

Opinion

Observer | 上证观察家

在外部需求下滑,资源价格长期偏低需要调整的背景下,若央行进一步健全货币体系的策略部署以“加快转变经济发展方式”为中心,当能充分发挥货币政策对促进国内消费增长的作用,尤其能为巨大的农村市场提供良好的货币环境。

央行货币政策与时俱进需要新诠释

◎陈学军

以法律形式明确的“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”的货币政策最终目标,眼下正受到急剧变化的世界经济和中国现状前所未有的挑战。从货币政策的科学性角度审视,我国中央银行货币政策最终目标,应该赋予更为合理的新诠释,这无疑是对健全我国货币政策体系为重要的战略选择。

历史和世界经济规律在过去的30年中非常眷顾日益开放的中国经济,从外部经济环境来看,世界发达经济体,尤其是美国经济与此时同时都处于“大平穩”时代。因此,我国中央银行以“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”的货币政策最终目标的成功,从中国经济高速增长取得世界瞩目的成果实践上给予了不可辩驳的有力证明。所以,在相当长的时期并没有太多的声音去质疑:币值稳定与经济增长之间是否具有高度的正向相关性。

然而,中国经济在2003年至2007年的“高速增长,低通胀”黄金周期背后,货币价格的扭曲度正在累积,从1994年中国的经常项目赤字开始扭亏为盈算起,到2007年年底外汇储备余额已经高达1.53万亿美元,经济的对外依存度已超过60%,因而,国外市场价格能够比较快地通过传导引起国内价格的变化。此时,由于我们“忽视”了以市场供求为基础的价格形成机制的建设,包

括人民币对内的价格稳定,在某种程度上凸显了人民币对外稳定的体制僵化。实际上,这也是在“保持货币币值的稳定”的政策目标上,我国与其他发达国家中央银行的政策目的最明显不同之处。

在笔者看来,健全货币政策体系应围绕“加快转变经济发展方式”这个中心。

自去年8月美国次贷危机爆发以来,世界经济和金融环境发生了剧烈的变化,世界粮食和能源价格的高涨,表明进入了全球性通货膨胀的经济周期;美元汇率对欧元、日元、英镑等世界主要货币的急速贬值,全球流动性过剩瞬间就演变为美联储等几个发达国家中央银行向金融市场紧急注资的流动性短缺问题,金融环境剧烈震荡;世界主要经济体的金融机构为了粉饰其资产负债的资产损失,金融资本流动方向变化莫测,全球金融产品价值面临重估的风险。反观同期的中国经济,去年底CPI年平均达到4.8%,超出当年年初设定的3%通胀指标1.8个百分点;进入2008年又连续遭受了两次非常严重的自然灾害;上半年GDP总值比上年同期回落1.8个百分点,CPI上涨7.9%;在将近10个月的时间里,沪深股市指数下降幅度过度超过65%。我们不得不接受中国经济遭到了最为困难的现实状况。

与此同时,关于我国央行政策有效性问题的讨论此起彼伏,更多的是表达寻求解决当前经济困境方

法的意愿。把握和解决经济周期波动与长期经济增长之间关系无疑是一件复杂的事情。首先从客观上应该承认,央行货币政策运用是有作用的,今年上半年M2增速基本上围绕17.5%平均水平上下波动,这与去年全年M2平均增速基本持平。自2007年以来,央行已经15次上调存款准备金率,至目前17.5%的高水平。近期中国CPI增幅回落的主要原因是央行成功地控制和频繁的存款准备金率上调抑制了广义货币供应增长。

然而,从货币有效性争论的另一面,可以看到央行利用数量型工具进行对冲操作的空间正在收窄;基础货币中国外资产不断扩张的来路并没有得到控制,也是央行不可控制的外生变量。法定存款准备金率的上调仅仅是央行机构可贷资金数量上的控制,而对消费者来讲储蓄存款随时都可以实现,流动性与资本市场沟通的创新渠道。其次,流动性过剩问题,自然地就要落到改变经济增长过度依赖出口拉动的经济结构存在的失衡问题上。虽说这是许多待以解决问题的一方面,但是,从目前的我国经济状况而言,在外部需求下滑,长期以来资源价格偏低需要调整的背景下,“加快转变经济发展方式”是盘活其他诸多问题的关键战略,也是恰逢其时。所以,如果央行进一步健全货币体系的策略部署能以“加快转变经济发展方式”为中心,当能充分发挥货币政策对促进国内消费增长的作

