watch | 上证观察家

中国股市与全球市场联动性在哪里

中国A股市场与全球市场之间的联动性已为投资界所关注。这与中国经济的高速成长,成为全球最大的产能提供者密切相关。中国宏观经济与世界经济的相互依赖性加强已是不争事实。中国经济对世界经济的影响随着全球化的深化将更为深刻和广泛。居高不下的投资规模,飞速累积的贸易盈余、外汇储备与市场流动性,以及开始上扬的物价、多次提高的存款准备金率等,造成市场对中国经济增长持续性的进一步的预期,全球股市的连锁反应正是源于这一因素。

□曹红辉

全球金融市场近期的联动性可谓空前紧密。不仅股市震荡相互感染,而且还传导到商品期货等其他市场。本人这段时间正好在纽约,耳闻分析师们的各种解释,感触不少。虽然华尔街的高手说法不一,诚如伯南克所言,不能断定"市场重挫并不是起因于某一特定、单一的因素",但有一点大家的看法还是比较一致的,那就是中国A股市场与全球市场之间的联动性已为投资界所关注。为什么大家会有这样的共识呢?究其原因,主要有四:

其一,这是与中国经济的高速成长,成为全球最大的产能提供者密切相关的。中国宏观经济与世界经济的相互依赖性加强已是不争事实。与以往受外部经济影响不同,中国经济对世界经济的影响随着全球化的深化将更为深刻和广泛。居高不下的投资规模,飞速累积的贸易盈余、外汇储备与市场流动性,以及开始上扬的物价、多次提高的存款准备金率等造成市场对中国经济增长持续性的质疑以及对进一步紧缩政策的预期,从而产生对全球经济衰退的隐忧。即使经济未必普遍放缓,但全球股市的连锁反应正是源于这一因素。

其二,经过几年的努力,A股上市公司治理绩效大幅上升,显现出与宏观经济高速增长的一致性,也成为股市持续向好的根本基础。按照传统上主要以市盈率、市净率等指标衡量市场估值水平的方法和标准来评估A股,则对公司经营绩效能否保持与市盈率同步的成长性产生怀疑,即使决定A股价格的关键因素在于市场的实际利率水平,或者说受股票与资金供求关系的影响更大一些。迅速上升的A股市值和影响力使得周边乃至全球市场不得不将其发展态势作为中国经济增长和股市发展的风向标。

其三,A股市场各项改革的进展使得全球投资者开始关注其投资价值并逐步进入,虽然这种关注和进入都还处于初级阶段,但A股作为中国经济导向作用的加强,使得全球投资者能够以此判断中国经济的走势,因此,A股市场实际上已具备了在全球市场发挥影响的心理基础。而国内外投资者在估值标准上的差异对流动性泛滥导致的股价变动产生越来越大的分歧,当市场遭遇某种突发性因素甚至是谣言时都将引发巨大的恐慌,造成庞大的抛售压力,诱发连锁反应式的雪崩。当然,这并不意味着A股市场具备了全球金融市场定价中心的作用,而只是说开始形成某种主要的影响因素。

最后,中国通过QFII和QDII等渠道为资本在金融市场的跨境流动创造了条件,经常项目管制的开放则加大了对资本管制的难度,削弱了后者的政策有效性。因此,除传统上通过香港市场施加影响外,国际投资者直接对A股市场也开始显现其日益膨胀的影响力,这种影响力也许仍受资本项目管制的制约而使入市的实际资本规模有限,但通过价值评估、心理预期等信息提供方面的影响更大,而这种心理上和价值判断上的影响力主要通过A股市场内部的变动体现出来。

此次A股市场的过度波动反映出市场发展中深层次的问题:一是虽然A股的股权分置改革等使得一些主要矛盾得以改善,但更为根本的市场化改革任务并未完成。这些集中体现在市场规则的制定和市场供求的控制上,而且为投资者的非理性预期提供了维护作用。

二是市场仍缺乏内在的自发的利益制衡机制,政府监管的有效性受多头监管体制的制约和滞后效应的影响,各部门缺乏政策协调与联动,为信息传导不畅提供了体制上的条件,谣言的传播则直接诱发了此次风波。

三是市场的各种微观机制仍不健全,缺乏期货、期权等交易机制对于平衡市场的负面作用十分突出。股票指数期货的发展进度缺乏透明度,也为机构投资者所利用,为加剧市场非理性行为提供了外部条件。至于相关的支付结算、融资融券、风险监管在目前的监管体制下也显现出难以化解的矛盾。

