

Opinion · column

资本流动逆转正聚集大风险



梅新育

美元本位的国际货币体系赋予美元和美国货币政策格外的特权影响美国以外的世界,以至于美国货币政策的调整常常触发世界性资本流动逆转,对东道国影响深重,但不把所谓“国际公利”放在心上显然是美国决策者们一贯之的做派。上世纪80年代初,联储主席保罗·沃尔克铁腕推行紧缩货币政策,造就了“耶稣以来最高的实际利率”(时任西德总理施密特语),山姆大叔对盟友们的抱怨充耳不闻,结果引发了80年代席卷发展中国家和东欧集团的债务危机,众多国家陷入“失去的十年”乃至“失去的二十年”不能自拔。1994年,美联储加息导致墨西哥资本流动逆转,从大规模资本流入转为资本外逃,酿成墨西哥危机。1997年东亚金融危机一定程度上也有美国货币政策调整的问题。那么,当前是否也存在美国货币政策调整引发大规模资本流动逆转的风险呢?答案是“有!”

在这场全球金融危机中,美国为本国救市而大举实施“定量宽松”货币政策,导致全球市场游资泛滥,股市、大宗商品、房地产等资产市场在实体经济部门尚未真正复苏之时便泡沫横飞,2008年跌幅远超西方成熟市场的新兴市场,更是在国内政策和游资内流的双重推动下领涨全球股市,充分显示了新兴市场波动性巨大的特点。可是,如果美国感到国内实体经济复苏基础已足够稳固、通货膨胀和资产泡沫风险压力巨大而开始加息,是否会再次触发新的大规模资本流动逆转?是否会进而急剧刺破新兴市场的资产泡沫?高度依赖初级产品部门的某些热门新兴市场在2009年爬得高,2010年是否会跌得重?须知世界上从来就没有、日后也不会有纯粹的经济决策,所有的经济决策都要考虑到政治,由于美国软硬实力均因这场危机而相对下降,中国和部分新兴市场的软动力则相对上升,美国因此有着强烈的动机要引发中国和新兴市场危机,而通过货币政策调整,先吹大新兴市场资产泡沫,然后急刹刺破,对美国而言这是最好的不战而胜之道。

大宗商品价格已成资产泡沫的重要组成部分,而石油输出国又是国际金融市场上的大金主,这一点进一步放大了潜在资本流动逆转的杀伤力。2008年全球经济金融危机加剧后,初级产品价格暴跌,在前

几年的初级产品牛市中火爆的某些新兴市场国家一度惊魂,2009年全球高强度“反危机”措施导致资金泛滥,推动大宗商品价格迅速反弹,让这些新兴市场松了一口气,俄罗斯等初级产品输出国主权债务危机阴影已经大体消遁,但迫在眉睫的危机缓释并不意味着他们经济社会长期结构性问题也一并得到了解决,油价高涨导致非石油产业凋敝的“荷兰病”将长期困扰他们。而在非石油产业凋敝的情况下,主要西方国家货币政策调整若能引发大规模资本流动逆转,也必定足以显著压低初级产品价格,对初级产品输出国影响可想而知,而作为国际资本市场大金主的海湾富裕石油输出国也会因此不得不抽回部分资金以图自保和开支。

现在,涌入新兴市场的某些热钱已现撤出迹象,西方金融机构也开始发出唱空新兴市场之声;我们无法准确预测泡沫何时破灭,但我们可以肯定,是泡沫终将破灭。在这场潜在的资本流动逆转中,台湾的地位尤其危险。无论是在政治上还是在经济上,台湾都是被动的接受者,是棋子而不是棋手;民进党的狂言可以在岛内兴风作浪,但无改于这个现实。由于经济开放度较高(对大陆货物、服务、资本和人员除外)且规模较小,台湾经济、特别是金融市场受大国际决策影响很大,西方大国货币政策调整倘若引发大规模资本流动逆转,台湾不可能幸免,反而可能是首当其冲者之一。

