

Opinion

Forum

上论坛

把货币政策宽松与否与放贷的多少划上等号,以为紧信贷就能矫枉过正,是一种认识上的误区。要想把握好下半年货币政策的“微调”方向、力度,不仅要重视源头上的货币投放,还要关注银行信贷扩张的货币乘数效应。适度宽松的货币政策,既有保增长的主观因素,也有外汇储备增加的被动因素,不妨考虑外汇储备瘦身、围堵堵截热钱、利率市场化等可能的路径。

把握政策“微调”需要澄清几点误区



陈波神

自央行二季度货币政策执行报告发布以来,社会各方强烈关注货币政策的“微调”。比较集中的观点认为,上半年货币政策过于宽松,下半年适度宽松的货币政策基调不能变,但必须微调,于是7月新增人民币贷款急速降至3455亿元的局面,就被理解为可以将货币政策宽松与否与放贷的多少划上等号。

很显然,上述观点对于货币政策的理解,步入了误区。要正确理解我国的货币政策,笔者以为,必须从两个方面入手。其一,基础货币方面,受外汇储备的影响较大。由于我国执行的是强制结汇制度,企业和居民收到的外汇均需由商业银行结汇,最终是由央行发行基础货币对冲。虽然新的外汇管理条例对强制结汇有所松动,但这一政策还是被严格执行,也就是说,多增加一美元的外汇储备,央行就必须增发与之对应的人民币对外汇占款。如,2005年6月我国外汇储备7000亿美元,对应的M2余额为27.57万亿元。到了2007年底,外汇储备激增至1.5万亿美元以上,M2余额则达到40万亿元,两者的正相关性极其明显。

其二,货币乘数方面,则受银行放贷冲动的直接影响。上半年天量信贷投放的直接后果,就是货币乘数的扩张。央行数据显示,6月末货币乘数为4.59,分别比上年同期和第一季度末高0.75和0.32。由此,6月末人民币贷款余额37.7万亿元,同比增长34.4%,正好对应了广义货币供应量M2余额56.9万亿元,同比增长28.5%。上述放大效应,往往被理

解为适度宽松货币政策的源头,明显是曲解了货币投放的应有之义。由此,适度宽松的货币政策就不难理解了。一方面,日益增长的外汇储备,不断被央行投放的货币所对冲,导致了基础货币的供给被动增加。另一方面,在商业银行的放贷冲动下,上述货币转化为贷款,从而进入实体经济的循环体系。因此,简单把适度宽松的货币政策等同于放贷,不免以偏概全。要想把握好适度宽松的货币政策的方向、力度,不妨考虑以下路径。

首先,外汇储备要瘦身。央行数据显示,6月末,国家外汇储备余额为21316亿美元,同比增长17.84%。上半年国家外汇储备增加1856亿美元,意味着央行至少要投放1.2万亿元的基础货币。如果再以上半年货币乘数匡算,大致增加的货币供给为5.5万亿元。简单计算表明,仅仅是新增的外汇储备,就增加了M2的10%左右,对适度宽松的货币政策的影响不言而喻。如果说外汇储备能够瘦身,那么央行就不必投放相应的基础货币,整个社会的货币供给也会相应减少。关于这一点,自金融危机爆发以来,似乎看到了一点苗头。上半年外汇储备同比减少950亿美元,其中累计贸易顺差969.4亿美元,下降1.3%,净减少1.3亿美元。

其次,对热钱要围堵堵截。根据外管局公布的今年上半年我国国际收支平衡表(BOP),我国国际收支经常项目、资本和金融项目呈现“双顺差”,国际储备继续增长,但经常账户顺差显著下降,资本和金融项目盈余由负转正,同比仍然大幅下降。其中,经常账户上半年顺差1299.9亿美元,比去年同期下降32%,占GDP比重

降至6.4%。资本和金融项目上半年顺差331亿美元,同比下降54%,但仍好于去年下半年的逆差529亿美元。可见,短期内热钱流入的速度不减,如果不采取严厉措施,很可能抵消贸易顺差下降及外商直接投资的收缩,对外汇储备的瘦身明显不利。

