适时开通“南向通”。2017年7月3日,“债券通”正式开闸运行,成为联通境内外资本市场的新渠道,我国资本市场对外开放迈出关键一步。



视觉中国图片

开闸运行以来成绩斐然

债券通是内地与香港金融市场互联互通合作机制的重要内容。《粤港澳大湾区发展规划纲要》中将香港定位为国际金融枢纽,要发挥香港在金融领域的引领带动作用,巩固和提升香港国际金融中心地位。债券通对粤港澳大湾区建设具有十分重要的意义。作为全球第二大经济体,中国的资本市场对外开放将是未来几年影响全球金融格局的重大事件,通过债券通吸引全球投资者,中国香港可以在我国资本市场对外开放进程中占得竞争先机,巩固、提升其国际金融中心地位。

债券通开闸运行两周年以来成绩斐然。一是投资者群体快速扩大。截至今年6月末,债券通机构投资者进入数量已达1038家,较去年增长近一倍,覆盖国家和地区达到29个,全球资产规模排名前100位的资产管理公司已经有58家成功申请为债券通用户。

二是成交规模快速上涨。债券通运行两年以来,通过“债券通”投资渠道累计达成交易近2万亿元,境外机构持有的中国债券规模由两年前的0.8万亿元上升至1.9万亿元。债券通持有规模的增长为我国吸引了源源不断的外资流入,有利于稳定外汇储备和人民币汇率,缓解外部压力对央行货币政策的制约。

三是市场交投活跃度日趋提高。今年以来,债券通日均成交额超60亿元,较2018年的37亿元大幅提高。今年5月“债券通”共计成交1722亿元人民币,日均90.6亿元人民币,6月12日单日成交162亿元人民币,分别创造了上线以来的月度、日均和单日成交量纪录。随着中国债券市场开放程度的不断提高,中国债券市场的国际影响力也不断提升。今年4月起,彭博公司正式将

中国债券纳入彭博巴克莱债券指数,花旗富时全球政府债券指数还将于今年9月宣布是否将中国债券纳入其中。中国债券纳入全球重要指数,表明国际投资者日益重视中国债券市场,中国资本市场正迅速融入全球金融体系的主流,中国资本市场和经济的全球影响力快速提升。

实现债券市场对外开放统一

债券通拓展至交易所债券市场,有利于打造资本市场全方位对外开放格局。银行间债券市场和交易所债券市场是我国债券市场的两个组成部分,其开放程度共同决定了我国债券市场的国际化水平。银行间债券市场是我国债券市场的主体构成,其债券存量约是交易所债券市场的8倍,绝大部分的利率品种都在银行间债券市场发行和交易。

但交易所债券市场也自有其特色。一是拥有规模较大的公司债市场。截至6月末,公司债市场存量规模已经超过6万亿,是我国债券市场重要的信用品种。二是拥有以可转债、可交换债为代表的附有权益属性的债券品种。可转债、可交换债等附有权益属性的债券品种是交易所债券市场的特有品种,具有兼顾股性和债性的特点,可以为投资者提供纯股或纯债之外的第三种选择。

近年来,可转债和可交换债市场发展非常迅速,吸引了大量投资者的注意力。截至2019年6月,可转债和可交换债的市场规模为5500亿元,较2018年同期增长50%,较2017年同期增长220%。当前,我国资本市场中纯粹的股票和债券都已通过深港通、沪港通、债券通实现对外开放,但可转债、可交换债等股债结合产品的对外开放仍是空白。债券通拓展至交易所债券市场可以为境外投资者提供更丰富的投资选择,推动资本市场形成全方位对外开放格局。

