

Opinion · column

Forum

上证论坛

上半年银行信贷高速增长具有其一定的特殊性和合理性。鉴于上半年信贷超调增大了信贷投放基数,因此,下半年的回落也应有节奏的回落。如果回落过于急速,势必会对正常运行的经济肌体造成极大的负面影响。为切实保持适度宽松货币政策的连续性和稳定性,应慎用银行信贷调控“组合拳”,对信贷市场给予更多的“呵护”。

信贷规模“过山车”对稳定增长很不利



王勇

我国经济目前正处于企稳回升的关键期,银行信贷支持起到了重要的作用。但数据显示,上半年银行信贷在呈现了天量增长以后,7、8月迅速下滑至地量。笔者认为,这种信贷规模的“过山车”,对经济的稳定增长不利,需尽快采取相应措施。

可以说,上半年银行信贷高速增长具有其一定的特殊性和合理性。2008年四季度以来,受金融危机的影响,再加上经济结构性调整的需要,我国的确出现了一定程度的“流动性黑洞”现象。这不仅制约我国市场流动性回升的重要因素,更是影响我国经济复苏的重要因素,而解决这一问题的关键就是通过适度宽松货币政策,确保货币信贷合理增长,来盘活市场流动性。当然,这种合理增长,就不排除一定时段内信贷投放可能会超速增长。

明晰贷后资金流向管理。8月下旬,银监会下发了资本充足率管理征求意见稿,要求提高商业银行最低资本约束,减少次级债互持,意在提高资本充足率,控制商业银行“杠杆率”。

在这一系列因素影响下,7月我国新增人民币贷款环比下降7%,且首次出现单月同比负增长。虽然8月的信贷数据尚未最终公布,但四大银行8月信贷投放量只有约1600亿元,一些股份制银行甚至基本停止放贷。因此,8月信贷投放将在7月的基础上继续回落,很可能不足3500亿元,有再创近期新低的可能。按正常年份的信贷规律,信贷投放基本遵循4321的季度投放节奏,但鉴于上半年信贷超调增大了信贷投放基数,因此,下半年的回落也应有节奏的回落。如果回落过于急速,势必会对正常运行的经济肌体造成极大的负面影响。笔者认为,这个问题能引起决策层的高度重视。

年初时央行就曾提出:允许有条件的中小银行适当突破资本比,支持创新担保融资方式和消费信贷保险保障机制,可以使用创新金融工具保持市场合理流动性等,为商业银行适度提高杠杆比率提供了政策支持。所以,在今年余下的不足4个月时间内,我国商业银行的杠杆率不仅不能降,还可以考虑逐步提升。建议由目前的13倍左右逐步提高至15至18倍。

再次,积极调整信贷投向结构。上半年信贷规模“井喷”,从贷款空间上看,暴露出了一系列的问题。前期信贷投放进入相关产业、行业的规模和速度并不一致,产业间获得信贷资金难易和多少的差异化很大,从而导致部分产业资金支持不足与部分产业产能过剩并存的局面。另外,信贷资金违规流入股市、楼市,不仅刺激了市场的投机气氛,也带来了

银行业信贷资金的安全隐患。从贷款项目上看,贷款集中度普遍上扬。部分银行即将触及单一最大客户贷款占资本金额比例不超过10%的监管红线。因此,今年最后一个季度,似应根据各行业复苏的趋势、进程,更加优化信贷资产配置,把宝贵的资金用到真正能够推动实体经济增长方面,进而为实体经济复苏提供强大的保障。当然,尤其需要积极采取措施,进一步加大对中小企业的贷款力度。说到底,也只有将信贷资金更多地引导到提升经济增长质量和结构优化的行业中,才能从根本上为经济的长期均衡发展奠定坚实基础,同时也能在更大程度上保证信贷资金的安全和收益。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授,银行业改革与发展研究中心主任)

银行信贷高速增长具有其一定的特殊性和合理性。鉴于上半年信贷超调增大了信贷投放基数,因此,下半年的回落也应有节奏的回落。如果回落过于急速,势必会对正常运行的经济肌体造成极大的负面影响。为切实保持适度宽松货币政策的连续性和稳定性,应慎用银行信贷调控“组合拳”,对信贷市场给予更多的“呵护”。

