

■ 财经时评 | Finance Commentary

人民币升值 抑制通胀还是刺激泡沫

□泰康资产管理公司首席分析师 张敬国

从经济学原理来讲,汇率升值本身具有抑制通胀的作用。然而,汇率持续升值与刺激资产膨胀的低利率结合也可能诱发资本流入,从而刺激资产泡沫产生。通货膨胀最终是一种货币现象,归根到底是货币发行过多造成的,汇率升值抑制通胀的作用不可强调过度。

汇率升值对通胀的抑制作用主要从三个方面体现。从总供求角度看,汇率升值有利于限制出口以及促进进口,相当于限制需求同时增加供给;从投入产出角度看,中国大量进口铁矿石、原油、铜等初级产品,汇率升值有利于降低进口原材料成本,从而有利于控制产成品价格;从巴-萨模型看,汇率升值通过抑制贸易品和非贸易品部门工资上涨可以抑制非贸易品价格上涨。

相反,也有人对人民币升值抑制通胀的作用持有疑虑。他们认为,在低

利率、宽货币的背景下,汇率持续升值最可能诱发资本流入。

实际上,在低利率、宽货币背景下,中国企业规模膨胀,房地产价格暴涨,外商对华投资资产市值迅速增长。截至2010年底,外商在华资产按成本价格计算约1.5万亿美元,2008年和2005年底分别为9200亿和4700亿美元。考虑到中国近年来资产价格膨胀的速度,按市值计算,外商在华资产价格有可能达到3万亿美元,与中国外汇储备规模孰高孰低难以定论,中国对外到底是净资产还是净负债需要细察。但有一点可以肯定,流入的外国资本不仅赚取了人民币升值的收益,还获得了中国资产价格膨胀的增值。

国内外教训都证明,货币政策立场是一国宏观政策的根基,货币信贷利率是货币政策的基本变量,相比之下汇率次要得多。

2010年2月,国际货币基金组织少

报告——《资本流入:管制的角色》。报告承认,资本跨境自由流动对新兴市场经济国家存在有利的方面,但是也存在问题。巨额资本流入可能导致汇率高估,加大信贷膨胀,刺激资产泡沫,增加金融体系风险。如果一国经济增长处于潜在增速,储备水平适度,汇率没有低估,资本流入是短期形式的,那么配套以审慎的宏观经济政策,资本管制对于控制资本流入有效。报告指出,在应对资本

流入时,可以考虑对于外汇借款征收无息外汇准备金,对短期外债征收流入税,对于短期套利交易征收交易税,对于外资流入规定最短停留期等。从国际多边角度看,适度的资本管制有助于管理跨国的溢出影响,减少热钱流动,降低负债风险,有利于调整全球失衡和促进系统稳定。

2008年9月至2011年8月,美联储数量宽松货币政策使其资产负债表从9100亿扩张到2.8万亿美元,货币供应量M2从7.9增加到9.3万亿美元,但是货

款余额从7万亿下降到6.8万亿美元,美国输出资本2万亿美元(其中贸易逆差8000亿美元,资本外流1.2万亿美元)。对于美联储数量宽松政策而言,美国实体经济得到的信贷支持没有增加,只是增加了资本流入国和美国金融市场流动性。在此背景下,对流入国来说,资本管制的作用非常关键,而汇率持续升值与刺激资产膨胀的低利率结合最可能诱发资本流入。

应该说,通货膨胀最终是一种货币现象,归根到底是货币发行过多造成的。汇率升值抑制通胀的作用不可强调过度。首先,中国贸易顺差来自加工贸易,汇率变动对于加工贸易进出口调节效应有限;其次,国际上资源型商品价格高涨反映了全球工业化进程加快,以及出口商相对进口商存在阶段性议价优势。依据购买力评价,汇率变动主要是体现不同经济体的可贸易品综合价值水平变动,对于调节可贸易品不同类别之间比价的作用有限;再次,巴-萨效

