

# Opinion

## 房产投资衰退 经济格局改善有望

◎曹建海

看最新统计数据,我国上半年实现国内生产总值130619亿元,按可比价格计算,同比增长10.4%,比上年同期回落1.8个百分点。令人不安的是,上半年经济增速的回落,或许是中国连续8年高速增长纪录的终结。如果考虑到这还只是经济增速回落的开始,未来一段时期中国经济增长的前景,注定将增添更多的变数。

再细看,上半年全社会固定资产投资68402亿元,同比增长26.3%,比上年同期加快0.4个百分点;社会消费品零售总额实现51043亿元,同比增长21.4%,比上年同期加快6.0个百分点;实现贸易顺差990亿美元,同比减少132亿美元。如果剔除固定资产投资价格上涨10%的影响,实际固定资产投资增长14.8%,高出GDP增长4.4个百分点,显然固定资产投资仍是拉动我国经济增长的主要因素;扣除7.5%的零售价格上涨,则上半年社会消费品零售总额的实际增长率为12.9%,快于GDP增速2.5个百分点,表明宏观消费正处于复苏状态。

在城镇固定资产投资中,三大产业投资分别增长69.5%、26.6%和26.2%,其中第一产业投资增长同比加快32.0个百分点;上半年我国实际使用外资金额524亿美元,增长45.6%,比上年同期加快33.4个百分点;完成房地产开发投资13196亿元,同比增长33.5%。房地产开发投资在城镇固定资产投资中的比重达到22.6%,在全社会固定资产投资中的比重达到19.3%,在GDP中的比重达到10.1%,分别比2007年全年平均的21.5%、18.4%、10.05%,分别高出了1.1、0.9、0.5个百分点,表明我国对房地产开发投资的依赖,在古今中外的历史上,达到了从未有过的程度。

如果考虑投资对建筑业、建材工业、冶金工业、装备制造业、运输业等行业的拉动因素,可以看出房地产开发投资对于中国经济的巨大带动作用。所谓的重化工业超前增长,不过是房地产投资过热的表象而已。而房价下跌、房地产投资减少则会对整个经济的增长,对银行体系构成沉重打击。在一定程度上,房地产开发投资的增长,可以诠释我国钢铁工业面对国际铁矿石和海运价格大幅度上涨,因何仍然可以从容定价;在资本市场上,房地产股和银行股比翼齐飞、齐落的面目,也可以印证我国银行体系对房地产业的极度依赖,让人忧虑在不久的将来会遭受重创。

今年以来,房价下跌,商品房需求急剧下降,房地产企业随之掀起破产重组潮。照此趋势,我国房地产开发投资增长率将大幅回落,甚至负增长。按照目前的信贷政策和公众对于高房价的普遍抵制态度,下半年特别是奥运会结束之后,以北京为首的大中城市的房价将出现降价风潮,全国楼市有可能步入漫长的熊市。大量房地产企业不得不过度房屋降价、资产重组来寻求生存,更多的企业恐怕只能倒闭、破产。预计,明年将出现房地产投资增长负增长。基于国民经济健康发展的要求,笔者认为,应将这种投资衰退归结为经济理性,因为它标志着近些年来靠房地产开发投资拉动地区及全国经济增长的格局,有望得到较大的改变。

展望今年下半年及今后的宏观经济政策取向,为了防止恶性通货膨胀爆发,应在继续采取货币从紧、制止热钱泛滥的政策前提下,对房地产业和农、工、商业采取不同的政策:对农、工、商业适当松动,特别是加大工业企业自主研发和从事高新技术产业的信贷投放和财政支持,启动中小制造业融资支持和税收减免的政策,以促进工商业的持续健康发展;同时进一步加大对房地产开发和消费按揭贷款的控制,可考虑通过废除预售制,鼓励居民和单位自建房,鼓励政府提供保障性住房、加大对空置房持有者的处罚等,使房价尽可能逐渐向重置成本趋近。

(作者为中国社会科学院工业经济研究所投资与市场研究室研究员、经济学博士)

## 人民币减缓升值正其时矣

◎陈波神

人民币对美元汇率中间价自7月16日创下6.8128的汇改以来新高后,便在短短两个交易日之后掉头向下,并持续在6.82以下区间盘整。此前,市场普遍预计为:下半年人民币升值步伐将放缓,并极有可能会以短贬缓升来修正过度升值。

