

正视市场七年之痒 谨防蝴蝶共振效应

吴智钢

自然寒流和市场寒流共舞

刚刚过去的周末,中国全境都经历了霸王级寒流的袭击,多地气温降幅超过了历史最低值;美国则遭遇了暴风雪;而国际金融市场,上周也经历了超级寒流,国际原油、矿物等大宗商品暴跌,非美货币遭遇大幅贬值潮,全球股市下跌,不少国家的股市跌破了2015年的低位。自然界的超级寒流和国际金融市场的超级寒流共舞,今年并不是第一次。记得2008年,国际金融危机爆发的同时,中国南方爆发了冰雪极寒天气,欧美地区也经历了寒冬。自然界的寒流或许很快就会过去,而金融市场的寒冬,却不那么容易流逝。“七年之痒”的周期性规律,依然影响着全球金融市场。社会学界认为人的婚姻有“七年之痒”的规律。即结婚七年之后,夫妻矛盾会有一次集中爆发,夫妻感情和婚姻存续将接受考验。而在国际金融市场,自1973年以来,也出现了“七年之痒”。当年,第四次中东战争爆发,产油国实行石油禁运,引发全球石油危机;而布雷顿森林体系的崩溃,更是引发了全球金融市场动荡并且重构。此后,每隔七年,全球金融市场都发生大幅动荡,最近一次出现在2008年,由雷曼兄弟破产引发了全球金融危机,不仅引发了欧债危机,新兴经济体股市汇率双双大跌,而且引发了全球经济衰退,至今仍然未能缓过神来。

美联储加息 扮演了“黑天鹅”

本次国际金融市场的“七年之痒”,

国际金融市场遭遇底仓出局

王宸

上周,全球金融市场陷入了空前的连环踩踏惨案之中,亚太股市大跌,欧美股市大跌,大宗商品大跌。背后的真相究竟是什么?笔者没有能力及时分析深层次的原因,不过有一个关键问题倒是不得不提,那就是底仓撤离,斩仓出局。只有金融市场遭遇底仓出局才会如此混乱恐慌,才会如此大面积发生连环踩踏,羊群效应也才会发挥到极致,特别是全球化程度很高的情况下,几乎没有国家或地区能够侥幸幸免。

2015年10月英国股市遭遇闪电崩盘,后来证实是中东力量——“石油美元”撤退。当时,欧洲股市也遭遇大规模暴跌,作为底仓的长线资金撤退,引发了羊群效应。目前,油价经反弹后将继续下探,中东诸国财政更为捉襟见肘,在全球收缩长期头寸,引发全球连环踩踏惨案也就不足为奇了。此外,东盟国家向来持有较长期且较巨量的欧元资产头寸,像香港首富李嘉诚投资欧洲就很迫切,伴随中东诸国“石油美元”在全球多处撤离

央行春节前降准有深意

莫开伟

从1月15日起,央行在不到两周时间里,通过逆回购、SLO、SLF、MLF等政策工具向市场投放了约1.7万亿元流动性,央行操作中短期货币工具力度之大,释放货币数量之多,实属罕见。

通常,上海银行间同业拆入资金紧张或拆放利率上涨,就被认为是整个市场流动性短缺重要标志,央行往往会据此采取降低存款准备金率或中短期货币操作工具等手段,向银行释放流动性,以达到两个货币调控目标:一方面,直接增加市场流动性,解决银行间市场流动性不足,以免引发“钱荒”,维护流动性稳定,解决实体经济融资难问题;另一方面,通过增加市场流动性,维护货币市场利率基本稳定,进而引导银行间货币市场利率下降,

起于2015年,美联储加息扮演了“黑天鹅”的角色,而股汇双杀则成为非美市场的噩梦。

2015年12月美联储加息,而早在2015年夏天,美元加息的预期已经推动全球资本回流美国,从而引发了全球汇率市场的动荡。美元的强势是以全球非美货币的贬值为代价的,2015年以来,俄罗斯卢布、阿根廷比索、墨西哥比索、巴西雷亚尔、南非兰特、土耳其里拉等一大批非美货币的汇率遭遇腰斩或者接近腰斩。

国际资本流出非美市场,引发了全球股市的大幅下挫,包括印度、新加坡在内的亚太股市和欧洲一些股市已经跌破2015年的低位,甚至连美国股市也不能幸免。美国股市在2009年国际金融危机肆虐的背景下,仍然能够走出一波长达六年的牛市,道琼斯指数从2009年3月最低的6440点,上升至2015年6月的18351点,涨幅高达两倍;而后掉头下挫,至今跌幅已有两成。全球资本回流美国,为什么美股还会下跌,其逻辑就在于美联储加息引起收紧银根的预期。

