

# 美日已开闸放水 中国宜堵疏并举

陆前进

## 全球性流动性过剩热钱涌动

目前,美国和日本先后启动第二轮的量化宽松政策,其它主要发达国家利率保持较低水平,过多的流动性在全球涌动,寻求更高的收益。而一些新兴市场经济国家成为热钱瞄准的对象,因为这些国家受到金融危机影响的程度相对较轻,经济复苏快,币值坚挺,资产价格上涨,热钱主要是流向这些国家套汇或套利。热钱流入无外乎是追求更高的回报,一是追求该国货币升值获得汇兑收益;二是追求资产价格上涨获得的投资收益。

全球性流动性过剩是投机资本膨胀的温床。目前美元大量发行,美国经常账户与财政收支双赤字导致投资者看跌美元,投资者就将资产转移到亚洲及其他新兴市场国家,如中国、巴西、韩国、香港等国或地区。热钱流入会导致本国货币升值压力上升,同时本国的外汇占款投放也会增加,一旦热钱流出还会导致本国金融市场的大起大落,这些都对宏观经济产生较大的冲击。

## 防范热钱需设两道防护网

我国早已成为投机资本觊觎的对象,在贸易账户与资本账户双顺差下,人民币升值预期仍然存在;国内资本市场上,投资回报率高,国外投机资金更是蠢蠢欲动。尽管汇改以后,人民币汇率的变动弹性有所增加,汇率双向变动更加频繁,增加了汇率变动的不确定性,但是人民币仍

全球性流动性过剩是投机资本膨胀的温床,我国早已成为投机资本觊觎的对象,笔者认为我国防范热钱需设置两道防护网:第一道屏障是加强对短期资本流动的管理,第二道屏障是用“池子圈钱”。

然保持升值趋势。只要人民币保持一定的升值幅度,就阻止不了国际热钱,反而会让国际热钱更加放心大胆地涌入。如果每年人民币升值5%,对外资来说,它至少可以有这5%的收益保底,这样等于固定了它的投资收益,确保它没有收益风险。笔者认为我国防范热钱需设置两道防护网:

第一道屏障是加强对短期资本流动的管理,首先把热钱挡在国门外,热钱将无法获得投机收益。最近国家外汇管理局发布了《关于加强外汇业务管理有关问题的通知》,主要是防范热钱违规流入,其中包括严查内地在境外上市的公司IPO资金回流;将来料加工收汇比例统一由30%调整为20%;严查H股IPO资金回流;来料加工收汇比例降至20%;严格结售汇综合头寸管理等措施。尽管我国对外资的流入有严格的限制,但是热钱无孔不入,完全防范几乎是不可能,这些外资往往还通过独特的灰色途径进入,混在贸易、直接投资渠道中,我们几乎不能对其进行阻止,因为要堵塞这些渠道,成本可能极其高昂,甚至会对经济产生负面影响。

第二道屏障是用“池子圈钱”。央行行长周小川近日就监管入境热钱所作的“池

子”比喻引发了市场热议,央行副行长马德伦对此解释,指出“池子是一个政策的组合”,包括存款准备金率调整等调控工具。在国内,热钱流入,外汇占款会增加,同时为了控制货币供应量的上升,央行须发行央票、正回购或提高法定准备金率进行冲销干预,把资金冻结在中央银行的池子中。中国人民银行10日宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,上个月央行已对6家银行所进行的实行差别化上调存款准备金率,冻结的资金约6000亿元。央行通过公开市场业务和提高法定准备金率冻结流动性主要是从总量上来管理流动性,也就是周小川行长所说的总量对冲措施。

笔者认为热钱流入,市场流动性会增加,为了控制市场流动性,要把多余的流动性冻结起来,从总量上对冲热钱意味着保持市场流动性均衡适度,避免热钱对商品市场和资本市场的冲击。央行通过总量调控,把过多的“水”引入自己的池子中,防止市场流动性过剩,值得指出的是,虽然这部分热钱被引入池子,但还是可以获得人民币升值的好处。

