

Opinion

Observer | 上证观察家

要缓解通胀压力,抑制物价上涨动力,首先必须降低人们对物价即将上涨预期的感受。如何疏导?可采取两个措施:加大对低收入人群的补贴和加快社会保障体系的建立,并提高相关保障的标准;打破垄断企业所掌控的商品领域,引入竞争机制,通过竞争降低商品的价格,自然也降低人们对未来商品价格上涨的预期。

居民通胀感受为何远高于CPI涨幅

柯洪波

5月30日,中国人民银行发布了2007年中国区域金融运行报告,报告称,居民和企业对2007年整体价格水平上涨感受强烈。居民对2007年整体价格水平的通胀感受达29.9%。居民对食品价格上涨感受也在10%-20%。居民对2008年的通胀预期低于2007年感受,但维持在较高水平,为19.7%。研究通胀问题,宏观经济学研究者更重视CPI数据,而行为经济学研究者更重视民众的心理感受。实际上,行为经济学又称为“心理学的经济学”,就是在心理学的基础上研究经济行为和现象,其核心是:对经济行为的研究必须建立在现实的心理特征基础上,而不能建立在抽象的行为假设基础上;当事人在决策时偏好不是外生给定的,而是内生于当事人的决策过程中,不仅可能出现偏好逆转,而且会出现时间不一致等。无疑,行为经济学与现实贴得更紧。从行为经济学的角度来看,民众对通胀的感受远高于CPI涨幅,代表着源自于群体的倾向性,这有可能对未来的通胀趋势产生重要影响。而实际上,中央领导层对此也是高度重视

的。温家宝总理在今年两会期间答记者问时指出:在众多问题中,排在第一位的是物价问题。“在物价上涨较快时,物价的预期比物价本身更可怖。我们之所以提出这样的目标(4.8%),也是有根据的。”“物价的预期比物价本身更可怖”是从行为经济学角度,对居民通胀感受远高于CPI涨幅这一现象的清醒认识。一旦民众在心理上对未来的物价上涨作出确认,他不仅容易接受较之目前更高的价格水平,还可能为应对未来物价的进一步上涨作出预防性消费,进而,推高物价的上涨。在我国1987年和1993年出现的通胀现象中,预防性消费在推高物价上涨的过程中起到了非常重要的推动作用。因此,我们现在不仅面临着如何减轻、缓解通胀压力的挑战,更面对着如何化解、疏导民众通胀预期心理的难题。从行为经济学角度来看,后者可能更为紧迫。央行在分析居民对2007年整体价格水平的通胀感受高于2007年居民消费价格指数涨幅的原因时,总结了以下几个原因:一是在通货膨胀较高或变动较大时,由于不确定性增加,居民通货膨胀感受容易出现偏差。二是食品类低价商品价格上涨较快,可能对感受通胀的影响大于其所占比例应有的影响。三是公众对通胀的感受主要基于经常

购买商品的价格,而价格指数则还考虑不经常购买产品的价格。四是同比价格指数对通货膨胀的衡量存在滞后。这其中还有一个重要因素,即CPI涨幅一般是根据去年同期的数据相比得到。由于去年同期的CPI涨幅呈现出明显的上升趋势——去年CPI的快速上涨始于6月(4.40%),加快于7月(5.60%),定于8月(6.50%)——那么,实际物价水平即使在不变化的情况下,由于去年同期的基数较大,CPI也可能呈现出同比回落的态势,而商品的实际价格可能并没有相应的回落,这会使CPI数据更进一步偏离民众的感受。或者说,居民通胀感受远高于CPI涨幅的现象,可能越来越强烈而不是越来越微弱。值得警惕的是,居民对未来物价上涨的预期还可能受到另一隐藏因素的影响,那就是被行政管制下的油价、燃气价和电价等,它们是惠及消费者头上的这摩克利斯之剑,是消费者的心头之患,因为这些价格并不能够长久管制下去。要缓解通胀压力,抑制物价上涨动力,首先必须减轻人们对物价即将上涨预期的感受,否则,当宏观调控的力量遭遇民众在同向性心理下的群体选择,有可能使紧缩政策的力量大打折扣,而为物价上涨积蓄新的动能。这是必须要警惕和重视的。

