

使用利率工具化解表外金融风险

今年上半年,个人银行理财产品规模约达 8.51 万亿元,相当于同期新增贷款 4.17 万亿元的两倍多,而今年以来新基金总募集规模为 1769.25 亿元,还不到银行理财产品发行规模的零头。庞大资金的表外循环已经形成了新的宏观风险点,并对货币政策的效果构成严峻挑战。

赫凤杰

庞大资金表外循环形成风险

最新数据显示,组合理财产品在 7 月份并喷,发行量占到当月银行理财产品比重的 43%。在银监会新规约束下,信贷转让型信托被监管层关注、银行信合作被叫停,由于组合类产品仍以投资于收益率较高的信托融资项目,其并喷在预料之中。今年上半年,个人银行理财产品规模约达 8.51 万亿元,相当于同期新增贷款 4.17 万亿元的两倍多,而今年以来新基金总募集规模为 1769.25 亿元,还不到银行理财产品发行规模的一个零头。理财产品已经形成了一个事实上的“影子银行体系”,庞大资金的表外循环已经形成了新的宏观风险点,并对货币政策的效果构成严峻挑战。笔者认为,这是由于政策工具重数量而轻价格所致,未来应该果断使用价格型工具,让体外循环

的资金重归体内,切实舒缓金融系统面临的金融风险。

资金表外循环反映的是负利率造成的私人部门短期化和机会主义行为,私人部门缺乏对抗通胀的手段和信心。在 2010 年 2 月以来的负利率时期内,2010 年上证综指全年下跌 16%,2011 年更是不断创下新低。与此同时,楼市限购范围已经从一线城市扩大到部分二三线城市,资金缺乏对抗通胀的可靠运用途径。目前的情形来看,负利率可能仍将持续相当长的时间,原因是通胀尽管即将回落,但预计仍会滞留在 5% 左右的平台上。更为重要的是,决策层似乎对负利率的容忍度在提升——简单来说,今年年初就预定了 4% 的全年 CPI 涨幅控制目标,而一年期定期存款利率(基准利率)却被长时间维持在 3.25% 的水平。在通胀情形越发严峻之后,决策层对通胀的控制目标已经从 4% 上移至 5%,但基准利率却仅仅提升 0.25 个百分点至 3.5%,并没有显示出要消除

破除“速度崇拜” 驶入安全轨道

王石川

据报道,铁路部门正在编制新的列车运行图。新的列车运行图将调整列车开行方案,适当降低新建高铁运营初期的速度。

高铁降速是理性回归,也是艰难的战略抉择。从 1997 年开始,我国铁路进入了跨越式大发展阶段,提速成为不懈追求。经过 6 次大提速,火车越跑越快。而高铁的运营使用,被称为“中国的火车速度从此进入了‘追风时代’”。

提速没有原罪,追求速度也无可厚非,提升车速才能更好地实践“货畅其流、人便其行”。但是,速度重要,安全更重要,正如温家宝总理日前所称,“失掉了安全就失掉了高铁的可信度”,“高铁”不是越快越好,而是把速度与质量、效益和安全有机地结合起来,把安全放在第一位。”因此,在“7·23”甬温线特别重大铁路交通事故之后,高铁全面降速,既意味着 7 年“跃进式”高铁发展模式的正式终结,也透露出强劲信号:通过降速来反刍这次特重大事故,以避免悲剧重演,通过放弃带血的速度,实现更具质量的发展。

需要降速的不只是高铁。今天,我

们正处在一个史无前例的求快时代。速度崇拜成了不少官员的座右铭。速度崇拜表现在诸多方面,比如短短几天,一座大楼就拔地而起;仿佛一转眼工夫,城市大变样;各种献礼工程层出不穷,为了献礼压缩时间、降低质量……安全第一被悄悄置换为速度第一,甚至是速度唯一。

