

化解欧债危机仍需量化宽松

□国家行政学院决策咨询部 陈炳才

本月17日举行的希腊第二轮大选,将再次考验欧元区。至此,欧债危机已持续30多个月。这在欧债危机历史上是罕见的。危机持续之久,既检验了欧洲金融市场和欧洲领导人的承受力和耐力,也检验了欧元的承受能力。无论希腊大选和未来西班牙等国债务危机如何发展,欧洲依然可以承受市场的波动和汇率的跌宕起伏。尽管当前主流意见并不赞成采取量化宽松货币政策,但若形势所迫,欧洲央行或许会出台各种变相量化宽松政策。

欧债危机解铃还需德国

悲观看法认为,希腊将退出欧元区乃至退出欧盟,且将导致欧元和欧元区的金融危机。一些观点认为,希腊将退出欧元区的原因不仅在于政治选举的不确定,更在于民众反对紧缩。希腊累积债务占GDP的比重目前持续上

升,到2016年将超过160%。而欧盟和国际组织目前要求希腊在2020年底前将累计的赤字降低到GDP的120%内,这对希腊来说非常困难。虽然希腊经济占欧元区的比重只有2%,但假如希腊退出欧元区,紧跟着退出的有可能是西班牙、葡萄牙、荷兰等高债务国。一旦有两个国家退出欧元区,欧元必然瓦解、崩溃;即使只有一个国家退出,如果欧洲央行不作为最后贷款人,欧元和欧元区也有可能瓦解。

乐观看法认为,救助欧洲债务危机的措施很多。例如,各国民政府可以继续发行债券,由欧洲央行担保偿还;欧洲央行购买各国民政府债券,或者欧洲央行发行行政公债;各国民政府出具抵押担保物,由欧洲央行发行债券。

实际上,上述所有措施,只要德国同意,欧债危机就可得以化解。问题在于德国坚持自己的原则,要求危机国家紧缩财政,紧缩各种社会保障开支,因而使得救助方案久拖不决。德国司法规定,欧洲央行不得救助破产国家,欧元区制度禁止相互支持和相互担保,各国之间的关系应类似于各

利率贷款,规模超过了欧元区GDP的10%。如果欧洲央行继续提供长期低息贷款,并降低基准利率,欧债问题就可以解决。或者由欧盟向商业银行注资,2014年注资大约2万亿美元就可解决债务问题。

国际货币基金组织救助也可以解决欧债问题。有观点认为,国际货币基金组织可发动金砖国家等出资3000亿美元,调动1万亿美元资金救助欧元区,这一建议有望在墨西哥G20峰会之前达成。也有人认为,可以建立欧洲区域货币基金组织,或者推动欧元区的财政联盟,继续扩大欧洲稳定基金。

实际上,上述所有措施,只要德国同意,欧债危机就可得以化解。问题在于德国坚持自己的原则,要求危机国家紧缩财政,紧缩各种社会保障开支,因而使得救助方案久拖不决。德国司法规定,欧洲央行不得救助破产国家,欧元区制度禁止相互支持和相互担保,各国之间的关系应类似于各

省财政关系。因此,在此前几轮救助方案通过后,德国研究机构和专家表示,德国和欧盟援助希腊的做法违反法律规定,不赞成资金援助。在以后的援助中,德国坚持预算约束纪律,不断敲打危机国家,使市场缺乏信心和信任。

讨价还价的宽松政策

正是德国的保留态度,令欧债危机不可能采取美国式的救助措施——量化宽松政策,一步到位地让金融市场从此安心投机,未来的12-24个月,欧洲可能依然采取过去的解决方式,适当做些妥协和退让,即德国同意发行少量有抵押的公债,或者向部分银行注资,但这也是逐步和逐笔的,并会附加一定约束条件。

事实上,希腊退出欧元区的最大影响不是欧元的大幅度贬值,而是欧洲金融市场资产价格下跌,政府债券利率高企,银行不愿意放贷。欧洲商业银行的危机,将导致美国银行业的危机。因此,一旦希

腊退出欧元区,欧债危机导致的金融市场动荡将超过2008年9月的金融危机,并引发美元资产价格和汇率危机,迫使欧洲发行欧元债券,或实行量化宽松货币政策。

退一步来讲,即使希腊大选结果并不意味着退出欧元区,但选举后新政府的政策未必让市场乐观。希腊原则上很可能接受财政约束条款,但要求宽松时间、增加援助金额。届时,德国不能不同意希腊的附加条件,国际货币基金组织也可能伸出援助之手。解决欧债危机的实质是否采取量化宽松货币政策,尽管当前主流意见并不赞成,但若形势所迫,欧洲央行或许会出台各种变相的量化宽松政策。

