

Observer | 上证观察家

现代经济的一个重要特点是信心和预期总是走在经济变化的前列,而人们的预期变化会影响信心,进而信心又会进一步地影响预期。所以,经济调控除了关注当前宏观经济数据外,更需要关注信心和预期的变化。因此,建议停止人民币升值政策、下调存款准备金率、出台重点是社会保障的积极财政政策、有效稳定投资增长。

# 内外环境已变,紧缩钟摆或需回调

◎赵晓

尽管今年中国经济大体仍能够保持繁荣,但从趋势和信心看,接下来的情形非常不乐观。种种迹象表明,紧缩的钟摆必须往回调了。

从宏观经济变化看,1至5月,出口顺差780.2亿美元,与去年同比下降8.6%。去年中国经济11.4%的增长里,有2.7个百分点是出口带来的,那么当顺差增长变负以后,出口对增长的贡献就没有了,也就是假设投资和消费增长与去年相同,今年的增长也要放慢至少2.7个百分点,已达不到9%,恐怕是8%多点的水平了。

出口大幅度下滑,中国经济增长就主要靠消费和投资拉动了。但是,此时要特别警惕一个假象,就是在物价波动比较激烈时,不要被名义投资和消费增长所欺骗。因为在物价上升比较快,物价大幅度波动的情况下,名义指标可能会掩盖实际指标回落的真相。以这样的测算,我们发现今年前5个月,实际投资增长逾15%,比去年的20%已大幅回落。实际消费回落情况要好些,大体保持了去年的水平,但这可能与今年暴雨雪灾以及抗震救灾导致的消费非正常上升有关。而从居民收入增长看,则非常不乐观。今年以来,居民真实收入下降,尤其是城镇居民收入大幅度下滑,一季度实际收入增长只有3.4%,而去年全年城镇居民实际收入增长是12.2%。由于消费增长与收入增长之间存在相当稳定的关系,这预示着消费的增长不会持续了。

去年,消费为中国经济增长贡献了4.4个百分点,罕见地超过了投资对中国经济增长的拉动。这其中有一个“财富效应”的特殊原因。去年股票、房地产收益都比较高,因此大家敢消费,所以去年消费增长的幅度甚至超过了居民收入增长的幅度。但今年情况完全不同,财富效应已没有了,有的可能是负效应,无论是房市还是股市都是如此。收入增幅的下降与财富的绝对下降意味着消费会掉下来,其前景不容乐观。

经济本身有一个惯性,经济的运行,包括紧缩的效应会继续发挥影响,假如按照这个态势发展下去,经济会继续下滑,最后一根稻草会压垮骆驼,钟摆会摆过头。

还有一点需要格外强调,经济调控除了关注当前宏观经济数据外,更需要关注信心和预期的变化,这甚至要比宏观经济数据重要。因为信心和预期总是走在经济变化的前列,而当你看到数据时可能为时已晚,调整的最佳时机过去了。现代经济的一个重要特点就是它是由信心所支撑的,通过金融、

资产市场反映到整个实体经济,而人们的预期变化会影响信心,进而信心又会进一步地影响预期。十年前的亚洲金融危机是个非常清楚的案例。我国香港和新加坡一向被宏观经济学家看好,在刘遵义所作的大型宏观计量预测中,几乎是最不可能出现危机的,但当东南亚金融风暴发生,投资者对整个东亚经济发生怀疑时,这两个地方同样遭殃。去年“5·30”沪深股市暴跌时,中国经济基本面、市场资金面没有任何变化,但市场急泻,原因在于市场信心一下子崩溃了。目前股市一蹶不振,也与非理性的信心危机有关,股民尤其是散户几乎不敢再玩下去,彻底丧失了信心,此时,政府救市就显得太晚了。

