

如何化解货币投放过大引发严重通胀问题

近期,通胀预期和美元贬值等因素引发全球范围内大宗商品、股票的快速上涨。但是,美国巨额的发债规模、财政赤字、货币供给过多等因素会导致美国基准利率的大幅上升,这将对美国经济产生负面的影响。对全球金融市场来讲,这意味着金融危机的第二波冲击或即将来临。在通胀将到来的预期下,中国应当将所持2万亿美债作为谈判筹码。尽管中国抛售美国国债会蒙受一定的损失,但美国更输不起。因为,一旦美国国债收益率失控的话,美国经济将出现麻烦。而中国完全有能力敦促美国在处理国内债务危机时采取对世界负责任的态度和方式,而不是采取“利己损人”的方式走出危机。

◎刘煜辉

过去一个月,大量资金从货币市场和债市中“出走”,流进了高风险的权益市场:石油交易所交易基金ETF、欧美和新兴市场股票市场。尽管经济复苏之光还很微弱,但全球股票价格却已大幅度上升超过40%,新兴市场甚至上升幅度超过了60%。尽管全球需求继续下滑,油价从3月低位已翻了一番,铜价上涨也超过60%。毫无疑问,预期通胀和美元贬值是推升的主要影响因素。

如何看待后市?老实讲,现在我最担心的事情是美国长期国债利率有可能会失控。

作为金融产品定价的基准,长期国债利率的快速上升,封杀了美国的银行信贷、企业债券和房地产融资等各项中长期金融工具的融资成本进一步下降的空间。如此这般,投资和消费如何回暖,企业盈利又如何回升?美股估值似已到顶,美股自3月份以来的反弹很可能会结束。长期国债利率高悬,将使深陷衰退泥潭中的美国经济根本看不到希望。

其实,伯南克深明其理,美联储一直在跟长期国债利率较劲,但无论伯南克如何努力,美国长期国债利率却始终降不下来。

去年11月初,美联储开始尝试所谓“量化宽松”超常规的货币政策。伯南克准备大量购买金融机构的有毒资产,估计总量为8000亿-10000亿美元,但这种购买并不透明。可能的购买方式有两种:一是拿美联储的国债资产进行置换(为此,美联储将减少3000亿长期国债);二是在买入资产后,再用超额准备金付息的方式把放给金融机构的钱稳定在美联储的账上。所以,流通中货币没有显著增加(今年1季度从8200亿增长到9000亿),M2也只增加了一成(6月份M2增长了9.4%)。

随后,美国优质房产按揭证券(Prime RMBS)和美国国债的收益率都随之出现大幅下降,并带动美国30年期银行按揭抵押贷款利率的显著回落。但好景不长,随着经济面坏消息的不断出现,利率开始迅速反弹。截至3月17日,10年期美国国债利率一度攀升到3.01%,比今年年初已提高80个基点。

与其在压缩房贷产品的利差上下功夫,还不如直接降低国债利率(基准利率),并带动整个债券市场利率下调?3月17日,联储宣布在未来半年内将直接入市购买3000亿美元的中长期国债。货币当局直接购买国债,等于是将债务货币化(直接印钞),这意味着半年后流通中的货币将增加30%,M2至少也将增加三成。如果考虑到货币乘数的反弹,增速可能会高达四至五成。

3月18日当日,美国10年期国债收益率骤涨了50基点,但再也下不去,然后一路上扬,6月8日一度升破了3.9%,甚至超过了3月17日当天的收益率水平。而同日的美国30年期国债利率上升至4.6%,与去年12月18日收市价时的2.54%收益率相比上升了75%。

看看美国人的账单吧。截止2009年5月7日,账面上美国国债余额为11.2万亿美元。美国政府估计,本年度累积财政赤字为1.84万亿美元(4倍于上一年度德财政赤字),并估计2009年10月至2010年9月的财政赤字为1.26万亿美元,而2010年至2019年的赤字总额将增至7.1万亿美元。另外,在未来75年,美国未作拨备的社会保障计划负债已上升至51万亿美元。倘若要在每年的预算案之内,纳税人每年要付出2.6万亿美元;2009年5月14日,奥巴马也开始担心“美国长期债项的负担难以继”和“不能永远这样向中国人借钱了”。

