该从定量宽松走向定向宽松了

陈东海

由于2009年3月中旬以来美联储实施了数次购买美国国债和美国的抵押贷款支持证券,“量化宽松”一词已为人们熟知。但“量化宽松”并不是伯南克的发明,早在上个世纪60~70年代,美国为了平缓国债收益率曲线和对付衰退与逆差,进行过购买长期国债而抛售短期国库券的操作,这是量化宽松政策的雏形和鼻祖。而用这种方法向金融系统注水以解救经济的始作俑者是日本,2000年以后,日本开始了被其称为是“定量宽松”的货币政策。“定量宽松”和“量化宽松”其实是从不同角度说同一件事,前者重点指通过使用数量手段来提供无限制的流动性并且压低市场的真实利率,后者更多的是强调每次释出货币量的法定规模。

从日本和美国的经验看,宽松货币政策有正面作用,但不可夸大。两次定量宽松客观上阻止了金融系统崩溃的风险,但是负面作用也不容小觑。首当其冲的就是,导致了全球泡沫的再次泛滥,全球主要股指两年左右就翻了一番,同时大宗商品价格暴涨,一些极度宽松的新兴经济体通货膨胀恶化。此外,除新兴经济体房价暴涨,多数发达经济体近两年来涨幅也较大。

但是,定量宽松政策还有两个极其重大的恶果没有引起充分的重视。第一是固化和强化了引起全球危机的经济发展模式,客观上阻碍了全球的经济转型。第二是泛滥的流动性和极其低廉的利率,造成资源大量浪费,市场的优胜劣汰机制不能有效发生作用,“创造性破坏”不能发生,从而创新停滞。金融危机快5年过去了,全球经济依然前景不明,就是全球各大经济体大搞定量宽松竞赛的必然的负作用。

一方面是资产泡沫泛滥或通胀严重,另一方面全球经济增长乏力,实际上全球经济出现了“二元”现象,它使全球的货币政策陷入两难困境。前者要求尽快撤除宽松货币政策,而后者又导致对宽松货币政策的依赖性,如果撤出,经济可能再次陷入衰退。

这种两难的局面,主要是因为定量宽松缺乏定向性,因为资金往往聚集于“二元经济”的过热领域,而另一部分领域则由于经济转型迟缓而过冷。所以,如果各大经济体还不能全面或者大部分撤出宽松货币政策,那么,则应当抑制投入那些过热经济领域的资金,而将资金投入到过冷的领域。也就是说,从“定量宽松”走向“定向宽松”。

在这个转变方面,新西兰央行走在了最前面,美国可能也要紧随了。新西兰联储曾在8月20日发布措施,要求该国银行业者从10月1日开始限制对低存款家庭的抵押贷款,以帮助冷却房地产价格上行压力,并帮助缓解上调官方现金利率(加息)的压力。新西兰联储主席惠勒9月12日表示,当房市进入更好的平衡状态时,将取消新西兰银行业低存款的家庭贷款(LVR贷款)限制。美联储将于9月18日结束9月份的议息会议,预期有可能会部分撤出宽松货币政策,当然也可能是在10月或12月的会议上才决定撤出。目前美联储每月购买400亿美元的抵押贷款支持债券,还购买450亿美元的长期国债。美联储如果退出,也不会是全部退出,而是选择性的退出。那么,为了抑制房屋市场的过热,首先可能考虑的是削减抵押贷款支持债券,而保留购买长期国债,以避免经济遽然下滑。这就是从“定量宽松”走向“定向宽松”。

除了美国以外,加拿大、新西兰、英国等都存在房屋市场过热而经济复苏不稳定的问题。因此也有必要实行类似的“定向宽松”的政策,抑制资金蜂拥进入过热的房地产市场,而引导资金进入过冷的其他实业领域。如果这个问题解决得好,定量宽松的负作用或许能够逐渐清除,经济转型之路也能重新开启。

当然,“定向宽松”的难度要比“定量宽松”大得多,因为这涉及区分不同的经济冷热部门,并让资金和政策向该鼓励的产业部门流入,而发达经济体央行如美联储,很难有充分的手段达到这个目的。但是,既然方向正确,如何说服社会和国会同意这么做,如何在不同的领域之间走钢丝,那就看美联储和各国央行的操作艺术了。(作者单位:东航国际金融公司)

