

防止金融危机向实体经济全面蔓延

由美国次贷危机引发的金融危机,是由金融工具过度创新所引发的一场信用膨胀危机。这场金融危机具有三大主要特征:一是危机的释放更趋于全球化和金融化;二是危机向实体经济的蔓延并不迅速;三是各国政府联手应对金融危机,这对防止金融危机向实体经济蔓延的影响与作用十分重要。尽管如此,但我们仍更要高度重视和防止金融危机向实体经济的全面蔓延。

◎潘彦彦

由美国次贷危机所引发的这场金融危机是否会向实体经济全面蔓延?从目前来看,实体经济似乎还没有受到感染而发生严重的问题。但是,我们仍要高度重视危机的严重性,即防止金融危机向实体经济的全面蔓延。

虽然本次金融危机也是由信用过度膨胀造成的,但却不能简单地认为就是一次货币信用危机,或者说与过去金融危机类似的以银行货币信用为主的金融危机。

事实上,本次全球流动性膨胀主要是由庞大的金融工具创新所导致的信用过度膨胀,而不是由银行货币信用过度膨胀所造成的。因此,本次危机的产生、释放及对实体经济影响的蔓延,各国的防范措施都会表现出不同的特征。

这主要体现在以下三个方面。

首先,危机的释放更趋于全球化和金融化。一方面,美国的次贷危机是全球性的。因为,虽然人们认为次贷危机是美元资产信用危机的一种,但次级贷款并不能代表全部美国金融资产,更不是全部美元资产。美元资产膨胀仅仅是世界性金融膨胀的一方面。欧元及欧元的资产膨胀速度同样惊人。事实上,欧元作为美元国际储备货币的一个竞争对手1999年面世后,其膨胀速度和规模迅速超过了美元。目前IMF统计的货币当局外汇储备总额中,美元外汇储备占比已经从1999年的71%下降到2007年底的63.9%,而欧元占比从1999年底的17.9%上升到2007年底的26.5%。欧元在国际间扩张的速度超过了美元。因此,这次信用过度膨胀是全球性的。

另一方面,从目前来看,这次危机的能量释放更多是在金融领域中蔓延。由于全球的信用膨胀主要是由于过度金融创新导致的连续不断的金融虚拟化,金融投机活动导致大量资金在债市、股市、汇市、期货市场、金融衍生品市场等之间循环流动、自我膨胀,并成为“有机整体”。而一旦这个“有机整体”出现问题,如短期内流动性扩张停止,那么金融危机就不期而至。危机必然在金融领域蔓延、释放,首先摧毁的就是这个“有机整体”,而不是我们在以往金融危机中看到的首先是摧毁银行信用。这就是为什么我们发现这次美国政府在所谓的救市中的一个“奇怪现象”:让雷曼兄弟、美林公司等世界上最了不起的金融创新者“自行解决”,正所谓“解铃还需系铃人”。

其次,危机向实体经济的蔓延并不迅速。如果与以往的危机相比,美国实体经济本身并没有过度发展。在1923~1929年,美国的工业经济却只增长了18%。年均增长率2.79%,道琼斯指数却上涨了2倍。而2001~2007年,在实体经济增长率基本相同的情况下(年均增长率2%左右),在所谓的全球信用过度膨胀下的道琼斯指数仅仅上涨了40%,而1999~2000年的网络泡沫时道琼斯指数也上涨了40%。另一个原因是美国作为直接融资为主的国家,对银行贷款依赖程度较低,企业本身的流动性比较好。甚至,不仅不会因为华尔街的金融

风暴导致资金问题影响再生产,而且作为上市公司还对本身的股价有维护职责,不久前微软宣布投入400亿美元、惠普宣布投入80亿美元回购本公司股票就可说明这一点。

再次,更加重要的是,各国政府对金融危机作用已经十分重要和巨大,对防止金融危机向实体经济蔓延的作用也举足轻重。1929年到1933年的经济大危机的重要“成果”就是,人们终于发现,市场经济不是万能的。市场经济机制也难以完美运行。以应对经济危机为主要目标的宏观经济理论的诞生,使得上世纪70年代以来再也没有发生过“大危机”那样的“大危机”。

这次金融危机的处理过程值得“看点”很多。其一,为什么不救投资银行?世界五大投资银行被“三下五除二”,十分可惜。但是,如上所述,这次金融危机是由于过度的金融创新导致的连续不断的金融虚拟化、金融投机活动、自我膨胀。始作俑者是谁?不言而喻。

