

加强预期管理 提升货币政策效应

□中国社科院金融所副研究员 郑联盛

在金融危机之前,预期管理并不是美联储货币政策的核心原则。金融危机爆发之后, 美联储将基准利率降低至零水平, 又启动了大规模的量化宽松政策,但价格型和数量型货币政策工具的边际效用逐步递减,市场信心在较长时间内无法得到提升,市场微观行为担心美联储会较快地回收流动性并提升基准利率,货币政策的效力并没有发挥显性的效力。美国政府对此进行反思并发现,私人部门的支出决策主要取决于收入、就业、长期利率等重要指标的长期预期而非短期变化,公众对政策调整信号性的认识主要是与未来长期政策走势的预期相关,为此,美联储认为,进行市场预期管理、引导微观主体对未来经济的乐观预期是政策发挥效力的基础。

美联储预期管理的基本原则

注重针对性是预期管理的第一原则。金融危机之后,经济陷入衰退、失业率屡创新高。在预期管理中,美国政府注重提升政策的针对性和系统性, 通过政策刺激、投资扩张、消费提振和出口振兴等一揽子政策组合来解决衰退和失业问题,亦针对性夯实了微观主体的政策预期基础。不同部门的政策措施都是针对衰退和失业难题的,这使得整个政策框架是统一化的,这对于提高预期的针对性发挥了集聚效应。

注重长期性是预期管理的第二原则。在预期管理中,美联储一直强调政策框架应该注重政策长期性。联储非常规货币政策框架通过预期管理实现了三个目标:一是降低长期利率,二是提高资产价格,三是促使就业市场改善。美联储提出,公众对政策调整信号性主要是与未来长期政策走势的预期相关,当局应该给予私人部门一个长期的视野。因为私人部门的消费与投资行为决定长期预期及其稳定性,而货币政策的决策从机制上看又是一个短期行为,为此需要将联储议息会议的视角放至长期性,公众对会议决定的经济影响及其长期走势的预期才会被实质性地引导。美联储的能力不能只体现在对各次政策节奏和力度的把控上,更主要的是需要对未来预期进行长期性的“塑造”,引导公众对长期政策趋势的准确理解并理性应对。

注重平衡性是预期管理的第三原则。

预期管理中,美联储政策平衡性主要体现在三个方面:一是充分就业与物价稳定的平衡。在危机之后,美联储十分强调美联储政策的就业目标,但是,美联储官员一直强调没有将就业目标凌驾于物价稳定之上,且将物价稳定作为零利率和量化宽松政策维持的前提。在充分就业与物价稳定的平衡上,联储不承认就业目标比物价目标更具优先性,物价稳定仍然是重要的。在政策沟通中,联储一直将物价稳定作为宽松政策的前提。二是非常规政策的收益与风险的平衡。联储时常向市场释放信息提出,量化宽松政策下资产负债表的大规模扩张对于市场是有副作用的,市场未来需要为此承担部分成本。这利于市场主体通过预期形成能动的反应,提前释放政策转向的负面冲击。三是就业增长、通货膨胀和金融稳定三大目标的平衡。在金融稳定成为美联储第三大职能后,联储注重三个目标的平衡。

美联储预期管理的核心要素

微观主体行为的预期引导是预期管理的出发点。美联储在全球金融危机的应对及经济复苏进程中认为,预期管理将在货币政策的制定和执行中发挥基础作用。通过货币政策工具的清晰界定,对政策调整时机所需具备条件的明确揭示,以定期议息会议及纪要为渠道,以美联储官员讲话为补充,使得美联储货币政策在很大程度上能够成为微观主体可预期、较稳定和可决策的内在因素,从而有效引导市场预期和微观主体行为,以实现货币政策的整体目标。

前瞻性指引是预期管理的核心手段。金融危机之前,隔夜利率及相关的公开市场操作是美联储进行宏观调控的主要手段,美国不通过信贷管理或其他行政方式来直接控制金融市场中的资金流。但是,当基准利率降至零下限后,基于隔夜拆借利率的调整和公开市场操作这一常规货币政策框架就失效了。此时,前瞻性指引通过央行与市场的沟通来管理公众预期,能够发挥再宽松作用,发挥非常规货币政策的需求扩张功能。在零利率下限的环境中,预期传导渠道的重要性尤为突出。根据美国的经验,前瞻性指引的成功实施应具备三个条件:第一,前瞻性指引的有效性取决于央行的信誉。只有人们相信中央银行的承诺,前瞻性指引才能通过影响公众预期来发挥作用。第二,前瞻性指引应

