

Opinion

Observer | 上证观察家

越南金融危机的四大教训

魏也

几乎在没有任何明显征兆的情况下,越南就突然陷入了金融危机之中,自由落体速度之快,令人目瞪口呆。

越南金融危机到底是一个孤立的现象,还是像引爆东南亚金融危机的泰国一样,即将成为点燃一场新的区域金融危机的导火索?虽然我们尚且无法对此作出明确的判断,但有一点却是肯定的,越南的教训需要我们去认真吸取,未雨绸缪,尽快采取措施避免危机向我国蔓延。

教训一:警惕热钱。热钱的唯一目的是逐利,但在热钱进入之初,由于其所营造的虚假繁荣的诱惑力,非常容易让人放松警惕。而实际上,越南在过去的几年中,一直沉浸在越南的虚假繁荣中,热钱进入之初在满足越南对资金的焦渴需求的同时,也在埋下巨大的隐患。热钱不过是罩着美丽面纱的吸血鬼,一旦牟利的意图实现,它就可能突然撤退。当热钱撤退,支撑虚假经济繁荣的基石倒塌,就容易引发金融危机乃至整个经济危机。

虽然越南是一个小经济体,但中国却在很多方面与它有相似之处,而这恰是最值得警惕的。今年一季度,我国外汇各项贷款增加488亿美元,同比多增462亿美元,增加18倍。而4月份的数据更甚,外汇储备余额增长744.6亿美元,创单月外汇储备增长历史新高。其中,贸易顺差和单月外商直接投资合计增长只有242.8亿美元,“不可解释性外汇流入”高达501.8亿美元。热钱涌入的目的是为了在短时期内获利,一旦这个过程完成,它们就可能突然撤退。对于中国而言,在无法有效阻止热钱进入的情况下,如何降低热钱的获利预期和获利机会,避免热钱“功成身退”,将是重中之重的大问题。

教训二:不堪升值之痛。越南盾一直处于小幅升值的趋势中。今年3月下旬,越南政府接受外国专家“以本币升值控制通货膨胀”的建议,将越南盾与外币的浮动幅度由0.75%扩大到1%。但是,快速的升值只会降低热钱获利的成本,或者说,为热钱最后的获利了结提供方便。而一旦热钱完成套现过程,那么,本地的贬值就变得难以避免。越南就是这样一个典型。汇率幅度的扩大加快了热钱的获利了结步伐,越南盾在短时期内由升值变为贬值,两个月内快速贬值2.6%。而美元的短期企稳,对国际热钱所产生的吸引力,又激发了热钱迫切套现离开的神速。

中国现在也面临着这个问题。为什么那么庞大的资金涌向中国?它们的目的或许千奇百怪,但有一点应该是相通的,那就是坐等人民币升值,从中牟取暴利。德意志银行最新一份研究报告认为,伴随着人民币升值和后续升值预期,实际流入的热钱规模甚至超过今年前四个月的官方外汇储备增量,达到3700亿美元。一些投资者认为,近期内人民币汇率将破6甚至更低,这种预期给热钱带来了巨大吸引力。越南的教训说明,快速升值不仅会吸引更多热钱进入,还会成全热钱,帮助热钱减小获利的成本,而不是阻止热钱的进入。现在,已到中国的热钱都在翘首以待,坐享其成,再升值只会正中其下怀。

越南金融危机到底是一个孤立的现象,还是像引爆东南亚金融危机的泰国一样,即将成为点燃一场新的区域金融危机的导火索,暂且不论。鉴于中国与越南经济方面的许多相似之处,我们应该未雨绸缪,防患于未然,严防热钱兴风作浪、避免人民币快速升值、提前预防通货膨胀、进一步挤压楼市泡沫,防止危机向我国蔓延。

教训三:通胀要早治理。通货膨胀经常成为金融危机或经济危机的导火索。由于美国采取弱势美元政策,国际上以美元计价的大宗商品价格暴涨,这种世界范围内的通胀压力传导到了地球每一个角落,使得越南陷入了通胀的泥潭。而且,热钱投机行为不断推升股市和房价,进一步加剧通胀压力。同时,由于原材料成本上升,企业利润下降,竞争力下降,民众的整体收入水平也下降,使得部分通胀压力无法通过自我修复机制得到化解。因此,今年5月,越南CPI涨幅

