■上证观察家

谨防货币紧缩措施被负利率化解

如果不尽快改变存款利息差过大的状况,如果不尽快结束负利率局面,相关货币紧缩措施就可能由于治标不治本而被一一化解,房价的进一步上涨、股市的泡沫累积就难以避免,相应的,通货膨胀压力也难以在调控下逐渐变小。

⊙王力

在中央经济工作会议闭幕仅三天之后,央行就宣布自12月25日起上调存款类金融机构法定准备金率1个百分点,上调幅度较之以往的0.5个百分点增加一倍。这是今年以来第10次上调存款准备金率。至此,存款准备金率达到了14.5%,为20多年来最高,显示出央行收紧银行流动性的力度明显增大。预计在从紧的货币政策要求下,央行将结合市场化手段与行政手段,陆续出台一系列货币紧缩措施。

据推算,本次上调存款准备金率,将锁定银行间体系流动性近4000亿元。但是,我担心存款准备金率上调的部分效果有可能被负利率所抵消。从2004年上半年开始,我国的真实利率(真实利率=名义利率-通货膨胀率)进入"负利率时代"。

在负利率时代下,储蓄意味着贬值,本着趋利避害的本能,人们会动用资金逐利。这会导致两个结果:

其一,推动货币流通速度偏差上升。研究表明,真实利率与货币流通速度偏差存在负相关关系,真实利率的高低决定着货币信贷的特征与变化,负利率的存在有可能通过货币流通速度渠道放大货币存量所造成的冲击。这意味着,上调存款准备金率所锁定的4000亿元"流动性"可能部分被负利率的作用所抵消。

其二,真实利率的高低也就决定着民众是持有金融资产还是实物资产的选择偏好。在负利率时代,特别是在负利率呈下降曲线时,民众就会本能地选择购买实物商品以求保值、升值,这会刺激居民的消费需求和存货需求,这将推动实物资产价格、股票价格上涨,加剧通货膨胀。

多家机构预测显示,明年CPI仍将维持在4.0%至4.5%,防止结构通胀的任务将上升到防止全面通胀的高度。在这种情况下,负利率的存在显然与决策层确立的宏观调控目标相背离。央行行长助理易纲日前在一个会议的间隙表示,在比较长的时间出现持续负利率,对经济发展是不好的,这表明长期为国人所关注的负利率问题已经引起上层重视。

为了改变负利率状况,央行几次加息,但负利率的状况并未改善。今年10月份CPI同比增长6.5%,达到近11年的高点,而目前的一年期存款利率即使不扣除5%的利息税,也才3.87%,低于通胀水平2.63个百分点。如果扣除5%的利息税,则一年期存款利率约为3.677%,低于通胀约2.823个百分点。

而活期存款的负利率状况更为突出。活期储蓄存款利率长期保持在0.72%的历史最低位,央行在今年7月21日将其提高9个百分点后也仅达到0.81%,而同期贷款利率已经上调了7次。由此又引发了一系列问题:

其一,活期存款大幅度增加。这一结果可能出乎不少人的意料,一般认为,活期存款利率的下降更应该导致活期储蓄偏好的降低而不是上升。为什么呢?因为在负利率情况下,人们宁愿把资金改为活期储蓄,以便随时进行其他投资选择,也即活期储蓄的增加其实是居民的"防卫"性选择,一旦"防卫"性成为越来越多的人的选择偏好,活期储蓄就会快速上升。1999年,我国利率为正值的时候,活期存款在全部存款中的比重仅占到24%左右,而现在随着负利率时间的持续,已经有超过40%逐渐趋近50%的储蓄变成了活期储蓄。目前,我国居民储蓄已经超过17万亿,活期储蓄约在6.8万亿-8.5万亿之间。一旦某个领域出现赚钱效应,这些资金就会在短时间内释放出来,我国房价的快速上涨与股市的爆发性上涨与此不无关系。

其二,活期储蓄比重过大导致银行的利差加大。由于活期储蓄的利率与目前的贷款利率相比非常低,两者之间形成了巨大的差价,而这个价差正是形成银行利润的源泉。数据显示,利息差收入占国内银行机构主营业收入的绝大部分,四大商业银行平均在90%左右,股份制商业银行平均在80%左右。这与外资银行的差别很大。国外商业银行中间业务收入占全部收入的比重都在30%以上。

有人因此批评我国银行业不求进取,其实根源在于因负利率等因素导致的利息差太过诱人了!事实上,不仅我国银行,就连外资银行一到中国以后,也立即入乡随俗,改变经营模式,转而重视扩大信贷业务而不是中间业务。所谓"橘生淮南则为橘,生于淮北则为枳",如果负利率的状况不改变,银行就难以摆脱不求进取的惰性思维。

