

# Opinion

Observer  
上证观察家

世上任何股市,都是政策市和消息市,而且越是成熟市场,对政策和消息反应越敏锐、强烈。问题不在于股市受政策和消息的影响,而在于什么样的政策和消息在影响市场。政策应是确定和善意的,消息应是经过过滤的。2009年,希望那些不诚实的政策和消息,不再扰乱我们的证券市场,让股市休养生息,这是投资者发自内心的企盼。

## 2009股市:非诚勿扰



王福重

2008年的中国股市,在投资者的失望的眼神和无奈的叹息声中收场。现在,新的一年开始了,曾经发誓远离股市的人们,依旧留守下来,带着希望,更带着忐忑之心,企盼2009年的中国股市能够平安、健康。

股市一年多的不景气,有外部原因,比如金融危机,但主要是内部因素造成的,要让股市繁荣,就得首先改变股市的生态。

提到股市的缺陷,许多人会几乎不假思索地说,中国股市太不规范,是典型的政策市和消息市!这是一种没有技术含量又似是而非的说法。其实世上任何股市,都是政策市和消息市,而且越是成熟市场,对政策和消息反应越敏锐、强烈。股市不仅是资源配置的高级手段,也是各种信息的集聚场所,搜集信息,对信息做出正确判断,是投资者的基本功。市场有效的表现之一,就是股价迅速反应和容纳各种信息,不让任何人有信息优势。

所以,问题不在于股市受政策和消息的影响,即使影响特别显著,而在于什么样的政策和消息在影响市场。政策应是确定和善意的,消息应是经过过滤的。如果政策根本不考虑股市的承受能力,甚至忽悠投资者,而各种虚假信息肆虐,却没有受到任何约束,也没有人出来以正视听,在

资讯渠道发达的今天,必然助长市场的内幕交易和恶意操控,始作俑者得到巨大利益,中小投资者为此买单付出巨大代价将不可避免。

梳理一下2008年股市的种种非正常现象,就会发现乱象背后政策的随意和消息的恶性泛滥。

“大小非”是不是股市跌跌不休的根本原因,尚有待讨论。但它肯定是股市波动的源头之一。如果大股东能够承诺不减持,或者设定解禁条件,对稳定投资者预期和信心肯定是有帮助的。所以,当一些上市公司做出了这样的承诺时,股价就表现得异常坚挺,这类公司一度被认为是股市的中流砥柱。可是,过后人们发现,很多承诺不过是空头支票,“大小非”们一边说锁定期,一边在疯狂卖出。令人遗憾的是,这些假减持的公司,还被当作明星来褒扬,这就有点耐人寻味了。为什么不去监督承诺情况呢?

央企是上市公司的大头,“大小非”也最多。所以,当有关负责人多次对媒体表示,不主张大规模减持“大小非”,央企也不可能大规模减持时,无疑给了市场吃了一剂定心丸。后来,人们才得知,这样的说法没有任何约束力,并没有任何具体安排阻止在干什么样的政策和消息在影响市场。政策应是确定和善意的,消息应是经过过滤的。如果政策根本不考虑股市的承受能力,甚至忽悠投资者,而各种虚假信息肆虐,却没有受到任何约束,也没有人出来以正视听,在

一旦投资者对减持形成了稳定的预期,见怪不怪,其怪自败。比如,本来让全部股份流通的股改,就曾被市场理解为特大利空,后来股改政策明确后,反倒成了超级利好。“大小非”也一样。新年的前几个交易日,大规模减持的几家上市公司股价不但没有下跌,反而显著上涨。

融资融券,是去年下半年市场加速下跌中的一个大利好,投资者对此寄予厚望。但是,至今还不见下文。平准基金也很是热闹了一阵子,一些官员甚至发表文章,极力主张推出。可是,我们知道相关部门并没有推出平准基金的打算,这种做法也不符合国际惯例和发展趋势。平准基金可能引发的麻烦,至少和它要解决的问题一样多,甚至更严重。讨论是允许的,但是,事关股市根本大计,不能误导市场预期舆论。令人不可理解的是,一些具

有重要影响力的人士,还在发表类似“高见”。

资本利得税,已经讨论了十几年。主张对炒股收益征税以维护公平的声音不绝于耳,每每引起股市的波动。其实,资本利得税,哪里是短期内能够开征的?根本就没有几个国家征这个税。而且越来越少。最近主张对大小非征税,是这种思路的变种。其实,有关部门可以非常明确地说明,中国没有开征资本利得税和类似于“大小非”税的计划。

