

Opinion

Column 专栏

汇率市场化的意义是使中央银行摆脱承担外币贬值和本币贬值风险的双重义务,将风险转化为市场条件下的金融产品,通过风险配置机制实现风险的市场化,这才是现代金融市场的本质所在。而这个过程的两个关键——终止结汇制度和终止售汇制度——必须同时完成。

仅仅取消结汇制度是不够的



田立

修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》取消了企业经常项目外汇收入强制结汇的要求。很多媒体在引用此项内容的报道时,多以“有助于减轻国家外汇储备的压力”或“有助于抑制热钱进出”为注解。对此,我并不这样乐观。

基本上建立独立的人民币发行机制。就在上月18日,我还在本栏的《我们需要怎样的宏观经济政策》中再次呼吁汇率制度改革。按理,现在决策层修订了《条例》,取消了强制结汇要求,虽与我的设想不完全相同,但至少是接近了我当初的目标,我理应为此举鼓掌才是,怎么又说不乐观呢?

原因不在于结汇的决定力量上。此次修订方案中取消强制结汇的规定,实质上是把结汇权交到了企业手上,或者说是央行放弃了此类权利。表面上看,企业不必把原来规定的外汇出售给央行,可以减少国家的外债,但换个角度分析一下就会发现,企业如果把赚来的外汇出售给国家,外债的压力又如何减轻呢?这里的关键是决定是否结汇的根本因素——汇率预期。

其是当我们把上述分析中的国内企业一部分地换成国际热钱来考虑的话,事情可能就更清楚了。

实际上,如果我们把刚才说的“值”的压力再考虑进来的话,对新《条例》的盲目乐观就更清晰可辨了。正如上面所说,外债的压力不仅来自数量,同样也来自于价值,辛辛苦苦赚了那么多外汇,最担心的就是缩水。在没有修订《条例》之前,这个问题是很突出的,尤其是美元不断贬值的情况下。现在修订了,问题依然没有解决,只要人民币升值预期不变,只要美元预期继续贬值,得到了结汇权的企业(或热钱)就会不断要求结汇。这就相当于企业有权将外汇贬值的风险转嫁给央行,而央行却没有权利拒绝,这甚至还不如原来的强制结汇制度。因为原来国家至少还有在外汇升值预期下获得外债升值的权利,现在却没有了。尽管央行可以采取诸如“发行以外汇结算的债权”、“购买以人民币结算的债权”,或者通过汇兑互换以实施这两种债权等方式来对冲外债缩水风险,但这与新《条例》的修正没有任何关系,因为不修正央行照样可以这么干。这样看来,新《条例》对

减轻外债压力的观点似乎不成立。

再来说说新《条例》对热钱的抑制作用。我注意到很多媒体在报道此次修正时,对其抑制热钱“快进快出”的作用抱有很大希望,但通过前面的分析我们看到,新《条例》对于热钱的“进”并没有实质的抑制作用。而对于热钱的“出”,新《条例》则没有任何新的动作。从辩证的角度看,抑制热钱的“出”与抑制其“进”同样重要,因为热钱的一贯做法就是先进来狂捞,沟满壕平后转身就走。如果我们能有效遏制热钱的随意退出,就等于堵死了它逃跑的“后门”,这也就变相增加了其“进”的预期成本,使其狂涌的投机冲动受到抑制。而要有效控制热钱的“出”,最直接手段就是终止现行的售汇制度,甩掉央行必须购回本币的义务,到时候热钱想走?可以,但我没义务为你按规定的汇率兑换,实在要换就到市场上去换吧,换得着你走人,换不着,对不起,你就留在这承受贬值风险吧。而现行售汇制度的最大弊端正在于央行把本币贬值的风险留在自己手中,而把转嫁这种风险的权利交到了别人手里,这不等于为热钱提供机会吗?

不难看出,终止结汇制度的改革实质上是汇率市场化的改革,其最终目标是实现资本项目下人民币的自由兑换。汇率市场化的意义是使中央银行摆脱承担外币贬值和本币贬值风险的双重义务,将风险转化为市场条件下的金融产品,通过风险配置机制实现风险的市场化,这才是现代金融市场的本质所在。而这个过程的两个关键——终止结汇制度和终止售汇制度——必须是同时完成的,因为这根本就是一枚硬币的两个面,你把它其中的一面擦得再亮,只要另一面没变,就依然还是一枚旧硬币。这不是什么渐进式的问题,而是一个整体问题。这次修订《外汇管理条例》确实是一个正确的举措,但在具体内容的修正上若能更周全些,从整体目标出发,那么它的效果想必会更明显些,至少对当前低迷的股市应该是实质利好。

现实之所以难遂人愿,问题就出在我们没有同时擦亮硬币的两个面。但我相信,真正意义上的汇率市场化目标不会太远了。对这一点,我很乐观。(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