应反映了充分就业状态下,非贸易品部门工资和价格与非贸易品部门工资和价格的关系,这种比价调整是有序甚至一定程度上必要的,与货币超发导致的通货膨胀截然不同。巴-萨效应在中国显现有限,2005年以来中国居民收入占GDP的比重下降,工资上涨不是通胀的源头而是其结果。

2005年以来,中国对于资本流入管制略有加强,但是没有采取无息外汇准备金、对短期外债征收流入税以及交易税等措施。货币政策主要采取提高准备金率和发行央票对冲资本流入产生的流动性。当前在中国贸易依存度超过50%情况下,资本流入管制的确面临困难。然而,经济全球化就是对中国提出挑战,要么提高行政管理效率控制资本流入;要么加快改革向成熟市场经济体演进,比如将城市长期的农民工待遇市民化促进城市化和人本化,支持民营经济向国际发展,加快利率定价市场化等。

重视肉价中的过高生产成本

□中国农业银行大客户部 何志成

今年以来,猪肉价格大幅波动。十月,笔者在四川等地对农村养殖业的现状进行调查发现,猪肉价格大幅上涨与农业生产成本过高、规模养殖困难重重有直接关系。

四川历来是我国最大的猪肉生产基地,生猪出栏量曾经占世界的1/20、全国的1/9、省际调拨的1/3,历来有“川猪安天下”的评价。我重点调查了四川绵阳关帝乡、泸州纳溪区和自贡富顺县的养猪情况。

从历史上看,四川农民从事生猪养殖业曾经是农业劳动变

现收入的主要来源,但在肉价高涨的今年,农民从事家庭养猪的却越来越少了,减少的直接原因就是农业劳动成本相对大幅提高。虽然专业养猪收益今年下半年大幅度提高,但养猪成本的上升同样是大幅度的。

村民告诉我,目前的生猪存栏量相比去年下降90%左右,比如去年一个村的仔猪存栏量还有200头,今年连20头都没有。为什么不养猪了?原因很多,最大的原因是不合算,赔本。我与四川纳溪区和自贡富顺县的几家农户算了算账,现在购买猪仔的费用大约需要1000元了,而目前常年留守农村的穷苦家庭,一年的纯收入也就是1000元,根本拿不出买猪仔的钱。而有劳

动力在外打工的农户显然不在乎这1000元,而且也没有劳动力伺候猪,甚至很多人嫌猪圈又脏又臭。

现在农户不养猪了,关键在农业劳动成本显性化。何谓农业劳动成本显性化?即农业劳动成本是以农民工收入为参照物的。目前非常多的家庭农业劳动都依靠雇工完成,尤其是插秧和收割都靠雇工,雇工比例大约60%,报酬需要比照农民工外出打工收入的一半以上计算,即每个工起码按80元/天算,还要管吃。这也是养猪劳动的成本。家庭养殖业属于繁杂劳动,猪要吃草,粪还要上到田里,这些劳动虽然强度不是很大,但又脏又臭,一天也离不开人,还污染家庭环境。雇人雇不起,自己干体力又不支,因此很多人家放弃养猪。

农民不养猪,还与农村目前的人口状况相关。目前农村人口主要由少年儿童、妇女、老年人构成。而我在四川农村入户调查中发现,青年妇女几乎一个也看不到了,甚至50岁以下妇女也难看到,都出去找营生了。村里大都是小孩和老人,60岁以下算壮劳力,80岁还在耕地。这样的劳动力现状很难从事繁杂的养殖业劳动,尤其是养猪。

制约农户养猪的另一个原因是养殖业直接成本上升太快。今年以来,饲料成本同比上涨9%,运费、水电费成本同比上涨10%。而秋粮收购价又提高15%左右,基本与肉价提高幅度相符。虽然肉价也在提高,但由于一些农户不愿意防疫,导致疫情大面积爆发并扩散,而今年内肉价提高恰恰与疫病大面积发生相关。现在虽然肉价提高很多,但还没有达到刺激农户回乡养猪的拐点,绝大多数农户对肉价提高不敏感,仍然缺乏增加存栏量的兴趣。这种趋势恐怕将延续至明年。

