

# Opinion

Observer

上证观察家

结构转型时期的中国经济,在保增长之路上需要更多的审慎,在从投资拉动经济向消费拉动经济转变的过程中,投资政策和消费政策的匹配至关重要。改革金融体系,防范信贷的无效供给,为竞争性行业提供无歧视的金融环境,重新审视和优化财政主导性投资的产业布局,对消费品生产者给予更大支持,这些都是需要尽快解决的问题。

## 当前犹须注重投资与消费政策相匹配

宏观经济形势的变化似乎比春夏之交的多变天气还要难以预测,仅仅十个月前,中国还在经受着价格水平持续走高的考验,现在,CPI却从高位时的7%飞速直下至今5月的-1.4%。而生产者物价指数PPI的波动更加惊人,从10.2%降至-7.2%。在不到一年的时间里,从通胀直接到通缩,中国的一般物价水平就如经历了一场蹦极。

从中国的经验看,1997年亚洲金融危机后,也经历了相当长一段温和通缩与高增长并存的时期,有此先例,人们相信当前的通货紧缩也不会为中国经济复苏带来很大的麻烦。然而时过境迁,外国经济环境以及国内经济形势的变化使得这样的故事很难再次上演。笔者认为,多种迹象显示,本轮通货紧缩会很快结束,包括CPI和PPI在内的价格指数将会返回正区间,如果宏观政策尽快适度调整,中国出现通缩环境下的低增长并非杞人忧天。

通胀的判断,不仅仅基于当前相对充裕的流动性,尽管一季度新增信贷创下天量,1月至4月的信贷总量超过了去年全年,4月M2增速也达到惊人的25.6%,较去年同期增长近10个百分点,但是金融市场再次发挥了吸纳巨量流动性的能力,近期资本市场的上扬反映新增信贷的一部分流向了虚拟部门而非实体经济,一般物价水平因此没有受到流动性激增的冲击。但是,如果存在价格上涨的预期,充裕流动性就可能转化为现实的物价上涨。

物价上涨的预期可能来自两个方面,第一,虽然奥巴马政府的万亿美元救市药方挽救经济的效果尚待观察,但却已形成了强烈的美元贬值预期,尽管美国国家实体经济的不确定性会牵制大宗商品上扬的力度,但经验表明过剩美元必须找到能够将其吸收的海绵。金融危机打击了过度金融创新行为,金融衍生品吸纳流动性的能力大大降低,而基础证券产品在经济低迷时期吸纳流动性的能力不足,大宗商品多半会再次成为游资追逐的目标,这提示近期原油和黄金等商品价格的持续走强也许并不仅仅只是一次反弹,石油、金属和农产品等大宗商品价格的上扬会激发全球性的通胀预期,中国很难不受冲击。

第二,国内通胀预期更可能会由结构性因素引发,2007年的通胀预期就是由于结构性失衡而导致,并在流动性的配合下引发了2008年全面的通货膨胀。如果不是金融危机不期而至,

物价水平最终会在何处止步实在是一个很大的疑问。有意思的是,最近的甲型H1N1流感又一次重创了生猪养殖业,收缩的供给能否在流感远去后及时跟上消费复苏的步伐很成问题,猪肉价格是否会再次成为引爆通胀预期的导火索,值得警惕。实际上,能够引发通胀预期的,可能是任何一个当前相对价格正在下降而生产资源不断流出的基础消费品部门。

除去预期因素,当前的政策组合也可能形成物价上涨的真实推动力。1999年至2004年间温和通缩与良好增长的有机组合,来自于压缩消费需求 and 提升投资需求的政策搭配。那一时期,由于国有部门改革的后遗症以及养老、医疗、住房等社会保障体系的改革,居民消费能力和消费意愿持续走低,终端消费品价格缺乏支撑,而政府主导的大规模基础设施投资以及政策鼓励下出口的快速增长则扮演了增长发动机的角色,在那几年里,疲弱的居民消费构成了CPI的主要牵制,而非通常所认为的产能过剩,因为产能过剩实际上主要体现在非消费性产品上,例如钢铁和建材。

