

Opinion

watch | 上证观察家

货币政策稳中适度从紧“度”有玄机

这次政府提出货币政策要“稳中适度从紧”是对过去数年中“稳健货币政策”提法的扬弃。货币政策“稳健”性原则既得到了保留,又明确了未来的调控方向是“适度从紧”而不是“扩张性”,而一次性的紧缩力度也不会太大,即货币紧缩的力度要“适中”,不能“矫枉过正”。这意味着,货币调控是完全可逆的,并应对经济形势的可能变化迅速地做出反应。

◎彭兴韵

温家宝总理在最近的国务院常务会议指出:“坚持实施稳健的财政政策和货币政策,财政政策要加大对结构调整的支持力度,货币政策要稳中适度从紧,促进经济平稳较快发展,为党的十七大召开创造良好的环境和条件。”自1998年以来,政府一直倡导“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”。现在,政府一改人们熟悉的将近10年的提法,明确提出货币政策要“稳中适度从紧”,这一改变引起了市场的极大关注。

这次政府提出货币政策要“稳中适度从紧”是对过去数年中“稳健货币政策”提法的扬弃。从这一改变中,我们至少可以看到以下几个方面的动向。

第一,从直观的意思上来理解,它反映了政府仍然担心宏观经济“从偏快”转为“过热”。一方面,近

几个月来,中国的消费者价格指数(CPI)不断上升,受猪肉等农产品价格的大幅度上涨,五月份的CPI上升到了3.4%,今年以来已连续三个月(3月份CPI为3.3%,四月份为3%)超过政府年初设定的3%最大上涨容忍度。用人们的习惯性思维,中国又出现了所谓“负利率”的不正常现象。鉴于“吃”的产品价格的变动维系着千千万万低收入者的基本生理需求,因此,政府每次都由“吃”有关产品价格变动引起的CPI的上涨总是格外的关心。另一方面,受工业企业利润的增长的引诱,企业固定资产投资需求依然比较旺盛。今年以来的城镇固定资产投资增长率一直在25%左右的高位运行。政府一直担心,过剩的流动性导致银行信贷和货币供应量的较快增长,随时都可能造成固定资产投资的大幅度反弹,再一次造成交通、运输、能源供应的紧张,最终带动各类原

材料价格的大幅上涨,并由此引起成本推动型的通货膨胀。

第二,“适度从紧”意味着货币政策要从主要进行冲销操作,加强流动性管理,转变到流动性管理与银根紧缩并举的阶段。在今年初,温总理指出,流动性过剩是中国宏观调控面临的一个主要矛盾。政府采取了多种手段来抑制流动性的过快增长,比如继续大量发行央行票据,前五个月每个月都提高了一次法定存款准备金率。但是,针对流动性管理的货币政策措施并不一定会带来货币与信贷紧缩的效果。近年来,尽管央行多次提高法定存款准备金比率和存贷款利率,央行票据的发行规模越来越大,但银行体系可用于贷款的超额准备金仍然较多,基础货币的增长依然较多。正因为如此,在给人们紧缩感觉的货币冲销操作之后,银行信贷和货币供应量的增长还是超出了政府、货币当局

与公众的预期。鉴于此,适度从紧的货币政策,可能意味着政府在继续加强流动性管理的同时,还要真正紧缩银根,切实控制货币与信贷的过快增长。

第三,政府明确提出货币政策要“适度从紧”会对人们的预期产生较大的影响。一提到紧缩,人们总会想到政府会进一步提高利率、加强对货币供应和商业银行的信贷增长的控制。如果人们对未来是比较谨慎的,那么,进一步提高利率的预期会使企业和个人在借款安排时会变得相对谨慎。这就是说,一旦人们心里形成政府将要紧缩的预期,即便政府并不真正采取相应的紧缩性措施,也会达到实际紧缩的效果。当然,政策宣示所能达到的效果取决于政府承诺的可信性。可信性越强,在政府真正采取紧缩措施之前,企业个人的借贷行为调整就会越明显,在这种情况下,实际要求的政策紧缩力