事实上,眼下外部世界也“自顾不暇”,爱莫能助。中国、日本等国身处再平衡的困境之中,贸易顺差大幅缩水;有碍于美国军事强权的保护,石油国家可能还要维系石油美元的循环,但也只是“杯水车薪”。

美国政府的财政赤字开始失控,国债大量供应,利率则会急剧飙升,这对全球金融市场意味着什么?所谓“第二波海啸”真的离我们远去了吗?

对海量账单而言,有三条路摆在

美国面前。

一是尽快找到新的财富创造模式,带动全球创业活动集群式迸发,用生产率加速去填充扔向世界的泛滥美元,如此抑制通胀的恶化。短时间内,乐观吗?

二是节衣缩食,大力压缩财政的福利性开支,当然痛苦的时候,希望美国人“卖儿卖女卖资产”向剩余世界融资,而不是扔出花花绿绿的纸。美国人情愿吗?

三是零和博弈,牺牲掉别人来实现美国利益的最大化,谁让它拥有“无所不能”的美元霸权呢。

可以肯定的是,当市场急跌时,美联储还会再度出手,加大购买国债的规模,再度强行压低长期国债利率。坦率地讲,如果美联储再度入市购买国债的话,这将是一条不归路。因为,美联储难以挺住巨额的美国国债发债规模。鉴于美国的发债高峰期将出现在今年4季度,如果美联储不及时宣布加大买入规模的话,市场预期国债利率会重拾升势。

但市场还会相信伯南克的话吗?增加的货币将全部直接表现在价格上。因为,美元、美债的抛售狂潮可能将至,美元汇率取决于其他储备货币的印钞情况,但如果全世界对信用货币的信任集体崩溃得话,将导致大宗商品交易所的ETF和贵金属成为最后的避险天堂。

这将影响期货价格的波动,加大现货与期货价格的价差。这个价差还将逐步影响到实体经济,唯有投机者的套利冲动会逐步抹平现货与期货之间的价差。

实体经济还未复苏,但价格却被货币的因素推上去了。对此,美联储将怎么办?是加息,但美国经济依然未见显著好转,尤其是失业率已达9%,而提高利率将打压增长预期。如果不收缩货币的话,那价格上涨将扩大商业银行的庞大超额储备,货币乘数将出现反

弹,通胀或将实现甚至失控,这迟早会成为压垮企业和经济的最后一根稻草。

从目前的观察来看,美国是不会及时或至少不会最早收缩货币的。全球化使最先行动者的货币政策效果外溢而功效大减,但剩余世界特别是债权国和生产国可就惨了。

未来中国对抗通胀的最大本钱是高储蓄。但是,中国为反击衰退已耗费巨大的政府积蓄(占到国民收入20%),财政也出现了吃紧迹象。

如果通胀真的在美国出现的话,中国政府在短期内很难有应对之招,这意味着大量的制造业企业将面临严峻的考验,由此会暴露出巨大的产出缺口。面临市场与资源双重约束的中国制造将怎么办?彼时,或将是中国股市和中国经济面临真正的熊市之时。即便中国拥有高储蓄,但也是经不起这样折腾的。

这时候,如果美国反手加息,美元将开始流出超强的回归之势,全球资金会再次流向美国。当然,既然美国人已经非常规了,中国人就应该思考非常规的应对方式。

不妨,我们可以将中国手中所持有的2万亿美债作为一个谈判筹码。尽管中国会因抛售美国国债而蒙受一定的损失,但美国输不起。因为,一旦美国国债收益率失控的话,美国经济将出现麻烦。“恐怖的平衡”不只是意味着双输,也可能意味着双赢。