其三,巨大的利息差促使银行积极放贷。低利息的活期储蓄是银行牟取暴利的工具,而要把理论中的利润变成现实中的利润,银行必须最大限度地发放贷款。事实上,过去提高利率难以抑制银行信贷扩张的一个重要原因就在于,由于活期存款利率基本上保持不变,利率每提高一次,存贷利差就会有一次相应的扩大,这是利率提高银行放贷意愿反而变得更为强烈的真正原因。

不难看出,负利率其实是造成一系列连锁反应的重要根源。如果不尽快改变存款利息差过大的状况,如果不尽快结束负利率局面,相关货币紧缩措施就可能由于治标不治本而被一一化解,房价的进一步上涨、股市的泡沫累积就难以避免,相应的,通货膨胀压力也可能继续加大而不是迫于调控之力逐渐变小。

(作者系《云南信息报》时政部主任、专栏作家)

货币从紧 银行资金会更加钟爱股市

⊙叶檀

漫画 刘道伟

央行将于12月25日实施上调存款准备金到14.5%,这一政策被视为中央经济工作会议后从紧货币政策的第一声回响。上调存款准备金率只是从紧的第一步,接下来是市场皆知的信贷紧缩。

在实行从紧的货币政策后,银行资金主要会去哪里?投资市场。金融机构与股市牢牢粘结在一起,今后将更加密不可分。货币从紧政策是企业的痛苦,却很有可能是资本市场的福音。

银行不能公开顶风作案,但有利润与考核的压力,还有投资者的增值诉求,原本追逐存贷利差在年初大放贷款的银行资金遭遇急刹车,势必会匆匆忙忙寻觅另一条生财之路,以维持银行利润不失。在行政性的贷款控制、银行的利润诉求与考核体系之间,确实存在互相矛盾之处,这是银行通过各种手段"合理规避"监管的市场基础。

到现在为止,央行收走的流动性基本与今年因为外汇占款而发放的基础货币相等,银行手中的现金头寸并未减少。尤其对于拨备充足的上市银行,其现金流并不随存款准备金率的上升一起紧缩。银行信贷收缩,资金可能会加速流入同业拆借市场,转而进入股市。

因此,银行的当务之急是尽快在新环境下寻找到生存之道,所谓上有政策下有对策,各种方法层出不穷。目前已现端倪的有,绕开贷款的名义以行贷款之实,设立贷款基金信托计划;银企联合直接成为项目公司的股东,小心翼翼地绕开贷款这一名义,大银行与大企业、城市商业银行与本地有竞争力的中小企业之间互相持股本不罕见,如今更是如日本楼市泡沫破灭之前一样,遍地开花。

更多的银行资金会像吃了兴奋剂一般奔赴股市。监管层虽然一直禁止资金违规流入股市,以防止连锁金融风险。但这一严重疾患始终未能治愈,最好也不过是稍有收敛。自有股市以来,除非股市低迷到毫无吸引力,银行资金入市就没有停止过。

原因是股市利润丰厚。已经有越来越多的银行资金游猎于股市,从牛市刚开始时的信贷炒股到如今寻找一级市场的无风险收益。每到大盘股的打新时期,动辄冻结两万亿三万亿的资金,在短期内资金骤然吃紧,资金如此大规模地急剧搬家套利,也算是古今中外资本史上的奇观,尤其在没有融资融券、资金杠杆作用几乎为零的前提下,这样的自觉行动几乎就是为市场成本收益理论吹响的冲锋号角,也是新股发行机制存在严重不公的形象说明。

银行设计出层出不穷的打新股理财产品,向储户兼投资者推销,但银行主要扮演的角色是资金出借者的角色,信托、保险、证券公司这些打新股的非银行金融机构主力军们则成为主要借入者。通过短期拆出资金,银行在两周可以获得5%一7%的收益,远高于一年期贷款利率。毫不奇怪,银行间的同业拆借利率走势图与大盘股申购冻结期惊人地吻合。

在9月至11月的3个月银行间同业拆借利率走势图上,每个月都会有一天的7天期拆借利率突然飙升至当月的最高点,如9月25日、10月26日、11月21日,这3天分别为中国神华、中国石油、中国中铁A股的网上申购日。三只新股冻结的资金量一个比一个多,分别达到创记录的2.67万亿元、3.37万亿元和3.383万亿元。这说明有无数的资金参加新股赶海的统一行动,而其中出大资收大利的就是银行。