现在发生的一切则大不相同,刺激消费的政策取向以及多项社会保障的重新定位已经开始发挥作用,消费最终占GDP的比重会有大幅度上升,今年比重可能会达到50%以上,明年这一比例还会上升。居民消费能力的释放对物价水平将构成有力支撑,此时,如果消费品供给不足,通货膨胀就可能冒头。

而经济刺激政策依然以基础设施投入和重大项目为主,这种经济刺激方式正在引导社会生产资源进入上游生产领域,进而削弱终端消费商品的供给能力,在居民消费日益振兴的情况下,居民消费品的供给却因为更加偏向上游产品的投资导向所产生的挤出效应而难以同步增加,这将是未来一年内诱发CPI上升的最核心因素。

至于低增长的可能性,一方面来自于基础设施投入乘数的下降,长期以投资来刺激经济使得上游产品积压起巨大过剩产能,这会弱化经济体系的连锁反应,导致投资对经济的拉动效果逐渐减弱。其实,从钢铁到建材,包括电力煤炭等,上游产品生产行业对本轮宏观刺激政策反应平淡,已经发出了这样的信号。另一方面,偏向上游的投资政策导致国内消费品供给不足时,提振居民消费需求的措施将带来进口的增加,这种漏出也会牵制经济增长。

消费需求与投资导向存在错配的

可能,这带来滞胀的风险,而信贷体系则加剧了这种风险,这是因为终端消费品生产者间的竞争性明显,他们规模较小,不像上游产业往往处于垄断地位,因此也就缺乏获得足够信贷的能力,这制约了消费品的供给。当产能过剩的上游部门实际上并不需要那么多资金的时候,我们就会看到很多信贷通过隐秘的渠道流出实体经济,向资本市场转移,成为资本市场上扬的主要动力。

综上所述,笔者以为,结构转型时期的中国经济,在保增长之路上需要更多的审慎,在从投资拉动经济向消费拉动经济转变的过程中,投资政策和消费政策的匹配至关重要。改革金融体系,防范信贷的无效供给,为竞争性行业提供无歧视的金融环境,重新审视和优化财政主导性投资的产业布局,对消费品生产者给予更大支持,这些都是需要尽快解决的问题。

(作者单位:申银万国证券公司博士后工作站)

## 所有经济异象都有其合理解析

——有关通胀预期的几点思考之一

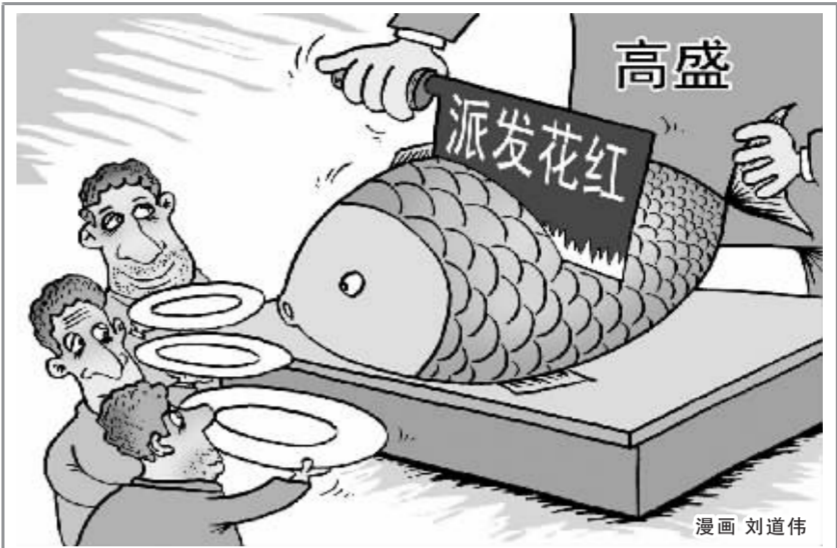


李国旺

当前在经济理论界争论得比较激烈的问题有两个:一是通过反危机系列措施后经济是否会成功进入复苏?二是定量宽松的货币政策是否会引发通货膨胀的浪潮?在这两个争论的背后,是对前几年低通胀、高增长历史的迷思。实质上,这两个问题是在问:经济走出危机后,能否出现高增长和低通胀的大好形势?

