

观察家

重启 IPO 对上半年信贷快速增长影响甚大

□尹中立

1998年中国改革货币调控机制以来,我国的货币政策一直是以来货币总量为中介目标,但目标越来越有些难以琢磨,其中的原因很多,而金融市场的发展尤其是股票市场发展是影响货币政策中介目标稳定性的重要原因之一。

从历史资料看,每当M2增速超过M1时,股市会出现活跃,而股市的活跃又影响到M1和M2的变化,使M1与M2的差距逐渐缩小。不妨让我们分析一下“5·19”行情对货币供应量的影响。在“5·19”行情之前,M1和M2出现了背离走势,1999年5月份M1比M2低3.9个百分点,但到1999年10月份,M1、M2分别变为15.1、14.5,M1反超M2。到2000年6月,M1比M2大整整10个百分点。可见,在“5·19”行情之前,M1和M2确实发生了很大的变化。

股票市场的活跃之所以对货币供应量产生较大的影响,根本原因在于股票市场的IPO存在

无风险收益,而IPO的无风险收益来自新股上市的高溢价(或新股发行的高溢价)。我国的股票市场在过去的15年时间里,对发行制度进行了四次大的改革,这些发行制度的改革对新股溢价产生了一定的影响,但新股的高溢价现象一直在延续,导致了大量资金云集新股发行市场进行无风险套利。

从无风险套利的资金来源看,有储蓄存款,也有企业的定期存款。从M1、M2的统计范围可以看出,M2与M1的区别恰恰就是储蓄存款和企业的定期存款,M1+储蓄存款和企业的定期存款=M2,大量的储蓄存款和企业的定期存款参与新股的申购就必然使M2减少,使M1增加。当然,一级市场的发行溢价与二级市场的活跃程度也是成正相关的。

例如,当2001年11月份之后政府对新股的发行实行市值配售后,金融市场出现了这样一个现象:在2002年至2005年期间,M1、M2基本上保持一致波动。这再一次证明了新股发行对我国货

币供应量产生了重大影响,由此可见,目前重启IPO也将对货币供应量指标产生重大影响。

根据以往的经验,当股票市场活跃时,打新股的收益会很高,2000年平均可以达到20%。因为这是无风险的收益,会吸引大量的银行信贷资金进入该市场进行套利。2006年6月份后,重新启动IPO程序,而且取消了市值配售制度,肯定会吸引数以千计的资金进入一级市场套利。截至2006年7月25日,从公开的新股申购资金看,总规模已经超过8000亿元。

由于今年的新股认购办法与以前有很大的不同,使资金的无风险套利更加便利,会导致大量的资金从银行转移到股票的一二级市场。它对缓解银行的流动性过剩的确是一个很好的渠道。除了股票一级市场可以缓解银行的流动性过剩外,股票二级市场的活跃同样可以吸收大量的资金。

笔者认为,股票市场的变化对货币供应会产生较大的影响,因此,我们在分析货币供应量和

信贷增长时,一定要考虑股票市场这个因素,否则得出错误的结论,作出错误的决策。

日前,央行公布的5月份金融统计数据显示,货币信贷增长依然迅猛,截至5月末广义货币M2余额已达31.67万亿元,同比增长19.1%,而当月新增人民币各项贷款2094亿元,同比多增了1005亿元。值得注意的是,今年前5个月新增贷款达2.12万亿元,已经完成了央行全年目标2.5万亿元的85%。看上去形势十分严峻。

从信贷增长的数量上看,今年上半年与2003年上半年十分相似,但仔细分析,今年上半年和2003年上半年有很大的不同。2003年上半年的信贷大幅度增长的原因是固定资产投资的高速增长,尤其是房地产投资的高速增长,2003年前5个月的固定资产投资增长速度是31.7%,房地产投资增长速度是32.9%,而今年前5个月的固定资产投资增长速度是30.3%,其中房地产开发完成投资5658亿元(增长21.8%)。这两个数据都低于2003年前5个

月的增长速度。因此,实体经济,特别是房地产行业远没有2003年上半年那么火爆。

为什么信贷增长很快,但实体经济还是比较平稳呢?最主要的原因就在于股市的活跃。因此,在看到2006年前5个月的信贷快速增长时,我们应该把进入股市的资金剔除,或者说,至少应该把囤积在股票市场中专门进行打新股的信贷资金剔除。当然,今年的前5个月的投资增长速度还是比较快的,还应该对投资进行适度调控。

