

# 美国刺激经济政策能够成功吗

□复旦大学国际金融系副教授  
陆前进

种种迹象显示,美国次贷危机似乎没有减缓趋势,次贷危机的影响仍然在不断显现,尽管美国政府官方认为美国经济只是增长放缓,但更多的经济学家认为美国已经进入衰退期。

为了应对进一步恶化的经济形势,美国政府和美联储频频出手通过货币政策和财政政策刺激经济。一是降低利率刺激经济。美联储自去年9月19日首次降息以来,在半年左右的时间里,先后6次降息,联邦基准利率由原来的5.25%下降到最近的2.25%,下调幅度达到了57%。同时美联储也多次降低了贴现率,贴现率由原来的5.75%降到最近的2.5%。此外,美联储还授权纽约联邦储备银行为初级交易者创设新的贴现窗口融资工具。二是向市场注资,提供更多的流动性。为缓解金融市场流动性短缺的压力,美联储去年12月建立了贷款拍卖机制,向面临流动性不足的金融机构提供资金。目前已通过6次拍卖活动,共向金融机构提供了1600亿美元资金。3月11日,美联储推出了创新的“定期证券借贷机制”(TSLF),用美国国债置换金融机构手中的高风险房贷抵押证券,再次向金融系统提供2000亿美元资金。美联储3月14日决定通过摩根大通公司向贝尔斯登注资,以缓解其流动性资金短缺的困境,这也是1929年美国济大萧条以来美联储首次向非商业银行提供应急资金。三是减税等刺激经济的财政政策。2008年2月13日,布什签署了一项为期2年、总额达1680亿美元的刺激经济方案。

美国政府希望通过货币政策和财政政策的搭配使用增强消费者和投资者的信心,刺激国内消费和企业投资,进而刺激经济增长,避免经济陷入衰退。美国刺激经济的政策能否成功呢?目前美国的经济数据不太乐观,美国2月份零售额较1月意外缩水0.6%,消费者信心下降,也加深美国陷入景气衰退的担忧。同时,美国劳动力市场持续走衰趋势已延续到3月。3月份密歇根大学/路透社消费者情绪指数由2月份的70.8降至70.5,是16年

来最低水平。美国2月消费者物价指数和核心消费者物价指数年率较1月份上升,估计3月份会继续上升。

由于次贷危机,美国面临经济衰退和通货膨胀的双重风险,并且不断向外部传播。笔者认为美国经济政策存在如下问题:

首先是美国次贷危机的风险没有完全释放,货币政策效果较弱,财政政策的力度有限。在目前的美国经济形势下,次贷危机的损失还没有完全显现,投资者和消费者缺乏的是对经济增长的信心。尽管美联储采取扩张性的货币政策,不断降息和增加市场的流动性,但是消费者和投资者的信心不足,货币政策的效果较弱,增加的流动性拯救了处于困境中的金融机构,却没有拯救消费和投资信心。尽管货币政策的力度较大,但消费者和投资者对经济前景依然担忧,不愿意借钱消费和投资,也就是货币政策的资金并没有进入实际的消费和投资领域。另外,次贷市场问题出现后,美国银行、抵押贷款放贷机构以及其他融资公司纷纷采取避险措施,提高放贷标准,对借款的审核也更加严格,贷款也更加谨慎,因此虽然利率降低,但是老百姓借款的难度并没有降低。因此一方面市场总体上是流动性过剩,另一方面信贷市场是紧缩的,不活跃的,这也是“流动性过剩”突然转变成“流动性短缺”的原因。

目前政府通过减税等刺激经济的财政政策对促进消费和投资是有益的,但是力度不够。由于房价下跌,金融机构持有的大量抵押贷款支持债券和抵押房产的价值下跌,面临流动性风险,如果政府不能够解决这一根本问题,危机会越来越严重。另外,次贷危机对一些中低收入阶层冲击较大,在经济繁荣时,他们很容易借钱消费和买房,当房价下跌时,他们手中的资产贬值,陷入了经济困境,消费信心低迷。如果没有收入和就业的增加,很难刺激消费和拉动美国内需,这就需要政府财政政策的支持。在西方国家,货币政策决策的效率和难度远远低于财政政策,能够用货币政策有效刺激经济,通常是不会采用财政政策的。在美国用纳税人的钱去

