

Opinion

■ 专栏

高度警惕流动性引发“周期性风险”

如果大幅进入的流动性将中国楼市、股市进一步推向疯狂,一旦泡沫由于某种突然的不利因素而破裂,风险管理有所不足、基础建设尚在进行的中国金融体系可能不堪重击,进而会引发中国经济硬着陆式的周期转向。未雨绸缪防范类似后果,需要我们进一步加强调控资产市场,加速金融市场体系建设。

程实

世人总是喜欢把中央银行行长比作货币魔法师,而利率杠杆就是他们手中的货币魔杖。今年9月18日、10月31日和12月12日,刚刚晋升为白袍法师的伯南克连续三次降息,把过去4年美联储连续加息17次累计升了425个基点的基准利率出人意料地降低了100个基点至4.25%,超乎预期的大幅降息打开了货币供应闸门,全球流动性泛滥再次获得了强劲有力的政策支撑。

魔法师的货币魔法追根究底只是障眼法,流动性不会凭空消失,它最终总是会以各种特殊形式存在于实体经济的某个角落。在此需要提一笔的是,这一货币规律似乎曾经被“神奇老头”格林斯潘颠覆过,作为美联储前

任主席,他曾在本世纪初将美国基准利率降至1%的绝对低位,而随之而来的流动性泛滥却并没有给美国物价稳定带来过多影响,以至于当时的人们不由自主地惊呼“弗里德曼是个骗子”,因为弗里德曼这位货币主义大师曾经留下过一句经典名言:“通货膨胀无论何时都是一种货币现象”。

如今看来,弗里德曼是无辜的,格林斯潘也并不神奇,只是市场没有读懂流动性的幻影迷踪。当时流动性泛滥没有造成美国国内通货膨胀的原因,在于新兴市场国家价廉物美的舶来品有效抑制了美国整体物价水平在宽松货币政策下的同步飙升,这种外来的“中和效应”使得过剩的流动性悄然流向了另一个急速发展的领域,也就是持续火爆的美国楼市。流动性的大量流入导致资产价格泡沫迅速堆积,最终“次级

债风波”以风险爆发的惊人方式戳穿了格老的货币魔法,前期宽松政策带来的流动性泛滥在数年之后得到了滞后的一并清算。

那么,伯南克三番降息带来的流动性又会流向何方?很显然,有如惊弓之鸟的美国本土房地产市场和证券市场已经无力承接高额流动性的再度冲击,而受到消费乏力带来的经济增长放缓影响,美国通货紧缩压力的显现也不会让流动性泛滥体现在通货膨胀上。从地球村的国际视角去审视,美国新增流动性最有可能的流向应该是充满“美国梦”式经济机遇的新兴市场,其中最具有吸引力的就是“中国概念”下的中国市场。

中国概念集中体现在四个方面。首先,中国经济的一枝独秀表明中国市场是推动全球经济复苏的大蓝筹;其次,人民币汇率的稳健升值表明中国市场是汇率回报丰厚的市场;再次,中国楼市和股市的空前火爆表明中国市场是欣欣向荣的市场;最后,中国利率政策从稳健向宽松的转变表明中国市场是机会成本不断降低的市场,投资于此能够享受到成本收益优化搭配的增长红利”。

在中国金融市场改革日益深化、资本项目开放有序展开的当下,美国

流动性过剩中国的投资冲动显然无法被全然阻挡,问题是中国的流动性过剩如何能被有效对冲?从表面上看,中国货币当局正陷入无法同时实现内部均衡和外部均衡有效统一的所谓“米德冲突”之中,继续收紧银根可能会在进一步缩小利差的背景下给流动性大幅流入提供激励,而放松银根则可能会让本已急速走高的通货膨胀雪上加霜。实际上,鉴于中国概念的多样性,流动性进入更可能没有任何利差敏感性,这意味着进一步紧缩的掣肘因素并没有想象中的那么大。

而且,就像国际金融学经典理论揭示的那样,中国完全可以凭借有效的政策搭配来解决“米德冲突”,稳健克制的汇率制度改革循序渐进会降低流动性流入的汇率红利,而有收有放的稳健财政政策也会在有针对性调节内部需求的同时抑制实体经济的过热趋向,部分中和因流动性而增大的通胀压力。由此可见,坚守货币政策、财政政策和汇率政策以我为主的审慎风格,是有助于中国经济应对外部流动性冲击的有效政策搭配,是中国内部均衡和外部均衡由缺失走向改善的政策保障,也是人民币走出“对内贬值对外升值”汇率矛盾的政策动力。因此,一旦读懂了流动性的幻影迷踪,中国货币当局受制于伯

