

金融创新“宜早不宜晚”

□中国银行间市场交易商协会
杨农

国家统计局数据显示,2012年第一季度我国GDP季度增幅为8.1%,连续五个季度回落,也是2009年第二季度以来再次降至8%左右的区间,消费、投资和进出口的拉动力仍未显著改善,经济运行稳中趋缓的特征较为明显。虽然总体而言,我国经济的基本面是好的,经济发展的潜力很大,但也要正视经济运行潜在的风险和已经显现的局部性矛盾,综合采取各类措施及时化解。其中,居于经济系统核心地位的金融体系责无旁贷,应积极推动自身服务能力建设,为实体经济稳健运行提供更大支撑。当前,我国金融服务能力与实体经济存在差距,要尽快消除各类制约因素,创造金融服务能力提高的良好环境,纠正对金融创新的偏颇认识,为资源配置提供更多工具和手段。

金融创新“宜早不宜晚”

次贷危机过后,一种观点认为金融创新是危机爆发的最终根源,进而庆幸我国因金融创新步伐慢而“逃过一劫”、“置身事外”。在这种论调下,金融创新尤其是金融衍生品创新被一定程度地妖魔化,我国本已进展缓慢的金融创新步伐进一步受到掣肘。

一方面,在次贷危机中我国并未全身而退,毫发无损。在经济金融一体化背景下,我国并未如发达经济体般大规模发展金融衍生品,甚至可以说,我国衍生品市场发展严重不足。但这并不意味着我国凭借“衍生品发展不足”这一所谓“优势”,就逃过了危机。现实的情况是,在次贷危机中,我国经济增速、外贸出口、社会就业等

都遭遇了困难,并直接促使了扩张性政策的出台,这一政策在提振经济的同时,不得不承受价格持续上行压力、个别行业泡沫和地方政府债务高企,这都是危机带给我们的负面影响。

另一方面,不应忽视金融产品的工具属性和风险中性这一本质特征。对于危机爆发,金融衍生品已承担了过多的非议。但究其根源,危机的发生与金融监管体系不完善、金融监管与金融创新未实现有效协调密切相关。正是这一因素造成了部分脱离经济发展需要的“创新”,造成了“创新”脱离“市场导向”,脱离了实体经济,进入“虚拟的自我循环”。从本质上来看,这是作为工具的金融产品被不恰当、不合理应用的结果,危机的始作俑者在于滥用工具的各类主体,而不在工具本身。正因如此,在危机过后,发达经济体和国际金融机构更多规范参与主体的行为,而非限制工具本身,各类衍生品的存续规模也早已超过了危机前的水平,创出历史新高。根据国际清算银行(BIS)的数据,截至2011年6月份,全球场外市场金融衍生品存续规模达到707.57万亿美元,这一水平已高于次贷危机爆发前期672.56亿美元的最高值。

对我国而言,创新必将是未来金融发展的一般趋势。考察现阶段的国际金融格局,可以看到金融市场发展的一般标准早已形成,也即所谓“游戏规则”早已确定。在经济发展历程中,落后经济体可利用“后发国家优势”迎头赶上。但在金融领域,在“游戏规则”既定且规则制定权被“先行国家”所主导的格局下,越晚推动创新、越晚参与到“游戏”中来的经济体,较先行国家的差距越明显,参与规则制定的可能性和话语权越

弱,相应付出的代价越高。就我国而言,近年来虽然也在积极参与全球性经济和金融治理,谋求全球金融标准的制定权,但起步晚的现实使得我们每一步前进都要付出数倍的艰辛和努力。因此,就我国而言,推动金融创新、增加国家话语权、提高金融服务实体经济经济能力宜早不宜晚。

因此,要正视我国金融创新滞后的现实,尽快形成市场共识,有效破除体制障碍,积极推动产品创新、机制创新和制度创新,发展资产证券化、市政债券、高收益债券等满足实体经济需求的基础性金融产品,显著提高金融服务实体经济的能力。在创新过程中要牢牢把握市场导向和服务实体经济需求这一根本,以是否利于提高金融市场有效性、是否利于促进金融服务能力建设、是否利于推动金融与实体经济共生共荣为标准,合理把握创新的界限和力度。

