

对于所谓长期均衡下“高油价有利于宏观经济的发展”的观点，应该谨慎对待，一方面，毕竟我们得付出短期内的代价，而这个“短期”究竟有多短、代价有多大，是很难说清的；另一方面，高油价所产生的内动力能否发挥作用取决于制度安排和市场完善，并非一个顺循环过程。

# 放开油价将给我们带来什么

◎田立

在发改委上周四宣布对成品油和电力提价决定后的种种舆论评论中，可以归纳为两个核心议题：中国提高成品油价对国际原油价格的影响、此次提价对中国经济以及经济的晴雨表——股市——的影响。关于前者，最有“新意”的见解是：中国提高成品油价将使国际油价下跌；而对于后者，大家意见比较统一：短期内对宏观经济的影响是负面的，而长期看是有利的，此次提价对能源产业（主要指石油化工和电力企业）是有利的，对制造业是不利的。

我也想借此谈谈自己的看法。不过，在具体分析以前，先得明确一个概念，那就是“涨价不等于放开”，也就是说，尽管这次提高了成品油价格，但与真正意义上的油价放开有着本质区别，这个区别其实也是金融学关于“确定性”与“不确定性”的界定。此次提价的背景是6月初以来国际油价的暴涨给国内油价补贴带来的巨大压力，而国际油价具有很大波动性和不确定性，尽管我们把油价提上去了，但一个明确意义上的涨幅不可能从根本上解决顺逆剧烈波动的问题，这个前提不明确，一切分析就只能是刻舟求剑。

先说说中国油价与国际油价之间的关系。有人说，中国的油价放开将使国际油价大跌，甚至有人预言，即使中国油价没放开，只是提高油价，就足以使国际油价在短期内跌破100美元大关。这是一个完全错误的观点。按照这样的说法，中国的油价管制不仅是国际油价暴涨的“罪魁”，还是世界经济下滑的“元凶”。若真如此，还等你分析？那几大经济体早就对你玩命施压了。很显然，这种荒唐的观点根本就没有把握住国际油价上涨的原因。从金融学的角度看，国际油价永远是美元价值的反头寸，当市场预期美元贬值时，油价必然上涨。这种定价机制甚至把供求关系都抛到了一边，OPEC高官最近也不得不承认这一点，而提出上述观点的人恰恰在这方面犯了错误，他们以为，中国油价上涨了，对原油的需求就会减少，而作为世界第二大原油进口国的需求减少必然导致国际油价的大跌。我还是那句话，这是典型的经济学学派的错误，事实却是“资产的价值取决于风险和预期。”上述观点让我想起了一个小故事：阴雨天，邻居晾晒的衣服没有干，于是就用烘干机把衣服烘干了，邻居的孩子

子就问家长：是不是天快晴了？再来说说放开油价（或者即使是提高油价）对中国经济和沪深股市会有何影响。这方面的分析实在太多了，而且大同小异，我就不再多言了。我只想强调一点：对于所谓长期均衡下“高油价有利于宏观经济的发展”的观点，应该谨慎对待，一方面，毕竟我们得付出短期的代价，而这个“短期”究竟有多短、代价有多大，是很难说清的；另一方面，高油价所产生的内动力能否发挥作用取决于制度安排和市场完善，并非一个顺循环过程。

这里，我倒想谈谈另外一个与油价有关的问题，就是房地产泡沫。自2002年学术界普遍接受房地产泡沫这个理念以来，中国的房价尤其是大城市的房价已经涨到了一个令人恐惧的程度。但高房价不可能永久持续下去，问题是房价什么时候会拐头下行呢？最近常见有人发表文章阐述房价即将下降的观点，虽然我并不反对，但论据我不赞成，因为这些论断的基础依然是供求关系，别忘了，造成今天房价如此之高的根本原因可不是真实需求推动下的投资，而是预期刺激下的投机，所以房地产的价格不取决于供求关系。我们不妨用反证法来论证一下，如果中国的房价是由供求关系决定的话，那么，从2002年以来的一系列央行抑制政策（提高房贷利率）早就该生效了，因为房贷利率的提高意味着购房成本的上升，而成本上升了，需求就会减少，于是房价就应该在供求原理的作用下开始下降了。但事实却是，这些政策非但不生效，还产生了反效应，即房贷利率越高，房价也越高，这恰好说明了高房价并非供求关系所致吗？