改学位房为学区房 消除教育房产捆绑弊端

王飞宇

学海无涯,何以作舟?答:学位房。

一套好的房产,当然不能只看它的外观和户型,小区环境、物业质量、交通便利程度等等,这些软件设施同样重要。然而,一个朋友最近一次换房置业,却着实让小伙伴们都惊呆了。朋友原有万科第五园的四居室大户一套,金牌物业、豪宅定位、奢华装修,入住不足5年,被他坚决卖掉,然后举家“迁徙”到已20年历史有余的莲花三村,因为后者拥有品牌教育——莲花小学的学位。

类似的教育置业正在各大城市上演。一套房子,无论楼龄多长,小区多闭塞,管理多糟糕,只要它拥有优质的教育学位,就能卖出豪宅级的价格。

商品房产权绑定学位,令人不可承受之重,它助推了房产泡沫,复杂了行政管理,不利于教育资源的自由分配,总体来说弊大于利。中国人买套房子,并不只是为了居住或投资。房子可以落户,于是涉及医疗,涉及生育,不同的房产就等于不同质量的生活。现在,我们又在房子上链接教育,等于把业主的下一代也链接在房产上,一套房子就定下孩子未来十年的求学前程。如此这般,难怪房价居高不下。

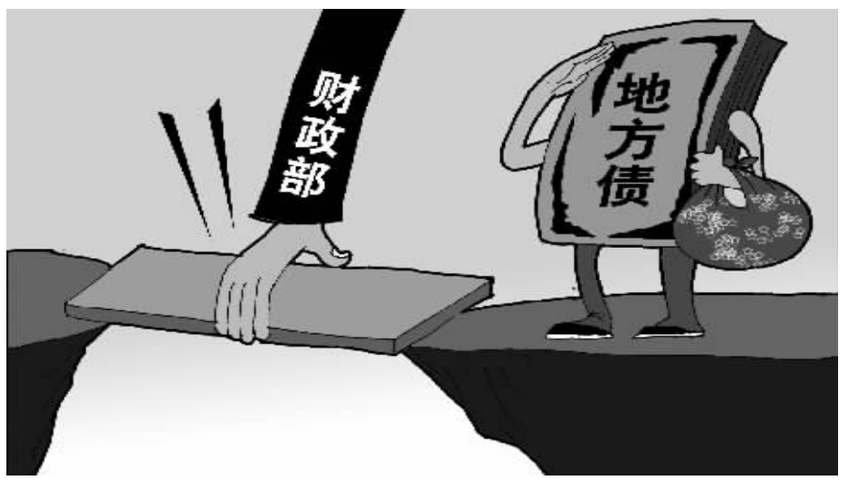
管理学位房也给本已繁复的行政工作带来更多麻烦。优质的学位毕竟有限,僧多粥少,只有零星楼盘才能获得如此资源。于是,同一片区谁能有学位资格,就成了行政管理上的一道难题。完全的人为决定,手续不透明不公开,就容易滋生腐败。本就要拿五证开发的地产项目,如今又加入学位审批,更是让事情复杂化,增加了行政成本。学位房并非一劳永逸,每年片区学位都会做出些许调整,这时又要权衡多方利益。而对于好容易完成学位置业的业主,就学时也需要多部门开出各种学位资格证明。一个学位,导致政府、地产商、业主奔走忙碌,社会资源消耗之大让人慨叹。

大城市的教育资源稀缺在短期内是不可改变的现实,用居住区域约束求学自由,本就是无奈之举。然而,当学位资格挂在房产上像商品一样出卖时,好学校也自然被富人和特权阶级占有,加剧了本已严重的贫富差距。学位房的出现,无疑破坏了原有的公立义务教育一视同仁的原则。好学校对应着高价学位房,背后对应的是富有居民,好的愈来愈好,相对平庸的学校更加无人问津。长此下去,城市地区的教育格局也变得更加失衡。

在优质教育资源有限的情况下,用居住地域来限定学校选择,现阶段来说合情合理。但是,将上学资格与房产产权完全绑定则弊大于利。较之学位房,学区房的政策则更为合理。学区、学位,一字之差,意义则迥然不同。拥有学区房,只能在规定的片区上学,但并不一定能在辖区内最好的学校就读。就学资格无关产权,这就让学区房相对没有投机价值和教育特权。总之,学位房的本质是教育房产化,弊大于利,需要改革。

