

## Opinion

watch | 上证观察家

## 警惕国际游资涌入我国热炒多个市场

近年来,国际短期资本在我国呈现持续流入之势。从国际收支平衡表来看,自2001年起短期外债余额逐年增加,占外债总余额比例呈逐年增长态势,2006年达到56.85%。近年短期外债的快速增长说明有大量短期国际资本进入我国。从近几年的实际情况来看,大量短期国际资本确实大举进入了我国债市、股市与房市并参与了炒作。除合法途径外,境外短期资本还通过虚假贸易、地下钱庄等非正规途径进入我国。

◎李若愚

近日,国家外汇管理局在银行外汇检查通报会上宣布,在对银行外汇业务进行的检查中,发现一些银行在履行真实性审核职责方面存在问题,使得一些境外投机性资金假借贸易或投资等渠道流入,甚至变相进入国内房地产市场和股票市场等。值得关注的是,我们通过考察近几年以来我国的国际收支平衡表和外债变化情况发现,近年来国际短期资本在持续流入我国。

首先,从国际收支平衡表来看,金融项目的贷方(负债方)变化反映出在官方统计范围内的外债流入情况。金融项目包括直接投资、证券投资和其他投资。直接投资的贷方主要是FDI流入,证券投资的贷方则是我国发行B股、H股等境内外上市外资股

以及发行中长期债券和短期商业票据等带来的外债流入。除上述两项投资之外的投资,如进出口贸易融资、贷款、金融性租赁等,划入其他投资项目。从内容上看,与国际短期资本流入有关的应该主要是其他投资的贷方。2001年以来,其他投资的贷方金额占全部金融项目贷方金额的比重持续上升。2000-2006年其他投资的贷方金额分别为421亿美元、501亿美元、730亿美元、1518亿美元、2622亿美元、3067亿美元和5163亿美元。其次,从我国外债增长情况来看,自2001年以来,我国短期外债余额以年均19.1%的增速逐年增长,超出外债余额年均增速10个百分点。1985年至2000年(除个别年份)短期外债余额相对平稳,占外债总余额比例一直呈逐年下降态势。从2001年起短期外债余额逐年增加,占外债总余额比

例呈逐年增长态势,2006年达到56.85%。近年短期外债的快速增长说明有大量短期国际资本进入我国。

从近几年的实际情况来看,大量短期国际资本确实大举进入了我国债市、股市与房市并参与了炒作。2001年以来,外资银行在我国银行间市场的交易量一直呈现突飞猛进的格局。2003-2004年我国债市进入下跌阶段之时,外资银行不断在银行间市场增持债券。外资银行在银行间债券市场的结算量在这两年大幅度增加,短短两年,外资银行在银行间债券市场成交近900亿元,几乎是前四年总和的30倍。外资银行在银行间市场主要进行现券交易,而现券交易又以买入现券为主。显然,外资银行进入银行间市场的目的并非为了融通资金,而是为了买入并持有债券。2004年下半年以

来我国债市由熊转牛,展开一轮历史罕见的牛市行情。2005年7月份汇改以后,外资银行高位顺势减仓,开始转为看空债市。

国际游资也大量涌入我国爆发式增长的房地产市场。目前,海外资金不仅介入我国房地产开发,还直接在房地产二级市场上大量购入物业。为防止经济过热,2003年开始的宏观调控将房地产作为调控的重点之一。但在此背景下,国际游资反而加快了进入我国房地产市场的步伐。2003年以来,境外的房产中介以及大型的金融投资中介开始进入房地产市场,在提供基础房产中介服务的基础上,以包销方式批量买入楼盘房地产,再进行商业性销售。据央行上海分行的统计,从2003年宏观调控开始以来,境外汇入的购房款迅速增长,购房款的本外币融

