

欧盟公债是时机未熟的冒进方案

翟秀艳

在欧元区不断暴露的债务危机前,市场亟待欧盟提出一项强有力方案来应对欧债危机。卢森堡首相容克和意大利财长特雷蒙近日提议的欧盟公债似乎看上去是一个不错的方案。容克等提议的欧盟公债是希望欧洲理事会创建一个欧洲债务机构(EDA),并授权其发行欧洲联合主权债券,其发行规模逐步提高至相当于欧盟及其成员国GDP的40%水平;并建立起欧盟公债与欧盟成员国国债相互兑换的机制。

应该说,欧盟公债确是一项具有建设性的建议,它有助于矫正当期欧元区统一的货币政策与分散的财政政策之矛盾,具有监督成员国财政政策是否违规的功能。为欧盟公债与成员国国债相互兑换的折价率,将使那些主权负债过高的欧元区成员国在兑换欧盟公债时面临较高的折价,从而提高其融资成本、限制其融资却又不至于产生破坏性的风险蔓延。一旦成员国失去市场融资能力,将不得不求助于欧盟债务机构发债,这将强化欧盟对成员国财政纪律的监督。

然而,德国却对发行欧盟公债表示反对,这并非是因为德国人小气,而是当前

欧盟公债既有冒进之嫌,又面临可行性的拷问。严格而言,欧盟公债本质是一种信用混杂的合成债券。如此一来,如何确定欧盟公债的信用,并对此进行信用评级,以确定欧盟公债的市场定价成了问题。

由于欧盟目前依然是一个相对松散的主权国家结合体,而非独立的信用主体,也缺乏如主权国家所拥有稳定的财政收入来源。这使得对欧盟公债难以参照主权信用进行评级,毕竟主权信用评级的基础是主权国家及独立的财政。而欧盟公债的偿债来源不清晰,而且债券的使用也存在不确定性。显然,缺乏一个有效的偿债主体、且债券使用的随机性、不稳定性使市场无法为欧盟公债进行信用评级。

作为信用合成的欧盟公债,如果其信用以成员国信用的某种加权模式而得出,那么欧盟公债某种程度上是高信用成员国对低信用成员国的信用担保。这样,通过欧盟公债欧盟所有成员国的信用如同赤壁之战中的曹操战船一般被捆绑在一起。德国首先表示反对并不奇怪。

鉴于此,以欧盟公债来应对当前欧债危机很可能会加速欧元区逆向淘汰,即最希望借助欧盟公债发行债券的是深陷主权债务危机的国家,而非德法等国。这些

深陷债务危机的国家,肯定希望借助欧盟公债在自身信用被抛弃的情况下得以继续发债融资。

而德法等主权信用评级高于欧盟公债信用的国家,则不愿以平价兑换成欧盟公债,从而使欧盟公债市场产生类似于二手市场的柠檬效应,市场将视欧盟公债为变换马甲的问题国家主权债务而不愿持有。欧盟公债势将直接把欧盟各国的财政风险串联起来,成为了一荣俱荣、一损俱损的共同体。在欧盟无法直接与成员国政府分享纳税人税收、且无法直接影响和支配成员国财政支出的情况下,欧盟公债如同欧元一样成为了问题国家滥用欧元和欧盟公债信用的取款机。

与此同时,欧盟公债与欧盟成员国国债相互间的兑换折价率如何确定也将考验其可行性。若欧盟公债兑问题国家国债的折价率过高,对问题国家只能缓解短期流动性问题,无法有效降低其真实发债成本。这就如同目前的应急救助计划,只是暂时缓解了问题国家的即时偿债压力,而把问题拖到未来。而若折价率显著低于问题国家在公开市场发债成本,那么这意味着德法等国纳税人分摊了问题国家的债务风险。以欧盟成员国混合信用支撑的欧

盟公债,试图维系欧盟公债信用的国家将承担更大的义务而无法获得对等的权利,从而产生地道的公地悲剧效应。

具体到欧债市场,若欧盟公债与成员国国债的兑换折价率是一种非市场化的协议操作,这将会给市场以巨大的政策套利空间。市场在做空问题成员国国债的同时,以低价买入问题国家国债并以欧盟确定的折价率兑换成欧盟公债,进而再用欧盟公债兑换成德法等国债。显然,这是欧盟公债建议者不愿意看到的,但却是不可避免的,因为如此的政策套利将进一步把欧元推向崩溃的边缘。

