

欧债危机迎来缓和契机

汪涛 胡志鹏

12月9日(本周五)举行的欧盟峰会将再次成为全球瞩目的焦点。这是继7月底、10月底两次峰会之后,欧洲领导人试图扭转欧债危机不断恶化趋势的又一次努力。7月和10月的峰会事后均被市场证明“来得太晚、做得太少”。相比之下,此次峰会的议题直接深入欧债危机的核心——财政一体化。因此,峰会能否达成某种程度的新“财政条约”备受瞩目。更重要的是,峰会成果或许将决定欧洲央行是否会转变姿态、同意以更大的力度稳定市场。这是近几个月来,欧债危机第一次迎来缓和的契机。在此憧憬下,未来一周全球股票、其他风险资产以及欧元汇率的表现都将在很大程度上取决于预期与现实间的拉锯战。

欧洲又到“戡败在此一举”的关头。此次峰会有望达成某种程度的新“财政条约”推进欧元区的财政一体化,即以法律的、可操作的方式约束各国财政预算纪律,加强各国经济政策方面的一致性。财政主权是极其敏感的议题,将一个主权国家的税收、开支和借贷的权力上交对任何一个民主政体而言都是非常重大的转变,其中蕴含的不确定性和风险可想而知。而且,德法双方

就财政一体化的程度方面仍存在分歧:德国希望完全将财政主权上交给一个统一的欧元区财政预算监管机构,而法国的方案并不建议走这么远。但不管怎样,在欧债危机日益加剧的背景下,我们预计某种程度的共识和框架性协议还是值得期待的。

此次欧盟峰会之所以重要,是因为财政一体化方面可能的进展有望促使欧洲央行迄今为止的强硬立场发生转变,从而提振市场信心。欧洲央行行长德拉吉近日在欧洲议会上呼吁欧元区各国政府尽快敲定新的“财政条约”,称“这是恢复欧元区信用的最重要举措”。他接着补充道:“其他措施可能会接着出台,但是我们要注重出台的顺序。”这暗示了新“财政条约”是欧洲央行立场转变的前提(交换)条件,即:一旦欧元区各国政府就加强财政纪律、推进财政一体化达成协议,欧洲央行可能愿意以更大规模来干预和稳定市场,不再任由市场信心恶化。

欧洲央行一直以来保持强硬姿态,其背后的逻辑可能有两方面:

一是维护央行“稳定物价”的信誉。德拉吉上任以来就一直抵制要求欧洲央行扩大二级市场购买量以稳定各国国债收益率的呼声,指出“央行稳定物价的信誉丢掉容易拾起来难”。但是,

在目前欧元区正陷入衰退、通胀预计或将迅速下滑(尽管眼下仍处于高位)的情况下,防通胀显得不合时宜,“稳定物价”应反过来理解为抵御通缩。因此扩大证券市场计划(SMP, Securities Markets Programme)规模,甚至减少对对冲操作将其转变为实质性量化宽松以挽救经济增长的必要性目前正在上升。

二是规避“道德风险”。欧洲央行之所以不愿意扩大对意大利、西班牙国债的购买规模,一个关键原因是为了规避“道德风险”,避免给意大利和西班牙传递错误信号,让这些政府误认为自己做得已足够多,可以不用进一步推进财政紧缩和其他改革措施。

但是,在目前环境下,真正能救欧元区的仍然只有欧洲央行。所以问题并不是欧洲央行最后会不会出手,而是何时、何种情况下才会出手。我们认为可能的情况无非两种: (1) 局势继续恶化到非救不可的程度; (2) 如果欧元区各国政府真的采取了令人信服的措施努力推进改革,那么欧洲央行规避“道德风险”的必要性就会下降,其态度有望软化,并愿意扩大对意大利和西班牙等国的支持,帮助稳定欧元区国债市场。

因此,我们认为欧洲央行不会一直强硬,其立场会随着形势的变化而转变。在这种背景下,未来一周的两个事件就成为欧洲央行立场是否会转变的关键:

一是意大利层面。本周一意大利总理蒙蒂公布了财政紧缩方案,欧洲央行很可能扩大对意大利国债的购买力度以作为奖励。二是整个欧元区层面。在市场信心极度脆弱的情况下,任何推进财

