

Opinion

Observer
上证观察家

如果不能在未来政策细化的过程中解决好短期目标和长期目标之间的矛盾、政策及时性和有效性之间的矛盾、政策内容和现实需要之间的矛盾、政策内容之间不相兼容的矛盾,则政策预期效果将会打上太多折扣,甚至互相抵消,奥巴马“**Yes, we can**”的誓言就有沦为空谈之虞。

奥巴马三大救助政策尚存四大矛盾



程实

奥巴马政府本月内接连推出的三大政策可谓志存高远,救助计划渐成体系:10日,财长盖特纳公布了“金融稳定计划”(Financial Stability Plan,简称FSP);17日,总统奥巴马签署了“2009美国复苏与再投资法案(American Recovery and Reinvestment Act of 2009,简称ARRA)”;18日,奥巴马公布了“房屋所有者负担能力和稳定性计划(Homeowner Affordability and Stability Plan,简称HASP)”。

FSP规模约为1.5万亿至2万亿美元,其核心内容包括:通过压力测试筛选受困金融机构,基本面良好的金融机构将获得注资;设立“公共及私人投资基金”购买金融机构的问题资产,而不是由政府独立出资建立“坏账银行”;通过扩大TALF规模等方式“启动消费和商业信贷”;强化对救助资金使用的监管和信息披露;通过制定后续计划支持房地产市场,避免止损率的过快上升;通过提高担保比率等方式“启动小企业和社区融资”。

ARRA规模为7870亿美元,其核心内容包括:2880亿美元的税收减免;1440亿美元的政府财政支持(避免州政府由于财政压力而增税或减少医疗、教育支出);1110亿美元的基建和科研支出;810亿美元的救助危机受害者支出;590亿美元的医保支出;530亿美元的教育和培训支出;430亿美元的能源项目支出;以及80亿美元的其他支出。

HASP规模至少为2750亿美元,其核心内容是保障美国家庭的“清偿力”,帮助前期由于资格不符而没有享受按揭利率调降的美国家庭获得

“再融资”便利以及减少大部分美国家庭的月供支出,加强对房贷和房地地支持以维持较低按揭利率水平,具体措施为提高两房可从财政部的融资额度,继续购买两房资产支持债券,提高政府授权企业(GSE)可持有的抵押贷款数额等。

由于FSP和HASP目前还停留在纲领性政策阶段,因此美国官方还未对这两项政策的预期效果进行切实评估。但根据两项政策原文的描述,基本面良好的美国受困金融机构将得到FSP的及时救助,而HASP将得到400万到500万美国家庭提升“清偿力”,300万到400万处于悬崖边缘的美国家庭也将由此保住房屋。

而ARRA的具体细则非常明确,因此美国国会预算办公室初步估算了其对于经济增长的真实影响,2009年,ARRA将使美国实际GDP与自然率的缺口从-7.4个百分点缩小为-6.2至-3.9个百分点,就业也将从初始预估的1.416亿人上升至1.424亿人,1.439亿人;2010年,ARRA将使美国实际GDP与自然率的缺口从-6.3个百分点缩小为-5.3至-3.2个百分点,就业也将从初始预估的1.433亿人上升至1.445亿至1.469亿人;2011至2013年,ARRA还将继续对增长和就业产生刺激性作用,但影响将逐年递减;自2014年起,ARRA将对经济增长产生0.1到0.2个百分点左右的较小负面影响,一直持续至2019年左右。

现在市场最为关心的是,如此面面俱到和数额庞大的救助政策能否全然显现官方的预期效果。结合美国经济历史现状、次贷危机发展和三大救助政策的具体内容,笔者认为,三大救助政策尚存四大主要矛盾。

其一,短期目标和长期目标之间

存在矛盾。随着时间的推移,ARRA对增长和就业的正面激励不断缩小,并在长期中转化为负面影响。实际上,美国国会预算办公室的预估数据可能还低估了这种矛盾,而这种矛盾产生的根源在于政策的不可持续性和政策融资对私人长期投资和消费的“挤出效应”。一方面,当前三大政策出炉的成本将在未来延后分摊,短期内,赤字财政政策将产生扩张效应,长期内,赤字财政的平衡要求则将对长期增长的动力;另一方面,政府信用扩张必然需要私人部门持有更多国债,并相应减少私人部门可用于直接投资和消费的资金,进而对长期增长产生负面影响。

