

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳：

有效需求增加不足 大宗商品“超级周期”未至

全年物价有望保持在目标内

中国证券报：近期全球主要大宗商品价格显著上涨,对国内物价会产生哪些影响？

陈雳:今年以来,大宗商品价格迎来上涨热潮。主要工业原材料螺纹、热卷、铜等自年初均已上涨约30%。大宗商品价格的持续上涨,首先带来的是全球通胀预期升温。4月份,我国制造业PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为66.9%和57.3%,处于相对高位。但从CPI相关数据来看,当前数据却处在较低位置。

大宗商品价格上涨的同时,出现CPI和PPI数据背离特殊现象,是当前通胀预期抬升、我国经济走向常态、生产端持续受限三重因素共同作用的结果。

首先,国际物价保持上涨态势,主要原因是世界经济在不断复苏,以及美国总统拜登推出4万亿美元刺激计划直接导致美元的流动性泛滥。从国内来看,我国一季度CPI指数仅为0.4%。一是我国经济率先复苏恢复生产,已经取得不错的经济成绩;二是猪肉产量供给不断增加,导致价格下降,对CPI指数上涨形成较大阻力。结合PPI和当前猪肉价格在CPI所占的比重,可以说目前国内物价已经出现一定程度上涨。

其次,碳中和目标对生产资料供给端的限制增多。在限产、环保等政策限制下,国内钢铁、煤炭、工业金属等加工品的下游持续旺盛的需求无法得到供给满足,加速生产资料价格上涨。

当前我国物价走势客观上会受到外部因素影响,但这种传导影响总体上是有限的、可控的。主要因为我国有强大的国内市场支撑,经济发展有足够韧性和潜力,同时有充足的宏观政策空间,物价平稳运行和调控具有坚实基础。因此,预计后市物价水平会在通胀预期下继续温和性上涨,但目前政府出台多项维稳物价的政策已出现阶段性效果,总体能够保持物价在全年调控目标以内。

低利率国际货币环境将持续

中国证券报：有观点认为疫情前全球“低通胀、低增长、低利率”的格局会发生变化,你怎么看？

陈雳:首先,从国际市场环境来看,当前美国疫情形势仍严峻,财政政策多方面发力,例如针对就业的短期救济,包括提供相应失业补助和对部分企业提供贷款;推行更加结构化的税收,通过税收政策调节收入分配的同时,有效弥补了财政缺口。此外,拜登还计划斥资2万亿美元用于建立现代化基础设施和清洁能源,以此来增加就业。

在利率政策层面上,考虑到美国2021年疫情严峻、经济低迷,预计今年大概率仍将维持低利率货币宽松环境。低利率的国际货币政策仍将持续。

目前的通胀是相对温和的、可控的。从大宗商品价格持续上涨,基础工业终端需求增加的大趋势看,预计当前的经济基本面和货币环境并不足以支撑通胀压力大幅增长,但也要防范。全球货币流动性泛滥和当前较宽松的货币政策,尽管在数据上对通胀增长影响不强烈,但整体对居民生活的影响还是存在的。目前仍需防范CPI和PPI大幅度背离可能带来的影响。

在经济增长上,短期内并不具备经济大幅增长的支撑因素。当前的就业形势并没有明显改善,部分小微企业经营困难,导致消费和物价低迷。2020年1月至10月全国城镇新增就业1009万人,较去年同期少增184万人。此外,在基建、房地产投资和出口方面,当前经济复苏基础还不够牢固,未来出口方面的外部需求随着国外疫情的逐步好转也将逐渐缩小,总体上经济仍将保持低增长状态。

中国证券报：原材料价格不断上涨,我国供应链如何应对？

陈雳:当前海外疫情反复导致全球大宗商品供应链恢复较慢,全球运输、航运受到影响;另外,全球央行过快收紧货币的政策预计将延后。叠加当前商品需求持续旺盛,供给紧俏的因素下,做好供应链的管理和风险控制十分重要。

