

# Opinion

财经时评

## 次级债危机升级不会危及全球金融稳定

美国次级债危机不会引发全球性金融危机或经济衰退,但是,要关注美联储处理次级债危机的政策含义。另外,次级债危机可能会影响我国海外投资战略。

◎ 谭雅玲

近日,美国次级债危机已席卷了美国、欧洲和日本等全球主要金融市场。与此同时,美国、日本和欧洲国家等央行向金融体系注资,让投资者似乎感到全球金融危机即将到来。

那么,如何分析和思考美国的次级债危机问题,笔者认为,如果从以下三个方面入手,我们就可以得出这一结论:未来全球性金融危机或经济衰退的发生概率很小。

第一,次级债危机不会引发全球金融危机。从表面来看,目前欧美和日本等国央行采取注资行动,似乎是预示了美国次级债危机在进一步恶化,并积极有可能会爆发金融危机。但是,从实际上来看,美国次级债问题只是暴露了全球金融市场的脆弱性与不稳定性,并非是全面崩溃,当然对全球股市的短期下跌有显著影响。

笔者认为,全球股市下跌是股市波动周期的一种调节与反映,是等央行向金融体系注资,让投资者似乎感到全球金融危机即将到来。

那么,如何分析和思考美国的次级债危机问题,笔者认为,如果从以下三个方面入手,我们就可以得出这一结论:未来全球性金融危机或经济衰退的发生概率很小。第一,次级债危机不会引发全球金融危机。从表面来看,目前欧美和日本等国央行采取注资行动,似乎是预示了美国次级债危机在进一步恶化,并积极有可能会爆发金融危机。但是,从实际上来看,美国次级债问题只是暴露了全球金融市场的脆弱性与不稳定性,并非是全面崩溃,当然对全球股市的短期下跌有显著影响。

笔者认为,全球股市下跌是股市波动周期的一种调节与反映,是等央行向金融体系注资,让投资者似乎感到全球金融危机即将到来。

基本而依然相当稳定。但是,金融市场却忽视了这一现象。

第二,关注美联储处理次级债危机的政策含义。去年至今,美联储并没有采取降低利率措施来应对美国的次级债危机,而是采取了向市场不断注资的应对措施。美联储的政策举措不仅没有收紧流动性,相反进一步释放和扩大了流动性,其中隐含的意图和策略非常值得思考。

美联储的行为是一个短期行为,而非是一种中长期的应对行为。此次美联储的注资行为再次显示美国“一箭双雕”的政策策略。一方面,可以防范可能爆发的金融危机;另一方面,可以控制次级债问题的进一步恶化;再有,可以增加一种“假象”,增加美元调节的空间与时间,并保持未来美元利率的调节节奏,但美联储不会改变加息的货币政策方向。

从美联储一年来利率政策的观察来看,为了应对自身特别是来自外部利率水平高于美元的压力,实现美元霸权的主导地位,重新启动加息的可能性很大。但是,现在爆发的美国次级债危机是不利于美元利率上升的,并将可能引发美国银行体系的不稳定,美国银行体系的稳定保障与支持是美国经济金融战略的核心所在。

第三,次级债危机可能会影响我国海外投资战略。当前,我国经济仍处于高速增长中,但一些宏观经济问题也已显露,如7月份CPI已上升到5.6%水平,通胀压力进一步上升。还有,外部金融环境在变化,全球金融市场的价格波动已变为一种金融策略的博弈,对目前还不够成熟的我国金融体系和市场经济不健全来讲无疑是一种压力和挑战。

积极采取“走出去”战略,包括投资海外意愿明显加强。目前,我国外汇投资公司的投资方向仍在选择与观察之中,ODII投资战略也在积极推进,恰在此时,全球金融市场波动明显加剧,使得我国承担了更多的金融压力和金融风险,这些都会直接影响到我国投资海外的战略。

从目前来看,美国次级债危机不仅会对我国的金融体系稳定带来一定的冲击与影响,而且还会导致市场产生对我国房地产市场按揭市场和房地产价格波动的恐慌心理,这些都不利于我国的金融稳定和金融发展。