被视作央行的承诺。前瞻性指引的承诺性质越强,对公众预期的影响也就越强。第三,前瞻性指引应该是准确、简单和易懂的。但是,亦有研究认为,前瞻性指引作为引导市场预期变化的政策工具却不是一种严格的政策承诺,而是一种条件预测与政策准备。

明确的量化指标是预期管理成功的重要依托。美联储在预期管理中注重明确界定预期管理所依托的量化经济指标。整体而言,通货膨胀指标、就业指标以及产能利用率等是美联储预期管理的三类重要指标,特别是通胀和就业是两大核心的指标。2012年12月美联储前瞻性指引从时间指引转变为阈值指引后,通胀和就业就成为两个最为准确、简单和易懂的观察目标,即2.5%和6.5%两个阈值。

开放的沟通机制是预期管理取得成功的基础渠道。货币政策的传导成效与金融市场的理性预期是紧密相关的,货币当局应密切关注市场所释放的信息,这对于政策的理解、预期市场和政策效果的达成具有实质性作用,而建立不同渠道的沟通机制是打通政策与市场的关键。一是联储在理念上进行一场从“不解释原则”(Never Explain)到透明公开的“沟通革命”(Communication Revolution),建立了与市场沟通的良好机制。二是官方的信息披露机制。美联储通过简单、明确、易懂的议息会议声明在很多时间内就让市场较好地捕捉政策的意图与趋势,这是政策有效传导的首要环节。三是联储官员的公开演讲与互动。通过官员与金融市场、实体经济部门的参与者进行沟通和互动,使得联储更加了解市场的预期、支出决策的约束以及消费扩张的因素等,这对于进一步完善政策框架是有利的,将进一步提升投资或消费水平。

前瞻性指引的政策经验

前瞻性指引(Forward Guidance)是美联储进行预期管理、引导市场行为、实现政策目标的核心手段,是美国在预期管理中的重大创新,亦是美联储政策能够取得较大成功的关键因素。值得注意的是,美联储前瞻性指引亦是一个不断实践、不断完善的过程。美国前瞻性指引主要经历了三个阶段。

一是开放式指引(Open-ended Guidance),即只确定政策方向不设置政策实行的时间和指标。2008年底美联储降

做。这也就是为什么2月美国CPI回落而核心CPI上升的数据组合中,美联储更强调关注长期预期而非当期预期的原因。停一步是为了看走一步的效果,不至于让非美经济体和金融市场的动荡,传导至美国的实体与金融市场。而具体节奏则是根据高频的基本面数据以及非美经济体的表现来相机抉择的。

虽然全年的加息空间市场预期较为一致,但加息节奏还是有较大分歧,因为对中长期期的基本面数据毕竟有分歧。但由于加息节奏对市场投资的影响较大,因此对加息节奏的讨论也确有必要。

亚特兰大联储主席洛克哈特和旧金山联储主席威廉姆斯在本周一均发表声明,认为美国国内经济数据有实力令美联储采取进一步行动,最快4月份采取行动。里士满联储主席雷克则从通胀角度上表达了对

低基准利率至零水平并宣布将“在一段时间内维持极低利率水平”,2009年3月美联储再次使用开放式指引强调“在很长一段时间内维持极低利率水平”。美国通过政策基调的开放式指引来引导微观主体进行消费和投资。

二是时间指引(Calendar Guidance),即确定政策实行的时间阶段。2011年8月至2012年9月, 美联储连续三次使用时间指引。2012年9月美联储宣布将出台新一轮量化宽松政策,并将超低利率期限延长至2015年中期。美联储利用时间指引来明确政策的执行阶段,一方面明确了政策的相对长期性,同时亦隐含了政策潜在的调整时点。