债券通拓展至交易所债券市场有利于实现债券市场对外开放的统一。长期以来,我国债券市场存在市场分割的问题。银行间债券市场和交易所债券市场在投资者结构、监管制度、信用评级等方面存在差异。统一的债券市场可以发挥市场的规模效应,而分割的债券市场则会影响市场运行效率。近些年我国债券市场从统一执法、评级资质互认等方面迈开了统一管理的步伐,但银行间债券市场通过债券通率先实现对外开放,一定程度上也强化了交易所债券市场和银行间债券市场的差异。例如,由于个人投资者的存在,交易所债券市场是地方政府债的重要发行平台和交易平台,境外投资者群体的缺失将间接提升个人投资者投资地方政府债的成本,影响地方政府债对投资者的吸引力。

债券通运行已满两年,并且取得了诸多成绩,下一步将在总结成绩的同时,将债券通拓展至交易所债券市场。具体来看,债券通逐步拓展至交易所债券市场有两种方案可选。

一是以交易场所为基准实现对外开放。可以先在上海证券交易所或深圳证券交易所进行试点,待试点成熟后再推广至整个交易所市场。交易所债券市场以信用债、股债结合产品为主,此类产品的投资风险相对较高,对外开放需谨慎进行。先试点、再推广可以有效把控开放过程中的风险。也可以在监管部门的领导下将沪深交易所同步纳入债券通框架。交易所债券市场规模相对较小,且交易所市场已有股票市场对外开放的经验,同步纳入可省去试点时间,快速实现交易所债券市场的对外开放。

二是以交易品种为基准实现对外开放。交易所市场的股票已通过沪港通、深港通实现对外开放,沪港通、深港通在海外也已积累了可观的投资者群体,此类投资者风险偏好较高,对于

可转债、公司债等具有较高风险的债券品种会有较好的投资需求,与传统的债券通投资者群体存在较大差异。以交易品种为基准实现对外开放可以让交易所债券市场与银行间债券市场形成错位发展的局面。

对外开放也是一个倒逼完善的过程。由于市场规模相对较小,交易所债券市场对外开放在吸引外资流入、稳定资本流动等方面所起的作用不如银行间债券市场,但交易所债券市场的债券品种丰富,交易所债券市场对外开放可以在债券市场韧性提升、债券市场制度丰富等方面予以探路。

一方面,国内债券市场特别是银行间债券市场以配置型投资者为主,投资者同质化程度较高,市场行为趋同,容易导致市场韧性不足。2018年债券市场异常波动实际上正是我国债券市场投资者行为趋同、市场韧性不足的体现。交易所债券市场的投资者结构较为均衡,且信用债所占比重较高,交易所债券市场对外开放可以进一步吸引海外高收益债投资者进入,有效发挥海外高收益债投资者的定价功能,增强债券市场韧性。当前沪深交易所已正式推出违约债交易服务,海外高收益债投资者的进入还可以丰富违约债交易市场的投资者群体,提升违约债交易效率。

另一方面,在目前的债券通框架下,境外投资者只能交易现券产品,暂时不能参与回购交易和衍生品交易。交易所债券市场有着较为丰富的回购制度,如协议回购、标准券回购,可有效满足境外投资者参与回购交易的需求。国债期货衍生品交易需要通过中金所进行,可以在交易所债券市场对外开放的同时,将国债期货衍生品市场也纳入至开放范畴,满足境外投资者参与衍生品交易、防控利率风险的需求。

情绪扰动不改市场总体稳定

□ 中国人民大学重阳金融研究院研究员 卜永祖 陈治衡

最近一段时间以来,随着外部因素向好、减税降费继续深化等事件的发生,资本市场上的投资者情绪喜忧参半,全球股市涨跌交互出现相当程度的波动。笔者通过观测金融市场的交易数据,并做了相应的分析和整理后发现:某些意外事件的发生虽然对市场的情绪有所扰动,但是总体上看,金融市场仍然流动性充裕,且保持稳定运行。