目前,国际主要货币希望贬值而不是升值,主要国家和地区的通胀率还在下降。与此同时,人民币升值压力却在扩大,而目前我国的通胀压力也很大。经济高速增长与通胀较高水平同时出现时,人民币的外部升值与内部贬值之间的矛盾非常突出。在这种背景下,我们不能简单地分析和评估美国次级债危机对我国的影响,而应当从长期和综合的角度来思考这些问题,并制定出相应的对应策略。

值得我們思考的是,外汇储备快速增长和人民币单边升值趋势,突出了当前我国金融结构的诸多矛盾或压力,在一定程度上促使我国

■看法

## “价格调节基金”弊大于利

◎ 余昭

垄断性企业和资源性企业形成的超额利润在哪里?山东省为此寻求一条“出路”:补贴低收入群众和弱势行业。8月15日,山东省下文规定,“将依法研究建立从垄断性、资源性行业政策性提价和政策性加价所形成的超额利润中提取价格调节基金的制度,集中部分财力,专项用于对受价格改革影响较大的低收入群众和弱势行业实施价格补贴和相关调控措施。”

用超额垄断利润补贴低收入者的初衷是积极的,但是,倘若真的这样做,将是弊大于利。

垄断性、资源性行业的产品或者服务价格,一般由政府定价。倘若政府确信垄断性、资源性产品价格过高,取得了不合理的超额利润,损害了民生,直接降价就可以让公众受益,而不必再搞复杂的基金提取、补贴。笔者担心的是,一旦政府建立起“从垄断性、资源性行业政策性提价和政策性加价所形成的超额利润中提取价格调节基金的制度”,垄断企业、资源性企业与政府在有关价格的博弈中,就多了一张牌。通过这张牌,他们更容易达到两个目的:

其一,要求政府满足其涨价要求,然后把涨价的一部分作为“价格调节基金”交给政府,这等于让民众付出更大的代价来达到补偿弱势群体目标。其二,使垄断企业和资源性企业的垄断性得到默认,不再进行任何有关打破垄断、激活竞争的努力。这样,他们就可以把一些虚增出来的成本打入价格中,转嫁到公众身上。同时,在垄断之下,公众不可能得到优质的服务。

实际上,在补贴弱势群体与打破垄断之间,后者的重要性远远大于前者。因为只要激活了竞争,垄断的根基发生动摇,在良性竞争机制下,相关企业自己就会降低成本、提高效率、降低收费标准,从而使公众包括弱势群体从中受益。并且,在竞争激活之后,民众对未来价格走势的预期从不确定性变为可确定,这将减轻民众对未来价格上涨的忧虑,从而减轻精神负担。

前段时间,我国方便面企业宣布集体涨价,然而,一个月不到,方便面企业的涨价联盟就宣告解体,不少品牌的方便面价格均有不同程度的下调,降幅最多的便宜了近3元钱。方便面涨价经过如此短的时间就走向终结,关键在于方便面的竞争是非常激烈而且充分的,方便面企业即使想通过联盟的统一行动来涨价也是很难达到目的的。

这就是竞争的作用。因此,通过默认垄断企业坐收垄断暴利来换取它们对“价格调节基金”提取的服从是非常危险的,这种看似为民生着想的好措施可能最终沦为损害民众利益的借口。显然,打破垄断引进竞争,减少价格波动对弱势群体生活的影响,比从垄断性和资源性企业身上拔毛做善事要重要得多。

政府应该补贴低收入群众,但补贴资金完全没有必要打垄断企业的主意,应该首先动用财政资金来做这件事情,事实上,无论是中央还是地方,许多价格补贴措施基本上都是通过财政解决的资金问题。这种做法使得资金来源更有保障,而且,也未与垄断企业和资源性企业挂钩,副作用相对比较小。这才是缓解价格波动影响弱势群体生活的正确做法。

## 须用奖惩机制 避免廉租房悬空

◎ 墨冰

国务院新近下发的有关廉租房建设的文件广为关注。该文件明确要求,“十一五”期末,全国廉租房制度保障范围由城市最低收入住房困难家庭扩大到低收入住房困难家庭。当然,与蓝图相比,廉租房政策能否真正被各地政府认真落实恐怕更为公众所关注。

