

Observer | 上证观察家

谁在搅局 A 股?



李国旺

在“维稳”的大旗下,国内的投资者原来相信,北京奥运期间 A 股即使不涨,也不会暴跌。所以,A 股在奥运会开幕前后连着深度急跌,不能不让国内利益相关者大为吃惊。

国内中小散户和基金深度被套,国有金融机构被严格要求“维稳”,国内主力机构无论是基金还是解禁股的持有者,从讲维持稳定的政治高度看,不会在此时抛售。广大散户,人数庞大但单个资金量还是持仓量都不大,更何况在“处置效应”即卖盘持亏这种投资心理作用下更不会主动杀跌。

谁在搅局 A 股? 如果我们转身过来,隐隐约约总能发现海外资金即前期为监管者格外注意的所谓各路热钱形迹可疑的影子。

国人所看到的一幅图是:一直通过各种路径压人民币升值的美国政府,突然间打压石油价格,国际油价从 150 美元附近直泻至 116 美元关口,下探至三个月来低点,同时美元持续走强,热钱撤离而人民币升值势头

沪深股市此番深幅下沉的背后,有国际热钱逆向而行的影子。国际热钱不仅仅是挑战中国社会“维稳”的负面力量,而且还在争夺控制中国经济和金融市场的主动权,还在争夺中国人的财富命运控制权。鉴于国际热钱有流动快速、规模巨大和破坏性大的特点,我们就得另谋不与热钱“玩”即另起炉灶的策略。

减缓,热钱先做空中国楼市,现在正加大压力做空沪深股市,结果是巨额热钱撤离中国,回流美国迅速拉升美股。纽约股市大幅走高,三大指数涨幅全部超过 2%,其中道指上涨超过 300 点。与此同时,沪深股市 8 日和 11 日分别下跌 4.47% 和 5.21% 创下了本轮新低。

有人测算,包括投资楼市在内,潜伏在中国境内约有 1.4 万亿美元的热钱本金及收益。如果 1 万亿美元本金在未来短期内集中离境,就相当于中国短期内增加了以 7 万亿元人民币计的股票、楼市等资本品的供应,股票、楼价和中国企业的资产价格(包括大小非价格)将下跌,对沪深两市的压力巨大。近期中国特别是深圳地区楼市出现的熊市迹象,就与热钱的撤离有密切关系,这与 11 年前热钱在香港回归前炒高当地楼市和股市后撤离,再反过来炒作很有共同之处。

因此,当前很有必要出台更为严厉的限制热钱出境措施,如果加息热钱自由流动,热钱势必会在奥运期间继续打压楼市和股市,进而造成通货紧缩,迫使大小非股票低位抛售,进而制造更为严重的事态,然后热钱以各

种名义再进入楼市和股市,以比现在更低的价格购买中国资产,或许,2010 年前后有可能再次吹起资产大泡沫,然后高价卖给中国国内投资者。

笔者估计,从现在开始到美国大选的三个多月时间,将是石油价格在震荡中逐步向下的过程,美元将在危机进一步扩散到欧洲后出现“虚拟”即相对升值,美国地产市场在美国政府的大力扶持下可能起死回生,美股将出现一定程度的反弹行情。这样的国际宏观经济背景为热钱撤离中国提供了很好的背景。

因此,笔者认同部分分析人士的判断,上周五和昨天的 A 股大跌,是国际垄断资本在搅局中国经济。热钱不仅是挑战中国的社会“维稳”的负面力量,而且还在争夺控制中国经济和金融市场的主动权,是在争夺中国人的财富命运控制权。

鉴于热钱的流动快速、规模巨大和破坏性大的特点,我们就得另谋不与热钱“玩”即另起炉灶的策略。

一是迅速弥补热钱撤离后流动性不足的风险。笔者认为,“流动性泛滥”是一个伪命题,

“流动性泛滥”是在过去的外汇管理体制下央行被动结汇的结果。一旦热钱撤离,流动性泛滥就有可能转变为流动性紧缺。当前中国经济就处于这种似热非热的状态,即流动性停滞于金融体系,但实体经济得不到流动性的滋养。面对国际垄断资本的挑战,将货币政策从紧缩转为“灵活”,方向正确,但力度还可加大,以迅速弥补热钱撤离后流动性不足的风险,防止经济出现衰退拐点。