今天的中国股票市场,已经是流通市值居世界前列的庞大市场,关乎几亿甚至更多中国人的利益,而且对世界股市和世界经济也已有了举足轻重的影响。如果我们还认为证券市场对提高资源配置效率、国有企业的继续改革、增加居民财产性收入有重要和不可替代作用的话,有关部门在做

## 牛年难改 A 股 “弱势强股”趋势

◎乐嘉春

牛年伊始,A股市场的“开门红”让人欣喜不已。不过,从影响今年A股市场运行的各种因素分析,牛年或许未必会给A股市场带来多少牛气。在未来相当一段时间内,A股市场仍将可能延续去年年末“弱势强股”的格局。

“弱势强股”的基本特征主要体现在:当市场面对的不确定性越多,投资者就越会看淡大盘股指的波动趋势,并偏好于交易符合目前趋势性投资标准的主题性投资和一些小型公司股票。于是,主题性投资个股与小型公司股票(尤其是后者)就会成为弱势行情中的一批强势股。

不妨比较一下上证综指与中小板指数。去年上证综指最低收盘曾探至1706.70点(2008年11月4日),年末收盘于1820.81点,反弹幅度约为6.68%;同期中小板指数分别为2158.31点(2008年10月27日)和2863.99点,反弹幅度约为32.71%。

再来看一下部分中小板公司股票的市场表现。以近期科大智胜(002253)的惊人市场表现为例,该股股价最高曾达22.51元(2008年7月3日),此后大盘下跌最低跌至9.45元(2008年11月4日),但随后出现了一波强劲上升行情,股价创下新低至28.20元。其实,科大智胜只是中小板中小市值公司股票出色市场表现的一个缩影而已。

这类股票股本非常小,市值相当迷你,加上大小非解禁压力较小(如科大智胜的小非解禁要到今年6月份才开始),使得趋势性投资的资金可以毫无顾忌地大幅拉升股价,使个股走势完全独立于大盘走势。

其实,“深挖个股,回避大盘”,是目前A股市场波动的一大特征。其中,被深挖的“个股”最好是集“小市值和小盘股”为一体的公司股票。这种市场操作的理念与特征与以往弱势行情中的主要市场表现“如出一辙”。这种市场特征也表明,“熊气”仍未消失。

A股之所以会呈现这样的弱势特征,是因为市场仍未从2008年的重创中缓过神来。据统计显示,截至2008年末,上证综指的年跌幅达到了65.39%,深证成指全年下跌63.6%,中小板指全年下跌54.16%。同时,2008年年的沪深两市总市值和流通市值分别合计约为12.14和3.43万亿元,缩水分别超过了20万亿和接近6万亿元,比上年缩水均超过60%。

原因之二是市场各方的投资行为变得更加谨慎。尽管许多公司在股价快速下跌后已变得愈来愈便宜了,但经济前景不明朗及公司基本面变化的不确定性,使得市场无法用传统的股票估值方法对公司合理估值。

例如,预期今年我国的外部需求会快速下降,势必会影响到中国的净出口需求下降,导致净出口对经济增长的贡献有可能会变为负数。还有,随着宏观经济面临经济周期下行和产业结构调整双重影响,大部分行业中规模以上工业企业的利润增速将进一步下滑。

另外,在经济增长放缓、国际大宗商品价格走低、房价下跌、产能过剩和尾端因素等影响下,今年中国的CPI和PPI将可能保持低水平,中国经济还将面临通缩压力。

尽管中国正在全方位、大规模地推出经济刺激计划,有更多的国际分析人士纷纷预期中国经济有可能率先复苏,但宏观经济及宏观政策的不确定性,仍然给投资者留下了A股市场难以彻底摆脱“熊市”的强烈预期。

在牛年之初,会有很多对A股市场走势的预测,除了能吸引投资者的眼球外,投资者其实并不关心这类预测的准确率究竟如何,因为他们更相信市场的结果。

所以,牛年的“开门红”,并不意味着A股市场会爬到牛背上。对此,我们应当确立一个合理的市场预期。

## 地产稳,则天下定



李国旺

美国的金融风暴是由地产业的信用崩溃诱导出来的,其源头是高额消费低储蓄文化下的美国居民信用过度透支。当美国金融市场的信用危机扩大后,全世界围绕美元的金融体系就出现了问题,新兴国家和资源出口国的资产都面临贬值的风险,危机开始向全世界扩散。危机爆发后,原来建立于美国信用扩张基础上的美国居民透支信用的高消费趋势因此弱化,新兴国家的出口型经济因此受到致命打击。因为随着美国过度信贷的进口制成品的数量也会减少。出口型经济面临的问题,是社会保障不足造成居民消费欲望低迷,地产业消费“金融创新”不足而陷于停滞不前。近五年来政策上控制地产业膨胀的措施,是以控制土地供应为核心,减少土地供应的政策导向,必然导致房屋供应减少的想象、激发居民需求欲望的增长,居民需求欲望在流

