watch | 上证观察家

# 指数失真导致市场虚涨后果堪忧

□尹中立

上证综合指数的非理性上涨必然扭曲投资者的行为,坚持价值投资理念的人越来越少,而博傻的人越来越多,市场投机气氛日益高涨,这不利于市场的健康发展。由于指数的人为操纵,使指数期货市场的风险凸显出来,如果将来推出指数期货交易,后果不堪设想。

大蓝筹加大机构,是否意味着大搏杀时代的到来?如果市场开始大搏杀,那将会有怎样的后果?现在,对管理层、对市场组织者来讲,在喝彩之余,恐怕要从制度和规则上做些什么了。比如,指数中的权重问题,等等。从工行上市开始,人们似乎已感觉到了什么不妥。中国人寿上市前夕,上交所虽然采取了一些措施,但我觉得还远远不够。

对人寿上市的市场影响,上交所采取了调整综合指数的计算方法,人寿上市从第11天开始计入指数。此举的目的是为了减少新股上市对综合指数的干扰,使指数更具有可比性。上证综合指数是从2002年9月23日起,决定新股上市首日即计入指数的,这与当时的市场状况是直接相关的。在当时的熊市中,该计算方法可以从一定的程度上缓解指数的下跌速度。但目前的市场已经从熊市转变为牛市,这样的计算方法会导致指数虚涨,不利于市场的稳定。

但只是作上述修改是不够的,上证综合指数的权重计算需要作重大调整,否则,指数计算上的技术性瑕疵有可能导致中国股票市场严重的后果。因为,上证综合指数的权重是根据公司的总市值(总市值=总股本×价格)来确定的,该计算方法在工商银行股票上市之后显露了它的缺陷。

工行的总股本是3340亿股,其中A股总股本是2500亿股,但流通A股只有68亿股(其中还有一部分是战略投资者配售的股票,暂时不能流通)。尽管它的国家股在表面上未来是可以流通的,但根据国家政策规定,这些国有股实际上是不可能在市场上流通的。但我们在综合指数的计算上,工行的指数权重是按照总的A股股本计算的,按照1月5日的收盘价计算,工行A股的总市值为13000亿元,占上海股票总市值的20%,而该股票的实际流通A股只占上海流通A股的2%左右。不仅如此,工行是金融股的龙头,而目前金融股占上海股票市场的比重已经超过40%,也就是说,通过控制工行的这区区68亿股的股票就可以玩转整个股票市场,操纵上证综合指数成为十分简单可行的事情。工行事实上已经成为控制上证综合指数的最好的工具。

我们从工行自2006年10月27日上市以来的表现就可以清楚地验证上述结论。工行A+H股同步上市以来,创造了不少神话:在短短的两个月时间里,工行股价实现了翻番(按照2007年1月4日的最高价计算),这在全球大银行的上市历史上一定是罕见的。从股票的定价看,国际大银行的股票定价一般都在2倍市净率,市盈率在20倍左右,而工行目前股票的价格(按照1月5日收盘价5.45元计算)远远超出了合理的定价范围,其市净率超过了4倍、市盈率则超过40倍。2007年的第一个交易日,工商银行单只股票交易金额超过60亿元,同样创造了中国的股市之最。在工行的带领下,上证综合指数在两个月的时间里从1800点一直上涨到2800点,共上涨了1000点。

从工商银行创造的这些奇迹中,我们可以清楚地看出,工商银行股票的投机色彩太浓了。更值得关注的是,在工行的带领下,中国银行的股票紧随其后,连续三天达到涨停板;超级大盘股中国联通也不甘示弱,连续放出巨量,价格不断飙升。在这些超级大盘股不断上升的同时,指数也不断创出新高,但其他六成以上的股票却门前冷落,不涨反跌,市场称之为"二八现象"。

指数的非理性上涨必然扭曲投资者的行为,坚持价值投资理念的人越来越少,而博傻的人越来越多,市场投机气氛日益高涨,这不利于市场的健康发展。元旦后的第一个交易日上证综合指数上下振幅近10%,交易量超过1300亿元,远超过1997年香港金融大战的波动幅度。这是十分不正常的情况。