二是打破人民币升值预期。打破国际垄断资本操控人民币远期汇率的办法,是开设人民币远期合约,可以通过主动贬值,为企业进一步赢得生存空间。

三是扩大商业银行对企业贷款额度。在目前扩大 5% 至 10% 信贷额度的基础上,视热钱撤离的情况,及时扩大信贷规模,满足国内企业正常发展需要,防止外资通过投资股权高额度回报等形式控制国内企业自主权。

当然,为国民经济和金融安全考虑,决策层还可以出台更为严格的外汇管理细则,防止热钱大规模进出。在情况危急时,甚至可以参考亚洲金融危机后反经济危机的积极货币政策,松动银根,热钱撤离多少,就向经济体补充多少,确保国内经济正常充足的流动性,防止股市、楼市再出现大波动,从而将搅局热钱的效应消弭于无形,真正发挥宏观政策维持经济社会稳定的作用。

《反垄断法》：谨防豁免制度被滥用

吕青

刚刚生效的《反垄断法》,正有一个巨大的隐患浮出水面。

在西方国家,由于反垄断针对的是自然竞争下形成的企业,执法的政府是中立的第三方。而在我国,由于反垄断法主要针对的是行政垄断,在这种情况下,执法的政府有关部门可能恰恰是垄断的制造者,同时,也可能是被《反垄断法》调查和制裁的对象。那么,《反垄断法》还能真正有效发挥作用吗?

在反垄断的法律体系中,有一个重要的概念,即豁免制度,又称反垄断法的适用除外制度,指国家为了保障国民经济健康发展,在反垄断法及相关法规中规定的某些垄断行为不适用反垄断法的法律制度。在美国,对工会组织、农业合作组织、小企业、职业体育运动、知识产权和研发基金、对外贸易领域以及管制行业等适用反垄断豁免。别小看了这个豁免制度,它恰是我国《反垄断法》能否发挥作用的一个重要前提。在豁免制度下,相关行业或企业并不受《反垄断法》的制约。那么,在我们这样一个以行政垄断为主体的国家,豁免制度被过度使用时该怎么办?若相关豁免企业或行业因为豁免而成为独立王国,继续我行我素,《反垄断法》的作用不是将大打折扣么?

实际上,相关专家已明确给出了我国《反垄断法》将要豁免的行业。中国政法大学教授、研究生院副院长李曙光表示,有些行业具有排斥市场竞争的性质,包括一些国有领域如电信、石油、铁路等行业,他们对于民营企业的竞争是排斥的,并且限制一些非国有企业的竞争。李

曙光预测,《反垄断法》正式实施以后,在石油、石化、铁路、工程等领域的诉讼会增加,但同时国家对国有企业也有一些豁免。

众所周知,电信、石油、铁路等行业,是民众质疑最强烈的垄断行业,消费者饱受其苦,如果这些行业均被《反垄断法》豁免,那么,在一个以行政垄断为主体的国家,这很容易造成《反垄断法》被架空。

因此可以说,在我国,《反垄断法》能否真正发挥作用,取决于两个重要方面,一是豁免制度的涵盖范围,二是执法本身。这两个方面,前者是基础和前提,因为它直接关系到《反垄断法》执法的范围。

如果以《反垄断法》为核心的法律体系中的豁免制度的设计及实施,完全由政府主导而缺乏民意(尤其民营企业)的参与,那么,豁免制度很可能滥用。我们需要通过集思广益,兼顾各方利益,建立起一个合理的豁免制度。

首先,豁免制度所涵盖的范围越小越好,这其实也是一个世界性趋势。鉴于垄断的危害性,世界上许多国家都开始采用原则性豁免规定,减少对行业豁免的数量。这些国家大都是市场经济发达的国家,其垄断的形态主要是自然垄断,我国是以行政垄断为主体的垄断形式,更应减少豁免制度所涵盖范围。甚至,我个人认为,鉴于中国的特殊性,不宜实行行业豁免制度,而只规定原则性豁免制度。道理非常简单,实行行业豁免制度的本身是相关垄断行业不受到任何影响,《反垄断法》将遭到肢解。

