

# 监管新政开启股市健康转型先声

本报评论员

证监会主席郭树清履新以来,针对资本市场的改革发展发表了一系列言简意赅、志在高远的独到观点,其中,证监会“将带头讲诚信,推进政务公开和阳光作业”、对内幕交易“零容忍”等表态,令人印象深刻。话音才落,郭主席便发起两例清除股市污泥污水的监管行动:先是砸掉两名严重失职保荐人的饭碗,接着清退并购重组委员会一位问题委员,密集披露违法违规查处案例,显示不惜以“铁腕”手段肃清证券市场的决心。如此雷厉风行、堪称“肃清运动”的监管动作,受到各方的赞赏,股市也做出了回应:连日来,ST板块炒作迅速降温,并购重组板块跳水。识时务的投资者开始顺应清流,用脚投票。

一个多月前,郭树清执掌证监会帅印。彼时,不少财经评论人士和股民纷纷通过报纸或网络上书,就改善股市生态等诸多问题向郭树清建言献策。在接受媒体采访时,郭树清表示,这些建言他都认真读过。随后,证监会便密集推出治理股市六大新政,为此助阵开路的言论也通过郭树清等证监会高层官员的口中频频发出。尽管目前行情依旧低迷,但在制度和监管层面,一股清新之风正刮向资本市场。以当下正在推进的“肃清运动”为例,它对证券公司违规保荐人和并购重组委员会中污点成员的惩罚力度

前所未有,给内幕交易的既往作奸犯科者和潜在参与者以极大震慑。这种荡涤市场固有污浊之气的有力举措,无疑将给股市的诚信建设加分。诚信建设是健康股市的灵魂,以诚信建设为核心的一系列监管执法举措,为中国股市向健康生态转型迈出了良好的一步,增强了人们的信心和期待。

与中国作为新兴市场国家这一特殊国情相对应,中国股市的基本特征是“新兴+转轨”,由此带来的股市生态是:一方面股市融资大跃进,一方面股市回报惨兮兮;一方面少数利益集团通过股市牟取暴利,一方面绝大多数股市投资者亏损累累;一方面蓝筹股长期表现低迷,一方面ST股屡屡被火爆炒作;一方面内幕交易层出不穷,一方面监管惩罚如人意见;一方面大力提倡“实者自负”原则,一方面有人施加压力要求用行政手段干预股市……这种鲜明的两极对立生态中,既包含着中国股市的成就,也折射出中国股市的不健康或亚健康状态。尽管20多年来一直在求医用药,但中国股市始终难言健康。在中国股市总市值跃居世界第三的今天,以现代化愿景和全球化视野为参照,其不健康或亚健康的状态显得更加触目惊心,亟待有关方面痛下决心,全力根治。

对此,郭树清开出的药方是:让中国股市进一步市场化、法治化、公开化、国际化。这剂“四化”药方,的确抓住了要害。倘若坚持服用,中国股市走向健康可期。其中,法治化

和公开化显得尤为紧迫,因为在股市不景气的时候,投资者对于内幕交易和暗箱操作更加痛恨,希望将违反“三公”原则的作奸犯科者绳之以法。这种合理的心理诉求如果得不到疏导和抚慰,必然加剧股市的信心危机,对此,监管层必须有所作为。郭树清选择此时向内部交易亮出“零容忍”底牌,倡导“证监会带头讲诚信”,并果断向违规保荐人和重组委污点成员开刀,不排除有这方面的战术考量。

现在看来,“肃清运动”重拳出击,短期效果非常明显,业界和ST股的反应就是明证。敏感的投资者,应当察觉到股市生态正在悄然生变。沉淀在ST股中的3000多亿投机资金,不会对这一变化无动于衷。近期上演的ST股集体跳水大戏,昭示着投资者的炒作心态正在发生变化。在ST股暴跌的过程中,豪赌其重组的绝大多数投资者必然会经受股票账户缩水之痛,但这是他们矫正病态投资理念的必要

代价;“吃一堑、长一智”的他们,有望成为共建中国股市健康生态的积极力量。如果说,过去ST股动辄莫名其妙地暴涨是中国股市的耻辱,那么在今天,该到了向这一耻辱说再见的时候了。目前,监管层正在酝酿推出ST股整肃新规,这一着眼于长远的制度建设,正在和短期功效明显的肃清运动形成积极的共振效应。