首先,在海外供应链上,我国面临国际上多维度压力。疫情层面,海外疫情不断反复,例如印度在矿物领域云母产量居世界第一,尤其是在优质白云母领域。这意味着印度疫情持续扩散有可能会为相关资源品提供较好的涨价窗口。当前资源国疫情“第二波”抬头,叠加全球“低利率、强刺激”的宽松环境,造成2021年大宗商品结构性涨价。

其次,在外围环境方面,如果经贸关系恶化,众多大宗商品的供应会受到一定程度限制,其中包括铁矿石、焦煤、锂矿、铝矿等多种核心工业原材料。

在这样的背景下,我国就需要在国内供给上下功夫,保供稳需。

具体而言,宏观政策上可以继续推行取消出口退税政策,加大国内供给;大力推进“新基建”,“新基建”兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给。

在企业 and 市场层面,需要加大相关供应链管理,第一,从成本入手,切实降低成本。平均而言,采购成本占到了产品单位成本的40%至60%左右,采购成本比例将随着核心能力的集中和业务外包比例的增加而增加,因而供应商直接关系到产品的最终成本。

第二,要重视提高产品质量、降低库存。减少库存压力使制造商将前端库存转嫁给供应商,这样不利于合作伙伴关系的建立。供应商管理可以进行协调库存管理。

第三,可以尝试缩短交货期。80%的产品交货期是由供应商决定的,缩短产品交货期应从源头做起。

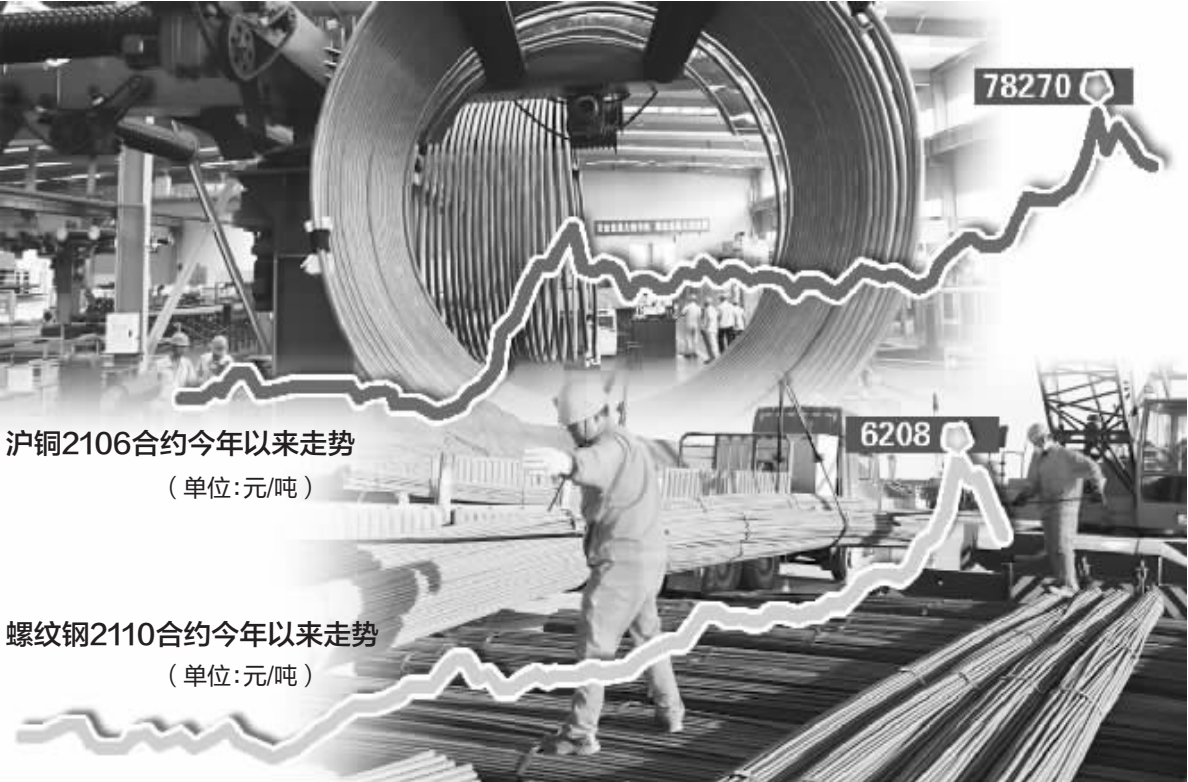
第四,企业应牵头来集成制造资源。信息技术和互联网技术的飞速发展是现代制造企业跨区域跨行业、实现信息技术的实时传递与交换提供了必要条件。



