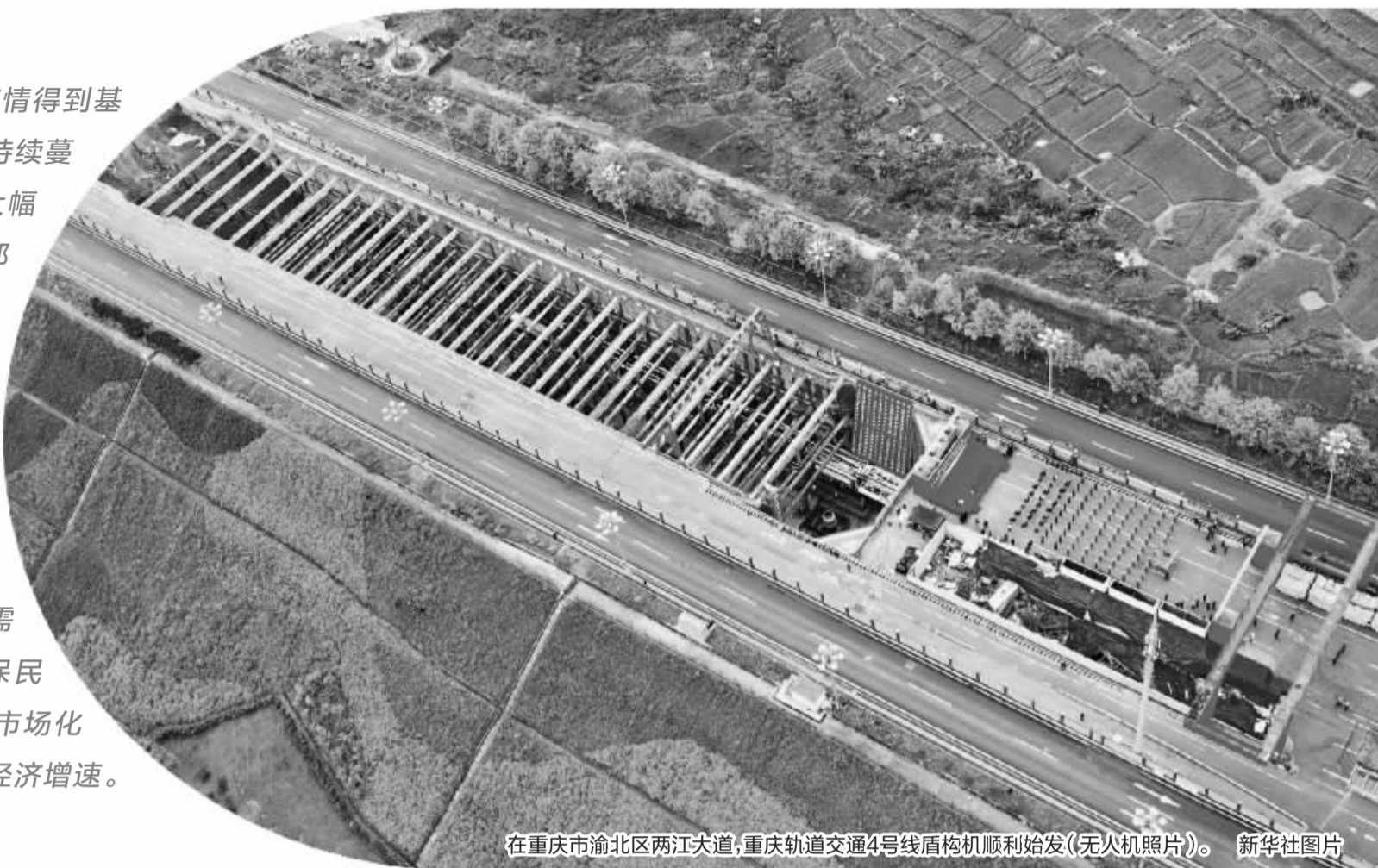


供需两端发力 提升潜在经济增速

□新时代证券首席经济学家 潘向东

国内新冠肺炎疫情得到基本控制,但海外疫情持续蔓延,国际资本市场大幅波动,外需回落,外部风险大于内部风险,宏观风险大于微观风险。疫情对我国供需均产生冲击,笔者认为,宏观政策需要坚持底线思维,供需两端发力。需求政策应坚持注重保民生,供给端进行要素市场化配置改革,提升潜在经济增速。



