

美国金融机构大洗牌到底图谋什么

◎主持人:邹民生 乐嘉春
嘉宾:谭雅玲,北京大学中国金融衍生品研修班特邀研究员、中国国际经济关系学会常务理事。

在金融市场恐慌后面有一双掌控的手

主持人:美国雷曼公司日前申请破产保护,全球金融市场一片惊恐,分析人士预期悲观,投资人更是陷入惶恐之中。对此,你怎么看?美国人想干什么?在恐慌后面,有什么更值得关注的东西?

谭雅玲:美国五大投行之一的雷曼公司日前申请破产并寻求救助,此事表明自去年爆发的次贷危机其危害性仍在扩大,风险仍在升高。

不过,你注意到没有,由美国次贷危机引发的全球金融市场大调整,虽然振幅在扩大,但是美国仍处于主动状态,其他经济体处于被动接应位置,为什么呢?

一方面,是美国由被动转为主动,将危机转嫁到其他地方。从目前的数据看,受次贷危机影响,美国金融资产缩水约30%到40%左右。在次贷问题上,美国没有比别人强,但美国做到了别人比她差。这显示出美国的一种谋略与机制优势。

另一方面从美国经济的基本面看,正在向好的方向转变,美国今年第二季

度经济增长指标升至多年来的高点。特别是出口强劲,美元也出现转圜的苗头。对于美国 好时说坏,坏时说好”,声东击西”战略,我们需要透过基本数据,综合起来分析。

在目前,似乎乌云密布的时候,有一点需要指出,就是美国金融机构的情况与美国经济表现之间,呈现出完全不同的特征与趋势,这人们对美国次贷危机的后果,增加了难度。简单比较价格区间水平,简单观察事件表象,甚至于惊恐失措,将不利于对问题的准确把握。因为,在这些事件后面,还有更大的战略与策略手段在起作用。

按照三条线索去探究问题的关键点

主持人:那是什么战略?具体来说,从哪些地方可以发现美国的主导性呢?

谭雅玲:有三条线索能够帮助我们去发现问题的关键所在。

第一,市场恐慌有底线,价格搭配有组合。“雷曼”事件导致了美国金融市场与全球金融市场大恐慌,但美国对全球市场价格却仍有明显的控制力。

比如,美国股市价格与美元汇率水平的上下组合、不同变化,对维护美元资产的信心有明显作用。近期美元反转,美元指数一个月上涨10%,美元

汇率兑欧元汇率从1.58美元上升到1.38美元。同时美国股市价格从12000点下跌到11000点。对此怎么看?显然,美元短期升值应对的是美国资本流入的需求和在调整的需要,有战术性考量。

大家知道,自2002年以来的美元贬值周期并没有结束,美元未来依然将以贬值大趋势面对自我调整与外部调整的需要。因为美元贬值有利于美国自身的结构调整、缓解矛盾与压力。而美国这么做将不利于全球所有国家,那是十分清楚的。美元近期反转,是出于特殊时期的市场需要。而美国股市现在跌宕加大,让全世界处于惊恐之中。不过,美国对市场心理底线的维持与把握,显示了美国的控制力。

第二,政策救助有差别,市场分割有轻重。美国政府在救助“两房”与对待“雷曼”、“美林”两家投行的态度上,差别很大,值得研究。

首先,“两房”问题对美国政府的信誉与市场信心有重大影响,这是美国政府出手救助的重要原因。从表面看,两房是两家私人上市公司,但实际上却是美国的“准国有企业”,承担着某些政府职能。而两房持有或担保约5万亿美元住房抵押贷款,占美国12万亿美元抵押贷款的42%,其中超过3万亿美元为美国金融机构持有,1.5万亿美元为外国机构持有。由此可见,两房对美

国政府信誉和金融市场的的影响,是非同寻常的。

其次,从对“雷曼”与“美林”的救助态度看,与救助“两房”不同,美国政府突出了市场自身以及机构之间自救的原则,这是美国政府撒手的主要原因。因为,相对于政府信誉和市场稳定,美国政府对不同机构和板块的分割与尺度把握,是非常在意的。

