

积极财政政策要促使企业转换经营体制

当世界性金融危机席卷全球的时候,我国政府实施积极的财政政策和相对宽松的货币政策,不仅对减缓经济周期波动、促进经济增长有重要的意义,而且对全球经济发展也有巨大的贡献。但这些财政政策的实施应重视与我国经济增长方式的转换、经济结构的调整、企业经营管理体制的改革紧密地结合起来。在投资的时候,应尽量少成立一些新的国有企业,不再复制旧体制,并促使现有国企进一步改革经营管理体制,提高经营效率,降低经营成本。同时,在实施积极的财政政策的时候,要对各种所有制的企业在政策上一视同仁,予以支持。

◎常清

当世界性金融危机席卷全球的时候,我国政府实施积极的财政政策和相对宽松的货币政策,完成了宏观调控的漂亮转身,全球经济界为之瞩目。这不仅对于中国经济减缓经济周期波动、促进经济增长有着重要的意义,而且对全球经济发展有着巨大的贡献。

但是,在实施积极财政政策过程当中,我们有很多事项是需要深入研究的,例如如何认真总结三十年体制改革的重要成果,将这次创纪录的巨额财政

投资与经济体制改革很好的结合在一起,尤其是与企业经营体制的改革紧密结合,进一步促进企业经营管理体制的转变,是值得我们重视的。

三十年改革开放的实践证明,我们在计划经济时期施行的国有国营的企业管理体制是缺乏效率的,对于宏观的资源合理配置是非常不利的,因此我们进行经济体制改革重点之一就是让企业成为真正的企业,也就是说要按照市场化的原则进行生产经营,而不是过去按照官僚化的原则进行生产经营。企业经营管理体制的改革使得我们的企业

不再像“衙门”,而是作为一个生产经营单位,按照社会需求趋势创造财富,从而使得中国经济长期高速增长,这是我们三十年改革取得的宝贵经验。

最近几年,我国经济处于一个相对过热的状态,企业投资迅速增长,这就使得我国的一些国有大企业有了迅速扩张的条件,他们通过兼并重组,凭借其垄断地位和资金优势迅速成为大集团企业,再一次重复了投资饥渴的毛病,在做大做强口号下不计成本、不计效益地扩张,不仅在国内扩张,而且在海外大手笔投资,均遭到了市场的重创。我们应该很好地研究这些大国企不计效益、没有前瞻性的扩张和投资的体制根源是什么。

从前一段新闻报道的情况来看,像中铝、中钢这样的巨型企业集团,在海外大手笔投资遭受了重创。仅仅从表面上看,非常明显这种投资违背了投资学最根本的原理,那就是大规模的扩张和投资是要与经济周期密切联系在一起,只有在经济萧条期过后,听到知更鸟的叫声后,才能进行大规模的投资。在经济最热的时候投资应该是企业经营管理的天忌,这在任何教科书上都写得很清楚。但是如此浅显的道理,如此常识性的错误,为什么我们的大型国企一

犯再犯呢?这不能从个别企业领导人身上找原因,而应该从经营管理体制上找原因。

从2001年开始的新的经济上升周期,给人一个错觉,那就是只要企业大了,有垄断地位和资金实力,做什么都赚钱,似乎企业盈利是一个非常简单的事情,于是人们就将生产经营看得简单化,决策体制和经营管理体制又开始向官僚化回归,不再重视市场。可以肯定地讲,我们中央直属的大国企其经营管理体制并没有多大变化,企业集团总部基本上还是部委的架构,大家论级别,用一位研究企业管理专家的话来讲,那就是部委翻牌称为集团,人们还在机关工作,唯一的变化就是大家拿着巨额的报酬继续做以前机关的工作。决策体制还是长官拍脑袋,级别越高的官员说的话含金量越高。即使在计划经济条件下,在机关内部,还是讲究决策的民主化和科学化,能够听取不同意见,现在基本没有不同意见,大国企是一把手说了算,这样的决策体制和经营管理体制一旦遇到市场的巨变是无法适应的,一定会吃大亏。

最近翻看报纸,经常看到,某某大国企诞生,什么部级局级企业集团在组建,令我们这些上世纪八十年代改革

的参与者百思不得其解,如果我们过去的企业经营管理体制好,为什么要改革呢?企业级别高、规模大难道就能够提高企业运营效率吗?上世纪八十年代开始,我们改革的方向非常明显,那就是尽量不再设置国有企业,国有企业退出竞争性领域,国家投资主要是公共部门和非竞争性领域。在原有的竞争性生产领域,让企业在所有制上多种经济成份并存,走股份制改革的道路。当前,不断兴办一些级别高的巨型大国企,和国企在竞争性领域不断的投资兴办新企业,国有官办,官僚化经营,似乎成为一种时尚。我觉得这一问题值得研究,我认为不断诞生官办企业的倾向值得研究。

