



张锐

【锐言锐语】

对于美联储来说,无论是亏损还是盈利,其实都是其与财政部之间联袂上演的双簧戏。美联储后来的亏损部分,实际早就以国债变现的方式进入了财政部的口袋之中,至于躺在美联储盈亏财务本上的最大赢家,显然就是美国政府。

美联储日前再次启动了大幅加息75个基点的步伐,只是,不同于通过加息以抑制通胀的政策目标的实现需要足够长的时间去等待,美联储货币紧缩给自己制造的财务亏损结果已然经筚路蓝缕。公开数据显示,今年上半年美联储账面亏损达到10504亿美元,并有海外媒体近日指出,到2023财年(2022年10月至2023年9月)结束,美联储将首次发生自1915年以来的年度巨额亏损。

联邦基准利率等常规价格型工具以及量化宽松(QE)等非价格数量型工具,既是美联储调节市场流动性的重要手段,也是其提供信贷服务并藉此赚取一定财务收入的基本依赖,比如2021年美联储通过正回购协议、贴现窗口贷款等信贷工具就从商业银行手中赚到了近4亿美元贷款利息收入,而且经营这种生意对于美联储来说没有任何成本,只是此类收入并不是美联储财务进账的大头,真正对美联储财务收成做出最大贡献的还是美联储在公开市场上的证券买卖。

追踪发现,无论是金融危机期间还是新冠疫情暴发之后,美联储都通过QE操作也就是所谓“扩表”买进了大量的美国国债和机构抵押贷款支持证券(MBS),前者的增量规模最高达到3.6万亿美元,后者的最大买入量更是叠加至4.5万亿美元。美联储以官方身份大口吃进国债与MBS,在市场上构成了十分显著的羊群效应,大量资金涌进债券市场并推高了几乎所有品种的债券价格,美联储也从其中赚得盆满钵盈,其中新冠疫情全面暴发的2020

年,美联储拿到了超过4000亿美元的浮盈。

实际上,除了通过二级市场上价格的上涨获得所购买债券市值的溢价收益外,美联储还能按照债券的收益获取投资收益,而且由于美债收益率并没有出现如同日本国债以及欧洲国家国债收益率为负的状况,所以美联储所购买的国债都是稳赚不赔,债券溢价收益加上投资固化收益成就了美联储在世人眼中从不言败的高大形象。不过,今年却完全不同,美联储资产负债表上的亏损幅度不断放大,三个渠道汇聚而成的亏损镜像相当惨烈。

渠道之一是SOMA(公开市场操作)因联邦基准利率的不断走高引致债券价格的连续大幅跌落。今年以来美联储已经升息5次,利率目标区间升至3%-3.25%的水平。债券收益率与货币利率呈正相关关系,10年期美债收益率今年最高已突破3.6%。按照常理,美联储所持有的国债以及MBS都会因债券收益率的上涨而增加收益,但问题是,联邦基准利率与债券价格是反向运动关系,即利率越高,债券价格的跌幅就越大,并且债券收益率所产生的收益根本无法覆盖债券价格下跌所形成的损失,拿10年期国债来说,收益率处在1.5%的时候,期货价格高高盘踞在130美元以上,但如今却连续阴跌至只有115美元,跌幅超过了13%,这部分损失即使是用3.9%的收益率所产生的收益也是远远无法弥补的。自然,伴随着美联储的继续加息,由美元利率上涨所引起的美联储SOMA账户的亏损势头接下来还会继续增长。

渠道之二是QT(量化缩减)导致的利息收入急剧收敛。数据显示,目前美联储资产负债表约8.5万亿美元,其中国债和MBS分别为5.77万亿美元和2.7万亿美元。根据QT计划,自今年6月起美联储每月以不超过475亿美元的节奏缩减,9月后将缩减上限提至每月950亿美元,最终总缩减量为2.2-2.8万亿美元,也就是说用2-2.5年的时间将资产负债表规模压缩至6-6.5万亿美元。缩减必然减少美联储的利息收入,而且缩减之后美联储将停止再投资,也就是不再对到期的资产进行续作,这样即便是债券收益率再高也不会对美联储形成新的固化收益,总体利息收入的锐减也必然相应放大整体亏损赤字。

