

經濟觀察家

# 傳說中的「廣場協議」？ 陽光下的「上海共識」！



▲G20框架下突出國際匯率政策協調的重要性，對匯率的承諾更可能成為主要成員國的一項政策目標

2016年G20第一次財長和央行行長會議閉幕近一個月以來，新一輪貨幣寬鬆政策從歐洲向大洋洲傳遞，推動美元對歐元及日圓匯率出現逆轉，美元指數下行、人民幣貶值壓力亦見減輕。外界推測會議或秘密達成了新的「廣場協議」，但仔細分析會議公報關於匯率政策的完整表述，同時結合全球金融市場的反應，我們不難發現，G20框架下突出國際匯率政策協調的重要性，對於匯率的承諾並不是一個空洞的口頭表態，更可能成為主要成員國的一項政策目標。

中銀香港發展規劃部副總經理 鄂志寰



袁球視野

**一、近期國際宏觀政策調整相互作用程度加深**

今年二到三月間，歐洲中央銀行宣布進一步放鬆貨幣政策，包括每月買債規模由每月600億歐元擴至800億歐元，將買債範圍擴大到高質素的非銀行企業債券等。隨後，挪威央行和澳洲央行相繼降息，新西蘭央行減息四分一厘至2.25%。

2016年3月15到16日，美國聯邦儲備委員會公開市場委員會決定維持利率不變，其依據是美國經濟保持正常增長，但評估全球經濟和金融情況則發現風險持續。筆者認為，美聯儲本次不加息在一定程度上是對2016年初的全球性金融市場動盪，以及由此導致的信貸條件緊縮的回應，表明自2015年9月以來，美聯儲在保持利率不動的決策過程中首次加入了新興市場的因素考量，這是美國貨幣政策近期出現的一個積極變化。

在上述各主要經濟體政策調整的共同作用下，美元兌主要貨幣升值的趨勢戛然而止，日圓兌美元匯率回升，歐元兌美元匯率亦止跌回穩，推動美元指數下降至95水平。與此同時，中

國金融管理部門及時對外傳遞匯率政策取向，加強市場對人民幣信心，人民幣對美元匯率亦呈穩步回升態勢。

**二、國際金融架構工作組加快推進相關工作計劃**

G20上海會議批准了國際金融架構工作組的計劃，加快推進國際金融架構改革。中國央行副行長易綱近日表示，當今全球金融市場面臨着系統性風險、道德風險和跨境風險，為了應對這些風險，G20峰會致力於國際貨幣體系和國際金融框架的改革，以實現全球經濟強勁、可持續、平衡地增長。

G20國際金融架構工作組一致同意推進五方面的改革內容：繼續推動國際貨幣基金組織份額和治理結構的改革；改善國際主權債務重組體系、維護債務的可持續性；研究對跨境資本流動的監督管理；完善全球金融安全網；進一步加強特別提款權的作用。

綜合而言，上述五個方面的內容各有側重，普遍對於全球金融穩定具有重大意義。從操作層面來看，筆者認為，本着先易後難、協調推進的原則，綜合考慮各方面的因素，近期很有可能在國際貨幣基金組織份額和治理結構改革、對跨境資本流動監督管理和加強特別提款權作用三個方面有所突破。

**三、國際貨幣基金組織份額和治理結構改革將進一步凸顯新興市場的地位和作用**

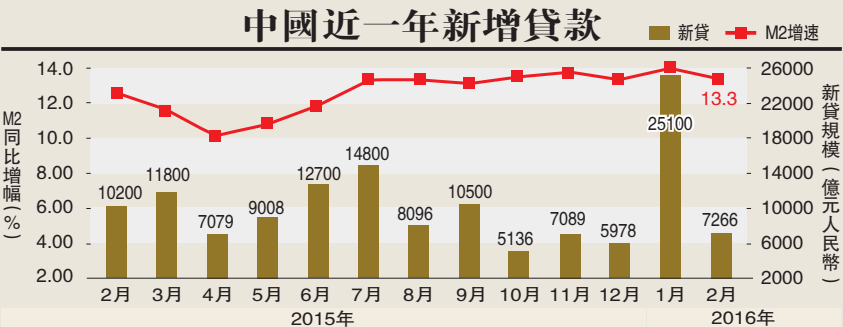
國際貨幣基金組織（IMF）份額和治理結構改革是2010年國際貨幣基金組織改革的重要目標，經過五年蹉跎，終於在2015年年底獲得美國國會的通過。本輪IMF增加份額向新興經濟體有明顯傾斜，尤其是中國在基金組織的份額由3.996%上升到6.394%，意味着中國在基金的投票權和話語權的提升。