Observer | 上证观察家

短期内还有可能出现反复,但美元明年全面反转的迹象已经很明显。美国资产价格将重新增长,而新兴发展中国家,包括中国的资产价格将显著下降,并进一步对经济增长造成负面影响。对此,我们应有足够的估计。

风向在变 美元反转序幕似已拉开

哈建光 沈建光

美元正在强劲反弹,尤其是8月初央行加息会议维持利率不变并传递出不再加息的信号,国际油价自7月下旬以来下跌幅度超过了20%之后,美元兑欧元汇率骤然升至5个月来的新高。而此前市场预测欧洲央行年内仍有加息空间,不想这次欧洲央行行长特里谢表达了对欧元区经济前景的悲观估计,会后声明更直言欧元区今年中期的经济增长将显著下滑。世人皆知,美元走势素来与油价密切相关,油价的持续下跌将进一步收窄美元的经常账户逆差,对美元升值形成支持。

赤字在GDP中的比例接近7%,达到历史最高水平。然而,目前这一比重已降至5%,在弱美元件的带动下,美国出口强劲,而伴随着内需的疲软进口需求的下滑,美国经常账户余额将进一步收窄,逐渐接近均衡水平,这将促使美元于明年实现全面反转。

第二、美国经济放缓对主要发达国家的负面影响正逐步蔓延,这个过程通常有一年左右的时滞。现在欧洲和日本经济前景恶化加剧,新兴市场国家也不容乐观,明年将面临更大风险。而美国经济将逐步步入复苏,成为美元走强的重要支撑。

第三、美国利率现在处于此轮加息周期的底部,随着经济下滑风险减小,预计美联储将于明年进入加息周期。与此同时,目前欧元区为抵抗通胀压力将利率维持在7年来的高位,而欧元区内再次加息的可能性已经不大,明年则可能进入加息周期。随着欧美元息差收窄甚至出现反转,美元兑欧元汇率将进一步走强。

美元若全面反转,势必影响全球局势。美元贬值拉动美国出口,明年若美元反转是否会影响到出口进而导致净出口这一新增增长点受到威胁,美国经济将在一季度的强劲增长之后会显著放缓,甚至有可能出现衰退,然而美国经济前景亦不容乐观。美国内需依旧低迷,退税作用消失之后,下半年美国经济下行风险在加大。如果没有新一轮的财政刺激计划,预计美国经济将于四季度出现萎缩。当市场关注美国经济疲软之时,美元将呈现弱势,但估计很难再次触及1.6美元/欧元的低点。

我们判断,美元汇率中期走强,而全面反转将出现在明年。之所以这么推断,是因为两个月前我们提出的那份“警惕美元2009年反转”的报告列出了美元将于今年末或明年初持续反转的三个理由目前正在得到证实和加强。

第一、美国巨额贸易逆差有所好转并将进一步改善,经常账户赤字占GDP的比重有下降并接近均衡水平。随着近年间美元贬值与美国经常项目赤字的不断扩大,2005年底美国经常项目

而美元开始升值之时,将有大量资本从新兴市场国家撤离。受惠于重新流入的全球资本,美国资产价格将重新增长,而新兴发展中国家,包括中国的资产价格将显著下降,并进一步对经济增长造成负面影响。对此,我们应有足够的估计。

另一方面,美元走强将进一步推低原油价格,加上全球经济放缓需求下降,以及投机活动得到进一步控制,我们预计油价于明年将持续回落。大宗商品价格高涨的局面也将受到抑制,全球通胀压力将因此得到缓解。

热钱流出是福不是祸

陆志明

虽然此前对于热钱是否正在选择流出中国存在诸多争议,而热钱的隐蔽性也使得官方的统计口径存在一定的缺陷,但是新近出炉的央行外汇储备数据却为“热钱流出论”派提供了有足够说服力的佐证。根据央行8月13日公布的金融统计数据:7月末外汇各项存款增加56亿美元,小于直接投资(FDI)和贸易顺差,说明热钱外流趋势抬头。对我们来说,这是福而不是祸。

这一发展趋势,在相当大的程度上与国家收紧对热钱流入流出政策有直接的关联。近期,国家外汇管理局、商务部、海关总署联合颁布实施《出口收结汇联网核查办法》,加强对热钱流入流出的主要途径——贸易项目往来的监控力度,防止无真实贸易背景的热钱借用贸易渠道流入以及将来可能存在的集中流出的风险。

热钱因其逐利性而在全球各地频繁流动,以获取最大收益。它于其实产业投资的本质区别在于其往往投资于流动性较好金融资产,而非实业资产;同时注重短期收益,而非长期地与企业及区域经济共生共荣。这两个区别带来的直接后果是,热钱虽然在局部上繁荣一国金融资产领域,但也因此其短期逐利性,不注重与当地经济共生共荣而存在恶意推高资产价格,赚取资金差价的动机。



