

■财经时评

# 当前物价与资产价格上涨联系并不密切

从当前我国实际情况看,物价与资产价格上涨的联系并不密切,两者的推动力量并不完全一致。货币政策调控既要关注CPI价格,更要密切关注资产价格的上涨。

◎夏斌 陈道富

近期公布的经济数据,加上房价的持续上涨,进一步引起了社会各界对通货膨胀的担心。但从目前来看,我国还不会形成物价的全面持续上涨,即产生通货膨胀。当前更应关注的是,社会的通胀预期以及物价上涨导致的部分群体实际收入下降问题。从资产价格对物价的影响来看,当前资产价格上涨对物价的拉动效应不明显,甚至出现相反趋势。一是近两年在人民币升值预期、流动性过剩及经济增长强劲的推动下,资产市场持续繁荣,使得社会收入中有相当的部分已配置到房产、股票资产上。2005年、2006年、2007年的第2季度,居民家庭拥有的最主要金融资产中的储蓄存款占比,从68%、66.5%下降至52.3%,累计下降15.7个百分点。因此,尽管存在物价上涨的一定预期,但不容易再现我国历史上曾出现的“抢购”风潮,引起物价上涨失控。二是虽然从理论上讲,资产价格的上涨会产生一定的财富效应,在供给紧张的情况下,易拉动物价的上涨。但资产价格上涨也会出现“替代效应”,在资产价格上涨预期强烈的

情况下,公众将压制当期消费,将更多的资金配置在资产市场。我国储蓄文化较浓,资产价格上涨过快,“替代效应”要比“财富效应”来得大。从实际情况看,目前中国资产规模确实增长很快,但相对规模仍然不大,加上产能过剩的因素,资产价格上涨引发的财富效应不会引起供给的全面紧张,产生通胀。相反,资产市场的持续火爆,反而对耐用消费品产生一定的抑制作用。央行的调查显示,居民消费意愿已经连续3个季度下滑,从2006年第3季度的28.2%降至2007年第2季度的19.5%,下降近8个百分点。居民大额支出消费意愿回落,与投资股票和基金的意愿连续攀升的运行轨迹相反,即在当前股市高涨的诱导下,部分居民已出现暂缓消费的倾向。三是从国际经验上看,在当前以国际收支不平衡推动的信用扩张环境下,贸易盈余国更多的会引起投资过度,引起产能过剩,最终使得物价下跌。日本在上世纪80年代末的泡沫经济,美国2002年的高科技网络股泡沫以及1997年的东南亚金融危机中,虽然各国资产价格都出现了大幅上涨,但CPI等反映商品价格的指标并没有出现大幅上涨,日本的通胀率不

到4%,美国不到3%,韩国不到5%,马来西亚不到4%,泰国不到6%,在各自的历史上都处于较低水平。从物价对资产价格的影响来看,物价上涨对资产价格上涨有一定的推动作用,但不是资产价格上涨的根本原因。一般而言,物价上涨会导致社会主体为了避免持有的货币购买力下降,将资金更多地配置到资产市场上,进而进一步推动资产价格的上涨,尤其是房地产市场。在今天房地产、股票市场已形成相当规模而且价格日趋上升、预期看涨、社会流动性充裕的情况下,当群众形成明显的通胀预期的时候,这种状况更容易发生。但是,如果当物价上涨速度加快,导致经济风险进一步加大时,资产市场的风险也会加大,整体经济风险的加大,则意味着调控力度的加大,这会影响到股市、房市,最终使得资产价格出现下跌。目前,银行存款实际利率仍为负值,我国公众已形成一定的通胀预期,“存款搬家”推动资产价格上涨的现象已较明显。但是物价上涨并不是产生资产价格上涨的根本原因,因为资产价格上涨主要是与当前社会流动性过剩,货币状态过于宽松直接相关。物价上涨只是加剧了这一过程。而且,当