金融业应加强自身能力建设

现阶段来看,为适应实体经济发展的要求、提供经济运行稳中求进的更大支撑,金融体系加强自身能力建设,完善机制、练好内功也非常必要。

第一,利用市场力量引导微观主体行为。金融市场是信息的市场,市场参与者通过各种信息的判断,对产品进行定价、交易。以债券市场而言,发行债券需要披露企业股权结构、经营状况、资金运用等信息。金融市场信息平台要让市场参与者、企业利益相关者,以及其他社会各类主体都了解到企业的经营动向。如果企业盲目追求短期利益,涉足高风险的虚拟经济炒作,投资者可能会“用脚投票”,对企业的不规范行为形成硬性约束,由此促使企

业回归实体经济。因此,金融市场的信息披露机制将可提升政府和社会监督、规范实体经济的效果,避免实体经济向虚拟经济发展。

第二,明确信贷市场和资本市场的差异化定位。对企业而言,合理的融资结构并非一成不变,而是随着企业规模、性质、业务形态和发展目标等因素有所差异,融资场所也体现出一定差异。建立起分层结构后,在现阶段金融资源相对紧张的硬约束下,对信贷市场而言,原先投向大型企业的资金得以挤出,这部分资金将为解决中小企业融资腾挪出空间。从我国的实践情况来看,大型企业的融资偏好越来越偏向资本市场,信贷渠道融资的占比显著下降,而直接债务融资的比重则在快速上升。相应地,大量的信贷资金将被释放到中小企业和民营企业中去。

第三,遵循并有效发挥资本市场的功能配置。在资本市场和信贷市场分层的同时,资本市场内部也要根据各自特征差异发展和定位。对债券市场而言,作为资本市场的主体和最主要的直接融资工具,以机构为主的投资者结构使得债券市场具有庞大的容纳量,直接融资需求应主要通过债券市场解决。股票市场也是直接融资工具的一种,但是股权融资的特征以及众多散户参与的投资者结构决定了股票市场的主要功能绝非资金融通,而是解决风险的分散和分担,改善企业股权结构和公司治理机制。这两个市场特点各异,定位也应不同。因此,债券市场应定位在于满足实体经济合理资金需求,股票市场满足实体经济稳健发展中的风险分散需求,应是一种定位合理、优势互补、服务能力最大限度发挥的结构。

第四,建立适合我国国情的金融监管模式。近年来,在金融深化持续推进、金融创新层出不穷的背景下,采用不同监管模式的世界各经济体秉承了一个共同的理念,即纯粹的机构监管模式和纯粹的功能监管模式都难以担当重任,二者相互结合更能适应当前的金融环境。对我国而言,也应参照其他国家的实践,并结合现阶段经济与金融发展特点,建立适合我国国情的金融监管模式。这种模式既要持续维护市场活力、鼓励金融服务能力提升,又能切实提高监管效率、有效防范系统风险。

达到上述目的,应该具备以下几方面的要点:一是中央银行的监管职责不应缺位。在没有监管职责辅助和配合下,单纯地谈论中央银行执行货币政策、维护金融稳定“空白且无力”,政策效果可能被其他方式冲淡,为保障政策效果的有效性,必须要强化中央银行在金融方面的监管职能。

二是功能监管与机构监管要各有侧重。次贷危机过后,机构监管的弊端已经显现,功能监管成为发达经济体的一般导向,对我国而言,对当前监管模式深层次改革代价太大,机构监管的基础也客观存在,因此较为有效和可行的方式继续实施机构监管,同时提升功能监管的作用,从而形成一个以中央银行主导下的伞形监管架构。

三是以适度监管竞争确保金融运行活力。对我国而言,目前处于市场发展初期,市场化力量不够强,需要监管自上而下推动市场发展的阶段,适度的监管竞争对维持市场活力、激发市场潜能、加快追赶步伐是有利的,而一味地强调统一监管只会让市场失去活力,掣肘我国金融跨越式发展的步伐。

铁矿石需求有增无减 价格或震荡走高

□中商流通生产力促进中心
陈克新

未来10年内,中国铁矿石需求有增无减,进口依赖度继续提升。在铁矿石价格继续上行的压力下,中国应积极参与全球铁矿石定价,逐步成为铁矿石交易中心和定价中心。

需求量有增无减

中国铁矿石需求总量呈现有增无减趋势,主要来自于粗钢产量的持续增加。虽然今后10年之内,中国粗钢产量年度增幅将越过峰值,会有较多回落,但其需求总量却未达到顶峰,依然保持整体增长态势。