有人在谈中国楼市的救市,但是在谈楼市救市之前,真正要做的,是稳定市场。我们需要警惕的,乃是避免进入信心危机所导致的破坏性调整。我们尤其要警惕国际投行对沪深股市的一致看空演变成对中国楼市的一致看空,再演变成对中国整体经济的一致看空,进而给他们制造抄底机会。现在有一些国际投行已开始看空中国经济,如果楼市崩盘,他们的看空说法就获得了支撑。接下来,人们对中国经济的信心就会反转,市场预期就会迅速变化,那时宏观数据将回落更快,而调控则彻底错过了时机。

现在很多人说现金为王,这就是信心和预期开始出现反转的信号。大家都把钱捏在手里,不投资也不消费,中国经济靠什么拉动?就业靠什么保证?老百姓又如何从楼市暴跌中得到真正的好处?所有的开发商垮掉真的会对购房者有好处吗?错了,买房者和公司越少,竞争就越少,买房者的选择就越多,中国住房状况就越难改善。

1997年时,那一轮宏观调控已持续了四年,本来应该往回调了,但当时因为担心物价,结果选择了继续紧缩,结果钟摆摆过了头,中国经济进入非常困难且少见的通货紧缩。本轮紧缩从2003年算起也已有四年之久,许多紧缩政策的效应是陆续、累积发挥出来的。到今天,无论能源原材料成本、出口成本、环保成本、劳工成本还是资金成本都全面上升,出口加工制造业已无法承受,今年以来外贸顺差负增长就是非常强烈的信号:“中国制造”这台中国经济增长非常重要的发动机开始熄火。而以房地产为代表的城市化土木工程建设这台重要发动机,在紧缩压力下,供需格局、市场预期开始改变,今年以来成交急剧萎缩,新开工项目大大减少,熄火之势也已相当明显。还要强调的是,在持续紧缩之

后,即使没有任何新的紧缩政策,已有紧缩政策的惯性效应也会将经济继续推入下滑,因此任何新的紧缩政策,甚至包括某些重要部门负责人传出的紧缩声音,在这个时候都是完全有可能成为压垮市场和经济的“最后一根稻草”。此时,无论政策的出台,还是政策的声音,都会变得格外敏感。当事者不可不慎!

房地产对经济增长直接和间接拉动的作用可以占到20%到30%的比重。如果房地产调控力度不当或者过头,会成为第二个股市。而接下来对股市的悲观,对楼市的悲观可能会演变成对中国经济的悲观。鉴于目前非常微妙的经济形势以及未来可能出现的风险,笔者提出如下政策建议:

第一,立刻停止人民币升值政策,以保持经济的内外平衡。顺差不再增长而是下滑,外贸企业尤其是中小企业大批倒闭,说明升值已到尽头;中国经济已不再过热,而是有趋冷迹象,引证过热的所谓“三过现象”均已变化,甚至物

价也将出现逐季回落的趋势,年底可望回落至3%左右的水平。汇率的决定机制和汇率水平并无定论,最重要的是考虑外部经济平衡(进出口平衡)和内部经济平衡(经济是否过热,增长是否可持续),既然中国外部经济平衡和内部经济平衡都已发生根本变化,2005年以来的人民币升值就该告一段落。

第二,银行存款准备金率不仅不该上调,还应下调。为什么?让我们用警察救落水者来打比方。警察救人,有四种救法。疏好防护栏,不让人掉下水,这是上上之策;有人一只脚踏下去时,赶紧抓住他的另外一脚,避免让其完全落水;在这人刚掉下水时赶紧捞上来;这个人掉下去半小时昏死过去时才往救。当前的中国股市,就是一个上救落水且昏死的人,出去救救,已经晚了。如果在去年股市从6000点回落至4000点的时候政府主动将印花税从双边征收改成单边征收,并在去年12月时,限制一下大小非解禁,目前股市不至于落到如

此不堪的地步。而楼市,则如同一只脚已落水的人,这个时候只要稳定市场就行了。下调存款准备金率,其目的相当于印花税在去年6000点回落至4000点时的主动调整,其效果可起到相当于给中国经济增长修筑防护栏的作用。

