

watch| 上证观察家

# 谨慎对待利率工具综合效应

我们应积极利用而不是消极应对高储蓄高投资,从更长久时间范围内看待目前的情况,充分利用储蓄资金,为中国将来进入老龄社会的高消费阶段做好充分准备。也就是说,在没有引起通货膨胀,资产价格没有过快上涨从而存在泡沫危机的情况下,不应轻易进行紧缩性加息。当前更重要的是要尽快发展直接融资市场,提高银行的微观效率,推动利率市场化。

□陈道富

近期关于加息的讨论较多,市场加息的预期也较强烈,在市场上引起的困惑也比较多。对加息的预期成为市场波动一个比较重要的原因。尽管央行对此态度一直不很明朗,但值此敏感时期,加息确实已经成为一个众人关注的热点问题。

考虑到中国利率工具和当前宏观经济环境的特殊性,我们认为,面对加息这个热点话题,我们必须注意把握好五个方面的问题:

**第一,应区分两个概念。首先是我国的加息概念并不完全等同于西方的加息。**西方社会或标准教科书中的加息,以货币市场的隔夜拆借利率为操作对象,直接涉及中央银行的资产负债表调整,引起基础货币投放量的变化,会显著改变社会流动性状况,与收回流动性的含义基本上是一个硬币的两面,只不过是价格为目标而不是数量目标。我国的加息是改变银行存贷款基准利率,这是我国最重要的一种融资方式的价格,不直接与央行的资产负债表相关,与收回流动性的联系较远,更多的是一种管制利率调

整,引起的主要是利益分配格局的变化,它更像政府对水、电等的调价行为。

二是加息并不完全等同于紧缩的货币政策。虽然加息意味着企业财务成本的增加,从而有一定的紧缩效应,但如果将现行利率等于自然利率(即使储蓄等于投资的利率水平)称为中性利率的话,当现行利率低于自然利率时,加息仅仅只是改变原有的过于宽松的货币政策,并不会对实体经济产生显著紧缩效应。当现行利率等于或高于自然利率时,加息才是真正意义上的紧缩的货币政策,可称为紧缩性加息。此外,当社会资金状况处于供给方约束时,加息反而具有扩张效果。

**第二,存贷款利率短期内仍将发挥基准作用,但基准作用将会逐步削弱。**当前我国的融资体系仍以银行的存贷款为主体,但近些年以下两个因素使得存贷款利率的基准作用下降:一是随着直接融资市场的发展,金融创新的活跃,以及居民和企业财务管理能力的增强,银行在融资体系中的地位有所下降,出现了“脱媒”的迹象。二是贷款上限已完全放开,银行改革后市场约束增强,产品定价能力增强,贷款利

率已在相当程度上浮动。协议存款以及各种负债方的金融创新也使得银行在存款利率方面的浮动能力加强。如果考虑到可能推出的大额可转让存单等,银行对存贷款利率决定的自主权逐步增强。这是我国利率市场化的必由之路,也是人民银行转向价格调控工具的必由之路,但所有这些都将减弱现有存贷款利率的基准作用。

**第三,我国小幅加息与贷款扩张相伴。**从2006年两次上调基准利率的情况分析,一方面,2006年一年期贷款共上调0.54个百分点,但一年期贷款加权平均利率仅上调0.51个百分点,而且这种利率的上升,与贷款主体结构的变化有相当关系,也与在央行窗口指导下银行主动收缩贷款有关。利率上浮比例较高的金融机构依次是政策性银行、股份制银行和国有银行,城乡金融机构上浮的比例最高,达到93.86%。但2006年与2005年相比,政策性银行和股份制银行在新增贷款中占比下降较多,达到5.4个百分点,国有银行则上升了6.4个百分点,外资金融机构上升了1.3个百分点,城乡金融机构的占比基本持平略有上升。而且,

各类机构的利率浮动区间重心都有所下移,另一方面,新增银行贷款大幅增加,从2004年的2.46万亿上升到2005年的3.27万亿元,但如果剔除国债筹资额,2006年新增银行贷款占非金融类机构融资总额中的比例从2005年的88.93%下降到87.87%。这一方面表明银行贷款与其他融资方式有一定的替代性,市场化利率对银行贷款已产生了一定的制约作用,应统筹考虑整个融资体系。另一方面则反映了中国的小幅加息,在银行自主性增强,资本硬约束已弱化,利率还处于历史较低水平的情况下,可能更多的与贷款扩张相伴。