四是国际金融市场间的政策与监管协调远滞后于市场联动性的发展进程,潜伏着极大的危机因素。尤其是中美两大主要的经济体之间的金融政策与监管也滞后于经济贸易的沟通与协调。如果要等到为下一次危机支付成本后,才意识到这一机制的重要性,那么其后果将可能是无法预料的。

虽然这次风波的影响是短暂的,但它为我们进一步思考金融市场改革与发展的方向提供了极好的契机。首先,完善股票市场的微观机制,仍然是任重道远;其次,发展更为有效的债券市场,以分解股市中过度集中的流动性,这种紧迫性已十分突出;再次,促进场外交易市场建设,建立多层次的融资市场纵使万难,也不得不推行了。第四,加快境外上市公司的回归进程,鼓励更多的企业利用资本市场加快改革,扩大优质公司来源,化流动性为无形。第五,鼓励市场主导的创新活动,推动市场自身制衡机制的建立,提高各种行业性协会的作用。最后,加强跨境资本流动的监测与监管,尤其是监测其进出内地与香港金融市场的状况,防范套利活动的冲击。

(作者系美国纽约哥伦比亚大学访问学者)

■话说两会

政府改革:"阳光"政策的前提

□倪小林

关注民生贯穿温家宝总理整个政府工作报告,也是本次报告最具特色之处。政府工作报告中谈到今年的几个政策原则时提到要"更加重视社会发展和改善民生。坚持以人为本,促进社会事业加快发展,积极解决人民群众最关心、最直接、最现实的利益问题,维护社会公平正义,让全体人民共享改革发展成果",以保证公民能切实享受到"公共政策的阳光"。

2007年的政府工作报告中提出,今年政府拟在农村问题、教育问题、医疗卫生、百姓住房方面增加开支,新华社记者算了一笔账,全年中央财政要支出3200多亿元为百姓解难,约占中央财政总支出的12%。这不得不令人想到几天前由新华社播发的温家宝总理个人署名文章,再次强调我国仍然处在社会主义初级阶段,有舆论评价这是本届政府求真务实对于国情的理性思考,也是对于经济繁荣能保持更久远的关切。由此可见,现在政府惠及民生政策的集中出台决不是偶然的。

经济学界把我国人均国民收入从1000美元到10000美元的时期确定为转型期,这是国家能否走向持续健康发展的关键历史时期。这个阶段我们虽然已经基本解决温饱问题,但结构性矛盾日渐突出,方方面面的不平衡突出表现在各种利益集团的诉求差异上,这与改革开放初期政府主导改革,人们在同一起跑线上的环境有着极大的不同。经济界人士李剑阁曾经说:有外国朋友表述对中国的感受"如果到中国考察一周,回国后也许可以写一本书;如果到中国考察一个月,回国后也许可以写一篇文章;如果到中国住上一年,回国后也许一句话都写不出来。"他认为原因是中国经过改革开放以后,社会结构和经济结构、人们的生存状态都发生了很大变化,而且状态之复杂堪称世界少有。我们必须看到政府之所以关注民生问题是社会发展的需要,同时也要看到今天的中国已经有一定国力来承担公共政策的经费支付。

正如经济界人士共识,如今的社会矛盾已经由改革初期的经济不发达同人民群众日益增长的物质文化需求之间的矛盾,转变为经济快速增长同发展不平衡、资源环境约束的突出矛盾;以及广大社会成员公共需求的全面快速增长,同公共服务不到位、公共产品短缺且配置失当的突出矛盾。今后政府回归到本位,从更多关注经济指标的增长,本地区引资的多与少,转向到关注发展公共产品是历史的必然。

今年两会之前发生过一件新鲜事情,政府第一次把12位来自各行各业的普通公民请到了中南海,他们中间有工人、农民、出租汽车司机。他们进"海"的目的只有一个,专门为政府工作报告《草案》提意见和建议。此举表明政府自身要转型的象征意义是明确的。正如温家宝总理在政府工作报告中强调的,要"加强政府自身改革和建设","必须坚持创新政府管理制度和方式,提高政府工作的透明度和人民群众的参与度。"在政府已把目光投向民生问题,强调政府改革有更加重要的意义。