政一体化的方案(不管程度如何)都值得鼓励。因此,我们预计欧洲央行可能不会对峰会结果设太高的门槛,愿意就峰会达成的协议做出相应让步,扩大整个SMP规模以稳定欧元区市场。

欧洲央行更强大的市场干预虽不能根治危机,但至少可以稳定局面。欧债危机的根源在于缺乏统一的财政,更在于缺乏经济增长动力,而这些都并非欧洲央行出手就能迎刃而解的。但不管怎样,要化解任何金融危机,稳定市场永远是第一步。因为市场信心减弱会使基本面进一步恶化、使危机陷入恶性循环。如果欧洲央行愿意扩大二级市场干预力度,我们认为这或许将能够扭转此前危机不断升级恶化的趋势,稳定住局面。

不过,在各方分歧仍然存在的情况下,峰会过程本身可能也将充满艰辛和曲折,能否达成实质性协议还存在较大的不确定性。而在目前市场预期普遍较高的背景下,峰会无果而终无疑将会给市场情绪带来沉重打击。此外,正如德国总理默克尔近期强调的,欧债危机不是一朝一夕所能解决的,欧盟峰会本身也不应被视为欧债危机的救命草或转折点。7月和10月峰会后的结果告诉我们,不能排除债务危机在经历了峰会过后的短暂消停之后继续恶化的可能性。我们认为,对欧元区而言,随着明年上半年经济进一步衰退、政府和银行业的大量融资需求涌现,真正的考验恐怕还在后面。

(作者为瑞银证券经济学家)

大锅饭式疗养模式当休矣

毕晓哲

在北戴河,中央国家机关疗养院超过了100家,大多只在夏季营业。一位疗养院院长表示,全年的收入靠夏季,但均摊到全年,疗养院还是亏损。几乎所有的中央国家机关疗养院每年都要从上级单位获取一定补助,少则上百万,多则数千万,一年需要数亿元。

各部委在北戴河设立疗养院是从1953年开始的,其管理模式是“吃大锅饭”,突出特点就是无论工资、福利还是培训、休养,全部由国家包干。这种经营思路在那个年代不会引起不良效应,因为在计划经济体制的模式之下,公众面对的都是一大二公的政策模式,无论亏损反正有上级部门(国家财政)承担,由上级部委“全包”亏损或每年补助大量资金就有时代必然性。

但是,改革开放已经30多年了,市场经济模式也逐步确立,以吃大锅饭的方式来继续让部委为疗养院“买单”就显得极不合适了。各类疗养院既然本质上已经市场化,就应存在一个运营效益好差之分,也应有一个淘汰的说法,但多年以来一些经营不善的机关疗养院却鲜闻有“死掉的”,这本身就不正常。虽然公众不否认那些有贡献的干部有休养、疗养的福利和权利,但由上级“指定”式的疗养和完全由“本部门下属疗养机构”承担的疗养模式,这本身依然

是“计划式思维”。除不利于市场的正常发育之外,也会因为这种“计划性”和“大锅饭”模式造成公共资源的巨大浪费。

北戴河由各部门“划地而占”的公办疗养模式必须改革。

首先,公共资源和公共财政不能仅供本部委或下属单位职工享受,尤其是年年通过种种方式转移支付给疗养院的巨额资金,实际上就是对公共财政资源的变相浪费。已经市场化的今天,公众和公共资源没有任何理由再为相关人员全程买单。其次,从节约社会成本和财政资金的考虑,各部委也完全有必要甩掉疗养院这个包袱。即使是在中央国家机关疗养院中经营得较好的一家,如属于国家水利部、已经进行公司化运作的北戴河新华假日酒店,在5月之前、10月之后的淡季,酒店要净亏400多万。与其如此巨额亏损,何必不着手甩包袱改革?其三,在确保相关人员的疗养福利之下,也完全可以通过市场化模式解决。在当地存在大量的村镇自主经营的疗养休闲场所、宾馆饭店等,让政府官员的疗养行为交由市场来完成应是最终的改革思路。

