

# 中国需要的是一轮长期健康牛市

□主持人: 邹民生 乐嘉春

## ■人物志



韩志国 著名经济学家

## 市场走势的三重评价

**主持人:**我们今天来谈谈中国内地的股市问题。因为今年开市以来,股市宽幅震荡让投资人特别是新入市者有些愕然:中国股市到底是投机市还是投资市场?牛市之说是否成立?如果成立的话,是长牛?还是短牛?或者是疯牛?从更大的角度讲,中国需要的是一轮怎样的牛市?你对股市有多年研究,我们就来谈谈这些至少有7800万股市中人关心的话题。

**韩志国:**先讲一个观点,牛市化解解矛盾,熊市激化矛盾;牛市有正财效应,熊市有负财效应。对任何一个股市来说,牛市都是投资者期待的、理想的运行方式和有益的市场状态,是股票市场发挥正面作用与积极效应的适宜环境。特别是在中国股市还没有推出股指期货的状态下,牛市几乎就是投资者赢利的唯一机会。然而,在中国股市经历了去年的大牛市之后,各方对股市现状及其运行趋势的判断开始发生了微妙变化。在我看来,中国股市的牛市进程才刚刚开始,不但中国股市与股民需要牛市,而且整个中国经济更需要牛市。没有一个长期的牛市过程,中国股市将很难真正完成股权分置改革这一具有划时代意义的历史使命,中国经济也很难形成新的、市场化的资源配置机制,同时中国的改革也将很难最终实现从旧体制向新机制的跨越。

**主持人:**你对本轮牛市期望很高啊。那么,对其走势又怎样评价呢?

**韩志国:**我认为,这一轮牛市,是中国内地新的股市建立以来最有意义的牛市。我给出的评价有三重。一,这是一轮健康的牛市。这一

轮的牛市,与人民币升值的步伐同时起步也同步发展,伴随着股权分置改革的整个过程。所以说它健康,是因为整个牛市的发展过程经历了中国股市成立以来最为深刻的价值发现和价值重估过程。

虽然在市场的运行和发展中,也有过少数股票的大起大落,整个市场也经历了齐涨齐跌的过程,但在牛市的发展过程中,价值发现和价值重估成为市场的主流,蓝筹股已经成为市场上趋之若鹜的热点和焦点,市场上的资金流向、流量和流程正在发生有利于资源配置机制形成和作用的方向转变。

虽然在整个市场上庄股现象还没有完全杜绝,虽然在去年年末大盘出现了局部上涨过快的局面,但总体上来说,这一轮的牛市是中国股市成立以来最健康也是最值得肯定的牛市。健康——这是中国股市一年多来的发展主流,必须予以明确认识和充分肯定。

二,这是一轮深刻的牛市。与以往的牛市中刻意制造和挖掘题材有着本质的不同,这一轮牛市的形成与发展过程都与整个国民经济的成长息息相关,是中国股市成立以来与国民经济的整体走势和宏观经济政策联结得最为紧密的牛市。

股市运行与人民币升值的趋势相互推动,使得中国股市第一次与国家的汇率政策和货币政策建立了密切的和有机的联系;股市成长开始真正分享国家改革与发展的丰硕成果,股市的“晴雨表”功能开始得到逐步体现和提升;股市发展既为股权分置改革创造了良好的市场氛围,又不断地消化了股权分置改革所增加的巨大市场增量,并且反过来成为了市场稳定和市场发展的巨大促进力量。

特别是,伴随着牛市的发展,市场对大盘股的承接能力也在逐步增强,使得中国银行和中国工商银行等超级大盘金融股能够在中国人世过渡期结束前就在市场上发行上市,从而极大地增强了中国银行业迎接国际资本挑战、提高自身市场化水平的能力和实力,也为整个国家市场化进程的加快推进提供了更为适宜的土壤和环境。

三,这是一轮持久的牛市。这一轮牛市,不是一个简单的炒作过程,而将是伴随中国经济长期高速发展的持久牛市。这一轮牛市将刷新中国股市以往记录,成为中国股市在新千年中持续时间最长、发展程度最深、影响最为深远的超级大牛市。