南克货币魔法的市场传闻或许更像是杞人忧天的庸人自扰。

真正令人担心的是流动性幻影迷踪可能引发的“周期性风险”。就像哲人所言那样:如果一件事情无法永远持续,那么它必将中止,中国经济又好又快增长神话不可能超越周期变化的经济规律,在“起飞期”高速增长很长时间之后,中国经济将在何时以何种方式进入周期性调整值得思量。从日本80年代末90年代初的相似经历来看,金融市场脆弱性在外部冲击下充分暴露是造成经济周期逆转的直接原因。而当下的中国,在许多方面正和当年的日本一样,经济增长迅猛,对外开放加速,货币持续升值,资本市场火爆,金融创新迭出,如果流动性大幅进入将中国楼市、股市进一步推向疯狂,那么一旦泡沫由于某种突然的不利因素而破裂,风险管理有所不足、基础建设尚在进行的中国金融体系可能不堪重击,进而会引发中国经济硬着陆式的周期转向。

以笔者之见,未雨绸缪防范类似后果,进一步加强调控在外部冲击下风险骤增的资产市场,加速金融市场体系建设,中国经济周期才不会在骤然大起大落间去体味日本那“失去十年”的苦涩。(作者系金融学博士,供职于ICBC总行)

奥运综合症 会再现中国吗?

孙明春

随着2008年北京奥运会的临近,对中国的经济增长可能会在奥运会之后急剧放缓的担忧不断增加。许多奥运会举办国似乎都经历过这一综合症。鉴于中国的经济规模巨大,我们估计中国应该不会受到这种“奥运效应”的重创。

从理论上讲,奥运会应该会对主办国经济产生影响。比如,自1964年以来的11届奥运会中,其中有八届经历了显示出“奥运效应”。一般而言,在举办奥运会之前的几年里,奥运主办国往往需要进行大量的基础设施建设和场馆投资,因此会带动经济的增长。奥运会当年,居民消费和旅游都会有明显上升,因此也会带动经济增长。但这些暂时性的益处应该在奥运会之后消失(除了旅游收入可能会因奥运会的品牌效应而在奥运会后继续存在外),因此主办国的经济增长往往会在奥运会后有所放缓。

为准确衡量“奥运效应”,我们对过去11届奥运会的经济影响作了一些统计分析,结果并不能从统计意义上来确定“奥运效应”的存在。之所以如此,除了因为样本较小而难以分辨出“奥运效应”外,也可能是因为奥运会对各主办国的影响会因主办国的经济规模不同而各不相同。显然,奥运会对较小经济体的影响应该比较大经济体更大。从这个意义上讲,把中国与过去11届奥运会主办国相比,可以发现中国的经济规模在2008年奥运会时将仅次于美国在1984年洛杉矶奥运会和1996年亚特兰大奥运会时的经济规模。因此,相对而言,2008年奥运会对中国经济增长的影响在11个奥运会主办国中应该位于最小之列。

由北京市统计局和国家体育总局有关研究人员根据投入产出法进行的两份独立研究报告发现,2008年奥运会将使北京的GDP增长率在2003-2008年间每年提高0.8-1.1个百分点。由于北京在中国的GDP中所占份额不到4%,因此我们估计,即使假设奥运会对中国其它地区产生了巨大的溢出效应,奥运会将使2008年中国的实际GDP增长率仅提高0.2-0.4个百分点。这意味着,即使我们假设奥运会所带来的所有益处都将在2008年之后的几年里消失,那么实际GDP增长应该仅会放缓0.2-0.4个百分点。

我们还可以从另一个角度来衡量2008年奥运会对中国经济增长的影响。2002年,普华永道曾对2000年的悉尼奥运会给澳大利亚经济所带来的益处作了一个详细的评估,以此作为出发点,因为中国为举办奥运会可能需要澳大利亚建设更多的基础设施,假设2008年奥运会给中国带来的益处是2000年悉尼奥运会给澳大利亚经济所带来的益处的两倍,这意味着北京奥运会将使中国2008年的GDP增长仅提高0.5个百分点,与我们前面的估计相类似。

