

美国加息踟躅显示量宽政策无力性

项峰

美国劳工部日前发布的数据显示,4月份美国非农部门新增就业岗位16万个,不及市场预期,并创下2015年9月以来新低,导致市场对美联储今年6月份加息的预期进一步下降。自2015年12月美联储开启美元加息之路后,美国货币政策正常化道路充满波折,全球金融市场对美元加息次数和窗口的预期出现分歧,以及美联储内部鹰派与鸽派之争,表明美元加息道路充满了极大不确定性。其根本原因在于,量化宽松货币政策在经济增长内生动力形成上存在无力感。

量宽政策理论存在局限性

量化宽松货币政策推出的前提是,中央银行实施零利率或近似零利率政策后,利率等常规货币政策工具不再有效。有理论认为,量化宽松货币政策有三种效应:一是资产配置再平衡效应(Rebalance Effect)。中央银行向金融机构提供大量资金,以期金融机构积极将其运用于贷款、债券或股票投资,有效刺激企业生产和居民消费。如果各种资产之间不是完全可以替代,那么中央银行调整资产结构将使投资者重新调整自身的资产配置

结构。二是预期效应或告示效应(Signaling Effect)。资金投放增加很可能使人们对景气的恢复产生期待,使人们走出悲观心理,促进消费和投资,特别是市场可以看到中央银行大量买入资产,比中央银行口头承诺要更加实在。三是时间轴效应(Time-Lag Effect)。根据利率期限结构理论,长期利率等于未来短期利率预期的平均值加上风险溢价,中央银行承诺在一个较长时期内保证实施零利率和量化宽松政策将能够降低当前的长期利率,从而达到提高价格、促进生产和消费的目的。因此,时间轴效应可以理解成“提前借用”了将来宽松的政策效果。

但量化宽松货币政策能否有效刺激经济增长,还主要取决于银行贷款意愿以及企业居民借款意愿,特别是总需求端的投资和消费意愿。但在零利率和近似零利率条件下经济增长动力不足,表明社会潜在投资机会稀缺,中低收入群体就业不稳定,扩大投资与消费缺乏物质基础。在量化宽松货币政策刺激下,企业和居民客观上存在资产负债配置效应,但主要将货币资产转换为股票和债券等金融资产。当然,长期利率下降导致金融资产价格上涨,也会带来财富效应,但主要是富裕群体获益,难以明显带动消费扩张。在实体经济投资机

会稀缺情况下,企业倾向于将高利率负债转化为低利率负债,而不是借此扩大投资。

全球增长动力不足 根源是结构失衡

2008年国际金融危机,从根本上说是全球经济金融发展不平衡、矛盾不断累积并最终爆发的结果。长期以来,发达经济体向发展中国家大规模转移低端制造业,发达经济体自身服务业比重过高,产业出现“空心化”,社会福利政策过于宽松,过度依靠发展中国家廉价劳动力、廉价资源支持国内居民消费泡沫发展,利用发展中国家巨额顺差资金回流形成低利率货币环境,导致房地产、股票等金融资产价格非理性上涨,虚拟经济与实体经济过度脱节。2007年美国次贷危机的爆发,是2008年国际金融危机的导火索,其背后则是发达经济体债务杠杆上升过快,导致中低收入人群家庭资产负债表不能维系。而美国次贷危机爆发前的美联储连续加息动作,只不过加速了住房次贷衍生金融产品真实价值的回归。

发达国家广泛吸收社会就业的生产性服务业,更为发达国家遍布全球的生产基地,以及发展中国家制造业服务。而这些生产部门制造的产品相当程度上又要依靠发达国家消费来支撑。美国次贷危机爆发后发达经济体快速升高的失业率导致发展中国家外部需求急剧萎缩,进一步加剧了次贷危机的蔓延与扩散,最终形成全球性的金融危机。

因此,后国际金融危机经济治理,应立足于结构性改革措施,配合使用量化宽松货币政策,逐步修复家庭资产负债表,加快制造业转型升级,推动新兴产业发展和新技术应用,促进虚拟经济与实体经济协调发展,推动内生经济增长动力形成。

减少货币刺激 加快经济结构改革

在危机中上台的美国奥巴马政府,将重振制造业作为经济政策的主要着力点,出台《制造业促进法案》,加大对关键制造产业、新一代机器人、创新型节能制造工艺及先进材料等先进制造业投入,推动制造业转型升级;鼓励中小企业创新,发展制造业和清洁能源,提出未来10年将建立45家先进的制造业中心。2012年以来,美国经济出现复苏;2015年1月美国失业率降至5%。而德国在几次经济危机中屹立不倒依靠的是其制造溢价的能力。而日本过于依赖宽松货币政策刺激,在结构转型上进展缓慢,且多年来不断刺激所形成的货币政策刺激依赖,并没有能力将其带出通缩的泥潭。

