

■上证论谈

中国市场磁力增 欧美市场将分化



□胡月晓

7月30日的美联储议息会议声明再次承诺将利用“全方位工具”支撑经济,并维持每月购债规模不变,但是目前美国疫情失控决定了其经济难以仅仅依靠“放水”走出困境。欧盟则在防疫进程上不忘推进财政一体化,近日终于达成了欧盟抗疫复苏基金计划,此举或将成为欧元区金融资产走势转折点,下半年欧元、美金融市场走势或将分化。由于中国是全球主要经济体中唯一能保持货币政策正常化的国家,伴随着经济平稳复苏,中国未来对国际资本的吸引力将日益增强,海外资金将愈发青睐中国市场。

7月份的美联储议息会议如市场预期保持了联邦基金基准利率不变,虽然声明再次承诺将利用“全方位工具”支撑经济,并维持每月购债规模不变,但对中长期美联储资产负债表平稳中趋向收缩趋势,更为重要的是美联储主席鲍威尔强调了财政的作用,并敦促政府的额外援助。财政政策应发挥更大作用,也是当前海外经济思想界对当前货币“独撑”经济实践的反思。

其实,纵使美联储的空前扩张行为让美国股市再度走牛,但美股长期牛市基础并不牢固。一是美联储再度放水的空间有限。美联储依靠资产实现扩张,这意味着美国“放水”是建立在美财政赤字增长的基础上的。因此,美联储能否无限放水的问题,就变成了美国国债能否无限扩张的问题。美联储要继续扩表,继续增持国债,势必要求美国财政部加大国债的供应,否则必然给金融市场造成冲击,而美国财政赤字上限约束,难以再有大规模

的扩张。二是美元的强势地位受到冲击。当前美国的货币乘数相对稳定,美联储若再创纪录地进行规模扩张,自然使美国全社会的广义流动性剧增。当前美元虽然仍能勉强维持强势,实际上这是由于西方其他经济体陷入负利率或处负利率边缘状况下的对比反映,伴随未来国际经济、金融形势变化,美元地位将不可避免受到影响。三是“放水”加剧资产“脱实向虚”。在疫情失控的情况下,2020年美联储的超级放水工程,让美国经济“两张皮”现象更加突出,即实体经济的快速下行和金融市场的迅速繁荣。由于扩张的流动性并没有被用于真实投资,而是被企业用于修复了资产负债表,结果就是美国企业债务规模快速下降,虽然提高了企业财务稳健性,但却意味着企业投资意愿下降,经济发展动能面临不足。依靠放水带来的市场繁荣也蕴含着风险的上行。

在欧洲,目前欧元区统一货币带来的通用利率错误已得到修正,欧洲在财政、金融等方面的改革措施正在不断推进。欧盟执委会于2020年5月推出了高达7500亿欧元的抗疫复苏计划,并在7月份获得通过后,市场普遍对此表现出了欢迎态度,认为这将是欧元区金融资产的转折点,欧债危机之后令市场忧虑的欧元存续危机,实际上已基本化解。

欧债危机的市场根源在于,欧元成立后采用统一货币国家的借贷利率,无差别化的趋于一致,没有体现不同国家信用风险和物价不同。由于国际投资者对主权信用安全性的过分“迷信”,欧洲在推出欧元后,加入统一货币区的各主权政府在国际金融市场上的借贷利率都相等。而当欧债危机爆发后,欧元区经济体各主权政府间的债券利率差急剧扩大,导致了欧洲金融体系的失衡,经过欧洲央行、欧盟及各国政府的努力,2016年后财弱国强的利率开始下降,各国间主权债务利差在2019年后渐趋稳定。2020年新冠肺炎疫情发生后,虽然欧元区主权债务利差又重新扩大,

但扩张有限,利差区间的扩大并没有改变自2019年以来的稳定态势,表明欧洲金融体系稳定。从实际表现看,欧洲金融市场虽然因股市导致波动性上升,但整体表现平稳。

2020年欧洲疫情虽然也很严重,但并没有引发欧元区的大放水,欧洲央行为应对疫情冲击也只采取了有限扩张的措施,因而金融市场波动性并无扩大基础。展望未来,欧洲金融市场平稳运行将是大概率事件,欧美金融市场走势或将出现分化。

