

北京金融衍生品研究院副院长赵庆明:

特殊时期货币政策退出时机基本成熟

□本报记者 焦源源



北京金融衍生品研究院副院长赵庆明日前在接受中国证券报记者专访时表示,社会融资规模增速明年1月和2月可能有所上升,进入3月后增速开始回落,到四季度增速有望稳定下来。

明年我国货币政策调控正常化力度和幅度会小于今年下半年,仍是缓慢和渐进的。明年上半年降准可能性非常小,将更多利用中期借贷便利(MLF)、逆回购等手段调控流动性。本轮特殊时期的货币政策调控退出时机已基本成熟,这主要是经济基本面决定的。对明年全球通胀压力不必过度担心,即使明年全球范围内物价出现一定上涨压力,也是温和的,高通胀时代远未到来。

明年上半年降准可能性小

中国证券报:11月社会融资规模增速出现拐点引发市场关注,后期会如何演绎?

赵庆明:11月社会融资规模存量同比增长13.6%,较上月回落0.1个百分点,是今年3月以来持续攀升后首次回落。在此项数据公布后,市场有社会融资增速出现拐点的说法,引起部分投资者担忧。

11月社会融资规模增速出现回落是预料之中的事,今后尤其是明年各月随着基数因素影响,会呈现明显回落走势。今年1月和2月,社会融资规模同比增长均为10.7%,与去年11月和12月持平。在新冠肺炎疫情发生后,我国经济受到冲击,进入3月后,随着复工复产逐步恢复,宏观政策采取较大力度逆周期对冲措施。在货币政策上,采取包括降准降息、专项再贷款、再贷款再贴现等一系列政策措施;在财政政策上,在增加财政赤字的同时发行抗疫特别国债。随着这些政策落地实施,社会融资规模存量同比增长从3月开始提速,3月末同比增长11.5%,此后增速逐月提高,到10月末增速达13.7%。

从结构看,今年社会融资增速的提高主要来自政府债券大幅增加,其次是人民币贷款增加。前11个月,政府债券净增加7.62万亿元,比去年同期多增3.28万亿元,由此拉动社融增速约1.3个百分点。其次,为对冲疫情影响,整个金融系统也增加信贷投放。前11个月,对实体经济发放的人民币贷款比去年同期多增3.07万亿元,由此拉动社融增速约1.2个百分点。

随着政府债券在10月底基本发行完毕,以及考虑到我国信贷投放规律,到11月社会融资余额同比增长出现回落是意料中的事,12月还会进一步回落。由于今年1月和2月社融尚未发力,明年1月和2月增速或有所上升,但是进入3月后,即使仅仅是基数的缘故,增速也会开始呈现回落走势,预计到明年四季度增速才会稳定。

导致明年3月以后社融增速回落的另一个主要原因是,明年无论是政府债券融资还是银行投放给实体经济的人民币贷款,边际新增部分都会比今年要少,新增政府债券融资总额甚至可能比今年要少。预计到明年年底社会融资增速将回落至11%左右或以内。当然,背后的根本原因是我国宏观经济已从疫情的严重冲击中基本恢复正常,不需额外的宏观政策对冲。因此,对社会融资增速出现拐点要理性看待,尤其是资本市场投资者要正确认识,没有必要对此过度担忧。

中国证券报:央行近日超量续作MLF向市场释放出什么信号?

赵庆明:12月15日央行开展了一年期9500亿元MLF操作,此操作含对12月7日和16日两次合计6000亿元MLF到期续作的续作,轧差后形成3500亿元净投放,到上月MLF超额续作的净投放3000亿元有进一步增加,由此被某分析师称为“宽松小周期的再确认”。对这种说法,我觉得有一定的道理,但也不尽然。

进入12月后,整个金融市场利率水平有所回落。超量续作MLF一方面是对当前信用债市场违约风险有所提高的一种响应,旨在表明央行化解金融风险的态度及由此向市场传递积极的信号,防止风险非正常积聚;另一方面,是对前期市场利率过快攀升的一种修正。4月底以来,市场利率开始持续回升,以10年期国债到期收益率看,4月下旬在2.50%左右,11月中旬攀升至3.30%以上,已超过年初水平,上升幅度比较显著。

