主编:何敬东 编辑:谦 石 组版:欣 欣 Email:PPLL18@126.com 电话:0755-83501640

货币政策回归中性步伐加快

海通证券研究所宏观组

央行日前宣布自11月29日起再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。自此大型金融机构的法定准备金率达到18%，中小型达到16%。大型金融机构的法定准备金率超过2008年6月份的17.5%，为历史新高。由于货币超发的滞后影响，外围低利率环境和量化宽松，成本价格上涨，以及人民银行对通胀容忍度提高的预期导致10月份通胀上涨加速。央行在这种情况下月内两次上调准备金率行动，显示了遏制通胀的决心。

调控以数量工具为主加息为辅

目前商业银行超额准备金率处于历史低位，最近两次的准备金率都会起到良好的回笼基础货币的效果。根据三季度央行货币政策执行报告，商业银行的超额准备金率三季度末平均为1.7%，比上一个季度回落0.12个百分点。其中大型金融机构和中型金融机构超额准备金率已经低至1.4%和1.1%。而10月份至今四大行和民生银行、招商银行已被上调1.5%的准备金率，普通银行也上调了1%。因此对于央行的准备金率上调，商业银行已经没有超额准备金率用来缓冲，我们认为本月两次上调准备金率可以有效回笼超过6000亿的基础货币。对于信贷投放而言，由于目前商业银行总体的贷存比在70%左右，已接近银监会不高于75%监管线，因此信贷投放受两次准备金率上调的影响会有所放缓。而且相信央行对信贷投放的数量与节奏已经加强了窗口指导，11月份和12月份信贷投放将会明显放缓。受存款准备金率两次上调和窗口指导加强的影响，预计11月份和12月份M2增速会有所回落。

对于实体经济而言，三季度末数据显示总需求高位企稳回升，10月份通胀加速上涨。在三次上调准备金率和一次加息之后，这种态势将会得到一定遏制，宏观调控开始致力于引导经济走向新一轮的软着陆。预计11月份消费价格指数仍将处于高位，同比至少与本月持平，12月份受翘尾因素大幅降低影响会有所回落。

当前准备金率工具已被应用近乎极致，大型金融机构法定准备金率已创新高，未来主要的对冲基础货币手段是利用货币市场利率上调带来的央票发行量空间的扩大。央行进一步加息则不得不考虑国际货币条件，目前全球主要的货币利率很低，央行的加息动作必然会吸引热钱流入，从而抵消掉加息的紧缩效应。因此我们可以看到，央行未来货币政策的主线是数量型工具，以央行票据净回笼为主，由于法定准备金率上调目前对紧缩货币具有较强的有效性，预计央行仍会上调。加息打击面较大，央行动用价格性工具将比较谨慎，在数量型工具不足的情况下，小幅慢节奏加息既能一定程度控制需求，引导价格回落，又能考虑到实体经济的承受力。

未来货币政策走向

12月份仍有可能加息或者上调准备金率。央行10月11日通知6家银行上调准备金率0.5个百分点，期限为两个月，12月份中下旬将到期，预计央行有可能通过普遍上调准备金率或者加息对冲。

货币政策将在12月中旬的中央经济会议后正式回归稳健。当前的经济的基本面是，外围经济缓慢复苏的趋势不变，我国经济增长的动能仍然比较足，而通胀可能是一个较长期需要面临的问题。因此货币政策回归稳健一方面可以表明控制货币供应的决心，抑制通胀预期；另一方面合理引导信贷投向，进行产业结构调整的合理引导。而从三季度的货币政策报告看，央行已经开始为货币政策转向稳健有所铺垫。

我们认为，货币政策回归稳健的含义是明年M2增速的目标将由今年的17%降到15%-16%，信贷的总量目标则降至6-7万亿。如果M2的增速和信贷投放过快回落，则经济会有硬着陆的风险。

明年一季度和三季度是合理加息窗口。明年一季度在2010年底受翘尾因素变小CPI小幅回落后将重新上行，明年的翘尾因素呈"中间高，两头低"，受此影响，通胀预期也会比较强烈，此时是较好的加息时点。三季度美联储QE2结束，美元有回流的风险，事实上，热钱快速流出比快速流入更可怕，因此此时人民币略加快升值以及加息是合理的货币政策实践。

