

**【锐眼看市】**

**随着债务规模的扩张,美日两国的财政定会倍感压力,为此需要通过经济增长尤其是通过财政紧缩安排进行分流与化解,但结果又必然对商业活动与市场投资以及消费需求形成抑制,而这种结果显然不是执政者所愿意看到的。相反,通过增发国债比紧缩财政在操作上显得更为简单方便,收入的获取也更加容易。**

## 美日国债规模扩张难有穷期

张锐

一个是发达经济体中公共杠杆率最大的国家,一个是全球范围内政府负债率最高的经济体,如此醒目符号背后投射出的是美日两国国债规模的野蛮扩张镜像。在二季度已经融资6570亿美元的基础上,三季度和四季度美国将分别融资10070亿美元和8520亿美元,依照增量发行规模,今年年底美债超过34万亿美元,已经没有任何悬念。无独有偶,日本政府在刚刚过去的8月份一口气发行了12期国债,发行总量超过40万亿日元,完成2023年财年超190万亿日元的国债发行计划已毋庸置疑。自1985年从债权国变为债务国后,美国就再也没有回头转身并在国债扩张之路上越走越远。太久的不说,10年前美国国债规模为17万亿美元,如今扩至32.6万亿美元,净增94%,年均发债1.57万亿美元;同时,10年前美国国债占GDP比重尚未突破100%,而如今则超过120%;不仅如此,市场预计,到2030年,美国国债规模将超过50万亿美元。与美国相比,日本的国债扩张节奏也不遑多让。10年前,日本国债总额仅708万亿日元,而至2022年末增至1271万亿日元,相应的,债务占GDP从同期的195%上升到261%,年均提高6.6个百分点,且日本的债务率已连续多年高居世界主要经济体的首位。另据日本财务省预测,债务总额在2023年度末可能突破1441万亿日元。

发行国债几乎是全球所有国家的通例,只是没有任何一个国家能像美国那样不经过任何推销将自己的国债销往全球,甚至作为核心资产被许多国家重仓配置。不仅如此,美

债还被标上了级别很高的安全符号,广泛地受到其他各类市场主体的欢迎,以致不少投资者认为美债不会发生违约风险,连诺贝尔得主保罗·克鲁格曼日前也断定,美国未来10到20年都不会出现债务危机。

应该承认,任何一种债券的畅销首先取决于借款人的财务实力,即是否具有如期还本付息的能力,且无违约记录,否则融资与出资的买卖逻辑不可延续下去。数据显示,过去10年中,美国联邦政府在最小财政收入年度的进账也达到了2.5万亿美元,即便以2023年财年这一最高利息支付额度为参照,财政收入也足以支付四年的国债利息,这也就是说,过去10年的每个财年,美国政府的财政收入都可以支付至少四年以上的国债利息,故而支撑了美国国债没有发生违约,同时也让市场持有美债多了一份安全感,而接下来只要经济能够像过去10年那样达到年均增长2.4%的水平,美国政府财政收入仍然可以覆盖偿债利息,债务持续性便可保持。

当然,按照美国预算办公室的测算,目前的国债利息支出已经占到整个财政收入的9%,未来偿债利息对财政收入的剩余索取份额还会不断提高,但必须明确,稳定的财政收入对于国债发行而言仅起到背书作用,美国政府其实也不可能让全部债务利息交由财政收入所承担,甚至做到真的用财政收入来支付利息,而是只会利用增发国债获得的收入来替代财政收入的付息功能,由此就触及到了债务扩张的真实基础——美元信用,简言之,是美元信用支撑与维系了美债的扩张,而之所以能够构成这一逻辑关联,与美联储创造美元信用的方式直接相关。

有别于传统财政理论的“量入为出”,美联储所遵循的是现代货币理论(MMT),该理论的核心是,基础货币创造的主体乃政府和央行的综合体,通过政府发行国债、央行进行购买完成基础货币的创造。具体而言,美联储参照国债数量创造增量货币,国债到期后财政部再将货币还给美联储,互动性闭环确保了不会因为美元过分外溢而导致货币贬值,因此可以说,美联储创造信用并收回美元的过程其实就是维护美元信用的行为,与此相对应的是,虽美元在流动过程中不时出现阶段性贬值,但历史总趋势却在不断上行。