转移支付给低收入阶层是很难的,而货币政策决策快,实行起来较容易。实际上,美国政府一直没有直接出资救助房贷户,希望让市场自行解决问题。在当前的形势下,美国应该通过强化财政政策来提升消费者的信心,而不是货币政策。

最近美国的一些投资者呼吁政府应该买入金融机构的抵押贷款支持债券,减轻银行的压力。支持者认为这有利于拯救处于困境中的金融机构,防止次贷危机进一步恶化,能够恢复市场信心,刺激消费和投资。但持不同观点者认为:一是政府买入抵押贷款债券,银行的风险就转到了政府的手里,实际上也就转到纳税人的手里;二是可能导致银行的道德风险,因为最终的损失还是由政府来承担;三是解决了银行问题,并不一定能够刺激消费和投资,美联储多次降息和注入流动性就是一个很好的证明。在美国货币政策很难拯救次贷危机的情况下,不排除美国政府会进一步采取措施,因为财政政策能够直接作用于微观经济主体,对刺激消费和投资效果明显。

其次是美国的货币政策刺激经济的作用有限,反而导致了美元走低、商品和黄金的价格上升。美国刺激经济的政策对消费者和投资者并没有产生正的预期,相反市场意识到问题可能会更加严重,消费者预期进一步恶化。美国刺激经济的政策对股市的影响往往是昙花一现,随后紧接着是股市大跌。美国的经济政策主要是为了稳定人心,但往往适得其反,令消费者和投资者对前景更加担忧。消费者信心指数在美国是一个非常重要的经济数据,次贷危机以来,消费者信心指数一直是下降的,如果消费者信心不振,美联储的注资和降息给市场增加的流动性不能有效转化为消费和投资,而是去追逐大宗商品、消费信心低迷。如果没了收入和就业的增加,很难刺激消费和拉动美国内需,这就需要政府财政政策的支持。在西方国家,货币政策决策的效率和难度远远低于财政政策,能够用货币政策有效刺激经济,通常是不会采用财政政策的。在美国用纳税人的钱去

致全球滞涨。美国采取扩张性的货币政策,利率不断下调,美元走软,欧元走强,欧洲面临很大的出口压力,日元等其他国家的货币也纷纷走强,也影响到这些国家的出口,可能会导致全球性的经济衰退。美联储连续降息,制造出越来越多的廉价的资金,过多的流动性一方面并没有流向消费者和投资者的手里,而是在美元持续走软的情况下,资金流向商品市场和黄金市场投机,导致商品和黄金市场的价格飞涨;另一方面流向一些发展中国家和新兴市场经济国家套利和套汇,导致这些国家的物价上涨和调控难度较大,影响这些国家经济的平稳运行。另外,美国采取扩张性的货币政策导致以美元计价的商品价格上涨,如果欧洲和日本等其他国家也采取相应的扩张性的货币政策刺激经济就会加速全球性的通货膨胀。因此美国刺激经济可能导致全球性金融市场的动荡,拖累全球经济。

因此,在次贷危机的影响不断加剧的情况下,美国刺激经济的政策在短期内并没有改变消费者和投资者的预期,刺激经济的货币政策没有起到多大的效果,经济形势有恶化的趋势。同时美国的次贷危机正在逐步释放风险,美元贬值也导致美国、欧洲等其他国家物价水平上升,可能引发全球性的滞涨。笔者认为美国应该改变政策思路:

一是美国应该更多地通过财政政策提高消费者和投资者的信心。财政政策的资金有利于恢复市场信心,直接提高消费者的收入,尤其在目前消费者信心比较低迷的情况下,财政政策比货币政策有效。尽管美国已经提供了1680亿美元的刺激经济方案,但是美国次贷危机的影响远比想象的严重,财政政策的力度应该加强,包括购买抵押贷款支持债券、减轻房贷者的困难、对低收入者的补贴、解决失业问题等一揽子经济支持计划。货币政策的调控应该注重中长期的效果,也就是说,货币政策调控应该在消费者信心回升的基础上,加大调控的力度,这样有利于经济恢复,美元也不会走软,商品市场和黄金市场的价格也会相对稳定。在美国财政政

