

■ 大视野

警惕美国“财政悬崖”负溢出效应

□工商银行城市金融研究所 王婕

同时波及美国国内和国际市场。

首先，“财政悬崖”引发的不确定性将冲击市场信心，从而可能抑制企业资本支出和私人消费。

尽管“财政悬崖”的触发点在今年年底，但市场对它的关注从今年上半年就已点燃，而美国大选、国债上限等多方问题又导致不确定性不断升级，加之媒体不断渲染，市场、企业和消费者信心都可能受到负面影响而提前有所表现。

根据高盛的测算，财政悬崖引发的不确定性将拖累美国2012年四季度经济增速减缓0.75个百分点。回顾2011年，受国债上限影响，美国的居民消费者信心指数、各地联储制造业新订单指数及美国股市均在7月出现大幅下挫，不确定性引发的下行风险不容小觑。企业因担心财政紧缩可能导致经济放缓而提前减少资本支出和招聘新员工；由于所涉减税政策同时波及所有收入类别人群，消费者因担忧未来可支配收入下降而提前减少消费；金融市场则担忧作为发达经济体唯一亮点的美国可能在2013年初出现经济显著下滑。奥巴马当选第二天，美国股市、国际原油价格即大幅下挫，凸显了市场对财政悬崖忧虑情绪的急速攀升。所幸目前为止，消费者信心指数、PMI指数等先行指标尚未发生明显异动，这说明市场仍对“财政悬崖”能妥善解决抱有信心。

其次，“财政悬崖”对美国经济的直接打击程度取决于其实现的比例，一旦全部实现将令美国经济陷入衰退。

“财政悬崖”对美国经济的直接影响取决于它有多少内容会真的实现。根据目前民主、共和两党的态度，如期终止工资税减免和紧急失业救助基本没有问题，如果仅是这两项紧缩实现，将导致2013年美国财政紧缩约1400亿美元，拖累美国实际GDP增速减缓0.75个百分点，全年仍将实现1.7%的增长。但如果财政悬崖全部发

生，美国财政赤字将从2012财年的1.128万亿美元骤降至2013财年的6410亿美元，拖累美国2013年实际GDP增速减缓3.5个百分点，导致美国经济出现衰退。由于多数财政紧缩将集中在2013年一季度发生，明年一季度美国经济增速大幅下滑几成定局。

在最坏情景下，巨额财政紧缩将对美国经济造成全方位打击：根据自动支出削减机制，美国政府将同比例减少在国防和非国防项目上的支出，美国众多行业将遭受政府采购减少的不利影响，其中受影响最大的是工业和医疗保健；美国减税政策涉及所有高、中、低收入家庭，一旦被废止，2013年联邦收入总额将至少增加5000亿美元，几乎90%的家庭面临着平均3500美元的额外税负，中等收入家庭的税负将平均增加2000美元，这将直接减少私人消费支出；“财政悬崖”将显著抬高边际税率，利息收入、长期资本利得和合法红利的边际税率将分别平均上升5%、7%和20%，这可能促使投资者在政策生效前集中抛售升值的股票、债券和其他金融资产，一旦形成一致预期将严重打击美国资本市场的稳定性。

最后，“财政悬崖”给美国经济造成的负面影响将通过贸易、金融市场等渠道传导至其他国家。

作为全球经济引擎，美国一旦受“财政悬崖”所累，真的出现经济增速大幅回落，将对本已脆弱的全球经济产生巨大影响。今年11月5日结束的G20财长和央行行长会议甚至警告，美国“财政悬崖”已经超越欧债危机，成为短期内全球经济的最大风险。

美国国内需求走低将导致进口快速下滑，从而不利于美国的主要进口来源国，特别是经济结构较为单一、严重依赖对美出口的经济体将受到严重冲击。此外，美国经济的强势表现一旦终结将严重打击全球市场信心，使本已有所恢复的风险偏好再度缺失，

而一直以来的安全资产——美元和美债将处于漩涡中心，避险天堂的稀缺将导致国际金融市场剧烈震荡。更应看到，“财政悬崖”背后的美国国家信用，在欧债危机影响仍未平息之际，美国的国家信用一旦跌下神坛，将可能引发对世界各国主权信用的广泛忧虑，“欧债危机”、“美债危机”或再现全球蔓延之势。

“两步走”策略 解决“财政悬崖”问题

当前解决“财政悬崖”的困难在于时间紧、任务重、无配合”。要避免其发生，奥巴马和国会必须在今年12月31日前形成妥协。但考虑到会期的低效率及两党政见上的重大分歧，财政悬崖的最终解决方案尚存巨大变数。

