

希腊是否退欧将上演欧洲大博弈

张荣楠

7月1日,经国际货币基金组织(IMF)确认,希腊没有偿还15.5亿欧元贷款,成为史上首个债务违约的IMF发达国家。而随后的7月5日,希腊全民公决再次否决国际债权人提出的救助条件,希腊“退欧”似乎已经命悬一线。

希腊危机 暴露欧元区致命弱点

2009年欧债危机全面爆发以来,希腊历届政府在多次债务危机中倒台,但无论谁上台,都无法解决财政“入不敷出”的问题,现在不惜采取拖延甚至赖账的策略,特别是近半年来,希腊无法真正被欧元区援助机制承接,与欧元区的博弈进入了白热化。6月30日,希腊2450亿欧元救助计划的欧元区部分到期,而希腊政府需偿还国际货币基金组织的15.5亿欧元贷款也同日到期,这导致希腊既无法从国际债权人那里得到新的资金,也无法偿还这笔资金,希腊违约既成事实,市场预期希腊债务违约很可能进一步导致“退欧”风险失控。

希腊债务危机在当前的欧洲似乎“无解”,因为希腊危机暴露的正是欧元区自身的致命性弱点:欧元区内部长期存在的严重失衡——外国国家经常项目赤字与核心国家经常项目盈余,也就是大量储蓄从核心国转移到

外国,造成外国国家借债过度,形成债务积累。上世纪90年代,德法等西欧国家人口结构出现老龄化趋势,实体经济逐步进入后工业化阶段,资产回报率降低,国内需求不足,导致了大量廉价资本源源不断地涌向希腊等南欧国家,欧元区扩张也因此持续加速。

欧元区自诞生之日起就一直将其生死存亡寄托于一个悖论之上:一方面,欧元区的稳定取决于市场对欧元区不可逆转的信念,而另一方面几乎所有发生的债务危机又都与之相关。早在欧洲货币联盟成立之前的上世纪60年代,“欧元之父”蒙代尔等人就提出,放弃名义汇率后着重用三个替代机制为地区调整提供缓冲,这三个替代机制分别为跨地区财政转移、联盟内移民以及应对冲击时有调整能力的劳动力市场。但事实上,成立货币联盟的这三个基本条件并不具备,很大程度上,欧元更像是欧洲一体化的早产儿。从欧元诞生之日起,它就被寄予过多的期望。既被寄予加速欧洲融合的使命,也被寄予欧洲复兴的希望;既有经济利益的诉求,更有政治的角逐与博弈;既要货币政策独立性,又要承担债务货币化职责,所以对于欧元来讲是不能承受之重。

债务违约 存在退出欧元区可能

现在,希腊经济失去了造血功能,希腊政府实际上已经丧失了偿债能力,

只能依靠外部援助来应付到期的债务。目前来看,希腊对外债务约4200亿欧元,其中70%以上由公共部门,主要是IMF、欧洲稳定机制(ESM)、欧洲中央银行(ECB)持有。救助前提是若达不成谈判协议,或者满足不了欧盟苛刻的援助条件,履行改革承诺,那么,希腊就会面临债务违约甚至退出欧元区的选择。

从目前情况来看,即便欧盟各国在更高的层面实现统一,国家之间、地区之间经济发展失衡的矛盾依然存在。如果要素不能自由流动,那么更多的储蓄和资源还是会由富裕国家来掌控,穷国和债务国依然会面临债务融资的困境,还是要靠外部借贷来实现增长,所以ESM不能根本解决欧洲的债务问题,它只是一个缓冲带,可以平复一定的金融市场波动,解决一些表层问题,比如重债国国债利率过快飙升导致的偿付危机和流动性危机,但是深层次的区域发展失衡问题,包括财政转移支付机制的构建问题,很难通过ESM等机制得以解决。

在公投否决援助的情况下,还将无法偿还7月20日和8月到期的ECB贷款。一旦主权债务偿付能力严重影响到银行偿付能力,欧央行可能认定希腊不具备获取紧急信贷计划(ELA)的前提。而没有ELA,希腊银行体系流动性将很快枯竭,可能迫使希腊发行本国货币以应对流动性危机(一开始新货币兑欧元的比率可能为1:1,但之后可能快速贬值),使希腊被迫退出欧元区。

