

watch|上证观察家

# 升息未必能将资金诱离资本市场

□华民

现在,泡沫化问题引起世人广泛关注,是有道理的。不仅股市如此,经济生活中其它方面也是如此。那么泡沫化的关键何在?有必要作一点梳理。

在一个封闭经济体系中,利率与股票价格是反向变动的。因为根据一物一价定理,投向货币市场的单位货币与投入资本市场的单位货币应该得到等比率的收入,否则就会发生套利性的资本流动,即货币会从低收益的市场流向高收益的市场,并通过这样的流动而使货币市场与资本市场的投资收益重新归于均等。如果这样的逻辑是成立的,那么只要利率上升了,套利资本就会从资本市场流出,从而导致股票价格的下降。由此可以得到的结论是:只要一国的中央银行决定升息,那么股票市场的价格就会下调。

但是,当我们放松封闭经济的假设,讨论一个开放经济下的市场时,我们就会发现,关于利率与股票价格反方向变化的定律就有可能不再成立。其原因就在于:在开放经济下,当一国的中央银行决定升息时,国际套利资金会流入,从而有可能产生资本流入与股票价格齐涨的局面,导致原有的封闭经济下的定理失效。

对此,我们可以具体分析如下:

首先,从封闭经济到开放经济的转型,需要我们导入国际资

在开放经济下,当一国的中央银行决定升息时,国际套利资金会流入,从而有可能产生资本流入与股票价格齐涨的局面。只要中国现有的结构(即贸易大国、金融小国与企业弱国的结构)不变,那么在这种结构下的经济增长就一定会导致资产价格的过度上涨而导致经济泡沫化。为了防止经济走向泡沫化,中国就需要进行彻底的结构改革。企业制度再造与金融深化是防止中国经济走向泡沫化的关键所在。

本流动和汇率这些新的变量和影响因素。导入这些新的变量和因素后,我们就会发现,一国资本市场中的股票价格不仅取决于本国的利率和现金流量(即通常所说的流动性),而且也取决于国际资本的流入与投资者对汇率的变动预期。虽然汇率变动与股价变动并没有直接的关系,但是,由汇率变化引起的国际资本流动方向的变化,最终会传递到资本市场而引起股票价格的变化,其传递机制可以用一个汇率变动的利率平价模型来加以说明。

据此模型,现在我们假设,本国的中央银行决定提高利率,就像今天中国这样,同时,又因为贸易巨额顺差而导致巨大的本币升值压力,从而在市场中引发了汇率变动的升值预期,结果国际资本流入,从而有可能产生资本流入与股票价格齐涨的局面,导致原有的封闭经济下的定理失效。

接下来需要讨论的问题是,大规模的外资流入会对本国股票市场的价格变动产生怎样的

影响呢?如前所述,假如没有外资流入,中央银行升息会诱导资金从资本市场流向货币市场,从而引起股票价格的下跌。但是,在有大量外资为了套利和套汇而大量流入的情况下,本国的资本流量就会增加,结果,本国利率的上升并不一定会导致资金从资本市场流出。

与此相反,随着资金供给总量的增加,除了外生的决定的贸易价格也不会出现下降的趋势;第二,假如本国存在通货收缩,那么流动性就会过剩,在这种情况下,即使本国名义利率上升了,但因为流动性过剩,资本市场的股票价格也不会出现下降的趋势;第三,在本国利率上调的同时如果还伴随着汇率升值的预期,那么因为大量国际资本的流入而造成的本国资金供给的增加而出现利率与股价同步上升的可能性;最后,如果一国的对外贸易依存度越高,从而贸易品所占的比重越高,那么本国的一般价格(贸易品价格与非贸易品价格的加权平均价格)水平就越低,从而进入商品市场流通所需的货币量也就越少,流动性也就越是充足,利率变动对股价变动影响也就越小。

