

Opinion

Observer | 上证观察家

加息又有何妨?

陈波神

早在中美第四次战略经济对话期间,央行行长周小川就明确表示,油价、电价上调之后,加大了通胀的压力,央行有可能会采取更强硬措施应对。此番言论一出,市场自然排除了近期再次上调存款准备金率的可能性,加大了对人民币升值及加息的预期。上述预期显然不无道理。至少有四个方面的原因,加剧了市场对通胀的担忧。其一,6月19日发改委宣布上调油价及电价,本已高企的PPI可能会继续冲高。其二,进口铁矿石基准价格最高上涨96.5%,意味着钢铁的生产成本会大幅度提高。其三,原油期货价格再次大涨,并首次突破140美元/桶大关。其四,全国范围内灾害性天气频发,粮食、蔬菜价格可能会出现反弹。面对6月份可能走高的CPI,央行的选择自然成了市场关注的焦点。众所周知,通胀一般分为成本型和货币型两种,前者与市场的过度需求有关,后者则表现为货币的过度供给,也就是所谓的流动性过剩。针对货币型通胀,央行往往会采取诸如上调存款准备金率、公开市场操作、信贷窗口指导等数量型工具,抑制货币投放的过快增长。而对于成本型通胀,货币政策的操作空间比较有限,基本上集中于加息及本币升值。人民币升值对缓解成本型通胀有积极作用,但效果并不明显。毕竟原油、粮食等大宗商品的价格涨幅,要远远高于人民币升值的速度。加息则因对需求的抑制作用明显,往往成为世界各国应对通胀的政策首选。究竟央行该如何选择呢?首先,上调存款准备金率的可能性不大。原因有三方面,其一,17.5%的存款准备金率已

近日,市场有关央行再次加息的传闻日盛,那么,央行到底应不应该加息?一种观点认为,加息的条件已基本具备。长期的负利率水平会加剧通胀预期,因此,应通过加息这种有效的手段反通胀。而另一种观点则认为,应该为当下严厉的信贷管制松绑,积极支持私人部门企业技术进步、产业升级和产业升级,通过生产率的提高消化成本上升的压力,而不是外移导致通胀的扩散。

接近理论上限,根据监管要求,商业银行存款准备金率上调至20%,仅5%的备付率水平已经略显捉襟见肘。其二,反复上调存款准备金率令政策效果大打折扣。年内央行先后5次上调存款准备金率,回收流动性约2.3万亿元,但前5月人民币存款就增加了4.17万亿元。其三,过高的存款准备金率令中小银行不堪重负。其次,未来通胀压力主要表现为成本推动。5月份,M2同比增速再次反弹至18.07%,反映了货币型通胀的压力在逐步加大。其中,外汇占款过多成为主要推动因素。截至5月底,我国外汇储备为1.797万亿美元,较年初增长约2600亿美元,即便是以6.9%的汇率水平计算,新增人民币的投放规模也接近1.8万亿元。6月7日,央行宣布上调存款准备金率1个百分点,就是对冲货币型通胀的压力。外汇储备继4月份创下750亿美元的单月增幅后,5月份回落至403亿美元,暗示热钱流入有放缓迹象。根据“热钱=外汇储备-贸易顺差-FDI”计算,一季度热钱规模大致在850亿美元,4月份为502亿美元,5月份则降至约120亿美元。而热钱流入趋缓,除了加强监管的因素外,更多的是热钱对人民币升值的担忧。6月份以来,人民币对美元汇率中间价持续走高,但对欧元汇率却基本保持稳定。由此可见,加息似乎已成为央行无奈之举。可为何又迟迟不见动静呢?央行的担忧无非集中于两个方面,其一是加息可能无效。6月25日,美联储议息会议宣布,维持2%的市场基准利率不变,市场加息预期落空。在美国进入加息周期之前,加息可能会导致热钱的加速流入,货币型通胀必然会再次抬头。其二,是对经济增长不利。过高的利息支出负担,会抑制企