当然今年以来,专业养殖户的存栏量是增加的,大约增加30%左右,尤其是在肉价提高之后,但进一步增加的困难不小,原因之一也是赔本。

养猪的集约化经营可以极大地提高劳动生产率,但成本未必能够下降。相反,由于需要雇工,日常管理也需要计酬,整体劳动价值都会体现在生猪的成本中,这使得肉价不得不上涨。由于历史形成的原因,农户自养猪是不计劳动报酬的,因此可以盈利。但农民自养散养很难抵御疫病蔓延,尤其是现在的饲料猪,抗病能力极低。而专业养殖目前的雇工比例大约在30头猪左右雇一个人,越大相对雇人越少,但工资报酬年年提高,今年更甚,原因就是农村劳动力非常紧张。比如泸州纳溪区有3个万头猪场,严格实行成本控制,雇工只有30人,但平均工资达到每月2500元,相比家庭养殖也有几十倍之多,这恰恰是养殖集约化的最大瓶颈。

调研中发现,目前集约化养猪最大的风险大约如下:一是价格波动风险。很多养殖专业户告诉我,近几年的肉价波动率快赶上股价波动率了,例如前年最低时8元一公斤,现在20元左右一公斤,最担心的不是肉价下跌,而是暴涨。因为暴涨后散户大量恢复养猪,低成本猪大量流入市场,专业养殖必然赔钱。我看也未必。

以上几大风险,政府都可以帮助解决。比如,控制价格波动可以靠冷库调节,维护品牌政府更应该介入,防疫本来就有政府的责任,污染必须靠政府财政帮助解决。防范猪肉价格暴涨暴跌,政府应大有可为。

人口结构是影响房地产市场“铁律”

□国家信息中心预测部副研究员 张茉楠

为刺激陷入停滞的房地产市场,近来美国政府救市政策频出。先是美国国会提出议案称“外国人购房超50万美元可获美国居民签证”,后是联邦住房金融局放松住房再融资计划条件,以此化解存量压力。面对着已经坍塌的内部住房需求,美国政府已经意识到了人口结构才是影响房地产市场的“铁律”。

当前,房地产市场的持续衰退是美国经济最大的风险之一。自美国次贷危机以来,房地产市场价格下跌超过30%,这不仅仅是因为房地产市场泡沫破裂负面效应的短期困扰,更意味着美国人口结构变化对房地产市场需求长期趋势和购买力的影响已经开始逐步显露。

一般来讲,美国房地产市场的供求关系通过住房空置率来体现。今年3月以来,美国居民实际购买能力下降。美国住房空置率持续上升,房地产市场价格持续下降反映了房地产市场供求失衡的压力依然较大。美国自有住房空置率从2004年的1.8%上升到2008年的2.9%,2009年和2010年均为2.7%,不仅远高于过去房地产市场深度下跌后反弹过程中的自有住房空置率的平均水平,也高于最近十年的平均水平。租房空置率从2005年的9.6%上升到2009年的10.7%,2010年下降为9.4%,但今年一季度又回升至9.7%。房地产市场的供求失衡导致房价进一步下跌,7月标准普尔的Case-Shiller20个大城市住宅价格指数仍比去年同期下跌4.1%。

美国房地产市场之所以持续下跌是因为住房的需求饱和”,而“需求饱和”的根本性决定因素是人口总量和人口结构的变

化。人口因素对房地产市场会产生长期趋势性的影响。美国房地产周期大约为20年左右,而这背后与美国的人口统计规律的变化息息相关。一方面是人口总量变化(包括自然增长率与移民增长率)对住房需求会产生重要影响。美国生育率从上世纪90年代初开始进入持续的下降通道。