其二,要消除危机当然要靠挤泡沫,但是绝对不能“挤得太干”。从理论上说,当代全球的流动性膨胀是在货币虚拟化的同时又失去了有效控制货币供应量机制的结果。这样,就必须靠各国的货币当局来控制货币供应量。但是,也不能过度。这次银行业的“运气”为什么不一样?就是为防止信用紧缩对银行流动性的影响,也是为了防止金融危机

向实体经济蔓延,美国政府动用7000亿美元的救市方案很大程度上是为了缓解以美国银行业为主的金融体系流动性。特别是作为高能货币,这可能会以3到5倍的放大效应在美国金融市场发生作用。这次就与1929年危机的处理方式也有很大区别,当时美国政府没有采取有效手段来新增金融机构或者金融资本来防止15000家银行倒闭。因此,这次危机不太可能出现类似大面额的银行倒闭。

其三,各国政府的应对和防范措施也很不同。众所周知,由于美国即将总统大选,因此,美国政府和国会在对付金融危机的“措施”上各有小算盘。但是,在各国联手救市问题上,美国政府和国会利益是一致的。而这次金融危机体现的全球性也恰恰需要各国(尤其是七国集团)的联手。近日7国财长和央行官员10日在白宫举行金融海啸来袭以来首个峰会,7国财长宣布了一项五点计划,共同对付全球金融危机。虽然没有具体的步骤,但一致行动,对金融危机和由此引发对实体经济的威胁。显然,这是史无前例的,也是世界经济最终渡过难关的重要保障。

当然,这次金融危机没有向实体经济全面蔓延并不表明危险已经过去,一切的努力都是必要和必需的。

(作者系上海社会科学院金融研究中心副主任、研究员)

■今日看板

中国模式优越性成为投资安全保证

◎张望 贾婧

目前美国金融危机和经济出现的衰退迹象,给西方崇尚自由主义市场的发展模式以很大震动。西方研究评价中国的观念开始出现变化,在批评中国经济发展和管理模式的同时,开始反思自身经济管理和发展模式,并注重总结中国的成功经验。

有国外研究指出,在一个人口比美国、日本、俄罗斯及整个欧洲之和还要多的国家,进行了一场翻天覆地的工业革命、技术革命和社会革命,却没有走西方殖民主义和帝国主义侵略和扩张的老路,在自己内部消化所有伴随现代化而来的各种错综复杂的问题,整个社会保持了基本稳定,并使中国成为带动世界经济增长的重要力量,这是世界经济发展中的奇迹。

虽然中国发展模式并不十全十美,中国模式有不少缺点,甚至还衍生出不少棘手的问题。但与西方主导的发展模式相比,中国模式确实也有一些独到之处和优势:

第一,在处理稳定、改革和发展三者关系方面,中国找到了平衡点:在坚持稳定的前提下,大力推动改革开放和经济发展。

第二,中国现代化进程的指导方针非常务实,即集中精力满足人民最迫切的需求,如消除贫困,并在各个领域取得了显著的成绩。近20多年来,世界上70%的脱贫是在中国实现的。就此一点,中国的经验就具有深远的国际意义。

第三,不断地试验、不断地总结和汲取自己和别人的经验教训、不断地进行大胆而又谨慎的制度创新,这使中国避免了很多发展中国家和转型经济国家盲目采用西方模式而带来的困境,也使中国成功地抵御了1997年的亚洲金融危机。实际上,仅抵御金融危机这一项,中国模式就值得充分肯定。

第四,拒绝“休克疗法”,推行渐进改革。这种做法比较接近英国历史上的经验主义传统,英国人相信一个民族约定俗成的文化习俗和文化判断的相对稳定性,提倡“有保留的改革”,并坚持如果一个国家的政治体制要有生命力,就应该主要从自己的传统中逐渐衍生出来,而不是通过追求某种纯而又纯的理想模式而来。

第五,经济发展确立了比较正确的优先顺序。中国改革开放大致展现了一个清晰的格局:改革的顺序是先易后难;先农村改革,后城市改革;先沿海后内地;先经济改革为主,后政治改革。这种做法的好处是,第一阶段的改革为第二阶段的改革创造了条件。改革不求一步到位,但求持续渐进、轻重缓急,最后通过逐步积累而完成。实践证明这是一条务实有效的成功之路,这些做法背后的思想,特别是“实事求是”、“以人为本”、“循序渐进”、“和而不同”、政府的作用等,则有相当的普遍意义。沿着这样的思路,中国应该能够沉着地应对,并最终有效地处理和解决自己所面临的各种严峻挑战。