前我国CPI的上涨不具有可持续性,不会发生严重的通货膨胀,因此,物价对资产价格的推动作用并不显著。总之,从当前我国的实际情况看,物价与资产价格上涨的联系并不密切,两者的推动力量并不完全一致。考虑到当前物价全面持续上涨的可能性不大,而资产价格的大起大落又不利于金融系统的稳定,不利于整个经济的稳定,当前货币政策调控方面重要的是,既要关注CPI价格,更要密切关注资产价格的上涨。尽管我国当前的物价上涨,并不具有可持续性。但是我们仍然要看到,一方面肉类等食品物价上涨对低收入群体可能造成的损害,可能会导致社会公众形成通货膨胀预期,不利于物价的进一步稳定。另一方面,当前我国宏观经济矛盾的症结,与收入分配向企业、政府倾斜,个人收入份额下降,国内消费率不足有关,也与当前资源、环保的改革不到位,尤其是资源价格不到位有关。因此,工资水平的上涨尤其是实际工资的上涨,有助于提高个人收入份额,从而有助于提高我国的消费水平。只要工资上涨的水平不超过劳动生产率提高的水平,因工资上涨导致的物价上涨不必过于担心。而对于政府在资源、环保方面的价格改革推动的物价上涨,只要社会大众的通胀预期不强,仍应稳步推进。此外,流动性过剩以及人民币升值压力成为我国当前宏观经济运行的突出矛盾,缓解这两方面的矛盾,将流动性引

导到国家发展需要的环节中,也可能导致一定程度的通胀压力,但只要这种压力是短期的,并有助于我国的长期稳定发展,就不应该过于紧张,应有一定的准备。在具体政策上,在目前以成本推动为主的物价上涨过程中,不宜采取货币政策紧缩来应对物价上涨,应更多地依赖于财政政策等,同时协调好政府调价和市场物价上涨之间的关系,处理好物价上涨过程中引起的实际收入重新分配中低收入群体的利益问题。为此,一是可适当提高社会的低保水平,对城镇低收入及特殊群体,可适当给予一定的财政补贴,确保贫困人口的生活水平。二是进一步控制好房地产等资产价格的过快上涨,加快推进垄断行业的改革力度。三是进一步推进食品供给领域的结构性改革,如加强对玉米深加工项目的调控和引导,继续鼓励和支持主产区的食品和饲料加工,严格控制国内玉米乙醇的发展。四是反映市场供求的农产品价格的上涨,有利于增加农民收入,有利于调整城乡收入分配格局。因此应坚持已出台的各项政策措施,增加供给,而不是简单地去压低价格。五是维护市场竞争秩序,严厉打击价格联盟等不正当竞争行为。(作者单位:国务院发展研究中心金融研究所)