由此,我们认为,随着股票市场融资功能逐渐得到改善,股票市场的规模还会迅速扩大,滞留在一级市场和二级市场上的资金规模也会不断增加。另外,金融期货交易的产生势必也会吸引大量资金,这些资金都是游离于实体经济之外的,与GDP和物价指数都没有关系。如果看不到这些变化,仍然机械地将目标货币供应量控制在GDP增长速度与物价指数之和就有些不对了。

以此类推,不仅IPO对货币供应量有明显的影响,而且其他

金融创新的不断发展同样会对目前的货币政策中介目标形成冲击。例如,银行承兑汇票就极大地节约了流通手段,在以资产负债统计中的货币口径,是难以将诸如此类表的业务包括在货币之中的,但它又实实在在地对物价水平和经济增长带来比较大的影响。近年来,中国的票据市场发展相当快,银行通过承兑的办法既可以绕过法定存款准备金率对商业银行授信业务的限制,也绕过了中央银行的利率管制,为企业提供融资支持,也节约了企业间商品交换的流通手段。此外,信息技术的发展、清算和支付方式变革也会改变货币的流通速度,并会影响商业银行对超额准备金的需求,从而使货币供应与经济增长、物价水平之间的关系不再平稳和可预测。

所以,随着我国的金融结构正在发生深刻的变化,我国的货币政策是否也要发生相应的调整?即调整以货币供应量作为货币政策的中介目标?这是我们研究的一个重大理论问题。



人物志·尹中立

经济学博士,现任中国社会科学院金融研究所金融市场研究室副主任、副研究员。

来自日内瓦

美国人正担心取消不动产税

□徐千惠

日前,在许多人对国内突然出台针对二手房转让征收个人所得税政策而忧心忡忡时,殊不知,在大洋彼岸的美国,也有不少人在为房地产税收改革而担心不已。

按照现行税法规定,美国将在2010年取消当年1年的不动产税。在2010年暂时取消不动产税时,美国将使用新的遗产价值评估系统,即所谓的“分级累进”制。按照现行美国税法规定,遗产继承人将以遗产授予人去世当天的遗产市场价值为缴纳税款基数来缴纳相应税款。但是,具有讽刺意味的是,一些遗产继承人会发现他们在2010年应缴纳的税将比不取消不动产税时还要多。

因为,在2010年,遗产继承人必须采用过去的财产作为缴纳税款基数,即“遗留物基数”。为此,不同类型的财产应缴税款也会不同。一些财产随时间的推移会有大幅度的增值,所以立法者规定:130万美元以下的财产不需缴税,对于配偶得到遗产的继承人将会获得额外的300万美元的免税条件,即对于财产总额在430万美元以下的寡妇和寡妇可以免交遗产税。

如果不动产税永久被取消,缴纳税款将取决于以下因素:因出售继承遗产所应缴的税款、死者去世的年份和免交不动产税的上限财产价值,来计算资本增值的缴纳税款。这一变化将会让他们缴纳高额的资本增值税。

让我们来看看下面这个简单的例子。假设一个单亲母亲去世后,留下了假设价值为200万美元的房子。按照现行法律,遗产继承人卖掉这一价值200万美元以下的房子是不用上税的,也不用上缴增值税。但是,如果他的单亲妈妈恰好在2010年去世,他卖掉这栋房子的话,他就不得以200万作为免税上限,而只能以130万作为免税上限。所以,他卖出价值200万美元的房子可获得70万美元的利润,但需以70万美元为缴纳税款,上缴105000美元的税款。所以,尽管在2010年后继承遗产的那些人可以不缴不动产税,但却要缴纳更高的资本增值税。

当然,取消不动产税对富人的影响是微乎其微的,但对美国中下阶层的影响却较大。因为,价值超过130万美元的房产在美国是相同普遍的。富人们不需要急于变现继承的遗产,但中下阶层人士会因各种原因急于出售房产,就自然会面临高额的资本增值税。所以,他们希望维持目前的不动产税制。

不管怎样,如同中国即将征收转让二手房个税一样,美国准备在2010年暂时取消不动产税,也引起了不小的市场震动。

多声道

尽快明确国有股划转社保基金政策

夏斌(国务院发展研究中心金融研究所所长):对政府而言,在国有股自由流通之前,必须尽快明确国有股划转社保基金的政策,抓紧有关管理办法的修订。否则,后果将十分严重。这是因为,一方面,上市公司国有股市值2.37万亿元中,有相当部分可能会在短期内变现,并对股票市场形成巨大的冲击,此时如果监管不到位,可能造成国有资产的流失;另一方面,社保基金的充实将失去千载难逢的历史机遇。

