

# 美第二轮量化宽松政策败局难免

陈东海

8月27日,美联储主席伯南克在一个研讨会上发表演讲时称,美国经济的复苏势头已经放缓,美联储准备在必要时增强刺激经济措施。记得远在2009年3月18日,美联储在危机中第一次推出购买3000亿美元美国国债的计划,而在此之前美联储还计划购买1.25万亿美元的抵押贷款支持证券(MBS)。这个量化宽松的计划推出之时,笔者就认为属于风险较高、负作用较大的举措。

当时笔者认为美联储这种操作主要问题是会出现流动性陷阱,且会造成美国 and 全球的通货膨胀。目前看来,美联储的措施,倒是没有造成美国国内的通货膨胀,但间接造成了新兴经济体的经济滞涨风险。美联储的举措,无意中拖延了对危机本质的认识。

经济刺激计划本身就容易“上瘾”。2010年8月27日,美联储主席伯南克在怀俄明州举行的美联储年度经济座

谈会上说:如果经济前景显著恶化,美联储将通过“非常规”货币政策向经济提供进一步支持。其实,在8月10日美联储就在联储例会上决定,维持2.054万亿美元总资产不变,但是将对所持到期的抵押支持证券(MBS)进行再投资,并从8月17日起开始购买美国国债。该一决定相当于变相启动了第二次量化宽松计划。而伯南克在8月27日的讲话,表明美国再次扩张量化宽松政策剑在弦上,刺激的惯性不可遏止。

按照伯南克的说法,“非常规”的货币政策,实际上就是中央银行用数量化的工具来调整实际利率和流动性,即“量化宽松”的货币手段。之所以需要“量化宽松”,是因为传统手段在基准利率到达零利率范畴以后已经失去作用,这时候使用数量化的货币手段,可以实际上影响市场上真实的信贷利率水平。此外,还可起到稳定金融市场、促进信贷等作用。

然而伯南克的这些设想,一部分达

到了预想的作用,一部分没有达到理想的效果。但不幸的是,那些没有达到理想的东西更重要。金融危机爆发后,大量的流动性确实起到了稳定金融系统的作用,避免了金融机构的倒闭潮。

同时,第一次推出量化宽松的货币政策,让美国的10年期国债的收益率降低到了2.00%左右,而2010年8月初美联储的政策,也让美国的10年期国债收益率再次到达2.50%的低位区间。从这两件事看,量化宽松政策有积极的、正面的作用。但在基准利率接近零以后,国债的收益率和信贷市场的利率本来就不高,再把利率压低一些,其绝对空间并不大,其实作用也不是很有意义。如果金融机构不愿意放贷,那么利率压得再低也没有现实作用。

危机之后,美国的金融流动渠道就处于冰冻的状态,在美联储推出量化宽松货币政策以后,“解冻”情况也不理想,信贷仍旧,尤其是不愿意向中小企业贷款。相反,一些金融机构利用从联储取得的廉价资金去国债市场购买国债,以赚取利差,让联储的解冻信贷市场的目的落空。

具有讽刺意味的是,美联储只是想稳定金融市场,并非想再搞起一个泡沫,但量化宽松恰恰成了金融市场炒作的最大借口,美国 and 全球股票市场出现反弹大牛市,但实体经济却面临着越来越大的二次衰退威胁。

美联储已陷入刺激越多形势

越棘手。造成这种局面的根本原因在于,美联储和伯南克以至白宫和全球各经济体当局,仍然是用旧的经验作为解决新问题的理论,没有看到这次全球的危机已经不同于过去的危机,尤其是不同于1929-1933年的危机。

伯南克等人深刻研究了1930年代的大危机,得出了只要大量撒钱就可以解救危机的理论,但是这次危机成因与从前任何一次都不同了。以前的危机,都是生产过剩的危机,也是有效需求不足的危机,但是这一次危机,是过度消费引起的危机,也是需求过度引起的危机,因此绝对不可能靠解决有效需求不足的手段来解决。只能靠新思路、新办法,才能解决全球过度消费、过度生产、过度贸易、过度炒作等经济发展的根本问题。可惜的是,量化宽松等刺激政策,耽误了解救危机的黄金时间,消耗了大量资金和物质财富,也给未来全球经济走向正确轨道造成了巨大的障碍。伯南克再次启动量化宽松政策,与正确思路南辕北辙,未来结局不言而喻。