川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳日前接受中国证券报记者采访时表示,预计物价水平会在通胀预期下继续温和性上涨,但稳物价政策的出台已有阶段性效果,总体能使物价保持在全年调控目标以内。目前的大宗商品上涨仍是结构性的,当前需求不能支撑大宗商品达到“超级周期”。

同时,经济基本面不足以支撑货币环境收紧。货币政策大概率继续保持稳健中性,通过将流动性管理工具与金融监管政策相互配合,以达到稳杠杆、防风险目的。金融监管大概率会成为今年重要的政策主线之一。

● 本报记者 焦源源



沪铜2106合约今年以来走势

(单位:元/吨)

螺纹钢2110合约今年以来走势

(单位:元/吨)

新华社图片 制图/王春燕

金融监管是全年重要政策主线之一

中国证券报：此轮大宗商品价格上涨,将如何影响我国货币政策？

陈雳:在当前大宗商品的持续过热、通胀预期上行的背景下,我国货币政策主要任务是在保证经济复苏的前提下,控制通胀。之前较宽松的货币环境可以以适当收紧,但要有个过程。

当前时点下,大宗商品在海内外多种因素的共同作用下迎来结构性大涨,经济增速逐渐回归正常,但海外风险因素和国内就业数据仍不容乐观。因此,货币政策大概率继续保持稳健中性,通过将流动性管理工具与金融监管政策相互配合,以达到稳杠杆、防风险的目的。

如前所述,经济基本面不足以支撑货币收紧,货币政策宜保持观察。总量层面,结构性宽松和结构性收紧并存,长期趋于正常化,社融、M2增速逐步回落。狭义流动性层面,央行要重点把握好货币供给总闸门,来保持流动性“不缺不溢”,在这种情况下,预计资金面仍将维持紧平衡。广义流动性层面,去年年末信用扩张周

期迎来拐点(流动性拐点),2021年社融、M2增速将向“反映潜在产出的名义GDP增速+合理加点”回归。结构层面,流动性应该精准投向基建和实体经济,尤其是受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

此外,金融监管的重要性不容忽视,大概率会成为2021年重要的政策主线之一。因为只有抓好金融监管,才能切实做好稳杠杆、防风险。货币政策只有在与宏观审慎管理双支柱体系下,流动性管理工具与金融监管政策相互配合下,宏观杠杆率才能实现基本稳定,从而防范化解重大金融风险。同时,当前的市场垄断现象明显,需要通过监管的力量,来强化反垄断和防止资本无序扩张,将金融创新纳入审慎监管,合理控制杠杆,反对不正当竞争。

中国证券报：新的大宗商品“超级周期”是否会来临？后续会如何演变？

陈雳:关于此轮大宗商品是否迎来真正的“超级周期”,在探讨之前需要明确一个问题,就是真正驱动此次上涨的究竟是“周期”,还是“疫情拖累”？

关于该问题,最本质的就是需求是否真正得到“有效增加”。疫情后时代的经济数据华丽,但结合当前基建、就业、经济增长等数据不难发现,相比疫情前,数据并未有实际增长,同时仍存在各种海内外的风险因素。换言之,本次上涨背后是供给在渠道、供应链、生产等多方面的受限,而有效需求并未增加特别多。

