

watch | 上证观察家

# 货币政策应防止出现过高资产泡沫

在每一次泡沫破灭之前,理性总会被狂热所取代。风险的充分暴露或许能够让投资者真正有风险的意识,但付出惨重的代价既是投资者也是政府所不愿意看到的。因此,健全的资产市场,既要防止泡沫的形成,也要防止泡沫的破灭,更加稳健的宏观经济政策和良好的宏观经济表现就是必要的了。央行在控制流动性过快增长的同时,应当有更加全面而稳定的宏观经济政策促进更加稳健的经济增长和企业利润的上升,从而防止出现表现在过高市盈率上的资产泡沫。

□彭兴韵

国家统计局日前发布的各项数据表明,中国经济形势仍然很好。首先,第一季度GDP增长了11.1%,经济增长率高于预期。其次,人们最担心的通货膨胀也并没有出现。就在国家统计局发布宏观数据的一天,国务院在分析第一季度的宏观经济形势时指出,要加强宏观调控,加快经济结构调整和增长方式的转变,防止经济由偏快转为过热。这成了人们对接下来的宏观经济政策走向判断的一个基本依据。

但是,细读国务院常务会议提出的七大措施,我们不难发现,中央政府更多的还是提倡以改革、以监管促进宏观调控和改善经济结构。因此,此前人们普遍担心的中国人民银行是否会根据国家统计局的数据进一步采取紧缩措施,是值得探讨的。今年以来,除了公开市场操作外,中国人民银行每个月都有一次非常规的紧缩措施,其中三次提高法定存款准备金率和一次提高利率。

四月初,中国人民银行针对外汇储备增长过快的局面,已经提高了法定存款准备金率。虽然3月份的CPI达到了3.3%,高于一年期存款利率,但这并不意味着央行应该据此而再次提高利率。原因在于,央行在3月份已经提高了一次利率,那时公布的前两个月CPI只有大约2.7%的水平,这就是一次针对物价水平在未来可能会继续上升的一次前瞻性的调控。作为谨慎性的货币政策操作,央行是否继续提高利率,还应当继续观察4月份的价格走势与宏观经济数据的变动。

现在人们关注的是,面对资产价格的上涨,央行是否应该有所作为?货币政策应当关注资产价格,这是格林斯潘以来货币政策的的一个重要变化。当实体经济没有吸收过多的流动性的时候,那么,流动性的过剩就会在资产价格上表现出来。在过量的流动性推动下,上涨的股票市场外地地保持。中国人民银行在此前公布的宏观金融数据表明,今年1季度人民币各项存款增加1.88万亿元,同比少增

597亿元。分部门情况看:居民户存款增加1.1万亿元,同比少增836亿元,股票市场的财富效应让许多人满足于银行存款现有的利息收入,居民储蓄存款持续流入股市成了中国居民近期资产结构调整的一大特点。

中央银行面对资产价格的波动,其作用往往是非对称的。当金融市场出现一次突发性的大幅下跌时,中央银行通过表明其立场,充分发挥最后贷款人作用,可以消除市场的非对称性,恢复市场信心。过去,格林斯潘就几次成功地对美国金融市场力挽狂澜。但是,当资产价格过快上涨的时候,却总是显得鞭长莫及。从理论上讲,如果仅仅从控制资产价格的上涨出发,央行可以大幅度提高存款利率来改变存款与股票投资的相对收益率,将流入到股票市场的过多流动性重新吸收到银行体系中,这也是一个人所主张的。

然而,这样的调控措施有几个方面值得注意。首先,面对股票市场的快速上涨,即便将利率提

高一倍,仍然难以从根本上直接改变股票与存款之间的预期相对收益率,但实体经济能够承受如此大幅度的利率上调却是货币政策应当顾虑的。如果大幅度提高利率的结果是打击了企业投资和牺牲了企业的利润,从而导致了资产价格的下跌,这固然达到了阻止资产泡沫的目的,但它也无异于“将洗澡水和婴儿一同倒掉了”。其次,在当前的国际金融环境下,中国大幅度提高利率不仅无助于缓解流动性的问题,反而会制造更多的流动性。今年3月份的国际收支数据显示,有越来越多的热钱流入到了中国。第三,前几年大家都在说,中国的资金都集中到了银行体系当中,整个社会的金融风险都集中到了银行体系当中,对中国的金融稳定是不利的,为了改变这种状况,就应当将过多的资金分流到金融市场当中去。而现在,当一部分资金开始真的从银行体系转移到资产市场中的时候,又产生了对市场的戒备心理,这是否反映了我们对资金流动乃至金融体系的想法

仍然是不成熟的?

