

■财经时评

加快资本账户开放 目前是最佳时机

◎徐明棋

日前国家外汇管理局批准在天津滨海新区开展境内个人直接对外证券投资业务试点,给了很多人惊喜,我个人在此前一直呼吁加快资本市场的开放,因此十分赞赏这一决定。我认为这是一个具有里程碑意义的开放举措,它预示着中国资本账户进一步开放的进程在加快。一般而言,开放居民个人海外金融资产的投资,是一个国家资本账户管制的最后内容,开放了这一内容,我们离人民币资本账户的自由兑换就不远了。

我一直以为,以严格控制资本外流为主要内容的外汇管制在中国国际收支顺差不断加大的背景下已经越来越不适应,也越来越没有必要。一方面,我国的外汇管制措施难以抑制投机资本流入境内,大量的境外投机资本正通过非资本账户进入我国,股市和房市都可以感受到他们的影子。另一方面,管制措施也无法真正杜绝非法资本的外逃。严格的资本管制,尤其是对私人跨境投资的管制实际

境内个人直接对外证券投资业务在天津试点是一个具有里程碑意义的开放举措。一般而言,开放居民个人海外金融资产的投资,是一个国家资本账户管制的最后内容,开放了这一内容,我们离人民币资本账户的自由兑换就不远了。而笔者认为现在是适当加快资本账户开放的最佳时机。

上只是限制了试图通过合法渠道分散投资风险的境内资本。如今,这扇门终于要尝试着打开,国内居民将有更多的渠道来理财。我们在外部资本试图进入中国,分享中国经济增长的红利的同时,也应该分享世界经济增长的好处。

开放了私人资本外流的通道,未来我们面临的金融风险可能会增加,我们需要防范国内资本在开放后出现集中、大规模的流出所带来的冲击。因此,我们仍然需要遵循有序渐进的原则,不是一下子完全放开,取消所有的管制。一些防患于未然的措施,比如对超过一定数额对外投资资金来源的审查、对以投资收益为名而调入的资金征收征管理、对单笔交易规模的管理等都应

该制定预案,根据情况予以实施。此次外汇管理局开放的试点还仅限于天津,而海外投资的范围也只是香港的股市,这也充分说明了管理层在积极推进开放的同时,也抱有谨慎的态度。

不过,我个人认为现在是我们适当加快资本账户开放的最佳时机,因为在国际收支顺差,人民币存在升值压力的背景下,资本蜂拥而出的风险会很小。亚洲金融危机之后,我们曾获得一个共识,即资本账户开放不能过快、过早,否则会发生金融危机。但是10年之后,我们本身的经济已经发生了巨大的变化,面临的外部形式也已经发生改变。仅仅依靠严格的资本管制已经无法保障金融安全,金融体系的资源配置

效率和金融机构运行效率的提高才是真正的金融安全保障。开放私人对外投资,不仅有利于减少顺差,缓解外汇储备增长的压力,对抑制资产泡沫的扩张有积极意义,也有利于促进我国金融机构的跨国经营,减少微观层面的风险。

对于外管局开放个人对外投资的这一决定,也有一点遗憾,那就是未能将上海浦东作为与天津滨海新区同样的试点。建设上海国际金融中心是国家既定的战略,邓小平1991年视察上海时就提出要上海建设成国际金融中心。16年来,经过中央各部门和上海的努力,上海已经初步成为中国最重要的金融中心,但还不是国际金融中心,而上海金融市场的国际化则是上海成为国

际金融中心的最大瓶颈。开放上海金融市场对于中国金融体系参与国际竞争有着非常重要的意义。中国已经成长为世界第四大经济体(今年可能超过德国成为第三),经济大国的货币和金融市场如果不能相应地国际化,成长为在区域甚至全球有影响的货币和市场,经济大国就不能成长为经济强国。上海国际金融中心是代表中国金融市场参与国际金融竞争的载体,因为中国内地已经没有一个城市具备上海这样的金融市场基础,也没有其它城市集聚了那么多的金融资源来参与国际竞争。在中国资本市场进一步对外开放的进程中,上海已经具有的金融市场基础设施能够很好地服务于我国金融对外开放的需要。我们期待着在天津的试点能够迅速扩大至浦东,进一步开放市场的其他试点也同样放在浦东进行,期待着浦东上海国际金融中心的功能能够得到发挥,上海能够在我国资本市场的对外开放中作出应有的贡献。

