

Opinion

Observer
上证观察家

如何完成从制造流动性向回收流动性的转化,必将是央行下一个巨大的挑战。回收流动性,比放出流动性要艰难得多,但这将是危机过后必然的一步。总体上看,高速增长的信贷规模利于实体经济尤其是投资增长的融资需求,还有有效地打消了有关通货紧缩的预期。但在总体宽松的背景下,适度微调正变得越来越重要。

通胀尚非主要威胁 宽松政策适时微调

傅勇

现在越来越多的人在谈论通胀,并对各国正在实行的宽松货币政策提出质疑。应该承认,这些声音将是避免货币政策重大失误的重要力量,但这并不意味着,央行现在就应该行动起来去对付暂时还看不见的通胀。目前,继续保持宽松政策,同时做出微调或是合理选择。

2001年以后,美国宽松的货币政策在为股市泡沫收拾残局的同时,却在不经意间催生了另一个更大的房地产泡沫,可以说是这个教训最突出的例子。

回收流动性,比放出流动性要艰难得多,但这将是危机过后必然的一步。对当前的危机有各种解释,但长期过度宽松的货币政策难辞其咎。来自中国和东部的资金是流入到了美国,美联储如果意识到这是个大问题,应该能够回收这些流动性,但美联储没有这么做,而是延续了高科技泡沫后的宽松政策。

现在全球经济已渐达底部,并不不断萌发出复苏的绿芽,此时还离不开宽松货币政策所营造的温暖环境。熟悉日本上世纪90年代历史的人会同意,政策的反复是经济顺利走出危机的绊脚石。美联储的资产负债表和美国政府高企的赤字需要一个相当长的消化过程,但有理由相信,经济复苏很可能也需要很长的时间。这意味着,美联储还有时间来缓慢调整流动性。

长期以来,财政政策有一个误区,就是希望每个财年都能做到预算平衡。这个理念其实是不需要的,并且是有害的。因为在危机时期,保持一段时期的赤字是合理的。对财政政策,应放在一个相对完整的经济周期里去考察,危机时财政赤字,繁荣时财政盈余,总体而言,是能够基本求得平衡的。货币政策也是如此。当经济出现一个较长周期时,货币政策也需要保持一定的连续性。美国当前就是处在这样的经济周期中。这个周期不同于1987年或2000年单纯的股市泡沫,可以很快过去。从这个意义上看,宽松货币政策的持续时间,应视经济金融形势而定,而当前并没有出现要求改变货币政策的明显信号。

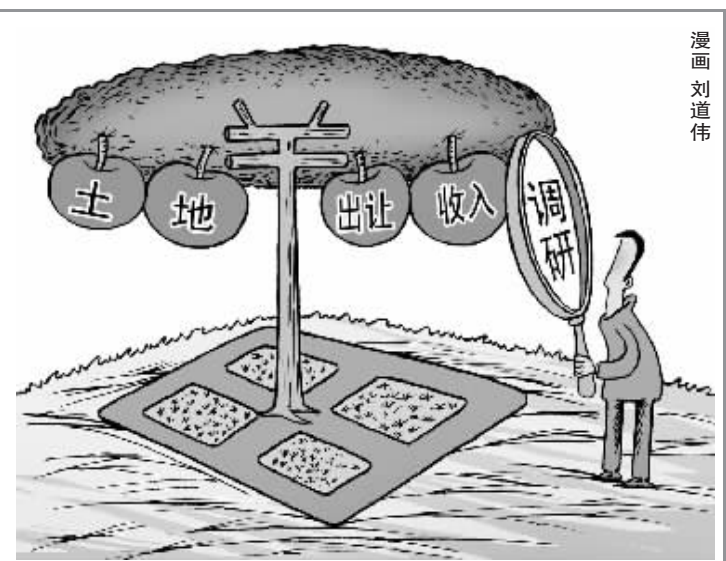
再看中国的情况。总体上说,高速增长信贷规模包括票据融资利大于弊,不仅有力地满足了实体经济尤其是投资增长的融资需求,还有有效地打消了有关通货紧缩的预期。并且,现在适度宽松的货币政策看上去还没有明显调整的必要。这主要是因为,中国经济虽然在领先主要经济体企稳回暖,但中国经济不大可能出现急速反弹,并且还很快消除。这个策略也让全球经济迅速度过高科技泡沫和“9.11”危机所带来的冲击。