总之,大锅饭式疗养院已经与时下的经济社会发展格格不入,也日益被公众所诟病,与其被公众被动式“唤醒”着改,倒不如相关部委机关主动改革。

一位经理人的来去缘何引发股价剧烈波动

向南

上周五晚上,市场突然传出隆平高科明星经理人刘石辞去董事和总裁职务的消息,在随后两个交易日内,隆平高科股价放量大幅下跌,市值损失14.5亿元。一位经理人的离去,缘何引起市场如此大的反应?这其中,有对明星经理人作用的高估,也有对公司治理的怀疑。

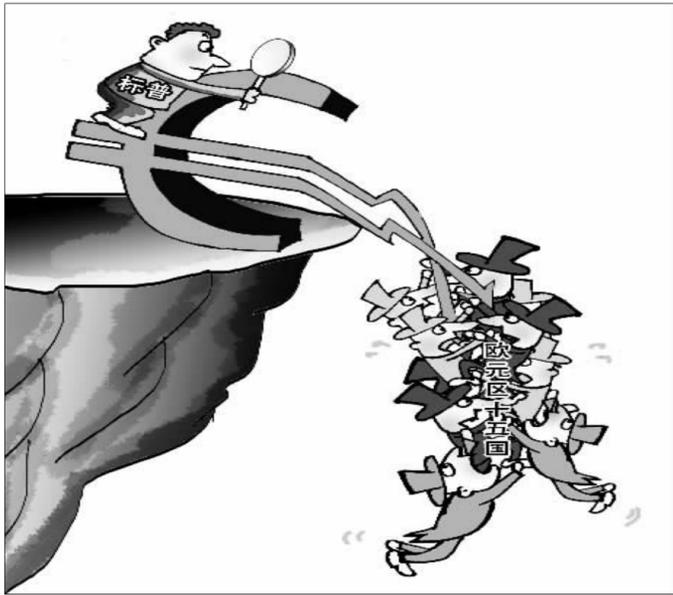
从成交情况看,不少投资者不再看好隆平高科阶段性走势。回想刘石去年4月28日加盟隆平高科前后,股市曾报以热情期待。不仅消息公布时股价大幅上涨,6月份之后还走出了翻倍行情。从加盟时的上涨欢迎,到走时的跌停相送,这其中自然有市场环境的原因,但市场对刘石个人作用的反应是一个重要因素,因为他带领先锋中国连年实现净利润翻番的经营业绩,让业内对他寄予很高期望。

跟踪隆平高科的分析师,都会津津乐道提到刘石,倾听刘石对公司未来的描绘,分析隆平高科,很大程度上就是分析刘石的思路。刘石的确提供了一整

套新思路,他计划打造“产品+服务”的价值营销模式,提供售前、售中和售后全程技术服务支持,使农民得到更多增值服务,争取实现种业公司、经销商和农民的三赢。加上过往的成功经验,让分析师相信隆平高科会在刘石的带领下走上坦途大道。

也正因为如此,在隆平高科于刘石辞职后召开的并不怎么重要的临时股东大会上,出现了40多家投资机构的代表。一个提供新思路的掌舵人离去,坐在船上的人,当然怀疑船是否会改变方向,走得平稳。或许正是对未来不确定性让投资者抛售股票,造成隆平高科股价大跌。

这其实高估了刘石的个人作用,刘石到来,肯定提升了隆平高科治理能力,他离去时,隆平高科的治理能力也没有损伤。隆平高科一直有自己的航道。或许那种认为刘石能将通过成功照搬到隆平高科的想法,一开始就是错的。刘石的炫目成就离不开特定条件。不论是在孟山都中国还是先锋中国,刘石都是元老,他虽然没有股权,却和创业者无异,他一手打造团队,按照自己



欧债危机如火燎,评级前景不美妙。莫怨标普警钟鸣,就怪欧洲内部吵。救急决策需果断,灭火设备要可靠。欧盟峰会将开幕,寄望携手求灵药。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

的想法调配资源。而在隆平高科,刘石却没有这样的环境,他是空降兵,按照通俗的说法,他没有自己的嫡系部队,在讲师师承派的国内企业,他可能面临临阵难达的难题。有新思路,还要有执行新思路的能力,刘石多次提到“执行力”,认为是贯彻营销思路的关键一环,为此他喜欢培训,以让思路普及。

