

■财经时评

宏观调控政策对市场调节效应逐步显现

紧缩性宏观调控政策效应将逐步显现。政策搭配将趋于紧密,政策搭配所产生的调控效应将进一步增强。股市、房市投资者应充分重视加息的政策信号和对两个市场逐步产生的影响。

◎张翼

我国央行9月15日起再次上调金融机构人民币存款基准利率0.27个百分点。此次加息距离上次加息仅间隔24天,是历次加息间隔最短的一次。央行表示此次加息旨在加强货币信贷调控,引导投资合理增长,稳定通货膨胀预期。这是今年以来央行第五次加息,并已经七次上调存款准备金率、五次发放定向央票。由于今年历次加息对股市都未形成历史上常规出现的利空局面,部分地区房价更是飙升,加上目前实际储蓄存款依然为负利率,为此,此次加息效应仍需观察。但根据目前宏观经济金融运行、股市房市现状、调控政策特点、可预期出台的调控政策等初步判断,加息作为调控总需求的重要手段之一,虽然不直接针对股市和房市,但通过政策传导,此次加息对股市、房市投资需求的调控效应将逐步显现。股市、房市投资者应充分重视加息的政策信号和对两市逐步产生的影响,

提前调整相应投资策略。

紧缩性宏观调控政策是下阶段的基本趋势,政策搭配将趋于紧密,政策搭配所产生的调控效应将进一步增强。虽然目前加息幅度有限,单从加息本身还难以发挥效应,但其他政策适时搭配出台,加息影响力就会放大。一是信贷调控政策。央行公布的数据显示,人民币贷款8月增加了3029亿元,前8个月人民币各项贷款增加了3万亿元,这已接近2006年全年新增人民币贷款额。7月我国广义货币供应量(M2)余额同比增长达到18.48%高点后,8月份M2余额达到38.72万亿元,同比增长18.09%。虽然增速略有回落,但距离央行对货币信贷总量的年度预期目标——M2增长16%左右仍有差距。所以信贷规模控制是年内的基本格局,个人住房贷款很可能是首当其冲。信贷政策在继续支持中低收入群体自住型住房需求外,对于目前过热的商品房市场,对于第二套和多套购房者,调整按揭首付比例抑制商品房投资需求的可能性愈来愈

大,投资客利用信贷杠杆作用放大商品房投资效果的成本明显增加,难度也愈来愈大。二是财政政策与货币政策的搭配。如为缓解流动性过剩而实施的特别国债已于近期正式启动,财政部在向商业银行定向发行6000亿元特别国债的基础上,9月10日宣布再向社会公开发行2000亿元特别国债。虽然目前市场流动性总体充裕,但如遇紧缩性财政货币政策同时出台,市场新股申购冻结资金,不排除阶段性的市场流动性紧张状况。三是可预见的股市政策和房市重大政策出台。如股指期货已经准备就绪,随时都有推出的可能性,股指期货对价格具有的做空机制一定会对未来股市产生一定影响。而房地产是目前政策面和宏观调控重点关注的领域。调控政策总体取向已经十分明朗,将突出商品房的自住消费功能,投资功能将受到抑制。抑制房价过快上涨,增加有效供给,限制买卖商品房投资政策趋势已经非常明朗,并逐渐制度化和法制化。这些政策会与加息政策共同对目前股市和房市投资

需求产生明显的调节效应。当政策出台处于密集期时,任何新的市场认为利空政策都可能成为压垮市场的最后一根稻草。

我国不存在持续恶性通货膨胀的基础,而存在继续加息的可能性,负利率过大或负利率不可能长期存在,加息对稳定储蓄仍具有较大的作用。由于食品在我国居民消费价格中占比超过1/3,我国目前通货膨胀带有明显的食品推动型特征。但权威机构研究表明,食品价格上涨对价格水平和居民生活水平的影响是有限的、暂时的,不会导致严重的通货膨胀。根据历史经验,粮食价格只有剧烈波动上涨,通常涨幅超过20%才会对通货膨胀有较大的推动作用,而目前我国粮食价格涨幅基本在10%以内。根据联合国粮农组织的统计,预计2007年世界粮食总体价格水平将上涨3%—5%左右。因此2007年全球食品价格水平也不会上涨太多,进一步推动我国粮价以及通胀水平上扬的作用有限。而上世纪90年代中期我国出现的恶性通胀已因环境变化而难以再现。1994年,我国固定资产投资增速高达60%以上,经济全面过热,需求拉动型和成本推动性通货膨胀同时出现,同时出现了短缺经济下的恐慌消费,因而出现了恶性通货膨胀的局面。但

