■上证观察家

不宜夸大股市对通胀的影响

我们既不要根据股市的涨跌单方面夸大它对通货膨胀的影响,也不要根据通胀数据人为扭曲股市自身的运行轨迹。实际上,在股市的所有功能中,没有一项功能是作为抑制通胀的工具而存在的,如果因为人为强加上这个功能,反而容易损害股市基本功能的发挥。

⊙褚洪波

经济学家和金融证券专家吴晓求先生最近在接受媒体采访时指出:“在成熟市场,对股票价格下跌是非常担忧的……而我们有时候反而相反,下跌了倒是很高兴,觉得终于安全了,上涨了老是很担忧,这都是对资本市场不理解的一个体现。”

恐怕许多人对吴晓求先生的这个说法都有同感。一些人对股市的担忧,主要体现在两个方面:

一是担忧股市上涨累积泡沫。许多人根据市盈率来判断中国股市是否存在泡沫,如果说这是衡量泡沫的最佳标尺的话,那么,泡沫的累积与上市公司本身的质量有着直接的关系。巴西股市在连续上涨16年、俄罗斯股市在连续上涨7年后,其市盈率依然低于中国股市,至少说明,我国上市公司的整体状况不如上述两国。换句话说,我们没有把最好的公司上市。当然,这与我国设立股市时赋予股市的支持国企改革功能有关。

二是担忧股市上涨加大通胀压力。关于这一点,目前存在着两种截然不同的观点。一种观点认为,股市上涨有利于减小通胀压力。其理论依据是:股市上涨吸收了多余的流动性,缓解了供求关系,有利于物价稳定。如果压制股市上涨,这部分资金就可能流进商品市场,从而推动物价上涨。另一种观点认为,股市上涨容易加大通胀压力。其理论依据是:股市上涨会导致投资者的财富增加,而消费是收入与财富的增函数,财富的增加会刺激消费。股市快捷的变现特点决定了虚拟财富随时可以变成真实财富。退一步说,即使投资者不变现,根据经济学原理,人们收入预期的提高也会促使消费支出的扩大,而消费的扩大就容易导致通胀压力加大。

笔者认为,这两种说法都有一定的片面性或局限性,因而,不能准确地表述股市与通胀之间的关系。股市上涨能够吸收多余的流动性不错,但股市上涨未必就能减小通胀压力。因为这个理论必须建立在货币供给总量不变这一前提基础之上,而在现实中,对经济有真正影响的不仅仅是传统意义上的货币供给,还包括这一货币供给在内的整个社会的流动性,这就引伸出货币的内生性概念,即股市上涨对购买力而言,相当于内生出一部分货币,而货币供应量的增加容易导致通胀压力加大。显然,股市上涨减小通胀压力的说法并不成立。

股市上涨所产生的赚钱效应,的确加大了人们的收入增加预期,容易刺激人们的消费欲望,但是,如果考虑到中国的特殊国情及许多具体情况,股市上涨对通胀的作用力可能没有那么明显和直接。

首先,股市属于虚拟经济,虚拟经济中的财富增长要经过变现程序才能最终转化为实际消费,而在股市上涨的过程中,由于人们可能放大上涨的预期,投资者未必愿意将股票抛出变现。这种情况在西方发达国家尤其明显,许多投资者长期持有股票,有的长达十几年乃至几十年,这种股票投资带有明显的储蓄性和预防性特点。价值投资理念虽然在我国目前并非主流,但此次股市大跌,许多在高位赚钱的投资者没有及时抛出股票套现却也是事实。

其次,导致我国物价上涨的因素属于结构性的,是以食品价格上涨为主导推动的,在食品类价格上涨中,猪肉、食用油的上涨幅度尤其大。但是,居民对食品类的消费并不会因为财富的增加而提高,比如,一个人即使从股市上获利百倍,赚取上亿元财富,他对猪肉的消费能力也肯定不会增加百倍。而我国食品之外的消费品价格涨幅不大,事实上,目前许多消费品尤其日用品是供大于求的,对这部分商品的消费不仅不会加大通胀压力,反而能起到非常积极的拉动内需的作用。因此,股市的赚钱效应对通胀的拉动作用有限。