次贷危机爆发以后,美联储就一直奉行弱美元政策,这无疑加速了人民币的升值步伐。而人民币单边升值预期导致的热钱流入,则进一步强化了人民币升值速度。难怪有人说人民币对美元汇率被油价所绑架,油价升,则美元贬值,人民币自然被动升值。反之,油价回落,则美元走强,人民币对美元汇率也相应回落。

短期来看,人民币对美元汇率要看油价的脸色。仅凭这一点,就可以认定支撑人民币升值的基本面因素已得到有效释放。汇率如同币值的价格,自然也有可能出现泡沫。脱离基本面的价格,不可能长期维持,人民币对美元汇率走低,也就不难理解了。

长期来看,汇率是否均衡,可以看贸易顺差的大小。币值低估因素逐渐释放的过程,也就是贸易顺差逐渐减小并最终稳定下来的过程。上半年我国贸易顺差为990.3亿美元,同比下降11.8%,净减少132.1亿美元。6月贸易顺差为213.5亿美元,较去年同期已有显著下降,但距形成稳定的贸易顺差或逆差还有较长时间。由此可见,人民币长期升值趋势依然不会改变。

在汇改之初,就有过关于升值路径的争论。大部分观点支持逐步升值,避免一次性升值的阵痛和无法预知均衡汇率的尴尬。三年来的实践表明,缓慢升值对于实现经济增长目标十分有利;不仅通过发展外向型经济扩大了外部需求,还推动了产业结构的依次升级。如今,中国经济增长面临诸多不确定性,外部需求因次贷危机而显著下降, PPI持续高企及人民币的加速升值也压缩了外向型企业的生存空间。上半年PPI上涨7.6%,人民币对美元升值6.50%,即便是毛利率15%的外向型企业,还有多少生存机会呢?由此,人民币是否继续升值就成了争议激烈的话题。

在人民币升值预期下,即便是能勉强维持生计的企业,也因看不清盈亏平衡点不敢贸然接单。最终,大量的中小企业要么停产、减产,要么倒闭外迁,不仅对经济增长不利,对就业也会造成巨大压力。如果升值不能获得好处,反而要以牺牲经济增长为代价,那人民币升值又有什么意义呢?

事实上,市场对于人民币升值的态度已开始变化。比较明显的是境外远期市场(NDF),从4月中旬起,远期交割汇率就已出现贬值。从银行间外汇交易的即期市场看,对人民币放缓升值的预期也逐步达成一致。7月28日外汇交易中心人民币对美元询价系统以6.8410报收,较上一交易日收盘价下跌221基点,是汇改以来最大单日跌幅。市场普遍认为,此前央行强调保持人民币利率在合理、均衡水平上的基本稳定,已暗示了管理层可能抑制人民币升值速度的政策取向。

人民币减缓升值意味着升值趋势不改,但节奏可以调节。在全球经济增长放缓及通胀的双重压力下,人民币升值应该具有更多的灵活性和策略性。一方面,不至于对经济增长形成较大伤害,另一方面,也要主动掌握升值时机,引导产业结构的合理转型。因此,汇率改革也要服从宏观调控大局,配合货币政策、财政政策等一系列措施,确保“一保一控”政策落到实处。

## Observer | 上证观察家

# 形成有效货币政策传导机制的两个前提



陆前进

就我国的现实情况而言,在人民币持续升值和中美利率倒挂的情况下,央行货币政策的工具更多的是使用数量型工具,而不是价格型工具,这样既有利于控制信贷扩张和通货膨胀,又有利于防范投机资本流入,这也是目前普遍持有的观点。

所谓数量型工具主要是指法定准备金率、买卖国债、买卖央行票据和信贷规模控制等,价格型工具主要是指存贷款利率和汇率。由于汇率本身既是央行调控的货币政策工具,又是央行调控的货币政策目标,因为通过人民币升值可以削减国际收支的盈余,缓解流动性过剩,也有利于控制进口品的价格水平,但是人民币汇率如果升值过快,可能会导致一些出口企业倒闭,而且投机资本能够获得更多的汇兑利润,因此央行又需要对汇率水平加以控制,所以一些学者在谈到价格型工具,往往把汇率排除在外,而特指利率工具。