更值得注意的是,由于指数的人为操纵,使指数期货市场的风险凸显出来,在金融期货的模拟交易中,出现暴仓的情况司空见惯。在这样的市场背景下,如果将来推出指数期货交易,后果不堪设想。

从监管当局的态度看,本希望工行及中国银行等成为中国股市的蓝筹股,用这些大盘股来改变中国股票市场的过度投机气氛。按照老百姓的话来说,是希望它们成为中国股票市场的"定海神针"。但由于存在指数设计上的缺陷,它们却成了"操纵杠杆"。

因此,笔者强烈建议将指数的计算方法作合理的调整,这样就可以避免出现上述投机行为。

虽然,指数期货的标的是300指数而不是综合指数,300指数就是按照实际流通股的市值来计算权重的。因此,无须调整综合指数的计算方法。笔者不同意这样的看法。指数的意义在于给投资者提供一个价格参照系,它的权威性来自市场的习惯。毫无疑问,在中国的股票市场中,上证综合指数是最权威的,300指数无法替代它,就像"元旦"替代不了"春节"一样。有人专门做过计算,结果是300指数与上证综合指数的相关系数超过0.95,可见,即使未来的指数期货的标的是300指数,但上证综合指数同样可以直接影响指数期货的价格,通过操纵工行的股价就可以操纵指数期货的走势。

从这个角度分析,按照总股本为权数计算的上证综指已显露其明显的不足之处,这一具有代表中国股市风向标的综合指数虚涨,股指失真不仅会导致市场的误判,而且还会引发人们对中国股市非理性上涨的担忧。这样的话,股指非理性上涨是不利于市场健康发展的。

当然,问题的另一个方面是,在认识到股指严重失真的情况下,如何避免通过操纵大盘股来操纵指数,却是一个值得我们思考的问题。

(作者为中国社科院金融研究所经济学博士)

voice | 上证名记者

## "满仓踏空"与聪明多头

□乐嘉春

2006年中国证券市场的繁荣与辉煌,让人印象非常深刻。上证指数劲升了约130%,并突破了历史高点。但是,在这繁荣的市场现象背后,仍有不少投资者感叹一年来的投资收益偏低,即便是满仓持有股票,但收益率还是远远落后于大盘的上涨幅度。"满仓踏空"也成了日前人们经常谈论的一个话题。

我们比较熟悉"空仓踏空"。也就是说,投资者由于种种理由不看好股市前景或想等待市场调整留出套利空间而抛空股票,当股指上升时,投资者自然会面临踏空的风险。在这一轮股市上升行情中,也存在着"空仓踏空"的现象。原因在于,许多投资者尤其是散户投资者的投资理念仍拘泥于老一套的投资框框,使得他们对市场趋势看走了眼。在一定程度上这也反映了他们的投资理念与当前市场的主流投资理念之间的相互冲突,固有的投资理念和盈利模式已远远落后于市场发展。

那么,为什么会出现"满仓踏空"的市场现象呢?其实,这也是部分投资者的投资理念与市场主导的投资理念相互冲突的一种反映。也许,人们都有一种强烈的心理依赖性与暗示性,导致原有的投资理念很难改变。例如,以往的证券市场对重组题材和小盘股的投资偏好要甚于大盘绩优蓝筹股,而且这种盈利模式在过去也一直非常管用。

但是,目前的证券市场环境已发生深刻变化,这一市场已发展成为机构投资者主导的市场,尤其是随着工行和中行等大盘蓝筹股陆续进入A股市场,市场结构和投资交易者结构也发生了深刻变化,使得A股市场进入了以机构投资者主导的大盘蓝筹股时代。在这种市场背景下,大盘股具有绩优和吸纳流动性等特征,使得大盘蓝筹股成为机构投资者进行资产配置和股票交易的主要对象。由此,A股市场掀起了新一轮由大盘蓝筹股推升股指的强劲上升行情。

当A股市场的投资理念和盈利模式已发生重大变化时,部分投资者的投资理念却没有及时跟上市场的变化节奏,仍然固执地继续持有非大盘蓝筹股。这样的话,他们即便满仓持有股票,但他们持有的股票价格上涨幅度却相当有限甚至还在下跌,由此导致了这部分投资者依然无法分享这轮由大盘蓝筹股主导的上升行情的成果。这就出现了"满仓踏空"的现象。

