

全球负利率可能出现逆转

全球金融市场共振下的货币协调

□国家信息中心经济预测部 邹蕴涵

国际金融危机之后,发达国家内部复苏道路出现严重分化,主要新兴经济体也在这种背景下出现走势分化,“实体分化”成为全球经济的主要特征。与此同时,全球金融市场的共振现象越发明显,形成了与实体经济复苏程度鲜明对照的“全球金融共振”现象,国际金融市场之间的联动明显增强,尤其是外汇市场、股票市场及大宗商品市场之间的联动导致金融恐慌指数急剧飙升。

立足中国,笔者认为,参与国际货币政策协调机制可以从以下几点入手:一是积极参与国际制度设计,提升制度设计的能力。提升国际制度设计能力需要加强既有专业知识积淀又熟悉国际规则的高端人才队伍建设和向国际组织的输送。二是要推动人民币在国际货币体系中发挥更大作用,目前主要是发挥了贸易结算功能和投资交易功能。除了价值尺度、流通手段、支付手段等功能之外,储备手段和世界货币职能也是货币的主要功能。三是积极参与协调的议程设置,努力提高在议程设置中的能力,在参与议程设置的过程中,不仅可以反映新兴经济体在国际经济事务中的利益诉求,而且可以充分发挥新兴经济体在全球金融稳定中的作用。

全球金融共振的根本原因 追根溯源,全球金融共振的根本原因是全球流动性泛滥与全球总需求进入疲软期之间的矛盾。

2008年以来,为了更高效、更有力地挽救实体经济,以美联储为代表的中央银行采取了超常规的货币政策带动经济走出低迷态势,超发货币大量聚集于经济中,但由于危机之后,全球总需求持续疲软,缺少高回报投资标的,超发货币并未进入实体经济,滞留在金融系统内部,在全球更大范围内寻找有价值的投资标的,形成了全球流动性的结构性短缺。最终,形成了对股市、债市、汇市、大宗商品市场等主要金融市场的短期性、投机性投资需求,表现为局部金融市场大涨时,其他金融市场流动性短缺,在追逐风险收益的过程中,资金炒作快速切换,整个市场投机性上升,全球金融市场波动加剧。

后危机时代第一阶段,发达国家复苏乏力而新兴国家增长情况相对较好,于是新兴市场成为资金持有者的投资标的,新兴国家股市、债市平均回报率增长明显好于发达国家。当进入后危机时代第二阶段,新兴国家经济增长开始疲软,美国、欧元区以及日本等发达国家重新成为资本流入地,国际资金持有者重回发达国家金融市场寻求高回报投资机会。也就是说,后危机时代,金融市场上的一系列综合因素推动下,衍生出新特征和新风险,刷新人们对金融市场的认知。

全球金融共振的后果 全球金融共振带来的严重后果是主要国家货币政策、汇率政策的外溢效应明显增大。目前,全球市场的两个价格锚为美联储的利率和人民币的汇率。全球共振提高了主要国家对美联储利率政策和央行行的汇率政策的敏感性,只



CFP图片

随着“抵押品资产”的稀缺,以及美元资产总供给的减少导致长债流动性急剧下降,未来全球真实利率快速上升将成为必然。

“负利率”是当前全球金融格局的一大显著特征。由于货币宽松政策边际效应越来越小,为了刺激经济,遏制通缩,推动本币贬值,自2014年开始,全球各国央行开启了负利率政策,负利率政策的实施也进一步压低了全球整体利率水平。

可以说,“负利率”几乎是在非常规货币宽松政策失效之后的“无奈之举”。美国从次贷危机后开始实施QE,随后英国央行、日本央行和欧央行也逐步采取QE政策并扩大QE规模。英国央行在公投退欧后重启QE,当前日本央行、欧洲央行和英国央行每月仍在购买债券资产,释放流动性使得全球QE规模水平处于历史最高水平。