2015年,在全球经济结构失衡,需求疲弱的背景下,国际原油、矿物等国际大宗商品价格失去支撑,大幅下跌,何止腰斩!大宗商品的暴跌也危及了国际物流业,具有国际大宗商品风向标之称的波罗的海干散货指数(BDI)已经跌至450点下方,创出历史新低。

国际金融市场一地鸡毛。在美元加息引发非美货币大幅贬值、国际大宗商品跌势未能言底的蝴蝶共振下,全球股市依然压力重重。根据美报的统计,从2016年以来,全球股市市值已经蒸发了8万亿美元。

的同时,东南亚国家斩仓欧元资产头寸也在情理之中,如果陷入多米诺骨牌的循环逃脱怪圈,欧美股市连遭重挫就十分自然了。在美元走强之际,正是增持美元资产头寸的良机,但美股却遭遇雪崩式下跌,其中大规模斩仓撤退应是一个显著因素。目前仅剩美债尚可苟缓,且中国间断地增持美债头寸,但如果进一步出现全球金融市场踩踏,引发新兴市场从美国撤资斩仓救急,美债也势难保全,发达国家最后的避风港也可能岌岌可危。

不过,全球金融市场的这些连环暴跌均与全球经济基本面背道而驰,全球经济基本面倒是亮点频频,这更证明全球长期资金大规模转移所带来的斩仓撤离,其可信度非常之高,特别是欧美这些老牌发达国家均遭惨重杀跌,实属罕见。当然,全球金融市场连环暴跌之中,中国金融市场相对负面因素较少,虽然同步惨跌,但反弹不断,可能成为全球长期资金转移的最终目的地,投资中国、增持人民币资产头寸,也符合人民币加入SDR的新趋势。世界经济与金融发展的大趋势再次选择了中国。

最终推动整个社会融资成本下降,解决实体经济融资难问题。

本来,央行可以通过降准来达到上述目的,且社会各界对此有所期待,可央行却偏偏有意拖延不用,这是何意?众所周知,降准与中短期货币操作工具,虽都是数量化货币政策工具,但降准是比较长期的货币政策工具,而无论MLF中期借款便利、还是SLF短期借款便利,都属中短期流动性安排。因此央行使用短期货币流动性安排工具,既体现了央行货币调控的灵活性、针对性和有效性,也蕴含着深意。

春节之后经济走势尚不明朗,过完年之后,货币市场究竟怎么样,其实大家都没底,为稳妥起见,央行在运用货币政策工具上留有“余地”;而且春节期间对流动性需求具有明显季节性,春节之后

然而,全球资产价格的重估,仍然在进行时。对此,我们要有充分的思想准备和心理预期。

扎紧篱笆 迎接挑战

在人民币国际化取得阶段性进展、中国股市实行沪港通等国际化措施背景下,中国金融市场与国际市场的联系日趋紧密,国际金融市场风高浪急,股汇双杀的情况在中国也未能幸免。2015年8月,中国央行调整人民币中间价的形成机制,导致人民币对美元短期大幅贬值,而2016年1月上中旬,中国央行为了保持人民币汇率指数(CFSTS)的平稳,也明显下调了人民币对美元中间价。在A股市场,2015年的股灾历历在目,而2016年开年的三周内,上证指数就下跌了17.6%,一度跌破了2850点低位,创业板指数的跌幅则超过了20%。

不久前,在冬季达沃斯论坛上,国际对冲基金大鳄索罗斯公开承认他“做空了亚洲货币,做空了美股,做空了一切”。其气焰之嚣张,不能不说激起了国人的公愤。

诚然,以全球第二大经济体的国力,中国要击退国际炒家的袭击并不是难事。但是,面对国际金融市场的七年之痒和蝴蝶共振的扰乱效应,我们更需要的不是意气用事,而是要重视金融市场的规律,正视自己内部存在的问题,把困难估计得更充分一些,扎紧金融市场的篱笆,备好过冬的粮食,以迎接国内外的一切挑战。

首先,要尊重市场规律,顺势而为。考察国际金融市场未来走势,要考量以下因素:首先是国际油价稳定没有,这不仅关系到“石油美元”的动向,还会带动大宗商品。上周,国际能源署(IEA)发布评估报告称,如果石油供求关系没有重大变化,今年石油过剩产量将达到每天100

万桶。显然,目前油价尚难言见底。其次,美元加息周期刚刚开启,加息步伐未能停止。其三,全球经济依然在筑底,真正的复苏尚需时日。其四,随着油价和原材料价格的下降,企业盈利能力不增反减,全球资产价格重估仍在进行。

