

# Opinion · column

## Forum

### 上证论坛

中国正在经历的高增长,还不足以将整个国民经济带入过热区间,经济基本面有望重新回归“高增长、低通胀”的大格局。但中国经济也有快速向危机之前回归的趋势,尤其是外部输入的流动性规模明显增加。考虑到这一额外因素,政策收紧的节奏似应有所加快。与发达国家相比,我国经济效率对经济增长的贡献率仍有较大提升余地。

# 中国成为下一个高通胀国家可能性很小



傅勇

新兴市场在经历率先复苏之后,也正先于发达经济体遭遇高通胀的考验。日前越南和印度均宣布出现了较为严重的通胀。12月越南的消费价格指数同比上升了6.52%,印度食品批发价格指数已接近11年来的最高点,最近几周的涨幅徘徊在20%左右的高位。对此,越南央行将会再次提高基准利率;而印度央行预计也将于2010年初展开加息之旅。

这两个邻国案例,显然对中国具有较为直接的启示意义。那么,中国会是下一个通胀率急升的国家吗?答案是:可能性很小,但不能完全排除。

新兴国家的通胀,主要是实体经济复苏的结果。越南经济今年第三季度增长了5.8%,印度当前增长率在8%左右。尽管这两国经济增长已恢复到历史较快增长轨道上,但考虑到金融危机的拉低了去年下半年的基数,很难说两国经济活动水平已达或超过潜在生产水平。因而,当前两国通胀率的高企,并不表示经济运行已处于过热区间。

中国当前的经济增长率比这两国都要高,但通胀率都要低。这一格局很可能将在未来一段时间持续。这未来一段时间,是指不少于半年。笔者认为,中国经济基本面有望重新回归“高增长、低通胀”的大格局。中国正在经历的高增长,还不足以将整个国民经济带入过热区间。

与中国相仿,决定越、印两国通胀形

势的因素是食品价格。受季风减弱等因素影响,近期越南的大米,以及印度的土豆蔬菜等食品价格均急剧上升。这不仅直接推高了消费物价指数,还提高了其他行业的生产成本,强化了通胀预期,引致其他商品价格上升。

在食品价格上,中国的一个不确定因素,是春节前的冰雪天气。恶劣的天气会严重降低蔬菜等副食品在需求高峰时期的供给能力。如果影响到了小麦等粮食作物的生产,那就会带来更大更持久的影响了。

显然,中国发生持续严重自然灾害的可能性很小。从越、印两国来看,粮食食品供给下降只是诱发高通胀的导火索。从数据上来看,粮食食品的价格还无法完全解释越、印两国高通胀的发生。

新兴经济体通胀高企的背景,通常是货币快速增长下的通胀预期,通胀预期形成后,在部分物价异常上涨时,容易引发相关物价的恐慌性上涨。而就这一点来看,中国可能已经初步具备了通胀可能快速回升的基础。

如果从越、印两国高通胀的发生机理来考量中国出现类似情形的可能性,那么应该说,中国发生较高通胀的可能性似有所增加。即便发生极端恶劣天气的可能性很小,未来一段时间还是很有可能出现某种程度的影响食品生产和流通领域的自然灾害。这类自然灾害有可能与业已积累的通胀预期相互强化,诱发较为明显的物价上涨。

归纳来看,越、印两国的高通胀不是因为经济快速复苏导致的,而中国较高的通胀率也不是出现较高通胀的充分条件;但从越、印两国高通胀发生的机理来看,中国至少不能完全排除类似的可能性。

如果中国通胀形势提前恶化,为避免局部物价上涨向更广泛范围扩散,相关政策将被迫更早收紧,这将对经济增长带来意外冲击。虽说这种物价上涨主要不是经济过热引发的,但政策收紧却会抑制经济增长。

夯实农业、农村发展的基础,是保持稳定物价的根本。印度虽然耕地面积超过中国,但农业却始终是其经济中最薄弱的一环。中国的粮食生产和食品供应形势好于印度。尽管中国近年来粮食价格也有起伏,并时常对通胀构成主要压力,但总体价格波动小于国际价格的波动水平,这也是我国物价总体稳定的重要保证之一。

