

watch|上观观察家

# 过剩流动性要有效运用于股市发展

我们在谈论银行储蓄下降、流动性过剩和股市发展时,不能再囿于落后金融体制造成的惯性思维,不能只见树木,不见森林,更不能忽略了国家市场经济体制的既定改革目标,忽略了资本市场发展的客观规律。也许我们的确应该关注银行储蓄资金向股市的流动问题,但是更关心的是如何更有效地将银行储蓄资金分流出来,推动股市持续、健康、稳步发展。

□常清 安毅

由于预期我国将继续处于牛市当中,因此社会资金仍在源源不断地从银行向股市进行着“大搬家”。这种资金流向也就不可避免地引起人们高度关注。事实上,我们要警惕的并不是储蓄在短期内的快速转移问题,而是能不能正确认识储蓄率、流动性和股市之间的联系机制,并将过剩的流动性有效地运用于股市的长期发展当中。

众所周知,我国有非常高的国民储蓄率,在2001至2005年间达到44%,居民户储蓄率在16%以上。高储蓄率对于支持我国的经济高速增长发挥了十分积极的作用。但是,储蓄率持续过高也在两个方面产生了所谓的流动性过剩问题。一是,高储蓄率使大量资金循环于金融体系之内,增强了银行创造货币的能力。二是,储蓄投资之间

的缺口造成了长期贸易顺差和外汇储备急剧增长,导致货币大量被动发行。如果资本市场不发达,过多的流动性十分容易引发固定资产投资和资产价格膨胀,并产生大量经济泡沫。因此,如何更有效地分流银行储蓄和疏导流动性过剩已经成为一对紧密联系、急需解决的突出问题。

归结起来,我国银行储蓄率过高的成因是多方面的,包括社会保障体系落后、消费水平较低、资本市场发展落后等因素。单就资本市场而言,其中的主要原因是直接融资发展缓慢、投资渠道狭窄,民众金融投资意识有限,这就致使全社会范围内规模巨大的资金长期沉淀于银行。在此条件下,当面对利率偏低,资本市场略有起色的时候,庞大的银行储蓄就会被立即释放出来,扰动宏观经济和弱质的资本市场发展。也正是由于这些原因,国家一

直希望通过改革,推动股票市场健康发展,将银行储蓄资金转移到资本市场,提高居民的财富效应和消费水平,降低储蓄率。同时,也希望通过股票等直接融资将社会资金引导到相关产业部门中,缓解流动性过剩可能引发的金融风险,实现宏观经济的长期稳定发展。

2006年我国股权分置改革逐步取得成功,有力地冲破了居民储蓄过高、银行流动性过剩和资本市场落后共同构筑起的发展障碍,使三者关系得到了初步梳理。股票指数也因此一路走高,我国股市市值也不断增长,这充分说明股票资产正在成为国民财富的新增长点。应该说,这种变化恰恰是金融结构优化升级的表现,是我国开始建立市场经济体制后一直就希望达到的目标,也是今后资本市场战略转型的一个重要标志。

特别是,我们还应该始终清

醒地认识到:长期熊市造成了大量资金离场和股市血液严重不足,这次大牛市的来临不仅仅是一次恢复性上涨的过程,同时更是以经济发展和股改成功为基础的补涨过程,因此银行储蓄资金向股市大量转移不仅是一次“物归原主”的过程,更是一次输血再造市场的过程。就是说,股市火热并不是银行储蓄资金大量“搬家”惹的祸,银行储蓄资金之所以出现转移恰恰是资本市场需要发展和不断自我发展的结果。如果居民户的银行储蓄资金进入股市后能够积淀下来,那么我国最终将一步步完成由国家投资为主向经济主体投资为主、由间接投资为主向直接投资和间接投资并重的投资方式的全面转变。况且,即使仅从数字而言,问题也不是想像的那样严重。虽然2007年4月银行的居民户储蓄存款就减少了1674亿元,但是国内的储蓄规模依然相当大,一方面储蓄总额

高达16至17万亿。另一方面是银行存贷差额仍然维持在11万亿左右。这样,任何短期内的储蓄快速分流相对于11万亿也都是一个微不足道的数字。因此,即使储蓄资金的继续大量流出也不会给银行业务产生负面作用,反而会降低存贷款利率差缩小产生的成本问题,推动银行金融业务多样化。

