

■财经时评

美联储对次级债危机应负什么责任

美国次级抵押债危机的根源在于这种金融产品本身,但是,美国的货币政策还是应当为这次次级抵押债危机承担部分责任。美联储此次的应对之举,更多地是在为过去过于宽松的信贷环境付出代价。

◎彭兴韵

尽管截至8月16日,美联储已向金融体系注入了共计880亿美元的资金,但美国股市在次级抵押债危机的冲击下还是不断下挫。次级抵押债危机的影响逐渐向金融市场之外的领域扩散。

在向金融体系注入流动性收效甚微后,对金融市场进一步恶化和经济增长率下降的担忧,迫使美联储终于在8月17日痛下决心,大幅度地降低再贴现率。8月17日,美国联邦储备银行理事会宣布,为了促进恢复金融市场秩序,批准临时调整主导信贷贴现窗口便利,将再贴现利率下调50个基点,从而将主导信贷利率与联邦公开市场委员会的联邦基金目标利率之间的利差缩减到50个基点。同时,联储理事会还特别

表示,美联储还会继续接受更广泛的担保品进行再贴现,包括住房抵押贷款及其相关资产。

下调贴现率是美联储为提高市场流动性、克服信贷市场危机采取的新举措。实践证明,美联储的这一果断行动,不仅为美国金融市场,而且也为全球金融注入了强心剂。道琼斯工业平均指数上涨了233.30点;标准普尔500指数上涨了34.67点;欧洲三大股市主要股指当天也全部大幅反弹。但处于东半球的主要股票市场,除了香港股市对美联储的政策行动有先知先觉而在上周五后市出现大逆转外,其余如日本和韩国股票市场仍有较大跌幅。从近三十年来美联储应对金融市场大幅下挫的经验及效果来看,此次美国次级抵押债危机导致全球性金融市场恶化的可能性较小。但是,据此

认为美联储降低再贴现率,准备随时向金融体系提供一切必要的流动性,就消解了次级抵押债危机的影响,做出这种判断也为时尚早。

此前,包括美联储在内,似乎对次级抵押债危机的冲击及其危害性估计不足。不仅一些学者认为美国经济的基本面仍然很好,次级抵押债危机对美国经济的危害有限,就连联储的掌门人伯南克也自信地认为,次级抵押贷款危机对美国影响不大。这导致美联储没有对危机作出果断反应,乃至于金融市场的恐慌情绪不断蔓延。

当然,美联储降低再贴现率的目的并不单纯为了金融市场的稳定,更重要的是,一旦出现金融市场无节制的波动,它可能会对经济增长和就业等造成实质性的伤害。因为,过于剧烈的风险暴露会迫使投资者要求更高的风险溢价,从而推动利率的上升;在经济前景迷离之际,信贷提供者会采取更多的信用配给措施,信贷条件的紧缩会使部分融资者的需求得不到满足;金融市场的大幅下挫会通过财富效应抑制消费者的支出。因此,相对于资产价格的上涨而言,资产价格的大幅下跌总会促使联储作

出更为积极而迅速的反应,大量地向金融市场注入流动性。近几十年来,在美国金融市场面临较大的外部冲击出现剧烈短期波动时,联储实实在在地注入流动性及向市场表明继续注入流动性的决心,都让美国金融市场化险为夷。不过,这次美联储只是降低了再贴现率,并没有降低联邦基金利率,前者是美联储政策操作的一个工具,后者才是美联储货币政策的操作目标。这也说明,美联储并没有觉得次级抵押债危机会导致物价总水平的下跌。通过下调再贴现率同时又保持联邦基金利率目标值不变,这样既可以向金融体系提供更廉价的流动性,同时又能够在一定程度上稳定人们的通货膨胀预期。不过,这仍然是短期的政策组合,联储未来政策的变化还要视次级抵押债危机及其对实体经济的影响如何演变而定。

我始终认为,美国次级抵押债危机的根源在于这种金融产品本身,次级抵押债的机制从诞生的那一刻起,自身就孕育了危机的种子,但是,美国的货币政策还是应当为这次次级抵押债危机承担部分责任。更准确地说,格林斯潘的超低利率政策不仅导致了随后的全球性流

