

■上证观察家

关注资产价格对消费价格成本传递效应

在中国汇率升值和城市化加速发展的过程中,资产重估引致的资产价格膨胀不会局限于资产部门,它正在很快地传导到实体经济。正是有这一传递机理,因此对实体经济的减税、鼓励创新、利用资本市场优化资源配置应该和提高利率谨防泡沫放到同等地位上。

◎张平 王宏彦

2007年,中国宏观经济运行出现了近十年来罕见的资产膨胀和通货膨胀同时并存现象,如果不加以认真对待,这种“双膨胀格局”的持续会挑战中国宏观经济的稳定。

在一国本币升值过程中,资产价格从重估到膨胀是非常普遍的现象(也有人认为重估就是资产膨胀甚至泡沫化的过程),但同时伴随通货膨胀的现象却较少,东亚模式”中更为少见,这主要是由于本币快速升值过程中相应的国际采购成本降低,消费品价格非常平稳。

中国则不同,可贸易工业部门的低加工成本”竞争力在很大程度上是多年来政府干预出来的,如土地、排污、融资、汇率、税收、劳保等低成本,当然还有中国“二元经济结构”决定下的低劳动力成本,共同构成了可贸易工业部门低成本的国际竞争优势。但城市化的迅猛推进,导致了价值流很

快转到了城市化相关的资产上。正是由于汇率升值和城市化的加速发展,资产价格的重估成为一种必然,在中国特有的制度性条件下,资产价格开始迅速膨胀,并构成社会成本上升的主要动力。

在中国汇率升值和城市化加速发展的过程中,资产重估引致的资产价格膨胀不会局限于资产部门,它正在很快地传导到实体经济,在国际原材料价格上涨的推动下,中国开始直面近十年来罕见的资产和消费物价双膨胀格局。

按“巴拉萨-萨缪尔逊原理”,可贸易部门的快速增长有明显的工资传递效应。在中国二元经济结构条件下,因受农村剩余劳动力的抑制,这种工资传递效应一直不明显。但汇率升值和城市化过程中的资产价格上升加快后,可贸易工业部门的传递效应却开始逐步显现。

首先,汇率升值和城市化进程中资产重估带来的成本传递效应,在国

际因素的推波助澜下,可贸易工业部门加工成本的提升速度和潜在上升势头不小。表现在:(1)从2005年汇改前至今,人民币对美元汇率已上升了约10%(从8.27到7.42),相应地抬高了制造业的出口成本,由于我国汇率升值是盯住美元的“爬行”升值方式,这一“价格-成本效应”还将在长期内缓慢显现出来。(2)资产重估背景下土地、水、空气、税收、融资成本等不断上升,以及城市生活成本提高、“民工荒”等原因引致的劳动者加薪预期上升,不断抬高制造业要素投入的成本;(3)由于国际生产性因素、美元贬值和资产投机原因,近年来全球农产品、原料、石油等基础品价格的快速上涨所带来的负面效应则更明显,它加剧了国内工业部门成本推动型价格上涨。

其次,农业部门的成本也不断提高,导致一些农产品价格走高。从当前看:(1)可贸易工业部门的工资提高对农业部门的工资传递效应非常明显,国内农业部门产出越来越受到可贸易工业部门的工人工资所决定。中国的进出口主要是制造业、特别是加工工业劳动的,由于这些部门的大规模发展和对农民工的吸纳,农村劳动力的工资水平已经开始和现代部门的劳动生产率相挂钩了,特别是农民工最低工资制和社保的要求,其成本已经和农村生活费无关了,农民的劳动力投

入成本正在逐步向城市打工的基本工资靠拢,这对农产品的成本和价格上涨有明显的推动效应;(2)农产品生产依赖于工业品的投入如大量机械、化肥等,以及农业生产服务。生产资料价格和农业生产服务价格的上涨,提高了农产品生产成本;(3)中国作为一个大国,农副产品加工也不可能完全依赖进口,而且作为大国其进口效应会直接拉高国际农产品价格。当前国内很多农副产品的加工原料受到国际农产品价格、能源价格的影响,生产成本推动下的农产品价格走高是显而易见的。

