

■财经时评

物价温和上涨有利于经济结构转型

抛开粮价上涨因素,目前的价格上升,反映了由于工资、能源、原材料价格上涨导致的相对要素价格调整。因此,可以预见,价格长期温和上涨会逐步成为未来很长一段时间内经济运行常态。

◎刘焯辉

对于目前中国的物价形势,许多经济界人士和相关部门都颇为关注,解释也比较多。物价如此涨法,到底怎么看?

长久以来,中国经济一直保持着“高增长、低通胀”的格局(甚至有两年出现过通缩),被称为是全球经济增长的“奇迹”。尽管如此,尽管中国经济增长得益于技术进步、劳动生产率提升以及微观激励的改善等等,但不可否认的是,由于政府对要素配置与定价的高度管制,导致了要素市场的高度扭曲,遮掩了整个经济的生产成本。

正如有学者形容,过去十几年的中国经济,有点像一位“异常亢奋的长跑运动员”,快跑了个三、五千米,既不出汗,也不喘气。这可能吗?肯定有某些因素被忽视了,比如要素价格的扭曲,便是如此。在我看来,目前中

国的物价上升,正说明中国的宏观经济运行开始向“异常”向正常回归。

客观上讲,抛开粮价上涨因素,目前的价格上升,反映了由于工资、能源、原材料价格上涨导致的相对要素价格调整(调整可能刚刚开始)。这种温和的通胀反映的主要是劳动生产率持续增长后的成本推动型价格调整,而非全面的市场供不应求。因此,可以预见,价格长期温和上涨会逐步成为未来很长一段时间内经济运行常态。

而目前大家见到的短期因素(部分农产品价格大幅上升),可能很快就会被市场规律所修正(粮食价格上涨了,种粮的人自然就多了;猪肉价格上涨了,养猪的就会增加),所以物价在经历一个短期快速上升后,会逐步回到温和上升的轨道(3%~5%)。

因此,我们现在看物价,不要只盯着猪肉、鸡蛋等副食品,而要

从经济结构上看。可以说,现在有很多因素在支持中国需要有一个温和物价上涨过程,需要通过价格上涨来度过结构转型的关键期。作这样的判断,是基于以下分析。

一是资源要素价格的改革,将使要素价格结构发生巨大变化。目前正在进行的要素价格改革,是一个由政府主导资源配置向市场发挥基础性作用的转变过程。过去被人称为扭曲低估的土地、能源、劳动力等要素价格正在逐步得以修正,特别是要考虑环境因素。

而要要素成本的上升和内在化,意味着短期内必然压低企业的盈利,进而使经济增长的速度从超常回归正常。这中间,更为重要的是,物价温和上涨有利于消除原来人为增加的进出口、投资的激励,化解过度投资和贸易顺差过大造成的一系列问题。

现在,不少人将物价上涨视为经济过热的征兆。在我看来,这却可

能是中国经济从高速增长进入阶段性减速的一个前兆。只有当要素价格上涨成为投资规模和经济增速的“自动减速器”时,市场机制才有可能真正得到确立。

二是资源要素价格的结构性调整,将有利于改善投资与消费失衡的状况。特别是收入分配体制改革推进(包括让政府和企业的过高倍率降下来,从投资转向消费,减少财政对竞争性行业的转移支付;加强政府在教育和医疗卫生领域的作用;建立社会保障体系进一步完善最低工资保障制度;加大劳动力收入在要素分配中的比重等等),对构建上下游企业顺畅的价格调整机制,有着很强的互动作用。

也就是说,上游价格是一定要向下游传递的。否则,因资源要素价格的扭曲而根本无法传导经济过热的影响,造成日用消费品价格不涨、表面没有通胀的假象,而实质上是挤压了下游企业的利润,导致下游企业亏损面扩大,进而使投资消费关系更趋恶化。

三是中国资源要素价格的市场化改革,尤其是资源要素价格的结构

性调整,还将影响全球的能源、矿产等大宗商品的价格,同时也会提升中国制成品的价格。长期以来,中国以国内廉价的要素资源和劳动生产率的迅速提高,为缓和全球的通胀压力作出了贡献,甚至承担了全球经济调整的高昂成本。