长期持续的欧债危机最终将导致金融市场持续低迷,缺乏人气,投机减少,企业将致力于出口增加和实体经济的发展。但这也意味着虚拟经济繁荣终结,需要回归实体经济和技术革命,实体经济产业和技术在危机过后将会获得新生。

发展熊猫债券

□信达证券 高冠江 李建朋

熊猫债券是指外国政府、境外金融机构、工商企业或国际组织在我国境内发行的以人民币计值的债券。我国熊猫债券起步较早,但发展比较迟缓,随着经济快速发展和对外开放程度的日益提高,推动熊猫债券市场发展既有必要性,又有可行性。笔者建议,降低熊猫债券发行门槛,简化审批流程,以市场化机制为主导,鼓励市场自由竞争,增强对境外发行者的吸引力,激发国内证券公司的参与和创新热情,提速熊猫债券发展并引领市场创新开放。

发展熊猫债券必要性日益提高

早在2005年2月,人民银行、财政部、发改委和证监会联合发布《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》,为熊猫债券的发行提供了法律规范;2005年10月,熊猫债券首次发行,至今已近7年。然而,严格意义上的熊猫债券仅发行4只,发行总额仅为40亿元。

导致熊猫债券发展迟缓主要有三个原因:一是我国资本项目还不能完全自由兑换,长期以来外汇管制较为严格,导致以债券形式为媒介的资金无法自由流动;二是我国外汇衍生品市场难以满足外国发行者的需要,他们往往需要外汇掉期工具将所募集的人民币资金转换为其他币种,或者利率互换工具将固定利率负债转为浮动利率负债;三是目前熊猫债券发行主体限制过严,且发行审批流程复杂,发行周期较长,发行成本较高。

随着国内市场的创新与开放,发展熊猫债券的必要性日益提高。首先,发展熊猫债券是顺利推进人民币国际化进程的重要组成部分。人民币国际化的一个重要方面是债券市场的国际化。拥有发达并且开放的债券市场,是一国货币从贸易结算货币向投资货币转型的最重要前提。债券市场国际化包括债券筹资国际化和

债券投资国际化,国外机构在境内发行本币债券是债券筹资国际化的重要组成部分。从资金流向上看,债券市场国际化包括“走出去”和“请进来”,发展香港人民币债券市场属于“走出去”,这一步已经初见成效,而熊猫债券作为“请进来”方面的重要一步,其发展还远远落后。

第二,发展熊猫债券可以推进国内债券市场的创新发展。发展熊猫债券能提高债券市场的流动性和应付经济周期的弹性。同时,发展熊猫债券,有利于借鉴国际债券市场的制度规范、运作方式、信用评级和担保、支付清算、监管体系等基础设施建设的经验;有利于改进债券发行人结构,增加发行方之间的竞争,推动境内企业完善公司治理和规范运作;有利于完善债券市场品种结构,构建合理的收益率曲线。

第三,发展熊猫债券有利于缓解外汇储备持续增长和人民币升值的压力。从国际经验来看,一般在国内流动性过于充裕、本币面临较大升值压力时,才会考虑发展外国债券。例如,1970年日本推出武士债券,1995年韩国推出阿里郎债券。相比而言,我国面临更为巨大的外汇储备持续增长和人民币升值压力。2011年末我国外汇储备达到3.18万亿美元,外汇规模世界排名第一,2005年以来,人民币累计升值已达30%。目前我国已经允许熊猫债券募集的资金换成外汇转移至境外使用,外国金融机构通过发行“熊猫债券”取得人民币资金并换成外币,可以缓解我国外汇储备持续增长和人民币升值压力。

最后,内地债券市场扩容迅速,创新和开放加快,为熊猫债券的发展提供了市场广度和深度。目前,我国债券市场总市值已经突破20万亿元,信用债券市场份额大幅上升,2011年达到35%以上;债券市场流动性大为提高,从债券市场成交金额来看,2011年全年成交金额183万亿元,是2005年的7.4倍。

