

Opinion · column

Forum

上证论坛

就调整货币金融政策以便更好地服务于实体经济发展需要而言,宽松的宽松环境还是不够的;而在未来一段时间里,相关政策适度向中性定向转变,只会对实体经济造成相对有限的影响,却会对资产价格泡沫化起到更直接的抑制作用。因此,货币政策微调以形成一个相对合理的环境,让更多相关针对性的政策措施引导资金流动,可能是更为合理的政策组合。

管理通胀预期抑制资产泡沫须双管齐下



傅勇

世界各主要经济体目前都倾向于将宽松政策延续一段时间,中国亦是如此。但是,中国面临更大的政策调整压力。笔者曾提出,中国应优先于美国将货币政策的整体效果逐步推向中性。现在,中国政策面正试图在保持总体宽松的背景下,有针对性地调整两件事:一是抑制资产价格泡沫,这一点在最近房地产政策变化中彰显无遗;二是管理好通胀预期。后者是与抑制资产价格泡沫联系在一起的,但更重要的是防止转正后的CPI过快上升,更重要的是,当局要通过宏观调控需让公众相信,未来不会出现明显的通胀。这两点压力在当前的美国并不存在。美联储主席伯南克就说过,美国经济中仍有大量的资源闲置现象,加之通胀预期稳定,这将确保通胀在未来一段时间内维持低位;此外,还没有证据显示,美国资产部门已出现了泡沫迹象。包括笔者在内的不少观察人士一直认为,宽松的货币环境还不会在2010年导致明显通胀。这一观点现在已成为官方论调。发改委日前表示,单纯的因货币供应快速增加而引发实体经济通胀的可能性是较小的,现在的问题是,一般物价相对平稳,是否意味着一年来的宽松政策就应持续下去?答案并不是完全肯定的,至少需要加上很多的限制条件。现在,许多这样的限制条件正在消失。大家都同意,宽松货币未导致通胀

的原因,在于新增货币并没有全部流向了实体经济部门。那么,再从CPI出发要求政策环境继续保持宽松,理由就不是那么充分有力了。促使宽松政策逐步向中性过渡,只会对实体经济造成相对有限的影响,却会对资产价格泡沫化起到更直接的抑制作用。流动性主要流向了资产部门,资产价格的显著反弹使其继续获得这种流动性支持的必要性有所下降。最近物价的转正,主要不是货币供应增加的结果,但资产价格尤其是房价上涨却是,11月CPI转正主要是食品价格上涨导致的,11月食品价格同比增长3.2%,环比增长0.5%。当前,中国食用油和其他食品价格的上升,主要不是因为货币增加引起的,而是供给出现了一定程度的紧张,此外水电和成品油价格改革,也对CPI上扬有所推动。要想真正控制通胀预期,还需要更多政策措施。目前的政策微调,是试图控制资产价格泡沫化趋向,并对CPI不会明显上涨做出更多的解释,主要理由是中国有充裕的食品储备和富有弹性的生产部门。但这一点并非完全奏效。在出现的情况是,人们正忙着把钱转入活期账户,或者更多地投资于房产。这对企业和家庭两个部门都是如此,甚至政府部门也是,政府也在加快把钱花出去。普遍观点认为,M1增速的扩张是经济复苏的一个表征,但这本身可能也是通胀预期的一个结果,通胀预期推动了货币流动速度的加快,这导致了从统计上看,M1和未来6个月的CPI有着较强的相关性。

放松银根,主要是应对资产价格下压而不是实体经济危机。实体经济的确出现了明显衰退,但在很大程度上是资产价格下降以及信心下降所导致的。这同时意味着,一旦资产价格和社会信心有了确定性恢复,整体政策就应该逐步转向中性。笔者以为,当前这一条件似乎正在成熟。自上世纪30年代以后,经济史中已很少提及经济危机,取而代之的是金融危机的肆虐。虽然,直到1997年亚洲金融危机爆发,我们还习惯于从实体经济中找到金融危机的总根源,但这一线索早已变得相当模糊,从实体经济角度解释经济周期的有效性出现明显下降。有些危机主要是资产价格泡沫崩溃的结果;有些危机则纯粹是国际资本投机造成的。金融危机取代经济危机,有好坏两种理解。好消息是,金融危机已经对冲了经济周期的大部分痛苦,使得实际经济受到了更少的冲击。坏消息是,实体经济越来越服从于金融部门的喜怒哀乐。对金融危机更成功解释是,人类受所谓动物精神的支配,这使得经济周期变得更不可控。这次危机,实际上主要是场金融危机。从危机治理来看,与传统的经济危机相比,金融危机来得更快,但似乎更容易管理,去得也更快。金融危机主要是源于信心和流动性危机,伴随着资产价格的大幅下挫。这两点央行的印钞机能够解决大部分问题。现在正在出现这样的转机,资产价格已经出现了明显反弹。央行的印钞机启动之后,金融市场已经企稳回升,重新变成一架赚钱机器,银行家们高额的奖金又重新开始进入钱袋。与此相关的是,货币政策对实体经济的拉动作用有限,放出去的流动性激活了金融部门,但对实体经济所遭受的来自金融部门的冲击,却只是起到了较小的作用。这使得不能仅仅从实体经济的表现来决定货币政策的转向。就目前而言,如果看到较为明显的通胀,再收紧可能