货币政策独立性受限，未来货币政策仍需关注外围经济状况和货币条件。目前央行数量型工具捉襟见肘，价格型工具作用又有所受限，对于通胀的控制最后可能不得不回归到直接干预，实际上体现了央行货币政策受制于人的无奈。

当前央行独立性实际严重受汇率制度影响，一方面汇率低估引致了当前的经常项目和资本项目双顺差，尽管强制结售汇制度已经取消，企业在人民币升值的背景下，结汇的主动需求强烈，造成大量的外汇占款，并释放大量基础货币，央行只能被动对冲。

另一方面汇率缺乏弹性，持续地升值预期吸引短期资本的套利，同样造成被动投放。而正是基于对汇率制度的保护和对热钱流入的担心，央行对利率的调整也受到影响。今年以来，央行重启汇率制度改革，增加汇率弹性，并且在资本项目开放方面做了很大的突破，比如允许境外人民币可以投资境内银行间债券市场，已经取消强制结售汇和外汇可以存放境外等。但是当前人民币汇率仍有较大的升值空间和较强的升值预期，新的货币供应机制形成进展缓慢，货币政策的独立性仍然很差，未来货币政策调整特别是利率仍要很大程度上考虑国外的经济状况和货币条件。

焦点评论

直言不讳

工资审批 难以遏制垄断行业高薪

瞿玉杰

据媒体报道，《工资条例》虽然年内难以出台，但是基本框架已经确定。其中政府对工资进行宏观调控的核心内容是要求"特殊行业"进行工资公示，而所谓"特殊行业"实际是指垄断行业。垄断企业每一次涨薪、补充社保等都将需要国家有关部门审批。

不同行业收入差距过大、垄断行业收入畸高，是我国经济社会领域一个存在多年的突出问题。国家统计局2005年公布的数据显示，电力、电信、金融、保险、水电气供应、烟草等行业职工的平均工资是其他行业职工平均工资的2到3倍，如果再加上工资外收入和职工福利待遇上的差异，实际收入差距可能在5到10倍之间。令人沮丧的是，不同行业的收入分化状况到如今不仅没有改观，反而呈逐步扩大之势。

不同行业收入差距过大，不仅会强化中低收入群体的"相对剥夺感"、滋生不稳定因素，而且严重损害了社会公平和政府公信力。因此，《工资条例》规定垄断企业的工资需要公示、审批，对于遏制垄断企业自我分肥、缩小收入分配差距、进而促进社会公平，无疑具有积极意义。尽管如此，笔者仍然认为工资审批难以有效遏制垄断行业的高工资、高收入。

垄断企业的收入之所以高，主要是因为它们有充裕的、可自由支配的资金。垄断企业可自由支配的资金之所以充裕，则是因为它们依靠自己的垄断地位和国家的优惠政策获得的极多、付出的却极少。以电力行业为例，据《广州日报》10月15日报道，综合人均收入比较，中国电价是德国的4倍多、美国的10倍左右，可谓暴利惊人；但是即便如此，电力行业仍然每年获得国家大量的政策性补贴。而在支出上，电力企业却跟其他垄断企业一样，在廉价、甚至是免费获得很多公共资源的同时，上缴国家的红利却不超过10%，少得可怜。

遏制垄断行业的高工资、高收入关键是要从源头上管住其收入。对此，笔者以为有四个途径。一是打破垄断、让民营企业参与竞争，以充分竞争消除高额的垄断利润。二是提高资源税税率。在发达国家，资源税税率高达10%到16%，而我国仅为1%，且只对原油、天然气、煤炭、铁矿石等少数矿产资源征收。过低的税率、过小的征收范围，不仅降低了我国资源税调节垄断企业收入的功能，而且制约了资源所在地区的经济发展，副作用不容小觑。三是提高垄断企业上缴红利的比例，让垄断企业上缴的红利造福全民。四是借鉴美国《联邦工资比较法》的做法，在《工资条例》中作出将垄断行业工资与其他行业工资挂钩的规定，以防止收入差距过大。

工资公示、审批难以有效遏制垄断行业的高工资、高收入，还因为垄断行业的"能量极大"。今年上半年，一度传出《工资条例》因为遭受垄断行业的极力反对而"难产"的消息就是明证。试想，垄断行业既然有能力使《工资条例》"难产"，让高工资通过有关部门的审批还是什么难事么？更何况，在提高工资和福利待遇上，垄断行业从来不缺"上有政策下有对策"的经验。

