

航空煤油市场定价 为成品油改革探路

□厦门大学中国能源经济研究中心主任
林伯强

7月12日,国家发改委下发通知,航空煤油出厂价格逐步实行市场定价。自8月1日起,航空煤油出厂价格每月调整一次,调价时间为每月1日。评价这次改革,我们需要了解一下现状和改革影响。

改革前,航空公司使用的航空煤油主要来自于中国航空油料集团公司(中航油)采购和在国际市场上(中航油)采购和在国内直接较少。因此中航油采购的航油占多数。中航油采购的航油价格,是由发改委和民航局确定的综合采购成本和到机场进销差价构成,由发改委决定调价。这样,我们常常看到航空煤油与成品油一样,基本上按照国际规则调价,但航空煤油的调价往往会出现滞后。

改革后,发改委规定航空煤油进口到岸完税价格,由采价期新加坡市场平均离岸价格,加海上运费、关税、增值税、港口费等因素构成。贴水由供需双方考虑市场供求、运费、交易数量、国际市场油价走势等因素协商确定。我国三大石油公司供中航油的航空煤油贴水每年协商一次,并于年底前将协商结果分别上报发改委和民航局备案。基本上是根据市场供需,自行调整的价格机制。

事实上,发改委提出航空煤油价格市场化改革,完善航空煤油出厂价格形成机制,是早有准备的。如果仅是航空煤油出厂价格的国际接轨,由于机票不可能每个月调中航油,接轨主要影响石油公司和中航油。但是,发改委和民航局2009年11月公布了国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制。将2005年以来由政府统一规定燃油附加收取标准的做法,改为公布燃油附加与航空煤油价格的联动机制,并由航空公司在机制范围内,自主确定是否收取燃油附加以及具体收取标准。

我国民航国内航线用的航空煤油,包括国内生产和进口,我国石油公司生产的航空煤油还有出口。取价公布自2011年7月1日起,取消航空煤油的进口税。这样,我国石油企业可以与国外油企直接竞争。航空煤油价格市场化改革对航空煤油的供需双方,都有长期的好处,解决了调价滞后的问题,价格机制的形成成为行业发展提供更为确定的运营环境。

燃油附加与航空煤油价格联动机制的形成,加上市场化竞争,表明航空煤油价格市场化改革,基本上完成。

燃油附加与航空煤油价格联动机制有规定保障消费者的利益。主要有以下几个方面:一是油价上涨造成的成本增支,要求首先由航空公司通过加强管理、提高效率自行消化,消化比例不低于20%,剩余部分可以通过向旅客收取燃油附加弥补;二是通过联动机制限制了燃油附加的最高标准,航空公司只能在标准之内,决定具体收取额度;三是油价下降时降低或停止收取燃油附加的时间,做了具体规定,防止航空公司拖延降低或停止收取燃油附加的时间。

大家比较关心的是,成品油市场化定价改革是否会随之开启?这次改革,跟供油公司、航空公司和坐飞机的人的关系更密切一些。改革对终端消费者的直接影响,主要通过收取燃油附加。相对于以零售为终端的汽油和柴油来说,航空煤油面对的客户群体比较小,改革相对来说会比较容易。无论如何,航空煤油出厂价格形成机制向市场化方向迈进了一大步,应该说,也是整体国内成品油价格市场化改革的一次尝试。

当然,成品油涉及面广,情况可能不一样。航空煤油的价格每个月调整一次,而且燃油附加可以和航空煤油价格基本实现联动,调整的周期更短,使我国的航空业更为接近市场。此外,此次航空煤油价格改革也是为我国成品油价格改革探路,而且二者的改革套路比较接近。但是,由于成品油价格涉及面更为广泛,情况更为复杂,因此操作起来可能很不一样。此次价格联动机制中得到的教训和经验是否适合于成品油价格机制改革,还需要时间来进一步论证。

■ 新锐新论

美国“量化宽松”难言尽头

编者按

债务危机的阴云在欧美国上空蔓延。从欧债危机到美国债务问题,发达国家债务违约风险正急剧放大。欧美债务危机将如何演绎?美国量化宽松政策何时走到尽头?它们对全球经济影响几何?对此,专家们给出了他们的回答。