已为时过晚。这不仅因为货币政策效应明显的滞后性,还因为资产部门和金融市场可能已承接了过多的流动性。有观点认为,过度宽松的政策环境不一定完全有利于实体经济增长。因为,如果放贷利率过低,银行把钱贷给生产企业的积极性就不高。结果,较低的利率主要是将资金引向了资产部门而不是生产部门。这一点也暗示我们,就调整货币金融政策以便更好地服务于实体经济发展需要而言,宽松的宽松环境还是不够的;同时,在未来一段时间里,相关政策适度向中性定向转变,也不会导致实体经济增长受到明显的影响。在这种背景下,货币政策微调以形成一个相对合理的环境,让更多相关针对性的政策措施引导资金流动,可能是更为合理的政策组合。(作者系经济学博士,宏观经济观察家)

如果新股破发不再罕见

◎桂浩明

很多人都知道在香港股市中购新股有风险,上市后破发的概率很大,但又都坚信沪深股市的“新股不败”神话。不管发行价怎么高,公司前景如何不被看好,上市以后总还是会有人炒,股价多少也能够涨一点,因此沪深股市没有破发之虞。不过,现在情况发生了变化。招商证券在今年11月以31元的价格发行了3.58亿股股票,当月上市后不久其二级市场的价格就开始逼近发行价,并且终于在12月中旬跌破了发行价。上市才1个月的股票,应该还能算新股。招商证券的破发,也就成为沪深股市中新股破发的一个罕见案例。有人对此非常担忧。因为在去年一季度的时候,中国大保也曾破发。中国大保发行价是30元,在2007年年底上市,严格来说到它破发时不能算是新股了。不过因为当时市场扩容节奏比较慢,新公司上市不多,所以多数人还是把它当作新股来看待。因为以往股票破发发行价都是只有在在大熊市中才会发生的现象,故而中国大保的破发,引发了当时投资者的极度担忧,有一批投资者因此而看淡后市。果然,此后沪深股市出现了大幅度下跌。由于有着这样的前车之鉴,那些对招商证券破发非常担忧的人,就是担忧这会不会又是大盘大幅调整的一个前兆。不过,也有人注意到,就在招商证券破发的同时,还有很多新股在排队发行,这些新股的发行市盈率远远高于招商证券。还有,尽管招商证券破发了,但是随后上市的新股,走势却还相当不错,照样有着很大涨幅。也许因为这种现象的存在,招商证券的破发,并没有在市场上引起太大反响,似乎也没有人公开认为这是沪深股市将转向的标志。的确,尽管在现阶段沪深股市出现了一定的调整,但无论从基本面还是从政策面来看,宏观大环境还是有利于行情上行的。简单来说,牛市的氛围并没有发生改变。个股新股破发,更多是提示了非系统性风险的存在,而不是系统性风险的出现。所以,招商证券破发,与去年中国大保的破发,实际意义是不同的。换个角度来看,招商证券的破发,更多是向市场发出了某种警示。今年IPO制度改革以后,新股发行的市场化程度有所提高,而管理层也明确表示,不会干预新股的发行价。在这样的背景下,新股发行价也就会水涨船高,如今平均发行市盈率就已普遍超过了二级市场平均水平,也就是像海外市场一样,实现了一、二级市场在市盈率上的基本接轨。按理,此时新股上市风险应该很大了,破发也就可能成为一种经常会发生的事。只是由于各种因素的影响,现在人们还只是刚刚发现招商证券破发。不管怎么说,这应该是对新股风险的提示,可以看作市场理性力量的回归。从这个层面来说,招商证券的破发,未必一定是件不好的事情,因为它表明在一定程度上,盲目炒新这种非理智行为在退潮。想想也是,如果一级市场始终存在无风险的高收益,那么必然会对二级市场带来冲击,引发资金的不规则分布,最后不但拖累了二级市场,同时也使一级市场本身陷入困境。因此,对现在二级市场的新股破发现象,投资者更应从正面予以解读。当然,一定有人会说,现在新股破发还是个案,也就是发生在大盘股上,若不见中小板以及创业板新股不但发行价越来越高,而且上市后依然会有暴涨?的确,这就是我们所面临的现状,“新股不败”神话只是局部破产,其地盘仍然很大;只要多数新股上市仍然有大幅度的上涨,申购新股总体仍然处于无风险状态,那么市场本身就不是不够成熟的。在整个意义上,笔者要说,也许招商证券破发这样的“好事”,现在还是太多了。(作者系申银万国证券首席分析师)

