

Opinion

■财经时评

“过热”还是“不热”：中国经济多维观察

当前中国的经济正在以其自有的步伐稳健地前进。如果说宏观调控的目标在于保持一个可持续的经济增长速度和合理的通货膨胀率,那么,经济已经处于这种状态了。目前,我们最好不要用频繁的宏观调控政策去干扰经济的自主发展,而是要继续推动改革,以改善整个经济增长的供给面。

◎殷剑峰

当前中国经济是否“过热”?对于这个问题,大家的第一反应总是盯上“过热”的投资、“过高”的贸易顺差,从而认为确实“过热”了。然而,衡量“过热”与否,必须先找到一个标准。显然,如果与已经完成工业化和城市化的发达国家相比,中国的主要经济指标都是过高或过快的。这就仿佛将一个正在成长的青年与一个老年人相比,青年人总是会吃得“过多”,长得“过快”。

就单个经济指标而言,衡量其是否过快可以与其历史相比。例如,就投资而言,虽然上半年增速达到了26%强,但是与往年超过30%、甚至达到50%的增速相比,现在的投资并不能一口咬定“过热”。再例如,就出口而言,即使不考虑今年上

半年因出口退税政策行将调整导致的提前出口因素,只是看2004年以来的时间序列数据,也会发现出口增速存在着缓慢下降的趋势。

事实上,在投资、出口和消费这“三驾马车”中,今年上半年如果不是消费出现了快速增长,GDP增长率可能也不会达到令人称奇的11%。此外,就投资而言,在增速较往年下降的同时,投资的行业和区域结构也在迅速改善。例如,在投资的区域结构方面,中西部正在崛起,而东部发达地区的投资比重在显著下降。截至今年5月份,北京、上海、天津、江苏、浙江、广东、辽宁等7个

发达省市的固定资产投资占全国投资的比重为46%,比2004年同期下降了5个百分点。投资结构的改善使得投资的效率大幅度提高,其直接的表现就是企业利润迅速提

升。

凭单个经济指标来判断是否“过热”或“不热”并不全面,诸如投资、消费和出口这些变量都只反映了经济的总需求层面,而实际的经济运行状况是总需求和总供给共同作用的结果。要全面、客观地判断当前的经济形势需要综合考察这两个方面,具体说,就是要看当前实际发生的经济增长率是否超过了由现有资本、有效劳动、技术和体制改革等因素支撑的潜在增长水平。

对于中国经济的潜在增长水平,已经有许多学者开展了广泛深入的研究,例如,有人认为是9%,有人认为是10%或更高。虽然这些结论都经过了缜密的理论推演,但不幸的是,如同中国股市应该涨到5000点或6000点的说法一样,它们都是不可验证的。幸运的是,在别

除了粮食、石油等需求呈现刚性、价格主要受供给影响的物品之后,物价指数可以作为一个反映经济运行状态的良好指示器。根据宏观经济理论,当由消费、投资和净出口构成的总需求超过了由供给面决定的经济潜在增长水平时,我们将会面临一个加速的通货膨胀。

以上个经济周期(1991-2000年)为例,主要受投资高速增长推动,GDP增长率在1992至1996年连续6年超过了10%,而CPI则在1991年的4.5%一路飙升至1994年的25.5%,之后虽有回落,但也在7%到10%左右。当时这种加速的通货膨胀同粮食以外的其他商品价格涨幅密切相关。例如,在1994年,衣着、家庭设备用品及服务、医疗保健及个人用品、居住等商品和服务价格分别上涨了19%、

11.1%、12%和15.2%,而整个非粮食价格的上涨占到当年CPI上涨的60%左右。所以,我们可以说当时的经济确实过热了。

与此不同,当前的经济增长是适度的。今年上半年,除粮食以外的商品和服务价格要么增长缓慢,要么甚至出现了负增长。在扣除粮食价格之后,6月份的CPI只上涨了1%,分别比2006年和2005年同期回落了0.2和0.3个百分点。非粮食CPI的这种变化反映了当前我国企业乃至整个经济的强大供给能力,而价格增速的回落反映了总供给正在以快于总需求的速度增长,这显然非上一个经济周期所能比。

