

多国央行货币政策进入“观望期”

不少国家利率处于历史低位，一些国家甚至出现负利率。出于对经济增速下滑担忧，许多央行选择维持宽松货币政策以刺激经济增长



从市场表现看，历史性的低利率正在扭曲市场。8月，全球约15万亿美元的投资级债券收益率为负，大约占债券市场的1/3。股市方面，从美国到印度的股票指数都创下了历史新高。此外，主权债券的低收益率促使资金流向房地产市场以寻求更高回报。

□ 周武英

今年以来，为了应对经济增速下滑，超过30个国家的央行选择降息。不过，低利率对刺激经济的递减效用以及存在引发投资风险的副作用，令不少央行感到担忧。时至年底，一些央行密切观察前期政策效果，以便采取下一步举措。

主要央行按下降息“暂停键”

11月29日，韩国央行在调低经济增长预期的同时，维持基准利率不变。今年韩国经济增长乏力，为提振经济，韩国央行于7月和10月两度降息，基准利率累计下调0.5个百分点至纪录低位1.25%。分析人士认为，韩国央行选择按兵不动，是

因为要评估前两次降息的效果。

在7月、9月和10月连续实施预防性降息后，美联储累计降息幅度达75个基点。12月美联储会议将在下周召开。近期，芝加哥期货交易所的利率期货数据显示，交易员预期12月进一步降息的概率下降至20%左右。分析人士认为，年内美联储进行第四次降息的必要性并不充分。

澳大利亚联储12月3日将再度降息。澳大利亚联储主席洛威已经明确表示，下次降息可能会推迟到明年，政策目标只有取得了进展，才有足够理由再次降息。不少市场人士认为，本周澳大利亚联储可能不会进一步降息。10月1日，澳大利亚联储宣布降息0.25个百分点，利

率从1%降至0.75%的历史新低，以刺激停滞不前的经济。这也是澳大利亚联储今年第三次下调利率。

在加拿大央行行长波洛兹表示该国货币政策“大致恰当”之后，分析师已改变了该国央行明年年初降息的预期，认为到明年年底央行都将按兵不动。不过，鉴于贸易局势及其对大宗商品价格造成的影响，加拿大央行货币宽松的大门仍未彻底关闭。

日本央行行长黑田东彦11月29日表示，目前没有考虑进一步宽松政策，但是退出量化宽松为时尚早。业内人士据此推测，日本央行暂时不会采取进一步行动。

各国经济数据表现不一

降息之后，各国经济表现不一。美国近一个月的经济数据大部分略有起色，也成为年内不再降息的支持因素。美国经济增长在第三季度略有回升，10月美国耐用品订单创下九个月来最大增幅，出货量也出现反弹。不过，美国核心个人消费支出平减指数月率上升0.1%，使得核心通胀率在1.6%，低于目标。美联储认为，经济活动持续扩张，劳动力市场保持强劲以及对称性通胀接近2%的目标是可能实现的，但前景存在不确定性。

韩国经济目前面临着出口和投资形势严峻、居民消费增速放缓等两大主要挑战。韩国央行近期将今明两年韩国经济增长预期分别下调0.2个百分点至2%和2.3%。最新统计显示，韩国月度出口额已连续11个月同比下降，消费价格指数数月来持续走低。

鉴于利率水平已降至历史新低，澳大利亚联储更倾向于年内按兵不动。澳大利亚联储主席洛威预计，2021年澳大利亚经济增长率有望达到3%，没有必要步其他国家后尘实施量化宽松。目前，澳大利亚楼市逐渐企稳，矿业也有止跌之势，但该国面临的内外经济局势仍然严峻，尤其是就业与通胀表现仍然低迷，私人资本支出下降，零售、汽车销售、住房建设等表现疲弱，一些分析人士认为，澳大利亚联储或在2020年进一步降息后开始量化宽松。

虽然经历了最长的扩张期，日本第三季度经济增长仍然放缓至0.2%，这引发各界对日本经济见顶的担忧。自10月1日起销售税从8%提高至10%，10月日本零售销售应声同比大跌7.1%，创四年半最大降幅。日本央行始终对利率政策措辞谨慎，为进一步宽松留有余地。

加拿大第三季度出口下降15%，拖累第三季度经济增长率放缓至1.3%。加拿大出口数据已数次下滑，经济韧性正受到全球贸易争端的考验。加拿大统计局11月29日发布报告指出，由于企业削减库存，经济增长率预计进一步放缓。

