

Opinion

Observer
上证观察家

●美国在依靠“虚增收入”扩大内需招致金融危机后,要想解决危机,就只有减小或放弃原有消费模式,使内需增长回归到理性,更重要的是要扩大内需。盖特纳希望中国扩大内需的真正用意,乃是为了借中国之力拯救美国的金融与经济。
●美国国债收益率长升短降,实质意义就是美国国债正遭受资金的质疑和抛弃。无节制发行美国国债,只会加重美国经济的痼疾。白宫的国债政策早改早好。

盖特纳呼吁中国扩大内需的真实用意

美国财长盖特纳任内首访中国,重任之一,就是呼吁中国扩大内需,从而为两国更加均衡和可持续发展的经济增长奠定基础。笔者认为,盖特纳希望中国扩大内需的真正用意,乃是为了借中国之力拯救美国的金融与经济。

这次美国金融危机的根源,正在于“虚增”未来收入。为了应对巨额贸易逆差带来的副作用,美国必须采取扩大内需的手段,就是要让享受廉价消费品的广大中低收入人群消费更多的其他美国产品,房地产就是个最佳选择。房地产业的产业链非常长,而且地域性明显,对内需刺激效果最好。但是,要想让中低收入人群增加收入,就只有靠“虚增”收入,让房价涨价,将涨价的预期变成买房者的“未来收入”,并且可以用这“未来收入”作担保,让他们取得消费信贷,实实在在地买房,这就是次贷危机前的悖论:房价越涨,就越能买得起房。将房价涨价对购房者带来的“可能”收入当成可“预期”的未来收入,作为房地产消费信贷的基础,然而,当“可能”变成“不可能”时,“预期”收入也就变成了“虚增”收入,次贷危机也就爆发了。

在依靠“虚增收入”扩大内需招致金融危机后,要想解决危机,就只有减小或放弃原有消费模式,使内需增长回归到理性,更重要的是要扩大内需。而中国政府的扩大内需的一揽子政策措施,正好满足了美国的需要。具体而言,中国扩大内需可以给美国带来如下好处。首先,可以平衡全球经济增长。2006年以来,全球不平衡状况日益加剧,美国的大量经常项目逆差和中国、日本、俄罗斯以及其他石油生产国的大量经常项目顺差,当前全球金融危机的不断蔓延,并没有改变这种不平衡格局,反而增加了其复杂性。那么,经济不平衡的状态能否持续下去,涉及两个方面问题:一方面,美国是否会继续向世界上高储备国家借钱;另一方面,后者是否愿意继续把钱借给美国。从目前情况来看,这两个条件都具备。就中国而言,近些年来,国际收支不平衡突出表现为双顺差,2008年即是遭受了金融危机的影响,也丝毫没有改变。一般而言,发展中国家正常的国际收支格局应当是资本项目顺差和

经常项目逆差,东亚国家过去和现在都是这样。像日本,大量输出资本,形成资本项目逆差,而经常项目则是顺差。美国是发达国家中的一个特例,资本项目顺差,经常项目逆差。而中国持续保持顺差,不合乎自身的利益,也为贸易摩擦提供了口实。不过,2008年11月以来,中国经济政策的转向,让包括美国在内的国际社会尤其是对中国存在贸易逆差的美国欣喜若狂,他们希望这种局面能够持续更长时间。

其次,可以分担美部分金融危机压力。在当前的世界经济局面下,中国的崛起很容易被解释成美国衰退的诱因。因此,很多美国人更容易相信,中国人抢走了他们的财富。所以,美国政府也必须发出相应的信号,例如将金融危机责任转嫁给中国等。随着中国扩大内需政策的逐步实施,美国人认为,无论从投资、消费还是贸易途径,中国的做法都能缓解美国金融危机带来的压力。

再次,可以减小美国对中国贸易逆差。1996年诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·莫里斯教授就明确说过,解决中国扩大内需问题,可以从几种可能的途径。譬如使中国对美出口下降,进口增加。如此一来,减少下来的资源就可能有更大比率供中国人尤其是农村的中国人使用。与此同时,必然透过国内需求,包括民间消费、投资与政府支出来抵消国外经济成长的萎缩。同时,透过国外资源的引入,使中国公共建设的硬件提供逐步优良,更能使民间消费特别是农民收入或资产增加。笔者认为,中美贸易格局的逆转,是当前形势下美国政府和民间机构迫切向往的,所以,他们特别欢迎中国新一轮一轮的赴美采购行动。