资中,外汇贷款和外资流入的比例半年之内猛增了7个百分点,境外资本直接流入房地产的比例也大幅提高。2003年以来宏观调控收紧信贷政策的一个直接后果,就是国内房地产企业的资金链持续吃紧,不少大企业如首创、万科、顺驰、万通和绿地等,开始寻求境外上市等方式引入海外资本,外资乘势大举进入我国房地产市场。目前利用非FDI类型的外债已经成为房地产开发企业的一种常见的融资渠道。

始于2005年下半年的A股市场轰轰烈烈的牛市行情也吸引了大量国际游资介入。目前外资参与中国A股市场的合法途径是通过成为合格境外投资者(QFII)投资A股市场,但QFII投资中国A股市场受到额度的严格限制。2003年瑞士银行等成为首批QFII,管理层给予QFII试点第一阶段的投资额度为40亿美元。2005年7月11日管理层又增加60亿美元将QFII额度扩大到100亿美元。截至目前,QFII有限的投资额度基本已经用尽。有限的QFII额度显然无法满足国外机构投资者胃口。除合法途径外,境外短期资本还通过虚假贸易、地下钱庄等非正规途径进入我国。

允许用公积金租房  
可让低收入者受益

◎王杰

住房公积金是一种国家支持的社会互助基金,意在通过金融互助方式,提高缴存公积金者的购房支付能力,是社会保障体系的一部分,其目的是为了保障低收入群体居住这一基本生活需求的保障。然而,统计数据显示,公积金制度远未达到这一目的。

国家审计署在对1986万人的缴存情况统计后发现,其中10%的缴存较多公积金的人,每个月交1572元,10%缴存较少的人只有54元。而32个城市住房公积金贷款发放和公积金提取情况显示,2005年住房公积金个人贷款的44.9%发放给了排在缴存额前20%的高收入人员,排在缴存额后20%的低收入人员仅得到3.7%的贷款。“公积金的使用更多地惠及了中高收入群体,对低收入群体改善居住条件的倾斜力度不够,未能有效发挥住房公积金在改善低收入职工居住条件方面的作用。”

之所以出现这种情况,根源在于我国公积金设计方面的瑕疵。住房公积金是基于工作就业的,而许多人的工作并不稳定,失业者就更不用说了。更大的问题在于,住房公积金主要是用于买房的,而在房价持续快速上涨的情况下,许多人买不起房,只能到退休时全额领取,能买得起房的一般都是高收入者。因此,公积金实际上演变成了低收入者缴纳的公积金却不能享用,而由高收入者使用的不公平局面。

这不仅背离了公积金设计的初衷,也降低了公积金的使用效率,导致大量公积金闲置情况出现。2005年8月,央行发布的《2004中国房地产金融报告》指出,截至2004年底,全国住房公积金缴存余额为4893.5亿元。除去个人住房贷款和购买国债,仍有沉淀资金2086.3亿元。这些资金的保管运作完全掌控在340多家住房公积金管理中心手中。

显然,如果不对现存公积金制度进行改革,公积金就可能逐步失去存在的合理性。公积金改革最重要的就是扩大公积金的适用范围。在这方面,其他国家的一些成功经验可以借鉴。比如在新加坡,他们的公积金制度不仅涵盖了买房,还包括子女缴纳学费、看病等等内容,这使得低收入者无论是否买房都能从公积金中受益。

就我国目前的状况而言,至少应该把租房纳入公积金范畴,因为我国当初设定的住房政策就是“租售并举”的路线,公积金应该体现出我国的这一政策特点,让那些买不起房选择租房的低收入者从中受益,从而,提高公积金的使用效率,发挥出公积金的保障作用。