可以说,台湾资产市场涨势之所以那么显著,重要因素之一是市场参与者(包括投资者和投机者)们看重两岸关系改善的利好,因为两岸关系改善不仅有助于改善台湾经济基本面,陆资上台更有可能直接抬高台湾股市和楼市。2010年1月16日MOU(《两岸银行、证券及期货、保险业监管合作备忘录》)生效后,两岸业界可提出设立分支机构申请,大陆QDII将得以投资台湾股市,与此同时,台湾银行业及证券期货相关业务也可前往大陆投资或设置据点,相信相关从业者会对此“机遇”大加宣传。然而,台湾当局政治动员能力颇为虚弱,在这种情况下,一度激烈讨论的两岸经济协作框架协议很有可能沦为台湾股市、楼市炒家的炒作题材,而不是成为现实,而倘若不能与大陆经济紧密接轨,台湾经济就只能在大亚日益边缘化,其资产市场的基础相应也就只能日益虚弱。

(作者系商务部国际贸易经济合作研究院副研究员)

房屋预售制宜改良而非推倒



章剑钊

已有一些省份做好了取消房屋预售制试点的准备,要求取缔预售制的呼声至此有了一点眉目。这符合很多惨遭预售商业生态掠夺的人的利益诉求。对于已被公认为弊端丛生的一种商业制度,人们再也无法违心迁就了。

我们的房地产市场先天不足。20多年前,因为开发商资金严重不足、供应能力低下而选择的预售制,是一种低成本的商品房供给制度。商品房的繁荣基本有赖于预售制,所有的购房者,即银行和买房人。却不料这一制度贯穿至今,开发商非但没能在此期间培养起独立的担当能力,反而养成了依赖性。7年前,开发商的自有资金比例分别为10%、20%不等,尽管最近数年里政府要求开发商将之提高到35%,否则将不能提供政策性支持,但这几乎很难实现。预售制一向鼓励开发商以小资金玩转大项目。当开发商以很大一笔名义资金竞得一块建设用地之后,土地控制当局允许他们分期支付土地出让金,因而对他们那明并不充裕的自有资金使不足以构成威胁。即使是分期支付土地出让金,在没有全部将这笔费用缴清的时候,他们仍然可以获得完整的土地权属证明,然后将此证明提交给银行,以此作为一项优良资产非常迅速地以银行得到一笔数额巨大的房地产开发贷款。

当这笔贷款尚未使用完毕,他们又可以透过未封顶项目实现购房款回笼。在最开始,房屋还没有动工建设,开发商就能以一张图纸对外销售。眼下有所改变,但改变并不大。在房屋未完全竣工前,他们依然可以对外销售。预售制给开发商带来了便利。他们寄生在这一制度之上,吞食着资源,犹不知足,还搭起售楼处,不仅未能提高供给效率,反而成了瓶颈,严重抑制了供应。

但是,废止预售制是不是建设性的改革办法?却依然存疑。废止预售制,即意味着开发商们首先必须具备超过50%以上的更多自有资金,才能够确保在没有任何外部资金帮助而纯粹是自掏腰包的时候,勉强可以将项目从头到尾独立开发出来。因为在未能建设出现房项目之前,无法对外销售,也即兜不了购房款,银行此时也不会给予慷慨无度的贷款支持,此时,如果没有十分富足的自有资金储备,仅仅通过招

拍挂拿到的一块建设用地,该笔土地出让金就要一次性耗去十几亿甚至几十亿资金。因而如果废止预售制,我们所能看到的,可能就是开发商陆续歇业破产,这对市场当然是不小的冲击。至少在目前不允许个人买卖建房的政策氛围里,供给将陷于停顿,市场迅即衰退。

因此,我认为,需要对房屋预售制作必要的、有效而温和的改良,而不是全面否定。这种改良,需要政府投入更多精力加以设计与营造。首先要鼓励更多开发商充实内部资本金从而走向独立,不再只是始终依赖吃白食似的预售实现商业掠夺。此时需要做三件事情。第一,中国有6万多家房产开发企业,通过上市融资的不过200家,这迫使那些没有能力维持资金链的开发商过度依赖于商业银行和买房人的资金接续。鼓励企业通过更便捷的道路融资。

其二,对于有着足够资本金储备背景的大型国有开发企业,以及一些已实现上市融资的企业,政府必须鼓励他们尝试放弃预售模式。我相信,这些企业具备了基本的商业诚信和伦理,也完全有能力摆脱预售制,向更加公正和成熟的开发销售模式转变。他们至少可以利用自有资金使项目维持到封顶之后再公开销售。