因此,过多流动性推动的资产价格上涨,货币政策通过改变股票市场与存款之间的相对预期收益来调节流动性可能是难以有所作为的。如前所述,全部在于收益与风险的相对比较。要遏制资产价格的过快上涨,更好的办法似乎是让人们们对风险有更客观、冷静的认识和评估。但是,在每一次泡沫破灭之前,理性总会被狂热所取代。风险的充分暴露或许能够让投资者真正有风险的意识,但付出惨重的代价既是投资者也是政府所不愿意看到的。因此,健全的资产市场,既要防止泡沫的形成,也要防止泡沫的破灭,更加稳健的宏观经济政策和良好的宏观经济表现就是必要的了。

总之,第一季度的宏观经济形势可以说是“出人意料地好”,高增长与低通胀的局面得以继续维持,从实体面来看,各种数据并不支持央行近期再一次提高利率,资产价格的过快上涨的确是货币政策面临的新课题。但是,稳定资产市场最好的办法在于,央行在控制流动性过快增长的同时,应当有更加全面而稳定的宏观经济政策促进更加稳健的经济增长和企业利润的上升,从而防止出现表现在过高市盈率上的资产泡沫。(作者单位:中国社科院金融研究所)

## 对节能产品研制应大力扶持

□王平

中国国家发改委副主任陈德铭在博鳌论坛上透露,中国下一步将推广节能灯的使用,并对购买节能灯的机关和单位给予补贴。

随着资源日渐枯竭,世界各国对此的忧患意识越来越强烈。相应地,它们加大了对节能产品的研究、开发、制造和推广。在这一过程中,政府的投入、政策优惠起了非常大的引导和促进作用。美国联邦政府用于节能领域的投资逐年增加,2001年为11.8亿美元,2003年上升到13.1亿美元。日本也非常注重鼓励节能产品的研制。2001年,日本资源能源厅的年度财政预算1300亿日元,其中,仅用于节能和新能源的投入就占了520亿日元。

我国在节能产生方面的投入还不够,政策引导作用不明显。过去,我国曾对节能项目和产品实行税收减免、贷款优惠等激励政策,但在1994年财税体制改革以后,相关优惠政策反而减弱,有的甚至被取消。这对我国节能产品的研发和推广非常不利。

应该认识到,我国单位GDP的能耗不仅高于发达国家,也高于许多发展中国家。资料显示,我国1亿美元GDP所消耗的能源是1203万吨标准煤,大约是日本1亿美元GDP所消耗能源的7.20倍、德国的5.62倍、美国的3.52倍、印度的1.18倍、世界平均水平的3.28倍,能源消费总量占世界能源消费总量的10%。能耗过高不仅给我国日趋紧张的资源雪上加霜,也容易造成环境污染,使我们将来为环境治理付出更大代价。

我国虽然也出台了《节能法》,该法也规定禁止新建技术落后、耗能过高、严重浪费能源的工业项目,以及对落后的耗能过高的用能产品、设备实行淘汰制度,却没有具体的标准,缺少可操作性,导致该法在实践中常常被架空。

一方面,法律的力量在实践中得不到发挥,一方面是政策引导作用太弱,这使得我们的节能产品研发和推广,至今未能有大的起色。节能产品的推广具有多方面的益处。它既可以节约资源、保护环境,还能提供新的就业机会和新的发展契机。以美国为例,据美国能源部估计,仅克林顿任总统时制定的百万太阳能屋顶计划,就为美国创造了70000个就业机会。