目前我国处于过剩经济,绝大部分行业产能过剩,市场已处于买方市场,大部分产品不会出现长期短缺状况,所以不具备恶性通货膨胀的条件。自2002年我国经济启动以来,经济周期表现出速度快、运行平稳和上升时间拉长的特点,其内在动力在于国民经济产出率提高和国外需求增长加快,产出率的提高和工业产品的全球定价都将大大压缩CPI的上行空间。另外,就货币政策目标和加息空间看,我国年内存在继续加息的可能。作为政策主要目标,控制国内通货膨胀适度,防止经济从偏快转向偏热是目前主要任务。中美利差虽然依然是影响人民币升值压力的一个因素,但已不是关键因素,影响人民币升值压力的关键因素是中美贸易不平衡、政治因素和热钱的涌入等。为此,近日美国降息,并不能影响我国央行根据国内经济运行实际情况而继续进行利率调控。所以,我国目前存在的负利率过大或负利率不会长久存在下去,一旦继续加息使实际利率为正,储蓄存款倾向会发生重大改变,稳定性会明显提高。为此,投资者应提高对此次加息效应的预期,增强前瞻性,提前调整相应投资策略,防范两利风险。(作者系上海银监局研究员、博士)

■看法

中小户型成“鸡肋” 源于调控执行不力

◎吕青

90平方米以下的不是朝向不好就是顶楼,根本没有好位置,户型设计也不合理。据《经济参考报》报道,由于各种各样的原因,很多中小户型无论从选址还是户型上,都不能令人满意,成了购房者眼中“食之无味弃之可惜”的“鸡肋”。

第二次房市调控政策出台时,中央明确要求:“自2006年6月1日起,凡新审批、新开工的商品住房建设,套型建筑面积90平方米以下住房(含经济适用住房)面积所占比重,必须达到开发建设总面积的70%以上。”这一政策的出台,是建立在我国实际住房需求基础之上的。建设部日前公布的“2005年城镇房屋概况统计公报”显示,2005年,我国城镇人均住宅建筑面积升至26.11平方米,人均住宅建筑面积升至83.2平方米。

这说明,90平方米以下住房是市场的主流需求,将90平方米比例界定为70%与实际需求恰好遥相呼应。剩下的30%满足高收入者的需求,又解决了市场的高端需求。这样,就能使需求和供应保持平衡状态,从而解决一直困扰着我们的住房结构性失衡问题。

但是,90平方米以下的中小户型政策执行不力,未能发挥有效作用。这主要表现在两个方面:

一是中小户型供应不足。国家发改委7月31日发布的数据显示,今年1—6月90平方米以下住房完成投资仅占住宅投资的19.5%,不足两成的数字意味着住宅开发产品结构仍没有改变。这一现象并非个别。今年1至8月,长春市在累计可售商品住宅中,90平方米以下中小户型占总量的14%,90至144平方米中户型占总量的49.6%,144平方米以上的大户型占总量的36.4%。大户型占据市场绝对主导地位的状态几乎没有丝毫改变。

二是中小户型成为低品质的象征,设计不合理、位置较偏,成了大户型住房的附属品和陪衬。据介绍,之所以出现这种情况,是由于小户型主要面对的是工薪阶层,总价低、利润比大户型少。问题是,“套型建筑面积90平方米以下住房面积所占比重,必须达到开发建设总面积的70%以上”的政策,难道是可以置之不理,随意由开发商们选择的吗?