目前,中央银行采取负利率国家的GDP占全球GDP的23.1%,其中欧洲央行和日本央行覆盖地区的GDP占比达21%。全球负收益率国债规模达到13万亿美元,比2015年的5.5万亿美元翻了两倍还多,而2014年年中几乎没有负收益率债券。这其中发达经济体和新兴经济体债券水平和债券购买规模。随着“抵押品资产”的稀缺,导致长债的流动性急剧下降。

第三,负利率政策是在全球经济增长停滞,以及通货紧缩的双重压力下产生的,其背后的结构性问题是长期资本和投资回报率下降,因此,如果负利率政策持续下去,还将会通过实体投资回报率的下滑降低长期实际利率水平,并导致名义利率进一步下降,形成了相互影响、相互加强的“负向循环”。

负利率政策给长期经济稳定增长带来了极大的负面效应。在长期债券购买和低利率政策刺激下,全球劳动生产率增长缓慢,表现为金融对实体的“挤出效应”,信贷过度宽松,资源转移到更为低效的部门中,负的产出缺口难以有效弥合,生产率降低将会持续。根据测算,在2008-2013年,经历金融繁荣和萧条周期的发达经济体年均损失0.5个百分点的生产率,而这一损耗很可能难以短期恢复。

与全球大多数央行继续推动零利率或负利率政策不同,美联储货币政策开始由量化宽松步入加息通道,这是全球货币政策和金融周期分化的重要表现。无疑,市场更关注的是采取什么方式和什么节奏加息。出于货币收缩对经济复苏造成不利影响的考虑,美联储也在酝酿实施“中性利率”,以此作为依据来制定美联储加息的空间。其规则就是在经济过热的时候,利率应设置在“自然利率+通胀率”以上,给经济降温;在经济疲软时,利率应设置在“自然利率+通胀率”以下,刺激经济回到潜在增长水平。

从资产结构来看,目前美联储资产持有规模约为4.5万亿美元。其中,MBS为1.76万亿美元,国债为2.46万亿美元。在到期结构上,所持国债中有55%在5年内到期,8%在1年内到期。美联储停止国债再投资,5年后约可将资产负债表瘦身1.35万亿美元。缩表”对美元流动性的冲击以及全球资本流动的冲击要比加息的冲击更为直接,因为直接影响基础货币,并通过货币乘数成倍缩减,特别是叠加全球流动性追逐美元相对稀缺的资

产,美国真实利率上升将不可避免。

从全球经济再平衡以及债务债权结构来看,为债务国廉价融资的时代也一去不复返。全球经济再平衡逐步改变了全球金融货币循环。随着全球经济再平衡和外部需求萎缩,新兴经济体贸易盈余减少,外汇储备对GDP比例将降至2%左右,这也意味着以美国真实利率为基准的全球利率水平,将随着全球失衡的纠正和美国国债等债券融资成本上行而进一步提升,全球低利率或是负利率政策环境很可能会在几年内结束。

正如今年全球央行行长会议聚焦“设计有弹性的未来货币政策框架”的核心议题,在全球货币政策和金融周期大分化的大背景下,如何尽量规避货币政策溢出效应以及国际货币政策协调困境给全球经济带来的伤害,特别是如何通过G20平台,以及全球宏观审慎的金融稳定框架,避免未来全球真实利率快速上升而引发的资本流动和资产价格大幅波动的风险是一个极具挑战性的议题。

楼市中期调控关键在于认清风险

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

从量价走势来看,楼市已全面回暖。但这种回暖会在未来几个月蔓延至广大的三、四线城市,带动库存消化和开发回升,助推经济好转,还是驱动资产泡沫形成和扩散,并严重冲击经济和金融?从近期各地楼市政策动向、业内观点及媒体信息来看,似乎更关注楼市风险和资产泡沫。相关部门也不停蹄地赴各地调研,焦点在楼市风险及其对经济金融的冲击。笔者认为,首先应对当前楼市基本态势有一个清醒的认识,这是决定中期楼市政策基调的前提。