最后,利率市场化可能是未来的方向。众所周知,商业银行极强的放贷冲动,源于央行对基准利率的管控。即便是经历了去年下半年的大幅降息,当前的利差仍高达3.06个百分点,商业银行的放贷冲动就很好解释了。加之国内商业银行盈利模式比较单一,利差收入往往占据经营收入的85%以上。于是,上半年贷款重定价导致的息差收窄,正好被商业银行的规模扩张战略所替代,从而保持了经营收入的相对平稳。但从国际经验和历史趋势来看,利率市场化应该是未来的方向。到那时,利差收入无以继,商业银行将重新回到支付结算等传统业务及理财规划等新兴业务上来。

综合来看,适度宽松的货币政策,既有保增长的主观因素,也有外汇储备增加的被动因素。下半年货币政策要“微调”,正确认识适度宽松的货币政策尤为为重要。我们不仅要重视源头上的货币投放,还要关注银行信贷扩张的货币乘数效应,仅仅是人为调控信贷投放,可能无法实现适度宽松货币政策的“微调”。最终结果也可能与政策预期大相径庭,甚至出现不利于实体经济的局面。因此,我们必须尽快走出认识误区,把握好货币政策“微调”的方向和力度,以便更好发挥其在保增长中的积极作用。(作者系中国银行私人银行(深圳)投资顾问)



深圳遭遇养老困境

深圳特区建设初期,成千上万创业者在短时期集聚起来,他们眼下渐渐步入了退休年龄。在不到10年的时间内,深圳60岁以上的户籍老人数量增加了70%。这座年轻的城市猝不及防地遭遇了“老”问题。

漫画 刘道伟

信贷直接违规入市 规模或被高估

◎仇高擎

伴随着上半年信贷资金的持续增长和资产价格的快速上升,关于信贷资金流入股市和房地产市场问题的讨论再度升温。有人认为,上半年约1.6万亿(20%)的信贷资金(违规)进入股市。也有分析称,上半年2万亿(30%)的信贷资金(违规)进入股市。果真如此么?

信贷资金进入资产市场不一定都违规,要分析信贷资金流入资产市场的问题,首先要弄清楚,信贷资金是合规进入还是违规进入资产市场。违规的情况主要分为两类:一是信贷资金违反有关规定,不符合贷款标准或者改变贷款用途而进入房地产市场;二是信贷资金(直接或间接)进入股市。企业和居民向银行借款,并用其原来的自有资金进入股市则属于“灰色地带”。实事求是地说,由于资金流向比较复杂、资金性质难以区分,信贷资金违规流入资产市场的金额很难准确判断。考虑到数据可得性问题,笔者以下主要以信贷资金进入股市为例加以阐述。

6月末,商业银行“纳入广义货币的其他存款”(其主体是股票交易保证金)为14060亿元,比年初增加5250亿元。当然,实际流入股市的资金(包括信贷资金和其他资金)与保证金的增量不一致,因为部分保证金会转变为银行一般存款或者转为非银行金融机构在银行体系的存款(购买股票、基金)。假设因为上半年股市保持总体升势,没有资金流回银行体系,那么流入股市资金的最大值应该是非银行金融机构存款的增量。而上半年非银行

金融机构存款的增量约为11200亿元。而在上述增量中,大部分是企业、居民以自有资金购买股票、基金或者打新股。可见,1.6万亿或者2万亿信贷资金违规进入股市的观点站不住脚。

一般认为,票据资金违规入市的“嫌疑”较大。但是这种观点也值得商榷。首先,上半年票据融资增长过快,有银行“以量补价”、票据融资风险较低、企业转存套利等因素,更重要的是原因是票据利率是完全市场化的,而贷款利率下限是受管制的。在年初银行间市场利率大幅走低的情况下,企业倾向于用票据融资替代短期贷款,以便低成本地满足其流动资金需求。详细的数据分析也表明,上半年新增票据融资和新增短期贷款占新增企业贷款比重走势,都呈现“此消彼长”的关系。这说明企业票据承兑或贴现,主要是出于补充自身流动资金的需要。

