Forum
上证论坛

为了提高外汇的使用效率,我们理应扩大外汇持有的主体,由集中管理变为分散管理,为扩大货币互换和跨境贸易结算,推动人民币在贸易和投资方面的主导地位,逐步加快人民币的国际化进程。这样,人民币流出,不会导致国内流动性的上升,又可以输出资本,推动贸易和投资的发展,缓解人民币流动性增加和央行调控的压力。

全力防范人民币升值预期自我实现

陆前进

在人民币升值预期和通货膨胀预期的夹击下,央行的调控可能遭遇更大的困难。

过去一年,我国采取适度宽松的货币政策,尽管外汇占款增加,但与宽松货币政策的方向是一致的,央行的冲销干预使得压力减轻。目前我国经济企稳回升,通货膨胀压力上升,为了控制通货膨胀,央行必须以冲销来干预,回笼货币。冲销的主要手段是发行央行票据,但大量发行央行票据,可能会导致利率上升,缩小与国外的利差,人民币升值压力又会上升,这真有点左右为难。

笔者以为,防范人民币升值预期的自我实现,必须果断采取相应措施。

首先,增加进口和促进中国企业走出去,逐步消化外汇储备。我们应鼓励企业用汇,不断增加进口或扩大在海外的投资,提高外汇的使用效率。当前我国出口创汇企业通过结售汇,把汇率风险和外汇投资的风险全部转嫁给央行,这一方面导致外币的流动性全部转化为本币的流动性,国内过多的货币可能导致商品价格和资产市场的价格过高;另一方面央行管理外汇的压力较大,风险过于集中。尤其在美元不断贬值的条件下,我国的美元外汇储备面临缩水的风险。为了提高外汇的使用效率,我们理应扩大外汇持有的主体,由集中管理变为分散管理,扩大资金的使用方式包括进口、海外直接投资和金融市场投资、留学和培训费用等。

其次,国际收支盈余导致储备货币流到中国,形成了中国外币流动性,除了要减少国际收支的盈余外,我们应鼓励人民币走出去,减少外汇增加对人民币流动性的冲击,逐步加快人民币的国际化进程,以减少对美元的过度依赖。我们可以与一些周边或其他一些发展中国家签订有关货币互换和跨境贸易结算协议,推动人民币在贸易和投资方面的主导地位,从这些国家进口或投资,可以直接用人民币支付。这样人民币流出,不会导致国内流动性的上升,又可以输出资本,推动贸易和投资的发展,缓解人民币流动性增加和央行调控的压力。

在升值预期的推动下,目前国外热钱的流入加速升温。据中金公司估计,第三季度流入中国的热钱约有500亿美元,通货膨胀预期因此不断增大。在国务院总理温家宝上月21日主持的国务院常务会议上,将管理通胀预期的关系列为今后几个月的重点调控内容,体现了政府对将来通货膨胀的警惕。目前保增长的经济目标基本达到,防范通货膨胀预期转化为现实的通货膨胀成了下一阶段主要任务。货币政策的目标也由保增长,逐步转变为保增长、控制通货膨胀预期上升的轨道上来。

尽管一些学者和市场人士认为明年中国的通货膨胀不会太高,但是笔者认为必须尽早对通货膨胀保持警惕,为将来经济稳定增长打好基础。我国前三季度新增贷款9万亿元,创历史纪录,远超过年初设定的5万亿的新增信贷目标。9月末,我国广义货币供应量(M2)余额58.5万亿元,同比增长29.3%,比上年末加快11.5个百分点,超出GDP增长约20个百分点。随着经济转好和货币流通速度加快,物价水平将会进一步上升,过度扩张的宏观经济政策也埋下了通货膨胀的种子。由于工资和价格的刚性,价格水平的调整总是滞后的,货币供应量对总产出的影响通常是一个月到两个月,而货币供应量对通货膨胀的影响却需要较长的时间,根据弗里德曼的测算,大约需要两年时间。所以笔者认为,等到通货膨胀起来,再采取措施控制,可能更加困难,"病"在于治,但更在于防范。目前导致将来通货膨胀上升的潜在因素都已存在,我们应该未雨绸缪,及早管理,避免经济大起大落。

