

## Opinion

■上证观察家

## 人民币加速升值不能因质疑而延迟

通过人民币对外汇率的加速升值,能够让实际进口成本随之下降,从而实现遏制通胀产生的政策目标。历史经验表明,对于价格体制的市场化改革历来是早改比晚改要好。汇率定位同样如此。

◎马红漫

昨天,中国外汇交易中心公布的人民币兑美元汇率中间价为7.0015。这既是人民币兑美元在年内创下的第三十个历史新高,同时更为关键的是,它标志着人民币距“破七”这一关键标志点仅五个基点。

毋庸置疑,在未来的交易中,人民币兑美元出现6字头已是必然。而就在刚刚过去的一季度中,人民币兑美元的升值幅度已超过4.3%,创下人民币季度最大升幅。按此速度折合成的年升值幅度约为16%,远远超过去年全年的升值幅度6.9%。

显然,今年以来人民币加速升值的态势非常明显,而各方对此态势的看法却并不一致。其中反对加速升值的观点似乎更占上风,甚至不乏“加速升值”为国际阴谋的言论。对此,笔者并不能苟同。汇率的实质是国际间货币兑换的比例关系,最终体现的是一国货币的实际购买力。尽管货币汇率因其背后的经济利益而常常沦为实现国家利益的工具,但是

从中国当下经济运行的实际情况看,选择在一定保障体系下的加速升值,完全符合中国自身的经济利益。

当下中国宏观经济运行的最大问题,就是防止经济由偏快转向过热,防止结构性物价上涨转变为全面的通货膨胀。其核心,说白了就是要抑制通货膨胀。而从调控部门抑制通胀的“武器库”看,既有武器的效果已然是捉襟见肘。以往的传统货币政策工具多是立足于抑制需求。无论是加息、提高存款准备金率,还是发行票据,其政策作用的基本过程都是通过减少市场的资金供给规模,提高资金使用成本,继而减少总需求。但是具体到中国此次物价上涨、经济趋热的具体情况,这些政策却有南辕北辙之嫌。以农产品价格上涨为例,导致粮食、食品价格上涨的主要原因是农业市场的收益回报率过低,市场供给随之减少,继而推高了物价。问题的根源并不在于需求,而在于供给。因此,针对需求的调控措施效果弱化实属必然。

与传统紧缩工具不同,人民币汇

率的提升能够有效地抑制成本推动型的通货膨胀。此次物价上涨的压力,很大程度上来自于海外市场。国际油价和粮食价格的持续攀升,推高了国内工业生产的成本和农业生产的需求,由此也让物价调控的难度大大提高。通过人民币对外汇率的加速升值,能够让实际进口成本随之下降,从而实现遏制通货膨胀产生的政策目标。

事实胜于雄辩。今年以来的人民币升值之所以出现加速的态势,已经表明政策调控部门在工具取舍上的态度。倾向于加速升值是保障中国内部利益的天然选择,而非是来自外力的威迫。事实上,自从美国发生次贷危机之后,美国国内的消费能力明显下降,此时产自中国、物美价廉的产品自然就成为消费者的最爱。在这样的现实压力下,美国政界已经逐步放弃试图要求人民币升值(其本质是要求中国产品提价)的愿望。因此一季度以来的人民币升值态势,体现的是中国维护自身经济利益主动调控的措施,其思路正是

借此遏制输入型通货膨胀。

从目前反对人民币加速升值的观点看,过多地强调了升值带来的负面效应,诸如劳动密集型产业因此而出现失业问题等等。其实,这一观点忽略了事件的另外一面,那就是有很多企业可以受益于人民币升值带来的好处,甚至是难得的历史发展契机:其一,能够获得加快国内产业结构升级所必需的技术和设备进口,提高我国产业的国际竞争力;其二,对于中国企业而言,通过实施走出去战略,加快走出国门,并借此实现国际化发展的战略;其三,对于国内金融服务企业而言,人民币升值提高了其金融资产的美元价值,资产规模能够迅速扩大,为国内整体金融实力的提升创造了积极条件。

从这一比较可以看出,尽管人民币加速升值将会在一定程度上影响劳动密集型产业的发展,但是从长期看,这些行业外部竞争加剧已是必然的结果。诸如,东南亚等“新兴经济体”对于中国低端制造业形成冲击,跨国公司制造业基地实施产业转移的趋势是无法逆转的。人民币升值加快只是加速了这一过程,而并没有改变事件的结果。另一方面,高端装备制造制造业、现代金融服务业能够在人民币升值过程中获得长足的进步,这