物价调控,应将资产价格尤其是房价放在更重要的位置上。与越南物价价

随上涨相伴的是,越南的房地产市场日趋火爆,房屋需求和房价都呈加速上升之势。有关资产价格和一般物价的关系争议较大,但越来越多的证据显示,资产价格本身应该成为通胀预期管理的组成部分。

已有学者提出,当前中国经济有快速向危机之前回归的趋势,其中一个显著特征是外部输入的流动性规模明显增加,这一趋势有可能延续。考虑到这一额外因素,政策收紧的节奏似应有所加快。

无疑,从根本上说,控制通胀压力还需要从经济增长绩效上下功夫。总产出的增加,即经济增长有两种源泉:一是增加投入,如投资基建和(或)增雇员工;二是提高效率,如更新技术和(或)创新管理。从通胀压力这个角度来看,如果经济增长主要是靠要素投入推动,那么就会导致要素价格的上升;如果更多地依赖效率提高推动,将不至于导致要素需求的明显增加,同时却增加了商品供给。

自1978年经济改革启动以来,中

国小步渐进的改革策略推动经济取得了令人瞩目的高增长。与此同时,关于中国经济增长效率的讨论日益增多。前苏联(包括金融危机前的东亚)的经验表明,经济增长的关键不在于实现了一段时间的高增长,而在于实现的是什么样的高增长,增长能否持续。

研究显示,尽管近30年来中国经济增长效率提升较快,但与发达国家相比,我国经济增长对经济增长的贡献率仍有较大提升余地。在我国的经济增长中,资本投入的贡献率比效率提升的贡献率更大。农村和国有企业的改革红利乃至人口结构红利已逐渐消失,资源环境问题日益突出,中国经济要实现更好更快的增长需要完成动力转换。

美国等发达经济体的通胀率在上世纪90年代能保持相对平稳,其中一大背景是信息技术提升了经济增长的效率,使得经济在高速增长的同时保持了物价平稳。考量中国的通胀管理,显然这要求我们有更宽广的视角。(作者系经济学博士,宏观经济观察人士)

## 别盲目挤进创业板庞大申请队伍

◎闻岳春

推出创业板,是今年沪深证券市场的一件大事。对中国证券市场来说,这是朝着建设多层次资本市场的方向迈出的坚实步伐,对万千中小企业来说,这意味着历史性的机遇。创业板拓宽了中小企业直接融资渠道,为风险投资提供了良性循环的渠道,增强了中小企业的借贷信用,激发了中小企业的创新活力。

但创业板在给中小企业带来历史机遇的同时,也带来了莫测的风险。创业板推出对中小企业的影响及其应对之策,相关分析似乎还很少。创业板正式开张首日的暴涨,让所有中小企业看到了解决融资难问题的曙光,刺激了部分中小企业的投机心理。对此,各类中小企业还应客观理性地对待。毕竟,赴创业板上市,对于中小企业来说只是手段,企业成长才是最终目的。因此,中小企业应全面衡量,创业板是否适合自己的企业,不能削足适履。此外,中小企业在积极奔赴创业板的同时,也应积极寻求其他融资渠道(如各种间接融资方式,新三板及各级产权交易所等)以促进企业快速成长。

创业板市场能力有限,容量远远不能满足我国庞大的中小企业群的融资要求。上市已近40年的纳斯达克市场,现在的上市公司也不过3000多家。我国创业板在发展成熟后当然也可以达

到几千家的规模,而我国工商部门注册的中小企业逾400万家,其中符合创业板上市条件的企业超过10万家。再说,创业板主要服务于自主创新企业及其他成长型创新企业。这必然又把很大一部分暂时未达到标准的高成长性企业挡在门外。

