危机中美国国债为何逆市走高

马涛

美国国债市场非但没有因美国主权信用评级下调而出现萧条，反而呈现出更加火爆的局面。10年期国债收益率一度创下1.976%的最低纪录。当前国债收益率走低对美国十分有利，美联储QE3推出也成为大概率事件。

收益率创新低原因何在

在过去20年间，美国国债收益率曲线总体呈现下行趋势。根据经济学常识，国债收益率与财政赤字水平、政府债务规模应该是同向变化关系，债务人债务负担增加，债权人会要求更高的风险补偿，借贷成本必然上升，国债收益率走高。

从近20年来看，除克林顿执政期间出现短暂盈余外，美国财政多数年份都是赤字。2008年美国财政赤字达到4590亿美元，2009年为1.42万亿美元，2010年为1.29万亿美元。为缓解不断恶化的赤字状况，美国国会自2007年起将国债上限从9万亿美元提高到14.29万亿美元，这一上限于2011年5月16日被用尽。而从1990年到2000年的绝大多数年份，美国10年期国债收益率平均在6%~9%，2000年以后到2007年之前，这一数值下降到3%~5%，次贷危机爆发之后，继续降到了4%以下，一直持续到今天。可以看出，美国呈现出“借债越多，利率越低，借钱越容易”的奇怪现象。

从发行上看，2003年以后美国贸易逆差激增，在2005~2007年达到最高峰，贸易账户下的逆差需要资本账户下的顺差弥补，由此美国国债发行规模快速增加。2008年金融海啸后，随着经济刺激方案陆续实施，加上美联储采取债务货币化操作，美国国债发行骤然暴增。据统计，2009年美国国债余额比2008年增加2.29万亿美元。国债发行量大增，理论上国债价格应该大跌，收益率提高，政府利息支出增加，但事实并非如此。

左右为难的外国投资者

美国国债收益率的走低，也就是国债价格的走高，在债券市场上必然呈现明显的需求大于供给态势。众所周知，美国国债的需求方主要由国内和国外两部分投资者组成。根据美国财政部公布的数据，国内投资者包括美联储、各州政府、各地方政府、美国退休基金、国内基金等，大约持有国债余额的68%，总额超过9万亿美元；国外投资者主要是一些外国央行和投资单位等，持有剩下的32%，总额约5万亿美元，其中排名前五位的是中、日、英、石油输出国组织和巴西。毋庸质疑，国债收益率走低对美国是十分有利的，可以减少其国债发行成本。

面对巨大的发行规模，对于外国投资者，他们持有国债占可交易美国国债余额的50%以上，美国没有太多担心，因为他们大规模减持几无可能。拿中国来说，作为美国最大的国债投资者，持有国债占可交易美国国债余额的1/8以上，一旦中国减持美国国债，很可能引发其他外国持有者的“羊群效应”，从而在美国国债市场上造成供过于求的局面，这会导致美国国债价格暴跌。然而，由于中国持有太多的美国国债，不可能在一夜之间将其全部抛光，没来得及出售的美国国债将遭受显著的资本损失。这正是美国前财长萨默斯所谓的“金融恐怖均衡”。

此外，一旦中国抛售美国国债引发市场价格下跌，跌至一定程度时，觉得有利可图的投资者会开始接盘，对美国国债的全球性抄底行动将开始，这会促使美国国债市场重归稳定。这样以来，抛售美国国债对中国来讲没有一点好处，简直就是“忙为他人做嫁衣”。因此，为确保手里的美国国债保值增值，外国投资者希望美国国债能够稳定在较高的价格水平上，会选择继续持有并购买新发行国债。

