

## 热钱冲动难抑 中国如履薄冰

### 流动性过剩蔓延 中国面临资产重估

**主持人:**从货币过剩到通货膨胀以及资产价格重估,其间是怎样的传导过程?

**高善文:**货币过剩到底是导致实体经济通货膨胀,还是资产重估,这中间的决定机制是什么,在理论界并没有一致的看法,也没有一个非常清晰的分析框架。就我个人理解来讲,我觉得其中非常重要的一点应该是实体经济层面的储蓄和投资之间的失衡。

具体来讲,我们可以举日本的例子。日元在广场协议后大幅度升值,日本维持了很低的利率来对付,但结果是实体经济非常稳定,资产膨胀和重估很严重。这中间很重要的一点是,在汇率升值后,实体经济部门的利润空间被挤压,通过技术进步等来降低成本存在限度,所以实体经济部门投资意愿下降,把大量制造业迁移到其他地区;由于实体经济部门不愿意投资,货币就被挤压到资产市场。

美国2002年以来的资产重估,以及中国正在展开的资产重估,其背景和机理应该是很类似的。美国实体经济部门投资意愿不强,后果是投资和就业的恢复很慢,所以低利率政策维持得很长,但原因可能是中国和印度的竞争压力等复杂因素约束了实体经济部门的盈利预期和投资意愿,所以货币才进入资产市场。中国的情况则与升值预期和过剩产能相联系。

**主持人:**全球过剩资本涌入中国后,在过去半年里,国内股市价格明显上升。这种流动性资本是不是通过多种渠道进入了A股市场?

**程定华:**流动性资本进入了A股市场,这是肯定的。但具体的数据是比较难预测的。国外资金有好多种的办法可以到A股市场,其中最大的一股力量来自于H股市场资金的回流。因为在2001年受到金融危机影响,很多人认为人民币可能会贬值,当时的H股市场吸引了大量来自内地市场的资金。从2001到2005年H股指数的涨幅大概有6倍左右,H股的价格超过了A股以后,目前又受到了人民币升值的影响,有大量的资金从香港回到内地市场,我觉得这可能是目前最主要的一个渠道。

**主持人:**中国目前的经济情况和10年前的日本很相似,在当前汇率升值预期的压力下,中国如何避免重蹈日本的覆辙?

**王志浩:**这个问题很有意思。从1985年开始,日元升得很厉害,日本受到了很大的压力;出口下降,宏观经济面临衰退。所以日

本中央银行采取了宽松的货币政策,到上世纪80年代,由于资金很便宜,导致房地产市场发生了泡沫、股票市场发生了泡沫。所以,中国应当避免让人民币过度升值,而且在升的时候,要很小心地管理风险。不过,中日两国也有一些不同点。1990年代日本的投资机会比较少,央行没办法刺激银行贷款,所以投资增长率就跌了。而中国央行还保持一些其他措施来保持银行信贷。

**主持人:**近年以来,各种海外基金以看上去非常高的价格收购国内的企业包括房地产项目,比如高盛收购河南双汇,还有摩根士丹利收购了一些企业和项目,这样的现象究竟是海外基金的投资或投机行为,还是中国的资产重估的另一种表现?

**程定华:**目前我们确实看到海外资金来收购国内的一些资产。从现有的案例来看,这些资产可以分为两类。一类是周期性的行业,主要是那些处在景气下降周期或周期底部的行业,例如水泥、钢铁、工程机械这样的行业。它们共同的特点是当前盈利状况较差,因为产能严重过剩,盈利都处于下滑的状况,像这样的公司市场定价就定得比较低,所以采取的都是折价的方式。另一类是市场准入比较严格的行业,主要是金融、零售和食品饮料这样的行业,这些行业外资都支付了一定的溢价。不管是采取折价还是溢价的方式来收购,应该都是市场定价,有它的合理性。

**王志浩:**在制造业领域,我想可能是一种投资性的举动。基本上在西南市场,地方是四川、云南这两个市场都处于高点的地位,所以我觉得跟布局是有关系的,也可以长期化,也可以短期化,取决于我们幕后的经济走向,如果觉得市场完全没有希望,他也可以退出,如果他觉得我们目前中国的市场是非常的好,他也是非常的有利的。

我个人估计是比较中长期的战略考虑,很简单的理由,这些案例中的交易标的,其市场流动性并不是很大,而是必须要找一个买方接盘,在这样的行业里通常并不是很容易,要通过很强的谈判的过程,因此我认为这些投资的案子都是比较中长期的投资,而不是投机的行为。

