

多空对弈下的2020年全球经济

张锐

对于未来一年世界经济走势的预测,国际货币基金组织(IMF)和世界银行分别认为增长速度将达到3.4%和2.7%。不过,联合国贸易与发展会议发布的报告则指出,2020年全球经济面临收缩的风险,同样穆迪公司也认定未来12个月全球经济陷入衰退的几率“非常高”。另外,即便是IMF与世界银行对新一年度经济增速的预估较为乐观,但最终的预估值也创下了金融危机以来最低或者次低水平。显然,几乎所有的权威机构都对未来一年的全球经济表现出了较为谨慎的态度,而且存在明显的分歧。之所以如此,牵及经济增长多与空、正与负的博弈能量处于弱平衡状态,世界经济因此在新的一年里不会出现太大的失速,也不可能有任何惊艳的表现。

货币政策方面,美联储虽然在最新的议息会议声明中表示2020年会维持利率不变,但如果经济出现下行行情,依然不排除美联储进一步降息的可能,而且2020年还是美国大选的敏感时期,特朗普为了不让经济出现变数而影响自己的选票,也会向美联储不断施压,尽管美联储也会坚持自我独立性,但总体看美国货币政策宽松周期不会出现逆转,受到影响,欧日以及新兴市场经济体中央银行都有在货币政策上继续“踩油门”的可能,世界经济有望由此获得流动性的充分支持。另外,欧美日三大中央银行的“扩表”步伐不仅不会在2020年有任何停顿与收敛的迹象,反而只要有经济刺激的需要,三者都可能将“扩表”的口径,至少在购买长期债券上三国都将不遗余力,从而为经济增长创设出必要资本支撑底气。

但是,宽松货币政策作用于经济增长的后续力度正在不断走弱却是不得不面对的严峻现实。一方面,货币政策的总体宽松空间受到压抑,特别是许多主要经济体的货币利率都分布于-0.75%至-1%之间,可以继续降低的空间已是十分有限,并且根据现代货币理论(MMT),负利率空间不能无限降低,银行窖藏现金的成本就是负利率的极限,超过了一定界限,银行基于屏蔽收益流失风险会主动限制流动性投放,从而影响企业信贷的获得性。另一方面,随着货币的不断放出,实际过程中不仅会发生边际效用递减现象,而且会导致利率的流动性陷阱,出现这种情况,意味着宽松货币政策基本失效。

财政政策方面,按照美国国会办公室报告预计,2020财年联邦财政赤字约为1.2万亿美元,赤字规模显著放大,而

基于弥补财政赤字、满足公共产品投资以及提振经济的需要,美国政府还会继续扩大国债发行量。不仅如此,特朗普政府准备启动“减税2.0”计划,目的是将美国中产阶级的所得税率降至15%,由此进一步增大消费动能。有些令人意外的是,欧盟放松了在《马斯特里赫特条约》上一贯坚持的态度,2020年预算承诺总额和支出总额分别同比增加1.5%和3.4%,其中支出领域占比增加1.5%和3.4%,占到了总预算的“半壁江山”。与此同时,日本内阁已经批准了规模达到102.7万亿日元的新财年预算案,不仅同比增加1.2%,而且创出历史纪录。在新兴市场阵营中,中国政府或许可能继续保持2.8%的财政赤字率,但增大地方政府专项债发行规模却不容置疑,同时印度政府持续5年的基建投资扩张计划继续推进,并且不排除莫迪政府会出台新的税改政策。