面对世界发达国家在节能产品推广方面的快速发展,我们应该有忧患意识,应大力扶持节能产品,为节能产品的研发、制造企业提供全方位的政策扶持,使这些利国利民的行业尽快发展起来。

## 信用记录岂能只对消费者

□周金海

手机欠费记录今后将作为不良信用信息,进入到银行的个人信用档案,最终,会让你拿不到房屋或者其他消费贷款。据报道,目前央行已经和信息产业部达成协议,同意电信用户缴费信息接入个人征信系统,并已经责成各地人民银行和电信企业推进这项工作。

与以往诚信体系的推出受到公众欢迎不同,手机欠费与银行个人信用档案的对接引来了公众强烈的质疑,批评之声不绝于耳。这种情况可能是银行和电信部门事先没有想到的。其实,这种信用体系的建立本身就是不对等、不公平的,因为诚信档案对准的只是用户,如果电信部门自己不诚信,谁来监督和规范它?个人倘若欠费,银行以不提供贷款予以制裁,如果电信部门不诚信,又通过什么样的措施来制裁它呢?

目前,电信部门在公众中的口碑非常不佳,公众对自身的诚信难以加以信任。去年两会期间,全国政协委员陆锡雷对电信部门数不胜数的乱收费提出了批评,他说:“全国每年产生的电信

欺诈性收费高达70亿元以上。能够通过投诉或诉讼获得返还的数额微乎其微。”

一个存在严重欺诈的部门,能说自己诚信的吗?在每年的价格投诉中,电信部门总是位居前几名。中国消费者协会总结出的主要问题是:收费不透明,查询复杂往往使责任难以确定,消费者常常在不知情的情况下被扣除费用,短信收费名目繁多,标示不明,增加费用。一些不法经营者下套儿骗钱,令消费者防不胜防。

由于身处垄断地位,电信企业之间并未形成真正意义上的竞争关系,因而,它也没有通过提高服务质量赢得消费者信赖的动力和激情,倒是不断损害消费者权益的做法不断被揭露出来,令消费者深感失望。而消费者处于绝对的弱势地位,即使权益受到损害,由于维权成本过高,维权路径不畅,也很难从电信部门那里得到赔偿,很多情况下消费者只能忍气吞声、不了了之。因此,现在最需要做的,是采取措施促使处于强势地位的电信部门诚信,而不是反过来将板子打到消费者身上。

实际上,现在的手机大都是



先交费(充值)而使用的,电信部门根本不给消费者欠费的机会,在充值卡用完的一瞬间,手机就被停机,在停机之间,月租费之类的电信部门照收不误,欠费便因此产生。再以上网费用为例,即使几个月不上网,电信部门照样收费,因为电信部门的端口是开着的,它们据此收费,一直收到你欠费为止。因此,消费者拖欠电信部门费用的情况,在很多时候原因并不在消费者身上,消费者是实实在在的受害者,有关部门不去调整电信企业不合理收费,却继续对准消费者,显然有失公允。

而且,把手机欠费记录到个人信用档案这样的大事,应该进行听证,征求消费者的意见,然而,有关部门直接达成协议,并且立即付诸实施,等于变相剥夺了消费者的话语权。我们是一个法治社会,所推行的是市场经济,消费者和经营者之间是一种平等的关系,任何一方不能把自己的意志强加给对方,而电信部门和银行单方面把欠费与个人信用挂钩的做法,有违这一原则,应该及时进行矫正。

## 60人每天翻看报纸凸显信息监控之困局

□周俊生

中国股市在登上3000点高度以后,市场出现了更为激进的状态,越来越多的老百姓进入股市,推动着市场不断走高。在这种一路高歌的大牛市中,无可避免地会出现一些违法违规现象,因此,近段时间的市场舆论,要求加强市场监控的呼声日渐多了起来。