第三,内部应对有策略,外部较量有绸缪。从美国政府对“两房”以及“雷曼”、“美林”的不同态度与做法看,美国是在国际国内两个方面都有谋划的。

当前,美国经济的敏感问题突出,美国经济的失真情况也很突出。美国的经济情况与市场的预料结果有很大差别。一方面,本次事件的严重性被高估了。市场上出现的炒作性恐慌导致了判断的失真;另一方面,利用次贷危机,美国可以让别人比自己更糟,进而达到自己的战略目标。

面对目前的混乱局面,我们不能被表面现象所迷惑。而雷曼公司可能破产对于美国金融市场与全球金融市场的冲击,其深度与广度目前还不确定,尤其是美联储的货币政策以及美元资产价值的变数,对未来国际金融体系的影响都存在难以评估的变数。我们需要寻找自己的立足点进行分析,不能完全随美国起舞。

跳出泥沼从利益大局看国际博弈

主持人:也就是说,需要跳出问题的泥沼,从最基本的利益格局上来观察目前的事态吧?

谭雅玲:没错。美国此番谋划,直接应对的是欧元和人民币。

日前欧洲央行管理委员会委员诺沃特尼表示,美国雷曼公司的可能倒闭将会对欧洲经济造成进一步破坏,主要影响将不局限于银行系统。不幸的是欧洲经济已经有恶化倾向了,当前金融市场态势,会进一步加大这种可能。

从欧元启动至今,欧元挑战了美元,美元的主要针对方就是欧元。欧元的影响不衰退,美元就不会改变贬值策略,因为货币升值将严重伤害与打击经济竞争力。现在,欧洲已经受到伤害,而美国不是削弱,反而是强化了自己的势力。

联系到我国目前的金融状况,缺少信心和受制心理问题十分突出。仅从“两率”双降的时间巧合看,其战略和策略就受到质疑。而在大的战略上,我国的选择应该是自我需求和自我调节为主,而不能老是受外部驱动,作被动抉择。

现在,全球的金融机构、全球价格、全球经济,都在随美国次贷危机的进展不断进行调整。此时,怎样判断外部风险对于我们影响,主动应对,是十分重要的。

今日看板

如何应对国际金融大断裂格局

◎亚夫

用八级地震来描述这两天国际金融市场上的恐怖情景也许并不为过。

随着美国老牌投资银行雷曼兄弟公司申请破产保护,在短短6个月时间内,美国的5大顶级投资银行倒塌了3家,而保险业巨头美国国际集团也岌岌可危,正在博得美国政府的850亿美元紧急贷款救助。与此同时,国际大宗商品市场也急速下挫,国际油价应声跌破100美元,市场上可谓哀鸿遍野,状不内需。

用格林斯潘的话说,美国正陷入“百年一遇”的金融危机,这是他职业生涯中所见到的最严重的一次金融危机。而这场危机将会持续成为一股“腐蚀性”力量,诱发全球一系列经济动荡。那么,这场席卷全球的金融危机就像地震一样是没有先兆的吗?非也,除了去年爆发的次贷危机是导火索外,这两年国际大宗商品价格的异常波动,也早已预示了这场危机的到来。

三个月前,笔者写了一篇题为《全球通胀压力加大祸起经济结构断裂》的文章。当时的判断是,从实体经济到虚拟经济,全球范围内出现的全面价格紊乱,说明了由美国经济特别是美元持续贬值引发的经济问题,已经对世界经济造成了巨大冲击,并在多个市场、多个环节出现了令人不安的价格断裂。而这种价格断裂的背后,反映的是全球经济结构的断裂。

尤其是原本服务于实体经济的金融市场,现在早已异化成一股压抑经济的力量,使虚拟经济与实体经济之间,在利益分配格局上背高太,从而导致了全球经济结构的全方位失衡。当时的提示是,如果不作预警,是要吃大亏的。

不幸的是,这种金融市场的大断裂,其力度、速度、强度,远比预期的要快,要猛烈。这种世界级金融机构的坍塌,其破坏力远远不只是金融市场内部的问题,更将波及经济社会的方方面面。问题是,在“余震”不断,后果不明的今天,该如何应对这场国际金融危机?