(作者单位:东航国际金融)

## 国际观察

# 日本干预汇率 胜算几何

陆前进

由于对欧洲主权债务危机和美国经济复苏缓慢的担忧,避险偏好改变,对日元需求增加,日元对美元和欧元都大幅度升值,日元对美元汇率从5月1日的94.25升值到8月28日的85.35,升值幅度达到10.43%;日元对欧元汇率从5月1日的125.39升值到8月28日的108.96,升值幅度为15.08%。根据日本8月份公布的数据,日本出口增速连续5个月放缓,而日元又大幅度升值,出口形势异常严峻。同时日本经济复苏缓慢,疲弱的经济数据加剧了日本政府对日元升值的担忧,央行直接干预汇率的可能性正在不断上升。

如果日本央行不干预外汇市场,从理论上来说,国际资本的自由流动自动平衡外汇市场,但日元汇率将不得不承受调整的压力,国内货币的任何预期升值都将导致投资者买入日元,日元将进一步升值。当汇率变动和中央银行的汇率目标不一致时,中央银行将进行干预。通常如果私人投资者预期本币将升值,除非投资者本币获利足以弥补汇率的升值,否则投资者将卖外币,买本币,本币升值会自动实现。因此中央银行尽量抵消本币上浮的压力,和私人投资者采取相反的措施。

笔者认为日本干预汇率的形式主要有以下几种,呈逐步递进关系。一是口头干预。为了防止通缩,日本一直采取低利率和量化宽松政策,鉴于最近日元不断走强,日本央行和日本财政部官员不断发出口头干预声明,向市场传达信号,以抑制日元升值。8月25日上午日本首相菅直人表示将在近期公布应对日元走强的经济政策;同日,日本内阁官房长官仙谷由人和日本财政大臣野田佳彦也分别强调要干预外汇市场。日本政府主要官员不断向市场释放信号,希望能够阻止日元继续上行,但是现在看来,口头干预的效果较差。

二是通过放松货币政策干预外汇市场。随着日元不断升值,日本部分官员认为应以宽松货币政策来应对日元走强,而非通过直接市场干预,认为增购政府债券是可选择的方式之一。也就是说,日本央行将进一步放松货币政策,增加货币和信贷,一方面可以刺激经济,另一方面又可以阻止日元升值,本国货币供给的增加将会限制本币升值。实际上日本政府也正准备这么做,为应对日元升值,日本政府计划推出新的经济刺激计划,也就是通过更宽松的货币政策,软化日元。日本政府原来计划于9月份推出新一轮经济刺激计划,放宽货币政策,以挽救遭受日元走强和股价下跌双重打击的日本经济。而根据目前形势,日本政府出台新经济刺激计划可能会提前。

三是直接干预外汇市场,但不进行冲销。如果放松货币政策,仍然不能够遏制日元升值,日本政府可能不得不直接干预外汇市场。也就是说,外国资本流入,中央银行为了抵消本币升值,必须买进外国货币,外国货币减少,本国货币增加,如果不进行冲销,将有利于进一步

软化日元。自从上世纪70年代中期以来,主要工业化国家中央银行主要通过货币政策实现本国货币供应量增长目标,但货币当局不希望汇率政策干扰货币政策,因此货币当局为了稳定汇率,往往会采取相应的冲销措施。也就是央行在买进外汇干预汇率的同时,在公开市场上卖出本国国债,回笼本国货币,货币基础不变,很显然冲销干预通过本国国债和国外资产的置换,货币供应量不变。但笔者认为在目前的经济形势下,如果日本央行直接干预,冲销干预的可能性不大,因为不冲销既有利于防范通缩,又有利于遏制日元升值,可谓是“一石二鸟”。