回过头来看,这段时期应该算是货币政策的黄金期。经济周期似乎已被成功驯服,直到2007年这轮危机的到来,货币政策因此而得到的最大教训在于,由在危机时实施果敢有力的救市措施,转向成为如何判断经济复苏周期的回归,并逐步拧紧货币供应的水龙头。

生产效率,需要一段时间消化。审计署最近的调查也显示,部分贴现资金被存入银行谋取利差,而未注入实体经济运行中。适度微调要求利率体系,避免套利空间的长期存在,同时也要避免银行资金用于投机炒作。此外,财政政策和产业政策也应该加强对扩内需、调结构的扶持,引导资金流入实体经济部门。

几个月来,石油等大宗商品价格以及部分资产价格在全球范围出现反弹,我国的房地产市场有所活跃,但这些还不构成通胀威胁,不应被看成是支持政策转向的信号。不过,这些领域是有可能在实体经济疲软时发生局部泡沫的,这就要求宏观政策适度微调,而不是转向。从长期来看,货币政策面临回收流动性的难题,格林斯潘留下了前车之鉴。鉴于经济基本面不会迅速反转,央行应该不会面临在短时间里需要集中收紧银根的压力,这增加了其成功退出的概率。

(作者系经济学博士,财经专栏作者)



漫画 刘道伟

地方政府土地出让收入或“见光”

根据国土资源部正展开的一项调研,地方政府讳莫如深的土地出让收入将会露出些许端倪。据业内专家测算,除去征地、拆迁、补偿、税费等成本,近两年地方政府获得的土地出让净收益,每年应在4000亿元以上。

长江电力平稳复牌很偶然很侥幸

桂浩明

停牌长达一年多的长江电力股票,在披露了重大资产重组的信息后在本周一复牌。当天,股价稳中有涨,这让众多持有该股的机构投资者大大松了口气。要知道,在长电停牌的一年多时间里,股市出现了极大震荡。该股停牌时沪指综合指数是近3600点,而半年以后曾下跌到1600点,再过了半年又回升到2600点一线。显然,如果不是在现在复牌,而是在这之前的任意一个时点恢复交易,长江电力都存在下跌甚至急泻的可能。

再进一步说,在长江电力停牌的前期,股市一路下跌,相信此时该股的很多机构投资者对后市是较为看空的,只是因为股票停牌,流动性丧失,即便看空也没有办法卖出。而假如是在沪指下跌到1600点低位时复牌,那么长电无疑会连续多个跌停,投资者也就只能是眼睁睁看着市值不断缩水了。还好,长江电力幸免了这样的惨况。在理论上,持有该股的投资者算是避免了一年来的市值波动,错过了股市一劫。对该股的投资者来说,确实是一个福音。

但是,从市场运行的角度来看,长江电力平稳复牌,只能说是侥幸。人们在为之感到欣慰的同时,不能不对此陷入反思:上市公司长时间停牌重组,这样的制度安排是否存在问题呢?大家都知道,在不久前,有盐湖钾肥公

布重组方案后的复牌。该股的投资者就没有那么幸运了,股票停牌时股指是2900点,而复牌时已经跌到了1850点,结果公司股价在复牌后连续多个跌停板,那些重仓持有盐湖钾肥的投资者无不损失巨大。当然,盐湖钾肥如此暴跌,也与其重组方案广受投资者质疑有关(相比之下,长江电力的重组方案对投资者就要有吸引力一些,以至在指数还差千点左右的情况下股价大体还能够稳住)。但是不管怎么说,停牌毕竟造成了投资者无法回避股市大盘暴跌所带来的风险。也曾经有一些机灵的投资者,通过交易上证50ETF品种,间接设法卖出了长江电力,一度利用ETF反向套利成为市场的一项“创新”。但是大家都清楚,这些毕竟只是治标之策,如果上市公司重组过程中的长期停牌现象没有必要的规范,那么问题就还会不断滋生。

就说延边公路吧,这是目前因为重组而停牌时间最长的公司,都好几年了,该股投资者因此而失去的机会成本,实在已很难估算。令人担忧的是,如果该股最后重组方案被否,或者方案不尽如人意,那会导致什么样的结果?这些投资者的利益又该如何保护?还有,如果今后有了融资融券,作为抵押品的股票因为重组停牌而暂时退出交易,那时一旦股价发生大波动,不是会给予各方带来无法克服的风险吗?