在人民币存贷款利率管制条件下,数量型工具和价格型工具的独立性较强,数量型工具和价格型工具基本是隔离的,相互影响较弱,无法形成有效的市场传导机制。从严格意义上讲,在金融市场比较发达和市场机制比较完善的条件下,数量型工具和价格型工具对实体经济的影响有类似的特点,数量型工具有价格型工具的特点,价格型工具有数量型工具的功能。如央行买卖国债的公开市场操作,它不仅可以直接改变货币供应量,还可以改变利率水平和利率结构。买卖国债一方面可以直接影响基础货币,进而影响货币供应量,另一方面大量买进国债,将导致国债利率上升,央行大量卖出国债,将导致国债利率下降,这是由国债的供求关系决定的,同时央行买卖短期国债和长期国债数量的变化,也直接影响短期利率和长期利率的结构变化,进而影响到短期融资和长期融资的数量结构关系。同样,发行央行票据和卖出国债也有类似的特点,不仅影响基础货币,也会影响央行利率。

由于我国利率还没有市场化,数量型工具因此就不能够有效地影响利率,同时利率对基础货币的影响也较小。由于利率管制,数量变化和利率变化的联动机制被切断,导致了数量型工具和价格型工具的分流,也就是说,数量工具和价格工具的效应是独立的。而在美国和欧元区,央行确定一个基准利率,如在美国是联邦基金利率,欧元区是货币市场的主导利率,然后央行通过公开市场业务操作实现这样的利率目标,货币政策工具是为达到利率目标服务的。现在我国的数量型工具主要是用来回收过多市场流动性,承担央行冲销干预的功能,存贷款利率则由央行直接调整,以控制投资和通货膨胀。实际上,利率体系中除了存贷款利率,还有同业拆借利率、央行票据利率、国债利率等等,货币市场的利率基本上是由市场来决定,市场化程度较高,但因为存贷款利率是管制的,所以货币市场的利率向存贷款利率的传导是断裂的,同时存贷款利率的水平控制也会制约货币市场利率的有效反应。

上述分析显示了我国数量型工具和价格型工具相互隔离的主要缺点:一是货币市场利率不能对货币政策工具充分反应,存贷款利率难以发现真正的市场利率,二是存贷款利率不能够充分起到调节资金流向的功能,容易滋生非正规的金融如地下钱庄等;三是难以形成合理的货币市场利率关系,经常出现一级市场的发行利率比二级市场的市场利率低的现象,即一二级市场利率倒挂,货币市场一二级市场没有形成完善的套利机制;四是我国还没有建立一个有效的基准利率,去年1月5日全国统一拆借市场正式公布,它不仅可以改变货币利率,这意味着中国的基准利率的诞生,但是目前Shibor无论在拆借交易数量、定价引导和市场影响等方面还不能够承担基准利率的功能。

目前关于加息一直是一个争论的焦点,在提高法定准备金率和大量发行央行票据的情况下,银行借贷资金趋紧,银行间拆借市场的利率会不断上扬,同时在央行大量发行票据的情况下,央行票据供给和长期利率的利率关系,也会出现类似的情况,甚至一二级市场利率倒挂,如现在在三年期票据数量型工具因此就不能够有效地影响利率,同时利率对基础货币的影响也较小。由于利率管制,数量变化和利率变化的联动机制被切断,导致了数量型工具和价格型工具的分流,也就是说,数量工具和价格工具的效应是独立的。而在美国和欧元区,央行确定一个基准利率,如在美国是联邦基金利率,欧元区是货币市场的主导利率,然后央行通过公开市场业务操作实现这样的利率目标,货币政策工具是为达到利率目标服务的。现在我国的数量型工具主要是用来回收过多市场流动性,承担央行冲销干预的功能,存贷款利率则由央行直接调整,以控制投资和通货膨胀。实际上,利率体系中除了存贷款利率,还有同业拆借利率、央行票据利率、国债利率等等,货币市场的利率基本上是由市场来决定,市场化程度较高,但因为存贷款利率是管制的,所以货币市场的利率向存贷款利率的传导是断裂的,同时存贷款利率的水平控制也会制约货币市场利率的有效反应。

## Column | 专栏

# 基金一再失措 症结究竟在哪里



黄循

基金又一次因自己的行为受到嘲笑。二季度刚刚大举抛售金融地产股,现在又急急忙忙大举买入金融地产股。如果是有计划的高抛低吸,那在最后结果出来之前,谁也不便说三道四。问题是,现在大举买入的理由跟当初大举抛售的理由不仅自相矛盾,而且同样是没有找到足够的支撑。金融地产股,当初未必糟糕到该被大举抛售的地步,现在也没有出现值得大举买入的足够令人兴奋的支撑。恐怕连基金自身也无法相信,这一次的自我否定是否将意味着否定之否定的理性升华。

