

# 借助对美债权扩大中国金融话语权

张荣楠

当人们关注美元泛滥的同时,可能忽视其背后美债的风险,事实上,美债泡沫很可能导致另一场危机。全球美元泛滥和美债疯狂是对债权人权益的最大“稀释”,对于中国而言,中国外债已达2.64万亿,如何重新审视债权国地位,管理好债权迫在眉睫。

经济繁荣的时候,美国用别国的钱致自己的富;经济萧条的时候,美国用别国的钱来分散自己的风险。当前全球正在上演美国进行危机转嫁与风险转嫁的一出大戏。对于中国而言,如何重新审视债权国地位,管理好债权迫在眉睫。一直以来,中美经济不平衡”被认为是美国经常账户的巨额赤字与中国经常账户的巨大盈余之间的不平衡,而实际上这种失衡更深层次反映的却是债权国与债务国之间利益与财富分配上的严重失衡。汇率问题真是贸易失衡的根本原因吗?全球失衡是结构性还是周期性的?如果失衡是结构性的,则意味着失衡是由结构化的因素导致的,必须付出很大努力去修正,那么调整汇率就不会起作用,而只会带来更大的扭曲。

究竟什么才是造成美国贸易赤字的真正原因呢?对于这个问题,许多学者,甚至包括美国的经济学家和研究机构都曾做出过比较实事求是的研究。像美国国会研究中心 CRS 2007年就曾发表过一篇题为《美国贸易赤字:成因、结果和治疗》的报告。在这份《报告》中就清楚地指出:伴随着经济扩张的贸易赤字的扩大,不

中国外汇储备美元资产比重如以65%计算,则截至9月末我国外汇储备已达2.64万亿,这其中约有1.7万亿的美元资产。如果按照未来人民币兑美元升值3%-5%计算,据此计算,至2010年底,今年中国美元资产汇率损失为514-856亿美元的账面损失。此外,如果考虑外汇储备购买其他资产所形成的机会损益看,则损失更远远高于这个数字。

中国应借助作为美国最大债权国的优势,将作为债权国的金融权力转化为国家金融话语权,增强抵御外部压力的能力和博弈能力。

是因为国外的贸易壁垒,不是因为外国在美国倾销,不是因为美国产品在世界市场上没有竞争力,而是由于国内外的宏观支出和储蓄行为。在美国经济中存在一种使支出高于同期产出的强大的趋势,这种过度需求导致了美国的贸易赤字。”

开放经济中的国民收入恒等式可能是我们理解财政赤字、储蓄赤字和贸易赤字关系的最基本框架。从国民收入恒等式可以得出:财政赤字+储蓄赤字=贸易赤字,可见,美国经常项目赤字实际上是由政府和居民支出超过其收入的部分,这部分的过度支出需要外部融资弥补其债务亏空。

美国债务型经济得以循环的背后是美元霸权体系。20世纪下半叶以来世界很多时候被称为“美元世纪”,很大程度上是因为全球市场体系的许多规则和制度的制定都与作为一种世界货币的美元密切相关,从而形成了所谓的“美元的结构权力”。

经验表明,美国经济严重依赖于资本流入进行债务融资。从历年美国资本流入

情况看,美国三分之一的对外不平衡是通过“金融调整渠道”来弥补的,从1993年到2005年间,美国累积了4.4万亿美元的外汇储备,但是美国对外净净资产负债在这一时期只上升了2.4万亿美元,而另外2万亿美元赤字则是通过美元资本回流得到了对冲。

从美国的资产与负债结构看,美国的外国资产大多以外币计价,而其负债则几乎全部以美元计价。美国凭借“美元本位制”不仅支撑其债务的国际循环,也能利用货币“估值效应”,通过债务货币化或变相贬值增加国民财富。在国际贸易计价、世界外汇储备,以及国际金融交易中,美元分别占48%、61.3%和83.6%。“美元本位制”实际上已经演变为美国的“债务本位制”。仅2002-2006年间,美国对外债务消失额累计达3.58万亿美元。