还有,中国经济增长与中国的经济刺激措施应当能够带动人民币升值,而敦促中国政府减少对人民币的干预,允许人民币兑美元大幅升值也正好合乎美国政府的意愿。但是,有一点值得注意,不论美国在外交斡旋中如何为自己开脱,美国是金融危机的“始作俑者”,这一点毋庸置疑,也甭想转嫁或推卸责任。就中国政府而言,扩大内需,最根本的还是为了能够促进自身经济早日复苏,实现又好又快的发展。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授,高级培训师,经济学博士)

美国国债越来越烫手

美国国债越来越烫手,在到美国推销国债了。也许盖特纳现在还能如愿,但是规模急剧扩张的美国国债,已成了极度饥饿的国家和债权人二者手中炙热的山芋,拿着烫手、吃着烫口。美国国债规模的急剧膨胀,已到了惊人地步。2002年至2007年,美国国债发行量一直稳定在5000亿美元左右,2008年骤然飙升至1.47万亿美元。5月11日美国政府宣布,本财年联邦预算赤字将攀升至创纪录的1.84万亿美元,2010年财政赤字估计将达1.26万亿美元。为了弥补如此巨大的资金缺口,2009年的国债净发行额将至少达到2万亿美元。

但是,美国能够无限制的发行国债吗?答案是:不能!从最近美国国债收益率曲线开始陡变可以判断,美国发行国债的难度在增大。国债收益率长升短降,反映了资金特别是海外资金正在抛弃美国长期国债而选择短期国债,实质意义就是美国国债正遭受资金的质疑和抛弃。美国国债越来越依赖于海外的资金购买。2002年至2008年,外国投资者净购买额占美国国债净发行额的比重平均为48%,这一比重在2008年达到52%。但是,海外资金对于美国国债的信心明显在节节降低,也许到了某个临界点,就会崩溃。

不但面临着发行困难,美国未来也不一定有能力偿还。截至今年5月7日,美国国债余额达11.2万亿美元。据计算,未来75年美国未作准备的社会保障计划负债已上升至51万亿美元,倘若计算在每年的预算案之内,纳税人每年要付出2.6万亿美元。如此巨量的债务,而且还处于不断累积的过程中,未来必将难以偿还。目前美国的长期通货膨胀预期已经抬头,未来国债收益率仍然会攀升,发债成本也会上升,偿还压力更大。一旦到了美国政府无法承受之日,也就是美国政府赖账之时。