用,尤其能为巨大的农村市场提供良好的货币环境。

无疑,健全货币政策体系需要改革和创新。

货币政策能够做到的,就是保持货币金融环境的相对稳定,借以稳定全社会的预期,并为经济体制的进一步改革和其他宏观调控手段的实施赢得时间和创造适当的条件。由此,央行似应从货币政策上继续加大对金融机构和金融市场改革的控制,基本上取决于我国金融发展的深度和金融结构的合理性摆布。目前大约82%的融资来自于银行贷款,来自于债券市场和股票市场的比例太低,而在债券市场中,又主要是金融债和国债,对企业生产有帮助的也就是6%左右。因此,要大力发展公司债市场,提高直接融资比例,同时要积极探索货币市场与资本市场沟通的创新渠道。其次,在货币政策实施方面,央行还应充分发挥其分支机构的区域性作用。如果能够调控好贷款,就能在较大程度上调控好投资,就可以更好贯彻“保持经济平稳较快发展,控制物价过快上涨”宏观调控目标。在市场化利率未能完全体现资源配置效率之前,还可以积极探索实行有区域差别的货币政策,由央行各分行决定存贷款基准利率,为金融机构自主定价权开拓前瞻性机制。

(作者单位:中国人民银行郑州培训学院金融研究部)

该从越南的高通胀中汲取什么教训



刘涛

世人多抵善忘。两三个月前,国际某知名投行关于越南经济的一份报告,犹如一石激起千层浪,吸引了国内众多媒体和学者的眼球。一时间,纸上望闻切者有之,隔空开方下药者有之,而登门造访,欲一探究竟者亦不在少数。然而,随着审美疲劳的不断累积,加上剧中主角越南的权力澄清下,所谓“越南金融危机”的大戏最终在一番热闹后草草收场,从此乏人问津。在笔者看来,这种从一个极端走向另一个极端的态度实不足取,金融危机固然言之尚早,但也绝非空穴来风——越南的宏观经济,特别是通胀治理形势正面临严峻挑战是不争的事实。

越南在“革新开放”早期,大大小小的通胀也曾经经历过无数,特别是1989年350%的超级通胀和1990—1991年70%左右的高通胀。所以,不将目前区20%几的通胀看在眼里也属正常。不过,彼时的情形主要拜价格放开和汇率并轨所赐,是改革过程中不可避免的阵痛和代价;而一旦踏入市场轨道,经济开始稳定运行,经济规律对大多数经济体都是一样的,2%-3%是合宜的通胀水平,而超过3%这一温和通胀上限则应引起足够的重视,此刻再提往昔光荣岁月不仅无益,且贻误病情。

2008年初,越南CPI同比增长不过6.6%,5月这一指标便已升至25.2%,6、7、8月分别攀升至26.8%、27.04%和28.3%,前8个月同比增长22.14%。根据越南官方的解释,国际油价上涨等外部因素应对此负主要责任。

然而,如果单纯是输入型因素的话,无论从何种角度来考察,当前越南的通胀都处于一个极不合理的水平;不妨与经济规模或发展程度接近的东盟国家比较,泰国7月CPI刷新9.2%水平后,8月大幅降至6.4%;印尼7月CPI同比上涨11.9%,8月维持11.85%;马来西亚和菲律宾7月CPI同比增幅分别为8.5%和12.2%,8月数据尚未披露。在整个亚洲范围内,大概只有巴基斯坦、斯里兰卡等少数国家可与越南相匹敌,但一般公认,这些国家无论是政局稳定,还是货币政策方面都存在诸多问题,多年来通胀沉疴已是积重难返,无论进口价格涨不涨都一样。

随着7月中旬以来国际油价、粮价双双大幅下滑,东亚国家面临的通胀压力普遍有所缓解,唯独越南通胀不降反升,继续高位运行,单靠输入型因素说事难以令人信服,以笔者管见,另外两个原因或许对越南的高通胀发挥了更为关键的支撑作用:

其一,出口挤占国内消费导致粮食价格走高。在越南CPI指标中,食物和食品类所占比例高达48%左右。根据越南

统计总局最新发布的数据,8月,食物和食品类价格同比上涨44.15%,其中食物价格同比增长69.36%,食品类价格上涨35.73%,餐饮和饮料价格增长38.22%。很明显,国内食物价格,特别是大米价格对于越南通胀的拉动作用突出。

