

人民币将面临双向宽幅波动考验

◎主持人:邹民生 乐嘉春
嘉宾:谭雅玲,北京大学中国金融衍生品研修班特邀研究员、中国国际经济关系学会常务理事。

美元反弹:一种技术性调整并非根本性反转

主持人:近日,美元出现了反弹走势,由此引发了市场关于美元走势反转的争论。对此,你怎么看?

谭雅玲:我认为,当前美元的反弹只是一种技术性调整,是一种短期的、暂时的现象,并不意味着美元走势及弱势美元现象发生了什么根本性变化,相反倒有诱发美元进一步贬值的可能。

从引发当前美元反弹的影响因素来看,主要有以下两个方面:

第一,美国经济基本面比预期乐观,三大主要经济区比较优势带动了美元反弹。近期,消费者信心指数、就业指标、生产、库存和流通环节等美国经济指标都显示,美国经济比早先的悲观预期更加乐观,如今年美国第一季度和第二季度经济增长指标明显好于预期,分别为0.9%和1.9%,虽然低于预计的2.3%,但仍比负增长的市场预期要好。

相反,欧元区和日本经济表现却不那么令人乐观。一是欧元区经济增长日趋疲弱。这不仅导致了市场对整个欧元区经济的信心下挫,还影响了欧元区协

同的货币政策协调与制定;二是面对欧元区不断高涨的通货膨胀指标,欧洲央行面临加息或抑制经济增长点困难选择。

同样,日本也面临了经济衰退的可能性,尤其是金融机构面临的负面压力,正成为日本经济面临的新问题和新挑战,对其汇率波动有很大影响。

因此,相比之下,美国经济与欧元区经济和日本经济在长期趋势上有比较优势,由此也触发了美元的反弹。

第二,市场对三大主要经济区货币政策会发生变化的预期也带动了美元反弹。从目前来看,美联储面临加息压力、欧洲央行面临降息压力,而日本央行却难以改变目前的利率水平。

不过,目前的汇率水平走势并非完全根据利率水平来确定的,而是受货币政策长期政策取向、主动性政策选择与操作等因素影响的。因为,当前美元的利率水平并不支持美元走强,欧元区利率水平也不会导致欧元下跌,日元利率水平同样不支持日元上升的空间。

但是,目前国际市场上外汇价格的波动超出了市场预期,反映了美国想利用这种市场价格预期的迷失来达到美元调整及货币政策主导的基调。因为,美国财年将在9月底结束,目前美元的短期反弹或将有利于美元的进一步贬值。美元反转只是一个短期的、暂时的现象。

从中期来看,美元贬值是当前美国货币政策的主要策略之一,强势的美元货币政策与弱势的美元策略组合暂时不会改变,并将长期存在。

当然,美联储的货币政策、美国信贷问题的发展趋势如何及由此引发的相关经济和金融问题,都可能会对短期的外汇价格有影响。

不过,从美元波动的未来趋势判断,美元在今年余下的时间里将可能会呈现两种波动趋势:

一是美元继续贬值,尤其是对欧元将可能出现再度贬值:第一次将挑战1.65美元,第二次将挑战1.68美元。另外,其他货币组合的贬值与升值,都可能会使美元指数维持在70点以上水平,这将有利于恢复和稳定美元的投资信心。

二是继续维持美元贬值策略,但美元相对于欧元仍会升值。在今年年底前,美元兑欧元汇率将为1.40美元左右,有突破1.40美元的可能;通过其他货币组合变化,来调节美国经济所面临的压力。

人民币双向波动 贬值概率更大些

主持人:与美元走强相比,近日人民币对美元汇率出现了连续回落态势,短期内人民币贬值问题也引起了市场的广泛关注。对此,你怎么看?

