

# 大规模增资中投非最佳选择

黄祖斌

央行行长周小川不久前表示,超过3万亿美元的外汇储备已大大超过了中国的需要。这种背景下,中国强化外债投资已是必然。4月26日,英国《金融时报》报道说,中国的主权财富基金中投公司不久将从政府得到1000亿~2000亿美元新资金。

在急需消化过多外汇储备资产的背景下,给已有一定投资经验的中投公司增资在情理之中。然而,这只是外储资产配置调整任重道远情况下不得已的选择。因为中投模式并不完美,除缺乏约束、透明度不够之外,在投资回报、资产风险等方面也面临不少困难。

美国主权财富基金研究所去年6月公布的一项统计显示,阿联酋的阿布扎比投资局是全球最大的主权财富基金,由其管理的资产达6270亿美元。名列第二的是挪威政府退休基金,总资产为

4430亿美元。沙特的萨玛控股公司以4320亿美元的总资产名列第三。目前资产规模超3000亿美元的中投如再获得2000亿美元资金,显然将成全球第二大主权财富基金。

然而,规模是回报率的天敌。传奇基金经理彼得·林奇在管理资金不断增加的情况下始终表现优异,但他也不得不承认规模是业绩之敌:我最大的不利之处就是所管理的麦哲伦基金资产规模太大,因为资产的规模越大,投资业绩超过竞争对手的难度就越大。期望一个拥有90亿美元资产规模的基金能在竞争中击败一个只拥有8亿美元资产规模的基金,无异于期望拉里·伯德(NBA明星)缠着5磅重的腰带仍能在篮球场上成为最耀眼明星一样。而中投目前的规模已是林奇当年管理资金规模的三四十倍。

2004年,新加坡主权财富基金淡马锡首次公布了成立30年来的财报:

30年中总体投资回报率为18%,但最后10年的回报率仅3%。收益率不错,但也不算优秀。而中投表现出的投资能力并不理想,2009年收益率为11.7%(2010年接近于这一水平)。但中投其实错过了2009年抄底的机会。淡马锡截至2010年3月的财政年度,年度股东总回报率高达42%。

规模庞大是资金管理的大忌,因此即使再另外成立数个与中投相似的机构,比继续扩大中投的规模要好。金融危机之后,中投在全球的投资环境其实更加困难。被中投看中的收购目标,报价一般都明显高于市场价。付出收购溢价后,长期回报必然打折扣。因此,更好可行的办法是将资金分散委托给市场上的专业金融机构(包括中国有QDII操作经验的基金公司),这样做至少有四点好处:

一是可以择优选用具有机制优势并且表现稳定的投资机构,这有利于提高资金的收益率和安全性。美国的太平洋投资管理公司、香港的惠理集团,甚至是巴菲特、索罗斯,都可以是中国外汇储备资产的管理人。

二是解决了短期内人才储备难以到

位的问题。央行行长周小川曾透露,2003年央行即准备投资石油,然而却苦于没有专业机构帮助进行而不了了之。

三是可以将中国外汇储备资金的身份淡化,以免硬着头皮接受收购溢价。美国财政部曾将中国在2010年底持有的美国国债数量更正为1.16万亿美元,比之前的数据高30%。而英国持有的美国国债从5413亿美元降至2721亿美元,有分析称这是因为此前中国在英国购买了部分美国国债。在股权或是大宗商品的交易上,中国同样没必要过于暴露自己。

四是可以避免来自政府机构中的一些不利于独立投资的干扰。

总之,主权财富基金由于规模庞大,要想取得理想的投资回报难度上加难,中投虽然已积累了投资经验,也不宜再大规模增资,因为这只会给其未来的投资表现增加难度,委托市场化的专业机构管理是更好的选择。

(作者系安邦咨询研究员)

## 既要反房产暴利也要反土地暴利

夏慧萍

据媒体报道,国家发改委价格监督检查司司长许昆林日前透露,发改委正在研究在商品住房领域实施反暴利规定,以使商品房价格能够保持在合理水平。此前3月份,发改委颁布规定,要求商品房销售明码标价,并不得随意涨价。他表示:官方将陆续出台一系列措施规范房地产行业价格行为。