在重庆市渝北区两江大道,重庆轨道交通4号线盾构机顺利始发(无人机照片)。新华社图片

坚持底线思维

疫情在全球范围内持续蔓延,金融委在十日之内连续两次召开会议,说明我国疫情防控工作出现新局面,面临新挑战,整体而言,主要表现为两个方面:一是外部风险大于内部风险。目前,国内疫情基本得到控制,复工复产处于关键阶段,但疫情在海外愈演愈烈。首先,疫情冲击下全球金融市场大幅波动,海外资本市场的不确定性明显高于国内。其次,疫情导致全球经济停摆,世界经济下行风险加剧,IMF已经将2020年全球经济增速下调至-3%,意味着二季度全球需求萎缩或对我国外贸行业和相关产业链带来巨大冲击。再次,国外疫情导致需求下滑,同时油价下跌,加剧了全球通缩预期。最后,新兴市场医疗卫生等条件不足,潜在风险进一步上升。

二是宏观风险大于微观风险。严峻复杂的国际疫情和世界经济形势,暴露出全球价值链的脆弱,局部地区存在“逆全球化”风险;近期印度、越南、巴西等国家出台了限制粮食出口的措施,叠加非洲蝗灾等,非疫情因素对经济也出现扰动。另外,我国宏观杠杆率在短期内也有所上升,未来应坚持底线思维,做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。

发挥结构性货币政策作用

金融委会议指出,当前我国疫情防控

面临外防输入、内防反弹的形势,又处于复工复产的关键阶段,指出宏观经济面临多重风险,在受到疫情冲击明显的背景下,重新提出“加大逆周期调节力度”多举措支持复工复产,推动经济社会发展秩序恢复常态。未来更加积极的财政政策及更加灵活适度的货币政策将从总量和结构同时入手,持续发力。

在货币政策方面,加大总量投入,发挥结构性货币政策作用。一是降息。随着OMO—MLF下调20BP,4月20日商业银行一年期LPR报价大概率也会下调15BP—20BP,5年期LPR也可能作出相应调整,从而降低实体经济融资成本。二是降准。目前我国中小银行存款准备金率已降至6%,但是我国商业银行综合存款准备金率依然在9%—12.5%,存在进一步全面降准空间。三是结构性货币政策工具持续发力。再贷款再贴现政策刚刚实施,将会覆盖全国7%—10%的中小微企业,支持超过200万家中小微企业,这些政策将更多资金注入中小企业,支持二季度社融和M2保持高增长,维持流动性合理充裕。二季度积极财政政策将接力货币政策发力,包括或上调赤字率、加大专项债发行、发行特别国债,以及加大对中小微企业的减税降费力度等。

对于当前全球经济而言,疫情从需求和供给两端对经济造成冲击。从需求端看,航空、旅游休闲、文化娱乐、餐饮聚会等活动大受影响,可选消费品和服务业需求大

幅下降。随之而来居民收入下降,会进一步抑制需求。从供给端看,疫情导致了国内乃至全球产业链和供应链受阻,企业上中下游之间的产业链难以畅通传导,国内和国际贸易大幅萎缩,企业订单减少。因此,宏观政策需要在供给和需求两端发力。

由于海外市场对我国外需行业和产业链冲击较大,除了专项债刺激重大民生工程,加大固定资产投资外,还需要多重措施扩内需,刺激消费。目前国内疫情防控取得明显成效,一些省份通过发放消费券、补贴等形式刺激居民消费。此外,还需要关注低收入群体的困难,完成2020年精准脱贫攻坚战,通过一系列措施提升低收入群体的福利水平。

