

## Opinion

■财经时评

## 谨防结构性涨价演变为通货膨胀

此次提高成品油价格,虽然直接影响有限,但要严格控制调价的连锁反应。下一步的重点应加强和改善宏观调控,防止经济增长由偏快转为过热,防止物价由结构性上涨演变为通货膨胀。

◎梁达

从11月1日起,汽油、柴油和航空煤油价格每吨各提高500元,北京市93号汽油零售价格每公升涨价0.44元,意味着加一箱油(50公升)要多支出22元,对于有车族来说又是一笔不小的开支。

如今油价已成为许多国家最敏感的经济神经,油价的每次上涨都会引起极大的关注,显示出能源对一个国家的深刻影响。作为一个国民经济高速增长中的发展中大国,我国对能源的依赖性很大。特别是我国经济增长的模式主要依靠政府主导的大量投资,而且我国的经济增长目前还是高耗能的粗放模式,对能源的依赖就更加严重。因此,能源对于我国经济而言,具有极其重要的战略价值。

成品油是重要的生产资料,属于上游的资源性产品,其价格的变动将对下游其它产品产生较大范围的影响。此次国家再次调升成品油价格,

无疑会使企业新增的能源成本向下游转移,进一步抬高消费品价格,对宏观经济而言,有一定风险,其涨价压力不亚于食品,因此需要给予高度关注。

按照价格运行规律,上游能源和原材料价格的变动,会反映在下游的加工工业和生活资料上。生产资料价格上涨将会带动居民消费价格的上扬,滞后期一般在3-6个月。原材料价格的上涨,工业成本的推进,会导致物价的全面上升。我国的产业链条可以大致分为两条:一条是以工业品为原料的生产,生产资料(能源→原材料→加工工业)→生活资料;另一条是以农产品为原料的生产,农产品→食品。

据初步匡算,成品油价格调整直接影响月度消费价格指数上升0.05个百分点。但由供给成本上升推动的物价上涨,有可能改变我国经济运行周期,出现两种不同的转向:一种转向是成本推进引起物价逐渐上涨,从此出现轻微通货膨胀;另一种转向

是在我国货币供给量相当充裕的条件下,油价上涨对耗能和用油多的行业产生“供给约束”,从而伴随着有效供给减少而且物价水平上升,减缓我国经济增长的速度。这些因素将对经济走向产生不利影响。

更重要的是,随着能源、原材料价格的较大幅度上涨,工业消费品生产企业将面临巨大的成本推进涨价压力。对于我国经济秩序和产业结构也有不良的影响。在“买涨不买落”的心理驱使下,我国生产资料的销售将会大幅增长,增长过快容易诱发市场投机,囤积炒作,造成虚拟需求膨胀,更易引起市场供求交替攀升,推动价格轮番上涨。而在不正确的价格信号引导下,原材料行业又可能出现新一轮的过度扩张,一些小厂将重新上法上马,浪费资源,加大库存,影响原材料行业的结构调整,不利于资源的合理配置。

石油是我国的主导产业,其产品价格水平直接影响我国的纺织业、塑料行业、油漆涂料业、家电行业,甚至波及整个加工业。尤其是我国目前各地都在全面建设小康社会,工业化浪潮已席卷而来,能源涨价将危及整个工业体系,特别是目前构成消费热点的汽车制造、住宅建设和交通运输这些产业,将会影响其产品和市场需求和行业成长。上述产业同时又是关联度极高的导向型产业,其原材料涨价并导致粗加工产品价格上涨,将具有向

消费品价格传导的“溢出效应”,如果经过一些市场炒作和投机,极有可能会诱发价格推进的“乘数效应”,那将极大地抬高消费品零售价格水平。

综上所述,油价上涨对经济的影响是不容忽视的,值得密切关注。除油价外,其它因素对今后的物价趋势同样不可掉以轻心,应努力防止结构性涨价演变为通货膨胀的苗头出现。

一是因受农业生产资料价格持续上涨的成本推动,国内外特别是饲料和工业对农产品的需求拉动,以及生猪等畜禽产品生产周期的限制,猪肉等食品的供给在近期难以恢复到正常水平,加之翘尾因素仍将持续到今冬明春,食品价格仍将会维持高位。住房价格因受房屋销售价格上涨的联动效应,建筑材料价格上涨及部分地区对水电气等公用事业服务价格调整的影响,可能还会继续上涨。