据统计,2011年全国粗钢产量为6.83亿吨,比上年增长8.9%。即使今后年均增幅回落到2%,到2020年,中国粗钢产量也会达到8.2亿吨。如果年均增幅回落到3%,其粗钢产量将会接近9亿吨,还有2亿吨的增长空间。中国粗钢产量规模如此巨大,以及继续提升,势必使得铁矿石需求总量有增无减。按照8-9亿吨粗钢产量测算,到2020年,中国铁矿石需求总量将达到或超过15亿吨(按含铁量60%折算),比2011年至少增长20%。

今后10年内中国粗钢及铁矿石需求总量的继续增长,主要来自于以下几个方面力量拉动。一是方兴未艾的“城市化”进程。改革开放以后的中国“城市化”进程,虽然已经进行了20-30年,但比较欧美国家100年历史,只是刚刚进入鼎盛时期,远没有结束。2011年中国城镇化率已经超过50%,城镇人口总量7亿左右,首次超过农村人口,为美国人口总数的两倍,比欧盟27国人口总规模还要高出四分之一。预计今后10年内,随着中国户籍制度改革推进,还会有大量农村人口进城,中国城市化将进入加速发展时期。如此超大规模的城市人口,所引发的超大规模城市住房建设、公用设施建设以及由此而生的粗钢及铁矿石需求规模,也是前所未有的。

二是货币贬值因素。众所周知,以美国为首的西方国家,长时期寅吃卯粮,欠下了太多的债务,譬如目前美国债务余额已经达到15万亿美元,相当于其经济总量。如此之多债务,仅靠增收节支,偿还“真金白银”是不可能的。为此,以货币贬值方式缩水债务含金量,将为美国等西方国家非常规模的主要途径。由国际市场铁矿石以美元为计价单位,美元的持续贬值,自然会推高铁矿石价格。

三是资源保护因素。一些迹象表明,出于矿产资源保护的要求,大幅提高矿石等资源产品税额已经成为全球趋势。继澳大利亚通过《矿产资源租赁税2011》法律草案后,巴西的帕拉州宣布自2012年4月起也将增收矿产税。之前的印度、越南也提高了铁矿石税,印尼也有意跟进。在世界各国提高资源税负的同时,我国亦进行资源税费改革,主要内容是增加从价定率计征,今后还有可能征收环保税。结果势必增加相关企业税负,一定程度上推高铁矿石等资源产品价格。

四是巨大潜力的环境建设。大规模的农村人口向城市迁徙,将产生巨量区域客流与物流,势必要求道路交通建设相配套。美国家人均铁路拥有量高出我们10倍以上,中国还有很大发展空间。按照铁道部先前规划,到2020年中国铁路网将达12万公里,并将全面进入高铁时代,各大城市将建成8小时交通圈。交通部也表示,国家批准的8.6万公里的国家高速公路网,目前已完成5.87万公里,还有将近40%的路段没有建成。因此,中国高速公路建设仍处在大建设和发展时期,至少还需10年左右的集中建设时期。高速铁路与高速公路的继续大规模建设,所需要的钢铁量无疑也是巨大的。

五是高难度垄断因素。目前世界三大巨头铁矿石产量占据世界成品矿产量的40%左右,占据世界铁矿石贸易量(10亿吨)的70%。预计世界矿业巨头会继续推进扩张战略,在全球范围内兼并重组,夺取铁矿石权益。因此,今后世界铁矿石垄断程度只会提高而难以下降。受其影响,世界矿业巨头随时可以控制全球市场价格供应,维护较高的销售价位。

中国是世界最大的铁矿石消费国,中国因素对于国际市场铁矿石价格具有重大影响,甚至是决定性影响。很可惜,一段时期以来,因为其他条件的缺失,中国铁矿石价格话语权很小,甚至一度丧失。

近年来这种情况开始有所扭转。重要迹象便是各类铁矿石交易市场开始在中国大陆涌现。比如2012年初成立的中国铁矿石现货交易平台开始模拟运行,并吸引三大矿山加入。预计随着改革开放深化,更多铁矿石交易市场,尤其是期货市场的建立,将使得价格信息在中国集中涌现,并被加工整理。受其影响,今后10年内,中国势必成为全球铁矿石交易中心与定价中心,凸现中国需求因素的价格影响力,真正参与价格话语权。



全球货币宽松有望延续

□工商银行总行 马素红 郭可为

2011年下半年以来,在欧债危机持续演化、全球经济复苏下行风险明显加大的背景下,全球主要经济体纷纷推行新一轮宽松货币政策。这是继美联储QE1、QE2之后,最值得关注的新一轮货币宽松政策。从最新的趋势看,全球经济有所企稳,但复苏基础仍然脆弱,道路依然曲折,全球主要经济体有望延续货币宽松政策。