“风物长宜放眼量”。储蓄资金大搬家有着其历史必然性。当我国股市总市值和社会现金流相对形成4:6的比例时,才达到亚洲市场的平均水平。因此,我们在谈论银行储蓄下降、流动性过剩和股市发展时,不能再囿于落后金融体制造成的惯性思维,不能只见树木,不见森林,更不能忽略了国家市场经济体制的既定改革目标,忽略了资本市场发展的客观规律。也许我们的确应该关注银行储蓄资金向股市的流动问题,但是更关心的是如何更有效地将银行储蓄资金分流出来,推动股市持续、健康、稳步发展。看来,经济体系要创新、要发展尚需大智慧、大魄力。

(常清:中国农业大学期货与金融衍生品研究中心教授、博导)

voice|上证名记者

## 中国民企不要迷失在资本市场门外

□倪小林

最近,天津市委书记戴相龙呼吁民营企业要进一步发展,要充分利用资本市场的机会。与此同时,国家发改委对于国家支持非公企业发展36条的细则即将出台。为了促进我国民营经济的发展,马凯主任曾经在年初时表示他亲自督阵逐条理清36条中存在的问题,并逐一加以解决。近日,国家发改委还向社会公开,已经废止了6000多个相关民营经济发展不利的文件。

从高层的动向可以看出,国家支持民营经济发展的决心很大,且成效也很明显。而戴相龙的呼吁则从我国民营经济发展的另一个角度触及到我国民营经济做不大、做不强的深层问题,也就是民营经济在发展中,除了关注政策资源,用足政策资源之外,还需进行内省,也就是反思民营经济在中国经济大环境已经变化之时,是不是一定要游离在资本市场之外,有很好的优势依然不扩张,有很好的产品也不愿与社会资源共同做大做强。

这个问题其实是困扰我国民营经济很长时间的旧问题,笔者曾经与不少民营企业企业家接触过,他们身上具有创业和创新精神,打拼天下时的确也毫不畏惧,但是,一旦谈到下一步发展如何利用上市融资,很多人都三缄其口,有的人还明确表示,自己有如此好的产品,有这么好的利润,没有必要与别人去分享。

按照企业发展的一般规律,上市不上市向谁融资,或者融资不融资完全是企业的自主行为,他人无权干涉。只是我国民营经济目前面临进一步发展的势头,借助资本市场的力量,也是现代企业发展最为成功的路径。就拿已经进入中国的世界500强企业来说,它们几乎都是家族企业发家而来的,但是只要是上市公司,进入资本市场几乎都是它们实现规模跨越和经营管理从量变到质变的关键一步。只有在资本介入企业经营以后,方能进行跨地区跨国界的经营,也只有成为公众公司之后,公司治理才得以完成。

这样的成功案例即使在我国也能找到很多,最近有人将萧山十几

家民营企业上市的现象,称之为“萧山现象”,所谓的“萧山现象”就是在这样一个地区就有如此多的民营企业已经上市,而且这几家企业在上市以后都获得了可喜的发展。13家企业的筹资额已经达到21亿元,不但为企业发展提供了资金保证,还通过资本市场运作实行并购重组等,迅速扩大了企业的市场,也给地区经济和地区的产业升级打下了基础。

可见,民营企业进入资本市场不仅仅是把自己的利润让他人分享,在资本市场运作的整体过程,就是企业升级战略战略腾飞的过程。不久前,证监会副主席屠光绍先生专门表示,要为民营企业进入资本市场创造条件,证监会在这方面也进行了积极的实质性准备。应该说,目前民营企业上市融资已经没有任何政策层面的障碍了。

那么,民营企业一直渴求的融资问题到底处在哪儿呢?从目前见诸报刊的资料分析,除了社会上那些与政策相违的潜规则——也就是人们常说的开了后门,还有玻璃门,人们对民营企业的陈见,管理粗放、信用度不高等等。笔者认为,更为主要的是来自民营企业自身对现代市场经济,尤其是股份制经济理解的偏差,导致了我国民营企业长期陷在观念的窠臼里,放不开手脚做大做强。

很多人一直有个疑问,美国经济为什么能够持续长久发展,资料记载美国上世纪九十年代的经济发展主要是依靠企业扩张来完成的,在1993年美国企业每天上市的数量都达到数十家。而且这些以私人资本为主的企业,如今很多都进入了跨国公司的行列。说到如今美国经济持续向好的基础,可以说如果没有美国上世纪90年代初政府放手,放松管制让企业进入资本市场,美国经济也不可能像今天这样。

