

大视野

欧元持续弱势震荡。即使欧洲央行通过首次再融资操作发放贷款4891亿欧元,市场信心仍然不足,欧元对美元大幅下挫。而欧债危机的警报远未解除,甚至向银行业扩散的可能性越来越大,全球经济面临的危机也在增大。2012年,欧元可能继续疲软,欧元区如何打赢这场输不起的保卫战,全球经济将面临信用危机怎样的冲击,中国经济又如何应对外需低迷的拖累?

新全球化中断是经济持续下行外因

中国宏观经济学会 王建

得益于上世纪90年代后期中国宏观管理体制市场化改革,特别是微观领域内的产权制度改革,在新千年以来的经济增长过程中,中国的微观与宏观经济增长率均显著提高。但由于宏观领域内的再分配体制没有及时跟进,导致收入分配差距愈加扩大,生产过剩的程度不断上升。

但为什么直到目前中国仍没有出现因生产过剩导致经济严重停滞乃至经济危机?笔者认为,主要原因是新世纪以来,新全球化的开展为中国提供了一个不断增长的巨大外需。这表现为在2002年的时候,中国的外汇储备还只有2860亿美元,而到今天已经超过了3.2万亿美元。

但美国次贷危机爆发使中国外需突然大幅度缩减,新全球化中断导致中国国内的过剩矛盾暴露出来。2007年,中国净出口占GDP比重上升到新千年以来的高峰值8.8%,但到今年三季度的净出口比重已下降到2.2%,下降了6.6个百分点。同期内中国经济增长率从2007年二季度的峰值14.9%,下降到今年三季度的9.1%,下降了5.8个百分点,与净出口比重的下降幅度基本相当。

从当前国际经济形势来看,美国次贷危机远没有过去。因为自2007年7月次贷危机爆发以来,导致这场危机爆发的因素也没有消失,反而更加恶化。这可以从以下三个方面体现出来。

第一次,美国房价仍在下降。导致美国爆发次贷危机的直接原因,是一部分美国居民负债超过了还款能力,由此引起银行坏账暴增,并引发实体经济负债基础之上的衍生品金融大厦崩溃。现在的情况是,由于美国经济复苏缓慢,失业率居高不下,更多的人因为房贷高于房价不得不停止赎回房屋,这又导致房价进一步下降。所以,美国经济的衰退至今仍然没有到底。

此外,次贷危机爆发以来,美国金融体系内形成的巨额有毒资产,到目前仍基本上没有消化。这使美国金融体系功能在长期内不可能得到修复,并将持续拖累美国经济正常复苏。

第二,以今年8月美股暴跌为标



新华社记者 马宁 摄 合成/苏振

志的爆发实际上已经进入了一个次贷危机后的爆发期,只不过由于2009年初美国允许金融机构改变会计准则,把金融企业的真实盈亏情况掩盖了起来,所以危机爆发形式发生了变化,变得更加隐晦和难以观察,但还是留下了许多明显痕迹。

比如,在8月的美股暴跌中金融股领跌,金融股平均下跌了30%,而标普指数平均只下跌了15%。再如,美联储为了救市在当年投放了7500亿美元货币,而新千年以来十年M2年均增长额为3500亿美元。自今年初以来到11月7日,美联储已经投放了8000亿美元,其中有4570亿美元是在美股暴跌前的6月、7月份投放的。这说明美联储事先就知道危机要来临,提前给大型金融机构提供融资。

此外,9月份以来,美国的大型金融机构一直在变卖资产筹集现金。今年10月,美股暴跌、黄金暴跌、大宗期货暴跌,只有美元在上涨,这种情况只有在2008年10月雷曼兄弟破产时才出现过,而在今年再度出现绝非偶然。这反映出