所以,综合各种因素来看,我们更倾向于认为,当前中国的经济正在以其自有的步伐稳健地前进。如果说宏观调控的目标在于保持一个可持续的经济增长速度和合理的通货膨胀率,那么,经济已经处于这种状态了。目前,我们最好不要用频繁的宏观调控政策去干扰经济的自主发展,而是要继续推动改革,以改善整个经济增长的供给面。

(作者单位:中国社科院金融所)

■雅玲随笔

欧元上涨、人民币升值：美元贬值的“一箭双雕”

◎谭雅玲

近期国内外金融市场有两个焦点值得深思并采取相应措施。其一是欧元汇率达到1.38美元,创下历史新高,并超出2004年欧元汇率水平,但欧元区内部货币政策分歧性争论凸起并扩大,特别是法国的针锋相对,使欧元区合作前景扑朔迷离;其二是我国人民币汇率不断创新高,经济增长水平连续高涨,今年上半年的经济增长率达到11.5%,经济过热局面严峻,但我国经济结构压力乃至宏观调控面临考验和风险。

这两个焦点发生在经济基础不同的地区,一个是发达国家经济组合体,另一个是正处于市场经济起步阶段的发展中国家,但是两者面临的问题与矛盾却有相似之处,即经济开放的意志与趋向很相同,进而在市场价格与经济结构方面有相同苦衷与难处,外部压力和针对性鲜明,未来风险预期都在所难免。

首先看欧元上涨的背后因素。在欧元汇率上涨中,欧元区的经济结构问题没有根本性改变。欧元问世以来,其创立初衷并没有实现,各国的经济差别性不是缩小,而是有一定程度的扩大,进而形成新的矛盾与压力。欧元设立本意是以货币合作达到经济合作,实现经济与政治统一,但是伴随欧元价格起伏错乱,欧元合作基础受到冲击,合作分裂氛围逐渐扩大。

更为严重的在于欧盟最大的主导国——英国不仅一直游离在欧元区外面,而且没有进入的迹象,这将严重打击欧元信心,不利于欧元发展前景;同时欧元区与英国经济、汇率和利率对立性愈加突出,合作前景愈加因惑和悲观。因此,我们看到的是欧元启动之前欧洲经济增长在3%以上,而欧元启动8年来欧元经济增长则不足3%,且成员国之间的经济差别日益严重,主要成员国经济起色不大,并有不断恶化的不利局面。

其次看我国人民币升值与经济压力。人民币单边升值趋势并没有从本质上提高我国经济实力,特别是我国汇率压力已经逐渐从双边转向多边,其中个别国家的战略谋划和策略技巧值得引起我们的警惕。

面对错综复杂的经济局势,我们需要在调整经济结构上做“文章”。11%这种高速增长,其实际的回报率并没有跟我国经济的实际状况吻合在一起,因为地区差别问题越来越大了,说明经济总量应该是有问题的。因此,最重要的是必须打消人民币升值的预期,正确认识人民币升值和人民币汇率机制改革。

目前我国的状况与欧元区有相似之处,我们不能在应对外部压力时丧失内部改革机遇。短期和长期综合考虑是我们面对外部压力和内部问题的理智和理性解决途径。

我们还要看到,美国外向型经济与欧元区,与我国开放型经济不仅具有本质性差异,更具有战略收益与策略效果的不同。仅从近期美元强势政策不变之下的美元贬值策略来看,可谓“一箭双雕”——美元贬值“一箭”激发出欧元区分化的矛盾争论之“雕”,又激发出我国经济过热的汇率压力和风险之“雕”。

美国以市场优势、规模、力量在实施汇率“干预”行为,并非单纯市场供求所为,只要伤害到美国经济利率,干扰政策指引,美国就将“指挥棒”指向这些国家,欧元区和我国就是因此而受到冲击和挑战,欧元在瓜分美元市场份额,中国在削弱美元国际影响。

改善民生 需强化公共财政再分配

◎邓聿文

7月24日,国务院公布城镇居民基本医保试点指导意见,决定从今年开始,用三年时间逐步在全国城镇全面推开。同一天,全国城镇居民基本医疗保险试点工作也在北京召开,温家宝总理说,建立城镇居民基本医疗保险制度是改善民生的重要任务。

根据试点方案的意见,政府对试点城市的参保居民,每年按不低于人均40元给予补助,其中,中央财政对中西部地区按人均20元给予补助。城镇居民基本医保制度的建立,是每个人分享发展成果的具体体现。

