

中国货币发行机制改革窗口临近

张莱倩

2012年金融数据悉数出炉，外汇占款增量骤减，外汇储备净减少，外商直接投资(FDI)创下3年新低，人民币双向波动格局形成，这些新的变化蕴含着哪些政策含义？将对我国货币金融环境产生怎样深远的影响？这些都是货币当局面临的重大课题。

货币替代现象再度出现

中国的货币机制正在出现意想不到的变化，在资本流动双向平衡将成常态，资本项目甚至出现逆差的大背景下，基于汇率水平的货币投放机制将根本性改变，这对央行的传统货币政策是新的挑战。其实，这些变化的背后是不同货币的资产转换，也被称为“货币替代”的现象在起作用。资产外币化也即经济学中的“货币替代”。一般来讲，当一国出现较为严重的通货膨胀或一定的汇率贬值预期时，公众可能缺乏对本币稳定的信心，减少持有价值相对较低的本国货币，增加持有价值相对较高的外国货币，于是外币取代本币作为价值贮藏手段和交易媒介。这种“货币替代”的现象曾经在上世纪90年代的中

国出现过。

自1994年人民币汇率形成机制改革开始，中国“货币替代”程度迅速攀升，直到1997年才有所回落。当时的“货币替代”加剧主要来自于三方面原因：一是由于经济的快速增长使收入大幅度提高，人们有了持有外币资产的愿望；二是当时的汇率双轨制使人们产生了人民币贬值的预期，为了规避汇率风险，人们更愿意持有较为稳定的外币资产；三是这一时期中国正在经历改革开放以来最严重的通货膨胀，通货膨胀率达到了20%以上，为了避免通胀带来的实际资产的损失，人们更多地选择外币资产。

但此后若干年，这一情况发生了根本性改变：随着中国经济的高增长、外汇储备的飙升以及人民币单边升值预期，居民增持本币资产和减持外币资产，导致基础货币过度投放，也造成了近些年来的“货币反替代”问题。

银行存款出现资产外币化

2012年全年，人民币上演了大落大起的走势。上半年，人民币对美元一直处于贬值状态，甚至几度冲击跌停，但人民币即期汇率自10月以来逐步实现从跌停到

涨停的强势逆转，并屡次刷新1994年汇改以来的新高。然而，相比人民币如此凌厉的升值态势，其远期汇率却出现背离走势。根据彭博统计数据，2012年11月中旬，一个月期人民币远期汇率贴水0.98%，为2008年12月份以来最大。与此同时，1年期人民币无本金交割远期(NDF)合约价格也持续下跌，虽然近期有所反弹，但仍远低于即期汇率，继续保持贬值预期，于是又演变为“负债本币化、资产外币化”趋势。在银行外币存贷款方面，资产外币化则更加突出。数据显示，仅以2012年前7个月为例，1月、4月及7月人民币存款分别减少8000亿元、4656亿元和5006亿元。而相比之下，2012年前7个月外币存款累计增加2663亿美元，这一增量是2011年同期的12倍之多，尽管2012年下半年外币存款开始减少，但2012年年末外币存款余额4065亿美元，同比增长47.8%，全年外币存款增加1314亿美元。

同时，大幅增长的外币存款在改变企业及居民资产结构的同时，还在一定程度上影响到市场流动性的充裕程度和货币信贷调控，对中国的货币创造机制产生深远影响。2011年底以来，央行三次下调了准备金率，在向市场传递货币调控稳增长信号的同时，也传递出当前中国货币生成环境出现反向变化的重要信息：由于外汇占款增速的骤降，以往由外汇占款推动货币增长的货币创造模式将发生深刻改变。

资本跨境流动从单边转成双向

央行2012年金融数据显示，继2011年第四季度中国外汇储备出现1998年以来首次季度负增长后，2012年第一季度外汇储备大幅增长1238亿美元，但此后的二季度再次出现季度负增长，较上月减少650亿美元，三季度增长500亿美元，四季度微增200亿美元左右。

此外，外汇储备增速收窄更大的变化是，

资本跨境流动已经从单边顺差转成双向流动。外管局2012年三季度国际收支平衡表显示，2012年第三季度，国际收支资本和金融项目逆差517亿美元，这是继2012年二季度出现逆差后的再度逆差，至此，前三季度累计的逆差规模已经达到了368亿美元，如果四季度情况没有太大改善，2012年有可能出现十多年来国际收支资本和金融项目首次年度逆差。

