

量化宽松:为何总是新兴市场最受伤

张荣楠

在刚刚闭幕的全球央行年会上,有关美联储将退出量化宽松(QE)政策的话题成为各方争论的焦点。对于国际社会呼吁美联储在退出QE时对新兴市场的影响纳入考虑范围,美联储官员却置之不理。美联储退出QE政策意味着2008年国际金融危机以来的货币宽松周期将趋于结束,非常规政策开始回归常态,这势必对全球经济、金融市场以及国际资本流动格局产生深远影响,特别是对新兴经济体冲击较大。

美联储货币政策对新兴国家影响巨大

我们对上世纪80年代至2007年国际金融危机之前的历史加以梳理发现,美联储货币政策变动与新兴经济体危机爆发有密切关系,几乎每次新兴经济体危机都爆发于美联储货币政策由松转紧的转折时期。美联储实施非常规量化宽松政策以来,全球层面过剩的流动性在低利率环境下已形成对高回报率的渴求,这种渴求自然使得新兴国家受益,新兴国家的经济增长速度更高、风险溢价更高、其货币升值潜力巨大。

美联储扩张资产负债表,不断释放美元时,这些流动性就如洪水猛兽般冲向新兴经济体,导致国际资本流入,本币升值、国内信贷扩张,以及通货膨胀的加剧;而当美联储进入加息周期时,新兴经济体又面临着资本外流,本币汇率急跌、国内流动性紧张,资产价格大幅缩水,引发金融市场的

剧烈波动,直至爆发危机。上世纪80年代的拉美危机,1994年的墨西哥危机,1997年的亚洲金融风暴以及2000年的阿根廷危机等有着相同的逻辑。

那么,哪类新兴经济体和金融脆弱性更大?当美联储宽松政策退出时,经济和金融脆弱性高的国家将首当其冲:

一是杠杆率高国家。债务比率高的国家脆弱性更强。为克服金融危机的外部冲击,新兴经济体大量举债,致使负债率不断上升。据国际货币基金组织(IMF)预测,新兴经济体平均债务/GDP接近40%。由于外部需求放缓,内生增长动力不足,债务/GDP比重上升,新兴经济体继续依靠债务融资刺激经济将带来较大风险。美联储收紧货币直接导致新兴经济体债务成本上升,导致债务不可持续。

二是“双赤字”国家。一些贸易依存度较高的出口导向型国家,外贸减少、出口下滑所造成的经济增速减缓,将导致这些国家财政和外汇储备“双赤字”的风险加大,印度、印尼、越南、巴西、南非等都面临这种困境。

三是资源型出口国家。美联储退出QE后,美元进入周期性上升通道,带来大宗商品价格下跌,将冲击国际原材料的价格,如南非、巴西和印尼等资源生产国的经济增长将面临一次大调整。经常项目顺差减少,甚至出现逆差后,不得不靠资本项目净流入维持资金周转,这将进一步加重偿债压力,导致经济脆弱性大大增加。

比较糟糕的情况是,如果以上几类

国家汇率大幅贬值、资本外流,很可能需要抛售美元储备资产来稳定本币,但这种方式并不足取;美国宽松货币周期结束、新兴经济体增长放缓及其投资回报率降低等因素都可能使资本长期净流入的局面发生重大改变,并对新兴经济体货币产生较大贬值压力,新兴国家央行采取干预本币贬值的政策操作空间越来越小。一旦新兴经济体大规模抛售美元储备,可能很快耗尽各国外汇储备,进而加剧资本外流。

美联储退出QE对中国经济产生一定影响

2013年中国经济进入了一个转型的阶段,经济增长的速度在下台阶,工业需求低迷造成很多行业产能过剩,原有的投资拉动的经济增长方式难以以为继,人民币升值造成出口的压力越来越大,房地产市场价格依旧高悬。中国经济在转型过程中依然面临巨大的挑战。在中国经济面临转型的过程中,美联储退出QE,会在流动性、货币政策等多方面对中国经济产生短期和长期影响。