业的投资需求,经济增长有可能会放缓。事实上,加息的条件已基本具备。首先,美国维持基准利率不变,并不意味着就不会加息,只不过在经济增长与反通胀之间,暂时优先选择了经济增长。其次,同为“金砖四国”的巴西、俄罗斯、印度,均已不同幅度加息应对通胀。再次,1月-5月份,全国规模以上工业企业实现利润同比增长20.9%,表明在货币紧缩背景下,经济依然保持了较快增长。此外,长期的负利率水平,无疑会加剧通胀预期,刺激居民消费及企业投资,并不利于缓解通胀压力。因此,即便是牺牲一点点经济增速,以最直接、最有效的手段反通胀,加息又有何不可呢?

中国宏观调控不能再把央行推到最前沿了,应该强烈呼吁要央行的职责松绑,不能让央行成为中国的通胀负责,更准确地讲,它也负不了这个责。过多、过于频繁的货币政策操作不仅作用有限,而且滋生的副作用已经严重损害到了整个经济体的效率,伤害到整个经济体“扛”住通胀的能力。坦率地讲,现阶段中国的宏观调控的核心就是让发改委这个微观经济的管理人管好体制内的事,因为发改委本身就是管理政府及政府相关投资项目的职能部门,体制内的流动性,它管不住谁也不管不了。尽管这是一种市场化倒退,但鉴于中国经济特殊的体制结构,确也别无选择,这也给中国一个重要的启示,那就是必须加快体制改革和经济转型的步伐。很显然,握着中国体制外经济成分命脉的中央银行,其定位就不该是“一刀切”的总量紧缩,而应该是优化资源配置,为当下严厉的信贷管制松绑,积极支持私人部门企业技术进步、产业升级和产业升级,通过生产率的提高消化成本上升的压力,而不是外移导致通胀的扩散。同时,必须稳定汇率的预期,从源头上遏制热钱的流入,不能让境外资本进一步挤压国内企业的发展空间。(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

中国宏观调控不能再把央行推到最前沿了,应该强烈呼吁要央行的职责松绑,不能让央行成为中国的通胀负责,更准确地讲,它也负不了这个责。过多、过于频繁的货币政策操作不仅作用有限,而且滋生的副作用已经严重损害到了整个经济体的效率,伤害到整个经济体“扛”住通胀的能力。坦率地讲,现阶段中国的宏观调控的核心就是让发改委这个微观经济的管理人管好体制内的事,因为发改委本身就是管理政府及政府相关投资项目的职能部门,体制内的流动性,它管不住谁也不管不了。尽管这是一种市场化倒退,但鉴于中国经济特殊的体制结构,确也别无选择,这也给中国一个重要的启示,那就是必须加快体制改革和经济转型的步伐。很显然,握着中国体制外经济成分命脉的中央银行,其定位就不该是“一刀切”的总量紧缩,而应该是优化资源配置,为当下严厉的信贷管制松绑,积极支持私人部门企业技术进步、产业升级和产业升级,通过生产率的提高消化成本上升的压力,而不是外移导致通胀的扩散。同时,必须稳定汇率的预期,从源头上遏制热钱的流入,不能让境外资本进一步挤压国内企业的发展空间。(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

A股全球表现最差的一种解读

冯玉国

截至6月30日,沪指已经连续在盘中创下近16个月以来的新低,同时,6月份累计跌幅达到20.31%,创下近14年的最大跌幅纪录,并以此结束了A股市场2008年上半年的交易。统计数据表明,截至6月30日,上证综指半年累计跌幅高达48%,有报道称,该跌幅不但远远超过了美国股市这样的成熟市场,也超过经济全面恶化的越南市场,成为全球表现最差的股市。中国股市表现全球最差,让很多人愤愤不平。的确,美国作为次债危机的发生地,其股市的同期下跌幅度也不到中国的一半,而中国只不过是受次债危机的轻微影响;如果从市盈率的角度来看,沪深300指数市盈率目前已经低于美国标准普尔500指数。按照许多业内人士的话说,已经“跌无可跌”。但中国股市的表现仍不如美国,甚至也远不如金砖四国中的其他三国的表现。这样看起来,A股的深幅下跌的确非常宽。但是,A股又的确在不断创出新低。价值投资者屡战屡败,信心遭受重挫。

