

2008 中国财经新思维

结构困境叠加短期需求矛盾引发物价上涨

我国当前资产价格快速上涨,是多种因素共同作用下产生的,基本面向好是根本原因,流动性过剩是重要原因,但还仅是必要条件,制度性、体制性缺陷加剧了我国当前资产价格的上涨。从物价上涨看,目前流动性过剩也不是主要原因,更多的是供给面因素。

◎陈道富

近两年来,我国股票市场和房地产市场出现了快速上涨,引起了大家的普遍关注。但究竟是什么因素在推动中国股市和房市的价格上涨呢?

三大因素推动我国股市、楼市快速上涨

1、流动性过剩是我国资产价格快速上涨的必要条件。目前市场上普遍认为,流动性过剩是我国当前资产价格上涨的主要原因。导致国内所有资产市场价格普遍大幅上涨,流动性过剩是必不可少的条件之一。但我们不能认为流动性过剩就直接导致了资产价格上涨。即流动性过剩是资产价格上涨的必要条件,但还不是充分条件。任何类型的资产价格上涨,都需要有相应的资金来支撑它,但是不见得有资金支持,就能够推动资产价格的上涨,资产价格上涨还需要其他因素来推动。

我国流动性过剩与股市波动的历史,可以较清晰地反映两者的关系。我国从2002年开始出现流动性过剩,但是由于各种原因,股票市场在2002年到2004年仍处于价值低估的漫长熊市中,直到2005年底,股市才开始大幅上涨。房地产市场从2002年开始有所上涨,但大幅上涨也是从2005年开始的。

与此同时,我们还应看到,资产价格上涨和流动性过剩之间并不是完全独立的,两者是相互联系的。即使在我国信用扩张受到严格限制的情况下,资产价格上涨也会在在一定程度上创造出流动性。当这种流动性创造更多的是基于投机目的时,就产生流动性过剩了。我国的股票市场还没有引入杠杆交易,虽然市场上存在一些违规的信用交易,股票价格上涨也会通过一些间接渠道影响银行贷款扩张,但总的来说股票价格上涨直接导致的信用创造较少。但是在房地产市场,由于按揭贷款是普遍存在的,且在初期,按揭的成数是较低的,或者说融资杠杆较大,因此房价的上涨会加速银行贷款的扩张,从而创造出流动性。总之,资产价格上涨与流动性创造是一个互动的过程,不能绝对的割裂开来分析。银行信用的创造是与银行资产扩张相联系的,在我国,银行信用的扩张又主要是以社会资产为基础的(抵押贷款)。因此,资产价格的上涨就扩大了银行信用扩张的基础,在合适的宏观环境和利率条件下,或者通过银行资本

充足率的提高,或者直接促进银行贷款扩张,带动社会流动性增加。

最后,目前我国资产价格的上涨,尤其是股票市场价格的上涨,更多的是居民金融资产配置的调整,或者说更多的是一种资金存量的结构调整。长期以来,我国的金融投资渠道一直较狭窄,居民缺乏有效的金融投资渠道,不得不把资金存放在银行。但随着居民收入的提高,储蓄资金积累越来越多,以及金融竞争日趋激烈,居民的理财意识不断增强,居民越来越关注储蓄资金的合理配置。股票市场的活跃,吸引了大量居民储蓄,2007年的储蓄存款增幅大幅下降,在个别月份甚至出现负增长。这表明,我国股票市场中的资金,更多的是从储蓄资金转移过来的,而不是银行创造出来的,从微观角度更多地是反映居民财富的重新分配。储蓄资金更多地反映历史上流动性过剩的沉淀,是社会金融资产流动性结构变换的结果。

由此可见,流动性过剩确实支撑了现在的房价和股价的上涨,但并不是我国资产价格上涨的唯一因素。当然,我们应该改变目前社会上流动性过剩的局面,因为如果社会上的流动性不再过剩,资产价格自然就下来了。但是这两者之间并不是简单的一一对应关系。美国次级债危机发生后,引发了社会信任危机,社会流动性过剩格局突然逆转,从而导致金融市场的大幅波动就是一个明证。这表明流动性过剩并不是脱离资产价格而外生的事物,两者是紧密联系的,而货币作为支撑资产价格上涨的必要条件,如果出现紧缩,资产价格必然下跌,同时也对实体经济造成影响。