市场本身能够健康发展是中小企业受益创业板的基本前提。由于我国创业板的各方面制度正处于起步阶段,仍存在大量的问题和不确定性,主要表现在市盈率过高和暴涨暴跌现象严重。目前,创业板企业整体规模、融资额、发行量都较小,易受市场游资的炒作,推高股价来投机。首批创业板股票大幅波动情况一直持续到11月末,而截至11月30日,已有7家公司发布了“资金置换”独立董事意见公告,募集资金置换现象风险也与日俱增。过高的市盈率、股价的大幅波动以及变相挪用募集资金等风险都影响了投资者的热情。

对于通过创业板退出的私募股权投资(PE)和风险投资(VC)来说,相比于战略投资型的中小企业,他们可能更看重创业板的投机作用。另外,由于创业板上市企业股本规模普遍比较小,也很容易遭到竞争对手的恶意收购,面临丧失控制权的风险,对上市企业的销售及士气都会产生很大影响。

为促进创业板市场平稳发展及保障投资者权益,我国创业板不同于主板市场,符合创业板退市标准的企业不再

转入代办股份转让系统,而是实施直接退市。而且相对于主板,《创业板股票上市规则》实行多元退市标准;上市公司财务报告被会计师事务所出具否定意见或无法表示意见的审计报告而在规定时间内未能消除;或上市公司净资产为负而未在规定时间内消除的;或上市公司股票连续120个交易日累计成交量低于100万股,限期内不能改善的等等。此外,对于未在法定期限内披露年报和中期报告,净资产为负,或者财务会计报告被出具否定或拒绝表示意见的三种情况还增加了快速退市程序。被退市的企业股票价值将急剧降低,也很难在短期内获得重组。

由此,那些已收到证监会反馈函并通过发审会的中小企业,在积极准备登陆创业板的同时,也应作好应对上市后各种风险的准备;那些符合要求、并确实具有成长性企业,应积极提出申请,力求通过上市创业板,实现跨越式的发展;对于一部分虽达到上市标准但排名相对靠后的中小企业,笔者认为,则不能盲目跻身于创业板庞大的申请队伍中,应多考虑一些上市准备过程中各种可能的沉没成本。对于绝大部分尚不够条件的中小企业来说,应科学地制定和调整企业经营与发展战略,找到企业自身的优势,提高核心竞争力,并树立正确的融资和投资理念,着眼于企业的长期可持续发展。(作者系浙商证券首席经济学家)



### 看今年谁表现最差

近日有媒体按照2008年下半年至2009年上半年上市公司CEO为股东创造经济增加值以及资本效率两项综合排名来评估,在评出的最差CEO中,九成来自国企。

漫画 刘道伟

■专栏·主持 沈飞翼

## 为什么“只赚指数不赚钱”?



田立

行将岁末,投资者也免不了要盘点一下过去这一年的得与失,个人的得失无关轻重,共同的特点才具有普遍意义。近日,有媒体做了一项调查,结果是有48%的个人投资者在过去这一年中居然是亏损的,这却是有些意外。要知道,过去这一年沪深股市的涨幅——如果以年初指数为基数的话——差不多是50%!这么大的涨幅,投资者怎么会赚不到钱呢?

抛开个人统计方法的差异(比如入市时间的早晚等因素),这种“只赚指数不赚钱”的现象确实有些令人费解。但仔细分析后发现,这种“费解”的背后也隐藏着某种“必然”。

首先必须把一种情况排除在外,那就是投资者心理层面的“不赚钱”,有人常常把自己的“小赚”与别人的“暴赚”做比较,这样比较永远没个头,除非有一天,要么我们运气非常好,要么自己有门路得到内幕消息,否则,几乎可以归为偶然事件的暴赚永远都不可以成为投资的目标。总有个别股票的收益率高于大盘平均水平,如果仅仅就得出“只赚指数不赚钱”的结论,是没有道理的。

那么,从会计统计的角度看,指数大涨是不是就不能有人赚钱了呢?那也不是,股市永远都是“几家欢喜几家愁”,再大的牛市也照样有人赔钱。可问题是,在今年这个绝对可以称得上是牛市的时段里,有如此大面积的投资者不赚钱甚至赔钱就不能说是正常了。从已掌握的情况看,造成“只赚指数不赚钱”的过程大致是这样的:年初股市刚刚启动时不敢入市,行将年中股市开始快速上涨时,犹豫不决没有入市,7月

的新高点终于让某些人鼓起勇气入市,股市却进入了“8月急泻”,一些人“3400点入市,2700点退市”,这么炒股能不亏?