金融高管薪酬监管显示四个着力点

◎陈东海

自作孽,不可活。虽然美国、英国不太情愿严格限制金融高管的薪酬,担心由此会损害他们的全球金融中心地位,但是美、英银行家的倒行逆施,让两国政府不得不做出姿态。在上周末的伦敦G20集团财长和央行行长会议上,各国财长和央行行长联合签署了《关于进一步加强金融体制的措施的宣言》的附属声明,其中就有管理金融业高管薪酬的内容。

在金融危机中,高盛以“大到不能倒”的原因劫持了全美,美国政府出巨资救助它,但情况刚一好转,据报道,高盛2009年发放高达200亿美元的高管薪酬,平均可达数千万美元。6月底,英国苏格兰皇家银行向其首席执行官赫斯特支付960万英镑薪酬,而英国工会指出,赫斯特是通过出售资产减少借贷,并裁减11700个职位等方式才极力扭亏为盈,并不能证明其拥有获取千万薪酬的能力。而英国经济与商务研究中心公布的报告显示,英国多家银行高层人员的年度分红累计高达40亿英镑。金融业高管的贪婪、无耻和巨大破坏性,引起了全世界的愤慨。

但是全球监管层不应局限在愤慨上,而要着眼于未来长期的全球经济和金融的健康发展,来杜绝风险的产生,引导金融业的发展走上公平和规范的轨道。现在看来,全球各监管层对于金融业高管的薪酬管理,可能集中在以下四个方面:

薪酬与风险对应。未来监管层应该制定合理的薪酬体系,确保金融高管们的行为长期化、稳定化。比如,规定金融高管们的薪酬只能为行业和社会基本薪水的10倍以内,其风险收入为股票或者是期权,但只能在离职5至10年以后,按照在任和离职总时间的平均价格逐步兑现。因为一个中高级别的大级别的经济周期通常在5至10年,这样规定以后,系统风险就可被有效控制。

薪酬与综合效益对应。这些年来,金融业高管的薪酬有脱离企业和社会单独冒进的明显现象。一个大的投资银行或者是商业银行,可能其整个企业是亏损或者微利,但是其高管的薪水却可达数千万美元或者上亿美元。给社会的观感是,不是这些高管们在给股东打工,而是股东们在给高管们打工。因此,金融高管们的薪酬不能脱离和超越金融企业的整体业绩和股东权益的增长。各国监管层应规范出一个将金融高管的收入与企业、股东的权益和税收等因素综合考评的新薪酬体系。

薪酬与责任对应。以这次全球金融和经济的大危机为例,过去若干年,甚至是十几年、几十年里拿了数以百万计、数以千万计,甚至上亿美元年薪的金融业高管们,尽管惹出了天大的麻烦,但是却被政府用普救纳税人的钱财来救助,他们在危机中一毛不拔,反而继续在给股东打工,而是股东们在给高管们打工。因此,金融高管们的薪酬不能脱离和超越金融企业的整体业绩和股东权益的增长。各国监管层应规范出一个将金融高管的收入与企业、股东的权益和税收等因素综合考评的新薪酬体系。

全球协调效应。现代金融活动早已跨出国境,风险也可以迅速波及全球。因此,对于金融高管的薪酬进行管理和规范,也必须要求全球各监管当局密切合作。据报道,8月英国巴克莱资本欲以3000万英镑的高价从美国摩根大通挖一个明星交易员及其团队,并保证两年的奖金。可见,如果没有各国步调一致的协同监管与合作,单一国家对于高管们薪酬的管理不会成功。

(作者单位:东航国际金融)

当前还没有引发通胀前提条件——通胀形成机理探究之二



左晓蕾

货币供应的不断增长会直接推动通货膨胀,是货币学派最经典的论断之一。但是现在许多人在使用这个著名结论时,常常忽略了重要的前提假设。实际上,这个得到许多实证研究证实的结论认为,在经济充分就业的情况下,如果货币供应仍保持快速增长,最后会引发恶性通货膨胀。

如果用通俗点的语言表述,这个结论背后的经济含义和通胀形成机理是,在经济均衡水平上,也就是在经济偏热的情况下,继续增加货币发行,会推动经济暂时偏离均衡水平,投资和消费需求也会在短期超过供给。这种短期供给不足也会同时推动工资水平相应上涨。在短期的过度投资和消费行为以及工资水平上涨的共同推动下,价格水平也就偏离均衡水平上涨。