渠道之三是FRR(联邦基准利率)与IORB(准备金利率)产生的支付成本显著增长。相对于资产端的国债与MBS两大产品矩阵而言,美联储在负债端的结构要复杂一些,除了商业银行的准备金之外,还有现金、隔夜逆回购(ON RRP)和财政一般账户(TGA)。ON RRP是美联储将国债暂时出售给交易对手,并在第二天回购这笔债券;TGA是美国财政部在美联储的活期账户,用于美国政府的官方收支。数据显示,目前准备金、ON RRP与TGA的存量规模分别为3.3万亿美元、2.3万亿美元和0.67万亿美元,对于这些存放在自己手上的资金,美联储都要依约支付利息,而且伴随着货币政策的收紧,FRR的上升,美联储的支付成本也水涨船高。一方面支出额度蒸蒸日上,另一方面收益进账步步维艰,美联储资产负债表呈现出来的亏损状况自然就不好看了。

就一般企业而论,亏损尤其是巨额亏损则出现资产减记与伤筋动骨,重则导致破产重整甚至折戟沉沙,而作为独立法人机构的美联储则不然。如同所有中央银行承担着维护经济增长、物价稳定、充分就业以及国际收支平衡的基本职能一样,赚钱显然不是美联储的主要目的,而且只要美联储没有全部抛售手中的资产,亏损也只是账面亏损并非实际亏损,与此同时,根据美联储的会计规则,其浮亏部分都会以“递延资产”的名义转移记录于资产负债表之上,这样,实际过程中的经营亏损既不会减少美联储报告的资产与资本量规模,也不会掣肘美联储的对外支付运营服务,更不会影响到美联储履行基本的货币政策职责。

不过,美联储毕竟还是私人经营机构,一定程度的自负盈亏合乎逻辑也十分必要,而且自身财务家底厚实也能够让美联储政策推广起来更有底气,信心也更充足,相反,如果发生亏损甚至出现资不抵债以及连自身的运营费用都捉襟见肘,并不得不求助于国会拨款资助,美联储的声誉多少就会受到影响,同时其政策独立性也可能遭遇各种政治力量的扰动且打出折扣。金融危机期间,部分议员质疑美联储在次贷危机期间的操作是在花纳税人的钱救助金融机构,时任美联储主席伯南克则强调量化宽松操作作为美国财政每年多赚近1000亿美元,对国会的质疑形成了有力的回应,从而使得三轮QE与一轮扭转操作的货币政策依次顺利展开,如今美联储财务承压,其货币紧缩的操作节奏是否因此会受到羁绊自然就有待观察。

当然,相比于美联储因亏损而可能体尝到声誉受损以及独立身份式微等表皮之痒,美国财政部所感受到的则是失血断流的切肤之痛。一般而言,在扣除运营费用、利息支出等成本项之后往往就是美联储的资产经营纯收入,按照《联邦储备法》的要求,这部分盈余须汇入美国财政部,财政部过去几年接受到的美联储缴款因此少则数百亿,多则上千亿美元,该笔资金被计入联邦政府的预算范畴,对降低联邦预算赤字起到了不小作用。如今,美联储自身出现财务赤字,其向财政部的缴款行为也将暂定三年,期间政府收入减少,预算赤字也会相应上升,最终可能又要通过增发国债来寻找新的资金替代,由此决定了美国政府的杠杆率在目前已达123%的基础上还会变得更高。