漫画 刘道伟

飞人双腿难倒中国保险业

由于中国保险业能够为高风险的竞技运动员提供的保险品种太少,尤其是还不能办理特殊部位的保险,所以刘翔始终未能直接为他那双昂贵的腿投保。中国平安以“表达祝愿”的名义曲线赠刘翔的那张保额1亿、期限1年的合同是意外伤害险的标准合同。中国保险业有大量的空白有待填补。

热钱往往是在一国经济起飞以后才选择进入,因为此时可以分享该国经济发展进程中的收益。但是它往往在证券、房地产等金融资产市场上呼风唤雨,很少涉及真正的产业和社会进步,甚至还因其短期的逐利性和利益独立性而导致区域经济出现衰退的可能。这样的例子,稍远的有1997年的亚洲金融危机,近的一国的高金融动荡。长远来看,有越南发展靠的是实业产业投资的进步,并进而与当地的经济社会共生共荣,而非热钱的短期炒作。

此外,热钱过度炒作获取高额收益也会形成不利的“示范效应”。引导众多实业投资资本进入金融投资领域,会造成金融资产价格脱离其实际价值创造能力,最终引发金融泡沫。而在金融泡沫破灭之前,投机经验丰富的热钱往往先于实业资本脱身而出,最终资产价格暴跌由相应的实业投资者买单。沪深A股市场自去年底以来出现快速调整之后,企业利用自有资金或银行贷款投资资本市场失利,并造成企业盈利能力大幅下降的报道早已屡见不鲜。

因而从宏观监管的角度来看,加强对热钱流入流出的监管是关系到社会经济健康发展的必行措施。其中,监测热钱流入流出的各项渠道,把握热钱流动的实际规模是一个方面;另一方面也要对热钱善加利用,将其规模和提振金融资产市场的作用限定在合理的范围之内,更是热钱监管的深层工作。换句话说,如果能将热钱转化为推动中国实体经济发展的资金来源,那才算真正达到了热钱监管的目标。

就目前来看,国内A股市场与房地产市场均面临下行压力,美国次贷危机阴霾加重,欧美日等发达国家经济出现滞涨迹象。据日本内阁公布的数据,由于出口大幅放缓,日本今年第二季度GDP增长率按年率计算为负2.4%,而英国同期通胀率则高达4.4%。日欧经济收缩带来了前期过于贬值的美元的对汇率上升希望。

乐观估计通胀前景为时尚早

马黎明

由于控制物价持续上涨的措施已取得初步成效,物价上涨的趋势在减弱,国务院发展研究中心副主任卢中原认为,我们已走出了由于供给短缺而导致的通货膨胀。

我认为,仅以食品价格回落而影响到CPI涨幅回落即得出“已经走出通货膨胀”的判断有些过于乐观。而这种“权威乐观”如果更多的是出于社会稳定或舆论导向的考虑,而忽视了影响通胀走势的其他复杂因素,那么,也未必有利于稳定或导向。

CPI增幅继续回落,确实给通胀的减弱带来乐观的预期,然而,来自国家统计局的另一组数据却不得不让我们对通胀走势的乐观谨慎一些:7月工业品出厂价格(PPI)同比上涨10%,创下12年来新高。其中原材料、燃料、动力购进价格上涨15.4%。由此分析,PPI对CPI的传导性必将使CPI面临着继续上行的压力。

有一种观点认为,PPI向CPI的传导并不顺畅,因此难以改变CPI回落的趋势;加之世界经济放缓,原油价格回落,从根本上缓解通胀压力的条件已经具备。这一点很值得商榷,传导不顺畅不等于传导不能实现,只不过是时间的问题。以我们的历史看,PPI向CPI传导的周期也好,政府价格管制机制也好,由此表现出的通胀放缓或“已经走出通胀”,主要是“看得见的手”对市场价格在表层强力管制的结果,即以治标为主的手段;而涌动在表层下面的PPI传导等因素,能否永远处于抑制状态,进一步说,以政府补贴手段延缓通胀,价格脱离价值概念的干预机制能够维持多久,这些问题仅凭善良的愿望或是以导向动机行事恐怕是不行的。以国家原油价格对国内经济的影响为例,且不说其不确定性,就算它回落,能否回到国内油价不需补贴的程度,怕是不敢抱有这样的乐观;而油价补贴在任内时也只是一种权宜之计,因此目前的低油价政策对通货膨胀走势的影响,我们也没有理由乐观。

此外,还有一个影响通货膨胀走势的因素决不可忽略,那就是地产业。经济学家任五岭曾有“房地产的高通胀是这次通货膨胀的总根子”,也可以说是这次通货膨胀的“牵引机”和“助推器”一说,此论准确与否先不讨论,地产业过热、房价虚高推动了钢铁、机电以及多种资源性原材料价格暴涨,则是不争的事实。以谨慎的观点说,我们都不能不承认高房价是助推通货膨胀的一大因素。那么,在地产市场宏观调控阻力甚大,70个城市房价继续升高8.2%,而且有些地方政府已在暗渡陈仓的情况下,地产业对通货膨胀的热推效应短期内怕是难以降温。

奥运冠军理财方案?