动性泛滥推升的地产业价格刺激下,出现调控地产的政策失灵就在情理之中。

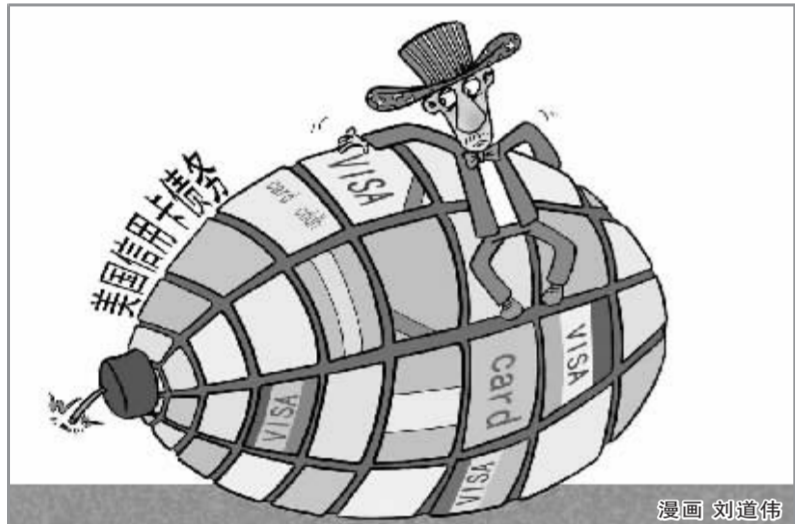
为出口而进行的固定资产投资是30年来中国经济增长的动力源,但当下的金融海啸已经将这一渠道堵塞。1997年亚洲金融危机后,美国启动了消费扩张政策,为中国和亚洲有关国家的出口提供了市场,但当下的金融风暴,已使美国居民消费萎缩,美国为此已抬高了贸易壁垒,为出口而投资将出现边际效应急剧下降。1997年亚洲金融危机时,中国迅速启动了地产业发展的轨道,为地产而投资迅速弥补了出口下降的影响,顺利渡过了外来的冲击。2008年,中国地产业经历了前所未有的政策性打压,行业出现了整体性的向下拐点。针对美国地产业上出现的居民支付能力不足的信用危机,我国的地产业挽救政策是,投资9000亿元于经济适用房和廉租房,让低收入者“居者有其屋”。

不过,笔者认为,在正常经济运行下的“居者有其屋”好政策,在金融危机背景下,就得谨慎使用,9000亿资金用得将是地产业稳定发展的救命草,用得不好将是地产业的催命符。如果将9000亿元都投资于经济适用房,必将在市场上和价格上对商品房形成双重挤压效应。结果是商品房价格暴跌,直接冲击商业银行的资产安全。有人统计,如果中国地产业崩溃,商业银行改革的成效将全部抵消。中国商业银行占全部金融资产总量的95%左右,中国商业银行的任何问题都将对国民经济伤筋动骨。如果9000亿元直接投资“经济适用房”,不仅将把中国

地产业带入漫长严冬,中国经济的恢复也将会付出更大代价。

如果将国家政策导向的9000亿元的相当部分,政府通过“团购”等形式购买现有住宅存量,这9000亿元就相当于地产业的“平准基金”。因为团购的“经济适用房”将直接为当地地产定了政策底价,从而可以通过级差地租的传递对城市当地不同区位的地产价格基本定价。一旦政府出手,就向居民发出了强烈的积极信号,处于两可之间的观望者就会响应国家优惠政策,逐步进入市场,如果是这样,地产业在2009年可能在购买者的观望与政策的推动作用出现盘整格局,从而可能避免出现崩盘行情。

基于地产业的形势判断,可以得出这样的结论:地产稳,“天下定”。也就是说,地产业的稳定反推出金融业的稳定,地产业的稳定可以推演出围绕地产业的有关行业业绩不会再次出现崩盘式的下跌。顺着地产业的链条关系向上游看,钢铁业业绩有可能出现探底行情,有色金属、建筑材料、化工原料、交通、市政等行业也因为地产业的稳定而受益,这些行业即使不会出现业绩增长,也可以认为最好的业绩预期或将过去。而没有比过去更坏的预期,是资本市场稳定和信心重塑的前提。一旦信心重塑,信用的链条就会重修。因此,如果出现2009年整体经济出现“天下定”的形势,资本市场的人心就会稳定。人心稳定,是资本市场群体情绪过度悲观的逆转指标,也是笔者认为地产业可能成为2009年整体经济增长“杠杆”系数并衍生可能的投资机会的依据。



