

■ 财经时评

适度负债有助于提升经济增长潜力

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

危机是调节货币价值同财富脱节的一种手段。当纸面财富同实体财富之间出现太大的偏差时,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。不过,在硬币的另一面(或者说在纸币的另一面),还有另一种情况:在一个国家里,如果金融不够发达,因为信用制度和金融市场不健全,那么由于货币运作不充分,潜在的经济实力就有可能发挥不出来,财富的创造就有可能受到阻碍,经济不发展就有可能实现不了应有的速度和规模。货币流通的价值过高会导致危机,货币流通的价值过低会抑制经济的正常发展。

储蓄过量会阻碍经济发展

金融危机爆发之后,许多经济学家开出的药方是美国人应当存钱,至于怎么通过存钱来促进经济,谁也没有详细地解释过。2009年5月,美国私人储蓄率从2007年9月的2%上升到8.2%。经济很难说因此而复苏。这种情况在1929年危机后也出现过,美国人储蓄率在1939年为3.7%,到1944年增加到25.5%,储蓄金额从140亿美元增加到1000亿美元。根据奥地利学派的说法,这种储蓄倾向严重影响了美国经济的复苏。一直到二次大战后,美国改变金融政策,扭转了这种趋势,才有了经济的繁荣。

英国银行是全球第一家央行。英国当年建立英国银行,要解决的问题就是没有足够的货币来释放英国的经济发展实际存在的潜能,以满足经济和军事的需要。在其他一些国家里,储蓄过量也成为造成社会经济货币供应不足的原因。管理现代国家经济同管理小农社会的家庭经济不同。同债务过多一样,储蓄过量也会阻碍国民经济的发展,销毁现有的财富。

信用是现代经济 创造财富的基础

在市场经济里,如果经济仍然在发展,那么,社会再生产所需要的资本总是大于社会已经生产出的价值能够再投放到再生产的

部分,储蓄更加扩大了这种差距。为了弥补这个差距,社会生产就不得不依靠信用体系。信用是现代经济创造财富的基础,如果储蓄过高,信用制度又不够发达,那么经济发展由于货币流通的不足就会受到阻碍。

自从美元同黄金脱钩以来,高收入国家都逐步从通过储蓄运作来发展经济,转化为通过债务运作来发展经济。使用储蓄是使用过去的钱,使用债务是使用将来的钱。使用过去的钱而支付利息,根据这是当前货币的供需关系,不但任意性大,而且会导致金融资产价值不稳定的金融压抑。使用将来的钱是根据未来的现金流收入来计算利息,它不但能通过市场对未来经济的表现进行合理的评估,而且可以通过钱的流向对管理钱的政府和企业进行监督。

通胀是纸币经济中一个不可避免的现象。同时,适度的通胀也是金融管理者传递货币政策的一个重要通道。如果社会出现5%的通胀,那么,以储蓄形式存在的资产价值就缩水5%;反过来,持有债务的人的债务负担则减少5%。信用和债务为国家和企业集资提供了渠道,也为普通百姓买房和买车提供了可能。因为有了债券市场和资本市场,投资者可以享受同经济发展挂钩的稳定的可预期的收入。债务信用运作是在纸币经济的条件下出现的一项金融革新。2008年的金融危机说明即使是金融事业发达的国家,也还没有学会怎么样保持债务同储蓄的平衡,有效地使用这项革新。

英国建立的英国银行促成了大英帝国,英国银行建立的货币信用体系也带来了南海公司这样空前泡沫。但是,这并没有妨碍其他国家相继建立银行信用体系。同样,如果股市扶植了微软、谷歌和苹果这些改变了现代工业面貌的电子和网络企业,也带来了网股泡

沫,股市对经济发展的重要作用并不因此而湮灭。过分地使用债务信用体系导致了2008年金融危机,但是这并不排除只有学会利用债务来管理国家和经济才能进入高收入国家行列这样的结论。

