

# “扭转操作”难解美国经济颓势

美联储9月议息会议是否推出第三轮量化宽松政策(QE3)引起关注,像QE1和QE2那种直接大规模购买证券的QE3不太可能推出。美联储很可能对其持有的1.65万亿美元的美国国债投资组合采取“扭转操作”,即不扩大资产负债表规模,但延长其持有债券的期限。如果将平均到期期限从目前的6年延长到15年,相当于将固定抵押贷款利率压低5~10个基点。这种方法不但可以获得量化宽松的好处,又可以免去扩大资产负债表的风险。将政策着力点放在货币供给方,在没有货币需求的情况下,只能是产生“流动性陷阱”。

马涛

美联储9月议息会议将于本月20日和21日举行,是否推出第三轮量化宽松政策(QE3)或者其他宽松货币政策的“靴子”将会落地。在8月议息会议上,美联储首次明确延续超宽松货币政策的时间点,承诺将0-0.25%的联邦基金利率至少维持到2013年中期。在此措施之后,面对美国经济的颓势,美联储货币政策的工具箱里所剩“法宝”已经不多,但不容置疑的是,宽松政策必然推出,无非只是量化宽松(QE)或其变种的差别而已。

## 传统方式的QE3或不推出

经过前两轮量化宽松的货币政策,美国经济依然没有走出低迷的泥潭。二季度国内生产总值(GDP)第二次估测值按年率计算增长1%,个人消费开支按年率计算增长0.4%,8月份美国非农部门失业率高达9.1%,而非农就业人数环比零增长。在这种情况下,美联储必然进一步采取措施为经济增长创造宽松环境,短期利率已经降到最低,可以操作的只有长期利率。

眼下来看,像QE1和QE2那种直接大规模购买证券的QE3不太可能推出。美国8月消费者物价指数(CPI)同比上升3.8%,环比上升0.4%,核心CPI同比上升2%,环比上升0.2%,创下2008年11月以来的最大升幅。核心通货膨胀率已经接近美联储规定的1.5%至2%上限,若通胀超过此上限,美联储应该收紧货币政策。QE3如果继续推出,必将推高全球通胀水平和美国的通胀风险,这会进一步挤压消费,不利于美国经济复苏。通胀率的上升,也会引发美联储内部通胀鹰派的不满,部分国会议员反美联储情绪也会上升。

更为重要的是,QE3会沉重打击货币市场基金,使美国回购协议市场陷入

困境。回购协议市场一直是美国企业进行短期融资和货币市场基金进行投资的主要市场,经过QE1和QE2对美国国债和MBS等证券的大量收购,这个市场上的合格抵押品已经少之又少。抵押品减少直接导致回购利率持续下跌,从去年9月份的约0.24%下降至今年8月份的约0.07%,这给一些货币市场基金造成了巨大损失,它们或寻求更高收益的投资,或宁愿承受一定的资本损失而持有现金,也不愿意把资金投向那些风险较高的资产,这将卡住银行和企业的另一个主要短期融资渠道,导致信贷和投资下降,加剧经济衰退的风险。如果美联储继续推出QE3,回购协议市场可能走向崩溃。

## “扭转操作”或成大概率事件

市场普遍认为,美联储很可能对其持有的1.65万亿美元的美国国债投资组合采取“扭转操作”,即不扩大资产负债表规模,但延长其持有债券的期限。如果将平均到期期限从目前的6年延长到15年,相当于将固定抵押贷款利率压低5~10个基点。这种方法不但可以获得量化宽松的好处,又可以免去扩大资产负债表的风险,是美联储内部鹰派与鸽派之间容易达成一致的选择。美国曾在上世纪60年代布雷顿森林体系下为挽救美元使用该办法,不过被视为失败之举。美联储若再次尝试,与伯南克对此操作仍抱有希望不无关系,他一直认为如果上次“扭转”规模足够大,结果会截然相反,坚信资产负债表干预会取得积极效果。

“扭转操作”的方式主要有半扭转和全扭转,主要目的都是拉低中长期国债收益率,使收益率曲线变得平缓,改变目前利差超过170个基点的局面。半扭转主要通过卖掉短期国债,买入长期国债,这是最缓和的方式,也是现在普遍认为最有可能采取的方式;