有人说,通货膨胀是一种货币现象,只要货币多了,通货膨胀就不可避免。这仅是说对了一半,货币多了,是通货膨胀的必要条件,但不一定是充分条件。在商品、货币和资本三大吸纳货币的市场结构中,一旦货币动员起来了,一般情形是首先冲击资本品,再冲击资本衍生品,然后再冲击生产资料、加工品,最后才通过产业链转移到下游。当下,我们就看到了这个奇特的现象,货币多了,资本市场首先启动,相关股票的估值随之上升。2005年以来A股市场的估值与M1的统计数据表明,M1与PE存在完美的时间上的吻合和空间上的对称,但与业绩增长却没有一个时间上的对称关系,因此,有人得出一个结论:A股的价格与业绩增长没有关系,主要是货币政策引发的流动性的变动而化。

上述结论当然大可商榷,因为参与资本市场的人是预期的,对未来的期望却因为主体不同而千差万别,因此就出现了预期的冲突、交锋、重合或者共振。这样,宽松货币政策下,货币多了,一般是资本



高盛拟派发 140 年来最高额花红  
美国银行业被指沦为金融海啸的祸首,言犹在耳,可千夫所指的高盛今年上半年业绩骄人,准备向员工派发 140 年以来最高额花红。有分析人士批评,此举或阻碍金融改革,可能触发另一次金融制度崩溃。

市场直接响应启动,有时却是资本市场的衍生品启动。综观2001年到2005年期间A股市场与货币政策的关系,当时货币相对宽松,公司业绩持续增长,即在低通胀高增长的黄金时期,业绩增长与A股行情却呈现逆向关系,这是“价值投资”理论者们无法解释的异象,他们往往用股票或然存在的供给大幅增长对价格压制来解释,但不能在理论上让人信服。

实际上,所有的异象,都有其合理的解析。2001年至2005年出现的货币宽松、业绩上升但股市却持续疲软的原因,除了股改不顺外,主要原因是当时中国各地正在进行“地产革命”,地产行业行情成倍增长,将当时经过金融改革释放出来的流动性充分吸收,地产作为资本的衍生品,第一次表现出“稳定”物价的重大作用。

2005年仲夏开始的股改和汇改,将泛滥的流动性引入了股市,相对于资本衍生品的地产市场和大宗商品市场,资本品出现了“估值洼地”。改革的动能加上美联储低息政策引发的全球流动性泛滥,投资者的预期资本品,资本衍生品的价值因此而“重估”,投资者对资本品未来的估值预期不断调高,直到国家力量因为美国穷人无力承担无限供给的资本品而进行提高利息进行干预为止。这样,我们就看到了在低通胀、高增长背后的资本衍生品(地产和可进行期货交易的大宗商品)、资本品、一般消费品的价格传导路径,即钱多了,不一定直接引发通货膨胀,但最后必然以通货膨胀结束。什么时候出现通货膨胀,则要看国家资本、国际资本、厂商和居民的博弈过程的力量对比。

2001年WTO的扩容,导致了国际资本与国际劳工力量对比的变化,由于大批廉价的新兴国家劳工进入国际市场,美国劳工的实际谈判地位历史性下降,美国劳工的收入增长与美国资本收益增长差距的持续扩大,美国劳工最后无力支付在流动性泛滥背景下的以工资形式表现的资本品的无限供给。2008年爆发的全球性的金融危机,各国主要政策不是提高劳工的收入而是保护资本的安全,因此,资本品(股市)和资本衍生品(黄金、有色金属、地产)价格的上升,是政策力量扶持的结果。没有政策直接扶持的居民的生活消费品价格和一般加工品的采购价格无法上升,也是反危机政策的必然结果。

因此,如果以反金融危机而持续释放流动性为理论分析起点而预期通货膨胀将快速到来,就可能成为天下老百姓的笑话:咱们收入没有提高,谁去抢购商品抬高物价(CPI)?加工企业的厂商也会发牢骚:我的商品不好卖,谁去抬高采购价格(PPI)?当然,在中国也有奇怪的现象,前个月食用油的价格上去了,有人了解一下,原来我们吃的食用油是被国际资本控制了个产业链,他们当然希望在垄断下提价。

