

watch | 上证观察家

# 寻找实现人民币“理性升值”之路

人民币升值符合国家长远利益,其直接目标是形成合理的人民币定价机制,以及促进人民币国际化,最终目标则是建立与经济大国地位相应的强势货币体系。如何实现人民币的“理性升值”,并没有一些公认原则。但有几方面要素应是实现理性升值的必要条件:一是应避免人民币的剧烈升值;二是独立的货币政策不能放弃;三是促进亚洲金融合作,对缓解人民币升值的冲击很重要;四是人民币稳定升值,要有金融深化和金融创新的保障。

◎杨涛

目前,迫使人民币升值的外部压力进一步增大。事实上,在5月份的第二届中美经济战略对话中,双方对人民币汇率问题的讨论气氛就略显紧张,虽然此间中国政府把人民币对美元的浮动幅度从千分之三扩大到千分之五,却并没有使美国人感觉满意。最近,先是美国参议院要筹备立法方式来对人民币升值施压,后又IMF通过了新的汇率政策指导方针,从而更容易给中国扣上“汇率操纵”的帽子。在此时刻,更需要我们理清思路,拨开人民币升值迷雾中的迷雾,寻找人民币的“理性升值”道路。

应该说,想要去除人民币升值问题中的理解偏差并不容易,因为这已不仅是经济和金融问题,而且混合了复杂的政治和社会文化因素。我们主要想讨论三个问题,试图在众说纷纭中找到更明确的线索。

第一个问题是:如何从国家战略的角度来理解人民币升值?首先,人民币升值符合国家长远利益,其直接目标是形成合理的人民币定价机制,以及促进人民币国际化,最终目标则是建立与经济大国地位相应的强势货币体系。一

方面,近年来伴随汇率改革而出现的人民币升值,反映了在对外经济交往中对人民币价值的低估,不管这种低估是体制还是经济贸易结构所造成的,事实上的人民币升值都是合理的货币价值回归。另一方面,只有拥有强势货币体系,大型经济体才能最大限度地获得国际战略利益。毋庸置疑,美国的全球优势地位,很大程度上是依靠美元化而巩固的,而欧洲在意识到这一点后,也围绕欧元展开了经济金融一体化,在亚洲金融合作困难重重的情况下,人民币升值并非权宜之计,而是中国努力实现货币国际化,建立国际强势货币的必由之路,这是长期性的战略导向。

其次,人民币汇率问题已成为国际政治的焦点,可充分作为实现外部政治和经济利益均衡的筹码。现在,人民币升值不仅成为国际货币体系中的核心事件,也被许多国家当作内部政治角力的重点。但换个角度看,全球对人民币汇率的重视也是好事,使中国增加了对外谈判的政策筹码。这样,在人民币升值和自由化的长期趋势下,升值的途径和速度是政府所应该掌握的,在符合中国内部经济和金融发展利益

的同时,尽可能用来谋求国际政治和经济利益。

第二个问题是:如何从他国货币升值事件中吸取经验和教训?

首先,一说到人民币升值后果,人们就会举出“广场协议”后日元快速升值、进而伴随资产价格泡沫膨胀到破灭的例子。但事实上,要认识到日本经济危机的罪魁祸首,应是为缓解日元升值带来的通货紧缩压力而采取的宽松货币政策。对于日本的泡沫经济,使日本长期保持低利率政策的1987年“罗浮协议”要承担更多责任。借鉴日本经验中,应关注的是日本快速升值的弊端,以及实施配套财政货币政策的慎重。

其次,德国则提供了与日本相反的例子。面对经济增长带来的汇率升值压力,德国货币当局旗帜鲜明地捍卫货币政策的独立性,更多地把汇率水平的决定留给外汇市场去决定,结果德国虽然经历了丝毫不逊于日本的货币升值经历,但同时期的物价与产出都保持了更加稳定的水平,这就需要进一步思考国内货币政策与汇率政策的合理协调。

再就是韩国在上世纪90年代,由于经常项目的巨额顺差导致韩元开始升值,国际热钱大量涌入,期间韩国央行采取各种常规货币政策手

段都难以解决流动性过剩问题。最终韩元大幅升值,出口增速下降,贸易顺差减少,才缓解了流动性过剩。同样,印度从2001年开始也遭遇了外汇储备增加而导致了本币升值,而期间印度央行公开市场操作同样失效,最终2003年开始印度卢比出现了持续实际升值的趋势,才初步解决流动性问题。不可否认人民币升值会对当前流动性问题有所缓解,但中国当前有更复杂的背景,因此也难以对人民币升值解决流动性过剩问题有所预期。

第三个问题是:实现人民币“理性升值”的要素是什么?