在当今国际经济和金融领域,对国际资本吸引竞争的重要性甚至超过了国际贸易。由于各国政府对疫情应对措施差异,所带来的经济复苏节奏的不同,决定了世界经济运行现状和未来前景。由于中国在疫情防控方面取得了积极成效,经济平稳复苏的态势未来仍将延续。伴随着上半年经济运行状态揭晓,中国除了亮丽的经济数据外,海外资本净流入也是亮点之一。在7月17日国务院新闻办新闻发布会上,外管局表示,上半年境外投资者净增持境内债券和股票合计729亿美元。

目前,中国是全球主要经济体中唯一仍实行货币政策正常化的国家,使中外之间的利差再度扩大。其中,中美十年期国债到期收益率差由年初的122BP,扩展到了6月末的216BP。虽然各国均以货币扩张应对疫情对经济的冲击,但各国家的货币扩张力度差异加大。主要经济体中,美国、巴西扩张最为猛烈,英国、南非次之,日本最为平和。虽然同为货币扩张,各国国内利率市场受到的影响却并不一样。各国间利率走势的方向差异,反映了以下事实:已实行负利率的欧洲在努力实现货币政策正常化,美国则有着滑入负利率的倾向,中国等新兴市场国家则有着较为充足的正常货币政策操作空间。因此,未来中国和欧美等西方主要经济体间利差的持续存在,将使得中国市场成为海外资金的共同目的地。

(作者系华东师范大学中国金融研究院学术专家、研究员)



外贸企业收 8000 亿元退税“红包”

据国家税务总局近日公布的数据显示,今年上半年,全国累计办理出口退税(免)税 8128 亿元,助力外贸企业盘活资金,复工复产。为加快退税速度,各地税务部门积极开通出口退税绿色通道,推行出口退税“网上办”“无纸化”等“非接触式”办理。数据显示,自2月10日推行“非接触式”退税以来,全国约 30 万户企业通过这一方式办理退税(免)税 6296 亿元。

漫画 刘道伟

■大视野

流动性仍有可能出现边际宽松

◎颜色

得益于有效的疫情防控措施,国内生产生活逐步恢复常态,我国二季度经济实现V型反转,各类主要经济指标持续修复。投资发力效果有所显现,二季度GDP已较前值上升10个百分点至3.2%。就单月主要经济指标修复情况来看,工业增加值、投资、消费、进出口等主要指标均在持续回暖。在保就业、保民生的要求下,下半年货币政策将保持稳定,不会因二季度宏观数据的改善而明显收紧,不会因大量债券发行,不排除有进一步降准的可能性。

当前经济运行依然面临内外各种不确定性和挑战。首先,消费恢复情况不及预期。6月社会消费品零售额同比增速仍为负,餐饮等接触性消费依然低迷。在前期累积的消费需求已在二季度得到释放的情况下,6月汽车消费同比仍有所下降。其次,制造业投资恢复进程较为缓慢,近期因企业利润下滑,拖欠账款规模上升和拖欠时间周期拉长等因素,导致投资、技改、扩大再生产的需求都较弱。未来能否充分利用产能,扩大生产需求是制造业能否企稳的关键。第三,出口仍不容乐观。在全球疫情严峻、经济萎缩的背景下,出口仍面临需求减弱的压力。

回顾疫情发生时期,央行以稳健的货币政策进行逆周期调节,其目的之一是要对实体经济进行救助,二是要稳定金融市场。央行通过下调存款准备金率、逆回购和中期借贷便利操作超预期投放流动性。在年初下调金融机构存款准备金率0.5个百分

点的基础上,2月3日、4日累计开展1.7万亿元逆回购操作,3月、4月两次定向降准分别释放长期资金5500亿元、4000亿元,并利用再贷款、再贴现等直达实体的货币政策工具向实体经济注入1.8万亿元资金。同时,央行有序引导金融市场利率下行,调降公开市场逆回购操作,中期借贷便利中标利率和1年期贷款市场报价利率(LPR)各30个基点。据估计,疫情发生以来实施的对冲政策累计近6万亿元,6月社会融资与广义货币M2增速分别较去年上升2.6和1.6个百分点至12.8%和11.1%,货币乘数上升至6.92,各项指标均明显高于去年。