短期内充分就业的均衡水平不会提高,换句话说,短期内没有技术进步和其他非要素投入的因素的改变,潜在增长率是不可能提高的。那么短期偏离产出均衡水平的状态也就是不稳定的,不能持续,很快就不得不在新的价格水平上回到原来的充分就业的产出水平。这时候如果继续增加货币发行,上面的过程就会重复发生,结果是价格水平不断上升,通胀形势就会恶化了。

一般情况下,价格水平上涨并不等于同时恶性通胀。而在经济偏热时持

续快速上涨的价格水平,就会迅速形成拉动价格水平超过经济可承受水平的恶性通胀。笔者一直认为,2007年到2008年上半年的通胀是货币现象,就是因为在那一轮通胀形成过程中,中国经济具备了货币学派的理论假设的环境和条件。

2004年至2007年是中国经济增长最快的时期,按照发改委信息中心的数据,中国经济在这一阶段的潜在增长率在9%至10%之间,而实际年平均经济增长均超过10%。也就是说,实际经济增长已超过潜在增长率,也就是有偏热倾向了。与此同时,外汇储备在2004年首次突破千亿美元以后,不断以更快的速度增长。那几年,通过流入外汇的结汇带来的过剩流动性,或者说新增货币发行,也每年创出新纪录。

那段时期,中国经济在经济偏热时不断增加货币发行,货币学派经典的理论论证也就开始显现了。资本不断流入结汇造成的货币发行,不断积累的过剩流动性,通过银行系统作用产生的乘数效应,都成为推动经济短期过热和价格上涨的动力,为价格水平快速上升提供了必要条件。2007年年中猪肉价格大幅上升,遂成通货膨胀先导火种,或者说成为那一轮通胀的充分条件。价格水平从2004年的2%的增长率,被一路推高到2008年2月的8.7%,使2008年上半年的平均价格增长率水平达到8.1%。高于政府设定的4%的通胀可承受水平一倍以上。

从2007年下半年到2008年初,

国际大宗产品价格特别是石油价格大幅上涨,引爆全球通货膨胀,70个国家的通胀超过两位数。而世界通胀形势恶化对国内的那一轮通胀在2008年上半年达到8.1%的峰值有推波助澜的作用。输入型通胀的影响在2008年上半年是非常明显的。

应该强调,2004年政府适时启动的紧缩货币政策,对控制2007年到2008年上半年发生的严重通胀是非常重要的。如果没有那一阶段的紧缩货币政策,通胀水平很可能突破10%。

笔者一直主张,资本流入是2005年开始的国内流动性过剩的主要原因,也是那一轮通胀形成的直接和主要的因素。综合资本流入提供货币供给增长和国际大宗产品价格上升推动通胀两大因素,可以说,上一轮通胀是输入型的,并非由传统意义上的宽松货币政策造成。但是在经济偏热的时候,不断流入的资本结汇与传统的货币发行对通胀形成的直接影响也没有什么不同,这与货币学派的理论也是完全吻合的。

当前,经济还没有走出危机,经济增长还在企稳的过程中,并不能满足货币学派关于货币快速增长拉动通胀的经典结论的前提。所以,把当前宽松的货币供应增长与通货膨胀联系起来,缺乏理论和实践的支持。不过,保持真正的适度宽松的货币政策,确保货币供应合理增长,对于经济稳定持续增长也非常重要。

(作者系银证证券首席经济学家)



经适房居然出租了

广州市住房保障办最近发现,有4户家庭将购买的经济适用房或承租的新社区住宅用于出租或转租。广州市住房保障办正在调查核实相关资料,将根据规定严肃处理。他们表示,今后若再遇此类情况,将发现一宗,处理一宗,绝不手软。

漫画 刘道伟

■专栏·主持 沈飞昊

渲染“联动性”隐含的真实意图



黄思源

沪深股市8月的剧烈动荡使得它与全球股市的联动性成了引人关注的话题。英国《金融时报》有篇文章甚至提出了一个极具蛊惑性的问题:“中国打喷嚏,世界会怎样?”确实,一个月左右先后发生四、五次跌幅达到5%左右的单日暴跌,如果算上跌幅在3%左右的盘中暴跌,则总计不下十次之多。过于异常的表现,必有非同寻常的话题,自然不能不引起世人关注。可是,沪深股市当真与世界股市的联动性已到了“牵一发而动全身”的地步吗?这显然是值得怀疑的。

