

voice | 上证名记者

听屠光绍说“两个不要错”

“两个不要错”,即“不要错失机遇,更不要错用机遇”,叫人咀嚼再三,又品出一点新的味道来。不能错失机遇,话讲得朴实无华,却充满机智的提醒:刚刚走出五年熊市的各方人士,千万要自重、自励、自强。不能错用机遇,就是在发展资本市场有利环境下,不应只注重数量,还应更注重质量;不仅只注重规模,还应注重结构;不能只看发展,还要看规范;不能只顾扩张,还应重视效率和竞争力。

□ 诸葛立早

儒雅的屠光绍,是学者气派浓厚的“证券监管要员”。他演讲的独特魅力,就是让人听了像吃了一顿“檀香橄榄”,回味无穷。

在股改攻坚进入关键阶段时,他提出了一个“火锅论”:“围炉共吃热火锅”,寓意各方集中力量共克难题,“焐热”资本市场股改的气氛。后来当谈及要着眼于解决资本市场体制性、深层次问题时,他又提出了一个“种树论”,寓意要摒弃“种笋”式的急功近利行为,多做利于长远的事情,促进市场协调、可持续发展。最近,在谈及当前流动性过剩,市场比较活跃的情况时,他又提出了一个

“两个不要错”,即“不要错失机遇,更不要错用机遇”,叫人咀嚼再三,又品出一点新的味道来。

所谓“不要错失机遇”,屠光绍是这样说的,目前中国资本市场进入了一个非常好的发展时期,今后几年也将是中国资本市场发展难得的机遇期,因此重要的是认识国际国内的环境。当前,资本市场的各项改革尤其股权分置改革使市场发展的机制进一步健全,大力发展资本市场的环境有了新的改善。此外,大家谈得比较多的是流动性过剩。这是国际经济生活中突出的现象,即钱非常多,市场资本非常充裕,这是发展资本市场极好的时机。所以,不能错失机遇。话讲得朴实无

华,却充满机智的提醒:刚刚走出五年熊市的各方人士,千万要自重、自励、自强。从时间上讲,“机不可失,时不再来”。从空间上讲,全球资本市场充满竞争,新兴市场亦大有后来居上之势,倘若不能抓住这个“发展资本市场极好的时机”,那么,我们不但会辜负时代赋予我们的重任,而且会影响中国经济的长期发展。寥寥数语,掷地有声。

所谓“不能错用机遇”,屠光绍则是这样说的,要对市场有清醒的判断。因为机遇非常难得,但如果错用了可能会事倍功半,甚至南辕北辙。所以必须珍惜这样的机遇期而且不能错用,唯有注重效率,利用这个机遇期,才能真正

使下一阶段资本市场发展建立在一个坚实的基础上,才能使中国的资本市场在相当长的机遇期内有相当的可持续发展,才能保持市场的吸引力,保持市场的竞争力。到底什么是“错用”,综合屠光绍的讲话精神,我以为,它可能表现在两个方面,一是认为现在是“圈钱的好机会”。市场好了,直接融资的功能当然要好好发挥。它既有利于利用当前充裕的流动性,将社会储蓄资金有效转化为长期投资,而且有利于为市场增加优质公司的股票供给,更有利于留住宝贵的上市资源。不过,如果把之视为“圈钱的好机会”,不注重投资人利益,不注重提高上市公司质量,又会走入过去的“怪圈”。二是认为现在是“做庄的好机会”,忽视以至放纵市场违法行为,这更是一种恶劣的“错用机遇”,市场曾为此付出过代价。修订后的《证券法》,《公司法》的正式实施,强化对大股东和管理层的行为监督,强化对机构投资者和中介机构行为的监管,内幕交易,市场操纵以及其

他损害中小投资者合法权益的行为,将得到有效的遏制和打击。把现在的“极好的时机”视为“做庄的好机会”,不但是“不识时务”,到头来很可能是“自投法网”。屠光绍说,各市场主体应该珍惜当前的市场机遇,建设好有利的市场环境,要对市场有一个清醒的判断,“不要错用机遇”,真可谓用心良苦。话语平白,寓意深邃。总之,不能错用机遇,屠光绍认为在发展资本市场有利环境下,不应只注重数量,还应更注重质量;不仅只注重规模,还应注重结构;不能只看发展,还要看规范;不能只顾扩张,还应重视效率和竞争力。

