

■记者手记 | Reporter's Observation

改变廉价出口模式势在必行

□本报记者 少林

近期人民币汇率屡创新高，令人民币升值会损害出口的担心强化起来。从2010年上市公司年报数据来看，人民币去年较大幅度升值尚未对国内上市公司业绩造成伤害，即使受人民币升值影响最大的纺织和电子行业也是如此。笔者认为，汇率并不是企业获得贸易竞争优势的唯一因素，人民币升值对出口的影响还需要进一步的观察分析。

统计显示，目前有1138家上市公司去年出现汇兑损益，但汇兑收益要超过汇兑损失，这些公司整体实现汇兑收益81亿元。其中，汇兑收益139.87亿元，汇兑损失58.8亿元。

很难据此得出人民币升值利好上市公司的结论。仅从数量上来看，出现汇兑损失的上市公司达到817家，而有汇兑收益的只有321家公司。可见，因人民币升值蒙受损失的面更广。

但臆想中的升值导致出口崩溃并未出现。数据显示，去年我国月度出口额有8个月超过1300亿美元，多次创下历史最好水平。机电产品和高科技产品出口分别增长30.9%和30.7%。

在上市公司方面，纺织、电子行业去年的汇兑损失在7000万元左右，都有较大幅度的增长，其中纺织行业的汇兑损失增幅高达61%。但更应该看到，纺织、电子业上市公司汇

兑损失增加的同时，其海外收入同步出现大幅度上升。

以美的电器为例，公司去年汇兑损失2.31亿元，比上一年的9605万元增长了1.4倍。汇兑损失增加主要缘自公司出口量大幅度增加。美的电器去年海外市场营业收入205.78亿元，同比增长50.95%。美的电器并不是个案，汇兑损失排名前五家公司的海外收入都出现了较大幅度增长。神华集团、中集集团、中兴通讯都是如此。

究其原因，部分归因于人民币保持对美元的稳步升值的同时，我国电子信息产业的主要竞争对手的货币在升值。2010年，人民币对美元升值3%，而对欧元、日元分别升值11.25%和贬值9.20%。而过去五年间，人民币对美元汇率累计升值24.97%，对欧元汇率累计升值13.71%，对日元汇率累计贬值10.09%。相较于人民币对美元的稳步升值，欧元对美元的贬值和日元对美元的升值幅度更大。

这也是上市公司汇兑收益增加的原因所在，我们从欧美进口高端装备和原材料，同时以更有优势的货币同竞争对手竞争。比如，国内4家主要航空上市公司去年汇兑收益达到40.62亿元，占全部汇兑收益的近三成。人民币升值让他们从巨额的美元负债中获得好处。无论如何，以往廉价出口的发展模式已经遇到瓶颈，改变势在必行。

■财经时评 | Finance Commentary

紧缩不可过度 财政可治通胀

□中国宏观经济学会秘书长 王建

当前国内与国际的经济环境都趋于复杂，在风云变幻的经济形势中理清宏观政策思路不是一件容易的事情。我认为，中国经济增长的动力虽然在加强，但是仍很弱。而中国目前的通胀不是货币供给过量的结果。

中国经济增长动力趋弱

2010年中国经济增长的曲线是“前高后低”，从一季度的11.9%下降到四季度的9.8%，从这个趋势看，经济增长的动力有逐渐衰减趋势。今年一季度，经济增长率继续下降到9.7%，增长动力似乎还在下降，但工业增长率去年四季度是13.3%，今年一季度是14.4%，有明显增强，所以经济增长的动力是有所恢复的。

但这种恢复是很微弱的，从三大需求动力看，出口一季度出现10亿美元逆差，而去年同期是140亿美元的顺差，实际消费增长去年一季度超过15%，今年下降到11%，从投资看，去年一季度实际投资增长超过了22%，今年下降到18%，所以三大需求水平都是下降趋势。

我比较关注经济增长的先行指标。一个是“新开工项目计划总投资”，这代表着未来可能发生的投资需求，2009年上半年这个指标的增长率曾经超过90%，达到新世纪以来的高峰，这明显是由政府反危机的投资政策造成的，但随着政府刺激政策的逐步退出，到2010年1-11月，新开工项目投资的增长率就下降到25.6%，今年一季度进一步下降到负的12.7%。由于中国经济增长主要是依靠投资拉动，未来投资需求显著趋弱，对增长曲线的下压作用是显而易见的。