货币政策刺激依赖需让位于经济结构改革。关于货币刺激能否系统性扩大产出,理论文献汗牛充栋。虽然学术界在货币刺激有效性上还存在争议,但在货币刺激不宜作为中长期政策工具上基本达成共识。如果中央银行投放货币就可以推动经济增长,那么宏观经济治理与调控就成为一个极其简单的计算题。实践中,以量化宽松货币政策为显著特征的货币刺激政策,并未取得预期效果,反而延缓了结构性改革进程,增加了内生经济增长动力形成的难度。特别是部分国家对货币政策刺激的依赖,导致货币政策走向未知领域,如“负利率”、“赤字货币化”等。这些货币政策措施是“上船容易下船难”,实体经济物价水平的稍微改善,都有可能逼迫货币政策反向操作,引发宏观经济金融巨大调整,反过来又扼杀经济增长。因此,各国应逐步减少货币政策刺激依赖,加快经济结构改革,才能真正培育内生经济增长动力。

需高度重视 民间投资增速下滑

周子勋

日前,在国务院常务会议上,李克强总理着重谈到了民间投资乏力问题,要求必须采取有力措施,推动相关政策落地,进一步放宽准入,打造公平营商环境,促进民间投资回稳向好。

毋庸讳言,以民营经济为代表的市场化进程已成为中国经济的主要推动力。有关部门统计数据表明,近年来,民营投资在全社会固定资产投资中所占比重超过60%,民营经济对国内生产总值贡献超过60%,民营经济为全社会创造就业岗位占到80%以上。未来有活力的中国经济,一定是一个民营经济健康发展、在绝大多数市场领域居于主导地位的经济格局。

应该说,“民营经济营商环境不好”不是新话题了,此次总理拿出很多时间再次讨论这个问题并派出督查组,说明当前民间投资低迷、活力不够的形势已经相当严峻,要求政府必须拿出更多的实际举措了。由于民间投资不同于政府投资和国有企业投资,指令性的行政政策对社会资本和民营企业效率并不明显,选择派专项督查组对地方投融资体制改革落实情况督查,是政府为数不多的方法之一。

统计数据显示了民间投资低迷的严峻局面。2016年一季度,全国固定资产投资同比名义增长10.7%,增速比1-2月份加快0.5个百分点。但民间固定资产投资仅增长5.7%,比去年同期降低3个百分点,呈持续下滑状态。民间投资占全国固定资产投资比重为62.0%,比2015年同期降低3个百分点,比2015年全年降低2.2个百分点。民间投资增速大幅落后于整体投资增速,这是近几年从未出现过的现象。

为什么民间投资出现如此剧烈的回落?一种解释是,这显示中国经济一季度超预期企稳回升背后的真相:实际扩张的财政政策和相对宽松的货币投放,搭配大规模由国有企业做主导的基建项目,稳住了不断承压的实体经济。比如,自2015年下半年开始发力的财政政策,重点集中在大型基建项目,而基建项目由于投资规模大、回报周期长、投融资体制不健全等原因,历来都不是民间投资参与的重点。中国的基建投资主要还是国企主导。民间投资较为集中在制造业领域,面临利润下滑、去产能、去库存的压力,整体属于收缩调整期,再加上不断爆发的债务违约、破产倒闭的案例,导致可供民间资本投资的价值标的并不多。

从另一个角度看,随着2015年以来新一轮经济不景气周期到来,虽然不少国有企业也遭遇经营困境,但中国的“国进民退”却再次加速,形成新一轮的经济资源向国有经济大规模集中。过去,民间投资要占到固定资产投资总额的三分之一左右,一季度民间投资增速从去年的10%大幅回落至5.7%,几乎腰斩了。这意味着政府和国企的投资增速要超过20%,才能让全社会固定资产投资增速维持在10%以上的水平。事实也确实如此,一季度国有企业的投资增速上升至23%,占整个固定资产投资比重达到34%,民间投资的占比则降至62%,呈现国进民退态势。再看一下民间投资的区域分布,东部地区的投资占比要明显超过中西部地区投资占比之和,说明民间投资还是市场化导向,注重投资回报率,而国企和政府的投资导向似乎

主要是为了稳增长。

值得一提的是,在经济结构失衡恶化的背景下,虽然基础设施投资由原来的各级政府一肩承担,转变为政府与社会资本共同承担(PPP),一定程度上提高了基础设施建设的灵活性,但由于本质上依然是政府在决定投资方向而非市场,中国经济的结构失衡并未改观。近年来,政府和资本合作的PPP模式出现了爆发式增长,不过在推进PPP项目的现实中,真正的资本到位率依然偏低,距离“政府+社会资本”的模式还有一段较长的路要走。