其次,票据融资在一季度增长较快,二季度后则增速明显下降。而股票市场在二季度后的涨幅明显大于一季度,两者的变动趋势在时间上并不一致,也从另一个侧面印证了票据融资并没有大规模入市。

据此,笔者认为,信贷资金直接违规流入资产市场的情况并不普遍。当然,从整个银行体系的信贷数据很难观察到企业信贷资金违规进入股市的现象。在实际操作中,即使有少数企业借用信贷资金违规流入股市,也往往是会先辗转于多个企业在多个银行开立的账户,银行自查发现企业信贷资金违规入市十分困难。监管部门或者审计部门要查清楚也有相当难度。(作者系金融业从业人士)

从货币政策之争看经济真实复苏的障碍

◎周子勤

在日前的“金融危机对全球经济影响专题讲座”上,德意志银行首席经济学家诺伯特·沃尔特教授表示,中国经济是相对健康的,但必须关注流动性过剩问题。他预计今年秋季,中国央行将上调存款利息或提高银行存款准备金率。

在上半年经过了一轮天量的信贷狂飙之后,央行和银监会等多个部门都表示了流动性过剩带来的通胀风险的担忧。近日银监会下发的《关于完善商业银行资本补充机制的通知》(征求意见稿)指出,如果商业银行持有其他银行的次级债,需要从该银行的附属资本中全额扣除。银监会的监管举措,让调控的超势日渐明晰。

按早几天前央行副行长、全国人大财经委员会副主任委员吴晓灵提出的意见,对当前银行信贷的流动性过剩,实际上是需要反思的,自从上次亚洲金融危机以后,近十年来发展都表明,中国的经济问题很大程度上是自己的问题,而不是金融危机的直

接结果。前几年高速增长的中国经

济也需调整,而强刺激政策和信贷扩张,只会在今后进一步加剧结构失衡。自从我国实施了巨额的经济刺激计划以来,股市和房地产市场高歌猛进,而实体经济基本却始终没有大的改善,民营资本获得投资的渠道继续萎缩。这两个截然不同的差异对我国经济的真实复苏形成了巨大障碍。

从国家统计局公布的数据看到,7月,中国规模以上工业增加值同比增长10.8%,仅比6月份增速略高0.1个百分点,低于市场预期的11.5%;城镇固定资产投资增速则从6月份的年同比33.6%(年初至今)放缓至32.9%,弱于市场预期的34.0%。工业增加值的增速放缓说明基础依然有待加强。而固定资产投资增速出现今年以来首次放缓。

而更值得关注的是,7月重工业增加值增长连续第二个月快于轻工业。这说明我国的经济活跃度在加快,同时也显示重工业化倾向将会加快,这对于当前急需大量投资的诸如保障性住房、农村基础设施、水利、教育、医疗等领域的中央投资民生项目,将

会形成一个巨大的挤出效应。笔者以

也需调整,而强刺激政策和信贷扩张,只会在今后进一步加剧结构失衡。自从我国实施了巨额的经济刺激计划以来,股市和房地产市场高歌猛进,而实体经济基本却始终没有大的改善,民营资本获得投资的渠道继续萎缩。这两个截然不同的差异对我国经济的真实复苏形成了巨大障碍。

在全球经济没有找到新的增长引擎之前,经济复苏注定是脆弱的,本轮经济的快速回升,本质是流动性堆积之下的回升,而非实体经济层面出现真正的好转。而在政府保增长的局面下,对货币政策的争论都将让位于经济增长这个大前提。所以,年内上调利率的可能性在进一步缩小,随着银行资本充足率要求的提高,也降低了上调准备金率的必要性。(作者系财经评论员,现居北京)

