

美国乱弹 | IFN

修正后的税改框架方案 仍要过很多槛



许凯

美国缅因州参议员苏珊·柯林斯(Susan Collins)在9月25日说,她将投票反对Graham-Cassidy法案,也就是传说中的特朗普医改法案。她不是第一位反对特朗普医改法案的参议员,却是第三位表示反对的共和党参议员。她的反对可能意味着,特朗普医改法案无法获得需要的50张支持票。共和党有52名参议员,参议院多数党领袖麦康奈尔(Mitch McConnell)正努力推动法案在2017财年的最后一天(9月30日)通过。

苏珊·柯林斯的反对,给外界的另一个信号是,特朗普政府推进工作是何等的艰难。不过,特朗普总统似乎已经不太关心这件事,他这几天忙着推另外一件事:税改。当地时间9月27日,特朗普政府公布了号称30年来最大的税改计划,特朗普称之为“亲增长、亲就业、亲工人、亲家庭”以及“亲美国人的税务改革”。

千呼万唤,终于给了一份相对成形的方案。和5个月前公布的那张纸相比,这个框架方案做了微调:企业所得税率从35%降为20%,而不是之前的15%,独资经营、合伙经营和股份制的小企业和家族企业,即赋税转由合伙人缴纳的公司(pass-through business),最高税率将从39.6%降至25%;个人所得税依旧是从七级减少为三级,但最高税率是从39.6%降为35%,不是之前所称的33%,新的三档分别是12%、25%和35%;方案仍旧呼吁废除替代性最低税、遗产税和隔代遗产税等。

数字的微调,背后是多方的博弈。特朗普对外一直说的15%的所得税率,定稿成了20%。在新方案公布前的数次演讲中,特朗普咬定的数字一直是15%。对于数字的变化,白宫方面没做解释,但从税改方案的参与者看(白宫国家经济顾问柯恩、财政部长姆努钦、参议院共和党领袖麦康奈尔、众议院议长保罗·莱恩、参议院财政委员会主席奥林·哈奇和众议院筹款委员会主席凯文·布雷迪),新的方案对可实践性给予了更多考量,比如税率调整与收入之间的比例关系。新方案应该基本代表了共和党领导层的意见,既要体现总统降税、减负以及让企业回国的诉求,又要有利于国会尽早通过。

新方案已经落后于计划,原定8月完成的时间表又推迟到年底,但能否顺利得以推进仍是未知数。民主党这边仍未能取得共识。方案发布后,民主党的批评意见纷沓而来,归结起来主要有以下几点:仍缺少细节,比如对子女税收补贴提高幅度,对企业资本利得税、股息红利税、未缴税海外利润一次性征税率都不明,没能清晰体现出中产阶级是最大赢家的特朗普目标,而取消替代性最低税、遗产税等条款仍有利于高收入者和富人。甚至有人将之称谓“百万富翁和公司的巨大赠品”。

当然,也有内部人士说,缺少细节是故意为之,目的是给之后的操作以更多灵活性。假设确有此考量而且也很合理,另一个问题就很难给予合理的解释,那就是中产阶级能否成为最大赢家。倘若方案让富人受益、中产以及穷人不能得益,那靠着民粹主义上台的特朗普将背离支持他的选民,那些相信特朗普上台就可以让穷人翻身得解放的选民。这将对特朗普的执政根基带来很大的伤害。

还有个问题是笔者之前的专栏多次谈及本文不再重点谈的问题,那就是特朗普税改计划能否带来美国的经济繁荣,以及美国政府能否承受住为实施该计划所要付出的成本。未来10年不管是减少4万亿还是1.4万亿美元(高盛首席经济学家简·哈祖斯文章的数据),都将是美国政府不能承受之重。

(作者系本报副总编辑)

对国际评级机构评级结果进行再评价

| 巴曙松 游诗棋

9月下旬,标准普尔将中国的主权信用评级展望调整为稳定,这是自1999年以来,标准普尔首次调降对中国的评级,因而引起广泛的关注与争议。不过,同样值得关注的是,就在标准普尔调低中国主权评级后几个小时,中国邮储银行的美元债券发行受到国际市场的热烈追捧,说明国际评级机构的评级调整并没有对中国债市产生实质性的影响。