美国民主党控制参议院、共和党控制众议院的分裂格局，决定了“财政悬崖”的解决有赖于两党达成共识，在此之前必须先跨越四大障碍：第一，奥巴马坚决反对延长对高收入人群的减税政策，而多数共和党议员反对区别对待高收入减税政策。第二，共和党对可负担医疗法案持强烈反对态度，要求奥巴马“瘦身”社会福利项目。第三，多数民主党议员不大可能支持支出削减从国防向非国防领域转移。根据自动支持削减机制，国防和非国防项目各占每年削减数额的一半，共和党主张增加非国防项目（包括联邦官员退休福利、医保补贴等）支出的削减比例，从而减少在国防项目支出上的削减，但民主党能接受该方案的可能性很小。第四，围绕提高国债上限问题仍将扯皮不断。

根据美国财政部的测算，美国很可能在12月初再次触及债务上限，但可通过措施把融资能力延长到2013年3月。参照去年两党在最后时刻才提高债务上限达成一致，今年形势较去年更为复杂，谈判前景不容乐观。

总体来看，美国两党均倾向采取“两步走”策略解决“财政悬崖”，

无论两党谈判面临怎样的分歧，由于谁都难以承受“短期内将美国经济推向衰退”的后果以及来自公众和市场的巨大压力，“财政悬崖”全部实现的可能性几乎为零。但由于距“财政悬崖”触发的时间仅剩不到两个月，两党很难在如此短的时间内跨越四大障碍，形成“大妥协”，即能确保长期财政稳健的、实现削减支出及扩增税收相平衡的一揽子措施。因此，两党最大的可能是采取“两步走”策略：首先通过妥协达成令所涉政策延期的协议，避免“财政悬崖”触发；进而再在2013年达成广泛的财政整顿方案。大选后，两党领袖的公开发言也基本印证了这一解决方向。

当前的变数在于如何将现有政策延期，可能的方案主要有以下两个。方案一：工资税减免和紧急失业救助政策如期失效，其他政策延期3~6个月（80%的概率）。短期延期的目的是待新国会在2013年1月上任后，将提升国债上限与长期的税收和减赤计划一并解决。国会可能利用“国债最后时刻”向奥巴马施压，以在短期内达成可行的中期财政整顿方案。

方案二：部分政策如期失效或实施，其他政策延期1年（70%的概率）。该方案的目的是通过更长期的政策延期，令两党有更充分的时间进行“大妥协”。但由于延期时间较长，考虑到赤字压力，两党都必须做出一定让步。比如，民主党同意将终止税收减免的收入门槛从25万美元提高到100万美元，而共和党支持新增税率的正常开征等。

从目前情况看，将政策延长较长时间的第二种方案发生可能性更大一些。奥巴马现已着手邀请国会两党领袖就解决“财政悬崖”的方案展开讨论，大体方向将是在“增税”与“调整支出结构”之间寻求平衡，但具体会进行怎样的博弈，就哪些政策做出让步，仍存在较大变数。

■ 中国证券业协会优秀论文选登

为配合证券业创新发展，中国证券业协会近期举办了优秀论文征集活动。本次征集选题包括证券公司市场组织功能、证券公司发展战略与盈利模式创新和证券研究机构发展三个专题。征集活动共收到160篇论文，通过专家评选最终选出15篇优秀论文。本报今起陆续刊登获奖优秀论文精要内容，进一步推动业界对证券业创新发展的研究和探讨。

发展中介型买方业务 实现券商盈利模式转变

□申银万国 陈建民 蒋健蓉 龚芳

目实施——项目评估”全过程的系统化投资决策流程。与此同时，国外投行还构建了权责明晰的问责机制，使得本金运作落到实处。

最后，完善的风险管理是国外投行买方业务发展的生命线。现今国外投行都已经构建了相对完善的全面风险管理体系，形成了风险一收益均衡的运作理念；同时，从反面思考，风险管理的漏洞也容易致买方业务面临巨额亏损，其中2008年法兴银行由于风险管理缺失便造成了高达70亿美元亏损。

构建“通道+专业+资本” 券商盈利模式

借鉴国外投行发展经验，可以从以下五方面推进我国证券公司买方业务快速发展的相关建议。

一是要积极构建以“通道+专业+资本”为核心竞争力的盈利模式。目前我国证券公司还处在以通道业务为主的盈利模式阶段，未来我国证券公司应借助专业和资本来推进盈利模式转变。

