Forum
上证论坛

根据奥巴马政府针对系统性风险的控制议案,一旦某家金融机构被系统性风险监管委员会判定为资本严重不足,该机构就将被迫重组甚至破产,其管理人员也可能被辞退,而未来的救助行动成本也将转向金融业自身,而非由纳税人承担。尽管还不无可完善之处,但这项计划不仅对美国而且对全球修补金融监管漏洞,防控系统性风险,都有重要意义。

美国系统性风控计划改变了金融监管理念

王 勇

美国金融监管改革的努力终于取得了实质进展。

上周末,美国众议院通过了核心内容为将美联储打造成"超级监管者"、设立新的消费者金融保护署的金融监管方案。而在稍早些的上月底,奥巴马政府在宣布出台遏制系统性风险的里程碑式计划的同时,其加强政府针对对冲基金监管力度的措施也获得了众议院金融服务委员会的通过。笔者认为,在经济虚拟化与系统性风险紧密相连的今天,美国接连推出金融监管方案以及系统性风险控制计划,不仅对美国而且对全球修补金融监管漏洞,防控系统性风险,都有重要意义。

在虚拟经济的发展速度和规模远大于实体经济的大趋势下,虚拟经济与实体经济的关系呈现两种态势,一方面,虚拟经济的发展为实体经济带来了好处,如国际货币市场的建立和发展及与之相关的收入流创造了前所未有的真实的购买力,以美国为例,金融、保险、房地产部门对美国GDP的贡献远比制造业大;另一方面,自上个世纪70年代以来,在金融创新和金融市场自由化蓬勃发展的同时,世界范围的经济增长率开始下降,主要工业发达国家在上世纪90年代的产出增长率下降到了60年代的三分之二左右,发展中国家的平均增长率也以大体相当的幅度下降。同时,虚拟经济的发展过程中极容易产生系统性风险,而风险和收益的不对称性以及风险的广泛传染,正是系统性风险发生时最为典型的特征。因此,与个别风险的管理相比,对系统性风险的监管更艰难、更复杂。

以往,美国对付系统性风险的主要监管措施之一,就是将金融市场明确分工并相互分割开来,如"格拉斯——斯蒂格尔法",在商业银行与其他金融服务业之间设置"防火墙",禁止混业经营。但是,上个世纪90年代以来,由于市场自由化的潮流,银行和其他金融机构之间的区分变得越来越模糊,金融市场全球化和一体化的程度日益加深,使得不论是国家内部还是国际上,所有分裂的部分现在正紧密地相互依存着。尤其是在现代金融市场上,金融创新活动越来越活跃,以前从未发生或从未预见到的事件不断发生,而往往正是全新的事件导致了最大的风险,最大的风险最终酿成金融危机。这就使得金融系统性风险的监管方式和理念受到了进一步挑战,传统的分割使得监管机构对商业银行、投资银行、保险公司及其他金融机构的风险控制计划和行动越来越困难、越来越无效了,需要在监管理念、监管方式上有根本的改变。

就说奥巴马政府宣布出台的这项针对系统性风险的议案吧,它将赋予新的系统性风险监管委员会、美联储及联邦存款保险公司(FDIC)以巨大权力,使其有权力监控并解决受困金融控股公司给经济稳定带来的风险。奥巴马称,该法案对于防止大型企业过度承担风险是非常紧迫且至关重要。因为,新法案旨在保护纳税人权利。根据该议案,一旦某家金融机构被系统性风险监管委员会判定为资本严重不足,该机构就将被迫重组甚至破产,其管理人员也可能被辞退。而这些措施的目的就在于限制存在风险的金融机构的信贷敞口和薪资奖金发放,并冻结其并购和新的投资活动。同时,该议案还试图把未来的救助行动成本转向金融业自身,而非由纳税人承担。因为该法案规定,联邦存款保险公司解决受困企业问题时所遇到的所有损失,都将由资产规模超过100亿美元的金融企业承担。可以说,上述计划基本上能适应现代经济金融条件下美国金融监管的需求。