从货币政策的调控角度来看,为了控制通货膨胀的预期,必须调控好货币和信贷的变动。第一,控制货币和信贷增加的节奏。在国际金融危机时期,消费和投资信心下降,信贷市场冻结,需要政府采取扩张性的宏观经济政策,大量注入流动性。一旦经济恢复,信贷市场活跃,货币流通速度加快,货币和信贷的扩张必将推动物价水平上扬,因此央行必须适时控制货币和信贷投放的节奏,防止物价水平的过快上升。第二,调整央行公开市场业务的调控力度。我国央行主要用数量型工具控制基础货币的投放,目前随着全球经济复苏,各国都在考虑刺激经济的政策何时退出。为了防止通货膨胀预期会转变为现实的通货膨胀,我国央行也要根据国内外形势的变化,适时调整公开市场业务调控的力度,回笼流动性,控制通货膨胀预期的上升。第三,把握好货币政策效果的时滞,控制货币政策调控的时机。一般来说,扩张性的货币政策对产出变化影响快,对通货膨胀影响相对慢一些。由于宏观经济政策存在不同的政策时滞,既要保增长,又要防止通货膨胀预期上升,央行需要适时把握货币政策退出的时机。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

让大规模集中上市常态化如何?

⊙周到

创业板开市首日的股价泡沫,说到底,是供求关系不平衡造成的。合计募集资金总额为154.78亿元的28家公司集中上市,在客观上给投机者带来集中力量办大事的机会。因此,我们可不可以考虑常态化地每次安排合计募集资金总额约150亿元的公司集中上市,增加投机者的短线炒作难度呢?

这并非耸人听闻。创业板开市前,A股市场似乎有些畏首畏尾。但创业板开市首日,A股市场气宇轩昂,承载能力很强。其实,这不足为奇。2007年,A股市场首发募集资金总额4809.85亿元。以此推算,如果没有单一公司融资150亿元以上的案例,那么,每次合计募集资金总额像创业板首批上市公司那样规模的,1年内可安排31.08次集中上市。通常,一年有230个左右的交易日,因此,每7.47个工作日可安排一次集中上市。如果有单一公司融资150亿元以上的,可酌情减少集中上市次数。

以中小企业板和主板的首发上市为例。剔除新股首发暂停的因素,往年中小企业板年均上市100只新股。因此,中小企业板不妨每年安排约4次,每次安排约25只新股集中上市。比如说,恢复新股首发以来,自桂林三金至圣农发展,有25家中小企业板公司上市,合计募集资金总额为152.99亿元。这25家公司就可以集中上市。同样,四川成渝、光大证券、中国国旅在A股市场首发合计募集资金总额为153.53亿元。这3家公司也可以集中上市。

每次安排合计募集资金总额约150亿元的公司集中上市,反而有利于二级市场的平稳运行。首先,这会增加市场长期向好的砝码。表面看,二级市场投资者未必习惯集中上市的常态化安排,从而形成心理压力。但实际效果恰恰相反。集中上市常态化后,一、二级市场有望逐步接轨,甚至某些股票可能破发。这样,"摇号大军"中必然会有更多人选择继续持股,而二级市场减少失血,有利于大盘稳定。其次,这也可以稳定市场预期。长期以来,市场对新股首发的"排片表"一直很敏感。如果有规律地安排首发新股上市,那么,二级市场就不会因为首发新股上市而经常出现波动。监管部门也就没有必要投鼠忌器,不时安排政策性停发或缓发新股。

