

全球主权信用风险警钟持续

张莱楠

近日,根据英国《金融时报》分析,在全球范围内,被三大信用评级机构皆授予“无风险”最高信用评级的政府债券规模在过去一年已缩小了6%,从2007年至今则已缩小60%,全球主权债务风险隐患依旧高企,并成为主导全球金融脆弱性的关键。

债务风险依旧困扰着发达经济体

2014年,全球主权信用风险将总体呈现稳中有升的发展趋势。根据国际货币基金组织(IMF)预测,2014年,发达经济体的总债务为50.95万亿美元,规模同比上升2.32万亿美元;发达经济体的负债率为108.32%,同比上升0.66个百分点,债务风险依旧困扰着发达经济体。

一是美国债务问题暂时得到缓解。美国财政部报告显示,美国2013财年财政赤字为6800亿美元,相比上一财年的1.09万亿美元削减了4100亿美元,这是美国政府5年以来首次将财政赤字降至1万亿美元以下,主要是由于美国自动减赤计划以及税率提高后财政收入升至纪录最高水平。2013财年美国财政状况明显改善。尽管赤字有所减少,但依然处于高位,财政赤字占国内生产总值(GDP)之比降至4.1%,低于2012财年的6.8%和2009年的峰值10.1%,而全

融危机前7年这一比重一直维持在1.2%至3.5%之间。但考虑到目前美国联邦政府债务已经超过17万亿,美国国债负担率高达105%,退出量化宽松(QE)政策、减持国债或抵押债券,将会导致全球金融市场流动性收缩。

二是欧债危机依旧潜藏风险隐患。欧元区内部进行的调整并没有从根本上消除债务危机的根源。从目前欧盟经济表现来看,成员国间的经济不平衡为后期财政联盟一体化等进程埋下隐患,欧债危机阴影依旧挥之不去。西班牙和意大利的公共债务规模过大,无法被欧元区援助机制全盘承接。西班牙已取得长足进展,但由于起点较低该国仍需付出更多努力;意大利在财政和外部失衡问题上的直接压力较小,但在提高生产率的结构改革方面进展不足仍是一个长期难题,因此,下一步的财政联盟和银行业联盟仍面临不小挑战。

三是日本债务融资压力上升。目前,日本政府的改革对于解决日本的结构失衡并未起到根本性作用。结构性失衡表现为一方面私人部门储蓄过剩,另一方面要以巨额的财政赤字来吸纳这些过剩的储蓄,这继而导致公共部门债务规模急剧扩大。日本政府已基本决定2014年度预算案总额将达95.88万亿日元,为历史最高水平,政府债务余额占GDP的比例高达247%。2014年日本政府债务还本付息占经常项目财政支出将近1/4,同时,随着美联储启动QE政策退

出引发全球长期债券收益率上升,以及日本增收消费税后的日本通胀率抬头,国债民间需求下降势必推升日本的债务负担,加大主权债务融资风险。

新兴经济体债务风险开始增加

新兴经济体债务风险也开始骤增。与发达国家不同的是,新兴经济体在金融危机之后有明显的“加杠杆”趋势。2008年以来,全球总需求水平不足明显降低对发展中国家的进口需求,导致以出口为导向的新兴经济体外部盈余大幅减少,意味着新兴市场经济体从外部获得的流动性出现紧缩。在这样的大背景下,新兴经济体要么吸收国外融资,要么通过内部融资弥补从外部获得流动性的不足,这导致了从国际收支或是国内各经济部门来看,新兴市场经济体的杠杆普遍上升。相对于发达国家来说,发展中国家自身存在的弱点导致其更容易积累风险,而且抵御外部环境变化的能力更弱,因此主权信用恶化的风险也更大。

当前,新兴经济体平均债务率接近40%。美联储收紧货币直接导致新兴经济体偿债成本上升,使债务不可持续。如果新兴经济体由于外部需求放缓、内生增长动力不足而继续依靠债务融资刺激经济,将带来较大风险。特别值得高度关注的是全球资本流向的变化将使一些发展中国家面临两难选择,即不提高利率将导致资产泡沫破灭,而提高利率则会打击其脆弱的实体经济。

根据彭博社公布的数据,继2013年发债总额由2012年的7.6万亿美元降至7.43万亿美元后,七国集团,再加上

巴西、俄罗斯、印度、中国这一大经济体2014年的发债规模将与2013年相差无几。计入利息之后,2014年十一国再融资的债务规模将增加约7120亿美元,增至8.1万亿美元。