这轮牛市对中国体制的全面影响,对中国资源配置机制的形成,对整个社会财富的累积和增加,都会远远超过以往的所有牛市,并

会以辉煌的记录载入中国股市与中国改革的史册。

## 市场发展的三重空间

**主持人:**对股市存在的问题,你以往关注得比较多,看法可没这么乐观啊。为什么会有如此大的转变呢?换句话说,你之所以会有这样的判断,肯定与你对市场发展的空间有新的认识有关。那么,本轮牛市将会有怎样的表现呢?

**韩志国:**从本质上说,这一轮的牛市反映的是中国经济的三大现象。一是货币现象。货币现象是中国股市由熊转牛的基本原因,也是中国股市牛市进一步深化的主要动力。人民币升值是中国综合国力全面提升的综合体现,这种升值对中国股市的最直接和最重要的传导效应,就是中国股市中以人民币计价的资产的全面重估和整体升值。由于人民币升值将是一个长期的趋势,因而股市的走牛也将是一个漫长的过程。这是中国股市的牛市趋势能够得以长期延续的一个基本原因和重要保证。

二是制度现象。股权分置改革给中国股市带来的巨大制度变迁必然会在市场运行中反映出来。全流通的市场自发地形成了对行政命令的抗拒机制,使得中国股市开始驶入市场化运行的快车道;全流通的市场使得股权激励机制变得现实而有意义,企业家市场的形成和作用将使上市公司具有更深刻的成长内涵和创新空间;全流通的市场使得各类股东有了共同的利益基础和交流语言,上市公司也将因此而获得更优质的现实资产和更广阔的发展空间,使得上市公司和整个市场的品质与素质得到全面的提升。

三是增长现象。中国经济的长期高速增长为世界罕有,但在股权分置的状态下,股市却走出了与国民经济长期背离的大熊市。股权分置改革恢复了股市的本来面貌和内在要求,为市场注入巨大的活力和动力,使得股市的运行能够与国民经济的整体趋势息息相关。

上述三个方面因素的交织作用与叠加效应,不仅是中国股市由熊转牛的主要原因,也将是中国股市进一步走向更大牛市的现实源泉。与牛市形成的三大现象相对应,中国股市在演进中也会从三个方面逐步拓展自己的发展空间。

一是因人民币升值而打开的市场空间。在我看来,人民币升值至少还会延续2-3年的过程,其升值幅度至少还会有15%的空间。按照国际市场上本币升值与股市的联动关系,那么在中国股市上,人民币升值将使中国股市进入长期的上涨轨道,股市攀

升也会达到一个可观的幅度。

二是股权分置改革而拓展的制度空间。在未来的市场发展中,股权激励机制的作用和整体上市效应将会是中国股市继续其牛市轨迹的主要动力源泉。由于上市公司股权激励采取了市价激励的方式,这就为股价的向上发展提供了基本的依托;由于非流通股向流通股的转变使得大股东与中小股东有了共同的利益指向,因而大股东就有动力也有能力把最优质的资产向上市公司注入,从而形成公司股价与经营业绩的良性互动和正向循环,进而使得上市公司和整个市场的制度空间与发展空间都得到极大的拓展。

三是中国经济高速增长而带来的增长空间。2006年以来,中国股市的最大变化,是市场运行与国家的汇率走势、货币政策和发展趋向真正建立起了内在的和有机的联系,使得中国股市的投资者开始真正分享国家改革与发展的丰硕成果。中国经济的高速增长将给上市公司提供大显身手的广阔舞台,再加上上市公司所得税税率的大幅降低,这将使中国股市上市公司有条件对投资者提供更丰厚的回报,并且会使市场对投资者的吸引力与凝聚力得到进一步增强。

## 市场运行的三重警示

**主持人:**你的“三重空间”说有意思。相信市场对此会以走势来检验。但在如此乐观的同时,我们也看到市场的巨幅震荡,以及投资者的疑虑。应该讲,这个市场还是很年轻的,现在尽管基金扩张得厉害,机构投资者数量在迅速增加,但从机构投资者出入情况看,很多方面还不成熟。对管理层来说,未来监管方面有哪些难处?