焦点评论

财政部酝酿放行地方债



地方发债将放行,叫好之余也担心。
融资模式要改善,政府家底先摸清。
平台贷款藏风险,信用评级戒人情。
财政体制再改革,发展添置新引擎。

ICLONG/漫画
孙勇/诗

“负风险溢价”与人才浪费

黄小鹏

众所周知,风险是资产价格的最重要决定因素。风险越高的资产,投资者索要的风险溢价越高。这一原理也完全适用于劳动力市场,同样技能要求和劳动强度的两份工作,要让求职者接受收入不稳定的那份,必须支付较高的回报。同样,在打一份工和进行创业之间选择,如果没有更高的收入预期,很少人愿意弃前者而取后者,这是因为大多数人是厌恶风险的,除非风险溢价足够高,情况才可能改变。因此,企业家精神是稀缺资源。

这是风险定价原理能发挥作用的情形,如果风险定价原理不能发挥作用,社会资源配置就会产生严重的扭曲。中国公共部门人力价格因为违背了风险定价原理而造成的不良后果,是近年来社会热议的话题,甚至引起了诺贝尔奖得主埃德蒙·菲尔普斯的关注。最近,他在谈到中国的创新和人才问题时,直言大量年轻人挤着想去做公务员是一种严重的浪费。

由于公共部门的使命是提供公共服务,为了提供服务,它需要人力配备,并为这些人力支付工资福利。公共服务涉及两个问题,一是如何保证公共服务的数量是最优的,正好是纳税人所需要的,二是如何使公共服务的成本(主要指公职人员人力价格)符合市场原则。如果这两个问题处理不当,则整个社会的经济运行效率和社会福利都会受到巨大的影响。在民主体制下,公共服务的数量由纳税人投票决定,因而可以确保不出现供给不足或供给过剩问题。但在公务员工资定价上,政府是唯一雇主,无法通过市场竞争的方式确定,但这并不是说定价过程不必遵守市场原则,如果违背风险定价的市场原则,会引起全社会资源配置的混乱。

假设一个人面临两个工作机会,一份是私人部门,一份来自公共部门,技能要求相同,区别在于加入私人部门必须接受市场的波动,就业稳定性和收入稳定性相对较低,加入公共部门则可以安稳地做到退休,不用担心任何经济波动风险。显然,要达到帕累托最优,根据风险溢价原理公共部门应该支付低一些的工资。但现实情况却与之相反,职业风险较小的公共部门岗位工资(包含各种隐性收入和福利的广义工资)反而比私人部门高,风险溢价原理不但未被遵守,反而出现了“负风险溢价”。

“负风险溢价”对资源配置的扭曲是十分明显的:其一,私人部门就业没有得到风险补偿,导致有效的、高质量的人才供给不足,而公共部门吸引了过多资源。在供求力量失衡之下,公共部门只有不断提高劳动技能的准入标准,通过设置远远超过实际工作需要的门槛进行筛选,市场才能出清。有些博士生为了进入政府部门,宁愿从事最基础的接待工作,纳税人为此支付了不应有的成本,而这些人才自身也不能发挥最大作用;其二,在公共服务规模由政府自己确定,而不是由纳税人决定的情况下,公共服务常常是过度供给的,公共部门规模庞大,结构上叠床架屋,不仅浪费了纳税人大量钱财,而且干扰市场机制的发挥。在上述两点中,如果说第一点是纳税人支付了过高的服务单价,那么第二点则意味着纳税人支付了过高的服务总价。此外,“负风险溢价”造成的扭曲还向全社会扩散,还导致全社会创新精神严重衰退。

当然,有人认为不应该在公务员工资确定中贯彻风险定价的原则,理由是:一、公共部门收入相对较高是古今中外的普遍现象;二、如果公务员工资偏低,不利于吸取人才,不利于提供高质量的公共服务。

