

退出QE渐近对全球产生新一轮冲击

罗宁

去年6月份美联储发出可能缩减乃至退出量化宽松(QE)的信号,在国际金融市场上掀起巨浪,直接引发去年下半年跨境资本大幅流出新兴市场。上周四,美联储公布的今年6月份的议息会议纪要表明,今年美联储货币政策的市场影响可能将更甚于去年。

美联储6月份会议重点在三个方面。一是对美国经济形势的判断。尽管今年第一季度美国经济意外大幅萎缩

引发市场对全年数据的担忧,但美联储仍然看好美国经济,仅略微下调上半年增长预期,维持下半年预期不变,并认为今后两年内失业率将持续下降,通胀问题亦无大忧。二是初步明确退出QE的时间。美联储指出,如果未来经济朝预期方向发展,将在今年10月份结束资产购买计划。三是对于首次加息的具体方式进行了深入讨论,但加息时点仍然扑朔迷离。

因为议息会议未对加息时点进行讨论,会议纪要公布当日美元指数下跌了0.23%收于80点之下,与6月份

议息会议前相比,降幅达0.8个百分点。值得注意的是,今年初以来美联储按照既定的节奏缩减购债规模,通过QE向市场注入的资金已从去年末的每月850亿美元降至350亿。从美联储会议纪要来看,如无意外今年10月将正式退出QE,支持美元流动性超宽松的货币政策将不复存在,美元收紧或将成为今后一段时期的大趋势。

美国货币政策未来可能出现的变化,对美国国内金融市场和其他经济体金融市场乃至全球经济都将产生重大影响。从美国国内看,首当其冲的是国债市场。虽然今年上半年受全球经济复苏形势仍不明朗、地缘政治风险频现等因素影响,美国国债收益率持续走低,但未来继续下行的动力或已耗尽,随着美联储结束购债,国债收益率上涨将是大概率。美联储货币政策变化还可能结束股市近段时间持续的低位波动态势,投资者扩大杠杆追逐高风险产品的行为可能也将逐步收敛。7月10日,美国三大股指跌幅均超过1%,美联储收紧货币政策预期的负面影响已经开始显现。

全球股市也出现一波明显下跌,7月10日全球股市总市值蒸发了近3490亿美元。

展望未来,美国货币政策变化对全球经济的冲击和影响可能更为深远。我国国家领导人曾在多个场合强调,当前美国货币政策调整可能是世界经济的最大变数。历史经验表明,在世界经济复苏基础较弱的情况下,大国货币政策调整和转向很可能导致全球资金流向发生急剧变化,引起一些国家经济金融风险甚至社会政治动荡。2013年,美联储关于缩减乃至退出QE的政策声明就直接导致跨境资本大幅流出新兴市场,引发多

数新兴市场货币急剧贬值,个别新兴经济体甚至出现了新一轮危机的迹象。

今年上半年,其他发达经济体货币政策整体宽松,欧洲央行甚至在既有基础上再度放宽货币政策,暂时缓解了新兴市场资金外流的压力,近几个月股市和债市资金出现回流迹象,但外商直接投资(FDI)及其他项资金流入继续缩水。随着未来美联储正式结束QE甚至进一步加息,美国国债收益率上行,市场融资成本将持续走高,新兴市场可能将再次面临资金快速撤离的风险。在经济结构调整未能取得实效的情况下,又缺乏廉价美元以支持增长,新兴市场经济增速下滑的势头可能将进一步加剧。

值得注意的是,美国货币政策的“回波”效应也不容忽视。国际货币基金组织(IMF)在今年春季年会上指出,美国过快调整货币政策对新兴市场经济产生的冲击,最终可能反过来影响美国经济本身。一季度美国经济大幅下滑,虽然极端恶劣天气的负面影响是一项重要原因,但新兴市场经济增速下滑、需求减少引致美国出口贸易大幅下降也是不可忽视的因素。事实上,仅从统计数据来看,与消费、投资比较,无论是以绝对拖累率还是相对降幅为评价指标,出口下降才是美国一季度经济走弱的最主要原因。因此,倘若美国货币政策未来出现过快的变化,不仅是新兴市场可能遭遇冲击,美国经济自身乃至全球经济亦将面临较大的风险。

(作者单位:中国工商银行城市金融研究所)