**第四,应在回收流动性的基础上加息。**银行剥离不良贷款并进行微观机制改革后,资产运转效率得到极大提高,其货币创造能力得到极大的释放,加上经济处于上升周期,经济运行良好,金融创新活跃,直接融资发展迅速,货币的使用效率也得到较大幅度的提高,这是我国产生流动性过剩的主要内在原因。在这种情况下,当前的主要任务仍应回归基础货币,适当控制银行的货币创造能力,以冲销不良资产划转等原因释放出来的银行货币创造

能力为主。考虑到我国利率市场化进程和融资市场的发展,需要采取加息手段时,加息的方式不应是简单提高存贷款利率,而应首先加大基础货币的回收,推高货币市场利率以提高市场利率水平,在此基础上提高存贷款基准利率。

**第五,加息的目标指向问题。**我国当前的核心矛盾是内外失衡,本质上是储蓄大于投资。在这种情况下,自然利率应趋于下降,从而平衡储蓄与投资缺口,减少经常项目顺差。我国的高储蓄现象与当前的发展阶段相关,与我国的人口结构也有很大关系,而不是简单的金融现象,因此应从更高更广的范围来思考中国当前的经济状况。高储蓄高投资并不会永久存在,一旦人口结构趋于老龄化,进入高消费阶段,将会显著改变这个特征。如果在高储蓄高投资阶段没有进行必要的积累,高消费阶段很难为继。为此,我们应积极利用而不是消极应对高储蓄高投资,从更长久时间范围内看待目前的情况,充分利用储蓄资金,为中国将来进入老龄社会的高消费阶段做好充分准备。也就是说,在没有引起通货膨胀,资产价格没有过快上涨从而存在泡沫危机的情况下,不应轻易进行紧缩性加息。当前更重要的是要尽快发展直接融资市场,提高银行的微观效率,推动利率市场化。

(作者为国务院发展研究中心金融研究所综合研究所副主任)

voice| 上证名记者

## 权重蓝筹股估值风险值得关注

□乐嘉春

A股市场节后在3000点上下大幅震荡,大大超出了市场预期。尽管A股市场长期走牛趋势不会改变,但我们仍然要保持谨慎的投资心态,因为目前在A股指数中占较大比重的一些蓝筹股已接近估值上限或超过其合理估值区间。因而,蓝筹股的调整压力,是值得引起我们谨慎关注的问题。

为什么这么说呢?在A股市场上,许多蓝筹股(包括权重蓝筹股)都有对应的H股估值坐标,有些蓝筹股本身就是含H股的A股上市公司,有些蓝筹股则可以同类型或同行业的H股或其他境外股票价格来衡量其估值水平。不管我们如何强调本上定价权和A股相对溢价的重要性,但国际通用的股票估值标准仍适用于目前的A股市场。当A股蓝筹股的估值水平明显高于H股时,尤其是当QDII逐渐风行时,与其购买同质上市公司中估值偏高的A股蓝筹股,还不如购买价格更便宜的H股股份,这在一定程度上将促使A股蓝筹股面临巨大的市场估值压力。目前A股金融股估值明显偏高,就是一个典型的市场案例。

除了个别行业外,目前有将近半数行业的蓝筹股估值已接近上限或明显偏高。尽管目前上市公司业绩高速增长是支撑其股价上升的基础性动力,但不少蓝筹股股价已透支了其未来的业绩。实际上,这也预示了部分蓝筹股的估值压力已非常明显。例如,有一家机械装备类上市公司的股价水平已无法支撑其目前的经营业绩,而是反映了其2008年甚至2009年的经营业绩。这种透支未

来业绩的股价运作趋势,从一个层面反映了部分蓝筹股股价已大大超出其合理的估值水平。而且,这种现象已成为A股市场上的一种流行趋势。

当不少蓝筹股估值水平接近上限或明显高估时,如果股指期货一旦推出,势必会对蓝筹股股价形成向下的震荡调整压力。由于目前A股市场上仍存在着一种侥幸心理的心理博弈,谁也不敢去赌A股指数会深度调整。但是,部分蓝筹股估值水平偏高,这意味着市场筹码早已松动,一旦市场真正确认了目前部分蓝筹股(尤其是权重蓝筹股)的估值水平已偏高,蓝筹股将会随股指期货的推出而出现震荡调整,由此也会对A股市场产生向下的调整压力。

因此,A股蓝筹股估值水平已接近上限或明显偏高将是适用于目前的A股市场的一种挑战。是理性投资还是继续博傻?机构投资者将遭遇痛苦的抉择。同样,机构投资者投资行为的任何转变,都将会对市场波动产生深刻的影响。从这个角度分析,要想回避市场波动的风险,我们就必须谨慎看待目前部分A股蓝筹股估值水平已接近上限或明显偏高的市场问题,以及由此可能形成的市场调整压力与影响。