Column

专栏

实行向中西部地区倾斜的经济政策,不仅是加快实现重点行业的产业结构调整和优化升级,加快经济增长模式转变的重要措施,而且也是深入挖掘中西部地区市场蕴藏的巨大潜力,发挥中西部地区在扩大内需中的重要作用的关键部署。这对于化解国际金融危机影响,继续保持经济平稳较快发展,提高各族人民的物质文化生活水平,有着极其重要的意义。

与其求助“马歇尔”不如立足中西部



黄勋源

最近,一些经济学家津津乐道于一份有关人士提出的中国版“马歇尔计划”。不过,在笔者看来,与其求助“马歇尔”,不如立足中西部。

根据全国政协委员、原国家税务总局副局长许善达的设想,中国用5000亿美元的规模建立基金,向亚非拉等发展中国家友好国家提供国家贷款,用于援助借债国的基础设施建设,偿还债务可以由国家信用、项目收费等多种方式。这种项目的实施可以带动劳动力及多种生活资料、生产资料的出口,可以解决我国产能过剩的问题。即把国内过剩的产能转化为国家债权,成为一举两得“共享发展计划”。由于这一设想与历史上美国1947年7月拿出黄金储备的60%,即130亿美元来援助欧洲国家购买美国货的著名的“马歇尔计划”不无几分相似,很多人称之为中国版“马歇尔计划”。

美国在“马歇尔计划”执行期间,经

济增长率在7%至8%左右。中国版的“马歇尔计划”能否再现神奇?尽管许善达认为,只要援助的回报风险小于外汇储备的损失和产能过剩带来的企业、工人的损失,此计划总体还是可行的。但是,即使在诸多经济学家的一片叫好附和声中,也不乏冷静质疑的意见。

当年美国“马歇尔计划”能得以成功,要点其实并不是扩大了美国货的全球市场需求,而是在于使美元成为世界货币。中国版“马歇尔计划”如果以人民币的国际化为前提,就不会是一个单纯的经济问题,难免受限于各种各样的政治干扰而寸步难行。而如果没有人民币国际化的支持,则所谓的“一举两得”不过是一厢情愿的美好愿望而已。假如人们需要关心的不是政治账而是经济账,以往的很多援外实践,已经告诉了我们可能的结果。

提出中国版“马歇尔计划”的立意在于培育新的外需增长点。在某种意义上,这也许不失为不妨一试的一种新思路。不过,如果它的主要目标只能放在

消费需求水平相对较低的发展中国家和新兴市场的话,这些外援计划做得再大,也不太可能给由于美国金融危机而受到重创的中国外需带来根本性变化。中国经济复苏的关键在于转型,即调整产业结构,改变增长方式,用内需的扩大来弥补外需不足。其中,实行向中西部地区倾斜的经济政策,不仅是承接东部发达区域产业转移,加快实现重点行业的产业结构调整和优化升级,加快经济增长模式转变的重要措施,而且也是深入挖掘中西部地区市场蕴藏的巨大潜力,发挥中西部地区在扩大内需中的重要作用的关键部署,对于化解国际金融危机影响,继续保持经济平稳较快发展,提高各族人民的物质文化生活水平,有着极其重要的意义。

在金融危机的严重影响下,我国经济发展增速放缓,尤其是一向过多依赖外向型经济主导模式的东部发达地区。但是,中西部地区由于主要依靠内需拉动经济增长,对外贸依存度不高,在一定程度上减缓了金融危机的影响。

在国家多年来积极扶持中西部地区发展、推进区域协调发展的政策推动下,特别是基础设施建设投资重点向中西部倾斜的拉动下,近年来中西部经济增速持续呈现反超东部的新格局。国家统计局公布的今年上半年统计数据显示,中西部各省GDP增速普遍高于全国平均水平增速,安徽、湖南、湖北等省的增速都在10%以上,内蒙古以16.2%的增速高居全国第一。从工业增加值来看,全国规模以上工业增加值上半年东部地区增长5.9%,中部地区增长6.8%,西部地区增长13.2%。城镇固定资产投资方面,东部地区增长26.7%,中部地区增长38.1%,西部地区增长42.1%。

