

# 全球金融新周期与跨境资本流动的转向

张茉楠

根本而言,跨境资本总流入与流出遵循全球金融周期变化的基本规律,在资本流动、信贷增长和杠杆率方面都存在着全球性金融周期。全球资本流动性监管的逆周期性成为摆在货币决策当局面前的大问题。

## 全球跨境资本结构与流向将发生改变

美联储在今年6月是否启动加息进程一直成为困扰全球金融市场的不确定因素。然而,无论这个预期是否兑现,全球跨境资本结构与流向都将发生方向性和拐点的变化。

国际金融危机后美国实施了四轮量化宽松政策(QE),这导致美国基础货币6年里至今增加4倍。而当前,正如危机期间美联储从零利率到量化宽松政策的组合一样,QE退出也必然采取“量价配合”,也即通过缩减资产负债表和加息组合方式,回归正常化的货币政策。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,抵押贷款证券化(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。如果美联储停止国债再投资,5年后即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。

## 稳定发展是A股第一要务

皮海洲

去年6月15日以来的股灾,至今已一年了。回顾去年发生的股灾,人们可以总结的内容有很多。笔者最大的感悟就是股市需要稳定发展。稳定发展是振兴A股的第一要务。离开了稳定发展,任何股市发展的话题就都是空谈。

去年股灾对A股市场发展的破坏作用是巨大的。最明显的就是股灾对财富的毁灭作用。有数据显示,从股灾1.0到股灾3.0,在股灾发生以来的这一年内, A股市场的股票市值损失了约24万亿元,持仓投资者的人均损失达到47万元,一批股票市值在500万元以上的中产阶级,在这一年里被消灭。在2880只股票中,约40%的上市公司股票跌幅超过50%,一批个股的跌幅超过了70%。

股灾对股市的破坏作用,更多的是一种无形的破坏,比如,对投资者信心的摧毁作用,这是难以用数字来表达的。面对股灾期间股市接连发展的“千股跌停”局面,面对投资者就是“割肉”也难以逃脱的那种绝望的困境,这对投资者信心的打击是毁灭性的。所以股灾过后,投资者纷纷选择离场。哀莫大于心死。

股灾对股市发展的破坏作用还表现在一些改革措施被迫推迟,甚至包括《证券法》的修改工作也都推迟了进程。如果没有股灾的发生,那么深港通

## 美元新周期对全球资本的冲击

美元流动性正逐步从“量宽”转向“量缩”新周期,对全球资本和流动性影响及冲击主要体现在:

首先,美元跨境资本流动转向。国际金融协会(IIF)显示,2015年新兴经济体总体资本外流,非居民资金流入总额降至410亿美元,其中股市总计流入130亿美元,债市流入280亿美元,远低于2010至2014年平均水平的2850亿美元;近期,全球金融市场风险偏好恢复,资本有回流新兴市场迹象。

其次,石油美元缩水也对资本流动产生影响。国际油价下跌引发的全球商品价格的波动,叠加石油美元大幅缩水引发的全球金融资产价格的波动,对新兴经济体资本流入产生“抽血”。

第三,美元估值效应对资本流动的重要影响。强势美元放大外债资产下降,美元走强使得各国央行持有的、以美元计的其他外资产遭遇市值损失。我们测算,2014年6月至2015年6月期间,美元指数涨18%,对比外汇储备的人民币和美元值,期间发生的美元估值效应可能达2200多亿美元。

从本质上讲,全球资本和流动性的产生依托于两大循环,金融(货币循环)和贸易循环。一是贸易赤字国向贸易盈余国进行贸易贷款的支持,带来经常账户的资金流动;二是贸易盈余国将积累的外汇资产重新投资于贸易

在去年就可以推出了。如果没有股灾出现“千股跌停”的局面,A股的停牌制度问题就不会成为A股纳入MSCI过程中深受关注的问题。可以说,这场股灾大大地延缓了中国股市改革与发展的步伐。

痛定思痛,总结股灾的教训,投资者不能不感受到股市稳定的重要性。“稳定压倒一切”。因此,营造稳定发展的格局,创造稳定发展的环境,A股市场至少有三方面的问题是需要正视并加以解决的:

一是要理顺创新与稳定发展的关系。股市的任何创新都不能离开稳定发展的前提。背离了稳定发展的大方向,创新就只会加剧股市的波动,并成为股灾之源。从去年的股灾来看,“杠杆牛”是导致股灾出现的最直接原因。

二是要加强股市监管力度,坚决抑制与打击市场投机炒作行为与市场操纵行为。正是由于市场的投机炒作,创业板股票的平均市盈率炒到了140倍,上百只股票的市盈率炒到了千倍以上。整个A股市场处于高风险的态势,这就有了股灾到来时的千股跌停局面。