(作者为上海社会科学院世界经济研究所副所长、研究员)

■看法

高价 A 股或成个人投资 H 股“多头陷阱”

◎皮海洲

国家外汇管理局选定天津滨海新区作为我国境内个人直接对外证券投资的试点后,内地许多个人投资者都跃跃欲试,纷纷预约“港股直通车”开户登记,盼望着能早日到香港市场去一显身手。

内地投资者为何对投资港股一见钟情?究其原因,就在于同一家企业在香港上市的 H 股股价往往都大大低于其内地上市的 A 股。如中国铝业上周末 A 股的收盘价为每股 46.02 元人民币,H 股的收盘价为每股 16.22 港元,A 股股价为 H 股股价的近 3 倍;大唐发电上周末 A 股的股价为 24.17 元,而 H 股的股价只有 7.95 港元,A 股股价同样是 H 股股价的 3 倍多。正是基于 A 股与 H 股之间这种巨大的价格差异,所以,不少内地投资者认为,H 股比 A 股更具有投资价值,投资者只要把 A 股与 H 股之间的这种巨大的价格差赚进来,就可以狠狠地赚上一笔了。所以,尽管内地投资者对香港股市并不熟悉,但就是看着 A 股与 H 股之间这种巨大的价格差的存在,不少投资者也就摩拳擦掌起来了。

这样的赴港炒动机其实是很危险的,是对两地股市都缺少了解的反映。内地股市与香港股市是两个完全不同的市场。作为 A 股市场来说,相对封闭,有着浓厚的“中国特色”,上市流通股本不多,市场投机色彩浓厚,政策因素也在市场上打下了深深的烙印。更为重要的是,A 股市场目前还没有做空机制,投资者只有做多才能赚钱。所以,在 A 股市场里,上市公司股价往往会被高估。相反,香港股市则是一个开放的国际化的市场,在这样一个市场里,更多的是市场自身的因素在发挥作用,其市场标准基本上是与国际上一些成熟国家与地区的标准相吻合的,甚至其市场资金也是在世界范围内自由流动的。而且在香港股市里,由于存在着做空机制,投资者不仅做多可以赚钱,而且做空也可以赚钱。在这种制度下,股价大幅高估的可能性并不大。H 股如果也像 A 股一样,股价被大幅高估的话,必然会招来市场做空力量的打压。可以说,H 股股价与 A 股股价“接轨”的可能性并不大。实际上,A 股股价高于 H 股股价是有合理性的一面。所以,如果内地投资者炒作 H 股是为了赚取 A 股与 H 股之间的这种价格差的话,那么,这种愿望很可能会落空。

不仅如此,如果内地投资者投资港股的目的就是为了赚取 A 股与 H 股之间的价格差的话,那么,内地高价 A 股就很有可能成为投资者炒作 H 股的“多头陷阱”,或者说是一套套赴港炒股的内地投资者的绳索。A 股股价高于 H 股是有其合理性的,在不同的市场环境里,两者的股价根本不可能接轨。但由于内地投资者就是把 A 股股价当成了 H 股股价的标杆,就是奔着两者之间的价格差而去,因此,在这种价格差存在的背景下,内地投资者会大量买进 H 股。如此一来,就不排除目前的香港机构投资者,正好趁此机会边拉高 H 股股价,边派发 H 股筹码的可能,最后在 H 股筹码派完完毕的情况下,把内地赴港炒股的投资者套牢。甚至不排除,香港市场上的机构投资者与内地市场上的机构投资者联手,拉高含 H 股的 A 股股价,达到在 H 股上获利了结的可能。如此一来,那些投资香港市场购买 H 股的内地投资者,不正好成了 H 股上面“接最后一棒”的人了吗?