希腊退欧 将导致多输局面

对于希腊而言,退出欧元区是最坏

的结果。因为一旦退出欧元区,其主权融资将会遭到市场的抛弃,即便是退出欧元区,重新启用希腊本国货币,那么各类资产将会急剧贬值,资本将会加速外逃,而以欧元计价的债务,账面价值将会大幅飙升,希腊经济将会遭到毁灭性打击。

希腊“退欧”势必导致多输的局面,希腊“退欧”的代价不菲。根据摩根大通分析报告称,如果希腊离开欧元区,会马上产生约4000亿欧元的损失。不仅如此,一旦希腊退出欧元区,最直接受到影响的就是国际货币基金组织和欧盟手中持有的2400亿欧元希腊国债,德国央行的“泛欧自动实时全额快速结算”支付系统中对希腊的1000多亿欧元敞口,以及欧元区银行约为250亿欧元的潜在损失。

希腊“退欧”还会引起“多米诺效应”,继而引发欧洲乃至全球金融市场的剧烈动荡,对金融脆弱的国家产生非常大的外溢冲击,甚至可能危及欧元的生死存亡。加州大学伯克利分校的一名经济历史学家甚至表示,若希腊新政府决定退出欧元区,将在金融市场引发比2008年雷曼兄弟破产更具毁灭性的动荡。

因此,面对这个问题,希腊在面临性命攸关的选择上并不会孤注一掷,把自己送上不归路,希腊债务危机的解决最终将诉诸于债务谈判,几方妥协也许是当前唯一而无奈的选择。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

漫游费存废不能由企业决定

王琦

工信部7月6日召开关于提速降费新闻发布会。工信部信息通信发展司司长闻库表示,从去年开始,工信部已将资费决定权交给企业。对于人们关于流量不清零、取消国内漫游费的期盼,工信部将研究可行性,并不断跟运营商进行交流和推动,但何时成为现实,最终决定权在于运营企业。

根据《价格法》,商品和服务价格,除法律规定适用政府指导价或者政府定价外,实行市场调节价,即由经营者自主制定,通过市场竞争形成的价格。由此可见,企业自主定价并非想定就定,还需要市场竞争的前提条件。去年5月,工信部、发改委联合发布通知,对所有电信业务资费均实行市场调节价,由企业自主定价。但对于一个垄断市场来说,自主定价并不能充分发挥市场“无形的手”对资费的调控作用。

我国的移动通信市场,目前基本上由中国电信、中国联通和中国移动三家央企瓜分。从表面上看,三家企业之间有市场竞争,但由于它们都是国有企业,因此它们的竞争是很不充分的,甚至会形成某种价格默契。2011年,国家发改委就曾对中国电信和中国联通涉嫌价格垄断立案调查。

按照工信部相关人士的话说,国内漫游费取消决定权在企业,工信部要做的,是引导推动企业提高效率、引进技术,不

断降低成本,在降低成本基础上降低资费。事实上,时下备受诟病的漫游费已经远远脱离了成本决定价格的价值规律。国内漫游费是我国运营商历史上内部区域分割的产物,目前三大运营商已基本实现全集团整体核算成本,从技术层面来看,国内漫游费成本已“几乎为零”,并不需要比本地通话更多投入。但许多用户仍普遍被收取国内漫游费,而且部分资费标准已多年没有调整。粗略统计,我国移动漫游费一年收取上百亿元。

在缺乏充分竞争的情况下,指望企业运用定价权自主降价,这无异于与虎谋皮。2004年底,欧盟联合其成员国电信监管机构调查欧洲手机漫游费问题,做出了“手机漫游费过高、缺乏正当性”的结论,随后屡次发出警告,要求运营商降低漫游费。但只有几家运营商进行了“姿态性”降价,降价并未形成规模与幅度效应。为此,2007年欧盟执委会提出了对欧盟境内手机漫游收费的立法控制,开始不停地下调漫游费,迄今已降低了80%-90%。最近,欧盟又通过了最终版电信法,将从2017年6月15日起取消欧盟28个成员国之间的手机漫游费。

欧盟用立法方式干预漫游费的做法,让已习惯“市场主导”的国人大大开眼界。我们一直说要与国际接轨,这种成功经验恰恰就是我们最应该借鉴的。漫游费存废不能由企业决定,工信部等部委必须介入,早日取消国内漫游费,切实保护消费者的合法权益。

股市维稳在路上 请多一些信心和耐心

皮海洲

股市维稳在本周进入攻坚阶段。从证监会到证券公司、基金公司、上市公司,从保险公司到社保,从中国人民银行到国资委等,纷纷采取行动,维稳已成为“国家大行动”、全民大行动。