而且,我国社会保障体系没有完全建立起来,人们在股市的投资与存款一样,很大程度上属于预防性投资,即其投资的目的是为了应对未来的确定性支出和不确定性支出,即使投资者因为股市的上涨赚了钱,他们也不会将钱立即花掉,而可能积蓄起来。换句话说,这种投资所带来的更多的是财产性收入的增加。

从股市的走势上来看,通胀与股市之间的重叠性也不是那么明显。比如,从1978年到1980年,美国经历了严重的通货膨胀,1979年3月,美国CPI达到10.24%,1980年3月,CPI涨幅达到惊人的14.61%,而其股市却累计上涨了25.1%。因此,我们可以说,通胀加大的时候,股市下跌的概率略高,而通胀压力减小的时候,股市上涨的概率略高,仅此而已。两者之间并不存在必然的联系。

我之所以在前面仔细分析这个问题,主要是为了下面的结论:既不要根据股市的涨跌单方面夸大它对通货膨胀的影响,也不要根据通胀数据人为扭曲股市自身的运行轨迹。股市的运行受到多种因素的影响,通胀最多只是影响它的因素之一,如果我们以通胀指标来作为调控股市的唯一参照,就可能把股市引向歧途。实际上,在股市的所有功能中,没有一项功能是作为抑制通胀的工具而存在的,如果因为人为强加上这个功能,反而容易损害股市基本功能的发挥。

中国经济要快速、持续发展,需要一个强大的资本市场作为后盾。我们必须走出吴晓求先生提到的那个误区,抛开指数本身、抛开通胀本身以平常心去看待股市,尊重股市自身的运行规律。如此,中国股市将能彻底摆脱“政策市”的名声,赢得广大投资者的信赖与支持。

(作者系中国管理科学经济学院副院长)

人民币汇率调整尝试新节奏

⊙丁志杰

一季度,人民币升值明显加快,汇率6时代指日可待。截至4月3日,1美元兑人民币汇率已达7.0192元,年初以来人民币兑美元累计升值已达4.3%。这一速度已经超过2006年全年的升值速度。

升值加快本在市场意料之中,但升值的速度如此之快还是有些出乎意料。主要原因是受次贷危机和经济恶化的影响,今年美元继续大幅度贬值,屡创历史新低。今年一季度,美元对日元曾跌至97以下,最多贬值13.28%;对欧元最多贬值7.48%;对七种主要货币的有效汇率指数一度跌破70,最多贬值5.45%。由于人民币汇率参考一篮子货币进行调节,美元在篮子中所占比重最大,如果美元对其他篮子货币贬值,人民币就会对美元呈升值态势。

尽管人民币对美元升值,但对日元、欧元依然有不同程度的贬值,最大贬幅分别达10.13%和4.52%。今年和以往不同,在国际外汇市场上美元对日元贬幅超过对欧元的贬幅,可能预示着亚洲版广场协议正在起作用,美元贬值进入第二阶段,即主要是对日元、人民币等亚洲货币以及石油出口国货币的贬值,对欧元等主要货币的汇率将回稳。

美元意外的急剧坠落使人民币汇率调整出现新的特点。过去,在一年当中,人民币升值基本是匀速的,而且前慢后快。按照这个经验推算,今年人民币对美元至少升值16%。但是,从国内外经济形势来看,现在还看不到这种可能。因此,今年人民币升值节奏将是前快后慢。

过去前慢后快的匀速调整方式,使得升值预期不断强化。市场上人民币升值加快,立即产生升值进一步加快的预期,形成升值预期惯性。因此,尽管汇改以来人民币对美元已升值18%,但升值预期不减反增。