货币是债务的载体

货币历来被认为有三个功能:交易媒介、财富载体和计量单位。亚当·斯密提出的货币起源于物物交换的说法为大部分现代经济理论所沿用。最近有学者根据近代人类学的考证指出,斯密的观点是基于他的市场理论而得出的过度简单化的论断。远在出现市场经济之前,在人类历史上,货币的出现最早是因为人们在互相往来中欠了情因此要还情的需要。货币在成为交易的媒介和计量单位之前,首先是债务的记载和计量单位。张三问李四借了一斗米,李四为王二修了一堵墙,王二让张三杀了他家一只鸡。为了协调这些错综的债务关系,于是大家同意使用某种可以用来记录和衡量债务关系和数量的物品,也许是海滩上的贝壳,来充当现代所说的货币的功能。所以,在货币的上述三个功能里,有理由加上“债务的载体”和“债务的计量单位”的功能。储蓄的人持有的货币是“财富的载体”,借债的人得到的货币则是“债务的载体”。

在金本位制度下,黄金既是财富(或者说“钱”),同时又是货币,因此,“财富的载体”同“债务的载体”之间是没有区别的。我今天欠你1盎司黄金,40年后如果还是金本位制,那么,我还你1盎司黄金,至少从理论上讲,你拿着1盎司黄金还可以买到相等数量和质量的商品。

在纸币经济中,因为货币同“钱”的分离,货币的“财富载体”同“债务载体”的功能之间也就出

现差异。1971年我向你借1亿美元,我持有1亿美元的债务,你交给我1亿美元的财富;到今天我还给你1亿美元,但美国物价40年里上升了400%,我还给你1亿美元的债务按今天的购买力计算,你得到的只有2500万美元的财富。所以,在货币的这些功能中,“债务载体”和“债务计量单位”的功能事实上比“财富载体”和“交易计量单位”的功能更重要。货币的面值其实只对债务人有意义,因为债务人必须按照借钱的面值还债。对于持有储蓄的人来说,货币的面值只说明此时此刻你手里的钱有如此这般的购买力。把钱存进银行,只是说银行欠你今天货币面值的货币,并不说明银行欠你今天货币面值所代表的购买力,或者说财富。

因此,离开了金本位才有了货币同“钱”的分离。货币同“钱”的分离打破了银行为主体的金融结构。过去银行持有存款就是持有财富。美国当年为了防止通胀而强制结汇,政府结汇收入的是黄金,存放到地下金库就成了财富,因为是金本位制。日本采用结汇制度留下的是美元,美元是一种“含钱量”会发生变化的货币,而不是财富本身。由于这种情况的变化,现在即使是银行,也必须到金融市场中去寻找机会,这就为储蓄直接流入社会真正需要资本的地方创造了条件。

中国有高达40%的储蓄率,这一方面说明中国的经济建设没有得到足够的货币支持,另一方面说明社会财富由于过量储蓄而出现损耗。这两者都说明加强金融市场建设的重要意义。在现代世界上,财富流向善于管理金融的国家,风险沉淀在金融不发达的国家。捏紧货币是小农经济的金融管理,善于投资才能在今天复杂的国际金融环境中保存和传递手中的财富。

欧央行购债计划 加大中国货币政策实施难度

□上海社会科学院金融研究中心
潘正彦

模限制。这意味着货币直接交易”计划可能引起全球新的货币泛滥。因为正如一直反对欧洲央行购债计划的德国央行行长魏德曼批评的:“欧洲央行的购债计划是‘鸽片’,会让一些国家‘上瘾’”。虽然欧洲央行行长德拉吉一再保证,欧洲央行不可能“无限制”、“无条件”地在二级市场回购他们的政府债券,但是从当前迫切需要发行国债的西班牙、葡萄牙、意大利、希腊等国家的财政情况看,人们没有任何信心和理由认为他们的发债计划是有止境的。

欧洲央行购债计划一旦实施,将可能对中国货币政策形成新的冲击。由于当前中国经济刚刚从前几年比较严重的通货膨胀预期和实际威胁中缓了一口气,中国的货币政策有了一定的调控余地,而欧洲央行新一轮购债计划可能增加中国货币政策操作难度,甚至带来新的输入性通货膨胀风险。

首先,欧洲央行购债计划对全球金融市场的短期冲动,可能演化为中期震动,其不确定性将不利于中国金融市场的稳定。事实上,欧洲央行购债计划对全球金融市场的短期冲动过大,不仅涨势不可能持续,而且有可能引起反向震荡。

