

Opinion

Observer | 上证观察家

对于中国这个转型经济体来说,如果放开更多管制,所能解放和催化出的生产力将更具可持续性,也能使经济增长更有效率。这会是一个比凯恩斯式的救市方略更好的选择。经济增长模式转变更多地要依靠财税调整和产业

宏观调控不应一步跨到经济紧缩期



傅勇

1997=2008? 眼下,这是个正在升温的问题。部分经济学家持有悲观的肯定意见。这意味着,当前的中国经济大有回归十年前之势。首先,都面临着外部金融危机的冲击。亚洲金融危机就发生在我们身边,但今天的次贷危机威力更大,并且,亚洲金融危机与我们擦肩而过,而次贷危机通过金融机构和金融市场的勾连,让我们切身感受到了阵痛。其次,受外部因素影响,出口都出现下滑,但相比之下,中国的外贸依存度在今天已大大提升了,所受影响当然更大。另外,在储蓄大举回流银行系统,房地产市场不景气和其他实体经济增长下降的背景下,商业银行业务有所回升,从而最终可能导致银行由抱怨信贷额度过剩转为惜贷。最后,经济高速增长形成的产能也有可能在经济放缓和出口下降中再次面临过剩压力,这也与1998年至2003年的通货紧缩期相似。

幅度的调整,增加软着陆的概率。为控制1993年至1995年期间的严重通胀,当年政策面采取了疾风骤雨式的调控,这些措施收到了立竿见影的成效。当前的通胀形势还不及上轮严重,从紧的调整也表现得相对温和。更重要的是,政策面也注意到了经济增长周期下行对抑制通胀的作用,这与上轮重拳调控通胀而后碰上亚洲金融危机是不同的,也就是说,此前的政策紧缩不会与海外危机重叠加成对实体经济放缓的双重影响。其二,金融危机后国际政策环境的重大区别。在亚洲金融危机中,新兴经济体是主要受灾国,货币政策放松相应主要发生在新兴的规模较小的经济体。而在次贷危机中,发达国家尤其是美国的货币政策大幅放松,这将支撑未来的货币环境。在这个大环境下,中国不大可能独自步入通货紧缩。亚洲金融危机发生后,面对救援请求,国际机构开出的药方是金融机构破产得越彻底越好,而在当前,发达国家则选择了自由市场理念的背书。他们或许有足够的理由,但这样做的结果是全球货币政策环境将迎来新一轮宽松期。

我还,也提升了生产要素的相对价格。在这些投入价格持续坚挺的背景下,很难相信我国会出现十年前的通货紧缩期。上述不同点决定了十年间中国宏观经济周期不会是一个简单的轮回。通货紧缩的标准定义是,整体物价出现持续明显的下降。考虑到上述情况,我们形成了这样的预期。当前政策面压力主要还是由货币政策承担,这种货币政策独舞的状况在这轮宏观调控中显得异常突出。当前货币政策出现重大调整,虽然有人认为这并不表示货币政策已经完全转向,但货币政策很难说一次性的,随着经济形势的变化,货币政策将再次面临调整的压力。问题是,按照一保一控的目标,货币政策的的确也不应转向。业内早已在呼唤积极财政政策的出台,但政策面还没有下定决心。其实,除非在经济形势极度恶化,财政政策很难承担重要的宏观调控责任。中国70%的财政支出由地方政府完成,这意味着自由市场理念的背书。大家可能会说,地方政府一直在支持经济增长的,但这很难说,在经济形势不好的条件下,地方政府有能力加大刺激经济增长的力度。地方政府的行为在很大程度上是顺周期的。其实,地方政府的财政结构也并不理想,他们更可能是经济周期的放大器,而不是稳定器。中央财政是可以发行国债刺激经济,但这不是常规手段,还需要观察。

我相信,对于中国这个转型经济体来说,如果放开更多管制,所能解放和催化出的生产力将更具可持续性,也能使经济增长更有效率。这会是一个比凯恩斯式的救市方略更好的选择。中国经济面临的真正问题在于,前期针对农村和城市的改革红利几乎已消耗殆尽,依赖资本深化推动经济增长的模式也难以持续。在这种背景下,经济效率的提升变得更具有决定意义。在1994年至1995年的通胀周期中,经济增长效率出现了明显下降,那时的货币供应在很大程度上被物价上涨而不是实际产出增加所吸收。当前也是如此,经济增长效率从上世纪九十年代中期开始的下降周期在1999年结束后,开始平稳增长,但整体仍处在一个较低的增长区间。这个增长率很难说能够支持大规模的货币政策放松。多年前,格林斯潘正是基于对美国新经济的乐观判断,认为新经济带动了经济效率的高速增长,从而认为宽松的货币政策有坚实的支撑。但实际上,这个判断过于乐观了,导致了货币供应的过快增长。货币政策放松作为总量调控,对提升经济效率的帮助不大。经济增长模式的转变更多地要依靠财税调整和产业