首先,许多PPP项目,主要是地方政府和央企合作,并没有完全的社会化和市场化。民营机构参与其中往往会受到高净资产要求等方面的制约,金融机构成立基金参与PPP项目时,也更加倾向于选择央企。其次,目前中国PPP项目的回报率仅在6%左右,这给项目落地增加了难度。市场化不足,大量的PPP项目通过合同双方磋商决定,而不是由资本市场定价,无法保证资金的利得空间进而降低了民营机构的积极性。此外,缺乏产权和法律保障以及完善的退出机制,使得社会资本难以形成一个稳定的经营预期,影响了资本的参与热情。此外,大量资金投入由政府主导的大型长期基础设施建设中,将导致中小微企业融资难题难以解决,甚至造成“挤出效应”,进而恶化民营中小微企业的融资条件。

在民资生态环境没有实质性改变的境况下,引入民间投资谈何容易。李克强总理列举了民营企业在地方受到不公对待的一些现象,并且表示,尽管中央已经出台了一系列鼓励民间投资的政策,但这些政策没有完全落到实处,一些民营企业现在面临的问题,不是“玻璃门”、“弹簧门”、“旋转门”,而是“没门”。他强调各地要进一步放开市场准入,同时优化服务,金融机构要加大对民营企业支持力度,各项政策对国企和民企要“一视同仁”,并要求国务院督查组尽快拿出针对民间资本投资的修改意见,形成积极引导信心和预期、推动经济向好的政策硬举措。

要解决民企生存环境的问题,必须在以下几方面引起足够重视:

一是大刀阔斧地推进国企改革,落实混合所有制改革以及国企从管企业转向管资产,切实打破国有企业垄断,切实推行积极的产业化的政策,让民间资本进入铁路、市政、能源、社会事业等领域,以填补国有企业的投资短板,改善项目建设和运营体制,提高质量和效率。

二是积极的财政政策唯有结构性减税和加大转移支付,推动公共基础设施和环保投资,以及基础性技术支撑体系和创新科技的发展,以提高民营企业抵御全球经济放缓的能力,才能增进就业,真正把经济工作的重点——扩大内需推动起来。但在现有的投融资体制下,积极的财政政策很可能继续增强国有企业的垄断优势,加大对民营市场的挤出效应。

三是改革投融资体制,把倾向于国企的投资体制转向注重效益的市场化投资体制。中国近几年的投融资体制建设,实际上取得进展的只有融资体制,倾向国有企业的投资体制依然没有得到切实的改变,致使国企获取了财政和银行的绝大多数资源的支持。

四是不论国家法律法规还是银行业都应该减少对民企的各种歧视。如果没有公平的法律环境,如果不能平等地对待各种市场主体,民营经济要崛起就无从谈起。如果不真正转变对民企的歧视,各类支持民企的政策恐怕也很难得到有效落实。

为“养老驿站”设好安全防线

桑胜高

日前,北京西城区首家“养老驿站”开门迎客。这个驻在社区里的养老服务机构,不但可以日间托管老人,提供全套的护理康复服务,而且还将辐射居家养老,老人在家有任何困难,一个电话,养老驿站的工作人员就可上门服务。

在养老服务机构极度短缺的当下,“养老驿站”的出现无异于打开养老困局的一把钥匙。据悉,按照北京市民政局的总体规划,今年在社区层面全面建设养老驿站,数量将达到150家。也就是说,今后一段时间内,北京的“养老驿站”数量将急剧增加,这对于缓解城市养老难压力,破解一些市民“养老难”问题,绝对是件好事。

但是,“养老驿站”蓬勃兴起、遍地开花,不只是设立了新的养老场所、容纳了有需求的老人这么简单的事情,更为关键的是要配齐各种“软件”。其中之一便是设好“养老驿站”的安全防线。毕竟,老年人是一个特殊的群体,无论身体,还是心理上都存在看很大的不稳定性。一些老人随着年龄的增长,身体各器官老化,突发一些重大疾病是极有可能的事;再者,一些老人此前空巢而居造成的心理阴影是不是依然存在也不得而知。加之社会上一些投机取巧者为了牟利专盯老人等,这给“养老驿站”的管理运行带来了不小