在中美利差倒挂的情况下,尤其是美联储很可能继续降息,升值预期强化进一步扩大境内外的套利空间,利率和汇率上的“双赢”刺激热钱的流入,如1月、2月份扣减贸易顺差和FDI后的新增储备量激增,外汇贷款增长畸高,都加大了当前宏观调控的难度。更为可怕的是,像日本那样,升值预期的长期、持续存在会降低国内利率,使经济陷入流动性陷阱,流动性出现过剩,催生泡沫。

今年汇率调整节奏的变化为解决升值预期惯性这一难题提供了契机。如果上半年升得多一些,比如7%,那么人民币年内的升值压力就会减轻,加上国际市场上美元下半年有可能回稳甚至反弹,一段时期的双向震荡行情会使升值预期遽然降温,有利于市场重新恢复有序。

升值提速加大了出口及相关行业的经营风险,企业应该做好充分的应对。在人民币升值趋势下,管理汇率风险的基本原则就是尽量降低持有外汇资产的数量和时间,增加持有外汇负债的数量和时间,以避害趋利。例如,出口可以适当提高美元的报价,选择长期币值稳定或有升值趋势的货币计价,通过预收货款或其他方式提前收汇,对现汇账户实行零余额管理,等等。

远期结售汇也是规避汇率风险的一种重要手段,但要基于对汇率的判断。去年,银行的汇率预测发生系统偏差,普遍低估了人民币升值幅度,而今年,银行普遍调高升值预期,甚至不排除一些银行故意夸大升值预期,市场上远期结汇的价格较低,如目前银行间市场9个月的远期美元汇率在6.5到6.6之间,银行对客户报出的价格还要低。如果企业预期年底汇率突破6.6的可能性小,那么出口企业就不一定要远期结汇,否则得不偿失。相反,进口企业可以运用远期购汇,来降低购汇的成本。

为了适应新的汇率水平,企业要有长远战略考虑。企业要提高产品质量,加快产品升级换代,改变国际市场竞争策略,以质取胜。汇率升值使得贸易品生产部门的利润下降,而非贸易品部门受到的影响要小得多,特别是一些服务性行业反而会受益,促使产业结构调整。因此,对于一些低技术的劳动密集型出口企业,要加快转产转型。另外,人民币升值也降低了在国外投资的成本,企业可以抓住机遇,选择适当的时机,走出国门,到海外直接投资。

(作者系对外经济贸易大学金融学院教授)

降薪是对投资者负责

⊙陈家文

一场意外的降薪事故让很多证券从业人员胆战心惊。降薪的主角是位列中国券商第一方阵的广发证券,据报道:该公司几乎所有部门的员工最近的薪酬都有明显的下降。原因是大盘指数的一路狂跌直接导致了券商经纪业务的萎靡以及自营业务的惨重损失。

与相关公司不断加薪的情况相比,降薪显得特别另类,而主导这次降薪的竟然是广发证券,恐怕也大大出乎人们的意料。如果说券商的经纪业务与自营业务不佳需要降薪的话,也不应该是广发证券一家。因为,广发证券的实力在业内有目共睹,其资产管理能力在圈内也有口皆碑。广发证券在银行间市场公布的2007年未经审计的年报显示,该公司去年的净利润为81.89亿元,在所有券商中名列第一。

正因为这些因素,广发证券的降薪之举受到了投资者普遍肯定。广发证券第一、第二大股东辽宁成大、吉林敖东的投资者普遍认为,广发证券降薪可以降低公司经营成本,提升公司业绩,更好地回报投资者。就连同行也坦承:“广发证券的做法说明这家公司的市场化机制还是相当灵活的。”