第二个重要的先行指标，是PMI指数中的生产订单和出口订单的变化。根据有关机构的跟踪研究，过去6年的3月份，这两个指标平均会上升4.4个百分点，但是今年3月

份仅上升了0.9个百分点。由于在此之前PMI指数已经连续下跌了4个月，而在一般都会出现季节性反弹的3月份又是反弹力度很弱，也说明了增长动力不足这个现状。

今年以来，政府宏观调控的重点在于反通胀，但反通胀的相关措施也会削弱增长动力，目前这种情况虽然还不显著，但是如果继续加大反通胀的力度，在增长动力已经很弱的背景下就应该慎重了。

目前通胀不是货币供给过量的结果

中国目前的通胀，是由输入型通胀、食品推动的结构型通胀，以及由工资推动的成本推进型通胀复合形成的。这三类通胀的共同特点，都是首先导致企业生产成本上涨，然后是企业为保住利润水平，以提价方式向市场释放成本上涨压力，所以这三种通胀，又都可以归结为成本推进型通胀。由于成本上升，企业对投资资金与流动资金的需求都会增加，所以也会引起货币量的增长，但是货币量的增长是结果而不是原因。

这几年通胀反复出现，很多人都把发生通胀的原因归结到是中国的货币长期超发，由此形成流动性长期过剩，因此顺理成章地认为应该通过紧缩货币来治理通胀。这样的认识恐怕有很大问题，因为说近十年来，特别是自2003年的新一轮经济增长以来，中国的货币供给量过大是依据不足的。

所谓货币超发，是指货币供给量超过了经济增长的实际需求。从货币M2增长看，1991-2002年的平均增长率是23.1%，同期的经济增长率是10.2%，货币超前经济增长11.7个百分点，而2003-2010年，货币增长率是18.9%，同期经济增长率是10.9%，货币超前经济增长7.2个百分点。所以货币增长率超前于经济增长率的幅度，近8年来是大幅度下降的。根据西方货币学派的理论，货币超发导致通胀一般最长只

有9个月的滞后期，如果20世纪90年代至本世纪初货币是严重超发的，那早就会爆发严重的通胀，而不会持续到今天才爆发，更不会在1998-2002年出现年均0.4%的消费物价负增长，也就是一般所说的“通缩”。

如果说的是自2003年以来新经济增长期存在货币严重超发，就更站不住脚，不仅因为近8年来与1991-2002年比较，货币增长率低而经济增长率高，更因为在新一轮经济增长期中，中国经济货币化的程度更深，规模也更大。

在转轨过程中的中国经济，货币供给量最终会被三个部分吸纳，第一是经济增长会吸纳货币，第二是通胀，第三就是由市场化体制改革所形成的经济货币化，比如以前产权和土地都不能交易，但是现在有了股市，土地也可以交易了，而这些都需要货币。所以在货币增长率中扣除了实际经济增长率和代表通胀水平的GDP平减指数后还有货币余量，就可以看成是经济货币化所产生的货币需求。

比较1991-2002年与2003-2010年这两个时期，前一个时期的年均货币余量是5.4个百分点，后一个时期是2.4个百分点，说明近8年来超过现价GDP增长率的货币余量显著低于以前时期，但是必须看到，自2003年以来的8年，中国的货币化程度更深，规模更大。比如2005年股票流通市值首超万亿元，2008年土地出让金总额首次近万亿元，2005-2010年货币M2增长了1.86倍，而股票流通市值增长了14倍，全国土地出让金增长了4倍，这说明近几年的货币深化过程，已经足以全部吸纳货币超前于现价经济增长的全部余额，甚至连以前年份的货币余额也吸纳掉了。如果近十年的货币增长率低于前十年，而经济增长率与货币深化的程度和规模又高于前十年，我们有什么理由认为近年来是货币供过于量，而又导致了当前的通胀呢？