现在恐怕还不是最糟糕的时候

宋鸿兵

两年多前,我在《货币战争》那本书里已经谈到美国的债券可能会出问题。因为它的整个风险机制实际上是基于两个比较有问题的假设,美国房地产市场违约率从长期来看不会有大幅度上升,而在一个窄的区域内波动。另外,利率市场不会有剧烈波动。一旦经济遇到拐点而出现了大幅逆转,违约率、利率将突变,整个这套风险机制会产生严重后果。2005年和2006年的杠杆比率是33倍,后来到了60倍,美国房地产下跌25%,四万亿美元灰飞烟灭,“两房”是无法承受这样的形势的,破产早就注定。布什政府的7000亿救市计划,我认为实际是靠增加国债为代价,去购买在美国债券市场失去流动性的债券产品,包括“两房”的国债。在解救金融机构。只是到了危机的第二阶段,已不仅仅是金融机构的问题,本质在于美国资产价格。现在美国资产价格下滑非常猛烈,引起最大的问题是违约率大幅上升,而从美国政府救市的方法来看主要是来挽救金融机构,而对于陷入危机的购房者,没有给予相应足够的补偿。这好比是一个病人,真正的病因是违约率,导致大量化脓。一层一层往上裹绷带,是治标不治本。由于病根没有消失,再过几个月,还会使金融机构爆发更严重的问题。所以从长期看,如果不能真正解决按揭贷款违约率包括垃圾贷款违约率急速上升的问题,现在所做的一切很可能最后还是难以避免更大的冲击波。金融市场是有输必有赢,谁赢谁输一目了然。但在整个次贷危机中我不明白,日本、东南亚一些国家,欧洲、美国现在都在赔钱,到底谁赚了?我没有结论,在这里只是提出中国人必须弄清楚的问题,第一,谁赚了这些钱?第二,怎么赚的?第三这些钱在什么地方?如果弄不明白,说明我们还不知道今天的国际金融市场是怎么回事。这次危机是一场金融危机,从全球来看是全球经济结构的问题,这个危机已不是一年两年了,由于美元体系的资源错配,导致全球生产和消费之间严重失调。中国成了全世界最大的商品生产者和

世界工厂,主要消费者是美国,这两者间最大的问题是,美国在借别国的储蓄来实现自己GDP的发展。美国全国储蓄率从1980年的100%,逐年下降,到小布什刚上台变成3%点多,2005年出现负数,美国全国进入不储蓄状态。我们看美国GDP还不错,房地产价格涨得很好,还打了两场战争,就业率比较高,各种经济数字看起来非常棒。可这中间出了问题,既然不存钱,又要花钱,还花这么多钱,钱从哪来?通过金融创新,全球资本一体化,美国向其他国家借债,2007年有5万亿美元流到美国资本市场,这些钱到美国后,抬高包括房地产在内的资产价格,压低了美国长期贷款利率。再加上美国为老百姓提供各种各样金融创新,老百姓很容易把增值部分套现,拿出来花,这个过程就刺激GDP。从现在情况来看,华尔街靠靠投资银行,已经难以维持了,他们选择了变身,这也是自保。在出现资产价格大幅度下跌或者债务型危机时,他们这种以玩高低杠杠为特点的投资银行经营模式就烟消云散了。我在年初曾提出一个判断,次贷危机在今年6、7、8月会有一波高潮,因为按照我们的测算,这三个月将对美国按揭贷款的最大利率承受度,美国很多家庭会因为付不起贷款而出来麻烦。去年2月份到5月份称为次贷危机,从今年6月份以后是信用违约,于是,“两房”、雷曼兄弟、AIG都由于在金融衍生品中出了大问题而破产。在后半年还将会发生企业债的问题,而次贷会因此再次冲击金融体系,不知道哪家银行会面临更大危机。信用衍生品会成倍放大风险,所以这次美国金融危机对实体经济的影响,就高于2001年的衰退,这非常值得我们高度警惕的。我个人认为,现在还不是最坏的时候,到目前为止,美国银行倒了12家。随着CDS不断冲击,信用违约的问题越来越严重,按揭贷款扩散到信用卡,再扩散到车贷,再扩散到企业,信用违约问题还在继续恶化,会有更多金融机构撑不住、会破产。这个发展过程使这场危机进入第三阶段,有可能大量金融机构流动性被摧毁,导致美国长期贷款会出现问题。(本文根据中央电视台经济频道特别报道“直击华尔街风暴”节目访谈整理而成。)