供求不能决定房价，但油价却可以决定房价，这个逻辑看上去有些离谱，但其内在机制却是相当缜密。我们不妨把房地产看成一项期权，炒房地产的人实际上把房地产当作一项中国经济不断上涨的买方期权来投资的，也就是，当中国经济超过期权执行价格（可见的预期）以后，房地产投资人可以以一个相对低廉的固定价格（当初房地产的投资额）将这种价值上升按头寸比例“买入”。于是就有“中国经济越是快速发展，房地产这项期权的价值也就越大”的现象。

而一旦油价放开，就如同学者们所分析的，短期内（不管有多短）对中国经济是不利的，至少会造成中国经济发展速度的放缓。这也就意味着房地产投资者原来手中的这份期权所表达的标的在内机制却是相当缜密。我们不妨把房地产看成一项期权，炒房地产的人实际上把房地产当作一项中国经济不断上涨的买方期权来投资的，也就是，当中国经济超过期权执行价格（可见的预期）以后，房地产投资人可以以一个相对低廉的固定价格（当初房地产的投资额）将这种价值上升按头寸比例“买入”。于是就有“中国经济越是快速发展，房地产这项期权的价值也就越大”的现象。

而一旦油价放开，就如同学者们所分析的，短期内（不管有多短）对中国经济是不利的，至少会造成中国经济发展速度的放缓。这也就意味着房地产投资者原来手中的这份期权所表达的标的

物——中国经济——开始对外分红了（为资源价格上涨而不断付出的代价），于是房地产就会演变成投资者手中的以一项分红股票为标的的买方期权，其价值比原来要低很多。到那时，房地产价

格的整体下降才是真正不可避免的。当然，我这样讲绝没有反对提高油价或者反对放开油价的意思，恰恰相反，我认为，提升油价乃至最终放开油价是一直不可避免的趋势。只不过这一次，我

不再提倡快速放开，因为其负效应很有可能是我们始料未及的，以中国的实情，我们还是需要有条不紊的渐进式开放。（作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授）

## 日本最高罚单再破纪录的启示

◎魏铭

据新华社报道，日本证券交易委员会日前向金融厅建议，对日本大型造船企业IHI伪造财务报表行为处以15.94亿日元罚款。日本证监会认为，虚假财务报表很可能影响了投资者的投资判断，IHI应为此承担重要责任。据悉，金融厅对该案的审理已进入事实认定程序，如果事实没有出入，将很快作出处罚决定。

根据日本的处罚程序，日本证监会15.94亿日元的罚款提议，一般都会得到金融厅的支持——只有一种情况除外，金融厅能拿出足够的理由证明日本证监会的建议是不当的。此次15.94亿日元的天价罚款，超过了上次的天价罚款。2007年1月，由于日兴证券造假数额高达187亿日元，日本证监会开出了5亿日元罚单，创下了当时日本的最高罚单纪录。

日本最高罚单连破纪录，说明了日本证监会对财务造假行为的打击力度之严厉，而天价罚单还仅仅是其中的一种惩处手段，对于造假的上市公司而言，天价罚单比被要求退市并赔偿投资者损失还是幸运得多的。

因此，日本才屡屡开出天价罚单，对企业进行惩处。

这给我们哪些启示呢，或者，日本的做法对我们有什么借鉴意义呢？

第一，证券监管部门的处罚权需要扩大。在发达国家，证券监管部门的权力是非常大的。以美国为例，美国SEC（美国证券交易委员会）对违法行为进行制裁或处理的方式包括：提交联邦法院审理；提交给行政法官审理；代表SEC与当事方和解；若案情性质严重，可将案件移交相关刑事裁判机构。