再次,受成本推动,中国第三产业的长期“价格压抑”正在逐步释放。第三产业很多是属于非贸易的、受管制的,仍处在严格审批的规划体系中,其价格很难反映供求关系,而成为国家调控价格的重要手段,如水、能源价格都是如此,这样也积累了大量的“价格压抑”。服务业潜在的价格上涨不仅受到工资成本推动,更重要的是受到土地使用等资产价格上升的成本推动,这一潜在的压力是未来价格上涨的主要推动力。

因此从总体上看,中国经济体作为一份资产,依据资产定价模型原理,主要依靠工业品出口的现金流入支撑着国内的资产价格重估。在原有管制条件下,现金流不能参与资产部门

中,而只能积累在银行或海外,当金融管制放松,汇率改革触发这些“迷失的货币”和国际上大量的热钱参与到资产重估中来,在制度性条件下支持,从而引起了这一轮资产价格上涨。由于债券市场分割、开放度低,此轮资产价格的上升主要表现在股票市场和城市化相关的房地产上,这只是第一次的冲击,即国内制造业所赚取的美元和国际小型流动热钱,国际上大的对冲基金、投行等还没有开始进入。而由于股票和房产等资产部门对货币的吸纳,2005年以来尽管货币放大、流动性过剩,通货膨胀在当时还不是最大的问题,但到了2007年资产重估对实体经济的影响逐步开始显现,部门、国际间成本传递的累积效应启动了消费物价上升。因此正如我们分析的,如果资产价格继续上升,通货膨胀就不会立刻消失。而且,如果资产重估越来越推高了可贸易工业部门的成本,就会导致国际竞争力下降,现金流入不断下降,则资产重估的支撑就会出现。

正是有这一传递机理,因此宏观调控的核心不仅仅要谨防资产泡沫快速扩大,更要认真对待由于成本传递对实体经济的支持就会出现。

(作者单位:中国社科院经济所)

降低市场波动 还需从内着手

◎倪小林

眼下的股市波动很难再用投资者不理性继续探讨下去了,很明显近几周股市开户人数不断下降,离场的资金越来越多,这些都不是一般投资者的行为能够改变的趋势。在此轮股市下跌之前,市场发生的一系列事情,已经足以令人预计到今天的结果。当然,我们可以用美国此次次级债风波的余威来解释世界经济波动和股市的波动,中国也不会例外,但是中国股市不该如此大跌,却是我们不能回避的问题。

在中石油回归A股这些日子里,人们为这优质资产回归A股市场而欢欣,中石油定价时一再表示低价位发行是为了回报投资者,当时舆论对于中石油的大度给予了很高的评价,只是市场各方都忽略了一个问题,用什么方式来保证中石油回报投资者的承诺兑现,如今中石油价格从上市第一天48.60元直线下跌至零了一批投资者,这一切似乎与当事人——中石油无关,表面看主要矛盾是申购者太踊跃,社会上的资金太多。

如果我们还是把所有股市出现的市盈率,以及投资者踊跃归结为流动性过剩,而对波动的市场一定会很自然用“下跌是正常的”,“波浪式前进是任何事物的规律,股市的发展也一样”来解释眼前的现象。可是,事情并不那么简单,因为,一只回归A股的优质股票价位偏高可以理解,每只回归A股的股票价位无一例外偏高,我们就不得不换个角度看问题了。

早在今年上半年,由于股市的财富增长效应引来大批投资者的参与,当时市场出现严重供不应求的状态,基金受投资人追捧,基金净值也不断上涨。此时,为了分散风险放松了新股的发行,基金扩容速度明显加快,随着私募基金“松绑”,基金很快出现增长分化化的局面,投资人也开始精心挑选基金。应该说在基金问题上,我们采用调解供求关系平衡市场的方式是成功的。