漫画 刘道伟

### 美国信用卡炸弹一触即爆

美国还有一颗未引爆的地雷:截至2008年10月,信用卡债务已接近1万亿美元,美国每个家庭平均负债逾1.2万美元。2009年将是美国消费信用史上最糟糕的年份之一。信用卡发卡公司和银行均面临一触即发的信用卡坏账冲击。

## 危机当前,应慎提制造业转型

◎马勇

笔者以为,在经济危机来临时,以优胜劣汰和大浪淘沙为由,对国内制造业企业困境的不闻不问,实际上是毁灭了中国未来发展的根基。

近15年来,中国出口的要害禀赋并没有实质性改变。发达国家高新技术产品出口比重平均在40%以上,而我们仅为20%,而且大部分为低附加值产品,主要包括为国外厂商贴牌生产的电脑、手机,以及中国企业生产的以DVD机为代表的低端电子产品。出口产品的结构特征代表了一国在世界经济分工中的地位。中国目前的出口结构取决于两个方面:一是中国自身的生产要素特征,即拥有大量的制造工人;二是发达国家拥有对国际经济链条的绝对控制力,主要表现在科技和资源整合能力上的优势。中国要想在今后通过生产积累和产业升级,接近或赶上发达国家的产业发展水平,还要走十分漫长的路。

中国今天已经成为世界经济大国。但若想进一步成为世界经济强国,首先必须在世界上继续扮演好制造者的角色。

西方世界在经济领域持续领先于世界其他国家的非平衡分工模式,是西方国家200余年通过扩大殖民经济、产业革命、两次世界大战以及发展新经济的结果,此种局面短期内难以撼动。与1997年亚洲金融危机时相比,更深入的全球化让中国在此次金融危机和世界衰退来临时,对国内经济的控制力有所减

弱。笔者以为,对很多中国制造企业而言,危机当前,应当慎提制造业转型,因为在当前形势下,转型就意味着死亡。中国应当在现有的技术、资源、人口老龄化、环境污染等条件的约束下,利用好国际分工留给我们的生存空间,在生存中求发展,首先保护好漩涡中的民族制造业。在此前提下,通过整合本国制造业,实现效率改善,增强制造业的国际竞争力,进而渐进式地改善技术、资源等约束条件,从而在长期的发展中实现产业结构调整 and 升级换代。

从长期来看,专注于制造品的出口可能并不一定总是在全球产业链条中处于低端,中国应当先做好一个全球制造工厂。当美国和欧洲纷纷放弃积极的工业政策而满足于金融投机时,以中国和印度为首的亚洲主要经济体却在重组生产基础,加快发展技术能力,加大参与世界贸易并提高国际储备,这些努力实际上是在为将来发展和积蓄力量。

从出口看中国经济,能看出中国与世界经济联系的紧密,同时也能看出中国脆弱性以及优势所在。金融危机让我们有了一次认清迷雾的机会:为了减少各种掣肘,美国在遇到经济麻烦时,并未认真考虑欧洲以及发展中国家提出的各种改革诉求;而中国改革开放各种政策的制定,也不应当去迎合所谓的世界主流标准或趋势。

此次金融危机留下的最宝贵财富应当是:对中国而言,实用主义才是走出困境的良药。(作者单位:中国银河金融控股有限责任公司)

Column 专栏  
中国经济既要保增长,更要战略转型,从资本与外需驱动的成本推动阶段向技术与消费驱动的内生性增长阶段转变。为此,政府应该进一步推进要素价格市场化改革,在善待农民的同时,稳定广大居民的财产性收入预期,以建设性的举措提振市场信心,真正藏富于民。

## 中国经济战略转型关键之年



章玉贻

在全球经济集体跳水的背景下,2008年中国经济能够保持相对稳定实属不易。而就政府在危机面前的表现来说,相较于欧美部分国家政府的捉襟见肘,已有相当调控经验的中国政府对危机的镇定以及保增长的措施与决心无疑值得肯定。