国家最近决定实施积极的财政政策,我们担心的是这些财政政策的实施能否与经济增长方式的转换、经济结构的调整、企业经营管理体制的改革紧密地结合起来。在投资的时候,能否尽量少成立一些新的国有企业,不再复制旧体制,而是促使现有的国企进一步改革经营管理体制,减少官僚化,提高经营效率,降低经营成本。同时,在实施积极的财政政策的时候,要对各种所有制的企业在政策上一视同仁,予以支持。

(作者系中国农业大学期货与金融衍生品研究中心主任、教授、博导)

■特别报告

现行货币政策框架难以有效应对全球金融危机

◎吴培新

刚刚召开的20国集团领导人峰会的主要议题是如何应对影响全球的这场金融危机。确实,由美国次贷危机引发的这场金融危机仍在不断蔓延和扩散,这场危机也被视为自上世纪30年代以来最大的金融危机。

不同于1987年10月19日的“黑色星期一”股市崩盘、1998年的长期资本管理公司溃败以及2001年“9·11”事件等个性事件,此次金融危机是由次贷市场引发的金融市场的系统性危机并导致全球性的信贷紧缩,也为我们提供了一次全景式地认识和反思金融危机的机会。

作为影响如此巨大的金融危机,必然有其体制性、制度性的影响根源。本文试图从货币政策框架角度来反思次贷危机及其影响的全球金融危机,并引出我们对现行货币政策框架的一些有益启示。

危机内生于金融体系的过度顺周期性

次贷危机作为一种金融危机,在危机形成的原因上必然具有与以往其他金融危机的共性,这种共性是机制性的,内在于金融系统。历次金融危机已证明,金融危机的根源在于经济金融状况良好时期的金融膨胀以及信贷的过度扩张。这种过度状况往往易于被强劲有力的经济增长所掩饰。当经济难以承受这种过度时,这种过度对金融系统导致的伤害就会充分展现出来,导致金融动荡,金融动荡反过来又导致经济的进一步恶化。金融风险的过度积累往往以发生灾难的方式得以释放。

在过去几十年中,金融市场的一个显著特征是信贷和资产价格“繁荣—萧条周期性”的增强,这种周期性是金融系统内具有的。具体表现为:市场对经济的认知、风险承担意愿都会随经济波动而变化,存贷差、资产价格、银行内部风险评级以及诸如贷款预期损失的会计测算都是“顺周期性”的,这些顺周期性行为与实体经济的运行相互作用,放大了经济波动。在经济上升期,越容易获取贷款,资产价格就越高。然后,将这些高价的资产作为抵押品,又可以获取更多的贷款。反之则是。

上述表现出来的金融系统的周期性是一种正常形态。进一步地,金融系统具有潜在的倾向使金融持续、显著地偏离长期均衡,即金融失衡,随后以金融动荡的方式释放金融失衡,从而导致金融的过度繁荣和萧条,周期性波动过大。这被定义为是金融系统的“过度顺周期性”,是高度非线性的,这是当前金融系统内在的潜在特性。

已经有很多文献对这种过度顺周期性进行解释,大致可以归纳为以下四个方面:

第一,信息的非对称性。这困扰所有的金融活动,特别是资金的最终使用者和资金提供者之间或者是交易双方之间,导致了利益冲突和委托—代理问题,而签订合同只能部分地解决该

由次贷危机引发的这场全球金融危机根源在于经济金融状况良好时期的金融风险以及信贷的过度扩张,而过度顺周期性行为与实体经济运行相互作用又放大了金融危机。但是,以目前的货币政策框架来看,似乎难以有效遏制金融风险的逐步积累,显示了货币政策框架在应对金融动荡时仍存在诸多缺陷。

对我国货币政策框架改善有四大启示:第一,在坚持币值稳定和经济增长目标的同时,也要适当考虑资产价格的过度偏离;第二,延长货币政策目标的覆盖期限至整个经济周期,并考虑货币政策在整个经济周期中的均衡性;第三,建立宏观金融审慎框架,加强央行与监管机构的合作与沟通,改善货币政策环境;第四,展开对我国人民币升值背景下的货币政策框架的内在不稳定性研究,改善货币政策传导机制,采取预防性的货币政策,防止经济大起大落。