达到25.2%,创下1992年以来最高水平,在存款利率为负值的情况下,民众对本币失去了信任感,纷纷将越南盾兑换成黄金或美元,导致越南盾急速贬值,最终引发金融危机。

教训四:股市和房地产泡沫要早日挤压。从2005年到2007年3月12日的两年多时间里,越南股市涨了5倍。到2007年1月份时,越南股市指数的平均市盈率就已达73倍,成为“世界增

长率最高的股市”,越南监管部门对外资入场不仅不限制,甚至还采取鼓励的政策,使得国际游资安全地获取丰厚利润。但是,当游资完成获利过程后,就获利了结,对股市汇市双向做空,使越南资本市场惨遭灭顶之灾。越南股市自今年5月初开始下跌,在至今为止的短短一个多月时间里,跌幅已经达到44%,可谓惨烈之至。

同时,最近几年,越南地价、房价持续上涨,持续时间长达十年。由于地价上涨过快,投资于越南胡志明市工业园的国外投资者要付出两倍于泰国曼谷工业园的租金价格,降低了越南的竞争力。而在房价上涨过程中,银行推波助澜,据摩根士丹利的估计,贷款一直在以每年超过35%的速度增长。房价、地价的持续上涨,积累了大量泡沫,最终成为助推这次金融危机的主要力量。现在,越南大、中城市的房地产价格平均下跌已达50%以上,由于这次下跌是泡沫的集中爆发,其强度已经远远超过了政府可控范围。

与中国相比,越南是一个比较小的经济体,但是,鉴于越南与中国的许多共同点,对于越南金融危机,我们应该认真研究、未雨绸缪,防患于未然。(作者系经济学博士)

中国股市需要主心骨

石胜利

6月10日,在多重利空打击下,A股市场遭受重创。银行股和地产股带头跳水,各类个股几乎全面冲击跌停,直逼3000点大关,最终收市暴跌2573.4点或7.73%,以百分比计算,创出本轮自去年10月份以来的调整行情的最大单日跌幅。上证综指和深证成指均创本轮调整行情的收市新低。

市场分析人士普遍认为,这次股市下跌与几大因素相关:一、上周六央行突然宣布大幅上调存款准备金率1个百分点,二、越南金融危机,三、国际原油价格上涨逼近140美元大关。四、上周五美股重挫近400点。除了第一个因素,其他三个因素都属于外因因素。

遥想2007年初,中国股市曾经影响全球股市,欧美资本市场的投资者对中国股市的关注度之高,连他们自己都感到吃惊。去年2月27日,中国A股突然大跌,上演了著名的“黑色星期二”,一天蒸发了万亿元人民币市值。受中国股市影响,美国股市大跌,一夜之间蒸发了6000多亿美元市值。中国股市的大幅下跌惊动了美国总统布什,他连夜打电话给财长保尔森询问情况。中国股市对世界资本市场的影响由此可见一斑。

但是,自去年5·30调整后,中国股市便不再被作为全球投资者的风向标,倒是A股的投资者,对国际资本市场的风吹草动极为敏感,甚至到了草木皆兵的地步。每当美国股市下跌,A股就以更惨烈的下跌予以回应。也因此,中国A股比深受次债危机影响的美国股市,下跌幅度要深得多。这意味着,中国股市的独立性正在弱化,而呈现出盲目跟风的趋向。对于一个位居世界前列的市场而言,这种集体无意识的盲目跟风不仅是脆弱的,也是危险的。说它脆弱,是因为它无法独立地反映实体经济的运行,而对外的影响过于敏感,说它危险,是因为这种盲目跟从的特点,容易使它因受到外力的控制而沦为海外投机势力操纵中国股市牟利的工具。

中国股市需要重新找回自信。6月10日的股市大跌,的确与央行



上调存款准备金率1个百分点有关,但是,市场对于5月份CPI涨幅的趋缓几乎达成了共识,而且,从历史上来看,上调存款准备金率对股市的影响力远小于加息,实际上,从2007年至今,上调存款准备金率后,股市更多的是上涨。而在6月10日,跌停的非ST类股多达943只,跌幅超过9%的个股更是多达1107只。几乎是“5·30”的重演。上调存款准备金率的影响显然不至于导致股市下跌如此之深,股市更多地受到了外围因素的影响。那么,外围因素影响真的就那么重要吗?