度就会相应地减少。而真正的紧缩措施出台之后对市场的影响因借贷者事前的调整就会减弱许多。

最后,货币政策“从紧”要“适度”,其实对货币政策操作是一个相当高的要求。调控的力度不到位,物价继续大幅上涨、投资增长率继续大幅度地上升,或者是相反的情况都有可能会出现。这意味着,对于一个复杂的经济系统来说,“适度”的货币政策比一个主治外科医生持刀进行一个罕见的手术要复杂得多。正因为如此,货币政策从来都达不到“自由王国”的境界。不过,政府明确提出货币政策要“适度”,也就意味着政府在制定和执行货币政策时,应当充分认识到经济系统的前瞻性、对宏观经济和金融市场分析的准确性都提出了更高的要求,也要及时地弄清数量政策与宏观经济诸变量之间的数量相关性。否则,也就无从谈起“适度”了。

(作者:中国社会科学院金融研究所)

王石会不会让其他开发商尴尬

◎倪小林

按照国家日前公布的数据,今年1-5月全国房地产开发投资继续快速增长,增速超过去年全年的增速21.8%,也超过同期固定资产投资增速的25.9%。前5个月完成的房地产开发投资,经济适用房投资继续保持较快增长,体现出房地产开发结构正在改善。与此同时,也有数据显示目前全国房屋的空置率虽逐月下降,但是与去年相比依然呈增长态势。

以上信息说明我国房地产结构调整取得了阶段性成果,也显示房价可能并不像一些开发商所言一定还会大涨。正巧房地产商王石最近也公开表示,房地产的泡沫终究会破灭,房子价格将回归理性。不知他说这番话是否也依据以上数据。王石一直是一个有着争议的人物,一是王石“不合时宜”,总是与大多数开发商所想所做不太一样,总在探寻商人的社会责任,建言商人中低收入人群开发房地产,而房地产商们希望高高在上只开发高端产品;二是王石身为地产商竟然说自己从事的行业会回归理性,房地产泡沫总是要破灭,这容易让人联想他是不是另有图谋。

从旁观者的角度来看,正因为王石是商人,从他口里说出房地产价格要回归,显得更加有嚼劲之处。有媒体曾经报道,从2006年开始,王石和他的万科团队就不断增加对低收入人群住宅调研和建设预算,现在万科已经建立一套完善的企业公民公益体系,并且将拨出一笔预算来做社会公益的事情,这笔预算不仅得到了董事会的批准,在股东大会上也得到了99.7%的赞同率。和最近媒体报道北京一些开发商联手捂盘逼房价上涨的事件放在一起,就显出高下之别了。因为后者的行为让人们看到,房子越盖越多,价格越涨越高,的确不仅仅是一般供求不平衡,已经涉及房地产商是否囤积和依靠不道德途径扰乱市场秩序的问题了。

“居者有其屋”是前人留给我们的观念遗产,在今天百姓有这样要求一点不过分。但是,近几年围绕房价问题争论不休,最后焦点似乎全部集中在谁来为百姓建房上了。

曾经有房地产业人士称,大众住房问题必须由政府来解决,也就是只有靠政府去盖经济适用房,才能缓解百姓住房难的问题。如果笔者感觉没有错误的话,把这种话直接“翻译”过来就是中国的房地产商只需要盖高档住宅,为社会上的一部分富人提供服务,而不承担其他的社会责任。

虽然房地产是一种特殊的商品,笔者一直不解的是作为一个商人,如果失去大多数购房者,难道还有什么市场可言吗?

证券投资意愿超过储蓄是大势所趋

◎陈随有

短短两个月间的两次加息丝毫没有影响城镇居民股票、基金投资的热情。央行6月20日发布的第二季度城镇居民问卷调查报告显示,在当前物价和利率水平下,居民认为购买股票和基金最合算的比例快速提升,从1季度的30.3%提高了近10个百分点,达40.2%,并改变了以往依次为储蓄、消费的习惯排序模式,成为居民的首选。

我国是一个高储蓄率的国家,正因为这样,才使得购买股票和基金的意愿超过储蓄成为新闻。实际上,在西方发达国家,证券投资高于储蓄早就是一种常态。美国的国民储蓄率(指国民收入与私人及政府消费的差额占国民收入的比重)一直呈下降趋势,上世纪70年代,美国国民储蓄率的平均水平为10.3%,到80年代下降到7.6%。2000年因特网泡沫破裂以后,美国国民储蓄率以更快的速度下降,到2004年3月下降到1.3%,中间有段时间美国还出现了负储蓄率。

与低储蓄率相对应的,是人们对股票和基金投资的热情不减。美国投资公司协会和证券业协会公布的一份调查报告显示,到1999年初,美国有48.25%的家庭持有股票,其中,近90%的投资者表示将股票作为一项长期投资。基金也是美国国民青睐的投资方式。截至1995年,美国共同基金就已经突破3万亿美元,