些人民币升值受益产业,才是未来中国经济屹立于全球的关键。显然,从长期看,后者是中国经济发展的必然抉择,而本币的加速升值则有利于助推这一进程的早日实现。此消彼长之间,政策的战略决策方向显而易见。

由此,人民币加速升值既是当下宏观调控的现实需要,也是国家产业战略布局的必须。其他所谓的负面因素,与之相比不过是策略性、操作层面的问题。其一,关于加速升值引发的失业问题,失业问题不应孤立的来看待,不应完全归咎于人民币升值过快,而在于社会保障体系的投入不足,绝非产业升级的结果。其二,关于热钱必须要澄清的是,热钱问题的出现并非人民币升值的结果,而是人民币升值不到位的结果。一旦汇率水平实现市场出清,热钱的涌入潮自然会消退。

汇率的本质是国际货币的价格定位。历史经验表明,对于价格体制的市场化改革历来是早改比晚改要好。汇率定位同样如此。因杂音而犹豫迟疑,让中国经济发展错过难得的历史时期,实为重走资源价格体制改革一再推迟的老路,最终陷入被动的将会是中国自己。

(作者系上海第一财经频道主持人、经济学博士)

## 首季企业景气指数回落信号解读

◎陆志明

1至2月规模以上工业企业增加值回落,一季度全国企业景气指数下滑的可能性就很大了。果然,根据国家统计局4月7日公布的调查结果,一季度全国企业景气指数为136.2,环比上一季度回落7.4点,同比去年一季度下降3.5点。包括工业、建筑业、房地产业在内的主要行业较上季度均出现明显下滑。

在国际次贷危机不断深化、大宗商品价格持续攀高的情况下,国内企业的成本压力日益增大。而为了抑制通胀压力的进一步加剧,国内调控机构对价格上调执行严格的监管制度,成本内部消化机制的不畅通难免提升企业的运营成本,短期内企业景气指数的回落不难理解。此外,2007年底以来人民币升值幅度大大提高,再加上美国等发达国家出现经济衰退,居民消费意愿明显下降,出口增长乏力也成为国内企业景气度下调的重要原因。

然而,这一切尚难构成所谓的中国经济增长“拐点论”之支撑。首先,一季度短期突发性与季节性影响较为明显,除此,还有春节长假带来的经济产出中断。如果剔除这些短期因素,那么第二季度的企业景气度将会明显有所提升。

其次,近期国际上大幅上扬的大米等农产品价格对中国的冲击相对有限。就目前来看,中国的大米粮食供给依然充足,虽然政府将大米最低收购限价提高了10%左右,但未来1至2年内中国内部的粮食供求仍将保持平衡,应该不会出现问题类似国际上连续轮番的状况。

再次,伴随着美国经济衰退状况的明显加剧,石油等国际大宗商品价格已有明显回落。毕竟在全球经济阴霾之下,对石油、有色金属的需求面临大幅下挫的可能,当前多数投机机构也都选择了稳健型操作以求获利了结。在经济衰退风险之下,企业成本提高带来的产出降低必然倒逼上游原材料价格下跌。

虽然“经济拐点论”在目前尚无法形成气候,但随着经济发展前景不确定性的增加,需要我们对未来的宏观经济方针做出适当调整。当前首要考虑的是:国际上以美国为首的发达国家可能会步入“滞胀”阶段,如果这个估计成真,那对中国经济的冲击将非常巨大。国务院总理温家宝近日说得明白,当前国际形势复杂多变,经济上不利因素日益增多,给我们带来了决策上的困难,国内则是在人民币升值速度不断提速与劳动保障制度不断完善的前提下,中国传统的两大优势:廉价劳动力和有利的汇率安排都在弱化。

同时,考虑到在2007年全年实施紧缩性货币政策与人民币升值加速汇率政策滞后性的影响,在2008年单一推行紧缩政策可能会引发与之前滞后效应的叠加反应,从而导致实体经济出现单边萎缩的可能。

提前对可能出现的不利局面进行预先安排有利于防患于未然,近日出台的《国务院2008年工作要点》要求既要防止经济由偏快转向过热,抑制通货膨胀,又要防止经济下滑,避免大的起落。在国际国内经济形势错综复杂、不确定性大幅增加的情况下,做好两手准备,对于保证宏观经济的稳健运行将不无裨益。

## QDII,抄底美股的路不平坦

◎陈军华

4月7日,中国银监会与美国证监会签署了监管合作协议,银行QDII可以直接投资于美国股市和公募基金。银监会有关负责人近期曾表示,银监会将不断扩大商业银行代客境外理财业务的投资范围,逐渐从成熟的发达国家资本市场扩展到新兴资本市场。