二是翘尾因素将导致2007年消费价格上涨高于2006年。据估算,2006年CPI上涨的翘尾因素对2007年的影响大约1.7个百分点,由于2007年受翘尾因素的影响比2006年高1.2个百分点左右,这将影响CPI涨幅提高。从目前的市场反应和统计数据看,物价已出现较明显的“传导效应”,前期粮食和肉禽蛋价格的上涨已逐步向下游食品加工、餐饮等行业转移,物价上涨从消费环节已逐渐向生产环节扩张。

三是价格预期的影响也促使价格维持上涨态势。国内外理论和实践经验表明,在居民和企业内的价格上涨预期没有消除的情况下,价格上涨势头很有可能会维持一段时间。

四是取决于宏观调控力度的大小。今后一个时期,如果继续采取加息、调整存款准备金率等货币政策;继续进行调整利息税、调整出口退税、资源税、运用特别国债等财政政策;出台提高市场准入门槛等行政措施,这些宏观调控“组合拳”将会对稳定物价水平起到举足轻重的作用。

五是固定资产投资和消费品市场比较活跃,尤其是社会消费品零售总额出现了高速增长,增长率达到了近十年未曾出现的高增长率,加上出口的高速增长,使得社会总需求扩张步伐较快,对价格水平形成拉动作用。考虑到货币变化与价格变化之间存在一定的时滞,未来一段时间价格上涨的压力仍然较大。

总之,今后推动价格上涨的压力较大,也存在价格平稳的条件,如果各项宏观调控措施得当并取得成效,价格将保持适度上升的态势,不会出现大幅上涨的局面,居民消费价格总水平将控制在3%左右,仍在经济和社会承受范围之内,不会有大的问题。但要采取有效措施,密切监控,严防个别产品短期引起的价格暴涨和剧烈波动,给国民经济造成较大的影响。

股指期货渐行渐近  
投资思路相应转变

◎房振明

随着股指期货的渐行渐近,对股票市场的影响已经逐步显现。工商银行、建设银行等超级大蓝筹占据了非常抢眼的位置,这与股指期货推出背景下机构投资者调整市场投资策略,重新配置投资品种,为未来迎战股指期货进行前期准备等方面因素有极大的相关性。

显然,股指期货一旦推出后,股票市场将不再独立运行,股指期货市场交易策略将直接或间接作用到股票现货市场。为了适应这一变化,投资者要在股票现货市场相应调整自己的投资策略。

股指期货推出对股票现货交易者行为的影响包括以下几个方面:

1.套利。目前,由于我国股票市场不存在做空机制,因此股指期货只能正向套利,即买入股票同时做空股指期货。为此,在股指期货推出的预期下,券商和私募基金欲未来从事股指期货套利交易,必须拥有大量的股票现货筹码。国庆长假之后,股指期货推出时间的预期更加确切,众多打算开展股指期货套利业务的机构必然尽快收集筹码,建立多头股票组合,模拟沪深300指数。股指期货的套利交易为沪深300指数中权重较大、影响力大的股票提供了一个相当于期权的溢价,在股指期货推出前的相应估值应该考虑此期权价值的影响。据悉,目前几乎所有的创新类券商和很多私募基金正筹划利用股指期货上市初期收益丰厚的良好机遇开展股指期货套利业务。在股指期货推出之前,各种机构收集所需筹码的过程不会停止。

2.套期保值。作为一种规避股票投资组合系统性风险的交易,未来股指期货的套期保值交易的策略对目前股票市场也存在一定影响。机构虽然在较高价位购买沪深300的大盘股,如果当股指期货推出后价格下跌时,可以采用套期保值策略规避一部分系统性风险,对组合起到保险的作用。因而,机构投资者选择大盘股的过程中甚至可以有些肆无忌惮,这对普通投资者是一个警示。

3.投机。未来股指期货的投机交易策略对当前市场的影响有限,而在股指期货尚未推出的情况下,出于操纵市场目的的仅仅拉高股票现货指数,却由于无法同时做空股指期货在现阶段并不可行。

虽然当下正处于股指期货推出前市场不断挤出泡沫的阶段,但沪深300的权重股在市场上的相对估值优势和享有参与未来股指期货交易的期权溢价优势,关注沪深300指数中大盘成份股依然是目前条件下的明智投资策略。随着股指期货推出的日益临近,可以预期市场的“二八现象”会表现得更加明显,结构性分化趋势会更加突出;资金会向权重蓝筹股、有着良好成长性的优质股以及具备实质性资产重组预期的股票集中,而前期已经被市场炒作的绩差股则会被市场资金弱化,进而可能释放。投资者的资产配置策略应当注意这方面的变化。