超额续作MLF可能表明央行对降准的态度及对相关流动性工具偏好。年初,为应对疫情,提振市场信心,央行三次降低存款准备金率累计释放约1.75万亿元长期资金。进入二季后,为防止出现大水漫灌,央行持续缩

量续作MLF,以此调控市场的流动性处于合理水平。3月末,MLF存量是4.29万亿元,到6月末降至3.55万亿元,净回笼7400亿元。8月17日以来,央行开始超额续作MLF,到现在MLF存量已达5.15万亿元,接近历史最高余额。超额续作MLF与降准都能起到补充金融体系流动性的作用,它们之间存在替代关系。年初,央行三次降准后,市场曾预期年内还会有一至两次降准。如今随着央行更加明确地选择MLF渠道补水,市场降准预期已基本消失,这在资产价格已有可观涨幅情况下,更有利于抑制资产泡沫,防止产生新的金融风险。因此,预计明年上半年降准可能性非常小,而是会更多利用MLF、逆回购等手段调控流动性。

明年全球经济大概率恢复正常

中国证券报:本轮特殊时期的货币政策调控退出时机是否已经成熟?

赵庆明:本轮特殊时期的货币政策调控退出时机已基本成熟,这主要是经济基本面决定的。

首先,从国内经济看,进入4月后,随着调控政策落地实施和复工复产节奏加快,我国宏观经济转入恢复阶段,呈现加快恢复良好势头。从GDP增速就能明显看到这一趋势的变化,一季度GDP增速同比下降6.8%,二季度转为正增长3.2%,三季度加快至4.9%,四季度有望进一步提速至7.0%左右,实现2017年下半年以来单季度最高增速。明年初,我国经济有望恢复到疫情前水平,经济增速有望超过8%。当然,高增速有基数较低贡献,但更多是因为经济活力基本恢复和经济新发展格局下提质增效的贡献。

其次,从国际经济看,疫情对经济不利影响在减弱,明年全球经济实现较快复苏可能性较大。尽管进入秋冬季后,欧美国家疫情出现反复,新增确诊病例持续创新高,部分国家采取更严厉防控措施,但对经济不利影响低于上半年,而且随着接种疫苗逐步推广,明年全球经济基本恢复正常是大概率事件。据今年10月份IMF(国际货币基金组织)的预测,明年全球经济增长5.2%。

总之,明年国内经济及全球经济均有望恢复正常状态,我国特殊时期采取的特殊货币政策也就有了退出条件和必要。

国内货币调控进入下半年后就已启动某种程度退出。货币调整的艺术在于前瞻性和渐进性,尤其是经济好转下的货币调控回归,会更注重预调微调,不可能是跳跃式分段实施的。现在回过头看,随着我国经济二季度开始加快恢复,特殊时期的货币调控于年中时就告一段落,流动性管理由较大规模净投放转为保持基本稳定,通过降低逆回购、MLF等政策利率进而引导贷款市场报价利率(LPR)下行也在5月结束。进入下半年后,货币调控边际上开始有所收紧,最显著的一个变化就是市场利率自年中触底后开始缓慢回升。

中国证券报:2021年,货币政策调控正常化将如何推进?会有哪些有利或制约因素?

赵庆明:明年我国货币政策调控正常化力度和幅度会小于今年下半年。我认为,货币调控在今年内基本完成从特殊调控到回归正常的过程:上半年面对严峻的经济形势,监管果断出手,一系列政策集中在2月和3月推出,3月、4月和5月三个月集中落地,进入下半年后随着实体经济好转,货币调控边际上开始缓慢收紧。

当前,各界对明年经济增长都较为乐观,很多预测的增速在7%以上,有个别机构甚至给出9%以上的预测值。这种乐观的预期也导致市场担心,明年货币政策会加快回归正常化。明年货币政策调控仍会向正常化回归,但是力度和速度仍是缓慢和渐进的,不会加快和加强。

这是因为:一是我国经济仍未全面恢复正常。从宏观数据看,今年四季度我国经济增长有望进一步提高至7.0%左右或以上,可能会创出2017年下半年以来单季最高增速,但居民消费仍较低速,部分服务业和大部分中小微企业要恢复正常仍需时日。即使明年经济增长超过了8%甚至超过9%,主要是因为基数较低造成的,经济仍处于恢复过程之中,离大幅收紧货币政策调控还较远。