干预汇率的效果还取决于日本央行干预能否影响风险偏好,影响投资者的预期。中央银行外汇市场干预能否成功很大程度上受公众预期的影响,中央银行在外汇市场上的干预数量与外汇的交易量相比是微不足道的,但是中央银行是外汇市场上最大的交易者,它的干预向市场传播了一种信号和预期的汇率水平,因此对公众的预期有一定的引导作用。自从主要发达国家实行浮动汇率制以来,中央银行在外汇市场积极干预以稳定汇率,如本币升值,中央银行在外汇市场上买进外币,但是中央银行买卖外国货币的效果并不仅仅是限制汇率的变动,还有利于引导公众预期。预期渠道是中央银行通过干预提供市场相关信息以影响汇率,中央银行比市场参与者有信息优势,可以通过传播信息影响市场。日本央行向市场多次传达了明确的信号,表示对日元升值的忧虑,同时强调央行将采取相应的干预措施,影响投资者对汇率预期走势的判断。日本央行必须密切关注公众对干预汇率政策的看法,避免私人投资者采取相应的措施抵消央行干预的有效性。

此外,干预能否成功还取决于是否能够得到其他国家的理解和支持。日元对美元的汇率是日元币值对美元币值之比,它反映了当期日元和美元的币值之比。在一定的名义汇率水平下,如果美元币值下降,日元币值就相对上升,日元将升值;如果美元币值上升,日元币值就相对下降,日元将贬值。汇率是双方货币的比价,不仅由本国货币价值决定,也有其他国家的货币币值来决定。美元贬值将强化市场对日元升值的预期,投机资本会进一步流入,增加日元升值的压力。如果美国经济基本面进一步恶化,美元可能进一步走弱,则日元升值压力增加。由于美国经济复苏缓慢,在8月10日的最近一次会议上,美联储下调了对经济前景的评估,并宣布将保持量化宽松政策不变。不仅如此,由于对经济前景的担忧,美联储可能还会继续“加量”刺激政策,通过“非常规”货币政策向经济提供支持,这样风险偏好可能会变化,导致对日元需求进一步增加,日元对美元可能进一步走强。笔者认为,日本央行干预的效果不仅仅取决于干预本身,还取决于对投资者预期的引导,以及其他国家宏观经济基本面和宏观经济政策的变动。

(作者为复旦大学国际金融系副教授)

盈科律师事务所  
YINGKE LAW FIRM  
证券资本部

## 焦点评论

实话实说

# 守护公积金安全不能光靠督察员

冯海宁

住房和城乡建设部、财政部、发改委、央行、审计署和银监会等六部委27日联合发布《关于试行住房公积金督察员制度的意见》,明确提出将由六部委聘任督察员,对28个利用住房公积金保障性住房试点城市住房公积金决策、管理、运作、监管活动进行过程监督。

这一制度目的显然在于保证公积金安全。这样的制度安排是基于过去公积金问题频出:多个地方公积金管理部门负责人贪污或挪用公积金炒股赌博;上世纪90年代初公积金曾被用于投资住房建设出现了一批呆账、坏账;还有一些城市出现挪用公积金搞基础设施建设不能按期收回等问题。

督察员制度一方面在于预防公积金腐败,另一方面在于打消广大公积金缴纳人顾虑,因为不少人对于公积金建房的风险存在担忧。督察员制度设计比较细致,比如说,督察员开展工作必须同时两人以上;实行回避制度,不派往原工作单位所在城市开展督察工作。毫无疑问,这值得肯定。然而在我看来,监督公积金使用不能只依靠督察员。

首先,督察员有限的人力能否完成监督任务让人忧虑。尽管六部委要聘任多少督察员没有明确,不过可以肯定的是人手有限。仅北京就有36个保障房项目试点公积金贷款,可以说每一个项目运作都是相当复杂的,何况是28个城市要同时试点公积金建房,有限的人力要完成繁重的监督任务似乎很难。

其次,公积金风险有多种,贪污挪

用只是部分风险,最大的风险其实是贷款收回风险,督察员制度很难防范这一风险。这是因为保障房能否顺利销售回款有多种因素影响,比如说保障房价(或租价)太高、位置偏远、配套落后就不好销售回款。之前,就有不少地方的经适房由于种种原因被申请者主动弃购。

再者,谁来监督督察员是个问题。督察员对运用公积金的决策、管理、运作、监管活动进行全过程监督,但不排除某些地方某些官员或某些开发商不想被监督制约,进而拉拢腐蚀个别督察员的现象。但从这个报道中看不出谁来监督督察员。

