

watch|上证观察家

以市场化方式促进中国股市健康发展

□易宪容

这几天,A股市场震荡不已,无论是上涨还是下跌都是如此。特别是1月31日,A股市场出现了少有的向下震荡走势。面对这一市场形势,我们应该如何来理解中国股市的未来发展呢?

可以说,目前大家问得最多的问题可能是A股市场是否存在泡沫?如果存在泡沫又有多大?它会在什么时候破灭?回答应该是肯定的,A股市场确实存在泡沫。

因为,无论是股权分置改革完成后有多大的制度性溢价,无论如何对A股市场重新估值,无论中国经济增长速度有多快,无论国内外市场对A股市场抱有多大的信心,但有一点是清楚的,即目前A股市场已炒作成风。

为什么这么说呢?我们可以从以下几个方面来看。在短短的几个月内,A股市场开户人数增长近千万,已上升到8000多万。散户大量入市,不仅导致了个人储蓄大量流入股市,而且还导致了银行信贷资金以各种方式流入了股市。比如,目前银行盛行按揭、典当行火爆,这些现象无一不是与个人资金大量进入股市

有关的。同样,上市公司也有将募集的资金大量流入股市的迹象。

还有,A股市场成交量屡创历史新高。根据汇丰银行的研究显示,2006年以来A股每天平均换手率已达到4.2%,全年平均换手率高达10.2%。比较1999年和2001年A股市场高峰时情况,1999年5-6月平均换手率为3%,2001年3-6月平均换手率为1.1%,远远低于2006年以来水平。平均换手率之高,也显示了目前市场已开始走向急功近利,投资者的投机心理也有所增强。再有,金融价格飙升,甚至有点离谱。这些现象都说明,中国股市正处于过热之中。

更为严重的,一些股市分析人士缺乏对目前市场状况的清醒认识,反而还在高谈阔论,诱导投资者进入市场,并在舆论上“做多中国”。对此,如果政府及监管部门不能密切关注并对市场基本面有一个清醒的认识,

那么A股市场中存在的一些问题会变得更加复杂。

可以说,目前A股市场上,泡沫与炒作现象已相当明显,如果这个市场不作相应的调整,那么刚刚恢复的市场投资者信心有可能会在一夜之间消失,A股市场发生逆转也将是不可避免的,1月31日的市场走势虽然不能说逆转已经开始,但其实已经给我们发出了预警。

当然,A股市场要进行调整,但并非是通过政府部门发布什么指令或政策,而是要通过有效的市场化方式,让A股市场通过调整迈向有序的发展轨道。比如,目前A股市场中钱太多,即A股市场中太多的钱追逐太少的股票,那么我们就得从增加股票供应上着眼,以提升市场的扩容能力。一是要加快新股的上市步伐,尤其是一些优质大型企业,让它们有优先审批上市的机会,以此来尽量满足市场对股票的需求。就目前的情况来看,有几家公司在排

队准备上市。如果能够加快公司的上市步伐,不仅可以改变市场对股票需求的供不应求局面,而且还能够满足不少国内企业的上市要求,可谓是“两全其美”。二是要鼓励已上市的公司进行再融资,用作发展业务和拓展盈利增长。通过上述两种方式进行双向扩容,A股市场将可大幅增加市场的流通数量,从而令A股市场的估值更趋合理化。

同时,也应该借助于目前股市繁荣来推进全流通进程。大家都知道,A股全流通是采取“新老划断”(以2005年重启IPO为分水岭)方式进行的。据《上市公司股改办法》,过往非流通股出售必须遵守两个条件,即自改革方案实施之日起,在12个月内不得上市交易或者转让;持有上市公司股份总数5%以上原非流通股股东的出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%,在24个月内不得超过10%。如果

能够借助目前股市的繁荣对非流通股上市流通的比例实行弹性管理,调高其上市流通的上限,那么,一方面可以通过消化市场存量(非流通股)快速提升流通市值。另一方面也能加速解决“全流通”的历史遗留问题,可谓一举多得。当然,这可能涉及到上市公司是否违反其对投资者承诺的诚信问题。不过,这只是我的个人建议而已。