二是明年通胀压力不大,至少上半年通胀压力不大。明年一季度各月全国居民消费价格指数(CPI)可能出现同比负增长,尽管全国工业生产者出厂价格指数(PPI)有望最早在2月转为正增长,但一季度整体物价水平都可能处于相对低的状态。二季度随着蔬菜等供给进入生产旺季,CPI也将处于较低水平,PPI会因为较高的翘尾因素有望升至2%

3月,代表全球大宗商品价格的CRB现货指数和原油价格分别较2008年8月高点下跌30%和50%。此后,随着各国经济刺激政策组合拳推出,世界经济开始企稳回升,大宗商品价格才随之回升。今年疫情以来,大宗商品价格也出现一波下跌,但下跌时间与2008年国际金融危机时期相比要短得多,CRB现货指数和原油价格在4月20日前后相继见底,下跌持续时间不到两个月。从跌幅看,CRB现货指数仅下跌12.7%,WTI原油价格因出现负数,跌幅要超过2008年国际金融危机时期。不过,此后在全球经济仍然衰退和需求萎缩情况下,大宗商品和原油价格便开始回升,到今年12月15日,CRB现货指数已回升到436.79点,与年初402.53点相比反而上涨了8.5%,铁矿石以及铜、铝等有色金属价格已创近年来新高。4月底以来,在全球经济仍然衰

内地资金与新经济 深刻改变港股市场生态

□华兴证券首席经济学家兼首席策略分析师 庞溟

内地与香港股票市场交易互联互通机制开通六年以来,交易规模持续增长。沪深港通各项单日成交额纪录在2020年一再被刷新,北向交易单日成交额于2020年7月7日创下1912亿元人民币的历史新高,南向交易单日成交额也于2020年7月6日录得602亿港元的历史新高。沪深港通正不断加速内地与香港金融市场间的互通,内地资金与新经济已经深刻改变港股市场生态。

内地与香港金融市场加速互通

香港已成为境外投资者进入A股市场的重要节点和内地投资者投资境外市场的首选。香港和海外投资者通过北向沪深股通持有的内地股票总额由2014年底的865亿元人民币,激增至目前超过2.1万亿元人民币的规模;与此同时,内地投资者通过南向港股通投资港股的持股总额也持续攀升,由2014年底的131亿港元增至目前的1.9亿港元,占港股总市值的4.2%。

今年以来,南向资金加速流入港股市场,其净流入规模超过5000亿元人民币,相比2019年已翻番,并创下沪深港通、深港通开通以来历年之最。从南向资金流向来看,消费、医药、科技、通讯等行业在内的新经济板块较受投资者青睐。

2018年,港交所推行了25年来最大的上市制度改革,上市新规实施两年半来,已有超过110家新经济公司在港上市,募集资金约5000亿港元,占同期香港整个新股市场总融资额一半以上,香港成为全球第二大生物科技融资中心,新经济公司对港股市场平均每日成交额的贡献不断增长。

笔者预计,将有更多拟上市企业选择在内地或香港上市。这更多地反映了企业长期的、战略性、商业化的考量,以及希望在资本市场上获得更高的关注度、估值水平和交易量。这有望进一步推高和提升港股尤其是新经济成分股的增长潜力、估值水平和交易活跃度。以阿里巴巴为例,其上市当日在港融资额仅占港股总市值的0.3%,但其交易量在最近90天内却占港股市场总交易量的3%至4%之多。中概股的回归将是长期逐步的过程。

受益于港股通的发展及内地资金在香港市场重要性的提升,与香港本地投资者相比,内地投资者的活跃度和换手率更高,推高了港股市场尤其是新经济港股的交投。同时,越来越多的新经济公司有望在港上市,也将进一步形成更多新经济公司在港上市集市的良性循环。

笔者预计,2022年香港股票现货市场成交额将达到41.9亿港元(2019年为21.4亿港元),香港股票现货市场成交额中的17%将来自内地投资者,相比2018年将提高6.3个百分点,内地投资者交易额2019年至2022年的复合增长率约为40%。

新经济公司在香港市场的市值占比在过去三年内已经由33%上升至45%。预计这一比例有望在未来3年至5年间继续稳步上升至55%甚至更高。在这一过程中,资金有望持续追捧新经济成分股。