**四、特別提款權作用將有明顯加強**

IMF執董會還宣布，自2016年10月1日起，人民幣將作為基金組織認定的可使用貨幣，納入特別提款權（SDR）貨幣籃子。自2016年10月1日起，基金將在外匯儲備貨幣構成（COFER）中單獨列出人民幣。亦即是說，從這個時點開始，IMF成員國可以持有人民幣資產以隨時滿足國際收支融資需求。顯然，人民幣作為首隻來自新興市場的國際貨幣，成功加入SDR將進一步提升特別提款權的代表性，加大其在全球儲備管理中的影響力，對其長遠發展具有不可替代的積極意義。

**五、對跨境資本流動監督管理的突破亦值得國際金融市場期待**

2008年金融危機以來，國際貨幣基金組織對於跨境資本流動監督管理的管理態度出現微妙的調整，對於在全球金融市場波動加大前提下出台相應的資本管制措施的容忍度明顯調升，預計此方面的政策協調也將進一步推向深入。近期中國外匯管理部門對托賓稅的討論似乎與之有一定的關係。預計在短期內，人民幣匯率政策取向在不可能三角的框架下的騰挪，或更多地偏重貨幣政策的獨立性，以及人民幣匯率的基本穩定。



## 從博元退市看註冊制實施

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

上交所上周宣布，\*ST博元（600656）正式終止上市。這是中國資本市場歷史上，第一家因重大信息披露違法而終止上市的公司，也標誌着管理層對退市制度的嚴格執行拉開序幕。

首先，強化退市是A股治理的必然選擇，只進不出只會造就堰塞湖。A股目前共有上市公司2847家，另有各類上市排隊公司約700餘家。即使按照每個交易日上市兩家新股的速度，也需要一年半的時間消化。若無嚴格退市制度執行，即使不推出註冊制，市場也將不斷擴容，從而衝垮估值體系。目前A股的年均退市率不到0.3%，遠不及歐美成熟市場年均5%以上的退市率。

其次，退市制度的嚴格執行能夠有效地打通多層次資本市場。根據《上市規則》第14.3.25條的規定，\*ST博元被摘牌後，其股份應當轉入全國中小企業股份轉讓系統，即新三板市場。在這裏，股東依然可以進行股份轉讓。從以往經驗來看，凡是因連續虧損而退出的上市公司，一般都會進入到股轉系統，這就使不同層級的資本市場開始聯通。再結合未來新三板轉板制度的推出，新三板與A股之間有上有下、互動聯通並非毫無可能。

第三，註冊制推出需要加強監管相配合。\*ST博元此次退市主要在於信息披露嚴重違法違規。隨着監管力度的增強，上市公司的違規行為也會越來越多地被曝光。從最近五年的統計數據可以看出，上市公司違規數量

逐年攀升。其中，公司違規從2010年的41起增加到2015年的212起，增長420%，個人違規從2010年的248起增加到2015年的802起，增長223%。在所有的違規事件中，信息披露違規佔比非常高。2010至2015年個人違規中信息披露違規佔到78%，公司違規中達66%。信息披露制度是股票發行審核制度的靈魂，信息披露不真實、不準確、不完整、不及時，投資者權益就會受損害。針對上市公司的這些違規行為，加強監管、嚴格執法是應對之策。

