

2012年9月10日 星期一

■ 财经时评

经济复苏有待纸面财富与实际财富偏差纠正

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

美国共和党最近在总统竞选中提出要考虑恢复“金本位制”。世界银行前行长佐力克前不久也曾提出过类似建议。这样的主张其实反映了一个事实：人类尽管能够把人送上月球，把探测器送上火星，但是，离开了一个不受人性支配的硬性标准，就没有能力管理好自己的货币。

西方近代经济有两个高速发展阶段，一个是一次大战前的金本位制阶段；另一个是二次大战后在布雷顿森林条约下以美元为中介的间接金本位制阶段。美元本位制说到底是金本位制的一个影子。

金本位制是一种商品货币本位制。黄金成为财富的象征，同它自身的稀有、可延展、易分割、易携带、除了装饰之外没有多大实用价值等物理属性相关，也同上千年来的商业实践和文化心理积淀相关。不管人们对黄金存有多狂热的拜物教心理，黄金并不是财富本身。否则的话，只要把全世界的黄金都抢到手，无需经济建设，就能变成世界上最富有最强大的国家。同样，即使实行美元本位制，持有美元也并不等于持有财富。否则的话，美国不需要经济建设，只要印钱就能称霸世界了。

财富是从哪里来的

财富起源于竞争。创新者通过发现和满足他人的需要而进行生产，通过分工而提高生产力，通过市场交易而实现价值。多于成本而积累起来的价值就是财富。在这里，我们把财富称作“钱”。

观潮心语

欧央行无限量购债计划暗藏三大新风险

□国家信息中心预测部 张茉楠

欧洲议息会议上，欧洲央行行长德拉吉宣布将启动“货币直接交易”，针对欧元区二级国债市场进行无限量冲销式的国债购买，购买对象主要为到期期限在3年以下的国债。这也就是此前被泄露的所谓“无限量冲销式购债计划（OMT）”。

面对重债国越来越高的债务负担，二级市场融资几近瘫痪的困境，欧洲央行“无限量冲销式购债计划”肯定会压低短期国债收益率曲线，降低债务成本，起到短期内稳定市场的积极作用。受利好消息刺激，投资者恐慌情绪消散，全球股市大涨，欧洲股市创六个月以来的新高，意大利和西班牙的国债收益率也出现大幅下跌。

然而，购债计划不可避免地也会引发三大新风险：一是加剧欧元集团和欧洲金融体系的分裂，进一步分化欧洲央行和德国央行，使德国与其他国家在救助欧债危机立场上的矛盾分歧加深；二是将私人资产负债表债务和国家资产负债表债务转移至欧洲央行资产负债表中，有恶化欧洲央行自身资产负债表的风险；三是会产生道德风险。一旦重债

财富需要通过货币作为媒介才能积累起来，所以就有了货币等于钱（财富）的幻觉。实际上，“钱”依靠货币得以保存和传递，但是，不同时代和不同地点的人对同样数量的货币所代表的“钱”的数量，看法是不同的。当货币承诺的价值高于它的“含钱量”时，就有了通胀。有了通胀预期，人们就急着花钱，想把纸面承诺的财富转化为实际财富。当货币承诺的价值低于它的“含钱量”时，就出现通缩。有了通缩预期，人们会减少消费和投资，等待货币变得越来越值钱。

由于各国经济发展水平参差不齐，国际交易中就有了汇率。汇率在本质上不是两种货币的比率，而是两种货币所代表的两种“含钱量”的比率。货币的价值同“钱”的价值之间本身就有差异，这种差异在不同国家中差距又各不相同。货币同钱之间的差距是通过利率表现出来。因此，汇率不仅反映出了两国之间的货币的“含钱量”的比率，而且反映出了两国间不同利率的折射。一般来说，一个国家的货币估值过高，可以较便宜地得到其他国家的资产；一个国家的货币估值偏低，可以有更多的机会创造财富。