以越南股市为例,2008年,越南股市缩水超过59%,但是,越南在国际经济中的地位不值一提,它根本无力影响中国股市。而且,越南的股市下跌是

泡沫累积的必然结果。2007年1月,越南股市主要大盘股的平均市盈率就已高达73倍,本身就有内在的调整需要。而中国股市的情况远好于越南。据上投摩根基金管理有限公司统计数据显示,截至6月5日全部A股市盈率为23.71倍,较2007年10月最高点时的48.63倍下降51%。

从市盈率的对比可以看出,我国A股的估值水平回归到了合理位置,已经具有了相当的投资价值,而中国的经济发展状况是远好于越南的。中国经济连续10年以平均两位数的增长速度向前发展,而越南经济是持续10年保持7%以上的高增长,在世界排名中位居第二。中国的制造业、高科技产业等等,都比越南具有更强的竞争力和更好的发展前景。另外,中国广阔的市场也是越南所不具备的。

通过对比不难看出,中国股市没有任何理由受到越南股市的影响。至于美国股市,它同样没有理由影响中国股市,中国股市是一个相对独立的资本市场,虽然其规模大小,实力有限,A股与美国股市是两个完全不同的市场,它们有各自不同的运行轨迹。即使双方互相影响,其影响也应该是在一定范围内的。

因此,中国股市现在需要一个主心骨,需要从盲目跟风的状况中找回自我。亦步亦趋地跟着周边市场,只会让它进一步迷失。作为一个有强大实体经济依托的资本市场,投资者没有理由不自信。

股指期货:再不能坐失良机了

金磐盘,也不可能从这种非理性的暴跌中博到什么好处,除了忍痛出局,无非就是抄底变成被套。

不过,对于尚未进入股指期货时代的沪深股市来说,这种过早并且过多地引入期货手法的操盘究竟能够博到什么实在大可怀疑。即使砸出了政策底,对于大多数投资者甚至包括相当一些已经损失了的50%以上的市值或50%以上的筹码的基金来说,也未必是任何可以预期的利好下的反弹可以补偿的。相反,虎视眈眈的国际资本却费一枪一弹就抄到了沪深股市的大底。如此滥用期货手法的博弈,有的只是为他人作嫁衣裳的悲哀而已。这究竟是没有股指期货经验的中国投资者该付的学费,抑或根本就是那些素来玩股指期货于股掌的国际资本里应外合的圈套,岂不值得深思?

对于一直是依靠市场以外的因素来支撑走势的沪深股市来说,能够走到今天殊属不易。在市场各方所盼望的后续政策中,股指期货不仅始终处于似推非推的状态而且时不时地出声于创业板或融资融券的呼声。现在位于创业板或融资融券的呼声,不导致了基金今年一季度逾6000亿的重大亏损和目前的继续亏损。而普通投资者既没有那么大的本钱去跟着基

如果不是创业板的先推改变了机构对股指期货的预期,机构恐怕也不会被打乱原来重仓集结权重蓝筹股的布局,蓝筹股也不至于业绩未滑坡股价却先来了个大滑坡。可是,不能不看,进入2008年以来连连破发的新股,反而是以中小板新股居多,这显然同占三成之多的去年上市新股业绩变脸是分不开的。这只能说明,市净率或市打打市盈率,却注定了战胜不了自己的“特洛伊木马”。

股指期货提供了多元化的价值引导和实现的功能,这不仅将有利于见异思迁的基金重新找回一度失去的自己,即自己的市场定位,自己的价值理念,自己的投资方向,而且,股指期货的推出在从根本上改变市场只有做多机制没有做空机制的单一功能结构,从而进一步拓展市场交易空间的同时,也将为机构投资者提供了更有效的风险管理工具,这对于平滑市场波动,可以有效防止市场大起大落的过度波动,可以发挥很好的作用。如果说在上证指数6000点以上推出股指期货,对于当时烧到让人害怕的蓝筹股泡沫行情来说有可能是火上浇油,那么,对今天指数落到了3000点左右、蓝筹股平均市盈率只有20多倍的市场来

