

# Opinion

■关注人民币加速升值系列谈之二

## 用金融试验检验人民币升值的“减速效应”

对应试验结果,我们可以得出这样的结论:市场预期中国未来的经济发展对外贸产业的依赖远小于对非外贸产业的依赖。如果这个试验的结果是正确的,那就说明我们当前关于人民币升值的减速效应估计得过高了。也就是说,通过人民币升值来抑制通胀也许才是正确的选择。

◎田立

所谓人民币升值的“减速效应”是指由于人民币升值对宏观经济发展所产生的减速作用,具体来说就是,人民币升值了,外贸顺差减少了(甚至逆差),而过去几十年我国经济的高速发展很大程度上得益于外贸顺差,因此,保持了几十年的高速增长会因人民币的升值而受到阻碍,从而放缓了经济增长的速度。

不能说这种担心没有道理,但是,我们也必须明白,人民币的币值不会因为这样的担心而停止其步伐,因为当前的人民币实际价值已经与我们的经济发展水平严重脱节了。于是这里就有了一个悖论:中国的经济发展很大程度上依赖外贸,发展了的经济要求本币升值,而本币升值又反过来影响外贸,并最终使经济发展放缓。听起来很像是罗素的“理发师悖论”,但与一般意义上的哲学悖论不同的是,我们现在所面临的这个经济领域里的悖论是必须要得到解决的,而解

决的重要一环就是要搞清楚上述悖论逻辑中,哪个环节是有问题的。

经济发展的速度取决于推动力,而这种推动力不是一个简单的贡献率所能涵盖,严格地说,这个“力”相当于金融学里的“头寸”,是一个矢量——既有数量,也有方向。如果我们把外贸经济视为一项矢量头寸的话,那么这个矢量包含了两个分解头寸——做多宏观经济发展速度的头寸和做空宏观经济发展质量的头寸,至少当前中国经济的现状如此。实践也证明了这一点:过去几十年,外贸顺差的确对我国的经济发展产生了巨大的推动作用,但不可否认的是,由于出口产品的产业结构相对单一,对能源和资源的依赖和浪费程度很大,所造成的粗放模式对整个宏观经济的负面影响也是相当严重的。

因此,要搞清楚外贸经济到底如何影响宏观经济,就得将其放置在一个类似于坐标系的体系中进行分析。这个体系的横轴是“做多经济发展速度”,纵轴是“做空经济发展质量”。为了说明外贸产业对宏观经济的影响程度,我

们不妨构建一个金融试验,试验的环境就是股市,之所以选择股市是因为它是宏观经济的晴雨表,代表的是市场对宏观经济及其分支的预期,因此,股市的结论从某种意义上讲代表的是客观结论,与任何主观臆断都是不同的。我们先把宏观经济产业分为外贸产业和非外贸产业,这样有利于说明结果。

试验的基本背景是中国经济面临通胀压力,众所周知,通胀的本质是名义货币过剩,以当前中国的外汇制度来看,造成这种局面很大程度上归咎于币值低估所造成的热钱涌入。于是在抑制通胀这个问题上我们有两种手段可以选择,一是人民币升值到位,从而削弱热钱涌入的原动力——升值预期,进而减少因热钱涌入而被迫发行的货币量;二是提高存款准备金率,因为提高准备金率可以减少商业银行货币创造,同样减少货币量。现在我们选择后者,这就相当于做空了人民币升值预期,而这些假设均与当前我国面临的实际情况是完全一致的。

提高准备金率等于减少可贷资

金,这一举措对当前我国非外贸产业的直接影响是投资的减少,因此是做空经济发展的力量;但对于当前我国的外贸产业来说,几乎没有作用,因为它们可以通过现行的结售汇制度,通过向国家出售因出口而获得的美元就可以获得所需资金。而外贸产业之所以能面对提高准备金率有如此“金钟罩”,完全得益于我们做空了人民币升值这项头寸。

现在我们把这些看似凌乱的问题整理一下,就可以看出其中的端倪。提高准备金率相当于做空了人民币升值,也就相当于做多了外贸企业的发展空间,与此同时做空了非外贸企业的发展预期。因此,如果外贸产业对经济发展的贡献度很大的话,提高准备金率应该最终做多经济发展,反映到股市就应该是股市上涨。如果相反,则说明市场认为对未来发展中国经济起更大作用的是非外贸产业,并不是我们先前的所说的外贸产业。