如何实现人民币的“理性升值”,并没有一些公认原则。但无论如何,通过总结历史经验和对现实的把握,有几方面要素应是实现理性升值的必要条件。

一是应避免人民币的剧烈升值。广场协议后,世界主要货币对美元汇率均有不同程度的上升,1988年,1985年相比,日元升值幅度最大,达86.1%。反思日本泡沫经济之所以破灭,虽然并非完全日元升值所致。但是,当时日元对美元汇率变化过于急剧,导致了日本经济发展乱了阵脚,这种“急剧变动”是最不可取的。

二是独立的货币政策不能放

## 防网络“黑嘴”需上市公司积极作为

◎陈随有

过去,“黑嘴”主要是通过电视媒体来传播虚假信息,在这种情况下,对“黑嘴”的认定非常方便,解决这种形式的“黑嘴”传播途径也非常简单。但是,随着网络的日益普及,网络“黑嘴”跟风作浪,令人防不胜防。目前,各大与股市有关的论坛,各种消息满天飞舞,这些无处不在的信息令投资者真假难辨,一不小心就上当受骗。

这种网络“黑嘴”分为两种,一种是公开的。典型的如某证券分析师某某,他先后在网络登载严重失实文章,这些错误信息对公司股价造成了影响,当事人也因涉嫌违法违规,被立案稽查。另一种是公开的隐形“黑嘴”,这些“黑嘴”可能是某个人,也可能是某个团队,他们不辞辛苦地在各大论坛复制内容相同或大致相同的信息,也有假扮散户的口吻或分析师的口吻对投资者进行诱导。

有些投资者因此上当受骗,这些因虚假信息造成亏损的投资者很难去追究这些“黑嘴”,这当然不仅限于技术方面的限制,也有观念上的制约,即很多人更倾向于把这种损失视为“倒霉”,从而放弃追究溯源,通过举报维护自身权益的途径。因此,尽管证监会多次提醒广大投资者不要轻信误传、跟风炒作,遇到有人编造、散发不实信息要及时举报,但真正举报的线索有限,影响了监管部门对这类“黑嘴”的查处。

在网络“黑嘴”活跃的今天,在上市公司已逾千家的今天,在网络高度发达的今天,仅靠监管部门是不够的,还必须发挥上市公司的作用,形成监管方、上市公司的联动,因为绝大部分信息都涉及具体的上市公司,上市公司自身有监管涉及自身信息的义务,遇到虚假信息应及时澄清,以最快的时间让网络“黑嘴”现形。比如,今年4月16日至5月18日某证券分析师某某连续发布四篇关于广济药业的研究报告。这些报告出台后,广济药业先后四次发布澄清公告,深圳证监局随之介入调查。

这一事件是监管部门与上市公司联动的一个典型案例。上市公司发现问题后先发布澄清公告,避免虚假信息进一步误导投资者,然后,配合证监部门及时立案调查,既能及时追查具体责任人,维护市场的正常秩序,又能及时保护广大投资者的利益,避免事态的恶化。一旦上市公司对网络信息的监管做到位,网络“黑嘴”的生存空间就会被压缩到最小。

## 数字电视推广何以令公众不满

◎珑铭

数字电视的推广过程可以“举步维艰”来形容。民众对数字电视的不满主要体现在四个方面:

第一,收视费用过高。模拟电视每月收费一般在12元左右,而数字电视的收费在北京每月则高达120元(央视高清频道)这种收费普通老百姓感觉太高。而且,所有的节目打包推行,没有其他方案或“套餐”供老百姓选择。如果消费者选择电视台还要另外付费。