过于追逐速度,就难免被速度伤害;大跃进式的献礼工程,必然出现快餐工程;违背科学规律的发展,必然导致事故频发。如果大楼刚建好就坍塌,或者一座桥没建几年就岌岌可危,这样的工程建得再快,又有什么意义?速度重要,公共利益更重要、老百姓的生命安全最重要。

好在目前不少地方已经意识到了速度崇拜的巨大危害,比如有的地方提出坚决取消“决战 90 天”“天干快上”等冒进标语口号,工程建设必须尊重科学规律。其实,早在 2006 年的中央经济工作会议上,党中央就强调,要努力实现国民经济“又好又快发展”。从“又快又好”到“又好又快”,虽是一字之颠倒,却意蕴深刻,“好”要放在“快”的前头。确保了质量、效益和安全,速度才有价值。

当危机来临时

中国上市公司舆情中心

危机时常有,上周比较多。强大的国家、知名的公司或是日常的商品,都可能遭遇危机。危机的内因可能早已在内部累积,而其爆发则往往以一种突然、甚至戏剧化的方式展开,一篇评级报告、一场台风、一则媒体报道或是一条微博,都可能成为导火索,使当事者遭遇到舆论的质疑、信心的危机、形象的损坏。

上周,美国遭遇了主权债务危机。信用评级公司标准普尔于 8 月 6 日首次调低了对美国的长期主权信用评级,这一破天荒的举措,登上全球主要媒体的重要版面,在资本市场引发极大的震动。危机当头,为了挽回公众信心,美国政经大佬轮番讲话打气。美国总统奥巴马发表电视讲话,称美国的信用将永远是 3A 级。不过他讲话的时候,美国股市继续在跌。美财长盖纳特表示,降低评级完全是个错误。股神巴菲特继续相信美国、相信未来,说个人宁愿给美国 4A 评级。美联储前主席格林斯潘也乐观地说,根本不会有任何风险,因为美国可以印更多钞票还债”。

美国的危机公共举措倒算及时,只是看上去,全球资本市场似乎仍不太有信心。至少上周欧洲、亚洲股市都在深跌,避险资产黄金倒是在狂攀新高。国内股民和财经界意见领袖,也普遍担忧下调信用评级对国内的影响。在 8 月 6 日至 8 月 8 日,新浪微博上就有一万六千条跟美债危机相关的微博,包括经济学家韩志国在内的许多网友对美国的经济前景表示悲观。不过,遭遇前半周的大跌之后,A 股市场的企稳回升还算比较快。三大证券报也纷纷发表评论,指出 A 股市场下跌理由并不充分,不必过于看空。

美国的债务危机,非一日之寒,市场多少有点预期。倒是国人常用的陈醋被媒体称 95% 都是勾兑且多添加了防腐剂”,让人大感意外。醋都遭信用危机了,国产食品的信誉雪上加霜。8 月 7 日,山西省醋业协会发布声明称,山西省正规企业老陈醋不存在醋精勾兑。但负面的影响已经形成,一纸声明是否能挽回消费者信心?修复山西陈醋的形象,可能还需要有更多的举措。

超强台风“梅花”一路踪踪飘忽,与华东各大城市擦肩而过,最后直奔东北。台风引发的巨浪冲垮了大连福佳大

化防波堤,海水距离剧毒化工品储藏仓库数十米之遥。生化危机要来了吗?在微博上一度盛行已引发茶业泄露,而媒体记者在采访的时候则被曝受到各种阻挠,无法进入事发现场。虽然没有证明发生了严重的泄露事故,但这家企业和相关方在危机来临时的表现,仍然遭到了舆论的质疑。大连市政府则做出决定,要把福佳大化的搬迁事项列入日程。