进一步的分析可以发现,以下一些因素会强化利率和股票价格的正向关系:第一,假如本国存在通货收缩,那么因为实际利率为负,所以,即使名义利率上升了,也不会引发资金从资本市场向货币市场的流动;第二,假如本国存在通货收缩,那么流动性就会过剩,在这种情况下,即使本国名义利率上升了,但因为流动性过剩,资本市场的股票价格也不会出现下降的趋势;第三,在本国利率上调的同时如果还伴随着汇率升值的预期,那么因为大量国际资本的流入而造成的本国资金供给的增加而出现利率与股价同步上升的可能性;最后,如果一国的对外贸易依存度越高,从而贸易品所占的比重越高,那么本国的一般价格(贸易品价格与非贸易品价格的加权平均价格)水平就越低,从而进入商品市场流通所需的货币量也就越少,流动性也就越是充足,利率变动对股价变动影响也就越小。

但在开放经济中,情况就完全不同了,伴随着经济全球化而来的金融全球化使得资本在国际范围内自由流动,因此,开放经济国家的资金供给就不再仅仅取决于本国的货币供给,而且还取决于因国际资本流入而导

致的资金供给的增加,正因为资金供给的国民约束被打破了,利率与股票价格的正向变动的现象就产生了。

进一步的分析可以发现,以下一些因素会强化利率和股票价格的正向关系:第一,假如本国存在通货收缩,那么因为实际利率为负,所以,即使名义利率上升了,也不会引发资金从资本市场向货币市场的流动;第二,假如本国存在通货收缩,那么流动性就会过剩,在这种情况下,即使本国名义利率上升了,但因为流动性过剩,资本市场的股票价格也不会出现下降的趋势;第三,在本国利率上调的同时如果还伴随着汇率升值的预期,那么因为大量国际资本的流入而造成的本国资金供给的增加而出现利率与股价同步上升的可能性;最后,如果一国的对外贸易依存度越高,从而贸易品所占的比重越高,那么本国的一般价格(贸易品价格与非贸易品价格的加权平均价格)水平就越低,从而进入商品市场流通所需的货币量也就越少,流动性也就越是充足,利率变动对股价变动影响也就越小。

进一步的分析可以发现,以下一些因素会强化利率和股票价格的正向关系:第一,假如本国存在通货收缩,那么因为实际利率为负,所以,即使名义利率上升了,也不会引发资金从资本市场向货币市场的流动;第二,假如本国存在通货收缩,那么流动性就会过剩,在这种情况下,即使本国名义利率上升了,但因为流动性过剩,资本市场的股票价格也不会出现下降的趋势;第三,在本国利率上调的同时如果还伴随着汇率升值的预期,那么因为大量国际资本的流入而造成的本国资金供给的增加而出现利率与股价同步上升的可能性;最后,如果一国的对外贸易依存度越高,从而贸易品所占的比重越高,那么本国的一般价格(贸易品价格与非贸易品价格的加权平均价格)水平就越低,从而进入商品市场流通所需的货币量也就越少,流动性也就越是充足,利率变动对股价变动影响也就越小。

在这里,我们必须强调指出的是,以上有关股票价格变动的讨论仅限于金融层面,而与基本面无关。事实上,一个国家的股票价格的变动方向归根到底取决于经济基本面,即取决于上市公司的质量,以及它们的盈利能力。所以,我们以上所讨论的不是股票的定价原理,而仅仅是各种不同性质的金融资产价格的相关性,即利率与股票价格的相关性而已。

有了以上这些认识,我们就可以对中国股票价格的变化做出以下一些趋势性的分析。

第一,中国是个贸易大国、金融小国、企业弱国,这意味着中国的基本面较差,股价上涨在很大程度是由金融面因素来决定的,而不是由基本面的因素所决定的,因而具有十分明显的短期性质。

第二,正因为中国是个金融小国,所以在中国存在严重的金融压抑问题,由此导致的金融市场的表层化与金融体系中的政府过度干预,使得居民手持现金缺乏有利可图的投资机会,结果,只要政府支持房地产业发