改革开放以来,我国经济取得了举世瞩目的成就。但由于在国民收入的分配结构中,初次分配向企业尤其是国家集中,普通劳动者的收入远远赶不上企业利润和国家税收的增长,致使民众未能享受到经济增长带来的成果。这种情况本可以通过国家财政的二次分配和社会慈善的三次分配进行纠正和弥补,但由于政府一直兼有经济建设的职能,所以在实际中政府的财政大都投向工业项目和国有企业去了,政府财政被异化成名副其实的建设财政而不是公共财政。再加上我国慈善事业的不发达,从而使具有改善民生质量功能的社会事业发展长期滞后,造成在经济快速发展下民众反而因医疗、教育、住房等问题生活质量下降,有些甚至陷入贫困状态,加剧社会的裂痕。

市场经济下的政府财政应该是公共财政。鉴于中国的特殊国情,政府虽负有经济建设的职能与使命,但应把更多的精力与收入用于为社会和民众提供公共服务上,按公共财政的要求调整和完善财政支出结构,扭转重经济发展轻社会民生的传统做法,发挥公共财政的再分配功能。

财政的再分配功能在于弥补初次分配的缺陷,防止收入分配差距过大的情况出现,因为收入分配差距过大既有悖社会公平,也同样损害市场效率。为此,财政资金直接用于经济建设的比重应逐渐降低,而且要严格限制在市场失灵领域和关系到国民经济重大发展战略与布局的领域,一般的竞争性领域,财政资金要坚决退出。特别是要加大义务教育和公共卫生等领域的投入,以基本均等的公共产品和公共服务为目标,通过加大转移支付的力量为落后地区的居民提供基本的生活保障和均等的就业机会。

随着财政收入的大幅增长,目前我们已有能力解决基本的公共需求问题。以全民医保为例,从国际经验看,许多国家将全民医保提上政府议事日程时,人均GDP大致在2000美元至7000美元之间。近年来,我国GDP每年以10%的速度增长,财政收入的增幅更是高达20%多,今年上半年中央财政收入达到26117.84亿元,增长30.6%。中国人均GDP已接近2000美元,总体上,我国已经到了推进全民基本卫生保健制度的发展阶段。城镇居民基本医保试点作为全民医保的第一步,国家财政应予以充分的保障。

(作者单位:安信证券)

三条建议 防止通胀伤害民生

◎时寒冰

今年以来,普通民众越来越强烈地感觉到物价快速上涨带来的压力。不仅包括住房在内的资产价格快速上涨,由于原材料涨价,就连方便面的价格也开始上涨。方便面并非必需的食品,它的替代性非常强且市场竞争充分而彻底,也正因此,方便面涨价有了一定的标志性意义。

实际上,通货膨胀状况在7月19日,国家统计局公布的数据中已经得到确认。现在的问题是,如何最大限度地减少通货膨胀对民生空间的挤压。笔者认为,单纯的行政干预效果可能非常有限,要减小通货膨胀对民生的伤害,需要在尊重市场规律的前提下,采取更为积极、有效的措施。

其一,重新恢复保值储蓄,避免居民储蓄快速缩水。目前,储蓄存款利率低于通货膨胀的速度,换句话说,储蓄存款利率是负值,这种情况即使是在7月20日央行宣布加息后也未发生改变。由于储蓄实际利率为负数,那些不愿意听任储蓄缩水的人,就只能把储蓄投资到房地产和股市方面,导致我国房价以前所未有的速度上涨,并推动着股市大涨。

我国过去有保值储蓄业务,它对稳定经济、遏制通货膨胀起到了积极作用。但由于物价下跌,中国人民银行从1996年4月1日起停办了保值储蓄业务。目前,鉴于物价上涨速度过快,应重新恢复保值储蓄业务,避免居民财富因通胀而缩水,也防止储蓄资金大量流入房市进行投机活动,加大宏观调控难度。

其二,应提高居民收入。提高居民收入水平是避免通货膨胀蚕食民生空间的有效措施。但是,我国居民收入的增长存在着两个问题:其一,与GDP增长速度相比,工资收入增长缓慢。其二,收入提高最快的是垄断行业,而那些不掌握垄断资源的民众收入上涨缓慢。

因此,政府一方面要通过减税、加工资等措施提高居民的收入尤其是贫困者的收入水平;另一方面要通过逐步打破垄断或建立约束性制度的方式,最大限度地缩小由于垄断所造成的收入分配不公,避免整体收入的上漲掩盖低收入者财富停滞不前的状况。