刘道伟 漫画

点占到1956年3月12日突破500点大关,用了整整50年时间。到1972年11月突破1000点大关,用了16年多的时间。到1987年1月8日,道·琼斯指数突破2000点大关,用了14年多的时间。到1991年4月17日,道·琼斯股票指数突破3000点用了4年时间。此后,道·琼斯指数上涨加快,1995年2月突破4000点,11月突破5000点,1996年10月突破6000点,1997年7月突破8000点,1999年3月突破1万点……今年6月1日,道·琼斯指数达到13692点,再创历史新高。

美国储蓄率的下降与其股市走势的曲线大致相同,显示出证券市场的快速发展对人们产生出了更强的吸引力。这一原理在我国同样有效。我国股市从1990年到2005年,上证指数基本上在2500点内波动,

但从2005年6月开始,上证指数从1000点持续上涨到了4000多点,走出了一波前所未有的大牛市,这对投资者的吸引力是显而易见的。居民从储蓄转向证券投资,从长远来看有利于社会的稳定发展。以养老为例,美国战略与国际研究中心有关《银发中国》的报告指出,在中国55岁以上的老人家庭中,不足四分之一的家庭拥有金融资产超过其年收入,仅有5.4%的家庭拥有金融资产超过其年收入的2倍,这导致养老过于依赖政府,且生活质量不高。而在美国,其股市投资者的平均年龄为47岁,许多老年人靠三分之二的证券投资收益和三分之一的养老金保持着宽松的、高质量的生活。

如果考虑到我国现在的居民消费价格指数,加上利息税等因素,居民存款的实际利率乃是负利率,这也是导致我国居民储蓄意愿下降,转而投资证券的重要原因。而且,食品涨价、居民消费价格指数的不断上涨等因素,使人们更迫切地期待获取远高于存款利息的收益来缓解物价上涨的压力。

应该认识到,经过连续20多年的快速发展,我国有了良好的支持证券市场健康发展的经济基础,居民参与其中乃是顺应大势,而且,理财观念的进步也将提高国民的投资、理财素质,投资收益反过来又能促进消费,拉动内需。因此,我国证券投资意愿超过储蓄对经济发展是有益的,同时它也是必然发展趋势。

■雅玲随笔

谨慎确定我国外汇投资方向选择

◎谭雅玲

近期国内外金融市场与经济环境集中于对数据的敏感反应,无论汇率、股票、石油和黄金价格都有不同程度的上升,包括与价格指标相呼应的利率水平也在呈现上升趋势扩大局面。我国最新发布的数据也一改与国际趋势逆向运行的特色,尤其是通货膨胀指标出现大幅度的快速上涨。这些现象背后有很多值得思考之处。

美国财政部日前发布的最新统计数据显示,2007年4月份我国减持58亿美元的美国国债,为一年多来首次出现净减持的状况,目前我国持有的美国国债总额为4140亿美元,是美国国债的主要海外持有人之一,占有美国可流通国债总额的10%,这一动向引起市场广泛关注。在全球经济尤其是美国经济不确定之中,我国金融改革动向对当前美国投资市场十分重要,美国对有关美元资产和机制引起的变化十分敏感。英国2007年4月也减持了124亿美元的美债,这可能成为全球投资者对美国国债兴趣发

生转折的一个苗头。美国财政部已经开始针对这一问题采取应对措施,其中包括美国财政部副部长基米特访问莫斯科和北京,游说俄中两国继续投资美国国债市场,并计划到日本、韩国以及中东进行类似的访问,扩大美国投资机会。在当前不确定的趋势中,市场关注的焦点在于:一方面我国会不会大量抛售美元资产,转而购买其他货币资产,这将直接影响美元汇率价格与投资组合;另一方面是我国会不会减持低收益的美国国债,转而购买高收益的其他美元资产,从而影响到美国国债的价格和收益率。

近几周美元兑主要货币达到相对高水平,带动美国长期国债收益率上升,国债收益率曲线迅速摆脱倒挂局面,长债收益率高于短债收益率的程度为一年以来最深。美国长期国债自4月份以来已经上升60个点,预计2007年年底美国10年期国债收益率可能较两年前期国债高出20-25个基点,收益率曲线将会恢复常态,长债利率高于短债利率的态势将反转为维持利率稳定甚至加息预期是一个