美国可能推出“冲销”版QE

美国经济复苏步伐加快,美联储下一步可能推出“冲销”版QE。美联储第二轮量化宽松政策QE2于2011年6月末结束后,美联储在继续维持0-0.25%的超低利率的同时,又推出了变相的量化宽松,即“卖短买长”模式的“扭转操作”(Operation Twist),主要考虑是美国经济复苏的基础仍然脆弱,特别是作为经济复苏进程中两大软肋的就业和房地产未有明显改善。相对于潜在的QE3,“扭转操作”的优势主要有三方面。

从美联储可以使用的货币政策工具看,QE3因其扩张美联储资产负债表而进一步推升通胀预期,引起的副作用较大,因此不太可能作为美联储的首选。除QE3的方式外,美联储尚有两种手段可以尝试,一是可以延长“扭转操作”,此举的问题在于美联储目前可卖的短期国债为数不多。二是考虑已经向市场透声的“冲

销式量化宽松政策”,即通过购买中长期国债以及住房抵押贷款证券化产品(MBS)来压低长期利率,同时以低利率借入这笔钱使之冻结,防止其流入经济活动中,从而规避了潜在的通胀风险。“冲销”操作在压低长期利率的同时,可能会推高短期利率,但整体而言利大于弊,因此“冲销”操作在下一阶段应该是美联储最理想的货币工具。

从政策走向看,美联储将在超低利率延长至2014年末的同时,是否以及何时推出新的量化宽松政策已成为市场关注焦点。我们认为,尽管美国近期经济复苏动能有所增强,但失业率仍远高于危机前水平,房地产市场依然处于低谷,美国1月份贸易逆差连续第三个月扩大也给经济前景蒙上阴影,这表明美国经济复苏的道路仍然曲折,因此美联储在“扭转操作”结束后很可能继续使用量化宽松工具。

从美联储可以使用的货币政策工具看,QE3因其扩张美联储资产负债表而进一步推升通胀预期,引起的副作用较大,因此不太可能作为美联储的首选。除QE3的方式外,美联储尚有两种手段可以尝试,一是可以延长“扭转操作”,此举的问题在于美联储目前可卖的短期国债为数不多。二是考虑已经向市场透声的“冲

销式量化宽松政策”,即通过购买中长期国债以及住房抵押贷款证券化产品(MBS)来压低长期利率,同时以低利率借入这笔钱使之冻结,防止其流入经济活动中,从而规避了潜在的通胀风险。“冲销”操作在压低长期利率的同时,可能会推高短期利率,但整体而言利大于弊,因此“冲销”操作在下一阶段应该是美联储最理想的货币工具。

从下一步政策走向看,欧洲央行可能需要一段时间“观望”效果再决定是否扩大宽松政策的力度,短期内“再宽松”的可能性不大。首先,希腊还债协议的达成使欧债危机的形势得到了缓和,银行体系面临的短期流动性风险明显降低;其次,连续15个月高于2%的通货膨胀率,使欧洲央行继续放松货币政策的空间大大受限。在债务危机和银行业流动性不足出现急剧恶化的情况下,欧洲央行未来货币政策或将由过度宽松向正常化水平回归。

新兴经济体或降息降准

新兴经济体年内忧外患,降息降准概率增加。2011年下半年以来,新兴经济体陆续采取了货币宽松政策,其中巴西央行下调了四次共225个基点的基准利率;俄罗斯下调了25个基点的基准利率;印度和中国则分别下调1.25%和1个百分点的存款准备金率。

在国内结构性问题未解与外部不确定性风险加大的复杂背景下,一些新兴经济体的货币政策决策难度将大于以往。我们预计,新兴经济体货币政策在保持对通胀的关注度的同时,将更倾向于应对和降低经济增长“硬着陆”的风险。国际经济形势的变化以及国际资金流动方向也是新兴经济体制定货币政策时所重点考虑的因素。预计新兴经济体有望继续采取降低利率或存款准备金率的手段来避免经济增速过快下滑。