但是,从本周前三个交易日的走势来看,维稳的效果显然没有投资者想象中的那么乐观。回顾历史上的股市维稳,尤其是每每涉及IPO叫停时,股市通常都会出现井喷式的大幅反弹。所以面对本次IPO暂缓,尤其是在上证指数经过了1500点的暴跌之后,市场预期本周周一股市甚至会出现千股涨停的局面。令人遗憾的是,这种千股涨停的局面并没有出现。相反,股指仍然节节后退。虽然本周一在权重股的拉抬下,上证指数上涨了2.41%,但当天深

成指、中小板指、创业板指均大幅下挫,两市跌停个股达到900只。而周二上证指数下跌了约49点,两市跌停个股超过1700只。周三,上证指数更是大跌了220点,跌幅达5.90%,两市跌停个股900只。这样的维稳效果自然不能令投资者满意。

尽管如此,对于股市维稳,投资者还是应该充满信心的。正如央行在周三发布的《关于支持股票市场稳定发展声明》中所说的那样:“中国人民银行将密切关注市场动向,守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。而要守住这个‘底线’,就意味着股市维稳最终必须取得成功。只不过,这个维稳的过程有些复杂,投资者需要多一些耐心。”

目前的股市已不是七八年前的那个股市了。2007年10月16日,上证指数创下6124点高点,当时的股票市值为

35.6万亿元。而今年6月12日,A股股票市值高达71.25万亿元,翻了一倍。市场规模扩大了,维稳的难度自然也会大很多。

更重要的是,目前的股市比原来的股市要复杂得多。比如,当下参与股市的资金有很多都是杠杆资金,这些杠杆资金不仅来自于券商的融资,还有的来自于社会上的高杠杆配资。又如,本轮牛市行情是股指期货推出后的第一次,相对应的是当下的这种暴跌也是股指期货推出以来的第一次。而股指期货自然就把投资者的利益分成了多方与空方之争。此外,还有融券,这也是有股市下跌过程中可以盈利的工具。因此,这种新形势下的维稳显然比原来要复杂得多。如今,市场的做多力量会遭到做空力量的阻击,包括融资、配资的平仓盘也会成为市场做多的阻力。

焦点 评论

2万吨工业用盐流入北京等7省市



工业用盐成本低,流入餐馆牟暴利。黑心商家搞蒙混,善良百姓遭算计。为害岂止七省市,遗毒或有十年期。饮食安全重于山,全程监管要发力。

李倩/漫画 孙勇/诗

进一步理顺 地方债发行机制

滕飞

根据2013年地方政府债务审计结果,2015年共有到期地方政府债务1.86万亿元。在房地产增速放缓、卖地收入下降的情况下,为缓解地方政府债务压力,今年财政部分别于3月和6月推出两批各1万亿元的地方政府债务置换方案,将地方政府债务转化为可交易的债券形式,一是使债务更加透明化,二是降低债务融资成本,减少对土地财政的依赖。

地方债发行情况

从目前地方债发行总量看,自5月发行第一笔地方政府债券开始,5.6月共发行8682亿,占2万亿额度的43.4%。从期限结构看,地方政府债券期限分为3年期、5年期、7年期和10年期,其中3年期共发行1397亿,占比16.1%,5年期共发行2640亿,占比30.4%,7年期共发行2560亿,占比29.5%,10年期共发行2086亿,占比24.0%。从期限结构看,地方政府倾向于发行期限较长的债券,5年期以上占比84%,说明地方政府期望以较低利率锁定长期资金成本。

从地方债利率水平看,三年期中标利率基本在2.87%至2.92%区间,五年期中标利率为3.17%至3.27%,七年期中标利率为3.52%至3.55%,十年期中标利率为3.58%至3.63%。各省发行的地方债利率水平体现出几个特点:

一是发行利率紧贴当时的国债收益率水平,只比国债收益率高出1-2个基点,基本等同于国债的收益率,因此上述利率的差异主要是因为市场的波动,而不是各地方政府的差异性。

二是各省市之间定价的差异性很小,在同一天发行的地方债的差异最多只有2个基点(bp)。例如7月7日北京和四川同时发行地方债,四川省3年、5年和7年地方债利率比北京高出1bp,10年期利率比北京高出2bp,差异性较小。