美国金融机构又在全球争取现金应付新的清算高峰。这种情形甚至也影响了我国的经济增长。今年10月份因外汇净流出而引起外汇占款四年来的首次减少。

第三,美国金融危机又引发了美国主权债务危机。自1981年以来,美国已经成为持续贸易逆差的国家,进入新千年以来,美国的贸易逆差更是迅猛增加。以往美国平衡贸易逆差的手段,是依靠金融机构用各种复杂的衍生金融工具制造金融商品,向国外投资者出售这些衍生金融产品回笼美元,再用以支付进口账单。但次贷危机爆发后,金融机构被迫“去杠杆化”,制造衍生金融商品的能力被严重削弱。然而,贸易逆差难以消除,只是从2007年9200亿美元的高峰缩减到去年的4850亿美元。奥巴马虽然也想“再工业化”,但美国“去工业化”的路走到今天,已经没有回头的可能。所以,为今之计,只能靠向外国人出售美国国债勉强充当平衡贸易赤字的资金来源。目前美国国债已经累计发行超过15万亿美元。然而,真正的危险还在后面。当美国的国债上限一起再超,到了卖不动

的时候,美国的贸易逆差就会失去弥补来源。这对制造业仅占GDP总产出12%,45%的物资产品都需要进口的美国经济来说,才是致命打击。

再来简单分析欧洲的经济走势。许多人都认为欧洲经济前景比美国更不乐观,因为主权债务危机可能会导致欧洲经济崩溃甚至欧元区解体。笔者始终不这么看。因为欧洲的制造业占GDP总产出比重高达25%,比美国高出一倍。欧元区的贸易有近7成内部化,债务也主要是对欧洲内部。新千年以来这十年,美国累积的贸易赤字高达8万亿美元,但欧洲剔除英国后的贸易赤字只有不到8000亿美元,相对于不到10万亿美元的欧债总规模来说,欧元区的对外负债率并不高,况且欧元区负债是欧元债,而南欧六国的总负债也只有3万亿欧元,只要欧洲央行愿意站出来充当最后贷款人,化解欧债危机就不是难题。

更重要的是,欧洲没有爆发美国那样的金融危机,而是被美国危机牵连出来的经济衰退。由于货币统一,各国为了救市只能使用财政政策,所以

2007年欧洲的主权债务比重还只有2.4%,到2009年就猛增到6.8%。

既然如此,为什么欧债危机到今天几近不可收拾?原因之一是美国为了保住美元地位而蓄意挑起欧元危机。今年年初以来,美、日、欧三大货币中最年的是日元,但是欧元指数不随日元变动,而是与欧元呈反向走势。即日元对美元升值时,如果欧元对美元贬值,美元指数仍然上升,反之则下降。这说明对美元形成最大挑战的是欧元。次贷危机爆发后,美国经济、金融和美元的地位都在显著衰落,美国要走出危机,甚至要维持住目前的日子,已经越来越依靠美元的特殊地位。比如,年初以来美国国债的最大买主就是美联储,而QE2基本是用来买美国国债的,这就等于是用发钞的办法直接为美国贸易赤字买单,因此若是美元的地位不保,美国的贸易赤字就会断绝最后的资金来源。

由于对美元强势地位的最大挑战是欧元,所以美国必须消除挑战才能自保。欧元的危机起源除挑战了美国三大评级公司突然共同调低了欧元区五国的主权债务评级。尽管到目前为止这些被调低债务评级的南欧国家一个也没有出现债务违约,其主权债务评级也没有被美国的三大评级公司一降再降,从而使欧债问题愈演愈烈。

此外,欧债危机将促使欧洲走向统一,而且统一的步伐不会一帆风顺的,而是艰难且漫长。欧债危机不会很快结束,快则两年,慢则要五年时间才可能看清眉目,并且欧洲经济即使能够整合成功,也必然经历一个为“减赤”而进行宏观收缩过程。从中期看,欧洲的进口需求也必然是一个不断下降的过程。

今年上半年,我国对美欧的出口增长率还都高达16.9%,到10月份就分别下降到13.8%和7.5%。今年秋季广交会的成交额同比仅有4.5%的增长率,如果明年出口增长率下降到10%以内,即使扣掉5%的出口价格上涨与1%的人民币升值,出口的实际增长率也会下降到4%,比今年还要低两个百分点。由于净出口比重下降与经济增长率下降大致相符,因此外需的持续萎缩可能导致中国经济增长率在未来两年内继续以每年1-2个百分点的速度下降。

警惕欧洲银行业资本风险引发新危机

香港中文大学 黄元山

平均收益率为1.22%。德国国债出现负利率,说明欧元本身风险巨大。这也意味着世界已经投票欧元破产,并且欧元破产的得利者将是德国。避险需求在危机下已经超过投资盈利的需求,宁愿为国债付费倒贴,也要保证自己持有的欧元资产安全。