另一方面,美国又通过对外大量进行长期投资获取巨大经济利益。与平均3.5%左右的美国10年期国债收益水平相比,海外投资形成了高利润回报。美国对外资产与负债的收益较大,而且各项风险

值相差也很大,这表明美国对外投资主要集中在高收益的风险资产,而对外债务仍然主要集中于安全性好的低收益资产,资本利得成为美国获取全球剩余价值的最大渠道。

国际货币基金组织数据显示,各国持有的外汇储备中,美元资产的平均比重为62%。中国人民银行从未公布过中国外汇储备的资产结构,但外界普遍认为中国的美元资产比重远高于平均比重,如以65%计算,则截至9月末我国外汇储备已达2.64万亿,这其中约有1.7万亿的美元资产。如果按照未来人民币兑美元升值3%-5%计算,据此计算,至2010年底,今年中国美元资产汇率损失为514-856亿美元的账面损失。此外,如果考虑外汇储备购买其他资产所形成的机会损益看,则损失更远远高于这个数字。

当前是该思考中国如何扮演美国最大债权人角色的时候了:人民币升值将令中国外储中美元资产缩水,在解决汇率问题上,中国应借助中国作为美国最大债权国的优势,将作为债权国的金融权力转化为国家金融话语权,增强抵御外部压力的能力和博弈能力,要从债权国与债务国的层面进行“谈判”。虽然减持美国国债会令中国在短期利益上有所损害,但却是对付美国最有效的工具,更关乎中国的长期战略利益。

(作者单位:国家信息中心预测部)

## 焦点评论

有此一说

## 工资上涨未必引发通胀

亚军

首先,通胀是一种货币现象,在货币总量与经济增长匹配的情况下,经济中一个产品的价格上涨,都会出现其他产品价格的下落。在信用货币制度下,货币总量与实际货币需求时常会出现不平衡,货币总量的供给超过需求就会出现价格的普遍上涨。

其次,工资的上升应该由劳动生产率的提升决定。在一个完全竞争环境下,边际产品的价值由单位产品的劳动时间和工资决定,单位产品的劳动时间下降了相当于劳动生产率提升了,工资也就提升了。

在劳动力无过剩的三元经济体中,制造业和农业均需要劳动力投入,但一个国家的劳动力数量有限,在劳动力市场平衡时,制造业和农业的每位劳动者的实际工资和名义工资均相等。当制造业部门劳动生产率上升时,实际工资上升,工厂经理会以高于原来名义工资的水平从农业部门招募劳动力,劳动者名义工资均普遍上升。由于产品价格不变,所以实际工资也普遍上升。

如果农业劳动力出现过剩,制造业劳动生产率的提升就不会导致农业劳动力工资的上涨,原因是工厂经理并不需要提升工资就可以招募到所需的劳动者。在这个过程中,劳动者的工资并不会提升,产品价格也不发生变化。这个阶段,也是发生工资上涨速度低于劳动生产率上涨速度的阶段,体现在收入分配中,劳动者报酬占GDP比例不断走低。

在货币供给不过度的前提下,超出劳动生产率增长的那部分劳动力成本(主要是工资)上升不会导致通胀,反而会导致经济萎缩。这一点就如同金本位制下经济规律。中国目前正处于如同60年代日本推行的“国民收入倍增计划”时,市场一些机构会不自然地觉得劳动力成本的上升就导致了通胀的发生,因为日本就发生过。

60年代的日本,在战后高速增长十五年之后,遇到了“刘易斯拐点”。1960年池田首相推出“国民收入倍增计划”,其内容是在1961年至1970年将维持平均7.2%的年增长

率,实际国民收入提高1倍。后来1961年成立的《农业基本法》主要目标为“提高农业生产率,消除其与其他产业的差距,并使农业劳动者增加收入,过上与从事其他产业不相上下的生活”。其后几年里劳动者收入不断上升,名义工资增长率超过实际工资增长率,超出的部分就是通胀率,而名义工资增长率来自于较低的资金成本、低税率和政府对于米价的高额补贴。日本的六七十年代存款利率一直低于通胀水平,同时日本政府购买大米的价格也不断大幅攀升,投入到农林畜牧业的财政投入增速在60年代前几年一直维持在20%以上。在财政支出大幅增加的情况下,日本M2出现超发现象,导致了从1960年开始消费物价以每年5%的幅度持续上升。