正所谓祸福相倚。这场肇始于发达经济体的金融灾难虽然还在进行之中,其危害性还难以评估,但有一点是明显的,那就是通过这次硬冲撞,将会使狂热的国际金融市场回归冷静,使扭曲的供求关系回归真实,使断裂的价格体系得以重建。自然,它的代价将是发达经济难以避免要出现经济衰退,并由此造成需求减弱,波及发展中国家的经济增长,但同时也将使全球的大宗商品价格掉头向下,价格压力趋于缓解。

此时,对中国而言,虽然免不了也要受到外部影响、外部冲击,但是如果能够因势利导,化危机为转机,完全有可能从世界经济的运行弯道中,走出一条自己的路来。因为,尽管外部需求减弱,对出口不利,但中国的内需市场大,又值经济提升阶段,产业升级、消费升级、城市化进程还在继续进行中,这就为内需式发展提供了难得的时间之窗。

在目前的国际经济环境下,只要把对我有利的因素发挥出来,改善国内经济的微观环境,趁着世界经济的调整时机,把内部的事做好,中国经济完全有条件从世界经济的弯道中胜出。

遗憾的是,目前的A股市场,似乎没有意识到这一点,还是在在借势发挥,应和国际金融乱局,加大对居民金融财富的蒸发,加大对消费需求的抑制,加大对国民经济的伤害。其所作所为,实在费解。

特别报告

中国应以金融创新促进金融发展

◎秦月星

金融创新是金融发展的必然选择

1、金融创新是金融发展的动力。所谓金融创新,是指金融内部通过各种要素的重新组合和创造性变革所创造或引进的新事物,主要包括金融制度创新、金融组织创新以及金融业务创新。根据新增长理论,创新可以避免投资收益递减,是经济增长推动力。类似地,金融创新是金融发展的动力,是推动金融深化、实现金融现代化的必然选择。

金融创新可以分散或锁定金融风险以提高资金使用效率。信息技术的快速发展和运用为金融创新提供了技术支持。然而,金融领域收益与风险正相关,高收益的金融产品蕴涵着高风险。这又表明金融创新是一把双刃剑。

2、金融创新需要有效的金融监管。金融创新有可能会加剧“金融市场失灵”,因此需要有效的金融监管。金融创新可能会产生“马太效应”,出现“强者恒强”,导致垄断或者寡头垄断的存在并使得金融市场资源配置的低效率;金融创新的复杂性和专业性,使得金融信息很难对称;金融创新还会加剧市场行为主体的外部性,羊群效应”可能被扩大。为了克服金融市场失灵,应相应提高金融监管的效率,推动监管制度创新。金融监管是由政府公共部门提供的旨在提高公众金融信心的一种公共物品。金融监管可为市场参与者提供一个稳定的市场环境,有利于资金有序合理流动,从而最终促进资源更有效的配置。

金融创新和金融监管并不矛盾,监管的目的是为了维护金融市场稳定,有利于维持一个良好的创新氛围,最终为提高金融市场效率、实现资源有效配置服务。此外,与时俱进的金融监管政策与法规本身也属于金融制度创新的范畴。

金融创新是美国获得国家利益最大化的利器

在经济金融化不断深入的过程中,金融成为另一个重要的经济资源,参与到国际分工和全球资源配置中。历史上强国之争无不经历着国际金融危机控制权的争夺,其中金融创新发挥重要作用。上世纪40年代建立的布雷顿森林体系的构建,本身也是国际货币体系制度创新,是美国经济与英国经济实力较量的结果。该体系为美国打开别国市场提供了契机,更为美国替代英国实现金融霸主地位奠定基础。在布雷顿森林体系下,通过美元与黄金挂钩,美国最终得以将美元转变成世界主要储备货币。这为布雷顿森林体系瓦解后美元继续发挥主要储备货币作用奠定了坚实基础。如今美元无需与黄金挂钩,却继续发挥着关键储备货币作用。利用美元的霸权地位,美国得以构筑一个服务于美国利益的国

