

# 黑田东彦的赌博赢面不大

陈东海

日本央行新行长黑田东彦3月20日上任伊始,就在其主持的首次货币政策会议上,推出了比前任和市场预期要激进得多的政策。现在黑田东彦上任刚刚满月,其推出的新政策刚满半月,刚刚结束了G20会议也没有对黑田的政策施加压力,外界反应暂时有利于黑田东彦的政策。表面看,黑田的政策推进得挺顺利,但冷静下来有必要重新检视一下黑田东彦政策未来可能的得失。

说到黑田东彦,不得不提到其提携者安倍晋三。“安倍新政”的核心之一就是超级宽松货币政策。与安倍持有相似理念的黑田东彦因此被日本新首相从亚洲银行行长的位置上请回担任日本央行的新行长。在4月初举行的日本央行的例会上,刚接任行仅半个月的黑田东彦果然展现了大手笔。黑田东彦新政策的看点是:提前实施无限量资产购买计划,购买日债持有量将以每年50万亿日元的速度增

加,且在两年内增加资产购买规模一倍;政策目标将从隔夜拆借利率转向基础货币,将在两年内把日债和上市交易基金持有量增加一倍,并将以每年60至70万亿日元的速度增加基础货币,所持日本国债的平均到期年期将延长一倍;将购买到期期限最长为七年的国债,购买国债的种类将涉及所有年限,包括40年期国债。

虽然早在黑田东彦正式上任之前,市场对宽松政策有足够预期,日本股市已经大涨,日元也已经大幅贬值,但黑田东彦在首次会议上的激进姿态,仍然出乎市场预期,所以日本股指和日元,前者看涨、后者大跌。

但是,黑田东彦的新政策,绝对不是短期对于股市和汇市有影响这么简单。由于美元兑日元已经到了100.00关口,日元已经比在2011年10月31日创下的历史高点贬值24%,所以,在黑田东彦的政策下,日元自2007年6月下旬以来的升值的趋势实际上已经完全扭转,未来日元将长期性地贬值。这对于日本和全球经济都是一个重大事件。不少评论认为,日元大幅度的、长期的贬值,将会导致日本产品的竞争力增加,并且可能导致全球发生货币战争。

其实日元长期贬值,未必会导致日本产品的竞争力发生根本性增强。过去全球是过度消费与过度生产为主要经济模式,2008年的危机表明这种模式必将走向终结,所以去杠杆化和适度消费才是未来的经济模式,3D打印可能大行其道,因此建立在过度消费和过度生产模式下的大规模产业集群、大规模生产、大规模运输的方式将逐渐被淘汰,而创新将成为未来产业制胜的高地,产品的技术含量和个性化是赢得消费者的首要因素,所以,货币的升值也好、贬值也好,未必还是竞争力的重要成分。对于竞争力已经落后于韩国和新兴经济体的日本,日元贬值未必是起死回生的灵丹妙药。同时日本再祭出史无前例的量化宽松(QE)政策,根本目的还是启动国内的经济,QE政策的一个附带作用才是日元贬值,所以也不必把日本的QE政策当作是什么“货币战争”来看。所以,国际上不必对于日元的贬值感到担忧。

从日本历史上和现今各经济体的QE政策来看,黑田东彦的超级QE政策未必有很大的胜算。上个世纪90年代泡沫经济破灭,日本在2000年以后实施了多年的名为“量化宽松”的货币政策,但是这以后日本经济仍然经历了再一个“失去的十年”。从2008年后的全球金融危机后,G20各经济体都实施了极其宽松的货币政策,尤其是以美国的QE1、QE2、QE3最为著名。但是,现在全球经济又有下行趋势,可见QE政策就是一个镇痛剂,短期有点作用,不能根本治病。

正因为QE政策在当今世界以及日本的历史上,都未能力挽狂澜,所以即使是黑田东彦的QE政策再“超级”,都无法让人寄予很大的希望。

为什么QE政策成效不彰呢?这是由于,QE的出发点都是为了避免经济和金融崩溃,但是,由于老的经济形态和体系没有崩溃,“无死则无生”,新的经济形态必然没有诞生的土壤,或者诞生得不顺利。由于QE,给予那些本来该淘汰的机构、企业以及整个僵化的经济体系输血,使得它们没有淘汰;由于全社会的低利率,资源无法按照市场合理的利率流向那些该杀出的产业、机构、企业等等,资源无法最优配置。日本在2000年以后的QE,实际上就起到了延缓旧经济体系、阻碍新经济体系的巨大负作用。在未来,日本央行即使搞更大的QE政策,有把握解决优胜劣汰,培育新产业的问题吗?