解决垄断业高收入关键在打破垄断

陈新年(国家发改委经济研究所):垄断行业的高收入不仅是一个经济问题,也是一个社会问题。要想从根本上解决垄断行业收入过高的问题,就要打破垄断,引入竞争机制。但要打破垄断最难的还是由于垄断行业大多资本规模巨大,市场进入困难,很难通过市场配置资源,形成合理价格,因此在相当长的时期内还会存在政府的干预和采取国有经济为主导的生产供应方式。在这种情况下,加强政府对垄断行业的监管和社会监督势在必行。

多棱镜

国民收入初次分配公平是社会和谐基础

□邓聿文

目前,收入分配制度改革引起了社会各界的极大关注。从媒体报道的一些部委拟出台的政策或措施以及一些学者发表的文章来看,对于日益扩大的收入差距问题,一个似乎明晰的解决思路是,依靠政府的再分配政策,并辅之以社会的慈善捐款。也就是说,把希望寄托于二次分配甚至三次分配。

不能说政府通过税收、社会保障以及转移支付的方式,或者企业家通过捐款给穷人,来调节收入分配差距一点作用也没有,但我认为,指望它来解决收入分配不公的问题,是不太现实的。因为,现阶段更多和更大的分配不公,其实不在二次分配或者三次分配中,而是在初次分配。初次分配要解决的主要是货币资本的所有者与人力资本的所有者的利益分配问题,不仅数额大而且涉及面广。而二次分配的功能主要是面向全社会的宏观性调节,它要解决的问题是社会意义上的不公平。所以,把初次分配不公平的问题推到二次甚至三次分

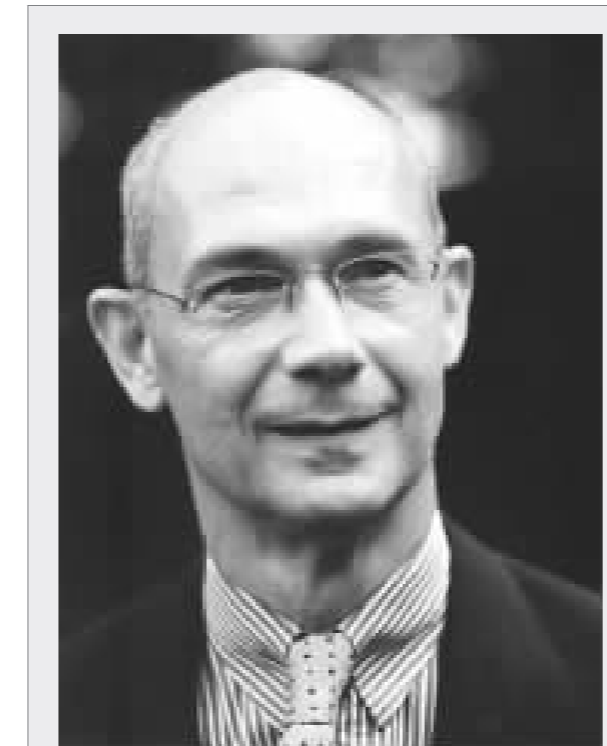
中国有望成美第三大出口市场

富兰克林·拉文(美国商务部副部长):根据美国商务部的统计,2005年美国对中国大陆的出口额比上一年度增长20.5%,今年1至5月更比去年同期增加36.5%。按照现在的发展势头,到今年年底中国就将取代日本,在加拿大和墨西哥之后,成为美国在全球的第三大出口市场。目前的中国处于可持续发展轨道之上,美国对中国出口的增加主要归因于双方合作的加强,而不是美元的贬值。

创造条件推进燃油税尽快出台

廖晓军(财政部副部长):节能工作应发挥市场在资源配置中的基础性作用,以企业为主体、政府为主导,充分调动市场主体在节能方面的积极性和主动性。同时,发挥政府的调控作用,将企业的节能工作置于政府的强力推动和有效监管之下。“十一五”期间,中央财政将继续完善相关政策措施,理顺能源产品价格,抑制能源低成本消费,将低成本使用能源的鼓励政策改为高成本使用能源的约束政策。同时,相关部门还将择机出台更有利于节能的政策。(雨人摘编)

本期人物



本期人物话语

多哈回合谈判失败将危及世界经济

拉米(世界贸易组织总干事):世贸组织6个关键成员美国、欧盟、日本、澳大利亚、巴西和印度于23日至24日会谈失败,将对世贸组织中较脆弱成员的发展前景造成冲击,同时也会对世界经济前景发出消极信号,贸易保护主义重新抬头的危险将会增加。

