

专家论道

政策前瞻才能防范系统性风险

章玉贵

世界经济论坛日前发布的《全球风险报告》表示,中国经济的硬着陆、发达国家的财政危机、广泛的资产价格崩溃,是今年及未来几年全球稳定面临的重大风险。报告同时警告,如果中国经济硬着陆,将会导致高达1万亿美元的经济损失。

经济风险值得警惕

笔者一般不会过多关注诸如中国经济即将崩溃等来自西方分析师的耸人听闻观点,认为那不排除部分人为了提高话语关注度而进行的自我炒作;但世界经济论坛此番关于中国经济风险的警告并非出于上述目的,其一向较为严谨的分析与预测理值得我们重视。

普遍认为,在应对此次金融危机过程中,中国是全球主要经济大国中反应最迅速、效果也最为显著的。如果不是得益于中央果断出台的应对金融危机政策,中国恐怕很难拥有如今相对宽松的经济回旋余地。但一年多来,中国主要以扩大投资来对经济进行“热启动”的一揽子政策组合并无多少前瞻性,工具性价值非常明显。显性和隐性的经济风险一点也不容忽视。且不说政府在非常时期对投资的过于偏好加剧了业已严重失衡的经济结构,进而牺牲了宝贵的经济战略转型时机。就是被广泛视为应对危机最重要手段的信贷投放,其非理性扩张已经演化为令人生畏的资产泡沫。如果美联储在今年下半年开始加息,很可能引发美元套息交易平仓,将严重冲击市场资金面。假如短期国际资本流动再度逆转,或者投资者偏好突然转变,对已脆弱化的中国资产泡沫并非坚固的金融体系来说将是极大考验。

格外令人担忧的还是越吹越大的房地产泡沫。去年国内房地产价格的非理性上涨一再考验普通消费主体的心理承受底线。京沪等地超过60%的房价涨幅并非中国经济繁荣的表征,而是可能引爆系统性经济风险的前兆。因为房地产价格的急剧上涨,伴随着信贷快速扩张,极易形成美国著名经济学家米什金称之为的危险的“信贷繁荣泡沫”。保守估计,国内与房地产直接相关的银行资产高达7万亿元。一旦资产价格上涨和银行信贷扩张相互推动的格局不能持续,在金融传导机制作用下,极有可能引发资产价格下跌—抵押物价值缩水—银行不良贷款升高—金融体系信贷紧缩的恶性循环,最终可能爆发危机。

挤压泡沫须加强政策协调

20年前,一度强大到足以对美国说“不”的日本经济被战略高手的美国整修,步入了“失落十年”。导致今天已基本失去了同美国争夺世界首席经济强国的可能。日本经济的相对衰落,既有对外经济政策失误和自大与亢奋因素,更是由于国内经济政策失误所致。中国经济应该避免重蹈日本覆辙。

决策层自去年下半年以来已经在采取措施对内挤压经济泡沫,对外维护中国在全球价值链的核心利益。作为经济调控重要窗口的央行将在今明两年的经济运行中扮演更为重要的角色。不过,无论是刺激政策的适时退出还是资产泡沫的挤压乃至新经济增长模式路径的探索与企业执行,都需要相关部门、各地方政府以及作为市场主体的企业尤其是央企的配合与一定程度的政策协调。有些时候,还须下定决心清除既得利益者或者说特殊利益集团对经济调控的干扰。以房地产调控来说,在这个潜伏着巨大风险且利益错综复杂的行业,如果没有一套足以阻断既得利益者对调控政策干预乃至绑架的执行机制,是无法将中央的调控意愿转化为有效率行动的,最终可能酿成更大的经济风险。早已有人指出:市场经济的最大敌人是利益集团。对一些利益集团来说,公平竞争实则是一种负担,根本不如游说政府来得更快更为有效,于是就会游说政府建立起各种反对市场的制度,显然这是一种十分危险的倾向。因此,为了推动经济改革,维护市场制度,就必须打破既得利益阶层的垄断,减少他们的政治影响力,巩固市场经济的政治基础,建立真正竞争性的市场。