说,适时推出股指期货就是雪中送炭。股指期货的推出将成为蓝筹股的“集结号”。作为股指期货指标的沪深300指数成分股,基本上都是蓝筹股,同时也是两市综指的权重股。只要股指期货预期一明朗,分流出去的资金没有理由不回流到已经明显显示出较大投资价值蓝筹股阵营来,这在客观上将有效地起到激活蓝筹股的作用。

现在已经不是因为先入为主的“会有一波奥运行情”判断而担心股指期货是不是会由奥运行情的助推者过早变为终结者的问题,而是没有股指期货的奥运行情会不会成为不期而来的股市堰塞湖的问题。在A股、H股的差价不是因为一浪高过一浪的你追我赶而缩小而是由于你推我让的赶而越来越大倒挂的情况下,在基金纷纷身不由己陷于赎回困境而国际资本却不约而同地从美国次贷危机和越南金融危机中脱身而出转向瞄准中国的最佳抄底时机,这不是比股指期货的助涨助跌更让人不安的事情吗?

无论如何,中国股市再也不能坐失良机了。与其由市场玩“没有期货,胜似期货”的游戏,还不如干脆就抢先突围来个股指期货的动真。

存款准备金率上调对通胀的抑制将逐渐减弱

陈安宝

2008年6月7日,央行宣布年内第五次上调存款准备金率1%,使目前存款准备金率达到历史高点17.5%。近观一年多来,我国存款准备金率的上调已经成为国家控制通货膨胀、调节流动性过剩的一种非常重要的手段,一种常态。在国际上发达国家存款准备金率普遍较低或取消存款准备金率的情况下,我国以存款准备金率作为重要的调节手段的效果究竟如何呢?笔者认为,由于我国货币传导体系的不畅通,以及随着我国金融创新的增多,准货币品种的增加,存款准备金对通胀及货币供应量的影响将逐渐减弱。

从作用机制上来说,当央行提高法定准备金率时,商业银行可提供放款及创造信用的能力就下降,从而对通货膨胀的上涨起到一定的抑制作用。然而,由于我国新兴市场的特殊性,金融货币市场的不健全性,决定了我国货币市场的传导机制还不是非常畅通,一些政策还很难达到理论上的效果。譬如,我国利率并没有完全市场化,利率受到国家较为严格的管制,目前,国家考虑到全球宏观形势及我国经济发展的需要,并不希望利率有较大幅度的上调。因为利率的上扬不仅会影响企业的生产成本和利润,还会给中央银行的对国外资金流入的对冲操作带来很大的困难。这又将牵涉到汇率问题,我国有管理的浮动汇率制度以及国家不希望汇率大幅波动的态度,决定了汇率的调整可能渐进的稳健的。因此,存款准备金上调对利率和汇率的影响未能真正发挥,其对货币供应量的减少和对通货膨胀的抑制作用将大打折扣。

同时,随着我国金融创新的不断发展以及一些准货币在市场上的广泛流通,进一步弱化央行提高存款准备金率抑制通货膨胀的效果。从信用卡方面来说,截至2007年底,中国信用卡发卡量为9026万张,较上年同期增长82%,而据麦肯锡咨询公司发布的一份报告显示,中国内地的信用卡普及率仍然远低于台湾和香港等可比较地区,从而为信用卡行业留下了巨大的发展潜力。我们可以看到,信用卡本身就是准货币,无形之中就增加了货币的供给量,但存款准备金率的约束较小,这也许是发达国家存款准备金率较低或被取消的一个原因吧!另外,银行、信用社等金融机构的金融创新使许多业务成为表外业务,并不受存款准备金率的约束。还有一些大型的超市、卖场、酒店、宾馆等等联合一些机构发行各种各样的交通卡、餐饮卡、购物卡、消费券等等,这些对居民的消费能力和物价水平都有较大的影响,但是这些与存款准备金率的高低的关系并不大。

总之,由于我国特有的金融货币体系及金融的发展水平,决定我国货币传导体系并不是很畅通,导致存款准备金率的提高对通货膨胀的抑制并不很强,另外,各大银行大量发行信用卡及其他机构发行的准货币,受存款准备金率高低的影响也较小。因此,央行只有在其他制度比如利率和汇率制度完善并能发挥良好作用的情况下对其进行更为直接的调节,才能发挥调整存款准备金率的作用,达到控制流动性过剩,抑制通货膨胀,维持金融市场的稳定,实现国内经济又快又好发展的目的。