因此,仅靠督察员守护公积金安全并不是百分之百的可靠,近年来的种种腐败现象表明,预防腐败必须要打组合拳,督察员制度只能说是预防公积金腐败的一种。要知道,拿公积金建房风险必然要比公积金以前的风险多。在我看来,要想保证公积金安全,除了督察员监督之外,审计监督还要跟上,审计力度要效仿“四万亿”投资审计和汶川大地震物资审计。更为重要的是,公积金是归职工个人所有的一项基金,对公积金安全最为忧虑的是广大缴纳人,缴纳人对公积金决策、管理、运作拥有知情权和监督权。可是相关部门在设计监督方式时,并没有考虑缴纳人。我以为,要么建立代表公积金缴纳人的机构,作为第三方监管机构参与到公积金运行当中去;要么建立公积金决策、管理、运作信息公开机制,让广大缴纳人知道每一分钱是如何使用的。相比而言,我认为信息公开更实际、效果更好。



财经漫画

年纪小小“房二代”

ICLONG 供稿

经济时评

# 房产税政策不能偏离楼市调控目标

魏文彪

近日,发改委官员重提税收体制改革。房产税作为收紧贷款、严查土地之后的终极解决方案,并不能一蹴而就。但各地方政府的紧张筹备表明,启动税收体制改革的大幕已经拉开。8月24日,国家发改委财政金融司司长徐林公开证实,我国将推进房产税改革,它的开征可以为地方政府带来一个稳定的主体税种。

今年4月中旬中央政府出台了严厉程度前所未有的房地产调控措施,尽管各地房屋成交量在调控作用下普遍大幅下滑,房价快速上涨势头初步得到遏制,但是房价并未出现实质性的松动,许多民众依然买不起房。尤其是8月中旬,部分城市的部分项目又开始涌动涨价的暗流,房地产市场调控取得的实效面临化为乌有的危险。这实际上也揭示出单

依靠提高投资客贷款成本这样的货币政策,难以起到有效降低畸高房价的效用。在这种情形下,有关方面应当如人们所期待的那样,尽快开征房产税,通过税收政策加大房屋持有成本,挤压投资客的炒房获利空间,甚至使其得不偿失,以迫使其尽快降价出售房产,以达到尽快稳定乃至降低房屋价格的目的。

与此同时,开征房产税也有利于破除当前部分地方政府奉行的土地财政。由于难以从房地产市场获得稳定的税源,部分地方政府希冀通过地价上涨增加自身收入,而房屋价格与地价高低正相关,这就导致部分地方政府通过种种手段不遗余力地推高房价,并变相抵制与化解中央政府的调控政策。而开征房产税在物业持有环节征税,能为地方政府带来持续稳定的税收收入,变一次性的卖地财政为税收的细水长流,这也

有利于地方政府摒弃通过助推房价谋求增加收入的做法,有利于地方政府消弭变相抵制与化解中央调控政策的动机,从而有利于在更大程度上实现房价的稳定。

另外,各类房地产市场调控措施即便在较长时期内一直进行,也依然不过是一种相对短期的政策,而将房地产调控通过税收政策稳定下来,则可以使房地产调控成为一种长期性质的政策,有利于促进房地产市场调控的长期进行。像禁止贷款购买第三套房、禁止异地购房等不但调控作用不是很大,而且毕竟与市场经济理念也不是十分相容,而通过征收房产税调控楼市则可以避免受到有关违市场经济理念的指责,而通过征收房产税调控房地产市场,也是一种相对法制化的政策措施,有利于房地产市场调控政策经由税收政策实现法制

化,从而有利于房地产市场调控在法制轨道上长期稳定进行。

不过需要看到的是,由于开征房产税能为政府直接带来收入增长,因而政府在征收房产税上难免产生通过扩大征收范围等手段尽可能增加税源的欲求,这样就可能导致房产税偏离调控的初衷,导致部分原本不属调控政策打击范围的民众利益受到打击。所以,开征房产税必须紧紧围绕旨在调控房地产市场这一初衷与目的进行,须在对炒卖房屋者实施有力打击的同时,避免自住购房与改善型购房民众利益受到损伤,如应对首套房与改善型购买二套房免收房产税等等。如此,征收房产税就既可以达到有效稳定房价的目的,而又可以避免自住购房与改善型购房民众利益受到损伤,并因此而增强政策的受支持程度,促进房地产市场调控更为深入地进行。