

# 物价涨幅渐见底 货币政策趋谨慎

导致7月CPI涨幅大幅度回落的主要原因是食品和消费品价格的回落。促成PPI大幅度回落的因素包括前期大宗商品价格回落。我们预计,本轮物价回落即将见底,其中,CPI将在8月见底,PPI有望在9月见底,之后企稳回升的概率较大。在此背景下,央行出于货币政策前瞻性考虑,就很难再继续明显放松货币政策。

陈伟

根据昨天公布的数据,7月份我国消费者物价指数(CPI)同比上涨1.8%,而生产者物价指数(PPI)同比下降2.9%。上述两者虽然都创出本轮物价同比涨幅回落以来的新低,但我们分析认为,本轮物价下行周期已近尾声,未来通胀反弹的可能性在增大,因此,市场预期物价涨幅回落引发央行继续明显放松货币政策的可能性在变小。

## 物价涨幅创新高

7月CPI涨幅比上月回落了0.4个百分点,而导致CPI涨幅大幅度回落的主要原因是食品和消费品价格的回落。7月食品价格同比涨幅只有2.4%,

比上月回落了1.4个百分点。而在食品价格中,涨幅回落比较明显的有:受猪肉价格继续低迷影响,7月肉禽价格同比涨幅为-6.1%,比上月降幅扩大4.4个百分点;受蔬菜供应扩大以及蔬菜消费淡季等因素影响,今年二季度以来一度表现强势的蔬菜价格7月仍延续回落态势,同比涨幅为8%,比上月回落4.1个百分点。此外,消费品价格涨幅回落也比较明显,同比涨幅回落到只有1.7%,而这是本轮物价回落以来最低值。消费品价格回落的原因在于:今年以来,上游原材料价格持续回落使得消费品行业也开始承受价格回落的压力,如CPI衣着分指数同比涨幅已经从年初的3.8%回落到7月的3.3%;而受经济及居民收入增速下

滑影响,居民消费热情不高,消费品行业的定价能力也逐渐减弱,如CPI烟酒及用品分指数同比涨幅已经从年初的3.7%回落到7月的3.1%。

PPI方面,价格回落更为突出。7月PPI环比下降0.8%,比上月环比降幅还扩大0.1个百分点;而同比下降2.9%,更是比上月降幅扩大0.82个百分点。促成PPI大幅度回落的因素有:受前期大宗商品价格回落影响,7月采掘业价格环比降幅达到3.7%,比上月扩大1.4个百分点,同比降幅也比上月降幅扩大3.4个百分点,达到6.2%;而受下游需求不振以及原材料部门去库存影响,原料业同比降幅为4.5%,也比上月扩大1.5个百分点。

## 物价企稳可能性增加

尽管7月物价涨幅创出新高,但我们认为近期物价企稳的可能性也在增加。我们认为8月CPI见底的可能性较大。

首先,8月食品价格将迎来季节性的环比上升,从过去的经验来看,8月9月食品价格的环比平均都在1%以上。就今年情况来看,促成食品价格环比上升的主要品种有:蔬菜价格在连续3个月环比累计下跌27.9%后,7月环比已经走稳,而8月、9月随着秋季换茬期的到来,蔬菜供应量会有所减少,蔬菜价格还将继续回升;目前猪粮比已经位于5.8的低位,且生猪的存栏量从去年底以来已经持续减少,在猪肉即将迎来秋季消费旺季之际,肉价走稳的可能性较大。

其次,当前CPI非食品价格已有企稳的迹象,如7月CPI非食品价格环比上涨0.2%,比上月扩大0.2个百分点,这也使得同比价格上涨达到1.5%,比上月扩大0.1个百分点,而从目前支撑非食品价格上涨的主要品种来看,非食品价格继续回升的可能性大,如居住价格7月同比上涨2.1%,比上月扩大0.5个百分点,尤其是

CPI租房价格指数回升较快,7月同比上涨3.1%,比上月提高0.2个百分点,而考虑到下半年地产市场的复苏还将持续以及去年同期不断下降的基数,CPI租房价格还将持续上升;受今年以来劳动力供求紧张推动劳动力价格上涨影响,CPI服务价格表现也比较坚挺,如7月环比上升0.6个百分点,比上月提高0.3个百分点,同比涨幅也已经从今年2月的1.5%上升至7月的2%。