此外,刘石之前所在公司都专注于一种业务,而隆平高科业务众多,不但有水稻、玉米、蔬菜,还有科研院所,仅仅水稻就有上百个品种。刘石从玉米行业得来的经验未必合适,调配掌握各个业务部门对他而言也是难题。他削减品种,集中力量提高毛利率的做法,即使有高层撑腰,获得各个业务部门支持也是一道难题。在这种情况下,如果他熟悉的玉米业务没有进展,他在隆平高科的价值和说服力,都会大打折扣。

同刘石打交道,亲身体会到他不同于国内许多高管的做派。他乐于同媒体打交道,愿意开诚布公分享想法,愿意让公众了解自己和公司,这种略显外向的做法,在一向喜欢封闭的国内企业中,

是否会被容纳,也值得怀疑。拥有特殊能力的人,也有自己独特脾性。还在先锋中国时,刘石在博客中谈道,他在公司内外特立独行惯了,因此并不是高层所欣赏的类型,如果凭业绩早应成为飞黄腾达、遥控布局之人。这样一个自认为难被外资企业接受的人,是否兼容于一家人国内企业?

在中国,成功的职业经理人大多是从内部提拔,一开始就跟创业一代关系密切,彼此如根知底,而空降经理人成功的例子寥寥无几。值得一提的是,酒鬼酒的明星经理人徐可强今年8月中旬辞职,也是加盟公司一年多时间,公司对外宣布的辞职原因是“个人身体原因”。外界则认为他在公司中遇到无法逾越的难题。他12月份加入西凤酒,或者是为了证明自己依然宝刀不老。

刘石在接受媒体采访时自称使命已经完成,体现个人价值的空间已经不大。如果可以带领一家公司跻身世界巨头行列,这种体现个人价值的机会,又有几个人会放弃?他必定是觉得很难做到这点才做出如此决定。从这方面看,刘石辞职是人们反思外聘经理人与雇主企业之间如何和谐共处问题的契机。

经济时评 | Hot Topic |

货币松动刀刃跳舞 长期繁荣改革为先

决策者需要准确预判,并精准选择货币政策的时机、力度和工具,这几乎是不可能完成的任务,由此造成的货币政策失误很可能会引发更大的金融风险 and 更严重的市场扭曲。现代经济中,货币政策已经沦为频繁操作的常规调控手段,但颇具讽刺的是,货币刺激政策在长期是无效的。

回顾十余年来的货币调控,可以看出货币政策总是滞后和过度,在多重政策目标约束下日益捉襟见肘和被动应付,未来也难以相信会有精准预测调奇迹的发生。实际上,真正要下大力气的应该是加快结构调整和深化改革,并减轻货币麻醉剂的用量。

刘峰

在当前复杂严峻的经济形势下,人民银行迅速采取了货币放松措施。10月以来,继温家宝总理和王岐山副总理分别表示担忧经济严重放缓和需要调整宏观紧缩政策之后,国内连续两月起预期放松了商业银行贷款规模,并加大对小微企业贷款支持,还迅速调降准备金率0.5个百分点。一系列动作都明确指向了货币放松意图,并暗示国际和国内实体经济前景已相当悲观。本次调降准备金率超出市场预期,可视为启动了应对中期经济发展的货币扩张周期。由于利率政策受到国际低利率环境和国内负实际利率的双重挤压,货币宽松预计主要依赖数量手段持续展开。

当前,财政手段难以应对复杂严峻的宏观形势。其原因在于:一是2008年肇始的财政刺激的后遗症尚未充分释放风险,二是土地财政遇冷和以减税为导向的财政改革可能会明显降低未来的财政收入,三是欧债危机强烈警示政府部门务必严格财政纪律。

因此,在财政手段受制的前提下,本就缺乏独立性的货币政策只能承载更多的宏观政策目标:既要承接之前紧缩的调控路线,又要重振经济增长并落实日益紧迫的“十二五”规划;不仅要大力支持国内经济发展方式转型,又要谨慎应对海外债务危机造成的全面冲击;而且,还要协调好多重甚至相互矛盾的宏观目标关系。这是充满巨大不确定性的艰辛任务,货币政策如同行走于晃动的刀刃之上。

