

watch | 上证观察家

# 全新的方位:黄金十年

任何一个国家和地区,它的经济发展的“黄金期”与资本市场发展的“黄金年”,往往有着惊人的重叠时段。在这场“伟大的博弈”中,一切创造财富的源泉得到充分的涌流。一切看好中国证券市场未来的人们,不应把一城一池的得失看得重而又重,而对历史性的转折,却显得战战兢兢。“黄金十年”展现的将是全新的历史方位。

□诸葛立早

“黄金十年”的提法,见诸12月5日的《上海证券报》。当这四个铅字(恕我仍运用这个老提法)跃入我的眼帘时,恰如四团栩栩如生的红火,嘣嘣地燃烧起来。

这是一个让人怦然心动的提法,它不是某人的杜撰。据《上海证券报》称,“往后看,中国证券市场黄金十年才刚刚开始”,境内外机构投资者普遍乐观地认为,源于中国宏观经济近几年来超预期的持续稳定增长,以及国内证券市场股权分置改革的顺利实施等良性推动因素,对中国证券市场的未来极度看好。看来,“黄金十年”是境内外机构投资者“集体智慧”的结晶。

因此,“黄金十年”的提法一经问世,众多财经网站颇多转载。这个提法是吹牛皮,放大炮吗?

绝对不是。倘若我们把视野放开一些,就会发现,机构投资者预测的“黄金十年”,恰好和我们国家的“黄金发展期”相吻合。众所周知,按照我国国民经济和社会发展的“三步走”的发展战略,到2010年,我国的国民生产总值将比2000年翻一番,全面完成现代化建设的第二步战略部署,进而为2050年(即建国100周年)实现第三步战略目标,基本实现现代化,奠定更好的物质技术和经济体制基础。“黄金十年”这个时段出现在“第二步”向“第三步”转折的“黄金发展期”,应该说,这也算是一种“时造英雄”。

就资本市场运行本身的发展逻辑来说,“黄金十年”似乎也是一种必然。中国有一句老话,叫“否极泰来”。任何事物,凡是发展到了极点,往往会向它的反面转化。我国股市刚刚从五

年熊市的阴霾中走出来。五年熊市是什么滋味?按照证券界资深人士波涛先生的说法,“它所面对的局面非常严峻,它已不是纯粹市场景气循环意义上的熊市,而是已经同时转化成我国股市发展模式、发展道路意义上的危机”。“完全不顾投资者利益,大肆掠夺投资者利益的股市发展政策,被越来越多的股市投资者所痛恨,也被社会主流储蓄资金越来越清楚地认识。我国股市不但被我国主流储蓄资金所拒绝,而且也正被越来越多的短期、性投机资金所拒绝。”在这一紧要关头启动的股权分置改革具有“扭转乾坤”的意义。现在,股权分置改革取得了重要的突破性进展,证券市场长期存在的深层次矛盾和结构性问题得到积极稳妥的解决,证券市场的信心得到恢复。与此同时,人民币

的升值,源源不断的外币资金的流入又将为我国资本市场提供足够的流动性。所谓“否极泰来”,预示着“黄金十年”的到来也是一种情理之中。

综观世界,任何一个国家和地区,它的经济发展的“黄金年”,往往有着惊人的重叠时段。进入20世纪80年代的华尔街,技术的巨大进步使得人类在短短几年内就实现了全球化,并使得世界金融市场实现了一体化。20世纪90年代的美国股市,则是一路高歌猛进。在1999年夏天,道琼斯指数较1990年初上涨了400%,较1980年初上涨了1300%。其时,纽约股票交易所每天的日交易量比20世纪40年代的任何一年的交易量都高。发生在大洋彼岸的这段历史,值得我们咀嚼回味。或许过了若干年,我们回想起今天人们所说的“新高”,“天量”,也会觉得有点不可思议。

在这个“黄金十年”里,一定会有高峰,也一定会有低谷和阴川。但是,如同尽管有无数海难,人类依然要扬帆出海那样;尽管有无数次的涨跌,人们依然要投身证券市场,怀着对美好未来的憧憬,辛勤地买卖股票。这