通常来说,信用评级机构进行的国家主权信用评级,实质就是对中央政府作为债务人履行偿债责任的信用意愿与能力的一种判断,其评级结果往往对各国政府债券的融资成本等产生具有一定的影响力。但是,相较而言,主权评级方法的科学性远远不如其他类型的评级,如评级样本有限、违约样本少、缺乏客观科学的评级框架而主要依赖评级机构的主观判断等。

正由于此,即使都在评级领域,两家评级机构,也可能同一时间对同一评级对象给出不同、甚至相反的评级结果。通常来说,评级是对偿债能力和偿债意愿,即相对信用风险(不是绝对信用风险)的预测。既然是预测,从操作层面看,就需要立足于假设条件和所掌握信息的充分性。这两个条件不同,评级结果就有差异。同时,不同评级机构的评级理念、评级思想、评级方法和评级标准都是有差异的,也就是需要不同的评级机构给投资者提供不同,甚至相反的投资参考和看法。从目前的一些分析资料看,如穆迪似更注重“违约损失率”预测,而标普似更注重“违约率”预测;穆迪对主权评级时似更注重地缘政治因素分析,而标普似更注重对被评级国家或地区的财政政策、税收政策和货币政策等的分析。这也是2012年6月22日,就在同一天,穆迪和标普两家评级机构对哈萨克斯坦主权评级作出完全相反方向调整级别的原因。

因为国际主要的评级机构的主权信用评级体现了这些机构的看法,其调整评级的原因也自然有一定的参考价值,例如标准普尔在评级报告中指出的信贷增长过快,以及地方政府债务和国有企业债务是否会转嫁为中央政府债务等问题,也正是中国政府近年来一直在积极采取举措着手解决的问题。

与此同时,这些国际评级机构的评级结果、特别是主权信用评级结果,长期以来也一直受到不少的批评,具体来说,主要包括以下几个方面:

对于评级机构的评级调整,既要看到其调整中隐含的一些合理的风险提示并相应采取改进措施,更要看到这些评级结果本身也有许多局限性和不足,需要进行冷静的再评价。

一、从事后评估看,评级结果往往过于亲经济周期,有时过于受市场情绪影响

在一些代表性的评级实例中,国际评级机构的评级结果往往容易表现出一种明显的亲经济周期性,即在周期的繁荣阶段往往容易倾向于高估,而在周期的衰退阶段往往容易倾向于低估。这一点在2009年金融危机阶段对希腊的评级中表现得较为明显,而国际评级机构受到的批评也较为激烈。

2009年底,标普、穆迪和惠誉分别下调希腊的主权债务评级。12月8日,惠誉将希腊主权信用评级由A-下调至BBB+;12月16日,标普将希腊的长期主权信用评级由A-下调为BBB+;随后于12月22日,穆迪则将希腊短期主权信用评级由A1下调至A2级。连续的主权信用评级下调,短期内明显加剧了希腊的债务压力,使希腊马上面临政府融资成本被抬高的困境,眼看到期的债务无法通过市场再融资来偿付,只好求助于其他官方资金的援助。同时,希腊政府融资成本的上升也明显增加了希腊政府的利息负担,为已经捉襟见肘的财政赤字添加压力。在这种市场困境下,希腊主权债务危机迅速因国际评级机构的评级调整而在市场上发酵,并产生了连锁效应。2010年4月27日,标准普尔将希腊主权债务评级从BBB+下调至BB+,一次下调三个级别,前景展望为负;同日,标准普尔将葡萄牙主权债务级别从A+下调到A-,一次下调两个级别,前景展望为负;4月28日,标普宣布将西班牙主权债务级别从AA+下降到AA,且前景展望为负面。5月5日,穆迪将葡萄牙主权信用评级列入负面观察名单。5月6日,穆迪发布报告认为,希腊债务危机可能扩散至欧洲多国银行业,其中葡萄牙、西班牙、爱尔兰和英国将是最易发生危机的几个国家。一时间,整个欧洲风声鹤唳,债务危机阴霾笼罩。正是由于这种恶性循环的连

锁反应,使局部的希腊主权债务危机迅速传染和演变为欧洲主权债务危机。从事后评估看,其实当时已经算是欧洲主权债务问题最为严重的时期,连续的主权债务评级降低客观上加剧了市场的盲目恐慌情绪。