我以为,投资股市最根本的东西是要“看清”大势,也就是通过充分地吸纳各种信息,科学地分析实体经济以及资本市场的基本形势,以此作为投资决策的依据。别再相信什么“中国股市不是真正意义上的市场”,“中国股市就是个投机场所”之类的言论,哪家股市不是一点点发展进化起来的呢?时至今日,仍带着10年前的有色眼镜来看待今天的沪深市场,不是一叶障目又是什么?

今年年初时,尽管还看不出明显的经济反转的迹象,但资本市场的估值体系却正悄悄地发生着变化,造成这一变化的直接因素就是通货膨胀紧缩;通缩将使市场要求的资本化率降低,从而客观地推升资产的估值水平。2月底,我在《上海证券报》发表过一篇“通缩预期是本轮行情的重要支点”的文章,谈的就是这样的道理。但连我自己也很清楚,在那样一个悲观情绪浓重的时段,这样的观点很难受到关注。

那时候广受舆论关注的或许就是“泡沫论”了,有人在沪指已站上2500点的时候仍不能明白估值体系变化的道理,反而根据僵化的理论(其实都是他们自己的理论)大声指陈沪深股市有泡沫,而沸沸扬扬的“泡沫论”,也确实阻碍了部分投资者入市,当然责任还得投资者自己来负了。不过,最近有两个现象不知这些投资者注意到没有;其一,也许是受了美国大片的影响,当初宣扬泡沫论的人已把泡沫的香蕉皮抛到2012年了;其二,“只赚指数不赚钱”的人大多是当初唱空股市的。或许这是想告诉大家:虽然我对大势的判断是错了,但不赚钱

的事实你不能不承认吧?

除了不分析大势外,普通投资者最经常犯的另外一个毛病,就是盲目追求所谓的“板块轮动”。我不否认,从局部均衡的角度看,股市确实存在某种板块轮动现象,但问题是,有什么规律性的理论可以指导我们去事前(请注意,必须是事前)发现这样的机会呢?如果没有,那么,所谓的“追逐板块轮动”就只能是一次押宝,或者说得更难听些,就是下赌注!科学,既不解释,也不支持这类赌注。如果说下赌是“十赌九输”的话,参与板块轮动的投资者大面积亏损也就没什么可奇怪的了。实际上,当我们判断清楚大势特征时,最佳的策略是投资指数,或者那些与大盘正相关的蓝筹股。或许有人说这样赚得不多,显然是受了错误投资理念的影响。科学的逻辑告诉我们,投资价值取决于收益和相应风险两个量,当你为了获得一定数量的收益而承担超过相应程度的风险时,你的投资价值是降低的。

最糟糕的还数“追涨杀跌”,尽管人人都明白这样做的危害,但仍有把握不好,“3400点入市,2700点退市”就是再鲜活不过的例子了。那么正确的做法是什么呢?有人说是“3000点出,2700点入”,不能说没有道理,但凭什么当初能判断出2700就是低点了呢?要是能,何必非要到3000点出,3100点、3200点,甚至3300点出货会更好?事后的结论,如果不出必然规律,永远只能是“事后诸葛亮”。我倒觉得,那些3400点入市的投资者,也许按兵不动才是明智选择,因为那些没有明确信息支撑的股市波动永远是事前掌握不了的。如果坚信牛市特征没变,倒不如“咬定青山”,或许明年此时你正在家里摆庆功宴呢!(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