策执行起来比较困难,会受到自由经济支持者的强烈反对,这就需要布什政府在“市场修复经济”和“主动出击”作出选择。

二是美国应该停止和市场预期一致的连续的降息,应该维持自己独立信用度,而不是跟着市场预期走。每当金融机构出现问题,美联储必然通过增加流动性和降息来弥补损失和刺激经济,这种货币政策没有增加国内总需求,而且还存在一定的道德风险,往往使得问题更加严重。美国的不断降息,公众的信心不但没有增加,反而更加没有信心。也就是说公众对政府是否能够有效地控制次贷危机缺乏信心,他们认为政府除了紧急“救火”以外,没有有效的政策来应对次贷危机和扭转日益恶化的经济形势。

三是把握美元降息的时机。美联储降息的本意是向市场提供廉价的资金,促进消费和投资的增加,防止经济衰退,但是美国的次贷危机恶化不断加大重投资者对整个金融市场健康以及美国经济增长前景的担忧。次贷危机影响的人群已经不限于低收入人群体,正在向正常甚至高收入人群蔓延,与此相应,正常房贷、车贷、信用卡等传统的信贷领域违约率也开始上升。在次贷危机和经济前景还不是很明朗的情况下,市场信心很难恢复,尽管美联储不断降息,降低了借款者的成本,但是对消费和投资的影响较弱,过多的流动性还导致物价上涨。因此美国利率调整的时机应该紧跟消费者和投资者信心的恢复,而不是用来提高消费者和投资者的信心,这样才有利于促进经济增长。

四是美国应该维持“强势美元”的地位,而不能任由美元贬值。美元持续的贬值必然会导致全球性的滞涨,使得全球经济增长缓慢。尽管美元贬值使得其他国家持有的美元资产缩水,即其他国家承担了美元通货膨胀的风险,美国可以部分转嫁国内的风险,但是一旦全球性的经济陷入衰退,次贷危机就会由局部损失扩展到整个领域,美国自身的经济也必然深受其害,美元的持续贬值既不符合欧洲、日本等其他国家的利益,也不符合美国本身的利益。

## 国际粮价上涨引发的思考

□李飞

近几个月来,全世界粮食价格涨势一片,成为令多个国家头疼的难题,特别是大米价格的涨幅超过50%,2004年以来米价已经翻了一番。作为世界第三大稻米出口国的印度,过去一年来大米的价格从每吨650美元涨到1000美元,而且印度已经实行了出口禁令以应对日趋高涨的粮食价格。粮价上涨使很多国家的贫民生活陷入了困境,有些地方人们甚至将一天三餐改为两餐。

中国是世界上产粮大国,粮食自给率达95%,国内粮价虽然在涨,但涨幅相对而言不算很大,而且5%的进口依存度意味着国际粮价的大幅上涨对国内形成不了很大的冲击。但即便如此,我们是否就可以心安理得地认为粮食危机离我们非常遥远呢?

切不可大意!  
危机的发生也许尚未临近,但导致危机发生的潜在因素已经凸显。

一方面,我国耕地面积在逐渐减少,沙漠化依然在扩大,耕地质量下降不容忽视。随着城市化、工业化进程速度不断推进,各种建设用地和非建设用地的需要导致从农民手中征用的土地不断增多,我国可耕地面积不断减少,逐渐逼近18亿亩警戒线。根据国土资源部公布的2006年度全国土地利用变更调查结果报告,截至2006年10月31日,全国耕地比上年度末净减少460.2万亩,总面积已经下降到了18.27亿亩。耕地面积减少的同时,由于化肥使用、水土流失、土壤酸化等因素,耕地质量也在逐渐下降。典型的例子如近几年东北黑土地出现黑土层变薄、地力严重下降的情况。