际货币体系。在其中,通过金融创新,设计金融领域新规则、构建国际金融市场基础设施、提供种类繁多的金融工具,美国不仅获得巨大的铸币税,而且掌握金融资产的定价权,甚至影响其他国家货币政策,最大限度地扩大美国国家利益。经济全球化和金融一体化,特别是日新月异的金融创新进一步强化了美元霸权地位,并巩固了美国在国际货币体系中的金融霸权地位,为美国利用金融手段获取更多利益提供便利。

金融创新不应成为次贷危机的替罪羊

1、金融监管滞后引发次贷危机爆发。2007年8月危机伊始,布什总统便召集有关部门成立“总统金融市场工作组”,分析造成金融市场动荡的潜在原因,查找金融市场、金融机构和金融监管政策的薄弱环节。今年3月13日,总统金融市场工作组提交的《关于金融市场发展的政策建议报告》指出,造成次贷危机的原因主要包括如下几个方面:一是次级抵押贷款证券化标准降低。二是各资产证券化参与者风险披露不足。三是信用评级出现问题。四是美欧大型金融机构风险管理薄弱。五是监管政策薄弱。由此可见,金融监管没有跟上以资产证券化为代表的金融创新步伐,从而引发次贷危机。

2、全球流动性过剩是次贷危机爆发的根源。进入本世纪以来,美元、欧元和日元作为主要储备货币,都出现了超量发行的现象。世界储备货币的大量发行,在乘数效应作用下增加了全球流动性,这事实上是一个货币加速全球化的过程,对全球流动性产生非常大的影响。与此同时,全球性低利率政策也使得流动性过剩。宽松的货币政策促进了各国经济的复苏与增长,也在很大程度上促进了各主要货币流动性的增长。

更为重要的是,由于信用软约束而积聚起来的全球流动性,大部分回流到美国,加之前些年世界经济处于最佳的发展状况,这使得金融中介机构、国际投资者甚至金融监管者对未来预期较为乐观,因而降低了风险溢

价,出现信用评级高估、投机过度。由此可见,全球流动性过剩是导致次贷危机的根源。

3、金融创新可有效分散危机所带来的损失。金融创新可有效分散危机所造成的损失。美国房地产泡沫之所以破灭,主要是由于流动性过剩导致房地产价格持续攀升,远远偏离了价值。价格回归价值是必然的,只不过美国自2004年6月的加息周期催生了价格回归。资产证券化使得危机所造成的损失得以分散,不仅由购房者 and 放贷公司所承担,而且以房贷为基础工具的金融衍生产品投资者也分担了其中部分损失,从而避免损失过度集中。事实上,次贷危机爆发在美国,其损失却由包括美国、欧洲、亚太地区在内的全球市场参与者共同分担。这有效缓解危机所造成的冲击,防止因损失过度集中而造成局部金融市场的崩溃。

中国金融发展相对滞后,不仅与中国经济大国不匹配,而且影响资源配置效率,并越来越成为经济可持续发展的瓶颈。为此,中国应以金融创新促进金融发展,提高金融效率,增强经济实力。

首先,应促进金融制度创新。要有规矩,不成方圆”,金融制度是指引金融发展方向的指南。金融制度创新应健全金融法制法规,强化金融中介机构功能,完善金融市场基础设施,为金融市场参与者营造一个公平、公正、公开金融环境,以从制度上保障金融政策的独立性、金融市场的稳定性以及金融监管的有效性。