每次安排合计募集资金总额约150亿元的公司集中上市,还可以提高新股首发的效率。截至11月1日,已"过会"而未发布招股意向书的公司有:拟在主板上市的招商证券、中国船舶重工、深圳市燃气集团、中国北车、中国化学工程、安徽新华传媒、浙江正泰电器等7家,拟在中小企业板上市的珠海银邮光电技术发展、遵义钛业等44家,拟在创业板上市的北京华谊嘉信整合营销顾问。52家"过会"公司排起长队,是前所未有的,很可能使更多企业失去市场机会,影响募集资金使用效率。而若按前述每7.47个工作日安排一次合计募集资金总额约150亿元的公司集中上市,新股首发节奏无疑会比现在快一些。至于将来可能出现的首发失败,那也是市场成熟的标志,不必诟病集中上市的安排。

集中上市的安排,可以延伸到首发工作中。香港股市近日走势要强于内地。但由于认购不足,卓越置业首发和上市计划不得不押后。内地情况正好相反,拟在创业板上市公司首发时资金超募现象严重。创业板上市公司多为细分行业的翘楚,市场规模有限。这就有可能造成资源劣化配置。就当前"摇号大军"的能量而言,上述已"过会"公司即使同一天发布招股意向书,也能被足额认购。把一级市场零敲碎打的首发,改为每次安排合计募集资金在150亿元以上的公司集中首发,并予以常态化,这就从源头上加快了首发上市的节奏,从而促使询价制度能更好地发挥作用,化解首发风险,创造条件破除A股市场首发新股不败神话,进一步推动市场化首发和股市的健康发展。

(作者为西南证券研究发展中心副总经理)

美联储开会怎么还这么奢侈 美联储驻旧金山与驻波士顿分支机构近日因相继在豪华酒店开会而遭舆论炮轰。前者在好莱坞明星经常光顾的巴卡拉温泉度假酒店,豪华套间定价高达800到2000美元,后者在Wequassett假日酒店,豪华套间要价不相上下。两次会伯南克都去了。 漫画 刘道伟

■外论一瞥

《印度经济时报》10月29日专栏文章

把城市更好空间留给普通人

印度拥有35个人口超过100万的城市,孟买以1700万人口名列前茅。近些年来,印度城市一直在膨胀,郊区化和多中心化是其主要的表现形式。然而,这些变化也带来了种种问题。

不可否认,这种去中心化乃是由收入增长、城市中心的土地成本增加以及中心城市的其他问题(例如高税收、糟糕的公共服务、高犯罪率)所引起的。但调整的目的也很明确,那就是要提高城市的效率,即要提高城市的人口流动性和繁荣经济。

然而,不幸的是,印度城市的去中心化却是由收入增加和轿车使用量的增长带来的,城市延伸的直接后果就是印度城市变成了轿车城市。由于这一进程来得太快,以至于行人和骑自行车的人抱怨,他们几乎难以找到"立锥之地"。

其实,为行人和骑自行车者提供基础设施的花费并不高,而且还将通过促进大众的流动性而大大改善城市的效率。这样说并不表明不需要国际标准的公路或高速公路,但我们也更需要人们能支付得起的、方便的和安全使用的公共交通活动。

在经济发展、收入增长、土地成本上升以及土地使用监管发挥作用的情况下,去中心化和城市延伸所带来的代价问题,促使我们细细思考:到底哪种城市才是我们所需要的。只有把更好的空间留给普通人,才能确保我们拥有成本不会超过收益的合理城市,相反则将是一个富人的城市,也必然是一个低效的城市。

(作者系印度公共事务中心高级研究员卡拉·S·斯利达尔 张金翠 编译)

《金融时报》10月28日文章

试试将太大难以倒下的银行"一分为三"

在全球金融危机正被书写的历史中,很可能会留下欧盟竞争委员会专员克洛斯的一页,因为她是唯一真正以一种理性方式回应危机的政治家。

通过坚持将荷兰国际拆分为银行和保险部门以及使其放弃在美国直接储蓄的分支,克洛斯做出了很好的榜样,她使"太大难以倒下"的银行战栗。然而,也有一些国家仍坚持做银行的靠山,为其下一次沉沦做救援准备。

但是,一个更合乎逻辑的分割应该采取三分法,即将银行分为具有公共性质的零售银行、具有赌博性质的投资银行和资产管理公司,包括私募股权和对冲基金。这比其两分法是更好的定位,因为它包含了银行创造的利益和体系这对矛盾关系的全部。