新经济板块投资潜力大

在经济复苏向好的态势下,周期股受到更多投资者的青睐。但笔者认为,代表成长的科技、医药、消费行情趋势和逻辑依旧成立,短期的风格切换不代表核心资产价值的消失,市场并未经历由成长股到价值股的风格切换,成长股和新经济板块有望继续跑赢。

原因包括,考虑到全球主要经济体货币调控进一步宽松的空间较小,盈利复苏因素将成为企业股价后续上涨的催化剂,而成大型股票前景稳健、预期盈利增长潜力更大。

考虑到中国货币调控将逐步回归正常化,市场有可能从基建相关板块和周期股再次切换到成长股与科技大盘股。

越来越多的新经济企业在资本市场获得了应有的认同,数据显示,MSCI中国指数成分股中的新经济股在过去十年中增长了1483%(相比之下,旧经济股指数仅增长了82%)。

从经济增长和社会转型的角度看,国家会继续坚定不移地靠科技促进经济转型、拉动内需的双轮驱动来提升全要素生产率、保持宏观经济平稳增长。所以从长期来说,科技、消费都会继续是具有较大投资价值的主线和投资领域。

笔者预计美联储目前的宽松货币政策与资产负债表的扩张或延续至2021年上半年,美联储自2021年下半年起可能开始引导市场降低对宽松的预期,放慢扩张资产负债表速度、不再主动增加QE购买规模,但最早可能在2022年才开始货币政策边际收紧,前提是就业恢复到疫情前水平、通胀率持续回升至2%以上,而低息环境对成长性股票估值将继续存在支持作用。

同时,基于其增长潜力、有利的汇率走势、全球投资者的资产配置需求,笔者中长期看好A股市场。



新华社发(梁晨 制图)

以上,但是综合来看,通胀压力不会明显增大。因此,至少明年上半年不会给货币政策调控施压退出压力。

三是国际环境具有较大不确定性。从国际环境看,尽管当前有乐观预期,新冠疫苗也已开始接种,但是全球性疫情能否在明年上半年被有效遏制仍具有较大不确定性。对我国来说,仍有外国环境的不确定性因素。

高通胀时代远未到来

中国证券报:在当前全球部分央行施行宽松货币政策背景下,明年全球会否出现通胀?

赵庆明:在主要央行宣布或承诺将在较长时间维持宽松货币政策背景下,基于对明年全球经济增长良好预期,当前一些专家和国际机构均预测明年通胀水平会较高。全球性货币政策宽松遇上全球经济复苏,市场理由担心通胀压力上升。

通过分析和对比2008年国际金融危机,两次全球性危机期间大宗商品价格走势的不同,就能发现当下全球货币宽松对大宗商品及潜在通胀压力影响,以及人们担心通胀的理由所在。2008年国际金融危机爆发后,全球大宗商品价格开始大跌,一直持续至2009年3月才见底,下跌持续时间达半年之久。2009年

退和需求萎缩的情况下,大宗商品和原油价格之所以大幅上涨,主要是与全球流动性宽松有关。

根据过往的历史以及量化研究,在正常情况下,影响全球大宗商品价格主要因素是全球范围内的供求变化。当全球经济增长加快时,因为边际需求增加,大宗商品价格上涨。由于大宗商品价格弹性大于1,所以,往往看到大宗商品价格更高的涨幅,于是全球范围的通胀水平上升。

正是基于以上新情况的出现及明年全球经济复苏预期,所以当下很多机构担心明年通胀压力会增加。

我认为,对明年全球通胀压力不必过度担心,即使明年全球范围内通胀率较高,也不必辩证地看待,因为明年通胀水平上升在某种程度上是对今年物价下跌的一种修正。在今年初市场还担心因生活物资供给和运输受限,出现较为严重的通胀,但是后来的事实证明,这一担心完全没有必要,欧美发达国家不仅没有出现通胀水平上升,反而是物价下行。此外,发达国家货币政策也不会一味地宽松,而是会相机抉择,如果经济复苏好于预期,在边际上必然收紧,从而对物价上涨形成一定程度压制。因此,即使明年全球范围内物价出现一定上涨压力,也会是温和的,高通胀时代远未到来。