正是美元信用得到较好的维护并且至今非常稳定,美元国债的信用及其价值仍得到市场的认可与拥趸。数据显示,目前美联储持有国债占比为40%,境外央行合计持有占比约25%,两项合计占比高达65%,虽然出于对冲本币贬值风险的目的,一些国家的中央银行会在二级市场抛售美债,但也只是一种短期性与策略性行为,而且抛售过度也势必加大本币升值压力,并反过来抑制本国出口,同时削弱外汇储备基础并伤害本国平衡国际收支能力与对外融资信用,也正是如此,全球央行对美债的配置一直处于增持与缓慢上升状态,美债信用也由此被进一步打穿,美国国债作为全球范围内主要的避险资产地位也得以不断加固。

相比于美联储通过“财政货币化”路径直接从一级市场上大口吃进美国国债,日本央行在二级市场无限采购日本公债的行为尺度可谓有过之而无不及。数据显示,至2022年年末,日本央行持有日本国债总量升至582万亿日元的创纪录新高,成

为日本国债的最大买家,占比也从10年前的11%提高至53.3%。不仅如此,日本央行还不断地进行“扭转操作”,即减少短期国债持有规模而增加长期国债持有量,从而给市场注入信心。另外,即便是美欧央行纷纷“缩表”,日本央行也不跟进,至目前依旧持续展开“扩表”操作,其持有的国债规模有可能再上一个台阶。

私人部门对国债的强大购买力构成了日本国债扩张的基础。日本长期维持低利率甚至负利率,国内储蓄率一直维持在30%以上。受股市向上和储蓄增加的提振,目前日本的家庭金融资产高达2040万亿日元的历史新高,其中储蓄存款占比为54.2%,再加上保险、养老金和标准化保障的占比,家庭金融资产中有高达80.4%的资产可以直接或间接地转换成日本国债。也正是如此,日本债务与居民收入之比高达200%,而日本的家庭金融资产占比高达65%,虽然出于对冲本币贬值风险的目的,一些国家的中央银行会在二级市场抛售美债,但也只是一种短期性与策略性行为,而且抛售过度也势必加大本币升值压力,并反过来抑制本国出口,同时削弱外汇储备基础并伤害本国平衡国际收支能力与对外融资信用,也正是如此,全球央行对美债的配置一直处于增持与缓慢上升状态,美债信用也由此被进一步打穿,美国国债作为全球范围内主要的避险资产地位也得以不断加固。

庞大的海外资产构成了日本国家债务的又一个十分强大的后盾力量。过往“失去的三十年”中,在政府战略规划与政策驱动下,日本企业与居民不断地加大海外投资的力度,由此打造出了另一个“海外日本”。数据显示,减去负债,目前日本的境外净资产余额近420万亿日元,占国内GDP比重的70%,日本已连续32年成为“世界最大的对外净资产国”。值得强调的是,日本所持境外资产结构中多为容易变现的权益性资产,如日本是美国政府债券的最大外国持有者,持

有的全球股票市值相当于美国、荷兰、新加坡和英国股票总市值的1%~2%等。庞大的海外资产阵容为日本带来了巨大收益,稳定了国内投资者的信心,同时,只要日本国内资本市场需要,这些海外资产军团就会打道回国扮演接盘主力,不仅将日本国债交易市场烘托得更为活跃,更封堵了日本国债下跌的空间。

综上,一个拥有较为稳定的信用尤其是货币信用支撑,一个占据着非常强大的国内购买力市场,美国与日本在主权债务运作方面所具备的得天独厚条件为全球其他国家所无法创造与效仿,也正是依靠着自身的稀缺资源优势,在任何一个投融资场景中,美日的国债产品在市场上总是表现为供不应求,日美国债流拍成为了一个从未发生的传奇,而值得注意的是,最新一次的美债拍卖虽有惠誉评级下调的扰动,但参与举牌的境内外买家却呈井喷之势,其中外国买家占比竟创出了有史以来的最高纪录。

随着债务规模的扩张,美日两国的财政定会倍感压力,为此需要通过经济增长,尤其是通过财政紧缩安排,比如压缩公共支出以及增加税收等进行分流与化解,但结果又必然对商业活动与市场投资以及消费需求形成抑制,而这种结果显然不是执政者所愿意看到的。相反,通过增发国债比紧缩财政在操作上显得更为简单方便,收入的获取也更加容易,虽然扩大了财政赤字,但如果同时改善了百姓福利甚至拉动了经济,进而拉拢选民,稳住选票,这种短期有利的“好事”,政客们何乐而不为?如此看来,美日国债规模扩张依然在路上。

(作者系中国市场经济学会理事、经济学教授)