假如未来世界信用破产,欧洲大多数国家债务深重,此时欧元货币升值的可能性非常大。德国货币升值收益会远远超过国债利息收益。但是对于德国的国债负利率,其他国家也不会坐视不管。

欧盟委员会主席巴罗佐日前公布了该委员会拟定的发行欧元“稳定债券”计划,以此作为欧债危机解决方案的一部分内容。这份被外媒称为“绿皮书”的计划提出了发行欧元债券的三种方案。第一种方案是在欧元区范围内发行完全联合债券,即17个成员国联合“稳定债券”提供共同担保。这种方案需要对欧盟公约进行大范围修改;第二种方案是欧元区成员国为联合债券提供有限担保,同时仍保留现有各自国家债券,第三种方案是妥协性提案,即发行欧元债券,但高负债成员国债务水平超过一定的比例后,将被迫恢复发行本国国债融资。

后两种方案相对第一种方案更为保守。这样的政策就是使得欧元解体以后各国的国债难以分割,这个政策也直接导致国债债券发行的不利,避免央行不得不出资买入国债,以避免拍卖失败。但在德国的坚决反对下,欧洲债券成功的可能性非常小,未来德国国债收益率出现负值。德国2011年11月9日拍卖15.25亿欧元至2018年4月到期的国债,收益率为-0.40%,而前次拍卖同美国国债

笔者认为,当前欧债危机的重点,不是欧洲国家的主权债务问题,而是欧洲的银行体系。打个比喻,前者只是“药引”,后者才是“炸弹”。所以,更值得担心的问题是欧洲银行体系会不会出现问题,并引发新的危机?

顺周期政策加剧银行风险

资本银行业的加剧问题是资本不足,资不抵债。一两年前,当欧洲危机不算明显的时候,欧洲银行监管局(EBA)的压力测试犹如让欧洲的金融机构参加假考试,取不需政府注资援助。然而,此举终于导致欧洲银行业资本缺口日渐恶化。在危机日深的时候,EBA压力测试结果显示,欧洲银行需要补充约1150亿欧元的资本,而德法两国的资本缺口分别是131亿和73亿欧元。即使如此,笔者认为欧洲银行业资本仍可能不足,因为德国第二大银行德国商业银行(Commerzbank AG)的有形资本比率(tangible equity)只有1%,德意志银行(Deutsche Bank AG)也只有2%左右,即杠杆比例分别是100倍和50倍。前者已寻求德国政府出手援助,可见它们的保护层已薄如蝉翼。

金融海啸时,美国金融体系陷入全面崩溃边缘,美国政府采取了一系列的财政和货币政策,重新稳住整个金融体系,使美国的银行能争取时间清理内伤。但德法两国与美国的一个重要区别是美国金融机构的资产相对于美国GDP较少。

此外,美国政府是美国金融体系的强大后盾,可是面对着欧洲银行业的巨无霸,欧洲各国政府却“失声哑”,未必能有效稳住情况,甚至会反过来受到银行业进一步拖累,造成恶性循环。

此外,金融海啸中,美国政府的主流思想是担心危机会演变成“失萧条”,所以美联储、美国财政部和美国

国会比较默契地推行一系列“反周期”政策。

而对欧洲而言,现在绝大部分政策是“顺周期”,加深经济金融压力。具体表现在,第一,采取政府财政紧缩的时间点应该是经济好的时候,当经济刺激经济。现在欧洲所有国家均反其道而行,减开支和加税,或许长远来说是好的,但短期负面效应明显;第二,欧洲银行监管机构在2012年在欧洲银行在2012年6月底前,把一级核心资本充足率提升到9%。然而,现在市场信心疲弱,补充资本的钱从何来?于是,银行被迫变卖资产,减少信贷,甚至停止业务,打击实体经济。无论是飞机融资、轮船融资,甚至是贸易融资都已经开始受到不同程度的影响;第三,有欧洲监管机构要求某些银行,将所持西班牙国债减值2%,本来要求银行更加反映账上资产的价值是一件好事,但是现在危机当前,欧洲银行资产不抵债的状况愈来愈明显,这些做法只会进一步加深危机。