现在让我们把这个试验的结果映射到现实世界中,看看现实是怎么反映的。2007年到现在,央行总共上调12次准备金率,累计升幅超过6%,可以说是世界金融史上罕见的。其中提升速度最快的是2007年10月25日以后的这5次,短短5个月升幅达3%!就在同一时期,沪指从最高的6000多点急跌至3500点左右,如果对应上述试验结果的话,我们可以得出这样的

结论:市场预期中国未来的经济发展对外贸产业的依赖远小于对非外贸产业的依赖。如果这个试验的结果是正确的,那就说明我们当前关于人民币升值的减速效应估计得过高了,也就是说人民币升值并不像有些人想象的那样可怕,通过人民币升值来抑制通胀也许才是正确的选择。

你也许会问,6000点之前央行也在上调准备金率啊,而且升幅还超过3%了呢,正是这一时期沪指从2800点一路飙升至6000点以上,用你的试验结果来说结论应该是相反的,也就是说市场预期未来经济依然倚重于外贸产业!

我对这个问题是这样理解的:首先,我们的试验背景是通货膨胀,去年前8个月通胀并不严重,至少没有形成市场对通胀的广泛预期,因此人民币升值的压力还没有完全凸现出来,这一点与我们的试验背景不一致;其次,准备金率上调有一个积累过程,真正的质变我认为发生在去年11月份以后,因此结果也应该以质变之后的情况为依据;最后,实证研究永远是越靠近现在时刻的越准确,去年10月以后的结论更能反映当前的真实情况,也就是说,最新的情况暗示我们,是选择人民币升值手段的时候了。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

## 公司治理 亟需创新思维

◎倪小林

美国最近不少公司高管拒绝高薪,成为市场关注的热点。市场不确定性风险加大,那些公司高管从道义的角度感到,领了这烫手的高薪风险很大。资本市场的动荡把那些长时间备受人关注的CEO们推向了十分尴尬的境地,华尔街指指点点使CEO的高收入出现在公众视野中。近日,国内的公司高管收入问题也引起热议。中美两国高管对待高薪的态度对比,显示出公司治理需要新的思维。

公司高管是近十年来十分热门的职业。美国商业周刊曾经评论,如今经济舞台是“论功领赏”时代,每年CEO的收入都赚得盆满钵满。据调查,2004年度367位首席执行官的平均收入为960万美元,而且呈逐年增长趋势。

从以上描述我们可以看到,公司高管能够领到高薪的前提是“论功领赏”,也就是说,企业效益增加一定是高管收入的基础。当时华尔街股市一路飙升,企业股价上升还导致执行期权的股票也一路飙升,公司高管尤其是上市公司高管收入,是一个涵盖公司治理的重要组成部分,当所有权与经营权分离之后,全球化浪潮中最为显眼的创意就是股权激励,股东也不愿意花高薪聘用人才。

不过,这个创意早在几年前就遇到极大的挑战。首先,经济全球化带来复杂的利益重组,股东对于执行层高管越来越挑剔,近几年,首席执行官频频被炒鱿鱼就源于此;另一方面也是由于执行层高管的收入日益攀升,公司用人成本越来越高,已经导致一些公司治理回归到所有权与经营权合一。有的高管导致公司经营收入下降,股票价格下跌,约定的年薪依然不变,在美国管理界曾经引起过极大的非议,管理专家认为,人才不分良莠都能获得过高的薪酬,预示着公司高管已经成了一些人的“避风港”。

综上所述,关于公司高管的高收入问题,并不是全球资本市场的新鲜课题,即使在我们资本市场尚处于发展时期,近几年每年都有一些公司执行层高管的巨额收入受到投资人或者公众舆论的非议。我们假如仍然沿用“论功领赏”的逻辑,当金融危机出现之后,企业股价纷纷缩水,有的企业甚至因此倒闭,首席执行官又该如何领赏呢?如果真要用“论功领赏”来衡量,公司治理中的一些约定条款必然产生富有戏剧性的效果——无功也要领赏。

因此,企业为了追求企业利润最大化是企业的天职,公司高管薪酬并不是单纯用高低就可以解决的问题,如果仅用一般的社会道德标准约束经营人才,以期自我降低收入是不现实的。因此,对诸如年薪、期权这些公司治理中离不开的重要工具,必须进行新的界定,设计更加适合应对风险的约束条件。不然,公司高管恶意套现甚至操纵股价兑现期权的现象将会不断重复上演。我国的资本市场发展还没有遇到像美国那样复杂的问题,但是,公司高管为高位套现而辞职,高管年薪与公司业绩不完全对称的现象已不断出现,这都直接损害了投资人的利益,由此,不能把高管年薪高低问题简单化处理,而需要依据新的市场变化,对于公司治理的严峻性和迫切性有清醒的认识,拿出解决的办法。