另外,要严密监督非法或违规的资金进入股市。一个方面是全面清查国内银行信贷资金进入股市。无论是企业或个人的银行信贷资金进入股市都得清查,并在清查后制定规则对银行资金进入股市作出严格的限制。可以说,在目前A股市场如此繁荣的情况下,银行资金进入股市的现象已十分普遍。特别是不少散户投资者通过银行按揭方式获得资金进入股市也是十分普遍的,甚至有些银行还刻意创新出一些金融产品让个人能

从银行便利地获得资金进入股市。

同时,监管部门还得密切关注境外资金通过非法途径进入A股市场。因为,这些资金不仅可以进入股市来获利、来炒作及操纵我国证券市场,而且在炒作A股大获其利的同时还还在炒作人民币升值。如果不对这些资金进行严格的监督,境外资金通过非法途径进入中国是易如反掌的事情,如同早些时候国内大量资金进入中国香港股市一样。而且,我们还应该看到,境外资金会通过非法途径也会通过合法途径进入A股市场。为此,监管部门必须密切关注这一现象,并采取相应的制度安排来有效遏制这部分资金的进出。

当然,监管部门还可以通过完善监管制度、合理调整市场价格、紧缩银行信贷等政策措施来应对A股市场出现的新情况及新问题。不过,无论如何,针对目前A股市场出现的新情况,政府监管部门应该采取一些果断有效的政策措施。只有这样,才能保证A股市场的持续健康发展,否则,A股市场的发展机会反而可能会转化为发展障碍。

(作者系中国社科院金融所研究员)

voice|上证名记者

常抓不懈才能淡化投资者教育“信号功能”

□周俊生

最近一段时间,中国股票市场的走势出现了扑朔迷离的状况。上证指数逼近3000点后,不管这个指数是否失真,其失真的程度究竟有多大,在市场上出现空头舆论甚至占到上风,都是可以理解的。一些财经媒体也不惜篇幅,开始以“投资者教育”的形式,告诫投资者注意投资风险。

这是好事。据报道,在前一段牛气冲天时,一些从未涉足股市的人也深为逐日增高的股价所打动,纷纷开户入市,有的甚至将住房向银行抵押,贷款进入股市,近期增加的新开户投资者中有不少就是这样的人。这种做法不仅钻了银行业务的漏洞,这种过度的炒股冲动的所蕴含的巨大风险更是不言而喻的,因此,对一些在市场里还完全“找不着北”,只能凭人云亦云进行买卖的投资者来说,开展一些教育,让他们知道股票是怎么回事,股票有什么样的好处和坏处,是完全有必要的。

但是,我们记忆犹新的是,当去年5月股权分置改革启动满一年,所谓“全流通市场”开始出现的时候,就在小股民们还在为可能放大的市场流通量而担心的时候,得风气之先的部分市场主力却已抓住机遇大力拉高指数,彼时的市场舆论却并没有像现在这样热衷于进行投资者教育,而是连篇累牍地鼓吹投资价值,似乎经过股改以后的中国股市已经焕然一新,什么问题都解决了。对于这轮持续已经半年多的牛市,其成因的分析可以仁智互见,但所形成的合力,不能不说是一个非常非常重要的原因。而当指数已经处于相对很高的位置,众多小股民已经冲进市场的时候,才大张旗鼓掀起投资者教育高潮,这未免太晚了一点。

回顾中国股市10多年的演变过程,投资者教育并不是现在才有的新举措。但我们却发现,只有在指数相对较高位置时,投资者教育的呼声才渐高,因此它实际上被理解成了一种反映管理层心态的信号,每当开始进行投资者教育时,市场就会出现一定程度的转折。最近一段时间股市走势证明了这一点,以往几次的实践也证明了这一点。也许这也是一种巧合,但投资者教育忽冷忽热与股市走势的这种奇怪的吻合,证明这项活动在一定程度上已经成了判断市场发生重大变动的一种工具,值得有关部门反思。