问题。

第二,是对风险评估的局限性。现有的对风险评估技术很难判断风险随时间推移的变化情况,特别是将金融系统作为一个整体来评估风险时更是如此。

第三,是降低风险承担水平激励的局限性。除了上述信息非对称导致的利益冲突外,还有羊群效应、协同失败和囚徒困境等问题。这表明即便是风险已经被认知,由于投资者暂时的痛苦不能被未来潜在的收益所抵消,投资者就不会从这种利益冲突中脱身。

第四,在金融系统内和金融系统与实体经济之间存在很强的自增强反馈机制。在其他行业,增加供给通常导致均衡价格下降,从而自发地重新均衡;而在金融业,增加资金供给达到某一点后,通过融资条件变得更富有吸引力、资产价格上涨而导致对资金的需求增加,因而,在某种意义上,更多的资金供给最终产生对资金更多的需求。

上述分析的内涵是简单的。由于金融系统的过度顺周期性是高度非线性的,风险的积累就特别难以把握,而拖尾风险的积累产生了稳定的假象。在金融风险的过程中,金融体系似乎越来越强健,表现为能支持较高的资产价格和较低的风险溢价。但是,实际上,资产价格的飙升提高了随后反转的可能性,而金融系统的高财务杠杆增加了这种反转的损失程度。

次贷危机的爆发就是金融系统过度顺周期性的表现。有学者利用美国2001年以来的次贷市场数据进行的实证研究验证了这一点。他们发现,次贷市场的演变与传统的信贷繁荣—萧条周期极为相似,次贷市场的爆炸性的、不可持续增长导致了其自身的崩溃,即次贷危机。这与历史上各国的重大危机有着高度相似性。当然,与房地产市场有关的信贷结构产品和发起—分销(Origination-and-Distribution)模式是这次发生次贷危机的独特原因,其内含的非线性特性在房价掉头向下时给金融机构带来了灾难性影响。

上述分析表明,由于金融系统内以及金融系统与实体经济之间的高度非线性关系,现行的货币政策框架有“时间不一致性”问题,即一连串在当期情况下看起来是最优的政策反应,当串联起来作为一个整体来看却可能不是最优的,这类类似于经济学中的“合成谬误”。比如,次贷危机爆发前的

2003~2005年的低利率政策,在当时是为了应对当时长期的经济疲软和通货紧缩的拖累风险,是最优的政策选择。但是,从现在来看,正是那时的低利率政策导致了金融失衡。所以,从延长考察时间来看,当时的低利率政策可能并非是最优的选择。

为降低金融体系的过度顺周期性,改善会计准则、信息披露和风险管理以及加强审慎监管等都能起到作用,而改进货币政策框架也能降低金融体系的过度顺周期性。理想的货币政策框架除了在发生金融动荡时能减缓对经济冲击外,也能在金融动荡发生前制约风险的逐步积累,而这种功能显然尚未包含在现行的货币政策框架中。

现行货币政策框架难以有效遏制金融风险的逐步积累

前面的分析表明,在没有明显通胀压力的情况下,风险承担也能逐步积累并导致金融失衡。还有,在某种程度上,现行的具有公信力的反通胀机制的建立或许实际上延迟了导致通胀压力显现,即“可信度悖论”,这导致货币当局无意中将对风险承担的积累采取宽松态度。

这表明,即便是短期内通胀仍处于可控的情况下,货币政策框架仍需要包容紧缩性货币政策的选择权。为此,需要对现行的货币政策框架进行改进。主要体现在:(1)延长货币政策目标的期限至整个周期,这是因为金融失衡及其释放周期比通胀目标考虑的时间长得多;(2)更加关注经济的风险总量,即除了考虑通胀因素外,还要考虑通货膨胀增长和资产价格上涨等因素。这种将货币政策的目标适当放宽,目标期限延长的做法,或许是衡量宏观经济所面临风险的更有意义的方法。

但是,上述改进仍然存在严重障碍,主要有:(1)金融失衡如何认定以及政策反应的力度和时机如何选择。(2)目前央行的职责定位与上述改进难以相容;央行的法定目标是控制通胀。所以,当通胀较低且稳定时,如果仅仅因为信贷的过快增长或资产价格上涨而采用紧缩性政策,这很难让公众认为是合适的。显然,这种货币政策框架的改进无论在理论上还是实际操作上都面临挑战。