然而,由于金融危机后以美欧日为代表的发达经济体持续通过政府部门加杠杆刺激经济,使得目前公共财政杠杆率实际已经上升到令人心悸的历史高位,其中美国、欧元区 and 日本的政府部门杠杆率分别达到了99.4%、97.5%和217.0%,比10年前分别增加了40、58.2和20.3个百分点;庞大的债务规模意味着政府利息支出的巨大压力,而利息支出增加又必然挤占投资支出,从而削弱财政发力的强度。特别值得一提的是,虽然理论上政府可以根据经济增长需求实施扩张性财政政策,但由于2020年为美国大选年,民主党会以国债发行处于历史高位以及高赤字率等名义针对特朗普施压,从而使得财政政策在美国经济体系上的腾挪空间具有一定的不确定性。在新兴市场经济体方面,除了中国外,印度、巴西等许多国家债务率与赤字率实际已经处在较高的风险区域,而且那种主要靠举借外债来刺激经济增长点的方式也不可持续,尤其是像阿根廷、土耳其等国家还存在触发债务危机的极大可能,这些国家很难通过财政政策的扩张来进一步刺激经济发展。还值得警惕的是,不同于发达经济体由政府部门来举债从而增加投资,新兴市场主要依靠由政府背景企业进行发债筹集资金以支持基础设施建设,因此新兴市场非金融企业债务从10年前的10万亿美元膨胀到了目前的30万亿美元,微观层面的还本付息压力格外之大,从而约束了财政政策的增量效用空间。

国际贸易方面,按照IMF作出的判断,2020年全球经济或将因贸易争端损失约7000亿美元,相当于全球国内生产总值的0.8%左右,甚至IMF认为贸易争端会导致全球经贸秩序紊乱,导致全球经济增长落入“衰退陷阱”。IMF之所以得出如此危言耸听的结论,主要是美国、欧盟、中国和日本四大核心经济体都在2020年卷入到了贸易纠纷的漩涡,或者说还不能摆脱双边和多边贸易摩擦的困扰。

虽然经过双方努力,持续近两年的中美贸易纷争在朝着冷静磋商的方向演进,并签署了第一阶段谈判的经贸协议,但不排除中美贸易关系重新绷紧并再度升级的可能,另外,世贸组织终裁的“美国诉欧盟补贴空客案”一案至2020年进入正式实施阶段,但对于WTO所作出的美国对74.966亿美元欧盟产品加征关税的结论,料定欧盟不会心悦诚服地接受,其展开实质性反击的可能很大,若如此,不排除欧美之间会掀起新的贸易对抗。与此同时,日本与韩国在WTO的双方控诉案也将持续,最终能否有一个满意的结果,同样充满悬念。

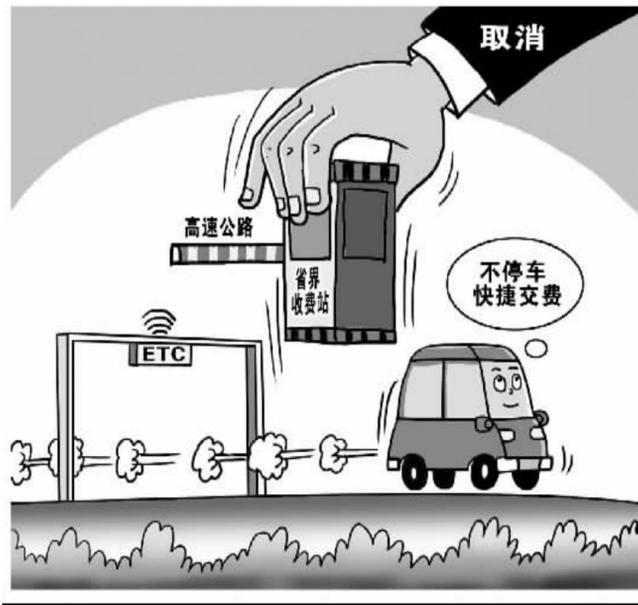
当然,根据世贸组织预计,2020年的全球商品贸易量将增长2.7%,说明国际贸易的动能仍在。一方面,中美贸易磋商能够最终达成和解协议,无疑对全球经济是一个最大利好;另一方面,区域经济合作仍能有序推进,RCEP在2020年真正落地生成,日本牵头建立的CPTPP(跨太平洋伙伴关系协定)同时进入实操阶段,并且中日韩自贸协定可能得到重大进展。更重要的是,以5G、人工智能

