

# Opinion

■上证观察家

## 资金推动型牛市也是诱发通胀的动力

银行存款流动性虽比股票强,但持有者不拿它去消费还不见得会产生通胀压力,倒是股市的内生货币和财富效应以及资源配置效率的难如人意,相当程度上导致了消费品总需求与总供给量之间的不平衡,加大了通胀压力。

熊锦秋

当前通胀压力越来越大,此次诱发通胀因素比较复杂,比如房地产持续上涨、大量贸易顺差等等。由于股市可以吸纳资金,有人认为可以通过引导资金入市来缓解流动性过剩以抑制通胀压力。不过笔者认为,资产流动性和流动性过剩不是一个概念,一方面股市虽然吸纳和降低了资产的流动性,但另一方面牛市更会内生货币,从而助长宏观经济的流动性过剩,连续上涨两年多的股市狂牛实为诱发通胀的一个源动力。

首先要厘清流动性和流动性过剩概念。流动性是指某种资产转换为支付清偿手段或者变现的难易程度,很明显,现金流动性大于存款,存款大于股票。在宏观经济层面,流动性被直接理解为不同统计口径的货币供应总量,即M0、M1、M2。要说流动性过剩只能从宏观层面来谈,简单

何,如果债务大于或等于其在股市原始投入,它的全部股市投资都可视为信贷炒股;如果债务小于股市原始投入,相当于债务量的股市投资可视为信贷炒股,而这却根本无法限制。

如果股市内生货币诱使M2增加,央行对此却难以通过货币政策调控。不光是信贷炒股会招致M2增加,随着牛市市值规模扩大,大股东利用股票质押贷款规模也会增加,同样推动M2增加。虽然央行可以通过调节基础货币来调控M2的总量,但流通中的货币是由经济运行本身的内在要求决定的,按照货币供给的内生性理论,央行的货币供给并不是主动的选择行为,而是一种被动的适应行为。事实上,从微观层面讲,投资者挟信贷资金进入股市是市场个体在股市获利示范效应感召下产生的主动行为,这个倾向行为和股票质押贷款规模的扩大都会导致银行信贷扩张使得货币乘数得到放大,央行即使知晓其结果必然导致货币供应量的扩大,但在货币政策上对此却无法微调,或许只能听之任之。即使从宏观上严格控制M2总量,调控结果是实体经济必受冲击,但股票质押贷款规模未必减小,此外牛市也或许涛声依旧,隐形信贷入市无法控制,等于股

市内生货币量还是没有消灭。

由于股市的资源配置效率不高,上市公司不能为社会增加供给做出贡献。目前制约股市健康发展的很多深层次问题还没有触及,股市的体制机制优势还不明显,牛市的资金推动型特征为不少人所共识。大牛市推动包括信贷资金在内的各类资金入市,越来越多的资本通过IPO或再融资被配置到上市公司,但这些资本有不少被上市公司用于在体内循环以寻求投资收益,一些绩差公司通过重组上市,为填补以前公司账家形成的窟窿,市场也必然为之变相买单;2007年共9000多亿市值的“大小非”解禁,在短期内,市场要消耗近万亿资本却不会因此增加什么产值。一方面资本市场规模越来越大而效率提升不够,大量资本投入不见应有的有效供给产生,另一方面大牛市却内生出不少货币,从而对流动性过剩产生助推作用。

股市的财富效应推动消费需求增长。国外对资产价格波动与通货膨胀预期关系有过不少研究,其中有人认为,资产价格上涨带来的财富效应会导致消费增长,同时资产价格的膨胀会导致未来商品与服务价格上涨的预期。就中国而言,股市的大起大落与投资者消费信心肯定有密切关

系。2007年底与2006年底相比,可比性较大的深证综指上涨幅度超过160%,重仓甚至借贷投资而斩获丰厚的人有相当比例,财富在一年中翻番甚至几倍,它对增强人们消费信心和消费欲望的作用是不言而喻的,表现为消费者出手大方,花钱很冲,不少人把盈利用于旅游、买车甚至买房,推动全方位的需求增长。