助力资本市场创新开放

从“宽进严出”转向“双向均衡管理”。人民银行、发改委等四部门曾在2010年对《管理办法》进行了修改,取消了熊猫债券所募集资金不得换成外汇转移至境外的限制。未来资本项目还将加速开放,逐步实现人民币资本项目可兑换”的目标已经写入“十二五”发展规划。

其次,香港离岸人民币债券市场的长足发展,为熊猫债券培育了潜在客户。作为内地金融市场的“试验田”,香港离岸人民币债券市场发展迅猛,境外企业成为香港离岸人民币债券市场的制度规范、运作方式、信用评级和担保、支付清算、监管体系等基础设施建设的经验;有利于改进债券发行人结构,增加发行方之间的竞争,推动境内企业完善公司治理和规范运作;有利于完善债券市场品种结构,构建合理的收益率曲线。

第三,发展熊猫债券有利于缓解外汇储备持续增长和人民币升值的压力。从国际经验来看,一般在国内流动性过于充裕、本币面临较大升值压力时,才会考虑发展外国债券。例如,1970年日本推出武士债券,1995年韩国推出阿里郎债券。相比而言,我国面临更为巨大的外汇储备持续增长和人民币升值压力。2011年末我国外汇储备达到3.18万亿美元,外汇规模世界排名第一,2005年以来,人民币累计升值已达30%。目前我国已经允许熊猫债券募集的资金换成外汇转移至境外使用,外国金融机构通过发行“熊猫债券”取得人民币资金并换成外币,可以缓解我国外汇储备持续增长和人民币升值压力。

最后,内地债券市场扩容迅速,创新和开放加快,为熊猫债券的发展提供了市场广度和深度。目前,我国债券市场总市值已经突破20万亿元,信用债券市场份额大幅上升,2011年达到35%以上;债券市场流动性大为提高,从债券市场成交金额来看,2011年全年成交金额183万亿元,是2005年的7.4倍。

多方完善熊猫债券政策

第一,适时取消对熊猫债券发行主体的限定,代之以对发行额度的控制。在发行主体多元化方面,香港人民币债券市场提供了很好的示范。2010年《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》发布之后,香港人民币债券的发行主体快速扩展到全世界几乎所有机构和企业。目前,我国对熊猫债券发行主体的限制已经开始松动,除国际开发机构(IDO)外,开始允许外资法人银行在内地发行人民币债券。

在控制开放进程上,合格境外机构投资者(简称QFII)提供了很好的借鉴。我国对QFII主体范围的认定比较宽泛,主要实行的是额度管理,2002年开始QFII试点时总额度仅为40亿美元,经过2005年、2007年和2012年3次额度扩容,目前总投资额度达到800亿美元。从我国QFII的制度实践来看,放松主体范围控制,实行投资额度管理,一方面提高了我国资本市场的国际化水平;另一方面维护了境内资本市场的稳定发展和渐进开放。

为加快我国熊猫债券市场的发展,建议对所有符合条件的各类境外企业开放内地债券市场,实现发行主体的多元化,同时对发行额度实行上限控制,使之与我国资本市场对外开放的总进程相匹配,整体达到趋利避害的效果。

第二,逐步减少行政审批,促进市场创新,增加对境外发行者的吸引力。熊猫债券的发行主体主要是主权机构和跨国企业,这些机构对发行成本比较敏感,往往在全球资本市场选择最优融资安排以控制融资成本。应该逐步减少对熊猫债券的行政审批,促进市场创新,有效降低发行融资成本,增加对境外发行者的吸引力。

此外,逐步减少对熊猫债券的行政审批。一是逐步减少熊猫债券的监管部门,实现熊猫债券的统一监管;二是按照市场化方向进一步创新债券管理体制,初期实行发行核准制,最终过渡到发行注册制;三是在减少不必要行政审批的同时,强化信息披露、信用评级等市场化约束机制,坚持市场化原则,充分发挥市场机制的作用。

熊猫债券发展要与促进市场创新相结合。一方面,通过金融创新,增加市场的广度和深度,提高市场流动性,增强我国资本市场的国际竞争力和吸引力,尤其要推进外汇衍生品市场的发展,满足境外发行者自由选择持有币种的需要;另一方面,熊猫债券的发展能引入更多的具有先进经验的国际发行