第三,在经济放缓时,希望靠消费来拉动经济增长是不切实际的,最有效的还是投资增长。因此,当前稳定投资特别是稳定房地产投资增长才是稳定中国经济增长的关键。

第四,政府可再次出台积极的财政政策,但重点不是财政投资,而是社会保障,以此促进消费增长。

第五,为避免房地产成为第二个股市,政府需要排查开发商资金链风险,严防恐慌性资金风险延伸到银行和整个经济。

第六,政府可以通过出台具有扩张性政策效应的制度创新政策,如REITs(房地产信托投资基金)、企业特别是民营企业上市来扩张经济。

## 货币向左 财政向右

◎吴志峰

上半年统计数据即将出台,预计通货膨胀仍在7%以上的高位,GDP增速连续第三个季度回落,但仍高于10%。回落较为明显的是出口,沿海地区以鞋帽纺织为代表的劳动密集型出口产业面临的困境,已引起中央高层连续出动调研,房地产量减价滞也引发国人对银行资产质量的担忧。

其二,原则上放弃固定汇率制度,大幅放松人民币汇率浮动范围。同时汇率管理层加紧实行对货币跨境流动的监控和管理。

其三,发行人民币债券,以大幅吸纳流动性。债券发行主体包括政策性银行、有业绩支持及投资项目的企业、股权投资基金等等,发行对象包括商业银行、出口企业、市场机构和普通民众。大力支持将过剩流动性疏导到中西部地区、农村地区,疏导到科教文卫、节能减排、中小企业等瓶颈领域。笔者认为,应该充分利用热钱流入导致的流动性过剩机遇,放弃将过剩流动性疏导到国外的错误思想,后者已被证明是无效的。

其四,由国家财政支持,对三农、节能减排、中小企业、科教文卫的投资实行财政补贴或减税,尤其要在从紧货币政策下建立向上小格管制现象,以此打出一套政策的

“组合拳”。我认为,这套“组合拳”大致可以包含以下“拳种”:

其一,停止提高准备金率,果位加息,继续实行从紧的货币政策,在17.5%的高位继续提高准备金率,不仅空间有限,而且效果很为成本高昂。央行应借加息一举两得,“货币清理工”的帽子,向市场重新自己形象。

其二,原则上放弃固定汇率制度,大幅放松人民币汇率浮动范围。同时汇率管理层加紧实行对货币跨境流动的监控和管理。

其三,发行人民币债券,以大幅吸纳流动性。债券发行主体包括政策性银行、有业绩支持及投资项目的企业、股权投资基金等等,发行对象包括商业银行、出口企业、市场机构和普通民众。大力支持将过剩流动性疏导到中西部地区、农村地区,疏导到科教文卫、节能减排、中小企业等瓶颈领域。笔者认为,应该充分利用热钱流入导致的流动性过剩机遇,放弃将过剩流动性疏导到国外的错误思想,后者已被证明是无效的。

其四,由国家财政支持,对三农、节能减排、中小企业、科教文卫的投资实行财政补贴或减税,尤其要在从紧货币政策下建立向上小格管制现象,以此打出一套政策的

财政支持小额贷款的发展。

其五,国家和西部省份财政联合设立产业转移基金,创建工业园区,支持沿海劳动密集型企业向中西部转移,在中西部工业园区发展各具特色的产业集群,促进产业链的有机成长。东部发达地区财政要设立产业升级基金,在促进产业向中西部转移的基础上,支持企业实行产业升级举措,包括开展创新研发、品牌营销和物流网络,帮助企业产业升级中降低成本,增强发展的信心。

其六,在加息情况下,放松对油价、电价等生产生活价格的行政管制,消除价格管制对经济的扭曲效应。以扩张性财政支持粮棉肉蛋禽的生产供应,同时对受通货膨胀严重影响的企业、地区和人群实行财政补贴,或进行结构性的减税措施,缓解通货膨胀对经济社会的负面影响。

