

# Opinion

Observer | 上证观察家

欧元加息在某种程度上使美元加息的压力有所增大。一旦美元加息,人民币与美元之间的利率倒挂现象就会有所缓解,人民币加息可能引起国际热钱流入的压力就相应减小。我国央行提高人民币利率治理通胀就在情理之中了。

## 欧洲加息人民币会如何动作?

◎吴建环

欧洲央行将欧元区基准利率调高到了7年来的最高点4.25%后,国内投资者和众多机构关注的是,人民币是否会加息?何时加息?

笔者认为,在国内外经济形势没有发生重大逆转的前提下,人民币重启加息主要取决于两个因素:一是我国后期通胀压力明显增大,央行不得不利用利率工具;二是美元开始加息,央行对人民币加息可能会吸引更多国际热钱流入的顾虑减小,运用利率工具的空间扩大。

从目前的情况看,今年下半年我国通胀压力依然较大,且不排除增大的可能。首先,与过去几轮通胀因总需求快速增长而资本存量相对不足进而推高价格水平不同,本轮通胀主要是成本推动,国际大宗商品价格上涨和国内劳动力成本上升是主要原因。

其次,我国的价格成本仍将上升。欧元加息了,美元相对贬值,无疑会推高以美元计价的原油价格和其他国际大宗商品价格。

油价格调高,但仍比国际平均价格低50%以上,今年下半年再度提高成品油价格将不可避免。与此同时,我国煤、电等资源品的价格也急需理顺。资源品价格的改革无疑会带来物价进一步上涨的压力。

再者,高涨的PPI向CPI传导的风险在上升。今年以来,我国PPI持续攀高,近三个月都在8%以上,因此,尽管近期食品价格有所回落,但是在国际能源价格进一步上涨的背景下,国内农业生产资料价格将受到影响,未来食品价格可能会面对新的涨价因素。

我国也是国际粮价洼地,目前国际米价是国内的四倍,国际小麦、玉米价格比国内高出197%和70%。鉴于我国PPI的上涨具有输入性和外生性,估计未来数月可能出现连续上涨并高于CPI的格局,PPI向CPI传导的压力也会上升。

从货币政策工具角度看,目前我国存款准备金率高达17.5%,而商业银行能够承受的存款准备金率的上限约为19%至20%,继续上调的空间十分有限。同时,为了降低流动性的压力,目前我国存款利率实际为负的局面也需要扭转,毕竟利率是抑制通胀的重要货币政策工具之一。

那么美元呢,种种迹象表明,美国实体经济具有较强的弹性,经济增长的下滑程度不及原先担心的那么深,陷入严重衰退的可能性下降。

例如,美国5月份零售额同比增长2.5%,远高于市场预期的0.5%。

由于美国面临的通货膨胀压力上升,并且担心商品价格的上涨,美元的疲软以及宽松的货币政策会导致通货膨胀陷入自我加强的循环,因此,近期美联储主席伯南克和副主席科恩对于长期通胀预期已发出了警告,再加上零售额走强,美联储加息的倾向在增强。

从美国的外部环境看,弱势美元政策已经遭到了欧盟等发达经济体以及包括中国在内的新兴市场国家的谴责。7月3日欧元加息的当天,欧洲央行行长特里谢暗示美联储应当考虑全球目前的通

胀压力。可以说,欧元加息在某种程度上使美元加息的压力有所增大。一旦美元加息,人民币与美元之间的利率倒挂现象就会有所缓解,人民币加息可能引起国际热钱流入的压力就相应减小。我国央行提高人民币利率治理通胀就在情理之中了。

## 欧洲央行加息给我们带来什么

◎李春顶

北京时间7月3日19时45分,欧洲央行宣布将欧元区基准利率提高25个基点,至4.25%的水平。那么,欧洲央行加息对于我国会产生怎样的影响?

