

# Opinion

■ 专栏

## 中美利差倒挂后我们最该关注什么

10年前东南亚国家面对金融危机的错误做法值得今天的中国认真思考。国际热钱涌入的根本动机有两个:该国货币是否升值、该国资产价格是否被高估。现在,与其对中美利差倒挂过于担心,不如把这种担心转移到关注我们自身经济发展过程中存在的问题上来。因为立足自身才是百年大计。

◎田立

1月22日、30日,美联储史无前例地8天内接连两次降息。这个大洋彼岸出于本国经济利益考虑的救援行动却在中国引起了不小的震动,一些人称之为“狂泻”,因为狂泻近千点的中国股市马上有了积极反应——止跌了!另外一些人则为之担忧,因为我们这边正在升息,美国那边降息,突如其来的利差倒挂会不会吹大中国的股市和楼市泡沫呢?

经济问题就是这样,永远都是“欢喜”与“忧愁”的结合体,也许正是这样的原因才使得研究经济问题永远都是一件快乐而又烦恼的事。这次美国“火线”大降息,又让中国学者们烦恼了一把。显然,正面的影响也有,负面的效应方面也存在,那么美国降息究竟会如何影响中国经济呢?有位智者曾经告诉我一条经验:当你遇到烦恼的时候,不妨先把烦恼

放在一边,先分析一下造成你烦恼的那件事,也许解除你烦恼的某种力量就隐藏在那件事当中。于是我模仿着这位智者的样子,先从事情的起源——美国降息分析起了。很明显,美国这次降息的本意是为了刺激本国经济的,毕竟很多人都认为美国经济开始进入衰退了。但降息真能刺激美国经济吗?前美联储主席格林斯潘离任后不止一次说过利率政策是无效的。1月30日,也就是美联储再次降息的同一天,格老在接受德国媒体采访时重申:“任何政策都显得苍白无力。”)尽管学术界现在还不能完全同意这个观点,但出自世界上最发达经济体的掌门人来自实证研究的心得绝非信口开河。实际上,从金融学的视角出发,当我们把一个经济体看作一个具体项目的时候,其内部利率的变化是否会改变经济体的整体价值,至少本质上不会。因此,所谓利率政策无效论也是有理论支撑的。

遗憾的是,在格老爷子发话之前,很少有人敢这么直白地说。既然利率政策无效,那怎么解释美国这回连续降息又很快鼓励了全世界几乎所有的股市的反弹呢?对于这一点,我觉得不可一概而论,其中的情况太复杂。有美国学者近日就说了,美国股市近几天的反弹更多还是心理因素的作用,很难构成经济复苏的根本力量。甚至包括索罗斯在内的很多资本牛人也出面继续唱空美国经济。看来,所谓降息刺激经济确实值得商榷。

不过我们更关心的是美国降息对中国经济到底意味着什么。如果真如上述几位名人观点所述,降息刺激不了美国经济的话,那么所谓美国降息有利中国经济的观点就是没有根据的,中国股市对美国降息的积极反应很可能只是一种巧合而已,或者至多也就和其他国家一样,仅仅是心理层面的作用而已,仍然无法构成股市止跌反弹的根本动力。

那么,大家最关心的中美利率倒挂又到底会对中国经济产生怎样的不利影响呢?这个问题甚至比降息是否刺激经济还要复杂。尽管经典经济学理论普遍认为,利差倒挂必然会使外部热钱在套利动机的驱使下大量涌入,但这一理论在很多时候却是失效

的。1997年东南亚金融危机爆发之前,许多东南亚国家为了抑制索罗斯做多美元的企图都大幅度提高了本币利率,并形成了与美元利率的利差倒挂。经济学家事后猜测,很有可能就是利差倒挂促成了这场金融危机,因为利差倒挂造成国际热钱涌入,从而加剧了这些国家的通胀,进而加剧本币的贬值和美元的升值,而这恰恰是那次金融危机的最终表现。但不幸的是,后来的实证研究表明,经济学家们的猜测错了,因为形成利差倒挂之后,不但国际热钱没有大量涌入,反而是美元大量外逃。这让经济学家们很纳闷:照理,应该是热钱涌入加剧本币贬值,不应该是美元外逃加剧本币贬值啊!这究竟是怎么回事?