另一方面,我国人口不断增多,因此对粮食的需求也不断增加,我国总人口已超13亿,而且逐年递增。粮食供需矛盾将不断凸显,一旦未来粮食危机爆发,供求矛盾并不是通过价格调节所能解决的。而且由于种粮所得收入不能维持农民家庭的开销,大量农民在现实面前选择“弃田从工”转战城市去当农民工,由此导致不少抛荒现象。

面对粮价上涨以及未来可能引发的粮食危机,我们应该如何应对?笔者认为,可以从以下几个方面加以考虑。

首先,严格保护耕地面积。在加强土地宏观管理的同时,进一步严格建设用地的审批管理,严格控制城市建设用地规模,严厉查处并打击各地违法违规圈地占地,防止土地浪费;另外还需加强农村集体土地的管理,进行集约性用地,有条件的地方可实行村庄合并;此外,还需加强土地管理的执法检查监督。

其次,严格控制人口增长,继续实行计划生育政策不动摇。建议农村实行二胎政策的地区放松二胎政策,实行独生子子女政策。二胎政策的出发点是从农村地区的传宗接代以及养儿防老和稳定等方面考虑,但二胎政策隐含性别歧视,存在着很多弊端:一是农村人口的大量增加,既不利于社会主义新农村建设、三农问题的解决和城市化进程,也不利于缩小贫富差距和全面建设小康社会。二是造成男女性别比例严重失调。全国第五次人口普查资料显示,目前全国男女出生性别比为116.9:100,全国有5个省的出生人口性别比甚至高达130:100以上,大大超出了103至107之间的合理比值。性别比例失调的直接后果是大量光棍的存在。据相关方面预测,20年后我国将有3000万光棍。性别比失调将带来一系列的社会隐患,极大影响社会和谐。二胎政策取消所引发的农村地区养老问题可由政府加强农村地区的社会保障来解决。

再次,政府应继续提高粮食最低收购价格,继续加大对农民的口粮补贴,提高农民种粮的积极性。由于存在农产品价格剪刀差,粮食价格相对偏低,光靠种粮收入维持不了农民的各种开支,因此很多农民宁愿去城市打工都不愿守在家里那几亩薄田。而欧美国家相对而言,农民的种粮补贴都较高,种粮属于高收入行业。因此,政府应继续加大种粮补贴,在继续提高粮食最低收购价的同时注意调控农价格的过快上涨,让农民真正得到更多的实惠。只有这样,粮食产量才会稳步上升。

最后,节约粮食,提倡节俭的消费方式,杜绝浪费。现在粮食浪费现象不容忽视,小到个人和家庭,大到学校食堂和餐馆饭店,粮食浪费现象几乎无处不在,有的甚至触目惊心。因此,提倡节俭的消费方式尤为重要,要在全社会形成“以节约粮食为荣,以浪费粮食为耻”的意识和风气。只要存有节约的意识,其实做起来很简单:吃饭时吃多少盛多少;在餐馆用餐时点菜要适量,而不应该摆阔气,乱点一气,吃不完的饭菜应该打包带走等等。其实,节约粮食是每个公民应尽的义务。

在应对粮食危机问题上,既要“开源”,也要“节流”。只有双管齐下,才能收效甚基。也只有未雨绸缪,防患于未然,才能在危机来临之时做到胸有成竹,临危不乱。

# 探寻中国证券业可持续发展之路

□齐鲁证券有限公司董事长 李玮

在经历了四年熊市后,中国股市从2005年6月6日的998点起步,最高上涨到2007年10月16日的6124点,指数涨了6.136倍,迎来了快速发展。当我们还沉浸在财富增值所带来的喜悦的时候,市场狂澜迭起。伴随美国次级房贷危机影响的蔓延、国内通胀压力的加大,我们共同见证了中国证券市场的大起大落——市场呈现了冰火两重天的戏剧性突变。中国广大投资者经历了6000点的狂热,5000点的迷茫,4000点的恐慌和跌破3300点的绝望。不到半年时间,市场下跌幅度已经超过45%。这种现象即便是在新兴市场中也不多见。面对日趋复杂的市场环境,作为证券从业者我们不得不思考,复杂背景下证券行业将如何坚持可持续发展之路?