谭雅玲:美元反弹势必会反映在其他主要货币价格的变化上。近期人民币汇率出现下跌并不令人感到奇怪。因为,导致人民币汇率出现变化的主要原因仍要看美元趋势是否真的会出现反转。

不过,从我国内部来看,影响人民币汇率变化的长期因素已有所转变。

首先,经济结构调整压力扩大。截至目前,尽管我国经济基本面并没有发生本质性变化,经济增速下降也在所预料之中。但是,当前我国经济发展和面临之间的矛盾和压力却在扩大,如经济结构面临调整压力。我国经济能否实现阶段性和结构性的调整目标,这将影响市场对人民币汇率波动的预期变化。

其次,我国金融发展滞后会影响人民币估值水平。我国金融发展对增强人民币信心的市场影响已逐渐显露。与发达国家相比,我国金融无论从规模还是从数量上都存在着很大的差距,反映了我国的金融机制、金融效率仍存在诸多不足与问题。因此,我国金融发展的滞后性,使得我们需要认清当前人民币所处的阶段,合理认识当前人民币所具有的价格与价值(即估值水平),而不是一味强调人民币汇率的单一波动趋势。

市场经济规律显示,市场价格波动都是双向的、曲线的,任何单边的价格波动都是有风险的,或将凝聚着巨大的危机。由于汇率风险是经济金融风险乃至金融危机的核心之一,是影响市场投

资信心的基础,也是导致投机策略的源头之一。

因此,当人民币汇率问题已日趋成为当前国内外关注的焦点话题时,我国应该努力提高我们自身对人民币定价的话语权和自主权。

一方面,鉴于目前我国股市已在巨幅震荡中经受了考验,当前人民币价格的短期波动,也暗示了未来人民币也可能面临类似的市场考验。

对此,我们需要预见人民币的未来风险,有效调节、控制人民币汇率的变化和风险,而不是被动地承接汇率变动的风险。

另一方面,要想实现有效调节、控制人民币汇率的变化和风险,我国需要借鉴发达国家的经验,适当利用汇率干预手段或策略,来平抑人民币汇率的单向波动,以减少人民币汇率波动对我国宏观经济的不利影响。

从目前来看,尽管近期人民币价格出现了下跌,但预计我国人民币汇率在年内仍难以摆脱美元主线的市场影响。在未来一段时间里,人民币将呈现升值与贬值的双向波动趋势。但是,与今年上半年人民币呈现单边、快速升值的价格趋势相比,人民币出现贬值的可能性会更大一些,这一点更值得我们关注。

我预期,人民币汇率将会以双向波动的形式展开,而人民币兑美元汇率的波动区间将落在6.7元至7.5元之间。

今日看报

北京奥运见证中国人百年精神巨变

◎亚夫

北京奥运会赛程过半。在这变幻莫测的赛场上,来自世界各地的运动员,在这炎热的夏季,以其卓越表现,给全世界亿万观众带来了无数惊喜与享受。尤其是中国运动员,不仅争金夺银、业绩骄人,而且获奖面广,涉及运动项目之多,更是前所未有。这从一个侧面反映了中国社会的巨大变化。

相对于普通老百姓只是看体育比赛并从中得到快乐,世界各大媒体对本次奥运会的报道与解读要深入许多。媒体人士不仅关心奖牌榜,更对赛场内外的种种社会文化现象,表露出特别的好奇。毕竟,这是奥运会有史以来在一个最大的发展中国家举办,而且,这又是一个文明古国,能不好奇吗?

世界有理由把好奇的眼光投向中国。而对中国来说,北京奥运展示给世界的,不只是一流的体育实施、一流的体育竞技状态、一流的奥运流程管理、一流的社会志愿者支持系统,更有这一系列一流后面的巨大国力支持与开放包容的现代人文精神。尤其在开放性方面,北京奥运更是见证了中国人的百年精神演化,这就是从“中西杂糅”到“中西融合”的沧桑巨变。

在解读这一精神巨变之前,先举两个奥运会的例子,一个是奥运场馆的建造,从“鸟巢”到“水立方”以及其它比赛场馆,甚至北京机场新航站楼的建造,无不以最开放的态度,引进并融合了当今世界最先进的设计理念、工艺流程与建造技术,体现了独具人文关怀的现代设计精神。而今,这些有形的建筑后面所凝结的思想理念,已成为北京奥运的宝贵精神财富。