实践证明,因为重组而对上市公司

司长期停牌,会对市场带来很多本可以回避的风险,甚至还会影响市场的稳定。长江电力停牌一年多而能平稳复牌,毕竟只是个案,人们在解读时千万不要将其看成是必然的。相反,必须承认这是偶然的。如果有人以持有长江电力股票而市值没有受损,相反还跑赢指数千余点而自认为有长期投资价值,并且沾沾自喜,那么他一定不是合格的投资者,因为缺少对市场实情最基本的判断。

资产重组当然会在证券市场上经常发生,上市公司因此而被停牌也不可避免,但是我们应该充分认识到,无休止的超长期停牌对投资者利益构成了侵犯。毕竟,在上市公司中,其股票的流动性就是构成投资价值的重要组成部分,这不是该被随意剥夺的。好在,现在有关方面已经对上市公司的停牌做了一些限制,一般超长期停牌的事情已经很少发生。但是,客观而言,问题还不能说已从根本上解决。借鉴海外市场的经验,怎样慎重对待重组,不轻易停牌,研究在信息披露且充分揭示风险条件下让处于重组进程中的公司股票继续交易等等,都是现在应该抓紧考虑落实的事。如果说长江电力长期停牌给大家带来的是一场悲剧的话,那么谁又能够保证下一个长期停牌公司还会给大家带来喜剧呢?毕竟,在这之前人们已经见证了太多的悲剧。

(作者系申银万国证券首席分析师)

为何一边铁矿石进口创记录 一边钢铁业面临亏损?

李晶 (Jing Ulrich)

4月,世界主要港口的铁矿石库存堆积如山,有明显的迹象表明,中国钢铁行业生产严重过剩,而中国铁矿石进口依然连续三个月再创历史新高。尽管市场需求有所反弹,但是钢铁行业仍面临亏损的局面。

中国4月进口铁矿石5700万吨,较上月上涨9.5%,同比上涨33%。今年前4个月,中国的进口量总计达1.885亿吨,较去年同期上涨了22.9%。5月15日,中国港口的铁矿石库存达7040万吨,而在中国钢铁厂外还有2000万吨的库存(《世界钢铁动态》预测)。相较而言,2007至2008年期间,港口库存平均为5400万吨。

对如此的进口量飙升,中国钢铁工业协会(CISA)秘书长解释为投机商和小型企业钢厂的原因,尤其是交易商因预期未来铁矿石价格会上涨而囤积铁矿石。依照中国钢铁协会的说法,今年前五大进口商均为交易商,而在前几年,前20大进口商中只有两三家是交易商。

在低现货价格、低运费和国内供应下降的情况下,规模较小的钢铁制造商扩大生产并增加了他们对高品质进口铁矿石的依赖(依照中国咨询网“我的钢铁”,创记录的进口也包括今年早些时候因对激励政策拉动的需求预期而下的订单)。境外大型铁矿石公司提供的折扣为去年合同价的40%,与2009至2010年价格的差价是在基准价格设定之后结算的。

在研究飙升的中国铁矿石进口时,我们应该注意今年国内铁矿石生产商纷纷关闭的大环境——国内铁矿石生产商

正在面临高生产成本和更具竞争力的高品质进口铁矿石定价的严峻挑战。

经过连续4周缓慢爬升,中国钢铁价格目前接近多数生产商的成本。热轧薄板价格自4月中旬以来上升了5.2%,但是依然低于2月的最近高点。

由于基建在夏天的季节性复苏,以及政府刺激计划相关的基础设施项目开始实施,长钢产品需求有所回升。由于汽车需求的复苏,扁钢产品的需求也有所反弹。中国造船行业的产出大幅上涨——依照中国工业信息部的看法,1至4月期间中国造船业建造的船只达950万吨,同比增长54%,而前4个月新订单量下降了95%。

尽管有较强的产量前景,但产能过剩将继续打压行业的盈利能力。工信部上周表示,钢铁产量过剩一直比较严重,比实际需求高25%至30%。工信部已经要求商业银行限制或取消对那些不计需求而盲目扩产的钢厂的贷款。依照TX咨询机构提供的数据,第一季度48家钢铁生产商总计亏损43.5亿美元。

更令这个板块让市场人士雪上加霜的是,宝钢董事长上周表示,鉴于持续的产量过剩,2009年中国钢铁行业可能亏损。“我的钢铁”网预期在今年下半年,价格将会走低,并保持在4000元以下,而第二季度的损失应当会更加为温和一些。

鉴于较高水平的库存,依然具挑战性的经济基本面(佐证为4月22.6%的出口下降)以及政府对钢铁行业扩产的日益担忧,笔者相信在未来几个月内,铁矿石进口可能会逐渐减少。

