

# 债务危机:下一个全球性难题

王宸

近期欧美各国经济初显回升迹象,为全球经济带来新的动力和希望,美联储和伯南克也公开唱好全球经济复苏,但就在这种有利的背景下,金融危机第三阶段关键点正在隐然出现。

今年初以来各国企业大量发债已经超过1万亿美元,超过2007年8980亿美元的历史纪录,这是低利率环境下的畸形扩张,一旦各国央行做出利率上升的措施,公司债券将在利率上升周期的预期之下经受严峻考验,也即货币宽松政策下催生的普通债券扩张趋势的急剧逆转,有很大可能将成为金融危机复苏之前的下一个关键点。

## 美国资产担保债券未启动

现在,欧盟央行正在陆续购买资产担保债券,因步伐较小至今仍未达到100亿欧元的规模,由于资产担保债券风险相对较低,这符合欧盟央行稳健宽松货币政策、有节制地实施货币投放的立场;美国在2008年6月也确立了发展资产担保债券市场的方向,但是至今仍未有大规模启动,其中,资产担保债券与再担保实际上相当于对债券的保险,这是其尚未启动,并可能与AIG业务重新整合扩张有关的重要原因。换句话说,资产担保债券与其再担保等关键领域,很可能与债券评级和债券保险、信贷违约掉期领域的重新整合联系在一起。这些相关领

域复苏的程度与规模将成为欧美金融体系是否还具有全球领先地位的一个关键因素,而AIG于第二季度开始亏损与坏账大幅降低,这是债券保险领域、信贷掉期领域复苏的关键信号,并由此确立美国即将启动资产担保债券市场的方向。

## 公司债隐含更大风险

由于资产担保债券应比抵押贷款证券更具安全性,这令市场普遍担心美国商业房产市场的恶化,以及商业房产抵押贷款证券的恶化。在这一领域,目前为止全球仍然主要是美国抵押贷款证券市场规模和比重庞大。美联储在1.45万亿美元的购买资产支持证券计划基础上,仍可能根据市场形势变化而扩大这一规模,因此,美国商业房产抵押贷款证券领域的下跌空间,在未来可能主要由以“CIT危机”所提供的债务重组模式来消化,提供给投资者低位投机的机会并不多。

从美联储政策行动的宏观角度分析,美联储所购买的资产支持证券,无论是住房抵押贷款证券抑或商业房产抵押贷款证券,其在价格上的跨度和差异都不应过大,这是保证美联储政策行动成果的一个外在指标,如果抵押贷款证券再度上演一个显著时期的大幅波动,将失去维系美联储政策行动效果的说服力。

从AIG显著改善及其业务复苏来分析,一旦美国大规模启动资产担保

债券,在债券领域主要受影响的将是普通公司债领域,也即资产担保债券既可能诱使投资者转向,又可能挤压投资者退出普通公司债领域,包括危机之前发行的和新近发行的大多数公司债券。另一个重要的因素是,极低利率条件下大规模膨胀的公司债券本身也是一个泡沫,从经济长周期看,公司债券如果不能维持一定的发行利率水平将存在风险,只有短期债券或票据等才可能在低利率条件下出现短暂膨胀。近来美国商业票据市场规模开始显著恢复,带动了经济回升预期下的短期融资需求上升,而在利率初步上升之前,各种融资需求亦可能会提前扩张,这就令公司债券领域膨胀趋势的逆转,其危险性更加上升。

## 长期维持低利率可能性不大

美联储年会和伯南克关于全球经济正在复苏的立场,本身就在暗示信贷违约市场的重新恢复,在这个条件下对资产支持证券市场所构成的压力已不存在,而资产担保债券也在很大程度上成为资产支持证券的一部分,这将构成新的证券化市场的框架结构。在这种寓意之下,实际上也是公司债领域的式微,未来公司债市场要么更多地具备担保或抵押的保障,要么就将逐渐沦为低级别的投资领域,而多数的优质公司债同时提供相应抵押和担保对于维护公

司本身的利益是不可或缺的。这也是金融危机之后促生的抵押和担保市场的深刻变革。从这种意义上看,资产担保债券并不是多大的创新,只是对于降低风险、维护权益的手段或策略的规范化,这既是公司债急剧膨胀趋势所面临的真实逆转。