首先,资本外流可能导致国内“资金池”流动性趋紧。鉴于美元在决定全球流动性方面的核心作用,一旦掌握全球货币“总阀门”的美联储开始逐渐减少每月的证券购买计划后,全球的货币基数将由滞止转为下降,这是导致国际资本回流的重要推动力,势必导致中国“资金池”水位下降。数据显示,短期资本流入中国的热情下降。在岸与离岸人民币价格差的变化,反映了海外市场对人民币资产需求的变化,也引导着短期资本流动的方向。从2012年10月至2013年4月,人民币市场离岸价格持续高于在岸价格,表明海外市场对人民币需求旺盛,

资本快速流入中国。

其次,人民币贬值预期强化将加大偿付性负债风险。尽管中国持有大量外汇储备,经常项目顺差局面短期内不会改变,但这并不意味着可以避免人民币贬值预期。在次贷危机和欧债危机的高峰时期,海外市场就一度出现过人民币贬值预期。未来如果再度出现资本大规模逃离新兴市场现象,不能排除海外市场再度出现人民币贬值预期。如果人民币单边贬值预期持续时间较长,国内企业会增加外币资产和人民币负债,还可能引发国内家庭部门用美元存款替代人民币存款。这会带来一系列连锁反应,国内货币市场的流动性供应、资产价格以及对中国经济的信心都会面临冲击。

再者,部分原材料部门和其它进口替代部门压力加大。美联储逐渐退出量化宽松政策对大宗商品价格会带来下调压力,国内相关大宗商品企业的利润和生产会受到影响。根据国际货币基金组织的统计,从2013年2月份到5月份,全球大宗商品价格已经下降6.2%,其中非燃料商品下降4.9%,燃料商品下降6.8%,石油价格更是下降7.9%。此外,进口价格下降,也会在一定程度上加剧国内进口替代部门在国内市场的竞争压力。

因此,应对美国量化宽松退出,中国必须做好短期和长期的准备,从汇率政策、货币政策以及资本管制等方面加大缓冲,加快中国经济结构调整步伐,增强应对美联储退出QE的政策空间。

(作者系国家信息中心预测部世界经济研究室副主任)

焦点评论

政府医疗投入八成为党政干部服务



公共医疗财政投,资源分配藏鸿沟。人民群众得小惠,党政干部享大头。社会公益是软肋,官员特权成魔咒。主仆关系莫颠倒,厉行医改解民忧。

赵天奇/图
孙勇/诗

《证券法》修改应提上议事日程

郑敏

“8·16”事件在一定程度上凸显了证券法律制度落后于现实,证券法律规范过于简单、粗疏的法制现状。

反思“8·16”事件,除了光大证券严重影响市场的行为本身之外,监管方的监管不足和监管缺位的疑问暴露出证券市场监管法制缺陷问题。主要表现在:

1.《证券法》赋予了证券交易所决定技术性停牌或临时停市的权力,但是《证券法》却没有详细规定引发技术性停牌或临时停市的“突发性事件”或“维护证券交易的正常秩序”的内涵与边界。而证券交易所的《交易规则》也未对此加以明晰。

2.2006年制定的《交易规则》规定,“巨额申报,且申报价格明显偏离申报时的证券市场成交价格”是异常交易,但并未规定针对不同(尤其是权重)证券品种的多个(含同时或连续)“巨额申报,且申报价格明显偏离申报时的证券市场成交价格”是可能发生严重市场风险,并促使交易所决定技术性停牌或临时停市的“异常交易”。这反映出证券交易所并未将程序化交易、指数化投资等产生的多只股票同时或连续异常交易行为纳入市场重大风险管理体系,严重滞后于市场发展现状。

3.即使《交易规则》有明确规定,在证券交易所认为有“其他异常情况”的条

件下,交易所可以决定技术性停牌或临时停市,然而从“8·16”事件的经过来看,证券交易所并未将光大证券的这种未纳入法律规范约束的新行为、新情况界定为“其他异常情况”,与事实上形成的严重市场风险和明显投资者损害不匹配,导致社会存在监管不足和监管缺位的明显指責。法律制度对于证券交易所、中国证监会等部门评估市场风险的标准、启动市场风险防控的条件和程序、处置市场风险的行为和措施等缺乏规定。