反观美国,美国金融危机从表面上看是由住房按揭贷款衍生品中存在的问题引起的,但深层次原因则是美国金融秩序与金融发展失衡、经济基本面所出现的问题。

同时,也要反思过于依赖市场纪律的经济管理和市场理念。长期以来,西方主流的自由市场价值观在全球推行盎格鲁-撒克逊模式,这个模式的特点就是信奉最少的政府干预、最大程度的竞争、自由的贸易和资本合作。但是,次贷危机的发生,让危机发生国的监管当局对金融体系存在的问题感到吃惊,市场并没有解决所有问题,过分强调、相信市场的自由调节作用,是次贷危机发生的原因之一,这个原因就是金融监管的缺陷,这是一个重要的思想根源。

所以,直面这次危机,危机发生国的监管当局对政府监管和市场纪律之间的关系有了更加客观和科学的认识,要处理好政府监管、金融监管和市场纪律之间的关系。近代历史国际金融危机表明,危机一旦爆发,其破坏性传播性都十分巨大,拯救危机不仅需要财力,也需要时间。比较而言,中国的投资安全性在未来一定时期会更加突出。

(作者单位:上海银监局、中国人民银行上海总部金融服务一部)

■特别报告

深化体制改革才能推进股市健康发展

◎王国刚

2006年以后,在股权分置改革和经济又好又快发展的背景下,中国股市一改2001年以来的下落走势,拉起了一轮快速上行的行情。在短短1年多时间内,上证指数从1100左右上扬到2007年10月16日的6124点,股指涨幅位居全球榜首。2007年,股市融资额位居全球首位,日均成交量高达1900多亿元(最高时超过了4000亿元),股票市值首次超过了GDP。但从2007年10月16日(尤其是11月份)以后,中国A股市场猛然掉头下行,行情大幅波动,到2008年9月底最低时上证指数跌到了1800点左右,日成交量缩小到400亿元以下。与6124点相比,上证指数跌幅达到70%,股票市值缩水60%以上。

在此背景下,本轮股市下落的成因何在,政策面该如何选择等问题再次成为各界关注的一个热点。有鉴于此,笔者认为,需要对其中的一些现象予以深入分析。

供求失衡是导致此轮A股市场下落的主要成因

选择应对之策,首先需要弄清相关事件发生的成因。同理,探讨此轮A股市场下行的主要成因,也是分析的起点。

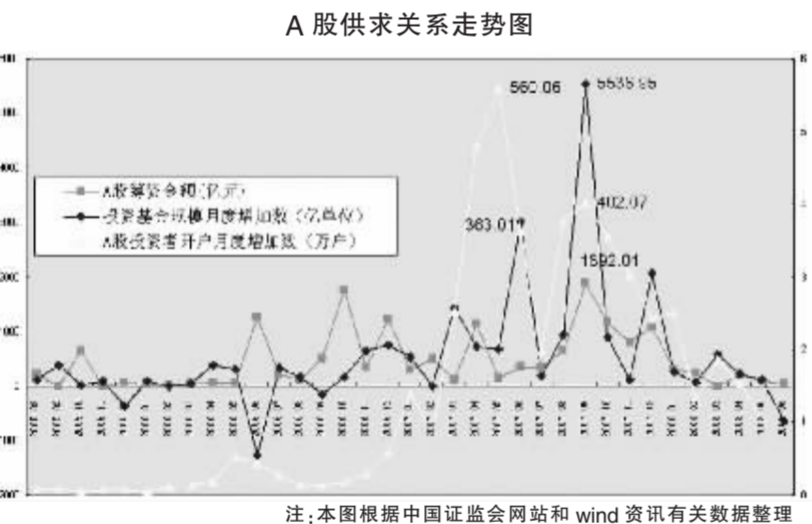
自2007年10月中旬以后的股市大幅下行,主要是由股市的供给结构失衡引致的。股市的供给主要由入市交易的股票数量和资金数量所构成。

从供求关系上说,入市股票数量构成股市中交易对象的增加,入市资金数量构成股市中的购股需求。在入市股票数量与资金数量相对平衡的条件下,股市走势相对平稳;在入市资金明显大于股票数量的条件下,股价呈快速上行态势,反之,在入市股票数量明显大于资金数量的条件下,股市必然呈下落走势。

2006年以后,股市在股票供给数量大幅增加的情况下快速上行,主要得益于入市资金的大幅增加。就个人投资者而言,这些资金主要通过三个渠道进入A股市场,即证券投资基金、证券营业部开户和委托理财。从2006年下半年开始,证券投资基金和投资者开户数就快速增长。虽然A股融资额在2007年4月、9月和10月先后达到1132.78亿元、1892.01亿元和1167.56亿元,但是,证券投资基金规模月度增加数在3月、6月和9月分别达到1428.30亿单位、3006.08亿单位和5536.95亿单位,A股投资者开户月度增加数在4月、5月和9月分别达到478.73万户、560.06万户和402.07万户,由此,股市的资金供给数量,不仅满足了股市扩容中新入市股票的交易需求,而且有效支持了已有流通股的价格上行。