且不说“国八条”半途而废,也不说“国六条”的遇阻,单就廉租房政策本身而言,它也有着许多值得汲取的教训。早在1998年,国务院颁发的文件,就明确了廉租房的建设目标。然而,直到2006年4月,建设部的通报还清楚地显示:全国有70个地级以上城市尚未实施廉租房制度。廉租房在已出台的政策框架下被悬空了将近十年。根源何在?主要就在于奖惩机制和考核目标未能建立起来。

应该认识到,在激励和惩处机制缺位的情况下,地方官员认真落实廉租房政策对其自身利益而言是弊大于利:其一,建设廉租房需要资金投入,廉租房建设的越多,地方政府投入资金数额就越大,这要切割掉地方政府一部分土地出让金收入,这与政府追逐自身利益最大化的倾向相矛盾。

其二,廉租房是建在土地上的,政府建设廉租房越多,拿出的土地就越多,这些土地无疑不能再获得土地出让金,这显然也与地方政府的利益相冲突。

其三,研究表明,廉租房的供给每增加5%,就会迫使房价下降3%-4%,廉租房供应量越大,对房价上涨的抑制作用越明显。而地方政府是不愿意看到房价下跌的,因为房价下跌不仅会影响到其财政收入,也容易使地方政府通过高价抬高土地价格以获取更丰厚收入的企图落空,进而会影响到当地GDP的增长。这就意味着,在以GDP为核心评判官员政绩的现行考核机制下,多建廉租房反而不利于官员政绩的建立和累积。

显然,激励和惩处机制所产生的强大外部动力才是促使官员真正抛弃上述因素的羁绊,认真落实廉租房政策的保障。但恰恰这是最关键的一点被忽略了。廉租房政策早在1998年就出台了,各地政府应该做到什么程度、具体衡量标准是什么,认真落实了有什么奖励,拒不落实会受到什么惩处……所有这一切都是空白——这是廉租房政策被架空近10年的重要根源。

廉租房的推行有很多方法,但最有效的无疑是调动起各地政府官员的积极性,做好了这一点,就能事半功倍,官员自己有的是办法把事情做好。反之,做不好这一点,再好的办法也会被各地官员悬空。

因此,我认为,此次要想真正把廉租房政策推行下去,最重要的是把廉租房建设纳入到干部绩效考核机制中去,根据官员的表现给予奖励或处罚,如此,才能对政府官员构成强制性约束力,使廉租房政策不被架空。许多经济问题其实都源于政治问题。从这个角度来看,奖惩机制能否建立和完善,才是廉租房政策能否被各地政府认真落实的关键。

## 不能让“带病上市”股票重现市场

◎ 周俊生

烟台氨纶,一家即将上市的企业,却被媒体揭露出存在着一系列不可忽视的问题。其上市合规性正面临着市场的质疑。最新报道显示,国务院国资委相关部门已表示,氨纶事件是一个典型案例,将对其进行调查核实。

一个公司在上市之前,其隐含的问题被媒体揭露出来,它的上市计划也可能随之搁浅,这对我们的股票市场来说,是一件值得庆幸的好事。回顾10年前的中国股市,曾出现过一股企业上市热潮,在大量进入沪深两地主板市场上市的企业中,混入了一些通过业绩造假骗取上市资格的企业,诸如红光、蓝田那样的股票,它们在上市第一天就是有问题的,它们属于“带病上市”股。它们的问题暴露以后,不仅给投资者带来了很大的损失,也给市场健康发展带来了很大的困扰,其后遗症直到今天还未完全消除,教训十分深刻。

最近几年,中国股票市场的法制建设得到了加强,监管部门也强化了一线监管。特别是随着IPO制度的改革,“带病上市”股票已经大为减少,特别是业绩造假企业,现在已经很少见到。但氨纶事件告诉我们,在股票市场巨大的财富效应面前,“带病上市”股票仍可能出现。当然,从媒体报道的内容来看,烟台氨纶与以前的红光、蓝田等企业的问题并不完全一样,它更多地表现在股权转让的不规范上,但这也给这个公司以后的规范运作埋下了隐患。对于市场存在的这个疑问,如果缺乏有关方面的调查核实,并要求其按照法律规定进行整改,而让其匆忙上市,那么,市场又会出现“带病上市”的股票。