为主导的科技创新元素在对传统产业进行深度武装的同时,也不断创造崭新的市场空间,激发与诱导全球创投资本与跨国贸易持续进入活跃状态。

地缘政治方面,2020年美国大选无疑是最大的地缘政治扰动因素,如果特朗普落选,美国发生政权更迭的同时,一定会出现政策衔接与更新的窗口期,从而在金融市场引起不小的震荡,进而影响全球资本再配置以及非美国国家资本市场短期动荡和宏观经济的波动。另外,约翰逊已坐定英国首相宝座,2020年英国“脱欧”已是毋庸置疑,其不仅对英国经济形成阶段性冲击,也会对比利时、丹麦、荷兰和爱尔兰等与英国贸易投资有着紧密关系的国家贸易与经济带来不小的损失;而更重要的是,英国完成“脱欧”可能会对意大利、希腊甚至法国等一些本来对欧元区在信念上不怎么坚定的国家萌发单干的想法,甚至不排除在欧盟上层支持“脱欧”的声音也会甚嚣尘上,从而直接形成了对欧盟控盘智慧与能力的考验。不仅如此,欧洲地区历来盛行民粹主义,而这种主张的代表人物最近几年作为新锐精英也开始活跃在欧洲政治舞台,其力量的壮大与蔓延很可能对欧盟的一体化及其改革构成不小的抗拒,进而拖累本不顺畅的欧元区经济增长步伐。另外,作为局部性非安全因素,美国对伊朗开启新的金融制裁、中东冲突连绵不断、朝核问题协商未果等,都会成为引起全球金融市场波动以及干扰全球经济前行脚步的重要风险点。

(作者系中国市场学会理事、经济学教授)

别了! 487个高速公路省界收费站



取消省界收费站,高速公路酿变盘。路政改革新举措,出行体验大改善。节能减排是愿景,降本增效非空谈。冀望改革不停步,减费还需闯大关。

朱慧卿/漫画
孙勇/诗

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,请拨打0755-83501640;发电邮至ppl18@126.com。

新《证券法》来了 投资者更有底气了

熊锦秋

新《证券法》第六章为“投资者保护”,包括第88条至95条。据此判断,未来A股投资者权益将更有法律保障。

第88条主要内容,规定了证券公司投资者适当性管理义务,即“把合适的产品卖给合适的投资者”。适当性义务是成熟市场普遍采用的保护投资者权益和管控创新风险的做法,此次证券法引入这部分内容,有利于从源头防控风险。

第89条将投资者分为普通投资者和专业投资者,若普通投资者与证券公司发生纠纷,证券公司应自证合法,否则承担赔偿责任,等于把举证责任归于证券公司,现实中,证券公司更有能力、手段来保留或提供相关证据,这条规定减轻了投资者的举证责任。

第90条规定了征集制度,其中明确投资者保护机构可作为征集人,代股行使提案权、表决权等权利。股民单打独斗维权,难有实际效果,也让股民懒得维权,将来股民团结在投资者保护机构这

个核心周围,就可形成强大的维权合力。当然该条也规定若征集人导致上市公司或股东遭受损失的,应承担赔偿责任,这对投资者保护机构提出了更高的工作要求,也是一种倒逼约束机制。

第91条规定,上市公司当年税后利润,在弥补亏损及提取法定公积金后有盈余的,应当按照公司章程的规定分配现金股利。这似乎有强制现金分红意思,但是否现金分红,还得看公司章程的规定。因此,若要强制现金分红,还需制订配套规则,笔者建议应该在《上市公司章程指引》中作出上述内容指引,且可按不同板块、作出不同的现金分红比例指引。

第92条是关于债券持有人的保护制度,不作分析。

第93条规定了先行赔付制度,发行人违法违规,控股股东、实控人、证券公司可委托投资者保护机构,先行赔付投资者,之后向发行人以及其他连带责任人追偿。这个做法在此前万

福生科、欣泰电气等案例已有成功实践,是将实践经验提炼升华为法律条款的典范。当然,若有细则进一步确定各主体分担的赔偿比例最好,否则先行赔付后若全部再向发行人追偿,实控人等真正违法违规主体仍可逃脱赔偿。

第94条第一款规定,普通投资者与证券公司发生纠纷,普通投资者提出调解请求的,证券公司不得拒绝。2018年最高法和证监会联合发布《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》,其中规定示范案件先行审理并判决,通过示范判决所确立的事实认定和适用法律适用标准,引导其他当事人通过纠纷多元化解机制解决纠纷。但只有双方接受调解,上述机制才起作用;第94条等于强制证券公司接受投资者调解要求,由此示范判决可推广使用。