被专家学者称之为“伟大的博弈”。在这场“伟大的博弈”中,一切创造财富的源泉得到充分的涌流。

中国证监会主席尚福林最近又一次指出:“中国资本市场正面临历史性转折”。这是一个极为权威的判断。一切看好中国证券市场未来的人们,不应把一城一池的得失看得重而又重,而对历史性的转折,却显得战战兢兢。因为“黄金十年”展现的将是全新的历史方位。

(作者系本报评论员)

## 征稿启事

“中国证券市场黄金十年刚刚开始”,此观点一经本报提出立刻引起广泛共鸣。“黄金十年”意味着什么?市场、投资者、社会方方面面做好准备了吗?尤其在体制机制方面将会面临哪些新挑战?金融资源配置效率又有怎样的改变?国民财富构成又将是怎样的格局?欢迎大家就“黄金十年”引发的话题,发表各自见解。投稿邮箱:zt@ssnews.com.cn

voice | 上证名记者

# 上市公司最后的机会 避免被市场交易抛弃



□乐嘉春

如今,中国股市行情可谓是一片红火,许多大型蓝筹公司股票已成为市场极力追捧的交易对象。对许多上市公司来讲,如何避免公司股票被市场交易边缘化,这个问题非常值得关注。

以往不少上市公司仅仅是作为集团的一个部分或“车间”上市的,控股股东的优质资产并没有放进上市公司中,甚至有的控股股东也不关心上市公司发展,只是到了要融资的时候才想起如何做或如何做好上市公司业绩。其实,上市公司被控股股东边缘化,是一个相当普遍的市场现象,当市场陷于熊市之时这一现象就显得更加明显了。

但是,目前的A股市场已发生了实质性的革命性变革。在股权分置改革大功告成之后,伴随着一些大型蓝筹股公司进入或回归A股市场,这些公司兼具良好的业绩及吸纳市场巨大的流动性等特点,它们的规模及市值所占整个A股市场的市值比重也越来越大。同时,以基金等为主的机构投资者队伍不断壮大,它们所崇尚的价值投资理念,使得市场交易正在逐渐将

一些业绩不稳定或绩差公司股票边缘化,市场的充沛流动性正在源源不断地流向大盘绩优的蓝筹股公司股票,当然也包括一些业绩相对稳定增长的中盘绩优股公司股票。这股投资力量对A股市场的影响也日趋明显。从微观上看,这两大因素正在逐步将A股市场构造成为一个以蓝筹股为主的投资市场。

从境外发达股市来看,市场交易的重心或流动性大都集中于股市中约占20%比重的大型蓝筹股公司股票上,60%比重的公司股票处于弱交易状态,而余下的20%比重的绩差公司股票则被市场交易逐渐边缘化了。

这一粗略的估计表明,如果不想被市场交易边缘化的话,那么上市公司就应当清醒地意识到,如果不抛弃以往那种想藏匿或调节利润的旧观念,不去及时提升公司经营业绩的话,公司股票被市场冷遇或被市场交易边缘化,将是不可避免的。这种市场现象在欧美股市及中国香港股市中已成为一种常态。

目前,已有相当部分的上市公司已认识到这种风险,纷纷采取整体上市或增发等方式来提升公司的经营业绩,以赢得市场投资者的认同,并避免被市场交易边缘化的不利后果。这一趋势已经或将将继续影响越来越多的上市公司行为。

如此看来,要想不被市场遗忘或抛弃,不被市场交易边缘化,上市公司唯有及时提升经营业绩,做大做强自身,才是一个最优的理性选择。而现在恰恰是通过提升业绩来重新吸引市场投资者注意力的最佳市场时机。(作者为经济学博士)

## 欧洲为何 抵制美式圣诞

□冯光明

圣诞节前夕,西方国家却在这一节日上闹起了“内讧”。据昨天的《环球时报》报道,为了保护传统圣诞民俗文化,日前,德国等欧洲国家联手反对美式圣诞节。原因是“美式圣诞”的商业化让不少欧洲人愤怒不已。比如,目前通常所见的红白胡子的圣诞老人形象,其实是美国艺术家桑德布洛姆为可口可乐公司创作的。大吃大喝及过度消费等现象,也是来自美国的“商品”。