超低利率担忧挥之不去

从全球范围内看，不少国家的利率处于历史低位，一些国家甚至出现了负利率。出于对经济增速下滑的担忧，许多央行选择维持宽松货币政策，以刺激经济增长。

今年以来，30多个国家先后选择降息。市场人士认为，面对增长乏力的经济，收紧货币政策或使货币政策回归正常化的可能性不大。

据彭博社报道，临近年底，包括欧洲央行和美联储在内的货币当局正为低利率政策推动的冒险行为感到担忧。他们警告称，廉价资金涌入经济可能刺激风险偏好，从而引发投资风险。值得注意的是，全球金融危机爆发之前，市场充斥着种种冒险行为。

从市场表现看，历史性的低利率正在扭曲市场。8月，全球约15万亿美元的投资级债券收益率为负，大约占债券市场的1/3。股市方面，从美国到印度的股票指数都创下了历史新高。此外，主权债券的低收益率促使资金流向房地产市场以寻求更高回报。

除了引发风险，业内对超低利率的政策效果一直存在争议。墨尔本皇家理工大学的分析人员认为，澳大利亚连续降息的作用不大，因为可能会出现边际效用递减效应。

前日本央行行长福井俊彦对量化宽松政策的态度颇为矛盾。他认为，1%是利率能够发挥作用的最低水平，这也可以给央行留出更多政策空间。但在超低的利率政策环境下，负利率对经济不利。

“绿鞋机制”具较大运用空间

□ 徐晓枫 陈泽欣

日前，邮储银行披露的《首次公开发行股票发行公告》显示，本次IPO采用“绿鞋机制”。历史上，A股主板市场上采用“绿鞋机制”的IPO仅有3例，分别为工商银行、农业银行和光大银行。时隔近10年之后，“绿鞋机制”重现A股，引发了证券市场的广泛关注。

一直以来，银行股是“破净大户”。不久上市的浙商银行首日一度宣告“破净”，此外还有超过2/3的银行股“破净”。虽然政策上需要银行股登陆资本市场，但是市场对银行股估值给出不太乐观的态度。在这样的背景之下，邮储银行为了尽可能防范破发，稳定股价，引入了“绿鞋机制”。

在IPO中，采用“绿鞋机制”有利于促进合理定价，稳定后市。“绿鞋机制”可以降低二级市场股票的波动性，有利于股价由一级市场向二级市场平稳过渡，降低投资者在短期内的市场风险；同时，承销商在买入股票的过程也在一定程度上增加了股票的流动性。A股历史上3家银行在“绿鞋”行使期内股价均表现良好，后市稳定期内，股价平均涨幅超过10%。

无论新股股价上涨或下跌，“绿鞋机制”在上市初期，主承销商可在新股股价上涨的情况下承销更多股票，赚取更多的承销佣金，在新股股价下跌的情况下赚取股票差价；发行人在新股股价上涨的情况下发行更多股票，募集更多资金，在新股股价下跌的情况下保证股价得以维持稳定；而对于二级市场的投资者而言，尤其是在新股股价下跌的情况下，股价的稳定在一定程度上保护了投资者的利益。

但应当注意的是，“绿鞋机制”也不是万能的。超额选择配售权的期限只有30日，且最多只能超额发行15%的股票。也就是说，在上市30日后，或主承销商通过超额配售获取的资金已经全部用于买入股票，而股价仍然呈下跌趋势，即使有“绿鞋机制”也回天乏术了。因此，针对银行股而言，本质还是要提高公司价值，尤其是切实提高投资者普遍关注的资产质量，以增强投资者信心。

笔者认为，“绿鞋机制”有望逐渐成为科创板股票发行与承销的重要手段。设立科创板是以市场化为导向的资本市场制度改革，因此在制度上与主板有显著区别。例如科创板采用市场化的询价定价模式，在新股发行后前5个交易日不设涨跌幅限制……这些制度都使得科创板的股价更趋向于市场化。同时，科创企业在任何市场中都属于风险比较高的行业，股价波动相较于其他行业更为剧烈，发行人、承销商、投资者在发行、承销或投资科创板股票时将面临更高的市场风险。

“绿鞋机制”诞生以来，已经被证明在维持股价稳定、化解新股上市初期投资者面临的市场风险上具有重要作用。尤其是在定价更趋于市场化、市场风险更高的科创板中，“绿鞋机制”的运用是有不小空间的。