80年代的中国,粮食补贴也导致了通胀的发生。对于1980年的高通胀(年增7.5%),我们可以看出1979年的政府收购价格大幅提升、财政支出大幅增加、财政赤字异常上升是主要原因,财政支出514.69亿中支农建设大概有90亿,而粮棉油价格补贴当年为79.2亿。因此可以看出价格补贴导致的财政支出增加,同样导致货币超发,引起1980年高通胀。同样的事情发生在1984-1985年和1987-1989年,在1984年和1987年物价比较稳定的时期,货币供给已经从1984年开始大幅提升,虽然到1988年期间供给增速不断下降,但1984-1986年的供给增速依然在25%以上。大量的货币供给,再加上粮食收购价格的上升,引发通货膨胀。

历史上也发生过劳动力成本上升的年份,比如2005年和2006年的煤气、电费、租金上涨等,但通胀是否被推高显然一目了然。总之,劳动力成本上升是否导致通胀,只能到货币供给中去找答案。长期看,如果政府实行了“国民收入倍增计划”,那么减税以及粮食价格提升都无法避免的,通胀也不可避免。短期看,目前外围主要经济体均再次实行了更为宽松的货币政策,流动性泛滥必然流入国内,同时M2增速不低,货币供给的相推出“国民收入倍增计划”,其内容是在1961年至1970年将维持平均7.2%的年增长

实话实说

# 完善IPO制度仍有空间

傅子恒

《关于深化新股发行体制改革的指导意见》于近日结束意见征求并于12日正式发布。从11月1日起,修订后的《证券发行与承销管理办法》将正式实施。新股发行与承销管理办法》将正式实施。新股发行与承销管理办法》将正式实施。新股发行与承销管理办法》将正式实施。

笔者认为,这一改革朝着IPO制度更合理健全、尤其是新股一级市场价格形成机制更加健全的轨道迈进了一步,但离市场预期的改革尚有距离。

关于IPO制度弊端与改革的讨论由来已久,从各方关注焦点来看,市场先是由热点问题的产生根源而追溯至制度层面。这些热点问题集中于新股(包括增发等再融资行为)溢价过高、上市公司超募融资、承销机构对股价上市初期的操控空间过大等方面。

首先,超过上市公司估值的高发行价格在一级市场制造了股市泡沫,成为二级市场不稳定的一个隐患。脱离企业基本面的过高定价或使得二级市场股价虚高导致过度投机,或者向下“价值回归”套牢原始投资者。

其次,过高定价使得上市公司超募融资,而享受了超高溢价的上市公司的过度融资行为,所募集的巨额资金超过企业的实际需要,根本不能为其项目投

资与经营正常需求所完全吸纳,企业的业绩成长步伐跟不上资本扩张的步伐,使得二级市场股价泡沫无法被“自然挤压”。从社会资金使用角度来看,大量闲置资金只能存在银行获取较低的利息收入,甚至被上市公司用来进行主业外的投机、为公司员工发放福利等等,导致资源配置上的低效率。

其三,除一级市场的定价权之外,在二级市场股价形成方面,现行制度给参与股份承销的机构投资者赋予了过大的权限。早有市场有识之士指出,现行新股发行制度设计实际上形成了一种“庄家模式”,特别是设定新股上市首日不设涨跌停板制度,让作为新股承销商的机构投资者在新股二级市场初始

定价形成方面具备很大的操作空间,由于此,使得刚上市的新股市盈率远远高于市场平均市盈率,成为吹大“新股泡沫”的助推因素。

IPO某些不合理制度成为二级市场股价泡沫、尤其是新股泡沫的根源之一,必须加以解决。证监会此次的改革细化了新股报价申购以及配售的约束机制,其所带来的结果,主要是以增大单个机构投资者新股配售数额的方式,促使其在价格申报时更加理性,以减少其只为能够获得配售而随意报价的主观动机。但是,涉及上市公司超额募资以及二级市场新股价格形成等方面的根本问题尚没有解决。我们希望这些问题在各方积极推动之下最终能够得以有效解决。