展,那么居民就会去购买房子,或者像今天这样,当政府支持资本市场发展时,居民又会将资产投向股票市场,进而引起股票价格的暴涨。

第三,正因为中国是个贸易大国,并且在贸易结构中加工贸易占据主导地位,所以中国注定会是一个贸易顺差的国家,如果再考虑到中国企业弱小这样的事实,中国的经济增长还需要通过引进外商直接投资来加以推动,这样,中国的国际收支在经常项目和资本项目上同时出现顺差就不为怪了。

经常项目与资本项目的双顺差势必使人民币面临巨大的升值压力,当这种升值压力变成一种市场预期时,国际投机资金就会以各种方式流入中国来寻找获利的机会。考虑到手持现金会产生很高的持有成本,所以进入中国的国际投机资金一定会购买某种资产来锁定成本,从而导致中国资产价格的进一步上升。

基于以上三点分析,我们不难发现,只要中国现有的结构(即贸易大国、金融小国与企业弱国的结构)不变,那么在这种结构下的经济增长就一定会导致资产价格的过度上涨而导致经济泡沫化。中国就需要进行彻底的结构改革,就本文所讨论的问题来讲,企业制度再造与金融深化是防止中国经济走向泡沫化的关键所在。

(作者系复旦大学世界经济研究所所长)

## 医药分开最怕投入跟不上



刘道伟 制图

□陈军华

1月31日,卫生部副部长高强在2007年全国卫生工作会议上指出,要按照政事分开、管办分开、医药分开、营利性与非营利性分开的要求,深化医疗机构管理体制、运行机制、财政经费保障机制改革,纠正片面追求经济效益的倾向。

当医药分开被正式列入医改原则,就意味着,人们曾经争议的医药分开问题已经有了最明确的结论,即医药分开的推行只是时间问题了。从许多国家的经验来看,医药分开是降低医疗费用、提升医疗服务质量的一种行之有效的方式,但是,这种模式到中国来能否取得预期效果,会不会导致“枯生淮南则为桔,生于淮北则为枳”的结果,依然是个未知数。

理论上讲,医药分开会大幅降低医疗费用。众所周知,目前的医院主要是靠卖药来维持正常运转的,药品进入医院,表面上看,只是根据国家规定的标准加15%的利润,但由于隔着中间商,医院最终零售的药品价格是出厂价的几倍甚至几十倍,加之监管不力,医院和中间商从药品中获取了巨额暴利。如果实行医药分开,中间商15%的加价不复存在,医院也就没有了生存的土壤,药品价格将回落,从而使广大民众从中受益。

但是,事情远不是这么简单。在现行的运行机制下,由于财政投入不足,医院还能通过出售高价药获取的利润维持,当这个财源消失,用什么来弥补资金缺口?假如财政投入不能填补这个缺口,将导致比医药分开时更为严重的后果。一方面,医药价格下降的幅度有限,民众得到的实惠有限。另一方面,医院将大幅度提高检查、诊断、治疗等费用,从而使患者的负担变得更加沉重。

这种担忧并非凭空而来。去年10月,江苏省物价局推出了拟

调整的部分医疗服务项目价格表,对137项医疗服务价格上调。上涨幅度最大的一项是名为“免疫固定电泳”从20元升至360元,翻了18倍。有几项医疗服务费上调千元以上。医院给出的解释是:这是由公众承担全部成本的方式来完成。这种思维方式倘若成为医改定势,公众就很难从医药分开中真正得到实惠,甚至还可能成为医改的受害者。

事实上,世界发达国家医药分开之所以能够取得成功,就在于其有足够的财政投入作为基础,免除了医院的后顾之忧。而在我国,财政对医疗的投入严重不足。据卫生部公布的数据,1990年政府投入在卫生总费用中占24.09%,社会投入占37.95%,个人投入占37.6%,但是到1998年政府投入下降到15.6%,社会投入占26.6%,个人投入增加了20%,达到57.89%,到2003年,政府投入只有17%,社会投入26.9%,个人投入接近60%。如果财政投入跟不上,医药分开就必然导致医院成倍提高检查、诊断和治疗方面的费用。