现在,随着资源要素价格的调升以及制成品价格的上涨,中国经济的变化,对全球经济的压力也会自消。这种调整完全有别于所谓名义汇率的机械升值,因为资源要素价格的利润不是在外资手中,主要是中国企业受益,最终同样能够达到倒逼我们的企业进行产业结构升级的效果,并且还有利于启动国内消费。

因此,对于当前的价格波动,我们真的不必大惊小怪,要从结构上认清问题的本质,抛弃简单地围绕投资和通胀而进行的“头痛医头,脚痛医脚”的调控模式。否则,不仅无谓地为全球经济调整单方面“买单”,而且很可能在通货膨胀和资产泡沫中慢慢地倒下。(作者为中国社科院金融研究所中国经济评价中心主任)

■看法

“基金泡沫”是“蓝筹泡沫”又一翻版?

◎乐嘉春

有一个信息值得引起关注,根据 Wind 资讯统计的数据显示,截至今年上半年,56 家基金公司共 323 只基金实现经营业绩 7044.8 亿元,这一数据比基金过去 7 年累计实现经营业绩总和的两倍还多。

也许,一些制度性因素而非市场化因素成就了基金如此辉煌的业绩,基金的超凡业绩本身是一种不合理的市场现象,其背后隐藏着基金成长过程中的泡沫性因素。对 A 股市场而言,这并不是一个“福音”,恰恰反映了以基金为主导的机构投资者有可能会把 A 股市场引向一个投机时代。

也就是说,基金不再力图在长期范围内,而是试图在短期范围内(如一个连续的季度内)大幅超过市场平均盈利水平;基金已不再冷静地关注上市公司的内在公司价值,而是牢牢地抓住了 A 股市场的波动行情。

当市场关注“蓝筹泡沫”现象时,其实“蓝筹泡沫”的始作俑者是以基金为主的机构投资者。今年 5 月 30 日是 A 股市场的一个转折点,上证综指从 3700 点一路上涨到目前的 5300 点(上涨幅度约为 43%),蓝筹股(尤其是权重蓝筹股)的股价快速上涨是支撑股指上涨的根本原因之一,而基金恰恰又集中持有了大部分蓝筹股。所以,是基金的力量推动了蓝筹股股价上升,并推动了上证综指快速上涨。

之所以说目前 A 股市场已显现“蓝筹泡沫”,一个很重要的判断是基金等机构投资者已不再满足于运用市盈率(PE)而采用更为激进的资产重估的估值标准来确认蓝筹股的投资价值。由此,导致了目前 A 股蓝筹股的估值水平已明显偏高,A 股蓝筹股也正逐渐失去其投资的安全边际。

也许,有人会说,蓝筹股上涨是由业绩大幅增长支撑的,但仔细分析发现,蓝筹股业绩增长背后隐藏着泡沫性因素,因为投资收益或来自股市繁荣增加的收益对其业绩增长的贡献度大幅提升。即便如此,以目前的业绩水平也难以支撑蓝筹股股价,相反蓝筹股股价已透支了其未来的业绩增长空间。

当然,“资产重估”已成为目前 A 股市场一种投资风尚,基金等机构投资者向市场兜售各种新的概念,如“人民币升值”、“资产注入”等之类的词语,基金在将蓝筹股造成一个个大红大紫的热门股后,不仅赢得了自己的短期性优异业绩,而且还赢得了市场持续不断的掌声。

但是,这些蓝筹股业绩大幅增长背后所隐藏的泡沫性因素、资产重估的玄妙概念,似乎每时每刻都在激发那些偏好于追随股市价格波动的社会公众投资者热衷于对上市公司价值进行重新估值。比起蓝筹股公司本身的缓慢变化,蓝筹股价格的变动似乎更快,人们更期望用一个“故事”来寻找蓝筹股股价上涨的合理性。

而机构投资者(如基金)更会在这些有“故事”的蓝筹股上做足文章,只要这些蓝筹股包含了某种简单的概念,如开放境内个人投资者可以投资境外证券,它很快就会被市场所领会和消化,并成为推升蓝筹股上涨的重要投资依据。这从一个侧面反映了目前 A 股市场似已进入投机时代。

