

是否增持美债不能只看短期收益

张莱楠

在外储资产的配置上,中国一直有增持美债的偏好。在全球主权债券市场极度动荡的年代,美国国债价格持续上升,确实能够带来一定的资产溢价和货币收益。然而从长远看,持有美债的偏好可能导致中国对外资产负债表的严重失衡和国家财富的长期“负收益”。

中国5月继续增持美国国债至半年新高。美国财政部数据显示,在欧债危机加深以及全球金融市场剧烈动荡之际,5月份,中国持有的短期美国国债从4月份的37亿美元增至73亿美元,增幅高达97%。增持美债短期看固然能够起到增值的作用,但长期看中国对外资产继续大规模流向美债蕴藏着极大的风险。

当前全球失衡特别是中美经济失衡)是全球金融中心与全球制造业中心在国际分工和利益分配上的失衡。分析对外资产负债表可以发现,全球利益分配方式已经不仅体现在经常项目上,金融利益所得也成为全球利益分配的重要渠道。中美这两个债权大

国与债务大国之间存在着巨大的利益分配的不平衡。

金融危机推动了中国外需依赖型经济的战略转型,通过中国经济结构的积极调整以及贸易平衡战略的加快推进,中国外部盈余已经大幅降低。2009年以来,中国贸易顺差和经常项目顺差占GDP比重已经显著下降。2009年和2010年贸易顺差占GDP比重分别为3.9%和3.0%,2011年则降至2.8%。按美元口径计算的贸易盈余目前比2008年顶峰时低45%,并且已经远低于国际上4%的评判指标(国际收支失衡的指标),经常项目失衡正在趋于改善。

但另一方面,中美之间的金融失衡却正在变得越来越严重,这主要体现在中美两国的国际投资头寸表。如同企业资产负债表一样,国际投资头寸表是国家的对外资产负债表,是一国对外金融资产和负债状况的整体反映。数据显示,截至2011年底,中国对外资产为4.72万亿美元,对外负债为2.94万亿美元。尽管中国对外净资产高达1.77万亿美元,但2011年中国的对外投资净收益却为-268亿美元。

这是中国资本账户在经历3年顺差,在2010年转为逆差后,2011年出现了20年来最大的负值。

作为全球第二大债权国,资产却呈现“负收益”尴尬,这与我国的对外资产负债表的非健康有非常大的关系。我国对外金融资产与对外负债的结构与收益严重不对称:对外金融资产远远大于对外负债,而对外金融资产收益率远远小于对外负债收益率。外管局数据显示,截至2011年末,我国对外金融资产47182亿美元,对外金融负债29434亿美元,对外金融净资产17747亿美元,这其中储备资产占比近七成。这种不对称结构的直接结果就是投资收益的重大差异。以中国持有美国长期国债收益率计算,我国储备资产的收益约为3%-5%。现在还不到2%,外国直接投资在我国的投资平均在20%左右。按此估算,3万多亿美元的储备资产年收益约1013亿美元,1.53万亿美元的外国直接投资的年收益为3060亿美元,相差近3倍,凸显出我国“负债高成本、资产低收益”的严重失衡局面。

美国却是另一番景象,美国是全球最大债务国,但是其海外资产的收入仍超过其因对外债务支付的利息,而这正是通过对外资产负债表实现的。美国的对外资产负债表结构正与中国相反,美国对外投资主要集中在高收益的风险资产(主要是对外直接投资FDI),而对外债务仍然主要集中于低融资成本的国债等。

根据美国经济研究局的报告,美国目前持有外国资产已经高达10.4万亿美元,而外国持有的美国资产是17.4万亿美元。也就是说,这其中的10.4万亿美元可归因于和美国的资产置换,余下的7

万亿美元可归因于外国通过贸易顺差挣来的美元财富。布雷顿森林体系解体以后的30年间,美国持有的外国资产平均回报率为6.82%,而外国持有的美国资产回报率只有3.50%,两者相差3.32个百分点。以目前10.4万亿美元的资产大置换规模来算,美国每年得到净收益3450亿美元,这个来自金融渠道的财富增加值,已经远远超过了实体经济渠道的国内生产总值(GDP)增加值。