(作者系摩根大通董事总经理兼中国证券市场主席)

Column
专栏

垄断行业涨价者,请先公布真实成本

王福重

航空公司机票价格上涨的“大戏”刚刚唱罢,看到了好处的其他行业,便迫不及待地也要赶场了。各类涨价的消息眼下正在满天飞。比如有消息称,由于成品油最高零售价近期上调预期强烈,中石油和中石化两大巨头将采取严格控制成品油销量的策略,所以,近期柴油批发价将涨至接近最高零售价。再如,北京市为建设节约型、环境友好型城市,将“做好电价、气价、油价等的价格调整工作”,“调整”云云,当然就是上调。食用油企业,又岂肯拉下,著名食用油巨头,占市场半壁江山的益海嘉里,其旗下的金龙鱼准备涨价10%。另一食用油巨头中粮集团旗下福临门也将跟进。真所谓,涨价声到处响起,山雨欲来风满楼,搅得消费者心中惴惴。

原本价格涨跌跌跌再正常不过。可是,在金融危机来袭,国人不良预期加深,在预期收入下降的敏感时期,如此众多一边倒的涨价消息,听来是那么刺耳。“调整”云云,当然就是上调。食用油企业,又岂肯拉下,著名食用油巨头,占市场半壁江山的益海嘉里,其旗下的金龙鱼准备涨价10%。另一食用油巨头中粮集团旗下福临门也将跟进。真所谓,涨价声到处响起,山雨欲来风满楼,搅得消费者心中惴惴。

原本价格涨跌跌跌再正常不过。可是,在金融危机来袭,国人不良预期加深,在预期收入下降的敏感时期,如此众多一边倒的涨价消息,听来是那么刺耳。“调整”云云,当然就是上调。食用油企业,又岂肯拉下,著名食用油巨头,占市场半壁江山的益海嘉里,其旗下的金龙鱼准备涨价10%。另一食用油巨头中粮集团旗下福临门也将跟进。真所谓,涨价声到处响起,山雨欲来风满楼,搅得消费者心中惴惴。

自然垄断行业,不能根据自身利益最大化原则行事,否则价格必然远高于社会的边际成本,对整个社会而言是缺乏效率的。自然垄断行业必须认真核算并向社会公布自己的成本,以此作为定价以及补贴的依据。企业的成本秘而不宣,那就一定有猫腻,比如内部管理效率低下、人浮于事、浪费等等。无论是涨价还是补贴,都是一笔糊涂账,这是公众万难接受的。

环节可以获得高额利润,甚至称为“全世界最赚钱的上市公司”;另一面,其炼制等环节的亏损可以享受国家补贴,左右逢源。国内成品油的价格还没有完全市场化,涨跌依然是垄断者说了算,虽说顶着许多光环,“双雄”进来的也不过是自身利益的最大化而已。所以,当国际市场价格大幅下跌的时候,这两家降价总要慢几拍,可一旦国际油价有了上涨的苗头,“双雄”涨价的动作却迅速得多。这种不对称的做法,既让消费者郁闷,又增加财政压力。

在建立适当原油战略储备的前提下,无论是进口,还是批发零售环节,都应该放开,允许民间资本进入,集中全社会智慧和力量保证用油安全。动辄就威胁给民营加油站断气,“本是同根生,相煎何太急”的事情,再也不要发生了。只有竞争,才能披露垄断企业的真实成本,还企业一个“清白”,给消费者一个交代。在此基础上,让原油价格完全随国际市场而波动,用每天的价格小幅波动,替代一段时间一次的大调整。在竞争充分,预期稳定的环境下,消费者才能心平气和,财政的无谓支出也才能减少。

供电、供水等都属于自然垄断行业,本不该有行政垄断,可是,我们的这些公用部门,却兼而有之,既是自然垄断者,又有行政力量。这样的好处是,

涨价来,更可以随心所欲,一纸文件就可搞定。过去涨价,还需召开听证会,走走形式,后来,大家都心知肚明,所谓听证会,不过是摆设,涨价早已万事俱备。所以,现在涨价,立马就涨。问题是,不管是火车票还是飞机票,自来水还是电价,这些涨价的部门,从来也没有公布过自己的成本。

核心的一点在于,自然垄断行业,不能根据自身利益最大化原则行事,否则价格必然远高于社会的边际成本,对整个社会而言是缺乏效率的。自然垄断行业必须认真核算并向社会公布成本,以此作为定价以及补贴的依据。这样,不管成本多高,大家都能接受。企业的成本秘而不宣,那就一定有猫腻,比如内部管理效率低下、人浮于事、浪费等等。无论是涨价还是补贴,都是一笔糊涂账,这是公众万难接受的。