**主持人:**如果这是一个中长期投资的过程,那么,这一轮的资产价格的飙升会不会持续更长的时间?它到何时才会受哪些因素的影响,才会终结?

**高善文:**考察这样的资产飙升是否可持续,关键是考察推动

资产重估的基本因素是否变化了,以及资产市场积累的不平衡是否无法自我维持了。所以如果我们观察到货币过剩消失了,或者资产定价明显背离了合理水平,那么重估就应该接近尾声了。

观察货币过剩消失,我们可以观察广义货币供应的变化,观察收益率曲线的变化,特别是收益率曲线长端的变化。如果收益率曲线长端急剧上移,那么资产重估应该就快结束了。

观察资产市场积累的不平衡,关键是观察资产的定价是否明显背离了合理水平。怎么事先定义合理的资产价格确实很难,不同人有不同的看法。我的感觉是目前中国股票市场的市盈率水平,应该还没有明显背离合理区间。

(马斌 夏峰)



高善文



王志浩



李明亮



房地产市场价格近几年一直高烧不退 资料图

#### 相关链接

### “银政”大结盟 贷款大跃进

国家信息中心经济预测部最近研究显示,地方政府和银行的合作联盟增加了整个银行业放贷的数量。

报告认为,当前宏观调控存在的问题在于:不仅是对地方政府的干预行为,还是对货币的流动性偏大问题,迄今为止并没有找到一个妥善的解决办法。由此而来的一个后果就是,银行和地方出于各自的利益形成了一种紧密型的“银政合作联盟”。有关资料表明,仅仅是建设银行,在过去6个月内与各地政府签署的贷款授信总额就超过了1万亿元。这种“联盟”无形之中已经成了影响宏观调控效果的最大障碍。

从四月份数据看,这一担忧还是有道理的。1-4月份,城镇固定资产投资18006亿元,比去年同期增长29.6%。其中,国有及国有控股完成投资8441亿元,增长19.3%;房地产开发完成投资4131亿元,增长21.3%。从项目隶属关系看,中央项目投资1905亿元,同比增长18.8%;地方项目投资16100亿元,增长31.1%。从产业看,第一、二、三产业分别完成投资144亿元、7805亿元和10057亿元,分别比去年同期增长

33.9%、32.3%和27.6%。

从施工和新开工项目情况看,截止到4月底,城镇50万元以上施工项目累计109862个,同比增加23212个;施工项目计划总投资139027亿元,同比增长29.2%;新开工项目49562个,同比增加11957个;新开工项目计划总投资20802亿元,同比增长32.2%。

同时报告还提出,地方的投资冲动和对房地产市场的干预实际上都不是市场经济的问题,而是政府改革的问题,其解决之道只能是包括行政手段在内的综合调控。否则的话,对房地产市场、投资过剩和产能过剩的宏观调控政策效果都要大打折扣。但是,客观地讲,作为转型经济中特有的一种现象,用行政手段对市场进行调控,既有它不可替代的作用,也有其影响难以充分预期的风险,而且在较大程度上已经超出经济政策学研究范围,其具体政策安排具有较强烈的不确定性。(孙忠)

### 外资兴风作浪 房地产难退烧

□本报记者 马斌

一半是火焰,一半却是海水。

3月以来,北京、上海、广州、深圳等地房价及/或房地产交易量飙升,宣告2005年3月初以来针对房地产市场的调控措施阶段性失灵。

上海网上房地产数据显示,2006年3月份,上海住宅成交量179.67万平方米,与2月份的82万平方米相比上升近120%。不同此前以配套房交易为主的情况,当月普通住宅成交量达到150万平方米,占到成交总量的近85%。

可是难以想象的是,至今为止,房地产交易的火爆并没有缓解房贷的颓势。

不过,记者独家获得的当期上海商业银行消费信贷的数据却显示,除中信和兴业银行外,各家商业银行的消费信贷均出现了节节减少。其中工商银行上海分行,其3月份贷款余额相比年初减少超过25亿元。