动过剩,而且也为次级抵押债危机提供了合适的土壤。简单地回顾一下,在1994年时,美国的次级抵押贷款还只有350亿美元,2000年时增加到1400亿美元,而至今,次级抵押贷款余额至少达到了8000亿美元。到2000年后,美国联邦储备银行就开始不断降低联邦基金利率,这直接刺激了次级抵押贷款需求量的上升。次级抵押贷款的增加又促使了房地产市场的回升,这又使更多的人加入到了次级抵押贷款市场。然而,自2004年6月格林斯潘加息后,连续17次地提高利率极大地增加了次级抵押借款者的偿还负担,他们成了名副其实的“房奴”。又由于是零首付,违约对借款者又不会造成实质性的经济损失。因此,归纳起来就是,为刺激经济复苏的低利率政策促使了次级抵押贷款的迅速增长,而为抑制经济过热和稳定通货膨胀预期大幅度地提高利率的货币政策,又直接促使了次级抵押贷款偿付危机的爆发。因此,与其它外部冲击造成的美国金融市场波动不同,美联储此次对次级抵押债危机的爆发,更多地是在为过去过于宽松的信贷环境付出代价。

■看法

查处违规事件 不应该让中小散户“陪绑”

◎羽佳

广发证券在借壳上市过程中的违规行为,虽然还没有定论,但随着曾经声称“比窦娥还冤”的广发证券原总裁董正青的批捕,这一事件正在升级。相信在这一事件中违法乱纪的有关人员和有关机构,都会受到法律的严惩。但在广发借壳这一事件的过程中,大量裹挟其中的中小散户却也受到了很大的伤害。据最近出版的《中国经济周刊》报道,曾经被广发证券相中的S延边路自去年10月停牌以后,至今未能复牌交易,大量中小散户动弹不得,资金被锁定,眼睁睁地看着大盘出现的牛市行情而无能为力,意见很大。

应该说,市场监管部门对S延边路实施停牌,是为了有效查处在广发借壳事件中的内幕交易者。但问题在于,从去年3月开始,S延边路就已经出现了股价飞涨,并在同年6月因股价异动而被处以3个多月的停牌。同年10月,在广发借壳S延边路上市的传闻进一步在市场上扩散的背景下,S延边路复牌复涨,大量中小散户蜂拥买入,股价接连出现涨停板行情。鉴于这一情势,S延边路被再次停牌,延续至今。如果说S延边路的交易中确实存在内幕交易,那么可以想见,在这次短暂的复牌交易中,不少内幕交易者已经逃之夭夭,而为数不少的中小散户则接过了这危险的一棒。

查处违规事件让中小散户“陪绑”,只能证明我们这个市场的制度设计有缺陷,需要以务实的态度改进。目前,我国股票市场对于股票交易出现异动时的停牌尚无明确的规定,类似S延边路这种长时间的停牌在国际股市上也是很少见的。我们必须注意到,一个出现违规交易的股票,它的持有人广泛分布于各个阶层,除了操控市场的违规者外,还有不少是跟风的中小散户。市场监管的最终目的,是为了保护中小散户的利益,使市场交易能够保证有一个公平公正的环境。如果认为跟风者与违规交易者一起被关进是咎由自取,就会使大量的中小散户在交易中迷失方向,从而使自己的交易行为处于无法预测的乱局之中。因此,监管部门在对异动股票实施停牌的时候,必须考虑到这部分跟风者的利益,并在制度上保护好他们。

如果说对一个违规交易的股票实施停牌,是市场监管必须付出的成本,那么,一方面这种成本不能只是由中小散户来承担,另一方面应该把这种成本尽可能地减到最小程度。一般地说,监管部门既然认定一个股票出现异动,并对其采取停牌措施,总是发现了一些事实支撑的违规行为,那么,监管部门应该及时行动,迅速查封一些有疑点的股票账户和资金账户。在实施短暂停牌以后,可以对其并不涉及违规交易的账户解封,使中小散户能够根据自己的判断来决定是继续持有还是抛售股票。

S延边路长期停牌,说明我国股市在股票停牌法规方面还有诸多需要完善之处。法律最忌讳的是没有明确的量化规定,这会给执法带来随意性。因此,有关部门应该根据市场暴露出的问题,对异动股票停牌进行严格的法律规定,比如,对一个异动股票实施停牌的最长时间应该有一个限定。这样做,不仅有利于保护中小散户的利益,也能够促进监管部门及时采取措施打击违规事件的当事人,有利于把监管工作做得更好。