长期视野下,房价由经济和收入决定。2005-2016年,全国新房价格年均增长8.3%,同期GDP名义增速为13.4%,GDP增速远超同期房价涨幅;2005-2016年,全国城镇房价收入比平均值为7.15,即城镇家庭7年收入可购买一套房,没有明显超出国际水平(6-7年)。因此,全国范围的楼市泡沫有限,楼市风险仅局限于少数城市。根据百城房价指数,今年上半年房价同比上涨超过10%的城市,主要集中在东部三大都市圈,以及内地省份中心城市,如武汉、郑州等。

2014年,居民中长期贷款(主要是房贷)余额增速仅为17.5%,到今年上半年就达到了30.9%,创2010年以来新高。房贷快速增长,居民债务率和杠杆率也快速攀升,居民部门债务率(居民

部门存量债务/GDP)从2015年的17.1%上升至今年上半年的40%,存量房贷占GDP比重从2011年的15%升至今年上半年的24%。尽管杠杆率和债务率在发展中国家中处于中高水平,但明显低于2007年“次贷”危机前美国的水平,也低于上世纪90年代楼市顶峰时日本的水平。

再考虑到我国以银行间接融资为主导,可以判断,居民债务率和杠杆率并未大幅度偏离理性状态,居民资产负债表尚健康。同时,尽管部分中介、互联网金融、中小银行发放“首付贷”、房屋增值再贷款(如“房抵贷”),在差别化信贷政策外“加杠杆”,但这些业务刚起步,且近期七部委文件已将其认定为非法。另外,各大银行房贷业务基本没有“零首付”的情况。因此,居民整体杠杆水平可控,即便未来加息或房价下跌,居民大面积“断供”的可能性很低。

此外,房价有全面上涨之势,但开发商补库存(土地购置+新开工)的积极性似乎并不高。2012年以来,开发企业土地购置面积连续4.5年负增长。今年上半年,重点城市土地市场火热,但并未带动全国范围土地市场回升。自2015年6月全国土地购置面积同比跌幅连续12个月收窄后,近两个月跌幅明显扩大;2014-2015年,全国房屋新开工面积连续2年下滑,年均同比跌幅达到15.5%。今年年初,新开工强劲反弹,但

随后势头渐缓,新开工增速连续4个月下滑。

开发商补库存积极性低,主要原因在于潜在库存过大。近10多年来,房屋施工面积一直保持快速增长。截至2015年底,商品房和商品住宅施工面积相比2010年分别增长81%和62%。潜在库存集中在三、四线城市,2010-2011年,由于600多个三、四线城市快速发展,这两年全国房屋新开工和施工面积年均增速分别达到41.2%和30.7%,土地购置面积年均同比增长也达到15%,为潜在库存增长最快时期。2015年以来,热点城市楼市火热,但占潜在库存70%的三、四线城市仍低迷。

城市化“下半场”,三、四线城市人口净流出已不可阻挡,而低端出口下滑和“去产能”将导致绝大部分三、四线城市以及部分二线城市工业前景不容乐观,工业增加值或将出现负增长。受产业和人口双重夹击,三、四线城市和部分二线城市楼市将继续疲软,这是开发商补库存积极性不高的一个原因。另外,2015年以来,重点城市楼市明显回升,但多数开发商认为,这是降成本、加杠杆和高地价所致,未来难以持续,这是开发商补库存积极性难以提振的另一个原因。

由此,尽管热点城市今年前8个月房价同比上涨20%-40%,土地价格攀升加快,楼市供销两旺,但仅集中在少数城

市。全国看,相比本轮楼市启动前的2014年,新开工和土地购置面积分别下降7%和38%,相比2013年的历史峰值分别下降47%和67%。因此,热点城市实施紧缩性措施,在建面积体量大的二、三、四线城市不会受到多大冲击,反而缓解资金“东南飞”对内地楼市的虹吸。

总体看,热点城市调控对全国经济影响不大。但如果热点城市继续“挤牙膏”、“半心半意”式调控,在信贷和地价拉动下,今年楼市量价、新开工和开发投资将接近或击穿2013年公认的历史顶部,需求透支有可能导致2017或2018年楼市明显回调,将对经济的冲击将比现在大的多。更重要的是,在低利率刺激下,居民杠杆快速攀升将恶化投机炒作,也将带来巨大的金融风险。