从来没有无缘无故的爱,也没有无缘无故的下跌。市场永远是正确的,它如果下跌并且持续不断地下跌,一定有其内在的原因。也许,有人会举出一系列因素:市场传言央行将要加息;光大证券等大型股票未来的发行和上市;国际原油价格突破140美元再创新高,引起投资者对通胀的忧虑等等,但是,这些都不是真正的原因,因为这些只能解释短期的行情走势而无法解释A股为何持续下跌。那么,导致A股下跌的内在原因是什么?答案是:我国的上市公司结构与其他国家存在着明显的区别。中国服务业占GDP比重和就业比重近几年一直在30%左右徘徊,而发达国家占比很高,如美国服务业就业比重在2000年就达到了78%之后,通过向境外转移重污染企业,现在其服务业的就业比重已经达到80%以上。反映到上市公司当中也一样,美国股市是以从事服务业的上市公司为主导的市场,而我国的上市公司中,传统行业占据主流,服务业的占比则比较小。不仅与美国这类发达资本市场相比,就连与印度相比,我国也有很大差距。印



度政府一直非常支持从事服务业的公司上市,印度股市的活跃,很大程度上得益于其服务业上市公司占比日益增大。那么,这跟股市表现有什么关系呢?不妨举一个简单的例子。我们知道,近年来,美元疲软走势的延续及全球对资源价格继续走高的预期,又不断影响着

行业的企业的利润空间。仅铁矿石,我国进口价格就年年飞涨,2005年上涨了71.5%,2006年上涨了19%,2007年上涨了9.5%,2008年又平均上涨了超过80%,这些沉重的压力都在蚕食着上市公司的利润,而美元疲软走势的延续及全球对资源价格继续走高的预期,又不断影响着

投资者的信心,而那些服务业占据主导的国家,其公司的收入来源受全球资源价格上涨的影响则较小。同时,各国都在不断控制资源性产品的出口,优先满足本国的需求。采取的措施之一就是不断提高出口关税,而我国那些从事附加值生产或以资源性产品出口为主导的上市公司,利润自然会受到影响。同时,人民币升值因素,也在不断蚕食以低附加值产品出口为主业的上市公司的利润空间。由于大量人口集中在传统行业就业,受到上述因素影响,就业率也会下降,而就业率下降会影响消费,进而,影响整个经济的可持续发展,给投资者带来较为悲观的预期。而国外以服务业为主导的上市公司受上述因素的影响则较小,反映到股市中,波动自然也会小一些。很显然,上市公司结构中,服务业占比较小才是A股表现比全球任何一个市场都要差的根本原因。我国应该顺应世界潮流,逐渐增加从事服务业的上市公司的占比,否则,A股中国股市脆弱的一面就很难克服。A股成为全球表现最差的股市的现象还可能重演。

Column | 专栏

分税制改革应弥补现存缺陷

新的分税制改革应该使财权向地方财政倾斜,或者,由中央承担一部分现在归属于地方政府的事权,以实现财权与事权的对称。然后,本着这一原则,施行三级财政,改革中央与地方在税收中的利益分配格局。

魏也

被称为中国经济体制改革“最难啃的硬骨头”的财税体制改革,在今年呈现出加速迹象。6月30日,有媒体报道称,一份由国家发改委宏观研究院经济所牵头,涉及中央与地方财政分配体制改革的课题方案正在形成。现行的分税制财政管理体制是1994年改革的结果。这次财税改革解决了中央的财政窘境,增强了中央财政的转移支付能力,但也导致一系列问题。其一,中央财政与地方财政在分税上“共享”,像国企所得税,按照隶属关系划分收入,而不是按照税种进行分税。西方国家