■雅玲随笔

## 降息后美国经济又如何

◎谭雅玲

近日,美联储大幅度降低利率,其主要理由在于稳定美国经济,担忧美国次级债引发市场价格剧烈波动和金融体系信用危机将可能冲击美国国债,以防范美国经济出现衰退。但笔者认为,在美国降息之后,反而增加了短期美国经济衰退的可能性。因为,降息将导致市场对美国经济的信心趋弱,对美国经济的投资信心下降,并将扩大对美国经济、金融的不利影响,最终不利于美国经济增长,甚至会加大国际金融市场环境动荡及金融危机的产生。但从长期来看,却有利于美国经济的持续增长。所以,从短期来看,美联储的降息对策是一个损人不利己的“蠢招”。第一,美国经济处于稳定、调节之中。从美国数据来看,迄今美国经济没有出现实质性恶化,仍处于稳定、调节之中。美联储于9月5日公布经济疲软书认为,最近金融市场动荡对住房领域有明显影响,但对其他经济领域影响却有限,近期金融市场动荡导致信贷收紧;美国大多数地区经济继续呈温和增长,就业、制造业、生产力和消费者信心指数等都相对稳定,且大部分地区的通胀压力并没有加大。由此可见,经济疲软书对当今美国经济判断,与美联储急于降息的对策有所背离。美联储的降息举措,更多反映了担忧次级债危机可能冲击美国经济的一种超前防范心理,带有明显的美联储政策、策略的“诱导”。第二,经济数据显示出美国经济好坏参半。2005年以来,国际金融市场一直关注与担心的美国双赤字问题也有所改善。目前美国贸易逆差数量减少,美国财政部于9月13日公布的数据也表明美国财政赤字压力正在逐步得到缓解,这对美国经济而言影响都是相当正面的。从美国经济中不利因素分析,次级债危机的全部损失预计为1130亿美元,当然美国房地产市场下跌压力会导致房贷风险与隐患继续存在,预示着美国房地产市场可能会继续疲软,但这些情况对美国金融市场的影响仍是相当有限的。从美国银行体系来看,目前次级债危机对银行体系构成的压力较大。由美国联邦存款保险公司的数据显示,随着按揭贷款的拖欠情况增加,金融贷款机构的经营业绩将受到冲击,这表明,次级债危机的扩散及破坏仍未停止,还在慢慢渗透到个人消费信贷领域。由此可见,尽管短期经济指标在下行之中,但这并没有改变当前美国经济仍处于稳定、调节这一基本局面。第三,美国经济依然稳定但不确定性增加。自去年以来,美国房地产市场问题一直为市场所关注,其实这些问题正在逐步得到消化与调整,显示了美国金融体系的灵活性和市场效率。因此,美联储采取降息举措,似乎脱离了美国经济的实际情况,在一定程度上,也人为地制造了市场对美国经济增长前景的恐慌心理,扩大了美国次级债危机的影响程度,这些问题都值得我们关注。如果按美联储的降息效应分析,在短期内或许将加大市场对美国经济增长的悲观预期,由此扩大了在不稳定性经济环境中美国经济衰退的几率。由此,对美国经济信心不足,将引发经济、金融价格的“混乱”,这不仅不利于美国的投资稳定,还会导致市场再度关注美国双赤字问题对美国经济增长压力的不利影响。从长期角度来看,经济调整将有利于消化泡沫,并为美国经济的持续增长创造良好的市场环境,促使美国经济的进一步稳定发展。事实上,美国因素对当今全球经济的影响仍值得我们关注。目前,美国经济优势及美元主导地位并没有发生根本性改变,由次级债危机引发的信用风险仍处于可控之中,这无疑增强了市场对美国经济的信心,而不是增加了对美国经济的恐慌心理。当然,尽管美国经济基本面仍然是稳定的,但未来联邦基金利率变动等因素也增加了美国经济增长的不确定性。由此,稳定中的美国经济未来走向,似乎增加了其不确定性。

## 经适用房出售收益政府理应分享

◎余照

建设部住宅与房地产业司司长沈建忠在接受采访时表示:“经济适用房是解决住房问题的,现在有人把它作为一种投资的工具,这次要消除。所以这次对经济适用房明确规定,5年之内不能上市,如果有特殊情况要上市,政府要回购。”经济适用房属于社会保障性住房,它是以中低收入家庭、住房困难户为供应对象建设的普通住宅。但是,一些经济适用房却沦为某些人投资牟利的工具。之所以导致这一局面,除了供应对象把关不严、经济适用房面积普遍过大等因素外,主要在于我国对经济适用房的出售、出租行为,没有制定出售够年限的限制性措施,导致经济适用房投资、投机现象泛滥。在某些地方,经济适用房的出租率甚至高于一般性住房,这从一个侧面反映出经济适用房投资现象的严重性。要抑制经济适用房的投资行为,就应该针对上述几点,采取针对性的措施。对于经济适用房的购买对象,必须严格审核把关,而这种把关不能全部由政府有关部门独立完成,必须公开透明,接受公众的监督,以防止权力寻租。同时,应该减小经济适用房的面积,明确把经济适用房的建设标准统一调整为60平方米左右,这就大大降低了经济适用房的投资价值。因为相对于大户型住房,60平方米的住房供应对象一般仅限于中低收入者。

## 从审计报告看成本乱象

◎冯光明

国家审计署19日公布了外交部等49个部门单位2006年度预算执行和其他财政收支审计结果,其中,“多年来,邮政企业使用的劳务工的劳动报酬一直未能纳入邮政企业的工资总额基数,而是直接在企业成本中列支。2006年,全国邮政行业劳务工的劳动报酬直接列入邮政通信成本49.09亿元”。所属北京市邮政局在应付福利费尚有1亿元结余的情况下,2005和2006年,在管理费用中分别列支补充医疗保险1000万元和1900万元。长期以来,邮政部门一直以亏损为由,要求提高邮资标准。1990年,国内邮政总资费水平较调整前上涨150%;1996年12月,邮政资费总体水平又上调150%;1999年3月,国家邮政局再次上调资费标准,本埠信函较以前上涨40%;2004年1月,国家邮政局将国内邮件挂号费从2元调至3元;2006年1月,国内印刷品邮资上调,涨幅最高达30%。同年11月15日起,再次上调信函、明信片业务资费,涨幅超过30%。邮资涨价,源于亏损。国家发