三是地方债发行利率一般为投标区间下限,直到7月7日四川省地方债发行才打破这一铁律,四川省地方债利率比投标区间下限高出1-2bp。总体而言,地方债利率水平较低、各地方之间差异性较小。

地方债发行 面临的主要问题

地方债的发行已逐步步入正轨,但是仍需要进一步理顺发行机制,解决几个方面问题。一是资金来源,作为金融体系资金量最大的机构,银行理应成为地方政府债的最大购买方,但是银行是否愿意全部接盘,收益率是否能满足银行的要求,有待观察。二是地方债评级问题,对于任何债券都要依靠评级进行定价,对于首次发行的地方政府债,在地方政府债务不透明的情况下,如何给予合理公正的评级。三是地方债的流动性问题。

地方债的资金来源主要为商业银行,因此也将对商业银行的资金配置形成一定挤压。从金融机构债券投资来看,5月债券投资规模上升较快,当月增加3100亿,环比4月多增830亿,说明5月份启动的地方债发行增加了银行对债券的配置。从另一方面看,二季度新增贷款环比一季度下降,反映了市场信贷需求有所下降,为商业银行投放债券腾出了一定空间。

理论而言,商业银行投资非存款类金融机构的债券或发放贷款都能派生存款,增加银行负债,但是由于地方债发行主要是置换存量的地方政府融

资平台贷款,因此并没有新增投资,商业银行没有派生存款,只有资产结构端的变化。从这种意义上而言,银行投资地方债纯粹是拿高收益的地方政府融资平台置换较低收益的地方债,派生的收益相对较少。地方政府为了更好地发行地方债,拿财政存款作为砝码要求银行投资。但实际上,在此之前,财政存款也是存放于银行体系,因此地方债发行实际上使财政存款的成本上升了,银行获取财政资金要付出更高对价。从财政角度而言,有利于盘活财政资金,提高资金使用效率,降低整体负债成本。以往很多财政存款存放银行的利率较低,实际上更多靠关系营销,不利于财政资金的保值增值。

从评级来看,目前地方债的评级都是最高的AAA评级,等同于国家信用评级。从发行利率看,也等同于国债的利率,为什么地方政府可以享有国家信用评级?

一是因为目前地方政府没有发生过实质性的违约,仍然享有国家的信用担保,因此在发行地方债时地方政府会利用这种国家的信用,降低发行成本。

二是目前地方政府的资产和债务难以准确界定,无法从资产负债表上合理确定地方政府的偿债能力,因此各地政府实际上没有差异化的评级,但是在具体利率水平上会稍有差异,比如同一天发行的北京地方债利率要比四川地方债低1-2bp,因为北京的财政信用状况要好于四川。

三是目前国内评级机构难以做到完全客观、公正,所以在强势的地方政府面前,评级机构只能给出最高的评级。

四是地方债的认购还与当地的金融机构实力有关,如果当地银行资金实力强,比如北京和上海,那么地方债的发行难度较小,利率也有可能较低;而金融机构实力也反映了当地的经济金融实力,经济越好的地方地方债发行越顺利,这也是一种市场化机制的反馈。

地方债虽然收益率接近国债,但是并没有国债的高流动性。尽管央行已经发文,允许符合条件的地方债纳入抵押品范围,相当于允许银行以地方债为质押换取流动性,抵补收益率较低的损失。但是目前操作细节并未发布,如何以地方债质押借款或开展回购交易,并没有正式开展。因此,实际上相当于官方给银行吃了颗定心丸,但是具体的措施还未出台,仍需要多方配合,尽快推动。流动性关系到银行的资产负债管理,影响银行的资金配置和操作,如果能够给明确的预期,银行可以以更好地管理资金,有利于市场的平稳。

理顺发行机制 增强银行购买意愿

那么,该如何解决上文提出的三个问题?

第一,对于资金来源,显而易见,在银行资金实力有限的情况下,要降低社会融资成本,央行应给予银行充足的流动性支持,尤其是中长期的资金,使银行保持长期资金来源的稳定,增强配置地方债的信心。

第二,对于地方债评级,短期内难以有效解决,但是应该从发行利率上区分不同地方债的潜在风险,进行差异化投资,理顺市场风险收益机制。

第三,对于地方债流动性问题,应尽快出台实施细则,将地方债抵押融资落到实处,提高地方债的流动性,增强银行购买意愿。

(作者系注册金融分析师CFA,供职于中国光大银行总行)