第二,推行过程中带有一定程度的强制性。许多地方为了迫使老百姓接受数字电视,只保留屈指可数的几个模拟频道供不安装机顶盒的用户在过渡期收看。而且,一旦过渡期结束,模拟电视信号被关闭,没有安装机顶盒的用户就没法正常收看电视节目。这种做法涉嫌违反我国《合同法》和《消费者权益保护法》等有关规定,因为用户选择继续使用模拟电视的权利被剥夺。

第三,机顶盒的垄断性销售。机顶盒生产和销售垄断局面,造就了机顶盒价格畸高的问题。某生产机顶盒的厂家公开销售的一种机顶盒售价1888元。难道一个机顶盒的成本已经能和电视机相比?但在目前情况下,民众根本没有选择的余地,因为



漫画 刘道伟

受加密技术的限制,不用他们的机顶盒你根本无法收看数字电视频道。

第四,重复收费。一台机顶盒只能连接一台电视机,但现在不少家庭都不只一台电视机,这意味着第二台电视机同样需要购买机顶盒,需要多交费用,而信号制作成本并未增加,这显然是不合理的。而且,目前机顶盒信号十分稳定,经常有马赛克、卡顿等问题,让民众享受的数字电视高清服务大打折扣。

需要强调的是,数字电视的推广带有明显的商业性,其推广过程却在一定程度上动用了公权力和一

些公共资源,这其实是公权力的一种错位,因为公权力首先要维护公共利益,其次才可以考虑是否对企业的某种商业行为予以支持。任何商业推广行为都不能带有强制性,而必须以平等协商的方式进行。

比如,美国在推行数字电视过程中,就由数字电视推广商和民众之间达成了相关协议,根据协议,大致产生了四种方案,以确保在数字电视推广过程中不损害公共利益。

即使的确需要用数字电视替代模拟电视,也必须保护民众利益不受损害。仍以美国为例,如果某模拟

## 不要过高估计消费者对价格改革的承受能力

◎梁达

近年来,尽管居民的收入水平随着经济的增长而提高,但各项支出与日俱增,尤其是房价连续攀升,医疗教育等支出有增无减,加上最近粮食、猪肉价格的大幅拉升,引发了众多商品价格的上涨,这些均严峻考验居民的经济承受力。

以前人们在考察消费者的经济承受力时,往往看到的是居民收入的增长,而容易忽视近年来居民对各项改革和物价上涨的巨大付出。数据显示,2003-2006年我国城镇居民人均可支配收入年均增长9.2%,农村居民人均纯收入年均增长6.2%,低于GDP增长10.3%的平均增速。

在看到收入增长的同时,应从另一个角度来观察,即居民支出的增加和价格的上涨给居民收入所带来的缩水。我国城镇居民人均消费支出由2002年的6030元增加到2006年的9897元,增长44.2%,年均增加667元,消费支出年均增长9.6%,超过收入增速0.4

个百分点。农村居民人均生活消费支出由2002年的1468元增加到2006年2416元,增长64.6%,年均增加237元,年均增长13.3%,超过收入增长7.1个百分点。可见,近几年城市居民收入的增长基本被支出所抵消,农村居民则是入不敷出。

在居民的投资与消费中,房子是近年来挤压居民钱包最多的东西。房价坚挺,一路攀升,掏去了居民大部分的积蓄。与上年相比,我国商品房销售价格均超过5%,2002年为3.4%,2004年达9%,2005年为7.7%,2006年为5.8%,一些大中城市的房价涨幅甚至每年均超过10%。据有关部门对12个城市的调查结果显示,64.2%的消费者认为合理的房价在2000-5000元/平方米之间,但这些城市目前的房价均大大超出了其理想价位,远离了消费者的承受极限。对这些信息,政府应引起高度重视,因为承受极限所隐含的容忍度,或可视为对社会和谐与稳定产生重要影响的临界点。

从物价的走势看,目前正是处在

一个涨声四起的时段。猪肉、粮食等食品价格普遍在上涨,水、电、天然气、油、煤等也在上涨,房价在多方面的呼声中仍在攀升,医疗费用、教育费用等都在上涨,价格上涨与居民收入增长背离的结果最终导致内需不足,影响经济的健康发展。

