

Document

论流动性过剩条件下我国股票市场的政策选择

□卢雄鹰 徐海宇

1,在我国股票市场上,一个最为集中的议题就是流动性过剩和市场泡沫问题。要真正认清这些问题,必须把股票市场放到我国宏观经济的总体平衡中加以讨论,在透彻分析目前为平衡我国经济所能采取的各种宏观政策可能性的基础上,再对股票市场的未来发展作一合理的分析和判断,而不是根据市盈率等指标简单地讨论股指的高或低。

2,我国流动性过剩问题由来已久,只不过在现阶段的矛盾突出地表现在了股票市场。在市场流动性过剩短期内不能得到根本性缓解的情况下,与通货膨胀、经济过热以及房价高企相比,接受一定程度的股市泡沫也许是一个最合适的选择。当然,这种最合适的选择并不是传统经济学意义上的“最优状态”,而是博弈意义上的“纳什均衡”。

3,我们可以容忍和接受当前一定程度的股市泡沫,并不等于可以容忍这种市场泡沫的长期存在和无限膨胀。从长期来看,化解股市泡沫的根本途径不是打压股市,而是提高上市公司的质量,实现股市泡沫的“软着陆”。在大量过剩的流动性从银行居民存款流向股票市场的时候,我们至少可以因势利导做两件事情,一是调整我国的宏观金融结构;二是调整我国的产业结构和实现产业升级,并通过产业调整实现上市公司质量的提升。

一、分析我国股票市场的方法论问题

在方法论上,要真正认清股票市场的讨论,必须把股票市场放到我国宏观经济的总体平衡中加以讨论,在透彻分析目前为平衡我国经济所能采取的各种宏观政策可能性的基础上,再对股票市场的未来发展作一合理的分析和判断,而不是根据市盈率等指标简单地讨论股指的高或低。

目前,在我国股票市场上,一个最为集中的议题就是流动性过剩和市场泡沫问题。随着股票市场指数的不断攀高,不少专家学者和市场人士认为,至少是担心股票市场已经或者正在形成较大的泡沫,并且认为这种市场泡沫在很大程度上是由流动性过剩引起的。因此,市场对任何影响流动性过剩的宏观政策措施的变动都是异常的敏感,或如惊弓之鸟,或又有恃无恐,市场短期忽上忽下的波动和投资者多空两难的犹豫就是最好的明证。另外,关于市场泡沫的辩论双方也多是从事静态市盈率的国际比较和动态市盈率的国内比较等指标来加以分析和讨论。更进一步讲,我们站在地球表面上总是感到地球是平的,当我们从外空来观察整个地球时,它显然是圆的。因此,目前我国股票市场必须放到宏观经济的全局来加以观察和思考,具体地讲,必须放到我国宏观经济的全局平衡中来加以讨论,更进一步讲,只有弄清楚了目前为平衡我国经济所能采取的各种宏观政策的可能性时,我们才能在其中作出合适的选择。

要真正认清这些问题,对于我国股票市场的政策选择是至关重要的。在方法论上,要真正认清我国股票市场的这些问题,就必须跳出就事论事的思维方法,也就是说,不能局限在股票市场本身来讨论股票市场,而是要从我国宏观经济的全局来看待和讨论问题。打个比方,我们站在地球表面上总是感到地球是平的,当我们从外空来观察整个地球时,它显然是圆的。因此,目前我国股票市场必须放到宏观经济的全局来加以观察和思考,具体地讲,必须放到我国宏观经济的全局平衡中来加以讨论,更进一步讲,只有弄清楚了目前为平衡我国经济所能采取的各种宏观政策的可能性时,我们才能在其中作出合适的选择。

二、宏观调控目标的非一致性

一般而言,一国政府的宏观调控目标主要有四个:经济增长、通货稳定、充分就业和国际收支平衡。但是,经济理论告诉我们,一国政府以上四个目标的调控方向并不总是能够保持一致的,具有不可兼得的性质。