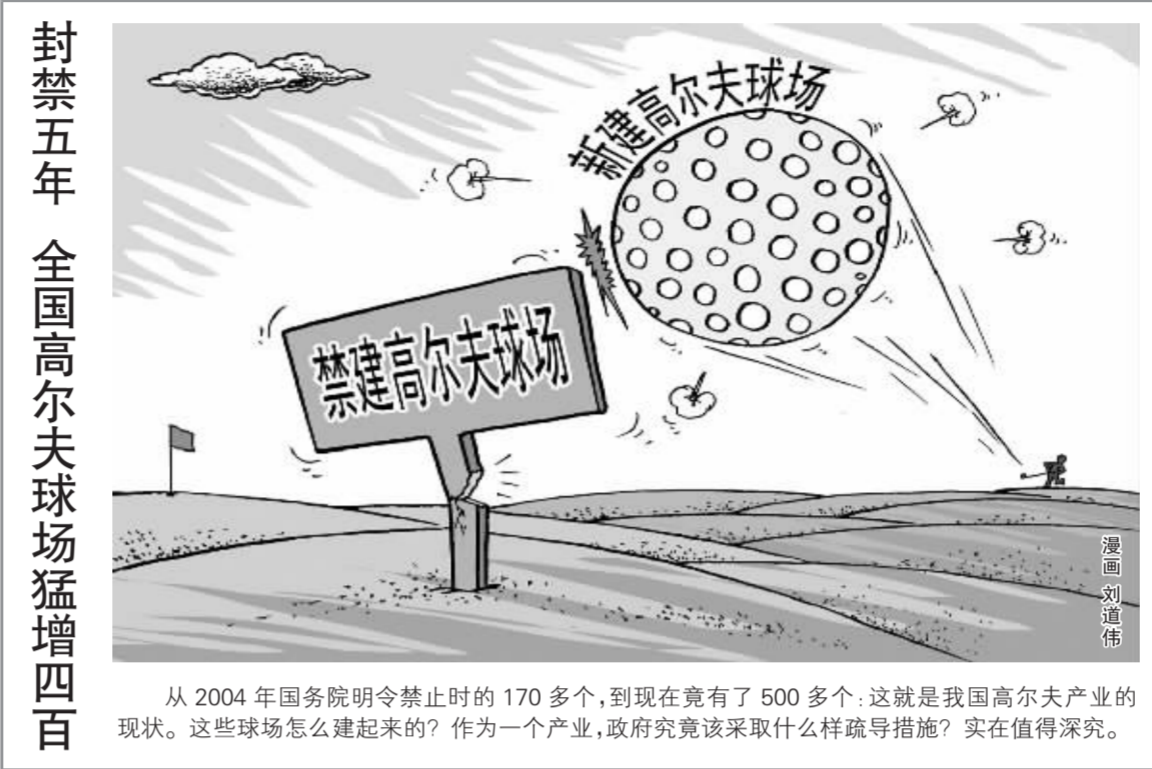
现在,购买美国国债的利息远远跟不上美国国债的膨胀需求和规模,为了

把国债能够发出去,美国政府只有多让美国国债来购买。目前,大约是40%由美国国债来购买。未来如果其他资金枯竭,美国国债只会由美国国债来购买。而一旦美国国债继续开启大规模购买美国国债的闸门,那么就是“债务货币化”,这些国债就成了基础货币,届时美国强烈的通货膨胀就不可避免。而美元目前的漏出率为70%,就是美国国债每发行100美元,有70元会流到世界上。所以美国国债如果大量购买美国国债,就会造成全球的恶性通货膨胀。一旦事情真的发生,就是一次对于美国居民和全世界的财富洗劫。尽管这个结果发生,美国就成功地让自己的巨额债务贬值,相当于赖掉了账,但是美国的信誉和地位也必然崩溃,跟着陪葬的,还有全球经济。

无节制发行美国国债,只会加重美国经济的痼疾。这次全球金融危机,表明美国寅吃卯粮的借贷消费经济发展模式已经到了尽头。而美国通过向海外借贷,向其他国家出售巨量的美国国债,是把危机从美国传递到全世界的一种重要方式,反过来也加深了美国自身的危机。

美国未来经济模式需要彻底的转型。目前美国政府虽然意识到这种借贷经济的重大缺陷,奥巴马在5月16日声明称:“我们不能一直向中国借钱。我们必须为借贷付出利息,那就意味着我们在用我们子孙的未来做抵押,让他们还更多的债”,而盖特纳在昨天声明称:“美国、中国必须改变经济增长模式”,并承诺美国将减少中期财政赤字。但是美国政府目前扩大国债发行、向海外推销国债的做法却是南辕北辙、饮鸩止渴之举。而据美国政府自己的预计,2010年到2019年,财政赤字的总额将达到7.1万亿美元,每年的赤字都不会低于5000亿美元。长期深陷财政赤字的借贷经济模式,让美国政府的经济转型难以启动,也让世界经济前景蒙上深长的阴影。

因此,美国国债实在是个烫手山芋,白宫的国债政策早改早好。(作者单位:东航国际金融公司)



从2004年国务院明令禁止时的170多个,到现在竟有了500多个:这就是我国高尔夫产业的现状。这些球场怎么建起来的?作为一个产业,政府究竟该采取什么样疏导措施?实在值得深思。