## “返航门”:经济制衡缺位下的公共事件

◎王学

“返航门”事件的买单方案终于公布。据航班延误组介绍,如果是航班取消的,将补偿400元;如果是延误一到两个小时,没有安排宾馆住宿的将补偿100元,延误8小时以内的将补偿200元。

西方学者在对一些公共事件进行研究时发现,利益驱动往往是引发公共危机事件的根源,倘若某种利益驱动力得不到应有的制约,就有可能促使人们为实现自己的利益诉求铤而走险,进而引发公共危机事件。对照之下不难发现,“返航门”事件就是利益制衡机制缺位的结果。

尽管我国飞行员待遇低于发达国家,飞行员要求提高待遇可以通过各种方式努力争取,但绝不应该通过牺牲乘客利益,不惜违背职业道德来达到目的。这种做法是为国际同行所不耻的。飞行员之所以敢这样做,主要源于对其进行制衡的机制因飞行员“供不应求”而失去作用。据中国民用航空局预测,未来几年内,我国每年约有700人的飞行员缺口。

这使得飞行员屡屡为薪酬问题“闹情绪”,只是直到“返航门”事件曝出才真正引起注意。如果针对飞行员的利益制衡机制继续缺位,类似的问题仍然可能发生。因为处在“香饽饽”的位置,飞行员就可以不断提出新的要求,甚至不惜违背职业道德来达到目的。

■专栏

## 冷眼看美国对次债危机“秋后算账”

当美国人进行“秋后算账”的时候,显示出来的其实是他们对次债危机的深刻认识与反省,我们应该从中汲取教训,避免次债危机悲剧在我国上演。因此,我们应该以严肃的态度去认真关注,美国人到底反思出了哪些经验与教训。

◎王杰

第一个被“秋后算账”的是撒切尔夫人和里根。世界著名投资大师索罗斯将目前全球信贷危机归咎于上世纪80年代英国的撒切尔夫人和美国的里根总统执政时期形成的环境。当时,贷款业务迅速扩张,银行和金融市场监管放宽。撒切尔夫人和里根信奉自由放任主义,相信市场的自我调整机制,最终造成了目前的房地产泡沫,接着又演变为信贷市场危机。

显然,经济自身的调节机制不应该被神化,它也有失灵的时候,需要政府的有形之手予以调整,否则,放任自流的结果有可能在浑然不觉中制造并累积矛盾。因自身调节机制失灵所制造出来的矛盾更隐蔽更难以发现,也更不容易提前化解。在我国推行市场经济的过程中,次债危机悲剧值得我们借鉴。

第二个被“秋后算账”的是格林斯潘。已从美国联邦储备委员会主席位子



漫画 刘道伟

航空公司处理这件事情的表现,同样暴露出利益制衡机制缺位的问题。

“返航门”事件发生后,航空公司一开始没有讲明实情,推托是天气原因。直到4月7日,才正式承认“存在明显的人为因素”。航空公司负责人在《告全体员工书》中坦承,“公司的诚信度受到了空前的挑战,员工的职业操守受到质疑”。

“返航门”事件说明,轻微的经济补偿无法达到制裁效果,也因此失去利益制衡作用。集体返航事件是一次严重的公共危机事件,而航空公司给出的补偿标准仅仅是取消航班的400元,延误8小时以内的

200元。这种补偿标准显然过低了。因为从机会成本来看,延误8小时意味着乘客可以换乘火车等交通工具,在这种情况下,火车票价与机票之间的价差,就成为乘客损失的机会成本。如果补偿标准过低,航空公司就没有守时的动力。

我们不妨看看国外的补偿标准。2005年2月,欧盟颁布的法规规定,对于旅程1500公里以内的旅客,航班延误2小时乘客便有权获得航空公司提供的免费食物和饮料、免费打两次电话、发两封电子邮件或传真。延误2小时以内,航空公司需赔偿199欧元,2小时以上赔偿250欧元。4月9日,银行间外汇市场欧元对人民币汇率的中