最後，對\*ST博元的強制退市也會引導投資者賠償制度的建立。A股投資者構成以散戶為主，這是在相當長時期內難以改變的狀況。雖然從2012年開始散戶持股比例趨於下降，但數量依然龐大，2015年6月合計散戶約有6000多萬個，遠多於機構帳戶，因此建立中小投資者賠償制度也是推進註冊制落地的配套設施之一。對於此次\*ST博元退市而言，投資者可以根據《最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定》，對\*ST博元提起民事賠償訴訟。而對上市公司而言，《退市意見》和上交所《股票上市規則》中都明文規定，因重大信息披露違法被終止上市的公司，在沒有「對民事賠償承擔作出妥善安排」，將不能重新上市。

總體來看，新近公布的「十三五」規劃中已經提出，「創造條件實施股票發行註冊制」。中國證監會主席劉士余也強調「只有監管才能保證改革措施順利實施」。我們認為，註冊制並不會長期拖延，嚴格執行退市制度，就是「創造條件」的第一步。



◀建立中小投資者賠償制度也是推進註冊制落地的配套設施之一

## 寬鬆小周期接近尾聲

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



政委世界觀

**1、1月信貸為何爆發**

雖然每年1月份新增貸款均比上年同期有所增長，但今年1月份增幅明顯較多。其中，全國性中小銀行今年1月份新增貸款高達1.45萬億元，去年12月份和1月份貸款分別為4150億元和7576億元。可見是中小銀行貸款的爆發式增長造成了1月份信貸超預期。

中小銀行信貸暴增的另一個因素，可能是表外資產向表內的轉移。其中，1月份中小銀行買入返售資產環比大幅減少6972億元，如果假設這些資產全部轉為表內貸款，則在扣除這一數字後，中小銀行新增貸款約7500億元，與去年同期信貸基本相當，屬於正常水平。

**2、實體經濟短期趨穩**

貨幣增速加快。1月份狹義貨幣量M1和廣義貨幣量M2分別同比增長18.6%和14%，延續了去年年中以來的上行勢頭。雖然1月份貨幣增速的加快，部分是因為央行在春節前大量投放基礎貨幣所致，但從更長時間段來看，貨幣供應增長加快與積極財政政策密切相關。

一些投資指標企穩微升。政府存款的負增長意味着擴張性的財政政策，這與M1的上升有明顯的相關性。自去年年中以來，積極的財政政策，加上政策性銀行專項金融債的推出、項目資本金的下調，都有助於貨幣信貸增速回升，從而逐步釋放固定資產投

資需求。

**3、通縮風險仍大**

M1急劇攀升無憂CPI。從歷史數據看M1增速領先CPI約六至七個月時間，目前較高的M1是否意味着今年下半年通脹會走高？我們認為未必如此，通脹是否走高還應考慮匯率因素。人民幣實際有效匯率相對於11個新興經濟體越是高估，中國CPI就越低。目前官方宣稱將人民幣匯率釘住一籃子貨幣，這雖然可以避免人民幣有效匯率「進一步」高估，但同時也限制了修正有效匯率「現有」高估的空間。由此來看，如果匯率高估不能得到有效修正，未來通脹走高的風險就不大。

**4、政策寬鬆小期進入下半場**

1月份超預期的貨幣信貸數據，或令市場猜想貨幣政策正在加大寬鬆的力度。2月16日，中國央行等八部委發布《關於金融支持工業穩增長調結構增效益的若干意見》，也有觀點稱這是貨幣政策放鬆的又一個信號。我們認為上述《意見》是八部委在黨中央推進供給側改革的要求下，為落實工業供給側結構性改革，在金融領域出台的一個配套文件。該文件基本上可以從「三去一降一補」的任務去理解，結構性改革顯然並不意味着貨幣政策趨於寬鬆。

在1月份超高的信貸數據出現之後，央行隨即於2月19日披露，少數銀行不再滿足定向降準標準，因而不能繼續享受優惠準備金率。不僅如此，從2016年起，央行將差別準備金動態調整/合意貸款管理機制「升級」為宏觀審慎評估，首次評估將在今年一季度結束後實施。這意味着，自2015年7月開始的寬鬆小周期，將在3至4月份結束。