笔者选取了恒生指数期权的相关数据进行观测,发现仅有权行价为28000点,到期日期为2020年3月的看涨期权的隐含波动率出现了异常数值,发生了较明显的波动。除去该异常值后,其它各期限各行权价合约的隐含波动率构成的曲面仍然呈“近期高远期低”的正常的趋势,显示市场总体来说,仍然保持稳定。

事件扰动市场情绪

对6月份市场影响较大的事件莫过于包商银行被接管,其对同业存单业务的影响较大,使得银行间市场的交易出现一定的萎缩。其实,在金融领域,参与者最为关切并非成本而是风险,且对手方风险必须要做到心中有数。包商银行被接管以后,各家银行都在整理其同业授信和对手方风险,并对相关资产的风险进行审查。因此,银行为了增加自身的备付能力而采取了相关操作。这次事件促使各金融机构重新审视其交易对手的安全性并对风险资产重新定价,从长远来看,用最小的代价打破了金融机构的隐形担保,促进金融机构稳健经营,反而是有利于资本市场健康发展的。

包商银行事件产生的影响,在一定程度上已经出现在债券市场。笔者分析,部分地方政府的融资平台和金融机构采用了“结构化发债”的方式造成期限错配。所谓结构化发债,是指发行人在债券发行困难的情况下,通过资管产品的分级安排、回购功能来放大杠杆,实现超额融资。在这个过程中,复杂的流转过程导致金融机构对资金把控能力降低,且其中涉及多家同业机构,如果一端发生问题,容易牵涉多个金融机构,使得金融体系的系统性风险上升。由于发行人购买一定金额的债券,质押给金融机构,获取资金以后继续认购自己发行的债券,所以当债券价格出现下跌,而又不能及时追加保证金的时候,质押券就面临着平仓的风险。

归根结底,由于上述债券过去都享受着某种程度刚性兑付的担保,现在随着市场对风险资产的重新定价,率差扩大是正常现象,可以说这次事件并非是央行投放流动性不足而导致的,而是对某些类别金融资产的价格进行的一次重估,相关机构被动适应了市场价格波动。

由此可见,我国金融体系并不存在所谓流动性不足的局面。根据6月份最后一周的交易数据看,DR001(银行间存款类机构隔夜质押式加权利率)曾经在6月24日一度跌穿1%至。隔夜利率最终以1.3864%六月收官,处于低位。6月28日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜最终利率为1.3705%。在资金充足的情况下,出现的违约、逆回购等金融事件是资本市场固有的机制在发生作用。

需防范资金空转

市场经济的经验证明,解决债务风险还需从根本上提高资产质量。资金有着自己的“嗅觉”,总能发现更为优质的标的。换句话说,即便是在流动性趋紧的情况下,也并不是所有的债务、回购都会违约,仍然有可持续为投资人带来收益的标的存在。“打铁还需自身硬”,从根本上提高公司资产的质量才是利于自身发展的良方。

当前,“资金空转”的现象仍然存在,这其实是两个方面的问题。一是资金被这类具有模糊的“刚兑光环”的资产所吸引,在市场上加杠杆追逐风险类别较高的资产;二是这类风险资产从根本上讲,要么缺乏合理的回报,要么承担了过高的风险,迟早会被市场来一次重新定价。

解决这个问题重点在于加强地方政府财政硬约束。今年是地方政府债券发行之年。据统计,6月份地方政府债发行合计8995.53亿元,创年内单月发行新高,比去年同期增加68.36%。其中一般债发行3177.7亿元,专项债发行5817.8亿元。并且新增债券占6月发行量合计的81%,是4.5月新增债券发行之和的2.65倍,为年内最高。目前,多地已经将全年地方债发行限额使用完毕。

其实,2016年颁布的《地方政府性债务风险应急处置预案》就曾明确地方政府依法承担地方政府债券的全部偿还责任,中央财政不承担救助责任。赋予地方适度举债权,对地方债实施分类管理和规模控制,厘清政府和企业的责任并对地方政府的资产负债提出了公开透明的要求。不仅如此,加强地方政府债务硬约束还要在预算审计方面下大功夫,实施合理有效的地方财政支出预算。