总之,通过制造牛市吸引资金入市来抑制通胀,其结果不是釜底抽薪而是火上浇油。银行存款流动性虽比股票强,但持有者不拿它去消费还不见得会产生通胀压力,倒是股市的内生货币和财富效应以及资源配置效率的难如人意,相当程度上导致了消费品总需求与总供给量之间的不平衡,加大了通胀压力。可能出现的通胀,可以作为一面镜子,从一定角度折射和反映股市目前发展成效,它告诉人们股市现状没有理由盲目乐观。它既公平又不公平,公平的是,对于人造牛市或炒作房地产等造富运动,它能够准确称量出这些被注了水财富的真实含金量,而且在它面前财富缩水比例人人平等;不公平的是,在资金为王的市场中遭受打劫的投资者,以及那些没有参与造富运动的人们,他们却同样要承受通胀引发的财富缩水之痛。

## 警惕全球金融困局的钟摆效应

倪小林

全球经济智囊们给予本届世界经济论坛达沃斯会议什么样的期望,会议的既定目标“合作创新的力量”是最好的答案。去冬经济气候的寒流今春没有完结,全球金融失业人数不断增加,次级债损失至今还是黑洞,在流动性过剩的前提下,投资资本匮乏表现为国家主权基金受到空前的追捧。一切都表明本次全球金融困局还没有寻求到解脱之法,会不会持续不停,危机在各国间转嫁,我们不得不给予高度的警觉。

如今抱团取暖共度困境,正在压倒各国自扫门前雪的常规思维,全球经济第一次彰显大面积的共振效果,经济发达国家和发展中国家,不得不共同面对同样的问题:流动性过剩、通货膨胀、失业率增高、资产泡沫化之后经济衰退征兆出现。不过我们也要看到,在经济表象的背后,各国依然有着自己的利益诉求。

最近,美联储主席伯南克高调支持布什政府有关提供至多1500亿美元财政刺激的呼吁,目的是提振美国经济,将美国陷入长期衰退的风险降至最低。在美国已经采取降息行动,国际经济界人士分析这在新兴市场帮助创造了新一轮流动性热潮,从而推动了原材料市场的需求,并推高了股市。“前不久摩根斯坦利的首席经济学家罗奇对于美国政府救助美国次级债危机,已经提出不同的看法,认为这样会导致全球流动性更过剩,资产泡沫化程度加剧。因为,他认为美国经济目前的状态关键是资产价格泡沫,如果政府不断注资,只会“催生新的资产泡沫”。美国目前的做法到底将会产生什么样的后果,还不得而知。

但是,当一个主要依靠市场调节经济的国家采取极端的政府手段干预经济,会不会很快改变目前的困局,是值得期待的。况且美国大选在即也可能刺激经济回暖。虽然,在两个月以前美国政府也提出要冻结次级债利率但并没有实施,而这一次会不会也只是说说而已,以此作为刺激经济回升的强心剂,目前难以判断。不过麦肯锡最新研究报告认为,全球金融正在经历大洗牌,美国经济强势正在被欧洲取代或成为旗鼓相当之势。依据凯恩斯的观点高通胀或通缩都必然导致财富重置,如今看来这个观点并不过时。这对于困局中的美国,不能不说是第一个刺激,急于提振经济必然成为政府首当其冲的任务。

美国从间接接管日本人,到现在向全球出售银行股权,虽然时隔十几年,但说明美国依靠全球调整本国经济的能力没有减退。这是美元强势逻辑直接演绎的结果,也是我们警惕的地方。国内经济学界有一种声音就认为,对于美国经济的衰退一定要警惕,尤其要注意美元的突然升值。这是日本十几年来曾经遭遇过的故事,之后导致了日本经济长达十几年的低迷。