巴菲特名言值得借鉴,“只有在海潮退去之时,才知道谁在裸泳”。所以,我们需要做好思想准备,以应对未来A股市场可能发生的市场变动与影响。为此,一是要回避已高估的部分蓝筹股(尤其是权重蓝筹股),二是要淡化指数和深挖个股的投资价值。只有这样,我们才能跑赢市场,才能赢得今年更为现实的投资收益。

## 医院偏爱高价药是制度设计使然

□冯光明

国家发改委价格司公布的一项研究表明,当前北京部分医院使用价格较高的抗菌药用量显著增加,而廉价的青霉素类药品用量却大幅减少,这也成为群众人均药费负担不断上涨的主要原因。

笔者在美国公立医院看病从未遇到过医院故意使用高价药的问题,因为美国公立医院的医生只负责治病救人,资金由政府财政支出,即医院没有盈利压力,其逐利冲动从根源上得到抑制。在我国,政府对医疗领域的投入存在较大缺口,使医院带有天然的逐利性,医院的行为很容易受利益所左右,以任何一种管理方式都很难有效抑制住医院的逐利冲动。因为医院在这种情况下表现出来的首先是企业的特性。其实,在财政拨款不足的情况下,无论是发改委还是卫生部门,都很难真正有效地去遏制医疗机构的乱收费行为。最简单不过的道理是,如果卫生部门严格禁止乱收费,由此所产生的资金缺口由谁来填补?

这种制度设计随后又导致了新的问题。医院为了追逐利润最大化,对高价药情有独钟,因为高价药中可加入的利润更大,医院可以获取更多的收益。在我国,过去由于新药注册比较简单,许多成分相差无几的药品换上一个新包装立即身价倍增,这类药品由于成本并未有显著变化,利润的空间很大,常常受到医院的青睐。同时,高价药中的回扣等金额也更高,对经手者个人也有许多好处。而且,由于一个原因,有关部门实际上很难对高价药滋生出来的暴利和腐败因素进行严格监管。由此,医院无论通过何种手段,谁得到的利润最高,谁本身的受益就最大。在这种情况下,医院如果不用高价药反倒奇怪了。

如果医疗机构的运转费用不能得到财政保障,有关部门除了对诸如高价药、大药方这样的问题睁一只眼闭一只眼外,能有什么更好的办法呢?

一旦医院的逐利特性暴露出来,医院与企业一样会表现出贪婪的一面。而且,现在的监管机制很难真正对医院的违规行为进行像样的惩罚,微不足道的惩罚不足以增加医院的违规乃至违法的成本。更何况,作为上级主管的卫生部门还与医院存在着千丝万缕的联系,监管职能根本无法得到有效发挥。

因此,只有从制度设计层面入手,把解除医院的资金顾虑与严格监管同步进行,在确保医院分享一部分利润的同时也防止其逐利欲望过度膨胀,才能够促成其回归救死扶伤的固有职责。

## 中国股市迎来“变性”元年

□侯宁

春节后第一个交易日,开市大吉,虽然股指再次“奇妙”地低开于2999.09点,但最后还是颤颤巍巍站到了3000点上,市场上也随之响起一片“开门红”的呐喊,有人甚至还断言股市开始了“低价股革命”。但悲剧在那时便注定要发生了。因为经验丰富的人知道暴涨一年后低价股启动意味着什么,细心的人会注意到“大非”、“小非”不断上市的消息,有心的人也会发现所谓“低价股暴动”,仅仅是在主力强撑几个指标股的前提下诱多性乱舞而已。也就是说,指标股才是大盘首日收出红盘的关键,这个市场是被操纵的。

操纵,这便是中国股市最大的特点之一,虽然主力们也知道,这样的日子不会太久了。告别了狗年,告别了“公鸡”也能“下蛋”的好日子,随着“大非”、“小非”的不断登场,随着期指的日益临近,中国股市由“公鸡”向“母鸡”转化的“变性之旅”开始了。这是一场资本革命,会改变许多

“政策市”特色,但阵痛却是难免的。昨日的暴跌不过是阵痛之旅的预演。

事实上,因为有近百只低价股涨停,所以把首日市场定义为“低价股暴动”也是有道理的,因为牛市中轮炒历来是,炒的便是行政垄断。比如,中国联通等也都是我国的特大型垄断性企业,市场优势应该是很明显的。但由于企业的非市场化机制使然,其业绩却一直遭人诟病,甚至有人说,这样的企业一旦私有化,其人员可裁掉一半,业绩也上涨数倍!