不过,在计划内容的覆盖面上,似还大有尚可完善之处。

首先,为了确保单个投资决策者不仅考虑个体面临的风险,而且将整个社会面临的风险考虑在内,或者可以通过要求银行部门和其他金融机构的资本充足率达到一定标准,或者也可尝试直接对投资者的行动做出某些限制,如通过对短期资本流动收取一定费用,迫使私人部门将其成本与短期资本流动可能对一国经济造成的社会成本一并考虑在内;在某些情形下,监管者甚至或者可以对特定资本流动实施直接管制。

其次,未来的全球金融体系改革,将使金融监管当局能够通过可变利润率及资金要求来控制信贷的可活动性。所以,还需要增加特定金融工具也需要改革的内容,其中包括重组或禁止信用违约掉期(CDS)和触碰失效期权等部分衍生品交易。如果时机合适,还应限制或禁止这些衍生品。

再次,计划必须具有某种灵活性,必须基于风险管理的原则,而不是基于事先设定好的规则框架实施监管。作为现代经济系统核心的金融系统,不再是个简单的服务系统,而是综合考虑风险管理和自身发展的系统。为此,监管也就不能仅限于对金融业务、职能的管理,而应该坚持全面风险管理的原则。同时,监管者必须坚持基于市场变化的灵活性,对市场变化做出迅速的反应,因为任何约定俗成的规则和基于某些产品制定的规则,都不可能适应日新月异的金融市场的变化。

另外,对全球都具有启示作用的是,此类计划由于涉及面广泛,所以应提高企业管理层尤其是金融机构管理层的直接参与度,否则,其直接后果不仅会影响风险控制计划的权威性,而且会造成风险态度确定、风险控制措施提出的随意性和矛盾性,进而最终影响到系统性风险控制的有效性。

(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)

最该从迪拜危机记取的教训

⊙刘熀松

迪拜14日宣布,目前已经获得由阿布扎比政府提供的100亿美元贷款,用于偿还迪拜世界和地产集团Nakheel的部分债务。据悉,在这笔贷款中,有41亿美元将用于支付14日到期的伊斯兰债券债务,余下部分将用于让迪拜世界在2010年4月之前履行债务义务。自此,这个神奇国度20多天的金融风暴似有渐趋平静之势。

我认为,迪拜世界债务事件本质是债务危机,是一件比较单纯的债务到期后还不出钱的事件。它与美国的次贷危机有着本质区别,也与雷曼兄弟公司的破产事件有着本质区别,深度和广度完全不一样,对全球金融体系的影响不一样,对世界经济的影响也不一样。以为由此将引发新一浪金融危机的判断是缺乏根据的。

次贷危机发生在全球金融中心,发生在全球金融体系的心脏,因此,其影响力非常巨大。迪拜事件发生在几年前才刚刚为普通人所知的雄心勃勃但不自量力的城市小国。迪拜是阿联酋7个酋长国之一,面积不到3900平方公里,人口约150万。其影响力和华尔街完全不可同日而语。

雷曼兄弟公司是全球知名的专业投资银行,有着百年以上的声誉,有着全球最优秀的金融人才,管理着高达6300多亿美元的资产,人们很难想象这样的专业机构会出问题,甚至会破产。因此雷曼兄弟公司的破产对投资者的心理打击是十分巨大的、是毁灭性的。而迪拜世界是一家业务横跨房地产和港口的企业集团,

过去四年多来,因为经济繁荣、流动性充裕,它头脑发热,盲目乐观,借了很多钱,大兴土木,打造中东地区物流、休闲和金融枢纽。没想到美国金融危机爆发,全球经济陷入衰退,房地产价格飞流直下,旅游收入急剧滑落,港口收入大幅缩水,预期的现金流大幅减少。结果债务到期后,一时无力偿还,只能向债权人请求宽限数月还钱。这类事情我们几乎每天都能看到,只不过迪拜世界债务事件涉及的贷款规模大了一点而已,但本质是一样的。因此,它对投资者的心理冲击是有限的。当然,美国、日本、欧洲依然债台高筑,失业率居高不下的格局,决定了发达国家经济衰退结束之后的复苏将是缓慢的,类似迪拜危机这样的事件还将时有发生。