此消息一发布,有关去美国股市抄底的声音鹊起。但是,面对种种难以估量的风险,笔者不得不泼一次冷水。

从2007年2月,美国抵押贷款风险浮出水面至今,仅欧洲为挽救次贷危机注入的资金就达到了万亿美元,但是,他们如今惊讶地发现,这其实是一个无底洞。次贷危机的危害正在通过杠杆的放大作用日益清晰地体现出来。

同时,危机正从金融领域向实体经济延伸。今年4月初,格林斯潘在接受媒体采访时表示,美国目前工厂订货下降,失业率上升以及,经济大幅减速的现象正在加剧,美国经济出现衰退的概率超过50%。就连一向持谨慎乐观态度的伯南克,也在上周的国会听证会上公开表示,美国经济可能陷入衰退。这是伯南克自去年美国经济增长放缓以来首次做出如此表示。

毫无疑问,美国经济正在放缓。实体经济衰退是股市的噩梦。因此,索罗斯前几天表示,目前的



金融危机是上世纪30到40年代“经济大萧条”以来最严重的一次。他预言,美国股市可能会出现短暂的反弹,但反弹过后仍将继续下跌,因为美国会更接近经济衰退。最新的一项调查也显示,华尔街多数分析师对股市的悲观情绪达到八年来之最。通常情况下,分析师的极端悲观往往预示着底部,但这一次,就连最理性的分析师也表示,美国股市并未真正触底。

盲目抄底是非常危险的。目前已知的数据表明,中投公司在黑石基金的投资已经浮亏超过15亿美元,民生银行在美联合银行浮亏也已超过50%。去年11月底,平安通过二级市场买入9501万股富通,这次相对较晚的海外“抄底”交易,如今已经浮亏约2.78亿欧元。

从次贷危机发生到现在,没有一次抄底是成功的。每一个试图抄底者最终都发现自己身陷险境。

事实上,真正的投资机会在新兴市场而非发达国家的资本市场,而中国QDII产品是先发达国家而后扩展到新兴资本市场。索罗斯在对美国经济和美国股市发出悲观预期的同时,表示他看好中国及印度股市。即使印度的基准指数今年下挫22%,他仍没有放弃印度股市的持仓。罗杰斯更直接。4月7日,他在接受媒体采访时表示:“两三周前,我开始买入内地公司的股票,如果以后有更大的下跌,我还会买入更多!在2008年卖掉那些公司股票的那些人,将会像1908年卖掉美国股票那些人一样后悔,当时美国股市也经历了大

跌,可是所有买入的人都成了最大赢家。”

也许,罗杰斯的明星光环在某种程度上为他蒙上了一层娱乐化的光环,这冲淡了他作为世界级投资大师的角色,但这并不妨碍罗杰斯成为我心目中公认的分析大师。他在次贷危机之前多次预言这场危机的到来,并在次贷危机前清空自己在美国的房产移居到新加坡。由此可见此人洞察力之非凡。因此,对于罗杰斯的判断,我深以为然。在索罗斯、罗杰斯这些大师一致看好新兴市场的时候,QDII出海的时机显然难以被人看好。

QDII产品在去年推出的时候,一度受到投资者的追捧,但是,几个月以后,QDII产品大部分亏损惨重,有的还因亏损触及50%的底线而被迫清仓。国内缺乏对国际市场的深刻了解和良好把握能力的投资分析师,对国际投资市场形势把握不够,经验不足,加之次贷危机继续扩散下的危机四伏的大环境,既不占“天时”,也不占“地利”与“人和”,QDII出海应当慎之又慎。最起码,应该剔除抄底的心态,顺势而为。实际上,真正成功的投资大师,没有哪个是因为抄到底成功的,而是因为把握了大势才取得成功的。如果继续带着抄底的心态贸然出海,仍难免被套之痛。QDII应正视所处的环境及自身的实力。

■专栏

## 股改还有很困难的任務没有完成

大非小非解禁后的抛售冲动让我们看到了大股东即原来的非流通股股东和小股民即原来的流通股股东在利益层面上的矛盾和对立。这种矛盾和对立比股权分置改革之前有过之而无不及。它正在越来越让更多的人懂得,不是流通权而是利益机制的公平才是股改所要解决而目前还没有真正解决的根本问题。