三是阈值指引(Threshold Guidance)(或状态指引),即设定明确的量化政策目标。2012年12月美联储预期管理的主要手段由时间指引修正为阈值指引,失业率和通胀率就成为美联储政策维持或退出的两大“阈值”指标。如果通胀在未来1-2年内预期不会超过政策中靶2%水平0.5个百分点(即不高于2.5%),且长期通胀预期保持稳定,同时失业率保持在6.5%以上,那么美联储仍将维持宽松的政策框架。但是,美联储对于失业这个阈值的明确关注在于2012年初,美联储致力于缔造一个长期目标与货币政策的策略,并认为可持续的就业是可以与长期通胀目标政策框架相互匹配的。这是美联储首次明确最大就业目标。美联储对潜在行动设定门槛是对前瞻指引的重大改进,阈值指引使得市场消除了不确定性,提升了政策的公信力,同时也为政策退出提供了更为明确的市场预期与准备,私人部门可以根据两个指标与阈值的走势进行行为决策。

总而言之,全球金融危机是大萧条以来最为严重的金融经济危机,美国出台了史无前例的政策加以应对。在美国宏观政策制定、执行和反馈的过程中,预期管理发挥了重大的作用。通过预期管理,美国货币政策整体保持在市场预期之内,积极引导市场微观主体的行为向政策目标收敛。2009年以来,美国金融体系没有出现较大的市场波动,经济复苏整体稳健,已经基本摆脱了金融危机的负面冲击,且发展模式更加独立、杠杆率更低、发展动力更具持续性。美国货币政策预期管理对于我国进一步发挥政策效率、稳定金融体系、促进经济发展等都具有重要的启示。

加息的看法,即虽然长期通胀预期保持低位,但与美联储2%的通胀目标并不矛盾,如果近期油价触底反弹较大,核心通胀将显著走高。

虽然目前美元指数相对低位会导致油价上涨预期,但考虑到美联储长期考量通胀预期的原则,4月加息概率较低。虽然6月加息预期较浓,但在英国脱欧等非美国经济不确定性的影响下,也不排除推后至7月或9月加息的可能。接着,如果基本面无超预期,12月加息至0.9%水平。

从各类资产市场来看,非美市场的喘息期或许较为珍贵。美元指数将在93至100的区间震荡,而欧元兑美元则将在1.17-1.05区间震荡。今年年初的黄金投资的蜜月期似乎较难重现,除非美国经济基本面出现明显的滞胀预期组合,并配合以欧洲经济的通缩预期加剧。

抵扣,有利于提高租赁企业利润水平,助推规模化、专业化租赁经营和“购租并举”的住房供应新模式。其次,为购置进项抵扣,开发商会将建安、咨询和设计等业务外包,有利于改变行业“大而全”的粗放模式,促进行业细分、专业化经营;再次,增加抵扣额和确认抵扣,会激励开发商增加精装修房屋供给,甚至是“精装修+家具”,有利于减少建筑垃圾;最后,由于土地或房屋增值越多,开发商缴纳的增值税就越多,这就激励开发商不再靠涨价获益,而是转向提升产品品质和成本管控。

营改增利好商业办公市场。因为,开发商可以将税负转嫁给购置者(一般是企业),而购置者也可以将商业办公购置税作为进项增值税申请抵扣。就区域来看,一线及二线重点城市,土地成本、建安成本较高,也易于获得增值税专用发票,故营改增对这些城市的楼市更加利好。就产品来看,营改增利好大中型住宅,大中型住宅土地价值较高、装修成本大,抵扣较多,这就有利于改善型需求和三、四线城市“去库存”。

美联储加息或走一步停一步

□国开证券有限责任公司 王鹏

上周,市场在美联储超预期“鸽声”中“涨声一片”。为什么美联储在去年12月份加息前表现出较强的鹰派姿态,而今年1-3月却表现出明显的鸽派?

去年12月份加息,是美联储对国内经济内生性增长以及通胀预期,与非美经济尤其是新兴体的疲弱状态权衡之后的决定。但在加息之后,非美经济和金融市场对美元汇率走高表现出极大的恐慌。美联储自今年1月份至今的两次新闻发布会上,均强调全球经济和金融市场动荡对美国经济的影响。而非美经济对美国的影响路径主要有二:一是美元回流造成非美国国家的金融市场动荡进而使非美经济体受损;二是美元升值导致美国净出口进一步恶化,外需更加疲弱。可