其实并不奇怪,因为热钱涌入的根本动机有两个,一是该国货币是否升值,二是该国资产价格是否被高估。所谓利差,对不起,实在不值得追逐。就像那个经典的比利时笑话所讲的,别老盯着走私犯自行车上拉的沙子,他在走私自行车!遗憾的是,现实生活中总有很多人扮演着笑话中比利时海关官员的角色,总是抓不住问题本质。2002年至2007年,中美利差没倒挂,热钱少进来了吗?因为人家看重的是你被高估的房地产,是你的热切期望升值的人民币,至于利率

## 通胀根源在于收入分配差距

◎胡月晓

2007年,我国居民消费价格上涨4.8%,涨幅比上年提高3.3个百分点,达到11年来的历史新高。探索通胀背后的形成因素,对于我们认识、预测和治理通胀,更好地维护宏观经济运行的可持续发展,具有重要意义。

从表现形式上看,本轮价格上涨具有以下两个特点:

第一,结构性上涨。本轮价格上涨主要是粮食(特别是猪肉)、食用油的上涨引起。第二,国际背景和以往不同。2007年发生的物价上涨,是在全球流动性普遍过剩,世界各国宏观经济普遍出现不同程度通胀的背景环境下发生的。去年印度CPI上涨5.2%,俄罗斯上涨9.4%,美国预计也达到了2.8%。在欧元区,CPI上涨预计也在2%以上。

从通货膨胀的表现形式和直接推动因素角度,本轮价格上涨的表面原因有以下一些。

受输入型成本上升推动的影响。由于中国经济日益融入了世界经济体系,国际性的初级产品价格上涨直接对中国市场产生了输入性影响;首先是石油价格的上涨,石油价格从2003年的25美元,一桶左右的价位到2007年最高峰超过了100美元一桶这对于国内的油价上涨、国内物价的上涨起了很大的推动作用;其次是国际性食用植物油价格上涨,2007年国际市场价格几乎上涨了一倍。

结构性供求的失衡。之所以讲此轮通胀是结构性上涨,是因为影响这一轮CPI上涨的诱因是年中猪肉价格的上涨。从2007年6月份开始,肉价所带动的CPI上涨就超过了4%。

货币发行过多、收入分配差距扩大是非常重要的因素。在中国改革开放的发展里程中,货币发行过多几乎是一直伴随的现象,以至西方学者将中国同时保持价格水平稳定与高金融增长的现象称作“中国之谜”。为什么以前货币发行过多没有造成通货膨胀,而单单此次货币发行过多造成物价上涨?中国在1978年-1995年间货币存量增长速度远远高于经济增长与物价的上升速度。经计算,超额货币供给率为8%,远高于最近几年的货币超额供给量。2007年货币的超额供给量,即M2增长仅0.5%,远低于前期水平,也低于大多数时期。在货币发行过多的背后,这一次也一定发生了不同的深层次因素。

近几年来,社会收入分配差距虽被各种接二连三的民生政策不断修正,但在整体上还是呈现了不断扩大趋势。经济运行体制的不健全,转型期急剧变动的社会结构,以及欠缺的调节机制和不足的财力,制约了全社会对收入分配的再调节。高收入阶层占有社会财富比例快速增长,这个阶层追求财产性收入的结果,造成资产价格膨胀;追求消费升级的结果,造成奢侈品市场的旺盛,由此带动一般物价水平提高。

在更深层次上,虽然呈“全方位、多层次”扩大的收入分配差距,是在绝大部分民众收入水平普遍提高基础上的,但居民收入分配差距扩大和累积,收入分配差距的进一步扩大,分配秩序混乱,还是导致了社会通过价格变化来强制性重新分配财富。上世纪80年代货币高投放有个与现在很不同的鲜明特点,即货币基本上投向了农村地区,亦即货币投放基本为低收入阶层所吸收,而现在,大部分货币投放变成了富人的财富。由于收入差距扩大和分配秩序混乱的痼疾有着深层次的体制和机制原因,所以从这一角度看,物价控制任重道远。