全扭转则是主动出售短期国债和较长长期国债,延长贷款到期时间,迫使投资者承担更多风险,这种方式显然更加激进,在目前市场脆弱的情况下实施可能性不大。

半扭转操作如果得以执行,短期国债收益率会出现上升,给短期利率带来一定上行压力,但是美联储已经做出了维持超低利率的承诺,这部分压力可以被市场吸收,不会造成全球美元供应紧张,影响国际收支。此外,欧、美、日本等五大央行年底前协同执行三次美元流动性招标操作,虽主要为欧洲银行业注入美元流动性,但也在一定程度上是对“扭转操作”可能造成美元供应紧张局面的预防。但是,美联储必须注意“扭转操作”的执行细节,抛售短期国债可能引发其他投资者套现离开市场,收益率曲线短端会波动过大,如果不能灵活控制,大量资金突然流出国债市场,整条收益率曲线就会出现上移,这将给美国经济造成沉重打击。所以,“扭转操作”是一个技术含量相当高的行为,需要美联储和财政部的密切合作。美联储的“扭转操作”短期会使美元贬值失去立足点,但同时实现了长期债务的货币化,这会造成美元进一步走软。综上所述,“扭转操作”已经成为了一个大概率事件,看似能够起到作用。

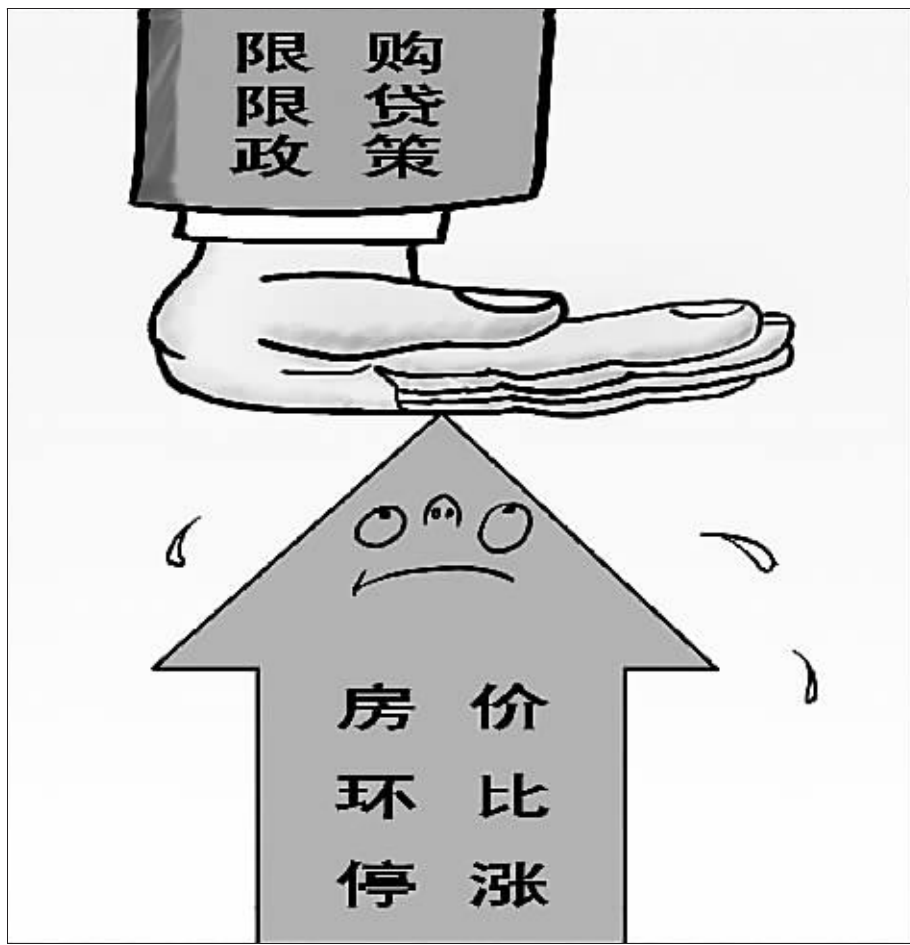
## 财政政策应发挥主导作用

美联储通过各种政策竭力压低短期利率和长期利率,目的是为了鼓励投资和消费,拉动经济增长。但是,从企业、银行和居民的情况来看,由于金融危机造成的资产负债表衰退,它们目前仍然处在修复资产负债表阶段,居民忙于降低杠杆率,企业忙于囤积资金,而银行则惜贷避免产生更多不良资产。不管是QE1、QE2,还是“扭转操作”,都将政策着力点放在货币供给方,注重向市场大量注入流动性,在没有货币需求的情况下,这样做的结果只能是产生“流动性陷阱”。可以说,当前挽救美国经济衰退,不在于货币政策创造多少货币供给,而在于怎样拉动货币需求。

面对当前困境,笔者认为,财政政策应该起主导作用,经济增长疲软不是货币政策能够马上解决的,任何货币政策要对经济活动产生实际影响,至少需要3到6个月的时间。有没有QE3或“扭转操作”,可能不会产生太大的不同。相反,财政若稍微松一下裤腰带,可能就会做出巨大贡献。

(作者系中国人民大学经济学博士)