以看出, 美联储需要在国内经济与非美经济之间进行权衡。

从加息空间上来看,芝加哥商业交易所的联邦利率期货已经给出了预期值,即全年在0.9%的水平,这意味着加息空间是0.5%,同样可以推测出加息2次。但该预测方法在节奏的预测上略有缺陷,因为在全年加息水平的计算公式中,每次议息会议时点上的预测概率是变化的,如果发生基本面的超预期情形则计算公式中的概率就会发生变化,则加息节奏的预测就会大打折扣。

从政策节奏考量上来看,美联储可能遵循“走一步停一步”原则。走一步是为了及时调控美国内生性增长和长期通胀预期上升的潜在威胁。毕竟从2009年3月以来,长达六年多的量化宽松为美国的长期通胀上升压力埋下了伏笔,提前的功课不得不

做。这也就是为什么2月美国CPI回落而核心CPI上升的数据组合中,美联储更强调关注长期预期而非当期预期的原因。停一步是为了看走一步的效果,不至于让非美经济体和金融市场的动荡,传导至美国的实体与金融市场。而具体节奏则是根据高频的基本面数据以及非美经济体的表现来相机抉择的。

虽然全年的加息空间市场预期较为一致,但加息节奏还是有较大分歧,因为对中长期期的基本面数据毕竟有分歧。但由于加息节奏对市场投资的影响较大,因此对加息节奏的讨论也确有必要。

亚特兰大联储主席洛克哈特和旧金山联储主席威廉姆斯在本周一均发表声明,认为美国国内经济数据有实力令美联储采取进一步行动,最快4月份采取行动。里士满联储主席雷克则从通胀角度上表达了对

做。这也就是为什么2月美国CPI回落而核心CPI上升的数据组合中,美联储更强调关注长期预期而非当期预期的原因。停一步是为了看走一步的效果,不至于让非美经济体和金融市场的动荡,传导至美国的实体与金融市场。而具体节奏则是根据高频的基本面数据以及非美经济体的表现来相机抉择的。

商誉摊销方法应体现决策有用性

□正中珠江会计师事务所 吉争雄
纽约城市大学研究中心 吉嘉

现行会计准则规定,在非同一控制下的企业合并中,合并成本大于被购买方可辨认净资产公允价值的部分,确认为商誉。初始确认后的商誉,于每一个会计年度期末,对其进行减值测试。证券市场上,投资者需要根据公司所披露的会计信息对公司的投资价值进行分析并计算其合理的价格。由于商誉资产性质的模糊性,商誉会计处理已经成为会计领域的重大难题。

目前商誉会计对公司估值产生误导

证券价值分析理论认为,公司的公允价值就是其未来自由现金流按照一定的贴现率进行贴现后之和,也就是公司未来现金收支净额的贴现值的总和。这也是目前对公司公允价值进行评估普遍认可的计算方法。就资金回报率大幅度超过贴现率(假设贴现率约等于银行利率)的公司而言,按照这个估值方法计算出的公允价值可以数倍于公司的账面净值。这也就是绩优公司或者未来预期良好的热门行业公司股份数倍于其净资产的估值逻辑。但是这只适用于公司以自己的资产自我创造的获利能力的估值而言的情况,这个时候考虑了公司获利所消耗的全部资源的支出。

按照公允价值收购标的相对应的获利能力的估值只能等于收购价本身,如果公允价值的计算是合理的,且公允价值计算时的业绩预测后来得到百分之百兑现,那么收购资金的总体的获利能力就等于其估值时的贴现率,也就是资金市场的平均获利能力,约等于银行贷款的利率水平。收购标的得到利润的同时消耗了公司大量的资金资源,而按照目前的商誉会计方法,与收购资金相对应的利息支出成为收购的隐形成本,在计算收购方与被收购标的的的价值的时候都没有加以考虑。但是在计算收购后的公司总体价值的时候,收购业务对公司资金资源消耗的这种成本是必须考虑的(很多情况下,收购是通过发行新股进行换股完成的,这对原有股东权益会发生摊薄,其意义及效果与以现金收购是类似的,为了讨论问题方便,这种情况暂时忽略)。

举一个简化处理的典型例子说明如下。某新兴行业A公司其年度利润为1亿元,其市场估值为50亿元。现公司借入50亿资金以公允价值收购一同行业同类型B公司,其年度利润也为1亿元。如前所述,A公司从按公允价值收购标的所获得的资金收益基本就等同于借款的资金利息(为简化说明问题,这里假设所得利率率等同于借款利率,且等同于贴现率),从收购标的支付利息与借款利息支出相抵消,收购完全不会增加A公司的公允价值,其市场价值应该还是50亿元。