维持低利率对债市关键

外国投资者毕竟占美国国债持有者的少数，最大的投资者仍在国内。带领国内投资者积极购买的任务落在了美联储身上。美联储不负众望，首先执行了“零利率”政策，打压了美国短期国债收益率，也为美国国债保持较高的价格水平创造了政策环境。随后实施的QE1购买了1.25万亿美元MBS、3000亿美元国债和和1750亿美元的机构证券，QE2则购买了6000亿美元长期国债，此举只为打压长期国债收益率，加计先前MBS到期本金再购买国债（每月约350亿美元），2010年11月~2011年6月美联储总共购买国债总额为8500亿~9000亿美元，平均每个月约1100亿美元。金融海啸后，美国居民储蓄率从危机前的2%攀升至5.8%，美国金融机构手上有1万亿美元现金，非金融企业持有2万亿美元的储备金，这些都可作为购买美国国债的资金来源。

低利率的好处非常多，2009年美国联邦政府利息支出1969亿美元，比2000年5.67万亿美元国债规模基础上的利息还少支出263亿美元，美联储功不可没。2008年后，美国发行的大量2~3年期国债将于2011~2013年间迎来还债高峰，据估算，2011年需偿还本金8562亿美元，2012年增至1.24万亿美元。更可怕的是，2005年以后签订的衍生金融合约，这些有毒资产也即将到期，新一轮次贷危机可能就在眼前。经济依旧不振的美国，只能选择借新债还旧债，千方百计筹措资金，不得不修改国债上限。这个时候，美国国债收益率更是只能低不能高，并且要避免资金流向股市、商品等资产，以顺利吸引美国本土资金与全球资金回流美国购买新发行国债。美国最近的行动恰好印证了这一点，股市下跌、欧洲动荡，美联储推出QE3也是几无悬念。

（作者系中国人民大学经济学博士）

大跃进式“区域规划”可以休矣

肖玉航

中国经济诸多现象需要反思，近年来不断推广的区域规则就是一例。金融危机以来，为刺激经济推出了近百个区域、经济、行业规划，一时间成为A股市场与房地产区域炒作的由头，而经历时间洗礼后，这些所谓的规划能够兑现的没有几个，只不过套牢了一些投资者而已。尽管如此，各地仍兴致不减，所谓的区域规划仍在大干快上，所谓的“国际”、“基地”、“中心”等字眼不绝于耳，明显有一股大跃进的势头。

区域规划的“大跃进”有多重表现。表现之一，就是盲目地发展城市，不考虑资源环境的承载能力。表现之二，就是重发展轻污染治理，付出了严重的环境代价。表现之三，就是不切实际，贪大求洋。

2010年8月揭晓的中国城市国际形象调查推选结果显示，有655个城市正计划“走向世界”，200多个地级市中有183个正在规划建设“国际大都市”，区域规划可谓“全国全城皆兵”。其中某区域的经济规划草案，将大幅度增加人均工资列入首要位置，表示要使在岗职工平均工资达到10万以上，他们似乎完全不知该地目前CPI已过7.5%，吉尼系数高达0.56。这项区域规划中关于在岗平均工资方面规划也实在太离奇，所谓平均工资恐怕只能是公务员与国有垄断企业的平均。历史轨迹显示，区域规划活跃的金融危机时期，国有企业信贷支持、员工工资增长迅速、公务员工资先于民众提升等现象明显。

还有许多区域规划中提到要建“全国物流商贸中心、金融中心、会展中心、信息中心、创新中心、服务外包基地、装备制造基地、电子信息基地、汽车生产基地等等，国际陆港和国内外有较大影响的旅游目的地城市等字眼也是随处可见。还有些规划提出基尼系数控制在0.4左右，恩格尔系数控制在30%左右之类的，这种拍脑袋式的目标规划，让人难以理解，特别非公企业职工对此感到莫名其妙。

区域规划在我国之所以大热，主要理论之一是自由市场经济失效论，但我们研究发现，自由市场对其城市建设是功不可没的，市场优化配置功能减少了腐败与资源的浪费。那种不靠大跃进式、部门政绩式，而靠法律、市场配置资源的规划照样很成功。日本吉尼系数0.2，人均财富世界前列，而城市建设、道路建设等也实现了非常好的发展。