◎黄湘源

我很愿意认同当前的沪深股市是牛市下半场而非熊市上半场的说法,但我更倾向这样的提法:当前沪深股市与其说是牛市下半场或熊市上半场,不如说是股改下半场。

不知大家注意到没有,关于股改,至今只有“初步完成”的说法而没有过大功告成的说法,这恐怕主要还不在于少数“股改尾巴”的拖累。事实上,说“初步完成”也只是指用10送3的对价换取了流通股股东对非流通股获得流通权的认可,而对于非流通股进入流通则除了使用“风险后置”这个缓兵之计之外,并没有提出任何后续的措施。不过,即使股改的历史使命就在于把股权分置变为全流通或者说可流通,那么,对价的通过至多也只能算是获得了名

义上的流通权,而大非小非的进入流通才是真正意义上的重点。更何况,不是解决了隐含在股权分置制度弊端深部的利益机制的不公,才是决定股改最终成败的真正关键。在这个意义上,大非小非的暂缓流通作为一种风险后置措施,虽然是上半场股改基本成功的一个重要保障,但是,它在下半场的解禁则不免成为引爆市场风险的导火索,应该是不难理解的。

截至3月18日,沪深两市已完成股改公司共有1288家。由于一时还找不到准确统计数据,笔者对于有关对价和流通权交换的结果只能作个大概的估算。按照10送3的平均水平,2115.26亿流通股约获得了634.5亿股对价,而5401.34亿非流通股扣除对价后获得的流通权则高达4766.84亿股,这还只是从流通权的数量来看的,而股

价的情况就更复杂了。2005年春天股改宣布开始的时候,当时的平均股价是5.34元(沪市A股,下同),此后,同年6月3日,当股指跌到998点的时候,平均股价更是只有4.68元,即使是G股全部摘帽的2006年10月1日之前,平均股价也不超过6.32元;而当隔开一两年限售期以后大非小非陆续到解禁期时,平均股价早已今非昔比。其中从2006年6月19日股改第一股三一重工第一个开始解禁到2006年底,市场平均股价由5.42元上升到7.16元,2007年底则为19.14元,2008年初最高更达到22.54元。假如大家都在获得对价或开始解禁的第一时间沽现,那么,同一股票的价钱也不是同一个级别,更何况,流通股股东的持股成本全部是市场价的成本,而非流通股股东如果持有的是原始股则只有1元甚至不到1元的成本,即使是转让成本也远远低于市场价的成本。也就是说,大股东所获得的流通权利益比小股民所获得的对价利益不仅大,而且大出很多。对于如此重要的巨大差别,在这次大非小非减持潮的到来之前,市场各方未免忽略得太多了。

对于大非小非来说,无论其限售股

解禁日的股价走势是向上还是向下,按捺不住的都是在巨大利益诱惑下的抛售冲动,并且越是股价预期不妙,这种冲动就越是强烈。这种急功近利的套现湮没了大非小非的长期持股信念,也造成了相当一部分公司高管的辞职离去,这充分表明股改在内在质量上的严重不足:通过对价方案所释放的流通权非但并未真正解决股市利益机制的不公问题,反而有可能进一步加深和扩大了这方面的制度性裂痕。

相比狮子大开口的再融资,利益给大非小非带来的套现冲动是对于市场承受力更为严峻的考验。沪深股市从去年10月以来尤其是今年3月以来的非理性暴跌,再清楚不过地说明了这一点。以中国平安而言,如果不是恰在其3月份股东大会履行审议再融资方案的内部法定程序的前夕大非小非的解禁改变了流通股股东话语权的力量对比,恐怕大股东也不至于贸然地提出那个巨量的再融资方案,即便提出了,股东大会也未必就能通过。大非小非的解禁一下子使大股东的利益膨胀产生了量变到质变的飞跃。

这就是今天的大非小非时代让我们所看到的大股东即原来的非流通股

## 我国应全面防范国际粮食危机

◎姜义云

正如此前华尔街的信心不足危及信贷市场一样,从埃及开罗到印度新德里,“米荒”正在危及全球粮食供应。在一些国家,粮食供应紧张甚至引发了骚乱。4月6日,在埃及开罗,众多埃及居民举行罢工罢课,抗议食品价格上涨过快,罢工最后演变成骚乱。这一信号引起了世界的不安。

美国农业部最新发布的数据显示,全球大米库存量已跌至7520万吨,创下上世纪80年代以来的最低点,仅为本世纪初的一半。由于粮食供应紧张,粮价持续攀升。据统计,世界主要粮食价格自2005年来已上涨80%。今年3月,大米价格达到19年来最高,小麦价格创下28年来最高。仅今年头两个月,世界粮食价格就上涨了9%。目前,世界粮食计划署正准备一份清单,列出对粮价上涨“最为脆弱”的30个国家。这些国家有的是已经存在大量饥民,有的是因为粮价过高导致出现了大量新的饥民。而世界银行已经发布警告称,由于粮食和能源价格达到连续6年来的最高点,墨西哥、也门等33个国家可能面临“社会动荡”。

