

新兴经济体主权基金将成金融新力量

找到新的路径来提高储备资产的收益率，这是当代主权财富基金迅速崛起的大背景。作为国家财富管理的新思路，主权财富基金的崛起对全球金融领域产生重大影响，未来几年中国以及其它新兴经济体的主权财富基金的战略地位将会进一步凸显。中国主权财富基金规模有待壮大，另外，还可考虑成立外汇平准基金。

张莱楠

外汇储备分布格局发生逆转

近十几年来，以中国为代表的新兴经济体的外汇储备激增使全球外汇储备格局发生了重大改变。1995年之前，全球的外汇储备主要掌握在发达国家手中，发展中国家普遍面临储备不足的困境。但从1995年开始，这一局面发生了根本性变化，发展中国家特别是新兴经济体成为全球外汇储备增长的主体，并在全球外汇储备中占有了越来越高的比例。

不仅中国拥有全球近三成的外汇储备外，俄罗斯的外汇储备占比接近7%，印度、中国台湾和韩国的外汇储备占全球份额也超过或接近4%，巴西、中国香港和新加坡的外汇储备占全球份额都在2%以上，新兴经济体的全球储备份额总和已经远远超过50%，新兴经济体几乎无一例外的都成为外汇储备大户。

IMFCOFER数据库中全球外汇储备的资产构成显示：第一，美元资产占外汇储备的比重逐渐下降，从1999年的71%降至2010年的61%；第二，欧元资产占外汇储备的比重逐渐上升，从1999年的18%升至2010年的26.3%；第三，英镑取代日元成为全球外汇储备

中第三重要的币种，2010年英镑资产占外汇储备的比重为4%，而日元资产比重为下滑至3.8%。金融危机以来，主要储备资产的美元大贬了13%以上，这直接导致了新兴经济体的外汇账户资产缩水。尽管大多数国家纷纷调整储备资产构成，致力于储备资产多元化，但无奈欧元、英镑以及日元也在贬值，资产构成多元化也并不是资产保值的真正出路。

主权财富基金快速增长

如何找到新的路径来提高储备资产的收益率，这是当代主权财富基金迅速崛起的大背景。

主权财富基金这一概念始于2005年美国道富银行经济学家Andrew Rozanov。但最为权威的定义来自国际货币基金组织(IMF)。IMF在主权财富基金的《圣地亚哥原则》中提出，主权财富基金是一般政府所有的、具有特殊目的的投资基金或机构。它一般由政府建立，用来持有或管理资产以达成金融上的目标并采取一系列投资策略，包括投资外国金融资产。主权财富基金具有多样化的法律、组织和管理的结构。它们形式各有不同，包括财政稳定基金、储备基金、储备投资公司、发展基金和没有具体养老保险债务的养老保险储备基金，正在全球经济以及金融体系

中发挥着越来越重要的作用。

金融危机后主权财富基金重新呈现快速增长之势。据统计，全球已有近30个国家或地区设立了主权财富基金。另类资产投资研究企业Preqin发表报告称，2011年年初，全球主权财富基金管理资产总额增加11%至3.98万亿美元。而数据公司Dealogic的统计显示，受西方银行对新资金的需求推动，主权财富基金在今年前两个月的投资规模就达到244亿美元，已接近去年全年规模的一半。摩根士丹利公司预计，主权财富基金每年以4500亿美元至5000亿美元的速度递增，到2014年，主权财富基金有望超过全球官方外汇储备总额。

中国主权基金规模有待壮大

然而，无论是相比3万亿美元的官方储备，还是相比他国蓬勃主权财富基金的发展态势，我国主权财富基金不但规模小，而且股权投资比例小。从规模上看，我国主权财富基金主要有华安投资有限公司、中国投资有限公司以及全国社保基金等3只，分别管理约3471亿美元、2888亿美元以及1465亿美元的外汇资产，分别占我国全部外汇储备的11.6%、9.6%以及5%；从投资结构看，我国主权财富基金过分重视资产的流动性和安全性，比如中投公司2008年的资产配置中现金类资产占87.4%、固定收益证券占9%、股权投资仅占3.2%，与全球主权财富基金平均资产配置水平债权25%、股权45%以及其他资产30%存在较大差异。

为此，中国应进一步扩大主权财富基金的规模，推进“从金融投资到产业投资”转变，加大主权财富基金在海外兼并、海外市场拓展、技术升级、资源能源收购、知识产权等项目的重点支