根据《金融时报》文章的统计,“自2008年1月以来,在20个月中,上证综指有16个月与美国标普500指数(S&P 500)的走势相同,关联度达到了80%。而从2002年1月到2007年12月的84个月中,上证综指有37个月与标普500指数走势相同,关联度仅为45%。中国与其他亚洲股市之间的关联度更高。在过去20个月中,上证综指有17个月与富时亚太指数(FTSE Asia Pacific index)走势相同,关联度达到85%。”

或许我们不该怀疑这个统计的真实性,但稍具常识的人们不能不注意的,这里所指的走势相同的月份,是指的一个月全部走势基本相同,还是仅仅最后一日收出的月K线的颜色相同,其所表示的意义可能有着很大不同。K线不仅有长短之别,而且是光头光脚还是长手长脚的走势,其所表示的意义更大相径庭。仅凭颜色归类,不免有失之于过于笼统和简单之虞。魔鬼总是隐藏在细节,真正表现出关联性的,通常并不是统计长度为一个月甚至一年的整体走势,而是

某个或连续数个具体交易日的心电图轨迹。摩根大通的分析师虽然也认为,8月3日至17日,中美股市的关联度比2009年整体更紧密。但他们却注意到,这种关联在8月19日似乎失效了,因道指相对走高,然而上证指数却大幅跳水。8月21日《华尔街日报》Matt Phillips主笔的“市场脉动”专栏文章也说,“我们曾认为,周三(8月19日)会引发美国股市的下挫。但我们错了。投资者没有理由会上证综合指数4.3%的跌幅,而是将目光转向了美国股市出乎意料的好于预期的报告上”。当日美国三大股指创下年内新高。

其实,迄今为止,欧美股市的表现,并没有理由让人们对于联动性牵强附会的理解。统计显示,8月上证综指急挫了21.8%,而道琼斯指数的涨幅为4.15%,标准普尔500指数为4.2%,均为2006年以来同期表现最好的月份。至于亚太股市,更显示出涨跌不一的错综复杂格局。

总体上,各国各地区股市的走势,主要是对各自经济发展趋势和预期的反应。在金融危机全球化的背景下,当人们把太大的希望,寄托在中国经济增长将会拉动世界的期待上时,一旦出事与愿违的裂痕,难免会产生担心。不过,如果把这理解为就是所谓中国股市打喷嚏,就引起世界股市感冒的理由,那显然犯了张冠李戴的错误。这里,起作用的关键因素并不是中国股市,而是中国经济。两者无论在体量上还是重要性程度上,都有着很大的不同。沪深股市的市场机制还不够完善,市场表现也还很不成熟,在资本项目还未完全对外开放的条件下,除了被批准的QFII之外,外资尚不能自由进出,且单边交易机制也同国际市场机制不上接轨,更谈不上有多大的可比性和传导性了。即使是与中国内地经济发

展唇齿相依的香港股市,虽然有时不可避免地会由于内地国企股占有一定比例的权重而受到内地股市剧烈波动的传导性影响,但由于港元实行的与美元挂钩的联系汇率,且港股是国际资金可以自由进出的开放性市场,其走势在很多时候也会表现出与沪深股市不具有可比性的走势。

根据Brown Brothers Harriman首席外汇策略师钱德勤对上证综指走势与其他数个市场指标之间相关性的研究,过去两年上证综指与标准普尔500指数之间的相关性为4.5%,而过去三个月来,上证综指与标准普尔500指数的相关性为18%。也就是说,两者之间的相关性近来虽有提高的趋势,但总体上的相关性依然还处于相对较低水平。按照花旗集团股票策略师罗伯特·伯克利的说法,近期某些相关市场的股价下跌,与其说是投资者真的认为中国股市下跌将启动一轮持久的全球性下行趋势,不如说是投资者在为获利回吐找借口。

海外媒体某些舆论对中国股市和世界股市联动性过甚其事的渲染,表面看好像高抬了中国股市,隐含的却有可能是某种不可告人的意图。如同美联储主席伯南克前不久关于中国高储蓄导致美国房价走低的说法,以及某些美国经济学家把美国经济不景气看成是中国出口所导致的观点,把海外股市的异动归咎于一向不联动的中国股市,也是很滑稽的,不啻有点嫁祸于人的意味。其实,跟不断在人民币升值和拉动内需等问题上对中国的指责和非难一样,“联动说”真实的意图,无非就是要求中国政府承担起调控股市泡沫的行政责任。试看他们在渲染似是而非的联动性的同时,喋喋不休地指责的更多的不是别的,恰恰也正是所谓的资产价格泡沫么?