房地产存在暴利,这早就是不争的事实,就连开发商都调侃说,赚钱赚得不好意思了。如今国家发改委突然提出要在商品住房领域实施反暴利规定,不能不说这是一个黑色幽默。不管怎样,国家发改委总算看到了问题的存在,可谓亡羊补牢,犹未晚矣。

如果说,只在商品住房领域实施反暴利规定,那么我们有理由认为,国家发改委醒悟的似乎还不够彻底。现实生活中,不仅作为终端消费的商品住房存在着暴利,地方政府在土地出让的拍卖过程中也存在着严重的暴利。有资料显示,房地产开发中,土地成本大约占到35%左右,个别楼盘可能达到50%-60%。地方政府土地出让金的居高不下,也已成为推动商品房价格居高不下的重要因素。

事实已经证明,高房价的受益者,不仅仅是房地产开发商,从某种意义上,地方政府从中受益更多,甚

至远远高于房地产开发商的受益。媒体报道,2010年国内土地市场上演了一场“盛宴”,全国各城市土地出让金总额达2.7万亿元,较上一年增长70.4%。比如,武汉、南京等城市2010年住宅用地出让面积同比增幅不到20%,但出让金的收入增幅却超过125%,从中可见政府土地收益有多高。

土地出让金的跨越式增长,给地方政府带来两大好处。一是增加了地方财政收入。一些城市年土地出让收益占到了财政收入的五、六成之多,西部某城市年财政收入为200多亿元,而其年经营土地的收入竟超过了100亿元。二是拉动了地方GDP增长。地方政府不用花什么力气,只要掌握着卖地这个秘密,手中就有大把的票子,头上顶起了经济快速发展的光环,可谓名利双收。

因此,笔者认为,商品住房领域实施反暴利规定的同时,必须对居高不下的地价,提出制约措施。土地出让金的拍卖暴利不除,既挤压了房地产开发商的暴利,高房价也难以实现理性回归。最近,上海有的经适房成本价格,已经从最初的3500元涨到7-8000元甚至9000元以上,符合经适房条件的用户只能望而却步,究其原因还是土地财政在作怪。这一事实说明,土地出让金的拍卖暴利,已让一些地方政府利令智昏。土地出让制度也到了非改不可的时候。



楼市传来新消息,说是搞反暴利。翻出陈年旧规定,求解当下新问题。暴利份额难分解,关联各方必扯皮。调控目标应明确,免得病急乱投医。

赵乃育/画 孙勇/诗

## 付之一笑 | Fu Jianli's Column

# 菜贱伤农与中小盘股票挤泡泡



付建利

去年农产品市场上,大家叫着“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”,前些日子大宗商品价格也还在一路疯涨,转眼间,我们又发现,白菜烂在地里了,菜农受不了自杀了,蒜也不“狠”姜也不会“军”。如果你是一个股民,你也不会发现中小盘股票的股价走势和菜价最近两年有着太多的相似之处:去年中小盘股票一路演绎“成长的故事”,股价涨了又涨,今年中小盘股票却跌了再跌,走势和菜价可谓异曲同工。

中小盘股票和菜价相似的变化,看似偶然,细究之下,其实又有着必然性。以菜价而论,尽管地里的菜价一毛,摊上的菜价却是一元,整整涨了十

倍!蔬菜从地里到达城里的菜市场,中间要经过诸多流通环节。一般而言,蔬菜首先要从菜农地里到这一手菜贩,然后到二手菜贩,再到摊主,最终流入消费者手中,这中间有多次运输环节。由于汽柴油涨价、人力资源成本上升,蔬菜的流通环节成本大幅上扬,以至于最终在城里面的蔬菜价格不跌反涨,造成“菜贵伤民”。

观察整个蔬菜的产业链,其实可以发觉在整个流通环节,除了地里的菜是农业生产领域,属于上游以外,其他环节都属于中下游环节,包括交通运输、一手和二手菜贩、菜市场交易等。在菜价下跌过程中,中下游环节通过涨价对冲了成本上升对利润的侵蚀,而上游的农业生产环节由于没有多少议价权,只能被动地被剥夺利润空间,甚至巨幅亏损。也就是说,强势的商业通过话语权侵蚀了农业的利润,从而保证自己早涝保收,而农业却成为菜价下跌中的最大利益受损者。