对这些理由,确实有细细辩驳的必要。首先,古代“公务员”工资较高一个主要原因是教育不普及。那时一般的公共服务技能属于精英教育的范围,而今天教育普及化,能胜任公共服务的人才可以大批量生产。加上在前现代社会,公务员基本上产生于特权阶层,当代民主社会不应该再有这种特权思想的残余。其次,人才是一个相对性的概念。现代各国的公共服务部门,从人事上看是由两类人组成的,一类是数量极少的问责官员,他们由选举或上级官员任命,这类人担负着决策的重任,也承担着巨大的政治责任,实行任期制,工资很高或较高,另一类是公务员,是按部就班执行政策的人(在中国两类人才统称为公务员)。这两种岗位对人才的要求并不相同,前者对创造性和政治能力要求较高,后者更强调纪律性和执行力,在普及教育的年代,后一类岗位普通型人才就能够胜任,因此,笼统地说人才必须高薪是不负责任的,更不能因此否定在人力定价中贯彻风险溢价原理。第三,国外公务员收入也相对较高,公务员职业在很多地方也具有吸引力,但是公务员收入持续普遍高于同技能同劳动强度私人部门岗位的情况仍然少见,如果某国出现这种情况,该国创新能力一定会衰退。此外,因为公共服务数量由纳税人决定,它们即使出现价格错配,也没有数量价格双重错配问题这么严重。

改革目前已成万众所盼,通过市场机制的发挥、通过创新能力提升来增强经济增长潜能,已成全社会共识。在这一过程中,政府公共部门能否做到规模最优,服务成本最小,是决定市场机制能否健全发挥的关键一环。目前公共部门和私人部门之间劳动力定价中存在的“负风险溢价”不仅造成严重的人才浪费,还导致创新精神萎靡和政府职能错位等一系列的连锁效应,严重抑制了中国经济活力的发挥。让风险溢价原则在劳动力市场上发挥作用,其重要性怎么强调也不为过。

算法经济 Li Bin's Column

对外投资绝不能冒进

李斌

“鼓励对外投资”作为一项官方的政策,已经执行了若干年了。在外汇充裕的背景下,这成了一种新的时髦。曾经声誉卓著、只被国人顶礼膜拜的那些外国公司,正在被国际投资银行一个个地筛选,然后再被推荐给财大气粗的中国企业作为并购的候选目标。对外并购金额正在迅速地增长,一些令人吃惊的交易已经发生。这可真是一件叫国人“扬眉吐气”的事情。正如有些人所感叹的:多少年前,这种事连想都不敢想啊!

然而,业已发生的交易尚不很多,而失败的案例却已经不少。在各大企业竞相“走出去”的时候,战败回国的队伍却没有引起足够的注意。笔者以为,其中的问题首先在于,“鼓励对外投资”这个政策是需要质疑的。正如一些有识之士已经认识到的,为了平衡国际收支,应当进一步加大进口的力度。应当考虑多多撤除进口壁垒,加大进口国外的初级产品(例如粮食、油气和矿产品)。在我国企业普遍缺乏国际商务经验的背景下,对外投资应当先以财务型、债权型、策略型、小规模和学习型的投资形式为主。直接并购外国大型公司的做法过于激进了,其中充斥着巨大的风险。尤其是那些人员、技术、知识和经验密集的工业类与服务类企业,在现阶段应当尽量回避。考虑到语言、习惯、心理和文化上的重大差异,笔者更进一步认为,中国企业应当把重点放在对外采购生产要素(包括雇佣外国专家)而不是对企业的整体并购上。无论在国内或国外开办企业,中国公司都应立足于自主管理,按照自己熟悉的方式来组织生产要素,而不应简单地仰赖外国人现成的管理体系。如果乐观地以为这些非经济的因素可以轻易突破,中国的政府和企业必将犯下严重的错误,最终将会招致巨大的损失。

在一般情况下,对外并购项目的可行性大都不能成立。那种企图在获得控制权后把工厂搬迁至中国或者利用被收购企业现有的营销网络推销中国产品的设想都是天真幼稚的。西方国家的法律严谨而又复杂,远非一般中国企业家可以想象。这方面的知识也绝非任何人短期内可以习得,更谈不上运用自如了。在中方企业缺乏必要的知识、经验和判断力的情况下,跨国交易也就变成了国际投资银行与律师事务所的盛宴。它们不仅赚着高昂的服务费,而且中方客户只能对它们言听计从。这可能就是中方企业在已经发生的若干交易中出价过高的原因之一。