日本QE政策,主要是通过购买国债以及购买更多类型资产,如股票、长期国债、企业债、商业票据等实现的,这必然使已经高达230%的债务率继续攀升,加重日本央行自身的风险,特别是在日元大幅度的、长期贬值背景下,日本央行持有的国债风险日增。而一旦风险超过临界点,又会与日元贬值之间形成恶性循环,给日本经济累积巨大的系统性风险。所以,黑田东彦的超级赌博式的冒险,未来成效值得怀疑,潜在风险却不可等闲视之。

(作者单位:东航国际金融公司)

## 企业财政补贴该“瘦身”了

李巧宁

“没有必要再给国企补贴了”,著名经济学家林毅夫在博鳌亚洲论坛上的此番言论引来一片喝彩。翻看上市公司公告,有关公司获得政府财政补贴的公告内容比比皆是,这其中具有国资背景的上市公司更是占尽很大比例。企业,尤其是国企吃财政补贴似已变为“家常便饭”。

有媒体统计,在目前已披露2012年年报的上市公司中超过九成公司获得各种名目的财政补贴,而所涉补贴金额中有超过七成补贴给了具有国资背景的上市公司。如央企亏损王中国远洋仅2012年获得地方财政补贴以及增值税先征后退金额就达9.04亿元。

理性地看,“没有必要再给国企补贴了”的说法有点过于偏激。给企业吃财政大补确实存在一定的必要性。例如一些企业从事外部效应巨大的基础设施或公共服务,或处于技术创新的新兴产业,政府补贴对于企业、行业的生存与发展,以及维护公众利益是非常必要的。但对一些本身处于市场化程度很高行业的国企来说,市场风险本应自担,但在市场行情不好,企业经营不善身陷困难时,却以各种理由向政府讨要财政补贴实属无理之举,而政府出于各种考虑往往无奈解囊相助,纳税人的钱就这样随便地用在了不该用的地方,难怪会招致公众的一片质疑。

财政补贴作为政策手段可被政府用来实现多重目标,但是如果随意不当运用补贴,不仅会使财政背上沉重包袱,而且会对深化改革造成严重障碍。10年前,为履行WTO协议有关承诺,我国曾全面清理国企补贴政策,取消了一批明显违

反WTO有关规定的补贴。当前,各项改革在推进,财政收入增速也明显出现下降,财政究竟该补贴什么样的企业?如何补贴才能发挥最大的效用?这些问题该是重新考量的时候了。

继续深化国企改革是下一步改革的一项重要内容。企业发展依靠的是自身竞争力,而不是依靠垄断、依赖政策的优惠。国务院总理李克强日前在与企业负责人和专家学者座谈时指出,要国企、民营、外资都在一个平台上公平竞争。在笔者看来,国企享受国家各种财政补贴是对民企的最大不公,消除不公的第一步可以削减政府对国企的保护性财政补贴入手。另一方面,减少甚至取消对一些国企的财政补贴,也会促使企业改善经营管理,提高竞争力,真正走向市场。

十八大报告指出,经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系,必须更加尊重市场规律,更好发挥政府作用。转变政府职能体现在政府要减少对企业微观主体经济活动的干预,而取消对企业财政补贴式的保护则是题中应有之义。

近年来,我国财政收入增速呈下降趋势,而财政支出需求却不断扩大,财政收支矛盾日益突出。对企业过多的财政补贴不仅会加重财政支出负担,而且势必会挤占财政用于社会保障等民生方面的支出。在财政体制改革不断深入推进的进程中,完善公共财政制度,逐步实现基本公共服务均等化是其重点内容。公共财政预算用于国有企业的支出应不断减少,公共财政的公共性才能真正得以体现。

如果说,10年前取消一批国企补贴政策是外部压力所迫,那现如今,财政补贴企业政策到了内因促其必须“瘦身”的时候了。

## 中国投资客抢购潮导致金条全面缺货



唐志顺/漫画 孙勇/诗

经济数据不太好,避险引发购金潮。十日买金三百吨,市场金条竟脱销。金价稍跌便抄底,买家心态已发烧。羊群效应有陷阱,前车之鉴莫忘掉。

## ■舆情时评 First Response I

# 堵上债券市场的监管漏洞

贾壮

如果不是牵扯到公募基金,打击债市黑幕可能还只在小圈子内流传;如果不是高层震怒,债市黑幕的打击力度或许仅停留在几个孤立的案件上。因为曝光于公众之前,且有高层的明确批示,债券市场的秩序整顿很有可能成为一场风暴。

债券市场参与者众、交易量大,却是个封闭且小众的市场,普通投资者没有能力也没有兴趣关注。当这个市场充斥“硕鼠”、黑幕频出的时候,便与整个金融系统风险防控以及投资者合法权益关系密切。此次债市整顿,有几个词汇出现频率较高——代持、养券、倒券,这几个近似“黑话”的专业术语,包含了债市违法违规行为的所有秘密,也是亡羊补牢的着力点。