间价为1欧元对人民币10.9995元。通过折算不难看出,我国航班延误需要赔偿的标准与欧盟规定的标准相差了十几倍。

经济制裁力度的疲弱,同样是滋生诚信问题的根源。4月8日,中国消费者协会新闻发言人武高汉表示,由于在此次事件中,航空公司先是给出“天气原因”的解释,后又声称“存在明显的人为因素”,再加上民航局调查组的结论,有理由认为该航空公司违反了消费者权益保护法,涉嫌欺诈消费者。乘客作为消费者有权在要求赔偿实际损失,并增加赔偿客票价格一倍的惩罚性违约金。

因为不诚信,航空公司最多赔偿客票价格一倍的惩罚性违约金——这已经是我国法律规定的最高赔偿标准。而西方国家对不诚信行为的制裁力度是非常大的。在“返航门”事件的前几天,英国伦敦希思罗机场专供英国航空公司使用的5号航站楼处于混乱状态,当天有54个进出港的英航班被取消。由于英航在前两天没有根据欧盟法规向误机旅客提供正确的赔偿信息,英航面临着巨额罚款,标准是每位受影响旅客罚款5000英镑。没有提供正确赔偿信息即不诚信行为所遭受的处罚,比航班延误本身处罚更重。

“返航门”事件是一个醒目的警示,倘若不尽快建立起具有很强针对性的利益制衡机制,类似公共危机事件仍有可能重演,只是未必就发生在航空领域而已。

上退休的格林斯潘三年前还被尊为史上最伟大的央行行长”,但随着次债危机的蔓延,人们开始把问题归结到他头上,认为格林斯潘在任最后几年实行的低利率和在监管方面的放任政策,为当前的金融危机埋下了祸根。当然,格林斯潘对这种指责坚决不认可,他委屈地说:以前我常常莫名其妙地受到称颂,现在又莫名其妙地遭到责难。”

但是,如果对照一下美国次级抵押贷款的发展就不能发现,格林斯潘的低利率政策的的确埋下了隐患。为了刺激经济增长,美联储逐渐放松金融管制,鼓励金融产品创新,金融机构不仅向购房者提供低利率贷款,还通过减税等方式鼓励购房者重新融资。追溯起来,这不正是次债危机的根源吗?

无论是调控经济增长还是鼓励经济发展,都应该考虑到“度”的问题,任何政策措施一旦过度就容易埋下隐患,遭到市场以极端方式给予的报复性调整。次债危机是否因格林斯潘引起不好说,但至少与他的政策失误有关却是不争的事实。当然,把责任全部归结到格老身上也是不厚道的。

第三个被“秋后算账”的是包括布什在内的美国政府主要领导人。一些经济

学家指责美国政府高官忽略次债危机的损失与危害,掩盖问题,贻误解决问题的最佳时机。这种批评显然也不够厚道”,美国政府高官如果不是尽可能地“失事化小、小事化了”,声称次债危机危害不大,会有那么多国家拿着真金白银向美国市场抄底吗?会有那么多资金蜂拥到美国抄底吗?这种错误信息在某种程度上误导了其他国家的投资者,使他们在茫然不觉中充当了为次债危机买单的冤大头。

第四个被“秋后算账”的是伯南克。美国卡耐基梅隆大学著名经济学家Allan Meltzer认为,为了完成拯救贝尔斯登的计划,伯南克使纳税人承担了300亿美元的风险。美联储似乎没有与摩根大通进行很好的谈判,而是急于完成交易,这使得摩根大通从中获利。在货币政策方面,美联储目前重复上个世纪70年代的错误,关注重点在通胀和失业率之间来回摇摆。

我相信伯南克一定会感到非常为难。由于前任做得太优秀,他无论怎么做都难以博得公众的满意。继续走格林斯潘的老路,人们会说他因循守旧,不能创新。如果另辟蹊径,可能被人指责为华而不实,标新立异。因此,伯南克整体上还

## 低粮价不利于粮食安全

田亚林

在美国将越来越多的玉米和大豆用作生物能源的时候,2007年,全世界的粮食生产除中国之外都遭遇了灾害性的天气而出现大幅减产。粮价由此扶摇直上,先是芝加哥小麦期货价格大幅飙升,达到了创历史纪录的1300美分/蒲式耳,其后,大豆价格也创出了有史以来的最高价1580美分/蒲式耳,4月初玉米价格再创新高,达到了600美分/蒲式耳,历史纪录一再被刷新。而近期,沉寂多年的大米价格则是不鸣则已,一鸣惊人,在不到一个月的时间内,价格翻了一倍,直逼1000美元/吨。由生物能源和天气因素引发的粮食危机正迅速在全球蔓延。

