

弹药珍贵 形势复杂

欧美央行利率水平大概率维持至明年

□中山证券首席经济学家 李湛
 中山证券研究员 梁伦博

北京时间9月12日晚,欧洲央行下调了关键利率10BP,并同时推出大规模的债券购买计划,即从11月开始每月购买200亿欧元的欧元区债券。这意味着欧洲央行将在时隔三年半之后重启具有相当力度的货币刺激组合手段。紧接着在9月18日晚,美联储宣布将基准利率下调25BP,这是继7月降息以来美联储今年第二次降息。同时,美联储将超额准备金率下调了30BP,并在本周连续对隔夜融资市场进行干预,在银行系统中注入流动性。

在欧美央行宽松政策的引领下,全球多家央行纷纷加入其中。在美联储降息之后,已有巴西、沙特、约旦、阿联酋、印尼、卡塔尔等多个央行跟进。从年初至今已有超过30个国家或地区的央行启动降息,其中印度今年甚至已经四度降息,而十国集团中除了挪威央行继续收紧政策外都以量化宽松作为主基调。

需要明确的是,欧美央行此轮举措更多的是一种“预防性”行为,并不意味着短期内将加速进入全面宽松周期。美联储此次降息的幅度总体符合市场此前预期,但美联储主席鲍威尔的讲话并没有对未来可能的路径做出较为清晰的预判。不过,鲍威尔在本次讲话中首次明确将特朗普政府激进的贸易政策形容成对美国经济前景的威胁,并释放出了美联储可能会提前重新扩大资产负债表的信号。

横棱两可的政策预期反映了目前美联储决策层内部分歧巨大。不同于此次投票降息的基本共识,对于后续政策而言,17位官员中有7位预计今年将再降息一次。另外10人则平分两方,一方认为这次降息后的新利率水平在2019年余下时间将是合适的,另外则认为本不应该降息。整体上美联储分为两个阵营,“鸽派”认为全球局势会继续拖累美国经济放缓,并有可能引发通货膨胀率下降,相反“保守派”则认为全球局势属于扰动因素,应当聚焦国内经济数据的具体变化。

欧央行内部对于进一步量化宽松政策也持



新华社图片

有巨大分歧。与以往尽量避开公开分歧不同,保守派人士选择公开质疑德拉吉的“临别大礼”。德国央行总裁魏德曼表示刺激措施过头了,倾向于储蓄的德国人尤其对欧洲央行的负利率感到不满。而荷兰央行总裁克诺特则表示,重启资产购买计划与当前的经济状况不相称,有充分的理由怀疑其有效性。奥地利央行总裁霍尔茨曼也公开质疑欧央行广泛的刺激计划,认为其刺激通胀的目标难以实现,且付出的代价过于高昂。

对于后续的判断,笔者认为欧美央行的注意力大概率将从预防性视角转向偏务实的视角,即重点观察经济数据是否会出现明显的转弱以证实或证伪经济面临的严重风险。在没有强力经济数据的支持下,不太可能基于一些金融市场的波动而迅速采取进一步的预防性货币宽松政策。鲍威尔在公开讲话中也暗示了这一点,其多次提到

反反复复的贸易问题是造成市场对于经济预期频繁变动的根源之一。其相当于委婉地表达出了美联储不愿为特朗普政府难以捉摸的贸易进展无限兜底的态度。

目前而言,全球经济仍然面临着许多不确定性。美欧贸易谈判悬而未决(欧盟贸易事务负责人9月16日表示,美国将很快就欧盟对空中客车集团的补贴征收新的关税,因特朗普政府拒绝解决一场围绕飞机制造商而进行的长期商业斗争),无法排除英国无协议脱欧的可能性。经济合作与发展组织本周四降低了今年全球经济增速的预测至2.9%,为2009年以来最低增幅,当时金融系统接近崩溃,令全球经济陷入衰退。其还提到了若英国没有达成新的贸易协议直接脱欧,英国经济产出可能要比有协议脱欧的情况低2%,欧盟要低0.5%。这将使得英国经济陷入衰退,欧盟