PPI方面,价格回落也趋尾声。从翘尾因素来看,8月份将扩大到年内的最大值-1.69%,之后将逐渐缩小;而从环比来看,PPI在连续3个月环比下降之后企稳的可能性较大。这是因为:7月以来,受国际市场流动性驱动,领先PPI大约一个季度左右的商品价格指数(CRB)已经企稳回升,CRB指数从6月的474上升至7月的481;当前投资需求已有企稳迹象,如1-7月固定资产投资同比名义增长20.4%,增速与1-6月份持平,企业去库存也已进入后期,这些因素都有利于中下游投资价格的企稳。

因此,我们预计,本轮物价涨幅的回落即将见底,其中,CPI将在8月见底,PPI有望在9月见底,之后企稳回升的概率较大。而这也基本符合央行的判断,如央行在二季度货币政策报告中指出,8月份后同比CPI有可能出现一定回升。在此背景下,央行出于货币政策前瞻性考虑,就很难再继续明显放松货币政策。而这也是7月以来,央行不但没有继续下调存准,反而在公开市场操作方面缩短逆回购操作期限的原因,今后随着物价的走稳,央行货币政策放松的举措还会更加谨慎。

(作者单位:民族证券)

元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

# 停发新股 并不能阻止市场下跌



肖国元

近来,随着二级市场不断走低,呼吁增发新股的声音又高调起来了。一网站就此发起调查活动,据说吸引了上万投资者,80%的人投票赞成增发新股。增发新股真的能提振股价,让二级市场牛起来吗?

投资者呼吁增发新股的理由主要有两个:一是历史经验;二是增发新股可以改变二级市场“供大于求”的格局。事情真是这样吗?

## 历史告诉我们什么

在20余年不长的A股历史上,增发新股倒是家常便饭。资料表明,A股市场至少出现过6次新股增发:

第一次发生在1994年7月21日-12月7日。新股增发期间,沪指在当年7月29日见底325.89点后,于同年9月13日涨至1052.94点。这次增发发生在1993年以来熊市的末期,虽然大盘大幅反弹,但2个月不到又重现低迷,沪指回到500点附近。第二次从1995年1月19日到6月9日,增发新股不足5个月。当年2月7日沪指见底524.43点后震荡上行,5月22日最高摸至926.41点。这一次新股增发只是第一次之后的一个小插曲,唯一的结果是沪指在1995年5月的月K线上留下了长达226点的上影线。其后,市场重现弱势。第三次是1995年7月5日-1996年1月3日,6个月内仅有两只股票发行,这段时间也被市场视为“暂停”新股发行。期间大盘有所反弹,从6月的最低点625点涨至9月最高点792点。10月后,大盘继续下跌到500点附近。

如果将这3次新股增发连起来看,我们发现,实际上,沪指从1994年9月的反弹高点1052点之后又持续了16个月的熊市,直到1996年1月。可以说,是市场的低迷让新股发行停止了,但增发新股并没有挽救股市。第四次新股增发于2004年8月26日开始,于2005年1月23日结束,大盘先是反弹至1496.21点,随后跌至1200点附近。第五次是2005年5月25日-2006年6月2日,因为股改的启动,新股发行暂停了一年。沪指于2005年6月6日见底998.22点。

这两次新股增发出现在2001年之后的大熊市当中。其中,第四次的结果是沪指在当年9月的K线上留下了长长的上下影线,显示了除了大幅震荡、宣泄情绪、让人有点快感之外,市道低迷局面没有改变。而第五次增发也同样没有改变市场趋势,沪指还创出了998点的新低。

第六次从2008年9月16日到2009年6月29日。这一次发生在6124点之后的熊市中,增发新股时沪指跌破了2000点,处在熊市末端。到1664点,沪指下跌超过70%。其后股市大幅上涨到3478点。可以肯定,这不是增发新股促成的,而是大幅下跌与4万亿投资等刺激政策的结果。

第七次从2009年9月16日到2009年6月29日。这一次发生在6124点之后的熊市中,增发新股时沪指跌破了2000点,处在熊市末端。到1664点,沪指下跌超过70%。其后股市大幅上涨到3478点。可以肯定,这不是增发新股促成的,而是大幅下跌与4万亿投资等刺激政策的结果。

总结这6次增发新股与市场表现之间的关系,可以得出几点结论:第一,新股增发都发生在熊市末期;第二,增发新股后,指数都出现反弹,但为时不长,长则三两个月,短则三两周,根本没有改变下跌趋势;第三,增发新股之后市场走牛不是新股增发的功劳,而是经济转势的结果;第四,管理层之所以增发新股,不是因为增发能救市,而是因为市场低迷。

