

2006年宏观经济年中分析

国家信息中心经济预测部研究报告之五

低通胀下更需警惕资产价格上涨风险

□国家信息中心经济预测部

总体策划
范剑平 国家信息中心经济预测部主任
杨 溟 上海证券报副总编辑
本文执笔
胡少维

2006年以来,尽管我国居民消费价格总水平涨幅不高,但结构性变化特点突出,部分生产资料价格出现暴涨,特别是并未纳入CPI范围内的资产价格上涨速度较快,给居民心理预期造成了一定的影响。在未来一段时间内,我国依然将呈现出居民消费物价平稳而资产价格不断攀升、价格结构性变化突出的格局。长期看,资产价格持续快速上涨,对经济社会稳定发展将形成威胁。资产价格上涨之所以过快,根本原因在于资金过剩。在关注未来价格结构性变化的同时,应采取相应措施,比如紧缩货币流动性、完善信息披露等,防止资产价格过快上升。

当前价格变化呈现五大主要特点

分析我国的价格问题,有必要把握当前我国价格领域的一些基本特点。从目前看,我国价格变化趋势呈现以下五大特点。

1、价格结构性特点突出。目前,我国不同类商品价格的走势明显不同。其中,居住类价格持续走高,服务型价格涨幅较高,一般消费品价格持续走低。以7月份数据为例,第一,居住类价格同比上涨4.5%。其中,水、电及燃料价格上涨5.3%,建房及装修材料价格上涨4.1%,租房价格上涨3.1%;消费品价格上涨0.7%,服务项目价格上涨2.3%。第二,价格走低的主要部分包括:一是副食品,如肉禽及其制品价格下降7.1%,鲜蛋价格下降12.9%;二是衣着类产品,价格同比下降0.6%。其中,服装价格下降1.0%;三是交通和通信工具,价格分别下降2.4%和17.8%。第三,价格上涨比较多的部分包括:一是家庭服务及加工维修服务,价格上涨6.2%;二是医疗保健服务,价格上涨3.1%;三是交通费用和用车成本,城市间交通费价格上涨6.7%,市区交通费价格上涨6.1%,车用燃料及配件价格上涨15.8%。四是旅游,价格上涨4.4%。另外,根据中央银行编制的企业商品价格指数来看,各类商品价格的涨跌也有明显的差异。

变化对居民生活的影响越来越大。从目前看,2006年资产价格上涨比较快,与CPI的差距仍在拉大。今年7月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨5.7%,与CPI有明显的差距;全国70个大中城市新建商品房销售价格同比上涨6.7%,涨幅比上月高0.1个百分点。另外,股票价格强劲上升趋势也十分明显,近期股市虽有波动,但比年初有了比较快的增长。

5、与主要国家、地区比,我国的物价水平不高。作为世界经济的三大主体,美国、欧元区和日本经济增长和物价波动历史比较短,我国作为一个发展中的转轨型大国,经济增幅较高,历史上物价变动幅度也比较大,但近年来,即使与这些成熟市场经济国家的物价水平相比,我国的物价水平也不高。

正是由于目前我国价格结构性变化的上述五大特征,导致了居民对物价上涨的感受与统计数据之间存在较大差异。2006年1-7月,居民消费价格与上年同期相比,上涨1.2%,涨幅比去年同期回落1个百分点,价格水平处在调控目标之内。据中国人民银行二季度问卷调查显示,居民对物价上涨的反应强烈,满意度也大幅降低。究其原因,在于人们生活密切

相关的生活用水、燃气、燃料价格上涨幅度较大,部分生产资料价格出现暴涨,资产价格上涨过快。因此,在居民消费物价变动不大的新情况下,应重点关注资产价格和价格的结构性变化。

未来价格变化趋势: CPI保持平稳和资产价格上涨压力突出

从居民消费价格走势看,未来将保持平稳发展态势,涨幅变化幅度不大。

就拉动物价上涨的因素看,主要是:国际原油、有色金属等初级产品价格仍在高位波动,能源产品和部分初级产品的价格上涨压力仍然很大。经济的持续快速增长和需求的稳定增加也将拉动物价上涨。投机资金的炒作也将进一步加大重要生产资料品种价格的剧烈波动程度,生产资料价格的上涨或多或少又会带动居民消费价格的上升。另外,水、电、交通、燃气等重大公用事业价格面临越来越大的调价压力,公用事业价格上涨措施的出台逐渐增多、力度加大,将进一步引起服务项目价格涨幅加大,进而推动价格总水平的上涨。