面临衰退边缘。

在错综复杂的国际经济形势下,欧美央行提前做出预防性措施在所难免。但由于“弹药珍贵”,美联储降息空间远小于上一次经济危机时期,而欧央行进一步的负利率化也将无法避免地带来部分潜在的副作用,包括风险资产泡沫化以及削弱了银行的盈利和抗风险能力。因此,就算面临特朗普进一步的施压或者是金融市场的压力,欧美央行决策者们也不太可能继续在“预防性”措施上挥霍。下一步,欧美央行将密切聚焦各自国内经济数据的演变,虽然普遍预计今年全球经济增长将放缓,但不确定性增加意味着他们不能肯定经济增长会轻微还是大幅放缓。若经济数据并没有出现明显恶化,欧美央行近期大概率将持观望态度,维持现有的利率水平直至2020年。

数字人民币成功落地需破解三大难点

□中国社会科学院投融资研究中心主任 黄国平
 中国社会科学院研究生院 孙会亭

数字人民币发展背景与动因

2009年,世界上首个虚拟数字货币比特币横空出世,打破了中央银行发行货币一统天下的局面。比特币一经产生,依托区块链技术,凭借其加密性、去中心化、匿名性(化名性)特点,备受青睐,价格暴涨。随即,基于区块链和去中心化思想的加密货币(如莱特币、以太坊)等相继涌现,并作为支付媒介应用于不同的交易场景和途径。诚然,工作量证明等“挖矿”机制赋予了比特币等虚拟数字货币的价值属性,匿名性(化名性)和哈希不可篡改性等性质保证了他们具有较强的使用价值,然而,比特币等虚拟货币背后既没有国家信用背书,也没有相应储备价值资产支撑,市场价格波动太大,投机性能超强。近年来,“币圈”市场中各种形式多样的ICO发行和交易已在全球范围内严重影响金融和货币市场的正常秩序。

2015年以来,以USDT为代表的所谓“稳定币”出现,通过建立与美元等法定货币稳定兑换(如USDT与美元兑换为1:1)关系,试图搭建法币与虚拟币之间桥梁,打通虚拟数字货币与法定货币市场的联系。但是,没有国家信用支持的中心化发行和管理模式存在道德风险,备受市场质疑,实践效果也确实不彰。

2019年6月,Facebook领衔的Libra项目白皮书和测试网正式发布。根据白皮书对Libra的愿景和定位,Libra币着眼于数字支付和普惠金融,致力于为全球用户,尤其是对金融基础设施落后的国家,以更低的成本和更快的速度进行货币支付和流通。相较于比特币等数字货币,Libra具有真实的资产储备,无固定总量,更倾向货币支付功能,价格可能较为稳定,无明显升值能力。

为积极主动应对虚拟数字货币对现有货币和金融体系影响,我国央行在2014年就已经开始研究(法定)数字货币。2015年,央行对数字人民币发行和业务运行框架、数字货币的关键技术、发行流通环境、面临的法律问题、对经济金融体系的影响、法定数字货币与私人发行数字货币的关系以及国际上数字货币的发行经验等进行了深入研究,并形成系列研究报告。2016年1月,央行召开数字货币研讨会,对发行数字货币的总体框架、法定加密货币等问题进行探讨,提出将早日推出数字人民币。2019年8月以来,人民银行通过权威渠道对外公布了法定数字货币(数字人民币)研究和发行准备情况。

近年来,我国的电子商务不断发展,移动终端设备普及率提升,第三方支付位于世界前列,这为我国发展数字货币奠定了良好的网络环境。另外,近日发布的《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》也明确指出,支持在深圳开展数字货币研究与移动支付等创新应用,这也为数字人民币发行和落地实验提供了良好的实验场所和发展机遇。