而这种双向波动的变化也早已在外汇占款数据中得到体现：去年以来，新增外汇占款出现了罕见的弱增长和负增长的局面，2012年1-6月新增外汇占款仅有3026亿元，还不到去年同期增量的15%，下半年更是多次出现负增长，全年外汇占款仅新增4945亿元。与2011年全年新增外汇占款27792亿元相比，2012年全年增量仅为2011年的18%。

可以预见的是，未来资本流动双向平衡将成常态，资本项目甚至出现逆差的大背景下，中国货币创造主渠道正在发生根本性变化，这对央行的传统货币政策是新的挑战：尽管央行不必如以往那样，通过不断提高存款准备金率和发行央票来冲销货币，减小了冲销和财务成本，但在旧有货币创造模式面临改变、原有货币扩张能力出现收敛的新局面下，央行也将无法再借新增外汇占款而维持低利率，市场利率将逐渐回归到接近自然利率的均衡状态。

中国货币发行机制改革时间窗口正在临近，央行不再承担买卖和对冲外汇的角色，央行货币政策的独立性，以及利率和汇率的市场化将不再遥不可及，到底是以什么来确定基础货币的投放，提高货币乘数是下一步改革的目标。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

巴西经济走出停滞 倚重结构性改革

王勇

1月17日，巴西央行宣布维持基准利率在历史纪录低点7.25%不变，旨在刺激经济增长。可以说，即使政府实施减税、下调贷款利率和提振投资，被誉为“金砖四国”之一的巴西仍难摆脱2012年经济停滞局面。不过，从历史经验看，2012年巴西经济停滞出乎预料，但在情理之中。新的一年，巴西经济走出停滞或要倚重结构性改革。

巴西奇迹” 曾经令世人瞩目

回顾巴西经济发展历史，在1968至1973年，巴西曾经创造过“巴西奇迹”，那几年，巴西经济年均增长率高达11.2%，整个20世纪70年代年平均增长率也高达8.5%。然而，进入20世纪80年代后，由于国际环境的巨变及国内政策的连续失误，巴西经济陷入长期滞胀中，整个80年代的年平均增长率只有3%左右。而且，80年代，巴西通货膨胀率开始大幅度攀升，每年物价指数涨幅都在100%以上。在1973年石油危机以及1979年第二次石油危机和国际信贷利率大幅提高之后，属于石油进口国的巴西陷入了沉重的债务危机之中，巴西甚至宣布拒绝偿还外债。80年代以来，对外债务已由截至1979年的累计494亿美元增长至1988年底的1044亿美元，增长1.1倍。严重的债务危机和通货膨胀交替或同时出现，形成恶性循环。经济危机的阴影笼罩着巴西经济，与此同时，一些相应的社会问题亦趋严重，最突出的是贫富两极分化。进入90年代后，巴西经济进一步恶化。90年代初，通货膨胀率继续攀升至2000%以上，甚至接近3000%。不过，进入新世纪以来，巴西政府依托资源优势，实施出口导向型战略，增强巴西整体经济实力，增强巴西产品和服务在国际市场的竞争能力，为巴西大国的崛起创造了条件。英国经济与商业研究中心在2011年12月26日发布的报告中称，2010年，巴西的经济总量超越意大利，位列世界第七。2011年巴西超越英国，成为世界第六大经济体。这一系列数字似乎体现了巴西经济又将创造一个新的奇迹。

经济持续增长贵在改革

如何从经济快速增长转向可持续发展，是未来巴西经济面临的突出问题，解决这个问题的关键在于改革。主要是结构性改革必须跟上，改革速度也必须跟上经济发展速度。二是应高度重视经济增长中的民生问题。虽然通过努力，巴西近年来明显地缩小了贫富差距，但在1.9亿人口中仍有1600多万贫困人口。这些人的收入、健康、教育问题仍待解决。所以，如何将经济增长转化为巴西人民生活水平的提高，继续推行经济变革，并在社会领域加大投入，改善民生，是新一年巴西必须解决的又一突出问题。三是加大基础设施建设力度。以里约热内卢为例，一个拥有600多万人口的城市只有两条地铁线路。不久前，世界银行巴西主管德博拉·韦策表示，基础设施薄弱已成为巴西面临的主要挑战，这对巴西经济中能否保持长期发展至关重要。