比起接受克洛斯式的分拆法,政府更勇于接受三分法。首先,聚拢储蓄并将其借贷给中小企业的零售银行应该被严格管理,遵循惯例,如果发生危机可以得到援救。

第二,为大公司和投资者提供咨询、资本升值和保险服务的公司银行,例如传统的美国投资银行,应该施行独立的自我运作,脱离零售银行,如果业务经营失败,允许倒闭。这样的银行将不得不以较少的财务杠杆、更多的资金和更好的资产负债表来运营,否则他们很难在金融危机中资助自己。

最后是应该迫使投资银行分出其资产管理部门。对冲资金和私募股权应独立运作,成为资产管理公司。这将减少投资银行所承担的风险,资本风险仍以市场化方式出现,但较为透明。同时,也将终结管理不透明资产的利益矛盾。

对于投资者来说,选择不同的业务部门也有不同的利益期待和风险承担能力,相对应的政府对不同银行的态度和责任也可以区分开来。

(作者系英国《金融时报》副主编、首席产业评论员约翰·加普,贺艳燕 编译)

《日本经济新闻》10月30日评论

东亚共同体想象:统一货币难为

尽管人们对东亚共同体有许多构想,但是其核心问题是各国在货币领域内的合作。然而,在可预见的将来,东亚不会形成类似于欧元的统一货币。因为强制性引进统一货币非易事,而且即便以某种形式引进了统一货币,由此带来的危害甚大。此次全球性金融危机中,葡萄牙等同属欧元区的国家放弃使用自主的金融政策手段,而采取偏向于财政的经济对策,最终导致财政赤字不断膨胀。从中,我们可以看到引进统一货币的某些弊端。

其实,从反省1997年的亚洲金融危机开始,东亚各国一直在商讨在亚洲范围内建立可以保持币值稳定的合作框架。日本提出的AMF(亚洲货币基金)构想虽未面世,却推动成立了用以推进货币互惠信贷协定的清迈倡议。各国目前仍在商讨将进一步推动货币互惠信贷协定,并在区域内创建基金,以保持币值的稳定。

当然,最终依然要面临建立AMF的问题。AMF构想和初期IMF(国际货币基金)类似,即由亚洲各国捐出资金,用于推进区域内的币值稳定和金融稳定。虽然立即固定货币、引进统一货币难以实现,但是成立类似AMF的平台是现实的。在AMF框架内,东亚各国可以一起商讨财政赤字幅度、通胀率等问题,相互间就宏观经济政策展开对话与合作。

(作者系伊藤元重,东京大学经济学教授,梁宝卫 编译)

■专栏·主持 沈飞昊

碳金融:我国尚未进入角色

杨涛

为应对全球气候变暖对人类的大挑战,英国政府在2003年能源白皮书中首次提出了"低碳经济"概念,随之迅速获得世界范围的认同与推广。"绿色金融"的概念由此应运而生,并且体现为"赤道原则"。此后,随着绿色金融的深化,人们逐渐开始用"碳金融"来泛指所有服务于限制温室气体排放的金融活动。

通常来看,国际范围内与低碳经济相关的绿色金融主要包括四方面:一是"碳交易"市场机制,包括基于碳交易配额的交易和基于项目的交易;二是机构投资者和风险投资介入的碳金融活动;三是碳减排期货、期权市场,《京都议定书》签订以来,碳排放信用之类的环保衍生品逐渐成为西方机构投资者热衷的新兴交易品种;四是商业银行的碳金融创新。在初期,商业银行参与碳金融的常见途径是为碳交易提供中介服务,此后则逐渐发展出多种方式,包括设计各种碳金融零售产品,以及为企业直接提供融资服务等等。

在发展碳金融方面,渣打银行、美国银行、汇丰银行等欧美金融机构做出了有益的创新试验。新兴市场机构也不甘落后,如韩国光州银行在地方政府支持下推出了"碳银行"计划,尝试将居民节约下来的能源折合成积分,用积分可进行日常消费。