对此,中国完全有能力敦促美国在处理国内债务危机时采取对世界负责任的态度和方式,不能采取利己损人的方式走出危机。尽管我们愿意与美国携手,而抛售美国国债只是一种手段并不是目的,目的是要全部推倒美国的投资和贸易壁垒。实际上,美国可以资产置换来融资或处理债务危机,但不能仅用印钞票的方式来解决问题。

(中国社科院金融所中国经济评价中心主任)

“去货币化”对未来大宗商品行情有多重影响

一些迹象表明,“去货币化”将成为下一阶段大宗商品市场行情的主要影响因素。为此,认真分析“去货币化”的经济背景、资金来源、主要方向、市场影响,对较好地把握未来大宗商品行情走势,作出准确的投资决策,具有重要意义。

◎陈克新

通胀卷土重来导致“去货币化”行为激增

所谓“去货币化”,是一个相对于“去库存化”的市场概念。即人们由“持有现金”向“持有商品”角色的转换过程。换言之,就是市场行为主体竞相抛出货币,大量采购商品和其他资产。由此,导致市场上出现了“流动性过剩,资源紧张”的局面。

作为一种市场行为,“去货币化”的产生需要一定的经济环境。一般而言,较为严重的通货膨胀,以及强烈的货币贬值预期,是“去货币化”形成的必要条件。

早在此轮金融危机之前,欧美等发达经济国家(日、韩除外)长期“寅吃卯粮”,负债累累,其中美国的负债最多。这是一种严重的世界性经济失衡,终于引爆了此轮金融危机。为了“救市”,世界各国继续巨额财政赤字,大量借债,甚至开动印钞机。比如,本财政年度美国财政赤字将达到创纪录的1.84万亿美元,约为上一财年赤字规模的4倍,估计今后数年还将保持很高的赤字水平。

由于没有物资保证的流动性注入量太大了,各国政府发生的“白条”太多了,未来势必会产生另外一种经济失衡,即“钱比货多”的经济失衡。显然人们已经看到了这个巨大风险。除此之外,世界各国继续巨额财政赤字,大量借债,甚至开动印钞机。为了“救市”,世界各国继续巨额财政赤字,大量借债,甚至开动印钞机。这就出现了“去货币化”的另一个资金来源。

三是市场游资。这部分资金同样金额巨大。一旦强烈的通胀预期形成或者是物价开始上涨,受“买涨不买落”市场行为影响,在对冲基金“羊头效应”下,大量社会游资出于避险和逐利需求,蜂拥进入商品市场购买,加剧“去货币化”行为。

“去货币化”行为主要来自四个方面

“去货币化”是货币持有人将现金转换为商品的市场行为。因此,这种市场行为主要来自于具有雄厚资金购买潜力的四个方面。

一是全球对冲基金。这是“去货币化”行为中最为活跃的一块资金,即推动资金进行腾挪的领头羊。根据UBS的数据,2008年第一季度,全球对冲基金曾经管理着18680亿美元的资产。虽然遭遇重大挫折,基金规模大为萎缩,但到2009年第一季度,全球对冲基金规模仍然超过12000亿美元。不仅如此,受到全球经济触底回升影响,进入2009年后,全球对冲基金的资金流入量逐月增加,其中4月份环比上升25%,增加量达到150亿美元。实体经济的回暖和对通胀威胁的预期,将使得这部分资金率先“去货币化”,进入大宗商品市场抄底。

有迹象显示,最近几个月以来,这些基金正在重返大宗商品市场,不断将市场行情推向新高。在美国等经济发达国家的积极支持下,预计今后进入大宗商品市场领域的“去货币化”的对冲资金有增无减。

二是各国政府的外汇储备资金。目前,各国拥有的外汇储备超过10万亿美元(包括其他货币外汇储备)。这部分资金大多以纸币或债券形式存在。金融危机以来,美国和欧盟国家大量注入流动性,担忧未来严重的通货膨胀形势,也使得各国外汇储备面临严重贬值威胁,迫使各国政府为其寻找避险出路。在这种情况下,外汇储备形式适度“实物化”,即将一部分外汇储备,由纸币(包括债券)形式转换成实物形式,如贵金属、有色金属、原油、矿石等。这就出现了“去货币化”的另一个资金来源。