三是要切实解决股市中存在的稳定因素,防止这些不稳定因素成为加剧股灾发生的重要因素。这在限售股的问题上表现得最为明显。比如,股灾3.0的发生,限售股问题就是重要的导火索。因此,限售股问题有必要从根本上加以解决,不然这个问题在未来的某个时点还会成为引发股市下跌乃至股灾再度出现的重要原因。

# A股入MSCI指数意义不在于引入海外资金

蒋光祥

一年一度的A股冲击MSCI指数的时刻又将到来。有观点认为A股前几个交易日的异动便是对此的一种关切,倒也是不无理。MSCI指数作为全球投资组合经理最多采用的基准指数,在北美及亚洲,超过90%的机构性国际股本资产以其为基准,追踪MSCI指数的基金近6000家,资金总额近4万亿美元,因而该指数被各地市场引为圭臬可谓名至实归,A股现在有望跃入这个龙门,市场情绪上有所躁动也很容易理解。

根据相关计算,A股即便在6月15日顺利加入MSCI指数,一开始所能吸引的资金量不过区区百亿美元,封顶也不到2000亿美元。就目前沪深两市日均交易量来说,只能说是一个具有象征性意义的数字。作为

可能是世上最好的融资场所之一,A股何尝缺这点资金?显然,A股加入MSCI与其说是引进海外资金,不如说是冲着海外成熟市场的游戏规则而去。有海内外“最大韭菜摊位”戏称的A股,虽不缺钱,但高质量的上市公司与规范秩序一直都是短板。这当中有的问题可以在加入MSCI指数后借鉴成熟市场的游戏规则,借助境外投资者的“较真”来解决。在融入世界金融体系后,A股市场在层层外力的作用倒逼下,没有理由不更加国际接轨。随着更多国际投资者的进入,A股散户投资者占主导的市场结构亦将被优化,产品结构则更趋多元化和国际化。但也有些问题可能较长时间段内都无法破解,比如在外资看来不可思议的“T+1”的交易模式。

赤字国的金融资产上,带来金融账户的资本流动,两者形成一个完整的货币经济循环,这意味着全球贸易失衡越严重,衍生出的流动性就越多。

金融危机以来,全球经济再平衡逐步改变了全球金融货币循环。这种由于全球经济失衡而导致的大规模美元流动性面临全球外汇储备资产已经见顶。事实上,除中国之外,2015年7月俄罗斯官方储备资产减少39.45亿美元至3576.26亿美元;巴西减少4.16亿美元至3682.52亿美元,南非减少10.06亿美元至458.23亿美元,印度的官方储备较上月减少17.61亿美元至3534.6亿美元,新兴经济体和金砖国家的储备出现拐点。国际货币基金组织(IMF)世界经济展望数据显示,全球50%以上的资本仍然输入到美国、英国等。

## 中国国际收支将出现新常态

2000至2014年,我国每年都有储备资产的大幅增加,但是这种情况正在发生重大变化,官方储备资产将继续减少。从未来发展趋势看,中国国际收支巨额顺差格局已基本结束,取而代之的是经常项目顺差、资本项目波动(逆差)的“新常态”,背后大格局和内在机制已经发生根本性变化。

一方面,原有全球贸易大循环不可持续。中国人口结构已逐步接近老龄化,劳动力成本将逐步反应到企业的真实成本层面,从而导致企业储蓄下降。而且中国的制造业结构调整速度未来将逐步加快,制造企业制造顺差的能力有所下降。发达国家主导的全球总需求不断萎缩,全球继续面临总体需求不足的制约,中国出口部门超高速增长黄金窗口已经过去,将大量劳动力等资源配置于劳动密集型出口部门的效率开始下降。

中长期而言,全球资金的流向和配置

结构都将发生变化,随着储备资产拐点,新兴市场通过官方外汇购买对美国等发达经济体形成的资本流出规模将降低。

另一方面,原有全球金融大循环不可持续。本轮全球经济失衡下资金大规模流动具备以下条件:一是发达的美元计价资本市场,美元资产减少供给;二是亚洲新兴国家超量储蓄流向美国,弥补美国的经常账户失衡;三是全球储蓄与计划投资平衡下较低的长期利率。随着全球失衡的纠正和真实利率的上升,美国国债等债券融资成本也将上升,进而提升全球真实利率。

因此,未来不可避免出现“美元流动性短缺”。如何加强包括跨境资本流动、货币储备等在内的流动性管理成为系统性风险控制和危机应对的关键,应建立以跨境资本流动性监管为核心目标和手段的全球宏观审慎监管框架。