2、基本面向好是支持我国资产价格上涨的根本原因。我国当前股价和房价的上涨,是有一定基本面支撑的。具体而言主要包括以下四个方面:

一是股权分置改革的顺利完成,股票市场基本制度的逐步完善,为股票市场扭转原来估值偏低状态,推动股市长期健康发展奠定了基础。二是我国经济的,甚至世界经济处于高速发展阶段。我国的经济运行从2003年开始摆脱了紧缩态势,进入了较为良好的运行态势,连续四年保持经济的高增长、低通胀,这期间企业盈利得到较大改善,金融改革也使得金融机构资产质量提高,运行效率增强,对经济的促进作用得到了加强。三是居民收入稳步上升,工业化、城镇化进程加快,城市的基础设施得到了大幅改善。四是人民币面临升值压力,中国选择了渐进升值的道路。在世

界流动性过剩,且普遍看好中国经济发展前景的情况下,外部资金大量涌入中国(包括直接投资和热钱)。这些是推动我国股价、房价上涨的积极的基本面因素,从目前来看,虽然国际与国内都存在一些不确定性因素,但总的来看,这些因素在未来一两年内就消失的可能性并不大,支持我国股市的长期向好。

3、制度性、体制性缺陷加剧了我国当前的资产价格上涨。我国资产市场的制度、机制还不完善,在价格加速上涨的过程中发挥了一定的作用。

从房地产市场来看,一是土地供给的集中,加剧了土地的稀缺性。现在所有的土地都得通过土地储备中心统一出售,供给方唯一,而且土地供应审批环节繁多,时间漫长,不少城市甚至出现无法完成计划土地数量供应的现象。引入“招拍挂”制度后,土地价格一路攀升,从唯一口子出来的土地越来越被资金实力雄厚的开发商取得,土地在开发商层面也出现了集中趋势。土地的稀缺性进一步增强。二是土地转让收入成为地方财政重要的资金来源,地方政府的积极性被充分调动,地方政府在设计、实施房地产调控措施时,受到较大制约,而且土地征用与强制拆迁还引发了部分被迫性需求。三是必需性住宅市场和投资性住宅市场混为一体,没有得到有效区分,农村宅基地等产权不清晰,无法转让,影响了现有非耕地地地资源的有效利用。在货币分房制度有效实行后,激发的存量住房需求没有针对性的应对政策,冲击房地产市场。在人民币升值预期强烈,海外强烈看好中国经济的情况下,外资大量涌入房地产市场,对房地产市场的价格起到了推波助澜的作用。

从股票市场来看,首先是由于各种原因,多层次资本市场没有得到有效重视和发展,资本市场的发展严重滞后于经济的发展。这使得大量的需求集中在主板市场,易引起市场的供求失衡造成市场价格大起大落。

其次,股票市场的制度建设还不完善,也存在一些不稳定机制。应该说股权分置改革以及其他相关制度的改革,为股票市场初期发展奠定了良好的制度基础。但发行制度的市场化改革仍不彻底,后台清算、会计等基础制度也存在缺陷。

股票市场本身的波动并不可怕,不值得担心。任何一个金融市场,都是靠波动来实现资源的优化配置的。但是应该防止市场出现大起大落。在我国的股

票市场中,既存在着西方股票市场典型的助涨助跌机制,也存在具有中国特色的助涨助跌机制,更容易产生大起大落现象。在大起大落的环境下,不但一些在正常市场环境发挥稳定市场的机制也将转变成助涨助跌的机制,而且会冲击金融系统和实体经济,较易引发系统性风险。当前主要有四类机制值得引起关注。一是上市公司的相互持股。在股价波动能影响其他公司股票价值的情况下,就产生了助涨助跌的机制,尤其是当上市公司存在委托理财现象时更是如此。二是以股票价格为基础的融资机制,如股票质押,以及银行的股票价值进入资本核算的资本充足率的管理方法等。这种机制,导致价格波动的多次传递放大。三是市场上,尤其是私募基金中较普遍实行的止损点,以及采取的程序交易模式,在股票市场波幅不大,市场预期不一致的情况下,是市场稳定机制,但在股市大幅波动的情况下反而成为助涨助跌的机制。四是在缺乏卖空机制的情况下,开放式基金的运作模式,在股市大幅波动时也成为助涨助跌的机制。