将“好”放在“快”前,这是今年中央经济工作会议的一大亮点。在中国资本市场面临转折性变化,处于重要的发展机遇期时,如何在资本市场的发展上,也做到“好”在“快”前,需要我们在科学发展观的指导下,准确地利用发展机遇。从这个意义上说,屠光绍的“两个不要错”,给了我们诸多启迪。

公示制能遏制公款吃请吗

□ 云力

据昨天的《新京报》报道,武汉市从去年11月就开始进行规范公款接待的试点改革,今年10月12日,又在全市统一推行公款接待公示制度,要求公款用餐中涉及到的费用,必须在单位内部公开,成为规范党政机关公务接待的先行者。

公开是最好的监督。在芬兰,曾有中央银行行长级别的高官,在公务接待中一不小心上了一道鹅肝,传媒上网查阅菜单后曝了光,行长为了这道鹅肝而下台。对比之下不难看出,武汉推行的公示制度,尽管是“先行者”,但仅限于内部公开,并不对外公开,这本身就在效果上打了折扣。因为内部公开是自己监督自己,分寸、尺度等等完全由自己掌握,有相当大的回旋余地。其监督的效果只能取决于有关部门自己的决心,公众依然无法参与监督。

这与芬兰的监督有很大不同。芬兰的公开是彻底对外公开,只要是公款请客,上至总理下至普通科员,一起吃饭的有些什么人,点了什么菜,花了多少钱,都要完完整整地在网上公开清单,公众随时可查,一览无余。而且,对于公款吃请,相关规定具体到了菜的种类,如果官员不小心吃了他不该吃的,很容易被公众查出来,遭到质疑和批评,并可能因此葬送自己的政治前途。

实际上,莫说仅对内公示,即便对外公示,就目前环境而言,也很难对抑制公款吃请起到实质性效果。原因很简单,我国除了预算资金,还存在着大量的预算外、制度外资金,存在着为数庞大的“小金库”。据估算,当前整个政府财力中,预算内、预算外、制度外资金大约各占三分之一。倘若吃请用的是这部分资金,他们就可以轻松地躲过公示制度的限制。而在芬兰,政府的一切开支都要经过预算,得到议会批准,只要公款,就必须留下账目,在这种情况下推行公示制度,自然能取得良好效果。芬兰连续多年在全球廉洁排名中名列第一,就与此有关。

因此,公示制度要想取得实效,必须有一个重要前提,即政府开支必须统一纳入预算,否则,只要政府掌握着庞大的预算外、制度外资金,公款吃请就难以遏制,因为这部分资金游离于监督之外,其花销常常不留痕迹。近年来,我们在一些监督制度建设方面,过于追求形式上的创新,而在制度上下功夫不足,许多措施看起来形式主义色彩浓厚,难以取得实际效果。

当然,尽管如此,武汉市率先实行公示制度的积极作用仍然是值得肯定的,至少,他们作出了一种愿意接受监督的姿态,有了这种姿态,强化监督——将监督从自我监督向社会监督过渡,才有了可能性。随着预算制度的完善,公款吃请公示制度也将逐渐发挥出应有的作用。

房市,有多少警戒线已被突破

□ 予人

据报道,在北京二手房价格保持较快增长的情况下,租赁市场的价格却没有呈现出明显的增长趋势,从而导致了二手房的租售比(即售价与月租金之比)出现扩大的趋势,2006年北京的二手房租售比达到286:1,已经接近国际公认的警戒线。另一篇报道则指出,目前北京、上海、杭州等热点城市的租售比在300-500之间,已经超过国际公认的警戒线。