与此不同的是,在2007年11月以后,股票供给继续大幅增加。其中,2007年11月~2008年2月的4个月, A股融资额分别达到785.73亿元、1087.95亿元、311.66亿元和234.48亿

元,但入市资金未能以相应程度增加。具体来看,自2007年10月以后,证券投资基金的发行数量大幅减少。2007年11月以后的几个月内,证券投资基金的月度增加额快速减少,到2008年2月份仅为71亿单位。其中,2007年12月份A股证券投资基金的发行几乎停止(虽然在数据上,该月证券投资基金增加了2051亿单位,但这主要是QDII),2008年1~2月虽然发行了几只新基金,但数额总计不超过325亿单位。到2008年6月,证券投资基金规模出现了-632.51亿单位的净减少。另一方面,A股投资者开户月度增加数也大幅减少,2007年12月份降低到不足250万户,2008年2月以后降低到不足200万户,2008年5月降低到105万户。由此,引致了资金供给数量明显不能满足新增入市股票的交易需求,从而形成了股市中资金供给与股票供给之间的严重失衡。



注:本图根据中国证监会网站和wind资讯有关数据整理

元,但入市资金未能以相应程度增加。

所谓以加法做减法是指,如果感到釜中水过热了,就通过加水降温。这在股市中表现为,加大新股发行力度,让投资者在选择新股的投资机会中,逐步降低投资风险。

在此背景下,基金的投资减少自然引致其他机构投资者减少,并由此进一步引致个人投资者的减仓和入市资金减少。这意味着,股市已严重缺“薪柴”,因而,难以加温了。“釜底抽薪”的举措,再次反映出了中国股市的根本问题是体制问题。

股市供求关系失衡,与一些人极力主张的“釜底抽薪”不无关系。在股市高

位运行中,降低股市投资风险本来至少有两个方法可选择:以加法做减法和釜底抽薪。

所谓以加法做减法是指,如果感到釜中水过热了,就通过加水降温。这在股市中表现为,加大新股发行力度,让投资者在选择新股的投资机会中,逐步降低投资风险。

实行釜底抽薪的方法需要有两个基本条件,一是比较清楚水温需要降低到多少为合适,二是一旦发现水温太低,有着足够的“薪柴”能够满足加温的需要。但这两个条件,从股市运行来看都难以操控。在窗口指导之下,先是证券投资基金投资于股市的资金数额大幅减少(包括基本停止发行A股基金),由此,引致2007年11月以后的股市下行;2008年2月初,鉴于股市已跌破5000点,有关部门批准了2只基金发行,股市虽有所反映,但此后再发行基金,投资者的认同程度和认购热情就大大降低。

在此背景下,基金的投资减少自然引致其他机构投资者减少,并由此进一步引致个人投资者的减仓和入市资金减少。这意味着,股市已严重缺“薪柴”,因而,难以加温了。“釜底抽薪”的举措,再次反映出了中国股市的根本问题是体制问题。

“治市”重心:深化A股市场的体制改革

当今的中国股市,“救市”只能治标。政府部门不具有调控股市的功能,也就没有“救市”和“抑市”的根据。在股市运行中,政府部门的职能是“监管”。为此,根本问题在于“治市”。“治市”的基本目标是,充分发挥市场机制在股市运行和发展中的基础性作用,推进股市稳定健康地发展。

“治市”,首先要深化股市体制的改革。一些人曾认为,股权分置是中国股市的根本问题,只要这一问题解决了,中国股市就迈入了良性循环轨道。但事实上,中国股市的根本问题是体制问题(起步于1978年的中国经济改革,就是经济体制改革),股权分置只是体制问题的表现之一;如果体制问题不解决,中国股市即便规模再扩大,也不能进入成熟发展阶段。鉴此,治市要以深化体制改革为基本点,或者说,治市的过程同时就应是深化体制改革的过程。在此期间应着力解决好三个问题:

第一,逐步改变以监管为名行管制之实的状况。就行政体制而言,“行政监管”与“行政管理”的主要区别至少有以下几点值得关注。

一是理念不同。监管建立在“无罪推定”的理念基础上,因此,股市中各个参与者的行为无需经过行政监管部门的审批,而管制则建立在“有罪推定”的理念基础上。因此,各个经济主体要进入股市活动,首先需要由主管部门对其进行资格审核批准,其行政机理在于,只有经过行政审核批准才能筛选出合法的(或放心的)“好人”。