抵制者认为,欧洲各国应该更好地保持自己民族的传统,如荷兰的“圣诞老人”应叫做圣尼古拉,他不是驾着驯鹿车,而是骑着白马来到人间,与人们一起迎接新年的到来;在希腊,圣诞之夜,家里的小孩子在吃点心时,一定要唱能够赶走小鬼的传统歌谣;而德国人可以在花园里放奥地利指挥家尼古拉斯的塑像,诉说新年的新希望等。目前欧洲“保护传统圣诞文化”机构正敦促欧洲人签名,反对“美式圣诞”,支持传统文化,让人们过一个真正有意义的圣诞节。

就在我国一些人讨论过圣诞节还是过春节的时候,欧洲却开始旗帜鲜明地捍卫民族文化,这对我们不能不是一个启示。全球化的文化到来,给世界许多国家的文化都带来了巨大冲击,我们也不例外。为了更好地适应全球化,国人迅速接受西方文化,包括西方的节日。但是,在适应的过程中,许多国家却产生了强烈的失落感:本民族的特色在哪里呢?

文化是一种根。全球化在加快文化融合的同时,也促使人们开始重新审视自己民族的文化。赫利穆特·施密特在《全球化与道德重建》中写道:我们应当在全球泛滥的伪文化压力面前捍卫自己的文化特性,不要把本民族的伟大文化成就和价值传承抛进受忽略的角落。

因此,目前,许多国家喊出了抵制“文化入侵”的口号,因为“文化入侵”不仅可能摧毁本民族的文化特色,还吞噬本民族的经济产业。在美国,文化产业占GDP的比例高达25%以上,成为其第一大出口创汇产业。美国文化席卷世界,邻国加拿大受害最深,为了抵制美国文化“入侵”,加拿大采取了一系列保护本国文化的措施,甚至在1995年底对美国《体育画刊》征收80%的消费税,迫使该杂志关门,两国因此闹到世贸组织,差点翻脸。

全球化越深入,世界各国对本民族文化认同感越强烈,这是一个非常值得研究的现象。面对这种狂潮,我们辩论过圣诞节还是春节,还有意义吗?

# “应收尽收再减税”后患无穷

□魏也

被税法学者誉为中国税法治“基石工程”的《税收通则法》立法日前取得重大进展。专家表示,《税收通则法》透出的信息是我国新一轮的减税逻辑:先应收尽收再减税。专家表示,扣除了各种税收优惠后,如果将当前我国税法所确定的各种税收全部征收上来,那么各种税收总收入应该占到GDP的50%左右,但事实上,目前中国税收收入占GDP的比重仅为18%左右。

这一信息让笔者深感震惊和费解。因为,新一轮税制改革的原则之一是“减税”,即在保证国家财政收入的前提下,不至于因为征管因素而任意加重纳税人的税收负担,而“应收尽收”显然与这一特征相背离,有可能给我国经济发展和人民生活带来严重影响。首先,我国税收收入虽然占GDP的比重只有18%左右,但是,如果算上数额巨大的各种收费,占GDP的比例并不低。《2005年中国经济普查年鉴》显示,2004年,我国有关部门年收费共计9723.67亿。

我国现行税制在设计时,考虑到税收实际征收率不高的因素,实行“宽打窄收”即名义税负高和实际税负低的征收机制。但随着税收实际征收能力的提升,近年来企业和居民普遍感觉税负加重,福布斯2005年称中国税务负担排名全球第二。因此,倘若各种税收总收入占到GDP的50%左