外储动态调整思路不妨更开阔些

◎李靖 李宗山

无疑,加强对外汇储备(包括外汇储备规模、结构、利用效率、管理政策)的动态调整与优化,缓解因美元贬值而带来的损失以实现我国外汇储备安全、保值与增值,是当前和今后相当长一段时期内我国政府和相关部门所面临的一项紧迫而艰巨的任务。中央经济工作会议有关外汇储备政策的大篇幅论述,清楚地表明,对我国积累的高额外汇储备,中央政府正在筹谋新思路。对于外汇储备规模的调整与优化,笔者想在此提几点看法。现在大家都已认识到,外汇储备并非越高越好,应使其保持在一个相对合理的水平上。为此,先要减少经常项目顺差,而减少经常项目顺差规避我国外汇储备管理风险的一个有效措施,就是适度增加进口和减少出口,进口的增加和出口的减少有助于缩减我国的经常项目顺差。其次是减少资本项目顺差,适度放松国内机构到境外投资的限制,扩大投资范围,调整利用外资的政策,要重视利用外资的质量,严格控制外商直接投资数量与规模及其投资领域。可以考虑开展跨境贸易,把一部分外汇资金委托给商业银行经营,在中国人民银行和商业银行之间开展拆借交易,从而达到调整外汇储备规模的目的。要严格控制境外热钱的流入,减轻外汇储备过度的压力。当然,从长期来看,最终还是要积极创造条件推进人民币的国际化。这才是更好

地控制我国外汇储备规模的根本出路。调整与优化外汇储备结构,要综合考虑进口支付要求、偿还债务需求以及我国与他国的贸易依存度等方面的因素。首先,币种结构优化。在目前美元汇率不断走低的趋势下,应减少美元的资产比重,相对增加欧元、日元、英镑及其他外币资产的比重。其次,资产结构优化。改变现行储备资产的结构和模式,增加外国债券以外其他资产的储备,实现真正意义上的资产多元化。再次,期限结构优化。期限结构优化主要考虑短期外债的比例须置于合理界限内,以及长短期外债偿还期限的均衡化和分散化。还有,来源结构优化。从外汇储备来源结构优化的角度看,债权型外汇储备比重应大于债务型外汇储备才有利于抵御国际游资的冲击。为了调整与优化外汇储备的利用效率,原则上,超过度的外汇储备都可以积极运用于我国急需的地方。比如内需储备。可以考虑将外汇储备作为担保发行五年期甚至更长期的国债,筹措资金以尽快解决我国民生中的住房、教育、医疗、社保与就业等一系列资金的“瓶颈”问题。比如能力储备。可以考虑用外汇储备设立海外发展投资基金,启动适当外汇建设跨境输气管道、铁路与公路。政府可以考虑直接用外汇在海外大量购买用于改善国内安全生产与节能环保事业发展的急需的各种先进设备。政府可以考虑直接用外汇收购海外资源开采权。比如人才储备。可以动

外储动态调整思路不妨更开阔些

外储动态调整思路不妨更开阔些

外储动态调整思路不妨更开阔些



说归说,做归做

查尔斯乘王储专机前往哥本哈根发表讲话,3小时后便乘机返国;布朗首相乘185座的空中巴士包机。英国环保组织为此痛批,查尔斯此行碳排放量比乘坐商业航班多5.2吨。而布朗此行的碳排放量更可能多过查尔斯一倍。

漫画 刘道伟

专栏·主持 沈飞昊

房价若涨上天了该怎么办?