市场一度推测,如果交易所采取技术性停牌或临时停市,是否能够有效降低异常事件发生后的持续交易对投资者形成的损害。而《中国证监会关于光大证券自营交易异常情况的通报》在认为“8·16”事件是我国资本市场建立以来的一起极端个别事件的同时,也明确提出:“证券监管部门和证券期货交易所要进一步加强和改进一线监管,完善监管制度和规则,确保市场安全有效规范运行,切实维护市场公开、公平、公正,维护投资者合法权益。”

证券市场的发展与证券法制建设息息相关。可以预期,随着《证券法》的修改提上议事日程,证券法律框架乃至金融法律框架的持续、及时完善、更新,成为未来金融风险管理的的重要手段。

(作者系四川省社会科学院法学所副所长、中国证券法学研究会副秘书长)

浅议跨区域并购中的文化融合

汤琦

随着经济发展,企业成长壮大,跨地区跨省份甚至跨国度经营,已经成为企业生产经营中需要经常面对的一个现实课题。跨区域并购、异地经营,企业不可避免地要面对原企业及当地文化习俗的冲击,而对原企业员工的不同文化理念和价值取向的影响。如何融合这些不同文化,建立新的企业文化,提高企业核心竞争力,实现综合效益最大化,成为跨区域并购的一个重要课题。笔者结合多年的探索和实践,对跨区域并购企业文化融合进行粗浅的探讨。

首先,提高对企业文化融合的认知,掌握企业整合的主动权在并购过程中显得尤为重要。众所周知,企业文化是一个群体长期形成的行为规范与共同价值。在一个群体中,行为规范是人们共同且能持续长久的一套行为方式,团体成员会奖励遵循既有专业方式的新人,并抵制不合规的异

类。谈到异类,要对其下一个定义。实施异地并购的企业,从一定程度上讲就是目标公司的异类;同样,目标公司相对于并购方的管理团队,也成为融合之前的异类。而我们的目标就是把互为异类的既有地域文化差异又有着各自文化特点的双方,融合为一个整体,成为一个具有相同行为规范和共同价值的全新团队。这种文化的融合,是经济整合共同发展的前提。实施并购之初,并购企业就应该强化对企业文化融合的认知,掌握企业整合的主动权。

其次,深入了解分析,把握文化差异和职工思想变化脉搏,多举措推进文化融合是并购一方亟需解决的关键问题。跨区域并购实施后,新的管理团队一旦到位,就应该从各方面、多渠道深入了解当地、目标公司及职工的各方面情况,了解思想动向,尽量多地挖掘和发现原企业工作中适应当地工作的好的经验和做法,并进一

步完善,接续和发扬下去。为了让职工真正从实际中体会了解并购企业的文化理念,增进相互融合,尽早度过磨合期,新的管理团队可采取现场办公、现场解决工作疑难问题、完善职工工作、生活环境和条件等做法,用充分的尊重与关怀可以迅速拉近新老公司干部员工的距离,温暖职工的心,使并购企业文化理念慢慢生根发芽。

其三,确立并购企业文化的主导地位,通过吸引与融合,建立新的企业管理文化体系显得至关重要。文化的融合绝不是强加和捆绑,更不是对另一方文化的否定,而是一个吸引与融合的过程,绝不是简单的拼凑,而是充分融合取得“1+1>2”的效果。目标企业作为一个存续的经营主体,其管理方式、企业文化必有其可取之处,因此在积极推行并购企业文化的同时,应广泛吸纳原企业先进的经验和做法,建立全新的企业文化体系。而新的企业文化一旦建立,应该按照“外化于形、内化于心、固化于

制、实化于行”坚决贯彻执行,充分发挥企业文化引领作用。比如,按照统一的视觉识别系统要求,在所属企业的主要建筑物、会议室,以及职工餐厅、俱乐部等地方悬挂统一的企业标识、企业旗帜;将统一规格,统一印制的企业文化宣传牌统一悬挂在所属企业的办公区、生产区、生活区。通过这些形式,形成了强烈的视觉冲击和形象植入效果,使公司文化建设变无形为有形,并逐步被广大员工接纳遵循。