这就是“蓝筹泡沫”为何会产生的理由之一,这也是为何 A 股指数上涨过快难以让人安心的基本原因。

客观地说,基金借助“蓝筹泡沫”所取得的超凡业绩,在一定程度上显示了“基金泡沫”已同时产生。“基金泡沫”在本质上是“蓝筹泡沫”的又一翻版。

当“蓝筹泡沫”与“基金泡沫”融为一体时,A 股蓝筹股将失去其投资的安全边际,当基金越来越吸引个人投资者时,如果基金的投资继续成功,那就意味着投机的成功就会越趋明显,市场本身就会自然产生一种力量来抑制它。这暗示目前 A 股市场已显露短期性交易风险。

现在,是选择让泡沫继续吹大,还是选择合理的调整节奏,对 A 股市场来讲都是一种风险,但我们不得不在两者之间作出艰难的选择。

对目前 A 股市场来讲,如果我们依然沉浸在由基金主导的蓝筹泡沫的喜悦之中,期待者 A 股股指还会不断上升,那么,欢乐的精灵将会在我们手中流失,市场也会被引向迷茫的征途。

也许,目前 A 股市场是选择离开“蓝筹泡沫”,离开“基金泡沫”的时候了,这可能是一种理性的选择,或许会更加有利于 A 股市场的长远、健康发展。

挤一下“蓝筹泡沫”,更需要挤一下“基金泡沫”。

5000点之上谈股指期货

◎杨一平

上证指数站上了5000点,标志着中国证券市场经历了风雨,进入新的历史发展时期。在5000点上,股指期货作为风险管理工具,推出的迫切性空前增强。

在5000点上,总体的上市公司的市盈率水平,包括所谓的蓝筹股在内已处于一种较高的水平,但这些股票的市值还在随着股价的上升而增加,市场正在陷入所谓的“估值之惑”。我们认为,这种情况是在特定的历史条件下形成的。中国证券市场不久前正完成了空前的股改,股改带来的制度性改革的后续效应正在不断地释放中,资产注入、整体上市给上市公司的传统估值方法带来了革命性的变革。市场因此一方面处于整体市盈率水平高企;另一方面又存在着制度性机会的矛盾之中。要在这样一个矛盾的市场格局中得以生存和发展,投资者特别是机构投资者对股指期货的套期保值功能存在着内生的需求,整个市场也希望用股指期货来化解总体估值高水平和股改带来的制度性机会的矛盾,也就是既能防范风险,又能抓住机会,让证券市场又好又快地平稳发展。

在5000点这一中国证券市场的新标点上,将推进投资者的盈利模式,特别是机构投资者盈利模式的改变。机构投资者一方面关注投资优秀上市公司获取红利收益;另一方面更关注在各个金融工具和品种间进行套利的收益,如前期的ETF套利就一直对机构投资者有很大吸引力。而股指期货的推出将直接产生套利机会,股指期货的套期保值功能能让机构投资者获取红利等稳定性收益成为可能。机构投资者盈利模式的改变将大大减少市场动荡,有利于市场稳定。

在指数处于较高位置,特别是上市公司的估值总体处于较高位置情况下,市场对利空因素的反应会变得非常敏感,甚至反应过度,5·30的暴跌就是一个例证。从基本面上看,对证券市场发展的不利因素还存在,在某些情况下还会在一定程度上得到强化,如物价大幅上涨的因素等。时市场的系统性风险因此在某种程度上不断地得到凝聚,因此,投资者对系统性风险管理的迫切性也在不断提高,股指期货作为管理系统性风险的重要工具存在着广泛的需求。

5000点,是一个敏感的点位,也是多空双方争议较大的点位。由于股指期货对股票现货市场有涨和助跌的作用,在市场对点位争议较大的情况下,推出股指期货,有利于股指期货的平稳着陆。而如在低位点推出股指期货,由于市场看多力量占上风,现货市场可能因此被涨,期货市场可能形成多头单边市;而在更高点位推出股指期货,由于市场看空力量占上风,现货市场可能因此大跌,期货市场可能形成空头单边市。因此,在市场处于一定争议的点位推出,有利于市场多空力量的平衡,有利于股指期货的平稳着陆。从海外市场看,推出股指期货较为成功的案例大多集中在牛市中。