主要因素,背后的战略动向在于美国吸纳资本的需求。美国金融战略在乎的问题是资本流入数量与规模。从美国财政部并没有将我国列入汇率操纵国的角度看,美国投资在乎的数量因素是自身的金融支持。而各国央行展开的多元化进程将是一个持续、长期的过程,这将对美国国债市场带来一定影响。虽然美国最新4月份资本流入数量达到1118亿美元,但当前美国国债市长期收益率倒挂局面的扭转,主要是利率收益率形成的拉动效应,并验证美联储不会轻易放弃加息周期和步骤。美元利率对美元资产投资信心的支持十分重要,并卓有成效。

应该承认,当前国际金融局面相当复杂,并十分浑浊,利率与价格和经济环境连接中的战略与策略组合并非单一,而是有深刻和长远的筹划,需要谨慎对应,美元利率上升转为较为确定在很大程度上来自外部的环境和政策的变化,包括其他货币利率水平高于美元,以及一些国家应对风险的储备,投资策略调整迹象。

在我国外汇投资组合与外部战

略组合的交融方面,值得关注的是国际经济金融竞争扩大中的金融风险预期和金融危机可能,从而谨慎确定我国的外汇投资方向选择。一方面需要关注我国外汇投资选择的方向与安全问题。我国在酝酿之中的外汇投资公司日前决定投资美国黑石集团30亿美元9.7%的股权。与此同时,在过去的几个月里美国国债收益率大幅度上升,10年期国债收益率累计增加达到60个基点左右。美国一些资产组合经理和分析师认为,这将提高企业包括黑石集团的融资成本,黑石集团可能受此影响调低原定的指导价区间,下调幅度可能为2%-6%。另外,美国两位参议员提出议案,对上市私人股本公司的征税可能大幅提高。这一提案也可能迫使黑石下调其IPO指导价区间。如果分析师的预测实现,则中国国家外汇投资公司对黑石股权的收购价也将下降,收购的代价最低可能为28.2亿美元。我国投资黑石集团需要关注国际投特点与趋势,防范安全收益是重要基点。

voice | 上证名记者

警惕“蓝筹股也疯狂”现象

◎郭凤霞

“蓝筹股也疯狂”,是最近出现在证券市场上一个奇特的“新现象”。从近日上市公司发布三个交易日内收盘价格超过20%的异常波动公告来看,一批高送配、定向增发和受益于人民币升值题材的个股几乎都“榜上有名”,其中更不乏一些人们熟悉的蓝筹股的身影。这些个股在大调整行情后突然“大放异彩”,其陡直的K线和强劲的气势,让一些老股民也目瞪口呆。

这种现象的发生,据说是对“暴炒垃圾股”的纠正。前段时间,大面积普涨行情使大量绩差公司跑赢大盘,特别是一些ST公司也跟着“鸡犬升天”。倘若说,以前有一个口号是“越穷越革命”,现在则变成了“越亏越越高”。这种背离股票价值、任意炒作的垃圾股,结果让一些中小投资者接下了“击鼓传花”的“最后一棒”,害人非浅。

从市场炒作往返到价值回归,是一个不用讨论的硬道理。据上海证券报报道,自5月30日大跌开始至6月19日,上证指数从3400点回到4200点上方,深成指再创14000点新高,这期间两市上涨的A股个股约395只,仅占27%,近1000只股票的股价并没有恢复到大跌之前,其中跌幅超过20%的个股约有350只。这就是说,推动股指大幅回升的主要力量,就是来自那27%个股的上涨和回补,而大部分个股仍在3000点左右原地维持。在最近一段时期“创新高”的个股中,毋庸讳言,以绩优股、蓝筹股为多。有些市场人士由此评议:低价股、垃圾股、三线四线股不提假炒作,炒“蓝筹股”总归“符合正确导向”吧!

但是,要警惕“矫枉过正”,不能从一个极端走向另一个极端。归根到底,业绩和估值才是股票上涨的两大推动因素,而实际估值在一个牛市中周期中对股价的放大更具有决定性作用。如果估值高了,就是蓝筹股也不合理,如果估值低了,“绩差股”也可能具备投资价值。所以,离开“估值合理”这样标尺,一味推高蓝筹股的股价,同样也会积聚大量的风险。从目前盘面上来看,一批蓝筹股的股价已经非常高了,不少行业龙头都已站到四五十元以上,甚至还有百元以上,这样的市场价格代表了这些上市公司在市场上的重要地位,只要这些上市公司的估值是基本合理的,业绩增长是有支撑的,再高的价格都可以接受。