第94条第二款规定了支持诉讼机制,目前投服中心这项工作开展得比较广泛,包括指派公益律师作为诉讼代理人等,机制比较成熟。

第94条第三款规定投资者保护机

构可为公司的利益以自己的名义向法院提起诉讼,也即派生诉讼。目前派生诉讼的规定在现行《公司法》第151条,只有连续180日以上持股1%以上股东才有资格提起派生诉讼。此次证券法特别赋予投资者保护机构派生诉讼权利。

第95条规定了代表人诉讼机制,只要投资者在法院参加登记,即可发生法律效力;而投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可作为代表人参加诉讼,并经证登机构确认的权利人向法院登记(但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外),此即为具有中国特色的集体诉讼机制。投资者无需自己登记、借助投资者保护机构代为登记,就可作为诉讼主体,享受诉讼判决结果,与成熟市场集体诉讼机制“默示加入、明示退出”的核心内涵基本一致。

总之,修改后的《证券法》从多个维度为投资者利益保护提供制度支持,包括发挥投资者保护机构作用、完善诉讼机制、半强制分红等,相信《证券法》定将成为投资者权益保护神。

中国高收益债券市场现状和发展建议

胡月晓

近期央行的一则新闻稿指出,要加快完善债券违约处置机制,此举再度将违约债券交易市场的发展问题,推到了专业市场投资者面前,违约债券交易机制是高收益市场的重要组成部分,也是中国资本市场发展完善和深化的标志。随着违约交易机制的完善,中国高收益市场必将迎来大发展,实践中,很多先行者已取得了较好的业绩和实践经验。这个市场还是一个蓝海,希望有更多专业投资者投身于该市场!相对于海外成熟的高收益债券专门市场,我国高收益市场还处于起步阶段。美国的高收益债券市场于上世纪70年代就起步发展,至今发展已较为成熟,名称也由强调风险,带有贬义的“垃圾债券”转变为了更中性化的“高收益债券”,市场规模和年发行都很大。在中国经济转型时期,资源重配是经济发展提质增效必然要采取的行动,在这个过程中,融资安排的复杂性和融资工具的多样化必然提高,高收益债券等融资工具在其中发挥了重要作用。

中国高收益债券市场的特征

债券的高收益通常不仅来自于发行主体的低评级,更多的来自于债项的低评级。即高等级的发行人出于某种目的,也有可能发行债项评级低的高收益债,如杠杆收购(筹资主要用于并购扩张,尤其是为增加杠杆的并购行为筹资)。可见,高收益债在海外常被称作垃圾债市场,但实际上高收益债并不都是垃圾债,更为常见的是带有更多股票性质的高风险债券,在条款设计上使这类债券在资产负债率右端排序更趋下移,收益顺序相对靠后,如夹层债券设计等,带有更多的股权特性,更高的风险自然带来了更高的收益。高收益债券市场在海外成熟市场上,通常作为一个专门类别市场存在和被看待,拥有独特的市场运行特征、结构性特征,以及专门的信用分析方法等。

1)高收益债通常以非公募的方式进行募集。高收益债主要由低于投资级别的债券等债务融资工具,以及未评级债券组成。被各大评级公司置于非投资级别,或者发行人干脆不寻求评级,意味着债券很难通过公开募集方式进行。实践中受销售方面的投资者适当性、发行监管方面的公开募集评级条件等限制,高收益债项多可以“小公募”的方式进行,大部分都属于私募发行。

2)较高的波动性。不同于传统投资级别债券的价格稳定性,高收益债通常具有类似股票的、具有事件驱动性质的价格高波动性特征。

3)信用分析的独特性。对于投资级别的债券来说,持有到期正常兑付就能证明你做的分析正确;对于股票投资分析来说,分析者必须让更多人相信你的分析正确才会让股价上涨。对于高收益债来说,信用分析是避免下行风险事件的发生。不同于一般债务融资工具的财务流动性分析,高收益债券特别注意资产价值保全分析。由于高收益债有较高的下行风险,资产保全分析是其信用分析的重点。