国际上一般用租售比来衡量物业的投资价值,房地产市场比较健康的租售比范围应在100-230之间,如果租售比低于200:1,表明该区域的房产投资价值被低估,投资潜力相对较大,房地产业后市看好。如果售价租金比超过300:1,意味着房产投资价值相对变小,房产泡沫已经显现,超出得过多,就意味着这些房屋的投资价值越少,而且,可能蕴含着巨大潜在风险。

除了租售比,我国房价收入比也远远超过了国际标准。目前国际上公认的“合理的住房价格”的“房价收入比”应该为3至6倍,世界银行专家的说法为4至6倍。但是,2006年第三季度最新统计分析显示,今年4地的“房价收入比”均达到10倍以上,深圳名列第一,房价相当于家庭可支配收入的15.76倍,其次是上海,为15.55倍,其次是北京,为



13.55倍,最后是广州12.67倍(《市场报》11月22日)。

这么多的指标接近或超过国际警戒线发出的警示信号是相同的,即快速上涨的房价不仅正在远离越来越多的人的购买能力,也在偏离健康发展的轨道而走入险境。应该认识到,我国房地产业的发展,并非单纯是由正常需求等市场因素推动的,其中包含了太多的投机因素和官商勾结等腐败因素。因而,必须用行政的力量进行干预,以便将非市场因素剥离。但是,由于问责缺失,一些地方政府和有关部门执行调控不力,调控政策的效果并不明显,北京、深圳等地的房价依然在快速上涨。

如果调控不能将非市场风险从房市中剥离,房价继续非理性上涨,就意味着,今后将有越来越多的国际警戒线被我们穿越,问题是,每一个警戒线都是一种预示风险的符号,我们能够幸运地逃过经济规律的惩罚吗?日本房价曾经有过和我们一样的辉煌,从1987年到1990年,其住宅用地价格年均上涨14.41%,而日本东京的地价等于整个美国的地价总和,但是,随着1990年的泡沫破灭,股市大跌,企业倒闭,经济陷于崩溃边缘。我们现在面临着巨大的人民币升值压力,这会加速泡沫的形成和破灭。这一教训值得我们借鉴。

央行12月8日发布的《2006年金融稳定报告》,首次以专栏形式对房价作出了预警。截至2005年末,我国16家银行个

人住房贷款余额为20258亿元,这是套在我国银行身上的一个巨大紧箍咒。高涨的房价同时也成为抑制人们其他消费意愿的最重要因素,现在,我国最终消费占GDP的比重和居民消费率均达历史最低水平。房地产市场已经绑架了我国经济。而且,为了买房,许多家庭几乎将养老的钱一并投入,在养老保障尚未建立的情况下,这将给社会稳定带来不确定性风险。

每一个国际警戒线被我们碰到或穿越,都是一个醒目的警示,当我们一声不响地穿越它们,当危险真的到来的时候,我们还能这样一声不响吗?我们可以忽略指标,但切不可忽略这些被证明有效的指标背后的危险性。

“黄金十年”大讨论(4)

全球视野 竞争共赢

□ 李海芳

自上世纪70年代末开始,中国经济开始了时间跨度为50年左右的黄金增长期,已经走过了年均9.4%的高速增长阶段。中国入世的前五年已经证明,中国的发展,已经在很大程度上依赖于参与全球化的经济循环中,与全世界分享经济增长的成果。在未来,我们将更加融入全球化的竞争,依存、合作、竞争、发展——在开放中改革。这也可以理解为我国未来“黄金十年”中将要展现的基本态势。

对一个国家来说,经济发展应该以发挥本国的比较优势为战略目标,因此未来十年的发展应是发挥我们比较优势的十年。中国的比较优势在于国内市场较大、竞争带来产业集群和行业竞争,技术不断创新、拥有足够的人才、能够吸引外来资金、政府高效实干。现在中

国的普通大众对于经由自己的努力来改善生活具有强烈的愿望,外国直接投资将继续大量涌入中国并带来新的资本、管理、技术和市场。所有这些,无疑将是中国在将来相当长时间内保持经济持续增长的非常有利的条件,也是中国能够无愧于“黄金十年”的有力保证。