先进性和运营构架的合理性兼顾

现阶段,我国数字人民币设计和发行注重M0替代,而不是M1、M2替代。同时,为保持数字人民币的货币属性,实现货币政策和宏观审慎管



新华社图片

人民银行着手央行数字货币研究始于2014年,历经

5年,成绩斐然。目前,央行

法定数字货币设计、发行和

落地实验已进入公众视野,

人民币有可能成为全球首个

由中央银行发行的数字化法

定货币。数字人民币发行既

是我国中央银行在数字经济

时代加强央行的宏观审慎管

理和货币政策调控职能的前

瞻举措,也是对当前不断涌

现的各类虚拟数字货币和智

能化金融工具对现有货币和

金融体系冲击和影响的积极

响应。

理目标,我国法定数字货币采用双层运营体系,并坚持中心化的发行和管理模式。

数字人民币之所以注重对M0替代,一是现有的纸币和硬币存在很多的缺点,例如印制发行成本高、携带不便等缺点,因此存在数字化的必要;二是基于商业银行账户的M1和M2已经实现了电子化或者数字化,没有再次数字化的必要;三是有助于维持现有货币体系稳定,不改变现有

数字人民币天然法币属性决定了数字人民币由中央银行采取“中心化”模式的发行和管理,Libra币全球网络货币定位促使它采用相对“去中心化”的组织结构和发行管理模式。理论上,中心化模式有助于提高运营效率,维护币值稳定,强化金融监管,“去中心化”模式则更有助于交易的便利性和匿名性(化名性),因而也更容易被市场和投资者接受和使用。

未来发展与成功的条件

数字货币作为一种更加便捷的新型支付手段和价值储藏工具,可能对现有的货币和金融体系构成严重挑战和冲击,世界主要国家央行和监管当局在竞相参与研发的同时,也密切关注其未来发展趋势和方向。英格兰银行已初步设计和实现中央银行数字货币原型系统,但公开表示法定数字货币可能存在一些风险,短期内不会发行。加拿大监管当局一方面在积极研究法定数字货币发行动机及可能引发的后果,同时着手分布式账本技术对金融领域影响进行测试。新加坡金融管理局正式启动了数字货币项目,从业务分析和技术实践两方面为法定数字货币的发行做准备。另外,IMF也正着手尝试推出SDR版的数字货币eSDR,以应对全球数字货币发展的挑战。目前,数字人民币设计、发行和落地准备已走在法定数字货币前列,可能开启了一个法定数字货币新时代。

数字人民币发行和落地是否成功,可能的关键条件在于:一是良好的发行兑换激励机制和畅通灵活兑付通道。数字人民币一级发行承兑能否获得商业银行等机构的积极支持和响应,取决于数字人民币的验证和记账(也即所谓的“挖矿”)是否有公平、合理的激励机制,这一问题可能是数字人民币正式发行和落地之前必须解决的关键问题。兑付通道是用户与数字人民币发行机构(央行)进行兑付的通道,如果兑付通道不畅通,市场上对数字人民币的需求突然增大或减少时,只能通过场外用户间的交易进行,很容易让数字人民币的价格产生波动,偏离正常水平,从而对现有货币和金融体系造成不可预知的巨大冲击。

二是市场接受程度和应用场景适用性。市场接受度和应用场景是数字人民币重要指标,只有具备足够的使用需求,才能保证人民币的流动性。当前,支付宝、微信支付在中国场景性支付和消费中占据重要份额,国内用户和市场已对此形成路径依赖,数字人民币应加强与现有的支付和金融机构的合作和融合,形成广泛细微、覆盖线上线下服务模式,提高市场接受程度和应用场景的适应性。

三是全球化的合作伙伴和灵活的监管适应性。未来,我国要用数字人民币作为工具和手段推进人民币国际化,就需要在全球范围内寻找可靠的合作伙伴,鼓励他们积极参与数字人民币的发行与承兑,提高数字人民币渗透率和在全球范围内的接受程度。这也意味着我国对数字人民币应采取更加开放的态度,例如,允许数字货币真正发挥“稳定币”功能,搭建人民币与虚拟数字货币之间的桥梁,允许数字人民币与美元等法定货币之间实现可自由兑换等。同时,在发行制度和监管方面,力求更大的灵活适应性,以满足各国对于数字货币和货币交易支付中的监管审查。

金融改革开放提速 权益市场长牛在路上

□国海证券首席债券分析师 靳毅

近日,国家外汇管理局公布了关于取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)(合称“合格境外投资者”)投资额度的限制。作为中国金融市场开放中最为重要的制度之一,合格境外投资者制度在引导海外投资人积极有序参与中国资本市场等方面有着非常重要的意义。