一般而言,一国政府的宏观调控目标主要有四个:经济增长、通货稳定、充分就业和国际收支平衡。从世界范围来看,西方发达国家多把经济增长率定到4%左右作为经济增长的理想目标,发展中国家在工业化过程中的经济增长率要更高一些,例如我国经济增长率的理想目标希望控制在10%以内。通货稳定是政府宏观调控的又一个目标。通货稳定是指物价不出现连续和大幅度的上涨。西方发达国家一般认为物价上涨控制在3%以下,即可视为物价稳定。发展中国家由于经济增长速度相对较快,这一指标可能会高一些,目前我国政府将居民消费价格指数(CPI)上涨3%作为今年全年的调控目标。在市场经济条件下,由于受到市场需求、结构调整以及技术变动等因素的影响,社会存在失业是不可避免的,充分就业并非意味着失业率为零,西方各国一般将失业率的调控目标控制在4%以下。除了上述三方面为一国经济的对内平衡以外,国际收支平衡涉及的是—国经济的对外平衡。

所谓国际收支,指的是在一定时期内(通常为一年)一

个国家或地区与其他国家或地区之间进行的全部经济交易的系统记录。国际收支的统计包括了经常项目、资本项目和官方储备。其中,在经常项目下包括贸易、服务和单方转移;在资本项目下包括了直接投资与间接投资,其中也就包括了通常所说的合格境外机构投资者(QFII)和合格国内机构投资者(ODII);官方储备的主要内容往往就是外汇债权,所谓国际收支平衡,指的是一国不发生大量而持续的国际收支逆差或顺差。保持国际收支平衡是一国稳定经济的又一个重要方面。

但是,一国政府以上四个目标的调控方向并不总是能够保持一致的。一般而言,当经济增长速度较快时,可以提供更多的就业机会,但也可能导致通货膨胀;而经济增长放慢或停滞时,物价水平也会随之走低,但失业率水平则可能会下降。经济学中的菲利普曲线就是从理论上描述了这一两难选择。尽管2006年诺贝尔经济学奖得主埃德蒙·菲尔普斯教授以其“附加预期的菲利普曲线”对菲利普曲线作了重要补充,但这仍然没有改变政府宏观政策目标的不一致性和不可兼得的性质。对于发展中国家来说,经济增长往往是政府优先考虑的目标,同时兼顾其它。政府的职责就是通过各种调控手段,包括实行不同的货币政策和财政政策,以使这几项目标处于相对协调的状态,都控制在可承受的范围以内。

三、宏观调控下的股票市场政策选择

我国流动性过剩问题由来已久,只不过在现阶段的矛盾突出地表现在了股票市场。在市场流动性过剩短期内不能得到根本性缓解的情况下,与通货膨胀、经济过热以及房价高企相比,接受一定程度的股市泡沫也许是一个最合适的选择。当然,这种最合适的选择并不是传统经济学意义上的“最优状态”,而是博弈意义上的“纳什均衡”。

如果以政府总理任期来划分,我们清醒地记得,在李鹏总理任职期间,我国宏观调控的主要任务是控制通货膨胀;在朱熔基总理任职期间,我国宏观调控的主要任务是促进经济增长;而目前我国宏观经济调控的主要任务是平衡国际收支,并且同时关注经济快速增长和通货膨胀。应该说,目前我国宏观经济中的经济增长和通货稳定的情况是比较良好的,国际收支的失衡,主要是贸易顺差已经成为我国宏观经济调控中的一个主要问题。我国大量的贸易顺差正成为目前流动性过剩的主要和直接来源,也是推升股市高涨的一个重要原因。毫无疑问,这种由流动性过剩引起的资金推动型股市高涨是包含着市场泡沫的,但是,我国能够完全避免市场泡沫吗?我们能够马上化解市场泡沫吗?我们是否还有其他替代的方法吗?我们必须将这些问题放到我国宏观经济的全局来加以分析和讨论。

如上所述,简略地讲,股票市场的泡沫是由资金推动引起的,资金是由流动性过剩带来的,而流动性过剩又是由大量的贸易顺差造成的。那么,我国能不能在短期内从根本上改变大量贸易顺差的格局呢?我国的宏观政策选择又有哪些呢?这是需要我们仔细考虑的。

按照经典的国际收支调节理论,在国际收支帐户的框架下,如果—国发生临时性的国际收支失衡,需要调整的是官方储备;如果—国发生根本性的国际收支失衡,需要调整的是本币汇率。在理论上,较早涉及此类问题的首先是二战后对固定汇率制提出异议的米尔顿·弗里德曼,认为固定汇