还应看到,内地投资者投资港股的目的如果只是为了赚取 A 股与 H 股之间的价格差的话,还潜在着一个很大的危险,就是错失在其他港股上的赚钱机会。实际上,从香港市场来看,考虑到各种中国因素的原因,H 股乃至各类中国概念股,其股价已被明显高估。以金融股为例,根据最新一期《证券市场红周刊》所提供的数据,汇丰控股的市盈率 13.32 倍,渣打银行的市盈率为 18.88 倍,恒生银行市盈率为 18.38 倍,而招商银行的市盈率却达到了 59.29 倍,中信银行的市盈率达到了 58.17 倍,工行的市盈率也有 32.41 倍。所以,如果内地投资者投资香港市场只是把目光盯着 H 股,盯着 A 股与 H 股之间的价格差的话,那么,他们将很容易错失在其他港股上的投资机会。所以,投资香港股市,思路应该放得宽些,投资者不应该继续戴着内地股市的眼镜来看香港股市。

解决负利率问题 应尽早提上议事日程

◎周俊生

央行行长助理易纲日前在一个会议的间隙表示,在比较长的时间出现持续负利率,对经济发展是不好的。易纲的这个表态,表明长期为国人所关注的负利率问题已经引起中央政府主管部门的高度重视。

最近几天,随着股市指数登上 5000 点高峰,市场一片欢腾。有人断言,在目前 CPI 不断走高,银行储蓄负利率率的情况下,普通民众惟有通过股市投资才能跑赢 CPI,战胜负利率。按照这种说法,似乎只要“买猪肉”的价格不见下降,股市指数也就只可能一路向上。

这种说法有多少道理,那是经济学家和股市分析师应该做的“功课”。但今年以来,随着 CPI 的不断走高,银行储蓄负利率率问题已经日趋突出。尽管央行在今年已经 4 次加息,税务部门也把储蓄利息税从原来的 20% 减低到了 5%,但负利率问题依然引人注目,解决负利率问题应尽早提上有关部门的议事日程。

负利率问题的产生原因错综复杂,它对经济发展的作用是消极的。国民经济增长的快速增长使人民群众的财富出现了前所未有的快速增长,但负利率的存在又使人民群众的财富出现了事实上的贬值,国民经济增长的成果也因此而被打折了。银行储蓄在我国是一个有着广泛群众基础的理财活动,中国的普通群众只要稍有余钱,一般都会存进银行,期望通过利息收益来实现“钱生钱”的功能,但负利率的存在使人民群众的这个良好愿望难以实现。如果考虑到中国还有为数不少的贫困者,他们的余钱本来就不多,存入银行的资金也有限,还要让他们的存款遭受负利率率的消耗,负利率的存在就更不应该了。

前一时期,有关方面曾经对“全民炒股”颇有微词。“全民炒股”在中国资本市场是否成为现实,虽然还是一个有待论证的命题,但我们必须看到,普通群众之所以热衷于投资股市,一方面固然是股市的上涨强烈地吸引了他们,但另一方面储蓄的负利率也在客观上使人民群众减少了对储蓄的热情而进入股市。因此,解决负利率问题,就是让普通群众的经济利益能够得到保障的一个必要的途径,也是化解股票市场过热的一个绕不过去的环节。

解决负利率问题,当然也有一定的难度,也不可能一蹴而就,但也不是完全无计可施。比如,如果 CPI 继续走高,我们是否可以恢复保值储蓄,就很有探讨的意义。当然,这样做会增加银行的利息支出,但我们看到,最近正在陆续公布的各大银行半年报表明,今年以来商业银行的经营利润普遍出现了大幅度增长,商业银行在享受快速增长之际,是否也应正视一下储户在遭受负利率之苦。

外企行贿恶化民族企业竞争环境

◎余昭

最近,西门子贿赂案受到全球关注。德检察机关称西门子现任或前任员工通过设立境外秘密账户从事腐败交易换取合同,目前所涉及可疑资金超过 10 亿欧元。据报道,9 家与中国业务有关的公司和个人是西门子“咨询费”的可疑接收者。

外资企业贿赂案在世界上大多数国家都是被严格调查和打击的对象。这是由多个方面的原因导致的:其一,外企贿赂行为会破坏正常的交易秩序,对本国企业构成不公平竞争,压缩本国企业的生存和发展空间。其二,外企贿赂行为会导致坚守诚信的企业在竞争中失利,从而误导企业,使企业效法非法做法,这不仅可能影响企业在技术、质量等方面的投入和努力,还会助长腐败的蔓延,导致公平的竞争环境因受到侵蚀和伤害遭到破坏,丧失效率。其三,如果不对贿赂行为进行惩处,容易影响国际上对其政府信誉度和廉洁度的评级。