美联储政策调整将抬高全球利率

最直接的影响将是美联储QE退出,甚至可能提前加息引发的全球金融冲击。美联储政策调整将逐步抬高全球利率水平并且改变其结构。由于美国国债市场是全球最大也是最活跃的债券市场,各类投资者,包括共同基金、银行、保险公司、养老基金、外国政府及个人投资者等都配置美国国债。而美国国债一向被视为全球无风险债券,其收益率为无风险利率,因此成为全球金融市场的资产价格风向标和定价基础。

当前,10年期美债收益率已经突破3%的水平。今年以来,随着全球债券利率的上升(美国10年期国债收益率将会带动发达国家以及新兴经济体债券利率上升),美国、英国、澳大利亚和新西兰10年期国债收益率均上涨了超过100个基点,德国涨幅为46个基点,新兴市场平均涨幅为120个基点。这意味着,全球债券收益率开始由纪录低位反弹,这势必会造成借贷成本上升以及债务危机的风险,未来几年全球主权债务风险依然是全球金融最脆弱的因素。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

三项刺激政策出台 保增长力度略嫌不足

王宇鹏

2014年2月份经济超预期下行,供需同降。从需求面来看,城镇固定资产投资累计同比增长17.9%,比去年全年下降1.7个百分点;社会消费品零售累计同比增长11.82%,比去年全年下降1.3个百分点;出口同比下降18.1%。从供给面来看,规模以上工业增加值累计同比增长8.6%,比去年全年下降1.1个百分点。

3月份延续经济运行下行趋势。从已经发布的制造业采购经理指数(PMI)来看,仅为50.3,未能延续往年的季节性反弹幅度,只比2月份增加0.1;汇丰PMI走出持续的下降趋势,比2月份下降0.5,是近18个月的最低点。从分项PMI数据来看,也没有亮点。3月份经济延续1-2月份下行趋势已成定局。预计一季度GDP将回落到7.1%,低于全年7.5%的增长目标。各机构纷纷调低全年经济预测,7.5%的增长目标似乎已然成为空中楼阁。

在经济下行的背景下,2014年4月2日,李克强总理主持召开国务院常务会议,“研究扩大小微企业所得税优惠政策实施范围,部署进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用,确定深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设的政策措施”。财政政策终“亮相”,小微企业税收优惠、棚户区改造、铁路建设成为三把“微刺激”利剑。

2014年4月3日,中国人民银行货币政策委员会2014年第一季度例会召开。但从会议结果来看,相比2013年,货币政策并没有实质改变,“继续实施稳健的货币政策,保持适度流动性,实现货币信贷及社会融资规模合理增长”。货币政策松动失望,财政政策成为唯一的救命稻草。财政政策的实施效果成为二至四季度经济能否企稳回升的关键。

财政政策的效果取决于财政政策的作用机制和影响周期。按照作用机制划分,财政政策可以有直接效应和间接效应,从直接效应来看,取决于刺激的力度和资金投放的节奏,刺激的力度越大,投放的节奏越快,越能起到立竿见影的作用,经济企稳回升的可能性也越大;从间接效应来看,取决于财政刺激产业对于国民经济的拉动力。一个产业对国民经济的拉动力主要取决于其产业关联程度,产业关联程度越高,对国民经济的拉动力越大,每个产业的投入产出结构不同,有着不同的产业关联程度。按照影响周期长短划分,可以分为短期作用和长期作用,如果一项财政政策既影响需求面又影响供给面,那么对于经济的刺激既有短期作用,也有长期作用;如果一项财政政策只影响需求面,不影响供给面,只会产生短期效果,唯有长期的经济刺激作用。此外,财政政策的刺激作用也影响到其执行效果,根据边际效用递减和资本边际效率递减规律,不论是刺激消费,还是刺激投资,如果边际效率下降,那么财政政策的整体效果也会下降。

那么中央出台的三项“微刺激”措施会力挽狂澜吗?先从铁路建设来看,2014年,国家铁路安排固定资产投资6300亿元,投产新线6600公里以上,虽

然投产新线有所增加,但是固定资产投资安排比2013年减少600亿,降幅达到8.7个百分点。这意味着铁路建设不会给予经济增长新的动力。

从棚户区改造来看,根据住建部消息,2014年全年计划改造470万户以上,比2013年新增166万户,预计完成投资将超过1万亿元。如果假设2014年和2013年棚户区改造成本相同,按照总投资额1万亿计算,那么2014年新增166万户棚户区改造带来的新增投资额将达到3532亿。