对银行来说,这样的选择倒也理性,不能想象一家市场化的银行舍得放着如此一本万利的生意不做。除非打新股不再是无风险收益的风水宝地,失去收益,银行自然兴趣索然。顺应市场人士呼吁,改变新股发行机制,使之更为公平,是给金融机构去打新股邪火的治本之道。

对于监管者而言,监管逐笔拆借资金用途本就难于上青天,更含糊的是,打新股是否等于监管层所说的"炒股"也没有定论,在这条密封的利益链条中,券商、保险公司等机构与银行显然是同一条战壕中的战友,变通的手法可谓层出不穷。

从信贷到股市,在货币流动性绝对过剩的情况下,市场总会有各种办法来为贷币找到出路,这也许不是我们愿意看到的,也绝非政策初衷,却能以最便捷的办法得到最多利润。当行政的刚性手段遭遇到市场主体的柔性抵抗,在大多数时间会被化骨绵掌在不经意间化解,这也是监管之难的重要原因——与市场本性相逆。

(作者系每日经济新闻评论主编)

■周洛华专栏

开放结构性融资基金比创业板更急迫

中国资本市场不仅应该有股权和债权融资,还应该有介于这两者之间、有巨大产品创新空间的结构性融资产品。那些有可能做大做强的小企业需要融资,完全可以通过结构性融资基金来解决燃眉之急。

美国次级按揭贷款问题暴露之后,许多人开始听说一个新名称:结构性融资,估计是直接从英文翻译过来的。美国财政部的确打算动员几个银行发起成立结构性融资基金来解决次贷危机。

对于结构性融资产品,我知道得不多,现就我想到的一些和中国市场有关的情况作一点介绍,并结合目前热议的创业板谈些看法。

2006年底的中央金融工作会议提出要建立并完善多层次的资本市场。我对这个决定的理解是:中国资本市场不仅应该有股权和债权的融资,还应该有介于这两者之间的结构性融资产品。结构性融资产品本来在国外也算新鲜事物,并没有固定的存在形式。一般是一家专业投资机构联合投资银行共同发起设立的封闭基金,用各种法律条款来约束借款人,争取形成一种能够锁定向下风险,并存在向上空间的投资机会。在成熟市场上,商业银行只对绝对安全的资产提供贷款融资便利,而投资银行则为投资人提供交易上市公司股权的便利。而在贷款和股票之间,就是结构性融资的巨大产品创新空间,其存在形式介于贷款和股权之间。

举个例子,非上市的房地产开发企业融资通常比较困难,在银行不能向其提供开发贷款的情况下,可以让结构性融资基金以股权投资的形式来介入,同时开发商向结构性融资的提供方承诺,如果开发失败,开发商所持有的项目公司的股权将按一定比例惩罚性地转让给投资人;如果开发成功,开发商有权以高于市场利率的价格回购部分股权,投资人剩余的部分股权则继续持有,直至享受全部的开发利润。

以股权形式介入,以债权形式退出,这是许多企业乐于和结构性融资者交易的原因所在。中小企业在创业过程中,最忌讳的事,不是缺乏资金,而是缺乏成长的动力和基因。老实说,我们那些国有企业缺少资金吗?十多年前,我还在上大学的时候,就从报纸上读到中央要用"壮士断腕"的决心来解决国有企业的困境。银行给了那么多贷款给国企,结果却造成了更多的问题。给中小企业融资是应该的,但是,我以为,达到这个目的的最佳手段不是设立创业板,而是开放结构性融资基金。

我见过一份国外投资银行制作的给中小企业结构性融资的文本。大约有一本杂志那么厚的条款,许多是对创业者的约束和激励,比如随售条款、业绩保障和反稀释条款等等。这样的条件有利于约束创业者,形成良好的公司治理和创业激励。这些条款的把握和监督,是由私募基金在专业投资银行的安排下进行的。它事实上要比证监会对上市公司的监管更严格,这样的机构投资者比普通股民更有专业能力和承担风险的能力,而且这样的安排也完全能够解决创业者的融资需求。相比之下,证监会在那些类似于中国石化、中国银行这样规范的超大型上市公司的监管上更成熟,更有效些。