新兴经济体年内忧外患,降息降准概率增加。2011年下半年以来,新兴经济体陆续采取了货币宽松政策,其中巴西央行下调了四次共225个基点的基准利率;俄罗斯下调了25个基点的基准利率;印度和中国则分别下调1.25%和1个百分点的存款准备金率。在国内结构性问题未解与外部不确定性风险加大的复杂背景下,一些新兴经济体的货币政策决策难度将大于以往。我们预计,新兴经济体货币政策在保持对通胀的关注度的同时,将更倾向于应对和降低经济增长“硬着陆”的风险。国际经济形势的变化以及国际资金流动方向也是新兴经济体制定货币政策时所重点考虑的因素。预计新兴经济体有望继续采取降低利率或存款准备金率的手段来避免经济增速过快下滑。

季度实际GDP同比增长6.1%,创下三年来最低。巴西2011年经济增长率从2010年的7.5%放慢到2.7%。主要原因是因为全球经济增长乏力导致新兴经济体外需不足,而内需疲软对经济增长缺乏支撑。第二,新兴经济体通胀压力有所释放。俄罗斯、巴西和印度CPI涨幅分别由2011年12月的6.1%、6.5%和6.5%下降至1月份的4.2%、6.2%和5.3%。第三,针对经济增长明显放缓与通胀压力有所减轻的状况,自2011年第三季度以来,新兴经济体陆续采取了货币宽松政策,其中巴西央行下调了四次共225个基点的基准利率;俄罗斯下调了25个基点的基准利率;印度和中国则分别下调1.25%和1个百分点的存款准备金率。

在国内结构性问题未解与外部不确定性风险加大的复杂背景下,一些新兴经济体的货币政策决策难度将大于以往。我们预计,新兴经济体货币政策在保持对通胀的关注度的同时,将更倾向于应对和降低经济增长“硬着陆”的风险。国际经济形势的变化以及国际资金流动方向也是新兴经济体制定货币政策时所重点考虑的因素。预计新兴经济体有望继续采取降低利率或存款准备金率的手段来避免经济增速过快下滑。

在国内结构性问题未解与外部不确定性风险加大的复杂背景下,一些新兴经济体的货币政策决策难度将大于以往。我们预计,新兴经济体货币政策在保持对通胀的关注度的同时,将更倾向于应对和降低经济增长“硬着陆”的风险。国际经济形势的变化以及国际资金流动方向也是新兴经济体制定货币政策时所重点考虑的因素。预计新兴经济体有望继续采取降低利率或存款准备金率的手段来避免经济增速过快下滑。

其实经济危机根源,归根到底还是分配机制导致的贫富悬殊。单纯依靠货币政策来拉动经济,已经不可能再发挥作用。唯一的结果,就是进一步抬高通胀预期。若要真正解决问题,欧美国家只有彻底放弃低息借贷,寅吃卯粮的消费模式,回归勤俭持家,积谷防饥,才能彻底解决并避免金融危机。

欧债危机有可能愈演愈烈

能延后发放贷款。

与此同时,有将近80%的债权人同意希腊政府的换债协议,也就是把旧债券换成新的希腊政府债券。而新债券的面值只有原债券面值的53.5%。正是这些巨大的牺牲,使希腊政府得以削减1000亿欧元的债务。

尽管希腊将获得1300亿欧元的第二轮救助,债务减记方案的达成也暂且缓解了市场对希腊出现无序违约的担忧,但是对整个欧债危机而言,其根本问题还未解决。

继希腊之后,西班牙从未如此进入接近债务违约之列。据西班牙央行的最新统计数据显示,今年上半年,西班牙银行业放贷

的周边国家。欧债危机有愈演愈烈的可能。

此外,据德国官方统计,2011年德国债务为2000亿欧元,似乎微不足道。但事实上,因为支付养老金、重病患者等主要开支尚未计算在内,德国实际债务超过5000亿欧元,其债务总额占德国国内生产总值的185%,而非原来的83%。这些新情况使得全球经济动荡添加新变数。

这些数据凸现欧元区依然挣扎在危机边缘的现状,欧元区私营部门的能动性加速收缩,甚至连核心国家德国和法国都到了危机的边缘,无法以足够的增长速度弥补持续衰退

的周边国家。欧债危机有愈演愈烈的可能。

此外,据德国官方统计,2011年德国债务为2000亿欧元,似乎微不足道。但事实上,因为支付养老金、重病患者等主要开支尚未计算在内,德国实际债务超过5000亿欧元,其债务总额占德国国内生产总值的185%,而非原来的83%。这些新情况使得全球经济动荡添加新变数。

这些数据凸现欧元区依然挣扎在危机边缘的现状,欧元区私营部门的能动性加速收缩,甚至连核心国家德国和法国都到了危机的边缘,无法以足够的增长速度弥补持续衰退