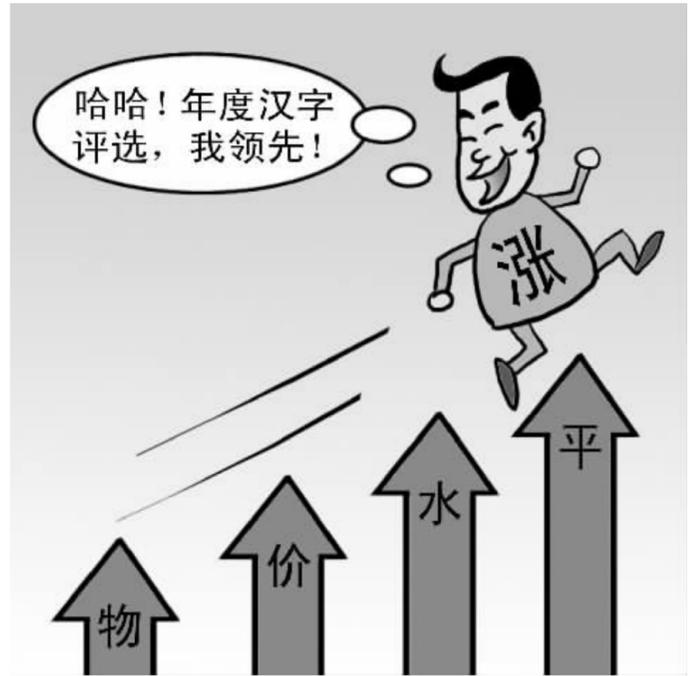
## 资金结构性问题值得注意

实际上,在主要发达国家宽松的货币

政策退出之前,市场流动性仍然会不断上升,流向新兴市场经济国家的热钱也会不断增加。同时作为主要储备货币的国家美国采取过度扩张的货币政策,美元的吸引力下降,其他国家货币和资产的吸引力上升,这些国家货币升值压力不断加大,资产价格持续上升,热钱流入的动力将会继续存在。笔者认为防范热钱首先是第一道防线,尽量把热钱挡在外面,阻止热钱冲击人民币汇率和国内货币供给,防范热钱投机人民币升值。一旦热钱突破第一道防线,央行要从总量调控上防范热钱,降低热钱对宏观经济的冲击。实际上,央行用“池子”圈钱,是总量上调控,不能解决结构性问题,无法对资金的来源进行区分,热钱仍然可以获得人民币升值和资产价格上涨的好处。只不过通过总量调控,收紧了流动性,减缓了市场上总体压力,防止金融市场大起大落,压缩了热钱的获利空间,维护金融安全稳定。因此针对热钱,除了从总量上调控外,还要增加热钱投机的成本,增加人民币双向变动的不确定性,不给投机者固定的人民币升值预期,加强对资本流进和流出的监管,防止短期资本的大进大出,密切关注资产价格的变化,防范资产价格的泡沫产生。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

## 焦点评论



财经漫画

## 年度汉字评选“涨”字领先

赵顺清/图

## 实话实说

# “年度汉字”背后的民生解读

王传涛

2010年快过完了。如果将这一年里的人与事凝固成最真切记忆,你会选择哪个汉字来描述?近日,某论坛发起了年度汉字评选活动,由网友来海选心目中真切感受。截至目前,“涨”字暂时领先。排在其后的分别是,撞、道、哦……

岁末年初,是进行各项总结盘点的好习惯时节,什么“年度十大新闻”、“年度十大汉字”、“年度十佳评论”等各项内容,也都将进入到各家媒体的评选程序。读一读今年的“网曝年度汉字”,或许就会管中窥豹,以小见大,甚至会透过几个字就能读懂民生、读懂社会。

“涨”。“蒜你狠”、“逗你玩”、“姜一军”、“苹什么”……所有网络调侃,不仅仅反映了网友们的智慧与幽默,更在某种程度上表达了公众对于通货膨胀、物价上涨的不满。虽然近两天有新闻说“蒜你狠”已经变成了“蒜你跌”,说蒜价从9块钱跌到了7块钱,但又一则统计数量严重打击了公众的生活信心——36城市11月蔬菜平均批发价同比上涨

62.4%,环比上涨11.4%。抛开数据,真实生活方面的捉襟见肘才更具切身之感,于是网友们自发在网上晒起了“想格尔系数”,不晒不知道,一晒吓一跳——许多工薪阶层竟然发现自己处于贫困状态。

“撞”。去年的“撞”也不少,但今年较去年有过之而无不及。“富二代”没事就喜欢让保时捷和宝马撞着玩;“权二代”在大学喜欢泡马子但也不忘撞人,而且留下了2010年最牛的一句话——“我爸是李刚”。撞来撞去,不要忘了360与QQ的互撞,虽然不涉及人身安全,但将公共利益作为绑架对象的商业战争却是史无前例的。

