

积蓄动能 中国经济增长逻辑未变

□中信证券首席经济学家 诸建芳

新型冠状病毒感染的肺炎疫情对经济的短期影响可能更大一些,但整体来看,对全年经济不必过度悲观。相较于2003年的非典疫情,这次疫情过后经济的可恢复性将更强。后续的逆周期政策可能会有所调整,财政、货币、产业和区域等方面政策将齐发力,保证经济运行在合理区间。疫情、自然灾害等只要没有演化成持续性冲击,最终都不会改变经济的周期性行为,短期回调反而积蓄了之后的上涨动能。当前我国经济处于一轮短周期的上升阶段,预计疫情冲击之后,这个上升阶段特点仍会有所表现。

加大逆周期调节力度 推动经济稳定发展

□中南财经政法大学数字经济研究院
执行院长 盘和林

对中国宏观经济而言,疫情短期内会影响国民经济活动,但随着疫情得到控制,经济活动会出现反弹,回归正常运行轨道。当下应加大逆周期调节力度,及时制定并采取一篮子宏观经济政策调节工具,熨平经济波动,稳定国民经济发展。

合理配置资源

基于当前的病例和疫情持续情况来看,新型冠状病毒所引发的肺炎比2003年非典的致死率低,但潜伏期长。

但是,市场大可不必对此产生过度担忧情绪,短期的非理性行为引发的“羊群效应”只会使经济雪上加霜,基于经济基本面的理性预期和资源合理配置才是当前市场所亟需的。回顾2003年非典时期,疫情对我国GDP的影响主要集中在2003年第二季度,对当年全年GDP增速影响有限。

具体来看,非典导致2003年二季度GDP增速出现阶段性下滑,从11.1%下降至10.1%,其中以交通运输、休闲服务等为代表的第三产业受到的冲击较第二产业和农林渔牧业更大,如铁路、公路和民航客运量连续三个季度累计同比增长为负,酒店、旅游和人工景点等行业下跌行情明显。此外,消费受到的冲击也较大,社会消费品零售总额同比增速自当年1月份开始下滑,从10%下降至5月份的4.3%低值。但以上影响均没有持续太久,随着疫情结束,各项指标也均得到恢复。

对当前经济结构有信心

当前,政府在通过调整货币和信贷政策、加大财政支出等方式来调节总需求管理的同时,把握好稳定总需求和释放风险之间的平衡关系,牢牢守住不发生系统性风险的底线。

实际上,任何危机对一国经济的影响,表面上是在挑战短期需求,其实是在考验着国家的经济结构是否合理。自2015年中央经济工作会议部署推进结构性改革以来,政府对经济中的结构性问题已经做了很多大刀阔斧的改革,比如淘汰落后产能,推动先进制造业、战略新兴产业发展;优化要素投入结构,从先前的要素驱动转变为创新驱动;培育新的增长动能,不再单纯依赖传统“三驾马

车”,而是通过改革、转型和创新来形成新的经济增长点。

因此,要对当前的经济结构有信心,相信凭借政府强有力的治理水平和充足的政策空间,可以战胜疫情。

培育新经济主体

笔者建议,未来政策应在以下几个方面发力:一是运用灵活适度的货币政策为市场注入流动性。通过合理的降准降息引导金融机构在风险可控的前提下将资金流向短期经营困难的中小企业,稳住实体经济的基本盘。

二是扩大中央财政支出,编制针对疫情的特定财政预算。对于受灾严重的地区或行业,可考虑出台延长纳税申报期限、适当税收减免或提供一次性财政补贴等措施,将居民部门和实体经济的损失控制在更小范围内。这次疫情也提示未来的财政政策方向要注重风险管理,不仅是金融风险,也要包括公共风险,通过制定完善的风险管理措施,将未来可能随时发生的不确定性成本降低到最低。

三是重点关注中小微企业的生存状况,在特定时间窗口提供扶持政策。中小微企业是否能顺利度过艰难时期牵动着整个国民经济的发展,疫情使相当一部分餐饮、旅游、交通、零售等服务业中小企业受到影响,建议出台缓解中小微企业银行贷款压力的措施,甚至为部分困难企业的贷款提供临时性贴息。