第三只眼睛

如何看待突发事件的信息价值

□杨英杰

最近,提交全国人大审议的《突发事件应对法》(草案)规定媒体擅自发布突发事件信息将被罚款,引发社会争议。该法律草案第57条规定,新闻媒体“违反规定擅自发布有关突发事件处置工作的情况和事态发展的信息或者报道虚假情况的”,由(突发事件)所在地履行统一领导职责的人民政府处5万元以上10万元以下的罚款。

全国人大常委会在审议该法律草案过程中,许多委员提出,草案第57条不够准确,应明确是什么部门作出的“规定”以及“规定”的具体内容。我们认为,即使明确了什么部门可以做出什么“规定”以及“规定”的具体内容,也不能因违反此类规定作出处罚媒体的行为。当然,不实之新闻确实有害于社会和个人,但不因噎废食,不能因虚假新闻存在而封杀所有新闻,如何处置虚假新闻,是另一个问题。我们要讨论的是不是允许因违反有关部门作出的某些规定而处罚新闻媒体。

新闻所要传递的是一种信息,这种信息对于人们来说应该是具有价值的。对于信息社会来说,信息是其主要产品。在经济学发展历程中,信息的重要性不是一开始就得到重视的。“完备信息”是自马歇尔以来的新古典经济学的基本假定之一(另一基本假定是理性经济人)。但人们从现实的制度安排和经济实践中发现,不仅行为者的信息是不充分的,而且信息的分布是不均匀、不对称的,即同一经济行为的当事人双方所持有的信息量可能是不等的。这种状况会严重影响市场的运行效率并经常导致“市场失灵”。这一重要发现构成了信息经济学产生和发展的基础。

事前发生的信息不对称会引起逆向选择问题,而事后发生的信息不对称会引起道德风险问题。比如,因为信息不对称,银行没有办法分辨贷款申请人的风险偏好,只能一视同仁,以同样高的利率贷出资金,于是,比较谨慎的贷款者因利率较高而撤出贷款市场,风险偏好者则留下。“道德风险”是指订立契约之后由于对方不尽责而受损,如:买了火灾险的人不注重防火。在非对称信息情况下,逆向选择和道德风险是随时可能发生的,信息经济学认为,减免的办法就是建立起激励机制和信号传递机制。

仅就新闻传递的信息来说,之所以出现针对某种信息报道需要作出处罚媒体的选择,原因就在于这种信息不利于(地方)政府(声誉)。而实际上,从当年

SARS事件得到的教训之一就是,突发事件的迅速报道,能够在很大程度上降低国家经济和人民生命财产的损失,从而恰恰有利于政府声誉。如果限制新闻媒体对突发事件的及时报道,也会产生“逆向选择”和“道德风险”问题,只不过信息优势方是政府,信息劣势方是社会公众。这里的“逆向选择”是鼓励那些在信息不对称情况下敢冒风险的官员继续从事将风险外部化(即个人或小组风险由社会共同承担)的行为,而那些不愿意如此行事的官员则有可能出局;这里的“道德风险”是指政府的“愚民”行为泛滥。

那么如何在这种情况下建立有助于消除“逆向选择”和“道德风险”的激励机制呢?也就是说,如何使地方政府有更大的积极性从隐瞒信息的行为变为积极披露的行为呢?这就需要制定政府信息披露的奖惩措施,而不是制定惩罚媒体披露信息的措施。一个成功的例子是,现在的政策信息披露制度已经十分成熟,政策信息公开披露,可以有效地减少权力寻租活动,减少官员的腐败机会。

信号传递机制的建立则更加有赖于新闻媒体的参与。有些时候,信息优势方并不是政府,反而是社会公众。这种情况下,即使信息能够有效地传达至政策制定者那里,便是一个值得探讨的问题了。因此,鼓励新闻媒体之间的正常竞争是保证信息价值和有效性的主要手段,市场的本质就是进入市场的自由和市场竞争的充分。竞争在事实上是一个发现事实或信息的过程,如果没有竞争,这些信息就不会被发现和利用。

前面说过,信息是信息社会的主要产品,而产品是稀缺的,在信息社会,哪些信息是稀缺的,以及哪些信息是有价值的或其价值程度如何,都必须通过竞争来发现。在竞争被制止的情况下,消费者的损失是明显的。信息作为一种产品,同样如此。只不过消费者不仅仅是社会公众,同样包括政府,如果限制信息发现的不同参与者之间的竞争,政府不仅不会收到某些垄断利润,相反会是损失。因此,鼓励新闻媒体之间开展积极健康的竞争,不会因个别媒体为吸引眼球不惜放大突发事件的严重程度甚至制造假新闻而制定严厉的(违宪的)限制措施,应是政府明智之举。