美国SEC不通过司法部门直接就可以发传票，并且可以直接传到任何个人或单位。并且，美国SEC实行的辩护举证制度，即当SEC怀疑哪个企业或个人有违法犯罪行为时，对方需要拿出足够的证据证明自己没有违法犯罪，否则，就可能面临着高额罚款与严厉的制裁。

近日，证监会主席尚福林表示，将进一步加强和完善市场监管，完善证券稽查执法体制，依法严惩市场操纵、违规信息披露、上市公司资金占用等违法犯罪行为。确保财务报表的真实性，是维护资本市场健康发展的一个非常重要的环节，面对不断出现的上市公司财务报表造假案，我们需要加大处罚力度，以此促使上市公司重视诚信。

不出所料，中东产油国与西方发达国家就抑制油价所举行的吉达会晤再度在争执之中无果而终。近期在沙特阿拉伯西部港口城市吉达举行的国际石油会议虽然在开幕式上发表公报，呼吁石油生产国和消费国共同努力，采取切实有效的措施稳定国际石油市场。然而在会议期间，却因产油国与消费国就油价上涨诱因各执一词而未能达成行动共识。

显然，本意在于为石油生产国与消费国之间建立一个相互沟通与交流机制的会议远未达到预期目标。与此前的相互指责无异，以欧佩克为主的产油国坚持认为当前全球油价暴涨的根源是石油计价货币美元贬值与西方投机势力炒作所致；而以西方工业化国家为主的石油消费国则把全球石油消费增长速度远超供给增长速度看做油价飙升最根本与最直接的诱因。交锋背后充分反映了高价石油的利益分配格局之争。对产油国，石油是不可再生性资源，自然希望维持高价低量的供给状况，以求从中获取长期稳定的高收益。事实上也的确如此，油价在短短数年间连续翻番，早已超越了实际供求关系本身所能反映的合理区间，产油国从中获取了难以计数的财富和政治利益。就如非洲产油国尼日利亚来说，截至今年6月，外汇储备达到608亿美元，位居非洲第一，而外汇收入的98%来源于石油出口。

而表面上代言石油消费国的西方工业化国家在油价上涨中同样存在投机获利的势力，典型代表当属华尔街金融投机力量与美孚等石油大鳄，而美国政府高层与华尔街此类财团的关系素来密切，与其说美国谈判力量为本国石油产品最终消费者代言，不如说是在为这些金融投机力量代言。此外，就宏观经济政策而言，华盛顿放任美元贬值的本意在于向其他国家转嫁次贷危机，美元短期内持续走强导致油价下调并不现实。

谈判双方立场距离如此遥远，又怎能奢望吉达会议就取务实性的限制油价上涨共识？务虚已是必然趋势。然而需要指出的是，油价无限上涨将会毁掉产油国与消费国共同的宏观经济环境。一旦油价上涨与实际基本面完全脱节，那么泡沫破灭将是早晚的事情。届时油价下挫不仅对产油国日渐增长的成本形成巨大冲击，同时对于西方发达国家而言，可能酝酿了更大的金融系统风险。在保证金交易与博傻机制的双重引导下，投机力量的短期退出势必给金融信用系统造成巨大的危机。

应当说，当前油价上涨的最大受害者除了发达国家的普通消费者以外，仍处于工业化进程的新兴市场经济国家首当其冲：一方面上游能源价格暴涨推动成本巨幅上升；另一方面以出口为主导的同质竞争经济增长模式限制了最终消费品的提价空间。西方发达国家之所以在本轮油价暴涨中依然能够维持较低的通胀水平，很大程度上源于发展中国家对于高油价的消化吸收。一旦这一消化机制不再能够吸收油价上涨的压力，那么潜藏已久的危机将会瞬间暴发，产油国与西方工业化国家之间的联系纽带就将中断，届时也是油价回归其真实供求价值的时刻，而西方发达国家也将因此再度面临金融经济危机的冲击。

