

# 警惕全球低利率引发泡沫蔓延

陆前进

3月5日英国央行和欧洲央行均宣布降息50基点,利率双双创出历史新低,英国央行基准利率降至0.5%,欧元区的主导利率降到1.5%,并且欧洲央行行长特里谢在新闻发布会上还暗示,为应对不断恶化的经济形势,欧洲央行可能会继续降息,因此更多的国家将会加入全球零利率的阵营。笔者认为各国都在采取宽松的货币政策,甚至是扩大货币发行量,但是由于经济前景不容乐观,消费和投资信心仍然较低,央行向市场注入的流动性并没有充分进入实体经济,货币政策的有效性仍然较弱。在这种情况下,我们必须警惕宽松货币政策的副作用。

低利率宽松货币政策往往是投机泡沫产生的根源,日本当年经济泡沫,就是因为日本中央银行为了防止日元升值而大幅度放松银根造成的。从1986年1月到1987年2月,日本银行连续5次降低中央银行贴现率,从5%大幅降低到2.5%。宽松的货币政策推动了股票价格和房地产价格的大幅度上升。同样,2001年美国为了刺激经济增长,时任美联储主席的格林斯潘采取低利率的宽松货币政策,导致房地产泡沫不断累积。笔者认为,在当前全球低利率的条件下,以下几点应该引起市场和政策决策者的关注。

首先是美国国债价格上涨和美元升值的泡沫。自2008年9月以来,随着国际金融危机不断加剧和蔓延,欧洲经济形势开始恶化,资产价格下跌,大量资金开始追逐美国国债,导致美元升值。美国发生次贷危机,经济陷入衰退,而美元却不断上涨,这是金融危机时期美元汇率的特有表现。也就是说,当全球经济形势恶化的时候,各国都采取宽松的货币政策,降低利率,大量注入流动性,这些流动性并没有进入实体经济,而是部分追逐美国国债,寻求投资的安全性,导致美元的大幅度上涨,这种上涨不是由于经济基本面的改善所导致的,而是大量的投机资金涌入所导致的。因此目前全球采取低利率政策,向市场提供流动性,在经济前景不确定的条件下,过多的流动性会继续流向安全性较高的美国国债,导致美国国债价格上涨,而对美元需求的增长,也会导致美元持续升值,因此美国国债价格上涨和美元快速升值可能都会存在一定的泡沫。

其次是黄金价格泡沫。进入2009年以来,呈现出美元和黄金纷纷上涨的局面,随着全球经济形势的不断恶化,国际金融危机向中东欧蔓延,大量的资金不仅涌向美元,还涌向黄金,黄金避险功能再次受到市场的追捧,黄金是实物资产,

又有一定的保值功能,也是投机资金追逐的对象,促使黄金价格不断走高。虽然最近黄金价格有所回落,但这主要是投机者获利回吐导致的,黄金的避险功能仍得到市场的认可,目前黄金价格仍处于高位。从全球经济形势来看,各国仍将维持低利率政策,黄金有继续冲高的动能,黄金价格可能会继续上升,黄金价格泡沫可能会逐步累积形成。

再次是警惕将来石油等国际大宗商品价格上升的泡沫。目前由于全球经济衰退,对国际原油需求下降,导致原油价格不断下滑。但是一旦经济形势改观,对原油的需求会相应增加,大量的投机资金可能会再次追逐石油,促使石油价格大幅度反弹,石油泡沫值得警惕。目前美国在大量储存石油,截至2月末,美国原油库存达到3.506亿桶;石油出口国OPEC在不断减产,甚至将原油储存在闲置的油轮上,减少对市场的供给,等待将来涨价;同时全球过多的流动性也在等待机会,一旦经济走出低谷,也会转向投机于原油资产,对原油等国际大宗商品的需求可能会迅速增加,石油等价格大幅度上涨的可能性极大,甚至不排除超过去年上半年油价的最高点。

最后是警惕全球性的通货膨胀。目前在国际金融危机的冲击下,大家

关心的是怎样防通货紧缩和经济衰退,因此各国都采取猛药刺激经济,但全球低利率宽松的经济政策向市场大量注入资金,如果将来市场消费和投资信心恢复,物价水平也会迅速上升,可能会导致全球性的通货膨胀。也有人指出,如果将来经济过热,可以采取紧缩性宏观经济政策来控制,但是从目前的情况来看,各国都将保持低利率宽松的货币政策直到宏观经济形势有明显的改善,也就是说,保持低利率货币政策直到有连续时期的宏观经济数据改善,往往是到那时候通货膨胀潜在的动能已经累积,因为货币政策都有一定的滞后性,而恰当把握货币政策调控时机和力度是将来各国央行面临的共同挑战。

由此可见,在全球性低利率环境下,不仅要预防美元国债价格泡沫、美元升值泡沫、黄金价格泡沫和国际大宗商品价格泡沫,还要预防它引起通货膨胀,如何恰当操作货币政策工具,是对各国央行的重大考验。

(作者为复旦大学国际金融系副教授)