降薪是对投资者负责的表现。思科系统公司的总裁兼首席执行官钱伯斯为了少裁一些员工,从2002年起到2003年,只领取1美元的工资,没有任何奖金,他甚至拒绝领取另外200万股的股票期权。这种自我降薪之举给员工带来了很大的激励作用。钱伯斯使思科公司的年收入从上任伊始的12亿美元增长到了2004财年的220亿美元。钱伯斯以其对积极进取的企业文化的推行以及热诚待人、坦白直率的品格赢得了尊敬,先后获得多项国际大奖。

但是,在我们的企业尤其上市公司当中,越亏薪水涨得越快的情况并不鲜见。某上市公司净利润从4026万元降至54.6万元,每股收益从0.16元降到0.0022元,下降幅度高达98%,而同期高管人员的报酬总额却从112.89万元,一直上涨到298.37万元。利润一降再降,薪酬涨了再涨的现象,必然导致逆向激励,因为高管不需要对投资者负责即可获取丰厚薪酬。这种薪酬错位现象是导致一些上市公司出现亏损的直接原因。

根据规定,高管报酬一般根据董事会下达的经营目标完成的实际情况来确定,董事的报酬须经股东大会批准,但是,一些上市公司违反公司法及公司章程,自行决定薪酬高低,导致天价薪酬不断出现。这种现象既造成了不公,损害了社会公平,也有违公司治理原则,损害了广大投资者的利益。因此,应建立更严厉的制度,要求上市公司薪酬的调整,必须与其业绩挂钩并经股东大会批准,否则,高管薪酬应视为不合法,并依法予以追回——这种惩戒机制应作为薪酬机制中的一项重要内容。

要培养现代企业以投资者利益为重的理念,就必须将其薪酬的调整与广大股东的利益紧密联系起来,赋予广大股东决定权。如此,越亏损薪酬越增加的怪现象才能淡出人们的视野,而像广发证券这样,为了成本的降低和业绩的提升主动降薪的企业才会增多。这何尝不是提升现代企业社会责任感的一种途径呢?

彻查粮库虚实事关国家粮食安全

⊙冯光明

《孙子》说:“军无辎重则亡,无粮食则亡,无委积则亡。”中国古代格言亦说:“家无三年积蓄(指粮)不为家,国无九年存粮不为国”。我国是世界第一粮食消费大国,但还不是粮食强国,由于地域广泛,以及政策因素、自然灾害、小农趋同性等等多种因素的影响,每年的粮食产量、价格波动都比较大,粮食的储备对稳定粮食市场及确保国家粮食安全的重要性不言而喻,但是,一些媒体披露的粮食储备造假问题令人触目惊心。

漫画 刘道伟

4月7日,有媒体报道称,马鞍山市一个存储中央、省、市三级储备粮,总容量约8万吨的粮库“去年秋天就已清仓了,没有一粒粮食”。记者探访的其他几个粮库,同样“根本没粮可卖”,有的粮库“已经有至少三年没有粮食卖了”。

这是一个令人震惊的消息。早在今年两会上,全国政协委员、中国工程院院士袁隆平就指出:“有人向我反映,国家粮库存在虚报现象,至少有两个地方粮库是空的。下面到底存了多少粮食,建议国家好好查一查!”

袁隆平这一建议引起中央的高度重视,国家粮食局表示今后将会同有关部门进一步加强粮食库存监管。从媒体调查的情况来看,粮食储备情况非常令人担忧。既然粮食部门早在3月就承诺要进行调查,为何还没有新闻媒体掌握的情况具体?