据中国上市公司舆情中心了解,代持是两个交易对手之间达成私下协议,受托方为委托方持有某个债券品种,到期后委托方按约定价格回购债券。养券其实是长期的代持,委托方将某个债券长期委托其

他方代为持有,不断地滚动操作。在债券市场,代持和养券是司空见惯的行为,业内人士见怪不怪,机构选择代持或者养券很多情况下是为了规避监管或者获取更多利益,不一定会涉及到利益输送。不过,代持的过程中存在着市场和合规等风险,一旦市场剧烈波动,很容易给各自机构及其客户带来利益损失并引起机构间的纠纷。

倒券是比代持更为恶劣的违法违规行,通俗来讲就是债市的老鼠仓。债市中人通过与自己相关的丙类账户,可以实现机构利益或投资者利益向自己输送的目的。据媒体报道,其操作大致分为两种类型,一是机构券种低价卖给丙类账户,丙类账户然后再高价卖出,差价归个人所有;二是手脚通天的丙类账户在一级半市场担当二道贩子,从发行人及承销商处低价获得债券,再加价卖给渴求这类券种的机构。

债券市场集合了银行、券商、基金、发行企业和政府等各类主体,代持、养券和倒券行为牵扯到这些主体内的多个层面的人员,规范和监管非常复杂,不同的

问题需要不同的解决办法,多方合力方能收到监管之效。

无论是代持、养券还是倒券,丙类账户都是重要的通道,因此,要想治理债券市场乱象,首先需要丙类账户进行严格管理。丙类账户设立的初衷是为欠缺流动性的债券市场增加活力,但在增加债券市场活跃度的同时却带来一系列的问题,2011年下半年相关部门开始对丙类账户加强管理,包括由备案制转向严格审批、提高注册资本的标准等等,未来还需要继续加强管理,有一些业内人士建议直接取消丙类账户。

债券市场各类参与主体特别是规模较大的参与主体,急需提高内部控制水平。富滇银行的债市窝案中,涉案人员便是利用内部流程的漏洞,在外部设立丙类账户,在银行和丙类账户之间进行利益输送。债市中,出现问题的多是内控有欠缺的中小机构,下一阶段监管机构必须推动金融机构建立完善的内控机制。

鉴于中国债券市场扩张较快,从业人

员鱼龙混杂,机构对其员工的管理水平参差不齐,对债市从业人员,应该比照公募基金从业人员的不方法,以弥补机构自身内控能力较弱的缺陷。债市从业人员自身行为要进行严格监管,比如上报个人信息、交易记录留痕、严格行业准入和违规者市场禁入等等。

一级市场与二级市场巨大的价差,为一级半市场套利者创造了丰厚的利润空间,其背后的症结在于一些优质债券品种的审批制度和发行环节的腐败行为。审批制度意味着债券品种的有限供给,很容易给审批人、发行人和承销商留下寻租空间,一些丙类账户便有机会参与其中,上下其手谋取不当利益。所以,推动债券发行机制的规范化,也是涤荡债市的重要抓手。

另外,我国债券市场的割裂局面也需要早日解决,各个市场都有各自的监管者,监管机构各自为政会留下监管空白,必须尽快完善管理债券市场的协调机制,实现监管标准和监管方法的统一。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)

## ■算法经济 Li Bin's Column I

# 政策大调整才能“培元固本”



李斌

国家发展到今天,成绩很大,可民众的不满情绪却很强烈。这种不满从哪里来?笔者认为,主要来自经济领域,其中尤以失败的房地产调控政策为甚。因此,新一届政府要想满足人民的新期待,就需要高度重视房地产问题,就要对现行的政策框架作出重大调整。可是,从目前来看,却似乎看不到这个苗头。

政策的思路仍然放在房价的调控上,既怕涨又怕跌;为此,从限购到价格的管制,不借动用一切手段。经济增长的动力在减弱,而最高决策层却宣布,这是有意调控的结果。这个表态传达了一个信息,即新一届政府打算首先对经济好好地调整一下。这个当然很好,可以说几乎一切要害问题,怎样进行调整呢?这时,我们发现,一些显著的偏差似乎正在发生。

首先,改革并不是各部门自行其事,改革的力度和效果也不能简单地以取消审批项目的数量来衡量。“顶层设计”喊了多年,难道这是民间舆论在呼吁加强中央集权和垄断吗?当然不是。这个词的意思是说,综合管理者要承担起属于自己职责范围内的事情,改革工程的总策划在最高决策层面,而不在职能部门这一级。职能部门主要负责政策的执行,而且,许多改革措施其实就是针对行政职能部门本身的。让职能部门主动提出改革自身的方案,岂不是缘木求鱼?以房地产业为例。国土部与住建部都是政策执行部门,主要由技术性官员组成,而这两个部却要硬着头皮去制订关于房地产的“经济政策”与改革措施,这是不合理的。现在许多人怀念体改委的时代,就是因为,当年的体改委实际上是最高层的一个智囊机构,它与各种改革举措之间不存在利益冲突,因而它是生气勃勃的。