二、评级框架相对单一,容易忽视新兴市场不同市场条件

如果观察标普的一些评级下调的实际事例,可以看到,其对较高的债务增速十分关注。但是,需要注意的是,金融结构的差异,直接影响到债务的增长速度,在以银行为主导的金融结构中,债务的增长显然是快于以直接融资为主导的经济体的,因此,不考虑金融结构的差异和发展阶段的不同,主要以信贷/GDP缺口作为指标测算信贷风险有明显的评级技术上的偏颇。

同时,在关注信贷增速是否过快、债务负担是否上升等问题,还需要评估政府支出所形成的资产积累,因为这会提升政府的债务偿还能力。而一些与地方政府有一定关联的融资平台公司债务是否应当计入政府债务,还需要考察这些地方政府债务、融资平台债务是否有清晰的边界和法律的界定,如果已经有清晰的界定,那么,盲目计入则显然会导致夸大中央政府的债务规模。

三、主要国际评级机构享有事实上的免责权与市场垄断地位,需要珍惜由此带来的市场影响力

实际上,因为国际评级机构的评级调整可能带来的市场影响,不仅其评级结果在国际市场上受到争议,在美国国内也同样如此。从历史看,美国的评级机构在受到因重大评级失实而导致诉讼时,基本是以美国宪法第一修正案自辩,将自身的评级辩护作为一种观点,认为应受“言论自由”权利保护。

比如2009年11月,美国俄亥俄州养老金基金起诉“三大”评级机构,控告他们给予抵押贷款支持债券虚高评级,导

致其4.57亿美元的投资损失。不过,美国地区法官詹姆斯·格雷厄姆支持评级机构的辩护,认为评级是预测观点,受美国法律保护,于2011年9月27日判决俄亥俄养老金基金败诉。这种免责保护实际上给予了国际评级机构不对称的市场地位,有免责权而且占有市场垄断地位,作为专业机构,就需要高度珍惜这个独特的市场地位,珍惜这种独特的市场地位带来的市场影响力,否则必然带来市场的质疑,以及市场认可度的降低。

针对国际信用评级行业所存在的缺陷,特别是在金融危机中国际评级机构的表现受到广泛诟病,不少国家的监管机构开始关注评级机构的监管,并探索采取一系列应对政策措施。主要包括:一是提高信用评级行业的透明度和多样性,例如要求对所有的评估机构公开证券发行人的信息,通过信用评级机构的主动评级,增强信用评级的多样性。二是适当降低对信用评级机构评级的依赖,探索支持金融机构的内部评级等方式,如有的国家调整了法规中对信用评级机构评级的强制性的引用。三是尝试增加信用评级机构的责任义务。有的国家打算考虑取消评级机构的“专家责任”豁免,增加信用评级机构的法律责任和义务,要求评级机构改善内部的公司治理结构,有的国家还针对评级机构成立了专门的监管机构。

实际上,主要的国际评级机构也意识到自身在评级方法等方面的不足,也在尝试改进和完善自身的评级体系。例如,在银行评级方面,主要评级机构近年来就采取了一些新的改进举措,例如:引进新的分析方法,穆迪引进了共同违约分析法(JDA),补充分析银行可获得的外部援助。同时,探索提高总体评级的透明度,惠誉单独发布5分制的支持评级,用来表述从国家或者机构所有者获得外部援助的可能性和幅度,将其9分制的单独评级改为与总体评级完全一致的19分制,使财务能力评估更加精细,外部援助的益处更加清晰等。

因此,从国际评级行业的发展看,这本身就是一个在争议中不断发展的行业,对于评级机构的评级调整,既要看到其调整中隐含的一些合理的风险提示并相应采取改进措施,更要看到这些评级结果本身也有许多局限性和不足,需要进行冷静的再评价。

巴曙松系中国银行业协会首席经济学家、“十三五”国家发展规划专家委员会委员;游诗棋单位系对外经贸大学金融学院)

选择证券投资基金应注意哪些误区



韩玮

投资者应在明确投资期限和风险承受力的前提下,设定合理的收益目标。在选择基金过程中,要充分了解管理基金的基金经理或投资团队。”