持，以及新兴产业方面的股权投资。

另外，还可考虑参考国际经验成立外汇平准基金。当前情况下，将一部分外汇储备拿出来成立外汇平准基金，更具有可操作性。外汇平准基金是指各国用于干预外汇市场的储备基金，一般由黄金、外汇和本国货币构成。在具体操作中，由政府拨出一定的本币和外币基金设立外汇平准基金账户，由财政部控制，中央银行作为该账户的代理人对账户进行管理。当外汇汇率上升，超出政府限额的目标区间时，就可在市场上抛出储备购入本币和外币升值；反之，当本币升值过快时，就可在市场上购入储备放出本币增加本币供给，抑制本币升值。在西方发达国家，外汇平准基金是稳定外汇市场的重要手段，日本也有成功经验。

利用外汇平准基金，货币当局可以将货币政策和汇率政策的矛盾区分开来，这对保持货币政策的灵活性、独立性大有好处。由于外汇储备快速增加，央行不得不投放基础货币来对冲外汇增量，这是我国流动性泛滥造成通胀压力的重要原因。发行央票对冲外汇占款的做法也令央行不堪重负。自2003年4月央行开始发行央行票据至今，央票付息成本高达近万亿元。

最后，最重要的是改善官方储备国的结构，由“藏汇于国”向“藏汇于民”转变。应该建立完善的外汇市场机制，拓展外汇投资渠道、丰富投资品种，放宽企业个人的对外投资，包括对外直接投资和购买国外股票、债券等金融产品，畅通民间外汇储备投资的多元化渠道。

(作者系国家信息中心预测部研究员)

■ 鹏眼 | Huang Xiaopeng's Column |

中国不需要另一套宏观评估机制



黄小鹏

在对下半年经济形势预期不一、宏观政策何去何从存在相当分歧的情况下，市面上突然传出建议建立宏观评估机制(或曰决策风险评估机制)的声音。这种观点认为，我们的宏观调控经常是要么过度、要么不足，导致经济上出现了不少问题，所以需要建立一套严格的宏观评估程序，事前对宏观调控措施进行风险评估，事后对调控误差进行纠正。

这建议看上去颇有几分吸引力，因为这些宏观评估政策确实存在不完善之处，针对其负面效应人们也进行了大量的批评。但是，建立一个所谓的宏观评估程序真的是解决问题的有效办法吗？

在任何社会，微观企业的决策需要进行风险评估，宏观层面上方针对计的推出也需要进行风险评估。风险评估的作用在于预先评估各种可能的风险并制定降低风险的对策。建立单独一套评估机制来提高调控水平，符合多数人的思维习惯，但客观上根本不具备可行性，如果强行建立，也只是另一个附着在现在决策体系上的累赘物。

为了论证笔者的观点，我们不妨先把眼光投向成熟市场经济国家。虽然宏观调控这个词为中国人所独创，并且在语义上渐渐缩小为仅仅指某一阶段的紧缩性货币政策，但事实上，由于纯市场行为具有内在的不稳定性，任何实行现代市场经济的国家都必须进行持续性的宏观调控，只不过他们很少用这个词。也许是不具备中国人那种高屋建瓴的眼光吧，他们一般用货币政策、财政政策这种更具体的字眼，甚至用的是更加专业更加具体的字眼，如放松、加息、财政预算案等等。不管多么具体，但从功能上大部分可以归纳为货币政策和财政政策这两大类。

这两大类政策分别遵循什么样的决策机制呢？先看货币政策。全球绝大多数国家货币政策决策大权为央行所掌握，基于央行独立性通涨率之间有较高的相关性这一事实，近二三十年来各国都在提高央行独立性方面下了不少功夫。最近流行的做法就是以立法形式赋予央行独立行使货币政策的权力，同时明确其治理通胀的责任，这一框架被称为通胀目标制。在通胀目标制下，央行拥有不受政府干预的独立决策权，在这种情况下，决策风险评估显然由央行自己作出。这是由相应的约束机制决定的，如果通胀高于法定上限或低于法定下限，央行行长将被依法解除职务。除了受到这一硬约束，央行还面临声誉方面的损失，特别是作为职业经济学家的央行行长和货币政策委员会成员(每一次发言和投票都会记录在案)，对这种声誉损失十分恐惧，这种决策权和责任的对等迫使央行对最终效果负责，故而决策谨慎、评估充分。