对分税制的界定主要是按照税种进行划分,以有效地处理中央政府和地方政府之间的事权和财权关系。它根据税种实现“三分”:即分权、分税、分管,过多的共享导致资源的重叠,及地税、国税部分征管理权力的重叠,不仅造成行政资源的浪费,也导致征收征收率的低下。其二,分税制改革主要解决了省级财政与中央财政的关系,而未能很好地解决省与省级以下各级财政的关系问题。目前世界上主要的市场经济强国,像美、英、德、日等等,基本上都是三级政府体制,实行三级财政,而我国是五级行政体制,对应着五级财政。在省级以下还有三级财政,如果这个问题不能妥善处理,基层财政的困局就难以

解决,相应的事权也无法落实。其三,财权与事权的划分不匹配,地方事权较重而财权较小,中央反之。而且,伴随着分税制改革,随着教育产业化、医疗和住房的市场化,中央财政在公共产品领域的投入呈现出明显的收缩趋势。而地方因财政不足对保障领域投入的削减,及为了弥补财政缺口进行的各种乱收费、乱罚款、乱摊派行为,常常引发不必要的社会矛盾。分税制改革之时,许多官员及研究者深信,即使存在上述问题,通过财政转移支付也能很好地加以调整,以平衡各级政府的财政能力,弥补地方政府缺口,提供均等化的公共产品,优化各地区资源配置,但事实上根本无法达到这种效果。我国现行的转移支付形式共有四种,一是过渡期财政转移支付,二是税收返还,三是专项补助,四是原体制补助和上解。其中,税收返还占据了最大份额,而税收返还的确定采用的是基数法,是以承认各地区政府既得利益为特征的,其结果是富者更富、穷者更穷。而且,转移过程中的“损耗”也非常严重。

应该认识到,转移支付制度中所存在的许多弊端在目前其实是很难以解决的,我之所以强调这一点是想说明,分税制改革应该多方面地权衡与考虑,最大限度地做到合理与公平,而不要把希望寄托在转移支付制度的调整方面。那么,分税制改革应该如何改?我认为,首先应该强调一个原则,即事权与财政的对称。1994年的分税制改革,解决了中央财政不足的困境,但也矫枉过正,导致地方财力不足。相关数据充分证明这一点,2006年,中央与地方财政收入的比重为52.8%;47.2%,而中央与地方财政支出的比重则为24.7%;75.3%。地方财政支出的缺口一部分靠地方政府自行解决,一部分靠中央对地方的转移支付来解决。前者是导致许多企业尤其是中小企业税费负担沉重的根源之一,后者则受限于制度缺陷。因此,新的分税制改革应该使财权向地方财政倾斜,或者,由中央承担一部分现在归属于地方政府的事权,以实现财权与事权的对称。分税制改革,还应该考虑五级财政为三级财政的问题。截至目前,已经有许多

学者提出这个建议。由于现行的分税制未能很好地解决省与省级以下财政的分配问题,导致中央财政充足,省级财政平稳,到市、县级财政就开始紧张,地市级政府就把县乡财政税收“统管”,从而,使得县乡一级的财政力量被大大削弱,许多公共产品到县、乡一级就无法正常提供。党的十六届五中全会《关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》,明确提出了“理顺省以下财政管理体制,有条件的地方可实行省级直接对县的管理体制”,目前,在通讯、交通等较为发达的情况下,取消地市级政府,直接由省辖县,已经具有了现实的可行性,不仅可以节省开支,也能有效提高行政效率。而乡级财政的功能完全可以由县级财政接管,事实上,税务、工商等机构已经按经济区域而非行政区域设置,在农业取消后,维持乡镇财政体制已经没有必要,统一到县级财政,有利于进一步削减乡级政府人员,节约行政管理成本。如果实行三级财政,那么,省级以下财政的关系问题就迎刃而解了。(作者系经济学博士)