其二,政策及时性和有效性之间存在矛盾。通常,提升政策的及时性总要以牺牲部分有效性作为代价。例如,历史经验表明,基建投入是效率较高的经济刺激方式,但这一领域的政策效果显现往往比较滞后,增加基建投入在政策色内的比重虽然能够

获得更高的资金使用效率,但很可能经济指标的急速恶化将导致市场信心在政策效果显现之前就大幅崩溃,进而使得消费萎靡程度超出预期。再如,如果提高注资速度以避免金融风险的急速蔓延,那么资金使用效率将大幅下降,有限的救助资金可能会浪费在违约风险大大高于流动性风险的金融机构身上。

其三,政策内容和现实需要之间存在矛盾。例如,在FSP中,对金融机构压力测试这一条不仅没有令人信服的具体内容,而且其暗箱操作的模式可能会滋生道德风险,更重要的是,还将对金融市场产生模糊风险的不利影响,因为美国政府可能将只对通过压力测试的金融机构提供注资,所以市场很难分清一家没有获得注资的金融机构到底是基本面太差无法通过压力测试,还是基本面很好而根本就不需要任何注资。

其四,政策内容之间存在矛盾。三大救助政策都是为了挽救美国经

济这同一个大目标,但三大政策的具体内容存在不相兼容的成分。例如,条条框框已然明确的ARRA的推行势必增加美国国债,而2月16日最新数据表明美国净资本流入有所收缩,在这样的背景下增发美国国债难以迅速被国内市场消化,供大于求的局面将压低价格,推高国债收益率,而美国长期国债收益率向来是楼市中长期按揭利率的标杆,收益率攀升压力加大显然与HASP维持低按揭利率水平的目标相左,而一旦美联储将购买美国国债的意愿付诸行动,那么如影随形的货币供应激增将大大抵消FSP稳定金融市场的努力,甚至不利于ARRA促进短期和长期增长的政策效力。

总之,如果不能在未来政策细化的过程中解决好这四大矛盾,政策预期效果将会打上太多折扣,奥巴马“**Yes, we can**”的誓言有沦为空谈之虞。(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

银行信贷超高增速到底该怎么看

郭田勇 陆洋

银行新增人民币贷款额1月达到了创纪录的1.62万亿。对银行信贷这种超常规扩张,有观点对此深表担忧;在4万亿的经济刺激计划正在带动新一轮的投资热潮的背景下,扮演重要角色的贷款的快速飙升是否会致不良贷款的大幅上升,从而将整个银行业乃至宏观经济置于巨大风险之中?

笔者认为,银行信贷超常规扩张,原因是多方面的,银行信贷投放历来呈现出季节性特点,而银行在面对宏观经济的不确定性也都尽量优先抢占优质项目和客户资源,表现为上半年比下半年投放的多。而近期为促进房地产行业稳定运行而采取的7折房贷等优惠措施更是对利息收入影响巨大。因此,银行有通过信贷规模的扩张以保证业绩稳定的内生动力。

更为重要的是目前国内经济仍处于下行态势,在落实经济刺激方案过程中,民间资本“现金为王、货币过冬”气氛浓厚,财政只能“抛砖引玉”,最终可提供的投资性资金有限。在此背景下,银行扩张信贷无旁贷成为拉动经济增长的最有效手段。还应该看到,在新增的1.6万亿元贷款中,票据融资增加6239亿元,占比高达40%,而这和当前票据贴现利率较低有直接关系。

所以,对于新增贷款规模的飙升不必过分忧虑,而应乐见其成,因为这是银行业积极响应政府宏观调控政策和宽松货币政策发挥效力的具体体现。据此断定未来会

造成不良贷款大幅反弹,理由并不充分。一方面通过商业化改革后,我国银行业的市场化程度已经很高,风险控制能力已大大增强,不可能不顾风险地盲目扩张信贷。而且,近期银行对于国家相关政策的贯彻、对于不良贷款责任认定规定及审批流程未因信贷放松而改变,并未出现盲目放贷的现象。另一方面银行通过信贷规模的扩张,实际上可以抵消去年央行多次调整利率导致利差缩小以及房贷7折利率优惠等措施对利息收入的冲击,以保证业绩的稳定性。