4)高收益市场特有利于信用衍生市场发展。高收益债券由于较高的波动性和风险性,特别有利于信用衍生市场的发展和衍生工具投资者的培育,高收益债券在创设时为发行和交易便利,通常就附带有相适应的信用衍生品,如信用缓释工具、CDS(信用违约互换)等。可以说,高收益债券市场的发展,是信用衍生品市场繁荣的基础。

中国高收益市场的现状和问题

中国高收益市场的运行和发展存在着以下三大问题:

1)市场认识和高收益工具真实属性间存在偏差。类似于欧美起步阶段,我国市场上不少投资者还将高收益债券叫做“垃圾债券”。由于固定收益市场的专业性和债券等固收品种交易手段的复杂性,债券市场在中国市场中的关注度与信息普及度,一直大大落后于股票;即使是固收产品从业者,包括发行承销、交易、投资、评级、咨询等,很多还直接将“打破刚兑”和“违约”混为一谈。

2)市场的深度和广度不够。即使在海外成熟市场,高收益债券市场也是高度专业化的一个小众市场,但其小众是相对的,其市场容量足够大,和债券市场的其它部分间联系紧密,融通性强。发行人在融资安排实践中,通常是将高收益债券和其它投资级别的债务工具混同发行的。据WIND统计,截至2019年7月23日,我国信用债市场规模为30.7万亿,其中低评级高债(未到期)仅有147只,1415.55亿元,占比为0.46%;即使加上未评级的ABS,整个市场规模也不会超过2000亿。

3)中国高收益债券价格敏感度不够。由于市场的深度和广度不够,以及对高收益品种认识的偏差,中国低评级债券、特别是处于技术违约阶段的债券,市场交易相当不活跃,即使出现大幅度折价,也是常常很难找到买家。中国当前持有低评级高收益债券都是被动持有的,即只是评级动态变化后原先高评级被下调而导致库存券成为高收益债,出于合规、监管方面的要求,风险事件发生后常常不计成本的抛售。由于市场机构投资配置偏好高度趋同,因而投资交易行为也有高度的一致性,从而导致高收益品种在风险变化后,交易便利度即流动性的变化,要远大于市场价格的合理反映。

发展中国高收益市场的对策建议

1)培育专业投资者。高收益债券等融资品种的投资,需要应用不同的专门化的信用分析方法;由于“风险-收益”组合与其它债券等投资品种的差异,相应适合的投资者风险偏好也不一致。一般来说,高收益市场的投资者都有较高的风险偏好、较高的专业分析能力(对经济形势、行业发展、公司财务、企业信誉、法律法规、财务重组等资产处置等都有要求),还要有市场的敏感性和良好的金融投融资能力。具备这些条件,实际上早已脱离了社会公众投资者的范畴,只能是某个类别的专业投资者和风险投资者。

2)建立相关监管标准。建立符合中国市场发展实际的高收益债券市场法律、法规等监管条例,对于规范、界定、引导我国高收益市场发展有着直接作用。监管在对高收益市场发展方面,对相关规范和标准的先行先定,对市场无疑起着引领和宣示作用。实践中对高收益债券监管方面的法规虽然也已存在,但较为凌乱,也不成系统,更缺乏对高收益品种的明确界定。如我国实践中还没有专门针对高收益投资机构的专门监管法规,现有的投资规范和监管标准,实际上都是针对投资级别债券而设立的,对高收益债券等融资工具,实际上是作为风险品种来看待。

3)加快相关市场基础设施和管理制度的建设。高收益债券需要专门的市场交易机制,以满足低评级债券、违约债券、结构化融资和杠杆融资中的劣后级等的环境需求。在缺乏高收益市场的环境下,违约“爆雷”债券会迅速陷入流动性危机,即使大幅折价,也常“有价无市”。2019年中国在违约债券的市场化交易方面取得重大进展,北京金融交易所和中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心(CFETS)先后成功进行了违约债券的公开和匿名拍卖,并成功达成交易。市场交易制度方面的拍卖实践,提供了违约债券的新处置机制和交易模式,也推动了高收益债券市场的市场基础完善。

(作者供职于华东师范大学中国金融研究院)