“年度汉字”还有许多,透过这几个汉字,我们就能读出些许无奈、些许沧桑。虽然说2010年年度汉字的评选只能会有一个中标,但要全面读懂2010年,便不能只按着那一个词来看——人提选名的汉字里,是没有失败者的,对于反映民生来说,他们都是公民声音的代言人。如同去年的“被”字、“雷”字一样,它们反映着中国,更促进着社会的良性发展与正常回归。

## 财经杂谈

# 中国买家的米高梅重组陷阱

李季先

由于无法偿付高达40亿美元的巨额债务,曾以“狮吼”为标志的、曾经推出《007》系列、《乱世佳人》、《猫和老鼠》以及《魂断蓝桥》等经典影片的高梅公司向美国纽约州破产法庭提交了破产重组申请,“帝国”即将在经济蓝桥上“魏断”,这个爆炸性的消息牵动了众人的神经,这其中就包括被国际投行积极游说的中国买家。

米高梅似乎正在期待着来自中国买家的救赎,而来自中国的潜在买家似乎也看到了机会,非常愿意做这个救世主。媒体最新报道称,已有两家中国公司欲联手入股米高梅,通过债转股、收购股权等方式参与米高梅破产重组。一个愿卖,一个愿买,一切都看似那么符合逻辑,但笔者总觉得有什么地方不踏实,甚至怀有一种

隐隐的基于文化底蕴和法律上的不安感。的确,米高梅带给这个时代的人太多的影视文化记忆,其曾经反映在版权经营上的收益“神话”更是让很多业内同行艳羡不已。中国买家如果真的人主米高梅成功,不但可以提升中国文化的软实力,还可以为国内电影增加一个国际级的电影分享平台,加速中国电影国际化步伐,从这个意义上说,这很难说不是中国买家的机会。不过美国的《破产法》规定及多年的海外并购实践告诉我们,相对于米高梅破产重组带给我们的“机会”而言,米高梅重组带给我们的可能更多的是“挑战”,而且是短期内无法解决的挑战。

“入股容易入主难”。根据美国《破产法》第11章,米高梅所谓的破产重组更多的是程序意义上的“破产重整”自救,是一次去债务“包袱”财务行为,而不是国人一般理解的“破产清算”,其财务状况还远远没

有到“油尽灯枯”的境地。正如米高梅公司自己所言,在重组程序期间,公司拥有足够的现金支持其运营”。在这种情况下,重组方只可能是名义参与者而不是主导者,是“入股者”而不是“入主者”。要尊重美国的法律和米高梅公司自身的企业文化及现有经营管理团队,而这恰是并购问题的关键,文化和法律鸿沟难以逾越,尤其是作为软实力重要体现的影视传媒公司,更是如此。

任何认为可以借米高梅重组让其改旗易帜、为中国电影走向世界服务的想法都是天真的不切实际的幻想。中国买家如果是抱着获得版权交易平台、弘扬国粹、提升中国软实力平台的目的去并购,其结果一定会大失所望。毕竟,就中国目前的政治法律架构而言,接受来自中国的对美国一直视为骄傲的米高梅帝国的并购是难以被接受的。

实际上,美国《破产法》第十一章已经说得很明白,对于拟重整公司而言,在递交申请的同时,该公司的资产将得到法庭的保护,其日常运营会照常进行,直至法庭批准该重组计划,该重整企业完成第十一章规定的法律程序。合格重组方的背景及资格与是否牢牢掌控在法庭及其背后的政治选民手里,在这种情况下,联系到米高梅申请破产的“减债”原因及美国的司法与政治传统,中国买家有理由相信,对于米高梅申请破产所带来的并购机会而言,这种机会更多的是参与机会而不是理想的并购机会。笔者推断,米高梅公司压根儿就没想过要像中国买家或部分国际投行所忽悠的那样真正“出售”,重组减债、轻装上阵才是其本次重组的真谛;并购人主米高梅,中国买家别想了!