但在目前的经济发展环境下,居民消费价格涨幅仍将有限,一是主要工业消费品总体上

仍呈供过于求状态。二是由于近两年粮食持续增产,粮食供求缺口缩小,粮价本身涨幅回落,同时也将带动肉禽及其制品、鲜蛋的价格涨幅回落。三是尽管各地普遍提高最低工资标准,工资成本会有所上升,但由于我国劳动力资源几乎无限供给,劳动力工资很难大幅提高,劳动力成本推动的作用还比较小。

因此,从居民消费价格总水平看,一段时期内涨幅变化不会太大,仍处在调控目标之内。与此同时,价格的结构性特点也将继续保持,一些资源类产品在供需矛盾和资金追逐下,上涨速度与CPI拉大的趋势也很难改变。

在居民消费价格平稳的同时,资产价格的上涨不能不引起我们应有的重视。很多国家的发展历史显示,一个经济体在发展过程中往往要经历一个GDP奇迹般增长的经济腾飞阶段,与这个阶段相伴的是社会范围内投资性资产的普遍升值。究其原因,一是GDP高速增长的直接结果是居民收入和社会财富积累的急剧增加,在人们的消费性需求被满足之后,对投资性资产的需求和购买力因此而积聚和膨胀,由此形成对资产的需求拉动,直接驱动资产价格的普遍上升。比如说土地、房产、贵金属、股票等资产。二是资产升值趋势

在某种程度上有自我强化机制。即先买入资产的赚钱效应会引发更多资金跟进,更多资金跟进又导致资产进一步升值,进而强化了更多资金跟进的动机,接下来是新一轮“资金驱动价格、价格拉动资金”循环启动。

经过20多年的高速增长,中国经济已经蓄积了巨大的增长能量,而中国经济改革的纵深攻坚即将突破,其所释放出来的经济增长能量也必将十分巨大。未来,中国经济仍处高速增长阶段,全球资本和经济资源仍会不断涌入中国。从目前看,尽管国家出台了房地产调控措施,货币政策也做出了一定的调整,但由于我国人多地少的矛盾突出,土地价格上涨是大势所趋,资金宽松的基本面也没有大的改变。另外,考虑到地方政府与利益集团博弈形成的对宏观政策对冲,房地产价格上涨势头会得到一定程度抑制,但上涨趋势不会改变。

总体上看,未来一段时间内,我国依然将呈现出居民消费物价平稳而资产价格不断攀升、价格结构性变化的格局,因此,研究分析我国的价格问题,不仅要关注现在的CPI本身,更应关注其结构性变化特别是应重点关注资产价格。