经济增长应回归制度与创新

为了防范系统性经济风险,除了从维护国家经济主权的高度将经济增长、信贷政策、汇率制度改革、国际资本流动管制和金融业的开放作为整体通盘考虑,建立健全货币市场、资本市场、保险市场有机结合、协调发展的机制,维护金融运行和金融市场的整体稳定,进一步提高金融风险预警能力与管控能力以外;还需要将经济增长建立在制度改进与技术创新的本土上来。没有人怀疑财产性收入增长对居民财富增长的重要性,但是离开了实体经济的支撑,所谓的资产繁荣景象无异于饮鸩止渴。因此,中国一方面要继续进行金融改革,建立强大的资本市场,稳步推进人民币国际化,让广大市场主体分享经济发展成果;另一方面,更要始终把经济发展的着力点放在提高投资质量和资本积累的有效性上面,将经济增长的重心转到更多地依靠技术进步,以给资本寻找新的投资渠道和创造新的需求,增强中国经济发展的内生性和自主性,最终实现经济增长方式的根本转变。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任)

保险资金参与股指期货意在长远

王宸

继国务院原则上同意推出融资融券和股指期货之后,证监会已陆续开展融资融券试点和股指期货的相关准备工作,那么保险资金应不应该参与股指期货,应该怎样参与股指期货呢?

笔者以为,监管层应积极推动保险资金参与股指期货。保险资金积极参与股指期货,不仅对于保险资金运用具有不可或缺的作用和意义,对于整个资本市场也是非常重要的一个环节。保险资金参与股指期货是有效避免二级市场风险的一种重要策略和手段,不仅有利于保险资金本身,而且有利于优化资本市场结构,具有长远的积极意义。

参与股指期货的安全意义

据报道,平安保险目前在股市可运用资金已达3000亿,这么大的资金规模,应该说锁定股指期货的主要标的沪深300成分股绰绰有余了;至于中国人寿、太平洋等保险资金则规模可能更大一些,换句话说,保险资金投资股市一条最优化的捷径,就是锁定沪深300成分股,甚至完全可以与相关的300成分基金相类似,这样怎么可能回避股指期货呢?因此,保险资金参与股指期货首先是安全投资再加一道安全的保障,并将会成为股指期货市场的稳定力量。这对优化整个资本市场的结构更具积极作用。当然,在现实之中,保险资金规模有大有小,并且保险资金进入股市也并非都是以沪深300成分为目标的,这样不是更需要用股指期货来规避或对冲风险吗?

由于目前股指期货主要标的就是

沪深300,而以沪深300成份股为目标的,投资,不论规模大小,在股指期货推出之后,都应该可以实现整体套利,实际上就是按照沪深300成分所作的投资组合,都可以从二级市场整体套现,甚或从场外整体套现。这样保险资金在股市里面按照沪深300的成分所作的投资组合,既可以由市场整体套现出来,也可以选择吸引场外资金并套现出来,在股指相对稳定、投资赢利的条件下,这些选择可能对参与股指期货的要求要低一些,也就是说,保险资金主要是被动地受益于股指期货的。但如果是保险资金要长期投资股市,并且其套现沪深300成分的投资组合也主要是体系内资金循环呢?这种前景必然要求保险资金长期立足股指期货领域,并做好更充分的长期准备。

参与股指期货的宏观意义

保险资金参与股指期货的宏观意义,就是一定会优化资本市场、特别是证券市场的投资者结构,而保险资金作为稳定的长期投资者,对整个证券市场只会产生正面的积极影响。在股指期货推出之后,从国际范围来看,凡是锁定股指期货标的的投资组合,或者是跟踪重要指数、以指数成分为标的的投资组合,都是众多衍生品的前提和基础,也就是说这样的投资组合本身既是相对安全的,而且也可以由此出发创新或衍生出更多投资空间,并吸引相当规模的资金。目前嘉实300对整个市场是开放的,对中小投资者来说,投资股指期货的能力不足,

那么投资嘉实300基本上就类似于投资“袖珍型”的股指期货了,一旦嘉实300开辟了做空机制,这种“袖珍型股指期货”的意义就更为典型,甚至还可以从此出发创新更多的投资产品。

保险资金由于规模更大,那么类似于嘉实300这样的投资组合其所具有的吸引力和市场影响力就更大一些,甚至保险资金可以由此出发更为广泛地开展券商和基金业务,而这种方向是必然要求股指期货来对冲风险。如果保险资金在这个方向上加快进展的话,那么保险资金进入股市,参与股指期货对于稳定整个资本市场无疑将是重要的部分,因为保险资金是长期投资、安全投资,而股指期货既然开辟了长期投资、安全投资的空间,怎么会对保险资金设置障碍呢?