需要看到的是,目前形势与2008年是完全不一样的,2008年的危机是流动性危机引起,最后传导到实体经济,随着各国央行出手,流动性危机化解,实体经济随之恢复,刺激政策的出台随之见效。现在这场危机是因为疫情引起,未来疫情如何演变仍是未知数。在此背景下,政策工具的推出需要有底线思维,为此,经济政策出台要考虑的是用政策工具去保就业和保民生。在产业方面,需要重点支持的是劳动密集型的产业和民生相关领域。

要素市场化配置改革

稳定经济不能单方面过度刺激需求,这会导致债务风险增加,刺激的边际效用

也在递减。作为转型中的经济体,中国经济趋势扭转并不困难,特别是资源配置效率可以快速改善。这次要素市场化改革目的就是在改善要素配置效率,提升潜在经济增速。上世纪80年代以来,中国经历了三轮经济周期,都是改革周期。次贷危机之后,人口、环境、资源约束增强,特别是要注意到我国的资源配置效率需进一步提高。

供给端以要素市场化改革为抓手,通过土地改革实现农业集约化生产,提高农业生产效率,增加农民收入;深化户籍制度改革,实现劳动力市场流动更加自由,改善劳动力资源配置效率;完善股票和债券市场基础制度,扩大金融业对外开放,增加有效金融服务供给;通过技术要素市场改革实现我国人口红利向工程师红利的转变,实现产业升级;以大数据为代表的信息资源正在逐渐成为重要的生产要素,培育数字经济新产业、新业态和新模式,推动新一轮技术革命——数字经济革命发展。总之,我国可以从土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场出发,深化改革,提升要素配置效率,提高经济潜在增长率。

因此,金融委提出扎扎实实做好自己的事,也就是需求端做好扩内需,稳就业,实实在在提高居民的获得感;供给端继续深化要素市场改革,向改革要定力,从而抓好疫情带来的产业升级机遇,实现经济高质量发展增长。

A股投资理念将发生根本性变化

□中国人民大学财政金融学院 周游 章洪铭

新证券法已于2020年3月1日实施,证券市场的正确定位及注册制的制度安排,证券市场的投资理念将发生根本性变化。新证券法将逐步完善监管理念,“政策市”现象将逐步被依法治市、引导市场合理预期所代替。

市场机制不断完善

笔者发现,三十年来我国的A股(下文以上证综指为例)的涨跌反映了证券市场在我国经济发展过程中定位的政策要求,过分“重筹资,轻投资”的市场定位,导致A股指数涨跌出现周期性轮回的“政策市”现象。

核准制下在我国证券市场建立之初的市场机制不健全,且我国当时正处在工业化进程之中的背景下具有积极意义。但在调结构、转变增长方式的今天,其所存在的问题变得愈加突出,越来越为市场所诟病。表现在:行政手段配置资源,抑制了市场的创新能力和市场机制优胜劣汰的功能;高溢价发行严重影响二级市场投资者收益;行政审批的核准制也无法完全回避审核过程中的道德风险。

因此,核准制下上市公司价值创造能力遭到市场质疑。同时,核准制下有限的股票供给,使A股市场更多体现了投资者之间博弈的属性。

注册制预期产生积极影响

2015年12月27日,国务院实施股票发行注册制改革的举措获得最高立法机关的修法授权。虽然实际改革暂缓施行,但注册制预期已经使市场投资理念悄然发生变化。

在注册制的预期下,2016年—2019年创出历史新低股票在不断增加,“元股”的数量分别为1只、7只、84只、113只,甚至股价跌破1元股票也在不断增加。与之形成巨大反差的是,仍有少部分优质公司股价不断创出历史新高(2016年—2019年四年各年分别有364个、569个、239个、22个公司股价创出历史新高)。在2014年之前的A股市场上,这种现象是从未有过的。也就是说,注册制预期对证券市场的影响从2016年已经开始显现。