当然,对新增贷款规模飙升背后存后的一些问题,也确实应当引起关注。

首先,大量新增贷款主要集中在大的政府支持的大型国有企业和基础设施建设项目中,而最需要资金的中小企业融资获得的支持依旧非常有限,而处于产业链下游的小企业和处于产业上游的大企业相比,对于就业和整个产业链的带动作用更为巨大。显然,未来信贷扩张在结构上仍有调整的空间。其次,从数据来看,非金融性公司及其他部门贷款增加1.5万亿元,但M1的增速远低于M2,同期企业存款仅增加759亿元,加上短期票据融资的激增,都说明企业所获部分贷款可能没有很大一部分没有用于投资和生领域。比如近期证券公司存放于银行同业往来项下的资金迅速增多,显示部分资金可能通过某些方式进入了资本市场。有关部门应当密切注意信贷资金的真实投向,防范可能出现的风险。

值得一提的是,贷款规模的快速飙升背后却显示出货币政策仍然存在宽松的空间。从票据贴现利率和基准利率的差距来看,票据融资利率市场化程度高,因为主要由票据市场供求关系决定,与央行制定的基准利率相比,更能反映市场对于资金的真实需求。从这一点上说,降息空间依然存在。

而货币政策的进一步放松至少有几个方面意义。一是可以起到政策宣示效应,有利于提振市场信心。二是物价水平走向显示未来通缩风险依然存在,也为降息预留了空间。三是经济数据已出现回暖迹象,但回暖的行业主要与政府投入的基础行业有关,其他行业的盈利水平还是不理想,降息可以降低企业财务负担,帮助下游消费性企业特别是中小企业走出困境,鼓励民间投资,积极进行业务创新,为企业、居民提供更灵活、更多样化的融资与服务。例如,对于中小企业业务,可以设立中小企业贷款专营机构,同时积极同政府、行业协会等机构进行合作创新融资方式,积极开展股权质押贷款、无形资产抵押贷款、企业现金流管理等业务,发展个人消费信贷等。(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

钢材期货将终结铁矿石商暴利

陈波神

中国证监会近日正式批准上海期货交易所开展线材和螺纹钢期货交易。有消息称,下月9日相关合约就有可能在上交所挂牌。目前,上期所已经完成了线材和螺纹钢期货合约的前期设计工作,确定了通用性强、流通量大的合约标的,拟定了较为严格的交易、结算和交割制度,论证了梯度保证金制度、涨跌停板制度、持仓限额制度等风险控制措施。

对于推出钢材等商品期货新品种,市场早有预期。从钢材生产企业来看,可谓喜忧参半。喜的是钢材价格形成机制日趋完善,价格剧烈波动的风险可能会被有效平滑。忧的是钢材期货势必加速行业整合,行业集中度会有所提升,中小产能的企业面临被市场淘汰的风险。从钢材消费企业来看,价格的发现功能更趋完善,大规模的存货减值风险已不足为虑。

一旦钢材期货正式推出,不可避免会出现两种情况。其一,钢材贸易商更愿意参与期货交易,到期交割就等同于在现货市场上买进。如此一来,在上期所注册的钢材生产企业将显著受益,产品需求会有较大增长。其二,中小产能的钢材生产企业面临需求下滑,被迫以降价应对,毛利率势必会削弱,竞争劣势也会逐步形成。

我国钢材价格全面放开较早,价格的波动始终比较剧烈,市场风险也较为明显。特别是去年上半年以来,钢材价格因下游房地产市场萎靡,以及投资需求下滑,一度单边下行,不仅创下跌幅之最,还直接导致了去年四季度钢材生产企业全行业亏损。由此,钢材生产企业除了大规模限产之外,还降价销售回笼资金,并在年底计提了海量的存货减值准备。究其原因,还是对市场风险的估计不足,归根到底还是缺乏远期价格发现机制所致。

从市场规模来看,我国钢产量早在1996年就已突破1亿吨,跃居世界首位并一直保持至今。在国际市场上的份额也逐年上升,并在出口中占据重要位置。然而,如此规模巨大的市场容量,在与铁矿石商的谈判中却屡屡处于不利。不仅近年接受铁矿石大幅涨价的现实,还要承担钢材价格直线下跌的风险。于是,钢材生产企业的高成本原材料库存,转化成了铁矿石商的暴利源泉,形成了终端钢材价格大幅下跌,而上游原材料却大幅提价的怪相。

对此,市场早已诟病良多。但背后的深层原因,还是缺乏近期、远期价格发现机制,无法评估钢材价格波动风险。因此,钢材生产、贸易和消费企业不仅缺乏权威的价格信号来指导生产和经营,还往往容易对市场趋势形成误判,最终被铁矿石商集体所忽悠,成为两头受压的牺牲品。而开展钢材期货交易后,一方面有助于形成钢材现货与期货有机结合的市场体系,规范和完善钢材流通市场;另一方面逐步优化钢材价格形成机制,指导钢铁上下游企业合理安排生产和经营。最终,钢铁生产、贸易和消费企业获得了低成本、高效率的风险控制手段,对于铁矿石商的忽悠也具备了相应的免疫能力。