■ 鹏眼 | Huang Xiaopeng's Column

土地流转的两条底线和一个核心

——土地与市场经济的思考(二)



黄小鹏

关于农村土地改革,十八届三中全会分三种不同类别土地进行表述,分别是:集体经营性建设用地、宅基地、耕地。集体建设用地转国有用地,这方面已经有试点,涉及的问题比较简单,主要是补地价;宅基地问题看上去简单,但事实并不简单,需要专门探讨;这里主要分析耕地的流转问题。

前段时间,全国上下对农村土地改革充满期待和躁动,主要的兴奋点就是耕地。正是作为农业用途与作为非农用途之间巨大的价值差,赋予了土地丰富的想象空间,刺激着资本的欲望。在社会亢奋情绪之下媒体没有及时引导公众进行理性、建设性的思考,一部分人的亢奋迅速引发了另一部分人的恐惧。

耕地流转又被称为二次土改。随着工业化和城市化的推进,“分田到户”的弊端日益显现,过于小块化的土地在生产上缺乏规模效应,劳动生产率得不到提升,同时,大量农民不再务农后抛荒地日益增多,

二次土改问题由此产生。土地流转如何搞?笔者觉得台湾经验有重大的启示意义。1950年代台湾推行第一次土改,实现了“耕者有其田”的目标,但随着工商业的发展,小土地所有制和农民兼业(部分耕种部分务工)导致生产率低下问题明显,因此,1970年代台湾开始推动第二次土改,其目的有三:一是通过农地重划,鼓励适当兼并,以扩大单户耕地面积;二是降低农业从业人数,把农户数从90万农户降到30万,安排60万农户(约370万农民)脱离农业;三是制订农业机械化计划。这轮土改之后,台湾农业劳动生产率大幅提升,农业产出和农民收入也相应大幅度的提高。

不难发现,当时台湾推动土改的背景与今天的大陆是极为相似的,唯一的区别是台湾实行土地私有制而大陆实行集体所有制。因此,暂不考虑所有制问题,台湾二次土改经验有特别值得参考之处。笔者从中得到启示,认为眼下大陆进行的土改要坚持的“两条底线”和“一个核心”。

两条底线:一是土地用途管制不能放弃,二是集中度限制。

所谓土地用途管制不能放弃,就是农业用地流转后仍然严格限制为农业用地,转变为非农业用地仍然按现有办法执行,标准不放松。土地之所以令人疯狂,根本问题就在于土地“农转非”中间的暴利,暴利引起资本的兴趣,很可能造成利益的巨大失衡。土地经济问题的核心是如何在全社会之间合理分配农转非所产生的土地增值收益(级差地租),由于农转非造成的土地增值收益,与土地所有者个人努力无关,它是全社会合力的结果,所以才有“土地开发权”国有这种经济思想及其实践,这种思想并非某些人想象的那样是一种“社会主义”思想,其实,连最老牌的资本主义国家英国都是按照这一思想来进行土地管理的。孙中山的“涨价归公”思想也并非简单指政府没收土地价格上涨部分,而是指级差地租应该在全社会合理分配。因此,只要像台湾那样在二次土改坚持“农地农用”这个原则,人们所担心的掠夺、暴利、赤贫等问题就不会出现,因为农业生产毕竟与暴利无缘,无暴利刺激,就不必担心野蛮的掠夺了。

理论上讲,土地如果高度市场化了,不仅农民可以成为非农民,非农民也可以成为农民,农民将变成一个职业称呼,不再具有身份含义。允许社会资本介入农业,以让非农民成为部分意义上的农民,但还不彻底,不过,现阶段这并不是一个迫切的问题,迫切的问题是前者,即让农民自由地成为非农民。

还有人担心农民一旦可以拿到数目较大一笔钱彻底离开农村,马上就会有大量农民这样做。其实,这是不了解农村的情况,中国的农民向来是谨慎的,许多进城较久的人仍普遍希望与农村保持藕断丝连的关系,加上传统文化视土地为最重要祖产,因此,即便立即允许他们“卖地”,恐怕也只有相当小的一部分人这样做。赋予农民身份退出权不是出于短期考虑,而是着眼于长期的制度安排,目的是让土地与劳动力自由流动,让资源得到最佳配置,彻底打破持续了几十年的人为城乡分割,实现城乡一体化。