尽管管集中了密度相当诱人的高学历人才,但是基金的判断力却让人怀疑。前几年基金就一再地唱空周期性行业,然而,某些周期性行业尤其是与基础设施建设有关的板块出人意料的表现和市场表现却一次又一次地印证了基金的判断失误。如果只是一次地印证了基金的判断失误,那么,业绩如果未受到人为的操纵应该是不偏不倚的。可是,连业绩表现也跟基金过不去,那只能说明基金的判断出了问题。

有人把问题归结为基金经理太稚嫩。没错,基金经理虽然学历高,但普遍年龄较轻,40岁以上的还不到20%,更主要的是,基金经理变动过于频繁,致使现有在职经理的平均任职时间还不到一年半,许多人缺乏足够的投资实践经验和必要的资金运作运用的管理经验。

不过,这未必是基金表现不成熟的真正症结所在。因为如果是基金经理辞职外流过多而摊薄了基金经理的成熟程度,那么,对症下药的方子有的是,无非就是尽可能地同业绩挂钩就是了。公募基金基金经理流向私募基金的原因,除了前者的提成比例不如后者之外,还有另一个更主要的原因,那就是股权。股权使得基金经理有了为自己打工的感觉,这在公募基金除非MBO,否则简直就是天方夜谭。

事情不能不回到它的起点,那就是“为什么设立基金”?对此,私募基金和公募基金的答案是很不一样的。私募基金说的是:我帮你理财,你给我回报。私募基金经理获得的股权即使不完全自己的钱也是有具体的出资人承担的,它同时也是对其所

实际上,货币政策数量型工具和价格型工具的区分是相对的,两者间是相互包含的,调控工具的选择取决于我们选取什么样的货币政策目标。从短期来看,货币政策的工具之间的相互独立是由于市场机制的不完善。因此,完善我国的利率市场化体系和完善我国的货币政策工具其实是相辅相成的,有了这两个前提,就能最终形成合理的利率水平和利率结构,形成有效的货币政策传导机制。

## 如何应对境外炒股“民间直通车”



漫画 刘道伟

◎国惠

外汇局调查发现,“港股直通车”自去年因多种原因受阻后,一些境外投资机构为境内居民个人从事境外证券投资开通了“民间直通车”,值得关注。它反映出境内居民投资多元化的一种合理诉求,但在现有的法律环境下风险很大,可能造成的危害难以估量。

目前,国外许多基金、证券经营及理财机构(以下统称境外券商)均开办了代理中国居民个人买卖境外上市股票业务。其运作流程是:境外券商利用在内地开设的办事处或民间组织,暗中进行业务宣传,拉拢境内居民个人投资境外证券市场;办事处或民间组织为客户提供开户的境内居民个人审核资料(身份证或护照、地址证明等)并邮寄出境,境外券商通过电话与境内居民个人核对信息无误后,代客户开立证券交易系列账户,并将汇款路径、账号和密码以电子邮件方式告知客户;客户根据收到的信息,以

学、生活费、生活费理由购付汇,将外汇资金按指定路径汇往境外证券交易资金户;客户在网上自行下载境外券商提供的证券交易软件后自行操作买卖;若账户资金需汇回国内,可通过传真向境外券商发出资金划转指令,境外券商将资金划入客户指定的同名境内银行账户或境外银行账户上。此外,客户也可通过网上完成资金划转。

很显然,这样的“民间直通车”削弱了资本管制的有效性。目前,政策上只允许境内居民通过QDII从事境外证券投资,然而一些发达国家对自然人参与本国股市交易没有严格限制,一些境外券商和境内理财机构利用这一点突破了国内政策限制,由于无法及时监控涉及交易的跨境资金规模和时间,极易成为异常资金跨境流动的地下通道。

这样的“民间直通车”还会助长非法外汇交易行为。个人外汇管理政策规定,境内居民个人年度限额内购付汇(等值5万美元)仅凭

笔者以为,货币政策工具的差异在于不同的作用对象,因此,完善我国的利率市场化体系和完善我国的货币政策工具是相辅相成的,有了这两个前提,就能最终形成合理的利率水平和利率结构,形成有效的货币政策传导机制。

(作者系复旦大学国际金融系副教授)

个人有效身份证件即可直接办理,超过限额时凭有效证明。调查发现,许多个人因参与境外证券投资而购付汇超额时,提供的一般为学费、生活费、捐赠等名义的虚假证明,甚至有些人直接通过外汇黑市兑换外汇,扰乱了外汇市场秩序。

还有,由于现行政策不允许境内居民直接投资境外证券市场,因此,“民间直通车”形成的跨境资本流动,无法如实反映在国际收支统计体系中,导致国际收支统计信息质量下降,影响政策决策的有效性。