(作者系万商天勤律师事务所合伙人)

## 专家论道

# 量化宽松政策: 美国货币倾销新形式

苗迎春

近期最令人关注的世界经济大事莫过于美联储宣布采取二次量化宽松货币政策。面对持续低迷的美国经济形势和中期选举的落败,美联储终于再次开动印钞机,此举“赢得”了世界各国的广泛批评和严厉谴责。

## 一、推动美元实质性贬值是美二次量化宽松政策的根本目标

2008年美国爆发金融危机以后,为了挽救美国经济,避免美国陷入经济大萧条,美联储被迫采取了“定量宽松”的非传统货币政策,购买了总量高达1.7万亿美元的国债和抵押贷款债券,为推动美国经济复苏起到了十分重要的作用。但是自今年第三季度以来,美国经济复苏步伐明显减缓,失业率居高不下,房产贬值,信贷紧缩的迹象日益凸现。在这种情况下,美联储决定到2011年6月底前再购进6000亿美元的较长期国债,以促进美国经济的更强劲复苏进程。

美联储实施二次量化宽松的货币政策基于两方面的缘由:一是当前美国基础通货膨胀水平较低。根据美联储的声明,美国长期通胀预期保持稳定,但基础通胀最近几个季度趋于走低。换句话说,美联储认为美国经济出现通货紧缩的风险在加大。为什么美联储上次量化宽松政策没有引发人们预期的通货膨胀呢?原因在于美联储为刺激经济给各大投资银行的资金没有直接投放到市场中,而是作为投资银行的坏账准备金重新存放回美联储,并没有进入实体经济,从而使得投资银行的放贷动力不足,美国短期内出现通货膨胀率的可能性大大降低。根据美联储公布的数据,美国目前的年度通货膨胀率只有1%左右,远低于美联储非官方2%的通胀目标。在这种情况下,美联储拥有推出第二轮甚至不排除还会有第三轮的量化宽松货币政策的空间。二是大幅贬值美元推动出口。奥巴马上台后,雄心勃勃地推出了“五年出口倍增计划”,希望以此扭转贸易赤字不断恶化的趋势,并取得了一定成效。根据美国商务部公布的数据,2009年美国贸易赤字为3807亿美元,降至8年来最低,同比下降45.3%,为1991年以来最大降幅。但是,美国贸易赤字减少并不是因为美国商品出口增加,2009年美国出口额为1.55万亿美元,同比还下降15%。因此,滥发美元必定导致美元进一步贬值,对于扩大美国商品的出口、提高就业率是有利的。这是奥巴马总统对“独立的”美联储政策表示支持的重要原因。

## 二、“全球货币战”背景下的中国应对之策

美联储的量化宽松货币政策引起了发达国家的警惕和新兴经济体的担忧,在美元仍然作为世界储备货币地位的今天,受此政策影响最大的恐怕还是中国。作为拥有巨额美元资产的美联储最大债权国,美联储在美元信用没有事实性“违约”的情况下,用创造更多货币的方式来抵消外债,无疑会极大地稀释中国的外汇资产,使中国遭受难以避免的巨大经济损失。同时,这还大大增加了中国的通货膨胀预期。作为利益攸关国,中国理所当然地反对美国不负责任的利己主义行为,坚决应对美国挑起的这场“货币战争”。中国可以选择以下对策:

一是果断停止增持美国国债。美国爆发金融危机以来,中国政府本着互利共赢,推动美国经济早日复苏的原则,基本上保持了增持美国国债的做法。面对美元不断贬值趋势,继续购买美国国债经济意义已经不大。中国现在急需考量的是如何说服美国保证持有的美国国债不缩水、经济利益不受损。

二是立即着手准备向WTO起诉美国的政府补贴行为。货币倾销是一种变相的政府补贴,严重损害了贸易伙伴国的经济利益,也扰乱了正常的国际贸易秩序。中国应该借此机会,在WTO舞台上建立起全球反对美国货币倾销的同盟军。

三是继续推进人民币汇率机制改革,适度升值人民币,助推美国物价上涨到合理水平。只有美国的通货膨胀预期越来越强烈,美联储才会考虑回收发行的过量资金,世界经济才能重回正常的发展轨迹。

四是学会利用国际对话平台展开经济谈判。在全球共同应对金融危机的今天,各国之间的对话渠道日益增多,G20、APEC等国际峰会为中国展开经济诉求提供了机会。而中美战略与经济对话更是成为两国解决和磋商重大问题的平台,应该充分利用这一机制,将美国货币政策与美国的亚太战略调整统筹考虑,以此取得对美斗争的主动权。

(作者系武汉大学国际问题研究院副教授)

## 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pp118@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。