治理中国股市,促进其生态健康转型,无疑任重道远。在这一过程中,既要因时制宜地彰显短期效果,也要持之以恒地达致长期功效,两者都不能少。这正是当下“肃清运动”的意义所在。我们看到,在“肃清运动”开展的同时,润物细无声的制度建设始终没有停止。我们相信,日后还会有更多的股市治理新政出台,既有的法律制度亦将日臻完善。假以时日,一个市场化、法治化、公开化、国际化的中国股市,一个生态健康、真正贯彻了“三公”原则的中国股市终将变成现实。

# 外汇占款短期下降不影响流动性

李宁

市场之所以高度关注外汇占款的变化,主要因为外汇占款在我国是基础货币投放的主要渠道,流动性的源头。截至2011年10月份,央行资产负债表中的外汇资产为23.3万亿元,占总资产的81.5%。而央行票据和正回购的余额为2.15万亿元。也就是说,央行透过外汇占款投放基础货币,同时利用央票等回笼,但央行实际上只对冲掉不到10%的基础货币,为解决基础货币对冲不足问题,需要不断降低货币乘数,也就是要不断上调存款准备金率。因此,最近十几年来法定存款准备金率的中枢一直在提高。

我们可以总结中国货币政策执行的拇指法则:先确定合意的货币供应目标,央行根据外汇占款的量进行适当对冲,再调整存款准备金率。

最近一次外汇占款减少在2007年末,当时是因为发行了特别国债向央行购买外汇成立主权财富基金。除此,过去10年外汇占款一直在增加。很显然,外汇占款增加是因为外汇增加,而外汇增加来源于持续的双顺差。2008年之前要求外汇强制结汇,基本上全部外汇都会进入央行。2008年之后尽管取消了强制结汇,意欲藏汇于民,但是由于人民币升值预期,私人部门持汇意愿较弱,结汇意愿较强,大部分外汇也都流向了央行。此次外汇占款净减少,有长期因素也有短期因素。长期因素是我国的高储蓄不可持续,双顺差不可持续。2005年汇改以来人民币累计升值近25%,升值预期已经没有那么稳定。短期看,中国经济基本面恶化,明年经济增长回落,货币政策宽松,加上国际因素,资本的确在外流。

实际上,外汇占款成为货币投放主渠道是被动形成的,强制结汇下所有外汇都流入央行,不强制结汇,流入央行的外汇取决于私人部门的持汇意愿,持汇意愿又取决于汇率的预期。10月份外汇占款减少了248.92亿元,其中央行的外汇资产减少了893亿元,说明居民的持汇意愿也在上升。

明年来看,外汇流入肯定还是净增加的。确定性主要来自经常项目顺差,明年投资回落,高储蓄有一定惯性,必然有经常项目顺差。不确定性的地方在于资本项目下的流入,上半年受经济基本面影响可能会继续减少,下半年会有所恢复。总之,双顺差局面要改变会很慢,逆转不会发生在明年。估计明年外汇流入在2000亿美元左右。

外汇占款减少的量,等于央行投放基础货币的减少,这是技术性减少,可以用技术手段应对,这种短期波动对流动性的影响只存在心理层面。技术上央行可以用应对外汇占款增加相反的策略应对外汇占款减少。中国人民银行需要确保人民币币值稳定,币值稳定包含两层意思,既不能通缩也不能通胀。外汇占款上升可能导致通胀,需要对冲和上调存款准备金率。反过来外汇占款不断减少,有可能货币供应不足,央行可以通过注入流动性(减少央票和正回购发行、增加逆回购、下调存款准备金率)来确保合意的货币供应。

外汇作为货币投放渠道,以前我们只知道它是被动,现在发现它还是不稳定的。法定准备金率不能过于频繁地调整,这样,外汇占款减少应该成为央行反思完善价格型工具的时机。

成熟国家的央行都是用价格工具控制货币供应,也就是说货币供应本不需要外汇占款,央行也没有义务吸收外币。美联储(FED)没有大量外汇占款,欧洲央行(ECB)也没有外汇占款,他们怎么控制货币供应?美联储和欧洲央行控制货币供应主要通过控制关键利率。正常情况下,利率低、信贷需求增加,货币供应随之增加。FED的货币政策工具主要是透过公开市场操作控制联邦基金利率。ECB的货币政策工具主要控制3个利率,分别为主导再融资利率、边际再融资利率和常设存贷款便利。ECB在公布利率调整的时候一般会同时公布这3个利率。通常我们说的ECB加息还是降息,指的是主导再融资利率。3种关键利率目前分别为1.25%、2%和0.5%。

中国的货币政策执行由数量型转型至价格型至少要做三件事:1、减少对外汇市场的干预,接受更大汇率的弹性;2、利率市场化,目前利率市场化还只做到外币利率市场化;3、确定基准利率。