促进价格协调变化的两大建议

时引起社会财富的重新分配,最终导致总供给与总需求的错位,引起宏观经济波动。因此,在低通胀时期,我们对资产价格的持续上涨更应该予以警惕。

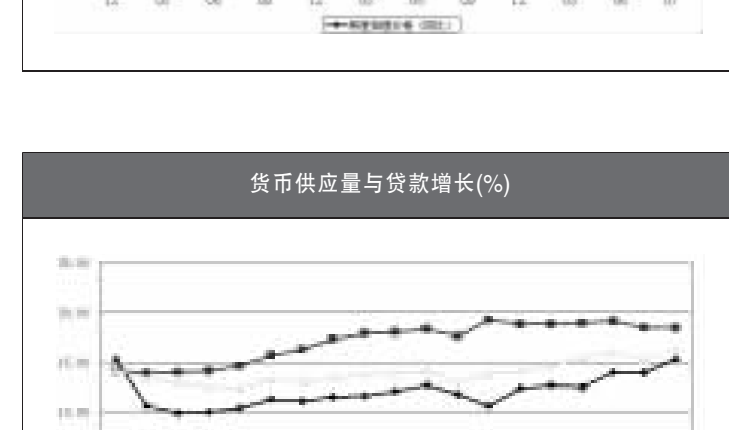
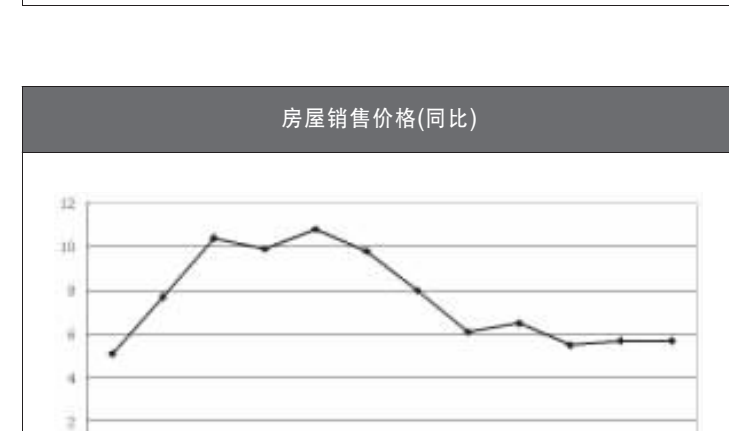
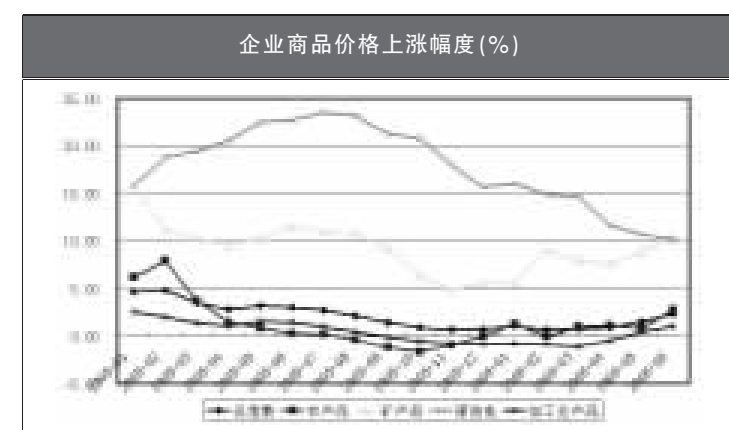
首先,应将资产价格作为货币政策的参考目标。目前,世界各国央行多将物价稳定作为货币政策的目标。不过,物价稳定不应机械地理解为统计上的物价指标相对稳定,更本质的是应将它理解为保持宏观经济稳定,促进经济持续增长的前提,即持续的物价稳定。而无论就货币政策的传导过程还是货币政策的目标而言,资产价格所包含的信息都具有重要的意义,因为资产价格是货币政策传导中联系实体经济的中枢之一。同时,资产价格过快上涨累积的泡沫最终要破裂,并对实体经济造成冲击。近几年来,世界各国央行普遍把稳定资产价格作为货币政策的参考目标。在没有明显通货膨胀压力的情况下,为了

抑制房地产价格的过快增长,各国政府已经多次提高了利率水平。当然,资产价格信息内涵的大小在很大程度上与各国资本市场深化的程度有关,从目前的情况看,资产价格很难直接作为货币政策的指标,但是,可以作为间接的参考目标。

第二,紧缩货币流动性。毫无疑问,泛滥的货币流动,会逐步形成资产价格上涨、投资过热、经济过热局面,培育出巨大的经济泡沫。同时,贷款冲动有可能会让银行业不良贷款率随之上升。从理论上说,货币政策的最终目标是保持货币币值的稳定和整个金融体系的稳定,而资产价格的变化与金融体系的稳定关系密切。如果存在资产价格过度波动的现象,常常会引起实体经济损失,因此,为了避免资产价格过度上涨和最终崩溃带来的长期影响,货币政策在资产价格上涨的初期

就应该通过调整利率等手段来干预资产价格。目前,有必要在国内实施偏紧的货币政策,进一步增强汇率弹性,加快外汇市场的改革,贯彻宽出严进的方针。

第三,完善信息披露,抑制投机。资金永远期待着能够带来丰厚回报的选择,资本市场的活跃源自于人们对很多好的选择充满信心和期待,期待的结果取决于政府的理性引导和投资者的明智选择。资产价格的波动,究其根本原因是货币供应量,但是,短期内价格的大幅变动与投资者的预期相关,而非理性投资者的过度参与将可能引向资产价格泡沫。为了培育理性投资理念,抑制过度投机行为的疯狂上演,政府首先应该做好的就是规范市场信息披露制度,最大限度地抑制市场噪音,让投资主体得到比较完善、准确而又权威的信息,同时,采用综合税收手段加大投机成本。