由此可见,要以建设性的姿态推进欧盟公债建设,首先要赋予EDA拥有对成员国财政收支的部分决定权。对那些要把国债兑换成欧盟公债的国家,其财政收支要受到监控,不仅需获得其国内议会同意,还需获得欧盟理事会同意。当然,对欧盟成员国而言这比《里斯本条约》更具政治挑战性,这也是我们认为目前发行欧盟公债是一个生不逢时的冒进议案的一个重要原因。

焦点评论



经济责任重于山,舍此何劳做大官。
民脂民膏需呵护,国税国财要严看。
阳光理财社报章,透明施政百姓安。
监督从来不可少,清廉必靠审计关。

朱慧卿/图
孙勇/诗

实话实说

政府兜底保障房可促楼市理性

傅子恒

关于2011年的房价走势,人们分歧较大。如中国人民大学此前的报告认为明年房价平均将下跌20%,中国社科院报告认为若干大城市泡沫平均超过了三成,部分城市甚至高达七成;但地产业内人士认为期待房价回落仍只是一厢情愿。

笔者一直认为,房价能否得以有效控制一个重要参考,是各地经适房、廉租房等各类保障性住房建设的推进力度。目前来看,房地产市场刚性需求的主要力量来自于改善型需求者与自住需求者,而“刚需”主力军是刚踏入工作岗位的80后”,对该部分需求者而言,如果廉租房能够大批量建成投入使用,其在短时期内“即期购房”的愿望将可以极大地得以缓解。温家宝总理曾经提到要让每一位公民有尊严地生活,如果廉租房能够保障那些短时期内暂时没有购房能力的人们有尊严地享受安居生活,其“迫切的”购房愿望一定会降低,这一点应该无需太多“论证”。从这一角度来说,廉租房等安居保障房体系建设改变的将还有社会对安居概念的重新理解,也即是社会观念的重塑。当然廉租房政策还需要有一系列人性化的综合措施配套与落实。

而这一局面能够成为现实吗?近期一系列的、层级不断提高的政策规划使人们正在看到希望。11月30日,胡锦涛总书记提出要加快保障性住房建设,加强房地产市场调控,这一讲话将推进保

障性住房建设与积极促进就业、扩大社保覆盖范围、推进医疗卫生体制改革等加强民生建设的举措一道,提升到了“国家战略”的层级。更早一些时候,我国“十二五”规划中已经提出了“加大保障性安居工程建设力度”、“发展公租房”的要求。而作为具体的落实措施,住建部日前向各地发出通知,提出2011年计划建设保障性安居工程任务计划将完成1000万套的目标,与2010年的580万套相比增幅超过70%。而新建保障房结构中,重点是加大廉租房的建设力度。这些信息均显示,加大保障性住房建设、缓解房地产市场紧张局面已经成了国家重中之重政治任务。我们有理由期待,在经历长期的焦虑之后,随着时间的推移,房地产市场供、需两方面失衡的矛盾将能够得以有效缓解,引发高房价产生的预期因素将会发生根本性变化。目前唯一支撑房价预期的因素是通胀问题,但相对于一直以来涨幅过大、民怨鼎沸的高房价问题,仅凭可控的通胀这一单一因素,已根本不足以挽回趋势。

多层次的房地产市场体系是满足多层次市场需求的需要,推进作为多层次房地产体系之“重要一极”的保障型住房建设,政府在急速补课。当前而言,因为房地产市场体系的不完善,能够对高房价产生抑制性作用、能够对房地产市场稳定健康发展产生实质性影响的因素,就是政府对保障性住房的“兜底”。当然,政策推进的力度一定要足够大。

直言不讳

国际板不应被赋予“池子”角色

宣宇

最近证监会官员表示正在加紧研究推动国际板建设,随后央行官员又“催促”,希望国际板能够尽快推出,结合周小川行长建设“池子”管理热钱的思想,市场于是把两部门官员对国际板的高调表态解读为,国际板将被当作“池子”,作为吸收热钱的工具。