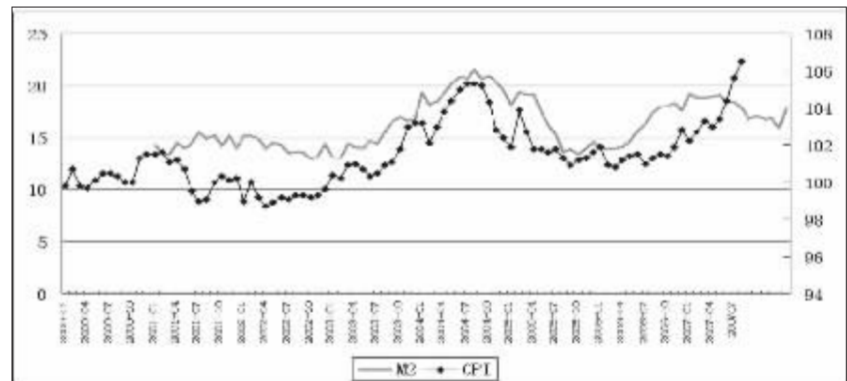
此外,市场的不规范也在相当程度上助推了市场的非理性行为。

流动性过剩并不是物价上涨的主要动因

目前,市场上普遍将这一轮的物价上涨看作是结构性调整,是对原来过低食品价格的一种补偿,是世界石油价格高涨的一种反映,也与政府资源等要素价格改革有关。但市场上也有一种声音,将物价上涨的动因简单归结为流动性过剩。应该说,任何物价的上涨,都需要货币供应的支撑。当前流动性充足,为物价上涨提供了一种可能,或者说不构成物价上涨的货币约束。虽然目前流动性过剩与物价上涨并存,但这次物价上涨却并不主要由需求拉动的,即货币供应并不是物价上涨的主要的主动性因素。

当前的物价上涨并不是主要由于货币供给推动的。理由如下:

一是从物价与货币供应量的历史关系看,M2和滞后一年的物价走势基本吻合。但2007年以来,这两者的走势却出现了背离,M2的增长率有所下降,



油价破百的美国谋略与中美经济的损益程度

◎邓聿文

新年没几天,原油期货价格就突破每桶100美元的关口。从趋势上看,随着世界石油储量的减少以及新兴工业国家的崛起而对石油需求的增多,世界很可能会迎来一个“高油价”时代。

但是,就短期而言,去年以来国际油价的暴涨绝对是不正常的。因为近几年世界石油的供求关系并无明显改变,甚至可以说,全球原油供应可能还超过需求量,表现之一就是近年来世界各国原油库存量持续上升,并已明显高于过去几年的平均水平。

既然从经济角度看国际油价似无上涨必要,那么,国际油价屡创新高就一定存在非经济因素。从国际能源的政治背景去看,不难发现,国际油价上涨的背后,其实有着很深的“美国因素”。美国《华尔街日报》1月4日发表的社论就直截了当地指出,国际油价突破每桶100美元大关,原油供应紧张和需求增加是部分原因,而最大原因可能在于美元持续贬值。可谓一语道破天机。

人们注意到,近一、二年来,伴随着国际油价的上涨,美元却持续走软。这个奇特的现象正是美国奉行“弱势美元”战略的结果。美国主动选择让美元贬值,因为这样有助于缩小美国的贸易逆差,同时还可以顺便打击竞争对手欧元。所以《华尔街日报》的上述社论就毫不隐晦地表示,美国商界和媒体一直对

美元贬值持欢迎态度。

但是,美元贬值还有一个效果,就是促使油价上涨,世界上所有原油出口国都以美元作为计价单位,美元贬值必然会导致油价上涨。正因为油价上涨是由美元贬值带来的,符合美国的战略需要,所以美国这个世界“最大的油老虎”,对待油价上涨的态度就显得十分超然,美国的财长和白宫新闻发言人等高官一再表示,美国政府不会动用战略储备石油,来平抑当前高企的油价,给人的印象就是美国政府根本不在意这令人咋舌的高油价。