中国人的面子:解开房地产异相

李国旺

看样子,楼价调整之势已经形成了。下一步,中国房地产会走向何方?这,不仅是个经济问题,更是社会问题。在政府、企业与居民三者关系中,居民是房地产业未来的最终承担者,居民不仅享受着房地产业的成果,也可能承担着房地产业危机的后果。因此,客观地分析中国居民对房地产的主观想法的意图,无疑是解开分析中国房地产业发展的一把钥匙。

中国传统文化讲究安居乐业,乐业的前提是安居。能否有适宜的安居之处,不仅是一个人在社会上的生存质量问题,更是一个社会阶层的可能标志,是成功与否的象征。这些元素,在中国,可以用一个词汇来概括,即“面子”。因此,房地产业特别是居民的住房,在中国不仅具备经济学和社会学的意义,更具备心理学的意义。因此,对于房地产业的国家政策分析、居民投资行为分析,除了要把握“经济学”或者金融学上的收入增长与地产发展的关系外,更要从居民的投资心理上即“面子”价值中去分析。

当中国城市居民脱离了公有房屋分配制度后,不断改善住房条件和不断提升社会面子,就成为在经济增长下居民收入提高后的强烈需求。当这种需求产生的房地产投资与家庭财富的增值结合在一起时,当财政改革后,出现“土地财政”这一特别现象后,中国房地产业就出现了传统地理论论者不懂的“异相”,即房地产业越调控,价格涨得越高,从而使使得中央相关政策“长久失灵”。

以往的房地产调控政策,主要从管住土地或者信贷出发,无论土地还是信贷的减少,其结果都是影响房地产开发,减少了供应,在需求因为居民收入提高正在持续释放的时候,政策调控本身就会产生与政策相反的效果:地产价格不断上升。而地产价格不断上升,又更加剧了居民设法保住面子的行为追求,强化了房地产投资的取向。同时,地产价格上升,也为地方政府提高土地出让金提供了市场的条件。这就是我国在房地产黄金十年(1998-2008)期间出现的越调控地产价格越上升的异相的行为心理的真正原因。

今年以来,在建设和谐社会的前提下,房地产市场出现了各种形式的保障性住房,形成了保障性住房与市场化住房两者并存的市场供给结构。鉴于对地产的面子价值和投资价值分析,笔者认为,房地产将会因此而出现结构性价格变化,由于面子攀比的作用,优质市场化房地产的价格会在徘徊一段时间后继续上升,城市中心土地供应的绝对短缺与中国人的居住在城市中心区域的居民文化心理等等因素,都在强化这种需求增长。

财政体制改革后,地方与中央实施了分税政策,土地财政成为地方政府预算外的最大支配收入,于是,区域性房地产业的发展程度便决定了当地财政收入中的“富裕”程度。市政建设和各种社会性工程的建设都离不开财政收入的提高。当土地财政成为各类形象工程的主要财源时,各地房地产的高速发展和房价持续稳定增长,就会成为相互激励的社会现象。因此,当居民的面子价值与地产价值紧密联系在一起的时候,地方政府的土地政策取向,具备了广泛的社会基础。只有当地产价格上升速度大大快于居民的收入增长速度时,当部分居民因为对房屋投资缺少而无法新购买房屋时,才出现了地产业从社会和谐向“紧张”转变的迹象。

从某种角度看,当地方政府承担保障性住房的任务时,可能是减少了市场性住房的供应,当有能力购买的居民需求仍然刚性存在的时候,市场化住房的价格不大可能因保障性住房的供给而出现大面积下降。不过,这个时候市场化住房价格的变化,不会造成新的社会紧张,因为保障性住房的供给已经化解了房屋价格上涨的部分居民的不满。

综上所述,如果从“面子”这样的社会心理视角去观察,对目前房地产市场现状的分析就会得出很不一样的结论,即在经济仍然保持高速增长,居民收入增长预期仍然可期的时候,面子价值的增长将推动房屋的刚性需求的上升,这种需求推动房价上升,反过来保住了“面子”的价值,保障性住房的出现,可以让不同收入层次的居民都保住“安居乐业”的面子,而各地“安居工程”的出现将为房地产业的和谐发展提供新动力。