当然,笔者对于民营企业进一步有所作为是从一个方面破题,中国民营经济要真正能够完全进入资本市场,能够真正获得公平公正的待遇,政府还有很多工作要做。但是,作为中国民营企业自身,千万别错过扩张和发展的大好时机。

## 储蓄向股市搬家不必忧虑

□王平

央行上海总部发布的5月份货币运行情况显示,受股市活跃影响,银行资金的“搬家行为”仍在持续,而且出现了分流规模扩大迹象。上海市中外资金融机构本外币各项存款余额27122亿元,同比增长10.1%,增幅创2002年11月以来的最低值。

对银行储蓄向股市的搬家效应完全没有必要担忧。首先,尽管储蓄增幅创下最近几年的新低,但毕竟仍处于增长状态,且是大幅增长状态,不至于造成银行储蓄与借贷资金的失衡。就连中国人民银行行长周小川亦明确表态:“从总量角度看,没有必要为所谓的‘储蓄下降’而担忧,居民储蓄仍在增长,而且增速还比较快。”

其次,储蓄分流有利于化解银行的压力。我国的高储蓄率一直受到多方诟病,16万亿元的巨额居民储蓄也被看作是“笼中虎”,储蓄向股市的部分分流有利于改变储蓄过分集中于银行的情况,这既有利于化解银行风险,也有利于银行提高资金的使用效率,增加收益。

第三,储蓄分流有利于消费。银行储蓄搬家实际上包含着两个渠道,一部分直接被居民用于消费,一部分被用于投资股市等领域。我国经济已经连续20多年保持高速增长,这给人们在对股市中的收益有了一个比较好的预期,一旦财富效应累积下来,投资者就可能增加消费支出,从而使我国内需不振的状况得到改善。

第四,这次股市上涨是一次前所未有的资产价值重估和财富分配过程,储蓄从银行到股市的分流体现民众投资理财观念发生的重大改变,这对于提升整个国民的素质是有益的,因为,任何一个投资者要想在资本市场获取收益,一般都会对整个宏观经济和相关上市公司及行业运行状况进行了解,使国民从相对封闭的状态走向经济观念的更新和开放时代。

银行如果真的要储蓄的过快分流表示担忧,就应该呼吁有关方面取消利息税,因为目前的存款利息率除通胀因素外,依然是负数。更何况还有一个利息税?

另外,银行也应该在理财产品方面进一步努力,使投资者在不把储蓄向股市搬家的情况下,就能够获得相对稳定而且可观的收益——这无疑减少储蓄分流的利器。

## CPI即使走高加息也未必是上策

□陈随有

国家发改委最新发布的一份报告显示,今年5月份,全国36个大中城市的46种重要商品和服务项目中,猪肉、鸡蛋、花生油等22种价格上涨,与4月份相比,猪肉价格环比上涨10.5%,鸡蛋价格环比上涨5.6%,花生油价格环比上涨5.9%。由于替代效应,其他肉类和部分水产品价格也出现了上涨苗头。分析人士认为,猪肉、鸡蛋价格上涨,给5月的CPI(居民消费价格指数)走势带来了不确定性,CPI面临再度突破警戒线的危险。

与此同时,人们对未来可能加息的猜测也变得强烈起来。资本市场率先作出了反应,认沽权证连续几个交易日的暴涨,显示出不少投资者作出了加息政策可能出台的推断。由于市场信心尚未完全从此前印花上调引发的暴跌中恢复过来,投资者很容易把加息视为一大利空信号。

但是,CPI即使走高加息也未必是上策。我国的CPI权重设定存在着可能导致指数失真缺陷。从今年1月起,国家统计局在统计CPI数据时开始启用新的权重,在新权重中,食品类权重虽然有所下调,但食品权重仍然占到1/3的比例,倘若食品价格上涨3个百分点,受其影响CPI就将上