的难度。如果不能对其中的一些潜在风险提前作出预判和应对,很可能带来一些不必要的麻烦和被动。

所以,提前设好“养老驿站”的安全防线,是“养老驿站”软件建设的应有内容。为“养老驿站”设好安全防线好处颇多。一是可以为老人的安全提供有效保障,尽可能避免一些意外发生;二是可以增强“驿站”内老人们的幸福感,让身处其中的老人老有所乐;三是可以提高“养老驿站”的可信度与影响力,有利于“养老驿站”的复制和推广。可以想见,老年人舒心、安全的“养老驿站”势必会赢得各地各界的广泛认可,而对于推广这一载体和做法,无疑会起到积极推动作用。

设好“养老驿站”的安全防线,要将老人的安全问题放在建设的突出位置。这是驿站运行的基础,而基础不牢,则会影响到养老服务的质量和进展。对此,政府及相关部门应将“养老驿站”的安全放在突出位置,将各类安全设施配齐配全,整合相关部门、机构的力量,将各类风险隐患消灭在萌芽状态。

设好“养老驿站”的安全防线,还要有系统全面的制度体系。必须围绕“养老驿站”建设,根据老年人的不同情况和实际需求,设立最严格的规章制度,明确责任,抓好细节落实,让“养老驿站”的安全有人管、有人问。尤其是,相关制度中要明确追责问责的具体办法,以最明确的责任倒逼,使“养老驿站”安全防线时刻起作用。

商品期货遭遇黑色星期一



经济数据不理想,期货市场也跟踪。黑色商品跌得猛,多头阵营很受伤。避险可做套保盘,投机总有冒险郎。大涨大跌均难测,仓位控制或为王。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

化解国企债券风险意义重大

谭浩俊

近期,国资委组织对106家中央企业发行的各类债券进行全面摸底,对即将到期的债券逐笔进行风险排查。据统计,截至2016年3月末,共有82家中央企业发行债券余额4.05万亿元,其中,中期票据占37.4%,超短期融资券占20%,企业债占14.2%,公司债占12.2%,短期融资券占5.7%。

虽然经过前些年大力改革,国企在数量上已经没有优势可言,但是在规模和地位上,仍然是其他所有制企业无法相比的。特别是垄断行业,仍然国企一统天下,国企控制着产品的生产、经营和销售,控制着资源分配,甚至控制着执法、监管等应当由政府行使的权力,如烟草行业。

随着经济改革的不断深入,市场化

步伐的不断加快,国企适应市场的能力也在逐步减弱,隐藏在国企身上的体制问题、固有矛盾,也在市场的逐步开放中不断暴露。债券违约,就是比较突出的一个方面。2014年以来,有1家中央企业(中钢集团)及3户中央企业所属子企业(兵器装备集团所属天威集团、国机集团所属中国二重、中煤集团所属山西华显)先后发生债券违约,涉及债券金额84亿元。而在近期举行的央企风险排查中,中国铁物及2户中央企业所属子企业也存在债务风险问题。其中,中国铁物已由国资委将其交由资产管理平台公司(诚通集团)实施托管,并通过资产出售等方式筹措资金,避免再度发生央企债券违约风险。

就已经发生债券违约的几家央企来看,其对市场的影响已经相当大,对

投资者心理的冲击也相当严重。如果不采取切实有效的措施,防止国企继续出现严重的债券违约,其可能带来的影响和危害,决不仅仅是几笔债权的损失,也不只是几家央企的问题,而极有可能对国企这个群体产生伤害,甚至影响到政府的形象。如何化解国企的债券违约风险,就显得十分重要而紧迫。尤其是央企,更不应该发生严重的债券违约风险。必须采取强有力的措施,对国企债务特别是债券违约的风险情况进行一次全面调查,在此基础上提出化解风险的办法与措施。

首先,全面摸底。要对国企的整个债务情况进行全面摸底,摸清底数,才能提出可行的解决办法与措施。

其次,分类管理。在弄清家底的情况下,根据行业和市场情况,对债务的安全性特别是债券的安全性进行分类,

在此基础上,提出有针对性的解决办法与措施。

再者,风险化解。对已经存在风险爆发危险,企业又无力化解的债务,通过重组或划转等方式,解决可能出现的风险。如将中国铁物交由中国诚通托管,就是可以选择的一种方式。如果能够通过引进战略投资者,实施全面改革,也是可以选择的方式。只是需要国资委出面,给予战略投资者一定的政策和资金支持。

最后,规范行为。出现目前这样的现象,与过往企业的不规范行为是密切相关的。在调查摸底过程中,应该弄清情况,分清责任,对确实是因为自身原因造成巨大损失的,追究责任;如果只是工作失误,则重点以教育和纪律追究为主。

总之,对国企出现的债券违约问题,必须看到其可能带来的影响和危害,采取有效措施,化解风险。

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;发邮箱至pp118@126.com。