虽然食用油涨价是个别现象,但对通货膨胀的预期却成一种力量:股市涨了,资本衍生品的黄金石油铜等都涨了,如果不提价就无法生存的加工商品会涨吗?大家认为这是迟早的事情,不过可能还要等一年左右,在这期间可能是低通胀和低增长并存的时期。

## 国有股转持力求一石数鸟

陈波神

表面看来,国有股转持无非是左手转右手,即把原国有股东持有的上市公司股份,转由全国社会保障基金理事会持有。而从《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》看,社保基金是在承继原国有股东的法定和自愿承诺禁售期基础上,再将禁售期延长三年,在一定程度上减轻了国有股减持的压力,本质上也是对IPO的扩容压力之举。

稍加分析,国有股转持至少有三个鲜明特点:第一,国有股转持将增厚全国社会保障基金规模约10%。经初步核定,截至2009年3月26日,股权分置改革新老划断后首次公开发行股票并上市的公司国有股共131家,涉及国有股东826家,应转持股份约83.94亿股,发行市值约639.33亿元。而截至2008年12月31日,全国社会保障基金权益总额为5130.89亿元,国有股的转持,相当于在此基础上实现了同比约12%的权益收益。

第二,国有股转持并不妨碍国有控股地位。经确认的国有股东在履行转持义务前已发生股份转让的,须按其承担的转持义务以上缴资金等方式替代转持国有股。对符合直接转持股份条件,但根据国家相关规定需要保持国有控股地位的,经国有资产监督管理机构批准,允许国有股东在确保资金及时、足额上缴中央金库情况下,采取包括但不限于以分红或自有资金等方式履行转持义务。

第三,国有股转持有利于夯实股票的发行价基础。国有股转持给社保基金和资金上缴中央金库后,

相关国有单位核减国有权益,依次冲减未分配利润、盈余公积金、资本公积金和实收资本,并做好相应国有净资产产权变动登记工作。对于转持股份,社保基金以发行价入账,并纳入基金总资产统一核算。也就是说,国有股转持类似于全国社会保障基金以发行价认购了上市公司的国有股,这对于市场标的股票的发行价,无疑具有极强的支持作用。

从国有股转持传递的信号来看,政府希望通过加快社会保障制度的建设步伐,拓宽全国社会保障基金的资金来源,以此从源头上解决制约消费增长中的瓶颈问题。数据显示,今年前5个月累计社会消费品零售总额48770亿元,同比增长15.0%。5月社会消费品零售总额10028亿元,同比增长15.2%,同比增速并未显著改善。当前,我国经济正处在企稳回升的关键时刻,除了继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,确保投资快速增长和外需的稳定外,尚需建立刺激消费的长效机制,即加大社会保障的支持力度,在消费理念层面真正解除居民消费的后顾之忧。

此外,在IPO重启的关键时刻,宣布国有股转持方案,也体现了管理层对于A股市场的呵护之意。IPO重启后的首要并非市场所预期的中国重估,而是中小板的桂林三金药业,表明管理层推进IPO重启的审慎之态。从融资规模的角度来看,也是为了避免对市场流动性的过度攫取。

因此,国有股转持不仅仅是充实完善社保基金的惠民之举,也视作是保增长战略的重要组成部分。(作者系中国银行私人银行(深圳)投资顾问)

### Column 专栏

金融仍是决定一国在全球价值链高端环节分工地位的核心要素。美国透过“金融白皮书”释放的金融监管改革路线图,目的是修复因受危机冲击而大大受损的金融竞争力,确保美国相对于主要竞争对手的金融优势。为防止中美可能再次拉大金融发展差距,中国亟须把握目前难得的时间窗口,以建设性举措锻造金融竞争力。

## 美国金融换血 天赐中国固本良机



章玉哲

经济与金融既是对一国宏观经济与制度体系打击能力的考验,也是检验一国经济逆境调整水准高低的大型实验室。尽管这场金融危机让美国一向引以为傲的金融体系狼狽不堪,但美国人绝对不会容忍失去金融与武力这两个他们的最后优势。无论奥巴马还是盖特纳,都坚定地认为,金融仍是决定美国在全球价值链高端环节分工地位的核心要素。美国一波三折的救市和银行国有化行动,其实都是稳定美国经济和金融基本面的工具性策略。而今,在初步阻止了美国金融业恶化趋势之后,奥巴马公布了长达88页的“金融白皮书”,从机构、市场、消费者保护和国际合作等多个层面,全面加强美国的金融监管,力图对美国现有金融制度来个换血式改革,重塑美国金融优势。