## 焦点评论

# 资源税改革不要前怕狼后怕虎

黄梹梓

财政部副部长廖晓军昨日透露,资源税制定已经做好准备,将在恰当的时候择机出台。他认为,由于目前经济增速下滑,企业经营负担加重,当前还不是出台资源税政策的好时机。但全国政协委员、财政部财政科学研究所所长贾康在接受采访时表示了不同的看法,认为现在反而是相对较好的时机,如果等到经济过热时,就更能轻易出台了。

曾记得在去年7月份,我国遇到需要防止经济过热与控制通货膨胀的现实问题时,有关方面也曾透露,由于资源税涉及物价和宏观调控问题需要等待出台时机,如果在当时出台资源税改革方案并付诸实施,必然导致煤炭、石油等资源开采型企业的税负增加,产品涨价,价格传导的结果将影响到中下游企业,最终也会转嫁到消费者身上,从而加剧物价上涨,加大通胀压力,因而国家在出台资源税改革方案上不得不慎重考虑。

当前不少企业面临经营困境,此时出台资源税政策又因会加重企业经营负担,不利于资源开采型企业减负脱困,为“保增长”发挥更好的作用,因而出台资源税政策似乎又得“搁浅”,再等时机。其实,无论在什么时候实施资源税改革,都会给相关企业增加一定的税负,给宏观经济带来一定的影响。如果总在回避推行资源税

改革给企业和经济造成的负面影响,那么“最佳成熟期”恐怕很难等到。

应该看到,资源税改革是在贯彻落实科学发展观,建立资源节约型和环境友好型社会的大背景下提出来的。改革现行的资源税制度,适当提高资源税的税额,扩大资源税的征税范围,促进我国实现经济增长方式的转变。从这个意义上讲,我国资源税改革是一项功在千秋、有利于可持续发展的系统工程,其意义十分深远。

因而在推行资源税改革上,我们不应过多地考虑当前,而更应着眼于长远。虽然当前出台资源税政策会增加企业经营压力,对“保增长”产生不利影响,但从长远大计着眼,尽快推行资源税改革却更有利于建立节能环保的长效机制,使我国在建立“两型社会”的道路上迈出实质性的步伐,使“保增长”的质量得以有效的提高。

再从目前我国财政收入呈下行趋势,不能较好地满足国内项目投资和民生改善需求的现实困难来看,尽快出台资源税政策是有助于增加财政收入,减缓财政增收趋势的。因而即使是从当前经济发展态势来综合考虑,现在出台资源税政策也是有弊也有利的。因此,笔者觉得资源税政策的出台不要总是“前怕狼后怕虎”,这样会使资源税改革老是迈不开步伐,出台资源税政策无须再等,越快越好。

## 财经漫画



宋学海/图

# 问责政府投资失误亟需法律规范

舒圣祥

“四万亿”扩大内需投资计划成为今年两会热点之一,其资金与项目的监督也备受关注。民盟中央日前向全国政协大会递交提案建议,应尽快完善政府投资项目责任追究制度,由人民代表大会及其常务委员会作为最重要的追究主体。民盟中央在提案中表示,根据现有体制,倘若出现政府投资的失误案例,责任主体难以认定。此外,由于目前责任追究制度的实施主要依靠行政管理关系,极易导致行政管理者自身权力越大责任越难追究。

温家宝总理在今年的政府工作报告里强调:今年政府投资力度大、新上项目多,要确保监管到位,绝不能搞劳民伤财的“形象工程”和脱离实际的“政绩工程”,绝不允许利用扩大公共投资为单位和个人谋取私利。而要实现这一目标,必须首先有一个相对完善的政府投资责任追究制度。可在现有体制下,问责的对象

仅限于政府投资过程中的具体腐败问题和质量问题,而在此之外的政府投资失误,则缺乏明确的追责机制。

正如全国政协委员、四川省监察厅副厅长赵振铤在谈到灾后重建项目监管时所言,“目前的责任追究还只限于官员有没有渎职,有没有经济犯罪。对于一些不成功的项目,导致了一些浪费或者环境问题的,应该说没有明确的追究制度。”比如大名鼎鼎的“中华文化标志城”,虽然舆论一片质疑之声,但当地政府官员却始终坚称“肯定要建”。地方官员之所以有这样的底气,一方面是因为政府投资的决策权掌握在自己手里,不需要经过纳税人的同意;另一方面也是因为只要保证自己不从中贪污,根本没有事后被追责之虞。

政府在投资行为中的责任,大体可分为两种,一是项目在具体实施过程中

的责任,涉及工程质量、经费核查等方面;二是出资人决策的责任。现有的审计监督、质量监督等制度设计主要针对的是前者;可是我们知道,如果投资项目的决策错误,造成的损失将远远大于项目实施失误造成的损失。“政绩工程”、“形象工程”的泛滥,原因正在于政府投资失误追责制度的阙如,造成项目投资决策的不民主、不科学和不公平。

人大介入追究政府投资失误责任当然是必要的,但是应将关口提前到投资决策之初,而不是在失误既成之后。“引入民意是最好的监督模式”,首先必须约束和制衡政府投资的决策权,形成民主而开放的决策机制,明确决策责任的承担主体,建立决策责任追究制度;其次,还要建立项目支出预算和听证制度,尤其是对营利性公共设施项目投资的公众听证制度,具体到“四万亿”投

