

Opinion

Forum

上论论坛

一般而言,在已确认本国经济连续3个月回升之后,其经济刺激政策就可以逐步减轻,而减轻的过程就是逐步退出的过程。在判断经济已连续6个月回升之后,刺激经济政策就可以“全身而退”。不过,这个判定标准,只是一种单纯的静态判断,对具体情况还需具体分析。今年下半年货币政策操作方向以及方式必须有所改变,但适度宽松政策切勿紧急调头。

准确把握下半年货币政策方向



王勇

鉴于社会各界对今年下半年通胀的担忧,有学者提出,应借鉴去年下半年货币政策操作策略,即让货币政策紧急调头,来抑制通胀的传递。笔者认为,这种做法对经济正常运行影响颇大,实不足取。

受金融危机的影响,再加上我国经济结构性调整的需要,去年我国出现了一定程度的“流动性黑洞”现象。“流动性黑洞”的存在,是制约我国经济企稳回升的重要因素,而解决这一问题的关键,就是有必要进行阶段性信贷超调,就是在特殊的经济环境下,通过适度宽松信贷政策,来抑制通胀的传递。笔者认为,这种做法对经济正常运行影响颇大,实不足取。

这充分说明,我国至今尚未摆脱通货膨胀的困扰。

另外,目前经济的企稳回暖,还并不完全是由实体经济增长拉动的。今年以来,与银行放开信贷闸门“结伴而行”的是,一度低迷的沪深股市和房地产市场双双进入快速攀升回暖的通道。而实体经济中,真正具有活跃度的民营经济却萎靡不振。所以,上半年的情况,我们不能盲目乐观,更不能说已进入上升通道,充其量只是处在企稳回升的关键期。既然是关键期,也就是说,是行将到了十字路口,唯有把握准了方向,才可以继续前行;若把握不准,有可能会再次后退。

面对信贷管理,管理层最关心的就是信贷资产质量。各商业银行应严格按照最近银监会发出的《关于进一步加强对信贷管理的通知》精神,进一步加强信贷管理,合理把握信贷投向,确保信贷资金流向实体经济,防止信贷资金违规流入股市、房地产等领域。同时,商业银行在风险可控前提下,从授信尽职调查、贷款发放等环节把好关,对基本而比较好、信用记录良好、有竞争力、有市场但眼下经营或财务有困难的企业应给予信贷支持。要把为民营企业提供信贷服务当作增加市场份额、提高竞争力的渠道和机遇,有效完善中小企业信贷服务体系。当前国家发改委正在研究制定的“鼓励民营经济的产业指导目录”将允许民营经济自主地进入各个投资领域,尤其是一些垄断行业,这就要求针对中小企业的民营经济信贷服务体系要赶紧配套跟上。另外,商业银行还应积极开展出口信贷业务和并购贷款业务,加大对外贸出口企业的信贷支持力度。同时还要引导更多信贷资金投向农村,大力支持农村金融制度改革与农村经济的发展。

因此,下半年货币政策操作方向以及方式必须有所改变,但适度宽松货币政策切勿紧急调头。货币政策操作就如同驾驶汽车方向盘,在流动性“引擎”正驱动我国经济前行的途中,央行应准确把握操作方向,近期或者整个下半年,“防通胀,促复苏”仍应作为货币政策的主要目标。要继续坚定不移地贯彻执行适度宽松货币政策,继续保持政策的连续性和稳定性,全面落实中央关于进一步扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子计划,促进货币信贷稳定增长。

一般而言,在适度宽松货币政策退出时机的把握上,存在如下一些基本规律,那就是,在已确认本国经济连续3个月回升之后,其经济刺激政策就可以逐步减轻,而减轻的过程就是逐步退出的过程,可以称之为“淡出”。在判断经济已连续6个月回升之后,刺激经济政策就可以“全身而退”。不过,这个判定标准,只是一种单纯的静态判断,我们还需要具体情况具体分析。

根据国家统计局数据显示,二季度经济增长率环比高于一季度,但目前我国经济复苏仍存在许多不确定因素,而且基础依然很不牢固,因此,目前还远没有到可以考虑宽松货币政策退出的时候。但鉴于市场上流动性已比较充裕,央行不妨启动货币政策“结构性”调节机制,主要是通过非价格手段如定向降准以及正回购等公开市场操作手段来对基础货币或货币乘数进行调节,而利率政策应当慎用。到了四季度,如果经济增长率能够实现9%以上的高增长,而且CPI、PPI能双双“扶正”,PMI、发电量以及企业库存等状况已趋于正常,就可以进行适度宽松货币政策的“淡出”操作,即实现适度宽松货币政策的逐步退出,至于退出的形式和力度,由央行视经济复苏情况和物价变动情况决定。