据我观察,美国之所以这样做,可能想借高油价来推高其他国家特别像中国这样的国家的经济运行成本,从而遏制其他国家的发展。中国崛起是当代最重大的事件。经济上遏制中国崛起有两个手段可用。一是逼迫人民币升值,影响出口,从而削弱中国经济的竞争力,并使全球热钱投机中国,诱发国内流动性严重过剩,推高中国的资产价格,做空中国;二是用高油价来推高中国经济的运转成本,影响中国经济的增长速度。

有人会问,难道美国就不怕高油价的策略伤及自身吗?毕竟现在美国对海外石油市场的依赖要大于中国。美国当然也害怕,要不美国能源部在油价跃上90美元后决定将战略石油储备增至7亿桶以上。美国经济学家菲利普·弗莱杰就认为,美国能源部的这一决定才是导致最近几个月油价持续走高的最主

油价的不断上涨,本质上是美国利用石油期货的金融手段,放大原油紧缺的效应,来打压欧盟并遏制中国的发展。应尽快建立一个客观上有利于推动经济结构和产业结构调整的政策体系,同时加快石油替代能源的开发。

要原因。但美国自信程度和时机拿捏得很好,高油价对美国的影响是有限的。事实上,在经历了上世纪七、八十年代两次石油危机的冲击后,美国不但积累了一套成熟的应对此类风险的经验,还及时调整了产业结构和能源结构,美国经济早已转向以高技术、服务业为主。为美国能源部工作的宏观经济学家凯-史密斯说,过去几十年,随着经济发展,美国人的能源开支在经济总量中所占比例大幅下降。

据统计,1981年,能源开支占美国经济总量的14%到15%,但目前已降至

7%左右。这意味着此轮油价攀升根本不足以把美国经济拖入衰退之中,即使高油价会使美国消费者的利益受到损害,但他们也可以从在全球从事石油开采的美国大公司的海外业务中得到一定的补偿。

然而,中国则不然,中国目前的产业结构和能源结构,使中国经济处在对高油价极敏感的时期。高油价对中国的影响,要远比对美国的影响大得多。可以说,正是中国自身这些经济和能源结构上的弱点,给了美国施展“高油价策略”的空间。

从石油期货市场的角度来看,“中国的市场弱点”在于:一是在中国“每年需求的增量”中,进口油已占到40%以上的比例,仅此一点,就足以构成一个国际投机资本“重点炒作目标”。二是中国目前的石油储备“安全天数”不足10多天,要达到计划中的90天的水平,中国将要购买的原油非常多,这等于给全球石油投机商释放出一个极其强烈的“多头信号”。三是中国国内缺乏可以把握石油期货市场运行窍门的专门人才,另外,操作外汇等金融期货的能力也非常低,对国际投机资本来说,正是对中国下手的大好时机。此外,中国在产业政策上存在的某些明显“失误”,也加剧了对能源的需求。

总之,随着经济的快速发展,中国对能源的依赖大为增强,而且今后只会更加加强。中国石油和化学工业协会的

但CPI却一直延续高速增长态势。如果将M2中的股民保证金剔除,两者之间的背离程度将更为显著。这表明,今天的物价上涨并不是主要由M2的上涨,或者说由货币因素导致的。

当然,如果从M1(滞后六个月)与CPI之间的关系看,两者之间的吻合程度还是相当高的,特别是2004年以来。对此,我们一方面要看到近期M1的高速增长,与股市的活跃有关,尤其是新股发行及与新股发行有关的各类理财产品热销有关,大量的企业、居民资金转为活期存款适机打新股。从这个角度看,M1的高增长更多的是反映货币结构的调整,是在资产价格波动与企业盈利较高时期资产结构的调整。另一方面,在较大口径的货币供应量(M2)增长速度较快的情况下,M1的增长更多的是对物价上涨的被动反映。