## “供大于求”的逻辑谬误

投资者呼吁增发新股的第二个理由是二级市场供大于求,增发新股可以缓和供求关系,改变对二级市场不利的失衡状态。很明显,这样的逻辑来源于商品市场的供求定律。

众所周知,在商品市场,一旦供大于求,原来的均衡关系就会被破坏,导致价格下跌;而一旦供给减少,价格就会上涨。

但是,我们同时要明白,供给增加,价格下跌;供给减少,价格上涨”的需求定律是建立在商品的边际效用递减规律上的。举个很简单的例子:对于一个饥肠辘辘的人而言,第一个苹果的效用是100%,但是其后每个苹果的效用是下降的,等吃到第五个苹果时,其效用也许下降为零。因为他已经吃饱了,不再需要了。所以,当一种商品在满足了市场需求后,供应的增加必会导致价格下降。

然而,资本市场上并不存在类似的关系,不受“供给增加,价格下跌;供给减少,价格上涨”规律制约。原因很简单,投资资本市场的目的是赢利,而人们赚钱的欲望是无止境的。这一点恰恰与商品效用下降相反。也就是说,只要能带来利润,股票是越多越好。

由于不存在制约股票需求的边际效用下降规律,从整个市场来看,也就不存在“供求均衡”状态。人们不可能计算出实际市场中股票供给等于需求的均衡位置,哪怕计算出理论上大概的位置也是不可能的。不存在均衡的可能性,没有比较的基点,也就无所谓“供过于求”,更没有“求大于供”之说。股价下跌是因为赢利能力下降;股价上涨是因为赢利预期向好;如果经济形势向好,市场预期向好,四面八方的钱会蜂拥而来,直至背离基本面,股价才会掉头向下。相反,如果经济前景暗淡,上市公司赢利大幅倒退,股票再少,也不会有人去买,直至跌无可跌,股价低到与基本面脱节。因此,股价的涨跌完全取决于公司的赢利预期,与股票供给没有因果关系。

## 新股停发的基本条件

也许,市场认为,出于顺从民意的考虑,为了拯救二级市场,管理层过去6次叫停了新股发行。这次管理层态度有变,坚持新股发行市场化原则,没有顺从市场呼声而停下新股发行步伐。然而,当形势下,起决定作用的不是管理层的态度,而是市场面临的新格局。过去增发新股都发生在熊市末期,那时市场低迷,股价低廉,新股发行无利可图。如今,即使二级市场低迷,但中小板、创业板发行市盈率仍然不低,新股发行仍是有利可图的选择。加上经济转型、技术升级的压力以及中小企业间接融资的困难,对大批中小企业而言,IPO仍是最佳选择。所以,要想停止新股发行,只有一个条件,即二级市场进一步下跌,让新股变成烫手山芋。当然,管理层也可以借假民意而增发新股。只不过,这样也挽救不了二级市场下跌的命运。

## 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pp118@126.com。

# 日本下调公务员退休金 有借鉴意义

堂吉伟德

据日本广播协会新闻网报道,日本政府8月7日决定取消把国家公务员退休金上调4%的计划,改为阶段性下调13%,以改变公务员的退休金比社会企业平均水平高的现状。根据方案,政府还将公务员提前退休的年龄从原来的50岁降至45岁。

公务员退休金的下调,使官民之间更加平衡,也缩小了行业之间的差距,这样的做法体现了基本的分配公平。

如果说,一个人在职之时,因为能力不同,贡献不同,在分配上有所差距应当理解。但退休之后,由财富创造者变成了财富享用者,彼此之间除了行业不同之外,在身份和地位上都完全一样,都名叫“退休人员”,因而在待遇上也应当基本接近,这才符合分配公平的基本原则。若因为之前的职业或行业附带,使退休金之间存在明显的差别,这样的分配结构就应当调整,要么提高,要么压高,总归应当大体相当。

而这期间,公务员作为财富的分配者,以及公共事务管理者,应当率先作出表率。相比于企业工作人员,由于公务员本身不创造社会财富,因而在领取高薪上更失去了正当性,有“权力肥私”之嫌,同时也极易因此培育成特权阶级。那么,下调公务员退休金,改变公务员的退休金比企业平均水平高的现状就属于维护社会公平的题中之义。