也许正因为这个原因,监管部门近期正在积极加强对市场信息的监控。但正是在这一点上,我们又发现,市场监管部门在信息监控上正面临着很大的困难。日前出版的《21世纪经济报道》称,上海证交所现在每天早上,都有60人集中翻看报纸,如果发现有关上市公司重大事项的信息,而该公司没有及时披露的,交易所就将其先行停牌。看到这样的报道,我们一方面为交易所工作的认真而感动,但另一方面,却又感到,动用如此多的人力来做这种工作,我们的监控手段也太原始了,我们的监管部门也太被动了。

我们的社会已进入多媒体时代,在信息传播的众多工具中,报纸也许是传播速度最慢的一种,除此以外,广播、电视、网络、手机短

信等已经成为人们在获取信息方面更便捷、更快速的工具。因此,监管部门只是翻看报纸,对有关情况的掌握就不可能全面。退一步说,即使排除了其他信息传播工具,我们也应该明白,在目前的环境下,行业竞争已经十分激烈,而财经新闻由于受众的广泛,已经成为报社最重要的竞争手段。除财经报纸外,一些综合性报纸、地方性报纸都已加入了争抢财经新闻的行列,随着我国资本市场日趋国际化,国外报纸对中国上市公司的报道也很积极。但是,交易所不是图书馆,不可能将世界各地的所有报纸“一网打尽”,这就注定了只凭翻看几家报纸来进行信息监控,是不可能起到真正的监控作用的。因此,如果确实存在着上市公司信息披露的违规情况,那么,被揪住的是几个“倒霉蛋”,大量的违法违规者必定会成为“漏网之鱼”。

其实,凡是熟悉市场的人都知道,上市公司的一条信息以合规的信息披露形式见诸市场的时候,它对于投资者来说已经不是很重要了。对于一些机构、大户投资者来说,他们更需要的是一些所谓的“内幕信息”,普通股民所希望得到的也是这样的“内幕信息”。一

些市场操纵者正是利用了市场上普遍存在的这种心理,经常根据自己的操作需要放出一些真假莫辨的信息。这种信息的传播并不需要通过报纸等媒体,而是通过口口相传的渠道。这些信息的来源是上市公司放出的,有的也许确实与上市公司没有关系,只是炒作者通过非正规渠道获得或者干脆就是假设出来的。我们必须承认,对于这种很容易造成市场混乱的“内幕信息”,由于它常常是“来无影去无踪”,监管部门目前还缺少有效积极。但是,交易所不是图书馆,不可能将世界各地的所有报纸“一网打尽”,这就注定了只凭翻看几家报纸来进行信息监控,是不可能起到真正的监控作用的。因此,如果确实存在着上市公司信息披露的违规情况,那么,被揪住的是几个“倒霉蛋”,大量的违法违规者必定会成为“漏网之鱼”。

对上市公司的信息披露,监管部门的要求越来越严格,今年2月,中国证监会重新公布了新版《上市公司信息披露管理办法》。信息披露最重要的原则应该是公平,让每一个投资者都能够同时享受信息。但我们发现,信息披露制度在实践中还有许多问题有待解决。比如,一些基金等机构为了先于市场掌握到上市公司的“独家新闻”,经常会派出人员到上市公司进行实地考察,一些有实力的个人投资者也喜欢这样做。这种做法到目前为止还是受到鼓励的,但事实上这

种行为使上市公司处于两难之中,来公司进行考察的有关人员,都是公司的股东,公司应该把他们需要了解的情况无保留地公开,但这样一来又会造成对其他投资者的不公平。再比如,上市公司作为一个企业,其内部的员工对自己企业的运作状况,必然比外部的投资者了解得更透彻,监管部门也不可能通过每天翻看报纸来发现其中的踪迹。

