

Opinion

Observer | 上证观察家

谴责华尔街投资银行家贪婪、质疑美国经济发展模式有问题、认为美国人借贷消费过度都有道理,但还比较表面,至于指责中国人民币大量投资美国债券市场导致美国次级债券等在内的债券产品发展过度,简直离谱。危机真正根源在于美国监管机构失职,在于美国监管体制存在重大漏洞。

次贷危机真正根源究竟是什么?



吴建群

随着美国次贷危机引起的负面影响不断扩大,美国人一方面疲于应对危机,一方面恼羞成怒地责怪这场危机的“元凶”。先是谴责华尔街投资银行家的贪婪;接着有学者认为美国经济发展模式有问题,美国人借贷消费过度;近日更有个别西方学者想嫁祸于中国,认为人民币汇率定价有问题,积累了大量外汇储备,然后大量投资美国债券市场,导致了美国次级债券等在内的债券产品发展过度。

前面两个观点有点道理,但也只是表面现象;第三个观点错得离谱,不值一驳,因为主要是美国和欧洲的金融机构参与了次级债的发行与投资,中国购买的次级债占美国发行的次级债总额的比例很低。其实,次贷危机的真正根源在于美国政府监管机构失职,在于美国监管体制存在重大漏洞。

美国政府为金融机构高投资杠杆推动助澜
美国金融产品体系像个倒置金字塔,底层是基础资产,如住房贷款、信用卡贷款、工商企业贷款、消费贷款、教育贷款等等,在此基础上构造出金融衍生产品的大厦。伴随着近10年来的金融创新浪潮,以住房贷款等为基础资产,美国的金融衍生产品市场发展迅猛,产品设计越来越复杂,这些产品的真实价值和风险等方面信息的透明度也随之下降。

“9·11”事件后,为了刺激经济的发展,美国政府不断降低利率,2001年至2004年,利率降到了历史低点。为了争取更多的客户和资金,投资经理们不得不选择高风险的投资策略,大幅提高杠杆水平,或者收购高风险的资产,次贷及其相关衍生产品自然受到追捧。而美国政府寄希望于房地产市场的发展来拉动经济增长,暗示信贷机构放宽贷款条件,为次贷业务的发展以及实施次贷衍生产品等高杠杆投资创造了有利条件。

也正是在此背景下,美国证券公司平均的总财务杠杆(总资产/股东权益)超过20倍,而净财务杠杆((总资产-低风险资产)/有形股东权益)达到15倍左右。投行杠杆更高,以贝尔斯登为例,其总杠杆率、净杠杆率分别为30倍和16倍。高杠杆虽然提高了资本回报率,却也对风险的估算提出了更高的要求,一旦金融机构低估了风险,导致拨备额不足,就使单一业务的风险在20倍、甚至30倍的杠杆作用下,放大至整个集团,并且在全球化加速的背景下将这种风险迅速传染给世界各主要金融市场。

借贷消费并非危机原因
美国的个人消费近几年的年均增长率达到4%,去年美国消费占其GDP的比例达72%。客观上说,当今世界主要国家的工业技术、农业技术水平已相当高,物质生产能力已大大提高,不怎么费力即能满足物质消费需求。最终制约人类经济增长的不是生产能力不足,也不是投资不足,而是消费需求跟不上。我们当前不也正在努力扩大内需,以转变过度依赖出口和投资的经济增长模式吗?因此,美国老百姓借贷消费没有错,问题在于,由于政府管理和监管不力,美国抵押贷款利率的进入门槛非常低,向不具备偿还能力或资信能力差的居民大量发放住房按揭贷款,次级抵押贷款及相关衍生品业务发展严重失控,美国房地产市场泡沫迅速膨胀,为次贷危机埋下了祸根。

美国金融监管体制存在重大缺陷
次贷相关衍生产品包装过度以及金融机构财务杠杆过高是本次金融危机的重要特征,但是并不能因此而否定金融创新,金融创新仍然是当代金融和经济发展的重要动力,金融创新本身没有错,问题关键在于金融监管是否能同步跟上。在法律允许的范围内,追逐利润最大化是投资者和企业家的正当追求,若是美国金融监管到位了,高风险的次级贷款及其金融衍生品在市场上就不可能发展到今天这么大的规模,美国金融机构的杠杆也不会达到如此之高。因此,将次贷危机归咎于“华尔街投行家的无耻贪婪”是有失偏颇的,或者也可能是白宫在找“替罪羊”以推卸责任。