有此一说

治通胀要培育负责任流通企业

杨丽花

近日召开的国务院常务会议，明确表示必要时将对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施。这一政策刚提出，就开始引起种种猜测。价格违法如何认定？行政如何干预？甚至有人认为这是一种历史的倒退，在市场经济条件下高调地采取行政手段干预物价有些不现实。

目前通胀明显，某些商品特别是农产品价格涨幅惊人。有些深圳人赴港打酱油，但是一些产品例如蔬菜、鸡蛋等副食品，明明是从内地运进香港的，而深圳的超市零售价却比香港贵，这又是为何？

或许可以从一把菜心的身价变化中看出点什么。据笔者所知，每天早市开市前，就有一个从河南来的冷冻保鲜货柜准时抵达深圳。这辆车上运载的是40吨菜心，每公斤4元钱。40吨菜心下车之后，身价就发生巨变，一部分进入香港，最终零售价为每公斤7至8元，另一部分则留在深圳，经分装公司贴上绿色无公害有机蔬菜的标签，摆上超市货架售价就到了每公斤11元。每天从河南运来的菜心价格是固定不变的，因为农户与经销公司签订了长期合同。可以说零售价格的波动几乎与农民没有任何关系。面对这一现象，有一种解释是，深圳人有钱，价格上涨不会影响销售。只要能卖得出去，价格就是合理的，所以流通的最后一关猛加价也无不可。

当前中国物价飙涨，流通环节助推作用不可忽视。笔者认为包括绿豆、大蒜以及蔬菜在内的农产品价格之所以会狂涨，最主要的原因在于流通环节过于复杂和分散。对于某一农产品，缺乏居于主导地位的农产品经销公司。流通市场上领导者的缺乏，导致了在政府严查炒作时，很难找到头绪。假如是方便面乱涨价，那查起来就会容易许多。

农产品流通市场上没有明确的主导者，并不代表流通环节在利润和价格方面难以达成共识。相反，正是因为分散，更容易对某一地区或某一品种形成控制。在通胀环境下，处于流通环节的各个市场主体提升利润的空间更大。而这种肆意追求暴利的做法对价格上涨的危害非常大。笔者认为，在考虑用行政手段平抑物价时，应该引入合理利润概念。对涉及民生的相关产品，一方面培育具有社会责任感的大型流通企业，另一方面严格限制流通利润：既可以限制某一环节的利润空间，也可以限制从田间地头到超市货架的最大涨幅，尽可能多地压缩流通环节。

财经漫画 力缚通胀 李向东/图

实话实说

"房价明年跌20%"预测引发四种反应意味深长

冯海宁

中国人民大学经济研究所20日发布一项研究报告，预测2011年上半年房地产行业资金链将出现严重问题，房地产价格将出现接近20%的下滑，但不会出现硬着陆的情况，预计明年3月至4月是楼市全面调整的时点。

房价预测本来是挺严肃的事儿，但由于各种对赌、预测结果不靠谱，只剩下了娱乐价值。不过，有关机构预测明年上半年房价下跌20%，在娱乐大众的同时，所引发的各种反应倒值得我们反思。

第一种反应是"房价不可能下降20%"。央行货币政策委员会委员李稻葵指出，房价明年不大可能出现20%的下降。因为今天中国的房地产问题是深刻的体制问题，不是简单一两个政策出台调整就能够调整下去的。这一分析不无道理。

第二种反应是"房价下滑20%是用力过猛"。全国政协经济委员会副主任李德水指出，房地产调控不可用力过猛。如果用力过猛，把房地产业资金链条突然崩断，也会带来一系列的问题。房价下滑20%就认为用力过猛，或许持这种观点的官员不在少数。官员如此认为，房价回归理性还有多少动力？

中国一线城市2009年平均房价涨幅在50%以上，今年前几个月70个大中城市房价同比几乎都是两位数的增幅。可以允许房价一年上涨50%，为何就不能允许房价下滑20%呢？

第三种反应是"房价下滑20%我就吃掉手机"。这是某网友对房价预测结果的反应。也就是说，不相信研究机构预测结果，也不相信宏观调控效果。持类似观点的网友占了大多数。这表明不少人对宏观调控不抱希望，对楼市前景非常悲观，这不能不让人深思。