其次,豁免制度的构建应该让民众参与,充分反映民意。某个行业是否垄断,该垄断是否给社会带来了负面影响,消费者的感受最



漫画 刘道伟

后继乏人

据日本总务省对 2007 年日本个体经济运行情况的调查,在街道、村镇从事制造业、批发零售业、服务业的个体工商户,有 71.1% 的业主已进入老年,并且 80% 左右的户主称生意后继无人。这种情况在远离大城市的地区更加明显。

直接,也因此,消费者是最有发言权的群体。如果在豁免制度的构建过程中,能够搭建一个充分反映民意的平台,权力主导豁免制度所带来的一系列负面影响可以大大降低,损害消费者利益的行为也会大大减少。

第三,要建立起对行政审批权力的制衡机制。从反垄断豁免制度的程序来看,一般都是由企业申请,反垄断机构审批,如果没有对行政权力的制衡机制,反垄断机构可能滥用豁免权,导致一些严重的垄断行为游离于《反

垄断法》的制约之外。比如,可以建立起司法救济机制,让认为豁免制度可能违法滥用的民众,有权利依法提起诉讼,通过司法机构的判决,宣布滥用豁免审批权力的行为被撤销或宣布其无效。

国资委主任李荣融上周明确表示,国有企业,特别是央企,更应该遵守《反垄断法》;也应该受到社会,包括舆论界及人民的监督。这段话,让人们对《反垄断法》的切实执行寄予了厚望。

Column 专栏

在不确定性中把握趋势,需要认清美国男篮和经济两个一致性的全球化趋势;两者的领先地位和长期基本面依旧值得信赖,但两者都面临着多元化、多极化发展趋势的不断挑战,而国际货币体系紊乱、局部金融动荡和全球通胀压力,将给处于结构转变中的世界经济带来不容小视的影响。

美国篮球与经济：一样又不一样的“梦八”

——“实”话奥运之二



程实

美国篮球和美国经济,两个貌似毫不相关的话题却有着不可名状的潜在交集,都有一枝独秀的梦幻历史,都曾经历过一段欲说还休的梦境时分,又都面临着不可预知的圆梦之旅。对美国男篮,“梦八”似寓意着对一个梦想重新振作的 2008,而对美国经济,“梦八”似寓意着对一个梦想远离衰退梦魇的 2008。

这两个梦想,一样又不同,最大的共有注脚就是梦想本身的“不确定性”。是的,似乎有很多理由相信美国男篮已无法重回“梦一”巅峰,美国经济也再难书写“新经济”神话;但不经意间,世人又总能或多或少地发现美国男篮和美国经济依旧生机勃勃或在蓄势反弹的蛛丝马迹。

不一样的“梦八”,一样的扑朔迷离,一样的令人费解。

近观美国男篮,接二连三的兵走麦城让其陷入了前所未有的低谷。自从 2000 年“梦四队”以微弱优势摘得悉尼奥运会金牌之后,美国男篮的夺目光环逐渐褪色,立陶宛人、阿根廷人和西班牙人相继品味到了战胜“NBA 群星会”的美妙滋味,全世界看到了动摇美国篮球霸主地位的希望。当这 15 次参加奥运会,12 次夺得冠军,在北京奥运会前 119 战 114 胜的蓝场战神不再令人惧怕时,人们很容

易就发现了新一届“梦八队”的“阿喀琉斯之踵”：“超人”扣篮王霍华德兼具力量与弹速,但 2 米 11 的身高似乎难以独撑内线;科比过人的得分如探囊取物,但与队友的配合稍欠火候。更糟的是,在熠熠生辉的群星之间似乎缺少一股整合力量,而篮球不是一个人的运动。