越南是东南亚的重要大米生产国和出口国,今年越南北部和南部稻米同时丰收,全年稻米总产量有望达到3700万吨,比上年增长100万吨。越南大米出口占全球市场份额超过10%,并希望进一步赶超印度,挑战泰国。今年前8个月,越南出口额为433亿美元,进口额为593亿美元,贸易逆差高达160亿美元。其中,大米的出口量为338万吨,总额为22亿美元,成为越南赚取外汇的重要商品。正因为如此,越南一直无法端下决心,以平抑国内价格优先,完全停止大米出口。当今年3月国际米价开始飙升时,越南仅宣布限制四分之一的大米出口;而在6月中旬,在危机尚未烟消云散之际,便开始逐步解除出口禁令;同时,越南粮食协会还不断提高大米出口价格,8月下旬越南5%碎碎率大米FOB报价便从每吨600美元升至650美元,大大刺激了粮食出口企业从农民手中高价收购大米的热情,在出口米价持续上升的预期下,即便存在一定的出口限制,农民也会事先将粮食囤积起来,以待日后向出口企业售粮,这就解释了为什么越南国内市场大米紧缺,米价仍居高不下。

其二,无节制地吸引外资流入。近年来,受中国大陆劳动力成本和土地价格上涨等因素影响,大量台资、日资开始转移到越南,仅今年上半年,越南吸引外商直接投资316亿美元,超出去年全年总额100多亿美元;对于越南这样的小型经济体而言,短期内过多的外资流入无疑是难以承受的。

根据越南官方估计,两位数以上的高通胀可能要一直持续到明年底。目前,越南治理通胀主要的货币政策是将名义利率提高到通胀率一半的水平,这对通胀充其量只能起到隔靴搔痒的作用。如果真要降低目前的高通胀,减少粮食出口和控制外资流入是绕不过的两道坎,然而,这对急于抓住发展机遇的越南而言,无异于断臂求生。

中国的经济计划部门和货币当局很有必要从越南通胀中去认真汲取经验教训,为落实“一保一控”目标增加砝码。一方面,要重视粮食的战略安全问题,不仅要基本解决自给,即便有少量余粮,也应先充实战略储备,决不可为眼前的短期利益而牺牲社会经济的稳定;另一方面,由于此前对外汇管理条例已做了修订,外汇占款的压力将大大减轻,但对于今后一段时期内热钱的大规模流入和流出仍要严密监控。(作者单位:上海国际问题研究所)



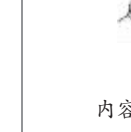
雷曼兄弟重组自救

陷入窘境的雷曼兄弟控股公司昨天宣布了一项战略重组计划,将显著降低公司商业地产及住宅抵押贷款的风险敞口,通过出售投资管理部的多数股权和下调年度派息产生更多的资本,从而为客户、股东和员工创造最大价值。2008会计年度第三季度,雷曼兄弟净亏损为39亿美元,而上一季净亏损为28亿美元。

Column | 专栏

只要宏观经济不贬值,解禁股就绝不可能是暴跌的罪魁。这样来看,约束大小非的新政没有得到市场的积极回应也算合情合理,因为它没有提升市场对宏观经济的利好预期。因此,请冷静看待救市,把稀缺的资源投入到拯救经济上去吧!唯有经济预期好转了,股市才会牛起来。

可交换债新政为何不见喝彩



田立

市场要求约束大小非的呼声终于得到了回音,上周末,证监会出台了《上市公司公开发行可交换公司债券的规定(征求意见稿)》。从新规定的内容看,制定者的确花费了一番心血。它从原则上肯定了股权分置改革的正确性,以及当初所作承诺的诚信性,也充分考虑了市场关于大小非解禁的“恐慌”心理,在内容上可谓左右逢源。

从大小非的角度看,解禁抛售的主要目的是获得资本利得和充足的流动性。现在,新规定允许大小非们将解禁股“抵押”,发行可交换公司债,一方面解决了这些股东们的流动性需求,另一方面,也可以在资金难关渡过后期解禁股票,继续获利梦想。所以,大小非们不会对此有太多异议。