另一个更为感人,在运动员比赛训练方面,中国运动员之所以能如此从容地取得佳绩,也与开放的心态与视野有关。比如,射箭、击剑等项目上的突破,都与一流的外籍教练的悉心指导直接相关。在赛场上,当观众看到中国运动员剑挑法国运动员,并与法国教练欣喜相拥时,人们感受的不只是获胜的快乐,更多的是超越国界的体育竞赛的快乐,是开放的中国走向世界的快乐。

由此来谈中国人的百年精神巨变。110年前,也就是1898年,61岁的张之洞发表了题为《劝学篇》的长文,系统论述了一个已被讨论多年的话题“中学为体、西学为用”问题。这是一次事关西方文化与中国本土文化乃至中国社会走向的大讨论。不幸的是,这场持续了近百年的讨论,把中西文化对立起来,并历经数次对中国传统文化与西方文化的大破大立,走到今天,终于从“体”“用”对立的迷雾中走了出来,走到了中西文化融合的今天。

回望汉唐,也曾有过海纳百川的文化现象。而今,开放的中国,不应再有人像一百年前那样采取锁国的态度,排拒先进的科学技术,排拒丰富多彩的艺术文化;崛起的中国,也不应再有人对本土的东西采取虚无的态度,排拒中华文明的丰厚意蕴。相反,从中西文化的融合中,寻找新的增长点,正成为一个崛起的民族的共同选择。

一百年前的那场争论,到今天,以30年改革开放的历史实践和中国社会的巨大变化被求证了:从闭关锁国,到文化虚无,再到今天以务实态度融合中西文化,中国人这一百年来的精神巨变,也因一场体育盛事被全世界见证了。

当然,这种以自主、更自信、更开放的心态,从最微观的社会基础到宏观的社会精神意识架构逐渐展开的文化融合才刚刚开始,需要有一个比自然的发育过程。在此过程中,还可能会出现出局局的迷失或反复。需要注入更多心力加以调整、引导、维护。

以中国股市为例,本来股市是一种引进文化,应该对经济发展有正的助推作用,但是,现在的股市出现了令人困惑的迷失,对经济社会的影响,也变得神秘莫测。这样一种现象,究竟如何看待,正需要市场各方遵从市场规律,正本清源,化解这不该走路的困局。

特别报告

股市中机构投资者与政府行为边界在哪里

——关于股票市场发展的几个问题(下)

要健全监管体制,优化机构投资者健康发展的法治环境和市场环境;兼顾公平与效率,强化机构投资者的社会责任,遏制机构投资者的机会主义行为。界定政府与市场的边界必须充分发挥市场机制的作用。

◎葛兆强

股票市场需要怎样的机构投资者?

鉴于对机构投资者具有稳定股市、增进股市效率以及分散股市风险等功能性的认知,同时,也为了与发达国家股票市场发展趋势接轨,以1997年11月证监会颁布《机构投资者管理暂行办法》为标志,我国政府和监管部门开始着手推动机构投资者的发展。进入2000年后,更将大力培育机构投资者乃至超常规培育机构投资者作为推动股票市场发展的重要举措。目前,我国股票市场已初步从散户主导时代演化到机构主导时代。

从理论上讲,机构投资者是投资专业化、组织化和社会化的产物。相对于个人投资者,机构投资者具有人才优势、资金优势和信息优势,注重投资组合,风险管理能力较强。因此,它们能够比个人投资者更能够把握市场时机,对股票市场进行深入研究,投资行为更加理性,能够维持市场的稳定发展,有助于提高资本市场的运行效率。然而,从我国的实际情况看,尽管通过大力发展投资者,国内股票市场由1998年有效的无效市场逐步演变为弱式有效市场,市场的有效性有所增强,但我们设想的机构投资者的作用并不显著,相反,部分机构投资者利用自己在信息、资金、人才和技术方面的优势,操纵市场、传播虚假信息,坐庄恶炒个股,不仅没有稳定市场,反而助长了市场的投机气氛,加剧了市场的波动程度。这些问题产生的主要根源是我国股票市场固有的制度缺陷以及机构投资者市场准人的行政垄断。