从某种意义上说,在全球经济一体化的背景下,美国之外的其他国家,经济政策都不是完全独立的。世人应该不会忘记,在距今并不遥远的格林斯潘时期,美国在金融创新的旗号下,极力扩张金融霸权的边界,将各国投资者玩弄于掌中。在国内,美国为了填补技术停滞之后留下的经济增长缺口,于

1999年抛弃了经典的格拉斯—斯蒂格尔法(Glass-Steagall Act),推出了以金融混业经营为核心的《金融服务现代化法案》,结束了银行、证券和保险分业经营的格局,大力推行金融自由化,放松了金融监管。当时,无论是一言九鼎的格林斯潘还是智商超群的克林顿,都被金融之于经济增长的巨大光环效应所迷惑,认为金融已经可以充当经济发展的动力。实体经济完全可以在金融创新的带动下取得持续快速发展。其结果,美国在空前经济繁荣日渐失色的局面,金融生态不断恶化,华尔街金融寡头的贪婪本性迅速膨胀,CDO和CDS等金融衍生品四处泛滥,价值链越拉越长,各家投行的杠杆率也变得越来越高,加上信息不对称和监管的缺失,使得金融风险不断累积,终于在房地产按揭贷款领域引爆了危机。

可以说,重振美国金融业,是防止美国经济被竞争对手超越的必然选择。笔者去年九月曾在本报说过,次贷危机表明,代表金融前沿发展方向的金融衍生品和工具尽管可以成为赚钱利器,同样也可以因为导致金融机构自我毁灭的内生毒瘤。因此,美国必须在收拾次贷危机造成的金融烂账的同时,切实加强金融监管,防止金融衍生品

的监管。而从此次的金融改革蓝图来看,白宫将对银行、对冲基金和有毒资产等动大手术,正是避免美国经济继续被不受约束的金融机构所绑架的当然行为。尤其耐人寻味的是,奥巴马决定让美联储作为超级监管机构肩负起防范系统性金融风险的责任。这在以往是很难想象的。众所周知,过去,正是由于格林斯潘的纵容,花旗、高盛、大小摩以及大大小小的对冲基金才敢于利用他们对金融信息的垄断,运用他们掌握的复杂金融衍生工具,在金融市场兴风作浪。所以,现在奥巴马要求对银行的资本、流动性以及杠杆率严格监管,要求对冲基金必须在政府注册,大型对冲基金将受到联邦政府的监管,至于抵押贷款以及其他消费产业将被监管,特别是有毒资产也将受到全球透明性法规的监管。

可以说,美国透过“金融白皮书”释放的金融监管改革路线图,目的是修复因受危机冲击而大大受损的金融竞争力,进而恢复人们对美国前景的信心。面对美国刮骨疗毒式的金融体系改革,作为致力成为世界金融强国的中国,亟须切实评估美国的上述举动对美国乃至国际实体经济和金融格局可能产生的影响。决不能窃喜于国内的金融机构侥幸躲过这场危机冲击而暂时缩小与美国同行差距的表

## 制订量化宽松退出策略 事不宜迟

潘成夫

全球经济近期隐约出现衰退底信号,回收量化宽松货币政策的呼声由此日渐增多,量化宽松的退出策略(Exit Strategy)逐渐成为焦点。对此,IMF主席卡恩发出警告说,现在讨论退出策略还为时过早,而八国集团财长会议对此的讨论也则是一笔带过。那么,现阶段探讨退出策略是否为时尚早呢?笔者认为,现在实施退出策略也许为时尚早,但是制订退出策略却非常必要,应趁早不趁晚。

各国央行在实施量化宽松政策的过程中却买入了长期国债等大量资产,资产规模急剧膨胀,一旦经济复苏,货币乘数上升,那么央行如何控制流动性?是否会出现高通胀甚至是恶性通胀?央行如何处理购入的大量资产?这些前所未有的问题都需要央行在实施量化宽松的同时,给出明确的答案。