首先,通胀虽现下行趋势但不排除可能卷土重来,货币扩张须瞻前顾后。当前国内和国际都出现了有利于降低通胀的有利环境。国内方面,消费者价格指数(CPI)和生产者价格指数(PPI)自7月触顶回落并加速下行至10月份的5.5%和5%,11月和12月更是有望降至4%附近。国内农产品和国际大宗商品等已现下行趋势,成本推动的通胀压力明显降低。在基数效应作用下,未来半年很可能保持较低通胀水平。但是,相当多的潜在因素有可能挑动通胀水平重新上行。例如,酝酿已久的能源、资源价格体制改革,资源税改革,“十二五”产业规划加快实施刺激国内需求大幅增加,发达国家持续强化货币宽松力度等。

其次,实体经济下滑程度深浅难料且有反复可能,货币宽松虽属必要但力度较难把握。近期,国内经济冷却程度超出市场预期,汇丰银行11月中国制造业采购经理人指数(PMI)大幅下挫至47.7,中国官方发布的11月中国非制造业PMI也显著降至49.7。但是,未来较多有利条件也将能强力缓冲经济

下滑。例如,明后年国内产业规划密集实施并带动巨额投资,保障房建设加紧推动或能重振房地产行业,美国11月失业率超预期降至8.6%预示的复苏前景或可持续,这些因素都有可能显著提振经济增长,并为货币放松带来较大的通胀风险。

再次,为避免冲抵前期的紧缩调控成果,货币宽松政策或陷入进退维谷。一是房地产调控骑虎难下。近期房地产价格量价齐跌显示调控取得初步成果,若继续强化调控将加大经济硬着陆风险,楼市崩盘也会殃及银行体系。但停止调控和信贷放松将有助于购房者 and 开发商重新获得资金支撑楼市泡沫,使前期调控半途而废。二是弱化银行风险管控。作为货币放松的重要手段,信贷扩张会降低银行刚努力达到的稳健经营指标,而且对小微企业的贷款支持无疑将助长不良贷款。三是促使地方债务风险继续膨胀。银行信贷和地方政府债券在帮助推进“十二五”产业规划落地和经济发展发展的同时,地方融资平台的债务风险将越滚越大。

最后,货币政策需平衡国际和国内金融环境,但海外金融和经济环境剧烈动荡将扰乱国内货币决策依据。当前,贸易顺差和外汇占款呈现趋势性减少,欧债危机继续恶化迫使热钱逐渐流出,明年国际收支状况和人民币汇率走势可能显著逆转。但是,一旦有小概率的极端事件发生,国际金融市场可能产生巨变,要求国内货币政策必须预留足够应对空间。例如,欧债市场崩盘或欧债危机较快化解,美国经济确认持续复苏或者再次深度衰退,中东局势恶化引发较大规模军事冲突等。

货币政策执行需要持续和单向以稳定市场预期,其效果的显现又相当滞后,这显然更加大了货币政策的难度。决策者需要准确预判,并精准选择货币政策的时机、力度和工具,这几乎是不可能完成的任务。由此造成的货币政策失误很可能会引发更大的金融风险 and 更严重的市场扭曲。

现代经济中,货币政策已经沦为频繁操作的常规调控手段,但是颇具讽刺的是货币刺激政策在长期是无效的。货币政策承载过多宏观目标背后,反映出的是经济结构调整和经济体制改革的迟缓,深层次矛盾被积压到危机爆发时刻,并最后寄希望于货币疗法来包治百病。回顾十余年来的货币调控,可以看出货币政策总是滞后和过度,在多重政策目标约束下日益捉襟见肘和被动应付。未来也难以相信会有恰当进行预测调奇的奇迹发生。

实际上,“功夫在诗外”。国内真正要下大力气的应该是加快实体经济结构调整和深化经济体制改革,并减轻货币麻醉剂的用量,让央行逐渐独立出来轻装上阵,不再为堆积的难题负重踽踽。

(作者单位:中国信达资产管理公司金融风险研究中心)

联系我们

本版文章如无特别声明,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;发电邮至 pp118@126.com。