我们可以以欧洲股市为例进行分析。从欧洲股市两年来的走势观察,虽然欧债危机愈演愈烈,但欧洲股市尤其是德国股市相对于其经济的糟糕表现,整体下跌幅度并不大。甚至欧洲股市的跌幅不仅小于中国股市,也远远好于日本股市。因此,期望欧洲股市形成中长期向上趋势是不现实的。相反,由于欧洲央行购债计划仍然存在操作实施细节变数和不确定性,欧洲金融市场可能产生新的震荡。显然,曾经受到所谓欧洲央行购债计划刺激的全球金融市场包括中国金融市场,可能重新受到新的打击。

其次,欧洲央行购债计划一旦实施,可能对全球流动性造成新的冲击,加大中国货币政策实施难度。虽然欧洲央行购债计划理论上将会被完全冲销,但既然名为“货币直接交易”,这还是表明欧洲央行将追回美国,实施全面宽松政策放开印钞。特别是欧洲央行新一轮购债计划与原来的债券购买计划最大不同,就在于此轮购债没有规模限制。

一方面,德国仍然是欧洲央行购债计划主要风险。虽然德国总理默克尔支持欧洲央行购债计划,但是有条件的。默克尔反对无限量购债,而德国央行在欧洲央行新一轮购债计划通过后再次强调反对意见。德国宪法法院将裁决欧洲稳定机制(ESM),一旦被否,欧洲央行的全盘计划可能破产。另一方面,欧洲央行新债券购买计划严苛的附加条件,最终可能无法保证计划的实施。欧洲央行表示,一旦所涉国家无法实现所要求的条件,就中止计划,从而使得全球经济重新陷入困境,包括中国在内的金融货币政策也同样面临较大外部变数。

不必过于新一轮基建投资资金保障

□民族证券 陈伟

到以下有利因素。7月之后,随着房地产市场的升温,大型规模的开发商都开始加大了拿地节奏,各个地方政府也都趁机大规模推出土地。7月、8月全国300个城市住宅类用地推出量都创出今年单月最高值,而随着房地产“金九银十”的到来,推地量将迎来高峰期,这将明显改变今年上半年全国土地收入严重缩水的局面。上半年全国居住用地计划完成率仅三成左右,国有土地使用权出让收入只有1.14万亿元,同比下降27.5%。我们预计,今年下半年土地收入超额完成年初确定的1.7万亿元目标的可能性较大,这将有利于增强地方财政实力。

此外,下半年金融支持地方投资项目的力度不会减小。6月下旬至7月初,银行交易商协会两次召开会议,拟全面放松城投公司发行中期票据和短期融资券,发改委自今年初大规模发行城投债后,7月也准备进一步放开城投债的发行门槛,即允许非百强县发行城投债,并考虑推出基础设施建设项目私募债等。这些措施都有望进一步刺激城投公司的发债热情,今年下半年城投公司的债券融资规模很可能超过上半年。在贷款方面,今年上半年地方融资平台较糟的财务状况限制了商业银行的贷款投放力度,下半年随着土地收入大规模入账,使得融资平台公司财务状况好转,银行对于基建领域的贷款投放力度也将加大,例如,建行就明确表示下半年的信贷投放将从上半年的重点支持国家重点基础设施建设转向支持区域发展战略重点项目建设。

更重要的是,当前各地为进一步大规模的项目建设,响应各部委提出的拓宽民间投资范围等政策方针,都加大了民间资本的引资力度,如广东省近期实施重大建设项目建设面向民间投资公开招标活动,首批推出面向民间投资招标重点项目44项,总投资2353亿元,其中一半左右都是交通项目。因此可以预期,未来基建项目的投资力度不会因为中央支持力度的减弱而放缓,基建项目投资增速仍能持续回升,并推动我国经济企稳回升。

CPI增幅回升显示经济缓慢企稳

■ 资本观察

□银河证券首席总裁顾问
左小蕾

近期公布的数据显示,8月CPI同比上涨2.0%,进出口总值同比增长0.2%。通过对当前几个敏感数据和稳增长政策分析,我们认为,当前经济增长不会像2008年那样实现V型反转,但正在缓慢企稳,稳增长政策效应正逐渐显现。