问题在于,我们同样也不能排除这样一种可能,有人撑着“蓝筹股”这面大旗,而实际上大行投机炒作之风,当部分蓝筹股的股价高企到让普通投资者可望而不可及,成为一部分炒家手中的“玩票”时,风险也同样会相伴而来。暴涨暴跌引起的严重后果,在这些蓝筹股身上同样也会重演。

另外,从市场现象来看,大量市场炒作与上市公司的“做多”题材有关。自股权分置改革顺利推进以来,随着市场行情的不断升温,上市公司与大股东“做多”的意愿变得强烈起来,“做多”的行为也非常普遍,翻检一下这两年上市公司的公告,整体上市、增资扩股、清欠资金、并购重组、业绩预增、高送转股本,一幕又一幕精彩纷呈的“大戏”轮番上演,令人目不暇接,客观上给证券市场提供了大量推升股价的“题材”,这本身是一件无可厚非的好事,一段波澜壮阔的行情本来就应该由无数个巨浪和无数个浪花,前浪推后浪形成的。这种“做多”行为,从正面来看,对提高上市公司质量、注入优质资产、活跃市场行情、促进资本市场健康发展有着非常积极的意义。但从反面来看,不可否认的是,确实有部分迎合市场炒作的现象,甚至背后隐藏着其他一些不为人知的目的。

最近深圳证交所综合研究所推出一份报告,对上市公司或大股东“做多”的行为进行了分析,从手段上看,有的是合规并具有实质性内容的,有的则是不当,甚至违规并包含虚假成分的;从效应上看,有的是长期发挥作用的,有的仅仅具有短期“题材”炒作的意义。上市公司或大股东“做多”可能隐含增加股份、做高股价、未来高价套现的动机,可能导致市场或个股暴涨暴跌的风险。报告还指出,有的个股暴涨,主要是“做多”上市公司的市场反应,一旦这种“做多”上市公司的行为不能持续,效益不能显现,并且出现“大非”现实的上市流通压力时,市场可能出现暴跌的风险。

这就给我们提了一个醒,特别是广大中小投资者,对那些非理性暴涨的股票一定要保持一份清醒,千万不要盲目追逐涨势,要能够辨别是非、理性对待和正确看待各种各样“做多”上市公司的行为。

九江大桥事故不宜匆忙定论

◎冯玉国

6月20日,在九江大桥技术评估通报会上,10位国内知名桥梁专家对九江大桥的鉴定结果正式公布:九江大桥的设计和施工质量没有问题!不仅没有问题,专家还给出了很多赞誉:“大桥设计有一定的前瞻性”;“九江大桥的设计标准已超过了国家标准”;更有专家断言:“从桥梁上找问题来解决撞击问题,是不可能的。”

报道中得知,九江大桥坍塌事故发生于6月15日,这个参与技术安全鉴定勘察的专家组是在6月19日才成立的,20日就得出结论并在当天召开通报会,无论怎么看都显得过于仓促。而且,这个事故鉴定会似乎有表彰会的味道,充盈着赞誉,笔者认为对这种对待事故的方式不足取。

在国外,每当事故发生,有关方面都要组织最优秀的专家,动用最先进的仪器、设备,进行长达数日乃至数年的研究,以便从事故中找到真正的原因所在,为后来的设计、建造和管理者提供重要的参考,以此为戒,避免重蹈覆辙。

1938年,比利时 Albert 运河(这条河上共有50座焊接桥梁)上一座焊接桥梁发生断裂事故,整个桥梁断成三段坠入河中,专家们经过两年研究积累了大量的数据,但仍然无法断定事故的真正原因所在。1940年,另一座桥梁发生断裂,专家们根据此前积累的资料,通过两者的对比,最终确定了事故的原因,并迅速采取补救措施,对其他桥梁进行处理,以最大限度地避免发生新的事故,这种严谨的态度或值得我们学习。

要找到一起事故的真正原因并非易事,并不是一朝一夕就能完成的事情,过早下定论有可能使我们错过一次吸取教训,避免类似事故再次发生的难得机会。

工程设计的任务之一就是避免工程事故的发生,但是,由于具体情况不同,无论是外部作用效应、工程内部的应力效应还是具体的施工过程,都存在着一定的不确定性。它需要人们以科学、严谨、务实的态度认真对待每一个细节,而每一次事故的发生都更为研究者提供素材,我们应该慎重地对待此次事故,更大的耐心,动用先进的设备和仪器,甚至结合历史资料对事故进行解读和破解,而不是在匆匆得出结论后就万事大吉。