如果货币不是导致当前通胀的因素，则紧缩型的货币政策就不会产生抑制通胀的效果，而只能产生压抑增长的效果。从抑制通胀的宏观调控实践看，自去年10月以来央行已经10次提高了存款准备金率和4次加息了。存款准备金率的提升可以看成是为了对冲外汇流入所导致的人民币投放，但加息和贷款控制则是直接指向了通胀。紧缩货币对通胀的影响从国际经验看，应该在6个月后能够看到效果，到目前已经过去了6个月，然而从国家统计局公布的4月份前10天50个城市主要食品平均价格变动情况看，除了部分蔬菜价格在下降，粮食、植物油和肉类的价格还是在上涨，而国际油价正是在4月份上到了110美元的新高点。所以我可以肯定地说，继续货币紧缩是不可能解决通胀问题的。

从今年一季度货币与经济增长的关系看，货币M2的增长率是16.6%，而现价经济增长率是17.6%，因此货币供给不仅没有给货币深化留出空间，而且对经济增长也形成了1个百分点的负面影响。有人会说没有这低于增长一个百分点的货币供给，通胀就下不来，但是请不要忘记，2008年上半年当出现货币增长低于现价经济增长7个百分点后，到下半年中国经济就出现了急剧下滑，这中间当然有外部金融风暴的影响，但宏观调控失度恐怕也是重要的原因。目前由于贷款投放控制过严，企业普遍感到资金紧缺，民间借贷的利率也急剧飙升，这些情形都在2008年上半年出现过，所以如果坚持认为继续加大货币紧缩力度，就可抑制住输入型与结构型通胀，就会重复2008年上半年的历史。

如果不能使用货币政策反通胀，宏观政策的重点就应该向财政政策转移，就是通过财政的转移支付，对中低收入人群进行财政补贴，以使他们在通胀过程中的实际消费水平不下降。

联储终将直面就业挑战

□俞靓

美联储有史以来第一次新闻发布会在众目睽睽中落下帷幕。伯南克的表演虽然精彩，但发布会的内容毫无新意。市场人士早就预测到，第一，无论伯南克如何为QE辩护，饱受诟病的QE时代都将宣告结束。第二，宽松货币政策还将延续，至于什么时候加息，谁也不知道。

奥巴马马上台后的一系列举措，似乎把美国经济从2008年的谷底挽救了上来，代价是短期的零利率和长期的低利率。但是，这种经济复苏因为没有就业增长作基础而是扎实的，解决失业问题最终要通过财政政策刺激。政策制定者必须针对国内外各项目标的情况制定有效举措才能让失业率真正扭转，依赖于外部因素是不实用的，且只会让新一轮衰退的风险加大。

可是，在一个共和党控制的分裂的国会中，难以出台有效的经济政策。主流的经济学界包括联邦预算办公室都相信，即使失业率已高到历史峰值，任何关于财政刺激计划的建议都会不了了之。

因此，和高失业率斗争的重担将会落到美联储身上。曾几何时，QE2就是试图放松信贷市场并刺激就业的一种尝试。

试。结果是什么呢？只是推高了资产泡沫和大宗商品及石油的价格。尽管伯南克在发布会上中辩解，这是由发展中国家强劲需求导致，和联储无关。

事实上，美联储一直没有有效地使用货币政策这一工具。量化宽松只有通过价格效应才能体现，而不是靠数量化就能完成。QE无论是在美国国内还是国外都没有受到多大欢迎，最大好处便是美元兑一揽子国外货币明显贬值了。贬值利于出口。美国实际出口从2009年的不到1.5万亿美元飙升到2011年的接近2万亿美元。十年期国债，一个通常用来衡量真实利率水平的指标，则从3.5%下跌到了负值。

量化宽松没有对就业有多少促进。有研究表明，美联储每增加1.5万亿美元的债券购买数量，只会减少失业0.2个百分点，而新兴市场国家却为此付出了沉重的代价。

在缺乏国际统一刺激政策的情况下，一个积极的国内政策对经常项目赤字的国家来说非常重要。奥巴马和国会来说，达成一个相互接受的财政扩张非常必要，尽管这很难。而对于伯南克，在第二轮量化宽松到期后，如何应对提高就业率这一挑战，将成为美联储是否成功挽救经济复苏的关键一局。