## 资源留在国内需要靠制度来保障

◎傅新

国家发展和改革委员会发出通知,从11月1日零时起,汽油、柴油和航空煤油价格每吨各提高500元。这次调价调整在许多人的意料之内。10月29日,受墨西哥减产和美元持续疲软等因素影响,纽约商品交易所12月份交货的轻质原油期货价格再创历史新高,已逼近每桶94美元的“天价”。我国一些地方出现的“油荒”苗头促使有关部门不得不迅速拿起价格调节工具。

但是,单纯的价格调节工具依然需要企业社会责任感的配合。10月31日晚上,发展改革委价格司副司长刘振秋在接受中国政府网专访时表示:在市场经济条件下,价格是调节生产和供求的最有效的杠杆。这次价格调整后,应该说会起到调动企业生产积极性,增加市场供给的作用。另外一方面,我们也强调并要求各成品油加工企业切实承担起保证市场供应的责任,努力提高原油加工量,增加成品油产量;中石油、中石化两大公司也要尽可能地要把资源留在国内;要加强运输的协调和资源的调度,保证市场的均衡供应。

显然,有关部门自身也已经意识到价格在调控中的局限性。倘若有关企业在国际油价持续攀升时,为了追逐自身利益最大化而扩大成品油出口,势必会减少国内的成品油供应,导致油价失控。这种担忧并非毫无根据。



海关总署8月10日公布的数据显示,今年1至7月份,我国成品油进口达到2174万吨,同比降低1.0%,而成品油出口则达到898万吨,同比增长26.2%。在我国夏季用油高峰,各地市场成品油供应紧张的情况下,成品油进口降低,出口增长的状况,无疑埋下了“油荒”隐患。

事实上,我国南方部分地区2005年出现的“油荒”也与此不无关系。当年1-6月份,国内成品油供应紧张,而我国却总共出口了759万吨成品油,同比增长幅度竟然高达48.6%。以至于全国政协委员郭荣昌在政协大会上呼吁:石油垄断巨头不能忘记了其不同于一般民营企业的国有垄断企业

身份,不能忘记了它们应当承担的公共职能。然而,在公共利益需要的时候,它们并未很好地履行自己的职责,反而严重损害了公众的利益。”

由此,发展改革委价格司副司长刘振秋强调并要求各成品油加工企业切实承担起保证市场供应的责任,尽可能地要把资源留在国内,就变得非常容易理解。但是,仅仅通过呼吁,仅仅依靠企业的自觉就能确保,尽可能地要把资源留在国内吗?从相关企业过去的表现来看,答案并不令人乐观。

要促使有关企业做到在国家最需要石油的时候少出口、多进口,必须有制度保障。

首先,应该完善我国的成品油定

价机制,尽可能缩小我国油价与国际油价的价格差和时间差,使相关企业在石油消费旺季和国际油价居高不下的情况下,能够扩大生产和进口。国内与国际油价之间的差距,是相关企业在履行社会责任感方面动力不足的重要原因之一,通过价格调整这一市场因素来消除或缩小国内外油价差异,有利于我国成品油市场供应的稳定。

其次,应该使财政补贴制度化,当国内油价与国际油价存在一定价差之时,通过财政补贴弥补炼油企业的亏损,能防止国内油价与国际油价差拉大时炼油企业反而减产的现象发生。我国过去也经常对石油企业进行财政补贴,但这种补贴由于没有形成制度使得相关企业无法形成明确预期,导致企业在加强成品油市场供应方面常常动力不足。

第三,应该建立起一种成品油进出口监督机制,要求成品油出口必须报经有关部门批准,以严格限制石油巨头在国家最需要石油时大量出口石油。同时,也要督促相关企业在国内成品油供应紧张的情况下加大进口。一些国家为了满足本国石油需求,常常对石油等战略物资的出口进行严格限制,而我国基本上放任给企业,由企业自己决定进出口数量,这是导致在我国成品油供应紧张的情况下出口反而加大的根本原因之一。如果通过制度设计加以限制,我国成品油的进出口就能更体现国家利益和民族利益。

■雅玲随笔

## 三大国际金融焦点问题会有怎样的互动走向

当前,国际金融市场中焦点主要集中在美元利率、欧元汇率和人民币价格波动上。第一,美元降息有助于短期化解次级债危机,但对恢复美国经济增长却影响有限;第二,欧元汇率上升扩大了其潜在金融风险;第三,人民币对内贬值对外升值,导致人民币价值扭曲。