以中小盘股票而论,从股票首发到最终股民购买股票,也要经过诸多流通环节,包括保荐、审核、承销、路演、发行等。在新股发行时,拟上市公司和承销保荐机构、以及基金等机构投资者很容易“合力”推高新股发行价,从新

股上市之日起就制造泡沫,然后在股价的下跌中,让股民买单,自己却边撤边偷着乐。而在二级市场,基金等机构利用信息“先知”优势,借题材概念推高股价,然后自己边出货边诱惑散户接盘,这样的事情也屡见不鲜,见怪不怪了。在中小盘股价去泡沫化的过程中,券商、基金等流通环节不仅没有受损,反而还通过套现或抬高发行价大受其利,最终受损的是中小散户。散户类似于菜农,属于最没有话语权和议价权的弱势一方,自身利益只能任人宰割。

如何保障菜农和股民的利益?其实,如果把作为生产环节的蔬菜纳入到整个蔬菜流通消费利益链中,尽量压缩流通环节,使得各个环节共同承担市场的风险,互相监督,节约成本,比如降低流通环节中车辆的路桥费,减少菜贩子缴纳的税额,终端菜市场和菜农直接对接,形成一个完整的产业链利益链,商业、流通服务业和农业有福同享有难同当,也许菜农受到的伤害就会小很多,在菜价下跌的过程中或许也能保持盈利。

而在股票市场,如果把中小投资者的利益和券商等中间环节绑在一起,形成一个完整的利益链,就会避免散户成为中小盘股价挤泡泡过程中的最大利益

受损者。如果发行价过高,流通环节成本过大,相关中介机构就要受到惩处或没收非法所得。今年以来,中小盘股价由于存在明显的估值泡沫,很多个股一路下跌,在这一过程中,去年推高中小盘股价的机构或许早已落袋为安。

无论菜贱伤农还是中小盘股票股价下跌股民受损,说白了都是强势的一方利用各种优势挤压了弱势一方的利润空间,甚至是生存空间,最终伤害了整个市场正常的秩序和运行,要跳出这一怪圈,治理之策就是营造一个完整的利益链,并用制度和法律予以保证,而不是把弱势的一方单独撇在一边,任由强势者风雨无阻地收获“盛夏的果实”。

解决这一问题,在思维模式上,其实就是要应用全局性和立体思维。市场参与各方,往往最弱势的,其实是对市场的成长功劳最大的,比如没有菜农,就不可能有此后的各个流通服务环节,没有中小散户,中国的股市就不可能发展到今天的局面,机构投资者也不可能壮大,遗憾的是,当强势的一方有了话语权后,往往会照顾道义与责任,变本加厉地挤压弱势方的生存空间。当然,给弱势方以生存空间并非和稀泥式地取消竞争或搞大锅饭,而是在坚持公开、公平、公正原则下的市场竞争。

## 经济时评 | Hot Topic

# 从货币供应量看当前通胀的严重性

刘兴祥

近期,随着一些部委官员陆续就物价表态,当前通货膨胀的严重性再次引发社会的广泛关注。越来越多的专家学者预计,年内通胀很可能出现“前高后不低”的情况,而不是此前市场所广泛预期的“前高后低”。对此,一个有力佐证就是,随着央行在本月中旬连续第十次上调准备金率,大型国有商业银行的存款准备金率已经达到20.5%的历史新高。如果再考虑到年内已经两次加息了,那么,此轮流动性回收幅度之大在以往是难以想象的。这也说明,流动性泛滥到了难以容忍的程度了。就此,我们完全有必要认真梳理一下:过去一段时间货币供应量的增长到底呈现出一种什么状况?

在今年一季度以前,用于反映货币供应量的一个主要指标是广义货币供应量(M2),即狭义货币供应量(M1)+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+信托类存款+其他存款”,大体相当于现金加上活期存款。相关数据显示,2008年底,我国M2的余额为47.52万亿元;2009年底,这一数字激增为60.62万亿元;2010年底,这一数字进而变为72.58万亿元。需要指出的是,M2是一个存量概念,即历年货币供应量的累积余额。这就意味着,在2009年至2010年的两年期间,我国新增货币供应量就达到25万亿元,超过了1949年到2008年货币供应总量47.52万亿元的五成。显然,货币供应量在过去两年以超乎想象的速度在增长,并迅速把我国货币存量基数推至一个令人难以想象的高度。作一个粗略的对比:2008年我国国内生产总值约为30万亿元,2010年约为39.80万亿元,不考虑价格因素,货币供应量增幅较国内生产总值增幅足足高出近20个百分点。在如此数据对比面前,尽管产生通胀的原因有许多,但并不影响我们重温现代货币主义大师弗里德曼的名言:通胀的唯一原因就是政府印刷钞票。”