不难看出,对于铁矿石商而言,钢材期货的推出,意味着暴利时代基本宣告终结。我们期待更多期货品种能推出,尽快丰富我们的期货交易体系,完善社会的定价机制,并有效规避市场风险。

公务员社保凭什么要另起炉灶

陈英凤

历时1个半月的《中华人民共和国社会保险法(草案)》征求意见稿日前结束。在当前公务员与普通职工社保待遇差别巨大的背景下,人们都希望通过《社会保险法》的出台,消除公务员与企业职工间的社保鸿沟。然而,《草案》在这方面的规定让人们失望落空。

《草案》第九条第三款规定:“公务员和参照公务员法管理的工作人员参加基本养老保险的办法由国务院规定”。这就是说公务员或机关不参加全国统一的社会保障制度,国务院将为他们单独制定另一套相关的“规定”。公务员社保另起炉灶的做法值得商榷。

公务员与非公务员之间的社保待遇有多大?据全国人大常委会法制工作委员会行政法室提供的资料,由于机关事业单位和企业的“退休双轨制”,待遇差距问题越来越突出,到2006年底,全国机关事业单位人员退休全平均高出企业两倍多,随着津补贴改革的到位,差距还将进一步扩大。近日,《中国青年报》社会调查中心通过网络对2070人的在线调查显示,60.9%的人认为我国社保最急需取消公务员与非公务员之间的社保待遇差别。难怪有职工发出这样的感慨:“本是同根生,贡献也相同,待遇低几倍,何以论公平。”

说到底,公务员与非公务员在社保待遇上过于巨大的差距,是在公务员和非公务员之间人为划出身份鸿沟,打上身份烙印。这不是把人们分成三六九等的意识在作怪吗?从本质而言,公务员是人民公仆,是由纳税人的钱财供养的国家公职人员。同样是工作,同样是为社会贡献力量,凭什么他们就高人一等,不仅工作稳定,基本不存在失业、工伤、职业病等风险,在位时还能享受种种或明或暗的特权,而且在退休后还拿着远高于社会平均水平的退休金?人们有理由发出这样的疑问。

当前,受经济发展水平的限制,我国社会保障还处于较低的水平。我不知道全国究竟有多少人没有享受政府提供的社会保障,属于完全“无保障”的人。就覆盖面而言,目前占人口绝大多数的农民以及进城务工的农民工,多数还没有被纳入社会保障体系。他们正面临无所养、病无所医、生活无保障的严峻困境。在这种情况下,公务员在社保上另起炉灶,照顾国情,享受过高的社保待遇,违的是什么经?

推进社会保障的公平、均等和普惠,让每个公民都沐浴在社会保障的阳光之下,这是实现社会公平正义的客观需要,也是建设和谐社会的必然追求。那么,就从消除公务员与非公务员之间的社保待遇差别开始,如何?



漫画 刘道伟

二手保时捷“白菜价”出售

由于汽车业处境艰难,英国许多汽车经销商打出“超市价”,希望以此提高销量。英国《每日邮报》报道说,几近全新的法拉利只售原价四分之一,二手保时捷等车型更是以“白菜价”销售。此外,购车人还可大胆砍价。有汽车经销商去年“买一送一”购车优惠,今年则计划“买一得三”。

Column
专栏

可不可以换个思路,考虑用外债来帮助国内企业解决难题呢?如果国家委托一家国有海外投资公司(比如中投)用外债投资于与国际铁矿石巨头收益相关的资产(或复制资产),并以投资收益为保证向国内发行以人民币计价的特种基金(或债券),那无论对于国家、国内特定投资者、国内普通投资者,甚至国内资本市场来说,都有好处。

“外储”可否考虑这样“内用”



田立

自总理访欧期间提出“外储内用”构想以来,学术界对这个问题一直非常关注,展开的种种研讨比外界看到的要热闹得多。之所以出现这样的局面,一个很重要的原因——尽管大家都不愿意说出来,但确实如此——就是这个构想的核心内容与传统理论逻辑确实存在矛盾:从理论上讲,外汇储备是一国通过国内企业的创汇、结汇所形成的对外债权,是一种只能行使于对外投资或购买上的权力,如果用于国内购买或投资,在现行汇率制度下必然导致本国货币重复发行,从而人为造成通货膨胀。

