

Opinion

Observer | 上证观察家

大多数对中国物价非对称上涨的解释,都忽略了当前一个重要的经济特征——收入差距过大的现实,而收入分配状况会显著影响一个经济体的需求强度和结构,从多方面助推流动性过剩局面的形成,对实体经济产生巨大冲击。如果不能加快改善收入分配的步伐,即便本次物价上涨势头被紧缩政策暂时遏制,未来很有可能还会再次经历我们今天所面对的通胀困局。

治理通胀,治本之策还看缩小收入差距

刘宇

或许多年来国人已习惯了稳定的物价水平与飞速成长的经济总量和增长,因此去年以来的通胀抬头多少有些出人意料,尽管CPI今年五月有了小幅回落,但PPI继续向高位冲顶,显示通货膨胀压力依然不可小觑。在当前复杂宏观经济形势下,大家对央行频繁运用数量工具回收流动性控制通货膨胀的努力寄予厚望。然而,这样的愿望是建立在流动性过剩是本轮通货膨胀根本原因的看法上的,而本轮物价上涨还有个更深层次的经济基础,忽略了它,治理通胀的政策很有可能只治标不治本。

弗里德曼曾说,在任何时候,通货膨胀都是一种货币现象。通俗点说,通胀之所以会发生,就是因为货币数量太多了。许多人遵循着弗老的理论,以经常提到的货币数量论、人民币升值预期引致的短期资本流入以及银行系统不够审慎的放贷行为来解释中国今

年以来的价格上涨现象。从理论上讲,弗里德曼对通货膨胀的评价没有问题,但我们也该明白,当他这样描述通胀时,货币数量只是必要条件而非充分条件。简言之,通货膨胀的发生一定会伴随着货币数量的增加,但货币数量增加却未必会带来通胀,这要看多余货币的流向。如果经济结构健康,供给需求没有异常波动,从而价格预期稳定,那么多余的流动性会以各种形式存在于经济的金融系统,此时,流动性的增加就不会引发实际部门价格水平的上升。如果流动性的总是能够直接反映为价格上涨的话,为什么当M2与GDP的比例在2003年达到1.88的历史高点时并没有发生通货膨胀,反而在几年后的2007年中,当这一比例下降到1.7附近时,通货膨胀反而跃跃欲试,躁动不安呢?

可见,货币因素无法完全解释当前的通胀难题。如果当前的通胀确实仅仅因为泛滥的流动性,我们就该看到一个均衡的、全面的价格上涨过程。但现实是,有些产品

价格已接近翻倍——如猪肉,另外一些产品的价格则还在下降——如交通通信类产品,因此,还需要从流动性之外的因素寻找当前通胀发生的原因。当前中国物价非对称上涨的解释都忽略了当前一个重要的经济特征——收入差距过大。据世界银行统计,2006年,中国基尼系数达到0.47左右,远远超过国际公认的警戒线0.40。大量国内外研究都表明,收入分配状况会显著影响一个经济体的需求强度和结构。通常,收入差距过大时,居民消费需求总水平会下降,这是因为边际消费倾向递减。中国居民消费占GDP的比重一直处于下降态势,并且在去年达到了创纪录的36%,与发达国家60%以上的比重相比,消费过低是不言而喻的。消费率下降就是储蓄率上升,高企的储蓄倾向会在基础货币投放不变的情况下,通过放大货币供应量推动全社会流动性的增加。另外,收入差距导致居民消费需求下降后,各地政府会通过增加投资来实现经济增长目标,在消

费不足背景下,投资转化的产能只有通过扩大出口才能被消化,而净出口增加则会进一步加剧流动性过剩。可见,收入差距扩大从多方面助推流动性过剩局面的形成。这样一个庞大的流动性怪兽,在合适的情形下就会冲破樊篱,对实体经济产生巨大冲击。当前的通胀压力与此息息相关。说到底,流动性过剩只是通胀产生的货币基础,金融体系有吸纳过剩流动性的巨大能力,只要实体经济结构没有发生大的变化,不同商品间的相对价格保持平稳,流动性就会保留在银行体系内部,或者转向资产部门和证券市场,而不会对CPI造成现实压力。但是,收入差距扩大也会改变需求结构,与高端工业制成品相比,初级产品消费需求的增速会因为收入差距扩大而放缓,这又会导致它们的相对价格下降,促使生产资源从这些部门流出,一旦供给能力下降过了头,或者受到外生突发因素的干扰,供给能力不足就会促使基础商品价格报

