

# 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。这在债务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宽政策。

## 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;欧洲央行购买各国政府债券,或者欧洲央行发行政府公债;各国政府出具抵押担保物,由欧洲央行发行债券。

实际上,欧洲央行已向银行继续提供低息长期贷款。2011年,12月和2012年2月欧洲央行向有关国家银行分别提供了4892亿欧元、5295亿欧元的3年期1%的年

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2万亿欧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,并不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也未必让市场乐观。希腊原则上很可能接受财政约束条款,但要求宽限时间、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,需要回归实体经济发展和技术革命,实体经济产业和技术在危机过后将会获得新生。

## 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

2011年下半年以来,新兴市场经济明显降温,“保增长”成为越来越多新兴经济体宏观政策的主题。印度、越南、中国等国相继降息,尤其是巴西自去年罗塞夫政府就任以来,至今已连续7次降低基准利率。然而,由于不同国家“保增长”与“抑通胀”等其他目标之间的矛盾冲突程度相差悬殊,不同新兴市场“保增长”政策选择空间差距甚大,进而导致经济形势分化。

一般而言,旨在“保增长”而放松货币政策、财政政策,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式)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。

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,大规模的资本流入也能保证其国际收支平衡或顺差,其本币对美元汇率也节节升值。

然而,当前新兴经济体宏观经济急转直下、国际市场参与者对新兴经济体看空情绪高涨、市场参与者纷纷逃向美元之时,国际收支格局不同的新兴经济体情发生分化,不同国家在选择“保增长”政策工具时所受掣肘程度也大相径庭。假如一国存在持续的贸易顺差和经常项目收支顺差,其本币汇率即使对美元有所贬值,贬值幅度也较小;假如该国资本流入以波动性较低的实体经济部门直接投资为主,其本币汇率得到的支撑将进一步增强。在这种情况下,即使一国存在持续的贸易顺差和经常项目收支顺差,其本币汇率即使对美元有所贬值,贬值幅度也较小;假如该国资本流入以波动性较低的实体经济部门直接投资为主,其本币汇率得到的支撑将进一步增强。在这种情况下,即使一国存在持续的贸易顺差和经常项目收支顺差,其本币汇率即使对美元有所贬值,贬值幅度也较小;假如该国资本流入以波动性较低的实体经济部门直接投资为主,其本币汇率得到的支撑将进一步增强。

正是在上述机制,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字幅度的贬值。今年第一季度,印度股市吸引外资流入与韩国高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



新华社图片

# 发展熊猫债券 助力资本市场创新开放

□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晚,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日益提高,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。拥有发达且开放的债券市场,是一国货币以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国际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者结构,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,外汇储备规模世界排名第一位,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国货币,可以缓解我国外汇储备持续增长和人民币升值压力。

## 加快熊猫债券发展具有可行性

首先,我国资本项目渐次放开,为熊猫债券发展提供更加广阔的空间。按照国际货币基金组织2011年《汇兑安排与汇兑限制年报》,目前我国不可兑换项目仅有4项,占比10%,外汇管理也已

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《暂行办法》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放开,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重要发行主体。从发行人的类型分布来看,内地企业占比56%,国际发行主体占比44%。这些企业发行人民币债券,主要在我国境内开展业务而筹集人民币资金。这就意味着一旦条件成熟,这些企业也将积极进入内地债券市场发行人民币债券。

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(IDC)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

外机构投资者制度(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超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

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,多数人都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

司,毫无疑问是搜索巨头谷歌。谷歌提供了从商品展示到视频,再到手机游戏等广泛的广告平台。而脸谱唯一拥有的优势,只是用户的个人资料,如工作、教育背景和其他方面的兴趣等。脸谱最大的问题是,只靠单一的平台为客户提供广告服务。根据广告点击率统计数字,谷歌主页搜索面上的广告点击率高于脸谱广告点击率的100多倍。另外,脸谱无法提进中国,失去了互联网用户几乎最多的国家,其成长的空间显然极其有限。

不过,对于华尔街投行来说,这些其实并不重要,所谓“不怕牛市,不怕熊市,就怕猪市”,就是要人为造成非有效市场,人为地或压低价格或抬高价格,形成可以上下的动能,以便做多或做空,从中牟利。虽然这次广大投资散户在脸谱上市中损失了几百亿美元,但摩根士丹利在做空中将数亿美元收入囊中。

## 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、终于令今人千呼万唤的公司首发不久,股价刚升了一会几便掉头向下,虽经机构拼命护盘,还是挡不住价格一路下跌,最低点降至每股25.52美元收盘,与最高价位相比跌去三分之一,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后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,理由由承销商——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,这些承销商公司还被告知,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的被华尔街揣进腰包。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,但未来不会增值,还可能大幅缩水,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