尽管管理论要随着实践的发展变化而变化,但有些本质性的东西却是永恒的,不管你把飞机造得怎样离奇古怪,它的基本空气动力学布局必须符合地球空气动力学基本原理,否则飞不起来。关于外汇储备的现有理论也是如此。“外储是对外债权”的这一基本性质不会变,因此“外储直接用于

国内投资或购买必然引发本币重复发行”的结论也就不会始终成立。这种情况下要拿出一套既不违背科学原理,又能满足时下需求的方案确实是件很难的事,也许这就是当下关于外储内用“讨论的多,建议的少”的最直接原因吧。

我觉得,我们之所以老在这个理想与理论的矛盾中徘徊,可能是对“用”的理解过于狭隘了。按照一般理解,当前形势下对外储的“用”就是用于国内投资或国内购买,不管是货币手段还是财政手段,都会显而易见地造成人民币的重复发行。所以说,这两条都行不通。

那可不可以换个思路呢?用外储的目的就是解决金融危机大环境下的国内经济问题,而这些问题根源不一定就是资金问题(我甚至认为根本就不是资金问题),国内企业有很多实际困难需要解决,就拿钢铁企业受制于国际铁矿石价格联盟来说吧,给再多资金也没用,由于原材料价格上涨所造成的利润空间的急剧减少与资金根本就无关,而失去盈

利能力才是企业生存最急迫的问题。因此,国家可不可以考虑用外储来帮助国内企业解决类似问题呢?

我认为这是可行的。

钢铁业的困境很典型,一方面我们控制不了钢材价格(尽管中国是世界钢铁的最大生产基地),因为持有的是刚性供给头寸(高炉停不了),另一方面我们又左右不了国际铁矿石价格(尽管中国是全世界最大的铁矿石需求者),因为人家持有的是柔性供给头寸(铁矿石埋在地里没不了)。在这种情况下,中国的钢铁行业只有两条出路:一是缩减规模,实施产业结构调整,二是针对铁矿石价格实施对冲策略,用金融手段解决生存危机,其中最简单的就是持有国际铁矿石巨头的股份。但问题是,这些巨头所在国的法律对于类似的股份收购都有严格的法律限制,收购不易成功;二来巨头本身也会出于自身利益的保护而尽量阻止类似收购。

为了解决这类问题,国内钢铁企业当然可以到国际市场上寻找相关头寸,来复制与铁矿石巨头们收益相

关的资产,通过做多或做空这些复制资产来达到收购股份同样的效果。但这里也有两个问题:国内对于企业参与国际金融市场有限制性制度,国内企业投资水平参差不齐。那么,国内钢企对冲策略的出路在哪里?与外储运用又有什么关系呢?

不妨设想这样一套方案:国家委托一家国有海外投资公司(比如中投)用外债投资于与国际铁矿石巨头收益相关的资产(或复制资产),并以投资收益为保证向国内发行以人民币计价的特种基金(或债券)。这套方案无论对于国家、国内特定投资者、国内普通投资者,甚至国内资本市场来说,都是有好处的。

从国家的角度看,动用外债投资海外资产无疑承担了风险,而且比投资国外政府债券风险要大,但由于这种投资只是国内发行基金的保证,因此盈亏恰好对冲掉了,因而不承担汇率以外的其他风险。除此之外,由于基金有一定的寿命期,可以采取灵活调整,因此可以免去解除限制性制度所带来的社会成本。

对像钢铁企业这样的国内特定投资者而言,由于特种基金与国际铁矿石企业的收益直接相关(暂且假设正相关),投资特种基金可以直接对冲国际铁矿石价格的波动风险,对于稳固国内钢企的生存基础意义重大。

对国内普通投资者而言,更多投资选择永远比单一选择更有价值。而投资于国内资本市场来说,引入以境外收益为保证的新资产,不会因为所谓的分散流动性而导致国内资产价格下跌,反而会使得国内资产定价拥有了更多参照物,这对资本市场定价体系的完善是有利的。

沿着上述方案的思路还可以产生更多的外储应用路径。需要说明的是,这个思路与一般构想是背道而驰的,它不是把资金投向国内,而是变相投向国外了。但我认为,“投向”只是形式,不是目的,如果这种逆向的投资方式可以解决国内经济难题的话,投向谁又有什么关系呢?

(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)