不过,积以往改革开放的经验教训,值得我们重视的是,开放不仅仅是打开国门,更重要的是我们要走出去。中国人世5年来,其实也可以视为我国大规模实施“走出去”战略的5年。5年来,中国经济从“引进来”向“引进来”与“走出去”并举的战略演变,使我国改革开放进入了新的历史时期。“走出去”战略让更多的中国企业走向国门,在激烈的国际市场中逐步适应、不断发展、谋求共赢。但尽管我国在这方面已经有了很大的成绩,然而和世界发达国家相比,我国企业走出去的战略才刚

刚开始,以对外投资来计算的话,我们占全球直接对外投资的总量只有1.57%,这个数字和我们在贸易、在GDP上占全球的比重相比还太小,因此,我们要走的路还很长。

中国加入世界贸易组织让中国的经济体制经历了改革和创新,这种创新的初始压力是需要切实履行入世承诺,同时要和中国发展经济的内在改革要求结合起来。开放有高风险和大挑战,但更有历史跳跃,确保发展的唯一途径就是鼓励竞争和实现开放型经济。如果中国和其贸易伙伴都允许降低进入对方市场的贸易壁垒,可以预期各个经济体的生产将更加专业化,资源将实现更有效率的跨国界配置,中国经济朝气蓬勃的增长将成为其贸易伙伴经济增长的引擎。

全球视野,竞争共赢——我们有足够的自信心来面对未来的“黄金十年”。

重视全流通条件下的市场生态

□ 罗茂琳

未来十年,是中国社会经济将大发展、大改观的“黄金十年”,当然也是中国证券市场出现大发展、大改观的“黄金十年”,市场的方方面面无疑会出现全新的特征。全流通下虚拟财富与虚拟资本的全新市场结构、以及由此引发的市场参与者间复杂关系所构成的生态关系,可能是其中极为重要的一个方面。

从去年开始的股权分置改革带来的一个结果是,一个全流通的市场格局正在渐次形成,它必将对未来的中国股票市场产生深远的影响,并引发一系列市场生态关系的变化。只有把握住了这种变化,我们才有可能抓住未来“黄金十年”中不断出现的新的机遇。

在全流通的条件下,所有股票都具有了虚拟财富的特征,市场达到均衡状态的机会增大。在一个存在大量虚拟财富的均衡市

watch | 上证观察家

培育我国基准利率还需要做什么

在没有较大体制变动的情况下,即便我国建立了SHIBOR为基准利率的利率体系,也难以担当货币政策操作目标重任。因此,进一步推进我国存款利率的市场化改革,是中央银行把SHIBOR建成我国的货币政策操作目标取得成功的重要前提之一。

□ 彭兴韵

在我国金融市场日趋复杂的今天,市场对基准利率的呼声也日趋增强。近日,中国人民银行副行长吴晓灵最近表示,央行将不断完善货币市场制度,把SHIBOR培育成为我国的基准利率,为我国金融调控从数量型转向价格型调控创造条件。SHIBOR即上海银行间同业拆借利率。它类似于美国的联邦基金利率、伦敦同业拆借利率和香港同业拆借利率。

早在两年前,央行行长周小川就表示,中国的货币政策注重数量型调控,忽视了价格型调控,但事实往往证明,价格型调控的效果要好于数量型调控的效果。而国内学者早就对现行的以货币供应量为中介目标的货币政策框架的有效性表示了怀疑,主张实行新的货币政策框架,如实行通货膨胀目标制或者实行以利率为中介目标的货币政策框架。

在政策实践上,自2005年第四季度以来,虽然中国依然注重数量型的流动性调控,但央行在货币政策操作中也曾试图通过中央银行市场化的利率水平的变化来引导整体的利率总水平的变化。这集中体现在中央银行票据利率的变化上。2005年3月,央行在将超额准备金利率下调到0.99之后,我国货币市场利率曾出现大幅度下调,质押式回购和三个月期央行票据利率都曾非常接近超额准备金利率这一市场利率的底线。