美国经济实现温和增长。美联储认为，当前美国经济仍处于温和上升的趋势之中，全年经济增长将在3.1%-3.3%的区间，美国商务部预计今年一季度美国经济增长率为2%左右。其他指标表明，当前美国经济复苏动力依然向好，居民消费信心及预期指数在4月份再次回升，制造业采购经理人指数仍处于金融危机以来的高位，一季度出口增幅为15%左右，失业率今

量化宽松终止倒计时利好中国

□中国国际经济交流中心副研究员 黄志龙

4月28日，美联储召开议息会议后，主席伯南克出席了随后的新闻发布会，发布了《决议会议决定》（以下简称《决定》）。《决定》最重要的内容是2011年第二季结束前完成购买6000亿美元长期美国国债”，这一决定标志着美国量化宽松货币政策即将终止。

笔者分析，美国终止量化宽松货币政策主要有以下几个原因。

通胀压力凸显。《决定》指出，自2010年下半年以来，国际大宗商品和原油价格大幅上升，推高了最近几个月美国通胀水平，但长期通胀预期仍保持稳定”。实际上，今年3月份美国消费者物价指数同比上涨2.7%，涨幅连续五个月上升，创金融危机以来新高。相应地，美联储在这次会议上也将今年全年通胀区间由1月份的1.3%-1.7%上调至2.1%-2.8%，这表明美国经济的通胀压力已成为现实。

通胀压力凸显。《决定》指出，自2010年下半年以来，国际大宗商品和原油价格大幅上升，推高了最近几个月美国通胀水平，但长期通胀预期仍保持稳定”。实际上，今年3月份美国消费者物价指数同比上涨2.7%，涨幅连续五个月上升，创金融危机以来新高。相应地，美联储在这次会议上也将今年全年通胀区间由1月份的1.3%-1.7%上调至2.1%-2.8%，这表明美国经济的通胀压力已成为现实。

美国经济实现温和增长。美联储认为，当前美国经济仍处于温和上升的趋势之中，全年经济增长将在3.1%-3.3%的区间，美国商务部预计今年一季度美国经济增长率为2%左右。其他指标表明，当前美国经济复苏动力依然向好，居民消费信心及预期指数在4月份再次回升，制造业采购经理人指数仍处于金融危机以来的高位，一季度出口增幅为15%左右，失业率今

年以来也稳步下降，持续维持在9%以下，各项经济先行指数都表明，美国经济自主复苏的力度进一步增强。

量化宽松与其他经济体货币政策背道而行。2010年，全球经济强劲复苏，各国外行纷纷渐次退出宽松的货币政策，中国、巴西、印度、俄罗斯、东盟国家等新兴经济体大都采取了提高基准利率、上调存款准备金率、公开市场操作回收过剩流动性等货币政策，欧洲央行也于4月7日将欧元区主导利率由现行的1%提高至1.25%，澳大利亚、加拿大等发达经济体央行早已启动了加息周期。日本则因大地震延缓了退出宽松货币政策的步伐，唯有美国，在经济稳定增长情况下继续维持量化宽松货币政策。

造成国际大宗商品价格泡沫。量化宽松的货币政策，造成了全球流动性泛滥，进而导致国际大宗商品价格大幅攀升，黄金价格突破1500美元/盎司，布伦特原油价格达到125美元/桶，铁矿石、铜矿、粮食价格大幅飙升。大多数国际组织和经济学家都认为，美国量化宽松货币政策，是导致大宗商品价格泡沫的根源。这一局面使得美国政府处于十分被动的地位。

量化宽松货币政策使得美元的持续走软，金砖国家首脑4月的三亚峰会上，签署了《金砖国家银行合作机制金融合作框架协议》，其中，稳步扩大本币结算和贷款

业务规模，服务金砖国家间贸易投资的变化”将触及到美元作为国际储备和结算货币地位，这将对美国国家核心利益形成较大冲击。另一方面，国际社会关于国际货币体系改革和制定约束美元发行机制的主张受到多数国家的支持。此外，人民币国际化跨越式发展，同样将冲击美元的国际地位。