笔者采用投入产出技术分析铁路建设和棚户区改造对国民经济的拉动作用。根据《国民经济行业分类》国家标准(GB/T 4754-2011),铁路建设属于建筑业的子行业——铁路工程建筑;棚户区改造属于建筑业的子行业——房屋建筑业,建筑业的后项联系系数2.48,铁路建设投资额减少600亿,棚户区改造增加3532亿,可以带来建筑业新增投资2932亿,考虑到建筑业的产业关联效应,可以拉动总产出增长8760亿元。可以说,这两项微刺激措施可以对其他产业起到很大的拉动作用。这是本轮微刺激措施的亮点所在。

笔者也测算了这两项刺激措施对GDP的拉动作用,全年可拉动GDP增长0.3%-0.4%,如果投放及时,是有可能使经济重新回到7.5%左右的增长速度,实现经济增长目标有望。全年来讲,我们保持前低后高的增长趋势看法。

从小微企业税后优惠政策来看,国务院常务会议将提高小微企业减半征收企业所得税优惠政策实施范围的上限,由年应纳税所得额6万元进一步提高,并将政策截止期限延长至2016年底。这项措施可以有效降低小微企业的经营成本,增加利润,提高小微企业的活力,为2014年城镇新增就业1000万人以上奠定基础。但是从作用周期来看,减税对经济的刺激作用并不会立竿见影,而是有一定的滞后性,这项政策恐怕意不在增长,而在保就业。

此外,本轮刺激措施也存在一些不足。铁路建设作为一项基础设施建设,将有助于提高全要素生产率,会提高中国经济的供给能力,不仅能刺激短期经济增长,还会给长期经济增长带来动力;而棚户区改造投资仅仅是一项房屋投资,仅仅作用于经济的需求面,刺激周期短,不会形成对经济持续的刺激作用。而且,由于投资的边际效率递减规律作用,任何一项投资的长期增加边际效率都会递减,尤其对于基础建设来讲,因此,未来财政政策操作的难度将进一步增大。

如果要实现二季度经济起底回升,这三项“微刺激”措施还需要加快实施节奏,即调整铁路建设和棚户区改造投资全年的投放时间,适当加快审批速度,抓紧落实资金来源。但是,为了保证全年7.5%以上的增长目标,当前的刺激力度还略显不足,财政政策上还应出台一些新的微刺激措施,加大财政刺激力度。(作者系北京金融衍生品研究院宏观研究员)

香港延迟退休改革是一面镜子

毕舸

在内地就“延迟退休”讨论得沸沸扬扬的同时,香港特区也正在直面社会老龄化所带来的挑战,也就就公务员延迟退休提出改革方案。上周五,香港特区政府宣布,将就公务员延迟退休展开为期4个月的社会咨询。

随着中国社会整体老龄化趋势日益明显,“延迟退休”似乎已经成为绕不过去的坎儿,但延迟退休在内地所引发的争议之广泛,又恰恰在于其本身的诸多特殊性,比如行业收入和工作强度差异性较大,尤其是针对公务员延迟退休所引发的社会不公争议,更与香港存在显著不同。不过,香港延迟退休改革是一面镜子,从中能折射出内地延迟退休改革值得借鉴与思索的地方。

香港政府之所以提出公务员延迟退休提议,首先是有详尽数据作为佐证,统计显示,未来10年内,香港公务员的每年退休人数将从4100人增加到7000人,而每年新入职的公务员平均约有3000人。这意味着每年公务员流入流出差为4000人,10年后香港公务员的数量“赤字”将达到40000人之多。即使面临如此严重的公务员净流出趋势,香港政府在公务员延迟退休上依然设立了几道关卡,首先就是广泛征求意见,毕竟公务员延迟退休所带来的财政支出增加,来自于全体纳税人供给,因此要征得绝大多数纳税人同意,公务员

延迟退休才能获得制度合理性基础。这一原则同样适用于内地公务员及事业在编员工群体的延迟退休。其次是公务员延迟退休要经历严格的审核程序,续用已到退休年龄的员工按公开公正的原则审批,并交公务员事务局审核。而且社会各界就此进一步提出建议,比如香港公务员事务局前局长王永平所建议的,政府在延任现职公务员时须指引清晰,确保没有徇私,设立上诉机制,合约不应超过两年。如此一来,公开透明,多人监督,延迟退休期限设置上限,这些思路都可以为内地所借鉴。

而香港公务员“延迟退休”,还体现在设立了退休后的利益回避制度。香港现有条例规定公务员退休后,在法定期限内不得从事特定职业。这就确保了这些公务员延迟退休对社会的影响利大于弊,如此也能更好地说服社会各界接受公务员延迟退休。