除了财政投入问题,医药分开还必须防止医院与药房勾结。一些地方曾经搞过医药分开的试点,但基本上都以失败告终。比如,山东某医药的药房,先后被以赢利为目的的几个公司“托管”,这种医药分开导致的结果是药品价格更高了,因为药房要向医院缴纳一定的利润,还要确保自己的利润。因此,医药分开必须防止医院和药房相互勾结,联手鱼肉患者。

综上所述,要想使医药分开惠及民众,必须有财政投入和完善的监管来保障。

## 要理性看待和把握当前市场走势

□唐震斌

我国证券市场自去年以来出现了新一轮牛市行情,期间虽有调整波动,但总体保持了稳步走强的态势,很多股票已翻倍甚至数倍,市场人气非常旺盛,而且国内外投资者普遍看好后市,新增资金仍然在源源不断地流入股市,整个行业的乐观气氛似乎前所未有。

但我们也注意到,今年开市以来两市股指继续震荡走强,上证综指几次欲破3000点,同时盘中震荡明显加大,动辄100多点,市场交易量也急剧放大,近期一直维持在1000亿元以上,表明市场在历史高位附近多空分歧很大。在两市股指快速高企的时候,国内外对中国股市是否出现泡沫的争论又开始活跃起来,虽然尚未有较为明确的结论,但已引起各方面的高度关注。

近期,监管部门相继出台了一系列措施,如中国证

监会近日要求各证券公司立即开始对不合格资金账户进行全面清理,同时控制新基金的发行节奏和老基金的持续营销;中国银监会日前发布《关于进一步加强防范银行业金融机构与证券公司业务往来相关风险的通知》,严禁银行信贷资金被挪用进入股市;国资委要求国有企业必须高度防范炒股风险,并将建立一套对进入股市的国企资本进行监控的跟踪系统等,这些措施的话外音已十分清晰:警惕过热。

因此,我们在继续看好中国股市发展前景的同时,也要客观认识到短期内市场已积聚了不少制约因素,如累计涨幅较高,宏观调控压力增大,政府有意降温、上市公司面临业绩考验等。此时,我们要切实加强投资者的风险教育,尤其要强化部分抗风险能力较弱的中小投资者的风险意识。

实际上,支撑本轮行情的主要依据之一就是人民

币的中长期升值预期,从理论上讲,本币升值确实会引致该国股市上涨,但我们要清醒地认识到,出口在未来相当长的时期内仍将是推动我国经济增长的主要动力,而且我国缺乏完善的医疗、退休、失业等社保体系,就业压力很大。从此前泰国采取强硬措施抑制泰铢升值一事中可以看出,大多数亚洲国家不愿承受过大的本币升值压力。因此,我国政府在汇率问题上一直非常慎重,应该不会采取大幅升值的措施。一旦国际热钱达不到目的,就很可能快速撤离,对股市造成重大不利影响,我们必须提前做好防范准备。

我们要及时总结历史上的经验教训,居安思危,不为当前的行情所陶醉。客观地讲,虽然指数涨了很多,但我中国股市市场还有很多深层次问题和结构性问题尚未解决,与成熟市场相比还有很大差距,突出表现为上市公司的整体素质仍然不高,市场参与各

方都要保持清醒的头脑,继续扎扎实实地推进各项改革和发展工作,以促进市场健康发展。前事不忘,后事之师,我们要切记前几年股市持续下跌带来的深刻教训,不能好了伤疤忘了疼。

在当前市场总体环境明显改善的背景下,我们不但要加强投资者教育,更要抓住有利时机,继续推进制度改革和制度创新,切实提高市场效率,使广大投资者分享国民经济快速发展的成果。在此过程中,政府监管部门也要与时俱进,逐步转变传统的思维方式和监管模式,真正以公共管理者的身份依法监管好证券市场,努力消除监管政策和监管行为的随意性,使投资者对后市有一个比较稳定的预期,减轻市场震荡和交易成本,要加快与国际市场接轨的步伐,彻底摆脱政策市的怪圈,按照市场化原则推动我国证券市场不断走向成熟。