最后要强调的是,对于美联储来说,无论是亏损还是盈利,其实都是其与财政部之间联袂上演的双簧戏。财政部印发国债,美联储增发美元,财政政策货币化,美联储借债收益率从财政部那里获得利息,生成了自己的盈利,且宽松货币政策之下还能通过二级市场债券价格的上涨做大资产利润蛋糕,然后美联储转身将蛋糕的绝大部分切给了财政部;但如果美联储亏了,财政部尽管因此失去部分进账来源,可大手笔国债已经发行出去了,其中作为国债最大买主的美联储功不可没,因此,美联储后来的亏损部分,实际早就以国债变现的方式进入了财政部的口袋之中,至于躺在美联储盈亏财务本上的最大赢家,显然就是美国政府。

(作者系经济学教授)

“通胀行星图”:同一个宇宙 不同的通胀

黄小鹏

2022年网络上流传着一张“通胀行星图”,这张图的内圈层是中国、越南、瑞士;中间圈层是美欧大部分国家,他们通胀很高,但大部分尚未达到两位数;最外层的是超级通胀国家,主要是土耳其、阿根廷、斯里兰卡三个国家,GPI达到惊人的70%-80%。

物价是一个国家总体经济状况的一个重要指标,“行星图”所包含的信息极为丰富,不过笔者不想全面分析这些数据,只想探究一下不同国家对通胀的态度。

显然,各国对通胀态度相当不同。美欧对通胀的容忍度是极低的。美国8%的通胀恐怕只持续了一年,哪怕外力因素、特殊因素是主要原因,都会成为极严重的问题。为了控制通胀,美联储把金融市场剧烈波动,把可能出现衰退的危险都丢到一边了。欧洲在经济几乎没有增长的情况下,对由能源等供给因素引起的通胀,也会毫不犹豫地大幅加息。与此同时,土耳其、阿根廷这些国家对通胀好像有点“死猪不怕开水烫”的味道,特别是土耳其,不但不愿意加息,甚至还要减息。

美欧对通胀的低容忍,追根溯源

大致有这么几个原因。一是历史教训和经验。在美欧经济发展史上,不是没有人鼓吹放松提高通胀容忍度,但上世纪70年代滞胀的教训告诉人们,实际GDP增长长期而言是由潜在增长能力决定的,货币长期内是中性的,通过容忍更高的通胀目标无法有效提高GDP增长率,相反,通胀会造成价格信号失灵,经济运行成本上升(鞋子成本、菜单成本、谈判成本等),最终导致经济秩序瓦解和GDP增长率的下降。

如果说1970年代是教训,那么1980年代以后就是经验了。得益于通胀被控制,市场更有序地运行,美欧经济进入了一个持续20多年的“大稳健”时代。“大滞胀”、“大稳健”两个时代眼下都已远去,但从“大滞胀”中诞生的货币主义学派,增加了人们对经济运行的理解,其后不管经济环境如何变化,其基本原则都像“圣经”一样刻在人们心里。1990年代美联储明确宣称其目标为中期内通胀率不超过2%,更是细化了人们的认知,强化了人们的共识。如今,经济学家反对紧缩,可以说统计数据未来通胀不会失控,如果鼓吹提高中期通胀的容忍度,那就是异端了。

二是居民承受力弱。通胀短期带

来一些好处的同时,也一定会恶化收入分配,制造不公平。不论在什么国家,高通胀绝不会让所有人的钱同等比例“变毛”,劳动者、穷人、不持有资产的人更容易成为被掠夺者,这是一个规律。在民主制度下,通胀会成为严重的政治问题,不要说百分之几十的通胀,哪怕是10%、5%的通胀,其后果都会很严重。

三是经济增速低,通胀吸收能力更弱。经济高增长的国家,尽管通胀的非均衡性也会导致不同人群从增长中受益不均,但实际生活水平下降比例可能更低些,而在GDP增速普遍中低水平的发达经济体,一旦发生两位数通胀,民众更容易感觉到实际生活水平的下降。

有些国家出现百分之几十甚至更高的通胀却好像没大事发生一样,原因何在?