因此,临时价格管制,虽然可以防止价格的螺旋上升,避免形成预期性通货膨胀,但只能避免价格的惯性上涨,并且会带来价格扭曲等一系列副作用。所以,治理通货膨胀的根本之策,一在于增加食品生产的刚性,二在于增加民生投入,解决收入两极分化问题,加快建设和谐社会既定大政方针的进程。(作者系上海证券首席宏观分析师)

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。

## 雪灾呼唤企业社会责任

◎姜淑霞

我国南方部分地区遭遇的罕见雪灾,不仅给当地人民生活带来了极大困难,也造成了相当大的经济损失。根据民政部公布的最新经济损失数据,截止到1月31日18时,因灾造成的直接经济损失已经达到537.9亿元。另据有关专家估计,雪灾有可能给中国造成近千亿元直接经济损失,严重的冰雪灾害可能会导致1月份经济增长率降低0.5到1个百分点。

此次南方地区的雪灾之所以损失如此之大,其中一个关键因素在于,我国南方很少发生这种灾害性天气,加之财力所限,我国很早就决定不在淮河以南地区建设配套供暖设施的生产、办公和居住建筑。由此,在南方地区,不仅公共产品中不包含御寒类设施,民众也几乎没有准备抵御雨雪灾害的生活用品。这在一定程度上放大了雨雪天气的危害性,同时也加大了直接经济损失。

正因为政府与民众防御雨雪天气的设施、生活用品严重不足,南方地区的民众更需救助。在这一关键时刻,一些企业伸出了援助之手。中国石油天然气集团公司向6省(区)捐款1400万元;中国银行向受灾地区捐款1000万元人民币,同时在全辖范围内组织广大员工自愿捐款捐物,支援灾区人民全力开展抗灾救灾。中国银行负责人表示:“作为一家国有控股商业银行,国民有难,中行有责任伸出援手,与灾区人民共渡难关!”

保险公司在本次雪灾中的表现可圈可点。中国人寿与中国平安各捐款1000万元援助南方灾区。同时,保监会正式启动了突发事件应急预案1级响应程序。保监会主席吴定富要求简化理赔程序,“只要与灾害有直接关系并在合理范围内能赔就赔,不能就条款论条款,更不能惜赔。”

在这一原则下,安徽、江西等6个受灾最严重地区承保能繁母猪1049万头,占全国承保量的32%。目前已冻死5149头,以往冻死并不在保险责任范围内,但此次也仍然给予赔付。这种带有浓厚人情味的做法,充分体现了企业的社会责任意识,同时也让人们间接认识到了保险的温情与其重要性,这无疑将吸引更多的人在灾后投保,并且把这看作是对企业爱心的回报吧。

但是,仍有许多效益非常好的企业缺位。比如在这波大牛市中获取丰厚利润的一些金融机构,在捐助的名单中就很少见到他们的身影。同样,在捐赠者当中,许多民营企业也是缺位的。在这关键时刻的缺位,凸显民营企业社会责任的淡漠。企业履行社会责任的过程,也是打造形象的过程,因此,一些外资企业在本次雪灾中表现得非常积极。像微软公司,不仅自己捐助100万元,还呼吁其他跨国公司伸出援手。

在这次南方雪灾捐赠活动中,国企的整体表现好于民营企业,外资企业的整体表现好于国内企业。企业是社会的一个组成部分,企业的社会责任感是构建和谐社会的一个重要元素,面对雪灾,应该有更多的企业献出爱心,这既能帮助灾区民众渡过难关,也能塑造良好的企业形象。因此,面对灾难,企业不应该保持沉默。