再近观美国经济,当格林斯潘、巴菲特们把“长期衰退”或是“大萧条”习惯性地挂在嘴边,越来越多的入相信“美国经济的复苏之梦正在一步步沦为明日黄花,2008 只是一个失落年代的开始,而非非结束”。当然,人们很容易找到美国经济长期衰退的命门: 肆无忌惮的个人消费铸就了美国经济的长期辉煌,但消费信心下降、长期财政赤字和信贷市场紧张迟早会让美国重回“储蓄年代”,四散家财的赤字财政政策提供了增长的长期刺激,但“双赤字”可持续性的日渐式微又暗示着最终清算的即将到来;美妙可人的美国国债外持有与购买给美国经济增长输入了源源不断的外部助力,但投资多元化的发展趋势和美元超发的问题放大了美元资产减持变成主流的可能。更麻烦的是,美国货币政策虽然在不断探索创新,但其与世界其他主要央行的政策协力似乎还未完全形成,在一个博弈环境恶化的时代,这在难以令人心安。

失落与沮丧仅仅是共鸣硬币的一半。在低谷和窘境的后岸,希望的点点火花依旧闪耀于美国男篮和美国经济当中。之于美国男篮,征战北京的 NBA 群星们流露出罕见的激情与投入感,美国大众甚至布什总统也寄予了科比无上的亲情支持;之于美国经济,布什、伯南克和保尔森奏响了政策搭配联手救市的乐章,深陷泥沼的金融机构们也不断进行着涅槃重生的艰苦尝试。在阴霾之中闪烁的球场战绩与经济数据不时地为这充满希望的一半提供佐证,在最近一次 2007 年的美洲男篮锦标赛中,美国男篮再次激情夺冠;今年二、三季度美国 GDP 季环比增长年率为 1.9%,这比前两个季度的 -0.2% 和 0.9% 要好了不少。

而就在北京奥运会激情开幕的前一周,美国男篮和美国经济的短期表现似乎更抢眼。美国男篮在热身赛中接连大比分战胜加拿大、土耳其、立陶宛、俄罗斯和澳大利亚,并在 8 月 10 日与中国长城的遭遇战中以 101 比 70 告捷。美国经济的闪光点则更是不一而足,美元指数上周出现了三年半以来的最佳表现,将美元推高至四个月以来的最高水平,美元兑欧元也上涨了 5%; 上周五公布的今年二季度美国非农业生产增长率为 2.2%,而在 20 世纪 70 年代以来爆发的 6 次美国经济衰退中,生产率平均仅增长 0.8%; 周一公布的 6 月美国工厂订单也增长了 1.7%,大大高于预期的 0.7%; 周二公布的 ISM 非制造业指数则从 6 月的 48.2 上升至 7 月的 49.5; 上周四公布的 7 月待

定住宅销售则大幅增长了 5.3%,不仅高于预期的 -1%,更大大高于 6 月的 -4.7%; 而伯南克在上周的货币政策会议中依旧保持了 2% 的基准利率不变,其在会后讲话中流露出的对通胀的高度关注令市场欣慰。

笔者认为,在不确定性中把握趋势,需要认清美国男篮和美国经济共同的两个一致性的全球化趋势;首先,美国篮球和美国经济终究还是强大的,很长一段时间内,NBA 仍是国际顶尖球星的最大舞台,美国需求仍是全球经济的最大市场,美国篮球的领先地位和美国经济的长期基本面依旧值得信赖,这一趋势有助于我们远离盲目的悲观一极;其次,美国男篮和美国经济面临着多元化、多极化发展趋势的不断挑战,在全球化不断发掘其他区域潜力并将其转化为实力的同时,美国男篮和美国经济在群雄并起过程中的波动性风险总是难以回避,而国际货币体系紊乱、局部金融动荡和全球通胀压力将给处于结构转变中的世界经济带来不容小视的影响,这一趋势意味着我们不能偏安于盲目的乐观一极。

当然,在笔者看来,两者最不一样的地方也许就在于,美国男篮的圆梦之旅顺利前行的几率可能比美国经济早早远离滞胀梦魇的几率要小不少。

祝科比们好运。
(作者系金融学博士,宏观经济分析师)

