

# 经济显疲态 货币收缩勿太给力

王亚玲

2011年,处于后金融危机时代的各国面临的前行道路似乎并不平坦;失业率微降难掩美国巨大的财政负担;身陷核危机的日本,复苏之路将会更加艰难而漫长;战乱中的北非经济遭受重创;新兴经济体正在饱受通胀的考验;欧债危机的阴影还没有散去。近期,标准普尔宣布将美国联邦债务的长期评级由“稳定”下调至“负面”,这个看似只关乎美国经济的评价下调让我们怀疑:世界经济是不是患上了“多动症”?

作为美国最大的债权国,中国似乎也很难逃避被传染的可能。近期中国经济活力明显下降;2011年一季度GDP为96311亿元,同比增长9.7%,较去年同期增速11.2%下降2.2个百分点,同时,三驾马车也呈现疲态。

投资方面,2011年1~3月,我国城镇固定资产投资增速为25%,较去年同期增速26.4%下降1.4个百分点。在限购政策、提高信贷门槛等政策下,占据我国投资额三分之一的房地产业近期呈现成交量下降局面,但其价格仍然居高不下。

消费方面,2011年一季度,我国社会消费品零售总额增速为17.40%,较去年同期18%下降0.6个百分点。当前的持续高通胀已经促使居民消费信心降至历史低点,而当前的房产限购还将影响新房装修、床上用品、家用电器等物品的消费,北京等重点城市治堵也影响了汽车业的收入增长。从当前形势来看,消费引擎的启动任重而道远。

## 滥发津补贴源于权力失控

卞广春

4月开始,在武汉市直属行政单位,进行着一场清理公务员津补贴的专项行动。公务员们被要求退还2007年至2009年间多发的各种津补贴,保守估计,总额有数千万元。据悉,滥发放的津补贴,部分是地方政府私自允许、批准。用来发放的钱,则主要来自预算外收入。

武汉市直属行政机关连续三年多发各种津补贴数千万元,揭开了公众知情欲的盖子,里面包含了太多的悬念与疑问,多发的津补贴从哪里来,比要求退还多发的津补贴更让人觉得蹊跷。国家行政学院研究员、全国政策科学研究会副秘书长胡仙芝指出,预算外收入失控,是造成公务员奖金津补贴发放失控的原因之一。中国政法大学商学院经济学研究所副所长陈明生介绍,行政事业性收费是预算外资金最主要的来源,占全部预算外资金的近70%。各种行政收费项目主要集中在公安、建设、工商、房管、教育等部门。

向公众收取各种费用的有权部门,千方百计搞“创收”,谁收得多谁回

经济时评 | Hot Topic |

# 中国应尽快改变“负”债权国地位

张莱楠

第三轮中美战略与经济对话即将拉开帷幕,美国巨额赤字引发的债务问题以及作为美国最大债权国的储备资产安全一定是绕不开的话题。一直以来,“中美经济不平衡”,反映在经常账户上,就是美国巨额赤字与中国巨大盈余之间的不平衡。实际上,这种失衡更深层次反映的是债权国与债务国之间权利与利益分配上的严重失衡,中国实际上已经成为具有某种负财富效应的债权国。

中国成长为债权大国的速度,比崛起为经济大国的速度更快。2006年,中国成为继日本和德国之后的世界第三债权大国,并于2008年超过德国成为全球第二大债权国。根据美国财政部的数据,尽管中国已经连续几个月小幅减持美国国债,但截至2010年底,中国仍以1.12万亿美元的美国国债持有量,位居美国全球第一大债权国地位。

进出口方面,2月份中国出现2011年度首次73亿美元的贸易逆差。4月29日人民币对美元汇率中间价升破6.5,创汇改新高,中国出口难度再次加大,全年出口增速向下收敛的迹象明显,考虑到美国、欧洲经济仍未全面复苏,中国未来出口的形势不容乐观。

最新公布的PMI数据显示,4月份我国PMI为52.9%,环比回落0.5个百分点。经过上月短暂回升后,再次延续回落势头,显示经济增长处在适度回调过程之中。

我们认为,中国经济的疲态在于当前流动性收缩过紧,实体经济缺少必要的金融支持,正常运行受到影响。4月份,中国央行在6日、21日分别上调人民币基准利率和法定存款准备金率,两种调控工具的使用间隔如此之短,历史罕见。一年期存贷款利率分别达到3.25%和6.31%;大型银行的存款准备金率达到了20.5%,央行再次冻结资金3600亿元,4月20日上海银行间同业拆借利率(shibor)除隔夜利率外持续全面上涨,由于本月公开市场到期资金规模高达9100亿元,4月份公开市场与存款准备金率上调的回笼力度总计预计在1.2亿元以上。央行的这些举措,旨在为稳物价创造良好的货币条件。