货币政策轻价格推动表外循环

从金融部门来看,“影子银行体系”的形成是货币政策工具运用重数量轻价格造成的双重后果。

一是银行可用信贷资金日趋紧张,面对严格的存贷比要求,不得不在季度末月的关键考核时点上突击揽存。因此,理财产品呈现出月末规模暴涨、期限短期化、利率飙升的特征。2011 年 6 月银行系统存款增加逾万亿元,其中就一定不乏银行理财产品的贡献。而这部分资金在考核时点过后又迅速再度“表外化”,以此来规避严格的资本充足率要求。这种“双重表外化”进程极有可能引起事实上的资本充足率不足,因为一旦银行理财产品的回报出现风险,为了维护银行信用,银行一定会首先动用自有资金弥补缺口。国外已经有实例可以借鉴:2008 年金融危机爆发之前,美国的银行资本充足率并不低(美国银行业事实上一直实施比巴塞尔协议更为严格的资本要求),但表外资产出现问题之后,银行被迫用自有资金弥补表外损失,美国银行掀起倒闭潮,其余波至今仍未终止。

二是重数量轻价格造成了资金价格的“双轨制”——形成了官方金融系统的低利率和民间金融系统的高利率。银

行理财产品几乎已经打通了这两者之间的“任督二脉”,银行通过高于基准利率的理财产品来募集资金,几乎可以肯定,它们将会把部分资金配置在官方金融渠道之外的系统,不如此则不足以弥补资金成本,这就埋下了将民间金融系统的风险带入银行体系的种子。

表外循环削弱政策效果

金融系统的更大风险还限于风险的跨部门传播,更重要的是严重削弱了现行调控政策的效果。上半年理财产品的发行两倍于新增信贷量,这一现象已经给货币政策的实施、传导构成了极大挑战。首先,货币的定义及货币供应量层次的界定开始模糊化, M₁、M₂ 等货币层次数据的质量、可信度、决策参考价值均在降低。

其次,央行最为自豪的信贷指导(窗口指导工具)也有被架空的风险,通过将理财产品投资于信贷资金、信托资产、高风险债券乃至高利贷的途径,事实上放松了信贷条件,7 月份理财产品中的组合类产品卷土重来就是明显的例证。这也造成了经济运行风险、宏观调控风险不断向银行系统集中。

要减轻居民部门的短视化和机会主义行为,同时防止金融部门狭隘的“表外化”努力,就要更多运用价格型工具,让利率真正反映资金的价格,进而起到动员储蓄、筛选合理投资项目的功能,消除隐性担保及行政配给问题,推动用市场手段带动经济结构的调整,我们才能不再走弯路了。

(作者为国信证券发展研究总部研究员,经济学博士)

焦点评论



全国鸡蛋价格创3年来新高

薛红伟/漫画

化的防波堤,海水距离剧毒化工品储藏仓库数十米之遥。生化危机要来了吗?在微博上一度盛行已引发茶业泄露,而媒体记者在采访的时候则被曝受到各种阻挠,无法进入事发现场。虽然没有证明发生了严重的泄露事故,但这家企业和相关方在危机来临时的表现,仍然遭到了舆论的质疑。大连市政府则做出决定,要把福佳大化的搬迁事项列入日程。

同样遭遇污染困扰和搬迁压力的哈药股份,则因在节能改造等项目未经验收投入使用,废气排放超标、制剂厂危险废物贮存场所未设置标识及擅自焚烧垃圾等情况,上周被黑龙江省环保厅和哈尔滨市环保局各处以 123 万元罚款。罚款当然要交,不过作为知名的医药企业,搬迁也好、增加环保投入也好,哈药股份同样需要更多的动作来赢回人们的尊敬。

平安银行遭遇了“巨亏理财产品”事件,相关负责人回应称平安银行只负责销售,如果三款理财产品不是在股

市转折点时一脚踏空,其给客户带来的收益回报还是非常可观的。”回应还是比较及时,也厘清了责任关系,但表述方式则遭受了一些批评。不少人在网络上仿此文体造句,“如果不是……还是非常……”。

危机发生之后,其影响持续存在。因为担心“开线后发生故障,难以应对舆论压力”,沪深高铁决定不会如期在大运会前开通。除此之外,媒体引述铁道部知情人士称,出于安全考虑,高铁将会在 9 月起,全部降速至设计时速。而中国北车一款已经供应京沪高铁使用的动车组,则要进行召回。