值得一提的是,在帮助中小微企业度过疫情所带来的困难时,不一定要政府大包大揽,要积极鼓励各种社会力量参与到帮助中小微企业的行动之中,特别是要发挥平台型企业的作用,鼓励其为平台内的生态企业提供相关帮助。

四是培育新经济主体,鼓励互联网创新。与非典时期最大的不同是近年来我国互联网经济带来的新一轮消费和投资,这使得人们足不出户也能享受互联网带来的资源共享,网购带来的社会零售总额缓解了疫情的消费冲击。同时也应看到一些创新模式正应运而生,比如疫情之下部分电商选择春节不打烊、部分电影改变以往院线上映的单一渠道、外卖提供超市采购服务等,所以应鼓励互联网创新,为经济注入新活力。

五是注重合理的预期引导。比恐惧更可怕的是恐惧本身,政府要配合宏观经济政策合理引导公众预期,为后续政策发力创造良好的施策环境。

不必过度悲观

1月25日中共中央政治局常务委员会召开会议,听取疫情防控工作汇报,此后各地陆续启动重大公共突发卫生事件一级响应,防控措施全面升级。

疫情被控制可能有三个原因:一是及时有效的隔离,二是特效药或者疫苗的投入使用,三是季节改变或其他环境因素导致病毒传播途径受阻。

对比非典时期,这次疫情对经济短期影响主要有以下五方面原因:一是从经济周期来看,2003年处于经济上升周期,目前可能属于弱企稳阶段;二是2003年非典爆发节点在春节后,这次恰逢春运,影响范围比较广泛;三是消费的反弹有限,因为春节期间的聚会等多属于一年一次性活动,疫情过后再进行的概率不高;四是当前消费和服务业占GDP的比重明显提高,而这两块是受疫情影响较大的部分;五是当前信息传播的速度非常快,对居民消费心理的影响也要大于非典时期。

笔者将短期内受到影响的行业分为以下几类:一是由于居民减少外出,明显受到冲击的行业,包括电影、旅游、餐饮、航空运输等;二是由于一季度或者春节期间往往为旺季,受到一定影响的行业,比如线下教育(寒假期间往往为线下教育高峰)、商超零售(减少人口聚集)、商业地产(受租金收入的影响)、航空以外交通业、服装(春节前一般为旺季)、食品饮料等;三是影响生产节奏的行业,一季度受到冲击之后,后面三个季度大概率可以弥补,比如电子、化工、计算机、通讯等;四是在疫情影响下,激发部分整车购买需求,以及未来对物流配送需求的长期提升带动智能驾驶、汽车电子等行业发展。

整体来看,对全年经济不必过度悲观。从

可恢复性的角度看,消费的可恢复性最差,其次是出口贸易,而工业与投资的可恢复性最强。相比非典疫情,本次影响的地区预计在消费和贸易占全国的比重这两个指标上会略低一些,在工业和投资占全国比重这两个指标上相对略高一些,因此这次疫情结束后经济的可恢复性更强。“决胜之年”的逻辑没有改变,后续的逆周期政策可能会有所调整,财政、货币、产业和区域等方面政策将齐发力,保证经济运行在合理区间。疫情、自然灾害等只要没有演化成持续性冲击,最终都不会改变经济的周期性行为,短期回调反而积蓄了之后的上涨动能。当前我国经济处于一轮短周期的上升阶段,预计疫情冲击之后,这个上升阶段特点仍会有所表现。

更多逆周期政策有望推出

日前,央行、银保监会、证监会等五部委联合发布了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》,列出了金融层面的30条措施来进一步强化金融支持疫情防控工作。笔者认为,这对于资本市场的健康运行、金融更好地帮助实体企业和居民渡过难关以及更好服务于疫情防控均起到较好作用。

在货币政策方面,主要涉及四方面扶持:一是保持整体流动性的合理充裕,通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具向市场提供流动性;二是对帮助防控疫情的企业进行定向信贷资源倾斜,满足合理融资需求,其中定向提供总计3000亿元低成本专项再贷款资金;三是针对受疫情影响较大的企业和居民将采取适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式,并保持不断贷、不抽贷、不压贷,合理延长受影响居民的还款期限;四是对帮助控制疫情的企业在发债、国外物资进口所涉及对外付汇等业务予以快速通道支