那么,中国到底如何打破这种不平衡的财富循环?首先,必须积极调整对外资产配置结构,改变金融资产大规模流向美债的情况。加快实施外储支持“走出去”战略,应进一步推动储备资产和海外直接投资,通过人民币国际化实现全球资产配置。

其次,中国资产一直以来之所以更多投资于美元/美债等资产,是因为中国优质金融产品资源的稀缺。因此,必须加快推动国内的经济金融全方位改革,培育和完善多样化的、多层次的金融市场和体系,充分发挥利率、汇率在资源配置中的价格引导作用,以提高国内金融体系储蓄转化为投资的效率。

因此,要让庞大的金融资产作为支持实体经济发展的坚强后盾,中国应以改善和优化中国对外资产负债表为契机,加快实施资本项目改革、外储管理体制改革、扩展海外直接投资,以及改变国内金融体系低效率等一系列战略措施,促进国民财富有效增长。在继续走好贸易强国之路的同时,中国必须迈向金融强国之路。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

如何告别土地财政(上)



黄小鹏

人们将中国地方政府的财政模式,概括为土地财政,以强调土地运作对维持经济增长甚至地方政府日常运转的重要性。正因为土地收入举足轻重,其发展趋势及可持续性备受人们关注。近日媒体报道某些地方因卖地收入剧降,已到了需要向银行借款来发放公务员工资的窘境。2004年以来由中央政府推出的数轮房地产调控屡成空调,土地财政的掣肘就是重要原因。土地财政的负面影响已人所共知,土地财政难以持续也已成共识,但如何告别土地财政,人们还莫衷一是。

要理出一些思路来,我们必须追溯土地财政的来历。说起土地财政,人们首先想到的是香港,甚至有人气愤地认为,内地学香港好东西没学来,倒把在香港也备受诟病的土地财政学来了。还有人从另一角度出发,认为香港土地制度虽然导致了高房价,但香港通过保障房制度缓解了高房价带来的社会矛盾,因此,既然内地引入了香港的卖地财政,那么相应的也应该引进香港备受赞赏的保障房制度。言下之意,学习香港要“全面学习”,不可只学其一,不学其二。

然而,如同内地学香港保障房制度最终变成邯郸学步一样,将内地的土地财政与香港相提并论,也是只知其表不知其里的一种常识性错误。从表面上看,香港殖民地环境下的土地官有和內地的土地国有在基本土地制度上颇为相似,香港的土地批租制与內地的土地使用权出让从形式上看也大同小异,但如果仅从这两点出发就认为香港与内地都实行相同的土地财政,那就大错特错了。

首先,香港土地财政名不副实。一般人认为,香港政府通过卖地收入维持公共开支,从而得以维持低税环境,但这是一种彻头彻尾的错误。香港低税是事实,无关税、无商品税、低所得税使香港成为全球知名的低税经济体,但是香港做到这一点,并非人们想象的那样高度依赖卖地。虽然与土地完全私有的地方相比香港多出一块卖地收入,这是事实,但即便在港英时代,卖地收入加上差餉稅(实质是房产税)和物业稅(实质是房产营业税)三项最高的年份也只占到财政收入的30%-40%,其中纯卖地收入占比就更低,日常财政运转,并不像人们想象的那样依赖卖地收入。