发行体制改革关键:打破二级市场潜规

发行体制也是利益分配机制,由于目前发行领域基本是专业机构的天下,且已形成事实上的新股不败,专业机构从中获取更多无风险利润。

因此,笔者以为,发行体制改革成功与否的标志,一是看各方利益能否有效平衡;二是看市场价格发现功能是否得到优化。

有专家指出,造成新股不败神话的主要原因,是新股发行定价与二级市场脱节,如果发行市盈率由市场决定而非行政性窗口指导限制,那么就可实现一二级市场的平稳接轨。这个观点早在2000年就有,彼时甚至进行了“新股发行市场化定价”的尝试。2000年7月,网东电力发行价115元/股,发行市盈率高达88.69倍;用友软件发行价36.68元/股,发行市盈率高达64.35倍,等等,均远超当时二级市场价格20多倍的市盈率。但网东电力上市首日收盘价为15.48元/股;用友软件首日收盘价为92元/股,继续演绎新股不败。事实上,如果发行价上不封顶,那么只要发行价足够高,原来公司存量资产就可忽略不计,依托公司发行所募集的巨大增量资产,二级市场价格理应相应更高(相同净资产条件下),一二级市场的差价反而可能更大。

回顾沪深市场新股炒作的历史,其中有一定比例的新股首日开盘价基本就是最低价,若以开盘价买入,当日就可实现几十个百分比的盈利甚至翻番;即使在市况不佳时期,新股首日定位位偶尔破发,表面看暂时套牢打新一

族,但日后必然有实力机构将股价从低位捞起,从而上演更为波澜壮阔的暴涨行情,且屡试不爽。究其原因,不过是机构在发行市场获得大额筹码后追求自身利益最大化的表现。机构通过这些炒作实例,也促使人们逐渐形成一种思维定式和预期,那就是新股是大众金矿。由此使得“炒新”拥趸前赴后继,新股上市首日大胆追高,单日翻番运行为机构成本的发行价来买新股,显然被认为是合时宜的痴心妄想,开盘价往往高得一般人不敢问津;当然兵不厌诈,机构有时也正好利用投资者羊群行为高位派筹,从而使部分新股首日开盘价成为阶段最高价。

之所以形成炒新文化,还在于市场为此提供了诸多现实基础,用句话归纳为“明规则缺失、潜规则盛行”。比如有的公司刚上市不久就实行大规模资产注入,使得公司基本面发生重大变化;而有的新股在价格炒高后,机构投资者高价定向增发,直接用资金填充股价泡沫;此外资产重组等举措都是机构投资者利用的手段。炒来炒去的股票标的,其所代表的实际内涵却可随意飘忽不定,市场连最起码的游戏规则也遭抛弃;真正起作用的规则,或许就是由实力机构打造的“资金为王”的“潜规则”。

股价,很大程度上是由投资者心理预期来决定的,而在A股市场,这个预期更包括各种“潜规则”导致公司基本面变化的预期。某股票突然大幅上涨,市场不明何故,关键是主力现在还不想告诉你,等它想出货时自然会给你“讲故事”。面对如此“潜规则”,加上对机构操纵行为打击制止不力,散户要想生

存,只能主动适应市场,依靠本能和直觉,在获利效应诱导下参与各种题材和概念炒作。随着散户参与度逐渐提高,操盘机构与散户实现互动共振,这样在扭曲的市场制度环境下自然就产生了扭曲的“市场”价格。但由于这个价格并非理性预期,缺乏真正意义的市场性,发行定价追求市场化有何标准所依?又如何发现价格?

有人建议缩短大小限的限售期,以抑制新股暴利,同理,笔者认为这个建议只是一厢情愿,效果或许适得其反。因为缩短大小限的限售期事实上正迎合了“潜规则”需求,最起码大小限持股时间成本大幅降低,利用“讲故事”的话语权,他们或许可以多打几个“短平快”,或者在更短时间内将筹码甩卖给散户手里套取更多利润。

如果新股分配向中小投资者倾斜,显然有助于打破新股不败局面,但发行体制改革的意义却已存疑。实力机构对新股发行制度改革情况肯定会发明新的玩法,比如先往打打压逼散户亏钱交出新股筹码,筹码收够后再来新一轮炒作,可以说,将来散户新股筹码份额越多,“新股必败”的可能性或许就越大,散户的利益可能还是得不到维护。

一、二级市场紧密相连,二级市场若不尽快完善明规则、破除“潜规则”,光是靠一级市场发行制度的改革,所起作用难免打折扣;相反,若二级市场正本清源,彻底消除机构联手操纵、以大吃小等不行为,一级市场的顽疾或许能不治自愈。(作者系资深经济研究人员,现居秦皇岛市)