首先,经济相对高增长消化了一部分矛盾。例如,土耳其去年和今年上半年GDP增长率为11.1%和7.5%,阿根廷为10.3%和6.5%,在这两个国家肯定有不少人因超级通胀而“饿肚子”或陷入其它灾难,但经济增长多多少少缓解了痛苦程度。

其次,那些有超高通胀历史的国家,消费者、企业都有一定的应对通胀

经验。彭博电视今年播了一个节目,显示超级通胀并未给阿根廷多数民众造成灾难性后果,民众有两大“武器”:囤积物资和持有外币。显然,这个经验对于美国民众并不适用。

其实,长期高通胀的国家普遍出现了货币替代现象,政府、企业、居民的资产和负债很大比例是外币。拉美一些较大经济体,因为持续性大通胀,本币基本退出了信用市场,借贷大部分都以外币计价。一些长期借贷关系如房贷很难发展起来,民众要么一次性付款买房,要么永远不要买房。本轮通胀土耳其在1990年代存款美元化比例就达到40%-60%,贷款美元化更是高达90%。拉美多个国家的银行资产和负债很早就大部分是美元。

在习惯性高通胀的国家中,有一部分最终走向了彻底的美元化,即放弃了本国货币,一切经济活动均以美元进行,其它的不说,以大家最熟悉的津巴布韦为例,最后也不得不大部分美元化。还有一些实现货币局制度的国家,虽然以本币流通,但本币与美元之间强行绑定。这些国家从此失去了货币政策,不再受到钞票经济周期的困扰了,但也无法根据本国经济周期所处的阶段收紧或放松货币,只要这些国家的结构性问题不解决,痛苦并

不会因之减少。

在“通胀行星图”最外圈的三个国家中,痛苦程度最大的可能是斯里兰卡。该国货币历史上还算稳定,人们没有渠道也没有经验去抵消通胀的影响,加之该国还是农业国,人均GDP只有3000多美元,通胀主要原因又是国内的乱政和地缘政治的冲击,因而异常脆弱,高通胀对它的国民完全是一场灾难。

为什么超级通胀国家的央行,或者更广泛地说,整个社会不相信货币长期中性这个经济学原理呢?其实,信与不信差别并不大。这些国家要么是经济结构长期存在无法解决的问题,政府要大兴土木,要么向民众提供超过实际能力的福利,他们或者自信地认为牛顿定律错了,或者虽相信牛顿定律但也摆脱不了短期诱惑。对于这些国家来说,无法有效地控制通胀,后果是严重的,要么是经济波动剧烈,无法持续发展;要么是经济运行混乱,摩擦成本极高;要么是制造贫富差距,破坏公平。即便是个别发展中国家在高通胀的过程中实现了不错的经济增长,但其隐性成本以及民众所承受的痛苦,也往往不显示于统计数据之中。

(作者系证券时报记者)

曹操成就刘备与高管正确对待非难之人

徐叔衡

有人说,小成功靠朋友,大成功靠敌人。公司高管在工作中,总会遇到一些闹心的事,公司内部有同自己过不去的人,同行里有跟自己作对的人,上级部门有打压自己的人,等等。如何对待这样的人,如何看待这样的事,还真要费些思量。在这里,研究一下曹操总想打击刘备,却成就了刘备的故事,或许对我们会有启发。

煮酒宏论,强化忧患。古人云“生于忧患,死于安乐”,告诫人们谨慎行事,抱有忧患意识,才能取得事业成功。吕布困于小沛,刘备冲出重围,前来许都投奔曹操,曹表示欢迎,但其阵营中有人主张将刘备杀掉。曹操统兵消灭吕布,刘备立有战功,曹操奏表玄德军功,引见献帝,排世谱后,认玄德