价格稳定是关键

全球的外汇交易每天转手的金额高达4万亿美元，外汇交易产生的汇率也不过差强人意。汇率到底是什么精密科学。牛顿穷尽终身精力，也没有找出计算黄金价值的公式。罗斯福在让黄金同美元脱钩的时期内，每天决定美元相对黄金应当贬值多少，

都是在吃早饭时拍脑袋拍出来的，他决定的数字大都同“7”有关，因为他认为“7”这个数字吉利。到他决定美元同黄金再挂钩时，他采取的是35美元1盎司的比例。这个数字并没有什么经济理论作为依据，但确实起到了把美国带出经济危机的作用。对汇率的有效性而言，除了价格水平之外，价值稳定性是关键的因素。

不过，对一个国家的经济繁荣来说，汇率的稳定还是次要的。更重要的是国内的价格稳定。注重价格稳定的政策在现代经济发展中往往比注重汇率稳定更为成功。事实上，很少有国家愿意屈从于国际压力用增加失业来换取汇率稳定。如果把汇率稳定同价格稳定这两个因素加在一起考虑，那么，要是使用某种商品作为国际通用的货币（不管是黄金，是铝还是铜），那么，汇率就是透明的，价格也容易保持稳定（因为“货币”同“钱”的关系是固定的）。金本位制之所以吸引人，是因为在纯粹的金本位制中，“货币”同“钱”是两位一体的。

纸币金融的两重性

纸币金融异化了货币，在货币同“钱”之间创造出了空间。这个空间为社会的进步和经济的发展提供了条件，也为金融危机和社会灾难埋下了伏笔。

货币同“钱”的分离是今天金融业如此发达的一个根本原因。上世纪70年代，在美元没有同黄金脱钩之前，美国的金融业不但规模很小，而且在金融界工作的人收入普遍低于同等资历的在其他行业工作的人。1929年经济危

机之后，经济学家欧文·费希尔指出，金钱作为交易的媒介，为人类创造多样化的世界提供了条件，但货币同财富的分离也摧毁了社会，导致了危机。

同1929年经济危机相比，货币的虚假财富的一面，在2008年金融危机中对社会的渗透程度要严重得多。金融业在21世纪创造出庞大的信用体系，电脑和网络技术使得货币从硬币和纸币进化为电子符号，货币的流通不再需要实际换手。信用体系为实体经济的发展提供了一种无形但实际存在的架构。危机爆发之后，人口数量没有改变，人的劳动技能也没有改变，资源并没有减少，工厂的生产力反而提高了。如果说没有缺少需求，那么，成百上千万的失业者无疑是巨大的潜在消费市场。尽管如此，经济发展迟缓无法恢复正常。其中的一个重要原因，就是社会信用体系被严重地破坏。

市场经济的一个前提是市场自身的组织和架构有能力自行调节。亚当·斯密时代对此的解释是无法解释的“无形的手”，现代经济学比“自由放任”（laissez-faire）理论要精密。它强调“机构”（institution）的概念，认为完善的市场以机构为枢纽，为经济活动和资源配置提供合理的激励。英文的“institution”一词的概念比中文相应的“机构”一词的概念要丰富。除了“机构”之外，它还包含了由机构体现的“机制”和“体制”等外延。不过，“无形的手”也好，“机构论”也好，它们都强调只有通过“钱”，或者说价格，才能有效地在市场中调配资源和激励经济活动。

在大多数经济学理论中，“钱”是一个整体，一个抽象的概念。它们并没有考虑到钱作为货币和钱作为财富是有区别的。在经济活动从头到尾的流程中，用来调节经济活动的货币所代表的实际经济价值在理论上来说应当是稳定的。

如果交易开始时使用的是金币，到结算时使用的是铜币，虽然都是一块钱，用这一块钱来衡量的经济活动就失去了经济学理论赋予的意义。现在，如果我们用货币来代表钱，钱来代表财富，用“含钱量”来说明货币在具体时间和具体地点所代表的具体数额的财富，那么因为货币的“含钱量”在不断地发生变化，因此，因为没有将这种能动的金融现象结合到经济学理论里，这些经济学理论对现实的解释往往就出现很大的偏差。