分析者们广泛认为欧洲加息会给我们带来自救的利好。利好之一为加息会缓解中外利率倒挂的压力,释放我国货币政策的宽松空间,也有利于国际热钱撤离国内;利好之二是欧洲加息能够控制全球性通胀的蔓延扩大,减少输入型通胀对我国通胀的负面影响;利好之三是欧洲加息将起到示范效应,促使全球合作治理高油价、高粮价等问题。但是,笔者以为欧洲加息对我国并没有那么实质的利好,相反还有可能会产生一些负面效应。

其一,欧洲央行加息对于我国货币政策工具的使用空间释放有限。当前左右我国加息的因素主要是经济增长的担忧以及利率倒挂对

于热钱流入的吸引,欧洲央行加息能够缓解中欧利率倒挂压力以及能够吸引热钱流入欧元区,但作用有限。原因是流入我国的热钱大多为美元,美联储的利率才跟热钱具有更加直接的关系。另外,我国高利率和人民币升值预期的双重作用对于热钱的诱惑力远远高于欧元区,其加息对于缓解我国热钱压力的作用微乎其微。

其二,欧洲央行加息对于全球通胀的抑制作用很难乐观。此次全球性通胀的主导因素是石油和粮食等基础商品价格暴涨,而飞涨的背后原因与美元贬值有关。欧元区加息对于抑制全球通胀的贡献在于抑制了欧元区的需求,从而在一定程度上缓解了物价上涨压力,但仅仅欧元区内部的控制对于缓解全球性通胀的作用无异于杯水车薪。与此同时,欧元区加息会吸引美元资产流入,导致欧元升值而美元贬值,美元贬值反而会恶化通胀、推动以美元计价的资源型商品价格进一步上

涨,所以对于全球通胀还存在推波助澜的作用。

其三,欧洲央行加息是否能推动全球性加息和合作,共抵通胀。欧洲央行加息确实对于美联储会形成一定压力,推动其加息,同时对于其他国家也起到示范作用。但真正决定一国是否加息的因素是国内经济形势和增长目标,所以也很难期望欧洲央行的加息能起到很强的感染效应和蝴蝶效应。

其四,欧洲央行加息对于我国经济增长有一定的抑制效应。美欧是我国的主要贸易伙伴和出口市场,在我国出口动力日益疲软的情况下,欧元区紧缩政策会起到阻碍我国出口的作用,故对于我国经济增长不利。

故而,可以认为,欧洲央行加息对于我国经济并没有过多实质的利好,当然也不会严重恶化国内的宏观经济环境。更多的可能是,其与我国国内经济的相关性不大,基本不会触及我国经济形势的主体。

## 上市公司自救能否成为股市转机?

◎余昭

近来,包括成发科技、哈飞股份、洪都航空等多家航空航天系上市公司纷纷发布公告称,公司控股股东承诺延缓减持2年-3年不等。继三一重工树立全流通后“承诺不减持”的标杆以来,上市公司的大非们作出锁仓或增持承诺的已经超过20家。

中国股市持续下跌,使投资者信心遭受重创。许多人在讨论如何救市问题,不仅救市所要采取的措施甚至连救市本身,也面临着激烈的争议。在争议中,股市不断创出新低。无论监管层还是投资者,对市场未来都忧心忡忡。6月17日,第一批进行股改的三一重工率先打破了颓势。三一重工承诺自6月19日起自愿继续锁定解禁股两年。同时承诺,股价低于55.76元/股不通过二级市场减持。

自三一重工之后,陆续超过20家上市公司作出相类似的承诺,从设定“触发价格”的公司定价来看,有7家公司的平均触发价是其截至7月4日平



均收盘价的2.17倍。百利电气大股东天津液压集团更是作出双重的不减持承诺:每股税后利润不少于0.6元、公司股价不低于每股25元。

上市公司的不减持承诺,使得困扰中国A股的大小非减持压力开始真正得到了缓解。这些上市公司的承诺,

不仅在一定程度上打消了部分投资者的顾虑,也暴露出对未来市场的信心和对自己公司发展前景的高度自信。许多人都承认这样一个事实:中国资本市场不缺资金,而是缺少信心。而上市公司自己抬高减持门槛的承诺带来的恰是信心的恢复。

因此,中国股市在相关上市公司不减持承诺的支持下,抛压减弱,跌势减缓。上证综指在6月18日(三一重工承诺不减持后的第一个交易日)到7月7日,基本上处在一个窄幅震荡区间,呈现出明显的企稳迹象。7月7日,沪深两市除8只个股下跌,其余全部是上涨。上市公司自救的力量虽然没有燎原,但星星之火已经开始驱散寒意。那么,上市公司的这种自救行动能否成为中国股市的一次转机?