9月26日,首批公募FOF(基金中的基金)开始募集,中小投资者可以借助专业机构帮助挑选基金。事实上,社保基金、企业年金、保险资产、银行委外等,都面临着如何选择证券投资基金的难题。

知己知彼,百战不殆。投资者选择基金的过程中,在“知己”这个层面,最普遍的失误就是设定了错误的投资目标。投资者往往没有深思熟虑,没有弄清楚自己的投资期限、风险承受力和投资规模,就盲目地设置一个不切实际的收益目标,从而埋下了投资失败的种子。因此,投资者的首要任务是清楚自己的投资期限,对于股票投资而言,投资期限越长,风险越低。一般而言,投资股票指数20年以上,其收益会高于债券,而且,风险较债券更低;如果投资期限低于5年,风险承受力稍差的投资者一般是不适合投

资于股票类资产的,除非遇到2005年和2014年这种可遇难求的重大投资机会。因为,虽然投资者投资的是一个有价值的股票,但是市场可能长时间地出现超出想象的错误,这时候股票价格会低于投资成本出现浮动亏损,如果这个时候,因为急需用钱而卖出股票,则会造成亏损。然而,如果股票的买入价没有明显泡沫,且持有期能达到5年,基于股票自身价值的积累,加上被市场逐步发现的价值,最终,其盈利的概率会非常大。

分析风险承受力必须搞清楚的是,价值投资者达到投资期限时的实际亏损才是真正的风险,投资期间的净值波动只是学院派理论上定义的风险。投资者必须对这两种本质不同的风险有清醒的认识,并针对两种风险分别作出自身承受力的正确判断。有的长期投资者由于

不能承受股价波动这个理论上的风险,竟然在青岛海尔、贵州茅台、万科、伊利这些大牛股上赔了钱。

投资者应该在明确投资期限和风险承受力这两个因素的前提下,再设定合理的收益目标。这里必须强调的是:股市的短期收益呈波动跳跃,非常不稳定,投资者在大牛市必须赚到足够的钱,否则长期看来,一定不能达到指数的平均收益水平。投资者往往把长期投资的收益目标设定得过高,导致心情浮躁、急功近利,容易落入高风险和欺诈的陷阱。而在牛市来临前又把短期收益的目标设定得过低,则会错过好的投资机会,甚至排除好的基金管理人。

在“知彼”这个层面,投资者在选择基金过程中,最重要的是要充分了解管理基金的基金经理或投资团队。首先,需要看基金经理的长期投资业绩,不足5年的投资业绩基本不能说明问题。其次,要认真评估基金经理的投资理念和投资策略,如果投资方法在理论上就有明显的错误,甚至逻辑上有重大的缺陷,再好的历史投资业绩也只是源自运气。特别需要注意的是,有些基金的招募说明书是产品设计人员编制的,和基金经理的实际投资策略毫不相干。此外,还要分析投资策略的市场容量,需要判断加大投资规模后,是否还能够维持好的投资业绩。

最后,要特别注意避免错误应用夏普比率(假设产品承受单位风险所获得的超额回报率)、波动风险、最大回撤等分析指标。如果这些指标应用不当,不但选不出真正的优秀基金,反而会把麦道夫或满仓次贷衍生品的基金当作好基金。有人测算出巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司的夏普比率仅为0.76,这并不能证明巴菲特投资水平很普通,恰恰揭露出夏普比率、信息比率、特雷诺指标等机构常用的基金评价方法不仅在全球范围内被广泛地错误运用了,而且还极大地误导了投资者。根源在于其评价标准中,对收益周期的选择与投资策略周期不一致,而且理论与实际对风险的定义不相同。基于目标风险、风险评价等策略选择的基金组合,常常机械地使用历史上的理论风险来代替未来的实际风险,无异于缘木求鱼。最大回撤和止损线设置对高频交易、技术分析、套利交易十分必要,但对价值投资类型的基金设定最大回撤和止损线,则是在拿别人的错误惩罚自己,不但不能达到保护投资者利益的目标,而且在实践中往往会造成多输的局面。

投资者必须明白:好的投资业绩是好的投资者和好的基金经理共同努力创造出来的。

(作者系著名对冲基金经理、恒丰泰石总经理)