显然,这套组合拳的核心是从紧货币政策与扩张性财政政策的组合,在总量上依靠从紧的货币政策来调控通货膨胀,同时辅之以结构性的扩张性财政支持。货币向左,财政向右,以此应对“中国式滞胀”,确保中国经济继续又好又快发展。

(作者系国家开发银行政策研究室高级经济师)

## 小额贷款 能否招安地下钱庄?

◎王学

近日,浙江省政府决定在全省开展小额贷款公司试点,并明确提出信誉好的小额贷款公司将推荐改制为村镇银行,以改善农村地区金融服务,规范和引导民间融资。

我注意到,一些媒体在报道时直接强调:“浙江地下钱庄将合法化,浙江将在国内率先全面试水小额贷款公司。”不可否认,对地下钱庄因势利导,比单纯地封堵要有效得多,与其让它躲在暗处非法经营,不如放它出来规范经营,给它穿上合法的外衣。但是,小额贷款公司能够招安地下钱庄吗?我认为很难。理由如下:

其一,小额贷款利率无法和地下钱庄相比。我们知道,地下钱庄之所以火爆,与其高得吓人的贷款利息有关。中国人民银行温州市中心支行监测的数据显示,今年1月份,温州地区的民间借贷的平均年息在14.124%以上,这一利率水平比目前银行贷款7.47%的利率高出了一倍,而据台州市发改委的监测,2月份民间借贷年利率加权平均高达17.42%,短期临时性的周转资金的年利率更是高达36%-60%,有些甚至达到了120%-300%。而实际贷款利息还要高得多,央视经济半小时日前报道,温州民间借贷年息高达72%。

其二,小额贷款的高门槛。以浙江为例,它规定,小额贷款公司发起人“净资产不低于5000万元(欠发达县不低于2000万元)、资产负债率不高于70%、连续三年盈利且利润总额在1500万元(欠发达县限制600万元)以上”。而地下钱庄则没有这一系列条件的限制。以温州为例,温州民间资金之所以能够在短时间内形成规模,搅动全国的投资市场,除了资本的雄厚,更重要的原因是温州民间形成了大量的投资中介和中介机构,把大量散落在民间的资金集中起来,投向高利润领域。而这些投资中介和中介机构并没有明确门槛限制。这也会使小额贷款对地下钱庄的吸引力降低。

其三,小额贷款不能吸储。根据规定,小额贷款公司在经营过程中,若有非法集资,变相吸收公众存款等严重违法违规行为,将吊销营业执照,追究公司主要负责人的法律责任,而不吸纳存款相当于一条腿走路,小额贷款公司的发展就受到严格制约。而地下钱庄却可以集中大量资金,这种具有金融机构功能的钱庄,比小额贷款具有更大的灵活性。这当然会使小额贷款对地下钱庄的吸引力降低。

其四,小额贷款发放受限制。浙江省政府特别强调,小额贷款公司须按照“小额、分散”的原则发放贷款,70%资金应发放给贷款余额不超过50万元的小额借款人,其余30%资金的单户贷款余额不得超过资本金的5%。小额贷款公司不得向其股东发放贷款。这一系列限制是地下钱庄最忌讳的,因为它们更希望把资金投向能够短期获得暴利的领域。

显然,小额贷款对地下钱庄没有足够的吸引力,用它来招安地下钱庄几乎不可能达到目的,这需要有关部门继续探讨,找到更合适的解决方案。

## 金融创新防风险仍是首位

◎倪小林

解决房地产问题需要金融创新,改善银行资产负债结构也需要金融创新,于是,个人住房抵押贷款证券化正在扩大。在美国次贷危机还没走出阴影的情况下,笔者认为进行这样的试点,需要勇气,更需要应对风险的智慧。

据《南京日报》报道,“南京市个人住房贷款证券化悄然开闸放水。一家南京市的股份制商业银行成了首个吃螃蟹的勇者,其数亿元个人住房抵押贷款被“打包”出售给上海一家信托公司。而随着个人住房贷款证券化的推开,投资者也有望于近期增加一种全新的投资方式:通过“购买”个人住房贷款,获得一定的收益。”很明显,这既可以活跃房地产业,又为证券市场增加了投资品种。因为被打包的抵押贷款,可以出售给个人投资者,投资收益可达5%,投资人在市场就多了一个个可供选择的新品种。