## 中国证券业面临的情况

当前,中国证券业面临着诸多不确定因素,主要表现在:

美国次贷危机继续演化并有可能引致全球经济衰退——外部环境的不确定性。从2007年1月汇丰控股首次额外增加在美国次级房屋信贷的拨备金额并发出业绩警告以后,次级贷问题就像滚雪球一样,越滚越大。由单纯的次级房屋贷款危机向信用卡信贷危机扩展,由独立单一房地产公司向整个金融市场扩散,造成全球金融市场大动荡,预计当前市场动荡带来的全球信贷损失将达到1.2万亿美元。

受美国次贷危机的影响,美国经济衰退已经开始,美国经济减缓、衰退将对世界经济产生不可低估的影响。在世界经济一体化日趋深化的背景下,中国经济不可能独善其身,美国次贷危机正在通过进出口贸易、资本流动、心理等渠道和方式对中国经济运行及证券市场产生深远的影响。美国次贷危机是我们面临的最大外部环境不确定因素。

中国乃至全球正处于持续通货膨胀的阴影下——中国经济运行和宏观政策面临不确定性。2007年中国经济增长速度达11.4%,创下1995年以来的13年新高,并连续五年增速达到或超过10%。在经济快速增长的同时,也伴随着出现了一些问题——中国经济

正面临从偏快转向过热的迹象,物价存在由结构性上涨转向全面上涨的可能。前者表现为货币供应和新增贷款依然保持过快增长,固定资产投资和贸易顺差继续处于高位;后者表现为在全球通货膨胀压力增大的背景下,中国的通胀压力也在进一步加大,通胀原因比较复杂,有外部输入性因素,也有内部价格修正因素,有成本推动原因,也有需求拉动原因。在通胀的阴影下,中国经济运行和宏观政策的决策面临很大的不确定性。

## 中国证券业面临的困惑

中国证券市场自诞生以来,就一直存在着一些先天的不足和缺陷。2002年到2005年大家讨论的比较多,但前两年的大牛市掩盖了这一切。在目前股市大幅下跌的时候,这些问题又再次出现在人们面前,依然困扰着中国证券行业的发展。

市场波动性太大。股市998点见底后,仅用了两年时间就涨到了6124点,翻了6倍多,但随后又开始暴跌,仅用了5个月的时间就跌去了45%,接近于腰斩。而且最近一段时间的波动性更大,经常有接近5%的指数涨跌幅。股市如此大的波动,使得研究方法失效,估值体系紊乱,投资者无所适从,整个市场处于非理性的状态。

依旧是单边市。中国证券市场还缺乏做空机制,投资者只有在指数和股价上涨时才能盈利,一个缺乏做空机制的市场必然伴随泡沫的滋生和市场的剧烈波动,当前的市场表现已经充分说明这点。同时,在只能做多的交易系统制度下,市场参与主体无法回避系统性风险,券商的业务也具有明显的牛熊周期特征,市场下跌,交易清淡,投资收入减少甚至亏损,业绩波动性较大,证券行业可持续发展受到严重制约。

成熟的市场需要有双向交易制度,任何时间段都是两种力量,多空对垒,可以制约单边市的暴涨暴跌。对券商来说,不论市场下跌和上涨都有人交易,佣金收入相对稳定,投资收益的稳定也因做空而得以保障,对于投资者来说,做空机制相当于“财富保护器”。所以,无论从行业的成熟发展上还是现实需求上,都有必要引入市场做空机制。

机构投资者仍不成熟。长期以来,中国证券业积极推进机构投资者

的发展和壮大,希冀其发挥稳定市场的作用。然而实证表明,基金等机构投资者投资行为与股票市场的波动存在一定的相关关系。当前的基金行为没有起到稳定股票市场的作用,反而加剧了市场的波动。这从最近机构投资者的投资行为可见一斑,是制度设计的缺陷还是机构投资者的不成熟,值得我们思考。