扩大就业规模 应成为首要发展目标

◎葛丰

北京市劳动保障局日前编辑出版《2007年北京市劳动力市场指导价与企业人工成本状况》一书,该书显示,去年毕业的大中专学生,除去前10%与后10%之外,剩余80%的月平均工资“中位数”仅为1972元。

无论举出多少理由,如职业教育与社会所需脱节、“80后”群体择业意愿过于集中在京沪少数大城市等等,上述明显偏低之工资水平,最根本,同时也是最难消解的一条成因,还是就业形势太过严峻。在劳动力供过于求的总体格局下,奢谈居民收入显著增长无异于痴人说梦。

经济增长只是就业增长的必要条件而非充分条件。上世纪80年代,我国GDP年均增长率为9.3%,就业增长率为3.0%,就业增长弹性系数为0.323,GDP每增长一个百分点能提供240万个就业岗位,属于“高增长、高就业”模式。但在此后,GDP增长对就业拉动越来越小(有的年份甚至出现了负增长),2003至2006年间,GDP年增长率均在10%左右,而新增就业岗位却每年徘徊在800万-900万人左右,GDP每增长一个百分点仅新增80万个就业岗位。

上述不利局面之所以产生,首先应从宏观经济层面进行检讨。事实上,从1998年开始,财政政策和货币政策具有明显扩张性,旨在刺激消费,推动投资,但对就业拉动并无显著效果。我们从国债投放的行业顺序来看,排在前列的交通、通信、电力等行业,其实都是吸纳就业能力较弱的行业;再来看货币政策,在本轮宏观调控开始之初,利率走势基本处于下行通道。由于资本价格过低,中国不正常地出现了劳动力反而相对昂贵的局面,反映在实体经济中,即呈现出资本替代劳动力的倾向。再加上信贷投放过于集中在国有企业,尤其是大型国有企业,近年来提供了70%以上城镇新增就业岗位的非公部门屡屡受制于资金瓶颈。

部分政策取向上的偏差源自不甚恰当的认知误区,如不少人认为,工业化能够自动促进就业,劳动成本低才有利于促进就业,等等,更有甚者,在效率优先化成效率至上的背景下,不少地方政府在发展思路上没有统筹考虑经济增长与就业增长,普遍存在着重GDP轻就业、重税收增长轻居民收入提高的取向,GDP增长与财政收入增长在一些地方成为衡量甚至考核领导政绩的硬指标,而就业目标与居民收入增长目标却成了软指标。

所以,面对巨大的就业压力,鉴于人口众多而资本短缺的基本国情,中国必须选择就业导向型经济增长模式。各级政府应当把创造就业机会、扩大就业规模作为首要发展目标,就业政策应该成为经济、社会政策中最主要的考量,惟有如此,中国方可逐步实现就业增长—收入增长—内需增长—经济增长之良性循环。

价格联盟 不都是“纸老虎”

◎陈军华

8月16日,国家发改委发布通报,认定“世界拉面协会中国分会”(又称方便面协会)及相关企业涉嫌相互串通、操纵市场价格,违反《价格法》。发改委责令其立即改正错误,并将依法作出进一步处理。方便面协会也公开认错,表示将严格执行国家发改委提出的整改要求。

与此同时,方便面价格也已回落。由此,欢呼声鹊起,认为价格联盟不过是纸老虎。但是,笔者对这种乐观深感不安。方便面涨价事件具有一定的特殊性,盲目乐观有可能在以后应对价格联盟的行动中被动。

方便面涨价事件非常明显地违反了我国相关法律,并且,方便面协会“未在民政部登记”,属非民间组织,既然连合法身份都没有,它哪里还有底气继续死撑?