者,促进我国债券市场发行制度和交易制度的完善和创新。

第三,在发行承销方面,坚持以国内证券公司为主导,并鼓励行业内自由竞争。熊猫债券的承销商应该是国内证券公司。根据惯例,外国债券通常由债券发行地所在国的证券公司承销,《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》也明确规定:承销商应为在中国境内设立的具备债券承销资格的金融机构”,已经发行的国际金融公司和亚洲开发银行熊猫债券,都是由国内证券公司进行承销的。

熊猫债券的承销商限定为国内证券公司,还有利于在市场开放的过程中培育和保护本土机构,避免国际金融机构主导国内市场的局面出现,维护我国经济和金融安全。目前,我国证券公司的实力相对较弱,要发挥自身的优势,避免与欧美证券公司直接竞争,在“走出去”方面,香港证券市场可以作为国内证券公司的桥头堡;在“引进来”方面,熊猫债券可以作为我国证券公司国际化的重要载体,国内证券公司要利用承销熊猫债券的机会,加强与跨国企业、金融机构和中介机构的合作,提升竞争能力。

建议在扩大熊猫债券发行主体的同时,在发行承销方面,鼓励国内证券公司自由竞争,不在承销资格上增加其他限制,也就是说,只要具有债券承销资格的国内证券公司就可以承销熊猫债券。由于熊猫债券的发行方主要是国际金融机构和跨国企业,这些机构和企业长期活跃于发达债券市场,国内证券公司为它们提供服务的过程也是学习和借鉴先进经验的过程,鼓励行业内自由竞争可以为国内证券公司创造平等的学习和国际化机会。此外,鼓励国内证券公司自由竞争,可以进一步降低熊猫债券的发行成本,激发创新热情,提高熊猫债券市场对国际金融机构和跨国企业的吸引力。(高冠江为信达证券董事长)

华尔街的“脸谱”戏法

□加拿大皇家银行 陈思进

作为社交网络的领军力量,互联网新贵脸谱(Facebook)的上市过程,一直备受外界瞩目。这宗酝酿了两年之久、终于令人千呼万唤的公司首发不久,股价刚升了一点,便掉头向下,虽然机构拼命护盘,还是挡不住价格一路下跌,最低点降至每股25.52美元收盘,与最高价相比跌去三分之一,市值蒸发了300多亿美元。无数散户投资人还盼望脸谱股价能像此前谷歌(google)上市一样一路高歌,然而所有的期望成了竹篮打水一场空。

同样是互联网公司,同样是当时全球最大的IPO,两家公司上市结果却大相径庭。其实,这背后是华尔街运作上市的游戏戏法。

当年谷歌是互联网股票破灭美国最大的互联网上市公司。2004年4月,谷歌公司雇佣了摩根士丹利和瑞士信贷作为主承销商。

(摩根士丹利也是Facebook的承销商)。到了5月中旬,谷歌向美国证监会发了一份文件修正案,新增加29家金融机构作为它的分销商,总计融资27亿美元。瑞士信贷预计谷歌上市的交易量将超过平常的三倍,为确保交易系统正常的运行,特别成立了一个专门团队,笔者也参与其中,负责前台交易系统的调试。

而到了当年8月中旬,谷歌突然一改通常的上市操作规则,要以荷兰拍卖法(Modified Dutch Auction)来出售股票,他们显然希望把下赌的舞台留给散户投资者。按照华尔街的上市传统,理应由承销商——华尔街投行来主持这样的“表演”,即定出即将上市股票的合理价格给他们所选择的客户,但谷歌允许感兴趣的投资者竞相投标,按他们愿意出的价格购买股票,价高者得,谁的投标高,谁就是赢家。

而且,这些承销公司还被告知,将不可能收取7%的佣金,

也就是作为谷歌与购买股票大众的中间人费用,通常这笔高额佣金理所当然地被华尔街揣进腰包。如此一来摩根士丹利和瑞士信贷最多只能收取3%的佣金。

其实,华尔街倒不怕低佣金,以前发售引人注目的股票时收取低佣金也是有先例的,他们真正担心的是,假如谷歌的上市方法得以成功,将严重损伤华尔街投资银行的势力和影响力,因此华尔街的担心超过了愤怒。这也难怪,华尔街投资银行有太多条理由不高兴。

华尔街向不听话的谷歌反击了。他们警告公众,说谷歌的股价被高估,非但未来不会增值,还可大幅缩水,唱空谷歌股价,从而做多“绿鞋期权”。

所谓“绿鞋期权”Greenshoe Option,也就是法律上说的超额配股权Over-Allotment Option,是指新上市公司给承销商的一种权利,即在上市后,承销商可以指定价