我们在提倡资本市场的时候,到底指的是哪种形式的资本市场?我们必须先回答这个问题。加拿大的历史传统、政治制度和文化与美国相近,但对资本市场的态度相差却如此之大。中国与美国远隔千山万水,政治、文化和法律相差甚大,但在资本市场上,却拼命要学美国。其中的深层原因,发人深省。

现在,是该向加拿大学习的时候了

加拿大总是处于强邻美国的影子之中。加拿大许多大学教授是在美国的博士学位,法学院招生用的是美国法学院入学考试成绩,而且加拿大顶尖大学的录取成绩只相当于美国中上法学院院的录取成绩。所以有句戏言:“加拿大为何不成为美国的第五十一个州?”

但金融危机之后情况变了,加拿大人终于扬眉吐气。加拿大一家银行高管得意洋洋地说:“兄弟我现在在美国,像王室一样受到欢迎。以前是从没有过的。”加拿大有理由感到骄傲。在今年1月结束的财务季度中,加拿大主要银行都盈利。金融危机之后,有人以安全性为标准,给许多国家银行系统重新排座次,加拿大列首位,美国排第40位,德国和英国分别排第39位和第44位。瑞士也只排第16位,仅比非洲的纳米比亚靠前一。

就连奥巴马也向加拿大致敬。他在加拿大接受记者采访时说:“加拿大已经显示,管理金融系统非常出色,很多方面美国有时没有做到。”奥巴马颇有如沐春风的意愿。但美国前财长保尔森则从不提及加拿大经验,现任财长盖特纳也绝口不提,美联

储前任主席格林斯潘和其继任伯南克也是如此。但格林斯潘的前任保罗·沃尔克提了,他说:“我主张的制度看上去不像美国的制度,更像是加拿大的制度。”沃尔克上世纪80年代任美联储主席期间,降除了肆虐多年的通货膨胀。奥巴马返聘沃尔克任其经济顾问,当是英雄所见略同。奥巴马和沃尔克都是民主党自由派,而保尔森、盖特纳和格林斯潘则是华尔街的保守派。伯南克自称是中间派,但金融危机之后总是被财长牵着鼻子走。

自由派和保守派这两个名词,很容易引起歧义。传统上民主党的自由派通常主张在金融方面保守,不要什么金融创新,强调政府监管。共和党保守派则主张经济上要自由,给华尔街自由。在金融监管方面,加拿大比较保守,是强监管。比如,加拿大金融机构贷款经营有限,在加拿大购房,如果房贷超过房价的80%,就须向联邦政府机构投保。加拿大房产抵押贷款中只有少部分是独立的经纪人所拉来的,而美国经济泡沫高峰时,70%的房产抵押贷款是由独立经纪人拉来的。银行贷款由银行之外的人去拉,银行对其的监管以及银行所负的责任相应就小,不排除银行有意置身其外的可能性。这就像警察将许多本

职工作交给协警去办,出了问题,执法人员往往推给协警人员上一推了之。加拿大没有分业的限制,投资银行隶属于商业银行。但加拿大的投资银行规模短,不敢乱说乱动。商业银行掌握着大方向,对投资银行严加控制。如果投资银行出了问题,亏损最后要由作为母公司的商业银行来承担。而美国的资本市场,混业时一片狼藉,分业时仍然一片狼藉。可见,资本市场的问题远不仅仅是法律问题或形式问题。

其实,统一监管还是分业监管,似乎也是形式问题而不是本质问题。加拿大金融业是统一监管的,美国金融监管则令出多门,各权力部门争权夺利相互推诿。不过,这可能也是表明原因。英国金融业有统一监管机构,对资本市场统一监管,至少是比美国更统一,比中国也更统一。但金融危机一来,英国的金融监管照样一败涂地。

加拿大能够从金融危机中胜出,自我节制可能是主要原因。加拿大国民和金融机构都有自我节制。加拿大贫富差别很小,社会福利位列世界最好的程度之一。保守的加拿大银行自觉提高了一级资本的占比。一级资本(Tier 1 Capital),包括股本金及已披露的准备金,是普通股、保留盈余和