新华社图片

持。在2月3日和4日,央行还分别进行了1.2万亿元和5000亿元的逆回购,并降低了7天和14天期的公开市场操作利率10个基点。笔者认为,这也是对该通知的具体落实措施之一,体现了政策托底的决心,目的是稳定市场和企业的信心,预防经济和金融市场出现超预期波动风险。

在证监会方面,针对受疫情影响较大的区域和企业作了政策部署,如对股票质押融资、融资融券业务的特殊政策安排、延期披露定期和年度公告、免收湖北地区上市公司2020年上市年费等具体措施,细致且可落实,能够有针对性地帮助和扶持受影响企业。

在地方政府层面,自2月2日起,地方政府也在陆续出台针对各自区域的扶持政策。据不完全统计,苏州、上海、北京、青岛、临沂、滨州、宁波等地相继出台了相关政策,帮助中小企业共渡难关。总的来看,各地政府主要从三个方面对企业进行扶持:提供人才保障、减轻企业负担、加大金融支持。在人才保障方面,实施援企稳岗,帮助企业尽量减少裁员,按规定返还部分失业保险费;在减轻企业负担方面,引导创业载体为租户减免租金,同时减免、延迟税费缴纳;在金融支持方面,要求稳定信贷规模,降低融资、借贷成本,不抽贷、不断贷、不压贷,缓解企业资金流动性困难,同时优化金融服务,开设线上和高速审批通道。除此之外,青岛、临沂、宁波等地还为企业积极提供相关的法律支持,解决受疫情影响的停产、停工,无法按期履行涉外合同的问题。

可以预期,一方面政府将继续全力以赴科学精准地防控疫情,另一方面将会有序恢复民生供应、恢复生产、恢复经济活动。笔者认为,疫情对经济的冲击更可能集中在一季度,疫情之后,后续的逆周期政策可能会有所调整,适当弥补疫情带来的增长损失。

深市期权行权安排

两种行权申报方式优劣对比				
行权指令合并申报优势	提高资金效率	减少折价交易	提高合约流动性	降低行权成本
行权指令合并申报	权利方无需备资备券。	按认沽认购行权价差额进行现金交收,规避标的价格波动风险,增加行权意愿。	实值期权权利方可用平值及浅度虚值期权来构建合并行权组合,提高平值及浅度虚值期权的流动性。	行权方按照行权价差额现金交收,无需进行证券过户,不收取过户费。
普通行权申报	认购期权权利方足额备资,处置行权所得合约标的后才能回笼资金。认沽期权权利方足额备券,行权交收后才能回笼资金。	认购期权权利方在行权后的第二个交易日方能收到合约标的,承担两个交易日的价格波动风险,在价格不利又不希望行权时只能选择折价出售。	平值及浅度虚值期权在行权日价值迅速归零。	收取过户费。

×10,000×10=10,000元。

行权的步骤

行权的具体步骤包括:行权申报、行权有效性检查、行权指派、行权清算和行权交收等。

一是行权申报。期权权利方行权的,应当委托期权经营机构,在期权合约行权日申报。深市期权的行权日为每个合约到期月份的第四个星期三(遇法定节假日、深交所休市日顺延至次日交易日)。

深交所接受普通行权申报时间为行权日的9:15至11:30、13:00至15:30;接受行权指令合并申报的时间为行权日的15:00至15:30。根据市场情况,深交所可以调整接受行权申报的时间。

在行权日,当日多次申报行权的,按照累计有效申报数量行权;当日买入的期权合约,当日可以行权;当日行权申报指令,当日有效,当日

可以撤销。

二是行权有效性检查。行权日日终,中国结算将根据行权方行权申报记录进行有效性检查。通过有效性检查的行权申报为有效申报,否则为无效申报。

普通行权申报有效性检查的内容包括:行权方所持期权合约是否足额;认沽期权行权方所持合约标的是否足额。

行权指令合并申报有效性检查的内容包括:1.合并申报中的期权合约是否为同一合约标的;2.期权合约单位是否相等(可以同为标准合约或同为非标准合约);3.一个单位组合是否为认购期权合约和认沽期权合约各一张;4.期权合约是否为当日到期合约;5.认沽期权行权价是否高于认购期权;6.认购期权和认沽期权累计行权指令合并申报数量(扣减行权撤单后)是否未超过投资者持有的相应认购期权合约权利仓净头寸及认沽期权合约权利仓净头寸