从宏观角度来看,保险资金要最大程度地避免和对冲二级市场风险,最好的选择就是投资二级市场的基础性、制度性成分,并由此出发创新和延伸投资空间,这与巴菲特对赌道指20年后重回12000点是相类的道理。

对股指期货的思考与展望

美国金融危机爆发之后,道指、标普和纳斯达克三大指数经过尖锐和急剧下跌之后,在整个2009年出现急剧回升,从长期来看仍处于一个剧烈波动的过程之中,实际上,在三大指数没有一个跌破心理底线的下落之前,是很难吸引长期资金建仓股指期货的,特别是长期仓位更是如此。由此可见股指期货的起点是非常重要的,股指期货的起点

应该是安全的,并且也应该是吸引长期资金和全球投资力量的,在这样的位置附近虽然仍有可能出现剧烈和尖锐波动,但只会是一个长期投资周期的开始。而美国式的金融危机则应该是股指期货和现货投资的一个长周期的调整,或者是长期投资返向做空的周期。实际上巴菲特的合约并没有多大的悬念,只是出于对长周期的把握而开辟或担保新的投资空间和对冲空间。

对整个股指现货和期货作担保,甚至开辟更远的投资空间和对冲空间,目前来看,只有保险资金最适合承担这样的角色,这主要出于保险资金的稳健性、安全性和流动性,特别是保险资金不追求过高的投资收益,其投资收益仅体现为长期、稳定的回报。这种稳健性和稳定性决定了保险资金承担资本市场制度性、基础性的投资者角色,就是最为合适的。对于其他多数机构而言,收益回报始终是刚性要求,由此则激发了冒险心理和薪酬问题,这是欧美金融市场最大的教训。即便如此,欧美金融市场也还是会有伯克希尔这样的稳健的保险机构,这又是欧美金融市场宝贵的经验。在中国金融市场将要进入一个全新的历史时期,甚至国际化将要开辟一个全新的时期之际,综合比较国际范围的发展演变历史,完善宏观制度基础、创新监管实践应该具有重要意义。

(作者单位:中国人寿青岛分公司)

焦点评论

“多空大战”考验香港资产泡沫

李云峥

近期香港投资气氛的“骤然凝重”并非空穴来风,继此前市场传出证监会即将限制多家商业银行的放贷后,香港证监会主席方正又辟谣“港股半通车”,再加上国家统计局发布的2009年12月CPI年化增幅达1.9%,使通胀预期成为一种现实的货币政策收缩压力来源。香港市场一贯的“大势看美国,波动幅度看内地”习性,自然使香港市场呈现“凝重”态势。

早些时候,潜伏香港的“热钱”早已提前行动开始了撤离。根据香港金管局此前披露的数据显示:截至12月16日,香港银行体系的资金结余已不足3000亿港元,一个月前这一数字还曾达到过创纪录的5000亿港元,换言之,仅该数据就表明近期至少已有超过2000亿港元的资金撤离了香港。

在金融危机及后续刺激计划进行到当下这个阶段,各国货币政策开始出现变化是国际流动性“收缩”的开始,热钱云集的香港必然承受海绵挤水效应的影响。当下诸多投资界人士都开始预测美国加息的时间到底会是明年春天还是其它时间,近期

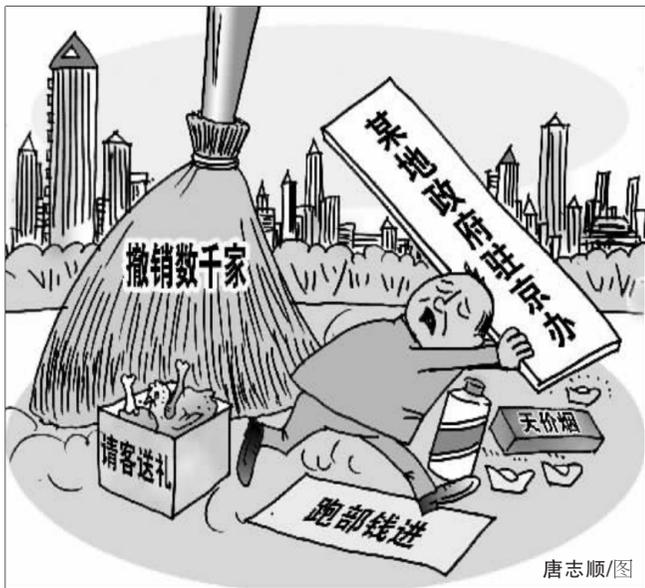
美元指数曾一改之前的颓势开始“蠢动”就是最实在的征兆。而对香港此轮股市楼市资产泡沫具有巨大“贡献”的内地资金,也将迎来一个相对之前过于宽松货币环境较为“弹性”的货币环境,即香港的各主要资金实际来源地货币当局都开始拿“政策海绵”逐渐“吸水”,资金退潮成为此轮香港资产价格膨胀正在直面的现实。

