

內地創新監管試點落地 助金融科技與經濟銜接

寶鉅證券金融集團投資研究部

內地新冠肺炎疫情受控，各地均正密鑼緊鼓的為全面復工及復產作準備，與此同時，中央為對抗肺炎疫情所帶來的負面影響，先後推出了多項穩經濟增長的措施，擴大內外需及推動「新基建」等。當然，興建「新基建」配合未來發展固然重要，但支持科技與社會及經濟融合亦同樣不可缺少，因此，央行近日對外公告，將落實《金融科技發展規劃(2019-2021年)》(下稱《規劃》)，支持在上海、重慶、深圳及河北雄安新区六大城市及區域擴大金融科技創新監管試點，希望吸引持牌金融機構、科技公司申請創新測試。

過去十年，金融科技在內地出現爆發式增長，但由於內地政策作此範疇相對滯後，加上金融科技的監管並不完善，令金融科技在飛速增長的同時出現了偏差，如內地P2P網貸平台的倒閉潮等。

因此早在去年8月份，央行就已印發了《規劃》，以「守正創新、安全可控、普惠民生、開放共贏」為原則，明確提出了未來三年金融科技工作的指導思想、基本原則、發展任務及保障措施，反映了內地對於金融科技的重視，同時顯示了內地對改革金融科技監管的決心。

是次試點實際是《規劃》的延續，透過監

管沙盒(Regulatory Sandbox)的模式令企業可以更容易推廣其金融科技產品。

沙盒模式兼顧發展及監控

監管沙盒概念在2015年由英國政府提出，是指在沙盒內的金融科技產品、服務、商業模式等在監管者以保護消費者的權益為前提下，在遇上問題是能合理地放寬監管規定，一方面能避免企業受到現有監管規則的約束，另一方面影響新產品的發展進度與方針。沙盒的推行將能鼓勵企業將創新金融科技，透過與社會公眾加的交流及互動，更實際地推行至社會以及實體經濟之中，另一

方面，監管機構亦能在內達到全方位的監控，在汲取經濟的同時能有有效的為未來制定更適用於金融科技的規管準則。

冀由惠民進入利企階段

事實上，內地對於金融科技有着龐大的需求，如2013年內地第三戶的支付規模只有約13.9萬億元(人民幣，下同)，但至2018年，其市場規模已大幅躍升至逾300萬億元，加上現時智能手機、個人電腦等的滲透率的上升亦為金融科技打下了良好的發展平台。可惜的是現時金融科技專注的大多以消費及個人貸款類別為主，對於小微企業的幫

助其實不大。

本次試點的推出，在沙盒框架及央行的配合下，金融機構及科技公司將能更有效的探求現代信息技術手段能如何達到「惠民利企」的目標，同時紓解小微企業面對融資難及融資貴的問題，將金融科技帶入實體經濟之中。

長遠而言，金融及科技業明顯仍將會是內地大力支持的板塊之一，其投資價值仍具增長空間，而試點的做法與成果則可套用於內地其他城市，除了能配合內地長遠的金融科技發展目標外，對提升內地國際金融中心的地位亦同樣有正面影響。

經濟擔憂主導 還看避險需求

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

市場擔憂情緒略見升溫。一方面，擔心疫情會有新一輪爆發，美國白宮首席傳染病專家福西向國會警告風險；另一方面，是擔心經濟，美聯儲主席鮑威爾認為，可能經濟維持一段長時間疲弱。恐慌指數VIX重新回到30水平上方，重拾上行動能。

風險資產面對壓力。原本美國原油庫存意外錄得16周以來首度下滑，給油市帶來支持，紐油一度升穿50日線。不過，經濟前景不明朗，需求端的修復不樂觀，還是限制了油價的漲幅。紐油隨後回吐漲幅，好在5日線有支持，惟最終收跌。目前還在短線回升的趨勢中，只是基本面上沒有真正改善。

中美關係緊張不利銅價

倫銅的反彈道路亦不容易。上周連續上漲四日，本周連續下跌三日，好在20日線支持仍然有效。銅價的反應不會是一個簡單的V型，面對的風險還是不小的，需要繼續關注疫情發展和經濟修復的情況。此外，中美關係對於銅價影響

也不小。美國聯邦退休金的確暫停投資中資股。在美國大選前，雙方關係再度緊張起來的概率大，凡此種種，均不利銅價反彈。

金價進一步突破概率大

此消彼長，避險資產獲支持，金價動能增加。利好環境下，金價保持上行趨勢，不過鉑金和鈀金繼續調整。金價進一步走高。參考過往中美關係對金價影響有限，後市還是主要要關注疫情和經濟修復，金價對此較為敏感。目前升勢沒有被破壞，向上突破概率大。