中国资本市场目前出现的新局面,是监管部门在以前所没有遇到的。面对错综复杂的市场格局,监管部门不能只是“头痛医头,脚痛医脚”,穷于应付而难以抓住要害,而是必须了解新情况,研究新问题,拿出新措施。否则,监管部门就只能陷于忙忙碌碌的事务堆中,但却难以收到理想的效果。

voice | 上证名记者

## 走出“市盈率迷津”

□诸葛立早

市盈率,现在已经成为中小投资者必须知晓的一个常用词了。这个股票可以买还是不可以买,“市盈率不高?”对成熟的股民来说,往往是第一道问答题。

这也算是一种“入市须知”吧。有关股票的估值有两种不同的方法,一是现金流贴现法,二是相对比较估值法。由于现金流贴现法在运用条件上的局限性,人们大多采用相对比较估值法,即市盈率、市净率等方法。尤其在对股市进行估值时,人们更是喜欢常用市盈率方法。

知易行难。时下,市盈率把人们头脑搞糊涂的事,却时有发生。几乎在同一天报纸上,同是议论市盈率问题,一篇文章称,A股市场的整体PE已经达到39.7倍的水平,一举接近40倍的大关,沪深300整体PE也达到36.65倍的高位,市场逐步步入高估值阶段。估值压力不断提高,市场风险随之也越趋越大。而另一篇文章则称,综合机构对上市公司2007年业绩预测平均值(一致预期)计算,沪深A股动态市盈率为28.19倍,与2005年6月3日上证指数998点时A股动态市盈率15.83倍相比,上升了78.08%。同期,沪深A股平均股价涨幅高达155.84%。由此得出,市盈率升幅仅为股价涨幅50.1%。市场人士认为,之所以A股动态市盈率增幅低于股价涨幅,企业盈利能力的提高是最重要的因素,因此,市场无“泡沫化”上涨”你看,针尖对麦芒,当面锣对面鼓。

再仔细分析,发现他们用以分析问题的标杆有异。说高估的,引用的是2005年的上市公司年报数据,用专业术语来说,叫“静态市盈率”;说市场没有“疯”的,引用的是最新的上市公司年报数据,甚至还包括公司对今后两年的业绩预测,用专业术语来说,叫“动态市盈率”。标杆各异,结论焉能一致。这可以理解。只是为了“做多”,不惜拼命鼓吹“动态市盈率”;而为了“做空”,又不惜连篇累牍鼓吹“静态市盈率”,那就有点“误人子弟”了。倘若随着自己操作行为的变化,“静态市盈率”与“动态市盈率”交替使用,则更是居心叵测,行为不端了。

在“甌江经济学名家系列讲座暨首场学术演讲”上,北京大学副校长、北大中国经济研究中心副主任海闻教授表示,目前的医疗改革不是要一味地把药价降下来,不是把药变成便宜,而是“谁来承担”的问题。他建议适当提高医生工资,“这并非是要高薪养廉,只需给一个医生一年10万,使其不用为生活操心,从而遏制医疗创收的现象。”

如果海闻教授的理论成立,屡禁不止的医疗创收问题就可以迎刃而解了。然而,这种逻辑却有一个重要的前提,即医疗创收的目的都是为了“生活操心”,否则,结论便站不住脚。遗憾的是,恰恰是这个重要的前提存在严重漏洞——许多医疗创收行为并非基于“生活操心”,再比如,上市公司作为一个企业,其内部的员工对自己企业的运作状况,必然比外部的投资者了解得更透彻,监管部门也不可能通过每天翻看报纸来发现其中的踪迹。

而且,一些医生搞医疗创收的收入也非10万所能打工。据《市场报》报道,“每个进口人工关节价格3万元,回扣估计在6000元到9000元之间。”“大医院骨科手术医生回扣的衡量标准是一天一万元,是除了心脏介入手术手术医生外,回扣收入最高的医生”。面对这种巨额回扣,年薪十万又算得了什么?