在地方债发行的过程中,遵守“穿透原则”,切实避免“谁用谁借、谁借谁还、审慎决策、风险自担”。同时,支撑债券发行的金融服务要跟上,包括评级机构对于债券的跟踪和信息披露;在再融资、质押、抵押、置换,甚至是企业破产清算,都需要有匹配的金融服务做支撑,使得市场更加透明,及时化解风险。因此,地方政府只要加强财政纪律,提升基建投资的风险回报,相应的债务问题就可以迎刃而解。

美联储或重修通胀目标 我国货币政策空间更宽松

□ 国开证券研究部研究员 王鹏

其次,调查方式和数据来源不同。PCE价格指数主要通过统计局的年度调查和月度零售调查,属于商业销售调查,而CPI来自对家庭的消费者调查。PCE不仅包括个人消费,而且包括非盈利机构的所有消费,而CPI主要是覆盖城镇家庭。因此,PCE的篮子比CPI大得多。

再次,两者的计算方法也不同。PCE是GDP报告中所谓的费雪链式加权指数计算而得,而CPI是用拉斯贝尔价格指数或者几何平均法来计算。

总之,由于涵盖范围、调查方式与数据来源以及计算方法的不同,PCE与CPI在篮子范围及其权重上也存在较大差异。其中,权重差异最大的是医疗和住宅两个项目。在医疗项目上,因为PCE指数将消费者支出定义为获得利益而付出的支出,显然社会保险所覆盖的大量医疗成本也被视为支出的一种,而CPI则不计算在内,因此,在医疗项目权重上两者相差较大。在住宅项目上,CPI比PCE权重大的原因是,虽然两者在租金计算时的方式类似,但是在其他非租金项目上,PCE覆盖项目比CPI广泛得多,这样租金支出这一分子不变,而总支出分母较大使得住宅在PCE中的权重就相对较小。此外,两种计算方法的假设前提不同,比如PCE考虑替代产品的影响而CPI没有。

由于篮子及其权重的不同,最终导致了PCE与CPI的数值出现一定程度的差异。从历史平均值来看,PCE价格通胀指数通常比CPI低0.2-0.5个百分点,自2006年以来,CPI平均值比PCE平均值高出了0.28个百分点。

既然PCE价格指数是GDP价格指数的一个子集,那么名义GDP是不是可以作为通胀的另一个指标? GDP价格指数不仅包括PCE价格指数中消费者购买的项目,还包括其他GDP构成项目的内容。由于PCE占据GDP70%的比重,大多数时间,GDP价格指数波动与PCE基本相同,但两者也出现过背离,2007年8月-2008年4月PCE价格指数下降而GDP平减指数上涨,说明当时仅占GDP比重30%的商业投资等其他项目

的价格上涨速度抵消了占GDP70%的消费项目的价格下降,使得GDP价格指数继续上涨,这种经济过热有序常理,随后美国爆发金融危机。

PCE与CPI预测能力对比

作为预测工具,CPI的价值有限。虽然CPI可以显示和印证当下通胀水平低迷或者高涨,进而显示未来经济的可能方向,但是它并不是一个领先指标,而是一个滞后指标。一般而言,在经济萧条开始一段时间后,通胀指标才开始出现下降趋势,而且如果经济在一年或者几年内即便开始出现缓慢恢复时,价格指标都可能没有上升,因此,其作为经济转折点的预测指标功能较弱。

虽然PCE与CPI预测能力不强,但是它们却是领先和同步指标较好的验证指标,能在经济波动发生以后对总体经济运行中已经出现的峰和谷进行确认,对先行指标显示的信号进行验证。同时,由于美联储及其他国家央行在依据通胀水平变化调整货币政策时,往往审慎且保持连续性,因此PCE与CPI的滞后特征正好印证经济水平是否需要央行做出调整。因此,PCE与CPI是美联储或者其他央行据以改变货币政策方向的重要参考指标。