骏一 图

右,加上各种收费后,占GDP的比例将是令人不敢想象的,要知道,税收相对比较高的美国,其联邦政府加上各州政府的税收收入总和才占到其GDP的32%左右。

其次,公民未能享受到与纳税义务相对等的公共福利,先应收尽收再减税,将进一步抑制内需拉动。

近年来,我国面临的一个最棘手的难题就是内需屡拉不动。这与我国在公共福利方面的资金投入过低和公民收入增长缓慢两大因素有关。教育费用、医疗费用居高不下;房价连年上涨;养老金等社会保障体系尚未建立起来。与此同时,我国人均工资占GDP的比例却在下降。而在美国,其税收收入的绝大部分用于了公共福利开支

和公民的工资发放。如果税收“应收尽收”,公众将不堪重负,将加大国民对未来的担忧,进一步抑制内需的拉动,从而,使我们再次错失改善经济结构,扭转经济过于依赖投资和出口等弊端的良机。

第三,先应收尽收再减税有可能影响企业再生产,给企业发展套上一个沉重的枷锁。企业的税收负担过重,其能够用于扩大再生产的资金越少,将大大制约企业扩大规模,进而,影响到整个国民经济的健康发展。我国民族企业与外资企业相比,本来就在资金、规模、技术等方面处于劣势,倘若“应收尽收”,外资由于税负低,且可以通过各种手段避税,而我国民族企业则可能因承受不了而遭受重创。

实际上,近年来我国的税

收增长已经远远高出GDP的增长。从2003年至今,全国税收收入增长都在20%以上。如果考虑到各种收费,企业和公众的税负实际上是快速增加,在公共福利和公众工资收入不大幅增加的情况下,容易引发一系列的问题。

因此,笔者认为,先应收尽收再减税其实是颠倒了顺序,应该先减税,把过高的名义税负降下来,然后,依法严格征收,使名义税负和实际税负的差距缩小,这样,既可以确保公民和企业负担不至于骤然加重,也能确保国家的税收收入保持稳定增长。更重要的是,先减税后“应收尽收”来自公民和企业的阻力小,容易推行,能确保《税收通则法》得到切实执行,有利于维护法律权威。

# 成本定油价:增加扯皮抑制竞争

□陈军华

传闻已久的成品油定价新方案终于露出庐山真面目,中国的成品油价格将以布伦特、迪拜和米纳斯三地原油价格的平均值为基准,再加上炼油成本和适当的利润空间以及国内关税、成品油流通费等,共同形成国内成品油零售基准价。

竞争是促使企业尽快发展和成熟的重要因素,正是为了形成竞争格局,1998年,我国将石化行业分成中石油和中石化。但是,这种分家是人为导致的,并非是市场因素促成的,因而,充分竞争的格局实际上并未形成,反映在市场上就是价

格的坚挺,消费者享受不到因充分竞争所形成的优质服务和低廉价格。如今,成品油定价新方案有可能进一步抑制油企的自我发展和创新能力,使我国石油行业再次丧失提高竞争力的动力。

在新方案中,油价的制订要根据“炼油成本和适当的利润空间”,这句话其实包含了两个成本因素,一个是炼油成本,一个是隐含起来的成本因素——倘若没有成本,适当的利润如何得出?由于石油行业充分竞争的局面没有形成,其成本因素是不透明的,成本到底是多少只能由油企自己说了算。在新的定价方案中,成本越

高,油价也越高,油企获得的利润也越丰厚。因此,石油企业不仅没有通过节约成本提高竞争力的动力,还可能通过各种方式抬高成本。

但凡在国际上实力雄厚、深有影响的企业,无不把成本核算放在极其重要的地位,且一定会在节约成本方面做得非常优秀,而我国目前油企的成本相对是非常高的,如果以成本来定油价,将误导我国油企走上通过抬高成本获取利益的歧路,削弱我国油企的竞争力。

除了可能抑制竞争力,新的成品油定价方案可能比原来的定价机制更容易引起扯皮。众所周知,炼油环节是亏损的,

现在把炼油成本算进去,油价只会比过去更高。加上炼油成本不透明,油企可能人为加大炼油成本。

而且,加上“适当的利润空间”过于含糊,多少才算“适当”?油企与公众在“适当”的理解方面,可能存在着天壤之别,有关部门和油企通过“适当”一词,为自己预留了充足的自由发挥的空间,但也为争议埋下了一个很大的隐患。再加上新方案的计算比过去更为复杂,参考的因素更多,暗箱操作的空间也更大,油企拥有更大的主动权。在这种情况下,今后关于成品油定价的扯皮有可能进一步增加。