**【锦心绣口】**

**有了更为完善的基金治理架构,基金管理人受到投资者等方面有效监督,可以化压力为动力。**

## 浮动费率基金产品大有希望

熊锦翔

8月26日证监会官网显示,一批与基金规模挂钩、与基金业绩挂钩、与投资者持有时间挂钩的浮动费率产品已经获批。笔者认为,与基金业绩挂钩的浮动费率产品大有希望。

所谓与基金投资业绩挂钩产品,是按基金业绩表现档收取管理费,收益表现不达约定水平时,管理费率水平向下浮动;收益表现超越约定基准时,管理费水平向上浮动。

基金投资者不赚钱、基金公司赚钱,这是饱受投资者诟病的一个现象。显然,将基金管理费与基金业绩挂钩,基金公司、与基金双方的利益就将达成一致,本次获批的基金中就有8只该类型基金,这类产品创新相对于其它产品创新,或有更大的成功希望,值得重点发展。为更好推动这

类产品创新,笔者提出以下建议:

一是基金管理人要锤炼投研内功。管理费率与基金业绩挂钩,这也对基金管理人的投资管理水平提出了更高要求。没有金刚钻,不揽瓷器活,如果基金管理人的投资管理水平较低,即便管理人主观上有争取更好业绩的意愿,到时基金业绩不行,不仅可能让基金出现较大损失,管理费可能也收不了几个。投研能力是基金公司的核心竞争力,人才是决定这个竞争力的核心资源,基金管理人要加强投研力量建设,全力提高投资水平,这也是让浮动费率公募基金大放光彩的根本保障。

二是进一步强化基金公司、与基金利益的一致性。按规定,基金高管等应当将不少于当年绩效薪酬的20%购买本公司管理的公募基金,基金经理应当将不少于当年绩效薪酬

的30%购买本公司管理的基金并应当优先购买本人管理的基金。将基金管理费率与基金业绩挂钩,与此同时建立基金跟投制度,跟投力度越大,基金盈亏对基金高管、基金经理的利益影响也就越大,可以有效提升基金公司、基金经理搞好基金投资的主动性。

三是基金不赚钱不收管理费。既然将基金管理费与基金业绩挂钩,就应明确基金管理收费的底线,这个底线应该是不赚钱不收管理费。投资人出于信任,把钱交到了公募基金管理人手上,两者存在托付、信义关系,管理人对投资者负有信义义务。信义义务是一种源于法律上的道德义务,即使没有明确的合同条款,当事人仍有义务在交易等关系中以诚实、善意和公平的方式行事。在一般民事活动中,没有为委托人赚到钱,

受托人也不收委托人的钱,这应是大伙认为比较公平的;若基金不赚钱、基金公司抽取管理费,这明显违背公平原则。

四是完善基金治理架构。《基金法》规定基金份额持有人大会可以设立日常机构,日常机构由基金份额持有人大会选举产生的人员组成,行使包括“监督基金管理人的投资运作、基金托管人的托管活动”等与管理人利益密切相关的职权,但笔者似未发现哪个基金设立了此类日常机构,法律的规定在现实中似乎没有出现过探索案例。

简单对比一下,基金份额持有人日常机构相当于公司的董事会,不设立日常机构,相当于公司没有董事会,只有基金高管、基金经理在一线投资经营,这样就容易缺乏有效监督制约。

对于管理费率与基金业绩挂钩

的基金,笔者认为不妨探索设立基金份额持有人日常机构。为更好发挥日常机构的监督职能,如果基金高管、基金经理等跟投,在基金份额持有人大会选举日常机构成员时,基金高管、基金经理等不得作为候选人,但若持有份额在一定比例之上,跟投人可以单独或者联合提名独立第三方作为候选人。

有了更为完善的基金治理架构,基金管理人受到投资者等方面有效监督,可以化压力为动力,基金投资管理运作行为就更为规范,利益输送等不当行为将被有效抑制,在新股发行询价等方面也可能不会过高报价,这不仅有利于基金投资者利益,也有利于基金公司、基金经理利益,对推动整个证券市场的健康发展无疑也具有重要意义。

(作者系资本市场资深人士)

**【磊哥说书】**

**管仲重商强调让民众对生产有积极性,民富则道德水平也相应得到提升,国家借助市场化操作,能够掌握粮食、市场等重要资源,就可以将其用于国家治理并立于不败之地。**

## 传统市场经济之变

郑磊

中国市场经济的历史演变问题一直颇受关注。著名经济史学者龙登高教授新著《市场中国两千年》从市场经济在中国的传统与基因角度,尝试对中华传统究竟有没有契约精神与产权意识,帝国政权与商品市场如何在博弈中走向成熟,传统市场整合对全国统一大市场建设的启示等方面进行了深入系统的探讨,得出结论:市场经济才是中国经济的正道。这是一本中国古代理学发展史,内容涵盖了从春秋战国到明清的中国市场发展过程,对于当下理解中国面对的机遇和挑战,有重要的参考价值。