率制会传递通货膨胀,引发金融危机,只有实行浮动汇率制才有助于国际收支平衡的调节。接着,英国经济学家詹姆斯·米德也提出,固定汇率制度与资本自由流动是矛盾的,并且认为,实行固定汇率制就必须实施资本管制,控制资本尤其是短期资本的流动。该理论被称为米德“二元冲突”或“米德难题”。理论的另一个研究路线是持相反看法,罗伯特·蒙代尔提出了支持固定汇率制度的观点。根据蒙代尔—弗莱明模型,在没有资本流动的情况下,货币政策在固定汇率下在影响与改变—国的收入方面是有效的,在浮动汇率下则更为有效;在资本有限流动情况下,整个调整结构与政策效应与没有资本流动时基本一样;而在资本完全可流动情况下,货币政策在固定汇率时在影响与改变—国的收入方面是完全无能为力的,但在浮动汇率下,则是有效的。由此得出了著名的“蒙代尔三角”理论,即货币政策独立性、资本自由流动与汇率稳定这三个政策目标不可能同时达到。由于这三个目标之间的不可兼得,最多只能实现其中的两个,所以也称为“三元悖论”。

就目前我国的实际情况而言,资本项目的开放是很有限的,特别是短期资本的流动是不开放的。这一点也被美国经济学家克鲁格曼认为是中国在上一次亚洲金融危机中能够独善其身的根本原因。在这个前提下,我们就需要在汇率政策和货币政策之间作出选择,或者进行某种政策组合。从迹象来看,为缓解大量的贸易顺差,我国政府选择了让本币升值的做法,但又不能让本币升值过快,这是因为本币升值过快会导致经济增长减缓和劳动失业增加。在一国的宏观经济调控中,目标始终高于政策,政策的选择必须服从于目标的实现。人民币过快升值的做法尽管可以较快地解决贸易顺差,但由于会危及经济发展和充分就业的全局,因而是不可取的。那么,目前我们不再采取人民币充分升值的做法,就必然会对我国的货币政策形成巨大的压力。实际上,目前我国采取的人民币基本稳定下逐步升值的做法,由于贸易结汇形成大量的外汇占款,从而释放出大量的人民币基础货币,这正是目前市场流动性过剩的主要来源。目前的这种状况使得我国央行不断地采取数量型的货币工具,例如提高存款准备金率等措施,来设法缓解矛盾,但是作用并不明显。我们认为,目前我国大量贸易顺差的局面在短期内是不会得到根本改变的,从而市场流动性过剩的局面也不会得到根本性改变。

实际上,我国宏观经济中的贸易顺差和流动性过剩问题并不是现在刚刚才开始的,而是由来已久了,只不过在不同阶段具有不同的表现形式而已。而且,按照货币数量理论,流动性过剩只是一个相对过剩的概念,或是相对于社会总供给它会表现为通货膨胀,或是相对于经济增长需求它会表现为投资过热,或是在房地产市场表现为房价猛涨,或是在股票市场表现为市场泡沫。其实,上述的种种情况我国都已经经历过,只不过这一次流动性过剩的矛盾突出地表现在了股票市场而已。很显然,在市场流动性过剩短期内不能得到根本性缓解的情况下,我国流动性过剩的出口只能在以下几种情况中作出选择,那就是通货膨胀、经济过热、房价高企和股市泡沫。由于国内的需求升级是一个缓慢的过程,所以用内需来化解流动性过剩是远水救不了近火;用扩大投资来化解流动性过剩会直接引起经济过热,所以也是不可取的;让过剩的流动性进入房地产市场而导致房价猛涨,那也已在政策上遭到了否定。另外,新近热议的包括

ODII在内的我国对外投资也是远水救不了近火。由此可见,我们当前的问题并不是“两利取其重”,而是“两害取其轻”。我们并不能达到宏观经济调控几大目标同时实现的理想状态,在保持宏观经济基本稳定的前提下,我们必须接受某种“瑕疵”。在目前的情况下,与通货膨胀、经济过热以及房价猛涨相比较,接受一定程度的股市泡沫也许是一个最合适的选择。当然,这种最合适的选择并不是传统经济学意义上的“最优状态”,而是博弈意义上的“纳什均衡”。