进入6月以来,流动性释放的边际有所收紧,在总量与价格上更加注重适度。由于疫情期间释放的流动性较为充裕,使前期市场资金价格水平不断降低,4月份DR001、DR007一度低至0.66%和1.14%,远低于2.2%的政策性利率。若金融市场利率水平持续过低,将导致资源配置扭曲,带来杠杆套利加剧的问题。因此央行于5月末对流动性的投放进行了边际调整,通过暂停逆回购和停止降低MLF利率促使市场利率中枢上移至合意水平。同时,央行以考察LPR加点部分为手段继续推动贷款利率降低,引导银行向企业让利,降低实体经济的融资成本。央行短期通过逆回购、长期通过再贷款进行流动性调节,支持抗疫特别国债的发行。从目前资金市场利率水平来看,前期释放的流动性已得到有效利用,短期利率中枢已逐渐上

移至2.2%的政策性利率。

总体来看,央行的货币政策思路是疫情突发性期间要有应急措施,然后视形势发展做出适度调整,在加强对实体经济支持力度的同时,把握好总量政策的力度,不留下后遗症。预计,下半年M2和社会融资同比增速将保持平稳增长。由于主要发达经济体零利率、负利率的弊端已经逐步显现,因此未来半年将加快专项债的发行,力争在10月底完成,届时货币政策将配合专项债的发行,流动性将较前两个月有所放松,不排除降准的可能性。同时,普惠再贷款等结构性货币政策还将进一步发力,央行还将加强对小微企业首贷率、无还本续贷,以及大型商业银行的普惠小微贷款增速的考核。

当前宏观杠杆率出现上升,这是因疫情影响的特殊原因,因此去杠杆问题不是当前重点。目前我国疫情防控仍面临内防反弹、外防输入的挑战。在保就业、保民生的要求下,下半年货币政策仍将保持稳定,不会因为二季度宏观数据的改善而明显收紧,甚至在流动性方面会边际略为宽松。目前抗疫特别国债的发行工作已进入收尾阶段,未来两个月将加快专项债的发行,力争在10月底完成,届时货币政策将配合专项债的发行,流动性将较前两个月有所放松,不排除降准的可能性。同时,普惠再贷款等结构性货币政策还将进一步发力,央行还将加强对小微企业首贷率、无还本续贷,以及大型商业银行的普惠小微贷款增速的考核。

(作者系方正证券首席经济学家、北京大学光华管理学院应用经济学系副教授)

民间借贷利率司法保护上限确实该调整了

◎莫开伟

近日,在最高人民法院新闻发布会上,有记者表示,最高人民法院民间借贷司法解释对于民间借贷的利率设定了24%的司法保护上限,实践中有的观点认为这个利率标准太高。对此,最高人民法院相关人员表示,正结合民法典最新规定开展民间借贷司法解释的修订工作。

应该讲,最高人民法院修订民间借贷司法解释是与时俱进的。有了最高法这个明确的态度,相信一定会使民间借贷利率司法保护上限与现实经济运行更加吻合,协调,起到有效保护民间借贷双方合法权益的作用。总之,这将是我国民间借贷司法领域的一次重大改革,非常值得期待。

至于为何要调整民间借贷利率司法保护上限,理由其实相当充足,从现实看主要集中在四方面:

首先,这是推动民间借贷利率司法保护与时俱进的需要。现行民间借贷利率设定的24%司法上限,是2015年8月6日最高人民法院发布《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》确定的,依据的是不超过国家正规金融机构利率的4倍,当时银行普遍基准利率在6%左右,从这个利率水平看民间借贷利率的司法上限基本适合当时金融生活的实际,而目前金融机构基准利率比2015年至少下降了20%至30%,如果还继续维持24%的民间借贷利率司法保护上限,显得与当前经济发展形势格格不入。并且就我国目前来说,由于受到疫情影响,实体经济经营普遍艰难,盈利能力低,民间借贷渠道受阻,投资获利能力下降,且央行已多次降准准推低利率水平,如果还维持民间

借贷利率上限,有可能成为影响中国经济复苏的障碍。

其次,这是进一步引导社会金融活动转向普惠的需要。我国社会经济发展现实证明,金融业的根本出路在于推行普惠金融服务,而我国目前金融服务的实际是资金供给和资金价格存在“双轨制”格局:即国有银行机构供应的资金利率低但条件苛刻,一般缺乏有效担保抵押物的中小微企业体和民众难以获得资金。而民间借贷门槛低条件宽松但借贷成本畸高,让很多人无力承担高利息。而且,正是由于民间借贷与正规金融机构之间这种贷款利率的巨大差距,为利益寻租金融腐败提供了土壤。因为民间借贷利率畸高,很多的社会资金被吸引到民间借贷领域,甚至有部分银行信贷资金变道流入民间借贷领域。只有将民间借贷利率司法保护上限降低到与银行机构贷款利率上浮上限基本接近或相等的水平,才能确保银行机构践行普惠金融社会责任,真正遏制银行领域的腐败行为滋生。