资,每个项目预算都应该向公众公开;然后才是在项目实施环节,对工程进行持续监督和深入调查。

完善政府投资责任追究制度,应该通过法律形式明确规范下来。可自从2004年《国务院关于投资体制改革的决定》颁布后,更高层次的法律法规至今未见踪迹。在发改委网站输入“政府投资管理条例”进行搜索,出来11个有关页面,2001年的“国家计委”上就写着“加快制定政府投资管理条例”,可直到2008年11月的“活动简报”上仍写着“加快出台《政府投资管理条例》等相关法律法规”。在“四万亿”投资规模铺开的当前,希望这部法律真的能够“加快出台”。

## 直言不讳

# 博客选萃

## 不要总拿“大小限”说事

大山

睁开眼睛看世界,这两年到底发生了什么事?先是严重的通货膨胀,接着是国际金融危机爆发,整个世界不得安宁。经济形势不对劲了,股市一定是会有表情的。如果把这轮股市下跌的表情说成主要是“大小限”惹的祸,只能说他是盲人或者聋哑人了。

“大小限”何罪之有?诚然,“大小限”在股改前同股不同权时代是

有罪的,正因为它有罪,所以国家费了九牛二虎之力进行了股改。即使把“大小限”给限制住了,股市未必一定能“牛”转乾坤。制订措施限制“大小限”流通,历史必将重演,因为不可能永远限制下去。再说,如果给“大小限”不是稳定的政策预期,而是政策有变预期,更加剧“大小限”胜利大逃亡的动力,这样将对市场致命的打击。

## A股独立行情仍将延续

吴志刚

在未来的一段时间内,欧美股市仍将继续下跌,而A股的独立行情仍将延续。主要的原因是,我国的宏观经济已经出现了好转迹象,而欧美经济则进一步恶化,所以A股不能跟着美

国佬的屁股后面跑,而是要走出鹤立鸡群的行情。本轮A股的短期调整的底部已经探明,短期调整已经完成,上周蓝筹股已经启动,预计本周将走出震荡上扬的行情。

## 提高股票印花税率是瞎折腾

皮海洲

在去年“两会”的时候,范谊代表建议股票交易印花税率应尽快从0.3%下调至0.1%,怎么仅仅一年时间,范谊代表却又主张提高股票交易印花税率了呢?明显是“瞎折腾”。提高印花税率是在与民争利,特别是在经过了

2008年的熊市之后,目前投资者普遍损失惨重,提高印花税率只能使投资者雪上加霜。在目前投资者信心还没有恢复的情况下,范谊代表就要将股市“压一压”,这种做法有利于我国的经济发展吗?

## 奥巴马用预算案“绑架”全世界

潘成夫

奥巴马预算案不仅对美国,对全球都会产生深远的影响。如果成功,全世界可能都受益。比如说,如果能够解决经济不平等以及教育问题,将会给美国经济带来新的活力。再如,预算案要求碳排放量超标的企业购买排放额度,并将这些资金用于投资清洁能源行业,这对于中国这样的能源消费大国来说也算是个好事。最重要

的是,如果真的能够在未来削减财政赤字,那么全世界也不用太担心美元贬值和通胀的上演,我们中国持有的数千亿美元美国国债好歹还有个着落。如果奥巴马目标无法实现,那么全世界都将遭殃。实际上,美国早就已经通过金融危机把全世界拖下水了,奥巴马的预算案只不过是再给世界经济增加一个巨大的赌注。

## 警惕实际利率创十年新高

清议

大多数分析师相信,在失去春节长假因素支持下,2月份CPI将创下-1.8%左右的跌幅。这意味着,实际利率将由稍早前的1.25%急剧升至4%以上,创下10年新高。

在通缩面前,继续维持名义利率不变注定是不切实际的,实际利率创新高会否阻碍实现经济增长目标,值得注意。

1998年积极财政政策总体不成功的覆辙。那一年的国内增长目标同样是“保八”,但这一目标终究未能实现。1998年和1999年尚有房贷因素刺激经济增长,如今指望住宅销售成为2009年经济增长点显然是不切实际的,实际利率创新高会否阻碍实现经济增长目标,值得注意。

## 国资重组要走出体制“螺蛳壳”

黄溯源

国资委组建新的央企资产管理公司之所以引人关注,不在于是在141家央企之外又新增了一家,而是在这一信号的背后所透露的重组思路。在笔者看来,纵然被称为“中投II号”或“产业中投”的新央企资产管理公司具有以一吞十甚至数十的功能,非但141+1≠142,反而有可能是141+1=141-n,

如果只是在体制内“螺蛳壳里做道场”的新游戏,这一切都是没有意义的。

新组建的“中投II号”,无非将所有来不及重组的资产或难以重组的资产统统装进一个口袋而已。10年前专为处置银行不良资产而设立的四大资产管理公司运转不良的教训告诉我们,螺蛳壳里做道场”效果有限。

更多观点详见时报博客 <http://blog.secutimes.com>, 欢迎前往开通您的博客、播客。