券商还是“靠天吃饭”。券商业务单一,收入结构失衡。这是持续多年的老问题。据统计,2007年全国券商佣金收入占比为55%,经纪业务和自营业务所占比重达到83%,经纪业务平均收入是投行业务的8倍。而成熟市场投资银行收入来源除了传统的经纪、承销、自营和资产管理四大主营业务外,其他与证券相关的业务收入占比达到了40%,经纪业务收入收入是投行业务收入的1.7倍。1973年美国券商的佣金收入占其收入总额的56%,1986年则降至21%,可见目前我国证券行业的发展阶段正处于美国20世纪70年代初的水平。

国内证券业务收入比较大的经纪、自营和承销业务,与市场行情有直接关系,如果行情好,这三项业务都会很好,但如果行情不好,这三项业务都会受到很大的影响。国内证券公司的经营状况密切依赖于市场行情走势。因此,这种业务结构成为券商面临的巨大风险,使券商缺乏抵御市场下跌风险的能力。

券商缺乏“有标识”的核心竞争力。目前证券业基本处于经营模式单一、盈利模式同质化竞争阶段,还没有形成自身特色的核心竞争力。证券公司以其业务特色作为标识性存在是行业成熟的标志,美林证券就是在收购兼并方面傲视群雄,摩根斯坦利在资产管理和信用卡融资方面独具特色,雷曼兄弟则在固定收益领域拔得头筹,嘉信公司则专注于网上经纪业务与理财服务等。

每个券商都应该寻找适合自己的发展模式 and 经营策略,中国证监会对券商分类监管的目的就是要让优质券商加大创新力度,通过产品创新、技术创新、管理创新和渠道创新,做出自己的特色,做大做强,形成独特的竞争力。

## 中国证券业未来的发展方向

应该看到,在完成股权分置改

革、券商综合治理、提高上市公司质量的几项攻坚战后,证券行业获得了快速的发展和壮大。但中国的证券行业还是处在进一步规范和发展阶段,盈利模式并没有得到实质性改观,面对国际国内变幻莫测的经济环境,面对即将面临的国外投资银行的竞争,面对中国证券市场大幅波动的严峻现实,作为中国证券市场主体的券商们必须探讨证券行业可持续发展的之路。

鼓励支持行业并购,提高行业集中度。从国际经验看,投资银行业都有一个由小型化、分散化逐步向大型化、集团化发展的演变过程。从产业结构的发展趋势看,产业的性质决定了我国的证券业同样将沿着类似于发达国家的轨迹前进,即逐步地走向集中,最终形成少数券商控制的寡头格局。我国证券业目前明显处于高度分散、规模偏小的竞争状况,与国际上高度垄断的投行市场格局形成鲜明的对比。促进行业内部并购整合,进一步提高行业的集中度,经过行政和市场化的双重推动,将目前的106家券商整合为40—50家券商,形成“金字塔”形的竞争格局应该是中国证券业面临的一个必然选择。

在这个过程中,一批实力弱小、未能正确地选择发展模式和竞争战略的券商将会被淘汰出局。少数实力强大的券商会沿着既定的发展模式和竞争战略,通过各种内外部发展方式,不断扩大自己的规模和市场份额,最终成为行业的领导者。还有一批券商则通过实施差别化战略,成功地在细分市场上生存和发展。未来能够经受住市场检验的模式主要有四种,即大型全能化发展模式(5家左右的塔尖)、业务多元化发展模式(15家左右的塔身)、优势互补专业化经营模式和经营专业化发展模式(25家左右的塔座)。其中,大型全能化发展模式和以金融控股公司为代表的业务多元化发展模式将能共存并主导产业未来的发展。

推进制度创新建设完善市场体系。市场化、国际化是中国证券市场发展的根本方向。但时至今日,我国证券行业还没有步出“幼稚”的阶段,这不得不让我们反思中国证券市场的制度建设问题。有专家认为,证券市场制度安排上供给与市场需求之间的矛盾冲突构成了中国证券市场