实际上,开发商们所说的情况并非真实原因,他们热衷于建造大户型住房的目的,很可能是继续维持住房供应结构性失衡的状况,导致大量需要购买中小户型的消费者无法得到满足。这些消费者游离于市场外,一方面,可以继续造成供不应求的假象,增加人们的恐慌心理,助推房价上涨。同时,在中小户型住房数量不足、品质低下,无法满足实际需求的情况下,一部分原本计划购买中小户型的消费者,可能被迫转而购买大户型住房。另一方面,我国现在的建筑用地本身就比较紧张,如果用以建造大户型,建成后的住房数量必然远远小于建造中小户型的数量,这样,就会使土地供应状况持续保持紧张,进而推动房价上涨。总之,是以牟取最大暴利为出发点的。

如果任由市场选择,90平方米以下的中小户型将必然供应不足状态,而中小户型品质的降低,又间接加剧了供应不足的状况。中小户型并不意味着低品质,日本、韩国由于人多地少,中小户型住房始终占据市场的主流,房子虽小,但由于设计独具匠心,空间得到充分利用。这种能够满足不同家庭需求的高品质中小户型,受到市场的热烈欢迎,至今仍然畅销。我国有关部门也曾提出过中小户型住房设计大赛,涌现出许多别具一格而又非常实用的经典设计。这说明,只要更新理念,精打细算,就能提高有限空间的利用率,设计出消费者满意的中小套型住房。现在的关键问题是,相关市场主体打造经典而实用的中小户型的动力严重不足。

中小户型出精品,不是不能为而是没有为。房地产市场对中小户型的“歧视”,是对国家宏观调控政策的误读甚至故意曲解,这容易强化“贪大求洋”的消费误区,制约中小户型政策对房市的影响力。面对现实问题,有关部门应该及时拿出对策,以确保中小户型政策得到切实执行。当中小户型真正成为市场的主流,我国房地产市场的许多问题就会变得非常容易解决。

罗杰斯“泡沫论”与中国式表达

◎周剑

前两天,杰姆·罗杰斯(Jim Rogers)对“泡沫论”予以了澄清。罗杰斯在中国资本市场高峰论坛上说:“今年年初我说中国股市存在潜在的泡沫,而不是媒体报道所称的‘已存在泡沫’。”他同时表示,自己的观点没有变化。中国股市现在依旧处在酝酿泡沫的阶段。1月24日,罗杰斯接受中国中央电视台采访时,曾说:“现在中国每天有50000个新的股票账户开户,我们去银河证券的时候,看到很多人挤在一堆,这不是一个人们采取成熟行动的表现,这实际是市场在泡沫阶段人们采取的行动……我看到过很多危险的迹象,这就是一个危险的迹象……市场不应该是这样的。”在罗杰斯阐述上述观点的前一个交易日,即1月23日和9月20日,上证指数分别报收2949.14点和5470.06点,后者比前者高85.48%。这就意味着,在此期间尽管上证指数又上升2520.92点,但股市依旧处于泡沫酝酿阶段,而未进入泡沫形成阶段。

人总有好奇心。这泡沫酝酿阶段可以让上证指数上涨1000点、2000点。那么,要是它再上升3000点、4000点呢?如果还不够宽泛,我们还可以假设它继续上升5000点、6000点。总之,如按本轮牛市诞生以来的速度一直涨下去,我们将怎样看待呢?

罗杰斯重视中国文化,已经体现在女儿的语言学习上。9月21日,笔者有幸与罗杰斯共进早餐。据罗杰斯介绍,他已定居新加坡。他4岁的女儿,在华人保姆的熏陶下,能说流利的中国话。罗杰斯的基本观点之一是:十九世纪是英国人的世纪,二十世纪是美国人的世纪,二十一世纪是中国人的世纪。这倒不是当着中国人的面说客套话。从对女儿学中文、说汉语的要求看,罗杰斯对中国是很重视的。这种重视起源于经济,蔓延到文化。

罗杰斯表达他对A股市场的看法,会不会是中国式的呢?中国人的表达是含蓄的。罗杰斯出生于1942年,阅历丰富。其年龄也表明,他会更乐于听取和考虑不同的意见,按规矩办事。他不远万里,来到中国,当有国际投资大师的气度。为了中国人民的投资事业,他没有必要说三道四、指手画脚,影响A股市场稳定。说话听声,锣鼓听音。这样,我们就不难理解泡沫酝酿阶段的长度,至少可以让上证指数有数千点空间的提法了。实际上,在金融领域,泡沫只是个比喻,它不会有什么量化标准。因而,即使股价指数继续快速上扬,人们也不会就泡沫存在与否,达成一致。罗杰斯不会不知道这一点。