的较小值。净头寸以当日到期组合策略解除后的净头寸为准。

三是行权指派。行权指派指的是,中国结算根据所有投资者行权有效申报的数量,向被行权方(即期权义务方)进行指派。行权指派的原则为按照“按比例指派”和“零头按尾数大小指派”,具体为:首先,用有效行权数量除以义务仓整体持仓数量,算出一个行权比例;然后,用该行权比例乘以每个期权义务方的持仓数量,加上零头按尾数大小指派结果,得出该期权义务方被指派行权的数量。中国结算根据行权指派情况计算期权双方行权应收应付的资金和合约标的。

四是行权清算。行权指派后,中国结算将根据期权权利方行权申报和期权义务方被指派情况,计算期权权利方、义务方双方应收应付资金和合约标的。清算时先处理行权指令合并申报,再处理普通行权申报。

五是行权交收。深市期权行权交收日为行

权日的次日交易日。

投资者在得知被行权指派后,应当于行权交收日备足合约标的或资金用于行权交收。如果投资者行权交收日日终应付合约标的不足,不足部分将转为现金结算方式完成行权交收。如果转为现金结算方式后交收资金仍不足,则视为行权资金交收违约。

现金结算分非惩罚性和惩罚性两种。

一是非惩罚性现金结算。对于以下情形,按照深交所公布的行权现金结算价格,以现金结算的方式进行行权交割:(1)期权合约行权日遇合约标的全天停牌、临时停牌直至收盘,实值认沽期权的行权申报(按照深交所公布的行权现金结算价格认定)因合约标的不足未通过有效性检查的;(2)期权合约行权日的次日一交易日遇合约标的全天停牌、临时停牌直至收盘,行权交割中应交付的合约标的不足部分;(3)其他深交所认为有必要的情形。

二是惩罚性现金结算。除以上非惩罚性现金结算规定的情形以外,对于行权交割中应交付的合约标的不足的部分,由中国结算按照合约标的当日收盘价上浮10%作为现金结算价进行清算交收。

需要注意的是,用于行权交收的必须为无限售条件的合约标的,未上市或限售的合约标的不能用于行权交收。

(免责声明:本文仅为投资者教育之目的而发布,不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。深圳证券交易所力求本文所涉信息准确可靠,但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证,对因使用本文引发的损失不承担责任。)

■ 深交所期权投教专栏(6)

在期权合约到期日,持有权权合约权利仓的投资者(即“期权权利方”)可以决定是否对合约行权。当期权权利方决定行权,持有权权合约义务仓的投资者(即“期权义务方”)需备齐合约标的或资金以履行相应义务。那么,深市期权行权可以采用哪些方式,又分为哪些步骤呢?

什么是行权?

行权是指期权权利方在合约规定的时间行使权利,以约定的价格买入或卖出合约标的,或者按照规定结算价格进行现金差价结算。

深市期权现有行权申报方式包括普通行权申报(非合并的行权申报)和行权指令合并申报。

普通行权申报和行权指令合并申报的区别为:普通行权申报以1张期权合约为基础单位,行权方需足额备资备券;行权指令合并申报则是以1张认购期权权利仓、1张认沽期权权利仓为基础单位,中国结算按认沽认购合约行权价差额进行现金交收。需要注意的是,用于行权指令合并申报的认购期权和认沽期权需基于相同合约标的,且认沽期权行权价需高于认购期权行权价。

与普通行权申报相比,行权指令合并申报具有优势。(见表格)

案例:

行权日,投资者小李持有10张行权价为2.3元的认购期权合约和10张行权价为2.4元的认沽期权合约,行权日现货价格为2.5元。

若10张认购期权合约采用普通行权申报,小李需要备足资金2.3×10,000×10=230,000元。若采用行权指令合并申报,申报数量10张,小李无需为行权备资备券,从而提高了资金的使用效率,行权后小李获得的收益为(2.4-2.3)