那么既然眼下H股将不断回归A股市场,我们是不是需要关注回归优质股在国内供求问题呢?如今很多人都注意到每只回归A股的公司,在内地股票发行数量都极其有限,从而很大程度上造成了回归后的股票价格波动明显。同时人们又都在问一个共同的问题:为什么在回归A股市场的时候不提高发行数量?笔者接触到市场人士分析认为,这里原因很复杂,既受到发行制度本身的制约,也与企业管理层对回归的认知程度有关。也就是说,如果我们都能共同理性面对国内市场的实际情况,不去人为设计稀缺效果,恐怕市场效果就会完全两样。

经济学家樊纲最近谈到股市和房市风险时说:“现在很多人在谈论股市的风险,国内股市现在的市盈率确实很高。”他提示人们一定要注意市场风险防范。从本轮波动来看,发现政策不断变动,也就是挤压市场泡沫的政策频出带来的累积效应已经开始释放了。但是,如果谈到市场内在运行机能能否增加抗跌能力的话,恐怕就不得不由市场参与各方共同来反思市场大幅震荡的原因了。投资者的确受到了很现实的风险教育,而关键在于市场参与的其他各方是不是也能真正吸取一些教训呢?股市经过股权分置改革之后取得长足发展,但是那些深层次矛盾并没有随着那一次改革完全解决。俗话说“打铁还得自身硬”,如果中国股市真要避免大涨和大跌的风险,以抵抗全球经济波动影响,降低其大幅波动风险,坚持对那些不适应市场、有悖市场规律的规则和制度进行变革是必须的。因为,目前的波动并非完全来自外部。

排污权交易不宜操之过急

◎褚洪波

11月10日,国内首个排污权交易平台——浙江省嘉兴市排污权储备交易中心揭牌成立。国家环保总局总量控制办公室副主任赵华林说,该平台的成立,意味着国内的排污权交易开始实现规模化、制度化。

所谓排污权交易,是指在一定的区域内,在污染物排放总量不超过允许排放量的前提下,内部各污染源之间通过货币交换的方式相互调剂排污量,从而达到减少排污量、保护环境的目的。排污权交易最早是由美国经济学家戴尔斯于20世纪70年代初期提出的。排污权交易为美国带来了巨大经济效益和社会效益。据美国总会计师事务估计,从1990年被用于二氧化硫排放总量控制以来,美国二氧化硫排放量得到明显控制,促进了环境的改善,并节约了约20亿美元治理污染的费用。

但是,鉴于国情不同,排污权交易在我国尚不宜操之过急。首先,我国建立排污权交易制度的法律基础尚未构建起来。从法律角度讲,要推行排污权交易,建立排污权转让市场,必须从法律上确认排污权,从法律上保障可用于交易的富余排污权,并从法律上保障有权出售富余排污权的卖方和有需要购买排污权的买方,以及从法律上规定排污权交易的市场规则和管理机制。

其次,排污总量的确定和排污权初始分配非常困难。从发达国家实践看,排污权交易一般首先需



漫画 刘道伟

以最早实行排污权交易制度的美国为例,早在1979年,美国制定的《清洁空气法》修正案就首次确立了“排污交易”制度,1990年,美国在修改《清洁空气法》时进一步将排污权交易在法律上制度化,从而建立起一种利用经济手段解决环境问题的有效方法。

我国环保总局在2005年初曾透露,他们正在酝酿制定《排污权交易条例》,但是,该条例由于各个利益主体难以达成一致而“难产”。排污权交易法律的缺失使得排污权交易制度化缺少了一个最重要的前提。

其次,排污总量的确定和排污权初始分配非常困难。从发达国家实践看,排污权交易一般首先需

要由环境主管部门根据某区域的环境质量标准、污染排放状况、经济技术水平等因素综合考虑来确定一个排污总量,然后由政府以招标、拍卖、定价出售、无偿划拨等形式将排污权发放到排污者手中,完成排污权的初始分配,接下来才是排污权在市场上的交易。