委对2005年邮政行业亏损给出的理由是,“管理费用增幅较高,业务成本增速高于业务收入增速”。邮政管理部门测算的结果是,信函运递的全国平均成本为1.62元,边远地区则高达17元,而我国对信函等邮政基本业务一直实行政府统一定价,远远低于计算出来的成本,亏损可想而知。问题是,邮政部门的成本到底有多高,至今仍是笔“糊涂账”。审计署的审计结果告诉我们,邮政部门的成本列支不符合国家相关财务制度,存在着严重的不规范问题。劳务工的劳动报酬本应纳入工资总额,却直接列入邮政通信成本,这势必造成邮政成本额加大。在这种情况下,根据邮政成本得出的亏损就有可能失真。北京市邮政局的做法,同样导致了管理费用的增加,那么,由此计算出来的经营结果(亏损或盈利)是否存在失真问题?如果失真,那么,由此计算出来的亏损额及在此基础上作出的资费标准调整,合理性何在?成本因素除了涉及资费的调整,也涉及国家的财政补贴。为了帮助邮政部门免遭亏损之困,从1999年起,国家逐年向邮政补贴80亿元、



漫画 刘道伟

50亿元、30亿元、10亿元。但是,根据邮政部门的测算,每年至少需财政补贴100亿元才能达到平衡。正是由于成本不透明,邮政部门的涨价要求很容易得到满足。事实上,正是由于邮政部门上调资费的要求太容易满足,反而使他们养成了转嫁成本的依赖心理,没有主动降低管理成本的动力,“业务成本增速高于业务收入增速”即是明证。由此形成了恶性循环,阻碍了邮政部门自我提高的动力。1990年,德国邮政系统亏损达到4亿欧元,德国通过管理层积极改革和业务重组,通过裁减冗员等措施有效降低成本,在实现盈利的情况下成

功上市,然后通过购并等将业务扩展到速递、物流、采购等领域,如今已成长为年利润30亿欧元,可以挑战UPS、联邦快递等巨头的跨国公司。那么,这种做法是否可以作为邮政部门下一步改革和创新的借鉴?对邮政部门的审计结果,给我们最大的一个启示是,对任何一个部门的价格调整要求,都应该认真核算其真实成本,并将其公布于众,接受社会的监督。以彻底断绝有关部门或企业,通过增加成本夸大亏损,并向公众转嫁成本,实现自身利益最大化的做法。这既容易制约有关部门或企业自身的发展,也容易损害公共利益。

■上证观察家

## 调整金融策略应对美国货币政策变化

在现行体制下,中国可能陷入一个应对流动性扩张而加息或提高存款准备金比率,但流动性进一步扩张的循环之中去。因此,与其被动地应付美国货币政策变化对中国经济和金融市场可能带来的影响,不如主动地寻求改革,将多余而又泛滥的美元排泄在中国的金融市场之外。

◎彭兴韵

9月18日,美国联邦公开市场委员会决定将联邦基金利率的目标值由5.25%下调到4.75%,为了配合降低联邦基金利率,美联储还将再贴现率降低了50个基点。联邦公开市场委员会在会后的声明称,尽管在上半年经济保持了适度的增长率,但信贷条件的紧缩可能会制约经济增长,此次降低利率就是为了防止金融市场混乱,促进适度的经济增长率。相对于过去17次每次以0.25个百分点的加息而言,此次美联储一次就降低了50个基点的联邦基金利率。这表明,美联储现在认为,美国经济增长受次级债影响要比它原先评估的要严重得多。就在金融市场为美联储于8月17日降低再贴现率50个基点舒缓一口气