总之,有人担心在高位推出股指期货风险大,实际情况可能恰恰相反。在高位点,市场存在着对股指期货套期保值功能的内生需求,推出股指期货是最有必要和最安全的。

“昂贵”天然气的副作用应引起重视

◎魏铭

9月3日,国家发改委表示,为缓解天然气供需矛盾,优化天然气使用结构,促进节能减排工作,经国务院同意,国家发展改革委研究制定的《天然气利用政策》已于2007年8月30日正式颁布实施。专家认为,此举意味着国家已充分认识到目前国内天然气利用的不合理状况,欲恢复天然气作为“珍贵燃料”的真正身份。

天然气价格的确存在偏低问题。当前中国石油与天然气价格之比为1:0.24,国际市场为1:0.6。由于天然气价格与其他可替代能源相比价格偏低,导致其需求量呈几何比率迅速增加。2005年,郑州的冬季天然气需求量剧增至每天160万立方米,超过夏季需求量的2倍,每天出现了50万立方米的用气缺口,而北京冬夏季天然气需求的峰谷差更高达10倍。

因此,国家发改委很早之前就已在3-5年内,以每年5%-8%的幅度不断上调天然气价格,逐步与国际天然气的价格大致接轨。《天然气利用政策》正是在这一背景下出台的,其思路就是使天然气成为“一种比较昂贵的能源,就像‘巴黎香水’一样,就应该用在最合适用的地方,而不能像自来水一样随便滥用”。

但是,天然气倘若迅速提价,逐渐达到专家们所设想的“昂贵”阶段,将带来诸多副作用。最直接的危害就是居民可能用煤炭等能



漫画 刘道伟

源替代它,从而使我国降低污染、改善环境的难度加大。天然气最大的优势是清洁,不污染环境。美国最近30年虽然美国温室气体排放量成倍上升,但其他污染物排放却并没有增加,就和天然气的广泛使用有着直接关系。而我国北方许多地区,目前冬季供暖还主要是靠烧煤,许多城市仍在为用天然气替代管道煤气而努力。

笔者惊诧地看到一则报道,某个城市计划提高天然气等清洁能源在供热体系中的比重,逐步淘汰小型燃煤锅炉。但是,我注意到,该城市的计划完成时间是2020年。显然,我国天然气的普及还远不算高。倘若天然气变得很“昂贵”,天

然气的推广势必受阻。

事实上,当今年年初天然气涨价的时候,就有不少城市出现了重新用煤炭替代天然气的现象。据《重庆日报》报道,最近,重庆部分餐馆为节约成本,纷纷重新烧煤。据店老板介绍,天然气每罐气85元,只能烧3天左右,而17元买一吨蜂窝煤,也能烧3天左右。重庆是一个传统的高硫煤产区,如果不采取治理措施,煤炭烟气非常“熏”,将影响全体市民的生活。可以想象,如果天然气日益走向“昂贵”,煤炭替代天然气的现象就会变得非常普遍,从而,使之前推广清洁能源以替代煤炭的努力化为乌有。

■上证观察家

有效运用金融手段搞好宏观调控

采用利率(如加息)、汇率(如升值)等金融手段紧缩流动性仍是实现未来经济和金融市场健康、可持续发展的一个必要和重要的政策步骤。就目前经济治理的关键来看,抓住流动性这个牛鼻子,可以起到四两拨千斤的作用。

◎杨英杰

充分发挥金融服务功能,更加注重发挥金融配置资源、调节经济、服务发展的功能,更加有效地运用金融手段搞好宏观调控,推动解决经济运行中的突出矛盾和问题,保持经济平稳快速发展。这是新形势下深化金融体制改革的重要课题。

金融是现代经济的核心。随着经济全球化深入发展,随着我国经济持续快速发展和工业化、城镇化、市场化、国际化进程加快,金融似毛细血管之于人体一样日益渗透到我国经济社会生活的各个方面。利率、汇率以及央行向市场直接注资以扩张流动性或发行票据或债券以紧缩流动性等都是重要的金融手段。利用金融手段调控宏观经济是市场经济国家维持经济社会稳定发展的重要途径。