香港的联系汇率制度本质就是丧失了货币政策的制定权,必须完全看美元的“脸色”行事。随着内外环境的悄然变化,一旦相关条件开始具备,香港高企的资产泡沫随时都可能成为做空资金的“猎物”。因为多空势力在香港这样的国际金融港是可以随时转换角色的。根据以往惯例可知,泡沫膨胀的“竖”有多长,那么对应的泡沫萎缩的“横”也会有相应的比例,从这个角度来看,香港开始出现热钱降温迹象,很可能是一场关于香港资产是否存在泡沫的市场化多空大战酝酿之中的“山雨前风”。

实话实说

财经漫画

撤销驻京办



唐志顺/图

央行加大调控力度应对信贷预警

陆前进

据报道,今年1月份前两周人民币新增贷款已突破1.1万亿元,如果按照这样的速度,今年1月份的新增贷款将超过去年1月份的新增贷款1.62万亿元,信贷激增的局面又将再现。而国家统计局公布2009年12月份CPI同比上涨1.9%,PPI同比上涨1.7%,CPI和PPI双双转正,通货膨胀预期上升。为了控制货币信贷激增和管理通货膨胀预期,管理层加大了货币政策微调的力度。

一是资金回笼力度加大。1月5日、7日、12日、14日、19日、21日央行均持续发行票据,实行正回购交易。1月份央行公开市场业务操作力度明显加大,主要是控制基础货币的过快上升。

二是上调法定准备金率。1月12日央行上调了存款准备金率0.5个百分点,进

一步回收流动性,控制信贷的过度投放。此外,对那些信贷投放过猛的银行还被额外调高了存款准备金率0.5个百分点,期限为3个月。

三是货币市场利率上行。1月7日央票发行利率在连续持平近5个月之后再度上升,当日3月期央票发行利率较之前的1.3280%上行1.3684%,上行幅度4.04个基点;当日91天期正回购利率也较之前上行3个基点。此后多次上调央票利率,1月21日,三个月央票发行利率再度上涨近4个基点,至1.4%。央行上调货币市场利率,可以加大资金回笼的力度,遏制货币信贷的过度投放。

四是汇率和利率调整预期。随着货币信贷扩张,物价上涨,市场预期利率和汇率工具可能会重新启用。最近渣打银行发

布的中期汇率预测报告指出,预计人民币将在2010年二季度末与美元“脱钩”,逐渐恢复对美元的长期升值趋势。高盛预计,未来12个月人民币对美元将从目前水平升值5%;中金公司也认为3至4月份人民币可能启动升值,全年升3%至5%。而关于利率走势,路透社去年底调查预计,我国央行最早会在三季度启动加息进程;而随着最近央行提高法定准备金率,市场预期加息可能会提前,认为最早第二季度就可能加息。

五是银监会提示信贷风险。近日由于国内钢材库存持续走高,以及对钢铁业产能过剩的担忧,银监会专门发文,提示银行关注对钢铁企业的信贷风险,并要求对钢铁业运营情况进行摸底调查。而在中国银监会2010年工作会议上,银监会主席

刘明康特别指出,2010年将高度关注房地产市场变化,严格执行有关信贷政策,加强对房地产贷款业务的监督管理和窗口指导,防范银行信贷风险。银监会信贷风险提示意味着银行信贷不仅要控制数量投放,而且要注意信贷投向,防范可能出现的信贷风险。

信贷预警和物价水平上升促使管理层加大资金回笼力度和对银行信贷加强监管。在“量”上,货币政策微调力度加大,防止信贷投放过快;在“质”上,强化信贷结构管理,提示信贷风险,促进信贷平稳合理投放。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

财经杂谈

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。

如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至pplll18@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。