多家在德中资企业获颁“优秀投资奖”

2019中德工商界晚宴暨第二届“在德中资企业优秀投资奖”颁奖典礼近日在柏林举行。中国驻德国大使吴恩、德国联邦外贸与投资署总经理罗伯特·赫尔曼、德国中国商会主席郑东林等嘉宾出席活动。图为波鸿轨道交通技术集团、Hauck & Aufhaeuser私人银行、徐工集团欧洲有限公司等3家企业获得“在德中资企业优秀投资奖”。

钟鑫摄

政策直通车

金融业如何破题结构性失衡

来自监管部门、业界和学术界专家学者从多个角度建言献策，为金融业更好地满足实体经济合理需求、解决“融资难、融资贵”难题开出多剂“良方”

□ 韩宋辉

化解金融业内部结构失衡问题，是当下金融改革的重中之重。在近日由瞭望智库主办的“2019中国金融高峰论坛”上，中国银保监会原副主席王兆星直言，金融供给结构与金融有效需求结构的失衡，既影响了金融资源的优化配置和服务实体经济，也会导致金融风险的积累。

具体如何破题？在论坛上，来自监管部门、业界和学术界的专家学者，从多个角度建言献策，为金融业更好地满足实体经济的合理需求、解决“融资难、融资贵”难题，开出了多剂“良方”。

“扩大直接融资”被提及最多

金融业内部结构失衡，最突出

的表现是高度依赖间接融资体系，直接融资比重过低。因此，在与会者的建议中，“扩大直接融资”被提及最多。

王兆星指出，要通过进一步深化资本市场改革，来不断扩大直接融资，特别是股权融资的比重，来增加长期资金的供给，从而更加有力地支持科技创新和创新驱动。

“现在，以银行为主导的间接融资仍然占到全社会融资80%至90%以上，这是一种失衡的金融结构。”在王兆星看来，这种结构易于形成对银行信贷的过度依赖和金融风险的高度集中。

银保监会财险部副主任尹江懿补充道，在我国社融存量和今年的社融增量中，直接融资占比都很低。因此，应着力改革金融体系结

构，建设强大的资本市场和保险市场，为股权等直接融资提供巨大的资金“活水”。

具体而言，“保险公司具有‘资本转化器’的功能，可以将负债端的闲散资金转化为资产端的稳定资本，是资本市场的重要建设者。因此，是否可以考虑以国家平台注资、引进社会资金等方式，支持保险公司和证券公司增加资本实力，建设一批世界级的企业。”尹江懿提议。

对于非金融企业而言，通过股权融资增强资本实力，自然也就降低了自身杠杆。因此，尹江懿认为，可以考虑以科创板为契机，建设多元化的资本市场，以支持实体企业发展。比如，是否可以考虑对上市公司小额股权再融资设置快捷审批通道，或允许符合条件的头部股权

投资公司上市融资。

构建长效机制稳融资

在金融业结构性失衡问题上，“长期融资与短期融资的失衡”尤为受关注。“融资难、融资贵”的背后是融资不稳，不可预期的放贷抽贷，这样一来，好企业都容易垮。”尹江懿分析称，因此，稳融资的长效机制很关键。

这个长效机制如何建立？在尹江懿看来，首先可通过长期合作，缓解融资难这个问题。可借鉴德国、日本的银行业与实体企业长期稳定合作的经验，支持银行机构与实体企业深度合作，通过信用替代抵押，推进融资便利，鼓励中长期贷款，改变短贷长投的现状，降低成本。

其次，通过整治乱象缓解融资

贵。尹江懿指出，前些年的一些伪金融创新造成了“利率双轨制”的怪象，推升了实体企业的融资成本。“应继续推动金融机构和金融业务回归本源，规范表外业务和通道业务，推进新一轮高水平的对外开放，逐步降低社会融资中的不合理成本。”

仅仅靠金融机构一方努力是不够的。中国国际经济交流中心副理事长黄奇帆补充道，中小企业的“融资难、融资贵”不仅是金融企业的问题，还有中小企业实体经济信用不到位的问题。

“因此，要做好政策引导，告诫企业必须避免高负债的现象，避免产能过剩等现象，避免四面出击、到处开弓的现象，避免上马项目环节过多、串联运行的现象，避免好高骛远、干不熟悉事情的现象。”黄奇帆表示。