放到细分品种上来,农产品中的玉米全球价格上涨。其中美国玉米的现货价格甚至突破新的高点。其实农产品的期货价格早已与国内的农产品批发价格指数发生背离,主要原因是海外供给紧张。当前美洲大陆的恶劣天气不断加剧,而巴西也正遭受旱灾冲击,近期巴西正在积极进口玉米来平抑国内的需求短缺。正如我们之前对农业板块进行展望中说的,当前通胀预期主要体现在大宗商品的资源类板块上,但若通胀真的来临,最后必将传导至消费端,最后反应为物价上涨,相关板块有望受益。我国是农业生产大国和用种大国,农作物种业是国家战略性、基础性核心产业,中央将种子问题列入八大需要解决的目标,种子也面临海外“卡脖子”问题,需要解决。

所以我们可以看到,当美国出口农产品价格上涨时,中国农产品价格涨幅明显回落;而且中国的农产品批发价格与国内期货的涨幅在4月也发生了背离。这种背离很大程度是由于供需矛盾下对天气炒作造成的,如果在供给矛盾缓解后,相关炒作现象也会结束。

工业金属和稀有金属中,铝、铜、铁矿石等当前的供给扰动因素较大,国内限产限能、碳中和环保政策的不断落实,外加海外市场的相关限制在供给上严重限制了产量。我们之前提到,钢铁板块表现良好,主要上涨逻辑来自于“顺周期涨价+通胀预期”,当前全球通胀预期较明确,资金对于风险资产的偏好有所加强,大量资金从债市流向具备一定抗通胀属性的资产,大宗商品价格持续走高,为钢铁板块上涨奠定了基础。同

注册制背景下 多举措推动新三板发展

● 全国中小企业股份转让系统有限责任公司 孙丽娟

注册制是资本市场发行制度的市场化改革。我国注册制改革是相对的、渐进的过程。全面注册制叠加转板机制,将使新三板面临新形势。新三板市场的稳健发展和功能的充分发挥,在自身深化改革的同时,亟需政策支持。

注册制是渐进的市场化进程

全面实施注册制,不仅是落实机制上的注册制,更是思想上深刻理解及管理上贯彻执行注册制。注册制是我国资本市场市场化改革的必经之路。从证券法理和国情出发,我国注册制的市场化是相对的、渐进的过程。

从理论上,证券法律制度兼有任意法和强制法的双重特性。调整证券发行和交易总体上应当遵从民商法的私法自治原则,但因涉及公众投资人的利益,为保护交易安全和市场效率,又需要采用强制性规范手段干预市场。从实际国情看,我国证券市场的市场化基础、诚信体系、股权文化、规则制度、法治环境等资本市场软硬件与发达资本市场均有差距。从市场基础、生长土壤和外部发展环境来看,我国注册制的实施仍然会有、也需要具有中国特色的运行方式。在强调信息披露真实、准确、完整的同时,还需要强调严格把关信息披露质量,这是客观情况决定的务实必要之举。可以预见,我们资本市场的注册制将是相对于审核制的、渐进的市场化进程。在此过程中,证券市场由以政府单边治理为主逐渐向基于信息披露、市场各方有效组织和参与的共同治理方向发展。