从货币政策的实践来看,已经有央行将金融失衡尝试作为影响货币政策决策的一个影响因素(如那

威央行和欧洲央行),或者作为补充性因素(如日本银行),信贷总量在货币政策决策中的分量比以前更加显著。

现行货币政策框架在应对金融动荡时存在缺陷

在经济金融正常时期,有成熟的货币政策理论和实践,货币政策调整较为缓和、渐进,是符合泰勒规则的。而在金融动荡时期,由于金融体系内以及金融体系与实体经济之间的复杂的非线性关系,到目前为止尚没有成熟的理论模型来应对金融动荡。以货币政策来应对金融动荡时,货币政策是应对危机的风险管理策略,货币政策的选择(包括政策反应的力度和时机)表现得更像是“艺术”而不是“科学”,其面临两种风险。

第一种风险是政策反应太小且太迟。在危机时期,金融系统内和金融系统与实体经济之间存在非线性的自增强机制,假若货币当局在自增强程度上已经获得足够的能量之后才采取行动,货币政策就不能有效减缓经济滑坡和金融紧缩。这方面最显著的例子是美国在上个世纪三十年代的大萧条。

第二种风险是政策反应过度、过快,而且持续时间过长。在短期内可能较为有效的政策反应或许是以产生更大的金融风险为代价的情况下才能起作用,更大的金融风险将导致更大的成本。这方面的例子是:为应对1987年股市崩盘而导致的上世纪八十年代后期至九十年代的繁荣和萧条周期,以及本世纪初为应对科技泡沫破灭而导致的经济、金融周期。从政策实践来看,困难主要在于为应对金融动荡而大幅降低的利率回复到长期均衡水平的步伐太慢。在这儿,低通胀反而是障碍,它降低了利率回归“正常化”的必要性,使央行作出政策利率正常化决策的难度加大。

从货币政策实践来看,为应对经济金融危机,一般实施积极的非对称货币政策。但是,这带来了副作用:(1)货币政策的扩张意味着当时的金融失衡在本应进一步约束的过程中未被解决,新的扩张阶段扩大了失衡;(2)如果经济下滑时政策利率下调幅度大于经济好转时期的上升幅度,那么政策利率很有可能被推向零名义利率限制的极限,导致货币政策无效,并很有可能使经济走向紧缩。

对我国货币政策框架的四大启示

上述对现行货币政策框架的反思,对我国货币政策框架的改善有一定的启示:

第一,在坚持币值稳定和经济增长目标的同时,也要适当考虑资产价格的过度偏离。资产价格的过度偏离包含了未被通胀和经济增长所捕捉的信息,并且,随着金融市场的发展和居民财富的积累,居民的资产配置也越来越多元化,资产价格的大幅变动对金融稳定和实体经济的影响也越来越大,因而,有必要适当考虑资产价格的过度波动所隐含的信息以及可能给经济带来的影响,并采取防御性的货币政策,力求在风险积累阶段就采取行动。实际上,从货币政策实践来看,有的国家已经这么做。

第二,延长货币政策目标的覆盖期限至整个经济周期,并考虑货币政策在全经济周期中的均衡性。从我国的货币政策操作框架来看,比较注重短期因素,即货币政策往往是针对即期的流动性、投资增长、通货膨胀等状况的变化而作出调整。由于政策惰性,这种调控方式反而可能加剧经济波动。即便是目前在西方发达国家占主流的通胀目标制,政策考虑的期限一般也仅为1~2年时间。这显然大大短于金融周期,容易导致短视的货币政策,引发金融失衡。货币政策在全经济周期的均衡性是指货币政策要以整个周期为考虑对象,采取相对和缓的政策措施,即经济高涨时的政策要同时考虑可能对经济低谷时的影响;反之,亦然。这样,货币政策在整个周期内的调整幅度就相对和缓。

第三,建立宏观金融审慎框架,加强央行与监管机构的合作与沟通,改善货币政策环境。宏观金融审慎框架就是将金融系统视为一个整体,关注金融系统与宏观经济之间的紧密关系,强调宏观金融审慎框架给货币政策提供良好的政策环境,以抵消金融系统的过度顺周期性。当前,我国金融体系施行“一行三会”的管理体制,即中央银行专司货币政策职能,三大监管机构各自对相应行业实施监管,这种模式显然与业务经营的综合化趋势不符,因而,以央行为主导,加强与三大监管机构的合作与沟通,建立信息共享机制和宏观金融审慎监管协调机制,以改善货币政策环境,抵消金融系统的过度顺周期性。

第四,展开对我国人民币升值背景下的货币政策框架的内在不稳定性研究,改善货币政策传导机制,采取预防性的货币政策,防止经济大起大落。我国作为新兴的发展中国家,在今后相当长一段时期内,经济仍将保持较高速增长,在此期间,人民币的升值也将是常态。从各国经济由欠发达向发达成长的历史来看,这段时期往往容易积累风险并爆发危机。这给我们货币政策的实施及宏观金融稳定带来挑战。(作者系经济学博士、金融学博士后)