粮库是空的,对有些人是有好处的。第一,通过向上虚报库存容量数字骗取国家保管费。按照库存量,国家每年为每吨储备粮补贴74元的粮食保管费,虚报库存量意味着国家的巨额补贴被一些利益相关者侵吞。第二,通过倒卖“不允许动”的储备粮或出租粮仓在市场上赢利。近年来,粮价波动剧烈,这为粮库套利提供了便利,一些粮库因此大发横财,而相关抛售储备粮的行为则是违法之举。我国相关法规规定:“未经国务院批准,任何单位和个人不得擅自动用中央储备粮。”但仍有一些地方出于逐利目的,对于这种硬性规定置若罔闻。

粮库储备粮食不足,将严重威胁国家粮食安全。中国作为世界上人口最多、粮食生产量最大和消费量最大的国家,不可能依赖国际市场来保障国内粮食供给。世界粮农组织最近的报告指出:“全球粮食储备已降至35年来的最低水平,因此,中短期内粮食价格不可能下降。”2008年,全球将有28个国家面临粮食严重短缺的困境,而目前世界粮食年贸易量仅为2亿吨,一旦中国大量缺粮,将引起世界粮价的大幅度上涨,即使国际粮价不涨,这种庞大需要也根本无法得到满足。事实上,目前,一些国家为了确保自身的粮食安全,已经开始限制粮食出口,这导致国际市场粮食供应量进一步减少,因此,国际粮价不断创下新高。

要做到一级粮食安全,即必须保证在任何时候于任何情况下都能让所有人以合理的价格满足对粮食的直接消费和间接消费,并具有一定的抵御粮食风险的能力,就必须有足够的粮食储备。按照联合国粮农组织要求,一国谷物储备应达到该国消费量的17%至18%,粮食才是安全的。1983年至2006年,我国已连续23年超过18%的安全库存指标,但是,这其中的虚报问题占多大比例就非常值得担忧。

从去年年初开始,由于粮食价格持续上涨,一些粮库无视有关法规的规定,出售储备粮以满足私利,这一方面损害了国家的粮食安全,另一方面容易造成粮价的剧烈波动,即当粮库重新储备粮食的时候,可能引发粮食价格的进一步攀升。这实际上已经违背了粮食储备的初衷。

粮食储备事关一国的安全命脉,不能有丝毫马虎。有关部门应该组织调查组,对全国的粮库进行彻查,对通过虚报储备量骗取国家保管费及非法动用储备粮牟取私利者,应当绳之以法、严惩不贷,同时,还应该要求空着的粮库尽快达到粮食储备标准,确保在个别地区粮食出现供不应求或市场价格异常波动,或者发生重大自然灾害时,有充足粮食供应。

■专栏

信心重塑是价值重构的基础

市场信心作为无价的“价值”,需要通过政策来重塑。当全世界都在为重塑市场信心而努力的时候,A股政策的取向更需要围绕“信心工程”而行。如果在股市的发展还没有完全建立在市场化基础上的时候,就将市场行情演化完全推向“市场化”,其后果将会是灾难性的。

⊙李国旺

救不救市,不同观点各方现在正在激辩,言词、语气都十分严厉。

笔者的观点是,A股历史性暴跌,是基本价值体系瓦解的结果。眼下阻止行情直线下跌实质已经演化成恢复整体经济信心的问题。市场化管理,当然是最理想的,但如果在股市的发展还没有完全建立在市场化基础上的时候,就将市场行情演化完全推向“市场化”,其后果将会是灾难性的。

当前,沪深股市仍然是公认的“新兴+转轨”的发展时期,在相当程度上仍有政策市的浓烈色彩。当金融资本与产业资本对弈时,双方对股市的认识与判断差异极大:金融资本以二级市场作为其投资标的,所持股票是在“流动性”溢价下建立仓位的;产业资本则是通过一级市场特别是在市场低迷时以接近净资产的价格得到股权的,平均还有30%左右的送股,加上近年间的分红,其持有成本极低。因此,产业资本投资者不会考虑市盈率等市场指标,只会考察现二级市场价格与其持有价格的倍数。在如此不对称条件下的对弈,原有估值体系和定价体系在“失小非”进入全面流通启动阶段便迅速解构,A股市场随之进入了定价混乱时期。