三是市场游资。这部分资金同样金额巨大。一旦强烈的通胀预期形成或者是物价开始上涨,受“买涨不买落”市场行为影响,在对冲基金“羊头效应”下,大量社会游资出于避险和逐利需求,蜂拥进入商品市场购买,加剧“去货币化”行为。

程度。

四是企业原材料库存资金。在正常条件下,生产流通企业都具有一些用于正常原料库存和产成品库存的流动资金。市场价格走低时,库存物资贬值,企业会优先消化库存,推迟原材料购买,或者是竞相抛售已生产商品,获取现金,即所谓“去库存化”。反之则反是,当众多企业一起行动起来,竞相抛出货币和提前购进原材料,或者是“囤盘惜售”和囤积货物,将会形成巨大的“去货币化”浪潮。

“去货币化”的四大主要方向

从目前有以下四个方向。

一是初级产品现货。主要是一些资源类现货商品。如石油、金属、谷物和黄金等。尤其是贵金属、有色金属、矿石等矿产类产品,因为价值较高;或者物理性稳定,储备成本低;或者是更为重要,因此将成为“去货币化”行为的优先选项。

二是大宗商品期货合约。随着金融性购买资金的大量入市,势必会推高大宗商品期货行情。不断走高的商品合约价格,反而会刺激更多的金融性购买资金进入,一直到商品价格盛极而衰,掉头向下为止。

三是上市公司资产。股市资产也是“去货币化”的重要选项之一,尤其是资源类上市公司资产(如石油、矿石、金属企业等)。在“去货币化”资金的追捧下,这类资产的购买量将显著增加。

四是房地产商品。在各种资源中,土地是最稀缺的资源之一。不仅如此,房屋等商品还是重要的能源载体,需要大量能源支持。所以,今后的“去货币化”资金,不仅购买能源等资源紧缺产品,也会购买这些资源消耗载体。

“去货币化”对经济有六大影响

随着“去货币化”市场行为的普遍展开,资金所有者将持有现金尽快转换为一切可以保值、升值的商品或资产等,对于商品市场运行及整体经济形势发展,都会产生重大影响。

一是引发金融性购买需求的急剧膨胀。一般而言,目前商品需求大致可以分为两大类。第一大类是源于其商品属性的实体经济消费需求。比如固定资产投资、工业生产、外贸出口等方面增长所引发的商品消费量的增多。这类需求与实体经济总量共进退。第二大类源

于商品金融属性的购买需求,如石油、金属、大豆等。这些商品除了具有商品属性外,还被赋予了其金融属性,衍生出大量金融性购买需求,包括保值性购买需求、投机性购买需求、外汇储备适度实物化的购买需求等。强烈的通胀预期导致大量的“去货币化”行为,势必引发上述金融购买需求量的急剧膨胀。

二是社会库存显著增多。在价格上涨过程中,相关商品的库存水平一般呈现增加态势,价格涨势越猛,进入仓库的物资就越多。毫无疑问,一旦各项条件具备,一段时期内大量的“去货币化”行为将导致大宗商品的库存存量显著增多。在“去货币化”行为刺激下,大宗商品产销链上将会出现许多大小“堰塞湖”,为今后市场运行留下隐患。

三是推动价格强劲上涨。在实体经济需求触底回升的同时,“去货币化”行为,又会引发金融性购买需求的急剧膨胀,当然会推动大宗商品价格上涨。应该说,今年以来全球大宗商品价格强劲飙升,很大程度是因为这种“去货币化”行为的大量增加,其中也包括一些国家加大战略和商品储备。由于今后各国货币(包括美国债券)集体竞相贬值不可避免,“去货币化”行为将有增无减,预计未来大宗商品价格还有很大上涨空间。

四是加快经济复苏步伐。值得注意的是,在“去货币化”行为的初期阶段,整体物价水平较为温和的上涨,只要不达到失控程度,实际上有利于经济复苏。因为,“去货币化”行为,可以将大量资金转为商品购买力,转为资产投资,转为工业生产等。同时,物价上涨也会产生“货币驱赶效应”,刺激货币持有人加大消费和投资力度,这就极大地缓解了现阶段困扰全球经济的需求不足的问题,一扫通货紧缩阴云,加快经济复苏步伐。