危机是调节货币价值同财富价值脱节的一种手段。当纸面财富同实体财富之间出现太大的偏差时，社会要恢复正常，要么是毁掉一部分纸面财富，要么是将纸面财富转化为债务。美国从金融危机以来，政府持有的债务增加了11万亿美元，居民拥有的财富减少了8万亿美元。根据美联储主席伯南克最近在全球央行大会上的说法，美国经济目前面临的还是周期性的危机，没有受到结构性的破坏。欧洲的情况也许更严重，因为它涉及到欧元区是否会瓦解的问题。无论是哪种情况，无论是通过什么样的手段，货币贬值也好，债务豁免也好，通货膨胀也好，经济萧条也好，如果纸面财富同实际财富之间的距离不缩小到一个合理的水平，经济发展就很难真正复苏。

CPI涨幅回落周期或结束

□民族证券 陈伟

稳步回升。

PPI方面，目前拖累价格上涨的主要类别有：受前期大宗商品价格回落影响，上游的采掘价格同比增速为-8.13%，降幅比上月扩大2.15个百分点；受中下游投资需求比较疲软及企业去库存影响，中下游原材料及加工工业价格仍在持续回落，同比增速分别为-5.2%、-3.9%，比上月降幅扩大0.7和0.54个百分点。

但也要看到，当前促成PPI企稳的因素也在增多，如9月份后翘尾因素将会逐渐增大，10月翘尾因素比9月大0.69个百分点；再从环比来看，8月虽然环比下降0.5%，但降幅已经比上月缩小0.3个百分点，而未来几个月PPI环比继续好转的可能性较大。

首先，7月以来，受国际市场流动性驱动以及美国经济向好等因素影响，领先PPI大约一个季度左右的CRB指数已经企稳回升，CRB指数从6月的474上升至9月的493。

从具体种类来看，对于CPI反弹影响最大的是鲜菜价格，鲜菜环比上涨14.3%，同比上涨23.8%。这一方面与8月处于秋季换茬期，蔬菜供应量减少的季节性因素有关，另一方面也与今年8月灾害性天气较多影响了蔬菜供给有关。以猪肉为代表的肉禽价格在经历了近一年的持续下跌后有所企稳，肉禽及其制品价格上涨1.0%，影响CPI上涨约0.08个百分点。

此外，消费品价格也对于CPI反弹有所贡献。8月消费品价格同比上涨2.1%，比7月本轮物价回落期间的低点高出0.4个百分点。这主要来自于与水电、燃料的贡献——8月CPI水电、燃料同比上涨3%，比上月提高0.5个百分点。

从9月来看，9月翘尾比8月低0.46个百分点，CPI价格受翘尾因素影响同比涨幅很可能低于8月，但这只是短期现象，由于以下几个因素，未来几个月CPI增速还将稳步回升。

因此，PPI同比增速也有望在9月见底，10月后企稳回升。而这也很可能表明今年四季度左右，我国始自去年三季度以来的价格回落周期将结束，这一方面会打消市场对于通缩的忧虑，有利于企业利润增速的回稳，但另一方面由于在当前经济增速并未明显回升之际，物价就出现了反弹，这也会增大政府调控的难度，使得央行难以放松货币政策来刺激经济较快复苏，经济增速反弹回升也会遇到更多挑战，而这也反过来影响物价反弹的力度，因此这轮物价企稳后回升的空间较小，CPI年底涨幅不会超过3%。

警惕食品价格上涨推升物价

□中商流通生产力促进中心 陈克新

目前国内食品价格上涨还处于成本预期传导阶段，实质性传导还只是在少数生产周期性较短的食品领域发生，譬如一段时期以来的鸡蛋价格上涨。预计随着时间的推移，从饲料价格上涨开始，3个月到6个月之间，生产周期较长的各种肉类、奶类及下游制品有望进入新一轮的涨跌周期；