注册制是建立在法律基础之上的信息充分披露制度,投资者依据发行人提供真实、完整、准确的信息进行投资决策。为保证信息披露的真实可靠和有效,金融中介机构以其职业操守和专业素养为此“背书”。如果有关主体无论是因为主观故意还是客观疏忽提供虚假信息,将会受到法律的严惩。

在这种制度安排下,具有价值判断能力的机构投资者将成为市场的中坚力量。美国是最早施行注册制的国家,其机构投资者持股市值与个人投资者持股市值之比一直保持持续增长的趋势。1945年,该值仅为0.0552,而到1985年,美国机构投资者持股市值首次超过个人投资者持股市值,该值达到1.0304,在2011年,达到历史高点1.7525,2018年的最新数据为1.6234。

资本市场的支持带动了PE和VC蓬勃发展,营造了创新企业发展的良好环境,成就了美国在互联网等高新技术创新领域内的世界领先地位。

监管理念将逐步变化

将证券市场还原其本质——国家核心竞争力的重要组成部分,这样的制度安排,真正厘清了资本市场和实体经济二者相辅相成、互为促进、共同推动经济增长的关系,对我国证券市场长期持续发展具有重要意义。

这次修订证券法的最大亮点是,从立法上分清政府监管和市场的边界,这也是注册制和核准制在法律制度上的根本区别。这次证券法修订用“具有持续经营能力”代替“具有持续盈利能力”;用多套上市标准取代核准制下强调前三年业绩的传统做法,以适应高新技术产业的特点;取消发行审核委员会制度,让更多体现市场机制和包容性要求的证券交易所负责上市申请的核查和注册;进一步明确和强化了投行等金融中介机构的法律责任;在信息披露方面,要求“应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”。总之,政府通过一系列法律法规的制定,目的是让资本市场形成有效的市场机制和完善的信用制度。将价值判断交由市场,更好地体现了发挥“市场在资源配置中起决定性作用”的精神。

按照这种思路,证券市场不仅是经济盛衰的晴雨表,更是引领未来经济走向的风向标。过去以炒概念为代表的投资者之间博弈行为将会改善,股指涨跌周期性轮回的状况将会得到根本改变。

证券市场的正确定位及注册制的制度安排,使证券市场的投资理念将发生根本性变化。基于面临调结构、转变增长方式的现实和我国人口众多的特点,未来两大方向要予以高度关注。第一,一批在核心技术上具有国际竞争力的公司将脱颖而出。第二,中国本身就拥有一个巨大市场,互联网、高科技的渗透,导致传统行业(尤其是满足大众需要的衣食住行等消费领域)集中将会进一步加剧,高效率的行业巨头企业的出现,将会成为另一需要关注的重点。

市场的生态将由自然人投资者占比高、成交量大、换手率高、股指周期性轮回频繁波动,逐步转变为具有价值判断能力的投资者(主要是机构投资者)占主导地位,作为反映经济发展风向标的指数,将开启长期持续上涨的模式。

监管理念由政府监管部门的事前核准,变为事中监督、事后(违规)处罚相结合。新证券法大幅提高了违法行为的处罚力度,设立投资者保护专章,探索建立了符合中国国情的证券民事赔偿制度,保护投资者利益。

新证券法将从根本上逐步改变监管理念,“政策市”现象将逐步被依法治市、引导市场合理预期所代替。总之,新证券法将在我国的证券市场历史上翻开新的一页,一个和实体经济良性互动,良好的市场生态呼之欲出,中国证券市场将迎来阳光灿烂的春天。

数字货币推出利于货币政策工具创新

□兴业银行首席经济学家 华福证券首席经济学家 鲁政委

央行数字货币近期进行测试引发市场关注。对于中央银行而言,推出央行数字货币有利于增强反洗钱、反逃税和反恐怖主义融资的能力,应对现金运用日益减少的挑战,降低货币发行成本,并为非常规货币政策的实施创造了条件。但数字货币的便捷性,也增加了央行精准调节流动性的难度。