由此可以看出,当今我国股市虽然进行了股改,但实际上供应市场的流通股却依然是一个少数,业绩被淡化了,资金和炒作信心成了决定股价的关键因素;而当市场信心回升,庞大的市场热钱涌入市场时,流通股便更显得稀缺,业绩便更被淡化,股价也便只能上涨。去年以来市场各方主力对工行、中行、中国人寿、中石化、中国联通等具备“定价权”股票的掌控和炒作,便凸显了这种流动性不足。

当然,这样的状况是难以

持久的,股改之所以伟大,就在于它已经从制度上为流通股释放打开了通道,而从今年开始,“大非”、“小非”的不断解禁流通又将从根本上改变股票的供求格局。惟其如此,我们才能看到股票供应和股市资金、信心、业绩的真正博弈,才能让我们看到那个传言了多时的流动性过剩的真相。

事实上,我们迎来的,正是中国股市的“变性”元年,只有告别了“下蛋公鸡”,让股市改变大部分股票不流通的现状,我们才有望迎来一个能真正折射宏观经济和反映业绩预期的真实股市。

如今,“变性”过程真的开始了,股市以出人意料的268点大暴跌为“泡沫论”画出了等号。虽然,由于流通股供给的增加依然需要时间,主力会故伎重演,利用其掌控的指标股筹码调动一下股指,但却已经难以改变大盘调整寻求新平衡的总体趋势。当然,“变性”意味着中国股市基石的进一步夯实,意味着中国股市更加符合市场化原则,所以这也是中国股市真正走向成熟的开始。

## 价值投资是应该始终遵循的不二法则

□郭晓亭

在我国股票市场发展的初期,股市曾出现暴涨暴跌,当时把出现这种现象的原因归结为投资者中非理性的散户太多,因而随后提出大力发展机构投资者。但机构投资者在股市中的比重大幅提高后,股市仍然出现暴涨暴跌,并出现长达4年的熊市,这时把原因归结为我国股市存在基础性的制度障碍,即股权分置问题。现阶段,股权分置改革已基本完成,股市仍然出现大幅波动的现象,特别是今年1月以来,大盘又在高位多次出现暴涨暴跌,特别是昨天,几乎接近跌停。这又是什么原因造成的呢?

让我们简单回顾一下近期市场以及市场参与各方的行为。2006年12月份,上证指

数的涨幅就达到14.16%,深圳成指的涨幅则达到17.30%。2006年的最后5个交易日,大盘更是劲升325点。这时候,所谓理性的基金以及其他机构投资者都纷纷鼓吹市场仍然会大幅上升,有的所谓市场人士甚至鼓吹这仅仅是大牛市的开始,等等。财经媒体也都连篇累牍的报道所谓专家预测股市会继续走牛的文章,而对股市冷静、理智的报道很少见。正如一位网友所说,“股市上涨时说风险真是对牛弹琴,而股市暴跌时不谈风险人人都知道风险,这就是市场狂躁症,骗人容易劝人难啊!”

因此,尽管我国股市的规模发展很快,也经历了不少风雨,但直到现在我们还看不出机构投资者的专业性表现在什么地方,也看不出其他参与者的投资理念有哪些实质性的改变。

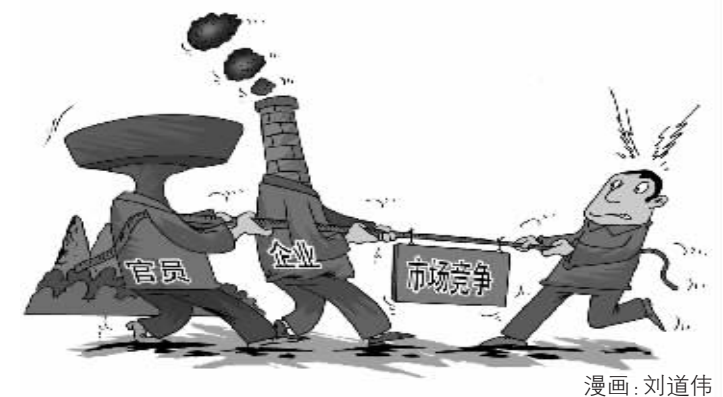
众所周知,股票价格是由股票的内在价值决定的,股票内在价值是由宏观经济基本面和上市公司的基本面决定的。一般情况下,股票的价格都是围绕股票的内在价值在一定的范围内波动的,如果波动的范围合理,则股市处于正常的运行中;如果股市超出正常的波动范围,则必然会出现股票价格向其内在价值回归的过程,也必将造成股市大的动荡。因此,如果所谓专业理财、理性投资的机构投资者在股市狂热上涨的时候,能够坚持价值投资的理念,就不会有目前股市的暴涨暴跌,股市就会在一个理性的范围内运动。