当然,投资者要想分享股指上涨的成果,避免"满仓踏空"的市场风险,首要的问题是要及时改变自己和适应市场变化,让自己的投资理念与盈利模式跟上市场的发展节奏或与其合拍。而且,还要有一个清醒的认识,"死多头"并不能保你肯定赚钱,做一个顺应市场趋势的聪明"多头"才是战胜市场的关键。

## 医疗欺诈源于监管不作为

刘道伟 制图

□王杰

据新华社报道,31岁的未婚女士王洪艳到上海协和医院(民营)去做检查,结果被医生诊断为"不孕症",入院不到24小时花去医药费近4万元。一周后,王洪艳拿到另一家医院做的妇科检查报告时,发现自己没有大病。其妹妹王洪波在上海协和医院经历了同样的遭遇,姐妹俩一共花去了近8万元。妹妹在上海多家妇科权威医院重新检查,其结果均为"无妇科疾病"。

从报道来看,上海协和医院可能涉嫌医疗欺诈。最高人民法院《关于贯彻执行中华人民共和国民法通则若干问题的意见(试行)》第68条规定:"一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人做出错误意思表示的可以认定为欺诈行为"。

医疗欺诈极为恶劣,因为它给患者带来了双重痛苦,一种是经济上的,一种是身体上的。医疗欺诈行为近年来不断出现,已成为继大红包、回扣、大药方、高价药之后的另一严重损害患者利益的形式。如果说医疗费用高涨与财政投入不足有关,有关部门尚有推卸责任理由的话,那么,医疗欺诈行为则充分暴露出有关部门在监管方面的不作为。

违法违规者首先要考虑的一个问题是成本与收益的对比,当卫生监管部门认真负责,违法违规行为极易被查处的情况下,医疗机构所承担的成本就高,而收益相对减小,医疗机构违法违规的冲动就会变弱,它们会迫于压力自觉遵守相应法规、尊重患者。反之,医疗机构则可能穿越法律法规的限制,通过各种方式从患者身上牟取暴利。

纵观最近几年,医疗费用一直居高不下,大红包等现象屡禁不止,卫生监管部门始终未能拿出解决方案,而是不断玩弄一些新概念。比如,去年卫生主管部门曾提出建立平价医院,但鉴于可操作性太差,很快便不再提及此事。公众需要的是卫生部门做实事,以积极的作为和具体的实际行动,将医疗领域存在的问题一一化解,但是,监管部门缺少的恰恰是这一点。

不仅如此,监管部门还在一些原则性问题上拉低底线。去年8月9日,北京市卫生局治理商业贿赂办公室相关负责人竟然称,收送"红包"与商业贿赂是不同性质的问题。

面对医疗领域存在的这一系列问题,卫生监管部门有必要认真反省自身行为,加大监管力度,以实际行动解决医疗领域困扰民众已久的诸多问题。

## 囤积居奇钻了有法不依的空子

□叶蔚

继去年大力处置闲置土地之后,今年新年伊始,广州市又依法收回了49宗、66公顷闲置土地。据悉,这些闲置地块大多为上世纪90年代用地,最早为1993年获得用地批文。也就是说,有些土地闲置的时间可能超过了10年。

囤积居奇钻了有法不依的空子,是有关部门不作为的必然结果。1994年7月公布的《城市房地产管理法》和1999年4月国土资源部颁布的《闲置土地处置办法》规定,以出让方式取得土地使用权进行房地产开发的,满两年未动工开发的,可以无偿收回土地使用权。但是,一些地方政府对此视而不见。

由于开发商囤积居奇推动房价上涨的做法与地方政府在利益上一致,地方政府听任土地闲置也属顺理成章,但由此造成的土地浪费和人为加大的经济调控难度却难以估量。

要想解决囤积土地现象,必须建立起严厉的问责机制,以将地方政府从与开发商的共同利益链条中剥离出来。

## 扩大内需关键要提高居民工资收入

□邓聿文

国家发改委主任马凯表示,扩大内需是今年宏观调控的突出任务。为此,国家将促进城乡居民收入进一步增加,合理调整并严格执行最低工资制度,着力提高低收入者收入水平和消费能力。