堪萨斯城联储年度会议最基本的成果或共识就是,在全球经济增长周期开始以后,低利率政策势必要改变。经济周期和长期远景来看,无论低利率对于危机或灾难时期具有多重重要的意义,仍只是特定时期的特定措施,而长期利率必须维持在一个较高的水平上波动,这类似于美联储寻求各国央行在稳定利率水平上的支持和共识。不管哪些国家最先开始加息,或哪些国家处于后续阵营,全球金融监管改革将大致确立并维护一个基本的资金成本水平,在这种条件下才可能谈及世界经济的长期增长。但危机已经扩大了各国央行政策立场和力度的差异,短期之内消除这些差异的可能性不大,达成广泛的原则性共识的可能性更大。即将召开的G20国峰会能给世界带来多少实质性的成果,我们尚且拭目以待。

## 焦点评论

# 不妨多建一些市场化的“平租房”

徐经胜

最近,作为保障性住房主力军的经济适用房遇到了不少质疑。在北京,一些经济适用房被业主用来出租的情况被揭露出来;而在济南、杭州、昆明、石家庄等城市,经济适用房被弃购的新闻层出不穷。经济适用房到底“经济”了谁?这种住房保障方式是否还有继续存在的必要?诸如此类的疑问开始出现在各类媒体上。面对近期经济适用房出现的种种问题,住房和城乡建设部住房保障司司长侯滨在接受媒体采访时表示,经济适用房是现阶段解决城市低收入家庭住房困难的有效方式。

作为保障性住房之一的经适房之所以遭遇如此多的社会病垢,从根本上来说,是因为本应该享受经适房的中低收入者并没有充分享受。而且,在中低收入者不能充分享受经适房的同时,经适房的供应量还是非常有限。另外,廉租房也是保障性住房,但与经适房一样,同样存在着供应量不足问题。当前,不论是经适房还是廉租房,不但难以解决低收入群体住房问题,更难以解决中等收入群体这个“夹心层”住房问题。如何解决“夹心层”住房问题?正如有学者建议的,不妨

多建一些市场化的“平租房”。所谓的“平租房”,是相对于“廉租房”来说的。建设“平租房”可以有两种方式。一是“平租房”的产权属于政府,但完全可以打包给开发商进行开发建设。开发商建好“平租房”之后,政府可以以平价租给“夹心层”群体居住,收取比廉租房较高一点的房租。产权属于政府的“平租房”,其实市场化程度也非常高。如可由开发商进行市场化开发,在管理过程中可以委托物业公司进行市场化管理等。

另一种方式就是“平租房”的产权甚至可以不是政府的,而是完全走市场化的路子。这种性质的“平租房”,政府可以通过划拨土地、低价转让、减少税费等形式,降低开发商开发成本,而开发出来的房子,则只能对外出租给“夹心层”群体,而且出租价格受政府监控,并从长远考虑,保证开发商有利可图。如果这种市场化的“平租房”越来越多,让一部分“夹心层”群体不急匆匆购房,不但能够缓解“夹心层”的住房难问题,而且有利于降低房价。

## 财经漫画

央企薪酬的变化



朱慧卿/图

## 经济时评

# “利益挑战国”逻辑里的惶恐

李云峥

在美国国家情报总监办公室近日发布2009年《国家情报战略》报告中,中国和俄罗斯、伊朗、朝鲜一起被列为挑战美国利益的主要国家,这意味着未来4年上述国家都是美国情报界眼中的“假想敌”。对于美国的这种做法,英国《金融时报》认为,这是美国在对其外部威胁展示“肌肉策略”;法国广播公司解读为“中国被列入威胁美国国家安全利益的黑名单”;卡塔尔媒体则评论这是美国“没有教养的表现”。

笔者以为,美国有关方面将其重要的贸易和金融伙伴公然视为“假想敌”的做法,不仅是冷战思维的惯性延续,更是一种老牌资本主义强国面对新兴崛起大国时的复杂心态的体现。

在金融领域,中国是美国国债的全球第一大持有国,持有量远远超过美国所谓的“铁杆政治盟友”日本和英国。美国财政部9月16日的最新报告显示,在7月份,中国再次增持美国国债,数额由6月份的7764亿美元增至8005亿美元,第二大美国国债持有者的日本持有7245亿美元,英国位列第三持有2200亿美元;自2008年5月以来中国一直在增持美国国债,仅在2008年7月至2009年7月的一年里,中国就大约增持了2500多亿美元美国国债。作为美国第一大债主和金融稳定重要因素的中国,