那种大跃进式的规划把人们的预期搞乱了，导致股价房价投机，最终破坏资源、破坏了和谐。近年政府部门出台的数百个规划，没有几个能完整实现，许多成了地产商炒作、抬高公务员与垄断企业待遇的由头，实践证明，这种大跃进式的规划越多，乱象丛生的事件越多，未来对经济的伤害越大。

（作者为九鼎德盛副总裁）

焦点评论

又是一年龙虎榜，国企称雄五百强。
营业收入很可观，盈利能力不理想。
追赶欧美有成绩，回报国民缺担当。
民企环境盼改善，公平竞争要发扬。

ICLONG/漫画
孙勇/诗

每当季节变换时

中国上市公司舆情中心

日历由8月翻到9月，夏去秋来，季节变换。早晚清凉，要带件外套；中秋将至，先备好月饼。

上市公司上半年的业绩，成为众多媒体上周的必选报道动作。单看数据，跟去年同期比净利润增逾两成。不过具体解读，就各家有各家的主张。积极者指出，虽然有诸多担忧，但整体业绩仍然处于增长通道。但也有评论认为，上市公司上半年盈利质量也值得关注，有相当一部分为账面利润，存货占比有所提高，现金流比较紧张。还有意见则认为，利润增长当中，银行板块贡献比例非常大，但是部分银行的资产质量可能存有隐忧。

有几家新近上市的公司披露半年报，出现盈利同比大幅下滑，遭到舆论的批评。批评的对象既针对上市公司本身，也包括推荐公司上市的保荐机构。做企业不容易，业绩波动难免，不过短短数月也就是从夏天到秋天的时间，结果业绩就大幅下滑，投资者确实难以接受。媒体发现，有家券商今年保荐的两个大项目，业绩都变脸了，多家媒体在持续追问，希望最终能有个说法。

无论最终会否引发监管处罚，对于相关的公司来说，品牌和信誉的损失已经造成。披露重大信息前忽视或漠视公众和投资者感受，消息发布引起轩然大波后又回避或封堵公众意见，这是一些公司常犯的毛病。在上市公司的利益相关者当中，公众投资者是极为重要的部分，理应得到充分的尊重。每当季节变换时，人们会考虑亲人们的衣着冷暖。上市公司每有重大事项发生时，也应提前考虑到投资者的感受，进行及时、透明、诚恳的沟通，以获得投资者的谅解和支持。业绩要大幅下滑了，至少可以先提前做个预告，正式发布时诚恳致个歉，然后再拿几条未来提升盈利的措施出来。

除了投资者，雇员也是公司重要的利益相关者。与员工的关系发生巨大变化——比如裁员时，也容易引发重大舆情。近期这方面案例不少。继销售公司总经理离职后，比亚迪再次卷进人事风暴，员工在微博爆料称营销公司将大瘦身、其营销部门裁员65%至70%；一封以凡客诚品被裁员工身份撰写的邮件《三问陈年》在网上出现，该邮件指，电子商务网站凡客诚品日前按5%的比例向每个部门摊牌裁员名额；美国团购网站Groupon与腾讯联手投资的团购网站——高朋网大举裁员，并深陷员工补偿的争端漩涡；另据媒体报道，诺基亚中国单方面裁员170人，被指违反《劳动法》。裁员是一家企业在发展过程中的无奈之举，对企业来说意味降低成本、调整经营范围，而对被裁员工来说，则可能是一次人生的重大转折甚至失败，如果裁员这件事不得不进行，对于企业来说，除了按照《劳动法》支付补偿之外，在操作过程中也要充分考虑被裁员工的心理感受，工作细致一点，这样麻烦也会少一些。简单粗暴的裁人，结果弄得满网爆料、满城风雨，公司的综合成本其实更高。