尽管海闻教授否认给医生年薪十万是“高薪养廉”,但其思路其实与“高薪养廉”并没有实质性区别。我国从早就进行过“高薪养廉”的尝试。在宋朝,官员腐败现象严重,王安石把原因归结为“方今制禄,太抵皆薄”,“方今士大夫所以鲜廉寡耻,其原亦多出于禄赐之不足”,于是,宋朝连续数次提高官员俸禄,到宋朝后期官员的俸禄平均下来已是宋朝的八倍左右。然而,官员腐败依然严重,最终导致了宋王朝的灭亡。清朝在“高薪养廉”方面做得更彻底,雍正皇帝设立了“养廉银”制度,“养廉银”比官员正常薪水高出最高达20余倍,照样导致了“一清两江府,十万雪花银”的结局。

这说明,如果没有制度对官员的行为进行制约,“高薪”也养不了“廉”。事实上,在我国,医生的收入水平是在社会平均收入水平之上的。医疗行业在“2005年十大暴利行业排行榜”中高居第二,一种药品从进价到患者手中,能否加价几倍甚至几十倍,有多少医生清贫到了为“生活操心”的地步?

有人举出新加坡的例子,其实,从上世纪80年代开始,新加坡才逐步提高公务员工资。因此,新加坡的“廉”并不是“高薪”养出来的,都是制度养出来的。制度加高薪,成为确保新加坡成为世界上最廉洁国家的保障。

目前,我国尚没有严厉的制度能够确保医务人员不收红包,不收回扣,这导致医疗领域腐败盛行,医生回扣得到的收入远远超出其正常工作收入。在这种情况下,即使给医务人员年薪十万,也不足以消除其通过不法手段谋取利益的欲望,我们所能做的是严厉惩处医疗腐败,当医疗腐败能够在制度的力量下淡出人们的视野——至少也应大幅度减少的情况下,才能谈“高薪养廉”的话题。

令人匪夷所思的是,海闻教授还对政府干预市场提出了严厉批评,批评国家调控房地产市场。我国从早就进行过“高薪养廉”的尝试。在宋朝,官员腐败现象严重,王安石把原因归结为“方今制禄,太抵皆薄”,“方今士大夫所以鲜廉寡耻,其原亦多出于禄赐之不足”,于是,宋朝连续数次提高官员俸禄,到宋朝后期官员的俸禄平均下来已是宋朝的八倍左右。然而,官员腐败依然严重,最终导致了宋王朝的灭亡。清朝在“高薪养廉”方面做得更彻底,雍正皇帝设立了“养廉银”制度,“养廉银”比官员正常薪水高出最高达20余倍,照样导致了“一清两江府,十万雪花银”的结局。

这说明,如果没有制度对官员的行为进行制约,“高薪”也养不了“廉”。事实上,在我国,医生的收入水平是在社会平均收入水平之上的。医疗行业在“2005年十大暴利行业排行榜”中高居第二,一种药品从进价到患者手中,能否加价几倍甚至几十倍,有多少医生清贫到了为“生活操心”的地步?

有人举出新加坡的例子,其实,从上世纪80年代开始,新加坡才逐步提高公务员工资。因此,新加坡的“廉”并不是“高薪”养出来的,都是制度养出来的。制度加高薪,成为确保新加坡成为世界上最廉洁国家的保障。

目前,我国尚没有严厉的制度能够确保医务人员不收红包,不收回扣,这导致医疗领域腐败盛行,医生回扣得到的收入远远超出其正常工作收入。在这种情况下,即使给医务人员年薪十万,也不足以消除其通过不法手段谋取利益的欲望,我们所能做的是严厉惩处医疗腐败,当医疗腐败能够在制度的力量下淡出人们的视野——至少也应大幅度减少的情况下,才能谈“高薪养廉”的话题。

令人匪夷所思的是,海闻教授还对政府干预市场提出了严厉批评,批评国家调控房地产市场。我国从早就进行过“高薪养廉”的尝试。在宋朝,官员腐败现象严重,王安石把原因归结为“方今制禄,太抵皆薄”,“方今士大夫所以鲜廉寡耻,其原亦多出于禄赐之不足”,于是,宋朝连续数次提高官员俸禄,到宋朝后期官员的俸禄平均下来已是宋朝的八倍左右。然而,官员腐败依然严重,最终导致了宋王朝的灭亡。清朝在“高薪养廉”方面做得更彻底,雍正皇帝设立了“养廉银”制度,“养廉银”比官员正常薪水高出最高达20余倍,照样导致了“一清两江府,十万雪花银”的结局。