危机来临时,到底该怎么应对,可能没有普遍适用的指南。危机应对,不是一门科学,更多的还属于艺术。而这门艺术能够获得人们喝彩的前提,则应当是透明、负责任和对公众有担当。至少沉默不语或是简单的否认和撇清责任,难以令公众满意,会在公众心理中欠下感情的账。未来的某一天,可能还是要还的。(执笔:黄帆)

一周财经 札记

缘木求鱼 | Mu Mu's Column |

周瑜打黄盖与美债危机



木木

周瑜为什么要痛打黄盖?不如此骗不了曹操是也;骗不了曹阿瞞,当然也就难解东吴之困。黄盖为什么能豁出去让周瑜痛打?除了前述原因外,他还知道,被打绝无性命之忧,甚至连残疾的风险也不用有一丝一毫的担心。结果,地球人都知道,曹操就真的被骗了个底儿掉。

按《三十六计》的说法,周瑜、黄盖演的是苦肉计。在中国历史上,苦肉计也是常演常新,“要离刺庆忌”、“荆轲刺秦王”等脍炙人口的经典段落不胜枚举。鉴于对中国古代兵法的一贯痴迷,当代的美国人依样画葫芦地偶尔用上一用,小试身手,也实在是没什么可大惊小怪的事情。

标准普尔史无前例地调降美国长期主权信用评级,大概就可称得上“活学活用”的典范吧。或许用不了多久,此案例就会出现某些领域的教科书上。

据媒体报道,标普公布报告前,已就报告内容与美国财政部进行了沟通。虽然美国财政部认为报告中的数据有高达 2 万亿美元的错误,而且标普也承认数据确实“有问题”,但标普仍断然拒绝了美国财政部让其再仔细核实一下数据、晚些发布报告的“请求”,很拗拗地迅速向世人昭示了自己的新发现。

众所周知,美国财政部的官员——尤其是高层官员——与华尔街各大金融机构之间的关联千丝万缕,在面对重大的国内、国际事务时,双方几乎保持着高度一致的步调,并且在其间相互帮助、相互提携、互为唱和,实现共赢。因此,标普此次对美国财政部的“迎头痛击”,着实打得世人有些晕头转向。至于盖特纳是否也出现了眩晕症状,目前似乎还没人知道,反正从电视上看,他好着呢!

另外一个有意思的现象是,标普报告发布后,在美国金融圈子里呼风得风、唤雨得雨的大佬级人物,几乎都选边儿站到了标普的对立面:格林斯潘就说,美国国债不会出现偿付问题,我们可以印美元偿债;巴菲特也信心满满地说,如果世界上存在 4A 级的国家债券,那就应该是美国国债;保罗·克鲁格曼也在《纽约时报》上撰文,对标普评估的准确性进行了质疑;劳伦斯·萨默斯言之凿凿地说,标普的计算方法有问题,结果不准确;史蒂夫·福布斯甚至认为标普此举很“令人吃惊”……

好一个“虽千万人吾往矣”的标普!以前怎么就看不出标普如此高洁的气节呢?

即使不谙人情世故的人也都知道,“卧人”的话可以不听,手足、袍泽的话却不能不听。标普混迹江湖多年,难道连这点生存常识都不知道?居然瞒着大佬们搞突然袭击,搞得大佬们事后惊诧连连?不管你信不信,反正我不信。在华尔街这个铁板一块的小圈子里,竟然能凌空蹦出一位“真的勇士”,对着至高无上的美国国家利益横扫一刀?真是令人奇怪也哉!