(作者为经济学博士、高级经济师)

## 房贷违约案上升是危险信号

□珑铭

《经济半小时》1月30日播出的节目《房产》,为我们披露了目前北京、上海等地房贷违约案快速上升的情况。2004年,上海的中资银行房贷的平均不良率只有千分之一左右,但到2006年9月末,上海中资银行个人房贷的不良率已经上升到了千分之八点六,也就是说,两年多的时间,上海房贷的不良率上升了7倍多。另外一个数据同样令人担忧。2006年下半年,上海个人住房贷款质量下滑趋势明显,连续三个月以上违约的个人房贷客户已经超过一万余人,个人住房贷款违约金额接近2亿元,房贷违约量一下子增加了五成。

房贷违约率上升,透露出来的一个最直接的信号是,居民已不堪承受高房价之重。需

要强调的是,这种现象并非个别。中央人民银行去年6月1日发布的报告显示,全国十大城市2005年10月末的平均债务率为38%,其中沪、京、津三市接近55%的银监会警戒线。许多人据此认为,一些买房者由于不够理性,盲目“放大”了自己的实际需求和承受力,最终成了“房奴”,导致违约率上升。

但是,这种说法只看到了问题的一面,而忽略了另外一面。由于这些年来我国房价处于上升通道中,房地产市场一片繁荣,使房贷成了一块诱人的蛋糕,许多银行通过各种方式分享房市中的利益,其中最常用的就是降低房贷门槛。比如,上海某银行推出了分期首付售楼模式,即把首付款也分期,“一套150万的房子只需第一次付10万就可签订预售合同,其余首付可在半年内

分期付清”。而农行上海分行启动的个人住房接力贷款业务,在校大学生也可参与贷款买房。

购房者和银行的双重不理性最终埋下了隐患。从世界范围来看,与其它贷款种类相比,住房按揭贷款的风险被公认是比较低的。即使在失业率很高、房产价格大跌的情况下,按揭贷款的坏账率和损失率也普遍较低。我国在房价持续快速上涨的过程中却出现了贷款违约金成倍上升的情况,这种情况尤其值得警惕。从报道中来看,违约者大都是购房自住的人而非投机者,这说明一些人对房价过高带来的按揭负担已经难以承受,倘若房价继续大幅上涨,违约率无疑将继续提高。

房贷违约率提高,首当其冲的受害者是银行。目前,银行发放的个人住房贷款中

90%以上是抵押贷款。而根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》,“对被执行入及其所扶养家属生活所必需的居住房屋,人民法院可以查封,但不得拍卖、变卖或者抵债”。这意味着,倘若违约者仅有一套住房且是“生活所必需的居住房屋”,银行行使抵押权就变得非常麻烦。

因而,房贷违约案快速增加同时在两个方面为我们敲响了警钟。一是对于超出大多数人购买能力的高房价必须坚决进行调控,促使房价理性回归,否则,所造成的将不仅仅是房贷违约率上升的问题,还容易危害社会和谐与稳定。二是必须促使银行认识到房贷的风险,加强对贷款人还款能力的认真核实,控制风险,防止违约率快速上升带来不良后果。

voice|上证名记者

## 罗杰斯与格林斯潘谁更懂中国股市?

□时寒冰

最近,先后有两位国际重量级人物对中国股市发表看法。一位是罗杰斯,他认为中国股市已处在“歇斯底里的状态”。由于罗杰斯对中国股市有过准确预言,他的言论在某种程度上被神化,沪深股市应声大跌又强化了这种力量。于是,一部分人将罗杰斯奉为能够洞悉中国股市走势的预言家,而另一部分人则视他为“国际黑嘴”乃至股市的“公敌”。

另一位是格林斯潘。一向喜欢“含糊其辞”的格林斯潘,破天荒地用最明确的语言阐述了他对中国股市的看法。他说,中国股市的如虹涨势应该顺其自然,政府不要过多干预,应该放手让市场按其自身轨道发展。格老的这个建议或包含着两层意思:其一,他不赞成中国股市存在严重泡沫的说法;其二,即使中国股市存在泡沫,他更倾向于依靠市场的调节而非行政的干预来化解泡沫。

那么,罗杰斯与格林斯潘谁更懂中国股市?谁的话更有利于中国股市健康发展?