警惕对全球经济的冲击

欧洲银行出现问题对全球实体经济有过之而无不及。2008年例子,金融危机时香港的总信贷比重高达20%左右,而且欧洲银行对新兴市场的信贷总量比美国出现全面的信贷危机,全球信贷便会大幅萎缩,直接打击全球经济。中国和其他金砖五国的经济也不能独善其身。

众所周知,欧洲央行不能像美联储一样制造量化宽松,因为相关法规和原则不允许欧洲央行不进行对冲而直接购买政府债券。换句话说,欧洲央行会买国债,但是会同时做“对冲”,旨在增加债券的流动性,而不会增加整体货币体系总量。欧洲央行认为自己管理的是货币政策,不是国家财政政策,所以反对直接印钞购买国债解决国家的财政问题。

当然,欧洲央行非常关注欧洲银

行业已经出现的流动性问题,所以最近开始了大型的有抵押融资安排(LTRO),让欧洲银行可以以极低的利息以及较差的抵押资产,拿到无限量的融资。该安排一举几得——增加银行的流动性、增加收入、调理内伤;希望银行借钱买国债,舒缓国债市场紧张的情绪。

虽然市场反应正面,但笔者认为,欧洲央行此举反映出欧洲银行内部“挤提”情况已经开始,银行之间互不信任,现金为王。

有人形容欧洲央行此举是一个“先开门的QE”,即欧洲央行自己不做QE,不直接买国债,却无限量地贷款给欧洲银行,希望诱使这些银行为为了赚取息差多买一点南欧五国的国债,拿到欧洲央行作为抵押品。

笔者认为,LTRO不能代替QE,因为欧洲央行提供银行间的流动性,不能解决欧洲银行资产不抵债的问题(资本不足和资产下跌),而且未必能增加市场的信贷。

首先,欧洲主权债问题只会随着时间进一步恶化。在各种紧缩的财政政策下,欧洲经济可能已经进入衰退,税收减少,偿还债务和利息愈见吃力。有鉴于此,欧洲央行未必愿意把手上已经不多的筹码购买国债。

其次,由于欧洲银行信贷紧张,其他的融资渠道成本高,LTRO会给欧洲银行诱因,去多做一点能抵押的金融债券,并可能继续对实体经济提供信贷,因为这些信贷不能抵押给欧洲央行。而且,LTRO只限于3年以内的抵押贷款,欧洲银行可能会更有兴趣做3年以内的贷款,减少长于3年的长期贷款,对整体信贷总量并不一定有帮助。

现时欧债危机已烧至德国、法国,进一步影响欧洲金融的稳定性。当然,若欧洲各国愿意同舟共济,还有可能找到解决出路,否则只会被危机冲击,令欧洲的银行体系最终无法摆脱的局面。如果金融体系进一步出现问题,打击实体经济发展将不可避免。

2012年 欧元或继续疲软

何志成

2012年外汇投资市场将是不确定性最大的一年,但几乎可以肯定的是美元相对欧元走强,黄金大幅度震荡——先跌后涨。

圣诞节期间,外汇市场行情多数是平淡的,但像今年这样平淡有些出乎意料。欧债危机在欧盟峰会之后欧元表现平稳,给人以欧债危机已经付出的代价有多少。

圣诞节前后,欧洲央行一方面对市场强调,该行不会大举买入欧债。今年年初以来,美、日、欧三大货币中最年的是日元,但是欧元指数不随日元变动,而是与欧元呈反向走势。即日元对美元升值时,如果欧元对美元贬值,美元指数仍然上升,反之则下降。这说明对美元形成最大挑战的是欧元。次贷危机爆发后,美国经济、金融和美元的地位都在显著衰落,美国要走出危机,甚至要维持住目前的日子,已经越来越依靠美元的特殊地位。比如,年初以来美国国债的最大买主就是美联储,而QE2基本是用来买美国国债的,这就等于是用发钞的办法直接为美国贸易赤字买单,因此若是美元的地位不保,美国的贸易赤字就会断绝最后的资金来源。