矿价谈判 中国背水一战

◎谭浩俊

日本新日铁公司撕毁了此前中日三国钢企达成的“君子协定”,率先与力拓公司达成铁矿石价格协议,韩国浦项制铁也随之接受了日本与澳大利亚达成的合同价;粉矿在2008年度基础上下降32.95%,块矿在2008年度基础上下降44.47%。这给中国钢企与国际铁矿石供应商之间的谈判造成了很大的被动。这样的降价幅度与中国钢企所希望的40%的要求有着较大差距。如果中国钢企接受这样的价格,意味着中国钢铁企业将全面亏损,并有可能直接影响钢铁产业振兴规划的实施。

由于缺少话语权,在近年来的国际铁矿石价格谈判中,中国钢企一直处于被动、尴尬的局面,谈判屡屡失败,利益一损再损。以至于在2008年的铁矿石价格谈判中,当澳大利亚力拓、必和必拓两大公司违反传统的国际铁矿石谈判规则,单方面提高铁矿石价格时,只能被迫接受更高的价格涨幅。

那么,此次矿价博弈,中国钢企到底能算几成呢?从中国钢铁工业协会5月31日发表的声明中不接受价格跟进的理由来看,降价幅度没有客观真实地反映今年国际市场铁矿石供需市场的变化形势,没有体现钢铁生产企业与矿石生产企业之间利益共享、互利互惠的关系等,看起来都很在理,很具说服力,但是,却未必能起到震慑作用,让铁矿石生产商们让步。因为,市场不相信眼泪,资本更不相信眼泪。要逼迫力拓等铁矿石生产商让步,还必须要有更加强硬的措施。

首先,中国钢企应当着手调整新日铁公司与力拓公司首价协议的利益关联。由于日本钢铁企业多数都在国外投资经营矿山,其权益矿占进口矿的数量高达60%。那么,新日铁公司在力拓及其关联公司有没有投资呢?新日铁公司与力拓公司的首价协议,有没有利益关联?如果存在这样的利益关联,就破坏了市场的公平原则,损害了第三方的利益,就不能作为铁矿石定价的依据。

第二,中国钢企应当有壮士断臂的决心。据了解,力拓公司50%以上、淡水河谷公司30%以上的矿石都是出口到中国,也就是说,中国是这些铁矿石巨头的主要出口国。这就意味着,如果这些铁矿石生产商不向中国供应铁矿石,中国钢企将无以继。反过来说,如果中国钢企不接受这些企业的铁矿石,这些企业也将无以继。在这场利益博弈中,中国钢企能否壮士断臂,不降价,就停止进口铁矿石?中国目前的钢铁生产早已严重过剩,短时间内也不会出现钢材供应紧张的问题。而从世界经济形势来看,受金融危机的影响,其他国家对于铁矿石的需求也不会出现需求明显增加的变化。

当然,这些都是权宜之计,可以救得了一时,但救不了长期。中国钢企要想在铁矿石价格谈判中真正获得话语权,还得下大功夫做好五件事:一是有计划、有步骤地投资境外铁矿石企业,掌握更多的铁矿石资源,增强谈判的主动性和利益的互补性;二是整合钢铁企业,改变目前产能过剩的不利局面,减少对铁矿石的过量使用和浪费;三是提高钢铁企业的盈利能力,压缩生产运营成本,以适应铁矿石价格的变化;四是加强与日本、韩国等钢铁企业的联合,增强亚洲钢铁企业的凝聚力,共同应对国际市场铁矿石价格的变化;五是加强与世界贸易组织的合作,通过世界贸易组织的相关规定处理贸易争端,特别对可能出现的利益关联问题,借助世界贸易组织的力量去调查和处理,维护市场的公平性。

此次铁矿石价格的谈判,对中国钢企来说,既是一次考验,更是一次机会。谈好了,可以有效增强中国钢企的话语权,对今后的类似谈判发挥积极作用。谈不好,会使中国钢企在今后的更多谈判中陷入困境。因此,必须以强硬的态度和灵活的技巧对待此次价格谈判,至少要在目前的降价基础上有所突破。

(作者单位:江苏省镇江市国有资产监督管理委员会)