次贷危机之所以产生巨大的杀伤力,不单单是房价下跌造成按揭贷款违约进而给银行带来损失,更为关键的是,在这些房屋抵押贷款的基础上,金融机构又开发出了天文数字的衍生产品,真正对全球金融系统产生巨大破坏作用的正是这些衍生产品,这是无底的黑洞。次贷危机刚爆发时,连美联储都不知道危机涉及的资产规模有多大,又将产生多大损失。而迪拜世界债务事件发生后,到目前为止,没有看到有关衍生产品方面的报道。也就是说,损失也就限于目前的规模了,是完全可控的。因此,迪拜世界债务事件只是一个地区性危机,不会对整个金融系统、对世界经济产生巨大影响。但是迪拜自身的经济肯定会受到很大影响,政府信誉会受到重创,未来的投融资成本将大幅度上升。此外,债权人肯定也会受到影响,将有一定程度的损失。不过,不能断言迪拜力图改变石油经济的战略思路失败,迪拜经济多样化方向发展的尝试,尚需长时段的观察。

笔者以为,我们最该从迪拜债务事件中吸取的经验教训就是,发展模式的转换,是要支付极大代价的。在事情进展顺利的时候,切勿过于乐观,不要想当然地认为未来会像过去一样顺利。未来存在太多不确定因素。从本质上来讲,未来不可能被精确预测。对于未来,我们要敬畏,办法就是要对可能出现最坏情况有充分估计和准备。要慎用杠杆,不能过度负债,凡事不能不留回旋余地。短期看,这样可能会影响一些发展速度,但这可以保证长期的持续稳定发展,这才是根本利益之所在。

中国在过去30年取得了世人瞩目的巨大成就,在展望未来30年的时候,很多人因此十分乐观,动不动就预测多少年后中国综合实力将超过美国。我觉得还是冷静一点好,中国经济有很多有利因素,但也确实存在很多不利因素,而且一些新的问题也正在逐步发酵、膨胀,比如房地产。如果不加以及时调控,一线城市的房地产泡沫向二、三线城市全面扩散,那么,房地产问题必将成为一个巨大的极难解决的社会经济问题,或许将终结中国经济快速发展的良好态势,甚至给中国经济带来灾难性的后果。对此,不可过于乐观,掉以轻心。

(作者系上海社科院经济所研究员,博士生导师)

怎么信用社成骗钱的了?

山西省忻州市的农民储户怎么也没料到,他们存入的钱根本没有入信用社的账,竟被信用社副主任拿去放了高利贷。近年来,连续发生的系列金融大案,正让山西省诸多农村信用合作社陷入了前所未有的信用危机。

漫画 刘道伟

对大小非征税入情入理

⊙皮海洲

某刊近日有篇题为《注重提高经济发展的协调性》的文章,建议股市加快新股发行速度或调高印花税,以遏制股价泡沫的形成。不过,这个主张显然没有得到证券市场认同,业内人士几乎众口一词对此予以否定。不过,也有专家学者在谈起国外股市免征印花税时,提到国外股市征收所得税,认为开征所得税比征收印花税合理,因为所得税只是在赚钱的情况下才征收。

沪深股市的税收政策确实有理顺的必要。但在要不要开征所得税的问题上,股市管理层以及国家税务部门有必要慎重对待。

虽然呼吁了多年,但沪深股市重融资轻回报的格局仍不见改观,从整体上说,投资者处于亏损状态,并无"所得"。也正是基于这样一种实情,所以对个人股票交易取得的收入暂不征收个人所得税的政策坚持到今天。而且,从我国经济发展来说,现阶段开征所得税,也不利于增加国民的财产性收入,因为这与"扩内需、促消费"的基本大政明显背离。

但是,有必要把面向公众投资者开征所得税与向大小非开征所得税区别开来。目前未在股市开征所得税的政策,主要是财政部及税务总局的《关于股票转让所得暂不征收个人所得税的通知》等三个文件,而当时的大小非全都属于非流通股范畴,不存在减持的问题。所以,从法理上说,对股票交易收入不征收所得税的政策,不适用于大小非。