三年前的研究报告显示,在经济发展方面,西部与东部地区的发展差距在8年以上;在人口素质方面,西部与东部的差距在10年以上;在生活质量方面,西部与东部的差距在5年以上。如今,过去处于相对落后地位的中西部地区的经济增长显著提速,呈现出了中西部好于东部的良好态势,

这不仅表现出区域差距逐步缩小、结构不断调整优化的特征,更重要的是,中西部经济强于东部、消费增速快于东部的现象具备一定的可持续性,这将是中国经济发展模式转型的必然结果。“东方不亮西方亮”,很可能成为未来数年中国经济的一个特色。

同样讲的是经济增长方式的转变和结构的调整,比较中国版“马歇尔计划”和积极扶持中西部发展计划的可行性,并不需要多么复杂的数学模型,也不难得出结论。

现在,不是有一些经济学家还在对4万亿基础设施建设投资计划存有颇多疑虑,对经济复苏这也不放心那也不放心么?也许,在他们的心目中,经济发展模式无论在理论上还是实践上,“月亮还是西方的圆”。但是,中西部近期的经济发展,用事实给世人上了一课。中国有中国的国情,当然也应有自己的增长模式,中国经济增长极向中西部转移,不仅将更好地促进产业转移的推进,而且也将更好地实现经济结构由外向型向内需型的转变。这不是比中国版“马歇尔计划”或别的什么西方模式更实在,而且更有效得多么?

力拓不惜虚构商谈事实 背后藏着什么?

◎余丰慧

力拓首席执行官艾博年上周末忽然向中国示好,称愿意与中铝开始讨论新的合作。实情到底怎么样呢?

昨天有两条消息引起了笔者的注意:一条说,力拓首席财务长 Guy Elliott 在 8 月 24 日承认,他们正与中国铝业公司就可能的铝土矿和氧化铝交易在商谈。另一条说,中铝副总经理吕友清断然否认力拓正在与中铝商讨铝土矿和氧化铝交易。

谈判,商讨是当事人双方的事情,一方言辞凿凿已在与对方就具体事项在商讨,而另一方却断然澄清,没有这回事。那么,现在可以肯定,力拓所言的与中铝正在商谈完全是子虚乌有之事。怪了,力拓为何不惜虚构商谈事实?为何突然示好中国?背后隐藏着什么?其目的何在?我们不能不多提几个问号。

过去一两年,力拓频频在中国铁矿石进口价格上做文章,在谈判关键期大造舆论,力压中国,而我们也为此付出了不小的代价。今年6月4日,力拓单方面撕毁与中铝的合作协议,并转而选择与竞争对手必和必拓合作,陷中铝于非常被动的境地。去年金融危机爆发后,力拓迅速陷入困境,正是与中铝正在谈判合作的重大消息,使得力拓公司及其股价都维持在了一个比较稳定的水平上,到今年一季度,力拓慢慢渡过了难关。岂料,力拓才过河就拆桥,翻脸甩掉了在困难中伸出援手的中铝,中铝被这种背信弃义的做法实实在在地涮了一把。最近两个月,力拓“间谍门”事件使得中国不但在经济上遭受重大损失,更影响到了中澳两国关系。

现在力拓又突然向中国示好,竟然捏造与中铝谈判事件,其中必有缘由。最近的半年度业绩显示,力拓上半年净利润为2.45亿美元,比去年的6.95亿美元暴跌65%,创下其有史以来最大跌幅。中国占据了力拓27%的销售额,是力拓最大客户。此前,中国钢铁工业协会宣布停止与力拓的铁矿石谈判。最近,中国钢铁工业协会与澳大利亚第三大矿业企业FMG公司达成粉矿降价协议35.02%,块矿降价50.42%的协议。这当然对处于买方市场的力拓十分不利。如果在中国的销售额继续下降,那么,力拓势必将在困境中越陷越深。因此,无论是从修复客户关系,改善企业形象,还是转移市场焦点出发,力拓都需要类似与中铝合作的事件来刺激市场。