显然,2008年奥运会对中国经济增长的影响是相当有限的。与中国超过10%的GDP增长率相比,奥运会的影响可以忽略不计。从这个意义上讲,2008年以后中国经济也不会因奥运会的结束而出现大幅度下滑。如果出现大幅度下滑的话,那肯定也是由于其他原因所导致的。(作者系雷曼兄弟公司高级中国经济学家)

公平税负是公平竞争的重要保证

邓聿文

《中华人民共和国企业所得税法实施条例》已经签署。条例自2008年1月1日起施行。

企业所得税法实施条例是对企业所得税的具体细化。今年两会期间,全国人大通过了新的企业所得税法,统一后的内外资企业所得税率定为25%。两税合一一是内资企业长期追求的目标。现在,目标的实现,不仅标志着我国税收制度的日益完善,而且也是我国市场经济走向法治的重要一步。

改革开放以来,我国企业所得税长期实行内外不同的两种税制和税率。以名义税率来说,在华外资企业所得税率是15%,而中资企业则为33%。如果再加上其他的优惠,外资企业在中国的平均税负只有11%。相比之下,中国一般内资企业的平均税负要高出一倍,达到22%,国有大中型企业的税负更是高达30%。这种现象的产生,主要是因为改革开放初期急需大规模引进外国资本和技术的特定经济和历史条件决定的。从实际效果来看,税收优惠也对吸引外资、促进经济发展等的确发挥了重要作用。

但是,内资企业长期在一种不公平的税负条件下发展,既不符合税收制度本身的原则,也不符合WTO有关国民待遇的一般规定,同时也违背我国建设市场经济的目的。税收制度最基本的原则是公平



税负,不能因为投资主体不同而使其税负有所差别。国民待遇也是WTO的基本原则,从WTO的有关规定来看,不能对外资企业实行歧视性的非国民待遇,同样,也不能因为招商引资的需要对本国企业实行歧视性的非国民待遇。中国在发展市场经济的过程中,最重要的是制度建设,制度建设里面最重要的又是国民待遇。任何超国民待遇的制度,都是对另一部分公民的极大歧视。企业作为法人“公民”,自然和其他公民一样,享有公平待遇的权利。

因此,两税合一是一大势所趋,而且宜早不宜迟。世界银行等的研究

也表明,外资进入一个国家,看重的是其市场潜力、法规政策、政治是否透明等,这是外资考虑的首要因素,而税率的高低,只是一个次要因素。中国广阔的国内市场、相对低廉的劳动力成本、逐渐完善的投资环境以及高速增长带来的巨大商机,这些都对外资具有巨大的吸引力。从中国发展的实际状况来看,目前我们也不缺资金。如果仅仅是为了引资,已经没有必要再给予外资超国民待遇。

虽然如此,考虑到现实因素以及外资对中国经济所作的贡献等,在新的企业所得税法及其实施条例里,对两税合一对外资可能产生的

影响也作了多方面的妥善安置。比如,新税法对外资的优惠虽然由过去的普惠制改为产业优惠,规定对投资于高新技术、农林、环保等弱势产业的外资实行税收优惠,但由于目前在中国投资的外商投资企业很多都属于高新技术企业,而新税法明确对重点扶持的高新技术企业仍实行15%的税率,并将优惠扩大到全国所有地区,适用于所有高新技术企业。从这一点来说,大部分外商投资企业不会受到很大影响,其享受的税率基本上是一致的。另外,新税法在一定时期内还将对老企业实行过渡优惠期安排,在过渡期内允许原来实行低税率的企业,在一定的期限内逐步过渡到25%的名义税率,而且所享受的一些减免措施在一定期限之内还可以继续享受。

市场竞争要求公平竞争,税负公平则是公平竞争的重要保证。中国既然选择了走市场经济的道路,就应该塑造一个有利于微观经济主体平等竞争的宏观市场环境,让内资企业在同一市场税收环境中公平竞争。这其实也是中国改革企业所得税的所在。从这一角度来看,虽然今后对不同企业的税收优惠还会有,但可以断言,像这种刻意制造的大规模的长时间的两税不一,将随着新企业所得税法的实施而一去不复返了。

(作者系中共中央党校学习时报社副编审)