虽然国内粮食供给比较充足，但在近期国际粮价屡创新高，且我国大量进口粮食价格很有可能增大输入性通胀压力影响下，已经扭转了去年3月以来持续下降的态势；CPI居住价格已与今年5月见底，在当前住房市场已回暖及成品油价格上调空间仍存的情况下，居住价格未来几个月也仍能

是欧洲货币政策主导权之争，欧洲央行无所顾忌的行动意味着德国欧洲货币政策主导权的削弱，德国不会轻易放弃主导权，未来在解决欧债危机上利益与成本的分摊变得更加困难。

第二大风险是欧洲央行自身资产负债表也可能进一步恶化。当前，在财政受限的情况下，政府把“球”踢给央行，欧洲央行也试图通过扩张自身资产负债表来化解危机，走上了模糊货币政策与财政政策边界的道路。数据显示，两轮LTRO（长期再融资操作）后，欧洲中央银行的资产负债表总规模已经急剧扩张到3.2万亿欧元，甚至超过美联储的规模。

此次欧洲购债计划欲调整抵押品范围、降低抵押品要求，承诺对政府发行或担保的债务工具的抵押品资质暂不设定最低信用等级门槛，大量的坏账风险会沉淀于央行资产负债表中，风险过度集中，难以分散。

此外，欧洲央行推出OMT计划的冒险举动还会触发“道德风险”。当前，意大利的经济和债务形势越来越严峻，处境十分艰难。作为全球八大经济体、欧洲第三大经济体，意大利已经连续四个季度出现经济衰退，而鉴于目前采取的紧缩措施，意大利经济

在未来可以预期的是，一旦出现意大利、西班牙等国国债收益率大幅上升的情况，欧洲央行就可能进入二级市场购买债券，这会大大削减重债国实施改革的意愿和动力，从本质来看就是“饮鸩止渴”和“危机延迟战略”。

事实上，欧债危机矛盾的源头在于欧洲货币制度与财政制度的不匹配以及内部经济发展长期失衡，根本解决之道在于如何变欧元区“固定汇率制”为“浮动汇率制”，对增长失衡进行对称性调整。欧洲央行大胆而冒险的行动，很难说能够让欧债危机迎来转折点，反而会让问题变得更复杂。

对于欧洲央行债券购买计

划，欧盟内部争议较大，不仅成员国之间，欧洲央行与德国央行之间也充满分歧。一方面，德国等北部国家以其违反欧盟法为由表示反对，但法国、西班牙和意大利等南部国家强烈敦促欧洲央行尽快采取这一干预举措。另一方面，作为购债计划坚定反对者的德国央行行长魏斯曼甚至以辞职相威胁。尽管为了安抚德国方面的不满，德拉吉表示，所有购债行动将通过吸收银行相同规模的存款来进行“冲销”以避免通胀风险。但问题的核心并不在这里，欧洲央行与德国央行的矛盾实际上凸显

的是欧洲货币政策主导权之争，欧洲央行无所顾忌的行动意味着德国欧洲货币政策主导权的削弱，德国不会轻易放弃主导权，未来在解决欧债危机上利益与成本的分摊变得更加困难。

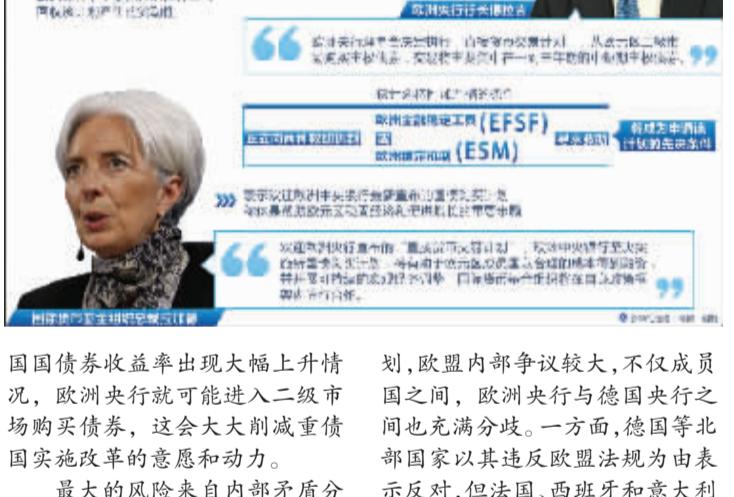
第二大风险是欧洲央行自身资产负债表也可能进一步恶化。当前，在财政受限的情况下，政府把“球”踢给央行，欧洲央行也试图通过扩张自身资产负债表来化解危机，走上了模糊货币政策与财政政策边界的道路。数据显示，两轮LTRO（长期再融资操作）后，欧洲中央银行的资产负债表总规模已经急剧扩张到3.2万亿欧元，甚至超过美联储的规模。