为此,笔者提出几点建议:第一,完善个人外汇管理政策,明确禁止境内居民个人通过境外券商办事机构或境内中介,以个人名义从事境外证券投资,明确个人超额购付汇申请材料的形式和内容,加强真实性审核。

第二,在个人购付汇系统中设置对私购付汇频率和发生额预警参数,提高监测效率。利用国际收支、外汇账户、个人购付汇系统,建立科学分析指标,对个人外汇收支、结售汇和外汇储蓄等流量和存量资金,实施交互式监测与核查,及时锁定个人异常外汇交易线索,有针对性地开展现场检查,严厉打击各种违规行为。同时,对个人从事境外证券投资的行为,应明确确定性和处罚标准。

第三,考虑到当前我国资本市场发展和国际收支的整体状况,也为了适应居民个人参与境外证券投资的要求,应适时、稳妥推行个人境外证券投资业务的试点,逐步将其纳入法制化、规范化轨道,这样,既有利于促进国际收支平衡,也有利于增加居民财产性收入。

二季度刚刚大举抛售金融地产股,现在又急急忙忙大举买入。恐怕连基金自身也不知道,这一次的自我否定到底算什么。从某种意义上说,归属感决定成熟度。要使基金成熟起来,还得先从还基金的发行权于市场开始,使其从一开始就学会面对市场,亲近委托投资者的利益,远离违背基金根本宗旨的窗口指导。

履行了理财责任的一种担保,和一般意义上的股权激励不是一回事。而公募基金的设立则是行政权力对市场蛋糕的垄断性分割,一方面对发行人输送利益,保证他们获得与管理基金相当的管理费以及寻租权利,另一方面,则从所批准设立的基金那里得到作为利益交换的托市承诺。在这里,公募基金对基民的信托责任早已置于脑后,至于基金经理不过是托市棋盘上的一颗棋子。

公募基金与私募基金在对基金经理的绩效考核标准也大不相同。虽然社会上也有对私募基金的评价和排行榜,所谓排名者,无非就是托市的贡献大小而已。而凤毛麟角的跑赢大市者,居然没有几个是为委托人赚了钱的,这更说明排名不过是公募基金行为背离价值理念的潜台词。为排名而托市,也会因害怕排名落后而争抢蛋糕的垄断性分割,无非就是托市的表现。公募基金不怕托市,也不怕砸盘,就是因为他们没有找到花自己的钱的感觉。这样的钱哪怕扔水里,也不影响基金经理的管理费,甚至也不对基金经理的薪酬产生太大影响。

基金不成熟,虽然在形式上不乏基金经理不成熟、投资理念不成熟、考核制度不成熟、内部管理不成熟、运行机制不成熟等多方面的表现,但不从根本上解决为什么而设立基金的问题,不要说基金成熟不起来,股市也成熟不到哪里去。而基金就连生存都困难。某著名阳光私募基金的不成熟,在很大程度上也是股市的不成熟所造成的。只要股市需要多发IPO和再融资,就可以多发基金,而且还可以用一定的比例来限制基金的自主行为,使得基金即使不想在合适的价位接盘也欲罢不能。无论在什么条件下,基金总是可以用各种各样的排名来掩盖其靠天吃饭的无能。而在市场环境,基金做空是真实倾向也总是可以由于仓位比例的表面稳定而得到掩饰。这充分说明,牺牲

了委托人的利益托市去,对托市的贡献越大,离信托责任越远,而且,托市的实质也是伤害市场,为融资服务的功能最终不能不为对融资功能放大化的过度追求所损害。

在某种意义上,归属感决定成熟度。要使基金成熟起来,就得先从还基金的发行权于市场开始,使其从一开始就学会面对市场,亲近委托投资者的利益,远离违背基金根本宗旨的窗口指导。

从管理层的角度来说,今日为托市而发行的公募基金越多,日后将不得不面临如何解决公募基金所有权归属问题的难度越大。公募基金不等于全民所有制,但像目前这种有特定发行人所发起设立的公募基金确实存在在尚未明的问题。用固有控股的政策管理公募基金,不免牛头不对马嘴。要使基金成为市场稳定器,根本之策是让基金回到市场,明确其对委托投资者负责的信托责任。

在某种意义上,还基金发行权于市场,明确其对委托投资者负责的信托责任。至于IPO的主体市场,是包括基金在内的市场权力走向成熟的开始,也是中国股市走向成熟的开始。否则,一切都谈不上。