投资者教育应该是一种经常性的工作。它不能只是在指数处于高位的时候,为了劝诫人们盲目入市才想到的事,更不能简单地将其与风险教育划上等号,不能简单地将其理解为市场指数的调控工具。实际上,稍有股市常识的人都知道,不管指数是在高位还是在低位,永远都存在着风险与机遇两个方面,高位有风险,也有机遇,低位有机遇,但也有风险。如果进行这项工作要看市场的“脸色”,使它成为风险教育的代名词,成为调控指数的一种工具,那么就失去了它的本真意义,教育的效果也会大打折扣。据报道,在北京的一家证券公司,有股民面对急剧下跌的指数叫道:“市场怎么可能以这样呢?不能这样骗老百姓的钱啊!”这位股民的话虽然过激,但是我们想一想,如果在市场低迷的时候做好投资者教育工作,会让很多人在当前的市场环境作出理性的思考。

中国股市的规模越来越大,可以想见,随着市场的进一步发展,还会有越来越多的加入股市投资者的队伍。“全民炒股”肯定不是提倡的,但我们不可能人为地规定什么样的人才有进入市场的资格,因此,经常性地、不间断地开展投资者教育,应该是有关部门必须重视的一项工作,只有这样,才能逐渐淡化它的信号特征,消除它的工具作用,也才能使投资者真正地受到教育。同时,投资者教育也应该与时俱进,手段可以多样化。随着时间的推移,年轻一代将逐渐成为散户股民的主力,他们比起上一代来拥有更多的专业知识,会以更专业的眼光看待市场,因此也能给市场带来新的风气,他们中有很多人进入了大机构,在股票操作手段上已经表现出比上一代更自身风格,客观上也影响到了今天的市场格局,所有这些都是值得研究的问题,也是投资者教育面临的新的课题。

供给过剩并不必然导致房价下跌

□贾翼

据国家发改委宏观经济研究院经济形势分析课题组报告预测,房地产供给过剩的压力正在增大,潜伏着长期低迷和价格明显回落的风险,预计中国房地产早在2008年,迟则到2009年,将进入较为低迷的状态。

房价持续上涨,无论是中央政府还是普通民众都忧心忡忡,两次房市调控未取得明显效果,国家发改宏观研究院经济形势分析课题组的报告,给我们带来了一丝安慰。然而,这种预测的结论值得商榷。

我国房地产投资依然很热。2006年6月当月,我国住宅投资增幅高达36.5%,9月份增幅仍在30%以上达到了31.4%。住宅投资加快,虽然可能导致供给过剩,但并不必然导致供给过剩。原因如下:

其一,新增投资加快相当一部分是由于住宅开发较晚的中西部地区投资增长导致的。1-10月,中部地区住宅投资增长43.7%,西部地区增长41.3%,分别比上年同期加快6.6个和3.9个百分点。由于中西部地区的住宅投资起步较晚,市场供应存在比较大的缺口,这种投资的快速增长与中西部地区房价上涨同步进行,而这种状

况又会反过来对沿海地区的房价形成支持。而且,沿海地区的住宅投资增长速度低于全国平均水平,短期内也很难形成供给过剩的局面。

其二,税收因素可能对住宅投资产生抑制作用。从今年2月1日起,税务部门正式向房地产开发企业清算30%-60%不等的土地增值税,这将使房地产企业的利润造成重大挤压,而暴利一直是导致住宅投资快速增长的根本因素。因此,清算土地增值税将使开发商的投资热情受到影响,导致住房供应减少,房价上涨。

其三,伴随投资热,房价在持续上涨。地产投资过高增长持续了7年,而住宅投资过高增长更是持续高达9年,在这一过程中,房价不仅没有因为住房供应的增加而下跌反而在保持快速上涨,高位增长态势至今依然未变,而且,现在的房价快速增长呈明显的区域扩散态势,这可能对全国的房价坚挺构成支持。

因此,对于住房过剩会导致房价下跌不能过于乐观,应该对房价持续上涨的严峻形势有清醒的认识,采取更为严厉的调控措施,促使房价理性回归,使更多的人买得起住房,使整个房市不至于因为远远超出公众的实际购买力而变得畸形。

没有垄断,国企利润能增长多少

□丰国

财政部网站最新公布的数据显示,2006年,全国国有企业累计实现利润1.1万亿元,同比增长19.7%。

国企利润增长在令人深感欣慰的同时,也暴露出一个问题,在利润构成当中,垄断行业仍然占据绝对比例。其中,仅中石油一家企业,2006年就实现销售收入8061亿元,利润总额达1856亿元,占全国国有企业实现总利润的16.87%。与此相对应的是,在国际油价大幅下跌的过程中,国内油价长时间保持高位不动,公众的利益受损在一定程度上构成垄断企业获取利润的一个重要因素。