更为重要的一点,政府还有必要考虑向市场引入延期付款计划。这个计划的优点在于,购房者可以事先向开发商交付一笔有限数额的押金,购买未竣工的房屋,等到房屋全部完工后,再支付其余款项。这是再稳妥不过的事。不仅可以控制价格肆意上涨,而且能借此最大限度地抑制预售制的负面效应。这对于任何参与主体而言都没有坏处。

这些年来,我们没有建立对海外机构资金的管制机制,而始终在强化制约力度,不想方设法留住这些有用的资金,而是驱赶。其实,引入这些货真价实的海外机构资金是非常必要的。这不仅能使企业内部资金得到充实,且能够源源不断地独立维持项目的运转,只要这些海外机构能保持相对的诚实与信誉,就值得鼓励,只要土地和规则都在我们控制之下。我们对此应充满期待。

归纳起来,房屋预售制之所以严重打击了市场的诚信度,是因为一些技术壁垒和规则不够完备,或者说有大漏洞。因此,预售制的改良也必须从这两方面着手。

(作者系房地产事务专栏作者)

Forum
上证论坛

需要切实提高操控和驾驭货币政策的“针对性和灵活性”,但不能拿“针对性和灵活性”当成一个包盛万物的筐子,因为归根结底,这种对政策收放自如的驾驭,还须经得起实践的检验。对流动性管理,应重在“疏”而不在“堵”。为增加央行货币政策的透明度,需要增加与社会公众、与市场的沟通,不妨考虑把货币政策委员会提升为决策机构。

把握流动性收放火候还需创新思路



王勇

这两天,A股市场运行特征是遇利空下行,遇利好也下行。即便是上周四国家统计局发布2009年国民经济运行数据,原本对股市属于利好消息,市场却回应以“十字星”。而此前,稍有朦胧利空,行情便大幅下挫三个百分点,或一阴吞三阳等,几有弱不禁风之感。毋庸讳言,当前压抑股市的主要原因,是新年以来密集出台的紧缩性政策以及对未来的紧缩政策预期。笔者认为,在当前复杂的经济金融形势下,央行在流动性管理方面的确存在着较大压力。而这种压力和难题,完全可以用心创新的思路予以破解。

去年年底的中央经济工作会议提出,2010年要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,保持宏观经济政策连续性和稳定性。今年1月上旬的央行工作会议也再次就货币政策的取向定了调:继续实施适度宽松的货币政策,提高货币政策的针对性和灵活性。然而,去年年底以来,央行连续发行央票,增加正回购,今年1月中旬又出乎市场意料地上调存款准备金率,短时间内这一连串政策的出台,无疑给市场造成了刺激政策将提前退出的预期。在这种情况下,管理层的一个又一个解释或辟谣,也就显得“苍白无力”,反而让市场预期更加坚定。

我们知道,市场预期,有理性预期和非理性预期之分。理性预期能够实现央行货币政策的顺利传导,确保货币政策的高效实施;而一旦非理性预期占了上风,就会形成通胀恐慌,进而使得央行货币政策的传导机制变形,那样的话,抑制通胀就变得很麻烦了,甚至抑制通胀真正由于流动性过剩造成的通胀要麻烦得多。