在台湾二次土改中,为了鼓励土地兼并,政府为农民提供贷款并实行税收优惠,但没有搞土地大集中。这也应该成为大陆进行二次土改时的一条底线。土地集中度过高,一方面会产生工商业垄断类似的弊端,垄断者还会在巨大利益下干扰政治决策;另一方面,虽然台湾在后续的土地中对土地集中度有所放松(日本也经历过严控到放松的过程,如安倍的“第三只箭”就有放松土地经营规模的内容),但在特定阶段对土地集中度进行限制是必要的,因为一旦过度集中出现困难,再逆转过来很困难。具体到大陆,集中度以多少为宜,各地可以不同,应该允许摸索,及时总结经验,动态调整。

台湾二次土改中还坚持严格的“农地农用”原则,即禁止非农业社会资本进入农业。当时的《土地法》规定:“私有农地所有权之转移,其承受人以能自耕者为限,并不得转移共有。”这一原则我们是否也要引入?笔者认为不必过于严格。在现有农业生产者之间流转土地当然要第一优先鼓励,但社会资本取得土地进入农业生产的通道也不必堵死,只是具体细节要谨慎把握。信贷可以,也应该支持土地流转,但对其它五花八门的金融资本直接介入农地流转,笔者认为要慎之又慎,它们的名堂太多,在文化上与农业这种朴实的产业是相冲突的。

必须认识到,土改是一个动态的过程,是分阶段的。1990年代,在全球化背景下台湾进行了更加市场化的第三次土改,放松了“农地农用”、“农地农用”原则,但改革过程中出现了“黑金政治”,其原因还是在于土地用途转换中存在的暴利。

所谓“一个核心”,就是给农民退出农业集体经济成员身份,成为“非农民”的权利。土地集身份用途是二次土改重要出发点,但农业生产包含劳动力与土地两个要素,土地集中与农民减少应该是一枚硬币的两面,正如台湾所做的那样。减少农民数量,似乎在眼下有关土改的热烈讨论中被刻意回避了。这可能是把土地视为农民社保的观念在作怪,也反映了一些人根深蒂固的农本观念,他们似乎无法接受工业化、城市化是不可逆过程这一事实。

其实,身份退出权不仅有利于农业健康发展,也是提高农民在城市扎根能力的一个重要推力。当前各地土改试点形式多样,但均没有解决农民身份彻底退出问题,甚至都把农民与土地永久绑定作为目标。如何在集体所有制起点下进行制度创新,让农民顺利地退出集体经济成员身份,是比简单地给一个户口难度更大的事。

理论上讲,土地如果高度市场化了,不仅农民可以成为非农民,非农民也可以成为农民,农民将变成一个职业称呼,不再具有身份含义。允许社会资本介入农业,以让非农民成为部分意义上的农民,但还不彻底,不过,现阶段这并不是一个迫切的问题,迫切的问题是前者,即让农民自由地成为非农民。

还有人担心农民一旦可以拿到数目较大一笔钱彻底离开农村,马上就会有大量农民这样做。其实,这是不了解农村的情况,中国的农民向来是谨慎的,许多进城较久的人仍普遍希望与农村保持藕断丝连的关系,加上传统文化视土地为最重要祖产,因此,即便立即允许他们“卖地”,恐怕也只有相当小的一部分人这样做。赋予农民身份退出权不是出于短期考虑,而是着眼于长期的制度安排,目的是让土地与劳动力自由流动,让资源得到最佳配置,彻底打破持续了几十年的人为城乡分割,实现城乡一体化。

谨防通过约定购回交易变相减持

熊锦秋

某新材料公司近日公告,其大股东于去年7月与证券公司进行了三笔约定购回交易,回购期1年,由于今年6月大股东已进行了两笔减持,若按约定如期回购股票,卖出与买入间隔时间将不足六个月,从而构成短线交易,因此决定不再进行回购,该部分股票由券商处置。市场人士怀疑,这种在回购约定执行日之前减持股票是为了制造不回购理由,最终目的是为了套现。