由于对美元强势地位的最大挑战是欧元,所以美国必须消除挑战才能自保。欧元的危机起源除挑战了美国三大评级公司突然共同调低了欧元区五国的主权债务评级。尽管到目前为止这些被调低债务评级的南欧国家一个也没有出现债务违约,其主权债务评级也没有被美国的三大评级公司一降再降,从而使欧债问题愈演愈烈。

此外,欧债危机将促使欧洲走向统一,而且统一的步伐不会一帆风顺的,而是艰难且漫长。欧债危机不会很快结束,快则两年,慢则要五年时间才可能看清眉目,并且欧洲经济即使能够整合成功,也必然经历一个为“减赤”而进行宏观收缩过程。从中期看,欧洲的进口需求也必然是一个不断下降的过程。

今年上半年,我国对美欧的出口增长率还都高达16.9%,到10月份就分别下降到13.8%和7.5%。今年秋季广交会的成交额同比仅有4.5%的增长率,如果明年出口增长率下降到10%以内,即使扣掉5%的出口价格上涨与1%的人民币升值,出口的实际增长率也会下降到4%,比今年还要低两个百分点。由于净出口比重下降与经济增长率下降大致相符,因此外需的持续萎缩可能导致中国经济增长率在未来两年内继续以每年1-2个百分点的速度下降。

欧元再大的利好也难以被市场理解,只能成为反向刺激,说明经济基本面趋向负面。在经济下行、债务力扩大的背景下,欧洲央行是实力气挽救欧元,说明欧元的问题越大。欧洲央行违背自己的诺言,不得通过“解决QE”救市,说明欧债危机不最终解决除非有美国出面大幅度向下进行调整才能解决。至于调整多少,谁也说不好,但1.2000点应该是市场可以接受的。如果处理不好,欧债危机可能演变成经济危机和金融危机,欧元很可能跌破平价(对美元一比一)。

从目前欧洲央行的操作目标看,它所瞄准的目标不是维持欧元强势,而是避免欧债危机演变为金融危机,导致银行业流动性枯竭危机。按照经济学理论,凡是开动印钞机的国家和地区,都是决心牺牲币值稳定的,而为了避免更坏的情况发生,欧洲央行已经意识到,有必要牺牲币值稳定。

从技术面分析,欧元再度跌破1.3000一线很可能将出现下跌加速,一举跌向1.2860以下。根据基本面判断,欧元跌破1.3000整数位很可能有重大消息面配合,有了大的基本面变化,欧元将出现真跌。笔者预计,消息面或将来自法国主权债被降级、德国被警告。欧洲央行之权被决定开动印钞机,稀释欧元的购买力,很大程度就是为德法两国信誉遭质疑提前预备流动性。

在欧洲央行开始“准QE”的同时,美国经济的基本面却越来越好,美联储不会轻易地释放QE3。应该说,美联储QE2操作已经获得极大的成功,将继续量化宽松经济。

值得注意的是,美国数据在圣诞节期间表现越来越好,不仅失业金申请人数量大幅下降,而且制造业订单也大量增加,说明美国经济复苏趋势已明显确立。在这个时候,美联储应该不会有意外的举动,继续量宽的可能性非常小。

欧洲央行与美联储在2008年以后都曾向市场释放出巨大的流动性,但我们更关注美联储。因为美联储是直接买债券,而欧洲央行是向市场提供超长期、超低利率的无限量贷款,希望商业银行买债券。这两种操作手法虽然都是释放流动性,但区别很大。

美联储在推出两轮QE后,成功地吸引全球市场和投资者都来参与美国国债市场。直至今天,美联储的收益率仍低于正常年份水准,而欧洲央行虽然释放的流动性一点不输美联储,但至今为止欧元区银行业对购买欧债没有兴趣。

根据欧洲央行的数据显示,LTRO的第二天,欧洲央行存款机制内的存款总额从前一天的2650亿欧元跃升至3470亿欧元的创纪录水平,但购买欧债的数量很小。这说明欧洲央行鼓励商业银行购买欧债的举措没有见效。相反,欧洲央行变相量化宽松举措遭到市场的普遍质疑,认为它无法解决欧债危机。目前市场对欧洲央行资金的想法是一致的,即欧洲央行首先需要改善自身的资金状况,接受维持一般的信贷需求,然后才能考虑购买欧洲的好国家债券。至于有可能暴露风险的欧元区五国国债,还是少买为好。