四、流动性过剩与股票市场发展

我们可以容忍和接受当前一定程度的股市泡沫,并不等于可以容忍这种市场泡沫的长期存在和无限膨胀。从长期来看,化解股市泡沫的根本途径不是打压股市,而是提高上市公司的质量,实现股市泡沫的“软着陆”。在大量过剩的流动性从银行居民存款流向股票市场的时候,我们至少可以因势利导做两件事情,一是调整我国的宏观金融结构;二是调整我国的产业结构和实现产业升级,并通过产业调整实现上市公司质量的提升。

目前,大量过剩的流动性正从银行系统的居民存款流向股票市场,这并不是一件坏事。如果大量过剩的流动性象过去一样留在银行系统,这只会进一步加大我国银行的坏帐率和系统性风险,而且还会通过过多的银行信贷进一步助长经济过热的可能性,央行在宏观调控中频繁地直接使用数量型工具的用意恐怕也正在于此。在大量过剩的流动性从银行居民存款流向股票市场的时候,我们至少可以因势利导做两件事情,一是调整我国的宏观金融结构,从过度依赖银行信贷的单一的结构转向较多运用资本市场的多元结构;二是借机调整我国的产业结构和实现产业升级。而且,相对完善的金融市场结构可以促进产业结构的调整和升级。

从金融市场的发展历史来看,银行信贷是最早出现的融资方式。但是,由于借贷双方存在严重信息不对称而导致的“逆向选择”使得银行无法从根本上克服坏帐风险。股票市场的企业融资尽管投资者可以“用脚投票”,但是投资者仍然属于“消极投资”,“用脚投票”的风险损失还是不可避免,特别是个人散户投资者就更是如此。在股票市场中大力发展机构投资者是解决上述问题的一个有效途径。因为机构投资者在股票市场上不仅可以“用脚投票”,而且还可以“用手投票”,做一个“积极投资”。在股票市场上,很多人都把美国的巴菲特视为“价值投资”的典范,但是,巴菲特股票投资的更为本质的特征是“积极投资”。巴菲特在“用脚投票”的同时,还通过“用手投票”去影响和改善企业的经营,这是他成功投资的真正奥秘所在,也是我国机构投资者应当努力借鉴的。从这个意义上讲,目前从数量上限制公募基金发行的未必是件好事,实际上使大量的资金直接进入个人散户行列。

如前所述,我们可以容忍和接受当前一定程度的股市泡沫,但并不等于可以容忍这种市场泡沫的长期存在和无限膨胀。理想的状态是这种暂时性的股市泡沫可以在未来的发展中加以化解,化解的根本途径并不是打压股市,而是提高上市公司的质量,从市盈率P/E的角度来讲,就是提高B,而不是降低P。应当说,无论是从上市公司的发展,还是从政府部门的政策导向,人们都正在看到这种积极的变化。

股票代码:600511 股票简称:国药股份 公告编号:2007-临007

国药集团药业股份有限公司 第三届董事会第十一次会议决议公告 暨召开2007年第一次临时股东大会通知

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

国药集团药业股份有限公司第三届董事会第十一次会议通知于2007年4月27日以书面形式发出,会议于2007年5月9日在北京世纪金源大酒店会议室召开。本次会议应到董事九名,实到董事九名,其中二名独立董事参加了会议,监事和高管列席会议,符合《公司法》和公司章程的有关规定。本次会议审议通过了如下决议:

一、审议公司向国药控股国大药房有限公司转让北京国大药房连锁有限公司74%股权的关联交易议案(内容刊登在2007年5月10日刊登在《证券时报》和《上海证券报》上的《国药股份关于转让北京国大药房有限公司74%股权的关联交易公告》)。

在审议该议案时,公司9名董事中5名关联董事回避参与表决,董事会表决票数不够半数,其他4名非关联董事全部同意,3名独立董事也发表了独立意见。

独立董事意见:该关联交易符合公司目前经营情况,并且鉴于北京国大目前亏损的经营情况,此次转让有利于提高公司整体盈利水平;交易价格公平,保护了全体股东的利益,同意提交股东大会审议此议案。