所谓约定购回式交易,是指客户以约定价格向其指定交易的证券公司卖出标的证券,并约定在未来某一日按照另一约定价格从证券公司购回标的证券。事实上,今年3月另一家深市餐饮公司身上也发生了类似的“事故”。此次该新材料公司的大股东对“事故”的解释与之表述几乎一样,也是“未充分考虑卖出股份与约定购回式证券交易回购股份可能产生的问题”。有了前车之鉴,其它上市公司大股东本来不应再犯,如此重复别人的“事故”,实在缺乏“创意”。

根据《深交所约定购回式证券交易及登记结算业务办法》规定,因客户原因导致购回交易无法完成的,按客户违约处理;由此证券公司可按约定对相关标的证券进行处置,以抵偿客户应付金额,剩余金额按照多退少补的原则处理。这家公司的大股东不再按期如约回购,但公司股价目前处于高位,证券公司处置抛售这些股票非常容易,一般来说约定购回式交易需要支付的年利率为8.5%,证券公司在扣除应得的本金和利息后,剩余的返还大股东。

如此结果,大股东等于是借证券公司之手完成减持动作。大股东自己直接减持容易被市场解读为利空,而“一不小心”不能按期回购,失约让券商减持,这样对市场心理的影响较小,可以达到维稳股价、高价减持的效果。

翻查证券法律法规,通过约定购回式交易来实现变相减持套现还真难说违反了哪条哪款,因为它没有明显触及哪条红线。当然,从控股股东

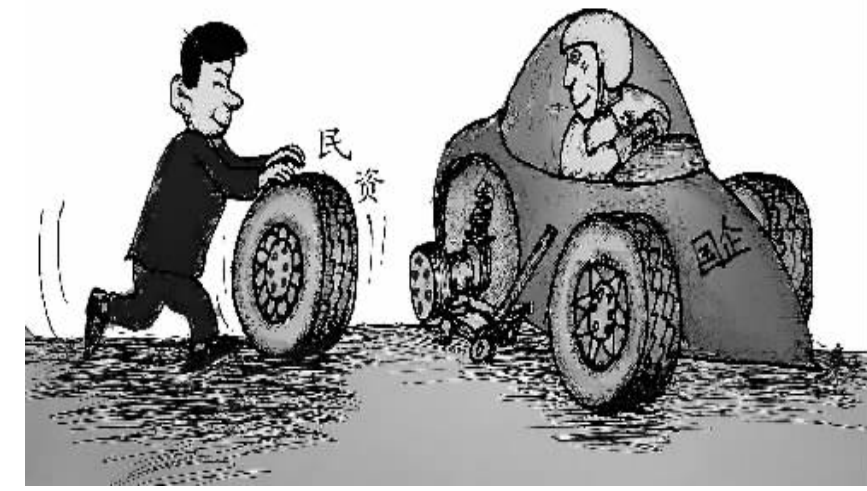
对全体股东应负信义义务这个高度来看,显然是有所违背,但目前A股市场对控股股东信义义务的规定基本是空白、难以追责,控股股东的信义义务主要是成熟市场的规定。

上述案例频发发生,说明这方面监管政策存在一些漏洞。现有监管规定是建立在有关主体在约定式回购交易中最终会将股票回购这个假定之上的,但约定购回式交易包括初始交易、购回交易两笔交易,初始交易时客户将标的股票以一定的折扣率卖给证券公司(客户需将股票过户给券商的专用证券账户),从证券公司获得所需资金;购回交易则是客户支付利息后从证券公司购回原标的证券。笔者认为,要加强对约定式回购交易的监管和约束,就必须将约定式回购交易细分开来,视作“卖出(减持)”和“买入(增持)”前后两个独立的交易,然后将“卖出(减持)”、“买入(增持)”这两个交易纳入当前的法律法规监管体系,如此才能堵上监管漏洞。

例如,目前并没有明确大股东可以将多少股票用于约定式回购交易、约定式回购之前是否需要预告,也即大股东可以将5%甚至更多的股票用于约定式回购,且无需预告,但若把初始交易当做是个卖出(减持)的独立交易,由于深交所规定“控制人未来六个月减持量在5%以上的要求其在首次出售两个交易日前公告,上述减持行为就需要提前刊登提示性公告,从而得到约束。同理,大股东实现购回交易时,若按买入(增持)单独交易对待,很可能触及《上市公司收购管理办法》中的有关条款,由此就可能需要向全体股东发出收购要约,或者向证监会提出免于发出收购要约的申请,这样就可以将整个约定式回购交易纳入合适的法律法规监管之中。