## 焦点评论



过半城市房价环比停涨

赵顺清/漫画  
孙勇/诗

# 跨国税负对比应避免选择性

马涤明

一些媒体报道称,美国福布斯杂志最近推出“税负痛苦指数”榜单,中国内地的“税负痛苦指数”位居全球第二。我国一些专家认为,国际上衡量一国税负高低,通常以“宏观税负”来考察,即一国税收总量占国内生产总值(GDP)的比例来表示。福布斯税负痛苦指数这把尺子本身就不合理,以这把尺子量出来的数据结论自然是不科学的。以“宏观税负”衡量,我国税负并不高。

中国税负高不高?中美物价孰高孰低?一些专家的观点与公众的感受总是相差甚远。按说,专家站在专业角度分析问题,得出的结论应该比“感受”更科学;然而令人担心的是,某些专家的“专业角度”是经过了刻意选择的,而非全面和客观的。

福布斯的“税负痛苦指数”可能不完全可信,不能反映真实情况;然而以国际标准“宏观税负”衡量我国税负水平,同样不客观。

首先,税收总量占GDP的比例,只是单向反映征收水平,不能反映税收返还情况。不争的事实是,我国税收收入返还于民生的比例很低,大部分被用于政府工程、行政开支等。国富民穷格局的存在与加剧,证明着这个问题。

其次,忽略了收入与物价因素。同等比例的税负面前,收入越高,痛苦感受越低;物价越低,痛苦感受越低。专家列出的数据是,2007年美、日、德、法的宏观税负分别为27.9%、28.3%、36.0%、43.5%;2009年我国宏观税负为21.7%,比上述国家均低。但我认为,要做到客观比较,还应该对比一下各国的人均收入与物价水平。

“中国,吃一次肯德基30元,下馆子最少100元,买辆车最少30000元(夏利);美国,吃一次肯德基4美元,下馆子40美元,买辆车最多30000美元(宝马)。”这是一些旅美人士考证的情况;而党报文章认为,中国只对奢侈消费品消费,北京在公共交通、人工、知识产权的产品和服务等方面的价格则比纽约低很多。但是,比纽约价格低的比较还是忽略了收入因素。有财经评论人士算了一个账:美国2010年人均收入大约为5万美元,相当于人民币32万元;北京2010年城镇居民年人均收入29073元;纽约CBD附近一居室租金最低为6400元人民币,北京为3000元人民币,与人均年收入相比较:纽约为2%、北京为10.3%,北京是纽约的5倍。相差5倍的基本生活价格、10倍多的收入差距,单以宏观税负上的几个百分点证明我们的税负水平不高,绝不科学。

再有,我国实行低工资高物价,征收过多的商品价内税,而不是西方国家实行的高工资低物价,更多的是商品价外税,比如所得税、财产税等。这种穷人富人一律“无差别纳税”,加重着占人口大多数的低收入者的税负。据国际货币基金组织《政府财政统计年鉴(2007)》公布的2006年数据,中国商品中所含的税比任何一个发达国家都高:是美国的4.17倍,是日本的3.76倍,是欧盟15国的2.33倍。“税负痛苦”,无疑是穷人感受更深。

我认为,专家们应该全面客观分析评价中国的税负水平以及同各国的对比情况,而不是选择性对比;专家观点应当只准专业和科学精神,避免附带其它精神。

八月房价怎么样?过半城市没咋涨。你说调控显成效,我称统计有名堂。亡羊补牢出狠手,出错纠错偏周章。楼市重病多警示,学费不能买过场。

# 欧元区脱困可借鉴中国经验

王天龙

近日,欧债危机形势再度紧张,关于中国是否应该出手购买欧元区“问题国家”的债券得到广泛讨论。笔者始终认为,从确保我国外需市场稳定,保证中国经济发展能够有一个相对和平的国际环境以及人民币国际化的长期战略来看,中国应该支持欧元区度过危机。当前适度购买一些欧元区国家的债券和资产对稳定欧元区形势进而防范全球经济形势恶化有好处。

但是,中国的支持并不能解决欧债危机的根本问题。欧元区的制度缺陷最终还是要靠欧元区自己来解决。在诸多可选项中,当前最好的方法莫过于发行统一的欧洲联合主权债券,逐步加深欧元区的财政协调。否则欧债危机就会成为慢性顽疾,每到债务的还款付息日都会导致金融市场血压上升。

发行欧洲联合主权债券有利于解决欧元区“问题国家”融资难的问题,从而对其实体经济发展有利,债务形势也能够慢慢得到改善。更重要的是,欧元区发行统一的联合主权债券,将在欧洲形成一个新的全球性国

债市场,其规模将堪比美国国债市场,这是和欧元具有同样战略意义的大事。有了这样的欧洲国债市场,不仅能够留住欧元区内的现有资本,还会吸引新的资本流向欧洲。那时候不但中国愿意更多购买欧元区债券,全世界的投资者也都会愿意购买。