**韩志国:**如果说,中国股市的长期牛市会给投资者提供获得收益的巨大机会的话,那么要把投资机会转化成投资收益,还需要对市场有更为深刻的把握和更加长远的眼光。从市场运行的角度来看,牛市发展初期的齐涨齐跌局面将逐步结束,市场运行与市场监管都将面临着更为复杂也更容易把握的新的阶段。

我认为,未来市场走势有三重警示需要提及。一是市场的波动幅度与波动频率都将进一步加大,这就意味着选股难度的增加和投资风险的放大。二是市场的“二八现象”会进一步加剧,对于那些业绩不佳而得不到机构关注,同时非流通股转换而来的流通股又面临集中上市的个股来说,其价值中枢的下移空间很可能会高于上涨空间。三是板块效应会逐步递减,题材效应会成为主流。2007

年,人民币升值的题材、股权激励的题材和整体上市的题材将会在市场上产生广泛而持续的扩散效应,成为新一年中国股市的发展主流。

与此同时,市场运行也存在三重警示。在我看来,这一轮牛市的结束,将会是中国经济发展的内外环境出现转折性变化的时刻。这种变化将主要体现在三个方面:一是对外贸易出现逆差从而导致人民币升值的步伐大大放缓甚至停止;二是中国经济增长中出现拐点,从高速增长转变为中速成长或低速成长;三是国际股市出现转折性暴跌,引发香港股市和H股出现连锁性反应从而给A股市场带来巨大的负面影响。这三个方面中任何一个方面的出现,都会是这一轮牛市的转折信号,在这些因素没有出现时,市场的牛市进程就会延续而不会反转。

面对新的、复杂的市场环境,管理层在监管方面也存在三重警示。

一是,牛市的形成和深化是中国建立和谐社会与和谐经济的重要的和基本的条件。一个与国民经济发展相背离、让投资者血流成河的市场既不应成为中国股市的常态,更不能成为中国股市的标志。这一轮牛市是中国股市的投资者在付出巨大代价和惨重牺牲后换来的,而股权分置改革的进程还远没有完成,如果牛市进程不能延续,那么股改就会半途而废,股民所付出的巨大代价就会付诸东流。

二是,买者自负原则是市场投资的基本原则,也是市场监管的基本准则。在这个市场上,出现一些过热、过头的现象不足为奇,不能以此为依据,对市场做出不正确、不适当的甚至不正常的反应,也不能让“政策市”或“政策市”的变种卷土重来,更不能把新股发行当作调控股市的筹码,对股市运行进行超经济的行政干预。必须看到,在全流通的市场上,市场本身会形成对过激行为与过头行为的矫正机制,管理层不应该也没有必要越俎代庖,去做本来就不可为实际上也不能为的事情。

三是,资源配置机制的形成和作用是中国股市的发展主题,也是政府与管理层在牛市中需要浓墨重彩地加以演绎的重大课题。在市场的运行与发展中,政府与管理层关注的焦点,不应该是股价指数的变化,而应该是市场机制的形成与作用。离开资源配置机制的建立这一主题和课题,市场监管就会出现扭曲和变形,曾经让整个市场付出重大代价的股权分置改革也会因此而失去其应有的光泽,市场也就很难不出现新的制度走偏与监管走偏。这是我们必须防止和警惕的现象,应当引起市场各方与政府的严重关注。

## ■看点

●中国股市的牛市进程才刚刚开始,不但中国股市与股民需要牛市,而且整个中国经济更需要牛市。没有一个长期的牛市过程,中国股市将很难真正完成股权分置改革这一具有划时代意义的历史使命,中国经济也很难形成新的、市场化的资源配置机制,同时中国的改革也将很难最终实现从旧体制向新机制的跨越。