漫画 道伟

涨1个百分点。而今年尤其5月份以来,猪肉、鸡蛋、花生油价格大幅上涨,无疑将推动CPI的上涨。也就是说,食品价格波动将直接影响到CPI的波动。

CPI通常被作为观察通货膨胀水平的重要指标,如果消费者物价指数涨幅过大,表明通胀过渡,央行就有可能采取紧缩的货币政策。但是,我国是一个投资和出口拉动型的国家,消费在推动经济发展中处于末位,以CPI来衡量通胀程度存在着以偏概全的弊端。为了弥补这一缺陷,有人曾经提出用广义价格指标“GDP平减指数”来度量通胀。

由于食品和能源价格会受到

一些异常因素的影响而产生大幅波动,并模糊消费价格的真实变动趋势,一般将剔除食品和能源消费价格之后的居民消费价格指数作为“核心消费价格指数”,核心CPI比CPI更能反映居民消费价格指数变动的真实情况,被认为是衡量通货膨胀的最佳指标。而在目前,除了食品和房屋租金,其他类权重的价格变化并不明显,也就是说,虽然CPI可能突破警戒线,而核心CPI则可能仍然在正常值范围内。

因此,完全依据CPI来决定加息与否并不恰当。事实上,加息未必能够抑制CPI的过快增长。如上所述,我们已经认识到,

## 航意险的“暴利”根源在于价格竞争缺失

□马红漫

航空意外险(简称“航意险”)的暴利“黑洞”经媒体曝光后,该险种收费的合理性以及承保能力受到了广泛质疑。据报道,全国统一售价20元的航意险,成本仅为3元左右,其中的巨额利润被中间代理商肆意“侵吞”,真正能够用于投保人保障的金额比例甚微。

目前的航意险是由全国人大法制办于1989年牵头推出的,其目的是为了解决民航行政赔偿金额较低的问题。近年来,伴随着航空客运业的快速发展,航意险市场随之走上了快速发展的轨道。据统计,民航乘客近三年累计接近4亿人次,如果以10%的购买比例计算,航意险的收入高达8亿元。然而,看似繁荣的航意险市场不但未给保险公司带来相关保费收入的增长,而且潜藏着巨大的经营风险。

表面看来,导致暴利黑洞

的原因在于目前保险公司采取的委托代理制度。尽管根据相关规定,保险代理费不得超过保费的8%,但实际上,保险公司为了抢占市场,竞相提高中间商的代理费,有些甚至高达85%,消费者绝大多数的保费开支被代理商获取。经营者与代理商本末倒置,令市场最终走向畸形发展。

其实,委托代理制度只是一个表现。因为在充分竞争的市场上,保额和费率应该由买卖双方充分博弈得出,而航意险费率却带有明显的价格刚性垄断色彩。现行的收费标准仍然沿袭1996年央行、财政部和民航总局联合发文的相关规定,各个保险公司没有开展价格竞争的动机。实际上,对于安全系数较高的航空市场,航意险费率显然已经偏离了合理的轨道。因此,可以说,正是有关部门行政性收费标准成为了航空意外险暴利的真正体制源泉。

不仅如此,由于有效的市场

竞争无法开展,很多保险公司甚至利用信息不对称欺骗消费者。曾有媒体报道,不久前,8位江苏籍旅客从上海浦东机场乘坐飞机外出旅游。登机前,他们分别在机场内3家不同的保险公司销售点购买了航空意外伤害险。其后,他们发现8份保单中有3份投保人身份证号码是错误的,另外5份竟然是“空心保单”,单据上投保人身份证号码、受益人的姓名、联系地址等栏目均为空白。若意外事件发生,凭借这样的保单无法向保险公司索赔。航空意外险市场的混乱由此可见一斑。

“暴利”被曝光只是事态发展的必然结局,并不足为奇。更为重要的是,整体航意险市场亟待规范和完善。监管部门应当严格按照分业经营、分业管理的原则明确经营主体,从源头上规范市场。同时,管理层应当强化代理人资格的核查工作,以杜绝市场上鱼龙混杂的现状。

但需要指出的是,行政监管

措施的见效尚需体制的配合和执行力度的逐步加强,无法立竿见影,而且也不可能根治保险市场扭曲的弊病。只有在市场竞争机制充分发挥效用的环境里,才有可能形成无形的倒逼力量,从源头上规范航意险市场。在国外,保险销售柜台很难在机场寻觅到踪影。许多航意险都是随机票赠送,成为航空公司之间竞争的筹码。在国内,保险市场的竞争也在悄然改变航意险暴利的局面,只是大多数消费者还未习惯。例如,从险种上看,市场上已经有一些寿险和短期交通工具意外险品种,与航意险之间形成了替代效应。从支付手段看,许多保险公司已经开始通过网络媒体直接与消费者接触,绕过了中间商环节,消费者可以从中获得了价格上的实惠。