再说,在沪深股市,大小非不仅仅"有所得",而且能获几倍甚至是几十倍的暴利。对如此巨额暴利不征收所得税,显然有违税收立法的精神,也不符合最近中央经济工作会议提出的"要加强税收征管和非税收入管理"、"要加大国民收入分配调整力度"的精神。而且,鉴于大小非的暴利高达数万亿之巨,不征收所得税,也是国家税源的重大流失。因此,在笔者看来,向大小非征收所得税,对于加大国民收入分配调整力度,具有重大现实意义。

利益纽带"绑架"了分析师

⊙曹中铭

行业"最佳分析师"竞争愈演愈烈,对券商分析师的影响也越来越大。券商分析师的独立性也越来越受到市场的质疑。

统计资料显示,在最近半年内关于A股个股的数千份研究报告中,很少有分析师给予"卖出"的评级,甚至连"减持"的评级也较少见。有业内人士一针见血地指出,分析师集体失语,原因是这个群体遭遇上市公司、基金分仓和业内分析师排名三方联合"绑架"。

如果以"卖出"或"减持"的评级得罪了相关上市公司,今后再去调研,毫无疑问将变得非常困难;如果基金重仓股遭遇分析师的"卖出"或"减持"的评级,与基金利益息息相关的券商分仓收入无疑会受到影响,相信没有哪家基金今后还愿意与其唱反调的券商合作。另外,能否评上"最佳分析师",其投票权主要掌握在基金手中,那些与基金"志向"不同的券商分析师,肯定无法得到相关基金的青睐。

分析师失去了独立性,其研究报告的价值自然会打折。更重要的是,失去了独立性的研究报告,某种程度上还会误导市场中的投资者。从目前A股市场特定环境上看,券商分析师的服务对象也只是大资金与大机构。被"绑架"在利益纽带上的券商分析师,其研究报告既包含有个人的利益诉求在里面,也包含着券商、基金公司、上市公司的共同利益。从这个意义上来说,券商分析师、券商、基金公司、上市公司形成了一个"利益共同体",券商分析师被利益纽带"绑架",凸显出分析师行业的无奈与无助。

■专栏·主持 沈飞昊

寻找提高劳动所得新坐标

黄湘源

人民日报近期发表的系列文章,触目惊心地揭示了劳动者所得过低的严酷现实。不过,缩小资本所得和劳动所得的差距并非目前解决问题的症结,反而说明在提高政府和国企系统之外的劳动者报酬方面,不管是政策层面还是智囊层面,暂时都还没有可行的办法。

笔者近期在不少地方了解到,尽管劳动者的收入每每被官方的工资薪酬统计数据所提高,但是,如果不计入被代扣代缴的"四金""五金",即使在一些经济较发达的城镇,大多数直接创造社会财富的地方企业制造工、织造工、商店员工的实际月收也不过在千元上下。无论是与本地公务员相比,或者同银行、金融机构的工作人员相比,以及同电信、石油等垄断性企业相比,差距都已不是一小截,而是越来越大的一大截。

显然,造成在政治上本该最光荣的劳动者目前在经济地位上却最卑贱的情况,并不是资本所得与劳动所得的差距所能完全解释的。由于近若干年来的经济改革和工资改革大多在政府所能控制的机关、事业单位和央企等部分国企的范围内打转,使得国家财政转移支付、社会收入转移支付等财富再分配的受益者主要是处在上层建筑和公共服务等领域那些被认为在薪酬待遇方面需要补欠纠错阶层的工作人员,而广大直接创造社会财富的低收入普通劳动者,却被撂在了一边,这不仅造成了人们的劳动所得与资本所得发生极大的差距,而且也迅速扩大了劳动阶层与其他社会阶层的差距。