从小股东(原流通股股东)角度看,新规定鼓励大小非发行可交换债,将解禁的股票暂时转化成“抵押物”,从而缓解了这些股票涌入市场的速度(这正是小股东和支持者们一直呼吁的)。不仅如此,新规定也考虑到交换后的解禁股再次低价抛售的可能性,因此规定“公司债券交换为每股股份的价格应不低于募集说明书公告日前三十个交易日上市公司股票交易价格平均值的百分之九十”,

这实际上已经一定程度上从价格上制约了抛售行为。

尽管新规定还有不完善之处,但不否认它在原理上是对的,机理上也说得过去,应该是有效的。但具有讽刺意味的是,这个看似符合市场呼声的新政,却没有得到市场的认可;周一开盘后,大盘还是一门心思地往下行,甚至还有加速之势。关于可能的原因,各方人士也给出了不同的解释,有人说是市场麻木的结果,这是我最不能接受的。市场对“噪音”都可以接受,又怎么会以对市场的名义呼吁的、有价值的“信息”麻木呢?这样的解释既不符合科学精神,也不符合起码的逻辑。还有人说是新政无效性的体现,我觉得这也不通。即使细末节上存在一些问题,也不会从根本上动摇新政对大小非的实质约束作用。最荒唐的解释当属“新政是短期利空、长期利好”的说法;由于新规定只是征求意见稿,并非实际制度,因此会给大小非们短期内加速抛售的激励。且不说新政对大小非们的利益也是兼顧的,理性的大小非不会不明白,就算存在这样的激励,你都看到长期利好了,市场会看不到?实际上,所谓“短期利空长期利好”在逻辑上就是错误的,市场永远是要反映未来预期的。如果存在长期利好,就说明未来的预期是好的,市场不会不作出积极反应。

央企资产损失,谁来追究国资委呢?

◎刘效仁

作为首次以文件形式对中央企业及其独资或控股子企业的资产损失责任追究工作进行规范,国资委新颁《中央企业资产损失责任追究暂行办法》,从购销、资金管理、投资、担保、资产转让和改组改制等环节界定了违反规定、未履行或未正确履行职责造成资产损失须追究责任的10类50种情形,不能不说是用心良苦。国资委作为中央一级预算单位,部门预算由本委与42个二级预算单位的预算组成,管理166户中央企业,资产总额达到106万亿元,大多分布在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域,权力与地位都十分显赫。自1988年成立国资局至2003年4月国资委正式挂牌,将近20年来,先后制定的国有资产法律法规达200多件。但效果究竟如何,却难以让人乐观;2005年对169家央企的清产核资结果,总的资产损失高达3521.2亿元;国家审计2007年水利部等13个部门所属单位对外投资造成国有资产损失或潜在损失229亿元。

为有效防范中央企业投资风险,防止资产流失,2006年上半年国资委出台并开始施行的《中央企业投资监督管理暂行办法》就强调,国资委相关责任人员违反本办法规定的,国资委应当责令其改正,情节严重的,依法给予行政处分。可由于既是国资出资人又是行政管理者的,既当运动员,又当裁判员的身份尴尬,最终首鼠两端,执行大打折扣。审计署审计表明,2004至2006年,国资委本级(含监事会)挤占项目资金共计5190.32万元。国资委要拿自己的刀削自己的把,难矣。

高层管理者的年薪动辄以千万计,国有企业普通员工与高管之间薪酬相差高达数百倍,已成影响社会和谐的重要因素之一。事实上,为遏制

高管的年薪与员工的差距,国资委也做了大量工作,包括2002年就制定规范,确定企业负责人薪酬与职工平均工资的比例是12倍。也曾经把公开高管年薪作为制约因素,结果是越是管理制约,高管的薪酬越是如芝麻开花节节高。

实践证明,集资产管理和监督于一身,国资不仅管不好也监督不好,甚至由于权力过于集中,容易导致权力腐败和权力利益化。基于此,全国人大常委会第三次会议今年6月25日分组审议了《国有资产法(草案)》,拟作重要修改,其中就提出要明确出资人定位,拟将相关条款修改为:“国务院国有资产监督管理机构和地方人民政府按照国务院的规定设立的国有资产监督管理机构,根据本级人民政府的授权,代表本级人民政府对国家出资企业履行出资人职责。”