再次,这是进一步保护民间借贷双方合法权益的需要。民间借贷尤其是民间高利贷在新中国成立之后长期被禁止,改革开放以后随着我国经济发展,各行各业对资金需求剧增,民间借贷日渐活跃,不可否认的是,它在解决企业或个人临时性资金不足、推动经济发展等方面确实发挥了一定作用。但是,我们也应该清楚地看到,民间借贷利率过高,尤其是民间非法高利贷的复活,诱发了大量借贷双方的债务纠纷,实际上不利于保护借贷双方的合法权益,一方面,过高借贷利率加重了借贷人的财务负担,不少因为无法承受高利息支出

的借贷企业采取赖债、赖债等手段,不利于引导人们形成正确借贷信用观念。一些心怀不良的借款人抱着“你想我的利,我就想你的本”,钱借到之后就变成了“肉包子打狗”,让放贷人遭受经济损失。另一方面,放贷人收不回借款就会采取各种非正常催债手段,不仅影响了社会稳定,也严重扰乱了社会金融秩序。显然,将现行民间借贷利率司法保护上限调整到科学合理水平,可有效消除借贷双方矛盾,化解不必要的借贷纠纷,保护民间借贷双方合法权益。

最后,这是不断将民间借贷引向健康发展的需要。由于我国个人放贷条例一直没有获得政府监管当局的批准,所有民间借贷活动基本处于一种“地下状态”。由此,要准确掌握我国民间借贷真实情况,必须提高民间借贷活动信息的透明度,让民间借贷活动见到“阳光”,并及时出台民间借贷相关法规,将民间借贷活动予以规范,为接受监管创造条件。而且,民间借贷利率司法保护上限调整,有利于遏制大量社会资金流入民间借贷领域,使我国民间借贷保持与社会经济活动需求相适应的规模。《中华人民共和国民法典》将于2021年1月1日起正式施行,其中,涉及到民间借贷的规定是,禁止高利贷和“砍头息”,即借款利息不得预先在本金中扣除。而24%的保护上限相对目前我国实体企业的利润率,以及全社会整体投资收益来说,依然具有暴利性。只有及时调整民间借贷利率司法保护上限,才能遏制民间借贷中存在的非法牟利企图,把民间借贷活动引入正轨。

(作者系中国地方金融研究院研究员)

美国经济二季度创纪录萎缩 复苏前景不明

美国商务部30日公布的首次预估数据显示,受新冠疫情影响导致经济大面积“停摆”等因素影响,今年第二季度美国实际国内生产总值(GDP)按年率计算萎缩32.9%,萎缩幅度远高于第一季度的5%,为1947年有记录以来最大降幅。

第二季度,占美国经济总量约70%的个人消费支出骤降34.6%,拖累经济增长25.0个百分点,是有记录以来最差表现。其中,受疫情打击最为严重的服务支出重挫43.5%。企业投资和出口也遭受严重冲击。

值得指出的是,美国计算季度GDP数据采用的是环比折年率算法,即先计算季度GDP环比增长率,然后假设全年四个季度均保持本季度增速,将环比增长率推至全年再折成年度增长率。这样计算的好处是能更灵敏地反映当期经济增长态势,缺点是可能放大经济增长的实际波动程度。

穆迪分析公司首席经济学家马克·赞迪表示,最新数据显示美国经济在第二季度“掉入了很深的黑洞”,“要花很长时间才能爬出来”。富国银行证券首席经济学家杰伊·布赖森认为,考虑到美国各州自3月份以来为抑制疫情蔓延颁布的“居家令”等防控措施,第二季度经济活动普遍收缩并不意外。据哈佛大学教授、前白宫经济顾问贾森·弗里曼测算,今年上半年美国整体经济萎缩10.6%。

由此看来,分析人士对美国上半年年的糟糕表现早有预期,当前的关键问题是,美国经济下半年走势会如何?对此多数经济学家的看法是,“V型”快速反弹的可能性在下降,二次探底的可能性在上升,最理想的情形是非常缓慢的复苏。