白銀從本周開始震盪為主，跟隨黃金走高，升穿5日線，不過整體上行動能有限。維持之前的觀點，白銀仍在大的



■在行情持續及經濟修復前景不明，市場擔憂情緒略回升，資金追捧黃金等避險資產。

反彈趨勢中，調整後將首先挑戰16美元，隨後進一步走高的概率大。

鉑金窄幅波動 耐心等待

鉑金繼續面對回檔壓力，跌穿1,800美元支持，最終收跌，技術指標疲弱，短線有進一步下探的空間。需求端的擔憂，在疫情第二波爆發的風險和鮑威爾講話後，顯見加深，但目前還不至於一

下子跌到三月低位的下方。後市即便反彈，也有替代風險的影響。

鉑金繼續在800美元下方震盪，連續下跌三日，不過還是能守住50日線，走勢還沒有被破壞，需要繼續保持在區間震盪調整，現在只能耐心等待。(筆者為證監會持牌人士，並無直接持有或管理任何基金，亦無間接持有或管理任何基金之財務權益)

美聯儲為何尚未採取負利率政策？

龐溟 華興證券宏觀及策略研究主管

美國聯邦資金利率期貨市場上周的數據顯示，投資者開始預測美國將在今年底或明年年初仿效歐洲和日本步入負利率時代。美國總統特朗普也在社交媒體上再次敦促美聯儲採取負利率政策，認為其他國家正在享受負利率的好處，美國也應接受這份「禮物」。負利率有助於發債人降低借款成本，而最大的受益者無疑是美國政府。美國國會預算辦公室最近表示，受新冠疫情影响，預計本財年美国聯邦赤字將增加近三倍至創紀錄的3.7萬億美元。

美聯儲前主席艾倫·格林斯潘在去年接受媒體採訪時就表示負利率蔓延至美國「只是遲早的事」。另一位前主席伯南克也曾建議，如果經濟條件允許，美聯儲不應排除採取負利率的可能性。不過，芝加哥和亞特蘭大的聯邦儲備銀行行長均表示，預期美聯儲在短期內不會

採取這一工具。美聯儲主席羅傑姆·鮑威爾周三也重申暫時不會考慮負利率政策，「所有聯邦公開市場委員會的成員都認為負利率現在在美國並沒有吸引力。」

4因素阻礙採取負利率

美聯儲尚未採取負利率政策，主要原因可能包括以下四點：其一、法律障礙。2006年《金融服務監管救濟法》授權聯邦儲備銀行支付存款機構或其代表在儲備銀行持有的餘額的利息，但並未允許美聯儲對此收取費用，美聯儲請求國會修改法律有可能導致國會在未來監督美聯儲利率政策，最終侵蝕美聯儲獨立性。其二、商業銀行息差收窄與利潤壓力。曾有針對歐元區負利率的研究表明，短期利率每跌1個百分點，在負利率政策下銀行淨息差會減少3.2%，但在

利率維持偏低水平下銀行淨息差僅下跌1.2%，而且在過去5年內，歐元區銀行向歐洲央行支付超過200億歐元利息。其三、貨幣市場基金贖回潮壓力。負利率政策有可能使儲戶考慮贖回目前總規模約為4萬億美元的大量貨幣市場基金。其四、歐洲央行和日本央行分別在2014年和2016年推出的負利率政策，並未能證明刺激經濟的具體成效。負利率對持續推動物價增長作用甚微，歐元區核心通脹率在過去5年中從未超過1.5%。

美聯儲進一步有可能採取的寬鬆措施，應該類似於美聯儲理事萊爾·布雷納德在2月提出的政策建議，在繼續購買資產之外，還會包括控制收益率曲線、封頂短期國債利率、加強對平均通脹目標或價格水平目標的前瞻性指引，等等。

疫情後維持低利率

來自舊金山聯邦儲備銀行和加州大學戴維斯分校的三位經濟學家在研究了14世紀以來造成全球死亡人數各在10萬以上的15次重大疫情後，認為在疫情結束後數10年內都很有可能是低利率時代——疫情造成勞動力數量損失，使人均資本存量變得相對有餘，而且人們更傾向於預防性儲蓄，加上投資機會相對減少，導致真實自然利率會持續處於低位。可以說，無論美聯儲是否擔負利率政策，市場已經開始預期「更長時間的低利率」將變成「更長時間的更低利率」。在各國加大逆周期調控力度、貨幣寬鬆搭配財政刺激以促需求的背景下，自然利率的探底和反彈過程可能進一步受到擾動。(本文為作者之個人意見，不代表任職公司立場)

內地通脹加速回落 貨幣寬鬆延續

沈建光 京東集團副總裁、京東數科首席經濟學家、研究院院長 姜傳鈺 京東數科研究院宏觀研究員

5月12日，國家統計局公佈了4月通脹數據。其中，CPI同比上漲3.3%，較上月回落1個百分點；PPI同比下降3.1%，較上月回落1.6個百分點。由於供給加快恢復，需求改善趨緩，國際油價大跌等因素，物價指標快速回落，通脹風險消退；在二季度全球經濟衰退、外需壓力凸顯的背景下，通脹壓力緩解有助於貨幣政策空間的進一步打開。