田立

毕生信奉“人定胜天”的毛泽东在视察黄河时,听到工作人员说黄河某些河段已高于地平面而且还在升高之后,却不无忧虑地说:要是黄河涨上了天怎么办?这是笔者最近翻阅一部关于毛泽东的传记时看到的记载。不知为什么,那一瞬间我很荒诞地想,要是老人家活到今天,面对不断高企以至于让百姓闻而却步的房价时,会不会也发出同样的感叹呢?对于今日的中国房价,人们更多地只是注意到房价上涨给购房者带来的购买压力,往往忽略了这种上涨之后给整个宏观经济可能带来的后果。对于这一点,维护高房价的人一般持有两种观点:一曰“房价高企无害论”,认为房价高涨说明房地产业兴旺,而房地产业作为“支柱产业”对国民经济的贡献不可替代,因此高房价不但不会伤及宏观经济,反而还会给经济的复苏带来动力;二曰“中国房价不跌论”,坚信中国的住房需求足以支撑比当前还要高一些的房价,担心房地产价格暴跌会拖累人心忧天。对于这两种观点,我当然持反对意见。“房价高企无害论”,实质是“房地产支柱产业论”,我曾多次批评过这样的观点,因为存在一个基本的逻辑倒置:不是房地产业带动经济发展,而是经济发展推动了房地产业。这就好比苹果和果树的关系,不能说苹果树的茁壮是因为苹果长得好把养分吸上来造成的。实际上,所谓支柱产业拉动经济的逻辑,是凯恩斯主义经济理论中已被证明是错误的理论延伸。根据凯恩斯理论,支柱产业的发展可以拉动相关产业,进而带动整个宏观经济的提升。正是根据这样的逻辑,人们

才坚信在经济下滑时,通过强化支柱产业的投资可以带领经济走出低谷,实现复苏。然而,无数次实证研究都表明,这样的结论并不成立。试想,1992年日本房地产价格暴跌,经济陷入严重衰退,如果支柱产业有那么大的作用,日本政府拼命拉动房地产,投资房地产不就完了吗?何至于让一个傲视全球经济的强大经济体陷入一场历时十余年的衰退,至今不能自拔呢?再比如美国,这是我们可以观察到的最近例证,一场次贷危机引爆了全球金融风暴,美国经济预期达到半个多世纪以来的最低点,倘若只需拉动房地产业就可实现全面复苏,美国政府何不就地注资房地产业,而是从其他方面着手解决呢?实际上,历史经验已经证明:任何国家的房地产价格都必须与这个国家的经济价值水平相一致,一旦高于这个水平就是泡沫。所谓支柱产业拉动经济论,在逻辑上就是错的,如果再拿这样的逻辑为当前的高房价做辩护,就大错特错。尽管我们尚缺乏事前确定资产价格泡沫的理论手段,但泡沫破裂的后果却不会因为我们没有认识到而有任何的“同情心”。所以说,“房价高企无害论”是非常有害的。用商品交易的供求关系来解释资产交易价格也早被理论和实践证明是错误的认识,但仍旧像侵蚀在铁板上的锈迹一样顽固。很多人至今仍喜欢用供求关系来解释房价,无非这样解释比较容易理解,比较容易得到共识。当一个人看到公鸡打鸣与太阳升起同时发生时,他最容易的理解和解释就是公鸡打鸣太阳上来的,而一些不明科学道理的人很容易理解这样的解释,于是也就接受了。尽管一些最基本的天文学和生物学的知识就可以说明其中的缘由,不过不喜欢动脑筋的人就

连这最基本的东西也不愿接受。于是,懒惰的劣根性造就了某些人更愿意接受不动脑筋的东西,对中国房价高企的解释就是如此。一旦我们明确了房价不受供求关系影响的正确观念,就容易明白所谓的需求支撑房价的说法是站不住脚的;市场上交易的房子早就不是商品了,而是资产,是人们的投资对象。不过,这还不是最严重的,过去我一直以为供求关系解释房价只是某些迂腐的学者的理论短板,是迂腐造就的学术错误,但最近我发现问题远没有这么简单,有人正在有意利用不明真相的人对这一问题的模糊认识来转移矛盾核心。最近,地产大亨任志强在接受央视采访时说:北京等地出现建房用地价格暴涨(俗称地王)并由此推升房价的原因,就在于政府建造了太多的经济适用房,以至于普通商品房建设用地供给不足。这岂不等于说:“老百姓今天之所以买不起房,不是开发商的原因,而是因为政府给老百姓提供了太多的保证他们基本生活条件的住房!”或者是:“房地产投资者之所以要支付高昂的代价,是因为政府给那些买不起房的人盖了他们用以遮风避雨的住房!”这样的逻辑,从哪个方面说得通?黄河涨到天上去了,会危及生活在这片土地上的人的生命。房价涨到天上去了,危及的是中国数亿民众赖以生存的国民经济价值体系。任何一个心系民众的政府都不可能容忍此类牺牲民众利益谋个人私利的事情存在。近日出台的关于抑制房价上涨过快的决议,尽管缺乏手段上的支撑,但在大方向上无疑是正确的,我们期待着政府的进一步措施。(哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

日本:20年了,别提它了!