欧债危机抵消“变相QE3”效果

□国开证券 王鹏

前一阵子,美国投放3000万桶原油储备打压油价,并用未来一年3000亿美元的到期国债来继续收购国债,以保持资产负债表规模不变。有人称之为“变相QE3”。这一行为的良苦用心意在继续保持低利率的宽松流动性,为基本面的缓慢复苏创造条件。

与第一次量化宽松结束时的政策相比,这一次汲取了第一轮量化宽松结束后美元流动性紧缩自我强化的反身性经验教训。什么是反身性?索罗斯在其《金融炼金术》里用国际债务危机和股市崩盘的例子详细说明了资本市场自我强化的反身性道理。简而言之,投资者的主观投资活动会影响投资标的的变化,反过来,投资标的的客观变化会影响投资者的主观投资活动,从而形成自我强化的循环。

自QE1结束后,美国经济基本面未出现明显好转。在宽松预期不涨的情况下,美股大跌,美国国债一年期以上占绝大多数,一年以内的产品不足8%,美联储资产负债表长期品种和流动品种发生长期,导致货币乘数下降,货币流通速度降低,货币乘数从2008年8月的9.23降到2010年3月的4.13,并在QE1结束之后一直保持略微下降态势,最终总货币供应量下降。从2008年9月到2010年3月,商业机构的资产负债表增加1.4万亿,商业机构的准备金增加1.08万亿,M2仅

增7400亿,资金没有流入实体经济而进入央行体系。QE1结束之后,基础货币进一步下降,下降额达1130亿。这种流动性紧缩现象反过来又客观加强了已无调控预期的经济基本面的不确定性。

在预期经济基本面不明朗的情况下,资金进一步从风险溢价高的市场规避风险市场流动,客观结果造成货币乘数继续下降,流动性进一步紧缩。这种自我加强的反身性特征只有采取更大规模的宽松政策才能破解恶性循环的自我加强局面。于是2010年11月,QE2又产生了。

为了避免QE1结束之后反身性“魔咒”再次发作,在经济尚未发生明显企稳的背景下,QE2之后美联储继续在未来一年投资3000亿美元国债。通过此举试图变相地增加基础货币,维持资产负债表变化下流动性收缩的自我强化预期,以打破美联储资产负债表变化下流动性收缩的自我强化预期,保持货币政策扩张预期。但美国债务上限获得通过的附加条件,无论是加税还是减赤的紧缩性财政政策都将或多或少抵消这一变相流动性扩张的效果。

一波未平,一波又起。在基本面难言起色与流动性紧缩预期的惶惶中,欧元区第三大经济体意大利债务危机再次引发了美国国债大涨,使变相QE3的努力化为乌有,全球避险资金回

流,疯抢美债和美元。投资者担心欧洲债务危机蔓延至意大利,纷纷进入债市避险,美债价格大涨。投资者对欧洲救助成本不断增加和对美国经济放缓的担忧,甚至盖过了美国债务上担违约的风险。表面看,或许美元回流减缓了美国流动性紧缩的忧虑,但由于资金流向避险地——美国国债市场,而非其他市场和实体经济,造成美联储资产负债表的进一步调整,这又强化了流动性紧缩预期,流动性反身性“魔咒”再次应验。

联系A股指数,美元指数大涨和美国国债价格大涨,对于人民币升值预期密切相关的A股市场影响较大。借鉴历史经验数据,自2005年人民币启动汇改以来,A股指数与美元指数高度负相关。持续的欧债危机导致美元和美债被动上升,使得A股指数难有乐观表现。从库存消化与景气变化、资本性支出、房地产调整以及需求方面各周期角度综合看,美国经济基本面上处于增长徘徊阶段。

从美元走势的时间窗口来看,自1970年以来的美元走势,无论是上升、下降或是震荡周期大致为5年,而明年将是自2008年以来震荡周期的最后一年,或许伯南克静等的就是在2012至2013年经济基本面上能够好转,而到时,美元将迎来真正意义上的反弹,美元升值加息通意打开。这在人民币升值预期暂无变化的背景下,A股市场资金撤退风险不得不考虑。

欧美深陷债务信用危机

■ 微言热议

①田渭东(中邮证券首席分析师):