除了制度因素外,我认为,对机构投资者我们应当有一个正确的认识,不能对机构投资者期望过高。事实上,机构投资者本身并不应该成为股票市场的稳定者,作为一个市场主体,机构投资者的主要责任是在守法经营基础上实现盈利最大化。其次,作为一个市场交易主体,机构投资者的投资行为必然会根据市场的走势而相机抉择。在牛市中,它们投资股票的比例会随着股指的升高而增加;在熊市中,随着股指的下降而减少,它们并不具有对个股和市场的预测能力,尤其是在择时能力上机构投资者表现不佳。第三,机构投资者具有“噪声交易者”特征。一方面,它们并不具备信息优势,投资行为倾向于追

逐趋势,即买涨杀跌;另一方面,它们对自己的预测能力过于自信,倾向于低估股票价格的波动。国外经济学者发现,当预测能力低的时候,投资者反而更加过度自信。第四,机构投资者也具有很强的“羊群效应”,机构间的模仿行为很强,投资理念和持仓结构大致相同。第五,作为一种现代企业制度形态,机构投资者在治理机构上存在着所有者与经营者两权分离的固有缺陷,这一缺陷有可能导致经理人追求自身利益最大化,而不是股东收益最大化。第六,机构投资者不比个人投资者“聪明”,迄今没有任何证据表明机构投资者的投资业绩好于一股个人投资者。

那么,这是否意味着不需要培育和发机构投资者?非也。我认为,由于资金规模大、周转速度较慢,在利益驱动下,机构投资者往往利用其资金、人才和技术等优势,通过对市场进行分析、判断与预测,从而倾向于对发展前景看好的行业进行长线投资,这势必要对一些股票持有较多的仓位并设立较长的投资周期。从这一意义上说,机构投资者对于个别股票的价格乃至股票市场具有一定的稳定作用。因此,大力发展机构投资者是非常必要的。

那么,如何培育和发展机构投资者?首先,要健全监管体制,强化风险管理,发展与规范并重,注重提升监管的国际水平,优化机构投资者健康发展的法治环境和市场环境,坚决查处和打击各种扰乱市场和违规、违法的犯罪活动。其次,兼顾公平与效率,强化机构投资者的社会责任,鼓励机构投资者进行战略投资,遏制机构投资者的机会主义行为,提高机构投资者的公司治理水平和风险控制能力;促进机构投资者参与上市公司治理,参与股权管理,健全机构投资者投资资本市场,配合养老体制改革,积极发展以养老金、保险资金为代表的长期资金的机构投资者,吸引优质的境外机构投资者进入,拓宽基金管理公司的业务范围,促进机构投资者结构进一步优化。四是大力发展证券投资基金,积极推动基金业做优做强,稳步扩大QFII和QDII规模,进一步完善资本市场与保险市场和商业银行的互动发展机制,规范私募基金,提高我国股票市场的成熟度。五是不断提高机构投资者的产品创新、组织创新、技术创新和制度创新能力。

股票市场中的政府行为边界在哪里?

我国股票市场是由政府主导建立的。在股票市场发展初期,股票市场政府对政府行为形成一种内生性需求,在建立股票市场的同时,政府的行为也全面介入了股票市场,政府既是股票市场的建立者,也是股票市场的监管者、交易规则制定者、交易活动仲裁者、市场秩序维护者以及上市公司的所有者。随着股票市场的发展,市场机制开始排斥政府行为,政府的行为理性开始逐步增强,开始注重市场机制的培育,减少不必要的干预,增加有效制度供给,一些能够由市场发挥作用的环节逐步交给市场去做,政府从股票市场发展初期的多种职能混叠搭配的角色中逐步转变,市场监管者的身份得到不断强化。但是,即使到目前为止,政府也没有实现职能和身份的彻底转变,股票市场中政府的非理性行为依然制约着市场的健康发展。政府非理性行为主要体现在政府行为效率较低,政府管制手段行政化、忽视市场自律组织作用,行政权力垄断股票市场等方面。