众所周知,世界经济论坛去年的年会就曾经显现过很多的尴尬,虽然各国参会政要也希望共谋发展之策,结果却并非完全如愿。可见,应付下一阶段的金融困局,钟摆效应很有可能大举包围我们,我们必须要有高度警觉。当然我们也不排除本次达沃斯将传出令人振奋的共度难关的创新之举。

## 合资“拐杖”被扔掉的反思

傅新

北京市工商局首次发布的《北京市市场主体工商登记注册信息报告》显示,外资独资化趋势明显:一方面合资企业、合作企业数量分别比2006年同期减少1.97%和5.95%,独资企业则增长了19.26%。另外一方面,独资化企业规模越来越大。这说明,合资企业独资化进程正在加快。对于外商而言,随着他们对中国市场占有率的提升和对中国市场游戏规则的了解,当初以合资企业这根“拐杖”占领中国市场的预期已经达到,扔掉“拐杖”走向独资化便成为他们的最佳选择。

任何一个企业当它面对中国广阔的市场时都会忍不住怦然心动。我们的一些优秀企业占据着这个市场,但缺少先进的技术和管理经验。于是,我们的不少企业设想通过与外方合资、向外商提供市场换得技术和管理的良机。从改革开放到1991年,进入中国的外商基本都选择中外合资、合作的形式,而外商独资企业则非常稀少。但是,外商并没有将技术和管理经验传授于中方,随着市场占有率的上升——这是外商选择合资的唯一理由和目的,“拐杖”的作用逐渐变小,越来越多的外商开始扔掉“拐杖”,走独资之路。而不得不从头再来的民族企业,不仅未得到技术,还失



去了原有的市场。从1992年开始,外商独资企业比重开始大幅上升,到1997年上升到34.6%。1998年,外商独资企业占比首次超过中外合资企业。到2003年,外商独资企业在三资企业总数中已经达到65.59%。在与外商合资的企业中,一部分民族企业成长起来,但大部分并未取得理想中的技术与管理经验,也未能达到提升民族企业竞争力的目的。商务部国际贸易经济研究院跨国公司研究中心发布的报告指出,外商的到来“实际上对本地原有的科技是一种挤出效应”。而科技部一份关于跨国公司的研究报告则认为,“合资陷阱阻碍了中国汽车工业自主开发道路的发展”。由于引进新技术的主导权被外方掌握,所以合资企业不可能违

背合资方母公司的利益在合资企业中进行创新活动,由此造成了原有企业研发力量大量流失。其实,一些外商在设立合资企业之初,就预想到了未来丢掉“拐杖”之后的发展,他们不可能为自己培养竞争对手,而更大的可能则是扼杀中方的研发能力。这一点在汽车制造领域得到了很好的验证。有业内人士指出:按照“市场换技术”的游戏规则,德国大众应该是第一个进行技术输入的企业,而它一直对中方进行技术封锁,甚至对上海大众自主研发进行阻挡。更有一些外商,让自己占有相关技术,倒是完全靠自主研发力量成长起来的奇瑞等民族品牌迅速崛起。

专栏

## 弱势美元下A股的别样机遇

因为中国通胀压力的国际背景,A股行情将无情地与美国经济的“衰退”联系在一起。人民币升值将强化地产、金融、航空、造纸等行业的价值提升,从而间接为A股稳定提供了意外成果。但是弱势美元同时提高了国际大商品的价格,中国经济发展将付出更高成本,而本币升值对行业间利润的漂移作用,又为今年的A股投资提供了多种机会。

李国旺

在眼下美国因经济处于衰退而全面采用弱势美元的时期讨论沪深A股的投资策略,除了要考察股票本身的供求关系外,更要考虑的是股票内在价值将会受到货币供求关系怎样的影响,特别是国际间的货币供求关系将如何影响以人民币计价的A股的投资价值。笔者认为,2008年美国金融危机,将对对中国A股市场形成多重影响:

弱势美元将强化人民币升值压力,而人民币升值将强化地产、金融、航空、造纸等行业的价值提升,从而间接为A股稳定提供了意外成果。但是弱势美元同时提高了国际大商品的价格,上游资源,特别是中国需要进口的石油、铜、铝、橡胶、粮食等大宗商品的价格的涨幅高于人民币升值幅度时,中国经济发展将付出更高成本,相关行业利润率将会受到挤压。弱势美元还将增加物价调控难度。高油价直接推动了替代能源的

开发,粮食转化能源将成为国际性的冲突,由于粮食、食品、饮料之间可转换性,粮食转化能源将直接提高了粮食和饲料价格,从而强化了粮价的上升趋势,进而形成全球范围的通货膨胀压力。弱势美元政策可能形成两个强化结果:利率持续下调推动价格上升,强化国际通货膨胀预期;美国政府通过紧急低息政策重新唤起部分居民的消费信心,由此强化了美国通货膨胀的压力。为此,美国将不得不结束过度宽松的货币政策,走向重新提高利率的老路,其结果将是衰退形势的不可逆转。如果干预“次贷危机”而采取的弱势美元政策无法恢复消费信心,中国出口企业利润将会受到更大挤压。

为防范弱势美元形成国际性的流动性泛滥对中国经济特别是物价的冲击,中国央行将继续紧缩货币,连续上调存款准备金率,目的就在于尽力把商业银行的流动性“锁”进银行仓库里。但是我们知道,要管住流动性和利率,就得放开汇率

管制。为防范物价上升转变成为全面的通货膨胀,在名义利率和流动性力求管理的条件下,人民币升值的压力将是空前的。

毫无疑问,美元弱势与人民币升值将对A股市场的行情发展起到支撑作用,投资者可从其中享受人民币升值可能出现的升值效应。这些效应包括:因人民币对美元升值而造成的外币对中国经济的渗透作用。国内经济因为从紧的货币政策而处于增长受抑制的状态,但外币追逐人民币升值的利益而抵消了紧缩政策的影响。据不完全统计,现有至少1000多亿美元在中国的地产、股市间游荡,它们是中国股市和地产价格的推动力量和不安定力量之一。“泡沫论”就是这些力量的代表者们制造出来的,因为只有中国经济特别是股市和地产市场急剧动荡,这些脱媒姿态的外资游资才能获得最大利益。由于这些海外游资直接投资能够享受人民币升值的地产、能源、金融、航空等股票,遂使这些行业的价值被“充分”发现,行情将

持续地在牛市状态。

因为人民币升值而渗入的海外资金额外增加了货币流量,中国的通胀压力具备了国际背景,所以,A股行情将无情地与美国经济的“衰退”联系在一起。起始于2005年底的中国牛市不仅有国内本身的金融体制特别是股改的成功因素,同时掺入了国际垄断资本分享中国经济增长的意图。无论是以战略投资者身份加盟中国垄断的金融企业、收购中国一些行业的龙头企业还是直接通过QFII平台投资股票,其目标都是尽可能多地转移至中国本币升值和中国经济增长的利润。在此期间,已经渗透到中国经济体的国际资本会尽最大可能实现利益最大化。

在此情形下,要充分考虑到本币升值对居民投资心理的影响及居民投资行为的变化。在人民币升值前,美元外逃是外汇管理重点。那时推出B股市场就是为了吸引海外投资者,当人民币升值开始时,因为B股市场容量有限,又因为是以面临贬值的美元或者港币计价,内地居民热情下降就是情理之中的事了。

在人民币升值的压力下,QDII的推出和香港直通车概念的炒作,都是为了引导居民手持外汇的外流。但在中国经济逐渐为世界经济增长一极,而以美国为首的西方经济可能出现衰退的背景下,无论