那么,当下应该如何解决这一问题?首先应该加大对低收入人群的补贴和加快社会保障体系的建立,并提高相关保障的标准。从影响居民通货膨胀感受的相关因素看,居民家庭收入水平与其对整体通货膨胀和食品价格上涨的感受程度总体上呈负相关。央行的调查证明了这一点,家庭月收入低于800元的居民对整体通货膨胀和食品价格上涨的感受程度均最高,分别为33.2%和39.5%。家庭月收入高于20000元的居民对整体通货膨胀和食品价格上涨的感受程度相对较低,分别为25.1%和28%。收入越低的人群对物价变动的敏感度越高,这是一个基本的经济学规律。而低收入者的焦虑感,会向上传递给中等收入者,加大他们对物价上涨的预期。尤其在我国,中等收入者普遍把自己看做低收入者,这种感觉被多次调查所证实。而这一现象,同样是社会保障体系不健全的结果,这使得人们无法寻求到安全感,哪怕中等收入者,因为一场大病就会从中等收入者滑落到低收入者。其次,应该打破垄断企业所掌控的商品领域,引入竞争机制,通过竞争降低商品的价格,自然也降低人们对未来商品价格上涨的预期。在一个竞争充分的市场,当一种商品在市场上

比较短缺时,生产者就会对这种商品进行投资,其价格就会上涨;当一种商品供大于求,生产者就会将其资金转移到其他商品或服务上去,价格就会下降。而在垄断的市场,垄断企业自己具有定价权,价格发现机制被扭曲和压抑,无法在调节市场供求和优化配置资源方面发挥作用。而垄断企业屡屡以成本上涨为由发起的涨价诉求,总能在半卖半买的状态下如愿以偿,是给民众带来不确定性预期的根源之一。在特殊时期,虽然某些垄断商品因行政的管制而暂时不能上涨,但其供应积极性的降低为市场的囤积者提供机会,同样在推动这些垄断商品价格的上涨。疏导民众对未来物价上涨预期的措施有很多种,但从央行的调查来看,民众对食品类价格上涨的预期正在降低,而对医疗保健、娱乐教育和家庭设备价格上涨预期较高,而医疗保健和教育正属于笔者提出的第一项措施涵盖的内容,家庭设备及油、气、电等,则属于第二项措施所涵盖的内容。就目前而言,这两项措施应该是迫切需要实行的——从行为经济学的角度来看,只要政府行动,哪怕效果还没有出现,就已经对居民的心理预期产生了影响。(作者系中国管理科学学院院长副院长)

政府廉价房为何能够压低房价?



王力

2007年,广州房价一个月一个台阶地飞速上涨,但到了年底,突然步入下跌轨道,一直到今天还在下跌路上。那么,是什么导致了广州房价的下跌?解剖广州房价这只麻雀,对今后的楼市调控将具有极其重要的参考价值。去年两会期间,广州市市长张广宁对媒体说:“按照中央的要求,广州市政府会全力以赴地把这个房价压下来”;“中低收入者如果去买房,不用着急,我认为房价肯定会降下来”;“中低收入者不要去市场买高价楼了,以后就可以买政府廉租房,便宜得很,不要着急。”张广宁的言论,引起开发商的激烈批评,认为是政府在干预市场,而张广宁市长则认为“住房问题已经不是单纯是一个经济问题、社会问题,更是一个政治问题”。现在,当我们重新回头看这番话的时候,或许会生出不少感慨。广州房价真的跌了,而且,跌得不少。而导致房价下跌的,正是张广宁市长大力主导的“政府廉租房”。