次贷危机的主要根源在于美国的金融监管体制存在重大缺陷,没有及时跟上金融形势和金融创新的发展,主要理由如下:

我国宏观经济正面临严峻考验
陈波
央行9月金融运行报告对于当前宏观经济形势的判断明显比较乐观,依据大致有以下几点,其一,国内金融机构整体经营比较稳健。从公布业绩预告情况的上市公司银行来看,前三季度业绩基本同上同比增长均在50%以上。且上半年银行大部分实现了不良率和不良余额的双降,次贷危机向国内金融机构蔓延的路径并不存在。其二,9月贸易顺差再创月度历史新高。其三,下半年以来贷款投放加速。据推算,全年可投放贷款较去年底央行核定的额度多增1万亿元。

然而,宏观经济的隐忧并未消除,反而极有可能在四季度集中爆发。首先,贸易顺差并非真实反映经济增长的强劲需求。1至9月,我国出口增速已显著低于进口67个百分点,对比近两月的外贸数据,不难发现,正是因为内需的快速回落才导致了贸易顺差的异常增长。

其二, M1环比下降预示企业资金链极为紧张。通常, M1的环比下降主要出现在春节长假及五一黄金周,因为企业要将闲置资金转存七天通知存款,然而,9月M1的环比下降,却不仅仅是上述原因。今年前9个月,居民存款增加3,255亿元,同比多增2,49亿元;非金融性公司存款增加2,18亿元,同比少增695亿元。不难看出,即便是在贷款投放加速的背景下,企业资金链依然十分紧张。

其三,《1999年金融服务现代化法案》标志着美国金融业进入混业经营时代。但是,美国到目前实际上仍然实行分业监管,金融监管机构多达七家,如果把带有某些职能的机构算进去,监管机构则更多。保险公司、商业银行、投资银行等分别属于不同的政府机构监管。次贷证券化过程中有众多的不同类型的机构参与,需要各监管机构高度协调配合。监管机构过于庞杂就会出现协调和配合问题,更容易出现监管漏洞。

其二,美国金融监管体制是在分业经营时代形成的,重点仍是机构监管。自实行混业经营以来,美国金融市场发展迅速,金融创新层出不穷,产品日趋复杂,资金高度流动,功能监管无疑应当成为金融监管的主体,可偏偏美国功能监管较弱,证券市场和期货市场虽然有证券交易委员会和商品期货交易委员会负责监管,但监管都比较薄弱。从整个金融体系的监管看,投资银行以外的金融机构在证券市场上的活动,几乎没有受到监管。机构监管具有只认机构性质不认业务的特点,功能监管是按照不同金融业务监管,不管某一项业务由什么机构开展,都采取同样的监管标准。

其三,场外(OTC)市场衍生产品发展过快,监管滞后。总体上看,场内市场交易的衍生产品基本都没有出现问题,相比之下,次贷相关衍生产品都没有在交易所上市,产品标准不统一,在发展太快而监管没跟上时就很容易出问题。

其四,金融衍生产品是一把双刃剑,正确利用其发现和套期保值的功能可以起到规避风险的效果;但如果投机过度,则金融衍生品又会带来灾难性后果。近年来,由于监管不力,次贷等相关衍生产品等明显存在投机过度现象。(作者单位:交通银行发展研究部)

国际货币基金组织总裁施特劳斯-卡恩涉嫌滥用权力并与一名前女下属有婚外情,目前事件正在调查中。已婚的纳吉女士曾担任IMF非洲高级经济师。据称她在今年8月离职时获得额外丰厚的福利待遇。施特劳斯-卡恩去年底主动接近纳吉,而他妻子是著名的电视记者。

我们这一代人对“三中全会”是有特殊感情的,面对“文革”后留下的烂摊子,小平同志提出“解放思想,实事求是,团结一致向前看”。随后党的十一届三中全会拨乱反正,解决了“文革”中遗留的问题,并启动了农村改革的新进程,确立了以家庭联产承包责任制为主体的农村新型生产关系,为今后农村生产力的飞速发展吹响了号角。可以说,没有十一届三中全会,就没有农村生产力的解放,就没有农民温饱问题的基本解决,就没有改革开放和今天国家的强盛。