为叔,拜为左将军,宜城亭侯。此举又招致妒忌,荀彧等一班谋士在曹操面前煽风点火,想挑起曹操忌恨。刘备深知自己身处虎穴,为防曹操谋害,就下处后园种菜,亲自浇灌,以为韬晦之计。就这样,还是逃不过曹操的疑忌。一次喝酒,曹操让刘备点出当世英雄,刘备一一列出诸如袁术、袁绍、刘表、孙策、刘璋等辈之名,曹操一一否认,随后,以手指玄德,后自指,“今天下英雄,惟使君与操耳!”这一说,让刘备吓得不轻。这表明,曹操已把刘备看成是自己的主要敌人,此处不可久留,必须冲出藩篱,自己出去打天下。于是,他找了个借口,请求带部队截击袁术,得到曹操首肯,便一刻也不停留,星夜收拾兵器鞍马,挂了将军印,逃离此地,自己闯荡世界。

打散兄弟,强化凝聚。人们常说,

打虎亲兄弟,上阵父子兵。刘、关、张是结义兄弟,没有血缘联系,需要经过血与火、生与死、富与贵的严峻考验,才能凝成生死兄弟。曹操给了他们这个机会。当曹操发现献帝衣带诏上有刘备名字,便起兵二十万,分兵五路下徐州,攻打刘备,一仗把刘、关、张打得天各一方。刘备突围投奔袁绍;关公和其保护的刘备两位夫人,被困在一座土山上;张飞则流落到芒砀山中。曹操服关公,很想招为己用。在曹兵团团包围中,曹操派张辽前来劝降,关公则提出三约,其中一约便是,“但知皇叔去向,不管千里万里,便当辞去”。此后,曹操使出各种手段、计谋,高官、厚禄、美女用尽,关公均无动于衷,“吾身虽在,心念皇叔”。曹操对此大发感慨,“云长封金挂印,封爵不以其心,爵禄不以移其

志,此等人吾深敬之。”张飞也是如此,身处困境,仍然到处打听玄德消息,心中始终装着刘备。经过这样的洗礼,刘、关、张更加心心相印,其关系坚如磐石。曹操这一打,打出了刘备钢铁般的核心团队。

骗走徐庶,引来孔明。曹操提军出征河北,得知刘备欲引军袭许都,立即调整部署,自提大军迎战刘备,把刘备打得落荒而逃,领军不满一千,到荆州投奔刘备。一次,蔡瑁设谋害刘备,刘备逃跑,路上巧遇水镜,蒙水镜指点,自己至今犹落魄不已,盖因左右不得其人耳,“今天下奇才,尽在于此,公当往求之。”“伏龙、凤雏,两人得一,可安天下”。一席话,让刘备眼界大开。遍访英雄,他遇到了徐庶,便拜为军师。徐庶辅佐他打败了吕吕、吕翔二将,又打得曹仁败回许都,占领了樊

城。当曹操得知是徐庶为刘备画策,并知他是颍川人时,采纳谋士建议,派人将徐母赚至许昌,令他作书,谋士仿其笔迹字体,诈修家书,骗徐庶回去。徐庶走到半路,特意回头,向刘备郑重推荐诸葛亮,告知“伏龙正是诸葛亮孔明”。此后,刘备三顾茅庐,终于请出了诸葛亮。曹操本想釜底抽薪,不曾想却引来一个更厉害的角色。从此,刘备面前展现出一片崭新的天地。

“回首向来萧瑟处,也无风雨也无晴”。公司高管加强修养,锤炼意志,开阔眼界,志存高远,临深履薄,忧患谨慎,山崩不惊,高压不惧,遇难不退,豪气不馁,受辱不怒,历挫不馁,危中见机,险中见奇,祸中见福,信心坚定,定能战胜难关,跨越障碍,冲出泥潭,走向胜利的坦途。

(作者系江西证监局原局长)

**【鹏眼看市】**

通胀短期带来一些好处的同时,也一定会恶化收入分配,制造不公平。

**【清风徐来】**

公司高管加强修养,锤炼意志,开阔眼界,忧患谨慎,定能战胜难关,跨越障碍,冲出泥潭,走向胜利的坦途。