从“未婚女青年推高房价”论看替罪羊心理

未婚女青年不是推高房价的动力,而是高房价的受害者。如果对照宏观调控的大背景,开发商急着寻找替罪羊的心情就变得很容易理解了。替罪羊掩盖不了真相。无论是开发商还是地方政府官员,都应该正视和反省自己在房价疯涨中的责任……

陈军华

在一个几乎开始对高房价“病急乱投医”的年代,非但政府频频开出“大药方”,各类“民间偏方”也纷纷登场,“未婚女青年推动房价上涨”论尤其引人注目。某知名地产商认为,现在之所以有这么大的住房需求,与“未婚女青年推动房价上涨”分不开。随便问周围的未婚女青年,很多人结婚的要求就是首先要买房,至少要交得起首付,这是普遍现象。他认为,如果政府强制规定35岁才能买房,将降低对住房的需求,从而降低房价。

有趣的是,这位地产商的“未婚女青年推高房价”论,得到了另外几位著名地产商的支持和响应,他们或补充或进一步阐述“未婚女青年推高房价”背后的

增加,而是以计划生育政策为分水岭,出现了一个明显的下降趋势。并且,这个下降趋势还在持续下去。显然,即使从人口变化的角度来看,把房价持续上涨的原因归结到未婚女青年身上也是明显站不住脚的。

未婚女青年不是推高房价的动力,而是高房价的受害者。因为,正是由于房价过高,使得一些女青年在婚后仍不得不与父母住在一起,而家庭住房紧张的则要么一再推迟婚期,要么以租房形式来过渡。“手无寸铁”实力薄弱的未婚女青年还没有来得及把账算到开发商头上,开发商倒是先下手为强,先拿她们当替罪羊,干涉了她们们的婚姻大事。

如果对照宏观调控的大背景,开发商急着寻找替罪羊的心情就变得很容易理解了。鉴于房价持续上涨对民生的伤害和对经济发展造成的隐患,中央近期严查土地违法(包括肆意囤积土地推高房价的行为)、提高第二套房的贷款利率和首付标准、更严格地要求确保90平方米以下住房的供应,同时加大保障性住房的政策执行力度,这一系列举措给开发商们带来了沉重的压力。开发商在有着推卸责任的本能冲动,寻找一个虚幻的替罪羊当然是再好不过的捷径了。

从心理学的角度来看,所谓替罪羊就是个体将自己不能容忍的冲动、欲望转移到他人身上,以免除自责的痛苦。德国著名心理学家埃利希·诺依曼对于替罪羊心理有这样一段描述:大意是:由于忽视和回避了心中的“阴影”,回避了人人都有问题和缺陷的事实,人们不敢正视自己的问题和缺陷,就会在寻找替罪羊心理的驱使下牵强附会地把某些与真相毫无关系的人假定为是导致问题和缺陷的根源。

现在房价为什么高?这个问题已经是尽人皆知,简言之,就是政府和开发商从房地产市场获取的利润太丰厚了。政府获取的包括土地出让金在内的各种税费与开发商的暴利共同推高了房价。不久前,一位开发商私下坦言:“现在楼盘的利润率已经高到让我们不好意思的程度了。”这句话经媒体披露后引起强烈反响,它成为高房价、高暴利的最佳注脚。当然,任何开发商都不会愿意在调控政策紧的情况下检讨自己的责任,也不愿意把责任归结到与其利益有着千丝万缕联系的地方政府头上,只好四处寻找替罪羊。

在“未婚女青年推高房价”的观点亮相之前,还有人将房价高推到高考扩招身上。其理论是这样的:今年全国普通

中投公司不是普通投资者

皮海洲

自今年5月斥资30亿美元投资美国黑石集团以来,中投公司的一举一动备受国人关注,甚至黑石集团股票价格的涨跌也都牵动着国人的心。就是这样一家引人关注甚至举世瞩目的投资公司,近日其总经理高西庆在《财经》年会“2008:预测与战略”上表示,中投公司的目标是对股东负责。中投公司希望被看作普通投资者,需要对自己的股东和国务院负责。