在中国,食用油市场就是个寡头市场,定价的规则是,最大的厂家先出价,其他人再跟进。这些最大的厂家是“带头大哥”。不错,怎么定价,是企业的权利,别人不得与闻,可是,如果出现某种“勾结”或者价格联盟,就值得警惕了。金龙鱼涨价的理由是进口大豆价格上涨,原材料和成品的价格倒挂。这个理由其实很勉强,因为国际国内大豆价格确实在波动,但是尚在正常范围之内。大豆是到

债券指数 历史新高的另一面

陈宁远

5月以来,股指新高不断,本来是跷跷板反向的债券市场,也走出了一轮强劲行情。本月18日上证国债指数、上证企债指数双双创出收盘历史新高。背后的意味很值得分析。

考虑到这轮债市的强劲是资金推动的结果,市场资金避险倾向如此明显,至少意味着大家对宏观经济的预期发生了变化,对宏观经济复苏有很大疑问。债市强劲,起码表明市场没有升息预期,经济运行相对薄弱乏力,宏观刺激政策继续维持应在情理之中。

对一季度增量新增贷款可能催生通货膨胀的担心,已被债券市场的走牛所消弭。道理很简单,因为债市强劲使得各债券品种收益率明显下降,为央行继续保持宽松的货币政策,提供了最为真实的依据。债券市场的收益率,历来是利率水平最好的参考标准之一,是市场交易出来的货币收益价格。债券市场的收益率越低,央行制订低利率的市场基础就越可靠。

债市的火爆,非常直接地表明银行这块资产增值迅速,证明投资渠道狭窄的银行投资只能选择谨慎。这也说明银行在政策的压力下不敢惜贷,但贷款的有效性和真实性都值得怀疑。

这是目前资本走势的真实现象,因为包括保险资金在内的其他机构,就其市场上对债券投资的影响来看,远不是银行资金的对手。而银行的资金,除了信贷之外,大规模的息收资产,除了债券投资,尚能保持一定的息收水平,别无其他去处。而银行间的巨量资金,到底有多少进入到实体经济领域,目前还无法统计。但各大上市银行的一季度报表,均显示一季度存款迅速加大,尤其是自去年四季度以来同业资金业务加大。如浦发银行去年四季度单季新增同业资金就达1000亿,占该行新增资产的一半,而配置到债券上的资金达500亿,相当于新增资金的一半。

考虑到如此的资金面,债市短期内仍有望继续走牛。至于时间和方式,虽然远不能下结论,但经济趋势总体不再下滑,却也得到了共识,甚至有多种数据证明。

今年首季GDP同比增速6.1%,环比增速也达到了1.6%左右,高于去年三季度的环比增速,表明环比低点基本过去。从工业增加值、PMI指数、用电量等指标也能够印证当前经济的回升趋势。有分析认为,只要这些趋势不变,未来债市的继续向上的空间,可能不会太大,但却也不能因此判断债券的牛市就要结束。尤其从去年以来债券市场的走势看,债券市场的牛市基础几乎没有动摇过。

自去年开始的债券牛市,只有1月一度暴跌,2月就反弹收复了失地,3、4月始终维持“牛皮盘整行情”。现在重拾升势,即使不看指数,就各债券品种来看,牛市的基础也很扎实,尤其是一些中长期品种的收益率,还没有降到去年四季度的水平。比如七年期到十年期的国债收益率,通常是市场这些品种真实交易价值的最低基础品种。去年四季度这些品种最低平均收益率曾到过2.7%左右,现在都还维持在3%。这个信号表示,债券市场就算是自身恢复性上升,其空间至少还有10%。

4月信贷增幅回落,但这不是说债券市场的主力银行缺钱,相反是钱贷不出去,这些钱能够找到的合法出处,就是债市。同时,在股市进入了相对高位的时候,原本从债市的资金也在改换门庭涌入债市,特别是今年一月曾经着债市的保险资金和配置型基金。

也许我们投资债市,在未来相当长的时间里还是比较乐观的。不过这样的乐观,代价也许是巨大的——因为所有对债市上涨的正面因素,对宏观经济来说都可能是负面的。债市上升,其跷跷板另外一边要下去,可能不止股市,新高的债券指数背后,经济失衡或将进一步加剧。如何防范是宏观经济政策应有之意,不知道管理层有无准备?

(作者系独立财经撰稿人)