但是,如何科学、准确地测算出一个控制区域的最大污染物排放允许量?尤其在目前以GDP为核心考核干部政绩的前提下,片面追求GDP的粗放型经济增长方式非常普遍,这就造成了经济增长与总量控制之间的矛盾,使得排污总量的确定变得非常困难。如果排污总量不能确定,排污权交易平台就无法真正建立起来。

■专栏

给汇率难题来个中医疗法,如何

当下我国整个金融体系都是以高房价为基本前提而对各项资产定价的,如果我们在已经比5年前涨了4倍左右的房价水平上,毅然进行人民币汇率改革,结果实在无法预料。因为提升人民币的实际购买力,将导致房地产价格下跌,最终危及中国的金融安全。所谓中医的办法,就是维持现在的人民币对美元的汇率不动,继续保持在7.5左右的水平上。然后,立即着手资源价格、税收制度、社会保障三方面的改革。

◎周洛华

从2002年开始,我就一直在呼吁人民币尽快与美元脱钩,进入升值通道。可惜,这个意见迟迟没有被采纳。2005年7月,人民币开始升值之后,始终保持一个比较缓慢的步伐,当下多来针对美元升值累计升值约10%,同时,与欧元、加元、澳元、黄金、石油和猪肉等等则继续保持贬值的趋势。

截至2007年10月,我国的外汇储备已经突破了1.4万亿美元。热钱的持续流入导致我国基础货币发行量加大,物价普遍上涨。现行各种措施表明,中国政府不愿意看到人民币快速升值的局面。而时至今日,我也开始反

对人民币升值了。因为现在持续升值,提升人民币的实际购买力,将导致房地产价格下跌,最终危及中国的金融安全。所以,我当年提出的人民币升值的主张,在今天则已经失去了实施的现实可能性。你想,我国大中城市的房价已经比5年前涨了4倍左右,当下我国整个金融体系都是以高房价为基本前提而对各项资产定价的,如果我们在这么高的房价水平上,毅然进行人民币汇率改革的话,无异于挥刀自宫。这就像一个病人,5年前可以找西医用外科手术来完成的一个手术,拖延了5年后,情况更加复杂了也更难预料了,只能找一个郎中来调理一下。

说起来,中医的办法倒是有一

个,那就是维持现在的人民币对美元的汇率不动,继续保持在7.5左右的水平上。然后,立即着手以下几个方面

的改革:

第一、资源价格市场化。长期以来,我国政府担心电价、油价和油价的过快上涨而导致CPI数据过高,因此长期对这些资源价格进行控制。如今已经出现了国内汽油价格和原油价格倒挂的局面。资源价格维持低位促使工厂拼命开工满负荷生产,然后加快出口,换取外汇。很显然,资源价格的市场化将是最有力的宏观紧缩政策。因为资源价格的上涨,能够自然淘汰那些技术水平低,能耗高,污染严重的产业,出口商品的价格则肯定要上涨,从而实现了在不动汇率的情况下,平衡进出口贸易的政策目的。

第二、税收制度改革。思路是取消现有的增值税和营业税,或者说至少可以大幅度削减公司和个人的所得税,同时开征资源税、物业房产税和消费税。增值税的征收方法非常繁琐,监管也很困难,出口还要退税,导致管理更复杂。这些针对企业开

征的税种使得地方政府的主要精力都放在招商引资上了。我们经常看到有领导亲自带队去某企业现场办公,解决实际问题。其实我更希望领导经常去普通居民家里看看,帮他们解决实际问题。资源税开征当然会导致水、电、煤和油的涨价,这些资源价格的上涨将促使企业淘汰落后产品,从增加附加值入手寻找出路。物业税的开征将促使地方政府更好地维护地方治安,提高居民福利,改善居住环境,而更高更稳定的房价将使政府长期受益,不妨举个例子。假设政府出售了一块土地之后,有一家大型化工厂来附近投资,在目前的体制下,政府肯定支持,只要环境评估通过,就积极落实开工,政府将因此而获得所得税、增值税和营业税。无论居民多么反感,政府都可以通过耐心倾听的信访,深入细致的思想工作,来处理居民的反对意见。如果我们推行税种改革,政府就根本不会同意工厂开工,因为这家高污染的新工厂将导致周围房价的下跌,从而使政府物业税收收入减少。