从华尔街瓦砾堆上窥探金融新业态

郭田勇 陆洋

“如果一件事情有可能向坏的方向发展,就一定向坏的方向发展”,墨菲定律中这段话用来形容最近华尔街并不为过。透视此次大危机,它带给现代金融业发展的教训是深刻和沉重的。危机全面显现了金融创新的“双刃”作用。近几年来,金融创新蓬勃发展,在一段时间之内取得了巨大的发展。然而此次的华尔街危机显示了金融创新高风险的一面;首先,创新产品本身的复杂性很可能掩盖产品自身暗藏的巨大风险,导致风险的不断积累。经过复杂数学模型计算出来的产品,大概除了设计者本人外,绝大多数人都不知道其真实价值。金融机构因此可以根据自己的利益,给这些票据标价高,赚取高额手续费和利润。其次,金融创新产品有与其转嫁风险的功能,在转移自身非系统性风险的同时造成宏观系统性风险的积累。这在金融创新的机构自身承担的风险和收益不匹配的情况下非常严重。危机显示,单一经营模式比混业经营应对危机风险的能力更差。本次华尔街危机,受到严重损失的不仅仅是贝尔斯登、美林、雷曼的这类投资银行,还包括UBS和花旗集团等一些顶级金融机构则横跨了商业银行和投资银行两大领域的金融“巨无霸”,这说明随着“格拉斯—斯蒂格尔法案”的取消,美国混业经营的发展,金融机构业务趋同性或者相关性增强,使得金融风险在各类机构之间的传导更加容易。作为本次元凶的资产证券化产品,就是以商业银行传统的信贷资产作为基础资产的,通过证券化之后其影响范围已经远远超过了传统的商业银行领域。但是更重要的是,混业经营目前暴露出的风险也显示出其合理性。由于银行、证券、保险等业务具有不同的周期,综合化经营削平了收益的波动,有利于其保持稳定的经营业绩和持续经营。在此次危机中,那些损失最惨重的是独立的投资银行以及固守基础银行业务规模较小的银行,它们没有足够的规模和多样化的业务,来消化抵押贷款和公司债券违约不断增加所带来的损失。那些从事综合性业务金融巨无霸和业务较为单一的机构相比受到的冲击较小,更容易渡过难关。危机也彰显金融监管协调的重要性。监管体系也一定要能够跟上创新和混业经营趋势。以美国此次金融危机来看,监管当局并没有及时意识到衍生证券所蕴藏的巨大风险,也没有及时采取行动,导致危机扩大。次贷危机爆发后,美国的监管体系发生了重大调整正是这一趋势的顺应。然而,就像硬币的两面一样,危机往往成为契机。在华尔街的旧体系瓦解之上,新的金融格局正在形成。未来金