所以,充分的市场竞争与严格的行政监管应当成为规范航意险市场的关键。唯有此,航空意外险市场的混乱状况才可能得到有效的抑制。

## 投机不受限制房价必然飞涨

□珑铭

最近,房价涨势四起,国家发改委最近发布的关于全国各大中城市房价的报告显示,今年4月份全国新建商品住房销售价格同比涨幅第一的城市是北海,涨幅达到惊人的23.6%,其次是深圳11.3%、北京10.7%。6月11日,又有媒体报道称,深圳前五个月的平均房价上涨了近20%。

此次房价的快速上涨并非居住需求导致的,因为这种需求是比较稳定的,一般不会集中爆发。事实也证明了这种推断:五月底的一天,临近深圳标志性建筑——地王大厦旁的一个以小户型为主的楼盘开盘,430余套房产在三小时内销售一空。销售现场除了约700余人,如果剔除陪购人员,基本可以保证人均一套房。而实际上抽签到140人时,房子就卖光了,人均购买3套房,更是有入一出就买了一套房楼的20套房。记者向二十多人询问买房目的,“无一例外均回答用于投资!”

所谓的投资应当是指以收取租金为目的的购房行为,而大部分所谓的“投资”只是为了低买高卖赚取差价,是典型的投机行为。《深圳蓝皮书:中国深圳发展报告(2007)》称,深圳市领到产权证后半年内就转手的住房占住房总套数的30.31%,得到产权证后3年及3年以上转手的住房占住房总套数的28.11%。深圳住房市场的换手速度如此之快,凸显投机因素的活跃程度,可以说,投机在助推房价的上涨。

这种情况并非深圳市独有。今年元月,北京市房地产业协会发布的一份报告就指出,北京实际上,闲置房比空置房要多好几倍,少数人拥有多套住房。而在此前,北京市统计局公布的统计结果显示,北京平均每10户居民就有1户至少拥有两套住房。截至2005年,北京市常住人口为1538万人,以三口之家算,大约512万户。假设十分之一的家庭拥有的都是两套住房(拥有

多套的暂且不考虑),也有多达51.2万套住房被掌握在投机、投资者手中——这个数量相当于全北京市大约6年商品房现房成交量之和。一人购买多套商品房甚至是在经济适用房上无论是在北京还是在上海、广州、杭州、天津等一线城市,甚至在浙江、江苏、广东等地区的县级城市或者城镇都普遍存在。

一人拥有多套住房——无论是用于投资还是投机,都在客观上加大了商品房供应不足的状况,使房价在供需失衡的推动下继续快速上涨。因此,世界上许多国家都对居民购买多套住房进行规范和限制。在新加坡,一人占有多套房屋或者炒卖房屋牟利被视为犯罪行为,将受到法律的严厉惩处。在美国,一个家庭只能买一套享受政府给优惠政策住房,且必须居住满两年以上才能卖出,否则,就要缴纳高额税费。

但是,我们迄今为止依然未能对一人购买多套住房的行为予以严格限制,一人购买两套甚至几十套住房也能顺利地完成交易,这种监管的缺位本身即为投机提供了条件。尽管有关部门也曾决心打击投机行为,但总是雷声大雨点小,很多时候甚至只打雷而不下雨,这种不作为的漠然态度,对房地产市场中的投机行为未能产生足够的威慑力。

当然,这首先面临着制度和法律的瓶颈,即使有人购买多套住房又能根据什么法律来处罚他呢?制度的空缺使得打击投机的力量受到限制。今年3月的“两会”期间,全国政协委员、享受国务院特殊津贴专家、中国建筑总公司学术委员会主任陈祥福在提案中建议,我国城镇可以考虑实行“一户一房制”,即倡导“一对夫妻拥有一套房子”,并呼吁国家出台相关法律法规确保该制度实施。倘若陈祥福委员的建议被接受,以此构建起来反投机的制度体系,遏制房市投机就不再是空话。

当投机因素成为房市的主导,房价就有可能失控,要改变这种状况,就必须依法予以遏制。