二是要大力发展基于客户导向的多元化中介型买方业务。未来我国证券公司应一方面大力发展以交易为主要特征的中介型买方业务，包括做市商业务、融资融券交易、债券质押式回购、股票约定式购回等业务；另一方面积极发展产业基金、并购基金和另类投资，借助放宽净资本约束、鼓励利用客户资本发展买方业务、放宽并购基金业务资质审批等方式推进业务发展。对现有自营业务要在控制好风险敞口基础上，将传统自营投资逐步转变为实现专业投资人才培训的有效途径和机制，为资产管理业务输送投资专业人才。

三是要建立以客户为导向的组织架构和业务协同机制。这需要证券监管部门自上而下的推动行业组织架构转型，改变传统业务条线的监管方式，给予证券公司更多自治空间和权利。同时，需要证券业协会进一步优化行业排名，借助强化创新业务的信息披露和排名引导证券公司业务转型。

国外投行买方业务发展已形成差异化的业务特征，其中高盛拥有全球首屈一指的本金投资业务，摩根士丹利是全球资本市场主要的做市商之一。从收入结构分析，高盛买方业务中包含股权投资、债权投资和其他投资在内的本金投资占买方业务的收入比重高达22%，是仅次于做市商业务的第二大买方业务收入来源，在金融危机前，高盛本金投资的净收益达35亿美元。而摩根士丹利70%以上的买方业务收入都来自做市商服务，其做市商业务在2010年净收入高达94亿美元，成为最重要的买方业务。

从美国证券业的收入结构分析，近年来尤其是金融危机后，做市商、信用交易等资本中介业务的收入占比在波动中呈现上升趋势；从买方业务形态分析，国外投行基于客户需求设计的买方业务品种不断丰富。以高盛为例，其资本中介型的买方业务已经从初期的证券借贷和证券做市扩展到包括融资借贷、项目融资、大宗经纪、证券借贷、证券做市以及证券衍生品服务等多个领域。

买方业务发展需机制保障

机制保障主要表现为基于客户为中心的组织协同机制、完善的投资决策流程和全面的风险管理体系。更重要的是，证券公司买方业务的发展一定要注重最大化运用客户资本，将买方业务发展成丰富客户投资渠道、满足客户差异化投融资需求的重要路径之一，进而在真正意义上实现客户与证券公司的共赢。

美国“透支模式”难持续

□国家信息中心预测部 张茉楠

距离2013年1月1日只有六周左右的时间，在解决即将到来的“财政悬崖”问题上，美国正在与时间赛跑。从当前形势看，美国两党已在各自立场上有所软化，财政悬崖紧缩幅度达到约6000亿美元，占GDP的比重达4%。这一巨大的财政紧缩可能直接将美国经济推下悬崖。上述单项财政政策主要涉及2001/2003减税政策延期、最低税率（AMT）、工资税减免、自动支出削减机制、紧急失业救助法案、可负担医疗法案（Affordable Care Act, ACA）等。

“财政悬崖”是美国当前面临的最大单一风险，一旦发生将拖累全球经济复苏。“财政悬崖”引发的负面冲击在于两大方面：一是“财政悬崖”全部或部分实现给美国经济造成直接打击；二是“财政悬崖”带来的负溢出效应，它将

打击美国消费者信心，产生非常大的经济和消费紧缩效应。

当前，“财政悬崖”解决的症结在于美国两党在“减赤”还是“增税”上存在根本性分歧。那么，到底是“增税”还是“减赤”才是解决美国“财政悬崖”的关键呢？

在笔者看来，美国最大的问题是公共支出过度，而不是政府税收不足。美国联邦预算缺乏一个连贯的、可持续的中期规划，导致在包括今年在内的过去5年赤字水平年年超过1万亿美元。今年10月，美国联邦财政收入为1843亿美元，比去年同期上升13%，但财政支出为3043亿美元，比去年同期上升16.4%。过去3年，美国联邦税收低于国内生产总值的16%，而开支超过了国内生产总值的22%，可见，财政开支过度才是美国财政赤字不断攀升的源头。

二战以后，美国大部分时间财政支出高于财政收入，从1950年至2009年的60年中，出现财政赤字的年份有51年，占总数的90%以上，而且财政收支盈余的时间集中出现在1970年之前，此后除了克林顿总统执政期间出现了几年的盈余外，财政每年都是