这不是对于各级政府官员的苛求,而是要达到政府政策目标效果,一定要有两个基本的保证,一是民众对于公共政策制定的参与度,一是必须确保政策执行过程的透明度。目前百姓对于公共政策的参与度正在提高,如政府听证会以及政府网上公开办公、市长热线等等,已经很大程度在改变政府的"衙门"形象。但是政策执行的透明度却一直没有很好地得到解决。在今年的两会上有代表随身带到会场一份资料,里面粘贴的是他自己拍摄的几十处政府高级楼堂馆所的照片。这无言的历史记载说明,在经济发展中政府官员与民争利,浪费公共资源的现象触目惊心;这也给人们一个警示,如果将阳光政策交与这样的政府官员手里,百姓如何享受到公共政策的阳光?弄不好还会产生新的国民财富的浪费。

廉租房是高房价的克星

□叶蔚

"加大财税等政策支持,建立健全廉租房制度",被公认为是今年两会的最大亮点之一。

廉租房主要有两个方面的作用,第一就是满足低收入人群的住房需求。以廉租房的形式解决困难家庭的住房问题,为目前世界上许多国家所采用。比如新加坡,对占住户总数8.5%的特困户提供42平方米左右的廉租房,每月仅收十几新元房租。

廉租房的第二大作用就是平抑房价。研究表明,廉租房与房价呈反比关系。廉租房或经济适用房的供给每增加5%,就会迫使房价下降3%-4%。我国这几年房价飞涨,与廉租房和经济适用房供应不足有着直接的关系。

我国早在1998年就认识到了廉租房的重要性。1998年国务院发布的《关于进一步深化城镇住房制度改革、加快住房建设的通知》规定:"对不同收入家庭实行不同的住房供应政策,最低收入家庭租用由政府或单位提供的廉租住房。"但是,廉租房建设步履维艰。许多地方对廉租房和经济适用房不感兴趣,根源在于,无论是廉租房还是经济适用房都需要各地方政府"出血",这是他们不情愿的。

由此导致廉租房的资金问题迟迟得不到解决,使得廉租房在一些地方成为空中楼阁。

与过去不同,这次中央直接提出通过"加大财税等政策支持"建设廉租房,从一个侧面反映出中央调控房价,力使房价理性回归的坚定决心。只要廉租房的资金问题得到保障,廉租房的落实就不会再像过去那样成为问题。实际上,一些地方已经开始行动起来,纷纷承诺推出廉租房或经济适用房。

虽然廉租房和经济适用房具有许多相同特点,但就我国目前的情况而言,廉租房在解决低收入家庭的住房问题上,要远远优于经济适用房,因为相当一部分经济适用房落到了富人手中,出现了经济适用房的出租率远远高于商品住房的离奇场景。

而且,经济适用房没有退出机制,即一旦购房者经济条件改善,无法将住房让渡给更加困难的人居住,而廉租房则可以同时避免这两种弊端。因此,最近几年,不断有人建议中央用廉租房政策替代经济适用房政策。

廉租房是高房价的克星,中央对廉租房的大力支持,有可能使全国人民关注的高房价问题,真正得到有效解决。

制止政府浪费关键在于引入监督

□陈军华

政府严重铺张浪费的现象近年来一直广遭民众的批评。温家宝总理在政府工作报告中,以非常严厉的口吻谈到了这一问题。他指出:"当前一个重要任务,就是解决一些行政机关存在的严重铺张浪费问题。现在,不少地方、部门和单位讲排场、比阔气,花钱大手大脚,奢侈之风盛行,群众反映强烈。这种不良风气必须坚决制止。要严格控制行政机关新建、扩建办公大楼,严禁建设豪华楼堂馆所,切实规范公务接待行为,堵塞管理漏洞,努力降低行政成本,建设节约型政府。"

政府严重铺张浪费危害巨大。首先,近年来由于财政投入不足,教育、医疗等许多民生问题都还没有解决,政府铺张浪费与之形成的对比更为鲜明,群众的意见更强烈。仅以吃喝为例,《瞭望》杂志引用去年8月国家信息中心经济预测部宏观政策动向课题组的数据显示:2004年全国公款吃喝3700亿元。我国行政管理费占财政总支出的比重,在1978年仅为4.71%,到2003年上升到19.03%!