1997年回归后卖地收入占比更是下降。1997年-2010年香港卖地收入占综合财政收入比例平均仅有10%左右,其中占比最高的年份为17.4%,最低的年份只有2.6%。相比之下,內地的这一比例[土地出让金/(一般公共预算收入+土地出让金)]从1998年到2010年平均比例达到了25%,最低的年份为8.5%,最高的年份为43%,近几年基本上都在30%-40%。如果说土地财政,恐怕全世界也只有中国内地地方配得上这一称号。其次,香港卖地收入全部放入土地基金,一般不作为公共开支来源。土地基金独立于一般财政单独运作,只在2004年通过法定程序向公共财政账户中划拨过少量资金。这就是说,香港虽然有一定的卖地收入,但這些收入并不是政府可以自由运用的钱袋,事实上,香港政府一直秉承审慎理财理念,是世界上少见的积累了丰厚财政储备的经济体,而其财政盈余的大头就来自土地基金。这点与内地积极追求土地财政,并为当期各项大跃进式的支出提供资金来源的做

■ 輿情时评 | First Response

看美国SEC如何打击内幕交易

夏天

中海油对加拿大尼克森公司的海外收购意外发生插曲。7月27日美国证券交易委员会(SEC)指控香港Well Advantage公司和其他一些新加坡账户利用该收购的内幕信息非法获利超过1300万美元,已紧急冻结这些账户的资产并着手调查。备受关注的是,Well Advantage公司的实际控制人香港上市公司熔盛重工的创始人兼董事会主席张志熔,张同时身为另一家上市公司恒盛地产的董事会主席及执行董事,曾被业界称为“神秘富翁”。

由于调查仍在进行中,中海油以及相关公司均对此事件措辞谨慎。但美国SEC负责调查此案的官员表示,Well Advantage与其他未知账户极为精准地买入卖出并非非法获取暴利,显然“滥用内部信息”,涉嫌内幕交易。结合张志熔的兼职情况,再联想到中海油作为基础投资者参与熔盛重工H股上市,熔盛重工在2010年与中海油签订了“战略合作协议”,双方的亲密关系不由令外界浮想联翩。

有媒体从“犯罪动机”出发,称“神秘富翁”涉嫌内幕交易或因极度缺钱——熔盛重工所处的造船业订单数大幅缩减,恒盛地产所处的地产业调控远未放松。事实上,因“缺钱”而铤而走险进行内幕交易行为,从来都不会引发公众同情。身为两家上市公司公众公司的董事会主席,根据常识张志熔理应熟知相关法规,而此次其被卷入内幕交易的丑闻,有“知法犯法”的嫌疑,可谓突破公众道德底

线,也难免引发投资者纷纷用脚投票——据中国上市公司舆情中心了解,熔盛重工、恒盛地产股价昨日均大幅重挫,分别收跌16.43%和10.61%。

对于内幕交易行为,相关公司股价的下跌只能算是资本市场的“略施薄惩”,更严厉的惩处还在后头:美国SEC已冻结了涉嫌参与内幕交易的账户资产,总计超过3800万美元。冻结金额相当于非法获利金额的三倍。这对利益受到侵害可能在今后诉讼中得到赔偿的投资者也是一种保障。因为如案件查实,这笔资金将被用来连本带息赔付其他人的损失,并支付巨额罚款。此外,相关当事人还可能面对资本市场禁入等更严厉处罚。

值得一提的是,上述账户冻结资产之举是7月27日SEC获得法院批准的紧急行动令后,在Well Advantage公司下单清仓之后的24小时内完成的。SEC对内幕交易案件查处的速度和力度值得称赞。

中国证监会主席郭树清上任伊始即提出对内幕交易“零容忍”,最高人民法院也于今年6月1日起实施对“内幕交易”具体司法解释,其中规定证券交易成交额在50万元以上,获利15万元人民币以上即属“情节严重”。可以说在全球资本市场,内幕交易都好比是过街老鼠,人人喊打。而如何抓、如何打,以及如何更有效地保护投资者利益,SEC从严从速的处理手法值得借鉴。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)



铁道部宣传片回扣高达700万

巨额投资搞宣传,回扣超过七百万。铁道腐败创新易,内部监督见效难。疾病丛生因体制,改革启动需肝胆。转型不仅在经济,中国亟须闯大关。

朱慧卿/漫画 孙勇/诗

调结构导向下将着力民生投资

顾惠忠

改革开放30多年来,我国在取得经济快速发展的同时,也带来了相应的副产品。表现在经济领域的,就有产能严重过剩、经济结构失衡、劳动者收入差距扩大等问题。要保持中国经济的长期稳定发展,必须着力治理这些矛盾。