## 房改要点在于“民生财政”



黄湘源

有人认为,中国需要去房地产化。笔者认为,这其实是个伪命题。房地产本是产业分类中建筑业的一个分支,是不是可以称为“支柱产业”,理论界始终有争议。不过,“支柱产业”的提法淡出今年中央经济工作会议的相关文件,只是反映了经济发展思路的转变,并不是否定房地产对国民经济增长的拉动作用。房地产是国民经济必不可少的一门基础性行业,其上下游产业链条拉得很长,没有哪个行业能像它那样一荣而荣、一损而损,直接或间接地引导和影响很多相关产业的发展。据统计,在我国,每增加1亿元住宅投资,其他23个相关产业将相应增加投入1.479亿元,被带动的直接或间接相关较大的产业有60多个,在增加国民生产总值和就业上,自有其无可比拟的巨大优势。在即将过去的这一年中,12万亿的国民消费总额中,房地产消费就占到了一半左右。这个巨大的“消费源”,对于扩大内需的贡献,是任何道德的评判都无法否定的。“去房地产化”,如果意味着全盘否定房地产对拉动国民经济增长的积极作用,则不仅无视过去六七年的经济建设实践,也不符合中央经济工作会议所提出的在转变发展方式、调整结构的基础上保持经济平稳较快增长的总体要求。

“推进城镇化”和“扩大内需”、“优化产业结构”一起被定为明年经济结构调整的三大着力点,意味着房地产在新历史条件下被赋予了新的内涵和新的历史使命。诚然,“房地产化”不等于“城市化”、“城镇化”,但不可否认,加快“城市化”、“城镇化”进程,首先拉动的就是住房需求,房地产行业将在“城市化”、“城镇化”过程中最先受益。国际上,当一国人均GDP3000处在美元区,城市化率大概在55%至60%左右。2008年中国人均GDP达到3266.8美元,但城市化水平远低于发达国家工业化中后期60%的均值,这在很大程度上抑制了国内消费需求的释放与升级,加快城市化,是培育经济增长动力的唯一选择。

不过,未来我国城市化建设的发展重点并不是大城市化,而是积极稳妥推动城镇化,适时放宽户籍限制,推动中小城市

和小城镇发展。这预示着,未来的城镇化不仅将突破城乡二元结构,使由于城市化建设滞后于工业化而造成的城市结构不合理、空间布局不合理、土地资源使用不节约、生态环境不理想、基础设施和公共服务体系跟不上状况获得根本性改善的机遇,而且,随着3亿多农村人口逐渐转为城市人口而带来的对就业、住房、教学、医疗以及其他公共服务的需求,也将为经济发展开辟更为广阔的增长空间。可见,无论是城市化还是城镇化,并不意味着任何意义上的“去房地产化”,反而为包括房地产在内的房地产业产业升级提供了新的空间方向,成为它们在依托消费扩张的基础上继续保持持续增长的源源不断的新动力。

社会矛盾的焦点,实际上是部分城市房价涨得太快。若将“去房地产化”表述为“去房地产泡沫化”,或许更符合原意,但将“去房地产泡沫化”表述为“去房地产化”,不仅是简单的概念变换,而且如果作为政策选择的倾向性解释,也是严重误导。中央经济工作会议之后出台的楼市新政,主要意图并不在压缩房地产市场,而是为了促使房价回到合理的轨道。抑制一部分城市房价过快的房价,究竟是从打击投机泡沫入手,还是调整住房政策入手,是需要进一步研究的大课题。以当下我国城镇在职员工的平均工资,大多数在职工工资根本就承受不起越涨越高的房价,那种把通过经济适用房满足自住需求的那部分人群不分青红皂白一概推向商品房市场的做法,不仅是损不足而补有余,而且也是累积商品房市场民怨的真正源头。