从历史经验可以看出,核心PCE是美联储利率决策的主要依据。从2014年年初开始,虽然美国经济增长并未完全企稳,但核心PCE开始企稳回升,美联储便开始考虑退出量化宽松并在当年9月实施,可是由于2014年7月至2015年11月核心PCE由1.7%持续回落至1.26%,即便失业率连创新低,但考虑如此低迷的通胀水平,美联储始终未加息,而是在核心PCE企稳的12月开始实施了第一次加息。目前,核心PCE自2018年7月的最高点2.04%已持续下降至目前的1.6%,美联储加息预期已不存在,且在全球贸易形势趋紧的背景下,增长堪忧、财政赤字逐渐显现以及通胀水平持续走低的情况下,美联储降息预期渐浓。

美联储正在改变通胀目标水平

自2014年美联储推出量化宽松以来,其失业率和通胀水平之间并未呈现出低失业率与高通胀率反向走势的非利普斯曲线形态。正如美联储决策层判断,自金融危机以来,通胀存在长期的向下压力,虽然2018年上半年核心通货膨胀率上升,但那主要是源于非周期性价格推动,而通胀的周期性因素则一直表现温和。自2008年金融危机以来的宽松货币政策没有对通胀产生明显作用,主要原因在于过于明确的通胀目标使得长期通胀预期保持了几乎不变的稳定状态,这造成了货币政策传导一定程度的失效。

近一年来,美国通胀水平持续低于美联储2.0%通胀目标。如果进一步对PCE的细项指标观察,在住宅方面,新建住房销售指标持续低迷,医疗保健增速持续下降以及服装方面连续的负增长,均预示未来PCE或CPI等通胀数据或继续下降。如果PCE或CPI数据持续低迷,美联储或将考虑通胀目标是否重修。

反观我国,我国经济结构决定了GDP指数高于CPI指数。与美国相比,我国统计局公布的GDP指数总是高于CPI,主要是因为美国GDP的主导是消费,PCE价格指数能够引导GDP价格指数,而中国拉动GDP的因素主要是投资,所以我国的CPI仅能反映消费品的通胀水平。对于投资,尤其是关于房价等是否应该合理计算至CPI争论较多。

自2018年以来,我国实施了5次定向降准和1次全面降准,对小微和民营企业进行了结构性政策倾斜。由于从实施宽松政策到效果完全显现时滞为1-3个季度,因此,当前我国的货币政策作用显现需要时间,且政策作用效果正从今年以来逐步改善的新增社会融资规模中得到验证。加之当前美国通胀水平持续低迷且美联储存在对通胀目标重修的可能,美联储进入降息通道的概率大大增加,这为我国货币政策操作空间提供了更加宽松的外围环境。

近一年来,除了在2018年7

月美国PCE价格指数、核心PCE价格指数同比增长长达2.21%和2.04%之外,其余月份PCE价格指数与核心PCE价格指数同比增长均位于通胀目标2%以下。同样,CPI指数自2018年7月达到最高值2.9%之外,其他月份也均在2%以下,并呈现下降趋势。截至2019年5月份,美国PCE价格指数和CPI指数分别低至1.52%和1.8%。

美国PCE、CPI指标持续走弱能否预示未来美国经济增长放缓? 未来美联储降息的概率及幅度有多大? 如果美联储降息对我国货币政策会有什么影响? 通过详细分析美国PCE、CPI等通胀指标或许可以获得更清晰的认识。

美联储更关注PCE

为什么美联储更注重PCE而不是CPI? 首先,涵盖范围不同。由于PCE价格指数反映的是个人支出的价格变化水平,而个人支出占到美国GDP的70%,因此,关注PCE价格水平可以观察到尽可能涵盖GDP范围的通胀水平。