复性反弹。这正是去年以来猪肉价格所经历的过程。表面看,因为蓝耳病,猪肉供给减少了,实质上,近年来生猪相对价格下降,生猪养殖业生产产能逐渐萎缩,才是面对外部冲击时猪肉价格一触即发的根本原因。流动性过剩背景下的基础商品价格大幅上涨,很容易形成全面的通胀预期,预期一旦形成,过剩流动性就会成为物价上涨的有力推手。所以,收入差距过大与本轮通胀之间存在紧密的联系,这体现在收入差距过大不仅促成了流动性泛滥,同时也提供了预期通胀的基础,而这两点正是全面通胀形成的基本要件。基于上述分析,笔者认为,扬汤止沸,不如釜底抽薪,央行紧缩政策只能收效一时,如果不能加快改善收入分配的步伐,即便本次物价上涨势头被紧缩政策暂时遏制,未来很有可能还会再次经历我们今天所面对的通胀困局。(作者系复旦大学中国经济研究中心博士生)

欧洲央行来自火星,美联储来自金星?

刘涛

“欧洲中央银行来自火星,美联储来自金星”。这是近日德意志银行发布的一个很有意思的研究结论。其推论过程是,在同样面对次贷危机带来的经济下行压力,以及国际油价引发的通胀威胁情况下,欧洲央行和美联储采取了截然不同的态度:前者断然采取了紧缩性货币政策,而后者则迟迟按兵不动。

对于熟悉中央银行政策的人来说,美欧央行之间的这种差别实在大正常不过了。自1997年欧洲理事会通过《稳定与增长公约》以来,欧洲央行及其单一货币政策的首要目标就被牢牢锁定为保持物价稳定。所谓“物价稳定”,根据欧洲央行的定义,就是要使欧元区消费者价格指数(HICP)年增长率低于2%。而从目前的实际情况来看,5月和6月的HICP已经分别达到3.7%和4.0%高位,上升势头明显,预计全年HICP不会低于3.5%。因此,欧洲央行不得不迅速对此做出反应,7月初将主导利率从4%提高至4.25%,以使实际利率为非负。欧洲央行对于通胀威胁的高度重视和巨大忧虑,无疑是来自于历史教训——两次世界大战之间的肆虐德、奥等国的“超级通胀”至今仍让欧洲人闻之色变。因此,为了保持物价稳定,暂时牺牲一点GDP增长率和就业率也是值得的。

而对于美联储而言,来自通胀的回忆远没有那么刻骨铭心。相反,作为1930年代“大萧条”的后遗症,美国人对于失业率和通货膨胀非常敏感。与欧洲追求物价稳定的单一目标不同,美国货币政策长期存在着双重目标,即保证充分就业(经济增长)和物价稳定,并且从实践来看,前者明显优先于后者。此外,作为《大萧条》一书作者,伯南克对30年代初美联储由于实行紧缩货币政策导致危机加剧的教训自有深体会。因此,在连续降息后,美联储不得不谨慎行事,需要一段时间等待,至少要看看到失业率上升势头得到明显遏止后,才能着手考虑加息应付通胀。然而,问题是,任何经济政策都有时滞效果,等通胀真的迫在眉睫了,那时候再加息还来得及吗?目前,国际油价通过各种传导机制,已经切实影响到美国居民的日常消费支出了。根据美国劳工部的数据,5月份CPI同比上升4.2%,为1月份以来最高增幅;核心CPI同比上升2.3%,略高于一般公认的1.5%-2%适宜区间的上限。对于美联储而言,这种通胀等待无疑蕴藏着巨大风险,最坏的结果就是,物价上来了,经济增长最终也没有起色,美国经济将陷入“滞胀”困境。