上市公司自我抬高减持门槛的真正意义,在于把自己的利益再次牢牢地跟普通投资者捆绑在一起,构成一个完整的利益共同体。但是,这种利益同向性关系的重塑,依然只是局限在作出承诺的上市公司,还有更多的上市公司并未作出类似承诺。不仅如此,有的上市公司仍然在急切地选择减持,在股市跌至悲观境况的情况下,这种减持进一步拓展了股价的下行空间——至少,从那些积极减持的上市公司的股价表现来看是如此。

所以,上市公司能够自救成功,给股

市带来彻底的转机,取决于自我抬高减持门槛的上市公司的数量和实力。笔者认为,在目前投资者信心仍然比较脆弱的今天,监管层可以通过某种鼓励或暗示,促使更多的上市公司主动抬高减持门槛,这远比硬性限制减持的规定更有效。实际上,在大小非限售解禁之后,由于限制性规定牵涉到原有既定规则的改变,即使上市公司违规减持,有关部门也难以对其作出严厉的处罚。在这种情况下,远不如充分利用上市公司的自觉,鼓励其主动不减持来重塑市场信心。

要做到这一点,可以更好地发挥国企上市公司的作用。国有股是国家控制重点行业与重点企业的重要战略资源,很多国有股根本就不能减持,既然如此,倒不如明确作出“不减持”承诺,将其变为重塑投资者信心的重要力量。然后,再以此为中心,逐渐扩大至抬高减持门槛的上市公司数量,以点带面,为整个仍显脆弱的资本市场注入一股强劲的信心。倘若能做到这一点,中国股市有可能改变颓势,迎来一次重要转机。

## Column | 专栏

## 全球经济受困于美国的占优策略

在美国的占优经济策略下,全世界某种程度上似乎又回到了布雷顿森林体系的美元本位框架下,美国的高消费、低储蓄,新兴经济体的高储蓄、低消费,由此累积的大量顺差,又以美元资产的方式不断回流美国,新兴市场国家既从实物上补贴了美国,又从资金上支持了美国。

◎童玉贵

在美元贬值、次贷危机、创纪录的粮食和能源价格以及全球性的熊市将世界经济推向危险边缘的关键时刻,率先采取负责任行动来稳定区域乃至世界经济的是特里谢领导下的欧洲央行,而非伯南克执掌的美联储。世人不禁要问:作为全球世界经济绝对统治地位的美国,在凭借自身的金融特权低成本掠夺他国财富长达60年之后,在本国经济已经到了寅吃卯粮的境地,为何依然没有展现作为负责任大国的形象?美国何以能够屡屡成功“绑架”他国为其外部负债提供极大的经济发展模式“买单”?全球经济走向稳定乃至健康发展的出路在哪里?

鼻子走,除了当今世界尚无一个可以平衡美国影响力的国家以外,还有一个重要的原因就是64年前建立的布雷顿森林体系,美国获得了以本国货币作为世界货币的特权,也就扼住了他国经济的“七寸”,并形成了当前世界经济的两极结构,即消费在美国,投资和制造在美国以外的世界。尽管随着布雷顿森林体系的瓦解,美国对世界经济的绝对统治地位有所削弱,但是凭借战后建立起来的机制化霸权即美国通过左右一系列国际组织、机制和联盟建立起来的秩序范式,美国在力量相对削弱的情势下依然能够主导国际金融秩序。

众所周知,美国在1980年代就已经严重失衡了,双赤字的不断扩大,使得美国必须寻找不断补充经常性逆差的来源,以确保其资本项目下的顺

差。于是在1990年代,美国利用其话语霸权大肆炒作新经济概念,通过资本市场吸引了大量的外国资金输入美国。并凭借其国家信誉,吸引日本和中国等大量购买美国的国债,间接地支持了美国的经济繁荣。一方面,自1994年墨西哥危机以来,美联储每遇到金融危机爆发,都习惯性采取扩张性的货币政策来救市,结果却造成了全球流动性过剩以及对世界经济稳定构成严重威胁的对冲基金的涌现。