总之,约定购回式交易如果只完成前半部分就是不折不扣的减持行为,大股东通过这种方式实现股票变相减持,建议尽快完善相关办法,将约定购回式交易分成两个前后独立交易,适用相关法律法规进行分段监管和约束。

央企将分批试点混合所有制改革



试点混合所有制,央企改革逐步施。市场决定将强化,政府引导不废弛。利益集团守旧法,鲶鱼效应需民资。公平竞争是大计,打破垄断正当时。

郭喜忠/漫画
孙勇/诗

我国个人外汇管制应适时适度放宽

吴智钢

日前,中国银行推出的“优汇通”业务,引发了各种讨论,使人重新把目光聚焦到我国长期实行的外汇管制制度上。笔者认为,随着改革开放的深入,我国的经济规模和外汇储备日益壮大,公民个人收入大幅提高,对外联系日益紧密,我国外汇管制制度的内外环境已经发生了翻天覆地的变化,因此,我国现行的外汇管制制度应该与时俱进及时调整,个人兑换外汇的额度也应该适时适度放宽。

所谓外汇管制,是指一个国家为了保持本国的国际收支平衡,对外汇的买卖、借贷、转让、收支、国际清偿、外汇汇率和外汇市场实行一定限制措施的管理制度。其目的在于保持本国的国际收支平衡,限制资本外流,防止外汇投机,促进本国经济的健康发展。根据《中华人民共和国外汇管理条例》

规定,我国实行国际收支统计申报制度,凡有国际收支的单位和个人都必须进行国际收支申报。

我国长期实行外汇管制制度,现行的《外汇管理条例》曾经历过1996年、2008年的修订,根据该《条例》规定,目前每人每年兑换外汇的上限为5万美元。但是,这一上限目前也已经不能满足人民群众使用外汇的要求,应该进一步放宽。

首先,我国国际收支平衡,外汇储备大幅增加,具备了放宽外汇管制的条件。从2008年至今,尽管经历了次贷危机、全球经济危机和欧洲债务危机,对我国进出口贸易产生了不良影响,但我们外汇储备依然保持了持续的增长。2013年末,我国外汇储备达到3.82万亿美元,创历史新高,比修改《外汇管理条例》的2008年的1.95万亿美元增加了95%,外汇储备足以支付更多的外汇兑换。同时,也足以支

撑人民币汇率的稳定。

其次,我国公民对外汇兑换的需求大幅增长,随着我国企业越来越多的“走出去”,中国对外投资一直呈现高速增长的趋势,根据商务部的数据,2013年我国直接对外投资达到901.7亿美元,比2008年的559.1亿美元大幅增加了61%。对外投资的增长,自然也推动了外出公千人数的增长,自然也催生了外出人员对外汇兑换的需求。另一方面,随着民众收入的大幅增长,我国公民出国旅游、求学的数量也大幅增长。根据国家旅游局公布的数据,2013年中国公民出境总人数为9819万人次,比2012年增长18%,创下历史新高,中国对国际旅游市场增长的贡献超过30%。在出国旅游的人群中,不少人在国外购买名牌消费品,往往不惜一掷数万美元乃至数十万美元,对外汇兑换的需求明显增大。在我国现行外汇管制政策下,民众对外汇的需求超出额度之后,往往通过地下钱庄以

黑市价兑换外汇,此举不仅明显违反了有关规定,而且需要冒着较大的风险。对此,以严查严堵的方法显然无济于事,审视现行外汇管制制度是否适应了民众的合理需求,及时予以放宽额度,才是明智的办法。

其三,与时俱进地放宽外汇管制制度,也是人民币国际化的要求。目前,我国政府和金融当局,正通过与别国进行本币互换、经济活动中使用人民币结算、在境外发行人民币债券等各种方式,推动人民币国际化。人民币国际化,最终需要资本项目的自由兑换,因此也需要现行的外汇管制制度适时地进一步放宽。

笔者注意到,6月23日央行行长周小川在北京会见澳大利亚财长时表示,中国将继续推进人民币资本项目可兑换和金融市场的改革。笔者相信,我国现行外汇管制制度适度放宽的日子将不会遥远。

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;发邮件至ppll18@126.com。