沈若愚

原来以为理财专家们面对“维稳行情”,最近都丢下手头的活,看奥运会去了。看到一套套“奥运冠军理财方案”,才知道有的专家还在忙着为奥运冠军策划如何理财。

专家们当然是根据媒体对奥运冠军的报道来做理财规划的。奥运冠军的家庭状况比较容易了解,财务状况也可以“毛估估”,其他的理财目标、风险评估也可以从铺天盖地的新闻报道中寻找蛛丝马迹。实在不行,理财专家还有绝技,把奥运冠军分成四大类来规划。第一类是新晋精英阶层,以前在亚运会或其它运动会上获过名次,初次获得奥运冠军,尚无商业广告代言收入,年轻,没有理财经验,理财上较为保守,资产总额在150万至500万之间。第二类是奥运老冠军,多次在运动会上获得名次,在第二次获得奥运冠军后,财富收入也向前迈一大步,偶有广告收入,但理财经验仍显不足,资产总额在500万至2000万之间。第三类是国内富豪级冠军,多次获得奥运或亚运冠军,在国内接待较多广告,人气较旺,有一定理财经验,资产总额在2000万至5000万之间。第四类是国际富豪级冠军,多次获得名次,在国际国内均有非常旺的人气,有一定实业、理财经验和积累了不少,能承受较高风险,资产总额在5000万以上。目前给出的几位奥运冠军的理财方案都是按照这个思路设计的。

这样的分类其实是很合理的,资产总额、理财经验、风险承受能力是不可能成正比的,否则美国退役的NBA巨星就不会时不时冒出破产新闻了。如果不知道奥运冠军的风险承受能力,又怎么能给出合适的理财方案呢?

再说预期收益率吧,理财专家给出的数据是:房产预期收益率5%、货币基金预期收益率3%、银行理财产品预期收益率5%、债券型基金预期收益率5%、股票型基金预期收益率10%。至少在现在,笔者不知道哪里可以找到预期收益率为10%的股票型基金产品。专家也许会说是长期的,只是不知道这些预期收益率有多少经过了多长时间验证?

因为对手信息不明,状态发挥不清,谁会夺得下一块金牌,体育专家也难以预料;理财专家面对不可捉摸的市场和不知底细的奥运冠军“客户”,又怎么能精确估算呢!

理财专家们,奥运期间还请多看比赛,少出主意吧。

商业评选 从来不是行政权力份内事

陈丽君

国务院(国家质量监督检验检疫总局)主要职责内设机构和人员编制规定)对质检总局的职责予以调整;今后不再直接办理与企业和个人有关的名牌评选活动,并将有关的技术评审及事务性工作交给“符合法定条件的相关事业单位”来承担。

所谓“名牌”无非是从市场竞争中脱颖而出,受消费者喜爱的产品品牌。在市场经济体制下,真正能够筛选出“名牌”的评选模式是优胜劣汰的市场竞争机制,最公正且有辨别力的是广大消费者。但长期以来,政府评定名牌成了中国经济领域中的常态。自计划经济时代始,政府就垄断了评定名牌的权力,谁家的产品是名牌由各级政府说了算,这才有大家熟悉的“省优”、“部优”之说。在向市场经济转轨之后,名牌评选依旧由政府部门掌控,变化的只是荣誉的名称而已。

然而,政府评定名牌的弊端是显而易见的。要从成千上万种产品中挑选“中国名牌”,政府需要掌握产品质量、消费者满意度、企业销售收入、信用记录等一系列信息;政府有关部门既非生产者,也非消费者,其信息收集能力是有限的,很难胜任这一重任。而且,政府在评定名牌的时候还有许多不相关的考量,部门、地区间的平衡等方面的计算无一不影响评选的公正与客观。公众往往很容易从政府评定的名牌中发现名不副实的问题产品。

非但如此,政府垄断了评选名牌的权力,就自然成为各大企业的重要公关对象,名牌评选过程因此就可能成为权钱交易的寻租场所,滋生各类暗箱操作、腐败行为。

显然,政府评选名牌是一个高风险的评选机制,只会导致三方俱输:消费者难以挑选到货真价实的名牌,企业难以生产出名副其实的名牌产品,政府则丢失公信力。商业评选本来就不是行政权力该待的地方,行政权力唯一需要做的是保证评选活动的公开透明与符合程序。