把中投公司当作普通投资者,这恐怕是每一个关注中投公司的人们都难以接受的。因为中投公司属于国家基金性质,而且中投公司的主要负责人都是由政府有关部门的主要负责人所聘任,董事长楼继伟原为国务院副秘书长,总经理高西庆原为全国社保基金理事会副理事长。并且,正如高西庆所表示的,中投公司需要对国务院负责,而作为普通投资者来说,只需要对股东负责,对自己投资的盈亏负责就可以了。所以,中投公司显然不是普通投资者。

当然,高西庆希望中投公司被看作普通投资者,这份心情还是可以理解的,在一定程度上反映了中投公司所面临的压力。这份压力不久前楼继伟在“中国论坛”上也曾有过表示,中投公司需为两亿美元支付每年百分之五的利息,“按工作日报,我们每天要赚三亿人民币才足够支付利息”。而更加重要的是,中投公司的投资活动出师不利,第一笔投向黑石集团的30亿美元目前出现巨额亏损。按上交所12月7日显示的数据显示,2193美元计算,中投公司在黑石集团投资上账面亏损达785亿美元,折合人民币约为58亿元。因此,中投公司目前所面临的压力是巨大的。在这种情况下,高西庆当然希望世人也能包括他自己都能把中投公司当成普通投资者,这样作为总经理的高西庆也许就可以松了一口气了。

但中投公司的性质决定了中投公司不是普通投资者。中投公司必须拿出勇气来,迎难而上,变压力为动力,把自己打造成为更具责任感、更高投资水平的一流投资机构。

首先,是要有严格的投资纪律。加强纪律性,革命无不胜,对于投资活动来说同样如此。每一项大的投资活动,必须严格按照程序进行,只有在经过了严格的集体审核通过后,投资活动才能进行。像对黑石的投资,当时中投公司甚至还没有成立,就贸然进行巨额投资,这很难排除个人意气用事,这种失败教训一定要牢记。

其次,是提高决策水平与投资水平。开展投资活动没有相应的投资水平显然不行。在这一方面,不久前中投公司面向全球招聘24名投资管理人士的做法,显然是正确的。既然是面向全球投资,中投公司当然需要有熟悉相关市场的“操盘手”。但是,操盘手的投资水平再高,也难以抵消投资决策的失误。投资决策的失误,就会带来重大的投资失败。所以,中投公司在提高投资水平的同时,务必要提高自身的投资决策水平。

其三,严格信息披露制度与保密制度。作为一家国家投资机构,中投公司的投资行为必须具有一定的透明度,这是保证国人知情权的需要,也是接受国人监督的需要。但信息披露必须严格按照制度行事。该披露的信息要及时地予以披露,而对于涉及到投资机密的信息,一定要做好保密工作。否则,正如楼继伟所说,如果把投资仓位完全透明那肯定就“死”了。

其四,一定要落实投资活动责任制,谁决策谁负责,谁投资谁负责。只有建立起投资活动的责任制,才能增加有关人员的责任感。否则,对股东负责,对国务院负责,就是一句空话。

总之,不论是在投资纪律方面,还是投资决策与投资水平等方面,中投公司都必须比其他的投资者做得更好,把自己打造成国际一流的投资机构。中投公司绝不是普通的投资者,高西庆更不能把中投公司看成是普通的投资者。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。

高校招生报名人数首次超过1000万,创历史新高。超过1000万中国高考考生,基本是19岁左右的青少年。不管这些学生能不能全部考上大学,他们都将在未来的1-4年进入中国的劳动力市场,而6-10年后,这些人将进入婚嫁年龄,而且随着中国的城市化进程,这些人中的绝大多数今后都将集中在中国的城市中,从而支撑着中国城市的需求。其结论是:未来十年之内房价都要涨。

与“未婚女青年推高房价”的观点一样,此论刚一露面即遭到人们的批驳,有研究者以大量翔实的数据论证了高考扩招推高房价说法的荒唐。其实,即使没有专家的批驳,民众的感受也能证明这一观点的荒谬。因为我国高等教育高昂的成本实际上是削弱了人们的购买力,相应的,也部分分流了房价上涨的动力。

没有什么替罪羊可以掩盖真相。实际上,无论是开发商还是地方政府官员,都应该正视和反思自己在房价疯涨中的责任,配合中央的调控政策,共同促使房地产业的健康发展。从长远来看,这对开发商自身而言何尝不是一个上佳选择呢?毕竟,细水长流比杀鸡取卵更符合商业伦理和经济规律。

(作者系河南财院硕士研究生、专栏作者)