而历史将证明,确定了农民的土地收益权的十七届三中全会是又一次在历史上留下深刻印记的“三中全会”,对于占我国人口总数超过百分之六十的农村人口来说,是具有重大历史意义的事件。几千年以来,他们面朝黄土背朝天辛苦劳作,把土地当作吃饭的依靠,取得微不足道的收入,所以就有了“土里刨食”这种说法。以前地方政府要征地,便会成立一级土地开发公司,采用“一套班子,两套牌子”的做法,给予农民以或多或少的补偿,从此便买断了他们的土地收益权。如果以后土地增值或者在该块土地上建立了项目有了盈利,则收益全部会被开发商和政府拿走,土地的原主人农民却没有任何从这些收益中“分一杯羹”的权利。我的岳父母就属于“失地

农民”,他们的土地已经在这届三中全会之前被地方政府收走。他们的经历告诉我:仅靠出卖土地上种植的农作物取得的微薄收入,仅能满足农民的温饱,无法从根本上改变农民几千年来农村落后、农民贫困的状况。所以说中国的农民苦,中国的农民累!而今,十七届三中全会的召开,确立了农民对土地收益权,抓住了我国农村土地制度矛盾的关键。在这个前提下,与以往地方政府对被征用土地的武断定价不同,今后可以以公开市场拍卖的方式,让市场来对土地的收益权定价,并且农民可以把土地将生产资料的名义入股在该土地上的在建项目,从而参与该项目的收益分红,以前只能出卖农作物或一次性把土地使用权转让给一级土地开发商,而从这届三中全会开始,农民却可以长久地享受土地今后带来的收益,真正由以前的“土里刨食”转变为“土里刨金”。可以预见,此举可以从根本上提高农民收入,使农民参与到房地产的利润分配中去,长久地享受土地收益所带来的好处,从而更加体现和谐社会的本质。

外论一瞥

《纽约时报》10月16日克鲁格专栏 担忧财政赤字为时尚早

现在可以很清楚地看到,拯救银行不过是个开始——其实对实体经济(nonfinancial economy)的拯救也迫在眉睫。对此,人们必须要先将偏见抛在一边。如今,对政府的支出(指拿出巨资救市)大发雷霆似乎正在成为时尚,但增加政府支出乃是“医生药方”的遵从。不过,在讨论问题之前,让我们稍微停留,先来看看目前的经济状况——美国工业品和零售价格都大幅下跌,失业率几乎攀升到大萧条时的水平。长期的经济衰退已初见端倪。

《基督教科学箴言报》10月17日文章
全球金融的新警察
如果说在市场崩溃中还有那么一点乐观情绪的话,那就是欧洲和美国已同意通过重新考虑金融体系的全球规则——从而使资本主义世界再一次安全。

《读卖新闻》10月17日社论
金融对策孤掌难鸣
市场发出了警告:在防止金融体系崩溃的“紧急手术”之后,有必要采取跟进“治疗”以阻止经济萧条的加剧。因次贷危机而深受影响的欧美各国以及萧条加剧明朗化的日本均急需制定挽救经济的新对策。

《金融时报》10月16日评论
银行回归基本功能
在流动性过剩的环境中,银行发明了太多的不知所谓的金融衍生品,而他们应承担的基本责任却被忘记。这就是确保资金的循环、借贷增长不可无限度、认识到流动资产不总是充足且易获得的,还有就是金融创新包含着不可忽视的风险。

《卫报》10月15日评论
资本主义终结?不,是泡沫破灭
那些围绕自由市场崩溃的说法简直是胡言乱语。现在所发生的经济危机应该归结于松散的管理和懦弱的管理者。银行并没有被国有,仅仅是吸纳了国家的钱,他们仍然奉行多元、他们仍然是富有竞争力的机构,保持独立的董事会。他们的员工不是国家的仆人,投资者仍然保有他们的红利。

如果政客不再夸夸其谈、胡乱指挥,英国和美国的房地产市场、金融系统将会回到轨道上。纳税人也会拿回他们的钱。在泡沫破灭后,政府放松对市场的调节将会使他们的功能更合适地发挥。