居然被借钱的美国列为“利益挑战国”,恐怕这也是算是国际政治历史上前所未有的奇观。

2008年中美双边贸易额为3300多亿美元,两国互为第二大贸易伙伴。而且在保护主义兴起和贸易摩擦加剧的情况下,一些结构性数据背后的真相更能说明问题:以近期引起海内外广泛关注的美联储决定对中国进口的轮胎实施特殊保障措施为例,其实这些出口美国的中国轮胎有三分之二是美国在华投资的4家轮胎生产的。也就是说,全球化背景下的资本和产业流动,会给那些仍然持有冷战思维的国家势力一记非常响亮的耳光:搬起石头砸自己的脚会是一种常态;放弃那些与时代和现实格格不入的挑衅才是正道。

历史是一面镜子,从国际政治经济演变规律可知:无厘头的挑衅行为背后,往往暴露出的是内心的不安和惶恐。实际上,美国当年经济崛起过程中也曾和目前的中国有过同样的境况,美国应该用当年英国看待美国崛起时的中后期“成熟”心态和做法来应对中国的和平崛起,而不应该是用初期的那种充满挑衅和惶恐的“不成熟”小动作来书写历史教科书里的笑料。美国总统奥巴马在“首轮中美战略与经济对话”开幕式致词中,曾有过“中美关系将塑造21世纪的历史”提法,这不应该只是一种口号。

# 薪酬新规关键在于“真”和“减”

李允峰

经国务院同意,人力资源和社会保障部日前会同中组部、监察部、财政部、审计署、国资委等单位联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(下简称《意见》)。根据《意见》,央企负责人的薪酬结构主要由基本年薪、绩效年薪和中长期激励收益三部分构成。央企负责人基本年薪与上年度央企在岗职工平均工资相联系,绩效年薪根据年度经营业绩考核结果确定。

央企负责人的薪酬之高,究竟高到什么程度?虽然公众热切关注,但要想弄清楚这些高管们真实的数额,相关部门却是讳莫如深。尽管我们能够从一些上市公司的年报当中获得一些中央企业高管年薪的数据,但对于其他收入,比如名目繁多的生活补贴、电话补贴以及分红却往往是一头雾水。这从一个侧面反应出国企高管薪酬收入的信息不透明。这不利于对国有企业高管薪酬实施科学管理,也容易引起公众不满情绪。

因此,要落实好薪酬新规《意见》的一个关键在于“真”,最好公布央企高管的真实收入信息,这样会使公众有一个了解和监督高管收入的平台。诸如《意见》规定的基本年薪、绩效年薪和中长期激励究竟是多少,以及各类名目繁多的补贴和分红等最好都能够在这一个平台上发布。这些收入如果都能展现在公众的视野之下,高管是收入微薄还是太过丰厚,有无非法收入都将受到公众的关注,对于过高的收入不仅政府可以出面进行干预和管理,而且公众也会对高管的薪酬收入进行监督。

向社会公布央企高管的收入是一项非常有意义的事情,要确保收入数字的真实可靠,经得起推敲,就不能让央企自己公布,最好由国资委或国资委指定审计部门、税务部门等进行审计并公布。美国税法明确企业高管的工资不得超过100万美元,而在我国的国有企业高管中,超过这一收入数字的并非少数,部分上市公司的高管年薪收入超越千万,比如中国银行和中海油董事长的收入。而统计显示,2008年收入最高的10位上市公司高管,平均年薪超过1000万元。

在落实好真实公布央企高管的薪酬收入之后,针对目前其过高的收入要采取切实措施,真正能够把这些不合理的薪酬收入降低下来,把“减”字作为落实新规的另外一个关键之处。如何才能把央企高管过高的收入降低下来?除了《意见》中提出的改变薪酬结构,绩效年薪与实际经营业绩紧密挂钩、基本年薪按月支付外,笔者建议还应该对央企高管的高收入征收更高的所得税。法国国王路易十四的财政大臣、英国经济学家科尔贝说过:“税收这种技术,就是拔最多的鹅毛,听最少的鹅叫”。笔者以为,对央企高管征收高比例的所得税,符合“拔最多的鹅毛,听最少的鹅叫”理论。另外,向国外一样规定国有企业高管的最高收入也是一种有效遏制收入不合理现象的一种办法。