首先探讨CPI与经济增长的关系。一般来说高通胀与经济过热联系在一起,通缩与经济衰退联系在一起。8月CPI同比增速回升至2%当然不是通胀的概念,但是是否传递经济企稳的信息,还要分析CPI回升的原因才能做出判断。

CPI上升有成本拉动与需求推动两方面的压力。具体分析8月份CPI上涨的因素,贡献最大的是蔬菜食品价格。蔬菜食品环比上涨14.3%,同比上涨23.8%。不管导致蔬菜价格上涨是因为季节因素还是自然灾害造成的需求不变、供应量减少,都是总需求层面主导的因素推动。

另外,8月消费品价格同比上涨2.1%,比7月高出0.4个百分点,主要是水电、燃料价格上涨的贡

献。水电、燃料价格同比上涨3%,比上月高出0.5个百分点。水电燃料价格上涨不论是因为居民夏天空调使用量增加,还是因为生产性能源消费增长所致,也都属于总需求层面的推动。

8月CPI增速回升主要是总需求上升推动的。根据经济学的基本结论,总需求上升推动价格总水平上升的同时,经济也同步增长。8月份CPI回升将释放经济增长缓慢企稳的信号。

其他数据也支持经济逐渐企稳的判断。8月份的制造业分行业PMI数据显示了对未来经济增长预期的变化。我们注意到,石油加工和炼焦业、有色金属及压延加工、通讯设备计算机及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业等行业的制造业PMI指数,一改1-7月的颓势开始增长。这些重量级的行业预期改变,增加了经济增长企稳的信号。

其他数据也支持经济逐渐企稳的判断。8月份的制造业分行业PMI数据显示了对未来经济增长预期的变化。我们注意到,石油加工和炼焦业、有色金属及压延加工、通讯设备计算机及其他电子设备制造业等行业的制造业PMI指数,一改1-7月的颓势开始增长。这些重量级的行业预期改变,增加了经济增长企稳的信号。

我们也关注到了3月开始发布的非制造业PMI指数,并对比了非制造业经济活动现状指数与经济活动预期指数。首先,非制造业与制造业出现分化。非制造业的经济活动现状PMI指数除个别行业以外都在50%的临界点

以上,说明非制造业经济活动一直都在活跃和增长的状态,与制造业今年以来的下滑态势明显不同。其次,所有非制造业经济活动预期PMI指标无一例外地高于经济活动现状指标,而且大多数预期指标大幅高于现状指标。非制造业PMI释放了非常积极的信号,这说明接受问卷调查的采购经理人对未来行业的增长具有很高的信心。长期来看,非制造业发展显示增长结构的调整,而近期非制造业的快速发展对于年内经济增长企稳将起到举足轻重的作用。

出口增长下滑主要是外需环境影响。近期如果出台出口退税政策,可能在一定程度上缓解出口企业的利润压力。事实上,如果没有在短期内造成大规模失业,出口增长下行应成为进一步倒逼加工贸易转型的契机。单纯从增长的角度来看,今年进出口增长对经济增长的贡献应从过去两年的负贡献转变为正贡献。

至于9月PMI综合指数连续四个月下降,综合其他分析,我们更倾向于9月PMI下降属于惯性下滑的解释。经济周期理论认为,经济不论处于上升还是调整阶段,都需要一定的时间区间。换句

话,也就是上行态势会持续一段时间,下行的态势也会持续一段时间。多长时间出现所谓“拐点”,要综合分析引起本次变化的各种因素,内部和外部修复是否顺应调整规律形成合力以及效应何时显现。

我们认为本次稳增长的政策效果将呈现一种逐渐显现的趋势,而不是“V”型快速反转。稳增长需要与经济结构内生修复结合起来,不能靠政策“刺激”而一蹴而就。今年1-8月份投资数据显示,第一轮政策效应正在逐渐显现。统计局数据显示,第一产业的投资出现增长。第三产业的仓储、批发零售业、科学研究院和技术服务、水利环境公共设施等各领域的投资,都显示出不同程度的增长。特别是第二产业与经济增长最密切相关的能源使用领域的电力、人力、燃气及水生产和供应投资增长较快。对能源的需求增长开始恢复,充分显示有效投资需求逐渐释放,经济的活力增强。