目前央行利率调节主要有两个方法:即直接调整存贷款基准利率和通过公开市场操作引导市场利率走势,间接影响利率体系。一般央行的货币政策执行目标基本都包括隔夜拆借利率,隔夜或者一周Shibor最有可能成为央行未来的货币政策执行目标。

当然,现在还不能看得太远,央行下一步最先要做的可能是放开贷款利率的下限。看得再短期一点,央行最近最可能的放松目前贷款基准利率90%的下浮幅度限制(可能先下调至80%)。

(作者系海通证券研究所宏观分析师)

# 对明年物价形势不可盲目乐观

胡月晓

2011年7月中国消费物价指数(CPI)开始回落,从最近几个月看,持续回落态势基本已经确定。但是我们认为,在导致本轮价格上涨的因素一个都没有消除前,就此判断未来价格风险将消除还为时尚早。

首先,实体领域的流动性充裕状况仍然存在。从货币存量角度,中国实体经济体系显然已是货币深化过度,当前的货币回收压力不在于增速控制,而是降低货币深化指标。然而,金融体系流动性受到金融危机的影响,对货币回收造成了很大制约。2011年的货币持续紧缩,给金融领域流动性的冲击,不亚于2008年危机对金融领域的冲击。金融领域流动性再度趋紧,金融机构要求放松货币的呼声日高。货币当局有可能被迫中断货币紧缩行为,再度“放水”。另外,从国际金融环境看,海外货币扩张对国内的货币行为也有影响。

货币过多最终一定导致通货膨胀,货币膨胀对价格水平的推动,在实现形式上不会是全面同步推进的,通常表现为某种关键商品供给失调而推动价格水平的全面提升。与经济运转比较协调的西方成熟市场经济体系相比,中国的货币扩张对一般价格水平的拉升过程有所不同,西方一般是某种金属属性较强或资本化的重要商品率先上涨,这种商品通常是基础原材料,进而产生成本推进型的通货膨胀过程。

在过去两年中,我们看到了两种通货膨胀形式在中国上演:粮食和猪肉价格先后充当了推动价格水平的关键商品;国际大宗交易商品价格上涨通过贸易渠道,提高了国内产品的经营成本。此外,推动国内物价上涨的第三个因素是,经济转型下的收入政策直接抬高了人工成本。

值得注意的是,农副产品供给的高波动性,有可能使食品重新成为价格推手。当前价格下行主要是靠食品类商品价格涨幅的回落,食品价格上

涨回落主要在于供给的增加。在政府的高度重视下,农副产品的生产和物流体系效率都大幅提高,相关商品供应数量短期大量增加,价格下降。在货币充裕程度仍然比较高的情况下,供给的波动很可能再次推动价格暴涨。

2010年7月份,受当期恶劣天气的影响,食品价格水平被明显拉高一个台阶,借助于天气带来的供给冲击,粮食率先充当了中国货币投放过量背景下涨价的关键商品。为了治理通货膨胀,中国政府采取了行政干预的物价管制手段,食品价格上涨趋势暂时受到压制。但进入2011年后,猪肉价格借助于新的理由(成本上升、“蛛网”式周期供给短缺)再次成为了领涨的关键商品,全社会对价格全面上涨预期形成。

从最近10年的经验看,中国食品类项目价格波动幅度是整体项目价格波动幅度的2倍~3倍。自2003年起,中国食品价格的波动开始主导一般价格水平的波动。中国价格体系中食品类项目价格的高波动性来自于工农生产力进步的差异,这种差异导致了工农业“剪刀差”的存在,当这种差距扩大到一定程度时,市场会来一次“出清”行为。中国自2001年“入世”后,市场体系加快完善,生产力进步也加快,这种间歇性的价格差“出清”导致了价格的剧烈波动。在发达国家,社会化大生产和全面的农副产品扶持措施,保证了食品价格的稳定。在中国现阶段,间隔2年~3年的工农价格“剪刀差”市场“出清”行为,决定了我国食品类价格的高度波动性和间歇性。

与此同时,经济转型下的价格长期上涨压力不可忽视。推进经济转型,实现经济增长模式转变,是我国经济发展“十二五”规划的目标。劳动力供求关系的改变,提高了劳动力的价格水平,提高了全社会商品生产的成本。但是,“十二五”规划对居民收入增长提出了具体的量化目标,居民收入增长,从需求角度拉升了价格水平。

(作者单位:上海证券研究所)