事情明摆着,原来是故伎重演!力拓把去年与中铝谈判合作的把戏再拿出来,背后藏着一个巨大的阴谋——利用捏造与中铝重合作事件来刺激市场,利用与中铝合作概念来摆脱当前的困境。

俗话说“吃一堑,长一智”,面对力拓的几度变脸,中铝不仅是要审慎,而且还要高度警惕。即使在资源匮乏的时代,遇到金融危机,经济挣扎着摆脱困境时期,也会出现买方市场。中国巨大的铁矿石进口需求,在定价权上,决不能经济景气阶段与不景气阶段都没有话语权,只要中国进口企业团结一心、形成合力,就定能在国际市场上争取到话语权、定价权。

还是应提倡“A+H”同步发行

◎皮海洲

中冶股份A股IPO申请将于今天会上。如无异议,过会应无多少悬念。作为一家超级大盘股公司,中冶股份除计划发行不超过35亿股A股之外,还将选择“先A后H”发股方式,准备发行不超过26.10亿股H股。H股发行后,如果全额行使超额配售选择权,则最终将发行不超过30.02亿股H股。据该公司的招股说明书(申报稿),拟公开发行的H股发行价不低于A股发行价。

或者可以将中冶股份的选择视作某种信号,当前及今后一个时期,国内公司拟选择内地与香港两地上市的,“先A后H”或将成为最主要的方式。较之于过去的“先H后A”,“先A后H”是一种进步,是A股市场发展实力的体现。

“先H后A”是历史的产物。由于A股市场过去容量太小,难以承受国内大公司的大规模融资,因此,一些大公司只能舍A股而先选择H股。但“先H后A”的发股模式,显然让我们付出了巨大代价:一是沪深股市拱手将话语权相让,以至这些含H股的公司,在A股发行时,总是看H股脸色行事。二是在A股市场没有话语权的情况下,国内公司在H股市场的价值被大大低估。如中石油2000年H股发行时,每股发行价仅1.28港元。三是A股投资者的利益受到损害。在H股回归A股时,H股股东大肆拉抬H股,逼高A股发行价。这一点,中石油2007年回归A股之时的表现,是最典型的。

只是,“先A后H”的发股方式,在避免了上述种种弊端后,同样也存在不足。虽然“先A后H”发股极大地保护了A股话语权,但由于A股市场本身的欠成熟,这又使得对A股话语权的保护走向了另一个极端,即A股高价发行。这不仅降低了A股的投资价值,而且一旦出现股市下跌,很容易破发,导致H股发行困难。如中国太保2007年12月A股发行价格高达30元,但随着行情的急速直下,该股“破发”。由于中国太保承诺H股发行价不低于A股发行价,致使H股迟迟难以发行。为此,公司于今年7月再次推出H股发行计划,将H股发行价定位于“董事会决议公告日前公司A股20个交易日交易均价”,这一修改不仅违背了当初的A股发行承诺,而且修改后的发行价格仍然低于目前A股价格仍然低于这一拟定的H股发行价,以至中国太保H股能否如愿发行,仍然是个未知数。这对于中国太保的发展战略极为不利。

所以,为了避免中国太保在“先A后H”发股方式下H股发行受阻的波折再次发生,笔者以为,类似中冶股份这样拟在A股、H股上市的国内公司,还是采取“A+H”同步发行的方式较为妥当。

因为在“A+H”同步发行的方式下,可以询出一个为A、H股共同接受的发行价,这个价格较之于纯A股发行价显然更加合理,不仅有利于保护A股投资者利益,而且也有利于A股询价机构学会理性询价,有利于A股市场走向理性。“A+H”同步发行可以确保发行人同时在A股、H股市场上,此举对于发行人实施对外发展战略大有裨益。此外,较之于“先A后H”来说,“A+H”同步发行也有利于保护H股投资者利益。毕竟,在“先A后H”顺利实施的情况下,H股较A股发行价或多或少存在一定溢价。特别是在A股高价发行的情况下,这种溢价显然意味着增加了H股的投资风险。