债务问题横跨欧美大陆,没有最烂只有更烂。美国债务上限无法及时上调可能导致错过支付未偿还债券的利息或本金,美国短期违约的风险不大,但在上升。各国都是在透支信用,世界面临着国家债务信用危机的问题,以后还能信什么呢?黄金、资源、股票代表的实体经济企业股权,其他还想到更好的。

②郭田勇(中央财经大学中国银行业研究中心主任):

美国次债及CDS、CDO等衍生工具在监管缺失下过度发展带来两个问题,一是其高杠杆性使得原生产品领域的风险被急剧放大,二是它为银行提供风险转移工具,使银行敢于给明知无偿还能力的人放贷。“双鬼拍门”,焉能不爆发危机?反观中国,风险总体被封固在原生产品领域,即便房价大跌亦不会爆发

大面积危机。

③房四海(宏源证券首席经济学家):

欧元的设计方案应当在物理上隔离成国的财政危机转化为货币危机之通路的,但是,欧洲中央银行体系隐含欧元区解体后各国的退路(各国中央银行和欧洲中央银行、各国的独立法人)。我们反复提及:欧元区中央银行体系、欧洲中央银行体系、欧洲银行体系,属于不同概念。

④徐一钉(民族证券首席策略分析师):

从中期看,一方面,美国通过量化宽松制造通胀,利用持续的输出通胀撇清美国巨大的债务,是美国未来8到10年的战略;另一方面,一旦美联储推出QE3或变通的QE3,国际大宗商品将进入新一轮上涨。

⑤黄金价格(知名财经评论员):

黄金价格上涨,是纸币贬值、经济下行的重要标志。黄金会涨到哪里?并不取决于黄金本身,而取决于全球尤其是美国经济复苏的速度,全球于纸币贬值的货币政策付出代价,而黄金就是通胀的镜像。

(本报记者田鸿伟摘自腾讯微博)

□社科院金融所中国经济评价中心主任
刘焯辉

伯南克说得很“艺术”,越来越像他的前任格林斯潘。他表示看好下半年美国经济的复苏。但伯南克认为,经济的复苏不理想怎么办?伯南克提出,包括购买一揽子资产计划的QE3在内的政策就可以作为备选的政策,还包括维持现在的零利率和削减存款准备金率。

引导公众的预期被认为是中央银行家的职责,更何况美联储主席。分析师们都跟随伯南克的讲话对未来政策做出判断,自己不自觉地成为他摆弄中的棋子,错误不断发生。

美国不会进一步量化宽松,与其说由其经济状态所决定,不如说由其财政状态所决定。伯南克知道,量宽对经济的刺激相对有限,如果实体的长期预期回报率不能获得显著的上升,商业银行放贷的意愿和企业投资意愿依然会非常冷淡,美元贬值的预期会驱动大量资金进入商品市场和新兴市场投机。催升新兴国家经济热度的同时,跨国公司利润增长推动股市上升而企业的财富效应对美国复苏贡献微不足道。

美国未来五十年的财政收支的路线图是前景黯淡的,甚至是悲观的。因为二战后婴儿潮一代人的退休将于2011年正式启动,政府的医保和退休金计划开支预计进入大幅上升期。由此产生的未拨备的隐性负债高达114万亿美元。这些潜在的债务在未来五十年中会逐渐演变成现实的债务。这不是以人的意志为转移的。

应该讲,自牙买加体系确立后至2007年之前,美国虽然绝大部分时间都搞财政赤字,但其财政收入和支出从来没有真正拉开距离,年度赤字规模最大也没有在6000亿美元左右。但2010年后,美国政府的财政收入与支出呈现出显著的分散状态而无法正常收效。对世界来讲,这是恐怖的。

在目前的美国政府财政支出中,福利性开支占比高达58%。这种义务性支出(包括社会保障、医疗保健和养老)是美国历届政府竞选承诺累积的,所以异常刚性且很难压缩,这个比例在十年之后(2019年)预计将达到80%。到2025年,美国的税收将只够支付利息。预计将从目前的每年2000亿美元飙升到逾1万亿美元)和福利计划,将没有余力去做其他任何事情。

2007年之前的财政赤字,主要是外国人为美国政府融资。其中,中国、日本和资源国家的年度经常账户盈余大概能覆盖美国政府需要融资总量的70%。2007年中国的经常账户顺差达到创记录的4000亿美元,而2010年中国的顺差大幅萎缩至1800亿美元,2011年估计继续萎缩至1200亿美元左右,危机后日本和石油国家的情况也类似。