近期美国部分地区新冠确诊病例激增,20多个州宣布暂停或撤回部分重启经济计划,给下半年的经济复苏蒙上了阴影。美国就业市场复苏已出现反复,首次申请

失业救济人数过去两周连续上升,逆转了此前三个多月持续下降的趋势。

美联储主席鲍威尔日前在新闻发布会上表示,美国经济前景充满不确定性,经济前景将在很大程度上取决于能否成功控制住疫情。近几周美国新冠确诊病例增加,控制疫情蔓延的新举措开始对经济活动造成压力。

美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据截至30日下午,美国累计新冠确诊病例已超过446万例,累计死亡病例超过15万例。美国流行病学专家表示,尽管美国确诊和死亡病例数量高居全球之首,但美国疫情可能还未到“最糟糕的阶段”。

目前美国国会正与政府就新一轮财政援助展开谈判,但在失业救济金、地方政府拨款等关键问题上分歧很大。赞迪警告说,如果政府和国会不能在8月份国会休会前批准新一轮财政援助,美国经济将面临滑入“W”型双底衰退的严重风险。市场研究机构埃信华迈公司预计,如果出现双底衰退,第二轮衰退可能会在今年年底或明年年初到来。

根据美国国会3月底批准的约2万亿美元纾困计划,联邦政府为失业人员提供的每周额外600美元的失业救济金将于7月底正式到期。美国致同会计师事务所首席经济学家戴安娜·斯旺克表示,调查显示超三分之一的租户担心8月交不起房租,超15%的购房者担心付不起一笔房贷,如果不延长失业救济等保障措施,美国可能会面临自上世纪30年代大萧条以来无可挽回的最糟糕的情形。

印第安纳州立大学教授迈克尔·希克斯认为,即便新冠疫情影响很快而逝,美国也需要两三年时间才能解决疫情造成的失业问题,他预计至少未来一年美国失业率都将维持在两位数以上。(新华社)

金价上涨背后是对经济复苏的企盼

◎盘和林

7月27日,纽约商业交易所(Comex)黄金价格创下历史新高,突破1940美元/盎司,一天内金价上涨了近2%。前次的最髙历史记录是在2011年9月创下的1923美元/盎司。从今年3月20日以来,金价累计涨幅近34%。

引起黄金等贵金属价格上涨的主要原因是,投资者对全球经济未来的不确定性深感焦虑。这些不确定性主要包含几个方面:其一是受新冠肺炎疫情冲击,失业率高企,海外经济重启困难,即便是疫情有所好转的地区,因为居民防控意识淡薄,也存在着较大的反弹可能。其二是部分国家奉行单边贸易和贸易保护主义,设置贸易壁垒,阻碍世界经济全球化进程,造成国际经济不确定性增加;其三是为了提振经济,避免陷入衰退,欧美新一轮刺激箭在弦上,其他国家也都相应采取了不同程度的货币宽松措施,这就导致全球货币有着通胀扩大的风险,所带来的币值贬值心理预期自然就会凸显出黄金的价值。

为了应对上述风险,投资者必须选择一个避险资产来保证自身财产保值增值。而在这些投资标的的选择中,美元和

黄金是最重要的两个选项,由于美联储采取零利率政策,于是渴望避险的投资者被挤压到了贵金属投资领域。

近期美联储议息会议重申经济温和预期,将保持零利率不变到2022年,并将通过变相的量化宽松,来给市场提供更多流动性。这些信息对于黄金来说,都是利好消息,只是这些利好已提前反映在超越了历史高点的走势上。但是从中长期看,未来数月黄金还将保持强势。由于经济的颓势要持续一段时间,所有人都在焦虑中期等待经济V字转圜的到来,黄金只不过是减少损失的选择而已。

黄金如今在一个牛市当中,从历史发展的角度来看,对比之前的数据,目前黄金价格已处于一个较高的位置。失业率改善和经济复苏是否会提前到来,还需要投资人持续关注。当全球央行发现经济过热开始紧缩银根,黄金白银的行情可能就会告结束了。然而,根据美联储的说法,紧缩的时点可能到2022年才会出现。相信阴霾终究会过去,毕竟相比于保值的黄金,能够使资产增值的投资产品才是人们更青睐的东西。(中南财经政法大学数字经济研究院执行院长、教授)