快过中秋节了。上周，有媒体报道说，据地税局的工作人员介绍，按照《个人所得税法实施条例》，各公司中秋节所发放的月饼，在缴税范围内。这事单按税法来说，没什么问题，只是在过节前夕这么说，却又让人感觉不太好。南方一家媒体在跟进报道中，提出“月饼税”概念。网友一时哗然，“月饼税”这个新词已成微博平台上的热点词汇，相关微博已有几万条。人民日报发表评论文章《正视公众的“税感焦虑”》，文章认为：“税种关涉公共利益，其制定或修改，民意、民愿理应作为重要参考”，“可以找到尊重民意的平衡点，让中秋节的人情味儿浓起来，让人心获得温暖。”

除了月饼征税，五粮液日前也宣布涨价20%~30%，原因包括成本上升和市场需求大于供给。有网友评论：“房价灭了爱情；粮价灭了亲情；酒价灭了友情！”表达着普通工薪阶层在通胀压力面前自嘲式的调侃。五粮液属于高端白酒，五粮液涨价了，幸亏还有老白干、二锅头不是？亲友聚会，三杯两盏淡酒，倒也不会扫了赏月吃月饼的兴致。

（执笔：曲强）

一周财经撷情札记

■鹏眼 Huang Xiaopeng's Column

鸡尾酒疗法与通胀慢性病

黄小鹏

有一个笑话，说的是假如两男一女遇到风暴后漂流到一个孤岛，不同国家的人分别会发生什么样的故事。如果这三人是英国人会……，如果是法国人会……，泰国人、新加坡人、台湾人又会……（为政治正确计，以上省略300字）。最后，你猜如果是这两个男的是大陆中国人会怎样？答：这两个男人对如何争抢美女兴味索然，却每天一人拿着一份报纸，在研究宏观调控政策什么时候放松。

这个笑话对近年来资本市场偏执性地关注所谓“政策拐点”现象，讽刺得够辣，够到位！

说到赌所谓的政策放松时间点，恐怕这一年多以来，人们的预测是一次次落空了。最新的动向是，国务院总理温家宝在撰文分析经济形势时，再次强调稳定物价总水平是宏观调控的首要任务，加上前几天，央行出人意外地扩大了存款准备金缴交的基数，宏观政策“放松”的时间点恐怕再一次要比人们预期来得更晚了。

人们期待中的“放松”屡屡被推迟，罪魁祸首当然是通货膨胀。从去年下半年许多人认为通胀是小问题，甚至还鼓吹要拥抱新一轮增长周期，到今年上半年认为通胀会前半年高后半年低，再到6月份见顶论落空，转而认为前高后不低，最近一年多来的通胀形势已经出人意料地演化成一种迁延难愈、颇为折磨人的慢性病。

通货膨胀病根是货币过多，这不用多说。但同样是病，有轻有重、有缓有急，有的治疗效果好，也有久医不见效的。通货膨胀这病由最初的小病变成了现在的大病、慢性病，问题到底出在哪？

笔者认为，这既有当初对金融危机下就业形势产生误判，进而推出的财政货币力度失当，导致病灶严重的原因，更与病症初发后断症不明、施药不当、治疗策略失误直接相关。

1970年代，哈耶克曾批判当时的经济学家，认为他们应该为全球性通货膨胀负上大部分责任，因为他们鼓吹政府可以扩张职能、刺激增长而不会产生严重后果。很类似的是，今天中国这种局面的形成，经济学家难逃其责。到了今天，将2010年下半年开始的通胀归因于货币超发已基本成为共识。但在去年下半年，通胀首次突破安全区域之时，这一观点并没有成为主流，将通胀归罪于美联储的直升机、中东的动荡局势、气候的反复无常、商人们的奸诈的做法十分流行。既然病因在这些方面，那自然而然的政策结论就是，不必对货币政策作出大的调整，最佳治疗方案是：象征性地提高一下利率，以增加农业生产作为主药，辅以行政手段打击各种“投机”，然后就是静候美联储“改正错误”。