对照一下不难发现,西门子贿赂案基本上都是由其他国家调查出来的。上世纪 90 年代中期,西门子和数家竞争对手一起争夺意大利国有电信公司 Italtel 的一单大生意。在经过几个月的谈判后,西门子胜出。九年后的 2003 年,意大利警方在对这一交易的重新调查中,西门子曾将 670 多万美元打到由前意大利通信及电信部监



漫画 刘道伟

察主管斯皮帕芮拉拥有的公司。意大利警方据此穷追不舍。司法部只有这样做,才能避免意大利企业在与外资企业的竞争中不至于陷于被动地位,同时维护国家在反腐败方面的信誉。

同样这样做的还有美国。1999 年—2000 年业务年度,美国首次超过德国成为西门子最大的国家市场。今年 2 月初,西门子主动向外界披露,美国司法部正在调查“西门子可能的破坏美国法律的犯罪行为”。假设西门子在美国市场所向披靡的确与贿赂有关,那么,倘若美国司法部不行动,势必会对美国公司构成更严重的不公。

实际上,外企在中国的贿赂行为可能更为猖獗。因为我国的法律健全程度和执行力度都容易被找

到可钻的空子。一些地方为了招商引资,直接由政府出台文件赋予外资企业特权,甚至不惜在法律上对外资企业作出让步,承诺对外资企业的一些违法行为不予追究。在这种情况下,外资企业违法犯罪被发现的几率非常低,发现后受惩处的几率更低,加之外资企业行贿的调查取证难度较大,导致许多外资企业不惧我国法律的威慑力。

另外,随着改革开放的深入和市场经济的成熟,我国企业迅速成长起来,生产的产品质量、在技术上的研发能力、在营销战略方面的进步,都在一步步缩短与外资企业的距离。换句话说,外企正在从与我国的绝对竞争优势中走下“神坛”,接受民族企业的挑战。事实上,在不少领域,我国企业的竞争

力都在快速跟上外资企业。因此,单纯地依靠规模和技术实力,外资企业已经很难继续保持与我国企业之间的优势。在这种情况下,外资企业利用行贿手段去开拓市场就成为可能,这将给尚且处于劣势的我国企业造成致命伤害,大大压缩我国民族企业的生存空间。

比如,2005 年 5 月,美国司法部报告指出,天津德普公司从 1991 年到 2002 年期间向中国的实验室工作人员及国有医院医生行贿 162.3 万美元的现金,用来换取这些医疗机构购买 DPC 公司的产品和服务。但是,此事的结局如何,我们只看到美国司法部的调查,而未见到我国司法部门的调查。

应该认识到,外资企业在中国的贿赂行为,不仅对我国的企业的构成了严重的不公平竞争,也严重损害了我国的形象。特别是当外资企业在中国的贿赂行为在国内外被查处而在我国得不到法律制裁的情况下,会严重影响国际评估机构对我国腐败程度的印象。

因此,对于外资企业的贿赂行为,我国司法部门应该严厉查处,绝不能姑息。目前,媒体称 9 家与中国业务有关的公司和个人是西门子“咨询费”的可疑接收者,这到底是不是事实,我国司法部门应该主动出击,迅速查明问题的真相,对于违法犯罪嫌疑人,无论它是中资公司还是外资公司,都应依法严惩不贷。

■上证观察家

资产价格膨胀加剧流动性过剩

认为房地产价格上涨吸收了过多的流动性的观点是值得商榷的。房地产价格的上涨不仅没有吸收流动性,反而成为创造流动性的一个主要因素。如果不加控制的话,股价及房价的上涨最终会冲击其他领域,它可能使经济出现新一轮通货膨胀,甚至是经济全面泡沫化。

◎尹中立

资产价格与一般消费品价格一样,最终是由货币决定的。所有的价格上涨最终可以归结为货币发行过多。但问题的复杂之处在于货币是一个不断变化的东西,它不仅取决于中央银行的货币发行数量,而且取决于货币的流通速度及金融机构的信用创造的能力。在此,笔者着重讨论货币的信用创造能力这一话题。如果有一个因素出现迅速变化并导致金融机构的信用创造能力大幅度提升的话,那么,货币政策当局就应该果断采取措施遏制这一因素的变化。

当前,在我国诸多影响金融体系的信用创造能力的因素中,资产价格成为变化最为剧烈的因素。资产价格(主要指股票价格和房地产价格)的大幅度上涨使我国的账面财富迅速增长。资产价格的大幅度上涨事实上成为影响当前信用创造的最主要因素。