美国、欧元区、日本消费者价格涨跌幅														
		2005年						2006年						
		6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4		
美国	同比	2.5	3.1	3.6	4.7	4.4	3.5	3.4	4	3.6	3.4	3.6	4.1	4.3
	环比	0	0.5	0.5	1.2	0.3	-0.7	-0.1	0.7	0.1	0.4	0.6	0.4	0.2
欧元区	同比	2.1	2.2	2.2	2.6	2.5	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2	2.4	2.5	2.5
	环比	0.1	-0.1	0.2	0.5	0.3	-0.3	0.3	-0.4	0.3	0.6	0.7	0.3	0.1
日本	同比	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.8	-0.1	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6
	环比	-0.5	-0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.3	0.2	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.5

资料来源:美国劳工统计局、欧盟统计局数据库、日本统计局数据库

流动性过剩导致资产价格持续快速上涨

从长期来看,通货膨胀是一种货币现象,是推动价格上涨的必要条件,在实物市场中超额流动性作用就可能表现为通货膨胀。如果超额流动性作用在资产市场,就表现为资产价格的持续上涨。因此,从根本上讲,资金过剩是助推资产价格上升的根本性因素。

从国际环境看,就本世纪以来主要国家的货币政策轨迹而言,直到最新一轮加息周期开始,放松银根是一根主线。这在刺激经济增长的同时,也必然带来了流动资金的泛滥,显得全球的钱都非常多。在这样的背景下,自上世纪末以来,全球房地产市场异常繁荣,各国房价上涨的速度和持续时间,都超过了以往任何时期。在过去5年中,美国等国的平均房价涨幅超过了50%。英国一

家房地产研究机构发表的最新调查报告显示,在截至今年6月的一年时间里,全球房地产价格上涨了8.5%。同时,过剩资金也推动了原油、有色金属、黄金白银贵金属等资源品价格上涨,带动了全球股市的繁荣。从目前看,在美国“双赤字”继续高企和欧元区、日本经济复苏使得其金融机构信贷创造能力增强的背景下,全球超额流动性充裕的格局不会发生明显变化,流动性因素对全球资产价格推动作用仍然强劲。

在全球资金过剩的大背景下,受外汇储备大增的影响,我国也不例外,出现了资金相对过剩的局面。比如,据国务院发展研究中心金融研究所所长夏斌的计算,以第一季度末总体流动性分析为例,2004年为10711亿元,2005年为9939亿元,2006年为

19225亿元。2005年第一季度与2004年第一季度相比,总体流动性减少了8.4%,而今年一季度比去年一季度总体流动性增加了9286亿元,增加幅度高达93.4%。在这样的背景下,许多投资者或企业和个人投资信心在很大程度上偏向于积极乐观的方向变化,资金有强烈的选择愿望。在楼市、汇市和股市的财富效应影响下,人们有更大的信心或更积极的预期参与投资,充足的货币资金更多地是去追逐资产,造成了资产价格的攀升。

但是,如果资产价格持续走高,就有可能形成泡沫。在经济理论上,泡沫是指现实资产价格与实体资产价格之差。尽管测定实体资产价格比较困难,但是,日本的典型例子还是能够给我们以启示。从1955年到1990年,日本房

地产价值增长了75倍。东京土地价格在1955-1987年保持了年均增长16%的速度,在1987到1989短短的两年之内上涨了101%。日本股市也扶摇直上,从1955年到1990年,股价水平涨了100倍。到1989年底高峰时,日本股市总市值高达4万亿美元,是美国股市的1.5倍,相当于全球股市总市值的45%。1990年代初期,泡沫开始破灭,日本房产价格在不到一年的时间里下降了三分之二,股市开始崩溃,整个90年代,日本股市一直低迷不振,日本经济陷入长期低迷。资产价格持续走高甚至形成泡沫对整个经济的冲击可见一斑。

同时,从效率的角度看,因为泡沫的出现扭曲了市场价格体系,会导致资源的无效配置,泡沫持续时间越长,资源浪费的效率

损失越大。另外从公平的角度看,泡沫产生的最大危害,在于资产价格的异常上涨扰乱了人们的价值观。比如,许多企业开始热衷于资本运营,或者放弃主业而转向不动产投资。原本持有土地与股票的资产家,无须付出什么劳动,财产迅速膨胀到上亿的规模。另一方面,几乎没有资产的劳动者,即使辛劳一生,也不能拥有自己的住宅。长期持续下去,一方面,国家、企业的竞争力会受到极大的损害,自主创新的氛围将荡然无存,可持续发展面临挑战,另一方面,贫富差距将进入急速扩大期,社会矛盾将凸显,和谐社会的构建将困难重重。

因此,在看到资产价格合理上涨的同时,如何避免由此演化而来的泡沫将是未来宏观经济政策必须面对的问题。