其次,政府浪费无法真正形成拉动需求的力量。笔者曾经听到有人说,政府浪费是刺激内需的需要,在内需拉不动的情况下,如果政府不浪费需求更不旺盛。这种说法显然是对经济学的曲解。经济学家经过大量研究后发现,政府消费与经济增长呈现出显著的负相关性,即政府消费不仅不利于经济增长反而有很多负面作用,更何况是政府的浪费而非普通意义上的消费?这是因为,政府购买力与消费之间存在着此消彼涨的关系,而政府购买力来源于财政,政府财政收入增加往往会直接导致社会消费的下降。

政府浪费主要在于两点:一是预算制度的约束力不够。二是监督力量缺位。不妨先让我们看看一个具体例子。1964年,英国医生约翰·亨特给内务部医疗顾问写信:"我这里有一名长期痔疮患者,曾经是英国驻奥地利以及日本的大使。回到本国以后,他的病情不断恶化。这全都归罪于政府公务部门提供的厕纸,硬得像稻秆一样。"

把硬手纸换成柔软的,在我们这里根本不会成为什么问题。但是,在英国却成了一个多年悬而未决的问题。英国财政部对约翰·亨特的答复是:你的建议不予采纳,若将现用的硬厕纸改为柔软纸,一年要多支出13万英镑,这纯粹是对纳税人的一种浪费。1969年,财政部的女员工提出相同的请求,提议很快被再度否决。事情一直拖到1981年,柔软厕纸才得以在英国政府部门的厕所内出现。

漫画:刘道伟

一个小小的手纸问题,何以历经17年才解决?关键在于,这种更换要使用纳税人的钱,增加了纳税人的负担,在众目睽睽之下,这种预算很难通过。在发达国家,纳税人对政府所花的每一分钱都洞察秋毫,政府很难"忽悠"过关,搞不好会把自己"忽悠"下台。

我们的政府部门铺张浪费,关键在于预算不严格,监督力量缺位。监督机制其实包含着三个层面,一是政府部门自身设立的自我监督机制。二是来自于人大等的监督部门的制约力量。三是来自于民众的监督。目前,我们的监督机制主要依靠政府部门自身对自己的监督,来源于人大和民众的力量缺位,而真正有效的监督恰在于后者。

因此,面对越来越严重的铺张浪费现象,我们需要完善制度设计,通过来自于人大和民众的外部监督力量,来更有效地促使政府勤俭节约,成为节约型社会的推动者而不是相反。

拖欠环保账损伤经济发展根基

□博杰

温家宝总理在3月5日的政府工作报告中指出,政府工作存在四缺点和不足将切实解决,第二条就是经济增长方式粗放。突出表现在能源消耗高、环境污染重。"全国没有实现年初确定的单位国内生产总值能耗降低4%左右、主要污染物排放总量减少2%的目标"。

的确,环保问题依然是我国发展之痛。我国主要污染物排放量超过环境承载能力,水、大气、土壤等污染日益严重,固体废物、汽车尾气、持久性有机物等污染持续增加。流经城市的河段普遍遭到污染,1/5的城市空气污染严重,1/3的国土面积受到酸雨影响。发达国家上百年工业化过程中分阶段出现的环境问题,在我国已经集中出现。"十五"时期,我国经济发展的各项指标大多超额完成,但唯独环境保护指标没有完成。

环保欠账成为中国经济发展之痛。中国科学院牛文元教授经过多年研究,经过科学计算得出的结论是:中国经济增长的GDP中,至少有18%是依靠资源和生态环境的"透支"获得的,这种代价至今仍存在于我们的经济发展之中。这一结论在山西省得到进一步验证。山西省社科院从20世纪80年代起,曾经多次对环境污染的经济损失进行过核算。核算表明,山西省每年的环境污染损失大约占到GDP的15%左右,新增的GDP大约在9%左右。如果计算环境污染损失,山西省每年新增的GDP基本上都被环境污染损失抵消了。

这是一个非常可怕的结果。人类只有一个地球,我们只有一个家园,如果经济的增长是以环境遭到严重破坏为代价的,那么,可持续发展就面临巨大挑战。因此,环境保护问题本身就是发展问题,没有环保的发展就是无本之木,无源之泉。

环境问题所导致的另一个严峻问题是愈演愈烈的绿色贸易壁垒,对于一个经济发展对出口依存度比较高的国家而言,这是一个无法回避的软肋。环境问题全球化导致人们的环境安全意识增强、环保呼声日益高涨,国际社会开始将注意力逐步转向保护生态、防治和减少环境污染、节约能源、合理利用自然资源等方面。随之,以保护自然资源、维护生态环境与人类健康为宗旨的环保法律、规章和措施次第出台,"绿色壁垒"由此而生。