所以,笔者认为,央行的流动性管理思路必须创新。首先,要能操控和驾驭货币政策的“针对性和灵活性”。增强货币

政策的“针对性和灵活性”,这很好。但不能拿“针对性和灵活性”当成一个包盛万物的筐子,不分青红皂白什么情况都往里装。比如,这次央行意外上调存款准备金率,其针对性是什么?有些学者认为是过剩流动性。因为今年第一周的新增信贷势头相当凶猛,加之目前央行外汇占款增加也很迅猛。这种来势,引发央行对流动性过剩的担忧;还有一种观点,认为是因为恶劣的大雪天气直接导致了菜价猛涨,造成了电煤运输困难。菜价上涨以及电价即将上涨的结果就是CPI会快速上行,通胀可能从预期快速进入实际状况。但笔者认为,央行因担忧过剩流动性而提前上调存款准备金率还说得过去,而由于天气原因就出台大市场预期的政策,很不符合央行的“天性”。因为调整货币政策属战略决策,历来重“势”,而天气原因只是短期突发现象,在平时出现恶劣天气的情况下,即便是流动性不过剩,菜篮子价格也一样会涨,有时还会涨得很离谱,这是由商品供求矛盾决定的,并非流动性过剩问题。在这种情况下,使用解决流动性过剩的货币政策工具来解决商品供求矛盾,不但南辕北辙,而且有可能助长矛盾。所以,究竟怎样动用货币政策工具才算具有针对性,究竟什么时候启用什么样的货币政策工具才算有灵活性,是需要认真研究的。因为归根结底,这种对政策收放自如的驾驭,还须经得起实践的检验。

其次,对流动性管理,应重在“疏”而不在“堵”。今年的流动性管理有别于以往,所以,把握“火候”非常重要。比如,如何看待新年伊始新增信贷过猛?有些学者认为新增信贷过猛是造成过剩流动性的“原罪”。新年首周形成日均1000亿的信贷投放,按照这种速度下去,如果再不控制,今年的新增贷款会再创历史新高,那对中国经济的未来前景是灾难性的。不过笔者认为,对此问题也应辩证看

待。不能认为年初新增信贷过多,就等同于全年都过多。中国银行业年度信贷投放历来遵循“季度递减”规律。银行放贷是市场行为,究竟新的一年,放贷规模有多大,往哪投,什么时间投,银行比谁都慎重。可以这样说,只要商业银行是将新增贷款投放到支持实体经济增长,投放到支持中小企业、民营经济的发展,并且信贷结构科学合理,就不用担心新增信贷投放会引发通胀甚至资产价格上涨。对此,管理层的职责就是要“疏”,即通过制度建设加强监管以提高信贷效率,确保信贷质量。那种为控制信贷投放而控制信贷投放的想法和做法都是要不得的。而流动性管理中的所谓“堵”,主要就是堵热钱流入、严格控制新开工房地产项目以及地方融资平台项目的贷款投放。因为上述这些方面,不但会增加外汇占款,引发流动性过剩,还会影响我国的金融安全,形成金融风险。

再次,增加央行货币政策的透明度。只有增加货币政策的透明度,才能提高市场对央行货币政策的可信度,从而降低流动性管理成本,疏通货币政策的传导机制。在增加透明度方面,央行应增加与社会公众、与市场的沟通,以提高货币政策的透明度。央行应通过各种渠道和方式,及时向社会公众发布有关金融数据和信息,传达央行对宏观经济形势的分析和判断以及调整某一项货币政策的理由,以使市场主体增强对货币政策的了解,进而对下一步货币政策的预期不会产生过大偏差。另外,需要提高货币政策委员会的作用,提请增加行业或者经济区域的委员代表。随着条件的逐渐成熟,不妨考虑把货币政策委员会从目前的政策咨询机构提升为决策机构。

(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)

奥巴马金融“新政”陷入怪圈

潘成夫

美国股市以及原油、黄金等商品价格上周大幅调整,奥巴马的金融“新政”无疑是重要因素。在提出对大银行征收“金融急救责任费”之后,奥巴马又提议严格限制大型金融机构的规模及经营范围,各大银行将不得经营对冲基金和私募基金业务。如果方案得以实施,将给美国乃至全球金融体系带来重大转变。

危机至今,各国对金融改革都采取了温和的做法。但现实表明,这种温和的改革效果有限。因此,在美国失业率居高不下的经济压力和奥巴马民望急剧下挫的政治压力之下,奥巴马对金融改革的态度发生急转弯,并不算意外。目前,奥巴马的金融“新政”细节尚未出台,前景尚难预料。而新政策也表明,前面的改革措施效果不佳。

在空前强烈的要求改革金融体系的浪潮中,美国众议院去年12月通过的金融监管改革法案,算是一个比较大的进展。但是,该法案还需要经过参议院的审议,并且主要着重于监管体系改革,对于从根本上改变金融机构的冒险行为,似乎作用不大。总体而言,过去一年金融体系改革进展有限,美国金融业年终大发奖金就印证了这一点:2009年美国金融业薪酬估计高达1450亿美元,可能超过经济鼎盛时期的2007年。