对于罗杰斯,有一句很有意思的话不提。他在接受记者采访时说:“我现阶段不买入。像你说的,它们已经涨了很多,特别是过去几个月。我想等一一些事情发生,使股票下跌后再买入。”罗杰斯在等的“事情”是什么?我们不得而知,但他所谓的“事情”所造成的影响无疑是股票下跌,然后他趁低价买入。也正因为有此期许,使得罗杰斯对中国股市的泡沫论不再单纯。倘若根据格老的“顺其自然”论,罗杰斯所期待的“事情”就很难发生,这无异于拆罗杰斯的台。

实际上,罗杰斯并非大预言家,他之所以被神化是因为人们记住了他正确的预言,而忽略了他更多的错误的预言。不妨以中国股市为例,罗杰斯在2006年6月接受媒体采访时说:“我会买很多中国的股票,但是不会马上把钱都投进来,因为短期内不可能上涨60%那么多。”事实上,中国股市的表现远远超过了罗杰斯的估计,错误的判断使罗杰斯错过了在股市起涨时放手建仓的良机。身在局中,即便精明如罗杰斯者,也难以超越出来看问题。

由此联想到目前对中国股市是否存在泡沫的激烈争论。其实,市场是否存在泡沫永远只有市场自身最清楚,而人们只能根据所掌握的信息对泡沫存在与否,以及泡沫的大小程度进行判断,而人所掌握的信息是有限的,判断也未必正确,采取的调节措施也未必恰到好处,这正是格林斯潘这样超重量级人物始终坚持让市场去化解泡沫的原因。在这一理念主导下,在20世纪90年代末,格林斯潘拒绝通过提高利率来“刺破”美国股市的泡沫,而倾向于让泡沫自己破裂。事实证明,这次股灾所造成的不利影响在美国历史上几次著名的股市大跌中反而是最小的,格林斯潘的“不作为”最大限度地发挥了市场本身的调节力量,造就了一次经济奇迹。

罗杰斯与格林斯潘对中国股市的判断,是基于两个完全不同的角度。罗杰斯作为一个投资者,从实用主义角度出发,其最终目的是使投资获得更丰厚的利润,股市发展是否健康不在他的关注范围。而格林斯潘作为一个经济调音师,他从宏观的角度来看待中国股市,建议让市场发挥自我调节与修正的功能。这一点,正是有着“政策市”之称的中国股市所缺少的,因而也是现在最需要的。股权分置改革为中国股市的健康发展奠定了基础,而能否走出“政策市”,则是判断中国股市是否发展到成熟阶段的一个重要标准。

从中国股市的历史教训看,“政策市”所蕴含的风险往往比市场本身的不确定性更难把握。那种想当然地认为“政策市”更能降低风险的说法是错误的,因为太多的事实表明,许多人的所以敢冲进股市,之所以敢在房价持续大幅上涨这么多年后投资房市,其中一个理由竟然是认为政府不会让股市、房价下跌太多。同理,在股市上涨的情况下,人们又时常为行政力量的干预提心吊胆,而不是把目光聚集在行业前景、上市公司经营状况等市场因素方面。由于许多人根据已有的经验,相信政府不会坐视股市持续上涨或持续暴跌不管,就把风险控制寄托在了政府或监管层身上。这种状况无疑扭曲了股市的自然运行轨迹。

回到上面的题目。也许,若干年后,罗杰斯作为预言家的光环已经渐渐散去,而格林斯潘的建议反而使他成为中国股市的预言家,由此来看,格老也许比罗杰斯更懂中国股市。