第三、提高社会保障。我们还要全面提高劳动者的保障

机构投资者要做上市公司董事会“鲶鱼”

◎卫文省

据悉,监管部门正着手研究机构投资者进入上市公司董事会,以优化公司治理结构。机构投资者要做上市公司董事会的“鲶鱼”,对公司治理会有怎样的影响呢?

长期以来,我国上市公司,尤其是国有控股上市公司的董事会,因为大股东持股比例太集中,董事会成员基本来自大股东或其他比较大的股东,因为各方利益一致,基本上没有不同声音,但中小投资者对个别上市公司是颇有微词,却无可奈何。而今,如果机构投资者进入上市公司董事会,并能真正发挥作用,就好比一汪静水注入了新鲜的活力,必将起到令人振奋的“鲶鱼效应”。

所谓“鲶鱼效应”是指,在捕获的鱼群中放入异类,使整个鱼群都被激活,靠岸时鱼的成活率大大提高——这就是人们耳熟能详的“鲶鱼效应”。在上市公司董事会谁有能力担当“鲶鱼”,发挥“鲶鱼效应”呢?

首先,散户投资者无法胜任“鲶鱼”。散户或中小投资者,因为持股比例太小,大多非专业投资人才,即使参加上市公司股东大会,也难以对公司重大经营决策起到监督作用,即使他们对于大股东或实际控制人派出的董事候选人持有不同意见,也难以影响人家顺利当选,自己当选就更不可能。另外,上市公司股东大会参加者除公司董监高外,散户投资者计算成本后一般都会“知难而退”。而机构投资者本身财力雄厚,专业人才济济,完全可以对上市公司的经营决策产生积极影响,至于他们能够当选上市公司董事,以董事身份参加董事会、股东大会,其作用就更不可小视。

其次,上市公司其他董事需要“鲶鱼激励”。上市公司董事会成员是由大股东或实际控制人提名当选的,尤其是国有控股上市公司的董事,有的甚至以“企业领导人”身份自居,考虑维护自身权威要多于勤勉尽责,考虑维护大股东和实际控制人利益要多于散户和中小投资者的利益。散户投资者因为力量微乎其微,难以影响到其董事地位,他们自然会对散户投资者的利益漠然处之,仅仅为大股东或实际控制人负责。而且,因为董事会班子成员来源基本相同,也缺乏参照对比。假如,机构投资者投资当选上市公司董事,机构为了自身的投资回报,必然勤勉尽责,对公司的经营决策负责。这样一来,原来上市公司的董事们也就会产生危机感:否则,必然会因为急于履行职责而受到舆论谴责、投资者投诉、监管部门的处罚。其好处可谓多矣。

最后,机构投资者当选上市公司董事,其鲶鱼效应一旦充分发挥,必然推动上市公司的治理水平不断改进。散户投资者因为持股比例非常有限,无法进入上市公司董事会,而上市公司中的独立董事,由大股东或实际控制人提名当选的董事,因为“隶属”关系,必然会对提名他当选的大股东或实际控制人心怀感恩,仅仅因为碍于面子,也不会董事会上对于代表大股东或实际控制人意思的提案发表不同意见。而机构投资者以董事身份参加上市公司的董事会,是以股东和投资者的双重身份,是相对独立的代表,要包括自身在内的散户(中小投资者)的投资回报和利益立言,要为公司的长远健康发展负责,必然会以实际行动推动其他董事为公司的发展勤勉尽责、出谋划策,在这种情況下,上市公司治理水平必然会不断改进,会不断朝着负责任的、符合现代企业制度的、公开公正透明的公众公司方向前进。

(作者单位:山西证监局)