美国主权债务评级面临下调压力。当前，美国国债余额高达12万亿美元，2011财年预算总额为3.83万亿美元，赤字额高达1.56万亿美元。今年一季度，美国政府实际财政赤字为4500亿美元，再次创造了新的历史纪录。美国主权债务风险正不断累积，加大了国际社会对美国债务风险的担忧，4月18日，美国标普公司宣布，将美国AA信用评级的前景，从“稳定”下调至“负面”，穆迪公司对于美国主权债务信用评级，同样做出了类似的调整。因此，如何削减财政赤字和债务规模，维持美元强势地位，是美国政府的重大挑战。

美联储的货币政策趋向和美元汇率变化，是国际资本市场的风向标。美联储退出量化宽松货币政策，将造成如下影响：使得全球主要经济体货币政策取向由前期的相背而行变为基本同步性操作；有利于当前应对全球性的通货膨胀压力和挤压大宗商品价格泡沫；终止美元贬值趋势。

另一方面，美联储停止购买国债，将推高美国国债收益率。经过两轮量化宽松货币政策，美联储购买了大约2万亿美元的国债，占美国近年来长期国债发行的80%，同时使得美国10年期国债收益率下降了大约1个百分点。一旦美联储停止购买国债，要吸引其他国家央行和主权基金购买，美国财政部势必提高国债收益率。

当前我国物价上涨压力，国际大宗商品价格泡沫造成的输入型通胀占有较大的比重。因此，美联储终止量化宽松货币政策，将挤压大宗商品价格泡沫，缓解我国输入型通胀压力。美元贬值趋势的结束或强势美元的启动，将使得国际资本重新回流美国市场，从而缓解当前新兴经济体应对短期资本流入和货币升值的压力。

美联储选择温和退出宽松货币政策意图和路径十分明朗，先结束流动性注入，即终止量化宽松货币政策，然后观望半年至一年，根据经济形势的变化，再启动加息环节。伯南克在新闻发布会上还表示，美联储仍将维持一定的债券收益的再投资，即防止二级市场国债收益率过度上升。总之，美联储的货币政策十分温和，对国际市场的冲击较为有限。

广发基金管理有限公司关于旗下基金获配11常城建(122819)的公告

广发基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所管理的“广发增强债券型投资基金”，在2011年常州市城市建设（集团）有限公司市政项目建设债券（以下简称“11常城建”）发行期间，向主承销商银河证券认购了共计1640万元面值的该债券。目前相关登记过户手续正在办理中。广发证券股份有限公司作为此次发行的副主承销商，是本公司的控股股东。

根据中国证监会《证券投资基金信息披露管理办法》等有关规定，现将本公司旗下基金获配11常城建的情况披露如下：

| 基金名称 | 获配数量 |
|---------------|----------------|
| 广发增强债券型证券投资基金 | 1640万元(16400手) |

特此公告。

广发基金管理有限公司

二〇一一年四月二十九日

股票代码:600246 股票简称:万通地产 公告编号:临2011-024

北京万通地产股份有限公司 董事会公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，本公司收到鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元资信”）对公司2009年10亿元公司债券进行了跟踪分析和评估，确定公司长期主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期10亿元公司债券的信用等级为AA+。

鹏元资信出具的《北京万通地产股份有限公司2009年10亿元公司债券跟踪信用评级报告》已在证券交易所网站披露。（www.sse.com.cn）特此公告。

北京万通地产股份有限公司 董事会

2011年4月28日

股票代码:002097 股票简称:新野纺织 公告编号:2011-012号

河南新野纺织股份有限公司关于举行2010年度报告网上说明会的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

河南新野纺织股份有限公司（以下简称“公司”）将于2011年5月6日下午15:00-17:00（星期五）在深圳证券信息有限公司网上投资者互动平台举行2010年度报告网上说明会，本次年度报告说明会将采用网络远程的方式举行，投资者可以登录全景网投资者互动平台（http://irm.psw.net）参与年度报告说明会。

出席本次说明会的人员有：公司董事长魏学柱先生，总经理陶国定先生，副总经理、财务总监、董事会秘书许勤芝女士，独立董事李斌先生，保荐代表人宋剑峰先生。