当前银行信贷结构及拨备覆盖率比较合理。从银行拨备覆盖率来看,银行应对不良贷款的准备还是比较充分的。近几年来,主要商业银行为应对不良贷款进行拨备的程度不断提高,2002年的拨备覆盖率为6.9%,2007年达到41.2%。为了应对金融危机和经济下行风险,去年银行拨备覆盖程度在上年基础上更是扩大了2倍,达到115.3%的很高水平。而且,去年12月份,在央行公开宣布放松信贷规模控制不到一个月,银监会就传达了提高商业银行拨备覆盖率的要求,将五大国有银行的拨备覆盖率由原来的100%提高到130%,股份制银行的拨备覆盖率由原来的100%提高到150%。今年初又将五大国有商业银行的拨备覆盖率由去年底的130%提高到150%,股份制银行仍按照150%执行。应该说,银行未雨绸缪的准备还是比较充分的,即使未来不良贷款出现了增长,在很大程度上也是可控的。

经济学原理告诉我们,一国经济增长与通货膨胀呈高度正相关关系。目前,虽然从一些刚公布的经济指标看,我国经济正处于企稳回升的关键期,但统计局数据还显示,一季度CPI同比下降0.6%,上半年CPI同比下降1.1%,6月同比下降1.7%,创十年新低;一季度PPI同比下降4.6%,上半年同比下降5.9%,6月同比下降7.8%,1至6月,同比降幅呈逐渐扩大之势。

千万别让信贷变成经济复苏羁绊

陈波神

银监会上周末召开2009年第三次经济金融形势通报会,强调要全面贯彻“保增长、扩内需、调结构”的方针政策,确保银行业安全稳健运行,促进经济平稳较快发展。会议同时也指出,上半年银行业贷款规模迅速扩张,贷款高速增长积聚的风险隐患也在增加,银行业金融机构经营活动中的不审慎行为和冲动放贷、粗放经营的倾向有所抬头。下半年要特别防范项目资金不实或不足风险、票据融资风险、贷款集中度风险和房地产市场风险等新风险点。

就市场预期央行货币政策即将微调之际,银监会即要求严控信贷风险,足以表明管理层对上半年经济增长内生原因的担忧。数据显示,上半年累计新增贷款约7.38万亿元,资本形成总额对经济增长的贡献率为87.6%,拉动GDP增长了6.2个百分点。投资的逻辑在于放贷,而放贷,尤其是短期内的超常规放贷,就不可避免地会出现几大问题。

其一,信贷结构的票据化倾向。一季度末,在新增的4.16万亿元非金融性公司及其他部门贷款中,票据融资的占比高达35.58%。这一数据不仅明显高于去年同期,也显著高于正常的水平。由此,市场担心信贷投放当中,究竟有多少比例的信贷资金流向了实体经济。至二季度末,票据融资的占比下降至27.05%,信贷结构有所改善。

其二,一般而言,信贷投放速度与经济增长速度基本匹配,即以广义货币供应量M2衡量的增长速度,要高于GDP同比增速与CPI之和2至3

个百分点。以上半年的数据来看,M2余额56.89万亿元,同比增长28.46%,远高于7.1%的GDP同比增速。由此,不得不让人怀疑,7.38万亿元的信贷投放,真是实体经济所需要的么?如果再以货币创造GDP的角度衡量,当前货币创造能力已严重下滑,基本是需要2元以上的货币投放,才能创造1元的GDP。而就在亚洲金融危机爆发后的1998年,一元货币投放,能创造2元的GDP。

其三,不难理解,过多的信贷投放必然带来流动性的泛滥,催生资产价格泡沫,最终为通胀预期埋下伏笔。这一点可以从房地产市场得到验证,统计局数据显示,1至6月全国商品住宅销售面积增长33.4%,全国70个大中城市房屋销售价格6月同比上涨0.2%,环比上涨0.8%,在金融危机的背景下可谓一枝独秀。1至6月房地产开发企业本年资金来源23703亿元,同比增长23.6%,其中国内贷款5381亿元,增长32.6%。信贷资金对房地产市场的支撑不言而喻。