如果西方发达国家与产油国无视新兴市场经济国家这一中间环节的承受能力，继续为高油价利益分配争论不休，那么这样导致“多输”的世界性经济风险会逐步积累。为了避免这一全局性的金融危机，新兴市场经济国家应当积极参与到油价谈判中去！

Observer | 上证观察家

**焦点透视：**6月19日晚间，发改委发出通知：提高汽油、柴油价格和电价，但同时，根据《价格法》第三十条规定，决定自即日起至2008年12月31日，对全国发电用煤实施临时价格干预措施。但是，限价却引发了新的问题。据央视经济半小时报道，目前来自各个电厂的消息显示，各大发电厂已经快沦落到无米下锅的境地了。国家电监会统计，到6月初，国内已有35台发电机组由于缺煤而停机。

# 当电煤供应短缺碰到行政之手

◎姜仪云

对用电用煤的临时价格干预，导致一些煤炭企业更愿意通过市场销售煤炭，在煤炭供应紧张的今天尤其如此。按照规定，给电厂的计划用煤价格是由政府定价，煤炭生产企业按照每吨300到350元的价格销售，而在市场上，煤炭销售价格可以卖到每吨500元甚至更多。如此大的差价使得煤炭企业没有任何动力向火电企业供电煤，而这是火电企业在电价上调后反而愁容满面的根源。

在对电煤价格进行抑制的同时，也抑制了煤炭企业的供应动力。而现在，只要愿意以市场价买煤，市场中有的是电煤销售，这种现象正是对煤炭企业供应动力不足的诠释。

对于有关部门而言，抑制电煤涨价是个两难的事情。一方面，电煤价格已经远远低于市场价格。另一方面，煤炭价格已经市场化，非要在已经市场化的煤炭中开出一块独立的计划机制掌管下的独立空间是非常困难的。我国的煤炭50%以上用于发电，这意味着煤炭市场化的一半多要实行计划管制。而在市场化过程中尝到甜头的煤炭企业又怎么愿意把近在咫尺的利润让出去？

在市场化的路上，煤炭企业已经难以回头。那么，这个问题该如何解决？

有一点是可以肯定的：煤炭供

市场化与计划机制下的“阴阳脸”现象是难以维持的。另一点也是可以肯定的：市场煤与计划电之间的矛盾是行政力量难以平衡的。煤电联动在煤炭供应紧张的情况下，接连三次都没有作出调整，显现出市场煤与计划电之间难以平衡的现状。如果不能坦然承认和面

对这些现实问题，我们就很难找到真正的解决之道。

要解决电煤与火电企业之间的矛

盾，有两个解决方案：一是煤炭从

市场机制中完全退缩，重回计划机

制，由市场定价，与计划下的电价形

成平衡。二是电价市场化，电煤价

格市场化，使得电价与煤炭价格由市

场的力量进行调节，通过市场这个媒

介达到利益的平衡。在通胀压力依然

比较大的情况下，这样做或许有一定

的风险，但是，比起因电煤供应短缺

或电力企业因亏损停产导致的电荒

的危害，这种危险其实要小得多。

在煤炭价格已经放开的情况

下，在市场煤中试图单独开出一块

计划特区困难重重。一半市场机制，一半计划机制下的煤电矛盾，只会

越来越严重。在电煤价格受限后，电

煤供应紧缺所发出的信号已经说明

了一切。适时改革，理顺目前的煤电

供应与价格机制，或许是唯一能够

一劳永逸解决问题的选择。

（作者系能源学硕士，工程师）

## 四项建议解决电煤短缺

◎冯光明

在临近夏季用电高峰之际，电煤供应短缺绝对是一个值得警惕的信号。

电煤供应紧缺有几个很重要的原因：

其一，前几年对煤炭供应缺口的预估不足。在决定建设三峡水电站的时候，有关部门估计，三峡水利工程投产后每年可节约5000万吨煤炭，而依据当时的煤炭生产增长量，电煤供应还可能过剩。的确，前些年，我国煤炭市场曾一度出现供大于求的现象，加之三峡工程的建设，导致国家对煤炭生产实行总量控制，煤炭投资受到限制。结果，几年后，很多老型的工业煤矿已经面临资源枯竭的问题，产量较之从前明显下降，而我国工业的快速发展使得用电量大幅上升，对电煤的需求