对此,有业内人士不以为然,并表示由于存在交易和贷款审批的时滞,3月份交易所引起的房贷可能并未全部反应在3月份的数据中,因此3月的数据并不具有说服力。

可是,日前记者得到的内部数据显示,4月份上海中资商业银行的消费贷款(主要是房贷)除招行和兴业银行的上海分行外,其他大大小小的商业银行全部赤字。其中,4月份全

部上海中资商业银行消费贷款比3月份净减少26.83亿元,比年初更是减少131.09亿元。

与此相印证的是,记者此前获得的上海同业公会今年4月产险业务保费收入统计数据也显示,4月份,人保财险、平安财险、天安财险太平保险等多家中资财产保险公司的房贷险业务保费收入出现赤字,其中天安财险4月份房贷险保费收入为-624万余元。此外,进一步的信息则显示,1-4月份,全上海财产险公司房贷险总保费收入为-2283万元,平安财险和天安财险赤字均超过千万。

业内人士称,造成房贷以及房贷险入不敷出原因就在于新增业务量不及同期的提前还贷或退保。更进一步说,就是房贷的新业务量过小以及提前还贷蜂拥。换言之,至少3月份的房地产交易量中,房贷的推动并没有想象当中的那么大。

而光大证券研究所首席经济学家高善文也曾表示,其主要原因是资金面宽松,市场上拥有足够的自有资金来购房和偿还按揭贷款。市场人士则分析,外资的力量不可忽视,尤其外资房地产基金等根本不需要消费信贷的配合。一个侧证是,且不论境外散客的成交量,此前据媒体报道,在短短一个月,大摩以均价14000元/平方米吃进上海高端物业陆家嘴中央公寓两栋房。更早些时候,大摩也曾买下锦麟天地酒店公寓项目。

#### 2006年4月上海中资银行消费贷款概况

人民币消费贷款	余额			
	当月	较上月+/-	较年初+/-	较年初增幅
兴业银行	85.46	1.87	2.55	3.08%
招商银行	71.98	1.17	0.05	0.07%
农业发展银行	0.00	0.00	0.00	---
国家开发银行	0.00	0.00	0.00	---
进出口银行	0.00	0.00	0.00	---
深圳发展银行	33.76	0.37	-0.11	---
华夏银行	16.21	-0.21	-0.98	---
光大银行	68.27	-0.29	-1.92	---
广东发展银行	20.92	-0.25	-3.05	---
中信实业银行	30.05	-0.05	-4.27	---
民生银行	150.53	-1.92	-5.79	---
交通银行	114.97	-2.71	-9.10	---
中国银行	473.43	-2.09	-10.37	---
建设银行	402.29	0.20	-11.76	---
浦东发展银行	182.63	-3.39	-12.47	---
农业银行	277.36	-6.23	-19.18	---
上海银行	283.48	-4.29	-19.69	---
工商银行	410.11	-9.01	-35.00	---
中资银行合计	2621.45	-26.83	-131.09	---

单位:亿元

### 六项措施降温流动性过剩

□海通证券 李明亮

在国土资源部的“土地参与调控”、发改委产业调控政策、央行的小幅加息、五部委联合抑制“打捆贷款”、抑制房价上涨等一系列调控新政背后,似乎正在暗示着“第二轮调控”的到来。对于接下来的宏观调控,无论是货币政策还是财政政策,或者是产业政策,宏观管理部门一定要针对目前拉动中国经济偏热的两驾马车对症下药。

一是总量政策与结构政策相结合,强调结构性调控。因为结构上的调控首先必须在总量上判断总需求与总供给的大小问题,而且结构调整是长期问题,是属于总供给方面的问题。

二是在结构调整的方式和手段方面,将利用市场约束和资源约束增强“倒逼”机制,综合运用多项手段,实现总量平衡和结构优化。这些政策包括信贷、土地、环保、供电等政策与产业政策的协调配合,以及水电等差异化价格政策、出口退税政策以及相应的行业政策等。

三是从短期来看,应该推出紧缩的货币政策措施来防止投资进一步升温,而从中长期来看,要以积极的财政政策应对通货紧缩,启动消费需求,消化过剩产能。首先,提高城乡居民收入,以此达到扩大消费需求的目的;其次,进一步完善社会保障体系,特别是

对农村居民和城市外来务工人员社会保障,提高城市最低保障水平;第三,改善消费环境,进一步整顿和规范市场秩序,通过刺激最终消费,用以逐步解决生产过剩的问题。

四是地方投资冲动问题实际上不是一个市场经济的问题,而是一个政府改革的问题,其解决之道只能是包括行政手段在内的综合调控。加快和完善政府投资管理体制改革,坚持以科学发展观统领整个投资工作,把提高投资的质量和效益作为投资工作的重中之重,界定和理顺政府作为投资调控者的关系,严格限定政府投资的直接干预,警惕地方政府投资过热。建议建立考虑政绩成本的政府官员评价体系,不再以单纯的GDP作为评价标准。