及早防范外围危机冲击

倪小林

热钱问题最近再一次浮出水面。不过,与几个月以前不同,人们此刻担心的不是热钱过多,而是撤回各自本土。据悉,国内金融监管机构已在密切注意热钱的动向,这对于国内经济稳定发展也是一种积极的防御性措施。

其实,美国金融风暴发生之后,资本回流一定会相继发生,最近世界不少国家出现资本短缺,很大程度也证明全球资本变化的确正在进行时。就我国目前的情况看,资本流出也已开始。据央行近期公布的数据,截至9月,中国拥有19万亿美元的外汇储备,但是市场人士注意到这一数据从年初到现在是逐季递减的,尤其当月实际利用外资金额为66亿美元,简单计算,两者之和超出外汇储备增加额达到了145亿美元。

同样的土地,以前只能收割作物,政策一变,现在却能收割金子。对比英美法系确立财产权和欧洲大陆的高福利的体制,农民的土地收益权这项土地政策具有非凡的历史意义。

Column 专栏

伟哉,农民由“土里刨食”而“土里刨金”



周洛华

我们这一代人对“三中全会”是有特殊感情的,面对“文革”后留下的烂摊子,小平同志提出“解放思想,实事求是,团结一致向前看”。随后党的十一届三中全会拨乱反正,解决了“文革”中遗留的问题,并启动了农村改革的新进程,确立了以家庭联产承包责任制为主体的农村新型生产关系,为今后农村生产力的飞速发展吹响了号角。可以说,没有十一届三中全会,就没有农村生产力的解放,就没有农民温饱问题的基本解决,就没有改革开放和今天国家的强盛。

而历史将证明,确定了农民的土地收益权的十七届三中全会是又一次在历史上留下深刻印记的“三中全会”,对于占我国人口总数超过百分之六十的农村人口来说,是具有重大历史意义的事件。几千年以来,他们面朝黄土背朝天辛苦劳作,把土地当作吃饭的依靠,取得微不足道的收入,所以就有了“土里刨食”这种说法。以前地方政府要征地,便会成立一级土地开发公司,采用“一套班子,两套牌子”的做法,给予农民以或多或少的补偿,从此便买断了他们的土地收益权。如果以后土地增值或者在该块土地上建立了项目有了盈利,则收益全部会被开发商和政府拿走,土地的原主人农民却没有任何从这些收益中“分一杯羹”的权利。我的岳父母就属于“失地

农民”,他们的土地已经在这届三中全会之前被地方政府收走。他们的经历告诉我:仅靠出卖土地上种植的农作物取得的微薄收入,仅能满足农民的温饱,无法从根本上改变农民几千年来农村落后、农民贫困的状况。所以说中国的农民苦,中国的农民累!而今,十七届三中全会的召开,确立了农民对土地收益权,抓住了我国农村土地制度矛盾的关键。在这个前提下,与以往地方政府对被征用土地的武断定价不同,今后可以以公开市场拍卖的方式,让市场来对土地的收益权定价,并且农民可以把土地将生产资料的名义入股在该土地上的在建项目,从而参与该项目的收益分红,以前只能出卖农作物或一次性把土地使用权转让给一级土地开发商,而从这届三中全会开始,农民却可以长久地享受土地今后带来的收益,真正由以前的“土里刨食”转变为“土里刨金”。可以预见,此举可以从根本上提高农民收入,使农民参与到房地产的利润分配中去,长久地享受土地收益所带来的好处,从而更加体现和谐社会的本质。

对比英美法系确立财产权和欧洲大陆的高福利的体制,该项土地政策具有非凡的历史意义;我国把自身客观情况与各国经验相结合,既明确尊重农民的财产权,又兼顾到了社会福利,是中国在探索人类文明制度和建设社会主义的道路上的又一次伟大探索。展望未来,我对农村的发展前景充满信心。新制度的颁布,确保了农民对土地的经营收益权,可以提高农民种田的积极性,对维护国家粮食安全具有深远影响。此举最重大的意义在于可以从土地入手,从根本上解决农村长期贫困、农民收入增长缓慢的现状。农民收入快速增加,农民消费也会相应增长,可以预见一个广阔的农村大市场将会被开发出来,可以在很大程度上扩大我国内需,缓解我国经济对外的依存度,刺激我国经济快速增长,对于建设社会主义和谐社会具有重大意义。