而随着科技泡沫破灭和“9·11”事件发生,美国资本市场引致功能开始减弱。在这种情势下,美国政府货币政策与财政政策双管齐下。一方面时任美联储主席格林斯潘连续大幅降低利率,2001年,美联储连续11次降息,“打开了货币的水龙头”,向市场释放出大量的流动性,最终克服了因为股市泡沫破灭造成的市场恐慌。然而,美国的利率连续几年实际负利率,美元在市场上供大于求,致使美元贬值。另一方面,美国政府在财政上大幅减税,减税总计达1.35万亿美元,鼓励消费与投资。过剩流动性通过新的信贷工具流向房地产市场,许多过去买不起房的美国人也开始贷款购房。上述措施

在缔造了美国经济的表面繁荣之后,也导致了美国房地产泡沫的膨胀,最终酿成了影响全球的次级债危机。

次贷危机爆发后,美联储为了防止经济衰退,挽救陷入危机的美国金融体系,采取了非常宽松的货币政策,注入了大量流动资金。现在看来,美国有意为之的美元贬值是美国为了对外辐射周期性风险、在全球范围内分摊美元危机的爆发缺少时间和制度性底,因此没有哪个国家敢于轻易抛弃美元。国际清算银行的数据显示,在全球每天价值3万多亿美元的货币交易中,有85%以上涉及美元。虽然这一比例较2001年的90%有所下降,但目前尚无别的货币能够替代,足见美国经济策略的霸道程度。

特别令他国忧虑的是,近年来,美元连续贬值,加上房地产泡沫的破裂,资金又离开美国房地产市场和信贷市场进入大宗商品市场,成为推动商品通胀的主要力量。事实上,自美元贬值开始后,石油价格便不断上涨。在没有出现石油供给危机的情况下,石油价格在投机资本的炒作下竟然暴涨到接近每桶150美元。尽管高油价给美国自身也带来影

响,但在美国的策略组合中,美元贬值可以化解国内石油价格上涨带来的负面压力,而对世界大多数国家来说,高油价却是一种赤裸裸的掠夺与煎熬!

可见,在美国的占优经济策略下,全世界某种程度上似乎又回到了布雷顿森林体系的美元本位框架下,美国的高消费、低储蓄,新兴经济体的高储蓄、低消费,由此累积的大量顺差,又以美元资产的方式不断回流美国,新兴市场国家既从实物上补贴了美国,又从资金上支持了美国。因此,继续保持现行的国际经济秩序是美国的国家核心利益所在,也只有这样才能保持并扩大其相对于其他竞争对手的领先优势。而只要这种状态能够持续,美国是不大可能真正采取负责任的行为来维护全球经济稳定的!

改革现有国际金融制度,是使全球经济摆脱美国占优策略的关键。俄罗斯总统梅德韦杰夫已经发出了相关呼吁,但仅仅呼吁是不够的。现在是在全球有关国家共同行动起来,打破美国对世界经济的“劫持”,重建国际经济秩序的时候了!

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任)

## 央企高管天价薪酬的悖论

◎冯光明

去年年报显示,包括中国神华、中国石油、中国石化、工商银行、中国银行、中海油服、西部矿业等央企在内,高管年薪2006年以来均超越民企。全国人大常委会、中国人民大学教授郑功成,日前在参与审议企业国有资产法草案时称,央企高管的年收入,与职工差距高达几百万。“建立公平的央企薪酬体系,势在必行。”据报道,为加强央企收入分配管理,国资委启动了企业工资总额预算管理改革事宜。

央企高管的年收入超过民企,似乎已经司空见惯,但却并不具备合理性。

首先,央企的薪酬不能完全以市场化的标准来衡量。薪酬包括工资和福利两个方面。从经济学的观点看,它既是员工在组织中投入劳动的报酬,也是组织的成本支出。而央企的高管位置并非像民企那样,是企业直接选择的结果,是市场化机制下人才竞争的结果,而更多的体现为一种行政调配。相应的,体现在薪酬上,也不应该完全对应市场化的薪酬体系。

其次,央企高管具有除薪酬以外的其他奖励。央企负责人往往对应着行政级别,如果他能够在高管位置上作出成绩,那么,就可能升任政府高官。类似这样的例子非常多,一些央企的负责人直接出任省级的一把手,作为政治上的一种升迁之路,央企负责人的这种待遇是民企远不具备的。如果考虑到这个因素,央企高管的高薪待遇,就显得更不合理。