暂且抛开监管和制度化建设方面的问题不谈,毫无疑问,在当前国内市场流动性日益“过剩”,房价步步高,物价节节攀升,国际货币市场化宽松、资金泛滥的形势下,推出国际板,确实能吸收一部分国内热钱,但笔者并不认为国际板像众人宣称的能有效担任“池子”的角色。

首先,我们所担心的是国际“游资”的冲击,随着国际上对中国经济长期看好和人民币升值预期(美国QE2加速了这一进程),大量国际游资伺机通过各种途径进入中国。推出国际板,就是允许国外企业在中国境内发行A股股票,本意是为中国人(资本)直接投资国外企业提供渠道。

但问题是,目前国际上流动性都已泛滥成灾,“钱太多”了,它们缺的不是钱,而是好的投资项目,以致太多的钱“无所事事”成为“游资”,在这种情况下,将中国老百姓的钱配置给它们,后果可想而知!对当前中国,也许“流动性”充裕,而对广大民众来说,钱还是紧缺的,2009年中国老百姓的消费占GDP支出比重仅为35.11%,低于中等收入国家的普遍水平,仅为美国等国家的二分之一,并且还呈逐年下滑趋势。谁不愿意享受生活呢!问题是中国广大普通百姓还有太多的后顾之忧。只为解决国内当前流动性“过剩”而权宜之计急于推出国际板是不明智和不负责任的,在刚满周年却历经10年筹备的创业板推出之后尚且出现了很多问题,如果说创业板出现问题还是“肥水不流外人田”的话,那么国际板的失时和失策将有可能成为“国际提款机”。显然,即使基于让国内民众投资国际优质企业取得投资性回报的初衷推出国际板,目前也不是好的时机。

既然国际板主要还是吸收国内的流动性,那为什么在目前中国企业,尤其是

广大中小企业融资难的情况下,要把这种资源配置给国外的企业?我们完全可以通过做大做强中国内地股市和各类产业投资基金(构建完整的新兴产业创新创业投融资链)等“池子”,通过进一步实质性放宽民间资本进入限制,吸纳包括热钱、闲钱在内的社会资金来吸收当前的流动性,实现新兴产业与金融资本之间的良性互动,这才是在当前经济转型、产业升级的背景下,中国经济真正需要的。

以吸收当前国内过多流动性而急于推出国际板,在笔者看来,与我们一直以来倡导的出口导向战略导致资源错配的逻辑是一样的。出口的本质是想以出口换取外汇再从国外进口我们缺少的技术和资源,但我们回过头来看,出口导向战略确实赢得了一时一地的的发展,但是我们换来了技术吗?我们同时还失去了市场,更造成国内经济结构失衡,造成国内严重的“消费抑制”,我们大量的产成品运输到了国外,换回来的大量外汇储备,只是一个财富符号,没有形成任何现实的生产力(进口不来高新技术和设备),并且这个

“财富”被动地决定于外汇价值(当然是处于长期贬值的趋势)。如果说我们为了实现经济“赶超”,以出口导向为特征的外向型经济增长战略有历史和现实的需要的话,那么在当前其实国内企业资金并不实质性“过剩”的情况下,将这一逻辑再套用到国际板,也许这是需要反思的。

推出了国际板并不就意味着中国资本市场就迈向了国际化,只有做大做强服务于中国自身企业的股市和其他资本市场,才能真正具有国际化的基础。笔者认为,赋予国际板“池子”重任只是各利益方的一个漂亮的借口。笔者并不反对中国资本市场的国际化,我们知道,国际化一定是中国资本市场未来发展的方向,但还是要以建“池子”的名义强推吧,等到哪天中国老百姓真的有钱了,市场上出现投资海外呼声的时候,再顺应市场需求推出国际板也不迟。推出国际板有许多理由,但起码“池子”不应该成为其理由之一,唯有着眼于长远,充分准备,这样的国际板才能真正符合初衷并健康运行。

(作者单位:北京大学中国经济研究中心)

经济时评

扩大进口有助抑制通胀

储著胜

对于抑制通货膨胀,大家开出的药方不外乎,动用货币政策工具收缩流动性;扩大生产、增加产品供给;采取经济的、行政的手段对市场价格进行管制等。应该说,这些措施都很有必要,也确实能够起到相当的作用,不过就中国目前情况而言,实际上还是有其它一些方式可以帮助我们减缓通货膨胀压力的。