笔者以为,当前乃楼市调控最佳时机。这种调控思路要本着对中国经济安全、经济转型和金融稳定大局负责的考虑,发挥“央地”两级政府的主观能动性,启动针对二套及以上住房的限购和投机措施,结构性降低杠杆,将热点城市投机炒作需求清除出去。同时,提高地方调控的积极性,针对人口向三大都市圈集聚的趋势,要加速都市圈内跨区域轨道交通建设、公共服务“补短板”和均等化的力度,将楼市需求引向这些区域,并以合理需求替代投机需求,促进新型城镇化和都市圈引领增长,对冲楼市下滑对经济的冲击。

宁波三星医疗电气股份有限公司 第三届董事会第三十五次会议决议公告

证券代码:601567

证券简称:三星医疗

公告编号:临2016-091

本公司及董事会全体成员保证公告内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。 宁波三星医疗电气股份有限公司(以下简称“公司”)于2016年9月21日通过电话、传真、邮件等方式发出召开第三届董事会第三十五次会议的通知,会议于2016年9月27日在公司会议室以现场结合通讯方式召开。会议应到董事9人,实到董事9人,会议由董事长郑贤江先生主持,公司监事和其他高级管理人员列席了会议,会议的召集和召开符合《公司法》和《公司章程》的有关规定。经与会董事认真审议并表决,通过了以下议案,形成决议如下: 一、审议通过《关于聘任公司财务负责人的议案》 同意聘任盛溢先生为公司财务负责人(简历详见附件),任期自本次董事会审议通过之日起至第三届董事会任期届满。 表决结果:9票赞成,0票反对,0票弃权。 报告附件: 1. 盛溢先生简历

《宁波三星医疗电气股份有限公司第三届董事会第三十五次会议决议》。 《宁波三星医疗电气股份有限公司独立董事意见》 特此公告。 宁波三星医疗电气股份有限公司 董事会 二〇一六年九月二十八日 附件: 财务负责人候选人简历 盛溢先生,男,中国国籍,1983年出生,本科学历,中级会计师,曾任美的集团下属经营单位广州美的华凌冰箱有限公司成本管理主任专员;宁波三星医疗电气股份有限公司成本经理,宁波奥克斯高科技有限公司财务经理;现任宁波三星医疗电气股份有限公司财务副总监。 盛溢先生与公司或其控股股东及实际控制人不存在关联关系,个人持有公司7.5万股股份,未受过中国证监会及其他有关部门和证券交易所惩戒。 上海隧道工程股份有限公司 2016年9月28日

证券代码:600820 股票简称:隧道股份 编号:临2016-027 债券代码:122032 债券简称:09隧道债 上海隧道工程股份有限公司中标公告 本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。 2016年9月17日,公司下属全资子公司上海城建市政(集团)有限公司、上海市城市建设设计研究院组成联合体(以下简称“联合体”),参与了江西省南昌市德乐湖区域基础设施项目勘察、设计、施工一体化项目公开招标,项目总预算约为20,445万元。经评标委员会评审,确定联合体为该项目第一中标候选人;于2016年9月中旬下旬在江西省公共资源交易网进行公示;近日,公司收到招标人南昌金开环保工程有限公司的中标通知书,确定联合体为德乐湖区域基础设施项目勘察、设计、施工一体化项目的中标人。 该项目位于南昌市长干区,主要包含经干大道北延伸段、德乐湖大街西延伸段、友安路、德乐湖以隔10平方公里现代商务中心约14条加密道路项目的勘察、设计和施工,道路总长约49.3公里,预计工期为勘察30日历天,设计60日历天,施工730日历天。 南昌市作为公司在华东地区的重点开发区域之一,已承接了包括桥梁、路网等多个基础设施建设项目,此次在赣江新区再一次成功中标重大工程项目,对公司在赣江新区的建设发展起到了积极推进的作用,也为公司后续在南昌区域市场的扩展奠定了良好的基础。 特此公告。 上海隧道工程股份有限公司董事会 2016年9月28日