最近两年,对民生问题的关注度正在提高,但是,我们对民生问题依然缺乏一个系统而实际的认识,这在一定程度上冲淡了解决问题的紧迫性。对于某种具体价格的上涨,曾有人表示,涨幅在百姓可承受范围之内。问题是,我们对老百姓的真实承受能力究竟了解多少?孤立地看待收入的提高和某种价格的上涨,其所带来的压力或许在老百姓的承受能力之内,但是,当所有的压力集中在一起时,居民的承受力就会大打折扣。而我们现在缺少的恰是观察老百姓实际承受能力这一至关重要的指标。

之所以大多数消费者对物价的承受力有限,一是目前的社会保障制度还不够成熟,人们对未来还有很多

顾虑。面对住房、医疗、教育这三座大山,人们无法轻松消费,只能紧缩开支;二是在支出预期增强的同时,收入预期仍然有限。

不要过高估计消费者的承受能力!尤其是在对资源性产品价格改革时,应考虑居民的承受能力,循序渐进。资源性产品作为生产环节的上下游,其价格调整和改革的社会波及面广,影响大。对其进行价格改革应统筹考虑,特别要考虑到中低收入者的承受能力,保证使资源性产品价格改革不至于进一步加大社会普通民众的生活压力。

对住房价格,更应充分考虑百姓的承受力,房价的增长速度要与居民的收入增长速度成正比。对于中低收入家庭,特别是贫困家庭的住房问题,应用廉租房来解决。

因此,在现阶段,在推出各项改革措施时,我们应该重新对老百姓的承受能力作出综合评估,正视民生问题的紧迫性,以务实的态度加速民生问题的解决。

voice | 上证名记者

## 让市场调节的力量更大一些

◎倪小林

最近,投资者谈政策的说法多起来了,上周末央行官员再次出面解释,央行货币政策不是直接针对股市楼市的。每周官员出来解释宏观政策变动不是针对某某市场,已经连续一个多月了,这在近几年是极为罕见。

尤其是特别国债的发行,至今还有官员仍在解释特别国债不会影响股市。官员轮番出面解释宏观政策含义,旨在告诉人们投资者谈政策的说法是成立的。不过,一篇题为《股市调控误区:微观管理疏漏导致宏观动作过激》的文章,对“误读说”提供了另一种思路,市场自身存在的问题没有解决,宏观政策力度再大效果必定大打折扣;同时也有学者认为目前宏观调整过于频繁,微观治理不足。据此看来微观市场与宏观政策一定是在时点或者力度与需求上不太协调了。尽管一些货币和财政政策出发点不是针对股市,但是靠流动性支撑的股市不受影响也是极小的概率。

用“误读”来解释股市“周循环忧虑症”——每到周末市场传言就随增,直接影响投资行为的改变,股市下跌,是一种最简单的推理。可事情往往不那么简单,因为任何一项政策都是在一定客观环境下出台的,笔者认为我们不可忽视以下几点环境因素。一是今年由于股市很热,一季度A股新增开户数高达478万户,银行储蓄开始了大搬家,于是提示风险的文章和言论频出,在五月份投资者已经感到了很大的压力;二是今年是亚洲金融危机十周年,在这样的背景下中国股市一直是全球经济界评论的焦点,股市的大牛市特征已经被风险和危机研究与警示冲淡,市场一直在犹疑之中徘徊。如此市场环境下,政策又频繁推出,投资者过于敏感是完全正常的反应。国际上不少评论认为中国股市在极短时间内出现爆发性行情,又在极短时间内大幅下跌,在全球股市中也是很少见到的现象。那样的语境下谈误读的确有些牵强,我们很有必要回到前边那些学者提出的观点上来分析原因。