可以预计,面临工业化带来的环境恶化,以及欧美对低碳经济的态度不断变化,中国将来必然得承担起一定的国际减排义务。目前,中国政府已提出,到2010年,万元GDP能耗指标必须降到2.1吨,据测算,2012年以前中国通过CDM(清洁发展机制)项目减排额的转让收益可达数10亿美元。为此,中国已被许多国家看作是最具潜力的减排市场。因此,依托CDM的"碳金融",在中国应该有非常广阔的发展空间,并蕴藏着巨大商机。

迄今为止,中国金融业的碳金融活动,主要是各类"绿色信贷"业务。尽管银行对绿色信贷兴趣不断提升,但其在银行信贷总规模中的比重仍然较小。例如,作为国内绿色信贷的"先驱者",兴业银行在2008由于采纳"赤道原则",遭遇市场对其业绩下滑的担忧,当时兴业银行也被迫表示其业务中属于"赤道原则"范围的比例较小,这从侧面反映国内银行在绿色信贷方面的投入规模仍然有限。这是由多方原因所造成的,最根本的,还是由于全面促进绿色信贷发展的外部环境仍未建立起来。一则,由于绿色信贷的概念还并不明确,缺少具体的绿色信贷指导目录,当前在统计银行贷款规模时,也并未对"绿色贷款"单辟通道统计,未能使绿色信贷获得信贷政策的倾斜。二则,中国企业对绿色信贷的需求还处于初级阶段。三则,绿色信贷面临着项目融资技术评估的复杂性,银行开展这些项目缺乏人力资源和技术基础。四则,绿色信贷还面临着项目风险控制上的困难,例如,节能减排贷款的一个重要功能就是服务于中小企业,但这也带来了更高风险。

面对全球碳金融发展带来的机遇和挑战,中国政府和金融机构已没有别的选择,只能尽快"进入角色"。

从政府和监管部门角度来看,首先是要全面提升绿色信贷的发展水平。具体而言,先要加强绿色信贷需求的培育,改革价格、税收、环保等体制,为绿色信贷的推进提供必要的外部条件。然后是促进行业规则或惯例的统一,协调绿色信贷业务中的内容、标准和程序,从而便于相关交易有可靠的预期和参照。再有是增加政府投入和推动,提高银行业发展绿色信贷项目的技术水平。最后是出台鼓励和优惠政策,支持银行业在碳金融方面的业务创新。

政府还应尽快推动碳交易机制的设计,完善交易场所、交易平台和交易产品等,理顺政府、企业、金融机构的关系,并且针对未来我国可能承担的碳排放责任,深入研究其在区域间的成本分担和利益补偿机制。

从金融机构的角度来看,第一,银行业除了关注传统的节能减排信贷领域,还应重视绿色信贷相关的中间业务,即在推动与企业的融资业务合作同时,加大衍生产品的创新力度,为企业提供投资理财、财务顾问、结构化融资、融资租赁等金融服务。第二,证券业、保险业也面临创新机遇和挑战。例如,随着政府相关政策的推进,环境污染责任保险制度将成为绿色保险的主要内容。而绿色证券则表现为在企业进入资本市场、以及上市公司的再融资过程中,必须符合更加严格的环保标准。第三,随着资本市场的不断完善,私募基金、投资公司等也应成为碳金融的重要参与者,通过股权投资或者项目直接投资,推动绿色项目的建设,并从中获得合理的利润回报。

(作者系中国社会科学院金融研究所副研究员)

重树上海值得信任的形象

李华芳

打击黑车的"钓鱼式"执法将上海推到了风口浪尖,其中最关键的问题是,如果政府及相关的执法机构没有迅速公开透明的回应机制,就会遭遇信任危机。而在建设金融中心的过程中,这恐怕是承受不起的代价。

金融业的核心本质是"服务",是将钱通过金融系统交给陌生人来打理。传统上,我们将传道授业解惑交给老师,将生命交给医生,都是基于信任。而老师和医生,我们都看得见或者认识,而为我们的钱提供服务的金融家和相关从业者,我们通常一无所知。