总之,薪酬新规关键是要解决央企和部分国有垄断企业高管薪酬收入过高的问题,千万不要让其成为一种涨工资的借口。要把公布央企高管的收入和减少收入真正落到实处,防止一阵风,一阵热,更要防止敷衍了事,互相推诿。但愿薪酬新规能提升高管薪酬收入信息公开水平,有效解决央企和国有企业高管收入过高的问题。

# 通胀预期下需要引导投资流向

马涛

尽管国家发改委和统计局等政府机构坚决表示,目前不存在通货膨胀的威胁,但是对于刚刚经历过前一轮通货膨胀噩梦的社会公众来说,要想彻底消除他们的通货膨胀预期是十分困难的。那么,通胀预期升温对于经济发展到底是好事还是坏事呢?

首先,我们要对当前的经济形势做一基本判断。如果目前经济运行中已经存在明显的通货膨胀,那么通货膨胀预期绝对不是什么好事。但是,纵观我国今年的经济运行数据,上半年CPI同比下降1.1%,PPI同比下降5.9%,两大物价指数均呈现负增长,7月、8月也继续保持这种态势。在我国经济复苏的背后,还存在许多不确定性因素,经济增长的基础还不稳固;世界各国采取量化宽松的货币政策,财政赤字规模不断增大,经济风险因素增加。所有这些因素都让我们做出这样一种判断:我国经济目前仍偏向

通货紧缩状态,价格总水平短期内不会出现全面、持续、大幅上涨,保增长依然是摆在我们面前的一项严峻任务,防通胀还未成为当前经济生活的主题。

建立在对我们经济形势这一基本判断之上,我们来分析通胀预期升温对当前经济发展的影响。从源头上讲,社会公众之所以会出现如此高的通胀预期,与我国目前实施的适度宽松的货币政策和积极的财政政策有着十分密切的联系。一是国内货币信贷大量投放使得市场流动性充裕,这为通货膨胀反弹创造了机会。今年1-8月,人民币各项贷款增加8.15万亿元,同比多增5.04万亿元,全年新增贷款将可能超过10万亿元。二是政府通过大量投资刺激经济增长,使得投资需求膨胀,财政赤字规模变大,这可能从需求上拉动物价上涨。三是政府在这段时间内,逐步推进资源类产品价格改革,矫正价格扭曲,使得成品油等资源类产品价格

出现上涨。到目前为止,国内成品油价格已经实现了4次上调。四是中央决定下半年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,保持宏观经济政策的连续性和稳定性。这些因素都为通货膨胀预期的产生创造了条件。

合理利用当前的通货膨胀预期对于经济增长具有积极意义。根据利率期限结构理论,长期利率等于未来短期利率预期的平均值加上风险溢价。在适度宽松的货币政策环境下,低利率能够降低当前的长期利率,从而达到提高资产价格的目的。同时,在积极财政政策作用下,低利率使得财政扩张效应增强,通货紧缩预期削弱,并且在一定程度上催生出通货膨胀预期,而通货膨胀预期能够降低实际利率,起到促进生产和消费的效果。从理论上来看,这种政策效果是好的,但是在实践中,必须对通货膨胀预期加以合理引导,否则,整个经济就有可能走向反面,通货膨

胀预期会严重扰乱市场价格信号,引发资产价格泡沫和现实的通货膨胀。

笔者认为,在当前通货膨胀预期升温的环境下,政府应积极引导社会资金流向那些能够促进经济增长的关键产业。尤其是房地产业和汽车业,这两大产业是我国在上一轮经济增长中成功培育的两大支柱产业,在未来经济发展中,它们还具有相当大的发展潜力,是我国居民消费的主要战场,因为随着我国工业化、城市化的推进,对房地产需求将不减反增,汽车业发展也能够极大推动我国的消费结构升级。要严格落实十大产业振兴规划,抑制部分产业的产能过剩和重复建设,引导产业健康发展;还应积极培育新的经济增长点,大力发展新能源、新材料等高科技产业,推广低碳经济;通过政策引导,推动投资向这些新领域集中。这些新兴产业未来将成为全球经济增长的持久动力。

(作者系中国人民大学经济学博士)