二、以9票同意,0票反对和0票弃权的结果审议通过召开国药股份2007年第一次临时股东大会的议案。

公司将于2007年6月4日上午9:00在公司五楼会议室召开2007年第一次临时股东大会,现将有关事项通知如下:

1.时间:2007年6月4日上午9:00。

2.地点:国药股份五楼会议室。

3.审议内容:(1)审议公司向国药控股国大药房有限公司转让北京国大药房连锁有限公司74%股权的关联交易议案。

4.出席会议人员资格:(1)本公司董事、监事(2)截止2007年5月25日下午上海证券交易所以收市后在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的持有“国药股份”的中国、均有资格出席或委托出席本次股东大会。

5.会议登记办法:(1)登记手续:出席本次股东大会的股东持本人身份证明、证券帐户或法人证明文件(受托人持身份证、委托人的证券帐户和授权委托书)办理出席会议登记手续。异地股东可用信函或传真方式登记。(2)登记地址:北京市崇文区永外三元西巷甲12号国药股份516室,公司董事会秘书办公室和100077。

邮编:100077 电话传真:010-67260194

联系人:吕致远 赵兴伟 罗利春

登记日期:2007年5月30日到6月1日,出席会议的股东食宿和交通费自理。

特此公告。

国药集团药业股份有限公司
2007年5月10日

附件1:授权委托书

兹授权 先生(女士)代表本人(或法人)出席国药集团药业股份有限公司2007年第一次临时股东大会,并代为行使表决权(在委托人不做具体表决指示的情况下,受托人有权利根据自己的意见表决)。

委托人签字: 身份证号码:
受托人持股数: 受托人股东帐户号:
受托人签字: 身份证号码:
委托日期:

股票代码:600511 股票简称:国药股份 公告编号:2007-临008

国药集团药业股份有限公司 第三届监事会第六次会议决议公告

国药集团药业股份有限公司第三届监事会第六次会议通知于2007年4月27日以书面形式发出,会议于2007年5月9日在北京世纪金源大酒店会议室召开。本次会议应到监事三名,实到监事三名,符合《公司法》和公司章程的有关规定。

本次会议审议通过了如下决议:

一、以3票同意,0票弃权,0票反对的结果审议通过公司向国药控股国大药房有限公司转让北京国大药房连锁有限公司74%股权的关联交易议案。

公司监事会认为:该关联交易是根据北京国大药房连锁有限公司目前经营情况做出的,符合公司经营策略,交易价格公平,保护了全体股东的利益。特此公告。

国药集团药业股份有限公司
2007年5月10日

证券代码:600511 证券简称:国药股份 公告编号:2007-临009

国药集团药业股份有限公司 关联交易公告

本公司及董事会全体成员(在此发表异议声明的除外)保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、关联交易的基本情况

1、北京国大药房连锁有限公司(以下简称“北京国大”)于2003年10月由国药集团药业股份有限公司(以下简称“国药股份”或“公司”)和中国医药集团采购供应站(下称“北京站”)共同出资设立,目前注册资本1,000万元,公司和北京站分别持有74%和26%的股权,公司为控股股东。

主营业务范围:销售中成药;中药饮片;化学药制剂;抗生素;生化药品;化学原料药;生物制品;医疗器械;仪器仪表;避孕药品;保健食品;日用百货。目前在北京拥有50余家连锁药房。

北京国大经审计的主要财务指标:

项目	2006年12月31日	2005年12月31日
主营业务收入	4,873,077	4,644,231
净利润	-439,131	-90,222
股权权益	126,288	964,400
负债总额	2,093,130	1,165,321
总资产	2,219,373	1,729,731

2、国药股份拟通过协议转让方式向国药控股国大药房有限公司(以下简称“国控国大”)转让所持有的北京国大全部74%股权,转让完成后,公司不再持有北京国大股权。

二、关联方介绍和关联关系

(一)关联方介绍(北京国大股权投资受让方)公司名称:国药控股国大药房有限公司
公司住所:上海市闸北区汾阳路38号1楼;
法定代表人:陈为钢;
注册资本:20,000万元;
主营业务:化学药品、中成药、医疗器械等。