股权分置改革开始之际,一位证监会的领导是这样通俗地形容它的重要性:解决股权分置问题不是万能的,但不

解决股权分置问题是万万不能的。目前,股权分置改革已基本完成,针对目前股市及其生态环境的现状,现在我们似乎应该把这句话改为:不解决股权分置问题是万万不能的,但解决股权分置问题不是万能的。

从目前股市的走势来看,虽然股权分置改革的基本完成标志着股市的基础制度发生了变化,但投资者还是那个投资者,股市文化还是那个股市文化,价值投资的理念还是远离这些所谓专业理财、理性投资的机构投资者,我国股票市场的建设还是任重道远。只有价值投资的理念深入到市场参与各方并切实转化为各自的实际行动,我们的股市才会又好又快的健康发展,才会真正成为良好的投资和融资的场所,才会对经济的发展起到健康的促进作用。

## 政府官员不应与企业“结亲”



漫画:刘道伟

□吕翔

2月26日,河南省商丘市“千名领导干部服务千家企业”活动正式启动,商丘市在全市选定的1000名处级、科级领导干部,他们从现在开始到今年年底,都要各联系一家企业,实行一对一的帮扶服务,意在营造“亲商”、“安商”、“富商”的浓厚氛围。

在现代社会信用制度构成中,身为经济体的企业与拥有公权力的领导干部之间在取能上存在着非常大的差异。公权力是民众赋予政府官员的权力,目的是让权力部门向公众提供优质的公共产品,公共福利和公共服务。而企业作为一个经济体,其存在的目的是为了在经济活动中获取最大利润,有着极为明显的利益诉求。企业与领导干部之间存在的基础常常并不一致,有时甚至可能发生冲突,在这种情况下,让企业与干部“结亲”就容易产生问题。

政府官员与企业“结亲”,当公权力与私利发生碰撞的时候,很容易导致公权力的变异。著名经济学家吴敬琏先生曾感叹说:“中国作为一个向市场经济转轨的国家,政府对市场稀缺资源的配置权力过大和对微观经济活动的干预权力过大是市场发展缓慢、腐败难以消除的最主要原因……大力减少政府对经济的干预和管制,是减少腐败并改善经济运行效率的根本所在”。

尤其对于我们这个有计划经济传统的国家而言,公权力对企业经营行为的干预冲动往往非常强烈,事实上,企业欢迎官员“联姻”,更多的也是看中了对企业的资源和权力,当官员参与一对一活动,官员就可能利用自己所掌握的资源对企业提供帮助。领导干部对经济活动的了解程度是有限的,一旦政府官员对企业活动作出错误的指

导或者帮了倒忙,损失将由谁来承担?哈耶克说,在纷争市场当中,各种信息非常的多,市场需要千变万化,而公权力对于市场的干预是有害的,它不了解市场的各种信息,不能完成市场的多方面需求。

从经济的角度来看,官员与企业还是保持距离为好。虽然官员与企业的结合并不必然导致腐败,但是,这种结合无疑大大增加了可能催生腐败的机会。也正因此这一点,中共中央总书记胡锦涛提出了官员不要“傍大款”的要求,“不能傍大款”成了各地整风运动的新风尚,其核心就在于使政府官员与企业脱离,以免双方发生经济上的联系,从而导致公权力变异。倘若政府官员与企业之间建立起紧密的联系,企业会不会变相给官员发工资、奖金等等?果如此,官员就可能因处理不好这种带有人情味色彩的经济交往而被拉下水。而且,官员与企业的结合,也容易对那些未能参加这项活动的企业构成不公平竞争。

当然,商丘市那样做的出发点是对的,目的在于为企业提供更好的服务。事实上,企业很多时候也的确需要政府的帮助,但是,这种服务和帮助未必能够达到目的。企业所需要的往往是一个整体性的配套服务,而非单纯的来自于某个人的服务。让政府官员和企业实行一对一的服务,容易损害政府服务角色的完整性,难以满足企业的整体服务的需求。政府如果真的想为企业提供优质的服务,只要平时注意提高效率和服务水平,就能有效降低企业的办事成本,有利于企业的健康发展。

目前的反腐形势还比较严峻,我们应该借鉴国外的那种思维方式,假设每一个人都是一个自私的经济主体,对其进行严格的契约约束。而让官员与企业保持适当距离,无疑比官员与企业的亲密接触,更能减少腐败发生的几率。