如果A公司有自有资金50亿元,收购资金不会产生额外利息支出,那么收购后公司的利润为2亿元,那么其公允价值就应该是100亿元。但是我们应该理解到:在这种情况下,A公司的业务估值为50亿元,加上其可自由动用的现金50亿元,其公允价值本来就应该是100亿元,收购仍然不应该引起其市场价值的任何变化。

根据公司价值评估理论,合并收购欲实际增加A公司公允价值,则必须至少发生如下情况之一:(1)收购价比收购时B公司计算出的公允价值有一定的优惠折扣;(2)收购后B公司的实际业绩发挥水平超出预期;(3)合并后A、B公司产生协调效应,AB整体业绩大于A+B分别的业绩,产生额外的价值。

目前商誉会计处理将收购所得利润与收购方原有利润简单相加,商誉不需要进行摊销,没有考虑收购资金对公司资源消耗的隐形成本。所以在证券市场我们常见的现象是:不考虑形成合并商誉对收购方资金资源的消耗,无论A公司以多么高的溢价收购B公司,无论形成了多么大的商誉资产,收购完成后,将AB公司的利润直接相加,公司本来50亿元的市值都变成了将近100亿元。

如果B公司基本能够完成收购前的业绩预测,那么就不需要对合并商誉进行后续年度的测试减值,结果无论A公司以多么高的溢价收购,其收购后的合并会计报表都反映出完全相同的合并业绩。由于收购成本不同,消耗的资源不同,这个结果显然是不合理的。目前的商誉会计处理对证券市场上收购方公司的估值产生了显著误导,与会计信息的决策有用性目标是相悖的。

商誉会计处理应考虑收购资金成本

从公司估值角度出发,找到了目前商誉会计存在问题的同时,商誉资产合理的会计处理方案也就同时产生了:商誉会计必须考虑收购方付出的资金资源的隐形成本,才能使收购后的公司估值趋于合理。实际上在大部分情况下,收购方不会采用全额借款的方式去完成收购,而是通过发行新股,以换股为主要的对价支付手段进行收购。但收购业务对公司资金资源的消耗与采用全额借款的方式进行收购,其合并商誉计算是一样的,也就是说收购所对应的经济实质都是一样的。收购方应于每一个会计年度期末计算与合并业务总体金额相对应的资金利息成本作为合并商誉资产的摊销费用,同时将此成本计入合并利润表的费用项目,直至商誉摊销完毕为止。在此种会计模式下,如果收购标的评估作价所运用的贴现率合理地略大于现行市场资金利息水平,且标的公司恰恰完成了评估作价所预计的业绩,那么该收购事项将引起收购方利润的略微增长及其市场估值的相应增长。这适当地反映了对收购标的评估作价时的谨慎性,引起了合理的市价估值结果,因此实现了商誉会计对投资的决策有用性。

以资金利息的额度对商誉进行摊销的方法具有明确的计算方法,原理简单明确易于操作,显著降低了会计职业判断的难度,据以产生的会计计量结果具有可靠性与可比性。与最早采取的按固定年限摊销加减值测试的方法相比,避免了固定摊销年限的确定逻辑模糊不清及与具体收购个案的实际情况想脱节的问题。与目前只限于会计年度期末进行减值测试的方式相比,避免了商誉长期挂账无法消化的问题,缩小了因为会计人员的技术原因或者因为管理层操纵利润的动机而推迟确认商誉减值的空间,减少了商誉这项风险资产被突然暴力大幅度减值对会计报表形成的震动,进而可以减少证券市场的波动幅度。

商誉在合并会计报表上是一项非常特殊的资产,它基本上也是唯一一项在母公司与子公司合并前个别会计报表上都不存在的资产,而只是出现在合并报表上的平衡项目。由于这项资产的存在,降低了合并报表的可理解性。公司收购的业务终归要与收购方融为一体,其合并会计报表最终也应该与未发生过收购业务的公司一样不存在商誉这项特别的风险资产。通过适当的固定摊销模式,可以程序化地(而不是通过突然爆发式的减值的方式)消除合并商誉资产项目的存在,使其与未发生过收购的公司具有可比性并加强合并会计报表的可理解性。