时,英国的诺森罗克又遭受了挤兑风波。这可能意味着,美国次贷危机对全球金融市场的影响还在深化,迫使美联储不得不根据情势的变化而不断更新对次贷危机影响的评估。此外,伯南克降低联邦基金利率又是与其所谓全球储蓄过剩的观点相对冲突的。在现在的环境下,更低的联邦基金利率显然会加剧新兴市场国家的储蓄过剩和美国的赤字问题。这样看来,美国只是根据其国内短期经济波动面临的风险而果断地调整利率,丝毫不愿意承担起促进全球结构调整的重任,而只是借助于其美元霸权地位将全球经济结构调整的成本尽可能多地转嫁到其他国家。在美国对其经济前景表示忧虑的同时,中国却一直在担心经济由偏快转向过热。在美联储此次降息之前三天,中国就实施了年内的第五次加息举措。

作为最大发达国家的美国 and 最大发展中国家的中国,利率的一降一升颇令人玩味。由于经济和资本流动的全球化,美国利率的变动自然会对中国产生不可估量的影响。美联储降息对中国经济的影响显然不能加以简单的分析,也不能简单地套用汇率平价理论分析中国下一步的货币政策操作。首先,如果美联储降息是基于经济下降风险的判断而决定的,那么,反经济周期的货币政策往往是利率的下降伴随着经济增长率的下降和失业率的上升。倘若如此,美国的居民可支配收入和消费信心可能会伴随着美联储降息的过程而下降,居民收入的减少和失业率的上升,可能会减少消费支出。从理论上分析,在此背景下,美国居民消费行为的变化对中国的贸易流动性扩张的压力,给中国人民银行人民币的货币政策操作带来更大的空间。但是,这要以中国经济增长率的下降为代价;其二,美国消费者进行更广泛的替代消费,即为了保持既定的效用水平,可能转向消费更多的价格水平相对较

低的中国制造产品,这会使中国的贸易顺差进一步扩张,在现行的汇率机制下又会倒逼人民币投放的增加,我国央行的流动性管理更加困难。相对于以上两种结果而言,如果真的是美国经济出现了衰退,更可能的结果是,虽然对廉价的中国制造产品的需求会相对地增加,但对美国产品需求的增长率会有所下降,这会降低中国贸易顺差的增长率,从而减缓中国货币当局现在所面临的尴尬处境。其次,相对于消费者行为的调整而言,相对利率的变化导致的国际资本流动的变化可能更为迅速。过去几十年里,大量的国际资本流动从发展中国家流向了发达国家,而现在,除了官方持有的储备资产导致了大量的资本依然流向了发达国家之外,大量的私人资本又在流向新兴市场国家。因此,中美之间利率的相对变化,会通过全球私人资本流动的变化对中国货币政策产生重大的影响,这至少是在短期内可以预见到的结果。中国的货币政策在2006年下半年后所遇到的麻烦,正是美国在2006年停止升息之后发生的。实际上,美联储的货币政策并不是单纯的反经济周期或者稳定通货膨胀预期的工具,虽然在美国国内,美联储

享有很高的独立性,但是,面对国际经济与贸易摩擦的时候,美联储又可能借助于其国内经济环境变化的有利时机,通过利率的调整来达到美国政府某些全球战略的目的。而现在,美联储先后两次以50个基点的幅度降低了再贴现率,又一次性地降低了50个基点的联邦基金利率,可能正是实现美国战略目的的一小步。因为相对较低的美元利率会导致中国输入更多的美元,从而给人民币带来更大的升值压力和资产价格上涨的压力。在此复杂的国际资本流动的背景下,又加上美国货币政策出现的新变化,中国要继续通过提高法定存款准备金比率,而利率的办法来控制更加泛滥的美元对人民币倒逼投放的压力,是难以维继的。倘若中国经济能幸运地躲过美国次贷危机后衰退的不良影响,中国相对较高的投资收益会吸引更多的全球资本。那么,在现行的体制下,中国可能陷入一个应对流动性扩张而加息或提高法定存款准备金比率,但流动性进一步扩张的循环之中去。因此,与其被动地应付美国货币政策变化对中国经济和金融市场可能带来的影响,不如主动地寻求改革,将多余而又泛滥的美元排泄在中国的金融市场之外。