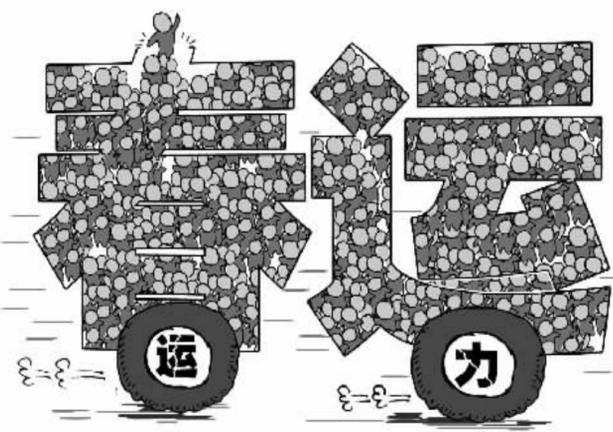
国家副主席李源潮在达沃斯论坛接受媒体采访时指出,中国股市“还不成熟”。笔者认为,这个“不成熟”,不仅是以散户为主的投资者队伍不成熟,也包括了股市制度的不成熟和监管的不成熟。2015年发生杠杆比例高得惊人的信托资金大规模流入股市,并随后引发的股灾和流动性的缺失有密切的关系;日前,又爆出了票据融入入市的问题,这里面水有多深,对市场影响有多大,需要认真清查。2016年开年之初,4个交易日4次熔断股指,对新年A股市场的暴跌起了推波助澜的作用。血一般的教训告诉我们,制度建设要建立在充分的市场调研和可行性研究之上,制度建设还需要符合中国国情,不可盲目照搬。只有建设好适合中国国情的股市制度,A股市场才能经受起国内外市场的风浪。

面对国内外金融市场的动荡,A股市场更要注重供求关系的平衡。今年初开始实行的IPO新政,解决了新股发行导致二级市场资金大量分流的问题,深受投资者好评。但是,新股发行和上市,也在增加市场的供应,在二级市场存量资金不断流出的情况下,增加了二级市场的负担。在股市走弱的阶段,新股发行上市的数量越多,股市转强的概率就越低。

无论是汇市还是股市,其根基都在实体经济。只有加快改革,切实推进经济转型升级,让实体经济尽快复苏,汇市和股市才具备长期坚挺的基础。

焦点评论

春运难



每逢春节回家难,探亲路上多悲欢。一票难求叹运力,黄牛乱窜走玄关。暗箱操作未根治,市场决定也空谈。连年质疑铁老大,改革步履总蹒跚。

赵乃晋/漫画 孙勇/诗

不少资金就会回笼。显然,通过中短期方式来稳定市场利率,既能投放流动性,也能随时通过MLF和SLF到期回收流动性,央行会大大提高调控货币主动权。

而如果一旦再次降准,短期内不会把释放的流动性收回去,会使得整个市场流动性过于宽松,这在某种程度上加大了国际市场对人民币汇率贬值的预期,从而再次加剧人民币汇率市场动荡,无论对人民币国际地位提高,还是对中国资本市场稳定都将形成不利影响,这不得不使央行更加谨慎地实施降准。

目前市场流动性总体充裕。再者,存款利率市场化改革之后,存款基准利率和实体经济关系在不断减弱,就是说银行间资金市场利率下降并不能传导给实体经济,使实体经济融资成本直接下降,尤其过多的流动性也并不能真正注入实体经

去产能 是经济结构调整的关键

周子勋

去产能是供给侧改革的内容

在今年已经过去的20多天时间里,国务院总理李克强为化解过剩产能召开了3次会议。1月4日,在山西太原召开的钢铁煤炭行业化解过剩产能工作座谈会上,李克强要求严控增量、主动减量、优化存量。紧接着,1月20日召开的国务院专题会议上,李克强再次要求,抓住化解过剩产能问题,要求在近几年淘汰落后钢铁产能9000多万吨的基础上,再压减粗钢产能1亿吨—1.5亿吨,严控新增产能。此次会议认为,坚持用法治和市场手段,化解钢铁煤炭行业过剩产能,是推进供给侧结构性改革的重要举措,对推动行业结构优化、脱困升级,具有重要意义。

2015年中国国内生产总值(GDP)增速6.9%,为25年来最低增速。其中,四季度GDP同比增长6.8%,环比增长1.6%,双双不及预期和前置。中国经济放缓、人民币汇率大幅贬值以及中国股市大跌,在全球市场引发忧虑。

中国经济要恢复一种健康而稳健的姿态,中央现在极力推进的“供给侧改革”是中国寻求经济新增长新动力的新思路,主要强调通过提高社会需求来促进经济增长。在政策手段上,主要包括简政放权、放松管制、金融改革、国企改革、土地改革,提高创新能力等。

从某种意义上说,“供给侧改革”的核心就是抓住“供需匹配”。目前中国处在“供需错位”的矛盾产品上存在大量过剩。另一方面,国内需求提升后的高质量消费需求得不到满足。而现在中央加快化解过剩产能,就是为了调整供求关系,促进供需平衡。按照经济学的逻辑,如果行业过剩10%—20%,会产生优胜劣汰,属于良性竞争;一旦过剩超过20%,几乎所有企业,都会泥沙俱下,大家通通赔本,形成行业性亏损。