更重要的是,央企的盈利或者亏损,虽然与央企高管有关,但更多的与国家政策及宏观定位有关。比如,许多央企具有相当的市场垄断地位,其利润的获取并非是经营策略的提升和管理水平的提高,更多的源于垄断。而在另外一些时期,央企又可能做出“牺牲”。比如,中国石油和中国石化,在国际油价持续攀升,国内通胀压力加大的情况下,这两个企业就不得不配合整个国家的调控政策,不上调油价,其企业收益将因此受到影响,而这同样不是高管管理水平下降所致。

这使得我们无法通过一个标准来衡量央企高管的业绩,而业绩、贡献才是衡量高管薪酬的重要基础,倒推过来,正是央企高管薪酬无法完全依照市场化标准来确定的最好证明。

2007年11月,前国务院副总理吴仪将自己的个人收入“晒”了一把:“我现在每年所有收入12万元(人民币),这还包括保姆费。”而央企许多上市公司高管的薪酬超过副总理百倍以上。剔除央企的垄断特点和管理、经营上的行政化运作特点,管理一个央企并不比管理一个部门或一个地方更为复杂。

因此,除非央企的运行市场化,用人机制市场化,业绩考核标准市场化,其薪酬的制定就不具有比照市场化标准制定的前提,最起码,央企高管的收入不应高于民企。

## 对“热钱”要持“高压态”

◎诸葛立早

“热钱”问题,是王岐山此次烟台、威海调研的关键词之一。虽然媒体报道时称调研重点是金融稳定,但知情人士透露,“反洗钱与防热钱流入”,始终在他的视野里。

这个问题事关中国金融稳定的大局。据北京师范大学金融研究中心主任钟伟的研究,“目前中国承受的‘热钱’流入规模,已超出亚洲金融危机前整个东亚所承受的规模,但中国GDP(的规模)更只有亚洲金融危机时日本加上东盟GDP规模的四分之一,金融的资本管制真的能够在资本流动逆转时如此有效地阻挡‘热钱’的撤出吗?”因此,必须充分意识到资本流动逆转给中国经济带来的风险。这几乎是有所识之士的一致看法。

当然,更可怕的是“热钱”流入的肆无忌惮。今年年初人民币“破7”以来,境外便有人开始以“蚂蚁搬家”式的方式向内地商业银行转移手中多种货币,大量港资企业、外资企业更利用其在珠三角设有分支机构之便,将人民币资金存入内地商业银行。最近,据威海当地一位知情人士透露,在当地“热钱”甚至出现了一种更“生猛”的入境方式——搭乘渔船,现金直接进入;而“热钱”入境后正千方百计地寻求通道。甚至还出现了一些新情况,房地产商“缺钱”,而“热钱”又急于在境内寻求通道,两者“一拍即合”,有些“热钱”甚至与房产公司约定无利息“贷款”,以寻求通道,坐享人民币汇率和利率双升值的利益。据报道,更多的热钱投资于商业银行内部的“热钱”,一方面暂借银行账目,享有人民币存款的利息;一方面相时而动,待国家从紧政策松绑,股市楼市反弹,便卷土重来。押注人民币,成了“热钱”的“保本招”。一旦经济形势变化,“热钱”很可能大规模抽身外逃,人民币可能急转而下,从目前的升值转向贬值,影响中国中短期的金融形势。这种发展态势,绝不是“杞人忧天”。

虽然有人认为,防堵不能从根本上化解“热钱”问题。因为“苍蝇不叮无缝的蛋”,“热钱”攻击的前提一定是某个经济体内部存在漏洞,宏观经济选择出现了偏差。但是,绝不能使我们含辛茹苦创造出来的财富成为一些人手中的“超级提款机”,这是我们无论如何必须坚守的底线。国家利益至高无上。

央行货币政策司利率处处长郭建伟曾撰文指出,建议稳定人民币升值预期,在投机“热钱”流出时征收外汇汇出税,同时建议开征外汇流入准备金。他还认为,可以通过“走廊”汇率制度来稳定升值预期,让汇率围绕相对固定的均衡目标值保持2-5年宽幅波动,并发展美元市场。这是很有见地之语。不管采取何种措施,对“热钱”持“高压态”,再也不容许它们“来去自由”,这是必须的。