公务员退休金比企业平均水平高

在中国相当明显,形成了明显的分配鸿沟。在部分地区,机关事业单位与企业退休金“剪刀差”仍有扩大迹象。据有关部门统计,上海市事业单位退休人员2010年的平均年收入为35800元,企业退休人员为22092元,后者与前者之比为1:1.62。这种情况几乎是全国状况的缩影。而最关键之处在于,企业职工设立养老保险账户,每月由企业缴纳工资总额的20%,进入统筹账户,个人缴纳8%,进入个人账户,进行养老金的账户积累。与此相对,机关和大部分事业单位职工并未设立账户,不需要缴费。

多予却少取,少予却多取,这就形成了明显的养老金分配的“二元结构”。如果不改变这种状况,一味地调高标准会让养老金负担更加沉重,也将迫使延迟退休等政策出台。其中一个很重要的原因在于,由于公务员退休金过高,形成了既得利益群体,也迫使企业退休金必须加快上涨,增加了养老金的支出压力,同时,也会让养老金双轨制深度固化,改革陷入死结。而日本调低公务员退休金的启示意义在于,调整养老金内部分配结构,实现最基本的社会公平,变养老金双轨制为单轨制,远比动议延迟退休更具现实意义。

只有在分配方式上实行了统一并保证了公平,那么其他政策的实施,包括延迟退休才有合理存在的基础。日本下调公务员退休金,对国内养老金分配制度改革具有极为重要的借鉴意义。

# 焦点评论

## 假孕妇肚皮网上热卖



王锋/漫画

# 农村金融的发展亟需深化金融体制改革

刘英团

国家发改委日前印发的《国家农村经济发展“十二五”规划》提出,将创新金融支农体制机制。《规划》称,要加大对农村金融政策支持力度,拓宽农村融资渠道,加快建立商业性金融、合作性金融、政策性金融相结合,资本充足、功能健全、服务完善、运行安全的农村金融体系。

农村金融是解决“三农”问题的重要环节,农村金融改革也是未来金融改革的重中之重。在经历二十几年的改革后,我国已初步形成了以农村信用社为基础,农业银行和农业发展银行,以及邮政储蓄银行和村镇银行、专营贷款业务的子公司和资金互助社三类新型农村金融机构为补充的彼此分工合作、相互配合的农村金融体系,但目前农村金融体系的运行仍难以适应农村经济的发展,农村金融供给严重不足,制约了农村经济的发展和“三农”问题的解决。

业老板个人的银行,多数人或不敢或不愿到村镇银行办理业务。二是农村金融机构结算系统孤立,在汇兑业务上竞争不过农行、邮储银行,不良贷款率也较高。

第三,农村金融体系结构和运行机制残缺。一是资金供给与日益增长的“三农”金融需求之间的矛盾十分突出;二是农村金融部门由于缺乏足够的资金和受贷款政策的限制,农业贷款仅限于种植业和养殖业等传统项目,对涉农的其他资金需求仍无法满足,从而抑制了农村经济的快速发展;三是由于在信贷资金运营的条款设定上供需矛盾比较突出,造成了农村信贷资金有效供给不足。

笔者以为,金融是现代农村社会经济运行的核心。根据《规划》,我国将放宽农村金融准入政策,鼓励和规范发展多种形式的农村金融机构,加快培育村镇银行、贷款公司、农村资金互助社,鼓励有条件的地区以县为单位建立社区银行,有序发展农村小额贷款组织。

首先,建立财政对农村金融补偿机制,把扶持农业经济发展的补贴和保护政

策更多地通过对农村金融的扶植和补贴,发挥财政资金的杠杆与导向作用,增强农村金融抵抗风险和信用创造能力,并通过农村金融机构信用创造功能,传输至需要扶植的农村经济部门,达到提高农村经济发展效率的目的。

其次,通过税收优惠、财政补贴、金融政策支持、加强金融监管等途径,支持农村金融机构壮大经营实力,全面促进农村金融的可持续发展,尤其要强调政策激励和引导。

第三,规范农村融资市场,加快利率市场化改革,化解农村融资风险。一是通过建立存款保险制度,解决存款人的后顾之忧,使客户在办理业务选择上不过分追求金融机构的大小。二是建立必要的风险补偿机制,建立农村金融机构服务“三农”的正向激励机制,使农村金融机构切实为“三农”服务。

最后,给民间借贷正名,用政策来规范、引导“高利贷”,在严格监管、有效防范金融风险的前提下,还应允许社会资本和外资参与并控制新成立的金融机构。