其次,应促进金融组织创新。目前我国已建立了由中央银行、商业银行、政策性银行及非银行金融机构组合而成的多样化金融组织体系,但是金融组织发展不均衡,证券公司、保险公司、信托公司、投资公司等非银行金融机构发展相对落后,近年来外资金金融机构进入甚至享受超国民待遇,这造成现实中竞争不平等。为此,金融组织创新应致力于发展各类基金公司,培育长期投资理念,为金融市场稳定与繁荣提供微观基础。

此外,应促进金融业务创新。金融业务涉及金融产品、金融产品的供给者和需求者,因此业务创新必须以产品创新为核心,丰富市场深度和广度,为不同风险偏好的投资者提供合适的金融产品,这样可以增强市场弹性,减缓因金融产品同质性而导致的“羊群效应”。

首先,应促进金融制度创新。要有规矩,不成方圆”,金融制度是指引金融发展方向的指南。金融制度创新应健全金融法制法规,强化金融中介机构功能,完善金融市场基础设施,为金融市场参与者营造一个公平、公正、公开金融环境,以从制度上保障金融政策的独立性、金融市场的稳定性以及金融监管的有效性。

其次,应促进金融组织创新。目前我国已建立了由中央银行、商业银行、政策性银行及非银行金融机构组合而成的多样化金融组织体系,但是金融组织发展不均衡,证券公司、保险公司、信托公司、投资公司等非银行金融机构发展相对落后,近年来外资金金融机构进入甚至享受超国民待遇,这造成现实中竞争不平等。为此,金融组织创新应致力于发展各类基金公司,培育长期投资理念,为金融市场稳定与繁荣提供微观基础。

此外,应促进金融业务创新。金融业务涉及金融产品、金融产品的供给者和需求者,因此业务创新必须以产品创新为核心,丰富市场深度和广度,为不同风险偏好的投资者提供合适的金融产品,这样可以增强市场弹性,减缓因金融产品同质性而导致的“羊群效应”。

首先,应促进金融制度创新。要有规矩,不成方圆”,金融制度是指引金融发展方向的指南。金融制度创新应健全金融法制法规,强化金融中介机构功能,完善金融市场基础设施,为金融市场参与者营造一个公平、公正、公开金融环境,以从制度上保障金融政策的独立性、金融市场的稳定性以及金融监管的有效性。

其次,应促进金融组织创新。目前我国已建立了由中央银行、商业银行、政策性银行及非银行金融机构组合而成的多样化金融组织体系,但是金融组织发展不均衡,证券公司、保险公司、信托公司、投资公司等非银行金融机构发展相对落后,近年来外资金金融机构进入甚至享受超国民待遇,这造成现实中竞争不平等。为此,金融组织创新应致力于发展各类基金公司,培育长期投资理念,为金融市场稳定与繁荣提供微观基础。

此外,应促进金融业务创新。金融业务涉及金融产品、金融产品的供给者和需求者,因此业务创新必须以产品创新为核心,丰富市场深度和广度,为不同风险偏好的投资者提供合适的金融产品,这样可以增强市场弹性,减缓因金融产品同质性而导致的“羊群效应”。

首先,应促进金融制度创新。要有规矩,不成方圆”,金融制度是指引金融发展方向的指南。金融制度创新应健全金融法制法规,强化金融中介机构功能,完善金融市场基础设施,为金融市场参与者营造一个公平、公正、公开金融环境,以从制度上保障金融政策的独立性、金融市场的稳定性以及金融监管的有效性。

其次,应促进金融组织创新。目前我国已建立了由中央银行、商业银行、政策性银行及非银行金融机构组合而成的多样化金融组织体系,但是金融组织发展不均衡,证券公司、保险公司、信托公司、投资公司等非银行金融机构发展相对落后,近年来外资金金融机构进入甚至享受超国民待遇,这造成现实中竞争不平等。为此,金融组织创新应致力于发展各类基金公司,培育长期投资理念,为金融市场稳定与繁荣提供微观基础。

此外,应促进金融业务创新。金融业务涉及金融产品、金融产品的供给者和需求者,因此业务创新必须以产品创新为核心,丰富市场深度和广度,为不同风险偏好的投资者提供合适的金融产品,这样可以增强市场弹性,减缓因金融产品同质性而导致的“羊群效应”。