首先,全球利率和汇率政策协调。抑制金融周期分化带来的外溢效应,缓解全球金融不平衡的影响。比如,避免发达经济体通过负利率造成的货币竞争性贬值和继续“吹大”资产泡沫;避免汇率的过度波动和有序调整影响经济和金融新兴经济体因债务危机引发货币暴跌。

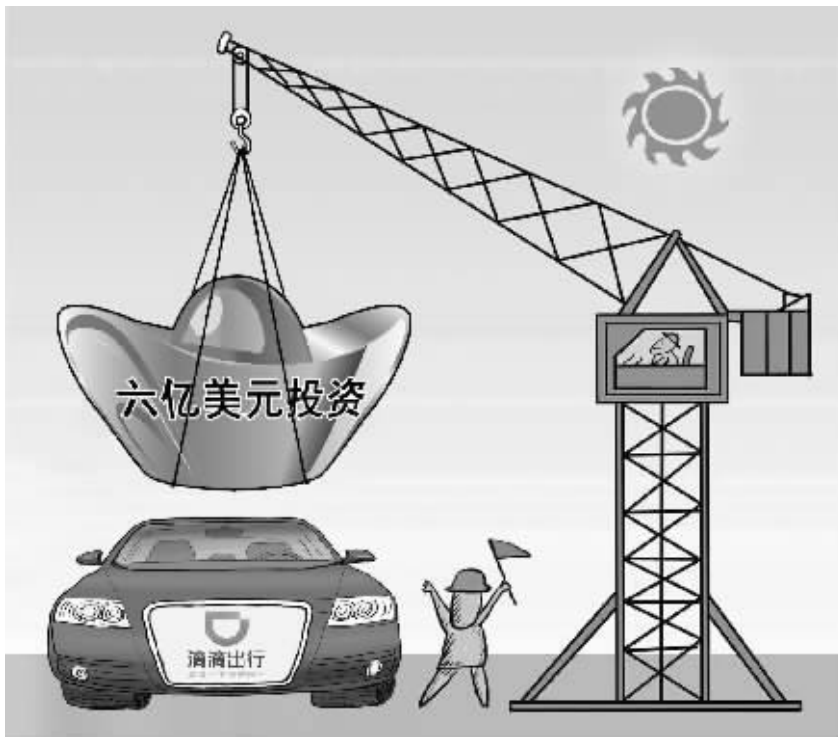
其次,建立全球金融稳定与跨境资本审慎监管框架,对全球大规模资本流动进行审慎监管,为避免出现“宏观挤兑”风险,可允许新兴市场国家在汇率自由浮动基础上实施适当价格型和数量型监管。

其三,完善全球金融安全网。包括自我保险(储备资产)、双边融资安排(央行货币互换)、区域融资安排、IMF多边融资安排等多边和双边流动性救助机制在内的一系列危机防范和应对措施。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

## 焦点评论

### 滴滴出行获中国人寿6亿美元投资 将涉足互联网



中国人寿终出手,滴滴出行添盟友。兼用现金与股份,深度合作有看头。借力互联网金融,业务创新造方舟。资本市场多故事,赢家欢笑在最后。

赵顺清/漫画  
孙勇/诗

## 非正常货币环境易致避险情绪波动

项峥

中国传统端午节期间,中国政府债券价格飙升势头创下历史记录,10年期德国国债收益率降至非常接近零的水平,全球各大股票市场也出现明显下跌。虽然出于对全球经济和英国退欧担忧,投资者涌入安全资产,但实质上深刻反映出非正常货币环境对全球经济金融运行过度扭曲的忧虑。

## 全球避险情绪再次上升

在全球金融市场遭遇年初暴跌以后,近期市场避险情绪再次上升。近日,10年期德国国债(欧元区基准)收益率一度降至0.01%的低位,10年期日债收益率-0.17%,在民调公布英国退欧派创最大领先幅度后,10年期英债收益率跌至1.22%。上周五,英国富时100指数下跌1.86%,德国DAX指数下跌2.52%,法国CAC40指数下跌2.24%;美国道琼斯指数下跌0.67%,纳斯达克指数下跌1.29%,标普500指数下跌0.92%;6月13日周一开盘,日本日经指数跌幅接近3%,恒生指数下跌超过2%。虽然全球经济增长不确定性上升,美联储加息预期反复,以及英国退欧可能性等,是导致当前全球避险情绪回升的重要外部事件,但从根本上说,2008年国际金融危机以来全球货币非正常环境对经济金融运行的过度扭曲,是导致投资者疯狂追捧政府债券的内