我们知道,一个国家的商品供应和货币供应之间应该保持着一定的对应关系的,这种对应关系一旦被打破,就会导致货币供应量相对于市场需求来说不是过多就是过少,前者会导致物价普遍上涨,即通货膨胀,而后者则会导致物价持续下跌,即通货紧缩。

的时候了。因为,我国社会经济发展的现状需要进口的扩大和对外投资的增加。

进口可以增加国内市场供给,象今年价格上涨比较明显的大豆、棉花、糖之类的消费品,只要国际市场价格比国内低,就都可以适当进口,以满足国内需求,进而遏制住其价格不断上涨的势头。煤炭、石油等能源产品也一样,只要国外产品有价格比较优势,我们都可以适当进口。供给增加了,价格上涨的动力自然就会消减。

进口各类资源和商品不仅可以增加国内的供给,而且它还有利于外汇储备的减少,而外汇储备的减少意味着由结汇而投放到市场的人民币流通量的减少,这可以看成是一种货币紧缩。

外汇流出的方式除了进口外,还有对外投资。走出去是我国企业参与国际竞争、提高国家竞争能力的必经之途。走出去,不管是直接投资建厂、上项目,还是购买股权、与人合作,都需要耗费巨额外汇。央行在卖出这些外汇的同时必然会回收相应数量的人民币,这就直接减少了市场的流动性。

由此可见,扩大进口和增加对外投资,可以起到增加产品供给、收缩货币流通量的双重功效。这对于抑制通货膨胀显然十分有益。仅从进口和对外投资而言,人民币升值是有益的,因为它意味着同样数量的人民币,可以买到更多的外国商品以及以外币所衡量的投资规模会更大。而大量的进口和对外投资一旦成为现实,还有利于缩小我国外汇储备的规模,降低外汇储备过大所带来的各种风险。

有此一说

央票停发显示年内再加息会慎重

朱凯

果断停发3年期央票!这一次并非完全的“被动”停发,而是央行藉此作出了暗示:停止长期锁定流动性,货币政策调整仍需观察,而后择机再动。更直接一点就是,再加息概率并未因此而增大。

不过,央行这一隐藏的深层含义,并未被市场的多数人“领悟”。周三下午“风声”传出后,股市尾盘便加速跳水。而次日,停发3年期央票,加息预期陡然加重”之类的话语在业界传播,昨日上证综指也是继续大幅下挫1.32%。

实际上,与最近一次(今年11月25日)3年期央票发行时的市场利率环境相比,这次已经完全胜出。统计数据显示,11月25日相似期限央票现券加权利平均收益率为3.7250%左右,而12月8日的为3.6537%左右。也就是说,除了市场紧缩预期仍存之外,两周后的今天市场利率并不成为央票停发的直接理由。与上次10亿元的规模相比,本次发行数量持平或略超应无疑问。

市场的心理压力大于对流动性的压力,这也是央行迟迟不提升央票利率的原因。公开市场是央行货币政策的最直接体现,是一个众人皆可了解的窗口,管理层的政策意图也可借此“管中窥豹”。

央行随后会不会暂停1年期央票发行呢?笔者认为,概率远小于3年期品种。历史上,1年期央票停发只会出现在内外经济环境明显不景气,除国内巨额财政政策的刺激外还需要辅以公开市场大量净投放的背景之下。2008年初至10月21日再到11月8日,1年期央票便经历了从一周一期到两周一期,再到停发的过程。在随后3个月的观察酝酿后,到了2009年7月9日才再度重启。现实情况是,如果此时停发1年期央票,留给央行政策调整的空间反而变得局促了,也与管理层多次强调的“灵活性”初衷相违背了。

当前的宏观环境与2008年并不具备可比性,同时也与2007年经济过热之下频繁加息有着很大的差异。当前货币政策的关键词是,采用尽量短期限的操作(如周二重启的28天正回购)方式部分回收流动性,市场利率及基准利率的调整还需观察,在检验政策效果的同时,着力稳定市场情绪。可以对此作出佐证的是,昨日的50亿元3月期央票利率依旧持平,而91天正回购则第4周暂停。同时,央行连续4周净投放资金2320亿元,超越了前4周净回笼量1535亿元。