然而,当前CPI指数仍然居高不下,3月高达5.2%,4月起5%也在意料之中,以此来看,货币政策持续紧缩对于抑制通胀似乎并无作用。这是因为,导致中国当前通货膨胀的原因错综复杂,涉及到国内外至少四个因素:

首先,流动性过剩,该因素在

2010年成为推动CPI上升的主导因素,随着央行持续收缩流动性,该因素对CPI的推动作用已经减弱。

其次,中国人口红利正在消失,各地用工荒加剧,劳动力成本持续上升,也推动了通货膨胀的加剧。

其三,北非战局动荡导致该地区石油产量减少,并影响国际石油价格近期持续上涨。与此同时,一季度铁矿石价格上涨40%,输入型通胀显现。

最后,近期国际流动性依然过剩,日本央行再次向市场注入10万亿日元,美国仍然维持宽松货币政策至6月,而中国国内人民币存在升值预期,且利率高于上述两个国家,国际资金有足够的动力通过地下钱庄等其他方式进入中国套利。

在上述四个因素中,前两者为内部因素,后两者为外部因素。针对内部因素,中国管理层的措施基本已经用尽。中国管理层可采取的针对内部因素的措施中,货币政策收效甚微,减轻通胀的功能正在逐渐丧失;劳动力成本的上升不可逆转,同时也是提升普通居民消费能力刺激内需的前提,政府不宜对劳动力成本上升进行控制。

在此情形下,由外部因素导致的输入型通胀因素成为主要防控对象。中国政府应更加关注石油大宗商品价格上涨、热钱涌入等输入型通胀因素,可考虑适度加快人民币升值幅度,减少进口成本;利率不宜再上调,严格监管国际资金流动,尽量减少热钱获利空间。

2011年,在稳物价为首要任务的前提下,中国管理层以每月一次的频率

动用法定存款准备金率,每两月上调一次基准利率,这样的货币政策收效甚微,有矫枉过正之嫌。

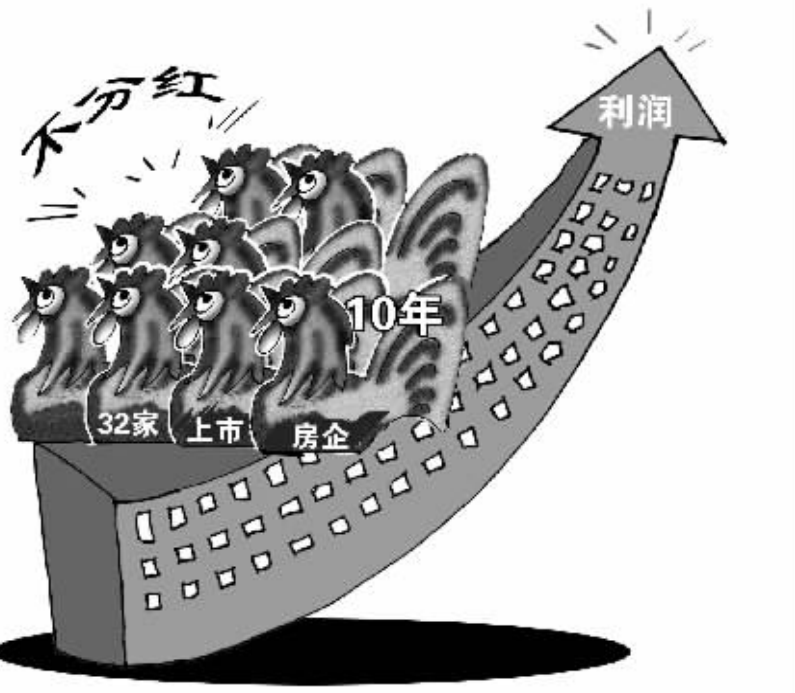
法定存款准备金率频频上调,直接使得银行业可用额度减少,派生货币减少,流动性明显减弱;再加上基准利率的上调,两者使得企业借贷机会减少,借贷成本明显上升,这一点在民间借贷市场得到了很好的印证,如温州民间借贷年化利率已经高达150%,如此高的民间借贷利率反映出当前流动性日益紧张。