从中国货币政策的宣示和实践来看,一方面,类似于美国,我们追求的也是多重目标,经济和就业增长、物价稳定,乃至外贸平衡、社会稳定一个都不能少;另一方面,得益于80年代和90年代两次大规模物价上涨,类似于欧洲,在通胀和经济增长之间,我们又愿意稍微牺牲一点GDP数字,政策天平倾向于通胀治理优先。笔者个人对此是深表赞同的,随着国际油价向200美元每桶目标迈进,以及今年国内自然灾害的频发,7%-8%的CPI指数关口很容易失守,一旦CPI达到两位数,货币政策工具对此也将束手无策。从某种意义上说,中国货币当局既非来自火星,也非来自金星,而是两者的中间地带——或许正是地球?然而,根据中国的历史经验,在规则对相机抉择的博弈中,规则固然能在开头,但最终往往要让位于相机抉择,因为我们还有太多的地方利益、行业利益和非经济因素需要考量。因此,从紧的货币政策能否贯彻到底,是对中国货币当局信誉和独立性的重大考验。(作者单位:上海国际问题研究所)

如何防“热钱”兴风作浪

石胜利

“热钱(Hot Money)”是无序在世界上,无特定用途的流动资金,一旦机会到来,它们就会兴风作浪,拿走财富而留下一片狼藉。因此,有人把到中国的热钱称为“堰塞湖”。“热钱”的确可怕,它有着无坚不摧的辉煌历史。远的不说,就最近吧,比如越南。越南出于对资金的需求,始终未对“热钱”进行限制,甚至还出台了一些鼓励性措施。越南的初衷是利用“热钱”缓解资金流动性不足问题,但是,“热钱”从来都是利用别人而不是别人利用的,当它通过推高房价和股市双双获取丰厚利润后突然撤退,使越南股市在短时间内跌幅超过60%,房价跌幅超过50%。热钱获利走了,留下了的是伤痕累累的越南。如果汲取越南的教训,或许,我们更应该警惕。因为在我国的“热钱”更多,“热钱”数量越庞大,一旦发生,危害就越大。中国科学院世界经济与政治研究所博士张明发布的最新报告警告,2003年至2008年第一季度,累计流入中国的“热钱”多达1754.2亿美元(约合13682.8亿人民币),约为2008年3月底中国外汇储备余额的104%!张明强调:“一旦爆发金融危机,当前的巨额外债未必如我们想像中的那么充足。”

那么应该如何防止“热钱”兴风作浪?首先当然采取各种措施,堵住“热钱”流入的渠道,防止“热钱”的大量涌入。但是,从实际效果上来看,这种做法并不令人乐观。据报道,王岐山副总理在威海调研时获悉,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。从这个细节上不难看出,“热钱”的涌入已经到了不择手段的地步,仅仅采取堵的措施难免有疏漏,因为成本实在太高,我们的监管不可能延伸到渔船上。

我认为,关键还在于不给热钱牟利的机会。根据经验,“热钱”入境后一定会千方百计地寻求投资增值。“热钱”流入中国的动因,在于获得利息、人民币升值收益以及资产价格增值,据此推算,热钱的投资对象大致包括银行存款、股票、房地产三类。要防止热钱兴风作浪,也应该从这三块着手。就目前而言,“热钱”存到银行并不合算。市场普遍预期,今年人民币对美元的升值幅度将达到10%至15%,再加上中美两国利率倒挂因素,从理论上讲,只要能把手中的美元换成人民币存入中国国内的银行,就可以坐享12%至17%的无风险年利。但是,这种计算没有考虑“热钱”所面对的时间成本等因素,也没有考虑“热钱”承担的风险因素,如果考虑到这两大因素,“热钱”的这种套利行为一个是获利并不丰厚,一个是风险大,撤离难,另外,也容易被查处。

因此,笔者认为,热钱到中国,很可能是三个选择:一是大批量收购中国的矿产等资源;二是投资于股票;三是投资于房地产市场。尽管很多人倾向于认为,“热钱”青睐中国的房地产市场,但我认为,由于房价仍然处于高位,热钱向这一领域投入的可能性不大,最大的可能是在中国收购矿产等优质资源,或投资于股票。事实也正如如此。目前,热钱加快了在中国收购矿产等资源的步伐,从和田玉到金矿,外资身影不断涌现。在美元持续贬值的当下,“热钱”通过收购中国的矿产资源和其他优质资源,不仅能够规避美元贬值风险,还能坐享人民币升值及资产升值之利。面对这种疯狂的收购,政府应该出台更为严厉的措施予以限制。同时,应对股票账户进行严格的监管,对实名制进行更严格的核对,将每一个账户都纳入监管范畴,对资金异常账户特别“关照”,不给热钱涌向股市的渠道,以避免热钱的进出加剧股市震荡。我认为,只要管好这两大入口,“热钱”想在中国兴风作浪并不容易。

