

# 下半年货币紧缩节奏将放缓

王亚玲

近期的中国经济面临增速放缓、通胀高企、流动性紧张的多重复杂局面，在下半年物价的调控目标前提下，货币政策不会放松，但紧缩节奏将会放缓。

## 持续调控负作用显现

央行在2011年初将“稳物价”作为首要任务，运用数量型和利率型工具，多管齐下，货币政策持续收紧，使得整个银行体系内流动性明显减少。

银行体系流动性紧张最终反映为资金价格的屡屡上升，特别是监管考核时点利率的大幅波动成为常态。按照当前形势，下半年的银行间拆借利率(SHIBOR)有望再创新高。在银行惜贷成为常态的局势下，民间资本再现繁荣景象，部分地区民间借贷年化收益率达到了180%，远远超出银行贷款基准利率，反映出当前资金市场的紧张程度前所未有。

更令人担忧的是，在货币政策紧缩、借贷成本增加影响下，我国经济增长明显放缓，上半年我国GDP按可比

价格计算，同比增长9.6%，比上年同期回落1.5个百分点，如果调控不当，经济硬着陆的风险将会大大增加。鉴于货币紧缩对经济增长的负作用显现，下半年货币政策的力度将更为谨慎。

## 稳物价目标难度不小

7月4日-11日，国务院总理温家宝先后召开四次座谈会，听取部分省政府负责人、企业界负责人和经济专家意见和建议，并表示继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，这意味着货币政策依然不会放松。然而，居民消费价格指数(CPI)在下半年仍然存在不确定性。

下半年稳定CPI的有利因素为：CPI翘尾因素有所缓解；房市、楼市受限购等政策因素影响，近期销量疲软，对资金投机形成一定阻力，促使经济继续降温；随着货币供应增速持续下行，市场流动性已经明显收紧，货币超发、外汇占款对CPI的推动因素正在逐渐消失。

不利因素为：7月下旬，欧元区领导人如何救援希腊问题达成一致，而7月22日，美国白宫与国会并没有对上调国债上限达成一致，奥巴马也承认

可能出现主权债务违约，但是，我们认为在8月2日之前就美国债务上限问题达成一致的可能性依然较高；同时，以投资驱动经济增长的中国经济增速有所放缓，但仍将整体向好。全球经济的整体向上将再次推动铁矿石、原油等大宗商品价格上涨，推动国内输入型通胀的可能性。从国内来说，国内猪肉波动上涨趋势，以及国内南方近期的洪涝灾害影响，都会让食品再次成为助推CPI上升的最大动力。监管层稳物价的压力依然较大。

但是，6月M2同比增长15.9%，较5月15.1%上升0.8个百分点，货币增长再次呈现反弹局势，更增加了调控的复杂性。为了保证货币调控的连续性、灵活性和针对性，预计央行下半年将更多动用公开市场操作进行基础货币的吞吐，保证整个金融体系的流动性保持适度，支持实体经济的稳定，再次动用存款准备金率的空间已经很小，下半年可能将会有1-2次。

## 平台贷是制约紧缩最大障碍

展望下半年，经济增长的不确定性因素仍然存在。其中，消费仍不能担当经济增长的领头羊；投资的高速增长将会成为驱动经济增长的稳定动力之一。因此，国内政策将会趋于谨慎，如果继续保持上半年的加息节奏，无疑将会加大借贷成本，使得经济的不确定性大大增加。

国外资本流入的逐利在于追求利差

以及未来的升值空间，目前，中美利差已经达到十年来最高水平，人民币对美元继续升值，如果持续加息，必将导致外汇占款的迅猛增长，导致货币政策陷入两难境地。

更重要的是，地方政府高达10.71万亿元平台债已经承受不了加息之痛。审计署相关数据显示，平台债整体偿债能力尚可，但学校和公路等项目的偿债能力堪忧；同时，地方政府也将迎来还本付息的高峰，2011年和2012年到期偿还的占24.49%和17.17%，2013年至2015年到期偿还的分别占11.37%、9.28%和7.48%，2016年以后到期偿还的占30.21%。自今年3月，已经出现云南等地融资平台违约的现象。随着大部分项目进入还本付息期，有些项目自身现金流是无法如期偿还债务的，频频加息极有可能成为压倒平台债的最后一根稻草，因此，这将成为监管层在加息上放慢步伐的一个重要原因。

鉴于当前比较复杂的形势，央行在三季度将会暂缓加息，等形势进一步明朗后，才会在四季度做出是否加息的决定。今年的CPI控制目标在4%，而当前一年期存款利率为3.5%，这是促使监管层加息的动力之一，我们预计四季度有一次加息的可能性较大。