## 对“钉子户”收费站再也不能容忍了

◎魏也

在刚刚闭幕的北京市“两会”上,新当选的北京市人大代表佟丽华联名10位代表,提交了“撤销杜家坎收费站”的建议。建议称:“杜家坎收费站若在2008年继续收费,显然是违法行为。”从1990年起,77名北京市丰台区的人大代表和17名北京市人大代表分别在丰台区人代会和北京市人代会上提交议案、建议,呼吁政府撤销杜家坎收费站。而杜家坎收费站仍被以偿还贷款为由而保留下来。

早已超过收费期限的收费站依然继续收费,俨然成了“钉子户”。违法收费站逆人大代表的建议而存在,乃是地方利益作祟的结果。

公路建设带有强烈的公益性特征,它主要应该由财政来承担建设任务。许多发达国家为了确保公路的公益性,往往通过立法要求政府承担公路建设的主要责任。比如美国在1956年就通过了《联邦资助公路法案》,确立州际高速公路投资由联邦政府和州政府按照9:1的比例出资,不让逐利性资金介入,以防止公路这一公共产品变成利益集团的逐利工具。

但是,在我国,公路建设被打上了深深的地方利益烙印。一些地方哪怕财力充足,也会选择靠银行贷款和社会融资来完成公路建设,因为,这样做既转嫁了公路建设费



任,又能从中获益,可谓一举两得。迄今为止,我国尚未以法律形式确定财政在公路建设中的职责,这个漏洞使得各个地方争相“贷款修路”,结果是我国收费公路林立。由于财政在公路建设中的缺位,市场化融资成为公路建设的主体,相应地,收费公路也变成了地方政府借以生财的工具。这完全抹杀了公路的公益性特征。收费公路的“聚宝盆”效应,使得地方政府强力维护收费站的存在——哪怕这个收费站是违法的。以北京机场高速公路为例,该路建设资金为11.65亿元,从1993年开始收费,到收费期满预计收费总额将达到上百亿元。对于地方政府而言,真是一本万利。面对巨大利益的

诱惑,一些地方政府面对人大代表一年又一年的取消建议无动于衷。违法收费站继续收费,不仅是对人大代表权威的蔑视,同时也是对法律的蔑视。国务院《收费公路管理条例》第十四条规定:“政府还贷公路的收费期限,按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定,最长不得超过15年。”第二十一条规定:“转让政府还贷公路权益中的收费权,可以申请延长收费期限,但延长的期限不得超过5年。”这意味着,一般情况下,政府还贷公路最长收费期限不得超过20年。而类似于杜家坎这样的已经到期收费站,依照法律规定早该停止收费,让利于民。地方政府继续延

长收费期限,既有损法律尊严,更违背了其公共利益的宗旨。

还有一种做法很普遍,但同样违法:为了延长公路收费年限,一些地方政府在收费期限快结束时将公路收费权转让出去。国务院《收费公路管理条例》第二十二条款规定:收费时间已超过批准收费期限三分之二,收费公路权益中的收费权不得转让。

公路在收费期满后继续收费,乃是对公共利益赤裸裸的蚕食,它意味着,公众在纳税之后,不仅未能得到相对应的包括免费公路这样的公共产品,还不得不为政府的牟利行为额外买单。

应该认识到,收费公路林立加大了我国公路的运输成本,制约了物流周转效率。世界银行去年2月13日发布的研究报告称,在世界13个国家1600公里通行费占人均GDP的比例中,中国以超过2%的比例居世界首位,远远超过美、日、法等国家。在这次雨雪天气中,收费公路的低效率所导致的拥堵现象不是随处可见吗?