储心积虑

# 推出房产税时机未到

储著胜



4月份楼市新政出台后,房地产市场沉寂了几个月,可到了8、9月份昔日热闹的场景又再度出现,有关部门在国庆节前不得不再出打压政策,各地政府也相继行动起来,转眼间房价又成了“过街老鼠”。在各种打压手段当中,目前最受人们企盼的莫过于房产税,在一些人的眼里,房产税大有成为压垮房价最后一根稻草的架势。对此,笔者却很不以为然。房产税现阶段如果真的推出来,我相信欢呼声很快就会被埋怨声所替代。因为房产税不仅难以对房价起到压

制作用,使社会民众的预期落空,而且还会使那些虽然有房但要靠节衣缩食才能还得起房贷的夹心阶层也成了新税的纳税人,每年凭空多出几千元的税收负担来。

房产税的开征首先需要解决的问题是明确其征收目的。在目前阶段社会公众呼吁开征房产税,其目的非常明确,就是要控制房价。但房产税能以控制房价作为其征收目的吗?显然不能。因为房价从长远来看,总是有起有伏的,楼市并非永远火爆,也会有冷冬期。如果把控制房价作为房产税的征收目的,那就意味着在楼市火爆、房价不断上涨时,就要开征此税;而一旦楼市陷入调整、房价下跌时,此税就得暂停征收甚至取消。这明显违背了税收的稳定性原则,是一种很不严肃的做法。税收是一种法律手段,切不可当成灵活运用的行政手段。

退一步说,就是房产税可以这样灵活运用,现阶段依靠它来控制房价也难以真正见效,根据目前透露出的一些方案,100万的房子每年缴纳的房产税才不过几千元,而100万的房子一旦上涨起

来就是一、二十万甚至更多,相比之下,这点房产税对于房地产投资者来说基本可以忽略不计。在楼市整体供求状况没有得到根本改善的情况下,这些税收也很容易被投资者转嫁到购房者身上从而进一步推升了房价。这肯定是那些呼吁开征房产税的人所不愿看到的情形。

房产税开征的根本目的应该是为地方政府获取长期、稳定的税收收入。众所周知,近年来,地方政府的土地财政问题越来越严重,已经引起了社会民众的激烈反应,改变地方政府对土地收入的过度依赖乃大势所趋。因为地方政府的支出具有很强的刚性,片面地取消土地有偿出让制度是难以解决问题的。这就需要有一项稳定的收入能对地方政府的土地收入形成替代,该项收入便是房产税。

而要把房产税作为地方政府的一项长期、稳定的收入来源,使其能有效替代土地收入对于地方政府的财力支撑并非短期所能完成,这是因为目前地方政府的土地收入规模实在太庞大,在同级财政收入中所占的比重实在太高,而房产税作为一项普适性税种,其税负又不能太重,因此两者之间该如何衔接实在

是一门不小的学问。另外,目前我国与房地产相关的税费项目既多且杂,房产税的推出显然不能单兵突进,而应该在统筹处理好这些税费的基础上适时推出。如此,有关房地产方面的税收才能真正规范且能长久征收下去。否则,必将成为“头痛医头、脚痛医脚”的临时举措,使本已繁杂的房地产税费项目变得更加繁杂。

就地方财政的转型来说,房产税是一定要开征的,但是目前实在不是一个恰当的时候,因为社会公众都把它作为控制房价的手段来预期,一旦推出之后,并不能有效抑制房价,那么社会公众就一定会非常失望;如果再让那些虽有住房但需要节衣缩食才能交得齐每月按揭款的人也成为房产税的纳税人,每年多出几千元的房产税来,那么他们就很可能愤怒了。企盼的没有来,没有想到的却来了,这难道不是事与愿违吗?这几年房产税之所以“久闻楼梯响,不见人下来”,也许这才是真正的原因吧。若真如此,笔者建议有关部门还是要继续保持耐心,不要在现阶段以控制房价的方式推出房产税来。



财经漫画

进入三季度报报喜期

李向东/图