只是应当承认,像中国这样一个GDP已接近4万亿美元巨型经济体,如果不能建立起能使经济保持持续活力的增长机制,仅仅依靠招招拆拆的调控,至多只能解决表面问题。过去30年间,中国凭借“全民补贴生产”的增长模式取得了超高速增长,但宏观经济风险却在不断累积,经济内外失衡。一方面,人为压低土地、资本、劳动力等生产要素的价格尽管有利于企业降低成本和增加盈利,也将大量的国外资本吸引到了中国,产品的出口竞争力也得以迅速提高,但投资冲动与出口的过度增长现象相当严重,技术进步在经济增长中的作用远远落后于发达国家以及部分新兴工业化国家。这种效率低下,“杀鸡取卵”的经济增长方式,进一步恶化了资源供给条件,破坏了本已十分脆弱的环境承载能力,使得不少地方经济陷入收益小于成本的恶性循环状态。另一方

面,由于社会保障体系不健全,加上收入分配格局向政府和企业倾斜,可供民众分配的最终财富不多,民众消费能力与消费欲望一直难以有实质性改观。偏偏民众消费的产品还高度市场化,尤其是住房,价格高度市场化,形成了民众的实际购买力与居高难下的房价之间的巨大落差,大大抑制了内需的启动。

目前看来,技术落后是制约中国经济持续增长的主要原因。看看我们的邻国日本,其经济规模跨逾4万亿美元的门槛后长期徘徊不前的原因,除了在痛苦地消化泡沫破灭之苦外,还有就是日本在技术创新上一向走的是“引进—消化—吸收—再创新”之路,在技术创新上亦步亦趋,始终无法摆脱美国技术标准圈定的框框。而当美国在技术创新上陷入停滞时,日本对美国的依赖也在一定程度上使自己的经济增长节奏被美国牵着鼻子走。

因此,中国要避免日本式的衰退,就必须在技术创新、产业升级与提振内需等方面有真正突破。2009年既是中国经济迎来一个增长周期的过渡之年,也是中国经济真正开始战略转型的关键之年。中国经济既要保增长,更要战略转型,即:从资本与外需驱动的成本推动阶段向技术与消费

驱动的内生性规模报酬递增阶段转变。

首先,政府应该积极推进要素价格市场化改革,消除土地、资本、劳动力和能源等价格方面的扭曲,改变由行政机关定价或者受行政机关影响的定价机制,真正由市场来决定价格,反映这些要素的机会成本。例如,在土地价格改革方面,应该尽快完善土地价格形成机制。政府真正退出土地一级、二级市场,致力于规范市场行为、提供信息服务,利用税收和货币政策调控市场交易,以保障土地市场交换的公开、公正、公平,保障土地利用的高效和优化配置。

其次,应加快产业结构调整,促进产业升级,切实转变经济增长方式,控制重化工业投资,降低消耗,提高资源利用效率,早日形成有利于节约资源的增长方式,在产业发展方向上,一方面,要通过严格控制与新型工业化道路背道而驰的高消耗、高投入、低产出的粗放型产业发展,抑制对大宗初级商品的过多增量需求;另一方面,要引导企业调整和优化产业结构,积极鼓励符合新型工业化道路要求的低能耗、高技术型工业的发展,运用高技术来改造传统产业,将此前以高能耗、低附加值为主要特色的传统工业改造成为低能耗、高附加值的新型工业。力求通过产业调整

与技术进步转变经济增长方式,并运用配套的货币政策,抑制投资过热,消除造成经济大起大落的生成机制。

最后,在善待农民的同时,应采取积极措施稳定广大居民的财产性收入预期。在中国经济增长的下一个周期里,农村是最有潜力的消费市场,是中国实现可持续发展关键。改革开放30年来,农业、农民与农村在中国经济增长中扮演着极为重要的基础性角色,但是广大农民在最终收入分配格局中却处于相对弱势的地位,扩大内需配套条件之一的农村医疗卫生服务体系建设滞后,严重制约了农村消费市场的扩大。因此,目前需要解决的问题是,各级地方政府应该真正落实中央的一系列惠农措施,通过农村市场体系建设促进农产品价格的真正市场化,确保农民收入的可持续发展;另外,政府应破除阻碍股市健康发展的各种干扰,切实加紧完善资本市场基础制度,建立多层次资本市场体系,进一步改善投资者结构,以实质性的救市行动稳定市场预期。如果股市持续低迷,民众的财产性收入不断缩水,扩大内需便可能成为空话。如果政府在检讨股市发展教训的基础上,以建设性的举措提振市场信心,真正做到藏富于民,则中国长期以来被压抑的消费冲动将会迸发出来,由此带来的GDP乘数效应将远超出目前的投资乘数效应。

(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任、经济学博士)