## 从紧货币政策中的人民币汇率展望

丁志杰

实施从紧的货币政策,不单单是加大调控力度,更要扩大调控的广度,统筹兼顾内外均衡,把改善国际收支状况作为一个重要的着力点。汇率政策是调节国际收支的重要手段,在从紧的货币政策框架下,汇率政策应该发挥更大的作用。

近年来的贸易顺差主要得益于加入世贸组织后对外贸易环境的改善,生产力的释放,国际产业的转移,以及中国商品国际竞争力的不断提高,根源不在人民币汇率。尽管升值很难逆转这种结构性变化所带来的贸易顺差趋势,但汇率升值有利于遏制顺差增长的势头,从源头上缓解流动性的被动投放。

实际汇率的调整可以通过名义汇率和物价两个途径来实现。这两个途径之间有一定的替代关系,即名义汇率的升值,能减轻通胀的压力。在国际市场能源、大宗商品价格上涨的情况下,升值能够降低进口原材料的人民币价格,缓解输入性的通货膨胀。

由于汇率和利率的联动关系,从紧的货币政策要求人民币汇率升值速度加快。当前人民币一年期存款基准利率为4.14%,中国人民银行预计2008年CPI将上涨4.4%,如果使利率保持在正的水平上,那么加息还有较大的空间。在美联储可能继续降息的情况下,人民币进一步加息会带来一定的升值压力。

2008年人民币汇率的基本取向是:在完善汇率形成机制的基础上,实现汇率向均衡水平的调整,并发挥汇率的宏观调控作用。

就汇率机制改革而言,应该包括以下几个方面:适度放松汇率管理,政府逐步从市场博弈中淡出,进一步发挥市场机制在汇率形成中的作用,让市场真正成为参与者之间博弈的场所;提高汇率弹性,扩大银行间市场的汇率波动幅度,让市场机制在汇率形成中发挥基础性作用;明确稳定有效汇率的政策目标。逐步弱化人民币对美元汇率的管理,把有效汇率稳定作为汇率政策的目标;完善参考一篮子货币进行调节的框架。为反映经济基本面的不断变化,要对名义有效汇率的波动区间进行定期评估,以保证所设置的汇率目标趋同于均衡汇率或者官方可接受的汇率水平,使升值或贬值压力得以释放;加强外汇市场建设。继续完善银行间市场,提高市场的流动性,发挥做市商的作用,进一步活跃现有的即期、远期、掉期、互换等交易品种,尝试引入期货、期权等新的人民币外汇衍生品。放松对银行挂牌汇率的管理,鼓励银行创新,引导场外市场发展,为企业提供更多样化的避险工具。

就汇率水平而言,应具有以下几个特点:第一,汇率波动会加大。这不仅体现在每日交易中,也表现为非匀速升值模式。从宏观调控的需要看,人民币全年走势会和以往先慢后快的节奏有很大不同,上半年人民币升值速度可能快于下半年。第二,升值步伐将有所加快。这里的升值加快是指人民币名义有效汇率。根据经验,要使汇率显现以紧效应,名义有效汇率至少升值5%。考虑到2008年通货膨胀水平以及其他配套的结构性政策,汇率升值对实体经济特别是出口行业会产生明显的紧缩压力。第三,对主要货币将全面升值。2008年国际外汇市场上不会出现过去一年里大升大贬的动荡格局,主要货币汇率将处于盘整状态。如果人民币名义有效汇率升值5%,那么对美元、欧元、日元和英镑都会有不同程度的升值。第四,对美元汇率将落在一个较大的区间中。目前美元汇率处于历史的低点,美元贬值有利于减轻美国的对外债务,但是美元继续贬值会损害美国的长远利益,包括动摇美元的国际货币地位,因此不排除美元止跌回升。考虑到美元汇率的不确定性,人民币对美元汇率可能落在66到68之间。

(作者系对外经济贸易大学金融学院副院长)

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。

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。