二是从供求因素分析,近年来虽然社会商品零售总额的增长率持续维持在高位,但以实际值衡量的社会商品零售总额,2005年以来增长率平稳,近年甚至有所下降。在此期间,2005-2006年CPI在较低水平上运行(1%-2%),直到2006年年底才出现较大幅度的上涨。价格的上涨与交易量下降同时并存,说明引起我国当前市场波动的主要是供给面因素。

三是物价上涨中有一部分与要素市场的价格改革有关,反映的是原被压抑的价格上涨压力,如工资价格调整、能源等要素价格调整等。这是符合扩大内需,以人为本的改革战略,是改革的一个结果,在一定涨价幅度内需要加以支持。表面上是货币因素,但实质上是改革成本。

当然,我们还应看到,虽然当前流动性过剩还不是物价上涨的主要因素,但毕竟构成未来物价上涨的潜在压力,仍有必要改变目前的局势,使未来的物价波动更加可控。

总之,我国当前资产、物价问题,不仅仅只是短期的需求波动问题,还有深刻的中长期结构性因素,有必要结合中长期的发展来协调解决,应正确评估货币政策在宏观调控中能发挥的作用。

(作者系国务院发展研究中心金融研究所综合研究室副主任。)

今日看板

加大经济结构改革力度 辩证看待资产价格上涨

应正确评判货币政策在解决当前资产、物价上涨过程中能发挥的作用。货币在更多的时候是一个被动因素,是有约束条件存在的。只要货币政策足够紧,资产价格和物价必然失去其存在的条件,但与此同时,实体经济有可能受到较大冲击。当前我国的资产、物价问题,不仅仅只是短期的需求波动问题,还有深刻的中长期结构性因素在发挥作用。因此,有必要结合中长期的发展协调解决,货币政策更多的应该关注短期需求波动,为经济结构改革创造有利的货币环境赢得时间。当然,在结构性改革短期效果不明显,或资产、物价波动有可能失控,给经济造成的负面影响过大时,仍有必要采取严厉的货币政策,通过“釜底抽薪”的方式加以直接约束。

对此,一是要加大经济结构改革力度,落实现有的经济改革措施。经济结构改革是解决我国内外失衡的根本之策。

二是要通过各种政策降低当前社会中流动性过剩的程度,适当制约整个社会创造流动性的能力,包括提高存款准备金率、提高住房首付付款比例等,保持适度从紧的货币状态。可适当加快人民币升值幅度和波动区间。在这过程,要适当的把握好资产市场和银行体系之间的关系。在我国当前的金融管理能力下,应适当限制银行与资产市场的联系,严格控制银行违规资金进入股市,减少杠杆的使用。

三是应辩证看待资产价格的上涨。目前可以利用股市和楼市的上涨做一些积极的事。因为资产价格的上涨,至少表明了这个社会整体的风险在降低,风险溢价要求在降低,从而社会融资成本在降低。利用好这些低成本的资金,有助于推动中国经济的增长,解决我国经济社会中存在的一些长期瓶颈问题。流动性过剩没有用好,会引发通货膨胀或资产泡沫,但用好了就会成为好事。

从这个思路出发,在流动性过剩的环境中,当前在金融领域应积极推动整个金融市场的发展。重点是两方面,一是在主板市场中扩大股票的供给,推动企业债市场的发展,提高直接融资在我国融资市场中的比重。二是要积极推动多层次资本市场的发展。我国中小企业、创新性企业、“三农”领域的企业,还是相当缺乏资金的,但由于我国金融市场发展的不均衡,缺乏为这些企业服务的金融机构、金融市场或者金融形式,严重制约了社会资金为这些领域服务。发展多层次资本市场,就是要发展现在大家比较关注的二板市场和第三方转让市场,同时,还要发展我国的区域产权市场,推动PE市场的发展。股份制公司的生命就是股权的流动性,但产权市场的发展受到制约,使得我国大量的股份制公司的股权无法流动,严重制约了股份制公司的活力。

四是应加大力度规范市场,纠正市场中存在的助涨助跌机制,促使市场能够健康地发展。当然这是一项长期的工作,任何时候都应该开展,但在目前市场快速向上的情况下,可能是一个比较好的时机。

五是应认真总结历史上各个国家发生股市、楼市波动时,政府采取的措施,以及这些措施产生的影响,未雨绸缪。

(陈道富)