此次欧洲购债计划欲调整抵押品范围、降低抵押品要求，承诺对政府发行或担保的债务工具的抵押品资质暂不设定最低信用等级门槛，大量的坏账风险会沉淀于央行资产负债表中，风险过度集中，难以分散。

此外，欧洲央行推出OMT计划的冒险举动还会触发“道德风险”。当前，意大利的经济和债务形势越来越严峻，处境十分艰难。作为全球八大经济体、欧洲第三大经济体，意大利已经连续四个季度出现经济衰退，而鉴于目前采取的紧缩措施，意大利经济

在未来可以预期的是，一旦出现意大利、西班牙等国国债收益率大幅上升的情况，欧洲央行就可能进入二级市场购买债券，这会大大削减重债国实施改革的意愿和动力，从本质来看就是“饮鸩止渴”和“危机延迟战略”。

事实上，欧债危机矛盾的源头在于欧洲货币制度与财政制度的不匹配以及内部经济发展长期失衡，根本解决之道在于如何变欧元区“固定汇率制”为“浮动汇率制”，对增长失衡进行对称性调整。欧洲央行大胆而冒险的行动，很难说能够让欧债危机迎来转折点，反而会让问题变得更复杂。



国国债收益率出现大幅上升情况，欧洲央行就可能进入二级市场购买债券，这会大大削减重债国实施改革的意愿和动力。

最大的风险来自内部矛盾分歧的激化。德拉吉“美式”行事作风，正在让欧洲央行效仿美国救助金融危机的做法，包括改变几十年来欧洲央行不能在二级市场直接购买主权债券的铁律，再加上高盛的经历让德拉吉深谙金融市场杠杆操作之道，但大规模放水的做法让欧洲央行与一贯坚持的“独立性”立场越来越远。

对于欧洲央行债券购买计

划，欧盟内部争议较大，不仅成员国之间，欧洲央行与德国央行之间也充满分歧。

从当前国内经济形势看，虽然各地出台的政策较多，但具体落实的项目有限，当前投资基础还在夯实中。新增固定资产投资累计增速已经连续5个月处于回落通道，短期内通过项目拉动止跌功效有限。同时，从当前建设项目的资金分配中也可看出，地方政府的资金压力并未缓解，目前银行贷款和中央财政在地方项目的资金占比分别为12%和5%，更多的项目需要企业自己去筹集。

从投资项目的结构看，目前出台刺激投资的措施主要集中在中西部省份，并且中部省份的产业投资占比已经超过60%，中部

省份的财政收入状况目前压力较大，其资金筹措能力、项目管理能力和风险防范意识还需要进一步加强。

这些可能使得地方政府在实际行动中对投资的鼓励和拉动心有余而力不足，而在需求和经济尚未出现明显转机的情况下，单靠企业的运作困难较大。

投资项目的拉动需要多项政策配合，共同发力，单单有行政政策或愿景，而没有实际的举措支持，这样的项目拉动不可持续。投资的拉动需要货币、信贷、财税等多方面的措施配合，但从一些机构的实地调研看，商业银行对这些项目依然持谨慎态度，信贷政策依然偏紧，地方融资平台累积的风险并未有效缓解，房地产调控依然不会放松。这些制约了各