罗杰斯怎样判断A股市场的投资价值呢?在中国资本市场高峰论坛上,罗杰斯借“港股直通车”即将开通之际,至少六次大声疾呼地提醒投资者应该去H股市场淘金。他表示,在香港上市的H股与A股属于同样的公司,拥有同样的权益,但整体股价却只有A股的40%左右,“H股是目前中国最大的投资机会,我已经买了一些,还会继续买进”。笔者感觉,罗杰斯持有的中国股票,都是从香港和新加坡买进的中国概念股。因此,他有成本低廉的优势。这样,他就可以反复对媒体表示,会长期持有中国股票。而且,这也与他反复提示A股市场风险,不构成任何矛盾。

煤电联动亦需引入竞争机制

◎叶蔚然

日前,山西、内蒙古两地的发电上市公司纷纷公告称,接到国家发改委的通知,将山西省、内蒙古自治区内新投产电厂送京津唐电网的上网电价分别调整为每千瓦时0.298元和0.297元(不含脱硫加价)。行业分析人士认为,这使搁置已久的第三次煤电联动的预期进一步增强。

查询相关资料得知:在2005年5月第一次煤电联动时,山西省、内蒙古自治区内新投产电厂送京津唐电网的上网电价分别是原有基础上提高为每千瓦时0.297元和0.296元;2006年第二次煤电联动时,这两部分上网电价再次提高为每千瓦时0.305元和0.304元。不过,这次部分电厂电价却是向下调整。这意味着,有关部门对第三次煤电联动非常谨慎,使得再直接一点,有关部门对CPI上涨的担忧可能超过了因第三次煤电联动未展开而给电力企业带来损失的担忧,结论自然就是:第三次煤电联动不会很快到来。

但是,在煤炭价格持续上涨的今天,火电企业必将面临着越来越大的经营压力。电力企业通过强化管理、降低煤耗,可以部分化解掉煤炭价格上涨的压力,却不能从根本上解决问题。因为我国的煤电联动实际上是在一个“阴阳险”的环境中,即处于市场化的煤炭与尚



漫画 刘道伟

未市场化的电力之间,存在着一定的矛盾,这种矛盾决定着任何一次煤电联动都是各个利益主体激烈博弈的过程,而平衡各方利益的惟一裁决者是有有关部门。这意味着,煤电联动机制存在着天然的缺陷。

这是因为,我国的煤电联动缺乏市场化竞争机制,而由相关部门通过对各方利益的权衡作出决定,市场的竞争作用被排挤在外,这很容易让有关部门感到左右为难,也容易引发煤电当中其中一方的不满,因为靠行政力量来端平一碗水实在太难了。

缺少竞争因素所导致的另外一个结果,是相关企业选择向公众转嫁成本的方式而非降低成本,提高自身竞争力的方式提高收益,消

化煤炭价格上涨的压力。据报道,电力企业在去年的煤电联动电价上涨中总共获利522亿元,刨除煤价上涨成本83亿元,实际净赚439亿元。电力企业所获利润并非缩减成本、挖掘潜力的结果,而是悄悄将成本“加量”转嫁给消费者的结果。

去年6月28日,国家发改委发文明行煤电联动,将全国销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱,并对各省(市)电网销售电价每千瓦时平均提价标准提出指导:湖北省2.61分、甘肃省0.99分、辽宁省3.18分、吉林省3.37分等。但是,各地在具体执行时却加大了调价幅度;湖北省的调价方案是涨6.5分,是国家指导价的两倍多;甘肃省是

■上证观察家

谁在利用货币手段向中国输出通货膨胀

有别于上个世纪80—90年代的需求拉动型的通货膨胀,此次通胀压力更多的表现为成本推动型,其背后诱因是以石油为代表的基础原材料价格上涨和房地产价格上涨,而美元持续疲软并扮演国际央行角色,正在输出并制造全球性通胀。