(作者系哈尔滨银行投资银行部研究员)

# 中企海外自杀式报价酿苦果

余胜良

公众可能还会对2009年中国企业在波兰的低报价有印象，当年中国铁路建设联合的A公司旗下两家全资子公司联合上海建工，在波兰A2高速公路项目中中标，中标价总价13亿波兰兹罗提(约30.49亿元人民币)。

这一报价成为当时热点新闻，因为它还不到波兰政府在这个项目上预算的一半，不过现在距离工期已经过去一大半，工程只完成不到20%，中标的中国企业无奈最终决定放弃该工程，因为如果坚持做完可能会亏损25.45亿元人民币。为了了结这份合同，波兰业主则开出了7.41亿兹罗提(约合17.51亿元人民币)的赔偿要求和罚单，外加三年内禁止其在波兰市场参与招标惩罚。该项目的波兰合作伙伴德科玛公司亦可能在业主方的强硬追索下破产。

看到这个数字，我还是很佩服波兰政府的，当年的报价基本上是没有多少油水，中国公司报出这样的低价基本上是在找死。这一幕似曾相识，A公司的竞争对手B公司，去年也曾曾在沙特麦加项目中爆出大亏损。而在国内，A公司和B公司基本上垄断了国内铁路基建市场。

B公司承建的特沙麦加萨法至穆戈达萨轻轨项目计划于2010年11月13日开通运营，承建项目的B公司预计将在该项目上发生大额亏损。按2010年9月30日的汇率折算，总的亏损额预计约为人民币41.53亿元，而这个项目合同预计总收入为120.70亿元，可见亏损比例非常高。

B公司对外宣称，亏损是因为在项目实施过程中实际工程量比签约时的工程量大幅增加，此外，业主又增加了不少新要求。A公司旗下两个子公司在波兰遇到的问题也类似，同样遭遇工程严重滞后、成本控制问题。值得注意的是，这两家公司都将具体项目和政治联系在一起。B公司称该项目是麦加穆斯林朝圣需要，成本问题应该退居次要位置，A公司则称这个项目是国际项目，该项目是打开波兰市场的第一仗，在两国外交中有重要意义。正是因为这种商业之外的考虑，他们在承接项目时核算成本率，不仔细研究所在国法律。

实际上，A、B两公司在海外双双遇挫，还是在中国市场惯下的坏毛病造成的。在中国市场上，中国铁路基建的所有业务基本上被这两家公司瓜分，但这并不是说两家公司之间没竞争，相反，两家公司下属都有很多子公司，子公司之间的竞争也很激烈。子公司要生存，重要任务是拿下工程，他们采取的策略是先满足业主需要，其他再说。而在国内的环境下，修改合同是常事，因为签订的合同可能并不是真的反映成本，承包商经常要求更换原材料，往往工程结束，价格已提升1/3。

由于建设方也是国有企业，对这种合同缺乏严肃性的行为往往采取纵容态度。或许是因为这点，中国承包商在非洲和南美项目上做得不错，因为大多是政府支援项目，有政府兜底，企业粗放管理的问题被掩盖。这次A、B两公司在海外市场上双双折翼，凤凰露出鸡屁股，让人对高铁下有点陶醉的中国制造产生新的认识。



直投保荐一肩挑，吃羊如何不惹臊？三高发行公司乐，两头赚钱券商笑。股权运作妙计出，利益输送疑云罩。内部自律难管用，加强监管有必要。

ICLONG/画 孙勇/诗

# 应对人民币“空军”主动出牌为上

陈业

今年6月，《华尔街日报》报道了美国的一些投资机构正买入人民币看跌期权。这股风潮目前仍在延续。《新世纪》周刊7月25日指出，一位做空人民币的美国对冲基金人士表示，现在人民币看跌期权的价格几乎是一年前的2倍，过去几周这类期权的价格正在上升，但仍然是有吸引力的。他认为，价格上升，恰恰是更多人开始关注中国波动性的信号。纽约一家投资公司的首席投资官汤普森坦言，人民币兑美元贬值的可能性，至少比市场一致预期认为的要更大，我们的确在做空人民币。”

总结起来，做空人民币主要基于两种逻辑，一是危机论，即认为由于房地产泡沫、地方政府债务等风险，中国经济可能“硬着陆”，中央政府会采取刺激政策，人民币贬值是其中之一；二是