而美国政府每年需要借债的规模是过去的2-3倍。2010年的财赤是1.35万亿美元,而2011年预算财赤为1.65万亿美元。这便形成了一个巨大的融资缺口。当盖特纳要借钱时,不太独立的美联储或将只能被迫购买公共债务。量宽”的全部逻辑在于此。

债务货币化的过程就是“印钞”,因为钱从美联储出来后给政府,政府将这个钱放到各个家庭,这个过程是要增加整个经济中的流动性的。由此,美联储资产负债表已从危机前的8300亿美元扩张至当前的2.79万亿美元。其中,1.3万亿美元的美国国债,美联储目前是美国国债最大的多头头寸的持有者。剩下的增量头寸则是各种机构债务,即美国的金融部门将各种有毒资产质押给美联储,换取资金后又配到美国政府债券上。这个过程等同于美国政府用公债去置换金融部门的不值一文的有毒资产。危机后,美国商业银

行所持有的国债头寸骤然增加了7000亿美元。

当通胀预期上升时,美国国债市场便可能孕育麻烦,甚至出现动荡。由于目前几乎所有银行、保险公司均在投资组合中大量持有国债,国债一旦出事,便可能产生数倍于雷曼倒闭时的震撼。所以今年以来,一种不祥的预期开始在美国的金融市场中扩散——从1981年到现在,美债30年的牛市是否已经结束?这种牛市的信念在美联储2004年中后期启动的长达17次的加息周期中从未动摇过,而今天变得有些脆弱。今年3月,PIMCO(太平洋投资管理公司)已经沽空全部美债头寸。

即便执行了两轮量宽,规模高达2.35万亿美元,但美国长期国债收益率始终未能实质性地压下去。目前美国30年期长期收益率还是在危机前水平(4%-5%之间)徘徊,这说明量宽后,美联储的信誉已受到越来越大的质疑,需要伯南克小心应对。他主要靠两招:一是打压欧元,维持美元避险的“光环”,掠夺别人的市场份额;二是靠量宽,如果没有欧债危机,光靠美国QE2的力度是挡不住利率上升的。

为了压制长期利率,需要不断的拓展量宽规模,而这又可能会加深市场疑虑,促使投资者加快逃离美元,最后利率再度升高,需要更大规模“量宽”来压制。中国有个成语叫“饮鸩止渴”,美国在找到靠经济增长的正向效果来冲销债务的方式前,说老实话,恐怕也没有什么可以选择的。从这个意义上讲,“量宽”没有尽头,美联储资产负债表将进一步膨胀。

关于美国的“量宽”退出,中国不要心存任何侥幸。即便通胀的蝴蝶翅膀扇动,也未必有实质性退出的可能。

不同于上世纪70年代,过去四十年的全球化过程使得今天通胀存在着清晰的全球传递链。新兴市场处于通胀的前端,而发达国家处于通胀后端。美欧国家物价构成的三分之二与其劳动力成本相关,而高失业率抑制着其工资的升值,在平均每小时工资的增长率仍在低位的情况下,工资-通胀的螺旋上涨通道形成很慢。物价中还有三分之一的因素取自外部世界。过去两年中全球农产品价格涨了40%,油价从每桶60美元涨到了每桶120美元,新兴经济体的高通胀通过货币升值和国际贸易向发达经济体传递。

从逻辑上讲,新兴经济体所承受的通货膨胀的痛苦要大于发达经济体,更何况美欧经济体普遍采用所谓“泰勒规则”,即利率与核心通货膨胀率(剔除食品和能源因素的影响)的挂钩关系,所以冀望它们主动退出的可能性几乎是零。

未来在以下三个条件不发生变化的情况下,全球经济将进入一段低增长、低利率(实际利率)、高通脹”时期,并为新一轮危机累积势能。这个过程与过去30年全球经济的大缓和(great moderation)时期(即所谓“高增长、低通胀”黄金时代)形成鲜明对照。

一是新兴国家继续忍受通胀(不愿意进行全局性的主动紧缩)。比如说中国,宁愿行政限价和财政补贴,也不愿意加息和把经济增长速度降下来,这等于扩充容纳廉价美元通货的战略空间,致使未来通胀有可能失去软着陆的机会。