巴西经济停滞 原因在结构

但就在该为创造奇迹加一把力的2012年，巴西经济却奇迹般的陷入停滞。实际上，2011年巴西经济就已经显示乏力迹象，当年巴西经济仅增长2.7%，尽管政府采取了一系列的刺激措施，但减速的势头在2012年仍未遏制。在今年1月15日世界银行公布的一份报告中认为巴西2012年国内生产总值(GDP)同比增幅可能在0.9%左右。世界银行在《全球经济展望》报告中指出，巴西经济在2012年的上升势头大大放缓，即便同2011年不太令人满意的2.7%的增长

警惕私车牌照沦为爆炒工具

海西

2013年初，楼市回暖，股市反弹，而上海私车牌照拍卖最低成交价飙升至7.5万元，与去年同期环比上涨8.85%，同比上涨42%！市场投机的气味越来越浓。

在价格暴涨的同时，拍中一张牌照的难度也在增加。如果上海牌照以这样惊人的速度涨下去，那它将偏离本身的意义而成为一个投资品种。这是非常危险的，这会导致原本不想买车的人加入到投机拍牌的行列中，而对真正有购车需求的人构成压力。去年6月上海出台抑制沪牌价格过快上涨4项举措，其中两条是研究二手车额度交易纳入拍卖平台统一管理的可能性，使二手车交易与额度分离，削弱二手车额度交易价格对拍卖市场的影响；研究市民提出凭购车发票购买新增机动车额度标书的建议，进一步完善机动车额度拍卖流程。当时牌照价格应声下降，但这两条举措研究了7个月之久迟迟不实施，导致车牌价格在下跌之后迅速反弹并持续暴涨。

以笔者对国人投机热情的了解，假如上海不改变现行拍牌政策，很可能会出现全国人民来炒上海牌照的盛况。有上海户口的人只能在上海本地挂牌，而外省市民仅凭身份证加居住证或居住证就可以参与上海私车额度拍卖，这是不合理的，应对外省市居民参与上海私车牌照做出限制，可参照买房等限制条件。

上海私车牌照是个场内交易和场外交易并存的混乱的市场，价格易被操纵，黄牛囤积了二手牌照，就可以拿一堆身份证去竞标参与投标，抬高中标价格，即使中标还可以退标，只损失100元，而一张二手牌照的价格则应声上涨几千元，扰乱了市场秩序。有关部门应公布每月流标数

量并对流标作出惩罚。

上海是全国唯一实行有偿拍牌的地区，完全可以有更惠民的做法，比如说牌照费以无息债券的方式缴纳，哪怕是十年二十年后再偿付也行。需要指出一点，上海实施的牌照拍卖政策仅针对个人和私营企业，公车上牌是不需要拍牌照的。在限制私人购车的同时，有关部门能否公布一下每年公车牌照发放的数量？我们需要蓝天白云清洁环保城市，在PM2.5居高不下的情况下，市民也愿意减少私车出行，但是政府部门更应该带头示范，而不是一味限制市民。政府每年收取几十个亿的私车牌照费，这些钱用到了哪里？有明细公布吗？很多市民在心里都有这样的疑问。

社科院某杂志副主编蔡天在某个人微博上说：“上海车牌新年拍卖，最低成交价达到7.5万元。卖了这么多年，起到限制车辆快速增长的作用了吗？政府想赚钱，就是赚钱但别拿交通和环保说事，一边大力支持车企扩充产能，一边高举限制的牌子，更像是吃了原告吃被告。”上海限制私人购车上牌是出于缓解交通拥堵和空气污染的考虑，但也带来了汽车销量下降不利于扩大内需等负面影响，既要发展经济又要保护环境是两难命题，但政府对策不应该是限制购车而是限制出行，很多家庭虽然购车但仍会选择上下班高峰乘公共交通，在周末节假日私车出行，可以拉动整个长三角地区的消费，因此，不应抑制居民购车需求。

智慧城市，以民为本。笔者建议上海市对私车牌照实行分类管理，一类是无限行要求的牌照，可继续采取拍卖方式限量发放，一类是有限行要求的牌照，与外地牌照相同限制，采取缴纳固定数额上牌费的方式发放，以满足上海户籍市民买用车的需求。