事实上,提高人民币基准利率和法定存款准备金率均意在收紧银行体系内的流动性,但是民间资本却似乎被小觑了。住建部政策研究中心对内蒙古、陕西、山西、温州等地的民间资本进行调研后发现,单单鄂尔多斯资产过亿富豪数量就在6000人以上,民间金融系统规模已远远超过当地银行存款存量,甚至于可以与当地银行体系分庭抗礼。这些资金的80%最终都配置在了房地产行业,而对于股票和基金等投资品种的配置比例则相当低。这就不难解释为什么高压政策下房地产价格仍然居高不下,而股市却长期低迷。

中国实体经济的融资成本不断攀升已经是不争的现实,我们认为,中国货币政策不宜进一步紧缩,以免危及经济稳定增长,管理层还需审慎考虑,从治理输入型通胀因素着手,在“促增长”与“稳物价”这两大政策目标之间寻找最佳平衡点。

(作者系哈尔滨银行投行部首席研究员)

## 焦点评论



上市房企赚钱凶,多家硬是不分红。奖金重赏管理层,收益难给小股东。常为融资施百计,鲜以回报践三公。炒股若都博差价,价值投资一场空。

赵乃勇/画  
孙勇/诗

元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

# 新股发行“三高”的幕后推手



肖国元

为了探讨新股发行中存在的问题,完善新股发行制度,4月上旬,有关方面召开了“新股估值定价研讨会”。与会代表就新股定价机制、“三高”问题以及保荐人的责任等展开了深入讨论。与会人士普遍认同的“新股定价过高主要缘于询价机构的专业水准与自我保护意识不强”的观点值得商榷。定价机制及其利益关系事关新股改革大计,对此有必要琢磨一番。

新股发行的“三高”,即高发行价、高市盈率与高超募资金。从市场表现来看,近年来,中小板的发行价普遍在20元以上,发行市盈率平均在40倍以上;而创业板的发行价与发行市盈率更高一筹,平均分别在30元、60倍以上;而无论中小板,还是创业板,都存在比较严重的超募现象。虽然IPO出现高定价、超募等有点出乎意料,似乎有违市场化改革的初衷,但严格来讲,这些与当事人的意愿是一致的,与市场化趋势也不矛盾。所以,我们极易在市场化旗号下欣然接受这些东西。不过,同样的高价,有些可能是市场需求的反应,有些可能与独特的价格形成机制相关。因此,仅从价格入手,并不能明了事情的真相。而一味压抑价格,可能扭曲市场,约束了市场本身的效率。因此,对我们而言,在新股定价问题上,就价论价没有太大意义。

人们普遍认为,无论是中小板,还是创业板,IPO定价确实高得离谱。但是,将这种高定价归咎于参与询价机构的专业水准不够、自我保护意识不强,不仅过于表面,也与事实不符,更对问题的解决毫无裨益。一方面,参与询价的机构几乎囊括了国内最精悍、最专业的团队,如果说他们的专业水准不够,那么国内几乎找不到更专业的队伍;另一方面,说他们自我保护意识不强,等同于说他们不明白自己是干什么的,或者说他们索性是来奉献的,这不仅低估了他们的理性,也否定了他们为人的直觉。因此,虽然新股高估值、高超募有问题,但根源绝不是专业水准与自我保护意识问题。可以说,“三高”问题是结果、表象,我们要探究的是隐藏在其背后的东西。

“三高”问题是一系列因素作用的结果,其中既有市场的原因,也有非市场的因素。但是,作为一种长时间、普遍存在的现象,用市场需求旺盛、投资渠道少来解释似乎也没有说服力。这等于说投资者嗜好“刀口舔血”。事实上,经过20多年的发展,如今证券市场规模之大、选择之多,投资者没有必要对高估值股票念念不忘,心存感激。但是,如果这样的高估值是内生性的,是市场本身的存在方式,是你绕不过去的坎,那又是另一回事。

新股IPO涉及管理层、发行公司、中介机构与投资者。对发行公司而言,估值越高,股价越高,募集的资金就越多,而且多多益善。不过,这样的“高”一定是有限度的。而中介机构最核心的是承销商。新股发行定价主要取决于承销商与参与询价的机构投资者。对承销商来说,“三高”是能力与影响力的表现,今日之“作为”有利于日后招揽更多的生意。而超募能收取更高比例的承销费的政策刺激承销商尽量做高价格。而参与询价的机构本来应该理性、客观,不能瞎抬价。因为定价不恰当,不仅伤及金钱,也损失名誉。但现有机制导致报价与责任分离两码事。他们不会因为高报价而必须承担相应的责任与风险。可以说,“三高”是既有体制的结果,是承销商、询价机构利用现有制度而创造出来的杰作。这与他们自己的利益息息相关,绝不是因为他们不专业、保护意识不强。

## 联系我们

本版文章如无特别申明,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;发电邮至pp118@126.com。