在经济政策的调整与改革的日程表上,房市与股市应当首先拿来作为“培元固本”的突破口。思想认识问题仍然需要解决。张五常先生曾经表达过一种非常常见的观点,笔者认为,这种观点对于决策层的影响很大,即:“社会财富愈高对经济愈有利——楼价愈高也如是——它反映着国家的经济增长有着头。”这种观点在经济文献中非常罕见。笔者就此进行了思考。我认为,这种观点具有重商主义的味道,即它把货币视作财富。古典学派正是以批判这种观点来起家的。古典学派认为,衡量一国经济的发达程度,是看它生产对人们具有实际用途的货品的能力。一物的价值,在于它的有用性,货币只是在真实因素之间起中介作用。以房屋为例,房屋的意义在于其居住功能,人们从一间房屋的实际功用中享受其价值,而无论它值多少钱。房屋的货币价值增加了,人们从中得到的实际享受并不会增加。经济学家们都同意,在这一争论中,真理在古典学派一边。张五常的观点给人一种印象,即资产价值似乎不仅是实体经济价值的反映,而且,高的资产价值还对实体经济具有积极作用。这种观点不符合常识。高资产价值总是引起学者

们的不安;可以认为,学者们的主流意见恰恰是与此相反的。在实践上,这必然导致政策制订者误以为高房价有利于经济本身,以致把维护某个房价水平作为调控目标。

经济的福利在于所生产的商品及其数量,因此,当进行国民收入统计时,其目标就是统计本年所生产的商品及其数量,包括本年所建造的房屋数量。为此必须把价格因素排除在外。为了把价格的影响减到最低程度,这才使用了固定价格法、通货膨胀率调整法等方法。这就是统计学的基本原理。笔者讲这么多,要告诉各位读者的是,衡量一国房地产业的发展成就,就是看该国在一年中造了多少房子(当然也包括房屋的质量如何)。如果一国的房价跌下来了,而房屋数量增多了,本部门所生产的国民收入一定是增长的,而不是下降的。

具体到我国来说,我国的管理体系似乎一直不说明白这个道理。增加土地与房屋数量供应的方法,房价将会下跌,而经济增长数字将会增大,所以,这绝不是一种衰退,而是一种繁荣。繁荣不是潜在的,而是立即就会表现在数据上。反之,既要压制价格,又要压制数量,这就是在搞死经济。

再以城市化为例,来说明这个道理。城市土地的供应,国家一家独大。国家控制着这个水龙头,防止城市里的活水自由地流淌到神州大地。城市中摩天大楼的高度与水龙头的松紧度之间有没有关系呢?当然具有密切的因果关系。如果这个水龙头早晚要拆除掉,则大城市现有高层建筑就是一种浪费。这里所追求的只是高度,而不是数量。现代化的建筑活动集中在现有的城市中,而它的总面积实际上只占国土总面积不到1%;这就是说,99%的国土缺乏现代化的建筑活动,这是多么可怕的事实!这种割裂局面还要持续到几时呢?如果这些广大地区早晚都要与城市生活相融合的话,那么,此时还不开放水,更待何时呢?

国际热钱曾经在我国汹涌多年,目前仍呈可观之势。许多人都提出过及时利用热钱的问题。可是,管理层只是把热钱视作洪水猛兽,对之限制加防范。如果开闸放水,让国际资金深入广阔的城郊、市镇和乡村,各地就会飞速进步。我们正在坐失这样的良机。管理层目前忙于一边防范热钱,一边自行车债搞基建,一边限制着钢铁、水泥的产量,真是忙得不亦乐乎。钢铁、水泥与建筑材料的产量好不容易都搞上去了,不趁此机会把现代化的建筑活动向村镇地区铺开,难道要等到经济增长有着头的。再去国外招商引资吗?

各级政府都在搞“城市化规划”。笔者听到这样一个故事:某个村已被初步确定为城市化试点,其办法是,利用上级拨付的试点资金,造18层高楼,让村民放弃土地,集中居住,然后再给种粮大户打工。类似的荒唐主意,已经可以挑战“土法炼钢”的典故了。交了学费也拿到了,怕是,正好给那些企图割夺,而不是购买农村土地与房屋的邪恶势力提供了漂亮的借口。

凡是政府直接统制的行业,都搞得一团糟,房地产业是典型的例子。政府的特性一定是制造短缺。城市化的方法其实很简单,就是放开农村土地与房屋市场,使之自由交易(当然需要辅之以一定的管理);应当为此积极而紧迫地工作。如果不抓住房市与股市等要害问题,何谈“培元固本”?改革恐怕仍旧不过是“喊破嗓子”而已。