## 谁将真正终结 全球流动性泛滥

□袁宜

流动性泛滥如今已成了金融市场广为接受的一种状态,一个存在于众多金融现象背后的标签式的理由。全球房地产价格轮番,国际期货价格暴涨,人民币升值压力剧增,都可以归因或部分归因于全球流动性泛滥所派生的冲击。

至于造成全球性的流动性泛滥的主因,作为国际金融市场最主要的交易结算货币——美元——的发行国,美国近年来的经济金融政策颇受指摘。而最近一年多来美联储把基准利率逐步回升至5.25%的中性水平,确实对全球流动性泛滥的局面起到了遏制作用,美、英等地的房价开始跌了,石油、铜等商品期货市场冲天的牛气也逐渐消退,国际游资在全球各大市场全面攻城略地的势头得到了抑制。

但总体而言,上述资产价格依旧保持在历史的较高水平,距离本轮行情的起点仍有数倍升幅。与此同时,韩国、俄罗斯等地房价今年以来飙升,镍、锌、锡等金属品种以及农产品的期货价格入秋以来悄然走出一波凌厉的升势。这又说明泛滥的游资还没有根本收敛,依旧有能力选择部分市场继续兴风作浪。

美国经济前景决定了继续大幅提高美元利率的可能性较小,那么,这是否意味着全球流动性将继续维持过剩格局?谁将是全球流动性泛滥的真正终结者?

除了泛滥的美元,还有一股力量长期以来一直在为全球投机势力撑腰,那就是日元。由于日本长期实行超宽松货币政策,大量借入日元,然后兑换成美元,进而参与国际金融市场的炒作,成了国际金融大鳄们惯用的手法。然而,去年底以来,日本经济出现了内生性复苏迹象。今年7月,日本央行终于结束了持续十多年的零利率政策,小幅加息0.25个百分点。尽管此后数月一直没有再变动利率水平,但市场预期,随着日本经济复苏

不断得到确认,日本央行迟早会继续加息。这意味着,几乎零成本的资金时代将在未来的某个时刻终结。

到那时,骤增的资金成本压力,可能会迫使大量投机资本偿还日元负债。随着资金从国际金融市场的大规模撤离,持续多年的全球流动性泛滥的局面将彻底得到扭转。与此同时,偿债的过程极有可能引发国际金融市场的动荡。

首先,为了偿债而撤出资金,将使各主要市场失去投机资本的支持。这些市场多年来的牛市氛围究竟是基本面因素使然,还是投机形成的泡沫?一切终将水落石出。倘若真是泡沫的破灭,那么调整将是惨痛的。

其次,为了偿还日元负债,还需要将撤出的美元资金转换为日元。两种货币供求的变动,将引起日元对美元汇率的上升。特别是当市场一致预期日元利率将显著上升,以致于偿债成为投机资本的集体性行为,从多个市场同时撤出的美元资金将集中涌向外汇市场抢购日元,很可能导致日元汇率在短期内出现飙升,这又会触动那些仍在观望的投机资本加入还债的队伍,从而加速日元汇率的上升。

第三,日元汇率短期内的急速上升,会打击日本的出口,由此可能延缓日本经济复苏的进程,这将迫使日本央行出手稳定汇率。

第四,大量资金回流日本,会使日本国内出现资金泛滥,冲击各个市场,甚至吹升泡沫。1980年代末的前车之鉴,将使日本央行急于回收这些流动性,这可能令日本国内的利率明显波动。

上述冲击波还会不断延续,对不同地区、不同细分市场,乃至全球经济产生重要的影响。这一切的导火索,是日本的货币政策。近十年来,日本利率政策的调整更多关注的是其国内经济,而非全球的流动性问题,这增添了上述预测变为现实的可能。