五是提高企业盈利水平。急剧增加的“去货币化”行为,将刺激消费、投资和生产,当然也有利于提高企业利润水平。这种赢利增加体现在三个方面:一是企业现有库存原材料升值;二是销售价格提高;三是生产规模的扩大。企业盈利水平提高以后,各项税收和财政收入也会相应增加。实际上,从2006年至2008年年中,初级产品、投资品和一些终端消费品(如住宅、食品等)价格的持续上涨,使得企业实现利润和上缴财政税收也呈现强劲增长势头。可以预计,随着今后“去货币化”行为的激增,物价指数的逐步提高,企业赢利、税收和财政情况都会有很大改善。

六是夯实股市基础。股市繁荣与否,与上市企业利润水平及反映实现这

个利润水平的财务报告有着直接关系。一旦企业的赢利提高后,上市公司财务报表变得更为“好看”,这会提振股市投资者信心,从而夯实股市继续上涨基础。如果说前一阶段中国股市筑底回升的主要动力来自于较为宽松的财政和货币环境,那么下一阶段支撑股市行情继续升温的坚实基础,就在于“去货币化”行为激增所产生的大量购买,就在于企业实现利润水平的显著提高。

“去货币化”的宏观调控取向三大建议

从未来发展来看,市场形势迟早会发生重大变化,出现“去货币化”行为下的“资源为王”局面,并对全球经济产生重大影响。为此,必须在宏观调控产生未雨绸缪,及早预案,正确决策。

首先,要密切关注“去货币化”局势的发展。一旦形势发生大的变化,就要及时对前期宽松的财政政策和货币政策进行相应调整,包括调整关税、调整利率、调整信贷、加强金融性购买监管等。为此要提前布局,做好干预预案,避免形势突然变化后措手不及。

其次,稳定现有经济政策。虽然货币贬值不可避免,“去货币化”行为将汹涌而来,但不会是在现在,那一年以后的事情,或者更长时间之后。现阶段而言,更重要的还是增需求、保增长、促就业、对付通货紧缩威胁。为此,还必须在整体上坚持较为宽松的财政政策和货币政策,不宜进行重大调整。相反,还需要实施更大力度的刺激内需政策,主要是刺激有关民生的终端需求政策,也包括加大资源储备。不要担心大宗商品价格全面上涨会抑制世界经济复苏。

稳定政策不等于政策完全不变。实际上,根据已经变化的形势,对于信贷资金的流向要以控制,比如严格管理,抑制过多资金进入股市、期市和房地产市场,将经济泡沫降至最低。

最后,充分利用“去货币化”对经济增长的积极作用。如前所述,温和的通货膨胀,可控范围内的“去货币化”行为,可以促进消费、促进生产、促进投资,最后促进经济增长。所以,我们要因势利导,充分利用“去货币化”行为对于经济增长的积极作用。也就是说,对于即将到来的通货膨胀和“去货币化”行为都不要过于紧张,一有迹象就迅速遏制,而是要使其膨胀幅度较低一些(4%以内),膨胀周期更长一些;使其“去货币化”行为更加温和、更长久一些。

(作者单位:中商流通生产力促进中心)

今日看板

国有股转持的制度意义更为重大

◎亚夫

股市是财富竞技场,非常现实。任何消息传到这里,都会转化为利空或利多这两类信息。比如,近日四部门发布的国有股转持这条消息,就被许多人解读为一大利好,不仅大大充实了社保基金,增加了老百姓的“养老钱”,而且也延长了“国有股”的禁售期,稳定了市场,对行情的发展有正面作用。

在中国经济正进入企稳回升的关键时刻,市场人士对这条信息作如此解读,固然没错。但仅此于此,那就太小看了它的制度意义。一方面,从社会财富的分享与国有资产的代理机制看,国有股转持政策的推出,有特殊的制度创新意义;另一方面,从资本市场的现行结构与运行机制看,这条政策的推出,同样也有非同寻常的制度意义。