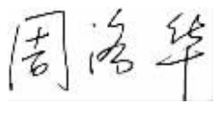
在创业板上市的企业不外乎两类:或急需资金者,或急于套现者。用结构性融资基金只能解决企业对资金的需求,而创业板则既可以为企业提供融资,又能够为创业者提供套现途径。我们不妨扪心自问,那些有可能做大做强的小企业究竟是需要融资呢,还是需要套现?如果是前者,那完全可以通过结构性融资基金来解决燃眉之急,此后企业仍然可以获得成长,待符合中小板条件或者主板条件之后再上市。我最担心的情况是:那些心里想着套现,嘴上说着融资的小企业最终有可能成为低门槛创业板的主流,而创业者的套现将使投资人对整个板块的信心下降,最终该板块的估值下降,创业板成了仙股市场,结果毁了创业板本身。

香港创业板并不成功,美国纳斯达克市场泡沫破灭之后至今仍然不能说已经恢复了元气。有学界的研究认定:是高估值宠坏了上市公司。给予融资和允许套现是两回事情,监管再严,也难保一定能够堵住那些不良企业主希望包装上市、高价套现的想法。

使用结构性融资基金则完全可以避免这样的问题。掌握这些基金的机构投资人熟悉市场的定价机制,了解企业成长过程的需求,他们也能够帮助企业逐步走向规范,直至符合上市门槛。因此,我赞成证监会严格规范上市公司门槛,严把上市门槛限制,这不仅有利于保护中小散户利益,也有利于企业的规范和发展。

优秀的企业从来都是在严格的监管中锻炼出来的,是在严酷的市场中竞争出来的。优秀的上市公司从来就不是靠资金堆砌出来的。廉价而又容易获得的资金不仅不能培养企业的竞争力,还可能给那些本来很有潜质的企业一个错误的激励机制,使得他们不是去积极提升竞争力,而是想方设法尽快兑现股权。

在欧美成熟市场,并非所有需要资金的企业都能上市融资,我们不能因为要给银行卸包袱就轻易开放直接融资的渠道,也不能为了要给企业融资就急忙开通让股东套现的新市场。因此,对于降低上市门槛开设创业板的做法,我持保留意见。降低上市标准并不能扶持企业,也不应该让中小散户去承担创业者的风险。要是创业板成了套现和圈钱的市场,那最终会毁了上市公司的创业激情、毁了投资人的财富、也毁了设立创业板的良好意图。



任何情况下对外开放都须"以我为主"

⊙陆志明

从美国政府的施压,到中欧高层峰会,再到近期的首次中日高层经济对话,要求中国提升对外开放度似乎正在成为一种"时尚",然而现有的数据却表明,中国经济的对外依存程度已有显著提高。商务部在11月27日发布的《中国服务贸易发展报告2007》报告称:2006年中国服务贸易领域(含银行、保险、证券)实际使用外资21139亿美元,占全国实际使用外资总额的304%。

按照中国在加入世贸组织谈判中对服务贸易领域所作的承诺,中国将开放《服务贸易总协定》12个服务大类中的10个,涉及总共160个小类中的100个门类,占服务贸易部门总数的625%,开放程度已接近当今发达国家的水平。

另据报告统计数据:2006年中国服务贸易领域新设立外商投资企业7141家,占全国新设立外商投资企业总数的172%,比2005年上升028个百分点。至少从总量上来看,中国服务贸易利用外资的规模已经相当巨大,事实上已经开始从单一引入制造业向制造与服务业并重的方向转移。中国所作出的承诺正在逐步兑现,并且总体上这一趋势有加速的倾向,2006年服务贸易实际利用外资比2005年提高11.1个百分点就是最好的证明。

当然,我们无意回避对外开放中仍然存在的问题,如美、日、欧等发达国家和地区关注的知识产权保护等等。考虑到中国目前所处的经济发展阶段,知识产权保护法律制度仍处于不断改革完善之中,现实中存在的一些摩擦短期内恐怕还难以得到圆满解决,西方发达国家对此应保持足够的耐心。

欧盟贸易委员会委员曼德尔森在近期的演讲中宣称:欧盟的出口商和投资者们在进入中国市场和公司运营过程中仍然不断遇到问题。中国欧盟商会发布的一项年度调查声称:中国的政策缺乏透明度和一致性是在华经营的最大障碍。上述讲话反映的是西方发达国家的逻辑,却严重忽略了中国应有的利益。须知任何协议只有实现"双赢"才具备可持续性,中国在打开国内市场的同时,希望引入的是外部竞争者的管理经验和先进技术,并以此推动中国民族经济的发展,并非如满清政府时代一味退让割地。

以此为基准,中国对外开放政策出现短期调整已是必然。环顾四周,许多国家在对外开放中都经历了类似的过程,如韩国正是通过限制外资汽车、电子工业的进入等政策,促成了现代汽车、三星电子这样的民族工业支柱的崛起。