◎谭雅玲

当前,国际金融市场中焦点主要集中在美元利率、欧元汇率和人民币价格波动上。这三大焦点问题不仅相当突出与复杂,而且还加大了国际金融市场价格的波动,尤其是对我国的影响更值得重视。

第一,美元降息有助于短期化解次级债危机,但对恢复美国经济增长却影响有限。从2005年以来,尤其在美国次级债危机发生之后,美元利率是国际金融市场上一直关注与争论的一个焦点,而近期美联储的连续两次降息,更是引起了国际金融市场更大的争论。

笔者认为,美联储维持美元小幅降息的货币政策并不是一个最好的选择。因为,一是美元利率下降可能会引发恐

慌,将不利于美国经济稳定。同样,美元低利率的历史教训也值得借鉴;二是维持美元利率水平对美国稳定投资信心具有重要意义,而降息将对维持投资信心具有不利影响;三是美元贬值与美元利率稳定是美国寻求美元霸权的一个最佳应对策略,相反美元利率下降对刺激美国经济的作用仍相当有限。

所以,美元降息的结果可能不仅无法刺激美国经济复苏或反转向好,反而会因美元利率下降导致投资减少和信心丧失,进而不利于经济恢复。

同样,由于美联储降息导致市场预期美国经济难以继续增长,对经济衰退的担忧导致了价格波动幅度加大和相应政策调整风险。由此,美元降息将不利于维持美元资产信心,扩大了市场

的恐慌性预期,并会对美国经济和金融稳定产生不确定性影响,最终导致美国经济的调整难以达到美联储的货币政策目标。

当然,美国次级债危机爆发导致金融环境压力突增,加上难以有可资参考借鉴的经验可言,使得美联储主席伯南克把握或掌控货币政策上难免显得有些被动。在应对次级债危机而采取降息对策的同时,却又忽略了其另一方面的不利影响,从而也可能形成政策失误。所以,目前市场对美联储政策的争论,我们需要全面检讨。

第二,欧元汇率上升扩大了其潜在金融风险。伴随着近期美元持续贬值,欧元汇率上升(接近1.45美元的欧元汇率历史高点)成为市场另一个关注焦点。

欧元汇率上升,可能不会达到拉动欧元区经济的预期目标,反而会影响人们对该地区的投资信心,这使得市场对欧元汇率上升的争议更大。因为,一是欧元汇率上升,但欧元区经济却在向下调整,欧元区通胀压力也开始显现。所以,对欧元区经济而言,欧元汇率上升不但不会产生有益影响,反而会形成一

种负面影响;二是欧元政策取向与欧元区各国的政治意向之间分歧在加大。例如,欧元汇率上升会影响德国出口。这样的话,基于欧元区各国的国家利益基础上的欧元区经济合作将面临更大的挑战,更也会给欧洲中央银行决策产生更大的压力。

另外,美元汇率的总体波动趋势,一直是围绕着以欧元核心而展开调整的。美元无论是全面贬值还是全面升值,其针对的核心对象是欧元。值得注意的是,在这一轮美元贬值中,欧元兑美元升值幅度为9%,但日元兑美元升值仅为3%。但是,人民币兑美元升值及兑欧元贬值,并非是人民币的自主所为,更可能是国际上主导性货币政策的刻意行为所致。

欧元汇率持续升值,其实是扩大了欧元区的潜在金融风险。

第三,人民币对内贬值对外升值,导致人民币价值扭曲,这一问题值得关注。同样,我国人民币汇率继续升值,人民币升值压力不降反升,这不利于我国经济结构调整和金融效率提高。

当前,有研究将我国经济地位不恰当地提高到了与发达国家同等行列中,

■看法

美联储再度降息  
放大全球资产价格泡沫

◎鲍胜胜

继9月份降息0.5个百分点后,美联储10月31日决定再次降息。此次降息,一方面固然与美国次贷危机继续蔓延有关系;另一方面从全球资本市场角度考虑,在全球流动性泛滥的背景下,美联储不断降息,有进一步放大全球资产价格泡沫的风险。

可以说,美联储此次降息,缓解国内次贷危机是“虚”,通过美元贬值吹大资本输入国资产价格泡沫,为其投机性资金在海外攫取高额投机利润创造条件是“实”。之所以如此判断,是基于以下几方面考虑。