从增量上看,美国人口增长主要来自移民及移民的出生率,占增加人口的82%。外来移民是美国人口增长的重要因素之一,然而过去十年来的两次经济衰退使得美国人对移民态度转变,进一步降低了海外移民的速度。美国盖瑞·安德森经济研究中心的一项研究表明,本世纪初,海外移民的到来促使首都华盛顿及周边的房地产集中地区的房地产价格上涨13.8%;在弗吉尼亚州北部和马里兰州,在外来移民数量增加113%的同时,房地产价格上扬了37.5%;而在外来移民数量很少或者没有外来移民的地区,房地产价格则出现了下滑。该研究报告显示,在外来移民数量下降最多的10个居民区,外来移民人口平均下降39%,房地产价格则平均下降7.6%。

另一方面,人口结构的变化也决定着住房需求。次贷危机之前,正处青壮年的“婴儿潮”成为美国购房市场的主力军,并由此持续推高了房价。所谓“婴儿潮”是指在1946年至1964年间出生的美国人,他们是美国历史上人数最多的一代,大约有7700万人,占美国成年人的35%。近几十年来,婴儿潮正处在消费力最旺盛的25~30岁时期,初次购房意愿年龄段的人口增加直接推升了美国房价每年上扬20%~30%。

美国人口统计局预测,美国的婴儿出生

率将长期维持低位。到2030年,美国婴儿潮一代都将超过65岁,那时近乎20%的美国居民超过65岁;2050年,这一年龄组的人数还会翻一番,从2008年的3870万增至8850万,生育率的下降和人口老龄化的加速不仅使美国住房总需求出现较大幅度的下降,也将对住房需求的结构产生新的影响,那些曾经促进美国住宅市场的巨大繁荣的“大户型”将出现滞销。

由于美国社会老龄化加速,人们更愿意选择环境污染小、生活成本低的郊区居住,这也意味着半个多世纪以来美国人从乡村、郊外向大都市区域转移的过程很可能放缓,因此大户型、城市中心的房价也面临长期下行的压力,并进而拖累美国房地产市场的长期走向。在国内购买力相对住房需求极度饱和的困境下,这也是为何美国寄希望于外部输血,借助外来移民的力量消化过剩的房屋存量,来刺激房地产市场复苏的真正原因。

房地产市场从来没有所谓的“刚需”,“人口红利”更不是永久性的增长因素,人口结构影响房地产需求进而影响房地产走势似乎是一个逃不出的“铁律”。数据显示,全球人口的年龄结构将发生巨大变化——青年人口的增长放缓,老年人口的增长速度惊人。到2050年全球老龄人口将达到现在的3倍,为15亿人。中国人口结构改变的时间节点也正在加速到来。按联合国数据推断,我国的人口红利将在2025年下降到全球平均水平。人口结构的变化将会改变房地产市场的供给需求结构。预计中国人口增速将在2015年后进入下降通道,2020年60岁以上人口将达到2.5亿,这个时间段也将是中国房地产供需结构出现拐点的重要时间窗口。

在价格面前,购房者缺少话语权;在信息面前,购房者缺少知情权;在强势开发商面前,购房者缺少自主权……种种不公平都为日后的经济纠纷埋下“地雷”。房价上涨时,你好我好大家好;房价下跌时,被掩盖的矛盾统统浮出水面。

购房者“围攻”售楼处,不是解决矛盾冲突的合理有效途径,相反还容易使自身陷入触犯法律的境地。当下,购房者应保持克制、冷静和理性,努力寻求通过法律的途径进行维权。同时,开发商也要放下强势姿态,坐下来和购房者真诚交流沟通、友好协商,给出一个令双方满意的方案。

此外,房地产市场监管部门不能作壁上观,而应积极介入、妥善处理,确保自身的公平、公正。既不能一味迎合民意,偏袒购房者;也不能有意偏向资本,庇护开发商。对于购房者的不合理诉求,要耐心解释;对于非理性举措,要及时制止。对于开发商不合理促销方案,要予以监督、促其调整;对于销售中的违规举措,要严查严惩。