再看财政政策。财政政策围绕着税收和支出展开，增收减支的宏观效应是紧缩性的，减税增支的宏观效应是扩张性的，辩论

围绕着规模和结构问题在议会内展开。通常情况是，执政党提出预算案，然后在议会进行辩论和表决。其表决结果，直接体现为政策是紧缩、还是宽松，力度是大是小。在选票约束下，各党派会主动进行风险评估。当然，所有决策都不排斥外部智力，但就权力和责任来说，其承担主体是自身，与他人无关。

我们现行决策模式与国际惯例大异其趣，中国特色明显。货币政策方面，央行更像是一个咨询机构和执行机构，而不是一个决策机构。模仿国外模式建立的货币政策委员会更是“中国特色”十足，不仅其性质定位于咨询机构，其成员也由央行领导、各部委官员和外部专家构成，看上去更方便“集中各方智慧”。财政决策过程中国特色就更明显，每年的预算案由国务院提出并无悬念通过。从总体上看，中国的宏观政策的实际决策权集中在国务院，而国务院的决策经常考虑到政治、社会等非经济因素，而在政策手段方面，则夹杂着大量非经济的行政措施。这丝毫不奇怪，因为这些宏观评估政策其必然要考虑到大量非经济因素，而行政手段的运用又正是行政体系

的专长。这种行政主导的集中体制具有决策效率高的优势，但负面效应就是容易受其他非经济因素干扰，使得一些从经济角度看应该采取的措施无法推出。人们常常批评宏观调控效果差，一个重要原因就是权力过于集中，央行缺乏独立性，既然不能自主决策，自然也就不需要对政策时机和力度是否恰当承担责任，人们也就无权要求其通胀后果负责。

但是，这并不是说现行的集中决策模式没有风险评估程序，任何一个实体只要拥有权力和相应的责任，就会主动进行风险评估，官方各种经济形势分析会和调研，都可以认为是一种风险评估程序，政治家自己作出的分析，也可以认为是一种风险评估。只不过，相关分析评估要求非常复杂的专业性知识，也要求有更超然的态度和立场，这种由政治家“统筹”的决策模式是否最佳值得讨论。但是，笔者认为，尽管现有模式有缺陷，但在现有政治环境和政治程序下，不存在另外建立一套专门的宏观政策风险评估程序的可行性。

从现实出发，完善机制较为可行的思路是增强央行独立性。应该赋予央行真正的决策权，完善其约束机制，让一个权责对等、态度超然、更有专业和道德权威的央行在宏观调控中扮演更关键角色，以使宏观调控逐步走上专家决策、依法决策的轨道。那种九龙治水“集中智慧”有时反而是有害的，尽管参与政府最高层级的经济形势分析会的成员都可称之为职业经济学家，但相对于对市场理念要求更高、操作技巧性要求更强的货币决策来说，一部分人的专业水准还是不够的，更重要的是，参与政府咨询的一部分经济学家带有部门或个人利益，根本达不到货币决策所要求的高度超然境界。吸纳更多专家加入也于事无补，一是因为要找到真正专业合格的经济学家不容易，二是因为这些提供咨询意见的人最终并不承担实质责任。

要改善宏观调控效果，从总体上就是要遵循市场经济的内在要求，杜绝行政手段随意干预经济。为此，一个更独立、更担责、更超然的央行是不必可少的。财政政策方面，则要增加民主决策水平，税收、预算这类既关系民生、涉及方方面面利益，同时也具有宏观经济效应的政策，需要进行更透明更充分的辩论(如4万亿方案和救楼市的天量信贷政策辩论就不充分)，不能因为追求决策效率而牺牲掉决策质量。

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;发电子邮箱至ppl18@126.com。

七成房企未参建保障房该怨谁

井水明

住建部首份房企社会责任报告出炉，报告显示，百强房地产企业中有七成未参与保障房建设，房企参建保障房的整体情况并不乐观。

各级政府郑重承诺，2011年要建设1000万套保障房。可是，住建部在6月6日前必须公布保障房的项目进程，包括年度保障房计划、开工项目以及竣工项目信息等。但从计划执行力度来看，不少地区开工统计数据不容乐观，大部分保障房开工率均不足三成。地方政府面临着保障房建设时间紧、任务重、资金缺等种种困境，急需有人站出来伸援手、帮一把。