国际化本土金融人才从哪里来

——上海建设国际金融中心系列谈之二



李翔

以我个人的感觉,为尽早形成国际化的本土金融人才培养机制,求贤若渴的上海地方政府近年来不遗余力投入大量资金和人力,力度堪称强劲。就在今年春天,上海市政府宣布斥资32亿人民币,与上海交通大学合作建设上海高级金融学院。但上海地方政府的一片殷切之心,结果能否金石为开,真正实现起来,难度委实不小,现实效果恐怕连强人意都很难达到。就师资而言,高级金融学院网站上列出的教授全都在海外大学拥有教职,这固然反映了该院引进国际一流师资的高标准,但也反映出专任教师的匮乏。问题在于,一个仅靠客座、讲席教授支撑的教育机构,能担当起我们的宏大目标吗?且不说海外教授一年能在那儿工作多少时间就是个无人能解答的问题,而在MBA和硕士层面,缺乏质量合格的本科生,这样的高等金融人才培养结构也是失重的。

在英国攻读博士学位期间,我同时也从事本科生的助教工作,对英国金融经济专业本科生的教学有了一些切身体会。2007年回国之后,又在上海交通大学金融本科专业的核心课程,对国内金融专业教育的一些急迫问题有切身感受。我以为,教育是一个系统工程,人才的培养当从本科着手,形成国际化的本土金融人才培养机制,远不是办一两个明星学校就能办到的。如果政府能够把资源用于改善高等教育的基础设施,或可收到正本清源,事半功倍的系统效果。

从学科特点上看,整个金融学的活力就在于,通过市场——管理——市场的循环,实现学科的滚动发展。金融教育要时时刻刻从市场中来,到市场中去。高校的金融教育更是打开书斋之门。钱伟长老先生“拆掉四堵墙”的教育理念提了许多年,具体实践情况却令人深思。当然,对外开放并不是学校一厢情愿就可以达到的。资本市场是逐利的场所,本质上只讲“输与赢”,不讲“对与错”。这里没有温良恭俭让,只有

冷静判断,精密计算,以及对新信息、新知识的迅速反应和研判。不能提供市场所需要人才的高校,对市场而言绝对不是什么资产,只不过是巨大的包袱。企业没有义务去给高校制造的不合格产品买单。所谓危机时刻高校金融毕业生就业难,很大程度不过是高校金融人才培养失败的最好借口而已。到了我们深深地反思高校金融教育的时候了。英国的金融专业学生,凡是资质中上的,均不单独获得在金融机构实习的机会,而这些实习生中的大部分,通常会在毕业之后在实习单位获取一份正式工作。这当然并不是什么英国金融企业比国内的企业仁慈,而是英国学生在思想理念上,专业素养上达到了这些企业的需求。这与学生们在课堂受到系统专业的金融学训练是密不可分的。专业教育,无疑在这个过程中起到了决定性的作用。

市场时时刻刻都在变化,金融创新的车轮并不会因一两次危机而停下脚步。相应的,对于金融教育也会提出不断变化自省的要求。中国古籍《大学》里说的“苟日新,日日新,又日新”,最为形象地刻画了金融学科的特征,但正是在这一点上,我们的现实最让人担忧。

金融是一种文化,更是一门专业要求素养极高的学科。高校应该从观念上引导,扎扎实实地把学生专业素养打造得扎实可靠。而实现这一切的前提,是一支素质过硬的师资队伍的建设。这断然不是从海外聘请多少特聘教授,引进多少海归博士就能解决的问题。很多时候,高校外援的作用,某种程度上和国足引进的外援颇有异曲同工之妙。期望中的国际化没有实现,倒是被拉进了本土化的泥沼。

为了造就这么一支过得硬的金融师资队伍,政府不妨从制度建设的角度,在地方高校中推进教育人事管理的变革。以笔者之见,此举所费,远不及办一所高级金融学院的开支,然其所得,则远胜之。(作者系英国约克大学金融学博士,现任上海大学国际工商与管理学院)