妥善和可信的退出策略是量化宽松得以生效的前提。央行通过购买长期资产以降低长期利率,但是对未来高通胀的预期将降低投资者购买长期债券的意愿,并提高长期利率的水平。此外,未来央行购入的大量资产如何处理?如在短期内向市场卖出购入资产,那么必然导致长期国债等资产价格的大跌,带来新一轮的市场动荡。如果没有妥善的退出策略,这也将大大降低投资者跟随购买的意愿。因此,要让量化宽松生效,就必须有让市场放心的退出策略,表明未来控制通胀的决心和能力。

在实施量化宽松过程中,央行以高价购入长期国债和MBS等资产,就其本质而言实际上是央行承担经济体系的风险,未来如何控制潜在损失让人担心,而在整个实施过程中也面临着各种潜在的风险和负面效应,如果没有妥善的退出策略,那么如何能让人相信政策能够生效,潜在的风险不会爆发呢?提前制订退出策略就是要让市场相信“一切尽在掌握中”,增强市场的信心,从而使量化宽松得以生效。

美联储主席伯南克在年初的一次演讲中,就解释过退出策略。首先,伯南克重申美联储对于控制通货膨胀的承诺,表明美联储有控制通胀的强烈意愿和良好的记录;其次,伯南克认为经济体系自身存在着退出机制,例如随着信贷市场恢复正常,金融机构会取出在超额准备金放贷,美联储的资产负债表自然会下降;再次,美联储并不急于卖出购入的MBS和长期国债。自去年10月开始,美联储获得了向银行准备金支付利息的权力,一旦需要,美联储可以提高银行准备金利率,在不缩小自身资产规模的情况下,起到回收流动性的效果;最后,美联储还可以让财政部发行超过实际需要的债务的办法来吸收资金。交易商购买这些债务,现金便从其储备账户转移到美联储的财政部存款账户,而这些钱只是放在账户里并不使用。这种做法类似于发行央行票据,目前美联储并没有发行自身票据的授权。

但是,从实际效果看,伯南克演讲的作用有限,当前对美联储量化宽松政策的质疑铺天盖地,通胀预期甚至是恶性通胀的担心始终无法消除。这一方面说明央行和市场的沟通存在着相当大的问题;而另一方面说明现有的退出策略的确不够详尽,难以让人放心。

人无远虑必有近忧,在危机恶化后,市场无暇关注退出策略,但是随着经济逐渐复苏,央行必须更加重视退出策略。我们应早作准备,制订更加详尽的退出策略。因为市场很想知道,一旦时机来临,具体的退出机制将是什么样的。市场需要的一份可行的计划,看看央行到底有没有控制风险的能力。各国央行都必须满足市场的这种愿望,而且要让市场满意。(作者系广东商学院副教授,经济学博士)

繁荣。正如央行在《中国金融稳定报告(2009)》中所指出的,现阶段,中国仍需切实防范系统性金融风险。事实上,我们的银行体系暂时的稳定和经营实力的增强是在竞争对手于微的情况下获得的。尚在发育中的证券市场很难经得起国际资本的大规模冲击。中国尤其欠缺能够在国际金融市场上敢于叫板跨国资本的种子选手。中投由于投资经验和高端人才的欠缺,短期内尚难成为国际顶级投资机构。因此,为防止中美可能再次拉大金融发展差距,中国亟须把握目前难得的时间窗口,及时出台前瞻性的一揽子金融改革方案。

笔者认为,中国应以银行业改革为突破口,锻造金融业的整体竞争力。今后一段时期,银行业需要在巩固已有发展成果的基础上,拿出一份契合中国银行业发展路径,真正能够增强内生性竞争优势的菜单。特别是要以制度创新和战略性人才培养为抓手,着力营造平等竞争的市场环境,强化风险防范,提升监管水平,力争在不大的时间内将中国资银行真正建成资本充足、内控严密、运营安全、服务优质、效益良好、创新能力和竞争力较强的世界级银行。让其不仅可以有效捍卫国家金融主权,更可以成为中国建设强大资本市场,实现拥有比肩美元的国际货币本位币以及能与纽约、伦敦抗衡的国际金融中心等战略目标的重要支柱。(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任,经济学博士)