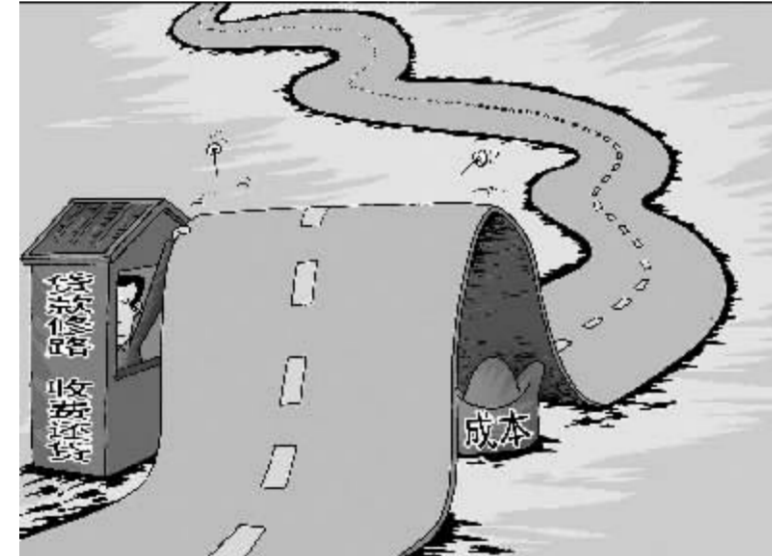
## 公路违规收费乱局应如何破解

◎予人

6月27日,国家审计署审计长李金华在向全国人大常委会报告2006年度中央预算执行和其他财政收支审计情况时指出,16省(市)在100条(段)公路上违规设置收费站158个,截至2005年底违规收取通行费149亿元;7省(市)提高收费标准,多征收通行费82亿多元;12省(市)的35条经营性公路,由于批准收费期限过长,获取的通行费收入高出投资成本数倍乃至10倍以上,成为“高价公路”,按地方政府核定的收费期限和2005年的收费水平测算,将增加一定的社会负担。

国家审计署所审计的范围是非常有限的,还有很多收费公路没有被审计到,尽管如此,所发现的违规收费就已经在200亿元以上,倘若全部审计下来,违规多收取的费用金额肯定会更加惊人!过重的收费让民众不堪重负。根据世行报告中的相关数据进行测算,在世界13个国家1600公里通行费占人均GDP的比例中,中国以超过2%的比例居首位,而美国只有不到0.3%,我国的比率是美国的6倍多!

出现如此大面积的违规收费问题,少不了监管的疏漏,然而,这并不是问题的真正症结所在。一个最显而易见的道理是,倘若收费公路在全国所有公路中所占比例较小,违规收费现象从绝对值上来计算必然大大减少。换句话说,只要公路建设资金不是融资取得的,而是政府



漫画 刘道伟

出于公共利益和公共服务的需要投资建设的,违规收费根本就找不到可寄生或依附的点,民众也就不必承担额外的负担。

西方发达国家为了确保公路的公益性特征不被扭曲,专门制定法律来促使政府承担起公路建设的主要责任,而不是靠银行贷款和社会融资来完成公路建设,因为公路属于公共产品中的一部分,做好公路投资是政府的基本职责之一。以美国为例,它早在1956年就通过了《联邦资助公路法案》,确立州际高速公路投资由联邦政府和州政府按照9:1的比例出资,不让逐利性资金介入。

我国在这方面其实也有相关

规定。国务院1996年下发的《关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》规定:“从1996年开始,对各种经营性投资项目,包括国有单位的基本建设、技术改造、房地产开发项目和集体投资项目,试行资本金制度,投资项目必须先落实资本金才能进行建设。”所谓项目资本金,就是指在投资项目总投资中,由投资者认缴的出资额,对投资项目来说就是非债务性资金。

但是,这种约束由于不够具体,也没有像美国那样上升到法律的高度,其刚性不足,难以被认真遵守。此次李金华作的审计报告,印证了这一点:“十五”期间,除北

京和上海外,16省(市)新增的二级以上公路,有67%为收费公路,截至2005年底,云南、四川、黑龙江、重庆4省(市)的收费公路占二级以上公路的比例均超过了80%。这些收费公路的投资中,银行贷款等债务性资金占较高比例,如浙江、河南等10省(市)“十五”期间的收费公路投资中,贷款等债务性资金占73%。截至2005年底,18省(市)收费公路银行贷款余额高达8000多亿元。