五是政策方面应该有所调控,但是整体方面应该是结构性调整,而不是总量性的调控,否则可能会引起更多的通货膨胀。从结构方面讲,应该保证低端经济用房的土地供应,但是控制高端用房的土地供应,除此之外,浪费大的项目应该得到更严格的控制。

六是加快金融体制改革,推动金融制度创新,尽快实现政银分开,让银行成为独立运作的金融机构,摆脱各级地方政府的干预,大力发展资本市场,发展各种长期信用机构,把银行体系中的不流动的贷款、存款,用证券化的方式推出来。

## 重估终结之后是泡沫?

**主持人:**资产重估过程在什么条件下会结束?

**高善文:**在一定程度上,国际资产价格重估过程的结束,甚至是急剧逆转,将会通过资本流动和心理渠道影响中国的资产重估。

我个人相信,现在越来越多的迹象表明,国际范围内的资产重估过程可能正在走入最后阶段。我们可以列举的证据包括:美国收益率曲线的长端最近在明显地上移;主要经济体都在进入加息周期,或将继续加息;美国的地产市场在明显降温;大宗原材料价格对流动性变化越来越敏感;美国最近的通货膨胀数据很不好等。

除非国际资产价格重估的结束严重影响中国的资本流入和外汇储备增长,否则中国资产重估过程应该不会受到方向性影响。

**主持人:**4月中旬,中国央行提升了贷款利率,市场认为是央行给出了一个信号,可能在未来有进一步的紧缩货币政策出台,请问中国未来的货币政策基本走向大概会是怎样的?

**高善文:**中国未来货币政策的走向应该是非常明确的,中长期的焦点是汇率;短期内则是应支付信贷和投资增长过快的局面;这两个目标有一定冲突。

在短期内可以采取的措施主要是窗口指导,存款准备金率,定向发行央行票据等,主要目标是回收多余的流动性。其持续时间取决于政策效果,取决于下一步的经济数据。

从中长期的操作来看,随着中国银行和工商银行的即将上市,以及信贷和投资形势的逐步稳定,一定会回到加快汇率制度改革上来,回到逐步增强汇率浮动弹性,并加快汇率升值的方向上来。

**主持人:**既然长期的目标是汇率的改革,这是不是意味着短期的货币政策会受到比较大的影响?

**高善文:**这个问题比较复杂。实际上我们可以比较2005年和2006年的情况,就外汇储备的增长速度来讲,实际上今年并没有比去年更加明显地加快。但是,今

年的货币和信贷增长率高得多,去年4季度以来固定资产投资的反弹也很出乎我的预期。

仔细比较数据看,重要的区别是商业银行的信贷创造过程发生了很大变化,这和资本充足率方面的影响有关系。今年各大商业银行陆续上市,其资本充足率的约束在大大地放松,甚至有的银行在上市之前就签订了大量的贷款项目,上市后就加速放贷,影响着投资、信贷和货币的增长率。

解决这个问题,本来比较简单,把准备金率连续提高就可以了。但政策界和理论界在认识上存在许多分歧,影响了政策的制定和执行过程。

**网友:**证券市场目前即将扩容是否也是政府应对货币过剩的措施?如果有应对效果的话,会不会把货币过剩的泡沫转移到证券市场呢?

**程定华:**货币过剩可以通过实体经济来吸纳,也可以通过资产市场的吸纳,这样就表现为资产价格的上涨。就目前的情况来

看,整个实体经济还处在严重产能过剩状况,因此我预计货币过剩主要是通过资产市场来吸收。现在我们恢复IPO和再融资速度这么快,是跟目前的股票价格上涨过快有一定的关系,如果指数涨幅不大,我想它的节奏就会慢一点。

**网友:**我是老百姓,不懂货币过剩,只想问问股票会涨吗?

**程定华:**从这一轮货币过剩的情况看,应该说整个市场的重估过程肯定还没有结束,但

目前所面临的问题就是重估还受到了其他因素的影响。如果我们企业的盈利情况,从去年3季度开始,上市公司盈利状况就是在开始下降,到今年1季度同比下降了13%,这样的一个情况应该是对重估过程不利的,因为在上漲的过程中,价值的变化得不到企业盈利增长的支持,我觉得这对整个市场是一个非常大的威胁。短期市场应该会有一个调整。

(马斌 夏峰)



本报记者 徐汇报