但是,在方便面联合涨价之前,已经有过多次价格联盟现象,而这些联合涨价行为鲜有像方便面协会那样下场如此“凄凉”的,往往是涨了价底气十足,拒不认错。为什么?就是因为这些价格联盟有强势背景,有关部门奈何他们不得。比如,垄断企业动辄以成本提高为由要求涨价,达不到目的就减少供应,制造恐慌气氛,迫使有关部门让步。这些联盟有时甚至先斩后奏,生米做成熟饭,有关部门一般起初也声色俱厉,要求严肃处理,但最终不了了之。

显然,有关部门经常面临的对手并不都是方便面协会这样的软柿子,而是由垄断行业组成的价格联盟,它们才是真正难啃的硬骨头。事实上,迄今为止,鲜有垄断行业的硬骨头被有关部门啃下来的案例,如果这个问题解决不了,就谈不上已经给价格联盟造成重创。

除此之外,还有一种乐观情绪,就是过分夸大市场在击垮价格联盟中的作用。这次方便面价格回落,有专家认为“降价是受制于激烈的市场竞争……不得不选择把价格降下来。”

这话单就方便面行业而言无疑是正确的,但是,如果推广之,夸大市场的调节作用就非常危险。因为除了方便面这种市场竞争充分的商品,还有许多竞争不充分甚至根本没有竞争的垄断性商品,这些商品的价格根本不由市场说了算,而是由垄断者说了算,因为垄断地位赋予了一些既得利益集团定价权。

事实证明,企业涨价的冲动永远都是存在的。据新华社报道,西安市一方便面厂家今年上半年自报的生产成本为1元/袋,经核定应为0.66元/袋。就连方便面这种市场竞争充分的企业为涨价也如此满嘴地刻意夸大成本,垄断企业的情况还用说吗?

因此,对于阻止方便面涨价取得的成果不可过于夸大,有关部门与价格联盟艰苦的博弈还在后面,只有在与垄断行业的价格联盟交锋中屡战屡胜,有关部门才能真正乐观地宣布,所有价格联盟都是纸老虎!

推出物业税就能降低房价吗

◎贾壁

中国房地产协会最近提出了解决楼市的七点建议,其中第一条就是,建议加速推进物业税出台,减少二手房流转环节的营业税。而在此前,国家发改委宏观经济研究院经济形势分析课题组也建议选择部分问题比较突出的城市作为试点,尽快征收物业税。

那么,被人们寄予厚望的物业税能否在降低房价方面有所作为呢?

如果根据房地产协会的建议来做,即使开征物业税也很难对房价产生影响。因为目前推动房价上涨的主要因素就是投机未受到抑制,倘若这种炒作行为受不到遏制,即使开征物业税也难以阻止房价快速上涨。道理很简单,物业税的多少是由房屋在炒房者手中停留的时间决定的,如果炒房者在良好的预期下,在半年或一年中就转手成功,物业税与其炒房收益相比依然是可以忽略不计的,尤其是像深圳这样房价5个月涨幅与去年相比超过50%的城市,物业税可能不足炒房者收益的一个零头!

据媒体报道,深圳现在已经由“全民炒股”进入“全民炒房”。《深圳蓝皮书:中国深圳发展报告(2007)》验证了这一点:深圳登记在册的商品房产权人总数为109.5万人次,领到产权证后半年内就转手的住房占住房总套数的30.31%。可见投机性购房之严重。

■上证观察家

券商注销权证何以成为投机炒作题材

◎马红漫

权证“末日轮”被暴炒的状况再次上演。上周,仅剩几个交易日就即将到期的招行认沽权证盘中出现了大幅波动,曾单日大涨242%,后又单日下跌了47.1%,连续的暴涨暴跌,让市场投机气氛浓郁。最终迫使上证所采取3次紧急停牌,并对涉嫌炒作的账户采取限制性措施。

招行认沽权证从设立伊始就始终是市场关注的焦点,多次因盘中的暴涨暴跌而成为新闻话题。但与以往不同的是,此次大幅上涨暴炒的直接动因却是与当前备受争议的权证创设制度有关。允许券商创设权证的初衷是通过增加权证的供给来抑制权证市场的过分投机,进而平抑交易价格。但遗憾的是,恰恰是由于多家创设招行权证的券商,日前宣布在二级市场回购注销创设的权证,才提供了招行权证被暴炒的契机。仅8月16日这一天,申万、东海证券等券券在一天注销的权证数量就达到了5亿