(作者单位:海证期货研究发展部)

腐败每年吞噬多少财富

马涤明

俄罗斯一名高级检察官6日说,俄腐败官员的贪污所得与国家年度财政预算的三分之一相当,达到约1200亿美元。

不算不知道,一算吓一跳,官员腐败,每年居然吞噬1200亿美元,占到一个国家财政收入的三分之一!当然,我不是让俄罗斯腐败分子吓吓了一跳,我现在还来不及为俄罗斯担心,而是由俄罗斯引发联想:中国腐败官员每年吞噬了多少财富?如果有人统计出来,会让咱们吓一跳吗?

据我所知,中国到目前为止还没有一个权威的统计或估算,官员腐败吞噬的钱款和给国家造成的损失数字大概在哪个范围。或许,这是个无法统计或估测的数字。现在,站在被告席上的腐败分子,动辄贪污受贿几十万、上百万、千万,特别是近几年来,涉案数以千万计的腐败分子在增多。

先来说个不大不小的腐败分子祝均一,原上海劳动和社会保障局局长,挪用小城镇保险金达158.56亿元,结案时尚有124亿未能追回。我这里不讨论124亿搞没搞进腰包,我只说给国家造成的损失。2007年,国家财政的教育支出为1076.35亿,医疗卫生支出664.31亿,而祝均一这个腐败分子给国家造成的损失超过了国家财政全年教育支出的十分之一,超过了国家财政全年医疗卫生支出的五分之一。如果说,祝均一腐败案是属于个例,那么,类似曾锦春这种地级干部腐败案有点多不胜举。曾锦春被控受贿3000余万元,另有近千万的财产来源不明。假如有10个“曾锦春”,他们吞噬的钱财将在四五亿这个程度;100个“曾锦春”,就可能是四五十亿的水平。

上面仅仅举出了腐败分子自己搞进腰包或挪用的那部分,还没有计算因行贿受贿中的“投桃报李规则”给国家造成的损失。比如,贵州省镇远县原县委书记黄保勤,仅一笔受贿46万元,就给国家造成了近亿元的经济损失。那么,全国有多少个“黄保勤”,这些腐败分子除了搞进自己腰包外,给国家造成的损失将是多少呢?确切的数字虽然不知道,但肯定是天文数字。

我举出的例子,还不包括那些尚未被揪出的腐败分子。那些逃过打击或正在腐败的腐败分子吞噬的钱财,造成的损失或许更能把人吓一跳。腐败吞噬了多少财富,俄罗斯曝出了官方权威的数字。我觉得我们也应该有一笔大概的账目了,国家有多少钱被人偷走了,心里应有个数,而这个数字会让我们对腐败更加警觉,对于打击腐败更加有力。我们现在的首要任务是发展经济没有错,但是,假如哪天我们发现,改革经济的成果每年都被腐败吞噬了相当比例,那将是怎样一个黑色幽默?

Column 专栏

现在已不是因为先入为主的“会有一波奥运行情”判断而担心股指期货是不是会由奥运行情助推者过早变为终结者的问题,而是没有股指期货的奥运行情会不会成为不期而来的股市堰塞湖的问题。

黄湘源

股市风险越大,就越是需要推出股指期货。这已不是个理论问题,而是现实问题了。把范福春副主席的一声“准备就绪”当成一语股市的信号,当然不无一厢情愿之嫌。但是,一个还没有“时间表”的股指期货已然有那么大的号召力,难道是可以忽视的市场现象吗?

君不见,期市意识、期市手法、期市迹象在沪深股市中早已比比皆是。尤其是当前,由于预期中的股指期货“时间表”迟迟不出,“不是期市,胜似期市”的“一边喊收市,一边砸市”愈演愈烈。要笔者说,这实在是把指数当成筹码,把现货当成期货的博弈。

指数博弈当然是政策市的产物,同时,也是期市意识的一种变异。它是人们对“新兴+转轨”时期的中国股市的中国特色所产生的一种自然而然的条件反射。人们在政策市条件下所养