理论和现实表明,股票市场在运行过程中,由于诸多因素的影响,短期内出现市场失灵是一种常态,因此,需要政府校正市场失灵,解决市场的短期非均衡,最大限度地减少股票市场失灵对经济增长的破坏性。从我国股票市场发展的历史看,由于政府行为对市场介入的全面性,所以,政府行为对股票市场的影响是巨大的,几乎每一次政府的调控与监管行为都引起了股票市场的短期异常波动。我认为,我国的股票市场是一个新兴加转轨的市场,“新兴加转轨”的市场特性决定了既不能简单地依靠市场的无形之手来自主调节,从而推卸政府促进市场平稳健康发展的责任,也不能单纯依靠政府的救市政策来扶持市场发展,从而强化市场和投资者对政府的依赖。所以,如何界定政府的行为边界,成为我国股票市场发展的关键问题。总体上看,政府行为必须在合理的边界之内,任何超越边界的行为,对市场是一种伤害而不是关爱。

基于我国股票市场发展的历史和现实,界定政府边界与市场边界的基础不是因为市场失灵非得政府干预,而是政府干预无效下的市场机制的发挥。因此,界定政府与市场的边界必须充分发挥市场机制的作用,缩小政府对股票市场的干预范围,扩大市场作用边界,只有当市场自发运行的交易成本太高而影响效率或损害公平时,才需要政府对股票市场进行适当干预。为此,我建议:

首先,政府应完全摆脱对股票市场的行政干预,快速实现股票发行

监管制度由核准制向注册制转变,确保发行市场公开、公平和公正。

其次,改革监管模式,发挥自律组织作用。目前,我国证监会行政机构特征非常显著,应强化其监管者身份,弱化市场行政干预者的身份。同时,转变证监会与证券业协会之间的行政领导关系,充分发挥证券业协会的自律监管作用。取消证监会与证券交易所之间的行政隶属关系,使其真正独立,并把证券上市的审批权转让给证券交易所,充分发挥交易所的一线监管作用,提高监管效率。健全社会化监管体系,充分发挥中介机构特别是会计师事务所、律师事务所和新闻媒体的作用。

第三,深化国有企业改革,减少政府对国有企业从股票市场筹资的“隐性担保”。校正政府的非理性行为,必须扭转政府掌握国有企业控股权这一意识,通过深化国有企业改革,削弱政府与国有企业的直接利益关系。除了关系国计民生的特大型国有企业由政府控股外,彻底断开政府与企业之间的“父子关系”。

第四,监管手段逐渐实现法制化和市场化。迄今为止,我国股票市场监管主要是通过监管部门发布条例和部门规章的方式进行。但条例与部门规章不可避免带有发布部门的主观意愿,缺乏权威性。所以,应及时适当修改《证券法》的有关条款,尽快出台《证券法》细则,以法制化手段规范股票市场,减少行政干预对股票市场的影响。

第五,正确认识政府的“救市”行为。在股票市场出现剧烈波动的情况下,那么,要说明政府缺乏调控艺术和调控能力,要么说明政府不作为。美国一向标榜自己是自由市场经济,但在股市出现严重情况下,政府会毫不犹豫地出手救市。相反,一些新兴市场国家或地区(如东南亚和拉美)受新自由主义影响,在推进全球化的同时,放弃对金融市场的干预和控制,结果对本国经济造成了巨大的冲击,曾导致股市大幅震荡甚至崩溃。他们的教训,值得我们吸取。

(作者系招商银行总行战略发展部副总经理,中国社会科学院应用经济学博士后)

名家观察

谨防流动性过剩变为流动性危机

◎杨英杰

流动性过剩问题自从2006年以来一直困扰着决策层。国内流动性过剩的源头是资本流入,其中有不少是非正常流入,这部分流入的资本通常被称为“热钱”,主要是以短期投机牟利为主。关于流入国内热钱的规模,目前还没有一个大家都比较认可的数据。一方面是热钱的定义,很难确定;一方面是规模,更是无从判断。我们只能说,来的都是客。