供給恢復帶動CPI回落

食品價格下行是CPI回落的主要原因。隨着生產物流加快恢復，食品價格同比降至14.8%（環比-0.9%，遠不及季節性）。其中，豬肉價格同比降至96.9%，鮮果、鮮菜分別降至-10.5%和-3.7%，三者環比均明顯弱於季節性。非食品價格降至0.4%，國際油價下跌以及新冠疫情持續壓制非食品價格。其中，能源相關（交通通信、居住）、衣着等分項同比回落。核心CPI同比小幅回落至1.1%，處於歷史低位。

豬價同比或進入下行通道。CPI的核心變量依然在於豬肉，4月CPI豬肉分項同比

96.9%，拉動CPI同比約2.36個百分點（貢獻率約72%）。但自2月中旬開始，豬肉價格持續回落（相比2月高點降幅超過10%），同比漲幅也明顯下降（去年10月以來低點）。存欄方面，3月能繁母豬存欄為2,164萬頭，連續6個月出現回升。此外，非洲豬瘟強度也有降低。根據4月19日農業農村部領導介紹，3月以後全國陸續報告13起非洲豬瘟疫情，共撲殺1,313頭生豬，較去年同期明顯下降。

不過，在非洲豬瘟和新冠疫情的共同作用下，第二季度豬肉供應仍面臨較大壓力，豬肉價格可能出現反覆。但隨着基數快速走高以及產能不斷恢復，豬價同比或已見頂，未來有望逐步下行。

糧價輸入性通脹風險可控。近期部分農產品國際價格大漲，引發市場對國內糧價上漲的擔憂，而筆者認為這一風險可控。一方面，對於海外價格顯著上漲的稻穀和小麥，中國的進口依賴度低、且庫存充裕，因此國內外市場的聯動性不強，國際漲價的影響有限。2019年，中國稻穀、小麥的自給率高

達98.5%和118.2%，庫存消費比也達到85.1%和91.1%。

另一方面，對於風險敞口更大的大豆（依賴進口）以及玉米（庫存下降），國際價格均由於供需寬鬆而顯著走弱。2019年，中國大豆的進口依存度達85.2%，庫存比只有7.8%；玉米的庫存比也降至46.8%。此前有報道稱，中國正考慮增加美國農產品進口（特別是玉米和大豆），在國際價格偏低的背景下，這也將進一步抑制國內糧價走強。

油價暴跌加劇工業品通縮

油價大跌影響下，PPI降幅加深。原油作為「大宗之母」，涉及產業鏈眾多，是PPI定價的核心要素，歷史數據顯示國際油價與國內PPI關聯度高。4月布倫特油價同比跌幅高達74%，而中國PPI同比也降至-3.1%。細分行業來看，石油及相關產業鏈PPI環比降幅最為明顯，比如油氣開採、石油煤炭加工、化學製造、燃氣生產供應、造紙、有色黑色加工等。此外，油價下行也會通過交通工具燃料、水電燃料等分項拖累

CPI非食品價格。

工業品價格通縮仍將延續。疫情之下，經濟活動低迷使得全球原油需求大幅回落。據國際能源署(IEA)最新預測，今年全球能源需求預計將降低6%左右，創近70年來最大降幅。4月底開始，由於OPEC+減產協議開始執行、主要消費國需求改善等原因，油價觸底回升；但從同比角度看，未來一段時間油價仍將顯著拖累PPI，預計接下來國內工業品價格將延續通縮態勢。

年內通脹有望繼續回落

綜上所述，CPI方面，受豬價同比見頂、消費恢復趨緩等影響，年內CPI有望繼續回落，通脹壓力顯著緩解；PPI方面，由於油價仍處低位、大幅反彈動力不足，工業品通縮短期難以扭轉。在筆者看來，當前國內生產基本恢復，而消費改善相對滯後、外需衝擊逐步顯現，疊加中國長期面臨有效需求不足的問題，因此物價不具備大幅上行的條件。央行一季度貨幣政策報告對通脹的定調是「物價形勢總體可控，通脹預期基本平

穩，中國不存在長期通脹或通縮的基礎」。雖然報告中也提及「新冠肺炎等因素可能從供求兩個方面繼續對物價形成擾動，應保持密切監測分析」，但當前「控通脹」的重要性或顯著不及「穩增長」和「保就業」。

對於政策而言，通脹壓力的緩解有助於進一步打開貨幣政策的空間。新冠肺炎疫情衝擊之下，今年全球經濟衰退已成定局，國內經濟面臨前所未有的挑戰，尤其是二季度外需衝擊接踵而至。結合貨幣政策執行報告中「加強貨幣政策逆周期調節，把支持實體經濟恢復發展放到更加突出的位置」的表述，中國的貨幣政策將保持寬鬆調適，靈活運用各項政策工具，保障流動性供給、降低企業融資成本，支持實體經濟特別是中小微企業渡過難關；同時寬鬆的貨幣環境有助於配合財政政策發力，盡快推動總需求的恢復。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。