赵乃育/图 孙勇/诗

卖地收入在减少,城市财政发牢骚。经济转型有代价,结构调整煎煎熬。政策调控仍坚定,楼市博弈很微妙。岂容短视求私利,民生大计最重要。

# 不应夸大地产下滑对经济的影响

李宇嘉

2011年可以说是房地产业的一个转折点。在国外经济持续走弱和国内消费短期内难以担当引擎角色而经济转型和新兴产业还没有成型时,大家认为驱动经济增长的最后一个引擎——投资必然将再次担当重任,而这不能撇开占投资规模近1/4的房地产。如果再考虑到地方政府债务集中偿还期的到来以及对金融稳定的影响,似乎经济对房地产的依赖将天然锁定调控政策必然放松的路径。

但是,以限购为主要手段的调控政策并没有丝毫放松的迹象,甚至在采购经理人指数(PMI)等先行指标显示当前经济增速下潜明显时,政策层面也不为所动,大有经济去地产化的信心和决心。从目前趋势来看,2012年房地产开发投资、新开工和销售增速可能将降到个位数甚至不排除个别指标负增长的出现,与之相关的水泥、建材、建筑、钢铁、家具电器、装饰装潢等均将受到直接牵连。因此,人们担心经济能否承受得了房地产下滑的负面冲击。

不可否认,房地产行业的产业链

条很长,在经济中起着非常重要的作用。以美国为例,在网络科技泡沫破裂和9.11事件引发经济衰退后,还是靠房地产业挽救了经济。同样,如果按照2008年应对金融危机的方式,我们完全可以再次依靠房地产业挽救经济颓势,如果单从经济增速来说,短期效果必然十分明显,很多人从此出发布断房地产业调控必将放松。但时过境迁,2008年的国际金融危机具有断崖式下滑的特点,因此当时首要任务类似于大出血发生时的止血。在所有行业中,房地产“救经济”的作用最为明显,效果最显著,时滞最短,因而被使用。而在今天,尽管经济增速回落且有进一步回落的可能,但这种“回落”一直是在管理层预期和掌控的范围之内,正像国家领导人所讲的“经济回落是主动调控的结果”,因此,并不需要房地产业再次发挥救火作用。

更为重要的是,当前经济社会形势已经决定了我们不能再依靠房地产。当前我国经济社会矛盾基本浓缩在了房地产行业,一是房地产开发投资带动的固定资产投资是我国过去粗放型经济增长模式的缩影,这一高投入、低产出和低附加值模式已难以以为继;二是以土地

为资金来源和以房地产为载体大搞城市开发和建设是地方政府支出快速增加和高负债的根源,也是影响金融稳定的根源之一,货币投放居高不下和通胀也与此有很大关系;三是房地产改变了财富增长和积累的方式,产业面临空心化的危险,产业升级转型和发展新兴产业可能边缘化;四是房地产过快增长已经影响到了社会稳定;五是高价阻碍城镇化进程,阻碍居民消费,启动和扩大内需困难重重。

因此,严厉和持续的调控是管理层权衡利弊、权衡当前影响和长远影响后做出的正确选择。不可否认,持续的房地产调控在短期内必然会对经济产生负面影响,但还有可能通过国土整治、水利建设、节能环保和电力设备投资等手段来缓冲这种影响。此外,保障房建设也是缓冲房地产下滑的可行选择。2010年以来我国新开工保障房合计接近1600万套,到目前为止只竣工了300多万套,竣工率不到20%,特别是今年新开工的1000万套保障房中有很多只停留在打桩阶段,“有开工、少施工和无竣工”的现象很普遍,这是保障房没有发挥缓冲作用的主要原因。2011年结转到2012年

的在建保障房有近1300万套,如果2012年新开工的保障房有800万套的话,2012年在建的保障房有近2100万套,相当于2010年商品房销售规模的1.4倍。如果这2100万套保障房能够按照国家提出的“1/3主体基本完工,1/3进入地上施工,1/3进入基础施工”的年度建设进度开展建设的话,房地产下滑的影响可以被缓冲掉很大一部分。同时,再考虑到600多个三四线城市中的大部分和县级房地产市场化的积极作用,房地产下滑的影响将被缓冲掉大部分。

房地产的健康发展对经济的正面作用不可否认。尽管从数据上看,房地产对经济增长的影响很大,但我们不能就此把房地产作为发展经济的直接工具,为了增长而增长,那样只会导致投机风气盛行,空置率居高不下,品质低下和无效供应。事实上,我国城镇居民家庭居住在商品房中的仅占31%,而超过50%的家庭居住在自建私房或房改房中,未来改善性需求还很大,房地产未来发展空间还很广阔,但前提是要健康发展,而不是那种将其当作工具的泡沫化发展。

(作者单位:万联证券研究所)

## 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;发电子邮箱至ppll18@126.com。