对从国资委定位的内在精神与立法政策取向看,国资委将成为一个“纯粹的”、“干净的”出资人,剥离其本不应当承担的监督管理的职能,只履行出资人的职责,不再承担其他的义务,真正做到政事分开、政企分开、监管分开。既然按《责任追究暂行办法》,央企的子公司发生重大或者特别重大资产损失,其上级企业相关负责人也应当承担相应的分管领导责任或者重要领导责任。作为国务院和本级人民政府就有责任问责国资委。著名宪政学者、北京大学人民代表大会与议会研究中心主任蔡定剑曾建议,国有资产的所有权应当归于人大,而非政府。言下之意,对国资委的监督应当属于人大。也有人建议在人大机构中设置国资委。这当然可以讨论,但在《国有资产法(草案)》正式出台之前,国资委身份尚未界定明晰之际,笔者担心,《中央企业资产损失责任追究暂行办法》同样有可能沦为“稻草人”。因为,国资流失,有谁来问责国资委尚是个问题。

做空机制有望成内外估值“连通器”

◎史昱

以市盈率为代表的A股市场估值水平多年来一直远高于海外成熟市场。现在经过近10个月的深幅调整,A股市场最新的平均市盈率已降至15倍左右,处于历史底部区域并与国际市场基本接轨。但由于中外上市公司红利政策等存在差异,国际对比的基础和结论亦值得商榷。从市净率(PB)的角度看,目前约2.6倍的A股平均PB比大多数成熟市场2倍以下的水平依然偏高。从当前56只A-H股平均溢价率接近80%的状况看,A股估值水平虽已大幅下降,但仍难言与国际接轨。

国内A股市场估值水平偏高的状况还强烈地体现在海外上市的国企中。中国石油、中国平安、建设银行等大型国企在香港和纽约证交所的发行价大大低于A股市场发行价,这其中的重要原因是海外发行价以国际市场估值水平和通行惯例确定,A股的标准难以参照执行。这曾一度引起“国有资产贱卖”的置疑,但实际上是内外股市估值水平差异的体现。

A股市场长期以来估值水平偏高,原因是多方面的。除了市场封闭,国际化程度不高和投资渠道狭窄以外,很重要的一条是目前为止A股市场尚没有做空机制。在中国居民储蓄率持续较高,实际利率较低和流动性过剩的背景下,各类证券投资机构和广大投资者的获利模式只能是单一的买进做多,持股待涨。无论从投机资金的逐利性还是发挥证券市场融资功能的角度看,上涨给予绝大部分人的利益。在这样的运行机制下,沪深股市既没有规避系统性风险的工具,又缺乏理性操作、价值投资的市场氛围。做空机制缺失的制度缺陷,无形中抬高了A股的个股及整体市场的估值水平。

随着股指期货和融资融券业务的酝酿准备,

A股市场的做空机制即将形成,而在盈利模式将由单一变为双向的情况下,科学合理地确定估值水平将成为规避风险和获取收益的重要途径。

那么,A股估值水平向国际化靠拢的传导机制将会是怎样的呢?随着中国证券市场对对外开放程度的提高,海外机构、合资证券经营机构和国际化资金日益增多并带来了成熟的投资理念,理性的价值投资将进一步被大众接纳;资本项目管制逐步放开,境内个人海外直投、QDII产品以及台湾股市对合格境内机构投资者开放前景等措施拓宽了海外投资、全球配置的道路,使国内资金能在全球范围内对市场估值水平、安全边际、风险和回报等进行综合评价,选择投放,这必然降低高估值A股市场的吸引力;做空机制的存在使市场对证券估值的精确性要求大大提高,改变了相对粗放的旧有估值模式,同时以做空、套利实现盈利的投资模式也将成为高估值回归合理的内在驱动力。

想必今后类似中国石油在大陆、中国香港、美国三地上市,晨鸣纸业A股、B股、H股兼于一身的上市公司会越来越多,海外市场波动对A股市场的关系越发紧密,不同市场间股价和估值水平的差异必将随着发展的过程中逐步缩小。同时,随着证券公司、基金公司、期货公司陆续获准在港设立分支机构,国际化的人才、理念和投资手法更充分地作用于内地证券市场,香港这个开放的“窗口”和出海的前沿阵地将有效发挥传导信息、沟通内外的桥梁作用。在日益国际化的市场环境中,股指期货、融资融券等做空机制的产生和发展也将成为推动内外股价接轨,估值水平国际化靠拢的必然途径。

由此观之,近期A股市场市盈率虽然不断创出新高,但对估值水平的未来变化仍需谨慎。(作者单位:宝城期货研究发展部)