要遏制“带病上市”股票的出现,首先要对IPO企业进行认真的把关。市场监管部门对此负有天然的责任,但必须指出的是,由于我国特殊的国情,某些情况可能单靠监管部门一家并不能解决全部问题,以前出现的一些造假上市公司,与其所在地政府明里暗里的支持态度不无关系,市场监管部门对此在很多时候是无能为力的。拿烟台氨纶来说,它涉及的问题是国有资产是否流失和违规转让,如果国资部门对此装聋作哑,单靠证监会一家,在查核上就会遇到重重阻力。因此,对IPO企业进行把关,各个相关部门都应承担起相应的责任。

要遏制“带病上市”股票的出现,还要充分发挥舆论监督的作用。市场实践告诉我们,尽管企业的发行上市申请要经过证监会的审核,但百密终有一疏,一旦审核人员打个“瞌睡”,“带病上市”股票就有可能从监管的门缝里溜出来。但如果能够有充分的舆论监督,特别是赋予媒体以充分的监督权,那么,这种先天不足的企业就很难逃过市场的眼睛。此次烟台氨纶问题的被曝光,就是通过媒体的力量,引起了国家主管部门的高度重视,相信问题一定能够得到彻底查,还有一个干净的企业给市场。

总之,不让“带病上市”股票重现市场,对于保持市场发展的健康势头,有着十分重要的意义。这不是广大投资者的美好愿望,也应该是市场监管部门的责任所在。

## 银行收紧房贷是不得已选择

◎ 陈予军

种种迹象表明,银行正在收紧房贷。8月15日,有媒体报道说,建行深圳分行已暂停办理二手房房贷。北京某银行负责人亦表示,如果下半年北京地区房价呈现飞涨态势,他们肯定也会出台“停办二手房房贷”等举措。北京地区多家股份制银行已经抬高了个人住房抵押贷款门槛。除此之外,上海、武汉、杭州等城市的商业银行也都不约而同地收紧了个人房贷按揭业务,如提高多套房贷款的首付比例,对申请人资质要求从严,以及下调二手房评估价等。

银行收紧房贷是不得已选择。首先,目前,银监会正全力以赴控制商业银行的信贷规模,相关银行不得不配合,收紧房贷。更重要的是,银行的贷款额度提前用完了。今年上半年,国内银行发放的个人住房贷款同比增长4到5成。以深圳市为例,今年上半年深圳个人长期消费贷款增加425.4亿元,而去去年同期也才增加121.2亿元。其中,不少银行上半年就把2007年的额度全部用光。上海情况也大致差不多。今年6月份上海市个人住房贷款增加45.43亿元,比5月份增长4.3倍。由于过分透支贷款额度,导致了今天银行无额度可贷的状况。

其次,贷款违约率在快速上升,让银行开始正视风险。从2006年下半年开始,上海个人住房贷款质量下滑趋势明显,连续三个月以



漫画 刘道伟

上违约的房贷客户超过一万多人,个人住房贷款违约金额接近2亿元,房贷违约量一下子增加了五成。上海银监局公布的数据也显示,截至6月末,中资商业银行的住房开发不良贷款比年初增加了7.67亿元,不良率为1.79%,比年初上升了0.61个百分点。上半年新发生住房开发不良贷款13.25亿元,同比多增8.62亿元,其中接近90%的贷款是经过展期到期后再形成不良贷款。

根据美国总结出的经验,贷款发放后的3-5年一般是违约高发期,而多数城市的个人住房抵押贷款是最近几年才开始大量发放的,这意味着,接下来,房贷违约量可能进一步增多。住房贷款违约率与

房地产市场波动高度相关,美国1975-1993年的数据充分证明了这一点。在目前房价仍处于上升通道的情况下,违约率就开始上升,一旦房价下跌,违约情况将更不乐观。

目前,银行发放的个人住房贷款中90%以上是抵押贷款,首付比例以20%居多,一旦房价下跌超过20%,按揭买房者就可能失去还贷的动力而选择违约,这就意味着银行不得不收回房屋进行拍卖,像这次美国的次级抵押贷款危机,就有“150万户美国房贷户的房子可能遭没收”。银行收回房屋拍卖有两个难以克服的弊端:

一,中国人自古有买涨不买跌的传统,在房价明显下跌的过程

■ 上证观察家

## 股指期货避险功能经不起推敲吗

◎ 杨一平

有人认为股指期货的避险功能经不起推敲,可有可无,抛售股票就可避险,这一观点显然是无视我国证券市场已经出现的变化,是十分片面的,也是十分有害的。

股指期货的一大重要功能就是套期保值(hedging),股票投资者通过股指期货市场上的一系列操作,人为地建立反向仓位和头寸,对其所持有的股票组合的风险暴露部位(exposure position)通过抵补(cover),防范股票市场中的系统性风险,进行资产管理。

从宏观上来看,股指期货的套期保值功能的实现有利于消除目前我国证券市场中投机性过强的特点,有利于我国证券市场的持续稳定和理性发展。

我国目前证券市场中投机性太强的特点明显表现在以下几个方面:

一是市场震荡幅度过大,市场往往受到利多与利空影响,不是涨过头就是跌过头。在今年的大牛市中接连发生了2·27和5·30大震荡;

二是目前市场上投资者,包括机构投资者在内,其投资股票的主要动机是博取市场中的差价,而不是为了获取公司的红利收益。如基金对钢铁行业的上市公司去年四季度以来就演绎了集中持有、减持到重新布局的过程。这种行为无疑加大了市场的动荡。上市公司也为了迎合这一市场,不注重红利分配,不注重公司的长期稳定发展,而是通过大规模的转送股,最终导致本身的盈利增长难以赶上股本的扩张。新发的基金均将自己定义为价值增长,而将自己定义为稳定收入性的基金又少。

三是正因为此,市场的换手率过高。据不完全统计,欧美市场的换手率每年在60%到100%,而我国从1993年到2006年的年均换手率却在483%,不少基金也为了追求价值成长而频频换仓;

股指期货推出后,可以在一定程度上减缓甚至消除以上的几种情况。

市场为什么会现大幅震荡,是因为在没有股指期货市场的情况下,投资者针对市场风险,特别是针对系统性的市场风险缺乏必

要的风险管理工具,只能抛售股票,于是便导致市场的大幅震荡。特别是当这一市场规模过小或者流通股太少的情况下,集中抛售,特别是机构投资者如对冲基金持有的股票集中抛售的话,必然导致市场的过度反应,一些重仓股就会发生接连跌停的情况。而若有了股指期货这一市场,投资者就可以用套期保值的手段,对风险加以有效管理,而不需要一味地通过抛售股票进行风险的回避。特别是即将推出的沪深300指数的权重股多数是绩优蓝筹股,对指数的影响也相对较大,股指期货的套期保值功能实现后,这些绩优蓝筹股在现货市场的抛压将明显减少,市场的震荡也会因此大大减弱。

相对股指期货市场而言,股票现货市场的流动性相对较差,而股指期货市场的流动性相对较好,对市场的冲击成本较低,直接通过股指期货市场的操作,可减缓对现货市场的冲击,从而减缓现货市场的大幅震荡。

由于有了股指期货市场,投资者,特别是机构投资者的赢利模式也会发生革命性的变化。投资者,

特别是机构投资者不再以博取差价作为主要的赢利模式,而是长期持有绩优蓝筹股,获取其红利等稳定性收益,而这些股票的价格之短期波动又完全可以通过股指期货市场中的套期保值活动加以管理。历史已经证明,也正在证明,长期持有绩优蓝筹股的收益要比短期的差价收益高得多。这一长期投资模式和赢利模式的形成直接降低了市场的换手率,也降低了市场的震荡。

而占市场主流地位的机构投资者的投资模式的改变将影响到上市公司包括股利政策在内的经营政策,注重对投资者长期投资的回报,更紧密地将投资者的长期收益和公司的发展结合起来,像“粤照明”等上市公司将越来越多。我们已经欣喜地看到2006年1月到8月,沪深300指数成份股分红派息占到全体A股公司的83.93%。

而近年来,机构投资者已得到超常的发展,特别是以稳定收入型的基金得到了很大的发展,相信这些基金对股指期货的套期保值功能有着越来越强烈的需求。(作者单位:银河期货研究中心)