◎胡俞越 孙昉

美国长期以来以美元在布雷顿森林体系遗留下来的世界主导货币优势,滥发美元掠夺国际铸币税并输出通货膨胀。这次美国次级债危机爆发,美联储大肆向银行注入流动性、下调利率以缓解危机,又使得美元在全球范围内进一步贬值,国际原油价格一举突破80美元/桶,国际黄金价格站上700美元/盎司。国际原材料价格普遍以美元计价,美元的流动性泛滥,造成国际原材料价格自2001年以来持续暴涨。从2001年底到今年9月中旬,反映国际市场核心原材料商品价

格波动的CRB指数已经累计上涨了133%,国际原油价格上涨约220%,铜价上涨约330%,大豆价格上涨约100%,可以说在这六年中,国际上以美元计价的能源、金属、农产品价格都在快速上涨。与此同时,美元指数出现30%左右的下跌幅度,美元兑欧元更是大幅贬值39%,而人民币兑美元仅升值了不到10%。

自从2001年中国加入WTO以来,中国与国际间的经贸往来日益密切,中国的进出口总额连年创出新高。随着中国逐步成为“世界工厂”地位的确立与巩固,我国借助人力资源优势迅速在国内形成了以加工贸易

为主的产业结构。由于内在原材料资源的匮乏,中国在国际贸易结构中存在高支出低进(出口大于进口)与高进低出(高价进口原材料低价出口产成品)的矛盾。近年来,中国在原材料领域的对外贸易依存度不断提高,不断从国际上高价进口原材料,并借助廉价劳动力成本以相对于国际市场较低的价格出口产成品。美元贬值导致原材料价格大幅走高,而人民币对美元的升值幅度不足,在国内引发了成本推动型的通货膨胀压力。而我国快速增长的出口,导致国内供给转向国外,国内需求得不到有效满足,从而极易在国内诱发需求拉动型通货膨胀。因此,美元贬值最大的受益者肯定是中国,而最大的受害者极有可能是中国!

有别于上个世纪80—90年代的需求拉动型的通货膨胀,此次通胀压力更多的表现为成本推动型,其背后诱因是以石油为代表的基础原材料价格上涨和房地产价格上涨,而美元持续疲软并扮演国际央行角色,正在输出

并制造全球性通胀。因此,本轮通胀压力所面临的国内形势和国际环境也比以往表现的更为复杂,治理的难度也在加大。我们提出应对目前通胀压力的措施主要有四点:一是尽快把短期利率由负利率调到正利率,二是提高人民币汇率弹性,加快人民币资本项目开放。三是加强综合调控,货币政策与财政政策并举。四是加强产业结构调整,解决进出口贸易的高支出低进与高进低出的矛盾,遏制房地产价格过快猛涨。

关于加大利率的升息幅度,可以考虑加息54个基点,再观察一段时间,如果通胀压力及固定资产投资过热现象仍然得不到有效缓解,则可考虑再提高加息幅度进行加息,这样可以尽快弥平负利率,把短期利率调整到正利率状态。

加快人民币资本项目对外开放,同时提高人民币汇率弹性,以欧元作为参照,人民币兑美元应当还有30%的升值空间。加快资本项目对外开放促进人民币外流,港股直通车当重

任。人民币对外投资渠道的拓宽,有利于抑制国内资产价格泡沫,缓解国际收支顺差及外汇占款压力,并且人民币兑美元升值速度的加快可以缓解国际原材料价格上涨压力,有利于减轻国内加工贸易企业的成本压力,从各个方面缓解通胀压力。

在货币政策效果欠佳时,可以结合财政政策对宏观经济进行调控。若想从根本上遏制通货膨胀,国家要进行产业结构调整。中国作为“世界工厂”不能仅仅满足于做低附加值商品的加工工厂,需要提高自主品牌的生产能力,促进产业升级,调整进出口关税及退税政策,鼓励自主品牌、高技术含量的产品出口。同时,应当调整产业结构投资结构,目前房地产等固定资产投资增长过快,运用利率手段和税收政策调控房地产市场,从而遏制房地产价格上涨,缓解固定资产投资过热现象,远离通货膨胀。

(作者:胡俞越,北京工商大学证券期货研究所所长,教授;孙昉,北京工商大学证券期货研究所研究生)