项政策的有效配合空间，要使项目获批真正变为投资增长，还需要一个较长的过程。

总之，我们应该充分汲取上一轮“4万亿”投资刺激计划的教训，在项目规划和审批节奏上要更为谨慎。可以看到，单靠货币超发和“铁公基”重复建设的路子已经走不通。同时，经济立马反弹的期望也较难实现，经过了入世的制度红利和城市化推进，目前中国经济增长要想持续稳健，必须改变传统的投资项目拉动模式。虽然一些高新技术和产业短期内并不能给经济增长带来太多的边际效应，但一旦培育成功，其广阔的生长空间和后续增量将会支持经济实现更好的发展。

“万亿投资”拉动力不宜高估

□本报记者 张泰欣

近期多地出台了大规模投资计划，国家发改委也在短时期内密集批复了多个城市轨道交通及基建、市政项目。粗略估计，这些投资项目规模超过了2万亿元。这显示稳增长的力度在加大，但从历史比较和国际比较看，这样短期大规模的刺激是否还能起到2008年金融危机时的功效，还需要市场进一步验证。

在没有货币政策、信贷政策、税收财政政策及其他行政手段有效配合的情况下，简单靠投资驱动并非能达到经济底部抬升的功效。此外，进一步梳理近来的刺激政策，哪些产业应该进一步加强，哪些应该坚决退出，还需要因地

制宜，不失快上”的模式只能是饮鸩止渴，难以持续。

从一些中部省份出台的刺激措施看，产业振兴主要集中在于电子信息、汽车、装备、化工、新材料、能源和消费品等行业，而从国家发改委批复的项目看，主要集中在传统的交通运输、交运设备等方面。从投资行业的属性看，“铁公基”项目可以在较短时间内拉动水泥、钢铁、玻璃、物流等行业的发展，比其他行业更能短期内见效。但回顾近十年来的投资增长轨迹，这种简单的上层拉动模式边际效应在递减，由于这些相关行业都是产能过剩行业，在项目落实过程中并不一定能够形成产能扩张和增长，因此对投资的拉动效应有限。这从2004—2010

年以来钢铁、水泥行业的投资增速上可以得到验证。

从当前国内经济形势看，虽然各地出台的政策较多，但具体落实的项目有限，当前投资基础还在夯实中。新增固定资产投资累计增速已经连续5个月处于回落通道，短期内通过项目拉动止跌功效有限。同时，从当前建设项目的资金分配中也可看出，地方政府的资金压力并未缓解，目前银行贷款和中央财政在地方项目的资金占比分别为12%和5%，更多的项目需要企业自己去筹集。

从投资项目的结构看，目前出台刺激投资的措施主要集中在中西部省份，并且中部省份的产业投资占比已经超过60%，中部

省份的财政收入状况目前压力较大，其资金筹措能力、项目管理能力和风险防范意识还需要进一步加强。

初步测算，仅国际市场大豆价格上涨一项，就可以导致生猪饲料成本上涨10%以上。如果再考虑到玉米、小麦涨价，饲料成本将会更高。

一般而言，生产与物流成本增加对食品价格上涨的传导，可以分为两个阶段：预期传导阶段与实质传导阶段。所谓预期传导，是指生产者与贸易商普遍认为成本上涨，所生产和经营的食品价格一定会上涨，进而引发提前涨价行为，涨价冲动产生于心理预期。实质性传导阶段，主要是因为较高价格的原材料、饲料、物流费用，已经进入生产和流通成本，迫使生产经营者提高销售价格，这种涨价行为基于实质性的成本压力。

应当指出的是，由于未来食品通胀特征明显，因此，低收入群体对于CPI构成中食品价格上涨更为敏感，其“痛苦感受”将远大于CPI指数的显示程度。这就要求有关部门在未来物价上涨中，加大对低收入群体的经济补助。同时，在食品涨价尚未进入实质性传导阶段，市场价格相对低廉时机，抓紧做好一些食品尤其是猪肉的商业储备。这是宏观调控的重要组成部分。