融业的发展格局或许可以简单概括为:更加安全的经营策略,新的混业经营格局,与之相适应的监管体系。从经营策略的变化看,一方面是金融创新更加稳健。金融创新并没有错,错的是使用金融创新的方法。此次金融危机的根源在于过度运用金融创新的手段,过度包装质量不好的基础资产,将原本不值钱或者有风险资产,通过近打包,分割出各种不同的产品,以远远高于实际价值的价格出售。因此,随着监管的加强和金融机构经营策略的调整,未来的金融创新将会更加注重基础资产质量,更注重风险控制。另一方面,全球各地都出现了传统银行业务重获重视的迹象。此前一直重点关注组建全球投资银行业务的德意志银行将分两步收购Deutsche Postbank在德国国内的850家分支机构,后者是德国邮政系统的零售银行部门。西班牙国家银行则以126亿英镑收购了陷入困境的英国抵押贷款商Alliance & Leicester。从未来金融机构经营模式来看,混业经营有加速的趋势,但内容却发生了很大变化。美国银行并购了美林证券,幸存的最后两大投资银行高盛和摩根士丹利提出转为银行控股公司的请求也得到了美联储的批准。可见,原来的混业经营发展趋势是商业银行进军投资银行等非传统业务,而当前的混业经营趋势则是以投资银行回归商业银行怀抱为特征的。从金融监管来看,传统的分业监管模式越来越不适应金融业的发展,未来大发展趋势是能够横跨证券、保险、银行所有行业的大监管体系。此外,对金融创新的监管会更加严格。对于处于转型阶段的中国银行业来说,在吸取经验教训的同时,不能因噎废食。首先,要继续加强金融创新,拓展中间业务。同时,一定要不断提高风险控制能力和防范能力,让创新与银行本身的风险控制和防范能力相匹配。其次,要继续推进混业经营,拓宽盈利渠道。发挥不同的业务之间的协同效应和互补效应,减少单一业务模式所受到的行业周期影响。当前主要国际金融机构都实行综合化经营,我国金融机构如果仍坚持分业经营,必定是自捆手脚,丧失活力。当然,在发展混业经营的过中,要特别注重风险在不同业务领域的传递,注重构建不同业务之间的风险“防火墙”。面对前景高难预期的海外金融市场,中资银行要选择恰当的时机理性退出。最后需要强调的是,监管体系也要逐步顺应未来发展的趋势,逐步建立起适合未来金融业创新和混业经营的监管体系。就目前来说,为减少监管盲区,“一行三会”之间的协调有待加强。(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)



漫画 刘道伟

自顾不暇

德国财政部长施泰因布吕克 22 日在与西方七国集团财政部长和中央银行行长电话磋商后表示,西方七国集团其他成员国拒绝参与美国金融救援计划。

Column 专栏

为真正改变一、二级市场的人为分割状况,重新根据全流通的要求进行新老划断,已成当务之急;对新股的高发行溢价应有一定限制;必须切断发行人、保荐人和承销商以及询价参与者和配股特权之间的利益链条;实行新股认购认配实名制;最终逐步培育和强化市场的自我调节功能和约束机制。

新股发行制度改革这块硬骨头早晚得啃



黄源

证监会调整证券发行上市保荐制度,交易所修订股票上市规则,也许是个信号。至少,政策的眼光已经盯住新股发行制度改革。这块硬骨头早晚得啃。新老划断之后发行上市的股票名义上已经全流通,但发行人和实际控制人及发行前12个月内增资扩股的新增股份持有人,他们所持有的股票均有36个月的新股锁定期,实际上成为形同股改大小非的新股大小非。据统计,新老划断之后,截至9月3日,沪深两市包括中小板共上市了260余只新股,其中40余只为大盘股,首发限售股总数高达7963.27亿股,到期解禁市值6.35万亿元,均较大比例超过股改大小非到期限售股总数4356亿股和解禁市值4.43万亿元。未来两年内,按不变市值计算,股改限售股解禁市值将达到17287亿元高峰,第二年即降至4080亿元,而首发限售股解禁市值则仍将分别继续保持在20988亿元和36369亿元。也就是说,后者最多将为前者的9倍之多。难怪有人说,新股增量大小非已成为比股改存量大小非还要危险的“堰塞湖”。新老划断并没有改变一、二级市场的行为分割状况。中石油40亿股A股发行额度中,除10亿股已先行划给机构网下配售外,网上发行的30亿股又进一步向机构倾斜,

机构证券账户每户可累计的申购额度是单个一证券账户的28倍。中石油发行引来了3.38万亿元的申购资金,但参与申购的户数却不到408万户。80万资金才能中一签的高门槛将90%以上的散户拒之门外。打新股的资金盛宴并没有中小股民分一杯羹的余地。由于新股筹码更多地集中于大资金手中,无缘打新股的散户投资者不得不在二级市场买入价格更高的新股,从而身不由己地被卷入新股暴炒的漩涡之中。新老划断以来,改革新股发行制度的呼声就一直没有停息过,管理层也曾多方听取市场的意见,并一再表示正在考虑进一步的改革,但却总是“只听楼梯响,不见人下来”,直到最近,方始有所作为。不过,无论是对询价制度、保荐制度还是上市流通期限的探讨和修订,目前显然都还是只是在外围打转,并未触及问题的核心,更没有改到制度的根本。诚如尚福林主席所说,发行制度的市场化改革的方向,是由现行的核准制向注册制过渡。但在这之前,并不意味着现行发行制度的改革可有可无,更不等于因噎废食,甚至连新股发行都可以一概不分青红皂白地停下来再谈。相反,市场对现行新股发行制度越不满,对IPO和再融资越恐惧,新股发行制度改革就越显得更为迫切,当前,只有进一步强化市场的约束机制,逐