回顾改革开放30年来我国曾经发生的两次较为严重的通货膨胀,我们更加容易理解货币供应量大幅增长的后果了。1988年3月上海率先调整280种国民经济必需品的价格,接着各大城市相继提价,提价率占到了商品总量的80%。受此影响,1988年与1989年的居民消费价格指数分别上涨了18.08%和18%。更为严重的通货膨胀则发生在1993年至1995年,这三年的居民消费价格指数分别上涨了14.7%、24.1%与17%。总结这两次相当严重的通货膨胀,一个共同的现象就是M2的爆发式增长:相关数据显示,1987年M2增速超过了27%,1992年至1994年期间每年M2增速更是达到了惊人的30%以上。相比之下,过去两年我国M2的增长也并不低:2009年M2同比增长27.68%,2010年M2增长幅度也达到19.7%。从这个角度看,此次通胀的严重性不容忽视。

那么,从横向对比来看,我国货币供应量又处于什么水平呢?在2009年底,我国M2还仅仅略高于美国,但到了去年8月份,我国M2已经成为全球第一:2010年8月份我国M2为68.7万亿美元,而美国当时M2折合人民币约为58万亿,我国M2竟然超过美国大约10万亿人民币,相当于美国M2的120%。与此相对应的是,2010年我国国内生产总值约为5.879万亿美元,相当于美国14.66万亿美元国内生产总值的四成。这说明,我国的M2高速增长与资产规模的扩张有更大的关系:美国M2的增速在过去二十多年中基本与国内生产总值的增速保持同步,而我国则大大超过国内生产总值的增速。尽管各国发展阶段不同,增长模式有别,经济结构不一样,对M2的需求是不一样的,但是,我们显然无法忽视如此巨额M2对通胀的巨大影响。

究其原因,我国M2近两年高速增长的主要原因就在于两个方面:一是商业银行体系近两年对公众的新增人民币贷款量主动大幅增加;二是央行结汇量大,被迫大量投放基础货币。在新增信贷方面,2009年我国全年新增人民币贷款共计9.59万亿元,2010年新增贷款也达到了7.95万亿元。而在2007年新增信贷为3.63万亿元,2008年新增信贷为4.91万亿元。对比之下可以发现,在2009年至2010年两年间新增信贷较前两年就增加了一倍,绝对数达9万亿元,相当于这两年新增货币供应量的36%。

同时,巨额贸易顺差及大量热钱涌入导致央行被迫投放大量基础性货币,这使得我国货币供应量大幅增长的势头更加难以遏制。2008年底我国外汇储备约为1.95万亿美元,2010年底增长到了2.85万亿美元,相当于这两年间新增外汇储备占到了以前若干年总量的50%,几乎与M2在这两年的增幅大体相当。由于这部分外汇占款是基础性货币,有货币乘数的效应,其产生的实际货币供应量远远大于这个数据本身。有关测算表明,到目前为止外汇占款持续增长已经超过了20万亿元,从而成为流动性泛滥的一个根源了。

尤其令人担心的是,随着基数的迅速扩大,M2增长的边际效应将呈现几何级数增加。就算今年M2增速真的能够控制在稳健货币政策认可下的15%,那么今年底的货币供应量就会达到83.47万亿元,也就是说今年将新增货币供应量接近11万亿元。如果进一步按照15%年均增长速度测算,到2014年我国M2就将达到127万亿元,整个社会投放的货币供应量就将比2009年末足足翻一番。从其他国家的经验来看,这并非没有可能,例如韩国从1966年到1988年经济快速增长时期,年均M2增长幅度竟然达到34%。以我国当下的发展潜力及城市化率水平,经济再保持十年较快增长似乎不是个问题,那么,在应对国际金融危机导致我国货币供应量基数被迅速拉高的后果只会在未来若干年里不断显现出来。

## 联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至ppl18@126.com。