资产证券化在我国起步并不晚,但因这一产品需要银行、证券、信托融通融合,我国信托业前些年发展起伏很大,资产证券化相对也就时断时续。发展资本市场和现代经济资产证券化是无法回避的课题,住房抵押贷款、汽车贷款都可以证券化。

产品初创者的愿望很明显,是为了降低和分散银行风险,抵押贷款证券化是在信用风险总量不变的情况下改变信用风险结构,从技术上看的的确有着降低风险的可能性。但是,美国次贷危机爆发,让人们开始重新审视地看待这一产品的风险。

美国华尔街的投资精英们也没料到,仅仅因为购房者缺乏还款能力就使得整个金融创新产品受到重大打击。为什么证券化不能继续化解风险了?原因很简单,全球金融业的泡沫使那些能够分散风险的工具有,也成为泡沫化中一个环节,就出现了逆向效应,必然放大风险。假如我们要继续进行金融创新,推行资产证券化,就不得不关注两个方面的问题:一是审核贷款人信用必须从严;二是融资过程必须受到严格的监管,以保持对于资产证券化风险的清醒认识。

目前,全球金融创新产品在近一年时间里几乎停滞不前,成为金融业最苦闷的一件事情。澳洲央行行长不久前在中国演讲时称,希望抵押贷款证券化复兴,不过他的态度既积极又暧昧。因为在竭力建议恢复抵押贷款证券化的同时,他也不断提醒人们,注意创新过度和控制风险的问题。对于资产证券化要尽力弥补监管的漏洞,对于操作者要实行严格奖惩。现在回过头来看美国次贷级债,由谁来监管,如何监控打包产品的出售过程,是一件并不那么明确的事情。因此,资产证券化试水扩大范围,强调防范风险一点也不过分。

## Column | 专栏

◎傅新

国家外汇管理局相关部门负责人最近接受媒体采访时表示:“无论从资金通过的渠道还是规模,我们认为现在基本上不存在热钱,因为热钱是快进快出,但事实并不是这样。”这位部门负责人表示,热钱的一个存在条件是资本项目的开放,也就是说只有资本项目开放的国家才能有热钱的快进快出。而我国资本项目走,无论是货物贸易还是FDI,快进快出都比较困难。在这种情况下,管理部门不认为国内有热钱流入,而只有“异常资金”。

让外管局如是声明的原因,是6月25日,中国社会科学院世界政治与经济研究所专家张明发表的一份报告称,在一定的经济学模型假设下,流入中国的热钱规模已达惊人的1.75万亿美元。

这不是闹着玩的,关于热钱规模,一个是惊人的1.75

万亿美元,一个是“现在基本上不存在热钱”,这种差异是什么概念呢?7月14日,1美元兑人民币6.8266元,创汇改以来第54个新高。据此计算,1.75万亿美元折合人民币11.95万亿人民币,是我国2007年财政总收入的两倍多,而它对应的另一个数据是0。提供数据者,一个是社科院专家,一个是外管局负责人,首先可以肯定,两者都不是外行,如此巨大差异的数字,有点无厘头的意味。

有一点是可以肯定的,如果热钱数据巨大,外管局等有关部门恐怕会如坐针毡,因为,热钱的大肆涌入在某种程度上可能被视为监管不力的结果,有关部门在热钱问题上的倾向性不言而喻。关于热钱,目前最常用的算法有两种:一是直接把外管局编制的国际收支平衡表中的“错误与遗漏”项目数据算成热钱;二是用外汇储备增加量减去贸易顺差再减去外商直接投资净流入,得