宏观政策剑指高房价进行调控,但是房价越调越高,迄今也没有更好的办法加以解决。其中原因错综复杂,尚有一点,政策面和市场取向肯定有背离之处。如今的房地产市场早已各种利益诉求杂沓,倘若只靠同一政策调控,必然顾此失彼按下葫芦起来瓢,价格下不去供给还会受到抑制。而股市虽然表象完全不同,但是无论印花税的调整,还是货币政策的相继出台,特别国债的发行,调控对市场“投鼠忌器”的感觉却与房市一样,被市场读出来了。因为几乎每一次政策出台之后,都跟着有一系列的解释,人们总觉得这为的是让下跌的股指再度回升。

笔者认为如果长此以往要对投资者进行一般意义上的风险教育,会产生预计的效果。这一段政策和市场的博弈,常常让人们想起“狼来了”的寓言故事,倘若这种周末忧虑不断演绎,又不断被政策解释引导投资者放松对市场风险的警觉,时间一长投资者的风险意识就会演变为对风险的漠视。因为,买股票原本是投资人的一种市场行为,如果被过多政府行为干预,培养投资者风险判断能力的机会就会被抵消掉。

最近,《新华每日电讯》有一篇印度人热衷于买股票的报道,印度也有人将自己50%的储蓄投进了股市。但是,他们这样做似乎非常不理智。其原因一是印度股市有句名言叫“制度为王”,健全的市场制度还包括监管部门对操纵市场和违规交易行为的及时查处机制使他们心安;另一方面就是公司治理到位。印度的资料说明,对于市场的事情,与其在宏观上着力,不如加快微观市场的制度建设,加快公司治理和严格信息披露制度,让市场调节的力量更大一些,也让投资者增强更多的市场风险意识,而不是政策风险意识。

## 政府偿还高校贷款的利与弊

◎王平

最近几年,广东省政府批准的省属大中专院校扩招以来,整个贷款达到180亿元左右。广东省政府表示,这180亿贷款,除了三四十亿元的生活设施除外,剩下的130多亿元的整个教学设施投资将由政府出钱,今年内一次把它还清。广东省表示,再穷不能穷教育,再穷不能穷孩子,广东省对科技投入,对教育投入是毫不吝啬的。

政府帮助高校还贷广东并非唯一这样做的省份。江苏省高校有100多亿元债务,江苏省计划通过“三三制”来化解——政府拿出三四十亿,另外通过资金运作筹集三四十亿,余下部分由高校自己承担;在浙江省,财政拿出40亿为高校贷款贴息……在此之前,教育部官员曾经呼吁由政府帮助高校还贷,以化解高校贷款风险。这使得政府出手相助有了些“众望所归”的味道。

高校贷款引起社会高度重视始于2005年12月,中国社会科学院发布了一份名为《2006年:中国社会形势分析与预测》的社会蓝皮书,其中提到:有的高校贷款已高达10亿至20亿元,目前高校向银行贷款总量约在1500亿至2000亿元之间。全国政协常委朱永新指出:“巨额债务已成为制约高校发展的的重要因素,个别学校甚至资不抵债,破产隐患凸显。”

政府帮助高校还贷,对于高校而言无疑是一个天大的喜讯,也的确具有一定的积极意义。因为目前高校贷款基本上是用贷款或者账户抵押贷款,真正运用到还贷的主要是教育事业收入,还贷渠道非常单一。在还贷压力下,一些高校很可能采取乱收费的办法,加重学生负担,或者通过各种途径搞“创收”。形形色色的“创收”活动不仅使高校的教学与科研工作受到影响,还损害了高校的形象,影响了人才的培养。政府还贷等于将这些问题一下子化解掉。

但同时,政府慷慨帮助高校还贷也埋下了很多隐患。许多高校根本就没有还贷的意识,绝大部分高校主要根据银行贷款承受能力来决定贷款规模,几乎不考虑学校自身偿还本金的问题,原因就在于以往政府身上推卸责任,反正政府不会坐视高校破产。在政府主动帮助高校承担全部债务之后,高校的这种只贷不还心理无疑将变得更为强烈,其贷款欲望可能更大,给政府留下更大的包袱。

而且,高校贷款相对非常容易,这使得高校不懂得珍惜贷款的价值,导致许多高校的贷款使用效率低下,铺张浪费严重,在由政府包干还贷的支持下,高校提高资金使用效率的动力源自何方?这些都是需要正视的现实问题。