定价混乱,必然增加了未来的不确定性,引发二级市场投资者的焦虑,这种焦虑性情绪,又会转化成群体非理性行为的集中爆发,不顾是否有投资“价值”,抛售股票就是胜利。这种由个体理性的风险锁定行为而形成的群体癫狂,酿成了今年三月无法用常理解释的暴跌行情。监管机构想稳定市场,但市场群体已经失去耐心。这种政策稳定预期与群体非稳定预期的核心对弈关系,反映的就是价值结构解体下的信心瓦解。这在新基金营销上表现得最清楚。

监管机构的稳定信心行动同时还遇到金融政策的抵消作用,从而将市场信心化解于无形。信心是金融和资本市场的最大“价值”,如果居民和投资者对市场的未来失去信心,就会形成自动的信贷紧缩现象,进而加剧信心危机。“次贷危机”爆发后,面对市场信心动摇的危局,美国政府高度关注,美联储不断采取多项“信心维护”的行动,并要求欧洲国家一致行动,以求在西方国家间形成“信心联盟”,防止出现信心危机演变成大的金融危机,导致大衰退。

在全球经济一体化,美国不断降息以保证市场流动性、维护市场信心的同时,中国央行为了防止“流动性泛滥”却采取了全面收缩流动性的政策。笔者认为,中国当前的流动性泛滥,不仅是以往货币政策的结果,而主要是三十年来“重商主义”出口政策的结果,单用紧缩政策可能并非对症下药。目前不断积聚的外汇储备,不仅是出口的贡献,2005年随着人民币升值压力而来的国际垄断资本在不断输入,它们不仅是来投资中国地产和股市等资本品,更有可能是直接进入银行系统“套利”。人民币对美元持续不断的升值是国际间“套利”的基础,中国在美国采取宽松货币政策时提高利率,将为国际资本的“套利”提供更大空间。这是在国际金融信心危机背景下必然出现的政策“悖论”,也是政策目标、政策行为与政策结果相背离的金融“异象”。

不能不警惕的是,就在这种政策性“悖论”的金融异象越来越严重的时候,又出现了一种让人民币快速升值以平抑国内物价不断上升之势的明显的政策倾向。人民币快速升值,实际上是中国承担了国际性通货膨胀的代价。当中国的资产总额相对于国际资本来说仍然是小比例的时候,升值不可能抵消美元继续贬值带来的国际性通货膨胀刺激中国物价上升的压力,结果很可能是中国百姓为国际资本买单。

因此,面对金融政策无法解决中国物价难题时,我们应当将目光转向于财政政策的积极作用。中国的物价具有国内和国际背景,必须找到物价上升的源头,才能提供科学对策,为价值体系重建、为市场信心恢复提供可靠的理论依据。

至少,目前的物价上升是结构性的,但出现了全面通货膨胀的苗头。食品价格上升是本轮物价上升的主要力量。推动食品价格上升的却是供应短缺和成本上升共同因素。供应短缺是由于农民生产粮食的积极性不高,农业生产积极性不高,由于重商政策下农业生产利润不高。因此,解决农业生产问题,需要实行把属于农民的还给农民,无论是政策补贴、还是收购政策、还是农业投入。实现城市反哺农村、工业补贴农业,用财政转移支付等形式,通过法律等方法固化对农业、对农村、对农民的帮助,才能真正稳定物价。

还有,让利于民,藏富于民,减轻投资者的不合理负担,恢复市场生机。对于“失小非”减持,国家监管部门可以要求有关机构通过公告形式,提前明示,让投资者切实了解市场的压力与未来的趋势。如果市场信心恢复,本来可以随意减持的解禁股票,也有可能延期抛售,从而将集中性的两年压力缓解于未来的发展过程中。当然,能否获得这样的结果,取决于市场信心是否全面恢复。

市场信心作为无价的“价值”,需要通过政策来重塑。当全世界都在为重塑市场信心而努力的时候,A股政策的取向更需要围绕“信心工程”而行,诚如是,则投资者的群体非理性行为逐步化解,价值体系才有望重建。