今年7月初,国家外汇管理局联合海关总署和商务部共同推出了出口收结汇联网核查制度,并实行贸易信贷登记管理,旨在防止无真实贸易背景的资金流入,以加强对资本流入的监管力度,并适时调整结售汇安排,目的就是要减轻国内流动性过剩的压力。流动性过剩很容易造成资产价格膨胀和物价上涨,尽管最近国内股票市场跳水,房价高位盘整已有相当时间,但前期的疯涨确实一定程度上表明了流动性的压力;而伴随着资产市场的低迷,CPI却一直走高。这是必然的,一定时间内,资金量是固定的,打酱油多了买醋就会少,这就是股市房市一路飘扬之时物价相对平稳,而股市房市不断探底之时物价相对过高的最根本原因。

大致而言,目前国内流动性的总体规模比较稳定,流入和流出处于相对平衡的阶段,或者称为僵持阶段、观望阶段。而此时,对于中国至关重要。

之所以这样说,是因为尽管美国次贷危机仍处于不确定之中,美国经济仍未摆脱衰退阴影,但较之初期的估计已有了很大的缓解,欧洲和日本也是如此。美元对人民币汇率最近持续走高恐怕也是一种反映。

这种情况之下,国内经济指的不稳定极有可能影响到国内资本的动向。IMF在7月8日发布的《全球金融稳定报告市场最新情况》中,更是强调了新兴市场面临的风险不断增加,认为现在有明显迹象显示,投资者在增加头寸方面正变得更加谨慎;确定新兴市场股票基金的资金外流集中于亚洲市场,因为这些市场的通货膨胀风险和增长率下降风险最高。

以韩国为例,韩国现代经济研究院7月底公布的一份分析报告称,韩国经济陷入滞胀的可能性指数目前达到1998年金融危机以来的最高值。对经济的担心加剧了外资撤离韩国市场的步伐。

从近几十年发生的货币危机和金融危机看,危机之前的宏观经济指标的重要变化是贸易顺差下降导致经常账户赤字以及短期外债比例过高,拉美债务危机和亚洲金融危机以及新世纪以来的阿根廷金融危机莫不如此。对此我们应该保持足够的警惕。

特别是,截至6月末,我国外汇储备已逾1.8万亿美元,在外汇储备不断增加、通胀压力持续压力的情况下,人民币升值的负面效应也日渐显现,市场逐渐积累了人民币升值速度可能放缓的预期,人民币升值预期明显减弱。

从近几个月企业外汇存款持续上升的趋势可以看出,对于人民币汇率的预期正在发生改变,即结汇意愿不再像过去那么强烈。在美元反弹,而国内部分经济数据呈下滑态势的情况下,投机性资金撤出风险不得不防。我国央行今年第二季度货币政策执行报告更是明确提出,要防范外汇资金大规模流出。

从历史上的国际资本流动变化来看,美元汇率每次重大的变化都对应着国际资本流动的大幅变化。美元的升值都带来了对于新兴市场国家带来了较大的冲击,80年代美元升值促发了拉美债务危机,90年代美元升值造成了东南亚和俄罗斯金融危机。而80年代美元的贬值催生了日本资产泡沫,美元贬值的终止也使得日本的资本出现外流。

尽管当前美元升值是否具有可持续性,仍是一个问号,但对于金融体制亟需完善和金融企业抵御风险能力亟待提高的中国,高度敏感的外汇资金的大规模流出很可能对经济造成严重的伤害。

怎么办?防止资金大规模流出的最好办法,是提高资金预期收益。资金预期收益的提高决不能仅仅取决于人民币的预期升值,而是要取决于中国经济稳定增长的可持续性。因此,将精力集中于改善国内投资环境、融资环境,提高企业的创新能力,减轻企业特别是中小企业的税负,营造公平的竞争环境,推动建设社会主义和谐社会的各项制度性建设乃是最根本的举措。