漫画 刘道伟

根据中国房地产协会的建议,在开征物业税的同时,要减少二手房流转环节的营业税,减少流转成本,也将减少炒房者的成本,这无异于前面用物业税“紧”,而后用减少流转环节的营业税“松”,一“紧”一“松”之间,就把物业税原本应该具备的抑制房价作用化解了。

显然,要想降低房价,单纯依靠推出物业税是不行的,必须有严厉打击炒房等投机措施相配套。比如,像新加坡那样,对于在10年内转卖房屋的人征收高达100%的暴利税,就能有效遏制投机的泛滥。在这种情况下,物业税才能发挥应有的作用。

这还不是最根本的问题。我国对物业税的理解和设计与国际的物

业税有很大不同。在国外,房地产开发环节的税收负担很轻,税收主要集中在持有(保有)环节。由于持有环节税收很重,人们买房不仅要看看自己现实的购买能力,还要考虑和衡量未来的居住成本。因此,在国外,大户型住房并不像我们这里如此受欢迎。因此,物业税不仅对抑制房价上涨有用,对防止住房市场比较严重的供应性结构失衡问题(即民众普遍需求量大而中小户型、中小套住房供应不足,而超过一般民众购买力的大户型住房供应过剩)也大有裨益。

而我国房地产链条的税收主要集中在开发环节,然后被计入房价,给人的感觉是税收并不重。实际上,

份。

从权证的创设到注销,结合权证价格变化的整个过程,我们发现了一个让人担忧的市场规律:权证上市伊始,因暂无券商创设价格往往被连续暴炒;之后伴随着券商拥有者被连续暴炒;最后,当权证交易进入“末日轮”阶段,急于落袋为安的券商开始回购注销创设,使得权证供给减少,权证价格由此出现“末日疯狂”。如此行权权证到钾肥权证的走势莫不如此。更为关键的是,券商最后时刻急于注销回购的举动,甚至成为了权证被市场炒作的题材,因为市场主力可以通过连续推高价格,逼空券商为维持暴利收入而被迫全力回购,进而让券商创设制度反而成为助推价格的动力。

由此可以看出,本应当发挥平抑价格波动职能的券商创设制度,在事实上反倒可能成为推动炒作的动因。这种南辕北辙的窘境,着实值得反思。事实上,由于现行的权证创设规定存在明显的制度漏洞,导致该制

度异变为让券商无风险套利的温床,而平抑投机的功能反而被弱化。

A股市场权证的诞生与股权分置改革密切相关,是非流通股股东为获得流通权而支付给投资者的对价手段,其本身并非如成熟市场中的避险工具。这一权益的高低应该在上市公司股权分置改革的投票中确定,一旦经由股东大会确定就是不应该为外力所侵犯。但遗憾的是,券商的权证创设制度让券商成为介于流通股股东与非流通股股东这两者之间的“第三者”,通过人为地、无限量地增加同一品种的权证供给,最终侵害流通股股东的股改对价权益。

事实表明,与流通股股东对价损失所对应的非流通股股东的暴利。招行认沽权证初始的发行数量只有22.41亿份,但经过券商创设,流通股规模曾经达到60亿份以上。如果按照创设平均价格3.5元,以8月14日收盘价0.146元计算,券商在此过程中合计获利约128亿元。没有限制的天量创设甚至让权证总量超出了招商银行可流通正股的

总数,券商本身的盈利特征决定了它们根本不可能成为毫无私利的公益角色。其创设权证的目的就是牟利,由此才会导致超过正股数量的超量创设。而券商创设的权证本可以等交易结束后自动注销,但是券商却因为权证价格已经跌到低谷,已经是无利可图,由此甚至没有耐心等待最后几天的交易,彻底放弃了平衡市场的道义责任,选择提前注销,最终引发了招行权证“末日轮”暴炒的恶性局面。

从现行的权证创设制度可以看出,在证券市场制度设计过程中,有关管理部门和券商等机构投资者,拥有着强势的话语权,而广大散户投资者则缺乏必要的利益表达途径。这就导致权证创设制度从出台伊始就背离了“三公原则”。伴随着创设问题的逐步暴露、恶化,社会各界对其的抨击反对意见早已不绝于耳,但是相关的矫正、纠错的工作却迟迟不见出台,持续让市场演绎着“无风险暴利”,甚至是“助涨助跌”的罕见状况,着实令人遗憾。