第四种反应是"房价下滑20%是谁的意思？"这是笔者看到预测后的第一反应。在我看来，房价究竟是稳定、上涨还是下滑，究竟是谁的意思，这个问题很重要。记得之前任志强先生说过一句话，"莫指望房价会便宜，你不要把政府意思搞错了，经济还在增长，怎么可能让房价下降呢？不太现实。"任志强告诉我们，房价下滑不是政府的意思。我查阅了一下相关文件，政策表述都是"遏制部分城市房价过快上涨"，并没有让房价下滑之意。显然，如果政府都不想让房价下滑，恐怕研究机构有关房价下滑20%的预测又要成为一个笑谈了。

显然，李稻葵代表了一种悲观情绪，即认为房地产问题病在体制，调控政策药不对症。李德水则在房价未跌的情况下就产生了恐惧感，可见房价下跌在官员群体中存在恐惧情绪。网友们不相信房价下跌，则是政策信任危机的表露。而本人的追问，似乎才触到关键点。

国际观察

通用回归华尔街对A股的启示

肖玉航

近期最令人振奋和具有时代焦点意义的事件莫过于美国通用汽车IPO与上市。金融危机爆发期间，通用破产退市，如今再启上市之路并成为今年世界资本市场最大的IPO项目，成功返身华尔街，通用的巨变引起全球投资者关注。人们对美国市场经济下资本市场有了更清醒的认识，对证券市场"优胜劣汰"市场化运作模式也有了更多的尊重。

通用汽车公司（GM）成立于1908年9月16日，自从威廉·杜兰特创建了美国通用汽车公司以来，先后联合或兼并了别克、凯迪拉克、雪佛兰、奥兹莫比尔、庞帝亚克、克尔维特等公司，拥有铃木、斯巴鲁等公司股份。

受金融危机影响，2009年6月1日，美国的这家"百年老店"宣布破产保护，其股价也跌到了75美分，并于当时退出了金融重地华尔街的交易平台——纽交所。这家全球汽车业龙头，退市前股价与2000年4月份的94.63美元高点相比下跌了99%，其中单是2008年就下跌了87%。联想起金融危机中的美国五大投行股价大跌，可以认为，在市场经济发达、资本市场规则与法律完善的欧美市场，任何公司都可能因经济衰退、公司自身问题遭受严峻打击局面，不符合上市条件就退市是资本市场的重要准则。反观目前中国A股市场，一些公司连续10年不分红、有的业绩亏损累累资产明显为负，却能够始终在保护政策的支持下没有退市。一些新股IPO一上来就是100倍以上的PE，但相关的退市政策却难产，一些利益包装、PE腐败类明显的公司仍然在风险中前行。然而，通用汽车的破产退市没有给我国相关公司以足够警示，泡沫、重组、内幕交易仍然大行其道。从通用的案例中可以看出，未来那些经营不善的公司彻底退出，也许是A股市场的一个方向。

在阔别股市16个月后，通用汽车业绩大幅度回升，并重返资本市场。通用的发行价为每股33美元，市盈率约8倍，低于福特汽车12倍左右，在纽交所挂牌交易首日收于34.19美元，涨3.61%，动态PE不足9倍。华尔街对通用态度的变化，预示着次贷危机以来遭受重创的汽车产业将进入复苏时期，这对未来几个月，那些在信贷和股票市场寻找机会的汽车公司，如克莱斯勒，是一个很好的征兆。

总体来看，美国通用汽车的退市与回归，表明美国资本市场的市场化程度完善。对于一家公司而言，它不符合上市规则时就直接退市，而当其达到交易所相关条件后就可重新申请上市，这不仅体现出证券市场的巨大投资风险，也给了相关公司重生的机会，这是市场化最好的体现。从中国资本市场来看，由于市场化不充分，政策保护明显，一些公司经过这样或那样的重组保护，没有出现通用、贝尔斯登等那样股价雪崩退市的情况，很多泡沫风险凝聚、无分红回报的公司长期停留在市场上，其未来也可能将面临市场化规则的影响。从中长期看，政府保护的市场可能面临严峻挑战。通用汽车的退市与新生充分表明了资本市场"优胜劣汰"的市场规则，回归市场理性定价也反映出公司业绩的体现，更体现了"买者自负"的交易原则。

（作者为九鼎德盛首席证券分析师）