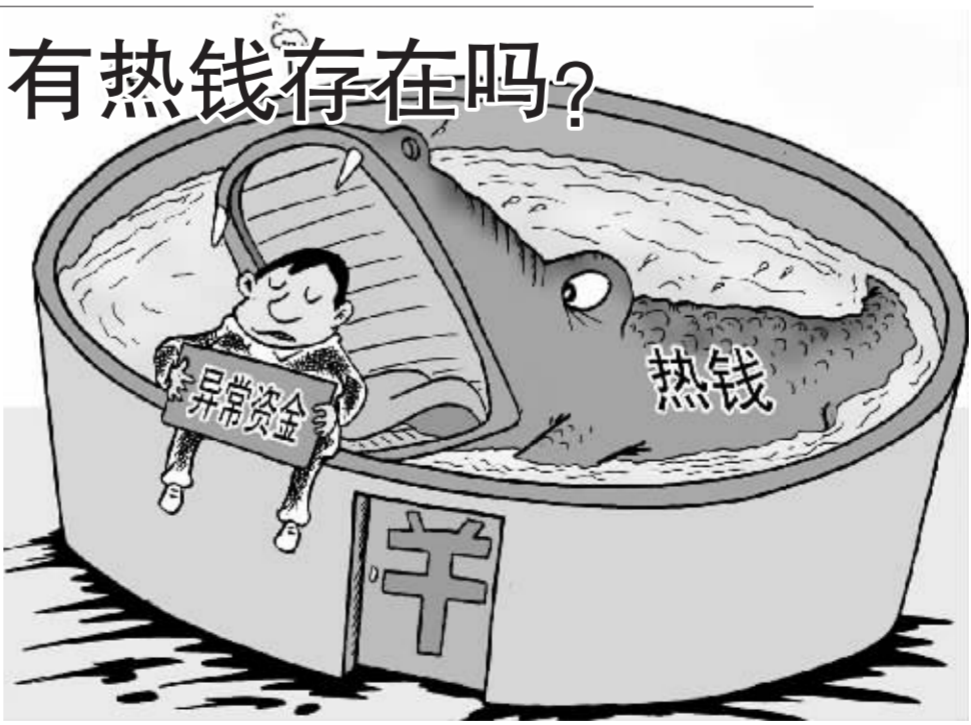
出热钱数值。不可否认,这些算法都有缺陷,但外管局给出的理由有点牵强。

外管局负责人认为,热钱的一个存在条件是资本项目的开放,也就是说只有资本项目开放的国家才能有热钱的快进快出。而我国资本项目是受管制的,热钱从经常项目走,无论是货物贸易还是FDI,快进快出都比较困难。在这种情况下,管理部门不认为国内有热钱流入,而只有“异常资金”。

“异常资金”与热钱到底有多大区别暂且不提,单就资本项目而言,此说就不够严谨。早在2004年5月,外管局副局长马德伦在一次讲话中就表示,在国际货币基金组织划分的43个资本交易项目中,中国有大约50%的项目已基本不受管制或有较少限制。最近3年来,资本项目开放的进程一直在持续。进一步说,即使资本项目受管制,热钱也并非就无法涌入。今年3月初,世行就专门发了一份报

告,主题就是“中国热钱流入部分由于资本项目管制”。而且,热钱未必一定从经常项目走,最近,王岐山副总理在威海调研时,得到了一个信息是:在威海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。像热钱的这种涌入方式,显然不

是常规监管所能知晓的。“现在基本上不存在热钱”的观点之所以令人担忧,在于这种结论的唐突,在于对热钱的忽略。如果我们否认热钱的存在,就无法提高警惕,进一步提高监管手段最大限度地抑制热钱在国内的肆虐,一旦热钱找到牟取短期暴利的



刘道伟 漫画

的缝隙,就可能给我国庞大的经济肌体带来伤痛。在中国市场日益开放的今天,完全封堵热钱的涌入是不可能的,因此,需要以科学而严谨的态度对热钱进行估算和监管。再次强调,简单地否定热钱的存在是非常危险的——越南金融危机就是一个最明显的教训。