房价不可大起,也不宜大落,暴涨暴跌都伤人伤己。坚持楼市调控不放松,坚定不移使房价回归合理水平,促进房地产市场平稳健康发展,这是楼市调控的基本精神。从上海这几个“闹房”事件中,该吸取教训的不应只有普通购房者,还应有开发商和政府监管者。

■ 记者观察

产业空心化值得警惕

□本报记者 郭宏

温州民间游资的“横流”与实体经济的“喊渴”,折射出当下实体经济的经营困境与民间资本的投资迷途。随着产业资本利润率下降,大量资金游离于实体经济之外。在高利率的诱惑下,部分上市公司也将发展主营业务的资金搬进“高利贷”。长此以往,实体经济将面临空心化风险,金融资本也失去获取回报的根基。

随着人力成本、原材料成本等不断上涨,实体产业运行成本越来越高,大幅度压缩了企业利润空间。不少中小产业资本在面对融资难度越来越大,以及虚拟经济利益高回报的诱惑下,从实体经济撤离,投身民间借贷市场。

作为产业资本中坚力量的上市公司,同样“不甘寂寞”,今年以来不少A股上市公司大手笔发放委托贷款和购买理财产品,金额和利率均创出历史新高,一些上市公司来自委托贷款的收益甚至超过主业。

然而,实体产业的健康发展是资本投资回报的基础。如果实体产业都去玩“高利贷”,风险一环一环传导,最后一个借款人若创造不出超额利润,借钱利率越高最后还款的可能性就越小。除部分温州企业资金断裂外,目前已有多家上市公司发布贷款延期公告。而委托贷款延期的信号值得警惕,可能说明贷款企业还款能力出现了问题。

资本大规模从实体产业撤离,与中国经济失衡有密切关系。数据显示,以中小企业为主的民营企业发展对中国经济增长贡献率约60%。然而,长期以来在社会资源配置、市场准入资格和融资渠道等方面,中小企业不断受到挤压。投资利润率较高的市场多被国有及国有控股企业占领,而中小企业只能投资到利润率偏低的行业和市场。传统优势逐渐失去,创新优势又没建立起来。这些因素致使很多实体企业,特别是中小企业只能在夹缝中求生存。

在当前我国正面临转型升级的契机下,只有为实体经济营造一个良好的生存环境,形成资源配置的激励导向,才能让资本真正回归到实体经济中。只有让企业在产业中有钱可赚,才能引导资金回流实体经济。

首先,需要从制度层面上给中小企业提供新的发展空间与投资渠道。一方面,应扩大非公经济范围,放宽民间投资者进入垄断行业的基础和条件;另一方面,健全金融体制,缓解中小企业融资难题。

其次,由于市场对生产要素的配置有滞后性、投机性,政府应通过政策进行引导。把更多政府资源投入到实体经济中,发挥“种子资源”的作用,吸引更多社会资源与政府投资形成合力,参与实体经济的投资与发展。

第三,应加大对实体产业的财税扶持,调节各类投资的平均利润率,保护实体产业的积极性,为实体产业营造一个良好的生存环境。

值得注意的是,国务院近日出台了支持中小企业发展的金融财税政策,这是国务院领导对温州调研后,迅速出台的支持政策,涉及融资和税收等,对减轻中小企业负担,能够起到一定的作用。

此外,目前我国中小企业的发展过度依赖劳动力成本,随着我国劳动力成本不断上升,全球制造业向成本更低的东南亚等地区转移,导致中小企业经营困境加剧。由于原材料价格、人工成本以及资源成本的上升具有长期性特点,这就要求中小企业应从过去的低成本竞争,向技术密集型企业转型,依靠技术创新开拓新市场。

2011兴业量化投资高峰论坛