近期出台的第二轮近万亿稳增长项目启动,应该是稳增长政策的连续性安排,而不是因为8月

份数据显示经济弱势而刻意出台的“刺激”政策。稳增长需要一个过程,需要一系列针对性政策的支持,政策出台也不会是一次性的刺激性应急措施,而是有步骤的连续安排。我们倾向于第二轮项目启动应该看作三个月前开始的稳增长计划的一部分。

此外,第二轮稳增长举措与第一轮稳增长政策思路完全一致。从被批准的项目类别可以看出,兼顾当期稳增长与推动持续增长的目的非常明确。这些项目启动增加当期投资,无疑对稳增长有直接作用,而这些项目完成,可以改善中西部基础设施的薄弱环节,突破城市化进一步发展的瓶颈,为这些地区的持续发展创造条件。

这些万亿投资项目基本要在未来8年内完成,这显然区别于短期刺激增长的思路,平均每年1000多亿的投入,中央财政投入应该可以保证,地方财政配套也没有太大的压力,银行也不会缺乏信贷融资资金。因此,货币政策没必要大规模释放流动性,延续现在的思路和使用公开市场操作工具实现调节流动性的概率较大。

光伏业应远近结合积极应对“双反”

■ 记者观察

□本报记者 顾鑫

9月6日,欧盟委员会发布公告,对中国光伏电池发起反倾销调查。此前,美国对华光伏“双反”已经导致二季度以后中国对美国光伏出口基本停滞。分析人士认为,我国光伏产品90%以上出口到海外,其中70%以上出口到欧洲,如果未来欧盟裁定反倾销成立,对于中国光伏业将是灭顶之灾。短期看,行业应当积极应诉和抗辩,在欧盟做出关税初裁之前寻求协商;长期看,政策层面应突破体制瓶颈,为

光伏业拓展国内市场创造条件。我国光伏产业占全球市场60%以上,年增长率连续五年超过100%,行业产值约5000亿元。推动光伏行业发展除了政府扶持,还有来自海外市场的拉动,以及我国光伏制造低成本的比较优势,而“双反”正是要削弱甚至瓦解这一比较优势。

短期看,欧盟反倾销立案并不意味着我国光伏业没有周旋的余地,毕竟欧盟还没有做出关税初裁的决定。在此之前行业应当积极配合法院的调查,抱团应诉和

抗辩,提供有力的证据,驳斥反倾销申诉,争取有利结果。进一步讲,即使最终裁定反倾销成立,也应当争取尽量低的反倾销税率。按照欧盟的规定,立案后60天到9个月内,欧盟委员会将做出初裁。

长期看,光伏产品出口之路遭遇封堵的情况仍有可能继续发生,因此行业应当将市场重心逐步转向国内。分析人士认为,这需要政策层面大力推动现有体制的改革,解决光伏发电上网难问题。改革的过程可能会比较漫长,但肯定是最未来发展方向。

如果在一家超市的屋顶上建一套光伏发电装置,保守计算其使

用寿命也在25至30年,发电成本约为0.7元/度。光伏发电如果是自用,多余的量能够出售,投资者就会有利可图,可现实的一大瓶颈是光伏发电的电必须通过电网公司销售。因此,建议抓紧落实自给式太阳能等新能源产品进入公共设施和家庭的政策支持,甚至推动相关立法。

此外,从光伏行业自救的角度看,应当加强自主技术的研发,推出差异化产品,避开贸易保护。同时,进一步推动行业整合,淘汰落后产能,并积极拓展其他国家和地区的市场。

更重要的是,当前各地为进一步大规模的项目建设,响应各部委提出的拓宽民间投资范围等政策方针,都加大了民间资本的引资力度,如广东省近期实施重大建设项目建设面向民间投资公开招标活动,首批推出面向民间投资招标重点项目44项,总投资2353亿元,其中一半左右都是交通项目。因此可以预期,未来基建项目的投资力度不会因为中央支持力度的减弱而放缓,基建项目投资增速仍能持续回升,并推动我国经济企稳回升。

基建投资扩大有保障

有人还是会担心,在当前无论中央财力支持还是地方税收资源都比较有限的情况下,地方如何完成这些规模庞大的基建项目。我们认为,虽然下半年中央给予地方的资助会减少,但也要看