同时,垄断利润公众难以分享。垄断企业所获取的收益,相当一部分自我“消化”,成为造成我国收入分配行业间差距的一大原因。国家发改委刚刚公布的“中国居民收入分配年度报告[2006]”指出:“(垄断行业中的企业)借助自身的垄断优势获得高额垄断利润。这些垄断利润的一部分或大部分会转化为

该行业在岗职工工资,从而导致垄断行业的工资水平高于其他行业。”

应该认识到,凡是国企利润占主体的行业,基本上都是竞争受到严重抑制的行业,也就是说,垄断国企的利润常常是以抑制整个行业的竞争力和发展动力为代价的。在竞争缺位的情况下,垄断国企很难主动通过降低成本、加强管理、改革创新等方式提高竞争力,诚如发改委报告所言,垄断国企更多是通过“对关键资源的独占拥有”等方式,消除竞争并控制价格,这导致其中,国内油价长时间保持高位不动,公众的利益受损在一定程度上构成垄断企业获取利润的一个重要因素。

因而,单纯地依靠利润的增长无法判断国企的发展状况,因为垄断所造成的损失没有计入其中。只有当不占据垄断地位而凭借自身竞争力获取利润的国企在利润总额中占据了主导,才能说明国企的经营状况实现了历史性突破,才能证明我们的国企真正发展壮大起来,同时,也应尽快让国民分享国企的利润。

国民可支配收入应向居民倾斜

□陈随有

国家发改委在其官方网站刚刚公布了“中国居民收入分配年度报告[2006]”,报告指出:从资金流量核算结果来看,九十年代以来,我国国民收入分配出现了向政府和国企倾斜的现象,政府部门可支配收入占国民可支配收入的比重不断上升;企业部门可支配收入占国民可支配收入的比重在波动中上升;与此同时,居民可支配收入占国民可支配收入的比重持续下降。

根据世界各国的经验,当人均GDP超过1000美元之后,居民可支配收入占国民可支配收入的比重通常是上升的。以美国和日本为例,两国在人均GDP1000美元至3000美元的阶段,政府和居民在初次分配中的份额大致为1:4:5,居民所占份额最高,企业次之,政府最小。目前,我国正处在从人均GDP1000美元向3000美元挺进的阶段,在这一阶段,政府部门可支配收入占国民可支配收入的比重却不断上升

的现象非常值得关注。国民可支配收入向政府倾斜,很容易导致两个方面的后果,一是影响企业发展,二是抑制居民消费。

政府部门可支配收入占国民可支配收入的比重上升,与税收的快速增长密切相关。这有可能压缩企业的利润,在某种程度上挫伤企业进行扩大再生产的动力,削弱企业通过加大研发投入等提高竞争力的积极性。同时,也可能抑制企业的投资热情。

居民可支配收入占国民可支配收入的比重持续下降,很容易抑制消费。去年11月23日,中国人民银行副行长苏宁透露,我国最终消费占GDP的比重已从上世纪80年代超过62%下降到2005年的52.1%,居民消费率也到1991年的48.8%下降到2005年的38.2%,均达历史最低水平。其中一个重要原因就在于居民收入增长过缓。日本在经济快速增长时期,其工资的成长速度比美国快70%,到1980年就已经与美国持平,这一路程大概用了30



年时间;而从1978年到2004年,中国经济也高速增长了近30年,工资却只有美国的1/20,日本的1/24。

政府部门可支配收入占国民可支配收入的比重不断上升,不仅难以提高资金的使用效率,也容易导致浪费。1978年至2003年的25年间,我国行政管理费用已增长87倍。由于缺少监督和制衡机制,随着政府部门可支配收入的增长,浪费现象有可能更加严重。

现在,中国经济已经发展到一个非常关键的时段,我们所面临的最大问题是内需

不畅,这是导致一些领域生产过剩的根源,进而将逐渐影响到人们的投资热情。换句话说,内需疲软不动导致的生产过剩有可能已经开始影响促使我国经济快速发展的两大支柱之一的投资,在这种情况下,如果继续依靠政府投资来维持投资的增长就无法使我国经济摆脱掉三驾马车残缺的阴影。