证券代码:603703 证券简称:盛洋科技 公告编号:2016-060 浙江盛洋科技股份有限公司 关于第二届董事会和监事会延期换届的公告 本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。 浙江盛洋科技股份有限公司(以下简称“公司”)第二届董事会和监事会成员任期将于2016年9月27日届满,鉴于公司正在进行的重大资产重组,为保障董事会、监事会工作的连续性,保证本次重大资产重组的顺利进行,公司决定第二届董事会、监事会延期换届选举,同时公司第二届董事会各专门委员会和高级管理人员的任期亦相应延长至董事会完成换届选举之日。 在完成换届选举之前,公司第二届董事会、监事会全体成员及高级管理人员将根据法律法规和《公司章程》的有关规定继续履行董事、监事及高级管理人员的职责,延期换届不会影响公司的正常运营。公司将根据事项进展及时履行信息披露义务。 特此公告。 浙江盛洋科技股份有限公司董事会 2016年9月28日

要这两方面政策出现变化,哪怕只是传言,就足够带来全球金融市场的大起大落。目前来看,美联储货币政策的制定主要依据美国国内的经济数据,并以通货膨胀和就业指标和核心,综合其他主要经济指标综合判断而成。同时,美联储也清楚其政策变动的世界影响力因而在加强政府间政策协调和沟通方面也做了一些有益尝试,但是总体上看,沟通协调仍非常不足。 对于中国央行来说,虽然运行目标是保持人民币币值稳定,但在实际运行中,保持币值稳定,保持经济稳定增长,保障外贸稳定发展等多目标交错出现,使得央行的政策考虑显得复杂而为难,毕竟有些目标之间本身就存在内在冲突,实现一个必然意味着无法实现另一个。在汇率政策上,中国央行逐渐提升人民币汇率市场化程度、提高人民币国际化影响的意图较为明确,但在具体操作中,汇率政策因时因地制宜的做法较为普遍。 国际间套利行为 致中国资本流动加剧 现实的困难主要集中在以下几点: 一是对经济的运行机制和存在问题的看法不一致。比如,A国政府信奉凯恩斯式的经济管理模式,而B国政府则认同货币学派对经济管理的方法。在这种情况下,A国可能认为两国共同实行货币扩张将提高两国的经济增长率,而B国则认为这种行动只会导致在没有提高经济增长率情况下的通货膨胀。如此巨大的观点差异导致政策协调缺乏基础。 二是对政策协调成本的估计不一致。不同国家的经济学家在为政府进行经济预测时采用的计量经济模型是不一样的。因此,各国对参与国际经济协调的成本和收益的估计就会不同。通常,各国政府出于本国利益的考虑,在对政策协调的效果和收益的估计存在不确定性时,它们只会低估政策协调带来的收益而高估其成本。在这种情形下政策协调的困难就会加大。即使双方政府能够达成协调的方案也会因为评价标准的不一致而导致协调失败。 三是“搭便车”行为与信誉问题真实存在。货币政策的协调是有成本的,如果在协调合作的体系内缺乏制度化的监督机制,那么政策协调所带来的经济福利的改善就可能成为类似公共物品的东西,导致一些参与国产生“搭便车”行为。一方面声称进行货币政策合作,从而分享合作所带来的好处;另一方面在制定本国货币政策时不考虑政策的外部效应,逃避协调成本。“搭便车”行为泛滥最终可能导致政策协调失败。 这意味着,国际政策协调机制急需建立健全。这从上述分析可以明确:第一,全球金融共振并非是全球经济一体化进一步深化的表现,而主要是来源于QE、QQE的附带后果;第二,中国资本流动加剧,所谓的“资本外逃”现象并非主要基于对中国经济基本面的判断,而是大量资本的国际间套利行为;第三,美联储和中国央行之间需要更加有效、更加广泛的沟通磋商,加强货币政策的国际协调,避免单方面行动带来的国际金融市场大波动,这就需要更有效的国际政策协调机制。