第三,尽快建立起社会保障体系。我国居民之所以对物价上涨反应敏感,根源在于,我国社会保障体系尚未完全建立,居民抵御通货膨胀的力量相对而言比较微弱,倘若建立起社会保障体系,消除民众的后顾之忧,我国居民对物价上涨的反应就不会像现在这样剧烈。

我国GDP持续多年以10%左右的速度增长,全国财政收入则以其2-3倍的速度增长。这意味着国民把更多的财富让渡给政府,以换取包括社会保障在内的公共服务,但由于监管的缺位和建立社会保障目标的缺失,官员既无外部压力又无内在顾虑,从而滋生出包括公款出国旅游、公车消费、吃喝等方面的挥霍和浪费。只有把建立社会保障机制列为明确目标,并将其纳入干部政绩考核机制,社会保障机制的建立才能真正展开。

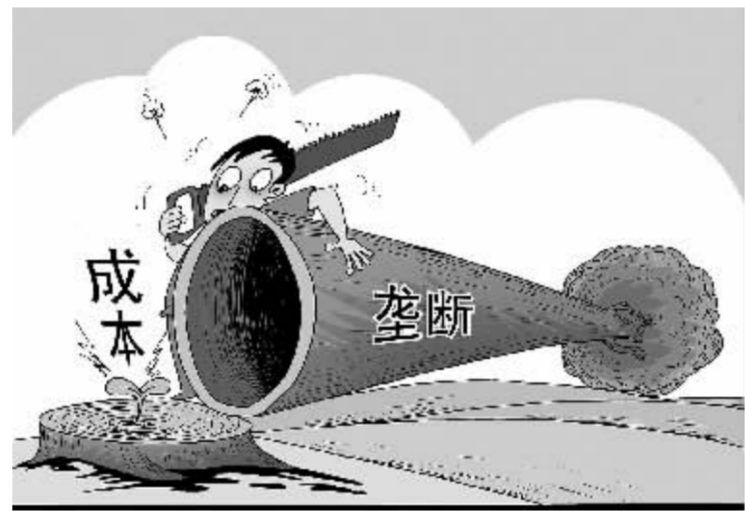
垄断行业涨价须进行公开成本审计

◎陈予军

近日,垄断行业要求涨价的呼声此起彼伏。7月9日,三大石油巨头上书发改委要求石油涨价。这一调价申请尚未得到发改委批复,国际油价便再次昂首向上,三巨头“与时俱进”,马上修改方案,向发改委上报了一份新的调价申请。石油巨头的反应与当初国际油价下跌时的无动于衷形成鲜明对比。随后,中国五大发电集团集体上书国家发改委,要求在我国部分地区启动煤电联动从而上调电价。

如果位居产业链上游的石油和电力价格上涨,必然以最快的速度传导到中游和下游,使相关产品因成本提高而不得不大幅度涨价。国家统计局于7月19日公布的数据显示,上半年CPI达到了3.2%,其中6月份的CPI达到了4.4%,CPI的上涨已经超过了政府确定的3%的增长目标,通货膨胀预期在短期内有所增强,倘若石油、电价等价格上涨,通货膨胀压力无疑将进一步增强。

当然,国际油价的上涨和国内煤价的上涨,使得石油和电价的上涨本身的确带有一定的合理性,问题在于,何时上涨与上涨多少的标准和尺度该如何把握?在垄断企业与公众的博弈中,不仅存在着信息的不对称,还存在着力量的不对称和表达利益诉求渠道的不对称。最典型的一个表现是,在国际油价下跌的漫长过程中,公众迟迟不能分享国际油价下跌的好处。国内油价跟涨不跟跌的表现本身,对公众就



漫画 刘道伟

构成了一种不公。

这种不公主要源于成本的不透明和成本的随意转嫁。在竞争充分的领域,由于资源转移灵活、供求信息充分,商品的短缺或过剩会随时催生出一个相对合理的价格,由于这一价格是市场供求博弈的结果,它很容易为市场各相关主体所接受。而在垄断的环境下,价格并非市场因素博弈的结果,由于信息不对称和供应高度集中,垄断企业自身就具备了充分的话语权,就可以演变成定价权。