升值到论，即考虑到中国高通胀及高房价，以及贸易顺差的缩小，人民币兑美元即将升值到甚至已经到位，若央行不干预，市场力量驱动下可能会贬值。

我们认为，仅从中国自身的因素考虑，中国经济体量很大，做空人民币不容易，但这一轮做空如果与中国经济出现问题相“配合”，则后果难料。这些触发问题包括：中国经济增长显著放缓、通胀问题恶化、银行坏账大规模爆发等。毕竟，中国经济依然面临着一些棘手的中期问题，比如依靠便宜贷款、过度依赖投资、经济效率低下、能源利用效率低下等等，这些问题到一定时候都不可持续。如果这些问题在未来两到四年集中爆发，比如2015年，而人民币汇率自由浮动和可自由兑换在那时候放开，那么出现一轮人民币的显著下跌，是完全可能的。

不过，结合国际金融环境来看，

如果美元和欧元继续现在的情况——美国有严重的债务包袱，欧洲有严重的债务危机——则人民币即使存在种种缺陷和问题，也不会发生大的问题，因为与其他货币相比，人民币还算是不错的。但这种判断是在中国国内问题尚属可控的条件下才成立，比如CPI在10%以内，GDP在8%以上，银行没有出现严重的不良贷款问题等等。如果情况过于严重，那就另当别论了。比如，CPI达到了12%甚至更高，社会不稳定的可能性都存在，就别说其他的了。正是在开放条件下分析金融环境，我们认为应该搞一个中国版的非洲“马歇尔计划”。因为这可以用市场的方式冲销掉人民币升值的压力，从而冲销中国危机的导火索。

做空人民币与做空中国资产是一致的，都是一回事。因为人民币是反映社会经济发展水平的，根本上也是由社会经济发展水平决定的。其实，安邦也看

空人民币，而且很早就发表报告指出，2012年面临危机。现在出现市场做空的现象，只是市场开始反应过来了，采取了行动。从市场表现看，美元兑人民币自6月中旬以来多数时间在6.46一线交投，最近几个交易日才突破至6.448附近。而远期市场上，美元兑人民币一年期NDF隐含升值预期仅略高于1%，为年内最低水平，显示人民币升值预期正在削弱。如果美联储最终受制于通胀水平，不推行第三轮量化宽松，那人民币升值动力将进一步减弱。

总之，人民币看跌期权价格的不断攀升，表明越来越多的机构正下注人民币贬值。这股做空浪潮若赶上中国经济问题的大爆发，将掀起不小的风浪。不过，结合国际金融环境来看，人民币应该不会于出现大的问题。更主动的方案，是积极推行中国版的非洲“马歇尔计划”，将这场危机化解于无形。

(作者系安邦咨询研究员)

■ 鹏眼 | Huang Xiaopeng's Column |

# 中国需要一个庞大的保障房计划吗



黄小鹏

自从年初中央政府宣布今年建设1000万套保障房、今后5年将共新建3600万套保障房这一庞大计划以来，围绕保障房的争论就一直没有停息过。由于保障房对地方政府来说，是一项“亏本”的生意，地方政府对此事一直采取消极拖延的态度。直到最近，中央政府还在催促，要求确保1000万套保障房11月底前全部开建。

首年1000万套、5年3600万套，这让反危机的4万亿建设计划相形见绌。提出这一庞大的计划出发点有两个：一是为了在高房价环境下，解决中低收入阶层的住房困难，促进社会公平；二是为了对冲社会投资的减速，防止经济增速出现过快下降。

一项政策要取得成功，首要前提政策出发点必须是科学的。然而，冷静分析之后，上述两个出发点都缺乏坚实的科学基础。今天中国人遇到了前所未有的住房难问题。相当部分人为一个安居之所寝食难安，在高得离谱的房价面前，许多已步入中国传统上“成家立业”年龄的青年，对住房问题充满了绝望的情绪。

在一般人看来，房价之所以不断上涨，老百姓的住房之所以困难，是因为城市化导致城市人口快速增长，住房供不应求。如果真是这样，那么大量建设保障房，显然是一条有效的解决之道，5年内增加3600万套保障房供给，可以解决1亿多居民的住房问题，城市老百姓面临的住房问题即便不能全盘解决，至少也可以得到根本缓解。

然而，用供求关系来解释当前的住房难问题，在方法上就很可能是错误的。各方面的数据都不支持住房供不应求的说法。首先，人们只看到了城市化在推进，却没有看到城市新建住房也在不断增加，从而住房存量在持续增长。根据官方统计数据，最近20年来，中国城市化以每年大约1%的稳定速度在上升，但各地住房建设的速度比这还要快。其结果是，几乎所有城市的人均住房面积在过去若干年里都在持续地上升。以全国人口密度最大的城市深圳为例，该市的常住人口人均住宅面积(住宅总面积/常住人口数)已接近40平方米。全国最大城市上海的人均住房建筑面积也从2003年的29.35平方米，上升到2009年的34平方米。另外，根据发改委官员在今年4月份透露的数据，最近10年，中国城市建成区面积扩张了50%，而城镇人口只增加了26%。这意味着我国土地城镇化的速度快于人口城镇化的速度，差不多快了一倍，城市建成区的人口密度不断下降。这也从另一个角度间接地证明，最近十年中国的城市人口的增长并不是当前住房问题紧张的根源。