陈鸿斌

20年前的1989年末,日本的股市在最后一个交易日创下了天价:日经指数攀上38915点的高位。其时的日本股民都极为亢奋,在他们看来4万点根本不在话下,4.5万也是三只手指捏回螺。然而市场却跟他们开了一个天大的玩笑,其后的日本股市急转直下,转眼间相继跌破3万点和2万点大关,接着便始终在低位徘徊(目前在1万点上下盘整)。楼市和地价也出现了“跳水行情”。破灭的泡沫,使日本陷入了零增长乃至负增长的怪圈,整整10年中毫无起色,日本国内因此称那10年为“失去的十年”。如今又是10年过去了,日本经济依然低迷不振,于是日本又有了“失去的20年”的说法。根据去年中日两国GDP的统计数据,再看今年的走势以及各权威机构的预测,中国很可能在今年取代日本成为世界第二经济大国。如果此成为事实,则将是日本于1968年成为世界第二经济大国以来,首次为他国所赶超。对这一现实,日本人的感觉可谓打翻了五味瓶,不是味。因为40年来,第二经济大国已成了日本认同的核心。一旦失去这个地位,其失落感是难以言喻的。在日本经济处于泡沫顶点之际,日本人整天盘算的是何时能超越美国,从那时的势头来看,这并非异想天开。那时的日本被视为“经济超级大国”,以至美国一度认为日本的经济威胁超过前苏联的军事威胁。至于日本地位的衰微,他们压根就没想过。尤其是如今即将超越日本的居然就是邻近的中国,这个在30多年前经济几乎到了崩溃边缘的国家,当年日本考虑的是如何不让中国经济崩溃,以免殃及日本。历史的反差如此强烈,日本人哪有思想准备?在世纪之交的网络泡沫期间,日本经济曾一度出现强劲恢复势头,“IT革命”的口号叫得震天响,但网络泡沫转瞬之间破灭,日本经济再度陷入沉寂。手机可说是信息时代的标志性产品,但日本手机在国际市场上却未能占有多少优势。电子产品素来是日本的强项,诺基亚本来自是生产纸张的不知名企业。此前的WALKMAN和CD播放器,铺天盖地都是日本产品。数码相机,日本产品也是很有优势,但Iphone却是由苹果公司率先推出

的。日本人通过新产品来占领世界市场的劲头的消逝于此可见一斑。进入新世纪以来,日本经济始终缺乏活力,各项数据不约而同地掉头向下。经济增长乏力,人均GDP更是不容思议地从1990年至1993年独个跌落到第19位。日本的国际竞争力从连续多年的名列榜首下滑到目前的20位左右。其政府债务与GDP之比为17.1,而其他主要发达国家均在1:1之内。由于日本的财政几已难以维系,所以日本的国债级别一再受到国际权威评级机构的打压,前些年竟与津巴布韦的国债级别不相上下,此事让日本人深感郁闷和不安。上世纪80年代后期日本经济风光之际,西武铁路公司老总堤义明曾名列全球富豪榜首位,2005年居然因犯罪而锒铛入狱。今年日本的头号富翁仅排名全球第76位,日本大商社和大公司曾囊括全球大公司排行榜的前四名,如今只有丰田公司还跻身于前10名之内。在美国的全球金融中心排行榜上,东京仅名列第15名,在中国香港和新加坡逊色得多。随着日本经济的逐年下滑,原先笼罩在日本头上的一道光环也相继黯淡。过去日本以“一亿国民皆中流”而闻名于世,也就是贫富差距很小,中产阶层队伍非常庞大。如今它却要面对严峻的贫困问题,因为其贫困率已仅次于美国,居发达国家第二位。在以往日本人极为良好的自我感觉不见踪影后,日本对发展中国家的官方发展援助(ODA)也从多年的世界第一锐降至第五位,联合国会费也随之一再下调。《朝日新闻》专栏作家船桥洋一日前提出了一个严峻而现实的问题:“20年危机的出路何在?”显然,日本仍在艰难爬坡,尚未找到出路。本来日本是以危机感强烈而著称的,但这些年也许是债多不愁,虱多不痒,对究竟在失去多少年后才会打住也懒得去考虑了。老百姓想了也无济于事,而整天考虑如何保住自身位子的达官贵人则无暇考虑此事。在老一代具有世界眼光的睿智人物退出历史舞台后,迟迟不见有能填补空缺的年轻一輩。如此下去,日本失去的恐怕就不止20年了。(作者系上海国际问题研究院信息所所长)