(二)关联关系

以上关联方为关联法人,其母公司与国药股份控股股东都是国药控股有限公司。

三、定价政策和定价依据

此次股权转让价格以北京2006年资产评估值为定价依据。天职国际会计师事务所出具了审计报告,截止2006年7月31日,北京国大帐面净资产评估值为408.46万元;上海东洲资产评估有限公司出具了评估报告,截止2006年7月31日,北京国大净资产评估值为654.45万元,评估增值60.22%。

经协商,公司持有的北京国大74%股权转让价格为532.8万元,较评估值增加10%,并且评估基准日至关联交易日之间的损益由受让方国控国大承担。

四、交易目的和交易对上市公司的影响

1.交易的必要性

公司转让北京国大股权主要是由于其近年经营一直在亏损状态,降低了公司整体盈利能力,同时国控国大拟拓展全国医药零售市场,因此双方协商同意此次股权转让。

2.关联交易公允性

关联交易价格是由交易各方根据实际情况商定的,符合了公平、公正、公开的原则,关联方没有因其身份而当得利,没有损害非关联股东的利益。

3.关联交易对公司独立性的影响

本次转让北京国大股权对国药股份独立性没有影响。

五、审议程序

1.公司第三届董事会第十一次会议审议此议案,在审议该议案时,公司9名董事中5名关联董事回避参与表决,董事会表决票数不够半数,其他4名非关联董事全部同意,3名独立董事也发表了独立意见,并同意提交2007年第一次临时股东大会审议此议案。

2.公司独立董事认为:该关联交易决议是根据公司经营情况做出的,鉴于北京国大目前亏损的经营情况,此次转让有利于提高公司整体盈利水平;交易价格公平,保护了全体股东的利益。公司独立董事同意该关联交易。

六、关联交易协议签署情况

关联交易协议在国药股份股东大会决议通过后方可签定。

七、备查文件目录

1.国药股份关联交易公告原件;

2.国药股份独立董事关于本次关联交易的独立意见。

特此公告。

国药集团药业股份有限公司
2007年5月10日

资产评估报告书
(摘要)

特别提示:本报告只能用于报告中明确约定的评估目的。以下内容摘自资产评估报告书全文,欲了解本评估项目的全面情况,请认真阅读资产评估报告书全文。

上海东洲资产评估有限公司
法定代表人 王小敏
总评估师 吕小敏
中国注册资产评估师 陈林根 孙业林
报告出具日期 2007年3月18日

项目名称	北京国大药房连锁有限公司股权转让项目
报告编号	沪东洲资评字第[D200604]139号
评估机构	上海东洲资产评估有限公司
委托方	国药控股国大药房有限公司
资产占有单位	北京国大药房连锁有限公司
评估单位	北京国大药房连锁有限公司
评估目的	根据评估业务委托书,国药控股国大药房有限公司拟收购北京国大药房连锁有限公司,本次评估为此次收购提供价值依据。
评估基准日	2006年7月31日
评估范围及评估对象	整体资产,包括流动资产、固定资产、长期待摊费用及负债等。资产评估申报表列示的帐面总资产为21,443,272.23元,负债为17,368,628.73元,净资产为4,084,643.50元
评估方法	采用单项资产加法。
评估结论	清查调整后,资产为23,476,067.15元,负债为19,291,423.65元,净资产为4,084,643.50元 经评估,资产总额评估值为26,806,709.31元、负债评估值为19,261,192.41元,净资产评估值为6,544,516.90元 净资产大写陆佰伍拾肆万肆仟伍佰陆拾陆元玖角整。 无待处理流动资产。

评估结果汇总表	项目	账面价值	调整后账面价值	评估价值	增值额	增值率%
流动资产	长期投资	1,062.93	1,266.21	1,279.76	13.56	1.07
	固定资产	1,075.65	1,075.65	1,295.07	219.42	20.40
	其中:在建工程					
	建筑物	923.35	923.35	1,146.78	223.43	24.20
	设备	152.30	152.30	148.29	-4.01	-2.63
	无形资产					
	其中:土地					
	其他资产					
	其他流动资产	5.75	5.75	5.75		
	流动资产合计	2,144.33	2,347.61	2,580.58	232.97	9.92
流动负债	1,735.86	1,939.14	1,926.12	-13.02	-0.67	
长期负债						
评估基准日:	1,735.86	1,939.14	1,926.12	-13.02	-0.67	
2006年7月31日	408.46	408.46	654.45	245.99	60.22	