中国经济要健康发展,就应该采取措施促使国民可支配收入应向企业和居民倾斜——这是确保内需能够被拉动的一个重要前提。

让 SHIBOR 成为真正的基准利率

□梁福涛

各方面推上海银行间同业拆借利率 SHIBOR 这一新的基准利率,主要用意在于促进货币市场形成更加有效和权威的市场基准利率,以便于央行价格型货币政策更加有效的实施。从今年1月1日对外正式发行起,SHIBOR 运行已有一个月,SHIBOR 一月来的有效波动,总体上很好地反映了货币市场的流动性变化。

笔者曾经对金融市场基准利率作过专题研究,并将金融市场基准利率的属性归纳为:市场性、基础性、相关性、系统稳定性。SHIBOR 推出之后表现令人瞩目,并已初步具备成为货币市场基准利率的相关属性。

首先,SHIBOR 为货币市场供求所形成,且市场的相关性较高。SHIBOR 已经成为货币市场流动性有效的衡量指标,反映货币市场资金供求。此外,SHIBOR 1 个月来运行表现表明,其与其他重要货币市场利

率的相关性很高。其次,SHIBOR 是以较高级别的信用为基础的,无风险性较好。参与 SHIBOR 报价的是 16 家在国内市场上具有较高信用等级、较强定价能力和较好信誉的商业银行。SHIBOR 是以拆借利率为基础,根据多家大银行对各期限资金拆借品种的报价所形成的基准利率,在形成机制上更接近于国际货币市场普遍被作为基准利率的 LIBOR (伦敦同业拆借利率)。第三,SHIBOR 的系统稳定性和市场代表性也较好。每个期限利率都是根据 16 家报价行报出的 16 个价格,去掉两个最高报价和两个最低报价后,将剩下的 12 个报价进行平均得出的。同时,央行为防止参与银行随意报价、干扰市场,将建立一套跟踪监控和惩罚制度,以确保 SHIBOR 的权威性和代表性。

SHIBOR 推出无论是对货币当局更好的实施价格型货币政策工具,还是对市场基准利率的有效形成均具有重

要的意义。SHIBOR 的推出将为拆借市场提供了“价格发现”机制,通过其具有的利率基准性特点来真正反应市场不同期限的资金供求状况,从而有利于货币当局以及市场各主体有效判断资金供求和资金成本变动趋势。SHIBOR 推出也有助于理顺目前的短期利率曲线,并且由于其报价主体具有统一较高信用,将降低目前短期利率中隐含的过高的风险溢价。SHIBOR 还将成为国内相关金融产品定价的统一基准利率。如花旗银行近日已与兴业银行完成了首笔基于 SHIBOR 的标准利率互换。

当然,在国内不完全成熟的货币市场上推出 SHIBOR 也有一定缺点,一是虽然参与报价的银行信用均较高,但国内这些银行之间的信用等级仍可能存在差异,SHIBOR 信用差异溢价仍可能存在。为此,我们建议可以根据特定的信用评级指标标准,跟踪报价行的信用状况,必要时可以调

整报价行的资格。二是虽然 SHIBOR 推出理解目前货币市场短期利率曲线,但是 SHIBOR 长期变动十分有限。这与现实货币市场交易中三个月以上期限相对缺乏有关。为此,不断完善货币市场发展是完善 SHIBOR 的基础。

三是 SHIBOR 推出之初到为市场所认同可能仍需要一段时间。这期间需要央行不断引导和制定一些政策来鼓励市场主体参考 SHIBOR 进行金融产品定价,同时央行自身货币政策调控也应更多的参考 SHIBOR 走势,这样 SHIBOR 将会较快地为许多市场主体所接受,从而成为有效的基准利率。从长远来看,当 SHIBOR 成为较为有效的市场基准利率以后,拆借市场流动性充分提高以后,最终可以进一步过渡到基于实际交易为基础的 SHIBOR,成为中国金融市场真正的基准利率。

(作者系银万国证券研究所分析师、博士)