●这是一轮健康的牛市。其整个发展过程经历了中国股市成立以来最为深刻的价值发现和价值重估;这是一轮深刻的牛市。这是中国股市成立以来,与国民经济整体走势和宏观经济政策联结得最为紧密的牛市;这是一轮持久的牛市。这一轮牛市将刷新中国股市以往记录,成为中国股市中持续时间最长、发展程度最深、影响最为深远的超级大牛市。

●中国股市会从三个方面逐步拓展自己的发展空间。一是因人民币升值而打开的市场空间。人民币升值将使中国股市进入长期的上涨轨道,股市攀升也会达到一个可观的幅度;二是因股权分置改革而拓展的制度空间;三是中国经济高速增长而带来的增长空间。加上上市公司所得税税率的大幅降低,这将使中国股市上市公司有条件对投资者提供更丰厚的回报。

●未来管理层在监管方面存在三重警示:一是如果牛市进程不能延续,那么股改就会半途而废,股民所付出的巨大代价就会付诸东流;二是不能让“政策市”或“政策市”的变种卷土重来,更不能对股市运行进行超经济的行政干预;三是离开资源配置机制的建立这一主题,市场监管就会出现扭曲和变形。应当引起市场各方与政府的严重关注。

## ■编余

对2007年的市场,看好的人不少。但在不到10个交易日中,指数的上蹿下跳、股市的宽幅震荡,让投资者心存疑虑:这个市场到底会怎样?特别是一些前期赚得盆满钵满的机构,尤其是那些有估值话语权影响力的机构,借调仓之际放出与前期不同的话来,让投资者如坠云里雾里。市场到底怎么了?值得一辨。

与韩志国先生的对话,就是在这样的背景下进行的。但我们要讨论的不仅是市场短期问题,而是影响市场长期发展的问题。明了这一点,投资者就不必为短期波动所左右。而对管理层来讲,在新的市场态势面前,如何完善市场规则、维护市场秩序,如何规范机构投资者的投资行为,包括在信息不完全对称和话语影响力不完全一致的情况下,如何规范机构的话语行为,将是一个很现实的问题。

在市场基本面发生重大变化的时候,我们还要关注宏观经济的可能走向。这从一个信息透明度不断增强的市场来讲,同样也是非常必要的。张曙光先生近日为我们撰写的文章,就是在一大批预测声中,发出的值得关注的声音。他对中国经济的可能走向,做了自己的评估。其言之冷静与独立,可供参考。

——亚夫

# 中国经济未来的可能走向与政策操作

□张曙光

目前,中国经济规模已经超过20万亿元,对世界经济的贡献率已超过了13%。在中国探索以新的方式寻求发展之际,其经济走向如何,是人们关注的焦点,也是国内外热议的中心。对此,做一点分析性推测,是有意义的。改革开放以来,特别是入世五年来,中国已深深卷入了世界经济一体化的潮流中。中国的贸易总额已超过1.7万亿美元,成为世界第三大贸易国,占全球贸易的12%左右。另据统计,到去年8月,中国累计批准的外商投资企业57.9万家,实际利用外资超过6596亿美元。中国与世界经济已息息相关。世界经济走势对中国会有很大影响。这是人们观察中国经济走势时必须认真考虑的问题。

有人说,目前的世界经济严重失衡,此说不虚。但更恰当的说法可能是,总体来看,目前的世界经济是均衡的,但这是一种严重失衡基础上的均衡,一种立于刀刃上的非常脆弱的均衡,这种均衡很容易遭到破坏。

因为,中国经济是失衡的,集中表现为贸易顺差的不断扩大和外汇储备的持续积累;美国经济也是失衡的,表现为经常项目逆差和财政赤字的大量

和快速增加。美国的逆差和赤字与中国和亚洲其他国家的盈余以及石油美元的流入大体相当,构成了世界经济均衡的脆弱基础。

尽管世界经济均衡的基础非常脆弱,但均衡的破坏对谁都没有好处,只是损失大小的分布不同而已。因此,世界各主要国家都不愿意看到均衡局面的破坏,彼此之间也在不断地沟通和合作,并在不同程度上进行政策调整,以继续维持这种脆弱的均衡。中国在经贸政策上进行的调整,就是这种努力的一部分。