诚然,在上半年经济触底回升的过程中,信贷投放功不可没。但我们也不得不提防,别让信贷投放在下半年成为经济复苏的羁绊。在日趋强烈的通胀预期下,房地产市场、资本市场均存在不同程度的泡沫,信贷投放面临较大的风险敞口,特别是在净息差收窄的背景下,商业银行具有典型的规模扩张型放贷冲动。一旦风险管理跟不上放贷的节奏,或者经济复苏晚于甚至低于预期,那么金融体系就有可能从支撑经济复苏,转而成为经济增长的拖累。

(作者系中国银行私人银行(深圳)投资顾问)



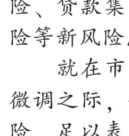
漫画 刘道伟

40年后,谁来赡养老人

美国人口调查局最新研究指出,目前全球65岁以上老人的增长速度是历史上最快的。到2050年,全球百岁老人将逼近600万。假如没有足够政策配合,到2030年,人口老化将令欧美经济增速长期减慢一半。假如政府及商界能推出相应措施,或许能将人口老化转变为经济机遇。

Column 专栏

理财格式合同签字之前,务请睁大眼睛



黄渝源

在日见纷繁的海外银行理财纠纷案中,至今鲜见委托理财的投资者胜诉,原因大多就在于海外银行拥有一份刀枪不入的理财格式合同。

“请君入瓮”是武则天时代的出名酷吏周兴发明的一项惨无人道的酷刑,但它的出名则在于被当时的另一著名酷吏来俊臣用来“以人之道还治其人之身”。如今,某些海外银行利用理财格式合同轻而易举地让委托理财的投资者上当受骗而投诉无门,堪称“青出于蓝而胜于蓝”。

一些海外银行的金融衍生品推销活动以格式合同的形式欺诈投资者,的确隐藏了极大风险。赋予投资者后悔权的动议,出发点非常好,但在现有环境下,不能不怀疑让人“后悔权”的法律效力。况且,“后悔权”也未覆盖得到海外银行。在笔者看来,与其寄望于未必那么靠得住的“后悔权”,还不如多关心关心投资人在合同签字之前还来得及自主行使的选择权。

以格式合同的形式欺诈投资者的风险,近年来在一些海外银行的金融衍生品推销活动中达到了登峰造极的地步。内地投资者在某香港银行的户头存入数千万,一年多后不仅这笔钱化为乌有,自己反倒欠银行数千万元。这不是“天方夜谭”。某香港银行已向香港和内地法院提出诉讼,向多名内地客户追讨巨款。在该银行提供的长达几十页的英文版合同上签字的内地投资者并不知道,为了逃避监管,这些银行的理财业务人员让客户在合同上将自已表述为“专业投资者”。而银行理财业务人员不但没有将“专业投资者”的风险告知客户,反而让客户误认为“专业投资者”将享受更多的投资优惠。在这里,貌似“走过场”的签字,一开始就是埋了个陷阱。香港法律规定,私人银行向“专业投资者”出售 Accumulator 产品的文件,无须证监会核准,而上当受骗的内地投资者一时之间又找不到懂行的律师,维权行动上从“走过场”的签字开始,就陷于对自身极为不利的境地。

格式合同的本质,如果只是在向投资者尽到告知风险的义务,那么,让投资者签字,应该已完成了这一过程。但是,格式合同所揭示的那些市场风险的表述,其实大多

是朦胧的,真实的魔鬼隐藏在合同后面那些并不透明的银行理财方式之中,而相关的市场风险却都必须由形式上签了字,事实上却是只知其然而不知其所以然的投资者自愿承担。比如说,Accumulator 通常被银行业务人员描述为“打折股票”,其实是一种极复杂和凶险的累计股票期权,故而有将其拼写成 I kill you later(我迟点再杀死你)的说法。这种产品和外汇或者股票挂钩,通常合约为期约一年,在香港,它主要卖给最低投资额为100万美元的专业投资者。Accumulator 的诱人之处在于,允许投资人在股价上升时以折扣价每月固定购买一定量的股票或者外汇,但其陷阱在于,当股价下跌时,在合约期内投资者依然必须按协议价格买入股份,而且是以双倍的接货量买入。显然,在这个不对称的信息链上,只知其然而不知其所以然的投资者处于明显的弱势,当他们违背自己的真实意愿被迫签订了这份事实上并不对等的合同的时候也许并不知道,这格式合同为他们所换取的专业投资者或合格投资者的资格认定,实在无异于一张空头支票,而对于处于强势主体的某些海外理财银行来说,却意味着一份无条件免责的铁券丹书。如果这也算市场规则的创新,或