无论从经济发展还是从维护法律权威的角度来看,都不能再容忍“钉子户”收费站。当然,要从根本上解决问题,应该以法律的形式确立财政在公路建设中的主体地位,以促使政府多向民众提供免费的优质公路。

■ 上证观察家

## 内幕交易精神原因:缺失羞耻感

倘若不吸取教训,类似于杭萧钢构这样的内幕交易案还可能发生。因为,至今我们的一些上市公司对内幕交易耻辱感的认识依然不足。在杭萧钢构内幕交易案中,自始至终不见罗高峰等人因内幕交易行为表示道歉和悔恨。

◎姚■坤

杭萧钢构案的判决结果对维护我国资本市场的健康发展具有极为积极的意义。但是,杭萧钢构案留下的教训恐怕更值得上市公司及相关人员去好好吸取。事实上,即使罗高峰等人不通过提前获取的信息去做内幕交易,杭萧钢构相关负责人的做法也给其他人的内幕交易创造了条件。一些媒体报道了这样一个细节:2007年2月12日下午,杭萧钢构召开2006年度总结表彰大会,至少有300人参加,公司领导在会上说:“2007年对杭萧钢构来说是一个新的起点,如国外的大项目正式启动,2008年股份公司争取达到120亿,集团目标为150亿。”

这实际上等于把重大合同信息提前公布了出来。当天,参与表彰大会的公司员工涵盖了高、中、基层各级员工。从那一刻开始,杭萧钢构获得超级大单变成了公开的秘密,公司几乎所

有的员工都在谈论这笔“国外的大项目”。正是从这一天起,杭萧钢构开始了夺人眼球的涨停板之旅。这说明,利用这一信息作内幕交易者并非少数。直到2月15日,杭萧钢构才发布公告,宣称与中基公司签署金额达344亿的安哥拉大单。在大单签订之前就向员工公开相关信息,明显违背了上市公司信息披露的有关规定。中国证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》第三十条规定:发生可能对上市公司证券及其衍生品价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。这里所称重大事件就包括“公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重大影响”。第三十一条规定:上市公司应当在最先发生的以下任一时点,及时履行重大事件的信息披露义务,其中包括“董事会或者监事会

就重大事件形成决议时”;“有关各方就重大事件签署意向书或者协议时”;“董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生并报告时”。

但是,即使在安哥拉项目的合同已经草签后,杭萧钢构也未及时履行信息披露义务,反而在表彰大会上“披露”。这种做法在于事实上对信息披露实行了差别对待政策,只是向特定对象披露、透露或泄露了非公开重大信息,而广大投资者对此一无所知。

在杭萧钢构重要信息泄露后,事情仍可挽回。根据规定,若信息不能保密或事实上已经外泄,上市公司应当立即通知交易所采取停牌等补救措施。但内幕交易案发生后,有报道称,杭萧钢构有关负责人在配合证监会的调查过程中曾深深懊悔:“如果这时立即对杭萧钢构股票采取紧急停牌,可能后果就不会往恶性发展。”显然,对于相关补救措施,杭萧钢构领导是清楚的,但他由于未认识到后果的严重性而没有采取行动。

资本市场是信息为王的,所有的交易决策都是依据相关信息作出的。因而,信息披露能否做到及时、公开非常重要。倘若不吸取教训,类似于杭萧钢构这样的向职工泄露相关重大信息

的做法还可能发生。因为,至今我们的一些上市公司对内幕交易耻辱感的认识依然不足。在杭萧钢构内幕交易案中,自始至终没有罗高峰等人因内幕交易行为表示道歉和悔恨的任何报道——这不正是内幕交易案发生的精神原因吗?

在西方发达国家,内幕交易是非常令人羞耻的犯罪行为。去年12月4日,曾在某国际知名投行任副董事的白雪佳与曾担任对冲基金分析师的陈若翻,因犯有合谋和内幕交易罪被美国纽约一家地方法院分别判处入狱一年半,并没收非法所得。王当庭悔罪地痛哭流涕,但法官不依不饶地说:“王女士,你不是该少受谴责,你是应该受到更多的罪责。你是小偷!”而杭萧钢构案中的相关负责人连王白雪佳那样的负罪感也没有。

我们不仅需要法律的严厉惩处,也需要在法律制约下的道德重塑。如果所有上市公司及知情人,都能敬畏法律,严格守法,并遵守道德的约束,那么,困扰我们资本市场发展的内幕交易行为或将逐渐淡出人们的视野。当然,培养这种环境,离不开对像杭萧钢构这样的典型案件责任人的严厉惩处。