在原因。

## 非正常货币环境扭曲金融运行轨迹

货币刺激能否系统性影响产出,可能是一个伪命题。如果仅仅依靠货币刺激就能系统性影响产出水平,那么各国宏观经济政策实践就会简化为经济增长速度和货币扩张规模的相关关系。

从人类社会发展历程看,历史上各国经济增长波动有货币供应规模不配套原因,主要是金属本位制下受制于有限的矿产开采能力;但在信用货币体系下,各国经济增长也并非可以通过扩大货币供应就可以实现宏观经济稳定增长。货币充当交换媒介和财富贮藏手段职能,在信用货币体系下,甚至可以简化为一个虚拟符号,事实上与产出本身无多大关系。货币刺激实际改变的是社会财富的分配结构,由此引发的经济行为调整,既有对抗财富分配结构效应的策略,也有改变生产结构的短暂影响,而后者主要取决于在财富分配结构中占据优势的微观经济主体如何决策,还要面临社会固有投资回报的有力约束。

如果现有生产结构无法产生超出固有收益的回报,增加的名义货币供应可能更多流向金融资产和住宅不动产等非生产性资产。

但2008年国际金融危机以来,受制于各国政府有限的财政预算,财政政策空间狭小,且结构性改革阵痛影响到选举结果让执政党不敢轻易推出,量化宽松货币政策逐渐成为经济治理的政策重心。2008年11月25日,美联储首次公布将购买机构债

券和资产抵押债券,标志着首轮量化宽松货币政策的开始。2008年11月至2015年三季度,美联储一共实施四轮QE。2014年下半年以来,为抗击通货紧缩和高失业率,欧洲中央银行出台新一轮非常规货币宽松政策,连续推出负利率和TLTRO(定向长期再融资操作)。而实践已经表明,持续宽松的非正常货币环境无法系统性影响各国产出。但各国对非正常货币环境的过度依赖,促使各国中央银行在宽松的道路上进一步冒险,开始尝试“负利率”。目前,全球有包括丹麦(2012年)、欧元区(2014年)、瑞士(2014年)、瑞典(2015年)、日本(2016年)、匈牙利(2016年)实施了负利率政策。

非正常货币环境严重扭曲了全球经济金融运行轨迹。由于长期利率下降,金融资产价格获得了坚强支持,社会资金投资高风险金融资产的风险偏好,经历了逐步上升到非理性的过程。

从各国量化宽松货币政策实践分析,大量资金追捧高风险资产,导致金融资产价格和住宅不动产价格大幅上涨。长期零利率或接近零利率的政策,不仅没有可能导致银行增加借贷,反而促使银行大量投资于高风险金融资产,严重损害到银行体系的稳健性。而负利率政策原本是刺激企业投资和个人消费,但如果企业和个人意识到负利率政策对其长期资产负债表的损害,有可能会引发逆向反应,即企业或借新还旧降低融资成本,或增加借款投资于高风险资产,不会增加资本形成;而个人考虑到未来收入前景暗淡,特别是中低收入群体存款价值受损,不是选择扩大消费,反而还会缩减支出,增加存款。

## 非正常货币环境易致避险情绪波动

全球非正常货币环境也面临客观条件约束。各国经济复苏进程不平衡,可能导致各国货币政策不同步,并引发全球流动性剧烈波动。虽然美国经济复苏基础仍待夯实,但美联储加息并逐步实现货币环境正常化的努力,势必引发本在高位的全美金融资产价格大幅波动,可能会产生较大回调压力,也限制了其他经济体进一步宽松的努力。即使排除了美联储近期加息可能性,国际大宗商品价格回升动力上升,资金对住宅不动产的追捧,增加了全球物价回升压力,限制货币政策宽松空间。

从美国看,2016年4月季调CPI年率1.1%,升幅符合预期且高于前值0.9%;4月季调后CPI月率上升0.4%,升幅创2013年2月以来(逾三年)最高水平,且高于预期值0.3%和前值0.1%,因汽油和房租价格上升,通胀在逐渐积聚动能。目前看,负利率对银行体系稳健性的压力正逐步积累到临界点,而现金存款负利率尽管理论上存在可能性,实际上“零利率下限”约束依然存在。而货币刺激冒险并未导致内生经济增长动力形成,持续高位上涨的金融资产价格、住宅不动产价格的风险加快聚集,全球任何风吹草动,地缘政治冲突等,都有可能引发大规模抛售行为。之所以当前各国投资者疯狂追捧政府债券,相对于高位上涨的金融资产价格,高信用等级政府债券风险较小,持有债券本身不是为了债券利息,而更多是希望获得资本利得。

### 联系我们

本版文章如无特别申明,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0755-83501640;发电子邮箱ppl18@126.com。