征收责任费、限制银行规模和冒险的“新政”,在短期和长期都将对美国经济产生深远影响。在短期上,这可能抑制银行放贷的意愿,直接影响银行的盈利,上周华尔街股市的大跌,就颇有点逼宫的味道。但是新政未必能够改变银行的行为。就此如责任费率,每年金额仅为90亿美元,而且并非直接面向金融业的“肥猫”征收,而是向银行征收。银行已扬言要将费用转嫁到客户身上,只要金融机构足够强,这是完全可能做到的。对于限制业务,各大银行已在谋划如何规避这种监管。在经济复苏尚未稳固的情况下,“新政”的力

度,很可能大打折扣。

更重要的是,从长期看,力度过大的金融改革,还将影响到美国金融业的“国际竞争力”。比如说,美国对外净负债高达3万多亿美元,但是作为世界最大净债务国,每年却可从别国得到1000多亿美元净收益。这其中,高盛等各大金融机构以及由其创造出来的衍生工具功不可没,可以说,金融是美国“掠夺”他国财富的一个重要工具。对于这样的宠儿,美国政府向来宠爱有加。只不过在掠夺他人财富时,伤及了自身,白宫才不得不采取一些限制措施。

不独美国政府对金融业宠爱,其他发达国家也是如此。例如,英国政府最近决定对银行从业人员超过2.5万英镑的奖金征收50%的一次性税款,就引发强烈的反对声音,各大外资银行纷纷威胁要迁往伦敦,伦敦市长已发表说这将影响伦敦的“国际竞争力”。美国曾对英国首相布朗提出征收金融交易税大发冷水。而现在,奥巴马提出新政,随即呼吁欧洲国家跟随,同样也是希望不要因此损害美国金融业的“国际竞争力”。

事实上,金融改革并非没有良策。比如说,巴菲特建议,若银行营运不善或面临倒闭时,银行的执行长及配偶资产予没收,让高管们自觉尽责。还有,也许巴菲特的主张有点极端,但其思路却是不少人的主张;要求高管在较长时期内(比如说10年内)对自己奖金累积总额承担法律责任,一旦那些金融机构需要救助,其高管将受到问责。这将有助于从内部改变金融业的冒险行为模式。

但是,如易行难,要触动既得利益,必然导致强烈反抗,美欧担心自己吃亏的心态更使得这种改革难以落实。对此,各国应协调起来,采取统一措施,这样也许就不必过分担心金融业的竞争力了。不过,所谓“国际竞争力”,说穿了也就是欧美利用金融业掠夺他国财富的能力,所以美欧真会“自废武功”?实在值得怀疑。

(作者系广东商学院副教授,经济学博士)



如此超豪华年会!

又到了年会的密集时,而东莞某公司的年会因花费逾千万而被网友热议为“史上最牛年会”。为了安慰参会者,这家公司预订了最豪华的7家五星级酒店,而每名员工酒店住宿花费预算更是在3000多元,另外还有旅游购物消费等等。

漫画 刘道伟

■外论一瞥

《独立报》1月22日专栏文章 中国并非下一个日本

几周以后日本公布2009年GDP时,中国或将是世界第二大经济体了。大多数人都隐约地感觉到某种重大事件发生了——改变全球均势的权力转移开始了。这一切给人的感觉还不只是戏剧性,这是因为这一切都是循序渐进的,然而其意义重大。

举一个我们需要改变思维方式的最新例证。几年前,我们依靠美联储传递全球利率趋势的信号;如果美国改变政策,我们将紧随其后。然而,上周信贷将收紧的信号不是来自美国,而是中国。中国上调商业银行存款准备金率,由此启动了全球各地将提高利率的进程。我们已开始习惯这样一种观点:全球商品和能源价格是由中国的需求来定价的,然而我们的政策也将受到影响这一点仍是很难接受的。

然而,我想在此指出很重要的一点:中国的发展不可能是直线的,有许多理由预期前进的道路会崎岖坎坷。例如现在的中国的政策不得不收紧,并非担心衰退而是过热。2009年四季度中国GDP增速达到10.7%。12月工业生产量同比增长18.5%,然而同时固定资产投资同比增长30.5%。如何使中国经济走向更为可持续的增长,是一项艰巨的任务。来自金融界的众多评论是积极的,我的直觉是相信他们。