中国是东方农业文明发展较早、较快的国家,早在西周就开始形成以家庭为单位的小农经济模式,之后经历了春秋、战国的城邦社会形态,并出现了郡县制萌芽。在秦始皇统一全国之后,正式进入了帝国皇朝时期。这一政体在晚清解体,中国由此进入了工业时代。

对于一个地域辽阔、跨多个气候带,各地地形环境不同的农业国家,最有代表性的治理思想分别以《商君书》与《管子》为代表。前者主张重农抑商,以完成向外扩张和内部整合,事实上,经过商鞅变法,秦国很快成为列国霸主,最终实现一统六合的宏伟使命,而这套理论因此而胜出。以管仲为代表的思想则主张重商立国,国家通过设立市场、减轻关税、提供优质公共服务和鼓励贸易等政策达到掌握市场渠道,实现商贸立国和强国富国战略。重农抑商的主要依据是农民头脑比商人单纯,更利于治理,而商人头脑复杂、道德水平低。对商人的这种负面看法,中外思想家都有相似论述。管仲重商强调的是让民众对生产有积极性,民富则道德水平也相应得到提升,国家借助市场化操作,能够掌握粮食、市场等重要资源,就可以将其用于国家治理并立于不败之地。

管仲的国家治理思想也在其担任齐相时,进行了成功的实践,他的

整套做法被称作“轻重术”,帮助齐桓公,使齐国成为春秋第一霸主。《管子》和《商君书》都被后世列入法家著作,结局大相径庭。管仲生活的年代远早于商鞅,而且齐国和秦国分别在东边山东半岛和西边的渭河流域,这些差异可能是两种理论得到不同对待的重要原因。徐达斯等文化学者考证华夏文明中的底层是东夷文化,属于海洋文明,具有深厚的商业基因和传统,当时的齐国属于这个文化带。而秦国位于夏文化带,来自西亚、中亚和欧亚大草原,属于游牧文化。从这个更高层面上,夷夏两种文化在斗争融合中形成了中国特有的农耕文明。

《市场中国两千年》从市场形态、商人阶层和商人资本这三个维度,按照时间对中国传统市场的发展进行了细致的断面剖析。读者可以清晰看到,无论是商品市场,还是土地、劳动力等要素市场,中国与同时期的西

人是春秋时期兴起。西周后期的城里有专门交易场所,即“市”,而且存在市场管理机构,有专人负责行政、治安和税收。战国秦汉时期的市场是封闭管理的,有开闭市时间。唐宋时期,商场和居民区的界限逐渐消失,突破政府管理的夜市和城外集市也大量涌现。小商人起初具有和一般老百姓不一样的“市籍”,社会地位较低,而且税负很重。商品种类和数量不多,主要是自给之余的农副产品。大宗商品市场的情况不同,多属于特权阶层的人,通过盐、铁、茶等大宗商品交易获利甚丰。统治者借助这些新兴的富商大贾的经济实力为巩固其统治服务。

按照作者的分类,春秋晚期开始,传统市场进入繁荣期,是我国市场发展的第一个高峰,一个主要特点是职业商人阶层,尤其是富商阶层成为新兴的社会力量。桑弘羊在汉武帝大力支持下,先后推行了算缗、告缗、盐铁官营、均输、平准、币制改革、酒榷等经济政策,这些措施

大幅增加了政府的财政收入,为汉武帝继续推行文治武功事业奠定了雄厚的物质基础。

桑弘羊的改革可能算得上是中国历史上第一次大规模国有化运动,其影响一直持续了几百年,波及两晋、南北朝,直到隋唐才有所消解。两宋时期,传统市场达到了新高峰。这一时期最大的变化是商税成为土地税收之外的重要财政来源,商业在经济领域的重要作用得到社会认可,政府吸收商人参与专卖,共同瓜分超额利润。但是,北宋的财政危机引发了王安石变法。王安石与桑弘羊的出发点也是增加财政收入,市易法是变法期间设立的国营商业机构,此外还有不少官立市场,直接收购、销售各类商品。王安石无法在皇朝体制下实现财政转型,他积极探索从工商业活动中增加财政收入的试验失败了,却是晚清洋务运动之后国家向重商主义转型的先声,孕育了现代商业经济的萌芽。

(作者系深圳经济学者)