一般情况下,国家的工资改革方案仅仅对央企等国有企业起直接作用,对私营企业或改制企业则至多只能起到相对的指导作用。私营企业的工资水平高低,最终取决于利润对成本的承受程度。当提高劳动所得比重没有坐标,或者说,企业的工资改革被推给了劳资关系而不再属于国家财政管理范畴的事情,那么,工资改革的阳光根本就照耀不到中小企业尤其是私企或已改制企业的职工和农民工的头上。

这种情形在新《劳动法》刚颁布实施的初期就曾不止演绎过一次两次,有些地方和企业甚至至今还有遗留问题。而在那些国有企业改制比较彻底的地方,几乎所有的地方国有企业都已变成了私营企业或准私营企业。也就是说,这些地方原国企的职工收入在被代扣代缴的那一部分后,其直接到手的收入其实同私企职工甚至农民工并没有多大的不同。可见,提高劳动所得的比重,并不仅仅是属于初次分配领域的问题,也不可能通过简单划一的工资改革加以解决。改革的春风吹不进低收入劳动者的钱包,这是我国经济体制改革尤其是国企改革所留下的一个后遗症。

当然,同样是国企职工,不要说改制和未改制不同,央企和地方国企之间,垄断性行业和非垄断性行业之间,更是存在天差地别的壕沟。财政部最近统一规定,企业发放的各种福利都将纳入工资总额。这当然是有道理的,但随着人均数万元的福利纳入工资总额,岂不意味着现在已远高出全国城镇职工收入水平不止一头的央企职工,收入将进一步水涨船高?央企与地方企业收入分配的极大差距,是长期以来产业政策向有机构成较高的重化工产业和资本倾斜的结果,跟资本所得与劳动所得的差距更扯不上多少直接的关系。某些央企畸高的内部福利和不正常的工资奖金也不能反映我国企业职工劳动所得过低的整体水平。

造成劳动者收入过低的症结,不仅有劳资关系没理顺的问题,更有由于缺乏收入分配改革的通盘打算而导致整个社会财富的分配和再分配"按下葫芦浮起瓢"的问题,以及改革不到位、不成熟所造成的财富过度向资本倾斜的问题,等等。在全民财富过多集中在政府手中的情况下,国家应充分考虑经济增长对增加就业、改善收入分配的促进作用,在财政收入再分配的过程中,适当提高对财富创造者的返还比例,加快国有股对社保基金划拨,有序、有效、公平地将财富转移到广大民众尤其是劳动者手中。笔者以为,一方面,企业应当在尽到纳税义务的同时,尽其所能不断使本企业职工收入随着企业经济效益的增加而有所提高;另一方面,国家是不是也可以用企业上缴税收返还和国有股划拨的形式直接代企业职工缴付社会养老保险,使企业职工口惠而实不至的账面工资收入也可变为实实在在的可支配收入?

(作者系资深市场评论人,现居深圳)

欧盟因小失大背后有玄机

刘 涛

就在人们以为三年前欧盟以保护部分成员国鞋类生产企业为由,分别对中国和越南鞋类产品加征16.5%和10%的反倾销关税即将寿终正寝之时,在西班牙、意大利等国的压力下,欧盟委员会宣布,自2010年1月起,上述措施或将再延长15个月。理由是,希望给相关成员国制鞋企业多留出一点产业升级的时间。

不能不说,这个解释是缺乏说服力的:这些欧洲鞋类企业在过去三年里都无法顺利实现转型,难道再多15个月就能扭转乾坤?如果欧洲鞋真走的是名家设计和纯手工打造的高端路线,那又何须担心来自中国靠机器生产出来的中低端产品的竞争呢?