然而,世界经济的这种局面并非自今日开始,它已经运行了很长一段时间。这种局面曾支持了近几年世界经济的快速增长,它在调整中的持续运行还会支持世界经济的进一步发展。不过,根据世界各大机构的预测,2007年全球经济增长明显趋缓,再加上国内的紧缩调整,2007年中国经济增长也会低于上年。这已基本成为共识。但对于将来会是怎样的结果,分歧就比较明显,甚至相当大。

去年底,中央经济工作会议强调又好又快,把今年经济增长目标定在了8%,这可能是最低的,而中国社会

科学院的预测则是10.1%,也许是最高的。因为消费的增长是相对稳定的,所预测的差异取决于贸易和投资的变化。这是有道理的。因为中国经济增长的主要动力仍然是投资和贸易。

从贸易来看,商务部预测将增长15%左右,看低的大有人在,有人认为,出口只能增长10%多一点。就像2006年年初一样,也有机构预测,出口增长率会降到15%,进口增长率会超过40%,贸易开始出现逆差。笔者当即提出异议,认为进出口的增长可能达到20-25%,顺差有可能达到1250亿美元。结果是大概在20%和27%左右,贸易顺差或达1750亿美元,对经济增长的贡献度或达30%左右。

随着世界经济增长趋缓,外部需求减少,国内政策和结构调整的实施,今年中国的贸易增长也会减慢,但仍然会超过15%,达到20%的可能性是比较大的。按此估计,贸易顺差将分别为1932-2016亿美元和1535-2414亿美元,其均值为1974亿美元。可见,贸易顺差的增长减缓,但绝对额仍大于上年,其对经济增长的贡献度将大大减小。

既然贸易顺差将达2000亿美元,

在汇率升值预期的情况下,资本账户的流入只会增加而不会减少。这样一来,2007年外汇储备的增加将不会少于3000亿美元,按升值后的汇率计算,被动增加的基础货币投放将会大大超过2万亿元,加上银行系统的货币创造,因而,国内经济运行中流动性过剩的现象还会继续。

这么多的资金和货币不是流向资本市场,就是投向实体经济。虽然2007年的股市将是一个牛市,也容纳不了这么多的资金,更何况资产价格的过快上涨非福非祸。所以,2007年的投资增长虽会趋缓,但也不会降到20%以下,有可能在接近25%的区间上运行。

以上是从投资资金的来源来考察的,如果从投资的收益来考察,投资的激励也是相当强劲的。2006年1-11月,全国工业利润同比增长30.7%,快于第二产业投资的增长(26.9%),说明投资的收益率是挺高的。在投资预期看好的情况下,投资增长的大幅度下降是不可能的。除非采取某些过激的紧缩措施。

如果再考虑到中国经济运行的体制特征,政府间的经济竞争和投资竞

争还会继续。在这种竞争中,率先和大幅削减投资者必然是竞争的失败者,而坚持和增加投资者则会赢得经济竞争的胜利,取得经济上的实惠。因为,这样做等于从全国的资源总量中,为本部门和本地区额外多争得了一部分。更何况“十七”后一批新官员上台,为了政绩也会烧上一把火。

由于消费的增长比较稳定,且短期内不会有太大的变化,目前这方面的政策和体制调整也不会立即见到成效,而随着贸易增长趋缓,其对经济增长的贡献减小,无论是扩大国内需求,还是保持稳定增长,投资的较快增长都是不可避免的选择,不可能减慢太多。否则,中国经济就会出现较大的波动。这是谁都不愿意看到的事情。

既然如此,今年的政策操作还是以稳健为好。好在,随着两税合一法案的通过,赤字规模的缩小,财政政策的预期效应是扩张性的,由于平衡汇率升值的某些紧缩影响;由于流动性过剩,货币政策需要紧一些,但是,切忌紧缩过度。如果能够这样,今年保持接近10%的经济增长,是完全有可能的。(作者系经济学教授,北京天则经济研究所所长。)