■五议华尔街金融危机(四)

金融危机与金融资本四大特性

◎亚夫

华尔街金融危机开始延烧到大多数国家的实体经济。

现在,无论是发达经济经济体还是新兴经济体,几乎无一幸免。对发达国家来说,首当其冲的是金融服务业,大比例裁员使这个昔日最亮丽的行业人人自危;而对新兴经济体来说,则是海外订单的撤消、企业关门、员工遣散。因此,现在最让各国政府着急的,不只是经济增长问题,而是民众就业、社会稳定问题。可见,金融业虽然被称为虚拟经济,但是它对社会的影响却是系统性的,一点也不夸张。

这场肇始于发达国家的罕见危机,一方面让人看到了金融业与实体经济的关系,脱离实体经济基本面的金融业,一旦走上自我膨胀的道路将会产生巨大风险;另一方面也让人看到了金融混乱的危害,金融业一旦出现系统性紊乱,不仅会伤害自身,更会对生产业甚至老百姓家庭生活造成巨大伤害。而对中国人来说,这场危机的爆发,还有一层特别意义,那就是对华尔街神话的幻灭,对所谓成熟市场的幻灭。

由于重建的中国资本市场历史很短,因此,在最近这20年的发展进程中,在有形与无形之中,总有一种对华尔街为代表的发达金融市场的景仰。认为,那是一个讲究价值、投资理性的市场;是一个强调资源最优配置的市场;是一个信息充分、规则严谨、制度严密、工具齐全、服务到位的市场;是一个值得学习、效法的市场。现在,一场危机的爆发,让人们看到金融业的华丽外表下面都藏着什么呢?

首先,金融资本有两面性,既有融通经济血脉的一面,也有破坏经济肌体的一面。从这场危机的情况看,过度的金融投机,不加规范的金融行为,不仅不利于经济基本面,反而会造成对全球经济的严重干扰。大家知道,资本的逐利性决定了资本是贪婪的、嗜血的。金融资本也是这样,如果对贪婪的金融资本不加规范,任由其在不同市场之间炒作投机恣肆妄为,其结果必然会对既有市场秩序造成巨大干扰,从而使各种价格信号失灵,并伤害实体经济。

其次,金融资本有异化性,一旦从“工具”异化为“主人”,就会对经济生活构成伤害。金融资本脱胎于产业资本,为产业资本和社会生活服务。但是当它从“工具”变为“主人”,就会很容易地异化为一种自我循环、自我膨胀的力量,从而对现实经济生活造成压迫,像“吸血鬼”一样榨取所有对象的利益,直至整个金融系统瘫痪,经济社会陷入僵局。而到这个时候,整个社会就需要用更大的代价来重新启动经济。这就是国际社会当前的遭遇。

再次,金融资本有非道德性,对金融资本讲道德,就好比缘木求鱼,不会有实际效果,只有用制度来约束,才能使其行最大的善,释最小的恶。前些日子,在对华尔街金融危机的责难声中,有不少人对年薪成百上千万美元的肇事者提出了强烈的道德谴责,要求对肇事者绳之以法。然而谴责归谴责,操作起来却是非常困难的,除非有犯法的嫌疑。而问题的关键在于,只要有制度漏洞,资本就会在逐利性驱使下去钻营。因此,完善市场制度才是应对之道。

此外,金融资本在引导并优化社会资源配置的同时,还有非常隐蔽、非常便捷的掠夺性。通过对金融工具的操弄,对博弈对象进行没有硝烟的掠夺,是金融大鳄最娴熟的手法。这种金融大鳄不仅表现为实力强大的个人、企业和利益集团,甚至表现为一些金融大国的寡头性地位、寡头性操作。比如,这场在华尔街爆发的金融危机,就和美元和美国经济有关。而危机的最后受害者和买单者是谁,已成为人们关注的焦点。

现在,华尔街金融危机已经不只是华尔街的问题了,也不只是金融业的问题了,更不只是美国的问题了。其苦果正在由全世界绝大多数国家的老百姓来尝。而据估算,目前全世界的投机资本约有上百万亿美元。这笔钱的动向值得注意。对中国的投资者来说,在抛开对华尔街的幻象之后,更要关注海外资金动向,关注自己的问题。不唯上、不唯书、不唯洋,把握价值投资与投机的分寸,也许可以走出一条自己的路来。