贷款占绝对比例是地方政府逐利性选择的结果。倘若财政承担建设职责,所建公路是纯粹的公共产品,花费的是纳税人缴纳的税金,政府就无法再冠冕堂皇地进行收费。倘若用贷款建设公路,即为收费提供了一个天然的借口,更有甚者,一些地方政府把用财政建设的公路通过转让等方式,转变为经营性公路的运营,这实际上是对纳税人的双重损害。一方面,让纳税人缴纳纳税款却没有尽到为其提供公共产品的职责,另一方面,政府用纳税人税款建设的公路不让公众免费通行,需另交费用,这对纳税人构成了极大的不公。

收费公路占据绝对比例,加大了我国的交通成本,制约了经济的发展,也严重损害了公共利益。收费公路违规收费,并不是简单地通过加强监管就可以解决的问题,只有通过立法的形式,明确财政资金成为公路建设的主体,由政府提供四通八达的免费公路,违规收费问题才能迎刃而解。

## IMF汇率政策方针强化美元霸权

◎谭雅稚

最近国际货币基金组织(IMF)发布了新的外汇政策指导方针,按照新的规章,IMF无须证明一国“是否有故意操纵汇率以谋取出口优势”,只要其政策造成了“基本汇率失调”或“经常账户长期巨额赤字或盈余”的后果,就可以认定其操纵货币。

IMF采取这种政策方针的主旨是试图均衡全球经济发展,从自身职责或作用扩大影响,或许并非仅仅是IMF本身意志的体现,或有更为强烈的美国色彩与意志。作为一个国际性金融机构,其应该做好各成员国之间的协调,而不能倾斜或依赖于发达国家。而作为弱市场经济国家,主要是发展中国家,他们的经济模式已经明显受制于发达国家的模型,发展中国家的经济金融利益有时并非主动需求,而是被动应对。与此同时,此政策强调货币对第三方的影响,对发展中国家更为不公平,发达国家为自由货

币和主导货币,发展中国家为非自由货币或顺从货币,第三方何意?

美国国会近期一直在施加压力,力图将我国列为汇率操纵国之中,但是美国财政部并没有这样做,其中美国经济利益的考虑是根本,因为汇率操纵国本身的伤害在于美国,而非中国,是一种损人不利己的手段。然而美国施压我国人民币升值的舆论和战略意图并没有结束,进而采取了与国际机构联手的手段。IMF发布新的外汇政策指导方针在一定程度上是美国意志与需求的体现。

回顾1995年、1999年拉美金融危机时美国态度与IMF态度,一致性地援助中的主导十分清晰,美国政治、经济、贸易和投资利益需要拉美的后院安全保障,是主导美国IMF行为的本质。再看1997年亚洲金融危机时,美国与IMF的援助态度,IMF有条件的援助方案是美

国的“药方”还是IMF的“药方”难以区分。因此,当前IMF发布新的外汇政策指导方针的时间和条件与美国汇率操纵国的设计和喧嚣“不谋而合”的,其主旨与主导不言而喻。而IMF的这种调整是美国利益的需要,并非国际公平与对等,并非超越国际规则与原则,不是公平合理对应,而是霸权意志需求。

在当今全球失衡严重的前提下,要以经常账户赤字或盈余来界定新汇率制度的操作,似乎有所脱离现实。IMF在处理这种问题时忽视了全球不均衡的最大差异与背景,即发达国家与发展中国家市场经济经验、经历、经过的不同,以及两者经济实力、金融规模、市场影响、收益效率以及体制观念的巨大不同。

从汇率操纵国字眼看,也带有明显不公平。其实任何一个国家出于经济金融安全的考虑,总会有不同形式的汇率干预,也就是汇率操纵。因为从国家利益出发,任何市场价格与策略的波折或调整都会有不