过开发商建造的商品房。因此,政府廉租房对开发商建造的商品房不仅有数量上的替代作用,同时还有了品质上的替代作用,双重替代,最终成为压垮广州房价的最沉重的一根稻草。一些开发商被迫调整战略,从对暴利的疯狂追逐逐渐理性面对市场,在住房结构与定价方面,采取更加灵活的策略。在广州市政府供应的限价房开盘的同时,一些开发商打出了“比限价房价格更低”的广告,他们开发出来的低价商品房,对政府主导的限价房构成挑战,也构成“补充”效应,最终增加了廉租房的供应量,并改变了整个住房供应的结构;开发商不再是住房的最强势供应者,不再像过去那样凭借垄断地位掌控定价权。于是,广州成为中国第一个房价开始回落的城市。广州日前推出的第4个限价房项目,打出最便宜的房价每平方米仅4000元人民币,首日即告售罄七成。广州市国土房管局一位官员坦言,限价房对广州东部楼市影响明显。去年8月,广州东部地区在售的洋房均价已攀升到1万元/平方米,部分楼盘均价叫价1.3万元/平方米。在政府限价房的打压下,同区域的楼盘价格已经跌破7千元/平方米的心理防线,相比去年十月时的价位,整体下调幅度高达约二到四成。要调控房价,广州的做法具有重要的参照意义。当然,广州也有一定的特殊性,那就是,广州是一个工业发达的城市,其土地出让收入在其财政收入中的比例较小,政府可以大胆地以民生为重,放弃部分土地出让收入,实实在在地解决住房问题,而那些有“土地财政”之称的地方,是否有能力效法广州的做法是值得存疑的。但不管怎样,当房价连年上涨,远远超出民众实际购买力的情况下,通过调控促使房价的理性回归是非常必要的。这既是民生的需要,也是挤压房地产泡沫,规避泡沫风险的需要。那些楼市调控总不见效果的地方,应该学学广州的做法,当然,首先要学的就是广州对待住房问题的态度:不是把它当成纯粹的经济问题,而是当成一个政治问题、民生问题。

专栏

电信业重组:“请示”市场了吗?

从理论上讲,当企业经营能力较高,而市场对其预期的波动率却很低时,重组的决策考虑目标应该是风险暴露,即扩展业务,吸收更多的不确定性来增加盈利机会。但这次决策层选择的都是“稳定”的重组对象,显然不符合市场预期。是否能够形成竞争局面,很多学者因此都有疑虑。

田立

工业和信息化部、国家发改委和财政部三部委5月23日联合发布中国移动、中国联通等六家电信企业重组方案,将六家企业重组为三家,目的据说是有利于竞争局面的形成,并据此消除电信业的垄断。消息公布以来,大多数人将目光投在了“反垄断”上,有人认为是坦言,对消费者有利。也有人坦言,此次重组并非能真正形成竞争局面。而作为关注金融市场的人,我们不应单纯站在行业,或者公司的角度来看待企业行为的结果,还应该站在市场的角度、投资者的角度来评判此次重组的影响。参与此次重组的六家企业,有四家已在香港上市,在A股市场上只有“联通”一家。由于重组停牌,截止至5月30日,只有“中国移动”继续在港市场交易,因此还看不出市场对重组整体结果的反应。不过从停牌前的走势看,无论是A股还是H股,都出现了明显的上涨,似乎表达了市场对重组的乐观估计。于是,又有投资者开始摩拳擦掌要大干一番了。在此,我的看法还是要冷静为妙。实际上,从目前仍继续交易的中国移动H股在方案出台后的一周表现来看,总体趋势下滑,而且幅度较大,总跌幅超过10%。这至少说明,市场对中国移动重组结果不满意。那中国电信用、中国联通和中国网通又会有什么样的结果呢?这只能到它们复牌时才能有结论。不过,先从理论层面面对重组效果加以分析,虽不能“掐算”未来,但至少可以为投资者提供一种思路,对它们下一步的决策会有一定的帮助作用。理论上讲,像企业重组这样的决策起码应考虑两个因素:企业目前的经营能力和未来发展,以

市场对企业及宏观环境未来的预期。对于能力的判断可以用主观结合市场的方法,也就是说通过主观评估,加上市值表现来判断。而对于市场预期则要简单得多,只要掌握企业股票期权(或者权证)所隐含的波动率就可以了,这个波动率不仅表达了市场对企业家前景的判断,也包括了市场对企业家所面临的行业以及宏观经济整体形势的判断,有充分的客观性。一般说来,决策路径有这样几条:一是当企业能力较低,但市场预期股票价格波动率却很高时,此时企业重组的目标应该是提高经营能力以抵抗风险;二是当企业经营能力较高,而市场对其预期的波动率却很低时,此时企业重组的目标应该是风险暴露,即扩展业务,吸收更多的不确定性来增加盈利机会;三是企业的经营能力和市场预期波动性都很低,则应考虑首先提高能力,然后选择路径二来发展企业。历史经验证明,只要是按照这三条路径重组的企业大都得到市场的认可,具体表现为股价上涨;相反,违背这三条路径的重组大都受到市场的否认,进而股价下跌。这次电信业重组的决策层是否按照这样的原则决策,我们并不清楚,但从中国移动在港市场的表现来看,似乎并没有得到市场的充分认可。由于现在已经无法确切知道有关电信业重组的消息进入市场的确切时刻了(以非正规的消息方式传播信息可能也是中国特色吧),因此很难回过头来测算当时的股票波动率了。不过,如果我们相信市场交易的权证所隐含的波动率确实是客观的话,那么,至少近期中国移动股价波动较小的事实,可以帮助我们推测当时的隐含波动率是相对较低的。而中国移动的盈利能力由于历史原因所造成的它的垄断地位,以