手工和高端定位,决定了欧洲鞋只能迎合少数人的高品位和支付能力,无法满足大多数欧洲人的日常消费需求——考虑到欧洲昂贵的劳动力成本,硬要让鞋在欧洲成为一种劳动密集型奢侈品显然是行不通的。可以肯定,数千家欧洲鞋类企业若要生存下去,只能有很少一部分走"小而精"的高端路线,其他绝大多数企业则必须将生产线移往发展中国家,这是由生产成本和客观经济规律所决定的,不以任何人的意愿为转移。

事实很清楚地摆在那里:中国和越南出口让出的真空地带迅速被印尼、泰国等国填补上,欧洲鞋业并未夺回市场。除非欧盟愿意与整个世界为敌,否则单单对中国和越南设障丝毫不能挽救欧洲鞋业正在没落的现实,而且注定将成为徒劳之举。欧盟委员会这回摆出"知其不可而为之"的姿态,原因很简单,因为欧盟委员会负责人及各成员国派驻欧盟委员会的代表都是政治人物。在西方政治体制下,结果并不重要,态度和行动"政治正确"才是至关重要的。

对于中国而言,最意外的莫过于,事前一度誓言将阻止这一措施的德国等三个欧盟成员国突然180度临阵倒戈,使欧盟又一次失去了摆脱被保护主义操控的机会。从国际经济外交视角衡量,这样公然的出尔反尔也是冒着损害国家信誉的风险。

一些评论认为,这主要是因为德国在其他一些议题上需要得到西班牙、意大利等成员国的支持。也就是说,中国和越南不过是"碰巧"成为了欧盟成员国之间政治交易的牺牲品。

这种说法当然有一定道理,但似乎过于表面化。笔者认为,更深层次的原因或许在于,欧盟经济核心圈——欧元区内部当前正面临激烈的利益分配冲突,作为欧元区事实上的领导者,德国若不能及时转移这种压力,整个欧元区或许将陷于崩溃。这绝非危言耸听。哈佛大学经济学教授、美国国民经济研究局主席马丁·费尔德斯坦近日就指出,包括西班牙、希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利在内的一些欧元区成员国内部都潜藏着从欧洲单一货币体系中"一走了之"的冲动。

矛盾的根源可以追溯到欧元的创建之初。无可否认,对于欧元区成员国而言,单一货币的问世,简化了交易成本,从而极大地促进了区内贸易融合。但一种货币的背后,却又埋下了两大隐患,这在经济繁荣阶段或许并不明显,而当危机一来便暴露无遗。

第一大隐患是货币政策独立性问题。当欧洲央行代替各国央行制定货币政策时,也就意味着各国失去了独立决定何时收缩货币、何时放松货币的权利。德国与西班牙两国经济状况的对比便很能说明问题:德国目前的失业率约为8%,而西班牙的失业率则高出一倍还不止——约为19%。由于历史原因,德国在欧洲央行货币政策制定上具有较大影响力,欧洲央行继承了德国央行控制通胀优先的稳健作风,所以在整个反危机过程中,欧洲央行并不像美联储和英格兰银行一样敢于实行大胆的定量宽松货币政策。这使西班牙、意大利等经济韧性较为脆弱的国家深受其苦。当今年二季度德法在欧元区内部率先复苏时,其他国家经济复苏明显滞后。

第二个隐患是统一汇率带来的分配效应不同。理论上讲,欧元的汇率水平应当是16个成员国货币实际汇率水平的折中,必须综合反映所有成员国的竞争力、劳动生产率和贸易盈余状况等因素。如此一来,原来货币最坚挺的国家(如德国)事实上将成为最大受益者——由于有了欧元,德国便可避免马克大幅升值的局面,从而继续扩大其贸易顺差;而原来货币相对弱势的成员国则在实际汇率走强的情况下,不得不蒙受更大的贸易逆差。自去年8月以来,德国创纪录地实现了1750亿美元的贸易顺差,有力拉动了其经济迅速复苏;而西班牙则在此期间出现了840亿美元的贸易逆差。

因此,将德国转而支持延长鞋类进口关税的行为,视为试图安抚西班牙、意大利等欧元区受损成员的举动,无疑是合乎逻辑的。

德国等欧洲国家的焦虑当然有一定现实理由,但更要看到的是,当前全球经济衰退的阴霾并未彻底消散。迪拜债务危机的突然暴发就折射出冰山一角。一旦中欧之间因为短期利益而引发大规模贸易保护战,对全球经济复苏的信心将构成毁灭性打击。这既不符合中国的长远利益,也不符合欧洲的长远利益。

(作者为宏观经济分析师)