理性看待经济周期

陈波狮

8 月份以来,国内外经济形势发生了一些显著变化,上周美元指数强劲上涨 247 点,涨幅为 3.37%,为三年来单周最大涨幅。与之相对应,原油期货价格继续大幅下跌,8 日纽约商品交易所 9 月份交货的轻质原油期货价格下跌约 5 美元,以每桶 115.2 美元报收。11 日人民币对美元汇率中间价为 6.8638,已连续 9 个交易日走低,为汇改以来所罕见。

备受煎熬的外向型企业来说,人民币持续贬值似乎是一场及时雨,油价走低也降低了输入型通胀特别是 PPI 的压力。但单就输入型通胀而言,油价回落并不能有效缓解 PPI 的压力。国家统计局公布的 7 月份 PPI 竟高达 10.0%,大大超过了此前机构预测的 9.2% 至 9.4% 区间。过高的 PPI 对经济增长很不利,不仅在于其可能向 CPI 传导,形成社会公众的通胀预期,还会削弱企业的盈利能力,对经济增长及就业均构成威胁。PPI 数据公布后,市场对通胀及经济衰退的忧虑加剧,沪深两市更是以大幅下跌作为回应,沪市单日跌幅为 5.21%,再創本轮调整以来新低。

此前曾有观点认为,8 月份 PPI 有可能随油价回落,由此得出上半年通胀看食品价格,下半年通胀看 PPI 的结论。笔者以为,国际油价向国内 PPI 的传导并不同于发达国家,症结就在于我国对油价实行管制,根据测算,发改委 6 月份上调成品油价格后,对应的原油价格大致为每桶 90 美元。也就是说,国际油价在未跌破此价位前,对我国 PPI 的影响甚微。

不可否认,美元走强既有二季度经济数据释放的信心因素,也有市场对欧元区等经济体增长放缓的担忧。二季度美国 GDP 增长 1.9%,主要在于弱美元对出口的推动及消费支出的反弹。二季度美国出口增速为 9.2%,比一季度加快 4.1 个百分点,个人消费支出增长 1.5%,也高于一季度 0.6 个百分点。上述数据虽然低于经济学家预期,但有助于市场形成经济周期见底的想法,从而为美元走强提供了基本面的支撑,而欧元区及英国

相继宣布维持现有利率水平不变,则向市场传递出对经济增长担忧的信号,直接导致了欧元及英镑的走软,助推了美元的强势上涨。近期,人民币在对美元贬值的同时,对欧元、英镑等主要货币均大幅升值,也验证了美元上涨的外生因素。

不过,对于美元持续走强,不应抱有过多幻想。首先,经济周期不可能在短时期内结束,上世纪三十年代著名的大萧条,从 1929 年开始,整整持续了 4 年。七十年代发生的两次石油危机,使得世界经济陷入了长达三年的衰退和一年半的滞胀。九十年代日本的经济危机,被称为是日本“失去的十年”。而次贷危机自去年 5 月初现端倪以来,至今不过一年左右,加上今年上半年的石油及粮食危机,此时就断言美国经济走出泥潭明显过早。其次,不应忽视二季度美国经济增长背后政府的施救因素。自次贷危机爆发以来,华盛顿宣布了数千亿美元的减税计划,美联储连续 7 次降息,以此刺激经济增长。“两房”危机爆发以来,又通过了 3000 亿美元的拯救计划。即便如此,二季度美国住房投资依然下滑了 15.6%。美国 6 月 CPI 较上月上涨 1.1%,较去年同期上涨 5%,为 26 年以来最高点。市场不免担心,在经济增长依然乏力的情况下,美联储又拿什么来对付日益高企的通胀呢?最后,资本回流的“跷跷板”效应并不具有持续性。此轮美元上涨,离不开欧元区、英国、日本、韩国等经济形势恶化驱赶的资本,但谁又能保证流入美国的资金,不会再次流出呢?一旦套利机会出现,热钱等逐利资本难免会选择“跷跷板”的另一端。

由此可见,片面认为“一保一控”目标容易实现是不可取的。下半年食品价格下降的因素释放后,PPI 经过 3 至 6 个月的传导,无疑会对 CPI 形成新的压力。而极有可能在奥运后重启的价格体制改革,也会释放部分通胀因素,通胀形势依然难以乐观。而人民币的短暂贬值,并不能改变长期升值的趋势,依赖净出口的经济增长前景仍然堪忧。因此,对于经济周期,我们应该有长期应对的心理准备。