者说建立专业投资者或合格投资者制度的创新,未免令人啼笑皆非。

最近,中国银监会正在倡导理财合同的一项改革,即在购买有关理财产品的时候,赋予投资者后悔权,如果在为期三天的冷静期内后悔,即使已签了合同,也可退货。消协据说也在考虑类似的动议。说实话,我并不怀疑这是一项“后悔权”动议的善意,但是,不能不怀疑的是“后悔权”的法律效力。面对“请君入瓮”的格式合同,“后悔权”能帮助那些一时冲动或者说一时糊涂的委托理财投资者在上当受骗之后打赢官司吗?再说,“后悔权”也未覆盖得到海外银行,更不要说对付他们的那些刀枪不入的格式合同了。

在笔者看来,与其寄望于未必那么靠得住的“后悔权”,还不如多关心关心投资人在合同签字之前还来得及自主行使的选择权。毕竟,在签字之前,签还是不签的权利,暂时还完全取决于签字人自己的意志,而不属于那些拿着有可能暗置陷阱的格式合同花言巧语地劝你签字的银行理财业务人员。在这里,十分钟熟思的重要性,可能远远超过了“后悔权”所拥有的三天冷静期。事实上,很多海外银行理财格式合同的牺牲者,不都是输在了签字的那一刻吗?

创新设想: 封闭式基金 投资指数化如何?

廖科

经济结构不平衡,基金市场结构也严重失衡。一方面,基金认购非常火爆,今年基金募集规模已经接近2000亿,几乎持平于去年全年发行总额,许多基金甚至有重开了排队认购的现象,但另一方面,许多封闭式基金却备受冷落,基金折价超过20%是普遍现象。更为奇特的是,根据历史规律,当市场向好时,基金折价率一般趋于收窄,但在6月之后的沪深股市火爆行情中,许多封闭式折价却在上升。这到底是怎么回事呢,为什么投资者放着打折的基金不买,反而去抢新基金呢?

封闭式基金交易价格相对于基金净值的折价由来已久,市场的解释,主要来自于市场风险和道德风险。由于封闭式基金只有在到期清盘或者转开才能赎回,因而只有在到期前市场下跌致使基金净值缩水而产生的市场风险。由于封闭式基金到期前不能赎回,基金业绩再差也没有赎回压力,因而封闭式基金的业绩压力相对较小。业绩压力小,也是双刃剑,一方面基金经理不必过于考虑业绩排名而专注于基金投资,但另一方面也隐含了不小的道德风险。比如,基金公司可能将业绩更强的基金经理安排到开放式基金而让能力相对较弱的基金经理管理封闭式基金,或者基金管理人甚至可以利用管理之便将基金资产输送给其他基金或关联机构。由于这些风险的存在,封闭式基金的折价似乎非常合理。

但是,封闭式基金折价这种看似无可厚非的市场行为,就真的非常合理吗?基金公司就没有可能想办法降低折价,实实在在地提升基金投资者的回报率为基金份额,从而更好地尽到基金管理者的义务?笔者认为,如果封闭式基金投资风格指数化,应该可以有效降低封闭式基金的折价率,并会带来基金公司和基民的双赢结局。

封基投资指数化带来的好处,至少有以下四点:第一,封闭式基金投资指数化可以更好地顺应市场偏好。原本封闭式基金和开放式基金市场风险就是类似的,不过今年以来,指数型基金更受市场青睐。华夏沪深300基金募集额达到240亿,汇添富上证综合指数基金募集额也近百亿,封闭式基金如果指数化,可以顺应投资者对于指数基金的喜好。第二,封基指数化有利于减少道德风险。如果封闭式基金的操作向模拟指数发展,那么基金净值的变动将更透明更容易预测,投资者对于可能的道德风险也更容易发现。封闭式基金的道德风险下降了,基金的折价率自然也会降低。不妨算一下,折价率降低能给基民带来多少收益。现在市场上存续期在4年左右的封闭式基金折价率超过20%的不少,也就是说,单位净值1元的基金,市价只有0.8元。如果基金折价能降低10%,那么基民收益将超过11%。第三,封基指数化还有利于降低基金的费用支出。相比主动投资,被动跟踪指数,需要的人力成本要小很多。当前市场指数基金的管理费在0.5%到0.75%左右,而主动型股票基金的管理费一般在1.5%。因此,综合考虑,封闭式基金如果指数化操作,对投资者和管理者而言都是有利的。

今年市场上出现的瑞福进取和长盛同庆两只创新型基金,皆大受市场热捧。这表明,对基金创新,投资者还是非常认可的。一些折价率较高的封闭式基金,能否也顺势做些改变呢?

(作者系东航金融证券研究员)