另外,笔者认为,企业文化的融合,离不开与大的社会环境的融合。跨区域并购企业应利用各种渠道,与当地政府工作人员交流沟通,多向当地政府领导汇报生产经营的相关状况,积极参加各类会议,大力宣传并购企业的文化与成就,争取当地政府的理解和支持,尽最大努力与当地政府建立和谐关系。

(作者单位:山东黄金矿业股份有限公司)

QE退出还需正视全球金融市场风险

王勇

8月23日至25日召开的全球央行杰克逊霍尔年会,尽管美联储主席伯南克意外缺席,但美联储退出债券购买的计划依然受到热议。国际货币基金组织(IMF)表示,眼下退出的时机尚未成熟。笔者认为,包括美联储在内的全球央行持续宽松货币政策最终将要退出,但是,还需正视它会给全球金融市场带来的风险。

QE退出时机仍存在很大分歧

尽管市场对美联储退出量化宽松(QE)预期增强,但在美国国内,对美联储退出QE的时间及其规模的争论已经达到白热化地步。

首先是斯坦福大学经济学教授哈尔8月23日在美国杰克逊霍尔全球央行年会开幕词中指出,美国经济当前面临的最大风险因素,就是美联储在不恰当的时机过早地开始收紧政策措施。其次是上周末圣路易斯联储主席布拉德再度重申,美联储决策者无需在9月开会时急于削减QE规模。他表示,当前形势下没有必要匆忙行事。而与之相对,此前同为鸽派阵营的亚特兰大联储主席洛克哈特对缩减QE开放立场,他表示若现在在至下个月的数据显示经济增长“可以持续”且未表现出经济将偏离轨道,则其将支持美联储在9月缩减资产购买规模。粗略统计,从8月份美联储众多官员言论来看,支持美联储9月开始缩减量化宽松规模的官员已占相当比例。而相比前两种观点,美国西北大学教授Arvind Krishnamurthy的观点就要客观公正得多。他的论文《非规范货币政策》尝试回答一个问题,即怎么最好地管理退出,特别是什么证券将要被购买,什么证券不应该被购买。最终,Arvind罗列了其支持的美联储QE“最优”退出顺序:一是停止购买美国国债;二是出售美国国债投资组合;三是出售较旧的MBS证券;四是停止新的MBS证券购买。

就新兴市场经济体而言,与其被动受美联储的政策牵制,不如主动出击,尽早改变这种窘况。毫无疑问,自由经济及对美的依赖,令新兴经济体实现了史无前例的繁荣,但独立、各国完整的工业体系也受到严重侵蚀,固化在国际分工“微笑曲线”的低端,致使结构调整与产业升级缓慢,地区发展失衡加速,两极分化加剧,有些国家甚至还面临陷入“中等收入陷阱”的风险。

因此,新的形势下,新兴市场经济体摆脱对美的经济依赖就越发显得重要。这里最具有战略性的举措就是尽快扭转近期印度、巴西等金砖国家的经济走势恶化的局面。更重要的战略举措是,要加快人民币国际化进程,让中国的人民币提早加入特别提款权(SDR)。上周在新兴市场股市和汇市大幅走弱的情况下,人民币汇率却仍然相对平稳,充分说明国际经济环境复杂多变的形势下国际资本对中国前景还是比较看好,自然也就维持人民币坚挺。

美国智库彼得森国际经济研究所在日前的一份报告中指出,人民币在东亚作为主要参考货币的影响度已经超过美元。那么,下一步,中国还应稳步推出利率和汇率市场化改革措施,提出人民币资本项目可兑换的操作方案,进一步扩大跨境贸易人民币结算规模,增加人民币境外直接投融资以及人民币境外交易等,通过这些路径进一步加快人民币国际化进程,尽快提升人民币的国际地位,以此形成和增强国际货币间的竞争格局,从而逐步摆脱美元的约束并最终摆脱对美联储包括QE在内的所有政策的依赖。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授)

联系我们

本版文章如无特别说明,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;发电子邮箱至ppl18@126.com。