外国企业控制权的转移大都附带着明确的或隐含的条件,其目的就是为了保障当地的就业,并防止新股东滥用其各种有形或无形的资产。因此,中方的新股东一旦上位,往往不仅难以把所收购的企业拿来为我所用,反而变成了“活雷锋”,要向被收购企业提供包括资金在内的各项支持。被收购企业变成了甩不掉的包袱,不仅不能用来配合中国国内的业务,反而迫使国内业务收缩,以便集中资金确保境外公司的生存。由于这个缘故,TCL集团与联想集团在过去几年中都经历了“惊鸿一刻”,差点儿全军覆没。无锡尚德的折戟沉沙则直接起因于与海外并购有关的错误操作。

另有一些国内企业则企图通过收购财务状况比较良好的外国公司(例如美国国际集团旗下的“国际金融租赁公司”,ILFC)来获得投资收益。可是,不可忽视的是,一旦中国企业成为控股股东,被收购的外国公司里的核心员工就开始另谋高就,客户也就开始流失。这种情况已经发生在联想集团收购IBM公司PC部门的过程中。这并不是一种歧视,也不表明中国企业不应该保持自信,原因是人们不大相信中国投资者会成长得如此迅速,以致眼下就可以在国际商务活动中扮演领导性的角色。如果外国人多持这种看法,那么中方收购者最终也就很难获益。

企业既是物质资产的组合体,也是人际关系、知识与思想的聚合体。从后一种意义上来看待企业,则我国企业的价值、水平和能力都还差得很远。因此,如果一定要搞一些跨国兼并,笔者的建议是,应当把注意力尽可能地集中在资源型的、或者其管理任务相对简单的标的企业身上,并且预期的投资利益要足够大。收益率达到正常投资标准是远远不够的,一定要有超高的预期收益,以便其中的一部分可以提取出来用于弥补各种额外的、难以预见的开支。当然,这样的机会必定是很少的,因此也就更不应该轻率地行动了。

按照这个标准来衡量,中信证券对里昂证券的收购非常值得怀疑。这笔交易不仅估价过高,而且战略利益不够明显。国内的券商长期处于法治不健全的环境中,连自由的股票发行都未曾经历过,又如何在国际金融市场上“纵横捭阖”呢?证券公司的管理是如此的复杂,中方股东如何对之进行有效的监督、约束和激励?又如何在不付出额外代价的情况下留任其核心员工?如何确保公司在持续运作的基础上再上一层楼?对于这些问题,笔者都看不出明显的答案。

国企的对外并购目前有“完成政治任务”的味道。千千万万企业辛苦挣来的外汇,就这样被慷慨地“归还”回去了。这是轻率的、考虑不周的政策所迫使的。这种政策是前几年泡沫经济高涨时我国政商两界信心爆棚的一种反应,其中包含着自高自大和急于求成的心理,还或多或少地包含着“要当外国人老板”的虚荣心。笔者认为,目前的势头是危险的,跨国并购正在成为低效投资与国有资产流失(甚至贪腐)的新渠道。国企的管理者们可以借此机会尽情地出国游玩,大笔地扩张开支,顺便也可以在洋人面前再挥洒一下“股东权力”。当然,国际商务经验的获得也是少不了的,不过,假如用这样的方式来锻炼队伍,代价也就太大了。

最后,我们还要评论一下吉利汽车对瑞典沃尔沃公司的收购。根据以上分析,这笔收购的必要性照样应予存疑。可是,它却一反常态地获得了资本市场的追捧,其奥妙何在呢?最近,笔者终于得到了答案:国家于上个月正式批复沃尔沃公司在国内开设由其全资附属的整车生产工厂。这意味着沃尔沃公司享受到了其他任何外国汽车公司所未曾享受过的特殊待遇。沃尔沃公司以其前沿的技术加上中国的成本,必将在国内市场上攻城拔寨,所向披靡。如果汽车产业政策继续维持现状,无论合资汽车公司还是国内汽车公司,将无人能与之竞争(至少在短期内)。我们不能怪罪李书福先生,我们还必须佩服他的智慧。他这种“钻政策空子”的方式再次凸显出了汽车产业管制政策的荒谬性。还是回到上期的话题:但愿以此为契机,撤除各种不合理的管制,使得国内外企业之间达成自由、平等、开放的竞争,则汽车产业幸甚,中国经济幸甚!