我国房地产市场现在的问题很多,但在笔者看来,主要症结并不是所谓的“房地产化”,而是在于它的功能定位的错位。由于房产产权私有化同土地制度国有化之间存在巨大的可调节空间,客观上使得房地产业在其对经济增长的贡献被凸显出来的过程中,很容易成为显示当地政府业绩的舞台,而其满足社会成员住房需求的社会功能却往往被不当当地摆在了一边。这与其说是“房地产化”,不如说是“土地财政”。因此,中国住房制度或者说房地产政策改革的要点,绝非“去房地产化”,而是将“土地财政”改为“民生财政”。只有在还房地产业本原的条件下,作为民生性产业的房地产,才有可能成为强国富民所必不可少的真正支柱。(作者系知名市场分析人士)

## 央企大步进入房地产市场弊大利寡

◎谭浩俊

众所周知,在以往的房地产市场竞争中,国有企业,特别是央企并无明显的优势可言,甚至可以说处于劣势。万科、绿城、SOHO、华远等民营房产开发企业所以能够迅速壮大,一个十分重要的原因,就在于这些民营开发企业更适合市场竞争的需要,更符合市场经济发展的要求,使房地产业的产业化程度更高。相反,国有企业由于自我的约束能力不强、成本控制水平不高,很难由于市场竞争。

然而,今年以来,国有企业却如突然焕发了青春一般,大步进军房地产市场,成为今年房地产市场最耀眼的“明星”,频做“地王”,大量购地。早些天,原中国联通旗下的上市公司中卫国脉将50.02%国有股份无偿划转给中国电信,并开始重组,而公司主营业务由电信运营向酒店管理和房地产开发转变。

资料显示,今年以来全国主要城市成交总价排行前10名的高价地块中,七成以上是有国资背景的企业所获得。一个十分重要的原因,就在于今年以来央企普遍“不差钱”,可以不计成本、不计代价地拿地。这种现象,不仅让民营开发企业深感不安,也让公众更加担忧。因为,不管是民营开发企业还是国有开发企业,高价拿地,都不可能低价售房。换句话说,国有企业大步进军房地产市场,并非为了维护房地产市场的稳定,促进房地产市场的健康发展,而是也想来获取超盈利。

笔者并不反对央企进入房地产行业,也不反对央企与其他房产开发企业竞争,不过前提是,竞争必须在公平、有序、合理的环境下进行,必须共同遵循市场规则。但是,从今年以来央企进军房地产市场的实际情况来看,再清楚不过地表明了市场竞争的无序和不公平。

这是十分奇怪的现象,一方面,对事关国计民生的电力、通信、石油、天然气等行业,由国企担当绝对主角,在资金、政策等各个方面予以特殊保护,限制其他类型的企业进入;另一方面,对完全开放的经营性行业,却又限制这类国有企业的进入,让这些在资金、政策等方面具有特殊优势的企业,与其他类型企业展开不公平竞争。

今年以来大步进军房地产业的中央企业,除了几个开发企业之外,绝大多数都是半路出家,或者非主业。他们之所以进军房地产市场,与保住“央企”的头衔,与房地产能够让企业的资产迅速膨胀,不至于在央企重组中被兼并并不无关系。以这样的思路进军房地产市场,着眼的是怎么做“大”做“强”,至于投资的成本如何,是否具备市场优势,似乎都不在考虑之列。

国资委曾经反复要求,中央企业必须突出主业、发展主业、做强主业。但从央企大步进军房地产业的实际情况来看,国资委的这一要求并没有得到落实。

笔者以为,国资委既然提出了这样的要求,就必须按照这样的目标去考核,对“不务正业”的央企,就应当按照规定去追究,特别是“不计代价做地王”的央企,如果出现同类地获利没有民企多,甚至亏损的现象,就应视为投资失误,追究责任。同时,对这些“不务正业”的央企,既然如此“宠爱”市场,随爱竞争,不妨迅速启动企业改制,让其彻底走入市场,与其他类型的企业一决高下。

总体而言,还是要进一步加大市场开放力度,对那些已具备开放条件的行业,理应降低行业门槛,就像不限制央企进入竞争性行业一样,也不限制其他类型的企业进军目前由央企把守的阵地。

(作者单位:江苏省镇江市国有资产监督管理委员会)