事实上，今天住房问题如此尖锐的根源，不在于总的供给有什么问题，症结在于分配不均以及不当货币信贷政策使住房变成金融产品，对正常的供求关系造成了扭曲。大量的住房，被开发商囤积、被炒房者囤积、被权力

者占有，也就是说，相当一部分住房掌握在并不需要住房的人手中。当年中国股市处于4000点左右、泡沫警报拉响的时候，很多人认为股市上涨是因为股票供应不足，故而应该加大供应来平抑股价，孰不知，加大发行的结果是股价从4000点直冲上6000点。今天的房地产市场形势与此十分相似，当一个商品获得金融属性，并陷入投机狂潮之后，在某个时间段内会形成趋势运动，其价格无法再用正常的供求关系来解释。也就是说，今天房价之所以畸高、人民之所以住房难，与供给无关。

以加大保障房供给的思路来解决住房难，最典型的失败案例出现在香港回归前后。香港回归之前的数年，受回归利好的推动，香港房地产市场出现巨大泡沫，社会上出现了严重的住房难问题。1997年，特首董建华在施政报告之中提出“八万五建屋计划”，提出每年供应不少于85000个住宅单位，10年内全港七成家庭可以自置居所，轮候租住公屋的平均时间由6.5年缩短至3年。但是，该计划很快出了问题，1998年东南亚金融危机刺破香港房地产泡沫之后，房地产市场现出原形，房价贬值70%，大量家庭成为负资产，“八万五计划”最终在人们的批评声浪中不了了之。当年香港这个雄心万丈的保障房计划之所以“种瓜得豆”，乃是因为政府误判了房地产形势，误将投机推高的房价原因归结为供给不足。今天中国内地的形势，与当年香港极为相似，这段经验教训决策者实不应忽视。

此外，指望保障房来促进社会公平也根本无法实现，虽然世界上确实有些国家的保障房制度达到了这个目标。但在中国的法制环境和吏治水平下，保障房不但不能促进公平，反而只会加大社会不公。过去如此，在可预见的未来仍会如此，不会因有“生命线”的护航而改变。目前，在“硬任务”的逼迫下，各地将形形色色的单位建房、定向房充数为保障房，可以预防，城市老百姓面临的住房问题即便不能全盘解决，至少也可以得到根本缓解。

然而，用供求关系来解释当前的住房难问题，在方法上就很可能是错误的。各方面的数据都不支持住房供不应求的说法。首先，人们只看到了城市化在推进，却没有看到城市新建住房也在不断增加，从而住房存量在持续增长。根据官方统计数据，最近20年来，中国城市化以每年大约1%的稳定速度在上升，但各地住房建设的速度比这还要快。其结果是，几乎所有城市的人均住房面积在过去若干年里都在持续地上升。以全国人口密度最大的城市深圳为例，该市的常住人口人均住宅面积(住宅总面积/常住人口数)已接近40平方米。全国最大城市上海的人均住房建筑面积也从2003年的29.35平方米，上升到2009年的34平方米。另外，根据发改委官员在今年4月份透露的数据，最近10年，中国城市建成区面积扩张了50%，而城镇人口只增加了26%。这意味着我国土地城镇化的速度快于人口城镇化的速度，差不多快了一倍，城市建成区的人口密度不断下降。这也从另一个角度间接地证明，最近十年中国的城市人口的增长并不是当前住房问题紧张的根源。

事实上，今天住房问题如此尖锐的根源，不在于总的供给有什么问题，症结在于分配不均以及不当货币信贷政策使住房变成金融产品，对正常的供求关系造成了扭曲。大量的住房，被开发商囤积、被炒房者囤积、被权力者占有，也就是说，相当一部分住房掌握在并不需要住房的人手中。当年中国股市处于4000点左右、泡沫警报拉响的时候，很多人认为股市上涨是因为股票供应不足，故而应该加大供应来平抑股价，孰不知，加大发行的结果是股价从4000点直冲上6000点。今天的房地产市场形势与此十分相似，当一个商品获得金融属性，并陷入投机狂潮之后，在某个时间段内会形成趋势运动，其价格无法再用正常的供求关系来解释。也就是说，今天房价之所以畸高、人民之所以住房难，与供给无关。

## 联系我们

本版文章如无特别声明，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；发邮件至pp118@126.com。