赤字。因此，解决美国“财政悬崖”问题的首要任务当然是减赤。根据美国白宫向国会提交的新预算报告，该预算案规定，2013财年美国政府的财政支出约为3.8万亿美元，财政赤字将从2012财年的1.33万亿美元下降到9010亿美元，即从占国内生产总值的8.5%下降到5.5%，降幅高达29.7%。

然而，大规模减赤又谈何容易。美国财政支出共分为三类：自主性支出、刚性支出和债务利息支出。由于随意性支出还包括军费、国土安全开支和生态维持开支等准刚性支出，真正能够自由支配的额度要更低。而后两类是无法通过经济增长来解决的结构性支出，很难削减，其支出年度增幅是同期自主性支出的五倍。美国目前面临的最大问题是政府刚性支出负担太重。2011财年，美国在刚性支出和国债利息方面的花费就比政府总税收收入多出了1760亿美元，因而其余部分的开支只能靠发债来解决。而在2012财年还剩下6周才结束之际，这一缺口更是已经高达2510亿美元。美国国会预算办公室预计，联邦

债务需要支付的利息将从目前占联邦税收收入的9%上升至2020年的20%，2030年的36%和2040年的58%。

与此同时，随着美国人口老龄化以及医疗保险费用的激增，社会项目开支还在不断扩大，估计2010~2019财年财政赤字总额将高达7.1万亿美元，到2035年美国联邦债务将占GDP的180%，财政体系将处于崩溃的边缘。

从当前形势看，出于维护美国经济利益的考虑，两党在各自立场上已有所软化，很可能是要么民主党在减赤方面有所妥协，在削减国防开支和社保开支方面做出一些让步；要么共和党在增税方面有所妥协，同意调整税率并对富人征税，或者继续提高债务上限。然而，现实告诉我们，“举赤字财政”不宜长期化，举债过度将会透支“未来”，美国政府如果不改变凯恩斯的大政府主义，不改变美国难以持续的财政体系，即便是美国两党在短期内能够达成妥协，暂缓“财政悬崖”的爆发，但财政收支缺口必然加剧财政赤字并导致债务累积，大的财政危机依旧不可避免。

值得注意的是，上星期希腊通过了缩减预算案，将带头在欧元区实施财政紧缩方案。假如美国继续向富人增税，进而大幅削减开支，“增税消费、货币宽松”的游戏很可能将走到尽头，全球经济陷入通缩将不可避免。

解决“财政悬崖”或只能向富人增税

2070亿美元。两项相加共计6070亿美元，约占美国GDP的4%。这无疑将给稍有起色的美国经济浇上一桶冷水，美国经济可能步入衰退。

为了避免出现上述情况，奥巴马邀请了国会、商业界和劳工领袖进行会谈。从近几年的情况观察不难看出，即便两党“玩火”到了最后一秒，美国政府进入停摆的状态也绝不会发生。

然而，当前美国已经债台高筑，美国政府的预算赤字已连续4年超过1万亿美元，债务占GDP的比率超过了70%。短期内，美国政

府需要减少1万亿美元的预算赤字，长期来说，更要继续不断减少赤字。财政部长盖特纳表示，为了减少预算赤字，有必要对富有的美国人（年收入超过25万美元）提高个人所得税税率。因为奥巴马“不准备延长高收入阶层的减税政策”，更为关键的是要提高资本收益率。

其实，只有增加富人的税，才能真正为中产阶级减税，也是消除“财政悬崖”风险的可靠的資金来源。如果不妥善解决这个问题，美国联邦债务上限将只能继续提高，届时美国国债降级将

亿美元的财富，单单房地产市场就蒸发掉6~7万亿美元。而全美2%-3%的富人，其财富在这几年增加了2~3万亿美元。假如美国掉入“财政悬崖”，让穷人、中产阶级和富人都一起增加税收，显然是不合理的，而单独向富人增税恐怕更为合理。

值得注意的是，上星期希腊通过了缩减预算案，将带头在欧元区实施财政紧缩方案。假如美国继续向富人增税，进而大幅削减开支，“增税消费、货币宽松”的游戏很可能将走到尽头，全球经济陷入通缩将不可避免。

□加拿大皇家银行 陈思进

因美国总统大选搁置的“财政悬崖”问题，在奥巴马成功连任后变得异常迫切，已经进入倒计时。解决“财政悬崖”的时间拖得越长，市场投资者就越焦虑，最突出的表现就是美国总统大选后美国股市持续下跌。

如果两党在年底之前没有达成协议，美国政府将跳下“财政悬崖”，这一“跳崖”将产生两大影响：一是结束从小布什开始的各种税务优惠，等于大幅加税4000亿美元；二是强行削减赤字