调结构必然会带来过剩产能的关闭,导致部分产业工人失业或再就业。而在任何国家,就业都是放在重要位置的。坚决调整经济结构的背后原因,重要一点是我国就业压力在逐步减轻,到2019、2020年就业可能已无压力。

2006年,高校毕业生达413万人,我国迎来第三次就业高峰;今年,全国普通高校毕业生规模达到680万人。毕业人数再创新高,但由于经济总量和企业数量的增加,自2006年到达高峰后,大学生的就业压力实际上是减轻的。现在的大学生就业,更多地表现在想找什么样的工作,只要愿意干,工作还是能找到的。

7月10日,全国老龄工作委员会办公室发布的《2011年度中国老龄事业发展公报》显示,截至2011年末,全国60岁及以上老年人口已达1.8499亿,占总人口的比重达13.7%。全国老龄办在《中国人口老龄化发展趋势预测报告》认为,21世纪的中国将是一个不可逆转的老龄社会,2001—2020年属于快速老龄化阶段,老龄人口年均增长速度为3.28%,大大超过总人口年均0.66%的增长速度;2021—2050年是加速老龄化阶段,新中国成立后第二次生育高峰人群将在该时段跨入老龄行列。老龄化的一个正面作用是减轻就业压力。

因此,尽管上半年经济回落,但相关数据显示就业平稳。在7月《瞭望》杂志的数据中,今年上半年,中国城镇新增就业近500万人,完成全年3000万人目标的93%。二季度末,全国实有城镇登记失业人数850万人;城镇登记失业率为4.1%,与一季度持平。就业压力的减轻,为调结构腾挪出了空间。

加大民生投资一举两得。贫富差距拉大等可谓中国30多年经济高速发展的副产品,要坚持和发展有特色的社会主义道路,发展的思路要由过于强调效率转向公平和效率兼顾、甚至偏重于公平。

同时,在经济三驾马车中,消费一直偏弱。国人注重储蓄审慎消费,与传统思维有关,更与医疗、教育、养老等后顾之忧有关。因病致贫和因贫致病的故事在中国一再地上演;在北京、上海等幼儿园的每月费用动辄上千甚至数千元;随着中国老龄化程度的加深,养老问题越来越突出……凡此种种,都需要国家加大民生方面的投资,更好地改善医疗、教育和养老条件,让人们享受到中国经济发展的成果,降低人们的后顾之忧,将更多的钱用于改善生活。

其实,我们从国家不遗余力地推行医疗制度改革和深化城乡养老制度建设已感受到这种变化。相信在坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进的纲领指引下,医疗、教育、养老等民生投资将加大。加大保障房建设应对短期冲击。7月

27日,银行间国债实时收益率曲线显示,10年国债的收益率为3.27%,目前一年期存款的实际利率3.3%,长短期利率出现了倒挂。美国的经验告诉我们,一般长短期利率倒挂9个月左右会出现金融危机。

同时,8月20日,欧债问题将迎来一个重要的时间窗口。届时,如果欧盟不向希腊划拨资金,希腊将退出欧元区。如此,全球市场将迎来一波金融性冲击。所以,尽管我们确定了调结构的主题,但还是要做好应对短期冲击的准备。

那么,在顺势而为和重大项目、货币政策效果不佳、结构性减税政策不能及时大面积实施的前提下,还有什么好的办法来应对短期冲击呢?笔者以为,加大保障房建设力度是可行之举,也是体现民生之举。资金是保障推进中的一个主要问题,中央政府可以通过发行特别国债、允许经中央批准的地方发行专门的地方债等途径来筹集建设资金。

总之,在中央进一步明确调结构为经济工作的主线背后,带来的是治理经济思路和举措的变化。