而我们信任市场,是基于几个前提。首先,市场上商家之间相互竞争,你盯着我,我盯着你,谁犯错误可能就招致严重后果,因此来自竞争方的监督就很重要。不过问题在于并不是所有的地方都是竞争充分的,并且要保证良序竞争,还需要市场经济的法治基础。另外,正如汪丁丁强调过的,还需要市场经济的道德基础作为支撑,这也得到了近年来在行为经济学界大行其道的神经经济学相关证据的支持。也就是说,信任实际上是基于竞争、法治和道德有效运行的基础上,一旦其中某个环节崩塌,信任也将遭受危机。

张维迎和柯荣住在2002年发表过一篇《信任及其解释:来自中国的跨省调查分析》。他们发现,一个地区能否被人们所信任,与地域文化并不紧密相关,更重要的是跟人们之间的交易被重复的可能性、交易的发达程度、教育水平等因素有关。在文章的结论中,上海是受他人信任度最高的城市。对建设国际金融中心而言,这是个极其有力的支持。而现在发生的钓鱼执法事件,却使上海遭受信任危机。

有意思的是,张维迎和柯荣住进一步讨论了交通对信任的影响。通常而言,信任受到重复性交易的影响,而发达的交通有助于实现重复性交易,同时有助于降低交易成本。一旦交易成本降低,人们之间的交往互动就会增多,有助于分享信息和提高信任程度。但很显然,上海钓鱼执法事件,已使这种信任被相关执法单位完全破坏了。这里的问题是,作为市场经济的道德基础和法治基础,都被政府相关执法部门意在谋取自身经济利益的干预行为破坏了,致使整个市场的信任关系被破坏。

这不仅仅只是破坏了单个市场上的信任,而是对整体性的市场的怀疑,金融市场也不例外。因此,尽管是上海交通依旧在发展,从表面上看,交通设施对一个地区的信任度有显著影响,特别是在人口密度大的地区和城市地区。像上海这样的城市,当信任度为10%时,交通设施平均增加一万公里,信任度就会提高10%。但如果信任度为负值,增加的交通里程数,不过是增加了更多的不信任而已,因为要时刻担心会不会有"钩子"出没。在这种充满怀疑的氛围中,是难以实现建设国际金融中心的伟大抱负的。

显然,上海应迅速启动一系列危机公关措施,以应对这场危机。笔者认为,可以将所有罚款用于设立一个"爱心司机公益基金会",因为闵行区执法局两年就罚得超过5000万资金。而5000万以上的公益基金会,已可以组建一个全国性的公募基金会,政府在税收上给予捐赠免税抵扣的资质,甚至可以考虑将全国的钓鱼执法的罚款都纳入这一公益基金会运作,专门用于奖励沿途搭载因为各种紧急情况有需要帮助者的司机。有些司机做了好事不留名,不来领取奖金的,相当于变相继续捐赠这个公益基金会。但受过帮助的乘客可以记录下来,以供公益基金会建立爱心司机数据库,在年终时给予奖励。事实上,善良的爱心司机们若不领取的奖金,同样可以用于帮助司机群体中需要帮助的那些人,通过直接补贴(贫困和重大疾病补贴等)和小额贷款(用于发展自己的小生意等),来改善司机群体的福利。当然,这个基金会的运作一定得交给专业人士,透明运作。

那些遭受罚款的司机们,原本因为爱心行为却被钓鱼执法,损失钱事小,断了帮他人之心事大。所以,爱心司机公益基金会最为关键的任务,是让他们重新意识到帮助他人是没有错的。这也是重建信任关系的重要一步。即便这样做只是消除交通里程上的负面影响,只要能保持对交通问题中性的看法,交通里程数的增加,亦会成为促进信任的因素。而信任,是金融业务的生命所在。

上海建设国际金融中心,重新找回自己值得信任的形象,至关重要。

(作者系上海金融与法律研究院研究员)