从香港延迟退休改革可以看出,延迟退休牵一发而动全身,需要民主决策,当各个职能部门公务员岗位供需关系发生变化,需大于供时才能提请延迟退休,确保公务员延迟退休的民意听证程序,多听听民众的建设性意见;公务员延迟退休要尽可能层层把关,过程透明,才能避免公务员延迟退休可能存在的各种猫腻。而只有把攻坚难度最大的公务员延迟退休改革顺利推行下去,所积累的经验才可能运用到其他行业。

视窗XP停用冲击2亿用户



微软公告弃XP,忠实用户叹息。拓土称雄十三载,一朝退役留问题。信息安全谁来保卫?软件升级盼接力。继承之战已打响,国产软件谋崛起。

赵乃育/漫画 徐潇/诗

国内最大老鼠仓案不能轻判了事

李允峰

一周前一审宣判的国内最大“老鼠仓”马乐一案,并未随着判决尘埃落定。3月4日,公诉方深圳市检察院对外宣布,认为该判决量刑明显不当,并提出抗诉。

最大基金“老鼠仓”案,非法获利1883万的原博时基金经理马乐被一审判决判处有期徒刑3年,缓刑5年。买入“老鼠仓”股票76只、累计成交金额人民币10.5亿余元,这些惊人的数字都说明这是国内证券市场上一只疯狂的“老鼠”。法院经审理认为,马乐的行为已构成利用未公开信息交易罪。

根据《刑法修正案(七)》第180条之规定,利用未公开信息交易罪,处5年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得1倍以上5倍以下罚金;情节特别严重的,处5年以上10年以下有期徒刑,并处违法所得1倍以上5倍以下罚金。那

么,马乐的老鼠仓行为难道还不够情节特别严重吗?如果严重,应该判处“5年以上10年以下有期徒刑”,处罚金应该是“1倍以上5倍以下”,而实际法院的判罚是“处罚金人民币1884万元”,也就是说法院罚款金额的惩罚力度是最小的。最大的“老鼠仓”案,如果不是深圳检察院抗诉,那就真成了马乐偷着乐了。

根据马乐的案例来看,行为人判处3年有期徒刑,并缓刑5年,从某种意义上来看,该法定自由刑几乎没有什么太大意义,无法真正约束犯罪行为。建议针对证券市场中的犯罪行为,在司法适用中提高自由刑的刑期和罚金刑的额度,提高违法成本。在美国,实施老鼠仓行为可能会被处以最高达20年的刑罚,而我国对老鼠仓行为最多也只是10年的刑罚,相对来说还是过轻。比起设立老鼠仓牟取的暴利而言,对违法基金经

理量刑过轻,罚款金额过低,以致其违法成本太低,无法真正起到震慑作用。那么,国内证券市场针对“老鼠仓”等利用未公开信息交易牟利的刑罚应该从重,最高量刑不妨也提高到20年,增加罚款金额,并在惩罚情节严重和再犯的时候,应加大惩处力度,使违法成本提高,有震慑力才能达到遏制“老鼠仓”的目的。

为了提高对证券从业人员的预防犯罪震慑力,对于“老鼠仓”这种新型犯罪,有必要在当前背景下增设市场禁入这种新类型的资格刑。对于基金从业人员而言,尤其是基金经理,通过刑罚的方式剥夺其再次进入市场的机会,可增加犯罪成本,从源头上预防基金从业人员犯罪。

最大“老鼠仓”只判缓刑5年,何以安服民之心?首先是对犯罪的基金经理进行惩处,其次是证监会也应该对基金经理所属的基金管理公司进行严厉追

责。目前,国内法律中只规定了基金管理公司监管老鼠仓行为的职责,但对基金管理公司失职后的处罚没有明确规定,这也是一个明显的漏洞。对于这一缺陷,建议应尽快在法律中明确基金管理公司应承担监管失职责任以及失职后作何种处罚的规定,出台处罚基金管理公司的细则。虽然违法基金经理都已经受到相应的处罚,但因为基金老鼠仓行为利益受到损害的基金份额持有人却未能获得损害赔偿。

当然,为了保护基金份额持有人的利益,遏制基金经理违法行为,必须追究违法基金经理的侵权损害赔偿。如果基金管理公司存在监管失职,也要求基金管理公司承担一定的赔偿责任。在对投资者保护措施中,证监会应认识到基金份额持有人的维权对基金业长远发展的重要性,积极建立有效的基金份额持有人赔偿制度。

联系我们

本版文章如无特别申明,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pp118@126.com。