在我国,国家出于经济安全等因素的考虑,赋予石油等行业一定的强势垄断地位,但同时,为了防止垄断行业通过定价权损害公共利益,对其定价权进行制约,这一

制约主要是通过行政主管部门对其产品价格调整的审批来实现的。但是,对垄断性行业进行制约是非常困难的。因为在垄断企业和行政主管部门之间不仅存在着信息不对称,还存在着利益方面的相关性,而且,我国对垄断性产品的定价机制本身存在着瑕疵,一般根据成本加适当利润的方式来确定,因此,垄断行业的涨价意愿总能得到实现。

有关部门希望通过成本加适当利润的方式,既维持垄断企业的正常发展,又能防止其私利膨胀损害公共利益。然而,在垄断的状态下,一切信息都是封闭和单向的,垄断企业是信息的惟一占有者和发布者,他们可以随意把提高工资、奖金和福利待遇所增加的费用纳入到成本当中去,通过人为加大

■上证观察家

推出股指期货有利融资融券创新

证券现货市场做空机制的创新进展同股指期货上市时间无必然联系。融资融券业务对股指期货的需求显得更为迫切,推出股指期货将为融资融券业务的开展创造有利条件。

◎卢伟忠

随着股指期货推出时间的临近,业界对于融资融券业务与股指期货上市的时序问题也时有议论。笔者认为,证券现货市场做空机制的创新进展同股指期货上市时间无必然联系。

首先,根据国际经验,除美国、日本和我国台湾等少数国家和地区,绝大多数国家和地区在股指期货推出时都还没有现货做空机制。事实上,商品现货也不存在做空机制,但商品期货市场同样发挥着价格发现功能。因此,现货市场没有做空机制无碍于期指功能的发挥。而且,未来融资融券业务可能仅限于大盘蓝筹股,做空机制覆盖范围是有限的。例如,我国的香港市场融资融券业务主要是机构投资者参与,其目

的主要是对冲和套利,且融券业务占交易量的比重在3%以下,过低的成交量限制了其对市场定价效率的改善。

其次,现货市场缺乏融资融券制度,可能给股指期货和现货之间的反向套利带来一定的难度,但对期现套利策略实施的总体影响不会很大。由于目前我国A股市场的资金成本大于成份股的红利率,在指数上升的总体趋势中,股指期货将呈现期货升水的格局,期货价格被高估的现象也会更频繁地出现。在这种情况下,即使没有融资融券,套利资金通过做空股指期货买入股票组合进行正向套利,也能充分发挥股指期货的定价发现功能,并获取低风险的套利收益。同时,还能避免投资者融资买入股票组合所带来的现货市场波动和随后

的流动性风险。

从我国的台湾、香港等境外市场看,融资融券确实并非正向套利的必要条件,通过融资融券业务放大杠杆的操作由于信用交易的诸多限制,并不被套利机构经常性使用。另外,正向套利不涉及股票的卖出,当然也就没有融券业务所带来的流动性限制和额外的融资融券成本。因此,正向套利策略被更广泛地采用,所承担的风险也相对较小。

相比之下,融券卖出股票组合,同时买入股指期货的套利策略,由于受到融资融券的成本和流动性等诸多限制,套利失败的风险较高。如果股指期货价格被低估,甚至低于资金成本,红利分配和到期时间所确定的理论价格时,投资者完全可以采取单边套利的策略,直接买入股指期货。正如在目前的

权证市场当中,如果权证价格被明显低估,投资者可以卖掉股票,转而持有相应权证来套利一样。

再次,股指期货推出的首要目的是满足机构投资者套期保值的需求,规避股票投资的系统性风险。在我国股票市场目前的单边盈利机制环境下,风险更多地体现在价格的下跌中,投资者预期价格下跌即可以通过股指期货的做空来规避损失。作为风险管理工具,股指期货在目前的市场环境下具有相当的迫切性和不可替代性。

最后,融资融券业务的顺利开展也需要股指期货的避险功能。股指期货推出后,证券公司可通过调整持仓组合和卖出股指期货等手段来回避出借证券下跌的风险,有助于推动融资融券业务的开展。没有股指期货,证券公司就缺少了对融券业务进行对冲的工具,会在一定程度上影响证券公司开展此项业务的积极性。从某种意义上说,融资融券业务对股指期货的需求显得更为迫切,推出股指期货将为融资融券业务的开展创造有利条件。

(作者单位:安信证券)