比如,肇始于美国次级抵押贷款

付危机的金融风暴,自今年四月至今,引发全球金融震荡。由于市场日益恶化,流动性日益紧缩,在8月9日和10日两天内,欧洲、美国、加拿大、澳大利亚、日本等央行共注资3023亿美元,是为“9·11”之后最大的一次全球央行联合行动。截至8月30日,处于风暴中心的美联储已向市场注入资金总额达1472.5亿美元。与此同时,8月17日,美联储宣布将再贴现率从6.25%下调至5.75%,银行可以以这一利率向美联储敞开展抵押借款。

信贷市场问题出现后,美国银行、抵押贷款放款机构以及其他融资公司纷纷采取避险措施,提高放贷标准,整个市场出现了浓重的“信贷”气氛,市场陡然出现流动性不足的问题。这种形势下,美联储当机立断,连续出手“救市”,扩张流动性的同时,降低再贴现率,以稳定金融市场。如果不利的情况仍持续下去,也不排除美联储作出降息的决定。

再我国为例,央行数据显示,我国外汇储备余额上半年突破1.33万亿美元,同比增长41.6%。今年上半年国家外汇储备增加2663亿美元,已经超过2006年全年的2473亿美元增长数。目前我国面临的流动性过剩问题更加凸显,加之人民银行对冲操作的难度日益增大,近日,央行已买入首期6000亿元特别国债,用以紧缩流动性之目的。当然,这一措施也开辟了我国财政政策和货币政策协调配合,改善宏观调控的新局面。与此同时,我国央行今年以来连续四次加息,六次提高存款准备金率,以紧缩市场流动性,为偏快的经济减速,同时客观上也起到稳定资本市场的目的。

我国当前经济中的突出问题主要表现在内外两个方面,内部表现为投资率过高,外部表现为顺差过大。或者说表现为“三过”;投资增速过快,信贷投

放过多,顺差过大。需要指出的是,无论是作为原因还是结果,流动性过剩是当前我国经济运行中的一个重要表象。顺差过大引起流动性进一步膨胀,推动投资率持续上升;流动性过剩逼迫金融机构加大信贷投放。由此而来的通货膨胀压力日益明显,资产价格膨胀势不可挡,都可以归结到流动性过剩这一因素上。当然我们也可以说,经济结构不合理、产业政策指导不足、绩效考核机制改革尚未完全到位等等导致了投资压力过大,顺差增幅过高。但即使以上所提问题有了较好的解决,我国经济的比较优势(人力资本充足)、经济社会发展的阶段(人均国民收入不高)也决定了解决顺差过大这一问题非短时可以期待(当然,除非采用国情所不允许的人民币急速大幅升值的措施)。

在我国,流动性过剩的最主要表象是远远低于实际资本回报的低利率。目前一年期实际贷款利率仅为1.42%,

而一年期实际存款利率是-2%。如此低的实际利率必然刺激投资迅速膨胀,最终造成总需求过剩、通货膨胀(即传统意义上的经济过热),而防止经济过热是我们当前面临的较为紧迫的任务。利率是资本的价格,资本同任何其他商品一样,量多则价低,量少则价高。流动性过剩的最大危害是资本和资源的的不合理配置和低效率,同时还会造成资产价格的猛涨和资产市场泡沫风险加大。

根据当前经济发展状况,尽管短期宏观指标看来健康,通胀压力似乎可控,在仍较为严格的资本管制背景下,采用利率(如加息)、汇率(如升值)等金融手段紧缩流动性仍是实现未来经济和金融市场的健康、可持续发展的一个必要和重要的政策步骤。就目前经济治理的关键来看,抓住流动性这个牛鼻子,可以起到四两拨千斤的作用,不仅有利于改善资源配置,稳定金融市场运行,降低投资率,提高投资效率,防止经济过热,更为保持我国经济长期稳定又好又快地发展廓清了环境,也作出了扎实的铺垫。

(作者为中央党校副教授,经济学博士)