同利益或损失存在,不可能同利益同损,利益或损失都是相对的,不能都是收益,或都是损失。由于我国经济金融市场化程度有限,市场产品、功能与作用难以达到西方国家,甚至美国的水平,有时必要的行政干预手段既是市场经济必然的过渡,也是其市场化的必要,并非非市场化的手段,并非超出市场规则与规律。而事实上,西方发达国家的汇率也存在干预,其目的都在于保护本国经济利益与市场稳定。如日本2003年以前的汇率干预是其经济复苏的需要,美国强势美元之下的弱势美元同样是一种干预结果,只是他们干预的方式与手法高于我国,因为他们有市场化程度高起的机构力量,也有充分的市场产品配合,更有相当丰富的经验和技巧积累扶持。

面对国际压力,我国需要冷静,并按照自己的时间表改革前行。当前需要强化市场功能和水平,以增加汇率弹性和改变单边预期,实现汇率改革新的突破。

voice | 上证名记者

## 适合自己的才是最好的

◎郭凤霞

都说今年是“散户战胜了主力”,但中银万国证券研究所最近根据营业部网点的抽样调查结果,却给了我们一个完全不同的结论,在2006年1月到2007年5月这一轮牛市中,散户并未跑赢大盘。这期间,散户平均收益率为240%,而同期沪深300指数则上涨了326%,落后了大约86个百分点。如果说在今年1至5月因个股轮番上涨呈现出百花盛开的壮观局面,散户尚不能跑赢大盘,那么进入6月份以来,一天之内上下一、二百点巨幅震荡的行情中,输多赢少可能已经是大部分散户所面临的窘境。

证券市场撕开了极其残酷的一面,给广大中小投资者,特别是刚刚进入股市的新股民上了一堂扎扎实实的风险教育课。这一场暴风雨式的洗礼,一方面使投资者切身感受而不是从字面上了解了“股市有风险,入市须谨慎”的至理名言,另一方面,也着实教育了投资者应该如何调整自己的投资行为。

“适合自己的才是最好的”,这种婚姻生活中的“经典”不妨也可以“移位”到投资生活中来,寻找一条适合自己的投资之道,可能对广大新入市的中小投资者来说显得更加重要。究竟如何才能做到最有效率的投资,见仁见智。

其一,不妨把主要投资方向改为购买基金。最新公布的经济数据显示,加息预期进一步增强。目前不少中外机构分析师都认为,中国已经进入了一个升息通道,利率上行的空间已经打开,不排除在三季度加息的可能。下半年红筹股、H股回归,大量新股发行将增加股市供给。另外,针对当前国际收支失衡,缓解流动性过剩而发行155万亿特别国债的事项正在人大常委会审议,在这种紧缩货币政策,扩大股市供给的前提下,一段时间内,股市的宽幅震荡将不可避免。对既缺乏风险承受能力,又缺少专业知识的部分投资者来说,不妨把主要的投资方向转移到购买证券投资基金上来,让一个专业团队来帮助理财,以达到有效规避市场风险的目的。事实上,在本次5-30暴跌行情中,大部分基金的市值损失都要比散户少,就是一个最好的明证。在西方成熟市场中,大都经历过个人投资者蜂拥入市的过程,但经过几个轮回之后,人们发现委托专业机构理财,要比直接入市花费巨大的“心力”更有效率,至少不用自己每天研究K线图那样“劳心”了。这就是后来美国证券市场上共同基金大行其道的由来,当然购买基金也有风险,但这是另外一个话题了。