及它庞大的实力与客户群体,使得我们有理由判定它目前的盈利能力是很强的。按照我们先前的分析,于是它就应该选择路径二,也就是增加不确定因素强的项目来吸收更多的不确定性。但现在,决策层却为它选择了“稳定”的“铁通”作为重组对象,显然不符合市场预期。联通的情况与移动有些类似,而重组的对象也是相当稳定的“网通”,估计复盘后的市场表现也不会好到哪里,而且它把CDMA还给剥离掉了,这就更是雪上加霜了。有人认为,并入的网通的盈利能力比CDMA强,剥离重组对联通是有利的。姑且不论这种说法中的“盈利能力”都是历史成绩,但就一项权利对企业的价值来说,剥离CDMA对于联通来说也不是什么好事。当然,他们也清楚这次重组的出发点好的,一方面希望通过重组来形成竞争局面,消除电信业的垄断现象;另一方面,也可以帮助监管部门摆脱尴尬,因为大家现在都嚷着要上“3D”,许可该优先发给谁呢?现在问题似乎解决了,原来六家变成现在的三家,一人一份,既解决了资源不足的问题,又显示出公平原则,实在是一举两得。更何况,新兴3D业务恰好具有很强的不确定性,这不正好符合上面所描述的理论原则吗?对于是否能够形成竞争局面,很多学者都已发表了高见,我不再赘言了。而对于“重组+3D”是否符合前述原则,有一个笑话似乎很能说明问题:有人要减肥,找到一个有减肥秘方的大夫,大夫告诉他减肥没问题,他的秘方绝对灵验,不过要过段时间才能给你,这段时间你尽管放纵自己继续增肥,等到秘方到了,一切问题就都解决了。你认可这样的说法吗?(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

美元可能在2009年转强

哈继铭 邢志强

2008年初美元实际有效汇率仍有10%左右的贬值空间。2008年上半年美元继续贬值4%,目前有企稳迹象。预计2009年将转强,进而影响全球经济,值得给予关注。2001年以来美元开始持续贬值,这与美国经常项目赤字的不扩大密切相关。截至2005年底,美国经常项目赤字在GDP中的比例接近7%,达到历史最高水平。在21世纪的最初几年,美国经济相对于主要贸易伙伴国的表现更为强劲,德国和日本经济增长放缓,增速远远低于美国经济,这也是导致美国外部失衡状况明显加剧的因素之一。次贷危机引发金融市场动荡,美国房市持续下滑,使美元资产吸引力降低。另一方面,美联储为刺激经济从2007年9月份开始新一轮的减息周期,从5.25%降至2%。这些因素进一步推动美元的贬值步伐,从2007年至今美元名义有效汇率贬值幅度已经超过10%。2005年底美国经常项目赤字在GDP中的比例接近7%,达到历史最高水平。然而目前这一比重已降至4.9%。在出口加速,进口放缓的情况下,我们预计经常账户逆差将会持续减小,占GDP比重到2009年收窄至3.5%左右。因此,经常账户赤字的改善将对美元反弹形成支撑。鉴于美国在2008年比较疲软,美元弱势在下半年仍将持续。但我们认为美元反转为期有望在2009年实现,主要基本原因有以下三个方面:首先,美国巨额贸易逆差现象有所好转并将进一步改善,经常账户赤字占GDP的比重有望下降并接近均衡水平,将对美元形成支撑。其次,美国经济将于2009年开始复苏,而美国现阶段经济下滑对其他国家的负面影响也将逐步显现,欧洲和日本等主要发达国家经济在2009年将面临下行风险,可能促使欧央行进入减息周期,利率差异的反转也将促成2009年美元反弹。值得注意的是,美元反转为新兴市场国家和发展中国家国家的影响较为显著,主要体现在国际资本流动方向。美元出现贬值时,通常会有更多资金流向新兴市场;但美元贬值反弹时,资本又开始流出新兴市场。2001年以来美元不断贬值,资本加速流向新兴市场,目前流入的资金量再次达到历史高点。因为,美元汇率变化是国际资本流动的重要风向标。布雷顿森林体系解体后数十年的历史表明,美元出现贬值时,通常会有更多资金流向新兴市场;但美元贬值反弹时,资金又开始流出新兴市场。2001年以来美元不断贬值,资本加速流向新兴市场,目前流入的资金量再次达到历史高点。关注此次美元将于2009年底反弹的基本视角应该放在对本国经济的影响方面。一旦美元开始走强,各个发展中国家和新兴经济体货币的升值预期降低,届时国际资本流动趋势将出现逆转。这会对一些在此前吸引了大量国际资本的新兴国家金融体系乃至经济体系造成严重冲击。鉴于全球市场间的关联程度日益加深,某一国家爆发危机很可能会波及到其他国家,中国资本市场也很难不受影响。(作者单位:中金公司)