在此背景下,央行曾经表示,过低的货币市场利率对我国金融机构带来了较大的风险。在央行发表这一表态之后,中央银行票据的发行力度逐渐加大,基础货币的增长率总体呈下降趋势。受此影响,央行票据利率逐渐上升,并相应地带动了我国同业拆借利率和银行间债券回购利率的上升。这一变化,在2006年3月份之后,受银行信贷出人意料地增长、广义货币M2在高位运行,狭义货币M1增幅明显回升的影响而得到了强化。

从理论上说,在我国缺乏基准利率工具和整个金融体系基准利率的情况下,由于中央银行拥有货币发行权并且是一个政府机构,因而它发行的央行票据几乎没有信用风险,期限非常短的央行票据可以部分地充当由财政部发行的短期国库那样的基准利率的功能,因而中央银行票据利率的变化,通过改变它与其它利率之间的期限升水与风险溢价水平,而导致其它利率水平,如货币市场利率、政府债券与企业债券、银行存贷款利率水平的变化。

央行在此期间有意识地提高了央行票据的利率。因此,市场上普遍认为,中央银行在探索实行美联储那样的以中央银行所能过于公开市场操作等市场机制加以调控的利率为中介目标的货币政策框架。然而,

市场利率和金融机构在运行中的实际利率表现却让中央银行很失望。在此期间,在央行票据利率大幅上升的情况下,我国的同业拆借利率、债券回购利率虽然有所上升,但它上升的幅度没有央行票据那样大,而信用风险更高的短期融资券利率上升幅度则更小。

商业银行贷款利率与央行票据利率走出了完全相反的趋势,金融机构贷款利率不跟随中央银行货币政策中介目标利率而单方面变化,正是中央银行探索新的货币政策框架所面临的困境。正因为金融机构发放贷款时的利率表现让中央银行感到失望了,所以中国人民银行才不得已已在4月底宣布提高贷款的基准利率这样行政性的货币政策操作。

在我国,要建立以利率为操作目标的货币政策框架还有另一个层次的尴尬,那就是目前的再贴现机制几乎没有发挥什么样的作用。在充裕的流动性面前,货币市场利率已经低于再贴现利率,商业银行的贴现利率也在很大程度上低于中央银行的再贴现利率。

当然,我国再贴现机制难发挥作用的另一个主要原因在于,巨额的外汇储备增长导致中央银行外汇占款的急剧增加。在此情况下,中央银行要增加再贴现的规模,又与收缩流动性的宏观政策要求相违背,因而再贴现也就无从发挥它在引导金融机构的贴现率和商业银行贷款利率方面的政策指向作用了。

在央行票据利率大幅上升的情况下,为什么金融机构的贷款利率却在总体上呈下降之势?一个重要原因在于,我国的存贷款利率管制为商业银行提供了巨大的利差空间。由于存款利率不能向上浮动,因此,即便央行票据利率上升了,但商业银行的资金成本却不能随之相应地上升,因而在其它条件不变时,即便贷款利率有所下降,商业银行仍然有可观的利差收益。由此而言,在没有较大体制变动的情况下,即便我国建立了SHIBOR为基准利率体系,但也难以担当货币政策操作目标重任。

同样地,我们可以想象,在现行存贷款利率体制不变的情况下,以紧缩性货币政策取向为例,如果央行通过货币政策手段将其视为基准利率的SHIBOR如它所期望的那样提高了,但同样也难以将其政策效应传导到贷款利率上。由是观之,进一步推进我国存款利率的市场化改革,是中央银行把SHIBOR建成我国的货币政策操作目标取得成功的重要前提之一。而面对外汇储备与基础货币供应之间的共生关系,加快改革我国现行的外汇储备管理体制,无疑也是中央银行建立价格型的货币调控机制的先决条件。(作者为中国社会科学院金融研究所副研究员,货币理论与货币政策研究室主任。)

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?它是否也潜藏激流与险滩?市场、投资者、社会方方面面做好准备了吗?尤其是市场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?国民财富构成又将怎样的格局?欢迎大举就“黄金十年”引发的话题,发表各自见解。投稿邮箱:zt@ssnews.com.cn