二是欧洲债务危机的绵绵无期。通过打压欧元而力保美债市场避险天堂的光环不失,使美国成为欧债危机的最大受益者,靠“掠夺别人的市场份额”从而减少维持量宽政策的成本,小心把控着“气若游丝”的经济复苏进程。

三是石油价格不失控。因为油价失控有可能导致美联储提前收紧流动性,相比前面两个因素而言,这个因素的不确定性最大。

推动金融市场统一监管

□中国农业银行大客户部高级专员
何志成

中国央行上周再度发布关于中国社会融资总量上半年汇总数据。该数据被媒体引用最多的地方是借此指出,中国金融市场乱象严重,体制外存贷款市场违规操作盛行,高息揽储和商业银行违规,贷款向高利贷靠拢更是明目张胆。

央行指出:上半年社会融资总量增加超过了7.7万亿元,远高于银行贷款4.17万亿元的增量。也就是说,承担着全社会融资重任的商业银行系统,提供的人民币贷款只占社会融资规模的53.7%,同比还下降了3.2%。剩余的46.3%为非银行系统提供,正是这46.3%,规模太大,结构

复杂并且混乱。

央行还发布了过去8年的社会融资总量数据。统计显示,从2002年到2010年,我国社会融资总量从2.7万亿元扩大到14.27万亿元,增长7倍多,年均增长27.8%,而同期人民币贷款增速要少9.4个百分点。该数据进一步证明,央行能监管到的只是货币政策和商业银行贷款规模。

那么,那一小半该谁管?为了说明这个问题,有必要将“社会融资总量”数据的内涵解释一下。社会融资规模的内涵包括:一是人民币各项贷款、外币各项贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券、非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性房地产等;二是实体经济利用规范的金融工具、在正规金融

市场、通过金融机构服务所获得的直接融资,主要包括银行承兑汇票、非金融企业股票筹资及企业债的净发行等;三是其他融资,主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等。

这一大堆,人民银行只管商业银行的人民币各项贷款、外币各项贷款、银行承兑汇票等。而信托贷款、委托贷款,包括小额贷款公司等则归银监会管。发行股票和债券则归证监会管。至于现在很多地下金融活动,包括担保公司放款等,则属于“三不管”地带。就是因为中国金融市场乱象重生?就是因为缺乏统一的监管。

要实现统一的监管,靠所谓“社会融资总量”数据可能更麻烦,想用

“社会融资总量”数据取代M1、M2反映中国真实融资总量,更不现实。

各家银行的人民币存贷款数据是铁账,由此构筑了M1、M2数据的账目。虽然央行M1、M2数据不能说明社会融资总量,但它反映的市场货币流量变化数据,扣除银行存贷款变化数据,也可以间接证明社会融资总量变化情况。

而当我们拿“社会融资总量”数据取代M1、M2数据后,一切变得更说不清了。比如,众多的小额贷款公司、村镇银行、典当行和担保公司,尤其是融资性担保公司等的数据是否真实是很值得怀疑的,而现在大量泛滥的民间信贷包括黑市贷款更是无法统计——社会融资总量在任何时候也统计不到这一块。再比如,信托公司贷款还有银行业表外资产数据等也是很说不清的,尤其是来龙去脉很难一笔笔统计,而这恰恰是最重要的。

据人民银行发布的数据,今年上半年我国各家商业银行共发行了8497款理财产品,募集资金8.51万亿元,但同期银行贷款仅增加了4.17万亿元。存款与贷款数据不匹配,理财产品数据与贷款更难匹配。巨大的差值表明,大量银行理财产品存在资金流向不明的问题。据笔者了解,很多银行除了购买财政部债券外,它们发行的少量理财产品都流向了信托公司,很多理财产品都是为信托公司代发的。而信托公司贷款泛滥恰恰是当前高利贷市场公开化和房地产贷款屡禁不止的罪魁祸首之一。

数据是宏观调控的基础,能够说明宏观经济环境的数据应该慎重改革。依我看,如果“社会融资总量”数据提醒了中国金融市场存在诸多乱象,当中国“社会融资总量”数据也难以说明中国的货币总量变化时,中国的金融市场也就到了必须统一监管、严格监管的地步了。