对于央行数字货币如何影响金融机构,则取决于其具体的设计。中国的CBDC(中央银行数字货币)采用双层运营架构,即央行向商业银行等机构发放CBDC,再由机构向CBDC提供给终端用户。这种模式既便于居民使用,也减轻了CBDC对商业银行传统经营模式的冲击。不过,CBDC由央行直接发行,其安全性高于银行存款,可能对银行存款形成一定的竞争。因此,如何确定CBDC的发行数量,是否对CBDC与现金、存款之间的兑换设置一定的限制等,仍是需要慎重考虑的问题。

实行“可控匿名”

据媒体公开消息,央行数字货币采取的发行方式是双层运营体系,即央行先把数字货币兑换给银行或者其他运营机构,再由这些机构兑换给公众,而不是“央行直接向公众发行数字货币”的“单层运营体系”。为保证央行数字货币不超发,商业机构向央行全额、100%缴纳准备金,央行的数字货币依然是中央银行负债,由中央银行信用担保,具有无限法偿性。由于央行不直接向公众发行数字货币,CBDC不会对商业银行的传统经营模式构成竞争,也能够充分发挥商业银行和支付机

构在技术创新方面的积极性。

从数字货币的运用来看,我国的CBDC注重替代现金的功能,并主要针对小额零售场景。从数字货币的匿名性来看,与完全匿名的现金不同,我国的央行数字货币会实行“可控匿名”,也就是说在用CBDC交易时,交易双方可以是匿名的,公众的隐私可以得到保护。但是在开展反洗钱、反恐怖主义融资和反逃税时,仍然可以追溯到真实的交易对象。

从技术选择来看,央行官方回应为“央行保持技术中性,不预设技术路线。”虽然区块链技术应用火热,但是区块链技术运算复杂,一定时间内能够处理的交易规模有限。这难以满足中国零售场景的应用需求,未来具体面向客户端的技术,还需要多样化的探索。

强化金融监管

如果我国央行推出数字货币,可能会带来哪些改变?从中央银行的角度来看,一是CBDC可以增强反腐败、反洗钱和反恐怖主义融资的能力。由于现金交易完全匿名,不需要账户体系,可能会被用于洗钱、逃税和为恐怖主义融资。如果CBDC被设计为可控匿名的模式,可以一定程度上替代现金,帮助央行监测资金流向,强化金融监管。

二是CBDC可能增加M0的波动,提高流动性精细调节的难度。CBDC有与现金相似的特性,但支取时不需要“跑路成本”和等待时间,使用便捷。这可使CBDC的变化幅度和频率高于现金,增加了预测流动性漏损的难度。

三是推出CBDC为实施非常规货币政策创造了条件。一方面,在居民使用现金的情况下,名义利率将不可能低于0%。因为如果央

行对存款实施负利率,居民会选择将存款从银行中取出,以现金的形式储藏起来,避免价值损失。除非央行将部分现金注销,但这在操作难度大且成本高。这在经济学上被称为有效利率下限(ELB)。不过,如果CBDC完全取代现金,央行则能够通过程序设计使CBDC的利率低于0%。另一方面,如果CBDC存在,央行可以直接在居民的电子钱包中增加CBDC数量,通过给民众普遍发放现金来刺激经济。

四是CBDC能够帮助央行应对现金支付日益减少、私人部门提供的数字货币或数字支付服务的应用日益广泛的挑战。2019年中国M0与GDP的比例为7.8%,较2010年的10.8%下降了3个百分点。2019年电子支付在非现金支付中的比例达到69.0%。其中,移动支付的比例达到9.2%。这一定程度上影响了中央银行能够监测得到的货币变化,和对支付结算进行统一监管的能力。

应对电子支付挑战

从金融机构的角度来看,一是CBDC可能提高商业银行流动性管理的难度。与现金相比,客户能够更为便捷地获取CBDC。这可能会使流动性波动的频率变高、速度加快。在出现商业银行信用风险的极端情况下,储户可能提取数字货币到自己的数字钱包之中,商业银行面临的流动性压力将高于使用现金的时期。因此,在特殊时期,可能需要央行对CBDC