持续兑现金融改革承诺

2002年,中国证监会和中国人民银行联合下发《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,作为一个标志性事件,中国也是从这一阶段起,逐步开启了金融对外开放的步伐。在传统的经济学理论中,经济体的增长离不开全要素生产率的提升,作为全要素生产率的一个重要组成部分,资本在经济发展中发挥着非常重要的作用。因此,引入海外资本、助力经济增长,成为中国经济发展过程中一个非常重要的议题。

从2002年的QFII制度到2011年RQFII制度,从2014年的沪港通到2016年的深港通,中国资本市场的对外开放一直在持续进行中。自今年以来,中国金融领域的改革步伐明显加快。科创板以及一系列并购重组等政策的推出,有效支撑了国家扩大直接融资市场的战略导向,金融监管和LPR机制的完善则进一步加快了投资者利率市场化的进程,而合格境外投资者投资额度的放开又使得中国金融市场的开放更进了一步。

金融市场与实体经济往往相生相伴又彼此影响,作为中国金融改革的重要组成部分,资本市场对外开放的持续推进,在给中国金融市场带来新发展空间的同时,无疑也将促进中国经济的转型与发展。当前,中国经济进入增长方式转变、经济结构转型的关键时期。这一阶段,如何有效推进金融供给侧结构性改革,并建立和完善符合新时代下中国经济发展要求的金融市场,无疑成了当前中国金融改革的关键所在。因此,合格境外投资人投资限制的放开,不仅是中国金融开放在执行层面的具体推进,更是中国金融改革在当前的微观体现。

这些改革举措的不断推出,在推动中国资本市场良性发展的长效机制逐步建立的同时,也向许多国内和国际机构投资者释放了金融改革持续推进的信号,从而更加坚定了大家对于中国金融市场改革和中国资本市场发展的信心,而这对于中国金融市场和资本市场的发展,又将起到十分积极的作用。

权益市场长牛可期

当然,境外机构投资者投资额度上限的取消,并不能和长期牛市画等号。历史上,日本、韩国等国都经历了资本市场对外开放的过程,但这些国家的权益市场并没有相应地出现长期牛市。资本市场的长牛,还是需要中国经济的结构转型、科技创新企业的不断涌现、人民币国际化的持续推进等诸多要素共同作用的。但我们必须意识到,国家所提出的各项改革举措,都是在持续为权益市场核心动能的培育创造条件。

当前,海外机构投资者参与中国股票市场的渠道主要包括沪港股通、QFII及RQFII等。2019年,在本次全面放开合格境外投资者投资额度之前,外汇局将QDII额度上限调整至3000亿美元,不过截至8月末,QFII投资额度总额为1113.76亿美元,与此前规定的额度上限仍有一定距离。因此,本次合格境外投资者投资额度的放开,短期内也不会快速拉升境外投资人对A股的投资额度。

但作为中国资本市场对外开放的一项重要举措,合格境外投资者投资额度限制的放开,不仅是在完善中国资本市场对外开放的体系,也是在持续推进中国金融市场改革的步伐。它们虽然不能直接造就长期牛市,但却创造了中国权益市场长期良性发展的重要条件,从而为中国权益市场的长牛打下了坚实基础。

长期牛市的到来,从来就不是一蹴而就,更不会快快来走。它从孕育到出现、从发生到发展,都需要一个长期培育的过程。当前资本市场各项改革的不断推进,中国经济结构转型的持续推进,都是在为即将到来的长期牛市创造条件、积累动能。也只有这样,权益市场的牛市才能够走得长、走得稳。

就权益市场而言,近期以“合格境外机构投资者投资限制放开”为代表的系列金融改革举措的相继出台,在短期内有利于提振权益市场信心,引导海外资本逐步有序进入中国;从长期来看,更是通过权益市场各项长效机制的建立和完善,来助力本轮国家金融市场的改革和经济发展模式的变革。可以预见,本轮资本市场的改革仍在进行中,未来仍会有金融改革的相关举措陆续出台,并伴随着这些政策的陆续出台以及国内经济结构的持续调整,中国权益市场的长期牛市也正在不断酝酿之中。