格买入该股票,然后按市场价格出售。比如谷歌给瑞士信贷绿鞋期权的指定价格是100美元,当市价达到150美元时,瑞士信贷若执行这个期权,每股则可获利50美元。

中国人常说“近水楼台先得月”,这话在美国也适用。瑞士信贷作为谷歌指定的承销商,我们部门每个人可以通过绿鞋期权购买100股谷歌股票。不过,多数人就是因为华尔街唱空谷歌的消息,而失去了一次极好的投资机会,笔者也在其中。

而这次脸谱公司上市,华尔街采用了抬高股价,做空“绿鞋期权”来获利,损失的当然是大众的利益。众所周知,投资者购买股票的真正理由,当然是看好股票发行公司的盈利潜能,不过,很多财经专家都在质疑脸谱公司:未来的利润从何而来?

网络公司最大的收入就是广告,而比较一下谷歌和脸谱就能知道,目前最成功的在线广告公

国际收支状况掣肘新兴市场调控空间

□商务部研究院 梅新育

下,假如国际市场上以美元计价的大宗初级产品价格下跌,其国内以本币计价的投入价格也相应趋向减缓。此时该国央行若选择放宽松货币政策,无需过多担心输入型通货膨胀压力大规模卷土重来。中国就是如此。

存在持续贸易逆差和经常项目收支逆差的新兴经济体此时则不然。虚弱的贸易收支和经常项目收支将给市场参与者创造看空本币汇率的理由,从而抽逃资本,进而形成“资本外逃-本币对美元汇率贬值-资本加剧外逃”的预期。

一般而言,旨在“保增长”而放宽松货币政策,将加大通货膨胀压力,只有在通货膨胀压力较小或正在趋向减轻之时,放宽松货币政策才不至于引发通货膨胀大幅上升的后果。而一国国际收支、资本流动等方面的特征,将在很大程度上通过汇率等机制决定其通货膨胀压力。

由于主要新兴经济体都奉行开放经济,又未曾掌握当前国际经济体系控制权,他们面临的通货膨胀压力普遍带有较为浓郁的外部输入色彩,外部通货膨胀压力主要是通过价格机制和流动性机制(包括贸易型和资本型)输入。

所谓价格机制,是通过进口原料、能源、粮食等大宗初级产品和制成品价格变动而输入;所谓流动性机制的贸易型式,是通过贸易顺差增加本国基础货币投放;所谓流动性机制的资本型式,是通过资本流入增加本国基础货币投放,其中尤以组合投资流入效果最为立竿见影,流动方向逆转的波动性也远远大于实体经济部门的直接投资。

对印度而言,由于其能源75%依靠进口,在油价居高不下且卢比汇率疲软的情况下,输入型通货膨胀压力巨大,即使经济已经明显减缓,高利率对实体经济部门产生的杀伤力,反正国际收支危机迫在眉睫,而实体经济部门危机没那么火烧眉毛。

在经济周期盛衰的不同阶段,国际收支格局不同的新兴经济体,汇率通过上述机制对输入型通货膨胀的影响是不同的。在经济繁荣、外部市场普遍看好新兴经济体之时,即使一国出现长期性贸易收支和经常项目收支逆差,依赖资本项目收支顺差、特别是组合投资流入抵消,进一步强化了印度货币当局维持高利率的动机。近年来印度经历了其独立以来最长加息周期,仅2010-2011财年印度央行就加息13次之多,原因就在于此。而严厉的紧缩货币政策又必然导致实体经济进一步减速,归根结底,组合投资的波动性远远高于实体经济部门的直接投资。

正是基于上述机制,卢比汇率在大量资本流入支撑下走强数年,去年急转直下,卢比兑美元汇率经历了两位数幅度的贬值。今年第一季度,印度股市吸引外资流入与韩国居亚洲各新兴市场之首,截至3月上旬,韩国和印度股市分别吸引外资91亿美元和74亿美元,推动印度孟买敏感指数在上述时段内上涨11%,汇率也回升不少,但很快就再度逆转。到5月末,印度卢比对美元汇率已比3月份贬值10%以上。

因此,在国际经济形势阴晴不定之际,国内外投资者、外贸企业都需要认识到不同新兴市场的不同特征,准确判断其各自经济走向。

金砖国家对世界经济增长贡献率提升

21世纪头十年 新兴经济体平均经济增长率