坚守18亿亩耕地红线 岂可设定缓冲带

马泽明

监察部、人力资源和社会保障部、国土资源部联合修订的《违反土地管理规定行为处分办法》(下称《办法》)已于今年6月1日起施行。日前,国家三部负责人就修订这部规章的有关情况回答了新华社记者的提问。《办法》中规定了关于土地管理失职渎职问责的四种情形,其中一个较大的看点是:“一年度内本行政区域违法占用耕地面积占新增建设用地占用耕地总面积的比例达到15%以上或者虽然未达到15%,但造成恶劣影响或者其他严重后果的”作为追究地方人民政府领导人员的领导责任的情形之一。三部负责人对此的解释是,必须将耕地保护的责任落到各级政府领导人员的头上;但地方政府领导人员只是对本行政区域内执行国家土地政策和土地管理负有领导责任,不是土地违法行为的直接责任人,不能只要出现土地违法行为就追究政府领导人员的责任,而是在当地土地违法状况达到一定程度才追究该地方政府领导人员的责任,给予相应的处分。《办法》较之2000年的9号令更具操作性,问责条款也在细化、力度在加大;但是笔者认为,固守18亿亩耕地红线任务的艰巨性相比,这样的问责力度显然是不够的。“15%以上”这个要件,看似细化了问责的可操作性,但同时却给了地方领导人留下了一条“逃生”的缓冲带——会不会出现一种对策:只要不突破“15%以上”,地方领导人就睁一眼闭一眼?这些年,一边是国家大声疾呼全力坚守18亿亩耕地红线,一边是地方无视国家战略的我行我素,以及耕地不断被蚕食。原因之一就是问责力度不够——刑不上“大官”。对此,国土资源部执法监察局局长张新宝曾无奈地表示“土地违法查处偏轻产生极大负面效应”,比如,中部某省国土部门在处理土地违法案件时向纪检监察部门提出党纪政纪处分建议96人,实际落实不到一半;向司法机关移送追究刑事责任32人,实际仅追究7人。去年12月监察部、国土资源部通报的全国十大土地违法违规案件中,丢了官帽的也只有一名县级市的副市长,而且还与“涉嫌经济犯罪”有关。国家通报的十大案件尚且如此,地方查处土地违法的力度可想而知。土地违法的问责之苛轻与耕地流失问题之严重,显然不相匹配。“15%以上”的规定,倒像眼罩,像是在地方领导人的责任层面上,给了违法违规占用耕地一个“合法指标”,而按照现行法律法规,县区政府就有审批土地使用的权限;那么,让人担心的是,在这“15%以内”的“合理”语境下,全国耕地保护的漏洞将是相当大的!凡涉及国计民生的重大国策,政府都实行“一票否决”制度;而在世界性粮食减产和我国耕地日渐减少的严峻形势下,耕地保护早已成为重大国策,理应实行“一票否决”;为何还要“在当地土地违法状况达到一定程度才追究该地方政府领导人员的责任”呢?