此外,美、日、欧等西方国家垄断企业在进入中国市场的过程中,带来的并不一定是中国政府所希望看到的充分竞争。相反,许多跨国企业在进入中国之后采取的是赤裸裸的"斩首行动"——即垄断单个市场的行为,尤其在对中国原有细分市场行业主导企业的收购上,更是引起中国各界的高度警惕。如最近的"徐工事件"、"达能·娃哈哈事件"等等,外资进入所表现的垄断中国市场欲望不能不让国人高度担忧。如果此类事件就是曼德尔森们眼中的"运营困难"的话,那么我们宁可选择加大这些困难,而非简单妥协。

事实上,欧盟反垄断机构素来是以积极高效而著称的。即便是微软、索尼、日立这样的跨国巨头也同样因市场垄断问题而被斩落马下。反垄断斗士在开放中国市场问题上不应持有"双重标准",中国在加入世贸组织时所作出的承诺是建立在中外双方共赢的基础上的,西方国家如欲借中国加深对外开放之名,行垄断中国内部市场、扼杀中国民族经济之实,是令国人所无法接受的。

一如汇率制度改革,中国对外开放所要坚持的是"以我为主",稳健,可控的原则。任何情况下都不应将主动权转手于西方国家。

(作者系金融学博士,独立撰稿人)

楼市调控督察中立才能及时纠偏

⊙余昭

据报道,国务院将派出12个督察组对各地贯彻房地产调控情况进行检查。

对于楼市督察民众并不陌生。今年3月份,建设部等八部门就曾联合组成督察组开展全国房地产市场秩序专项整治工作。据悉,自整治以来,全国286个地级及以上城市中,共有31577个房地产开发项目完成了自查自纠工作。

但是,有一点不能否认,今年大部分地方的房价都在上涨,并且是以前所未有的速度上涨。以深圳市为例,截至6月21日,深圳楼市均价为15487元/平方米,与2006年深州市全年平均房价每平方米9384元相比,上涨超过七成!

我国楼市调控最大的问题是房价越调控涨得越快的问题,除此之外的其他问题都属于细枝末节问题。如果房价飞涨,其他问题即便解决一部分,也难以达到公众的期许。这或许就是八部委督察结果与公众感受之间存在差异的重要原因吧。

事实上,在今年3月份督察组派出之时,媒体的调查就显示,许多地方的开发商对此根本不重视,他们何以敢忽略督察的分量?主要在于楼市调控督察与调控主体在部门配置上发生了重叠。从今年3月份组成的督察组来看,建设部、国土资源部、财政部、审计署、监察部、税务总局、国家发改委、工商总局等八部门全部都是"国六条"的发布者和实施者。在这当中,除了监察部、审计署,其他部委的下属部门几乎都与楼市调控有利益联系。建设部与国土资源部就不用说了,财政、税务、工商系统针对楼市的乱收费现象都曾出现过。

楼市调控督察的目的是为了客观评估宏观调控效果,及时发现问题,向各地方政府、有关部门高悬起问责利剑,为高房价"釜底抽薪",避免房价持续走高对民生的伤害,促使楼市的健康发展。如果督察工作本身就是由楼市调控主体所组成,他们能客观评估调控效果吗?能客观正视并纠正楼市中的问题吗?

以建设部为例,第二次调控政策中一个非常重要的量化指标是"套型建筑面积90平方米以下住房面积要占开发总面积的70%",而建设部在1月9日公布的《90平方米以下住宅设计要点》中,却擅自把小户型面积标准"放大",这一文件发布不到24小时即被国务院紧急叫停,叫停理由竟然是建设部的做法"不符合国务院办公厅和建设部文件要求"。而且,不久前,建设部还有官员以"套"替代"面积"得出小户型住房供应增加的结论,以"彰显"自己的政绩,后被人揭了底。这至少说明,作为利益相关的一方,有关部门自身也存在趋利避害的本能。由它自己督察自己能否令民众放心?

长期以来,我国对楼市调控效果缺少一个具体而严谨的评估机制,也缺少一个中立而客观的评估机构,导致决策者对各地楼市调控政策的执行效果掌握不充分,督察组作为弥补评估制度缺陷的一个补充,自然被寄于厚望。在这种情况下,督察组组成人员的中立性显得极其重要。此次派出的12个督察组应当从与房地产市场没有利益联系的中立的部门抽调人员组成,以避免督察与被督察对象之间在人员配置方面发生重叠,从而,导致自己督察自己的情况发生,使一些问题因为人为掩盖而不能及时被发现和纠正。

(作者系《现代金报》首席编辑、中国作协会员)