批经营指标有待提高、流动性不高的企业,也有营收和利润较高的创新层、精选层优质企业,甚至个别企业在市值和市场表现方面可媲美科创板、创业板公司。三是股票发行次数、融资规模、并购重组、交易量总体有待提高,与沪深市场相比差距较大。市场交易整体不够活跃,流动性有待进一步提升。成交额集中于精选层转板预期股票、创新层申报IPO或精选层股票、基础层偶发性交易股票这三类。随着全面注册制的推行,新三板市场将面临新形势,出现一些新变化。全面注册制将使更多的企业拥有上市机会。叠加转板机制,短期内可能对新三板影响较大。沪深市场的高估值和高流动性,会吸引新三板优质企业IPO或转板。优质标杆企业转至沪深市场,会影响精选层市场规模的形成进程,同时使精选层头部股票出现高替代现象。随着上市公司供应量的不断增加,中国股市估值体系将会重塑,沪深股市的高估值情况会发生改变,新三板与沪深市场的估值差异将趋向收敛。如果新三板流动性得到进一步提升,与沪深市场的流动性差异收窄,转板上市的吸引力将会逐渐降低,类似我国台湾地区资本市场“拒转市”的发展历程,则精选层的稳定性会增强。同时,新三板在精选层示范作用的引领下会不断增强市场功能。

深化改革+政策支持

对于即将面临的新形势,深化改革、补齐短板、加快发展是新三板必要的应对举措。新三板落实金融供给侧结构性改革的重点,要紧紧围绕市场反映比较集中的关键性、方向性问题,比如买方力量与意愿

新三板应全面实施注册制

全面实施注册制是新证券法规定的基本要求,也是国务院部署的资本市场改革的重要内容。新三板注册制改革是全面实施注册制应有之义。新三板实施注册制,必然与科创板、创业板和主板的注册制在审核理念、核心内容等方面保持一致;以充分、有效的信息披露为核心,发行条件更加精简优化、更具包容性,将核准制下发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更严格、更全面、更精准的信息披露要求。这既是全面落实注册制的机制要求,也是新三板优质企业顺畅转板的制度需要。

新三板实施注册制,不仅是公开发行的精选层实施注册制,还包括新三板基础层和创新层。新三板基础层和创新层实施注册制,既有理论根据,也有实践基础。在证券法理论上,证券公开发行,通常意味着在中介机构的协助下,依照特别法程序,遵循公开和公正原则,符合发行条件的发行人以筹资为目的向社会投资人公开要约出售资本证券。依照发行股份与存量股份的关系,可将股票发行分为新股发行和原有股份供售。新三板基础层和创新层挂牌即属于原有股份供售,也应当纳入注册制框架。

新三板面临新形势

由于资本市场是对接融资的平台,融资公司与投资者是最核心的市场要素。普遍处于发展早中期、规模较小的挂牌公司和较高的投资者门槛,使新三板市场情况不同于沪深市场:一是全市场总市值不高,挂牌公司数量多,普遍规模不大,股权集中度较高。截至2020年末,挂牌公司总数8187家,全市场总市值2.65万亿元。挂牌公司多达93%以上是民营企业,其中中小企业占比近90%。平均每家挂牌公司股本不足1亿股,市值不足4亿元。股东人数100人以下的挂牌公司占全市场比例超过85%。二是分化明显。既有经营业绩方面的明显差距,也有市值、流动性等市场表现方面的差距。既有基础层沉淀的大

新三板的稳健发展及市场功能的充分、有效发挥,在全国股转公司自身不断深化改革的同时,需要政策的大力支持。比如降低投资者门槛,可经精准统计与测算,下调至能够基本保障日均稳定成交预期的精确金额。再如,新三板可借转板东风积极发展可转债,政府引导各类资金积极参与,以及政府可按对风投资金的支持政策给予投资新三板机构补贴和支持,政府扶持中小企业创新创业的各类资金能够向新三板企业倾斜,国企在招投标中给予新三板企业比照上市公司不同程度加分,以及为国有股在新三板交易提供便捷政策等。

总之,有党中央国务院对新三板的正确决策和中国证监会的坚强领导,有我国实体经济的雄厚基础和强大发展潜能,有千万民营中小企业的融资需求,有市场各方的积极参与及社会各界的大力支持,迎来注册制的新三板会更加光彩。

(文章仅代表个人观点,与供职单位无关)