由于粮食供应紧张是全球性的,许多国家纷纷采取自保措施,这进一步减少了国际市场上的粮食贸易数量,加剧了粮食供应紧张的状况。3月28日,越南宣布今年大米的出口量将大减22%,印度也于当天公布将出口大米的最低价格大幅调高近五成,越南和印度是全球第二和第三大大米出口国,它们大幅削减大米出口量,导致全球大米供给减少了1/3。随后,柬埔寨和埃及也发布了大米出口禁令。

世界粮食价格的上涨与粮食贸易的垄断性有关。目前,世界上四大跨国粮商:ADM、邦吉、嘉吉和路易达孚,垄断着世界粮食交易量的80%,在某种程度上拥有定价权。这意味着,任何国家,如果粮食不能自给自足都难逃被这些粮商鱼肉之苦。而且,由于2007年粮食价格上涨,许多国家释放储备粮以获取暴利,这是导致全球粮食储备降到历史最低点的根本原因,而粮食库存的降低又进一步加大了人们对粮食供应紧张的担忧,刺激粮价的进一步上涨。

我国同样存在着这个问题。去年粮食价格大幅上涨的过程中,一些粮库擅自将储备粮投放到市场中牟利,以等待粮价回落再低价收购,结果,粮价持续上涨,使得粮库不得不面临艰难抉择,要么,承受巨额亏损重新购粮完成储备任务,要么就使粮库空着。调查显示,一些粮库出于自身利益考虑选择了后者。这本身就是一种巨大隐患。

在经历石油危机、金融危机之后,人们突然发现,真正可怕的还是粮食危机。在4月6日结束的西方八国集团部长会议上,本不在议程的粮价问题成为热点。面对日益严峻的国际粮食危机,我国应该未雨绸缪,进行全面防范。

当务之急是全面停止粮食的出口,把粮食留在国内。通过补贴等方式,提高农民种粮的积极性。尽管粮价上涨,但与打工收入相比,农民种粮的机会成本依然比较大,在这种情况下,实行补贴是最好的方式。事实上,世界上最大的农产品出口国美国一直都在对国内农业生产提供数目庞大的经济援助和补贴。去年12月,美国参议院已批准了一项高达2860亿美元的农业法案,对国内农业生产者提供补贴。

农业生产资料价格快速上涨一直是农民的一块心病,也是制约其种粮积极性的根源之一。我们可以通过减税等方式扶持化肥等农业生产资料的生产,降低农业生产资料价格,降低农民的种粮成本,鼓励农民的种粮积极性,并防止因成本拉动导致的粮价上涨。国家还应该加大良种的研究投入,扩大良种补贴范围,以此扩大粮食产量。并加大对农村金融的支持力度,鼓励农民在农业生产方面的投入。同时,还应该鼓励农业的集约化生产,全面提升农业生产效率,提高粮食产量。

粮食危机正在局部发生并呈现出蔓延趋势,中国作为世界上最大的粮食消费国,确保自身粮食安全是避免受制于人的唯一途径。面对危机,我们应该及早准备,尽快采取措施,竭尽全力扶持农业生产,以避免此次粮食危机的困扰和影响。

股东和小股民即原来的流通股股东在利益层面上的矛盾和对立。这种矛盾和对立相比股权分置改革之前有过之而无不及。这种矛盾和对立把股改下半场的局势严峻性无可回避地显现于国人的面前。尽管当初的“风险后置”对于大非小非限售期一过就百无禁忌的设计未免过于粗心大意了一点,尽管对于限售股的解禁不仅没有预设的可流通底价而且也没有当初流通股获得对价时的“自然除权”,但是,时至今日,仅仅从限制的角度去考虑问题显然是不够的并且是远远不够的。在未有相关立法之前,对大非小非的套现增加限制不惟有违股改前期的承诺,而且对其所获得的暴利课征资本利得税也缺乏足够的法律依据,且无一弊一发而动全身”之隐忧。不过,如果事情可以从终点回到起点,那么,一切的一切也许依然可以说是“亡羊补牢,为时未晚”。

事实上,事情正在从终点回到它的起点。它正在越来越让更多的人懂得,不是流通权而是利益机制的公平才是股改所要解决而目前还没有真正解决的根本问题。在这个根本问题还没有解决之前,市场基于利益公平基础上的稳定健康持久的发展,靠的既不是大股东大机构的良心发现,也不是政策打不完的补丁,而只能是改革,而且是更深刻的改革。