同时,我们也应当注意到另外一个更为长期的议题:中国会有下一个日本吗?现在的中国经济和1990年代的日本经济有诸多共同点,但是差别似乎更大一些。其一是规模,尤其是人口规模。中国可以通过促进内需而继续增长,这是当时的日本做不到的。其二是经济发展水平也是不同的。相对而言,现在的中国相当于上世纪50年代的日本而非90年代的日本。其三,中国还有巨大的剩余劳动力可以从农村转移到城市。

因此,中国的经济前景在接下来十年仍是快速增长长期,此后才转入更为缓和的阶段。在快速增长期,中国将继续在多个方面影响我们,首要的是中国对资源的庞大需求。这对我们来说将不是一件容易接受的事。

(作者系英国《独立报》专栏作家哈米什·麦柯雷 张金翠 编译)

《金融时报》1月21日专栏文章 西方不应为人民币瞎操心

中国正被要求重估其货币。西方国家被这一问题所困就是没有必要的。全球经济增长需要中国的是经济增长以及往来自来账户盈余下降。一些人将这一情形看作是非赢即输的绝对较量。这种看法无助于问题的解决。中国对拉动全球需求有巨大贡献,其高增长率、反弹的贸易,进口增速超过出口等,都表明抗危机政策正在起作用。但是必须给予相应控制以免经济过热、通货膨胀和资产泡沫。

汇率的单一关注,基于一种假设,那就是汇率是过剩的关键原因,同时也是解决往来账户盈余的主要政策工具。但是现实要复杂得多。中国的高储蓄与经济结构关系甚密。政府通过国有企业所有权直接控制巨额收入。家庭收入占国内生产总值的60%,这远低于国际标准,而家庭储蓄占可支配收入的30%,这又高于一般标准。没有结构性的改变,即使货币浮动,可转化,最可能的结果仍是高储蓄、贸易盈余、私人存借外流国外投资以及低增长。

中国传统出口行业正面临下滑局面。相对优势正在向高附加值部门转移。国内需求和新出口部门是驱动增长、引导经济结构变化的必要因素。在这个维度上,中国的经济利益和全球利益是融合的。没有人认为未来20年中国收入的增加会建筑在出口导向、低附加值、劳动密集

型的制造业上。在这一增长阶段,固定汇率和补贴都不可取。作为早期增长阶段吸纳就业人员的大户——出口导向型制造业,未来将不再是主要的工作源泉。作为替代出现的是国内经济,中产阶层和他们消费的服务业。

所以中国的增长需要结构改革,这一改革涉及开发国内市场,消除往来账户盈余以及升值。然而,汇率仅仅是启动深层改革的扳机,对于汇率的狭隘关注,表现出对转折复杂性的不完全理解。

(作者系2001年诺贝尔经济学奖获得者、美国斯坦福大学商学院研究生院前任院长和现任名誉院长迈克尔·斯宾塞 贺艳燕 编译)

《日本经济新闻》1月22日社论 日本如何面对崛起的中国

2009年中国经济实际增长率为8.7%,今年其名义上的国内生产总值(GDP)预计将压倒日本成为世界第二。在东亚,中日两国作为经济大国并存,这在历史上尚属首次。因此,中国比起以前的任何时候都更应该承担起经济大国的责任。

中国经济保持良好发展势头的最大原因是政府采取的强制性经济刺激政策。4万亿元人民币(约5万亿美元)的内需振兴政策、再次稳定人民币兑换美元汇率等举措,在激活了中国国内投资和消费的同时,也抑制了出口的下滑。另一方面,中国的经济复苏使得因金融危机而跌跌的国际商品行情实现逆转,让资源国受惠,也对解决以韩国为首的亚洲各国的出口问题发挥了重要作用。可以说,中国经济是自战后首次陷入负增长的世界经济最有力的支撑,而且对于2009年GDP位居世界第三的中国来说,距离世界第一并不遥远。

如何面对崛起中的中国,是日本的战略性课题。

(梁宝卫 编译)