其二,不妨买些蓝筹股长期持有。经过六月份将近上下千点的来回拉锯震荡,前段时间网上盛传《死了都不卖》歌词中所描写的那种轻松高昂的大众情绪,现在已经发生了很大的变化。一股“揣揣不安”的寒流开始在市场上弥漫开来,从最近成交量急剧萎缩就可以看出,投资者变得谨慎和犹豫了。寒流当前,正好让人们清醒。中国证券市场从20世纪80年代发展至今,牛短熊长,几乎成了一般规律,中小散户多年深套其中的惨痛经历,让许多人至今唏嘘不已。此轮大牛行情的爆发,是基于股权分置改革的成功和人民币升值的现象背景,大部分市场人士都认为,此番股市下跌只是“黄金十年”中的阶段性调整,所以我们仍然要坚定牛市思维,坚决看“多”,决不要动摇投资股市的决心。对于有一定风险承受能力,但“炒股”时间不多的投资者来说,不妨买些大盘权重股、国企蓝筹股,或者业绩成长股,作为中长期投资,坚决持有段时间,等待“满城尽带黄金甲”那一天的到来。

其三,不妨多种投资组合。最近财政部部长金人庆在《公共财政与百姓生活》一书的序言中写到,我们每个人的家是一个小家庭,国家则是一个拥有十三亿人口的大家庭。每个小家庭要过好自家的日子,需要认真计算。比如,一年的收入大概是多少,柴米油盐酱醋茶要花多少钱,孩子上学要花多少钱等等,都要考虑周全,合理安排。中国的日子也与此类似,要实现国家繁荣昌盛,人民安居乐业,也要精打细算,把钱用到刀刃上。套用金人庆部长的话来说,个人收入分布其实也需要规划,除了投入股市之外,还可以有很多投资渠道可以规避风险,得到较好的回报,比如企业债券、商业保险、银行理财产品、货币型、指数型基金,甚至购置房产、参股企业等等。只有“多点开花”进行投资布局,才不会被股市下跌所累。

## “以公谋私”严重损害公共利益

◎余昭

一些部委和央企在“以公谋私”方面走得越来越远,国家审计署审计长李金华所作审计报告中主要提到了两点:

其一,部委方面。也监会、劳动保障部等23个部门所属的33个单位采取隐瞒收入、虚列支出等方式转移资金5.91亿元,其中5.45亿元未纳入法定账册,“部分用于发放职工奖金福利”等。其二,央企方面。审计查出8家企业有的多计利润43.72亿元,有的少计利润33.35亿元。有的企业还通过转移截留收入等方式,将大量资金存放账外,审计发现账外账户18个,累计存入资金16.1亿元,“大部分用于对外投资和发放职工福利”。

部委隐瞒收入,减少了上缴财政的金额,间接蚕食了公共利益。而虚列支出增加成本,最终仍将减少财政收入,压缩公共利益的空间,而这一切都让部委自己成为惟一的受益者。身为为纳税人提供公共服务的机关,却把部门利益放在公共利益之上,如此做法不仅令人深感寒心,也树立了一个恶劣的典范。

至于央企,通过转移截留收入等方式将大量资金存放账外,用于对外投资和发放职工福利同样是对公共利益的蚕食。其一,企业无论采取何种方式把企业资金转到账外,都将减少国有资产和国家税收,并减少企业利润。国企属于全体国民所有,理论上讲,每个人都有分享其利润的权利,央企把这一部分利润转移出来归自己享用,等于部分剥夺了全体国民的利润,侵害了国民的福利。其二,企业用于对外投资的账外资金由于只体现在账外,所有收益都归属于企业或某些人所有,是典型的利用公共资源牟一己之利。

近年来,无论在地方政府,有关部门还是国企,他们所控制的资源都呈上升趋势,追求个人或部门利益最大化的冲动使他们难以摆脱“以公谋私”的冲动。目前,对地方政府和有关部门的监督还远远不够,上级有关部门甚至有时也是下级违规的受益者之一,导致监督的缺位和失灵。国企同样存在着这一问题。

利用公共利益牟取私利的行为影响极其恶劣,仅靠事后的审计是不够的,还应该从制度层面加强监督——尤其需要发挥民众的监督力量,并加大惩戒力度,让“以公谋私”者付出更大成本,以杜绝类似事件重演。