罗杰斯疑似一个著名的小散户

魏巍

众所周知,罗杰斯是中国股市的坚定唱多者,他说得最多的一句话是:“我不会卖出所持有的中国股票。”罗杰斯的执着为几乎所有的投资者所熟悉。然而,7月10日,罗杰斯在接受采访时说,他从未买过A股股票,而是买入H股、B股、S股。罗杰斯的这句澄清恐怕会让许多投资者失望,原来这个坚定的“死多头”纯粹在玩虚的。

中国股市经常大起大落,这种难以把握的市场让普通投资者经常一筹莫展,在这种情况下,他们寄希望于知名的投资大师指点迷津,把大师们的言论当成金科玉律,当作走向财富殿堂的金钥匙。也因此,罗杰斯在中国每每受到明星般的待遇,前呼后拥的追随者让罗杰斯体会到了在美国想都不敢想的腕儿的待遇。罗杰斯经常就中国股市走向发表自己的看法,其言论曾经影响过A股走势——这又反过来强化了罗杰斯的话语权,奠定了其在A股市场的江湖地位。

由于人们常被罗杰斯当成明星,忽略了最本质的问题:如果罗杰斯在中国A股投资,他将成为大赢家还是成为被套牢一族?忽略这个最重要的问题而去盲目追随是非常可悲的。这毕竟是在投资领域而非娱乐圈。盈利能力及避险能力是考



验一个投资大师真实水平的标尺,如果以此来衡量罗杰斯,会发生什么呢?你会惊讶地发现,从投资策略和实际操作来看,罗杰斯充其量只是一个追涨杀跌的小散户。

其一,反复无常,盲目操作。2007年1月,上证指数到达2800点左右时,第一次到中国就发出明确的判断:中国股市处于“歇斯底里的状态”,已经出现泡沫,A股出现了“很多危险的迹象”。中国股市以大跌回应罗杰斯的言论。但仅仅几天

后,罗杰斯就变脸,认为“目前中国股市高称不上是成形的泡沫,但股价的确太高”。这透露出来的信息是,罗杰斯并没有真正理解或把握中国股市的本质与脉搏,只能根据自己的感觉瞎碰,这恰是投资者的本意,而罗杰斯一直在演绎反复无常,这种心态决定着,他要在A股生存恐怕就比较困难。

其二,误判大势,追涨杀跌。在去年1月强调中国股市存在泡沫的罗杰斯,声明自己不会买中国股票,

理由是价格太高了。但是,在此后股价日渐高涨时,罗杰斯却又不间断地买入,他一直在买进中国股票,甚至具体到板块。到2007年9月,A股涨到5000点上方时,罗杰斯不仅未意识到风险,反而公开表示:“如果今年沪深股市再涨一倍或两倍,泡沫常,这种心态决定着,他要在A股生存恐怕就比较困难。如果明年2月份的沪指达到10000点,那么存在泡沫的可能性就更大,到那时我将全部卖掉股票。”

中国股市没有到达10000点,

Column | 专栏

完善公司治理,我们还要支付多大代价

积极学习国外先进经验,上市公司在公司治理上可以做的事情实在很多,之所以借用外资入股成了突破的主要方式,恐怕是在许多方面受到了某些强势阻力的缘故。这也让我们从一个侧面看到,落后的体制与制度安排的代价有多么高。

田立

国内上市公司近年间掀起了一股“售股热”,争相将股份出售给国外企业。不少公司走的是“强强联合”道路,比如建行售股给美国银行,东方航空售股给新加坡航空等等,说起动机,也都差不多:吸收先进管理经验。记得改革开放之初的“招商引资热”,那时的动机之一就是“吸收先进管理经验”,而现在则是让有先进经验的外企持有我们的股份。怎么先进管理经验吸收了三十年了,还没吸收到?还非得要通过股权转让方式?在中国企业资产规模日益膨胀,市场份额日益扩大,资金实力在投资者大力支持下今非昔比的情况下,股权转让如何定出一个合理价格呢?如何保障投资者利益呢?前不久关于建行是否贱卖的争