因此,以小人之心略微揣度,“苦肉计”三个字立时映入眼帘,还真真怨不得别人心理阴暗。所谓“苦肉计”必须具备两个要件:不能把使诈者打死,又要打得让苦主深信不疑。有了这两个要件,后面的故事才好接着演绎。从目前的情形看,“降级事件”显然表演得很是成功。

一方面,标普调降美国长期主权信用评级几乎对美国经济“毫发

无伤”,美债照卖不误,甚至还更好卖了。不管你心里高兴不高兴,格林斯潘说的话还是很实在的,只要美元还能接着印,美国国债就没有任何问题。那么,信用降级的美国,还能接着印美元吗?答案显然是肯定的。因为在世界范围内、在可预见的将来,美元的“替代者”连影子还见不到呢。

欧元能被视为有潜质的替代者吗?不能。这个早产儿不但有天生的缺陷,而且哪怕即使刚刚显露出虚胖的体态,“标普们”适时的一根银针、利比亚发的一张纸,都能令其马上现了原形。日元能被视为有潜质的替代者吗?不能。作为迷失了 20 年的美国的跟班小弟,哪怕在梦中都不会产生“超越”的念头。人民币能被视为有潜质的替代者吗?目前看道路还有些漫长。作为“硬通货”,显然是需要具备一些条件的,其中最为重要的是,要在关键时期、关键地域通过政治、经济、军事手段捍卫其“硬通货”地位的能力和意愿。除此之外,还有其他什么货币能被视为有潜质的替代者吗?

如此看来,《华尔街日报》所言不虛,AAA 评级与 AA+ 评级真的没有什么实质性区别。所以,虽然这次伯南克很“够哥们儿”地没有第三次 QE 一下,但 QE3 就是强上之强,何时发、怎么发,又以谁为标的,全凭美国人说了算,别的什么人是无需操心、也操不了这个心的。作为一个老牌儿的市场经济国家,美国难道还会怕什么人骂自己脸皮厚吗?

另一方面,在全世界眼中,标普这次又确实把美国政府打得够呛,这不,极度“痛苦”的美国政府已经开始着手调查标普内部是否存在内幕交易了。此举也更让人相信,标普就是那个躲在人群中喊出“他没穿衣服”的纯真小孩;标普就是那个以打黑除恶为天职的“喉梗”。标普给美国降级所要传达给世人的潜台词,显然更加深入人心。

“降级事件”后,全世界显然相信美国经济不行了!全球股市的连续暴跌以及美国人适时地开始热爱“储蓄”了,都为此进行了精彩的诠释。

既然如此,那些以“寄生”于美国需求为乐的经济体,显然应该尽快做出不同的政策选择了——这大概才是此次“标普事件”的要害吧——比如:为了防止经济失速,应尽快全面放松政策管制,放松银根、放松地根,甚至还要放松“久根”,放松对房地产的管制;经济结构转型应该放缓;应该尽快进一步放松对外来资本的管制,放松对汇率的管制,等等,总之,应该尽快把以控制通胀为重点的经济政策转变到预防通缩上来,从根本上转变经济政策取向。

既然同为地球村村民,与其总是我们招人讨厌地量化宽松,不如大家一起宽松一下吧。这样,我们的压力也会小些。”伯南克们打一打这样的小九九,真是没什么可奇怪的。只有大家都急迫地宽松起来,市场才能开始热闹起来;只有各个市场热闹起来,水渐渐深起来,潜水者才能携带战利品全身而退吧。在中国 A 股市场历练经久的投资者都知道,没接盘的,就没逃跑的。

“降级事件”得到各界认同的标志还有许多。比如,最近几天,国内类似的观点竟也真的开始多了起来:“拐点”来临了;货币政策应有预见性;进一步紧缩政策不应再推出;不能美国感冒,A 股生病,等等。所有这些多多少少都给以似曾相识之感。历史经验告诉我们,在通胀形势仍很严峻、外部环境日趋复杂的背景下,一方面,既有的政策取向似乎还应坚守,少动多为宜;另一方面,要做足功课,备好预案,尤其要关注资金动向,一旦套利资金出现苗头性动作,就要迅即动作,绝不手软。

“苦肉计”虽属“敷衍”中的一计,但在关键时刻祭出此招的,往往才是最强的对手。面对这样的对手,你应随时准备迎接其最后一击。