首先,国有股转持政策的推出,使中国社会的财富分享与代理机制有了新的变化,使数量巨大的国有资产与普通老百姓之间的利益关系,有了直接的联系与代理通道。

从中国的国情看,近60年来,全国老百姓通过辛勤劳动创造了巨大的国家财富。这些财富,特别是数量巨大的国有资产,与每个老百姓之间是什么关系呢?在计划经济时代,主要是通过提供医疗、教育,以及部分社会福利等方面的基本保障,来分享经济成果。在市场经济时代,分配机制有了变化,老百姓与国有资产之间的关系也就变得复杂起来。

现在,将境内证券市场首次公开发行的股票,按其实际发行股份数量的10%,将其中的国有股股权转让给全国社保基金持有。此举不仅大大拓宽了社保基金的筹资渠道,而且也将国有资产的权益与老百姓的利益直接联系在一起。换句话说,老百姓通过社保基金持有者相当数量的国有股权,这是对国家财富如何进行有效分配的一次制度性尝试。

虽然这次转持的含国有股股权的公司只有131家,应转持股份约为83.94亿股,发行市值约为639.33亿元。从数量上看,还不算很多。与目前5600亿元的社保基金相比,特别是与社保基金的潜在缺口相比,还有很大距离。但这只是开头,如果将其他未上市国有资产的权益也按这个比例来转持,那么老百姓通过社保基金持有的国有股的权益就极为可观了。

曾几何时,有人提出把国有股权直接分给所有老百姓,这样可以马上增加老百姓的财富,扩大消费。此话虽有点不着边际,也很难行得通。但是通过现在这样由社保基金做代理人的办法来转持国有股权,将国有资产的权益与老百姓的社会保障权益直接联系起来,特别是将养老的保障做实,这对于解除老百姓的消费顾虑,扩大最终消费,会有很大影响。因此,这种国有资产权益代理机制十分重要,值得进一步研究。

其次,从中国资本市场目前的参与者结构与运行机制看,国有股转持政策的推出,也将对市场各参与方,特别是上市公司、证券公司、投资基金、保险基金、社会公众投资人,以及社保基金自身等,有着非同寻常的影响。

在转持办法中,最受市场瞩目的有两条:一是10%的转持比例,二是社保基金要承续原国有股东的禁售期义务,并将禁售期在延长三年。市场人士认为,这是化解大小非难题、稳定市场的有力举措。这样说虽然没错,但容易转移公众的视线,这就是按首次公开发行实际数量10%的比例转持,还有更重要的意义。因为这不是一个小数字,社保基金由此将成为许多公司的重要股东。

作为老百姓养老钱的代理人,长期投资者、大筹码拥有者、国家政策的执行者,社保基金的动静观瞻,必将会对市场各方的行为产生微妙影响。对上市公司而言,转持办法虽然规定,社保基金转持国有股后,享有转持股份的收益权和处置权,不干预上市公司日常的经营管理。但是作为大股东,肯定要参加股东大会等重要活动,这对上市公司的规范运作,会有很强的监督作用。

对其他市场参与者来说,也会受社保基金的影响。社保基金作为坚持长期投资的机构投资者,不可能像其他证券投资机构那样,在市场中中横冲直撞,做市场的滑头。当市场走势背离价值中樞太多时,社保基金的天然属性就会要求它在过热时减持,过冷时增持。并由此引导市场走向价值型投资的轨道。这对绝大多数社会公众投资人来说,无疑是一个具有风向标志意义的市场主力。

从近8年社保基金的业绩看,年平均收益率超过8%,远高于同期1.8%的平均通胀水平。这表明,长期价值投资还是非常有效的。而国有股大比例地转持给社保基金,还将对中国资本市场的运行机制、运行质量,乃至对虚拟经济与实体经济之间的互动关系,产生极为复杂的影响。这一点,也许在不久的将来,就会得到证明。