步减少乃至消除行政力量对证券发行人选择和定价的干预,切实改变体现在新股发行制度中的“重融资轻改制、重投资轻回报、重一级市场轻二级市场”倾向,在“公开、公正、公平”的基础上逐步培育和强化市场的自我调节功能,才有可能谈得到真正意义上的市场化。首先,重新根据全流通的要求进行新老划断,应为当务之急。所谓全流通,虽然事实上即可流通,但流通比例过小显然不利于市场找到正确的价值定位。发行人和实际控制人股东及发行前12个月内增资扩股的新增股份持有人所持有的股份,在上市前均应一一公示其拟流通计划,包括进入流通的时间、方式。对于有重大影响控制的,为防止其减持套现对市场形成过大冲击,仍然需要对其保持必要的流通限制,但同时应对其他股东作出一定的让利补偿承诺。否则,今后原则上应不再予以此类股票发行上市。其二,用疏导的方法解决大小非问题。平心而论,大宗交易、二次发售、可交换债虽然并不容易收到立竿见影的效果,但是,总体思路没有错,附以完备权证等金融工具,应能较好疏导大小非打道回。其三,对新股的高发行溢价应有一定限制。凡是没有支付过全流通对价的,或者其在上市流通前按适当比例自动缩股,

缓解金融市场的恐慌情绪,并有利于美国经济早日走出泥潭。于是,经济增长预期并不如先前那般恶化,对原油的需求预期也相应改善。加之此前OPEC宣布每天减产52万桶的原油产量,油价上涨再次获得了供需平衡预期的支持。另一方面,市场出于对美国“救市”导致的巨额财政支出的担忧,预期美元在未来会因财政赤字规模的扩大而贬值。于是,美元指数应声回落,22日低点已跌破76.0一线。从本质上来讲,“救市”可能导致美国政府财政负担增加约1万亿美元,对于本来就不宽松的财政状况而言,无疑是巨大的压力。由此,市场预期美国政府会用铸币税来解决,即过多地向市场投放美元,从而对美元币值产生影响。市场对美元币值的担忧,也是出自对经济增长前景并不明朗的看法。如果美国经济借“救市”东风就此好转,再多的美元赤字又有何妨呢?对于美国“救市”的成效,市场看法莫衷一是。投资机构则抓住了市场矛盾的心态,极力做空美元并看多油价。出于对避险的需求,大批投资机构转战商品期货市场,大有卷土重来之势。油价再次攀升至每桶120美元高位,美元再次走软,对于世界经济而言均平添了不少变数。在市场看法形成一致之前,全球的通胀压力及经济复苏均面临较大压力。或许,备受煎熬的世界经济还将持续动荡。或者向其他股东支付一定的流通对价,或者由国家征收暴利税。其四,改革现行发行定价制度的关键,是切断发行人、保荐人和承销商以及询价参与者和配股特权之间的利益链条,防止价格定位为圈钱和寻租服务,发行份额向利益关联方倾斜,发行行为受到特殊利益集团过度自我保护的干扰。发行定价不仅要真实地反映出企业的素质,而且也要考虑到市场的承受力。在此基础上,缩小一二级市场的剪刀差,避免二级市场为一级市场埋单。为此,必须强化保荐人问责制,对于在上市后的规定时间内出现破发的,应严肃追究对此负有主要责任的保荐人责任,追回全部保荐收入,直至取消其保荐资格。其五,实行新股认购认配实名制,参照原来的市值配售或香港的千人千股等方法,让更多的中小投资者也有参与认购新股的机会,这不仅事关发行资源分配的利益公平,而且也是防止市场流动性被一级市场过度截流的釜底抽薪之法。此外,发审会的工作也应逐步从内容把关过渡到程序把关,把上市资格审核的权利交给市场。上市公司对自己的诚信,有关中介机构对自己的审核评估都应负一定限制。凡是没有支付过全流通对价的,或者其在上市流通前按适当比例自动缩股,