二是目的不同。监管以维护股市的正常运行秩序为基本目的,因此,强调充分发挥市场机制的自调节、自防范、自运行功能;管制则以股市运行符合行政部门的要求为目的,因此,强调充分发挥行政机制在股市中的“主导”作用。

三是对象不同。监管以各个经济主体在股市中的市场行为为是否合法合规为对象,因此,是一种市场监管(或行为监管);管制则主要以进入股市活动的机构(包括金融机构和非金融机构)是否按照行政部门的要求展开活动为对象,因此,是一种机构管制。

四是重心不同。监管主要是一个执法过程,以打击违法违规现象、维护市场秩序为重心;管制则主要是一个实施行政强制的过程,以“导向”或控制市场走势、维护行政权威为重心。

五是责任不同。监管不要求监管部门对股市中的违法违规现象、市场走势、价格波动等负行政责任,但如果违法违规现象的发生是由监管部门失查或行政不作为等引致的,监管部门就需承担对应的行政责任;管制则要求行政部门对所辖范围内的机构负责,对股市走势、价格变动负责,对违法违规现象负责,这导致行政部门需要将各种细节事务都揽于一身,常常处于被动“救火”的境地。

六是方式不同。监管强调在“监督”基础上的管理,因此,监管部门对股市运行中的各种现象主要实行依法监督,一般不直接介入业务活动;管制则强调在“行政管理”基础上的规制,因此,行政部门对股市运行中的各种现象主要实行行政管理,直接介入了众多业务活动。监管和“管制”都是行政部门的活动,但这两个方面的差别则反映出二者在体制上的差别,同时,也是深化股市体制改革中需要解决的主要问题。

第二,着力发展公司债券市场。在证券市场的三大原生证券(公司债券、

政府债券和股票)中,公司债券占据着主体地位。但在中国,受多方面因素影响,公司债券市场迄今未能得到有效发展。这不仅严重制约了证券市场的正常发展,也严重制约了股票市场的稳步健康发展。

从后一方面看,有三个机制是至关重要的:其一,从风险-收益关系上讲,公司债券的收益水平处于国债和股票之间,是形成和制约股票价格的重要市场机制。在公司债券严重缺乏且国债数量有限的条件下,投资者的运作资金几乎只能在存款与股票之间做出选择,由此,引致投资者在集中介入股票交易以争取高收益(对应的是高风险)和储蓄存款以保障资金安全(对应的是低收益)之间做出选择。

由于投资者几乎只能在存款和投资股票之间做出选择,所以,资金在这两种金融产品之间的大量转移就成为一种经常性现象。每当股市高涨,资金就快速涌入股市,将股价不断抬高;一旦股市连续下落,资金就快速离开股市,加速股市走低。这是造成中国股市屡屡大起大落的资金面成因。

其二,股市投资需要有长期性资金,在公司债券不发展的条件下,投资者缺乏展开长期投资的意识和操作技能,因此,快进快出成为股市投资中一种常见操作手法,这不利于股市持续稳定的健康发展。

其三,证券投资强调资产组合,公司债券是这种组合中重要品种。在缺乏公司债券的条件下,投资组合只能在高风险的股票和无风险的国债之间进行,结果常常引致这种情况:一旦股市下行,机构投资者投资组合中的资产价值严重损失,市场声誉也随之大为下落。在当前条件下,加快公司债券市场发展有利于缓解由上市公司的发股再融资给股市稳定造成的压力,即通过发行公司债券,既满足了上市公司对资金的需求,又因此增加股市的扩容,同时,6%~10%之间的债券利率对投资者也有着很大的吸引力,有利于改变证券市场产品结构不完善的状况。

第三,加快多层次股票市场体系的建设。股票交易市场的核心功能是交易,它实际上是为了解决投资人股于企业后资本退出的困难而形成的。在国民经济运行中,股票交易市场的主要功能不在于支持多少股份公司IPO发股融资,而在于有效解决股权直接投资在资本退出方面的后顾之忧。面对中国境内几百万家的企业,靠每年100多家公司的IPO很难走出持续补充资本的困境。

建立多层次股票市场体系,应当形成有利于鼓励投资者向企业进行股权投资直接投资的股票市场机制,为此,需要建立以证券公司网络系统为平台以经纪人为中心以存量股份入市交易为特征的新型股票市场,以激励投资者将投资重心转向股权投资,这也是避免投资者将资金单纯集中于股票交易市场炒作的一个重要机制。

(作者系中国社会科学院金融研究所副所长、经济学博士、研究员、博士生导师)