从经济领域来看,我国长期依靠投资为主的粗放型增长方式,造成许多行业产能过剩问题突出。伴随宏观经济增速放缓、生产者物价指数(PPI)持续负增长,工业各行业产能过剩矛盾进一步加剧,许多行业已经出现绝对过剩。更严重的是,钢铁和煤炭产能过剩传导到金融体系,其突出表现就是不良贷款大幅反弹。

值得注意的是,以往暴露出来的企业债问题主要集中在民营和中小企业身上。这背后的原因,并不是因为他们的经营能力差,而主要在于营商环境不佳和融资难融资贵。中国的央企和国企,绝对数量虽远低于中小企业,手中却掌握了民企和中小企业完全不可比拟的各类庞大资源。凭借这些有利因素,国企不但用远低于市场水平的利息从银行获得大量贷款,地方政府更是给他们提供了隐性保障。极低的借债成本使得众多的国企花起钱来毫不心疼,盲目扩张,其结果是产生了太多的低效投资和无效投资,债务水平十分严重,并产生了众多的“僵尸”企业。在中央政府将企业去产能、

去杠杆作为今后几年经济工作重点的情况下,过剩产能将加速出清,产能过剩行业和相关企业的债务风险将继续暴露。

去产能利于改进企业盈利

去产能的推进有利于改进企业的盈利状况,提高经济运行的效率,这也是供给侧改革的题中应有之义。去产能能否取得实质性进展,直接关系到调整经济结构、转变增长方式能否真正实现。从长远来看,推动化解过剩产能,需要逐步完善价格形成机制,推进外部成本内部化、改革政府管理、营造公平竞争环境、建立退出机制等。但在当前一段时期,结合我国现阶段国情和市场环境条件,积极发挥政府行政手段作用,加强钢铁、煤炭生产和消费总量控制,是弥补“市场失灵”、打破产能过剩僵局的有效途径。强化钢铁、煤炭消费总量控制,也有利于从根本上引导各级政府发展观和政绩观有效转变。

对于诸如钢铁和煤炭行业这样的过剩产能而言,要实现健康运行,需要尊重市场规律,在转型升级的同时清理“僵尸企业”。此外,虽然很多钢企和煤企也有着退出和整合的诉求,但由于涉及到民间融资和高额债务问题,无法脱身,从而很难减产、停产。对于这些企业,政府亟需从产能过剩的症结下手,制定和完善一系列的企业退出机制,为市场

化破产创造条件,保证企业能够顺利实现破产和出清。同时,必须加大国企市场化改革的力度并加快改革进程,从体制和机制上切断这些企业的风险源,把国企的杠杆水平降到可持续的水平,并提升它们的市场活力和竞争力。地方政府应坚决让资不抵债的企业破产并拒绝兜底。只有经历了债权遭受损失的惨痛记忆,政府和银行等债权人会对借款人的偿债能力进行更加审慎的风险评估,对风险理性定价。国企改革需要付出一定的代价,虽然这会给整个系统带来一些短暂的痛苦,但无疑有助于逐步化解信贷风险,建立一个长期健康的借贷市场。

当然,中央在下定决心采取果敢措施处理过剩产能企业和僵尸企业的同时,在稳增长的大环境下,也要谨防地方政府“加杠杆”思维复苏。目前,虽然短期内负债率并未超过警戒线,但随着宏观经济增速放缓、地方财政增速回落以及房地产市场的调整,一旦累积的债务风险超过地方财政承受能力,就有可能爆发区域性财政风险。当下最需防范的是地方政府“新瓶装旧酒”创新举债方式。PPP和财政引导产业基金都是政策鼓励、可以发挥财政资金杠杆作用的有效方式。不过真正适应新模式绝非一日之功。现在有些地方的PPP项目实际上是借债务方式引入社会资本,借PPP之名行地方平台变相融资之实,这有可能滋生新的风险。有些地方的财政与银行、国企等企业等合作成立产业基金,然而基金运作中行政色彩强烈,投资风险控制机制不完善,不排除未来进一步形成“变相债务”。就在2016年1月11日,财政部称将对地方

政府债务余额实行限额管理,具体分为一般债务限额和专项债务限额。此举意在给地方债设立“天花板”,遏制举债冲动。此外,去产能过程中还有一个最大问题需要重视,那就是在岗位的安排。虽然中央设立了专项资金,财政部日前也下发通知,启动“去产能”专项资金征收,对地方和企业筹集的化解过剩产能资金进行补助,主要用于人员安置,支持力度与去产能规模挂钩,但到底有多少,具体怎么花,需仔细研究。

联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640; 发邮箱至pp118@126.com。