在全球农产品价格大幅飙升的同时,中国粮食价格除大豆及相关制品靠进口未能幸免之外,主要粮食品种价格可以说是独善其身。其中的原因无非有以下三点:其一,在全球遭受灾害性天气的同时,唯独中国这个粮食产销大国经历了从2004年到2007年连续四年的风调雨顺,粮食产量基本稳定或略增。其二,政府充分认识到了粮食问题的严重性和迫切性,连续5年的中央一号文件全部是针对农业生产。包括取消农业税,实行种粮补贴,实行保护价收购等一系列的惠农政策,对粮食生产起到了至关重要的促进作用。其三,国家粮食库存充裕,国家对粮食价格具有很强的调控能力。从去年下半年政府加大市场粮食投放量以打压粮价以来,在年前不到两个月的时间内连续出台了五项调控措施,分别是:降低粮食进口关税;取消粮食出口退税;征收粮食出口关税;实行粮食出口配额制;对主要粮食品种实行价格管制。

目前,中国的粮食价格是全球最低的,国际市场小麦和大米的价格是中国的2到3倍。玉米价格也远高于中国玉米价格。这和2001年12月11日中国加入世贸组织的时候形成了巨大的反差。当年中国加入世贸组织时,米粮总理事最担心的一件事情就是农业,即国际市场低价的农产品对我国粮食生产带来的冲击。时隔仅仅6年,国内农产品与国际市场农产品的价格形成了巨大的倒挂。在世界经济一体化的情况下,这种巨大的价格逆差肯定是不合理的,也是难以长久维持的。

首先,目前中国的粮食价格本身就是不合理的,它损害了农民的利益。虽然,近期政府再次调高了小麦和稻谷的最低收购价格,但这一价格仅是十年前价格的最低价的80%,1997年,国内小麦、玉米的价格就已达到了2000元/吨的水平。而10年来,生产资料价格、物价水平、人均工资均出现了大幅度的增长,唯粮价是下跌的。其次,即使取消了农业税,实行种粮补贴,农民种粮的收益也是微乎其微,甚至是赔钱的,这从粮食生产的主要群体来自妇女和老人就能看出端倪。其次,中国的低粮价局面也是难以长久维持的。由于大豆主要依靠进口,大豆的价格是政府无法控制的,2008年,相信大多数的农民都会弄玉米种大豆,弄小麦而种油菜籽,这对本来就供求基本平衡的玉米、小麦市场而言,无疑会带来较大的冲击。而国际市场农产品能源化的趋势,决定了农产品价格在长期在高位运行,低粮价的时代已经一去不复返。

长期来看,中国的粮食安全问题是毋庸置疑的。随着中国城市化进程的不断加强,中国耕地资源将越来越紧张;同时,恶劣的自然环境,水资源的匮乏都制约了我国粮食生产的增长。在这种局面下,合理的粮食价格或许是稳定粮食生产最有效的市场化手段。合理的粮食价格不仅可以直接传递给农民一个信息,增加农民对粮食生产的投入,提高农民种粮的积极性,起到土地资源合理化配置的效果;而且,也让全社会懂得珍惜每一粒粮食的重要性和珍惜耕地的意义。

(作者系光大期货有限公司高级分析师)

是走了稳妥路线,既延续了格林斯潘时期的一些政策思路,又有自己的独特行事风格。所谓时势造英雄,谁让伯南克正好赶上次债危机爆发呢?重复上个世纪70年代的错误”也实属无奈。

第五个被“秋后算账”的是美国国会。有经济学家指责,使市场复苏的动力在于让人们相信房地产市场的问题已经解决,但是美国国会采取的一些措施使问题更严重,因为房产所有者会认为国会将拯救他们,觉得没有必要将房屋降价出售,导致问题继续累积。

这其实是一个两难选择。如果美国国会因饱受次债危机煎熬的民众充斥耳闻、视而不见,一定会遭到民众的指责;而表露出积极的态度,又使得民众将希望全部寄托在政府的拯救上面,而不愿意顺势降低房价,导致次债危机无法通过民众对部分利益的让渡得到缓解。

但是,不管怎么说,次债危机已经恶化,由此造成的负面影响正在扩大。当美国人进行“秋后算账”的时候,显示出来的其实是他们对次债危机的深刻认识与反省,我们应该从中汲取教训,避免次债危机悲剧在我国上演。从这个角度来看,美国对次债危机“秋后算账”,我们不应带着娱乐化的心态去看,而应该以严肃的态度去认真关注——看看美国人到底反思出了哪些经验与教训。否则,假如次债那样的危机爆发,再“秋后算账”还有多大意义呢?