从1998年以来,每年宏观调控的主题都是扩大内需,但是,内需却年年启而不动。内需不振不在于投资,而在于消费。资料显示,近几年,我国消费对GDP增长的贡献份额连续大幅下降,从2000年的73%降至2003年的37%。2004年后虽略有上升,仍远远低于投资的水平。目前,我国投资率比发达国家平均水平高近20个百分点,消费率却低近20个百分点,投资与消费的增长极不和谐。消费率的偏低以及由消费所决定的内需的不足,有其特殊的原因。

某种程度上,中国目前面临与以前发达国家经历的发展阶段完全不一样的情况:还没有完成工业化就进入信息化,还没有完成市场化就进入国际化。中国的人口问题也是发达国家所没有的,因此,在迅速的工业化、城镇化、信息化的过程中,造成诸多不合理的问题,包括搞大规模建设,因而,投资要远远大于以往的发达国家是肯定的。就此而言,消费率偏低有其客观必然性。

但是,仅此还不足以解释中国消费水平长期偏低的问题。消费增长之所以很慢,与以下三个因素密切相关。

首先,与人们的工资收入不高,特别是工资增长太慢有关。收入决定消费,有什么样的收入水平就有什么样的消费水平。我国工资收入占整个GDP的比重在不断下降,大概在10%多一点,尤其是农民工工资十几年没变。而世界平均水平和发达国家工资收入占的比重则高得多。另外,工资占企业成本比重更低,我们是20%,美国等发达国家是50%-60%。在国民收入的分配中,劳动力价值会处于不利的地位,而剩余价值会占有更大的份额。这样的分配格局,一方面会刺激投资更快增长,同时也会导致消费在GDP中的份额下降。

其次,内需不振还与政府在公共产品和服务上的供给短缺和资源性产品涨价有关。制约消费的不单是收入,还有失业、住房、养老、医疗、教育、保险等,如果人们在这些方面的预期消费支出增加,即使家庭总收入增加了,也不愿增加即期消费。但恰恰是在上述诸方面,老百姓的预期比较差。前些年,政府光想到要扩大内需,把老百姓的钱掏出来,于是在教育、医疗、住房等改革上出招,并美其名曰"市场化"。按理,政府一只手伸向老百姓口袋的同时,另一只手要为老百姓建设遮风蔽雨的社会保障,两手都要硬才行。但我们的问题却是政府该给老百姓做的事没有做好,公共产品和服务严重短缺,以致老百姓不得不自己掏钱来购买本应由政府提供的公共产品和服务。另一方面,这些年来公共产品特别是由垄断企业提供的资源性产品不断涨价,也大大压缩了人们的即期消费支出。

再次,消费不足也与国民收入的分配向财政倾斜以及政府支出增长过快有关。近10年来,财政收入每年增速都在20%以上,2006年,全国税收收入完成37636亿元(不含关税、契税和耕地占用税),比上年增收6770亿元,增长了21.9%。在一定时期国民收入恒定的情况下,财政收入增长过快,居民收入增速就相应放慢,事实上,近15年来,我国城乡居民收入增长基本落后于财政收入增长,差距约达10个百分点。

国家财政的最终目的还是用于经济建设与社会发展。但从财政支出的结构来看,增长最快的是政府行政事业费这一块。最近10年来,随着市场化改革的推进,经济建设支出的增长减缓,占财政支出的比重下降,社会文教卫生支出比重基本未变,而行政管理费支出增长最快,所占比例大大提高,从原来的13%左右提高到目前的19%多。为保证政府更好地服务于社会和公民,政府行政管理费适当增长是应该的,但既然是纳税人的钱,税收就更应取之于民用之于民,真正用到社会事业上,多花一些钱解决像基础教育、基本医疗以及社会保障这样的问题。

当然,上述制约内需扩大的因素是互相影响着的。因此,要振兴消费,扩大内需,主要途径是扩大就业,提高人民可支配的工资收入。在此基础上,使国民收入的分配向老百姓倾斜,减缓国家财政的增长速度和资源性产品的涨幅,并使财政支出优先满足于老百姓的需要,增强国家提供公共产品和服务的能力,使老百姓能够享受到改革发展的成果。