量不仅没有因为三峡工程而减少，反而直线上升，一下子让有关部门无所适从，错失新煤矿投资建设的良机。等到危机显现，有关部门重新发布报告称，我国煤炭供应缺口将达到至少2亿吨以上，如果提前估计到这点该有多好！

其二，我国在对煤炭安全事故的处理中，习惯性采取一刀切的做法，往往是大面积的停产检查，加上小煤窑的大批量关停，支撑起相当一部分市场供应量的地方煤矿和乡镇煤矿，先后退出煤炭供应。而且，我国在煤炭开采中，主要采用低灰低硫煤，对高灰高硫的煤矿实行一定程度的关井压产。这些，都导致煤炭生产受到限制。

其三，全国各地发电企业不断投

建设力度，通过新增产量来弥补电煤缺口，确保电煤供应。

第一，加大煤炭的勘探和投

建设力度，通过新增产量来弥补电

煤缺口，确保电煤供应。

第二，要求煤炭生产企业（包括

小煤矿）加大安全设备的投资，强化

安全管理，防患于未然，避免因一个企业出现事故而大面积停产的现象发生。

第三，根据电源分布的特点，使富电地区富裕的电力向缺电地区输送，通过电力资源的平衡与合理分配，提高电力的利用效率，降低对电煤的消耗。

第四，协调市场煤与计划电之

间的矛盾，要求煤炭企业承担更多

的责任，毕竟，在电与煤这两个领

域，煤炭企业已经因为部分市场化的

煤而受益，它不应该忘本，应该

顾全大局，为一直处于亏损状态的

火电企业考虑一下。同时，有关部门

应该严厉要求煤炭供应企业，必须

根据电煤合同如数供应电煤，否则，

应该予以处罚。

笔者认为，通过以上措施，可以有

效地防范火电企业因电煤供应不足而

停产，避免局部电荒现象的出现。

## 不给投资者高回报，怎么办

◎诸葛立早

中国证监会副主席范福春日前在督促上市公司规范运作时，讲了这么一段话：要督促上市公司进一步完善公司章程和各项议事规则，增强公司依法规范运作的制度保障，逐步建立保证上市公司独立性，根除资金占用的长效机制，给投资者一个真实的、高回报的，有可持续发展能力、自觉践行科学发展观的上市公司。一家报纸在披露这个信息时，大标题就做了：《范福春：要给投资者高回报》。

企业价值增值能力决定了投资者对该公司股票持有与否的态度。对“给投资者高回报”的上市公司（长期的而非短期的、持久的而非一时的），套用那首贻笑天下的“散户之歌”——“死了也不卖”，好像也不为过。

问题在于，在我们现在这个市场上，给投资者高回报的上市公司有多少？它们能否“几十年如一日”给投资者“高回报”？问题还在于，在我们现在这个市场上，不给投资者高回报的上市公司又有多少？它们为什么不给而且敢于不给投资者高回报？对这些不给投资者高回报的公司，我们又该怎么办？这一串串问号，值得我们深思。

平心而论，几乎所有的上市公司在上市前，都允诺给投资者以高回报。否则，它们很难以20倍的市盈率到证券市场上来融资，或者以很高的价格在市场上再融资。过去有“讲故事”之说。所谓“讲故事”，当然不是诸如侦探小说那般以“情节”取胜，而是以“远景”即“高回报”的“诱饵”取悦于投资者。可是，公司一上市，“故事”