声音

资源价改三思而行

◎邓律文

8月份,居民消费价格指数即CPI同比上涨4.9%,涨幅连续4个月回落;与此同时,国际原油价格也在近期大幅回落。在这种情况下,一些专家和评论提出要充分利用物价和油价回落之机,适时推进被高通胀预期所延迟的包括油、电、气、水、热等在内的资源价格和公用事业改革。

资源价改当然确有必要。但任何改革举措的出台须要考虑约束条件,权衡成本和收益,否则,贸然推进改革会适得其反。

我认为,尽管8月物价和油价都有所回落,但目前还不宜匆忙推进资源价改。理由主要有三点:其一,通货膨胀压力仍然处于一个较高水平。年初国家确定的物价涨幅在4.8%,8月CPI虽然回落到4.9%,但仍高于这一水平,考虑到去年价格翘尾因素的影响,今年余下的几个月,物价有可能维持在5%左右甚至略低,然而,翘尾因素纯粹是一个为了统计方便而制造出来的统计工具,并不反映实际的物价变动情况,因此扣除翘尾因素,实际物价还是很低。

另一方面,更应看到,在CPI回落的同时,反映工业品出厂价格的PPI同比上涨10.1%,再创十余年新高,特别是原材料、燃料、动力购进价格上涨15.3%。PPI的上涨实际是由此前石油、电力等的提价推动的。虽然近期油价和大宗商品交易价格的回落会使得PPI趋于现有水平,但如果全面启动资源和公用事业价格改革的活,则可能会进一步推高PPI,而PPI终究还是要传递到CPI上来的,通胀压力的加大对民众生活造成的影响不说,它也会进一步加大国家宏观调控的压力,并对经济发展造成新的不确定性。

其二,在资源型国企自身的改革还没有取得实质性进展的情况下,贸然推行资源价改只会加强这些企业的垄断地位,从而使民众的福利受损。真实的市场价格一方面要破除行政管制,另一方面必须要充分的市场竞争。资源价改如果只放松前一方面,而对后一方面未有触动,那么这些本身处于垄断地位的资源企业就很可能倾向于强化其特殊利益,民众就得为其高价买单,这样,理顺资源产品价格关系,反映资源产品真实成本的目标也就难以实现。所以,在进行资源价改前,一定要先破除行业垄断,引入竞争机制,至少两者应同行进行。

其三,资源价改必须考虑到微观经济主体的承受能力。比起CPI来,对企业影响更大的是PPI,现在PPI处于历史高位,说明企业的生产经营比过去更为困难。事实上,今年以来,在从紧货币政策等多种因素的影响下,再加上股市的持续低迷,很多企业尤其是中小企业的日子不好过。发改委的统计显示,上半年我国规模以上的民营企业倒闭了5万多家,一些人对此不以为然,认为其在整个企业总数中所占比例不高。问题不在于倒闭5万家企业,而是这件事传递出了一个十分明确的信号,这就是经济的微观基础十分脆弱。

我们说,一个国家的经济活力和竞争力不体现在那些享受行政垄断的企业上,也不是体现在资源型企业上,而是体现在诸如制造、装备、高科技企业上。这些行业和企业一般都处于经济链的下游,它们一方面易受到上游能源和资源行业转嫁过来的危机,另一方面又因为本行业的竞争性而不可能把危机转嫁给消费者,因此,宏观经济的波动极易使它们受到伤害。现在,信贷政策的微调使得它们能够稍微松口气,如果此时调高电价和油价,这将会进一步提高这些本已处境困难企业的生产运营成本,可谓雪上加霜。

综上所述,目前推出资源价改应十分审慎。事实上,单纯提高资源产品的价格并不能理顺市场价格体系。在推进这一改革时,一定要考虑经济的稳定性,民众的承受力以及对企业的影响,还要完善市场化的监管体系。资源价改是个长期的过程,不能急于求成。