刷卡费用将下调，银行利润或减少。让利商户作用大，促进消费初美好。息差依赖易落伍，金融创新方领跑。寄语银行信用卡，强化功能多出招。



银行卡刷卡手续费2月底下调

唐志顺/漫画 孙勇/诗

做空的重大风险是多头操纵市场

熊锦秋

最近，证券时报评论版发表孙勇先生的文章《不妨将做空机制引入IPO》，笔者对文章观点基本认同，在此补充的是，做空机制对完善市场意义重大，但目前要发挥做空机制在规范首次公开发行(IPO)价格等方面的正面作用，还有诸多问题需要解决，其中首先要解决的就是市场操纵问题。

在A股IPO利益链条中，原始股东、保荐机构、会计师事务所、律师事务所、投资咨询机构、甚至包括参与一级市场认购的基金和机构投资者基本形成了利益共同体，都希望上市后股价越高越好。假如按孙先生建议，融券来源包括IPO公司大股东、IPO一级市场认购机构的股票，但融券者融券卖空后，IPO一级市场认购机构等也可能联手在市场买入做多，空方很可能就此溃败。

目前询价机构甚至可以认购新股的50%发行份额，在外新股浮筹并不多，再

加上《交易所融资融券交易实施细则》规定“单只标的证券的融券量达到该证券上市可流通量的25%时，交易所可以在次一交易日暂停其融券卖出”，空方融券打压筹码最多只有可流通量的25%，只要多头阵营内部不出现分化，没有多少倒戈者，就算空方释放自己所搜集的公司利空消息，多头反而可能来者不拒承接空方抛出的融券筹码，由于机构资金后援充足，还完全可能反过来上演逼空行情，让空方丢盔卸甲。

另外，按规定股票借出方需要收取“利息”，这使得空方“赌输先输”，尤其是6个月融券期限一到空方必须把股票买回归还，即使股票涨上去了，也得高价补回、认赔出场，空方博弈时需承担巨大的心理压力。也就是说，如果多头操纵行不加约束，联手对付空方，做空机制在IPO领域很难发挥作用。在二级市场也是同理，虽然目前空方对几只股票的狙击战打得非常成功，但其中一个主要原因就是，多方还没有适应空方的套数，空头只

是趁多方懵懵懂懂时搞偷袭成功。比如，目前基金扎堆投资的一些股票估值水平奇高，首当其冲成为空方狩猎目标，前一段，空方通过挖掘发布康美药业公司(基金扎堆投资)负面消息，认为公司财报造假，恐慌之下包括一些基金在内的投资者疯狂抛售。但是，随着多头逐渐适应空方套数，今后这种现象在二级市场也恐怕难以再次上演。

也就是说，只要扎堆投资某只股票的众基金齐心协力，股价完全可以掌控自如，这里面其实可能涉及基金扎堆投资的市场操纵问题。基金扎堆投资某只股票构成事实上的资金优势、持股优势和信息优势，《证券法》第77条禁止“单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量”，但目前基金扎堆投资某只股票并没有被监管部门认为是操纵行为，这使得“潜在空方”的风险巨大。

总而言之，由于融券量比例限制，空方处于先天不利的博弈地位。只要多

空形成对博弈关系，那么多方在操纵下将空方绞杀出局，此后股价再下跌也无所谓。

当然，孙先生还建议可以实行一定条件下的裸卖空，这是个有趣话题，所谓裸卖空是投资者可以在没有借入股票前提下直接市场上卖出根本不存在的股票，空方不用担心自己手里有没有股票、是否能借到股票，多方由此将遇到更多不确定性风险。但是，这样的游戏规则只是形成一个越来越大的赌局，已经稍微有点远离股市投资本意；而且，这其中无论是多方还是空方，也都能使用操纵手法，来与对手白刃搏杀。

由上可以看出，要让做空机制在IPO等领域发挥应有作用，必须根除多方联手操纵(当然空方操纵也不允许，尽管其概率小)，要让每个博弈主体独立运作，不允许联手和合谋等操纵手段。监管者应进一步完善融券交易等博弈规则、弥补其中漏洞，防止任何一方利用不公平手段或规则漏洞掠夺对手钱财。

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；发电邮至pp118@126.com。