近年来,我国产品在"绿色壁垒"面前屡屡碰壁,甚至被拒之门外,而我国的"绿色壁垒"又未能真正建立起来,这与我国环境保护方面的滞后不无关系,"绿色壁垒"绝对不可能建立在环境遭到破坏的空中楼阁之上,而是建立在环境保护措施得力基础之上的。

因此,无论从自身环境、可持续发展还是出口方面来看,环保问题都已经成为必须要尽快加以解决的问题。

令人欣慰的是,中央对这一问题高度重视并采取了积极的措施。温家宝总理在政府工作报告中强调,今年将从八个方面入手,抓好节能环保工作。主要包括:完善并严格执行能耗和环保标准、坚决淘汰落后生产能力、突出抓好重点行业和企业、健全节能环保政策体系、加快节能环保技术进步、加大污染治理和环境保护力度、强化执法监督管理。

"实行严格的问责制"被纳入八项措施之内,凸显中央对解决环保问题的决心。期待这些措施能够很多地得到贯彻执行,使民众在经济发展的同时,能够享受到更柔美、更亮丽的阳光。

voice | 上证名记者

经济增长平稳回落符合预期

□乐嘉春

正如我们一直以来所预期的那样,投资增速明显下降似已成为一种趋势。近日公布的2月份中国制造业采购经理指数(PMI)数据也证实了这一点。这预示了投资增速下降对未来我国经济增长平稳回落的影响还将继续体现,但回落幅度不会很大。

今年2月份PMI为53.1%,比上月下降2个百分点,下降幅度还是比较大的。回顾去年9月以来PMI走势来看,去年9月份PMI为57%(比上月上升3.9个百分点),10月份PMI为54.7%(比上月下降2.3个百分点),11月份PMI为55.3%(比上月上升0.6个百分点),12月份PMI为54.8%(比上月下降0.5个百分点),今年1月份PMI为55.1%(比上月微升0.3个百分点)。这表明,PMI逐步回落的趋势已非常明显,这也预示了我国制造业增长已从上升转入高位平稳下降。

之所以要关注PMI波动趋势,是因为PMI与季度GDP变化曲线之间有很强的相关性,PMI指数变动往往要领先GDP曲线变动约6个月左右时间,并预示了经济扩张或收缩的变化趋势。所以,近半年来我国PMI波动走势预示了未来3-6个月我国经济增长还将继续小幅平稳回落。

值得注意的是,在2月份PMI各构成指数中,除购进价格指数略有回升外,其余各项指数均呈小幅下降态势,尤其是生产指数、进口指数、原材料库存指数下降最为明显,比上月下降了3个百分点以上。这些信息都预示了目前我国制造业增长正面临着一系列压力。

压力之一是政府主导的投资增速将继续下降。随着宏观调控效果的逐步体现,由政府主导的投资活动影响力还会逐步下降,而市场因素对投资增速的影响力会稳步提高。因而,制造业快速增长的趋势有可能会发生转向。

压力之二是企业利润空间会收窄。由成产品库存指数和原材料库存指数下降和购进价格指数上升表明,制造业企业面临的经营压力将逐步体现,主要体现为盈利空间将缩减。这也是对大部分行业所生产的产品供大于求的一种预期市场反应。由此预计,今年2季度后企业利润大幅上升势头将可能会发生逆转,有可能会呈现高位平稳回落趋势。

压力之三是工业品出厂价格还可能走高。尽管PMI各构成指数中其他各类指数都在缓缓下降,但唯独购进价格指数仍在小幅回升,这又预示了未来工业品出厂价格还会继续小幅上升。

由PMI波动趋势来看,我国制造业的内涵式增长将面临一个发展瓶颈问题,投资市场应高度关注这一问题。同样,与城镇固定资产投资增速及工业生产指数逐步回落相一致,PMI回落又预示了未来我国经济增长还会继续小幅回落。

当然,从最近温家宝总理在十届全国人大五次会议上所作的政府工作报告来看,预期2007年GDP增长8%左右,这表明未来我国经济增长适度平稳回落是完全可以接受的。而且,经济增长平稳回落将有利于我国经济的可持续增长。