2005 年 5 月,当上证指数在 1000 点时,深圳与上海两个市场的流通股总市值为 12000 亿元左右,股票总市值为 35000 亿元左右。至 2007 年 8 月中旬,上证指数达到了 5000 点,两市总市值超过 22 万亿元,相当于在两年的时间里中国的 GDP 额外地增加了一倍。问题的关键在于,如果这增加的财富是实物资产的话,它可以吸收过多的货币,可以改善流动性过剩的局面。但事实上,这些增加的财富全部是金融资产,是流动性很高的金融资产。这些资产具有准货币的功能,它极大地提高了社会的实际购买力。

一直以來,有一种甚为流行的观点,认为股票市场的繁荣可以吸收过多的流动性。其潜台词是如果不让股价上涨的话,资金会冲击房地产市场,房价必然上涨。因此,如果要抑制房价的话,必须让股价上涨。但这种说法是站不住脚的。

国际经验早已表明,股票市场存在

财富效应,即股票市值的上涨会刺激消费的增长。为什么会如此?原因十分简单,股票价格上涨了,老百姓的财富增加了,购买力就增加。因此,我们不能仅仅看到股票价格上涨会占用更多的货币,还应该看到股票本身可以充当准货币的角色。

从日本和中国台湾的经验看,股价的上涨必然带动房价的上涨,股价是房价的先行指标。但在我们的经验中,只有看到了 2001 年至 2005 年的房价上涨和股价下跌的现象,似乎股价和房价是反相关关系,没有看到股价和房价的更深层次的关系。

和股票市场一样,房地产市场也存在着制度变革所导致的财富溢价现象。1998 年以后,我国采取了住房制度改革,停止了住房的实物分配制度。其措施是将以前的公房折价销售给个人,但因为一直采取的是计划经济体制,土地资源的价格实际上一直没有被体现出

来。这如同国有股和法人股一样,在没有股改之前,它们的价值并没有得到体现。但房改之后,土地的价值逐渐被发现,房价于是不断上升。

在房价的不断上升过程中,处在交易状态的主要是新房和少量的二手房,大部分存量的房地产并没有用于交易,也就是说,只有少量的房地产交易占用了货币。我们以 2003 年为界(因为 2003 年以后房价才大幅度上涨),每年的新房销售数量和二手房交易数量只占存量的 5% 左右。但房价的大幅度上涨使国民的账面财富大幅度增加,房地产实际上已经具备了准金融资产的功能,使金融体系的信用创造能力大幅度增加。换句话说,我们以少量的货币占用换来了更多的货币供给。

因此,那些认为房地产价格上涨吸收了过多的流动性的观点是值得商榷的。房地产价格的上涨不仅没有吸收流动性,反而成为创造流动性的一个主要因素。

我国房地产的金融功能正在不断被开发出来。不仅房地产成为企业和个人融资的最常用的抵押物,而且土地还成为地方政府从事城市开发的最主要的融资平台。从数量看,很多城市的房地产总量(按照目前的市场价格计算)已经远远超过了 GDP,以北京为例,北

京的房地产价值大约为 GDP 的 5 倍以上。这些数量巨大的房地产资产在理论上都可以很方便地变成货币。

显然,股价与房价很容易成为相互强化的因素。股价的上涨会刺激房价,房价的上涨也会刺激股价。由此我们可以理解,为什么本轮股市上涨中最耀眼的明星是金融、房地产股票了。

但有史以来,还没有哪个大的经济体的股票流通市值以每年数倍的速度在增长,而我国的股票市场的可流通股市值(预期可流通的也包括在内)在两年左右的时间里就增加了十几倍(价格上涨和制度改革共同作用的结果)。不仅如此,我国的住房制度改革使大量的存量住宅进行了市场化,随着房价的不断上升,其价值总量在迅速增长,每年增加的市值相当于 GDP5% 以上,有些城市的房地产新增市值甚至超过当地的新增加 GDP。

这些暴增的国民财富给经济及金融所带来的冲击当然是巨大的,也是我们始料未及的。如果对此不加控制的话,股价及房价的上涨最终会冲击其他领域,它可能使经济出现新一轮通货膨胀,甚至是经济的全局泡沫化。股市、楼市的交替上涨加剧了金融市场的流动性过剩,政府应该采取适当措施遏制股价和房价的上涨趋势。