货币政策应体现区域差别化

崔宇

从“两防”到“一保一控”,官方对经济形势判断的微妙变化让人有了货币政策放松的遐想,而且趋向于结构调整的财政政策组合拳也在浮出水面,将集中在控制政府支出规模、加大民生保障力度,在全国范围推广增值税转型以及信贷额度、出口退税调整等方面,除控制政府支出外,其他措施都可看成是对从紧货币政策的“对冲”。但以总量调控为主的货币政策,其实在结构调整上还有空间,即基于地区间不平衡现状制定区域差别化的货币政策。

考虑到中国东部和中西部之间经济和金融发展水平的巨大落差,总量上的货币紧缩并不符合“最优货币区”所要求的经济同质化的前提,以上调存款准备金和信贷规模控制为主的“一刀切”式紧缩货币政策其实“误伤”了中西部地区。据统计,西部六省区(陕、甘、宁、青、新、内蒙古)2007 年外贸顺差为 17.89 亿美元,仅占全国的 0.68%,而且 FDI 和热钱也大都集中在东部,再加上资金跨区域流动造成的“虹吸效应”,中西部并不存在流动性过剩。现在媒体上充斥着东部民营企业信贷难的呼声,这是一部分先富起来的人的思维,其实中西部地区企业面临的困境更现实,是在是雪上加霜。

笔者认为,货币政策应该注重总量,而诸如中小企业信贷难等问题属于微观金融结构的问题,不能将宏观调控和微观调控混为一谈,其实这只是股柱糕的悲剧罢了。美国早在 1935 年就尝试了货币政策区域差别化。美联储在纽约、芝加哥、圣路易斯等地实行高准备金率 26%,而在其他 16 个城市实行的准备金率最高只 20%,在其余不发达地区实行的准备金率为 14%。至今,美国法定准备金率虽有变动,但依据不同地区银行设置不同准备金率的原则依然如故。中国也有先例,在深圳特区建设过程中,央行批准深圳特区分行拥有自行制定特区内存款准备金率的自

主权,而且还规定对经济特区的信贷资金和吸收的存款,在一定时期内全部留给经济特区使用。

尽管目前中国的货币政策也体现了一定的差别化,比如城市和农村信用社的存款准备金率比商业银行要低 2.5 个百分点,信贷控制也通过“窗口指导”体现了“有保有压”,还有一些优惠的支农再贷款利率等,但这些只是针对不同机构和行业的差别化,还没有体现真正的区域差别化。

由于利率已经部分市场化,其本身也就体现了差别化,而且以中西部地区强制性的利率管制(比如高存款利率、低贷款利率)来吸引资金,不仅会产生套利现象,而且也不符合银行商业化运营的利益,因此货币政策区域差别化应主要体现在存款准备金和信贷规模控制上。

鉴于国有银行和股份制银行是由一级法人总行统一缴纳存款准备金,如何差别化有待研究,但地方法人金融机构的存款准备金率和信贷规模应根据当地经济发展水平由央行各区域分行制定,目前看来,下调中西部地方法人金融机构的存款准备金率值得考虑,但目前商行以及城乡信用社持有大比例的超额存款准备金,截至去年底,商行、城市信用社和农村信用社的超额存款准备金率分别为 5.44%、11.08% 和 8.9%,远远高于国有银行和股份制银行,因此仅仅下调存款准备金率是不够的,还需要些配套措施。

首先,需要放松中西部地区的信贷控制,并加强对信贷流向的监管,以加速中西部的城市化和工业化建设;其次,应取消对存款准备金和超额存款准备金支付利息的管制,让存款准备金真正成为“巨库”,增加银行的运营压力而不是把钱简单地放在央行的账上,最后,要放城乡信用社的贷款利率不能超过基准利率 2.3 倍的限制。实践证明,低贷款利率造成的信贷配给不仅造成了银行惜贷,而且把真正需要资金的人排除在外,中小企业和农民并不怕高利率,怕的是丧失贷款权利。