论就是这些矛盾的集中体现。

我反对单纯以转让价格或者所谓的资产股份来判断中国的企业是否被贱卖,因为决定一项资产价值的根本力量是权利义务关系。就拿建行来说,很多人是因为看了美方持有的期权的执行价格而心生愤怒的,这样的判断当然缺乏理性,因为建行到底是不是被贱卖,与期权的执行价格无关,关键是建行是否为此得到了合理的风险补偿。这就需要让投资者知道契约双方当初是怎么定价的了。很遗憾,当事人至今也未给出相关信息,理由是“商业机密”,由此而引发的质疑,甚至是愤怒就是理所当然的。

更让人担心的是普通投资者的利益如何得到保护,只要是股东,无论大小,都有权利知道涉及自身利

益的公司行为,即使他无力改变什么,但他至少要有选择立场的权利吧,这是投资者最起码的权利。但遗憾的是,普通投资者连这样的权利都很少享用,这就谈不上什么公平的市场环境了。

现在,问题又回到了起点,这些上市公司急匆匆把股份转让出去,到底图什么?如果是为了先进的管理经验,我们只要雇佣合格的管理人才不就行了(哪怕薪水高一些),干嘛非要转让股份呢?要知道,聘请一个高级管理人才(团队),董事会都可以通过合理监管来保证股东利益最大化的。转让了股份就不一样了,拿到股份后,人家也是股东了,无论当初契约如何约定人家的义务,你都很难通过公司治理结构来保证他一定尽职尽责向你传授“先进经验”,也就是说,所谓的“先进经验”,也是说,对方的义务实质上不具有约束性,所谓学习的初衷又凭什么来保证呢?

反过来看,获得股份的国外企业所得到的就不那么简单了。百威啤酒收购哈啤70%的股份,等于一下子占有了中国最大的啤酒市场——东北啤酒市场,而这对于百威啤酒来说,即使再花十年也未必能做到,友邦保险公司持有10%中

国人民财产公司股份,等于一下子拥有了4000家中国内地的保险零售机构,且不说建立这么多的机构能否得到中国监管当局的批准,仅从成本角度看,友邦也是大赚特赚。甚至就连新加坡航空公司越来越不中意的“东新恋”,如果真的要缔约,航线的收获也是巨大的,因为东航在国内外的市场份额和航线就是巨大的资产,如果对照中国乘坐飞机的乘客与日俱增的现状,新航等于握有一项国内航空市场的看涨期权,代价是有限的,而收益空间则远大于此。所以有人说新航此次“由热转冷”可能是由于油价上涨导致的流动性不足,此论差矣,因为如果这个项目确有价值,它就不会受成本或流动性的制约,我倒觉得,新航可能更担心的是民航总局对东航“返航门”事件的进一步处罚,并最终导致东航失去更多航线。所以说,以股份或期权为代价来获取“先进经验”,对方的获利可能远比我们想象的要大。

既然代价这样大,售股方就一定另有原因,而这个原因很可能是出于公司治理结构方面的考虑。长久以来,中国的资本市场就有“中国特色”和“国际惯例”之争,只是每

遇阻力必是“中国特色”占上风。我们不可否认凡事要讲中国国情的意义,反倒是不赞成凡事必拿来的经验主义,就像针叶植物与阔叶植物在防止水分流失时就应该有不同的方式一样。但是,事物又必有其必然的规律,不同的植物防止水分流失的方式不同,但其本质都是一样的:保证生命系统。市场经济可以有不同的表达方式,但不能因此否定本质规律。股份制企业因其所有权与经营权的分离,不可避免要出现代理成本问题,不论中外皆是如此,而解决的办法就是不断完善公司治理结构,在这方面,我们的确缺乏经验,而且还受制于体制的影响,理念和手段都是落后的。这种情况下,积极学习国外先进经验当然是必要的。但这种学习一定要以高代价的售股方式吗?事实上,上市公司在公司治理上可以做的事情很多,只是受到了某些强势阻力而已。于是,借用外资入股就成了突破的方式,我想这才是售股的真正原因。这也让我们从一个侧面看到,落后的体制与制度安排的代价有多么高。(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)