平心而论，这些年，房地产业迅猛发展，绝大多数房企在此过程中积累了巨额财富，获取了丰厚利润。要说房企能够获得如此巨大的发展，其中，地方政府的帮助、扶持真可谓居功至伟。如果离开了地方政府在土地、资金、办证等方面的鼎力相助，房企能够获取和积累如此巨额的财富吗？现在，当地政府在保障房建设遇到了难处，不能按期完成年度建设任务时，

七成房企却站在一边看热闹，未参与保障房建设，对于平时里保护着、支持着、帮助着的地方政府来说，房企这样做是不是有些不太仗义、不太厚道？就算房企不是如老百姓怒骂的与地方政府穿一条裤子，就算房企不是如老百姓指责的与地方政府坐地分肥，现在，地方政府保障房建设遇到“难”了，地方政府与房企这对“欢喜冤家”昔日能够享受同富贵，难道今天真的就不能同患难了吗？

其实，百强房地产企业中有七成未参与保障房建设现实，表明大多数房企对保障房项目并无太大兴趣。恰如专家所言，商品房开发利润基本在30%以上，而保障房的利润处于5%~10%之间，相对于商品房来说，建保障房利润低，很难让开发商心动。从市场的角度出发，开发商追逐利益最大化本无可厚非，但是，在经济条件下，企业除了逐利，也需要肩负起相应的社会责任。从另一个角度看，房企之所以敢出此下策，在地方政府急难之时不愿伸援手，表面上是房企逐利本性使然，实际上是地方政府在监管房企履行社会责任时没有尽到应付的责任。地方政府在保障房建设中落得个“喜日朋友朝朝有，急难之中无人问”的尴尬境地，又能怨谁呢？

保障性住房建设提速释放哪些信号

王瑞霞

随着融资渠道的拓宽，保障性住房建设正走向柳暗花明。发改委日前明确投融资平台发行企业债优先用于保障性住房建设。而此前财政部代发504亿地方债，成为拉动经济增长的主力。投资高速增长又主要得益于房地产投资的高位运行。然而房地产投资能否保持强劲势头却是一个问号，因为随着楼市调控的影响逐渐显现，开发商对后市持谨慎态度，商品房投资可能后继乏力。而保障性住房的发力有助于弥补投资下行缺口，成为三、四季度经济增长的新引擎。

其次，有利于破解货币政策是否转向难题。今年以来，物价高企与经济增速并行，货币政策是否放松引发诸多争议。而以保障性住房为突破口，凭借加大积极财政政策力度拉动经济增长，可以收一箭双雕之效：既有助于稳定物

价，为货币政策调控留下空间，又可为经济增长注入活力，防止经济硬着陆。

此外，有助于改善民生，提振消费，并通过增加楼市供给平抑房价。保障性住房重在解决中低收入人群的住房困难，减少其住房支出，这将有助于扩大中低收入人群其他方面的消费愿望，间接起到刺激消费的作用。

保障性住房提速虽然释放上述诸多积极信号，但保障性住房毕竟属于政府主导投资项目，这也再次说明，我国仍未走出依靠政府投资“突围”的老路，经济转型虽然启程却任重道远。

三千起征不给力，个税改革惹人急。一级税率传调整，缴纳比例望降低。减负力求多完善，惠民本应少博弈。轻徭薄赋生善治，让利幅度见诚意。



赵顺清/画 孙勇/诗

续增长难以保证，投资效率屡受质疑；财政投资规模过大，对私人投资产生挤出效应等等。

实际上，旧有增长模式的弊端日益引起各方面的关注。国家领导人近来多次强调，要加快培育发展战略性新兴产业，充分发挥科技引领作用，在更高起点上形成新的经济增长点。日前商务部也表示要引导外资进入战略新兴产业。

话说回来，由于保障性住房等拉动经济增长的力量仍强劲，至少我国GDP不会大快下滑。所以与其过分在乎经济增速一时之涨落，莫如更多地关注经济减速过程中，战略新兴产业如何兴起、如何布局，如何在经济增长中显山露水。当然还有那些中小企业，应关注他们在经历了种种阵痛之后，是否搭上了转型的顺风车，是否找到了新的出路，焕发出新的生机。一言以蔽之，转型才是我国经济良性增长的根本出路。