我姑且把这种思路，称之为“鸡尾酒”治疗方案。虽然中国人现在生病绝大多数人都会径直去看西医，把中医当作首选的寥寥可数，但在治疗通胀这件事上，中国的决策者、经济学家乃至民间老百姓，大部分对这种中国特色的鸡尾酒疗法有天然的亲切感、信任感，将其吹捧为中国优势、外国人掌握不了的独门医术者也不少，通胀病发初期，自然而然地求助于这种疗法，而本能地加以否定的人并不多。

今年6月份通胀超预期，彻底宣告了鸡尾酒疗法的失败。特别具有讽刺意味的是，这一治疗方案中的主药——鼓励种菜并没有收到正果，相反，我们看到了菜农亏损自杀与居民菜价居高不下并存的这一奇怪现象。鸡尾酒疗法失败之后，主药才开始有转到货币政策上来的迹象，但对于利率工具，决策者仍然是犹豫不决，保持着一贯的温柔态度。

回顾最近几轮大通胀的演化及其规律，我们不难发现，除了1988年那一轮通胀主要体现在工业类消费品上以外，在1992年、2006年、2010年开始的几轮通胀中，食品价格的上涨无不首当其冲。从直观上看，食品价格的波动与气候、动植物疫病存在非常直接的关系，似乎与利率之类的货币状况扯不上号，基于这种表现现象而制定的鸡尾酒疗法一再作为首选方案推荐给决策者。这一方案的特点是，首重增加农业生产，再辅以其他一些五花八门的措施，货币政策一开始总是摆在最次要的位置上。换言之，这些人是要将通货膨胀中的食品价格剔除之后的所谓核心通货膨胀作为观察通胀是否能够接受的指标。然而这种思维至少犯了两大错误：

一是在食品消费构成中国居民最大消费类项的情况下，当期食品价格是居民形成通货膨胀预期的最主要因素，而通胀预期将直接决定下一期的实际通胀。要将通胀预期降下来，最直接的途径是将当期通胀降下来，而降下当期通胀的最主要努力，就是把食品价格降下来。对于老百姓来说，只知道物价涨了，钱毛了，是食品涨了，还是其他的什么阿猫阿狗涨了，无关紧要。所以，那种将所谓核心通胀作为关注目标的做法，更像是自欺欺人的掩耳盗铃之术。从这点来看，朴素的老百姓远比那些头脑更复杂的经济学家要聪明。

二是错误地认为食品价格与货币政策之间没有关系。如果说第一个方面的错误，导致他们认为食品上涨无关紧要，进而对通胀形势麻痹大意，那么，第二个方面错误的直接结果就是严重轻视了货币政策的重要性，屡屡开不出正确的药方。

我的观点是货币政策与食品价格直接相关，因而在治理以食品上涨为突出特征的通胀中，货币政策一开始就要成为最重要工具，即便不是唯一工具的话。从货币政策到食品价格，中间传导环节复杂，表面上没有气候、疫病那么容易被人理解，但这种传导机制对食品价格的最终形成具有决定性的作用。货币扩张导致投资、消费兴旺和资产价格上涨，这些因素最终会通过劳动力价格、化肥、农药、饲料的成品，转化成食品成本，加上终端销售中的物业租金，一起传导到居民餐桌上的消费价格上升。从过往几轮治理通胀的情况看，都是在鸡尾酒疗法收效不佳后才转向更加重视货币工具的作用，而最终起到关键作用的，也是货币政策。

要避免通货膨胀成为慢性病，进而避免治理成本的上升，首要的是破除那种食品价格非通胀的自相矛盾的逻辑，远离那些鼓吹提高通胀容忍度之类的荒谬言论。只有把病因病理弄清楚了，治疗方案才可能对路，才可能事半功倍，否则，陷入那种鸡尾酒疗法思维之中，就逃不脱通胀慢性病的折磨。

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ppll18@126.com。