首先,美元在国际货币体系中所处的特殊地位,决定了美联储的货币政策行为牵动全球金融市场神经。自布雷顿森林体系崩溃之后,美国凭借其综合实力使美元在国际货币体系中居主导地位。欧元出现以后,虽然在某种程度上挑战了美元的国际地位,但并未从根本上削弱美元在全球货币体系中所处的主导地位。由于美元在实体经济和虚拟经济运行中都处于主导地位,因此,美联储货币政策对全球实体经济和虚拟经济都会产生重要影响。

其次,美元与黄金脱钩以及美元的主导地位,决定了美联储可以通过货币政策调整对全球施加影响,为美国谋求国家利益的最大化。具体言之,在美国国内出现巨额财政赤字时,美国政府可以通过发行美元,以美元贬值的方式向全球输出通货膨胀和收取铸币税;与此同时,其国内投机资金也可以通过资本输出的方式进入那些本币升值的国家,以获取本币升值预期下的资产增值及汇兑收益双重利益。而当其国内资本大鳄在本币升值国赚得盆满钵满时,美元再通过大幅升值的方式,锁定和实现利润。当然从全球角度分析,美元一松一紧,并没有创造任何价值,其完成的只是财富在不同国再度分配而已。

再次,美联储近期再度降息,缓解国内次贷危机只是“虚”的借口。表面上看,美联储此次降息是为了缓解次贷危机的危害,实质上却在很大程度上进一步吹大了国际金融市场资产价格泡沫,为美国国内投机资本在国际金融市场“浑水摸鱼”创造了条件。因此,从美元贬值真实内含来看,美元贬值只是美元货币国际流动所导致的供求因素影响所致,与美国综合国力衰退无关。而美国次贷危机对美国本身的经济影响有限,次贷危机的实际分担者是全球金融投资者。就此而言,美联储借次贷危机降息是“醉翁之意不在酒”。

另外,美联储再次降息,将进一步吹大国际金融市场资产价格泡沫。在美元贬值旗号下,美国国内投机资本纷纷进入发展中国家寻求新的投资机会,投机性外资对新兴市场的介入一方面提升了外资流入本币的需求,使得外资流入本币出现升值,另一方面外资利用流入本币升值所形成的货币幻觉,对资源、资产等不动产进行大幅炒作,以获取巨额投机收益。从亚洲主要国家资本市场近年变化来看,2005年以后,随着美元的大幅贬值,亚洲各国房地产市场、证券市场都出现了大幅上涨。资产价格快速上涨已成为各国央行亟待解决的难题。

从亚洲地区证券市场近来的表现看,中国内地与中国香港市场无疑成为美国次贷危机爆发后国际热钱热衷的宝地。就中国内地A股市场而言,目前A股市场已呈现明显的资金推动型特征。从资金来源上分析,人民币汇率、贸易顺差、A股走势有明显的正相关性。贸易顺差对人民币汇率的刚性特征,在很大程度上反映了外资正热切地进入中国资本市场。

而在我国国内CPI高企、人民币走人“对外升值对内贬值”怪圈、央行行为应对通胀采取小幅加息之际,美联储此次再度降息,无疑加大了我国国内经济调控的难度。一方面,美元降息在很大程度上扰乱了国际金融秩序,进一步吹大了国际金融市场泡沫。另一方面,就中长期而言,美联储宽松的货币政策这么走下去,是否会进一步吹大资本流入国资产价格泡沫,从而为美国的投机资金回归创造条件,更值得关注。

(作者系元元证券高级研究员)

由此形成了人民币升值的压力基础。事实上,我国仍是一个发展中国家。目前,我们还不应当将我国与美国等发达国家经济地位之间进行比较作为人民币的升值理由。作为一个不健全、不完善的市场经济体,目前我国的真正任务是寻求自身的健全和发展,而非过多承担国际责任和义务。实际上,目前我国面对的是人民币对内贬值对外升值,人民币价值严重扭曲,这一问题值得我们思考。

同时,我们应当理智和智慧地面对外部环境极力宣扬我国所取得的经济成就,要看到当前我国经济和金融中所存在的诸多矛盾、问题和压力,以求得国际社会的理解 and 帮助,并赢得外部世界的理解乃至帮助,寻求自我更大的调整与发展空间。

因此,在我国市场经济建设和发展过程中,我们除了需要学习外国的市场经济模式、经验外,更需要学习它们的战略、策略和技巧,学会看问题、想问题和解决问题的方法与思路。尤其在经济全球化的今天,我们更要理性看待和分析我国现存发展阶段中合适的人民币汇率水平目标是什么。