关键的问题是欧洲的政治家们要有魄力和远见,需要政治决断。欧元区的存在符合区内各国利益,即使对德、法等大国也是如此。事实上德、法等实体经济有优势的国家,因为统一的欧元降低了贸易的交易成本和不确定性,因而获得了巨大的好处。让欧元区分裂、欧元消失不符合欧元区国家的利益。

从欧洲主权债务危机中,中国应该得到重要的启示。那就是在统一货币政策的背景下,允许分散发债将充满风险。解决欧债危机的重要方向是从分散发债逐步转向某种集中发债的体制。因而中国应该避免走上从集中发债到允许地方政府分散发债的欧元区覆辙。

同时,欧元区也可以借鉴中国经济发展的经验,并结合欧元区的特点

# 拯救欧美债务危机 需打破高福利天花板

刘兴祥

在此次欧美主权债务危机爆发之前,政府借新债还旧债的循环方式运行了数十年,许多人据此坚信,主权债务不可能成为一个真正的麻烦。然而,随着希腊等国违约风险陡然增加,全世界不得不直面这样一个事实:当一个极端的偿付高峰来临时,若未来偿债能力不被看好,借新债还旧债的循环可能就就此断裂。尤其是,高举债所支持的还是超过经济增长潜力的高福利体制时,过高福利本身也就越来越受到广泛质疑。

以希腊债务危机为例,欧洲一直流传着德国与希腊的两种说法。其中,德国认为,希腊之所以被卷入主权债务危机,主要就是因为希腊政府不负责任,其所维持的社会福利远远超过它的经济增长潜力。在出了问题之后,希腊又完全指望别人。因此,德国一直强力要求希腊政府首先从本国削减财政赤字做起。

债台高筑是西方发达国家的普遍特征,目前已经相当严重。从政府债务余额占国内生产总值(GDP)来看,截至去年底,大多数发达国家超过60%这一公认的警戒线。其中,日本、希腊、意大利、爱尔兰最为严重,分别为200%、143%、119%、105%。即使是欧元区最主要的经济体德国与法国,也分别高达83%与82%,情况并不乐观。从政府净债务余额占国内生产总值的比重来看,国际货币基金组织公布的数据显示,2010年底,日本、意大利、法国、英国、美国、德国超过50%,加拿大的35%属于较低水平。因此,如果按照现有评级标准,日本、英国、法国、德国的主权信用评级未来可能都有较大的下调空间。

以欧盟为例,有数据显示,欧盟一半的财政支出用于社会福利。高福利制度让财政支出流动性减弱,劳动力成本增加,同时作为欧洲一体化重要成果的货币一体化,也给欧洲福利国家的传统模式带来了巨大冲击。法国的公共开支占GDP高达

31%,为欧洲之冠。而此次危机中的希腊债务高达2940亿欧元,若按希腊人口1100万计算,人均欠债2.67万欧元。如此高额的负债就是来源于希腊的高福利的社会福利。

高福利所累积的效应是当前主权债务的深层次原因之一。对于这些高福利国家来说,未来一段时间可能是阵痛最为严重的时候。将存量债务在2011年~2012年的到期规模与2009年~2010年的老债到期额相比,爱尔兰、德国、希腊、西班牙、法国增长幅度分别为151%、105%、87.5%、46.8%、30.7%。希腊存量债务到期高峰将一直持续到2013年,其2011年~2014年的到期规模,比2007年~2010年的债务到期额增加了近八成。因此,解决当前债务危机并非一朝一夕就能办到,还需要有足够的耐心与勇气。

西方发达国家的政府此次几乎全面陷入债务困境,其经济自身甚至可能无力进行自我拯救,这种局面在世界经济史上似乎还从未出现过。过度的高福利制度会在两方面产生作用:第一,西方国家全面推行的高保障与高福利制度使得政府支出大大增加,与此同时的是人口老化在加剧,收入与支出失衡的矛盾越来越突出。第二,高福利必然导致高税收与高劳动力成本,这促使一部分西方国家的产业资本不断向新兴经济体和转轨经济体大规模迁移,导致其自身产业空心化,这一点在“冷战”结束后的全球经济一体化体现得尤其明显。因此,此次的主权债务危机是以极端的方式对高福利体制提出质疑,也预示着高福利天花板时代难以继了。

当然,社会福利制度的建立与完善是任何政府不可推卸之责,如果社会保障机制不健全会让民众没有安全感,导致高储蓄率和消费难以启动,经济也就难以可持续发展。但是,超过经济增长潜力的过高的福利制度,必然会使国家负担加重,最终成为国家财政之不能承受之重。因此,西方国家将面临着“去高福利主义”的局面,至于如何把握其中尺度,将成为摆在各国面前的一个重大课题。

## 联系我们

本版文章如无特别声明,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0755-83501640;发电子邮箱pp118@126.com。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)