## 百姓承受能力是否已被高估

□时寒冰

最近两年,对民生问题的关注度正在提高,但是,我们对民生问题依然缺乏一个系统而实际的认识,这在一定程度上冲淡了解决问题的紧迫性。

我们处在一个涨声四起的时段。水、电、天然气、油、煤等在上涨,房价在上涨,医疗费用、教育费用,甚至连粮、油等都在上涨。与此同时,税收也在快速增长。近10年来,我国GDP增速平均大约为9%左右,而税收年均增速则高达近20%,几乎为GDP增长的一倍多。而且,现在税收快速增长的冲动依然十分强烈。

这意味着,民生问题正在面临着几个方面的挤压:其一,公共产品和公共福利的滞后。其二,社会保障机制的残缺。其三,资源性价格的持续上涨。其四,税收的快速增长。其五,民众工资收入的缓慢。所有的这一切,都在不断蚕食着民众的承受能力,使其变得日益脆弱。

对于某种具体价格的上涨,曾有几位部委负责人公开表示,涨幅在百姓可承受范围之内。问题是,我们对老百姓的真实承受能力究竟了解多少?教育部原副部长张保庆曾经坦言:"我和我夫人两个人的工资加在一起,也只供得起一个孩子上大学。"遑论普通百姓?孤立地看待某种价格的上涨,其所带来的压力或许在老百姓的承受能力之内,但是,当所有的压力集中在一起呢?我们现在缺少的恰是观察老百姓实际承受能力这一至关重要的指标。

一些垄断产品价格在上涨时,有关部门打出了与国际接轨的旗号。问题是,我们缺少一个重要前提——我们的收入和公共福利尚未与国际接轨。我国工资占GDP的比例,从1989年的16%下降到2003年的12%,而美国工资占GDP的比例则在50%以上,美国民众的消费能力能够成为世界经济的引擎,正是其国民收入高和公共福利、社会保障机制健全的结果。如果忽略这一重要前提,把对拉动内需的期望,更多的寄托在空泛的鼓励和引导方面,只能是徒劳的。

在改革开放以前,中国虽然是一个低工资国家,但初步建立起来的社会保障机制和相对公平的福利分配机制,大大消除了人们的后顾之忧。改革以后,医疗、住房、教育等等相继走向市场化,相关成本被转嫁到公众身上,而民众收入的市场化步伐却相对滞后,比如,在制造业,中国的劳动力价格甚至比20世纪90年代才开始快速增长的印度还要低10%。这就是老百姓生活虽然明显改善,而压力反而增大的根本原因之一。

去年9月,中国青年报社会调查中心与网站联合开展的一项调查显示,53.3%的人表示目前生活用品的价格"偏高,但仍可承受",39.7%的人则表示已经难以承受。一些经济学家在解读这一数据的时候,认为是生活用品与人们关系十分密切的缘故,笔者则认为这是价格上涨与民众收入增长快速背离的结果。另一个数据或许更能说明这一点:我国最终消费占GDP的比重和居民消费率,均跌至历史最低水平。

我国曾经设想的民生路径是,先发展经济,等有了足够的资金再去解决民生问题。但是,长期对民生问题的忽略,却在一定程度上导致了资金的浪费和低效率,使民生问题的解决不断向后拖延。有全国政协委员指出,1978年到2003年的25年间,我国政府行政成本增长了整整87倍。如果将民生问题放在更重要一点的位置,行政成本快速增长的冲动或许会受到遏制。

民生问题即发展问题。日本经济从50年代进入快速增长时期,其工资的成长速度比美国快70%,到1980年就已经与美国持平。高工资提高了国民的消费能力和国民的敬业精神,为其经济发展注入了强劲而持久的活力,使日本成为世界经济强国,这说明,国强民富乃是相伴而生,国强必须有民富作为基础。

因而,在现阶段,我们应该重新审视我们对民生问题的定位,首先应该对老百姓的承受能力作出综合评估,正视民生问题的紧迫性,以务实的态度加速民生问题的解决。